

第 32 回経営委員会議事概要

1. 日 時 : 2019 年 10 月 24 日 (木) 13:00~16:00
2. 場 所 : 年金積立金管理運用独立行政法人 会議室
3. 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

【審議事項】

「第 4 期中期計画策定にあたって (組織・人員体制)」

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、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 A 資金運用部会用の資料の中で、あえて分散投資を言う必要があるのか。超長期投資家でなくても分散投資をするのは当たり前であり、何がメッセージなのか。
- 執行部 分散投資は当たり前ではないかという委員の御意見はそのとおりだが、資金運用部会から要望があり資料として用意している。
- 委員 B 第 4 期中期計画の組織・人員体制についての資料の中で、強化が必要な 4 分野の記載があるが、基本ポートフォリオからの超過リターンという意味では、アセットアロケーション配分の変更、ベンチマークの工夫、アクティブマネジャーの選定の 3 つがあり、どこにどのくらいのリスクをとって、リターンを上げるかについての基本方針が示されていない。個人的には、基本方針が示されない中でどこにどのくらいの人員を配置するかは決められないと思っているので、基本方針を決めてから人員計画を決めるようにしてほしい。
- 理 事 今のところはコンセプトペーパーに近いので、強化が必要な分野のリストアップにとどめているが、委員の御意見のように、それぞれのライン別にプロジェクトを立てようとするれば、まず基本ポートフォリオ等の評価のルールが確定してから作業するのが本来の順番ではないかと思う。ただし、一般論として、オルタナティブ投資や伝統的な資産の運用については高度化できるところは高度化を進めていかなければいけないが、現時点では人材が足りない状態になっているので、その部分は少なくとも確保する必要がある。
- 委員長 それは中期目標段階の議論なのか、それとも中期計画段階の議論なのか。
- 理 事 本来であれば中期目標の策定と中期計画の策定の間にある程度期間がないとおかしいと思うが、実際には中期目標と中期計画があまり間をおかずに策定される

ので、こういう中期計画にしたいから、それに合わせた中期目標にしてほしいと提案することもある。現在の中期計画期間についても、途中でこんなところに人員が足りなかったとも思いながら業務を執行しているので、5年先までの計画を立てるといふ GPIF の現状を考慮して少し曖昧さを許容してほしいと思う。

理事　ここで4分野（①運用の多様化・高度化への対応、②サステナビリティを重視した投資活動の推進、③リスク管理・内部統制機能の強化、④先端技術の活用／データマネジメント強化）を示しているのは、この4分野について予算なり人員なりを投入していきたいという執行部の考え方なので、こんな分野もあるのではないか、あるいはこの分野はそんなに重要ではないのではないかなどの意見があると経営委員会と執行部とのコミュニケーションに有用なのではないかと思う。

委員長　4分野の絵については、過去にも見せてもらい、議論になっているので、基本的なところの認識は共有されていると思っている。

委員C　資金運用部会用の資料の中に、理解度や認知度などのグラフがあるが、何を言いたいのがよく理解できない。GPIF が国民のお金を預かって運用する上で、本来どのくらいの理解度や認知度などがなければいけないのかという目標値がない。普通は目標を立てて、それに近づける活動をするのではないか。どの程度の水準が適切かはわからないが、正しく GPIF の活動を理解してもらって、正しく評価してもらう必要がある。

理事　GPIF の評価を議論する資金運用部会において、透明性を高めたという自己評価を出したら、それによって国民の信頼度などが上がっていなければ意味がないという御意見が委員からあったので、今回の資料の中でアンケート結果を出している。御意見のとおり、GPIF のことを認知していない人にどうですかと聞いてしまうのは公的なアンケートのそもそもの欠点だと思うが、国民全体が対象とならざるを得ず、どの程度の信頼度が必要かという厚労省や政府全体より高いなどという評価を考えるしかないのではないか。

執行部　四半期ごとにアンケートを実施しているが、回答者が重複しないように実施しているので、時系列で追っても余り意味がないと思っている。また、GPIF のことを知らない人のほうが圧倒的に多いので、この数字自体にどれほどの意味があるのかと言われたら、社会全体として GPIF に対する雰囲気といったもので評価をしているのだろうと思う。

委員長　そのとおりだと思うが、仮にこの数字をどう読むのかと聞かれたら、どのように答えられるのか。

執行部　累積収益に対する認知度が一つのポイントではないかと思っている。GPIF のことを全く知らない人に対して実施しているアンケートではあるが、GPIF が単純に何兆円損した、得したということだけではなくて、これまでにどのくらい活動してきて、どういうプラスマイナスを得ているかということまで知っているかと聞いたら、認知度が右肩上がりですべており、これについては一定の評価をしていいのではないかと思っている。

委員C 資金運用部会の委員に GPIF として何を伝えたいか、何を理解してもらいたいのかというのがあって、それに沿って資料があるといいのだが、やったことが全部並べてあって、何を言いたいのかというポイントがよくわからない。

執行部 もともと資金運用部会の委員から GPIF は広報に対する評価をしていないのかという御意見があったので、評価しているという現状をきちんと説明したいと思っている。

理事 補足になるが、これは一般の方々に対するインターネット調査になるが、この後の説明になるが運用機関に対してもアンケートを実施している。運用機関なので、GPIF のことをよくわかった上で、情報開示のどこを評価して、どこを評価しないかという結果が出てきているので、今回の資料には間に合わなかったが、両方合わせるのがいいと思っている。

【報告事項】

(4) 「次期中期計画策定に資する調査研究について」

第4期中期計画策定に資する調査研究業務として、GPIF の取組に対する見解や今後の期待について、有識者及び運用機関へアンケート調査を実施した。前回の経営委員会における有識者向けアンケート結果の報告に続いて、今回は運用機関向けアンケート結果について、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D スチュワードシップ活動の企業価値向上や市場の底上げについてはまだまだという印象を受けたが、今のやり方をさらに強化してやっていくということか。ここに意見として出されている他のアセットオーナーとの連携も必要ではないかなどこれまでと違った手法をとることはないのか。

理事 部分によっては、海外のアセットオーナーよりさらに進んだ取り組みをしたり、運用会社が GPIF の発想についてくるのに苦労しているというところもあり、まだまだできることがあるということだと思うので、今は人手不足の状況にあるが、ある程度リソースができれば、幾つかのアイデアを実践に移したいと思っている。また、回答者は運用会社なので、彼らのビジネスのバイアスもかかっているのも感じられるが、GPIF の業務を具体的に知っているのも、バイアスがかかっていないところはかなり現実的な回答になっていると思っているので、そういうものも取り入れていきたいと思う。

委員A 新実績連動報酬体系についてのアンケートについては「評価する」という意見が予想以上に多いが、どういう人たちが評価しているのか。

理事 新実績連動報酬体系導入のときも、その後のフォローアップとして運用会社のトップと会った際には必ず議論してきたが、どちらかといえばブティック系や欧米の運用会社からは歓迎しているという意見が多かった。

理事長 我々から実際に運用を委託されている運用会社とそうでない運用会社を分ける

と、運用を委託されている運用会社の多くは評価している。ただし、委託されていない運用会社はまだわからない部分があるので、少し不安感があるのではないかと受け止めている。

(1) 「監査委員会活動報告（2019年度第2四半期）」

9月にあった内部通報事案への対応として、監査委員会は、選定監査委員を選び直ちに調査を開始した。内容についての中間報告は9月30日の経営委員会でを行った。

内部規定の変更により、今年度から会計監査人候補者を監査委員会が選定することになったため、監査委員会として有限責任監査法人トーマツを会計監査人候補者として選定した。その後トーマツは、厚労大臣から会計監査人として選任された。

昨年度の監査報告について、理事長、理事及び部室長とのフィードバック面談を行い、業務課題の対応状況等の把握に努めた。

契約審査会に出席し、契約審査は適正に実施されていることを確認した。

高橋理事長と常勤監査委員が、独立行政法人評価制度委員会委員との面談を行った。常勤監査委員が、海外の年金ファンドにおける監査委員会の役割に関する調査として、現地でインタビューを行った。

以上について、委員から報告があった。

質疑等はなかった。

(2) 「次期基本ポートフォリオの策定について（8）」

厚生労働省及び委員から報告があった。

(3) 「株式の証券貸付運用の取り扱いについて（2）」

株式の証券貸付運用（株式レンディング）の取り扱いについて、前回の経営委員会における議論を踏まえて、（案1）透明性の確保が担保されない株式レンディングの廃止、（案2）外国株式レンディングの継続の2案をベースに論点を整理したことについて、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E 執行部の提案には必ずしも同意できない。GPIF の場合は大半がインデックス投資になっているので、売りたいくても売れない。そのような投資家は、ヘッジファンド等に代理で売却を実行してもらおうという考え方があると思う。ESG のGの強化という意味では、そういう意味があるのではないか。また、ヘッジファンドのロングショート戦略なども正統な投資戦略であり、そのような投資戦略を実行しにくくなるようなことをあえてやる必要があるのか。考え方としては、外国株式だけでなく国内株式もレンディングしたほうが一貫していると思う。

委員C 空売りのための貸株はやるべきではないと思う。一旦空売りをされても後で買い戻すのだから、株価は元に戻ると言われても、企業は毎日経営している。企業

の持続的な成長を求めるとともに、企業価値の向上を求めるために、スチュワードシップコードから始まって、コーポレートガバナンスコードが制定されているのに、政府から預託を受けている GPIF が手数料を稼げればいいではないかという考え方で本当にいいのか。

議決権の行使について、権利行使する 1 日だけ保有していればいいのではないかという意見があったが、コーポレートガバナンスコードは、コンプライ・オア・エクスプレインとなっていて、みんなコンプライしていると言っているが、実際はコードの精神に対してコンプライしていないものがある。形式的に合っていればいいとなっているのが問題だと言われているのに、政府関連の組織である GPIF が形式的に合っていれば、とにかくもうければいいという運用姿勢は、国民に誤ったメッセージを発することにならないか。

ガバナンスという面でも、企業の成長をリードするために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がつくられたので、ボラティリティーを高めることで収入を得るような仕掛けはやるべきではないので、案 1 がいいと思う。

委員 F 貸株というのは資産の有効活用という側面があると思う。実際にそれなりの実績を上げているので、それをやめるとなると相応の合理的な理由なり強い根拠が必要なのだろうと思う。これまでの説明は必ずしも十分ではないと私は受けとめている。

他の長期投資家は、そもそも貸株はだめだと言っているのか。リスクの問題と、貸株が倫理的な問題や市場に与える影響というのはまた別の話だと思っているので、他の長期投資家はどのような対応をしているのかを参考にしたい。

理事 もともと法的にも明確ではないので、いろいろな考え方を織り込んで、これで十分に強い理由、説明になっていると思っているが、委員が十分ではないと感じているということであれば、それは考え方の違いかと思う。ただし、前回の経営委員会で御質問のあった、空売りの禁止がどうして入ったのかについては、GPIF の業務方針や運用ガイドライン策定の際に参考にした年金基金に話を聞きに行ったが、恐らく長期投資家としてやるべきではないということだったのではないかという話だった。

海外の長期投資家には考え方がいくつかあり、資産の運用効率がいいと言っているところもあれば、リーマンショックの時の空売りのスパイラルを見て、こういったものに参加してはいけないと判断してやめたところもある。空売りがマーケットに有益で GPIF も参加すべきと考える方は空売り規制にも反対するべきだと思うが、実際クラッシュになるたびに日本でも空売り規制論が出ている。米国の某公的年金基金と話したときには、GPIF がやめると決めてくれたら、私たちも検討したいと言っていたので、その年金基金のボードでも同じような議論がされることになるのだと思う。

委員長 その米国の年金基金はどのような考え方なのか。

理事 その米国の年金基金では、貸株とスチュワードシップの関係はかなり前に問題になっていて、議決権行使権利確定基準日だけ取り戻すという対処法でずっとやっていたが、私から 364 日持っていない人がエンゲージメントと言って、堂々と経営者に意見を言えるのかと言ったら、悩み始めたというのが実際のところだと思う。今後どういう結論になるかはわからないが、その対応では不十分だという認識を持っている。

一律どういう対応があるというわけではなく、それぞれの年金基金で悩んでいて、局所的な対応をする年金基金もあれば、実際にやめてしまった年金基金もあるし、GPIF のように今悩んでいる年金基金もある。それと同じタイミングでスチュワードシップコードの改訂などいろいろなものが動いているので、欧米のスタンダードに合わせるという簡単な話ではなく、自分たちで判断しなくてはいけない。

委員A 1 日だけ買い戻すという議論については、買い戻すのではなくて、議決権行使権利確定基準日には返すという条件付きで貸しているだけである。議決権を行使するときに保有するということが重要なので、普段は倉庫に置いてあるので、倉庫に眠っているものを有効利用しましょうというのがコール付きの貸株のコンセプトであり、貸してしまっているから、その会社とは全然関係ないという議論とは違うと理解している。

理事 今回いろいろと調べてみてわかったのは、貸株の利用法は担保の提供かショートセルの空売りしかないので、有効利用という言葉ではなくて、議決権行使権利確定基準日には取り戻して、議決権行使をしているが、それ以外のときは皆さんの株を空売りする人たちに使われているということを堂々と言うべきだと思う。

委員A 投機的な取引を助長するという可能性を否定できないということだが、あくまでも否定できないだけであって、肯定もできない。

理事 どちらに举证責任があるかということだが、私たちとしては、それを調べるために、どこで誰が使っているかを確認したいと伝えたが、それは守秘義務によりできないと言われている。

明確にしておきたいのは、これはやめると言っているのではなくて、今の状態で貸株を続けるということは、GPIF のオーナーとしての責任に反するので一旦やめるということである。米当局とも話したが、彼らも透明であるべきであると言っており、透明性を確保できれば、再度、スキームを検討することになっているので、やめるという言葉は正確ではない。

委員G 長期投資家としての GPIF、あるいはその資金が国民の年金保険だということを考えると、社会的透明性というのは非常に重要であり、その透明性を第一義に考えなければならぬ。説明があったように、今の段階では透明性に非常に疑義があるということであれば、執行部案が非常に大きな選択肢になるのではないと思う。

委員長 執行部は、透明でもなければ一貫してもいないので是正するという考え方に立

っているが、一方で必ずしも合理的な説明になっていないという委員の意見もあったが、どの点がクリアになれば、合理的という説明になり得ると考えているのか。

委員F 長期投資家のスタンスと合わないという議論がしっくりこない。長期投資家は、短期投資家とは異なり、長期リターンを獲得するために運用しているのだから、短期の典型である空売りをしてはいけないとは言えると思うのだが、貸株は話が違うのではないかという前提からずれがある。

法律では安全かつ確実と書かれていて、中期目標でも最低限のリスクと書かれており、これらが反映されて、空売りが禁止されているのではないかと思っており、もともと貸株は違う話なのだろうという印象を持っている。

理事 もう一つ忘れてはいけないのは、GPIF はユニバーサル・オーナーなので、市場全体の健全性や持続可能性を意識して行動すべきであり、GPIF のポートフォリオだけでいいというのは、その観点が抜け落ちていると思う。また、最低限のリスクについても、最低限のリスクで長期持続的に運用するには、市場全体が健全である必要があるというのがまさにユニバーサル・オーナーのコンセプトなので、GPIF のポートフォリオの外だから何をしてもいいというのは、それに反すると思う。

外国株の貸株を続けるのであれば、外国株だけではなくて国内株でも貸株をやるべきだし、収益が上がるから中身がわからなくても貸し出すということなら、今までのように高い手数料を払っているのはフィー交渉が緩かったということだと思うので、再交渉する必要があると思う。公的年金として、これ以外の部分では透明性と言われているのに、これだけ不透明にも関わらずもうかるからいいのではないか、今利益があるからやめるにはよほどの説明が必要であるという意見には、整合性を感じない。

委員E レンディングは最終的に集計したら空売りに使われているというのは明白だと思う。不透明だということで、個別にどの株を誰が借りているか調べようとしても、例えばヘッジファンドであれば、どういう投資戦略なのかかわかってしまうため、それを嫌うと思うので、それは開示しなくてもいいのではないか。空売りを悪と考えるという考え方はヘッジファンドやロングショート戦略が悪だという考え方と同じなのではないか。

理事 ヘッジファンドはどういう運用をしているかわからないが、稼げればいいということであれば、ヘッジファンドについても検討するが、おそらくはGPIFでは通らないと思う。

委員E GPIF がヘッジファンドに投資してはどうかということを言っているのではなく、ヘッジファンドがロングショート戦略で投資するのは、ヘッジファンドの自由ではないかと言っている。それがいけないのだとすると空売りが悪であると言っているのと同じではないか。

理事 GPIF ではなぜヘッジファンドに投資できないかというのと、ショートするとか、

不透明ということで投資できないと考えてきた。前回の基本ポートフォリオの議論の中でもヘッジファンドの話が出ていたが、運用の不透明性、ショート、レバレッジの3つが問題だという意見があった。ヘッジファンドがいい悪い以前の問題として、GPIFはヘッジファンドに投資できないのにヘッジファンドが使うために貸すのはいいというのは整合性がないのではないかと思う。

委員D 個人的にはどちらかというと執行部案に賛成である。資料の中で問題点が挙げられているが、運用受託機関に対する空売りの禁止とGPIFにおける貸株実施という運用面の矛盾は明らかな矛盾だと思うが、最終貸出先、用途が分からず、GPIFの貸株が市場の短期志向を助長しているというのはかなりいろいろな議論があるので、運用面の矛盾あるいはスチュワードシップ活動との整合性という観点から見直すのがいいのではないか。

委員C コーポレートガバナンスコードについては、資本効率を有効に高めるように言われており、資本効率は一般的にはROICで測るが、そのROICとWACCから計算されるスプレッドで企業の成長価値を測ることが求められている。大量の空売りによって、TOPIXの動きよりも大きな動きをするようになると、 β 値が上がり、WACCが上がることになるが、そういうことを助長することがいいのか。

昔は持ち合い株が多かったのが、価格形成能力があったかもしれないが、今は相当持ち合い株を減らしてきており、それはコーポレートガバナンスコードでも求められていて、毎年チェックしている。改善されてきているにも関わらず、空売りに関連するもので、政府の方針と違うことをやるべきではないと思う。

委員長 本当にさまざまな論点が出たが、本日の議論はここまでにしたい。次回、結論を出したいと思うが、案の出し方については、本日の議論も踏まえて執行部と工夫したいと思うので、御一任いただきたい。

(5)「業務執行状況報告(2019年度第2四半期)」

2019年度第2四半期の業務執行状況について、理事長及び執行部から報告があった。質疑等はなかった。

【その他事項】

「海外政府組織におけるデジタルの動向と経営委員会メンバーのIT投資判断のポイント」について、ガートナージャパンから報告があった。

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員長 どの会社もデジタル化という話をしているが、ざっくりした定義はどのように考えたらいいいのか。またデジタルの効果がほとんど出ていないという評価があったが、どうしてそういう評価になるのか。期間が短くてまだ出ていないのか、やり足りないのか、やり方がまずいのか、何かヒントがあれば教えてほしい。

ガートナージャパン 最初の御質問のデジタルの定義については、新しいテクノロジー

を使ってデータを活用して、それを組み合わせることによって、今までにない新しいビジネスモデルもしくはサービスをつくるものをデジタルビジネスと呼んでいる。デジタルトランスフォーメーションと言ったときには、そういったビジネスに会社の伝統的なやり方を移すということを指している。

委員長 RPAはデジタルになるのか。

ガートナージャパン そのとおりである。ただし要素の一つなので、RPAを入れること自体がデジタルというよりは、仕事のやり方もしくは顧客に提供する価値を変更したときにデジタルトランスフォーメーションになる。

2番目の御質問の効果がでない理由については、世界中の企業を分析した結果、会社の基本文化要素や仕事のやり方も並行して実施している企業は高い成功率になっているが、それをやっていない企業はAIを入れたが何も使わなかったことが調査結果からわかっている。

委員E 政府組織と民間企業に違いがあるのか。

ガートナージャパン この調査結果はグローバルの政府機関の集計なので、実際に会って聞いてみると国によってまちまちである。

議事録の作成及び議事概要の公表（8月27日開催分）について承認を得た。

以上