

総合評価方法の見直しについて

区分	報告	対象範囲	全資産（伝統的資産）
<p>エグゼクティブサマリー</p> <ul style="list-style-type: none"> 運用受託機関の総合評価方法について、これまでの定量・定性評価の併用から、定量データを加味した定性評価に一本化。 外国株式パッシブにおけるスチュワードシップ活動の評価ウェイトを国内株式パッシブ並み（定性評価における割合30%）に引き上げ。 パッシブ運用の手数料評価は、手数料水準の低減を重視した相対評価から、スチュワードシップ活動に見合う合理的な水準であるかを重視した評価へ見直す。 			
<p>バックグラウンド</p> <ul style="list-style-type: none"> 現行の評価事項について、従来から次の問題意識を持ち、コンサルタントと1年かけて、特に定量評価の課題解決の議論を重ねてきており、見直しの検討を行ったもの。 <ul style="list-style-type: none"> - 定量評価における問題意識 過去の運用実績に基づくためパフォーマンスの後追いになる等 - スチュワードシップ活動の評価における課題 外国株式のベータの底上げ等 		<p>フィードバック期間及び検証方法</p> <ul style="list-style-type: none"> 概ね3年を目途に、総合評価結果と運用成績について検証を行う。 	
<p>戦略プラン</p> <ul style="list-style-type: none"> 中長期的に持続可能な付加価値の創出 超過収益の獲得能力がより高い運用機関の選定 スチュワードシップ活動の推進による市場全体のβの底上げ 		<p>KPI</p> <ul style="list-style-type: none"> 個別運用機関の超過収益率 市場全体のESGレーティング 	
		<p>その他</p> <ul style="list-style-type: none"> なし 	

総合評価方法の見直しについて

1. 現行の総合評価方法

運用機関の評価方法については、一般的に「定量評価と定性評価の組み合わせによる総合評価」と「定量評価(データ)を加味した定性評価」の2つの方法がある。

当法人の運用機関評価は、前者の「定量評価と定性評価の組み合わせ」であり、各評価(4段階)の点数を1:1の割合で合計した点数を総合評価としている。

定量評価は、過去の運用実績(対ベンチマークの超過収益率、インフォメーション・レシオ)を基に客観的に点数化した評価であり、定性評価は運用機関の投資方針・運用プロセス、組織人材等を基に将来の超過収益獲得の可能性を評価するものである。

運用スタイル 評価項目		債券運用	国内株式パッシブ運用	国内株式アクティブ運用 外国株式パッシブ・ アクティブ運用
		投資方針・ 運用プロセス	25% (50%)	17.5% (35%)
定性 評価	組織・人材	22.5% (45%)	15% (30%)	20% (40%)
	スチュワードシップ 責任に係る取組	—	15% (30%)	5% (10%)
	付加価値サービス	2.5% (5%)	2.5% (5%)	2.5% (5%)
定量評価		50% (100%)	50% (100%)	50% (100%)

(注)上記の評価項目はネガティブチェック項目を除いたもの。()の数値は定性・定量それぞれにおける割合。

他の公的年金の運用機関評価方法

評価方法	公的年金	評価方法
定量評価と定性評価の組み合わせによる総合評価	<ul style="list-style-type: none"> 国家公務員共済組合連合会 地方公務員共済組合連合会 日本私立学校振興・共済事業団 	<ul style="list-style-type: none"> 定量評価と定性評価のそれぞれの評価点を組み合わせた総合評価。 定量と定性の割合については、非公表。
定量評価(データ)を加味した定性評価	<ul style="list-style-type: none"> 企業年金連合会 国民年金基金連合会 CalSTRS(米) OTPP(加) Future Fund(豪) 	<ul style="list-style-type: none"> 定量評価(データ)は、定性評価の運用方針、運用スタイル等の評価において、その妥当性やパフォーマンスの再現性の確認、裏付けとして用いている。 企業年金連合会、国民年金基金連合会、CalSTRS、OTPP、Future Fundについては開示はないが、GPIFからの照会に対して回答があったもの。

(海外の主要公的年金について)

海外の主要公的年金においては、外部委託運用機関の評価項目が公開されているのは2基金(NZ Super、Future Fund)であった。他の公的年金(CalPERS、GPIFG、CPPIB、AP1-4、NPS、ABP、APG、ATP)は開示なし。

2. 現行の評価方法における問題意識等

現行の評価事項については、従来から問題意識を持ち、コンサルタントと1年かけて、特に定量評価の課題解決の議論を重ねてきており、見直しの検討を行う。

○定量評価における問題意識

- 運用機関評価の目的は、将来の超過収益獲得可能性を見極めることであるが、定量評価は過去の運用実績に基づくため、パフォーマンスの後追いになる可能性がある。
- 定量評価は、過去の運用実績に基づくため評価が容易であり、客観性はあるが、一時的な市場動向の影響を受け、類似の運用スタイルに評価が偏る可能性がある。
- 実証データに基づく、過去実績(定量評価)と将来の超過収益との直接的な関連性が低い。
- 過去実績が良(悪)ければ将来の超過収益も高(低)いことが証明できない場合、定量評価を組み合わせても恣意性や説明力は変化しない。
- 定量評価を含む総合評価に基づく機械的な資金の配分・回収は、運用受託機関構成を歪める要因となっている。

○スチュワードシップ活動の評価における課題

- 当法人の運用受託機関に対するスチュワードシップ活動への期待度が上がっている。
- 外国株式についても、国内株式と同様にスチュワードシップ活動の強化により、ベータの底上げを図っていくべきではないか。
- 特にパッシブ運用においては、現行の運用手数料水準の低減を重視した評価から、スチュワードシップ活動の付加価値も考慮した評価とすべきではないか。

⇒平成29年度計画第1.5.(2)④においても、「…、またスチュワードシップを重視した運用受託機関のビジネスモデルに対応した評価方法や手数料体系を検討する」とされているところ。

定性評価および定量評価のメリット・デメリット

評価方法	メリット	デメリット/課題
定性評価	<ul style="list-style-type: none">• 将来の超過収益獲得の確度を高められる可能性がある。• 特定スタイルが全体的に悪化した際でも、機械的な評価を避けることで、ポートフォリオのバランスを維持できる。• 将来の超過収益獲得のための、運用に対する本質的な理解が進む。	<ul style="list-style-type: none">• 運用プロセスの確立や担当者のスキル醸成が必要となる。• 同スタイル内で多くのマネジャーを調査する必要があることから相応のリソースが必要となる。• 運用知識の乏しい関係者には、評価結果が理解しにくい可能性がある。
定量評価	<ul style="list-style-type: none">• 評価が容易である。• 戦略(ファンド)の特性を問わず横並び比較が可能となる。• 関係者の受容性が高い(外部への説明が容易)。	<ul style="list-style-type: none">• 将来の超過収益獲得の予測能力は認められない。• 市場の一時的潮流の影響を受け、類似の運用スタイルに評価が偏る可能性がある。• 運用に関する本質的な理解が進まない。

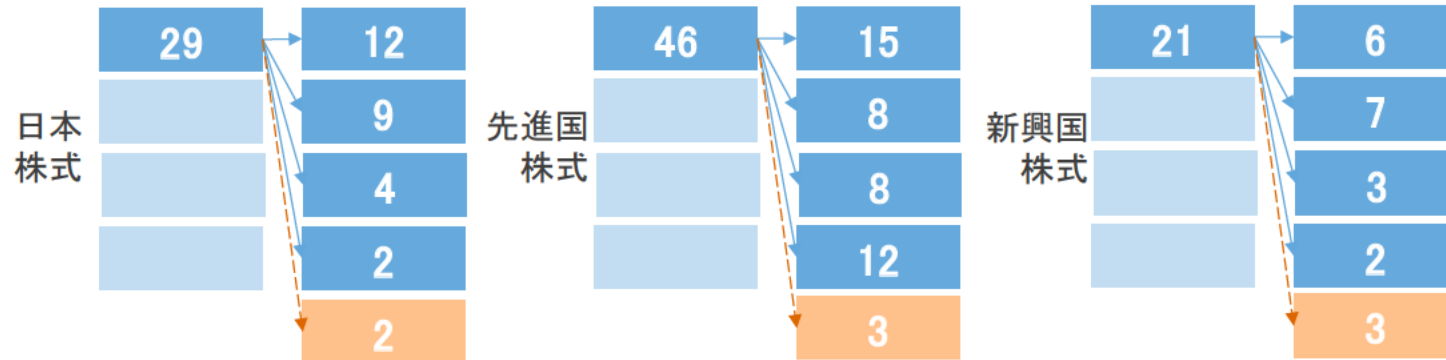
マネジャーパフォーマンスのユニバース内位置の変化

2007-2012年度および2013-2017年度の比較

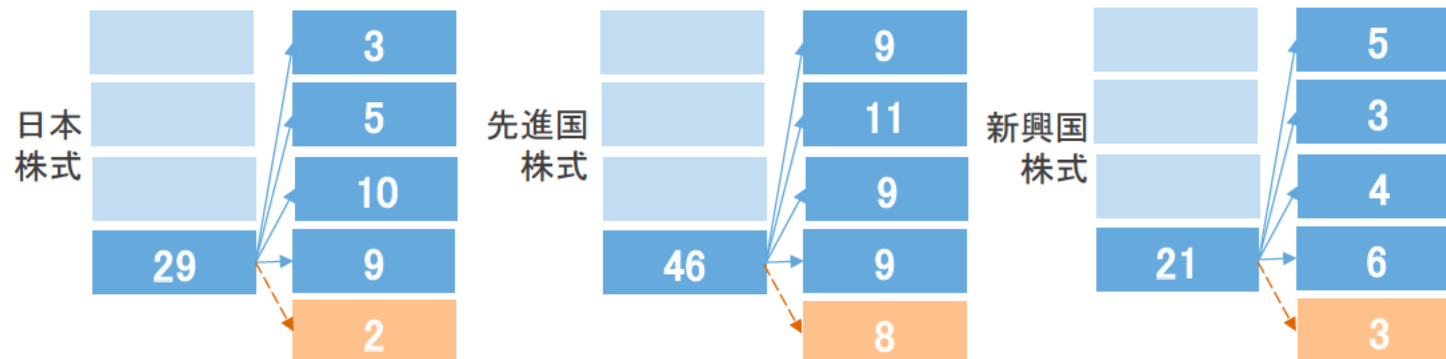
※2013-2017年度にリターンの更新がなかったマネジャーは四分位算出に含めない

1. 株式

2007-2012年度にユニバースの上位25%であったマネジャーの、2013-2017年度のユニバース内位置



2007-2012年度にユニバースの下位25%であったマネジャーの、2013-2017年度のユニバース内位置



データ数 日本株式:118、先進国株式:186、新興国株式:86 橙色セルの数値は2013-2017年度のデータが更新されなかったマネジャー数

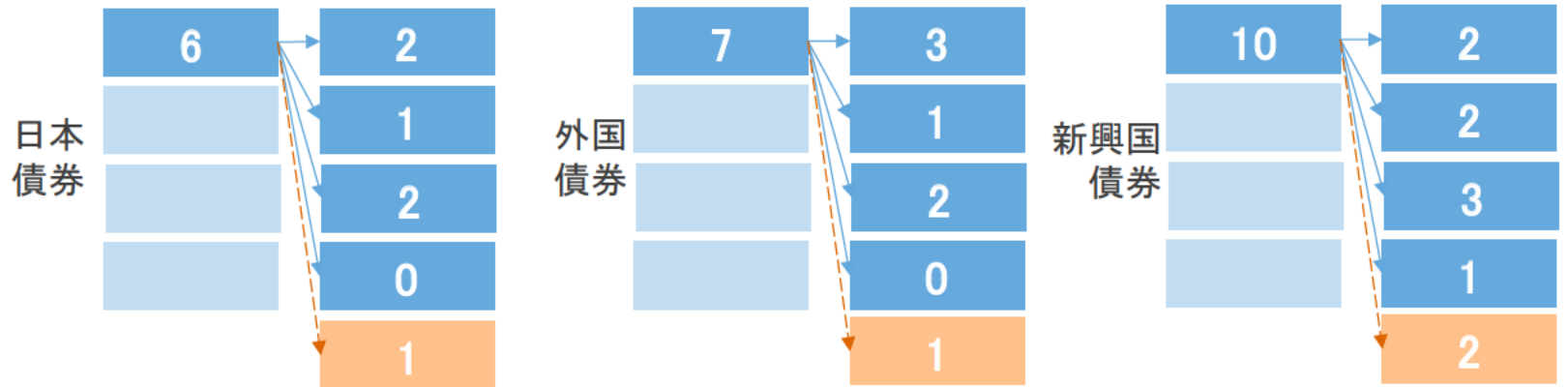
- 長期間、継続して超過収益を獲得することのできる運用機関は稀
- 過去のパフォーマンスをベースに運用機関を入れ替えることは、年金運営の世界では一般的だが、結果が伴わないことがままある
- 実際、運用機関の超過収益にはアルファサイクルが観察される

マネジャーパフォーマンスのユニバース内位置の変化

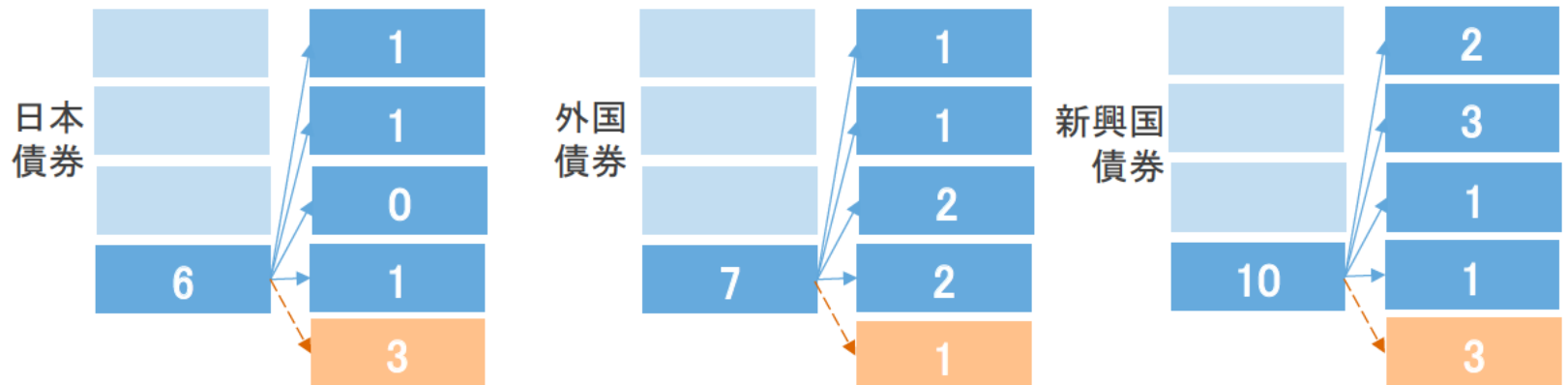
2007-2012年度および2013-2017年度の比較

2. 債券

2007-2012年度にユニバースの上位25%であったマネジャーの、2013-2017年度のユニバース内位置



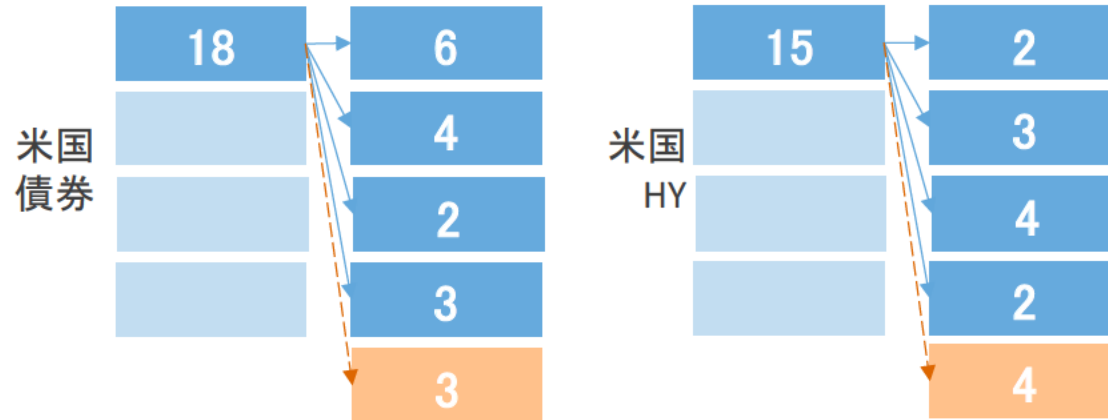
2007-2012年度にユニバースの下位25%であったマネジャーの、2013-2017年度のユニバース内位置



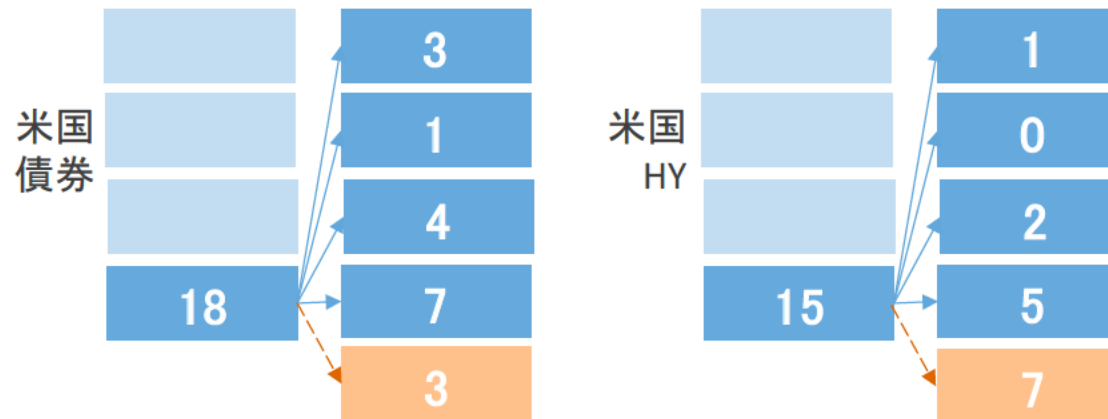
マネジャーパフォーマンスのユニバース内位置の変化

2007-2012年度および2013-2017年度の比較

2007-2012年度にユニバースの上位25%であったマネジャーの、2013-2017年度のユニバース内位置



2007-2012年度にユニバースの下位25%であったマネジャーの、2013-2017年度のユニバース内位置



3. 総合評価方法の見直しの方向性

上記1. の問題意識等を踏まえ、下記の見直しの方向性により検討を行うこととする。

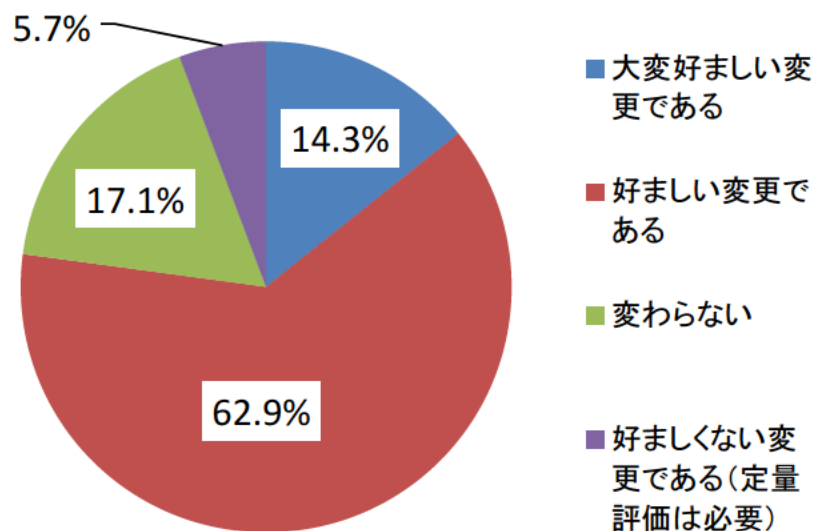
- 受託者責任として、将来の超過収益獲得可能性を重視した、定量データを加味した定性評価から構成される「運用能力の評価」(4段階評価)による総合評価とする。
- 運用実績(超過収益率等)は、それを実現した運用プロセス、運用体制等といった将来の超過収益獲得の「質」を評価する定性評価の裏付けとして多面的な分析に活用する。
- 総合評価に基づく資金の回収割合については、運用受託機関構成等を勘案して、回収の是非も含め回収割合を個別に決定する。
- 外国株式パッシブ運用については、国内株式パッシブ並み(定性評価における割合30%)にスチュワードシップ活動の評価ウェイトを引き上げる。
- パッシブ運用の手数料評価については、スチュワードシップ活動等の付加価値に見合う合理的な水準であるかを重視した評価へ見直す。

- ✓ 定量評価/データを踏まえて専門的に判断することになるため、実質的には定量評価を含んだ評価となる。評価結果の説明において、定量面も含めて記述することにより説得性を増すことになる。
- ✓ なお、コンサルタント2社からも「定量評価の弊害」(参考1)に関して指摘を受けており、定量データを加味した定性評価とすべきとのアドバイス(参考2、3)を受けている。
- ✓ また、6月末に実施した運用受託機関(35社)に対するアンケート(7月回答締切)において、「定量データを加味した定性評価の検討について」に関して、2社は「定量評価の廃止に否定的」だが、残り27社は「好ましい」、6社は「どちらでもない」との意見であった。

運用受託機関向けアンケート結果(抜粋)

Q 定量データを加味した定性評価の検討について

約8割弱の運用受託機関が変更賛成。



○運用受託機関向けアンケートの概要

アンケート回答社数 35社(運用受託機関)

実施期間 H29.6.26 ~ 7.11

主な質問・意見等

- 定量面を重視した硬直的な評価が改善される点は、好ましい。
- フォワードルッキングに焦点を当てた総合評価は、短視眼的な判断による超過収益機会の損失を勘案すると、非常に画期的と期待している。
- 定性評価項目の有効性の確認手段として定量評価を活用する事になると理解したので、総合評価として従来と全く異なる結論が出るとは感じていない。
- 定量評価は数字で示されるのでわかりやすいとは言えるが、定性評価のみとなると、評価結果がわかりにくくなるという側面があると思われる。評価結果に関して細かい内容まで開示し、またディスカッションできる方法を取ってもらえれば、双方の理解に齟齬が生じないと考える。
- 定量データ(過去の運用実績等)をどのように定性評価に反映するのか。

4. 具体的な見直し内容

(1) 定性評価から構成される「運用能力の評価」への見直し

フォワードルッキングに焦点を当てた超過収益獲得可能性を重視した、定性評価から構成される「運用能力の評価」(4段階評価)による総合評価へ変更。

運用実績(超過収益率等)は、「運用能力の評価」の判断材料として位置付け、「運用プロセス」及び「組織・人材」の評価を行う際に、超過収益率のユニバース比較やリスク分析等を行い、判断材料として用いる。

【現行】

	総合評価点数	審査
第1次審査	—	書類(要件)審査
第2次審査	8点満点 (2~8点)	総合評価 (定量評価+定性評価)
第3次審査	アクティブ:8点満点 (2~8点) パッシブ:10点満点 (2.5~10点)	総合評価 (定量評価+定性評価+運用手数料の評価) ※アクティブは手数料水準に問題がなければ定量+定性。 ※パッシブは、定量、定性、手数料のウェイトを、2:2:1として合計した値。



【見直し後】

	総合評価点数	審査
第1次審査	—	書類(要件)審査
第2次審査	4点満点 (1~4点)	総合評価 (<u>運用能力の評価</u> (運用手数料の評価を含む))
第3次審査	4点満点 (1~4点)	総合評価 (<u>運用能力の評価</u> (運用手数料の評価を含む))

【業務方針における運用能力の評価項目】

	変更後	現行
運用プロセス	<p>投資方針と整合がとれた運用プロセスが構築されているか。</p> <p>付加価値の追求方法(パッシブ運用機関にあっては、総取引費用の最小化等による収益の確保にも配慮しつつ、マネジャー・ベンチマークに追随する手法。アクティブ運用機関にあっては超過収益の追求方法。)が合理的であり、<u>運用実績を伴い</u>、有効と認められるか。運用リスクを客観的に認識しているか。</p> <p>資産の特性に応じて、与えられたマネジャー・ベンチマークからの乖離度の把握その他のリスク管理が適切に行われているか。</p>	<p>投資方針と整合がとれた運用プロセスが構築されているか。</p> <p>付加価値の追求方法(パッシブ運用機関にあっては、総取引費用の最小化等による収益の確保にも配慮しつつ、マネジャー・ベンチマークに追随する手法。アクティブ運用機関にあっては超過収益の追求方法。)が合理的であり、有効と認められるか。運用リスクを客観的に認識しているか。</p> <p>資産の特性に応じて、与えられたマネジャー・ベンチマークからの乖離度の把握その他のリスク管理が適切に行われているか。</p>
組織・人材	<p>投資方針が組織の中で徹底されているか。意思決定の流れや責任の所在は明確か。</p> <p>経験を有し、投資環境を踏まえた対応が可能な<u>ことが運用実績により裏付けられた</u>マネジャー等が十分に配置されているか。</p> <p>運用成果と整合的な報酬等により、マネジャー等の動機付けがなされているか。</p> <p>リスクの管理体制が確立されているか。</p> <p>運用機関としてのガバナンス体制及び利益相反の弊害防止体制が確立されているか。</p>	<p>投資方針が組織の中で徹底されているか。意思決定の流れや責任の所在は明確か。</p> <p>経験を有し、投資環境を踏まえた対応が可能なマネジャー等が十分に配置されているか。</p> <p>運用成果と整合的な報酬等により、マネジャー等の動機付けがなされているか。</p> <p>リスクの管理体制が確立されているか。</p> <p>運用機関としてのガバナンス体制及び利益相反の弊害防止体制が確立されているか。</p>

(2) 運用実績の取り扱い

「運用プロセス」と「組織・人材」の評価を行う際に、原則として、以下の運用実績値等を計測し、運用プロセス等との整合性や、パフォーマンスの再現性等の判断材料とする。運用実績等については、審査書に記載し、過去に遡って検証が行えるようにする。

① アクティブ運用

- 超過収益率(過去1、3、5年)の要因分析・ユニバース比較・同一運用機関の旗艦ファンドとの比較
- インフォメーションレシオ(=過去5年の超過収益率/アクティブリスク(トラッキングエラー)の実績値) ※報酬控除前
- 目標超過収益率の達成状況 ※報酬控除前
- アクティブリスクの活用状況
- ポートフォリオの特性値(各ファクター(業種・金利・通貨・リスクインデックス等))等

② パッシブ運用

- 超過収益率(過去1、3、5年) ※報酬控除後
- アクティブリスクの水準

(3) 総合評価結果に基づく資金の回収割合の見直し

資金回収における受託資産額に対する回収割合については、運用受託機関構成等を勘案して、回収の是非も含めて個別に決定するものに変更する。ただし、総合評価点が1点の回収割合は、現行と変わらず、100%(解約)とする。

変更後	現行								
<p>受託資産額に対する回収割合は、運用受託機関構成等を勘案し、回収の是非も含めて個別に決定する。ただし、総合評価点が1点の運用受託機関の回収割合は、100%(解約)とする。</p>	<p>受託資産額に対する回収割合は、原則として次表に定める回収割合の範囲において個別に決定する。</p> <table border="1" style="width: 100%; text-align: center;"> <thead> <tr> <th>総合評価</th> <th>受託資産に対する回収割合</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>4点以上6点未満</td> <td>10%~30%</td> </tr> <tr> <td>2点以上4点未満</td> <td>30%~50%</td> </tr> <tr> <td>2点</td> <td>100%</td> </tr> </tbody> </table>	総合評価	受託資産に対する回収割合	4点以上6点未満	10%~30%	2点以上4点未満	30%~50%	2点	100%
総合評価	受託資産に対する回収割合								
4点以上6点未満	10%~30%								
2点以上4点未満	30%~50%								
2点	100%								

(4)「スチュワードシップ責任の取組」の評価の割合の引き上げ

外国株式パッシブ運用における「スチュワードシップ責任の取組」の評価の割合について、国内株式パッシブ運用並み(現行定性評価における割合:10%から30%)に引き上げる。

(5)パッシブ運用の運用手数料評価の見直し

パッシブ運用の運用手数料評価については、既存運用受託機関の運用手数料水準が限界的な低水準であること等を踏まえ、現行の手数料水準の低減を重視した他の運用受託機関との相対評価から、持続的なスチュワードシップ活動強化等のため、付加価値に見合う合理的な水準であるかを重視した評価へ見直す。

(現行)

(i)運用手数料の評価

以下の2項目について次表によりそれぞれ点数を付し、両者を加え2で除して得た数値を運用手数料の評価の点数とする。

- ・現在運用している各ファンドの資産残高(各ファンドの資産残高の合計が現在と比して著しく変わる場合には、その影響を考慮した残高。以下同じ)に基づく運用手数料水準
- ・今後キャッシュアウトにより残高が減少することを考慮し、現在運用している各ファンドの資産残高より一定水準減少した場合の運用手数料水準

運用手数料の評価			点数
現行手数料の最高水準以下	提案最終手数料の平均水準以下	提案最終手数料の平均水準の半分以下	4点
		提案最終手数料の平均水準の半分超	3点
	提案最終手数料の平均水準超		2点
現行手数料の最高水準			1点



(見直し後)

(i)運用手数料の評価の加味

- ① 当該運用機関の運用手数料の水準が、既に選定した同一運用目的のパッシブ運用受託機関の運用手数料の水準、スマートベータ型運用等におけるインデックスの調達コスト、並びに運用機関におけるスチュワードシップ活動及びそれらを実施するための組織体制の評価等を考慮して合理的である判断される場合には、運用能力の評価の点数を総合評価の点数とする。
- ② また、運用手数料の水準が特に低いと判断される場合には、運用能力の点数に ものを総合評価の点数とする。た
だし、その場合であっても、総合評価の点数は4点を上限とする。

総合評価における各評価項目の割合

(現行)

運用スタイル		債券運用	国内株式パッシブ運用	国内株式アクティブ運用 外国株式パッシブ・ アクティブ運用
評価項目				
定性評価	投資方針・ 運用プロセス	<u>25%</u> (50%)	<u>17.5%</u> (35%)	<u>22.5%</u> (45%)
	組織・人材	<u>22.5%</u> (45%)	<u>15%</u> (30%)	<u>20%</u> (40%)
	スチュワードシップ 責任に係る取組	—	<u>15%</u> (30%)	<u>5%</u> (10%)
	付加価値サービス	<u>2.5%</u> (5%)	<u>2.5%</u> (5%)	<u>2.5%</u> (5%)
定量評価		<u>50%</u> (100%)	<u>50%</u> (100%)	<u>50%</u> (100%)



(見直し後)

運用スタイル		債券運用	株式パッシブ運用	株式アクティブ運用
評価項目				
投資方針・運用プロセス		<u>50%</u>	<u>35%</u>	<u>45%</u>
組織・人材		<u>45%</u>	<u>30%</u>	<u>40%</u>
スチュワードシップ責任に係る取組		—	<u>30%</u>	<u>10%</u>
情報提供等		<u>5%</u>	<u>5%</u>	<u>5%</u>

(注)上記の評価項目はネガティブチェック項目を除いたもの。()の数値は定性・定量それぞれにおける割合。

5. 今後のスケジュール予定

改正後の評価事項による総合評価は、改正後以降に定期ミーティング等を実施する国内株式及び外国株式から行い、改正以前に定期ミーティングの実施となる外国債券及び国内債券については現行の評価事項により総合評価を行う。

【スケジュール】

○業務方針 平成29年11月改正

○総合評価

・債券運用：現行評価事項による評価

・株式運用：新評価事項による評価

今後のスケジュール案

		平成29年										平成30年		
		3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月
業務方針の改正 (評価事項の見直し)		現行評価事項による総合評価								新評価事項による総合評価				
総合評価	外国債券 (既存のみ)			定期ミーティング			総合評価決定							
	国内債券 (既存のみ)				定期ミーティング		総合評価決定							
	国内株式	既存									定期ミーティング		総合評価決定	
		新規応募 パッシブ								第1次審査	第2次審査			
	外国株式	既存						第3次審査決定 (パッシブのみ)			定期ミーティング		総合評価決定	
新規応募 パッシブ		第2次審査					第3次審査決定							

6. 総合評価の見直しにおける課題と対応

課題	対応
(1) 定量評価による点数化を行わないことは、評価の透明性・客観性が低下するのではないか。	<ul style="list-style-type: none"> ・定性評価だけにする方法といっても、定量評価/データを踏まえて専門的に判断することになるため、実質的には定量評価を含んだものとなる。評価結果の説明において、定量面も含めて記述することにより説得性を増すことになる。 ・評価結果の説明において、評価の審査書に運用実績等の定量データも含めて記載し、過去に遡って検証できるようにする。 ・コンサルタント2社のレーティング・評価情報も活用し、第三者の視点を入れることで客観性を確保する。
(2) 定量データ(過去の運用実績等)をどのように定性評価に反映するのか。	<ul style="list-style-type: none"> ・運用実績(超過収益率等)は、それを実現した運用プロセス、組織・人材の評価項目において、将来の超過収益獲得の「質」を評価する定性評価の裏付けとして多面的な分析に活用する。 ・アクティブ運用では、①超過収益率(過去1、3、5年)の要因分析・ユニバース比較、同一運用機関の旗艦ファンドとの比較 ②インフォメーションレシオ、③目標超過収益率の達成状況、④アクティブリスクの活用状況、⑤ポートフォリオの特性値等を用いる。 ・パッシブ運用では、①超過収益率(過去1、3、5年)、②アクティブリスクの水準を用いる。
(3) 定量評価の点数化を行わないことにより、今後は運用実績がないファンドが定性評価のみで採用されるようになるのか。	<ul style="list-style-type: none"> ・原則として運用実績がないファンドが採用されるのは困難である。 ・ただし、スマートベータ型やクオンツ運用で銘柄選定手法がルール化されているという条件でシミュレーションデータを実績に接続するケースは従来からあり、定性的に根拠が確信できる手法であればシミュレーションデータのみで採用に至る可能性はある。
(4) 定量評価の点数化を行わないことにより、運用実績が優れていても採用に至らないケースが出てくるのか、またその逆もありうるのか。	<ul style="list-style-type: none"> ・運用実績が優れていても、超過収益の要因分析等を通じて、当該運用実績が投資方針や運用担当者の能力に基づくものではないと判断される場合には採用されないこととなる。 ・その逆に足下の運用実績が不振の場合でも、投資方針や運用担当者の能力に確信が持てれば採用されることもありうる。

課題	対応
<p>(5) 定性評価の検証の意味も含めて定量評価もある程度必要ではないか。また、定量評価(運用実績)を独立項目として残す選択肢もあるのではないか。</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・定性評価は、定量評価/データを踏まえて専門的に判断することになるため、実質的には定量評価を含んだものとなる。 ・過去の運用実績を基に定量評価として評価項目の中で点数を付すことは、評価の中で機械的に一定割合を持つことになるため、定量評価の問題点の影響を受けることになる。
<p>(6) 業務概況書において、運用実績が長期に渡り低迷していることが開示されている場合でも、定性評価が高い場合には採用継続となるのか。</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・運用実績の低迷については、その原因を見極めることが重要であり、当該期間における市場環境、パフォーマンスの出方、ポートフォリオ特性等を分析し、それが再現性・持続性がある原因によるものかを判断し、定性評価の評価項目である「運用プロセス」、「組織・人材」の評価に反映させることになる。その結果として、定性評価が高い場合には継続となることになる。
<p>(7) 定性評価が適正に行われているかどうか、どのように牽制するのか。</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・総合評価の結果については、運用委員会に報告している。運用実績と総合評価の乖離が大きい場合等では、運用実績が振るわなかった理由、将来の超過収益を期待する根拠について、より詳細な説明を求められることとなる。
<p>(8) 定量データを加味した定性評価を行うためには、運用知識の豊富な人材が必要となるが、評価体制の整備はどうするのか。</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・運用機関評価を行う担当部署においては、運用専門職員の採用、運用(管理)経験が豊富な職員や証券アナリスト、CFA、MBAの資格取得者を配置し、専門性の向上を図っている。 ・さらに、中途採用を進めることで、組織・体制の強化を図っている。 ・コンサルタント2社のレーティング・評価情報も活用し、評価の妥当性を検証する体制を整備。また、当法人の運用管理の強化のために常時アドバイスを受け、専門性の向上に活用している。

課題	対応
<p>(9)パッシブ運用の手数料評価の見直しにより手数料が大幅に増加するのではないか。</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・持続的なステュワードシップ活動強化等のため、付加価値に見合う合理的な水準であるかを重視した評価へ見直すもの。 ・なお、既に選定した同一運用目的のパッシブ運用機関の運用手数料の水準も考慮する。
<p>(10)中期計画において、「アクティブ運用については、過去の運用実績も勘案、運用実績等を定期的に評価」と規定されているが、定量評価を廃止して問題ないのか。</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・定性評価だけにする方法といっても、基本的には定量データ(過去の運用実績等)を踏まえて専門的に判断することになるため、実質的には定量評価を含んだものとなることから、問題ないと考えている。 ・また、毎月の運用リスク管理委員会において、運用実績をファンド要因とベンチマーク要因分解し、リスク管理・評価を行っている。

○中期計画(抜粋)

第1 国民に対して提供するサービスその他の業務の質の向上に関する目標を達成するためとるべき措置

2. 運用の目標、リスク管理及び運用手法

(3)運用手法について

運用手法については、例えば、初めて取り組む手法やその運用方針については事前に運用委員会の審議を経るほか、実施状況や運用委員会から求めがあった事項については適時に運用委員会に報告するなど運用委員会による適切なモニタリングの下で、適切なリスク管理を行う。キャッシュアウト対応等の場合を除き、原則としてパッシブ運用とアクティブ運用を併用する。その上で、アクティブ運用に取り組むことにより超過収益の獲

得を目指すものとする。ただし、アクティブ運用については、過去の運用実績も勘案し、超過収益が獲得できるとの期待を裏付ける十分な根拠を得ることを前提に行う。

ベンチマークについては、伝統的な時価総額型インデックスのみならず、運用収益向上の観点から検討するとともに、ベンチマークにより難しい非伝統的資産の評価については、資産の管理及び運用に関し一般に認められている専門的な知見に基づき評価方法を明らかにする。

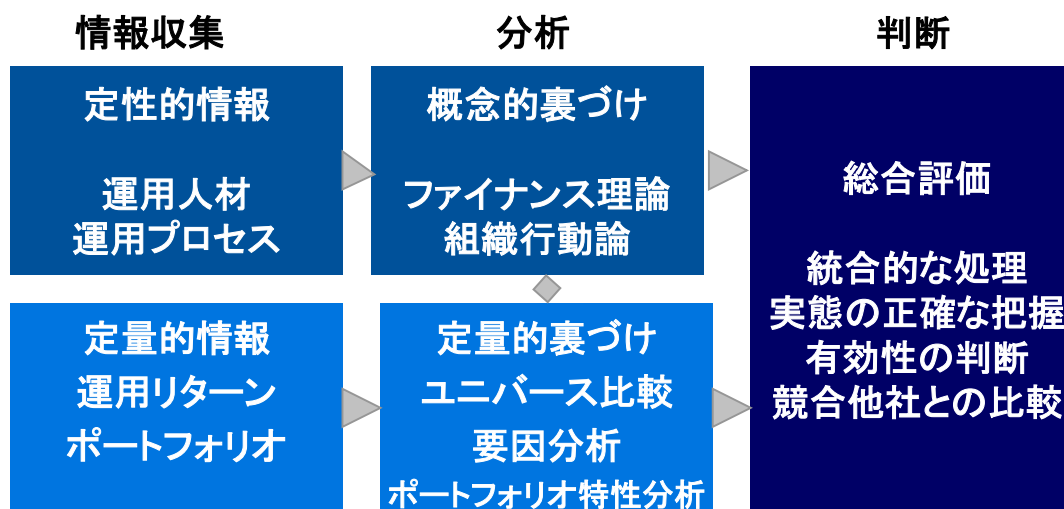
また、ベンチマークをより適切なものに見直すなど収益確保や運用の効率化のための運用手法の見直し及び的確なパフォーマンス管理を行うなど運用受託機関等の選定・管理の強化のための取組を進めるとともに、運用実績等を定期的に評価し、資金配分の見直しを含め、運用受託機関を適時に見直す。さらに、マネジャー・エントリー制の導入を検討する。

外部運用機関の優れたノウハウ等を活用するとともに、運用コストの低減や運用に関する知識・経験等の蓄積の観点から、法令で認められる範囲でインハウス運用の活用を検討する。

定量評価の弊害

- › 運用機関評価の目的は、将来の超過収益獲得可能性を見極めることであるが、過去実績だけで将来の超過収益を予測することは極めて困難であることが証明されている。
- › 実証データに基づくと、過去実績と将来の超過収益との直接的な関連性が低いことは明らかである。過去から継続して当該分析を行っているが、対象期間の取り方を変えても同様の結果が現れていることから構造的な現象であると捉えられる。
- › 過去実績が良(悪)ければ将来の超過収益も高(低)いことが証明できない場合、定量評価を組み合わせても恣意性や説明力は変化しない。
- › 定量評価を重視することで起こる弊害は、将来の超過収益が低下することと、超過収益が安定しなくなる可能性を高めることである。
- › 従って、過去実績を正しく解釈した上で、将来の超過収益を予測することが最も重要なことである。その実現のためには、正しい調査プロセスの確立と調査する人材の質の維持に尽きることから、そこに注力することで恣意性が排除され、説明力が高まるものとする。

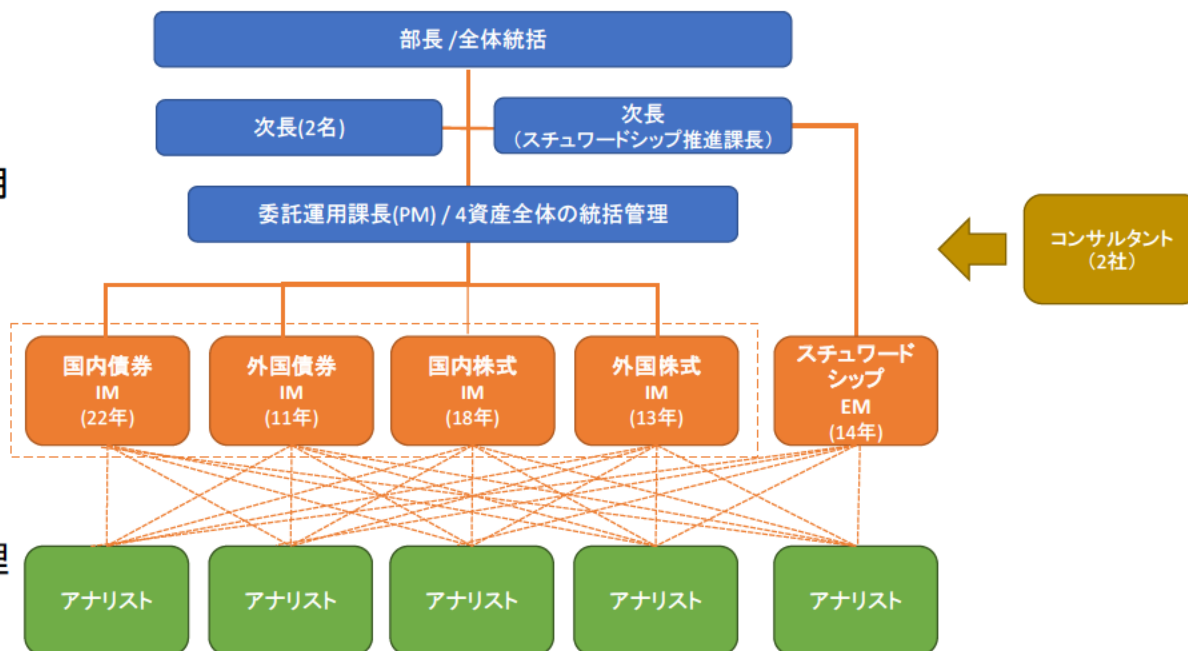
(参考3)運用機関の超過リターン創出の仕組みの理解と評価(マーサージャパン)



出所: マーサーのマネジャーリサーチの考え方等について(2017.5.11)より。

GPIFの委託運用部門(市場運用部)の組織体制

- 本年4月から、インベストメント・マネジャー(IM)制を導入。専門性を有している経験豊かな職員(平均運用経験年数:16年)が、IMとして各資産の運用機関リサーチと管理を行う体制とした。
 - ー 各資産に特化したIMは、エントリーされた運用機関を横断的にリサーチすることで、運用機関について理解を深め評価案を策定。
- スチュワードシップ活動の専門性を有するエンゲージメント・マネジャー(EM)を設置し、スチュワードシップ活動の充実を図る。
- ジュニアクラスの職員は、アナリストとして4資産のIMと協力して運用機関リサーチ・管理を行う。また、運用機関とのコミュニケーションの窓口として相互理解の充実を図る。将来的にIMへの昇進を想定
- コンサルタント2社のレーティング・評価情報も活用し、評価の妥当性を検証する体制を整備。また、運用管理のために常時アドバイスを受け、専門性の向上に活用。



コンサルタントへの依頼事項一覧(平成28、29年度)

(参考4)