

第16回金融・資本市場ワーキンググループ議事要旨

(開催要領)

1. 開催日時：2008年4月8日（火） 13：00～15：00
2. 場 所：中央合同庁舎4号館509会議室
3. 出席者：

主査	上村 達男	早稲田大学法学学術院長
メンバー	伊藤 隆敏	東京大学大学院経済学研究科教授
同	大崎 貞和	株式会社野村総合研究所 研究創発センター主席研究員
同	菅野 雅明	JP モルガン証券株式会社チーフエコノミスト
同	松本 大	マネックス・ビーンズ・ホールディングス株式会社 代表取締役社長CEO
同	安田 隆二	一橋大学大学院国際企業戦略研究科教授

(議事次第)

1. 開会
2. 議事
第二次報告の取りまとめについて
3. 閉会

(配布資料)

第二次報告の基本的考え方（案）

(概要)

(上村主査) それでは、第16回「金融・資本市場ワーキンググループ」を開催する。本日は「金融・資本市場ワーキンググループ」の第二次報告のとりまとめについて御審議をいただきたいと思う。

それでは、お手元の配付資料について、事務方から説明をお願いする。

(林参事官) お手元に、資料を2点お配りしている。

1つ目は、議事次第である。2つ目は、基本的考え方である。

基本的考え方という3枚紙を用意している。これは、骨子と柱だけ書いてあった先日の資料に、もう少しポイント、問題意識を書き込んだものである。これを後ほど御相談させていただきたいと思う。報告書は、来週以降に公表したいと思う。

菅野メンバーから有効フロンティアについて御指摘を頂いている。一般に収益率を最

大にするということは、要するにリスクをもっと取れということだという見方もあるので、有効フロンティアの内部から有効フロンティア上への移行が重要だということについて理解を得ていくべきではないかということである。

(菅野メンバー) 念のために申し上げますと、有効フロンティアというのが先見的に一つだけあるという話ではない。有効フロンティアは資産の組合せによってもかなり異なる。こうした点を理解できないと誤解を生みかねないと思う。ただ、これは資産運用の効率化を議論する者にとっては基本的な話である。

(安田メンバー) 現在の運用の中心は国債だが、国債以外への投資は、リスクが高いということか、それとも国債をやらなければいけない別の任務があるということか。国債が一番安全だということか。

(伊藤メンバー) 安全なところにいるつもりで、そこから動けということはリスクを取ることだという考え方があるのではないか。有効フロンティアの内部という考え方ではなく。

(安田メンバー) GPIFは、アセット・アロケーションを決める際には、外部専門家にきちんと頼んで、 β 値を基に考えて、国債の配分は 65%ぐらいが適切と助言されたのではないか。それで、国債は 67%が良いと結論付けているはずであるが。

(伊藤メンバー) GPIF は、所与のリターンを最小リスクでという説明をされていた。それであれば有効フロンティア上の移動になる。

(松本メンバー) 基本的な話だが、キャッシュが一番安全とは限らない、インフレのあるモデルの中ではそうではない、といったことから分かっていないわけである。

(大崎メンバー) 国債の価格変動というのは全く理解されないだろうか。

(安田メンバー) 他にも、年金収益率について、2006 年度までのパフォーマンスまではともかく、2007 年度のパフォーマンスは、株価が落ちたために違うという反論があるだろう。

(上村主査) それでは、順次確認をお願いします。

(林参事官) まず、なぜ改革が必要なのかである。フィデュシャリー・デューティーについて丁寧に指摘するようということであったので、最初のところから、公的年金基金の運用についてはフィデュシャリー・デューティーの観点を持つべきということを書き記している。

(大崎メンバー) 今後、誰の受託者責任というのを書いた方が良いのではないか。あるいは、誰々の負託を受けてなど。唐突に出てくると、違和感を覚えるのではないか。

(伊藤メンバー) 冒頭のイメージだが、年金とはそもそも受託者責任を果たすものである。しかし、日本ではそれが十分に果たされているとはいえないとしてはどうか。

(菅野メンバー) そもそも現在の運用体制が、なぜこのような体制になっているかという問題がある。何年か前に国会等において、そもそも運用に一定の枠をはめているということならば、厚生労働省の立場からは、自分たちはきちんとそれにのっとってやっているということになるだろう。現在の基本ポートフォリオに基づき、運用しているという

のは、運用を行っている者からするとどこによりどころが求められるか。

(大崎メンバー) 中長期的な法的な根拠というのは、やはり厚生年金保険法、あるいは国民年金保険法にあるのか。

(林参事官) そうである。それらに加え、その2つに基づいてやっている財政検証があり、それからGPIFの独立行政法人としての設置法がある。安全かつ確実、効率的な運用という法的な文言はある。

(大崎メンバー) それは、地方自治法の公金管理と同じような文言である。総務省の解釈では、一切元本を目減りさせないという意味であるとのことである。つまり、一瞬たりとも目減りさせてはいけない。さらに言えば、例えば200万円持って2個の商品を買って、1個が120万円になって、もう1個が90万円になって、足して210万円になったというのではだめで、その場合には、元本を目減りさせたというふうに解釈する。

(松本メンバー) モダン・ポートフォリオ理論に真っ向から背向する。

(大崎メンバー) だが、それは本当である。そのために、実は、自治体の公金管理・運用にもものすごい制約になっている。

(安田メンバー) どの資金においても1回でもいけないということか。

(大崎メンバー) 要するに、100が95になるのはルール違反だということである。それが途中でもだめなのだ。別に売却損が出なくてもだめである。

(松本メンバー) 逆相関のメリットを取ることは一切ないということか。

(大崎メンバー) だから、それは乗り越えなければいけない結構大きなハードルである。

(伊藤メンバー) グリーンピアは。

(大崎メンバー) あれは、おそらく時価がないから、目減りしたことが認識されてなかったのではないか。

(安田メンバー) 先ほどの大崎メンバーの話に関してであるが、年金運用は安全かつ確実な資産であるべき。だから収益は低くても良いという観念にチャレンジすることは、今のところはタブーになっているのか。

(大崎メンバー) 過去はあまりまじめに考えられていない。

(伊藤メンバー) だが、既に株を持っているわけであろう。

(大崎メンバー) そこは解釈の余地があるということなのだと思う。

(伊藤メンバー) 安全かつ確実な資産として持つといっても、全て銀行預金なら別だけれども、そうではない。

(大崎メンバー) 全て銀行預金ならばペイオフが発動されたときにまた大騒ぎになる。

(伊藤メンバー) 全て国債で持つということであれば別だが、株も海外資産も持っている。それならば、きちんと効率的にやろうということになるはずである。それとも、全部国債で持つというのだろうか。

(大崎メンバー) ただ、一方で、アメリカのエリサ法は、ご存じのとおり、分散投資義務

が課されている。それとのギャップは結構大きい。むしろエリサ法の下では、国債に100%投資したら、それだけで受託者責任違反になりかねない。

(松本メンバー) だが、難しい。エリサ法の対象となっているのは、本当のど真ん中の公的年金ではない。

(菅野メンバー) 米国公的年金の運用資産は、米回国債が100%で、市場外で買って来た国債を氷漬けにしている。だが、それも決して安全かつ確実だからそれで持っているというわけではない。米国の場合は、そもそも公的年金基金の性格が日本と全く異なる。

(松本メンバー) 国民の機会利益の損失はどのように表現するのがよいだろうか。

(菅野メンバー) この点に関する議論は重要だ。ここで説得的な議論を展開できないと、後の部分と整合性がとれない。

(林参事官) 前々回のワーキンググループ会合で、「過去のある時点で、仮にこういうポートフォリオだったらどうだったというようなシミュレーション」を作ってはどうかという御示唆があったので、それを受けて、私どもで試算をしてみた。例えば、仮に GPIF の運用資産構成がカナダ並みだった場合、つまり、国内債券が 25%、国内株式が 25%、海外株式が 40%ということで、パッシブ運用でベンチマーク収益率どおりに 2003 年度から運用したと仮定した場合、2006 年度末時点の資産残高はどうなっていたらどうかということを実験し、実際の GPIF の資産残高と比べると、36.7 兆円違うという試算結果になった。

(松本メンバー) 私がおそれているのは、例えば運用資産に占める株式の割合が GPIF より多いカナダの年金制度が運用でこれだけ良かったとしても、違う時間軸を取ったら、もしかしたら逆のことがあるかもしれないということである。そこで揚げ足を取られてしまうと嫌だと思ったのである。

(菅野メンバー) この議論で気をつけないといけぬのは、先ほど安田メンバーがおっしゃったように、年によって運用成績は異なるので、過去の実績を示す期間の取り方によっては、恣意的だといわれるであろうということである。もしそのように過去の実績との比較の議論をするのであれば、長い時間軸を取るなどして、短期間だと確かにマイナスはあるけれども、基本的に長期間、要するに何十年とかに渡って比較してみると、どこの何十年を取っても、基本的にはその間国債でずっと運用したよりは良い結果がもたらされるといふふうにしなないと、フェアな議論にはならないのではないかと考えている。

(松本メンバー) 例えば、国民の機会利益の損失は、極めて大きい可能性が高いなどと書くのはいかがか。どのような時間軸を取っても、だめなときはだめなわけである。けれども、確率論で言うと、確かに確率的には今のような運用は良くない可能性が高い。ただ、だめだとは言いきれないし、どんな時間帯を取っても、だめなときはだめである。

(上村主査) 機会利益は大きく損なわれている可能性があるということか。

(松本メンバー) 可能性とか期待という言葉が入っていれば、揚げ足を取られずに済むかと思う。

(菅野メンバー) ただ、長期間に渡って比較してみれば大きいのではないか。

(大崎メンバー) それは少し危険である。というのは、財政検証をするという前提になっているので、例えば今のポートフォリオで30年やったら負けるといっても、そんなのは最初からわかっていると言われてしまう。実は、4年くらいの期間で比較するのが、財政検証の期間との対照から言うと、意外と良い程度かと思う。もともと制度そのものが今の構成で30年やるという前提ではないわけである。5年ごとに計算することになっている。

(菅野メンバー) だから、フェアなのは様々な期間をとって見て、その結果を出しておくということである。そうであれば議論の対象にはなる。

(松本メンバー) だが、きりが無い。

(菅野メンバー) そうは言ってもこの点を主張しないとイケない。この点で説得的な議論を展開できないと後に禍根を残すことになる。

(松本メンバー) つまり、それは最終的には機会利益の損失が大きい可能性が高いということであろう。積分して言えばというか、一個一個例を挙げていけばというか、全体の現象として言うと、理論的にもそういう可能性が高いということである。

(安田メンバー) 要するに、言い切るか、可能性が高いという言葉を入れるかの問題である。今の状況では、先ほどもあったように、安全かつ確実な方法、つまり国債との議論が出てきそうだから、我々として何かきちんと論じておいた方が良さそう。しかし、言い方としては、そういう可能性が高いというぐらいの方が良いのではないか。

(松本メンバー) 理論的にも可能性が高いという方が正しい。一個一個の場合では、必ずしも絶対に勝つとは限らない。

(大崎メンバー) それはその通りである。

(松本メンバー) つまり、そんなところで揚げ足を取られてもつまらないので、機会利益の損失は極めて大きい可能性が高いなどといった文章にした方が良い。

(上村主査) 機会利益が大きく損なわれている可能性があるとしてはどうか。

(松本メンバー) それなら良いと思う。

(菅野メンバー) 可能性が高いでは不適當なのか。

(松本メンバー) 高いでも良いと思う。機会利益が損なわれている可能性が高いとする。

(上村主査) 次をお願いします。

(林参事官) 「改革の必要性」の最後には、やはり、改革をする緊急度合いのようなことも入れる必要があるとの御意見もあったと思うので、社会保障制度の持続可能性を高める上でも、喫緊かつ極めて重要な課題であると指摘している。

「GPIF の運用に関する問題の所在」に移る。まず有効フロンティアの内部から有効フロンティア上に資産配分を移動させるためにはどのような要素が必要かということを書き述し、何点かの理由で今の体制では困難となっているという御議論であった。

問題の所在として、以下の点を挙げている。すなわち、現在の基本ポートフォリオは、独立行政法人としての中期計画の中に定められているが、その資産運用に関する中期計画は、策定プロセスが複雑かつ硬直的であることや、投資対象が制限されていることなどである。

(松本メンバー) 企業年金連合会と比べるとどうか。

(林参事官) 私どもで比較したが、全体で企業年金連合会の時間加重収益率は、この5年間、2002年度から2006年度で7.92%である。

(菅野メンバー) 先程の、有効フロンティアの話に関して指摘したい。有効フロンティア内部から有効フロンティア上へという、リスクを増大させずに移動できる点については、運用体制と資産配分という2つのポイントがあることは強調したい。

(林参事官) オルタナティブ投資などについての御指摘があった。現在の投資対象は国内外の債券、国内外株式、短期資産に限られている。一方で、諸外国の公的年金基金では、不動産や商品先物、未公開株、ヘッジファンド等のオルタナティブ投資も投資対象としているところもあり、これは、リスク分散にも役立っているのではないかという意見もあった。とすると、GPIFの受益者は、機会損失をこうむっている可能性が高いという御指摘があった。

(上村主査) 可能性が高い。

(松本メンバー) 機会損失をこうむっていることは正しいと思う。損するか得するかは別として、オルタナティブ等をやる機会を喪失しているわけである。

(伊藤メンバー) 前に議論したところの、国民の機会利益の損失は、機会損失ではないということか。

(松本メンバー) 機会利益というのは、若干わかりにくい日本語だとは思う。しかし、機会は喪失しているわけである。ただ、利益というと、機会利益だけではなくて利益のこともイメージすると思う。そうすると、利益を損失しているとは言えないと思う。これは可能性の問題になってくる。

(菅野メンバー) でも、機会利益の損失というのは現実の利益とか損失ではなくて、やるべきことをやらなかったことに伴う利益が得られなかったと言う意味での損失である。

(安田メンバー) つまり、機会利益を失うと論じるときに、チャンスをもらわなかった結果、利益も損失していると後者まで言うかということ。

(松本メンバー) ここは多分後者までイメージさせるので、さっきのような言い方が安全ではないかということである。

(菅野メンバー) 機会利益と利益はかなり違うということか。

(松本メンバー) 期待利益ならそうだと思うのだが。

(菅野メンバー) 機会費用というオポチュニティー・コストもあるわけである。それはあると思う。

(松本メンバー) 受け手がどういうふうを読むかの問題である。

(安田メンバー) 投資対象商品は多様でないと効果は少ない。有効フロンティアを作ろうにも商品が3つしかない、リスクを分散しながら且つ投資利回りを上げる余地もない。機会利益を失う可能性も高い。このことはいっておいて良いと思う。

(松本メンバー) 良いと思う。しかし、さっきのところは言い切ってしまうと危険である。

(安田メンバー) 基本的には揚げ足を取られないようにしておいた方が良い。

(松本メンバー) 揚げ足を取られてしまうとややこしい。最初の方は気を付けなければならない。

(林参事官) 「改革によって目指すべき姿」のところでは、負担の軽減という表現を使って、次に派生的な効果のところを少し書き込んだらどうかという話が前回あったので、世界の経済成長を国民生活の豊かさに結びつけるような、派生的な効果も、この部分で盛り込むということか。

「第2章 組織のあり方」においては、まず、年金基金運用機関として、長期的な年金原資の確保を条件に、国民の許容するリスクの範囲内で収益を最大化するという位置づけを明確化することを挙げている。

前回の会合での、基金を分けるという議論であるが、150兆円のマザー、ここから10兆円ずつ分けてベビー1とベビー2を作り、数年後に、その運用成績を評価し、ベビー基金を更に積み増す、あるいは新設するということで、マザーからまた分けていき、第3段階ではマザーから更に分けていくということで、皆様の御議論の理解はよろしいか。

(大崎メンバー) GPIFの人たちが心配しているのは、要するに解体されることなのだろう。ばらばらになる。例えば基金が分かれるということではなくて、組織として存続できなくなる。そういうことではないということがわかると良い。これでいくつかの対等の機関ができるように勘違いされると良くない。

(伊藤メンバー) 同じ家の中に入っているようにすべき。

(菅野メンバー) 移行期間の第1段階は、基金の数を一つから始めるのか、あるいは初めから二つ設置するのか。

(安田メンバー) 10兆円と言わないで、10兆円～20兆円という範囲で良いのではないか。最初の一つ作ろうということではなかったか。

(菅野メンバー) 基金間で競争させるべき、という考え方もある。

(大崎メンバー) 一度に二つ作るという手もある。

(安田メンバー) その通り。

(菅野メンバー) 問題は人だと思う。つまり、二つの基金を運営できるだけの人材がそもそもいるかと言われると、今の段階ではなんとも言えない。報告書にはそこまで踏み込んだ提言をする必要はないという考え方もあるとは思いますが。

(安田メンバー) 10兆円というよりも、範囲で10~20兆円とするとか幅を持たせた方がいい、ベビー・ファンドも1、2と二つ作るのだと決め付けるのはよくない。もちろん、本当は人さえいれば二つ作るのが良いと思うが。

(大崎メンバー) だから、目標としては二つ作るのではないのか。

(上村主査) 二つ書いておこうか。

(安田メンバー) 二つぐらいで、やるのであれば10~20兆円とするのが良い。

(菅野メンバー) 最初から20兆円というのは大きすぎないか。

(大崎メンバー) でも、それはイメージなので良いのではないか。

(安田メンバー) こちらで決めなくても良いのではないか。

(松本メンバー) 「約」と書いておけば良い。

(菅野メンバー) だが、とにかく20兆円というのは大きい。

(松本メンバー) 他の部分も議論する必要があるので、規模の話はこれくらいにして、先に参りたい。

(林参事官) 公的年金基金の運用組織の任務の具体的な与え方については、諸外国の例を簡単に書くだけにしようという御議論であった。諸外国では、政府が運用機関に対し、目標収益率のみを設定し、数年ごとにその達成状況を評価するという方式や、政府がポートフォリオの大枠を設定する方式、それから、特に運用の制約を設けずに、基金間で競争させる方式等がある。

(松本メンバー) 参照ポートフォリオというか、もともとのアロケーションを決めるか、決めないかというのは、重大な分水嶺だ。あらかじめ150兆円全体の大まかなアロケーションを、決めるのか、決めないかというのは、大きな問題である。

あと、それを誰の責任で決めるのかということも、ガバナンスなどを考えたら極めて大きな問題だが、その二つの大変重要な問題についてスルーしてしまっている。

(伊藤メンバー) 両論併記か。

(大崎メンバー) ここはまさに前回、どの段階でどこまで決めるかについて大議論があったので、正直ここで単一の結論は難しいのではないかと思う。

(松本メンバー) ポートフォリオのアロケーションを決めることについて単一の結論は難しいというのはわかる。それはそれでも良いと思うが、どこが責任を取るのか。

(大崎メンバー) それが政府なのか、新しい運用機関なのかというのを、余り事前にきちんと決められないのではないかという議論だった。

(松本メンバー) アロケーションの決め方次第で、数兆円単位で差が出る。数兆円単位で差が出る可能性があることについて、誰の責任でそれを行うかということを我々はスルーしてしまって良いのか。私は、それは本来、国会議員や大臣などが決めるべきではないかと思う。別に、例えばアメリカの大統領だってすべてのことについて専門家である必要はなくて、専門家を使えば良いわけである。誰が国民に対して結果として5兆円損しましたということを説明して、責任を取るのかというのは、誰が決めるのかとい

うことと別問題だと思う。

(伊藤メンバー) 新運用機関の理事会か投資委員会が方針を立てて、年に1回内閣に報告すれば良いのではないか。

(菅野メンバー) その点は基本的にガバナンスの問題と非常に密接な関係がある。ガバナンスをどうするかについては、今後ともより踏み込んだ議論をする必要があるが、正直言っていくつかの異なった考え方があるのは当然である。ただ、この問題について言うと、最終的に五つなら五つの基金で、お互いに競争させるときに、運用方針を参照ポートフォリオで縛ってしまうと、結局のところは目指すべき自由、独創的な運用とリスクというトレードオフの関係を自ら縛ってしまうのではないか。ガバナンスは、きちんと国民に対してダイレクトに説明すべきである。いろいろ議論はあると思うが、参照ポートフォリオを作ろうというのは行き過ぎだと思う。

(松本メンバー) 参照ポートフォリオについてはわかるし、今ここで決めなくて良いと思う。それはそうかと思うが、それをどこが決めるかというのは、例えば基金を五つに分けて、ある基金がほかの基金に比べて何兆円か損をした際、この理事長は多分辞めるのだと思うが、それだけで良いのかという疑問がある。その上に厚生労働大臣なり総理大臣なりがいて、きちんとそれを説明しなければいけないと思う。結果としてこうなってしまった。それで辞める、辞めないは、最終的にはその人の判断だが、それが理事長等に説明させるだけの問題なのか、そうではなくて一旦どこかで束ねて説明しなければいけない問題なのかというのは、大きな違いがあると思う。

(安田メンバー) 多分そのあたりの議論は、次のガバナンスの項目で行うのだと思うが、基本的には国民からの受託者責任を持っているのだから、理事会も入ったような形で、全体的な責任を取らなければいけないということだと思う。

(松本メンバー) 理事会は民間人で構成されるのではないか。

(安田メンバー) 政府が任命する。

(松本メンバー) 政府が任命したとしても民間人である。

(安田メンバー) 認可法人でもある。

(大崎メンバー) 例えば日銀が金融政策に失敗して、急激なインフレが起きたら、誰が責任を取るのかというような議論だ。

(安田メンバー) そうなると、私は菅野メンバーの言うように縛りが無い方が、かなりダイナミックに活動できると思う。

(松本メンバー) 事実として、日銀はそうかもしれないが、こういうファンドを作って、そこで運用を失敗しても、日銀総裁等と同じようなモラルというか、牽制とか、責任感が働くとは直ちには想定できない。損をしてしまったのでごめんなさい、それで終わりとなる可能性がある。

(伊藤メンバー) それは国会に呼んで来て説明させるぐらいはするわけだから、日銀だってやっていることだ。

(松本メンバー) 国会も5人の理事長よりも、その上に例えば厚生労働大臣なりがいて、その人にきちんと国会で説明させた方が良いのではないか。

(伊藤メンバー) それをやったら厚生労働大臣が介入する。自分が説明するのが嫌だから、全部国債でやれということになってしまう。

(安田メンバー) 一番安全な方へ行ってしまおうだろう。

(大崎メンバー) そこはまさに大議論があった。私もどちらかという参照ポートフォリオのようなものを国で決めた方が、民主的統制という意味では良いのかなと思った。ただ、現体制が、それがあつたことを理由に運用改革をしようとしていないという事実もあるということなので納得した。

(菅野メンバー) 結果的に、無責任な体制になってしまつて、結局誰も責任を取らないという話になると思う。そのリスクをどう考えるかということである。なるべくリスクを取りたくないという人たちがどんどん来ると、結局、今と同じことになってしまうというリスクは大きいと思う。

(松本メンバー) 結局だめだからそういう本来の民主統制の部分を抜いてしまおうということか。

(菅野メンバー) そうではなくて、ガバナンスの状況をダイレクトに国民に説明させるという体制だ。

(松本メンバー) それは、要するに負担を理事長などに持たせるわけである。国会等で説明させると理解してよろしいか。

(菅野メンバー) 国民に対して説明させるということは国会に対する説明もちろんあるが、それとは別に国民に対し直接説明することも重要だ。

(大崎メンバー) つまり、五つのファンドの上に、現GPIFに相当するものがあつて、その理事長というのは、いわば大家さんで、私は正直、元厚生労働省の人でも良いと思うし、政治的な点にも通じた人になるだろうと考えている。要するに、国会で説明する人であつて、ファンド・マネージャーでは決してない。

(松本メンバー) 説明するのは、ベビー・ファンドではない、と。

(大崎メンバー) それは親ファンドが全部を見ている。それで、ベビー・ファンドの失敗については、親ファンドは責任を追及する義務があるはずだから、それを漫然とほったらかして、ますます傷を広げたりしたら、それは今度親の責任になってくるということだ。

(松本メンバー) その代わり、このファンドには独立認可法人のステータスを与えて、きちんと責任を果たさせる。後で国民に対するプレゼンテーションのようなものもきちんと行わせる。

(安田メンバー) したがつて、最終的には受託者に対して説明できれば良い。

(上村主査) 公取や日銀などは、むしろ独立性、自立性が求められるのであり、3条委員会もそういう発想である。ゆえに、それはあり得ると思う。

(松本メンバー) だが、これは耐えられるか。結果として、こういう体制で我が国の公

的年金の運用が始まり、将来、もうかるかもしれないけれども、膨大な損が出てしまったときに、そこに対して仕組みとして大臣等が責任的な立場を持っていないわけである。

(大崎メンバー) 持っているであろう。なぜならば、認可法人とはいえ、理事長を指名する等の責任はあるわけであるから。まさに今、日銀でやっている総裁指名と同じだ。

(菅野メンバー) ガバナンスのときの議論になるが、例えばカナダで行われている国民向けの説明会のような仕組みが、一つの考え方としてあると思う。たしかカナダではタウンミーティングのようなものをいろいろやっている。カナダはそれなりに努力している。そのようなイメージなのだと思う。

(上村主査) そういう意味で5兆円というと、たしかに大きいけど、常に説明していれば良いということだろう。

(松本メンバー) 国会もマストだろう。

(上村主査) それは当然だ。

(松本メンバー) 現在の資産規模を維持しつつ運用を改善するというのは、本当に、実務的に難しいのか。可能であると言われてしまうというリスクはないか。おそらく、これは、いわゆる規模のデメリットである。それを言っておかないと、私たちにはできるという反論が出るだろう。

(大崎メンバー) 確かに、現実には外部委託をやっているのだから、既にやっているからできているのではないかとと言われてしまう可能性がある。基金を分割することが不可欠であると言い切ってしまうて良いのではないか。

(伊藤メンバー) 基金の分割というと、年金基金そのものを分割してしまうようなイメージを持って反対する人がいるから、投資基金とか運用基金と言ってはどうか。

(大崎メンバー) あるいは運用単位とか、組織が解体されるのではないということ。

(安田メンバー) GPIFを組織分割と、誤解されるとおかしくなるけれども、そうではない。

(松本メンバー) 運用単位の適正化というのはどうか。

(大崎メンバー) これは本当に、GPIF解体論だと単純にとられないことが非常に重要である。もちろんでき上がりとしては、今の人のうち、どのぐらいの人がそこで働いているのかは知らないけれども、別に国鉄分割のように解体することが目的ではない。

(安田メンバー) そういう意味では、分割とは書かない方が良いのではないか。分割は分割でも、国鉄分割とか道路公団分割のようなイメージではやらない方が良いという意味で、運用単位の適正化と言う方が良いのではないか。

(大崎メンバー) あるいは運用単位の分割化と言ってはどうか。

(安田メンバー) 適正化の方が良いのではないか。

(松本メンバー) 中身は分割ではあるが。

(菅野メンバー) 日銀は政府が過半数を出資する認可法人であるが、過半数の出資

者がいるということを前提としてしまっていることになるのか。

そもそも資本金は必要か。政府が過半数を出資するという前提は、要らないのではないか。

(大崎メンバー) あと、認可法人以外の選択肢は何かあるのか。独立行政法人もだめだということであれば、正直な話、あまり考えつかない。従って、認可法人なのだろう。認可法人なのだが、政府出資認可法人なのか、単なる認可法人なのかは、正直どちらでも良い話である。

ただ、政府出資ではない認可法人は、いわゆる特殊法人と言われていて多数あるのだが、最近評判が悪い。

(菅野メンバー) 出資という意味は、どういう意味か。

(大崎メンバー) 名目的なものだろう。

(伊藤メンバー) お金を出して、建物を建てて、バランスシートを持つ。

(安田メンバー) だが、基本的に政府が最終的にガバナンスの報告を受けるのだから、政府出資である。出資と書かないようにすべきということか。

(松本メンバー) 会社である必要はない。

(大崎メンバー) 会社ではない。

(松本メンバー) 資本金も別に必要ないし、とって役所の一部だと、ガバナンス的には少し独立性がなくなってしまうからいけない。少しリモートでないといけない。

(安田メンバー) しかし独立行政法人ではない。そうすると、今の中では認可法人しかないのではないかとということである。

(大崎メンバー) 今、行政改革モードであるから、公務員だと少しきついのではないか。

(菅野メンバー) 給与体系が縛られてしまうのでそれでは問題だ。

(松本メンバー) 政府が100%持っている認可法人としてはいかがか。

(大崎メンバー) そうでも良いし、いわゆる公益法人で認可されても良いわけである。財団法人でも良いが、これも今、評判が悪い。

(安田メンバー) 書き方として、日銀のような認可法人とするとイメージがわかるのか。要するに、自由に割りあい独立性もあって、投資先企業等が自由に決められるというイメージはそれでわかるのか。

(大崎メンバー) 日銀を出すのは、私は良いと思う。特に日銀は格の高い認可法人なので、そのぐらいの格があっても良いというメッセージが伝わるのではないかと思う。

(上村主査) 透明性について、現在の GPIF の、自らの透明性に対する認識との対応をどうするのか。

(伊藤メンバー) より高い透明性を確保というように、「より」を入れれば、良いのではないか。また、諸外国の例を付けておけば、より高いというのがどういう意味かわかる。

(松本メンバー) 一番重要なのは、銘柄・数量、給与などのディスクロージャーよりも、

運用状況の説明である。これはうまく書かないと、ディスクロージャーをしていれば、運用状況は別に報告書を提出すればそれで良いみたいに思われてしまいがちだ。

私のイメージとしては、国会できちんとパワーポイントなどで説明してもらうのが一番良い。こういうふうを考えて、こういうふうに作って、こうなったというのが一番わかりやすく、そういうのが一番良いと思うのだが、そういうふうにならないような書き方はすべきでない。

(大崎メンバー) 株で損をしたら泥棒呼ばわりさせる議論もあるという実態の中で、あまりそれを強調し過ぎて、そのような議論を刺激しても逆効果なような気がする。株が下がったからけしからんとか言われても仕方がない。

(菅野メンバー) 我々として、もちろん国会を軽視するわけではないし、無視するわけでもなく、国会に報告すべきことは当然行うが、ダイレクトに国民に対して説明するという形式の方が良いので、そのような方向で書くべきだと思う。

(上村主査) どのみち、認可法人になれば、政府に対する説明や開示は絶対にやらなければいけない。国会をそれに含めるか含めないかという話なので、良いのではないか。

(林参事官) 先ほど議論になったところだが、政府が重要な運用方針を決定し、運用機関に示すということによろしいか。

職員についてだが、各基金の人事権については、理事会に属することになるのか。

(大崎メンバー) その各基金の人事権については、運用組織本体のということである。

(安田メンバー) 我々は、議論をしているからわかるけれども、理事会の説明とか、理事が云々という箇所は、運用組織本体の組織運営に関する事柄と、傘下の各基金の組織運営に関する事柄をうまく分けて、読者にわかるように書いた方が良いと思う。最初にGPIF本体の理事会のことを言って、次に各基金の組織のことを言及するという形にしていればと思う。

(大崎メンバー) 各基金にも理事は必要か。要らないかもしれない。

(安田メンバー) それは、理事が要るか要らないかの問題ではなくて、この間菅野メンバーがおっしゃったように、上部組織の本体の理事会は大きなガイドラインを決めるけれども、各基金の個別投資運用戦略に関しては各基金の投資委員会が大きな自由度を持っていることを強調して、わかるようにしておいてほしい。

(松本メンバー) ただ、投資の判断をするという作業と、きちんとその一つの基金の中で、ガバナンスであるとか、そういうことから担保されるための作業は別である。

(大崎メンバー) それはそうだ。掃除をどこへ外注するとか、ビルはどこを借りるとか、そういう話も本当にある。

(松本メンバー) あるいは投資委員会が変な圧力を受けないようにきちんとするとか、そういうのも全部必要なので、各基金にも管理部門は必要だ。

(安田メンバー) この基金の中で、私が一番重視しているのは、この下の基金がどれ

だけ良い人材を確保し、彼らがダイナミック且つ高度に運用してくれるかということだ。上部の理事会は、組織全体にきちんとガバナンスを発揮するべきであるが、基金の投資委員会に任命される人が自由に投資運用方針を決めることが可能となっているのが重要である。

(菅野メンバー) やはり理事会と各基金の投資委員会の権限がきちんと分かれるということが重要である。私のイメージしている上の方の理事会というのは、本当に全体を見ていて、各基金共通のテーマを扱い、個々の運用の話のところまでいちいち上の理事会がおりてくることはなく、それは投資委員会のメンバーのところできっちりセルフ・ガバナンスをやる。ここがしっかりしてもらわないと、多分、すべてのスキームは崩れてしまうと思う。

確かに、先ほど安田メンバーがおっしゃったように、まず全体がどうなっているかというのを示してからいろいろ書いた方が良いと思う。

(安田メンバー) 投資委員会の自由度を強調してほしいと思う。ここが肝かなと思っている。

(松本メンバー) 具体的なストラクチャーは様々なやり方があり、民間でいうと、親会社があって、子会社があって、権限規定をどうするかみたいな話だと思う。具体的なストラクチャーよりも、何を目的としているのかということを書くのだろう。投資委員会は独立でないといけない。

(安田メンバー) 投資委員会には運用ポートフォリオについても、かなり自由度を与える。

(菅野メンバー) その点は、例えば、柔軟かつ機動的な資産配分を各基金の判断で行うといえ、ある程度は入ると思う。

(松本メンバー) イメージとしては、各基金は子会社みたいなものなのだろう。そこに社長がいて、その社長は上の理事会、要は親会社の取締役会のようなところに取締役として参加していて、ほかにも社外取締役のような、上だけにいる理事もいるという、そんなイメージだろう。

(菅野メンバー) 要するに、いわゆるチーフ・インベストメント・オフィサー(CIO)は、この各基金にいる。私たちのこの間の議論は、アセット・アロケーションは、基本的にはその人が決めるという話だった。

(大崎メンバー) それは、基金におけるアセット・アロケーションも同じである。

(上村主査) この場合、上は監督するけれども、節度のある監督で、自立性、独立性は下にあることになろう。

(大崎メンバー) ただ、全体の統制というのは必要だ。これは 150 兆円を運用するのが究極の目標なので、それがどうなっているかのチェックは上の理事会しかできない。

(上村主査) その通りである。

(松本メンバー) この件に関しては、さっき私が言ったことと同じで、ここで答えを出す

のは少し無理があると思う。

(安田メンバー) それは両論併記か、さらっと書いておくのではないか。

基本的に上の理事会は、GPIF全体のことで、委託者である国民や国会に対しての説明責任を持てる人がきちんと任命されないといけない。しかし、理事会が設定した投資目標と方針のガイドラインの中では、自由な投資運営を各基金の投資委員会にさせないといけない。

(大崎メンバー) しかし、やはり相関の問題があるので議論の対象となりうる。

(松本メンバー) 説明はするけれども、一切影響力がないというのでは説明できないし、責任は取れない。

(菅野メンバー) 影響は与えられるけれども、どういうところで、どういう形で影響するかということが問題だと思う。どちらかという、イニシアティブは基本的には各基金の投資委員会にあって、そこでの運用を行う際に各基金間で何か齟齬が出たとき、あるいは出そうだというときには、理事会の方はそれに当然関与してもらわないと困るという話だ。スウェーデンはファンドが1から4までであるが、多分、そこは何らかの工夫をしているはず。その辺を調べてはどうか。

(松本メンバー) だが、実際には、上から下にリスク・リターンの目標値を与えるだろう。ということは、リスク・リターンを限りなくゼロにすればポートフォリオなどはキャッシュしなくなってしまうと考えると、それは無段変速で、何かしらの形で影響を与えたことには変わらないわけである。

(安田メンバー) リスク・リターンの目標を示すだけであれば良いけれども、投資運用の知見と経験が限られた理事がきて、さらに細かく国債をいくらとか、新しい投資商品には投資するとか、外国株はこうしろとか口を出さないで欲しい。一定のリスク・リターン目標の中でも、それを達成する投資の組合せは様々な形があるから、そのところの自由度は、下の投資委員会にかなり与えた方が良いのではないかなと思う。そうした独立性と自由度がないと、最も大事なプロの投資運用人材は来ないのだと思う。

(林参事官) 御質問があったスウェーデンは、基金が四つあるだけで、上のアーチになる理事会がない。それぞれの基金に、投資委員会というか、理事会があるという格好になっている。

(松本メンバー) あまり先回りをしても仕方がないが、最初に上がある程度のコントロールを持ち、将来的にはこの基金が独立して、上の傘が要らなくなるのだと思う。それで各基金がきちんと説明をする。しかし最初からそれは無理なので、最初は大家さん構造が必要で、その間大家さんはそれなりに口も出させてくれという感じなのだろう。

(菅野メンバー) 当初、いずれにせよファンドは1つないしは2つからスタートすることを前提とすると、上部組織である大家さんの役割をあまりに強調すると、いわば頭でっかちの組織になりすぎる嫌いがある。おそらくそこはやりながら考えるという話なのではないか。

(上村主査) 専門家の選任や解任は上部の理事会であろう。だが、運用等の日常業務を逐一指図したりはしない。よって任務は分けられるはずだ。日本の投資法人でさえそうだろう。

(松本メンバー) その通りである。運用には口を出さないが、解任することはできる。

(菅野メンバー) あまり細かいことを言っても仕方がないが、人事権が理事会に属しているとしても、ここでは実務で言えばある程度は下に委譲するところも含まれるわけだ。全部を理事会でやるわけにはいかない。

(安田メンバー) 誰をポートフォリオ・マネージャーとして持ってくるか、誰をアナリストとして引っ張ってくるかなどは、基金の責任者に任せてくれないと困る。

(大崎メンバー) しかし逆に、それは上の理事会でいちいち決めていられない。

(安田メンバー) 実際のところ、この点の書き方としては、上部組織である理事会が、全体のガバナンスをしっかりと、投資のガイドライン原則を示すが、個別基金の投資運用や人事権に関しては、基金の投資委員会がかなり独立性と自由度を持つというイメージが出ていれば、それでいいのだろうと思う。

(松本メンバー) そこは、さまざまな方法があるということだろう。

(上村主査) 独立性のある運用ができて、かつガバナンスはきいているというイメージである。

(大崎メンバー) しかし、今のGPIFも、理事長は厚生労働省の任命か。

(林参事官) そうである。

(大崎メンバー) それ以外は違って、GPIFが独自に任命しているのか。

(林参事官) 職員はそうである。

(大崎メンバー) つまり、人事権はGPIFの理事会にある。実際、民間からも結構採っているということになる。

(伊藤メンバー) インセンティブ報酬の設定にもよるのではないか。

(大崎メンバー) それは大きいと思う。今は逆に人件費を4%削減することになっているのが、そんなことを言われたら誰も行かない。

(伊藤メンバー) だから、それが何に連動するかというところで、何に対して責任を持っているかを明確にする。

(林参事官) 内部管理体制等の適正性等については、この間の議論では、監督、役所云々という話はやめて、民間運用業者同様の検査を行うということであったが、いかがか。

(松本メンバー) 何もここで金融庁の仕事を作る必要もないと思う。

(上村主査) 特殊法人の監督をしているので、その手法でやれるかどうかである。

(松本メンバー) 報告書のたてつけとして、報告書が自ら金融庁の仕事を作るという書き振りはあまり見栄えがよろしくないのではないか。

(菅野メンバー) 現状のGPIFは、どういう監査体制になっているのか。

(林参事官) 厚生労働省が監督をしている。

(菅野メンバー) ここの中で重要なのは。

(松本メンバー) 厚生労働省ではなくてという意味だ。

(菅野メンバー) そうだ。ゆえに、金融庁なら事務的である。

(大崎メンバー) 誰も来ないというわけにはいかない。

(上村主査) それでは、民間運用業者と同水準の検査体制を整備する。

(菅野メンバー) 外部の監査法人というのはだめなのか。

(大崎メンバー) 当然、外部監査はやるが、監査と検査は別だ。少なくとも会計監査はやるだろうが、やはり適法性等の内部統制の適正性などというのは。

(安田メンバー) しかし書かなくてもやるのではないか。書いた方がよいのか。

(大崎メンバー) 書いた方がよいように私は思う。

(菅野メンバー) 少なくとも、やはり厚生労働省の監督ではないというポイントはどこかに入れておかなければならない。このポイントは結構重要だ。

(上村主査) どこかには入れないとまずいとは思っている。ただ、民間運用業者と少なくとも同水準以上の検査体制を整備すべきであるぐらいにすると、自動的にその役割を担うのは金融庁ということになる。

(林参事官) 次に「理事・役職員の資質及び処遇」については、前回の御議論では、資産運用について専門的知識・経験のある優秀な者を、内外から幅広く採用し、また、国際的な民間運用会社に比べて遜色のない報酬体系とするという議論であった。

前回の議論で御質問のあった、公務員の身分とするかどうかについては、私どもの方でも調べてみたところ、贈収賄罪などに対する刑法等の罰則の適用については、公務に従事する者とみなすことが必要ということかと思うが、いかがか。一方で、具体的な行動指針として、理事会は運用組織の業務に即した倫理ガイドライン等を定めることということであろうか。

(松本メンバー) 倫理ガイドラインを作るという内容を盛り込む必要はあるのか。

(大崎メンバー) それは逆に、あまり厳しくし過ぎないという趣旨なのだ。例えば、利害関係者と飲食をしてはいけないということになるとしたら情報が取れないではないか。

(松本メンバー) そういう意味ということか。

(林参事官) それから「運用の改善」だが、「長期的な視点による運用」のところは、これまでの議論を踏まえ、資産運用は、資金の性格に合った運用が基本、長期的視点での運用で高収益とリスク分散を実現、国際分散投資を強化、オルタナティブ投資も投資対象に、迅速な意思決定に向けた情報共有、質の高い外部資源の積極的活用といったことを挙げ、「神奈川県への移転問題」、「海外拠点の設置」が続き、その後、付論がある。

(上村主査) 「課徴金の引上げ等のその後の取組を評価しているが、十分とは言えない」といったような書きぶりであろうか。修飾語として「裁量的・制裁的」と書いてしまうと、

少しインパクトが強過ぎるだろうか。去年の第一次報告に書いてあるとおり「更に準司法機能の強化に努めるべきである」くらいでもいいが。例えば、「準司法機能の強化に向けた取組が必要である」としてはどうか。

(大崎メンバー) 私も課徴金に関するワーキンググループに出席して驚いたが、非常にハードルが高い。ワーキンググループでは結構過激な議論になって、金融庁も議論に同調していたが、内閣法制局と交渉して帰ってきたら、トーンダウンしていた。

(上村主査) ともかく、金融庁の人によると、結局、そういう裁量的・制裁的なものを認めれば、それは公取のような3条委員会にしろという話になるので、金融庁の今の組織体制のままではできないという議論があるようである。議論は十分にしたが、どうしても組織体制の話になると、FSAかSECかという話になる。実は我々はそれをねらっていたわけだが、その点はほぼゼロ回答なのである。

(松本メンバー) 課徴金のところだけでも、より大きな、刑事政策とか、そういう懲罰的なものを経済界に対してやるやらないという話になってしまう。

(上村主査) ゆえに、1.5倍等と決めてしまうわけである。裁量でないと、どうしても、その場でやると言わせられない。

(伊藤メンバー) 行政はそういうことはできないという行政法の哲学があるかもしれない。

(上村主査) 市場規制は公取もFSAもSECも皆やっているのだから、日本だけできないということはない。よって、そこは我々としては、もういいというよりは、更に取り組むべきだ、くらいのことは書かないと昨年の報告書の姿勢と一貫しないことになる。

(松本メンバー) 数倍チャージしなければ抑止力がない。ニューヨーク等では自主規制会社の方が黒字で取引所にお金をあげている。だから独立性が保たれる。日本の場合には、市場の方がお金を稼いで、自主規制の方にお金をあげる形になっている。

(伊藤メンバー) UKFSAもそうである。稼いでいる。

(大崎メンバー) アメリカのSECも、一時連邦予算なしで自前でやっていた。最近は予算をもらっているようだが。

(大崎メンバー) それで、自前の検査機関を整備する。

(菅野メンバー) 新組織の予算については特に書かないのか。

(林参事官) この間、御議論があり、結局、どうしようかといってそのままになっているが、どうなさるか。

(大崎メンバー) 基本的には、GPIFを引き継ぐのか。

(安田メンバー) 認可法人になれば、事業計画・人事計画も作成する権限があり、予算についても、給与を含め自分で作成していいのではないか。そもそも、他の監督部門が認可法人の予算を細かく決めて、それをGPIFが執行するだけというものではないだろう。

(大崎メンバー) やっていいのだが、問題は原資だ。

(菅野メンバー) やり方は幾つかある。ただ、日銀は発生した剰余金を一旦財務省に返して、財務省から単に予算をもらう形になっている。よって、認可法人のときは、所管ではないが、そういう意味で予算をどこから付けてもらうか、人員をどうするかをチェック機能をどのようにするかという論点は残る。

(松本メンバー) 重要な問題だ。

(菅野メンバー) 実は日銀の独立性にとって予算が一つのネックになっているという指摘もある。日銀の場合は予算に関しては世界の中央銀行と比較しても財務省の認可が必要という異例な仕組みになっている。海外の主要中央銀行は予算の独立性を有しており、議会や政府の予算承認は不要のところが多い

(大崎メンバー) ただ、基本的にはもうかった分、すなわち実現益については年金特会に一旦戻すのだろう。そうしなければ少しおかしい。

(安田メンバー) 結局のところ、予算原資を持っているところが予算権を持つとすると、どこが実際に予算で人や施設や事業計画等を決め、収支予測を作成するのか。

(大崎メンバー) それは、やはり認可法人なので厚労省だろう。

(安田メンバー) 厚労省が予算を認可して、その範囲でやるということか。

(松本メンバー) 委託者は厚労省だ。

(大崎メンバー) 当然、それも予算の範囲である。

(安田メンバー) そうすると、具体的な方針を書いておかないとできない。

(松本メンバー) そういうものは書いておかなければならない。

(伊藤メンバー) 山分けしなければならない。

(大崎メンバー) しかし、全て山分けはなかなか正当化しにくい。また、これは恐らくファンド選択等を行う運用になるので、成果報酬といっても間口的なヘッジファンドに与えるような性格をそもそも与えるべきではないと思う。つまり、上手にやればボーナスを200万円程出すような感じではないか。それでも、役所の体系からすると結構画期的だと思うが。ただ、私が以前ある運用機関で聞いた話では、インセンティブ報酬制度というものを導入して、ボーナスで3万円差をつけたら、皆が非常にやる気になったとのことである。

(菅野メンバー) それは、その時の話なのではないか。

(大崎メンバー) しかし、別にインセンティブといっても、物すごくお金がかかると思い込む必要はない。

(菅野メンバー) その点は賛成で、成功報酬と言っても民間に比べれば少額であっても問題はないと思う。それ以上に重要なのが、やりがい、あるいは働きがいの問題だ。やりがいを感じれば良い人材が集まるのは事実だと思う。

また、何人かファンド・マネージャーを雇ったと想定して、そこで内部的にディシプリンが利くことを期待するが、やはり政府としてはどこかで歯止めをチェックしておかないといけない。

(安田メンバー) 予算でインセンティブまで決めようとする、予算権限を持つ厚労省が全て細かく決め、インセンティブの上限も設定されるわけか。厚労省が考える適切な給与体系・インセンティブと、プロフェッショナルな運用組織が求められる給与体系とインセンティブ体系に大きな差異が生まれる恐れがある。それを考えると、厚労省が細かな予算権を持つのはあまり適当ではないのではないか。

(伊藤メンバー) 歯止めは、やはりレピュテーションではないか。ディスクロージャーするわけなので、国民がもらい過ぎではないかと言えば、歯止めになるかもしれない。

(大崎メンバー) だが、それがまた怖い。年収 1,000 万円でももらい過ぎと言う。それが困る。

(松本メンバー) 予算をどこが承認するかは決めなければいけない。

(大崎メンバー) それは認可法人なので、しょうがない。

(松本メンバー) 報酬が 1,000 万円でも週刊誌に書かれる。昔の銀行の頭取みたいに、退職金 10 億円等といって、厳しく批判されてもずっと我慢して、最後にもらっていった人もいっぱいいるわけである。あるいはアメリカの例などを見ても、誰でも沢山もらって、大いに批判されても返さなかったではないか。だから、そう考えると、そういうことはここで起きてはいけないので、予算の承認は、やはりきちんとどこかでしないとイケない。

(安田メンバー) 予算原資を出す厚労省の全体的な予算の承認は、国会にも報告されることであり必要だろう。しかし、その予算案作成については独立認可法人の GPIF の自主的な予算案を尊重して厚労省が大枠を査定して承認するような仕組みにして欲しい。人員数・給与・インセンティブまで細かく指示されたり、外部アドバイザーへのフィーにまで介入されるような予算では困る。

(松本メンバー) しかし、予算は誰かが承認しなければならない。

(菅野メンバー) 予算の承認ではなくて、結果で歯止めがかかるような体制の方が私はいいと思う。そうでないと、結局、そこで自由度が抑えられる。

(松本メンバー) それは予算案を承認しなければだめであろう。

(伊藤メンバー) 契約を承認すれば自動的に予算は付いてくる。毎年の予算でやるのではなく、理事長を雇うときに契約書を交わして、成功報酬もそこに書き込んである。したがって、予算がないから払えないというわけにはいかないわけである。

(松本メンバー) だが、常識で考えると、民間において親が子会社を管理するときには、やはり予算案の中に、様々なヘッド・カウントから、投資から、何から何まで全部現れるので、それで、予算案を一括で承認するのが一番安全で、それを誰かと個別の契約で縛ってしまうことは不可能だ。

(菅野メンバー) 私は、そこはむしろアカウントビリティの問題があると思う。要するに、透明にすると恥ずかしいことは基本的にできない。事前にすべて、退職金も含めて、要するにこれでやるというのをいせれば、そこは歯止めになると思う。したがって、そういう意味でいくと、かなり今までの組織とは違う発想法のものなのだろうと思う。

(松本メンバー) 私もそう思うが、この規模なので、10 億円程度取ることは可能だと思う。それが起こった後に、申し訳ない、甘かったでは済まないと思う。

(菅野メンバー) それならば、事前と事後と両方で、理事会のチェック機能を強化すればよい。そのために、それを判断できるぐらいの人に理事会の理事になってもらうのではないのか。

(安田メンバー) 松本メンバーが考えた、給料が上昇するリスクよりも、全くインセンティブを与えないリスクの方が大きい。数万円や数十万円のインセンティブでは、基本的にプロの良い人材は来ないのではないか。海外にオフィスを作ろうといっても、報酬に窮屈な縛りをつけたら、優秀な人は来ない。他方、一人に 10 億円などという高額報酬も起こらないだろう。求めているのは国の資産を有効運用することに気概を持つプロフェッショナルな投資運用者を魅了する金額で、1-2 億円報酬を受けることを可能にする程度のことを求めている。

(上村主査) 予算のことを書かないとだめか。

(松本メンバー) 10 億円など、別にとって当然だと思っている人もいるだろう。

(伊藤メンバー) 1,000 億円儲けさせたら、10 億円程度戻ってもいいという考え方もある。

(上村主査) それは収益から払っていい。だが、仕組みや組織を作るのは国の責任ではないか。

(伊藤メンバー) ただ、予算は最低限のところで収益をどう分配するかをラフに決めておけばよい。

(松本メンバー) きちんとキャップをかけなければいけないのではないか。どんな場合でもキャップは必要で、そんなストレート・ラインで、青天井で上がってはいけない。必ずキャップをしっかりと入れる必要がある。

(伊藤メンバー) キャップは入れてもいいが、剰余金の収益の分配の仕方について何らかの規定を設けておけば、あとは自由にじかに決めればいいではないか。

それで、コアの予算、つまり、毎年かかるコンピュータとか、建物とか、そういうところは決める。だから、やはり報酬を自由にすることが一つの肝なので、剰余金の分配というところはかなり自由にする。

(松本メンバー) しかし、人件費は予算である。

(安田メンバー) この辺のことはGPIFの理事会に決めさせるように出来ないのか。

(大崎メンバー) 何よりも、これは本当に厚労省がその方向でやると言ってくれるかどうか重要だと思っている。そもそも、厚労省サイドの反応として、独立行政法人のままでいこうということになるかもしれない。

とにかく、報告書はあまり細かいところでもめてもしようがない。

(松本メンバー) 予算のことなど書かなくても、結局言ってくるだろう。

(安田メンバー) そうすると、先程の金融庁も書かなくてもいいのか。

大崎メンバーは、厚労省から、先ほどお話のあった安全かつ確実な国債が一番いいということのほかにも、どういう意見が出てくるとお考えか。

(大崎メンバー) 非常によく考えれば、今のGPIFは結構頑張っていて、効率的なのではないかという反論はあるかもしれない。

(松本メンバー) それを論破するのは難しいところがある。実際に悪くないだろう。

(大崎メンバー) これを実際にやると、短期的には人件費が何倍かになって、あまり好ましくはない面もある。ただ、長期的にその方が利益になるだろうというのが我々の提案なのだが、おそらく、スタートの翌年などは経費がこんなに増えたという結論になるのではないか。だから、そこをたたかれてしまうと、要するに今の状態がベストだというような変な話になってしまう。まさに、そこをどう論破するかである。

(松本メンバー) 運用がどんなに正しいことをやっても、だめなときはだめである。

(大崎メンバー) その通りである。だから、経費だけ増えて、運用成績がこんなに下がったのではないかとされる。

(安田メンバー) 短期で見るとそうだ。

(大崎メンバー) 初年度の翌年はそれが十分あり得る。

(松本メンバー) しかも、外国人が10億円持っていったとか。

(大崎メンバー) いろいろなことを言われる。

(菅野メンバー) 難しいのは、運用の基準となるインデックスをアウトパフォームしたので、これだけ余計に報酬を払ったが、絶対リターンはマイナスだったという場合である。はたして国民は報酬を余計に支払った点にも理解を示すであろうか。やはり、これが苦しい。

(大崎メンバー) それは成果報酬の決め方だから、さすがにマイナスになってもインセンティブ・フィーを払う必要はないと思う。

(安田メンバー) 普通はない。マーケットが悪くても、なかなか払わないだろう。

(菅野メンバー) それはそうでもない。マーケットが悪いときには一切追加報酬を支払わないと、市場環境が悪いときにまじめに運用するインセンティブが失われる。アウトパフォームした場合を想定して、そういう契約を結ぶわけだから、そのところは現実問題として、これまでも諸外国でも起きている。したがって、結構難しい。ゆえに、そこはやはり国民をいかに教育するか、という問題になる。

(上村主査) ほかによしましなら評価するというのはあるだろう。

(安田メンバー) GPIFと厚生労働省の反応だが、GPIFはこの方針にそんなに抵抗がないとしても、厚生労働省はやはり抵抗があるだろうか。

(菅野メンバー) 厚生労働省は自分の所管というものがなくなる。これはやはりかなりの抵抗が予想されるのではないか。

(松本メンバー) やはり責任もある。

(菅野メンバー) 松本メンバーの意見に賛成する人は結構いると思う。

(松本メンバー) いろいろなことがあり得るので、よく考えてやらないといけない。

(上村主査) 最初のページの上から3つ目のポツの「国民の機会損失は大きい」のところも同じである。先程、大分慎重な表現をしていた。「本来得られるべき利益が失われているのは、受託者責任の観点から問題」。「国民の機会損失は大きい」はよいが、そのあとどうするか。

(松本メンバー) 「国民の機会損失は大きい可能性がある」。

(安田メンバー) また「可能性」を使うのではないのか。

(菅野メンバー) それから「制約の多い運用により」ではどうか。

(松本メンバー) 「制約の多い運用により」か。

(安田メンバー) 今の状況と制約の中では、GPIF はよくやっている

(松本メンバー) 「制約の多い運用により本来得られるべき利益が失われているのは、受託者責任の観点から問題」。「国民の機会損失が大きい可能性がある」。

(安田メンバー) 「大きい」は「大きい」である。

(伊藤メンバー) 読む人が読んだらわかるように、とりあえずは「大きい」の方がいい。

(林参事官) 移転問題のところはどうか。移転先として、例えば、日本橋、大手町といった具体的な候補を挙げる必要はあるか。

(菅野メンバー) ここは早くやらないと、GPIFが行くと言ってしまって、行ってからまた戻すというのはとんでもない資源の浪費になるので、そこだけは早目にしたほうがよい。

(安田メンバー) これは簡単に変えられるのか。

(菅野メンバー) 期限は政令なので、閣議で決まる。したがって、これだけでもとりあえず、来年3月は少なくとも延期するというのは早く言うべきである。

(大崎メンバー) 関東財務局も大宮に行ってしまうと、皆困っている。なぜなら、あらゆるものの届出は関東財務局なので、すべからず大宮に行かなければいけないからである。以前は大手町だったのに、ものすごく大変だ。首都機能移転という話は本当に大変だ。

(上村主査) それでは、どうもありがとうございました。