

## 公的年金の運用に求められる アクティブ能力の活用

GPIFの運用においてインデックス運用の多様化とアクティブ運用の集約が進んでいる。「ユニバーサル・オーナー」として資本市場の拡大・発展にも責任の一端を負うGPIFは、運用会社のアクティブ能力をより活用すべきだ。

### GPIFにおけるインデックス運用の 多様化とアクティブ運用の集約

近年の年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は上場物におけるインデックス運用の改善/廃止・多様化とアクティブ運用の集約を進めてきた。

まずインデックス運用について2014年度以降の変遷をみると、例えば外国株式ではインデックス運用のマネジメントを6本から15本に、国内株式においても10本から14本に拡充している。理由の1つはESG関連のインデックス運用を開始したためであるが、地域別などのサブインデックスを拡充したことも大きな理由である。同時に既存の契約の改善や廃止も行われており、例えば当初注目された「JPX日経インデックス400」は2020年度に解約されている。

次にアクティブ運用についても同期間の変化を見ると、まず外国株式の運用戦略を15本から7本に半減させた。委託期間が3年に満たず解約された戦略も6本あり、結果として国内の他の公的年金と比べても少数に絞

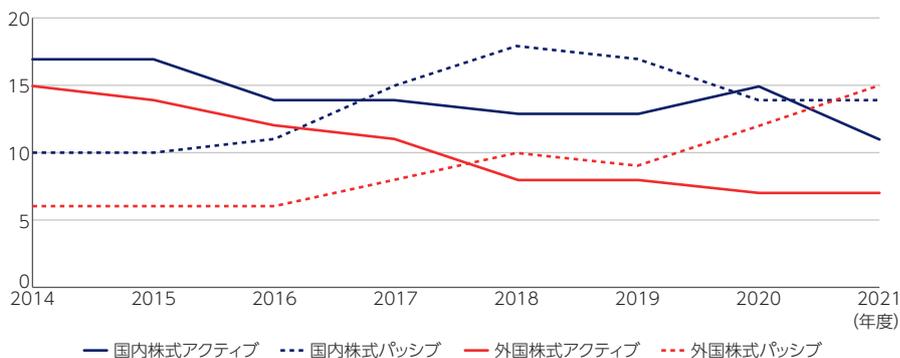
り込まれている状況にある。国内株式についてもアクティブを17本から11本に集約している。当初アクティブ運用として採用されたスマートベータ戦略群は、一度はインデックス（パッシブ）運用に変えた後、解約されている。

こうした変更は、マネジャー構成の見直しや「総合評価」の結果（主にパフォーマンスの劣後）、フィー水準を含む「契約等の事由」を理由に行われてきた。そして双方とも、GPIFが外部委託によるボトムアップのアクティブ運用の価値を以前ほどには重視しなくなったことを示している。近年始まった先物によるポジション調整も含め、付加価値源泉の比重をボトムアップからトップダウンへと移し、主にインハウスでのリバランスとアロケーション判断によって付加価値を得ようとする意向があると推測できる。

これには確かに合理的な面がある。極めて大規模なアセットオーナーであるGPIFには取得できるアクティブリスク量に現実的な上限があるので、キャパシティ制約の小さいインデックス運用を重視するのは自然である。

また、高価なアルファを安価なベータで代替することで運用委託手数料の削減ができれば、受託者責任の履行状況の分かりやすい説明にもなるだろう。機関投資家として所与の運用目標に忠実に従い、組織内外に存在する利用可能な能力とリソースを評価して最適な契約設計をするのは当然に必要なことだ。

図表 GPIF内外株式運用の外部委託マネジメント数



(注) 各年度末で運用残高の報告のあるもののみ集計  
(出所) GPIF「業務概況書」(各年)を基に野村総合研究所作成

## 資産運用業界へのインパクト

他方で、このような動きが継続するとすれば、運用を受託する資産運用業界への影響は計り知れない。

第1に、収益へのインパクトがある。GPIFはアクティブ運用の報酬体系として「新実績連動報酬」を順次導入している。これは成功報酬体系の一種で、ベンチマークに対する超過収益率がマイナスならば極めて低いパッシブ並みのベースフィーで固定する一方、プラスの場合には超過収益率に比例して上限なく報酬率を引き上げるといったものだ。成功報酬体系では運用会社の収益額はボラタイルになるため、その戦略の運用を継続するには別の安定的な収益源（固定報酬を払う顧客）か、会社としての強固なバランスシートが必要となることが多い。そうした報酬体系でGPIFの運用を受託できるのは、自ずと大手の運用会社に限られるだろう。

成功報酬体系は、固定報酬と比べて利害のアライメントに優れているとされるが、現実には、ベースフィーだけでは採算が合わないためGPIFとのビジネスを避ける運用会社もあるという。過去に「契約等の事由」で解約となったマネジャーがすべてアクティブマネジャーであったことも、運用能力がありながらフィー水準には合意できない運用会社が存在していることを表しているのかもしれない。

運用会社にとってアクティブ運用戦略のキャパシティは希少なため、機関投資家はフィーなどの点で競争力がなければそれを確保できない。そのため、運用会社がそのキャパシティの一部をGPIFに提供すべきか判断する際に手数料抑制のための厳格すぎる報酬体系があれば、

GPIF自身が優れた投資機会へのアクセスを逸失することになりかねない。報酬について交渉力を発揮することは重要とはいえ、それ自体は目的ではなく、目的はあくまでコスト控除後の長期のパフォーマンス向上にあるはずだ。運用業界全体にとってサステナブルな報酬体系かどうかは、十分に検証される必要がある。

第2に資本市場へのインパクトがある。特に日本株において、今後GPIFとのアクティブ運用のビジネス機会が縮小していくと運用会社が考えるようになれば、資産運用業界ではアクティブ能力の開発意欲が減退するだろう。もし仮にこうした状態に陥ると、運用会社が主導して日本の資本市場の魅力を高めようとする機運が損なわれ、海外からの投資資金の流入も停滞することになりかねない。そうなれば、GPIF自身がパッシブ運用で十分なリターンを獲得できなくなる懸念もある。パッシブ運用のエンゲージメントは重要とはいえ、アクティブ運用の価格発見機能の活用によって資本市場の効率性を直接的に改善することも必要である。

今後も「ユニバーサル・オーナー」あるいは「超長期投資家」として、資本市場の拡大の成果を享受する機関投資家であり続けるためには、GPIFは運用機関が有するアクティブ能力をより積極的に発掘・活用すべきではないだろうか。

### Writer's Profile



**浦壁 厚郎** Atsuo Urakabe  
金融デジタルビジネスリサーチ部  
エキスパートリサーチャー  
専門は資産運用  
focus@nri.co.jp