

第 62 回運用委員会議事録

1. 日 時:平成 24 年 12 月 17 日(月)15:00～16:00

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:・植田委員長 ・宇野委員長代理 ・稲葉委員 ・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

(1) 平成 24 年度第 2 四半期運用状況について

(2) 株主議決権行使の概要について

(3) その他

●大江審議役 それでは、時間より早いのですが、おそろいでございますので、第 62 回の運用委員会を開会いたしたいと思えます。

本日は全委員御出席いただいております。したがいまして、会議は成立しております。

資料の確認でございますが、お手元に議事次第、座席図、そのほか、資料 4 種類ございます。

資料 年金積立金管理運用独立行政法人平成 24 年度第 2 四半期運用状況

委員限り 1 各資産の運用状況の補足説明 (市場運用分)

委員限り 2 株主議決権状況の概要 (平成 24 年 4 月～6 月)

委員限り 3 リスク管理状況等の報告 (平成 24 年 9 月)

以上でございますが、お手元におそろいでしょうか。

以後の進行につきまして、植田委員長にお願いをいたします。

○植田委員長 本日はお忙しいところ、どうもありがとうございます。

最初の議題ですが、「平成 24 年度第 2 四半期運用状況」について、番号なしの資料と、委員限り 1 に基づいてお願いします。

●大江審議役 それでは、私から御説明をいたします。ナンバーない資料、補足資料で御説明をいたします。

まず 1 ページ目、全体のアウトライン書いておりますが、第 2 四半期 (7 月～9 月) の状況ですが、収益率 (期間率) は、+0.49% ございました。要因としては外国株式の上昇等ということで、後ほどまた御説明をいたします。

それから、収益額は、+5,287 億円ございました。

その結果、第 2 四半期末の運用資産額は 107 兆 7,231 億円ということでございました。

1枚めくっていただきまして、下に2ページと振っている資料でございます。上の表の第2四半期のところ、四角の中が今申し上げたとおりでございますが、年度通期で見ますと、第1四半期が額でいいますと、-2兆円ほどでございましたので、第2四半期若干戻しまして、通期で-1.39%、額で-1兆5,403億円でございます。

御承知のとおり、足下はかなり株等が好調になってきておりますので、さらにこれが戻ってきている状況でございます。

それから、3ページ目でございます。資産別の率で申し上げますと、まず、その四角の中の外国株式をごらんいただきますと、+4.87%、国内株式は-3.43%でございましたが、内外債券がともに+0.5%ほどということで、全体としてはプラスの収益率でございました。

それから、もう一枚めくっていただきまして、4ページのところでございます。4ページは、それを額ベースで見たものでございます。外国株式が+5,862億円と一番大きな額になっておりまして、次いで国内債券の+2,800億円ほど、外国債券が+500億円ほどでございます。国内株式は-4,394億円でございましたが、ほかの資産がプラスということで5千億円ほどのプラスでございました。

5ページ目は、運用資産額、資産構成割合でございますので、お読みをいただきたいと思えます。

次、6ページでございます。資産ごとの超過収益率ですが、国内債券は+0.00%、一番下、外国株式-0.01%ということで、おおむねベンチマーク並みの収益率となっております。それから、国内株式は-0.19%、外国債券が+0.15%ということで、要因分析を行ったものはそこにございますとおりです。それから、第2四半期までの通期で見ても、国内株式は第1四半期からマイナスが継続しておりますし、一方、外国債券は第1四半期からプラスの超過収益が継続している、そういう状況でございました。

それから、最後に7ページでございます。7ページの四半期の運用環境をごらんいただきたいと思えます。まず、下の参考指標のところ、為替、これはドル/円、ユーロ/円と書いてございます。比較すべきは6月末と9月末ということになりますけれども、この3か月ほどでドル/円が79円79銭から77円80銭ということで、約2.5%円高になってございます。

一方、ユーロ/円のほうも大体1%ほどの円高になってございます。ただ、右のベンチマーク収益率のところの表、外国株式(円ベース)が、7~9月で+4.87%ということでございますが、為替を考慮する前のいわゆる現地通貨ベースで申し上げますと6.60%のプラス、これに2%ほどの円高があったわけでございますが、結果的には4.87%のプラスで残っている。同じく外国債券につきましても、現地通貨ベース+1.97%が円ベースでは+0.4%ということで、これも円高になっても少しプラスが残っている、そういう形になってございます。

こういった状況でございますが、まず外国株式というところの上の文章のところをご

らんいただきますと、外国株式市場は、欧米中央銀行、ECB・FRBの追加金融緩和を背景に上昇基調で推移をいたしております、その結果、今、申し上げたように、現地通貨ベース、さらに円ベースでもプラスになってございます。特にアメリカの場合は、住宅市場、消費などの内需の堅調さが米国株式を下支えしているというところでございます。

それから、国内株式ですが、基本的には円高の影響で上値の重い展開となったというのがこの四半期の状況でございました。

それから、委員限り1、各資産の運用状況の補足説明として1枚紙がございます。真ん中の表の②各資産の収益の状況でございます。先ほどアクティブとパッシブをトータルで御説明いたしました、国内株式アクティブの超過リターンは単独で見ると-0.76%、外国債券アクティブが0.38%のプラス、こういった状況でございました。

私からの説明は以上でございます。

○植田委員長 それでは、御質問等、お願いします。

○山崎委員 過去から、国内と海外のアクティブの超過収益率がマイナスで、しかも国内は非常に大きくなっています。そのマイナスの部分の中に占める報酬部分はどのくらいですか。

●大江審議役 これは報酬控除前になります。

○山崎委員 控除前ですか。

●大江審議役 はい。

○山崎委員 ということは、これから高い報酬が抜かれてマイナスが増える。

●大江審議役 事実だけ申し上げますと、平成22年度から、第2期中期計画に入っております、過去22、23年度の2か年間で第2期の計画でございます。御指摘の国内株式でいきますと、直近2年間は+0.09%ということで、おおむね0.1%ほどのプラスを上げております。足下の状況はどちらかというと、これは運用部長から申し上げることかもしれませんが、運用機関の中には、どちらかというと輸出企業に投資しているところがございますが、今年度も円高がかなりきつい状況。ただ、足下はむしろ円安に振れておりますので、そういった中でのものも一部ある。ただ、第2期の平成22年から見ると、平成22、23年度はプラスになっているという状況でございます。

○植田委員長 ほかによろしいですか。

よろしければ、次の議題に移りまして、株主議決権行使状況の概要について、委員限り2に基づいてお願いいたします。

●陣場運用部長 それでは、委員限り2、株主議決権行使状況の概要（平成24年4月～6月）をごらんいただければと思います。本件は、いつもこの時期の定例で、議決権行使が集中いたします4～6月の時期の状況を取りまとめて御報告しているところでございます。

まず、1項目、国内株式について説明してまいります。

国内株式につきましては、アクティブ、パッシブ合計いたしまして13社27ファンド

において、約 15 万 8,000 件の議決権行使が行われていたという状況でございます。

(1) 概況でございます。当たり前ではございますが、全運用受託機関が議決権を行使しているといった状況でございます。

それから、件数ということで申し上げますと、昨年度と比較いたしまして、取締役選任議案等の減少によりまして、全体の議案数は減っているといったところでございます。これは昨年度は取締役の改選期が東証一部上場企業で重なっておりましたので、その分、件数が多かったわけですけれども、本年度はその分、一部件数が剥落しているといったところでございます。

それから、会社提案に対する反対という観点で見ますと、会社提案に対する反対意見数が一番多いのは取締役の選任議案ということになってまいります。また、反対の率で申し上げますと、退任役員退職慰労金の贈呈議案、買収防衛策議案といったもの。これに対しては、50%程度の反対票が投じられているといったところでございます。それに次いで社外取締役・社外監査役の選任、ストックオプションの付与といった議案に対しても反対の率が高いといったところでございます。

取締役等の選任に対する反対が多くなるケースということですが、(2) の今のところをごらんいただければと思いますけれども、社内の取締役につきましては、業績の悪化について責任があるという判断がされた場合に反対票が投ぜられるというところでございます。

また、社外取締役に対しましては、その方の独立性に疑念があるといった場合に反対票が投ぜられているといった状況でございます。

(3) で、役員報酬関係でございます。退職慰労金の贈呈の議案につきましては、件数自体が昨年度に比べると少し減少傾向といったところでございます。これは東証一部上場企業の間で、退職慰労金制度そのものを廃止しようといった動きが見られるというところでございます。また、社外取締役、社外監査役への贈呈という議案に対しては、反対する例が見られているところでございます。これは社外取締役、監査役が、退職慰労金を受け取るということになってまいりますと、経営陣に対して厳しい意見が言えなくなるのではないかとといった観点から反対票が投ぜられるケースがあるというところでございます。

また、ストックオプション付与についても、同様の議論で、社外取締役及び社外監査役にストックオプションを与える議案には反対する例が一部に見られたところでございます。

次のページにまいりまして、(4) 定款変更でございます。定款変更の議案については、昨年度と比べてやや件数が増加するといったところでございます。

その中でも、発行可能株式総数の拡大に関して反対する例があったところでございます。これは既存の株主からいたしますと、株主権の希薄化につながるといった点でも反対をしているということでございます。

(5) といたしまして、買収防衛策に関する議案ということでございます。買収防衛策につきましては、件数が昨年度と比べると少し減少してございます。昨年度は更新の時期を迎えた買収防衛策の議案が随分あったわけですが、本年度はその分が剥落したというところでございます。

買収防衛策に対しては、反対率もそこそこ高いわけでございますけれども、反対の理由といたしましては、買収防衛策の発動を決める独立委員会というものを通常立ち上げるわけでございますけれども、その独立委員会の委員の独立性に疑義があるといった場合に反対票が投ぜられるということでございます。

(6) でございます。株主提案については、全運用機関が精査の対象にしているといったところでございます。

項番の2、外国株式でございます。

外国株式につきましては、アクティブ、パッシブ合計いたしまして、16社19ファンドにおいて、約11万4,000件の行使があったという状況でございました。

(1) 概況でございます。

全運用受託機関が議決権を行使しているといった状況でございます。

会社提案に対する反対ということで申し上げますと、国内と似たような傾向でございますけれども、反対件数で見ますと、取締役の選任議案に対する反対が多いところでございます。

また、反対の割合ということで申し上げますと、退職慰労金の贈呈、買収防衛策といったものに対する反対が多くなっているところでございます。

会社提案の役員報酬議案という関係で申し上げますと、昨年の米国では、いわゆるセイ・オン・ペイというものが義務づけられまして、この議案がセイ・オン・ペイとセイ・オン・ペイの回数を決めるセイ・オン・フリークエンシー、この2種類の議案が一斉に上程されたということでございまして、件数が増えたわけでございますが、本年度につきましては、セイ・オン・フリークエンシーのほうは議案として出てまいりませんので、その分の件数が減少したところでございます。

(2) 行使対象国ということでございます。外国株式の場合は、従来、ヨーロッパ中心にシェアブロッキングということで、議決権を行使しようとする売買が制約されるといった制約が随分かかっておりましたので、行使をそもそもしませんといった運用受託機関が多かったわけでございますけれども、近年シェアブロッキングの制度そのものを廃止する国が増えてまいりまして、一部の対象国について議決権を行使しないというケースは1社2ファンドに今年度は限定されてしまったといった状況でございます。

3ページ目にまいりまして、(3) 議決権行使コンサルタントの活用ということでございます。

MSCI-KOKUSAI、外国株式が23か国対象国ございまして、行使国、また行使先も非常に多様であることから、全運用受託機関が議決権行使コンサルタントを活用していると。

助言を受けたり、または自社のガイドラインを渡して行使判断についての意見を聞いたりとといったような使い方をしているところがございます。

項目の3、議決権行使に関する課題というところがございます。運用受託機関から挙げられているものは例年同様でございますが、(1)国内株式につきましては、株主総会が集中するといったところがございます。3月決算の企業で申し上げますと、本年度6月28日に4割強の企業の総会が集中したということがございまして、集中するとなかなか大変です、といった意見があるようでございます。また、企業とのコミュニケーション向上が課題、といった意見が出ております。

(2)外国株式につきましては、各国の法制度・慣習の把握がなかなか大変です、といった意見が出ているところがございます。

数字の表が5ページほどございます。今御説明したような内容が大体数字からも読み取れるわけでございますが、少し補足をさせていただきますと、1ページ目の※の一番下をごらんいただければと思いますが、利益相反等の理由により、不行使となった101件は含まない、ということでございまして、全議案すべて行使をしているわけではなくして、利益相反等の理由によって不行使となったものが国内株の場合、101件あったところでございます。

それから、ページをめくっていただきまして、外国株式につきましても、一番下の※をごらんいただければと思いますが、売買制限等の理由により、不行使となった702件は含まない、というところがございます。外国株の場合には利益相反といったことで不行使はほとんどないわけでございますが、むしろシェアブロッキング、売買制限ということで、702件不行使であったといった状況でございます。

ちなみに表の4ページ目をごらんいただけますでしょうか。こちらは昨年度の外国株式の状況でございますが、一番下の※を比較して見ていただければと思いますが、昨年度は売買制限等の理由により、不行使となった6,123件、ということでございまして、昨年度はシェアブロッキングで6,000件以上行使できなかったものが、本年度は702件ということで、大幅にシェアブロッキングを理由とする不行使が減ったといった状況が見てとれるわけでございます。

表の最後のページ、横長の参考3をごらんいただけますでしょうか。こちらは会社提案に対する反対、株主提案に対する賛成というものをヒストリカルに並べたものでございます。会社提案に反対すればよいというものでもないのでございますけれども、各年の傾向を見ようということで数字をまとめたものでございます。

国内株式で見ていただきますと、会社提案の反対の率ということで申し上げますと、私どもが独法としてスタートしました平成18年度以降、大体年によってばらつきはございますが、10%前後の反対率で推移をしているところが見てとれるわけでございます。

一方、外国株式は、会社提案の反対が大体5%前後ということで安定をしているのではないかとこのところでございます。

説明、以上でございます。

○植田委員長 ありがとうございます。いかがでしょうか。

○山崎委員 先ほどの外国株式で不行使となった702件と、先ほどの1社2ファンドとは同じことと思ってよろしいのですか。

●陣場運用部長 1社2ファンドと申しますのは、ある国全体をシェアブロッキングという理由で不行使にしましたと。702件には、それ以外に個別の様々な事情で行使できなかったものが含まれております。

○山崎委員 シェアブロッキングとは関係なく702件ということですか。

●陣場運用部長 シェアブロッキング以外のものも含まれているというところでございます。

○村上委員 最後の参考3の表で、国内株式にしても外国株式にしても、「白紙委任」というのが、ここのブロックの分類でいいのかどうかというのが少々混乱しています。白紙委任というと、たいてい会社側に全面的にお任せするみたいなイメージがあるのですが、そうするとここのところは株主提案に賛成と白紙委任というのが同じブロックでいいのかどうか疑問です。

●陣場運用部長 白紙委任は、基本的に賛成というカテゴリーとしてとらえているところでございますけれども。

○村上委員 例えばすべてを白紙委任すると、たいていは会社側が解釈をしてしまうのではないのでしょうか。すなわち、会社提案には賛成、株主提案には反対という、会社側に一任するようなイメージがありませんか。

●陣場運用部長 これは確認させてください。済みません。

●三谷理事長 株主提案に賛否を、株主提案の欄もありますね。それに対して賛否を決めずに白紙委任したと。議案全体を白紙委任するという白紙委任ではないと思いますけれども。

○小幡委員 ただ、テクニカルに、そのときは、執行部というか、経営陣に任せることになってしまうのではないかという懸念です。

○村上委員 白紙委任の委任する相手がだれか、ということですね。株主提案に白紙委任するという事はないような気がするのですが。

●陣場運用部長 ちょっと確認させてください。

○村上委員 はい。

○小幡委員 運用委託先がまじめに議決権行使をするインセンティブはどのようなものなのですか。まじめにというか、結構外国企業に対する行使は大変ではないですか。国内はもちろんですが、一生懸命やると何かいいことが、どういういいことがあるのでしょうか。

●陣場運用部長 株主に与えられた権利でございますので、権利はきちんと行使をすべきであろうというのが運用者のある種受託者責任の一環として、義務としてそもそもある

のではないかとといったことなのだろうと理解してございますけれども。

○小幡委員 そうすると、つまり企業価値を最大化するように行動していただくことによって株価が上昇することになり、パフォーマンスもよくなるということではないのですか。

●陣場運用部長 そういうことも期待して、投票、権利を行使するという事だろうと思っております。

○小幡委員 今日いただいた資料は、どのように行使されているかというサーベイという事か、そういうことですね。

●陣場運用部長 はい。

○小幡委員 我々から運用先に、こういう考え方でやってくれというふうにはせずに、きちりやってくれということで委託しているということですね。

●陣場運用部長 はい。

○小幡委員 そうすると、きちりやっているかどうかをどこかでチェックしなければいけないと思うんですけれども、それはどのようにされているのですか。

●陣場運用部長 これは行使の状況の概要説明でございますが、一方で、個々の運用機関がどのように行使をしているかということについては、別途、個別に運用機関ごとに評点をつけて評価をしているところでございます。具体的にはガイドラインをちゃんとつくっているか、行使の体制はどうか、行使の状況、行使がみずからつくったガイドラインと一貫性のあるものかといったようなポイントで評価をいたしまして、点数をつけて運用機関にもその結果を示達し、運用委員会でも御報告しているところでございます。

○小幡委員 基本的には考え方としてはプロセス管理という事か、形式的にしっかりやっているかどうかということで、実質的な中身の判断は余りしてないということですね。議案も多いし、受託先のほうもなかなか個別にはできないから、ほかの外部のこういうところのアドバイスに従っていますと、そういうことですね。そういったときに、外国株式は別として、国内株式においては、我々は最大の投資家、影響力のある投資家の一人だと思いますので、自前のガイドラインという事か、パターンに沿って動く年金基金もあると思いますので、我々として基本的な考え方という事か、ガイドラインがあればいいということよりは、何かこういう基本的な考え方をやってくれというのを言うべきかどうかはわからないのですけれども、言うべきかどうかを議論することがあってもいいのかと思うのですけれども、それはどうですか。

例えば、昔、企業年金連合会のほうで、ROE が何%以上というガイドラインをつくって、そういうのが望ましいみたいな、個別どうするというわけでもないと思うのですけれども、それがいいアクションかどうかわからないのですけれども、そういうことを我々も能動的にやるかどうかを考える必要はないかと思うのですけれども、やるべきだと言っているのではなくて、やったほうがパフォーマンスにプラスの影響を与える可能性があるのであれば議論すればいいのかという、議論は一度したほうがいいのではないかと思うのですけれども。

○植田委員長 そこは、GPIFの在り方の検討会でも、社会的責任を通すといった考え方を、株主としてもっと前面に押し出すべきかどうかという議論は一応なされて、結論は出ないで、両論併記くらいにあのときはなっていたと思いますが。

○小幡委員 広く議論することも必要だと思いますし、もっと狭くとらえて、単にパフォーマンスをよくするために、もう少し積極的にプレッシャーをかけたほうがいいのかどうかという議論をする。今、委員長がおっしゃった、すごく広い議論と、私が言った、それよりは狭い意味での、少なくとも議論することが一回ぐらいあってもいいのかという気はするのですけれども。

○植田委員長 いかがでしょうか。

○稲葉委員 単に議決権行使の状況を見ておくというのは、何というのでしょうか、社会的責任とかそういうことではなくて、これだけお金を任せて運用してもらっているわけで、それが株主として、当該会社のマネジメントに対して、どう積極的に物を言っているかということは、運用を委託するほうとしても大事な話なので、その状況を常に見ておくというのは、これはこれで正しいことだと思うのですね。さらに内容に入り込んで、何かコメントするかということなのですから、これはなかなか難しいのですね。

ここに書いてあることはさらりと書いてあるから、大したことのないように思いますがけれども、私もリコーで株主総会やると、取締役の選任とか何とかいって、票がわかるのですね。ほかの取締役と比べて20票足りないとか、何かあると、何で自分は悪いのだらうなと思ったりもするので、それなりにプレッシャーはやはりあるし、もちろん不適切だと選任されないということになるわけだから、これはこれでそれなりの意味のあることをして、余り立ち入って、こういうふうにしたほうがいいのかということまで議論していく必要はないのではないかと。今、やっていることが、特に際立っておかしいことになっていないかどうかをきちんとフォローするということが大事なのではないかと思えます。

○村上委員 議決権行使の問題については、私も過去に何回か申し上げたことがあったのですが、受託者責任という観点から、いろいろな手段を行使して企業に価値創造を高めてもらわなければいけないという視点で行使するというのが基本的な考え方としてあると思うのですが、一方で、公的な年金なので、企業に余り介入しすぎてもいけないというもう一つの立場があります。ただ、そのような中で、現在、運用会社がほとんど全議案に対して議決権行使を行っていて、これはかなり企業の具体的な行動、手足の動かし方について、どのようにやっているかをウォッチしているようなことになっていると思います。GPIFとしては、本当にそれが実効的なのかどうかという、すなわちそれぞれの運用会社にコストをこれだけかけさせて、余り実効的でないことをやらせていてもしょうがないということが一方であると思いますので、効果的にやれるところをやるということも含めて、もし行くとすればどうすべきかを議論したほうがいいのかというの

はなかなか検証するのが難しいところではありますが、そのあたりのロジックがもう少し明確になるような方向で議論する場があってもいいのではないかと私も思っています。

- 三谷理事長 私のところにも、日本最大の株主なのだから、もう少し企業にいろんな形で影響力を与えるべきではないかと、それが無いから、日本の企業は生ぬるい経営をしているのだと、そういうことをおっしゃりに来る方がおられます。ただ、私としては、中期目標の中で、委員もおっしゃったように、民間企業の経営に影響を及ぼさないように配慮すると、この一言が入っているのです、そうすると株主議決権をダイレクトに行使するのは委託先だとしても、この企業のこの投票には反対せよとか、もしくはそれが明確になるような指示を私どもが出すというのは、今の中期目標に抵触してしまうのではないかと思っています。

ただ、我々の行っていることが全く無意味かという、この5ページの表をごらんになっていただいてもそうですけれども、かつては本当に反対の比率というのは少なかったのです。反対することがいいわけではないのですけれども、日本の機関投資家・株主というのは、基本的に企業の言いなりになっているといった話が昔はいろいろ議論があったと思うのですけれども、それが10%台で、直近はやや頭打ちではありますが、かつてに比べれば相当反対の比率も高くなっているということを考えれば、今の稲葉委員の話ではないのですけれども、それなりに我々としてもきちんと見ているのだと。現実には反対がこれぐらいあるのだということを公表することで相当の意味はあるのかという気は持っているのですけれども。

- 小幡委員 私が申し上げたのは、まさに、今、おっしゃったようなことではなくて、つまりこういう報告あるいはこういう議論をしている以上、議決権行使は意味のあることだという認識はあるわけです。やりすぎている可能性もあるのです、今、おっしゃったように。足りない可能性もある。それはよくわからないけれども、何か行使に関するルールがあって、そのルールにのっとってやっていたら、何かルールどおりやっているからすばらしい。ちょっと大げさに言えば、そういうことのようにだとすると、我々としてはこういう考えがあって、それは単にやりすぎないように、だけど、ある程度はやれという基準もあり得ると思うのです。

それは我々が委託した先ですら個別のルールはなかなか決められなくて、一人で何百社見て、特に外資系などは人数が少ないわけですから、何らかのルールでやろうと。ルールを一生懸命つくるなり、外部の信用できるところに判断をゆだねて、その言う通りにやりますとか、いろいろなたてつけをとるわけですけれども、それに対して、我々もトータルで、統一の考え方を持って、それはかなり漠然としたものになる可能性もあるし、だから個別に介入することはあり得ないと思うのです。ROE、例えば5%以上とか8%以上、そういうのでも、私などはやりすぎではないかと思う部分もある。全然業界によっても違いますし、例えば政治的にいえば、企業が金をため込んでいるからはき出させると。

もし投資家としてやるのだったら、一たん配当性向は高めるとか、内部留保は理由のない限り、基本的には、内部留保が増えた場合には配当も増やしてバランスをとるべきとか、そういういろいろな考え方があると思うのですけれども、それも別にやるべきでないという考え方もあって、ただ、配当にプレッシャーをかけている運用者もいる可能性があるわけですから、それに対しては、もしかしたら配当させすぎている、プレッシャーをかけすぎている可能性もあるわけですし、あるいは社外取締役を一定以上確保すべきだという考え方のファンドもありますし、それはアクティビストでなくてもエンゲージメントファンド、そこまで行かなくてもいろいろな考え方をとっていると思うので、それに対して、せっかく報告を受けたり、いろいろ関心を持って議論するのだったら、我々が何か緩い、広い意味でのガイドラインみたいなものがある程度運用を我々が委託した先も行動するように促すことはあるのではないかと。例えば外部の議決権行使アドバイザーみたいなところを使うべきでないという考え方もあるし、極論すれば、変な数値目標は設けるべきではないとか、そういう考え方もあり得ると思うので、ですから、どういう効果的なことが、効果的なものは結局ないという結論になる可能性がもちろんあるのですけれども、どうせやるのだったら、一度そういうのを持つべきかどうかについて、議論を運用委員会でしてもいいのではないかと思います。

○村上委員 公的年金という性格上、個別の企業の行動を縛るようなガイドラインはつくるべきではないと思うのですが、逆に個々の運用会社に対しては、本当に価値創造を最大化していくというような視点からきちんと考えて議決権行使を行っているかどうかの評価を行えばいいのではないかと思います。そのような目的だけを示して、プロセスや具体論については運用会社にやらせるということです。ただ、運用会社が行う方法も画一的である必要はなくて、その運用会社のポリシーとして、ロジックがきちんと考えられて行っているかどうかというところを、むしろ GPIF はよく見ていかなければいけない立場にあるのではないのでしょうか。GPIF の立場としてはそういうことなのではないかと思います。

今やっていることは、画一的で形式的に流れ過ぎているのではないかとというような感じがしています。むしろ、その方法論のほうが大事であり、またそれが実効的であるかどうかということをよく考えるということのほうが大事なのではないかと思います。

○植田委員長 また、初歩的な点に戻ってしまいますけれども、受託者に対して積極的に企業価値最大化のために、株主権を行使すべきであるというふうになっているのでしたか。それとも公的なファンドなので、そこは多少抑制的に考えるべきであるという文言が入っているものでしたか。

●陣場運用部長 今の管理運用方針のたてつけとしまして、長期的な株主利益の最大化を目指して行使をしてくださいということをお願いしてございます。また、もう一つ、運用機関に申し上げている話としては、反社会的行為があったときにどういう行使をするのかというスタンスは決めておいてください。この2点を運用機関をお願いしていると

いう状況でございます。

○植田委員長 そうですね。小幡委員のおっしゃることはよくわかりますが、今の抽象的な文言以上になかなか進めないようには私は思いますけれども、いかがでしょうか。

○村上委員 GPIFとしてはその文言でいいと思うのですが、そのような観点でやっているかどうかの評価を運用会社に対してやらなければならない立場にあるのではないかと考えるのです。大きな目標は定めているわけなので、それに沿って長期的に株主価値が最大化していく方向でやっているか、その方法の評価です。

○植田委員長 結構難しいですね。

○村上委員 確かにそうなのです。だから、そのあたりについては、どうしてこの方法が株主価値の最大化に結びつくと思ってやっているのかということ運用会社に説明させて吟味する必要があるのだということになるのだと思います。

○植田委員長 それではいかがでしょうか。今日はこれ以上議論しても建設的でないと思いますので、もう少し、この先を議論する余地があるかどうか、事務方に考えていただいて、無理だということであればそれでもいいと思いますし、いかがですか、小幡委員、よろしいですか。

○小幡委員 はい。

○臼杵委員 済みません、一個だけ。これは、平成24年の4～6月ということなのですが、この最後のところに、外国株式で各国の法制度・慣習等の把握等とあるのですが、来年は、エマージングはどうされるのかというのが1点お伺いしたいのと、それから、同じ趣旨であるのだけれども、もとに戻って恐縮なのですが、先ほど運用状況で御説明いただいた委員限り1のところの、各資産の収益率の状況の外国株式の中にエマージングが入っているかどうか、確認したいのですけれども、以上2点です。

●陣場運用部長 まず、議決権行使、エマージングのお話でございますが、まず、今年度に関しては、6月のスタートで、実際には行使の実例はこの4～6月の中に入ってこなかったということでございます。

各国の法制度・慣習ということで申し上げますと、おっしゃるとおりでございますが、エマージングではまだシェアブロッキングの制度が入っている国は幾つかございますので、そうした国の制度の動向については、私も議決権行使会社を使っていろいろ確認はしてございますし、また、今後のアップデートについては、資産管理機関等を通じて、その辺の状況把握に努めて運用機関に行使を徹底したいと考えてございます。

実は先進国でも、スイスで一部まだシェアブロッキング残ってございますし、そのこの制度の動向については、引き続きウォッチの必要があると考えているところでございます。

○臼杵委員 基本的には同じ方向で考えている。

●陣場運用部長 はい。

○臼杵委員 わかりました。

- 陣場運用部長 パフォーマンスでございますけれども、四半期の資料の中にも実はエマージングのリターンはすべて含まれてございます。残高は小さいものですからほとんど影響はないのでございますけれども、既にエマージングを含めたリターンになってございます。
- 臼杵委員 おっしゃるとおり、残高上はほとんど影響ないと思うのですが、外国株式のパッシブ、アクティブという中でベンチマークはどうしたのですか、済みません。
- 陣場運用部長 エマージングは全部アクティブに含めております。
- 臼杵委員 エマージングのインデックスに対する超過リターンということでよろしいのですか。
- 陣場運用部長 複合ベンチマークですね。MSCI エマージングと MSCI-KOKUSAI の複合ベンチマークに対するアルファということになってまいります。
- 臼杵委員 それは先進国も同じなのですか、済みません、以前に伺ったような気がするのですが。
- 清水調査室長 同じです。
- 臼杵委員 ありがとうございます。
- 植田委員長 それでは、次に委員限り3に基づきましてリスク管理状況等の報告をお願いします。
- 陣場運用部長 委員限り3、リスク管理状況等の報告ということでございます。

まず、9ページ目をごらんいただけますでしょうか。7、8、9月通しての説明は、四半期状況報告の中で説明をさせていただいたところでございますが、リスク管理状況においては、9月についてフォーカスをして説明してまいりたいと思います。

まず、9ページ目、総合収益額をごらんいただきますと、市場運用分でございますが、9月単月で7千億円弱の収益が上がったところでございます。9月、思い起こしてみますと、QE3をはじめとしまして、日・米・欧三極で金融緩和があったということでございまして、内外株式が大きく値段を上げた状況が見られたわけでございます。

1ページ目に戻っていただけますでしょうか。全体のリスクというところでございますが、内外株式の時価総額が増えたものですから、基本ポートフォリオからの乖離ということで申し上げますと、国内債券のアンダーウェイト幅が少し拡大してございます。9月末の時点では、基本ポートフォリオから-3.65%のアンダーウェイトという状況でございます。

一方で、国内株式、外国債券、外国株式につきましては、オーバーウェイト幅がそれぞれわずかずつではございますが、広がっているといった状況でございます。

こうした状況を受けまして、3ページ目をごらんいただけますでしょうか。資産全体のリスクということで申し上げますと、推定相対リスクが9月、0.71%ということで、8月と比較しますと、0.10%トラッキングエラーが拡大をしているといった状況が見て

とれます。

4 ページ目にまいりまして、資産ごとにアクティブリスクの度合いを見てまいりますと、資産ごとではリスクのとり方にそれ程大きな変化はなかったといった状況でございます。資産ごとに見てまいりますと、まず国内債券、推定トラッキングエラー0.04%、8月とほとんど変わりません。国内株式、推定トラッキングエラー、0.27%、これも前月からそれ程変化はございません。外国債券、推定トラッキングエラーが0.18%、外国株式が、0.10%ということで、個別資産ごとの中ではアクティブリスクのとり方は大きな変化はなかったという状況でございます。

続いて5 ページ目、運用受託機関のリスク管理状況をごらんいただけますでしょうか。

まず、債券でございます。国内債券パッシブの2ファンドでデュレーションがベンチマークに対して乖離していたということでございますけれども、これはベンチマークの変更在先立ってリバランスを実施しているといったものでございまして、特段の問題はないだろうと考えているところでございます。

それから、内外株式でございます。推定トラッキングエラーのところを見ていただきますと、国内株式の8ファンド、外国株式の6ファンドで推定トラッキングエラーが基準を超えているわけでございます。これは推定トラッキングエラーの下限を下回っているファンドがこれだけあるというところでございますが、昨今マーケット全体のリスクが低下ぎみでございまして、アクティブリスクとしては同じようにポジションをとっているのですが、マーケット全体のリスクが下がっているものですから、推定 TE で測ると下限を下回っている状況になっているということでございます。これはマーケット全体がそういう状況でございますので、やむを得ないことかと判断しているところでございます。

続きまして、7 ページ目をごらんいただけますでしょうか。流動性リスクのところでございます。先月、御報告申し上げましたときに、8月の国内株式の売買代金が1兆円を割っているということで説明を申し上げたかと思いますが、9月の状況を見てまいりますと、国内株式、相場が活況になってきたということでございまして、右上の表を見ていただきますと、国内株式の1営業日当たり売買代金、これが1兆1千億円まで戻っているという状況でございます。

また、ILLIQ、価格変化を売買代金で割った指数で見てまいりますと、ILLIQの数字もわずかながら流動性の改善を示しているといったことが見てとれます。

続きまして、11 ページをごらんいただけますでしょうか。こちらは市場運用分の各資産ごとの超過収益率の状況でございます。9月にフォーカスしてまいりますと、少し細かい字で恐縮でございますが、トータルの部分を追っていきますと、大体ベンチマーク並みであったところでございます。国内債券トータルで-0.01%、国内株式が+0.01%、外国債券が+0.05%、外国株式が-0.03%ということで、全体で見るとベンチマーク並みであったわけでございますが、アクティブにフォーカスをしてまいりますと、大きな

数字が出ておりますのが、外国債券アクティブが+0.12%、外国株式のアクティブが逆に-0.21%というところがございます、外国債券、外国株式で明暗が分かれているという状況でございます。

外国債券のアクティブでございますけれども、QE3 が実施されて金融情勢が落ちつく中で、社債のスプレッドが随分縮小してございます。社債のほうが有利な月だったというところがございます、私どもの外債アクティブファンド、社債をオーバーウェイトしているファンドが多いものですから、これが奏功したというところがございます。

また、一方、外国株式アクティブでございますけれども、相場全体としては上昇したわけでございますが、私どものアクティブファンド、生活必需品や一般消費財の会社、いわゆるディフェンシブ銘柄が随分多く組み込まれているファンドが多くございまして、これが足を引っ張って、相場の上昇についていけなかった部分があったのではないかとこのところ少し負けにつながったというところがございます。

続きまして、13 ページをごらんいただけますでしょうか。各運用機関のリスクと超過収益率の状況をドットで示している表でございます。内外債券はある程度各社頑張っている状況でございますけれども、外国株式は相変わらず厳しい状況。少し気になりますのが四半期の報告でも触れている点でございますが、国内株式のアクティブが、年度の初めごろと比べますと、ドットが全体として下のほうに移動をしているということでございます。アクティブ全体が少しわかりにくいのですが、四角(■)で表示してございますけれども、直近 36 か月(3年間)ではほぼ超過収益率イーブンの状態にあるというところがございます。本年度、本来的には国内株式アクティブのマネジャー・ストラクチャーの年であったわけでございますけれども、来年度には国内株式のマネジャー・ストラクチャー、これは多分必至であろうと考えてございまして、今後の状況を見きわめながら、国内株式のマネジャー・ストラクチャーについていろいろ考えをめぐらしていきたいと考えているところがございます。

説明は以上でございます。

○植田委員長 それでは、御質問等をお願いします。

○小幡委員 最後のところ、聞き落としたのですけれども、ディフェンシブ銘柄を持っていたためについていけなかったというのは、国内株式の話ですか。

●陣場運用部長 9月の外国株式でございます。

○小幡委員 それは9月の話ですか。

●陣場運用部長 そうです。

○小幡委員 そういうファンドは、その分、それまでは波に乗っていたということですか。

●陣場運用部長 今年は全体としてはイーブンぐらいの状況でございます。

○小幡委員 彼らはずっと持っていたのですか。多分ディフェンシブというか、高配当とか、いわゆるベータ低くて高配当な銘柄は割と持つのがはやったとか、ずっとはやってきて、値上がりしてきていたと思うのですけれども、全体がよくなる局面だとボラ

ティリティの高いほうにシフトするというパターンだと思うのだけれども、持ったタイミングが悪くて、割と上がってから持って、また、ついていけないのだとちょっと格好悪い気がするのですけれども、その辺りについて何か観察されましたか。

●陣場運用部長 どちらかというと、ディフェンシブ銘柄を持っているファンドが当法人のアクティブは従来から多くございますね。

○小幡委員 それを当法人のポートフォリオとして適当なのかという気もする。ある意味、ディフェンシブかけているわけではないですけれども、ちょっと片寄った銘柄を持っていたということですね。

●陣場運用部長 そのため、過去、前回のマネジャー・ストラクチャーから3年ぐらい通してみると、なかなか調子もよくなかったということで、今、マネジャー・ストラクチャーの中でその辺は全部見直しをかけているという状況でございます。

○植田委員長 確認ですけれども、アクティブについて、途中でどういう銘柄を持っているか、報告は受けるけれども、こう変えてくださいとか、そういうことはしないわけですね。

●陣場運用部長 投資の一任でございますので、ヒアリングは受け、話は聞きますけれども、我々から指示することはございません。

○佐藤委員 そこは私も確認させていただきたいのですが、そういうディフェンシブ銘柄を持っている運用機関というのは、今年度だけが調子よくなかったのか、それとも、3年、5年で見ても調子がよくなかったのか。それから、全体の分散を考えてマネジャー・ストラクチャーは構築されていると思いますので、ディフェンシブの運用が仮によかった場合は、反対側の分散が効いてなかったのではないかという気もするのですが、その辺はいかがでしょうか。

●陣場運用部長 まず、ディフェンシブ運用につきましては、昨年度などはそういう意味ではよかったファンドが多かったというふうに記憶してございます。これは毎年波がある話でございますので、なかなかどちらがいい、悪いということではないのですが、9月については出おくれが見られたというところかなと思ってございます。

分散という観点で申し上げますと、外国株式のマネジャー・ストラクチャーの議論でも少し触れましたけれども、現行のストラクチャーをよく見てみると、ファンダメンタル重視、クオリティー重視といったファンドが確かに多かったのかなと。一番負けたのが平成21年、リーマン・ショックの後の株式相場の上昇に全くついていけなかったといったところがございます。これは企業のファンダメンタルズに着目しすぎて、いわゆる優良株ばかりを持っていたところが、2009年度明けごろから、それ以外の株が随分上がってしまっていてついていけなかったのかというような状況が一部にございました。そういう意味では、少しファンダメンタル重視のファンドに偏りすぎていたのかなということを1つの反省事項として認識しているところでございます。特にその時期に銀行株をアンダーしていたところが、銀行株が反転してついていけなかったことが1つの反省

材料ではなかったのかと思っているところがございます。そういう観点から今のマネジャー・ストラクチャーもヒアリングでいろいろお話を伺っているというところがございます。

○佐藤委員 リスクオン・オフのところでは、ファンダメンタルのクオリティーの高いものに注目して銘柄選択していくファンドは非常に勝ちにくい相場だったと思われるのですが、そういうことだったということですね。ただ、今後マネジャー・ストラクチャーを構築していく場合には、この先の数年間ファンダメンタル重視のファンドにとって良い環境に戻ってくれるのか。それともしばらくこのまま、また、リスクオン・リスクオフというような不安定な状況が続くかわからないところですね。そういうところはどうのように対応していくのか。今すべき質問ではないかもしれませんが。

●陣場運用部長 そういう意味では、まさにおっしゃるとおり、スタイル分散と申しますか、そういうファンダメンタル相場に強いところと、それ以外の相場にも強いところを慎重に考えて選んで組み合わせながらストラクチャーを構築していくのかなというふうに考えているところがございます。

○佐藤委員 組み合わせを考えて、どのような状況でも勝っていけるようなところを。

●陣場運用部長 そのところはおっしゃるとおり、どんな状況でも耐えられるように考えてつくるといったことかと思っております。

○小幡委員 一番の心配は、ずっとファンダメンタル重視、ディフェンシブ重視でやっていたのだったら、いいときも悪いときもあり得るのですけれども、例えば一種のモメンタムトレーダーなどの、はやりものがうつったときに、ややはやってから乗っていて、ディフェンシブとかファンダメンタルには、はやった後乗って、常に後手に回っているのだとよくないので、そういう銘柄の選び方には問題があるということになりますし、スタイルの分散の問題もちろんあるのですけれども、分散の問題とは別に、銘柄の選び方なりに、何らかの問題がある可能性があるのではないかということです。

●陣場運用部長 その辺の後追いになるファンドは、大体パフォーマンスとかトラックレコードを見て、いろいろヒアリングを行うと、ある程度あぶり出せると申しますか、その手のファンドはできるだけ選ばないように、くれぐれも注意しながらやっというとは思っております。

○小幡委員 最悪なのは私たちが後追いになることです。

○臼杵委員 これは感想ですが、3か月とか6か月で相場のタイミングをとるというのはとても難しいことですから、余りマネジャーにそれを要求するのめどうかなという感じはします。むしろ、こちらのアセットアロケーションとかで、3年とか5年先をもう少し考えていくというようなやり方のほうが対応しては考えられるのかなという気がしますけれども。

○能見委員 そうですね。余り短いところで一喜一憂しないほうがいいのと、それから、大きなトラッキングエラーというか、アクティブでそういうのが出てくるのは、一番大

きいのは金融不動産株のところなのですね。この種の基金としてはマネジャーリスクを分散して、極端なトリッキーなファンドマネジャーは控え目にするというのがオーソドックスのやり方だと思います。

●清水調査室長 調査・研究段階でありますけれども、そもそもインデックスはキャップウェイトであって、実際アルファをとれているのは、例えばファンダメンタルインデックスとか、カウンターシキルカルなものであれさえすれば、という指摘もありますので、そもそもキャップウェイト自体の課題みたいなものもあわせて、そういうベータ分散とか、あるいはアクティブインデックスをどう考えるかとか、そういうものも含めて、次の回というわけにはいかないかもしれませんが、調査・研究段階ということで、そういうことも前広に考えていきたいと考えています。

○小幡委員 くだいようですけれども、ですから私が一番心配しているのは、例えば3か月の動きに振り回されているという、結果的にそういう構造がもしあったとすると、それは構造的な欠陥ではないか心配だということです。つまりどのストーリーが正しいと言っているわけでもないのに、例として挙げるだけですけれども、この場でいちいちこんなことを報告するから、説明するとき面倒くさくなって、それが暗にプレッシャーになるとか、あるいはこういう形式的な報告を求められるということを運用者のほうでわかっているのに、運用者が GPIF に何がしかの説明するときとかに、それらが何らかのバイアスを生み出して、銘柄選択が偏ったり、あるいは後追いになったりするというストラクチャーを生み出す可能性もあるし、その奥にもあるかもしれない。それはどこにあるかわからないけれども、そういうことがあると一番まずいので、極論を言えば、運用委員会にこれを報告しないほうがいいのか、そういう結論もあり得ると思うのですが、余力のあるときに理由を探りたいということです

○宇野委員長代理 今、小幡委員が指摘されたことと関連するのですけれども、四半期の業績とかパフォーマンスの動向を説明されるときに、要因として、どのセクターということの説明されていることに私は前から違和感を感じていたのですね。なぜかということ、そういう意味での業種のアロケーションや銘柄選択とかということについては一切ここではやってないにもかかわらず、確かに結果的にはインデックスに対してどこがアンダーウェイトだったということはパフォーマンスの説明の際にはなっているわけだけども、運用委員会が本来モニターすべきことは、すべての運用機関がアンダーパフォーマンスしたのか、あるいは一部の運用機関だけがアンダーパフォーマンスしているのか。それも短期的にたまたま今月だけなのか、1年間ずっとそこはアンダーになっています。

このグラフを見れば、ある程度はわかるのだけれども、この四半期の要因の中において、特定の運用機関の影響が出ているのかとか、そういうことのほうが、実は何年かには一遍行うマネジャー・ストラクチャーの見直しなどのときのベースになる情報としては重要なので、もちろん事務局は全部モニタリングされていると思うのですが、今の説明の仕方は確かにわかりやすいのだけれども、運用委員会が本来持っている機能と

いうか、そのことに対して果たしている責任との関係で言うと、実は手が届かないところの説明だけを聞かされているような気がするのですね。その辺について、もう少し何かフィードバックの仕方に工夫があるといいかなという気はします。

○植田委員長 でもセクターごとの説明が、宇野委員がお知りになりたいことの若干のヒントをくれるということなのではないですか。

○宇野委員長代理 それはそうですね。

○能見委員 私は基本的には、そもそも四半期報告を公表すること自体がこの運用をゆがめているのもともとも思っているのですね。この運用のもともとのねらいが持っているもの、つまり長期的視点と相反しているような気がするのです。それは例えばこの四半期1兆円損しましたとか、そのアセットを持たなかったらいいのか、そうではないのに、それをセンセーショナルに報道して、それを四苦八苦で説明されるわけですね。そのこと自体がそもそもこの運用のアセットアロケーションをゆがめているのではないかということ、常々私はそういうふうに思っていますね。

まさに今の選挙ではないけれども、ポピュリズムみたいなものですよ。いいことではないと思いますね。本当に国民の利益ということで考えたら、そうは言っていられないところがあるから。

●三谷理事長 突然四半期のディスクロズをやめましたというわけにも、むしろ透明性をもっと確保せよというのが世の中の一般の議論ですから。

○能見委員 それはよくわかります。ただ、本質的なことを言うと、こういう議論になったので、あえて言うと。

●三谷理事長 おっしゃることはよくわかります。

○植田委員長 ただ、ベーシックには基本ポートフォリオをそう簡単には変えない。数年間決めたままであるというのは、ある種それに対する対応になっているわけですね。これは、今日はこの辺にいたしまして、ほかに何かございますか。

○稲葉委員 この機会に、今日の大きな話題はきのうの選挙で、あれだけ自民党が大勝した。ということは、民主党のこの3年何か月かなどについていろいろ人々が思うところがあって批判が多かったのだろうと思うのですね。その中で、ここの委員会との関係で、私、感じたのは、民主党の政策運営では、政治主導というのが強く意識されすぎていたのではないかというような感じで、厚労省のいろいろなお仕事でも、年金関係あるいは年金の運用関係、したがって、この運用委員会でも、政治主導という名のもとで行われていることで、いささかそれが過度に行き過ぎていて迷惑をこうむったようなこともなかったわけではないのではないかと思うのですね。

こうやって政権が替わるのですけれども、本省としては、この辺のありようをもう少し役所として発言すべきところは発言する、あるいは基本的な情報を提示するところは提示するというので、これまでよりは少し積極的にその辺のところをおやりになったほうがいいのではないかという感じはするのですけれども、昨日、今日で、その辺の議

論が本省の中でされていると思いませんけれども、選挙の結果を踏まえて反省するとか、政党だけではなくて、これまでのやり方をもう少し変えるべき点があるのではないかと。もし、そういう覚悟があるのであれば、運用委員会としてもそれなりの、こちらとしても覚悟を持ってお仕事をサポートしていくということになるのだと思うのですけれども、感想めいた話で申しわけないけれども、どんな感じであられるか。

●森参事官 御指摘のとおり、選挙がございまして、また、その結果によれば政権交代あるかと思えます。ただ、私どもとしましては、あくまでも大臣の附属機関として厚生労働省の参事官でございますが、スタッフであるわけでございますので、この決定過程みたいなものというのは、その時どきの政権と相談しながら実施すると。御要望は御要望ということで重く受けとめますけれども、まずはそういうことがあるということで、発言とさせていただきます。

○植田委員長 ほかによろしいですか。

それでは、事務方からお願いいたします。

●大江審議役 私のほうからは次回の日程を御説明いたします。次回は年明け2月8日(金曜日)、時間は16時(午後4時)から、場所はこの大会議室で行わせていただきます。よろしくお願いいたします。

○植田委員長 それでは、今年の運用委員会はこれまでに、皆さんよいお年をお迎えください。