

# GPIF関係

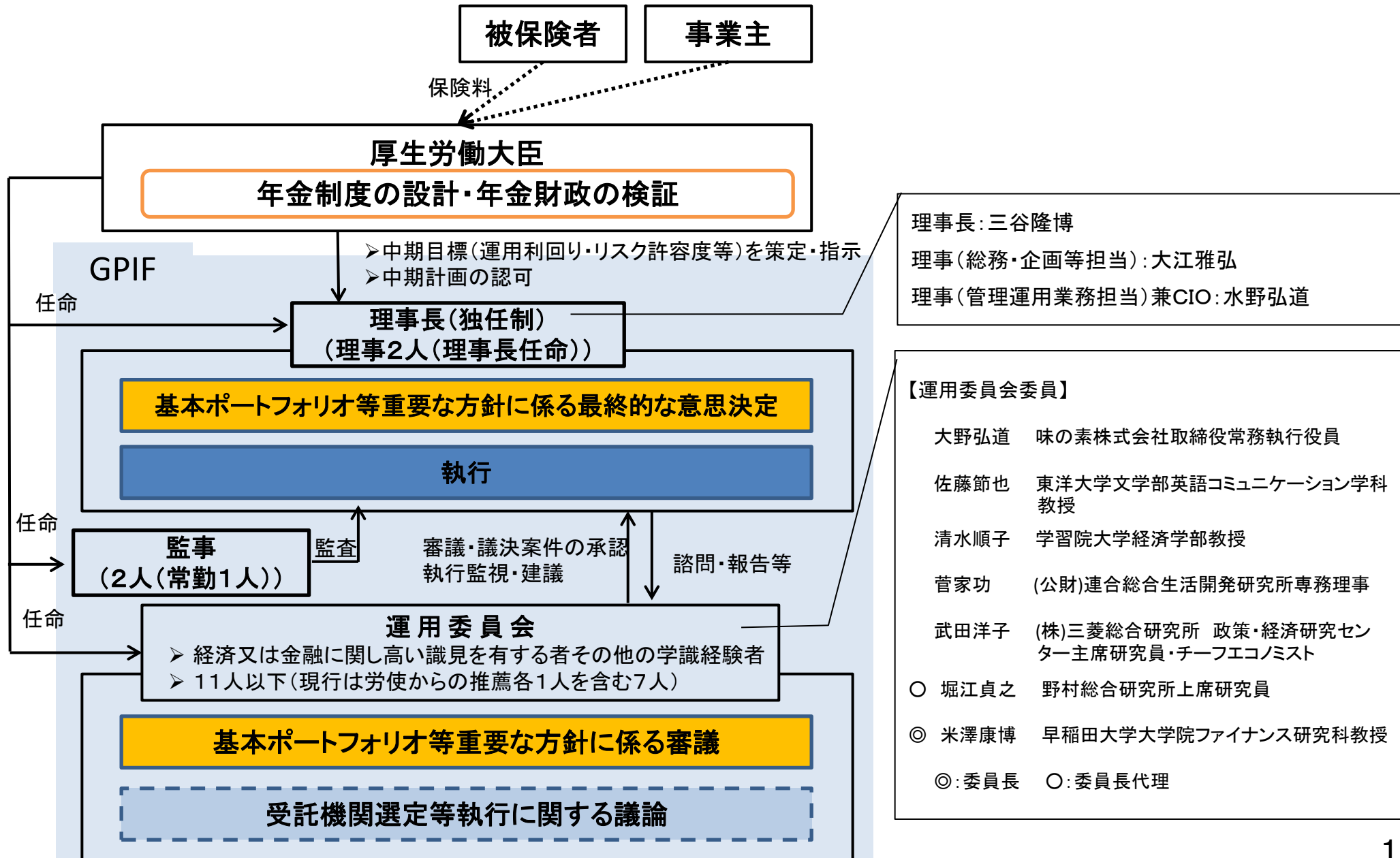
厚生労働省年金局

平成27年12月8日

# 目次

|   |     |
|---|-----|
| ○ 現状のカバナンス体制について                        | … 1 |
| ○ 諸外国の運用機関について                          | … 4 |
| ○ 国内の他の組織のガバナンスについて                     | … 8 |
| ○ 年金積立金の運用経緯(自主運用開始以降)                  | …10 |
| ○ 有識者会議(平成25年11月)報告書(抜粋)                | …15 |
| ○ 年金財政における経済前提と積立金運用のあり方について検討結果の報告(抜粋) | …17 |
| ○ GPIF 年金積立金運用の対象・手法に関する制限など            | …20 |
| ○ GPIFの運用コストについて                        | …21 |
| ○ インハウス運用のメリット・デメリットについて                | …22 |
| ○ 厚生年金基金及び確定給付企業年金(基金型)のインハウス運用について     | …23 |
| ○ 諸外国のインハウス運用                           | …24 |
| ○ LPS(Limited Partnership)について          | …25 |
| ○ GPIFのオルタナティブ投資(インフラ共同投資)について          | …26 |

# 現状のガバナンス体制について



# 現状のガバナンス体制について (リスク管理等に関する体制)

経済・金融の学識  
経験者等から厚生  
労働大臣が任命。

**運用委員会**

**ガバナンス会議**

監視・意見  
運用受託機関  
選定等の審議

**厚生労働大臣**  
《年金制度の設計・年金財政の検証》

是正措置要求  
理事長及び監事の任命

中期目標

作成・指示

協議

認可

中期計画

年度計画

[実績評価]

報告・意見

**会計検査院**

会計検査

**管理運用法人**

理事(総務・企画等担当)  
理事(管理運用業務担当)兼CIO

**理事長**

**監事**

**会計監査人**

《外部監査》

**契約監視委員会**  
契約の点検・見直し

有識者等で構成

**業務の有効性・効率性の確保体制**

委員長:理事長

内部統制委員会

理事長が招集

経営企画会議

委員長:CIO

投資委員会

委員長:理事

契約審査会

情報化統括責任者:理事

情報システム委員会

情報化統括責任者

**法令等の遵守体制**

委員長:理事長

内部統制委員会(再掲)

委員長:理事長  
外部委員も含む

コンプライアンス委員会

コンプライアンス・オフィサー

内部・外部通報制度

**内部通報窓口**  
[弁護士事務所]

(内部統制に関する監事監査実施基準)

監事付

**損失危機管理体制**

運用リスク管理委員会

委員長:理事長

内部統制委員会(再掲)

委員長:理事長

**情報保存管理体制**

情報セキュリティ委員会

最高情報セキュリティ責任者:理事

**財務報告等信頼性の確保体制**

経営企画会議(再掲)

三様監査会議(監事、監査法人、監査室)

監査室

管理部

企画部

運用リスク  
管理室

情報システ  
ム部

投資戦略部

運用管理室

運用部

インハウス  
運用室

# 現状のガバナンス体制について

## (基本ポートフォリオの見直しとガバナンス体制強化の取組み)

(見直し前の基本ポートフォリオ)平成25年6月7日～

| 変更前    | 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 | 60%  | 12%  | 11%  | 12%  | 5%   |
| 乖離許容幅  | ±8%  | ±6%  | ±5%  | ±5%  | —    |



(見直し後の基本ポートフォリオ)平成26年10月31日～

| 変更後    | 国内債券 | 国内株式 | 外国債券 | 外国株式 |
|--------|------|------|------|------|
| 資産構成割合 | 35%  | 25%  | 15%  | 25%  |
| 乖離許容幅  | ±10% | ±9%  | ±4%  | ±8%  |

(注)運用体制の整備に伴い管理・運用されるオルタナティブ資産(インフラストラクチャー、プライベートエクイティ、不動産その他運用委員会の議を経て決定するもの)は、リスク・リターン特性に応じて国内債券、国内株式、外国債券及び外国株式に区分し、資産全体の5%を上限とする。

### 内部統制 の強化

- ・ガバナンス会議の設置
- ・「投資原則」、「行動規範」策定
- ・コンプライアンスオフィサー  
新設 等

### リスク 管理体制 の強化

- ・マクロ経済分析や市場予測
- ・運用資産と年金給付の一体分析
- ・複線型リスク管理
- ・専門人材の強化 等

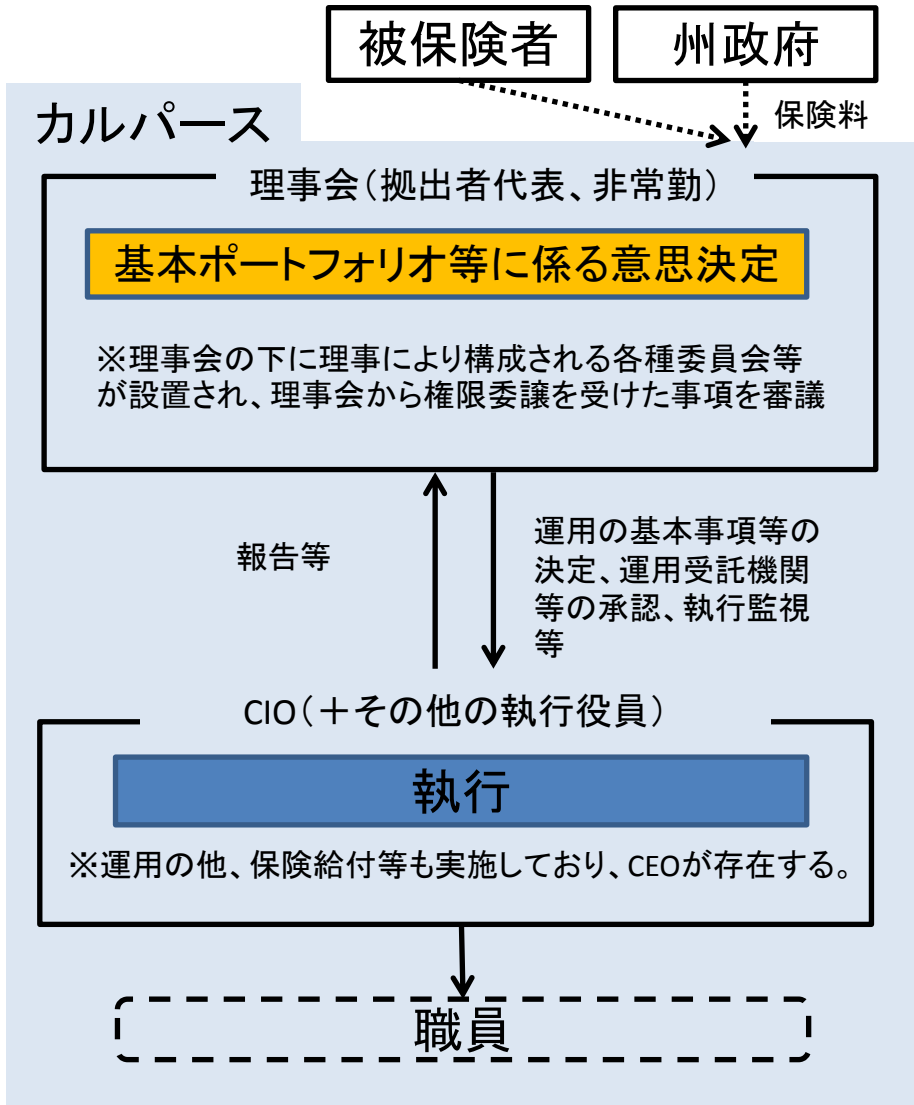
# 諸外国の運用機関について

|        | カナダ<br>(CPPPIB) | スウェーデン<br>(AP1~4)                                      | 韓国<br>(NPS)                            | 米国<br>(CalPERS)  | オランダ<br>(ABP)                  | オーストラリア<br>(スーパーファンド)           |                                 |
|--------|-----------------|--|--|--|--------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|
| 制度     | 制度対象            | 一般国民   | 一般国民                                   | 一般国民   | 州公務員等<br>(職域年金)                | 公務員等<br>(職域年金)                  | 被用者                             |
|        | 拠出              | 労使折半   | 労使按分                                   | 被用者: 労使折半<br>自営等: 全額本人負担   | 労使按分                           | 労使折半                            | 雇用主: 強制拠出<br>被用者: 自主的な<br>上乘せ拠出 |
|        | 積立or賦課          | 賦課方式   | 賦課方式                                   | 賦課方式   | 積立方式                           | 積立方式                            | 積立方式                            |
|        | 積立金と負担・給付との関係   | 3年ごとの財政検証で財政の均衡を確認<br>⇒場合により、①保険料率の引き上げ、②物価スライドの凍結等の措置 | 財政検証に基づき、資産と債務とのバランスシートに不足が生じた場合に給付を調整 | 自動調整のシステムなし<br>(2028年に所得代替率40%まで給付を引き下げることが既に決定)                         | 積立比率に応じ、必要があれば保険料率の引き上げ        | 積立比率が目標水準に達しない場合、給付を引き下げ        |                                 |
| 意思決定機関 | 運用特化            | ○  | ○                                      | ×(給付等も実施)  | ×(給付等も実施)                      | ×(給付等も実施)                       |                                 |
|        | 常勤の有無           | 全て非常勤<br>(12名)   | 全て非常勤<br>(それぞれ9名)                      | ・政府に設置された国民年金基金(NPF)運用委員会は、NPSのCEO、政府関係者及び非常勤委員(計20名)で構成                 | 全て非常勤<br>(13名)                 | 全て非常勤<br>(13名)                  |                                 |
|        | 構成員の要件          | ・地域代表で構成<br>・金融市場等の専門家の中から決定                           | ・労使推薦(各2名)<br>・資産運用の専門性を有するものの中から任命    | ・雇用主・従業員・自営業者の代表(12名)<br>※意思決定機関の下に政府関係者及び専門家のみからなる評価委員会を設置し、資産構成等について審議 | ・加入者代表<br>(6名)                 | 雇用主・被用者の代表(各6名)                 | 確定拠出・確定給付から加入者がファンドを選択          |
|        | 執行部の関与          | 独立   | 独立                                     | NPF運用委員会にCEO(別途CIOを設置)   | 独立                             | 独立<br>(子会社のAPGが運用)              |                                 |
| 運用     | 資金規模            | 約26兆円<br>(H27.6月末)                                     | 約18兆円<br>(H27.6月末)                     | 約51兆円<br>(H27.3月末)   | 約37兆円<br>(H27.6月末)             | 約49兆円<br>(H27.6月末)              |                                 |
|        | 運用スタイル          | インハウス中心  | インハウス中心                                | インハウス中心  | インハウス中心                        | インハウス中心                         |                                 |
|        | オルタナティブ投資       | ○  | ○                                      | ○  | ○                              | ○                               |                                 |
|        | 執行職員数           | 約1,157名<br>(H27.3月末)                                   | 213名<br>(AP1~4合算)<br>(H25.12月末)        | 199名(投資部門)<br>(H25.12月末)   | 約270名<br>(運用部門職員)<br>(H23.9月末) | 約650名<br>(APG運用部門)<br>(ABPは27名) |                                 |

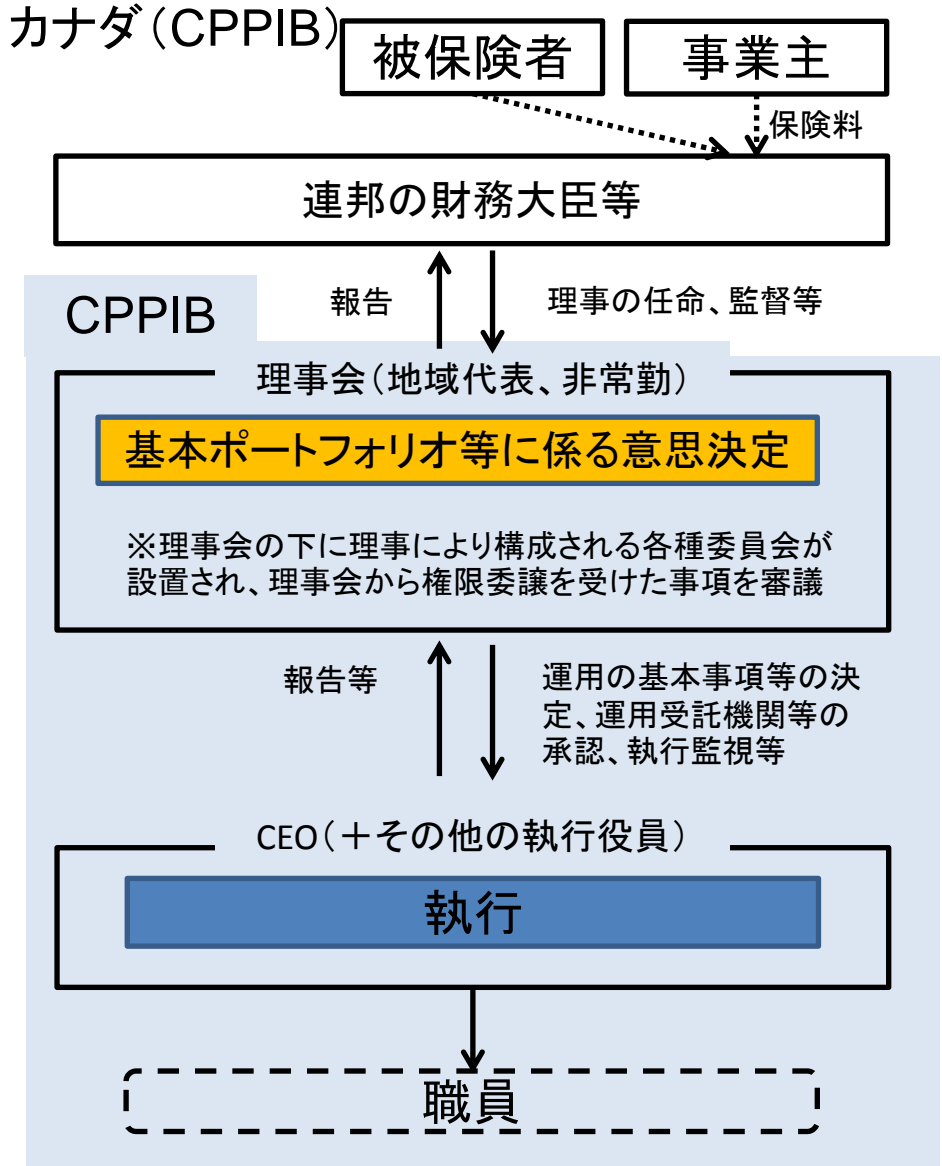
# 諸外国の運用機関について

## — 諸外国の公的年金基金のガバナンス体制図 —

米国(カルパース)



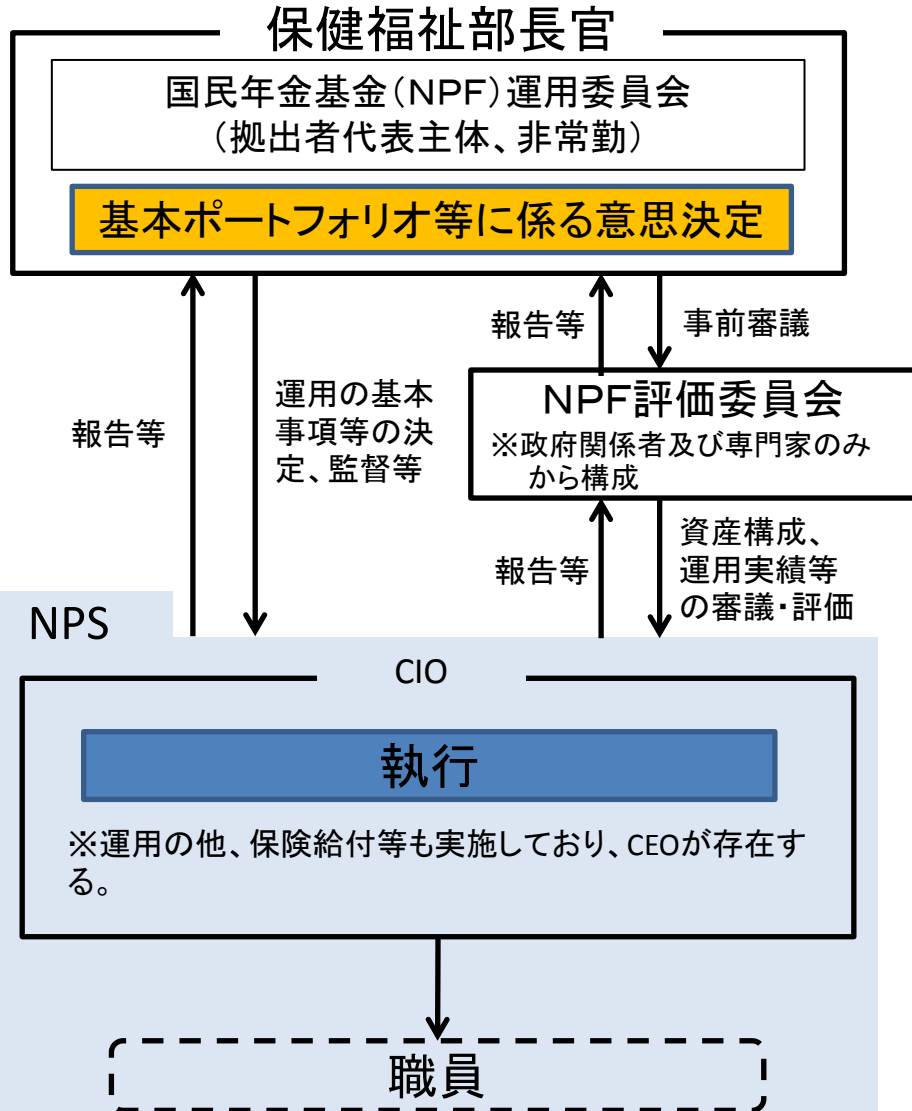
カナダ(CPPIB)



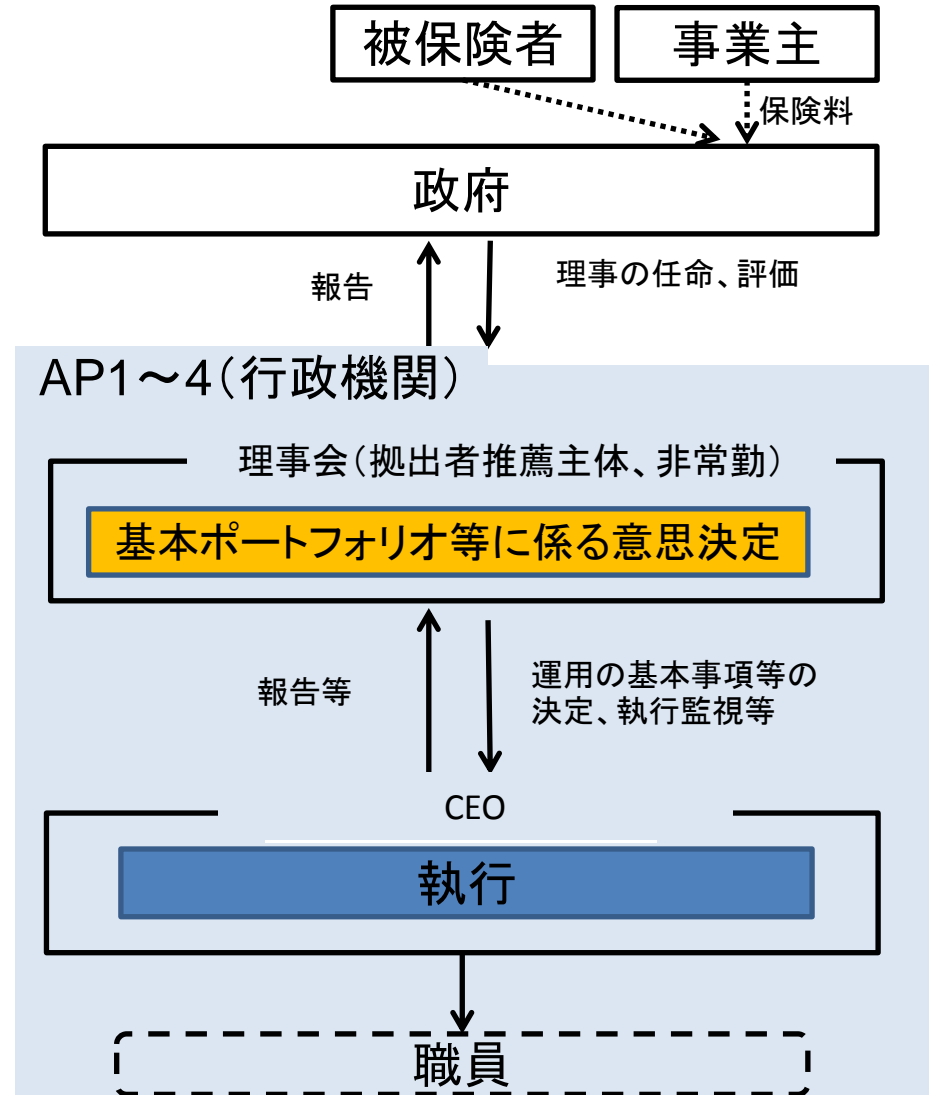
# 諸外国の運用機関について

## — 諸外国の公的年金基金のガバナンス体制図 —

### 韓国 (NPS)



### スウェーデン (AP1~4)

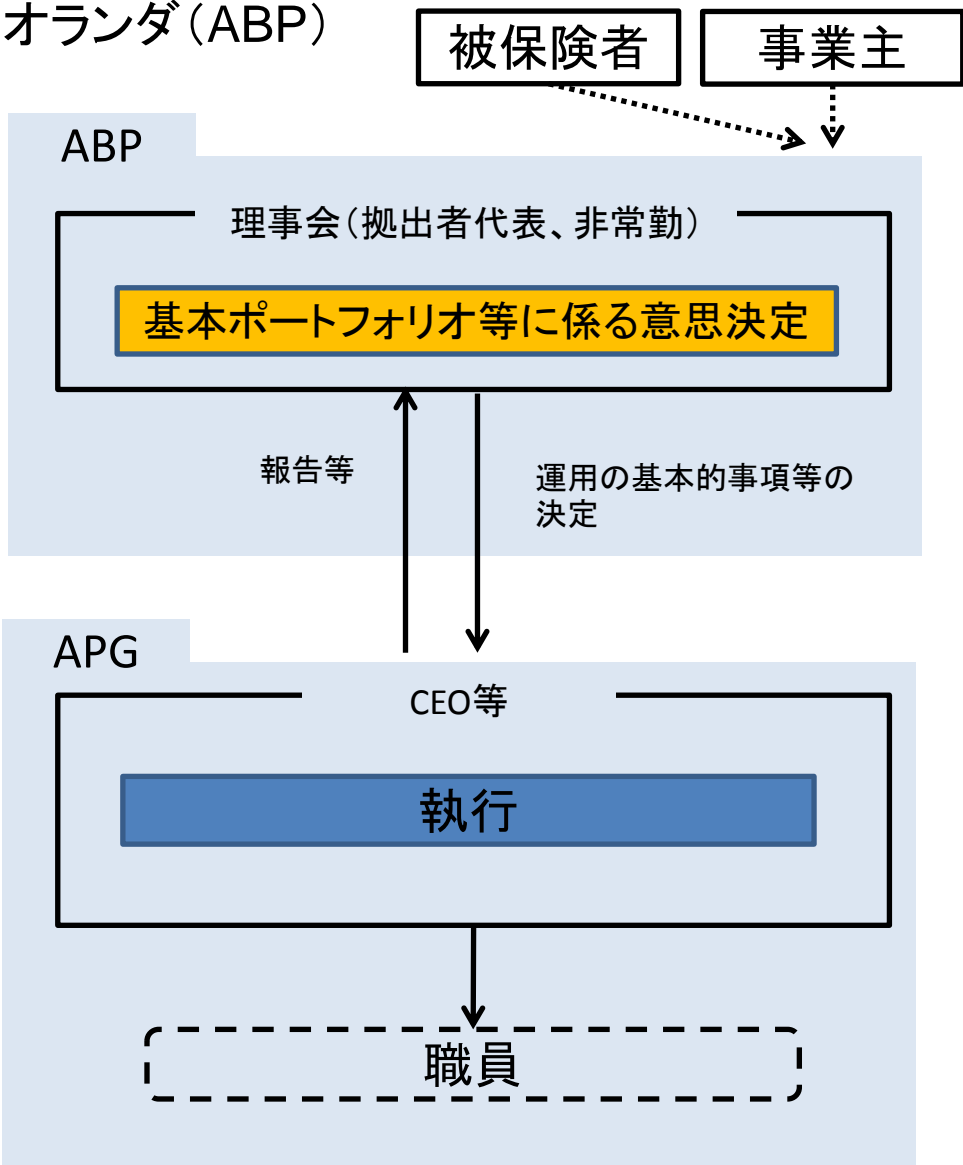




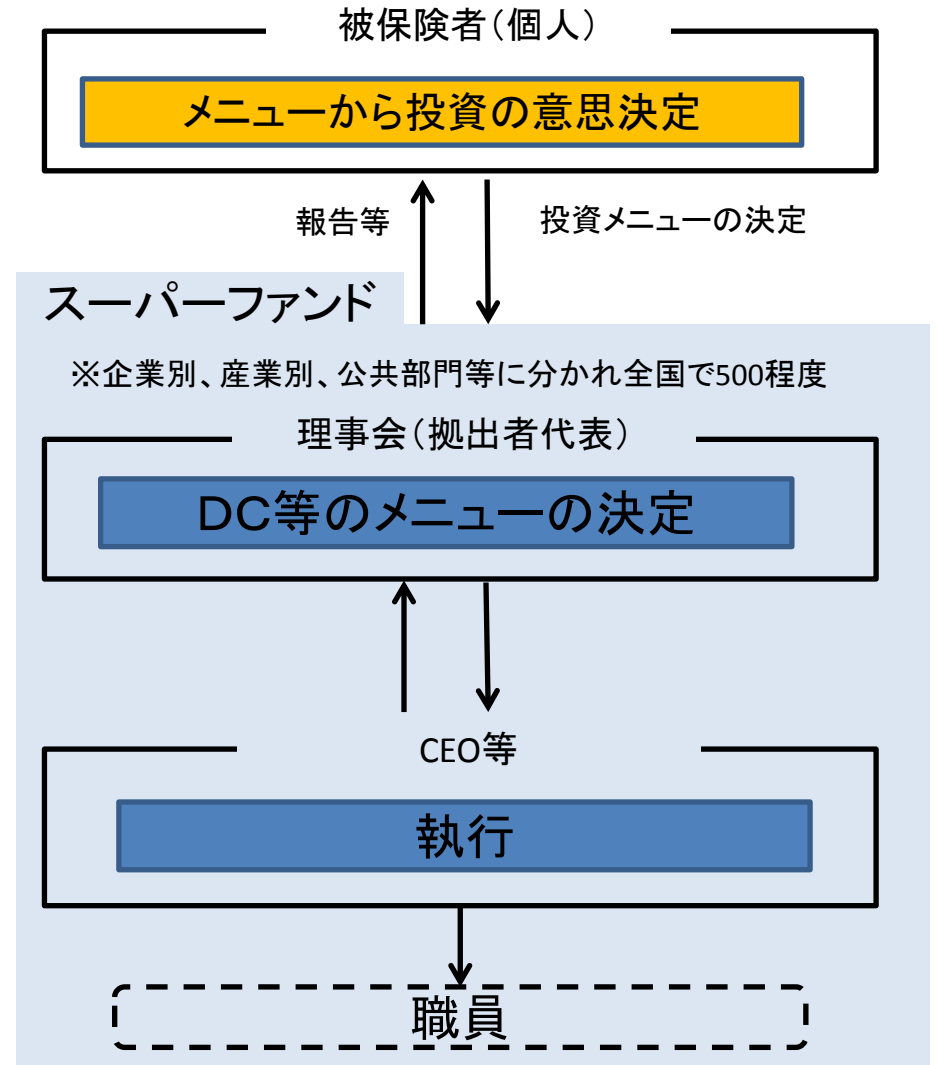
# 諸外国の運用機関について

## — 諸外国の公的年金基金のガバナンス体制図 —

オランダ (ABP)



オーストラリア (スーパーファンド)



# 国内の他の組織のガバナンスについて

## 日本放送協会 (NHK)

### 1. 経営委員会

- (1)構成 委員12人で組織、うち委員長1人(委員の互選)
  - (2)任命 委員は、両議院の同意を得て内閣総理大臣が任命する。
  - (3)権限(※)
    - ① 経営の基本方針その他事項の議決
    - ② 役員の職務の執行の監督
- (※)委員は、業務執行ができない。

### 2. 監査委員会

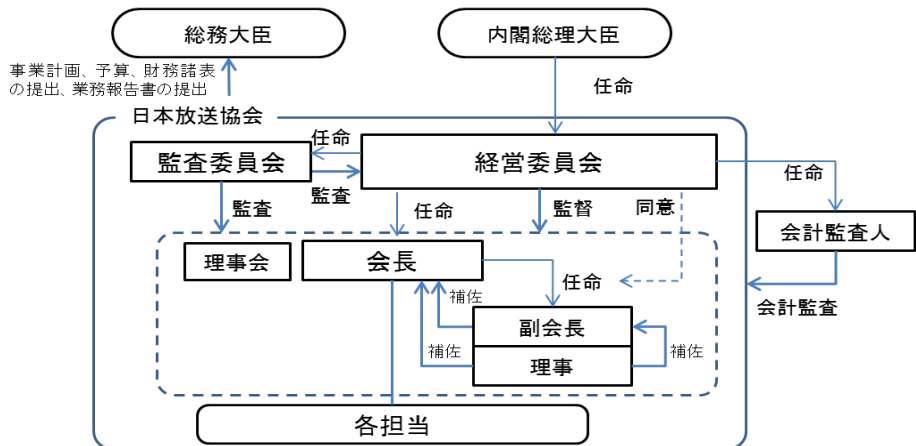
- (1)構成 委員3人で構成(うち1人以上は常勤)
- (2)任命 経営委員の中から、経営委員会が任命する。
- (3)権限 役員の職務の執行を監査する。

### 3. 役員等

- (1)構成 会長1人、副会長1人、理事7人以上10人以内(10人)、会計監査人※( )内は現時点の理事の数
- (2)任命
  - ① 会長は、経営委員会が任命する。
  - ② 副会長及び理事は、経営委員会の同意を得て、会長が任命する。
  - ③ 会計監査人は、経営委員会が任命する。
- (3)権限等
  - ① 理事会は、会長、副会長及び理事で構成される。
  - ② 理事会は、日本放送協会の重要業務の執行について審議する。
  - ③ 会長は、日本放送協会を代表し、業務を総理する。
  - ④ 会長は、3ヶ月に1回以上、職務施行の状況等を経営委員会に報告する。また、経営委員会の要求があったときは、経営委員会に出席し、説明を行う。
  - ⑤ 副会長は、日本放送協会を代表し、会長を補佐して業務を掌理する。
  - ⑥ 理事は、日本放送協会を代表し、会長及び副会長を補佐して業務を掌理する。
  - ⑦ 会計監査人は、財務諸表について監査を行う。

### 4. 予算、決算等の許認可

- (1)予算等 予算、事業計画及び資金計画を総務大臣に提出し、内閣を経て国会の承認を受けなければならない。
- (2)業務報告書 業務報告書を総務大臣に提出し、内閣を経て国会に報告しなければならない。
- (3)決算 財務諸表を総務大臣に提出し、内閣を経て国会に提出しなければならない。



## 日本銀行

### 1. 政策委員会

- (1)構成 委員9人(総裁1人、副総裁2人、審議委員6人)、うち議長1人(委員の互選により定める)
- (2)権限・職務
  - ① 日本銀行法に定める通貨及び金融の調節に関する事項の議決
  - ② 予算の作成等に関する重要事項等の議決
  - ③ 役員の職務の執行監督

### 2. 役員

- (1)構成 総裁1人、副総裁2人、審議委員6人、監事3人以内(3人)、理事6人以内(6人)、参与若干人(10人)※( )内は現時点の理事の数

#### (2)任命

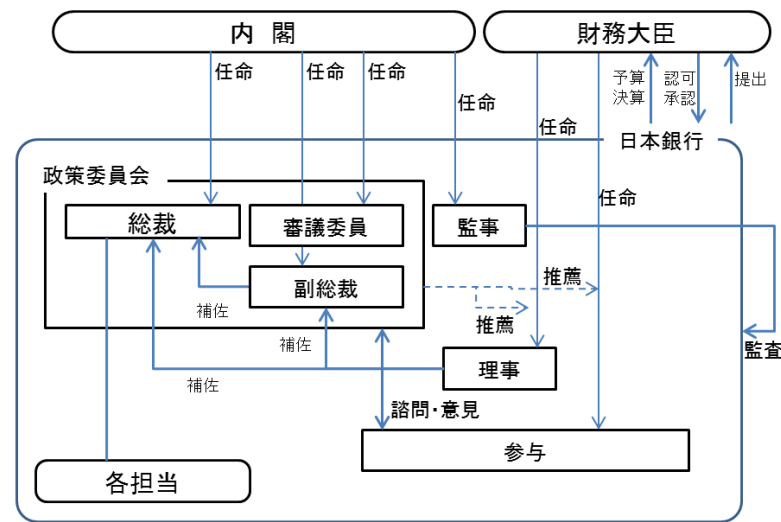
総裁、副総裁、審議委員は、両議院の同意を得て内閣が任命する。  
 監事は、内閣が任命する。  
 理事及び参与は、政策委員会の推薦に基づいて、財務大臣が任命する。

#### (3)権限・職務

総裁は、日本銀行を代表し、業務を総理する。  
 副総裁は、日本銀行を代表し、総裁を補佐して日本銀行の業務を掌理する。  
 理事は、総裁及び副総裁を補佐して日本銀行の業務を掌理する。  
 監事は、日本銀行の業務を監査する。  
 参与は、日本銀行の業務運営に関する重要事項について、政策委員会の諮問に応じ、意見を述べる事ができる。

### 3. 予算、決算等の許認可

- (1)予算 予算を財務大臣に提出し、認可を受けなければならない。
- (2)決算 財務諸表を財務大臣に提出し、承認を受けなければならない。
- (3)業務報告書 業務の状況を記載した報告書を、財務大臣を経由して国会に提出しなければならない。



# 国内の他の組織のガバナンスについて

## 日本郵政株式会社 指命委員会等設置会社

### 1. 取締役会

- (1)構成 取締役16人(うち社外取締役8人)、代表執行役との兼務者5人(平成26年7月1日現在)
- (2)任命 取締役は、株主総会により選任されるが、総務大臣の認可が必要とされる。
- (3)権限

- ① 経営の基本方針等その他業務執行の決定
- ② 執行役等の職務の執行の監督

### 2. 指名委員会、監査委員会、報酬委員会

- (1)構成 各委員会は、委員3人以上で組織する。
- (2)任命 各委員会の委員は、取締役の中から、取締役会の決議によって選定する。各委員会の委員の過半数は、社外取締役でなければならない。
- (3)権限・職務
  - ① 指名委員会は、株主総会に提出する取締役の選任及び解任に関する議案の内容を決定する。
  - ② 監査委員会は、執行役等の職務の執行の監査及び監査報告の作成等を行う。
  - ③ 報酬委員会は、執行役等の個人別の報酬等の内容を決定する。

### 3. 役員

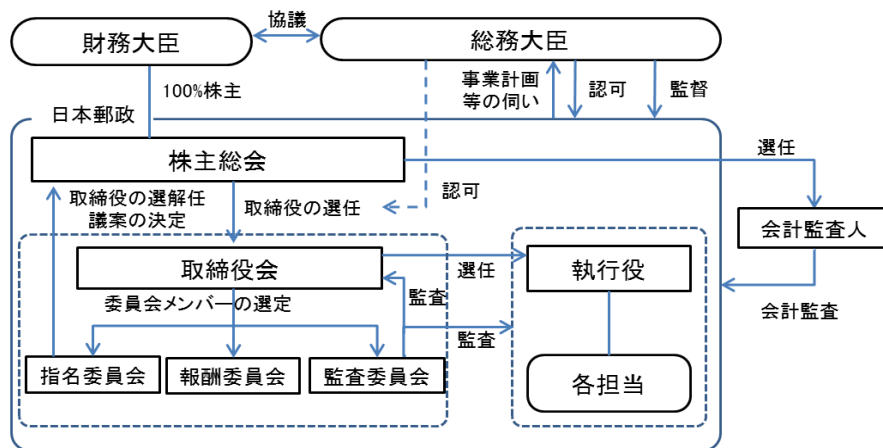
- (1)構成 取締役、執行役
- (2)任命
  - ① 取締役は、株主総会により選任され、総務大臣の認可が必要とされる。
  - ② 執行役は、取締役会の決議によって選任する。

### (3)権限等

- ① 取締役は、取締役会を構成し、1. (3)を行う。なお、業務を執行することはできない。
- ② 執行役は取締役会の決議によって委任を受けた委員会設置会社の業務の執行の決定および業務の執行を行う。
- ③ 執行役は、3ヶ月に1回以上、職務執行の状況を取締役に報告する。また、取締役会の要求があったときは、取締役会に出席し、説明を行う。

### 4. 事業計画、決算等の許認可

- (1)事業計画 事業計画を定め、総務大臣の認可を受けなければならない。
- (2)定款の変更等 会社の定款の変更、剰余金の配当その他の剰余金の処分、合併、会社分割及び解散の決議は総務大臣の認可を受けなければならない。
- (3)決算 財務諸表および事業報告書を総務大臣に提出しなければならない。



厚生労働省年金局作成

## 会社法 監査等委員会設置会社

監査等委員会設置会社は、平成26年の会社法改正により導入

### 1. 取締役会

- (1)構成 全ての取締役
- (2)任命 取締役は、株主総会により選任  
株主総会において監査等委員となる取締役とそれ以外の取締役とを別々に選任しなければならない。

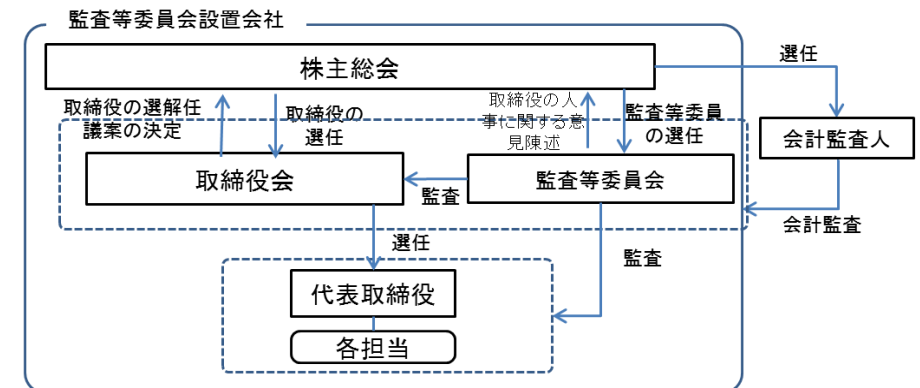
### (3)権限

- ① 経営の基本方針等その他業務執行の決定
- ② 取締役の職務の執行の監督
- ③ 代表取締役の選定及び解職

※一定の条件の下(取締役会の過半数が社外取締役である場合または定款で定めた場合)では業務の決定権限を取締役会から取締役に大幅に委譲することが認められる。

### 2. 監査等委員会

- (1)構成 委員会は委員3人以上で組織する。
- (2)任命 監査等委員となる取締役として株主総会により選任  
各委員会の委員の過半数は、社外取締役でなければならない。
- (3)権限・職務
  - ① 取締役の職務の執行の監査及び監査報告の作成
  - ② 株主総会に提出する会計監査人の選任・解任及び会計監査人を再任しないことに関する議案の内容の決定
  - ③ 342条の2第4項(監査等委員以外の取締役の選任等)及び361条第6項(監査等委員以外の取締役の報酬等)に規定する監査等委員会の意見の決定



厚生労働省年金局作成

## 年金積立金の運用経緯(自主運用開始以降)①

### ＜運用手法、運用対象等に関する取組み＞

### ＜主な出来事＞

平成13年度

年金資金運用基金の設立。自主運用を開始－基本ポートフォリオを含む運用の基本方針を厚労大臣が定め、年金資金運用基金が運用の基本方針に即して管理運用を実施

▶ パッシブ運用中心、国内債券中心の運用

○投資一任契約での運用開始

平成14年度

**エンロン・ワールドコム事件による世界的な株安**

平成16年度

○財政再計算結果に基づく基本ポートフォリオ見直し

平成18年度

運用に特化した専門組織として年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）設立  
基本ポートフォリオや管理運用の基本的な方針を含む中期計画はGPIFが策定し、厚労大臣が認可

▶ パッシブ運用を原則、国内債券中心の運用

○外国債券アクティブ運用のベンチマークを非国債（公共債、社債など）を含むものに変更

平成19年度

▶海外公的年金基金のインハウス運用に関する調査

平成20年度

▶オルタナティブ投資(内外不動産投資)に関する調査

平成21年度

▶エマージング株式及び債券の投資に係る包括的な調査研究

平成22年度

▶海外インフラ投資に関する調査研究  
▶プライベート・エクイティ投資に関する調査研究

**リーマン・ショックによる世界的な金融不安**

## 年金積立金の運用経緯(自主運用開始以降) ②

### <運用手法、運用対象等に関する取組み>

### <主な出来事>

平成23年度

- キャッシュ・アウト等対応ファンドの設置
- エマージング株式運用受託機関の選定

平成24年度

▷GPIFにおけるオルタナティブ投資スキームについての調査研究

平成25年度

- 中期目標期間中の検証に基づく基本ポートフォリオ見直し
- インフラストラクチャー共同投資の導入（投資信託受益証券の取得を通じた投資）
- ▷非時価総額加重平均型ベンチマークの活用についての調査研究
- 「J P X日経400」やJ-REITを含むインデックス等を新たに採用

日銀の「量的・質的金融緩和」の導入決定

公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化に関する有識者会議（平成25年11月）

### <運用対象に関する主な内容>

- 市場環境の整備状況を踏まえつつ、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
- 各資金の規模・性格に応じて、アクティブ運用の比率を高めることについて検討を行うべき
- 運用方法については、アクティブかパッシブかという観点のほか、自家運用か委託運用かという観点もある。各資金とも、現状では、資金運用の大部分を外部機関に委託しているが、自家運用を通じ、運用に関する知識・経験や市場情報の蓄積も期待できる

## 年金積立金の運用経緯(自主運用開始以降) ③

### <運用手法、運用対象等に関する取組み>

### <主な出来事>

平成25年度  
(続き)

社会保障審議会年金部会 年金財政における経済前提と積立金運用のあり方に関する専門委員会  
(平成26年3月) 年金財政における経済前提と積立金運用のあり方について検討結果の報告

#### <運用手法、運用対象等に関する主な内容>

- 具体的な運用手法等については、基本的にはGPIFに委ねるのが適当
- デフレ脱却を図り、適度なインフレ環境に移行しつつあるわが国経済の環境においては、あらかじめ国内債券中心を示す必要はなく、GPIFにおいてポートフォリオを検討すべき
- 具体的な運用対象の多様化については、基本的にGPIFにおいて検討すべき
- 具体的なアクティブ運用の在り方については、基本的にGPIFにおいて検討すべきであり、あらかじめ「パッシブ運用中心」を示す必要はない
- 運用コストの低減や運用に関する知識・経験等の蓄積も期待できることから、インハウス運用の活用も検討すべき

平成26年度

- 日本版スチュワード・シップコードの受入れ
- 外国株式パッシブ運用におけるエマージングを含むベンチマークへの変更及び証券貸付運用の開始
- 国内債券アクティブ運用における物価連動国債運用の開始
- トランジション・マネジャー（資産の移管業務を効率的に行うための業務委託先）の選定

平成26年財政再計算結果に基づく基本ポートフォリオの見直し

- 基本ポートフォリオ上のオルタナティブ資産の位置付けを明記

- ▷ GPIFにおけるスチュワードシップ責任及びESG投資のあり方に関する調査研究

日銀の「量的・質的金融緩和」の  
拡大

## 年金積立金の運用経緯(自主運用開始以降)④

### <運用手法、運用対象等に関する取組み>

### <主な出来事>

平成27年度

第3期中期計画において、

- パッシブ運用とアクティブ運用の併用
- インハウス運用の活用の検討
- 運用対象の多様化

などを明記

○国連責任投資原則への署名

○ハイイールド債券、エマージング債券の運用受託機関の選定

# 【参考】主な市場指標の推移と主な出来事について

## 長期金利(10年)と日経平均株価の推移





### 3 ポートフォリオ (運用対象)

#### ① 運用対象の多様化

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(Ⅲ 2 ②参照)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。

なお、新たな運用対象を追加する場合には、資金の性格を踏まえた上で、国民の理解を得るため、説明責任を果たすことが求められる。

(注2) 運用の多様化により、ソブリン・ウェルス・ファンドとみなされる可能性もあるが、2008年に国際的に合意された行動規範(サンティアゴ原則)に従っている限り問題は生じないとの指摘があった。

#### ② アクティブ比率

各資金とも、現状では、ポートフォリオにおけるアクティブ運用の比率は総じて低くなっている(例えば、GPIFの国内株式運用で約2割)が、各資金の規模・性格に応じて、アクティブ運用の比率を高めることについて検討を行うべきである(注3)。

なお、アクティブ運用においては、取引手数料、運用報酬等のコストが上昇し、パッシブ運用に比べてネットのリターンが必ずしも増加するかどうか明らかでない場合もある。ただし、規模の大きい運用機関であれば、必要な人員の確保や体制の整備に相応の時間を要するものの、自家運用により委託運用と比較してコストを抑えられる可能性がある。

こうした中、運用の機動性・柔軟性を高めつつ、リスク管理を効率的に実施する観点から、運用対象の多様化の一環として、アクティブ運用の一部をベビーファンド(Ⅱ 3 ⑥参照)として特別に管理することも考えられる。

(注3) アクティブ運用比率を高めることは、市場の効率性の向上にも資するものと考えられる。

(注4) 運用方法については、アクティブかパッシブかという観点のほか、自家運用か委託運用かという観点もある。各資金とも、現状では、資金運用の大部分を外部機関に委託しているが、自家運用を通じ、運用に関する知識・経験や市場情報の蓄積も期待できる。

### ③ パッシブ運用のベンチマーク

ベンチマークについては、その選択に工夫を凝らすこと等によりリターンの向上を目指すことが望ましい。各運用機関は、株式のパッシブ運用のベンチマークについて、東証1部上場全銘柄を対象とするTOPIXを忠実にトラックしている場合が多いが、その対象先の中には、十分な収益性等が認められない先も含まれることから、インデックスからのかい離を許容したり、より効率的な運用が可能となる指数(例えば、日本取引所グループと日本経済新聞社が共同で開発し、平成26年初より算出を開始する予定のROE等も考慮した新たな株価指数(JPX日経400)等)を利用したりするなどの改善策について検討すべきである。また、資金によっては、債券投資においてもインデックス運用を行っている場合があるが、そうした運用がリスク管理の観点から合理的かどうかについて、改めて検討すべきである。

### ④ ポートフォリオやヘッジ方針の機動的な見直し

各資金のポートフォリオについては、長期的な運用の実施により効率化が図られるほか、リバランスの実施により金融市場の過度な変動が抑えられる面もあるものの、経済環境や市場環境の変化が激しい最近の傾向を踏まえれば、適宜点検し、必要に応じて見直すことが重要である。このため、各資金の規模・性格を踏まえつつ、ヘッジ方針等を含めポートフォリオのより機動的な見直しについて検討すべきである。

### ⑤ 海外資産運用比率

海外資産運用比率を高めることは、分散投資を進める効果があるほか、積立金の取崩し時に国内市場への影響が小さいというメリットがある反面、国内運用資産の減少が国内経済に影響を与える可能性があることから、各資金において適切に判断する必要がある。

### ⑥ ベビーファンド

ベビーファンドとは、基本ポートフォリオの中で一定の資金額を設定し、ある程度の独立性を持たせて柔軟な運用を行う(外部委託又は自家運用)ものであり、アセットクラスをまたがる運用を任せる場合や、新たな運用対象を一括して任せる場合などが考えられる。外部委託の場合には、リスク許容度を示した上で、アセットクラスの提案を受けて委任するような運用形態も考えられる。比較的小規模なファンドであるので、ポートフォリオの大きな変更も市場インパクトなく行うことができる、という利点もある。

#### 4 運用手法等の具体的な検討の在り方について

- GPIFについては、運用の専門組織として設立されていること等を踏まえ、**運用目的・目標等に沿った具体的な運用手法等については、資金運用について一般に認められた知見に基づき、基本的には、運用の専門家であるGPIFに委ねるのが適当**である。
- なお、年金積立金は、被保険者から徴収された保険料の一部であり、その運用は、年金財政・制度と密接に関係することから今後とも、財政検証の際等必要に応じ、本専門委員会や拠出者の立場から労使代表も参画する年金部会のような場で審議することが適当である。
- また、国民に対する説明責任を果たすため、新たな運用対象を追加する場合を始め年金積立金の運用手法等については運用及び年金財政に対する影響等も踏まえつつ、国民に対する説明を一層工夫・充実させるべきである。
- 新たな運用対象の追加等にも応じ、運用の専門組織としてふさわしく、高度な専門性を持った質の高い人材を確保・育成していくべきではないか。また、今後とも、年金積立金運用の信頼確保のため、コンプライアンス等の確保に努めるべきである。

#### 5 全額国債運用・国内債券中心の運用について

- 年金積立金の運用目的は、年金財政の安定化等であり、それに則した資産構成割合とすべきである。
- 安全かつ効率的な運用を行うためには、年金財政上必要な利回りを最小限のリスクで運用すべきであり、具体的な運用手法については、前述の通り、資金運用について一般に認められた知見に基づき、基本的にGPIFにおいて検討すべきである。
- 従前のデフレ下では「国内債券中心の運用」が安全かつ効率的な運用であったが、**デフレ脱却を図り、適度なインフレ環境に移行しつつある我が国経済の環境においては、あらかじめ「国内債券中心」を示す必要はなく、GPIFにおいて、フォワードルッキングの視点も踏まえ、運用目的・運用目標に則したポートフォリオを検討すべき**である。

## 6 運用対象資産の多様化等について

- 今後とも、市場性等が確保されたこれまでの運用対象資産が基本となると考えられるが、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、物価連動国債や安定的な事業収入が見込まれるREIT等を始め、年金資金運用の観点から幅広く検討を行う。
- 具体的な運用対象資産の多様化については、前述の通り、資金運用について一般に認められた知見に基づき、基本的にGPIFにおいて検討すべきである。
- 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対応が必要である。

## 7 アクティブ運用等について

- 現代ポートフォリオ理論から見るとパッシブ運用は合理的だが、市場の歪みの存在等、現代ポートフォリオ理論が常に妥当するとは限らない。このため、収益最大化の努力が年金財政の強化に貢献するとの考え方に立てば、前述の通り、確たる根拠のある場合には、より高い収益を求めアクティブ運用を認めるという既存の方針を維持するとともに、そのためのたゆまぬ検討を明示的に求める。
- 具体的なアクティブ運用の在り方については、前述の通り、資金運用について一般に認められた知見に基づき、基本的にGPIFにおいて検討すべきであり、あらかじめ「パッシブ運用中心」を示す必要はない。
- なお、アクティブ比率の向上のためには、運用資産の多様化の議論同様、超過収益率が獲得できる新たな手法や優れたアクティブマネージャーの輩出等運用環境の整備が図られることが重要である。
- ベンチマークについては、運用収益向上の観点から、伝統的な時価総額型インデックスのみならず、ROEなど企業収益等に着目したファンダメンタル・インデックスの活用等を検討すべきである。
- GPIFは、外部運用機関の優れたノウハウ等を活用する委託運用を中心に行っており、運用受託機関の選定・管理・監督が重要な業務であるが、運用コストの低減や運用に関する知識・経験等の蓄積も期待できることから、インハウス運用の活用も検討すべきである。

## 8 成長分野投資、社会的投資（ESG投資を含む。）について

- 「専ら被保険者の利益のため」との法規定や受託者責任原則に則し、他事考慮せず、専ら被保険者の利益のために行う運用が、結果的に日本経済等に貢献するという「好循環」を目指すべきである。
- グロース運用として成長性に着目することは既にアクティブ運用の確立した一つの手法であるが、**企業収益等に着目したファンダメンタル・インデックスの活用や、収益確保のためESG等を含めた非財務的情報に着目することの是非も、資金運用について一般に認められた知見に基づき、基本的にGPIFにおいて検討すべき**である。
- 議決権行使のあり方については、「市場その他の民間活動に与える影響に留意しつつ」運用するとの法規定に則しつつ、機関投資家一般の行動原則として公表された「責任ある機関投資家」の諸原則（日本版スチュワードシップ・コード）を踏まえた方針の策定・公表等を検討すべきである。  
また、この検討は、GPIFにおいて、労使推薦の委員を含め構成される運用委員会の意見に基づき、行われるべきである。

# GPIF 年金積立金運用の対象・手法に関する制限など

「公的資金による企業支配との疑念を生じさせない」、「投機的な運用は行わない」という考えの下、  
 ①インハウス運用(※1)における株式等(株式類似の出資証券等を含む)の保有を禁止、②同一企業が  
 発行する株式の保有上限を設定(運用受託機関単位で当該企業の発行済株式総数の5%以下に制限)  
 (※2)、③インハウス運用におけるデリバティブ取引のうち、先物取引について、市場デリバティブ取引は  
 差金決済が可能(=少額の資金で多額の取引が可能)であることから禁止等の制限を設けている。

(※1) GPIFが運用指図を行うもの(直接保有及び特定信託)、(※2) GPIFの業務方針に規定

## 委託運用(GPIFが運用指図を行わない)

| 主な対象資産   |      | 運用可否 | 備考                            |
|--|------|------|-------------------------------|
| 伝統四資産  | 国内債券 | ○    | 運用受託機関単位で同一銘柄への投資を5%以下に制限(注1) |
|  | 外国債券 | ○    |                               |
|  | 国内株式 | ○    |                               |
|  | 外国株式 | ○    |                               |
| デリバティブ取引(派生商品)                                 |      | ○    | 原則としてヘッジ目的(注1)                |
| オルタナティブ資産(インフラストラクチャー、プライベートエクイティ、不動産などへの直接投資) |      | ○    | 注2、注3                         |
| 短期資産   |      | ○    |                               |
| 生命保険   |      | ○    |                               |

## インハウス運用(GPIFが運用指図を行う)

| 主な対象資産   |      | 運用可否 | 備考                     |
|--|------|------|------------------------|
| 伝統四資産  | 国内債券 | ○    | 同一銘柄への投資を5%以下に制限(注1)   |
|  | 外国債券 | ○    |                        |
|  | 国内株式 | ×    | 株式類似の出資証券等を含む          |
|  | 外国株式 | ×    |                        |
| デリバティブ取引(派生商品)                                 |      | △    | 株式デリバティブ不可<br>投機的なもの不可 |
| オルタナティブ資産(インフラストラクチャー、プライベートエクイティ、不動産などへの直接投資) |      | ×    | 注2、注3                  |
| 短期資産   |      | ○    |                        |

注1：GPIFの業務方針に規定

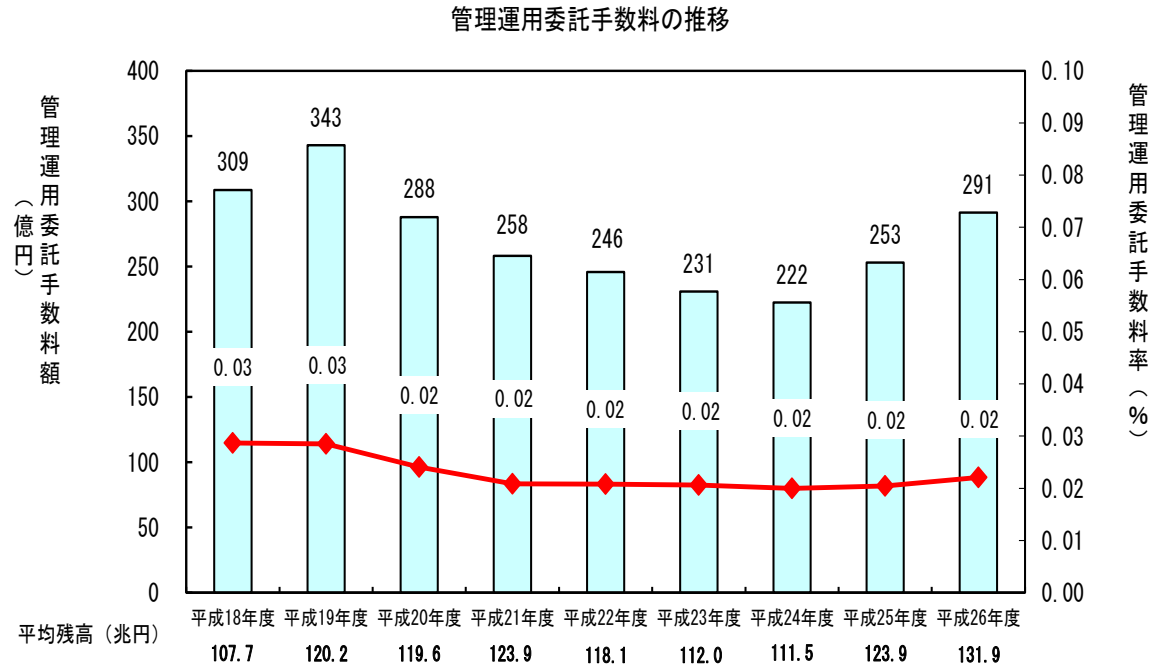
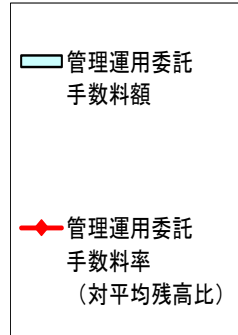
注2：投資信託受益証券の取得を通じた運用(インハウス運用)は、委託運用と同じくGPIFが投資対象の運用指図を行わないため対象資産全般に認められており、GPIFの現行のインフラストラクチャー投資はこの手法を用いている。

注3：インフラストラクチャー、プライベートエクイティ、不動産は現中期計画中に明記、その他のオルタナティブ資産への投資は運用委員会の議を経て決定するとされている。

# GPIFの運用コストについて

## GPIFの平成26年度の運用コスト

|                         |         |
|-------------------------|---------|
| 総経費                     | 310億円   |
| うち 管理運用委託手数料            | 291億円   |
| 運用資産残高<br>(平均残高)        | 131.9兆円 |
| 総経費/運用資産残高              | 0.02%   |
| うち 管理運用委託手数料/<br>運用資産残高 | 0.02%   |



(注1) 自家運用の財投債ファンドについては、償却原価法による簿価の月末平均残高を用いています。

(注2) 管理運用委託手数料額は、億円未満を四捨五入しています。

出典: GPIF平成26年度業務概況書

## (参考) 海外公的年金との運用コスト比較

|                         | GPIF(日本) | CPIIB(カナダ) | ABP(オランダ) | CalPERS(米国) | GPF(ノルウェー) |
|-------------------------|----------|------------|-----------|-------------|------------|
| 総経費/運用資産残高              | 0.02%    | 0.96%      | 0.84%     | 0.69%       | 0.06%      |
| うち 外部運用委託手数料/<br>運用資産残高 | 0.02%    | 0.52%      | 0.57%     | 0.40%       | 0.02%      |
| (参考) インハウス運用比率          | 27.7%    | -          | 80.0%     | 68.6%       | 95.7%      |

※GPIFは平成26年度(2014年度)実績、海外公的年金はそれぞれ2014年のアニュアルレポートの実績数値より算出。なお、ABPのインハウス運用比率は運用を行っている子会社APGのインハウス運用比率を記載

## インハウス運用のメリット・デメリットについて

### 【メリット】

- ① 外部運用機関に支払う委託手数料が削減できる。
- ② エージェンシーコストを削減できる。
- ③ 運用能力が向上する。
- ④ 商品選択の自由度が高まる。
- ⑤ 基金全体の機動的・効率的なコントロールが可能になる。

### 【デメリット】

- ① 運用体制の整備にコストがかかる。
- ② 総合的なリスク管理体制の構築・充実が求められる。
- ③ 運用マネージャーの処遇面での対応が必要となる。

出典：GPIF平成19年度委託調査研究「海外公的年金基金のインハウス運用に係る調査」



# 厚生年金基金及び確定給付企業年金（基金型）のインハウス運用について

厚生年金基金及び確定企業給付年金（基金型）では、以下の要件を満たした場合、下表のとおり厚生年金基金等が自らが行う運用（インハウス運用）を行うことができる。

- ・運用に関する基本方針においてインハウス運用に関する業務を定めていること
- ・インハウス運用に係る業務を執行する理事を置いていること
- ・インハウス運用の執行に係る事務を的確に遂行可能な専門的知識及び経験を有する職員を置いていること

| 主な対象資産   |      | 厚生年金基金等 |  | (参考) GPIF |                        |
|--|------|---------|--|-----------|------------------------|
|  |      | 運用可否    | 備考   | 運用可否      | 備考                     |
| 伝統四資産  | 国内債券 | ○       |  | ○         |                        |
|  | 外国債券 | ○       |  | ○         |                        |
|  | 国内株式 | △       | パッシブ運用(有価証券指標(インデックス)の変動と一致する運用)は可(注1)(注2)           | ×         |                        |
|  | 外国株式 | ×       |  | ×         |                        |
| デリバティブ取引<br>(派生商品)   |      | △       | 株式デリバティブ(株価指数先物、株価指数オプション)もヘッジ目的に限り可(注1)<br>投機的なもの不可 | △         | 株式デリバティブ不可<br>投機的なもの不可 |
| オルタナティブ資産<br>(インフラストラクチャー、プライベート<br>エクイティ、不動産などへの直接<br>投資) |      | ×       |  | ×         | 注3                     |
| 短期資産   |      | ○       | コール資金の貸付、手形の割引が可(注1)                                 | ○         | コール資金の貸付、手形の割引は不可      |

注1：資産管理機関（信託銀行）へ信託することが要件であり、運用方法を特定する信託による

注2：インデックスの変動との一致の状況の把握及び分析を正確に行うことができるシステムが構築されていることが要件

注3：投資信託受益証券の取得を通じた運用（インハウス運用）は、委託運用と同じくGPIFが投資対象の運用指図を行わないため対象資産全般に認められており、GPIFの現行のインフラストラクチャー投資はこの手法を用いている。

# 諸外国の公的年金基金のインハウス運用

## インハウス運用(※)実施状況

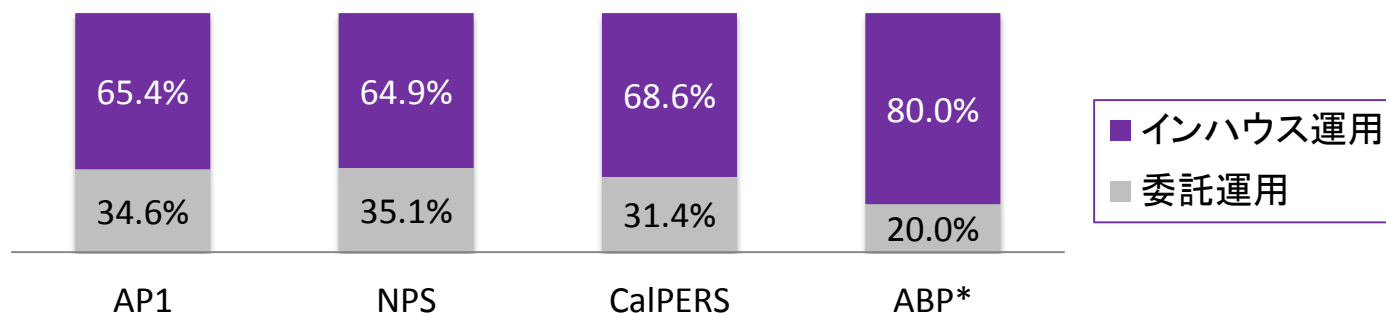
※「インハウス運用」の定義が各基金によって異なるが、「自らの判断で投資を行っているかどうか」を基準としている。

|         |         | CPPIB<br>(カナダ) | AP1<br>(スウェーデン) | NPS<br>(韓国) | CalPERS<br>(米・カリフォルニア州) | ABP<br>(オランダ) |
|---------|---------|----------------|-----------------|-------------|-------------------------|---------------|
| 伝統的資産   | 国内債券    | ○              | ○               | ○           | ○                       | ○             |
|         | 国内株式    | ○              | ○               | ○           | ○                       | ○             |
|         | 外国債券    | ○              | ○               | ○           | ×                       | ○             |
|         | 外国株式    | ○              | ○               | ○           | ○                       | ○             |
| オルタナティブ | 不動産     | ○              | ○               | ○           | ×                       | ○             |
|         | PE      | ○              | ×               | ○           | ×                       | ○             |
|         | インフラ    | ○              | 不明              | ○           | ×                       | ○             |
|         | ヘッジファンド | ○              | 不明              | —           | ×                       | ○             |

○: インハウス運用(一部または全て)、×: 全て委託運用、—: 投資実績なし

※それぞれ2014年のアニュアルレポートより。ABPは運用を行っている子会社APGで代替。

## インハウス運用と委託運用の割合



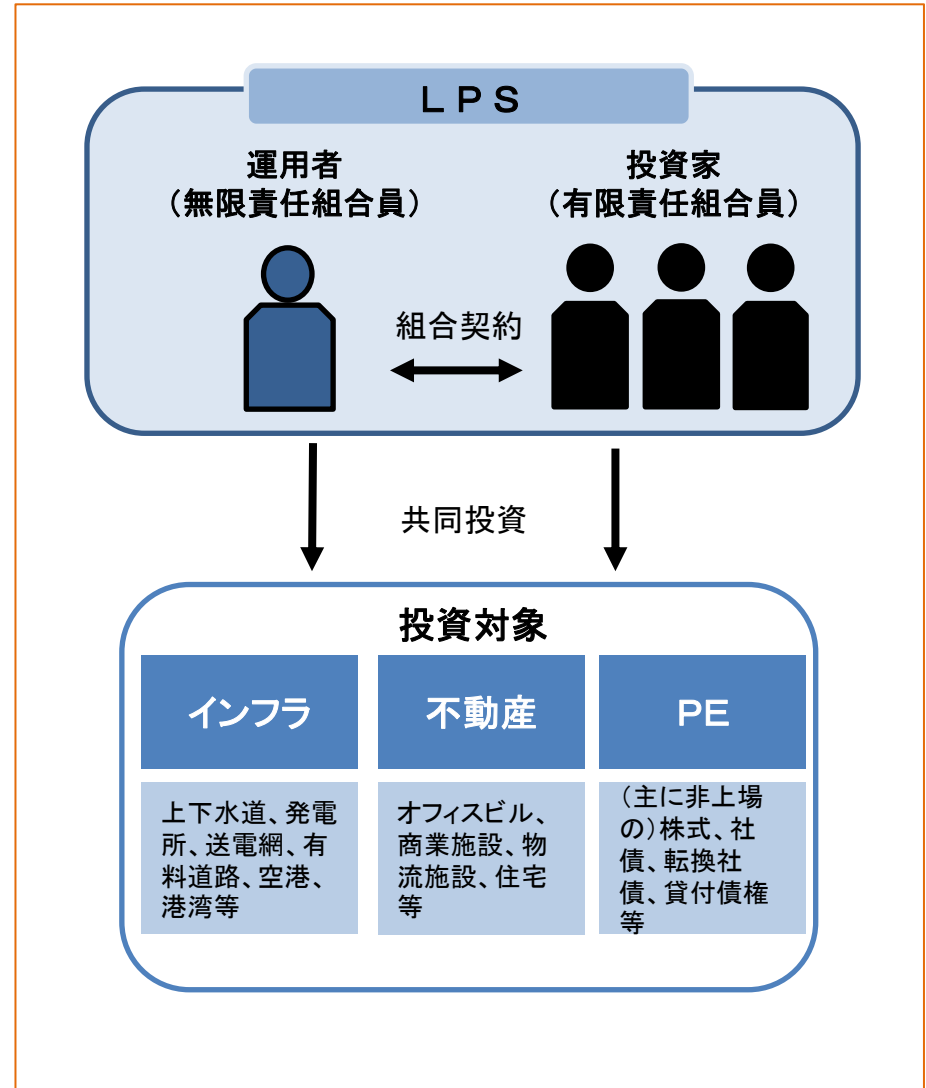
※それぞれ2014年のアニュアルレポートの実績数値より算出。ABPのインハウス運用比率は運用を行っている子会社APGのインハウス運用比率を記載。なお、CPPIBのインハウス運用比率は公表資料からは不明のため割愛

# LPS (Limited Partnership) について

## LPSとは

- 法令や契約により設立され、組合員が共同で主として投資事業を行う組合
- 組合の業務を執行し、債務について無限責任を負う運用者(無限責任組合員)と
- 債務について有限責任を負う投資家(有限責任組合員)によって構成
- 年金基金がインフラ、不動産、プライベートエクイティ(PE)などのオルタナティブ投資を行う場合においては、有限責任を担保することが必要
- 海外の年金基金等においてはオルタナティブ投資を行う場合にLPSが活用されている。

※国内で組合を設立する場合には、投資事業有限責任組合契約に関する法律に基づく組合契約による。



# GPIFのオルタナティブ投資(インフラ共同投資)について

「オルタナティブ投資スキームについての調査研究」(平成24年度実施)により、以下の点から検討に値すると報告

- ① 流動性の犠牲に伴うプレミアムの獲得、分散投資による効率性の向上を期待
- ② インフラ投資等を目的とする投資信託に直接投資する方法
- ③ インフラ投資等の運用実績を蓄積した国内外の機関投資家との連携による投資能力の活用や知見の吸収



調査研究の結果とインフラ投資の特徴を踏まえ、実施に向けてGPIFにおいて検討



運用委員会において、実施の必要性を審議



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ストラクチャー投資の開始(平成26年2月)

- 外貨建て投資信託受益証券ファンドの設定(自家運用)
- 管理運用方針の改正
- 外貨建て投資信託受益証券ファンドに係る運用及び執行のガイドラインの制定

## インフラ共同投資のスキーム(概要)

共同投資協定の締結

