

第 63 回運用委員会議事要旨

1. 日 時: 平成 25 年 2 月 8 日 (金) 16:00~18:00

2. 場 所: 年金積立金管理運用独立行政法人 会議室

3. 出席者: ・植田委員長 ・宇野委員長代理 ・稻葉委員 ・臼杵委員 ・小幡委員
・薦田委員 ・佐藤委員 ・能見委員 ・村上委員 ・山崎委員

4. 議事要旨

(1) 「外国株式アクティブ運用受託機関の選定（第 2 次審査結果）について」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

委 員 既存の運用受託機関でかなりの先が不通過になっている。GPIF は言ってみれば、ファンド・オブ・ファンズのプロのファンドマネージャーと等しいので、マネージャーとしての哲学、プロセス、方法論などを持って、こういう範疇のファンドであれば継続的にアルファを生み出し得るのだという見解、それに選別プロセスをしっかりと確立していかなければならないと思う。

ファンドを入れかえることになると、トランジションマネジメントなどを使ってコストを低減して行うといつても、運用のロスやコストはかかってくるので、そのコストを乗り越えて今度新しく採用するマネージャーにパフォーマンスの期待ができるのかどうかということも重要になってくる。

事務局 前回のマネージャーストラクチャーは、リーマン・ショック後の一一番底の時期だったので、この 3 年間はかなり特殊な環境であった。GPIF だけでなく、アクティブ運用のマネージャーユニバースをみても、この期間では上位 1/4 のファンドしかプラスの超過収益を獲得できていなかつたとはいえ、既存先の中にも長期にわたって超過収益のとれている例もある訳であり、GPIF の役割としてはこうした運用機関を 1 つでも多くしていくことだと思う。この厳しい時期の教訓を次の選定に生かしていきたい。

委 員 いくらこの 3 年間が特殊な時期だといっても、株式市場には特殊な時期以外はないとも思う。そのような目で見たときに、いろいろな時期にも耐え得ることが重要になる。新しいファンドのコンポジットを見ると、2007 年以降のものが多いが、このデータで判断ができるのかというのは疑問に感じる。

事務局 2008 年度のリーマン・ショックのどん底のときでも、防戦一方にならずに次の上昇局面を考えて、リスクをとって割安なものに投資して次の年につなげ

ているようなファンドは、ヒストリーは短いが評価に値するのではないかと考えている。

委 員 既存の運用受託機関で今回不通過の先は、前回の採用時の判断として、それぞれの運用受託機関に対するクオリティーの判断を間違えてしまったのか、それとも何か共通で評価のプロセスとしてよくなかったというような総括的なものはないのか。そのようなものがあれば、また次の判断に生きるのではないかと思う。

事務局 不通過の理由は決して1つではなく、それぞれに課題があるというのが正直なところである。なお、前回はある程度大枠のストラクチャーを決めたうえで選定に臨んだが、その点は必ずしも良くなかったと反省しており、今回は事前にそうしたフレームは作らず、幅広く公募したうえで、第3次審査の中でストラクチャーを考えていくこととしている。

委 員 コメントとして3点あるが、まず1点目は、新規採用のところで、銘柄数が少ないところがある。リスク管理として、例えば一律に1銘柄何%までと決めているのか、もう少し合理的な理由で決めているのか、確認していただきたい。2点目は、ストラクチャーを余り最初に決めないでいただきたい。3点目は、新規のところでベンチマークがACWIやワールドの先もあるが、その場合、日本株が入ってくるのか。

事務局 1点目であるが、今回は多様な運用プロダクトの応募を期待する旨を明記したこともあるが、ベンチマークにこだわらない運用先も多く応募してきている。このうち、集中投資型ファンドについては、集中リスクをとっていることは間違いないので、個々のファンドのリスク管理に加え、ストラクチャーを組む際にも工夫するなど、第3次審査の課題として認識している。3点目については、システムの問題等から、今回は日本株抜きでお願いしようと考えている。

(2) 「株主議決権行使の取組に関する管理・評価」及び「平成24年度株主議決権行使の取組に関する運用受託機関の評価」について
質疑等の概要は以下のとおりである。

委 員 「民間企業の経営に影響を及ぼさないように配慮し」、「コーポレートガバナンスの重要性を認識し、議決権行使の目的を長期的な株主利益の最大化を目指すものとする」という考え方があるが、長期的な株主利益の最大化を目指すなら、経営がいまいちであれば企業に影響を及ぼさなければならない。「経営に影響を及ぼさないように配慮し」というのは根本的におかしいのではないか。厚生労働省 その点は中期目標で示している。確かに文理的には、民間企業の経営に対して影響を及ぼさないということと、長期的な株主等の利益の最大化を目指す観点をどのように両立させるのかという話は、なかなか難しい。これは、平成

13 年の自主運用開始時から、国際的にみて、アメリカにおいてコーポレートガバナンスにより企業価値の最大化を図るという原則と国が企業経営に影響を及ぼさないという原則の間に非常に厳密に線を引いていること等を踏まえつつ示させていただいているものである。

- 委 員 民間企業の経営に影響を及ぼさないようにとの基準があるので、GPIF は自らガバナンスに関する投票など企業に個別に影響を与えるような発言はしない。しかし、運用受託機関を通じて様々な形で収益が最大化されるように、運用受託機関に対してはきちんと株主としての行使をするようにと言っている。二段構えで直接的な介入はしないという微妙な関係を保っていると理解している。
- 委 員 運用受託機関に対して、例えば、ROE 何%以上を基本的に期待するとか、買収防衛策に関する議案は特別な事情が無い限り基本的には反対するなどのガイドラインを持つことを GPIF として求める可能性はあるのか。
- 委 員 ある運用受託機関が ROE 何%以上は業績不振と定義するというガイドラインを作ったら、我々としては、その評価を行うことには少なくともなるのか。それとも、作ってあるということだけで満足するという立場になるのか。
- 事務局 現行の取り扱いでは基準があればよいということで評価をしている。
- 委 員 例えば、買収防衛策などは、長期的な視点に立って考えると良いか悪いか非常に難しい。それはその時点の状況に応じて受託者に判断を任せて、その中でイエスのところだったり、ノーのところだったりすることがあってもよいと思う。
- 委 員 株主議決権行使の指図をするのは運用受託機関なので、議決権行使も含めてパフォーマンスの向上を目指す、それは運用受託機関の責務なのだと思う。GPIF としては、「長期的な株主利益の最大化を目指すものとする」となっているので、この目的に対して運用受託機関が整合的に議決権行使を行っているのかどうか、実効性を評価しなければならないのではないか。ガイドラインがなぜ株主利益の最大化に結びつくのかというのをよく説明させて、それを評価するというのが GPIF としては重要なことだと思う。
- 委 員 問題は、今はその実効性はチェックしていないというところにある。実効性を判断する基準は難しいので、ガイドラインの採点をするときに実効性には立ち入らないということになっている。
- 委 員 実効性を評価すべきだということになれば、ガイドラインに実効性があるか点数をつけるというようにルールを変えるべきなのではないか。
- 委 員 指針を置くことで、運用受託機関のパフォーマンスが向上して GPIF としても運用収益が高まる、とは定量的には確認できないだろう。そういうことまで考えると、なかなか議論は進まないのではないか。逆に GPIF が指図めいたことを言ったために、ある特定の企業経営に対して影響力を与えて歪めるような

ことになると、公的な立場から見てよろしくないという判断もあり得るだろう。現状では、実際にパフォーマンスが上がっているか検証はできないが、公的部門としてやってもらいたくないことは排除しながら、他方でパフォーマンスを上げてもらいたいという役割は果たしていると思う。

委 員 「民間企業に影響を及ぼさない」という前提の下に「コーポレートガバナンス」と「長期的な株主利益」がある。運用受託機関に議決権行使を委ねた時に、様々な判断があってもよいと思う。ただし、コーポレートガバナンスや中長期的な利益に明らかに著しく抵触する場合はこの考え方が効いてくる。私はむしろこの程度が一番よいのではないか、うまくできているという感想を持っている。

委 員 私もこの書きぶりは感心している。GPIF が具体的なガイドラインについて口を出すのはおかしい。基本的には運用受託機関に任せたのだから、彼らがきちんとしたパフォーマンスを自分たちの投資スタイルも含めて決めていければよい。自分たちの投資スタイルに合わせて、例えばこういう業種に投資するなら社外取締役は必要ないというなら、そういうガイドラインをつくればよい。それが運用を任せているということだと思う。

委 員 ガバナンスが強いかどうかで企業価値に影響があるかというアカデミックな研究で、決定的な結論が出ていると思わないが、効果があるという可能性が指摘されている。運用受託機関の責任の一つとして株主としての行動をきちんととつて経営に緊張感を与えることも運用のパフォーマンスを上げる方法だという認識があるのだと考える。ただし、GPIF が実際に運用を委託している各運用受託機関のやっていることがその意味で効果を上げているかという計測は、できないとは言わないけれどもかなり難しい。

一方で、ある意味でマンネリ化してきているので、やめてしまってよいかというと、チェックしてもパフォーマンスは向上しないという何か明確な結論みたいなものが出されないと難しい。

委 員 全くスクリーンをかけてないということではなく、例えば反社会的行為などはかなり重要で、どんな行為を反社会的と考えて投票に臨んでいるのかなどを確認するので、全然考えてない運用受託機関は当然注意される。

委 員 長期の株主利益の最大化を目指すことを考えたら、企業の役割として資本コストを上回る利益を上げてくださいというメッセージくらいであればよいのではないか。そのための方法論は企業のマターであるが、上場企業は公的な市場から資金を調達しているので、その責任はそれなりにある。

委 員 それをガイドラインとして世の中に示すことは、現実問題では非常に難しい。

委 員 今のところは運用受託機関に任せざるを得ないだろうという以上の方法論がないので、また、よりよい方法論の提案があれば議論するということで、本日は一旦終了にしたいと思う。

(3) 「平成24年度トランジションの実施について（国内債券アクティブ）」について

質疑等はなかった。

(4) 「平成24年度のキャッシュアウトへの対応と今後の見通し」及び「リバラン

スの検討及び実施について」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

委 員 足下の円安だと、今後、海外資産から回収することもあるという理解でよい
か。

事務局 GPIFとしては、基本ポートフォリオの乖離許容幅に抵触した場合は何らか
の対応をしなければならないルールになっている。ただ、実際にどうやるかは
マーケットとの関係もあるので必ずしも一挙にという訳でもない。

以上