

# G P I F

## — 年金積立金の運用体制の見直し —

厚生労働委員会調査室 根岸 隆史

### 1. はじめに

平成 27 年 7 月、年金積立金管理運用独立行政法人（以下「G P I F」<sup>1</sup>という。）は、平成 26 年度の年金積立金の運用益が 15 兆 2,922 億円となり、平成 13 年度に年金積立金の自主運用を開始して以来最高益を記録したと発表した。過去に納付されてきた国民年金及び厚生年金の保険料を原資とする年金積立金は、こうした G P I F の運用益を反映し、平成 26 年度末の総額が 145 兆 9,322 億円<sup>2</sup>となった。

年金積立金は、その 94.2%に当たる 137 兆 4,769 億円が G P I F に委ねられており<sup>3</sup>、国内債券・国内株式・外国債券・外国株式の伝統的 4 資産に分類され、資産構成比率を定めて運用されている。今回最高益を記録した背景には、平成 26 年 10 月末に株式の運用比率を高めるべく基本的な資産構成割合を示す基本ポートフォリオ<sup>4</sup>を変更したことがあるとされる。

G P I F は世界最大級の投資ファンドであり、その動向は世界中の市場関係者の注目を集め、マーケットへのインパクトも大きいとされている。こうして年金積立金の運用のあり方に注目が集まる一方で、G P I F のガバナンスのあり方についても検討がなされ、政府内で議論が積み重ねられてきた。

本稿では、現状を踏まえ、G P I F の概要や年金積立金の運用実績、基本ポートフォリオの見直しをめぐる動向、G P I F のガバナンスに関する議論を紹介する<sup>5</sup>。

### 2. 年金積立金の運用と G P I F

#### (1) 年金積立金の運用

我が国の公的年金制度は、現役世代の保険料負担により高齢者世代の年金受給を支えるという世代間扶養の考え（賦課方式）を基本として運営されている<sup>6</sup>。しかし、少子高齢化の進行などを背景に、現役世代の保険料のみで年金給付を賄うこととすると、保険料負担の急増や給付水準の急激な低下が避けられない。そこで、保険料のうち年金給付に充てられなかったものが年金積立金として年金特別会計に保有され、G P I F への寄託を通じて得られた運用収益についても年金給付の財源の一部としている。こうして、長期にわたる年金給付のた

<sup>1</sup> Government Pension Investment Fund の略

<sup>2</sup> 時価ベース。内訳は、国民年金 9 兆 2,666 億円、厚生年金 136 兆 6,655 億円である。積立金には厚生年金基金の代行部分は含まれていない。

<sup>3</sup> 年金特別会計において、保険料収入等の収納と年金給付費等の支払いの時点のずれによって、一時的に資金が不足するため、G P I F とは別に積立金を年金特別会計で管理し、これに用いている。

<sup>4</sup> 基本ポートフォリオは、G P I F への寄託分を含む年金積立金全体に適用される。

<sup>5</sup> 本稿は、平成 27 年 9 月 10 日現在によるものである。

<sup>6</sup> 厚生年金は当初、積立方式で運用を開始した経緯がある。

め、年金積立金の安全かつ効率的な運用が課題とされてきた。

厚生年金及び国民年金の年金積立金は当初、大蔵省資金運用部（現在の財務省財政融資資金）に預託されてきた。一方、昭和 61 年には年金福祉事業団により年金資金運用事業<sup>7</sup>が開始された。その後、財政投融资制度改革により厚生労働大臣による自主運用が実施されることとなり<sup>8</sup>、平成 13 年度には特殊法人である年金資金運用基金<sup>9</sup>が設立され、同基金による年金資金の運用が開始された。

平成 16 年の年金制度改正では、将来的な年金給付を確保するため、公的年金制度の財政運営方式の見直しが行われた。年金積立金はおおむね 100 年間（財政均衡期間）で財政均衡を図る（有限均衡方式）とともに、保険料の将来水準の固定と給付水準の下限が定められ、財政均衡期間終了時に給付費の 1 年分程度の積立金が保有されることとされた<sup>10</sup>。財政均衡の過程においては、固定された保険料水準の下、年金積立金の運用収入により、年金財政を安定化させるとともに、可能な限り高水準の年金給付を行うことが求められる<sup>11</sup>。

また、同年の特殊法人等整理合理化計画においては、年金積立金の運用組織について、専門性を徹底し責任の明確化を図る観点から制度改革が求められ、年金積立金管理運用独立行政法人法<sup>12</sup>（以下「GPIF法」という。）が成立した。同法により、年金資金運用基金は廃止され、新たにGPIFが設立された。GPIFは、厚生労働大臣からの寄託を受け、年金積立金を民間運用機関に委託し、管理・運用を行うものとされ、その収益は年金特別会計に納付されている<sup>13</sup>。

## （２）GPIFの運用実績

平成 27 年 3 月末現在、年金積立金（総額）は 145 兆 9,322 億円であり、GPIFによる高い運用益もあり、近年は増加が続いている（図表 1 参照）。年金積立金のうち、GPIFの管理運用分は 137 兆 4,769 億円であり、平成 26 年度の運用利益は 15 兆 2,922 億円、収益率は 12.27%を記録した。自主運用を開始した平成 13 年度から平成 26 年度までの年金積立金の運用実績は、累積収益額が 50 兆 7,338 億円、平均収益率が 3.18%であり、このうちGPIF

<sup>7</sup> 低下傾向の預託金利を背景に、より高い利率で自主的に運用する必要性が高まったことを受け、財政投融资借入による年金資金の自主運用が開始された。運用資産規模は平成 12 年度末には約 27 兆円（年金積立金の約 18%）であったが、平成 22 年度に借入金の財政融資資金への償還は完了している。なお、多額の損失に批判が集まった大規模年金保養基地（グリーンピア）業務は、平成 17 年度に廃止された。

<sup>8</sup> 平成 13 年度より財政融資資金から預託金の償還が開始され、平成 20 年度末に完了した。これ以降は年金積立金全額の運用がなされている。

<sup>9</sup> 年金資金運用基金法に基づき、寄託された年金資金を適切に管理運用し、厚生年金保険事業及び国民年金事業の運営の安定に資するため、年金積立金の管理運用実施機関として設立された。

<sup>10</sup> 松野晴菜「平成 26 年公的年金財政検証と今後の年金制度改正の行方（上）」『立法と調査』No. 358（2014. 11）3. 参照

<sup>11</sup> 平成 26 年財政検証の経済前提の 1 つであるケース E の今後 100 年間の年金資産と年金債務のバランスシートを作成すると、厚生年金財政では、累積保険料収入が 65%、累積国庫負担が 19%、累積運用収益が 16%となり、財政歳入の中心は保険料であることから、運用収益の変化よりも保険料収入の変動、すなわち労働力と平均賃金の動向が非常に重要になる旨の指摘もある。駒村康平「2014 年年金財政検証と必要な改革」『生活経済政策』No. 212（2014. 9）

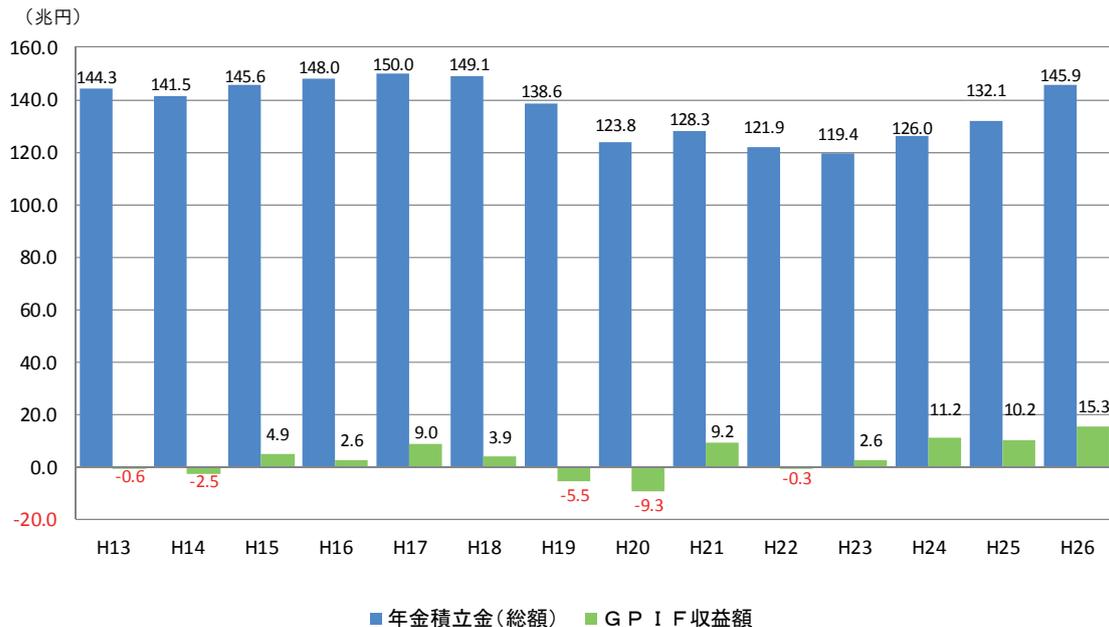
<sup>12</sup> 平成 16 年法律第 105 号

<sup>13</sup> これにより、厚生年金保険事業及び国民年金事業の安定に資することを目的としている（GPIF法第 3 条）。なお、年金積立金管理運用独立行政法人納付金として、平成 26 年度では 3 兆円が厚生年金勘定に、2,709 億円が国民年金勘定にそれぞれ納付されている。

が設立された平成 18 年度から平成 26 年度までの累積収益額は 37 兆 3,080 億円、平均収益率は 3.43% となった。年金積立金の運用実績は、過去の財政再計算及び財政検証上の前提と比較しても年金財政にプラスの影響を与えていると評価されている<sup>14</sup>。

なお、GPIF は平成 27 年度第 1 四半期においても、収益額 2 兆 6,489 億円、収益率 1.92% を記録し、平成 27 年 6 月末の運用資産額は、141 兆 1,209 億円となっている。

図表 1 年金積立金（総額）と GPIF の収益額の推移



(出所) 厚生労働省「平成 25 年度年金積立金運用報告書」(平 26.8)、  
厚生労働省年金局「厚生年金・国民年金の平成 26 年度収支決算の概要」(平 27.8) 及び  
GPIF「平成 26 年度業務概況書」(平 27.7) より作成

(注 1) 各年度末現在における時価ベースの数値

(注 2) 平成 17 年度までは年金資金運用基金の運用による数値

厚生労働大臣は、GPIF が果たすべき第 3 期中期目標<sup>15</sup>において、平成 26 年財政検証結果を受け、長期的に年金積立金の実質的な運用利回り（スプレッド）1.7%<sup>16</sup>を最低限のリスクで確保することを要請した。これを踏まえ、GPIF は第 3 期中期計画<sup>17</sup>において、運用

<sup>14</sup> 厚生労働省独立行政法人評価委員会「年金積立金管理運用独立行政法人の平成 25 年度の業務実績の評価結果」(平成 26 年 8 月)。なお、平成 27 年 4 月の独立行政法人通則法施行を受け、GPIF の業績評価については、独立行政法人評価に関する有識者会議が業務実績評価の審議を行い、厚生労働大臣が実施・決定する（従来は外部有識者から構成される厚生労働省の独立行政法人評価委員会が業務実績評価を実施・決定）。

<sup>15</sup> GPIF が中期計画を策定する際の指針や GPIF の業務の実績を評価する際の基準を定める。第 3 期中期目標の期間は、平成 27 年 4 月から平成 32 年 3 月までの 5 年間とされる。

<sup>16</sup> 名目賃金上昇率に対する運用利回りが実質的な運用利回りとされた。なお、平成 26 年財政検証において設定された A~H の 8 つの経済前提のケースにおいては、ケース E の 1.7% が最高であることから、あらゆるケースに対応し得るとされた。詳細は松野晴菜「平成 26 年公的年金財政検証と今後の年金制度改正の行方（上）」『立法と調査』No. 358 (2014. 11) 4. (4) 参照。

<sup>17</sup> 同計画では、運用手法について、従来のパッシブ運用中心からパッシブ運用とアクティブ運用を併用としている。また、運用対象について、分散投資を進めるため、オルタナティブ投資などその多様化を図るとされる。なお、パッシブ運用と異なりベンチマーク以上を目指すアクティブ運用は、運用コストが高いとされている。

の基本的な方針などとともに、分散投資を基本とし、長期的な観点から基本ポートフォリオ<sup>18</sup>を策定している。なお、年金積立金の運用については、市場への影響回避も求められている<sup>19</sup>。

### (3) 厚生年金・国民年金の財政とGPIFの運用

平成26年度の厚生年金・国民年金の収支決算はいずれも黒字となり、厚生年金が歳入41兆3,134億円、歳出39兆5,497億円、差引1兆7,636億円、国民年金が歳入4兆5,608億円、歳出4兆4,718億円、差引890億円であった。

年金積立金(総額)は、GPIFによる運用収益が過去最高の15兆2,922億円を記録したことなどから、最終的に前年度より13兆8,436億円増加し、145兆9,322億円(時価ベース・平成26年度末)となった。

図表2 年金積立金(総額)とGPIFの運用資産等の推移

(億円)

	H13	H14	H15	H16	H17	H18	H19	H20	H21	H22	H23	H24	H25	H26
年金積立金(総額)	1,443,315	1,415,415	1,456,311	1,479,619	1,500,231	1,491,337	1,386,485	1,238,381	1,282,647	1,218,926	1,194,015	1,260,269	1,320,631	1,459,322
GPIF運用資産	386,014	502,143	703,411	872,278	1,028,714	1,145,278	1,198,868	1,176,286	1,228,425	1,163,170	1,136,112	1,204,653	1,265,771	1,374,769
GPIF収益額	-5,874	-24,530	48,916	26,127	89,619	39,445	-55,178	-93,481	91,850	-2,999	26,092	112,222	102,207	152,922

(出所) 厚生労働省「平成25年度年金積立金運用報告書」(平26.8)、厚生労働省年金局「厚生年金・国民年金の平成26年度収支決算の概要」(平27.8)及びGPIF「平成26年度業務概況書」(平27.7)より作成

(注1) 各年度末現在における時価ベースの数値

(注2) 平成17年度までは年金資金運用基金の運用による数値

これまで厚生年金・国民年金の財政においては、保険料等の歳入に対し給付費等の歳出が超過しており、GPIFに寄託した年金積立金の取り崩しが行われ、元本部分の償還により財政を補ってきた<sup>20</sup>。しかし、近年GPIFが高い運用利回りを達成する中、平成26年度はGPIFの納付金などにより厚生年金・国民年金の収支がそれぞれ黒字化し<sup>21</sup>、年金積立金

<sup>18</sup> 基本ポートフォリオは、被用者年金一元化に伴い策定されるモデルポートフォリオに即し、運用の目標に沿った資産構成割合とし、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並びに内外の経済動向を考慮して、フォワード・ルッキングなリスク分析を踏まえて長期的な観点から設定する。

<sup>19</sup> GPIF法では、中期計画において規定する年金積立金の管理及び運用の基本的な方針等が、「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並びに内外の経済動向を考慮するとともに、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しつつ、安全かつ確実を基本とし、年金積立金の運用が特定の方法に集中せず」、厚生年金保険法及び国民年金法に規定される運用の目的に適合するものでなければならないとしている(第20条第2項)。

<sup>20</sup> 平成25年度においては、GPIFの年金積立金の元本部分の償還として、厚生年金勘定では2兆2,000億円、国民年金勘定では2,749億円の受入れがなされた。

<sup>21</sup> 年金積立金管理運用独立行政法人納付金として、3兆円が厚生年金勘定に納付された。厚生年金勘定の黒字化については、給付費の減少とともに保険料率の引上げ(今後も引上げが続くが、平成29年9月には18.3%で固定)等による保険料収入の増加に加え、解散が進む厚生年金基金(平成26年度の解散基金数:74基金、代行返上基金数:13基金)より責任準備金相当額の納付があり、解散厚生年金基金等徴収金として2兆1,102億円が計上されたことも大きかったと言える。なお、今後も厚生年金基金の解散が多数見込まれている(平成27年8月末現在、395基金のうち351基金が解散又は代行返上を内諾済)。国民年金勘定においては、給付費の減少とともに保険料の引上げ(今後も引上げが続くが、平成29年4月には16,900円(平成16年度価格)で固定)や保険料納付率の向上等による保険料収入の増加が見られ、年金積立金管理運用独立行政法人納付金は2,709億円

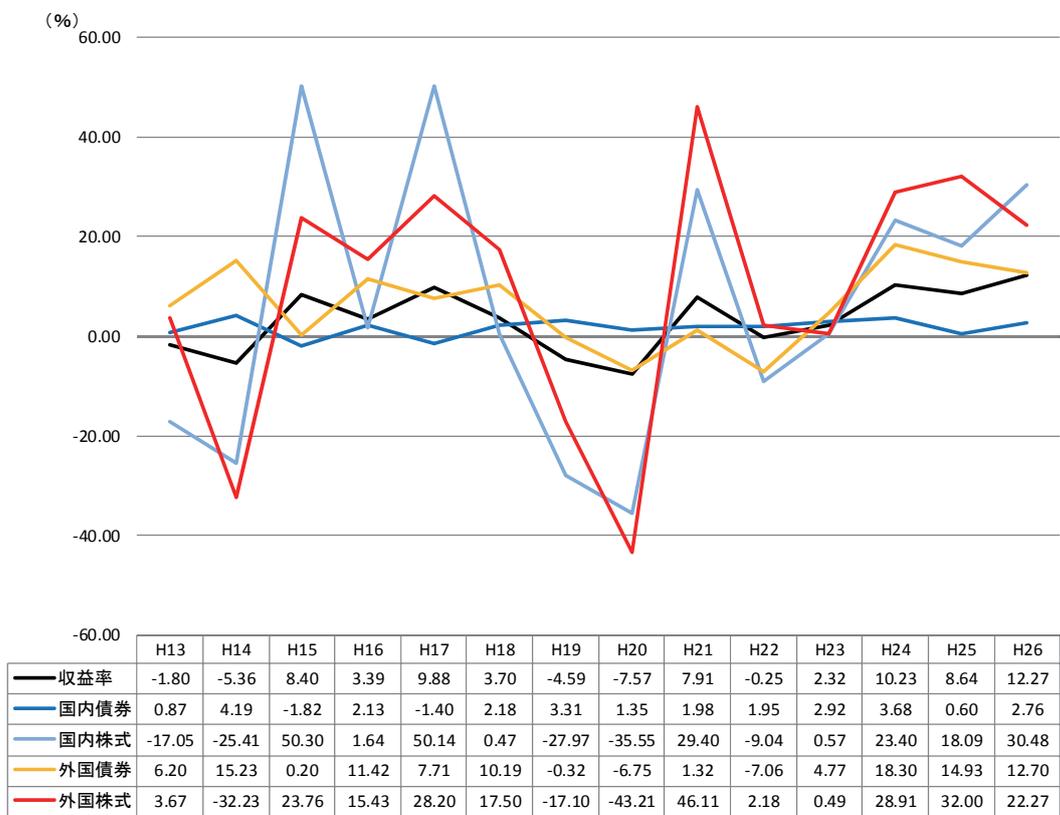
の取り崩しは行われなかった。これは、厚生年金においては、平成 16 年度以来 10 年ぶり、国民年金においては、平成 22 年度以来 4 年ぶりの出来事であった。年金積立金（総額）と G P I F の運用資産等の推移は図表 2 のとおりである。

### 3. G P I F の基本ポートフォリオ

#### (1) G P I F の各資産の運用利回り

平成 13 年度以降の年金積立金の運用実績について、各資産別の数値を示すと、図表 3 のとおりとなる。

図表 3 G P I F の収益率と各資産の運用利回りの推移



(出所) G P I F 「平成 26 年度業務概況書」(平 27.7) より作成

(注 1) 各年度末における数値。なお、国内債券は市場運用分のみ数値であり、収益率は国内債券の財投債等を含む。

(注 2) 平成 17 年度までは年金資金運用基金の運用による数値

年金積立金の運用に関しては、「専ら被保険者の利益のために、長期的な観点から、安全かつ効率的に行う」こととされている<sup>22</sup>。このため、積立金の運用においては、特性の異なる

であった。

<sup>22</sup> 厚生年金保険法及び国民年金法における運用の目的に関する規定では、年金積立金の運用は、積立金が被保険者から徴収された保険料の一部であり、かつ、将来の保険給付の貴重な財源となるものであることに特に留意し、「専ら厚生年金保険（国民年金）の被保険者の利益のために、長期的な観点から、安全かつ効率的に行うことにより」、将来にわたって、事業の運営の安定に資することを目的として行うものとされている（厚生年金保険法

複数の資産に分散して投資を行うという分散投資と、長期的な観点から基本となる資産構成割合を決定しこれを維持するという基本ポートフォリオの策定・管理という2点が基本的な考え方となっている。基本ポートフォリオは、資産を伝統的4資産とされる国内債券・国内株式・外国債券・外国株式に分類し、それぞれについて資産構成割合を定めている。各資産のボラティリティは大きく異なっており、GPIFでは、分散投資において国内債券を中心とした運用が従来行われてきた。

## (2) GPIFの基本ポートフォリオの策定

GPIFは、民間の運用機関を活用して年金積立金の市場運用を行っているが<sup>23</sup>、国内債券、国内株式、外国債券、外国株式等の資産構成割合が基本ポートフォリオに対して一定の乖離許容幅の範囲内に収まるよう管理してきている<sup>24</sup>。

平成18年4月、第1期中期計画（平成18年4月～22年3月）において、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するため、長期的に維持すべき資産構成割合を定め、これに基づき管理を行うこととされ、基本ポートフォリオが策定された（国内債券67%、国内株式11%、外国債券8%、外国株式9%、短期資産5%）。同計画では、平成16年財政再計算において示された経済前提（実質的な運用利回り1.1%<sup>25</sup>）に基づき、分散投資や下方リスク最小化等を踏まえ、リスク水準を国内債券の運用リスクと同程度に抑えつつ必要な利回りを確保することが求められた。

同基本ポートフォリオは、第2期中期計画（平成22年4月～27年3月）においても引き継がれた。これに対し、平成24年10月、会計検査院より指摘がなされ、基本ポートフォリオの安全性及び効率性等について定期的な検証が求められた<sup>26</sup>。これを受け、厚生労働省は、GPIFに対し基本ポートフォリオの定期的な検証や必要に応じた見直しを要請した。GPIFは平成25年6月、運用委員会における検討を基に基本ポートフォリオの変更申請を行い、厚生労働大臣から認可された<sup>27</sup>。この結果、基本ポートフォリオは変更され、国内債券の比率を減少させ、外国資産を中心に他資産を増加することとされた（国内債券60%、国内株式12%、外国債券11%、外国株式12%、短期資産5%）。

---

第79条の2、国民年金法第75条）。

<sup>23</sup> なお、GPIFは運用手法等に応じ効率的かつ合理的な手数料水準の実現に努めるとされている。平成26年度の管理運用委託手数料額は、291億円であり、運用資産額に対する管理運用委託手数料率は、0.02%（国内債券0.01%、国内株式0.02%、外国債券0.05%、外国株式0.05%）である。これは、「世界最低水準の低コストの運用」とされる（香取年金局長答弁 衆議院厚生労働委員会議録第2号38頁（平26.10.15））。

<sup>24</sup> GPIFの年金積立金運用については、リスク許容度の不存在の指摘が見られる。例えば、運用リスクをどこまでとるのか、年金特別会計はどこまでリスクに耐えられるのかという分析や国民に対する説明がないとし、リスク運用には、リスクの許容度と管理体制が必要とされる旨の指摘がある。田中秀明「矛盾が多い公的年金積立金のリスク運用 ー誰がリスクと責任をとるのかー」『年金と経済』Vol.34 No.2（2015.7）

<sup>25</sup> 名目運用利回りは3.2%であり、内訳は、物価上昇率1.0%、実質賃金上昇率1.1%、実質的な運用利回り1.1%とされた。

<sup>26</sup> 会計検査院「年金積立金（厚生年金及び国民年金）の管理運用に係る契約の状況等に関する会計検査の結果について」（平成24年10月）。なお、第2期中期計画では、当時の基本ポートフォリオはその後の年金制度の見直しを念頭に暫定的な運用目標とされていたため、会計検査院の指摘においては「暫定ポートフォリオ」という名称が用いられた。

<sup>27</sup> 基本ポートフォリオは、GPIFに設置された運用委員会（厚生労働大臣に任命された金融・経済の専門家で構成）において審議、議決され、理事長より厚生労働大臣に認可申請を行い、認可を得ることで変更される。

### (3) 現行のGPIFの基本ポートフォリオへの変更

政府の成長戦略である「日本再興戦略-JAPAN is BACK-」(平成25年6月14日閣議決定)では、成長への道筋に沿って早期に取り組むべき施策の一環として、公的資金等の運用のあり方を検討する有識者会議の設置が求められた<sup>28</sup>。このため、平成25年7月、公的・準公的資金<sup>29</sup>の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議<sup>30</sup>(以下「有識者会議」という。)が設置され、公的資金等の運用のあり方について検討が開始された。同会議は同年11月、検討結果を踏まえ報告書を提出した。有識者会議報告書では、GPIFを含む公的・準公的資金について、その運用とともにガバナンスのあり方についても広範な指摘がなされ、経済状況を踏まえた国内債券を中心とするポートフォリオの見直しを始め、運用対象の多様化や分散投資の促進の必要性等が指摘された<sup>31</sup>。

平成26年1月、安倍総理は世界経済フォーラム年次会議(ダボス会議)に出席し、その演説において、「GPIFについては、そのポートフォリオの見直しを始め、フォワード・ルッキングな改革を行います。成長への投資に、貢献することとなるでしょう」と述べた<sup>32</sup>。

「日本再興戦略」改訂2014(平成26年6月24日閣議決定)では、GPIFの基本ポートフォリオについて、確保すべき実質的な運用利回りとして1.7%が示された平成26年財政検証を踏まえ、年金財政の長期的な健全性を確保するため、適切な見直しを速やかに実施することとされた。厚生労働大臣の指示の下、GPIFでは、必要とされる運用利回りを最低限のリスクで確保することを目標としつつ、デフレから適度なインフレへと経済環境が変化していることなどを踏まえ、基本ポートフォリオの見直しについて検討がなされた。平成26年10月31日<sup>33</sup>、基本ポートフォリオは変更され、国内債券を中心とした従来の資産構成は大きく改められることとなった<sup>34</sup>。

<sup>28</sup> 第12回産業競争力会議(平成25年6月12日)においても、GPIF改革の必要性が指摘された。

<sup>29</sup> 公的・準公的資金とは、一義的には、統一的な法令上の規制がある等、運用に政府が関与する資金を指し、具体的には、GPIF及び各共済が運用する公的年金、GPIF以外の独立行政法人や国立大学法人等の保有する金融資産とされ、その総額は200兆円以上とされる。

<sup>30</sup> 座長は伊藤隆敏(東京大学大学院教授)が務めた。なお、有識者会議が当初から目的としたのはあくまで年金受給者のための改革であり、株価対策がGPIF改革の目的なのではない旨の見解が示されている。伊藤隆敏「金融・資本市場の成長戦略：GPIF改革の進展と残された課題」『月刊資本市場』(2015.1)

<sup>31</sup> 有識者会議報告書では、ポートフォリオの見直しを始め、ガバナンス体制についても合議制機関の必要性や専門人材の確保、ステークホルダーの参画などが指摘された。また、同報告書では、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ベビーファンドの設置も提唱され、比較的小規模なファンドであれば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点が利点とされていた。なお、公的年金の積立金を複数の基金(AP1～AP4)に分けて競争的に運用しているスウェーデン等のモデルも参考にすべきとの見解もある。丸尾直美「年金財政の検証について」『生活経済政策』No.212(2014.9)他方で、スウェーデンの複数基金モデルについては、事務的経費等が大きいことや、各基金の資産構成割合や運用収益が類似しているとの指摘もある。

<sup>32</sup> こうした発言が本来の年金積立金運用の目的から逸脱しているのではないかと指摘に対し、政府は、厚生年金保険法(第79条の2)等では、年金積立金の運用は、専ら被保険者の利益のために行うとされており、専ら被保険者の利益のために行う年金積立金の運用が、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旨を述べたものと説明している。(藤田幸久参議院議員質問主意書(平26.12.24提出)答弁)

<sup>33</sup> 同日、日本銀行は追加的な金融緩和策となる「量的・質的金融緩和」の拡大を発表した。これに対し、結果的に「官製相場」の演出を思わせるような行動は、日本市場への不信感を高めることにもつながりかねないとの指摘も見られた。「クローズアップ2014：年80兆円、追加緩和決定 景気刺激『奥の手』」『毎日新聞』(平26.11.1)

<sup>34</sup> 新しい基本ポートフォリオによる年金積立金の想定運用期間は、25年とされている。これは、積立金の水準が中長期的には、しばらく低下した後、いったん上昇に転じ、おおむね25年後に最も高くなった後、継続的に低

新たな基本ポートフォリオでは、国内債券の比率は 60%（乖離許容幅±8%）から 35%（同±10%）へと大幅に引き下げられる一方で、リスク資産に分類される国内及び外国の株式の比率はそれぞれ 25%（同±9%（国内）、±8%（外国））へと大きく引き上げられた<sup>35</sup>（図表 4 参照）。

図表 4 GPIFの基本ポートフォリオの推移

策定・変更時期		H18.4.1～	H25.6.7～	H26.10.31～
国内	債券	67% ±8%	60% ±8%	35% ±10%
	株式	11% ±6%	12% ±6%	25% ±9%
外国	債券	8% ±5%	11% ±5%	15% ±4%
	株式	9% ±5%	12% ±5%	25% ±8%
短期資産		5%	5%	

（出所）GPIF「年金積立金管理運用独立行政法人の中期計画（基本ポートフォリオ）の変更」（第11回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25.7.5））及び GPIF「年金積立金管理運用独立行政法人 中期計画の変更について」（平26.10.31）より作成

なお、新基本ポートフォリオでは、それまでキャッシュアウト<sup>36</sup>への対応のために設けられていた短期資産については、基本ポートフォリオのアセットクラスとしては設けないこととした<sup>37</sup>。また、オルタナティブ資産についても、その特性に応じて国内債券、国内株式、外国債券、外国株式の各区分にそれぞれ分類し、資産全体の5%を上限として投資できることとされた<sup>38</sup>。

下していくことを踏まえている。

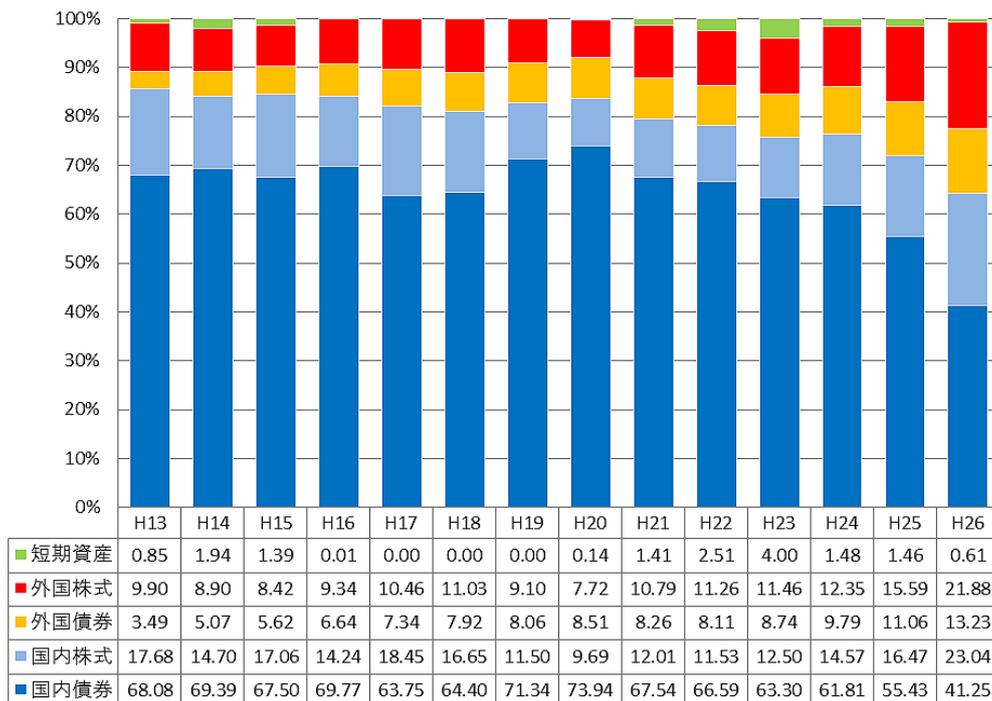
<sup>35</sup> 国家公務員共済組合は平成27年2月、基本ポートフォリオについて、従来の国内債券中心の運用から大きく変更し、GPIFと同一の資産配分比率とすることとした。

<sup>36</sup> GPIFから年金特別会計への寄託金の償還（取り崩し）であるキャッシュアウトについては、今後団塊の世代の退職の増加に伴い、10年程度は発生が見込まれている。年金給付に必要な資金として活用してきた財投債（市場での売却は不要）の残高が減少する一方で、資金確保のために国内債券等を市場で売却する際の市場への影響等に対する懸念も見られた。このため、当面のキャッシュアウトに対応するべく、GPIFはキャッシュアウト等対応ファンドを平成23年8月に設置しており、金額の積み増しが行われている。（平成23年度末：10兆107億円→平成26年度末：25兆9,828億円）。

<sup>37</sup> 短期資産はゼロにはならないものの、あえて別枠としてアセットクラスを設けず基本ポートフォリオを伝統的4資産に集約しても各資産の乖離許容幅で十分に対応できるとされた。

<sup>38</sup> オルタナティブ資産は、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とされ、平成27年6月末現在、同資産の比率は0.05%である。

図表5 GPIFの実際のポートフォリオの推移



(出所) GPIF「平成26年度業務概況書」(平27.7)より作成  
 (注1) 数値は各年度末時点。国内債券には財投債を含む。  
 (注2) 平成17年度までは年金資金運用基金の運用による数値

こうした基本ポートフォリオの変更については、国民的な合意等の必要性<sup>39</sup>、運用見直しのあり方<sup>40</sup>、国内債券の割合の大幅な低下に伴う影響<sup>41</sup>、リスク資産の大幅な増加に対する懸念<sup>42</sup>、年金積立金による株式投資の是非<sup>43</sup>、国債<sup>44</sup>比率を高める必要性<sup>45</sup>、企業年金連合会など

<sup>39</sup> リスクが高まっていることについて、国民の総意で決めるべきであり、基本ポートフォリオの見直しのプロセスとその結果の両方に問題があると、リスクをとって積極的運用をするかどうか選挙の際にマニフェストに盛り込み、信を問うのが現実的とする指摘も見られる。「交論 年金積立金の運用見直し 失敗すれば次世代に負担」『中国新聞』(平27.2.24)

<sup>40</sup> GPIFの運用見直しについては、一体的な年金制度改革の必要があり、①基礎年金の意義を明確化し、基礎年金に最低保障機能を明確化するのであれば、積立金運用により給付水準が左右されないようにすること、②運用損失発生時に損失を将来世代に先送りしない仕組みを確立することがそれぞれ求められるとの見解もある。西沢和彦「GPIF運用見直しは年金制度改革と一体で」日本総研 Research Focus (2014.5.29)  
 (https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/researchfocus/pdf/7450.pdf) (平27.9.10最終アクセス)

<sup>41</sup> 国内債券のウェイトを下げると、国内債券の満期償還によってキャッシュアウトを賄うキャパシティが低下するため、色々な資産の売却により賄うことが多くなるとし、その際の市場や世の中一般との意思疎通が課題となる旨の指摘も見られる。玉木伸介「我が国公的年金の2014年経済前提論議における積立金運用に関する議論の特徴と問題点」『年金と経済』Vol.33 No.3 (2014.10)

<sup>42</sup> リーマン・ショックが発生した平成20年度について、新基本ポートフォリオであったと仮定した場合の試算では、収益率は△21.2%、収益額は△26.2兆円に上るとされる(実際は△7.6%、△9.3兆円)。他方で、過去10年間(平成16年度～平成25年度)の平均収益率は、新基本ポートフォリオは4.3%となり、実際の収益率3.2%を上回るとされた。なお、今後の経済情勢によって可能性のある(信頼区間95%)新基本ポートフォリオによる最大損失額は、21.5兆円(変更前の基本ポートフォリオでは10.4兆円)とされた。(長妻昭衆議院議員質問主意書(平26.12.24提出)答弁)

<sup>43</sup> 米国の社会保障信託基金による株式投資について、平成11年3月、当時の米国連邦準備制度理事会(FRB)グリーンズパン議長は、米国下院議会における証言において、政府の介入による市場の効率性への影響の懸念等を示した。

<sup>44</sup> 国債の主なメリットとしては、①為替リスクが存在しない、②100%回収不能になる可能性が極めて低い、③価

民間の基金の資産構成に対する影響<sup>46</sup>など、様々な指摘がなされている<sup>47</sup>。

なお、基本ポートフォリオの変更を踏まえつつ、GPIFの各年度末における実際の資産構成を見てみると、大きく変化してきている（図表5参照）。

平成27年6月末時点の年金積立金全体の資産構成割合は、国内債券37.95%、国内株式23.39%、外国債券13.08%、外国株式22.32%、短期資産3.27%となっている。これらは新基本ポートフォリオの乖離許容幅に全て収まっている<sup>48</sup>。

#### (4) 各国の年金積立金の運用状況

各国の主な年金積立金等の基本（参照）ポートフォリオ、収益率等は図表6のとおりである。

図表6 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

名称	米国 (州・地方公務員年金)	カナダ	ノルウェー	オランダ	スウェーデン	日本 (企業年金)
	カリフォルニア州 職員退職制度 (CalPERS)	カナダ年金プラン 投資理事会 (CPPIB)	政府年金基金 グローバル (GPFPG)	オランダ公務員 総合年金基金 (ABP)	国民年金 (AP1~4)	企業年金連合会
資金規模	約25兆円 (2013年6月末)	約17兆円 (2013年3月末)	約67兆円 (2013年3月末)	約34兆円 (2013年3月末)	約11兆円 (2012年12月末)	10.7兆円 (2013年3月末)
基本 参照 ポート フォリオ	国内債券	17%	30%	外国債券 35~40%	39%	36~38%
	外国債券		5%			
	国内株式	64%	10%	外国株式 60%	31%	46~53%
	外国株式		55%			
その他	不動産等 15% 流動性資産 4%	—	不動産等 ~5%	不動産、インフラ、PE、 オルタナティブ等 30%	不動産、PE等 11~17%	積立水準が改善する 毎に株式水準を低下 させる「動的管理」 積立水準100%未満 内外債券 57% 内外株式 43% ↓ 積立水準115%以上 内外債券 80% 内外株式 20%
職員数	2,626名	906名	336名	4,143名	248名	153名

(注1)カナダは、理事会が提示する参照ポートフォリオ(実際の運用では不動産、インフラ等にも投資)。  
(注2)スウェーデンAP1~4のポートフォリオは、2012年末時点の実際の資産構成比率。資金規模、職員数はAP1~4の合計。  
(注3)企業年金連合会の積立金には、厚生年金基金から移換された代行部分(厚生年金基金が公的年金の一部を代行している部分)が含まれている。  
(注4)職員数には、運用スタッフ以外の職員や理事会の理事数を含む機関もある。  
(備考)資金規模は、1ドル=98円、1ユーロ=118円、1カナダドル=90円、1ノルウェー・クローネ=16.02円、スウェーデン・クローネ=12円で換算。なお、端数は四捨五入。

#### ◆年平均収益率

(%/年)	2003年度	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度
CalPERS	23.3	13.4	11.1	15.7	10.2	▲27.8	12.1	12.6	1.1	13.3
CPPIB	17.6	8.5	15.5	12.9	▲0.3	▲18.6	14.9	11.9	6.6	10.1
GPFPG	12.6	8.9	11.1	7.9	4.3	▲23.3	25.6	9.6	▲2.5	13.4
ABP	11.0	11.5	12.8	9.5	3.8	▲20.2	20.2	13.5	3.3	13.7
AP1	16.5	11.4	17.5	9.8	4.8	▲21.7	20.4	10.3	▲1.7	11.4
企年連	21.2	5.8	22.7	5.6	▲9.9	▲18.3	17.9	▲0.5	2.1	15.4

(注)CPPIB・企年連の年度は4月~翌年3月末、それ以外は1月~12月末。なお、スウェーデンの収益率はAP1の値。

(出所)「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」(平25.11)

格変動リスクが限定的、④流動性が高く現金化しやすいことなどがあり、デメリットとしては、①政府のデフォルトリスクに対してリスク分散できない、②インフレによる価格下落リスクがあることが指摘されている。小幡績『GPIF 世界最大の機関投資家』(東洋経済新報社、2014年)218~233頁参照

<sup>45</sup> これに対し、運用資産として国債だけを持つことは将来キャッシュアウトする際に税金で支払うのはその時に働いている将来世代であり、さらに、将来世代に資産を渡すためにはゼロに近い金利の国債等で保有することは25年ほどで積立金が枯渇することを意味するため、ある程度の運用利回りの確保が重要となる旨の指摘も見られる。伊藤隆敏「公的年金運用改革の必要性と提言の背景」『証券アナリストジャーナル』(2015.2)

<sup>46</sup> 企業年金連合会が資産配分における株式比率を引き上げる動向が指摘されている。「企業年金連合会、GPIFに追随」『日経ヴェリタス』第365号(2015.3.8)

<sup>47</sup> なお、国内株式の比率が高まることについて、バランスのとれた分散投資の観点からは、国内株式は世界株式への投資の7~8%とすべきとの指摘もある。日本経済はGDP比で世界の7~8%であることや、ノルウェー等の年金が株式について全て自国以外に投資していることなども併せて指摘される。小幡績「GPIF改革四つの誤り 政治介入で運用は崩壊する」『週刊ダイヤモンド』(2014.6.21)

<sup>48</sup> なお、乖離許容幅の中に入っていれば終わりではなく、長期的には中心線(ミッドライン)まで持って行くのが目標になるとされる。米澤康博「GPIFの運用、およびガバナンス改革」『証券レビュー』(2015.5)

有識者会議における検討では、各国の制度も参考とされた。各国の年金積立金等の運用については、GPIFと比較し、国内外の株式や不動産等のリスク資産の構成割合が高く、職員数も多い<sup>49</sup>。また、カルパース (CalPERS)<sup>50</sup>など国際的にも著名な運用機関は運用利回りが高いとされる。これに対し、各国の年金制度との単純な比較は困難であるとの指摘もある<sup>51</sup>。

#### 4. 共済年金等の年金積立金の基本ポートフォリオとモデルポートフォリオ

##### (1) 各公的年金の基本ポートフォリオと被用者年金一元化

公的年金としては、厚生年金・国民年金のほかに各共済年金<sup>52</sup>があり、それぞれ別個に管理・運用がなされている。平成 25 年度末の各公的年金における年金積立金<sup>53</sup>は、国民年金・厚生年金 132 兆 631 億円、国家公務員共済組合 7 兆 6,150 億円、地方公務員共済組合 39 兆 8,265 億円、私立学校教職員組合 3 兆 8,472 億円であり、公的年金全体の積立金は 186 兆 3,310 億円となっている<sup>54</sup>。

図表 7 各公的年金の財政状況

(兆円)

	国民年金 厚生年金	国家公務員 共済組合	地方公務員 共済組合	私立学校 教職員共済
収入総額	39.6	1.7	4.6	0.5
(内訳) 保険料	26.7	1.1	3.0	0.4
支出総額	43.8	2.2	5.9	0.6
(内訳) 給付費	24.7	1.6	4.6	0.3
運用損益分を除いた 単年度収支残	-4.2	-0.5	-1.4	-0.1
運用による損益	10.2	0.3	2.7	0.3
年度末積立金	132.1	7.6	39.8	3.8

(出所) 厚生労働省年金局「公的年金各制度の財政収支状況 (平成 25 年度)」より作成

(注) 運用による損益、年度末積立金は時価ベース

<sup>49</sup> 各国の基金は、委託ではなく直接運用を行っていることや海外拠点を有していることなど、日本とは状況が異なる点もある。

<sup>50</sup> カルパースは、米国カリフォルニア州の公務員の公的年金基金であり、米国最大の公的年金基金である。巨額な資金と積極的な運用姿勢により注目を集めており、議決権行使による投資先企業の経営への介入などいわゆる「もの言う株主」としても知られている。

<sup>51</sup> ノルウェーのGPIFGは年金と直接的な関係はなく、米国のカルパース、オランダのABPはいわば企業年金であるとされ、公的年金の給付水準に直接影響を及ぼすことはないとされる。他方で、カナダのCPPIB、スウェーデンのAPファンドは、それぞれ2階部分の年金積立金の運用に留まり最低保障機能を担う1階部分には影響しないとされ、CPPIBについては不十分な保険料率条項 (insufficient rates provisions)、APファンドについては自動収支均衡機能 (Automatic Balance Mechanism) の存在により、仮に運用損失が発生しても将来世代に先送りせず即座に処理する仕組みが備わっている点が我が国の年金積立金運用とは異なるとされる。西沢和彦「GPIF運用見直しの問題点」『生活経済政策』No. 212 (2014. 9)

<sup>52</sup> 国家公務員が加入する国家公務員共済組合 (国共済)、地方公務員が加入する地方公務員共済組合 (地共済)、私立の大学、高校、中学校、小学校、幼稚園の教職員が加入する私立学校教職員共済 (私学共済) がある。

<sup>53</sup> 積立金は時価ベースの数値。「公的年金各制度の財政収支状況」(平成 25 年度)

<sup>54</sup> なお、東京証券取引所市場第一部の時価総額は約 533.3 兆円である (平成 27 年 9 月 10 日時点)。

現在の各公的年金の財政状況は、運用損益分を除くといずれも給付費等の支出が保険料等の収入を上回っており、積立金の維持のためには運用収益が重要な役割を担っている（図表7参照）。

各公的年金の基本ポートフォリオは、それぞれの運用方針に基づき、従来大きく異なっていた（図表8参照）。しかし、被用者年金については、平成27年10月に一元化が施行され<sup>55</sup>、各共済年金の年金積立金の一部は、厚生年金制度の共通財源となる<sup>56</sup>。他方、一元化後も年金積立金の運用については、引き続き現行の運用組織を活用して行うこととされている<sup>57</sup>。そこで、被用者年金一元化法では、共通財源としての一体性を確保するため、厚生年金、国家公務員共済年金、地方公務員共済年金、私学共済年金の各主務大臣である厚生労働大臣、財務大臣、総務大臣、文部科学大臣は、積立金基本指針を共同で定めることとされた<sup>58</sup>。そして、年金積立金の運用は、同指針に基づいて長期的な視点から安全かつ効率的に行うとともに、共同で積立金運用のモデルポートフォリオを策定することとされた。

図表8 各公的年金の基本ポートフォリオの近年の変更と比較

		国内		外国		その他 (短期資産等)
		債券	株式	債券	株式	
GPIF	変更前	60%	12%	11%	12%	5%
	変更後 (26.10.31~)	35%	25%	15%	25%	-
国家公務員 共済組合連合会	変更前	74%	8%	2%	8%	8%
	変更後 (27.2.25~)	35%	25%	15%	25%	-
地方公務員 共済組合連合会		64%	14%	10%	11%	1%
日本私立学校 振興・共済事業団	変更前	65%	10%	10%	10%	5%
	変更後 (26.11.30~)	56%	13%	13%	13%	5%

(出所) GPIF及び各共済ウェブサイトより作成

## (2) モデルポートフォリオの策定

平成25年7月、積立金基本指針に関する検討会が設置され、有識者による検討が開始された。平成26年3月、同検討会では報告書<sup>59</sup>が取りまとめられ、それぞれの管理運用主体は同

<sup>55</sup> 平成24年の社会保障と税の一体改革において、被用者年金の負担や給付の仕組みを統一することが求められたことなどから、被用者年金制度の一元化等を図るための厚生年金保険法等の一部を改正する法律（平成24年法律第63号）（以下「被用者年金一元化法」という。）が成立した。これにより、厚生年金に公務員及び私学教職員も加入することとし、いわゆる2階部分の年金は厚生年金に統一される。また、共済年金と厚生年金の制度的な差異については、基本的に厚生年金に揃えて解消される。さらに、各年金の保険料率を厚生年金の保険料率（上限18.3%）に統一する。

<sup>56</sup> 被用者年金一元化に際しては、3階部分を有する共済年金の積立金のうち、1・2階部分の給付のみである厚生年金の積立金の水準に見合った額を一元化後の厚生年金の積立金（共通財源）とするとされる。

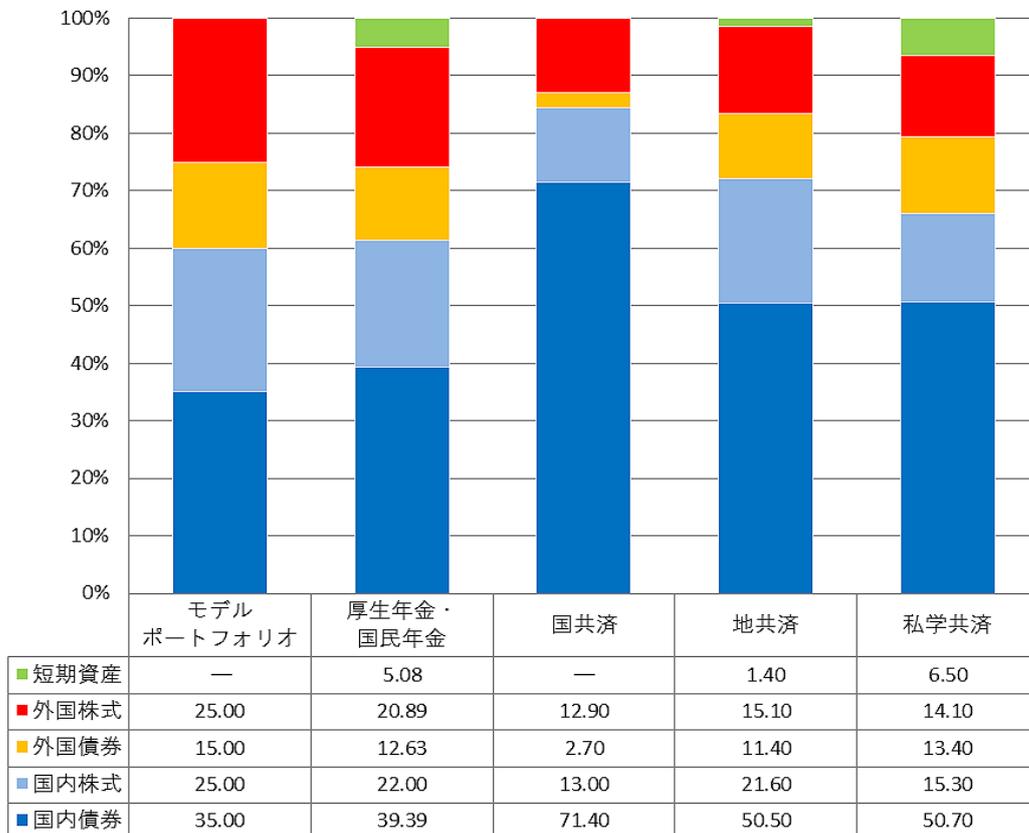
<sup>57</sup> 被用者年金一元化では、各共済が医療保険のための保険料徴収や給付の実施を担っていたことなどから、年金関係事務においても保険料徴収や給付の実施、資産の管理運用について引き続き各共済を活用すべきとされた。

<sup>58</sup> 被用者年金一元化法では、積立金基本指針において、①積立金の管理及び運用に関する基本的な方針、②積立金の資産の構成の目標に関する基本的な事項、③積立金の管理及び運用に関し管理運用主体が遵守すべき基本的な事項、④その他積立金の管理及び運用に関する重要事項を定めることとされた。

<sup>59</sup> 積立金基本指針に関する検討会「積立金基本指針に関する検討会報告書」（平成26年3月31日）

指針に適合するよう、共同して積立金の資産構成の目標（モデルポートフォリオ）を定めることとされた。モデルポートフォリオは、管理運用の方針において基本ポートフォリオを定めるに当たって参酌すべきとされ、その際には年金財政上の積立金等の見通しと整合的な形でリスクの検証を行うこととされた。同報告書に基づき、平成26年7月、積立金基本指針<sup>60</sup>が策定・告示された。同指針では、積立金の運用について、「保険給付等に必要な流動性を確保しつつ、必要となる積立金の実質的な運用利回り（積立金の運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いたもの）を、最低限のリスクで確保することを目的として行うこと」とされた。また、「モデルポートフォリオの乖離許容幅の範囲内で基本ポートフォリオを定める等、管理運用主体が管理積立金の運用において、厚生年金保険事業の共通財源として一体性を確保しつつ、自主性及び創意工夫を発揮できるようなものとなるよう配慮すること」とされている。

図表9 各公的年金の運用資産の実際のポートフォリオの比較（平成26年度末）



（出所）GPIF「平成26年度業務概況書」（平27.7）及び各共済ウェブサイトより作成

（注1）国共済の短期資産は国内債券、国内株式、外国債券、外国株式に分類し計上

（注2）地共済は地共連の数値

これらを踏まえ、平成27年3月、モデルポートフォリオが定められ、被用者年金一元化が実施される同年10月1日から適用されることとなった。モデルポートフォリオでは、各資産

<sup>60</sup> 「積立金の管理及び運用が長期的な観点から安全かつ効率的に行われるようにするための基本的な指針」（平成26年7月 総務省、財務省、文部科学省、厚生労働省告示第一号）



GPIFの職員数は、平成27年8月1日現在、役員5名（理事長<sup>63</sup>、理事2名、監事2名）、職員82名（うち非常勤1名）である。なお、GPIFには、中期計画等の審議や積立金の管理運用業務の実施状況監視のため、厚生労働大臣が任命した金融・経済の専門家により構成される運用委員会<sup>64</sup>が設置されている。

独立行政法人改革については、行政改革推進会議等における検討を経て、組織・業務全般を含めた見直し等を求める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）が取りまとめられた。そこでは、GPIFについて、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整備のため、運用委員会への複数の常任委員を配置することとともに、高度で専門的な人材を確保するため、職員数や給与水準の弾力化に加え、任期制・年俸制の導入を検討する必要性が示された<sup>65</sup>。これを受け、平成26年3月、GPIFは、人員数・給与水準・経費等の制約を弾力化した。また、平成27年1月より、理事長、理事等の給与の大幅な引上げを実施した<sup>66</sup>。

平成26年5月、GPIFは、機関投資家が企業との対話を通じてその中長期的な成長を促すことなど、適切に受託者責任を果たすための諸原則とされる日本版スチュワードシップコード<sup>67</sup>の受入れを表明した<sup>68</sup>。

平成26年10月、基本ポートフォリオの見直しに合わせて、ガバナンス体制の強化に向け

---

<sup>63</sup> 現在のGPIF理事長は三谷隆博氏であり、平成27年4月1日に再任され、現在2期目（任期5年）を務める。

<sup>64</sup> 運用委員会は、経済または金融に関して高い識見を有する者その他の学識経験者から任命される委員により構成され、基本ポートフォリオを含む中期計画の作成・変更について議決を行うほか、年金積立金の運用状況等の管理運用業務の実施状況監視や、理事長の諮問に応じた重要事項に関する意見、必要と認める事項に関する理事長への建議などの権限を有している。平成27年4月現在、委員は労使推薦の委員を含む7名であり、委員長は米澤康博早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授が務める。なお、GPIF理事長と運用委員会の関係性が曖昧であり、組織構造改革の論点となり得る旨の指摘も見られる。小幡績『GPIF 世界最大の機関投資家』（東洋経済新報社、2014年）39～43頁参照

<sup>65</sup> 平成25年11月の有識者会議報告書において、専門人材の確保の観点から、「各運用機関において、運用対象の多様化やリスク管理の高度化を図るためには、第一線の専門人材が必要であり、報酬体系の見直しを含めた対策が不可欠である」とされ、「独立行政法人の人員数、給与水準、経費等の面における閣議決定等に基づく制約については、弾力的な取扱いが認められるべき」とされていた。

<sup>66</sup> 役員給与規定が平成26年12月に改正され、理事長については、俸給月額1,044,000円→1,686,000円、調整手当125,000円→202,000円とされ、年間報酬では、約3,100万円となった。CIOを兼ねる理事については、俸給月額851,000円→1,632,000円、調整手当102,000円→196,000円とされ、年間報酬では、約3,000万円となった。こうした支給水準の設定に当たっては、理事長について日銀総裁、他の公的金融機関の長等の年収、CIOについて民間の資産運用業界のCIOの報酬水準などを参考に設定された。

<sup>67</sup> 「責任ある機関投資家」の諸原則であり、「日本再興戦略-JAPAN is BACK-」（平成25年6月14日閣議決定）において、「成長への道筋」に沿って早期に取り組む必要がある代表的な施策として、コーポレートガバナンスを見直し、公的資金等の運用のあり方を検討することとされ、「機関投資家が、対話を通じて企業の中長期的な成長を促すなど、受託者責任を果たすための原則（日本版スチュワードシップコード）について検討し、取りまとめる」とされたことを受け、平成26年2月に策定された。スチュワードシップコードの原則では、投資先企業の持続的成長を促し、顧客・受益者の中長期的な投資リターン拡大を図るため、スチュワードシップ責任を果たすための方針や議決権行使の方針等を策定・公表することなどが提示されている。なお、株主議決権行使については、各運用受託機関に対し具体的な議決権行使の方針に基づいた適切な行使を求めており、GPIFは民間企業の経営に直接影響を及ぼさないように配慮し個々の議案に対する判断を直接行わず、株主議決権の具体的な行使は運用受託機関に委ねることとされている。スチュワードシップコードについては、GPIFのほか、国家公務員共済組合連合会、地方公務員共済組合連合会、日本私立学校振興・共済事業団なども受入れを表明している。

<sup>68</sup> 平成25年11月の有識者会議報告書において、「日本版スチュワードシップ・コードに係る検討の結果等を踏まえた方針の策定・公表を行い、運用受託機関に対して当該方針にのっとった対応を求めるべき」とされていた。

た取組がなされ、ガバナンス会議<sup>69</sup>の設置やコンプライアンス・オフィサーの任命等が実施された。運用委員会の下部組織であるガバナンス会議は、運用委員会が策定する管理運用法人の投資原則及び行動規範の立案、投資原則及び行動規範の実施状況の監視、運用委員会への報告を行うものとされた。また、コンプライアンス・オフィサーの設置により、役職員のコンプライアンス遵守状況を監視する体制が整備された。

平成27年1月、管理運用業務に係る投資決定の統括者としてC I O（最高投資責任者）<sup>70</sup>が設置され、投資決定の適切な実施のため、C I Oを委員長とした投資委員会が設置された。

平成27年2月、厚生労働省所管の独立行政法人改革のため、政府は、独立行政法人に係る改革を推進するための厚生労働省関係法律の整備等に関する法律案を国会に提出し、同年4月、同法は成立した<sup>71</sup>。同法により、G P I Fについて、年金積立金の管理及び運用業務体制の強化のため、理事は2名となり、総務・企画等担当理事と管理運用業務担当理事による体制とされた。

平成27年3月、G P I Fは、運用委員会からの建議を踏まえ、投資原則及び行動規範を策定した。投資原則では、年金財政上必要な利回りの最低限のリスクによる確保や、スチュワードシップコードにおけるスチュワードシップ責任の遵守などが柱とされており、関連する説明では、株価対策や経済対策のために年金積立金を利用することは絶対にならないとされた。行動規範では、役職員及び運用委員会委員が遵守すべき9項目の規範が規定され、その遵守状況は、コンプライアンス・オフィサーにより監視される。

## （2）G P I Fのガバナンス体制の見直し

平成25年11月の有識者会議報告書では、G P I Fを含む公的・準公的資金について、基本ポートフォリオの見直しなどその運用のあり方とともに、ガバナンスのあり方についても指摘がなされた。権限・責任が理事長に集中している独任制の下では真の受託者責任が十分に機能しないため、その法人形態を固有の根拠法に基づき設立される法人に変更した上で合議制による体制が望ましいとするなどの広範な指摘<sup>72</sup>がなされ、合議制機関の必要性<sup>73</sup>や専門

<sup>69</sup> ガバナンス会議は、運用委員会が策定するG P I Fの投資原則及び行動規範の立案、投資原則及び行動規範の実施状況の監視、運用委員会への報告を行う。

<sup>70</sup> 水野弘道氏が管理運用業務担当理事兼C I Oを務める。

<sup>71</sup> 平成27年法律第17号。同法は、独立行政法人改革として組織・業務全般を含めた見直し等を求める「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）に基づいて、厚生労働省所管の独立行政法人について所要の改正を行うものであり、G P I Fについては、組織見直しとして①現在1名の理事に1名追加して2名とすること、②法律本則上の主たる事務所の所在地を「東京都」とすることが盛り込まれている（平成27年5月7日施行）。

<sup>72</sup> G P I Fに関しては、具体的に①法人形態を固有の根拠法に基づき設立される法人に変更、②合議制機関である理事会に重要な方針の決定を行わせる、③理事会の専門性を重視して、適切な情報開示を前提に高い自主性・独立性を認める、④理事会のメンバーについては、金融や投資についての十分な知識を有する者の中から、透明性のある方法で選考する、⑤その際、年金基金のガバナンスに関するOECDのガイドライン等に照らせば、理事会の長である理事長とは別に、業務執行の責任者を置き、理事会による監督機能と業務執行機能を分離することが望ましいことなどが提言された。

<sup>73</sup> 独立行政法人では、業務執行の権限と責任は理事長に負わせる制度設計となっている。こうした理事長独任制について、同報告書では、「業務に関する権限・責任が理事長一人に集中している独任制の下では、規模・性格によっては、十分な機能発揮が期待できないケースもあり得る」ことから、「資金運用の重要な方針等については、利益相反にも配慮した常勤の専門家が中心的な役割を果たす合議制により実質的な決定を行う体制が望ましい」とされた。なお、理事長の独任制については、P K O（株価維持操作）回避の観点から重要な課題である旨の指

人材の確保、ステークホルダーの参画などが求められた。

平成 26 年 6 月、平成 26 年財政検証結果が発表されたことを受け、「日本再興戦略」改訂 2014（平成 26 年 6 月 24 日閣議決定）では、G P I F について、財政検証結果を踏まえた基本ポートフォリオ見直しの速やかな実施や、ガバナンス体制の強化が求められた。さらに、「財政運営と改革の基本方針 2014」（平成 26 年 6 月 24 日閣議決定）では、年金制度改革に向けた方向性も示された<sup>74</sup>。これらを受けて、厚生労働省では公的年金制度、G P I F のガバナンス体制、企業年金制度のそれぞれについてその改正に向けた検討が始められた。

また、社会保障審議会年金部会（以下「年金部会」という。）は、平成 26 年財政検証結果を踏まえ、平成 26 年 6 月、年金制度改革に関する議論を開始し、今後の検討事項として、①平成 26 年財政検証結果を踏まえた公的年金制度、②G P I F のガバナンス体制が掲げられた。

平成 26 年 10 月、年金部会に出席した塩崎厚生労働大臣は、G P I F のガバナンス体制について、G P I F 改革はアベノミクスの最重要改革の 1 つであり、運用改革とガバナンス改革は一体不離でいわば車の両輪であるとし、有識者会議報告書を念頭に置いた検討を行うよう要請した。また、専門家の集団である G P I F が政府から一定の独立性を確保すること、公的年金資金について安全かつ効率的に運用できる強固なガバナンスの仕組みを確立することがそれぞれ重要であるとした。

これを受け、G P I F のガバナンス体制に関する検討を行うため、年金部会の下に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（以下「検討作業班」という。）が設置され、平成 26 年 11 月より議論が開始された。検討作業班では、①運用機関における意思決定・監督と業務執行の分離、②意思決定・監督機関の在り方、③執行機関の在り方、④政府・厚生労働省と運用機関の関係が主な論点として整理されたものの、執行部と理事会の権限の線引きや、執行部の長（C E O）と理事会との関係などについては議論がまとまらなかった<sup>75</sup>。続く 12 月には検討作業班報告<sup>76</sup>が取りまとめられ、平成 27 年 1 月、年金部会に報告された。同報告では、現行の理事長による独任制から理事会による合議制への移行については望ましいとしつつも、理事会の基本機能として、業務全般にわたって執行部の権限と理事会の権限の機能的な線引きを明確にすべきとされた。また、理事の資質や理事会の構成<sup>77</sup>、執行部の長（C E O）と理事会との兼任についても複数の意見が併記された。

---

摘も見られる（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堀江貞之委員（G P I F 運用委員会委員長代理））。

<sup>74</sup> 「マクロ経済スライドを着実に実施するとともに、財政検証の結果を踏まえ、マクロ経済スライドの在り方、短時間労働者に対する被用者保険の適用範囲の拡大、高齢期における職業生活の多様性に応じ一人ひとりの状況を踏まえた年金受給の在り方、高所得者の年金給付の在り方や企業年金の活用促進等について検討」し、「国民年金保険料の納付率向上や厚生年金保険の適用促進に向け、取組を推進する」とされた。

<sup>75</sup> 執行部の長である C E O と理事会との兼任については、A～C 案の 3 案（A 案：C E O はか執行部は、理事会メンバーにはなれない（説明のための出席は可）。B 案：執行部から理事となるのは C E O のみだが、理事会議長にはなれない。また、執行部人事など議題によっては理事会議長が退席を求めることができる。C 案：C E O は無条件に理事会メンバーとなり、C E O 以外の執行部も（2 名程度）理事になる。）が示され、採決が行われた。結果は A 案（4 票）、B 案（7 票）、C 案（3 票）（※複数案への投票可）となり、B 案に対する支持が最多であった。

<sup>76</sup> 「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）」（平 26. 12）

<sup>77</sup> 平成 27 年 1 月の年金部会では、労使の代表委員（柿木厚司日本経済団体連合会社会保障委員会年金改革部会長、花井圭子日本労働組合総連合会総合政策局長）から共同意見（「年金積立金の管理運用に係る法人のガバナンス

塩崎厚生労働大臣の国会答弁によれば、GPIFのガバナンス体制の強化については、今後も年金部会で検討されるとの見通しが示されている<sup>78</sup>。

### (3) 各共済年金・各国の公的年金基金のガバナンス体制

検討作業班では、各共済年金<sup>79</sup>のガバナンス体制も参考とされた（図表 11 参照）。

図表 11 各共済のガバナンス等

名称	国家公務員共済組合連合会	地方公務員共済組合連合会	日本私立学校振興・共済事業団
運用の基本的な方針	連合会の積立金等の運用は、積立金等が将来の年金給付の貴重な財源であることから、国家公務員共済組合法上の長期給付に関する規定の適用を受けた組合員の利益のために、長期的な観点に立ち、安全かつ効率的に行わなければならない。（積立金等の運用の基本方針）	連合会の長期給付積立金は、長期給付に充てるための貴重な財源であることから、長期的な観点に立ち、安全かつ効率的な方法により運用するものとする。（長期給付積立金に関する基本運用方針）	長期的な観点に立ち、安全かつ効率的な方法により運用するものとする。（長期積立金等の運用に関する基本方針）
意思決定機関	【理事会】 ・理事長、理事長が任命した理事(常勤6名、非常勤4名)で構成(財務大臣が任命した監事(常勤2名)、理事長が任命した監事(非常勤1名)が同席) ・理事長は、財務大臣の任命による。  【運営審議会】 ・運営審議会の委員は、理事長が組合員のうちから任命する。 ・委員は、組合及び連合会の業務その他組合員の福祉に関する事項について広い知識を有する者のうちから任命する。 ・委員の定数は16人以内であり、半数は、組合員を代表するものでなければならない。	【役員】 ・理事長、理事長が任命した理事(常勤2名、非常勤6名)、総務大臣が任命した監事(常勤1名、非常勤2名) ・理事長は、総務大臣の任命による。  【役員会】 ・理事長、理事及び監事で構成。  【運営審議会】 ・委員は、組合、市町村連合会及び地方公務員共済組合連合会の業務に関する事項について広い知識を有する者のうちから総務大臣が任命する。 ・委員の定数は22人以内であり、半数は、組合員を代表する者でなければならない。	【理事会】 ・理事長、理事長が任命した理事(常勤5名、非常勤4名)で構成(文部科学大臣が任命した監事(常勤1名、非常勤各1名)及び理事長が委嘱した参与(常勤1名)が同席) ・理事長は、文部科学大臣の任命による。  【執行役員会議】 ・委員は、常勤理事、監事及び参与。
業務(運用を含む)の重要事項等の決定	業務の重要事項等は、理事会に付議し、運営審議会の議を経て、理事長が決定	業務の重要事項等は、役員会及び運営審議会の議を経て、理事長が決定	業務の重要事項等は、執行役員会議、共済運営委員会及び理事会の議を経て、理事長が決定
運用の基本事項等の検討機関	理事長の諮問機関として外部有識者(4名)で構成される資産運用委員会を設置	理事長の諮問機関として外部有識者(6名)で構成される資産運用基本問題研究会を設置	理事長の諮問機関として共済運営委員会の委員(2名)と外部有識者(3名)で構成される資産運用検討委員会を設置
日常執行業務	理事長が運用担当理事を任命し、その下で運用を実施	運用担当理事が理事長を補佐し、運用を実施するとともに、資金運用に係る重要事項については資産運用委員会が審議	理事長が運用担当理事を任命し、その下に設置した資産運用部会での調整を図りつつ運用を実施
資金規模	約7.6兆円 (平成26年3月末)	約18.9兆円 (平成26年3月末)	約3.8兆円 (平成26年3月末)
職員数	本部職員数 335人(うち資産運用担当18名) (平成26年10月31日現在)	職員数 56名(うち資産運用担当22名) (平成26年10月31日現在)	本部職員数 340名(うち資産運用担当7名) (平成26年4月1日現在)

(出所) 厚生労働省年金局「各共済のガバナンス等について」  
(第4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(平26.11.25))

各共済年金においては、意思決定機関として理事会が設置されており、各主務大臣が任命する理事長のほか、同じく各大臣が任命する理事8名～10名程度により構成されている。また、理事会の下に、半数が共済組合を代表する者により構成される運営審議会が設置されている<sup>80</sup>。

の在り方検討作業班報告(議論の要約)に関する意見)が示された。同意見では、合議制機関が政治的介入を回避する観点から望ましいとしつつも、理事の資質について、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とし、年金積立金は保険料の一部である以上、「労使をはじめとする被保険者の代表が合議制機関に入ることは当然」とした。なお、現行のGPIF運用委員会についても、「被保険者の代表がより多くの人数を占めるべき」とした。こうした意見について、保険者自治の観点から、抛出主体を意思決定プロセスに参画させる点にこそ、社会保険であることの積極的意義を見出すことができるとし、当然の事理を述べたに過ぎないとする見解もある。菊池馨実「GPIFと保険者自治」『週刊社会保障』No. 2817(2015.3.16)

<sup>78</sup> 塩崎厚生労働大臣は、GPIFのガバナンス体制の強化は基本ポートフォリオの見直しと併せて図る必要がある、車の両輪であるとし、社会保障審議会年金部会において法改正の必要も含めて議論し、それを踏まえて対応を検討する旨述べている。参議院厚生労働委員会会議録第9号6頁(平27.4.23)

<sup>79</sup> 各共済年金を管理する団体は、年金の運用だけでなく徴収、適用、給付まで一貫して実施している。また、医療保険等も管理している。

<sup>80</sup> 日本私立学校振興・共済事業団の共済運営委員会は、それぞれ7人以内の加入者、学校法人等の役員、学識経

検討作業班における議論では、諸外国の年金基金のガバナンス体制も参考とされた（図表12参照）。

図表 12 諸外国の公的年金基金のガバナンス

名称	米国	カナダ	韓国	スウェーデン	オランダ	オーストラリア
年金制度	カリフォルニア州職員退職制度（被保険者はカリフォルニア州の公務員等、積立方式）	カナダ年金プラン（保険者は連邦及び州、被保険者は一般国民（ケベック州を除く）、賦課方式）	国民年金制度（保険者は政府、被保険者は一般国民、賦課方式）	公的年金（保険者は政府、被保険者は一般国民、賦課方式）	オランダ公務員職域年金（ABP）（被保険者は、公務員等積立方式、2階建部分（職員年金））	退職年金保障制度（労使の拠出による個人口座による退職年金積立）
積立金の運用の実施機関	カルバース（カリフォルニア州職員退職制度）	カナダ年金プラン投資理事会（CPPIB、公法人）	国民年金サービス（NPS、公法人）	国民年金基金（中央行政、AP1～4（原資を異にするAP6が別途存在））	APG（ABPの子会社）	スーパーファンド（信託の一形態）、企業別、産業別、公共部門等に分離、全国で500程度
資金規模	約30兆円（平成26年3月末）	約20兆円（平成26年3月末）	約43兆円（平成25年12月末）	約17兆円（AP1～AP4合算）（平成25年12月末）	約44兆円（平成25年12月末）	資産額50億豪ドル以上のスーパーファンドが6割強
年金制度（保険金給付業務等）と運用実施機関の関係	年金給付業務等に併せ、年金制度運営者が自らその積立金を管理運用	財政責任を負う連邦財務大臣等と別に、運用に特化した特別の法人を設立し管理運用	保険者である保険福祉部長官が管理運用することとされ、実際の運用は年金給付業務を行う公法人であるNPSに委託	年金にかかる行政事務の実施機関（中央行政）が、徴収、給付、運用と分かれており、賦課方式部分の運用はそれぞれのAP基金が担当	ABPが子会社APGを通じて運用	信託関係
運用の基本事項等の決定	年金制度を運営するカルバースが理事会で決定	連邦財務省等の財政検証を基に、運用機関であるCPPIBが理事会で決定	保険福祉部長官が、国民年金基金運用委員会の議により、決定（毎年の運用計画については、国会等の議を経て大統領が承認）	それぞれのAP基金が、理事会で決定	保険者であるABPが、理事会で3年間の戦略的投資計画（現在2013-2015）を決定	理事（受託者）がDC等のメーを決定し、個人が選択（個人口座制）
基本事項に係る意思決定機関のメンバー	・理事会は、雇用者である州政府を含め拠出者代表である理事（非常勤）から構成（加入者代表8名、知事等による任命3名、州政府等4名） ・別途、理事のみからなる投資、報酬、監査等の委員会が存在	・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（非常勤）から構成 ・別途、理事のみからなる投資、報酬、監査等の委員会が存在	・独任制の大任に対する諮問機関の委員（非常勤）は、政府、雇用主、従業員、自営業者代表、年金専門家等の20名からなり、20名中、雇用主、従業員、自営業者の代表は12名	・それぞれ、政府により指名された9名の理事（非常勤）により構成 ・積立金運用について専門性を有する者の中から政府が任命。また、9名のうち、4名は労使の推薦（各2名）に基づき	理事会は、雇用主代表6名、被用者代表6名及び独立した議長13名の理事（非常勤）から構成。（オランダ年金基金法の施行により、年金受給者代表を追加等の見直しあり）	理事（受託者）は労使同数の代表から構成（1993年退職年金保障制度産業監督法パート9による）
日常執行業務	CEO（最高経営責任者）と別に、CIO（最高投資責任者）がおかれ、その下で執行	理事会により、日常執行業務を行うCEO等が任命され、その下で運用を実施	NPSのCEOとは別に、NPF運用センターを所掌するCIOがおかれ、その下で執行	常務理事（マネージングディレクター）又はCEOが選出され、その下で執行	運用子会社であるAPGで実施	理事会の下でCEO等が加入者の口座管理等を実施（医療・介護業スーパーファンドの場合）
運用実施機関等の職員数	約270名（運用部門職員数）（平成23年9月末）	1,000名（平成26年3月末）	投資部門の人員199名（平成25年12月末）	213名（AP1～AP4合算）（平成25年12月末）	約650名（APGのアセットマネジメント部門の人員数） ABPの人員27名	-

（出所）厚生労働省年金局「諸外国の年金基金（運用組織）のガバナンスについて－①諸外国の主な公的年金基金のガバナンスについて－」（第2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（平26.11.10））

例示された各国の年金基金では、GPIFと比較して、労使代表や専門家などからなる合議制の理事会が意思決定機関であることや、運用実施機関等の職員数が多い点<sup>81</sup>などが特徴的とされた。

## 6. おわりに

年金財政の観点からは、将来的に年金保険料の上限が固定されることなどから、GPIFの運用収益の低下は、寄託された年金積立金の取崩しを招き、将来世代の年金給付水準へと影響していくものと考えられる。世代間格差に関する年金制度への懸念も根強い中<sup>82</sup>、年金積立金の減少は公的年金制度に対する信頼を損ないかねないことから<sup>83</sup>、着実な年金積立金

験者からなる三者構成である。

<sup>81</sup> ポートフォリオ多様化の観点から、GPIFが専門家を育成しインハウス運用ができるよう体制整備を行っていく必要があるとしても、CPPIBと比較して職員数が雲泥の差であり、報酬体系の改革とともに、専門家を積極的に採用していく必要がある旨の指摘もある。翁百合「GPIF改革の方向性とカナダの公的年金改革」『JRI レビュー』Vol. 4 No. 14（2014.3）

<sup>82</sup> 年金財政にプラスの効果がある措置としては、更なる保険料の引上げや年金給付水準の抑制なども考えられるが、世代間格差の拡大も指摘される。なお、積立方式から賦課方式へと移行してきた公的年金制度において、過去の保険料収入である年金積立金を用いて将来的な保険料の上昇が抑制され平準化されることは、世代間公平に一定の効果をもたらしているとも言える。

<sup>83</sup> なお、過去には一般会計の財源確保を目的とした特例的な措置として、一般会計から特別会計への年金国庫負担の繰延べがなされており、その総額は3兆804億円（国民年金：4,454億円（平成6～7年度）、厚生年金：

の運用が望まれるとともに、更なる情報提供を通じ国民の理解を深めていく必要がある。

公的年金制度については、社会保障と税の一体改革を受け平成 24 年に数多くの改正<sup>84</sup>がなされ、平成 27 年 10 月には被用者年金一元化の実施がなされる。これを受け、各共済年金はその資産構成割合をモデルポートフォリオに向けて調整していくこととなる。

平成 26 年財政検証では、公的年金の将来的な支給水準の低下が示された。年金部会では一体改革後の課題について検討がなされ、平成 27 年 1 月には、今後の制度改革の方向性などを示す「社会保障審議会年金部会における議論の整理」が取りまとめられた<sup>85</sup>。一方、公的年金を補う役割も期待される企業年金制度改革について、平成 27 年 4 月には関連法案<sup>86</sup>が国会に提出されるなど、今後も議論の継続が見込まれている。

GPIF のガバナンス体制の強化については、今後も年金部会で検討される見通しが示されている。「日本再興戦略」改訂 2015（平成 27 年 6 月 30 日閣議決定）においても、ガバナンス体制について今後の法改正の必要性も含めた検討など必要な施策の取組を加速させる対応を行うこととされた。

年金制度全体について改革が進む中、GPIF による年金積立金運用をめぐる今後の議論の動向に注視する必要がある。

(ねぎし たかし)

---

2兆6,350億円(平成7～10年度)である。年金財政の安定が損なわれることのないよう、利子相当分の額が返済時点において確定され、元本相当分とともに一般会計から特別会計へ繰り入れられることとされている。

<sup>84</sup> 平成 24 年年金制度改革では年金関連四法が成立し、長期的な給付と負担の均衡、年金制度の将来的な持続可能性の向上に向け、基礎年金国庫負担割合 2 分の 1 の恒久化がなされるなど、平成 16 年改正により導入された財政フレームが完成した。今後も消費税率の引上げ実施(8%→10%)に伴い、平成 29 年 4 月には受給資格期間短縮(25 年→10 年)、年金生活者支援給付金の実施が予定される。平成 24 年改正の詳細については、根岸隆史「年金制度改革と今後の課題」『月刊自治研』(2012.12) 参照。

<sup>85</sup> 公的年金の課題については、稜野佑希「平成 26 年公的年金財政検証と今後の年金制度改革の行方(中)」『立法と調査』No. 368(2015.9) 参照。

<sup>86</sup> 確定拠出年金法等の一部を改正する法律案(閣法第 70 号)。なお、企業年金改革の詳細については、松野晴菜「企業年金改革の今後の展望—確定拠出年金法等の一部を改正する法律案」『立法と調査』No. 365(2015.6) 参照。