

第 34 回経営委員会議事概要

1. 日 時：2019 年 12 月 2 日（月） 9:00～12:00
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

【議決事項】

（１）「事務所の拡充について」

役職員等の増加に伴い、現在の事務所については、既に執務スペースの手狭感及び会議室エリアの不足感が発生している。この現状等を踏まえ、ペーパーレス化等の取り組みにより、事務所フロアの有効活用を行いつつ、追加スペースを確保するための申込書の提出及び契約締結手続きを進めことについて、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。

（２）「会計規程の変更について」

独立行政法人会計基準の改訂に伴い、令和元事業年度からの財務諸表の体系が変更となり、「年金積立金管理運用独立行政法人の業務運営、財務及び会計並びに人事管理に関する省令」が改正されたことから、会計規程を改正することについて、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 具体的な趣旨はどういうものなのか

執行部 これまでの行政サービス実施コスト計算書は、自己収入を加味した形で計算してきた。GPIF の場合は、運用収益が自己収入になるので、例えば 10 兆円稼いだときには、経費は非常に小さいのでマイナスのコストになっていた。新しい行政コスト計算書では、自己収入は加味せずに、損益計算書とその他行政コストになるが、GPIF の場合はその他行政コストはほとんどないので、ほぼ損益計算書がそのまま行政コスト計算書になる。

追加になる純資産変動計算書については、資本金と利益剰余金という形になっていて、財務諸表で言うと、純資産の部が切り出されて、その数字を記載するような形になる。

委員 B わかりやすくなるということか。

執行部 引き続き注記として今までの行政サービス実施コスト計算書の部分についても記載することになっているので、行政コスト計算書はフルコストの部分が記載される形になる。

委員C 行政サービス実施コスト計算書には自己収入や機会コストが入っていたが、フルコストが見えるようにするために、行政コスト計算書に変わった。純資産変動計算書については、民間企業であれば損益計算書と包括利益が純資産の変動要因になるが、独法は資本直入もあるため、前期と当期の純資産額が何の要因で動いたのかわかるように新たに作成することになった。

委員長 どういうものが資本直入になるのか。

委員C 現物出資を受けた場合の償却費は損益外費用になっている。損益計算書上で償却されると、その資産から得る収入がないので赤字になってしまうが、独法の運営によって赤字になってしまっているように見えてしまうのは本意ではないので、損益外費用になっていると理解している。

(3)「経営委員会議事録作成及び公表規程等の変更について」

経営委員会資料の公表の取り扱いを規定するため、経営委員会議事録作成及び公表規程を改正すること、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、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。

【審議事項】

(1)「次期基本ポートフォリオの策定について(10)」

委員から説明があった。

(2)「第4期中期計画について(3)」

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。

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員D オルタナティブについては、伝統的な資産運用に比べてかなり関連経費がかかるが、その関連経費を控除した後のネットで見ても伝統的な資産運用に比べて有利なのか。税務や法務のスタッフなど固定費的な部分を増強しなければならないが、どのくらいの規模まで拡充したら、伝統的資産運用に比べてネットで考えても有利なのか。その資産規模で運用しようとしたときに市場に有利な収益を上げる投資機会があるのか。

世界的な潮流としてオルタナティブの重要性が高くなっているというのは十分

理解しているのが、コンサル会社を活用したり、調査研究をしたりして、もう少し具体的な長期展望について、機会を改めて説明してほしい。

理事 オルタナティブについては、次の経営委員会で全体像をお示しして、議論していただきたいと思っている。

委員から御発言のあった諸経費控除後のリターンについては、さまざまな諸経費を入れてもベースポイントレベルの話であって、リターンは数パーセントなので、2桁違うレベルの話ではないかと思う。オルタナティブは、分散投資効果などを狙った投資なので、伝統資産とオルタナティブを比べて、単純に費用対効果だけで議論できるのかという問題もあるが、具体的に伝統資産とオルタナティブで費用対効果を比較することができるのかどうかは執行部内で検討したい。

理事 いろいろなサポートコストがオルタナティブは高くなっているが、委員から御発言のあったように他の海外年金基金もみなオルタナティブを増やしており、それはそのコストを入れても十分見合うと判断して投資しているということだと思う。GPIF の場合は、人手を GPIF の中で確保するのは難しいので、外部のリサーチ等の委託コストはやや高くなると思うが、オルタナティブのアセットマネジャーに払っているフィーは、世界の最大手レベルの投資家に比べても低く、トータルでは業界的に見ても破格に低いコストになっていると思っている。

委員E オルタナティブについては、もちろん分散効果はあるものの、これだけの費用を投入して、こういうリターンになるということは非常に重要なことなので、きちんと説明してほしい。また、説明があった4分野の予算については金額が大きく増えているが、率直に言って、そんなに大きな費用をかけなければならないのかという感じがする。この分野は技術革新も非常に激しく、先端技術の活用や研究などもあるのだろうが、どこかで規制や合理化をしながら、あるいは先延ばすものは先延ばすというめり張りのついた経費運用が重要ではないか。

理事 実際に業務運営している立場から申し上げますと、現在の GPIF の体制は、オペレーションに対して完全に不足しているという点は考慮にいられていただきたいと思っている。

委員E 難しいのかもしれないが、あるべき体制はこういう体制であって、今はこういう状況なので、そこに早く持っていかなければならない過渡期にあり、こういうことで追いついていかなければいけないという説明があれば、かなり納得できるのではないかと思う。

理事長 次期中期経営計画の予算を議論するときに常に申し上げてきたが、130人で160兆円を運用する組織というのは、世界でも例がなく、かつ、160兆円の内容が非常に多様化、高度化してきている。理事から説明があったように、体制がおいっていない部分を外部に頼んだり、システムでカバーしたりしてきているのが足元の状況である。今の5年間は右肩上がりで来たが、これからはさらに費用がかかる見通しになっている。

委員の御意見はそのとおりだと思うので、今の GPIF の立ち位置なり目指す方向

について、わかりやすく説明するようにしたい。

委員長 組織の長期的なイメージが持ちにくい中で、長期にかかわる投資案件を審査するというのはなかなか難しいと思うが、名目の積立金は向こう 50 年間で 400 兆円以上に積み上がるので、400 兆円の積立金を管理運用するという視点は大きな意味があると思う。

理 事 この予算には前回の反省が入っていて、4 つの大きな柱の中で、スチュワードシップや AI については、予算策定のときには想定がほぼゼロだったものを、今ある予算の中で何とか捻出しながらここまでやってきた。この 5 年先まで決める難しさを考えると、少しはバッファがないと、実際に何か出てきたときに 5 年待たなければいけないことは考慮していただきたい。

委員 F 理事の意見に賛成である。特に R&D 予算みたいなものは、ある程度枠をとるということは必要だと思う。一般の企業でも、ある程度枠をとっておいて、ある程度自由に使うという形でやっているのではないかと思う。ただし、そのときは、どのぐらいのレベルがいいのかという議論がないといけないので、何らかの基準は準備してほしい。

理 事 委員の御指摘については、例えば AI を活用した最新テクノロジーを使った運用手法の高度化など、R&D をどう定義するかが GPIF のようなところでは難しいが、そういった調査研究や高度な技術を使った運用を分子にして、分母に全体の業務経費を置いて比率を出すというイメージであれば、作業できるのではないかとと思う。

委員 F 理事から発言があったように特殊な組織なので、分母をどうするのかというのは難しいと思うが、適切な分母をぜひ提案してほしい。他者比較というと、比較する対象がなかなか難しいと思うが、こういう基準で評価したというものを提案してほしい。

理 事 R&D 比率は一般的には売り上げに占める調査研究関係のコストになるが、GPIF の場合、売り上げに相当するものがないので、例えば手数料を除いた全体の業務コストに占める調査研究のコストということになるのではないかと思う。

委員 B 前回の繰り返しになるが、GPIF はリターンを稼ぐことが目的の組織なので、どこでどのぐらいのリターンをかせぐのか、それにどれぐらいのコストをかけるのかという定量的な基準を明確にしてほしい。

リターンのお大半は基本ポートフォリオで決まるが、どのぐらいのコストをかけるのか。基本ポートフォリオから配分比率をどのぐらいずらすのか。マネジャーのベンチマークをどのように工夫するのか。最後に、アクティブマネジャーをどのように選択するのか。リターンの源泉はその 4 つぐらいしかないが、リターンが大きく出るところにお金や時間がかけられていなくて、アクティブマネジャーの選択のように、全体から見たら微々たる数値のところ大きくかけられている。このバランスを投資組織としてどのように考えるのかという方針があって、どこにどのぐらいリソースを割くのかという議論をしないと、本当にこれが適正なの

かという判断ができないので、方針を出してもらって議論することが必要だと思っている。

理事 リターン割合に合わせてコストをかけるのであれば、基本ポートフォリオの策定に予算の大半を使えばいいことになる。執行部が何をするのかについては、執行部の付加価値はどこにあるのかということをベースに考えないといけないと思う。民間の投資運用会社もアルファに見合ったコストで運営しているのではなく、自分たちの組織に見合うコストを顧客に転嫁している。委員の御意見に全く反対しているわけではないが、リターンが幾ら出るからここに幾らコストをかけるとするのは難しいし、民間の投資運用会社もほとんどできていないのではないかと思う。

委員C 独法がつくられた本来の目的は国で実施するのではなくて法人として運営することによって、効率的な業務運営をするということだと思う。さきほど委員長から御発言があったように運用資産が幾らに積み上がるというのは計算できるので、ポートフォリオを決めるところから、どういう投資が必要なのかということが整理されて、中期計画でこれだけのお金が必要になるというたてつけにならないと、独法である意味がないのではないか。

こういうことが期待されるかもしれないというのはあるが、これによって GPIF として何を実現するというコミットメントがない。やりたいことや必要であるということは書かれているが、コミットメントがあって、それに向かってチャレンジするということがないといけないと思う。この情報システムや投資のために人員を使って、本当に実現できるかというのが薄いと思う。

GPIF として、この5年間で、この4つの施策をやるというのが個別に出てきていて、ポートフォリオとつながっていないように感じる。

理事 それはミッションステートメントがないからではないか。世界最高レベルのファンドオブファンズマネージャーを目指すといったものがないからかもしれない。

委員C この5年間で何を実現するのかというものがない。やりたいというのはわかったが、この陣容でマネージできるのか。総花的になっているような気がして、この説明では投資のリターンがとれるのかというように感じる。

理事 そういうコミットメントについては、形式的には中期目標が示されて、中期計画でこういうことを実現するということを示すことになると思う。本日は予算の大玉について説明してきたが、全体像や全体的な考え方についていろいろと御意見をいただいたので、どのようにお示しするのがよいのか悩ましい問題ではあるが、1月以降の経営委員会の議論の際には準備したいと思う。

委員C 厚労省にも評価の際に相当難しい目標であると理解してもらう必要があるが、難しいことにチャレンジするのがいいと思う。これならばできそうだという目標ではなくて、GPIF では過去できなかった目標を独法として掲げていいのではないかと思う。

委員長 理事からの提案があったように、本日の議論を踏まえて、整理できるところは

整理して、また1月以降に議論したいと思う。現状でも足りないところを埋める案件と、将来へ向けて先行投資の案件と分かれていると思う。現状でも足りないところを埋める案件については、具体的に書かれていると思うが、先行投資の案件については、ある程度見込みを言わざるを得ないので、評価は難しいと思うが、何を目的としてやるかということを少しはっきりさせた上で提示してもらえば、より議論が整理されると思う。

(3)「経営委員会の議決事項について」

経営委員会における議事事項のうち、明確に規定化されていない議決事項について、原則的な考え方、あるいは議決事項に関する基本方針を定める必要があれば、規定化等することについて、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。

理事長 経営委員会制度が導入されて、その経営委員会で議決、審議、報告をしてきたが、これまでの経験を踏まえて、なるべく形式的に整理をしていただきたいと思っている。議決したことについては、別表として規定に残していく。議決するかどうか不明なところについては、次期中期計画期間の執行部と経営委員会との安定的な関係を考えると、なるべく事前に整理するなり、場合によっては規定そのものも含めて議論していただきたいと思っている。

委員B 別表に整理するというのは、判例主義に基づいて一つ一つ精査していくのはいいことなのではないかと思う。

委員A 私も明確性を高めるために、順次整理をしていくというのはいいことだと思う。ただ、経営委員会の議決権限というのとは、もともと法律に書かれていて、経営委員会規程の別表に追加していく事項というのとは、その他経営委員会が特に必要と認める事項の積み重ねであると理解している。その例として定型化されたものを別表に掲げるというのはわかるが、今のままでは、その他経営委員会が特に必要と認める事項の例ではなくて、法律の次元から超えて、次から次に議決事項を自分たちでふやしているように見えるので、書き方は工夫したほうがいいと思う。

執行部 第20号と第21号をつなげて、別表に定める事項その他の経営委員会が特に必要と認める事項とすれば、別表が例示扱いになるのではないか。

委員長 執行部から提案のあった案も含めて検討した上で、また次回に議論したいと思う。

理事 規定についてはその案でいいと思うが、今までせっかく判例が積み重なってきているので、幾つかは別表に入れ込んではどうか。

委員A 明確化していくためには必要だと思うので、順次、追加していくことはいいと思う。

理事 執行する側の立場としては、このアンブレラクローズのところでいつも議決するのか、しないのかとなるので、どういうものを重要とみなすかというときに、

重要とみなした場合の説明責任を経営委員会にきちんと果たしてほしいと思っている。経営委員会で議決するといっているのに委員が棄権するという事態は、そもそも執行に任せたほうがいいということになる。1年以上やってきたので、そのあたりをもう少しきちんと議論するというのが、今回の趣旨だと思う。

委員長 もともと報告案件で上がってきたものを議決案件にしたケースが幾つかあるが、そのときは、経営委員会で十分議論した上で決定をしたので、説明ははっきりしていると思う。

理事からの御意見の中で、これまで議決した案件の中で、執行部として苦勞した部分や、今のやり方で負担が重いなどがあれば具体的に例示してほしい。

理 事 次回も議論するのであれば、確認した上で報告したいと思う。

委員長 それでは、それも含めて次回議論することにしたい。

【報告事項】

(1)「株式の証券貸付運用の取り扱いについて(4)」

株式の証券貸付運用の取り扱いに関するリリース案について、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 質問が2つあるが、一つは「所有権が借り手に移転し」と書いており、前回、日本の法律ではそうになっているという説明があったが、株式レンディングを行っている海外株式についても所有権が移転するのか。

もう一つは、「貸し出した株式の『最終的な借り手』や『用途』が確認できず」となっているが、これはGPIFに対してその情報を伝えればレンディングが行えるということなのか。もしそうであるとすれば、例えばヘッジファンドの投資戦略など他の市場参加者にはわからないパブリックインフォメーション以外の情報を取得することになるが、それは問題ないのか。

理 事 1つ目の海外のレンディングで所有権移転が行われているかについては、法律上の所有権が問題ではなく、借りている先が株主として認識されていることがポイントであり、それは国内であっても海外であっても同じである。

2つ目のインサイダーに当たるかについては、例えばGPIFの場合は運用を委託しているが、その運用委託先のマネジャーがどういう運用をしているかを知っている。それは当然公開情報ではないが、その情報はマネジャー評価等以外には利用していない。

3つ目の最終的な借り手や用途が確認されたら再開するのかについては、もしGPIFに情報が公開された場合には、こういう人たちが借りて、こういう用途で使っていましたということを経営委員会にまず御報告して、その上でGPIFとして貸株の取り扱いをどのように考えていくか、検討したい。

委員D 明示的に「所有権が借り手に移転し」と書いてあるので、確認できていないの

であれば修正してはどうか。

執行部 英米については同じ理解であることは現地の投資家から確認している。

委員A 貸借という場合、日本の法律でも貸貸借と消費貸借という2つがある。当該貸借の対象になるものが特定物であれば、貸貸借になり、例えば建物の貸し借りなどである。不特定物の貸し借りについては消費貸借になるが、現金の貸借が典型である。消費貸借の場合は、基本的には相手方に処分権が移るという整理をしているので、レンディングが消費貸借なのであれば、所有権は移ることになり、それは恐らく海外でも同じ考え方ではないかと思う。

委員D GPIF が委託している運用機関でどのような運用を行っているかを知ることあると思うが、レンディングの最終貸出先はGPIFのお金を運用しているわけではない。それなのに例えばヘッジファンドがどういう投資戦略かを知るとすれば他の投資家の投資戦略を知ってしまうことになる。それでも同じ解釈ができるのか。

理 事 御発言の趣旨はわかるが、それがわかったとしても、GPIF がその会社のエクスポージャーを減らすわけではない。非公表情報を使ってトレードをすれば問題になるが、この情報を活用して、収益を上げようとしている訳ではない。どうしてもご心配であれば、それをインサイダー情報としてレジスターしても構わないと思っている。

委員D 悪用することは心配していないが、悪用しているのではないかと批判されることがないようにしておく必要がある。

委員F 所有権が一旦移ったとしても、議決権行使権利確定基準日に取り戻すという条件つきで貸す場合がある。その分フィーは当然下がってしまうが、その場合でも本当にスチュワードシップができなくなるのだろうか。議決権を持っているのに、コントロールが本当にきかなくなるのかどうかということについては、まだ不明確ではないかと思う。

スチュワードシップの整合性を欠くことと透明性が確保されないことという2つの懸念があって、レンディングを停止するという結論に至っているが、私の理解では、前回の議論はこういう懸念があるので一時的に停止するという方向にして様子を見ようという議論ではなかったかと思う。この文章を見ると、2つの懸念があるというよりも、問題なので停止すると読めてしまうので、当面、調査研究をして、その間、停止するとすれば、まだ断定していないというメッセージが伝わるのではないか。

理 事 正しいメッセージを伝えようとする相手が恐らく違っている。私たちはGPIFが株式投資している企業などに対してレンディングを行っていると本来のメッセージが正しく伝わらない、整合性が失われてしまうのではないかとやっているが、委員はなぜショートしてはいけないのか、なぜヘッジファンドがいけないのかと言っている人たちに対して、間違ったメッセージを伝えるべきではないと言っている。それに対しては検討することなどを書いているが、そもそも正しいメッセージを伝えようとしている相手が違うのでこういう文章になっているということ

は理解していただく必要があると思う。

全ての保有株式の議決権を適切に行使するだけではなく、年間を通じて建設的に対話することを求めているのに、議決権行使権利確定基準日だけ取り返して、それ以外のときはショートしている人たちに貸して、お金を稼ぐというのは整合性がないのではないかと問題点は残っていると思う。

透明性が改善されて、はっきり誰がどう使っているかわかってから、こういう状態でもやるべきなのか、こういう使い方をされているのでやめるべきではないかということを経営委員会で議論すべきであって、今の段階でそれを曖昧にすれば、そもそも伝えようとした企業に対して正しいメッセージが伝わらなくなってしまうと思う。

委員A 私の前回の議論に対する理解も委員とほぼ同じで、議決しようとしていたが、まだ判断材料が十分でないという意見があって、もう少し判断材料を探そうという方向に流れたのではないと思う。その趣旨を明確化するのであれば、議論を踏まえ、当面、暫定的にレンディングを停止することにしてはどうか。逸失利益の問題があるので、最終的にやめるのであれば議決したほうがいいと思うが、今の対応は、あくまでも一時的、暫定的なものであり、その間にもう少し情報を収集して、最終的な判断をするという整理だったのではないかと理解している。

委員長 理事長が最後にまとめた御提案を了承したが、暫定的ではなく当面停止することだったと思う。停止することによって、いろいろな影響が出るかもしれないが、それはきちんと調査をして、適宜、経営委員会に報告してもらう。その後、必要があれば議決することなのかかもしれないが、特に問題がないのであれば、このまま走ることかもしれない。その点については、私の理解ではオープンになっていたように思う。

委員C ある条件がかなえられたらもう一回検討すると書いているので、この文章だけで当面であるということは十分伝わると思う。

私が気になったのは、2段落目は「スチュワードシップ責任との整合性を欠くという懸念があります」となっていて、3段落目は「また」から始まって、「透明性が確保されていないという課題もあります」となっている。最後の帰結は、「上記のような課題が改善されると考えられる場合には」となっているので、透明性が確保されていないという課題が解決されたらとなるので、スチュワードシップ責任の整合性を欠くというのは前提であって、これにともなって透明性が確保されていないという文章なのだろうと思う。2つの問題があって、1つを解決したらではなくて、全体の事象があって、その透明性が確保されていないという課題を改善しようということなので、「また」はやめたほうがいいのではないかと。

理 事 「また」にするかなどの議論は、委員がそれぞれ今般停止することには合意されたが、そのときの理由として、前半のスチュワードシップ責任に重きを置いている方と、後半の透明性の確保に重きを置いている方で温度差があるということ

を示していると思う。それを今ここで議論されても、ポイントの違いが明らかになるだけなので、うまく文章をまとめるというのは、ある程度執行に任せていただきたいと思う。ただ、御指摘いただいたとおり、最初の段落に GPIF はスチュワードシップ責任を果たすためにと書いたほうが良いと思うので、その点は修正したい。

委員A 余り細かいことを言っても仕方がないが、スチュワードシップ責任との整合性の問題と透明性の問題は別だと思うので、「また」で並列に書いていいのではないかと思う。例えば、相場操縦に使われるリスクというのは、スチュワードシップ責任とは関係ない。透明性が欠けると、そこが心配であると言っているだけなので、「また」で問題ないと思う。

断定していないと伝えるべきだという委員の意見は、非常に影響が大きいので、できるだけ市場に誤解を与えないようにしようという配慮からの話だと思うので、私も同じ意見だが、やめたと誤解されないように、万全の手当てをしておいたほうがいいのではないか。

委員C 私は、スチュワードシップ責任は透明性とリンクしていると思う。スチュワードシップ責任というのは、企業を持続的な成長に導くように責任を果たすということなので、自分が持っているけれども、どのように運用されているか知りませんというのは、スチュワードシップ責任の問題だと思う。

委員長 いろいろな意見が出たが、執行部案に沿って公表することにしたい。この措置の影響については、執行部において調査し、適宜報告を受けながら、必要な議論を行うことにしたい。

(2)「内部規程の見直しについて」

第33回経営委員会において了承された内部規程の見直しについて、見直しの方向性を外部法律事務所の意見を踏まえて監査委員会から提案するもので、見直しの対象となる規程は、制裁規程と内部通報及び外部通報に関する規程と懲戒処分の手続等に関する細則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。

理 事 個人的にはガバナンスを強化するために規程を見直すことは大変よいことと思う。

ただ、現在起きているような、理事長がそもそも処分の対象で、理事と経営委員会もそれに関連付けられて報道されている事態を考えた場合は、この見直しでは十分ではないのではないかと。

個人的には今回の事案についても第三者委員会を立ち上げることを考えないと、信頼回復されないのではないかと感じている。

(3)「運用リスク管理状況等の報告」

運用リスク管理状況等の報告について理事長及び執行部から報告があった。

【その他事項】

議事概要の公表（10月6日、10月11日及び10月18日開催分）について承認を得た。

以上