

第 118 回運用委員会議事要旨

1. 日 時：平成 29 年 6 月 1 日（木）17:00～19:00
2. 場 所：年金積立金管理運用独立行政法人 大会議室
3. 参加者：・新井委員長 ・清水委員長代理 ・大野委員 ・加藤委員
・佐藤委員 ・菅家委員 ・武田委員

4. 議事要旨

- (1) 「スチュワードシップ活動原則」について
質疑等の概要は以下のとおりである。

委 員 G P I F は資金規模が大きく、発行体や運用受託機関などへの影響も大きいので、運用委員会において丁寧な検討が必要ではないか。

前回の運用委員会において、事務局から、スチュワードシップ・コードを受け入れている立場として、できる限り時間をあけずに改訂版コードへの対応を実践していくことがスチュワードシップ・コードの趣旨に沿うとの説明があったが、今週月曜日に改訂版コードが公表され、同じ週の金曜日に G P I F がスチュワードシップ活動原則を公表するという、短期間での対応になった経緯、趣旨を説明してほしい。

事務局 スチュワードシップ・コードの改訂については、議論の過程も全て明らかにされており、改訂版コード原案についても 1 ヶ月のパブリックコメント期間を経た上で最終的に今週初めに公表したと認識している。

G P I F の運用金額の大きさ、社会的インパクトを踏まえて、運用受託機関に G P I F の考え方を継続的に説明し、J P X 日経 400 インデックス構成企業向けのアンケートや企業・アセットオーナーフォーラムなどで企業側のご意見も伺いながらスチュワードシップ活動を進めてきており、今回公表したスチュワードシップ活動原則及び議決権行使原則の内容については、唐突感のある内容ではないと考えている。

既に今年の株主総会シーズンが始まっていることは認識しており、運用受託機関には、形式主義に陥らず、しっかり企業と対話した上で、議決権行使をしてほしいというメッセージを伝えるためにも、スチュワードシップ・コード改訂から短期間にこの二つの原則が出たという印象もあるかと思うが、改めて、原則と言う形で示すことにより、企業との対話を促したいという思いで提案した。

委 員 3 月決算が多いので、それに当たっての議決権行使を意識しているということか。

事務局 金融庁の改訂版スチュワードシップ・コード公表とあわせて、経済産業省も持続的成長に向けた長期投資研究会の報告として「価値協創のための統合的開示・

対話ガイドンス」を公表している。これまで進めてきた議論がいよいよ実践されるに当たり、それらとあわせて二つの原則も公表したほうがかえって混乱が起きないだろうという思いもある。

委員 先日、社外取締役の選任に関してどのように投票が行われているか調べたが、利益相反の管理を重視した結果、企業の経営者などに比較的多くの反対票を投じられていることがわかった。助言機関のアドバイスの影響なのだろうと思うが、弁護士、会計士、大学教員、外交官などの方々は、利益相反の管理という面では問題が少ないのかもしれないが、本来社外取締役に期待されている企業活動に関する幅広い見識、監査などの側面では、スペシャリストの方々ばかりではいささか問題があるのではないか。

機械的な助言に偏ってしまう助言会社の利用をサポートするのはいかがなものか思っている。

助言会社のデューデリジェンスをするということだが、助言会社の数も限られているので、デューデリジェンスをやったとしても、対案が何かあるのかということにもなりかねない。

事務局 確かに社外取締役、社外監査役の独立性という観点では、助言会社の推奨は機械的な形式での判断になりがちな面はある。ただし、運用受託機関の中には助言会社を使っているが、社外取締役、社外監査役に実際に取材して、本当にその方がその企業にとって役に立っているかという観点で、人物本位で確認するというようなことを始めている運用会社もある。弁護士や会計士といったプロフェッショナルも必要ではあるが、企業にとって一番必要な人材は、企業経営の経験、知見をお持ちの方であると思うので、そういった実質的な面も運用会社が見ているか否かを、評価時に確認していきたいと思っている。

事務局 今回の二つの原則のベースとして、形式主義ではなく、実質的な対話をお願いしている。原則もある意味、形式的なものではあるが、これは作成して終わりではない。例えば、議決権行使助言会社の使い方など、必要があれば実態に応じて変更することも十分あり得る。

委員 ある運用機関では単に社外取締役の有無で評価するのではなく、今、計画している次のビジネスプランを進める上で適切な経験、知見のある社外取締役を選任しているかで評価するということである。例えば、これからアジアビジネスを増やそうとしているのであれば、アジアに詳しい社外役員の有無で評価している。GPIF がこのような適切な評価を行っている運用機関をきちんと評価できるかどうかのポイントになる。ぜひ GPIF として運用機関のステューワードシップをきちんと評価できる体制をつくってほしい。

また、パッシブ運用機関によるエンゲージメントをどうするかは大きな課題と思う。以前、ビジネスモデルを募集しているという話があったが、提案を待っているだけではなく、GPIF からどうすべきか検討し、提案する等、積極的に対応していったほうがよいのではないか。

事務局 我々としては、あくまでパフォーマンスを継続的に出せるマネジャーをどう選ぶかが一番大きなミッションであり、その一環として ESG 活動などスチュワードシップ活動への取組を考慮している。パッシブ運用機関についても、その取組によって長期的なパフォーマンスを出せるかだと思っているので、外部のマネジャーをどう選ぶのかを中心にリソースを割いていきたいと思っている。

委員 スチュワードシップ活動についてそれぞれの運用受託機関が自身で考えて適切に対応するようになっていく印象を全体的に受けた。特に、議決権行使原則は、ガイドラインを整備してきちんとやってくださいと書かれているが、GPIF としてどのような考えを持っているかについてはほとんど明らかにされていない。また、PRI への署名は ESG の諸原則に則って行動すると自己決定することだが、前回の委員会で、クラスター弾の問題を随分議論したが、GPIF としての ESG に対する基本的な考え方はまだ確立されていない。GPIF としてスチュワードシップの諸活動に関わる考え方をもう少しきちんと整理していくことと、本日出されているペーパーとの乖離について、一気にいかないと思うが、どのようにしていくのか考えを出してほしい。

事務局 アセットマネジャーそれぞれにいろいろな考え方があり、投資先企業も ESG の取り組みについて、それぞれの考え方がある中で、その方向感を生かしながら、それぞれの戦略に応じたものを GPIF としても対話によって進めていきたいと現在は考えている。ESG についても、委員の御指摘のように、もう少し踏み込んだ形で書いたほうがうまくいくのであれば、その段階に至ったときはこれを書きかえて進めていくということも十分考えられるが、まず入り口の段階では対話を重視してやっていくということで進めていきたい。

事務局 クラスター弾の問題については、運用委員会でも何度かにわたって議論をいただいております。先ほどのスチュワードシップ活動原則の「運用受託機関は、重大な ESG 課題について積極的なエンゲージメントを行うこと」の「重大な ESG 課題」には、クラスター弾のような非人道的兵器の製造も含まれ得ると認識している。ただし、具体的にどのようにエンゲージメント、企業と対話を行っていくかについては、運用受託機関に委ねており、私どもはそれをしっかりモニターしていくという立ち位置でまずはスタートしたい。今後運用受託機関のエンゲージメントを通じて取り組んでいくことになると考えている。

事務局 エンゲージメント活動を含めて運用受託機関を評価していくので、先ほどのご意見のとおり、どのように評価していくかという点も私どもの課題であると考えている。

委員 GPIF がどのような考えで運用機関と対話するのか、つまり GPIF はどのように考えているのかということがエンゲージメントでは常に問われるので、GPIF の主体的な考えなしにはできないと申し上げている点についてご理解いただきたい。

委員 運用受託機関の中でもエンゲージメント代行会社を使っているところがあるとの記述があるが、実態を教えてください。

事務局 日本¹の運用会社が外国株を運用する場合に、物理的な制約もあることから、海外のエンゲージメント代行会社を使う場合もあるし、一部外国の運用会社が日本株を運用する際にエンゲージメント代行会社を使用することもある。

(2) 「GPIFによるスチュワードシップ活動の推進（平成29年4月以降）」について
質疑等はなかった。

(3) 「オルタナティブ投資に係る情報開示及び平成28年度業務概況書（案）」について
質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 オルタナティブ投資の情報開示については、新聞報道を契機に、理事長が国会で質問されて、答えたところから出発している。今回の情報開示のあり方はこれでよいと思っているが、気をつけなければいけないと改めて考えた。

例えば OMERS は、インフラ投資の具体的な事業ごとの案件を公表している。今後 GPIF にも同じように情報開示を求められたときにきちんと答えられるのか。

現状は、どのインフラ案件に投資するのか、どのプライベート・エクイティを買うのか GPIF として直接単独で判断していない。インフラについては OMERS との共同投資であるし、PE については IFC との共同投資であり、GPIF として知見を蓄えながら、この分野について徐々に広げている状況である。そのことをよく自覚してほしい。

今後オルタナティブ投資の拡大の局面に入っていくが、これまでの運用委員会では具体的な個別の案件についての議論はしてこなかった。新たに設置される経営委員会では案件ごとの合意形成も含めた議論をしっかりとってほしい。

委員 業務概況書の株主優待への対応についてはどのような記載をするのか。

事務局 株主優待についてはできるだけ現金化して収益の向上を図るように資産管理機関に指示をしていることを記載したい。具体的には、換金可能なものについては換金して運用収益に組み入れ、換金できない食品や家庭用品などについては日本赤十字社や社会福祉協議会を通じて福祉施設等に寄附をしていると記載したい。

委員 オルタナティブの情報開示については、海外のアセットオーナーの例を見ると GIC はすべて非開示なのに対し、NBIM はすべて開示などポリシーが明確になっている。他機関の真似をするのではなく、GPIF としての開示のポリシーをつくって、そのポリシーに沿って開示していくということを今後検討してほしい。

業務概況書の基本ポートフォリオの検証については、誰に向けて書いているかがポイントになるが、より広い読者を対象にするのであれば、もう少しシンプルに易しくしてもよいのではないか。少なくとも専門用語の中にはわかりにくいものもあると思う。

事務局 専門用語については、なるべく分かりやすい解説をつけるようにしたい。

事務局 オルタナティブの開示については、御指摘のとおり、例えば韓国の NPS は、トッ

- プテンの名前、案件の内容を出した上で、マーケットセンシティブな情報は出せないと明示している。方針等についてはさらに研究を進めて整理をしていきたい。
- 委員 年金財政が予定している積立金を確保できないリスクについては、全額国内債券で運用した場合と比較して説明した方が、受け入れられやすいのではないかと。
- 事務局 委員のご指摘を踏まえて、説明の仕方を工夫したい。
- 委員 主要な取組みの項目の並べ方について、確かにスチュワードシップ関連の活動が最近目覚ましく、项目的に多いので上に来ているのだが、国民の多くの関心は、どのように運用に取り組みされていて、どういう成果になっているのかということだと思う。もちろんスチュワードシップ活動の重要性を否定するわけではないが、運用の高度化や効率化、リスク管理の徹底などを上のほうに持ってくるという考え方もあるのではないかと。
- 事務局 ご意見を踏まえ工夫したい。

(4)「広報の課題と今後の方向性」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

- 委員 ホームページのリニューアルを始めいろいろな新しい取り組みをされようとしていることは大変よい方向ではないかと思う。
- 年金の運用は大丈夫かという点が国民の一番の関心事であり、リニューアルによって累積でどのくらいリターンを得ているかをビジュアルに一目でわかるようにしたのは大変よいことなので、同じものを業務概況書にもわかりやすい位置に入れてほしい。
- 広報活動として伝えたいところにリーチして伝えていくという視点は大事だが、GPIFは民間企業とは違い公的機関なので、公平性も重要である。例えば一部の影響力のある人に応援団になってもらうというのは、やり方を一歩間違えるとGPIFから自分が情報をもたらしているという使われ方をされかねない。
- 企業アセットオーナーフォーラムはとてよい取り組みなのでぜひ対話を続けてほしいが、一部の企業とクローズドな場で繰り返し実施していると、その企業が言ったことに対してGPIFが動いて、それがこのような原則になっていると誤解されるおそれがある。
- 公的機関としての公平性を意識した広報活動及び企業との対話などを心がけてほしい。
- 事務局 アセットオーナーであるGPIFと企業との継続的な意見交換の場を設立したいと幹事3社を含む複数の企業から企業・アセットオーナーフォーラム設立の提案を受け、このフォーラムが設立されたというのが経緯になる。
- 幹事3社を含めた8社の方々から、まず、最初の1年については議論を深めたいので同じメンバーでやりたいという意向があり、今回、第2回目ということで1年間やってきたが、GPIFに対する企業側の理解も進んできたと感じているので、

今後のフォーラムの進め方については、このフォーラムの主催者であるメンバー企業8社の方々とも相談しながら、こういった形で取り組んでいけばいいのか検討していきたい。

事務局 累積収益額については、昨年度の業務概況書においても運用実績の冒頭に載せているが、ビジュアルとしてもう少し目立つものにするなど工夫したい。

事務局 オピニオンリーダーへのアプローチであるが、公的機関として、一部の方だけに特別に早く情報を与えとか、あるいは機密情報を与えとか、そういうことは一切ない。

四半期ごとに記者会見を行っており、マスコミの方々に案内を出しているが、記者会見を聞きたいというエコノミストや経済評論家の方もいるので、そういった方々には記者会見に案内するとか、個別に話を聞きたいということであれば、そういった方々に個別にレクチャーをするということを考えている。

パフォーマンスの良い時には、テレビで GPIF の運用について触れられる機会は少ないが、そういった方々はパフォーマンスの良し悪しに関わらず、例えば長期投資の重要性や国際分散投資の重要性などを語ってもらえるので、コミュニケーションをとっていきたい。

委員 広報戦略については、大変だろうが、試行錯誤しながらよいものをつくり上げていってほしい。業務概況書に書かれている GPIF の取り組みを見ても、機関投資家が全面に立っているように感じる。法律にも書かれているとおり、被保険者の利益のための運用なので、最終的なターゲットは国民であり、そのための手段としてのメディア、個人投資家、オピニオンリーダーへのアプローチなので、そこはぜひ留意してほしい。

委員 戦略を持って広報を進めていくことをずっと待っていて、やっと始まるということで非常にうれしく思う。

若年層と接する機会が多いが、今の若年層は年金制度に対して信頼がない。その意識を変えていかなければいけないと常々思っている。GPIF が年金収支についての説明するのは難しいと思うが、ぜひ若年層に対して GPIF は安全安心な長期運用によって年金制度を守っているのだとアピールして、GPIF の運用がどのように役立つのかイメージアップすることをまずはやらなければいけない

運用に関しては、長期運用のプロか、先進的な専門知識があるのかといったネガティブなイメージは大分なくなりつつある。運用のところを重視するよりは、むしろ年金制度に対して GPIF がどういう役割を果たしているのかについて、特に若年層に向けた教育を行うところに重点を置いてほしい。

GPIF と個人投資家との意見交換会については、何かのタイミングで言ってしまった言葉尻をとらえられ、表に出るおそれがあるので、かなり注意したほうがいい。

これまで運用委員会の議事要旨や議事録が公表されることは分かっていたが、合議制の経営委員会になったときに、変わることはあるのか。

事務局 資金運用部会において、まさに情報開示の政省令の議論がされているところである。その結論を待つことになるかと思うが、今の方向性としては、私どもが現在行っているように議事要旨や議事録は公開する。議事録については一定期間をおくなどいろいろな条件はあるのかもしれないが、そういった議論が部会で今後行われると承知している。

委員 ホームページについて、これだけ海外からの照会件数が増えて、関心が高まっていて、ユニバーサルアセットオーナーと言われるような立場でもあるので、英語版ホームページについても、クリティカルな情報は余り間隔をあげずに、精度も余り落とさずに掲載する努力をしてほしい。

「influence the influencers」という言葉があるが、情報をどういう形で提供してそういう人たちに分析してもらうのか。知見のある先生、エキスパートである先生方にそのデータを使って分析をしてもらうことによって、客観的な見方、アカデミックなもの見方がある程度浸透してきて、もう少しまっとうな議論ができるようになることを期待したい。

個人投資家ブロガーにアプローチするというのは非常に意味のあることで、テイストメーカーと言われるフォロワーが非常に多いブロガーは、その人が発信するだけで一斉に情報が広がっていく。そういう人を有効に使うことはマーケティング戦略として重要なのではないかと思う。

委員 GPIF の認知度が 20 代、30 代で低いとのことなので、ネット対応を賢くやるということが重要なのだろうと思う。また、アメリカのある研究によると、シニアよりも若い人のほうが ESG に興味があるという研究も出ているので、ESG によって若い人に訴求するというのも一つの方法だと思う。

(5) 「平成 28 年度第 3 四半期運用状況の訂正」について
質疑等はなかった。

(6) 「新日本有限責任監査法人に対する訴訟」について
質疑等はなかった。

以上