

平成 28 年度 第 2 回
拡大版コーポレートガバナンス研究会

GPIF が抱える問題意識と運用会社に対する期待
年金積立金管理運用独立行政法人 理事・CIO 水野 弘道氏

2016 年 6 月 23 日 (木)

(池尾座長)

定刻前ですが、出席予定者のうち、鹿毛さんは少し遅れるという連絡が事前にありました。それ以外の方は全員おそろいなので、ただいまから平成 28 年度第 2 回拡大版コーポレートガバナンス研究会を開催したいと思います。

本日はお忙しいところご参集いただき、誠にありがとうございます。本年度は専門メンバーとして資産運用会社の現役の経営者の方にご参集いただくことになっており、第 1 回研究会にもご出席いただきました DIAM アセットマネジメント株式会社代表取締役社長の西恵正様、株式会社 GCI アセット・マネジメント代表取締役 CEO の山内英貴様に加え、日興アセットマネジメント株式会社代表取締役社長兼 CEO の柴田拓美様、野村アセットマネジメント株式会社 CEO 兼執行役社長の渡邊国夫様、東京海上アセットマネジメント株式会社代表取締役社長の大場昭義様にご出席いただいています。

また、今回より三井住友アセットマネジメント株式会社顧問の松下隆史様にもご出席いただいています。株主総会シーズンで肩書がすぐ変わられる可能性があります。現状の肩書でご紹介しています。

なお、本年度第 5 回研究会のゲストスピーカーをお願いしているセコム企業年金基金常務理事の八木博一様、同基金副理事長の石川博様にもオブザーバーとして第 1 回研究会に引き続きご出席をいただいています。

それでは、開会に当たり、まず恒例で、岩間会長から開会の辞をいただくことにしたいと思います。よろしく申し上げます。

(岩間会長)

今日は足元の悪い中、お集まりいただき、ありがとうございます。今年はアセットオーナーの方々から我々に対し色々お話を伺う。それを我々としても糧にして今後の活動に生かしていきたいということの第 2 回目です。第 1 回は ICU の新井さんに来ていただいたわけですが、今日は今年度の目玉とも言うべき GPIF の水野 CIO にお忙しい中おいでいただきまして、ありがとうございます。忌憚のないご意見を頂戴して、意見交換の機会にさせていただきますしたいと思います。よろしく申し上げます。

(水野氏)

GPIF の水野です。日頃、このメンバーの多くの方々とは業務の方でも色々ご協力いた

だいています。GPIF を代表して御礼を申し上げます。

本日は岩間会長からお誘いをいただき、こういう研究会でアセットオーナー、GPIF としての考え方を話してくれないかということでした。他の会議で話していることの繰り返しになることもあるので、参加者の方の中には、もう何度も聞いたよということもあるかもしれませんが、最近、内外を通じて何か新しいことをやるときにはしつこく言わなければ通じないのだと思う今日このごろであります。多少、もう聞いたよと思われても辛抱して聞いていただければと思います。

早速ですが、先程新聞に GPIF が東芝に対し訴訟を起こしていることが出て、現在、私共の広報がてんでこ舞いになっているところです。今まで日本のアセットオーナー、資産運用会社、機関投資家も含め、日本企業はそういうことに甘いのではないかとよく外で言われてきました。GPIF としては色々考えた上で、今回こういうアクションを取っております。技術的に言えばトラスティが訴えているのですが、GPIF の代理でやったことに関しては、我々認めているので、それが今メディアに出ているようです。その辺り、皆さんがどうお考えになっているかについても、後程逆に私からお伺いしたと思います。

それでは、私のスタッフが資料を用意してくれましたので、これを使って進めていきたいと思えます。

まず、1 ページ目で、これも色々なところで繰り返して申し上げていますが、スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードという二つのインベストメント・チェーンにおける新しいコードの導入に際して、まさに金融庁のフォローアップ会議では池尾先生達が色々進めてこられたことでありますし、岩間会長はじめ、ここに並んでおられる大先輩の方々が色々進められた結果として、こういうものができたと認識しています。GPIF についてはスチュワードシップ・コードができたときに、直ぐに賛同の意を表明して署名しているわけですが、その後、具体的に何をするのかということは正直、私が就任したときには曖昧だと感じました。

一方で、皆さんご存じのとおりで、株の直接運用は認められていない中で、どういう役割を果たしていくのかということをも自分達なりに考えた結果、逆にそれを生かして、このチェーンがうまく回るように働きかけていくやり方ができないかという考えに及ぶようになりました。

つまり、受託運用機関の方々に対し、我々は顧客であるので、皆様方が我々のスチュワードとしてスチュワードシップ責任を我々に対して果たしていただく、あるいは受託者責

任を果たしていただくこととなります。私共は逆に企業側の経営者、これは拠出者、会社と従業員からお金をお預かりしているスチュワードとしてスチュワードシップ責任と受託者責任を負っているということで、まさにこの二つのコードはアセットオーナーが真ん中に入ることにより、一つの円になるのではないかというコンセプトを提唱させていただいています。

この観点から運用機関に対してもスチュワードシップ・コードの履行を求めると共に、我々は事業会社側の意見も聞きつつ、全体のサイクルの最適化を図る役割を果たそうということを決め、昨年以降、活動しています。

そういう中で色々やっているのですが、現時点での GPIF、自分達の足りないところも含め、あるいは業界に対しての要望も含め、今こういう問題意識と運用会社の方々に対し、どういう期待をしているということをもとめさせていただきました。

まず、箇条書きにしている、これは色々な席で何度も申し上げていますが、GPIF の場合は、もちろんアクティブで預けているマネジャーの方々にはアルファを出してください、それもフィー控除後でということをはっきり申し上げていますし、我々の運用チームには、選んだマネジャーが全体でアルファがフィー控除後で出なければ、我々は仕事をしていないのと一緒にあることを言っている一方で、結局のところ、GPIF の運用成績は市場のベータによって大半が決まる現実があるということです。我々はマネジャー セレクションでアルファの向上も当然やるわけですが、市場全体の収益性（ベータ）の向上を常に意識して活動していく必要があると考えています。

次のページにある、利益相反の防止、スチュワードシップ活動の評価能力向上、コーポレートガバナンス報告書の活用、当法人と委託先運用機関との利害の一致、こういうことを問題意識として今考えています。それに対し、これからの我々の課題としては、スチュワードシップ責任のあり方や ESG 投資の実践、我々も含む資産運用業界に対する信頼性の向上をどう行うかということが問題意識だと思います。

先程先に飛んでしまったのですが、3 ページを見ていただきたいと思います。まず、市場全体のベータということは先程申し上げたとおりで、これは我々の運用成績を持続的に高めていき、かつ年金財政の安定性に貢献するためには、何といたってもベータの改善が必要であるという認識をしています。そのためには、我々はパッシブの委託先がスチュワードシップ責任をしっかりと果たしてもらうことが重要であるという考え方を取っています。

これは色々な反論があることも重々承知していて、逆にアクティブの方々が長期的なビ

ユーを持って企業に対し取り組みを行っていただきたいのですが、思うような結果が出ない場合に、短期に売買をアクティブのマネジャーがされること自体は、市場の効率性を高めることだと考えているので、逆にアクティブのマネジャーに対してはアルファ獲得のために運用していただくのが全体最適としては良いのだろう。一方で、バイ・アンド・ホールドになるパッシブの運用者は運用パフォーマンスを上げる意味においては、スチュワードシップを果たしてもらうことが効果的ではないかという考えを持っており、パッシブの運用者に対し、スチュワードシップ責任をしっかりと果たしてほしいと再三申し上げているところです。

これに対する反論としては、そもそもパッシブのマネジャーはそんなにお金を貰っていないよ、そんなことを言われても人手もありませんということをよく言われています。それに対し私の回答は、GPIF のパッシブ運用機関の評価は、以前はトラッキングエラーが低く、コストが安いところを当然選んでいたのですが、逆に今はトラッキングエラーを私はトラッキングアローアンスと名前を呼びかえようと思っているぐらいです。その中は自由に使ってもらって結構、トラッキングエラーが多少低いことで優越をつけて評価するつもりはありません。

一方で、このようなエンゲージメントということで付加価値を付けていますというアピールをしていただけるようなファンドで、説明の筋が通っていれば、フィーがほかのパッシブマネジャーより高くても問題は全くないのではないかと考えています。

どういう形でやるか。スクリーニングの仕方、あるいはスクリーニングした会社にどうアプローチをするか。これは池尾先生が座長でいらっしゃるフォローアップ会議で発言したら、全然違った趣旨でレポートされてしまったのですが、私がそのとき言ったのは、一つの考え方としては、装置産業のようになり、巨大なチームを抱え、うちのパッシブファンドは全社にエンゲージメントをします。その代わりに、フィーは高いですよというビジネスモデルが出てきても、私は不思議だとは思いませんと言っただけであり、そのようになってくれと言っているわけではありません。ぜひ皆さんの工夫を期待しているところです。

二つ目の問題意識です。これは皆さんお読みになっているかと思いますが、私共が昨年出しましたスチュワードシップ活動に関するレポートです。その中で我々は、日本のスチュワードシップ活動において、一つ大きな問題点があるのではないかとことを指摘させていただきました。それは運用会社自体のガバナンスの問題です。これは別にメガバン

クや証券会社の子会社は駄目だということは全く言っていないのですが、少なくとも外形的に見て、親会社との利益相反が疑われるようなケースにおいて、それをどういう形で担保する仕組みを導入されているのか。あるいは、正に運用会社のガバナンスにおいて社外取締役や取締役の構成がどうなっているのか。

今年度の総合評価ではこういう仕組みや体制などについて、それと議決権行使が具体的にどういうプロセスで行われたということを、具体的な例をもってディスカッションできるような体制を GPIF 内部に今蓄積しようとしています。ご存じかもしれませんが、昨年スチュワードシップ活動推進グループというチームを立ち上げ、そこが事業会社に対するアンケートを行ったり、希望される事業会社とのヒアリングには応じることにしているのですが、実際 JPX400 の会社アンケートを行ったところ、50 社を超える会社からミーティングの申し入れがありました。彼らもアセットオーナーがどう考えているのか、運用会社について私たちはこういうことを不満に思っている、こういうことを言いたい、こういうことを感謝したいということ、実際に我々の耳に入れてこられています。

最初の図で説明したところですが、どちら側のヒアリングもできるのがアセットオーナーの良いところだろうという認識でおりますので、そういうヒアリングを今後も進めていく中で、議決権の話も外形的な話ではなく、どうやってそういう議決権行使の議論が行われているのか、プロセスが行われているのかということをチェックができるようになっていきたいと、今思っているところです。

5 ページですが、委託先の運用機関の方々に対しスチュワードシップ活動をしてくださいと言っている一方で、GPIF はスチュワードシップ活動の善し悪しが評価できるのかということをお問われている認識を持っています。そういうことで我々もチームをつくり、事業会社・運用会社両方のヒアリングを行う。それと海外のアセットオーナーとの話し合いの場を設ける形で、GPIF も皆さんの評価をしますという限りには、自分達もノウハウと基準の設定をしなければいけない認識は十分持っており、スチュワードシップ推進チームをつくり、アンケート等いろいろ行っているところです。

6 ページは、せっかくあるのでうまく活用してほしいと我々が強い希望を持っているのがコーポレートガバナンス報告書です。我々が一つ当初から懸念しているのは、GPIF がエンゲージメントをもっとしてほしい、評価しますと言った途端に、ミーティングの回数を増やさなければいけないと思われると、日本の経済全体として最適化するどころか、お互いに仕事ができない時間が増えるだけということになってはいけません。

エンゲージメント活動の効率化を我々は全体として維持しなければいけないということからいろいろ考えたのですが、一つはコーポレートガバナンス報告書が今せっかくできてきているので、こういうものを活用していただき、実際のエンゲージメントのミーティングにおいては、実際に会わなければ得られないようなディスカッションを行っていく場にしてほしいということを考えています。

このような報告書を皆さん、ぜひ活用してくださいということを我々は強調していますし、前理事長の三谷もスチュワードシップ・コードの報告書のときのコメントで、ぜひコーポレートガバナンス報告書を活用してほしいと申し上げています。

その中で特に何を注意してほしいと思っているかと申しますと、コードの肝といいますか、コードとは何か、なぜロー（law）ではないのかということだと思いますが、コードの良さは正にコンプライ・オア・エクスプレイン（Comply or Explain）であることです。企業はとにかく形だけ整えていますということではなく、状況によっては、我々は外形的には Comply していないけれども、こういう理由がありますという Explain のほうをきちんと理解して、議論をしていただきたいと思えます。

ここには事業会社の方はあまりおられないのですが、経産省や金融庁でこういうコーポレートガバナンス、スチュワードシップ・コードに絡む会議に私も何度も出させていただきましたし、事業会社の方々の色々な不満も耳にしていますが、何となく日本では、コードは、Comply or Explain ではなく、Comply or Complain になっているのではないかと。従うか、愚痴を言うか。コードは、Complain はないわけで、Comply できないのであれば Explain してくれということですから、逆に Explain しようという意欲のある会社はぜひ Explain して、投資家にチャレンジしてほしいと思います。投資家の方々もそれを正面から受け止めて議論できるような関係性を事業会社と運用会社、機関投資家の間でつくっていただく必要があるのではないかと、私共は考えているところです。

続きまして7ページです。これは私共と運用会社の間のことですが、先程運用会社のガバナンスについて大変注意して見ていると申し上げました。運用会社によっては社外取締役を今年から完全に社外に変えましたというところもありましたし、色々な形で検討していただいていると思います。

一方で、そういう高次元ではなく、もう少し我々の直接的な運用委託の話をさせていただこうと思います。先程、フィーを払う余地があるかどうかという話をして、我々はフィー控除後でそんなにアルファが出ていないのであまり払えませんということは申し上げた

のですが、一方、その裏でどういうメッセージを皆さんにお伝えしようとしたかという、私共はパフォーマンスが出ていればフィーを払う用意はありますということです。

実際、昨年度の外国債券のファンドマネジャーのセレクションからは全てのアセットマネジャーの方々に実績連動型の報酬スキームを提案してもらうように促していますし、結果としては、私共が採用したマネージャーは全社実績連動型の報酬制度でやっていただいています。

これからの課題を喋りながらついでに言ってしまうのですが、ここにあえて別途抜き出した点は、当法人に相応しいスチュワードシップ責任のあり方ということです。先程の絵で、我々は実は重要な役割ではないかということは、岩間会長が色々なところで言っておられますが、アセットオーナーの重要性は我々も認識している意味では、こうして認めているわけです。

しかし、スチュワードシップの件に関して、我々がこれに関する何を何か言うと、やり過ぎだということ、もっとやれという批判が必ず有り、丁度良いという人はみんな黙っています。必ず両サイドから批判が来て、片側だったことが一度も無い。それはなぜかという、GPIFのようなアセットオーナーがどこまで踏み込むべきかというコンセンサスが無いということだろうと思います。

最近色々なところで、池尾座長のやっておられるフォローアップ会議でも何回か出たと思いますが、我々が議決権行使に対し、きちんとしたガイドラインを出すべきではないかと言う人たちは、もっとやってほしいと思っているわけです。多分出したら、そこまでやっていいのかと我々は言われるわけです。

ここに関しては、今海外の年金がどうしているか。海外の年金はインハウスが無いところが無いので、我々のような実態がそもそも無いのであまり参考にならない。国内においても事業会社と話をしても、それは当然つくってもらべきだという人もいらっしゃる、懸念がありますねと言う方もいらっしゃるわけです。

このメンバーの方も色々なところで拝見していると、時々このことについて話をされているようですが、ここに関しては、GPIF が積極的になることに対し懸念を覚える方々がいらっしゃる中で、我々は最適化のステップを踏まなければいけない立場にあることは、是非皆さんにご理解いただき、その上で皆さんの意見を伺いたいと思います。

次に、ESG 投資の実践です。昨年 9 月に国連責任投資原則に署名をしています。このときは、彼らが言う責任投資原則の原則に GPIF は賛成しています。我々が委託する運用機

関にも、この原則への賛同を求めます。これも全く同じで、UNPRI（United Nations Principles for Responsible Investment：国連責任投資原則）に署名をするか、署名をしない場合は Explain をお願いしますというように申し上げていますが、実はずの委託先はほとんど署名が終わっているので、これも Comply の方が圧倒的に多いのではないかと思います。我々が委託する委託先には必ずこの質問をするので、皆さんにも考えてほしいと思います。

それは原則の話であり、ESG を考慮した運用をするかということに関して、昨年 9 月には全くの白紙であることを申し上げていましたが、現在これについて研究を進めています。皆さんもご存じのとおり、超過収益の確認がなかなか難しいエリアである一方で、GPIF の場合、我々は 100 年安心年金の一部であり、投資の基本ポートフォリオを構築するときの投資期間がだいたい 25 年を想定しています。かつ、我々が最も文字どおりのユニバーサル・オーナーであることを考えると、外部性の議論等々考えても、ESG に関しては世界で最もセンシティブであるというか、考慮するのが GPIF は最も自然ではないかということをおは考えています。

ただ、残念ながら、25 年のパフォーマンスを出してくださいと言われても、運用会社も困ると思いますし、シミュレーションもできませんので、その辺のギャップはあるわけですが、原則論というか、本当に哲学的な話になりますが、GPIF は ESG に取り組むべき運用主体であるという信念をおは持っています。その中で、実際に運用の手法として考えたときにどうなるということについて今検討しているので、ここは皆さんに是非アイデアがあれば提案していただきたいと考えています。

最後の三つ目になります。これは曖昧なことですが、私が今一番重要だと思っていることです。なぜこんなに GPIF の仕事が難しいのか。海外の人に聞くと、そんなのは当たり前だろうと言うのですが、ちょっと株を買ったというと、国民の金でギャンブルをやってどうするのだと、元上場企業の社長がテレビで言っていたり、様々な不思議なことが起こります。

それで考えたところ、要するに資産運用業務に対する国民の信頼感が無い、これは皆さんも含め、民間の資産運用も含め、資産を運用することが錬金術だとか怪しいと国民が思っているのです。我々が運用者として普通のことをやっても、毎回毎回怪しいと言われてしまうわけです。これは GPIF がどれだけ広報を頑張っても無理です。そういう意味では、ここのテーブルにいる皆さんが資産運用というものを国民の中に根づかせてもらう

ように努力していただかないことには、GPIF がいくら叫んだところで何ともならないということです。

ですから、我々も頑張りますが、まさにこの机にいらっしゃる全員が資産運用ということに対する国民の信頼を上げるように活動していただかないと、私どもとしても大変難しい運用状況が続いていくことになると考えています。

最後は参考で、前回同じようなメンバーがいらっしゃったのですが、今後どうやってマネージャーのプールを拡大していったり、新しいマネージャーを入れていったりするののかという質問がありました。そのときに、マネージャーエントリー制を行いますという回答をしたわけですが、現在我々はマネージャーエントリー制を外株からスタートしています。

この辺の手続きはどうでもいいのですが、今回一つ、私がこだわったのは、海外の運用者が GPIF のビジネスを取るのには日本の FSA のライセンスを取るのが大変だ、あるいは日本のゲートキーパーとの交渉が大変なのでやりづらいと言われていました。今回、日本で我々のビジネスを取れる準備ができていない、日本でのライセンスを取っていない方々についても、情報登録という形でエントリーを受け付けることにしています。

前に柴田社長からも、初めてやるようなチームで、トラックレコードがなければ応募できないのではないかと聞かれたのですが、今回は情報登録までは新しいマネージャーでもできるようにしてあるので、ぜひそういうマネージャーも登録してもらいたいと思います。

長くなりましたが、私のプレゼンは以上にさせていただきます。

(池尾座長)

大変ありがとうございました。それでは、ただいまからいまお話しいただいた内容を踏まえ、自由討論に移らせていただきたいと思います。どなたからでも結構なので、口火を切っていただければと思います。いかがですか。

(松尾氏)

私を存じ上げないと思うので何者か申し上げますと、大蔵省と金融庁に 23 年いて、いま弁護士 7 年目です。

GPIF さん関係の仕事は、私自身はしていないのですが、アセットマネジメント会社さんの仕事は多少しています。私が最初に発言したのはそういうことがあり、アセットマネジメント会社さんがいかに GPIF さんに気を使っているかということがよく分かっている

つもりです。

私は役所出身なので、民間から GPIF のような政府 100%出資法人、かつ大変注目される法人に行かれて大変だろうと思います。

せっかくなので、お答えにくいところはお答えいただかなくて結構ですが、議事録が出るので、水野さんの問題提起で自分はこういう意見だということを、この場を借りて申し上げたいと思います。

運用会社のガバナンスを問われる以上は GPIF のガバナンスが問われます。塩崎先生の改革案は結局できたのですか。

(水野氏)

法案はまだかかっていません。

(松尾氏)

かかっていない。そこは GPIF さん自身の問題ではない。GPIF さんを超える問題が、この国にはある。GPIF さんは大変だろうと思います。つまり、GPIF さんにあれこれ言う人たちがいるわけです。それは誰かという、まず官邸を含む政治家です。私は官邸には何の利害関係もないのではっきり言いますが、政治介入を運用の世界に入れるのは非常によろしくないです。よろしくないと言っても介入してくるのですが、よろしくないことをこの場を借りて一市民の私が申し上げたいと思います。

2 番目は監督官庁の問題で、塩崎先生はお役所時代から私も存じ上げていますが、塩崎先生の政策についてあれこれ議論はあります。GPIF さんの改革については、塩崎先生のおっしゃるとおりだと個人的には思っているのですが、法案化に抵抗する人たちがいるわけです。典型的には厚労省の官僚でしょう。彼らがなぜ改革に抵抗するかというと、資産運用について知見の乏しい彼らが GPIF を監督する権限を単に手離したくないだけだろうと私は思っております。

これからは財務省、金融庁寄りではないかと言われるのですが、資産運用についてちゃんと分かっている金融庁が所管したほうがいい。海外では保険と年金は同じ当局が監督しているところがあります。これはなぜかという、運用の点で共通性があるからです。日本では、年金は全部厚労省が監督しています。要は、お金のことに関心がない、分かっているけれども、自分たちは分かっていると信じて GPIF に介入する人たちが塩崎先生の

改革に抵抗しているのだらうと思います。

(長尾副会長)

確かに法案はできていて、国会に提出されています。審議が行われていない。審議が行われていないのと、ただつるされているのと、委員会とかいろいろあるのですが、それは厚労省の肩を持つわけではありませんが、岩間会長はそれにも参加したので、塩崎大臣の下でそういう案が出来上がり、その辺りは岩間会長のところに説明に来て、担当の課長も見え、今回法案を出しますという話も通常国会の前に来ています。

そのときの見通しとしては、厚労委員会はいろいろな重要法案があることも含め、見通しは難しいという説明も非常に率直に岩間会長に対し話があり、いま法案は提出されているけれども審議が行われていない。その前に少し言うと、大臣はリーダーシップをもって法案をつくり、一応法案は出された。審議が行われないという前提で、議論をしていただきたい。

(松尾氏)

そもそも、もっと上のほうのガバナンスに問題があります。それで GPIF さんが苦しんでいるのだらうと思っているので、そういうことを少し言いたかったまでです。

(水野氏)

私の意見を言いましょうか。まず、一つは、これも先ほどのスチュワードシップの問題と一緒に、私は国家的なコンセンサスのなさだと思います。政治の介入は、少なくとも私に対し介入してこようとした政治家は今のところいません。ただ、これを法案で出すときに面白いなと思ったことがあります。例えば、いま松尾先生は、たぶん GPIF は独立したセクションであるべきだという観点からご意見をされている。ところが、GPIF はプロのボードによって運用されていますというよりも、大臣か総理大臣が「私の責任です。」と言ったほうが、安心感があるという国民が少なからずいる。ここのコンセンサスがないのです。だから、今回の新しい法案でも、ボードができていますが、法的には最終責任は大臣になっているわけです。まさにその中間に行ったわけです。

カナダのシステムがいいと言う方々は、カナダが完全に独立したボードになっていると言っているわけですが、一方でカナダ政府は将来の年金の支給について政府は責任を一切

負わないと言っているのに、国民からしてみても、それならプロにやってくださいという話になるのですが、日本はそのコンセンサスがいないのです。

GPIF が困るのは、政治家に一言何か言われても、少なくとも私は聞きませんし、来た人もいませんが、ガバナンスの問題、スチュワードシップの問題、議決権の問題、全てコンセンサスがいないのです。ですから、常にテーブルをはさんで、例えば年金局の部会で話をしていると、GPIF にインハウスなど持たせたら企業に介入する、とんでもないと言っていて、今度は金融庁のフォローアップ会議に行くと、もっとそういう責任を果たしてくれと言われ、どちらですかと私はいつも思うということです。

もし同情していただけるとすれば、私がいつも困るのは、そのコンセンサスのなさであり、全てにおいてそれが GPIF を一番苦しめる問題だと思います。

(松尾氏)

ただ、政府の人間とのコンセンサスはないのです。コンセンサスをつくるものです。金商法のときに経験したのですが、両方から批判されます。誰も褒めてくれないのはそのとおりで、やりすぎだ、やらなさすぎだと両方から批判され、それはそんなものだろうと思いい、割り切ってやっていました。たぶん、コンセンサスをつくるもので、つくらなかったらいいので、それを所与の前提として行動するしかないです。厚労省は財務省に比べると少し弱いでしょうね。消費税だってコンセンサスはないわけで、あっちに行ったり、こっちに行ったりしているわけです。コンセンサスをつくるように努力するしかないです。結果的にはできないかもしれませんが、厚労省のポリシーがはっきりしないでしょうね。塩崎先生ははっきりしているけれども、なかなか事務方がついてくることができなかったのが実情だろうと思います。

日本はやはり横並び社会で、GPIF さんがやるとみんなついてくるので、そういう先導的な効果があるので、ぜひガイドラインをつくっていただきたい (笑)。

でも、それをやると、経済界を中心に批判される人も多いと思うので、そこは味方を増やすしかないです。

(岩間会長)

いいですか。たいへん興味深い議論で、私はいろいろ参画させていただいた立場もあるのですが、そういう意味で申し上げるというよりも、GPIF がどれだけしっかり機能でき

るか。我々もちゃんと機能しなければいけない。それがうまく呼応していい方向に行くことはとても大事だということは、そのとおりだと思います。

私自身は GPIF に基本的には極めて同情しています。要するに期待されることと、実際にやると言われる体制は仕組みも含め、非常にいびつになっている。それがどうしたらできるかというようにしていかなければいけない。松尾先生がおっしゃったガバナンスの問題もその一つだと私は思います。

せっかく水野さんが行かれて、今いろいろやっけていらっしゃる。その中でどのようにしていけばいいのか。この場でそういう個人的な見解をお述べになるのはなかなか難しい問題かもしれませんが、やはりインサイダーになられてご覧になり、いろいろな問題を考えていらっしゃる。それはこういうことにも表れてきていて、我々としても反省しなければいけないこともあるし、やっけていかなければいけないことが明らかになってきつつあると思います。

その辺は1年半ご覧なり、ここに出ていることに集約されるのかもしれませんが、もう少しビビッドにお話しただけると、我々もピントが合ってくる気がするのですが、いかがでしょうか。

(水野氏)

ビビッドというのは捉える側のあれかもしれませんが、ここに書いてあることは、たぶん1年前はみんな何となくそうかなと思いつつ、表には出ていなかったことばかりだと思うので、今のような我々の足りないところも明確に出すけれども、業界あるいは役所もそうですが、そちら側ももう少しこうしてもらわなければ困りますということを今はっきり出しつつあります。

例えば、ちょっとおかしなことを言ってきたら、明確にホワイトペーパーを反論で出そうと思います。そういうことについては黙っているだけでは理解が進まないなので、反論を出そうと思います。

1年前に行ったときには、ディシジョンメイクもペーパー上のディシジョンメイクがすごく重要な組織だと感じました。例えば、投資をこうしていきますというのも1回決まってペーパーに載ると、それと同じようにやっけていかなければいけないということで、それをやめましょうという、また同じぐらいのペーパーワークになるのですが、私の投資家としての限られた経験の持論で、リスクオンする人は説明しなければいけないけれども、

リスクオフする人に説明責任を無理に求めてはいけないということがあります。リスクを取りたくない側のときには説明責任を軽くしよう。そういうことをやっていかなければいけない組織であったということはあると思います。

今度、高橋新理事長が来て、記者会見で、思いのほかフラットでオープンな組織でびっくりしたと言っていますが、手前みそですが、1年前と比べれば確かにその辺は変わったのではないかと思います。縦割りの組織は運用には向いていないと思います。それまでは2年に1回とか1年に1回とか、くるくるみんな異動しているわけで、専門性もあったものではないわけです。それではだめです。

我々も運用会社の方々も成績が悪いとみんな肩を落とすのですが、どこの責任かよく分からない点もあり、我々からしてみると、アルファがマイナスだとみんなに怒られるのですが、確かに我々の選ぶ目も悪かったけれども、選んだ相手ももっとやってくれよということもあるわけです。これは嫌がっている方もいらっしゃるかもしれませんが、昨年から我々は運用会社のパフォーマンスを全開示していますし、フィーも出しています。そうすると、前回のときにもはっきり申し上げたのですが、私は自分のチームには、これを出して国民の目に触れたら、パフォーマンスが悪かったら、委託先を切るか、自分たちが切られるかしかない。中間はない。そのように発想を変えていくことが1年間、すごく時間がかかったことだと思います。

(池尾座長)

柴田さん、どうぞ。

(柴田氏)

水野さんたちの施策の成果で、こと年金運用については、情報の透明性の担保には大きな進展が見られる。一方で、先ほどの松尾先生の話と共通するが、年金制度の全体像は分かりにくい。コメントできないかと裏付けの数字を見に行くと、肝心の部分の数字については、なかなか分からない。私の力が足りないこともあるかも知れないが、全体像を要素ごとに分解して分析しようと思うと、よく分からない。

日本の公的年金は基本的に賦課方式だから、賦課で回らない部分は、税金で補てんして、さらに足りない分は GPIF から回す。情報源を報道だけに頼ると、この単純な姿さえもなかなか分からない。

それでも少し調べようとすれば年金の1階のところは少しは分かる。しかし2階のところになると、二つの部屋に分かれていて、分かりにくい。その一つの部屋の報酬比例部分については、どの報酬にどう比例するのか、果たして財源がファンデッドなのか、アンファンデッドなのか、すぐには分からない。想像するに、たぶんアンファンデッドでしょうが・・・3階のところは企業の年金制度ですから、分かりやすいと言えば分かりやすい。

つまり年金制度全体については、素人には消化しきれないような詳しい数字の羅列の情報開示はあるが、基本的なダイナミズムについては分かりにくい情報開示になっている。基本的なダイナミズムを抑えないでマスコミが報道し、国会論議がそれに引き摺られてしまう。「株が下がると GPIF のパフォーマンスが下がる。したがって、年金がなくなる」ぐらいの議論をしてしまう。GPIF というのは、年金制度の大切な部品ではあるが、全体的には大きな割合を占める存在ではないので、これほど事実から遠い議論はない。

実は、公的年金制度について何となくもやもやとしているのは、GPIF についての情報開示はあるが、GPIF 以外の部分、大きな基本的な仕組のダイナミズムについての議論がないところに理由があるのではないか。開示されている数字こそは詳しいけれども、分析不能である。経営コンサルティング的な視点で、「こうすればいいではないか」と仮説を立てて調べようとしても、全く分からない。全体像が第三者には分析しにくい。これが大きい課題だろう。

GPIF についての議論が、ガバナンスのあり方に集中しています。もちろんガバナンスを強化することは重要です。ただ、ガバナンスを議論するためには、組織のミッションが何であるかということを確認にすることはもっと重要です。組織のミッション、それを現場の人たちが執行部隊として実行する。これを監督する人たちの役割がガバナンスです。ところが、年金制度全体のダイナミズムについての議論がなおざりにされたまま、その中の GPIF のミッションは何であるかということを確認にされたまま、ガバナンスの議論をさせられている。これが立法作業にかかわった方々のしんどいところでもあったと思うし、GPIF の中で働く方々にはもっとしんどいところがあるのではないか。

GPIF に自主運用をさせていない今の仕組みは、非常に問題が多くもったいない話。国際標準とは言い難い。株主権の行使だけに話を絞っても、海外の年金基金では、自主運用をしていない部分、つまり第三者の運用機関に運用を任せている部分についても、自分の名義に書き換える。これと同じことを GPIF に許すだけでも、日本の資本主義の活性化には役に立つ。

事業会社の IR 担当者の立場では、「自社の株式を買ってほしい」、または「自社の株式の保有を継続して欲しい」と説得する目的の IR 活動の対象は資産運用会社になります。しかし、「株主総会で議案に賛成して欲しい」と説得する活動の対象は、年金基金などのファンド・オーナーになります。株主総会の時に年金基金に名義書き換えすることは世界的な常識ですから、反対する人はいません。日本株の名義書換えをすることに抵抗が強くて難しければ、外国株の名義書換えや自主運用については、道を開いても良いのではないかと。

世界的に見ても非常に大きい金額を外国株に投資している GPIF という存在があるのに、GE のイメルトのような経営者が IR のために日本を訪問することはない。これが日本の国としての競争力を弱めている理由の一つ。日本よりは小さい経済規模のシンガポール、その投資会社である GIC にはイメルトが訪問するし、両者はツーカーの仲になっている。

結果としてシンガポールの首脳部は常に世界の情勢について、最先端の機微情報を持つことになる。このメリットは計り知れない。国家戦略の策定に役に立つ。二つ目はビジネスの関係でも役に立つ。飛行機に乗ってシンガポールを訪問する以上、GIC を訪問するためだけでは勿体無いので、ついでに商売をしていく。三つ目になるが、この会の主題である運用についても非常に大きい意味がある。すなわち、世界で何が起きているか、その肌感覚が手に入る。例えばそろそろどこかの国が怪しいから、国別のアロケーションを絞る。こうした意思決定は、生きた情報がないとできません。

せっかく生の情報を引き寄せるだけの規模の資金力を持っている GPIF、その影響力を使わせない今の体制は国家戦略上もつたいない。少なくとも海外の株式については、GPIF が自主運用を出来るようにして、株主権を行使できるように変えるべきではないかと。

(西氏)

現実的な喫緊の話題ということで、パッシブのエンゲージメントについて、ちょうど 1 年前、ここで岩間さんにその可能性を聞かれて、いや、それはちょっと難しいという話をしました。当社は今度 10 月に合併するのですが、今はどうかというと、がぜんやる気になっているわけです。そういう意味では、この 1 年間、私はすごく変わったと思います。

やらないといけないというよりは、確かに最初におっしゃられたインベストメントチェーン的な効果の中で、アベノミクスでせっかく上がってきたものが、なかなか資産効果が出てこない中で、マイナス金利も一つのショック療法ではあるのですが、やはり正攻法は株などが上がってくることで、これは大きな手段だということに私もだんだん気づい

てきたということです。

今、そういうことで、どれぐらいの人数をかけ、どのぐらいの回数、会社のカバレッジをやっていくか計算したりしています。おっしゃられたコストはある程度考えられるという話の中で、定型的なインフラに対するコストについての考え方が出てくるのではないかと思います。専属となる人間や人数、あるいは活用するアナリストの数、あるいは目標とするカバレッジの数とか、何かメルクマールの一端についてお考えがあるのであれば、ぜひお伺いしたいと思います。

(水野氏)

まず、結論から言うと、ご提案をお待ちしていますということですが、正直言って、これは私の部下にいつも言っていることですが、GPIFの今のチームと委託先のチームで比べると、委託先のほうが、確実に専門性が高い。そういうチームにどのように働いてもらうかということを考えると、そういうプロのチームには自由にクリエイティビティを発揮していただきたい。自由にしてさしあげる代わりに、ガバナンスとアライメントはきちんとしてもらいます。こういう構図で考えています。

お気づきかと思いますが、私の就任以来やったマネジャーのセレクションにおいて、運用のガイドラインに関しては、基本的にはマネジャーの希望どおりにしています。以前はGPIFがこういうものはやりたくないとか細かくやって与えていたのですが、それではせっかくのプロの運用チームの創造性が発揮できないと思うので、逆に運用のガイドラインについてはマネジャーの方々の希望を、我々の法律や基本ポートフォリオの精神に合わないものだけを除き、おっしゃるとおりにしています。

その代わり、自由にやらしてもらうからには、プロを解き放つためにはガバナンスとアライメントが要ることなので、そちらのほうを明確にしてくださいというお願いをしているのが先ほどのことです。やり方については自由度を高めようと思っているのですが、パッシブもまさにそれで、我々より皆さんのほうがいろいろアイデアはあるのではないですかと、まずは申し上げております。

今は預けた先に持っている分はそのまま議決権を行使してもらっているのですが、我々としてはパッシブに期待せざるを得ないのですが、とりあえず今我々はパッシブのマネジャーに期待していますというメッセージを送っているわけです。なかなか期待に応える提案が出てこなければ、そもそもパッシブに期待することを我々は諦めなければいけないときが

来るかもしれないことは、頭に中ですでに考えています。

私が発言してから海外では話題になっているのですが、私はアグレッシブ・パッシブな運用を求めている。aggressively passive と私はそのとき英語で言ったのですが、パッシブだけど、アローアンスの中では十分やってほしいし、定量的なところに関しては自由に活動してほしいし、それにコストがかかる場合は明確に主張してほしいということを申し上げています。

普通、どんな業界でもコンシューマー・アンケートまでは取れると思いますが、買うかどうかは申し訳ないですが、確認できないと思うので、それはビジネスの商売のほうでリスクを取っていただき、開発してもらいたいと思います。本当に提案を楽しみに待っていると申し上げたいと思います。

(池尾座長)

大場さん。

(大場氏)

いろいろな角度の議論があり、これをどう整理するかはとても難しく、それは難易度が高いので座長にお任せするしかないのですが、いま話題になっていることで言うと、まずパッシブとアクティブの問題についての感想が一つあります。二つ目は、そうは言っても水野さんが CIO になられて企業と投資家の対話が活発化し、現実に対話の場でどういう変化が起こっているのかという事実についての報告が二つめです。三つ目は質問です。

まず、第 1 のパッシブとアクティブの議論で、最後に水野さんもおっしゃったのですが、日本の公的年金はパッシブ重視すぎるのではないかという点です。パッシブの戦略を有効に機能させるためにも、よりアクティブにどのように考えたらいいかというファンドがもっと多く出てこないとおかしいのではないかと思います。そうしないとパッシブ自体が死んでしまうのではないかと思います。アクティブ・パッシブも一つの戦略だと思いますが、パッシブのウェイトをどのようにコントロールするかということが大きな課題になるのではないかと思います。

これは別に GPIF だけの問題でないと思います。少なくとも、私がいろいろリサーチしている限りにおいては、わが国はパッシブ運用の比率が圧倒的に高い。これがマーケットの効率性を低下させている可能性は否めないのではないかと思います。これが第 1 点です。

2 点目で、水野さんがこういう取り組みをされていることも大変大きな影響を与えていると思いますが、上場会社と運用会社、アセットオーナーの場合もあると思いますが、対話にどういふ変化が起きているかという、私が一番感じているのは、上場会社の社長が直接訪問されるケースが急激に増えてきたということです。これは大きな変化だと思えます。両コードができたことに加え、GPIF のこういう取り組み姿勢がディスクローズされていることが大変大きな影響を与えているのではないかと思います。今まで IR 活動ということでは当然あったわけですが、社長が直接来てミーティングするのはそんなに多くなかった。これは劇的に変わったと思えます。

問題は、そういった会社がすごくフォーカスされている、つまり、限られた会社がそうなっているということです。残念ながら多くの会社はコード制定によつてものすごくやらされ感を持っているように感じます。私もコード制定時の委員を拝命していたので、そういう意味では批判されているのですが、余分な仕事が増えたのだといわれます。前向きに取り組む会社、運用会社のほうもそうだと思いますが、それぞれすごく限られていることを実感します。これをどのように輪を広げていくか。これを 1,900 社全部に広げるのは難易度が相当高いと思えます。ですから、今は限られた存在かもしれないけれども、影響力のあるグローバル企業が多いと思えますが、この輪をどの程度広げていくかは大きな課題ではないかと思います。

3 つ目は、質問ですが、私はこの仕事を長くやっているの、率直な感想を申し上げます、私が感じている GPIF のスタンスは 180 度変わったと思えます。何が変えたのでしょうか。今までは、例えば、こういう取り組みはむしろ前向きというよりも、国民の支持が得られないということで、むしろ封印されていた。これは何が変えたのでしょうか。それをなぜ聞いているかという、先ほど松尾先生も言われたガバナンスに通じるからだと思つています。水野さんがおられればこういうことをやるけれども、変わられたらやらなくなったということが起きないようにするには、どうしたらいいのかということです。

(水野氏)

分かりました。ありがとうございます。質問ではないところから申し上げます、アクティブ・パッシブに関しては全く同感で、いろいろなところで申し上げますが、われわれ独法評価委員では、もうアクティブはやめたらどうかと毎回言われています。というのは、アルファは大して出ないのに、人を雇ってやる必要があるのかということをおかれて

います。正直、私はフィー控除後でアルファが出ていないことは、委託先にも文句を言いたいわけですが、うちのチームと私の責任だと考えています。

ただ、一方で、特に日本のマーケットにおいては、GPIF はアクティブを活用すると言いつけるのがベータを上げるための一つの責任だと思います。まさにおっしゃるとおりで、100%投資家が全員パッシブになったら、その段階でパッシブは全く効率的ではなくなってしまうということですから、アクティブマネジャーやいろいろな投資家がいる、その意見をすべて集約するからパッシブがイフェクティブなわけです。アクティブを GPIF がやりませんということは、マーケットに対しては相当ネガティブなインパクトがあると思っているので、ここまでアルファが出ないと正直しんどいのですが、アクティブはやり続けますということはいく、そこは決めています。

あとはパッシブの中で TOPIX はどうかという話はあると思います。SP ですら 500、日本で 2000 という数のインデックスがどうなのかという意味合いにおいては、パッシブのベータは真剣に考えなければいけないと思います。

JPX400 も他に先駆けて導入したのですが、残念ながらマーケットキャップウェイトでやるとなかなかアウトパフォームしないということですから、今回、ベータについてはスマートベータの活用ということを我々は一つ言っているのですが、どういうベータを我々はポートフォリオに持ってくるかということは、いま一つ大きなテーマとして中で議論しているところです。

エンゲージメントのその会議で CEO が来ることは大変うれしく思います。たぶん、大場さんのところに行けば、いい話が聞けるということで行っているのだと思います。私は事業会社のほうにも、運用会社を選んでいただいて結構ですと言っています。この運用会社に行っても、毎回アナリストと話しているようで、何の役にも立たないというところに行くぐらいなら仕事をしてもらったほうがいいわけです。

お互いに選ぶことになるのではないかと思います。運用会社もきちんしている方々なら、ちゃんと CEO、CFO と話せないところとは投資したくないと思われることもあるでしょうし、事業会社も反対に、この運用会社と話しても時間の無駄ということもあるだろうと思うので、そこはぜひ真剣勝負をしてもらいたいと思います。

我々が上場会社にアンケートを行った一つの目的はそれで、我々は委託先のリストを送り、この中でためになる会話をされたのはどこですかと聞いています。一応、ここはだめというのは聞いていません。ここはよかったということしか聞いていません。それはそう

いう趣旨であるので、お互いに選び、選ばれ、切磋琢磨する環境ができることに我々は貢献したいと思います。

(大場氏)

運用の世界でよく言われるのですが、継続することの重要性というか、そういうものを担保するにはガバナンスをどうするかということが肝になってくるのではないかと思うので、そういう体制をぜひつくっていただければというのが私の考えです。

(水野氏)

まさにそれは私も同感です。我々が自立してプロとして動き始めたら、本当にガバナンスが要るということです。

そういう意味では、私は2年前に来たときに、ここにガバナンスは要らないよ。みんな放っておいても、そんなにはみ出さないしとっていたぐらいですが、タイミングとしては偶然かもしれませんが、今回のガバナンスが来年、再来年に導入され、ちょうどいいかもしれないと思っているぐらいです。

(大場氏)

最後に一つ申し上げると、水野さんがおっしゃったように、この業界全体の信頼度をどう高めるかということは、ものすごく大きな課題です。この前、当協会も加わっている資産運用等に関するワーキング・グループで議論が行われているわけですが、資産運用に対する信頼度の低さは、グローバルでもそう高くないけれども、日本は世界と比較しても低いです。エデルマン・トラストバロメーターというものがグローバルに調査されているのですが、信頼度指数 28 です。これは業界だけでという枠を超えているかもしれない。そうは言っても、私も一員なので何かやらなくてはいけないということで、日経新聞にお願いして、私の人事異動がなぜ証券会社欄に載るのだ。私は証券業はやっていない。7年前に私が社長になったときに苦情を申し入れに行ったのです。編集権の介入であると言われてきましたけど(笑)。

(水野氏)

そう言えば、このあいだ柴田さん、応援演説をありがとうございました。たいへん本質

的にいい記事を書いてもらいました。本当に私は思っているのですが、ぜひ周りの方も一緒に声を上げていただきたい。例えば、このスチュワードシップで、出向の役員はどうかというような話は運用会社の方、特に日系の運用機関に厳しいことだと思います。

この機会に一つ誤解を解きたいと思うのですが、どうも水野は日系の金融機関を毛嫌いしていると思われるようですが、本音を言うと、別にこんなことをやる必要はないのです。こんなことを言わなくても、私が来る前に GPIF の日本株のマネジャーセレクションは終わっているのですが、私はそれを見てびっくりしたのですが、ほぼ全部外資です。日本株の運用で GPIF の委託先がほぼ外資という状況は大丈夫なのかと正直思いました。

海外のアセットオーナー、CalPERS や CalSTRS が例えば日本株のエンゲージメントをやっています。どこを使っているのか。ベイリー・ギフォードを使っていますとか、みんな外資です。なぜ日系を使わないのかといたら、ガバナンスがなっていないでしょうと言うわけです。それを私としてはある意味代弁しているつもりで、日系の金融機関もそういうことを気をつけないと、海外の年金資金も入りませんよという意味合いで言っています。

わざわざ私はこんな嫌われ役をやらなくても、単に選ぶだけなら私が来る前の日本株のマネジャーセレクションと一緒に、黙って外資ばかり選べば済む話ではあるのですが、私はそれでは日本の資本市場はまずいのではないかと本当に思っているので、そういう意味では、皆さんにはあまり耳障りのよくないことも言わなければいけないと思います。

本当の私の希望は、日本はこれだけの資産があるわけですから、アセットマネジメントという産業は当然、産業としてももう少し発展しなければいけないと思います。そのためには海外の年金が日本株を買うときに、日本のマネジャーは論外だと言っていてはいけない。GPIF が日本株のマネジャーは要らない、外資ばかりというのはいけないだろうということです。そういう意味合いから日系企業の方々にはあまり気持ちよくないかもしれませんが、意見を言わせていただいていることを理解していただくと助かりますということです。

(松尾氏)

大場さん、どこが信用が高いのですか。どの業界が、信頼度が高いのですか。

銀行もだめですか。

(大場氏)

金融業として位置付けられているところはみんな低いです。テクノロジーのような実感ができるものが相対的に高い評価です。自動車などは静かだとか加速がいいとか、実感できるじゃないですか。レストランならおいしいとか。ところが、金融は概念だから難しいと思います。

それともう一つ、金融は事件が起きないと記事にならないのです。だから、GPIFのパフォーマンスのようなものです。マイナスときには大々的に取り上げるけれども、プラスのパフォーマンスのときも取り上げられる時はあっさりとした記事になりがちです。

(水野氏)

あのパフォーマンスもぜひ皆さんに言っていただきたいのですが、普通、資産運用業の評価は絶対リターンで評価されているところはあまりないです。そういう意味では、我々も基本ポートフォリオに対する運用成績でアセットマネジャーとしては評価してもらわなければいけないと思うのですが、今のところ、それを表立って言ってくれたのは山崎元さんだけです。

我々も今回の発表からは、基本ポートに対し我々の資産アロケーションやマネジャーセクションにどういう結果が出たか出そうと思っているので、そういう意味では、そういうところもぜひ皆さんから、GPIFは運用者としてはそんなに悪くないのではないかということをお願いしたいと思うわけです。そういう意味でも、資産運用はどうやって評価されるのかとか、何が仕事なのかというところの理解が全然ないので、ここはぜひ皆さんにご協力いただきたいと思います。

(岩間会長)

パフォーマンスをどういう具合にディスクローズするか。これはおっしゃるとおりで、株のマーケットが沈んだから、それに張っていてだめになったとか、そういう単純な社会的なノリで評論されるのは国民の利益を全く損ねていると思います。どういう具合にされようと考えていらっしゃるのですか。

もう一つは、GPIFがマネジャーを評価するときの評価基準がもう一つ、我々の業界からすれば、なるほどというものであるべきだ。どこまでできるかどうかは別として、その2点を私はいま心配しています。

(水野氏)

ディスクロージャーに関しては本当に難しいと思います。透明性を高めろ、高めると毎回言われているのですが、私は入ってすぐラッセルに調査をさせました。世界の公的年金に比べて、GPIFの透明性は高いのか、低いのか。そうすると、もともと全然低くなかったのです。ただ、大臣から来る中期計画も全てそうですが、透明性のさらなる向上と毎回書いてあります。

それで、透明性とはいったい何かという議論から始まったのですが、7月末にディスクロージャーをすることがガバナンスのなさだと昨日もある大学の先生に言われました。なぜあのようなになったのかと申し上げると、昨年までは実は全く決まっていなかったのです。毎年毎年、いつ出すのだ、いや、分かりませんとやっけていて、1カ月単位でずれていたのです。

私は最初から、毎年決算発表の日がちが違うなんていう組織が信頼されるはずはないと考えていました。ところが、これが日本的だと言われてしまうのかもしれませんが、今までやったことがないからとりあえず段階的に今年の1年だけと出した瞬間に、参院戦への政治的な配慮だと言われてしまった。

現在、岩間さんのところにも、ほかの協会にも申し上げているのですが、いま保有銘柄の公開という大きな議論をしています。私は原則、即時公開するべきだと思います。これに対してはいろいろな団体にどうでしょうかと議論を求めているのですが、投資顧問業協会もそうですが、マーケットへ配慮して、一部の公開もあり得るかなというコメントばかり出てくるのですが、マーケットへの影響とは何か。一部公開すると何が起ころのか。

今まで全く公開していなかったわけだから、それを200社公開しても進歩じゃないですか。しかし、たぶん200社公開した瞬間に、この下に変なのを隠しているだろうと言われるに決まっているわけです。いやいや、昨年まで真っ暗でしたよというのはGPIFの場合は通用なくて、今回のリスクのヘッジもそうなったのですが、基本的にデータは出せるものは出そうと考えています。

一方、メディアとの関係性で言うと、皆さんお気づきになったかどうか分かりませんが、最近のうちのプレスリリースは全部エグゼクティブサマリーを付けています。これはなぜやるようになったかという、私が来て1年間いろいろ言ったのです。例えば、基本ポートについて何か資料を出すでしょう。必ず、いや、もっと分かりやすく説明すべきだとい

う意見が出ます。すごく分かりやすくかみ砕くと、今度は素人っぽいとか適当にやっているとされます。

それで最近は何をしているかというと、エグゼクティブサマリーを2ページ読めば、普通の社会面の記事は書ける。しかし、もっとちゃんと見たいというプロの人のためにはデータ集を付けています。分析したい方はこちらをどうぞ、と。

できるだけデータをたくさん出し、そういうものを必要としない人にはどうやってかみ砕いてやるか。しかし、かみ砕きつつも、適当にやっているとされたくないような組み合わせをやらなければいけないのが、GPIFの難しいところだと思います。

マネジャー評価については、我々の基本ポートフォリオで与えられている評価ベンチマークがあり、これがGPIFのもとになるものです。これと最終リターンの間がGPIFの運用成績ということになるのですが、それをマネジャーベンチマークとマネジャーベンチマークに対するアルファに対して分解しています。内部でも責任を分け、投資戦略部というところにストラテジスト部門をつくり、そこで資産のタクティカルアロケーションのようなものを行い、マネジャーベンチマークの分散はそこと投資委員会で決めようとしています。

運用のフロントの、たぶん皆さんが普段接しているチームは、そのマネジャーがこれを使いますと言ってきたマネジャーベンチマークからアルファが出せるマネジャーを選んでくれとしています。だから、マネジャーベンチマークと我々のベンチマークの乖離に関しては、アセットアロケーションとして我々が責任を持つということです。

ですから、それぞれ自分が一番運用にふさわしいと思うマネジャーベンチマークを自由に選んでもらいたいと思います。今まではほとんどみんながバークレイズ総合とか一緒だったのですが、そういうコミュニケーションがおっしゃったように敷居が高くて伝わってなかったとしたら不徳の致すところですが、自由に選んでくださいということはかなり明確に申し上げているつもりです。だから、我々はマネジャーベンチマークと、どれだけアルファが出ただけで評価しましょうというように考えています。

(岩間会長)

これは明確になっているわけですね。

(水野氏)

かなりはっきりしています。

(大場氏)

期間は？

(水野氏)

対象資産によっても期間は変わってくると思いますが、一応このように言っています。今までは逆に3年見て決めますと言って、3年はだめでも、おかしいですねと言って3年過ぎていたのですが、今は毎年公開するので、毎年2年目にチャンスを与えるかどうかは考えろと自分たちのチームに言っています。

だから、1年目マイナスで、2年目マイナスで、3年目やって、またマイナスといたら、そのときはマネジャーだけの責任というわけにはいかない。自分で意識してコンシャスに、このマネジャーにはまだ時間をあげるべきだというのなら別に自由にやったらいいのではないかと思うのですが、一応、毎年毎年見直していくことは重要で、結果として3年のところがあったり、5年与えるところがあったり、2年でやはりだめだということもあります。逆に言うと、そういうリジットなサイクルから離脱をいま図っているところです。

(渡邊氏)

ガバナンスについて一つ、紹介したい例があります。昨日、弊社グループの株主総会だったのですが、委員会設置会社ということで、12人の取締役のうちの7人が社外ということで、いろいろ質問を10件ぐらい毎年受けるのですが、昨日はそのうちの3分の1ぐらいが社外取締役に対する質問でした。

実際にどういう機能を果たしているのか。あなたは社外取締役の立場で、この会社についてどう思っているのか。ほかの会社と比べ、どういう意見を持っているのか。個人株主が多く出席されていると思いますが、そういう人たちから社外取締役の方に名指しでご意見をお伺いしたいというような話がかかなり含まれていて、明らかに中身の構成が今年になって変わっています。

それと、先ほど大場さんがおっしゃっていたパッシブとアクティブの話ですが、もう少

し現実的な話をすると、弊社の場合は当然のことながらアクティブハウスを標榜しているのに加え、パッシブのマーケットも ETF の運用もしているわけです。そうすると、アナリストの人がパッシブのチームに紐付けされているよりは、会社全体でどれぐらいのリサーチのチームを持っているかという話になり、現実的には昔 GPIF さんからマンデートをいただいていたようなものが今はなくなっていることもあり、アクティブの残高は少なくなっているわけです。

しかし、今後またそういうときも来るだろうということで、アナリストや運用者はそれなりに数が残っているので、エンゲージメントをするときの主力部隊は基本的にこちら側から出ているわけです。しかし、実際の議決権の数は圧倒的に ETF を通じて持っている部分が大きいわけです。恐らく、パッシブでいただけるようなフィーをもって、こちら側のチームを生かしていけと考えるのですが、現実的にはそんなに簡単ではない。だから、もう少しこちら側（アクティブ）の運用資産を増やしていただけるような。

もちろん、それは我々のパフォーマンス次第ということでしょうが、現実的にエンゲージメントをより進めようと思った場合は、40 兆円運用資産がある会社でもどうですかと言っているわけで、年間うちに訪問されるミーティングの件数が 1900 件ぐらいで、半分ぐらいが社長や CFO、あるいは役員、ディビジョンメーカーの方です。その人たちにお会いして、1 時間ミーティングしてということを各セクターで対応する。これを維持しながら業務を遂行していくのは、かなりコストがかかるビジネスであることは間違いなくて、恐らくそのコストをパッシブのマンデートから捻出するのは難易度が相当高いのではないかと。現実的にはそのように感じられます。

(水野氏)

ありがとうございます。パッシブ・アクティブの人材のリソースの配分については十分、問題点は認識しています。逆に言うと、アクティブとパッシブのアナリストが一緒に、議決権も実質一体的に行使されていることは、場合によってはそこにコンフリクトが起こる可能性すらあると思います。

例えばアクティブだったら、今年の配当はやたら多いほうがいいわけです。しかし、パッシブはそれは別に分からないので、アクティブマネジメントで持っているところにパッシブでたくさん持っていれば、そこで配当を多くしろと言う可能性はある。だから、アクティブとパッシブの間の潜在的なコンフリクトがあることも認識しています。

一方で、私どもがお支払いしているようなパッシブでは、別チームをつくるのは無理だという事態があるのも認識しています。これは、私はかなり明確に上げているのですが、全てにおいて運用機関の方々が100点満点の回答をしてもらうことは当然想定していなくて、それぞれの環境の中で我々の意向に応えるために、こういうことをやっています。例えば、親会社の関係でアクティブ・パッシブ、いろいろな関係でコンフリクトができたときに、どういう組織でそこを判断するシステムになっているのですかとか、そういうものを見せてもらうことが、まず一歩目ではないかと思います。

マネジメントフィーは、トータルではうちは確かに安過ぎるということは最初から思っています。しかし、繰り返しになり恐縮ですが、フィー控除後でアルファが出ていない状況で、突然払い始めるのも難しいという事実もあり、これはお互いに払えるように頑張らましようということしかないのではないかと。

あとは成功報酬型を導入していくことしかないのではないかと。

ここも少しチープな言い方で、好きな言葉ではないのですが、いわゆる win-win にならないと、運用会社の人たちがパフォーマンスを上げてもらい、うちはそれに気持ちよくフィーを払う状況に最終的にはもっていかないとだめだろうと思います。十分、その辺は認識しているので、できる範囲でやってみせてくださいということです。

(鹿毛氏)

後半伺っているだけでも大変インプレッシブな話であると同時に、先ほど大場さんがおっしゃったように、明らかにこの数年、変わってきているわけです。それを先頭に立ってやっていたら、本当にご苦労が多いのだろうと思います。

民間の年金や運用機関だと、当然、最も効率的にやったところが勝ってくるので、ある程度合理性はあるのですが、例えば7000万人の国民が最終的なオーナーになってくる公的年金のようなところで、どうしてもそこで求められる運用は、国民の平均的経験・知識水準とそんなに大きく離れられないという限界があると思います。プロフェッショナルがもう少し進んだものを考えても、現実には受け入れられない部分は日本に限らずあるのだろうと思います。

これまで国民の意向を反映した経営と運用が行われていたところが、むしろもう一歩前に出ようということにより、言ってみればグローバルスタンダードに近いところに進んでいく効果も出てきていると同時に、摩擦も出てきているのだろうなという感じがして、大

変ご苦労されているのだらうと思います。政府もその意味では、こうした変化を大いに後押ししていることでもあり、全体としていいほうに向かっているのだと思います。

GPIF だけでなく、公的年金の運用に関し国民の理解レベルを上げていく意味で、運用機関サイド、いわば運用のプロのサイドでも果たすことも大きいと思います。今日のテーマは運用会社に対する期待というものですが、第一の質問としては、水野さんが努力されておられるような日本のマーケットのレベルを上げていくことに関して、運用機関サイドでどんなことが必要でしょうか？。

第二に、パッシブ運用の問題です。私がいた当時の企業年金連合会は Russell/Nomura 1000 というベンチマークを使っていました。それでも 2 割から 3 割は社長の再任に反対する議決権を行使するのです。そもそも社長が認められないような会社に反対しながら投資は継続するののかという疑問を持ちました (笑)。つまり、これはユニバースそのもの、ベンチマークそのものが間違っているのではないか。大場さんがいつもおっしゃっているご意見で、本来、投資適格なユニバースを検討対象として考えるべきです。そのユニバースをベンチマークにして、パッシブ運用でやるのは合理性があると思います。そうでなくて TOPIX の 1800 社対象で過去 20 年間パッシブやっていたら、アベノミクスの前までは私の記憶では、TOPIX がマイナス 2.9% で、パッシブは定義的な誤りだったことになるわけです。しかし、その間もちゃんとプラスになっているユニバースもあったわけです。

この問題はなかなか通常の民間企業やベンチマークのプレーヤーだけでは対応できないので、どうしてもパッシブから離れられないサイズをお持ちになっている GPIF のようなところが意味のあるパッシブユニバースのベンチマークをお作りになられて、運用されるのが必要ではないかと期待するのですが、如何でしょうか？

(水野氏)

まず、2 点目からいきます。先ほども言ったように、ベータをどうやって最適化するかということは一つ大きな問題点として考えています。実は、我々は全て公開しているので、ウェブページを見ていただければ分かるのですが、たぶんみんなあまり気づかれていないかと思いますが、今年 3 月に GPIF はパッシブの定義を変更しています。パッシブはマネジャーがベンチマークだと言ったものに対し、トラッキングエラーを最小にして追随しようとするものというように読み替えをしています。

今までのように TOPIX 全体のマーケット全てをカバーするようなインデックスでなく

でも、うちはパッシブとしてできるという準備をしているので、そういう意味では、インベストブルユニバースをスマートベータ的に提案するようなインデックスが出てくれば、当然そういうものを活用するのだろうと思います。そういう準備をしたということです。

二つ目は、どういうことができるかということですが、我々がコントラバーシャルな議論に入ってしまったときに、皆さんに正論の声を上げてほしいのだと思います。例えば、今回の東芝の訴訟についてですが、当然、皆さんもお持ちですよ。当然これだけ出てしまっていますから、我々のマネジャーの評価では、東芝はどうかさいましたかと当然聞くわけですが、今のところ新聞報道によれば、調べたのは新聞記者なので、私は全然分かりませんが、どうやら GPIF だけしか機関投資家で訴えたところはまだないということなので、それについて皆さん、どうお考えなのか、逆に私は伺いたい。

もう一つは、今回の銘柄公開についても、残念ながら資産運用業界の中からでも慎重な声が出る。やはり、資産運用の信頼度を上げるためにも、使う、使わないは別にして、出さざるを得ないと思います。それに対しても業界の中でも慎重な声が出てしまうのは、資産運用業界に対する信頼度のアップにはつながらないのではないかと考えているので、逆にこれに関しては皆さんの意見をお伺いしたいと思います。

(岩間会長)

先ほどの公開の問題はいろいろ打ち合わせをさせていただき、最終版が出ていると思います。これは、我々としては基本的に積極的に考えています。ただ、マンデートにより、今そういうマンデートはお出しになっていないかもしれませんが、そこを懸念しているだけです。我々は少なくとも皆さんにお諮りしているわけではないですから、我々の判断でお出ししているわけですが、そういう意味で消極的ということではないことを一言申し上げておきたいということです。

(水野氏)

ちなみに、お伺いしたいのですが、例えば 3 月末の我々の保有銘柄を名寄せして、7 月末の年次で公開する。海外の年金に比べればすごく遅いのですが、それについて困るなど思われる方、ちなみにそれに関して賛成、反対といたらどうでしょうか。

(大場氏)

どういう形で開示するのですか。例えば、インデックスはみんな持っているじゃないですか。

(水野氏)

だから、うちが持っているものをパッシブもアクティブも全部名寄せして、トヨタは、うちはいくら持っています。それだけの開示です。

(大場氏)

マネジャーごとではないですか。

(水野氏)

マネジャーごとではないです。だから、それぞれの運用の中身は分かりません。

(水野氏)

皆さん、よろしいですか。では、このメンバーは全員賛成ということで（笑）。

では、続きまして東芝の件です。それもそういうことかと私は思います。運用業界、年金も含めて透明性が低いと、誤解も含め、ずっと言われ続けている状況に対処するには、今回も銘柄公開は思い切って全部いかないことには、中途半端なことをやったら、ますます資産運用は怪しいと思われるだけではないかと思っているので、ぜひ皆さんにはそちらのほうで声を上げていただきたいと私は思います。そういう具体的な案件で、みんなで声を上げていかないとなかなか難しい。国民はこういう具体的なことがあるときしか見ないじゃないですか。

(岩間会長)

東芝のケースですが、基本的にマネジャーはアセットオーナーから受託していますね。そして、そのアセットオーナーがどうするかということが必要ですよ。

GPIFさんはそういうことをはっきりされたということですよ。それは大変いい決断だと思いますが、マネジャーとして判断するときどういう形で動くか。オーナーサイド、究極の株主がどうするかということがあるから、これは語弊があるかもしれないけれども、

あえて言うと、企業年金の立場だとなかなか難しい面があるのではないかと思います。

(水野氏)

コンフリクトがありますから。

(岩間会長)

そこを、解決のある話ではなく甚だ恐縮ですが、今後いろいろ練られる課題の一つだろうと思います。

(水野氏)

特にパッシブのマネジャーだと、訴えるというインセンティブがないと思います。だって、みんな下がっているからいいでしょうという話になってくるので、私が今回思っているのはアクティブのマネジャーで、GPIF に対し、いやいや、これは訴えさせてくださいと言ってくる場所がないかなと一つは期待しています。そのときには東芝がオーバーウェイトしていたら負けてしまうわけです。そういうところが出てくるかなということが一つ興味を持っていることと、先ほどの話に戻りますが、必ず言われる GPIF がやればみんな動きますというような話が、本当に動くのかなというのは分からないと思います。

ただ、ここで私が言うのも何ですが、実は GPIF は過去にもそういう会計不正があった企業に対しては訴訟を起こしてきたことがあり、別に今回、東芝さんだけに、新聞を見たらそんな書き方に見えるので、逆に反論をするように言ったのですが、コーポレートガバナンス強化の流れの中で、東芝に対し厳しく当たっているということではなく、フィデューシャリー・デューティーの観点から、過去にも西武さんのときもライブドアさんのときもそうですし、最近であればフォルクスワーゲンも含め、内外ともに普通にやっていますということが重要ではないかと思います。

(鹿毛氏)

アクティブマネジャーはとっくに売っていて、持っていないのではないですか。それは半分冗談ですが、ただパッシブでも当然ディスクロージャーの不正によって損害を被ったのは、例えば昔、西武のディスクロージャーに関連して訴訟が何件かありましたが、あのときは GPIF は参加していますね。岩間会長が言われるように、これは本件に限らずコー

ポレートガバナンス全般について、日本だけでなく世界中で、企業年金は動きにくいという傾向があります。逆に言うと、非企業年金の場合、活動できる可能性が高いということはあると思います。

(水野氏)

これも岩間さんがおっしゃったとおりで、うちは自由度が全然ないので、なかなかコンセプトどおりにはいかない。GPIFのいろいろな法律を読んでいただくと分かるのですが、必ず市場に影響を与えることとか書いてあります。そもそも市場に影響を与えることと、フィデューシャリー・デューティーをはかりに掛けたときは当然、後者でしょうの判断基準だと思うのですが、しばしどちらも同じぐらいのウェイトで考慮というようになっていることが実際にあると思います。

たぶん、今回の事業会社に対する直接的な損害賠償のアクションは市場に影響を与えるのではないかと反論する方がいらっしゃるのではないかとことは覚悟しています。本当に当たるのなら、我々も考えますよ。例えば、我々が500億の訴訟を起こし、株価がバーンと下がったら、それ以上にうちもやられてしまうので、そういうことは考えますが、あくまで年金保険者の方々の利益が最大化するよという観点から考えればいいということだと思います。

実は、マーケットへの影響は、今回は銘柄開示に関して、なぜわざわざ投資顧問業協会に我々が聞きに行っているのか。普通、欧米なら、これはあり得ないと思います。うちが委託しているのに、委託先の相手に対しディスクローズしてもいいですかと言いに行くのはあり得ないと思うのですが、マーケットに対しての影響を防げという命題が法律上も至るところに出てきているので、そういう確認に行っているということです。それはおかしいと思えば、みなさん声を上げていただきたい。

(鹿毛氏)

マーケットに対する影響という意味はマーケットに対する影響により、GPIFが損害を被るかどうか、ということですよ。

(水野氏)

今で言うと、年金受給者の不利益にならないなら、やるべきではないかということだ

と思います。そこは議論の中では明確なコンセンサスがないと思います。

(松尾氏)

私は昔よく経団連と付き合っていました。日本はどうしてもメーカー系が強い。説明の仕方で、要は国民のためにやっているのですとうまく説明していただくことだと思います。今回のだって反発が経済界から必ず来ると思います。東芝は経済界の名門企業ですから。そこは覚悟の上でうまく説明していただくことと、私はお話を初めて気がついたのですが、そうか、厚労省の記者クラブは社会部なのだ。金融庁でも、私は社会部の取材を受けたことがあるのですが、大変ですよ。金融庁などは不良債権問題があったときに、一般の記者会見をするのと同時に、その後在京有力メディア、経済部長説明会とか、銀行アナリスト説明会とかクロードでやっていたのですが、合理的な考えの経済部の記者、あるいは経済部長を呼んでいろいろ説明会を開くことはやられているのですか。

(水野氏)

その辺はいろいろ難しいのではないのでしょうか。

(池尾座長)

話が尽きないのですが、そろそろ時間になりましたので、この辺で收拾させていただきたいのですが、コーポレートガバナンスも GPIF 改革も一応、成長戦略の中に位置づけて推進することになったことが大きいということだと思います。成長戦略全体は力強さに欠けるとかいろいろ批判を受けていますが、コーポレートガバナンス、GPIF 改革の面に限れば、それなりの前進を遂げているということかと思います。

それでは、ずいぶん長い間ありがとうございました。協会広報紙やホームページに概要等を掲載するというので、掲載する内容などについては事前に皆さまにお目通しいただきます。では、締めくくりの一言を。

(岩間会長)

今日は思った以上に活発な議論を喚起していただき、水野さん、ありがとうございました。ご一緒にいい方向に持っていくように我々も努力したいと思うので、今後とも率直な意見交換をさせていただきたいと思います。

(水野氏)

どうもありがとうございました。

(池尾座長)

ありがとうございました。なお、次回の当研究会は9月27日(火)午前10時より、ゲストスピーカーとして企業年金連合会運用執行理事の濱口大輔様をお迎えする予定でいます。詳細は事務局から改めてご連絡申し上げます。どうもありがとうございました。