

第 63 回運用委員会議事録

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. 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) リスク管理状況等について

(2) その他

●大江審議役 それでは、お待たせいたしました。能見委員が遅れておられるようですが、時間も過ぎましたので始めさせていただきます。

本日は全委員御出席いただき予定でございます。したがって、会議は成立しておりますことを御報告申し上げます。

続きまして、資料確認でございますが、議事次第、座席図のほか、

委員限り 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

委員限り 2-1 株主議決権行使の取組に関する管理・評価

委員限り 2-2 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

委員限り 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）

委員限り 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

委員限り 5 リバランスの検討及び実施について

委員限り 6 リスク管理状況等の報告（平成 24 年 10 月・11 月）

なお、委員限り 4 と 5 につきましては、委員会終了後に回収をさせていただきますので、お帰りの際はテーブルの上にそのまま置いてお帰りいただくようお願いいたします。それでは、以後の進行につきましては、委員長をお願いいたします。

○植田委員長 お忙しいところ、お集まりいただきまして、ありがとうございます。

それでは、最初に外国株式アクティブ運用受託機関の選定について、委員限り 1 により御説明をお願いします。

●陣場運用部長 委員限り 1、外国株式アクティブ運用受託機関選定（第 2 次審査結果）について、をご覧くださいければと思います。

まず、第 2 次審査の対象となる運用機関でございます。1 次審査を通過いたしました

新規の 33 ファンド、既存の 12 ファンド、合計 45 ファンドについて審査を実施いたしました。

ここで1点お断りでございます。既存の 12 ファンドということで、実は私ども既存 13 ファンドございましたが、1 ファンド解約という扱いをしてございまして、2 次審査にはかけなかったということでございます。解約いたしました 1 ファンドですが、エンハンス型の運用のファンドでございまして、これまでもパフォーマンスが低迷してございました。また運用責任者が交代したため、

が大事なことと考えてございまして、そういった観点からすると、クオন্ツの運用機関として、水準が低いということで解約の扱いとした次第でございます。

このような理由で、既存については 12 ファンドが審査対象となったということでございます。

続きまして、審査方法でございます。

評価のポイントは、二本柱ということでございまして、投資方針／運用プロセス、組織・人材それぞれに点数をつけまして、総合評価としては低い方の点をもって総合評価とするという審査をしたところでございます。

次のページをおめくりいただきまして、審査結果でございますが、その総合評価の結果、3 点と判断されたものが 16 ファンド、新規が 12 ファンド、既存が 4 ファンドでございます。

これらのファンドにつきましては、クリップを外していただきまして、参考 1-1、参考 1-2 で、A3 の横紙の資料で記載してございますので、これは後ほどご覧いただければと考えてございます。

本日は、主に不通過となったファンドにつきまして、その理由について概略を説明させていただきますと考えてございます。

不通過のファンドということでございまして、新規運用機関については 21 ファンドあったところでございます。先ほどの評価のポイントということで、投資方針／運用プロセス、組織・人材。不通過となったファンドというのは、どちらか一方が劣っていたということですので、類型ごとにまとめて説明を申し上げたいと考えてございます。

まず投資方針／運用プロセスに課題のあったファンドは、まず 3 ページ目の①の A13 というファンドが 1 つ典型でございます。最小分散型のポートフォリオによる運用が何件か提案があったわけでございます。最小分散型の運用ということで、ポートフォリオ

全体のボラティリティを小さくすることを念頭に置いてポートフォリオを構築するという手法でございました。手法の中身をチェックしたところ、

これで長期的にベンチマークを上回っていけるのかどうかという確信が持てなかったということでございます。したがって、このA13は、同じ類型のものとして、4ページ目、A15、A25が7ページ目、A29、9ページ。この4つのファンドが で課題ありということで不通過となったところでございます。

投資方針／運用プロセスに課題のあったファンドとして、投資対象を少し絞り込みすぎではないかというファンドも幾つかございました。具体的にはA21、6ページ目でございます。A21のファンドは、 とする運用でございまして、

が一定程度ないと対象にしないということで、セクター的に に限られてしまうということで、こうした特定のセクターに限定してしまうことでベンチマークを上回るのかどうかということについて確信が持てなかったところでございます。

同じような類型としてA24というファンドがございます。こちらは小型株の指数に連動したパッシブ運用で、こちらについても、小型株だけで中・大型株から成るベンチマークに勝てるかどうかということについて確信が持てなかったところでございます。

続きまして、その他、投資方針／運用プロセスに課題があった先ということで個別にまいります。5ページ目、A19というファンドがございます。こちらはベンチマーク・アグノスティック運用と申しますか、ベンチマークにこだわらない運用のスタイルでございます。ややドラスチックな運用をすることでございまして、時に金のETFなどもポートフォリオに組み込んで、それでベンチマークを上回る超過収益をねらっていくという戦略でございます。金のETFということになりますと、ほぼコモディティと言ってよいもので、外国株式のファンドではコモディティの範疇に入ってまいりますものは、なかなか私どもの投資ガイドライン上は入れることはできないのではないかとということで、私どもの運用制約をかけた場合に、パフォーマンスが再現できるかどうかということについて確信が持てなかったところでございます。

続きまして、A20というファンドがございます。こちらにもベンチマーク・アグノスティックということで、かなり絞った集中投資のファンドで銘柄数が30に満たないとい

った運用の形をとってございます。その結果として、毎年の運用のパフォーマンスの出方もばらつきが大きく、6 ページ目に少し記載してございますが、過去のパフォーマンスを拝見しますと、2007 年度、リーマン・ショックの前の年は大変大きな超過収益が上がっていたわけですが、2009 年、2010 年度と大きく負けてしまい、これでかなり相殺されてしまっているといったところがございまして、運用の方針として確信を持てなかったところでございます。

続きまして、6 ページ目の A22 というファンドがございまして。こちらはテール・リスク、ダウンサイドリスクのヘッジということでございまして、キャッシュを大変多く持つという戦略をとってございます。この戦略は、リーマン・ショックの 2008 年度は大変大きな成果を上げたわけですが、翌年の 2009 年度、リーマン・ショックの底から反騰する局面でキャッシュを戻しきれなくて大きなマイナスが出てしまったということでございまして、投資方針に課題ありと判断されたということでございます。

7 ページ目の A23 というファンドがございまして。こちらは Conditional VaR ということで、一定未満のリターンが出る場所の平均値を最小化しようという手法でございまして。しかしながら Conditional VaR を最小化することで、ベンチマークを上回れるということについて、残念ながら理論的な説明がなかったということでございまして、不通過となった次第でございまして。

続いて 8 ページ目をご覧ください。A27 というファンドがございまして。こちらはクオンツモデルによる運用でございまして。モデルにおいて CFROI ということで、投資に対する現金収益率の高さを基準として銘柄を選定してまいります。ところが CFROI という尺度で見ますと、分母が大きくなるような、バランスシートが大きな銀行やエネルギーといったセクターの企業が余り入ってこないということで、恒常的にこうしたセクターがアンダーウェイトになってしまうということで、少しくオンツ運用としては洗練度が低めではないか。特定のセクターに偏りのあるままで、長期的にベンチマークを上回るということについて確信を持てなかったということでございまして。

続いて A28 というファンドがございまして。こちらはセクターローテーションということで、景況の見通しを立てまして、景況感が明るければ景気敏感のセクターに資金を移し、また、景況感が見通し暗ければディフェンシブなセクターに移すということで、それを繰り返していく運用でございまして。こちらの運用機関につきましては、過去のシミュレーション等によってモデルをつくって、それで実際に運用を始めて 1 年余ということですが、実際に運用を始めたところなかなか成果が出てこないということで、モデルの修正を現在行っているところでございまして、まだまだモデルの完成度、洗練度が低いと判断したところでございまして。

続きまして、9 ページ目の A30 というファンドがございまして。従来は銘柄数 200 銘柄ぐらいでアクティブな通常の運用を行っていたわけですが、1 年半ほど前から集中投資型のスタイルに大きく変更いたしまして、その過程でポートフォリオの特性が随分変わ

っているところがございます。新しい集中投資型のスタイルのもとでベンチマークを上回るかどうかについて現時点では確信が持てないということで不通過としたところがございます。

続いて 10 ページ目、A33 というファンドがございます。こちらはマルチマネジャー型の運用ということでございますが、この A33 という運用機関自体がほかの優れたマネジャーを探して、そこからの助言を得て 1 つのポートフォリオをつくり上げるというプロダクトでございます。この運用機関の説明によれば、非常に小粒な個性的な運用機関からの助言を得ているということですが、ポートフォリオの中身を拝見いたしますと、今回 MSCI-KOKUSAI ということで、主として先進国を対象とするベンチマークなわけですが、その主な対象の先進国で余り勝っていないということで、オフベンチの銘柄や新興国の銘柄に頼った運用のポートフォリオであることから、少し個性的な運用の割には物足りなさが残りまして、A33 のファンドについては不通過とした次第でございます。

以上が投資方針／運用プロセスに課題があったファンドということです。

もう一方の柱である組織・人材に課題のあったファンドも幾つかあったところがございます。1 つの類型としては、ファンドマネジャーの機能が少し弱くてポートフォリオ全体に配慮できていないとか、またはファンドマネジャーの力量にそもそも課題があるといったファンドもあったわけでございます。こういう類型に該当いたしますのが、まず 3 ページ目の A14 というファンド、7 ページ目から 8 ページ目にかけての A26 のファンド、10 ページ目の A31 というファンド、これら 3 つのファンドがファンドマネジャーの機能、力量に課題ありと判断したところがございます。

もう一つの類型として、立ち上げ時のファンドマネジャーが既にリタイアされたとか、他の会社に移ってしまったということで、現在は次の代のファンドマネジャーに運用を引き継いでいるわけですが、新しいファンドマネジャーにそもそもの投資哲学と運用方針がうまく伝わっていないということで、過去のトラックレコーダーは大変立派なのですが、そのレコードの再現性に課題があると判断したファンドが幾つかあったわけがございます。そうした先が 4 ページ目、A16、A17、A18、この 3 つに加えまして、後ろになりますが、20 ページ目、A32、この 4 つのファンドをパフォーマンスの再現性に課題ありと判断したところがございます。

以上が新規のファンドで不通過となった理由の概要でございます。

続きまして 11 ページ目をご覧ください。こちらは既存のファンドで不通過となった先でございます。8 ファンドが不通過となっております。これら 8 ファンドについては、この運用委員会の席上でも大変御心配をかけてきたファンドばかりでございます。まず採用以来のパフォーマンスはすべてマイナスということでございます。

今回、過去の結果はさておき将来に向かっての超過収益の獲得可能性ということで、すべての運用機関からヒアリングを行い、状況を聞いたわけですが、その中でもいろいろ

るな課題が残っている。具体的には運用組織が不安定である、リスクがきちんととれていないといったこと、またはテーマ型の運用なのですが、そのテーマに陳腐なものが多いといったことで、将来に向かってみても超過収益の獲得可能性について確信が持てなかったというファンドばかりということでございます。説明は割愛させていただきます。

不通過 29、通過 16 ということで、新規 12、既存 4 が通過をしたという状況でございますが、これら通過したファンドにつきましては、現時点では投資方針／運用プロセス、組織・人材、どちらをとってみても優れているという判断をしてございます。しかしながら、今後 3 次審査の中で現地のヒアリング等もいたしまして、運用に携わる方々のお話等も聞きながら、また 3 次の審査におきましては、マネジャー・ストラクチャー、運用機関の組み合わせや手数料のチェック等も行って最終的な結果につなげていきたいと考えてございます。説明は以上でございます。

○植田委員長 それでは、御意見、御質問等をお願いします。

○小幡委員 理論的に説明がないとか、理論的な裏づけがないときの理論というのはどういうレベルの理論、ロジックということですか、それともセオリーというか。

●陣場運用部長 私どもが確信を持って、対外的にきちんと説明できるレベルの説明ということでございます。

○小幡委員 ロジックということですか。

●陣場運用部長 そうです。

○小幡委員 理解できるというのと対外的に説明できるというのは大分違うと思うのですが、プロの目から見てよいと思うのと、一般の人々に向けて説明できるというのと別ですね。

●陣場運用部長 私どもの今期中期目標の中で、適切に確たる根拠を説明できる場合ということで、大臣から言われているところでございまして、対外的に適切に確たる根拠を説明できる場合のみにアクティブ運用を採用できることになってございますので。

○小幡委員 それを具体的に言うとどういうことなのですか。戦略そのものが理解できるとすると、みんなその戦略をとってしまうとか、そういう問題ありますね。

●陣場運用部長 ございますね。

○小幡委員 だから説明できるというのは、よくわからないけれども、何かそういうやり方で目利きしたのだったら納得するという、どういう意味ですか。

●陣場運用部長 例えばクオンツ型などの運用ですと、理論的背景と申しますか、ある種の経済的・ファイナンス的な 1 つの裏づけがあった上で、こういう手法をとっていますというような説明になるかと思います。

○小幡委員 具体的に対外的に説明することを想定しているわけではないですね。クオンツの戦略の中身を説明しているわけではない。

●清水調査室長 これは一番いい例だと思うのですが、安定的な銘柄ほどアルファをとれると。

ついでのリサーチも含めた理屈がきちんと説明されて、それが我々にとって納得できるかどうかというところが多分基本的なポイントというか、そういう形になる。

○小幡委員 具体的に対外的に説明する機会はあるのですか。

●陣場運用部長 問われればできる状態にしておかなければいけないということだと思います。

●大江審議役 補足しますと、当然、私ども運用委員会の事務局として御説明し、運用委員の方々から、これはなぜ不通過なのかと問われたときに、委員の方々がまず納得できるということがあります。また、もちろんこれは各運用機関の戦略ですから、一般の方に聞かれて、詳しくお答えできるものではないのですけれども、例えば直接的には、以前申し上げた会計検査院は検査の権限があって、彼らには説明することが必要となるわけですね。そういう人にもきちんと説明できるとか、当然専門家が見た場合でも、GPIFが責任を持って能力を高く評価できるということがベースではありますが、場合によっては、委員がおっしゃるとおり、一般の方から私どもはどのような理由で採用したのかと聞かれたときに説明できる水準。ですから私ども得心がいかないことはできないという限りにおいて、その専門性を担保している。

○小幡委員 ということはプロセス管理上の管理を私たちも要求されているということですか。

●大江審議役 もちろん私どもプロの目利きをやれと言われているわけですから、例えば定量的なデータだけで、機械的な基準だけ決めて、それに適合していると通るということではなくて、実際ヒアリングをし、疑問を感じて、そこを確認して、それが納得いかなければ不通過という意味で定性的な判断を行っております。ですから機械的なプロセス管理ではなくて、中身を確認して、私どもが納得できるものを採用する。

○小幡委員 私たちの役割はプロセス管理以上のものを要求されていると。

●大江審議役 当然皆様方、運用委員は専門的知見の高い先生方を厚労大臣がお願いをしておりますので、逆に私どもが専門家の目から見て、なぜ、ここを採用して、ここを不通過とするのかということをお議論いただいて、だからこそ中期目標で、運用機関の議論をするというのはまさにそういう意味と理解しております。

○小幡委員 そうすると対外的に説明するときも同じということですか。

●大江審議役 対外的といっても対象が限られているのですが、例えばマスコミの方が、私どもに、何でここは採用されたのですかと問われても、私どもは当該運用について守秘義務がありますので詳しくはお答えができない。それをお話しできるのは、例えば監督官庁であるとか、会計検査のような検査機関。それら以外に対しては、正直申し上げまして、詳しいことは公表できませんので。

○村上委員 この中で一番気になっているのは、既存の運用機関の12社のうちの8社が不

通過ということですが。すると前回の選別は何だったのか、そのあたりのことが私も非常に気になっています。このようなプロセスの選択を繰り返していたら、常に大幅な入れ替えが起こってしまうのかどうか。結局、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ジャーと等しいわけですね。ですからファンド・オブ・ファンズのマネジャーとしての哲学とか、プロセス、方法論、そのようなものを持って、このような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考え方、それに選別プロセスというものをしっかり確立していかなければいけないのではないかと思います。

というのは、3分の2のファンドを入れ替えることになると、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ながら行うといっても、運用のロスやコストはかかってくるものですし、そのようなことを考えますと、そのコストを乗り越えて今度新しく採用するマネ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と思われるのです。そのあたりはどうなのでしょう。

- 陣場運用部長 1つは、前々から申し上げているところでございますけれども、2009年の2月に新しいマネジャーと前回のストラクチャーのもとで、ちょうどリーマン・ショック後の一番底の時期から運用を始めて、そこから急激な反騰が来て、まずスタートでかなりのところがつまづいてしまったなというような、この3年間はアクティブの機関にとってはかなり厳しい時期、これは私どもだけに限らずアクティブ運用のユニバース全体見てもなかなか超過収益を獲得できたファンドも少ない中で、私どもも残念ながら例外ではなかったということが一番大きかったのかと考えてございます。

その中でも、既存の4社のうち2社は、前回の採用前からずっと続いているファンドでございまして、きちんと超過収益を獲得しているところは長期間にわたってとれているというような例もあるわけございまして、私どもの役割としては、こういう長期間にわたって収益を上げられるファンドを1つでも2つでも増やしていくことが大事なのだろうと考えてございます。

そうした観点で、今回選定の中でも新規先で残っているのは、厳しかった2008年度、2009年度両方ともアウトパフォームしているファンドが多い状況でございまして、逆に不通過となったファンドは、特に2009年度にアンダーパフォームしている運用機関が多くて、そういうファンドは、私どもの目から見ても選ばれていなかったということでございまして、この厳しい時期の反省を生かして、いかに次に優れたファンドを選定していくかというのが私どものミッションかと考えているところでございます。

- 村上委員 株式市場などは5年ごとに区切っていくと非常に上下の動きが激しかった時期もあれば、一本調子で上がっているときもあれば、またボックスで動いているときもあります。この3年間というのは特殊な時期だと思っても、特殊な時期以外はないかもしれないような市場なのだと思います。そのような眼で見たときに、いろいろな局面の5年間があっても耐え得るファンドであるという評価ができるかどうか。例えば新

しい候補群のファンドのコンポジットを見ますと、2007年以降の設定のものが多いのですが、このデータで評価できるかどうかというのは非常に疑問なのですが。

- 陣場運用部長 確かに古いところも多少あるのですが、新しいファンドも確かに多いというところはおっしゃるとおりでございます。ただ、そういう新しいファンドではあるのですけれども、我々ヒアリングの中でも注視して審査をしたわけでございますが、特に2008年度、2009年度の投資行動については詳しく話を聞きまして、新しいファンドでも2次審査で残ったファンドは、2008年度のリーマン・ショックの厳しい時期においても、防戦一方にならずに次の上昇局面といったことをよくよく考えて、どん底のときでも、リスクをとって割安なものを探してという投資判断を一生懸命してきて次の年につなげているというような投資行動が結構ございまして、そういうファンドは、ヒストリーは短いのですけれども、我々としては評価に値するのではないかとということで残しているといったところでございます。

一方、不通過のファンドは、それがうまくいっていないというようなファンドであったということが今回の結果なのかと考えてございます。

- 村上委員 もう一つ、前回まで採用していて、今度落選となる8ファンドについては、前回の採用時の判断として、それぞれの運用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、このようなところは選択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ですか。この8社の共通の、そのようなものがあれば、また次の判断に活かすのではないかと思います。

- 陣場運用部長 この8社、不通過の理由は決して1つではなく、改めて見るとそれぞれに課題があるなというところが正直なところでして、1つの理由で不通過とできるかというとなかなかそうもいかないのが正直なところでございます。繰り返しになりますが、過去3年のパフォーマンスでみると、ユニバース全体の4分の1しかプラスの超過収益を獲得できていない、という厳しい状況の中で、優秀なマネジャーの選定そのものが非常に難易度の高いものであったのではないかと考えているところでございます。枠組みをつくったために、ある種フレームワークが頭の中に入ってしまったら、そこに何とかファンド見つけて入れようというような行動に無意識のうちになってしまったのかなと。この枠があるから、これを採用しようかというところも無意識のうち働いてしまったということもあったのかもしれないと思います。特にエンハンス型の運用は、このリーマン・ショック後の期間ではなかなか鳴かず飛ばずの厳しい状況が続いて、ただ、我々ストラクチャーをつくる段階では、当時エンハンス型は非常に調子がよかったですから、そのようなファンドを相当程度採用したといったようなことがあるのかと思います。

- 村上委員 ありがとうございます。

- 山崎委員 関連するのですが、8ファンドが落ちたわけですが、運用額の規模はどのくらいですか。

●陣場運用部長 運用枠は、基本1千億円単位で運用させました。ただ、エンハンスト型は2千億円程度という基準で始めてございます。

○臼杵委員 3つコメントがあります。1つは、個別の機関の話になるのですが、新規採用のところで、銘柄数が少ないところはかなり多いと思うのですね。この辺のリスク管理というのですか、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。例えばA7などは実績もまだほとんどないですし、

配分比を一律にするのか、最近いろいろほかにも計量的な方法でポートフォリオの中身を決めているところもあるので、Aの7に限らず確認していただきたい。

それから、B4も、なぜ4つのファクターで、どうして等配分なのかというのは余りよくわからないところもあるので、その辺をきっちり確認していただきたいというのが1つ。

2つ目は、村上委員からもお話があったところで御回答も若干あったかと思うのですが、ストラクチャーを最初に決めないでいただいて、例えば極端な話でいくと、B1とB2にアクティブは限定して、あとみんなパッシブでいいという考え方もなきにしもあらずで、B1とB2はもうちょっとお金を増やすとか、そういうことも含めてストラクチャーを事前に決めないでいただきたい。

3つ目は、新規のところはベンチマークがMSCIACWI(アクイ)とかワールドになっていると思うのですが、その場合、当然日本株が入ってくるのかどうか。その場合に日本株が基本ポートフォリオに対してオーバーウェイトになるようなことはないのかどうか。そうだとすると、例えば個別のマネジャー、日本株をショートしてくれというのは非常にコストがかかるので、何か対応があるのかどうか。

●陣場運用部長 まず、3つ目から先に申し上げますと、ベンチマークをどうするかというのはいろいろ検討いたしまして、私どもシステムの問題で、外株というカテゴリーの中に日本株を入れるというのがシステムの修正等のコスト、手間等がかかって厳しいという状況がございまして、今回始める分につきましては日本株抜きということでお願いをすることとさせていただきます。ただ、ACWI(アクイ)については、エマージングは既にやっておりますので、ACWIは日本抜きのACWIということをお願いをするというふうに考えているところでございます。

○臼杵委員 ベンチマークをKOKUSAIにするということですか。

●陣場運用部長 KOKUSAIまたはACWI、日本株抜きで。

○臼杵委員 マネジャーの投資の対象は日本株買ってでもいいという。

●陣場運用部長 そこは日本株を除いてということをお願いをするということとさせていただきます。

○臼杵委員 そこで、例えば過去のアルファが結構日本株をアンダーウェイトにしてアルファを獲得しているのではないかどうか、そこは確認がとれているのでしょうか。

●陣場運用部長 そこはA3のペーパーで示した趣旨は、日本株抜きのパフォーマンスを教えてくださいということで、日本株抜きの状態でいただいた数字でございます。

○臼杵委員 その辺はできるだろうということですか。わかりました。

○佐藤委員 最後のところのポイントは私も実は気になっていて、カーブアウトで検証はされていると思うのですが、実際に運用されるとそこほどの程度確からしいのかという検証もあわせてされているのでしょうか。というのは、これは数年前の話ですが、業界でかなり外国株のマネジャーのアクティブ運用の不振が話題になって、グローバル株含む日本株だとこんなに成績が良いのに、KOKUSAI にすると何だか成績が見栄えよくない、ということも話題になったりしている関係で、そここのところはどうかということをお伺いしたい次第です。

●陣場運用部長 そこはヒアリング等でも結構話を聞いたところでございまして、確かにおっしゃるとおり、不通過となったファンドに多かったのですが、日本株をアンダーウェイトして稼いでいるとか、中には日本株、個別銘柄選択をうまくやっているところも幾つか見られたのですが、ほとんどの先はアンダーウェイトで日本株含みのワールドに勝っているというような、少し投資方針としては課題のある先が多かったところでございます。先ほどの臼杵委員からの御質問で、集中投資型、今回ベンチマーク・アグノスティック運用と申しますか、ベンチマークにこだわらないファンドは随分多く出ておまして、今回残ったファンドの中にも多く出てございます。中にはポートフォリオの中でも1銘柄で10%まで保有させてくれというものもあったので、そこは残念ながら不通過になってしまっているのですけれども、そうはいつてもかなり集中リスクをとっていることは事実でございまして、これはストラクチャーを組むときには、当然個々のファンドのリスク管理という問題があるのですけれども、銘柄数が少ないので大きなリスクを我々としても覚悟しなければいけない部分はあると思っています。そこはストラクチャーの組み方ですとか、または集中投資型は残高を少なくするとかいろいろ工夫をしなければいけない。これは3次審査の課題として認識しているところでございます。

それから、既存先のB4のファンドで、いわゆる な
のですけれども、そもそも4つのファクターの単純平均でウェイトを決める理論的根拠というのが不明というのはあるわけございまして、その辺は改めて3次ヒアリングの中で聞いてまいりたいと思っているところでございます。

ただ、B4のファンド自体としては、非常に特殊な特性があって、かなりバリュー的な色彩が強い。私ども特に2009年度大変大きな負けを喫したわけですが、2009年度にほとんど唯一といってよい程気を吐いたファンドでございまして、ストラクチャーを組む上のパーツとしては非常に希有な特性を持っていると私どもは評価をしているところでございます。

それから、話がございましたとおり、B2だけでいいのではないかということも含めてゼロベースでストラクチャーについては考えていきたいと考えてございます。

それから、もう一点、通ったA7というファンドでございます。こちらは銘柄数、100銘柄前後ということで少なめなのですが、これはベンチマーク・アグノスティックの集中投資型というよりは、実は低ボラティリティファンドで唯一残っているファンドでございます。こちらのファンドについては最小分散ではなくして、まさにセクターの中でボラティリティの低いものばかりを集めて低ボラティリティ効果をとっていくという方針が極めて明確でございましたので、こちらは通過となっているものでございます。

○臼杵委員 最後にそれを今度ポートフォリオ組むときにどう処理しているのかというのは気をつけた方がいいかなと思いました。

○植田委員長 小幡委員、何か。

○小幡委員 先ほど陣場部長の話で、エンハンストが調子よかったので枠をつい設けて失敗したという話があったのですが、反省するのはいいのですが、どう反省するかという問題があって、対外的な説明を意識してそうなったのか、それとも単に行けると思ってそうなったのか、対外的というのが本当に外か我々か両方あると思うのですが、その辺はどうなのか。

●陣場運用部長 当時の判断といたしましては、組み合わせとして100銘柄ぐらいの従来型のアクティブとエンハンスト型の組み合わせは1つあるのではないかと。その背景といたしましては、MSCIなどで100銘柄ぐらいということになりますと、どうしても規模の大きなものが中心になってしまうわけです。一方、クオンツ型の運用でございますと、中・小型株まで目配りしてポートフォリオを組めるという特性があり、薄く、広く勝っていくというスタイルでございますので、厳選した100銘柄ぐらいの運用と組み合わせればマーケット全体で超過収益率を効率よく獲得できるのではないかと判断のもとに、私も少しエンハンスト型の枠も設定してストラクチャーを組んだわけでございますけれども、残念ながらエンハンスト型の基になっているバリューの効果その他、クオンツ運用のいろいろな効果がなかなかリーマン・ショックでは出にくくなってしまって、残念ながら成果が上がらなかったというところだろうと、総括といたしますか、考えているところでございます。

ただ、エンハンスト型の中でもB1が生き残っているファンドでございまして、生き残っているのは大事に3次審査に進める。残念ながらほかのうまくいかなかったクオンツ、エンハンスト型運用については不通過ということで整理をしているところでございます。

○小幡委員 結局どの部分を反省したのかよくわからないのですが、厳選したものと、広く、薄くとの組み合わせという考えはよかったのだけれども、たまたま広く、薄いスタイルのファンドがうまくいかなかったということですか。

●陣場運用部長 そのモデルが機能しなかった。

○小幡委員 広く、薄くという考え方自体悪くないけれども、選んだファンドが結果を出せなかったと。

- 陣場運用部長 モデルの考え方等が結果としては機能してなかったと。
- 小幡委員 最初の質問に戻って、何でたまたま結果を出せなかったファンドを選んでしまったのかという問題になるということですね。そうするとそれについての知見は何も得られてないということですね。ありがとうございました。
- 植田委員長 ほかに。
- 村上委員 今回、多様性を求めたのでいろいろなファンドが出てきたのだと思うのですが、この中でA19のポイントは、外国株式以外のところで勝負をしているため不通過なのでしょうか。それとも、これはその制限をつけることによって安定しないという方がむしろ理由となっているのでしょうか。
- 陣場運用部長 制限をつけることによって、A19の過去の4.9%というアルファの再現が難しいのではないかと。
- 村上委員 その再現というのは、外国株式のところでどのぐらいとれるかという話ですね。
- 陣場運用部長 そうです。
- 村上委員 そうなってくると、A19は1次審査で落ちるファンドだったのかどうかというところもあるかと思いますが。
- 陣場運用部長 1次審査におきましては、応募要件、パフォーマンス1%というところで、それだけの審査でございますので、そこでは残って、その中身を見たときにこうであったということでございます。
- 村上委員 わかりました。ありがとうございました。
- 植田委員長 よろしいでしょうか。
- それでは、次の議題に進みまして、株主議決権行使の取組に関する管理・評価について、委員限り2-1と2-2でお願いいたします。
- 陣場運用部長 それでは、2-1、2-2を御説明申し上げたいと思います。
- まず2-1でございます。こちらは12月の運用委員会で議決権行使の総括について御報告申し上げましたように、本委員会でもいろいろ問題提起がございましたので、そもそも議決権行使のガイドライン等、取組に関する本質的な議論をこの場でお願いできればということで用意した資料でございます。現行の私どもの議決権行使の仕組みと、他の公的機関のガイドラインをお示ししたものでございます。
- まず最初のページでございます。左側の箱、運用受託機関の議決権行使の取組に関する管理・評価ということで、今の枠組みでございますが、私どもまず中期目標の中で、民間企業の経営に影響を及ぼさないようにと言われてございます。それを受けまして、中期計画の中で個々の議案に対する判断は当法人としては行わないことにしてございます。議決権行使につきましては、運用受託機関においてしっかり対応していただくということで、運用受託機関には、まず議決権行使のガイドラインを決めてもらいまして、そのガイドラインについては我々も提示を受けます。運用受託機関は、そのガイド

ラインに基づいて実際に議決権を行使して、その結果について、私どもに報告をする。私どもはその報告の中身について評価をした上で、課題があれば改善を要望するというサイクルを繰り返すという仕組みになってございます。

毎年の議決権行使の評価の枠組みということでございます。評価につきましては、ガイドラインの整備状況、行使の体制、行使状況、の3つの柱で評価をしているところでございます。

次のページにまいりまして、2ページ目の参考1は、こうした仕組みの根拠となる規定でございます。中期目標、中期計画、管理運用方針の記述の抜粋ということでございます。

続いて3ページ目の参考2でございます。こちらは私どもが運用受託機関に対しまして、議決権行使ガイドラインをつくる際には、こうした基準を定めてください、とお願していることでございます。この(1)～(15)までの15項目ですが、これは株主総会の議案で必ず出てくるようなパターンを網羅している項目でございまして、これだけ基準があれば大体の議案には対応できるといったものでございます。具体的には(1)業績不振の基準ということで、そもそも業績が振わない会社に対しては役員の選任議案等当然厳しい対応を運用受託機関としてするわけございまして、その境目はどうするのかといった基準になります。

(2)は、反社会的行為ということで、どういった行為を反社会的行為として取り扱って、役員の選任などに反映させていくかといったことになるわけでございます。

(4)、(5)、(6)、(7)、このあたりが取締役、監査役の選任議案に対する対応ということで、当然中には社外取締役の選任議案もございまして、(5)で独立性基準といったものをつくっていただくことにしています。

(8)、(9)、(10)、このあたりが役員の報酬にかかわるものです。

(11)、(12)、このあたりが資本政策と申しますか、余剰金の配当議案、自己株式取得議案といったものに対する対応。

(13)、(14)は、会社分割、合併・買収防衛策、企業構造にかかわる議案ということでございます。

以上、こうした項目を網羅できていれば大体行使できるだろうということで定めているものでございます。

続きまして、4ページ以降は、ほかの公的機関の議決権行使のガイドラインということでございまして、4ページ目の参考3が、企業年金連合会のものでございます。かなり概括的な記載になっているところでございまして、例えば5ページ目、4.の①取締役会の構成などを見ていただきますと、その中には適切な人数の、当該企業から独立した立場である社外取締役が含まれていることが望ましいといったようなことで、社外取締役が何人いたら適切か、何割ぐらいなら適切なのかといった基準は示されていない。かなり個別に判断をしないと、この基準だけではなかなかすべてが決まらないといった

書きぶりになっております。

それから、7ページ目、参考4でございます。こちらが地方公務員共済組合連合会のガイドラインでございまして、こちらはやや踏み込んだ記載になってございます。例えば9ページ目の(2)取締役の構成の3つ目の「・」を見ていただきますと、社外取締役の導入は、原則として賛成する。社外取締役の増員による取締役数の増員は、前項にかかわらず肯定的に判断するといったことで、社外取締役を増やす議案には賛成というベクトルがはっきり出ているということでございます。ただ、社外取締役がないケースはどうなるのかといったことについて「・」の4つ目をご覧くださいますと、社外取締役がない場合には、経営判断や業務の適正を確保する仕組みに関して十分な説明があればよいといったようなことございまして、個別の判断が要るような書きぶりになっております。

それから、3つ目の例として、14ページが、日本銀行が株式を購入している信託銀行に対して出しているということございまして、こちらも概括的な記載になっております。

続きまして、委員限り2-2で、具体的に私どもが各種の議決権行使の結果について評価している例ということで、今回たまたま平成24年度の議決権行使の取組に関する評価の報告をあわせてさせていただければと思っております。

1ページ目、まず今回、結論的に申し上げますと、平成24年度の議決権行使の取組、各運用受託機関等おおむね良好というような結果になってございます。

評価の仕組みでございしますが、先ほど申し上げたとおりでございまして、議決権行使ガイドラインの整備状況、行使体制、行使状況の3つの側面から評価いたしまして、それぞれで評価をして点数をつけているところでございます。

次のページにまいりまして、各項目の細目でございしますが、まず議決権行使ガイドラインの整備状況につきましては大方針が書かれているかどうか。

個別項目ということで、先ほどの15項目がガイドラインに盛り込まれているかどうかということの評価いたします。

(3) 行使体制の評価の細目ということでございしますが、①の意思決定プロセス、次のページになりますが、組織体制、専担者の人数とか、そういったもので評価をいたします。

続いて4ページですが、行使状況の評価ということですが、【評価の考え方】ということで、国内株式につきましては、反社会的行為、業績不振、独立性、買収防衛策といったサンプルの議案を私どもで用意いたしまして、その議案について各種のガイドラインの記述と実際の議決権行使の整合性について、矛盾しているところはないかといったチェックをいたします。

外国株式につきましては、合理的な理由なく不行使となっていないかどうかを確認することでございます。

具体的な議決権行使の評価の結果でございます。6 ページ目をご覧ください。こちらはまず国内株式の評価の結果でございます、評価結果一覧を見ていただきますと、行使体制のところ点数が多少ばらけておりますが、

総合評価としては ということと良好な結果と判断をしてございます。

続いて7 ページ目でございます。こちらは外国株式の評価の結果でございます、点数を各社ごとに見ていただきますと、ガイドライン整備状況、行使体制は各社まずまずの結果となっております。しかしながら行使状況のところ、 や の運用受託機関が散見されるところでございます。これはシェアブロッキングの規制で国単位で不行使になっているとか、またシェアブロッキングの規制がないのに行使ができませんといった運用受託機関につきましては その結果として、

ところでございます。行使状況に課題のある運用受託機関につきましては、今後こういうことがないようにということで改善を求めていきたいと考えているところでございます。

次に最後のページ、議決権行使件数 年度比較（4月～6月期）でございます。こちらは、前回の議決権行使の総括につきまして報告した際に、最後の表のところ、株主提案に賛成と書いてあるところにつきまして、前回、この欄には株主提案に賛成・白紙委任という言葉が入っておりました。この白紙委任という言葉につきまして、村上委員から、そもそも白紙委任の場合、株主提案に賛成なのかという御質問がございまして、私ども後で確認いたしましたところ、白紙委任があった場合には、会社側が取り扱いを決められると。これは会社法の施行規則のルールになってございまして、通常の手続きですと、白紙委任の票があった場合には、会社提案には賛成、株主提案に反対という取り扱いをするところがほとんどでございます。したがって、白紙委任というのは株主提案には賛成でなくして反対ということが確認できましたので、この白紙委任という言葉をとってございます。

件数ですが、私どもの運用受託機関サイド、白紙委任で議決権行使することはないということが確認できておりますので、件数の数字は変わらないのですが、言葉として白紙委任という言葉を用いました上で、こちらのページにつきましては、既に私どものホームページに掲載されているところでございます。村上委員のご質問に感謝させていただきます。説明は以上でございます。

○植田委員長 それではいかがでしょうか。

○小幡委員 根本的な問題として、委員限り2-1の2つのブロックがあつて、左側のこの考え方はずっと同じということですね。ちょっとおかしいと思うのは、民間企業の経営に影響を及ぼさないように配慮しという言葉と、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こと

は、経営が不振だったら影響を及ぼさないといけないということですね。下の意味は。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ですね。

- 森参事官 これは私ども厚生労働省の中期目標でお示ししているところですが、考え方としましては、平成 13 年に自主運用を始めたときに、その前年でしたか、奥田経団連会長とか連合の鷲尾会長とかステークホルダーの方も入っていただきまして運用の基本方針につきまして検討を始めたのですが、きちんと確認しますが、そのときと全く同じワーディングになっていると思います。そのときはこの表現で省の方としましては、国際的に見ますと、アメリカの連邦の公務員の年金と同じだと思いますけれども、個別の議決権行使は運用機関に任せると。その評価につきましてはきちんとやっていくということで、アメリカにもまさにエイボン原則という形で、コーポレートガバナンスの企業価値の最大限の原則と、あそこは国家と株式ということで、そこら辺は国が企業経営に影響を及ぼすことについては非常に厳密に線を引いているところがございますので、その調和を図っているのと似たような形でやらせていただいているかと思えます。

恐縮なのですが、確かに文理的に申しますと、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とどういうふうに両立するのだという話は、これは言われてみるとなかなか難しいところがあるかと思えますが、当初からそういう形で、アメリカの例とかを踏まえつつ示させていただいたところがございます。

- 小幡委員 経緯は理解できたのですが、変えた方がいいということですか。
- 宇野委員長代理 私は次のように理解したのですが、GPIF はこの基準があるので、みずからガバナンスに関する投票とか各企業に個別に影響を与えるような発言はしない。しかしパフォーマンスを上げることに限っては、運用機関を通じていろいろな形で収益が最大化されるように、それがリターンに反映するように運用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いうことを言っている。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ましたが。
- 能見委員 私も同じように理解しています。
- 小幡委員 全くそのとおりだと思うのですが、そのときに例えばアクションをとるという考え方ととらないという考え方があって、直接的と間接的な間というか、昔の議論でいえば ROE が何%以上を基本的に期待すると。それに達しない場合には説明してもらおうというか、精査するか説明してもらおうかわかりませんが、という考え方もあるし、例えば買収防衛策は基本的によくはないですと。買収防衛策を入れている、あるいは議案に関しては、特別な事情があるか、何らか納得できない限り反対するようなガイドラインを要求する。ただし、それは個々に事情があるわけですから例えば例外を設ける。どちらもいいと言っているわけではなくて、そういうのがあったときは、それは直接的ととらえるのか、間接的ととらえるのか、それをやれと言っているわけではなくて、やろうと思ったらその可能性はあるのか。

- 森参事官 文理解釈だけいたしますと、GPIFの方が民間企業の経営に対して影響を及ぼさないように御配慮いただきたいということでございますので、それを踏まえて、今、おっしゃったように定量的な基準を設けて、それに対して閾値を超えた場合にヒアリングをすとか、しないとかというのが、どういう企業に対して影響を与えるかというのは、もしそういうことでしたら、具体的に御提案を受けまして検討させていただかないと、私どもには判断できません。
- 小幡委員 言っているのは、そういう考え方のガイドラインを持つことを運用受託機関に要求するまでいくか、そこに関してない場合には説明するみたいな基準があるか、どちらかわからないのですけれども、我々がヒアリングするわけではなくて、ガイドラインの中で整合的だったらいという考え方なのですね。どんなガイドラインでもいいからあればよくて、あった中で整合的にやればいいということなのですからけれども、例えばAという受託機関とBという受託機関とガイドラインが相反したときに、どちらも筋が通っているからいいですということでもいいのか、それとも一定の考え方がある、今のところ、例えば株主に対して配慮が少ないと思う考え方もあるれば、対外的に閉鎖的すぎて買収防衛策という、一時的に変なファンドがいっぱい出てきたから、それに過剰反応して入れてしまったものが残っていると、考え方はいろいろあると思うのですけれども、一定の方向性を持ってガイドラインの策定に対して影響を与えるかという、その問題だと思うのです。具体的なガイドラインを私たちが決めるということではなくて、ただ影響を与える。
- 三谷理事長 そうすると今度は実質的なガイドラインを我々が示して、これに準じてやるといった話になりかねないのではないかという気がするのですが。
- 小幡委員 それはどこまでかという問題だと思うのですけれども、基本的には、今、挙げたらいいかわからなくて、具体的にやれということではなくて、そういう何か考え方を持つことはあり得るのかということ聞いていて、例えば買収防衛は基本的によくないと思えば、買収防衛の話ばかりしているから、買収防衛に関して特定の意見を今主張したいわけではないのですけれども、というときに、それについて一定の考え方を持ってガイドラインの策定に関して、この評価を行うことは可能なかどうかということです。可能だけれども、するべきではないという議論ももちろんあるでしょうし、まず可能なかということと、可能であればするべきかどうかというのは議論すべき。
- 植田委員長 例えばROEですと、3ページの業績不振の基準というところで、ある受託機関がROEが何%以上は業績不振と定義するというガイドラインを自分でつくったら、我々としては、その評価を行うことには少なくともなるわけですか。それともつく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ですか。
- 陣場運用部長 現行の取り扱いでは基準があればいいということで評価をしている。項目としてあればいいということです。
- 植田委員長 評価するとなると、我々のまた何かベースが必要になりますね。

- 三谷理事長 ROE が3%が悪くて4%がいいという、そういう話になると、どうしてそこに線を引くののだという議論になってまいりますね。
 - 能見委員 今、事例があったけれども、買収防衛策が一時的にいいか悪いかというのもすごく難しいのですね。長期的な視点に立ってと。だから、それはその時点、時点の状況に応じて受託者に判断を任せているという部分において、直接的に大きなお金を持っているところが、受託者は分散されますから、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いいということだと思いのですね。
 - 小幡委員 例えばすごい極論をいえば、社外取締役基準があって、社外取締役は入れるべきでないというガイドラインを設けたところがあったとしたら、それははねられないですね。
 - 能見委員 今の基準でははねられないというか、GPIFがですか。
 - 小幡委員 GPIFは別にそこに対して中立的ですね。社外取締役がよくないという考え方のファンドがあってもオーケーだし、全員社外取締役であるべきであるというファンドがあってもオーケーですね。そういう考え方もあると思うのですけれども、それに対して一定の考え方を持つという考え方もありますね。
 - 能見委員 どのぐらい具体的なガイドラインを示すかというところだけれども。
 - 小幡委員 考え方としては、どちらもありというのもおかしいのかなと思うのですね。そこは判断、ある意味逃げている可能性ありますね。
 - 村上委員 今、実際の株主議決権の判断自体は運用会社にあるわけですね、形として。
 - 陣場運用部長 株主議決権自体は信託銀行にあって、それを運用会社が指図をするという仕組みでございます。
 - 村上委員 これはアクティブ運用の判断と同じようなものなのですが、株主議決権の判断というのは株式に投資している限りついてはいるわけで、それも使って、とにかくパフォーマンスを上げることが運用会社の責務であるわけです。まず、そのような整理があるのだと思うのです。ただし、個々の基準についての判断はいろいろ分かれるところがあると思います。
- そこで GPIF として見なければならぬのは、この資料のブロックの2つ目に書いてある目的とするところが「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、この目的に対して整合的に議決権をしっかりと行使しているのかどうか、実効性を評価しなければいけないのではないのでしょうか。株主権についてはそういうことで、指図権の行使というのは運用会社の責務だと置いておいた上で、そのところが GPIF の目的と整合がとれた議決権行使のガイドラインになっているのかどうか、その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運用会社に説明させて、それを評価していくというのは GPIF としては結構重要な事項なのだと思います。
- 小幡委員 今の一番の問題は、その実効性はだれもチェックしていないというところにあるわけですよ。

- 村上委員 そういうことですね。
- 小幡委員 実効性を判断する基準はなかなか難しいので、ガイドラインの採点をするときには実効性には立ち入らないということなのだけれども。
- 村上委員 運用会社に根拠を持ってきてもらう必要があるわけです。なぜ、それが実効性あると考えているのかという点について。
- 小幡委員 そうなのですが、今、実効性には立ち入っていないわけです。だから立ち入るべきだという議論は賛成なのですね。ただ、問題は実効性に関しては難しくてできないという現実があった場合に、それだったら、そういう外形標準的な、私はいいとは思っていないのだけれども、手段として、それは1つ、プラスとマイナスもちろんありますけれども、ただ、やれないのだったら、何らかの形をやるという考え方もあり得て、それはまず理論的に現在の制度上とり得るのかという問題があって、とり得たらやれとも言っていないですよ。けれど、とり得るのかと。もし、それはよくないけれども、実効性は評価すべきだということになれば、客観基準ではなかなか説明しにくいけれども、このガイドラインには実効性があるかどうかというのを主観的に、定量化というか、客観基準とはなかなか言いにくいけれども、主観的に判断しましたということで点数をつけるというふうにルールを変えるべきなのです。
- 稲葉委員 定量的にこういう指針を置くことで、パフォーマンスが上がって、この法人としても運用収益が高まることが確認できないことはやってはいけないということまで考えると、多分なかなか議論は進んでいかないと思うのですね。一方で、この法人が指図め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、文字どおり影響力を与えてゆがめるようなことになったりすると、それは公的な立場から見て全くよろしくない、そういう判断もあり得ます。したがって、議決権行使に関しては指針で、それぞれの状況を一個一個具体的に頭に浮かべながら、こういうふうな書きぶりで、結果的にこの法人が個々の企業経営をゆがめるようなことにならないだろうということ判断しながら、1つひとつ置いていったのだろうと多分思うのですね。
- そういう中で現状では、これでパフォーマンスが確かに上がるのか。それはなかなか検証できないけれども、運用をゆだねて、できるだけ高いリターンを得てもらうために、公的当局としてやってもらいたくないようなことは排除しながら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のだろうと思いますね。もう少し明確にできないかというのは、いつもチェックすべきだと思いますけれども、現状はこういうことなのだろうと思います。
- 例えば非常勤の取締役の人数を入れるべきかどうかなどということについても、例えば日銀の議決権行使の指示にはそんなのは入っていない。書き込めないのですね。だからいなくてもいいという判断があってもいいし、いっぱいいた方がいいという判断があってもいいし、そこは問わないということで議論を進め、そういうふうに議論を進めていく以外にはないのではないのでしょうか。

- 能見委員 ここに書いてある大前提の民間企業に影響を及ぼさないということと、一方で、その下にコーポレートガバナンスと長期的な株主利益という、これを運用機関にゆだねたとき、イエスとノーがあってもいいと思うのです。社外取締役がこの企業はゼロの方がいい、あるいは社外取締役は過半数を占めた方がいい、いろいろな判断があってもいいと思うのです。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、それについては一応このガイドラインが効いてくるけれども、判断はいろいろ個別にあっているということだろうと思います。私はむしろこの程度が一番いいのではないかと。なかなかうまくできているなというのが感想ですけれども。
- 小幡委員 個々のガイドラインの実効性については判断しなくていいという意味ですか。
- 能見委員 それによってパフォーマンスがどうなったかという判断は難しいでしょう。
- 小幡委員 そうでなくて、GPIFが各運用受託機関のガイドラインについて、個々の事案の判断を言っているわけではなくて、ガイドラインがそれぞればらばらのガイドラインがありますと。ガイドラインの評価に関しては、今は本質的にガイドラインの中で整合性がとれていれば、言っていることとやっていることが一緒だったらオーケーですということなのだけでも、言っていることについての価値判断は一切しないということになっていて、極端に。
- 能見委員 価値判断はコーポレートガバナンスと長期的な株主利益というところに明らかに著しく反していればそこは抵触するでしょう。
- 小幡委員 著しく反してというのはどういうことですか。
- 能見委員 それは判断が難しいから、微妙なところは。
- 小幡委員 だから、そこで実効性の判断を担保しているということでしょう。
- 能見委員 そのガイドラインについて、場合によっては、これはどういう理屈ですかと問いただすことはあるでしょうね、極端なことがあれば。
- 小幡委員 GPIFが運用受託機関に対してということですか。
- 能見委員 ガイドライン。それはあるかもしれない。でも、この原則に抵触するというのはよくよくの書きぶりでないで抵触しないでしょう。
- 小幡委員 そうすると実効性は基本的にはないということ。
- 能見委員 そんなに期待しなくていい。
- 小幡委員 ということですか。
- 能見委員 はい。
- 山崎委員 私もこの書きぶりには非常に感心しているのですが、GPIFが具体的なガイドラインについて口を出すとおかしいことになる。基本的に運用機関に任せたのだから、彼らはきちんとしたパフォーマンスを出すように自分たちの投資スタイルも含めて決めていけばいいのであって、自分たちの投資スタイルでは、例えばこういう業種に投資するなら社外取締役は要らない、いては害があるのだというなら、そういうガイドラインをつくれればいいわけですね。だから、それこそ運用先に任せているという話だと思う

のです。

- 小幡委員 私が申し上げているのは、それだったら、このチェックをする意味はほとんどないのではないかと。つまりこの点数をつける評価をしなくても、明らかに変なガイドラインを排除するのは当然やっただいて、そうしたら、こんな報告しなくてもいいぐらいだということですね、逆にいえば。こんなのをいちいちやるのはむだですから。
- 山崎委員 現実にやると言っているのに議決権行使していなかったら困るわけでしょう。
- 小幡委員 そのチェックはもちろんするのですけれども、そういうチェックというのは、はっきり言ってこの大層な評価のレポートをしなくても済むじゃないですか。
- 稲葉委員 個別にいろいろ考えてみた方がいいのではないですか。例えば取締役選任の票を出すとき。
- 小幡委員 評価をするのだったら、ある程度実効性についても判断してないのとおかしいと思うのです。
- 稲葉委員 全く判断しないのではなくて。
- 小幡委員 全く判断していません。
- 稲葉委員 どうか。
- 小幡委員 していません。
- 宇野委員長代理 私はこういうふうに思うのですけれども、ガバナンスが強いかどうかということで企業価値に影響があるかというたぐいのアカデミックな研究ありますね。これは決定的な結論が出ていると思わないのですけれども、そこでそういった効果があるという可能性が指摘されているので、運用機関の1つの責任として株主としての行動もちゃんととって経営に緊張感を与えるというようなことをするというのも1つの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思うのですよ。GPIFが実際に運用を委託しているところの各運用機関がやっていることが、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、かなり難しいだろうと。こんなことをやっても余り意味がないということが結論として出てくれば、まさにこんなことやめた方がいいということになると思うのです。

例えば過去の中でいうと、買収防衛策をこぞって日本企業が導入したときなどは、それに対しての運用機関の投票が、最初からすべての運用機関がちゃんとやっていたかという、そうでもなくて全然無頓着なところもあったと思うのですね。そういうときに年金が、何でおたくはこうしないのですか、ということ聞くことによって、運用機関の問題意識も向上したというような効果もあったので、全く無駄ではない。あるところまで来てしまったので、これ以上は向上のしようがないという意味で、さらなる向上が図られているかと言われると、ある意味でマンネリ化してきているようなところはあるとは思いますが、やめてしまっていていいかという、それは今の認識の中で、そんなものはチェックしてもパフォーマンスの向上は望めないのだという何か明確な結論みたいなものが出されないとなかなか難しいのではないかと思います。

- 植田委員長 行使ガイドラインの整備状況というところで点数つけているわけですね。えらい具体的なことではないけれども、考え方として GPIF の大方針に沿ったガイドラインになっているかどうかということは4、3、2、1でチェックしているというたてつけになっていますね。
- 稲葉委員 全くスクリーンかけてないということではないですね。特に、例えば2番目の反社会的行為なんていうのはかなり重要な項目で、どんな行為を反社会的と考えて投票に臨んでいるのだというようなことを確認するということだから、例えばそんなことは全然考えてないというようなところは、当然そこは注意されると、オミットされるわけだから、きちんとそれなりの、そういうようなものが起こっているけれども、例えば取締役選任で、日銀出身者はだめにするなんていうことが書いてあるとか、それはいいのか、悪いのかといったところで、そこまではさすが言えないし、言ったところで。
- 山崎委員 仮にそう書いてあっても、それはそれで GPIF は何も言わないということですね。
- 稲葉委員 それでいいのではないですか。
- 植田委員長 いかがでしょうか。皆さんの意見伺っていますと、現状よりさらに踏み込むというところに行く準備は、今のところ我々のサイドにないという方が大勢だと思うのですけれども。
- 村上委員 1つ申し上げたいのは、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きちんと上げてくださいというメッセージを出すことは、そのくらいのだったらいいのではないかと思うのですね。ただし、それを実現していく方法論としては、企業のマターであるわけです。上場企業というのはそれなりに公の市場から資金を調達しているわけですから、そのような責任はあるということです。もし資本コストを上回るリターンを上げてもらえないのであれば、年金の投資先として相応しくなく、年金制度自体が日本株に振り向けている11%分の投資というのがむだになるわけですね。そのような構造になっているということで、年金のこの運用で使命を果たすためにも日本株に投資している11%分は資本コストを上回るリターンを上げてもらわないと制度自体が成り立たないということになっているのです。このことはメッセージとして結構重要なのではないかと思うのですね。ただ、それを実施するための方法論については別に GPIF が口を出すことではない。それは今後の委託先に任せればいいという、そんな構造ではないでしょうか。
- 山崎委員 具体的に資本コストを上回れとか ROE を何%以上にしろと言っておられるわけですか。しかし現実問題、株価はずっと低迷してきている中で、全部日本株をやめてしまえというような答えになってしまうことをおっしゃっていると思っていいいわけですか。
- 村上委員 要は過去20年間で、日本の一部上場企業でプラスの投資リターンだったという銘柄は2割もないわけです。それがもし続いていく状況だったら、日本株と外株のウ

ェイトを考え直さなければならないのだと思うのですね。結局、GPIF が前提数値と置いている株式のリスクプレミアムが本当に期待できる市場なのかどうかということと整合的に株式投資のリターンの目標を考えたときに、メッセージとしてそのくらいのものがあった方がいいのではないかと考えるのですが。

○山崎委員 それは基本ポートフォリオを変えるときに当然考慮する話であって、それをガイドライン的に世の中に示すのは、現実問題では非常に難しいと思いますね。

○村上委員 資本コストという言い方にすると、何%という数字ではないので、そのところは企業の責務としてあるという部分になってきますね。

○植田委員長 それは長期的な株主利益の最大化という表現で。

○村上委員 裏腹の言葉ではありますね。

○植田委員長 ええ。

○村上委員 それともう一つは、例えば運用機関によっては、万遍なく行わずに、利益も上げていなくて、株価も上がってない企業の悪いところを 10 社絞り込んで選んで、そこには徹底的に関与するというような行動をとった場合に、GPIF としてはこれはどういう評価になるのかということですが、今の評価体系だったらおそらくだめですね。

○山崎委員 変わらない。

○村上委員 ところがリターンを上げる方法としては、むしろその方が実効的かもしれない。そういった場合も含め、議決権行使の方法論も運用機関ごとにいろいろあっていいのだと思うのですね、形式基準で行うのではなくて。

○山崎委員 それは運用機関に任せればいいということでしょう。

○村上委員 そういうことですね。

○植田委員長 今のところは任せざるを得ないだろうという以上の方法論がないのだと思うので、また、よりよい方法論の御提案があれば、そこで議論させていただくということで、きょうは一たん打ち切りたいと思います。よろしいでしょうか。

それでは、引き続きトランジションの実施についてというテーマについて、委員限り 3 に基づいてお願いいたします。

●陣場運用部長 委員限り 3 でございます。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）ということでございます。

今年度の前半、国内債券のアクティブ・パッシブ、マネジャー・ストラクチャーをずっとやっておりまして、その際に国内債券のアクティブのファンドの入れ替えに当たりまして、トランジション・マネジャーを活用しましたのでその御報告ということでございます。

まず、トランジション・マネジャーの選定でございます。現在トランジション・マネジャープールに A 社、B 社 2 つの社が入っております。今般その 2 社から提案をいただきまして評価をして A 社をまず選んだということでございます。

ページをおめくりいただきまして、トランジション・マネジャー（国内債券アクティ

ブ)の総合評価というページをご覧くださいと思いますが、A社、B社の企画の案を、トランジションの執行能力、明示的成本、2つの観点から評価をいたしまして、その結果、A社が執行能力及び明示的成本の観点で優位であったということでA社を選定したところでございます。

1ページ目に戻っていただきまして、トランジションの実施の概要でございます。昨年8月の終わりから9月の下旬にかけて、回収の対象となったアクティブファンド等から現物を回収いたしまして、これが7兆円弱ほどになりました。この資産につきまして、新規のアクティブの運用受託機関に対して引き合いを実施いたしまして、10月1日に新規の4ファンドに対して合計1兆6千億円、現物で配分したということでございます。

そして残りのほとんどは、私どものインハウスで持っておりますキャッシュアウト対応ファンドに5兆円弱配分をしたということでございます。

ただ、新規のアクティブ運用受託機関、またキャッシュアウト対応ファンド等でも引き受けられなかった銘柄がございまして、具体的にはBBB等のベンチマークの外の銘柄等々ございまして、それらにつきましては売却をいたしましてキャッシュ化の上、国債のパッシブファンドに移管をした。これが3千億円ちょっとという金額でございます。

こうした格付けの低い、流動性の低い銘柄につきましては、売却に先立ちまして、A社に執行コストの分析等をさせまして、実際にその結果と引き比べてみましても、事前分析の範囲内におさまったということでございまして、円滑にトランジションができたのかと総括をしているところでございます。説明は以上でございます。

○植田委員長 質問等いかがでしょうか。

○臼杵委員 A社によるトランジション事前分析の範囲内というのはどのくらいなのか。

●陣場運用部長 事前分析で結構格付けの低い銘柄がございましたので、ぐ
らいかかるのではないかとということで分析していたのですが。

○臼杵委員

●陣場運用部長 ぐ
の分でございます。実際には ぐ
いうところでございます。

○臼杵委員 その取引コストは手数料のほかに、例えばマーケットインパクトとかそういうのも全部入れてということですか。

●陣場運用部長 はい。

○臼杵委員 わかりました。その辺は、先ほど外国株式のときにお話が出ましたけれども、どうしてもマネジャーを入れかえると出てくるので、マネジャー交代はその辺も含めて考えていかないといけない。

○植田委員長 よろしいですか。

それでは、引き続きキャッシュアウト・リバランスについて、資料4、資料5に基づ

いてお願いいたします。

- 大江審議役 私から御説明申し上げます。終了後回収と左肩に書いてあるもので、委員限り4がキャッシュアウトでございます。

資料を裏返していただいて下に2とついているほうの表でございます。9月までについては、以前御報告していますので、10～12月の第3四半期を御報告いたします。表の上から3行目、国内債券市場運用分の市場売却ということで、10と11月に合計1兆500億円という売却の数字が出てきております。その前後は0となっておりますが、これはその当時、公債特例法の成立がかなり不透明な中で、それに備えまして短期資産を一時的に積み上げたものでございます。その後、11月中旬に公債特例法が成立をいたしましたので、若干その分が積み上がっている状況でございます。12月の一番下の表の短期資産残高月末を見ていただきますと、4兆7千億円ほどのキャッシュがたまっているわけでございます。これを年度末に向けて、今、減らしている状況でございます。

その際には、来年度のキャッシュアウト額、これは予算上のものになりますが、これ、あるいは来年度の財投債、キャッシュアウト等対応ファンドの償還金、利金、こういったものを考慮して減らす額を決めていくこととなります。

それから、リバランスのほうでございますが、委員限り5でございます。これも裏側を見ていただきますと、3というところで一定期間ごとのリバランスの実施とございます。運用委員会でも御議論いただいて リバランスの検討を行うということでございます。①に結論を書かせていただきましたが、

そのときの検討内容は②にございますように、まず12月末の資産構成割合は、基本ポートフォリオに比べた場合には、国内債券が7.37%のアンダーウェイト、ほかの資産はすべてオーバーウェイトでございました。国内債券の乖離が許されている幅、いわゆる乖離許容幅はプラスマイナス8%でございましたので、それにかかなり近づいている状況でございました。そういったことも踏まえまして、リバランスの検討をいたしまして、まず

説明は以上でございます。

- 植田委員長 いかがでしょうか。

- 山崎委員 これまで外国資産が円高で売却できなかったということだったわけですが、足下の今の円安になってくると外国株式の3.8%のオーバーウェイトというのはそろそ

ろリミットを超えそうな状況ですが、今度やるときは、このま
までいけば外国資産から回収するというのでよろしいのでしょうか。

- 大江審議役 現在、日々マーケットが動いておりまして、上がったたり下がったり、為替もかなり動きますけれども、私どもは基本ポートフォリオの乖離許容幅にさすがに抵触した場合には市場動向とは関係なく何らかの対応をするというルールになってまいります。ただ、実際、どういったことをどうやるかというのは、実は売るにしても買うにしてもマーケットとの関係もございますので、一挙にはできない部分もございます。

そういった中で、今、いろいろ知恵を出し、工夫をしながらやっているところでございまして、また、その結果につきましては、改めて四半期分まとまったところで運用委員会でも御報告をしたいと考えています。

- 白杵委員 2ページの一番下なのですが、

と書いてあるのですが、これ

は結果的にはむだな取引になっているのですね。どうすればいいと言われてもなかなか難しいですけれども。

- 大江審議役 私どもとしては、危機管理上は、正直言いまして、12月のキャッシュアウトが兆円単位という可能性もございましたので、逆にそれが用意できなかったらどうするのか。そういった中で、結果を振り返ってみればそうなのですが、基本的に私ども受託者責任を負っているわけですが、それはそのときの状況に置かれた際に最大限注意義務を果たすということでございますので、結果というよりは、私どもとしてはそのときには危機管理として、戻すというときは年度末に不要なキャッシュを持たない、そういうことで行ったということです。

- 白杵委員 確かにこういう資金の性格上ある程度は仕方がないとは思いますが、債券の先物を使うということ、もちろんマーケットインパクトがあるかもしれませんが、これは全部できるとは言いませんけれども、なかなか難しいとは思いますが、そういうことはあり得ないですか。

- 大江審議役 その点は、白杵委員の御関心のあるところなのですが、通常何か債券の売買の際に、スムーズ化のために債券先物を活用することは実はございます、キャッシュアウトの過程で。ただ、1月中だけでもで、これでも私ども100兆円の規模でいきますと影響がかなり限られてまいります。したがって、先物を兆円単位ですっとローリングしながらやっていくことを考えた場合に、日本の場合、先物市場がそれ程分厚くないというのと、あくまで先物は年限が一定の長期債でございまして、私どものベンチマークであるNOMURA-BPIとの相関が必ずしも高くない。大体0.7前後ぐらいだと思いますが、その分、差がある分だけ金利が動いたときに、それがロスになる可能性もある。したがって、私どもとしては、まずは確実に手元にあるキャッシュで国内債券を買ったと。

どの程度の額を1月にどのように処理するかということで、結果的にこういう御説明

をさせていただいているのですが、資金そのものは本来色がございませんので、マーケットの状況も見ながら 国内債券に配分させていただいたところがございます。

○能見委員 そうやったほうがいいのか、そういうことを言っているのではないですけども、こういった政治的なのとか、ある一種のイベントリスクの対応のために短期借入の枠を持っているのではないのですか。そういうリスクバッファを持っていることによって運用を効率的にできると、その辺はうまく使ったほうがいいのかはないですか。そういうのは使えないですか。

●大江審議役 短期借入につきましては、もちろん短期借入実施にコストがあるというのと、もちろんやるとしたら、その辺の手続的な時間も要することがございました。正直言います、私どもは3月末を意識してやっているわけですが、1月の段階ではまずできるところからやるということ。3月末にかけてはいろいろ出てまいりますので、また、その時点では、委員がおっしゃることも含めて知恵を出しながらできることをやっていくことなのではないか。今、確かに1月から、円安、株高が進んでおりますが、これをやろうと考えた時点では、これは 決定するという流れでございますので、振り返ってみるといろいろ御意見はあるのですが、残された3月末に向けての期間の中で工夫をしていって、いろいろなことを組み合わせてやらなければいけないと考えております。

○能見委員 私が言いたいのはせっかくの手段があつて、それはリスクバッファなので、ぎりぎりに数えるとセーフかと思う場合でも、それがないとキャッシュがショートするわけにいかないから必ず用意しようと思うわけでしょう。まず、これで行くだろうけれども、安全に安全を考えていってキャッシュを用意するより、そのバッファがあるのでぎりぎりでやってみるかなという、全体的なポートフォリオ運営の効率性ということにうまく手段を織り込んだらいいのではないか。それはやったほうがいいのかということではないです。借入れしたほうがいいのかということではなく、まず、その前にある順番があるだろうけれども、ぎりぎりのところでうまく、そのバッファを利用したらポートフォリオ運営としては効率性が増すのではないかということと言いたかったのです。

○稲葉委員 私もそういう手法は研究しておいた方がいいと思います。もしいろいろ差があつて、収益的にいい案があるのだったらトライしてみることはいいと思いますが、よく考えてみると、多分借入れにしてもヘッジにしてもコストはほとんど同じではないかという感じがします。したがって、そういう努力なり研究はし続けるのですけれども、一方、大事なのはそういうコストを払っているという事実をもう少し政治に対して当法人はしっかり言っていくべきではないかと思います。政治家はとかくリターンを上げろ、リターンを上げろと強く言われていますが、政治の混乱によってそれが阻害されていることがあったら、きちんとディスクローズするのが大事なことで、もし理事長に機会があれば、国会でおっしゃっていただくというのは大事なことはないか。

○植田委員長 それでは、よろしければ、次のリスク管理状況等について、委員限り6をお願いします。

●陣場運用部長 委員限り6 リスク管理状況等の報告、ごく簡単にかいつまんで説明いたします。8ページ目をご覧ください。収益額の状況でございます。10、11月の2か月間の状況でございますが、御承知のとおり、衆院解散が決まった後、円安、株高のトレンドに大きく変換いたしまして、11月の段階で通期ご覧いただきますと、9,300億円の収益ということで、本年度は年度当初から苦しい状況であったのですが、11月の時点で反転、プラスに転じたところでございます。

9ページ目、ご覧いただきまして、資産別に見てまいりますと、11月、国内株式が6,400億円ほどの収益になりまして、また、円安の効果もございまして、外国債券、外国株式も好調であったという状況でございます。説明は以上でございます。

○植田委員長 何か。それでは、よろしければ、最後に直近の情勢について、厚生労働省より御説明がございまして。

●森参事官 前政権におきまして独法改革ということでございまして、独立行政法人を行政法人にする改革が検討されておりまして、GPIFにつきましても、私どものほうで今通常国会に法案を出すべく作業を進めたところでございます。

他方、政権が替わりまして、去る1月24日でございますが、この独法の見直しにつきましては凍結しまして、再度自民党政権のもとで検討する形になりましたので、今の作業につきましては凍結、つまり今国会につきまして GPIF 改正法等につきましては出さないという整理になっております。

また、内閣のほうで行政改革推進本部というのが1月29日に立ちましたので、どうなるかわかりませんが、その中で法人につきましても改革等が検討されるかと考えております。以上でございます。

○植田委員長 何か御質問ございますか。どうぞ。

○村上委員 1月に閣議決定された緊急経済対策の中に、公的年金の運用、リスク管理の高度化みたいな文言が入っていたと思うのですが、あれは何か動きがあるのですか。

●森参事官 あれは、現在政府のほうに産業競争力会議というところがございまして、そこでその具体策について御検討いただいているところです。ただ、あそこの閣議決定自体には、柱書きの中で具体的な事項等ございませぬので、もし具体化する場合には、年金、共済、その他の準公的資金でございますので、簡保も入ると聞いておりますが、それらのものにつきまして何らか方向は示される可能性があるかと考えております。

○臼杵委員 去年、森参事官がいらっしゃったときだったと思うのですが、会計検査院の関係で、基本ポートフォリオを見直すという話をここで少し議論したような記憶があるのですが、あの話はまだ生きていますか、政権がかわって。

●森参事官 会計検査院の指摘が10月にございましたが、それに基づきますと、御法人に

つきましても、ポートフォリオについては定期的に点検してくれということでございますので、それはそのままというふうに受けとめております。

○臼杵委員 さらにその前に、しばらく変更を凍結しろという話が民主党政権からあったと思いますが、そこはまだ詰められてないという理解でよいですか。次回でも構いませんけれども。

●森参事官 とりあえず中期目標につきましては暫定的ということございまして、定性的にお示ししているところですが、これを現在政府部内におきまして、何か定量的なものに変えようという動き自体はございません。別途、私ども年金局で年金部会の下に経済前提及び積立金のあり方に関する検討会、これは次期平成 26 年度の財政検証ということで、積立金の運用につきましても、経済前提で行うかというのは別途検討させていただいているところでございます。

●清水調査室長 つけ加えますと、今、事務局として現行の中期目標、環境変化等も踏まえて、どういった形の検証が妥当なのかということについて検討していますので、しかるべき時期にこの場においても御相談させていただく形になろうかと思っております。

○稲葉委員 結構な環境変化が起こっているわけですね。日銀の物価目標は2%になるということだし、そうすると金利をめぐる諸前提はいいのか悪いのかとか、そういう変化は生じていますね。

○植田委員長 そうですね。それは当然。

●清水調査室長 一方で、厚生労働省の次期の財政検証に向けた専門委員会が立ち上がっているということで、それとどういう平仄をとるのかということも踏まえまして、どういう形かということを考えています。

○植田委員長 それでは、よろしいですか。

では、事務方から御連絡をお願いします。

●大江審議役 私から次回の日程をご連絡いたします。既に御案内しておりますが、3月8日金曜日午後4時から、今日と同じになりますが、場所はこの会議室で開催させていただきますので、よろしく願いいたします。

それから、最初に申し上げましたが、委員限り4と5につきましては、テーブルの上にそのまま残してお帰りいただくようお願いをいたします。

以上でございます。

○植田委員長 それでは、今日はこれまでにいたします。どうもありがとうございました。