

GPIFのガバナンス体制(参考資料)

目次

- 「日本再興戦略」改訂2014 - 未来への挑戦 - (平成26年6月24日閣議決定)(抄) …… 2
- 独立行政法人改革等に関する基本的な方針(平成25年12月24日閣議決定)(抄) …… 5
- 年金自主運用検討会報告書(平成9年9月1日) …… 7
- 年金積立金の運用及び運用体制の在り方(自由民主党年金制度調査会・厚生労働部会・行政改革推進本部独立行政法人化委員会合同会議(平成16年2月4日)自民党提出資料) …… 24
- 年金積立金管理運用独立行政法人の運営の在り方に関する検討会報告(平成22年12月22日) …… 25
- 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(平成25年11月) …… 46

「日本再興戦略」改訂 2014

—未来への挑戦—

抄

平成 26 年 6 月 24 日

観点から確定拠出年金制度全体の運用資産選択の改善、ライフスタイルの柔軟性への対応等（マッチング拠出における事業主拠出額以下との制限の取扱いや中小企業への確定拠出年金制度の普及等）について、3階部分も含めた公的年金制度全体の見直しとあわせて検討を行う。

④IFRSの任意適用企業の拡大促進

- ・2008年のG20首脳宣言において示された、会計における「単一で高品質な国際基準を策定する」との目標の実現に向け、IFRSの任意適用企業の拡大促進に努めるものとする。
- ・また、従来進めてきた施策に加え、IFRSの任意適用企業がIFRS移行時の課題をどのように乗り越えたのか、また、移行によるメリットにどのようなものがあったのか、等について、実態調査・ヒアリングを行い、IFRSへの移行を検討している企業の参考とするため、「IFRS適用レポート（仮称）」として公表するなどの対応を進める。
- ・上場企業に対し、会計基準の選択に関する基本的な考え方（例えば、IFRSの適用を検討しているかなど）について、投資家に説明するよう東京証券取引所から促すこととする。

⑤企業の競争力強化に向けた取組

- ・より良いコーポレートガバナンスを導く環境整備として、収益性やコーポレートガバナンス等に着目して選定された企業で構成されたJPX日経インデックス400について、先物の早期上場を支援するなど普及・定着のための積極的な取組を促す。
- ・国際協力銀行（JBIC）の「海外展開支援融資ファシリティ」を本邦企業の収益力向上に資する案件に重点化するとともに、新たな融資手段として、①「劣後ローン」、②「LBOファイナンス」を導入する。【再掲】
- ・私的整理を含め、企業再生に関する法制度や実務運用の在り方を見直す。【再掲】
- ・監査の質の向上、公認会計士資格の魅力の向上に向けた取組を促進する。

ii) 公的・準公的資金の運用等の見直し

GPIFをはじめとする公的・準公的資金の運用等の在り方については、引き続き、有識者会議の提言を踏まえ、各資金の規模・性格に応じ、

長期的な健全性の確保に留意しつつ、必要な施策を迅速かつ着実に実施すべく所要の対応を行う。

GPIFの基本ポートフォリオについては、本年6月に公表された「国民年金及び厚生年金に係る財政の現況及び見通し—平成26年財政検証結果—」を踏まえ、デフレからの脱却、適度なインフレ環境への移行など長期的な経済・運用環境の変化に即し、年金財政の長期的な健全性を確保するために、適切な見直しをできるだけ速やかに実施するとともに、GPIFは、受入れを表明した日本版スチュワードシップ・コードを踏まえた対応を速やかに実施する（※）。

また、基本ポートフォリオ見直しとあわせ、ガバナンス体制の強化を図る必要がある、まずはフォーワードルッキングな観点からリスク管理体制の再構築等を行うことで、より機動的な運用を目指す。さらに、「独立行政法人改革等に関する基本的な方針（平成25年12月24日閣議決定）」に基づき、運用委員会について、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実質的に決定できる体制の整備や、報酬の見直し等による高度で専門的な人材の確保等の取組を速やかに進めるとともに、資金運用の観点から行われた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。

※運用の改革は、専ら被保険者の利益のために行うものである。こうした運用が結果的に成長への投資、ひいては日本経済に貢献し、経済の好循環実現にもつながる。

〔平成25年12月24日
閣議決定〕

独立行政法人改革等に関する 基本的な方針

抄

なし公務員に係る所要の措置を講じる。

- 診療事業は全て自己収入で行っていることにかんがみ、積立金は、次期中期目標期間中に必要な施設整備等の財源に充てられるよう配慮する。

【医薬品医療機器総合機構】

- 中期目標管理型の法人とする。
- 日本再興戦略を踏まえ、医薬品・医療機器の審査ラグ「0」の速やかな実現を目指すとともに、審査の迅速化と質の向上を図る観点から、自己財源も活用し、本法人の体制強化を図る。
- その際、高度で専門的な人材確保ができるよう、任期制・年俸制の導入も検討する。

【年金・健康保険福祉施設整理機構】

- 中期目標管理型の法人とする。
- 独立行政法人地域医療機能推進機構への改組に当たり、法人本部が各病院の運営の実態を的確に把握し、内部統制が有効に機能する体制を構築するとともに、その実効性を検証しながら、信頼性ある病院運営・指導体制の確立に努める。
- 地域医療に対する医療法体系に基づく国の役割を踏まえ、将来的には、地域における医療機能の状況に配慮しつつ、地域医療機能推進機構に対する国の関与をなくす方向で検討する。

【年金積立金管理運用独立行政法人】

- 中期目標管理型の法人とする。
- 運用委員会について、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実質的に決定できる体制を整備する。
- 高度で専門的な人材確保ができるよう、職員数や給与水準の弾力化に加え、任期制・年俸制の導入を検討する。
- なお、資金運用の観点から行う公的・準公的資金の運用の見直しやリスク管理体制等のガバナンスの見直し等に係る有識者会議の提言については、それを踏まえ、今後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も含め必要な施策を迅速かつ着実に実施すべく所要の対応を行う。

【国立高度専門医療研究センター（国立がん研究センター、国立循環器病研究センター、国立精神・神経医療研究センター、国立国際医療研究センター、国立成育医療研究センター、国立長寿医療研究センター）】

- 研究開発型の法人とする。
- 上記6法人間において、共同して実施した方が効果的・効率的な業務の共同化や人事交流を更に推進する。
- 分野横断的な疾患や未知の疾患などその時々政策課題により柔軟に対応し、研究開

年金自主運用検討会報告書

平成9年9月1日

目 次

はじめに

1. 年金積立金の意義と年金積立金運用の基本的考え方

- (1) 年金積立金の意義
- (2) 年金積立金運用の基本的考え方

2. 年金積立金運用の現状と問題点

- (1) 資金運用部への預託義務
- (2) 年金福祉事業団による市場運用

3. 資金運用部への預託義務の廃止と自主運用の確立

- (1) 預託義務の廃止
- (2) 自主運用の確立と責任体制の明確化
- (3) 預託義務廃止後の財政投融资との関係

4. 年金積立金運用の新たな仕組み

- (1) 年金積立金の運用の基本方針の策定
- (2) 保険料拠出者の代表等からなる運用委員会の設置
- (3) 民間運用機関による市場運用の実施
- (4) 運用管理機関による民間運用機関の管理
- (5) 保険者等の忠実義務及び注意義務
- (6) 情報開示の徹底
- (7) その他

5. 自主運用への移行

- (1) 実施の時期
- (2) 自主運用への円滑な移行
- (3) 年金福祉事業団の市場運用事業の円滑な承継

(別紙1) 運用の基本方針と運用管理業務

(別紙2) 年金積立金運用の新たな仕組み(試案)

年金自主運用検討会報告書

はじめに

厚生年金・国民年金の積立金は、平成8年度末現在、126兆円にのぼっており、その全額について資金運用部への預託が義務付けられている。

少子・高齢化が急速に進む中、年金積立金の効率的な運用により、将来の保険料負担の増加を抑制し、年金制度の長期的な安定を図ることが課題となっており、年金積立金運用の重要性は、一層高まってきている。

年金積立金は、これまで財政投融资の原資として社会資本整備、政策金融等に活用され、また、一部は、還元融資として、住宅融資、社会福祉施設等の整備、年金福祉事業団の市場運用事業等に活用されてきた。しかし、社会資本の整備が進む中、資金余剰時代を迎え、財政投融资制度については、政府部門の肥大化・非効率、民業圧迫等様々な問題が提起されている。

このため、財政投融资制度については、現在、その改革を推進する観点から、資金運用審議会懇談会において、本格的な検討・研究が行われているところである。

このような中で、年金積立金について資金運用部との関係を抜本的に見直し、保険料拠出者の利益のため最もふさわしい運用の在り方について検討するため、厚生大臣の主催により、本検討会が設置された。

本検討会は、平成9年4月から計6回にわたり議論を行ってきたが、年金積立金運用の新たな在り方について基本的考え方をとりまとめたので、報告する。

今後、本検討会の報告が関係審議会等で議論され、年金積立金の新たな運用の仕組みが確立し、将来にわたる公的年金制度の安定的な運営に資することを期待したい。

1. 年金積立金の意義と年金積立金運用の基本的考え方

(1) 年金積立金の意義

平成8年度末現在、年金積立金は126兆円（厚生年金の積立金118兆円、国民年金の積立金8兆円）に達している。

年金積立金は、支払準備金として年金の支払いに支障を来さないよう保有するにとどまるものではない。我が国の年金は、世代間扶養の考え方を基本としつつも、世代間の負担の不公平を是正するため、年金積立金を保有し、その運用収入によって、将来の保険料負担の増加を抑制するという財政方式（修正積立方式）をとっている。

年金積立金は、年金給付に充てるため強制徴収した保険料の集積であり、運用収入の如何によって将来の保険料負担が影響を受けることを考えれば、年金積立金は専ら保険料拠出者の利益のために運用しなければならない。

(2) 年金積立金運用の基本的考え方

① 年金積立金の性格

年金積立金は、次のような性格を有する資金である。

ア 長期の資金

我が国の年金制度の長期的な収支見通しによれば、今後とも年金積立金は着実に増加することが見込まれており、長期的な総合収益（実現収益に評価損益の増減を加えたもの）の確保を目指して運用することが求められている資金である。

イ 安全性・確実性が求められる資金

保険料拠出者の最大の関心は、将来にわたり年金給付を確実に受けられるかどうかということであり、安全・確実に運用することが求められている資金である。

ウ 有利性・効率性が求められる資金

将来における保険料負担の増加を抑制するため、長期的に高い収益があるよう効率的な運用を行うことが求められている資金である。

② 年金積立金運用の基本的考え方

ア 年金財政との整合性の確保 —— 運用の基本方針の策定

年金制度では、少なくとも5年ごとに、将来における被保険者数、受給者数、賃金や物価の上昇率、積立金の予定運用利回り等を基礎として、長期的な収支見通しを作成している。

年金制度を安定的に運営するためには、①で述べた年金積立金の性格を踏まえ、年金財政の長期的な収支見通しと整合性を持った年金積立金の運用を行う必要がある、そのためには、運用の目標、政策的資産構成割合（長期的に維持すべき年金積立金全体の基本的な資産構成割合）等を定めた年金積立金運用の基本方針を策定することが不可欠である。

また、年金積立金運用の基本方針については、年金財政の長期的な収支見通しの見直し、経済金融環境の変化、運用の実績等を踏まえ、状況の変化に応じた見直しが必要である。

イ 長期的観点に立った分散投資

資本市場では、一般に、高い収益率が期待できる資産は収益率のぶれが大きく、低い収益率の資産は収益率が安定しており、安全性と有利性を両立させることは困難である。

しかし、債券、株式等様々な資産に運用対象を分散し、長期にわたって運用すれば、株式等一種類の資産だけで運用する場合よりも資産全体の収益率のぶれを小さくし、かつ、債券だけで運用する場合よりも高い収益率を期待することができる。

このため、年金積立金の運用に当たっては、安全性・確実性を重視しつつ、適度な収益率のぶれを許容した上で、長期的な総合収益の確保を目指し、各種資産への分散投資を行うことが適当である。

ただし、実際に生じ得る確率としては小さいと考えられるものの、毎年の収益率の下方へのぶれが続き、資産残高が債券だけで運用していた場合の水準を下回ることもあるので留意することが必要である。

したがって、運用の基本方針の策定に当たっては、年金積立金にどの程度のリスクが許容されるか慎重な検討を行い、市場運用のリスクとリターンを明確にした上で、十分な議論を尽くして、保険料拠出者等関係者の合意形成を図る必要がある。

2. 年金積立金運用の現状と問題点

(1) 資金運用部への預託義務

① 経緯と現状

昭和17年、労働者年金保険制度（厚生年金保険の前身）が発足した際、積立金の管理運用方法について議論がなされたが、戦時体制下、国家資金であることを理由に、他の財政資金とともに、一元的に管理することとされた。

昭和35年、国民年金制度が発足する際にも、その積立金の管理運用方法について関係審議会等において議論がなされたが、国の制度・信用を通じて集められた公的資金は統合管理し、公共の利益の増進に寄与するよう運用すべきという観点から、資金運用部への預託義務が課されることとなった。その際、還元融資を専門的に実施する機関として年金福祉事業団が創設されたほか、年金資金等の新規預託金について住宅、生活環境整備等の用途別の分類表の作成が行われることになった。

現在、厚生年金・国民年金の特別会計の積立金については、資金運用部へ全額預託することが義務付けられており、預託による利息の受取りが年金特別会計の運用収入となっている。

預託金利の利率は、国債金利その他市場金利を考慮するとともに、年金財政の安定等に配慮して定めることとされており、具体的には、7年以上預託する場合の利率は、10年利付国債の表面利率を基準に設定されている。また、市場金利が低いときは、更に国債金利の利率に一定の上乗せがなされた水準に設定されている。

なお、財政投融资については、近年、政府部門の肥大化や非効率、政策金融の拡大による民業の圧迫、民間の資金循環の阻害等の問題も提起されている。

また、年金積立金の運用の状況については、新規預託金についての用途別分類はあるものの、年金制度運営の立場からは、年金積立金が他の資金とともに運用されていることもあって、どのように運用されているのか分かりにくいとの指摘があり、年金積立金運用の現況について、保険料拠出者への情報開示や説明責任の遂行が不十分との指摘がある。

② 問題点

資金運用に当たっては、資金の性格に最も適した方法で行うことが必要であるが、年金積立金については、資金運用部への預託が義務付けられ、郵便貯金等の資金と同様、原則国債金利での運用となっており、他の運用方法を選択することは認められていない。このため、年金積立金について

は、1の(2)で述べた年金積立金の性格や運用の基本的考え方を踏まえた運用ができない仕組みとなっている。

現行の預託義務の下での年金積立金の運用は、保険料拠出者の最大限の利益になっているとは必ずしも言えず、国は、年金の保険者としての役割を重視し、年金積立金にふさわしい運用に努めることが求められている。

(2) 年金福祉事業団による市場運用

① 経緯と現状

昭和60年以降、市場金利の低下に合わせ、預託金利の引下げが行われ、さらに昭和62年、預託金利の法定下限を撤廃する資金運用部資金法の改正がなされた。このような状況の下で、財政投融资の一環として、年金福祉事業団が資金運用部から資金を借り入れ、市場運用を行う事業が創設された。

年金福祉事業団は、預託金利と同一の固定金利で資金運用部から資金を借り入れ、原則として民間運用機関に運用を委託して、市場運用事業を実施しており、事業規模は、平成8年度末現在、約24兆円にのぼる。

年金福祉事業団では、長期的に資金運用部からの借入金利を上回る総合収益(実現収益に評価損益の増減を加えたもの)をあげることを目標として、基本的な資産構成割合を設定し、債券、株式、外貨建て資産等に分散投資をしている。

② 問題点

年金福祉事業団の市場運用は、年金財政に貢献する等の目的で行われているものの、利払いや償還期限のある借入金の運用であり、長期的視点に立った年金積立金本来の運用とはなっていない。

年金福祉事業団では、毎年度、資金運用部に利払いをする必要があるが、市場環境が悪化し、利払いに見合う実現収益を確保できなければ、決算上赤字が生ずることになる。なお、平成8年度末までの決算上(簿価)の赤字の累積は、約1.4兆円に達する。

年金福祉事業団の運用については、運用規制の緩和が進み、運用管理のための体制も年々改善されてきてはいるものの、より多様な運用方法の活用、専門性の更なる向上が求められているほか、これまでの運用実績の十分な分析評価、一層の情報開示などが必要である。

以上のように、年金福祉事業団が資金運用部から資金を借り入れた上で市場運用する仕組みについては問題が多く、抜本的に見直すことが必要である。

3. 資金運用部への預託義務の廃止と自主運用の確立

(1) 預託義務の廃止

年金積立金は、年金給付に充てるため徴収された保険料の集積であって、財政投融資の原資のため集められたものではなく、本来、保険料拠出者の利益のために運用されなければならない。

このため、年金積立金は、年金の制度運営全般について権限と責任を有する保険者（厚生大臣）がその判断により、保険料拠出者の利益のため、年金積立金に最もふさわしい方法で運用すべきである。これが自主運用である。

既に述べたとおり、急速な少子・高齢化の進行により、年金積立金の意義や運用の重要性は一層高まっている。また、年金福祉事業団の市場運用事業の仕組みについては、抜本的な見直しが急務となっている。

このような年金積立金をめぐる状況をみれば、もはや年金積立金に預託義務を課すことは適当でないとわざるを得ない。

年金積立金については、本来の趣旨に立ち返り、預託義務を廃止して、保険料拠出者の利益のため、年金積立金に最もふさわしい方法で運用することができる仕組みに再構築すべきである。

(2) 自主運用の確立と責任体制の明確化

自主運用を確立し、年金積立金の資金としての性格や積立金運用の基本的考え方に則した運用を実施するためには、次の4で述べる考えに沿って、運用の新たな仕組みを構築しなければならない。

自主運用に当たっては、責任体制の明確化を図る必要がある。そのためには、年金制度の運営に最終的な権限と責任を有する保険者（厚生大臣）を始め、運用に携わる全ての者について権限と責任を明確にした上で、受託者責任（忠実義務、注意義務）を課すとともに、情報開示を徹底することが必要である。

さらに、責任体制の明確化のためには、保険料拠出者による監視機能や関係機関による監査機能の充実を図る必要がある。

(3) 預託義務廃止後の財政投融資との関係

預託義務が廃止された場合、財政投融資に資金を供給する手段としては、任意の預託や財投債・政府保証のない財投機関債の購入等が考えられる。公的年金としては、保険料拠出者の利益になると判断される場合に、主体的に、預託又は財投債・財投機関債の購入をすることになる。

任意の預託制度が残り、保険者の自主的判断で預託する場合には、その理由、預託額、預託条件等について情報開示することは言うまでもない。また、財投債・財投機関債が発行される場合には、安全性、収益性等それぞれの特性を踏まえ、国債、社債等と同様、債券運用の一種として市場を通じて購入することになる。

4. 年金積立金運用の新たな仕組み

自主運用を確立するとともに、その責任体制を明確化するため、以下のような年金積立金運用の新たな仕組みを構築すべきである。

(1) 年金積立金の運用の基本方針の策定

保険者（厚生大臣）は、年金財政の長期的見通しや年金積立金運用の基本的考え方を踏まえた運用を行うため、次の（2）の「運用委員会」（仮称）の意見に基づき、政策的資産構成割合を含めた運用の基本方針を策定する。（別紙1参照）

なお、運用の基本方針については、年金財政の長期的な収支見通しの見直し、経済金融環境の変化、運用の実績等を踏まえ、状況の変化に応じた見直しを行うことが必要である。

(2) 保険料拠出者の代表等からなる運用委員会の設置

年金積立金の運用は、将来の保険料水準に影響を与え、保険料拠出者の利害に直結する問題である。したがって、運用の基本方針の策定等運用の重要事項の決定に当たっては、保険料拠出者や金融・経済の専門家の意見を反映させるとともに、これらの者が運用全般について監視する仕組みを作ることが必要である。

具体的には、保険料拠出者の代表や金融・経済の専門家が参加する「運用委員会」を設ける必要がある。「運用委員会」は、年金積立金の運用全般について諮問に応じるとともに、意見具申や建議を行い、また、運用管理機関の指導監督の状況を含め、年金積立金の運用状況を監視するものとする。なお、「運用委員会」の意見については、保険者（厚生大臣）がこれを尊重しなければならないこととする。（別紙2参照）

「運用委員会」の具体的な在り方については、別途検討する必要があるが、年金積立金運用と年金財政・制度設計との間の整合性を図るため、年金審議会との十分な連携を確保することが必要である。

(3) 民間運用機関による市場運用の実施

年金積立金の市場での実際の運用は、基本的には、運用の専門家である民間運用機関（信託銀行、生命保険会社、投資顧問会社等）に委託して実施する。

この場合、年金積立金については、資金量が巨額にのぼること、危険分散を図る必要があること、運用機関間の競争を促進する必要があること等から、運用の効率性にも配慮しつつ、海外を含む多くの運用機関に委託することが必要である。また、運用に当たっての規制は必要最小限にとどめ、投資一任契約を含め、多様で柔軟な運用方法を認める必要がある。

なお、自家運用については、手数料の節減等の長所が指摘されており、一部の資金を次の(4)の運用管理機関が自家運用することも、検討に値する。

(4) 運用管理機関による民間運用機関の管理

① 運用管理業務の必要性

多くの民間運用機関に運用を委託する場合、政策的資産構成割合の維持、効率的・効果的な運用等の観点から、次のような運用管理業務を行うことが不可欠となる。（別紙1参照）

- 政策的資産構成割合からの乖離許容幅の範囲内での中短期の資産配分比率の決定
- 資産ごとの市場の平均的な動きを示す指標（ベンチマーク）、運用手法（スタイル）の組み合わせの決定
- 運用機関の選定、資金配分の決定
- 運用機関への運用対象資産、運用手法、ベンチマーク等の指示
- 運用機関ごとの運用状況の把握、必要な指示
- 運用資産全体の資産構成の把握・管理
- 運用機関の評価、運用実績の要因分析、運用機関の入替え

② 運用管理業務を行う組織

運用管理業務を行う組織の具体的な在り方については、行政改革との関係にも留意しながら、次の方向で検討する必要がある。

ア 組織の要件

運用管理業務を行う組織については、次の要件を満たすことが必要である。

a. 専門性の確保

業務の性格上、資産運用に関する専門的知識を有する人材を確保する必要があり、職員の採用や処遇については、組織の判断で柔軟に対応できるようにする。

b. 民間活力の活用

年金積立金という公的資金の管理を行う以上、公的性格を有する組織である必要があるが、投資判断や組織運営に関し広く裁量を持たせるとともに、組織の最高責任者は民間人を公募するなど、民間活力を活用した組織とする。

c. 責任体制の明確化

権限と責任の所在を明確にして、専門家としての注意義務や保険料拠出者の利益のため忠実に職務を遂行するという忠実義務に違反した場合には、速やかに責任をとる体制を構築する。

その際、前述の保険料拠出者の代表等からなる「運用委員会」の監視機能の活用を図る。

d. 公平・公正、透明性の確保

民間運用機関の選定、資金配分、評価等について、公平・公正、透明性を確保するとともに、情報開示を徹底する。

イ 組織の性格

国が自ら運用管理業務を行うことも考えられるが、専門的知識を有する人材を確保することが難しいこと、行政の肥大化につながるおそれがあること、国による企業支配につながる等の理由で国には株式の保有が認められていないこと等から、適当でない。このため、国とは別の組織の運用管理機関を設け、運用管理業務を行わせることが現実的である。

この場合、公的性格を有する組織であることが必要であるが、民間活力を最大限発揮させるため、行政の運用管理機関に対する関与は必要最小限にとどめる一方、徹底した業績評価を行う必要がある。

ウ 内部組織の在り方

運用管理業務は、高度の専門性を有すること、運用管理業務についての中立性を確保するとともに、運用管理機関としての権限と責任を明確にする必要があることを考慮すると、運用管理機関に数名の専門家からなる「投資委員会」（仮称）を設置することを検討すべきである。すなわち、「投資委員会」に投資政策の決定、民間運用機関の選定、資金配分、評価等について権限と責任を持たせる。「投資委員会」の委員は、公募等により保険者（厚生大臣）が専門家を任命し、職務にふさわしい処遇を行う。「投資委員会」の下に執行部門を設け、運用管理業務を執行する、という考えである。

（５）保険者等の忠実義務及び注意義務

自主運用に当たっては、責任体制を明確にする必要がある。このため、公的年金運用について、英米の企業年金や我が国の厚生年金基金について適用されている「受託者責任（忠実義務、注意義務）」の精神をできるだけ取り入れ、運用に関わる全ての者（保険者、運用管理機関、民間運用機関等）が果たすべき義務を法令により明確化することが必要である。

具体的には、運用関係者は、保険料拠出者の利益のため忠実に職務を遂行しなければならないが、また、運用関係者は、それぞれ専門的な立場に立って、年金財政や経済金融の状況に配慮しつつ、十分な注意を払って職務を遂行しなければならないものとする。

ただし、運用関係者が忠実義務や注意義務を果たしていたとしても、市場変動の結果、財政再計算で期待していた運用利回りが得られないこともあり得る。この場合、運用関係者は、市場変動による運用の結果については、責任を負うものではないが、注意義務等に違反した場合には、罷免、懲戒処分、損害賠償等の責任を問われることとなる。

また、運用関係者が注意義務等を果たしたかどうかは、職務遂行の時点を基準として、投資判断を含む職務遂行の過程において注意義務等を十分に果たしたかどうかで判断されるべきものである。

(6) 情報開示の徹底

① 情報開示の必要性

年金積立金は、強制徴収された保険料の集積であり、運用の如何が将来の保険料水準に影響を与えるなど保険料拠出者の利害に直結する。したがって、その運用に当たっては、保険料拠出者の理解を得ながら実施していくことが必要であり、保険者（厚生大臣）は、保険料拠出者に対し、運用の方針、運用状況等を説明する責任を有する。

また、保険者や運用管理機関が適切に業務を執行しているかどうかを保険料拠出者が監視するためには、十分な情報が開示される必要がある。

② 情報開示の内容等

情報開示については、定期的に、文書のほか、インターネット等を活用して、わかりやすく行うことが必要である。

また、開示の内容については、運用の基本方針及びその策定の考え方、時価での収益率、資産残高及び資産構成割合、運用委託機関の名称・運用額・運用実績など、できるだけ詳細に行うことが必要である。

年金積立金の運用結果は、年金財政に影響を与え、最終的には保険料率に反映されることになる。したがって、年金積立金の運用結果と年金財政との関係、例えば、財政再計算時に想定した運用の見通しと実績の乖離や運用結果が年金財政や保険料率に及ぼす影響等について、情報開示すべきである。具体的には、厚生年金基金におけるような責任準備金概念や複式簿記を参考にし、情報開示の在り方の検討を行う必要がある。このような運用と年金財政との関係に関する情報開示が自主運用の評価につながるであろう。

(7) その他

運用に当たっては、国等が民間企業の経営を支配したり、これに影響を与えることがないように、個別銘柄の選択を伴う運用については、民間運用機関の判断に任せるとともに、株主議決権の行使については、何らかの制限を検討することが必要である。

5. 自主運用への移行

(1) 実施の時期

年金積立金の自主運用については、急速な少子・高齢化が進む中で、積立金運用の重要性が一層高まっていることから、早急に実施することが必要であり、平成11年の次期財政再計算に合わせて制度改正を行い、実施に移していくことが必要である。

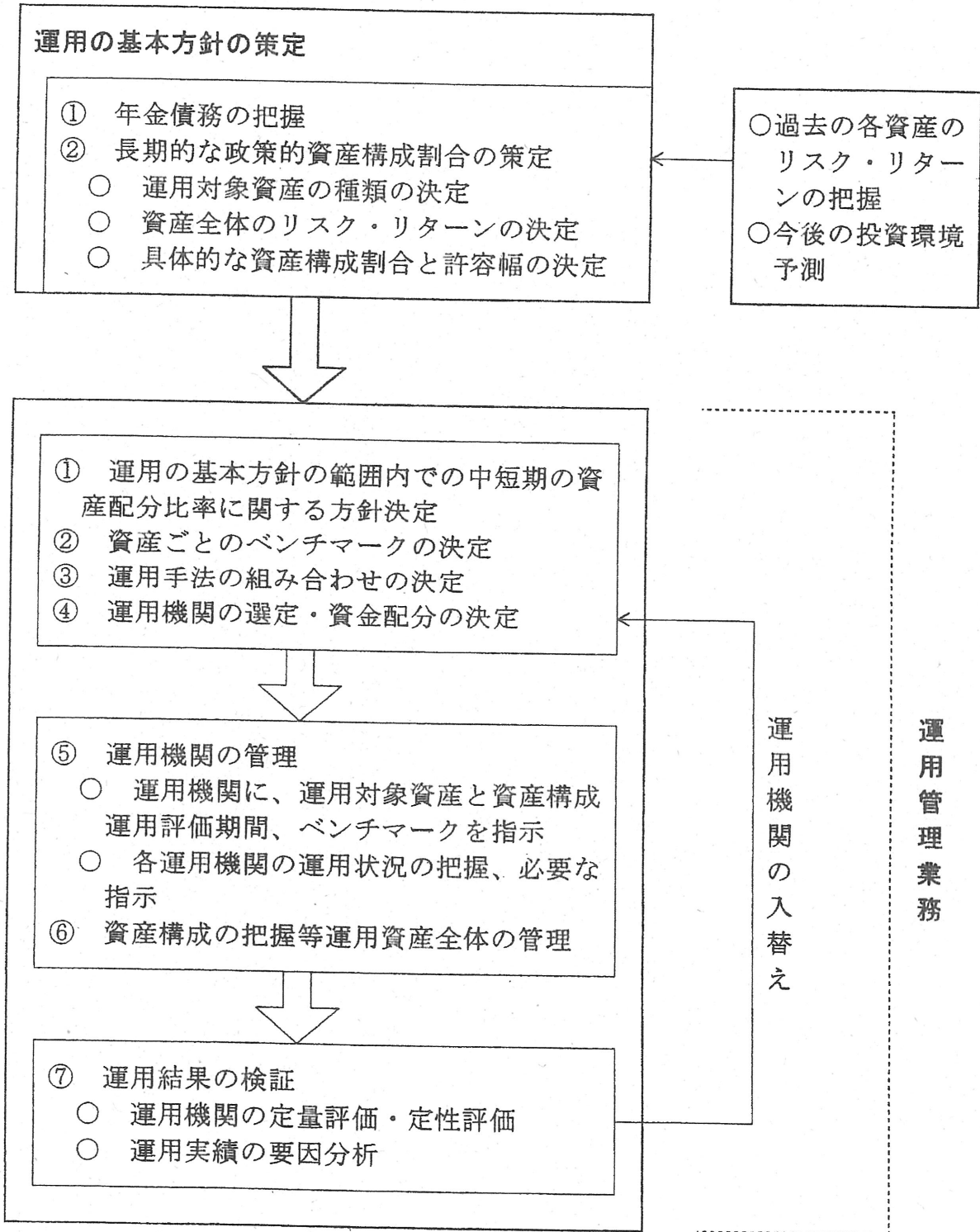
(2) 自主運用への円滑な移行

年金積立金を市場運用に移行させる場合、市場の混乱を小さくするために、その規模については、徐々に増加させていくことが現実的である。

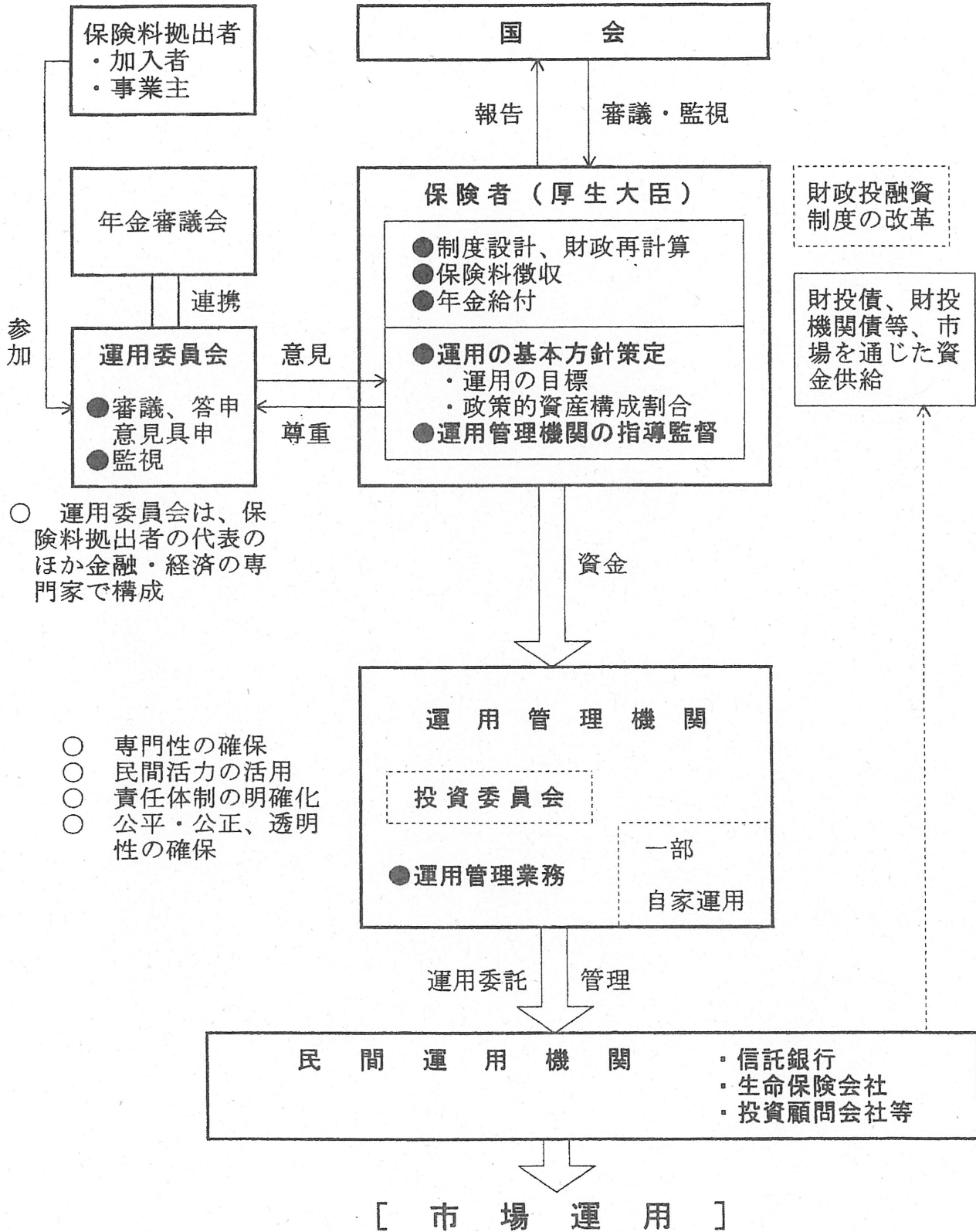
(3) 年金福祉事業団の市場運用事業の円滑な承継

年金福祉事業団については、本年6月、平成11年の次期財政再計算に合わせ、年金資金の運用の新たな在り方につき結論を得て、廃止することが閣議決定されている。閣議決定に従って年金福祉事業団を廃止するに際しては、市場に混乱を生じさせないように、年金福祉事業団の資産及び負債の円滑な引継ぎが必要である。

運用の基本方針と運用管理業務



年金積立金運用の新たな仕組み（試案）



年金自主運用検討会委員名簿

- | | |
|------------|--------------------|
| 貝塚 啓明 | 中央大学法学部教授 |
| 黒川 和美 | 法政大学経済学部教授 |
| 竹内 佐和子 | 長銀総合研究所主席研究員 |
| 船後 正道 | 共済組合連盟会長 |
| 水谷 研治 | 東海総合研究所代表取締役社長兼理事長 |
| (座長) 三宅 純一 | 日本総合研究所副理事長 |
| 若杉 敬明 | 東京大学大学院経済学研究科教授 |
| 鷺尾 悦也 | 日本労働組合総連合会事務局長 |
| 渡辺 俊介 | 日本経済新聞論説委員 |
| 渡里 杉一郎 | 日本経営者団体連盟副会長 |

年金積立金の運用及び運用体制の在り方

平成16年2月4日

1. 運用の在り方

- 年金積立金は給付以外の目的には使わないものとする。
- 年金積立金は、専ら被保険者の利益のため、長期的な観点から、安全かつ効率的に運用することが必要である。
- 債券、株式等の具体的な構成割合や運用方法は、専門的な観点からの検討を行い、次の点を踏まえ決定する。
 - ① より安全な国内債券を中心とした運用とするとともに、市場への影響や安定的な運用収益の確保に留意し、債券の満期保有運用を導入する。
 - ② 極カリスクを抑制しつつ長期的に市場平均の収益率を確保することを目標とする。このため、長期保有を前提としたインデックス運用を原則とし、例外は確たる根拠がある場合に限る。
 - ③ 株式のリターン・リスクは、そのリスク特性に配慮しつつ、慎重に推計を行うこととし、ポートフォリオ全体のリスクを最小限に抑制する。
- 新法人の業務実績は厳正に評価し、適切に責任を問う仕組みとする。
- 運用の基本的な在り方や運用の基本方針については、国民に広く公表し、年金積立金の運用に係る透明性の確保を図る。

2. 運用体制の在り方

- 特殊法人年金資金運用基金を廃止し、年金資金運用基金が行ってきた大規模年金保養基地業務及び住宅融資業務は廃止する。
- 年金積立金の運用は、専門性の徹底及び責任の明確化を図り、平成18年度に設立される新しい独立行政法人が行う。新法人は運用業務に特化する。
- 新法人の人員体制は、他法人への業務移管、業務廃止及び業務運営の効率化により、現行約150人の体制を、概ね50人を目標とした効率的な運用体制に向けて大幅な縮減を図る。また、厚生労働省の年金運用に係る組織・人員体制を縮小する。

年金積立金管理運用独立行政法人の運営の在り方に関する検討会報告

平成 22 年 12 月 22 日

1. はじめに

- 本検討会は、年金積立金管理運用独立行政法人（以下「GPIF」という。）の今後の運営の在り方について検討することを目的として平成 21 年 11 月に厚生労働大臣の下に設置された。検討会では、広範な論点について、有識者等からのヒアリングも行い、また独立行政法人の評価を担当する総務省の参加も得て 12 回にわたる議論を行ってきた。本年 6 月の中間とりまとめ以降は運用目標の在り方や GPIF のガバナンスを中心に議論を重ね、今般、検討結果を以下のとおり取りまとめたので報告する。

2. 年金積立金運用の基本的な考え方

- 我が国の公的年金の財政運営は、現役世代の保険料を給付に充てる賦課方式を基本としているが、将来にわたる給付と負担の均衡を図るため、被保険者から徴収された保険料の一部を年金積立金として運用し、年金財政の安定化に活用している。国民年金及び厚生年金を合わせた年金積立金は平成 21 年度末現在で約 128 兆円（時価ベース）となっており、世界の公的年金積立金の中でも有数の規模であるが、少子高齢化の進展や厳しい財政状況の下で、年金積立金の運用の在り方についてもより真剣な議論をすべき時期に来ている。
- 年金積立金の原資となる保険料は投資を目的として徴収されたものではなく、年金積立金は老後の給付に充てるために一時的に国が預かっているものであることから、安全運用が基本である。また、運用目標を大幅に下回った場合には、国民の負担増加に直結する重い問題であることを前提として、運用に何を求めるかを考える必要がある。
- このような観点から、年金積立金の運用においては、①年金制度や年金財政との関係、②リスクに関する国民の意向等を考慮しつつ、長期的な観点から安全かつ効率的な運用を行うことが重要である。
- なお、年金積立金の運用について議論する際の「リスク」については、運用目標を大幅に下回ったことによる損失という意味に限定せず、年金財政上予定された収益を下回ることにより将来の保険料率の引上げや給付の引下げを招くという視点を踏まえて議論する必要がある。

3. 年金積立金の運用目標について

(1) 運用目標の設定プロセスの在り方

- 現行では、年金積立金の運用の基本的な枠組みは、厚生労働大臣が運用目標を定め、GPIFは運用目標を踏まえた基本ポートフォリオを策定し、これに基づいて年金積立金の管理・運用を行う、という仕組みとなっている。この運用目標の設定は、政府が行う年金制度の財政検証や独立行政法人の中期計画の期間を踏まえ、5年ごとに行われている。
- 本検討会では平成22年度からのGPIFの第2期中期目標に先立ち、厚生労働大臣が示す運用目標の在り方について検討を行ったが、運用目標の前提となる平成21年財政検証の長期の経済前提についての意見が多く出された。平成21年財政検証は今後100年の年金財政を見通して、長期の実質経済成長率を0.8%、物価上昇率を1.0%とし、今後の労働力人口の減少を見込んで賃金上昇率(名目)を2.5%とした上で、長期金利(名目)を3.7%、運用利回り(名目)を4.1%としているが、この名目運用利回りについて、足下の経済実態から見て高すぎるのではないか等の指摘があった。
- また、平成16年の年金制度改正で導入されたマクロ経済スライド調整がデフレ経済下で機能せず年金財政が悪化したことが運用利回りの設定にも影響を与えたのではないかということや、GPIFにおける基本ポートフォリオの検討過程でも財政検証における運用利回りの水準について疑問があるとの意見があったことなど、運用目標の設定に関する課題が多く指摘された。
- 年金積立金の運用は年金制度・財政と密接に関わるものであり、今後、運用目標について検討を行う場合には、年金財政の長期見通しに用いる経済前提を議論する早期の段階から、例えば、かつて厚生労働省に設置されていた社会保障審議会年金資金運用分科会のように、年金制度・財政と運用を一体的に議論する場を国に設ける必要がある。
- 上記の場で議論する際には、年金制度が担うべき役割、すなわち、給付と負担の見直し等の制度改正で対応すべき課題と、年金積立金の運用の課題との役割分担に留意しつつ議論を進めていくことが重要である。
- その際、年金財政を含めた全体としての意思決定プロセスの透明性の向上、ガバナンスの強化を図っていくことが重要である。このため、積立金の原資となる保険料の拠出者・被保険者の代表とともに、運用を担うGPIFも議論に参加できるようにすることなどが考えられる。

(2) 運用目標の設定の在り方

- 厚生労働大臣が GPIF に提示する運用目標は、運用利回りだけでなく、リスクについての考え方も併せて示す必要がある。
- 基本ポートフォリオの内容については、運用環境の変化に応じた機動的な対応ができるよう、運用対象資産の内容や構成割合等について一定の弾力性を持たせた定め方にしてもよいのではないかという意見がある一方、国民に納付が義務付けられた保険料を運用しているという観点からは、GPIF の裁量の幅を広げるべきではないという意見があった。
- また、運用利回りの具体的な示し方については、
 - イ 年金財政の安定に必要な利回りとして、賃金上昇率を一定程度上回る利回りの確保を目標とすべきである、
 - ロ 市場の運用環境に鑑みて、長期金利を一定程度上回る利回りの確保を目標とすべきである、
 という両方の意見があった。

4. GPIF のガバナンスの在り方について

(1) 現行制度の仕組みと課題

- 現行では、GPIF は独立行政法人として、主務大臣である厚生労働大臣から示された中期目標を踏まえた中期計画を策定し、これに基づき業務を行っている。また、毎年度、厚生労働省に置かれた独立行政法人評価委員会が GPIF の業務実績の評価を行っている。
- GPIF における意思決定プロセスは、基本ポートフォリオの策定などの重要事項については、厚生労働大臣の任命による金融・経済の専門家からなる運用委員会の議を経ることとなっているが、独立行政法人共通の枠組みとして、最終的な意思決定権限は法人の長である理事長にある。また、理事長は GPIF の業務執行の統括も行っており、理事長の業務執行の補佐として理事 1 名が置かれている。
- 運用委員会は、GPIF の業務執行を監視する役割も担っている。また、GPIF には厚生労働大臣が任命する監事が 2 名置かれており、これらの監事による監査以外に、監査法人による監査が義務づけられている。

- 以上のような現行の仕組みの課題としては、
 - イ 「方針決定」及び「業務の執行」は、理事長一人の専管事項となっているが、運用委員会との関係で、実質的な権限と責任が不明確となっている。また、運用委員会では専門的な見地から議論は行われているものの、理事長の諮問機関であり、勤務形態も非常勤であるなどその責任と権限の制度的位置付けに問題がある、
 - ロ 業務の執行機能と監視機能が明確に分離しておらず、また、「方針決定」及び「業務の執行」への監視機能が弱い、ことなどが挙げられる。

(2) GPIFにおける今後のガバナンスの在り方

- 運用組織の体制、ガバナンスは、年金積立金の運用に何を求めるかにより様々な形態がある。また、GPIFのガバナンスの在り方を議論する前提として、前述のように、年金財政を含めた全体としての意思決定過程の透明性を高める必要がある。
- 上記を前提としつつ、本検討会では前述の現行制度が抱える課題を踏まえた議論を行い、GPIFのガバナンス見直しの方向性として、次の点については、概ね意見の一致が見られた。
 - ① GPIFのように世界でも有数の巨額の年金積立金の管理・運用を行う組織においては、意思決定過程において複数の専門家によるより多面的な検討を行うことにより、意思決定プロセスに慎重を期しリスクを少なくしていく必要がある。このため、例えば、複数の理事などの合議による意思決定方式とすることが考えられるが、この場合は、法人の長に意思決定権限を持たせるという現行の独立行政法人制度との関係について整理が必要である。
 - ② 年金積立金の管理・運用の基本方針等を定める意思決定機関と、基本方針に基づき一定の裁量の範囲で管理・運用業務を執行する業務執行機関の役割分担を明確化するとともに、業務執行の責任者が意思決定プロセスでの議論に参加することなどを通じて適切な連携を図っていく必要がある。

また、意思決定機関の構成員の勤務形態・要件等を考えるに当たっては、意思決定すべき事項の重要性・緊急度、必要とされる開催頻度等に応じて適切な責任が果たせるようにするという視点が重要である。

- ③ 監視の内容には基本方針の設定に関わるもの、管理・運用業務の執行に関わるものなど様々なものがあり、対象に応じた監視の在り方を整理し、現行の監事の機能強化を含め、全体としては監視機能を強化すべきである。その際、少なくとも、意思決定あるいは管理・運用に関わる機関とは別に監視機関を設置する必要があるとの意見があった。
 - ④ 国民に対する説明責任を果たしていくという観点から、市場への影響等に配慮しつつ、意思決定プロセスの透明化や情報開示の推進等について、厚生労働省及び GPIF は一層の努力をしていく必要がある。
- なお、合議制としても、資産運用の意思決定においては、組織の長のリーダーシップが必要であるという意見や、合議制とすべきかどうかは、GPIF が意思決定する内容により判断すべきであり、基本ポートフォリオの策定権限を厚生労働大臣に戻すべきという考えに立てば合議制への移行は疑問であるとの意見もあった。

(3) 人材の確保・育成の在り方

- 人材の確保・育成については、高度な専門性を持った質の高い人材を確保していく必要があり、具体的には、
- イ GPIF はその資産の大半を外部の運用機関に委託して運用していることから、運用受託機関を選定・管理・監督できる能力・経験のある人材の確保・育成が必要である、
 - ロ 経済情勢等の調査・分析を専門的に行い、基本ポートフォリオの構築、リスク管理等を行う常勤の専門家の採用が必要である、
 - ハ 運用の組織・体制、ガバナンスの見直しの動向も踏まえつつ、人材の確保・育成を計画的に進める必要がある、
 - ニ 公的年金の運用の目的は、投資ではなく安全運用が基本であるので、運用スタッフの拡充ではなく、運用先の選定や発注における透明性と客観性の担保に重点を置いた体制強化が必要である、
- などの意見があった。

5. 年金積立金の運用手法、運用対象等について

- 本検討会では、年金積立金の運用手法、運用対象等についても、議論を行った。個別の論点については意見が分かれたところも多かったが、以下主な論点ごとに意見を整理する。

(1) 基本ポートフォリオの策定・見直し及び資産配分の見直しの在り方

- 基本ポートフォリオは長期的なものであり、短期的な市場の変動を受けて直ちに変更すべきものではないが、これが最適なものであるか否かについては、常に検証しつつ、経済局面が大きく変わるような場合には、これを見直す必要があるか検討するプロセスが必要である。
- また、基本ポートフォリオの乖離許容幅の範囲内で資産配分の見直しを行うことについては、
 - イ 乖離許容幅の範囲内での資産配分の見直しは、運用収益に関わる GPIF の重要な業務であり、許容幅の範囲内でベストのリスクとリターンを目指すために資産配分の見直しを行うべきである、
 - ロ 市場環境の変動に伴って基本ポートフォリオに沿ったリバランスを行うことにより、運用パフォーマンスは自動的に安定することから、裁量的に資産配分を変更して積極運用するのではなく、適切なリバランスを実施すればよい、という両方の意見があった。

(2) 運用手法の在り方

- パッシブ運用は費用が低廉で透明性も高く、合理的であるという点については意見が一致した。
- 一方、アクティブ運用の評価については、
 - イ その平均的な収益はパッシブ運用に劣後していること、優秀なアクティブ運用機関の選択は非常に難しく、運用手数料も高いこと、また、GPIF の規模からは、アクティブ運用の余地は限られること等から、アクティブ運用の比率を下げるべきである、
 - ロ 過去のデータを見ても、アクティブ運用は意味がないというのは誤りであり、アクティブ運用は市場における資金配分を効率化するという観点から経済的に非常に意味がある、という両方の意見があった。

(3) 運用対象資産の在り方

- 運用対象資産の在り方については、流動性の確保等にも留意しつつ、ポートフォリオの効率化を図る（一定のリスクの下でのリターンを高める）観点から、リスク分散を図っていくことが重要である。

- この場合、具体的な運用対象資産については不動産投資、プライベート・エクイティ投資、インフラ投資などを含めるべきであるという意見があった。一方、年金積立金は国民から預かっている年金給付の財源であるので、運用対象を高リスク資産にいたずらに拡大するのではなく、安全資産を基本とすべきであるという意見があった。

- また、成長分野への投資については、
 - イ 国内の成長産業や新興国への投資、長期的に安定した収益の確保が期待できるインフラ投資などを推進することにより、将来の経済成長、雇用創出、国民生活に不可欠な技術、産業の育成等に貢献しつつ、そこからの収益確保を考えるべきである、
 - ロ 将来の成長分野を事前に見分けることは難しく、市場はすでに将来の成長をある程度織り込んだ値付けをしているため、リターンを得るのが困難である一方、期待が外れた場合のリスクが大きいことから、低リスクの資産による運用を第一に考えるべきである、という両方の意見があった。

- 全額国債での運用を行うことについては、
 - イ 市場への政治の介入を排除するといった問題意識から年金積立金の運用は全額国債での運用とすべきである。また、リスクを取って高いリターンを目指す運用は国が行うべきではなく年金積立金の運用に外債や株式などによる運用に伴う不確実性を挟むべきではない、
 - ロ 年金制度は保険料と給付額が決まっており、リスクは取りにくい。安全運用の観点から、基本的には国債を中心とした運用に徹し、リスクを最小限にするべきである、
 - ハ 全額国債で運用することは、短期国債で運用するのではない限りリスクが伴うものであり、国債運用だからと言って安全であるとは言えない。長期国債には金利変動リスク（金利上昇による債券価格の下落）やインフレリスクがあり、過去の大幅な下落時の経験から見ても、一度下落した場合の価格上昇の余地が小さいなどそのリスクは明らかである。また、現在の国債価格は高水準にあるが、最近の財政悪化に伴う国債の増発等による下落リスクも大きい。GPIFの資産の約7割をこうした単一のリスクにさらすことには重大な懸念があり、リスク分散化を早急に図るべきである、
 - ニ 年金財政が期待する収益を国債だけで賄えない場合には、どこまで運用に期待し、どのようなリスクをどこまで取るかについて、合意形成が必要である、など、様々な意見があった。

- 組織を分割して運用することについては、
 - イ 国債のみの安全運用部分とリスクを取って運用する積極運用部分を明確に分けて運用する方が国民にとって分かりやすく、安心感がある、
 - ロ 運用は資産全体で最適化を図るべきであり、組織を分けることによりかえって非効率となることもあることから、一つの組織の中で、資金規模に応じた適切な管理方法を考えればよい、という両方の意見があった。

- 社会的責任投資や、ESG（環境、社会的責任、ガバナンス）に関する投資については、
 - イ 国民の将来の生活基盤である地球環境や社会・経済の在り方を考慮して、年金積立金の運用を考えるべきであり、こうした運用を行っている諸外国や各共済組合の例も参考に早期に実施してはどうか。また、受託者責任との関係についても議論をすべきである、
 - ロ 社会的責任投資は安全かつ効率的という運用の行動基準と対立する面があることから、公的年金の積立金運用においては対象としない方がよい、
 - ハ ESGについては、これらに先進的に取り組む企業は長期的な持続性、成長性から見て、純粋な投資対象として魅力があるという観点から考える必要がある、という意見があった。

6. おわりに

- 本報告のうち、年金積立金の運用目標や GPIF のガバナンスの在り方に関する部分は、年金制度・財政や独立行政法人制度の在り方とも密接に関連するものである。

- 現在、それぞれの制度について見直しの動きがあるが、厚生労働省においては、これらの制度改正と併せて本報告を踏まえた検討を引き続き行っていくことを期待する。

検討会で出された主な意見

1. 年金積立金運用の基本的な考え方

(1) 年金積立金の運用を考える視点

- ・ 年金積立金は、投資をして欲しいということではなく、老後のためという事で一時的にお預かりしたものであり、安全運用が基本である。
- ・ 公的年金の積立金運用において、運用に失敗した場合には、国民の負担に直結する重い問題である。それを前提として、運用に何を求めるかを考える必要がある。
- ・ 所得の少ない人にとって公的年金は命の綱。それを認識して議論を組み立てないと、国民の信頼がなくなってしまう。
- ・ リスクを取って高いリターンを目指す運用は民間が行えば良いのであって、公的年金の積立金運用においては、外債や株式などの不確実性を挟むべきではなく、積立金は縮小することを検討すべき。
- ・ 政治的なリスクを伴うことになることから、巨額の積立金は持つべきではない。保険料率アップを抑えるため、早めに積立金の圧縮を図るべき。
- ・ 今後、高齢者が倍に増え、現役が減っていく状況では、積立金なしでは年金の受取額が半分以下になる。高齢化の進展による世代間の不公平を許容できないということで、積立金がある。
- ・ 公的年金の運用が目指すべき目的は、社会環境や経済情勢の変化に伴って変化しうるものであり、それに対応できるよう、グローバルな情報収集に努めるという姿勢が重要ではないか。
- ・ 年金の負債を気にしながら運用を行うカナダ、デンマーク、スウェーデンなどと、現時点では払い出しがないため、純粋に積み立てているフランス、アイルランドなどでは、積立金の性格が異なり、どのくらいのリスク・リターンを取るかにも影響する。
- ・ 少子高齢化が進展し、また日本の金融・財政システムのリスクが高まる中で、年金積立金の運用をどう考えるかという視点が重要ではないか。
- ・ 5年ごとの目標見直しにおいては、社会の変化や価値観の変化を反映させていくことが重要。

(2) リスクをどう考えるべきか

- ・ 公的年金の積立金運用について議論する際の「リスク」の定義について、収益の変動幅を意味する「リスク」と、目標運用利回りを超えることができない「リスク」などといった様々な意味があり、その定義の違いに留意して議論すべき。

- ・ 運用のリスクについても、リターンの変動という狭義の意味だけでなく、例えば公的年金基金が率先して PRI を行わないことの長期的に見たリスクなど、今の時期にそれをどのように捉えてどうコメントしたのか、ということ、振り返って見たときにわかるよう、明示的に残しておく必要があるのではないか。
- ・ 投資政策を考える上では、リスクをどこまで取るか、国全体、国民合意として短期的な損失をどこまで許容できるかが重要。
- ・ 単に安全かハイリスクかではなく、年金の財政状況などについて広報をして、国民の意思を問うなど、慎重に議論すべき。将来の給付の削減若しくは保険料率のアップが許容できるのならばハイリスク運用も合理的となるが、そうでない場合には安全運用が中心となる。
- ・ これ以上リスクを取ることに国民の理解が得られるかについては大きな問題がある。
- ・ 年金財政の安定に必要とされる利回りを越えないことがリスクであり、それを「安全」と言っているところに問題がある。
- ・ 今の国債の価格は高止まりしていて、一時期のサブプライムの状況に似ている。リスクの分散化を早急に行うことが必要。また、国債の暴落時に備え、シミュレーションプランを真剣に練っておくことが不可欠。
- ・ リスクについての議論はそれほど詰められていたわけではないが、国債が安全資産という前提で議論されていたわけではない。リスクをどのように定義するか、また計測期間をどのように取るかによっては、国債よりもキャッシュのリスクが高いということもある。
- ・ 危機のときに公的年金だけ安全ということとはあり得ない。国全体の経済・財政と不可分の側面があり、可能な範囲でのリスク管理を行っていくということであろう。
- ・ リスクファクターは時代の価値観の変化や社会の変化により変わるが、それにより組織に求められるガバナンスの在り方も変化することを踏まえる必要がある。

2. 年金積立金の運用目標について

(1) 運用目標の設定プロセスの在り方

- ・ 現実的でない運用目標が提示されないようにするために、財政検証を担当する厚生労働省と運用政策の策定を担当する G P I F が協議して運用目標を決定してはどうか。
- ・ かつて厚生労働省に設置されていた年金資金運用分科会のような、年金制度や年金財政と、積立金の管理・運用をセットで議論する場が必要。
- ・ 公的年金の積立金は、労使が拠出した保険料であり、運用方針の決定プロ

セスに労使が参加できる仕組みが必要である。

- ・ 財政検証の運用利回りについてなぜ現実離れした数字が出てきたのか。デフレ経済下でマクロ経済スライド調整が機能しなかったことが年金財政を悪化させた原因であるが、それには目を向けずに運用利回りを上げることで解決しようとしたことが問題。年金財政に関するガバナンスを機能させる必要がある。
- ・ マクロの経済前提の設定過程では実質ベースで議論をしてきたが、名目値に置き換える際のマクロの物価上昇率の見込み方に問題があった。

(2) 運用目標の設定の在り方

- ・ 予定利率が決まる段階で、どのような運用になって、その運用がどれだけのリスクをもつのかということが明確になっていないのが問題。運用利回りを決める段階では必ず何らかのリスクを取っているはずであり、そのリスクと一緒に説明されなければならない。
- ・ 年金財政の数字は参考にするが、GPIFが運用する利回りは多少自由度を持って決めることができるようにするというのも一つの案ではないか。
- ・ 運用目標となる利回りについては、前提となっている経済情勢が足下の状況と異なるときに可変的な仕組みにしておくべきか、年金制度の性格に照らして名目値か実質値のどちらが相応しいかということについても留意する必要がある。
- ・ 経済前提についてある程度の合意ができていれば、運用目標を決めるということはどの程度リスクを取るか、すなわち、基本ポートフォリオを決めるということにつながる。運用環境が変化した場合にどのように対応するかということは、基本ポートフォリオからの乖離の許容度をどれだけ見ておくかという問題ではないか。
- ・ 運用利回りだけを目標として与えると、それを達成するために大きなリスクを取るかもしれない。運用組織に対し、運用目標と基本ポートフォリオをセットで与えないといけない。
- ・ 旧年金資金運用基金の時には、運用目標と基本ポートフォリオの策定を厚生労働大臣が担っていたため、負債を見ながらの議論ができた。経済変動がありポートフォリオを変える必要が生じた場合、どちらの体制がよりリスク管理がしやすいかを考えるべき。
- ・ リターン目標とリスク許容度をセットとして与えられた運用目標の範囲の中で、自らの調査研究に基づき基本ポートフォリオを策定するのが運用組織の仕事。主務大臣は国民への責任の観点から果たすべき運用目標をGPIFに提示し、それへの回答としてGPIFが基本ポートフォリオを策定するという形が良い。

- ・ 運用組織に対しては何らかの枠を与える必要があり、旧年金資金運用基金時代は、基本ポートフォリオでその枠をはめてきた。だが、今は時代が進んで投資カテゴリーも継続的に変化している中で、投資カテゴリーを決めてしまうことはかえってリスクを取ってしまう恐れがあるのではないか。
- ・ 現行制度では基本ポートフォリオは GPIF が策定しているが、主務大臣の認可が必要で、変更する場合には相当の労力が必要。基本ポートフォリオは頻繁に変えるべきものではないが、経済変動等により変更の必要が生じた時にはより実効性のある体制とする必要がある。
- ・ 主務大臣が運用目標と一緒に基本ポートフォリオも与えるのか、基本ポートフォリオは GPIF が決めるのか、いずれにせよ、どれだけのリスクを取るかが明確になった運用目標とすることが必要。
- ・ 将来の年金給付が賃金上昇率あるいは物価上昇率によって変動するため、賃金上昇率若しくはそれを上回る実質的な利回りである「賃金上昇率+ α 」を運用目標とすべき。
- ・ 実際の運用環境を考慮して、どの程度のリスクを取って運用するかを基本に考え、「長期金利（国債の利回り）+ α 」を運用目標とすべき。
- ・ 目標運用利回りの設定については、年金制度や年金財政との関係や、マクロ経済的な観点からの分析なども含めて考える必要がある。

3. GPIF のガバナンスの在り方等について

(1) 厚生労働省の役割

- ・ GPIF のガバナンスを議論する前提として、運用目標を含めた年金財政の意思決定プロセスの透明性を高め、ガバナンスを機能させることが必要。
- ・ 運用組織の長の任命権者である厚生労働大臣が適切な任命を行い得るということを、属人的にではなく、組織継続性を持って担保していくことが必要。

(2) GPIF における意思決定及び業務執行の在り方

- ・ 現行の GPIF のガバナンスの問題は、意思決定が理事長の専管であることと、運用委員会の権限と責任が曖昧で、かつ、非常勤であることにある。
- ・ 運用委員会は現在でも月 1 回は開催しており、リーマン・ショックの時もかなりの議論をしていた。現行制度の問題点は、諮問機関であるがゆえに責任と権限が曖昧で、運用委員会で基本ポートフォリオ等の議論をしても、最後は理事長の合意が必要である点にある。
- ・ 現行では、理事長、執行部、運用委員会で役割分担ができていてスムーズな一方、市場の急激な変化が起きたときなど変革時にリーダーシップが取りにくく、誰もが危機意識を持ちながらも行動に移しにくい。

- ・ 最終的な決定をするのは理事長であるが、意思決定に至るまでの議論は当然ある。最終的な責任が理事長にある点とその議論のプロセスが外には見えないという点が問題である。
- ・ GPIFのように巨額の資金を組織で運用する場合、意思決定を合議にすることで、一人で意思決定する場合よりも振れやリスクを少なくすることができる。複数の人が意思決定に参加できる仕組みとすべき。旧年金資金運用基金のような理事会による合議が望ましいが、旧基金では理事の任命が理事長になっており、理事の独立制の問題がある。
- ・ 合議にするべきとか理事長の権限を増大させるなどの議論の前に何を目標とする組織なのかを考えるべき。GPIFが基本ポートフォリオを弾力的に運用できるようにするためにガバナンスを強化するのであれば反対である。
- ・ 年金積立金を管理運用していくためには専門性が必要であり、政府からの委託された専門的な機関が独立性を持って担うべきである。
- ・ 基本ポートフォリオを決定する理事会と、一定の裁量の範囲で執行する執行部門が明確に機能分担されていることが必要である。
- ・ GPIFのガバナンスについては、意思決定は役員会が行い、役員会が選任するCEO、CIOなどが業務執行機能を担うという形が適切である。
- ・ 意思決定と執行を完全に分離してしまうのではなく、多少のつながりを持たせるべき。実際に執行を行う人も基本ポートフォリオの策定には参加した方がよい。
- ・ 日銀政策委員は常勤で責任も重い、一方、運用委員会は非常勤で時間的な制限もある。責任と権限を持たせるのであれば、それなりの情報と十分な時間が必要である。
- ・ 外部ステークホルダーから見たときのガバナンスが確保されているかどうかという視点が重要。専門家以外の意見も反映させるべき。常勤か非常勤かは使い分ければよく、運用専門家以外の人を非常勤で入れることの意義はある。

(3) GPIFの業務執行における監視の在り方

- ・ 現行制度の下では、運用委員会が毎年基本ポートフォリオを検証しているが、運用委員会は基本ポートフォリオの策定も行っている。策定する人とチェックする人を明確に分ける必要がある。
- ・ 理事会に並ぶ組織として運用評価委員会のような組織を置くべき。
- ・ 監視といっても、基本運用方針の意思決定を監視するのか、決められたことをきちんと行っているかどうかを監視するのか、運用のパフォーマンスを監視するのか、様々なレベルがある。
- ・ 厚生労働大臣の運用目標の与え方が適切であるかどうかを監視する機関を、

内閣府や財務省の下に置くべきではないか。

- ・ 政府部内の監査、会計検査院の監査、政府外の監査など、旧年金資金運用基金と現行の GPIF の違いなども含め、議論する必要がある。
- ・ ガバナンスを考える上で重要なのは、国民に対して十分な説明責任を果たせる組織になれるかどうかということ。GPIF は国民に対してどのような責任を持ち、その責任を果たすための執行体制はどうあるべきかを考える必要がある。

(4) 人材の確保・育成の在り方

- ・ 人材の確保という観点からは、一流のファンドマネージャーではなく、ファンドマネージャーを管理・監督できる専門家が必要。
- ・ ガバナンスの見直しと同時に、あるいは別個に、運用者、運用の管理・監督者、外部の運用機関を選定する能力・経験のある者といった、運用に最適な人材の確保が必要であり、また、バックオフィス業務と運用業務の人材は分けて考える必要がある。

4. 年金積立金の運用手法、運用対象等について

(1) 運用手法について

- ・ パッシブ運用については、費用が低廉で透明性が高く、パッシブ運用を多く使うことは合理的。
- ・ アクティブ運用の平均はインデックス運用に負けている。また、相対的に優秀なアクティブ運用機関を選択することは誰にもできず、費用も高いことから、比率を下げるべき。
- ・ GPIF の規模を考慮すると、実際問題としてアクティブ運用の余地は限られる。
- ・ パッシブ運用についても、運用機関のモニタリングなどの専門的な管理は必要。
- ・ 過去のデータを見て、アクティブ運用は、インデックス運用に勝っていないために意味がないというのは間違い。アクティブ運用により資金がきちんと配分されるといったことに経済的には非常に意味がある。
- ・ アクティブ運用については、市場指標に継続的に勝つことが非常に難しいことであることを認識した上、年金基金の側もそれなりの哲学や体制を構築し、検証結果に基づいた判断を行っていく必要がある。

(2) 運用対象等

(成長分野等への投資)

- ・ 国内の成長産業や海外の成長している国（インド・中国等の新興国）に投資することにより、将来の経済成長、国民生活に不可欠な技術・産業の育成に貢献するとともに、そこからの収益を得ることを考えるべき。
- ・ 成長分野に投資してこなかったから、現在のような状況がある。投資対象を見直していないので、新興国の成長の果実が得られていない。
- ・ 成長分野への投資は、将来の年金受給者の生活の糧をリスクにさらすことになり、問題。
- ・ どういう分野が成長するかは、過去を振り返って初めて分かるものであり、10年前に見通すことは難しい。
- ・ 市場価格は将来の成長を織り込んで値付けされるため、期待水準以上に成長しないとリターンは得られない可能性が大きい。
- ・ 新興国を含めたワールドワイドなベンチマークを採用することは、理にかなっている。ただし、新興国への投資は、10数年前のアジア通貨危機を見ても、先進国にはないリスクがいろいろと存在するため、予めそれらへの対処法等に留意しておくことが必要。
- ・ 諸外国における運用手法については、株式・債券以外にも、不動産商品等は一般的に見られるが、最近ではインフレ対応資産としてインフラ投資が目立ってきている。

(全額国債での運用)

- ・ アメリカは、年金積立金を市場で運用すると、政治介入などを排除できないという問題意識から、長い論争の末、すべて国債で運用している。日本においても、年金積立金の運用は、全額国債とすべき。
- ・ 現実に市場運用していることも踏まえると、現行法に基づき「安全かつ効果的」な運用、基本的には国債を中心とした運用に徹すべき。リスクを最小限にし、リスクの責任が取れる範囲で運用することが必要。
- ・ 年金制度は保険料と給付が決まっており、リスクは取りにくいことから、国債を中心とするしかないのではないか。
- ・ 全て国債でやれば簡単かということ、金利変動リスクや国債自体のリスク、インフレ傾向が強い場合のリスクもあり、それも難しい。
- ・ 積立金の運用目標は賃金上昇率を上回るリターンを確保することであり、その場合、各資産のリスク・リターンも賃金上昇率との相対で把握する必要がある。この意味では国債にもリスクがあり、よりリスクの小さい資産として物価連動債等を検討すべき。
- ・ 国債での運用は、将来の税金を当てにしているに過ぎない。証券市場の理

論から言うと、国債は必ずしも資産ではない。

- 年金制度の要求する利回りが、国債だけで賄えるのであれば国債だけで運用すればいいが、国債等で賄えない分については、(1)どこまで運用に期待するのか、(2)どのリスクを取って、どのリスクは取らないかを判断し、合意形成を行うことが必要。
- 積立金の運用は、各国各様であり、アメリカのように全額国債のところもあるが、逆に、アイルランドのように自国の国債には投資しないと決めている国もある。

(組織の分割について)

- 120兆円全体を1つの組織で運用をするという形態になっていること自体が国民に不安を与えている。完全に国債のみの安全運用部分と、リスクを取って運用する積極運用部分に明確に分けることで、むしろ国民の安全、安心感が上昇するのではないか。
- 現在7割国債を持っているとすれば、残りの3割についてリスクを取った運用をして、その部分について、例えば4%といった目標を設定すべき。
- 分割運用のメリットとしては、競争により全体のパフォーマンスが良くなる、専門性の高い運用機関の能力が利用できる、意思決定が分散化され、安定した収益が上がるということ。
- 年金基金がどれくらいの規模でなければならないかということはなく、120兆円の規模であれば、その大きさに相応しい運用の仕方、組織の持ち方をすればよい。1つの組織の中で、運用のジャンルごとに管理する部門を分けるという考え方もある。
- 資産運用は資産全体を最適化することが大切であり、資産を二つに分けて運用することは、基本的には意味がない。また、組織を分けると管理部門が二つ必要になったりするので、効率的でない。
- 積立金を分割して積極運用をすると、米国の色々なファンドや、SWFのように大失敗してしまう。
- 国家ファンド的なものを作るという話があるが、金融界に巨額の手数料が配分されることになる。大きな金融版の公共事業と言えるのではないか。
- スウェーデンは、基金を4分割しているが、リターンに大きな差が出ておらず、コスト節約のため1つにした方がいいという考え方も出ている。
- 分割運用のデメリットとしては、運用機関相互の政策の不整合が起き、全体のリスク分散が不十分となる、リスクテイクが歪められる、全体として相殺するような取引が行われるといったこと。

(社会的責任投資について)

- 年金生活者の将来の生活基盤である地球環境や社会・経済の在り方を考慮した議論をすべき。
- 120兆円という巨額の投資の責任という視点から、社会や世界の問題の解決に向かうのかどうかは、大きな問題。年金が加入者の将来の生活基盤を支えることが目的なのであれば、投資の結果、それがどうなるかを考えるべき。
- 公的年金の運用における受託者責任をどう考えるのか。海外の公的年金運用組織の中には、国連のPRI（責任投資原則）に署名しているところもあり、ESG要因（環境、社会的責任、ガバナンス）を考慮した責任投資の意識が高まっている。日本においても議論すべき課題。
- 消費者がESG配慮をしている企業をもっと支持する社会を作り、それがよりよいパフォーマンスにつながっていくという話であり、政策による誘導も非常に重要。
- SRI（社会的責任投資）は、効率的な運用という本来あるべき行動基準や投資が評価されるべき行動基準と対立する面が出てくるため、公的年金の運用には持ち込まない方がいいのではないか。
- ESGが重要であることは誰も異論がないと思うが、それと投資は必ずしも直接的にはつながらない。リターンが低くてもESG投資を行うのか、どれだけ投資するかが問題。
- 現実の投資と矛盾することが多々想像されるので、国連や国連に準ずる国際機関、主要国の参加する条約などで打ち出した上で、各国の年金基金がそれに従うことにしてはどうか。
- ESGに配慮しない企業はいろいろなリスクをはらんでおり、持続可能性の問題もあるので、投資家として企業評価をする際のファクターとしては見逃せないが、超過収益が得られるかどうかは難しい。また、企業の実力に比して過剰な資金が流れると、資本市場を歪めてしまうことにもなるため、留意が必要。
- 明確な定義はないが、SRIは投資戦略や投資商品のひとつの分野を連想させるのに対し、PRIはまさにアセット・マネジャーや運用機関等の行動規範のようなものであると思われる。そのあたりをきちんと区別して議論していくべきではないか。

(その他)

- 株主議決権については、行使ガイドラインを作るべき。地共連はガイドラインを作成しており、こういうことを通じて社会的価値を創造していくことも必要。
- 株主議決権のガイドラインを作ることが、どれだけ効果があるか疑問で、

優先順位の低い課題である。

- ・ 国内株式市場が過去20年にわたって価値を生み出してこなかったのは大きな問題。公的年金も企業年金も国内の株式への投資が報われてこなかったという事実を共有して、今後の投資やコーポレート・ガバナンスの議論に活かしていく必要がある。

年金積立金管理運用独立行政法人の運営の在り方に関する検討会
(メンバー)

氏名	所属・現職
浅野 幸弘	横浜国立大学経営学部教授
(座長) 植田 和男	東京大学大学院経済学研究科・経済学部教授
小島 茂	日本労働組合総連合会総合政策局長
小幡 績	慶應義塾大学大学院経営管理研究科准教授
久保田 政一	日本経済団体連合会専務理事
末吉 竹二郎	国連環境計画・金融イニシアチブ特別顧問
富田 俊基	中央大学法学部教授
村上 正人	株式会社みずほ年金研究所専務理事
山崎 元	楽天証券経済研究所客員研究員
山崎 養世	株式会社成長戦略総合研究所理事長
米澤 康博	早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授

(五十音順、敬称略)

年金積立金管理運用独立行政法人の運営の在り方に関する検討会
(開催状況)

日 程	議 題
第 1 回 平成 21 年 11 月 30 日	<ul style="list-style-type: none"> ○ 検討会の設置について ○ 今後の年金積立金管理運用独立行政法人の運営について
第 2 回 平成 21 年 12 月 24 日	<ul style="list-style-type: none"> ○ 次期中期目標における運用目標について ○ 今後の検討会の進め方について
第 3 回 平成 22 年 1 月 22 日	<ul style="list-style-type: none"> ○ 年金積立金管理運用独立行政法人の運営の在り方について (ヒアリング等) <ul style="list-style-type: none"> ・ GPIF 理事長 川瀬 隆弘氏 ・ 一橋大学大学院国際企業戦略研究科准教授 本多 俊毅氏 ・ 検討会メンバー 山崎 養世氏 ○ 次期中期目標における運用目標について
第 4 回 平成 22 年 2 月 22 日	<ul style="list-style-type: none"> ○ 年金積立金管理運用独立行政法人の運営の在り方について (ヒアリング等) <ul style="list-style-type: none"> ・ 元 GPIF 運用委員会委員 鹿毛 雄二氏 ・ 検討会メンバー 村上 正人氏
第 5 回 平成 22 年 3 月 18 日	<ul style="list-style-type: none"> ○ 年金積立金管理運用独立行政法人の運営の在り方について (ヒアリング等) <ul style="list-style-type: none"> ・ 野村資本市場研究所主任研究員 野村 亜紀子氏 ・ 検討会メンバー 小島 茂氏 ○ 検討会で出された主な意見の整理について
第 6 回 平成 22 年 4 月 12 日	<ul style="list-style-type: none"> ○ 年金積立金管理運用独立行政法人の運営の在り方について (ヒアリング等) <ul style="list-style-type: none"> ・ 検討会メンバー 浅野 幸弘氏 ・ 検討会メンバー 末吉 竹二郎氏 ○ 検討会で出された主な意見の整理について
第 7 回 平成 22 年 5 月 17 日	<ul style="list-style-type: none"> ○ 年金積立金管理運用独立行政法人の運営の在り方について (ヒアリング等) <ul style="list-style-type: none"> ・ 検討会メンバー 山崎 元氏 ・ 検討会メンバー 小幡 績氏 ○ 中間とりまとめに向けた意見の整理について
第 8 回 平成 22 年 6 月 7 日	<ul style="list-style-type: none"> ○ 中間とりまとめ(案)について

<p>第9回 平成22年10月29日</p>	<p>○ GPIF のガバナンス等に関する主な論点について</p>
<p>第10回 平成22年11月5日</p>	<p>○ GPIF のガバナンス等に関する主な論点について ○ 運用目標について</p>
<p>第11回 平成22年12月3日</p>	<p>○ これまでの主な議論の整理について</p>
<p>第12回 平成22年12月17日</p>	<p>○ 年金積立金管理運用独立行政法人の運営の在り方に関する 検討会報告（案）について</p>

(肩書きはいずれも当時)

報 告 書

平成25年11月

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

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

I	はじめに	1
II	デフレからの脱却を見据えた運用の見直し	
1	運用目的	2
2	運用目標・方針	3
①	国内債券を中心とするポートフォリオの見直し	
②	収益目標及びリスク許容度の設定	
③	運用コスト等	
④	余裕金の運用方法	
3	ポートフォリオ（運用対象）	4
①	運用対象の多様化	
②	アクティブ比率	
③	パッシブ運用のベンチマーク	
④	ポートフォリオやヘッジ方針の機動的な見直し	
⑤	海外資産運用比率	
⑥	ベビーファンド	
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	6
①	各運用機関と所管大臣との関係	
②	合議制機関の必要性	
③	専門人材の確保	
④	ステークホルダーの参画	
⑤	規模の大きな資金運用専門機関（GPIF）のガバナンス体制	
2	リスク管理体制	7
①	フォワード・ルッキングな（先行きを見据えた）リスク分析に基づくポートフォリオの構築	
②	運用対象の多様化に伴うリスク管理の実施	
③	デフレ脱却を見据えた対応策	
④	余裕金の運用におけるリスク管理	
IV	エクイティ資産に係るリターン最大化	8
V	規模の大きな資金運用専門機関（GPIF）に係る改革の工程表	9
	（別紙1）目指すべきガバナンスの仕組み	
	（別紙2）運用・管理等の見直しに係る工程表	
	（資料1）公的・準公的資金の資産運用状況（1）	12
	（資料2）公的・準公的資金の資産運用状況（2）	13
	（資料3）諸外国における市場運用を行っている年金積立金等について	14
	（参考1）有識者会議 メンバー名簿	15
	（参考2）有識者会議 開催実績	16

平成 25 年 11 月

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

I はじめに

我が国には、公的年金・独立行政法人等の公的・準公的資金の保有する金融資産が 200 兆円以上存在する。これまで、これらの法人（＝公的・準公的資金）に関しては、様々な視点から改革が行われてきたが、その資金運用に焦点を当てて総合的・横断的な検討が行われたことはなかった。

こうした中、平成 24 年 12 月に成立した安倍政権は、長引くデフレ不況からの脱却と日本経済の再生に向けて、①大胆な金融政策、②機動的な財政政策、③民間投資を喚起する成長戦略の「三本の矢」から構成される経済政策（アベノミクス）に取り組んでいる。

当有識者会議は、アベノミクスの「三本目の矢」である「民間投資を喚起する成長戦略」として策定された「日本再興戦略」（平成 25 年 6 月 14 日閣議決定）に基づき、公的・準公的資金について、各資金の規模や性格を踏まえつつ、運用（分散投資の促進等）、リスク管理体制等のガバナンス、株式への長期投資におけるリターン向上のための方策等に係る横断的な課題について提言を得るために、経済再生担当大臣の下に設置された。

（参 考）日本再興戦略（平成 25 年 6 月 14 日閣議決定）

一. 日本産業再興プラン ～ヒト、モノ、カネを活性化する～

5. 立地競争力の更なる強化

⑥公的・準公的資金の運用等

公的年金、独立行政法人等が保有する金融資産（公的・準公的資金）の運用等の在り方について検討を行う。

○ 公的・準公的資金の運用等の在り方

- ・ 公的・準公的資金について、各資金の規模や性格を踏まえ、運用（分散投資の促進等）、リスク管理体制等のガバナンス、株式への長期投資におけるリターン向上のための方策等に係る横断的な課題について、有識者会議において検討を進め、本年秋までに提言を得る。

当有識者会議では、平成 25 年 7 月 1 日の第 1 回会合以降、合計 8 回にわたる会合を開催し、検討対象となっている公的・準公的資金の運用状況や、その他内外の資金運用機関の事例等についてヒアリングを実施しながら、議論を行ってきた。その間、平成 25 年 9 月 26 日には、それまでのヒアリング結果を踏まえ、会議で議論されている論点を「中間論点整理」として整理したところであるが、その後議論を進め、我が国の公的・準公的資金のより高度な運用・リスク管理体制等の在り方に係る横断的な課題については、以下のような提言を行うことが適当との結論を得た。

なお、当有識者会議は、「公的・準公的資金」として、一義的には、統一的な法令上の規制がある等、運用に政府が関与する下記の資金を検討の対象としてきたが、その規模・性格は様々であることから、提言に示した各論点の各資金への適用においては、それぞれの規模・性格を踏まえた検討が必要である。

（当有識者会議の検討対象とした公的・準公的資金）

- ・ 公的年金（年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）、国家公務員共済、地方公務員共済、私立学校教職員共済）
- ・ 独立行政法人等（GPIF を除く独立行政法人、国立大学法人等）

II デフレからの脱却を見据えた運用の見直し

1 運用目的

安倍政権においては、長期化しているデフレからの脱却を目指し、大胆な金融政策という第一の矢、機動的な財政政策という第二の矢に加え、第三の矢としての成長戦略への取組が進んでいる。当有識者会議は、こうした取組の一環として、各資金の運用に係る検討を行っていることに鑑みれば、日本経済にいかに関与し得るかを考慮する考えもある一方で、各資金の受託者は、それぞれの根拠法に掲げられた目的（公的年金の場合は、専ら被保険者の利益）に沿って運用することとされている点に留意する必要がある。

こうした中、公的年金の運用については、年金財政・年金制度と密接に関わるものであり、国民が最も期待しているのは、現役世代の保険料負担を維持しつつ、将来の年金給付に支障が生じないように、年金財政の長期的な健全性の確保に資することである。被保険者の利益を優先する資金運用は、結果的に、日本経済に貢献することになり、また、各資金は、資金運用により経済成長の果実を享受する立場にもあることから、経済成長と資金運用との好循環が期待される。

2 運用目標・方針

① 国内債券を中心とするポートフォリオの見直し

国内債券を中心とする現在の各資金のポートフォリオについては、デフレからの脱却を図り、適度なインフレ環境へと移行しつつある我が国経済の状況を踏まえれば、収益率を向上させ、金利リスクを抑制する観点から、見直しが必要である。その際、各資金の負債特性に応じ、積立金の取崩しが当面見込まれる部分以外については、長期的な視点でポートフォリオを構築すべきものと考えられる。

② 収益目標及びリスク許容度の設定

一部の資金では、名目賃金上昇率や物価上昇率に連動して給付を行っていることから、これに合わせて、「名目賃金上昇率や物価上昇率をある一定比率上回る」という形で収益目標を定めることに合理性はあるものの、その結果、これまでのデフレ経済下では当該目標が著しく低い水準になっていた可能性がある。一方で、デフレ脱却を見据えれば、今後は、当該目標が現在より高い水準となる可能性もあり、こうした点を踏まえて、適切に収益目標を設定する必要があるほか、収益目標と表裏の関係にあるリスク許容度^(注1)の在り方についても検討すべきである。

収益目標については、資産と負債の関係を考慮して設定する必要があり、当該目標を達成するためのポートフォリオの構築が、「安全かつ効率的な運用」につながることになる。こうした中、投資の期待収益率とリスクの関係を示す有効フロンティアを投資対象の分散等により上方シフトさせることを含め、収益を最大化する努力を十分に行うべきである。

(注1) リスク許容度については、過去の損失データに基づくリターンの振れ幅をベースに設定した上で、一定のモデルを用いたリスク計測や、シナリオ分析などにより、フォワード・ルッキングな（先行きを見据えた）検証を実施することが望ましい（Ⅲ2①も参照）。

③ 運用コスト等

各資金は、コストをできる限り抑える観点から委託手数料等の縮減に努めており、国際的に見ても極めて低い水準となっていることは評価し得るものの、その結果、かえって十分な情報を得られず、貴重な運用機会を逃しているほか、金融・資本市場の発達を阻害する要因になっている可能性がある。なお、より高度な運用を行う結果、手数料を含むコストが上昇することもあり得るが、その場合は、それに見合ったネットのリターン向上について説明責任を果たす必要がある。

④ 余裕金の運用方法

GPIF 以外の独立行政法人や国立大学法人等における余裕金の運用については、原則として安全資産に限定されているが、当該資金の規模や性格によっては、適切なリスク管理を行うことを前提に、ミドルリスク・ミドルリターンの運用を行い、収益を向上させることについて検討すべきである。

3 ポートフォリオ（運用対象）

① 運用対象の多様化

GPIF 等については、年金財政における給付と負担の長期的な見通しの下で、内外の先進的な公的年金資金運用機関を参考にして、市場環境の整備状況を踏まえつつ、後述するリスク管理体制の構築（Ⅲ 2 ②参照）を図った上で、新たな運用対象（例えば、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）を追加することにより、運用対象の多様化を図り、分散投資を進めることを検討すべきである。

なお、新たな運用対象を追加する場合には、資金の性格を踏まえた上で、国民の理解を得るため、説明責任を果たすことが求められる。

（注 2）運用の多様化により、ソブリン・ウェルス・ファンドとみなされる可能性もあるが、2008 年に国際的に合意された行動規範（サンティアゴ原則）に従っている限り問題は生じないとの指摘があった。

② アクティブ比率

各資金とも、現状では、ポートフォリオにおけるアクティブ運用の比率は総じて低くなっている（例えば、GPIF の国内株式運用で約 2 割）が、各資金の規模・性格に応じて、アクティブ運用の比率を高めることについて検討を行うべきである^{（注 3）}。

なお、アクティブ運用においては、取引手数料、運用報酬等のコストが上昇し、パッシブ運用に比べてネットのリターンが必ずしも増加するかどうか明らかでない場合もある。ただし、規模の大きい運用機関であれば、必要な人員の確保や体制の整備に相応の時間を要するものの、自家運用により委託運用と比較してコストを抑えられる可能性がある。

こうした中、運用の機動性・柔軟性を高めつつ、リスク管理を効率的に実施する観点から、運用対象の多様化の一環として、アクティブ運用の一部をベビーファンド（Ⅱ 3 ⑥参照）として特別に管理することも考えられる。

（注 3）アクティブ運用比率を高めることは、市場の効率性の向上にも資するものと考えられる。

（注 4）運用方法については、アクティブかパッシブかという観点のほか、自

家運用か委託運用かという観点もある。各資金とも、現状では、資金運用の大部分を外部機関に委託しているが、自家運用を通じ、運用に関する知識・経験や市場情報の蓄積も期待できる。

③ パッシブ運用のベンチマーク

ベンチマークについては、その選択に工夫を凝らすこと等によりリターンの向上を目指すことが望ましい。各運用機関は、株式のパッシブ運用のベンチマークについて、東証1部上場全銘柄を対象とするTOPIXを忠実にトラックしている場合が多いが、その対象先の中には、十分な収益性等が認められない先も含まれることから、インデックスからのかい離を許容したり、より効率的な運用が可能となる指数（例えば、日本取引所グループと日本経済新聞社が共同で開発し、平成26年初より算出を開始する予定のROE等も考慮した新たな株価指数（JPX日経400）等）を利用したりするなどの改善策について検討すべきである。また、資金によっては、債券投資においてもインデックス運用を行っている場合があるが、そうした運用がリスク管理の観点から合理的かどうかについて、改めて検討すべきである。

④ ポートフォリオやヘッジ方針の機動的な見直し

各資金のポートフォリオについては、長期的な運用の実施により効率化が図られるほか、リバランスの実施により金融市場の過度な変動が抑えられる面もあるものの、経済環境や市場環境の変化が激しい最近の傾向を踏まえれば、適宜点検し、必要に応じて見直すことが重要である。このため、各資金の規模・性格を踏まえつつ、ヘッジ方針等を含めポートフォリオのより機動的な見直しについて検討すべきである。

⑤ 海外資産運用比率

海外資産運用比率を高めることは、分散投資を進める効果があるほか、積立金の取崩し時に国内市場への影響が小さいというメリットがある反面、国内運用資産の減少が国内経済に影響を与える可能性があることから、各資金において適切に判断する必要がある。

⑥ ベビーファンド

ベビーファンドとは、基本ポートフォリオの中で一定の資金額を設定し、ある程度の独立性を持たせて柔軟な運用を行う（外部委託又は自家運用）ものであり、アセットクラスをまたがる運用を任せる場合や、新たな運用対象を一括して任せる場合などが考えられる。外部委託の場合には、リスク許容度を示した上で、アセットクラスの提案を受けて委任するような運用形態も考えられる。比較的小規

模なファンドであるので、ポートフォリオの大きな変更も市場インパクトなく行うことができる、という利点もある。

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

① 各運用機関と所管大臣との関係

各運用機関においては、担当大臣が資金運用の最終責任を負う形になっている場合があるが、そうした体制が運用機関の自主性や創意工夫を損なわないよう留意する必要がある。

特に、公的年金においては、担当大臣が、運用機関の所管大臣としての立場に加えて、保険者としての立場にもある場合があるが、こうした場合であっても、大臣は理事長等の任命責任を負い、当該運用機関は大臣に受託者責任を負うという前提の下、自主性や創意工夫を十分に発揮し得る体制とすべきである。

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。

③ 専門人材の確保

各運用機関において、運用対象の多様化やリスク管理の高度化を図るためには、第一線の専門人材が必要であり、報酬体系の見直しを含めた対策が不可欠である。このため、各運用機関の規模・性格を踏まえて、専門人材を適切に確保し、高度なリスク管理が可能となるよう、独立行政法人の人員数、給与水準、経費等の面における閣議決定等に基づく制約については、弾力的な取扱いが認められるべきである。

④ ステークホルダーの参画

公的年金については、保険料拠出者である労使の意思が働くガバナンス体制が求められるが、「被保険者」には様々な世代や立場の人たちが含まれるほか、社会保障としての年金制度を維持するための税金を含む国民負担の在り方に関わるこ

と等から、選任された者は、被保険者をはじめとする国民全体の利害を考慮して行動することが求められる。

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（別紙 1 のパターン 2）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（別紙 1 のパターン 1）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、守秘義務を課するのは当然である。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専門機関（GPIF）については、その本拠地を東京都に置くべきである。

2 リスク管理体制

① フォワード・ルッキングな（先行きを見据えた）リスク分析に基づくポートフォリオの構築

公的年金では、ポートフォリオの構築に当たって、過去のデータに依存したリスク分析を行うだけでは不十分であり、今後の経済状況（金利・インフレ等のマクロ変数）の見通しを踏まえ、資産・負債の両面に係るフォワード・ルッキングな（先行きを見据えた）リスク分析を行う必要がある。

② 運用対象の多様化に伴うリスク管理の実施

GPIF 等において、運用対象を多様化する場合には、新たな運用対象の特性により、リスクが高まる可能性があるほか、資産の継続的な時価評価が難しいケースも考えられる。このため、こうした場合には、個別の投資プログラムごとに、専門性を有する職員の配置を含むリスク管理体制を構築するとともに、ファンド全体で統合的にリスクをコントロールする枠組みを強化する取組が求められる。

③ デフレ脱却を見据えた対応策

今後、我が国経済がデフレを脱却することを見据えて、金利上昇に備えたリスク管理や資産評価の在り方について十分に検討し、速やかに対応策を講じるべきである。こうした観点から、例えば、最近発行が再開された物価連動国債を運用対象とすることについても検討すべきものと考えられる。

④ 余裕金の運用におけるリスク管理

独立行政法人における余裕金の運用は安全資産に限定されているにもかかわらず、実際には仕組債による運用で大きな損失が生じている事例があることから、時価の適切な把握を含め、各資金の規模や運用の実態に応じたリスク管理を適切に実施すべきである。

IV エクイティ資産に係るリターン最大化

各資金が株式などのエクイティ資産に投資を行う場合には、長期投資を前提としてリターンの向上を目指す必要があると見做し、その目的の範囲内においては、公的・準公的な立場を有しているとしても、受託者として、運用受託機関を通じた投資先との緊密な対話や適切な議決権の行使などが求められる。このため、各資金において、金融庁で行われている日本版スチュワードシップ・コードに係る検討の結果等を踏まえた方針の策定・公表を行い、運用受託機関に対して当該方針にのっとった対応を求めるべきであるが、その一方で、各運用機関本体による過度な経営への関与や、一律の方針設定に基づく形式的な議決権行使が行われないう、留意が必要である。そうした観点から、必要に応じて、投資先企業との良好な関係に基づく対話により持続的な企業価値の向上を目指す運用受託機関への委託など^(注5)も考えられる。なお、財務的な要素に加えて、非財務的要素である「ESG（環境、社会、ガバナンス）」を考慮すべきとの意見もあり、各資金において個別に検討すべきものと考えられる。

(注5) 我が国において、企業の経営実態を的確に把握し、適切なガバナンスの下で運営される議決権行使助言会社を利用可能な環境が整った際には、その活用も考えられる。

V 規模の大きな資金運用専門機関（GPIF）に係る改革の工程表

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。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、別紙2の工程表を作成した。

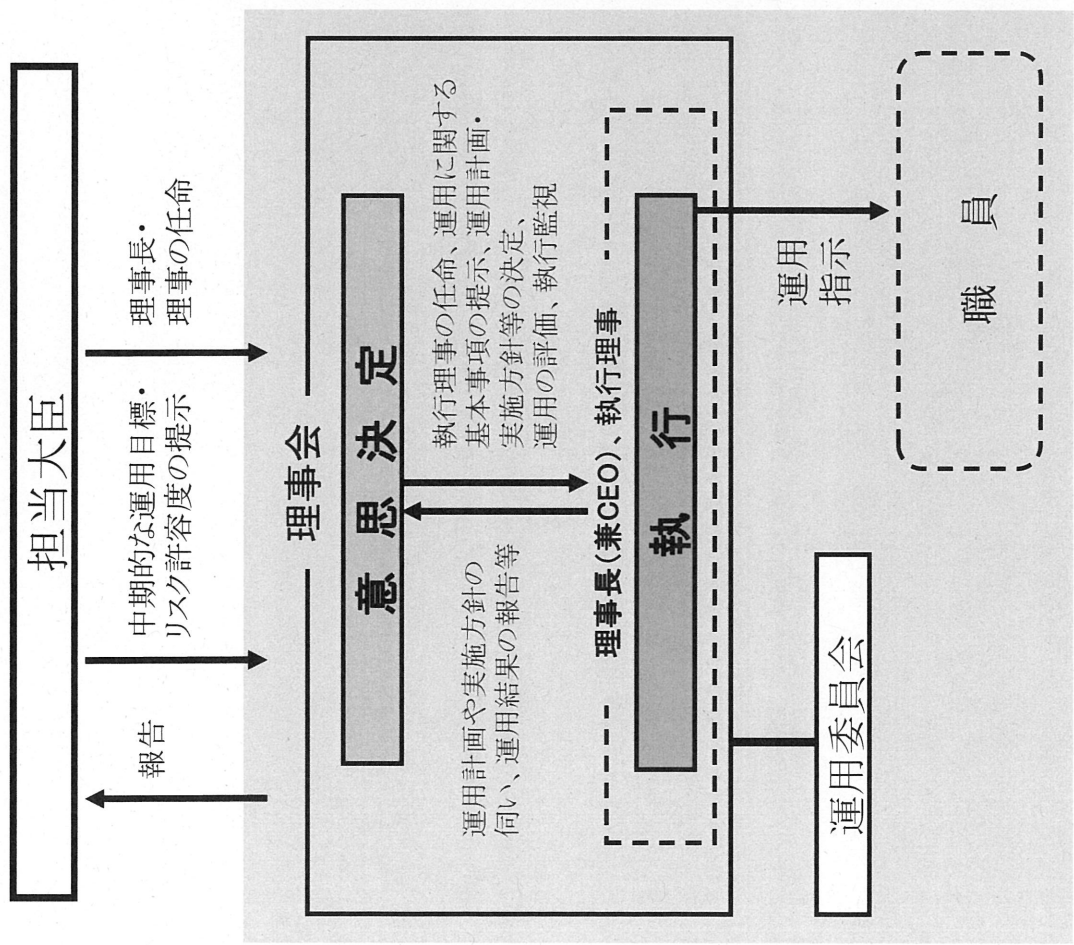
今後、改革を進めるに当たっては、それぞれのフェーズにおける運用の見直しを、リスク管理を含むガバナンス体制の見直しとセットで実施することが重要であり、迅速かつ着実に進展することを期待している。

なお、制度三共済など、その他の規模の大きな資金運用機関においても、別紙2の工程表を参考に、それぞれの規模及び性格に応じて、運用及びリスク管理の見直しをできる限り迅速に進めることが求められる。

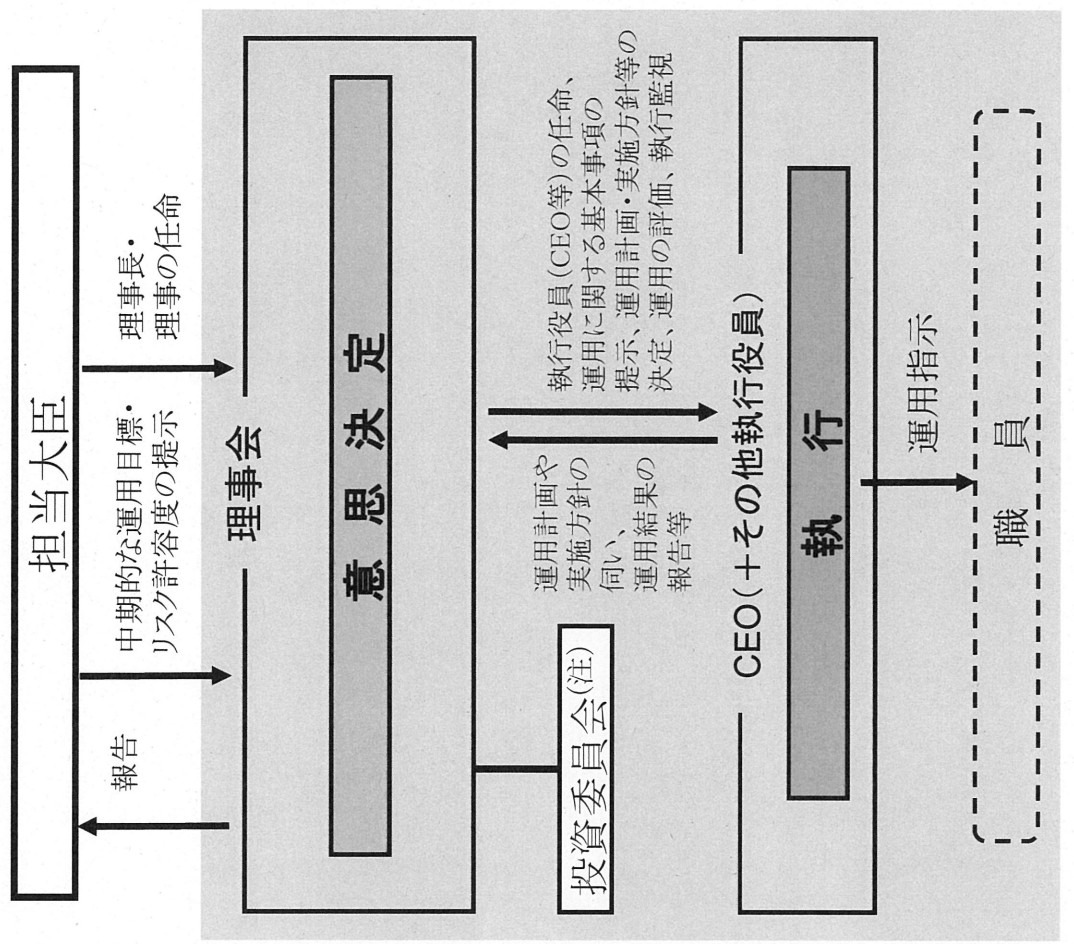
目指すべきガバナンスの仕組み

(別紙1)

(パターン1)



(パターン2)



(注) 理事会本体は基本ポートフォリオ・運用対象等の基本的事項を審議・決定し、より具体的な運用計画・実施方針等については、一部の理事等で構成される投資委員会が審議・決定する仕組み。なお、投資委員会のほか、リスク管理委員会・ガバナンス委員会等の設置についても検討。

運用・管理等の見直しに係る工程表

	直ちに取り組むべき課題	1年を目途に取り組むべき課題	目指すべき姿
運用の見直し (分散投資の促進等)	<ul style="list-style-type: none"> 現在の基本ポートフォリオの枠内での運用の見直し (かい離許容幅を利用した柔軟な運用や、アクティブ運用の見直しなど) 収益目標・リスク許容度のあり方の検討 パッシブ運用における新たなベンチマークの検討 	<ul style="list-style-type: none"> 財政検証の結果を踏まえた新たな基本ポートフォリオの決定 新たな運用対象(流動性の高いものや資産評価の容易なもの)の追加 ベビーフアンドの設置 	<ul style="list-style-type: none"> 新たな運用対象(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も含む)の追加

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

リスク管理の見直し	<ul style="list-style-type: none"> 物価や金利の上昇に備えたリスク管理策の検討・実施 (物価連動国債への投資やリスクヘッジのためのデリバティブの利用など) フォワード・ルッキングなリスク分析の検討 	<ul style="list-style-type: none"> 財政検証の結果を踏まえたフォワード・ルッキングなリスク分析に基づくポートフォリオの構築 	<ul style="list-style-type: none"> 新たな運用対象(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も含む)の追加に伴うリスク管理策の実施
ガバナンス体制の見直し	<ul style="list-style-type: none"> 中長期的な運用成績に連動した受託機関報酬の導入 専門性の高い人材の確保策について検討を開始 	<ul style="list-style-type: none"> 人員数、給与水準及び経費等に係る制約の緩和を受けた運用委員会委員の常勤化、及び専門性の高い人材の採用 	<ul style="list-style-type: none"> 法人形態の変更による理事会の設置及び専門性の高い運用体制の整備

公的・準公的資金の資産運用状況(1)

(資料1)

◆ 公的年金

		年金積立金 管理運用 独立行政法人 (GPIF)	国家公務員 共済組合連合会 (KKR)	地方公務員 共済組合連合会	日本私立学校 振興・共済事業団
総資産額 (2013年3月末)		120.5兆円	7.8兆円	17.5兆円	3.6兆円
基本ポートフォリオ	国内債券	60%(±8%)	80%(±12%)	64%(±5%)	65%(±9%)
	国内株式	12%(±6%)	5%(±3%)	14%(±5%)	10%(±3%)
	外国債券	11%(±5%)	0%(+1.5%)	10%(±5%)	10%(±3%)
	外国株式	12%(±5%)	5%(±3%)	11%(±5%)	10%(±3%)
その他	短期資産 5%	短期資産 4%(±4%)	短期資産 1% (+3%、-1%)	短期資産 5%	短期資産 5%
		不動産 2%(±2%)			
		貸付金 4%(±4%)			

※GPIFの基本ポートフォリオ変更前(平成25年6月7日変更)の構成割合は、国内債券67%、国内株式11%、外国債券8%、外国株式9%、短期資産5%。

(収益率の推移)

(%/年)	2003年度	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度
GPIF	8.4%	3.4%	9.9%	3.7%	▲4.6%	▲7.6%	7.9%	▲0.3%	2.3%	10.2%
国共連	3.8%	2.7%	5.4%	2.8%	▲0.5%	▲3.9%	5.5%	1.2%	2.1%	5.1%
地共連	9.6%	3.8%	12.3%	4.0%	▲4.4%	▲8.9%	8.0%	▲0.2%	2.5%	9.8%
私学事業団	2.6%	3.4%	5.8%	4.1%	▲2.8%	▲7.6%	8.3%	0.2%	1.8%	9.2%

公的・準公的資金の資産運用状況(2)

(資料2)

◆ 独立行政法人のうち、固定資産として金融資産を500億円超保有する先(2013年3月末) 【単位:億円】

独立行政法人	所管省庁	総資産	金融資産 (固定資産)			金融資産 (流動資産)			運用収益 (2012年度)	
			国内債	外国債	金銭信託	国内債	外国債	金銭信託		
中小企業基盤整備機構	経済産業省	114,078	55,153	0	0	29,924	8,476	0	16,789	3,522
勤労者退職金共済機構	厚生労働省	56,199	22,769	1,000	0	24,153	3,919	0	19,788	2,960
農業者年金基金	農林水産省	6,296	1,687	0	1,219	436	342	0	0	156
農林漁業信用基金	農林水産省 財務省	3,280	891	0	0	587	314	0	0	15
石油天然ガス・金属鉱物資源機構	経済産業省	13,202	871	0	0	1,490	366	0	0	7
農畜産業振興機構	農林水産省	4,752	839	0	0	3,753	71	0	0	15
環境再生保全機構	環境省	3,099	826	41	0	1,743	1,318	0	0	13
日本芸術文化振興会	文部科学省	2,415	733	133	0	78	25	0	0	15
国際交流基金	外務省	761	547	79	0	98	41	5	0	12

独立行政法人(100法人の合計) ※GPIFを除く	1,904,504	86,485	82,866	1,395	1,239	419,368	48,666	5	42,625	—
国立大学法人(86法人の合計)	97,943	936	703	(その他) 234	(その他) 243	8,417	1,558	(その他) 243	—	—

(注1) 固定資産は、期限が一年を超えて到来する預金、並びに有価証券のうち、売買目的有価証券及び一年以内に満期が到来する国債、地方債、政府保証債その他の債券以外の有価証券等。

(注2) 中小企業基盤整備機構は2012年3月末の値。

諸外国における市場運用を行っている年金積立金等について

(資料3)

名称	米国 (州・地方公務員年金)	カナダ	ノルウェー	オランダ	スウェーデン	日本 (企業年金)
資金規模	約25兆円 (2013年6月末)	カナダ年金プラン 投資理事会 (CPPIB)	政府年金基金 グローバル (GPIG)	オランダ公務員 総合年金基金 (ABP)	約11兆円 (2012年12月末)	10.7兆円 (2013年3月末)
基本(参照)ポートフォリオ	国内債券	30%	外国債券 35~40%	39%	36~38%	積立水準が改善する毎に株式水準を低下させる「動的管理」 積立水準100%未満 内外債券 57% 内外株式 43% ↓ 積立水準115%以上 内外債券 80% 内外株式 20%
	外国債券	5%				
	国内株式	10%	外国株式 60%	31%	46~53%	
	外国株式	55%				
その他	不動産等 15% 流動性資産 4%	—	不動産等 ~5%	不動産、インフラ、PE、 オルタ等 30%	不動産、PE等 11~17%	
職員数	2,626名	906名	336名	4,143名	248名	153名

(注1)カナダは、理事会が提示する参照ポートフォリオ(実際の運用では不動産、インフラ等にも投資)。

(注2)スウェーデンAP1~4のポートフォリオは、2012年末時点の実際の資産構成比率。資金規模、職員数はAP1~4の合計。

(注3)企業年金連合会の積立金には、厚生年金基金から移換された代行部分(厚生年金基金が公的年金の一部を代行している部分)が含まれている。

(注4)職員数には、運用スタッフ以外の職員や理事会の理事数を含む機関もある。

(備考)資金規模は、1ドル=98円、1ユーロ=118円、1カナダドル=90円、1ノルウェー・クロナー=16.02円、スウェーデン・クロナー=12円で換算。なお、端数は四捨五入。

◆年平均収益率

(%/年)	2003年度	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度
CaIPERS	23.3	13.4	11.1	15.7	10.2	▲27.8	12.1	12.6	1.1	13.3
CPPIB	17.6	8.5	15.5	12.9	▲0.3	▲18.6	14.9	11.9	6.6	10.1
GPIG	12.6	8.9	11.1	7.9	4.3	▲23.3	25.6	9.6	▲2.5	13.4
ABP	11.0	11.5	12.8	9.5	3.8	▲20.2	20.2	13.5	3.3	13.7
AP1	16.5	11.4	17.5	9.8	4.8	▲21.7	20.4	10.3	▲1.7	11.4
企業連	21.2	5.8	22.7	5.6	▲9.9	▲18.3	17.9	▲0.5	2.1	15.4

(注)CPPIB・企業連の年度は4月~翌年3月末、それ以外は1月~12月末。なお、スウェーデンの収益率はAP1の値。

(参考1)

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
メンバー名簿

- | | |
|---------|---------------------------------|
| ◎ 伊藤 隆敏 | 東京大学大学院経済学研究科教授 兼 東京大学公共政策大学院院長 |
| 菅野 雅明 | JP モルガン証券株式会社チーフエコノミスト |
| 熊谷 亮丸 | 大和総研チーフエコノミスト |
| 佐久間 総一郎 | 経団連経済法規委員会企画部会長(新日鐵住金株式会社常務取締役) |
| 菅家 功 | 日本労働組合総連合会前副事務局長 |
| 堀江 貞之 | 野村総合研究所上席研究員 |
| 米澤 康博 | 早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授 |

◎座長
(五十音順)

(参考2)

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
開催実績

日程	主な議事
第1回 (7月1日)	・本有識者会議について
第2回 (7月30日)	・公的年金の運用の現状に関するヒアリング (GPIF・厚生労働省、国家公務員共済組合連合会・財務省、地方公務員共済組合連合会・総務省、日本私立学校振興・共済事業団・文部科学省より)
第3回 (8月23日)	・オンタリオ州公務員年金基金 (OMERS) からのヒアリング ・独立行政法人・国立大学法人の運用等の現状に関するヒアリング (総務省、文部科学省より)
第4回 (9月12日)	・運用についての実務家・研究者へのヒアリング (みずほ年金研究所、企業年金連合会より)
第5回 (9月26日)	・中間論点整理に向けた議論
第6回 (10月15日)	・リスク管理等を含むガバナンスの見直しについて
第7回 (10月30日)	・報告書の取りまとめに向けた議論
第8回 (11月20日)	・報告書の取りまとめに向けた議論