

# 公的年金積立金のインハウス運用と GPIF 改革

玉木 伸介

大妻女子大学短期大学部教授

## はじめに

多くの年金基金等の機関投資家は、積立金の運用を投資顧問会社等の外部の運用機関に、手数料を払って委託している。「この銘柄を買う」、「この銘柄は売る」という個別の運用判断は、手数料を払って外部のプロに任せているのである。これに対し、年金基金等の職員自らが個別取引の判断を行うのが、インハウス運用（自家運用）である。

我が国の公的年金（国民年金、厚生年金）の積立金を運用する年金積立金管理運用独立行政法人（以下「GPIF」）は、年金積立金の市場運用主体としては世界最大<sup>1</sup>であり、資金（2015年末時点で140兆円）の大半は外部に運用を委託している。GPIF法は、株式以外のインハウス運用は許容し、国内債券の一部は実際にインハウスで運用されている。

このGPIFについて、2015年度中、社会保障審議会年金部会（以下「年金部会」）でいくつかの論点に関して議論が行われ、決定機関としての経営

委員会設置（合議制導入）等のためのGPIF法の改正法案（以下「改正法案」）が国会に提出された。同部会では、現在は政府機関による「企業支配」のリスクがあるとしてGPIF法（第21条第1項第1号）で禁じられている株式のインハウス運用の解禁も議論されたものの、結局、解禁は見送られた。

改正法案では、運用についての国民の意識等を踏まえつつ行われる今後の検討の結果必要があると認められるときは、インハウス運用を含めた運用のあり方等について、改正法の施行後3年を目途に必要な措置を講ずるものとされている（改正法案附則第2条第2項）。

## 年金運用を取り巻く環境とインハウス運用の議論

年金運用は、スイスなど一部欧州諸国や我が国で長期国債の利回りがマイナスになるなど世界的な超低金利の環境下、信用度の高い確定利付債券では十分なリターンが得られないために、“search for yield”（利回り追求）の傾向を強めている。具体的には、株式やオルタナティブ（代替）投資（プライベートエクイティ、インフラ、不動産等）のウェイトを高めていく、ということである。その際に多くの年金基金等が直面する問題は、運用手数料等のコストが非常に高いことと、委託先が年金基金等の長期的利益の増大に向けて真剣に努力しているか否かを監視しその仕事の出来を評価すること

### たまき のぶすけ

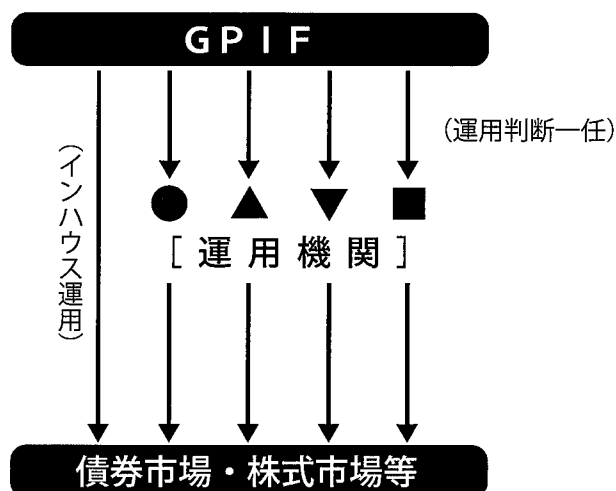
東京大学経済学部卒。ロンドン大学（ロンドンスクールオブエコノミクス）経済学修士。

1979年日本銀行入行。年金積立金管理運用独立行政法人出向等を経て、2011年4月より現職。

著書に、「年金2008年問題」（日本経済新聞社、2004年）。

図 GPIFにおける積立金運用の仕組み

### GPIFにおける積立金運用の仕組み



出所：筆者作成。

が難しくなること、の2つである。特にオルタナティブ運用は、しばしば規模が小さいためにコスト高になりやすい他、従来型の運用とは異なる専門性を要することが多く年金基金等に監視や評価のための知識の蓄積が乏しいために、2つの問題がより尖鋭になる。

そこで、外部委託運用を減らしてインハウス運用に移す (insourcing) という流れが生じる<sup>2</sup>。その狙いは、第一に高コストの委託運用を減らすこと、第二に運用の現場を組織の内部に置いて運用実務に関する知見・ノウハウを蓄積しつつ運用現場の管理を強化すること、の2つである。

このための人的体制整備に向け、海外の主要年金基金等では民間の運用担当者を高給で多数採用している事例 (それでも外部に委託するよりはコストが削減できる) が、カナダのCPPIB (Canada Pension Plan Investment Board) などいくつも見られている。

このように、インハウス運用自体は、年金積立金の長期運用におけるコスト軽減<sup>3</sup>のためにも十分検討に値するものである。GPIFについても、予断を排して議論する手間を惜しんではならない。しかし、議論に当たっては、以下に述べるような幅広い問題意識を持つことが必要である。

### 国内株式のインハウス運用に関する社会保障審議会年金部会での議論

上述の年金部会における株式のインハウス運用解禁の議論の際、解禁を求めるGPIFは、運用手数料の削減や直接株式売買を行うことによって市場情報へのアクセスが大きく改善すること等の運用組織としての「力量」向上のメリットを提示した。また、GPIFは既に国内債券のインハウス運用では外部の運用委託先に何ら遜色ない実績を残しているなど、技術的な壁も高くないという説明もした。これらはいずれも、説得的な議論である。民間の年金基金のインハウス運用であれば、論点として網羅的であったとっていいだろう。

しかし、企業支配のリスクに関する誰もが納得する処方箋は、得られなかった。GPIFが相当大量の国内株をインハウスで運用する可能性がある以上は、企業支配のリスクも大きいはずであって、その処方箋抜きでは、株式のインハウス運用を解禁すべしという政策提言は完結しえない<sup>4</sup>。

また、年金部会では、インハウス運用は一部にとどまっても、GPIF自身が議決権行使において賛成 (または反対) した事案に関して運用委託先は異なる対応をしにくいのではないか (外部委託の分も

含めて、議決権行使が一つの方向にまとまってしまうのではないかと、という懸念も示された。

更に、株式のインハウス運用に踏み切れば、GPIFは「投資先の日本企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な『目的を持った対話』(エンゲージメント)などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンを拡大を図る責任」(スチュワードシップ責任)を直接負うことになる。広範な権限を有する政府の一部であるGPIFが行う「エンゲージメント」が企業支配や民間経済への過度の影響力に結びつかないか、という指摘も出た。

## 政府機関であるGPIFが株主になった時に起きること

もとより、年金部会での議論が、株式のインハウス運用を解禁したら直ちに政府による企業支配や経営への影響力が過大になるという具体的かつ差し迫ったリスクを念頭において行われたということではない。しかし、政府機関が、株主という市場の「プレーヤー」として、株式の「所有」に淵源がある議決権という「力」を持つ場合には、新たな「力」を手に入れた政府は何をしようとするか、についてイマジネーションを働かせる必要がある。

もし、将来の厚生労働大臣が、主務大臣としての権限をちらつかせてGPIFに圧力をかけ、その保有株式の議決権を活用して賃上げの促進や雇用慣行の変更を実現しようという意思を持った場合、この大臣は、国会の議決も予算措置も要らない大変便利で強力な政策手段を持ってしまう。近年の事例で言えば、高年層の継続雇用や定例給与の引上げ等の政策目的達成の手段のリストに、議決権という強力なものが加わる可能性がある、ということだ。そうなった場合の厚生労働大臣をいかにgovernしていくのか、という問題設定が必要になるだろう。

## GPIFの「政府からの独立」に関する「そもそも論」と諸外国の工夫

株主となった政府機関をどうgovernしていくかという問いに対する答えとしてしばしば提示されるのが、運用組織の政府からの独立である。だが、GPIFなど独立行政法人は名称に反して政府からの独立性は低い。例えば、「中期目標」(何を達成するか)は主務大臣が決定して独立行政法人に下すものであり、この目標を達成するための「中期計画」(どう達成するか)も主務大臣の認可を要する。改正法案ではGPIFの理事長も経営委員も厚生労働大臣の任命であり、また、厚生労働大臣はGPIF法第27条5により、まず拒むことのできない要求をGPIFに出すことができる。厚生労働大臣の真下にあると言ってもいい組織形態なのである(改正法案が成立して合議制になっても、独立性が格段に強まるということではない)。

では、GPIFが政府から独立するとは、そもそも、どういうことか。長期的なリターンを高めて年金財政に貢献することを唯一のミッションとして法定しつつ、業務遂行上の自主性が確保された組織にすることだ(透明性は最大限まで高める)。そうなれば、GPIFはあたかも民間主体のように、運用のリターンを求めることに専念するだろう。議決権を行使する際にも、「政策的あるいは政治的な目的」が介在する余地はなくなると期待できる。

独立性のレベルが上がるにつれ、GPIFの運用内容・資産構成割合やエンゲージメント、議決権行使の判断に関する厚生労働大臣の権限や責任は減じていく。こうなることが良いのかどうか、という「そもそも論」がまず必要である。

諸外国を見ると、対応ぶりは実にさまざまである。米国のSocial Security Trust Fundは、外部への委託運用を含めて、一切の民間資産(株式その他、社債等を含む)への運用を行っていない(全額を非市場性国債で運用)。

ノルウェーのGovernment Pension Fund Globalは、石油収入が源なので年金基金というよ

りはソブリン・ウェルス・ファンドであるが、GPIFに次ぐ規模の投資家である。株式を大量に保有しているが、国外企業に限定している。国外においては、ノルウェーという小国の政府は一機関投資家に過ぎない（権力体ではない）から、議決権を行使してもあまり大きな問題は生じない。

カナダは、CPPIBを連邦政府から徹底的に独立させている。独立性を担保するために、理事会メンバーの選任権限を連邦政府と州政府に分散させ、特定の政治勢力がCPPIBに大きな影響を持つことがないようにしている。カナダのやり方は、分権的な連邦制国家という国情に合ったものだ（集権的な日本では、政府の持つ力を分散する受け皿がないので、カナダのやり方はまねしにくい）。

アイルランドのNational Pensions Reserve Fund (NPRF)は、かつては“strictly commercial investment”を標榜して運用益獲得一本槍であった。しかし、金融危機時に大手銀行への資本注入資金の調達難に直面した政府は、法律を改正して財務大臣がNPRFに大手銀行の優先株等の購入を指示できるようにした。更に、残った資金についても、Ireland Strategic Investment Fund (ISIF)という政策金融機関に投じられようとしている。資金の性格が大きく変えられてしまっ、もはや年金基金の面影は乏しいと言ってもいいだろう。

## 今後の議論の方向性

これまでのところ、GPIFの株式運用が企業支配の弊害をもたらしたわけではないし、GPIFに対して企業経営に容喙しろという圧力がなかったこともない。その理由は、第一に、これまでは政府あるいは政治家がGPIFの株式運用を政策的あるいは政治的な目的達成に「活用」しようという強い意思を持たなかったし、厚生労働省もGPIFも、民間の経済に大きな影響を与えないようにすることが適切、という考えで一貫していた。第二に、年金財源である積立金には国民の目が光り、国民にすっきりと説明できないことは、そもそもやりようがなかった。

他方、日本経済は、機関投資家のスチュワード

シップ責任のよりの確な遂行を通じた経済効率と生産性向上を強く必要としており、GPIFは「被保険者の利益のため」にも、最大の機関投資家としてのスチュワードシップ責任を、外部の運用委託先とともに、政府機関の立場からの確に果たしていかなければならない。

こうした状況下で、今後どういう議論を重ねていくべきか。インハウス運用によってGPIFの「力量」が増す、という道筋は比較的明確であるので、残る議論は実務的なものである。他方、企業支配に関する論点は、やや大げさに言えば我が国の経済「体制」の基本に関わるものであるので、理念の次元からの積み上げが必要だ。特に、企業支配の概念規定（防ぐべき企業支配とは何か）を明確にすることは欠かせない。これほど多くの株式を持つGPIFに関し、外部の運用委託先との共同作業であるスチュワードシップ責任の遂行と企業支配の境目を明確にしておくことは、インハウス運用の解禁の議論を建設的に行う上で不可欠である。

同時に、企業支配の防止のための独立性についても、議論の整理が必要だ。改正法案には合議制導入が盛り込まれているが、合議制になっても政府との関係は基本的に同じである。独立性を有意に高めるとするなら、独立行政法人という組織形態から外れるという選択肢を用意しなければならない。また、「なぜ独立性を高めるのか」、「独立した新組織に何が期待されるのか」という「理念」の議論が不十分なまま進むと、出来上がった組織の運営の指針が定まらず、国民による監視も行き当たりばったりになってしまう。

賦課方式の年金保険制度の安定のためには、国民が制度に対して素朴な信認を持つことが必要であり、積立金の運用がガタガタして信認が揺らぐことは大きな損失だ。積立金運用に関する国民への有効な説明を行えるような議論の積み上げが必要だろう。■

### 《注》

- 1 世界最大の年金基金は、米国のSocial Security Trust Fund（運用残高は2016年4月末で2.8

- 兆ドルと、GPIFの約2倍)であるが、全額が非市場性の連邦政府国債に運用されて、市場では運用されていない(株式運用は皆無)。
- 2 OECDのAnnual Survey of Large Pension Funds and Public Pension Reserve Funds 2014及び同2015は、OECD諸国の年金基金(民間及び公的)は、従来からの伝統的資産(市場性の高い債券や株式。特にパッシブ運用)のインハウス運用に加え、プライベートエクイティやインフラ等のより複雑な判断を要する資産についても、コスト削減のためにinsourcingや他の投資家と連携したco-investingを進めていると、指摘している。
  - 3 コスト削減は、コスト控除後のリターン改善のためばかりでなく、被保険者のためにできることはすべてやるという姿勢を見せることで公的年金保険制度に対する国民の信認を確保していくという観点からも、重要である。
  - 4 なお、議決権を巡る問題に関し、「GPIFは、受託者(fiduciary)として、株式投資家としての長期的な利益のために議決権を行使するはずだから、企業支配のリスクなど考える必要はない」という指摘があるとするれば、これは「会計基準があれば経営者は正しい財務諸表を作成するはずだから、会計監査の必要はない」という指摘と同様、誤りである。
  - 5 (特に必要がある場合の厚生労働大臣の要求)  
第二十七条 厚生労働大臣は、年金積立金の安全かつ効率的な運用を行うため特に必要があると認めるときは、管理運用法人に対し、管理運用業務に関し必要な措置をとることを求めることができる。  
2 管理運用法人は、厚生労働大臣から前項の規定による求めがあったときは、正当な理由がない限り、その求めに応じなければならない。

