

平成 29 年 3 月 28 日

GPIF 改革成功のカギは、透明性の確保にあり

透明性の確保は、オルタナティブ投資における根本命題である

特任研究員 平井 一志¹

《要旨》

●GPIF のインフラ投資開始から、間もなく 3 年が経過しようとしていた、先月 2 日「公的年金、米インフラ投資」云々の一部報道があり、2 月 3 日および 7 日に開催された衆議院の予算委員会において、報道内容の真偽のほど、取り分け政府が GPIF に対して米インフラ投資を通じた経済協力を指示したのか否かが、議論の的になった。

安倍首相は、新聞も間違える、と断じた。

●かかる疑念が生じた原因の一端は、インフラ投資についての GPIF の説明不足にあり、説明不足の原因は、準備不足にあると思われる。

(1) 未だに、ファンド選択についての基本方針（ポリシー）は公表されておらず、投資に先立ち策定されたか否か、不明である。

(2) 投資に先立つ運用委員会の議事要旨に、きちんと議論した形跡は無い。

(3) 未だに、投資信託を通じた

投資スキームに係わる

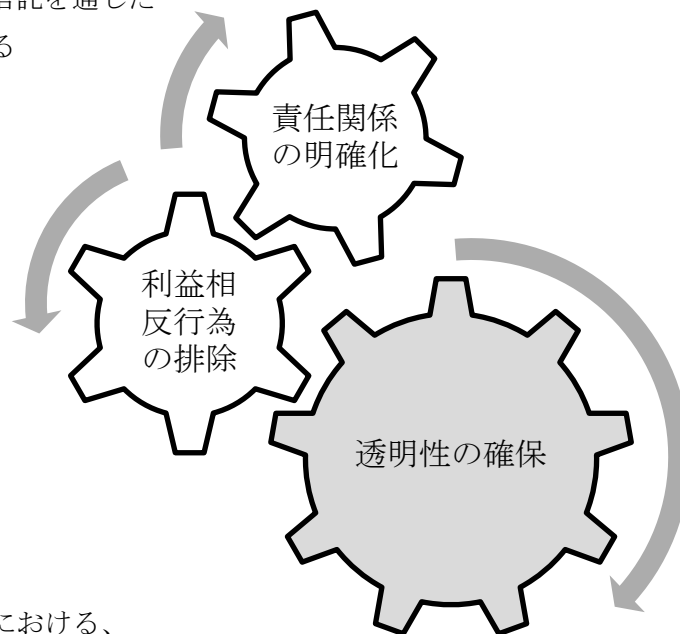
透明性の確保は、
実現していない。

●売り手が
一方的に
情報を保有し、
買い手は
売り手からの
情報提供に
依存するしかない、
情報が非対称な

インフラ投資ほかの

オルタナティブ投資における、

説明責任の果たし方について、論点を整理する。



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 月まで年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の情報化統括責任者補佐官の任にあり、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。平成 7 年から 7 年間に亘り日米包括経済協定の所産であるリミテッド・パートナーシップ（LPS）による内外投資顧問の年金福祉事業団資金運用事業参加スキームを立ち上げ、管理、清算のための国家プロジェクトに幹事信託銀行の責任者として参画。なお、本稿は、筆者の個人的な見解であり、属した組織あるいは属する組織の見解ではありません。

《目次》

1. はじめに
2. 衆議院予算委員会における質疑応答の詳細
3. 未だに解決されていない課題および問題点
 - (1) 未だに公表されておらず策定不明なファンド選択についての基本方針（ポリシー）
 - (2) 運用委員会におけるきちんとした議論（ガバナンス）
 - (3) 未だに確保されていない投資信託を通じた投資スキームに係わる透明性
4. ケーススタディ（東芝の失敗からの教訓）
5. ケーススタディ（カルパースの ILPA 手数料テンプレートの支持表明）
 - (1) プライベートエクイティ投資会社の過半数が手数料や費用を水増し請求
 - (2) ILPA の手数料テンプレート
 - (3) カルパースの ILPA 手数料テンプレートについての支持表明
6. “なぜ、非効率な現在の仕組みを、直ちに中止しないのか”
 - (1) 手数料の非公開
 - (2) 年金局長の答弁についての素朴な疑問
7. 重大な違いと指摘した総理の勘違い
8. まとめ

1. はじめに

今からちょうど3年前の平成26年2月28日に年金積立金管理運用独立法人(GPIF)は、株式会社日本政策投資銀行(DBJ)およびカナダ・オンタリオ州公務員年金基金(OMERS)との共同投資協定に基づき、投資信託を通じて、インフラストラクチャーへの投資(インフラ投資)を開始する旨を、プレスリリースした。

それから3年が経過した今日再び、GPIFのインフラ投資が、マスコミあるいはSNSを賑わすことになった。

平成29年2月2日付日本経済新聞が、つぎのとおり、2月10日米ワシントンで開く日米首脳会談で政府が提案する経済協力の一環として、年金積立金管理運用独立法人(GPIF)の米インフラ事業への投資が検討されていると報じたのである。

平成29年2月2日付日本経済新聞朝刊から抜粋（下線筆者）

公的年金、米インフラ投資 政府、雇用創出へ包括策 首脳会談で提案へ

政府が10日に米ワシントンで開く日米首脳会談で提案する経済協力の原案が1日、明らかになった。年金積立金管理運用独立法人(GPIF)が米国のインフラ事業に投資することなどを通じ、米で数十万人の雇用創出につなげる。対米投資などで米成長に貢献できる考えを伝え、トランプ政権との関係強化につなげる。

(略)

インフラ分野では、米企業などがインフラ整備の資金調達のために発行する債券を GPIF が購入することが柱だ。GPIF は 130 兆円規模の資金運用のうち 5%まで海外インフラに投資可能。現時点で数百億円にとどまっており拡大の余地が大きい。

(略)

かかる報道に対し GPIF は、同日直ちにホームページに、つぎのとおり「本日、一部報道機関より、当法人のインフラ投資を通じた経済協力に関する報道がなされておりますが、そのような事実はございません。」とする理事長コメントを掲載。

GPIF 理事長コメント「本日の一部報道について」

平成 29 年 2 月 2 日

各位

年金積立金管理運用独立行政法人

本日の一部報道について

本日、一部報道機関より、当法人のインフラ投資に関する報道がなされておりますが、そのような事実はございません。

以上

高橋則広理事長コメント

本日、一部報道機関より、当法人のインフラ投資を通じた経済協力に関する報道がなされておりますが、そのような事実はございません。

GPIF は、インフラ投資を含め、専ら被保険者の利益のため、年金積立金を長期的な観点から運用しており、今後とも、その方針に変わりはありません。

なお、政府からの指示によりその運用内容を変更することはありません。

ところが、翌 2 月 3 日付の朝日新聞が、つぎのとおりさらに詳細に報じたことから、かかる一連の報道内容についての真偽のほどが、折から開催されていた衆議院の予算委員会において、議論の的になった。

論点は、政府から GPIF に対する指示の有無である。

平成 29 年 2 月 3 日付朝日新聞朝刊から抜粋（下線筆者）

アメリカで七十万人雇用創出、首相、首脳会談で提案へ

日米首脳会談に向け、政府が検討する経済協力の原案が 2 日、明らかになった。トランプ米大統領が重視するインフラへの投資などで 4500 億ドル（約 51 兆円）の市場を創出し、

70 万人の雇用を生み出すとしている。日米間の貿易不均衡を批判するトランプ氏に 10 日の会談で示して理解を得たい考えだが、日本の公的年金資産の活用をあて込むなど異例の手法だ。

題名は「日米成長雇用イニシアチブ」。経済協力の 5 本柱で「両国に成長と雇用をもたらし、絆をさらに強化」するとうたう。米国でのインフラ投資では、約 17 兆円の投資で 65 万人の雇用創出を想定。テキサス州やカリフォルニア州の高速鉄道計画への協力、都市鉄道や地下鉄車両の 3 千両刷新などを盛り込む。

巨額の投資には「日本のファイナンス（資金）力を最大限活用」と明記。メガバンクや政府系金融機関による融資のほか、外国為替資金特別会計、公的年金を長期運用する年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の資金活用も見込んでいる。

（略）

2 月 3 日に開催された衆議院の予算委員会において、安倍内閣総理大臣は、「日米首脳会談における議論の詳細については、現時点では何ら決まっています。」「政府として（GPIF のインフラ投資を通じた経済協力）を検討しているわけでは全くございません。これははっきりと申し上げておきたいと思います。」と答弁のうえ、「そもそも私は、GPIF にこうしろああしろと言う権限がないんですよ。」と、政府から GPIF に対する指示を否定。

さらに 2 月 7 日に開催された衆議院の予算委員会においても、安倍内閣総理大臣は、首尾一貫して報道の内容および政府の指示を否定し、新聞も間違える、と断じた。

固より、報道機関がニュースソースを明らかにするはずはなく、結局のところ、報道内容の真偽のほど、および政府指示の疑念についての、政府と委員との応酬は、水掛け論に終始してしまった。

かかる疑念、すなわち政府が GPIF に対し、米インフラ投資を通じた経済協力を指示したのではないかとの疑念は、GPIF の運用に対する漠然とした不安が背景にあり、募ったものと思われることから、疑念が生じることになった原因の一端は、GPIF の説明不足にあり、説明不足は、インフラ投資に先立つ事前準備が十分ではなかったことが、原因と思われる。

ところで、参考人として出席した GPIF 理事長ほかの答弁内容から、GPIF のインフラ投資については、すでに開始から 3 年が経過しているにもかかわらず、未だに幾つかの課題あるいは問題点が解決されることなく残されており、結果として説明責任が果たされていないことが明らかになった。

以下に、オルタナティブ投資のための出口戦略について論点を整理した平成 28 年 9 月 28 日付拙稿「GPIF 改革成功のカギは、出口戦略にあり（その 2）」を補完し、GPIF が、この後、インフラ投資ほかのオルタナティブ投資を拡大する場合に、被保険者延いては国民の理解を得るために果たすべき説明責任について、論点を整理することと

致したい。

2. 衆議院予算委員会における質疑応答の詳細

後掲の別紙1《参考資料》第193回国会予算委員会第6号（平成29年2月3日）会議録抜粋、および別紙2《参考資料》193回国会予算委員会第8号（平成29年2月7日）会議録抜粋をご参照。

3. 未だに解決されていない課題および問題点

3日の衆議院予算委員会において、質疑に立った大串委員は、ニッセイ基礎研究所が、インターネットに掲載のオルタナティブ投資（代替投資）の基礎知識に関する記事を引用して、「このオルタナティブ投資というのは（略）、これらは総じてハイリスク・ハイリターン型であり、その仕組みも非常に複雑であるため、ファンドの選択には高度な専門知識と経験が必要とされる。目先の高い期待リターンに目を奪われて安易に投資を行えば、大損をこうむるリスクがあるため、専門家のアドバイスを参考にしながら綿密な準備を行うことが不可欠となる。」と、問題を提起した。

然り。

(1) 未だに公表されておらず策定不明なファンド選択についての基本方針（ポリシー）

まさしく、上記問題提起のとおり「オルタナティブ・ファンドは、その仕組みが非常に複雑であり、ファンドの選択には高度な専門知識と経験が必要である」ことから、インフラ投資ほかのオルタナティブ投資を開始するに際しては、当然に予めファンド選択についての基本的な考え方を明らかにして置く、すなわち基本方針（ポリシー）を策定して置く必要がある。

しかしながら、厚生労働省年金局が、社会保障審議会年金部会あてに提出した幾多の資料には、GPIFが、外貨建て投資信託受益証券ファンドを設定した後に、「管理運用方針」を改正し、「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」を制定した旨の記載はあるものの、ファンドの設定に先立ち、ファンド選択についての基本的な考え方、すなわち基本方針（ポリシー）を策定した旨の記載は無いのである。

次ページの、平成28年7月25日に開催された第39回社会保障審議会年金部会資料1「GPIFにおけるオルタナティブ資産への投資手法の追加について」抜粋をご参照。

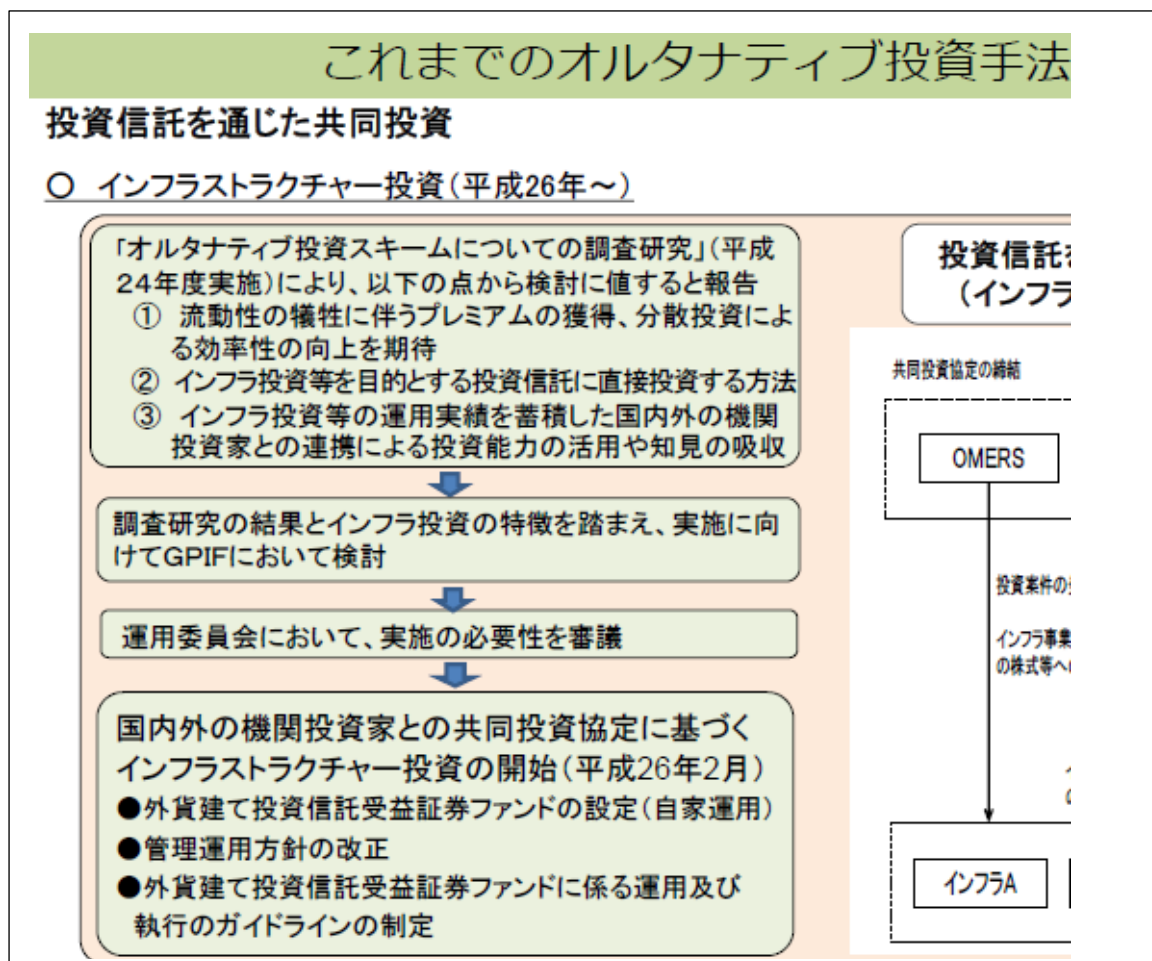
およそ、ガイドライン（指針）の有効性は、基本的な考え方（ポリシー）に依存するのであり、ポリシーあってこそそのガイドラインである。

長らく、専ら伝統的資産のみの運用に努めて来たGPIFは、その業務経験から「運用および執行のガイドライン」の必要性については十分認識しており、インフラ投資の開始に当たり「運用および執行のガイドライン」の制定については発想したものの、非伝統的資産すなわちオルタナティブ資産の運用を開始するに当たっては、先ず以て

ファンド選択についての基本方針（ポリシー）を策定する必要があるとの認識が、欠如していた可能性を否定し得ない。

非伝統的資産、すなわちオルタナティブ資産の運用は、伝統的資産の運用と異なり、売り手と買い手の情報が非対称であり、売り手が一方的に情報を保有し、買い手は売り手からの情報提供に依存するしかないことから、オルタナティブ・ファンド選択についてのポイントは、「透明性が確保されているか」「利益相反行為が排除されているか」および「責任関係が明確であるか」である。

第 39 回社会保障審議会年金部会（平成 28 年 7 月 25 日）資料 1 から抜粋



なお GPIF は、平成 27 年度以降の計画においては、「運用手法については、例えば、初めて取り組む手法やその運用方針については事前に運用委員会の審議を経るほか、実施状況や運用委員会から求めがあった事項については適時に運用委員会に報告す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。」と明記したものの、公表されている平成 27 年度以降に開催の運用委員会の議事要旨を見る限り、オルタナティブ・ファンド選択についての基本方針（ポリシー）について、審議

した形跡は無い。

さらに、今般予算委員会の質疑において GPIF 理事長は、つぎのとおり「運用および執行のガイドライン」については言及したものの、終ぞファンド選択についての基本方針（ポリシー）に言及することは無かった。

第 193 回国会予算委員会第 6 号（平成 29 年 2 月 3 日）会議録抜粋（下線太線筆者）

○高橋参考人 今のところ、認めていただいておりますのは全体の五％ということであり、恐らく七兆円前後の金額が投資可能だというふうに考えております。

想定しております投資対象は欧米の先進国が中心でありますことから、あらかじめ予定されておりますガイドラインに従って運用を指図しております運用者がアメリカのインフラを対象とした場合には、理屈の上では、結果としてアメリカのインフラへ向かうということもあり得るといふふうに考えております。

およそハイリスク・ハイリターン型の運用について被保険者の理解を得るためには、投資を開始する前に、予めファンド選択についての基本的な考え方を明らかにして置く必要があるのであり、今般日米首脳会談を目前に俄かに生ずることになった、政府が GPIF に対し、米インフラ投資を指示したのではないかとの疑念は、インフラ投資の開始からすでに 3 年が経過するにもかかわらず、未だに GPIF が、ファンド選択についての基本方針（ポリシー）を公表しておらず、被保険者が漠然とした不安を感じ取ったことが一因である、と言っても過言ではないと思われる。

ちなみに、GPIF の前身である年金福祉事業団は、1995 年 2 月合意に至った日米包括経済協定の所産である、リミテッドパートナーシップを活用した内外投資顧問会社の同事業団資金運用事業への参入スキームを構築するに当たって、予めスキーム採用についての基本方針を策定し公表した経緯がある（平成 28 年 9 月 28 日付拙稿「GPIF 改革成功のカギは、出口戦略にあり（その 2）」参照）。

表-1 オルタナティブ投資の実施に向けた PDCA サイクル（あるべき姿）

実施事項	状況
1. オルタナティブ投資スキームについての調査研究	実施済み
2. インフラ投資の実施に向けての検討	実施済み
3. 運用委員会における実施の必要性についての審議	実施済み
4. ファンド選択についての基本方針（ポリシー）の策定	不明
5. 運用委員会における基本方針の妥当性についての審議	不明
〈契約交渉〉	
6. 運用委員会における契約内容の妥当性についての審議	不明
7. ファンドの設定（契約締結）	実施済み

8. 管理運用方針の改正	実施済み
9. 運用および執行のガイドラインの制定	実施済み
〈デューデリジェンス（資産査定）〉	
10. 運用委員会における同上結果を踏まえた対応策についての審議	不明

(2) 運用委員会におけるきちんとした議論（ガバナンス）

今般予算委員会において GPIF 理事長は、委員からの、運用の方針の決定は理事長の専決事項かとの、ガバナンスについての確認に対して「運用の決定につきましては、当然のことながら、重要なものにつきましては、外部有識者の運用委員で（慎重な）審議をした上で、決裁は私が行っております」と回答。

今後のインフラ投資について問われた GPIF 理事長は、一般論と断った上で、「GPIF 自身の体制、管理の能力、それを踏まえた上で、運用委員会できちんと議論していただいた上で行っていく」と回答するとともに、現行のインフラ投資の仕組みは、契約上米国を投資対象に含み、結果として米国のインフラへ向かうこともあり得るとした上で、「GPIF 自身の体制をきちんとして整備しなくてはなりませんので、そこについては、きちんとして計画を立てて人員の体制を整備した上で行っていくということでありまして、あくまで5%につきましては上限でありまして、体制が出来なければ投資は出来ません。（略）これからも、あくまで、きちんとした運用体制ができればそれに応じた上で被保険者のために投資を行っていくということでありまして、それにつきましても、新たな仕組みを行うときには、運用委員会等きちんとして意思決定の手順を踏んできちんと投資をしていきたいということでありまして」と回答し、米インフラ事業に投資するための体制は、未だ整っていないとの認識を明らかにした。

しからば、これまでのインフラ投資は、きちんとして計画を立てて人員の体制を整備した上で、運用委員会できちんと議論して行なわれて来たのであろうか。

GPIF が公表している平成 25 年度から 28 年度足元まで約 4 年間の運用委員会の議事要旨について読み直して見たが、まことに残念ながらきちんとして議論したであろう形跡は、見当たらなかった。

注目すべきは、平成 26 年 9 月 19 日に開催された第 84 回運用委員会の議事要旨にあるつぎの質疑応答の内容であり、オルタナティブ投資における意思決定の手順についての GPIF 事務局の認識は、上記理事長の答弁内容とは、明らかに異なっている。

GPIF 第 84 回運用委員会議事要旨から抜粋（下線太線筆者）

事務局	オルタナティブに関しては、インフラ投資については、既に議論して投資を開始しており、御了解を得ている。その他の分野については運用委員会で御議論いただくが、そうした分野が投資対象としてよいということであれば、その後の <u>案件についてはある程度お任せいただき、進捗などを適宜御報告する</u> ということ
-----	---

進めたいと思っている。

ちなみに、平成 28 年 10 月 20 日に開催された第 110 回運用委員会における 7 番目の議題は「オルタナティブ資産に係る投資プログラムについて」であり、その議事要旨にある質疑応答の内容は、つぎのとおりであった。

現在の運用委員会の委員には、自らが主体的に投資プログラムの妥当性について検証をし、説明責任を果たすとの気概はないのであろうか。

GPIF 第 110 回運用委員会議事要旨から抜粋

委員 オルタナティブの場合には、情報の非対称性も大きいし、個別案件ごとのパフォーマンスの差異も大きいので、GPIF の内部のスタッフだけでなく、外部のリソースを活用しながら進めてほしい。

当然のことながら、インフラ投資が開始された平成 26 年 2 月 28 日の直前 2 月 20 日に開催された第 75 回運用委員会においては、つぎのとおりインフラ投資についての審議がなされているものの、「コストはかかるのか」「新規か、エグジットする部分か」「どのような考え方でこうなったのか」と、事後承認を前提としていると思しき質疑に終始しており、ファンド選択についての基本的な考え方、すなわち基本方針（ポリシー）など、GPIF のインフラ投資についてのあるべき姿について、きちんと議論をした形跡は無い。

GPIF 第 75 回運用委員会議事要旨から抜粋（下線筆者）

委員 投資信託の運用者と助言者にもコストはかかるのか。

事務局 今回の仕組みは、インフラ案件のソーシングはまず OMERS がやって、それで個別の案件について、投資信託の運用者と助言者で実際にデューデリジェンスを掛けて投資判断することになるので、当然そこはそのプロジェクト、あるいはインフラのプロジェクトのデューデリジェンスについてのコストは当然にかかってくる。

委員 運用するインフラ事業は新規か、それとも OMERS がエグジットする部分か。

事務局 OMERS が既に投資しているものの一部を譲り受ける部分もあるが、基本的には新規に投資する案件である。

委員 2,800 億円というのはどのような考え方でこうなったのか。

事務局 これは今回の共同投資協定に基づいて実際に参加するのは、他の投資家も参加する GSIA という共同投資のプラットフォームであり、そのときのたてつけとしては 1 シートという投資単位で、1 つが 12.5 億米ドルになっている。12.5 億米ドルを 2 シート、さらにプラスアルファも見込んでこのような数字になっている。

インフラ投資ほかのオルタナティブ投資においては、当初締結の契約内容、あるいはデューデリジェンス（資産査定）の結果が、その後の長期に亘る契約期間における、利害関係者のパワーバランス延いてはリスク管理のあり方を決定付けてしまうことになる。

したがって、当初締結の契約内容は極めて重要であるにもかかわらず、議事要旨を見るかぎり、運用委員会はインフラ投資の開始に先立ち、事務局に対して、契約書案文の提出を求め、透明性の確保、利益相反行為の排除あるいは責任関係の明確化などについて、きちんと議論をした形跡は無い。

加えて、議事要旨を見るかぎり、ファンドを設定した後にデューデリジェンス（資産査定）についての資料を要求した形跡もない。

これでは、東芝の二の舞となる恐れがありはしないだろうか。

(3) 未だに確保されていない投資信託を通じた投資スキームに係わる透明性

売り手すなわち投資先あるいは投資会社が、一方的に情報を保有し、買い手すなわち投資家は、売り手（投資先あるいは投資会社）からの情報提供に依存するしかない、情報が非対称なインフラ投資ほかのオルタナティブ投資において、透明性の確保は、買い手（投資家）にとっての根本命題である。

現行の GPIF のインフラ投資は、投資信託を通じた間接的な投資スキームであるが、今般予算委員会の審議において「どこの国のどんな事業に投資しているというのはわからない」「最低限ちゃんと検証ができるようにはしていただきたい」など、投資信託を通じた投資スキームにおける透明性の確保が問題視されることになった。

委員が、これまでのディスクローズではインフラ投資について個別の投資案件を把握することが出来ないとして、米インフラへの投資実績を検証する仕組みについて執拗に問い質した結果、GPIF 理事長は、投資実績が無い旨の答弁のみならず、図らずも、つぎのとおり、**国別、地域別など、個別の投資案件について、きちんと公表する方向で進めて行きたいと、踏み込んだ答弁をすることになった。**

GPIF の理事長自らが、ファンド投資における「ルック・スルー」(look-through) の実施について公言したことは、GPIF がこの後オルタナティブ・ファンド投資において透明性を確保して行く上で、ブレイクスルーとなる画期的な第一歩であり、**今般予算委員会における大いなる成果と思われる。**

第 193 回国会予算委員会第 8 号（平成 29 年 2 月 7 日）会議録抜粋（下線太線筆者）

○高橋参考人 基本的には、現在行っておりますインフラ投資案件につきましては、その契約の対象範囲が OECD 諸国のインフラというふうにされておりました、先ほど申し上げましたとおり、アメリカのインフラに対する投資は行われてはおりません。

開示につきましては、この投資スキームが御指摘のとおり投資信託を通じた間接的なも

のでありますので、銘柄名の開示ということでは、個別の投資案件についてはなかなか直接把握できないという御指摘かというふうに思っております。

したがいまして、現在も業務報告書では、案件が少のうございますのでかなり詳しく説明しておりますが、この件につきましては、共同投資でありますから、共同投資の相手方とも相談しながら、国別、地域別等、レベルを少し下げてくださいと公表する方向で、外部の有識者から成ります運用委員会にも相談しながら進めていきたいというふうに考えております。

おって「ルック・スルー」(look-through)とは、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であり、今日では国際的な潮流となって来ている。

たとえば、日本を含む27の国と地域の銀行監督当局および中央銀行により構成されるバーゼル銀行監督委員会は、2004年6月に合意のバーゼルⅡにおいて、信用リスク・アセットの額の算出に「ルック・スルー」方式を採用した。

金融庁は、上記バーゼル合意について、平成18年12月27日公表の「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）」抜粋（下線筆者）

＜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）

さらに、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（スウェーデン国民年金AP2）など、世界各地から350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のネットワークキングのための会員組織であるILPA（Institutional Limited Partners Association）は、2009年9月に公表した「プライベートエクイティ原則」（Private Equity Principles）において、3つの守るべき原則として、「利害の一致」（Alignment of Interest）と「ガバナンス」（Governance）および「透明性」（Transparency）を掲げ、取り分け「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) レベルまでの情報開示を求めている（詳細については拙稿平成 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）」参照）。

おって、投資対象の流動性が乏しく、個別性が高いオルタナティブ投資においては、売り手と買い手との情報の非対称性から、投資家の交渉能力には自ずと限界があり、投資家が横断的に情報を共有するネットワークキングのための会員組織は、投資家が業界と対峙し、交渉力を確保するために必要不可欠であって、非常に重要である。

GPIF は、ILPA への参加を検討すべきものと思料する。

4. ケーススタディ（東芝の失敗からの教訓）

GPIF は、米国中心に原子力事業で 7 千億円規模に上る巨額の損失が発生して、屋台骨を揺るがす事態に発展した、大手電機メーカー東芝の失敗を教訓とし、ガバナンスの強化に努めなければならない。

今般 GPIF を巡り衆議院予算委員会において質疑応答が繰り返されたのと相前後し、大手電機メーカー東芝の米原子力事業における損失発生および決算発表を巡り、連日の報道があった。

東芝の米原子力子会社であるウエスチングハウス（WEC）は、エンジニアリング大手のシカゴ・ブリッジ・アンド・アイアン（CB&I）から、2015 年末に、原子力発電所の建設などを手がける CB&I ストーン・アンド・ウェブスター（S&W）を買収したが、国内での原子力発電所建設に伴う工事費や人件費などの追加コストが膨らみ、買収時の想定を上回る巨額のコストが発生して、東芝の屋台骨を揺るがす事態に発展した模様である。

東芝は、平成 29 年 2 月 14 日突然に、第 178 期（2016 年度）第 3 四半期報告書の提出期限延長を申請のうえ「第 3 四半期報告書の提出期限延長、業績見通し、および原子力事業における損失発生の概要に関する説明会」を開催し、その説明資料「2016 年度第 3 四半期および 2016 年度業績の見通し並びに原子力事業における損失発生の概要と対応策について」の中で、**原子力事業の今後の方向性、取り分け海外事業のうち新設プラントについて「今後は土木建築部分のリスクは負担せず、機器供給やエンジニアリングに特化」**とするとともに、海外原子力主要案件の状況として、中国 AP1000 の、WEC（ウエスチングハウス）の所掌範囲について、**「EPC 契約ではなく、土木建築は含まれていない」**とした。

注目すべきは、「EPC 契約ではなく」としている点である。

EPC 契約の E、P、C は、設計（engineering）、調達（procurement）および建設（construction）の略であり、EPC 契約は、ターンキー契約と同義である。

ターンキー契約とは、プラントを建設する場合に、1 社あるいは企業連合が、設計から建設、試運転に至るまですべてを一括して請け負う契約であり、プラントを建設し、

試運転後、プラントの所有者に引き渡す。

ところで、東芝で、一体何が起きたのであろうか。

本稿執筆現在、未だに東芝は、今年度第 3 四半期報告書の提出に至っておらず、損失が発生した原因の詳細については不明であるが、たとえば「**S&W (CB&I ストーン・アンド・ウェブスター) の多額の隠れ債務を見逃したのが東芝の屋台骨を揺るがす事態に発展した**」(平成 29 年 2 月 21 日付日本経済新聞「バフェット氏が売り逃げた東芝の紛争先、原発の苦境映す」)、あるいは「**問題は担当者以外の経営陣が詳細な契約内容を認識していなかったことにある**」(平成 29 年 2 月 21 日付日本経済新聞「もう会社が成り立たない東芝 4 度目の危機」)、さらには「**(原発の土木・建設を含めた) 総合的エンジニアリングのノウハウ不足が露呈した**」(平成 28 年 12 月 28 日付日本経済新聞「東芝に厳しい視線減損 3000 億円規模の見方も」)などと報道されている。

かかる報道内容、および上記説明会における説明資料の文脈から推し量ると、損失が発生した原因の一端は、経営陣の EPC 契約についてのリスク認識の甘さにあったように思われる。

設計から建設、試運転に至るまですべてを一括して請け負う EPS 事業者が抱えることになるリスクの最たるものは、固定価格契約におけるコストの増加であり、コストの増加を招く要因の一つとして、環境変化を挙げることが出来る。

まさしく東芝の子会社ウエスチングハウス (WEC) が、米電力会社と締結した EPC 契約は、固定価格契約であり、かつ 2011 年 3 月に発生した福島第一原発事故に伴い、原子力事業を取り巻く環境が大きく変化し、米国においても安全基準が厳しくなったことから、工事費や人件費など、さらに工期の延長に伴う追加コストが膨らみ、想定を上回る巨額のコストを WEC が負担することになったものと思われる。

およそ、経営陣は、契約に伴うリスクを認識するとともに、環境変化が事業に与える影響について洞察しなければならない。

しかしながら、海外 M&A (合併と買収) など、売り手が一方的に情報を保有し、買い手は売り手からの情報提供に依存するしかない、情報が非対称な投資において、契約内容をチェックし、リスクを分析することは容易なことではない。

GPIF は、東芝の失敗を教訓とし、情報が非対称なオルタナティブ投資において、契約内容をチェックし、リスクを分析する能力、あるいは環境変化が同投資に与える影響について洞察する能力など、ガバナンスの強化に努めなければならない。

5. ケーススタディ (カルパースの ILPA 手数料テンプレートについての支持表明)

GPIF は、ILPA 参加、あるいは ILPA 手数料テンプレートについての支持表明ほか、カルパース (CalPERS、カリフォルニア州職員退職年金基金) の、加入者に対し説明責任を果たすための不断の努力を範として、透明性の確保に努める必要がある。

(1) プライベートエクイティ投資会社の過半数が手数料や費用を水増し請求

米国において、証券取引委員会（SEC）が、2010年に成立したドット・フランク法（米金融規制改革法）に基づきプライベートエクイティ（未公開株）業界を調査した結果、PE（プライベートエクイティ）投資会社の過半数が、投資家に通知せずに不当な手数料や費用を水増し請求していたこと、あるいはコンプライアンス（法令遵守）の重大な欠陥があったことが判明したとの報道がある（2014年4月7日ブルームバーグ「PE投資会社、半数以上が不当な手数料請求－SEC内部調査」、2014年5月7日ブルームバーグ「買収ファンドの大半で違法な手数料徴収が横行－SEC担当者」、2015年10月8日ブルームバーグ「米ブラックストーン、SECに約47億円支払いへ－PE業界調査で」）。

ちなみに、2014年5月6日にニューヨークにおいて開催の、プライベートファンド・コンプライアンス・フォーラム2014（Private Fund Compliance Forum 2014）の席上、米証券取引委員会（SEC）の法令遵守検査担当のディレクターであるアンドルー・ボーデン氏（Andrew J. Bowden, Director, Office of Compliance Inspections and Examinations）は、つぎのように講演している。

米証券取引委員会ホームページ掲載講演記録から抜粋（意識筆者）

Speech

Spreading Sunshine in Private Equity

Andrew J. Bowden, Director, Office of Compliance Inspections and Examinations

Private Equity International (PEI), Private Fund Compliance Forum 2014

New York, NY

May 6, 2014

（略）

Expenses

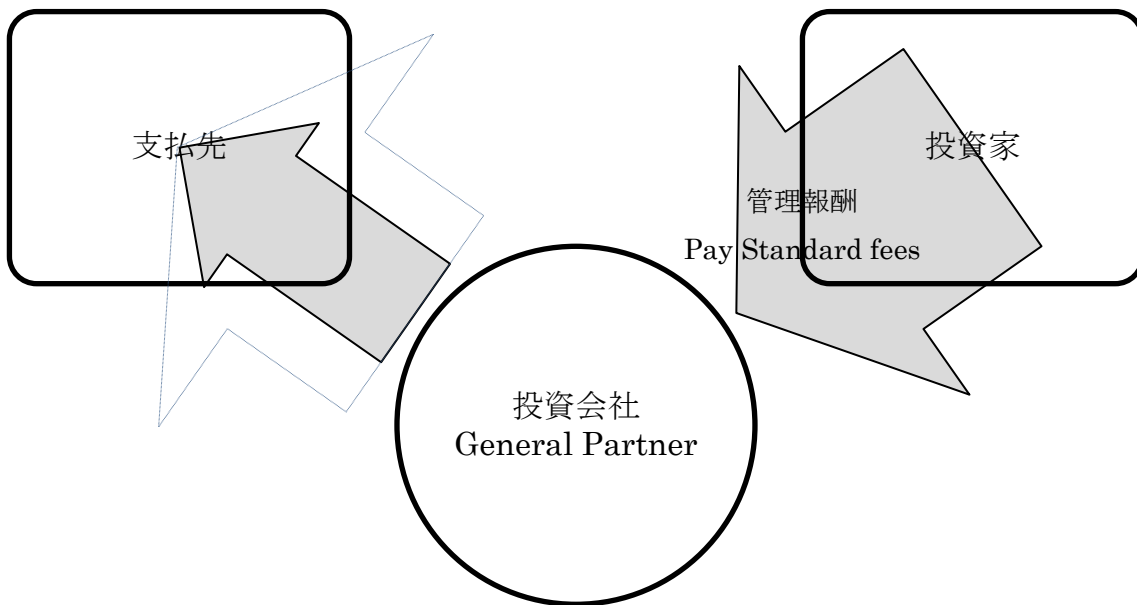
By far, the most common observation our examiners have made when examining private equity firms has to do with the adviser's collection of fees and allocation of expenses. When we have examined how fees and expenses are handled by advisers to private equity funds, **we have identified what we believe are violations of law or material weaknesses in controls over 50% of the time.**

（プライベートエクイティファンドのアドバイザーが手数料および経費をどのように処理しているかを調査したところ、当時の50%以上が法律違反あるいは管理上の重大な弱点であると認識しました。）

不当な経費および手数料の水増し請求についての典型的な例としては、つぎの二つがある。

A. 割引（リベート）を受けた経費の水増し請求《丸取り》

投資会社が、たとえば法律事務所などに支払う手数料などの経費について、Rebate（リベート、払い戻し、割引）を受けたにもかかわらず、投資家に通知しない。



B. 利益相反となる手数料分の水増し請求《二重取り》

投資会社と投資家の間で利益相反が生じる、たとえば投資会社が投資先から経営指導料（Portfolio Company fee）などの名目で受領する手数料分と、管理報酬とを相殺しない。

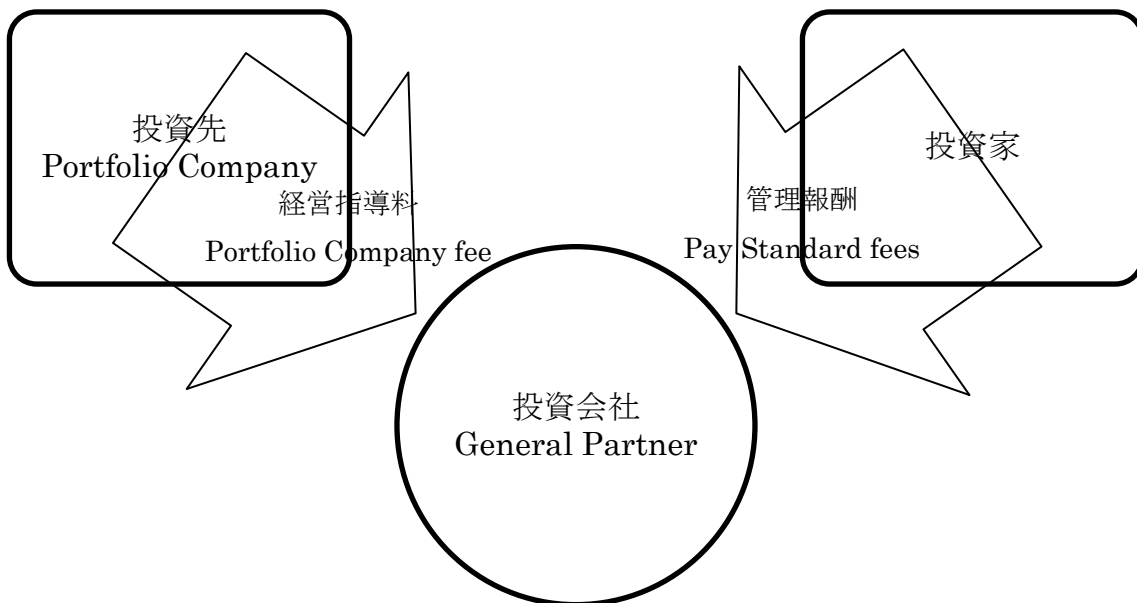


表-2 Reporting Template for Fees, Expenses, & Carried Interest

Best Practices Fund II, L.P.

A.Capital Account Statement for LP #5

A.1 NAV Reconciliation and Summary of Fees, Expenses & Incentive Allocation
Beginning NAV - Net of Incentive Allocation
Contributions - Cash & Non-Cash
Distributions - Cash & Non-Cash(input positive values)
Total Cash / Non-Cash Flows(contributions, less distributions)
Net Operating Income(Expense):
(Management Fees - Gross of offsets, Waivers & Rebates):
Management Fee Rebate
(Partnership Expenses - Total):
(Partnership Expenses - Accounting, Administration & IT)
(Partnership Expenses - Audit & Tax Preparatory)
(Partnership Expenses - Bank Fees)
(Partnership Expenses - Custody Fees)
(Partnership Expenses - Due Diligence)
(Partnership Expenses - legal)
(Partnership Expenses - Organization Costs)
(Partnership Expenses - Other Travel & Entertainment)
(Partnership Expenses - Other)
Total Offsets to Fees & Expenses(applied during period):
<u>Offset Categories</u>
Advisory Fee Offset
Broken Deal Fee Offset
Transaction & Deal Fee Offset
Directors Fee Offset
Monitoring Fee Offset
Capital Markets Fee Offset
Organization Cost Offset
Placement Fee Offset
Other Offset
(以下省略)

表-3 手数料・費用・成功報酬の報告テンプレートから抜粋（意識筆者）

ベストプラクティス Fund II, L.P.

A.LP#5 の資本勘定計算書

純資産価値の照合と、手数料、経費および成功報酬の要約
期初の純資産価値－成功報酬控除
出資－現金と現金以外
配当－現金と現金以外（正の値を入力）
全ての資金収支および資金以外収支（出資、配当控除）
（収入から経費を控除した）純収益（費用）
（管理報酬－相殺、免除、一部払い戻しの総額）
管理報酬の割引
（パートナーシップ経費の合計）
（経費－会計、管理および情報技術）
（経費－監査および税務）
（経費－銀行手数料）
（経費－保管手数料）
（経費－資産査定）
（経費－法務）
（経費－組織コスト）
（経費－その他の出張や遊興）
（経費－その他）
《利益相反から管理報酬と相殺する》手数料および経費の相殺合計（期中に適用される）
相殺区分
顧問手数料の相殺
ブローカー手数料の相殺
取引手数料の相殺
役員報酬の相殺
管理手数料の相殺
資本市場手数料の相殺
組織コストの相殺
斡旋手数料の相殺
その他の相殺
（以下省略）
（注）オルタナティブ投資においては、管理報酬とは別に、成功報酬を支払う。

(2) ILPA の手数料テンプレート

かかる水増し請求の実態を踏まえ、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のネットワークキングのための会員組織である ILPA (Institutional Limited Partners Association) は、プライベートエクイティファンドの手数料の透明化に取り組み、2016 年 1 月 29 日にプライベートエクイティにおける手数料・費用・成功報酬の報告テンプレート (Reporting Template for Fees, Expenses, & Carried Interest) をリリースした。

LIPA は、テンプレートの目標を、つぎのとおりとしている。

ILPA の QUARTERLY REPORTING STANDARDS から抜粋 (意訳筆者)

Template Goals

The Template is organized into two sections (A & B). Each section has a discrete goal, providing LPs with:

(テンプレートは、2つのセクション (A と B) で構成されています。各セクションには個別の目標があり、LP (リミテッドパートナー) には次のものを提供します。)

A. The ability to monitor, aggregate, and analyze their direct cost of participating in a given private equity fund (a “Fund”). These values are presented within the framework of a typical partners’ capital account statement, providing valuable context to the reported fees.

(A.特定のプライベートエクイティファンド(「ファンド」)に参加するための直接的なコストを監視し、集計し、分析する能力。これらの値は、典型的なパートナーの資本勘定計算書の枠組みの中で提示され、報告された手数料に貴重な文脈を提供します。)

B. A summary of the GP’s sources of economics regarding the Fund and the investments made by the Fund (incl. reimbursements & any fees not subject to offset) .

(B.ファンドおよびファンドの投資に関する GP (ゼネラルパートナー) の経済力の源泉についての要約 (相殺されない払い戻しおよび手数料を含めて。)

おって、手数料・費用・成功報酬の報告テンプレート (Reporting Template for Fees, Expenses, & Carried Interest) 抜粋については、16 ページ表-2 および 17 ページ表-3 のとおり。

(3) カルパースの ILPA 手数料テンプレートについての支持表明

カルパースは、ILPA が Fee Reporting Template (手数料報告テンプレート) を公

表した同日にこれを支持し、つぎのとおり、プライベートエクイティファンドの経営者たちが、ILPA の Fee Reporting Template (手数料報告テンプレート) に従って、Management fees and any offsets applied (管理報酬および適用された相殺) と Partnership expenses (経費) および Carried interest paid and accrued (支払われた成功報酬および未払いの成功報酬) さらに Fee not subject to offset (ファンドの経営者たちが収受した、管理報酬と相殺されていない手数料の金額) と Fee collected by related parties or affiliates (ファンドの経営者たちが収受した、関係者あるいは関連会社によって受け取られた手数料の金額) を報告することを要請するとの意向を表明した。

[CalPERS ホームページ](#) > [Newsroom](#) > [CalPERS News から抜粋 \(意訳筆者\)](#)

CalPERS Endorses New ILPA Fee Reporting Template

January 29, 2016

Communications & Stakeholder Relations

(916) 795-3991

Brad W. Pacheco, Deputy Executive Officer

Contact: Joe DeAnda, Information Officer

newsroom@calpers.ca.gov

SACRAMENTO, CA - The California Public Employees' Retirement System (CalPERS) today announced that it has endorsed the use of the Institutional Limited Partners Association's (ILPA) new fee reporting template for private equity general partners.

"CalPERS is committed to the highest levels of transparency and openness," said Ted Eliopoulos, CalPERS Chief Investment Officer. "We welcome the release of this template and I commend ILPA for their work. Adoption of the template by all limited partners is an important step toward bringing uniform reporting to the private equity industry."

CalPERS intends to request that its private equity fund managers comply with the reporting practices as illustrated by the ILPA Fee Reporting Template, and the related guidance produced by the ILPA Fee Transparency Initiative, including:

(CalPERS は、プライベートエクイティファンドマネージャーが、ILPA 手数料報告書テンプレートおよび ILPA 手数料透明性の新たな取り組みによって作成された関連ガイダンスに示されているような報告実務に従うことを要請する予定です。)

● Quarterly reporting by managers that detail at the individual Limited Partner

level periodic changes and balances on a year-to-date and since inception basis for:

- Management fees and any offsets applied
- Partnership expenses
- Carried interest paid and accrued

(つぎの、年初来および設立以来の定期的な変化および残高を、個々のリミテッドパートナーレベルで詳述する、マネージャーによる四半期報告書報告

管理報酬および適用された相殺

パートナーシップ経費

支払われた成功報酬および未払いの成功報酬)

●Quarterly reporting of certain monies collected by fund managers, including:

- Fees not subject to offset
- Fees collected by related parties or affiliates

(ファンドマネージャーによって受け取られた特定の金額の四半期報告書

ファンドの経営者たちが収受した、管理報酬と相殺されていない手数料の金額

ファンドの経営者たちが収受した、関係者あるいは関連会社によって受け取られた手数料の金額を含む)

●Disclosure on the occurrence of routine or non-routine regulatory examinations, and information on how to review the results of such examinations

(日常的または非日常的な規制当局による調査の発生に関する開示、およびそのような調査の結果の見直しに関する情報)

CalPERS staff identified a need to better track and report program expenses, carried interest, and other portfolio and fund level data in its private equity investments in 2011. This led to the creation of the Private Equity Accounting and Reporting Solution (PEARS) system, a proprietary tool that allows CalPERS to comprehensively report carried interest and other information from its private equity investments. The new ILPA template will be added as a source of information for PEARS.

Visit [ILPA](#) for a copy of the new ILPA Fee Reporting template and related guidance.

すでに CalPERS は、成功報酬の一部について、その開示に漕ぎ着けており、GPIF は、CalPERS のかかる不断の努力を範として、透明性の確保に努める必要がある。

6. “なぜ、非効率な現在の仕組みを、直ちに中止しないのか”

(1) 手数料の非公開

ところで、GPIFは、そのインフラ投資に係わる手数料については、今日まで一切公開をしていない。

インフラ投資開始（平成26年2月28日）直後の、平成26年4月2日に開催された衆議院の第186回国会厚生労働委員会において、委員から、手数料の金額について問われた当時のGPIF理事長は、つぎのとおり「私募の投資信託ということで守秘義務が課せられておるため、具体的な水準については公表することができない云々」と、手数料の公開を拒否したのである。

第186回国会厚生労働委員会会議録第7号（平成26年4月2日）抜粋（下線太線筆者）

○長妻委員 そうすると、今回のスキームは、十五ページにありますけれども、GPIFが投資信託、ニッセイアセット、助言がマーサーということですが、手数料というのはどのぐらいの金額を想定されておられるんですか。

○三谷参考人 私どもでは、基本的に、国民の皆様の御理解が得られるよう積極的に情報開示を進めておりまして、その一環として、各運用受託機関、これは実際に運用してもらっているところでございますが、そういったところに支払った手数料につきましても当法人のホームページにおいて公開しております。

しかしながら、今回のインフラ投資につきましても、私募の投資信託ということで守秘義務が課せられておるため、具体的な水準については公表することができないわけでございますけれども、一般的なインフラ投資と比べて低位な水準であると考えております。

○長妻委員 手数料は公表できないということでありましてけれども、利回り目標というのはどのぐらいを考えておられるんですか。

○三谷参考人 これも、OMERSとの間ではそれなりの利回りがとれるものということで協定を結んでおりますが、内容については、OMERSとの関係で守秘義務がございまして、私どもとしては、これも公表いたしかねるということでございます。

ただし、実際に投資が行われまして運用利回りが上がってきたときには、そういったものの内容につきましても、しかるべき機会に公表してまいりたいと思っております。

○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、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)

(2) 年金局長の答弁についての素朴な疑問

そして、間もなくインフラ投資の開始から3年が経過しようとしていた、今般2月7日に開催の予算委員会において「LPS（リミテッドパートナーシップ）、投資事業組合を通じたオルタナティブができるように」政令を改正することの趣旨、取り分け投資先について問われた厚生労働省年金局長は、つぎのとおり現行の「こうした投資信託を活用いたします仕組みは、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ございます、大変高額な手数料が生じてしまいます」と、事も無げに答弁したのであるが、これまで3年間手数料について非公開であった挙句の果てに、効率性の観点から道を開いたと言われても、被保険者延いては国民は、到底納得出来るものではないと思われる。

第193回国会予算委員会第8号（平成29年2月7日）会議録抜粋（下線筆者）

○鈴木政府参考人 お答え申し上げます。

ただいま御指摘のございましたオルタナティブの投資でございますけれども、これは、現在、投資信託証券の取得を通じた投資のみが GPIF に認められているという状況でございます。

この点につきまして、海外の年金運用機関では多様な手法が可能となっておりますので、例えばこうした機関との共同投資を進めていくということになりますと、現在の仕組みが障壁となっている。あるいは、加えて、こうした投資信託を活用いたします仕組みは、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ございます、大変高額な手数料が生じてしまいます。こういったような課題が指摘されていたところでございます。

そこで、国民からお預かりしています大事な年金積立金をできるだけ効率的に運用する、こういう観点から、ただいま御指摘のございました LPS、リミテッドパートナーシップ、これを活用することにつきまして、GPIF の外部有識者から成ります運用委員会から、これを活用できるようにすべきだという御要望がございました。

こうした点なども受けまして、社会保障審議会の年金部会でこれまた検討をさせていただいたところでございまして、昨年七月に関係政令の改正について了承されたところでございまして、現在その整理を行っているところでございます。

然らば“なぜ、高額な手数料が生じる投資信託を通じた仕組みで、インフラ投資を急ぐ必要があったのか”。

“なぜ、非効率な現在の仕組みを、直ちに中止しないのか”。

腑に落ちない。

GPIF は、3 年前、インフラ投資の開始についてのプレスリリース文において、「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）」とした。

平成 27 年度末の時価総額は、814 億円と報告されているが、今般上記のとおり、現在の仕組みが非効率であると公言した以上は、説明責任を果たすことなく投資枠の残

額について追加投資することは許されないのではないだろうか。

GPIFは、これまでに実施して来たインフラ投資についてその実態を詳らかにし、第三者による妥当性の評価を受け、結果を公表することにより、説明責任を果たす必要があるのであって、さもなければ、被保険者延いては国民の理解を得て、インフラ投資ほかのオルタナティブ投資を拡大することは望むべくもないと思われる。

7. 重大な違いと指摘した総理の勘違い

今般予算委員会において、問われることなく、総理が発言する場面があった。

2月7日に開催の衆議院予算委員会において、安倍内閣総理大臣は、委員の質疑内容に「時系列で重大な違い」があったとして、つぎのとおり発言したのである。

しかしながら、GPIFの基本ポートフォリオの変更は、第2期中期計画の変更について厚生労働大臣の認可を受けた、平成26年10月31日に決まったのであり、「その段階では既に二十五年の九月から GPIF の基本ポートフォリオが決まったわけでありまして」とする総理の発言内容は、勘違いである。

第193回国会予算委員会第8号（平成29年2月7日）会議録抜粋（下線筆者）

○安倍内閣総理大臣 先ほど、時系列で重大な違いがありますので。

ダボス会議の私の発言と伊藤さんたちが決めたことについては、私がダボス会議で発言したのは平成二十六年の一月の時点でありまして、その段階では既に二十五年の九月から GPIF の基本ポートフォリオが決まったわけでありまして、それを受けて、その基本的な方針の中において、そこにフォワードルッキングな改革を行っていくということは既に決まって、フォワードルッキングというのは、先を見据えた投資を行っていくという方針が決まっていたので、まさに、私が決めて彼らが何かやったんじゃないでなくて、彼らが決めたことにのっとなってそれを私が、これは成長戦略にも役立つ、事実、結果としてはそうなっているわけでございます。

それと、私たちのこの四年間では三十兆円を超える利益が出ているということは申し上げておきたい、このように思います。

ちなみに、政府が主導した、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が「中間論点整理」を取りまとめ、公表したのが、平成25年9月26日であり、同論点整理の項番5 リスク管理において「フォワード・ルッキングな（先行きを見据えた）リスク分析を行う必要」を掲げた経緯がある。

GPIFが、自ら初めて、フォワードルッキング云々を謳ったのは、平成26年10月31日付の中期計画の変更においてであり、基本ポートフォリオの基本的な考え方として「基本ポートフォリオは、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的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」とした。

年月日	出来事
平成 25 年 6 月 14 日	日本再興戦略閣議決定
平成 25 年 6 月 27 日	公的・準公的資金の運用・リスク管理等の有識者会議発足
平成 25 年 7 月 1 日	第 1 回有識者会議
平成 25 年 7 月 30 日	第 2 回有識者会議
平成 25 年 8 月 23 日	第 3 回有識者会議
平成 25 年 9 月 12 日	第 4 回有識者会議
平成 25 年 9 月 26 日	第 5 回有識者会議「中間論点整理」公表
平成 25 年 10 月 15 日	第 6 回有識者会議
平成 25 年 10 月 30 日	第 7 回有識者会議
平成 25 年 11 月 20 日	第 8 回有識者会議「報告書」公表
平成 25 年 12 月 13 日	金融庁金融・資本市場活性化有識者会合「提言」公表
平成 25 年 12 月 24 日	独立行政法人改革等に関する基本的な方針閣議決定
平成 26 年 1 月 22 日	安倍首相ダボス会議演説
平成 26 年 1 月 24 日	産業競争力の強化に関する実行計画閣議決定
平成 26 年 2 月 28 日	GPIF インフラ投資開始
平成 26 年 4 月 2 日	衆議院第 186 回国会厚生労働委員会
平成 26 年 6 月 24 日	日本再興戦略改訂 2014 閣議決定
平成 26 年 10 月 31 日	GPIF 中期計画変更、基本ポートフォリオ変更
平成 27 年 6 月 30 日	日本再興戦略改訂 2015 閣議決定
平成 28 年 1 月 29 日	(ILPA 手数料テンプレート公表)
平成 28 年 6 月 2 日	日本再興戦略 2016 閣議決定
平成 29 年 2 月 2 日	一部報道「公的年金、米インフラ投資」
平成 29 年 2 月 2 日	GPIF 理事長コメント「本日の一部報道について」
平成 29 年 2 月 3 日	衆議院第 193 国会予算委員会
平成 29 年 2 月 7 日	衆議院第 193 国会予算委員会
平成 29 年 2 月 14 日	(東芝第 3 四半期報告書の提出期限延長)
平成 29 年 3 月 14 日	(東芝第 3 四半期報告書の提出期限再延長)

安倍首相平成 26 年 1 月 22 日世界経済フォーラム年次会議冒頭演説抜粋

(略)

日本の資産運用も、大きく変わるでしょう。1 兆 2000 億ドルの運用資産をもつ GPIF に

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。

8. まとめ

今般「年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が米国のインフラ事業に投資することなどを通じ、米で数十万人の雇用創出につなげる」（平成 29 年 2 月 2 日付日本経済新聞朝刊）などの一部報道が、衆議院予算委員会において問題視されることになった背景には、ハイリスク・ハイリターン運用であるインフラ投資に対する、被保険者延いては国民の漠然とした不安が背景にあったのではないだろうか。

年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の目的は、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こと（法第 3 条）であり、インフラ投資を含む運用対象の多様化は、あくまでも事業運営の安定化のための一手段に過ぎないにもかかわらず、多様化すること自体が目的化してしまい、被保険者に対し、多様化に伴う課題および問題点についての十分な説明がなされないまま、今日に至っていると言って過言ではないと思われる。

そもそも、運用対象の多様化を提案した、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は、平成 25 年 11 月 20 日公表の報告書において、ただ単に運用対象の多様化を提言したのみならず、つぎのとおり、説明責任を果たすように注意を喚起していたのである。

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抜粋

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。

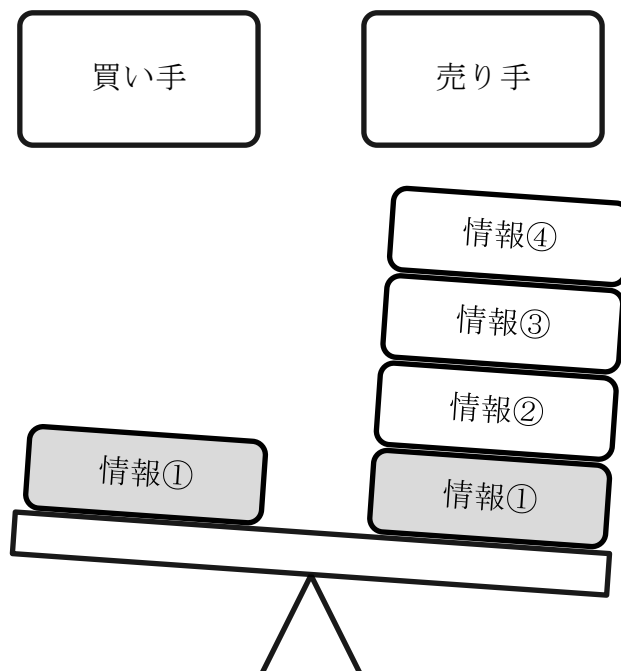
にもかかわらず、説明責任が十分果たされないまま今日に至っている原因は、予めの綿密な準備が不足していた点にあるのではないだろうか。

- (1) 未だにファンド選択についての基本方針（ポリシー）は公表されておらず、
- (2) 運用委員会においてきちんと議論した形跡は無く、
- (3) 投資スキームにおける透明性の確保は実現していない。

インフラ投資ほかのオルタナティブ運用がハイリスクである所以は、売り手と買い手の情報が非対称であることに起因する。

それ故に、情報の非対称性に備えた綿密な準備が必要不可欠であるが、伝統的な資産の運用に慣れ親しんで来た GPIF の関係者は、情報の非対称性に備えることの重要性についての認識が乏しく、兎にも角にもインフラ投資の開始を急いでしまったのではないだろうか。

伝統的資産の運用	オルタナティブ資産の運用
売り手と買い手の情報に差が無い	売り手と買い手の情報が非対称



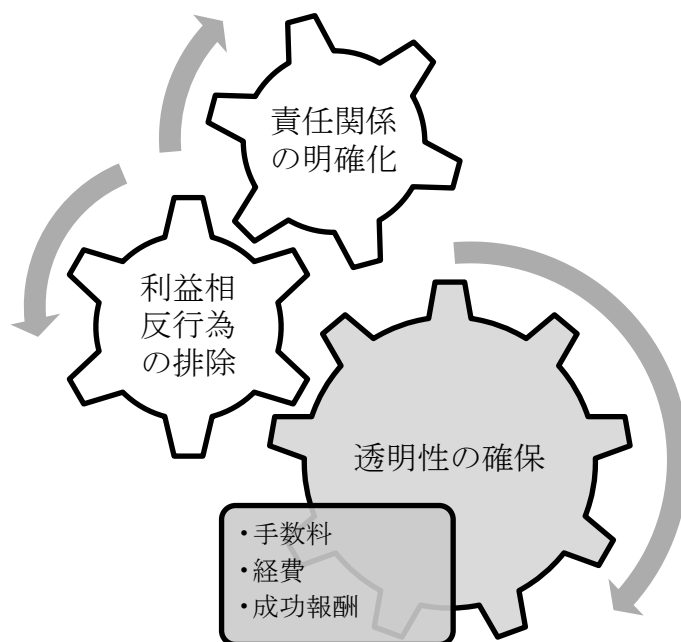
売り手すなわち投資先あるいは投資会社が、一方的に情報を保有し、買い手すなわち投資家は、売り手（投資先あるいは投資会社）からの情報提供に依存するしかない、情報が非対称なインフラ投資ほかのオルタナティブ投資における、買い手（投資家）にとっての根本命題は、透明性の確保であって、被保険者延いては国民の理解を得るべく説明責任を果たす上で、透明性の確保は、はじめの一步である。

そして、説明責任を果たすとともに、被保険者の利益を守るためには、手数料および経費あるいは成功報酬などについての透明性を確保した後、得られた情報に基づき、売り手（投資先あるいは投資会社）の利益相反行為を排除し、売り手の故意、重過失のみならず、過失を含む責任を明確にする必要があるのである。

すなわち、被保険者の理解を得るべく説明責任を果たすとともに、被保険者の利益を守るために解決すべきおもな課題あるいは問題点は、「透明性の確保」「利益相反行為の排除」および「責任関係の明確化」であり、解決するためには、継続的改善のためのPDCAサイクルを構築する必要がある。

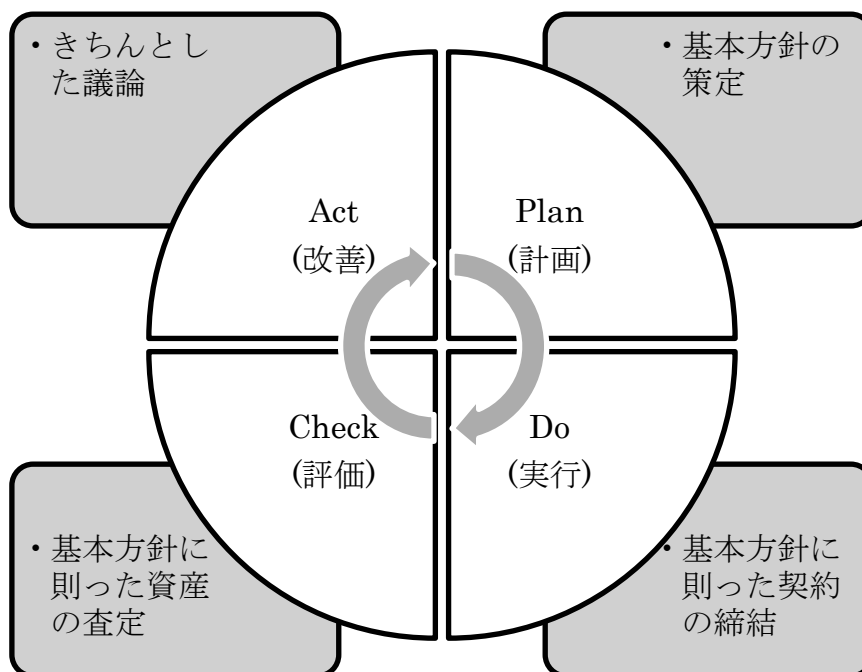
PDCAサイクルとは、計画（P）、実行（D）、評価（C）、改善（A）の4段階を順に繰り返すことにより、業務の効率あるいは製品の品質などを継続的に改善して行くためのマネジメント手法である。

被保険者の利益を守るために解決すべき課題・問題点



PDCA サイクルの4段階については、つぎのとおり。

- (1) P (計画) - ファンド選択についての基本方針 (ポリシー) の策定
ポイントは「透明性の確保」「利益相反行為の排除」「責任関係の明確化」である。
- (2) D (実行) - 基本方針に則った契約の締結
- (3) C (評価) - 基本方針に則った資産の査定 (デューデリジェンス)
- (4) A (改善) - きちんとした議論



今般一部報道から、政府が GPIF の米インフラ投資を指示の疑念を招くことになった原因一端は、インフラ投資についての GPIF の説明不足にあり、説明不足の原因は、準備不足にあると思われるが、準備不足とは、まさしくかかる PDCA サイクルの構築不備であり、GPIF にとって PDCA サイクルの構築は、急務である。

おって、蛇足ながら、投資家は、投資会社が、オルタナティブ投資を手掛ける妙味は、「経費の割引（リベート）」や「利益相反行為」にあること、そして自らが支払う管理報酬と「経費の割引（リベート）」や「利益相反行為」との相殺は、投資会社とのタフな交渉によってのみ勝ち取ることか出来ることを、肝に銘じて置く必要がある。

以上

《参考文献》

- 日本経済新聞「公的年金、米インフラ投資」（H29.2.2 朝刊）
- 日本経済新聞「バフェット氏が売り逃げた東芝の紛争先、原発の苦境映す」（2017.2.21）
- 日本経済新聞「もう会社が成り立たない東芝 4 度目の危機」（2017.2.21）
- 日本経済新聞「東芝に厳しい視線減損 3000 億円規模の見方も」（2016.12.28）
- 朝日新聞「アメリカで七十万人雇用創出、首相、首脳会談で提案へ」（H29.2.3 朝刊）
- GPIF 理事長コメント「本日の一部報道について」（H29.2.2）
- GPIF 平成 27 年度計画
- GPIF 平成 28 年度計画
- GPIF 第 75 回運用委員会議事要旨
- GPIF 第 84 回運用委員会議事要旨
- GPIF 第 110 回運用委員会議事要旨
- GPIF プレスリリース「国内外の機関投資家との共同投資に基づくインフラ投資の開始について」（H26.2.28）
- GPIF プレスリリース「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」（H26.10.31）
- GPIF 平成 27 年度業務概況書
- その他 GPIF の公表資料
- 衆議院第 186 回国会厚生労働委員会会議録第 7 号（H26.4.2）
- 衆議院第 193 回国会予算委員会会議録第 6 号（H29.2.3）
- 衆議院第 193 回国会予算委員会会議録第 8 号（H29.2.7）
- 厚生労働省第 39 回社会保障審議会年金部会資料 1（H28.7.25）
- その他厚生労働省の公表資料
- 金融庁「バーゼルⅡに関する追加 Q&A」（H18.12.27）
- 東芝「第 178 期第 3 四半期報告書の提出期限延長申請に係る承認のお知らせ」（2017.2.14）

- 東芝「2016年度第3四半期および2016年度業績の見通し並びに原子力事業における損失発生の概要と対応策についてのお知らせ」(2017.2.14)
- 東芝「代表執行役の異動(辞任)に関するお知らせ」(2017.2.14)
- ブルームバーグ「PE投資会社、半数以上が不当な手数料請求-SEC内部調査」(2014.4.7)
- ブルームバーグ「買収ファンドの大半で違法な手数料徴収が横行-SEC担当者」(2014.5.7)
- ブルームバーグ「米ブラックストーン、SECに約47億円支払いへ-PE業界調査で」(2015.10.8)
- 米証券取引委員会ホームページ掲載講演記録 <http://www.sec.gov/News/Speech>
- その他米証券取引委員会の公表資料
- ILPA「Private Equity Principles」(2009.9)
- ILPA「QUARTERLY REPORTING STANDARDS」
- ILPA「Reporting Template for Fees, Expenses, & Carried Interest」
- その他ILPAの公表資料
- CalPERSホームページ › Newsroom › CalPERS News
- その他CalPERSの公表資料
- 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中間論点整理
- 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
- 首相官邸ホームページ平成26年1月22日世界経済フォーラム年次会議冒頭演
- 日本バイアウト研究所編「機関投資家のためのプライベートエクイティ」(H25.2.14株式会社きんざい)
- ニッセイ基礎研究所ホームページ › オルタナティブ投資(代替投資)の基礎知識
- 中窪文雄「オルタナティブ投資(代替投資)の基礎知識」(ニッセイ基礎研REPORT2002.8)
- その他ニッセイ基礎研究所の公表資料

《参考資料》

第 193 回国会予算委員会第 6 号（平成 29 年 2 月 3 日）会議録抜粋（下線筆者）

○大串（博）委員 民進党の大串でございます。

早速質疑に入らせていただきたいと思います。

予算委員会冒頭の質疑、私、二回目でございますけれども、いろいろな論点がございます。

まず、二月十日に総理がトランプ新大統領と面会されるときに関してでございますけれども、いろいろな報道が既に飛び交っております。資料にもつけさせていただきましたが、二月十日にトランプ大統領とお会いになられたときに、昨日は、日経新聞でしたけれども、公的年金、米インフラ投資という記事が出、また、きのうの読売新聞の夕刊でも具体的な数字も出てきました。きょうの朝刊でも、軒並み、アメリカで七十万雇用創出、首相、首脳会談へ提案へということで、四千五百億ドル、五十一兆円の規模で、七十万人の雇用を生み出す、こういったことを日米の首脳会談で提案するというような、非常に具体的な内容も、米国へのインフラ投資十七兆円、世界のインフラ投資二十二兆円、ロボットと人工知能六兆円、サイバー、宇宙空間六兆円等々、極めて具体的な報道が相次ぎました。

ここまでいろいろ出てくると、そういうことなんだろうなというふうに思わざるを得ませんし、私も、こういうことかなと思って、あれっと思ったのは、この間の茂木政調会長のこちらでの質疑のときにこの点の話になった。

そこで茂木政調会長の方から、御指摘のように、日米がこれから協力をしていく分野、AI であったりロボット、こういった新技術もあると思います、エネルギーの分野もあります、そして、アメリカは今、東海岸で高速鉄道を計画しておりますが、これには日本の技術が必要であります、こういったインフラ投資の分野、狭い貿易ではなくて、日米がより幅広い枠組みで協力をしていく、こういったことが重要なんだと思っています。

えらく具体的なことをおっしゃるなというふうに、私、あれっと思ったことがあった。それに引き続いてのこれだけの具体的な報道であります。

私、特に非常に気になったのは、公的年金、米インフラ投資へと。公的年金というのは、国民の皆さんのお金ですよ。将来の年金の給付に充てられるべきお金ですよ。これをトランプ新大統領の面会のときに、日本からお土産のように、安倍総理の財布がわりかのごとく出していくというのは、私、どういったことなのかなというふうに思ひまして、まず、少し事実確認をさせていただきたいと思います。

きょうは、GPIF の理事長さん、来られていると思います。事実確認をさせていただきたいんですけども、公的年金、GPIF の積立金、百四十兆円ありますけれども、これは、要するに、安倍政権になってから、かなりリスクをとる運用に変わりました。その中で、特にオルタナティブ運用というのができるようになった。ここの中で、実は、オルタナティブ投資というのは、インフラとか不動産とかこういうものにも投資していこう、年金のお金をそういうところにも突っ込んでいこうということなんですけれども、私たちはこれには反対です。

私たちはこれには反対ですということを申し上げた上で、今のこの安倍政権になってからの仕組みの中で、この GPIF の百四十兆円、オルタナティブ投資に幾ら投資ができて、今の段階で幾ら投資されて

いるのか、そして、それがアメリカのインフラ投資に使われるということが可能であるのかどうか、GPIFの理事長に答弁を求めます。

○高橋参考人 GPIFが行っておりますオルタナティブ投資のうち、インフラストラクチャーに関する投資は、現在、投資信託のスキームを活用いたしまして、平成二十七年度末の時価総額は八百十四億円、収益額はプラス六億円という状況であります。

想定している投資対象は、収入の安定している稼働中のインフラストラクチャーであります。昨日、理事長コメントを出ささせていただいておりますが、お伝えしたかったことは二つでありまして……（大串（博）委員「いや、質問に答えてください」と呼ぶ）失礼いたしました。

今後とも、被保険者の利益のために、長期的な観点から運用をしたいというふうに考えております。

○大串（博）委員 理事長、質問をよく聞いてください。あと二問、答えてください。

オルタナティブ投資でどれだけの投資ができる枠があるのか。そのうち、今、八百十数億円という規模を言われましたけれども、全体で幾らまで投資できるのかということと、かなり余白があります、この余白を使って、この報道にあるようなアメリカのインフラ投資に投資できる可能性があるのか、お答えください。

○高橋参考人 今のところ、認めていただいておりますのは全体の五%ということでありますので、恐らく七兆円前後の金額が投資可能だというふうに考えております。

想定しております投資対象は欧米の先進国が中心でありますことから、あらかじめ予定されておりますガイドラインに従って運用を指図しております運用者がアメリカのインフラを対象とした場合には、理屈の上では、結果としてアメリカのインフラへ向かうということもあり得るというふうに考えております。

○大串（博）委員 このとおり、仕組み上は七兆円もオルタナティブ投資ができるようになったんですね、安倍政権のもとで。

それで、このオルタナティブ投資というのはどういうものかということ、伝統的ないわゆる株とか債券とかじゃない、非伝統的な、代替的な投資先ですよ。だから、ファンドを組んで、プライベートエクイティ、不動産、あるいはインフラ、天然資源、そういったものに投資をする。

これは、ニッセイ基礎研究所のある専門家がネットの中にも書かれています。オルタナティブ投資とはそういうものであって、これらは総じてハイリスク・ハイリターン型であり、その仕組みも非常に複雑であるため、ファンドの選択には高度な専門知識と経験が必要とされる、目先の高い期待リターンに目を奪われて安易に投資を行えば、大損をこうむるリスクがあるため、専門家のアドバイスも参考にしながら綿密な準備を行うことが不可欠となる。こんなリスクの高いものなんです。

そこに百四十兆円のうち七兆円も投資できるようにしちゃったわけですね。そのうち、今、先ほどお話をありましたインフラ投資には八百十四億円、実はかなりのすき間があるわけですね。

今言われたように、アメリカでのインフラ投資も、その仕組みが組まれれば可能であるというふうに言われます。まさに報道どおりじゃないですか。まさに報道どおりで、公的年金をアメリカのインフラ投資に投じて、しかも、それを今回、二月十日のトランプ大統領との面会のときに、全部で四千五百億ドル、五十一兆円の市場をつくり出す貢献を日本としてしますと。まさに私たちの公的年金のお金を使

ってトランプさんにお土産を持っていっているようなものじゃないですか。

安倍総理、ぜひ、年金のお金を使ってトランプさんにお土産を持っていくようなことはしない、これを約束していただけますか。

○**安倍内閣総理大臣** まず、報道というのは、報道のとおりになることもあれば、全く報道と違うこともあるんです。それは大串委員も御承知のとおりなんだろうな、こう思います。日米首脳会談における議論の詳細については、現時点では何ら決まっています。

いずれにせよ、GPIFについては、先ほど参考人から御説明がありましたが、GPIFによる年金積立金の運用は、法律の規定に基づき、専ら被保険者の利益のために行われるものであり、実際にGPIFでそのように判断して運用を行うものと考えているわけでありますが、政府として今おっしゃったようなことを検討しているわけでは全くございません。これははっきりと申し上げておきたいと思います。

○**大串（博）委員** 政府として、今、この報道にあったような、公的年金のお金を使ってアメリカのインフラ投資に投ずるということを考えていないということをはっきりおっしゃった以上は、そうしたら、ぜひお約束してください。

五十一兆円、この貢献策をトランプさんとお約束される、これはこうなるかどうかわかりませんよ、わかりませんが、何がしかの貢献の話がされるんだと思います。その中に公的年金を原資とするものは一円たりとも入らないということをお約束いただけないですか。

○**安倍内閣総理大臣** そもそも、この記事については、何ら決まっていないわけでありまして、GPIFの話は、今、大串委員から言われて初めて聞きました。そんな計画があるのと私は……（発言する者あり）いや、実は新聞でも読んだんですが、耳で聞いたのはきょう初めてなんです。新聞では読んだのですが、耳で聞いたのはきょう初めてでございますが、新聞では読んだので。

そこで、そんなものがあるのかと言いましたら、それはないということございまして、今、大串さんが初めてさらにこの場で公にされて、私初めてお伺いをしたんですが、新聞で読んで知っていましたが、でも全くそれは考えているわけではないということ。

あと、このGPIFの運用については、私は、ここにはやめろとか、ここに入れろということは指図できないというのは御承知のもとにおっしゃっているんだろうと思います。ということでございます。

○**大串（博）委員** これだけ実は関心がすごく高いんです。きのうから私たちのところにも、年金のお金がトランプ大統領へのお土産みたいに流れるのかと物すごい勢いで、あたかもゴルフセットみたいに公的年金のお金が使われてしまうのかと物すごい意見が来ているんですよ。関心が高いんです。だから申し上げているんです。

かつ、年金の運用に関して私たちはこうしろああしろと言えないとおっしゃいましたけれども、でも、国民はみんな知っているんですよ。公的年金の運用比率を、株、二割五分から五割に、本来であれば専門的に決まっていく話を、安倍総理を含めた総理官邸の意向で、中期計画の改定を前倒してまで変えたじゃないですか。みんな安倍総理の意向で動いていると思っていますよ。

そこで、安倍総理、そうおっしゃるのであれば、安倍総理の意向として、トランプさんとディールを、ディールというか話をされるときに、公的年金のお金を使ってアメリカのインフラに投資することを約束する、あるいは、事後的にも、何がしかのパッケージが成り立っていった、これを検証するときにも、

公的年金のお金がこれだけ使われて米国のインフラ投資に役立ちましたなんということを説明することが一銭もないようにしていただきたい。これは国民の願いだと思うんです。いかがですか。

○**安倍内閣総理大臣** 官邸の指図で、いわば公的年金のポートフォリオ等々について、私が今まで、国内の株の比率が低いだの何だの言ったことはないですよ。

結果としてそれはふえているかもしれない。しかし、デフレから脱却する中においては、いわばワールドロッキングの投資をしていくという中においては、国債に重点が置かれていたものを、そうではなくて、株式市場ということも視野に入れるということは一つの考えであろうということを私は申し上げたことはありますけれども、だからといって私が指図するということはないわけでありまして、これは専門家が現在の経済状況から将来を見据えながら判断していく。詳しくは塩崎大臣から答弁させてもよろしいですが。

そこで、繰り返しの答弁になってしまうんですが、いわば GPIF は独立して運用しておりますから、そもそも私が、これをやるな、これをやれと言うことはできないわけでありまして、専ら年金の受給者のために運用をしているということでございますから、今ここで申し上げることはできないわけでありまして。

そこで、トランプ大統領との間において、お互いにどういふ経済協力ができるか。

経済協力というのは、これは途上国ではありませんから、我々が協力を一方的にするということはないわけでありまして、基本的にはウイン・ウインの関係の中において、我々は、例えば雇用においては、どういふ貢献ができるのか、あるいは、それは米国の GDP を押し上げていく中においてどういふ意義を持っているのかということ、もちろん話はしますよ。しかし、それは同時に、投資するというのは、民間企業もありますから、民間企業は、投資してリターンがなければ投資しないのは当たり前のことでありまして、そういう中において、米国側の理解を進めるためにも、そういうパッケージの話をしていくべきだと私は思っているわけでございます。

鉄道の話もございましたね。鉄道の話は、東部において、またあるいは西部において、そしてあるいは南部において、それぞれ新幹線の計画がございますが、この新幹線の計画を我々は ODA で行うわけではもちろんないんですね。しっかりと、まさに我々のすぐれたインフラの技術を米国で使っていただければ、そこで起こり得る投資あるいは雇用において大きなプラスが生まれますね、そして、移動が短時間になることによって GDP にどういふ影響があるか、どういふプラスがあるかということもお互いの協力の中の一つですね、こういう話をしようとしているわけでありまして。

我々が、お土産というのは、これはどういふ意味でおっしゃっているのかよくわからないんですが、そういう関係では全くないということは、日本が途上国に支援をするという関係ではもちろん全くないというのは、これは御存じのとおりだろう、このように思います。

○**大串(博)委員** いやいや、何を言われているかよくわからない答弁でありましたけれども、私が聞きたいのは、公的年金の原資を使って、国民の年金ですよ、皆さんのお金です、それを使って、トランプ大統領とこれから面会されると思います、これは長い関係になられると思いますよ、いろいろな貢献策を話していくことになられると思います、その中で、まさか公的年金のお金がアメリカのインフラ投資に使われることが日本の貢献策としてカウントされるということはないでしょうねという国民の皆

さんの素朴な声なんです。そこだけなんです、総理。

約束してください。国民年金のお金がアメリカのインフラ投資に使われるということが、アメリカとの経済協力、これは一方的な協力じゃなくて、協力の中の一環としてカウントされるということはありませんということだけ約束していただければいいんです。

○**安倍内閣総理大臣** GPIFの記事はどこから出ているんですか。二つでしたか。

そこで、先ほど申し上げましたように、私の先ほどの答弁に尽きているんですが、なぜ尽きているかといえば、そもそも私は、GPIFにこうしろああしろと言う権限がないんですよ。こうしろああしろと言う権限がないにもかかわらず、大統領のところを持って行って、私の指示でGPIFからこれを入れますよと言うのは、これは詐欺じゃないんですか。権限がないんですから、権限がないことを私が約束するような人間でないことは、大串委員もよく御承知のとおりだろうと思いますよ。

ですから、そういう意味において……（発言する者あり）次、質問の時間で十分しゃべっていただければいいと思いますよ。

そこで、今申し上げましたように、そもそも権限がないことでありますから、権限がないものについて私が今ここでパッケージと言うのはそもそもあり得ないということではないか。そもそも検討しておりませんから、ですから検討していないということにつながっていくわけであります。

○**大串（博）委員** 事前に明確に否定されないということを感じ取ると、事前にはああしろこうしろと言えないということと言われるわけですけども……（発言する者あり）

○**浜田委員長** 静粛に願います。

○**大串（博）委員** では、総理、いろいろな経済協力をこれからされていくんでしょう。その中で、トランプ大統領との間で、日本とアメリカとの間で、公的年金のお金がこういうところに投じられて、アメリカのインフラが建設された、雇用を生み出した、事後的にも一円も使われていないという状況をつくっていただく、いいですね、これで。

○**安倍内閣総理大臣** GPIFのこのオルタナティブの新しい投資については、塩崎大臣から正確に答弁させていただきますが、今私が申し上げているのは、私が指図できないわけであります。ですから、今私がパッケージとして持っていくことはできない。その後、ではそこでどういうことが起こり得るかということは、だから私はわからないんですよ。わからないんですね。ですから、どうなっていくかということは、今、塩崎大臣から答弁させます。

○**大串（博）委員** 塩崎大臣、では明確に答えてくださいね。

トランプさんと長い関係になられるかもしれませんが、何年かわかりませんが。塩崎大臣、後からでも、年金のお金を使って米国にインフラ投資をこれだけしましたということを、アメリカの政府に事後的に報告できるような形にもなりませんね。いいですね、それで。

○**塩崎国務大臣** 御理解した上で言うておられることばかりだろうと思いますが、先ほど、冒頭、総理から御答弁申し上げたように、例えば、専ら厚生年金保険の被保険者の利益のために、安全かつ効率的に運用を行うというのがGPIFの方針であるわけで、これは法律で書いてあるわけであります。

したがって、これは、他事考慮を禁止していると言うわけですね。つまり、被保険者の利益以外のことを考えてはいかぬということでもあります。したがって、GPIFの運用方針そのものの中に政治判

断が入るということはないわけであって、専ら被保険者の利益のためになる運用方針を選ぶということしかないということを言っているわけであります。その方針にのっとって、GPIF に私は厚生労働大臣として運用をお願いしているわけでありますので、そのとおりにやっていただくということであるわけであります。

結果的にどうのこうのというお話ではありますけれども、大事なことは、専門家にこの方針にのっとって運用をしていただいて、被保険者、つまり国民の皆様方のことだけを考えて、その利益だけを考えた運用してください、こういうことでもあります。

○大串（博）委員　そもそも、今、この GPIF のお金は半分株に投資されるようになってしまったわけですよ。本当に受給者のためだけを考えてやるのかというのが非常に怪しくなっているわけですよ。だから言っているんです。

しかも、先ほど、受給者のことだけを考えた運用するとおっしゃいましたが、私たちがここに疑念を持っているのは、GPIF が独自の判断だとしながら、結果として、アメリカのインフラ投資にこれだけ投資しましたということになっていくんじゃないか。表向きの世界ではいろいろなことを言われるかもしれませんが、表向きの世界では、GPIF の独立した判断ですというふうに言われるかもしれない。しかし、結果として、アメリカのインフラ投資に使われてしまう。さっき言ったように、七兆円の枠があるわけですから、それで今八百億円なわけですから、かなりの部分の余白があるわけですね。それを非常に危惧するわけです。

この問題は、安倍総理、これから、二月十日に行かれて、いろいろなフォローアップをされるんだと思います。私たち、よくフォローアップしていきたいと思っておりますので、ぜひ、年金受給者の皆様のことのみを考えて結果も出していただくように、よろしくお願ひ申し上げたいと思っております。

《参考資料》

第 193 回国会予算委員会第 8 号 (平成 29 年 2 月 7 日) 会議録抜粋 (下線筆者)

○今井委員

(略)

その上で、先日、我が党の大串委員が質問したことを総理にもう一度お伺いします。

ここに二月三日の朝日新聞がございますが、今度二月十日に総理が行かれる日米首脳会談で、アメリカに七十万人雇用を創出するということがタイトルに出ていますが、その横のところに事細かに、趣旨、具体的な政策、こういうのがもう本当に細かく書いてあります。

これはちょっと当てずっぽうで書いたというわけでなく、何かをもとに書いたとしか思えないんですが、そここのところに、いわゆる GPIF、公的資金を活用するということも記事の中に載っています。

総理、もう一度お伺いしますけれども、火のないところに煙は立たないといひます。これだけの細かいものが出てくるこの記事…… (発言する者あり) 朝日でも日経でも十分信用できる新聞社じゃないですか。それがこういう記事を出している。総理、これはいかがですか、このことに対して。

○安倍内閣総理大臣 今井さんもそういうのを言うんだったら、新聞の記事があるからとか週刊誌の記事があるからとかいって政府を追及されても困るんですよ。違うって言ったじゃないですか。

そもそも、GPIF に私は指図できません。指図できないのに…… (発言する者あり) 大新聞ではありませんけれども、でも、新聞も間違えますよね。間違えていないですか、今まで。大きな間違いがあるじゃないですか。吉田所長の記事、全然間違っていましたよね。全然違いますよ。(今井委員「答弁してください」と呼ぶ) いや、だから、今それがあなたが絶対に正しいと言っているから、その論点を今崩そうと思っているわけ。(今井委員「絶対正しいなんて言っていないです」と呼ぶ) 絶対正しいとは言っていないんでしょう。絶対正しいと言っていないんだから、絶対正しいと言えないものは絶対正しいとは言えないわけだから。

ですから、私はもう前回も違うと言っているんですから、今回も違うと言っている。

であるならば、では、その根拠として、もしかしたら、GPIF に天下っているから、その人を使って何か意図を伝えるんじゃないかという、これは大きな妄想でしかないわけでありますから。前も言ったように、指図できないものに対して指図できますよと言って米国に持っていったら、これは詐欺ですから。そんな詐欺行為を、私、ここまで言っているんですから。ここまで言っているのに、あなたが言っているのは、それはうそだと言うんだったら、よっぽど根拠を持ってきてくださいよ。

○今井委員 いや、うそなんて言っていない、確認をしているだけですから。

実は私、ずっと金融界におりましたけれども、一九九二年のときに、株価が下がっているときに、郵貯と簡保が株式の持ち合いの比率の制限を撤廃して、大臣はよく覚えていると思いますけれども、PKO、プライス・キーピング・オペレーションとあって、株価の支えをして、郵貯が株を買いました。しかし、政府は、それは郵貯、簡保が自主的にやったことだという態度は崩しておりません。それはそういう態度なんですけれども、現実的には、政府がそういう規制を緩めて、その結果、郵貯や簡保が株を買ったということは間違いのないわけです。

そして、これも私は正しいと言うわけではありませんが、事象だけ申し上げますけれども、安倍政権が、最初に、第二次のときですね、あのときに大胆な金融緩和をしましたけれども、そのとき、麻生大臣の部下です、財務省の高官が、運用機関、郵貯もそうですが、金融機関を回って、これからドルが上がるから買ったらどうですかと言って回っていました。

しかし、それを聞いても、それは単なる意見交換だとおっしゃいます。それはそういう立場しかありません。しかし、現実には、いろいろな講演の場でもおっしゃっていますから。これからドルは上がるんじゃないでしょうかと、さもドルを買った方がいいというような発言をいろいろなところでされておりました。こういうことは本来やってはいけないことですが、実際にはそれらしきことが起きている。

だから、安倍総理も、それはないとおっしゃいますけれども、それは僕ほうそだとは言いませんよ。しかし、今まで起きてきていることを見ると、果たして本当なんだろうかと思われるようなことから私は申し上げているんですね。

これだけ細かい記事が出るので、何かやはり出元があるんじゃないかと思って、私も探しました。それで見つけました。ただ、これは資料は出しませんので、口頭でだけ御紹介をしたいと思います。タイトルは、日米成長雇用イニシアチブ。

趣旨、一、日米のお互いの強みを生かし、日米協力による政策プロジェクトパッケージを推進することにより、日米両国に成長と雇用をもたらし、両国のきずなをさらに強化。インフラ共同投資を含めた五本柱の政策パッケージを日米連携で展開することにより、トータルで四千五百億ドルの市場を創出するとともに、七十万人の雇用を生み出す。これは趣旨です。

そして、その次のタイトル、見出し、米国内のインフラを再びグレートに、世界最先端のインフラを実現、これが一番最初のタイトルで、その中身に、外為資金、GPIF 資金を活用し、インフラ投資を支えるプロジェクトボンドに投資、こう書いてあります。

これは何枚かあるんですけども、中身をちょっと見て、ううんと思ったのは、先日の茂木政調会長の発言なんですけれども、茂木政調会長はこういうふうに発言されておられます。

日米がこれから協力をしていく分野、AIであったりロボット、こうした新技術もあると思います、エネルギーの分野もあります、そして、アメリカは今、東海岸で高速鉄道を計画しておりますが、これには日本の技術が必要です、こういったインフラ投資の分野、狭い貿易ではなくて、日米がより幅広い枠組みで協力をしていく、こういったことが重要なんだと思います、こうおっしゃっていますね。

このペーパーを見ますと、ちょうどインフラのところにはこう書いてあります。大高速鉄道プロジェクト、括弧、米国北東部、テキサス、カリフォルニアを日本の技術と長期低利融資で推進。茂木さんが同じことを言っていますね。全く同じことを言っています。

AIであったりロボット、こうした新技術もあると思います。タイトルがあります。ロボティクス・プラス・AI、日米共同 R アンド D というタイトルがあります。全く同じですね。

それから、エネルギーの分野もありますとありますが、書いてあります。アジアの LNG 市場を拡大させ、十年間で米からの LNG 輸出を四百三十ドル分拡大し、三万人の雇用を創出する。

ちょっと次が僕は問題だと思うんですが、原子力発電の共同売り込みにより十年間で五百億ドルの市

場を開拓。(発言する者あり) いや、ですから、こういうペーパーがありますということで口頭で説明しただけですから…… (発言する者あり)

○**浜田委員長** 静粛に願います。

○**今井委員** いやいや、ちょっと待ってくださいよ。紹介する分にはいいじゃないですか。紹介する分にはいいですよ。紹介する分にはいいですよ。総理も、紹介する分にはいいとおっしゃっていました。このペーパーはごらんになったことはないし、全くこれは間違いであるということを確認しておきたい。

今こういうペーパーがあって、茂木政調会長がおっしゃっているのと同じことが書いてありますから、これは少なくとも、茂木政調会長がこれを見たのか、政調会長がこのペーパーをつくるのかかわられたのか、どちらかだと私は普通に考えたんですけども、そう考えると、この GPIF のものは検討の俎上についていたんじゃないかというふうに思われますけれども、どうなんですか。

○**安倍内閣総理大臣** 高速鉄道とか、もう既にこれは企画としてありますから。ニューヨークワシントン、あと、ダラス―ヒューストン、サンフランシスコ―ロサンゼルスと、これは既に計画としてありますよ。AI 等々はもう既に、これはここにいる方々が思いついても、今のはいろいろ出てくると思いますよ。それは優秀な方々ですから。

ですから、それは大体問題ないと思いますけれども、GPIF というのは、まさにそれは誰か素人が書いたんですね、私が言ったように、できないんですから。これは明確に申し上げておきます。これはできない。できないというのは、私が指図できないから約束できないということです。

しかし、GPIF がいわば政策判断、GPIF の中で、これは年金受給者のために役立つということで判断するということは別途ありますよ。別途というのは、完全に断ち切られた、彼らが独立して判断するということは、これは当然ありますよ。だって、世界じゅうにプロジェクトがたくさんあって、アメリカだけがだめということはあり得ないじゃないですか。あり得ないでしょう、これは。何かありますか。いいですか。そこで、それは…… (発言する者あり) いや、民進党だから、タウンミーティング的にやるのかなと思ったんです。

そこで、もう一回明らかにしておきますけれども…… (発言する者あり) いや、皆さんの意見を聞くかと思いがらやろうと思って、広くね、広く。

○**浜田委員長** 静粛に願います。

○**安倍内閣総理大臣** そもそも、静粛にしない方が悪いんですよ。

そこで、いわば、今言ったさまざまなプロジェクトについては、ウイン・ウインのプロジェクトというのはたくさんありますから、それは当然考えられます。でも、ファイナンスについて、我々が GPIF をそれに充てるということは言えるはずがないということは今まで申し上げてきたとおりでありまして、だから、その論理は根底から私はおかしいと言っているわけであって。

今我々が申し上げているのは、さまざまなウイン・ウインの形で、私たちが別にアメリカに何か持っていくということではなくて、まさに新幹線の技術をアメリカに売り込む。これは中国も売り込んでいられるかもしれませんよ。そういう競争の中において、我々はこういうパッケージがあります、そしてその中において私たちはアメリカの雇用もこうやってつくっていくことができます、これは運用も安全です

という大きなパッケージの中で持っていきます。

そういう中で、私がファイナンスにおいて GPIF を充てるということは約束できないということは、これは明確にしておきたいし、そんなことはですからあり得ないということでございます。

○**今井委員** まさに、建前上は GPIF の自己の判断である、政府の立場はずっとそうで、それはわかりますけれども、先ほど私が申し上げたとおり、現実はそのように本当にファイアウォールがきちっとされているかどうかという問題はあるということをお願いしたいわけです。

それで、きょうは高橋理事長がいらっしゃっておられます。

一月の十九日にロイターのインタビューで、これからインフラ投資をどんどんふやしていくというふうにおっしゃっておられますけれども、この背景と、現在インフラに投資をされている案件ですけれども、その金額はたしか八百十億円とおっしゃっていましたが、その中にはアメリカへのインフラも入っていると思いますけれども、お答えできる程度で結構ですが、どの程度入っていらっしゃいますか。

○**高橋参考人** お尋ねの八百十四億円のインフラ投資の中の詳細につきましては、契約等もありますのでお答え申し上げ.....（今井委員「入っているかどうか」と呼ぶ）足元の投資の中には、アメリカの案件は一件も入っておりません。

○**今井委員** ちょっと済みません、今、インフラをこれからふやしていくということについては、どういう発言ですか。

○**高橋参考人** 済みません。

当該記事につきましては、私の方がマスメディアに問われる形で、足元の不透明な内外の経済情勢なり市場の状況を説明する中で、さまざまな選択肢があり得るということをお願いしたものでありまして、GPIF として一定の投資判断なり投資行動を申し上げたものではございません。

いずれにしても、GPIF としましては、今後とも被保険者の利益を考えて、そのみを考えて運用していきたいというふうに考えております。

○**今井委員** では、ちょっとお伺いします。

今の投資なんですけれども、運用には、委託運用、金融機関にお預けして運用してもらう場合と、自家運用、GPIF さんが自分で判断をして運用される場合があると思いますけれども、これはどちらに、自家運用ということでよろしいかということと、その場合、運用の方針を最終的に決められるのは、理事長の専決事項じゃないかなと思いますが、それをちょっと確認してよろしいですか。

○**高橋参考人** 運用の決定につきましては、当然のことながら、重要なものにつきましては、外部有識者の運用委員で審議をした上で、決裁は私が行っております。それにつきましても、慎重な審議を経た上で行うというふうに考えております。

○**今井委員** それで、GPIF さんは五年間の中期計画で投資をしておられると思いますけれども、平成二十七年から三十二年の中期計画で、オルタナティブの投資、こういうインフラに投資している部分ですね、これは、この間に幾らまで投資ができるという規定になっていますか。四年間の間に幾らまでふやせるか。

○**高橋参考人** お問い合わせのありました限度につきましては、五%までということですので、現在の残高で逆算いたしますと、約七兆円までというふうになっております。

○**今井委員** ということは、平成二十七年から三十二年ですからあと四年ぐらい残っていますが、四年間で七兆円はふやすことができるというのが中期計画の中に含まれているということを今確認させていただきました。

それで、今投資している案件は、実はカナダの OMERS というところと一緒にやっているスキームで、先ほど、まだここはアメリカは入っていないということですが、先進国のインフラに投資をする、そういうスキームになっています。GPIF さんは受益証券を買うということで参加をしておられますが、この受益証券を買ったときには、インフラに投資をするスキームだということを認識して買っておられますから、そもそも投資したときには、インフラに投資するというで意思決定をされておられます。

それで、お伺いしたいんですけども、この案件とは別に、例えば、では同じスキームでも結構ですので、アメリカのインフラに投資をするという目的の同じようなスキームで受益証券を買うということは、理論的には可能ですね。

○**高橋参考人** 今後のインフラ投資に関する御指摘につきましては、当法人の判断に関するものでもありますので、この場での答えは差し控えたいと思いますが、お問い合わせがありました、あくまで理屈と申しますか一般論としてのお問い合わせでありますれば、オルタナティブ投資の仕組みはいろいろありますので、その中で、新たな投資をするという場合、先ほど申し上げましたとおり、GPIF 自身の体制、管理の能力、それを踏まえた上で、運用委員会できちんと議論していただいた上でやっていくということに一般論としてはなるかと思えます。

○**今井委員** きょうは、年金局の方、来ていらっしゃると思いますけれども、今、政府の方で、LPS、投資事業組合を通じたオルタナティブができるように政令を改正しようというふうにしておられると思いますけれども、これは、どういうところに投資をするという目的で今、政令を変えようというふうに考えておられますか。

○**鈴木政府参考人** お答え申し上げます。

ただいま御指摘のございましたオルタナティブの投資でございますけれども、これは、現在、投資信託証券の取得を通じた投資のみが GPIF に認められているという状況でございます。

この点に関しまして、海外の年金運用機関では多様な手法が可能となっておりますので、例えばこうした機関との共同投資を進めていくということになりますと、現在の仕組みが障壁となっている。あるいは、加えて、こうした投資信託を活用いたします仕組みは、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ございます、大変高額な手数料が生じてまいります。こういったような課題が指摘されていたところでございます。

そこで、国民からお預かりしています大事な年金積立金をできるだけ効率的に運用する、こういう観点から、ただいま御指摘ございました LPS、リミテッドパートナーシップ、これを活用することにつきまして、GPIF の外部有識者から成ります運用委員会から、これを活用できるようにすべきだという御要望がございました。

こうした点なども受けまして、社会保障審議会の年金部会でこれまた検討をしていただいたところでございます、昨年の七月に関係政令の改正について了承されたところでございまして、現在その整理を行っているところでございます。

○今井委員 済みません、どういうところに投資をしたいからということで作るスキームですか。

○鈴木政府参考人 これは、ただいま申し上げましたように、投資についてのやり方、効率性の観点から道を開いたものでございまして、その投資先について、予断を持ってこういう方面にとということがあるわけではございません。

○今井委員 いただいた資料には、インフラ投資に今の状態では手数料も高いし使い勝手が悪いのでこれをつくるんだというふうに書いてありますし、途中での議論のところにもそう書いてありますから、これは政府が決める問題です。今、政府の中の審議会で、インフラ投資にもっと GPIF が投資できるようなスキームを政令でこれから決めるんです。ですから、政府がインフラに投資しやすいように GPIF に、政令を変えて誘導しているわけですよ。そういう政策、要するにそういう門戸を開いているわけです。それは間違いないですね。

それで、私は何が問題とと思っているかという、今回のこの GPIF の改革、これはもともと、もとをたどれば、二〇一三年の六月に公的・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というのを総理が肝いりでつくられて、そこにリスクをとった方がいいという考えの伊藤隆敏さんという方を座長にして、ほとんどの方が、どんどん積極的にした方がいいという方を集めて、どんどんリスクをとりましょうということを有識者会議でまず結論を持っていったわけです。

そして、翌年の一月、ダボス会議で総理はこうおっしゃいました。一兆二千億ドルの運用資産を持つ GPIF については、そのポートフォリオの見直しを初め、フォワードルッキングな、ちょっと意味がわからないんですけども、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になるでしょうということを言っているわけです。

これは、一連の流れが、アベノミクスでこういう成長戦略をやっているということ、話をされていて、実際に成長への投資に貢献するとおっしゃっていますが、今、GPIF さんは被保険者のために安全に運用するんだとおっしゃっていましたが、総理は、成長戦略だ、成長への投資のためにこうやって GPIF の改革をするんだとおっしゃっているわけですよ。

ここからスタートをして、そして運用委員会をつくったんですけども、運用委員会の方に今度は落とされて、そこで議論がされましたけれども、この運用委員会のメンバーも、この座長にいた米沢さんという早稲田大学の教授ですけども、この方を含め三名が運用委員会の中に入って、そしてその場でオルタナティブの投資をすることを決めました。これも、メンバーを決めたのは政府です。

つまり、有識者会議も、もう安倍さんのいつもの手ですよ、自分がやりたい方向で、その考えを持っている人たちに集まってもらって有識者会議を開いて、もう結論ありきの議論をして、十分結論を出しましたと。しかも、運用委員会の中に落として、具体的なことをやるのにも、そこに人を送り込んで、それでまたそこでそのオルタナティブができるようなふうに変えたということなんです。

ちょっと見ていただきたいんですけども、日本再興戦略の一四年改訂版にこういうことが書いてあります。これは政府の資料ですね。

公的年金資金の運用を見直しました、こんないいことになりました。しかも、ここに載っているのは、インフラに投資したファンド、こんな新しいことを始めましたよということを政府がわざわざ紹介しているんです。ポートフォリオの見直しは財政検証を踏まえたポートフォリオの見直しです、それに加え

て、新たなベンチマークの追加や投資対象の多様化を推進ということですから、このオルタナティブを入れた目的は、財政検証を踏まえたポートフォリオの見直しではありません。それとは別に、さらにリスクをとっていきましょうということを政府が決めて、例えば GPIF さんにこんなインフラ投資をしてもらいましたよということを紹介しているわけです、みずから。

ですから、これは政府が自分で出しているペーパーですよ、GPIF がやっているのに。こういうことをしているから、また GPIF を政府が暗に使ってもっとアメリカにインフラ投資しろということが行われるんじゃないかという疑義が出るわけです。出ますよ。だって、政府が取り組みを紹介しているんです、再興戦略の中で紹介しているんですよ。だから、それは私は問題だと思います。

最後、ちょっと、もう一分しかありませんから、麻生副総理、一つだけお伺いします。

大臣、国家公務員の共済組合がありますね。ここに、GPIF はリスクの五%までオルタナティブに投資できます。国家公務員の共済年金は何%までできますか。

○麻生国務大臣 勘違いをされているんだか、もしくは基礎的知識がどこか外れているんだと思いますけれども、五%で一%ということになっているのが言いたいんだと思いますけれども、これは、でき上がった利益は全部プールされて、突っ込みで配当されるというのが事実ですから、そのところだけはわかっておいてください。

○安倍内閣総理大臣 先ほど、時系列で重大な違いがありますので。

ダボス会議の私の発言と伊藤さんたちが決めたことについては、私がダボス会議で発言したのは平成二十六年の一月の時点でありまして、その段階では既に二十五年の九月から GPIF の基本ポートフォリオが決まったわけでありまして、それを受けて、その基本的な方針の中において、そこにフォワードルッキングな改革を行っていくということは既に決まって、フォワードルッキングというのは、先を見据えた投資を行っていくという方針が決まっていたので、まさに、私が決めて彼らが何かやったんじゃないくて、彼らが決めたことにのっとなってそれを私が、これは成長戦略にも役立つ、事実、結果としてはそうになっているわけでございます。

それと、私たちのこの四年間では三十兆円を超える利益が出ているということは申し上げておきたい、このように思います。

○今井委員 済みません、もう次の人の時間ですのでやめますけれども、麻生副総理、ごまかしちゃだめですよ。オルタナティブ投資は、国民の年金のところは全体の五%までできるようになっていますが、国家公務員の方は一%までしかできるようになっていないんです。そのことをちょっと申し上げて、質問を終わります。

ありがとうございました。

○浜田委員長 この際、井坂信彦君から関連質疑の申し出があります。江田君の持ち時間の範囲内でこれを許します。井坂信彦君。

○井坂委員 神戸から参りました井坂信彦です。

本日は、集中審議でお時間をいただきまして、ありがとうございます。

なぜ天下りを撲滅しなければならないか。公務員だけ再就職してずるいだとか、あるいは押しつけられた企業、団体の側が困るだとか、そういうこともあります。しかし、最大の問題は、役所と天下り先

の企業、団体が癒着をして、血税の無駄遣い、また補助金の不公平、規制や取り締まりの見逃し、さらには間違った政策の推進、こういったことにつながる、さらには、全国津々浦々で実際に天下り再就職が行われている中、どうせ天下りで癒着しているんだらうと疑われて、役所に対する国民の信頼が根底から揺らぐ、だから天下りを撲滅しなければいけないと考えております。

今回の調査結果によっては、予算の修正や来年度の政策変更が必要になります。予算が通った後に、天下りによる無駄予算や間違った政策がありました、これでは済まないわけであります。衆議院予算委員会が終わる前に一定の調査結果を出していただきたい。

本日は、役所と天下り先の癒着があってはならない、こういう立場から、私がふだん担当しております厚労省と消費者庁についてお伺いをいたします。

先ほど今井委員の方から議論がありましたけれども、私も、先週末、この土日、地元に戻って集会をしていたら、やはり皆さんから大分言われました。何で日本の年金を使ってアメリカの雇用をふやすんだ、トランプ大統領への手土産だったら自腹で買って来て、国民が預けている年金を使わないでくれ、まさかメキシコ国境のトランプの壁にも日本の年金が使われるわけではあるまいな、株のときもそうだったけれども、国民に相談せず年金を勝手に投資に使うなど、いろいろなことを言われたわけでありませう。

先週末に日経新聞や共同通信、また朝日新聞などが報じたこの問題について、政府の答弁、パネル資料の二番目をごらんください。

政府、総理は、年金を米国のインフラ投資にして手土産にするようなことは全く考えていないと断言をされました。また、GPIF は、この年金運用法人は、政府と独立をして、独自の判断で運用しているんだと。この独立をしてというあたりが、先ほど今井委員との議論の中で、本当に独立性があるのか、本当に切れているのかという議論があったわけでありませう。そして、先ほど安倍総理もおっしゃいましたけれども、そもそも政府は、この年金運用法人、GPIF に指図する権限がないんだ、こういうことでありませう。

今現在も、政府から GPIF、この年金運用法人には天下り再就職一名、それから現役出向が七名行っているわけでありませう。

その GPIF の方も、どういう答弁をしているかというところ、専ら被保険者、国民の利益のために運用をしますと。これであれば大変ありがたいことでありませうけれども、しかし一方で、先ほども紹介がありましたように、一月十九日、GPIF の理事長がロイター通信のインタビューに答える形で、ことしは海外、先進国の道路や鉄道などインフラへの投資をふやす計画である、こういうことをはっきりおっしゃっているわけでありませう。

それで、先ほど理事長の答弁では、そういう選択肢もあるねという一般的なことを申し上げただけでというふうにおっしゃっていますが、記事を見ると、かなりはっきり書いてありませう。

これはインタビューですから、ぜひ答弁いただきたいと思ひますが、GPIF の理事長は、春までにコンサルタントを一人、できれば夏までにゲートキーパーと呼ばれる専門家を複数採用して、年内にファンド・オブ・ファンズに投資したいと語ったと。もう年間計画、具体的なスケジュールまではっきりと答えて、語っておられるわけでありませう。

理事長、お答えいただきたいんですけども、やはりことしは年金運用をアメリカの道路や鉄道などインフラ投資に回す、この割合、金額を大きくふやす、そのための具体的な計画も今頭の中にある、こういうことでよろしいでしょうか。

○高橋参考人 繰り返しになりますが、今後の具体的なインフラの投資に関する御質問につきましては、GPIFの投資行動、投資判断に関することですので、大変恐縮ですが、市場への影響を考えますと、この場での答えは差し控えたいというふうに思います。

いずれにしても、GPIFといたしましては、被保険者の利益だけを考慮して運用を行う中で、そこにいろいろな政治判断が入る余地はないというふうに考えております。

○井坂委員 いやいや、理事長、マスコミのインタビューには物すごく、何月に何を、しかも何を何人とか、こんな具体的な計画をしゃべっておられるわけで、多分ライターに言う方が影響は大きいと思いますよ。

ぜひここでも、ことし、こういう計画でアメリカへのインフラ投資をふやしたいんだと思っておられるんだって言うていただきたいし、そうでないならそうでないと言っていただきたいと思います。

○高橋参考人 大変恐縮ですが、繰り返しになりますが、今、この場での投資行動等についての発言につきましては、市場への影響を考えますと、お答えを差し控えたいというふうに考えております。

○井坂委員 具体的な、もうこれは全世界に出ておりますから、これが別に誤報ということもないでしょうから、こういう計画をGPIFとしてはお持ちなんだというふうに思います。

加えて、理事長にお伺いしたいんです。先ほど、今井委員と具体的な投資の方法、どういう法人をつくってやるんだという話がありましたが、きょうは余りそういう難しい話をしてもあれなので、一点だけお伺いをしたいんですけども、年金運用法人、GPIFは、年金をふやすためだということになれば、アメリカの道路あるいは鉄道、こういうアメリカのインフラに限ってそういうファンドに投資をする、こういうことも別に問題なくできるわけですね。

○高橋参考人 またこれも繰り返しになりますが、現在行っておりますGPIFのインフラ投資の仕組みにおきまして、投資対象に契約上アメリカを含むということはあり得ますが、先ほど申し上げましたとおり、現実の投資としては今行われていないということでもあります。

○井坂委員 今御答弁があったように、前回は、結果として米国に投資が向かうこともあり得ると。あり得るけれども、別にそうなるかどうかはわからないんだ、こういう答弁であります。

ちょっと次の資料をごらんいただきたいんですけども、私は、これは、結果として米国に投資が向かうこともあり得るといような話じゃないというふうに思います。

今現在八百億円、こういういわゆるオルタナティブ、代替投資、これまでの伝統的な国債とか株式ではない運用、海外、欧米先進国の鉄道や道路などのインフラあるいは不動産、こういったものへの投資は現在八百億円程度でありますけれども、これを今後最大七兆円までふやすことができる枠組みが既にある、そして理事長は、この場ではなぜかおっしゃらないんですけども、具体的に何月はどういう人を何人ふやすというところまで作戦を立てて、ことしはこの投資をふやしたいんだというふうにおっしゃっている。

GPIFとしては余り個別の、例えばここのこの鉄道に投資するとか、ここのこの空港に投資するとか、

そういうことはしないし、できない仕組みになっておりますけれども、しかし、いろいろあるファンドの中で、バランスよくいろいろな投資先をファンドは選んでいくわけで、大体どうなるかという、右側のグラフをごらんいただきたいんですけども、これは欧米先進国、アメリカ、カナダそして EU、この国の中で、例えば GDP でいえば、アメリカの占める割合はちょうど今五〇%です。経済規模でいえば、アメリカは欧米先進国の中のちょうど五〇%のボリュームを占めている。

これをさらに詳しく見ていくと、鉄道と道路の投資額、これは OECD のデータベースに各国別に出ておりましたので、これを足し算しますと、欧米先進国の中で二〇一四年にアメリカの鉄道と道路に投資された割合は四一%にも上るわけであります。

ファンドがバランスよく普通にいろいろなところに投資をしていけば、ざっくり考えて大体四、五割はアメリカに投資をされることになるというふうに思うわけでありますけれども、そういう感じの投資になるんでしょうか、このオルタナティブ投資というのは。理事長にお伺いをいたします。

○高橋参考人 済みません。私の説明が拙くて申しわけありません。

オルタナティブ投資としてインフラ投資を行っておりますので、今たまたまインフラ投資ということでいろいろ御質疑いただいておりますが、GPIF といいますと、あくまで大きなオルタナティブ投資の中の一つとしてインフラのファンドも行いたいということではありますが、その点につきましては、委員御指摘のとおり、GPIF 自身の体制をきちんと整備しなくてははいけませんので、そこについては、きちんと計画を立てて人員の体制を整備した上でやっていくということであります。

あくまで五%につきましては上限でありまして、体制ができなければ投資はできません。したがって、足元は〇・〇五%という非常に小さい金額で行っているということでもあります。

これからも、あくまで、きちんとした運用体制ができたらそれに応じた上で被保険者のために投資を行っていくということでありまして、それにつきましても、新たな仕組みを行うときには、運用委員会等きちんと意思決定の手順を踏んできちんと投資をしていきたいということでもあります。

○井坂委員 お聞きしたことに全く答えておられないんですけども、投資先は、このオルタナティブ投資をやれば、大体四、五割はアメリカ向けになりますねということをお伺いしております。

○高橋参考人 そのときの体制によってそのときの最善な投資を行っていきますので、結果として何%になるかということについては、大変恐縮ですが、お答えできません。

○井坂委員 もちろん、そのときそのときで、例えば思ったほどアメリカに投資をしないような市場環境というのものもあるかもしれません。逆に、同じぐらいの割合で、ほとんどアメリカに投資しようというようなこともあるかもしれません。だから、こういうざっくりした、少なくとも、ちょっと行く可能性がありそうですよぐらいのレベルの話ではなくて、普通にやれば半分ぐらいはアメリカ向けの投資になりますよということでもあります。

この問題はちょっと安倍総理にもお伺いをしたいんですけども、今の話、指図はできないと。安倍総理は、GPIFに、ここに投資しなさいとか、ここはやめなさいとか指図はできないというふうにおっしゃいます。今、そんなことは私はお尋ねしませんので。

今の話、オルタナティブ投資を、要は、株とか国債と違う、不動産やら鉄道、道路、こういった投資を GPIF はふやそうとしている、ふやすための体制を整えようとしている、今八百億だけれども、最大

の上限は七兆円までそういう投資ができる枠が既にある、体制がないからできないので、今体制をつくるんだ、こういう答弁がありました。

こういう新しいタイプの投資がふえていけば、当然、アメリカ向けの投資も比例して物すごい勢いでふえるんだというふうには思いますけれども、安倍総理は、今のやりとりを伺っていて、どうなるだろうなと思われませんか。

○**安倍内閣総理大臣** 先ほど、井坂委員が地元の人から、総理大臣がトランプさんに GPIF のお金を持っていく、何で持っていくんだらうねというお話を伺ったんですかね。実は、私の支持者からは、何で GPIF の大切なお金を総理が持っていくなんというデマを民進党の人たちは言うんですかと。せっかく交渉しに行こうというときに、それはまさに足を引っ張っているんじゃないかということ私に言うてくる人がいるんですよ。だから、そういうことを言っているから、そう信じてしまったことを言っているわけですね。

そこで……（発言する者あり）ちょっと落ちついてくださいよ。私が言っているんじゃないで、私の支持者が言っているんですよ。そういうふうには思われているんですよ。これは私が言っているのではなくて、私の支持者が言っているわけでありまして、事実、井坂さんの支持者がそう思ったんでしょう。そう思ったというのは、皆さんがそういうことをここで言ったからですよ。それは大きな、全くの誹謗中傷なんですよ。だから、極めて私は、はっきり言って不愉快ですよ。極めて私は不愉快なんですよ、私が初めてあの記事を見て、GPIF の記述を。

だって、ここで、井坂さん、井坂さんも私が指示できないということを認めているんでしょう。法的にできないじゃないですか。できないんですよ。できないことをまるでできるかのごとくに言うというのは、これはデマというんですよ。できないのにできるかのごとくに言って、私が GPIF の金を向こうに持っていくかのごとくの議論というのを、これをデマというんですよ、これを。（発言する者あり）

○**浜田委員長** 静粛に願います。

○**安倍内閣総理大臣** だから、これは国の信用にかかわるから、私ははっきりしておく。だって、今まで皆さんの議論は全くそうだったじゃないですか。この、何か知らないけれども……（発言する者あり）

○**浜田委員長** 静粛に願います。

○**安倍内閣総理大臣** だから、私は、事実として……（発言する者あり）聞いていることに答えろよという場外からの、それは失礼ですよ、ちょっと。聞いていることに答えろよ……（発言する者あり）

○**浜田委員長** 静粛に願います。委員外の不規則発言はやめてください。

○**安倍内閣総理大臣** 今、私も総理大臣としてここに立って答えているんですから、聞いていることに答えろよ、これは余りにも、民進党の人たち、下品じゃないですか。これは私も驚いた。こんなやじは自民党は飛ばさなかったですよ。委員じゃない人が、そんなにどんどん審議を妨害する、しかも事実ではないことをさんざん言う。これから首脳会談をやるというときに、事実ではないことでどんどん足を引っ張られたら、私だって言わざるを得ないんですよ。これは国の名誉がかかっているんですから。法律で禁じられていることを私がやろうとしているかのごとくのことを言って……（発言する者あり）だって、先ほど紹介したじゃないですか。先ほど井坂さんが支持者の話として紹介されました

よね。これはちょっとひどいんじゃないかということで私は申し上げているわけでありまして。

そこで、先ほど GPIF の理事長からも御紹介があったように、最善の道をとって行くわけですよ。これは、年金受給者の利益の最大化を図っていくために、その時々で最大化を行っていく。そして、このオルタナティブ投資というの、これは私が決めたことではないですよ、全く。しかも、随分前にこれは決まったことじゃないですか。安倍政権で決めたことと安倍政権下で決めたことは、全部私が決めたことではないんですよ。

ちゃんと GPIF が、何が最適かということを考えて判断をするわけでありまして、まるで私が、私の都合のいいように何かこのプロジェクトに投資しろとか言っているかのごとくの話じゃないですか、今まで、イメージとしては。ぎりぎりそういうイメージをつくらうとしているというのは真面目な議論とは言えないんですよ、全く事実と違いますから。こんなくだらない議論は延々とやっても構いませんよ。でも、これは全然事実と違うということをまずははっきりと申し上げておきたいと思います。

それに加えて、先ほど理事長からはっきりと申し上げましたように、しっかりと、GPIF においてちゃんと、政府の指図は受けない中において最適な判断をしていく。最適な判断で、どういう具体的な判断をしていくということを今言えと言われても言えないのは、私は聞いていて、それは当然のことであろうな、こんなように思った次第であります。

○**浜田委員長** ちょっと待ってください。

冷静な議論をぜひお願いしたいと思いますので、不適當な発言もまじってまいりますとまずいので、それは双方ともにお話をしているわけでございますので、冷静な議論をよろしく願いいたします。

○**井坂委員** 総理、ちょっとさすがに、余りふだん申し上げないですけども、さっきの御答弁は大人げなかったというふうに私は思いますよ。

だって、私は、後で議事録も見ていただきたいですけども、別に総理が指示してそんなことをさせようとしているなんていうことは一言も申し上げていないですし、そういうことはお聞きしませんよと。GPIF が今から投資を最大百倍までふやすような枠を持って、実際にそれに必要な人を何月に何人というふうにそろえると言っていると。実際それだけ、別に枠いっぱいまでふえるかどうか、これはまさに投資判断ですからわかりませんが、しかし、これからふえるんでしょう、ふやすとおっしゃっているんだから。

ふえたときにアメリカにも可能性としては行くかもしれませんねみたいな、そんなレベルの話じゃなくて、普通にやれば半分近くアメリカに行くんじゃないですか、これは普通に、GDP とか……（発言する者あり）いや、妄想じゃなくて……

○**浜田委員長** 静粛に願います。

○**井坂委員** 普通に統計的に考えれば、GDP を見たって、この間のインフラ投資の実績を見たって四、五割は、それぐらいの規模があるでしょうと、ただそれだけお聞きしただけなんですよ。それに対して何か妄想、妄想と与党の先輩方がおっしゃるんですけども、私は、あそこまで過剰反応されたら、逆に被害妄想ちゃうかなというふうに思ってしまうんですよ。

もう総理は今十分お話しされたと思いますから、またちょっと GPIF、年金運用法人にお伺いをしたいんです。

今回、あれだけ複数の新聞社からかなりはつきり細かいところまで報道されて、総理はあれは誤報だ、ガセだというふうにおっしゃるわけですが、しかし、実際としては、さっきの GPIF の答弁ですと、これからアメリカの鉄道とか道路に対する年金積立金の投資は私はふえてくるというふうに思います。(安倍内閣総理大臣「それはそうですよ」と呼ぶ) 総理もそれはそうだとおっしゃいましたけれども、まさにそういう認識の共有をしたかっただけなんです。ふえてくると思うんですよ。アメリカに対する投資が今後ふえてくる。

ああいう記事も出て、さらには、今回の日米の中で、何か手土産なんじゃないかみたいな話も出てい
る中で、私は別にそこまでは言わないですよ。(安倍内閣総理大臣「いや、言っている」と呼ぶ) 違う
違う。そういう話も出てい
る中で..... (発言する者あり)

○**浜田委員長** 静粛に願います。不規則発言はやめてください。

○**井坂委員** 本当にお願います。

私が気になるのは、心配している人もい
る中で、では、実際どれだけ GPIF がアメリカに対する投資
をトランプ政権の間にふやしたんだろうか、ふやすんだろうか、こういうことはその都度検証できる仕
組みになっているんでしょうか。理事長にお伺いいたします。

○**高橋参考人** 基本的には、ディスクローズにつきましては、毎年の業務方法書の中できちんとディス
クローズをしているつもりでありますし、昨年の七月からは、保有いたしております全銘柄につきまし
て全て開示をさせていただいております。それは、株式も債券もオルタナティブ投資についても同じで
あります。

そうしたディスクローズの中で、国民の皆様理解をしていただきたいというふうに考えておりま
す。

○**井坂委員** お聞きしたことにわざわざ答えていただいていないんじゃないかというふうに思うんで
すけれども、銘柄別は株とか出していると思いますよ。でも、それはファンド別に出てきたって、ファ
ンドの名前が出たって、では、そのファンドがどこに投資しているかなんてわからないんですよ。

そうじゃなくて、国別あるいはインフラとか不動産とか、そういう大まかなカテゴリー別でどんな感
じなのかというものまで、それぐらい、逆にそういう大ざっぱな開示はされるんですか。

○**高橋参考人** 基本的には、現在行っておりますインフラ投資案件につきましては、その契約の対象範
囲が OECD 諸国のインフラというふうにされておまして、先ほど申し上げましたとおり、アメリカ
のインフラに対する投資は行われてはおりません。

開示につきましては、この投資スキームが御指摘のとおり投資信託を通じた間接的なものであります
ので、銘柄名の開示ということでは、個別の投資案件についてはなかなか直接把握できないという御指
摘かというふうに思っております。

したがいまして、現在も業務報告書では、案件が少のうございますのでかなり詳しく説明してありま
すが、この件につきましては、共同投資でありますから、共同投資の相手方とも相談しながら、国別、
地域別等、レベルを少し下げてきちんと公表する方向で、外部有識者から成ります運用委員会にも相談
しながら進めていきたいというふうに考えております。

○**井坂委員** ありがとうございます。

今、いい御答弁をいただいたと思いますけれども、現状はやはり、どこの会社のどんなファンドに投資していますよというところまではわかって、そのファンドが、特に今やっているみたいなカナダの公務員年金と共同でやっているとか、そういうのだと、そこから先、どこの国のどんな事業に投資しているというのはわからないんです。

総理はガセだとおっしゃいますし、私は、複数の新聞が報じたので、それなりに何かあるんじゃないかというふうには思ってお聞きをしておりますけれども、これは結局疑念があるので、やはり、今理事長が言っていたように、最低限ちゃんと検証ができるようにはしていただきたいというふうに思っています。