

## これまでの議論における「GPIFのガバナンスについて」の 主な意見（未定稿）

事務局の責任において、第26回社会保障審議会年金部会（平成26年10月15日）、第1回年金積立金の管理運用に係る法人のガバナンス体制のあり方検討作業班（平成26年11月4日）及び第2回同検討作業班（平成26年11月10日）において「GPIFのガバナンス」について議論した際の委員の主な意見を整理したもの。

### 【論点①】合議制か独任制か

#### ・運用の独立性（政治からの独立性）についての委員意見

- 専門家を含めた多目的な検討を行って、意思決定プロセスをより慎重にして、リスクを小さくする方向でガバナンスを強化するのは非常に重要であると考えている。
- 公的年金は公的と年金が組み合わさっており、公的は国。年金というのはマーケットの中のプレイヤー。いかにうまく調和させていくかというのが議論の必要なところ。
- GPIFに独立性を与えるというのは、受託者責任というものから相反するように聞こえるかもしれないが、私はそうは思っていない。すなわち、それは先ほど言った説明責任というかわりとしての独立性であり、むしろ受託者責任を全うするためには独立性というものははっきり定義する。はっきりというのは、あやふやではなくて、具体的に何を意味するのか、同時に国の役割というのは何なのか。これをはっきりさせる必要がある。あと年金という意味では市場の中のプレイヤーで、これは私的年金、ファンド、個人、いろんなお金がある中で非常に大きなプレイヤーであるから、そこで市場を乱してはいけないという問題もあるので、これは決して簡単な話ではないが、ここをぜひこの検討会で議論していけたらと思っている。
- 私の認識からすると、一言で言えばPKOはできる。一番の問題は、理事長の独任制であり、アセット・アロケーションは運用委員会の議を経て決定するとあるが、最終的に理事長が排除することもできる。三谷理事長は良識のある方なのでそういうことが起こると思わないが、独任制であるということが一番の問題点。当然受託者責任はあるが、対外的には別の説明をしても、政治的な圧力を受けて、執行の範囲内で株の比率を上げることはできる。現行制度でPKOを100%できないとは言えない。チェックアンドバランスを入れるというのが一番重要なポイントで、どの年金ファンドも理事会を設置して執行の暴走を防ぐという監督と執行の役割分担を図るのがグローバルなスタンダードであって、そこに行くのが最初。
- 1番目の点について、形式的には基本ポートフォリオを決めた後、大臣の認可が必要。ありえないと思うが、大臣に変なバイアスがかかっているという点も、とりあえず論点としてあると思う。
- いくら法律で担保されていても、日経新聞に限らず新聞各社の社説の共通の指摘は、少なくともPKOを疑われる体制であれば、受託者責任を全うしようとして株式

比率引き上げても、PKO と誤解されてしまうというもの。ここをどう担保するかが大事な点だと思う。理事長の独任制を改めるのが何と言っても必要という点は賛成。

- 説明責任の最たるものは PKO のリスクがあるかどうか。政治的影響をどれだけきちんと排除しているかどうか、納得できる説明ができるかが大切。独任制の限界について、独任制で大丈夫だということであれば、その説明がきちんとできるということが最大のポイントだと思う。
- どのような組織を作っても PKO の疑いは晴れないのではないかと思う。理事長の任命等の人事など人選をするのは政府であり、組織の中だけで全て問題を解決するのは違うと思う。
- 事務局から説明してもらった例や有識者会議のヒアリングで聞いた海外の例で共通項として一番重要なのは理事会を設置して合議制にすることと、執行を分けること。組織体制として、普通に海外でやっている体制を採用することで、多くの問題が解決に向かうと思う。第二点は、理事会設置にも関係して、独任制である以上、PKO 等政治的な圧力を受ける可能性が高い。PKO をゼロにすることはできなくても、そうする努力が必要であって、複数の理事がいれば、政治的圧力を全員にかける確率は低くなるだろう。PKO を防いでいることを内外に示すうえでも重要だと思っている。第 79 条の 2 の説明があったが、年福時代からあるようだが、法律で書いてあるだけでは担保にはならないと思う。
- 独任性の問題であるが、今時点で、独任性がいいか悪いかは置いておいて、かつての責任体制が曖昧だったから独任制になったわけで、なぜそうなったのかはさまざまな要因があるはず。そのような観点からも今後の検討課題を示してほしい。
- GPIF がガバナンスを強化する方向性はよいが、GPIF の「独立性」という語に疑問を感じる。GPIF の独立性は、市場のプレイヤーとしての側面だけからの議論で、受託者責任を分担する政府機関という視点と違う。年金受給者等に対する責任は厚生労働大臣が負っていてその一部を GPIF が負っている。リスク性資産の運用を GPIF が独立的に判断できるとすれば、その根拠とは何か。大変疑問に思う。(第 26 回年金部会での御意見)

#### ・年金制度に対する責任（拠出者の関与の在り方を含む）についての委員意見

- 1 年ごとに運用成績によって給付水準や保険料を変えるのではなく、5 年、10 年単位で考えて目標利回りを達成したか評価するべき話。GPIF の役割は、言われた目標利回りとリスク量でどれだけ効率的に運用するか。
- 国民が自分たちの財産をある意味運用していただくわけだが、有識者会議報告書で提示されているパターン 2 の場合、誰が国民に対して説明責任を負うことになるのか。GPIF はいわれた目標利回りでやるだけだという説明があったが、担当大臣は理事会の理事や理事長を任命すると同時に GPIF は受託者責任がある。そうになると誰が国民に対して責任を負って国民に対して説明をする枠組みになるのかわからない。
- GPIF のガバナンスについて議論するわけだが、ガバナンスの一つの大きな役割が国民に対する説明責任。有識者会議の報告書にも書いてあり、独自性を得るために、その前提条件として国民に対する説明責任がある。
- ガバナンス体制の見直しは公的年金制度改革の一環。公的年金と企業年金は全く

違う。日本の公的年金制度は賦課方式であり、強制加入であるということ。国が運営しているからこそみんな信用して払っているのだと思う。そこが私的年金とは違う。市場のプレイヤーではないと思う。

- 年金の負担と給付ということを考えると、最終的に損失がでたときは税を入れるか、給付額を下げるかが起こりうる。それを国民にきちんと説明するべき。
- 運用の多様化・分散化と、ガバナンスの体制というのは不即不離だと思う。年金のお金なので、ガバナンスだけを議論して、損失がでたときの議論というのは他のところでというのは国民の納得は到底得られないと思うし、こういうルールでこういう運用をするというのは公的年金の議論をしていく以上は不即不離だと考えるべき。
- (どの程度のリスクをとるのかは)最終的にリスクを負担する人が決めるべきで、大臣の責任と GPIF の責任というのをもっと整理したうえで議論を進めていくべき。
- 運用で損失が生じたときにどうするかという話があったが、最終責任は厚生労働大臣、事実上は政府が責任を負う。予定利回りをどうして達成できなかったのか、あるいは予定利回りを上回ったのかという説明については GPIF の理事長が説明するものと理解。
- 説明責任が現状で十分かと言えば、残念ながら極めて不十分だと思う。国民の間に PKO ではないかという疑念があるのに対して、GPIF から具体的な説明が出ているとは思えない。また、リスク資産の割合を上げることについて、これも国民の間に理解がなく、何か大きなリスクを取ったという考えが国民の間にある。
- 次回以降の話であるが、年金財政との関係、諸外国、GPIF が年金制度に対してどういう責任があるか。今、財政検証をやっているけど今後、リスクが拡大して行って、損失が出た場合に保険料を引き上げたり、年金給付が下がったりすることが運用と財政がリンクしているのか。マクロ経済スライドの調整期間が伸びることになる。年金部会でも議論しているが、マクロ経済スライドについて大きな影響がある。
- 最大のリスクは積立金が毀損して受給額が減ること。
- 少子高齢化で肩車型になることも組み込んで財政検証が実施されていると認識している。だからこそマクロ経済スライドという仕組みが導入されている。それ以上のリターンが必要なのか疑問。
- 今回の基本ポートフォリオについては、(GPIF は)明確に目標が与えられていると思う。与えられたものの中でリスクをクリアされているものと承知している。
- (前項を受けて)今の GPIF に対してそうしているのであって、今後独立性を高めて、自由度を増やしていくときに、今後、これまで以上に独立性を高めていくということになれば(年金制度に対してどういう責任があるか)ちゃんと整理しないといけないということ。
- GPIF そのものの在り方とか年金制度全体の中での GPIF の在り方というのも重要だと思うが、この議論は私が理解する限り新しい基本ポートフォリオが決まったので、そうした中で、新しいガバナンス体制をどのように築いていくのか、チェックアンドバランスをしっかりとらせる。独任性ではなくて合議制のような形で例えば、リスクとして理事長が勝手な方向にいかないよう組織としてリスクを最小限とすることを担保する。それがこの議論だと思うので、諸外国の例で一時的な損失が発

生した場合どうするかというのも重要な点であるが、基本ポートフォリオが決まると大体90%、運用成績が決まる。あとの10%くらいが運用。130兆円だから大きい。我々はそのところをガバナンスでしっかりやっていく。個人的には関心があるので次回以降事務局の方からそういう意味での諸外国の例を教えてくださいと非常に助かる。あくまでもここでの議論はそういうものも踏まえた上で、リスクをいかに最小にするガバナンス体制が望ましいかというのが我々が与えられたマニフェストではないかと理解している。

- (前項を受けて) それは違うのではないか。箱の話の中のリスクではなくて、基本的にはガバナンスのレベルというものはリスクをどうとるかによって上下するので、この作業班でしっかり議論した上で、ガバナンスを検討するというマニフェストを受けている。認識が違うと思うが。次回以降議論させて頂ければ思う。
- 私の申し上げた問題点とはリスク管理は必要であって、特に新しい運用始めた時のリスク管理の在り方というのは出口委員と同じ考え。基本的にこの委員会のマニフェストは政治的な影響力を遮断して法人が運営されていくのかという在り方という事で認識している。そういう観点でいうと今の独任性がいいのか。欧米のいろいろなモデルケースの中から反映させて取り組んでいくのが大事なのではないか。そういう観点を含めて議論しなければならず、その観点からガバナンスの在り方が先にくると思う。その上で財政検証は当然ずっとやっていかなければならない話。その前提条件もいろいろ変わってくると思うが、その話とこの話は切り離して考えていいのではないか。
- 難しいところだが、この委員会のマニフェストはガバナンスを考えるということで、年金財政と GPIF がどのくらいのリスクで運用するかは必ずしも完全には分離してはいけないと思うので、ガバナンスにかかわる限りにおいて、ある程度そういった話に入り込むということも大事だなと思う。それを含めて、事務局に申し上げたように、これまでの論点を整理して頂いて、それに基づいて議論をしたい。
- 公的年金は、賦課方式であり、キャッシュアウト局面で金融市場の制約条件を見極めて運用せねばならずハンドリングが難しい、全国民強制加入の仕組みである。議論の中で、こういう特性をどう考慮していくのか。(第26回年金部会での御意見)
- 公的年金という性格を踏まえ、労使がどう参画するかを議論する必要がある。(第26回年金部会での御意見)
- 運用成績は年金部会が最終的には国民に説明せねばならないだろう。GPIF から年金部会が説明を受け、部会からその運用成績で年金制度がどう変わるのか国民に説明する構造だと思う。今までも十分でなかったようにも感じている。(第26回年金部会での御意見)
- 国民年金・厚生年金の積立金は被保険者が拠出した年金資金であり、厚生労働大臣はこの資産を年金制度に資するよう、被保険者が期待するような運営をする責任を負っている。また、厚生労働大臣は保険者でもあるので、厚生労働大臣に最終責任があるのは当然。そういう意味で厚生労働省が GPIF のガバナンス体制に関与していくのも当然。(第26回年金部会での御意見)
- 積立金が毀損した場合に誰が責任をとるのかというと、厚生労働大臣や GPIF ではなく、結局は給付の引下げや、支給開始年齢の引上げ、あるいは保険料の引上げという形で最終的には被保険者・受給者である国民が負担する。国の責任を加入

者が背負うことになるわけで、そのことがまさに加入者が恐れているリスク。(第26回年金部会での御意見)

- 保険料を拠出している労使を含めたステークホルダーを明確に位置付け、きちんと拠出者の意思が反映できる運営が行われるような組織に改革すべき。(第26回年金部会での御意見)
- いろいろなリスク資産を工夫して拾ってきて高いリターンを低いリスクで取ろうとすれば、人材、説明責任、透明性、独立性が必要になってくる。一つのモデルは、厚生労働省が財政検証で将来の年金財政を検証し、どのくらいのリターンがあれば持つか試算して目標利回りとして示す。利回りが示されれば GPIF でとるリスクはほぼ決まる。より積極的には目標利回りまで GPIF で決めるというモデルもあるが、その場合、年金財政との関係をどう担保したのかという説明責任が GPIF に降りかかる。あり得ないモデルではないが、いますぐそこまで行くのは難しく、どのあたりで線を引くのかによってガバナンスの在り方もいろいろ考えられる。(第26回年金部会での御意見)

## 【論点②】 基本的事項の意思決定・執行監督と業務執行との分離についての委員意見

- 執行する機関というのは、いわば最強の部隊をそろえて、最大の効果が出るような仕組みをとって、それをしっかりと監督できるような体制を同時につくり上げる。多分世界の年金運用の今主流になっている。年金運用というのは市場運用から逃れることはできないわけで、市場の動きというのをどの程度本当にしっかり見て、それに対して適切なフォワードルッキングな対策が打てるかということがキーになると思うので、そういうことができるような体制であるのかということを考えなければいけない。
- 決定的に言えるのは、執行部隊の持つリスクというか、オペレーションに対して、どういった形でチェックができるかということが1つガバナンスの要素だと思うし、執行部隊というのはマנדートというか、どういうことをやれと言われてそれを実行するということになるだろうが、ガバナンスをとるほうは長期の戦略と暴走を防ぐ、リスクマネジメント、この2点に集約されると思う。
- 報酬体系をみてもいわゆる理事長など理事会のメンバーは、経験値はあるがそんなに高い報酬をとっていない。むしろ執行部隊がどれだけのパフォーマンスを長期にわたってあげるかということについてまっとうな評価をするというのがキーポイントになる。
- 報酬はどの程度を想定しているのか。人員体制はどのぐらいの規模を考えているのか。
- 私の認識からすると、一言で言えば PKO はできる。一番の問題は、理事長の独任制であり、アセット・アロケーションは運用委員会の議を経て決定するとあるが、最終的に理事長が排除することもできる。三谷理事長は良識のある方なのでそういうことが起こると思わないが、独任制であるということが一番の問題点。当然受託者責任はあるが、対外的には別の説明をしても、政治的な圧力を受けて、執行の範囲内で株の比率を上げることはできる。現行制度で PKO を 100% できないとは言えない。チェックアンドバランスを入れるというのが一番重要なポイントで、どの

年金ファンドも理事会を設置して執行の暴走を防ぐという監督と執行の役割分担を図るのがグローバルなスタンダードであって、そこに行くのが最初。(再掲)

- 事務局から説明してもらった例や有識者会議のヒアリングで聞いた海外の例で共通項として一番重要なのは理事会を設置して合議制にすることと、執行を分けること。組織体制として、普通に海外でやっている体制を採用することで、多くの問題が解決に向かうと思う。第二点は、理事会設置にも関係して、独任制である以上、PKO 等政治的な圧力を受ける可能性が高い。PKO をゼロにすることはできなくても、そうする努力が必要であって、複数の理事がいれば、政治的圧力を全員にかける確率は低くなるだろう。PKO を防いでいることを内外に示すうえでも重要だと思っている。第 79 条の 2 の説明があったが、年福時代からあるようだが、法律で書いてあるだけでは担保にはならないと思う。(再掲)

### 【論点③】内部統制（情報管理、コンプライアンス等）についての委員意見

- ガバナンスという中身を考えたときに立法措置を講じたうえでちゃんとしたハコを作る、どういうハコが一番望ましいのかという議論と、運用を多様化しているわけなので、今のリスク管理体制で大丈夫なのか、また新しいハコが現在の体制ときちんとドッキングできるのか見ておかないと国民は安心できない。
- 日本人は本当に情報の使い方を知らない。逆に言うと非常にお金を無駄遣いしている。これが本当に国民からの受託者責任というのを全うしていると言えるか。私は違うと思う。無駄遣いしています。せつかくある資源を使っていなくて、結果として日本の成長率を低めている。アベノミクスというのは、これまで使われていなかった有効資源をいかに有効活用して、それで日本の成長率を高め、これが日本の次の世代さらにはその次の世代に生かされていくという大きな政策の枠組みだと思っているが、その中の 1 つの目玉が GPIF、これまで本当に有効利用されてきたのだろうか。そのかわり、情報をとるためにはそれなりのコストも必要、人員も必要、システムも必要。
- どうしてあのようにリークされるのか、やはり今の建付けでは厚労省も財務省も関わっていて、GPIF の中だけで情報が閉じているわけではなく、どこで漏れたか分からないが、GPIF の中だけを情報漏えい対策を講じても他の漏えいしうる箇所はある。
- どうしてああいう情報漏えいが生じるのか、二度とあのようなことが生じないように、情報は GPIF の中で完結すべきだと思う。
- 重要事項の決定については、関係者を絞り、守秘義務を課していくことが重要。
- 場合によってはアクティブ運用を認めるということで、パッシブ運用中心から転換するとすれば、手数料は大きな課題。結果責任を誰が負うのかもセットで考えることが必要。
- 運用対象の拡大をどこまで、どこで認め、また、どこで誰が説明責任を果たすのかという組織体制が必要。その点で、守秘義務や利益相反の問題を明確にし、罰則も強化すべき。
- 専門人材やシステムも含めて GPIF の体制強化を早期に図る点にはいささか異存はない。(第 26 回年金部会での御意見)

- 透明性や説明責任が求められるが、リスク性資産の割合が多くなった場合に、金融の専門家から年金加入者が求める情報は出されるのか。正確な情報伝達のための報告チャンネルやステークホルダーに対する明瞭、正確、適時な情報開示を担保しなければならない。(第26回年金部会での御意見)
- より専門性が必要な運用にシフトするのであれば、ガバナンス体制をより強化し、そのもとで積立金運用のあり方を議論するということが本来の姿。(第26回年金部会での御意見)