

第 28 回経営委員会議事概要

1. 日 時 : 2019 年 9 月 30 日 (月) 9:00~12:10
2. 場 所 : 年金積立金管理運用独立行政法人 会議室
3. 出席委員等 : • 平野委員長 • 新井委員長代理 • 岩村委員 • 加藤委員 • 古賀委員
• 小宮山委員 • 中村委員 • 根本委員 • 堀江委員
• 高橋理事長
4. 議事概要

【議決事項】

- (1) 「理事（管理運用業務担当）及び理事（管理運用業務担当理事を除く。）任命に関する同意について」
理事（管理運用業務担当）任命に関する同意について、議決を行い、出席した 10 名の全委員の賛成により承認された。
理事（管理運用業務担当理事を除く。）任命に関する同意について、議決を行い、出席した 10 名の全委員の賛成により承認された。
質疑等の概要は以下のとおりである。

委員A ある程度中長期的に取り組んだほうがいいと思うが、どうして任期が 2020 年 3 月末となっているのか。

執行部 GPIF 法において、理事の任期は理事長の任期の末日以前と規定されており、理事長の任期が 3 月 31 日までとなっているため、理事の任期も 3 月 31 日までになっている。

- (2) 「年度計画の変更について」
- (3) 「運用リスク管理規程の改正について」
議決事項 2 及び 3 については、関連する事項であることから、まとめて説明し議決をとることで了承を得た。
為替ヘッジ付き外国債券については、乖離許容幅管理上、外国債券の資産構成割合から控除し、国内債券の資産構成割合に算入するため、平成 31 年度計画の変更について、それと合わせて運用リスク管理規程の改正について、議決を行い、出席した 10 名の全委員の賛成により承認された。
質疑等はなかった。

- (4) 「役員の再就職の制限に関する規程の改正について」
利益相反防止等のため設けられている役員（非常勤の者を除く。）の再就職制限（退

職後 2 年間、運用受託機関等への就職の自粛) について、確保すべき人材の高度化の観点から、国家公務員及び医薬品医療機器総合機構に倣い、これを廃止するとともに、法律で義務付けられた退職後 2 年間の金融事業者への再就職の届出について、2017 年のガバナンス改革の趣旨を踏まえて、経営委員会に報告することとするため、役員の再就職の制限に関する規程の改正について、議決を行い、出席した 10 名の全委員の賛成により承認された。

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員B　　国家公務員は 2008 年に届け出制になったのに、GPIF では、2010 年に新たに退職後 2 年間、再就職制限が課されることになった。国家公務員の規定に準拠されるべき GPIF が、どうして国家公務員よりも厳しくすることになったのか。

執行部　　2008 年の国家公務員の届け出制への変更については、そのもの自体を禁止するというよりも、天下りした人に便宜を図るなどの行為規制という形で法律が整備された。

　　独法では、2015 年の独法制度改革において、利益相反制度が本格的に整備され、2010 年当時はそういう行為規制制度が全く整備されていないという背景もあったかと思う。

委員A　　公務員の場合は、自ら襟を正す意味でも再就職先が公表されるが、GPIF ではどのような取り扱いになるのか。また、経営委員会にはどのように報告されるのか。

執行部　　国家公務員の場合は、内閣人事局が再就職先を公表しているが、GPIF は独法であり、再就職先の公表義務が課せられていない。また、経営委員会に対しては、理事長への届け出を受けたら、どの金融事業者に就職したか等が記載された報告書の内容をそのまま報告することを考えている。

委員C　　経営委員会において何らかの判断をすることではなくて、単に届け出を受けるという理解でよいか。

執行部　　その予定にしている。

委員D　　資料の中で、人材確保の容易化と書かれているが、これでは、手間がかかるから、手間がかかるないようにしたいという印象を受ける。私はより高度な人材を採るために、余りそこを規制しないほうがいいという趣旨だと理解しているので、確保すべき人材の高度化と書いたほうがいいし、対外的にもそのように説明したほうがいいと思う。

委員長　　委員の発言のとおりである。人材確保の容易化ということではなく、確保すべき人材の高度化というような表現を使用することを条件にしたいと思う。

【報告事項】

(1) 「次期基本ポートフォリオの策定について (7)」
厚生労働省及び執行部から報告があった。

（2）「第4期中期計画策定スケジュールについて」

独立行政法人通則法第30条第1項及び第4項の規定に基づき、第4期中期計画（2020年度～2024年度）を作成するにあたっての今後のスケジュールについて、執行部から報告があった。

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員C 次期中期計画策定に資する調査研究業務において、有識者にアンケート調査を実施しており、収益率に関する質問についてほぼ100%が評価するという結果になっているが、この収益率は絶対収益を想定しているのか。

理事 絶対収益を想定している。

委員C 絶対収益については、ほぼ基本ポートフォリオで決まってしまうので、GPIFに対する評価という観点であれば、超過収益のほうがいいのではないか。

理事 内部でも議論したが、GPIFの運用はどうですかと問われたら、ほとんどの人が絶対収益で捉えるだろうと考えて、絶対収益を想定した質問になっているが、委員の指摘のとおり、超過収益についても試してみればよかったと思う。

委員長 今後の中期計画策定スケジュールについては、かなり立て込んだスケジュールになっており、中期計画と中期目標の策定がパラレルに進むことになる。従来から問題提起されているが、中期目標策定過程において、GPIFとしてどうやって的確なインプットをしていくのかという課題がある。厚労省から今後の資金運用部会での検討のイメージを教えてほしい。

厚生労働省 GPIFにおいて中期目標の策定作業が行われる一方で、資金運用部会においても10月3日に資金運用部会を開催して、次期中期目標に向けた今後の議論の進め方について、議論を始めていくことになる。資金運用部会でも何回か中期目標に関する議論を行うことを想定しているが、最終的には年明けに中期目標案について資金運用部会への諮問手続等を行っていく予定になっている。

委員長 GPIFが中期目標作成プロセスにおいてインプットする機会についてはどのように考えているのか。

厚生労働省 資金運用部会における議論の状況など、GPIFの中期計画の審議に資する情報については、経営委員会の場でも隨時、情報を共有したい。また、今後、資金運用部会で中期目標に関する議論を進めていくに当たっては、10月3日の審議にもよるが、GPIFからヒアリングを行うことなども含めて、資金運用部会の回し方を考えていきたい。

理事 基本ポートフォリオの議論に際しては、本来、各共済・GPIF共通のモデルポートフォリオがあって、基本ポートフォリオを議論するという仕組みになっている。会計検査院からは、モデルポートフォリオの議論プロセスを、事後的でいいので、きちんと公表して、検証できるようにするべきであると言われており、モデルポートフォリオをGPIFの中でどのように議論し、各共済とどういう議論をするかについては、事後的に検証できるような手続を踏まなければいけないという課題が

あることに御留意いただきたい。

（3）「株式の証券貸付運用の取り扱いについて」

資産管理機関を通じて実施している、株式の証券貸付運用の取り扱いを内部で議論した結果、次の通り対応することとしていることについて、執行部から報告があった。

①最終貸出先や用途等、透明性の確保が担保されない限り、株式の証券貸付運用は行わないこととする。なお、貸株の用途として市場の短期化を助長しないことが確認できる場合には、貸株取引のスキームを再度検討する。

②スチュワードシップ責任を果たすための方針を一部改定する。

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員E GPIF が長期的な観点から運用するというのはそのとおりだと思うが、短期の視点で運用している主体、GPIF のような長期の運用目標、運用期間を想定して運用している主体など、さまざまな取引者がいて、市場における流動性が担保され、公正な株価が形成されるというのが市場の仕組みだと思う。GPIF が長期運用を志向している、スチュワードシップが重要であるということには、全く反対しないが、例えばヘッジファンドがロングショート戦略で投資をしていることがおかしいとは思わない。そういう主体による取引によって、株価の流動性が担保され、公正な価格が形成されるという重要な役割を果たしているので、市場の短期化を助長しかねないという理由付けについては、納得できない。

委員F 空売りが短期化と関係しているとは思わない。むしろ、空売りによって、企業経営者に対していい意味でのプレッシャーが掛かり、中長期的に経営方針が見直されて企業価値が上がるという論文などもある。必ずしも空売りを助長していることが悪いということはないと思うので賛成できない。

委員B 空売りそのものが悪であるとは言わないが、GPIF が資産として持っている株を使って空売りされるということは、GPIF が持っている株の価値を下げることになる。ほかの人が空売りするのは仕方ないが、自分の株を他人に売らせて、値段を下げるなどを助長するというのはおかしいのではないかと思うので執行部の提案に賛成である。

委員C 貸株をすることと、短期志向を助長することの関連性については、もう少し研究してほしい。また、スチュワードシップとの関係については、レンディングファイアが下がってしまうかもしれないが、議決権が発生する権利日の前に戻すなどの条件をつけるということもあり得るのではないか。

委員G そもそも、運用会社に空売りを禁止しているのに、どうして GPIF が貸株を始めたのかがよくわからない。

理事 今回の議論の中には、運用実務的な矛盾と概念的な矛盾があると思っている。運用実務的な矛盾は 3 点あり、1 点目は、どうして日本株では行っていないのか。2 点目は、GPIF の運用委託先には、業務方針や運用ガイドラインなどで空売りし

ないようにと指示している。つまり、GPIF の運用委託先は株を借りることはできないのに、GPIF は GPIF の委託先以外の運用会社に貸株を行っている。3点目は、全ての議決権を漏れなく行使してほしいと指示しているが、貸株されているものについては行使されているかどうか確認できないということである。

3点目の矛盾を実務的に解決しようとすると、委員の発言のように議決権行使の日だけ戻すということになるが、企業側から見ると、極端に言えば 364 日ずっと空売りしている人に貸していて、議決権行使のときだけ手元に取り戻し、株主だと言って物を申すというのは、受け入れがたいのではないかと思っている。

GPIF の貸株がどんな目的で使われているのか教えてほしいとレンディングエージェントに確認したが、誰がどう使っているかもわからないという回答であり、GPIF の貸株が投機的な空売りに使われて、市場の短期志向を助長しているという懸念を払拭できない。

また、これまでの論文なども調べたが、貸株は市場の効率性を上げるとか、プライシング機能を高めるといった内容であり、長期的に見てそれがプラスなのかという研究はされていないと思っている。

最近では、フランスの規制当局がショートの活用方法について明確にすべきであるという意見を出しておらず、欧州ではレンディング収益は 100% アセットオーナーに返すという EU ルールに反して運用者が収益を得ているという欧州の市場関係者による指摘があり、米国でも当局が貸株について調査を進めているなどと報じられている。そういう動きもある中で、それらが全て決着するまで待つという考え方もあるが、GPIF としてはユニバーサルインベスターとしての責任を果たすという役割があると考えているので、執行部としては、そこで少なくとも用途が特定されるまでは貸株を行わないという結論になった。

委員 F レンディングで収益が上がっているので、中長期的な視点を重視してやめるとなると、受託者責任の観点から賠償責任などが発生するリスクはないのか。

理事 GPIF がユニバーサルオーナーシップとクロスジェネレーションインベスターの役割を果たすことでフィデューシャリー・デューティーを遂行できると考えている。

委員 F 実際に収益が上がっているので、それをあきらめることについて、反対、賛成の意思表示をするために議決してほしい。

理事 これは金額的に目立つからそういうわれているのかもしれないが、実際には、例えば執行部が投資すべきと思っても、運用の制約等によって得べかりし収益をあきらめることもある。執行の中では起こり得ることかと思っている。

委員 E 運用機関に対する空売りの禁止というのは、空売りをした場合に、理論的には株価が上がり続けると、無限大の損失が出るが、ロングポジションである限り、損失は資産価値がゼロになるまでに限定されているために、リスク管理の面で空売りを行ってはいけないことになっているのだろうと思う。運用機関に対する空売りの禁止と今回のレンディングに関する提案は矛盾していないと思う。

理事 事 運用委託先に対する禁止取引として、買占め等の仕手戦には参加しないことなどが業務方針及びそれに基づくガイドライン文言に定めてあるが、これらを決めた当時、GPIF が株の投資をするときに、懸念とされたものがリストアップされているのだろうと思う。委員の発言のような考え方もあると思うが、GPIF の運用委託先に対する禁止取引をご覧いただくと、一般的には矛盾していると感じる人のほうが多いのではないかと思っている。

委員D そもそも矛盾しているということを前提に議論がされているが、本当に矛盾しているのかというのはもう少し慎重に検討したほうがいいのではないか。私も空売りが禁止になったのはリスクが大きいからではないかという印象を持った。矛盾しているのであれば当然、整理するべきだと思うが、GPIF の長期投資家としてのスタンスと違うという説明とは少しずれがあると思っているし、そもそも矛盾しているのかについてきちんとした整理がされているようにはこれまでの議論を聞いていても思えない。

理事長 委員から御意見のあった訴訟リスクについては、確かに重い問題だと思っている。私自身も内部でずっと議論してきて、GPIF の長期投資家としてのスチュワードシップ活動のあり方などにもかかわる問題だと思っているので、本日の議論を整理して、基本的には一致しているところ、議論のあるところ、確認すべきところ、必要であれば議決すべきところに分けて、次回以降、再度、議論したいと考えている。

委員長 理事長からの提案に尽きていると思うので、次回以降、提案のとおり進めてほしい。

（4）「資産管理機関の総合評価の新たな考え方について」

2018 年度より資産管理機関の複数化を実施し、今後はより資産管理機関の選択の幅が広がると予想される中で、選択時に各社の強みや弱みを勘案できる総合評価方法に改めることについて、執行部から報告があった。

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員F 資産管理機関を複数化して、実質的に変えられるという前提もできて、このように評価方法を高めることができたのは非常に良いことだと思う。

（5）「在職中の求職規制への対応について」

利害関係金融事業者に対する在職中の求職活動については、一部例外を除き禁止されており、有期雇用である運用専門職員の再就職活動等の阻害につながるため、当法人が行う運用専門職員の採用活動にも支障を来たす懸念がある。利害関係が疑われないことを担保した上での対応について、執行部から報告があった。

質疑等はなかった。

(6) 「コンプライアンス案件についての報告」

委員から報告があった。

以上