

インハウス運用の在り方に関する議論の進め方の整理

米澤康博(早稲田大学)

1. 議論の前提の整理

- これまでの議論が若干錯綜している部分が多いと思われるので、まず以下の前提を確認する必要がある。
 - (1) GPIF 全体のリスク量も、基本ポートフォリオによって決まるものであり、インハウス運用の有無とは関係がない。
 - (2) 株式資産やオルタナティブ資産の比率は、財政検証とそれを反映した基本ポートフォリオで決まるものであり、インハウス運用の有無とは関係がない。
 - (3) アクティブ運用の比率は、それぞれの資産クラスの市場効率性の問題であり、アクティブ運用の超過収益の蓋然性が高い資産クラスはアクティブ比率を高め、そうでない資産クラスは低めに決まることになる。また最近は、スマートベータのようにアクティブ運用、パッシブ運用の領域が交わりあい、そこへの運用が重要なテーマとなっている。いずれにせよ、それはインハウス運用の有無とは関係がない。なお、アクティブ運用の効果を否定するなら外部委託も止めないと整合性がとれない。
- したがって、上記いずれの項目も、インハウス運用の有無とは関係なく外性的要因で決まるものなので、今回の議論からは外すべきである。

2. 議論すべき基本的な論点

- 上記を確認した上で、GPIF が主張するインハウス運用のメリット（①インハウス独自の知見の活用、②機動的なリスク管理、③運用委託手数料の削減、④オルタナティブ資産に対する海外年金基金との共同投資、など）をどう考えるか。
- 併せて議論すべき基本的な論点は以下の2点であり、それらを整理した上で細部の議論をすべきである。
 - (1) 株式に関してインハウス運用を認めた場合の課題（国による企業支配という懸念）をどう考えるか。
 - 懸念を回避するためには、大量保有制限（5%ルール）、議決権行使の外部委託等が考えられるのではないか。

- (2) 現在禁止されているが、ニーズの高いデリバティブ（差金決済）・コールやオルタナティブへの直接投資等をどう考えるか（規制の在り方）。
→ 現行の法律による個別列挙方式では、内外の金融環境の変化に対応できないので、①経営委員会（意思決定機関として法律で裏打ちされた、労使代表者も加わる合議制機関）による承認制か、②それに加え厚生労働大臣の認可事項とする、こと等が考えられるのではないか。

※ 平成 27 年 10 月の厚生年金一元化の下でも、国家公務員等三共済の年金積立金（平成 25 年度末 総計 51 兆円）の運用方法については、法律ではなく政令委任等となっている。

以上