

## GPIF改革に係る議論の整理（案）

平成28年2月8日  
社会保障審議会年金部会

### 1 背景・経緯

#### （設立時の考え方とその後の経済・運用環境の変化）

- 現在の年金積立金管理運用独立行政法人は、
  - ① 年金財政上の諸前提における実質的な運用利回りを確保しつつ、年金財政の安定化の視点から変動リスクを一定範囲に抑えるよう基本ポートフォリオ（を策定
  - ② 長期的に市場平均の収益率を確保することを目標とし、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等の前提の下、必要最小限の体制で平成18年4月に設立された。
  
- しかしながら、この10年間で、市場・運用環境は、一層、高度化・複雑化してきており、積立金の市場運用を行っている海外の公的年金運用機関等は専門性を高め、伝統4資産のみならず、オルタナティブ資産にまで幅広く分散投資を進めている。
  
- また、近年は、国内の経済環境についても、デフレからの脱却を図り、適度なインフレ環境に移行しつつある中で、国内債券中心の運用では必要な運用利回りの確保が困難となってきたほか、高度化・複雑化する市場・運用環境に対応し、安全かつ効率的に運用していくためにも、リスクを低減するための分散投資の促進や高度なリスク管理体制等がより一層重要となっている。

#### （これまでの取組み）

- GPIFにおいては、こうした経済・運用環境の変化の中で、
  - ・ カナダの公的年金基金と共同でのインフラストラクチャー投資の開始
  - ・ J P X日経インデックス400等の採用
  - ・ 物価連動国債の購入開始

- ・ 日本版スチュワードシップ・コードの受入
  - ・ 基本ポートフォリオの見直し
  - ・ 国連責任投資原則への署名
- 等の運用の見直し等を実施してきた。
- また、ガバナンスについても、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）や「日本再興戦略」改訂2014（平成26年6月24日閣議決定）等に基づき、
- ・ 職員数や給与水準を弾力化し、高度で専門的な人材確保を開始
  - ・ 運用担当理事を法律上必置とし、役員を増員
  - ・ 基本ポートフォリオの変更等について運用委員会の議決事項とすることによる実質的な合議制の導入
  - ・ ガバナンス委員会の設置、投資原則・行動原則の策定、コンプライアンスオフィサーの設置
- 等の取り組みを進めてきた。

## 2 更なる改革の方向性

### (1) 更なるガバナンス体制の強化

- 海外の公的年金運用機関等は、一般的に、合議制の意思決定機関を有し、基本ポートフォリオなどの主要な意思決定を行っているほか、意思決定機関と執行部を分離し、執行部の責任と権限を明確にした上で、意思決定機関が執行部の活動の監督を行う仕組みとなっている。
- GPIFにおいても、その意思決定については、前述のとおり、実質的には運用委員会において審議され、その内容を合議で決定しており、また、運用委員会が執行部を監視する仕組みとなっている。しかしながら、法律上は、理事長に意思決定権限が集約された独任制であり、運用委員会は理事長の諮問機関という位置付けに過ぎず、また、運用委員会の委員は全員が非常勤であり、その監視の実効性に限界がある。
- このため、GPIFについては、約140兆円もの年金積立金を運用する世界最大規模の公的年金運用機関として独任制は相応しくなく、また、独任制では「専ら被保険者の利益」にそぐわない目的で運用が行われかねないのではないかといった懸念が未だ指摘されることから、こうした懸念を払拭し、運

用に対する国民の信頼を高めるためにも、法律を改正し、その意思決定は合議制機関が行い、そして、執行部門の責任と権限を明確にした上で、両者を分離し、日々の執行部門の活動を意思決定機関が適切に監督する枠組みを法的に担保することにより、ガバナンス体制を名実ともに整えることが必要となっている。

- 更なるガバナンス体制の強化については、当年金部会に設置した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を踏まえてまとめられた「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）」や当年金部会での議論などを基に、平成27年12月25日に、事務局より「ガバナンス強化のイメージ（案）」が提示された。当該イメージ（案）については、概ねその方向性について合意されたところであるが、以下のとおり、一部意見が分かれた点や、更なる検討の必要性を指摘する点もあった。

#### （合議制機関について）

- ① 拠出者代表の参画について
  - 合議制機関については、拠出者である労使の意見が確実に反映できるよう、その代表を構成員に入れるべきとの意見を踏まえ、イメージ（案）においては、運用委員7人（定員11人以下）及び監事2人のうち労使団体の推薦する者が各1人加わっている現状と同規模とする観点から、経営委員9人（うち3人は監査等委員を兼任）に、「被保険者及び事業主の立場を適切に代表し得ると認められる団体の推薦する者各1人を含む」との案が提示された。
  - これに対し、以下のような意見があった。
    - ・ 年金積立金の原資は、被保険者及び事業主から強制的に徴収された保険料であることから、経営委員会の構成に関し、労使の代表が少なくとも複数以上、過半数に近い数を占めるべきであるとの意見。
    - ・ 年金積立金の運用は労使のみならず、受給者等にも関係することから、経営委員は国民全体を代表する立場で参加すべきであり労使の代表は各1名程度とすることが適当であるとの意見。
    - ・ 委員を選任する過程で拠出者である労使が関与する仕組みが必要であるとの意見。
    - ・ 労使の参画については、法律に規定のない現状の仕組みを改め、新制度においては法律で明確に規定すべきであるとの意見。

## ② 委員会の設置について

- 経営委員会が形骸化することが危惧されるため、監査等委員会以外の委員会は設置すべきではないとの意見があった。

### (執行部と合議制機関の関係について)

- 合議制機関と執行部との関係については、円滑な意思疎通、外部への効果的な説明、組織の簡略化の観点から、執行部の長以外の執行部も合議制機関の構成員とすべきとの意見があった一方、執行部に対する監督・監視機能の徹底が重要であり、執行部は経営委員の構成員に加わらないことが適当との意見もあった。
- こうした意見に対し、執行部の意見を意思決定に反映させつつ、監督・監視機能を確保する観点から、
  - ① 執行部の長のみ合議制機関に加わることにするとともに、
  - ② より運用の現場・実態を意思決定に反映できるよう、運用担当理事について、合議制機関の求めに応じた説明義務を課すとともに、管理運用に係る議事について意見陳述ができるイメージ（案）が適当との意見が多数であった。

### (その他)

- その他、以下のような意見があった。
  - ・ 経営委員を含めた役員の利益相反については、しっかりと防止していくことが当然であり、少なくとも公務員並みの措置が制度上担保される必要があるとの意見。
  - ・ 情報公開について、やむを得ない場合にのみ制限を設け、基本的には可能な限り情報公開していくことが重要であるとの意見。

## (2) 運用の見直し

### 1) 株式のインハウス運用について

- GPIF は、被保険者から徴収された保険料を原資とした年金積立金を管理運用する国の機関であることから、株式の運用については、市場や企業経営へ与える影響が大きいとの懸念から、外部の運用会社を利用する委託運用に徹してきた。

(参考) 現行の GPIF 法第 20 条第 2 項では、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。

- 他方、公的年金積立金を市場で運用している海外の大規模な運用機関等では、近年、幅広い資産への分散投資を、インハウス運用を中心としながら推進してきている。

我が国でも企業年金連合会や体制の整った厚生年金基金等において、株式のパッシブ運用に限った形で株式のインハウス運用が実施されている。

- また、現在、GPIF は、株式についてインハウス運用を実施することが認められていないことから、運用実務において、以下のような制約が指摘されている。

- ① マーケット参加者の情報が、メディアや委託先運用機関経由でしか入手できないことから、タイムラグやバイアスがかかった可能性のある情報のみに基づき様々な投資判断を行わざるを得ない。
- ② 投資方針を決定してから実際の売買が終了するまでに、運用委託先との調整や資金の移動に時間とコストが生じており、効率的な運用の妨げとなっている。

- しかしながら、株式のインハウス運用については、①アクティブ運用を行う場合には GPIF が個別株式銘柄の選択を行うこととなるほか、②アクティブ運用／パッシブ運用を問わず株式インハウス運用を行えば株主議決権を GPIF が持つこととなり、株式市場や企業経営への影響が生じる懸念がある。

- 特に、GPIF は、海外の大規模な公的年金運用機関等と比べ、その運用する国内株式が国内株式市場に占める割合が 7.6% と大きく、その投資行動は、マーケットに大きなインパクトを与える可能性を有している。

- ・ マーケットへのインパクトという観点からは、世界最大の積立金を有す

るアメリカのOASDIでは、株式運用を行っていないことを考慮すべきとの意見があった。

- GPIFは、国の機関であり、①市場の規律を受ける一般の民間の運用機関とは位置づけが異なっているほか、②様々な産業分野の権限を有する厚生労働大臣の管轄下にある。こうしたGPIFの特殊性を踏まえると、その投資行動が他の投資家の行動をはじめ市場や企業経営に影響を与える可能性がある。
- したがって、GPIFにおける株式インハウス運用の是非の検討に当たっては、こうした経緯とともに、市場や企業経営への影響等について、慎重に検討する必要がある。

#### 【株式インハウス運用を行うことの意義・メリット等とその評価】

- GPIFからのヒアリング等を通じて、株式のインハウス運用が可能となれば、以下のメリットが期待できると指摘があった。
  - 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）の実現
  - ② 運用受託機関入替時の一時的な資産の受入など効率的な執行
  - ③ 手数料の節減
  - ④ 委託運用先の選択・評価のレベルアップ
- 加えて、インハウス運用を通じて、GPIFにとって急務とされる専門人材の育成にもつながる、あるいは自ら運用を行ってこそ人材が育つとの意見もあった。
- 他方、こうしたメリットについては、株式のインハウス運用を実施することによる市場や企業経営への影響という問題と比較すると、大きいものとはいえず、慎重な評価が必要といった意見があった。
- また、インハウス運用を実施するためには、比較的小規模の体制で実施可能とされるパッシブ運用を行うとしても、GPIFの体制整備が必要となるが、そのコストを考えると効率的にできると言えるのか評価が必要との意見もあった。
- なお、GPIFが株式のインハウス運用を行うことについて、GPIFが今まで以上にリスクを取って運用するのではないかと懸念が生じるとの指摘もあった。しかし、運用のリスクは、基本的に、基本ポートフォリオによって決ま

るものであり、株式インハウス運用を実施したとしても、基本ポートフォリオにおける株式の保有割合に変化はなく、運用のリスクが高まることはないことが確認された。

#### 【個別株式銘柄の選択（アクティブ運用）による市場や企業経営への影響】

- 個別株式銘柄の選択については、以下の理由から、一投資家の GPIF が行ったとしても問題はないのではないかと意見があった。
  - ・ 株価は、多数の投資家による企業に対する評価によって決まるのであり、GPIF の行動自体が直接的に株価に影響するわけではない。
  - ・ 年金積立金は、あくまでも被保険者の利益のために運用するものであり、GPIF は受託者として責任ある運用を行う観点から、優良な企業を選定することが重要である。
- これに対し、GPIF が国の機関であることを踏まえて、市場や企業経営に影響を与えることは不適切であるとの観点から、以下のような意見があった。
  - ・ 国の機関としての GPIF は、市場の規律を受ける民間の運用機関とは異なっており、アクティブ運用のように市場で独自の判断で投資行動を行うことは、市場で大きな役割を持ち、影響を与えることとなり、問題があるのではないか。
  - ・ GPIF のガバナンス改革によっても、公的年金制度の中に位置付けられる国の機関であることに変わりはなく、役員の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、GPIF の投資判断が政府の意思と受け取られたり、逆に政府の行動から GPIF の行動を推測するといったおそれを完全に排除することまではできないのではないか。
- また、個別株式銘柄の選択による市場や企業経営への影響を回避する観点から、現在 GPIF が外部委託先に対して個々の企業の株式への投資は、当該企業の発行済株式に占める比率を 5%以下に制限しているような工夫をすれば、個別株式銘柄の選択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と意見があった。
- これに対し、GPIF の株式保有割合を制限したとしても、株券の発行会社の依頼により当該会社の株主を調査するサービスが存在する以上、GPIF の投資行動が外部に知られる可能性は否定できず、その場合には、GPIF から運用を受託している他の機関や、政府の動きを見ながら投資を行う者の投資行動を誘発するなど、影響を与える可能性は否定できないのではないかと意見があった。

※ 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。このため5%以内であれば投資行動が他の投資家に知られることはなく、仮に資産管理銀行等から情報漏えいがあれば金融庁の処分の対象となり得る。

- このほか、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いえず、現状では認めたとしてもパッシブ運用までではないかとの意見があった。これに対し、アクティブ運用／パッシブ運用の比率の問題は、あくまでも投資対象資産の超過収益の蓋然性によって決まる問題であり、インハウス運用か委託運用かといったインハウス運用の是非に関する議論とは無関係であるとの意見があった。

#### 【議決権行使による市場や企業経営への影響】

- 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いるが、現行の投資一任方式による委託運用では、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との意見があった。
- 一方、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との意見があった。
- 議決権行使による市場や企業経営への影響を回避する観点からは、日本銀行がその保有する株式の議決権行使を信託銀行に委託している方式を参考としつつ、GPIFが株式の議決権行使を信託会社等へ委任する方策について提案があった。
- スチュワードシップ責任は、委託運用かインハウス運用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が求められていることから、株式の議決権行使を外部委任する場合には、スチュワードシップ責任を果たす観点から、委任先の信託会社等に対しては、GPIFの投資原則に沿った行使を求めることが考えられるとの意見があった。



### 【株式のインハウス運用の是非】

- 株式のインハウス運用を認めるか否かについては、以下のとおり大きく3つの意見が示された。

#### （株式インハウス運用を認めるべきではないとの意見）

- 以下の理由から、GPIFに株式インハウス運用を認めることについては反対であるとの意見
  - ・ GPIFは、政府が最終的に責任を持つ公的年金制度の中に位置付けられる国の機関であり、その積立金は民間のファンドとは異なっている。
  - ・ 市場における価格形成や投資行動に歪みが生じる可能性、議決権行使や個別株式銘柄選択・売買を通じた民間企業の経営に介入することへの懸念がある。
  - ・ 現段階で示されている株式のインハウス運用によるメリットの内容では、各種の懸念を考慮しても、なお実施すべきとの理由を見出しがたい。
  - ・ 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イ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。

#### （パッシブ運用までは容認することが考えられるのではないかとの意見）

- 以下の理由から、GPIFに株式インハウス運用を認めるとしてもパッシブ運用までではないかとの意見
  - ・ 個別株式銘柄の選択を行わないパッシブ運用については、市場に与える影響も小さく、議決権行使を外部委任することを前提にすれば容認する余地がある。
  - ・ 一方、アクティブ運用については、個別株式銘柄の選択を行う以上、市場や企業経営に与える影響への懸念を払拭することが困難なことから容認することは適当ではない。
  - ・ アクティブ運用を実施するためには、専門性や人員規模の点で本格的な体制整備が必要となるが、当面、その実現可能性はなく、現時点でインハウスでのアクティブ運用を容認する必要性は見いだしがたい。

#### （法律上、アクティブ運用まで実施可能とすべきとの意見）

- 以下の理由から、法律上、GPIFにアクティブ運用まで含めた株式インハウス運用を実施可能とすべきとの意見
  - ・ GPIFの運用機関としての性格に鑑みれば、その手足を過度にしぼるよう

な制限を法律で設けることは適当ではない。

- ・ GPIF の株式インハウス運用による民間活動への影響は、一定程度避けられないが、同一企業発行銘柄への投資割合の制限や議決権行使の外部委任により、市場や企業経営への影響に関する懸念については払拭することが可能ではないか。
- ・ 直ちに GPIF がインハウスでのアクティブ運用に取り組む状況にはないが、法律上は、アクティブ運用も実施可能とした上で、実施の可否については、監督者たる厚生労働大臣ないしは新たに設置される合議制機関において、体制整備の状況等を判断すればよいのではないか。

## 2) オルタナティブ資産への投資について

- 市場で年金積立金の運用を行っている海外の年金運用機関は、分散投資の推進、収益率の向上等の観点から、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。GPIFにおいても、オルタナティブ資産は、伝統的資産とリスク・リターン特性が異なるため、分散投資の観点から投資の有用性があるとの観点に立って、平成26年からインフラストラクチャー投資が開始され、現在の中期計画においては、基本ポートフォリオの5%を上限としてオルタナティブ資産投資を行うこととしている。
- GPIF法は、オルタナティブ資産投資に関して、非上場株式等の取得を通じて個別の案件に深く関与するような直接投資を認めておらず、現在は、株式を除く有価証券の取得を通じた投資のみが認められている。結果的に現時点では、投資信託証券の取得を通じた投資のみが実施されており、多様な手法が可能となっている海外の年金運用機関との共同投資を進めていく上で障壁となっている。加えて、こうした投資信託を活用する仕組みは機関投資家によるオルタナティブ投資としては特殊な手法であり、高額な手数料が生じている等の課題がある。
- オルタナティブ資産への共同投資については、このほか、①現在実施を検討しているLPS（リミテッドパートナーシップ）のLP（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、あるいは②GP（無限責任組合員）として関わる方法、③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方法など様々なアプローチが考えられるが、②や③のような個別企業・個別のプロジェクトの運営に直接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、GPIFや国の責任が問われる事態が生じる懸念が指摘された。

- これに対し、海外の公的年金運用機関等が直接投資を行う場合でも、GPとして関わったり、経営に直接参加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との意見があった。
- また、個別の物件を保有する不動産投資については、GPIFが直接不動産投資に乗り出すことに対して国民の理解が得られにくいのではないかと意見もあった。
- こうした指摘を踏まえ、オルタナティブ資産への投資については、現在のGPIF法の枠内で対応可能な、LPSのLPとしての出資のような、GPIF自身が個別の投資判断を行わず、有限責任の枠組みで行うことが明確なものの実施は認められるべきとの意見が多かった。

### 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利用されている。
- GPIFにおいては、デリバティブについて、これまで債券先物取引、債券オプション、為替先物取引（店頭デリバティブ取引）、通貨オプション（店頭デリバティブ取引）が認められてきたが、差金決済を伴う為替デリバティブ等は、投機的な投資となるおそれがあるとしてこれまで認められてこなかった。
- 長期運用を基本とするGPIFにおいて、デリバティブの利用は限定的と解されるが、運用環境に大きな変動が生じる場合など以下のようなケースでは、その活用が運用リスクの軽減につながると考えられる。

- ・ 差金決済を伴う為替先物取引の例：

- 外国債券投資において、地政学的リスクの高まり（例：特定国の債務危機など）等によって一部の通貨（ユーロなど）の変動が極めて大きくなっているような状況にあって、為替の変動による外貨建て資産の価格変動リスクを抑制するため、金融商品市場を通じた為替先物取引（市場

デリバティブ)を実施するようなケース

・ 株価指数先物取引の例：

国内株式市場の好況等により、運用受託機関の保有株式の資産価値が急激に上昇し、リバランスを実施して株式の保有割合を削減する必要が生じている状況にあって、現物株式を一斉に売却すると流動性が低い銘柄を中心に株価の急激な下落を招き、結果として想定外の損失を蒙ることが懸念される際に、GPIFがまず流動性の高い株価指数先物を売り建てた上で、受託運用機関が株式現物を時間をかけて売却していくようなケース。

なお、デリバティブについては、その利用方法によっては投機的なものともなり得ることから、以下のような防止措置を講じるべきとの意見が多かった。

- ①法令でその利用目的を「リスクの管理」に限定する。
- ②①を担保するため、以下のようなルールを定め、厚生労働大臣の認可を受けける
  - ・「利用機会の制限」(現物資産の売却等が将来の一定の時期に相当の確実さをもって行われる場合等に限定する)、
  - ・「利用額の制限」(例：リバランスに株価指数先物を利用する場合は、予定している現物の配分額の変更の範囲内で利用する)、
  - ・「利用時の経営委員会の関与」(経営委員会への事前又は事後の報告を義務付ける等)
- ③②のルールが遵守されているかどうかを、新たなガバナンス体制の下に置かれた常勤の監査等委員が常時監督する。

○ また、今日では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ではその実施が認められていない。

○ そもそも、資産運用を行う民間金融機関に対する金融庁の監督は、運用対象資産で規制する方法から、運用体制や運用ポートフォリオ全体のリスク管理体制に着眼する方向に変化してきている。

○ こうした事情を踏まえれば、今回の運用の見直しに当たっては、速やかにコール市場の活用が可能となるよう措置するとともに、日々、様々な運用方法が開発され、普及する運用環境の変化に対応する観点から、他の年金運用

機関等において一般的に活用されており、安全で効率的な運用を行う上で必要となる運用方法が適切に利用できるよう、社会保障審議会の審議を経ることを前提に下位法令へ委任すること等について検討すべきとの意見があった。

#### 4) 改革の進め方について

※ 改革の進め方については、以下の3つの考え方について、本日、議論を行う。

- ① 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。
- ② ガバナンス改革を中心に実施し、運用については、まずはデリバティブの規制緩和やコール市場の活用など早急に手当が必要な改革を行う。
- ③ 株式のインハウス運用等の運用改革とガバナンス改革を一体として行う。