

# 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2回）

平成26年11月10日（月）  
9：00～11：00  
場所：航空会館（大ホール）7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 現行のGPIFの体制について  
資料2 諸外国の年金基金（運用組織）のガバナンスについて  
参考資料 社会保障審議会年金部会第26回議事録  
（「GPIFのガバナンス体制」関係部分抜粋）【略】



# 現行のGPIFの体制について

厚生労働省年金局

平成26年11月10日

# 現状のガバナンス体制と有識者会議提言の具体的内容について

被保険者

事業主

↓ 保険料

厚生労働大臣

年金制度の設計・年金財政の検証

任命

- 中期目標(運用利回り・リスク許容度等)を策定・指示
- 中期計画の認可

GPIF

運用委員会

【構成】

- 経済・金融に関し高い識見を有する者等(労使推薦の委員を含む)

【権能】

- 基本ポートフォリオ等資金運用の重要な方針の審議・議決
- ※現在は、実態として運用受託機関の選定等、執行に関わる事項についても議論
- 執行監視

基本ポートフォリオ等に係る審議・議決

執行に関する議論

任命

諮問・報告等

審議・議決案件の承認・執行監視

理事長

【権能】

- 中期計画を策定(決定には運用委員会の事前承認(議決)が必要)
- 日々の運用執行(運用受託機関の選定等は、実態として運用委員会に諮問)
- 理事長を補佐する理事(1名)の任命

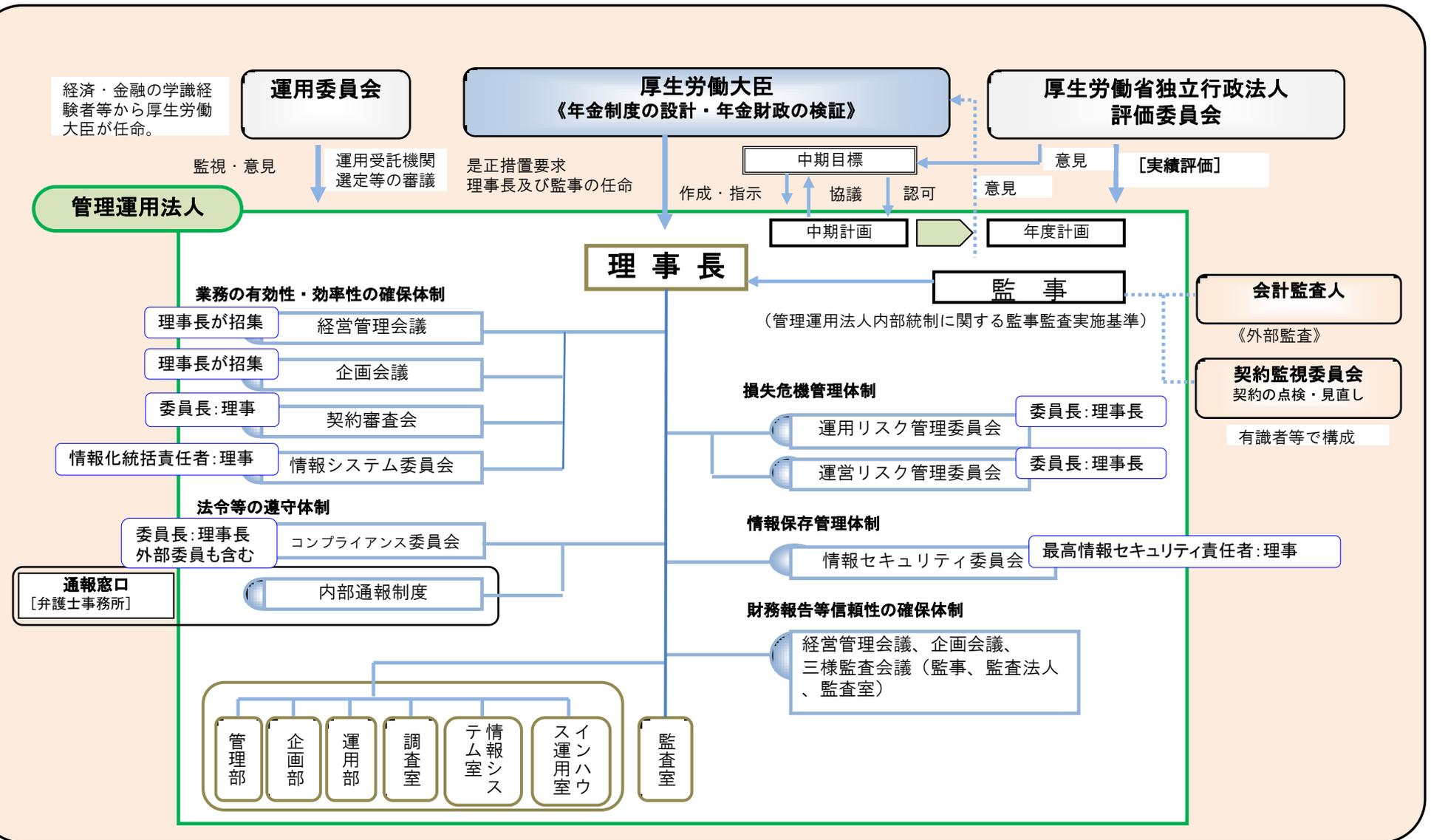
基本ポートフォリオ等に係る最終的な意思決定

執行

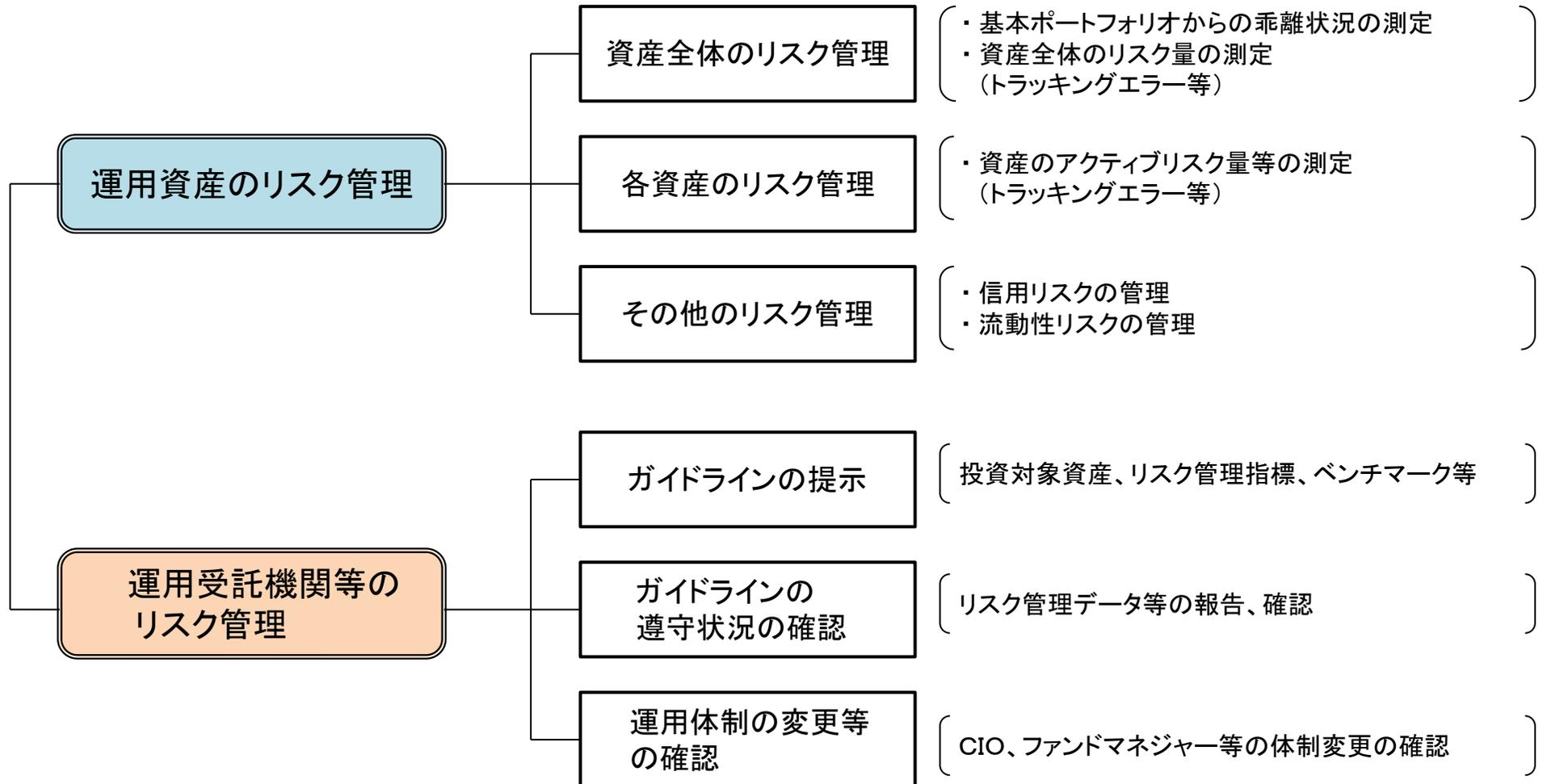
## 有識者会議提言の具体的内容

- 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
- 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  
⇒ 基本ポートフォリオ等、資金運用の重要な方針について運用委員会の議決による事前承認を導入(H26.8.5～)
- 常勤の運用委員を配置(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。)
- 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が望ましい
- 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
- 専門性のある運用スタッフの強化を図るべき  
⇒ 中期目標・中期計画を変更し、報酬等の制約について弾力化。報酬体系の見直し検討中。

# リスク管理等に関する体制



# リスク管理①

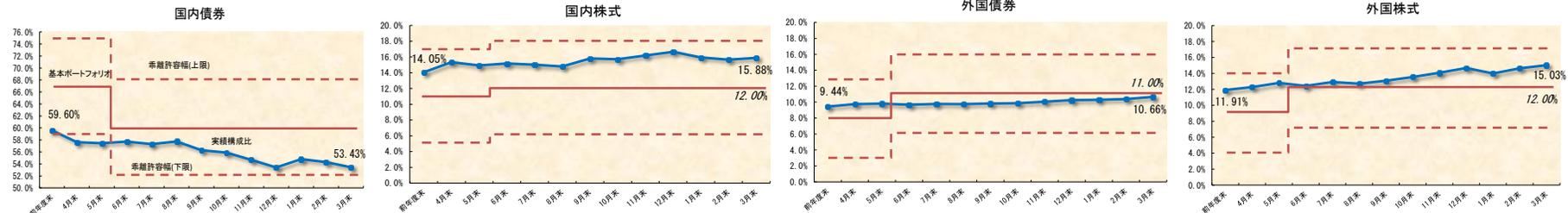


# リスク管理②

## 資産全体のリスク管理

- 基本ポートフォリオの資産構成割合と実際のポートフォリオの資産構成割合との乖離状況を把握しリスク管理。
- 基本ポートフォリオからの乖離状況等を踏まえて行うリバランスは、原則として、各資産の資産構成割合が基本ポートフォリオに定めた乖離許容幅を超えた場合に実施。

### 【平成25年度の乖離状況】



(注1) 実際の資産構成割合は、短期資産を基本ポートフォリオにおける割合である5%として算出

(注2) 資産ごとの乖離許容幅は、国内債券±8%、国内株式±6%、外国債券±5%、外国株式±5%

## 各資産のリスク管理

- 各資産のトラッキングエラー(アクティブリスク; 目標ベンチマーク収益率と運用ポートフォリオ収益率の差を標準偏差で表したもの)の数値の変化要因の分析と確認
- 株式アクティブファンドのβ値(市場全体の収益率に対するポートフォリオの収益率の感応度を示す指標)の推移の確認
- 債券ファンドのデュレーション(金利の変動に対する債券価格の変化率を示す指標)の推移の確認

## その他のリスク管理

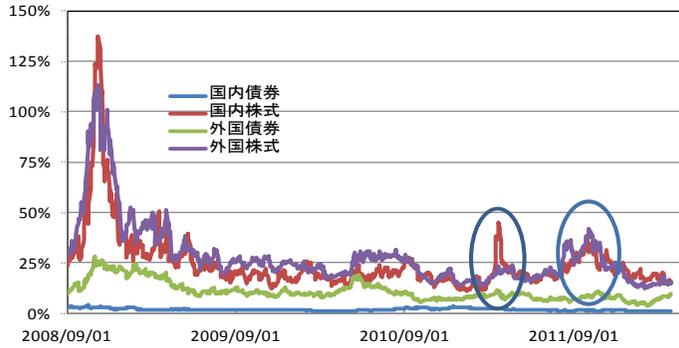
- 信用リスク(資産管理機関やインハウスの取引先の格付状況等)及びカントリーリスク(国の政治的・経済的リスク)の確認
- 流動性リスク(株式等の1日あたりの取引金額等)の確認

# リスク管理③

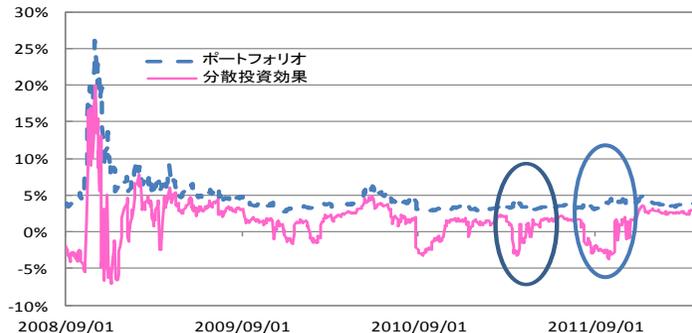
## 基本ポートフォリオの管理と必要に応じた見直しの検討(平成23年度)

### [短期的なリスクのモニター]

#### ・SVモデルによるモニタリング



#### ・分散投資効果の確認



### [マクロ的な観点からの検討]

○当面の市場見通しについてエコノミスト・ストラテジストからのヒアリングの内容

#### [東日本大震災時]

・サプライチェーンの寸断、電力不足の問題は不透明要因ではあるが、大きな制約にはならず、一方で大型の補正予算が期待され日本の腰折れは考えにくい。

→ 平成23年5月の運用委員会に報告

#### [世界同時株安時(平成23年8月以降)]

・流動性リスクは中央銀行が資金供給により対応中。ソブリンリスクへの対応は時間がかかるが、ユーロ崩壊のリスクは低いと予想。

→ 平成23年10月の運用委員会に報告

### [運用委員会での議論]

#### [東日本大震災時]

・震災後、金融マーケットに大きな変化があるかどうかはしっかりウォッチしていかなければならないが、いまのところ大きな変化はないのではないか。状況を慎重に把握し、かつ、タイムリーに見ていくのが重要ではないのか。(平成23年5月運用委員会)

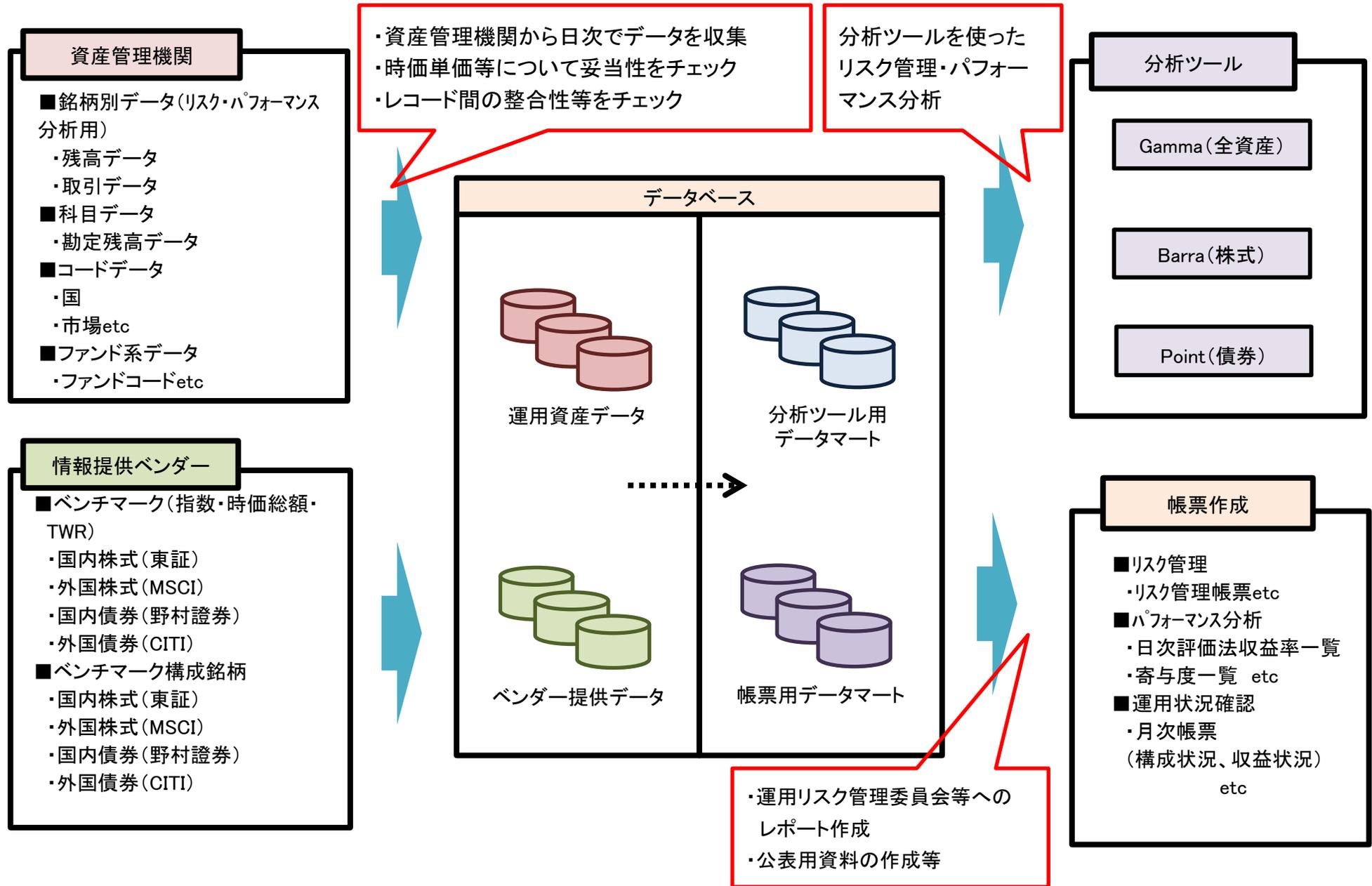
#### [世界同時株安時(平成23年8月以降)]

・リスクの根本のところは金融なのではないか。ただし、今のところマクロ的な指標から見れば、市場の構造変化は起こっていないのではないかと。(平成23年10月運用委員会)

・リーマンショック時には分散投資効果が一時的に効かなかったが、それ以降は、流動性供給を各国中央銀行がオペレーションを通じて行ったため、イベントリスク発生時にはピンポイントで分散投資効果が効いているのではないかと。(平成24年3月運用委員会)

震災後の経済や市場の状況及び欧州財政問題による世界的な株式市場の下落について、①短期的なリスクのモニタリングに加え、②エコノミストからのヒアリング等によりマクロ的な観点からの検討も行い、③運用委員会で議論を行った結果、長期的な市場の構造変化については現在のところ確認できないとの結論を得、基本ポートフォリオを維持することとした。なお、市場動向については、引き続き注視することとした。

# データシステムによるリスク管理等



# 運用受託機関の管理及び評価

## 運用受託機関の管理

### ◇定期ミーティング・ リスク管理ミーティング

※ リスク管理ミーティングにおいては、年度の総合評価が一定水準以下の運用受託機関等について、運用状況、リスク管理状況等を確認

### ◇月次報告 ・運用実績 ・リスクの状況

### ◇随時ミーティング

※ 運用上の問題が発生した運用受託機関について、緊急にミーティングを実施し投資行動及びリスク管理状況等を確認

### ◇運用実績、リスクの 状況の問題点を確認。

### ◇ガイドラインの遵守 状況を確認。

### ◇警告 ◇資金配分停止 ◇資金回収 ◇解約等

### ◇金融監督当局による 処分

## 運用受託機関の評価

### 総合評価

#### ◇定性評価

運用スタイルの根拠等の投資方針、戦略決定等の運用プロセス、組織・人材等

#### ◇定量評価

パッシブ運用...超過収益率とトラッキングエラー<sup>(注1)</sup>  
アクティブ運用...超過収益率とインフォメーション・レシオ<sup>(注2)</sup>

(注1) 超過収益率の標準偏差

(注2) 超過収益率/トラッキングエラー

### ◇総合評価結果及び対応

評価が一定水準に達していない運用受託機関については、解約、一部資金回収及び資金配分停止、又は追加配分

# 自家運用の運用状況等の確認について

## 自家運用の運用状況等の確認

自家運用の運用状況等について、運用受託機関と同様に「自家運用に係る運用ガイドライン」を提示し、その遵守状況を管理(運用部)  
資金計画の提示等を行い、その執行状況を管理(企画部)

### 運用部

- ◇ リスク管理指標等の遵守状況を確認(月次)
- ◇ 評価ミーティングを実施し、問題がないことを確認(年1回)

・運用ガイドラインの提示  
・評価ミーティング

牽制機能

・運用手法、方針等の提出  
・リスク管理状況等の報告

### インハウス運用室

- ◇ 国内債券パッシブファンドのリスク特性値、保有債券・購入債券の格付の確認(日次)
- ◇ 短期資産ファンドの与信先の信用リスクの確認(日次)
- ◇ 短期資産ファンドの運用対象資産、与信限度額の確認(約定前後)

- ◇ 売買計画・執行等

・資金計画の提示等及びその執行状況の管理

牽制機能

### 企画部

- ◇ 資金計画・執行状況の確認等
- ・資産管理機関に対する売買の指図(取引の都度)
- ・資金管理(日次)及び資産管理(週次)

## 基本ポートフォリオ見直しに併せたガバナンス体制の強化について

- 基本ポートフォリオの変更(平成26年10月31日付)に併せて、運用委員会から理事長に対し、ガバナンス体制の強化について建議があったこと等を踏まえ、以下について実施。

### 内部統制 の強化

- ・ ガバナンス会議の設置
- ・ 「投資原則」、「行動規範」策定
- ・ コンプライアンスオフィサー新設、等

### リスク 管理体制 の強化

- ・ マクロ経済分析や市場予測
- ・ 運用資産と年金給付の一体分析
- ・ 複線型リスク管理
- ・ 専門人材の強化、等

# (参考) 運用委員会の概要

## 1. 運用委員会の構成

- 年金積立金管理運用独立行政法人法に規定。
- 運用委員会は、委員11人以内で組織する。現在は8名の運用委員により構成。
- 運用委員会の委員は、経済・金融の専門家等の学識経験者のうちから、厚生労働大臣が任命する(任期は2年)。

## 2. 運用委員会の権限

- 中期計画及び業務方法書の審議、事前承認(議決)
- 法人が行う年金積立金の管理運用業務の実施状況の監視
- 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

## <運用委員名簿>

(平成26年7月18日現在)

大野 弘道	味の素株式会社 取締役常務執行役員	← <u>経団連による推薦</u>
佐藤 節也	東洋大学文学部英語コミュニケーション学科教授	
清水 順子	学習院大学経済学部教授	
菅家 功	公益財団法人連合総合生活開発研究所専務理事	← <u>連合による推薦</u>
武田 洋子	株式会社三菱総合研究所政策・経済研究センター主席研究員・チーフエコノミスト	
○堀江 貞之	株式会社野村総合研究所上席研究員	
水野 弘道	カラーキャピタルパートナー	
◎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) ◎ 委員長 ○ 委員長代理



# 諸外国の年金基金（運用組織）の ガバナンスについて

厚生労働省年金局  
平成26年11月10日

# 諸外国の年金基金(運用組織)のガバナンスについて

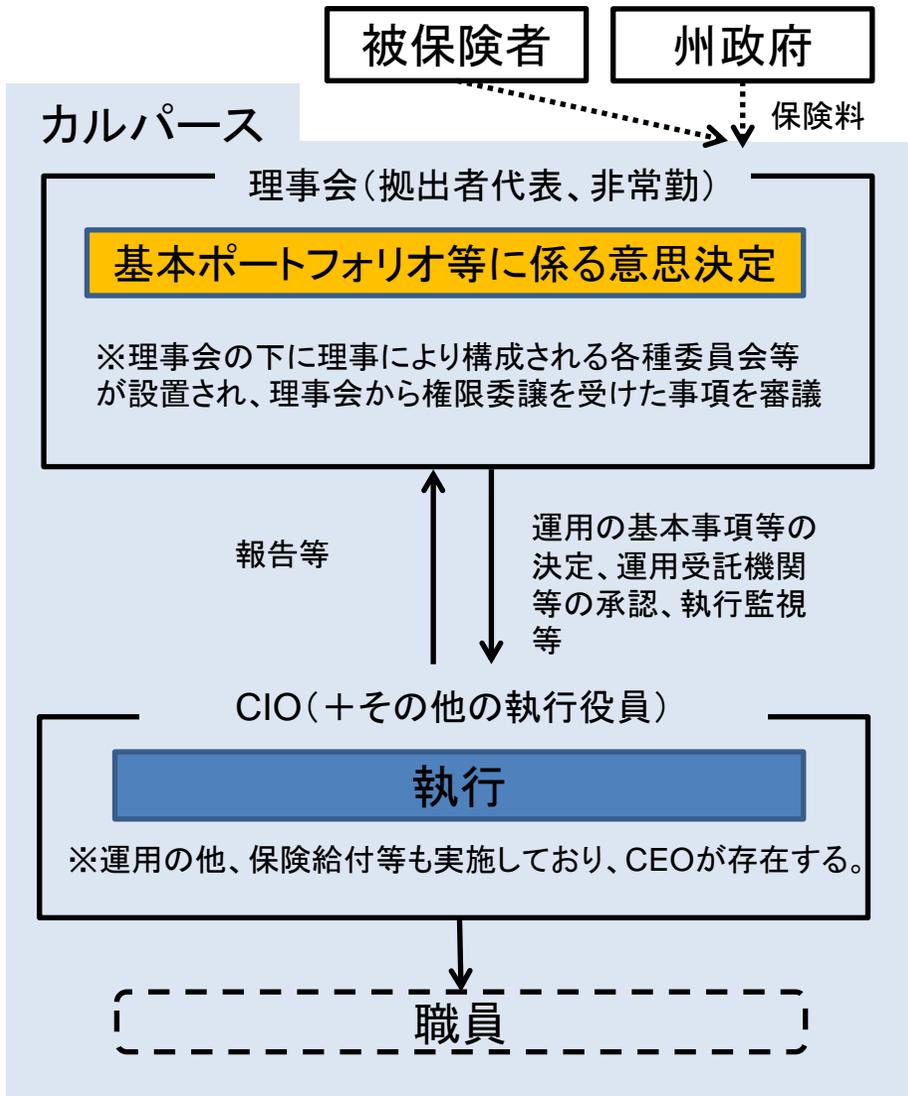
## ① 諸外国の主な公的年金基金のガバナンスについて

名称	米国	カナダ	韓国	スウェーデン	オランダ	オーストラリア
年金制度	カリフォルニア州職員退職制度 (被保険者はカリフォルニア州の公務員等、積立方式)	カナダ年金プラン (保険者は連邦及び州。被保険者は一般国民(ケベック州を除く)、賦課方式)	国民年金制度 (保険者は政府。被保険者は一般国民、賦課方式)	公的年金 (保険者は政府。被保険者は一般国民、賦課方式)	オランダ公務員職域年金(ABP)(被保険者は、公務員等積立方式、2階建部分(職員年金))	退職年金保障制度(労使の拠出による個人口座による退職年金積立)
積立金の運用の実施機関	カルパース (カリフォルニア州職員退職制度)	カナダ年金プラン投資理事会 (CPPIB、公法人)	国民年金サービス(NPS、公法人)	国民年金基金(中央行政庁、AP1~4(原資を異にするAP6が別途存在))	APG(ABPの子会社)	スーパーファンド(信託の一形態)。企業別、産業別、公共部門等に分かれ、全国で500程度
資金規模	約30兆円 (平成26年3月末)	約20兆円 (平成26年3月末)	約43兆円 (平成25年12月末)	約17兆円(AP1~AP4合算) (平成25年12月末)	約44兆円 (平成25年12月末)	資産額50億豪ドル以上のスーパーファンドが6割強
年金制度(保険者)と運用実施機関の関係	年金給付業務等に併せ、年金制度運営者が自らその積立金を管理運用	財政責任を負う連邦財務大臣等と別に、運用に特化した特別の法人を設立し管理運用	保険者である保健福祉部長官が管理運用することとされ、実際の運用は年金給付業務を行う公法人であるNPSに委託	年金にかかる行政事務の実施機関(中央行政庁)が、徴収、給付、運用と分かれており、賦課方式部分の運用はそれぞれのAP基金が担当	ABPが子会社APGを通じて運用	信託関係
運用の基本事項等の決定	年金制度を運営するカルパースが理事会で決定	連邦財務省等の財政検証を基に、運用機関であるCPPIBが理事会で決定	保健福祉部長官が、国民年金基金運用委員会の議により、決定(毎年の運用計画については、国会等の議を経て大統領が承認)	それぞれのAP基金が、理事会で決定	保険者であるABPが、理事会で3年間の戦略的投資計画(現在2013-2015)を決定	理事(受託者)がDC等のメニューを決定し、個人が選択(個人口座制)
基本事項に係る意思決定機関のメンバー	・理事会は、雇用者である州政府を含め拠出者代表である理事(非常勤)から構成(加入者代表6名、知事等による任命3名、州政府等4名) ・別途、理事のみからなる投資、報酬、監査等の委員会が存在	・カナダの様々な地域からの代表となるよう、かつ、金融等の能力を持つ者が十分確保されるよう指名された12名の理事(非常勤)から構成 ・別途、理事のみからなる投資、監査等の委員会が存在	・独任制の大臣に対する諮問機関の委員(非常勤)は、政府、雇用主・従業員・自営業者代表、年金専門家の20名からなり、20名中、雇用主、従業員、自営業者の代表は12名	・それぞれ、政府により指名された9名の理事(非常勤)により構成 ・積立金運用について専門性を有する者のうちから政府が任命。また、9名のうち、4名は労使の推薦(各2名)に基づく	理事会は、雇用主代表6名、被用者代表6名及び独立した議長の名の理事(非常勤)から構成。(オランダ年金基金法の施行により、年金受給者代表を追加等の見直しあり)	理事(受託者)は労使同数の代表から構成(1993年退職年金保障制度産業監督法パート9による)
日常執行業務	CEO(最高経営責任者)と別に、CIO(最高投資責任者)がおかれ、その下で執行	理事会により、日常執行業務を行うCEO等が任命され、その下で運用を実施	NPSのCEOとは別に、NPF運用センターを所掌するCIOがおかれ、その下で執行	常務理事(マネージングディレクター)又はCEOが選出され、その下で執行	運用子会社であるAPGで実施	理事会の下でCEO等が加入者の口座管理等を実施(医療・介護業スーパーファンドの場合)
運用実施機関等の職員数	約270名(運用部門職員数) (平成23年9月末)	1,000名(平成26年3月末)	投資部門の人員199名(平成25年12月末)	213名(AP1~AP4合算)(平成25年12月末)	約650名(APGのアセットマネジメント部門の人員数) ABPの人員27名	—

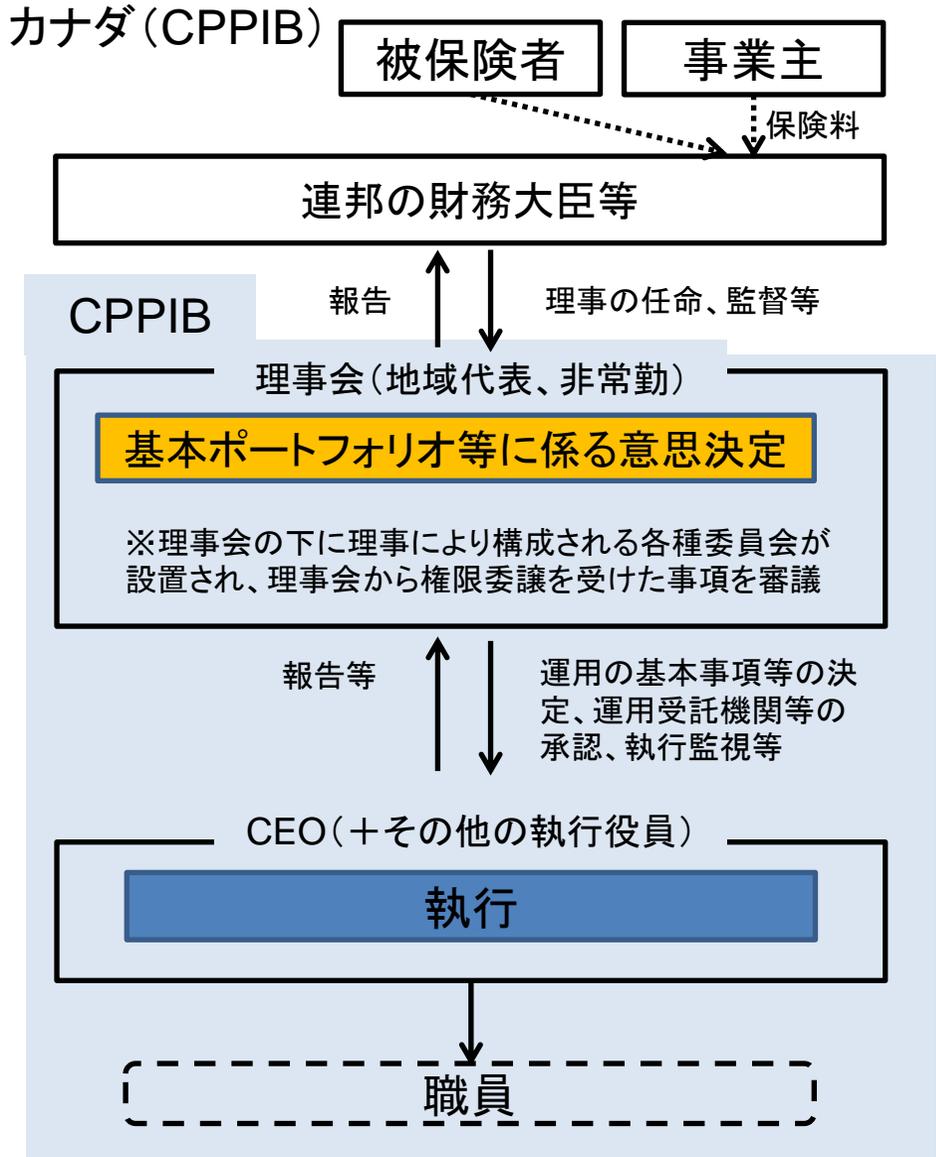
# 諸外国の年金基金(運用組織)のガバナンスについて

## ②諸外国の公的年金基金のガバナンス体制図

米国(カルパース)



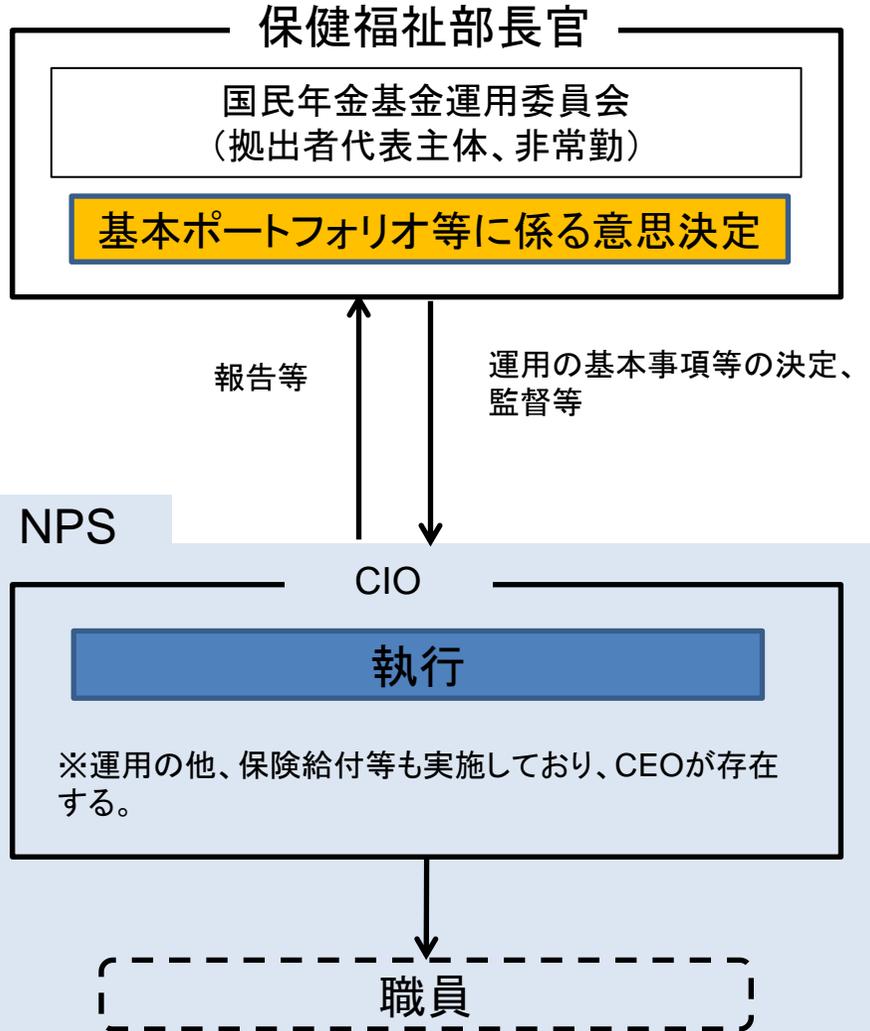
カナダ(CPPIB)



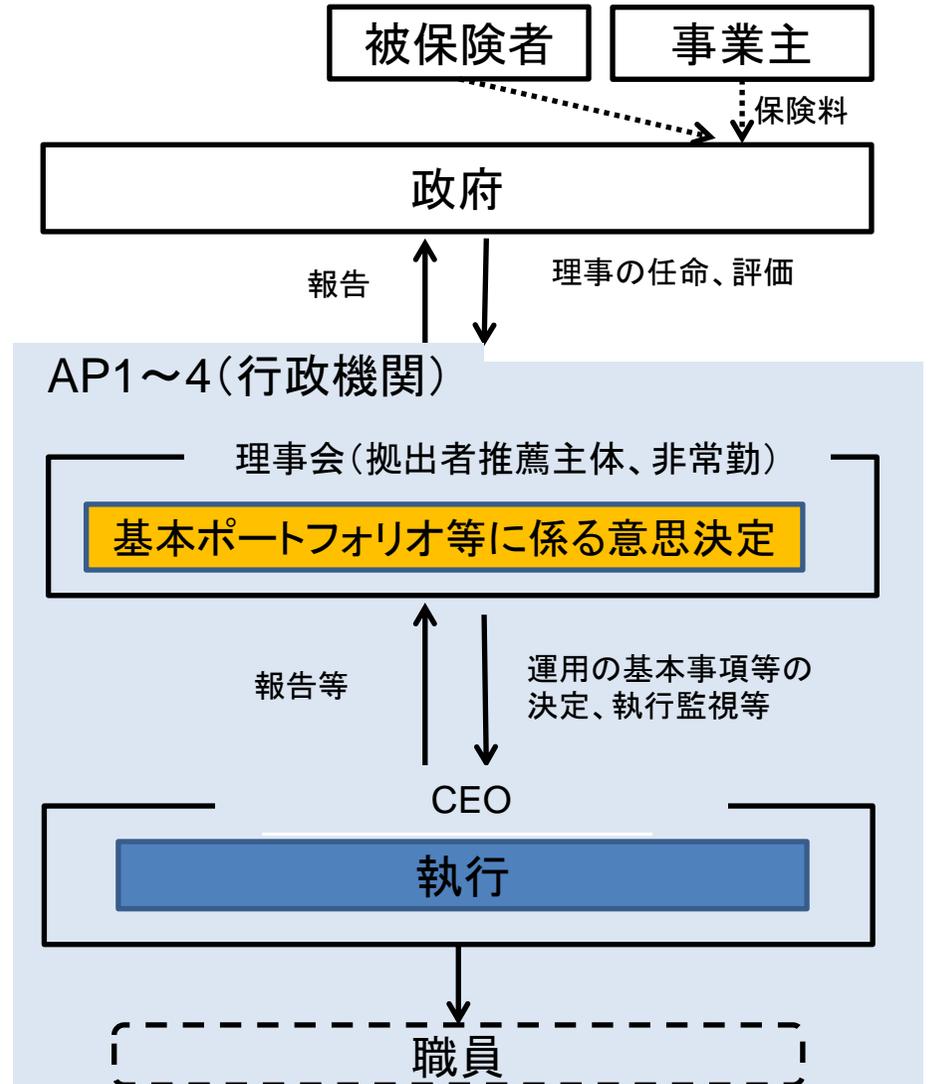
# 諸外国の年金基金(運用組織)のガバナンスについて

## ③諸外国の公的年金基金のガバナンス体制図

### 韓国(NPF)



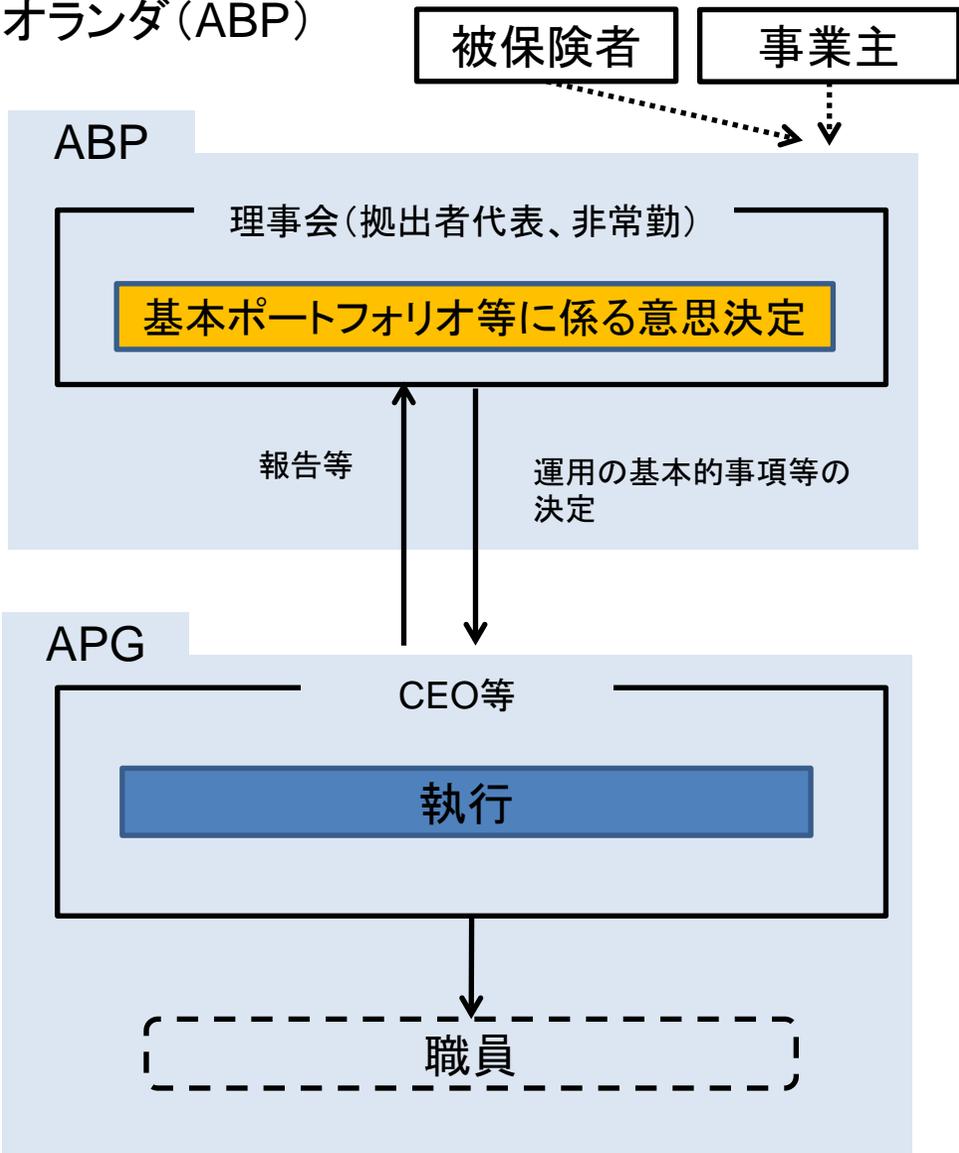
### スウェーデン(AP1~4)



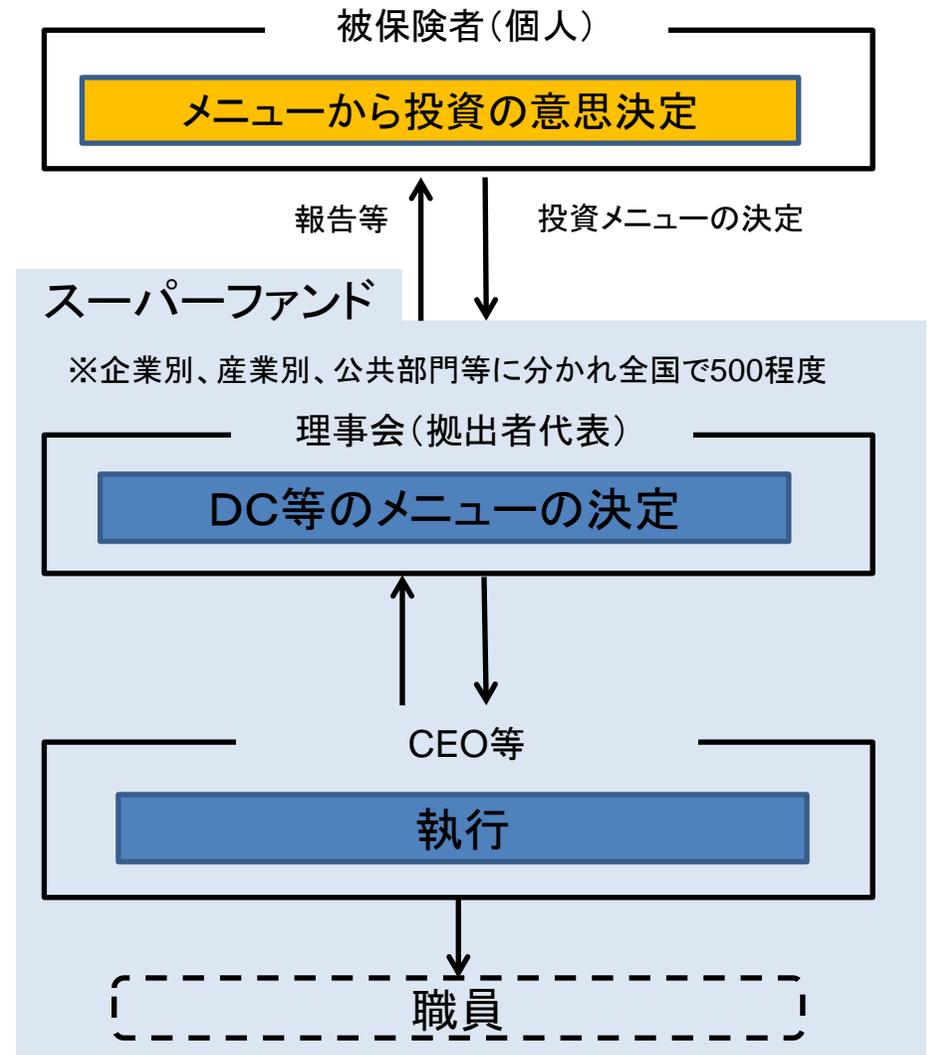
# 諸外国の年金基金(運用組織)のガバナンスについて

## ④諸外国の公的年金基金のガバナンス体制図

オランダ(ABP)



オーストラリア(スーパーファンド)



# (参考)OECDの年金基金のガバナンスに関するガイドラインについて

「OECD GUIDELINES FOR PENSION FUND GOVERNANCE (2009年6月私的年金に関する作業部会にて採択)」より

「年金基金のガバナンスに関するOECDのガイドライン」では以下の11項目を要請

1. 責任の識別・・・監督と執行の責任を明確に識別かつ分離
2. 統治機関・・・年金基金に対する責任を有する統治機関の設置
3. 説明責任・・・統治機関はステークホルダーに対して説明責任を負う
4. 適合性・・・統治機関のメンバーは、年金基金のガバナンスにおける高度な信頼性、能力、経験を担保するため、適合性基準の対象となる。また、専門能力の維持・向上が求められる
5. 権限委譲と専門家の助言・・・統治機関は、内部スタッフ等に権限委譲が可能。統治機関に責任を全うするために必要な専門知識が欠けている場合は、専門家の助言を求める
6. 監査人・・・定期的な監査を実施するため、独立監査人を選任
7. 年金数理人・・・確定給付型年金については、然るべき組織または権限者が年金数理人を選任
8. カストディアン(資産管理機関)・・・外部カストディアンを選任した場合、年金資産とカストディアンの資産を分別管理されることを法的に担保する
9. リスクベースの内部統制・・・適切な内部統制の実施。統治機関による行動規範および利益相反に関する方針の策定
10. 報告・・・正確な情報伝達のための報告チャネルの確保
11. 情報開示・・・ステークホルダーに対する明瞭、正確、適時な情報開示

# (参考) ISSA(国際社会保障協会)の社会保障基金の投資に関するガイドラインについて

※ ISSAは、社会保障制度を管掌する各国民間団体、政府機関などを会員とする国際機関で、国際労働機関の外局。

社会保障基金の投資全般に係るガイドラインであり(ISSA技術委員会において取りまとめ)、ガバナンス構造については、「B 投資ガバナンス構造」で3原則を挙げている(全体は33原則)。

## B 投資ガバナンス構造

3. 諸組織とその責任… 投資の機能は、異なる組織又は機関によって担われる。ガバナンス過程を効果的にするためには、それぞれの組織の役割及び責任や相互の関係について、明確に定め周知される必要がある。
4. 受託者責任… 理事会等運営主体とその執行幹部は、社会保障機関の基金の管理・運用について、受託者責任を負う。
5. 社会保障機関のガバナンス構造と組織面での視点… 社会保障機関の投資構造と組織は、当該機関を設立した法令又は政府の行為、「良いガバナンスについてのISSAガイドライン(注:投資業務以外も含め社会保障機関一般のガバナンスについて定めたもの)」、本ガイドライン及び投資についてのベストプラクティスと整合的でなければならない。なお、投資機関は、社会保障全体を執行する機関でも、制度の基金を運用するため明確に作られた機関でもかまわない。

※ 本ガイドラインは、良い投資ガバナンスについて、社会保障機関の保有基金は、補足的な年金と共通の原則も多いが、投資目的に典型的かつしばしば重大な違いがあり、この違いを反映させたものとしている(主要な違いは、①給付ファイナンス、②投資規制、③目的や外部の制約条件、④公的・政治的責任に伴う報告義務)。

OECDガイドラインと比べたとき、記載が異なる点は、例えば、以下の通り。

- ・ 社会保障機関は、世代間公平を基礎とし、様々なステイクホルダーが負担するリスク量を管理する責任を持つことを推奨(ガイドライン3の推奨例)。
- ・ 運営主体(統治機関)は、責任を賦与された理事会のほか、政府の省庁、法定の主体、民間機関のいずれでもあり得るとし、その上で、投資判断とその実施について政治的影響から独立であるべきことを推奨(ガイドライン3の推奨例)。
- ・ 投資方法については、米国(ISSAの加盟国)の社会保障基金等のように、投資対象等の制限が可能であることが明記されている。「ガイドライン8「投資の制限」」