

## 「第5回 資産運用等に関するワーキング・グループ」議事要旨

日 時 平成28年3月4日(金) 午後3時30分～5時  
場 所 日本証券業協会 第1会議室 (東京証券会館5階)  
出席者 大崎主査ほか各委員

### 議事概要

#### 1. GPIFの最近の取り組みと運用機関に対する期待について

年金積立金管理運用独立行政法人 理事兼CIO 水野 弘道 氏から、資料に基づき GPIFの最近の取り組み状況、今後のマネジャー・ストラクチャーに対する考え及び運用機関に期待すること等について説明が行われた。

説明の主なポイントは以下のとおりである。

##### (1) 目標及び計画について

年金積立金管理運用独立行政法人(以下「GPIF」という。)が厚生労働大臣から与えられているマンドートは、「名目賃金上昇率プラス1.7%を最低限のリスクで達成すること」である。

基本ポートフォリオに関しては、国内債券35%、国内株式25%、外国債券15%、外国株式25%。乖離許容幅が今までの基本ポートフォリオよりも多めに与えられており、国内債券が±10%、国内株式±9%、外国債券±4%、外国株式±8%である。

さらに、各資産クラスでベンチマーク収益率を確保せよという中期計画を達成するため、絶対リターンと相対リターンの両方を得られるように運用している。

##### (2) 運用執行の組織について

運用委員会において基本ポートフォリオ等の重要な決定を行っているが、今回、GPIFのガバナンス改革が行われれば、理事会又は経営委員会が行うこととなる。これら重要事項の決定は、法的にはGPIF理事長の独任制となっているが、実際には理事長が一方的に決定することはなく、運用委員会との合議によって行

っている。理事長の下に2名の理事がおり、私は管理運用業務担当として、投資戦略部、運用管理室、運用部、オルタナティブ投資室、インハウス運用室といったフロントを担当している。

常勤でコンプライアンスオフィサー及び日本とニューヨークの弁護士資格を持つリーガルオフィサーがおり、運用業務に関する行政的な手続きを行う運用管理室という部署を新設し、事務的な業務とフロント業務を分離し整理を行っている。

なお、運用委員会の議事録については、2カ月以内に議事録の要旨を公表し、7年後に議事録全体が公表される。

### (3) 執行部門（運用戦略部門）の役割

GPIFの運用に関する議論において、アクティブ運用の効率性が度々議論されるが、なかなかアクティブのポートフォリオで安定した超過収益を上げるに至っていない。しかし、私は、アルファの追求が市場の効率性を通じてベータを高めるという考え方を強く持っており、この考えをもとに運用している。GPIFの存在感を考えると、少なくとも日本株式については、アクティブ運用に大きな期待を寄せている。

### (4) マネジャー・ストラクチャーに関する考え方

#### ① アクティブマネジャーへの期待

今までは、GPIFを評価するベンチマーク（以下「評価ベンチマーク」という。）と運用受託機関を評価するベンチマーク（以下「マネジャーベンチマーク」という。）が結果として同一であったが、特色ある多様な運用受託機関を組み合わせ、GPIFの評価ベンチマークに対する超過収益率を確保することがGPIFの責任であることから、GPIFの評価ベンチマークと運用受託機関を評価するマネジャーベンチマークは同一である必要はないという考え方に変更し、マネジャーベンチマークと評価ベンチマークの間のミスフィットリスクに関してはGPIFが責任を取ることにしている。運用受託機関には、特色ある多様な運用手法や独自のマネジャーベンチマークの使い方で独自性

の高い提案をお願いしている。

## ② マネジャー・ストラクチャーで目指すこと

GPIFは、絶対リターンと相対リターン両方が求められているという環境の中、インフォメーションレシオよりも、シャープレシオを高めることに重点を置き、外債のマネジャーに関しては、オフベンチやベンチマークアグノスティックな運用も許容している。

また、今回行った外国債券のマネジャー・ストラクチャーでは、ガイドラインの制約によりマーケットに柔軟に対応できないことがあるとの運用受託機関からの意見を勘案し、ガイドラインで緩めるべき箇所を運用受託機関に提示させた。さらに、運用受託機関とのヒアリングを通じ、どちらがどのようなリスクを負い、何ができるのか等、運用受託機関とGPIFの責任を明確化した。

今年度中にマネジャー・エントリー制の導入を行う予定である。これによって、我々が見ている運用受託機関のユニバースが広がり、またマネジャーのリバランス等に関して、既存の運用受託機関と、エントリー制で入ってきた運用受託機関を比較しながらダイナミックな入替えができるようになる予定である。また、どのアセットクラスから導入するかは決めていないが、今年度中に、マネジャー・エントリー制での運用受託機関の募集を行うべく準備している。

## ③ 取組み事例

平成25年に外国株式アクティブ、国内株式パッシブ・アクティブについて、平成27年には外国債券のアクティブ・パッシブについて、マネジャーのリストラクチャリングを行った。平成27年の取組みでは、GPIFとして大きな2つの方針転換を行った。まず1つめは、運用手法の多様化を図り、グローバル総合や地域総合だけではなく、ハイイールドやインフレ連動債等の8つのカテゴリーのマネジャーを採用した。2つめは、運用受託機関に対し、アクティブの全ファンドにおいて実績連動報酬制度を採用している。

## (5) 運用受託機関評価に対する考え方

従来は、パッシブ運用受託機関の評価について、トラッキングエラーの少なさとフィー水準の安さを優先してきたが、今後は企業とのエンゲージメントの質やスチュワードシップ活動の質を評価できるような体制にしていきたいと考えている。

アクティブ運用受託機関は、定量のみならず、運用経験が長く市場環境に対する深い洞察力を有し柔軟な対応ができるファンドマネジャーであるとの定性評価も重要な要素であると考えている。さらに、今後は、委託対象資産のみならず、GPIFの運用に資するようなマーケット情報の提供等も、運用受託機関を評価する重要な要素として取り入れていきたいと考えている。

#### (6) スチュワードシップ活動に関する考え方

スチュワードシップ責任をアセットマネジャーに果たしていただく一方で、コーポレートガバナンスの対象になる企業の従業員の方々にはGPIFが直接的な受託者責任を負っており、コーポレートガバナンスコードやスチュワードシップ・コードのバリューチェーンが最終的に一つの輪として機能するには、アセットオーナーの役割というものは不可欠であると考えている。このバリューチェーンがワークするためには、アセットマネジャー、企業及びアセットオーナーの間に疑心暗鬼の関係があると成り立たないと考えている。当事者として両側からヒアリングできるアセットオーナーの立場を活用し、GPIFが率先してやるべきとの考え方から、JPX400社を対象に、運用受託会社とのエンゲージメントについてアンケートを実施し、どちらにもフィードバック、フィードフォワードをしていきたいと考えている。

## 2. 意見交換

- ・ アセットオーナーとアセットマネジャーが同じ方向を向いて、力を合わせて資産運用業を強くしていかなければならない。優秀なアセットマネジャーは日本にも存在することを、アセットオーナーには認識していただきたい。

ガバナンスの問題や資産運用会社の経営がどうあるべきかという点は、各社の戦略もそれぞれあると思うが、我々としても指摘のあった点を非常に重く受けとめた上で、

経営側も努力していることを認識していただきたい。

- ・ アセットオーナーが運用手法の多様性を積極的に推進していくことは、非常に望ましく、歓迎すべき動きである。一方で、多様な運用手法の提供は、我々業界の宿題と捉え、対応できるよう切磋琢磨していきたい。日本の運用業者の中にも高いアルファを産み出すところも増えているし、グローバル・エクイティに力を入れているが、トラックレコードが短いために採用が進んでいない所もある。運用受託機関を評価する際に、クオリティー、哲学、プロセス等を、より中心的に評価してもらえると、選考する外資の運用会社に比べてトラックレコードが短いことだけを理由に、選考対象外に埋もれてしまうこともなくなるだろう。
- ・ 資産運用業界が停滞している理由として、プレイヤーの新陳代謝が十分ではないということが挙げられる。新規参入者に少額でも資金を回してもらえるプログラムを創設していただくと、新規参入促進につながり、我々のような既存の会社にとっても刺激となる。当然、選考プロセスは厳しいものとなる。
- ・ エンゲージメントについては、アクティビストでないロングオナーのアセットマネジャーのエンゲージの仕方はどうあるべきかを検討する必要がある。米国及び欧州の年金基金でも議論になっていることであるが、パッシブはアクティブと違って、ダメだから売る、という手段が取れないため、パッシブのマネジャーにおけるエンゲージメントこそ大切ではないかという議論になっている。
- ・ 海外においては、株主総会の時期になると運用会社からアセットオーナーへ名義の書換えが行われることが標準的な慣習となっている。議決権行使に関する活動は、アセットオーナーに向けて行われている。国際的に見ると、これが法律で許されていないのは日本だけであり、今後、改善に向けて議論すべきでないか。
- ・ 運用会社の親会社からの独立性の問題については、各社において親会社から実体的に独立性を高める手段や方策が講じられているので個別にお話しさせていただきた

い。

- ・ 受託金額が大きいと期待したアルファが取れなくなることがあるため、運用内容とともにアルファが取れる適切なファンドサイズについて提案することも認めていただきたい。
- ・ 色々のご批判をいただいているが、プロセス責任的なカルチャーがなかったとはいいがたく、ある程度トラックレコードがあり、規模が大きく、知名度が高いファンドが選ばれやすい傾向にあったように思う。ただし、現在、運用のフロントは、基本ポートフォリオのベンチマークと最終的なリターンを重要視しており、マネジャーベンチマークと我々の評価ベンチマークの間のミスフィットを全部まとめた上で最適化し、そこに明確にGPIFの評価にも取り入れていこうと思っている。そういう意味では、プロセスよりも最終的にはどのようなリターンが出るのかということの重要性が圧倒的に増している。
- ・ 今後の方向性の中で、ESGのEとSについてについてどのようにお考えか。
- ・ ESGについて、日本ではG（Governance：ガバナンス）だけがとても注目されているが、違和感がある。E（Environment：環境）とS（Social：社会）に関しては、現在のところ、国内では取り組みの指標が見えていない中で、GPIFの役割として、全体のバリューチェーンの最適化の観点から取り組み方を考えているところである。GPIFでは、ESGに関してはUNPRI（United Nations Principles for Responsible Investment：国連責任投資原則）のプラットフォームを活用し、海外の企業や運用機関に対して、EとSを含めたアプローチをまず試してみようかと考えている。
- ・ マンデートが決まっていて、自由にエントリーしていくマネジャー・エントリー制では、スタートアップしようとする新しいアイデアを持った有望な人たちが、なかなか手を挙げられないのではないか。予算は少額でも良いので、きちんと評価しても

らえる仕組みをGPIFのような権威のある組織に整備してもらえると、新興の運用会社にとっても非常に良い刺激となる。

- ・ アセットオーナーとアセットマネジャーがともにスチュワードシップ・コードの受け入れ責任を果たすことで、全体的なコーポレートガバナンスのレベルアップにつながる。GPIFは、アセットオーナーとしてアセットマネジャーに対しスチュワードシップ・コードの取り組みに関する基本的なガイドラインを示すつもりはあるか。
- ・ 新しいファンドや新しいマネジャーや新しい運用手法が出てきたとき、どのように取り組むのかは、リソースとのバランスからGPIFにとっては簡単なチャレンジではない。
- ・ 現在は、マネジャー・エントリー制の中で、リソースやコストを勘案しながら、新しいファンドや様々な手法を少しずつ加えていく方法を取ることになるだろうと考えている。
- ・ 議決権の行使の仕方についてのガイドラインを出すことについては、海外から行ってみることや、運用受託会社にヒアリングをして最大公約数的なものを出すことも考えられるが、メッセージ性や影響を考えながら検討する必要がある。
- ・ 日本のマーケットはバブル時には世界の時価総額の40%を占めていたが、現在は10%未満。中国は、新興国でも日本の2倍。日本のマーケットはそれほど大きくない。東京証券取引所第1部の全時価総額500兆円の中で、GPIFが持っている相当程度がインデックスファンドになってしまうと、マーケットが正常に機能しなくなるおそれがある。アルファ戦略は継続いただきたい。
- ・ GPIFから運用を委託されている運用会社にとっては、GPIFに色々縛られるよりもある程度のガイドライン等を与えてもらい、比較的自由に運用ができるよう、フィーのストラクチャーを含めて提案できる方が良い。そのような提案は難易度が高

いので、運用会社は鍛えられるし、業界全体の発展にもなる。今後もこの方向性は継続いただきたい。

- ・ 既に色々な局面で十分議論が尽くされているのであろうが、パッシブファンドで、アクティブと同じようにエンゲージメントをしっかりとっていくことは現実的なのか。何を何処まで求めるのか、GP I Fとしてガイドラインの様なものを示すことは考えているのか。
- ・ 非投資適格のハイイールド債を外国証券の投資対象とする話があったが、格付け等からリスクが相応に高いので、言うまでもなくモニタリングが重要となる。そのようなモニタリングは如何に行うのか、GP I F自身、日系ファンドマネジャー若しくは海外のマネジャーへの委託等、どのような役割分担となるのか。
- ・ 市場参加者全員がパッシブ運用を行うと、パッシブは極めて非効率なものになってしまうことから、アクティブの運用者は絶対に必要だと考えているので、これに関しては明確なメッセージを出している。
- ・ エンゲージメントの話になると、ショートターミズムに関する問題が提起されているが、ショートターミズムが問題であると言い切るのはキャピタルマーケットとしていかなものかと思っている。
- ・ アクティブとパッシブの運用者がいた場合、アクティブの運用者には常に売るというオプションが残されており、そのオプションを顧客のために最大限効率的に活用するのは当然のことである。その結果として数カ月で売ることになったとしても、それはアクティブのマネジャーのフィデューシャリーデューティーとしては問題なく、それをショートターミズムと呼ぶのは間違った方向に行くのではないかと考えている。  
パッシブは売るという選択肢がない以上、パフォーマンスを上げるためにはベータを上げることが唯一取りうる戦略である。一方、アクティブ運用もパッシブ運用も、我々アセットオーナーが長期投資ばかりしていると、企業側に全くプレッシャーがか

からない。したがって、ある意味、アクティブ運用における売却は、ある程度の期間内にアドバイスを受けないのであれば売却してしまうというタイムプレッシャーを企業側にかけるという役割もあると考えている。

- ・ 議決権行使に関して、パッシブが全企業に対してエンゲージメントをするかどうかということについては、GP I Fとしては、今、運用会社からの提案を求めているところである。全ての会社に対してエンゲージメントを行うパッシブ運用の運用受託機関が現れることを期待しているわけではなく、GP I Fとしては、当面の間、どのような狙いを定めてエンゲージメントを行っているのか、パッシブであるという関係からどのような時間軸でエンゲージメントの議論を進めているのか、あるいはアクティブ運用との間に利益相反があったときはどのように解決する仕組みになっているのか等を評価していく。
- ・ なぜ日本はパッシブ運用が中心になってしまったのか。アメリカでは、歴史的に多くのアクティブマネジャーが存在した結果として市場の効率化が進みパッシブマネジャーが登場したという経緯がある。日本では、いきなりモダンポートフォリオセオリーを導入し、市場が効率的だということが前提になって動き出し、パッシブ運用が定着したという背景がある。パッシブ運用は指数しか見ていないので、投資家が一つの企業のファンダメンタルを検証していくことが重要である。
- ・ GP I Fでは、アクティブ運用の全ファンドにおいて実績連動報酬を採用しているとのことだが、実績連動報酬は、成果が上がらなかったときに、委託者が期待する以上のリスクをとってしまい委託者に迷惑がかかるというデメリットがあり、一般化していない。GP I Fは、このデメリットについて、どのような整理を行ったのか。
- ・ GP I Fではアクティブ運用受託機関を評価する際に、定量のみならず定性も重要な要素であるとのことだが、具体的にこのような要件を備えていないと受託機関に値しないというガイドラインを示すことは検討しているのか。

- ・ G P I Fとしては、フロアもキャップも決まっており、その間だけが実績連動でスライドするブルバートィカルスプレッド型を採用しているため、不要なリスクを取ることにインセンティブを抑えている。勿論、トラッキングエラー等の他の指標でも、リスクテークがどれくらい行われているかを確認している。
- ・ ショートターミズムとロングターミズムの議論は、要するに、ショートターミズムに傾いた度合いが過度であるから、ロングターミズムが必要になるという議論である。ロングターミズムの意味するところは、中長期的な企業価値の持続的な成長と、それを担保できるような動きをすることであるから、これはパッシブやアクティブとは関係ないのではないかと考える。
- ・ G P I Fの運用受託機関を評価する仕組みをより深めていきたいとあるが、具体的な考えがあったら教えていただきたい。
- ・ 親会社からの独立性を実体的に高める手段に関して、開示を求めるといった取り組みは考えているか。
- ・ G P I Fの運用に有意義な提案や情報を提供してくれる運用受託機関を評価していく方法について検討中である。
- ・ 平成28年1月に公表した日本版ステewardシップ・コードへの対応状況において、運用受託機関のガバナンス問題に関する事例を指摘している。

(配付資料)

- ・ 資料 G P I Fの最近の取り組みと運用機関に対する期待

(以 上)