

年金積立金の管理運用に係る法人のガバナンスの在り方検討作業班
における意見(未定稿)

1. 現行の理事長による独任制から、理事会による合議制への移行

- 合議制か独任制かというのは合議の在り方によると思う。GPIFが国民から預かった保険料を運用している限り、合議制のメンバーの中には拠出者の代表である労使や国民年金の代表は当然必要。加えて、年金財政や年金制度のプロも必要。そういう意味できちんとした監督ができるような体制を組めるという前提で合議制でいくべきだと思う。
- 必ずしも組織だけでは解決できないと思っているが、財政と運用のキャッチボールをきちっとやっていくと言う前提の中で考えるとした場合、政治的な圧力に対してはたくさんの方が理事として関与して合議で決定の方が確率的には独立性が保ちやすいというのは、おそらくそうかなと考えている。合議制を基本とするという考え方でいいのではないかなと思っている。
- できるだけPKOの確率を減らすということで合議制がいいと思う。
- 合議制にしたところで政治的介入はなくなる。PKOの遮断、あるいは政治的介入をできるだけ回避するという観点から合議制がよいとは考える。
- 合議制か独任制かという点は、ほとんどの方が合議制でということかなと思う。ただ、現在のGPIFの独任制の改正について、変えるからにはどうして今のままではいけないのか、もう少し分かるかというご意見があった。これに対するしっかりした答えはなかなか難しいと思うが、各委員の議論からすると、いろいろ専門性が要求される運用環境になってきており、その中で専門家を沢山入れるとか、入れた専門家の運用を監視する仕組みを担保するには合議制が望ましい、という答えしかないのかなという感じがする。
- 独法にするときの議論を整理してくれということだが、私なりに考えると、独法にしたときの経済環境と今の経済環境とは違うので、これからどうなるのか、フォワードルッキングを考えた場合に今の独法では対応しきれないのではないかなということなので状況がかわったというのが私の理解。

2. 理事会の基本機能

- イメージとしては、現在の運用委員会で議題として上がっているようなことは、今後も理事会で議論される。ただ現状との大きな違いは、色々なことに関する決定権限が、今は運用委員会にないが、今後は付与されることかと思う。現状では基本ポートフォリオの決定のところは、権限があるが、それが運用委員会の委員だけで投票して決定したというのは、これまでなかったことであり、現状では決定をするという権限が非常に限られたものになっている。そこが広がるということが一番の違いである。
- 運用の基本方針は、理事会で決めるべきだと考える。
- 予算の話であるが、効率的な運用をする一方で組織運営の効率性についても明定しておく必要がある。GPIFの運営の費用は、国からの交付金からではなくて、運用収益、年金積立金の中から出ている。年金積立金は本来、受給者の年金給付にあてられるものである。GPIFの経費支出については厳格な効率性が求められるので、組織運営とか経費支出の効率性について明確にして理事会で議決するということが必要ではないか。その上で、理事会の役割として予算案を作って、さらにそれを厚生労働大臣が承認するということが年金積立金を使うということからは当然考えるべき。

- 運営の効率性を何で捉えるのかということも議論いただきたい。ベストの体制で、与えられたマニデートをクリアすることになると、それにはやはりそれなりの体制をもってあたらなければいけないと思っている。与えられたGPIFのマニデートを確実に達成するために必要なものはしっかりとそろえなければいけない。特に新しいアセットアロケーションが示されて、さらにこれからいろいろなアセットクラスに手を出していく方向性が示されている現在、しっかりと見ておかないといけない。コストができるだけ低い方がいいということは一般的にはそうであるが、パフォーマンスとの相対比較にあって決められるべきであると思っているので、その点も議論すべきだと思う。
- 効率性については、たまたま年金と生命保険は長期ということから似ている気がするが、生命保険の運用は結局、効率性をどうとるか。生命保険では金融庁の指導のもとに、資産運用の収益から資産運用の費用を引いたネットでやっている。基本的には効率性というのは、ネットで考えて資産運用収益から資産運用費用を引いて考えればいいのではないかと思う。
- ネットで考えるのは、ここは非常に重要なことだと思う。国民の大切な資金を預かっているので、効率性の言葉は定義されていないが、資金の経費の使い方についてしっかりとしていくことは間違いはないが、あまりコストを抑えると、全体のパフォーマンスにつながるもので、やはりネットの収益を最大にするにはどうしたらいいか。なるべくそういう観点から考えていくのだろうと思う。
- 政府との関係については、国民に誤解を与えるような組織にしてはいけない。予算というのを政府に一任してしまうと、結局、予算を通じて事実上のかなりの干渉を行われる可能性が出てくるので、ここは両方考える必要があると思う。
- ネットのパフォーマンスで判断するというのは私も全く同感。国民の出した保険料の、本来は給付に充てるべきお金を使わせていただいているという緊張感の中でものを考えなければならぬ。そういう意味ではきっちり厚生労働大臣が最終責任者として、承認していくというのが、ある意味GPIFとしても有り難い話。そういうような考え方できちんとやっていく。この仕事に携わる人も、これは保険料の積立金なんだと言うことをかなり認識していただく必要がある。
- 意思決定・監督機能と執行機能との分離は必要かと思うが、きちんとした意思決定・監督ができる体制を作るとともに、業務執行側は一任を受けて白紙委任を受けて何でもできるみたいな発想ではないと思う。あくまで意思決定・監督のもとに、プロとしての運用の専門家が業務執行を行う形になると思うので、当然分離だと思うが、意思決定・監督機能を果たすところが上にあり、委託指示をうけて執行をやるというのが当然だと思う。
- 果たして一人の理事長が執行も監督も全部できるかということこれから運用資産が多様化していく中で現実的な姿ではない。執行と経営の分離という形になってくれば、理事長の責任をある程度はっきりと規定する。どうやって問うのか現実問題として非常に難しい。実際に現実の会社組織でも執行と経営の分離というのは、今度コーポレートガバナンスコードという形でいろいろ出てくるが、そういう方向が目指されている。これはある意味組織論としてかなり普遍的なグローバルな方向だと思う。
- 意志決定と執行を全部兼ねるとするのは無理なので、執行部隊は分離するという形に持って行くのが重要。
- 運用機関の中で意思決定・監督を行うのはあくまでも意思決定・監督機関であって、執行はまた別の下部に置かれた組織が行う。こういう組み合わせでいいと思う。

- GPIFは日常的に高度な意思決定、あるいは専門的な業務執行の判断が大変多いだろうということは想定できるので、その意味では、意思決定と業務執行は分離した方がよく、複数メンバーが牽制しながら意思決定し、業務執行を行うという仕組みが民主的な統制という観点から必要なのではないかと思う。
- 監督と執行は対立関係になることが多いとの御指摘があったが、逆に私の感じでは、むしろ執行部に信任を与えるという方が強い。安心して信任できる執行部であり、それがきちんと担保されているかどうかを見ている。そういう前提で執行部は安心して仕事ができるということで、実際には動いているケースが多いと思う。もちろん、リスクが顕在化した時に早期に予防的に摘出できるということは当然大事だしそれが本務だが、結果的に全体としてよく回る仕組みとして練度が上がってきているのではないかと思う。
- 専門性の問題は、ボードである理事会というよりはむしろ執行に近い側の問題かと思う。
- 現在は過渡期なのでバンドを超えてもいいという形にしているが、それをチェックするにはチーフリスクオフィサー(CRO)のような方がボードの中にちゃんとして、リスク管理委員会でこの点が議題にされて執行に対する牽制を効かせて、それが随時、理事会に報告され、確認されるという形が必要であると思う。
- 理事会の下に投資委員会というのがあるが、意思決定機関は、例えば運用については基本的な運用方針や大まかなことを決めるとすると、投資委員会で決めることは何なのか。
- 理事会の下に財政を検討する小委員会があった方がよいと思っている。早めに財政側に情報が伝わって、保険料や給付などをどういう風に見直すのか、それが必要があるのかという意思決定をできる早期に把握し検討していける仕掛けがビルトインされていなければならない。
- 例えばリスク管理委員会や、アセットアロケーションを決める投資委員会など、理事会の機能をサポートする専門委員会をいくつか設け、専門委員会に権限を委譲して、そこにCEOやCIOが入って専門的な議論をしてもらい、その議論の内容がいかどうかを独立的な目で、いろいろな観点でチェックしてもらおうという役割が理事会にある。専門性はある程度、下部の委員会に移譲し、そこに執行部がきちんと入り、専門的な議論をもらい、内容をかみ砕いた形で理事会に上げ、そこで最終的な承認を得るという形が、GPIFのような非常に大きい金額を扱う組織としてはいいと思う。
- 素人の理事がいてもたくさん委員会があればいいというが、本当にそれでワークするかどうかということに少し疑問を感じるので、ガバナンスの仕組みというのは牽制ができるだけではなくて、ある程度シンプルでわかりやすいものでないと国民の納得は得られないと思う。
- ボードの下にいろいろなサブコミッティーを作り、そこにボードと執行部が専門性に応じて入ることで担保するという意見があったと思う。
- むしろリアルタイムで変な運用が行われていないか監視する仕組みがあって、例えばサブコミッティーの中のリスク委員会とかそういうところがじっと見ている、妙な動きがあればそれをボードにあげて、ボードに臨時会議を招集してもらおうという感じになると思う。
- 下部委員会の方から考えたことを申し上げる。ボードメンバーに執行部が入るか否かがすごく関連していると思う。前にも申し上げたが、組織はシンプルであることが一番望ましいと思うし、我が国は残念ながら運用業務という歴史もそれほど長くはない。考え方は2つ

ある。私はコンプライアンスが重要だと思うので、CEOとCIO、CCO(チーフコンプライアンスオフィサー)をボードメンバーにいれば、しかも他のボードの方にもそれなりのプロを選ぶというfit and proper 条項を入れれば、十分議論ができると考える。下部委員会を作らないという選択肢もあると思う。しかし、他の委員が日銀のように総裁、副総裁のような人は入るべきではないと考えるようであれば、全員が非常勤の社外委員になるようであれば、下部委員会を作らないとワークしないような気がする。その時にマストで作るべきは、投資委員会とコンプライアンス委員会の 2 つだと思う。あまり大きな組織はワークしないと思う。

- 非常に簡素な組織を前提におきたい。ボードメンバーはCEOプラスアルファ位が良いと思う。ただ議長は執行部でない人とするべき。そうすると下部委員会を置くといっても、カルパースの例を見ても、投資委員会に全理事が参加するということであれば、理事会であれば良い話である。仮に置くとしても、理事会の中から希望するメンバーが全員参加するという形にするしかないと思う。下部機関を硬直的に考えて、そのようなものを置かなければならないとする必要はない。仮に置くとしたら理事会の中の組織という位置づけにしていきたい。
- 下部委員会は投資委員会とリスク管理委員会が車の両輪として必要だと思う。両方の牽制機能が必要であることは言うまでもないと思う。あとはコンプライアンス委員会である。その3つがマストだと思う。指名委員会は別の話である。執行部との関係は下部委員会を考える上で必須である。
- 組織ができるだけシンプルに効率的であるべきだというのはその通りだと思う。合議制でなおかつ、ボードとオフィサーの役割は分けるということが有効であるという前提は、監督と執行を分離して、牽制効果を発揮できることを担保することだとすると、牽制効果を発揮させるためには、執行部の指名権は理事会が持つべきであり、指名委員会が必要だと思う。コンプライアンスは当然必要であると思うし、巨大なポートフォリオのリスクを効率的に管理するために、執行部との連携を密にしたうえで、理事会も相応の知見を持たなければいけないと思う。
- 理事会のメンバーには執行機関のCEOなどが入るべきだと思う。さらに投資委員会等の各種委員会については、別個に設けるべきではないと考える。運用の基本方針は、理事会で決めるべきだと思う。理事会が最後の決定権を持つべきだとすれば、たくさんの委員会を作って、権限を委譲するという考え方には賛成ができない。執行機関も重装備の組織にすべきではない。運用については外部委託を中心に今後もやっていくことであれば、それ自体、重装備でなくともよいと考える。

3. 理事会、執行部の構成・任命

- 任命だけについて意見を上げると、今の法律の建て付けでは、大臣も国会で年金制度については全責任を負うのは不動の原理であると明確に言っている以上、理事会のメンバーは、指名委員会とかのアドバイスはもちろん良いと思うが、厚生労働大臣が任命し、解任も出来るということでない、多分全責任を持つということにはならないのではないかな。今の法律の建て付けからすれば、大臣が責任を持って識者を任命されるということが一番良いと思うし、その時の条件は、繰り返しになるが、fit and proper の適性のある人

という要件を入れることが一番、国民が安心するのではないかと思う。

- 恣意的任命とか恣意的解任をどう排除するかというのがガバナンスの通底だと思う。そういうことは排除できて、妥当な選任ができる。妥当な解任ができる。そうするにはどのようにすればいいかということのをベースに考えるべき。結果として大臣が任命することになっても、そういうことが排除できればいいのだろうと思う。
- 国民に対して、この人がなぜ選ばれたのかということについての透明性なりアカウントビリティを持たせるために指名委員会のようなものを作ってアドバイスを厚生労働大臣が受けてこう任命しましたというプロセスを経ることが国民にとって納得性が高いのではないかなと思っている。
- 理事会メンバーが大臣の承認を受けて、選任される。指名委員会などがあるかもしれないが、その時に大臣が承認するということは何かあれば解任するということであるから、理事会メンバーが厚生労働大臣の選任プロセスを経ないということは、国民に対して十分な責任を果たしていることになるかという観点もあると思う。CEOは理事会のメンバーとして、共同責任を負うべきであるということを確認にすべきである。
- どういう人を任命するのかということについては透明性と説明力を担保するために通常、指名委員会というものができる。指名委員会というものがないとそういうことが薄れる。どういう筋道でどういう形で指名したのか。公募で選んだのかということについて、例えば大臣が全権を持てば大臣が指名するということになり、指名委員会の議論なしに果たしてそういうことが担保できるのかということが議論の焦点ではないかと思う。
- 今は理事会がないが、今もし運用委員会のメンバーに関して何か大きな問題があるのかということが一つと、前回の説明でカナダの例が出されていたが、連邦政府の大臣と州の大臣が任命した人で構成されるとあったが、逆にそういうことだと政治的介入が強くなるのではないかとカナダの在り方に疑問を持ったので、今の在り方がなぜ問題があって、そういうものを作る必要があるのか。さらに作るとすれば誰がどういう形で指名委員会の委員を任命して、その権限をどこまで持つのかということのを今後議論していただければと思う。
- 理事をコミュニケーションで決めてそれにあつた方かどうかをどういう手順で決めたか、こういうコミュニケーションがあるということのを国民に知らせるといった説明責任を果たす上で、指名委員会はあるのではないかと思う。指名委員会の人選は大事ではないかと思っていて、qualification が規定されていれば、なぜこの人が選ばれたのか普通の人にもわかるのではないか。透明性を担保するのは理事の方やその下の運用委員会がやると思うが、一般国民からみて重要だと思う。
- 仮に指名委員会を作るとすれば、今現在ある年金部会とかその下の専門委員会の委員の中から構成するというのはあるのではないか。現実的に年金に関して議論をしているわけだから、一番ありえる形ではないか。選任プロセスの透明化も図られると思う。
- 基本は、資質規定はあつた方がいいと思うが、この部分で一つわからなかったのが大臣による理事の解任権。これは理屈から考えたら任命権があつて、解任権がある。任命するから当然解任できると考えるが、ただ解任権についてはPKOの問題があつて解任については、例えば1年間の投資結果を理由にしない。何かあつたときの歯止めは必要かもしれない。解任権はあつて当然だと私は思う。
- 日銀は政府が任命するわけだが、解任権はない。そういう例もある。
- GPIFはあくまで政府の機関であつてそこでどう責任をとるのか。全責任をもっているのは大臣。全責任の取り方の関係で言えば歯止めをかけるために解任権は大臣が持っている

る必要があると思う。

- 労使代表の数については1人ずつでいいのか検討の余地があると思う。年金財政と先ほど座長がおっしゃったが、年金制度の専門家も入るべきだと思う。それから理事の解任権については当然あるだろうと思うし必要だと思う。指名委員会だが、カナダではそういうものがあるという説明を受けたが、指名委員会を設置するのがいいのか悪いのかはわからない。具体的にどういう方法で指名委員を指名して指名委員を任命するのか、そこにどのような権限が与えられるのか、その辺りが全然検討されていないかと思うので、絶対反対ではないが、指名委員会を設けるかどうかの有無を含めて年金部会で検討が必要だ。
- 今度の理事会も専門性が相当要求され、経験の深さ・長さも必要になる。
- 財政検証を受けて必要な利回りとリスクを大臣が示すわけであるから、年金財政の専門家も入るのが当然。日銀の政策委員と同じようにできるだけ専門性をもって議論ができる人を選ぶことが望ましいのも当然。
- 専門性については、実はいくつかの側面がある。執行部に求められる専門性、理事会のメンバーに求められる専門性(それぞれ)に違いがある。
- 細かい仕組みを理解したうえで、全体がどうなっているのか、仮にパーツパーツがよくても、全体を見ると明らかにこれはおかしいと、これを判断するのがボードのメンバーの役割。もうひとつ重要なのは、国民に対する説明責任をまっとうするのがボードのメンバーであり、これは執行部ではない。そういう意味で労使が入るのは非常に重要なことだと思うので、そういう国民の目線で話を執行部から聞いて、それを国民にわかりやすく説明するというのが理事会のメンバーの役割。そういう意味での専門性。
- 理事会メンバーはできるだけ幅広い専門性が必要で、例えばリスクのことがわかっている人とか、インフラの専門家とか、グローバルなインフラについて非常に専門性をもっている人など(が必要)、同じような人が集まっても仕方がない。それにプラスして、パブリックマインドをもっている人が必要。
- 理事が国民に対しての説明責任を負っているということが非常に重要。理事会が執行部隊の投資判断について国民に対して説明するのか、執行部隊をとがめて、それは事前に考えてもそういうポジションはとるべきでなかったというのが重要であり、これが国民に対する説明責任。
- 理事は広いバックグラウンドを持っている、いろいろな情報網を持っている人が入るべき。
- 専門性がどのくらいいるかということに関しては、運用の専門性は必要なく、あくまでも監督の専門性なので、今の日銀の審議委員みたいな金融政策のプロが必要なわけではない。
- この問題で非常に難しいのは、理事会に拠出者の代表を入れるという話と、ここで基本ポートフォリオや運用計画などを決めることから要請される資質、専門性が必ずしもうまく調和しない場合があって、適切な人選ということで難しい面がでてくる可能性がある。理事会の構成について、専門性を重視した考え方なのか、拠出者の代表性を重視する考え方なのか、どのように折り合いをつけるかが一つのポイント。
- 理事会は、過半数は労使の代表が入るべきだと考える。また、年金制度の専門家や、経済、運用の専門家など多様なステークホルダーで構成すべき。
- 労使の代表が当然入っていなければならないという意見があり、私もそうなのだろうと思うが、その際に、専門性が伴った議論について客観的にご参画いただき、判断していただくことが必要。

- 労使代表が理事会に入っていると専門性がなかなか担保できない。担当大臣が理事会のメンバーを選ぶ場合に、例えば指名委員会のようなものを作って、代表者もきちんと専門性を持っているかどうかをチェックし、代表性と専門性のある程度担保する仕組みを組み込んでいけば、何とか理事会でも権限移譲した投資委員会やリスク管理委員会の決めたことをチェックできるのでは。
- ボードにどのような方々を入れるか、特に労使代表を直接入れるかどうか。その際、運用の専門家であるという観点をどの程度重視するか。
- 公的年金という性格を考えたときには、理事会には保険料を払っている労使、あるいは受給者などが入るのが当然。
- 利害を代表する人、将来世代のことを考えられる人が理事会に入ることが重要。
- ボードメンバーに労使の代表が入るのは今の仕組み上当然だと思し、財政検証を受けて必要な利回りとリスクを大臣が示すわけであるから、年金財政の専門家も入るのが当然。
- 今の GPIF の運用委員会は、私のイメージで言うと新しい理事会のイメージに近い。経団連の代表の方も連合の代表の方も入り、いわゆる学者の先生の方も入っていて、経営者としての知見のコメントもあり、国民目線の観点から今回のアセットアロケーションについて正当なのかといった知見もあって運用委員会の中でいろいろな議論が出た。今の運用委員会のようなメンバーは理事会の 1 つのひな形として考えて良い。年金財政の専門家が入ってはいないが、いろいろな立場の専門家が入ってコンセンサスを得ていき意思決定ができることは今の運用委員会を見てもそう思う。
- 理事会のメンバーは、出身母体の籍からいったん外すべき点については、常勤の人は外すべきだと思うが、非常勤の人まで外すととなり手がいないのではないかという気がする。インサイダートレーディングの話というのは、ボードに限らず GPIF の職員全員にあてはまる話なので、そこはしっかりとコンプライアンスを守ればよいのかなと考える。
- ボードメンバーの専門性だが、年金財政という意味での年金制度についての専門性と、国民に対して説明責任を果たせるということであって、決してここで資産運用の説明をするわけではなくて、投資顧問業である必要はないわけだから、投資家としての専門性は必要無い。その上でボードの構成としては、拠出者の代表をしかるべく入れるということと、年金制度の全体を代表できる有識者の方は必須かなと思う。
- GPIF 自体があくまでも年金制度の一部であるということであれば、運用をどういう風に決めていくかという理事会には、当然年金制度の専門家であるとか、年金財政の専門家であるとか、保険料を拠出している労使が入るのは当然だと思う。労使の専門性と言うことが盛んに指摘されるが、年金制度というのは社会保険制度であって、社会保険制度が今後とも持続可能性を確保するということは、非常に雇用問題とか、賃金がどうなるかということ、あるいは人口構成も含めて、そういうことに影響される。そういう意味で言うと、労使が入るということは当然だろうと思し、過半数は労使で占めるべきだと考える。各種専門委員会についても、設けるのであれば理事会の中でそういう委員会を設けて議論をしていくべきだと考える。
- 労使の代表が入ることは決してやぶさかではないし、海外の例を見てもあるので、そこは良いのだが、他の理事の方にも共通するのは、個人の資質に期待したいということなので、その方の出身母体であるとか、経歴、バックグラウンドというのは、議論するために重要だが、いろいろな人に入ってもらおうのが国民の意見を集約するために良いというのはその通

りかと思うが、労使の考え方というのが入ってきてしまうと違和感がある。

- 資金運用の基本はマッチング。どういう性格の資金を運用するのか、年金基金というのは、労使のまさにお金、国民のお金であり、資金を代表する人が入るのが当然と思う。逆に言えば、労使と言っても、当然その中に運用の高い知見をお持ちの方は沢山いるのだから、各分野の労使の代表が理事会に入るというのは資金の性格上当たり前ではないかと思う。委員は専門的な話をするので、知見の高い方から指名委員会で選んで、大臣が任命するというので、全く問題は無いと思う。
- これは労使の出したお金ではなく、基本的な考えは、国民のお金と理解しているためと思う。労使が出しているような形ではあるが、実は国民一般のお金が既に入っている。年金制度を100年は持たせようというフレームワークの中で議論しているわけだから、今の世代だけではない、次の世代、さらに次の世代の年金給付にも関わってくるお金なので、そういう意味ではまさに国民の全体の意見を反映し、国民の質問に対してあまねく議論の結果を説明し、まだ生まれていない世代に対しても説明が付くようにしないとイケない。そういう意味では国民全体であって、狭い意味での労使ではない。ただ、労使の方々が入っていただくことは構わないと思う。
- 労使各1名が入るのは全く問題ないと思う。労使代表1名ずつ入るけれども fit and proper の原則を貫いていただき、理事の構成はそれ以外にも金融・マクロ経済の高い知見を持っている、長期的な基金の運用のために考えるという人たちを集める。これが理事会だと言うことで良いと思う。
- 理事会の専門性と執行機関に求められる専門性は違うのではないか。理事会が全て運用の知見が高い人を集めるべきというのは議論が必要と思う。むしろ多様なステークホルダーが参画して運用について検討することが重要。もちろん全く知らないというのはあり得ないと思うが、高度な専門性というのはどの程度かわからないが、高度な専門性を持つ人だけで理事会を構成するものではないと思う。加えて、労使については、国民のお金ということだが、積立金は中小企業の労働者、経営者が日々努力して保険料を払って積み立てたお金であることは間違いない。もちろん大企業もあるが、お金を払ったものがどのように使われていくのか、運用されていくのかということに対して、当然、参画するというものはあるべきものだと思う。
- 代表性と専門性については非常に重要な問題。代表性は、労使の代表も含めて representativeness と英語でいっているが反映させる必要はある。グローバルスタンダードなのでそういう形で、入っていただくのはよいと思う。専門性については、どういった専門性なのかということであるが、執行に対して監督責任を果たすという専門性なので、実際に運用をやったことがあるということでは無いと思う。
- 理事会の構成メンバーである理事の専門性と執行の専門性は違うと思う。理事の重要な役割というのは説明責任だと思う。説明責任を果たす時には、運用のことを知らないというのでは説明責任を果たすことができない。そういう意味で運用に対する知見というのは最低限必要だろうと思う。高度なと言われると、最初から理事を任命するときに極めて高度な運用に関する資質が必要かと言われると、そうではないと思う。そこはもう少し下げても良いと思う。ただし基礎的な知識はお持ちであっていただきたい。
- 理事会メンバーの専門性と執行に求められる専門性は違うのではないか。将来の人も対象とのことだが、積立金の費用を出している労使の代表が入らないというのは考えられない。端的に言えば、企業、従業員にとっては、自分たちの年金、自分たちの積み立て

たお金である。税金があるので必ずしも全部ではないが、拠出者代表というのは一定の数が入ってしかるべき。もちろん労使の団体の中から選ぶというのもひとつの選択肢、労使が資質の高い人を推薦するというのも一つの考え方。

- 労使の代表が理事会に入ることには全く問題はないと思うし、当然あるべきだと思う。専門性について言うと、理事会が執行部の人選を適切にやれるか。あるいは執行部のやっていることにちゃんとガバナンスを効かせることができるかというその能力が全体として発揮できるかどうかだと思う。そういう観点で言うと、運用についてはある程度知見の高い人が必要になってくるかもしれないし、実際に大きな組織を動かした経験のある人も必要だろうし、一般的な経済情勢について卓見を持っている方も必要だろうと私は思う。あまりモノカルチャー的なものにしないで、幅の広い知見が集約できるような形にするべきと思う。人数はできるだけ少なくしたほうが理事会としてはいい。議論があまり拡散するようなことになってはいけないだろう。適正規模がどれぐらいかについては議論があると思うが、その規模によっては労使代表がそれぞれ1人ずついても機能すると思う。
- GPIF の新しい箱は例えば労使代表や年金の専門家など、諸外国の例を見ても、非常勤の理事が多数を占めることが妥当。そうなった時に、有識者会議で示された理事会とCEO を分ける考えが本当にワークするのか。総裁と副総裁が政策委員会に入っているように、GPIF についても執行部の責任ある2、3人が理事会に入るのが自然な姿。
- 理事会の在り方ということで先ほど話があった執行部が入らなくていいのかという点だが、私は両方あるとされていて、執行部が入らない場合には理事会の権限をきちっと決めて、ちゃんとガバナンスがとれる実効性を担保する。専門性が担保されるのであれば、必ずしも執行部が入らなくてもいい。それができなくて、執行部が入る必要があるとなれば、執行部の独走というのをどのようにチェックしていくかということを経度的にビルトインしていく必要がある。
- 運用機関の意思決定・監督と執行の分離は当然だが、それが直ちに意思決定・監督を行う機関には執行側が入らないということにはならないはず。
- 執行部が合議制なり理事会のメンバーの中に入るか、はっきり分けるというのが世の中には存在する。GPIF という公的年金を運用する組織としてどちらがふさわしいかということを経論すべきだと思うし、その場合にそれぞれの持つメリット、デメリットをいかにうまく調和させるかという各論で議論をした方がいいと思う。私の結論はこの両者をはっきり分けるべきというのが基本的な考え。
- チェック&バランスを確立させることが国民からの信頼を得るために最も重要なのではないか。こういう観点から執行部は合議制、理事会のメンバーにはならないことを打ち出すべきだと思う。その上で、例えば情報の共有など実務的にいくつか解決しないといけない問題があると思うので、その中で執行部は当然だが合議制の理事会の中で発言は適宜行うなど積極的に情報の共有は行っていく。
- CEO が理事会に入っているのが普通だと思う。完全に100%分離すると、現実のマネジメントがうまくいくのかどうか疑問に思う。
- 専門性という観点から CEO が入った方がよい。CEO が理事会に入って、場合によっては理事長を務めることもあり得る。
- CEO がボードメンバーになるとすれば、そこが執行部隊を率いているので、そういう目で監督の上で見なければならぬと思う。
- 「理事会の中に CEO 以下の執行側は絶対に入れるべきではない」という非常に強い意

見を持っている。監督と執行をきちんと分けるべきだから。

- 日本銀行ですら総裁、副総裁が政策委員会に入って議論をして現実にワークしている。日銀で牽制が働いていないとほとんどの人は思っていないと思うので、必ず分けなければ牽制がというのは理解ができない。CEO のほか2, 3人の常勤役員もボードメンバーに入って日銀と同じように審議を尽くすのが一番自然ではないか。
- アメリカでも監督と執行をはっきり分離して執行部は理事会等のボードに入っていない。牽制が効かないことのリスクが非常に大きいということだろうと私は思っている。私ははっきり分けた方が国民の利害になるし、国民のためになるし、国民が支持すると私は考える。
- 専門性の問題は、ボードである理事会よりむしろ執行に近い側の問題かと思う。そういう意味で理事会の理事長は CEO ではない人とし、逆に CEO は専門家の総代表として理事会に入ることが必要になってくると思う。
- 最低限、執行部と理事会を峻別したうえで理事会にもし執行部から参加するとしたら CEO 一人だけでそれは議長にならない。その間で少し議論を深めていけばいいのではないかと。
- 1 つの主張は、CEO あるいは他の若干名が入ることによってボードと情報共有ができてより良い意思決定ができる。ただ、この場合でもボードの議長を CEO が兼ねてはいけないという意見があったかと思う。他方、執行部は入るべきではないという意見も複数の委員からあった。
- 例えば執行と理事会が分離した将来において執行側がある時点で乖離許容幅を逸脱してもよいということになった場合、このことは現に起こっているし、今後もポートフォリオの切り替えのタイミングで起こる可能性があるが、その時に理事会はどのように暴走をチェックして、具体的な役割を果たしうるのか。日々の投資活動の中でチェックしていくならば、常時ウォッチしていく必要があるので、理事会の役割としてそういうことを期待するというのであれば、時々集まって議論するというだけではすまないということになる。こういった具体的な話をベースに理事会と執行部の役割はどうなりますかといったことも議論しておいた方が現実的な姿になる。
- 執行部がボードに入っているかどうかということでは、チェックの足しにならない。むしろリアルタイムで変な運用が行われていないか監視する仕組みがあって、例えばサブコミTEEYの中のリスク委員会とかそういうところがじっと見ていて、妙な動きがあればそれをボードにあげて、ボードに臨時会議を招集してもらおうという感じになる。
- CEO ないし CIO がボードに入るかどうかということについて、ボードに入らないと理事会での議論に一切参加することができないかということではなくて、当然のことながら CIO ないし CEO はボードが開かれるときには議題にもよるが基本的には必要に応じて全部参加する。執行部が説明することに対して自分でまた投票するというのは明らかに矛盾しているので投票権は持たせるべきではない。
- 抛出者である労使代表や国民年金の代表、財政等の専門家に加え、専門家を執行側にたくさん招くということの総代表として CEO に理事として参加してもらおう方が、意味がある。少人数の理事会の中で、執行部と密接な連携をとるという意味では、CEO は理事の一人として入るべき。
- ボードメンバーの話は情報伝達をきちっとやっていくという意味でも、理事長でなくともよいと思うが、メンバーに CEO が入っているという仕組みのほうがやはり運営上はやりやすいのではないかと。

- 理事会で議論するときには、担当の執行役が議論に参加することは当たり前だと思う。問題は投票権を持つか否か。常時出席を求められるのか、必要に応じて出席を求められるかという点だと思う。CEOが理事会の投票権を持ったメンバーに入るか、投票権のないメンバーに入るかは分からないが、理事会にはほぼ毎回出席するであろうことは予想がつくので、それを投票権のないメンバーと呼ぶか、投票権はあるけれども「長」のつかないメンバーと呼ぶかは皆さんで多数決を取って決めるというラインかと思う。それ以外のCIO, CRO, COOは、常に理事会に参加するメンバーにすべきではないと思っている。CEOが理事会で説明すれば良いと考えるから、執行部隊のトップであるCEOは理事会のメンバーになってもよいと思う。それ以外の方が理事会に入ることは反対。
- 理事会で何を決めるかという話と密接に関係していると思うが、牽制機能というのはもちろん大事であり、やらなければならないと考えるが、もう一つ執行部隊と協働して、運用計画などを作っていかなければ現実には回っていかない。敵対的關係だけでなく、協働的關係の時もあるので、その場合を考えた体制にすべきであると思う。少なくともCEOは理事会メンバーにしておいた方が運営は上手くいくと考える。
- 理事会は理事の方だけで、専門性のある方は投資委員会とリスク管理委員会の中に入って専門的な知見を披露して、それをもとに監督者である理事のメンバーの方が判断するということで、十分機能すると考えている。
- 執行部が理事会に入ることを拒否する方と入ってもいいのではないかという方はそんなに差がないと思うので、この問題については年金部会で決めてもらえばいいので、この二つの意見があって、拮抗していますという形でレポートをまとめていただく方がフェアだと思う。
- 専門家と言われている人たちが業務執行機関に入るとすれば、完全に企業籍なり団体籍を切るとか、あるいは一定期間務め上げたら同じ業界に何年間か戻らないということはあると思う。むしろそういうことをきっちりきめておいて、国民からの目から見たら透明性がある公平性があるのだということを、そういう形で示す必要があるのではないかと思う。
- 例えば業界の方が入った場合はその会社と取引しないとか、やはり外から見た場合の透明性や公平性とかが大事である。確かにこの人はそういう位置でやっているということがわかるような、コンプライアンス的なものはもっと明確にしたほうがいいのではないかと思う。

4. 政府との関係

- 厚生労働大臣が公的年金制度について全責任を持つという法律を前提にしているのであれば、例えば利回りやリスクの許容度を大臣が明確に指示をして、その枠内でベストな運用とリスクを少しでも少なくすることが箱の役割であると思うが、ではそれで報告だけでいいのかと言えば、今の大臣が全責任を持つということと報告との関係が私は十分整理できないので、ここは報告だけではなくて、承認ではないか。承認の内容によっても幅があると思うが、ここは承認しか考えられないのではないかと。また被用者年金一元化のスケジュールも進んでいるわけなので、他の国共済や地共済、私学共済などと平仄をとる意味でもこの点は変わりようがないと考える。
- 承認の在り方については最終的にはプロが運用方針を決めて、それについて承認をし

たらよいと思うが、承認の幅はいろいろあると思う。基本的には承認権を残すが、100%何でも自由に新しい箱が考えたことにあれこれ注文をつけられるというのでは PKO のリスクも高まるので、イメージであるが、年金制度の円滑な運用についてどうしてもこのポートフォリオでは厳しいというような厳格な要件を付けて、そういった場合には承認をしないことができるといった限定的な承認と、何でも承認できるフルの承認のように承認にも幅があると思うので、知恵を出していけばよいと思うが、大臣が全責任を持つという法体系のもとで報告というのは法律的にあり得るのかが理解できない。

- 報告と承認についても難しいところがあると思うが、承認という形が残る場合には承認の範囲をはっきり明文化して定めて、承認だけを書いてしまうと、承認するためにはありとあらゆる情報をとらないとできないという議論につながるので、そうすると政府との関係が非常に曖昧になってしまうので、そこはできるものだけを承認する、そのためには何ができるのかできないのかをはっきりと明文化する必要があると考える。
- 承認と報告については、リークの観点から、「承認」とすると情報が漏れる可能性があるので、やはり報告という形に留めるべきでないかと考えている。ただ、一元化法の関係で難しい部分もあるので、特別な場合でないと拒絶できないとして、情報漏えいを防ぐ意味で限定的な形で「承認」とするという手もあるかと思う。基本的には「報告」。担当大臣が目標と最終的にどこまで損していいかをきちんと決めた上であれば、最終的には報告という形でも、全責任を負う大臣の責任を全うできるかと思う。何をマנדートとして与えるかで議論になるということは承知している。
- 基本ポートのようなもの、その他の運用に関して、大臣の承認なのか報告なのかという論点もある。
- 大臣と理事会の関係については大臣の責任の大半はリスクとリターンをきめたところで達成されていて、あとはできるだけ理事会が決めた上で報告するという。重要なところは承認が残るかもしれないが、それはポジティブリストで情報管理ということから考えると理事長と大臣が2人だけで会って話しをする。(2人だけで誰も入らないというくらいの)しぼりかけるといことが非常に重要。
- 基本的には GPIF が上げた基本ポートに関しては大臣にはそれを極力尊重し、かといってそれを自動的に全て呑むというような硬直的な法律にしてしまうと、多分いろいろ異論が出てくる可能性があり、場合によっては我々が考えていないリスクのようなものも将来出てくる可能性がある。リスクを排除するという意味で、承認という言葉を入れるというのは構わないというか、ある意味では国民の合意が得られるのかもしれない。
- 認可については白か黒かということは必ずしも無いと思う。認可という言葉を使うことに必ずしも反対ではないが、仮に大臣が認可しない場合はその理由をはっきり説明するプロセスが必要と思う。この場合はっきり説明すると言うことであれば、認可でもいいかと思うが、単に一方的に認可という一方通行ではいけないと思う。
- GPIFの行う運用というのはあくまでも公的年金制度の年金積立金を元にして行うのであって、公的年金制度全般を管理しているのが国であるとすれば、そこで必要な予算等々については大臣の認可となる。もし認可しない理由を説明する必要があるのであれば、認可する理由も説明する必要があると思う。
- 政府との関係については、国民に誤解を与えるような組織にしてはいけない。予算というのを政府に一任してしまうと、結局、予算を通じて事実上のかなりの干渉を行われる可能性が出てくるので、ここは両方考える必要があると思う。

- 政府との関係で政府によるオブザーバーとしての理事会の出席について、政府の干渉があってはいけないが、ある程度の情報共有は必要であるというのは他の委員と意見は違わないと思う。政府の方が理事会にある程度、出席されるのが望ましい。ある程度ということだが、理事会がどの程度開かれるかは幅が広く、政府の方がオブザーバーとして理事会に出られるのはその中でも節目となるような理事会、全ての理事会に出ていただく必要はないという理解である。
- 元々の議論はPKOのリスクを避けるということで、政府の方は理事会に出てもよいが、議題によっては理事長が退席を求めることができるというのがよいと考える。
- アセットアロケーションの話だけは関係者が多くなるとリークの可能性が高くなるので、中のメンバーだけで議論したほうがよい。