

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。

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)