

2016年3月31日 全7頁

公的年金改革法案における GPIF 改革の論点

金融調査部 研究員
佐川 あぐり

[要約]

- 2015 年末に再開された社会保障審議会年金部会において、さらなる GPIF 改革の方向性についての議論が行われ、2016 年 2 月 8 日には「GPIF 改革に係る議論の整理」が公表された。同年 3 月 11 日、「公的年金制度の持続可能性の向上を図るための国民年金法等の一部を改正する法律案」（以下、改革法案）が国会（第 190 回通常国会）に提出され、GPIF 改革についてはこの議論の整理を踏まえた形となっている。
- 改革法案では、ガバナンス体制の見直しとして、合議制の経営委員会を設け執行機関の業務執行に対する監督を行うという内容が盛り込まれている。また、運用の見直しについては、利用可能なデリバティブ取引の方法の拡大、コール資金の貸付等の追加、といった内容が、盛り込まれている。
- 年金部会では、改革法案にかかる内容の他に、オルタナティブ投資スキームの検討についても議題となり、現行の GPIF 法の枠組みで対応が可能との意見にまとめられている。また、もう一つの議題として最も多くの関心を集めた、GPIF によるインハウスでの国内株式運用については、マーケットや企業経営へ与える影響を懸念する声も多く、法案化は見送られたが、今後再検討の余地も残されている。
- 今後、GPIF の運用はますます高度化が進むことが予想される。運用の透明性向上につながるガバナンス体制のブラッシュアップを続ける必要があるだろう。

社会保障審議会年金部会の議論を踏まえた改革法案が国会提出

2015 年末から再開された社会保障審議会年金部会において、さらなる GPIF¹改革の方向性についての議論が行われた。GPIF については、これまで、『日本再興戦略 2013』（2013 年 6 月 14 日閣議決定）において、公的年金の運用のあり方が検討課題の一つに挙げられたことを契機とし、

¹ 年金積立金管理運用独立行政法人（Government Pension Investment Fund）。

その後有識者会議²での議論等を経て、基本ポートフォリオの見直しや、運用資産並びに運用手法の多様化が図られてきた。しかし、運用が高度化する中で、リスク管理を目的とした更なるガバナンス体制の強化、また運用における規制の見直し、という課題についてさらに議論を深める必要があるとの認識から、年金部会で議論が行われ、2016年2月8日には「GPIF改革に係る議論の整理」が公表されている。同年3月11日には「公的年金制度の持続可能性の向上を図るための国民年金法等の一部を改正する法律案」（以下、改革法案）が国会提出された。GPIF改革については2月8日公表の議論の整理を踏まえた形となっている。本レポートでは、改革法案のGPIF改革に係る内容（図表1の4）と、年金部会での議論についてまとめた。

図表1 公的年金制度の持続可能性の向上を図るための国民年金法等の一部を改正する法律案の概要

概要

1. 短時間労働者への被用者保険の適用拡大の促進
2. 国民年金第1号被保険者の産前産後期間の保険料の免除
3. 年金額の改定ルールの見直し
4. 年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の組織等の見直し

合議制の経営委員会を設け、基本ポートフォリオ等の重要な方針に係る意思決定を行うとともに、執行機関の業務執行に対する監督を行うほか、年金積立金の運用に関し、リスク管理の方法の多様化など運用方法を追加する措置を講ずる。

5. 日本年金機構の国庫納付規定の整備

（出所）厚生労働省「公的年金制度の持続可能性の向上を図るための国民年金法等の一部を改正する法律案概要」をもとに大和総研作成

改革法案の内容 ①ガバナンス体制の見直しについて

改革法案では、ガバナンス体制の見直しとして、合議制の経営委員会を設け執行機関の業務執行に対する監督を行うという内容が盛り込まれている。

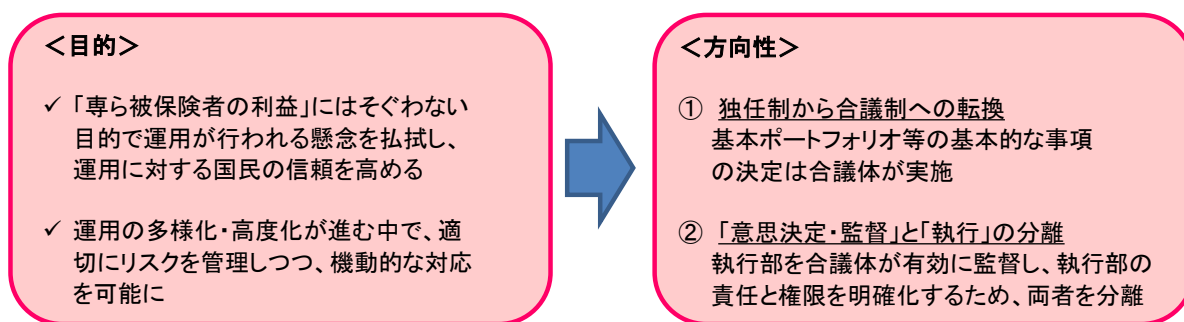
現在のGPIFは、業務に関する意思決定の権限や責任が理事長一人に集中する独任制である。しかし、140兆円もの資産を運用する機関として独任制は相応しくなく、その運用が「専ら被保険者の利益」にそぐわない目的で行われかねないとの懸念もある。また、多くの海外年金基金においては、合議制の意思決定機関が重要な意思決定（基本ポートフォリオの作成など）を行っている。こうした意思決定機関は、執行部とは分離された機関であり、執行部を監視する立場にある。GPIFにおいても、実際には、運用委員会で合議の下意思決定がされ、運用委員会が執行部を監視するという組織構成である。しかし、運用委員会は理事長の諮問機関という位置づけであり、また、委員は全員非常勤であることから、その監視体制の問題点を指摘する声

² 「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」の第1回会議が、2014年7月1日行われ、8回にわたる議論を経て、同年11月に報告書が公表された。

も多かった。こうした意見等を踏まえ、年金部会では、現在の独任制を改め合議制の意思決定機関を設立し、リスク管理体制の強化、運用の透明性の向上を図るという内容で議論が整理された。

これまで基本ポートフォリオの見直しなど、運用面での改革が進む一方、取り残されたままの形となっていたガバナンス改革に踏み込んだことは、大きな一歩といえよう。しかし、合議制機関の構成員に年金積立金の拠出者である労使代表が加わることは評価できるものの、その人数が各 1 名というは少ないのではないかという意見や、理事長の任命の権限が厚生労働大臣にあることで、完全な政府からの独立が図られていない点についての指摘もあり、今後検証すべき課題も残されている。

図表 2 GPIF ガバナンス強化の方向性



(出所) 社会保障審議会年金部会「GPIF 改革に係る議論の整理」をもとに大和総研作成

改革法案の内容 ②運用の見直しについて

運用の見直しについては、リスク管理方法の多様化として、利用可能なデリバティブ取引の方法の拡大、また、短期資金の運用方法の追加として、コール資金の貸付等の追加、といった内容が、改革法案に盛り込まれている。

デリバティブ取引は、為替や株式などの価格変動リスクをコントロールするための手段として、年金基金や機関投資家においてリスク管理の目的で広く活用されている。しかし、投機的な取引となる恐れがあることから、GPIF では法令上一部のデリバティブ取引（為替先物取引のうち市場デリバティブ取引、株価指数先物取引）が禁止されている。年金部会では、リスク管理体制の強化を目的とすれば、デリバティブ取引の活用は、運用環境に大きな変動が生じる場合に運用リスクの軽減につながるものとして、これまでの規制を緩和する方向で議論の整理が行われた。

ただし、投機的な取引とならないよう、利用目的をリスク管理に限定することを法律上明記するなどの防止策を講じることも、改革法案において義務付けられている。

年金部会での議題として

①オルタナティブ投資スキームの検討

年金部会では、改革法案にかかる内容の他に、オルタナティブ投資スキームの検討についても議題となり、現行の GPIF 法の枠組みで対応が可能との意見にまとめられている。

GPIF では、2013 年度に日本政策投資銀行及びカナダ・オンタリオ州公務員年金基金と共同でインフラ投資を開始しているが、2015 年 3 月末時点での時価総額は 55 億円と、GPIF の運用資産総額（約 140 兆円）に対して 1%にも満たない規模である。海外では、積極的にオルタナティブ投資を展開している年金基金も多く、近年は、運用委託手数料を削減するために基金による直接投資の割合が拡大し、さらにリターン向上を狙い、複数の年金基金が共同で案件調査や価格交渉を行う共同投資（コインベストメント）が主流となっている。しかし、GPIF では、海外の年金基金のような直接投資が認められていないため、共同インフラ投資については、投資信託を取得するというスキームのみが実施されており、海外の年金基金等との共同投資を進めていく上での課題とされている。

GPIF では、こうした課題に対し、LPS（Limited Partnership：投資事業有限責任組合契約）の集団投資スキームの活用を求めている。LPS とは、事業者が共同で投資事業を行うための組合理型の組織形態であり、組合の業務を執行し債務についても全面的に責任を負う無限責任組合員（GP：General Partner）と、投資家として出資額を限度とした債務のみを負う有限責任組合員（LP：Limited Partner）から構成される。年金部会では、LPS において有限責任組合員として出資を行うスキームについては、現行の GPIF 法の枠組みで対応が可能ではないか、との意見にまとめられた。新たな投資スキームにより、オルタナティブ投資の拡大が期待されるだろう。

②インハウスでの国内株式運用

年金部会の議論において最も多くの関心を集めたのが、GPIF におけるインハウスでの国内株式運用についてであった。議論の結果、その是非については慎重に検討すべきとの意見に集約されており、法案化は見送られている³。しかし、改革法案では、「今後も GPIF の運用の在り方について検討を加え、必要があると認める時には所要の措置を講ずる」としており、再検討の余地も残されている。

その是非を論ずる上で、最も重要視されたのが、GPIF が直接株式を保有することにより生じるマーケットや企業経営への影響であった。GPIF は、公的年金の年金積立金を運用する国の機関という立場にある。仮に、インハウスで個別銘柄を選択して運用とした場合、GPIF の投資判断が政府の意思と受け取られれば、他の投資家の投資行動へ影響を及ぼす可能性もあるだ

³ GPIF が設立される以前、年金積立金の管理・運用を行っていた年金資金運用基金の設立時にも、個別株式投資について議論が行われ、「公的資金による企業支配との疑念を生じさせない」、という考えの下、インハウス運用での国内株式運用は禁止となった。

ろう。また、株式を保有すれば、株主として GPIF には株主義決権が与えられる。近年は、スチュワードシップ・コードの受け入れ表明などの動きから、機関投資家は企業の中長期的な価値を高めるため、議決権を積極的に行使するべきであるという声が強い。GPIF においても、必然的に積極的なエンゲージメントが求められる一方で、国の機関という立場にあることから、国の企業経営への干渉と取られかねないことも懸念される。

年金部会における議論の整理によれば、マーケットや企業経営への影響を完全に排除することは困難であるとして、反対の立場、あるいは慎重に検討するべきという意見が多かった。しかし、個別株式については発行済み株式数の 5%以下に制限する、日銀と同様に保有する株式の議決権行使を信託銀行に委任する、といった工夫でこうした影響を抑えられるのではないかと、という肯定的な意見もみられた。

③インハウス運用についての考察

一方で、年金部会では、インハウス運用によってメリットを享受できるという指摘もあった。一般的に、インハウス運用においては図表 3 に示すようなメリット・デメリットが挙げられ、それらを十分に考慮した上で、委託運用かインハウス運用かを選択する必要がある。例えば、インハウス運用を行えば外部の運用会社へ支払う委託手数料は削減できるが（メリット①）、他方でインハウス運用の整備に係るコストも発生する（デメリット①）。委託手数料は運用資産額に比例して増大する変動費的なコストであるのに対し、インフラ整備等にかかるコストは固定費的なコストと考えられるため、資産規模が大きいほどコスト削減効果が期待できる。また、インハウス運用を行うことで運用能力の向上が期待できるが、培ったノウハウは外部委託運用機関を評価する際にも役立てるとして、その相乗効果も期待できる（メリット③）。

図表 3 インハウス運用のメリット・デメリット

【メリット】		【デメリット】	
項目	内容	項目	内容
①委託手数料の削減	外部の運用機関に支払う委託手数料が発生しない。	①インハウス運用体制の整備にかかるコスト	運用体制を整備するためのシステムインフラ、優秀なファンドマネジャー等の人材確保などのコストが発生。
②エージェンシーコストの削減	委託運用の場合、年金基金は委託者で運用機関が受託者。委託者と受託者の間では利害が一致しないことから、エージェンシーコストが発生する可能性があるが、インハウス運用では年金基金自身が委託者かつ受託者となり、エージェンシーコストが抑えられる。	②運用マネジャーに対する対応	優秀な運用マネジャー等への報酬が、外部の運用機関並みに高額となる。また、運用成績が悪化した場合のマネジャーの解雇など、難しい問題も発生する。
③運用能力の向上	運用能力の向上が期待できる。さらに、外部に委託する運用機関を評価する能力の向上にもつながり、相乗効果が期待できる。	③総合的なリスク管理体制の構築	委託運用とインハウス運用を総合的にリスク管理できる体制の整備が必要。特に、インハウス運用については、運用部門とは独立したリスク管理部門を設置し牽制機能を働かせるなどの組織体制の整備が重要に。
④機動的・効率的運用の実現	年金給付等の外部との資金流入出に際し、効率的に現金管理ができる。また、委託運用の場合に比べて、相場変動時などのリバランスも機動的に行える。		

（出所）財団法人年金シニアプラン総合研究機構（2008）、井潟・片山（2000）などを参考に大和総研作成

企業年金連合会では、年金資産の運用の効率化に資することを目的として、総資産の約 4 割をインハウスで運用している。その位置づけとしては、各資産の運用を行うほか、外部キャッシュフローの受け払い、トランジション・マネジメント、リバランス機能の役割を担うこととしている。キャッシュフローの受け払いについては、年金給付などに必要な現金の管理をインハウスで行うことで効率的な管理ができ、リバランス機能においても、インハウスで運用することで相場急変時には機動的な売買が可能となる。トランジション・マネジメントとは、運用マネジャーの変更時の資産移管を効率的に管理することを指す。解約するファンドから新規ファンドへ資産を移管する際に、解約するファンドの保有株式を一旦インハウスファンドに現物移管し、新規ファンドにリバランスして引き渡す。過不足する株式についてはインハウスファンドで調達するため、トータルの売買執行コストを抑えられる。さらに、こうしたノウハウは外部委託する外国株式のトランジションマネジャーの選定および評価にも役立てることができるとして、効率的な資産管理が行われている。

また、海外の主要な年金基金は、インハウス運用を積極的に活用しており、近年は伝統的 4 資産に留まらず、オルタナティブ資産についてもインハウスで運用を行うなど、資産クラスやその手法などが多様化している。しかし、全てをインハウスで運用するという考え方ではない。例えば、ノルウェーの公的年金であるノルウェー政府年金基金—グローバルでは、総資産の 9 割近くをインハウスで運用し、中でも株式アクティブ運用については、ほぼ全額をインハウスで運用している。しかし、基金内部では専門性に乏しいと判断した場合には、ある業種において委託運用を選択している。

一方で、インハウス運用を行わないことを選択しているのが、フランスの公的年金基金であるフランス年金積立基金（以下、FRR）である。（財）年金シニアプラン総合研究機構（2008）によると、FRR ではその理由として、①パッシブの委託運用で外部運用機関に支払う報酬が現在でも十分に低いこと、②運用規模がそれほど大きくなく、コスト的にインハウス運用を行うメリットがあまりないこと、③インハウス運用の場合は政治介入が懸念されるが、委託運用では防止作用が働くこと、などを挙げている。

現在 GPIF では、インハウス運用においては国内債券と現金管理としての短期資産を主な運用対象とし、その役割については、「(年金給付、寄託金の償還等に必要な) 流動性の確保」と「インフレリスクの軽減」という 2 つに集約されている。上述のトランジション・マネジメント業務については外部委託しており、インハウス運用を活用できれば効率的な資産管理が行われ、コスト削減効果が期待できるかもしれない。しかし、FRR のインハウス運用を行わない理由については、GPIF の現状と重なる部分もある。GPIF の資産規模は世界最大であるが、運用報酬は低く設定されており、インハウス体制整備にかかるコスト、またマーケットや企業経営への影響を抑えるための発生コストなどを見積もり、総合的に判断することが重要となる。今後の動向が注目される。

まとめ

改革法案が成立すれば、ガバナンス体制の強化、運用におけるリスク管理方法の多様化が進むことになるだろう。しかし、今後、GPIF の運用はますます高度化が進むことが予想される。すなわち、LPS を通じたオルタナティブ投資拡大の可能性があるほか、インハウスでの国内株式運用が再検討される余地も残されている。今後も、運用の透明性向上につながるガバナンス体制のブラッシュアップを続ける必要があるだろう。

<参考文献>

- ・財団法人年金シニアプラン総合研究機構（2008）「海外公的年金基金のインハウス運用に係る調査（平成 20 年 3 月）」
- ・井潟正彦・片山英治（2000）「インハウス運用と運用子会社～注目を浴びる年金運用の新しい選択肢」、『知的資産創造 2000 年 10 月号』，PP. 56-63.
- ・第 33 回社会保障審議会企業年金部会（平成 28 年 1 月 12 日）参考資料 1 「GPIF 関係」
- ・第 33 回社会保障審議会企業年金部会（平成 28 年 1 月 12 日）参考資料 2 「企業年金連合会におけるインハウス運用の状況」
- ・企業年金連合会（2014）「年金資産運用状況説明書（2014 年度）」
- ・GPIF 「業務方針」