第 88 回運用委員会議事要旨

1. 日 時：平成 26 年 12 月 17 日（水）16:00～18:00
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：・米澤委員長 ・堀江委員長代理 ・大野委員 ・佐藤委員
・清水委員 ・菅家委員 ・武田委員

4. 議事要旨

- (1) 「平成 26 年度第 2 四半期運用状況」について
質疑等はなかった。
- (2) 「リザーブファンドの取扱いの変更について」について
質疑等の概要は以下のとおりである。

委 員 選定時にボーダーライン上にあった運用会社を、その後の様子を見ながら位置づけを変えていくのは良いことだと思う。今後も運用会社をある程度ストックしておき、状況に応じて正規採用していくという対応をとるのか。

事務局 それは今後の課題。マネジャープールを広く持つような方策を考えているところ。

委 員 位置づけも含めて、もう少し臨機応変に超過リターンを得られるような形のストラクチャーを検討していくということか。

事務局 そのとおり。

委 員 今後、リザーブファンドの数を増やす方向で検討することについては賛成だが、増やした後に、どのくらいの頻度・タイミングでフォローアップをするのか。

事務局 基本的には、年 1 回パフォーマンスを確認するとともにヒアリングを実施して、運用プロセスや組織体制に変更等は無いかをチェックした上で総合評価をし、課題が多い場合等には解約もしくは配分停止のケースもある。

委 員 新陳代謝を図っていくのは重要な視点だと思う。

委 員 採用に時間がかかりすぎて、プロセス上の説明責任とタイミングのずれがあって、成果が出づらいということもあるので、もう少し柔軟にすることも検討した方がよいのではないだろうか。

事務局 よく話を聞いて採用したいという気持ちもあり、審査をするプロセスを減らすわけにもいかないと考えている。

委 員 優秀なマネジャーの採用のためには、応募してくるのを待つだけでなく、こちらから採用しに行くことも検討した方がよいと思う。

(3)「日本版スチュワードシップ・コードへの対応状況の概要」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 投資家からの、投資先企業に対する面談申し込みが多くなり、投資家によっては議決権行使の担当者が同席して厳しい質問をするというように少し流れができてきているようだ。建設的な議論がされており、資本効率性にかかる対話の裾野が広がってくるのではないかと。

委員 エンゲージメントの対話項目に、管理職に占める女性の比率目標を入れてもらってはどうか。

事務局 現在、委託調査研究の中で、その点も含めて在り方を研究している。

委員 スチュワードシップ・コードへの署名はしたが、ほとんど何もやっていないというような機関はないか。特定のところに集中しているのか、きちんとばらけているのか。

事務局 各運用機関とも、全部の企業に対してできるわけではないので、それぞれの目線で対象を絞りつつエンゲージメントしていると認識している。

委員 マネジャー評価の中で、こういったヒアリングはこれまではされていなかったのか。

事務局 これまでも議決権行使のヒアリングの中で少し出てきていたが、今回はスチュワードシップ・コードも加わったので、議決権行使とスチュワードシップ・コードについて改めて各社からヒアリングをした。

委員 最終的にはパフォーマンスが一番大事で、悪ければ解約もあり得るが、投資先企業がどのようなことをやっているかを運用機関がきちんと聞くことで、今はリターンが悪いが、実態として企業価値が上がる方向にあるので解約はしないといったような判断もでてくると思うが、実際のところはどうか。

事務局 厳選投資型の運用機関が増えており、そのような要素が増えてきている。一方、クオンツ型の運用機関は定量データのみで銘柄選択をしている。色々なパターンがあるが、エンゲージメントファンド的な運用をしている機関が増えてきている。

(4)「株主議決権行使状況について」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 資料の「社外取締役の選任を必須」という記載について、会社法の改正では必須ではないが、これはあくまでも各運用受託機関から出てきた基準という認識でよいか。

事務局 各運用受託機関の基準として社外取締役を必須とする方針をとった機関があるということ。会社法自体は社外取締役を必須とはしていないと認識している。

(5) 「年金積立金管理運用独立行政法人の投資原則（案）」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 説明書きの部分は非常に分かりやすく、かつ、きっちり言っているので、非常にいいと思う。ただ、投資原則は時間軸を超えて、将来にわたって使えるものにするという認識なので、この案は今我々を取り巻いている環境に依拠しすぎているところがあるので、心構えのようなところをきちんと書くにとどめ、その分、後段の解説のところに取り込んでうまく説明する方がいいという感じがする。

委員 信頼性はとても大事なことであり、「GPIF の運用委員及び全役職員は、高い職業倫理に基づき行動する」という文章はとてもよいと思う。

委員 法律や中期計画等で定められている原則的な立場、考え方というものを、平易に誰もが分かるような表現で示すのが投資原則の役割だと思う。

したがって、直近話題になっている点に余り拘って触れない方がよい。また、分かりやすい表現にすることは大事だが、表現は既に法律等に書かれている文言とあまり変わらない表現にすべきだと思う。

その上で、「必要な積立金を確保することが、GPIF の使命」とあるが、法律や中期計画等にそのような記載はあるのか。年金財政上必要な運用利回りを確保することが大前提。また、「現在及び将来の被保険者の利益のため」とあるが、そのような表現は法律のどこにも書かれていない。さらに、「投資に伴う不確実性はつきもの」とあるが、あえて投資原則に書く必要があるのか。積極的にリスクをとりに行くように読める。むしろ他のページにある「損失を最低限に抑えること」の方が重要。パッシブ運用とアクティブ運用がパラレルの表現とされている点も問題。最後に、費用控除後の投資収益との比較で投資費用の妥当性を評価するのは当たり前で、あえて記載することで何らかの意図があるのではないかと誤ったメッセージになる可能性がある。

委員 パッシブ運用とアクティブ運用の関係については、中期目標などとの整合性を確保した表現がふさわしいのではないかと。

委員 確かに足下環境についての言及をしているが、なぜ株式に投資をするのか、国民目線の疑問に答える必要があると思う。

賃金上昇率+1.7%という目標をどうやって達成するのか、当然価値が向上するものへの投資が前提だが、短期的には市場価値がぶれるものへも投資していくことが、年金財政上の要求を満たすことに繋がるのだということと言わなくてはならないと思う。また、優秀な人材の確保も大切な点。

委員 時間軸については、投資原則といっても未来永劫通用するものではなく、環境の変化に応じて変更していくべきものだと思う。例えば、財政上の要求利回りなども変わるわけで、その時は当然投資原則も見直す必要があると思う。

委員 確かに、環境によって運用の在り方も変化すると思うが、投資原則というのは、投資への基本的な姿勢であって、受託者責任や長期的観点からの投資、それから

分散投資、流動性確保といった、時間軸を超えて使える項目をしっかりと書いていくことが大事ではないか。

委員 国債だけで十分ではないかという根強い意見に対しての説明も必要だと思う。

委員 なぜこのタイミングで投資原則を作っているのかというところに立ち返ると、GPIFは新しい基本ポートフォリオに沿って運用を開始しているわけで、その新しいGPIFの行動をきっちり周知し、伝えていこうというのが目的ではないだろうか。

したがって、投資には不確実性が伴うということを考えて上で、価値のあるものに投資をしているのだということをはっきりとすることが投資原則の意味だと思う。

委員 今回の投資原則の意味合いは3つあると思う。まず1つ目は、今回基本ポートフォリオを見直した **thought process** (考え方の筋道) をきっちり説明する責任。記者会見も行っており、公表文もあるが、それを補完するものとして投資原則が必要とされていると思う。

2つ目は啓発。世の中で抱かれている基本的な誤解を解くための意味合いが含まれていると思う。

3つ目は海外への発信。英語の論理できっちりこたえられるような投資原則が必要で、曖昧な文章ではなく、ロジカルなものが求められていると思う。

委員 投資原則は、今回の新しい基本ポートフォリオを説明する手段ではないと思う。

投資原則の議論の契機は、GPIFのガバナンス改革の議論の中で出てきたものなので、そういう点からも法律や基本的な決まりを国民に分かりやすく説明するものだと思う。

委員 今回の基本ポートフォリオを正当化するために投資原則を作るという考えはない。

委員 正当化するという意味ではなく、あくまで原則。

委員 文章についてはより洗練されたものに見直すことは必要かもしれない。

(6) 「年金積立金管理運用独立行政法人の行動規範(案)」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 運用委員はこの行動規範案に記載されているものと同等の、あるいは同等以上のインテグリティや規範を持って行動することが求められる。当たり前ではあるが、それをどこかに明記しないといけないのではないだろうか。

委員 内部規程違反や兼職禁止等だけ主語が「役職員」とされているのはなぜか。

委員 秘密保持義務や私利追求の禁止等について記載してあるので、これらの文章でカバーできるのではないか。この行動規範は運用委員もかなり縛られているという印象を持った。

委員 「現在及び将来の被保険者の利益のため」とあるが、法律では明確に「被保険者の利益」と規定されており、表現を合わせるべき。読み手のそれぞれに解釈の余

地がある表現にはすべきでない。

(7)「積立金の資産の構成の目標（モデルポートフォリオ）（案）」について
質疑等はなかった。

(8)「投資委員会の設置について」について
質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 委員の構成についてだが、「理事長、理事（CIO）及び理事長が指名する者」とあるが、どのようなメンバーを想定しているのか。

事務局 法人内部で構成しようと思っている。

将来、常勤の運用委員が任命されれば、加わってもらうことも検討に値するかどうかと思う。

委員 常勤の運用委員が任命された場合、運用委員会と執行部の関係はチェック・アンド・バランスなので、運用委員が執行部に入るのは、今のガバナンスの枠組みの中では、論理矛盾ではないだろうか。

事務局 そのような御意見をいただいたことも踏まえて検討する。

(9)「リスク管理状況等の報告（平成26年10月・11月）」について
質疑等はなかった。

以上