

## 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4回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①②-1】 合議制機関の構成員について

#### (a) 合議制機関に求められる専門性は何か（年金財政についての専門性、国民に対する説明責任を果たすために必要な専門性）

- 厚生年金基金のAIJ問題の件は、委員会のガバナンスが効いていなかった。なぜそうなったかといえ、専門性が基本的に欠けていたというのが一般的だった。専門家がいれば、極めて明らかに容易に発見できたと思う。今度の理事会も専門性が相当要求され、経験の深さ・長さも必要になると思う。
- 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うし、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だと思う。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。そんな方がたくさんいるのだろうかという問題も考えれば理事会の下にたくさん委員会を作ればいいというが、そのメンバーも本当にそんな人がたくさんいるのかということにもなる。
- 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）違いがあると思う。執行部に要求される（専門性は）、細かいとこまで部品がすべてどうなっているか、車でいうと全てのエンジンから始まってタイヤ、いろんなところの部品が揃っていないと車は動かないので、その部品のひとつひとつの性能についてもわかる専門家がいらないといけない。
- 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な。とこれを判断するのがボードのメンバーの役割だと思う。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と思っている。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。執行部の言っていることを全部理解して、国民に伝える。そして自分の頭でチェックして、牽制を働かせる。これがボードメンバーの専門性だと思うので、この専門性はボードのメンバー、これが常勤だろうと非常勤だろうと全員で共有していただかなければいけないと思う。
- 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。私自身は必ずしも日本人

に限る必要はなく、外国の年金ファンドを経験したとか、外国の年金ファンドの理事会の理事長を経験した人とか、あるいは理事長を今やっていて兼任していてもいいと思う、そういった人も含めグローバルな人材を獲得するということを考えれば人材がないということは全くない。あと、マクロの議論ができる人や、マクロの世界の経済情勢を話せる人、ミクロとかインフラを話せる人が多様に入ることが、独走を防ぐと言う意味で重要になってくると思う。

- 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な点だと思う。例えば、執行部隊がとったポジションによってマイナス 10%のリターンとなったときに誰がどういうふうに説明するか。これは執行部隊が説明しても、ほとんどクレディビリティないと思う。従来であればなんでこんな危ないものを持っていたんだ。(今すぐ) 売れというような声がとんでくる。10年単位でものをみれば暴落したときには買いに入るとするのが当然であるがそのときに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。そういう意味でも世界で何がおきているのか、世界の年金はどのようなポジションをとっていたのか。今ここで GPIF が損失を出したときにそれは仕方がなかったのか、あるいは暴走だったのか、ということをもまずは一次的に判断するのが理事会だと思う。そういう意味で峻別してその暴走を防ぐというのは事前の意味もあるし、事後的な説明にもかかってくると思う。
- 問題なのは 10 年通したときにどういうリターンをとったか。短期のリスクに振り回されると、長期的にみたときの正しいポジションがとれないということで、そこがやはり理事会がきちんと理解して、理解できる理事長を選んで決着していくということだと思う。
- 暴走するのはプロセスの中で事前に防いでいくというのは全くその通りで、2009 年のことに関しても 2007 年くらいにその兆候があったわけで、どうして 2007 年に兆候を察知して売ることができたのか成功例をきちんと勉強しておくことも重要ではないか。そういう意味でも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だと思う。
- 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。

## (b) 拠出者代表をどのように位置付けるか（専門性とのバランス等）

- 独任制、合議制に関しては、私も合議制でよいと思っている。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。つまり、拠出者の代表であって、かつ運用の専門家がいればよいが、そうでないこともある。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としてあるだろう。

- 理事会を設けるとすれば、いまの GPIF が扱うほとんどが厚生年金であることを考えれば、理事会は、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いからいけないという意見があり、私もそうなんだろうと思うが、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で、そういう形での選任ができるかどうかポイントになると思う。どちらでも方向性としてはありうると思うが、必要なポイントは押さえないと、後々いろいろな問題が出てきてしまうのではないか。
- 代表性と専門性の点は、海外の年金でも非常に議論になっており、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。その解決方法の一つとして、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、労使の機関に属している必要性はないと私は思っているが、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ないか。
- 合議制にみなさんだいたい賛成しており、合議制であればボードと執行部は一応分離ということになるが、ボードの構成員をどうするかについて、ご意見の違いが出ているのだと思う。すなわち、執行部をボードに入れるかどうか、入れた場合にどのような役割を持たせるのか。また、違う観点で、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。これは、ボードのメンバーを選ぶ指名委員会のようなものをどうやって作り、どう運用してボードメンバーを決めるかにも関係してくる。
- GPIF は年金制度の一部であり、厚生労働大臣から目標を示され、それをいかに実行するかという方針を決めるのが合議制の理事会だと思う。したがって、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である。
- 厚生年金の在り方にもよるが、人口構成が確定給付の年金にとってどんどん不利になっている。これからしばらく続くと言うことがすでに分かっているので、将来世代にもできるだけ今の大きな 127 兆円の基金のベネフィットが渡るように考えてあげることが重要で、世代間の対立というのが根底にはあって、いま給付をもらっている人はリスクをなるべく低くして給付をもらい終えることまでを考えてくれればいいというかもしれないし、あるいはまだ生まれていない世代のことまで考えてきちんと発言してくれる人もいるかもしれない。100 年これから続けようとする制度なので、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だと思う。
- 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うし、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だと思う。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。そんな方がたくさんいるのだろうかという問題も考えれば理事会の下にたくさん委員会を作ればいいというが、そのメンバーも本当にそんな人がたくさんいるのかということにもなる。(再掲)

- 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。なぜかという、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て、アセットアロケーションについても全会一致ではなかった。そういう意味でいろいろな観点の意見が意思決定に反映されるということで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。
- インサイダートレーディングを排除するために、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なる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。

**(c) 執行機関の役職員を合議制機関の構成員とするか（議論への参加と意思決定への参画）**

- 私自身は合議制でよいと思うが、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だと思う。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。確かに有識者会議で指摘された理事会と CEO を分けるというのは1つの理想だと思うし、民間企業でもそのような議論はなされているが、例えば日本銀行の例を見ても明らかのように、しかも非常勤が多いということを考えると、最初に目指すべきガバナンスというのは合議制でよいのだが、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人が理事会に入るとするのが自然な姿であるように思う。
- 合議制がいいと私も思っており、その際の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、私は両方あるとっていて、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。それには理事会のメンバーに常勤は必要だと思うし、利益代表も当然入ると思うが、基本的には専門性が担保されなければいけないと思うし、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制度的にビルトインしていく必要がある。そういうことが両方出来れば、両方の形があり得るのではないか。
- 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。民間企業のガバナンスを考えても取締役会、アメリカであっても取締役会であれば CEO は入っているし、場合によっては COO も入っている。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し、資料3に示された2ページ目の図の形かなと思う。ただ、ちょっと気になるのが、2ページ目の図だと、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。

- 監督と執行の分離は世の中には両方の形態が存在するのは事実だと思う。両方と言うのは、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のが世の中には存在するので、それぞれに存在理由というはあると思うが、この場では一般論を議論するわけではなくて、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議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。
- 国民のお金、130兆円という非常に大きなお金を預かっているので、内部の牽制体制はできる限りしっかり確立させたほうがいいのではないかと。すなわちチェック&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と。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かと思うので、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。その上で最終的な判断は合議制の理事会が行うということにすれば、情報の共有も実務的にはかなり解決できるかと思う。
- 先ほど日本銀行の話が出たが、総裁、副総裁が出ない理事会があるかというのと無いと思うが、むしろ総裁はこの場合は理事長だと思う。
- 厚生年金基金の場合には理事会があり、複数の理事がいて合議する仕組みになっているが、ご存じのとおり AIJ 事件が起こり、実際に被害に遭われた基金も多数でた。合議制でもそこでのガバナンスははっきり効いていたのか。特に理事会が執行側の独走をきちんとチェックできていなかった面があったのではないかと。そういう意味では、執行者の行動をきちんと監督し訂正できることが一番求められることだと思う。理事会の構成をどうするか、執行と理事会の役割分担を考えたときに、私はどちらかという、アメリカのコーポレートガバナンスもそうだが、CEO が理事会に入っているのが普通だと思う。そういう運営の方が現実的にきちんと機能するのではないかと。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。
- CEO が入るべきか否かという点は、専門性という観点から CEO が入った方がよいと思う。
- 理事会、いわゆるガバナンスボードに CEO を入れるかという点は二つ流儀があり、アメリカでは CEO がボードメンバーになっている例が多く、イギリスでは取締役会の議長は No-executive であるべきとされており、いわゆる指導的立場にある取締役は、中心になって監視をするというのが主流。どちらもいいのだが、先ほど申し上げたように、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。
- 理事会の構成と専門性の議論は、私は「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。なぜかといえば、監督と執行をきちんと分けるべきだから。PKO もそうだが、大臣が責任を持つべきところは目標リターンとリスクの許容度で、大枠をはめて、その後執行のベストを尽く

してもらるのが執行部の役割。そこでの暴走を防ぐ意味で、理事会が監督権限を持ってしっかりとチェックをしなければいけないと思う。

- 日本銀行の金融政策によってあれだけ株価が上がるということはPKOのリスクが一番高いのは日本銀行かもしれない。その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。いろいろな評価があると思うが、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。アメリカなどの企業でもCEOがボードメンバーに入っているケースは多いので、その点は本当によく議論しないと、あんまり大きい組織を作ってもいけないし、そういう意味では、繰り返しになるが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と思う。
- アメリカの企業でCEOがボードに入っているという議論があったが、企業と年金運用主体では違うと思う。私の知る限りカルパースなどでは入っていないし、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。欧州もそうだし、(執行部が理事会等のボードに入っていないことが)世界的な流れだと思う。というのは年金運用は目的が極めてはっきりして単純で、非常にシンプルな組織なので、そのために何をするかということになると答えははっきりしてそこは分けるべき。むしろ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。
- 合議制の理事会をおくという前提でひとつだけ付け加えさせてもらいたい。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ればいいのではないかと。2、3人入るということはあるし、CEOが議長になるということもありえないというふうには私は思っている。
- ボードの構成のところでは執行部が入るべきかどうかということで議論が分かれていたかと思う。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。
- 暴走を防ぐというのは結果が出てパフォーマンスをみて、後で事後的に分析する話ではなくて、運用活動、投資行動をやっているプロセスの中でチェックしていく話だと思う。例えば、具体的な例として今のGPIFは新しい基本ポートフォリオに変わった。前のポートフォリオから新しいポートフォリオに移行していくが、移行過程においては乖離許容幅に入らない運用も認めてくださいということになっている。今のGPIFのポジションがどうなっているのか。経過的に乖離許容幅を守らないという運用になっている。現在のGPIFでは、暴走というようなことはなくきちっとした運営をやっていると信じているが、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ことであれば、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と思う。

- 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うという感じになると思う。
- 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、問題は最終的な投票権があるかないかということなので、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と思う。
- 理事会は合議制だとしてそれほど大規模な組織ではなくシンプルな組織がいいということであれば、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う方が、意味があると思う。理事長は CEO ではない方が望ましいと思うが、少人数の理事会の中では執行部と密接な連携という意味では、CEO は理事の一人として入るべきだと思う。
- 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思う。

## **【論点①②-2】合議制機関の意思決定の在り方について**

**(a) 合議制機関の下に投資委員会等の各種委員会を設置するか**

**(b) 各種委員会を設ける場合、どのような性格のものを位置付けるか。また、構成員をどのように考えるか。(理事会の補助機関、合議制機関の権能の一部を授権された機関、執行機関を監督・牽制する機関等)**

- 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。民間企業のガバナンスを考えても取締役会、アメリカであっても取締役会であれば CEO は入っているし、場合によっては COO も入っている。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。ただ、資料3に示された2ページ目の図の形かなと思うが、ちょっと気になるのが、2ページ目の図だと、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。(再掲)

- できるだけ早いタイミングで年金財政に関わる情報が厚生労働大臣に伝わるような早期警報の情報ルートをきちんと確保しておく、運用執行の中で何が行われているのかといったことが、年金の財政を見ている厚生労働大臣にきちんと早めに報告または承認され、対策を講じていくという仕掛けが絶対必要。そのために、前回は申し上げたように、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ない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。
- CEO など執行部が理事会に入るかどうかは、委員会の役割が不明確のままで議論が進んでいるので議論が錯綜しているのだと思う。理事会に最終的な決定権限は持ってもらいが、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と考えている。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、専門的な議論をしてもらい、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。
- どんな組織であれシンプルな構成で、できるだけコストの安い構成を行うという点が大事。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。
- 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。この場合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。(再掲)
- この組織の中にボード以外にサブコミッティーのようなものを作るとすると、それはどういう役割を果たして、その役割に応じて、先ほどのいろいろな論点はどう影響を受けるか。
- 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。(再掲)

### 【論点③-1】執行役員の配置・業務分担について

#### (a) 執行役員としてどのような役割を持つ者を配置するか (CEO、CIO、CRO、COO 等)

- 合議制の理事会をおくという前提でひとつだけ付け加えさせてもらいたい。専門性の問題は、ボードである理事会では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。(再掲)



- 執行機関におけるメンバーをどうするのかということが一方であると思う。理事会に仮に経団連の代表、連合の代表、労働組合の代表が入るとしたら、そこには何の利益もない。むしろインサイダー取引とか、そういうことが大きく懸念される場合があると思うので、専門家と言われている人達が執行機関に入るとすれば、完全に企業籍なり団体籍を抜くとか、あるいは一定期間務めあげたら同じ業界に何年間か戻らないとかはあると思う。むしろそういうことをきっちり決めておいて、国民の目から見て透明性があるって、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。
- 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、運用委員としても危惧している点である。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でないと。今回の体制の中でしっかりと執行に対してチェックを必ず理事会として入れる仕組みをビルトインする必要があると思う。

#### 【論点④】 政府・厚生労働省と運用機関の関係

- 理事会の担当大臣に対する「報告」問題がある。これについてはこの前、今の企業年金についてはリスクをとらない方向にあると。これに対して個人のお金と公的なお金のみがリスクをとることができるという指摘があった。私もそのとおりだと思っており、個人のお金と公的なお金はリスクがとれる。「they can」だと思う。しかし、今の法体系のもとでは、大臣が公的年金は全て厚生労働大臣の責任であり、それは不動の原理だと明確に国会でおっしゃっていることを踏まえても、今の法体系の枠内でやれることと「Should」そうすべきかということとは全く違う議論である。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どうか理解できない。
- 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、承認だけを書きってしまうと、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、特別な場合に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。何をマニフェス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こと。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）しぼりかけるということが非常に重要。

## 【その他】

- 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。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も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、もう少し分かるといい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とということで状況が変わったというのが私の理解。
- 前回の財政検証以降、やってきたことは JGB 中心のポートを組んだが結果的にうまくいった。デフレの時期にいて他の資産を持っていたら、例えば株をたくさん持っていたら下がってしまったであろう。一方で、JGB はある程度の低いもののプラスのリターン、賃金も下がった。だから賃金 +  $\alpha$  の利回りが結果的に稼げた。財政検証をやったときにデフレになるということを予想して、そういうポートを組んだ

わけではない。たまたまうまくいったということがあるので、違う経済環境で同じポートを組んでいたら全くうまくいかなかったかもしれない、というようなことを含めて運用はだんだん難しくなりつつあるし、ある程度の専門性、もう少し高い専門性があるということを申し上げた。それでは、具体的に今の独任制でうまく回っていないということをきっちり言うのは難しいとは思う。

- 受託者責任についての法制をこの法人の法律を作る際にきちっと規定しておくべきではないかと思っている。我が国の法体系上、残念ながら忠実義務や注意義務をきちっと規定した受託者責任に関する規定はこれまではっきり明定されていない。まさに今回は権限を委譲し、独立性を高めていくという背景にはそういう責任をきちっと果たしていただく法整備が必要である。もちろん損害賠償請求といったようなこともその結果出てくるわけで、非常に緊張感を持ってやっていくという体系の中でこの仕組みを作っていくことが大事。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運営上はやりやすいのではないかと思う。特に受託者責任については、一度議論していただければありがたい。