平成 28 年 1 月 6 日

# GPIF 改革成功のカギは、運用とガバナンスの一体見直しにあり（その 2）

なぜ、運用上と会計上の不一致を看過してしまったのか

特任研究員　平井　一志 [1]

《要旨》

●平成 27 年 7 月 31 日付初稿において紹介のとおり、「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について」を議題とし、平成 27 年 1 月 23 日に開催された第 30 回社会保障審議会年金部会において、植田部会長代理が、「現行でやや強化されつつある GPIF のガバナンス体制だけで本当に十分なのか。モニタリングをはじめとしていろいろやらなくてはいけないことがあるし、（略）」と問題を提起の経緯がある。

それから約 1 年が経過して漸く、平成 27 年 12 月 8 日に第 31 回、12 月 25 日に第 32 回の年金部会が開催されたが、未だ上記モニタリング結果の報告はない。

およそガバナンス体制の強化を図るためには、チェック・アンド・バランスの対象として想定される課題・問題点を洗い出し、現状を分析の必要がある。

●GPIF の平成 25 年度および 26 年度の「業務概況書」は、インフラ投資としての外貨建て投資信託受益証券ファンドの評価などについて、つぎのとおり運用上と会計上の取り扱いが異なる旨を注記している。

（注）当該ファンドで管理する受益証券については、運用上は国際的な基準に従って適切に算出された時価により管理しており、この業務概況書においても特に断りのない限り、時価で収益や残高を開示しています。なお、会計上は、現行の国内会計基準に従い、その他有価証券として区分し、取得原価による評価を行い、‥

| | 運用上 | 会計上 |
|---|---|---|
| 区分 | 外国債券（見做し） | その他有価証券 |
| 評価 | 時価 | 取得原価 |

なぜ、GPIF は、かかる運用上と会計上の不一致を余儀なくされたのか。

なぜ、運用委員会は、不一致を看過してしまったのか。

以下、GPIF のガバナンス体制について、特定投資家（プロ）としての情報収集および分析能力、あるいは意思決定が直面する限定合理性の問題などの観点から、現状分析を試みることとする。

## １．これまでの経緯

[1] 筆者は、信託銀行の公的年金運用部長、同システム子会社の役員を務めた後、平成 20 年 7 月から 26 年 3 月まで GPIF の情報化統括責任者（CIO）補佐官の任にあり、26 年 7 月から年金シニアプラン総合研究機構の特任研究員。なお、本稿は筆者の個人的な見解であって、属した組織、あるいは属する組織の見解ではありません。

そもそも、政府が、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）の運用方針を見直し、あわせガバナンス体制の強化を図る契機となったのは、平成 25 年 6 月 14 日閣議決定の「日本再興戦略」である。

同戦略に基づいて、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、リスク管理体制などのガバナンス、株式への長期投資におけるリターン向上のための方策など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、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の提言を踏まえ、平成 26 年 6 月 24 日閣議決定の「日本再興戦略」改訂 2014 は、公的・準公的資金の運用等の見直しについて、つぎのように謳った。

「日本再興戦略」改訂 2014（78 頁）

ⅱ）公的・準公的資金の運用等の見直し

GPIF をはじめとする公的・準公的資金の運用等の在り方については、引き続き、有識者会議の提言を踏まえ、各資金の規模・性格に応じ、長期的な健全性の確保に留意しつつ、必要な施策を迅速かつ着実に実施すべく所要の対応を行う。

GPIF の基本ポートフォリオについては、本年 6 月に公表された「国民年金及び厚生年金に係る財政の現況及び見通しー平成 26 年財政検証結果ー」を踏まえ、デフレからの脱却、適度なインフレ環境への移行など長期的な経済・運用環境の変化に即し、年金財政の長期的な健全性を確保するために、適切な見直しをできるだけ速やかに実施するとともに、GPIF は、受入れを表明した日本版スチュワードシップ・コードを踏まえた対応を速やかに実施する（※）。

また、基本ポートフォリオ見直しとあわせ、ガバナンス体制の強化を図る必要があり、まずはフォーワードルッキングな観点からリスク管理体制の再構築等を行うことで、より機動的な運用を目指す。さらに、「独立行政法人改革等に関する基本的な方針（平成 25 年 12 月 24 日閣議決定）」に基づき、運用委員会について、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実質的に決定できる体制の整備や、報酬の見直し等による高度で専門的な人材の確保等の取組を速やかに進めるとともに、資金運用の観点から行われた有識者会議の提言を踏まえ、厚生労働省において、当該資金の規模・性格に即して、長期的な健全性の確保に留意しつつ、主たる事務所の所在に関することに加え、年金制度、法人の組織論等の観点から今後の法改正の必要性も含めた検討を行うなど必要な施策の取組を加速すべく所要の対応を行う。

※運用の改革は、専ら被保険者の利益のために行うものである。こうした運用が結果的に成長への投資、ひいては日本経済に貢献し、経済の好循環実現にもつながる。

さらには、平成 27 年 6 月 30 日閣議決定の「日本再興戦略」改訂 2015 が、同じく公的・準公的資金の運用等の見直しについて、つぎのように謳ったものの、未だに所要の対応は施されていない。

「日本再興戦略」改訂 2015（130 頁）

ⅱ）公的・準公的資金の運用等の見直し

GPIF をはじめとする公的・準公的資金の運用等の在り方については、有識者会議の提言を踏まえ、各資金の規模・性格に応じ、長期的な健全性の確保に留意しつつ、必要な施策を迅速かつ着実に実施すべく所要の対応を行う。

GPIF については、ガバナンス体制について、年金制度、法人の組織論などの観点から今後の法改正の必要性も含めた検討を行うなど必要な施策の取組を加速すべく所要の対応を行う。

所要の対応がかくも遅延している原因の一つは、ガバナンス体制の強化を図ることの本質が、意思決定が直面する限定合理性の問題[2]の緩和であり、急務であることを共通の認識とすることなく、チェック・アンド・バランスの対象として想定される課題・問題点の洗い出しあるいは現状分析を実施することなく、結局のところ議論が抽象論に終始し、ガバナンス体制の強化そのものが目的化してしまっていることにあるように思われる。

| 年月日 | 経緯 |
|---|---|
| H25(2013).6.14 | 「日本再興戦略」閣議決定 |
| H25(2013).6.27 | 公的・準公的資金運用・リスク管理等高度化等有識者会議設置 |
| H25(2013).11.20 | 同上有識者会議報告書公表 |
| H26(2014).2.28 | GPIF、インフラ投資の開始公表 |
| H26(2014).6.24 | 「日本再興戦略」改訂 2014 閣議決定 |
| H26(2014).10.31 | GPIF、基本ポートフォリオを見直し |
| H27(2015).6.30 | 「日本再興戦略」改訂 2015 閣議決定 |

２．運用上と会計上の有価証券の区分および評価が不一致の異常

平成26年2月28日にGPIFは、「国内外の機関投資家との共同投資協定に基づくインフラ投資の開始について」をプレス・リリースし、つぎのとおりその別紙において「投資信託を通じて、OMERSが発掘するインフラに投資する」とするとともに、「安定したインカムゲインが見込まれることから、基本ポートフォリオ上は「外国債券」に位置付け、自家運用の一つとして管理する」とした。

平成26年2月28日GPIFプレス・リリース（別紙）

[2] 限定された合理性（bounded rationality）とは、1947 年にハーバート・A・サイモンが「Administrative Behavior」で提唱した人間の認識能力についての概念であり、サイモンは人間の合理的な意思決定が限定的なものであることを定義し、経営学における組織研究に昇華させたこの研究で、ノーベル経済学賞を受賞した（詳細平成 27 年 7 月 31 日付拙稿「GPIF 改革成功のカギは、運用とガバナンスの一体見直しにあり」参照）。

インフラ共同投資

○ こうした状況を踏まえ、今般、インフラ投資について豊富な実績を持つ株式会社日本政策投資銀行（DBJ）及びカナダのオンタリオ州公務員年金基金（OMERS）と共同で、先進国の電力発送電、ガスパイプライン、鉄道などのインフラに投資する共同投資協定を締結し、投資信託を通じて、OMERSが発掘するインフラに投資することとした。

○　今回の共同投資スキームでは、投資信託の運用者であるニッセイアセットマネジメント株式会社（以下「ニッセイアセット」）が、マーサー・インベストメンツ（以下「マーサー」）の助言を得て、OMERSが発掘するインフラ投資案件への参加可否を判断する。なお、ニッセイアセットは投資信託を通じたオルタナティブ資産等の運用において豊富な実績があり、マーサーのグローバルインフラ投資チームはインフラ事業の評価を世界的に展開している。（「インフラ共同投資のスキーム（概要）」[3]を参照）

○　今後、適切な投資案件が選定された際に、GPIFも資金を拠出することになる。投資規模は、5年程度をかけて最大総額約27億米ドル（約2,800億円）[4]（GPIFの投資資産額（平成25年12月末で約129兆円）の約0.2%）

○　また、今回の共同投資は、安定したインカムゲインが見込まれることから、基本ポートフォリオ上は「外国債券」に位置付け、自家運用の一つとして管理するとともに、共同投資協定に基づき、DBJ及びOMERSの豊富な投資経験を吸収し、GPIFの投資能力の向上やリスク管理の高度化を図ることとしている。

ところが、平成26年7月4日に公表した平成25年度の「業務概況書」17頁の、自家運用の状況に係る外貨建て投資信託受益証券ファンドについての本文注記において、つぎのとおり「運用上は国際的な基準に従って適切に算出された「時価」により管理しており、この業務概況書においても特に断りのない限り、「時価」で収益や残高を開示しています。なお、会計上は、現行の国内会計基準に従い、「その他有価証券」として区分し、「取得原価」による評価を行い、（略）」とした。

平成26年度の「業務概況書」38頁の注記においても同様である。

おって、後掲別紙1参考資料の、平成26年7月18日開催厚生労働省の独立行政法人評価委員会年金部会（第44回）議事録によれば、今般インフラ共同投資における投資対象の実態は、「エクイティ」である。

平成 25 年度業務概況書（17 頁）

（５）自家運用の状況

（略）

②　外貨建て投資信託受益証券ファンド

国内外の機関投資家との共同投資協定に基づくインフラ投資のために、平成 25 年度に

[3] 本稿 30 頁別紙 1 参考資料参照。

[4] 約 2,800 億円は、年金福祉事業団の大規模年金保養基地（グリーンピア）への投資規模に匹敵する。

設定したファンドです。平成 25 年度末の時価総額は 2 億円、収益額はマイナス 0 億円となりました。

（注）当該ファンドで管理する受益証券については、運用上は国際的な基準に従って適切に算出された時価により管理しており、この業務概況書においても特に断りのない限り、時価で収益や残高を開示しています。なお、会計上は、現行の国内会計基準に従い、その他有価証券として区分し、取得原価による評価を行い、原則として外貨建ての取得価額の円換算額（決算日）を貸借対照表の資産の部に、及びその為替換算差額を貸借対照表の純資産の部に計上しています。

平成 26 年度業務概況書（38 頁）

２．債券運用－（３）自家運用

（略）

④　インフラ投資（外貨建て投資信託受益証券ファンド）

国内外の機関投資家との共同投資協定に基づくインフラ投資のために、平成 25 年度に設定したファンドです。平成 26 年度末の時価総額は 55 億円、収益額は、投資信託が保有する外貨建て資産の時価評価による為替差損等により、マイナス 7 億円となりました。

（注）当該ファンドで管理する受益証券については、運用上は国際的な基準に従って適切に算出された時価により管理しており、この業務概況書においても特に断りのない限り、時価で収益や残高を開示しています。なお、会計上は、現行の国内会計基準に従い、その他有価証券として区分し、取得原価による評価を行い、原則として外貨建ての取得価額の円換算額（決算日）を貸借対照表の資産の部に、及びその為替換算差額を貸借対照表の純資産の部に計上しています。

| | 運用上 | 会計上 |
|---|---|---|
| 区分 | 外国債券（見做し） | その他有価証券 |
| | | （エクイティ） |
| 評価 | 時価 | 取得原価 |

かくのごとく運用上と会計上の有価証券の区分および評価が不一致の異常が示すものは、一体何なのか。

（１）金融商品に関する会計基準

企業会計基準委員会が公表の企業会計基準第 10 号「金融商品に関する会計基準」第 18 項（その他有価証券）は**「売買目的有価証券、満期保有目的の債券、子会社株式及び関連会社株式以外の有価証券（以下「その他有価証券」という。）は、時価をもって貸借対照表価額」とし、且つ注記において「その他有価証券の決算時の時価は、原則として、期末日の市場価格に基づいて算定された価額とする。」としている。**

**にもかかわらず、GPIF の財務諸表監査を行った監査法人は、GPIF が国際的な基準に従って適切に算出されたと称する「時価」ではなくて、国内の会計基準に従い「取得原価」により評価することを主張したのであり、当該「時価」が適正ではなく、且つ「時価」を把握することが極めて困難と判断したことになる。**

かかる監査法人の「時価」の忌避は、監査報告書に監査意見を「無限定適正意見」として記載のための苦肉の策と思われる。

（2）金融商品会計に関する実務指針

ちなみに、日本公認会計士協会が取りまとめた会計制度委員会報告第14号「金融商品会計に関する実務指針」第63項（時価を把握することが極めて困難と認められる有価証券の範囲）は、「(略) ただし、株式（非公開株式を含む。）については、第48項におけるように、市場で売買される株式について市場価格に基づく価額が存在する場合のみ時価のある有価証券とする。したがって、市場で売買されない株式について、たとえ何らかの方式により価額の算定が可能としても、それを時価（合理的に算定された価額）とはしないものとし、当該株式は時価を把握することが極めて困難と認められる有価証券として取り扱う。」としている。

先に議事録（後掲別紙1参考資料）を引用した、平成26年7月18日開催第44回厚生労働省独立行政法人評価委員会年金部会において、外貨建て投資信託受益証券ファンドの評価について問われた年金積立金管理運用独立行政法人調査室長（当時）が、かかる実務指針を根拠とし、「今、現行の日本の会計基準のルールということで、いわゆる未公開株となるので、その原則的な取扱いとして取得原価という形でこういうような扱いになっています。これについては、監査法人の先生方と実際に意見交換をすることでこういうような会計処理になっています。」と回答のところ、公認会計士である安浪委員が、「市場価格がないものでも、合理的な方法で算定された場合に公正な評価額としてみなすという考え方もあるのです。必ずしも未公開株の全てが時価を把握できないということではないと思うのですが。極力、投資金額が増えていくと、その資産の時価評価を把握する方向で検討していただいたほうがいいのではないかと思うのです。」と一蹴し、調査室長が、「了解しました。」と回答の経緯がある。

そもそも、投資信託の時価評価について、実務指針の第62項は、「投資信託に付すべき時価は市場価格とし、市場価格がない場合には市場価格に準ずるものとして合理的に算定された価額が得られればその価額とする。市場価格に準ずるものとして合理的に算定された価額には、投資信託委託会社の公表する基準価格、ブローカー又は情報ベンダーから入手する評価価格が含まれる。また、**私募投信であっても、その投資信託に組み入れられた有価証券等について市場価格に基づく価額がある場合、又は時価を合理的に算定できる場合には、時価のある投資信託とする。**」としているのである。

3．なぜ、監査法人は「時価」を忌避したのか

ところで、わが国においては、平成 24 年 2 月に表面化した AIJ 投資顧問問題を契機として、金融庁が、投資一任業者が年金基金などからの受託資産にファンドを組み込む場合、①受託資産を管理する国内信託銀行が、ファンドの「基準価額」をその算出者（アドミニストレーターなど）から直接入手できるようにする措置、②国内信託銀行が、ファンドの「真正な監査報告書」を入手できるようにする措置、③投資一任業者が、顧客に交付した運用報告書に記載の「基準価額」を、国内信託銀行にも送付することを義務付けるとともに、国内信託銀行に対して、上記①により入手したファンドの「基準価額」、上記②により入手したファンドの「真正な監査報告書」、および上記③により入手した運用報告書に記載の「基準価額」を突き合わせることを義務付け、運用資産に対する第三者（国内信託銀行など）によるチェックが有効に機能する仕組みを構築した経緯がある。[5]

したがって、財務諸表監査を行った監査法人が、GPIFが国際的な基準に従って適切に算出されたと称する「時価」を忌避するということは、一般投資家（アマ）の場合、第三者（国内信託銀行など）によるチェックが有効に機能していない重大事である。

翻って、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）は「金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令」第10条第1項第12号に規定された適格機関投資家であり、特定投資家（プロ）であることから、監査法人が、GPIFが国際的な基準に従って適切に算出されたと称する「時価」を忌避するということは、**GPIFには自己責任に基づく投資を実行するに足る、情報収集および分析能力さらには交渉能力が備わっていないと判断したことになる。**

４．情報収集および分析能力の欠如

では、監査法人は、GPIF に如何なる情報収集および分析能力が備わっていないと判断したのであろうか。

ファンド投資における「基準価額」の妥当性チェックの能力、ルック・スルーの徹底が、問題視されたものと思われる。

ファンド投資において「基準価額」の裏付けとなる、原資産の内容を把握し、リスクを管理する手法を、ルック・スルー（look-through）と称するが、今日ルック・スルーは、国際的な潮流となって来ている。

（１）バーゼル合意

たとえば、平成 16(2004) 年 6 月合意されたバーゼルⅡ（わが国平成 19(2007)年 3 月適用開始）において、バーゼル銀行監督委員会は、信用リスク・アセットの額の算出に、つぎのとおりルック・スルー方式を採用した。

| III.　Credit Risk ー The Internal Ratings-Based Approach |
|---|

[5] 金融庁平成 24 年 9 月 4 日公表「AIJ 投資顧問株式会社事案を踏まえた資産運用に係る規制・監督等の見直し（案）」

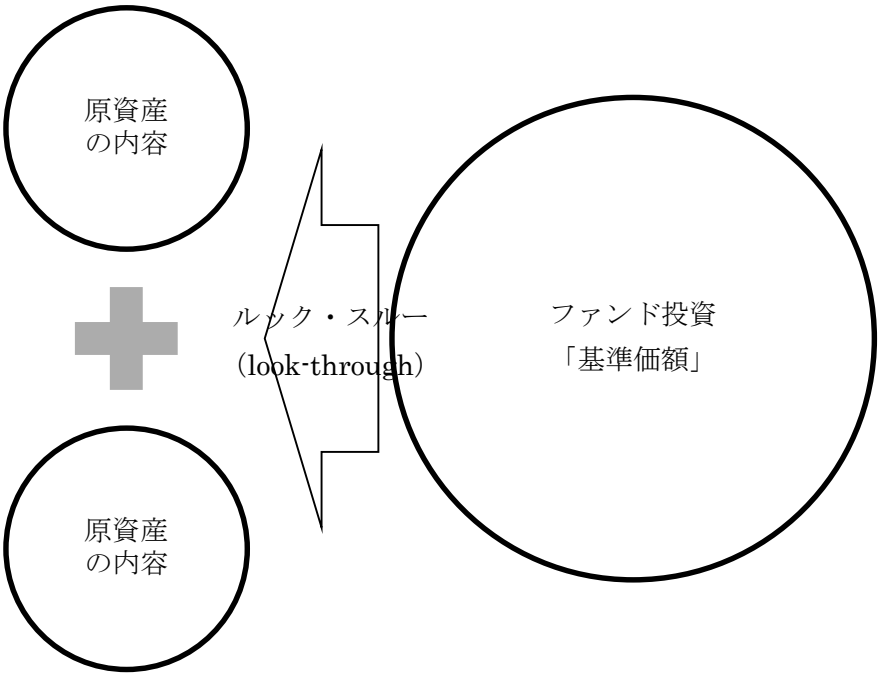
E. Rules for Equity Exposures

2. Risk components

359.

360. Holdings in funds containing both equity investments and other non-equity types of investments can be either treated, in a consistent manner, as a single investment based on the majority of the fund's holdings or, where possible, as separate and distinct investments in the fund's component holdings based on a look-through approach.

図-1　ルック・スルー方式




金融庁は、上記バーゼル合意について、平成 18(2006)年 12 月 27 日公表「バーゼルⅡに関する追加 Q&A」の中で、つぎのように回答している。

金融庁「バーゼルⅡに関する追加 Q&A（平成 18 年 12 月 27 日）」

＜複数の資産を裏付けとする資産の取扱い＞

（略）

第48条－Q1　投資信託等の複数の資産を裏付けとする資産（所謂ファンド）の信用リスク・アセットの額の算出は、どのように行えばいいですか。

(A)

投資信託等の複数の資産を裏付けとする資産（所謂ファンド）については、原則として、当該資産の裏付けとなる個々の資産を把握し、当該裏付けとなる個々の資産の信用リスク・アセットの総額を算出する必要があります。（略）

おって、バーゼル合意、バーゼルⅠ、Ⅱ、Ⅲについては、日本銀行が対外説明・広報の中で、つぎのように解説している。

日本銀行「バーゼル合意、バーゼルⅠ、Ⅱ、Ⅲとは何ですか」

バーゼル合意とは、バーゼル銀行監督委員会が公表している国際的に活動する銀行の自己資本比率や流動性比率等に関する国際統一基準のことです。日本を含む多くの国における銀行規制として採用されています。
バーゼル合意は、1988 年（昭和 63 年）に最初に策定され（バーゼルⅠ）、2004 年（平成 16 年）に改定されました（バーゼルⅡ）。その後、2007 年（平成 19 年）夏以降の世界的な金融危機を契機として、再度見直しに向けた検討が進められ、2010 年（平成 22 年）に新しい規制の枠組み（バーゼルⅢ）について合意が成立しました。
なお、バーゼル銀行監督委員会の常設事務局が国際決済銀行（Bank for International Settlements。略して「BIS」と言われます）にあることから、バーゼル合意は「BIS 規制」と呼ばれることもありますが、BIS とバーゼル銀行監督委員会は別組織のため、「バーゼル規制」がより正しい呼称と言えます。

（2）ILPA「プライベート・エクイティ原則」

CalPERS（カリフォルニア州職員退職制度）や Canada Pension Plan Investment Board（カナダ年金プラン投資理事会）あるいは AP2 - Second Swedish National Pension Fund（スエェーデン国民年金 AP2）など、300 を超える機関投資家が参加のプライベート・エクイティに投資する国際的な機関投資家組織である ILPA（Institutional Limited Partners Association）は、2009 年 9 月に「プライベート・エクイティ原則」（Private Equity Principles）を公表し、2011 年 1 月に改訂した同第 2 版（Private Equity Principles Version2.0）において、「利害の一致」（Alignment of Interest）「ガバナンス」（Governance）および「透明性」（Transparency）を三つの守るべき原則として掲げるとともに、「透明性」を確保するために、ファンド・レベルのみならず、投資先企業（portfolio company）レベルの情報開示を求めている。

具体的には、つぎのとおり運用者に対し、各々の投資先企業について、初回投資額、追加投資額、発生したイベント、財務情報（評価額および評価方法、収益、EBITDA（利払い前・税引き前・減価償却前利益）、損益、現金持ち高、バーンレート（現金燃焼割合））といった情報を、四半期ごとに開示すべきとしているのである。

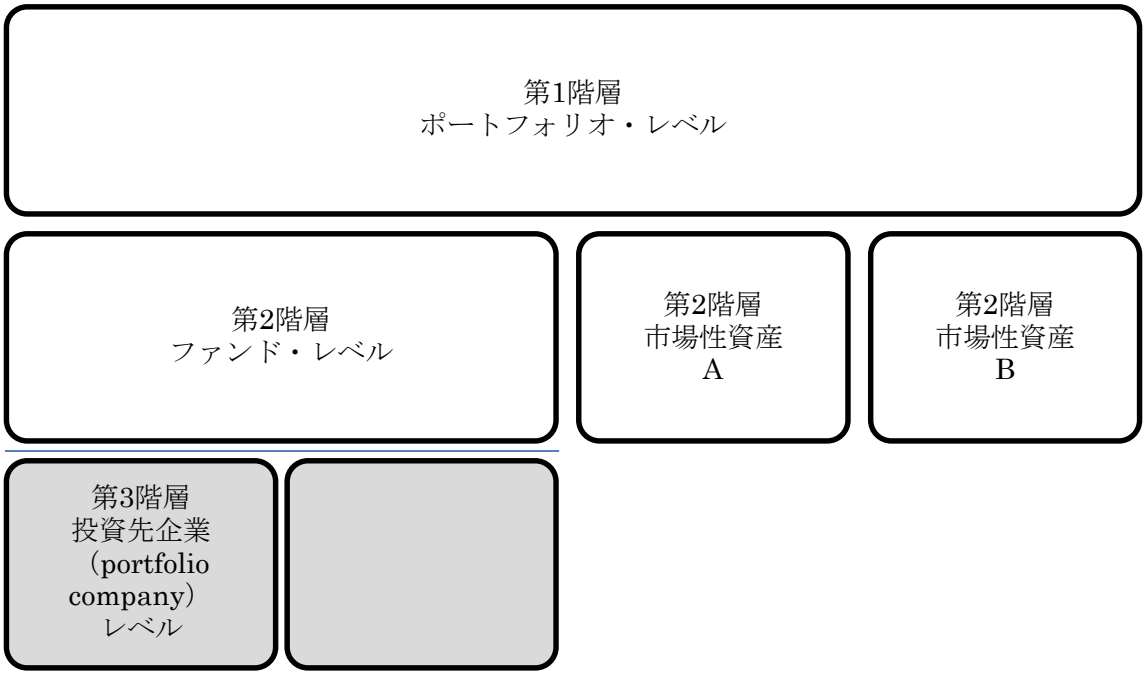
Private Equity Principles Version2.0（19 頁）

Appendix C: Financial Reporting
**Portfolio Company Reports** - A fund should provide quarterly a report on each portfolio company with the following information:
○Amount initially invested in the portfolio company (including loans and guarantees);
○Any amounts invested in the portfolio company in follow-on transactions;

○A discussion by the fund manager of recent key events in respect of the portfolio company;
○Selected financial information (quarterly and annually) regarding the portfolio company including:
・Valuation (along with a discussion of the methodology of valuation;
・Revenue (Debt terms and maturity);
・EBITDA;
・Profit and loss;
・Cash position;
・Cash burn rate

（出典　ILPA（Institutional Limited Partners Association）2011 年 1 月公表「Private Equity Principles Version2.0」19 頁）

図-2　投資先企業（portfolio company）レベルの情報開示

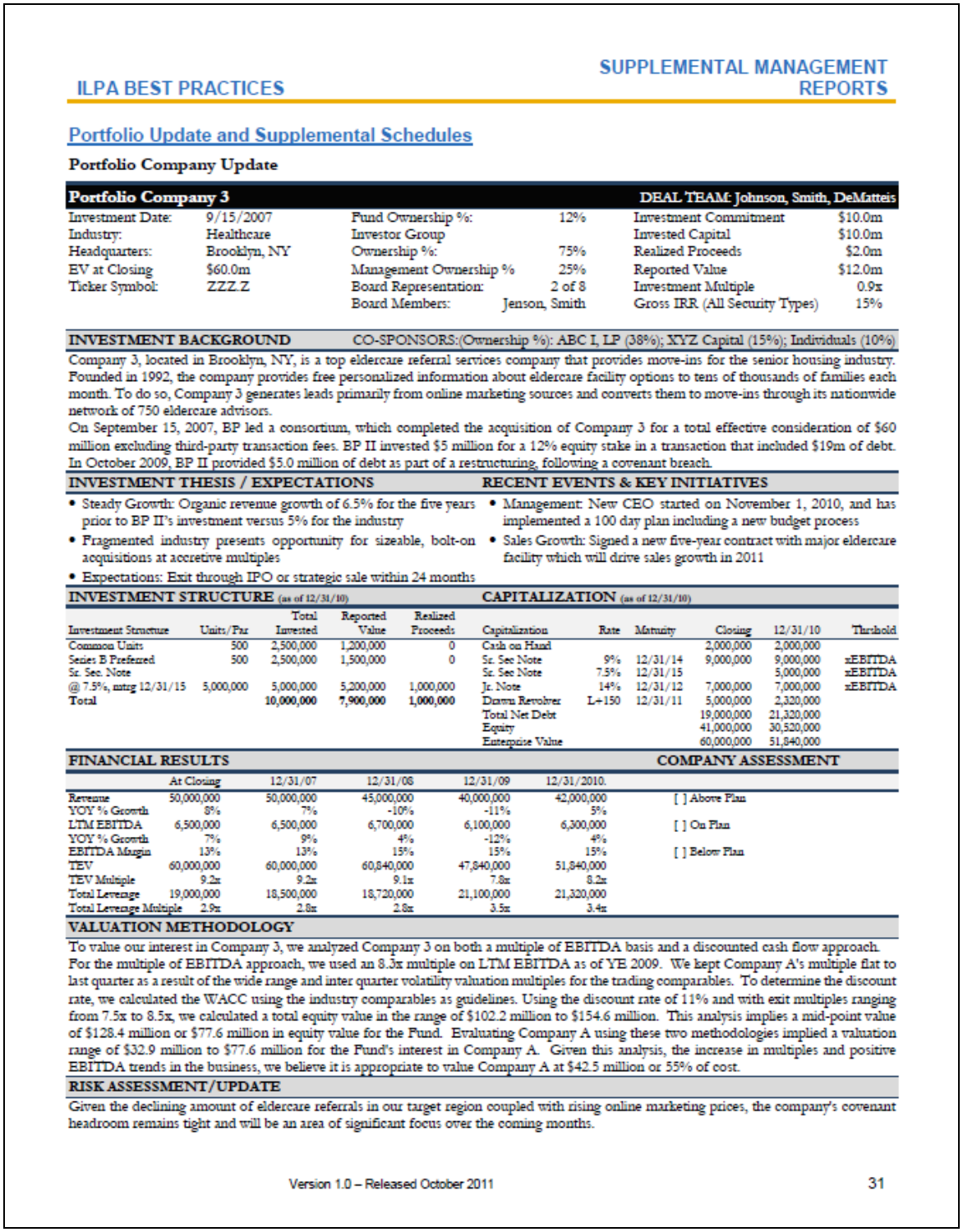



上記に加えて、ILPA は、2011 年 10 月に、標準化された報告書式の 1 つとして、「Quarterly Reporting Standards Best Practices」を公表のうえ、投資先企業レベルの情報開示についてのベストプラクティスとして、次頁の図-3 を例示するとともに、同情報開示のためのチェックリストとして、次々頁の図-4 を掲載している。

かかる国際的な「透明性」確保の動きから推し量って、監査法人が、GPIF が国際的な基準に従って適切に算出されたと称する「時価」を忌避した理由は、GPIF が、「基準価額」の裏付けとなる原資産の内容すなわち投資先企業（portfolio company）レベルの情報を、入手することが出来ていないか、あるいは入手した内容が不十分である

に相違なく、ルック・スルーの不徹底が問題視されたものと思われる。

図-3　投資先企業レベルの情報開示についてのベストプラクティス



ILPA BEST PRACTICES　　SUPPLEMENTAL MANAGEMENT REPORTS

## Portfolio Update and Supplemental Schedules

**Portfolio Company Update**

| **Portfolio Company 3** | | | | DEAL TEAM: Johnson, Smith, DeMatteis | |
|---|---|---|---|---|---|
| Investment Date: | 9/15/2007 | Fund Ownership %: | 12% | Investment Commitment | $10.0m |
| Industry: | Healthcare | Investor Group | | Invested Capital | $10.0m |
| Headquarters: | Brooklyn, NY | Ownership %: | 75% | Realized Proceeds | $2.0m |
| EV at Closing | $60.0m | Management Ownership % | 25% | Reported Value | $12.0m |
| Ticker Symbol: | ZZZ.Z | Board Representation: | 2 of 8 | Investment Multiple | 0.9x |
| | | Board Members: | Jenson, Smith | Gross IRR (All Security Types) | 15% |

**INVESTMENT BACKGROUND**　CO-SPONSORS:(Ownership %): ABC I, LP (38%); XYZ Capital (15%); Individuals (10%)

Company 3, located in Brooklyn, NY, is a top eldercare referral services company that provides move-ins for the senior housing industry. Founded in 1992, the company provides free personalized information about eldercare facility options to tens of thousands of families each month. To do so, Company 3 generates leads primarily from online marketing sources and converts them to move-ins through its nationwide network of 750 eldercare advisors.

On September 15, 2007, BP led a consortium, which completed the acquisition of Company 3 for a total effective consideration of $60 million excluding third-party transaction fees. BP II invested $5 million for a 12% equity stake in a transaction that included $19m of debt. In October 2009, BP II provided $5.0 million of debt as part of a restructuring, following a covenant breach.

**INVESTMENT THESIS / EXPECTATIONS**

- Steady Growth: Organic revenue growth of 6.5% for the five years prior to BP II's investment versus 5% for the industry
- Fragmented industry presents opportunity for sizeable, bolt-on acquisitions at accretive multiples
- Expectations: Exit through IPO or strategic sale within 24 months

**RECENT EVENTS & KEY INITIATIVES**

- Management: New CEO started on November 1, 2010, and has implemented a 100 day plan including a new budget process
- Sales Growth: Signed a new five-year contract with major eldercare facility which will drive sales growth in 2011

**INVESTMENT STRUCTURE** (as of 12/31/10)

| Investment Structure | Units/Par | Total Invested | Reported Value | Realized Proceeds |
|---|---|---|---|---|
| Common Units | 500 | 2,500,000 | 1,200,000 | 0 |
| Series B Preferred | 500 | 2,500,000 | 1,500,000 | 0 |
| Sr. Sec. Note | | | | |
| @ 7.5%, mtrg 12/31/15 | 5,000,000 | 5,000,000 | 5,200,000 | 1,000,000 |
| **Total** | | **10,000,000** | **7,900,000** | **1,000,000** |

**CAPITALIZATION** (as of 12/31/10)

| Capitalization | Rate | Maturity | Closing | 12/31/10 | Threhold |
|---|---|---|---|---|---|
| Cash on Hand | | | 2,000,000 | 2,000,000 | |
| Sr. Sec Note | 9% | 12/31/14 | 9,000,000 | 9,000,000 | xEBITDA |
| Sr. Sec Note | 7.5% | 12/31/15 | | 5,000,000 | xEBITDA |
| Jr. Note | 14% | 12/31/12 | 7,000,000 | 7,000,000 | xEBITDA |
| Draww Revolver | L+150 | 12/31/11 | 5,000,000 | 2,320,000 | |
| Total Net Debt | | | 19,000,000 | 21,320,000 | |
| Equity | | | 41,000,000 | 30,520,000 | |
| Enterprise Value | | | 60,000,000 | 51,840,000 | |

**FINANCIAL RESULTS**

| | At Closing | 12/31/07 | 12/31/08 | 12/31/09 | 12/31/2010. |
|---|---|---|---|---|---|
| Revenue | 50,000,000 | 50,000,000 | 45,000,000 | 40,000,000 | 42,000,000 |
| YOY % Growth | 8% | 7% | -10% | -11% | 5% |
| LTM EBITDA | 6,500,000 | 6,500,000 | 6,700,000 | 6,100,000 | 6,300,000 |
| YOY % Growth | 7% | 9% | 4% | -12% | 4% |
| EBITDA Margin | 13% | 13% | 15% | 15% | 15% |
| TEV | 60,000,000 | 60,000,000 | 60,840,000 | 47,840,000 | 51,840,000 |
| TEV Multiple | 9.2x | 9.2x | 9.1x | 7.8x | 8.2x |
| Total Leverage | 19,000,000 | 18,500,000 | 18,720,000 | 21,100,000 | 21,320,000 |
| Total Leverage Multiple | 2.9x | 2.8x | 2.8x | 3.5x | 3.4x |

**COMPANY ASSESSMENT**

[ ] Above Plan
[ ] On Plan
[ ] Below Plan

**VALUATION METHODOLOGY**

To value our interest in Company 3, we analyzed Company 3 on both a multiple of EBITDA basis and a discounted cash flow approach. For the multiple of EBITDA approach, we used an 8.3x multiple on LTM EBITDA as of YE 2009. We kept Company A's multiple flat to last quarter as a result of the wide range and inter quarter volatility valuation multiples for the trading comparables. To determine the discount rate, we calculated the WACC using the industry comparables as guidelines. Using the discount rate of 11% and with exit multiples ranging from 7.5x to 8.5x, we calculated a total equity value in the range of $102.2 million to $154.6 million. This analysis implies a mid-point value of $128.4 million or $77.6 million in equity value for the Fund. Evaluating Company A using these two methodologies implied a valuation range of $32.9 million to $77.6 million for the Fund's interest in Company A. Given this analysis, the increase in multiples and positive EBITDA trends in the business, we believe it is appropriate to value Company A at $42.5 million or 55% of cost.

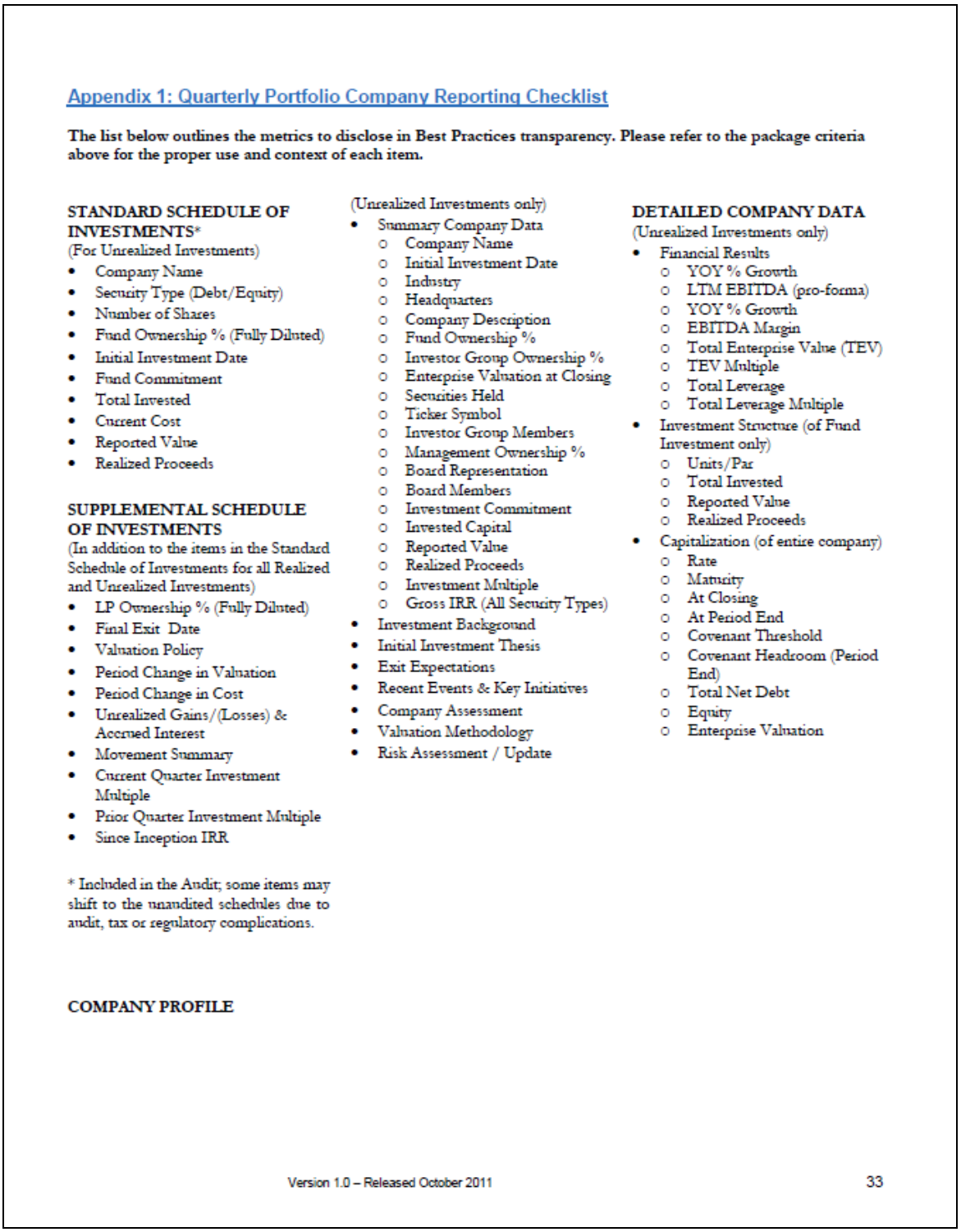
**RISK ASSESSMENT/UPDATE**

Given the declining amount of eldercare referrals in our target region coupled with rising online marketing prices, the company's covenant headroom remains tight and will be an area of significant focus over the coming months.

Version 1.0 – Released October 2011　　31

（出典　ILPA (Institutional Limited Partners Association) 2011 年 10 月公表「Quarterly Reporting Standards Best Practices」31 頁）

図-4　投資先企業レベルの情報開示のためのチェックリスト



## Appendix 1: Quarterly Portfolio Company Reporting Checklist

**The list below outlines the metrics to disclose in Best Practices transparency. Please refer to the package criteria above for the proper use and context of each item.**

**STANDARD SCHEDULE OF INVESTMENTS***
(For Unrealized Investments)

- Company Name
- Security Type (Debt/Equity)
- Number of Shares
- Fund Ownership % (Fully Diluted)
- Initial Investment Date
- Fund Commitment
- Total Invested
- Current Cost
- Reported Value
- Realized Proceeds

**SUPPLEMENTAL SCHEDULE OF INVESTMENTS**
(In addition to the items in the Standard Schedule of Investments for all Realized and Unrealized Investments)

- LP Ownership % (Fully Diluted)
- Final Exit Date
- Valuation Policy
- Period Change in Valuation
- Period Change in Cost
- Unrealized Gains/(Losses) & Accrued Interest
- Movement Summary
- Current Quarter Investment Multiple
- Prior Quarter Investment Multiple
- Since Inception IRR

* Included in the Audit; some items may shift to the unaudited schedules due to audit, tax or regulatory complications.

(Unrealized Investments only)

- Summary Company Data
  - Company Name
  - Initial Investment Date
  - Industry
  - Headquarters
  - Company Description
  - Fund Ownership %
  - Investor Group Ownership %
  - Enterprise Valuation at Closing
  - Securities Held
  - Ticker Symbol
  - Investor Group Members
  - Management Ownership %
  - Board Representation
  - Board Members
  - Investment Commitment
  - Invested Capital
  - Reported Value
  - Realized Proceeds
  - Investment Multiple
  - Gross IRR (All Security Types)
- Investment Background
- Initial Investment Thesis
- Exit Expectations
- Recent Events & Key Initiatives
- Company Assessment
- Valuation Methodology
- Risk Assessment / Update

**DETAILED COMPANY DATA**
(Unrealized Investments only)

- Financial Results
  - YOY % Growth
  - LTM EBITDA (pro-forma)
  - YOY % Growth
  - EBITDA Margin
  - Total Enterprise Value (TEV)
  - TEV Multiple
  - Total Leverage
  - Total Leverage Multiple
- Investment Structure (of Fund Investment only)
  - Units/Par
  - Total Invested
  - Reported Value
  - Realized Proceeds
- Capitalization (of entire company)
  - Rate
  - Maturity
  - At Closing
  - At Period End
  - Covenant Threshold
  - Covenant Headroom (Period End)
  - Total Net Debt
  - Equity
  - Enterprise Valuation

**COMPANY PROFILE**

Version 1.0 – Released October 2011　33

（出典　ILPA (Institutional Limited Partners Association) 2011 年 10 月公表「Quarterly Reporting Standards Best Practices」33 頁）

（3）EU「オルタナティブ投資ファンド運用者指令」

今日ファンド投資における「透明性」の確保、すなわちルック・スルーは、国際的

な潮流となって来ている。

EU の政策執行機関である欧州委員会（European Commission）が、2011 年 6 月欧州議会に提出し、2013 年 7 月の各国法制化期限から 12 ヶ月の移行期間を経て、2014 年 7 月 23 日に完全施行となった、「オルタナティブ投資ファンド運用者指令」(AIFMD: the Alternative Investment Fund Managers Directive）は、第 4 章透明性要件（CHAPTER Ⅳ TRANSPARENCY REQUIREMENTS）の第 22 条（Article 22 Annual report)、および第 23 条（Article 23 Disclosure to investors）において、運用者に、投資家に対する情報の開示を求め、第 24 条 (Article 24 Reporting obligations to competent authorities）において、規制当局に対する情報の開示を求め、指令を補足する EU 規則 No 231/2013（COMMISSION DELEGATED REGULATION (EU) No 231/2013）は、開示すべき情報の詳細について、つぎのように定めている。

すなわち、「オルタナティブ投資ファンド運用者指令」第 22 条は、運用者に、投資家および規制当局に対する、貸借対照表を含む年次報告書の開示を義務付け、EU 規則 No 231/2013 第 104 条は、つぎのとおり貸借対照表の「資産」について、債券、株式、不動産、動産、金融派生商品を含むがそれに限定されない「投資」、および「現金および現金同等物」「債権」に、下位分類しなければならないとしている。

EU規則No 231/201

*Article 104*

**Content and format of the balance sheet or statement of assets and liabilities and of the income and expenditure account**

1. The balance sheet or statement of assets and liabilities shall contain at least the following elements and underlying line items in accordance with point (a) of Article 22(2) of Directive 2011/61/EU:

(a) 'assets' comprising the resources controlled by the AIF as a result of past events and from which future economic benefits are expected to flow to the AIF. **Assets shall be sub-classified according to the following line items:**

**(i) 'investments', including, but not limited to, debt and equity securities, real estate and property and derivatives;**

(ii) 'cash and cash equivalents', including, but not limited to, cash-in-hand, demand deposits and qualifying short- term liquid investments;

(iii) 'receivables', including, but not limited to, amounts receivable in relation to dividends and interest, investments sold, amounts due from brokers and 'prepayments', including, but not limited to, amounts paid in advance in relation to expenses of the AIF;

さらに、同指令第 23 条第 1 項各号は、投資家がファンドに投資する前に、運用者が、投資家に対して開示すべき情報を、つぎのとおり規定している。

オルタナティブ投資ファンド運用者指令第 23 条第 1 項

| 号 | 情報要旨 |
|---|---|
| (a) | ファンドの投資戦略と目的、リスク、投資制限、レバレッジ |
| (b) | 投資戦略や投資方針の変更手順 |
| (c) | 契約関係の主な法的意味合い |
| (d) | 運用者、ファンドの受託者、監査人ほかの識別情報と、義務 |
| (e) | 責任履行のための備え |
| (f) | 付属文書 I のように委託された管理機能 |
| **(g)** | **ファンドの資産評価の手順、価格設定の方法** |
| (h) | ファンドの流動性リスク管理 |
| (i) | 全ての報酬、手数料および費用と、投資家が負担する最大額 |
| (j) | 投資家の公平な処遇の確保方法 |
| (k) | 最新の年次報告書 |
| (l) | 株式の発行と売買の手順および条件 |
| (m) | ファンドの最新の純資産価値 |
| (n) | ファンドの過去の実績 |
| (o) | 主要なブローカーの識別情報 |
| (p) | 必要な情報の開示方法と時期 |

おって、その他詳細については、後掲別紙 2 参考資料を参照のこと。

（4）米国「ドッド・フランク法」

2008 年 9 月のリーマン・ショックを契機とする世界的な金融危機の発生を受け、金融システムの安定化や危機の再発防止に向けた、国際的な金融制度改革の取組みが進展しているが、米国においては逸早く 2010 年 7 月 21 日に、システミック・リスクへの備えを目的とする「ドッド・フランク金融制度改革・消費者保護法」が成立した。

ドッド・フランク法は、量的に膨大、且つ関係する行政機関も多岐に亘る法律であるが、同法第404 条は、SEC（証券取引委員会） に対して、プライベート・ファンドを運用する投資顧問業者に、公益、投資家保護あるいはFSOC（金融安定監視委員会）によるシステミック・リスク評価の目的から必要および適切と認める情報を記載した、報告書の提出を求める規則を発令することを指示している。

また、同法第406 条は、プライベート・ファンドに関わる開示規則を策定することを指示している。

その結果、投資顧問業者は、運用するプライベート・ファンドに関する詳細な情報を提供する目的で、Form PF（private fund）を、SEC に対し定期的に提出しなければ

ならなくなった。

おって、システミック・リスクについては、日本銀行が対外説明・広報の中で、つぎのように解説している。

日本銀行「システミック・リスクとは何ですか」

| |
|---|
| システミック・リスクとは、個別の金融機関の支払不能等や、特定の市場または決済システム等の機能不全が、他の金融機関、他の市場、または金融システム全体に波及するリスクのことをいいます。<br>金融システムにおいては、個々の金融機関等が、各種取引や決済ネットワークにおける資金決済を通じて相互に網の目のように結ばれています。このため、一箇所で起きた支払不能等の影響が、決済システムや市場を通じて、またたく間にドミノ倒しのように波及していく危険性があります。 |

| 年月日 | 経緯 |
|---|---|
| H16(2004).6 | バーゼルⅡ合意 |
| H19(2007)夏以降 | 世界的な金融危機 |
| H20(2008).9.15 | リーマン・ブラザーズ破綻（リーマン・ショック） |
| H21(2009).9 | ILPA「プライベート・エクイティ原則」公表 |
| H22(2010) | バーゼルⅢ合意 |
| H22(2010).7.21 | 米国「ドッド・フランク法」成立 |
| H23(2011).1 | ILPA「プライベート・エクイティ原則（第２版）」公表 |
| H23(2011).6 | 欧州「オルタナティブ投資ファンド運用者指令」議会提出 |
| H25(2013).7 | 欧州「オルタナティブ投資ファンド運用者指令」法制化期限 |
| H26(2014).2.28 | GPIF、インフラ投資の開始公表 |
| H26(2014).7.23 | 欧州「オルタナティブ投資ファンド運用者指令」完全施行 |

５．なぜ、GPIF はルック・スルーを徹底出来なかったのか

そもそも、厚生労働大臣が、GPIFに対し、平成22年4月から平成27年3月までの5年間（第二期）の中期目標として課した運用手法は、以下のとおり「長期保有を前提としたインデックス運用等のパッシブ運用を中心とする。」であり、翻ってGPIF設立の平成18年4月から平成22年3月までの4年間（第一期）の運用手法もまた、「長期保有を前提としたインデックス運用等のパッシブ運用を中心とし、」であった。

すなわち、GPIFは、平成18年4月の設立以来、インフラ投資を開始の平成26年2月まで8年間に亘り、専ら伝統的資産、換言すると市場性資産を投資対象とするインデックス運用などのパッシブ運用に特化して来たのであり、しかも中期目標として「業務運営の効率化に伴う経費削減」の数値目標を課された状況の中で、組織および体制の最適化に取り組んで来たことから、**ファンド投資において「基準価額」の裏付けとなる、**

**原資産の内容を把握しリスクを管理する、ルック・スルーの必要性について、十分な見識を持った人材が稀有であり、ファンド投資における情報収集および分析の重要性についての問題意識が欠如していたとしても致し方ないことである。**

それ故、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が、平成25年11月20日に公表した「報告書」において、運用対象の多様化について「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。」としたのである。

図5　原資産の内容を把握しリスクを管理するルック・スルーの必要性

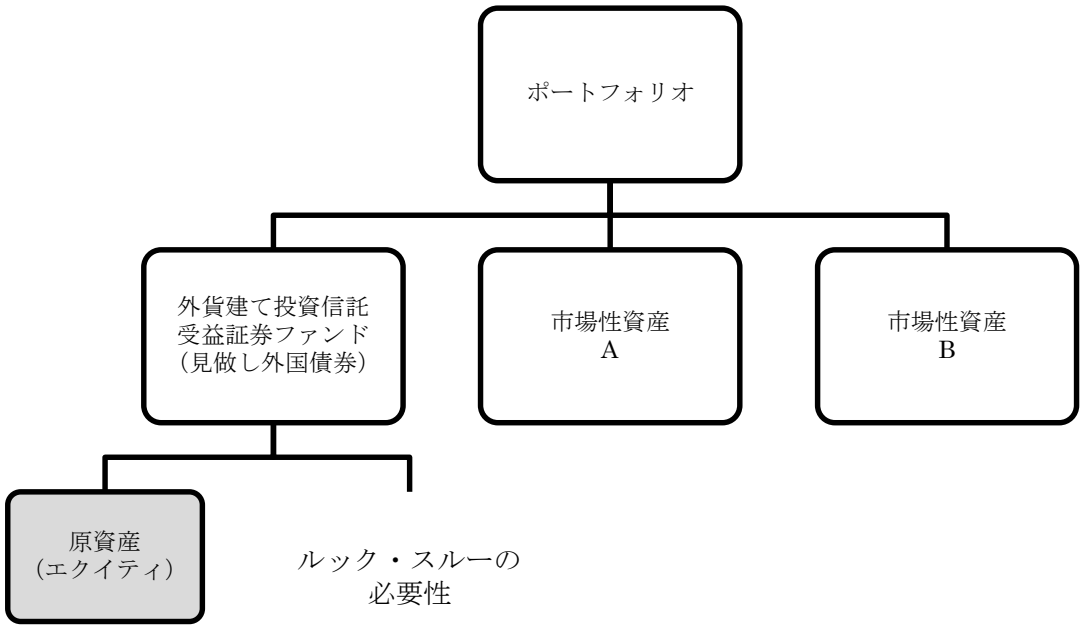



表1　GPIF中期目標の期間

| | 中期目標の期間 |
|---|---|
| 第一期 | 平成 18 年 4 月から平成 22 年 3 月までの 4 年間 |
| 第二期 | 平成 22 年 4 月から平成 27 年 3 月までの 5 年間 |
| 第三期 | 平成 27 年 4 月から平成 32 年 3 月までの 5 年間 |

年金積立金管理運用独立行政法人中期目標（第一期）

| |
|---|
| 3．年金積立金の管理及び運用に関し遵守すべき事項 |

（略）

（２）運用手法

長期保有を前提としたインデックス運用等のパッシブ運用を中心とし、例外は、確たる根拠がある場合に限るものとすること。

年金積立金管理運用独立行政法人中期目標（第二期）

２．運用の目標、リスク管理及び運用手法

（略）

（４）運用手法について

長期保有を前提としたインデックス運用等のパッシブ運用を中心とする。例外については、これまでの運用実績も勘案し、適切に確たる根拠を説明できる場合に限るものとすること。

収益確保のための運用手法の見直し及び運用受託機関等の選定・管理の強化のための取組を進めること。また、運用実績等を勘案しつつ、運用受託機関等を適時に見直すこと。

年金積立金管理運用独立行政法人中期目標（第三期）

２．運用の目標、リスク管理及び運用手法

（略）

（４）運用手法について

運用手法については、運用委員会の審議を経るなど運用委員会による適切なモニタリングの下で、適切にリスク管理を行うこと。

キャッシュアウト対応等の場合を除き、原則としてとしてパッシブ運用とアクティブ運用を併用すること。その上で、アクティブ運用に取り組むことにより超過収益の獲得を目指すものとすること。ただし、アクティブ運用については、過去の運用実績も勘案し、超過収益が獲得できるとの期待を裏付ける十分な根拠を得ることを前提に行うこと。

ベンチマークについては、伝統的な時価総額型インデックスのみならず、運用収益向上の観点から検討するとともに、ベンチマークにより難い非伝統的資産の評価については、資産の管理及び運用に関し一般に認められている専門的な知見に基づき評価方法を明らかにすること。

収益確保のための運用手法の見直し及び運用受託機関等の選定・管理の強化のための取組を進めること。また、運用受託機関等については、定期的に評価を行い、資金配分の昆直し等の必要な措置を採ること。

外部運用機関の優れたノウハウ等を活用するとともに、運用コストの低減や運用に関する知識・経験等の蓄積の観点から、法令で認められる範囲でインハウス運用の活

用も検討すること。

**（5）運用対象の多様化**

**新たな運用対象についても、被保険者の利益に資することを前提に、運用委員会の審議を経るなど運用委員会による適切なモニタリングの下で、物価連動国債や REIT（不動産投資信託）等を始め、年金資金運用の観点から幅広に検討を行うこと。**

**また、具体的な運用対象資産の多様化については、資金運用について一般に認められている専門的な知見に基づき検討すること。その際、非伝統的資産は、市場性や収益性、個別性、取引コストや情報開示の状況など、従来の伝統的資産とはリスク等が異なる点も多く、運用側の能力向上等のみでは対応できないことから、各資産の確かな収益力の向上や流通市場の整備等、市場環境の整備を十分踏まえた検討を行うこと。**

（6）株式運用における考慮事項

株式運用において、財務的な要素に加えて、収益確保のため、非財務的要素である ESG（環境、社会、ガバナンス）を考慮することについて、検討すること。

6．交渉能力の欠如

ところで、特定投資家（プロ）が、**自己責任に基づく投資を実行するためには、情報収集および分析能力に加えて、さらに交渉能力が備わっていなければならない。**

なぜならば、金融当局の規制・監督が及ばない、あるいは及び難い、私募投信などのプロ向け市場において、ファンド投資のルック・スルーは、交渉の成果として勝ち取るべきものだからである。

（1）プロ向け市場における交渉力の源泉

**プロ向け市場における交渉力の源泉は、交渉相手であるステークホルダー（利害関係者）のビジネスモデル（事業戦略や収益構造）についての洞察力である。**

プロ向け市場において交渉相手は、あらゆる手立てを講じ、自らのビジネスモデルに有利な交渉を構えるのであり、言わば嘘や騙しが許される弱肉強食の世界であって、交渉相手の事業戦略や収益構造すなわちビジネスモデルを洞察する能力を持たない、金融当局の規制・監督が前提の市場性資産の運用に慣れ親しんだ名ばかりの特定投資家（プロ）では勝ち目がない。

そして、ファンド投資に関わるビジネスモデルを洞察するためには、ファンド投資に関わるビジネスプロセスを、十二分に理解していなければならない。

しかしながら、**専ら伝統的資産、市場性資産を投資対象とするパッシブ運用に特化し組織および体制の最適化に取り組んで来た GPIF の場合、非市場性資産を投資対象とするファンド投資に関わるビジネスプロセスを十二分に理解できる素地があろうはずは無く、交渉相手であるステークホルダーのビジネスモデルについての洞察力は望むべくもない。**

**したがって、GPIF の交渉能力の欠如は否めない。**

（2）ひな形からの発想の転換が出来ず陥り易い危険なワナ

ちなみに、交渉能力が欠如していた場合に陥り易い危険なワナに、つぎのようなものがある。

市場性資産の運用においては、発行市場および流通市場の取引が標準化されており、契約形態も、ひな形として標準化されていることから、交渉の余地は無く、あるいは乏しい。

しかしながら、非市場性資産の運用、**取り分け私募投信などのプロ向け市場においては、契約交渉における力関係が、利益相反あるいはレバレッジなどのその後のリスク管理の枠組み、延いてはパフォーマンスを規定してしまうことになる。**

およそ海外のプロ向け市場においては、契約書の作成者が、作成者自らに有利に事を構えるのは当然の理であって、作成者に有利な内容を如何にして中立化し、さらには当方に有利な内容に持って行くかが、契約交渉の核心である。

しかしながら、一般論として脇の甘いわが国企業が、**ひな形からの発想の転換が出来ず、**強かな外資系企業が作成した、彼らに有利な内容を中立化することなく追認し、して遣られてしまう例は、枚挙に暇がない。

GPIF もまた、多くのわが国企業と同様、**ひな形からの発想の転換が出来ず、**交渉相手に有利な内容を中立化することなく追認し、して遣られてしまった可能性を否定し得ない。

特に注意を要するのは、安易な守秘義務契約（Non-Disclosure Agreement）の締結に伴う落とし穴である。

守秘義務の対象とすべき情報には個別性があることから、本来守秘義務契約については、木目細かく且つ戦略的に対応の必要があるにもかかわらず、**ひな形からの発想の転換が出来ず、**安易に守秘義務契約を締結の場合には、守秘義務が課されていることの自縄自縛から、ガバナンスの空洞化を招いてしまう恐れがある。

GPIF は、大丈夫であろうか。

GPIF は、これまでに何度かインフラ投資に関し守秘義務が課されていることを理由に情報開示を拒んだ経緯があり、平成 26 年 4 月 2 日開催の第 186 回国会衆議院厚生労働委員会において委員から、つぎのような指摘を受けている。

> ○長妻委員　この運用利回りが、目標がわからなければ、後から利益だけが公表されるという趣旨であるとすると、その目標が達成されたか達成されていないか、国会で検証ができないということにもなるわけです。手数料も非公開。個々のプライベートのファンドであればそれはわかるんですけれども、これは国会でチェックして、国民の金でありますので、それが開示できないというような契約を結んでいるというのは、いろいろ議論のあるところではないかと思っております。（略）

GPIF にとって、守秘義務契約に伴うファンド投資のブラックボックス化、ガバナン

スの空洞化を如何にして回避するかは、自身のみならず監督当局をも含めた今後の重要な課題である。

7．なぜ、運用委員会は評価などの不一致を看過してしまったのか

ところで、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がその「報告書」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」において例示の、カナダ年金プラン投資理事会（Canada Pension Plan Investment Board）は、2015 年度（2014 年 4 月乃至 2015 年 3 月）の Annual Report（年次報告書）において、つぎのとおり Directors（理事）12 名の Functional Experience（職務経験）および Industry Experience（業界経験）を紹介している（重複あり）。

おって、Annual Report 原文は、次々頁に図-8 として掲載。

Functional Experience（職務経験）において、何よりも留意すべき点は、**12 名の理事全員が、企業などの社会組織を統治した経験の持ち主であり、半数の 6 名が、財務の責任者としての経験を持っている点である。**

一方、投資についての専門知識の持ち主は、三分の一の 4 名に過ぎない。

Industry Experience（業界経験）において留意すべき点は、金融・証券市場に直接的に関与する業界関係者が、三分の一の 4 名に過ぎない点であり、また大学などの学術研究機関関係者は、2 名に過ぎない。

表-2　CPPIB における理事 12 名の職務経験および業界経験

| Functional Experience（職務経験） | 人数 |
|---|---|
| **Governance Experience（ガバナンス経験）** | **12 名** |
| C-Level Experience（CEO などの経験） | 7 名 |
| Investment Expertise（投資専門知識） | 4 名 |
| Risk Assessment（リスク評価） | 5 名 |
| **P&L Ownership（Non-CEO）（財務）** | **6 名** |
| Business Building（顧客開拓） | 4 名 |
| Public Policy（公共政策） | 5 名 |
| International Operations（国際業務） | 9 名 |

| Industry Experience（業界経験） | 人数 |
|---|---|
| Asset Management（資産運用会社） | 2 名 |
| Banking/ I-Banking（銀行） | 1 名 |
| Insurance（保険） | 1 名 |
| Professional Services（専門職）（法律事務所） | 1 名 |
| Industrial/ Other（その他の産業） | 6 名 |

| | |
|---|---|
| Academia（大学などの学術研究機関） | 2 名 |
| Government（政府機関） | 1 名 |

図-6　CPPIB における Directors（理事）12 名の Functional Experience（職務経験）

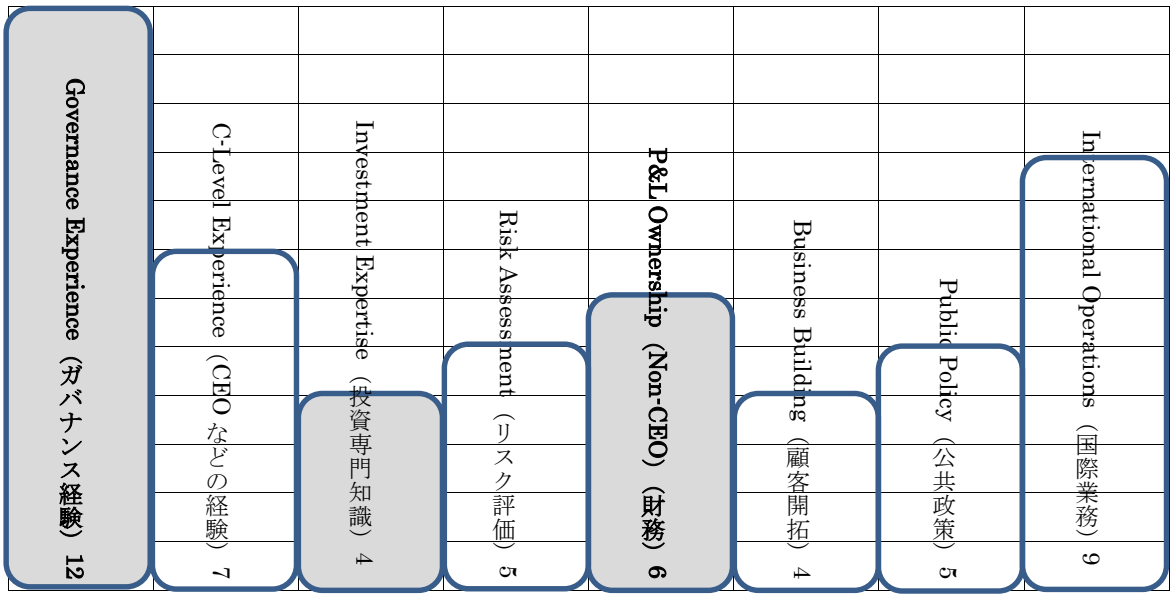



図-7　GPIF における運用委員会委員 7 名（定員 11 名以内）の職務経験

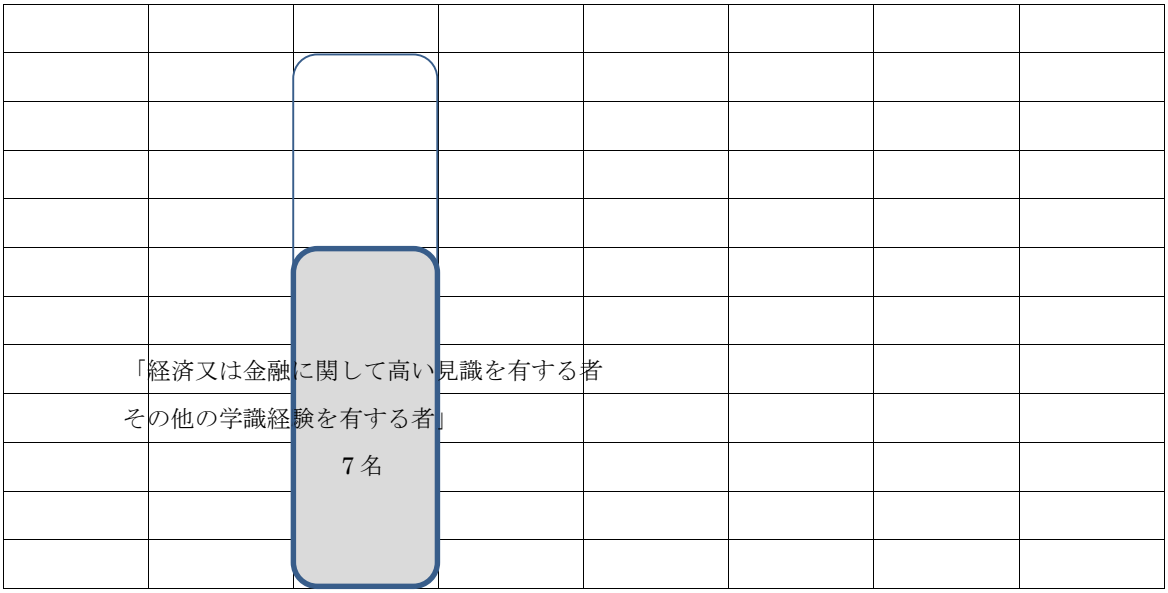


図-8　理事の職務経験および業界経験に係る CPPIB Annual Report 原文

Governance Practices of the Board of Directors

The Director appointment process is designed to ensure that the Board has Directors with proven financial ability or relevant work experience such that CPPIB will be able to effectively achieve its objectives. The Governance Committee regularly reviews and updates both desirable and actual competencies of the Board to ensure that appointment and reappointment decisions are made with a view to having a Board fully capable of providing the effective oversight necessary for CPPIB to achieve its statutory objects. The Board has determined that the governance, functional and industry experience of the Board currently provides for such effective oversight of CPPIB's activities. Details of the competencies analysis of the current Board are set out immediately below.

| | Functional Experience | | | | | | | | Industry Experience | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| NAME | Governance Experience | C-Level Experience | Investment Expertise | Risk Assessment | P&L Ownership (Non-CEO) | Business Building | Public Policy | International Operations | Asset Management | Banking/ I-Banking | Insurance | Professional Services | Industrial/ Other | Academia | Government |
| Heather Munroe-Blum (Chair) | X | X | | X | | | X | X | | | | | | X | |
| Ian Bourne | X | X | | | | | X | X | | | | | X | | |
| Robert Brooks | X | | X | X | X | | | X | X | X | | | | | |
| Pierre Choquette | X | X | | | X | | | X | | | | | X | | |
| Michael Goldberg | X | | X | X | | | X | X | | | | | | X | |
| Tahira Hassan | X | | | X | X | X | | X | | | | | X | | |
| Nancy Hopkins | X | | | | | | X | | | | | X | | | |
| Douglas Mahaffy | X | | X | | X | | | X | X | | | | | | |
| Karen Sheriff | X | X | | | X | X | | | | | | | X | | |
| Kathleen Taylor | X | X | X | | | X | | X | | | | | X | | |
| Murray Wallace | X | X | | | X | | X | | | | X | | | | X |
| Jo Mark Zurel | X | X | | X | | X | | X | | | | | X | | |

As part of the Director appointment process, CPPIB retains and manages an executive search firm to source qualified candidates for consideration. In that connection, the competencies analysis described above is used to set search qualifications to guide the search. In addition to the competencies analysis, an important consideration in ensuring a qualified Board of Directors is diversity, including gender. Once finalized, the names of qualified candidates are forwarded to the external nominating committee, which considers them and submits names of recommended candidates to the federal finance minister.

*The CPPIB Act* requires that each Director is appointed for a term of three years. Good practice is to avoid multiple Directors, particularly the most tenured ones, leaving the Board in the same year. To ensure continuity, the terms are staggered so that no more than half of the terms expire in the same year.

Biographies of the CPPIB Board of Directors are on pages 133 and 134. They provide details of each Director's background, business and financial experience.

130 CPP Investment Board 2015 Annual Report

（出典　CPP Investment Board 2015 Annual Report 130 頁）

したがって、CPPIB において、理事に必要不可欠な competency（高業績者に共通の行動特性）は、Investment Expertise（投資専門知識）ではなくて、Governance Experience（ガバナンス経験）ということになる。
また、意思決定が直面する限定合理性の問題を緩和する観点からか、理事会は多様な competency を持った理事によって構成されている。

一方、わが国の場合、年金積立金管理運用独立行政法人法が、第 15 条（運用委員会の設置及び権限）第 2 項において「運用委員会は、年金積立金の運用状況その他の管理運用業務の実施状況を監視する。」とし、第 17 条（委員）第 1 項において「委員は、経済又は金融に関して高い見識を有する者その他の学識経験を有する者のうちから、厚生労働大臣が任命する。」としており、ガバナンス（企業などの社会組織の統治）を担う competency（高業績者に共通の行動特性）の発想が欠落している。

したがって、管理運用業務の実施状況を監視する立場にある運用委員会が、平成 25 年度のみならず、26 年度においてもなお、インフラ投資としての外貨建て投資信託受益証券ファンドの運用上と会計上の評価などの不一致を看過の原因は、意思決定が直面する限定合理性の問題と解することが出来るのではないか。

すなわち、今般の GPIF におけるがごとく、運用手法および運用対象を抜本的に見直した場合、経済または金融に関して高い見識を有する者その他の学識経験を有する者のみで、ガバナンス（企業などの社会組織の統治）の観点から、チェック・アンド・バランスの対象とすべき全て、あるいは広範な課題・問題点を洗い出し、その解決策を導出することは不可能であって、運用委員会が、かかる不一致を看過の主たる原因は、**運用委員会の委員が投資専門知識（Investment Expertise）を有する者に偏り、ガバナンス経験（Governance Experience）あるいは財務（P&L Ownership）など、多様なコンピテンシー（高業績者に共通の行動特性）を持った者によって構成されていなかった点にあると、結論付けることが出来るのではないか。**
CPPIB を範とすれば、委員全員が、Governance Experience（ガバナンス経験）を有していることが望ましいと思われる。

翻って、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における議論が、資金運用に関する専門性のみ重視の傾向があることに危機感を覚え、労使の代表である、日本経済団体連合会社会保障委員会年金改革部会長である柿木委員と、日本労働組合総連合会総合政策局長である花井委員が、平成 27 年 1 月 23 日開催第 30 回社会保障審議会年金部会に連名で提出した意見書「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報告（議論の要約）に関する意見」において主張の、つぎの内容は、限定合理性の問題を緩和する観点から当を得ている。

労使代表委員の共同意見書抜粋

| |
|---|
| ２．合議制機関の構成<br>(1)保険料を拠出する労使をはじめとする被保険者の意思と**金融・経済、組織運営、年金財** |

**政・制度に関する専門性**を反映し、多様な知識・経験を持つ人材から構成されるべきである。

合議制機関が、客観性を保ちつつ熟慮して意思決定を行う、あるいは執行部に対し多角的に監督・監視する上で、資金運用に関する専門性のみ重視することは適切ではない。

（略）

８．抄訳が独り歩きしてミスリードを招く恐れ

ところで、平成 26 年 12 月 1 日に開催された社会保障審議会第 5 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において、事務局である厚生労働省年金局が提出した資料 3「カルパース、CPPIB の意思決定・監督機関について」5 頁に、カナダ年金プラン投資理事会の構成メンバーについて**「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 名の理事から構成され、全員非常勤である。」**旨の記載があるが、同理事会の根拠法「Canada Pension Plan Investment Board Act」の抄訳であって、上記のとおり CPPIB の 2015 年度年次報告書記載の実態から大きくかい離したニュアンスを与え、誤解からミスリードを招く恐れが多分にある。

すなわち、CPPIB の根拠法には 「(ii) a sufficient number of directors with proven financial ability or relevant work experience to enable the Board to effectively achieve its objects; and」とあるにもかかわらず、厚生労働省年金局は、proven financial ability （実績のある金融の能力）のみを訳し、or 以下 relevant work experience to enable the Board to effectively achieve its objects（理事会がその目的を効果的に達成することを可能にする関連した実務経験）については、「等」の表現に一括している。

おって、更なる懸念は、かかる抄訳の転用である。

たとえば、平成 27 年 12 月 8 日開催第 31 回社会保障審議会年金部会配布参考資料 1「GPIF 関係」4 頁は、諸外国の運用機関についてと題し、カナダ（CPPIB）における意思決定機関の構成員の要件を**「金融市場等の専門家の中から決定」**と表示しているのである。

**したがって、厚生労働省年金局は、実態から大きくかい離したニュアンスを与える抄訳が、独り歩きしてミスリードを招くことが無いように、可及的速やかに是正措置を講ずべきものと思われる。**

Canada Pension Plan Investment Board Act

DIRECTORS

Appointment of directors

**10.** (1) Each director shall be appointed by the Governor in Council, on the recommendation of the Minister, to hold office during good behaviour for such term, not

exceeding three years, as will ensure, as far as possible, the expiration in any one year of the terms of office of not more than one half of the directors.

Committee to advise Minister

(2) The Minister may establish a committee to advise the Minister on the appointment of directors. The committee shall consist of a representative designated by the Minister and a representative of each participating province designated by the appropriate provincial Minister for that province.

Consultation with participating provinces

(3) The Minister shall consult with the appropriate provincial Ministers of the participating provinces before making any recommendation to the Governor in Council with respect to the appointment of directors and before making an appointment under subsection (8).

Appointment factors

(4) Before making a recommendation to the Governor in Council with respect to the appointment of directors and before making an appointment under subsection (8), the Minister shall

**(*a*) have regard to the desirability of having on the board of directors**

**(i) directors who are representative of the various regions of Canada, and**

**(ii) a sufficient number of directors with proven financial ability or relevant work experience to enable the Board to effectively achieve its objects; and**

(*b*) endeavour to ensure that no more than three of the 12 directors reside outside Canada.

９．まとめ

（１）「現行でやや強化されつつある GPIF のガバナンス体制だけで本当に十分なのか」

GPIFは、平成24年3月9日付にて「内部統制の基本方針」を制定のうえ、爾来今日まで管理運用法人の業務の適正を確保するための内部統制に係る体制の整備に取り組んで来ている。

平成 27 年 12 月 8 日開催第 31 回社会保障審議会年金部会において配布の参考資料 1「GPIF 関係」3 頁には、「ガバナンス会議の設置」「投資原則、行動規範策定」および「コンプライアンスオフィサー新設」など、内部統制強化の取り組みについての実績が謳われている。

| 年月日 | 経緯 |
|---|---|
| H24(2012).3.9 | 内部統制の基本方針を制定 |
| H26(2014).10.30 | コンプライアンスオフィサーを任命 |
| H26(2014).10.31 | ガバナンス会議の設置 |
| H27(2015).1.23 | 第 30 回社会保障審議会年金部会 |
| H27(2015).3.26 | 年金積立金管理運用独立行政法人の投資原則、行動規範を策定 |
| H27(2015).12.8 | 第 31 回社会保障審議会年金部会 |
| H27(2015).12.25 | 第 32 回社会保障審議会年金部会 |

かかる取り組みを受け、先頃平成 27 年 12 月 25 日に開催された第 32 回社会保障審議会年金部会の席上、現在 GPIF の運用委員会委員をも務めておられる 3 名の部会委員の方々から相次いで**“独立行政法人制度の枠内での運用ではあるものの、すでに実質的に合議制を導入しており、現行でやや強化されつつある GPIF のガバナンス体制で不都合は無い”**旨の発言があった。

しかしながら、本稿において取り上げたとおり、管理運用業務の実施状況を監視する立場にある運用委員会は、インフラ投資としての外貨建て投資信託受益証券ファンドの運用上と会計上の有価証券の区分および評価が不一致の異常を、看過してしまったのである。

監査法人が、GPIF が国際的な基準に従って適切に算出されたと称する「時価」を忌避し、「取得原価」による評価に基づき監査報告書に「無限定適正意見」を記載の事実は、実質的には「限定付適正意見」と解すべき、重大事である。

監査法人は、GPIF の特定投資家（プロ）としての情報収集および分析能力に疑問を呈したのであり、運用委員会は、チェック・アンド・バランスの機能を発揮し、かかる重大事を看過することなく、是正措置について理事長に建議[6]すべきにもかかわらず、その形跡は無い。

**平成 27 年 1 月 23 日に開催された第 30 回社会保障審議会年金部会において、植田部会長代理が、「現行でやや強化されつつある GPIF のガバナンス体制だけで本当に十分なのか。」と問題を提起の経緯があるが、答えは、否である。**

（2）チェック・アンド・バランスの機能を発揮出来なかった原因

運用委員会が、運用上と会計上の評価などの不一致を看過の事実は、意思決定が直面する限定合理性の問題と解すべきと思われる。

およそ人間の合理的な意思決定は限定的なものであり、自分の見方が偏っていることを常に自覚し、**必ず見落としがあると意識していなければならない。**

6 年金積立金管理運用独立行政法人法第 15 条第 4 項は「運用委員会は、前二項に規定するもののほか、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することができる。」としている。

まことに僭越ながら、厚生労働大臣が運用委員会委員として任命の経済または金融の学識経験者の方々は、人間の合理的な意思決定は限定的なものであり、**必ず見落としがあることについて、十分思いを致しておられないように思われる。**

運用委員会が、かかる限界合理性の問題を惹起し、そのチェック・アンド・バランスの機能を発揮出来なかった原因は、どこにあるのか。

現行でやや強化されつつある GPIF のガバナンス体制において、すでに実質的に合議制を導入とのことから、主たる原因は、独任制あるいは意思決定・監督と執行の分離云々の問題ではなく、**運用委員会の委員を「経済又は金融に関して高い見識を有する者その他の学識経験を有する者」のみに限定していることにあると解するのが、妥当と思われる。**

（3）対応策

したがって、運用委員会における限定合理性の問題を緩和し、同委員会がチェック・アンド・バランスの機能を発揮するための対応策としては、委員を「経済又は金融に関して高い見識を有する者その他の学識経験を有する者」のみに限定することなく、たとえば、カナダ年金プラン投資理事会（Canada Pension Plan Investment Board）などを範として、**委員の有するコンピテンシー（高業績者に共通の行動特性）の多様化を図る必要があると思われる。**

正しく、運用対象の多様化と同様の、リスク分散である。

ちなみに、平成27年12月25日開催第32回社会保障審議会年金部会に事務局である厚生労働省年金局が叩き台として提出した「GPIFガバナンス強化のイメージ（案）」1頁は、経営委員会の構成・任命などについて、「経営委員の任命は、経済、金融、資産運用、経営管理その他の年金積立金の管理及び運用に必要な学識経験又は実務経験を有する者のうちから厚生労働大臣が定める基準（各分野から何人程度選定するか、役職ごとに求められる条件等）により行う」としており、限定合理性の問題を緩和する観点から評価に値する。

表3　合議制機関の構成、経営委員の任命についての比較

| CPPIB の根拠法<br>Appointment of directors | 第 30 回社会保障審議会年金部会<br>労使代表委員の共同意見書 | 第 32 回社会保障審議会年金部会<br>事務局叩き台 |
|---|---|---|
| (ii) a sufficient number of directors with proven financial ability or relevant work experience to enable the Board to effectively achieve its objects; and（**実績のある金融の能力、あるいは理事会がその目的を効果** | 「保険料を拠出する労使をはじめとする**被保険者の意思と金融・経済、組織運営、年金財政・制度に関する専門性を反映し、多様な知識・経験を持つ人材**から構成されるべきである。」 | 「経営委員の任命は、**経済、金融、資産運用、経営管理その他の年金積立金の管理及び運用に必要な学識経験又は実務経験を有する者**のうちから厚生労働大臣が定める基準により行う」 |

| | | |
|---|---|---|
| **的に達成することを可能にする関連した実務経験を持つ、**十分な数の理事） | | |

以上

《参考文献》


○「日本再興戦略」（H25.6.14閣議決定）

○「日本再興戦略」改訂2014（H26.6.24閣議決定）

○「日本再興戦略」改訂2015（H27.6.30閣議決定）

○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」（H25.11.20公表）

○第186回国会衆議院厚生労働委員会議事録（H26.4.2開催）その他厚生労働委員会公表資料

○第30回社会保障審議会年金部会議事録（H27.1.23開催）

○第30回社会保障審議会年金部会資料「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報告（議論の要約）に関する意見」（H27.1.23開催）

○第31回社会保障審議会年金部会資料（H27.12.8開催）

○第32回社会保障審議会年金部会資料（H27.12.25開催）

○社会保障審議会第5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資料（H26.12.1開催）その他社会保障審議会公表資料

http://www.mhlw.go.jp/stf/shingi/shingi-hosho.html?tid=126721

○第44回独立行政法人評価委員会年金部会議事録、資料（H26.7.18開催）その他独立行政法人評価委員会公表資料

http://www.mhlw.go.jp/stf/shingi/shingi-dokuritu.html?tid=126775

○年金積立金管理運用独立行政法人中期目標（第一期）

○年金積立金管理運用独立行政法人中期目標（第二期）

○年金積立金管理運用独立行政法人中期目標（第三期）

○年金積立金管理運用独立行政法人H25年度「業務概況書」

○年金積立金管理運用独立行政法人H26年度「業務概況書」

○年金積立金管理運用独立行政法人「国内外の機関投資家との共同投資協定に基づくインフラ投資の開始について」（H26.2.28プレス・リリース）

○年金積立金管理運用独立行政法人「内部統制の基本方針」（H24.3.9 制定）

○年金積立金管理運用独立行政法人「年金積立金管理運用独立行政法人の投資原則、行動規範」（H27.3.26策定）その他年金積立金管理運用独立行政法人公表資料

http://www.gpif.go.jp/
○カナダ年金プラン投資理事会（Canada Pension Plan Investment Board）2015 年度年次報告書
○カナダ年金プラン投資理事会根拠法「Canada Pension Plan Investment Board Act」その他CPPIB公表資料
○企業会計基準委員会企業会計基準第10号「金融商品に関する会計基準」
○日本公認会計士協会会計制度委員会報告第14号「金融商品会計に関する実務指針」
○バーゼル銀行監督委員会「バーゼルⅡ」
○金融庁「バーゼルⅡに関する追加 Q&A」（H18.12.27 公表）
○金融庁「AIJ投資顧問株式会社事案を踏まえた資産運用に係る規制・監督等の見直し（案）」（H24.9.4 公表）その他金融庁公表資料
○日本銀行の対外説明・広報「バーゼル合意、バーゼルⅠ、Ⅱ、Ⅲとは何ですか」
○日本銀行の対外説明・広報「システミック・リスクとは何ですか」
○日本銀行の金融政策に関連する講演「中央銀行の政策決定と委員会制度」（2007.5.12開催）その他日本銀行公表資料
○ILPA「プライベート・エクイティ原則」（Private Equity Principles）（2009.9公表）
○ILPA「プライベート・エクイティ原則第2版」（Private Equity Principles Version2.0）（2011.1公表）
○ILPA「Quarterly Reporting Standards Best Practices」（2011.10 公表）その他 ILPA 公表資料
○EU「オルタナティブ投資ファンド運用者指令」（AIFMD: the Alternative Investment Fund Managers Directive）
○EU「規則No 231/2013」
○米国「ドッド・フランク金融制度改革・消費者保護法」
○日本経済新聞
○ウォール・ストリート・ジャーナル
○朝日新聞
○堀江湛編「政治学・行政学の基礎知識第 3 版」（2014.9.30 株式会社一藝社発行）
○須田美矢子著「リスクとの闘い」（2014.5.14 日本経済新聞出版社発行）
○ハーバート・A・サイモン著、二村敏子/桑田耕太郎/高尾義明/西脇暢子/高柳美香訳「新版経営行動」（2009.7.16 ダイヤモンド社発行）
○9/11 同時多発テロに関する独立調査委員会（National Commission on Terrorist Attacks Upon the United States）最終報告書（2004.7.22 公表）
○東京電力福島原子力発電所における事故調査・検証委員会最終報告書（2012.7.23 公表）
○畑村洋太郎著「未曽有と想定外」（2011.7.20 株式会社講談社発行）
○年金基金のガバナンスに関する OECD ガイドライン（2009.6 公表）
○拙稿「GPIF 改革成功のカギは、予算措置にあり」

○拙稿「GPIF 改革成功のカギは、運用とガバナンスの一体見直しにあり」

（別紙 1）

《参考資料》

2014 年 7 月 18 日独立行政法人評価委員会年金部会（第 44 回）議事録（5/13 頁）

○年金積立金管理運用独立行政法人調査室長

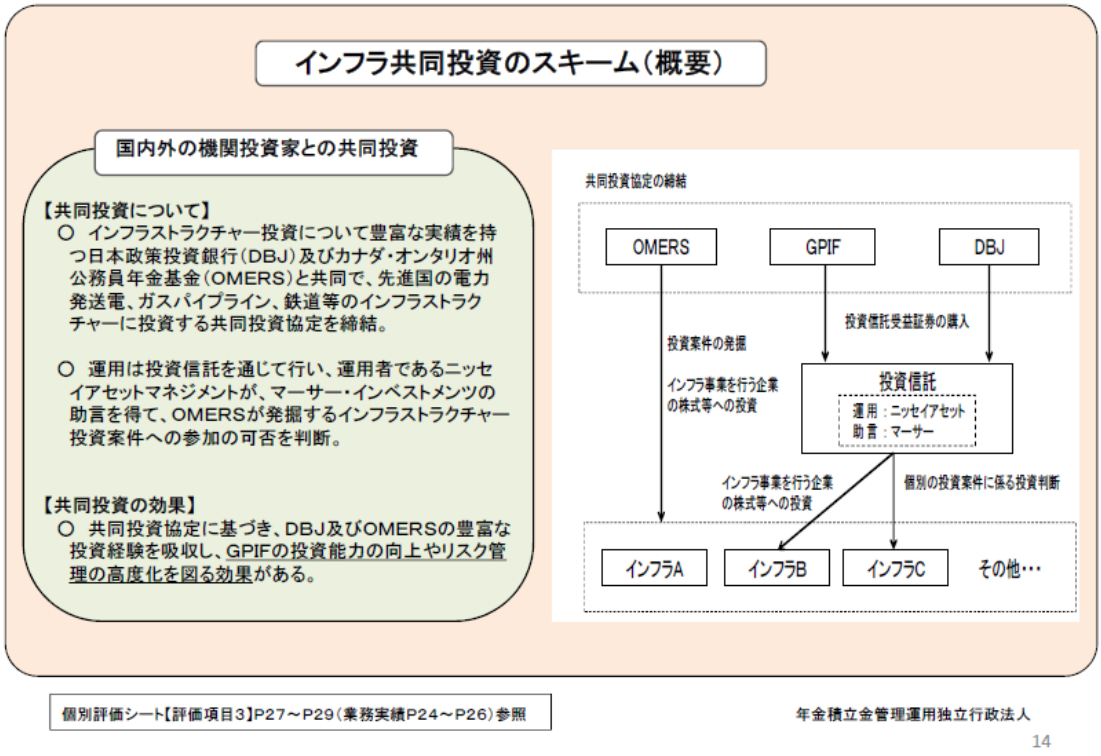
（略）

インフラについては先ほども説明しましたけれども、あくまでもこのインフラ投資の目的というのが、長期的に安定したキャッシュフローの獲得であるということ、もう 1 つは実際のアロケートするインフラプロジェクト自体が外国の資産になる、外国のものであるということを踏まえると、これは、いわゆる外国債券のアクティブ運用の一環として位置付けるという考え方の下に、今回はこういう形でやらせていただいたと御理解いただければと思います。

（略）

○光多委員

インフラ投資なのですが、14 ページの絵がどうも分かりにくいのです。この OMERS というのが投資案件を発掘してくるのですかね。投資信託の所でそれを受けて、マーサーの助言を得て、それから「インフラ事業を行う企業の株式等への投資」と書いてあります。融資ではなくて投資ですよね。




○年金積立金管理運用独立行政法人調査室長

はい。

○光多委員

そうすると、これはエクイティですか。

**○年金積立金管理運用独立行政法人調査室長**

**エクイティです。**

○光多委員

それでやった場合に、通常のレンダーではなくて、エクイティですか。

○年金積立金管理運用独立行政法人調査室長

はい、そこはエクイティの投資という形になります。

○光多委員

そうすると、一個一個 SPC ができるのでしょうけれども、その SPC のエクイティ。

○年金積立金管理運用独立行政法人調査室長

おっしゃるとおりです。

○光多委員

そうすると、短期的になりますよね。

○年金積立金管理運用独立行政法人調査室長

ここは、インフラプロジェクト自体は、既に稼働している、例えば火力発電所とか、そういうものを実際に供給しているような所になりますので、既にキャッシュフローといいますか、そういうものがある所に後で投資するということです。

○光多委員

ニッセイアセットが、マーサーの助言を得て OK と言った場合に、上の 3 社の OMERS、GPIF、DBJ はどういう比率でそこに対してお金を出していくのですか。

○年金積立金管理運用独立行政法人調査室長

その具体的な比率については投資協定の中でのコンフィデンシャリティの問題がありますので、言える範囲で御説明いたします。全体の投資規模を、例えば 1 つのプロジェクトを 100 とした場合に、過去の例では OMERS が過半数という形です。このプロジェクトについては、我々GPIF と DBJ が 1 つのパーティになっていますが、別に国内も含めた他の機関投資家が幾つか入っていて、残りの部分をそこでシェアするという感じの立て付けになっています。

○光多委員

OMERS と GPIF、DBJ でお金の流れが違いますよね。

○年金積立金管理運用独立行政法人調査室長

はい。

○光多委員

こちらは信託受益権証書の購入で、こちらは直接エクイティをやるのですかね。

○年金積立金管理運用独立行政法人調査室長

はい。

○光多委員

これは、どうしてこうなるのですか。

○年金積立金管理運用独立行政法人調査室長

例えば、1つの火力発電所のプロジェクトがあると、この火力発電所に対して1つのSPCができます。そのSPCの株式をOMERSのほうは直接その株式の購入が制度的に許されていますので、そういう意味でSPCの株をそのまま持つのがOMERSです。ところが、我々のほうは実際にその法律上株式を直接持つことが禁止されていますので、ここは一旦投資信託が、実際にニッセイアセットの判断で、投資信託としてSPCの株を。

○光多委員

分かりました、時間の関係もあるので。このスキームは全部説明できないとおっしゃっているので、多分いろいろあるのでしょうけれども、何かうまくいくのかなという感じのほうが強いのです。慎重にやってください。

○年金積立金管理運用独立行政法人調査室長

はい。

2014年7月18日独立行政法人評価委員会年金部会（第44回）議事録（7/13頁）

○大野委員

インフラ投資の件等について伺います。この度新たな投資対象、スキームを導入されたということです。こういう様々な試みをされているということは非常に高く評価できるかと思います。平成25年度において、具体的にどういうことを進められたのかについて伺えればと思います。インフラ投資に関しては、平成24年度に調査を既に実施されていて、それを基に実際にこれを導入ということで実現にこぎ付けられたということです。そこに関しても、様々な御苦労等があったかと思います。

光多委員からも御質問がありましたように、導入によって、いかにどの程度パフォーマンスが向上するかというところも大事なポイントかと思います。まだ始まったばかりで、そのリターンが実現されているような状況では全くないかと思いますが、現時点でどのぐらいのリターンを見込まれていて、あるいはこういうことを導入するに当たり、かなりコストがかかるようなスキームになっているのではないかと思います。どのぐらいのコストを見込んでいるのか。そういうことを平成25年度において、どういうことを具体的に御検討されていたのかについて伺います。

○年金積立金管理運用独立行政法人調査室長

まずリターン目線ですけれども、実はこれも具体的な数字については、実際にはカナダの年金がどういうプライシングをするかということと密接に関係する話になります。なかなかきちんとした数字は申し上げられないのですが、大体1桁台の後半部分ぐらいが、キャッシュイールドの目線と御理解いただければということです。

あとはコストですけれども、こういうインフラの投資をするに当たって、通常はオーストラリアとかでよくあるような、いわゆるファンド投資という形があります。そういう所に払う実際のフィーと比べれば、同じ年金という集まりの共同投資の枠組みを使っているということで、全体としても、かなりフィーの面

でも安い形にはなっています。ただ、このフィーの水準についても、実は個別の運用機関のフィーと同じで、その数字はこの場では控えさせていただきます。かなり安い水準には仕上がっているということで御理解ください。

○光多委員

これは投資信託ですよね。

○年金積立金管理運用独立行政法人調査室長

はい。

○光多委員

例えばこういう形でやって、受益権証書を買うだけという話になると、何もノウハウが出てこないわけです。GPIF のほうでは、年金基金のほうではこの案件がどうだということを、自分でフィージビリティスタディをやって、これは投資するかどうかとやる。信託を入れると、その辺が切れてしまうのです。

○年金積立金管理運用独立行政法人調査室長

そこの部分については、正に私どもこの共同投資協定の中で、実際にはインベストメントコミッティという投資委員会みたいなものを、四半期に 1 回ぐらい、いろいろな所で開催する形になっています。私どもは、そこのオブザーバー参加という形で、個別の具体的投資案件についてきちんとウォッチをする。こういう形で、投信としてこのアセットマネジャーに全てお任せしているというような立て付けではないと御理解ください。

○光多委員

どっちにしろ、今動いているもののエクイティを取得されるわけだから、通常の形でいくと余り良い話ではないわけです、良い話は来ないわけです。これから動くのであれば、いろいろな形で利回りも高くなっていくのだろうけれども、今動いているものの株式を代わりに取得していく、これは一種の投資ですよね。

○年金積立金管理運用独立行政法人調査室長

おっしゃるとおりです。

○光多委員

何かもう少しノウハウが蓄積するような仕組みがないかなという感じなのです。

○年金積立金管理運用独立行政法人調査室長

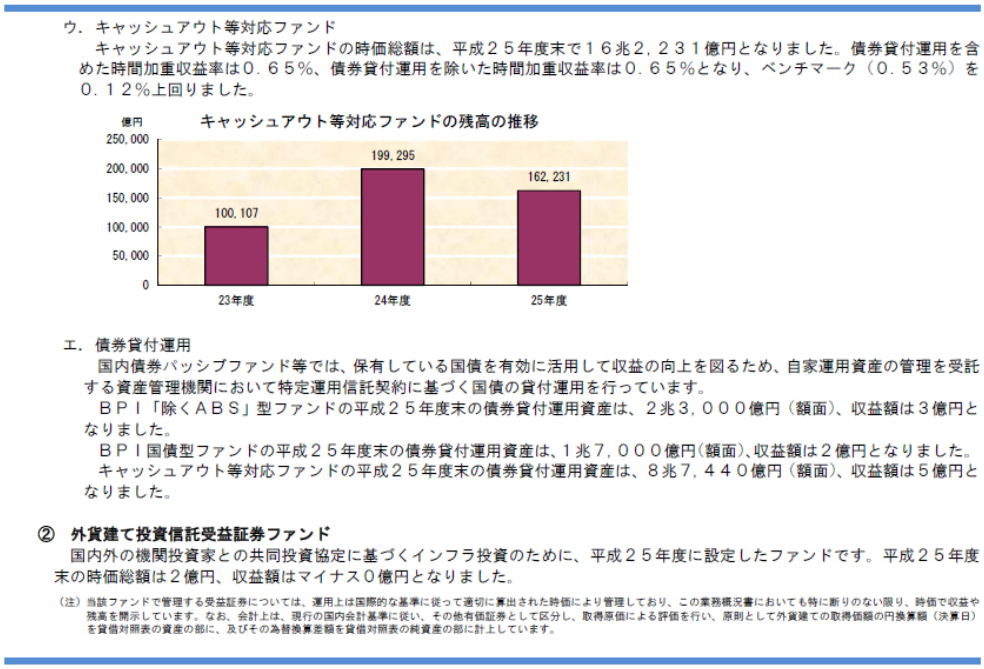
そこについて、我々はこのような共同投資を通じ、OMERS はかなりこういう投資について経験豊富ですので、いろいろな意味での交流を通じ、実際にそのような専門知識を得ていく。そういう所としても考えていると御理解いただければと思います。

2014 年 7 月 18 日独立行政法人評価委員会年金部会（第 44 回）議事録（11/13 頁）

**○安浪委員**

**概況書の 17 ページ、外貨建て投資信託受益証券ファンドの評価の話ですが、これは将来的、来期以降増えていくと思うのです。来期の検討課題として考えていただきたいのは、この時価を 2 億円と書かれて、その下に注書きで、「運用上国際的な基準に従って適切に算出された時価により管理している」と。会計**

**上はこの取得原価評価をやっているということですね。日本の会計基準も合理的な方法によって時価を算定したものについては、金融商品上も公正な評価額と認めるという考え方もあるので、金額が大きいものが取得原価のまま置いておかれるよりは、極力時価を把握して、毎期に時価評価をやっていくほうが、やはり GPIF の実態を表すのではないかと思いますので、そこら辺、時価のつかみ方について御検討していただけたらと思うのですが、いかがでしょうか。**



ウ．キャッシュアウト等対応ファンド

キャッシュアウト等対応ファンドの時価総額は、平成２５年度末で１６兆２，２３１億円となりました。債券貸付運用を含めた時間加重収益率は０．６５％、債券貸付運用を除いた時間加重収益率は０．６５％となり、ベンチマーク（０．５３％）を０．１２％上回りました。

キャッシュアウト等対応ファンドの残高の推移



エ．債券貸付運用

国内債券パッシブファンド等では、保有している国債を有効に活用して収益の向上を図るため、自家運用資産の管理を受託する資産管理機関において特定運用信託契約に基づく国債の貸付運用を行っています。

ＢＰＩ「除くＡＢＳ」型ファンドの平成２５年度末の債券貸付運用資産は、２兆３，０００億円（額面）、収益額は３億円となりました。

ＢＰＩ国債型ファンドの平成２５年度末の債券貸付運用資産は、１兆７，０００億円（額面）、収益額は２億円となりました。

キャッシュアウト等対応ファンドの平成２５年度末の債券貸付運用資産は、８兆７，４４０億円（額面）、収益額は５億円となりました。

② 外貨建て投資信託受益証券ファンド

国内外の機関投資家との共同投資協定に基づくインフラ投資のために、平成２５年度に設定したファンドです。平成２５年度末の時価総額は２億円、収益額はマイナス０億円となりました。

（注）当該ファンドで管理する受益証券については、運用上は国際的な基準に従って適切に算出された時価により管理しており、この業務概況書においても特に断りのない限り、時価で収益や残高を開示しています。なお、会計上は、現行の国内会計基準に従い、その他有価証券として区分し、取得原価による評価を行い、原則として外貨建ての取得価額の円換算額（決算日）を貸借対照表の資産の部に、及びその為替換算差額を貸借対照表の純資産の部に計上しています。

- 17 -

○年金積立金管理運用独立行政法人調査室長

今、現行の日本の会計基準のルールということで、いわゆる未公開株となるので、その原則的な取扱いとして取得原価という形でこういうような扱いになっています。これについては、監査法人の先生方と実際に意見交換をすることでこういうような会計処理になっています。

**○安浪委員**

**市場価格がないものでも、合理的な方法で算定された場合に公正な評価額としてみなすという考え方もあるのです。必ずしも未公開株の全てが時価を把握できないということではないと思うのですが。極力、投資金額が増えていくと、その資産の時価評価を把握する方向で検討していただいたほうがいいのではないかと思うのです。**

○年金積立金管理運用独立行政法人調査室長

了解しました。

○安浪委員

検討課題として考えていただければと思うのです。

○年金積立金管理運用独立行政法人調査室長

はい、検討課題として考えたいと思います。

○安浪委員

はい。

○山口部会長

では、光多先生、失礼しました。

○光多委員

聞き苦しくてすみません。先ほどのインフラ投資について、ちょっとどうもよく分からないもので。14ページ、まず、OMERS が投資案件の発掘ですね。これがやはりスタートになるわけですね。

○年金積立金管理運用独立行政法人調査室長

はい、そうです。

○光多委員

OMERS が持ってこない案件は。

○年金積立金管理運用独立行政法人調査室長

投資しないと。

○光多委員

しない形。

○年金積立金管理運用独立行政法人調査室長

はい。

○光多委員

ニッセイアセットが信託なのですが、これは競争入札で選ばれたのですか。

○年金積立金管理運用独立行政法人調査室長

このニッセイアセットについては、私どもはこういうオルタナティブ投資に関する知見というか経験もないので、共同投資協定の中で、このアセットマネジャーについては DBJ が彼らの知見をいかして選定するという立て付けになっていて、そういう意味では DBJ に、政策投資銀行のほうにアセットマネジャーのセレクションをお願いしたという趣旨です。

○光多委員

実質、随意契約ですね。協定ですね。

○年金積立金管理運用独立行政法人調査室長

協定、そうですね。協定に基づいてこういうスキームになったということです。

○光多委員

それで、ここのところから、一応こういう案件がありますよという形で、株式を購入してください、この信託受益権を購入してくださいと。このときに拒否できるのですか。

○年金積立金管理運用独立行政法人調査室長

私どもということですか。

○光多委員

はい。

○年金積立金管理運用独立行政法人調査室長

この投資信託については、これは正に一任、実質的には一任というスキームになるので、そういう意味においては拒否できないというか、例えば、カナダの年金が実際何かプロジェクト案件をソーシングして、その部分についてニッセイアセットマネジメントがこれはいい投資だと判断した場合には、我々は結果的に投資することになります。

○光多委員

例えば、レーティングで AAA みたいなことをやるのでしょうが、レーティングが急に下がったり、実際に受益権を買ったときにどうも状況がまずくなってきたときには中途解除できますか。

○年金積立金管理運用独立行政法人調査室長

ここについては、一応ロックアップの期間があるので、そういう意味において、これは非流動性の投資ですので、そういう立て付けにはなっていないと。ただ一方で、ニッセイアセットマネジメントが OMERS のプロジェクト案件を投資しないという判断は当然できるということですので、正に投資する、投資しないの判断をニッセイアセットマネジメントがマーサーの助言の下に実際に判断すると、そういう立て付けになっています。

○光多委員

ニッセイアセットの信託手数料はどのくらいですか。これはやはりある程度競争をかけられましたか。

○年金積立金管理運用独立行政法人調査室長

これも報酬の部分ですので、具体的な数字は。

○光多委員

報酬ではなくて手数料。

○年金積立金管理運用独立行政法人調査室長

手数料、その水準についてこの場ではちょっと申し上げられませんが、先ほどと同様、かなり全体として低コストの形には仕上がっていると思っています。

○光多委員

そうですか。下の 2 つ矢印がありますが、インフラ投資の所に「投資判断」とあって、「インフラ B に投資」とありますが、これは何か違うのですか。OMERS は何か全体の四角に対して矢印が付いていますが。

○年金積立金管理運用独立行政法人調査室長

そうですね、これは少し御説明します。OMERS としては、ここに書いてありますインフラ A・B・C に全部投資すると。彼らは自分たちが投資するもの、投資を決めたものについて、自分たちは投資するのだけれど、これは上乗せでどうですかという形になりますので、彼らは A・B・C に全部投資することになります。個々の A・B・C それぞれについて、ニッセイアセットマネジメントのほうがデューディリを個別に行って投資の可否を判断して、例えばこれですと、インフラ A の部分については合わないということで投資はしないと。B・C については投資をする形になる。ですから、そういう意味では、二重にチェックする立て付けになっていると御理解を頂ければと思います。

○光多委員

何か OMERS を絶対的に信頼しているという形ですね。

○年金積立金管理運用独立行政法人調査室長

そこについては、OMERS も受託者責任をもっている年金ですので、まず、彼らのデューディリにかなったものしか投資しないという、そこはユニバースになります。更にそれに加えて、二重チェックとして、今度はニッセイアセットマネジメントが更にデューディリで行って、慎重には慎重を期していいものだけ投資をすると、そういう二重の構造と言いますか、そういう形になっているということです。

○光多委員

もうこれでやめますが、要するに、基金が、先ほどから何回も申し上げていますが、これについてやはり自分でいろいろ調査研究をして、ノウハウを作って、まずければ場合によればこの投資はおかしいよと言えるぐらいの、そういうノウハウを作って自主的にやっていかないと、何か受動的にやって受動的に信託受益権を買いましたと。縁起でもないですが、もしまずいことがあったときに、これは受動的に買ったものですという話だとまずいものですから、やはり国民のお金を運用するわけですから。ちょっとこの仕組み図がものすごく日本的なと言いますか、間が空いているのです。ですから、もう少し。多分いろいろ実際にはかなりやっておられると思うのですが、そこのところをひとつよろしくお願いしたい。

○年金積立金管理運用独立行政法人調査室長

はい、分かりました。

○年金積立金管理運用独立行政法人理事長

そこはもう十分考えています。これは正に最初の自己案件で、トライアルみたいな部分も多少あります。ただ、先ほど清水から申し上げたように、OMERS は自分自身の投資としてまずは選定しているわけで、例えば、通常のファンドですと、人からお金を預かってそれを投資するという形ですから、それと OMERS の投資とは当然考え方が違ってくるだろうと。我々の受託者責任と同じような受託者責任を負っている OMERS が選定するほうが、これは儲かりそうだからちょっとやってみようかというファンドの投資とは少し性格が違うのではないかと私は思っています。

（別紙 2）

《参考資料》

EU「オルタナティブ投資ファンド運用者指令」第 22 条、第 23 条

CHAPTER IV

**TRANSPARENCY REQUIREMENTS**

*Article 22*

**Annual report**

1. An AIFM shall, for each of the EU AIFs it manages and for each of the AIFs it markets in the Union, make available an annual report for each financial year no later than 6 months following the end of the financial year. The annual report shall be provided to investors on request. The annual report shall be made available to the competent authorities of the home Member State of the AIFM, and, where applicable, the home Member State of the AIF.

Where the AIF is required to make public an annual financial report in accordance with Directive 2004/109/EC only such additional information referred to in paragraph 2 needs to be provided to investors on request, either separately or as an additional part of the annual financial report. In the latter case the annual financial report shall be made public no later than 4 months following the end of the financial year.

2. The annual report shall at least contain the following:

(a) a balance-sheet or a statement of assets and liabilities;

(b) an income and expenditure account for the financial year;

(c) a report on the activities of the financial year;

(d) any material changes in the information listed in Article 23 during the financial year covered by the report;

(e) the total amount of remuneration for the financial year, split into fixed and variable remuneration, paid by the AIFM to its staff, and number of beneficiaries, and, where relevant, carried interest paid by the AIF;

(f) the aggregate amount of remuneration broken down by senior management and members of staff of the AIFM whose actions have a material impact on the risk profile of the AIF.

3. The accounting information given in the annual report shall be prepared in accordance with the accounting standards of the home Member State of the AIF or in accordance with the accounting standards of the third country where the AIF is established and with the accounting rules laid down in the AIF rules or instruments of incorporation.

The accounting information given in the annual report shall be audited by one or more persons

empowered by law to audit accounts in accordance with Directive 2006/43/EC of the European Parliament and of the Council of 17 May 2006 on statutory audits of annual accounts and consolidated accounts ( 1 ). The auditor's report, including any qualifications, shall be reproduced in full in the annual report.

By way of derogation from the second subparagraph, Member States may permit AIFMs marketing non-EU AIFs to subject the annual reports of those AIFs to an audit meeting international auditing standards in force in the country where the AIF has its registered office.

4. The Commission shall adopt, by means of delegated acts in accordance with Article 56 and subject to the conditions of Articles 57 and 58, measures specifying the content and format of the annual report. Those measures shall be adapted to the type of AIF to which they apply.

*Article 23*

**Disclosure to investors**

1. AIFMs shall for each of the EU AIFs that they manage and for each of the AIFs that they market in the Union make available to AIF investors, in accordance with the AIF rules or instruments of incorporation, the following information before they invest in the AIF, as well as any material changes thereof:

(a) a description of the investment strategy and objectives of the AIF, information on where any master AIF is established and where the underlying funds are established if the AIF is a fund of funds, a description of the types of assets in which the AIF may invest, the techniques it may employ and all associated risks, any applicable investment restrictions, the circumstances in which the AIF may use leverage, the types and sources of leverage permitted and the associated risks, any restrictions on the use of leverage and any collateral and asset reuse arrangements, and the maximum level of leverage which the AIFM are entitled to employ on behalf of the AIF;

(b) a description of the procedures by which the AIF may change its investment strategy or investment policy, or both;

(c) a description of the main legal implications of the contractual relationship entered into for the purpose of investment, including information on jurisdiction, on the applicable law and on the existence or not of any legal instruments providing for the recognition and enforcement of judgments in the territory where the AIF is established;

(d) the identity of the AIFM, the AIF's depositary, auditor and any other service providers and a description of their duties and the investors' rights;

(e) a description of how the AIFM is complying with the requirements of Article 9(7);

(f) a description of any delegated management function as referred to in Annex I by the AIFM and of

any safe- keeping function delegated by the depositary, the identification of the delegate and any conflicts of interest that may arise from such delegations;

(g) a description of the AIF's valuation procedure and of the pricing methodology for valuing assets, including the methods used in valuing hard-to-value assets in accordance with Article 19;

(h) a description of the AIF's liquidity risk management, including the redemption rights both in normal and in exceptional circumstances, and the existing redemption arrangements with investors;

(i) a description of all fees, charges and expenses and of the maximum amounts thereof

(j) a description of how the AIFM ensures a fair treatment of investors and, whenever an investor obtains preferential treatment or the right to obtain preferential treatment, a description of that preferential treatment, the type of investors who obtain such preferential treatment and, where relevant, their legal or economic links with the AIF or AIFM;

(k) the latest annual report referred to in Article 22;

(l) the procedure and conditions for the issue and sale of units or shares;

(m) the latest net asset value of the AIF or the latest market price of the unit or share of the AIF, in accordance with Article 19;

(n) where available, the historical performance of the AIF;

(o) the identity of the prime broker and a description of any material arrangements of the AIF with its prime brokers and the way the conflicts of interest in relation thereto are managed and the provision in the contract with the depositary on the possibility of transfer and reuse of AIF assets, and information about any transfer of liability to the prime broker that may exist;

(p) a description of how and when the information required under paragraphs 4 and 5 will be disclosed.

2. The AIFM shall inform the investors before they invest in the AIF of any arrangement made by the depositary to contractually discharge itself of liability in accordance with Article 21(13). The AIFM shall also inform investors of any changes with respect to depositary liability without delay.

3. Where the AIF is required to publish a prospectus in accordance with Directive 2003/71/EC or in accordance with national law, only such information referred to in paragraphs 1 and 2 which is in addition to that contained in the prospectus needs to be disclosed separately or as additional information in the prospectus.

4. AIFMs shall, for each of the EU AIFs that they manage and for each of the AIFs that they market in the Union, periodically disclose to investors:

(a) the percentage of the AIF's assets which are subject to special arrangements arising from their illiquid nature;

(b) any new arrangements for managing the liquidity of the AIF;

(c) the current risk profile of the AIF and the risk management systems employed by the AIFM to manage those risks.

5. AIFMs managing EU AIFs employing leverage or marketing in the Union AIFs employing leverage shall, for each such AIF disclose, on a regular basis:

(a) any changes to the maximum level of leverage which the AIFM may employ on behalf of the AIF as well as any right of the reuse of collateral or any guarantee granted under the leveraging arrangement;

(b) the total amount of leverage employed by that AIF.

6. The Commission shall adopt, by means of delegated acts in accordance with Article 56 and subject to the conditions of Articles 57 and 58, measures specifying the disclosure obligations of AIFMs referred to in paragraphs 4 and 5, including the frequency of the disclosure referred to in paragraph 5. Those measures shall be adapted to the type of AIFM to which they apply.