

株式レンディングにおけるこれまでの議論の議事概要

1. 第 86 回経営委員会 報告 (2023 年 10 月 24 日(火))

【報告事項】

「株式レンディングに関する委託調査研究の結果等について」
株式レンディングに関する委託調査研究の結果等について、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 B 株式レンディング停止の問題意識として、貸出先の用途が確認できないというのがあったと思うが、用途の確認はできるということか。

理 事 今回の概括的な調査結果において、Empty Voting、ネイキッドショートセリング、徴税回避のための貸出し等、類型的にはどのように使われているかが明らかになった。

委員 C 今回の定量的あるいは定性的な調査により様々な懸念点がかなりクリアになり、再開に向けて具体的に方法を検討していくという方向性には異論ないが、再開に向けて対外的にはどのように発信していくのか。

執行部 再開に向けて具体的な方法を検討していくことと併せて、今後の検討事項になると考えている。

委員 D 焦点になっている Empty Voting に対する対策で、「貸出株式の制限、リコール等」とあるが、スチュワードシップ・コード、あるいはエンゲージメント活動との兼ね合いで、方針の下に委託するにしても、やはり議決権は最終的に GPIF が保有している必要があると考えるが、その実効性については、しっかりと今後の検討の中で検証していただきたい。

理 事 今後検討していくが、貸出株数の制限というのは、例えば GPIF が保有全体の何%まで貸し出す等のイメージを持っている。GPIF の使命として、専ら被保険者の利益のためにということが最上位にあり、アクティブファンドの選定、リスク管理の為のリバランス等々、その他議決権行使も含めて、受託者責任を果たすための手段だと考えている。貸株というの、やはり被保険者に利益をもたらすための一手法だと考えており、リコール、貸出制限のところでは一番問題になり得るのは、収益にかなりの影響が出る可能性があるため、議決権については渡すことを考えている。

委員 D 説明は理解するが、やはりこれは議決権を貸し出して、収益、リターンを得ているということ自体が、受託責任を全うすることに、どこまで正当化されるのかというのが一点。もう一方で、やはりサステナブルなとか ESG というか、投資していること自体の意味合いからするときの議決権、エンゲージメント活動という形式論的になるかもしれないが、その重みというのものもあるのではないか。

理 事 Empty Voting の対策として取られているものについては、リコール、貸出制限、あとは運用受託機関に対しての契約による排除等の手法があるので、その中で、まさにリターンとのバランスというのは重要なので、受託者責任等や、委員のご意見も踏まえ、近々、提案させていただく。

委員 E レンディングを停止した際には、何かレンディングによる問題が顕在化していたという

理解で良いか。しかも、その顕在化していた問題点はどのような問題点なのか。その辺のいきさつを教えてください。

執行部 当時は、株式レンディングについて、スチュワードシップ責任との整合性を欠くのではないかという懸念と、最終的な借り手や用途の確認ができず透明性が確保されていないという課題があることから停止することとした。ただし、こうした課題が改善されると考えられる場合には改めてスキームを検討することが当時の判断としてあった。

委員E そうすると、具体的に投機的な空売りだとか、議決権の濫用といったものが具体的な疑いとしてあったということなのか。

執行部 そういうことが当時議論されたことと承知している。

委員E 何かそういう可能性が本当にあったんだとすると、今の段階ではそういう懸念はないということは、なかなか言えないのではないか。

執行部 透明性について調査結果から御紹介したように、問題視されている用途が見えてきたし、その対応策もあり得る。また、アセットオーナーから運用受託機関等に対していろいろと求めることによって対応することも把握でき、そういった意味で進展や改善される状況になったと考えている。

委員E そうすると、状況を改善する対応方策が具体的にあるということか。

執行部 その方法を今後考えていくことになる。

理事 株式レンディングの見直しに関する論点は、やはり私どもは受託者責任の観点から、中長期的な収益最大化ということが重要であり、我々がレンディングを停止することによって、市場の長期化志向を促すことで、中長期的な収益最大化を図れるという考え方が当時あったわけである。ただし、今回の調査結果を見ると、市場への影響が見られない。あと、我々に追随する投資行動の変化があるかとも考えたが、我々が停止しても、それに追随するところはないということになると、市場全体としては、現段階では、市場の中長期志向を促すことにつながるという確信がないという話が、もう一つの話である。

委員E 2019年から2023年、4年間たっているわけで、なぜすぐに調査されずに今するのかという問題はあるかと思うがいかがか。

委員F 十分なデータが蓄積されるには、やはり数年間かかる。GPIFがこのレンディング取引をやめたことが、市場にどのようなインパクトを与えるかということについて、十分なデータが蓄積されるという期間が数年ということになったと理解している。

以上

2. 第 88 回経営委員会議事概要(2023 年 12 月 14 日 (木))

【審議事項】

「株式レンディングについて」

株式レンディングについて、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 A 外国株式レンディングのスキームについては、GPIF 法第 21 条の運用方法のどれに当たるのか。

執行部 信託銀行が資産管理の業務として実際に管理している資産によって貸付けを行っていた。そのような契約内容であることに照らして、第 21 条第 1 項第 3 号の本文にある信託の規定に基づいて行っていたものである。

委員 A 立法趣旨を考えても、株式の売買を第 1 号で除いて第 3 号で運用するようにした、その目的というのは、GPIF の資金の運用に当たって、その判断によって経済活動に影響を与えてはいけない、株式の売買については、どの銘柄を買うか、どの銘柄を売るかは GPIF の判断で行ってはならないという趣旨であると考えます。株式の貸付けは、株式の消費貸借契約であり時間的限定のある所有権の売買なので株式の売買と異ならない。それについて第 21 条第 1 項第 3 号が根拠ではないというのは私としては理解できない。

執行部 資産管理機関における信託業務として行っていた貸付けであり、第 21 条第 1 項第 3 号の本文で過去のスキームでは行っていたという考え方である。

委員 A 預金であればそういうことになると思うが、この場合の貸付けの収益は、受託機関が手数料を差し引いて、経済的には GPIF に帰属するため、貸付けという運用を GPIF が行っているということになる。そのような特定の運用を行うものに限っては、第 21 条第 1 項第 3 号に基づいて、投資一任契約を締結して実施するというのが法の趣旨だと思うので、私としては納得できない。

執行部 厚生労働省にも確認した上で、以上のような考え方であると申し上げている。

委員 B スチュワードシップ責任との両立とか整合性を図るために、スチュワードシップ・コードの原則にもあるとおり、議決権行使を通じたエンゲージメント活動において、スチュワードシップ責任を果たすというのが、GPIF が目標と目指しているものだという理解の上で、基本的には議決権を全部行使する努力をするということだとは思いますが、そこからするとレンディングを実施することについては問題ないと考えます。ただし、議決権をまたいだレンディングをどうするかというのが焦点になり、議決権行使またぎのレンディングはしないというのが一つ分かりやすい。調査研究でもそういう選択をしている少数ではあるが機関投資家もある中で、一方でレンディング収益との両立を目指すということなので、具体的にどうやったら両立が図れるかということについて、例えばリコールというのは何なのか、どういう状態でリコールがされるのか、あるいは、Empty Voting の回避措置とはどういう取組を指しているのか、その辺りについてももう少し説明してほしい。

執行部 実務的なところも含めて今後検討する。

理事 委託調査研究の調査報告書において、委員ご指摘のエンゲージメント分の効果と、レンディングの関係が示されており、まさにレンディングによってエンゲージメントの正当性や効果の低下をもたらすのではないかということの論点について調査がなされ、方策としては発行体とのコミュニケーションやリコール、貸出割合の上限設定によって、エンゲージ

ジメントの正当性や効果を維持できるという調査結果が出されている。

委員B 貸出しの量と市場に与えるインパクトということと、あるいはリコールがどういう状況で行使されて、それに何が起こるのかという辺りについて、運用上の細かいことかもしれないが、それが実効性のある程度納得する担保になるのではないかと思う。

理事 まず、**Empty Voting** に関しては、信託銀行、もしくは **GPIF** がエージェントに依頼する、どちらのケースにしても、昨今のレギュレーションではその契約書の中に **Empty Voting** をさせないというものは入っている。また、貸出しの量の上限については設けることになるとは思うが、流動性の確保等の目的のため、全株式を貸し出すことはできないと思っている。

委員長 リターンを追求することと、スチュワードシップ責任を迫及することの両立を目指すべきだということが、中期目標の下で我々に課せられた課題なのではないか。したがって、ポートフォリオの中の全てを貸し出してしまうと実際上のポートフォリオ運営ができなくなるが、そのことは見方を変えてみると、貸し出しを一定の規模に抑えることによって、リターンの追求とスチュワードシップ責任の両立を目指すことができるということではないかと私自身は思う。

理事 7ページの日本版スチュワードシップ・コードにおいて、スチュワードシップ責任は、中長期的な投資リターンの拡大を図ることが最終目的となっている。

エリサ法の議決権行使について、アメリカの労働省が昨今出した中にも、議決権行使と投資リターンの関係については、いろいろな場合があるけど、ある程度リターンの確保につながる場合があるとされています。スチュワードシップ活動も、リターンの獲得という最終目的のために、どのような手段を講ずるかという話なので、リターンとは、オールオアナッシングに立っていないということは申し上げたい。

委員C 透明性について欧米の規制当局の監視が強まったということが再開の理由として挙げられているが、それを踏まえてエージェントの選定に入ることだと理解したが、そうすると、欧米の規制当局による透明性の進展ということは前提になっているので、今後ルールをつくる場合にも、それを踏まえたものとなっていくという理解で良いか。また、全世界を相手にレンディングをする場合に、そのような規制がまだかけられてない国は対象にならないということか。

執行部 欧米を中心にそういった動きがあるのであれば、透明性が図られてきていると見ていいだろうと考えている。

理事 透明性の確保についての今回の取組は、経済的な所有権を保有せずに、議決権だけを行使用する目的での株式借入の回避を取り組むエージェントを選定するというものであり、結果的に透明性の確保が求められているところの目的は、これによってある程度確保できると考えている。

委員C 第32回の経営委員会の議事録で、「運用機関には空売りを禁止しているのはリスク管理の観点からということで、運用機関には空売りを禁止している一方、自身が貸株可能というのは、投資方針に一貫性がないと考えるため、貸株を停止する」という記載があるが、一貫性という問題は、クリアできるということなのか。

執行部 委託調査研究結果においては、空売りを含めて様々な用途があり、その中で問題視されている用途が **Empty Voting** であり、それについての対応策もあるとされていることから、今回、**Empty Voting** を含めて留意しながらやっていくということである。

委員D 過去、貸株を停止する際の議論の中で、相場操縦に当たるような空売りは別にして、正当な空売りを目の敵にするような意見、そういう説明も一部あったので、空売りは理論的に無限大の損失をし得るような取引なので、GPIF は空売りを行わないということであって、株式を借りた者が、最終的に空売りをやっても全く問題ではなく、全く矛盾するものではないと申し上げた。今回、議論を Empty Voting の問題に絞っていくということと、長期的な観点から経営を阻害するような形で、アクティビスト等が自己の利益のために、借りた株式で議決権を行使するというようなことが、最終的に企業経営に影響を与えないようにするためには、個別に GPIF に指図できないという制約の下で、貸出上限を設ければ良いのではないかと私は思う。

委員E 貸株停止の際の議論において、執行部から「権利行使のときだけでなく常に株式を保有していないとスチュワードシップの効果が無い」という話があったが、私は権利行使のタイミングが重要ではないかと思う。あくまでも権利行使のタイミングで貸しているかどうかの問題という議論という理解でよいか。

理事 確かに、エンゲージメント活動というのは、権利行使と一体であるから、議決権行使のときだけ持っているのはおかしいじゃないかという議論も、当時、執行部からさせていただいた。

他方、今回の調査結果においては、エンゲージメントと議決権行使というのは、その期間、若干なくなってもそれは問題ないというところがほとんどの意見であり、エンゲージメントをする際にも、エンゲージメント先は当該アセットオーナーが貸株をしているかどうかについては、気にしていないということで、一番重要なのは相手とのコミュニケーションであると示唆されている。

理事長 貸株を停止の際には、透明性といったことの課題が解決されれば、再開するというところで、スキームを検討するという結びになっている。透明性については、定量定性の調査結果を持って、100%ではないが、ある程度解決はできたので、スキームの検討をしようということで、こういう提案をしている。レンディングとの二項対立の形でスチュワードシップを否定するものではないと思うので、その両立について、本日の議論を踏まえて、今後スキームをもう一度整理するとともに、委員から指摘のあった法解釈についても、整理して次回また説明させていただく。

以上

3. 第 89 回経営委員会議事概要(2024 年 1 月 23 日 (火))

【審議事項】

(1) 「株式レンディングについて (2)」

株式レンディングについて、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 A レンディングした株式をリコールする場合の判断は誰が行うのか。また、リコールというのはどういう法的な仕組みで行うのか、一方的な解除というのは可能なのか、その辺について伺いたい。

執行部 資産管理機関あるいは資産管理機関が選定するレンディング・エージェントがリコールの判断を行うことを想定している。また、貸し手の判断によってリコールを行うことを契約上何らかの形で規定することになると考えている。

理事 一般的には、レンディングに関しては **Any time for any reason** という形で、貸手も借手もどのような理由、どのようなタイミングでも、手数料なしで解除することができるようになっていて、すぐリコールとか、すぐ返すとかという相手方については、実際の取引の中で、そういうところは選択されなくなるので、それで市場は成り立っているというのが一般的な慣行だと現場の者から聞いている。

委員 A リコールの判断を GPIF がなぜ行わないのか。

執行部 レンディングは資産管理機関なりレンディング・エージェントが実施主体であり、基本的にはそちらの判断になる。

委員 A 場合によっては指図することもあるのか。

執行部 個別の指図は行わない。

委員 A 前々からの法解釈の問題だが、レンディングは、GPIF 法 21 条 1 項 3 号の資産の運用であって、運用以外のことではあり得ないと思う。それで運用の場合に 3 号の但し書きで、特定の方法といわれるものについては、一任契約にならなければいけないと書いてあるが、株式の売買は特定の方法だが、株式のレンディングは特定の方法ではないと考えているのか。

執行部 GPIF が行う運用について取組みを特定する場合には御指摘の但し書きに沿って行うことになるが、レンディングについては、個別の判断は資産管理機関が行う。

委員 A レンディング収益の帰属先は、どこになるのか。

執行部 GPIF の運用資産の中で資産貸付としてのレンディングを行うことから、最終的な経済的な帰属先は GPIF になる。

委員 A レンディングは預金とは違うので、21 条 1 項 3 号の運用方法を特定するものという規定に当たらないというような解釈を行うとすると、GPIF 法自体に大穴が開くことになると思う。

私は賛成できないが、そういう解釈を取っていることは理解した。

委員B レンディング・エージェントは、どういうロジックでリコールの判断をするのか。

理事 実際にリコールされるというときは、株式を売却して残高がなくなってしまったので戻してもらい、そういったことが発生した場合が主になるのではないかと思う。

委員B GPIFの運用状況を見て、そのレンディング・エージェントが判断をして、リコールするということか。

理事 信託銀行の残高に反映されるので、それを見て判断することになると思う。

委員B GPIFがリコールしてほしいとか、銘柄を変えてほしい等の判断を行うことはないということか。

執行部 然り。個別銘柄の判断になるので法令上できない。

委員C 今回は審議事項となっているが、レンディングを再開する際には、議決事項として上程し、議決するという予定なのか。

理事 停止の経緯についてご説明すると、議決は採られなかったが、当時の委員長が他の委員に対して何か異議あるか確認し、執行部の方針で了承という形となったということである。今回、どうするかについては、一義的には経営委員会の判断になるかと思われる。

委員長 私の理解は、今回は審議事項として上程されているが、これは前回の議論の中で、公表の仕方、具体的な公表の中身、そういったものについてはもう少しレンディング市場の実態を調査した上でないと決まらないところがある。その辺のところをもう少し詰めた上で、公表の仕方についても報告しながら、その他については議決を採ると、こういうやり方にしたいという話があった。今回は審議事項にし、しかるべき検討をした上で経営委員会に諮る、こういう段取りを考えているところだと思う。

委員C 資料1ページに、レンディング収益の獲得とスチュワードシップ責任との両立を図ると、まさにこれが議論になっているところだと思うが、今後どのように進めていくのか。

執行部 スチュワードシップ責任との両立を図りながら具体的な仕組みを引き続き検討し、公表の仕方と併せて、改めて経営委員会で御議論あるいは御判断いただくことを考えている。

理事 委員長のお話に鑑み整理すれば、本日、ご議論いただいた大体の方向性、まだ法的な解釈などはあるかと思うが、これを踏まえて、執行部において、レンディング業者等、具体的な点についても調査を行い、経営委員会に公表の仕方等、また、今回も含めた経営委員会の議事要旨の公表の仕方も含めて、議決をする。次回はそういう形になるのではないかと思う。

委員D 特にスチュワードシップ責任について、これまで長い時間議論してきたが、今回レンディング収益の獲得とともにスチュワードシップ責任の両立を図る、狙っていくということが明確になったので、これは大変よかったと思う。

議決権の行使については、例えば保有割合、貸出割合を幾らにすれば両立が図れていて、幾らでは駄目なのかという明確なこの線引きというのは困難であるし、それから、実際にレンディングを始めてからいろんな事象が起こると思うので、それぞれをモニタリングしながらだと思う。ただし、姿勢としては、収益とスチュワードシップ責任にも目を配って、しっかりと起こった事象に対応しながらやってほしい。それから、その中でこれだけ今まで取り組んできたインベストメントチェーンの中で重要なアセットオーナーとしての位置

づけというか、相当な役割も果たしてきていると思うので、そういうスチュワードシップ責任についても、十分に配慮しながら進めてほしい。

委員長 議決を採るときには、曖昧な部分をなるべく少なくしてもらいたいと思う。レンディング・エージェントからの意見の聴取等を行い、もう少し詰めてもらって、それを我々としては念頭に置きながら、全体としてレンディングを再開するかどうかということを決めていくということになると思うので、その辺りはひとつよろしくお願ひしたい。

あと1点、本日の会議の冒頭で委員から発言があった法律の解釈論については、厚生労働省としてどのように解釈するのかという点については、議決の際にはぜひ述べていただきたいと思っているので、よろしくお願ひしたい。

以上

4. 第 91 回経営委員会議事概要(2024 年 3 月 7 日 (木))

【議決事項】

(1) 「株式レンディングについて (3)」

外国株式レンディングについて、委託調査研究結果を踏まえて、レンディング収益の獲得とスチュワードシップ責任との両立を図ることとし、貸出割合に配慮するとともに、貸出株式のリコール対応が可能な形とし、Empty Voting の回避の取組みを行うなど、新たな対応を行った上で再開することについて議決を行い、出席した 9 名のうち賛成 8 名、反対 1 名となり、過半数の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 2 点、質問したい。

まず、今回再開しようとするレンディングの GPIF 法上の根拠、それを示してほしいということと、第 2 の質問は、リコールの判断は誰がするのか、リコールの手続はどのように行うのか、その点を説明してほしい。

執行部 法律上の根拠については、今回においても GPIF 法第 21 条第 1 項第 3 号の本文と考えている。

リコールについては、資産管理機関、あるいはレンディング・エージェントの判断による。

委員 A 厚生労働省の見解もお聞きしたい。リコールの判断をなぜ GPIF 自身が行わないのか。その第 2 点も含めて、さらにお尋ねしたい。

厚生労働省 法的根拠については、先ほどの GPIF の説明と同じであり、第 21 条第 1 項第 3 号、信託会社または信託業務を営む金融機関への信託が該当し、この信託を受けている信託会社の判断によって行われると解釈をしているところである。

執行部 リコールについては、GPIF 自身は個別の判断を行わず、資産管理機関なりレンディング・エージェントが行う仕組みで考えている。

委員 A GPIF が判断を行わない理由について、モニタリングも GPIF が行うということであれば、GPIF が直接行うということも考えられるのではないか。

執行部 従来のレンディングは資産管理機関を通じて行っていたということもあり、GPIF が個別の銘柄に関する判断をすることは、法令上も許容されないと考えている。

一方、実施主体であるレンディング・エージェントから GPIF が把握する形でモニタリングを行う。

委員 A 個別の判断を GPIF が行うことは妥当ではないと。これは厚生労働省も同じ見解なのか。

厚生労働省 先ほど申し上げたとおり、今回の根拠規定が信託会社への信託というところにおいて行われる以上、個別の指図を GPIF から運用を行っている者に対して行うということは認められないので、今回、リコールの判断というのは資産管理機関、信託会社、またはその信託会社が選んだエージェントが行うということになると考えている。

モニタリングに関しては、運用受託機関がどのような運用を行っているか運用状況を確認するという意味でのモニタリングと認識しており、そのようなモニタリングが GPIF ができるからリコールの判断もできるということは、必ずしも一致しないということか

と考えている。

委員A その解釈は初めて聞いたように思うが、そうすると3号本文の信託でも、3号ハの一任契約と同様に、個別の指図は一切できないという御解釈であると。しかも、そういう運用をしているということか。

厚生労働省 3号柱書き、ただし書の前のまでのところが、「……金融機関への信託」と規定されており、この信託の中には運用方法を特定するものとそうでないものの両方があり、運用方法を特定するものについては、そのただし書のところでイからハに掲げる方法により運用するものに限るという解釈になっている。

今回については、その運用方法を特定するものではない形での運用ということなので、この3号本文のただし書の前のところが根拠規定になると考えている。

委員A そうすると、個別指図は法的にはできるはずではないか。

厚生労働省 個別指図をするということになると、「運用方法を特定するものにあつては」ということになるので、イからハの条件を満たしたものでないといけないという解釈となる。

委員A それでは、以上を前提に反対意見を申し上げる。反対意見の根拠の一つは、レンディングの根拠についての法的解釈が間違っており、それが法の支配や法治国家の原則に反するという点である。

第21条第1項第3号本文は、信託会社や信託業務を行う金融機関への信託について書かれてあり、ただし書きでその「運用方法を特定するものにあつては、次に掲げる方法により運用するものに限る」と規定され、これを受けた3号ハで「金融商品取引業者との投資一任契約であつて、政令で定めるものの締結」によるべきものとされている。

株式投資は3号ハによっていることから、一任契約と書いてあるので、個別指図ができない。ただ、政令の定めるものの締結と書いてあるので、政令で何らかの定めをすることができるのか、どのような定めをすることができるのか、これはオープンな話になっている。

レンディングが3号本文でできるというのは、管理受託機関による管理行為であるという解釈を前提としているが、手数料を除く収益はGPIFに帰属することから、管理行為には入らない。そういう意味では、預金とは違う。金融機関が貸付けて利息を取り預金利息との差額を儲けるという話とは全く違う。

また、第21条第1項第5号には、「第1号の規定により取得した有価証券のうち政令で定めるものの金融機関その他政令で定める法人に対する貸付け」という規定がある。これは第21条第1項第5号として独立して挙げられていて、貸付けは運用方法の一つであるということが分かる。というのは、第21条の柱書きには、積立金の運用は、次に掲げる方法により、安全かつ効率的に行わなければならないと書いてあるからである。

結局、貸付けというのは管理行為には当たらない。5号は1号を受けているので、株式には適用されないと考えると、株式のレンディングは、株式の売買と同様に、一任契約によって、運用受託機関の判断により運用させるべきこととなる。法的にできないのではなく、仮にそういうスキームであれば、それはできるのだが、その場合には、一任契約という法律上の制約があり、さらに、その政令の内容如何ということになることから、今回の検討とはまた別個の検討が必要なのではないかと考えている。

これは実質的に見ても、3号ハであることは経済的にも明らかで、経済の御専門の方々もよく考えていただければ、簡単に分かることだと思う。株式売買は株式所有権の有償移転であり、株式の貸付けは、時間的限定のある株式所有権の有償移転である。

そうすると、売買とレンディングで区別する理由は全くない。レンディングの法的性質については、株式をもってする消費貸借契約というのが法的な解釈である。

次にEmpty Votingについて申し上げると、以上から個別のリコールの判断ができないというのは、第21条の趣旨云々から出てくる自己抑制ではなく、GPIFの判断が経済活動

を左右してはいけない。そのような事態があってはならないということによる法的な制約だと理解される。

Empty Votingの防止の話は、これを前提に、どこまで有効にできるかということを考えなければならず、当然限界があると思われるので、そういう限界と、レンディングによって得られる被保険者の利益、それをバランスにかけてどう考えるか。あるいは、権利行使時期をまたぐようなレンディングをやめるとか、一定割合にするのかとか、あるいは外国株式にするのか、国内株式にするのかといったことを検討すべきこととなる。

以上の理由で、私は本案に反対する。

理事 今までの御説明の中で、レンディングが管理行為だから第 21 条に該当しないという御趣旨で受け止められるような説明があったとしたら、誤解を生じさせました。

第 21 条の運用に該当するというを前提として、3号の柱書きにつきましては、運用方法を特定しないものなので大丈夫、委員がおっしゃるとおり、運用方法を特定するものについては、投資一任ということで解しております。

委員A 初めて聞く話だが、株式の売買、そういったものを中心とする投資、とレンディングとの間で、どうして特定の運用かどうか分かるのか。

株式売買については運用方法を特定するものと解釈され、レンディングについては運用方法を特定するものと解釈されないのはどういう理屈なのか。

理事 レンディングにつきましても、株式同様、特定の銘柄については、いわゆるレンディングなり、売買ができないと考えております。あくまでレンディングだからできる、売買だからできる、できないというのではなく、特定の銘柄だからということです。

委員A いや、3号ハの株式の運用受託機関についても、特定の銘柄については指図ができないのでしょうか。

理事 投資一任なので、私どもではなく、いわゆる一任業者が判断するという形になっております。いずれにしても GPIF はできないということです。

執行部 レンディングにおいても、株式の委託運用においても、GPIF が個別の銘柄の判断や個別具体の投資の指図をしないという意味で特定を行わないということである。第 21 条第 1 項第 3 号のハの投資一任は、個別の判断を全て委託先に一任すると政令も含めて規定されている。

委員A そういう説明は、今回初めて聞くものであるが、理解できない。これ以上この点を議論しても意味がないと思われるので、更に質問することはしない。

以上