

## GPIF 運用のあり方に関する現在までの議論

平成 28 年 2 月 2 日

以下は、これまでの間に、運用のあり方をめぐって出されている資料や意見等を論点ごとにまとめたもの。

### 1 株式のインハウス運用について

#### 【全般】

- 現在の GP I F においては、国内株式等については、委託運用に限定されていることから、マーケットの情報が、メディアや運用受託機関を通じたものに限られることに加え、タイムラグやバイアスの問題が存在しており、これらが運用上のリスクとなっているのではないかと。  
インハウス運用を行うことが可能となれば、多様なマーケット情報を直接的に得ることができ、①機動的なリバランス（相場環境の変動等に対応した投資配分割合の調整）や、②受託運用機関入替時の一時的な資産の受入れ先として位置づけることにより、効率的な執行に資するのではないかと。
- 自らインハウス運用をやらない限り、委託運用先の選択などの能力は向上しないのではないかと。
- GP I F の巨大さ、影響力の大きさ等を勘案すれば専門人材の育成が急務であり、インハウス運用によって生きたマーケット情報が入手できれば人材はかなり鍛えられるのではないかと。
- 株式のインハウス運用の導入は、実施に伴う人件費等のコストを勘案しても、手数料の減によるコスト削減が期待できるのではないかと。
- インハウス運用の方が効率的・効果的な場合はインハウスで行い、特殊な専門性を必要とする場合や、特定の資産や地域に投資する場合には外部委託をするという使い分けが良いのではないかと。
- 株式と債券のパッシブ運用を比べた場合、株式の場合、GP I F の運用規模であれば全ての銘柄を購入する完全法が可能であるが、債券の場合に

は銘柄数も多く、また、償還があることから、最適化法や層化抽出法を使わざるを得ないことを考えると、株式の方がむしろ実施面では容易と言えるのではないか。

- コスト削減がインハウス運用のメリットとあるが、投資対象がはっきりしない中では説得力に乏しいのではないか。また、情報が得られないことが運用のリスクであるという点も、根拠に基づく具体的データが示されていないのではないか。
- 株式インハウス運用を行うのは時期尚早。インハウス運用によってどの程度効率性が上がるのかについて、国による株式所有の問題の懸念を払拭するだけの説明は難しいのではないか。
- 財政検証で示された、経済前提上の見通しに合うだけの運用益を上げている以上、機動的なリバランスや受託運用機関入替時の一時的な資産の受入といった技術的な観点や運用能力の向上といったメリットのみをもって、現時点でインハウス運用を認める必要性に乏しいのではないか。
- インハウス運用をやればパフォーマンスが高くなるとは必ずしも言えないのではないか。また、GPIFの委託運用についての実績を見る限り、アクティブ運用はパッシブ運用に劣っており、アクティブ運用を積極的に進めるべきとは言えないのではないか。現状では認めたとしてもパッシブ運用までではないか。
- インハウスでパッシブ運用を行うにしても、体制を作らなければならないので、それに要するコストを考えると効率的にできるとは言えないのではないか。

#### 【市場その他民間活動への影響】

- 現行のGPIF法では、運用に当たって「年金積立金の運用が市場その他の民間活動に与える影響に留意」すべきとされているが(第20条第2項)、GPIFによる株式のインハウス運用を容認とした場合、①個別銘柄を選択すること、②議決権を行使することが、市場や企業に対し影響を与える可能性があるのではないか。
- 近年、受託者責任を果たすため、機関投資家は議決権を積極的に行使し企業の中長期的な価値を高める取組みを進めるべきとの声や、ESG投資の重要性を訴える声が強まっており、GPIFの運用に当たっても取組みを強化すべきではないか。

- 公的年金制度は、企業年金等とは異なり、公共性の高い社会保険制度であることを考えると、労使などの拠出者の意識・感覚をより強く反映させる必要があり、単に受託者責任を全うすれば足りるわけではないのではないか。
- 企業年金連合会等は、インハウスで株式のパッシブ運用を実施し、保有する株式に関して、議決権を積極的に行使している。また、海外の公的年金運用機関は、株式のアクティブ運用を含め、株式のインハウス運用を拡大してきている。株式のインハウス運用を認められていないGPIFの現状は、こうしたトレンドから乖離しているのではないか。
- 他方、国の機関（GPIF）と民間の年金運用機関とでは公私の位置づけが異なっており、GPIFの投資行動は、ややもすれば国の意思と理解され、市場や企業経営に与える影響が大きいのではないか。  
 仮に、GPIFのガバナンス改革を行ったとしても、最終的な厚生労働大臣の関与(役員の任免等)がある以上、国の機関であることに変わりはなく、このような可能性を排除することはできないのではないか。
- GPIFがインハウス運用によって個別企業の株主になるというのは、国の直接的な民間企業支配に繋がりがねないのではないか。
- 株式のインハウス運用については、議決権行使による民間企業への影響、議決権行使をしないにしても売却による影響という点が懸念され、慎重に考えるべきではないか。
- GPIFの資金規模は、海外の公的年金運用機関と比べて格段に大きく、国内の株式市場に占める割合が約8%となっており、個別銘柄の選択や議決権の行使が持つ影響力は大きく、海外の事情と同様に考えることはできないのではないか。
- GPIFは規模が大きく、マーケットに対するインパクトを考える必要があるのではないか。巨大な積立金を有するアメリカのOASDIが、株式運用を行っていないことも踏まえて慎重に検討すべきではないか。
- 同一企業発行銘柄への投資割合を制限したり、議決権の行使を外部に委託するといった仕組みを導入することで、市場や企業に対する影響などの各種の懸念を払拭することができるのではないか。  
 (こうした意見に対し) こうした措置を講じても、各種の懸念を払拭することは難しいのではないか。
- 公的年金の保険者は政府であることに留意すべきであり、GPIFは単

なる運用機関ではなく、公的年金制度の一部門と位置付けられるべきものではないか。今回のガバナンス改革によって、一定程度政治的介入の防止が図られ得るが、役員任免等を通じた厚生労働大臣の関与を排除できない以上、アクティブ運用による個別株式銘柄の選択売買や議決権の行使のような行為は政府の意思と受け取られかねず、株式のインハウス運用については慎重であるべきではないか。

- 巨大な国の機関がマーケットのプレーヤーになるということの意味合い、投資家の立場と企業との関係、つまり議決権の行使についてどのように整理するかは極めて重い問題であり、GPIFの運用能力の向上やコスト削減といった資金運用だけの理屈で乗り越えられる問題ではないのではないか。
- インハウス運用を行うことによる株主議決権の行使やアクティブ運用による個別銘柄の選択を通じて民間企業の経営に対して直接影響力を行使することになるので、政府がGPIFを活用して民間企業の経営に介入できる余地が生まれることは否定できないのではないか。
- 政治介入とは別に、政府の動きを見ながら投資を行う者は存在すると考えられ、GPIFが意図しなくても、その行動が結果として、市場の投資行動をゆがめることになるのではないか。
- 現行のGPIF法の「市場その他の民間活動に与える影響に留意する」との規定については、新しい法人でもこれを否定する正当な根拠がない以上、公的年金の運用ではこうした規定が必要であり、継続すべきではないか。
- GPIFの資金運用の問題に矮小化することなく、巨大な国の機関が自ら市場のプレーヤーとなることの是非、民間企業の経営に対する直接的な介入の余地を認めるか否かといった国のあり方にも関わる大きな視点で結論を出すべきではないか。

#### (1) 株式の個別銘柄の選択・売買

- 年金積立金は、国のために運用するのではなく、あくまで被保険者の利益のために運用するものであり、受託者として責任ある運用する必要がある。株価は多くの投資家の企業に対する評価によって決まるのであって、GPIFの行動自体で株価に影響するわけではない。高い投資パフォーマンスを実現するために、優良な企業を選定することが重要であり、個別銘柄

柄の選択については、投資家の一つであるGPIFが行ったとしても問題はないのではないか。

- 市場の動きを表すベンチマークどおりに運用するパッシブ運用の場合と異なり、GPIFが個別に銘柄を選択し売買を行うこととなるアクティブ運用の場合には、GPIFが、個別に選択し売買したことが明らかになる、あるいはそうした風評が立つことで、市場や売買の対象となった企業への影響が生じるおそれがあるのではないか。

※ 上場されている株券等や投資証券等について、5%を超えて保有したときは、大量保有報告書の提出により電子開示システム（EDINET）を通じて保有状況が明らかになる。

- 市場の規律を受けず、倒産がないGPIFは、その位置付けが民間の運用機関とは異なっており、アクティブ運用を行うことにより、市場で大きな役割を持ち、影響を与えることは問題があるのではないか。

- GPIFの役員の任命権は厚生労働大臣にある。厚生労働省にとっては、GPIFを使って利益を最大化する、株主としての長期利益を最大化する必要がある一方で、厚生労働大臣は、社会保障給付や規制産業など、様々なところに力を持っている。ある時は株主としての利潤最大化、ある時は公益を目標とするといった時に矛盾をかかえるリスクがあり、常に政治と繋がっているというこの組織の特徴は覚えておかなければいけないのではないか。

- 海外の年金運用機関等と比較し、GPIFの運用資産額は国内株式市場に占める比率が高いが、現在GPIFが外部委託先に個々の企業の発行済株式に占める比率を5%以下にしているような工夫をすれば大量保有報告書を提出する必要はなく、個別銘柄の選択・売買による、市場や企業経営に与える影響を抑えることができるのではないか。

（こうした意見に対し）こうした工夫を行ったとしても市場や企業経営に与える影響を抑えることはできないのではないか。

- アクティブ運用に関し、GPIFの保有株式割合を制限したとしても、GPIFの投資行動は、GPIFから受託している他の運用機関の投資行動を誘発するなど、影響を与えることは否定できないのではないか。

- アクティブのインハウス運用を行う場合、銘柄の選択・購入や売却は日常のオペレーションの問題であって、経営委員会ではなく執行サイドに任される。執行部は厚生労働大臣によって任命されることから、運用対象を

自由化することによる政治介入の懸念はむしろ高まる可能性があるのではないか。

- 株式のインハウス運用については、アクティブ運用も認めるが、一番の肝の議決権行使については、G P I Fが直接行うのではなく、外部に委任するよう考えるべきではないか。
- アクティブ運用については、仮に法律で自由としても運用方針を社会保障審議会の新しい部会で議論すれば良いのではないか。
- インハウス運用全てを否定しているわけではなく、パッシブ運用であれば、市場に与える影響も相対的に小さい。議決権行使については、支配的株主でないという前提で、外部委託をするという方法も考えられる。他に類例を見ないほど圧倒的な残高規模を有するG P I Fに関しては、市場や企業経営に与える影響を考えた場合、アクティブ・インハウス運用を通じた特定の銘柄への集中的な投資や政治的意図に基づく議決権行使などを法律によって封じておくことが極めて重要ではないか。

## (2) 議決権の行使

- ESG投資等の重要性が高まる中で、機関投資家の議決権行使を外部機関に委託することは、議決権の空洞化につながり、企業経営に対する株主の適切なガバナンスが効かなくなるのではないか。
- 日本銀行においては、保有する株式の議決権行使について外部運用機関に委託しているが、G P I Fにおいても同様に株式の議決権行使を信託会社等へ委任するような方策が考えられるのではないか。  
(こうした意見に対し) G P I Fも株主である以上、自ら議決権を行使するのは受託者責任として当然である。株主議決権行使は取締役の選任を通して企業活動に影響を与えるが、取締役会自体が基本的には業務執行しないことを考えれば、経営に直接的な影響を及ぼすとはいえないのではないか。
- スチュワードシップ責任は、外部委託なのかインハウス運用なのかに関わらず重要なものであり、国連責任投資原則の署名、ESG投資をめぐる最近の議論等を踏まえ、積極的なエンゲージメントを行うべきではないか。
- G P I Fのような大きな投資家が、議決権を自ら積極的に行使しないことのデメリットを考えるべきではないか。

- ガバナンス強化により政治介入のリスクは排除されているということは大前提であり、G P I Fが日本版スチュワードシップ・コードの受入や国連責任投資原則へ署名していることから、それに沿った議決権行使は問題ないのではないか。

## 2 オルタナティブ資産への直接投資について

- 海外の年金運用機関においては、収益率向上等の観点から、オルタナティブ資産（プライベートエクイティ、インフラストラクチャー、不動産等）への投資比率を高めている。しかし、G P I Fの場合は直接投資が禁止されており、こうしたトレンドから乖離しているほか、資金規模が大きく世界から注目されている強みを活かすことができていない。これらの機関が近年進めている共同投資等への参加に際しては、複雑な仕組みとなり高額な手数料等を要する現行の投資信託を活用した仕組みではなく、オルタナティブ資産の直接投資を可能とするべきではないか。
- オルタナティブ資産への共同投資については、L P SのL P（有限責任組合員）のように個別の投資判断を行わない方法のほかに、個別の投資対象の選定に関わる方法や、G P（無限責任組合員）として関わる方法、あるいは、株式を保有し、経営に直接参画する等により企業価値等を高めていく運用も考えられるが、このような積極的に個別企業に関与する仕組みとした場合、予期せぬ大事故、労働問題や環境問題などが生じ、経済的損失に加え、G P I Fや国の責任が問われる事態が生じるおそれがあるのではないか。
- （こうした意見に対し）海外の公的年金運用機関が直接投資を行う場合でも、G Pとして関わったり、経営に直接参画する方法は稀であり、そうした懸念については、有限責任となる仕組みに制限するといった措置を講じることで対応できるのではないか。
- 直接投資することによって、投資先で各種のトラブルが生じた場合、国の責任（外交上の問題）も問われる可能性は否定できず、慎重であるべきではないか。

### 3 規制のあり方について

- デリバティブは、生命保険会社や海外の年金運用機関等において、リスク管理の目的で広く活用されており、企業年金連合会等でも活用されている。

一方、GPIFにおいては、為替デリバティブのうち差金決済を伴うデリバティブは、投機的な投資となるおそれがあることから認められていないなど、デリバティブについては一定の制約が設けられているが、リスク管理を目的とした方法については認めるべきではないか。

- リスク管理を目的とするデリバティブについては、投機的な利用にならないように厳重にルールで制限した上で、認めてもよいのではないか。
- デリバティブ取引についてもリスク管理のために利用するという考え方もあるが、この手法を使ってハイリスクハイリターンの運用を推進していく可能性があるため、これについても慎重であるべきではないか。
- 今日、機関投資家等で一般的に活用されているコール市場の利用は、現在の運用方法が法律で定められた際には一般的でなかったことから法定化されず、今なおGPIFでは実施が認められていない。

運用環境の変化の中で、様々な運用手法、運用商品が開発されることを考えると、運用方法に関する規制は、あまり法律で縛るのではなく、迅速な対応が可能となるよう、できる限り弾力的な仕組みとすべきではないか。

- 新たに設置される合議制機関に有能な専門家が委員として入っており、ガバナンスの観点から合理的に判断できるならば、インハウス運用に制限を加える必要はないのではないか。
- イノベーションのあるマーケットにおいて運用する以上、規制の在り方について、できるだけ法律的には縛ることなく原則自由にしておいて、ガバナンスを強化するという前提で、具体的に何を実施するかは合議制機関の決定に委ねる方がよいのではないか。
- 経営委員会ができたから全て判断を任せるとするのは問題があるのではないか。何らかの形で運用の枠組みはGPIFの外で決めていかなければならないのではないか。
- 運用にとって色々な制約を設けることが、かえってリスクを高めることにつながったり、市場にいびつな影響を与えることにもなるという点に留意が必要ではないか。



- 運用の成績が上がったり、下がったりすることをヘッジするためにデリバティブなども活用するのだと思うが、ポートフォリオを見直して株から債券に移せば、変動は小さくなると思うので、デリバティブ取引などの説明を拠出者に対してどのようにしていくのか、もっと分かりやすく説明する必要があるのではないか。

#### 4 改革の進め方について

- まずは、ガバナンス改革を先行し、その実績を踏まえて、運用の在り方を考えるというアプローチが考えられるのではないか。
- （こうした意見に対し）今回のガバナンス改革は、既に実行上、運用委員会等で行われているガバナンスの実態を法令上位置付け、制度化することであり、運用改革を今回のガバナンス改革の実施状況を待って考えるという必要はないのではないか。
- そもそも、運用の在り方とガバナンスの在り方は、一体として議論すべきではないか。
- 理想的には、国民が運用者を信頼できた場合、自由にクリエイティブに運用できるよう、制約条件は少ないほど良い。しかし、政治介入の懸念があると云った指摘や運用に対して必ずしも積極的とはいえない日本社会の意識を鑑みれば、運用拡大は部分的に慎重に進めるべきではないか。
- 株式のインハウス運用を実施するとしても、優秀なファンドマネージャーや高度なITシステムが必要であり、現在のGPIFの体制を考慮すると、アクティブ運用などの本格的な運用拡大は困難ではないか。限定的に実施することが現実的ではないか。
- （こうした意見に対し）運用環境の変化に迅速に対応できるよう、法律上は広く実施可能としておき、体制が整った段階でGPIFに新たに設置される合議制機関において、実施の可否を判断する仕組みとしてはどうか。
- 運用方法等の制限が必要な運用の妨げとなっているとの指摘があるが、公的年金制度の積立金としての性格を踏まえ、制限が設けられている意味を再確認する必要があるのではないか。
- 今回のガバナンス改革で政治介入のリスクが排除できるかどうかを確認する必要があり、それを待たずにいきなりインハウスでアクティブ運用ま

で認めるというのは時期尚早ではないか。

- 運用の見直しについては、運用のプロの目線からだけでなく、一般の国民の目線からも納得される必要があるのではないか。国民への説明責任を行い、国民の理解を得ることが重要であり、運用に対して必ずしも積極的ではない日本社会の意識を鑑みると、運用拡大は慎重に進めるべきではないか。
- 見直しに当たっては、例えば3年後に状況を見て見直すといった様な「見直し規定」を置いておくべきではないか。
- 今回の改革では、ガバナンス改革を主として行い、運用については必要最小限の改革を行うとの考え方でやっていくのがよいのではないか、その際、現在の運用実務を通じて強く改善が求められる事項、例えば一定のインハウスの導入やデリバティブの規制緩和については、今回の改革の中で対応することも考えられるのではないか。