

第 33 回経営委員会議事概要

1. 日 時：2019 年 11 月 18 日（月） 9：00～11：40
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】

「株式の証券貸付運用の取り扱いについて（3）」

「スチュワードシップ責任を果たすための方針」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。

株式の証券貸付運用の取り扱いについて、これまでの経営委員会における議論を踏まえて、透明性の確保が担保されない限り、株式レンディングは停止することについて、執行部から提案があった。提案は、今後、透明性の確保の状況等を定期的に経営委員会に報告し議論していくことで了承された。

質疑等の概要は以下のとおりである。

- 委員 A 「企業の長期的な成長を阻害する市場の短期志向を防ぎ」という箇所については、企業の長期的な成長を阻害する活動を防ぐというのは重要だが、「短期志向」という言葉が入っていると、短期志向が企業の長期的な成長を阻害するのではないかと誤解をされる恐れがあると思う。長期的な視点で企業価値を考えたとしても、例えばフェアバリューから株価が上がった場合は、短期で売却することもあり得るので、短期と長期という観点で企業の長期的な成長を阻害すると考えるのは、価値判断が入るので反対である。「企業の長期的な成長を阻害する活動を防ぎ」とすれば、投資原則のスチュワードシップ責任を果たすという観点からも整合的なので、修正してはどうか。
- 委員 B 市場には例えば個人投資家のように短期志向の人もおり、この書き方ではそういった人たちのことまで否定するように見えるので、委員の修正意見に賛成である。
- 委員 C 私も委員の意見に賛成である。GPIF が長期志向の投資家であるということについて異論はないが、市場にはいろいろなタイプの投資家がいると思うので、短期志向の投資家の取引行動を否定するような書きぶりは問題ではないかと思う。
- 委員 D 短期取引を否定するつもりで書いたのではないと思うが、誤解を与えないように修正したほうがいいのではないか。

理 事 委員は以前から企業や投資家などにおいて、長期的視野ではなく短期的視野に基づく行動が蔓延する状況は、短期主義、短期志向問題と言われ、経済、企業の長期的な価値の上昇を妨げる悪弊として問題視されており、この文章ではそのことを言っている。

委員長 これまでの議論を整理すると、執行部案にある短期志向という言葉を入れた趣旨は、投資家の短期志向が企業の長期的な成長を阻害するものであれば、それはよくないというものだが、この文章を素直に読むと短期志向そのものを否定しているようにも読めるリスクがある。そのリスクを回避するために「企業の長期的な成長を阻害する活動を防ぎ」で十分ではないかというのが委員の提案であり、複数の委員からものその提案に賛成があったので、委員の提案のとおり修正した上で議決したいと思う。

委員C 執行部提案の「透明性の確保が担保されない限り」については、透明性の確保が担保されているか否かをどのような基準で判断するのか。

理 事 透明性の確保については、GPIF の株を誰が使っているか教えてほしいとレンディングエージェントに尋ねても教えられないという回答であり、明らかに不透明な状態である。まずは最終貸出先のリストを入手して、初めてこれまでずっと議論してきた市場への影響が分析できる。透明性の確保が担保されない限り、株式レンディングを停止するという発表がきっかけになって、リストの公表に向かうのかもしれないし、米当局においても貸株の不透明性が議論になっているので、そういった動きの中で透明性は確保されるかもしれないが、まずはそのリストを入手するというのが、透明性の確保の第1段階であると思う。

委員D 1点目は、意思決定するにはまだ十分な情報がないと感じている。透明性の確保については、委員から発言があったように基準が難しい。理事からリストの公表に向かうのではないかという発言があったが、これがどのぐらいハードルが高いのかというのがわからない。ハードルがすごく高いのであれば、実質的に今後ずっと貸株をやらないということを今決めてしまうことであり、ハードルがそれほど高くないのであれば、条件つきでやるということになるので、意味合いがかなり違ってくる。

2点目は、逆に空売り禁止規定を削除した場合、GPIF の運用にどのような影響を与えるのかがよくわからないことである。運用者が実際にどういうリアクションをして、どういうことが起きるのかは確実にはわからないとは思いますが、その影響に関する分析もないので、情報が少なくて意思決定をするのが難しい。もう少し情報を精査して分析した後に、意思決定すべきではないか。

理 事 鶏と卵のどちらが先かというのと同じ議論になってしまうが、現時点では誰がどう使っているかもわからない、マーケット関係者に聞いても情報もないということなので、精査しようにも精査できない。アカデミクス分野でもこの分野の研究が進んでいない理由は、そもそも情報が公開されていないので進んでいないと認識している。少なくとも1年ぐらいこの議論をしてきて、その間に何度も情

報開示を求めてきたが、守秘義務があるので開示できないという回答だった。今回のリリースによって考え方が変わり、情報公開が進むのかもしれないが、世界で初めての取り組みをしようとしているので、貸出先リストを開示してもらうことがどのくらいのハードルかはやってみないとわからないとしか言いようがない。

委員長 委託運用機関に空売りを許すべきかどうかの件は一旦置いて、条件つきで株式レンディングを停止するのか、あるいは内外株式ともにレンディングを行うのかをまず決めた上で、もし内外株式ともレンディングを実施するというのであるならば、運用機関に対する空売り禁止規定をどう考えるのかという形で決定していきたいと思う。まずは条件つきで株式レンディングを停止するのか、内外株式とも行うのかに絞って意見してほしい。

委員E 貸株は過去何年間ぐらいやってきたのか。その間にどれくらいの収入があって、何か問題があるような事象が起きたのかを基礎材料として教えてほしい。

執行部 2014年に現在の基本ポートフォリオを策定するときに外国株式のベンチマークを変更したが、エマージングの株式に投資するので、コストを意識して貸株の議論が始まったというのが経緯である。

委員E これまでに市場で何か問題が発生したということはあるのか。

理事 繰り返しになるが、GPIFの株が誰にどういう目的で使われたのかが全くわからない状況なので、現実にはそれを精査する方法がない。

委員F どういうタイミングで課題意識になったのか。

理事 もともと疑問を感じたのは、今はどのアセットオーナーと話をしても、プライベート・エクイティをふやしたいと言っている。その理由はリターンだけでなく、ボラティリティが低いからであるが、空売りがないことも理由の一つになっている。その一方で、上場株は貸株等でその反対のことをやっているのではないかと思い、いろいろと調べ始めた。実は他のアセットオーナーでは、既に過去に議論になっていて、議決権行使権利確定基準日だけ取り戻すという対応をしていたり、リーマンショックの時に自分たちの貸株が負のサイクルを助長したのではないかと考えて貸株をやめていたり、いろいろな議論をしてきたことにより気づいて、GPIFでも内部の議論を始めた。

委員G 先ほど透明性の確保の具体策としてリストを入手するという発言があり、何に使われたかというところも確認しなければならないと思うが、それは貸した側は把握しているのか。

理事 借り手がわかれば、どういう用途なのかは大体わかるのではないか。前回、他の委員からも発言があったが、ほとんど空売りだろうと言われている。常識的に考えて、これだけの貸株料を払って長期に借りる人はいないので、ほとんどが短期のサヤ狙いだろうとは想像している。ただし、運用会社からの担保のニーズもあるのではとも言われているので、そういった点を確認しようと思っている。

委員長 牽制効果は少なくともある。

委員D 例えばリストの提示とか、どこまでクリアすれば透明性が担保されたのかとい

うのをもう少し明確にしたほうがいいのではないか。

理事 そのときには経営委員会で見てもらって議論したほうがいいと思っている。今はリストがないので議論のベースがないが、リストを分析した上で、この環境下でどういうスキームで貸株に取り組むかというのはもう一回議論すべきだと思っている。

委員長 「透明性の確保が担保されない限り、株式レンディングは停止」が執行部案だが、透明性の確保をいかに図っていくかについては継続的に検討し、経営委員会において議論するということを条件につけたいと思う。段階的に決をとりたいと思うが、そもそも株式の証券貸付運用の取り扱いについて、これを重要事項として経営委員会における議決事項とするのか、あるいは実務上の投資判断として執行部の裁量に委ねるのかを決めたいと思う。

理事長 委員長から発言のあったように継続的に透明性の確保についての条件やどういうマーケットなのかを調査して、必要があれば経営委員会で御議論いただくこととし、また、株式レンディングを停止している間、これくらい機会損失があり、それをどうカバーするのか、あるいはどのように考えるのかを定期的に御議論いただくこととし、執行部にお任せいただくというのはどうか。

委員F 私は理事長の提案でいいと思うが、もともと逸失利益の責任を明確にすべきではないかという委員からの問題提起があり、議決してはどうか、となったのではないか。

委員E 証券実務はよくわからないが、貸株のときは名義書きかえをするのか。

理事 日本の場合は、所有権の移転になる。

委員D 理事長の提案は、議決を延ばすという意味か。

理事長 そうではなくて、株式レンディングは停止するが、委員から発言のあった透明性の確保の条件などについて、定期的に経営委員会に報告するとともに、委員から懸念のあった逸失利益についてもできるだけ調べて、そのデータをもとに継続的に議論いただくことではどうかということである。

委員長 理事長の提案のとおり、執行部案を前提としながら、逸失利益や透明性の確保をいかに図っていくかという議論をしていくことにしたいと思うが、委員の皆さんはよろしいか。

理事長 確認になるが、外国株のレンディングを執行部の判断でとめることについてはご了解いただきたい。ただし、影響なり懸念点が大きいので、できる限り情報を集めて今後の議論の材料を提供したい。

委員E 執行部の活動の過程で、まず貸株を停止して、その上で相手方がどこに使っているかを開示するのか、どう対応するのも確認して、場合によってはその点も含めて今後どうするのか検討するということか。

理事長 そのとおりである。情報は積極的に提供したい。

委員F レンディングを停止する場合に起きるさまざまな状況については、都度、経営委員会に報告をして議論をするということなので、それでいいと思う。

理 事 今の理事長の提案について了承という形でよいのか、それとも議決をとった上で多数決で決めたという形でなくてよいのか。

委員長 私は了承ということでよいと思う。異論がないようなので、了承することにした。なお、3回にわたり議論してきた本議題の議事概要については、第33回議事概要の公表時に、あわせて公表することにした。

理 事 外部に公表する際には執行部のタイミングで公表することによりか。

委員長 それでいいと思う。

委員D 表現には注意して、市場にネガティブなメッセージを送らないようにしてほしい。

理事長 公表についても慎重に行いたいので、次回の経営委員会において公表案について議論してはどうか。

委員長 次回の経営委員会で報告を受けて、その議論を踏まえて公表することにした。

【審議事項】

(1)「第4期中期計画策定について(2)」

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、計画策定の方向性について、執行部から説明があった。併せて、組織・人員体制の充実に見合った事務所スペースの確保及び第4期中期計画予算における当該事務所経費の考え方について、執行部から説明があった。質疑等の概要は以下のとおりである。

理 事 プロ職を採用する場合には、ジョブディスクリプションが明確にあるので、一般のサラリーマンのように、ちょっとここが足りないからやってほしいというような兼務には無理があると思う。当初予定されていない業務や責任がふえる場合には、その対応を考えないと、今後 GPIF がプロ採用をふやしていく際の問題になるので、見直したほうがいいと思う。

委員長 理事の発言は、プロ職の採用を前提とすると、当然の方向感かなと思う。今は兼務しても報酬は変わらないのか。

理 事 兼務しても報酬は変わらない。

委員長 ジョブディスクリプションがはっきりしていないからなのか。

理 事 そのとおりである。例えば CIO はもともとプロ職として設定されたが、シニア人材の不足のため、もう4年ぐらいにわたってやむなく C I O が部長職を兼務するという状態が続いている。

委員長 どうして3年にわたって CIO が部長を兼務することになったのか。

理 事 GPIF の業務が急激にプロ化したので、本来はもっとプロ職を入れるべきだったが、急にプロ職が入っても組織文化として吸収しづらいこともあり、なかなかシニア層がふえなかった。

加えて、これは GPIF だけの問題ではなくて、シニアレベルでほかの組織にいき

なり入ってマネージするという人材が、日本の金融業界には余り豊富ではないということもあって、なかなか採用には苦労してきた。

シニア層にしては給料が安いことも採用を難しくしている。今後、これを一つの題材として考え直したほうがいいのではないかと思う。

委員A 組織・人員体制については、先日の資金運用部会で出された意見を紹介したい。職員数がかなりふえてきたということもあって、内部統制の機能を強化したほうがいいという意見が多かった。また、オルタナティブ投資については、ポジティブな意見もあったが、コスト対効果も含めて成果を評価して、慎重に進めるべきだという意見もあったので、中期計画を議論する際には、そういった意見も踏まえて議論するべきだと思う。

委員長 執行部からプロ職の兼務についてどう考えるのかという問題提起があったが、プロ職の採用及び雇用にかかわる問題であり、プロ職のジョブディスクリプションをいかに明確にするか、その上で兼務のときの処遇をどうするかについては、何か対応できることがあれば執行部からその対応案を経営委員会で提示してほしい。

委員G 移転した場合のコストと賃料が上がった後のコストを比較しているが、移転するメリットとして例えばより多くの職員が一つのスペースが働くことができるのか、賃料が下がるといったことはないのか。

執行部 この地域で新たなスペースを探すよりも更新したほうがコストとしては安くすむと考えている。

委員F 本来であれば、職員数がどれぐらいになるからどの程度スペースが必要であるという順序になるが、新たに追加で契約しようとしているスペースは、限られた収容スペースで、契約を急がなければいけないのであれば理解できる。

委員H ビルのスペースをどうするか考えるときには、全体の配置とか、不効率な部分はこうやって直していくというものがセットになる必要があると思う。現在はスペースに対して職員数がオーバーしているのでスペースを新たに追加で契約したいというのは理解できるが、今後については、このスペースでどうやって効率を上げていくか。仕事のやり方を変えて、例えばフリーアドレスにするとスペースは縮小できるので、そういうことも含めて、さらに効率を上げていく必要があると思う。

理 事 現在の事務所だけでも当初想定していたものよりもスペースに対して職員数がオーバーしているので、新たに追加のスペースが必要である。今後の未定不足分については、テレワークの推進などの仕事のやり方も含めて、本当に必要なのかさらに再検討が必要なので、改めて経営委員会に諮りたいと思っているが、今回の追加のスペースについては次回の経営委員会において議決をお願いしたい。

委員長 第4期中期計画期間の定員については関係省庁と調整するとあるが、どれくらいの時期に調整して、いつごろ決まるのか。

執行部 中期計画を策定するには、予算も策定しなければならないが、予算の作業につ

いては、厚労省、財務省と調整することになる。普通に考えると年明け、1月、2月ぐらいにかけて調整を進めて、最終的に経営委員会で議決することになると思われるが、具体的に何月とは申し上げられない。

委員長 関係省庁と調整する上でも、積算の根拠を示していく必要があると思うので、積算の根拠なり、基本的な考え方を経営委員会にも示してほしい。

理事 補足すると、今日お示ししている数字は予算額であり、当然、我々としては相手方とも厳しい値引き交渉を行って、最終的には予算額よりも相当下回る水準に抑え込みたい。

(2)「経営委員会議事録作成及び公表規程の改正について」

経営委員会資料の公表の取り扱いについて、経営委員会議事録作成及び公表規程に規定すること及び経営委員会議事録及び公表規程の改正に伴い、経営委員会規程を改正することについて、執行部から説明があった。

質疑等はなかった。

【報告事項】

(2)「次期基本ポートフォリオの策定について(9)」

委員及び執行部から報告があった。

(3)「運用リスク管理状況等の報告(2019年度第2四半期)」

執行部から報告があった。

(4)「指数会社との直接契約について」

各パッシブ運用会社が投資顧問報酬の中から指数会社に支払っていた指数ライセンス料を、GPIFが指数会社に直接負担する方向で正式に契約交渉を進めることについて、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D これは大変すばらしい案だと思う。運用機関あるいは金融機関は指数会社に対して交渉力がなく、非効率になっているので、アセットオーナーが指数会社との交渉することで適切な競合関係も生まれると思う。

アクティブ運用については、対象外になるのか質問したい。

執行部 アクティブ運用は指数値等のデータの購読だけなので、基本的に指数ライセンス料については関係しない。購読自体は、各運用会社は既に持っており、その購読について我々が肩代わりするのもおかしい話なので、それについては関与しない。

理事 今回、パッシブ運用の付加価値を、インデックスの選択及びトラッキング、コーポレートアクション等によるアルファの獲得及び ESG インテグレーション、ア

クティブオーナーシップの3つに明確に分離した。インデックスの選択については、アセットオーナーが責任を持つので、契約もアセットオーナーが直接行うことにした。

運用とアクティブオーナーシップについての付加価値についても、それぞれどういう付加価値が出せるのかを確認しているところであり、アクティブオーナーシップについては、新しいビジネスモデルの提案を求めている、フィーも状況によっては追加で払うと言っている。

それぞれ3つのパッシブ運用の付加価値について明確にすることが完成に向かっている。パッシブには何を求めるか、どこに付加価値があるのか、どうフィーを払うかというのが、今回のこの分離とインデックスの直接契約によって、議論の最終ステージに向かうと思っている。

委員F 指数ライセンス料は、合理的な金額ではなかったという理解でいいのか。また、今回の取組によって、GPIFとしてのコストメリットはどう考えているのか。

執行部 同じ指数に基づくパッシブ運用を複数に依頼している場合には、重複してカスタムフィーなど固定的にかかるコストもあるので、そういったものがなくなる部分については直接契約に一本化することは明確にコストメリットがある。

理 事 コストメリットは結果として出ているが、直接契約の本来の目的はそれではない。目的は、パッシブ運用の役割・付加価値の明確化である。

(5)「2019年度第2四半期運用状況(速報)」

2019年度第2四半期運用状況(速報)について、執行部から報告があった。

質疑等はなかった。

(1)「監査委員会からの報告」

当法人における10月18日付けの制裁処分を受けて内部統制の見直し等を行おうとしているが、監査委員会として幾つかの規程について見直しが必要と考えていることについて、委員から報告があった。

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員A 経営委員会として、制裁規程、内部通報及び外部通報に関する規程などの諸規定について、外部の法律事務所の意見を踏まえて見直しを行ってはどうか。については、法律事務所との手続を進めてよいか。

委員長 手続を進めてほしい。

【その他事項】

議事録の作成及び議事概要の公表(9月30日開催分)について承認を得た。

以上