

社会保障審議会年金部会 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（第1回）

平成26年11月4日（火）
9：00～11：00
場所：厚生労働省 専用第22会議室（18階）

議 事 次 第

1. 開会
2. 議事
GPIFのガバナンス体制について
3. 閉会

〔配付資料〕

- 資料1 社会保障審議会年金部会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開催要綱【略】
- 資料2 社会保障審議会年金部会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委員名簿【略】
- 資料3 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20日公表）概要
- 資料4 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）
- 参考資料1 GPIFのガバナンス体制（第26回社会保障審議会年金部会（平成26年10月15日）資料3）【略】
- 参考資料2 GPIFのガバナンス体制（参考資料）（第26回社会保障審議会年金部会（平成26年10月15日）参考資料2）【略】

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20日公表) 概要

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
平成26年11月4日

資料3

① 運用目標・方針

- ・ 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、**国内債券を中心とする現在のポートフォリオの見直しが必要**。
- ・ **収益目標を適切に設定**するとともに、**リスク許容度の在り方**についても検討すべき。

② ポートフォリオ(運用対象)

- ・ 新たな運用対象(例えば、REIT・不動産、インフラ、ベンチャー・キャピタル、プライベート・エクイティ、コモディティなど)の追加により**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。
- ・ **アクティブ運用比率を高めること**を検討すべき。その際、**一部をベビーファンド**(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もの)として**特別に管理すること**も考えられる。
- ・ **ベンチマークの選択に工夫を凝らすこと等でリターン向上を目指すこと**が望ましい。株式運用のベンチマークについては、より効率的な運用が可能な指数(例えばROE等も考慮した新たな株式指数等)を利用するなど、**改善策**を検討すべき。

③ リスク管理体制等のガバナンスの見直し

- ・ **所管大臣との関係により運用機関の自主性や創意工夫が損なわれないよう留意**する必要。
- ・ 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。
- ・ 運用対象の多様化やリスク管理等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。
- ・ 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**が必要。

④ エクイティ資産に係るリターン最大化

- ・ 株式などのエクイティ資産への投資については、**長期投資を前提としてリターン向上を目指す必要**があり、**投資先との緊密な対話や適切な議決権行使**が求められる。このため、**日本版スチュワードシップ・コードに係る検討**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、当該方針にのっとり対応を求め**るべき。

(参考) 規模の大きな資金運用専門機関(GPIF)のガバナンス体制及び改革の工程表

ガバナンス体制

- ① 新たな立法を行い、固有の根拠法に基づき設立される法人に法人形態を変更(別紙1参照)し、金融・投資についての十分な知識を有するメンバーで構成される合議制の理事会において重要方針を決定する体制とすべき。
- ② 新たな立法までの間の過渡的な対応として、既存の運用委員会に複数の常勤委員を配置して、資金運用の重要方針等に関して実質的な決定権を持たせるべき。
- ③ 閣議決定等による人員数、給与水準、経費等の面での制約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。

※ また、市場との対話を緊密に行う必要性等に鑑み、本拠地は東京都に置くべき。

GPIFに係る改革の工程表

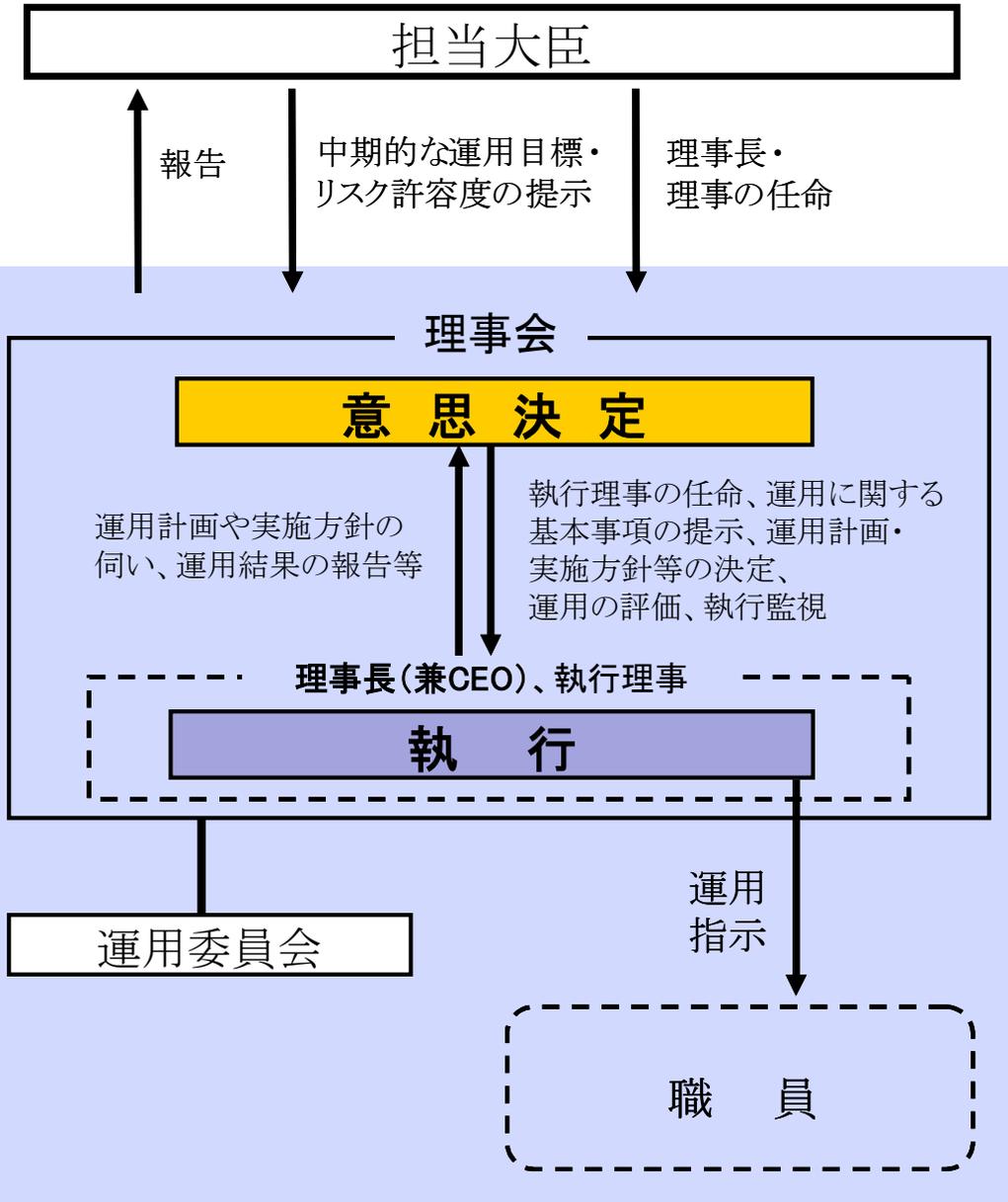
- ① 経済・市場環境の変化に遅れることなくポートフォリオの見直しや、それに見合ったリスク管理を含むガバナンス体制の見直しを継続的に実施する必要。
⇒ 次の3つのフェーズ毎に具体的な改善策を提言(別紙2参照)。
 - (イ) 直ちに取り組むべき課題
 - (ロ) 今後1年を目途に取り組むべき課題
 - (ハ) 法律改正を行った上で目指すべき姿
- ② 各フェーズにおける運用の見直しと、リスク管理を含むガバナンス体制の見直しを、セットで実施することが重要。

※ なお、制度三共済など、その他の規模の大きな運用機関においても、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。

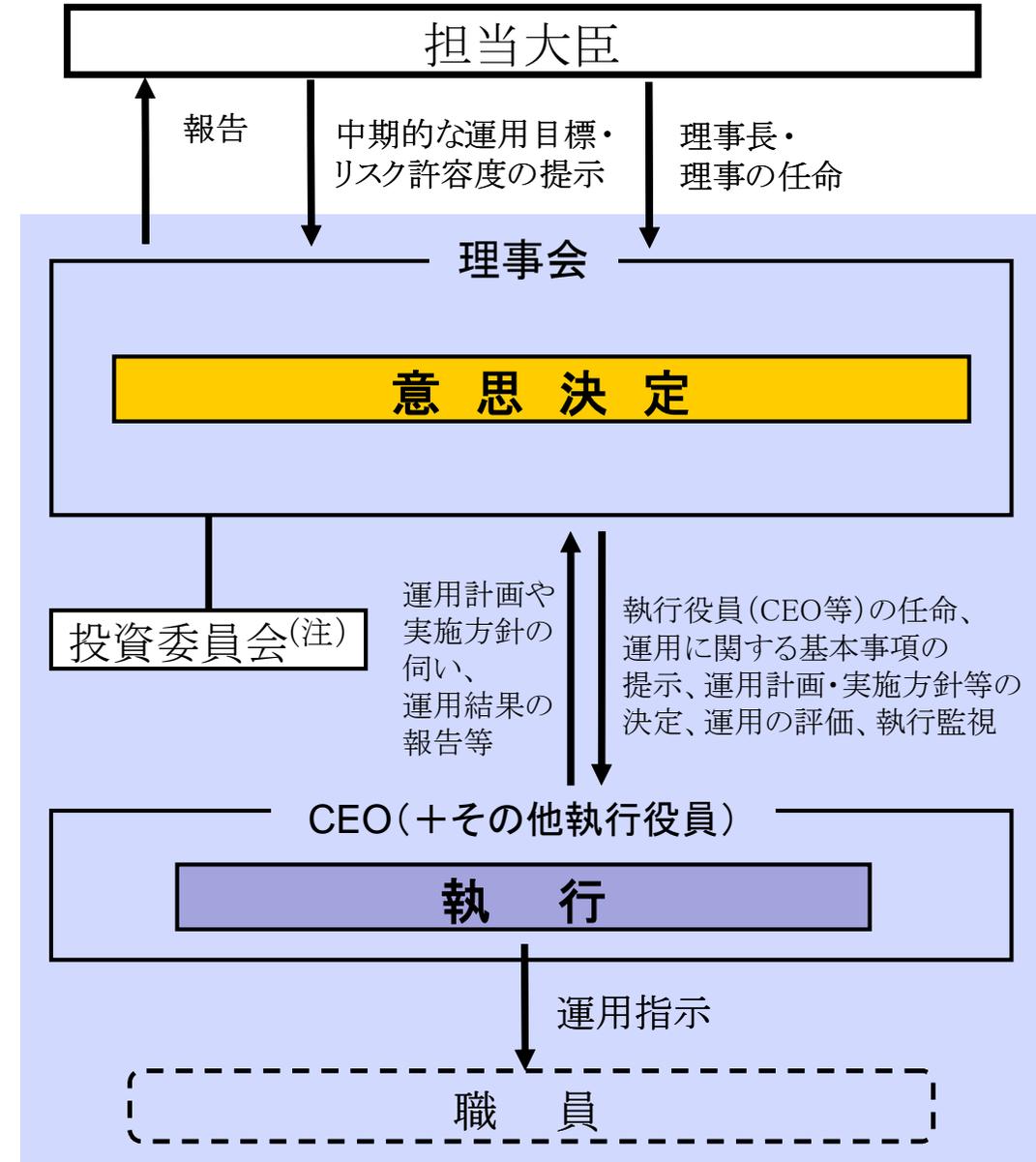
目指すべきガバナンスの仕組み

(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が中心)の追加● ベビーファンドの設置	<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

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
平成 26 年 11 月 4 日

資料 4

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

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、日本経済にいかに貢献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が、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よう、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。

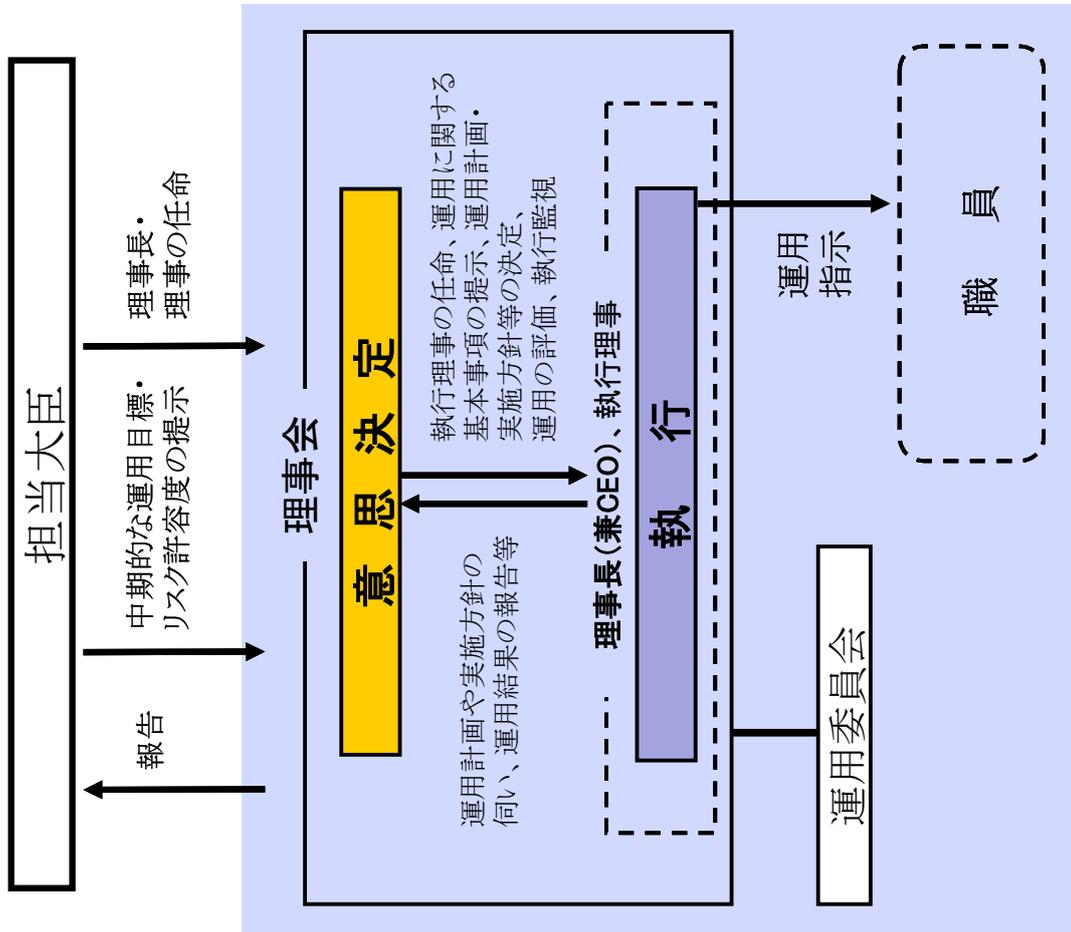
今後、改革を進めるに当たっては、それぞれのフェーズにおける運用の見直しを、リスク管理を含むガバナンス体制の見直しとセットで実施することが重要であり、迅速かつ着実に進展することを期待している。

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。

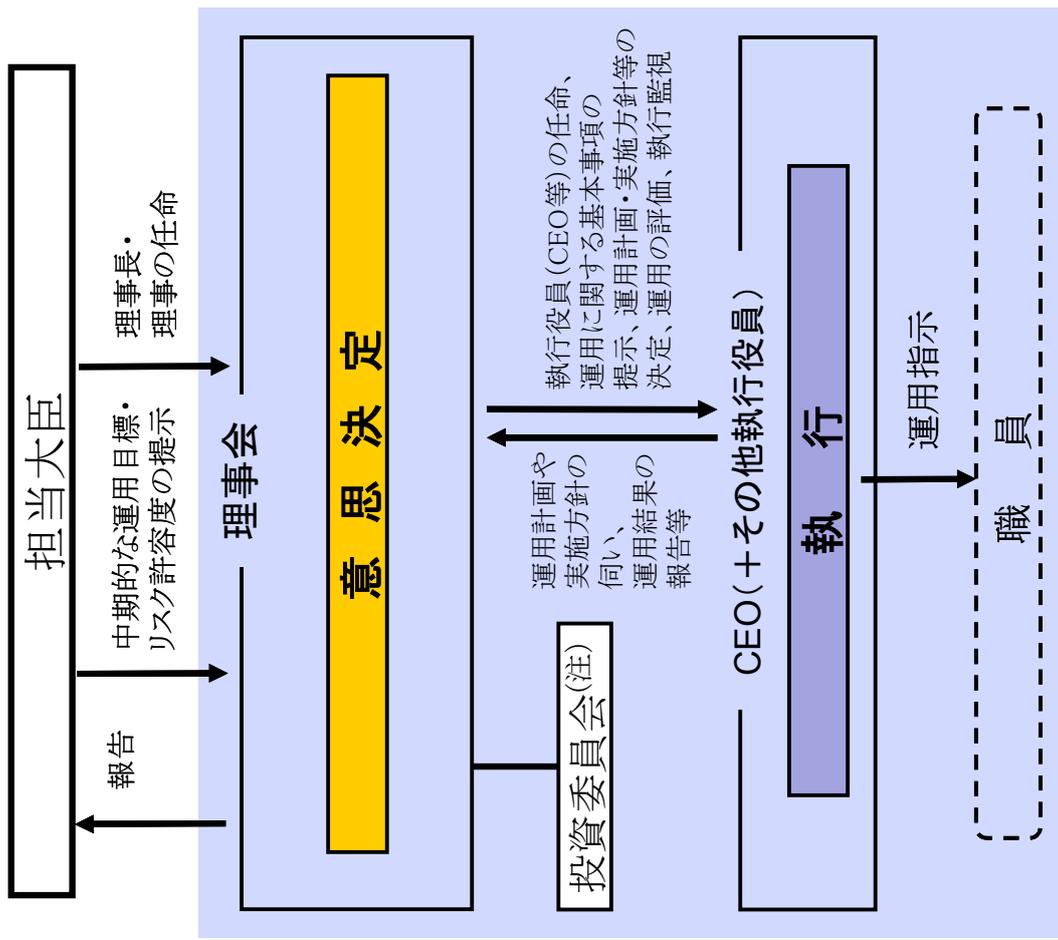
目指すべきガバナンスの仕組み

(別紙1)

(パターン1)

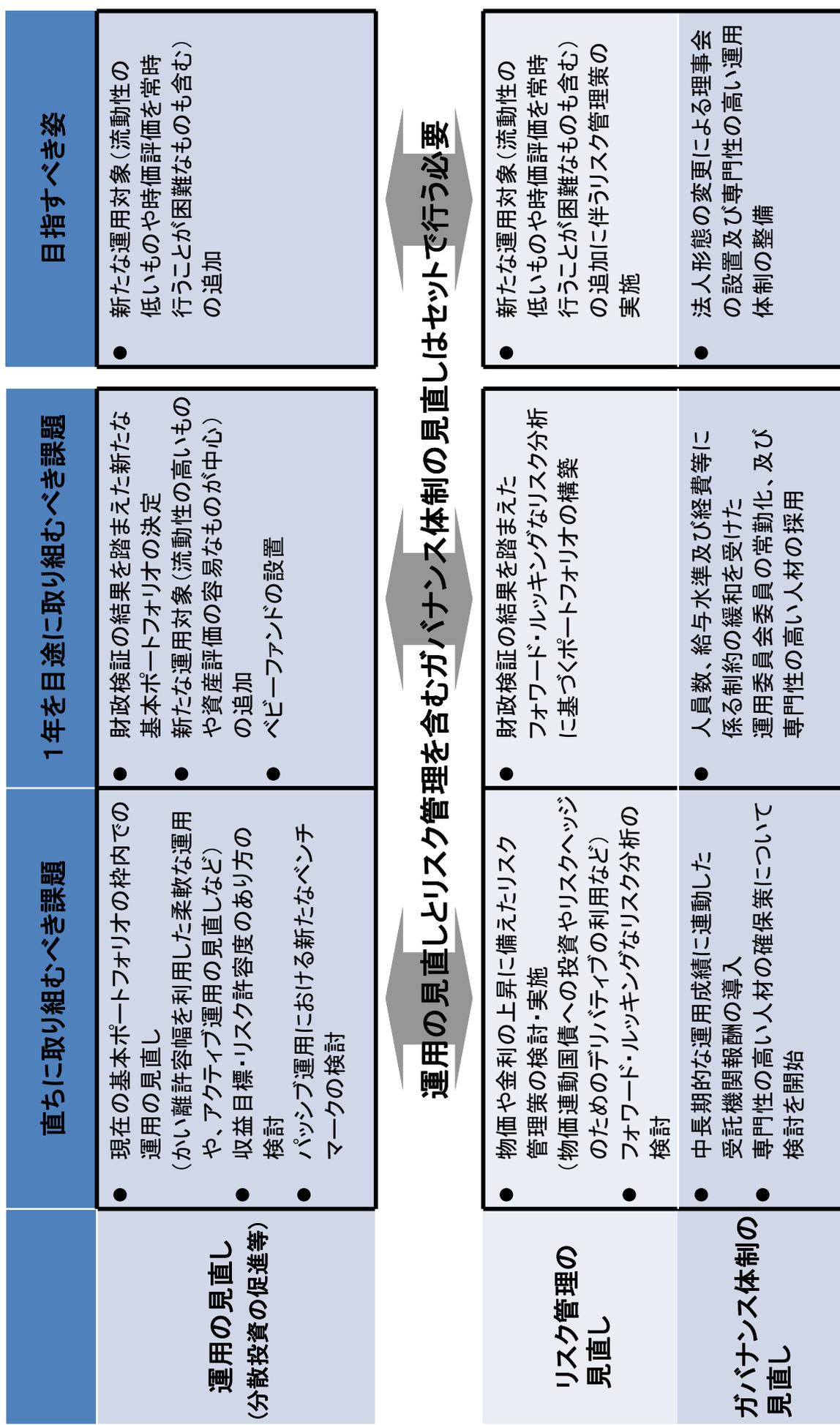


(パターン2)



(注) 理事会自体は基本ポートフォリオ・運用対象等の基本事項を審議・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



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

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	80% (±12%)	64% (±5%)	65% (±9%)
	国内株式	5% (±3%)	14% (±5%)	10% (±3%)
	外国債券	0% (+1.5%)	10% (±5%)	10% (±3%)
	外国株式	5% (±3%)	11% (±5%)	10% (±3%)
	その他	短期資産 4% (±4%) 不動産 2% (±2%) 貸付金 4% (±4%)	短期資産 1% (+3%、-1%)	短期資産 5%

※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	国内債	外国債		国内債	外国債
中小企業基盤 整備機構	経済産業省	114,078	55,153	0	29,924	0	8,476	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	24,153	0	3,919	19,788	2,960
農業者年金基金	農林水産省	6,296	1,687	0	436	1,219	342	0	156
農林漁業信用基金	農林水産省 財務省	3,280	891	0	587	0	314	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	1,490	0	366	0	7
農畜産業振興機構	農林水産省	4,752	839	0	3,753	0	71	0	15
環境再生保全機構	環境省	3,099	826	41	1,743	0	1,318	0	13
日本芸術文化 振興会	文部科学省	2,415	733	133	78	0	25	0	15
国際交流基金	外務省	761	547	79	98	0	41	5	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)	
	カリフォルニア州 職員退職制度 (CalPERS)	約25兆円 (2013年6月末)	カナダ年金プラン 投資理事会 (CPPIB)	約17兆円 (2013年3月末)	政府年金基金 グローバル (GPFG)	約67兆円 (2013年3月末)	オランダ公務員 総合年金基金 (ABP)	約34兆円 (2013年3月末)	国民年金 (AP1～4)	10.7兆円 (2013年3月末)	企業年金連合会	
資金規模												
基本(参照)ポートフォリオ	国内債券	17%	30%	約17兆円 (2013年3月末)	外国債券 35～40%	約34兆円 (2013年3月末)	39%	約11兆円 (2012年12月末)	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%	153名	
	外国債券		5%					36～38%				
その他	国内株式	64%	10%		外国株式 60%	31%		46～53%	不動産、PE等 11～17%	248名		
	外国株式		55%									
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・クロネ＝16.02円、スウェーデン・クロネ＝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
CalPERS	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
GPFG	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