第 79 回運用委員会議事要旨

1. 日 時: 平成 26 年 5 月 23 日 (金) 13:00~15:00
2. 場 所: 年金積立金管理運用独立行政法人 会議室
3. 参加者: ・米澤委員長 ・堀江委員長代理 ・佐藤委員 ・清水委員
・菅家委員 ・武田委員 ・能見委員

4. 議事要旨

- (1) 「日本版スチュワードシップ・コードの受入れについて」について
質疑等の概要は以下のとおりである。

委 員 このコードはプリンシプルベース・アプローチだということと、「コンプライ・オア・エクスプレイン原則」の2つが最大の特徴である。

前者については、細則主義ではなくて原則主義であるということ、つまり、原則を示して、その原則のもとに具体的にどのような責任を果たしていくのかということについては、それぞれの機関投資家がみずから考えて、それを公表し実践していくのだというのが原則主義の持つ意味であり、GPIFの方針はこのコードでまとめられている原則の域を余り出ていないと言わざるを得ない。

しかし、コード原則が示されたのが本年2月末であり、GPIFがコード策定の議論に関わっていたわけではないので、やむを得ないところがあるが、逆の言い方をすると、GPIFとして、このコードについての責任を果たしていく知見についてはまだ十分なものがないことの裏返しだと思っている。

したがって、この知見を蓄積して見直しを行い、よりレベルの高い責任を果たしていくことが重要だと思っている。そのような意味で、今回この方針作成で終わりということではなくて、これを出発点としてさまざまな作業と研さんを重ねていかなければならないという決意をお聞きしたいと思っている。

事務局 日本版スチュワードシップ・コードについては、日本でこれから始めるということで、運用機関等にもいろいろヒアリングをしているが、何をしたらいいのかということで運用機関も悩んでいる中で始めなければならないという状況である。

我々も今年4月に公表したマネジャー・ストラクチャーの中で、エンゲージメント活動を運用戦略の軸にするファンドを採用しており、そのような運用者の取組みをよく見ながら勉強していく。

こういう新しいことは、やってみて初めてわかることが随分多いのだろうなということで、まずは行動してみる。実際に、1日早く行動すれば知見も1日積み重なるし、その中で課題も見えてくる。そんな中で、来年度はもっといい行動、スチュワードシップ責任の果たし方ができるかもしれないということで始めたいというのが我々の決意である。

委 員 まずはサインアップして方針を示すというのは一歩前進かと思う。

本来的には自ら議決権行使に関する方針を示すようなことも考えられなくはないが、労使の利害関係者の中に企業も入っているため、法律の建付け上、そこまで踏み込むのは難しいと思う。そうすると、自ら議決権行使の方針を示さない中でできることは、運用会社に対してその責任を果たしていただくということになる。スチュワードシップ責任という考え方は、日本の株のリターンが低迷していることの1つの責任が、投資家サイドが企業経営に対してちゃんとした規律を働かせていなかったことにあるのではないかと問題意識があり、実質的に経営の規律を高めるような形の対話を投資家が行えないかということがそもそもの発想である。

したがって、投資先企業に対して、建前で四半期に1回会うということでは困る。今回のコードの中ではちゃんと書かれていると思うが、投資スタイルによって経営者との対話の仕方は違うので、実質的に長期的な企業価値を考えた対話を運用会社にしてもらうように、GPIFサイドも自らコミットメントしてほしい。

逆説的になるが、GPIF 自らが企業価値についてのある程度の知見を持たないと、運用会社に対していろいろものを言うことはできないと思う。そうすると、そもそも議決権行使の考え方自体がないということが、齟齬を生じてしまうと思うが、今の法律の建付けだとできることが限られているので、スタートポイントとしては、今回の方針をベースに運用会社と対話をし、運用会社の方がもう少し企業経営に対して長期の企業価値を考えた形でのエンゲージメントをしていただければ、投資先企業とのエンゲージメントを重視する運用会社が増えて、GPIF としての責任を果たしたことになると思う。

委員 実務的にはものすごく難しい話であり、走りながらやるしかないと思う。例えば、リターンを多くしようと思えば自社株買いを促すということも考えられるが、そのことが本当に長期的な企業価値の向上につながるのか。

一律的に何かをするよりも、まさに我々がこのような全体的な姿勢を示しながら、その中で運用者がどのような行動をとっているかをパターン化したり、あるいは行動1つ1つを整理して、我々も学んでありようについて考えていくということだと思う。

私は賛成だが、実務的には難しいことなので、実際に運用者がどのような行動をとって、どういうことを GPIF に運用成果と同時に報告するかということを一定期間分析して、どのような指示をもう少し具体化して与えるか、あるいはそれに対する評価をするのかを考えた方がよい。現場での運用は実際にやってみないと難しい。

委員 方針としてどのようなものが具体的に示されるかということは、海外投資家からの関心も非常に高いと聞いており、GPIF が何かを決めて動き出すことによってそれがスピルオーバーする効果は大きい。したがって、日本語で公表すると同時に、英語版でも海外の投資家へ情報提供することが非常に重要だと思う。

事務局 我々も、本日このスチュワードシップ・コードへの対応をご了解いただければという条件のもと、英訳作業を進めており、日本語版と同タイミングで英文の公

表もしたいと考えている。

委員 注目されているだけに、これを公表したときにマーケットや関係者がどのようにとるかというのは様々だと思う。ここで議論されているように、今がスタート地点で、知見を高めて改定していくとか、GPIF がこれを発表する意義について、この場で議論をまとめて GPIF の意図を伝えるというのが重要だと思う。また、それを英語で同時に伝えるということが、誤解を招かない1番重要な点かと思う。

委員 これで絶対的なものができたということではなくて、まさにこれがスタートで、我々はそういう市場や運用受託者との対話を通じながら、よりふさわしいものにしていく。そういう姿勢をまず出しているということをはっきり言うべきだと思う。これで完璧なものができましたというより、その点も認めた方がいいと思う。

(2)「管理運用方針(案)」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 乖離許容幅を超えて乖離している場合には「原則として」という文言を新たに挿入するという改正について、「次期中期計画の基本ポートフォリオの見直しに着手することから」という改正趣旨の通り、新しい基本ポートフォリオができた段階で、この文言はとれるという理解で良いか。

事務局 その通りである。

(3)「オルタナティブ共同投資の進捗状況について」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 非流動性の資産の特徴でもあるが、仮に地政学的なリスクや、経済環境で予想外のことが起きたときに、身動きが取りにくい資産である。さらに言えば、共同で投資しているため、単体での決断が難しいという2点は十分留意しなければならないと思う。

もちろん、少額でそれぞれ知見がある機関などと共同してやっていくということなので、その間に知識や知見を蓄積していくということだと思うが、国民の大事な資産ということも考えると、エグジットのタイミングや、共同運用者に対してそのタイミングを適切に伝えることができるかという点は十分留意して運用していただく、ないしはそれをモニタリングする体制は、今まで以上に必要になってくると思う。

事務局 上場株式等の運用と比べて、私どもも投資に対してコミットしていかなければならないと考えている。OMERS の案件については、マーサーの助言のもと、ニッセイアセットが投資判断を行うが、我々もオブザーバーとしてコミッティーに参加し、ウォッチしていく。

また、エグジットについては、大規模のインフラプロジェクトはなかなかない投資対象でもあるということで、大きな機関投資家の立場からすれば、このような投資案件は非常に魅力的な投資対象にもなりつつあり、必ずしもプライバー

ト・アセットだからといって流動性に欠けているということではない。

委員 インフラ投資では、投資規模が大きいほど、セカンダリー市場で投資家同士の取引が頻繁にあるという特徴がある。

事務局 リーマンショックのときは、オルタナティブ資産の価格も下がったが、我々のステータスでは、キャッシュアウトとして流動性を確保すべき部分はあるが、そうではないところについては長期投資できるので、逆に、そういうときに買うと非常にいいリターンがとれる。

委員 OMERS 等との提携は、非常におもしろい動き。これから基本ポートフォリオの改定も絡めて、予備的にもっといろいろな提携先の模索、新たなアプローチをしていくのは重要だと思う。

委員 オルタナティブ投資の目利きができる方は GPIF に育ちつつあるのか。

事務局 今までも、中途採用でかなり経験のある者を採用している。また、閣議決定にあるように、新たな給与体系のもとで人件費などについてある程度弾力化を図れることになったので、今後も、新しい分野も含めていろいろな能力・経験を持った方を採用していきたいと考えている。

委員 LP 出資の規制は緩和されないのか。

厚生労働省 LP も出資だが、個別の株式会社等について直接国が判断して買っていいかについては、議決権行使についても同様だが、自主運用を始めるときに、パブリックな民間の自由な経済活動と距離を置くべき等との考え方があった。資金団体的な形で行うものについては議論があるかもしれないが。

委員 リミテッド・パートナーシップに LP として出資することは、現行法令上認められていないが、オルタナティブ投資の選択肢を増やし、分散を効かせるために、何らかの条件をつけてでも出資ができるよう、検討してはどうか。

事務局 一般論で申し上げると、ファンド投資については GP と LP があって、LP は基本的に投資判断をしない。実際に投資判断をするのは GP であり、どこの企業を買うか、どこのプロジェクトを買うかを判断する。そのような意味ではリミテッド・パートナーシップというのがどれだけ投資一任と質的に同じなのか、違うのかというところで細かく制限等々を検討することとなるのではないかと。

(4) 「平成 25 年度のキャッシュアウトへの対応と今後の見通し」について
質疑等の概要は以下の通りである。

委員 足下の物価の状況などを見ていると、比較的上がっていて、その中で市場金利が 0.6% 台ということで、ある種、市場金利が非常に落ち着いているが、もし本当にこのまま物価上昇率が上がっていくとすると、前回の財政検証でキャッシュアウトが続くとされた 2018 年までのどこかでもう少し長期金利の動きが出てくる可能性もある。したがって、キャッシュアウトの見通しと、それに対応できるファンドをきちんと用意しておくことは重要なポイントではないかと思う。

厚生労働省 日本の年金は賦課方式なので、年金給付の原資の一部として保険料収入を当てにしているのだが、それが景気次第で変わってしまう。財政検証は一つのプロ

ジェクションだという話もあるが、経済成長の伸び率とかについては一定で計算しているので、実際の景気の波を見込んでいない。まさにバッファーフアンドとして機能しているということでもある。

事務局 先ほど御指摘いただいたように、5年前の財政検証では2018年までキャッシュアウト、その後はまた積み立てになるという見通しだった。ただ、インフレを見込んでいたため、その分給付調整が行われる、あるいは賃金も上昇するという建付けだったが、実際はそうではなかったので、今回の財政検証の結果としてどうなるかが、我々の大きな関心事項である。

(5)「従前の運用委員会での議論に基づくリバランスの検討について」について
質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 リバランスを考えるに当たっては、市場動向等だけでなくキャッシュアウト対応というものも含めた形で考えるのも重要なのではないか。

事務局 リバランスした上で、国内債券をパイ・アンド・ホールドし、それで全てキャッシュアウトに対応できればいいが、そういうわけにもいかない。やはり何れかのアセットを売らなくてはいけない局面も出てくる可能性がある。

(5)「リスク管理状況等の報告（平成26年2月・3月）」について
質疑等はなかった。

以上