

## 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報告（議論の要約）

### 背景

GPIFは、2006年に厚生労働省の年金資金運用基金による公的年金資産運用を引き継ぐかたちで出発した。理事長による独任制である独立行政法人という組織形態が、資産運用を効率的に進め、またその責任の所在を明確にするために資するという判断が存在したと考えられる。

しかし、最近になって、GPIFの運用、運用体制は大きく変わりつつある。昨年10月に公表された新基本ポートフォリオでは、国内債券の割合を大きく低下させるとともに、国内外の株式比率を大幅に引き上げた。さらに、オルタナティブ資産への投資をも視野に入れている。基本ポートフォリオに示されている許容乖離幅のなかでの運用の自由度も増している。また、リスク管理についても、基本ポートフォリオは、その運用利回りが、政府からの目標利回りのベースである名目賃金上昇率を下回る確率が全額国債運用の場合以下であるという条件の下で、下まわった際の不足率を最小化するように選ばれるとともに、長期的に年金財政が予定する積立金残高を確保できないリスクをもチェックする等、これまでに比べて格段に高度化している。

以上のような運用の変化に伴い、GPIFでは、内部統制、リスク管理体制、専門人材を強化するというガバナンス体制の改善を、既に実行し始めている。しかしながら、一部には今回の基本ポートフォリオの変更は政府による株価対策（PKO）ではないかとの懸念も存在する。

こうした動きを背景として、GPIFにとって真に望ましいガバナンス体制のあり方を探るために、本作業班は昨年10月に発足、11月以降6回にわたって行われた議論の要約が本報告である。

そのポイントをあらかじめ述べれば、GPIFによる資産運用は現在の世代のみならず将来の世代にも影響する公的年金制度の一部であり、運用に際してのリスク・リターンとの関係を政府とGPIFが共有したうえで、政府が、運用目標とリスク許容度を示すべきである。その上で、基本ポートフォリオ、その他のGPIFの基本的な事項の決定は、複数の理事の合意によって決める合議制への移行が望ましい。また、理事会の決定を受けて業務を執行する執行部を理事会が有効に監督・監視するためには、両者がある程度分離され、両者間に一定の緊張関係が存在することが望ましい。

### 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

GPIFは、被保険者に対する受託者責任が的確に果たされるように作られた組織である。従って、ガバナンス改革の最大の目的は、専ら被保険者のためであるべき運用に関して恣意的な政治的介入（PKO等）が発生するリスクの軽減、資金の管理運用にかかわる

不適切な執行が起きないようにするための内部監督の充実である。現行の独任制の下では、状況次第では、このようなリスクが発生する可能性が高い。前者のリスクを軽減しつつ、適切な内部管理をおこなうためには、独任制から複数の理事による合議制への移行が望ましい。

また、政府により示される目標利回りを最低限のリスクで達成するためには、様々な取り組みを通じた分散投資が必要である。それに伴って多様化する運用を的確な監視体制の下に置くためには、多様な知識と経験を持つ理事により構成される理事会による執行の監視が有効である。ただし、適切な分散投資の程度については別途議論がつけられる必要がある。

## 2、理事会の基本機能

理事会は、最低限のリスクで目標利回りを達成するための基本ポートフォリオの策定等、現在の運用委員会で議論されているGPIFに関する基本的事項を決定する（現運用委員会は一部を除いて諮問機能にとどまっているが新理事会は決定機能を持つ）。加えて、執行部幹部（CEO、CIO等）の任命、及び執行全体の監督・監視、（利益相反の禁止、守秘義務等を含めた）内部管理規則全般の策定、運用方針・運用結果についての説明責任、執行部の規模、給与を含めた予算の策定等を担う。（文末注1参照）

なお、予算の決定に際しては、（経費控除後のネットの）パフォーマンスでみた運用の効率化の観点を持つことが重要との意見が多数を占めたが、費用削減の観点にも注意を払うべきだとの意見もあった。

理事会は、業務全般にわたって、執行部の権限と理事会のその機能的な線引きを明確にすべきである。例えば、基本ポートフォリオの許容乖離幅の決定とその活用の原則は理事会が決定し、日々の運用とその結果の理事会への説明は執行部の責任とするような姿が考えられる。

理事会は、海外の年金基金等に見られるような投資委員会、リスク管理委員会、コンプライアンス委員会等を活用すべきとの意見も複数あった。ただ、それらが理事会の補助機能にとどまるのか、理事会の権限を一部委譲したものとなるのか、あるいは監督・牽制のための専門機関となるのかについては、検討が煮詰まらなかった。また、委員会を設置するにしても、その数については、GPIFの総人員規模や執行部の規模に配慮して多すぎないようにすべきとの意見もあった。

## 3、理事会、執行部の構成・任命

理事については、適切な資質規定(*fit and proper*)を設けたうえで、厚生労働大臣が任命する。ただし、別途組織される指名委員会が指名した候補者の中から適切なものを任命するという形式が、資質の担保、任命プロセスの透明化という観点から望ましいとする意見が複数の委員より提出された。その場合も指名委員会の構成・任命については別途定める

必要がある。

適切な資質の規定に関しては、多様な意見があった。資金運用に関する専門性が重要とする意見、そうした専門性と拠出者（労使）の代表である面の双方を適宜反映すべきだとの意見、運用だけでなく、マクロ経済、組織運営、年金財政・制度に関する専門性も評価されるべきだとの意見があった。理事会は多様な知識・経験をもつ人材から構成されるべきという点は、多数意見であった。労使代表（あるいは労使代表による推薦）の人数については、現運用委員会のように1名ずつという意見と、1名以上も検討すべきという意見もあった。

厚生労働大臣は理事の解任権を持つものとする意見が大勢を占めた。しかしながら、ごく短期間（たとえば1年）の投資結果等を理由には解任できないとすべきだとの意見も多数あった。また、理事会の規模についてはあまり大きなものとすべきでないとの意見もあった。具体的には、6-10名という規模を想定する委員もいた。

執行部の長（CEO）と理事会との兼任については意見が分かれた。理事会による執行部の監督・監視機能に重点を置いて、（A）「CEOほか執行部は、理事会メンバーにはなれない。（ただし説明のために出席することはできる）」とする案、他方、理事会と執行部の円滑な意思疎通、それに基づいた外部への効果的な説明、シンプルな組織等に重点をおいて、（C）「CEOは無条件理事会メンバーとなるし、CEO以外の執行部も（2名程度）理事になるべき」だとの意見もあった。両者の中間として、（B）「執行部から理事となるのはCEOのみだが、理事会議長にはなれない。また執行部人事など議題によっては理事会議長が退席をもとめることができる」とする案もあった。ただし、B、C案では、理事会が任命すべき執行部の任命・解任権が厚生労働大臣に帰属してしまうという問題が法律の書きぶりによっては発生するし、（可能性は低いものの）厚生労働大臣による理事の解任という事態で執行部まで解任される場合には、GPIFの運用の継続性に支障がおきるという懸念を表明した委員もいた。

簡単な採決によれば、B案に対する支持が最も多かった。（より詳しくは文末脚注2参照。）

#### 4、政府との関係

財政検証のプロセスに基づいて、厚生労働大臣がGPIFに目標利回りと許容リスクを示す。ただ、その過程にGPIFも参加し、専門的な見地から妥当と考えられるリスク・リターン・トレードオフに関する考え方を提示するなど、年金制度・財政と運用とで十分な事前事後の意思疎通を図ることで、年金制度全体の議論の中に運用の基本的方針を位置づける。

基本ポートフォリオの決定については、厚生労働大臣による承認・認可制ないし厚生労働大臣への報告制とする。承認・認可制でよいとの意見が多数であったが、その場合には、厚生労働大臣による承認・認可を拒否する場合は、その理由について厚生労働大臣が説明

責任を負う。G P I Fの毎年度の予算についても、厚生労働大臣による承認・認可制とすべきだが、拒否の場合にはやはりその理由を明確にすべきと考えられる。

注1、理事会の常勤メンバーについては、出身企業・団体を退職することは必須条件とし、かつG P I Fを退任後は一定期間、元の業界に戻ることを制限する、また、業界関係者がメンバーになる場合は、在任中は出身企業・団体との取引は禁止すべきだという意見が大勢であった。

注2：上記、執行部の理事会メンバー入りに関するA、B、C案を巡っての採決結果は次の通り。ただし、一部委員からの要請により、採決は複数案への投票をも認める形で行われた。（下線は一票のみを投じた委員。）

A：岩間、植田、菅野、堀江

B：伊藤、岩間、植田、柿木、菅野、堀江、山口

C：柿木、出口、花井

これを単純集計すれば、A：4票、B：7票、C：3票。一回しか投票しなかった委員を2票とみなして集計すれば、A：4票、B：9票、C：5票。当日欠席した藤沢委員よりC案支持の意向が寄せられており、これを後者に加えると、A：4票、B：9票、C：7票。いずれもB案への支持がもっとも多い。