

## GPIF 改革成功のカギは、運用とガバナンスの一体見直しにあり

合議制による意思決定の本質は、限定合理性問題の緩和である

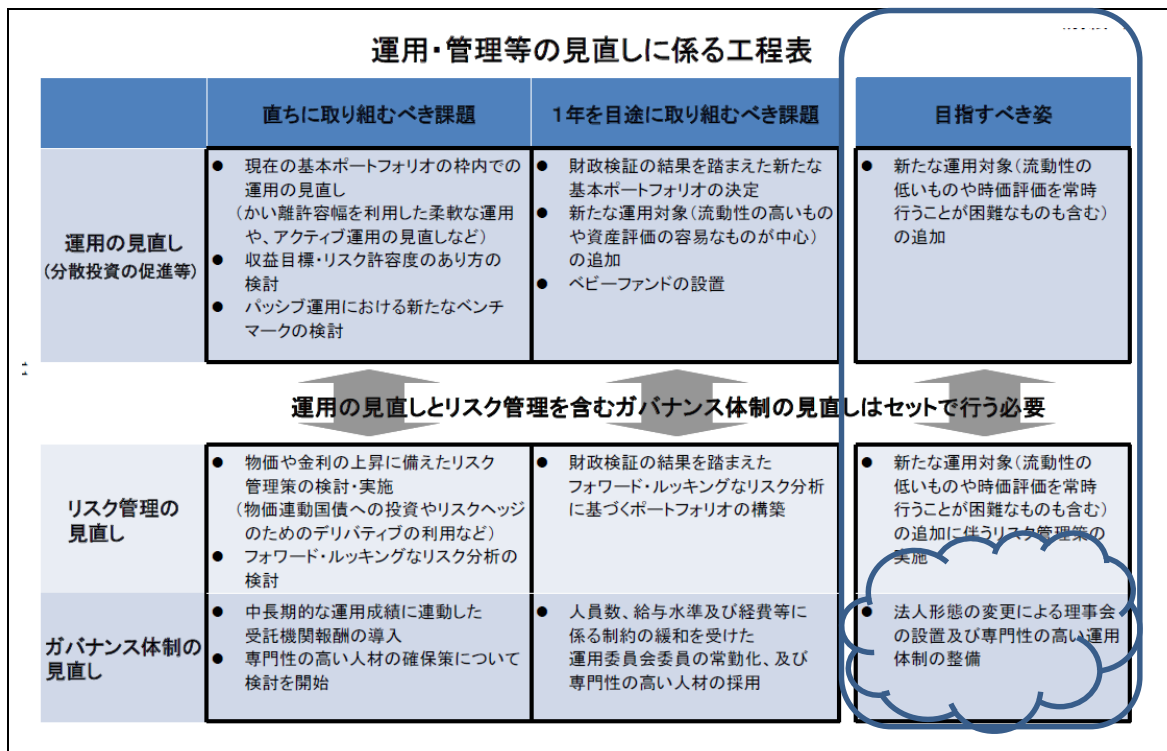
特任研究員 平井 一志<sup>1</sup>

### 《要旨》

●年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は、先頃 7 月 10 日、平成 26 年度の収益率は 12.27%、収益額は 15 兆 2,922 億円とする「平成 26 年度業務概況書」を公表した。いずれも、過去最高である。

●ところで、昨年（26 年）6 月に公表された政府の成長戦略である「日本再興戦略」改訂 2014 は、GPIF などの公的・準公的資金の運用などの見直しについて、有識者会議の提言を踏まえ、基本ポートフォリオ見直しとあわせ（セットで）、ガバナンス体制の強化を図る必要があるとしたが、GPIF のガバナンス体制の見直しが遅れている。

本稿は、現状についての課題・問題点を洗い出し、論点の整理を試みるもの。



(注) 公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議報告書別紙

<sup>1</sup> 筆者は、信託銀行の公的年金運用部長、同システム子会社の役員を務めた後、平成 20 年 7 月から 26 年 3 月まで GPIF の情報化統括責任者（CIO）補佐官の任にあり、26 年 7 月から年金シニアプラン総合研究機構の特任研究員。なお、本稿は筆者の個人的な見解であって、属した組織、あるいは属する組織の見解ではありません。

2を加工。

## 1. はじめに

わが国の137兆4,769億円（平成27年3月末）に上る公的年金積立金を管理運用する年金積立金管理運用独立行政法人（Government Pension Investment Fund）改革の先行きに、不透明感が出て来ている。

政府の成長戦略として、平成25年6月14日に閣議決定された「日本再興戦略」に基づき、経済再生担当大臣の下に設置された「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議」は、25年11月20日に報告書を公表し、「規模の大きな資金運用専門機関（GPIF）は、行政改革の流れの中で、これまで組織のスリム化を図るとともに、安全性・効率性を重視した運用を行ってきたところであるが、今後は、経済・市場環境の変化に遅れることなく、ポートフォリオの見直しや、それに見合ったリスク管理を含むガバナンスの見直しを継続的に実施する必要がある」とし、取り分け、運用の見直しと、リスク管理を含むガバナンス体制の見直しは、セットで行う必要があるとした。

かかる有識者会議の提言を踏まえ GPIF は、26年10月末に基本ポートフォリオを見直し、国内債券の運用比率の目安を60%から35%に大きく引き下げるとともに、国内外の株式比率を大幅に引き上げた。

しかしながら、運用の見直しとセットで行うべきガバナンス体制の見直し、その要となる合議制機関の導入について、改革案の取りまとめが遅れており、GPIF改革の先行きに不透明感が出て来ている。

## 2. 合議制機関の導入についてのこれまでの議論

(1) 平成26年6月24日公表の「日本再興戦略」改訂2014は、金融・資本市場の活性化、公的・準公的資金の運用などに係る新たに講ずべき具体的施策として、GPIFのガバナンス体制の強化について「有識者会議の提言を踏まえ、厚生労働省において、当該資金の規模・性格に即して、長期的な健全性の確保に留意しつつ、主たる事務所の所在に関することに加え、年金制度、法人の組織論等の観点から今後の法改正の必要性も含めた検討を行うなど必要な施策の取組を加速すべく所要の対応を行う。」とした。

(2) 上記を受け、平成26年10月15日に塩崎厚生労働大臣自らが第26回社会保障審議会の年金部会に出席のうえ、GPIFのガバナンスのあり方について諮問。

年金部会は、検討作業班を立ち上げて議論し、作業班の報告を受け、26年末までに改革案を取りまとめることとした。

年金部会および検討作業班の開催経緯はつぎのとおり。

表 1 社会保障審議会年金部会および検討作業班の開催経緯

開催日	審議会など
2014.10.15	第 26 回社会保障審議会年金部会
2014.11.4	第 1 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
2014.11.10	第 2 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
2014.11.14	第 3 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
2014.11.25	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
2014.12.1	第 5 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
2014.12.17	第 6 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
2015.1.23	第 30 回社会保障審議会年金部会

(3) ところが、年が明け平成 27 年 1 月 23 日に開催された第 30 回社会保障審議会の年金部会において、改革案をまとめることが出来なかった。

植田年金部会長代理兼作業班座長(東京大学大学院経済学研究科・経済学部教授)が数次に亘る検討作業班における議論を要約した、「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)」(後掲別紙 1 参考資料参照)の要旨について、一覧表にすると、つぎのとおり。

表 2-1 検討作業班報告(議論の要約)の要旨(検討項目ベース)

検討項目	意見
1.独任制から、合議制への移行	はっきりと大体の合意ができた
2.理事会の基本機能	時間の関係で細部までは、煮詰まらなかった
意思決定や監督と執行の適切な分離	はっきりと大体の合意ができた
3.理事会、執行部の構成・任命	一番議論が発熱した
4.政府との関係	運用を年金制度全体の中に位置づける、大勢意見

表 2-2 検討作業班報告(議論の要約)の要旨(検討項目内訳ベース)

検討項目	意見
1.独任制から、合議制への移行	
<u>PKO が発生するリスク</u>	リスクを軽減しつつ、
<u>内部監督</u>	適切な内部管理をおこなうためには、合議制への移行が望ましい
監視体制	理事会による執行の監視が有効である
2.理事会の基本機能	
基本機能	GPIF に関する基本的事項を決定する

予算の決定	経費控除後のネットの、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
<b>執行部の権限と理事会のそれ</b>	<b>機能的な線引きを明確にすべきである</b>
投資委員会など	活用すべきとの意見も複数あった
	理事会の補助機能にとどまるのか、検討が煮詰まらなかった
	その数、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	厚生労働大臣が任命する
	指名委員会が指名した候補者の中から、望ましいとする意見が複数
適切な資質の規定	多様な意見があった
	多様な知識・経験をもつ人材から構成されるべき、多数意見であった
	労使代表の人数、1名以上も検討すべきという意見もあった
理事の解任権	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
	ごく短期の投資結果等を理由に解任できないとすべきだ、多数あった
	理事会の規模、あまり大きなものとすべきでないとの意見もあった
<b>執行部の長と理事会との兼任</b>	<b>意見が分かれた</b>
	(A)「CEOほか執行部は、理事会メンバーにはなれない」(4票)
	(B)「理事となるのはCEOのみだが、議長にはなれない」(9票)
	(C)「CEOは無条件理事会メンバーとなる」(7票)
4.政府との関係	
目標利回りと許容リスク	財政検証のプロセスに基づいて、厚生労働大臣が GPIF に示す
基本ポートフォリオの決定	厚生労働大臣による承認・認可制でよいとの意見が多数であった

しかも、労使の代表の委員が別途共同意見書を提出する、異例の事態となった。ちなみに、日本経済新聞の2015年1月23日電子版は、「公的年金の組織改革、労使代表が反対」と題し、つぎのように報道している。

#### 2015年1月23日日本経済新聞電子版

厚生労働省は23日、社会保障審議会の年金部会を開き、公的年金を運用する年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の組織改革を議論した。保険料を納める立場にある労使代表の委員が共同意見をまとめ、GPIFの独立性の向上や金融の専門家中心の運営といった改革に反対した。塩崎恭久厚労相の方針をけん制する内容で議論の集約は難航しそうだ。

対立することが多い経団連と連合が共同で意見を出すのは異例。GPIF について「政府からの独立をはかることはあってはならず、運用の責任は厚労相にある」と指摘。意思決定や監督を担う理事会に労使それぞれ 2 人以上の代表が入ることを求めた。保険料を納める立場から運用を点検するのが狙いだ。

大学教授ら他の委員からも労使の共同意見を評価する声が出た一方、金融機関の代表委員は独立性を高めて専門家に任せたいほうが、効率的な投資ができると主張した。

塩崎厚労相は 1 月召集の通常国会に、GPIF を合議制の組織に変える法案を出すとしてきた。ただ年金部会の下に設けた作業班でも労使代表らと、金融機関の代表が鋭く対立。作業班の報告書も多くの論点で両論併記にとどまっている。

#### (4) 労使代表委員の共同意見書

おって、日本経済団体連合会社会保障委員会年金改革部会長である柿木厚司委員と日本労働組合総連合会総合政策局長である花井圭子委員が連名の意見書「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）に関する意見」は、後掲別紙 2 参考資料のとおり。

留意すべきは、合議制機関の導入そのものに反対している訳ではない点である。

「資金運用に関する専門性のみ重視する」傾向にある議論に危機感を覚え、あえて異論を唱えたものと思われる。

したがって、上記新聞記事の「公的年金の組織改革、労使代表が反対」との見出しは、多分に誤解を招く恐れがある。

#### (5) その後の対応

ただし、何故かその後半年が経過するが、社会保障審議会の年金部会は開催されていない。

新聞には「年金組織改革、暗礁に 厚労相と年金局に不協和音」の見出し（2015 年 2 月 22 日日本経済新聞朝刊）が踊り、次いで「公的年金の組織改革を怠るな」と題する社説（2015 年 2 月 26 日日本経済新聞朝刊）が掲載された。

「日本政府、GPIF の抜本改革を見送り」（2015 年 2 月 24 日ウォール・ストリート・ジャーナル）あるいは「GPIF 積極運用へ理事追加 法改正、組織改革は断念」（2015 年 4 月 24 日朝日新聞デジタル）などの報道も。

現状では、議論が拡散したまま收拾が付かなくなる、あるいは GPIF 改革に関する問題意識そのものが希薄化してしまう懸念すらあることから、合議制機関の必要性について、改めて論点を整理して見ることと致したい。

### 3. 合議制機関の必要性

#### (1) 有識者会議報告書

平成 25 年 11 月 20 日に公表された公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高

度化等に関する有識者会議報告書は、ガバナンス体制の要として、以下のとおり合議制機関の必要性を謳っている。

### 公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議報告書抜粋

#### Ⅲ リスク管理体制等のガバナンスの見直し

##### 1 ガバナンス体制

(略)

##### ② 合議制機関の必要性

資金運用の実施に当たっては、各運用機関が真の受託者責任を果たしうる体制を構築する必要があるが、業務に関する権限・責任が理事長一人に集中している独任制の下では、規模・性格によっては、十分な機能発揮が期待できないケースもあり得る。そうした場合には、資金運用の重要な方針等については、利益相反にも配慮した常勤の専門家が中心的な役割を果たす合議制により実質的な決定を行う体制が望ましい。

(略)

##### ⑤ 規模の大きな資金運用専門機関（GPIF）のガバナンス体制

独立行政法人は、独任制の組織であるほか、人員数、給与水準、経費等の面で制約を受けている。規模の大きな資金運用専門機関（GPIF）については、その規模・性格に照らして改革の必要性が特に高い。

このため、資金運用という観点からすれば、上記Ⅲ 1 ①～④を踏まえて新たな立法を行い、その法人形態を固有の根拠法に基づき設立される法人に変更した上で、合議制機関である理事会に重要な方針の決定を行わせるとともに、その専門性を重視して、適切な情報開示を前提に高い自主性・独立性を認めるべきものと考えられる。当該理事会のメンバーについては、金融や投資についての十分な知識を有する者の中から、透明性のある方法で選考することが求められる。その際、年金基金のガバナンスに関する OECD のガイドライン等に照らせば、理事会の長である理事長とは別に、業務執行の責任者を置き、理事会による監督機能と業務執行機能を分離すること（略）が望ましいが、我が国におけるコーポレート・ガバナンスの慣行を考慮して、理事長に業務執行権を委ねること（略）も考えられるのかどうかについては、立法化の過程で更に検討する必要がある。

ただし、こうした新たな立法による体制整備が完了するまでの過渡的な対応として、独立行政法人の形態のままでも可能な改革を同時に進めていく必要がある。このため、運用委員会に複数の常勤委員を配置し、資金運用の重要な方針等については同委員会に実質的に決定させた上で、当該決定に基づき、理事長に業務執行を行わせる過渡的な体制を整備すべきである。この際、理事長、理事、運用委員会委員については、利益相反とならないような人選を行い、守秘義務を課すのは当然である。また、閣議決定等に基づく、人員数、給与水準、経費等の面での制約については、できる限り緩和し、専門性のある理事長、理事、運用委員会委員、運用スタッフの強化を図るべきである。

なお、市場との対話を緊密に行う必要性等に鑑み、規模の大きな資金運用專業機関（GPIF）については、その本拠地を東京都に置くべきである。

そして、つぎのとおり「運用の見直しを、リスク管理を含むガバナンス体制の見直しとセットで実施することが重要」としているのである。

#### V 規模の大きな資金運用專業機関（GPIF）に係る改革の工程表

規模の大きな資金運用專業機関（GPIF）は、行政改革の流れの中で、これまで組織のスリム化を図るとともに、安全性・効率性を重視した運用を行ってきたところであるが、今後は、経済・市場環境の変化に遅れることなく、ポートフォリオの見直しや、それに見合ったリスク管理を含むガバナンスの見直しを継続的に実施する必要がある。当有識者会議は、そうした観点から、今後こうした機関において講ずべき改善策を時系列で整理した上で、①直ちに取り組むべき課題、②今後1年を目途に取り組むべき課題、③法律改正を行った上で目指すべき姿に分けて、具体的な提言を行うこととし、(略)工程表を作成した。

今後、改革を進めるに当たっては、それぞれのフェーズにおける運用の見直しを、リスク管理を含むガバナンス体制の見直しとセットで実施することが重要であり、迅速かつ着実に進展することを期待している。

(略)

#### (2) 厚生労働大臣の諮問

ちなみに、塩崎厚生労働大臣の平成26年10月15日開催第26回社会保障審議会の年金部会における諮問内容は、以下のとおりであるが、PKOなどの「恣意的な政治的介入が発生するリスクの軽減」を目的とするガバナンスのあり方を諮問するに際して、「政府からの独立性」云々の表現を用いたことが、その後の議論の拡散を招く契機となってしまった嫌いがある。

たとえば、同じく第26回の年金部会において、山口委員（横浜国立大学大学院国際社会科学研究院教授）が、「(略)「GPIFの独立性」という言葉が出てまいりませうけれども、私はどうもこれは運用の専門家が自主的・独立的に判断するので任せなさいと云っている、運用プレーヤーの側面からだけの主張ではないかと感じておりまして、年金財政の責任を分担する制度受託者としての考え方とはちょっと違うのではないかと感じております。」と問題を提起の経緯がある。

#### 第26回社会保障審議会年金部会議事録（2014年10月15日）抜粋

○塩崎厚生労働大臣（略）

年金積立金運用を担うGPIFの改革につきましては、本年1月のダボス会議において、安倍総理よ

りフォワードルッキングな改革を行うとの国際発信も行われた、アベノミクスの最重要改革の1つでございます。そして、運用改革とガバナンス改革は一体不離のもので、いわば車の両輪でございます。

本日から御議論を賜りますガバナンス体制につきましては、安倍内閣として閣議決定をいたしました本年6月の「『日本再興戦略』改訂2014」におきまして「有識者会議の提言を踏まえ、厚生労働省において、当該資金の規模・性格に即して、長期的な健全性の確保に留意しつつ、主たる事務所の所在に関するに加え、年金制度、法人の組織論等の観点から今後の法改正の必要性を含めた検討を行うなど必要な施策の取組を加速すべく所要の対応を行う」とされております。皆様方にはぜひとも精力的な御議論を賜りたいと思っております。

年金積立金の運用につきましては、公的年金の保険者である厚生労働大臣が GPIF に運用を委託し、GPIF が受託者として責任を負うという関係でございます。有識者会議、これは閣議決定で設置されたものでございますけれども、その提言につきましては、資金運用の観点からなされたものとして公的年金制度の観点を踏まえていないのではないかと御意見があるとも伺っていますが、委託者と受託者責任との関係というのは、公的年金でも私的年金でも全く同じでございます。

OECD では、年金運用に係るガイドラインがございますけれども、これも私的年金のみならず、公的年金にも当てはまるのが前提との趣旨の明確な記述が OECD のペーパーにはございます。これを踏まえ、有識者会議の提言では、権限・責任が理事長に集中している独任制のもとでは、真の受託者責任が十分に機能しないため、その法人形態を固有の根拠法に基づき設立される法人に変更した上で、合議制による体制が望ましいとされていることも念頭に置きつつ、御検討をお願いをいたしたいと思います。

特に、年金積立金の運用に関しましては、短期的な運用のパフォーマンスではなく、長期的に判断するという仕組みが重要となります。例えばリーマンショックのような場合に、市場価格が下落して評価損失を計上した場合、危ないので株を売却すべきといった意見が政治やマスコミ等において強くなることが考えられますが、長期的な年金資産運用の観点からはむしろそのような場合には買い増すことが望ましいといったことも考え得るわけでございます。

そうした意味からも、かかる短期的な物の見方や圧力に振り回されないよう、専門家の集団である GPIF が 政府から一定の独立性を確保することが重要になります。

また、その反面、専門家の集団である GPIF は、あくまでも国民益の最大化こそ使命であるとの基本認識のもとで、ベストな運用を目指していることを絶えず国民に説明する責任を果たすことも強く求められます。

なお、各国の公的年金基金のガバナンスにつきましては、OECD のペーパーでは、カナダ、フランス、アイルランド、ニュージーランド、スウェーデンでは 政府からの独立性が確保されているとされております。

我が国の GPIF につきましては、さきの有識者会議の提言では、専門性を重視して適切な情報開示を前提に、高い自主性、独立性を認めるべきものと考えられるとしております。いずれにしましても、我が国の公的年金資金の運用につきましては、PKO や株価操作をしているのではないかというあら



ぬ誤解を国際社会からも受けることがないように、そして、何よりも国民からお預かりした年金資金を確固たるリスク管理のもとで、安全かつ効率的に運用できる強固なガバナンスの仕組みを確立することが重要だと考えております。

国民の皆様方に安心していただける年金制度の構築のため、皆様方からの忌憚のない御意見を今後、頂戴できれば大変ありがたいと思っております。どうぞ、ひとつよろしくお願いを申し上げたいと思います。

ありがとうございました。

### (3) 検討作業班報告（議論の要約）

おって、平成 27 年 1 月 23 日に開催された第 30 回社会保障審議会の年金部会に検討作業班が提出した、「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）」は、つぎのとおりガバナンス改革すなわち合議制機関導入の最大の目的を、「恣意的な政治的介入（PKO 等）が発生するリスクの軽減」および「内部監督の充実」あるいは「的確な監視体制」としている。

おって、ここに「内部監督の充実」あるいは「的確な監視体制」は、「ガバナンスの仕組み」の視点からの議論であり、「ガバナンス体制」の見直し、すなわち合議制による意思決定の本質についての議論としては、的を射ていないように思われる（後掲 7（1）年金基金のガバナンスに関する OECD ガイドライン参照）。

### 「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）」から抜粋

#### 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。

### (4) 独任制と合議制の違い

ちなみに、行政学における独任制と合議制の違いについては、堀江湛編「政治学・行政学の基礎知識第 3 版」に、つぎの記載がある。

(略)

独任制の長所は、明確な責任の所在・統一的な命令系統・迅速な決断・変化への即応性などがある。しかし、例えば首相が利害の対立を考慮して決定せず、合議制機関に「丸投げ」といった、独任制への批判もある。

(略)

独任制が責任の所在の明確さや統一性や迅速性を重視しているのに対し、合議制は「考慮の徹底性」を重視している点に大きな違いがあり、全会一致あるいは多数決にしたがって協議されたときのみ、命令が正当性を有する。また戦後の日本では、行政委員会など「行政の民主化」の一環として、合議制を取り入れた経緯もある。

このように、利害の公平・民主的な決定などのほか、学識経験者の登用による高度に専門的な問題への的確な処理などの長所を有するが、その反面、責任の所在の不明確さや決定に長時間を要するなど、構成員が複数であるがゆえの短所もある。

上記内容を一覧表にすると、つぎのとおり。

表3 独任制と合議制の違い

	独任制	合議制
責任の所在	明確 (長所)	不明確 (短所)
命令系統の統一性	あり (長所)	
決断の迅速性	あり (長所)	長時間 (短所)
変化への即応性	あり (長所)	
考慮の徹底性		あり (長所)
利害の公平		あり (長所)
民主的な決定		あり (長所)
高度に専門的な問題		的確な処理 (長所)

#### 4. 独法が独任制を採用した理由

かかる独任制と合議制の違いを踏まえ、改めて独立行政法人が独任制を採用の理由について考察してみると、国立国会図書館の行政法務課大迫丈志著「独立行政法人制度の課題」(調査と情報第688号10頁)にある「独法が合議制の議決機関を置かず、長による独任制を採用したのは、独法がもっぱら執行機能を担うものとされることから、その長に効率的な執行の最終責任を帰属させ、結果に対するアカウンタビリティを明確にすることを意図したためであるとの指摘がある。」との記述が当を得ているように思われる。

## 5. 中央銀行の意思決定方式

典型的な合議制機関として、日本銀行の政策委員会を例示することが出来るが、世界の中央銀行の意思決定方式をみると、つぎのとおり大半が合議制の委員会である。

表4 世界の中央銀行の意思決定方式（須田美矢子著「リスクとの闘い」87頁）

総裁など1人による決定	委員会などによる決定	
	合意・総意による決定	正式な議決による決定
9行	43行	36行
ニュージーランドなど		日本、米国、英国など

ところが、中央銀行の委員会による意思決定の本質については、「学術書の中では稀にしか論じられない」との由。

しかしながら、つぎのとおり明解な論旨を展開の講演および著書がある。

一つには武藤敏郎元日本銀行副総裁（2003年から2008年、現大和総研理事長）の講演（2007年）であり、今一つは須田美矢子元日本銀行政策委員会審議委員（2001年から2期10年、現甲南大学特別客員教授）の著書（2014年）である。

### （1）日本金融学会における武藤副総裁講演要旨「中央銀行の政策決定と委員会制度」（2007年5月12日日本銀行）からの抜粋

武藤元副総裁は、米国連邦準備制度理事会（FRB）の副議長を務めたプリンストン大学のブラインダー教授（Alan Stuart Blinder）ほかの研究の成果を引用のうえ、「委員会制度のメリットとして、専門性・多様性を持った委員が熟慮し討議することで、より適切な政策決定に繋がること、いいかえれば、討議を通じて各メンバーの知識やスキルを共有したりメンバーが相互に誤解を解いたりすること等により、個人単独による意思決定が直面する欠点—例えば、認識が一面的となりがちなこと、多面的考慮の欠如、独断や思い込み—を軽減しうることを指摘できるのではないのでしょうか。」「（略）集団的意思決定においては、討議を通じて各メンバーの知識やスキルを共有したり、メンバーが相互に誤解を解いたりすること等により、個人単独による意思決定が直面する限定合理性の問題を緩和しうるということを指摘しています。」とし、「知識の蓄積、考え方の多様性、チェック・アンド・バランスなどを理由に、委員会制度は個人による意思決定に比べより良い決定をもたらしうる仕組みである」と結論付けている。

## II. 静かな革命－委員会制度

(委員会制度一般に関する考察)

金融政策における委員会制度は、最近では研究領域のひとつとしても注目されています。グリーンSPAN議長時代に米国連邦準備制度理事会副議長を務められたプリンストン大学のブラインダー教授は、最近10年間の中央銀行制度の3つの変化を「静かな革命 (quiet revolution)」として捉えられています。そのうちのひとつが委員会制度 (decision making by committee) です。ちなみに、他の2つは、透明性 (transparency) と市場との対話 (communication with market) です。

委員会制度の特徴として、合議制であること、すなわち、合議によって集団的な意思決定を行う制度であることを指摘できると思います。これは、中央銀行の政策決定にのみユニークな仕組みではありません。例えば、国会の委員会や、公正取引委員会などの行政委員会もありますし、株式会社のなかにも委員会設置会社と呼ばれるものも登場してきています。

委員会による意思決定は、一人の個人による意思決定よりも優れているのでしょうか。直感的には、『三人よれば文殊の知恵』という諺が示すように、寄り集まって相談すればよい知恵が出るものなかもしれません。委員会制度のメリットとして、専門性・多様性を持った委員が熟慮し討議することで、より適切な政策決定に繋がること、いかにすれば、討議を通じて各メンバーの知識やスキルを共有したりメンバーが相互に誤解を解いたりすること等により、**個人単独による意思決定が直面する欠点－例えば、認識が一面的となりがちなこと、多面的考慮の欠如、独断や思い込み－を軽減しうる**ことを指摘できるのではないのでしょうか。

例えば、米国の株式会社の取締役会について、合議による集団的意思決定のメリットに関する研究があります。この研究では、いわゆる限定合理性 (Bounded Rationality) の問題について言及しています。関連部分を大胆に要約しますと、次のとおりです。すなわち、意思決定プロセスには、情報の収集、情報の蓄積、情報の処理、情報の伝達の4つのプロセスを想定できるが、集団的意思決定を行うことでその取引コストを引き下げうるのは、このうち情報の蓄積および情報の処理に関するプロセスである。より具体的には、集団的意思決定においては、討議を通じて各メンバーの知識やスキルを共有したり、メンバーが相互に誤解を解いたりすること等により、**個人単独による意思決定が直面する限定合理性の問題を緩和しうる**ということを指摘しています。

(金融政策における委員会制度に関する先行研究)

次に、中央銀行を対象とした先行研究のうちいくつかを紹介します。プリンストン大学のブラインダー教授は、「金融政策決定は一人の個人によって行われるべきか、それとも委員会によって行われるべきか」という論点について、現在はほとんどの中央銀行が委員会によって金融政策を決定していることに言及したうえで、次のように指摘しています。

まず、委員会制度を採用していた米国とドイツにおける中央銀行の成功が認知され、多くの中央銀行がそれを模倣したこと、中央銀行の独立性のトレンドが委員会による意思決定への扉を開いたこと、裏返して言えば、中央銀行が単に政府から命令を受けている場合、金融政策を決定する委員会を

持つ必要がなかったことを指摘しています。

また、委員会による決定が個人による決定よりも優れうる理論的理由として—これは先に紹介した米国の取締役会に関する研究と通じるものがあるように思われますが—、以下の4点を指摘しています。第一に、知識の蓄積、すなわち、委員会は個々のメンバーの異なる知識を蓄積できること、第二に、多様性、すなわち、委員会のメンバーは複雑な問題に対して多様な考え方を持ち寄ることができること、第三に、チェック・アンド・バランス、すなわち、委員会は極端な立場をとらない傾向にあること、第四に、ボラティリティの低下、すなわち、集団的意思決定では判断が平準化され、振れが小さくなる傾向にあることの4点です。もっとも、第4点目であるボラティリティの低下については、ブラインダー教授は、委員会による決定には過度な慣性（inertia）が働くと解釈することも可能であり、メリットではなくデメリットとして捉えられるかもしれないと指摘しています。

ロンドン大学のサイベルト教授は、委員会制度の問題点として、フリー・ライダーの問題や極端化の問題が起りうるかもしれないことを指摘しています。フリー・ライダーの問題については、情報の収集等を他の委員に依存する委員が出現する可能性があり、委員会の規模が大きければ大きいほどただ乗りの可能性が大きくなると指摘しています。なお、この点に関し、私の経験に基づく感想を申し上げますと、実際に各委員は自主性を持って金融政策の決定に取り組んでおり、フリー・ライダーの問題があると認識したことはありません。

次に、極端化の問題とは—ブラインダー教授がその可能性を指摘する過度の慣性の問題と矛盾するようにも思われますが—、討議が過熱する場合や集団としてのアイデンティティに偏りがある場合などには、集団的意思決定は時として個人による決定よりも極端化する可能性があることを指摘したものです。もっとも、サイベルト教授は、極端化はそれ自体がメリットなのかデメリットなのかは議論の余地があるとしています。この点についても私の経験では、豊富な経験を備えた多様な経歴を持った委員が集まっている場合には、極端化の問題は起りにくいのではないかと思います。

こうした研究の成果を大胆に要約しますと、知識の蓄積、考え方の多様性、チェック・アンド・バランスなどを理由に、委員会制度は個人による意思決定に比べより良い決定をもたらさうる仕組みである、ただし、委員会による政策決定は、運用次第では、慣性が働き決定が過度に平準化されることなどもありうることから、政策決定の適正性が機械的に保証されている訳ではないと纏めることができるように思います。

委員会制度のメリットについて、上記内容を一覧表にすると、つぎのとおり。

表5 委員会制度のメリット

個人による意思決定	委員会による意思決定
	三人よれば文殊の知恵
	専門性・多様性を持った委員が熟慮し討議する
	より適切な政策決定に繋がる
	各メンバーの知識やスキルを共有したり

	メンバーが相互に誤解を解いたりする
認識が一面的となりがちなこと、多面的考慮の欠如	⇒ 軽減
独断や思い込み	⇒ 軽減
	個々のメンバーの異なる知識を蓄積できる
	多様な考え方を持ち寄ることができる
	極端な立場をとらない傾向にある
	判断が平準化され、振れが小さくなる傾向にある

(2) 須田美矢子著「リスクとの闘い」(2014年)からの抜粋

須田元日本銀行政策委員会審議委員(2001年から2期10年)も同様に、ブラインダー教授の見解を引用するとともに、ニュージーランド準備銀行のウィーラー総裁の言を借りて、「委員会での決定のメリットとして、各メンバーの知識、知恵、専門性をプールできる。不確実性が高いときには特に力を発揮できるし、個人の極端な選好を緩和できる。」と、委員会による意思決定の本質について、限定合理性の問題緩和を謳う一方、政治的プレッシャーについては、委員会で決めるほうが、独立性を維持しやすいという面もあることは否めないと表現するに止めている。

須田美矢子著「リスクとの闘い」(86～89頁)

(略)

しかしながら、世の中は「金融政策は委員会で決定している」ことの意味を正確に理解していないように思う。「多くの理論が、『金融政策は、明確な選好関数の最大化を目指す一人の個人によって決定される』ことを前提にしていることには、どこか重大な落とし穴がある」「学術書の中では稀にしか論じられないが、金融理論家たちは委員会による意思決定の本質についてもう少し注意を払ってはどうだろうか」とブラインダー(1999)は指摘しているが、今でもその考えに同感である。

ブラインダーは、中央銀行が自分たちの政策スタンスに固執しすぎる傾向があるが、その理由の一つは、金融政策が一個人ではなく、委員会で決定・運営されている結果だと指摘し、委員会による意思決定が、「結果的にシステマティックな政策の失敗を招きかねない」と述べている。他方、委員会制度は、内部的にチェック・アンド・バランスのシステムを持っているのに等しいので、「真に重大な過ちを犯さないための、自然な安全装置となる」とも述べている。このように合議制のほうが、極端な意見に流れず、政策の振れを抑止できる結果、将来にわたる政策の不確実性を縮小できるとの分析もある。1人が決定するよりも多数で決定したほうがよい結果が得られるとの実験結果もいくつか出ている。

委員会制度についてこのようなメリットを発揮するためには、専門性を持った多様な人が集まることが重要である。異なる立場の人との議論を真剣にやると、お互いどういう仮定に基づくのか理解を

深められる。自分や相手の議論の弱点もみえてくる。お互いに深く考えることになるし、場合によってはお互いに考え方を考えるきっかけにもなる。独断や思い込みを避けられる。

他方、1人でやると極端に走る可能性があるし、日本のようなケースを考えると、政治的プレッシャーをもろに受けることになる。政策委員会で決めているのであれば、どうプレッシャーを受けようが、その場で答えを出すことはそもそもあり得ない。したがって、政策委員会で決めるほうが、独立性を維持しやすいという面もあることは否めない。

最近、実践という観点からも、1人で決めるよりも委員会で決定するほうが望ましいとの議論をサポートする実例が出てきた。ニュージーランド準備銀行である。2013年3月7日、ニュージーランド準備銀行のウィーラー総裁（2013）は、決定に対して拒否権もあるし、責任は1人で負うものの、総裁と2人の副総裁、総裁補の4人で構成される内部委員会（Governing Committee）を発足させ、そこで金融政策に加え、為替介入、流動性の調節、マクロ・ミクロブルーデンス、金融規制の決定も行うと述べ、以下のように指摘した。

これまで各人が責任を持っていたが、より集団で決定することにした。これは運営上の変更だ。委員会での決定のメリットとして、各メンバーの知識、知恵、専門性をプールできる。不確実性が高いときには特に力を発揮できるし、個人の極端な選好を緩和できる。これは、個人として、また集団として、メンバーの知識と経験を最大化し、提案を厳密に検証し、主要な政策でコンセンサスを形成するものだ。

法律上、ニュージーランド準備銀行は総裁1人に責任があるので、委員会で責任を負うことはできないが、決定については委員会制度のほうが望ましいことをまさに示している。

（略）

## 6. 合議制による意思決定の本質

社会保障審議会を中心とする合議制機関の導入についてのこれまでの議論は、恣意的な政治的介入が発生するリスクを軽減するためのガバナンスのあり方を強調する余りに、合議制による意思決定の本質を見失い、運用とガバナンス体制の一体的な見直しの重要性についての視点が欠落してしまっていないだろうか。

合議制による意思決定の本質は、限定された合理性の問題の緩和である。

限定された合理性 (bounded rationality) とは、1947年にハーバート・A・サイモンが、「Administrative Behavior」(邦訳経営行動)で提唱した人間の認識能力についての概念であり、サイモンは人間の合理的な意思決定が限定的なものであることを定義し、経営学における組織研究に昇華させたこの研究で、ノーベル経済学賞を受賞したのである。

サイモンは合理性の限界について、つきのように述べている。

#### 合理性の限界

前章で定義されたように、客観的な合理性とは以下のことを意味している。行動する主体が、(a)決定の前に、行動の代替的選択肢をパノラマのように概観し、(b)個々の選択に続いて起こる諸結果の複合体全体を考慮し、(c)全ての代替的選択肢から一つを選び出す基準としての価値システムを用いる、ことによって、みずからの全ての行動を統合されたパターンへと形づくることである。

実際の行動は、それが「合理的」過程と通常考えられている場合でさえ、こうした理想的な姿はない、多くのつじつまの合わない要素を含んでいる。もし行動がある期間にわたって観察されるならば、その行動はモザイク状の性格を示す。その行動のパターンの各部分は、共通の目的への志向によって他の部分と統合される。しかし、これらの目的は、知識と注意の変化とともに時々刻々と変化し、選択の総合的基準のどんな概念によってもごくわずかにしか結合されない。行動は合理性の「部分」を示す——すなわち、行動は各部分のなかでは合理的な構成を示すが、部分は互いの間に強い相互連結をもっていない。

実際の行動は、前章で定義したような客観的合理性に、少なくとも三つの点において及ばない。

- (1) 合理性は、各選択に続いて起こる諸結果についての完全な知識と予測を必要とする。実際には結果の知識はつねに断片的なものである。
- (2) これらの諸結果は将来のことであるため、それらの諸結果と価値を結び付ける際に想像によって経験的な感覚の不足を補わなければならない。しかし、価値は不完全にしか予測できない。
- (3) 合理性は、起こりうる代替的行動の全てのなかから選択することを要求する。実際の行動では、これらの可能な代替的行動のうちほんの二、三の行動のみしか心に浮かばない。

以下に、ケーススタディとして、9/11と3/11の調査委員会報告書2例を挙げる。二つながら、人間の認識能力について、合理的な意思決定が限定的なものであることを如実に物語っており、“失敗からの教訓”である。

#### (1) 9/11同時多発テロに関する独立調査委員会最終報告書からの抜粋

米国の9/11同時多発テロに関する独立調査委員会(National Commission on Terrorist Attacks Upon the United States)は、2004年7月22日に最終報告書を公表するに際して委員長と副委員長による公式声明を発表し、つぎのとおり「想像力の欠如が最大の問題である」と指摘している。



**Public Statement**

**Release of 9/11 Commission Report**

**The Hon. Thomas H. Kean and the Hon. Lee H. Hamilton**

**July 22, 2004**

Good morning. Today, we present this Report and these recommendations to the President of the United States, the United States Congress, and the American people. This report represents the unanimous conclusion of the National Commission on Terrorist Attacks upon the United States.

On September 11, 2001, 19 men armed with knives, box-cutters, mace and pepper spray penetrated the defenses of the most powerful nation in the world. They inflicted unbearable trauma on our people, and turned the international order upside down.

We ask each of you to remember how you felt that day—the grief, the enormous sense of loss. We also came together that day as a nation—young and old, rich and poor, Republicans and Democrats. We all had a deep sense of hurt. We also had a deep sense of purpose. We knew what we had to do, as a nation, to respond. And we did.

But on that September day we were unprepared. We did not grasp the magnitude of a threat that had been gathering over time. As we detail in our report, **this was a failure of policy, management, capability, and – above all – a failure of imagination.**

(2) 東京電力福島原子力発電所における事故調査・検証委員会最終報告書からの抜粋

また、わが国においても、「東京電力福島原子力発電所における事故調査・検証委員会」（平成 23 年 5 月 24 日付閣議決定に基づき開催）の畑村洋太郎委員長が、24 年 7 月 23 日に公表の最終報告書の最後に委員長所感として、つぎのとおり「**自分の見方が偏っていることを常に自覚し、必ず見落としがある意識していなければならない**」と指摘している。

東京電力福島原子力発電所における事故調査・検証委員会最終報告書抜粋

(2) 見たくないものは見えない。見たいものが見える。

人間はものを見たり考えたりするとき、**自分が好ましいと思うものや、自分がやろうと思う方向だけを見がちで、見たくないもの、都合の悪いことは見えないものである。**東京電力の自然災害対策において、津波に対する AM 策を整備していなか

ったことや、複数の原子炉施設が同時に全電源喪失する事態への備えがなかったことにも、このような人間の心理的影響が垣間見える。このようなことを防ぐには、自分の利害だけでなく自分を取り巻く組織・社会・時代の様々な影響によって自分の見方が偏っていることを常に自覚し、必ず見落としがあると意識していなければならない。

そもそも「失敗学」の創始者として著名な畑村洋太郎委員長（東京大学名誉教授）は、その著書「未曾有と想定外」（2011年）において、つぎのとおり明快な解説を施している。

### 畑村洋太郎著「未曾有と想定外」（93頁）

「想定」について考える

「想定外」という言葉が免罪符のように使われ、それがまた多くの人の不信感につながったわけですが、そもそも「想定」とは何でしょうか？

（略）

人はなにかを企画したり、計画したりといった「考えをつくる」ときは、まず自分の考える範囲を決めます。この境界を設定し、考えの枠を決めることが「想定」なのです。

（略）

たとえばいまの話を、想定という言葉を「問題設定（課題設定）」、想定内のことを考えることを「問題解決（課題解決）」という言葉に置き換えると、わかりやすい人が多いかもしれません。両者で難しいのは、圧倒的に問題設定のほうです。

私はいくつかの企業などで演習をメインとした研修をしていますが、そこでも、問題や課題が決まっていれば、それを分析して解決策を出すのが得意な人はたくさんいます。しかし、そうした人たちでもたいてい、問題設定・課題設定に苦勞しています。問題や課題が決まっているということは、考えの枠が決まっているということですから、あとは枠内（想定内）のことを分析し、解決策を出すことは、多少ものを考えられる人だったら、それほど難しくありません。

（略）

ところが想定外、つまり考えの枠の外のことが起こっているときにはそうはいきません。こういうものに遭遇したときの人間の態度は、およそ二種類に分かれます。一つは思考停止状態に陥って、なにもしない、なにもできない、単なる傍観者になるパターンです。もう一つは、考えの枠を起こっていることが包含できるところまですぐに広げて、その場で考えながら臨機応変に対応するというパターンです。

当然、後者ができればいいのですが、これが非常に難しい。当たり前です。想定外の事態に対処できるのは、日頃から想定の訓練をしている人だけです。想定内のことだけを考えてきた人には、どうして対処はできません。

事ほど左様に、人間の合理的な意思決定は限定的なものであることから、問題設定・課題設定すなわち「想定」が変わった時などに、意思決定が直面する限定された合理性の問題を緩和する必要があるのであって、かかる限定合理性の問題の緩和こそが、合議制による意思決定の本質である。

PKO などの「恣意的な政治的介入が発生するリスクの軽減」は、その派生的な効果として捉えるべきものと思われる。

## 7. 独立行政法人制度における長の牽制

平成 25 年 12 月 24 日に閣議決定された「独立行政法人改革等に関する基本的な方針」は、法人の内外から業務運営を改善する仕組みの導入として、法人の長の下で自律的な PDCA サイクルを機能させるため、監事の機能強化などにより、内部ガバナンスの強化を図るとした。

先立つ 25 年 12 月 20 日開催行政改革推進会議独立行政法人改革等に関する分科会配布資料 2 には、つぎの表現があった。

### ① 監事の機能強化等による法人の内部ガバナンスの強化

○独立行政法人制度において、独任制の長を牽制し、法人がミッションを遵守しつつ、効果的で効率的な業務運営を行うためには、監事の機能強化が重要である。

すなわち、最終的には個人単独による意思決定を旨とする独立行政法人制度においても、長を牽制し、独断や思い込みなどの限定された合理性の問題を緩和する手立てとして監事の機能が存する。

また、GPIF の場合には年金積立金管理運用独立行政法人法第十五条が、つぎのとおり理事長の諮問に応じて重要事項について意見を述べ、理事長に建議する運用委員会の設置を規定している。

#### (運用委員会の設置及び権限)

第十五条 管理運用法人に、運用委員会を置く。

2 次に掲げる事項は、運用委員会の議を経なければならない。

一 業務方法書の作成又は変更

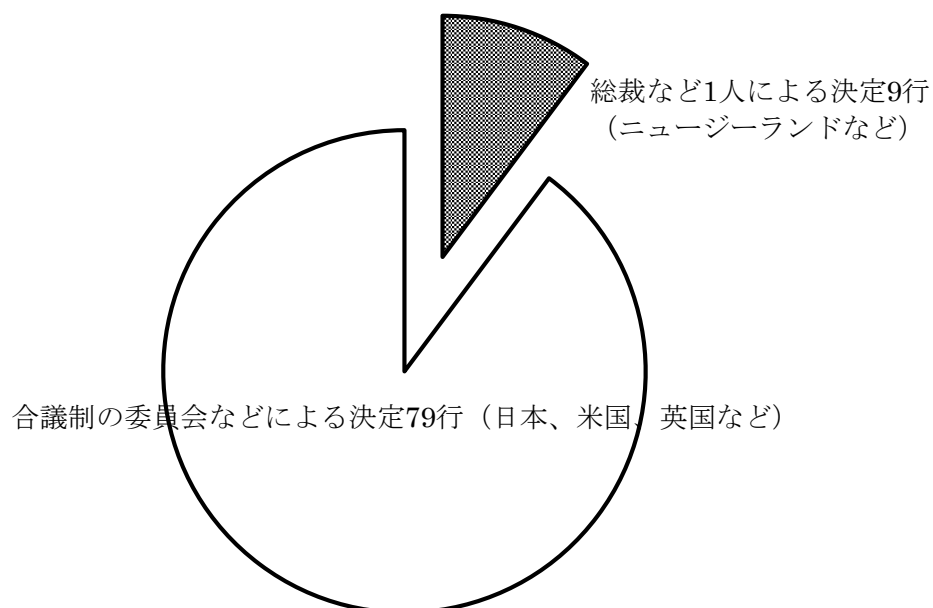
二 通則法第三十条第一項に規定する中期計画(第二十条において「中期計画」という。)の作成又は変更

3 運用委員会は、年金積立金の運用状況その他の管理運用業務の実施状況を監視する。

4 運用委員会は、前二項に規定するもののほか、管理運用業務に関し、理事長の諮問に応じて重要事項について意見を述べ、又は必要と認める事項について理事長に建議することができる。

しかしながら、適格機関投資家<sup>2</sup>として、日本銀行と同様にプロの投資家として金融・証券市場と対峙している GPIF の意思決定を、一般行政事務の担い手と同様に論ずることは妥当性を欠くと思われる。

上記のとおり、世界の中央銀行の意思決定方式を見ると、9 割（88 行中 79 行）が合議制の委員会であり、しかも総裁が一人で政策決定に責任を負っている独任制であるニュージーランド準備銀行のウイーラー総裁が、「委員会での決定のメリットとして、各メンバーの知識、知恵、専門性をプールできる。不確実性が高いときには特に力を発揮できるし、個人の極端な選好を緩和できる。」と指摘していることは、特筆に値する。



したがって、かかる世界の中央銀行の動向を、プロの投資家にとって合議制は、独任制による意思決定に比べより良い決定をもたらし得る仕組みであることの証左として捉え、GPIF においては、運用の見直しとあわせ合議制機関の導入を検討して然るべきものとする。

#### 8. 運用とガバナンス体制の一体的な見直しの必要性

GPIF においては、本年（平成 27 年）4 月から、新たな 5 ヶ年計画として第 3 期中期計画がスタートした。

厚生労働大臣は、平成 27 年 4 月 1 日付にて GPIF に対し、第 3 期中期計画策定の前提として、「運用の目標、リスク管理及び運用手法」のうち運用手法と運用対象について大幅な変更を施した、第 3 期中期目標を指示した。

まさしくパラダイムシフトと呼ぶに相応しい、「想定」の変更である。

<sup>2</sup> 金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令第十条（適格機関投資家の範囲）第一項第十二号において、年金積立金管理運用独立行政法人は適格機関投資家とされている。

具体的には運用手法について、第2期中期目標までは「パッシブ運用を中心とする」としていたものが、第3期中期目標においては「キャッシュアウト対応等の場合を除き、原則としてパッシブ運用とアクティブ運用を併用すること」に変更になったのである。

さらに、第2期中期目標までの市場性資産のみならず、非市場性資産にまで運用対象を拡大する「運用対象の多様化」を指示したのである。

運用手法および運用対象が異なれば、当然に業務プロセスが異なり、業務プロセスが異なれば、当然にガバナンスのあり方も異なって来る。

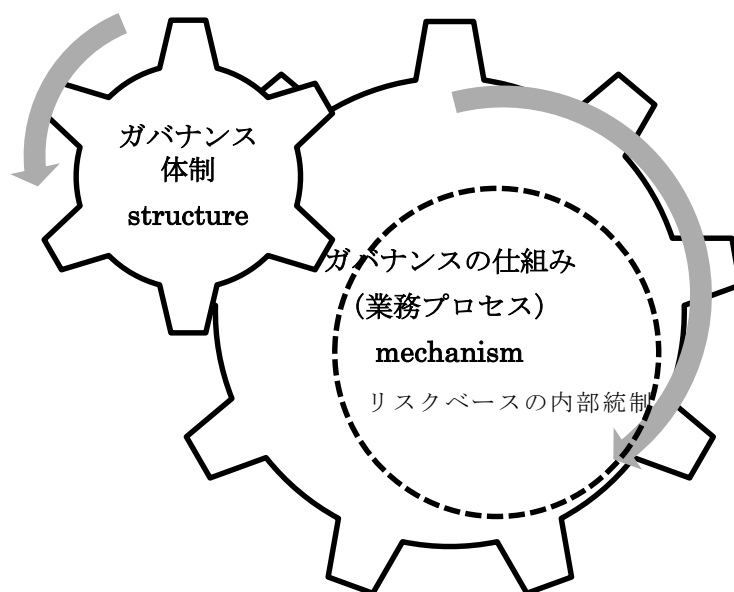
したがって、パラダイムシフトと呼ぶに相応しいほど大幅な運用の見直しを実施した場合には、一体的にガバナンスのあり方も見直さなければならないのである。

表6 中期目標における「運用の目標、リスク管理及び運用手法」の比較

	第2期中期目標	第3期中期目標
期間	22年4月～27年3月	平成27年4月～32年3月
運用の目標	長期的に積立金の実質的な運用利回り1.7%を最低限のリスクで確保	
収益率	各年度において、各資産ごとに、各々のベンチマーク収益率を確保 中期目標期間において、各々のベンチマーク収益率を確保	
リスク管理	年金積立金については分散投資による運用管理	
	各種リスク管理	各種リスク管理
運用手法	パッシブ運用を中心	パッシブ運用とアクティブ運用を併用
運用対象	—	運用対象の多様化
考慮事項	—	株式運用において非財務的要素を考慮

(注) 積立金の実質的な運用利回りとは、積立金の運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いたもの。

(1) 年金基金のガバナンスに関する OECD ガイドライン



経済協力開発機構（OECD）が、2009年6月に公表した「年金基金のガバナンスに関する OECD ガイドライン」（OECD GUIDELINES FOR PENSION FUND GOVERNANCE）は、ガバナンスを構成する共通要素を、所謂「ガバナンス体制」（GOVERNANCE STRUCTURE）と「ガバナンスの仕組み」（GOVERNANCE MECHANISMS）すなわち業務プロセスに大別している。

「ガバナンスの仕組み」を構成する主たる要素は、「リスクベースの内部統制」（Risk-based internal controls）である。

したがって、大幅に運用を見直した場合には、業務プロセスすなわち「ガバナンスの仕組み」の変化に伴い、「リスクベースの内部統制」が変化することから、リスク管理を含む「ガバナンス体制」を、一体的に見直す必要があるのである（拙稿「GPIF 改革成功のカギは、予算措置にあり」参照）。

(2) 市場性資産と非市場性資産の運用プロセス

ところで、運用対象の多様化を提言した、公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議報告書は、新たな運用対象として、「REIT・不動産投資、インフラ投資、ベンチャー・キャピタル投資、プライベート・エクイティ投資、コモディティ投資など」を例示のうえ、「流動性の高いものや資産評価の容易なもの」および「流動性の低いものや時価評価を常時行うことが困難なもの」に大別している。

「流動性の高いものや資産評価の容易なもの」すなわち「市場性資産」と、「流動性の低いものや時価評価を常時行うことが困難なもの」すなわち「非市場性資産」とでは、投資実行のプロセスにおける企業調査すなわちデューディリジェンス（Due

Diligence)、契約交渉、投資回収のプロセスにおける出口 (exit) 戦略が、決定的に異なる。

「市場性資産」の運用に係わるトレード (売買執行) を中心とする業務プロセスにおいては、基本的に情報は公開されており、またプロセスは標準化されていることから、取り立てて契約交渉や投資回収を問題視することはない。

しかしながら、「非市場性資産」の運用においては、主体的に企業を調査 (Due Diligence) しなければ情報は得られず、契約交渉の如何、および投資回収のための出口 (exit) 戦略の如何でパフォーマンスが決まることになる。

「市場性資産」の運用は、“売買のプロセス”であるのに対して、「非市場性資産」の運用は、言わば“出資のプロセス”であることから、両者の業務プロセスは、異文化と表現できるほどに、根本的に異なる。

したがって、「市場性資産」の運用において培ったトップダウンの「リスクベースの内部統制」を、そのまま「非市場性資産」の運用に適用しても詮無いことであり、運用対象を多様化するためには、トップダウンの「リスクベースの内部統制」に加えて、「非市場性資産」の運用について、個別投資プログラムごと、ボトムアップの「リスクベースの内部統制」を導入し、それらを統合しなければならない。

上記のとおり、「リスクベースの内部統制」は、「ガバナンスの仕組み」を構成する主たる要素であることから、運用対象を多様化するためには、必然的にガバナンス、取り分けリスク管理を含む「ガバナンス体制」を見直さなければならなくなるのである (拙稿「GPIF 改革成功のカギは、予算措置にあり (その 2)」参照)。

## 9. まとめ

### (1) なぜ、合議制機関を導入する必要があるのか

ガバナンス改革すなわちガバナンス体制の見直し、その要となる合議制機関の導入についての最大の目的は、意思決定が直面する限定合理性の問題の緩和である。人間の合理的な意思決定は、限定的なものであり、自分の見方が偏っていることを常に自覚し、必ず見落としがある意識していなければならない。

にもかかわらず、社会保障審議会の検討作業班においては、PKO などの「恣意的な政治的介入が発生するリスクの軽減」および「内部監査の充実」などを最大の目的としたのであり、かかる問題設定の誤りが、今日の議論の混乱を如実に表している。

なお、検討作業班を立ち上げて数次に亘り議論を重ねたにもかかわらず、期日までに改革案を取りまとめることが出来なかった、今日の議論の混乱の主たる原因は、各委員の問題設定・課題設定が区々であり、且つ議論が抽象論に終始した点にあると思われる。

(2) なぜ、運用とガバナンスを一体的に見直す必要があるのか

運用手法および運用対象が異なれば、自ずと業務プロセスが異なり、業務プロセスが異なれば「ガバナンスの仕組み」(GOVERNANCE MECHANISMS)が異なり、「ガバナンスの仕組み」が異なれば、その主たる要素である「リスクベースの内部統制」が異なることから、必然的にリスク管理を含む「ガバナンス体制」を見直す必要が出て来る。

したがって、大幅に運用を見直した場合には、一体的に「ガバナンス体制」を見直す必要が出て来るのである。

厚生労働大臣は、GPIF に対し第 3 期中期目標として、第 2 期までのパッシブ中心の運用から、パッシブとアクティブの併用、さらに運用対象の多様化を指示したのであり、かくも大幅に運用手法や運用対象を見直した場合には「リスクベースの内部統制」が変化することから、パッシブ中心の運用を前提として構築して来た第 2 期までのリスク管理体制を含む「ガバナンス体制」による意思決定が直面する、多面的考慮の欠如、独断や思い込みなどの、限定合理性の問題を緩和するために、運用の見直しと一体的に「ガバナンス体制」(GOVERNANCE STRUCTURE)を見直す必要が出て来るのである。

(3) 改革案を取りまとめるためには

しかしながら、改革案の取りまとめが遅れており、GPIF 改革の先行きに不透明感が出て来ている。

現状では、議論が拡散したまま收拾がつかなくなり、GPIF 改革が中途半端なものに終わってしまう懸念すらある。

今日の議論の混乱を解消し、改革案を取りまとめるためには、業務プロセスにまで踏み込んだ具体性のある議論により、問題設定・課題設定に優先順位を付ける必要がある。

すなわち、意思決定が直面する限定合理性の問題の緩和こそが、最優先課題であるとの共通認識のもとに小異を捨てて大同に就く、議論の集約が必要不可欠である。

表 7 ガバナンス改革の最大の目的

優先順位	問題設定・課題設定
最優先	意思決定が直面する限定合理性の問題の緩和
優先	PKO などの「恣意的な政治的介入が発生するリスクの軽減」
次順位	「内部監査の充実」
次順位	「的確な監視体制」

ところで、第 30 回社会保障審議会の年金部会 (27 年 1 月 23 日) において出口委



員（ライフネット生命保険株式会社代表取締役会長兼 CEO）から、つぎのとおり問題の核心を突く発言があった。

現行の GPIF のリスク管理のあり方についての厚生労働省事務局の説明に満足することなく、「ガバナンスの仕組み」すなわち業務プロセスについてのモニタリングの必要性を説いたのである。

「（略）現行で既に運用の多様化は進んでいるわけです。そうであれば、法律改正まで待たずに今の状況の中で、例えば株式のウェイトも飛躍的に増えているわけですから、きちんとガバナンスが利いた仕組みができているのかどうかということは、現行の GPIF のリスク管理等の在り方については事務局からも御説明をいただいたのですけれども、本当にそれでいいのかどうかというのをきちんとモニタリングしていく必要があると思います。現行の GPIF のガバナンスは大丈夫なのかということは、やはり年金部会としてもきちんと見ていく必要があるのかなと思いました。」

かかる発言を受け、植田年金部会長代理兼作業班座長（東京大学大学院経済学研究科・経済学部教授）は、つぎのとおり敷衍している。

「そういう意味では、少なくとも冒頭、2 番目でしたか、出口委員がおっしゃいましたように、現行でやや強化されつつある GPIF のガバナンス体制だけで本当に十分なのか。モニタリングをはじめとしていろいろやらなくてはいけないことがあるし、（略）」

しかしながら、平成 27 年 1 月 23 日に開催されて以降、半年が経過するが、未だに社会保障審議会の年金部会は開催されていない。

したがって、小職、つぎの稿において、現状の業務プロセスに関する検証を試みることに致したい。

以上

#### 《参考文献》

- 年金積立金管理運用独立行政法人（H27.7.10）「平成 26 年度業務概況書」ほか公表資料
  - ・年金積立金管理運用独立行政法人中期目標（H22.3.29 厚生労働省発年 0329 第 4 号指示）
  - ・年金積立金管理運用独立行政法人中期目標（H27.4.1 厚生労働省発年 0401 第 27 号指示）
- 公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議報告書（H25.11.20）
- 「日本再興戦略」改訂 2014（H26.6.24）
- 社会保障審議会年金部会議事録ほか公表資料
  - ・第 30 回社会保障審議会年金部資料「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）」

- ・第 30 回社会保障審議会年金部資料「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）に関する意見」
- ・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議事録・資料
- 日本経済新聞
- ウォール・ストリート・ジャーナル
- 朝日新聞
- 堀江湛編「政治学・行政学の基礎知識第 3 版」（2014.9.30 株式会社一藝社）
- 日本金融学会における武藤副総裁講演要旨「中央銀行の政策決定と委員会制度」（2007.5.12日本銀行）
- 須田美矢子著「リスクとの闘い」（2014.5.14 日本経済新聞出版社）
- ハーバート・A・サイモン著、二村敏子/桑田耕太郎/高尾義明/西脇暢子/高柳美香訳「新版経営行動」（2009.7.16 ダイヤモンド社）
- 9/11 同時多発テロに関する独立調査委員会（National Commission on Terrorist Attacks Upon the United States）最終報告書（2004.7.22）
- 東京電力福島原子力発電所における事故調査・検証委員会最終報告書（2012.7.23）
- 畑村洋太郎著「未曾有と想定外」（2011.7.20 株式会社講談社）
- 年金基金のガバナンスに関する OECD ガイドライン（2009.6）
- 拙稿「GPIF 改革成功のカギは、予算措置にあり」

## 《参考資料》

## 第 30 回社会保障審議会年金部資料 (2015 年 1 月 23 日) 「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、そうした専門性と抛出者（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。GPIF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GPIF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。

(別紙2)

#### 《参考資料》

### 第30回社会保障審議会年金部資料(2015年1月23日)「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)に関する意見」

#### I・背景

公的年金積立金の運用は公的年金制度の一部であり、その目的は「専ら被保険者の利益のため」にはかならない。GPIF法第3条の「厚生年金保険法及び国民年金法の規定に基づき厚生労働大臣から寄託された積立金の管理及び運用を行うとともに、その収益を国庫に納付することにより、厚生年金保険事業及び国民年金事業の運営の安定に資することを目的とする」ことは、どのように運用組織を見直そうとも変わらない。

このように、今後も公的年金積立金の運用が年金財政・制度を補完する取組みである以上、運用組織が政府からの独立を図ることはあってはならず、運用に係る最終的な責任が厚生労働大臣にあることを大前提にした運用組織の見直しを行うべきである。

運用組織の見直しにあたり、運用執行を中心に専門性の向上を図る必要性は認めるが、積立金の原資が労使をはじめとする被保険者の納付する保険料の一部である以上、運用執行を監督・監視する局面で、被保険者の代表の意思が確実に反映されるガバナンス構造を構築すべきである。

なお、本来運用組織の見直しとセットであるべき運用のあり方は検討作業班の議論の対象とはならなかったが、専ら被保険者の利益のために、他事考慮せず、最低限のリスクで、年金財政上必要な運用利回りを確保するための運用を行うことにとどまらず、市場の価格形成や民間の投資活動等を歪めないこと、民間企業の経営に直接影響を与えないこと等運用にあたり遵守すべき基本的事項に関する従来の政府方針は堅持すべきである。

#### II・各論

##### 1. 合議制機関のあり方

(1)積立金運用は、公的年金財政・制度に関わる重要な問題であり、かつ金融市場の動向にも影響を及ぼす可能性があるため、現行の理事長による独任制よりは、複数メンバーが相互に牽制しながら意思決定する合議制の方が、政治的介入をできるだけ回避する観点からも望ましい。

(2)その上で、合議制機関が権限委譲する形で各種委員会を設置すれば、委員会自体が基本的事項を実質的に決定する組織となり、合議制機関の存在そのものを形骸化させる懸念を払拭できない以上、委員会設置には反対である。

(3)運用結果の国民への説明責任が厚生労働大臣にあることは当然であり、合議制機関と執行部もそのために必要な説明責任を果たす必要がある。

特に実際の運用を行う執行部の責任が、日々の運用とその結果の合議制機関への説明に限定することはあり得ない。

(4)予算の決定にあたり、強制徴収した保険料の一部が運用原資である以上、費用控除後の収益拡大を図る観点だけでなく、執行部の規模・報酬を含む運用に係る費用抑制の努力も当然行うべきである。

## 2. 合議制機関の構成

(1)保険料を拠出する労使をはじめとする被保険者の意思と金融・経済、組織運営、年金財政・制度に関する専門性を反映し、多様な知識・経験を持つ人材から構成されるべきである。

合議制機関が、客観性を保ちつつ熟慮して意思決定を行う、あるいは執行部に対し多角的に監督・監視する上で、資金運用に関する専門性のみ重視することは適切ではない。

(2)積立金の原資が被保険者から強制徴収された保険料の一部である以上、労使をはじめとする被保険者の代表が合議制機関に入ることは当然である。

諸外国の公的年金基金の意思決定機関では、被保険者の代表が過半数前後の人数が参加する例もあり、現行 GPIF 運用委員会での被保険者の代表（実際には労使団体により推薦された委員）の人数のままでは少なすぎ、被保険者の代表がより多くの人数を占めるべきである。

(3)合議制機関に限らず、執行部にも共通して、運用組織の役職員は、専ら被保険者の利益のために、高い職業倫理に基づき行動すべきである。

とくに、資金運用等の専門家が常勤職で運用組織に入る場合、守秘義務の徹底や利益相反の禁止を明確にする観点から、検討作業班で合意が図られた意見に沿う種々の措置が必要である。

## 3. 政府との関係

(1)厚生労働大臣は運用を含む年金財政・制度全般に責任を負う以上、合議制機関の人事権を有するだけでなく、基本ポートフォリオの決定や GPIF の予算に関して、厚生労働大臣の認可を要するのは当然である。

(2)市場価格により GPIF の運用収益は変動し、年金財政上必要な運用利回りを大幅に下回る可能性が将来あり得る。年金財政全体のリスク管理の観点から、厚生労働大臣が特に必要があると認める際、GPIF に対し必要な措置を要請できる規定をあらかじめ設けるべきである。

なお、公的年金制度の収入の柱は保険料であり、積立金運用に過度な期待をかけることは、責任ある対応とは言えない。

以上

## 《参考資料》

## 年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）改革についての主な進捗状況

(注) GPIF ホームページの新着情報一覧を基礎として作成。

日付	新着情報
2010.8.5	調達情報>企画競争>公告 「海外インフラ投資に関する調査研究」 「プライベート・エクイティ投資に関する調査研究」 履行期限 2011.3.15
2012.8.10	調達情報>企画競争>公告 「年金積立金管理運用独立行政法人におけるオルタナティブ投資スキームについての調査研究業務」 履行期限 2013.2.28
2013.4.1	「平成 25 年度環境物品等の調達の推進を図るための方針」を掲載しました。
2013.4.1	「管理運用方針」を更新しました。
2013.4.1	「平成 25 年度計画」を掲載しました。
2013.4.2	運用委員会委員名簿を更新しました。
2013.4.12	運用委員会の状況>第 66 回運用委員会
2013.4.17	第 66 回運用委員会資料を追加しました。
2013.4.22	運用委員会の状況>第 67 回運用委員会
2013.4.25	第 64 回運用委員会議事要旨を追加しました。
2013.4.25	第 67 回運用委員会資料を追加しました。
2013.4.26	「運用機関公募のお知らせ」について掲載しました。
2013.4.30	「第 10 回契約監視委員会議事概要」を掲載しました。
2013.5.20	公的年金積立金の管理運用業務における企画、調査、運用管理等を担当する職員の募集について掲載しました。
2013.5.27	運用委員会の状況>第 68 回運用委員会
2013.5.30	第 68 回運用委員会資料を追加しました。
2013.6.4	平成 24 年度における温室効果ガス等の排出の削減に配慮した契約の締結実績の概要を掲載しました。
2013.6.7	「年金積立金管理運用独立行政法人中期計画の変更について」を掲載しました。
2013.6.7	「平成 25 年度計画」を変更しました。
2013.6.7	「中期計画(第 2 期)」を変更しました。
2013.6.10	平成 24 年度環境物品等の調達実績を掲載しました。



2013.6.21	運用委員会の状況＞第 69 回運用委員会
2013.6.26	第 65 回運用委員会議事要旨を追加しました。
2013.6.26	第 69 回運用委員会資料を追加しました。
<b>2013.6.27</b>	<b>公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議設置</b>
2013.6.28	「平成 24 年度役職員の報酬・給与等について」を掲載しました。
2013.7.2	「平成 24 年度業務概況書」を掲載しました。
2013.7.22	運用委員会の状況＞第 70 回運用委員会
2013.7.25	第 70 回運用委員会資料を追加しました。
2013.8.7	第 66 回、第 67 回、第 68 回、第 69 回運用委員会議事要旨を追加しました。
2013.8.9	「業務方法書」を変更しました。
2013.8.16	調査研究業務にかかる募集について掲載しました。
2013.8.30	「Investment results for the first quarter of fiscal 2013」を掲載しました。
2013.8.30	平成 25 年度第 1 四半期運用状況を掲載しました。
2013.9.2	「運用受託機関(外国株式アクティブ)の選定について」を掲載しました。
2013.9.3	「Review of Operations in Fiscal 2012」を掲載しました。
2013.9.5	「第 11 回契約監視委員会議事概要」を掲載しました。
2013.9.11	「平成 24 年度の業務実績の評価結果」を掲載しました。
2013.9.17	運用委員会の状況＞第 71 回運用委員会
2013.9.19	「平成 24 年度財務諸表等」を掲載しました。
2013.9.20	第 70 回運用委員会議事要旨、第 71 回運用委員会資料を追加しました。
2013.10.3	公的年金積立金の管理運用業務における企画、調査、運用管理等を担当する職員の募集について掲載し ました。
2013.10.21	運用委員会の状況＞第 72 回運用委員会
2013.10.24	第 71 回運用委員会議事要旨、第 72 回運用委員会資料を追加しました。
2013.11.18	運用委員会の状況＞第 73 回運用委員会
<b>2013.11.20</b>	<b>公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議報告書公表</b>
2013.11.21	第 73 回運用委員会資料を追加しました。
2013.11.29	平成 25 年度第 2 四半期運用状況を掲載しました。
2013.11.29	「Investment results for the second quarter of fiscal 2013」を掲載しました。
2013.12.5	第 72 回運用委員会議事要旨を追加しました。
2013.12.10	「第 12 回契約監視委員会議事概要」を掲載しました。
2013.12.24	「運用受託機関(外国株式アクティブ)の選定について」を掲載しました。
2014.1.20	公的年金積立金の管理運用業務における情報システムを担当する職員の募集について掲載しました。
2014.1.20	運用委員会の状況＞第 74 回運用委員会
<b>2014.1.22</b>	<b>安倍総理ダボス会議演説</b>

2014.1.23	第 73 回運用委員会議事要旨、第 74 回運用委員会資料を追加しました。
<b>2014.1.24</b>	<b>「産業競争力の強化に関する実行計画」 閣議決定</b>
2014.2.20	運用委員会の状況 > 第 75 回運用委員会
2014.2.25	第 74 回運用委員会議事要旨、第 75 回運用委員会資料を追加しました。
<b>2014.2.28</b>	<b>「国内外の機関投資家との共同投資協定に基づくインフラ投資の開始について」を掲載しました。</b>
<b>2014.2.28</b>	<b>「GPIF Launches Infrastructure Investment Program under a Co-investment Agreement with DBJ and OMERS」を掲載しました。</b>
2014.2.28	平成 25 年度第 3 四半期運用状況を掲載しました。
2014.2.28	「Investment results for the third quarter of fiscal 2013」を掲載しました。
2014.3.5	「株主議決権行使状況の概要(平成 25 年 4 月～6 月)」を追加しました。
2014.3.5	「第 13 回契約監視委員会(回議)議事概要」を掲載しました。
2014.3.10	運用委員会の状況 > 第 76 回運用委員会
2014.3.13	第 76 回運用委員会資料を追加しました。
2014.3.25	「管理運用方針」を更新しました。
2014.3.27	「第 14 回契約監視委員会議事概要」を掲載しました。
2014.3.27	運用委員会の状況 > 第 77 回運用委員会
2014.3.28	「中期目標(第 2 期)」を変更しました。
2014.3.28	「中期計画(第 2 期)」を変更しました。
2014.3.28	「平成 25 年度計画」を変更しました。
2014.4.1	「平成 26 年度計画」を掲載しました。
2014.4.1	「役員の異動について」を掲載しました。
2014.4.1	第 77 回運用委員会資料を追加しました。
<b>2014.4.2</b>	<b>第 186 回国会厚生労働委員会質疑応答</b>
2014.4.3	公的年金積立金の管理運用業務における企画、調査、運用管理等を担当する職員の募集について掲載しました。
2014.4.4	「国内株式運用受託機関の選定及びマネジャー・ストラクチャーの見直しについて」を掲載しました。
2014.4.4	「GPIF's selection of domestic equity investment managers and revision of manager structure」を掲載しました。
2014.4.4	第 75 回運用委員会議事要旨を追加しました。
<b>2014.4.8</b>	<b>第 4 回産業競争力会議フォローアップ分科会</b>
2014.4.22	運用委員会委員名簿を更新しました。
2014.4.23	「第 15 回契約監視委員会議事概要」を掲載しました。
2014.4.24	運用委員会の状況 > 第 78 回運用委員会
2014.4.30	第 78 回運用委員会資料を追加しました。
2014.5.14	第 76 回運用委員会議事要旨を追加しました。

2014.5.23	運用委員会の状況＞第79回運用委員会
2014.5.28	第77回運用委員会議事要旨を追加しました。
2014.5.28	第79回運用委員会資料を追加しました。
2014.5.30	「日本版ステewardシップ・コードの受入れについて」、「ステewardシップ責任を果たすための方 針」を掲載しました。
2014.6.3	「第16回契約監視委員会(回議)議事概要」を掲載しました。
2014.6.3	第78回運用委員会議事要旨を追加しました。
2014.6.4	「管理運用方針」を更新しました。
2014.6.20	運用委員会の状況＞第80回運用委員会
2014.6.25	第79回運用委員会議事要旨、第80回運用委員会資料を追加しました。
2014.6.30	「平成25年度役職員の報酬・給与等について」を掲載しました。
2014.7.4	「平成25年度業務概況書」を掲載しました。
2014.7.4	「Investment results for fiscal 2013」を掲載しました。
2014.7.10	調査研究業務及びコンサルティング業務に係る募集について掲載しました。
2014.7.10	運用委員会の状況＞第81回運用委員会
2014.7.15	平成25年度における温室効果ガス等の排出の削減に配慮した契約の締結実績の概要を掲載しました。
2014.7.15	第81回運用委員会資料を追加しました。
2014.7.23	運用委員会委員名簿を更新しました。
2014.7.24	平成25年度業務概況書の正誤について掲載しました。
2014.7.24	運用委員会の状況＞第82回運用委員会
2014.7.25	公的年金積立金の管理運用業務における情報システムを担当する職員及び企画、調査、運用管理等を担 当する職員の募集について掲載しました。
2014.7.29	第80回運用委員会議事要旨、第82回運用委員会資料を追加しました。
2014.7.31	「Review of Operations in Fiscal 2013」を掲載しました。
2014.8.5	運用委員会の状況＞第83回運用委員会
2014.8.8	第83回運用委員会資料を追加しました。
2014.8.14	「第17回契約監視委員会議事概要」を掲載しました。
2014.8.26	「第18回契約監視委員会(回議)議事概要」を掲載しました。
2014.8.29	平成26年度第1四半期運用状況を掲載しました。
2014.8.29	「Investment results for the first quarter of fiscal 2014」を掲載しました。
2014.9.17	「第19回契約監視委員会(回議)議事概要」を掲載しました。
2014.9.17	「(参考)第2期中期目標期間の業務実績の暫定評価結果」を掲載しました。
2014.9.17	「平成25年度の業務実績の評価結果」を掲載しました。
2014.9.19	運用委員会の状況＞第84回運用委員会
2014.9.26	「平成26年度第1四半期運用状況の訂正について」を掲載しました。

2014.9.26	「平成 25 年度財務諸表等」を掲載しました。
2014.9.29	「業務方法書」を変更しました。
2014.10.3	運用委員会の状況＞第 85 回運用委員会
2014.10.23	運用委員会の状況＞第 86 回運用委員会
2014.10.31	「年金積立金管理運用独立行政法人中期計画の変更について」を掲載しました。
2014.10.31	「中期目標(第 2 期)」「中期計画(第 2 期)」「平成 26 年度計画」を変更しました。
2014.10.31	「管理運用方針」を更新しました。
2014.10.31	第 81 回、第 82 回、第 83 回運用委員会議事要旨を追加しました。
2014.10.31	第 84 回、第 85 回、第 86 回運用委員会資料を追加しました。
2014.11.12	運用委員会の状況＞第 87 回運用委員会
2014.11.14	「管理運用方針」を更新しました。
2014.11.17	第 87 回運用委員会資料を追加しました。
2014.11.20	「年金積立金管理運用独立行政法人の理事の任命について」を掲載しました。
2014.11.25	平成 26 年度第 2 四半期運用状況を掲載しました。
2014.11.25	「Investment results for the second quarter of fiscal 2014」を掲載しました。
2014.11.28	11 月 27 日付けのブルームバーグ社記事について
2014.12.3	「ガバナンス会議」のページを掲載しました。
2014.12.9	12 月 9 日付け日本経済新聞の記事について
2014.12.17	運用委員会の状況＞第 88 回運用委員会
2014.12.22	第 84 回、第 85 回、第 86 回運用委員会議事要旨を追加しました。
2014.12.22	第 88 回運用委員会資料を追加しました。
2015.1.5	「役員の異動について」を掲載しました。
2015.1.19	公的年金積立金の管理運用業務における広報戦略を担当する職員及び法人業務全般を担当する職員の募集について掲載しました。
2015.1.29	運用委員会の状況＞第 89 回運用委員会
2015.1.30	「日本版スチュワードシップ・コードへの対応状況及び株主議決権行使状況の概要(平成 26 年 4 月～6 月)」を追加しました。
2015.2.2	採用情報＞掲載 1.運用リスク管理責任者 2.運用リスク管理担当職員 3.オルタナティブ運用(インフラ・PE・不動産)担当職員
2015.2.3	第 87 回運用委員会議事要旨、第 89 回運用委員会資料を追加しました。
2015.2.6	運用受託機関(国内株式アクティブ及び外国株式アクティブ)の設定について」を掲載しました。
2015.2.6	「GPIF's selection of equity investment managers」を掲載しました。
2015.2.23	コンサルティング業務等にかかる募集について掲載しました。

	調達情報>企画競争>公告
	「基本ポートフォリオ策定等コンサルティング業務」
	「運用コンサルティング業務」
	「運用評価情報提供業務」
	履行期間 2015.4.1 から 2017.3.31
2015.2.23	運用委員会の状況>第90回運用委員会
2015.2.26	第88回運用委員会議事要旨、第90回運用委員会資料を追加しました。
2015.2.27	平成26年度第3四半期運用状況を掲載しました。
2015.2.27	「Investment results for the third quarter of fiscal 2014」を掲載しました。
2015.3.10	運用委員会の状況>第91回運用委員会
2015.3.13	第89回運用委員会議事要旨、第91回運用委員会資料を追加しました。
2015.3.20	積立金の資産の構成の目標(モデルポートフォリオ)を掲載しました。
2015.3.20	「第20回契約監視委員会議事概要」を掲載しました。
2015.3.26	運用委員会の状況>第92回運用委員会
2015.3.26	投資原則・行動規範を掲載しました。
2015.4.1	「役員の再任について」を掲載しました。
2015.4.2	「中期目標(第3期)」「中期計画(第3期)」「平成27年度計画」を掲載しました。
2015.4.2	「業務方法書」を変更しました。
2015.4.2	第90回運用委員会議事要旨、第92回運用委員会資料を追加しました。
2015.4.2	「トランジション・マネジャーの選定について」を掲載しました。
2015.4.2	「Appointment of transition managers」を掲載しました。
2015.4.2	調達情報>企画競争>公告
	「オルタナティブ投資に係る法務助言等業務」
	履行期間 契約締結日から 2030.3.31
2015.4.17	「第21回契約監視委員会議事概要」を掲載しました。
2015.4.23	運用委員会の状況>第93回運用委員会
2015.4.28	第91回、第92回運用委員会議事要旨を追加しました。
2015.4.28	第93回運用委員会資料を追加しました。
2015.5.7	「役員の異動について」を掲載しました。
2015.5.9	「役員の就任について」を掲載しました。
2015.5.12	「第22回契約監視委員会議事概要」を掲載しました。
2015.5.21	運用委員会の状況>第94回運用委員会
2015.5.27	「運用委員会規則」を更新しました。
2015.5.27	第93回運用委員会議事要旨、第94回運用委員会資料を追加しました。
2015.6.16	平成26年度における温室効果ガス等の排出の削減に配慮した契約の締結実績の概要を掲載しました。

