

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ことが必要である。
- 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ことが必要である。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る、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變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變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、老後のためにということ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はある得ない。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GPIF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こと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、非常勤である点にある。
- ・ 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に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"> ・ G P I F 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 G P I F 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

第9回 平成22年10月29日	○ GPIFのガバナンス等に関する主な論点について
第10回 平成22年11月5日	○ 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
第11回 平成22年12月3日	○ これまでの主な議論の整理について
第12回 平成22年12月17日	○ 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

(肩書きはいずれも当時)