

グローバル化改革専門調査会
第二次報告

「公的年金基金運用の改革に向けて」
—世界の経済成長を生活の豊かさに—

平成20年5月23日

経済財政諮問会議
グローバル化改革専門調査会

目次

第1章 改革の必要性

1. なぜ改革が必要なのか
2. 問題の所在
3. 改革によって目指すべき姿

第2章 ガバナンスの強化に向けて

1. 年金基金運用機関としての位置づけの明確化
2. ガバナンスの全体像：独立性・専門性及び透明性・説明責任の確保
3. 運用基金の分割
4. 運用組織の体制
5. 理事・役職員の資質及び処遇
6. 長期的な視点による運用と実績の評価

第3章 その他の課題

1. 神奈川県への移転問題
2. 海外拠点の設置

付論

1. 第一次報告に関するその後の動き
2. 金融・資本市場競争力強化プランの早期かつ着実な実施
3. 証券化商品市場の健全な育成

参考資料

付図・付表

グローバル化改革専門調査会 委員名簿

金融・資本市場ワーキンググループ メンバー名簿

金融・資本市場ワーキンググループ 開催実績

第1章 改革の必要性

1. なぜ改革が必要なのか

我が国の公的年金基金は、厚生年金及び国民年金の積立金だけでも150兆円にもものぼり、国民の貴重な金融資産を預かる資産運用の巨大プレーヤーとしても非常に重要な存在である。年金基金は、加入者・受給者に対する受託者責任 (fiduciary duty) を果たすという基本的使命を負っている。しかし、現在の我が国の公的年金基金は、制度上このような使命を遂行しやすい体制ではなく、ゆえに運用自体も効率的なものとはなっていない。

現在、厚生年金及び国民年金の積立金の管理・運用を担っている年金積立金管理運用独立行政法人 (Government Pension Investment Fund: GPIF) は、150兆円規模の巨額の資金を単一の組織で一括して管理・運用を行っている。市場運用を行う基金としては世界に例を見ない規模であると同時に、制度上、資産運用に関して必ずしも合理的とはいえない各種の制約が課されているために、効率的な運用ができない状況にある (付図1~2)。

例えば、GPIFは、独立行政法人としての中期計画により、運用その他について強い制約がある。このため、公的年金基金運用に関する責任体制は不明確なものになっている。公的年金基金の運用者は、国民から預かった資産を、受益者たる国民のために、忠実にかつ専門家として思慮深く (prudent) 運用することが当然求められるが、現状では、こうした受託者責任の所在が明らかではない。

また、ポートフォリオの多様化はリスク分散の上で不可欠であるが、現在は必ずしも多様性のある投資を行っているとはいえないため、金融を取り巻く環境変化に対して脆弱である。

さらに、資産が巨額であることは、柔軟かつ機動的な運用を難しくしている。

公的年金の積立金は国民から預かった貴重な資産であり、制約の多い運用により本来得られるべき利益が失われているのは、加入者・受給者に対する受託者責任の観点から問題である。このことにより、国民の機会利益が大きく損なわれるようなことがあってはならない。資産運用の基本は、その資金の性格に応じた運用である。国内債券中心の運用は、インフレ・リスクへの対応という観点から弱点もある。適切なリスクと収益の組合せのなかで、効率的な運用を目指し、真の受託者責任を果たすべきである。

社会保障の給付と負担の議論は、本専門調査会以外の検討の場に委ねるこ

ととするが、ガバナンスの強化により、リスクを高めることなく積立金の投資収益率が高まれば、結果として、将来の年金受給額（所得代替率¹）の向上や負担の軽減が可能となる。期待収益率の向上にはリスクが伴いうることは留意が必要であるが、公的年金基金の運用の改革は、我が国の社会保障制度の持続可能性を高める上でも喫緊かつ極めて重要な課題である。速やかな実現を図るため、具体的な検討を早急に開始し、平成 21 年の年金財政検証までに改革の道筋をつけるべきである。

2. 問題の所在

改革の目的は、公的年金基金の運用のガバナンスを強化することにより、国民が許容するリスクの範囲内で、その収益率を向上させることである。すなわち、真の受託者責任を果たしうる体制にすることにより、我が国及び世界の金融・資本市場の発展を踏まえ、公的年金基金を最適なポートフォリオで運用し、収益率を向上させることを通じて、年金の加入者・受給者が安心できるよう、年金給付の原資を確保していくことである。

まず、投資の期待収益率とリスクの最も効率的な組合せを有効フロンティア²というが、有効フロンティア²上に資産配分を移動させ、効率的な運用を行う、すなわち、リスクを高めずに期待収益率を高めるためには、①ガバナンスを強化する、②投資基金の規模を小口化することにより最適化する、③投資対象を拡大する等の対応が必要である。GPIFの現在の体制では、特に①のようなガバナンスの議論をはじめ、次のような問題がある。

①ガバナンスの問題

制度上、加入者・受給者以外の様々な関係者の利害が錯綜しており（いわゆる「エージェンシー問題」）、運用結果に関する責任体制が明確ではない。このため、受託者責任を十分に果たすことができない。

例えば、資産運用に関するGPIFの中期計画は、策定プロセスが複雑かつ硬直的であり、世界の金融・資本市場の変動に迅速に対応するダイナミックな運用能力がなく、運用成績を向上させる妨げとなっている。長期的に維持すべき資産構成割合（基本ポートフォリオ）も、この独立行政法人としての中期計画の中に定められており、一定の乖離許容幅を超えた場合には、当該資産の売買等を通じたリバランスにより基本ポートフォリオを回復することとなっている（表 1）。この中期計画は、GPIF内の運用委員

¹ 現役世代の手取り賃金に対する年金額の比率。

² 有効フロンティアの概念については、参考資料 1 参照。

会の審議を経て 5 年ごとに作成されるが³、厚生労働大臣が財務大臣との協議、独立行政法人評価委員会の意見聴取を経て認可するという性格のものであるため、金融市場の環境変化に対し、機動的に資産を入れ替えることが困難な状況に置かれている（付図 2）。

（表 1）GPIFの基本ポートフォリオ

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
資産構成割合	67%	11%	8%	9%	5%
乖離許容幅 (%ポイント)	±8	±6	±5	±5	—

②組織形態の問題

GPIFは、他の独立行政法人同様、人件費、業務経費等を毎年削減することが義務付けられており⁴、国際レベルの金融専門人材の雇用や質の高い運用管理を行う上で支障をきたしている。

③運用資金の規模の問題

GPIF は、150 兆円という運用資金規模を一括して管理・運用しているため、機動的・効率的な運用体制を構築することができない。

④投資対象に関する問題

GPIFは、基本ポートフォリオにおいて国内債券の割合を 67%としているが、例えば、企業年金連合会の場合、ポートフォリオに占める国内債券の割合は 36.4%（2006 年度末）である⁵。GPIFにおける国内債券投資の割合は、類似の機関と比べて高い。

また、GPIFの投資対象は国内外債券、国内外株式、短期資産に限られており、投資収益率の向上と投資リスクの分散の機会が損なわれている。公的年金基金の運用を行っている先進国、すなわちカナダやスウェーデン、フランス、アイルランド等の公的年金基金では、投資対象に不動産や商品先物等のオルタナティブ投資⁶が含まれ、リスク分散の手段として機能している事例も多くある。GPIFの受益者たる国民は、グローバルな金融技

³ なお、現行の中期計画の期間は、GPIFが発足した平成 18 年度から 21 年度までである。

⁴ 平成 18 年度から 21 年度の中期計画では、当該期間中に、人件費及び業務経費をそれぞれ 4% 以上削減することとなっている。

⁵ 企業年金連合会の 2006 年度末の資産構成割合は、国内債券 36.4%、国内株式 27.5%、外国債券 11.0%、外国株式 21.9%、その他 3.1%となっている。

⁶ 不動産や商品先物に加え、未公開株やヘッジファンド等多様な資産に投資している例もみられる。

術の発展の成果を享受できない状況になっており、結果として機会損失が発生している可能性がある。

このような問題を解決するためには、ガバナンスを強化し、真の受託者責任を果たすことが必要である。

なお、有効フロンティア上での期待収益率と投資リスクの組合せについても、改めて検討する必要がある。従来は、年金財政の計算から導かれる投資収益率の中長期的目標は明示してきたものの、許容される投資リスクの考え方について十分な説明がなされていなかった。

このような観点から、今後は、国民に対し、投資対象の多様化は投資収益率の向上や投資リスクの低下に資するといった基本的な考え方について、十分な情報提供を行った上で、目標とする収益率と許容しうるリスクの双方を分かりやすく提示する必要がある。

3. 改革によって目指すべき姿

世界の公的年金基金の運用をみると、加入者・受給者の利益を最大化するため、運用組織のガバナンスや運用手法等、様々な工夫が行われ、長期にわたり市場の平均を上回る高収益を上げているものや、リスク分散に優れているものもある（付図・付表 3～5）⁷。こうした世界の公的年金基金運用の様々な例を検証し、ベスト・プラクティスを総動員して、我が国の 150 兆円という世界最大の年金基金にふさわしいガバナンスを構築し、効率的な運用を行うべきである。これにより、同等のリスクの下での投資収益率の改善が図られ、年金財政の健全化とともに、将来の年金受給額の向上や負担の軽減を通じて、世界の経済成長を国民生活の豊かさに結びつけることができる。

また、派生的な効果も期待できる。第一に、国際競争力の高い運用プレイヤーが東京に集まり、我が国の金融・資本市場の厚みが増すことが期待される。また、運用対象がオルタナティブ投資等も含めて多様化すれば、こうした市場の発展にも資すると考えられる。第二に、高付加価値事業への投資により、経済全体の生産性向上に資することが考えられる。株式を保有する場合には、機関投資家として、受託者責任の履行を貫徹することを通じて、我が国のコーポレート・ガバナンスの向上に重要な役割を果たすことが期待される。

いずれにしても、公的年金の積立金の原資は、加入者から強制的に徴収さ

⁷ 米国の連邦老齢遺族障害保険（Old-Age, Survivors, and Disability Insurance: OASDI）は、200兆円規模の積立金を有しており、全額を非市場性国債で保有している。

れた保険料であることから、今般の改革に当たっては、国民的な議論を行うことが不可欠である。

第2章 ガバナンスの強化に向けて

公的年金基金のガバナンスを強化し、より効率的な運用を行うため、一つの具体策として、現在の GPIF を根本的に見直し、次のような新年金基金運用機関（以下、新運用機関）を目指して改革することを提案する。

1. 年金基金運用機関としての位置づけの明確化

新運用機関は、受託者責任に基づき、加入者・受給者の年金に関する効用を最大化する観点から、しっかりとしたガバナンスの下で、長期的な年金給付の原資の確保を条件に、国民が許容する一定のリスクの下で収益を最大化することを第一の目的とするべきである。

このため、運用方針の中では、運用資金と年金給付の時間的なマッチング（年金 ALM : Asset Liability Management）を考慮しながら、適正なリスク許容度を設定すべきである。この下で、安全性を重視しつつも、適切なリスクをとって運用効率の向上を図るという方針を明示すべきである。

運用機関の任務の具体的な与え方については、諸外国をみると、様々な例がある。例えば、政府が運用機関に対し、目標収益率を設定し、数年ごとにその達成状況を評価するという方式がある（カナダ等）⁸。この場合、ポートフォリオの作成は運用機関に任される。また、政府がポートフォリオの大枠を設定する例もある（ノルウェー等）。特に運用の制約を設けずに、基金間で競争させる方式もある（スウェーデン）。このような例も参考になりうる（参考資料 2 参照）。

資産配分の決定や運用委託先の選定に当たっては、専門的な見地を徹底し、原則として政策的な考慮は加えないものとするべきである。

ただし、公的資金の運用機関としての性格にかんがみ、社会的責任の観点から、不適切な運用委託先や投資対象は排除すべきである。

⁸ カナダでは、財務大臣が目標収益率（実質年 4.2%）を運用機関であるカナダ年金制度投資委員会（CPPIB）に与え、その達成状況を 5 年後に評価している。ポートフォリオは、この目標収益率を達成するよう CPPIB が自由に決定している（参考資料 2 参照）。

2. ガバナンスの全体像：独立性・専門性及び透明性・説明責任の確保

公的年金基金の運用組織は、国民の大切な資産を預かり、運用する機関であり、受託者責任を十分に果たしうる公正で効率的な組織である必要がある。このため、新運用機関はしっかりとしたガバナンスの体制を採るべきである。

現行の GPIF の独立行政法人形態では、毎年の経費削減が義務付けられるなど、効率的な資産運用を行うための柔軟な組織運営が不可能である。新運用機関は、充実した業務環境の下、専門性の高い内外の金融人材による効率的な運用を可能とするため、説明責任を課した上で独立性の高い組織形態とすべきである。その際、日本銀行のように独立性のある認可法人とすることが考えられる。

政府は、目標とする投資収益率や許容しうる投資リスク等を決定し、新運用機関に示すこととすべきである。新運用機関は、独立性と専門性をもって、許容しうる投資リスクの下で、この与えられた目標投資収益率を達成する受託者責任を負うこととする。

新運用機関には、組織全体の重要事項を決定する理事会を置き、理事は、資産運用の専門性の高い者や、社会的使命の観点から組織のコンプライアンス（法令遵守）をチェックできる者を政府が任命する。

また、新運用機関は、広範なディスクロージャーにより、一層高い透明性を確保する⁹とともに、年次報告書を国会に提出して運用状況を説明し、定期的な監査・検査を行うことにより、説明責任を十分に果たすべきである。さらに、国民に積極的に情報提供を行い、能動的に国民の理解を得る努力も必要である。この点で、カナダの国民向けの説明会の例等も参考になろう。

なお、内部管理体制の適正性等については、民間投資運用業者と同様に検査を行うことが考えられる。

3. 運用基金の分割

現在の GPIF の資産規模 150 兆円は世界に例をみない巨額なものであり、それを単一の組織で一括して管理・運用しているがゆえに、実際の資産運用には様々な制約が生じている。こうした「規模の不経済」を回避し、資産運用効率を高めるためには、一括運用のメリット、デメリットを検証し、新運用機関全体の資産を独立した複数の投資基金に分割することを検討すべきである。

運用基金を分割する場合、将来的に、新運用機関の運用基金（マザーファ

⁹ 諸外国をみると、保有株式の銘柄・数量、職員の給与水準等も積極的に公開している例もある。

ンド)を、運用上合理的規模になるよういくつかの基金(ベビーファンド)に分割し¹⁰、マザーファンドとそれぞれのベビーファンドが独自の投資委員会を設置して、国民の許容するリスクの範囲内での運用成績の向上に加え、より高い透明性や説明責任、国民への分かりやすい情報提供等の面において競い合うべきである。

このような将来的な姿に向け、まずは現在のポートフォリオを受け継いだマザーファンドから独立した新たなベビーファンドの設立を検討すべきである。こうしたベビーファンドの運用が実績を重ねて軌道に乗ったところで、運用の専門的人材を確保できる可能性や運用能力の向上を勘案しながら、更にベビーファンドの数を増やしたり、分割した各ベビーファンドの資金量を拡大していくことが考えられる(付図6)。

4. 運用組織の体制

運用基金を分割する場合、新運用機関の組織体制としては、組織全体の重要事項を決定する理事会に加え、マザーファンドと各ベビーファンドの中に、それぞれの投資判断を行う投資委員会を置くべきである。

理事会は、運用の基本方針や利益相反防止のための規則、倫理ガイドライン、組織全体の事業計画、役職員の評価指針等各ファンドに共通する重要事項の決定、各ファンドの投資委員会メンバーの任免、基金のポートフォリオ全体でのリスク管理を行うことにより、組織全体を統治する。その際、基金のポートフォリオ全体でのリスク管理については、理事会と各ファンドの投資委員会との間の権限関係を明確にする必要がある。

各ファンドは、それぞれの投資委員会の監督の下で、市場環境の変化に応じた柔軟かつ機動的な資産配分、自家運用の範囲の設定、運用委託先の選定を独自の判断で行い、資金の運用を行う。

各ファンドの人事権は、政府ではなく、理事会及び各ファンドの投資委員会に属することとすべきである。その際、役職員には、それにふさわしい一定の専門性と十分な知見を有し、独立性の下で公正な判断ができる者を採用すべきである。また、資産運用部門を中心に、専門的な人材を十分に確保し、このような人材が投資委員会の監督の下で運用を行うようにすべきである。

¹⁰ 市場運用を行っている基金として、日本を除いて世界最大級であるノルウェー「政府年金基金－グローバル」やオランダ「公務員総合年金基金」、米国「カリフォルニア州公務員退職年金基金(カルパース)」でも、20～30兆円台の資産規模であることから、この金額が公的年金基金の資産分割を行う場合の一つの目途となる。

5. 理事・役職員の資質及び処遇

理事及び役職員には、運用専門機関としての人事政策を徹底し、資産運用に関する専門的知識・経験を有する優秀な者を幅広く採用すべきである。また、多様な人材を集めるため、優秀な外国人の採用も排除すべきではない。

優秀な人材を確保するため、投資判断を運用担当者に大幅に委ねるとともに、国際的な民間投資運用会社に比べて遜色のない報酬体系とすべきである。また、適度なインセンティブ報酬を付与すべきである。

他方、公的資金の運用機関としての性格にかんがみ、新運用機関の理事及び役職員は、贈収賄罪などに対する刑法等の罰則の適用については、公務に従事する者とみなすことが必要である。また、具体的な行動指針として、理事会において、新運用機関の業務に即した倫理ガイドライン等を定めることが必要である。

6. 長期的な視点による運用と実績の評価

資産運用は、資金の性格に合わせて行うことが基本である。公的年金の積立金については、短期的な資金のニーズが少ないことから、長期的な視点で運用することが求められる。このため、長期的な視点での運用により高収益とリスク分散を実現するといった理念を明確にすることが重要である。

また、国際分散投資を強化し、新興国も含め、世界の投資機会を十分に活かすべきである。その際、不動産や商品先物など投資収益率の向上と効果的なリスク分散が期待できるオルタナティブ投資も投資対象の候補とし、長期的な視点で運用することが重要である。個別企業への投資に当たっては、原則として経営には関与しないものの、受託者責任を履行する観点から、我が国のコーポレート・ガバナンスの強化に一定の役割を果たすべきである。

運用の体制については、迅速な意思決定に向けた情報共有の充実や、資産規模を活かした質の高い外部資源の積極的活用を行うことが重要である。その際、運用の委託先については、専門性をもって選択・管理を行うことが重要である。

新運用機関の資産運用については、短期的な実績ではなく、5年ごとに、目標とされる投資収益率を主たる基準として、中期的な実績に基づき評価すべきである。また、設定されたリスク許容度の範囲内での超過収益に対しては、報酬等による適度なインセンティブを付与すべきである。

反面、継続的に実績がふるわない場合は、理事及び役職員の解任を含め、厳格な説明責任を求めるべきである。

第3章 その他の課題

1. 神奈川県への移転問題

昭和 63 年の閣議決定¹¹により、GPIFの前身である特殊法人年金福祉事業団の移転が決定されたことを受けて、GPIFも現行設置法の規定により、平成 20 年度末までに神奈川県に移転することとなっている。しかしながら、現在のGPIFの事業内容は、グリーンピア等の施設事業や融資等の勤労者福祉事業を行っていた旧年金福祉事業団のものとは相当異なっている。

また、同閣議決定では、政策金融機関は一律の移転対象とはされていなかった。公的年金基金運用組織の任務は、巨額の資金の効率的な運用であり、金融に関する高度な情報の収集、蓄積が決定的に重要である。

このため、平成 20 年度中に予定されている神奈川県への移転は、直ちに中止すべきである。また、移転するのであれば、むしろ金融機関の集積地（例えば、日本橋や大手町）に移転し、金融・資本市場競争力強化プランで目指す国際金融センターとしての都市機能の向上に資するべきである。

2. 海外拠点の設置

国際分散投資により、世界の経済成長を収益率向上に結びつけるためには、東京以外の海外拠点での活動も必要である。諸外国の公的年金基金をみると、ニューヨークやロンドン、上海等に拠点をもち、積極的な海外投資を展開している例もある。世界最先端の情報を取り入れるとともに、効率的な取引を行うため、海外数箇所に拠点を設置すべきである。

¹¹ 多極分散型国土形成促進法に基づく閣議決定「国の行政機関等の移転について」（昭和 63 年 7 月 19 日）

付論

1. 第一次報告に関するその後の動き

グローバル化改革専門調査会では、金融・資本市場ワーキンググループにおける検討を受け、平成 19 年 5 月に第一次報告「グローバル化の活力を成長へ」を取りまとめ、真に競争力のある金融・資本市場の確立に向けて提言を行った。

提言の内容は、「経済財政改革の基本方針 2007」（いわゆる骨太の方針）に盛り込まれ、金融庁において、同年 12 月に、①取引所等の市場インフラ（フィールド）、②金融機関や機関投資家（プレーヤー）、③市場監視（審判）を包括した「金融・資本市場競争力強化プラン」で具体化されるなど、大部分が実施又は検討に移されてきている。

同プラン等による進展は、競争力強化に向けた重要な第一歩であると評価できる。他方、今回の公的年金基金の運用の改善や、取引所への商品先物上場の自由化、取引所に関する法制の一元化、金融を専門的に取り扱う裁判所の設置等、第一次報告の提言の中で検討が進んでいない事項については、関係機関ができるだけ早く取組を進めることを強く期待したい。

2. 金融・資本市場競争力強化プランの早期かつ着実な実施

我が国の金融・資本市場の競争力を高めるためには、フィールド、プレーヤー、審判それぞれの競争力を強化することが必要である。

金融・資本市場競争力強化プランには、商品先物等を投資対象とする ETF の解禁などによる幅広い品揃えの実現、プロ向け市場の枠組みの整備、英文開示有価証券の対象拡大、海外ファンドマネージャー誘致のための PE（恒久的施設）リスクの排除といったフィールドに関する幅広い施策が盛り込まれている。また、銀行・証券・保険間のファイアーウォール規制の見直し、事業者との対話を通じたプリンシプルの共有、ノーアクションレター等を通じた規制・監督の透明性・予見可能性の向上といったプレーヤーや審判に関する重要な取組も含まれている。これらの施策については、関係機関において、早期かつ着実に実施していくべきである。

とりわけ、取引所の相互乗入れのための枠組みの整備については、速やかに具体策を検討し、平成 20 年中に結論を得て、その後直ちに実現させるべきである。また、証券取引等監視委員会の体制強化を図ることも重要である。なお、課徴金の引上げについては評価するが、準司法機能の強化に向けて更

に取り組むべきである。

同プランに盛り込まれた施策を速やかに実施するためにも、「金融商品取引法等の一部を改正する法律案」の早期成立を強く期待したい。

3. 証券化商品市場の健全な育成

米国においてサブプライム住宅ローン問題が発生し、この中で、信用力の比較的低い層を対象とした住宅ローンの証券化が行われていたことから、証券化商品全体に対して厳しい視線が注がれている状況にある。しかし、このような状況だからこそ、欧米の教訓に学び、改革を成し遂げ、証券化商品市場の真に健全な育成を図るべきである。

証券化技術は、資金調達手段の多様化、効率的なリスク分散、投資対象の多様化、取引コストの低下等の効果を有している。こうした特性は、金融・資本市場の信用創造力を高めるものであり、我が国の金融・資本市場の競争力強化のためにも重要なツールとなっている。

証券化商品市場の健全な育成のためには、金融機関による情報開示やリスク管理、監督当局によるモニタリングを含めた規制・監督、格付機関による格付手法等について改善を図ることが必要である。このため、金融庁等関係機関は、IOSCO（証券監督者国際機構）や FSF（金融安定化フォーラム）等における国際的な議論に積極的に参画しつつ、必要な制度整備を早急に検討していくべきである。

参考資料

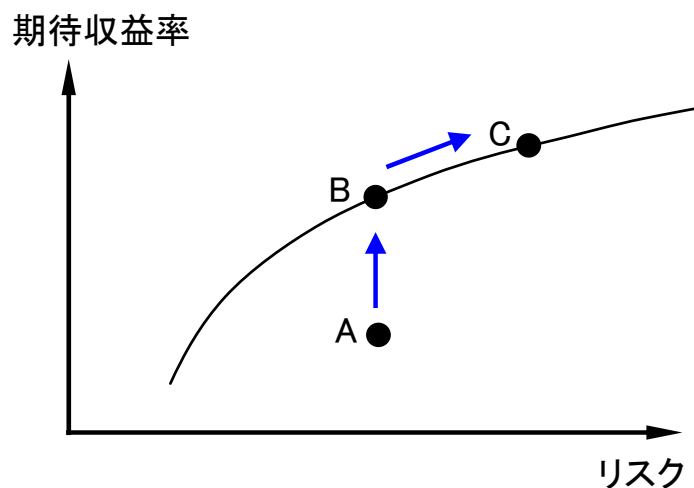
1. 投資の期待収益率とリスクの関係

「収益率向上」には2つの異なる概念が含まれる。複数の資産を、同じリターンならリスクの最も小さいもの、同じリスクならリターンの最も高いものとなるように最も効率的に組み合わせたものを、x軸（横軸）にリスク、y軸（縦軸）にリターンをとったグラフ上に描くと、図2のような曲線となる（付図7）。これを有効フロンティア（効率的フロンティア）という。一般に、最も効率的なポートフォリオの中では、期待収益率が高いポートフォリオほどリスクは高くなる。

まず、現状のポートフォリオが有効フロンティアの内部に位置する場合、運用体制や資産配分の変更を通じ、リスクを増大させずに期待収益率を上昇させる、または期待収益率を低下させずにリスクを下げるのが可能となる（図2：A→Bへの移動）。

次に、ポートフォリオが有効フロンティア上に位置する場合、期待収益率を増加させるためには、投資リスクを増加させる以外に方法はない（図2：B→Cへの移動）。

（図2）有効フロンティア（投資の期待収益率とリスクの関係）



2. 海外の事例

カナダの年金積立金運用の概要

1. 年金制度

- カナダ年金制度（CPP: Canadian Pension Plan）は、連邦及び州の強制加入の拠出型社会保障制度（ケベック州を除く）。なお、カナダには、別途、税方式の基礎年金（OAS: Old Age Security）などがある。
- CPP は、賦課方式と積立方式を組み合わせた財政方式を採っている。
- 連邦・州の財務大臣は、カナダ年金制度が労使折半の保険料率を現行の 9.9%以下に抑えつつ、現行の給付水準をインフレ調整後で維持することを期待している。
- このため、積立金の運用には、今後 75 年間の予測期間で実質年 4.2%の収益率を確保することが求められている。

2. 積立金の運用体制

(1) 組織の名称

カナダ年金制度投資委員会

(CPPIB: Canadian Pension Plan Investment Board)

(2) 組織の性格

政府全額出資の連邦国営会社（Crown Corporation）。カナダ年金制度投資委員会法（CPPIB 法）により、1997 年に設立。

なお、CPPIB 法の改正には、3 分の 2 以上の州の承認が必要であり、これらの州が合わせて 3 分の 2 以上の国民を有していることが求められている。

(3) ガバナンスの特徴

- CPPIB 及びその理事・役職員は、法律上、政府からの独立性を有している。これにより、理事会は、政治的配慮ではなく適切な投資原則に基づき決定を行うとともに、投資を担当する役職員は、独立した理事会に対して説明責任を負う仕組みになっている。
- 連邦の財務大臣は、州の財務大臣と相談しつつ、総督に理事候補者 12 名を推薦し、総督が理事を任命する。連邦の財務大臣は、理事の推薦に当たって指名委員会を組織し、適任者についての助言を受けている。理事は、①国内の多様な地域の代表者から構成されること、②金融の専門的能力又は関連する職務経験を有することとされている。
- 理事は、CPPIB の運営を管理・監督することとされている。理事の任期は 3 年であり、最大 9 年まで更新が可能である。総督は、正当な理由がある場合は、理事を解任することができることとされている。
- 理事会は、法律上、主に次の任務を担うこととされている。
 - ① 投資の方針、基準及び手続きを定めること
 - ② 潜在的な利益相反の可能性を明らかにする手続き及び利益相反を解決するための手続きを定めること
 - ③ 役職員に対する行動指針を定めること
 - ④ 理事会の中の委員会を通じて利益相反の防止手続きや行動指針の実施状況を監視

すること

- ⑤ 規則の承認、修正及び廃止を行うこと
- ⑥ 役員を任命し、役員の報酬を決定すること
- ⑦ 財務諸表を承認すること
- 理事会には、①投資委員会、②監査委員会、③人事・報酬委員会、④ガバナンス委員会の4委員会が設置され、各委員会が担当分野の管理・監督に当たっている。
- 理事会は、毎年監査役を任命し、監査役は監査報告書を作成する。また、財務大臣は、必要に応じて特別監査役を任命し、CPPIBの負担により特別監査を実施することができる。加えて、財務大臣は、少なくとも6年に1度、監査役による特別検査を行う。
- 理事会は年次報告書を作成し、財務大臣に提出することとされている。財務大臣は、その年次報告書を国会に提出することとされている。
- 利益相反を防止するため、理事及び役員は、法律上、利害関係の性質及び程度を書面でCPPIBに提出することが求められている。また、理事会は、理事及び役員職員に対し、行動規範を制定するとともに、重要な契約に関する書面の提出等の手続きを整備している。
- 説明責任を確保するため、2年に1度の市民集会（Public Meetings）の開催や、幅広い情報提供活動を行っている。

（4）職員構成

正社員約 260 名。2007 年度には、正社員約 100 名及び契約社員約 30 名採用予定（2006 年度年次報告時点。2008 年度のロンドン・香港事務所開設に向けた採用を含む）。

（5）報酬制度

- 報酬及び幹部職員の任命については、理事会の事前承認が必要。
- 資産運用業界の水準に見合った報酬を提供することの重要性にかんがみ、市場競争力のある基本給を設定するとともに、短期（1年）・長期（4年）それぞれの実績に係るインセンティブを組み込んだ報酬体系を構築。

（参考）執行役員の名義報酬額（2006年度、万円）

	給与	年間ボーナス	長期ボーナス	その他	報酬総額
CEO	5,106	20,424	0	823	26,353
COO（06年6月就任）	2,478	3,552	0	199	6,229
シニアVP（民間投資）	3,441	15,096	0	472	19,009
シニアVP（公的投資）	3,441	13,065	2,669	597	19,772
シニアVP（不動産投資）	3,164	11,955	0	432	15,551

※ ボーナス部分はインセンティブ制であり、「年間ボーナス」は当該年度の実績に応じて、「長期ボーナス」は4年間の実績に応じて支給。1カナダドル≒111円（2007年4月～2008年3月平均）で換算。

3. 積立金の運用

(1) 投資の目標・信念

- CPPIB の運用の使命は、加入者及び受給者の最善の利益のために投資を行い、カナダ年金制度の資金調達に与える影響や同制度の財政上の義務を考慮しながら、不必要なリスクを回避して長期的な投資収益を最大化させることとされている。
- また、CPPIB は次のような考え方で運用を行っていることを明らかにしている。
 - ① 投資に対する新しい考え方は、収益をもたらす得るものである一方、このような投資にはスキルが必要。
 - ② 先行して参入することには、高いリスクがあるが、高収益を得るチャンスもある。
 - ③ 市場収益を上回る収益 (α) は非常に重要である。ひとつの市場において、投資家が多くなるほど、 α の獲得は難しくなる。
 - ④ 未公開株は多大な収益をもたらすものである。

(2) 運用の特徴

- 5～6 年先を見据えた戦略的な長期投資を行う。
- 規模の経済に基づき、優秀かつ戦略的な投資関係機関との連携により、低コストで効率的に市場収益 (β) を確保するとともに、市場収益を上回る収益 (α) を獲得する。
- CPPIB は、理事会の承認の下、2006 年度より、長期的な収益率の目標 4.2% に対応する低コストかつ簡素なベンチマークである「参照ポートフォリオ」を設定。(参照ポートフォリオの内訳：①国内債券 25%、②国内株式 25%、③海外株式 40%、④国内インフレ連動債 10%)。
- 参照ポートフォリオは、戦略的投資による説明責任の遂行や運用実績の評価を行うためのものであり、実際の資産配分の目標ではない。
- 参照ポートフォリオを上回る収益を上げ、年金基金財政の持続可能性に資するため、理事会の設定したリスク指標に基づき、幅広く分散投資を行う (total investment portfolio)。
- 環境、社会、ガバナンスの各要因 (ESG factors) は、一般的に長期的な企業財務に好影響を与えることから、委任投票や経営陣との直接対話等により、ESG に関する情報開示や取組を促進する。

(3) 資産構成

(2007 年 3 月 31 日現在)

国内株式	海外株式	未公開株	債券	マネー・マーケット	不動産	インフレ連動債	インフラ*
24.4%	33.4%	7.0%	25.0%	0.1%	4.9%	3.3%	1.9%

※インフラの投資先としては、例えば水道や電力、ガスが含まれる。

(4) 運用実績

年度	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
資産残高 (兆円)	4.9	5.4	5.9	6.2	7.8	9.0	10.9	12.9
収益率	3.2%	7.0%	4.0%	▲1.5%	17.6%	8.5%	15.5%	12.9%

直近 5 年間の年平均収益率：10.4%

※ 1 カナダドル ≒ 111 円 (2007 年 4 月～2008 年 3 月平均) で換算。

(注) CPPIB は、例えば 2006 年 4 月から 2007 年 3 月までの期間を「2007 年度」と定義しているが、本資料では、各国比較の便宜上、当該期間を「2006 年度」と記述するなど、日本の基準に合わせている。

(出典)

1. カナダ年金制度年次報告 2006-07
2. CPPIB 年次報告 2007
3. CPPIB ホームページ

ノルウェーの年金積立金運用の概要

1. 年金制度

賦課方式(確定拠出方式。保険料は雇用者の場合、本人・企業側がそれぞれ所得の 7.8%、14.1%を負担、自営業者の場合は所得の 10.7%を負担)。

2. 積立金の運用体制

石油収入を原資とした基金(政府年金基金ーグローバル)と保険料収入及び積立金を運用する国民年金基金(政府年金基金ーノルウェー)の二つの基金により年金積立金が運用されている。

(1) 組織の名称

「政府年金基金ーグローバル」、「政府年金基金ーノルウェー」

(2) 組織の性格

政府年金基金ーグローバル

1990 年設立の旧石油基金を前身とした基金であり、将来の年金支出への備えとして運用されている。運用主体は政府からの独立性の高いノルウェー中央銀行内に設けられた投資運用局(NBIM)。NBIM は年金積立金以外に外貨準備金の運用も行っている。2007 年 6 月末時点の運用資産額は 38.8 兆円。

政府年金基金ーノルウェー

1967 年に設立され、2007 年に独立法人化された国民年金基金 Folketrygdfondet により運用されており、加入者への給付も行っている。2007 年 6 月末時点の運用資産額は約 2.3 兆円。

(3) ガバナンスの特徴(政府年金基金ーグローバル)

- 財務省が基金の所有機関であり、運用協定により NBIM に運用委託されている。運用協定は一年毎に更新される(自動更新ではない)。
- 政策判断や国会報告については財務省が責任を持ち、運用に関する執行・実務については NBIM が責任を持つ。最終的には国会が基金の運営全体を審議・承認する仕組みとなっている。
- 財務省は基金の運用内容について専門的見地から分析・評価するため、自らに直属する運用戦略諮問委員会を設立している。同委員会は学識経験者及び産業界出身者による 6 名で構成されている。
- 中央銀行も、基金のモニタリングと将来のあり方についての助言を得るため、運用諮問委員会を設立している。同委員会は公的機関出身者及び産業界出身者による 4 名で構成されている。中央銀行理事会(国王が任命する 7 名で構成)は、NBIM の業務に関する 3 カ年の戦略計画(1 年ごとに改定)を作成する。
- NBIM は運用を含めた広範な業務でアウトソーシングを活用し、人的資源を中核業務

に集中させているが、今後インハウス運用を強化していく予定としている。財務省からの運用委託の再委託となるため、NBIMは財務省に対し、基金運用に関して締結した全ての契約書の提出及び委託先選定基準・選定結果の報告を行う。

- 財務省は非倫理的行為など容認しがたいリスクを伴う投資は行わないという倫理ガイドラインを策定している。財務省は財務省の下に設けられた倫理委員会（産業界出身者、学識経験者によって構成）が倫理ガイドラインに基づいて行う提言に基づき、NBIMに対して特定企業を投資対象から排除するよう指示することができる（2006年末で20社が排除対象）。

（４）職員構成（政府年金基金－グローバル）

NBIMは2006年末時点で151名体制（正社員132名、派遣社員14名、研修生5名）で運用を実施している（うち、32名が外国人職員）。また、オスロ以外にニューヨーク、ロンドン、上海にもオフィスを開設している。

（５）報酬制度（政府年金基金－グローバル）

- ① NBIMの投資運用責任者の給与は中央銀行理事会での審議を経て同行総裁が決定する。
- ② NBIM職員の給与は固定給と業績給（個人給と部門給からなる）で構成され、全職員の給与水準とその上限は前年度に合意される。

年間報酬額（2006年、万円）

	給与
投資運用責任者	5,653
運用部門平均	3,982
その他部門平均	1,092

※ 1ノルウェークローネ≒20.3円（2007年4月～2008年3月平均）で換算。

3. 積立金の運用（政府年金基金－グローバル）

（１）投資の目標・信念

- 将来の高齢化の進展による福祉関連支出の増加に対し、石油・天然ガス産出による財産を将来世代に残すことが投資の目標とされている。
- 基金財産は国会の承認に従って中央財政のみに使用されることとしている。基金の運用益は中央政府の財政赤字補填を行うこととされており、その補填額を除いた剰余金は基金の積立金として蓄積される。中央政府の財政赤字補填（2008年予算で約7,300億円、約4%に相当）に当たっては、基金の仮想収益率を4%として政府予算を組んでいる。
- 国内外に対しての情報開示を徹底して行っている。

Government Pension Fund – Global Holding of equities at 31 December 2006

Asia/Oceania							
	Market value (NOK 1000)	Ownership stake (per cent)	Voting (per cent)	Market value (NOK 1000)	Ownership stake (per cent)	Voting (per cent)	
Aiful Corp	15 002	0,060	0,060	Daiwa Securities Group Inc	160 935	0,164	0,164
Aioi Insurance Co Ltd	32 325	0,097	0,097	Denki Kagaku Kogyo K K	18 830	0,148	0,148
Aiphone Co Ltd	9 405	0,410	0,410	Denso Corp	392 079	0,180	0,180
Aisin Seiki Co Ltd	45 973	0,075	0,075	Dentsu Inc	16 249	0,032	0,032
Ajinomoto Co Inc	31 645	0,059	0,059	Descente Ltd	4 406	0,183	0,183
Alfresa Holdings Corp	13 112	0,087	0,087	Diamond City Co Ltd	192 868	1,805	1,805
All Nippon Airways Co Ltd	20 151	0,047	0,047	Diamond Lease Co Ltd	8 338	0,049	0,049
Alpen Co Ltd	21 257	0,296	0,296	Disco Corp	14 171	0,095	0,095
Alpha Corp/Japan	12 515	0,980	0,980	Don Quijote Co Ltd	9 296	0,109	0,109

(2) 運用の特徴

- いわゆるオランダ病予防対策として、基金の運用先を海外に限るという原則が 1990 年に設立された旧石油基金から継承されている。
- 財務省が設定するベンチマーク・ポートフォリオによって運用され、評価される。
- そのほか、次のような特徴を有している。

アセット・アロケーション：運用資産の 40%を株式、60%を債券で運用（2008 年 1 月 1 日以降、株式運用比率を 60%まで引き上げることが決定済）。株式運用対象地域は欧州 50%、アジア・オセアニア 15%、アメリカ・アフリカ 35%。債券運用対象地域は欧州 60%、アジア・オセアニア 5%、アメリカ・アフリカ 35%。また、資産運用対象に不動産を含めるかどうか協議中。

株式保有：投資先企業の 5%超の株式を保有してはならない。

(3) 資産構成

(2006 年 12 月 31 日現在)

国内株式	海外株式	国内債券	外国債券
0%	41%	0%	59%

※ 海外株式については 2008 年 1 月 1 日以降、60%まで引き上げることが決定済。

(4) 運用実績

(2005 年以前は旧石油基金)

年	2002	2003	2004	2005	2006	02-06 平均	06 年 12 月末 運用残高 (億円)
各基金平均収益率 (%)	▲4.8	12.5	8.8	11.0	7.8	6.9	計 361,774

直近 5 年間の年平均収益率：6.9%

※ 1 ノルウェークローネ≒20.3 円（2007 年 4 月～2008 年 3 月平均）で換算。

(出典)

1. ノルウェー財務省ホームページ
2. NBIM 年次報告 2006
3. NBIM ホームページ

スウェーデンの年金積立金運用の概要

1. 年金制度

- 賦課方式（名目賃金上昇率連動によるみなし確定拠出方式、保険料率 18.5%）
- 年金財政との関係では、2010 年頃から 2040 年頃にかけて保険料収入が給付額を下回ることが予想されており、年金資産（積立金と今後の保険料収入の合計）が負債を下回る場合は給付を削減することにより自動均衡措置が取られる。

2. 積立金の運用体制

（1）組織の名称

スウェーデン AP 基金 1～4（Allmänna Pensionsfonden）

（2）組織の性格

国から独立した組織。4 つの AP 基金は加入者別の年金基金を母体としていたが、2001 年の基金再編により、基金間の競争を促すとともに市場への影響を軽減する目的で、並列する組織として継続されることとなった。

（3）ガバナンスの特徴

- 各々の AP 基金は理事会により統治される。
- 財務省が 9 名の理事を任命。うち 2 名は従業員利益代表からの推薦者、2 名は使用者利益代表からの推薦者により構成される。任期は 1～3 年だが、財務省は任期満了前に除名する権限を有する（理事会自体の決定または従業員団体、使用者団体の要望による除名も可能）。
- 理事会は CEO 等を任命し、戦略的アセット・アロケーション、議決権行使、リスク管理計画等のガイドラインを毎年定めて日々の運営に当たらせる。
- 理事会は年次報告書を財務省に提出し、財務省が議会に評価書を提出することにより説明責任を確保。なお、評価は外部コンサルタントによって行われ、費用は各 AP 基金が負担する。

（4）職員構成

- 各 AP 基金とも、9 名の理事はスウェーデン国民であること及び基金の資産運用に資する専門性を有することが要件。その他の職員数は、AP1: 64 名、AP2: 54 名、AP3: 50 名、AP4: 46 名となっている。
- 理事・経営陣とも金融界等の産業団体、労働団体、政府機関歴任者が多く、学識経験者は少ない。

（5）報酬制度

- AP 基金法やガイドラインによる制限はないが、各 AP 基金ともほぼ民間と同水準。

年間報酬額 (2006年、万円)

	給与
CEO	3,122～5,585
その他経営陣	2,142～3,297
その他従業員	1,004～1,347

※ 1 スウェーデンクローナ≒17.4円 (2007年4月～2008年3月平均) で換算。

※ AP3 及び AP4 は、固定給のほかに最大 2 ヶ月分について、運用成績に基づくインセンティブ報酬制度を導入している。

3. 積立金の運用

AP 基金法が規定する投資制約以外は、各基金の理事会が定めるガイドラインに従って運用される。インハウス運用 (59%～83%) 及びアクティブ運用 (70%～100%) の割合が高い。

(1) 投資の目標・信念

- 所得比例年金において可能な限り高いリターンを得ることとされている。ただし、投資における全体的なリスク水準は低くあるべき、また、リスクの水準は、長期的に高いリターンが見込まれるように決定されるべきとされている。
- 産業政策やその他の経済的関心については勘案しないこととされている。

(2) 運用の特徴 (AP 基金法)

- 運用については、次のような特徴を有している。
 アセット・アロケーション：運用資産の 30% 以上は信用リスク及び流動性リスクの低い債券に投資すること。
 株式保有：上場企業への投資については議決権の 10% 以上を保有してはならない。
 外部委託運用：少なくとも 10% の運用資産は、外部委託運用を行う。

(3) 資産構成

(2006年12月31日現在)

	国内株式	海外株式	国内債券	外国債券	インフレ連動債	オルタナティブ
AP1	12%	45%	10%	22%	8%	3%
AP2	20%	40%	21%	14%	-	5%
AP3	12%	42.5%	6%	23%	7.5%	8%
AP4	19%	42%	37%			2%

(4) 運用実績

年	2002	2003	2004	2005	2006	02-06 平均	06年12月末 運用残高(億円)
AP1 収益率 (%)	▲14.0	16.3	11.2	17.4	9.6	7.4	36,035
AP2 収益率 (%)	▲15.4	17.7	11.4	18.5	12.8	8.2	37,719
AP3 収益率 (%)	▲12.6	16.2	11.2	17.7	9.5	7.8	36,923
AP4 収益率 (%)	▲16.9	16.8	10.5	16.8	10.4	6.7	34,887
各基金平均収益率 (%)	▲14.7	16.8	11.1	17.6	10.6	7.5	計 145,564

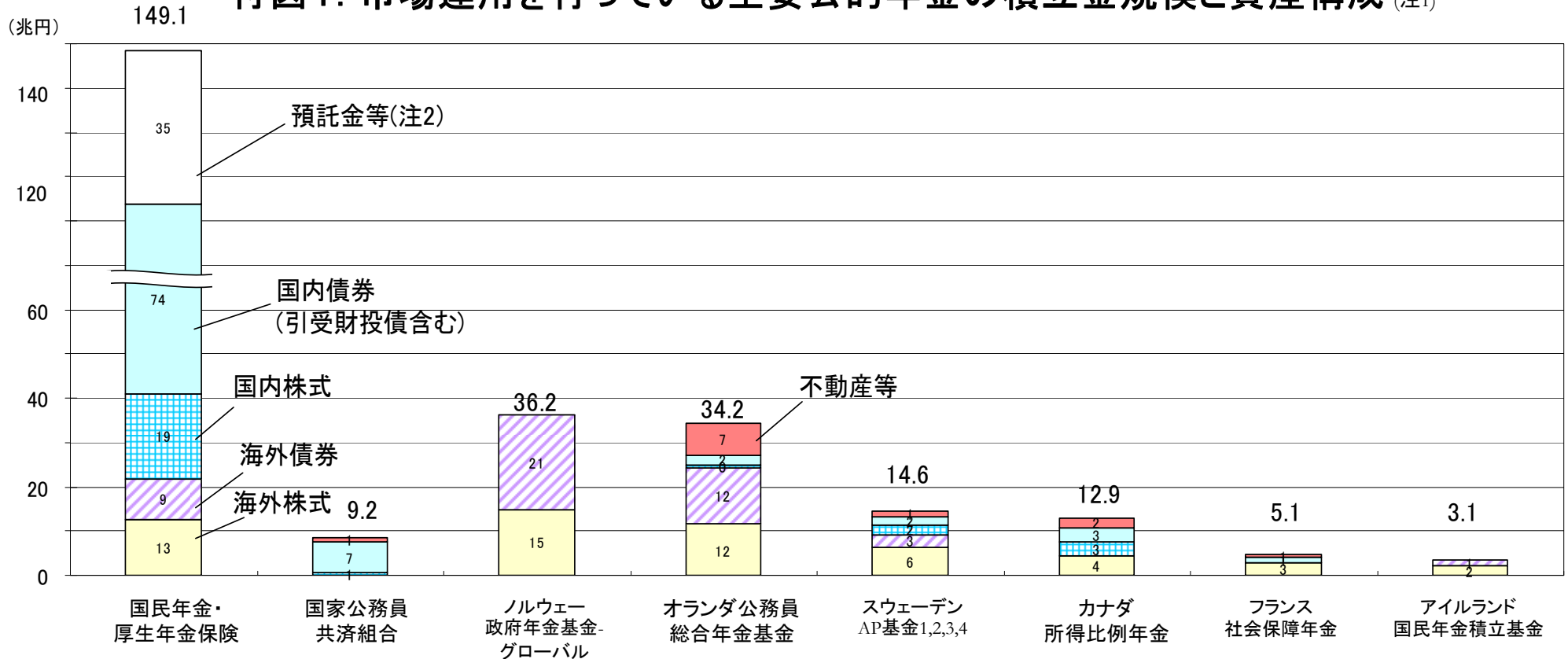
直近 5 年間の年平均収益率：7.5%

※ 1 スウェーデンクローナ≒17.4 円 (2007 年 4 月～2008 年 3 月平均) で換算。

(出典)

1. スウェーデン財務省ホームページ
2. スウェーデン年金基金年次報告書 (オレンジレポート)
3. 各 AP 基金年次報告書

付図1. 市場運用を行っている主要公的年金の積立金規模と資産構成 (注1)



	日本		ノルウェー	オランダ	スウェーデン	カナダ	フランス	アイルランド
名称	国民年金・厚生年金保険	国家公務員共済組合	政府年金基金-グローバル	オランダ公務員総合年金基金	AP基金1,2,3,4	カナダ所得比例年金	フランス社会保障年金	アイルランド国民年金積立基金
人員規模	81名	-	151名	2,387名	各50名弱 ~60名強程度	約260名	35名	84名(2003年)
平均収益率(直近5年)	3.5%	3.3%	6.9%	7.2%	7.5%	10.4%	10.5% (2004年6月末~2006年末)	6.8%

出所: 厚生労働省平成18年度年金積立金運用報告書、各基金ホームページ

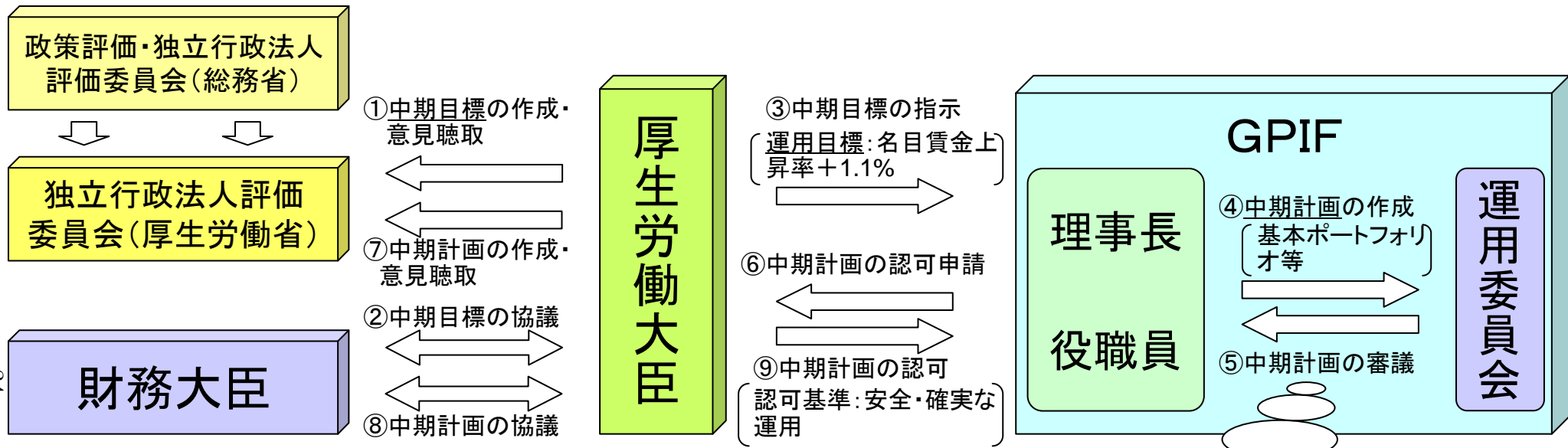
注1: 1ユーロ=162円、1カナダドル=111円、1ノルウェークローネ=20.3円、1スウェーデンクローナ=17.4円で換算。

2006年12月末時点(日本、カナダは2007年3月末時点)。

注2: 年金特別会計が管理する資産 42.2兆円(財政融資資金への預託金33兆円+年金特会年度末剰余金9.2兆円)より、旧年金福祉事業団の旧大蔵省資金運用部からの借入金残高7.6兆円を控除した金額。

備考) なお、米国の老齢・遺族・障害保険(OASDI)は全て非市場性国債引受で約215.1兆円の積立金を保有している。また、英国、ドイツは賦課方式による公的年金の積立金を保有しているが、その性格は支払準備的のものである(積立金規模: 英国2ヶ月程度、ドイツ1ヶ月程度)。

付図2. 公的年金基金の運用の枠組み



運用目標:
 名目賃金上昇率+1.1% = 名目3.2%
 (年金財政計算の経済前提ベース)
 ⇒有効フロンティアを基に、3.2%を最小リスクで達成できる基本ポートフォリオを選定。

基本ポートフォリオ

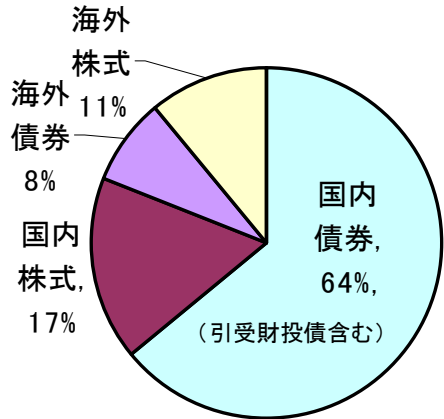
	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
資産構成割合	67%	11%	8%	9%	5%
乖離許容幅(%ポイント)	±8	±6	±5	±5	—

(注) GPIF: 年金積立金管理運用独立行政法人

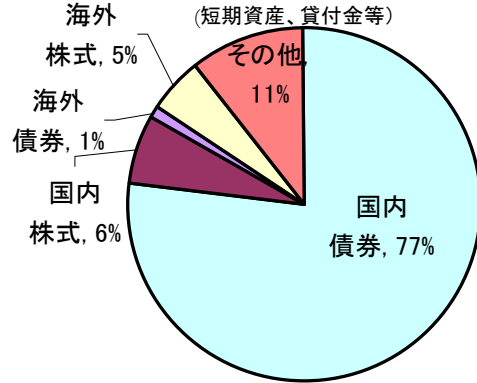
出所: 厚生労働省資料、GPIF資料を基に作成

付図3. 市場運用を行っている各国公的年金基金の資産構成割合

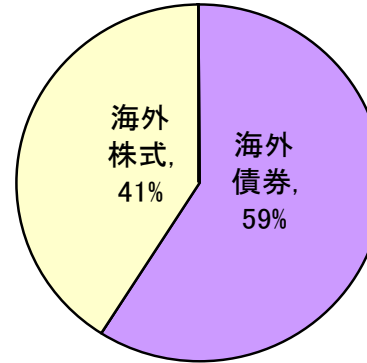
国民年金・厚生年金保険(日本)



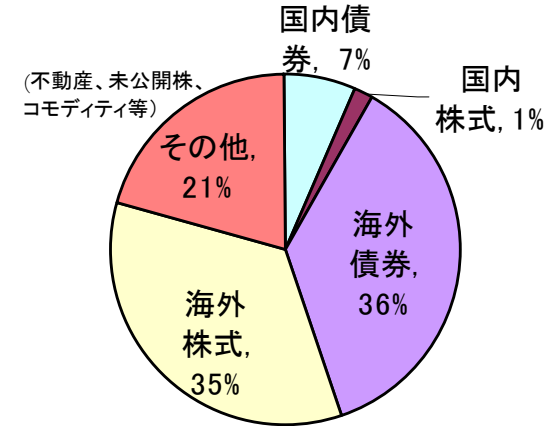
国家公務員共済組合(日本)



ノルウェー政府年金基金-グローバル

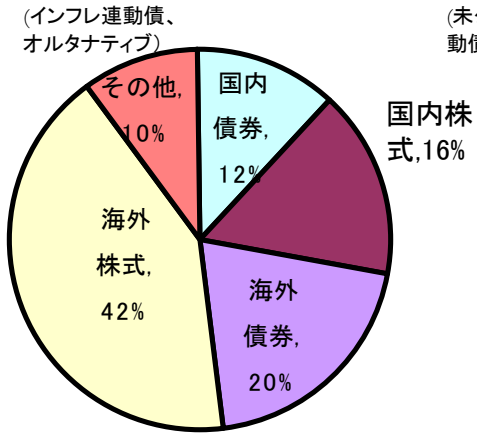


オランダ公務員総合年金基金

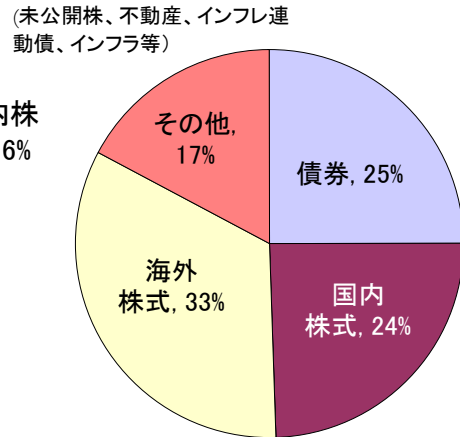


* 他に財政融資資金への預託金等あり
25

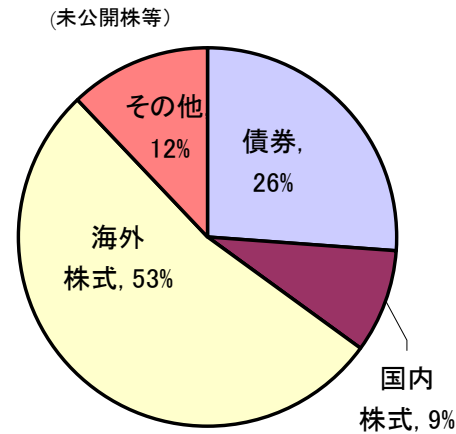
スウェーデンAP基金1,2,3,4



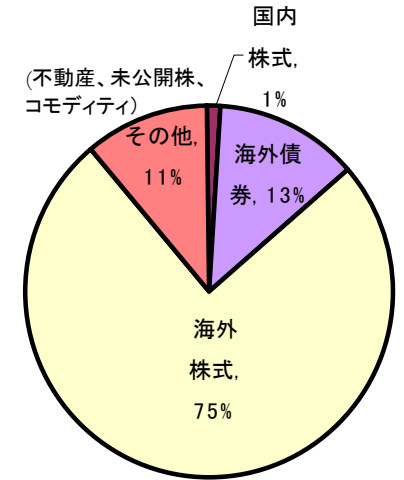
カナダ所得比例年金



フランス社会保障年金



アイルランド国民年金積立基金



出所:厚生労働省平成18年度年金積立金運用報告書、各基金ホームページ

注)2006年12月末時点(日本、カナダは2007年3月末時点)。

付表4. 市場運用を行っている主要公的年金の資産運用状況^(注1)

		日本	ノルウェー	オランダ	スウェーデン	カナダ	フランス	アイルランド
		国民年金・厚生年金 保険	政府年金基金 -グローバル	オランダ公務員 総合年金	AP基金1,2,3,4	カナダ 所得比例年金	フランス 社会保障年金	アイルランド国民 年金積立基金
積立金規模(注1)		149.1兆円(07年3月末)	36.2兆円	34.2兆円	14.6兆円 (各3.5兆円～3.8兆円)	12.9兆円(07年3月末)	5.1兆円	3.1兆円
資産構成 (実績)	国内株式	17%	0%	1%	12%～20%	24%	9%	1%
	海外株式	11%	41%	35%	40%～45%	33%	53%	75%
	国内債券	64% (注2)	0%	7%	14%～21%	25%	26%	0%
	海外債券	8%	59%	36%	14%～23%			13%
	その他	0%	0%	21%	2%～8%	17%	12%	11%
運用管理主体		年金積立金管理運用 独立行政法人(GPIF)	ノルウェー中央銀行 投資運用局(NBIM)	オランダ公務員 総合年金基金(ABP)	各AP基金理事会	カナダ年金制度投 資委員会(CPPIB)	年金積立基金(FRR)	国民年金積立基金 委員会(NPRFC)
組織形態		厚生労働省所管の独立 行政法人。	財務省が運用協定によ り、ノルウェー中央銀行投 資運用局(NBIM)に委託 し、運用。運用結果の国 会報告は財務省が実施。	公務員及び教育機関等 の職員による職域年金。 官・民・労の代表者から なる14人の理事会が投 資方針、戦略等を決定 し、統治する。	各AP基金とも国から独 立しており、財務省が 任命する理事会(9名、う ち2名は従業員利益代 表、2名は使用者利益 代表)により統治され る。	政府全額出資の連邦 国営会社(Crown Corporation)。財務省 が任命する12名の理 事(金融関係の知識・ 経験を有する民間出 身者等)により構成さ れる理事会が統治す る。	国の機関。理事会が投 資方針、戦略等を決定 する。	国の機関である国民資 産管理庁(NTMA)が基 金を保有し、7名で構 成される委員会が最高 意思決定機関として統 治する。
運用方針・制約		厚生労働大臣が指示す る中期目標に従い、 GPIFがポートフォリオ を含む中期計画を策定 する。GPIFの中期計画 等の審議及び運用業務 の監視は厚生労働大臣 の任命する運用委員会 が行う。	運用方針はNBIMが決 定。投資対象企業の株式 保有比率は5%まで。運 用対象は海外株式、海外 債券のみ。	運用方針はABPが決 定(3年毎に見直し)。	運用方針は各AP基金 理事会が決定。ただし、 運用資産の30%以上は 債券で運用する、上場 企業議決権保有率は 10%まで等の制約が法 律で定められている。	運用方針はCPPIBが 決定。	投資対象企業の株式保 有比率は3%まで。	運用方針はNPRFCが決 定。
自家運用 人員規模		若干有り(4%程度)	有り	有り	有り	有り	ほぼ無し	有り
過去5年の平均収益率		81名	151名	2,387名	各50名弱～60名強程度	約260名	35名	84名(2003年)
		3.5%	6.9%	7.2%	7.5%	10.4%	10.5%(2004年6月末 ～2006年末)	6.8%

26

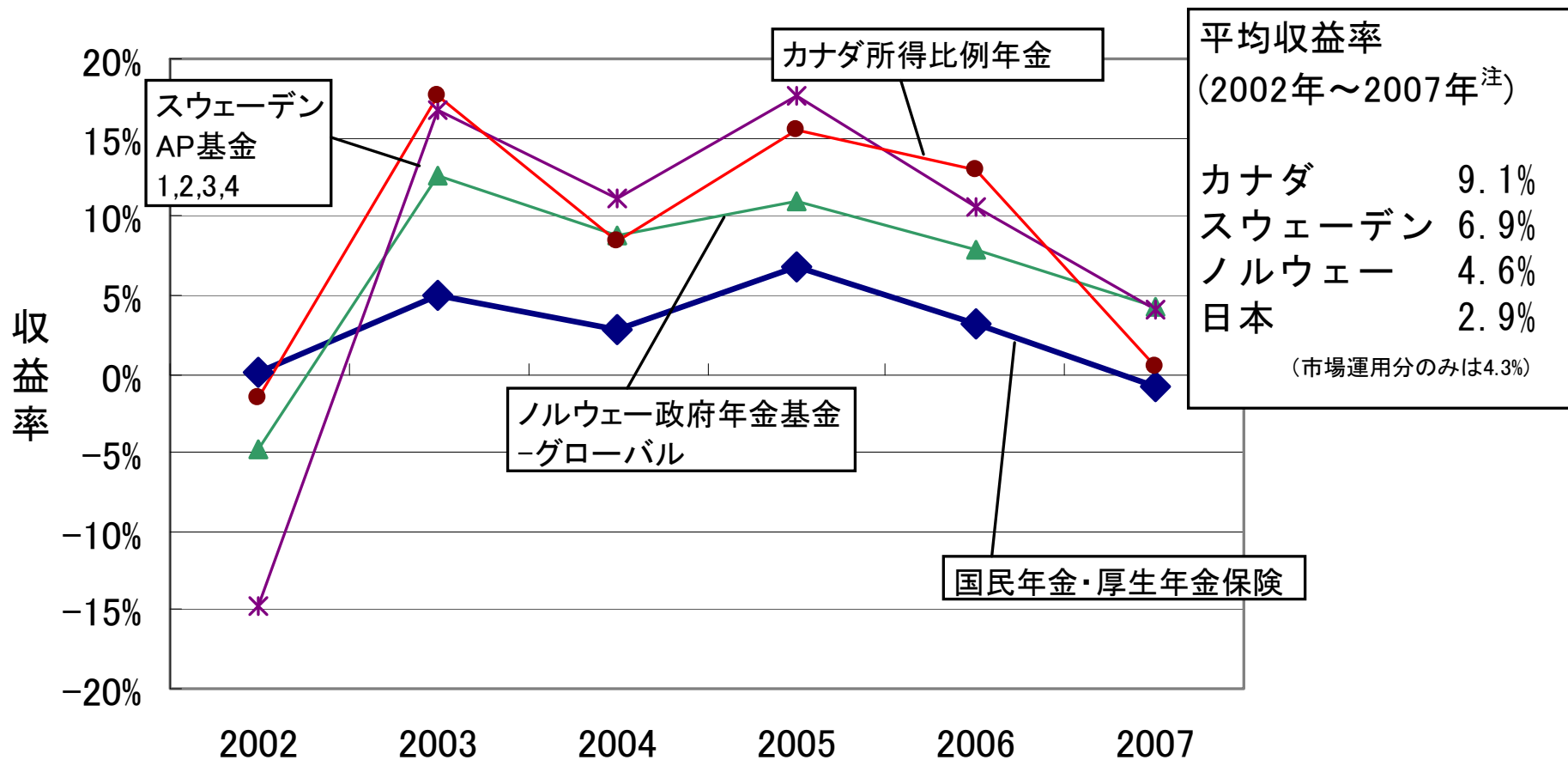
出所: 厚生労働省平成18年度年金積立金運用報告書、同第10回社会保障審議会年金資金運用分科会資料、各年金基金ホームページ

(注1) 1ユーロ=162円、1カナダドル=111円、1ノルウェークローネ=20.3円、1スウェーデンクローナ=17.4円で換算。2006年12月末時点(日本、カナダは2007年3月末時点)。

(注2) 国内債券には引受財投債を含む。財政融資資金への預託金、年金特会年度末剰余金、旧年金福祉事業団の旧大蔵省資金運用部からの借入金残高は含めず。

備考) なお、米国の老齢・遺族・障害保険(OASDI)は全て非市場性国債引受で約215.1兆円の積立金を保有している。また、英国、ドイツは賦課方式による公的年金の積立金を保有しているが、その性格は支払準備的のものである(積立金規模: 英国2ヶ月程度、ドイツ1ヶ月程度)。

付図5. 主要公的年金基金の収益率推移

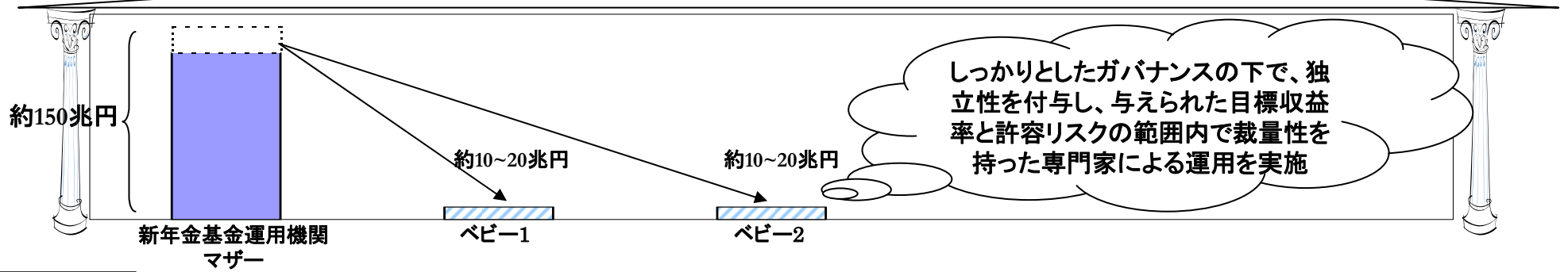


注) 平均収益率は、日本とカナダは2002年4月から2007年12月の間、スウェーデンとノルウェーは2002年から2007年の間の数値。

出所: 厚生労働省平成18年度年金積立金運用報告書(2007年のみGPIF平成19年度第3四半期運用状況)、各年金基金ホームページ

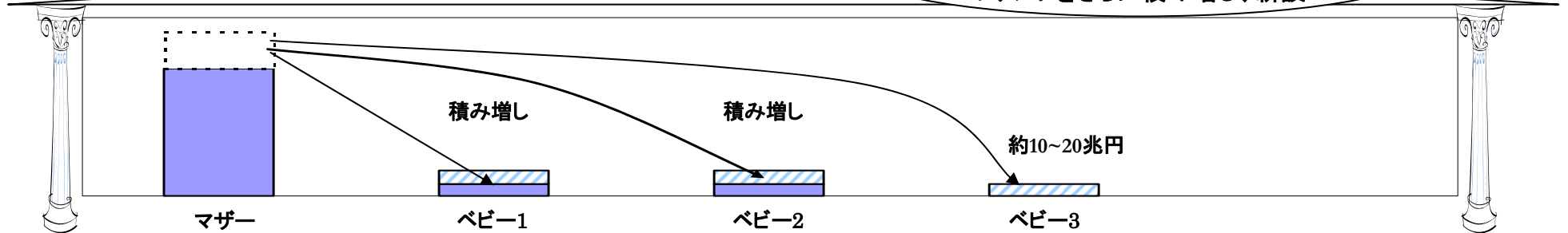
付図6. 改革後の姿

第1段階

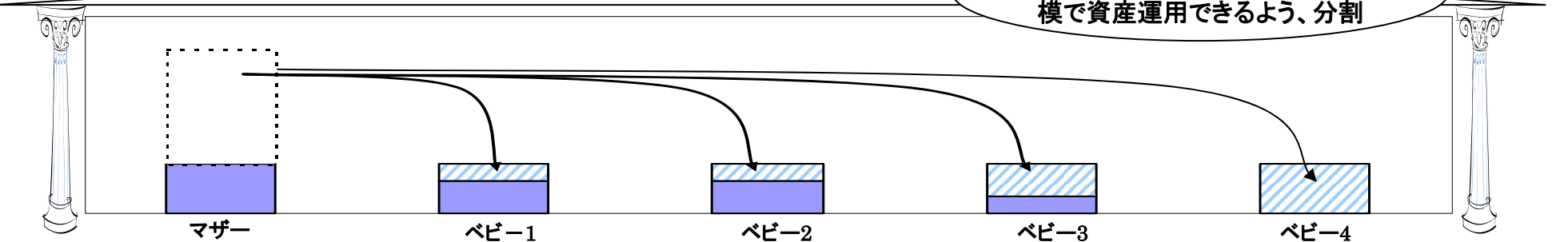


第2段階

28

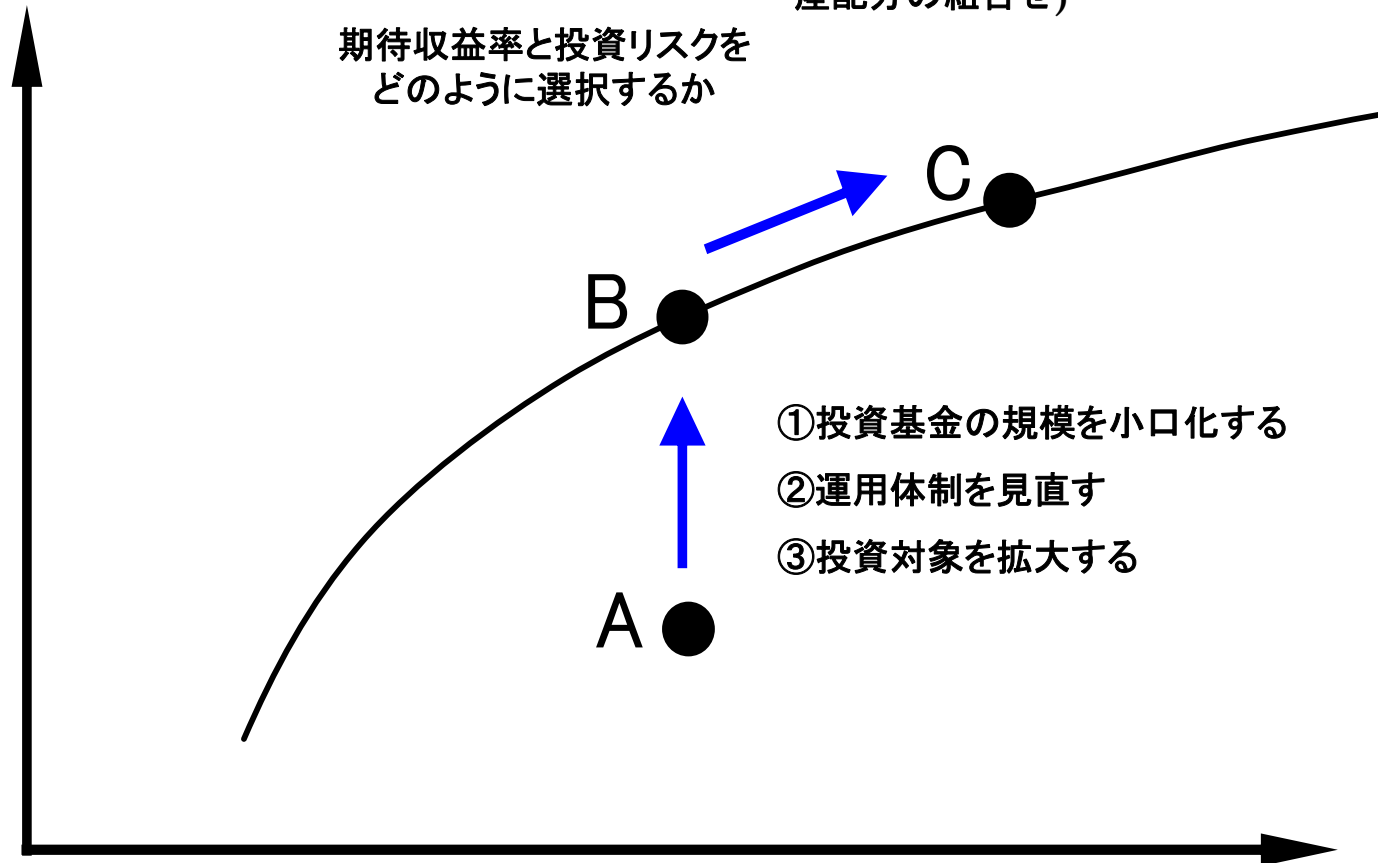


第3段階



付図7. 有効フロンティア(期待収益率とリスクとの関係)

期待収益率



- ① 投資基金の規模を小口化する
- ② 運用体制を見直す
- ③ 投資対象を拡大する

リスク

経済財政諮問会議
グローバル化改革専門調査会

委員名簿

会長	伊藤 隆敏	東京大学大学院経済学研究科教授
	上村 達男	早稲田大学法学学術院長
会長代理	浦田 秀次郎	早稲田大学大学院アジア太平洋研究科教授
	北岡 伸一	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	高木 勇樹	農林漁業金融公庫総裁
	本間 正義	東京大学大学院農学生命科学研究科教授
顧問	御手洗 富士夫	キヤノン株式会社代表取締役会長

(五十音順)

平成 20 年 5 月 23 日現在

経済財政諮問会議
グローバル化改革専門調査会

金融・資本市場ワーキンググループ
メンバー名簿

副主査 池尾 和人 慶應義塾大学経済学部教授

伊藤 隆敏 東京大学大学院経済学研究科教授

主査 上村 達男 早稲田大学法学学術院長

大崎 貞和 株式会社野村総合研究所研究創発センター主席研究員

川瀆 昇 京都大学大学院法学研究科教授

菅野 雅明 J P モルガン証券株式会社チーフエコノミスト

松本 大 マネックス・ビーンズ・ホールディングス株式会社
代表取締役社長CEO

安田 隆二 一橋大学大学院国際企業戦略研究科教授

(五十音順)

平成 20 年 5 月 23 日現在

金融・資本市場ワーキンググループ開催実績

日時	議事
第 1 回 平成 19 年 1 月 29 日 (月)	(1) 議事の進め方について (2) 本ワーキング・グループに関する検討項目
第 2 回 平成 19 年 2 月 6 日 (火)	(1) ロバート・フェルドマン モルガン・スタンレー証券会社経済研究主席 兼マネージング・ディレクターからのプレゼンテーション (2) 大崎メンバーからのプレゼンテーション
第 3 回 平成 19 年 2 月 13 日 (火)	金融庁を交えた議論
第 4 回 平成 19 年 2 月 19 日 (月)	(1) 富樫直記 フューチャーフィナンシャルストラテジー株式会社 代表取締役社長からのプレゼンテーション (2) 上村主査からのプレゼンテーション (3) 内外企業の視点から見た課題（経済産業省、金融庁を交えた議論）
第 5 回 平成 19 年 2 月 26 日 (月)	(1) 日本証券業協会、東京証券取引所を交えた議論 (2) 農林水産省、経済産業省を交えた議論
第 6 回 平成 19 年 3 月 16 日 (金)	国際銀行協会を交えた議論
第 7 回 平成 19 年 4 月 13 日 (金)	中間的なとりまとめに向けて
第 8 回 平成 19 年 4 月 20 日 (金)	中間的な報告のとりまとめ

日時	議事
第 9 回 平成 19 年 10 月 26 日(金)	(1) 第一次報告に関するその後の動き (2) 今後の進め方について (3) 安田メンバーからのプレゼンテーション
第 10 回 平成 19 年 11 月 9 日(金)	取引所の競争力強化 (農林水産省、経済産業省、東京工業品取引所、東京穀物商品取引所を交えた議論)
第 11 回 平成 19 年 11 月 30 日(金)	「金融・資本市場競争力強化プラン」(仮称)の検討状況 (金融庁、農林水産省、経済産業省を交えた議論)
第 12 回 平成 20 年 1 月 28 日(月)	今後の証券化市場の方向性 (1) 江川由紀雄 ドイツ証券 証券化商品調査部長からのプレゼンテーション (2) 赤井厚雄 モルガン・スタンレー証券 証券化商品部マネージング・ディレクターからのプレゼンテーション
第 13 回 平成 20 年 2 月 7 日(木)	公的年金基金の運用① (1) 矢野朝水 企業年金連合会専務理事(元厚生省年金局長)からのプレゼンテーション (2) 臼杵政治 ニッセイ基礎研究所金融研究部門主席研究員からのプレゼンテーション (3) 荻島誠治 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センターフィデューシャリー・マネジメント部長からのプレゼンテーション
第 14 回 平成 20 年 3 月 18 日(火)	公的年金基金の運用② (1) 厚生労働省を交えた議論 (2) 年金積立金管理運用独立行政法人を交えた議論
第 15 回 平成 20 年 4 月 4 日(金)	取りまとめに向けて
第 16 回 平成 20 年 4 月 8 日(火)	第二次報告の取りまとめについて
第 17 回 平成 20 年 5 月 8 日(木)	有識者からのヒアリング及び第二次報告の取りまとめ (1) 小島茂 労働組合総連合会総合政策局長兼生活福祉局長からのプレゼンテーション (2) 駒村康平 慶應義塾大学経済学部教授からのプレゼンテーション (3) 西沢和彦 日本総合研究所調査部主任研究員からのプレゼンテーション