

## GPIF 改革（ガバナンス及びインハウス運用）に関する意見

（2016年2月2日 社会保障審議会第36回年金部会）

慶應義塾大学経済学部教授 駒村康平

これまでの年金部会における議論より、以下の意見を提出する。

**検討：インハウス運用の必要性と懸念を以下検討する。**

A：インハウス運用の必要性は以下の3点である。

1. 迅速な投資行動が可能となり、より効率的な運用が可能になる。
2. 市場の情報の取得が容易になる。
3. 目利き機能・人的能力の向上。

B：インハウス運用の懸念点は、大きく分けると以下の2点である。

1. インセンティブ・コンパティブル（incentive compatible）の問題  
・ GPIF は補助金、税制、規制、許可権などもつ政府の一機関である。  
（1）株主としての利益と政府の公益追求が矛盾する可能性（利益相反）  
（2）GPIF が国民から運用益最大化とは異なる期待（特定企業への支援や制裁を行う等）を持たれる危険性（誤った期待）  
（3）市場関係者が政府の行動から GPIF の行動を推測し（あるいは逆に GPIF の行動から政府の意図を推測して）、株価に影響を与えること。（風説）

以上、いずれも政府と GPIF が異なる行動をとる場合に発生する年金制度への不信

### 2. 市場に与える影響

（1）大きな損失を発生しても顧客を失い、倒産しない組織（市場の規律を受けない）である GPIF が市場に大きな影響を与える可能性や問題点（注：さらに、GPIF の分割化、積極的な国際展開、またあたかも一種の SWF（ソブリン・ウェルス・ファンド）を彷彿させるような議論もある）

注：例えば、経済財政諮問会議グローバル化改革専門調査会第二次報告「公的年金基金運用の改革に向けて－世界の経済成長を生活の豊かさに－」、日本経済調査協議会「政府系ファンド（SWF）の役割と政策的インプリケーション」。またノルウェー政府年金基金・グローバルは公的年金基金による SWF の事例とされるが、その原資は石油収入である点、留意が必要である。

（2）政府機関たる GPIF が、大株主として民間企業経営に多大な影響を与えることそのものの評価

B-1 については、検討中の GPIF 新ガバナンスがどの程度機能するのか、さらに企業経営へ

の直接的な影響（議決権行使）を明確に制限できるか、による。

B-2については、（1）運用手法に関する法令による規制、（2）株主義決権の取り扱い、が焦点になる。

## 評価

A のメリットと B の懸念点は質的に異なるので単純比較できないが、B の懸念が現実になった場合は、日本の金融市場、コーポレートガバナンスに深刻かつ不可逆的な影響が出る可能性がある。そのため、B の各懸念点が確実に解消される方策が提案されない限り全面的なインハウス運用を認めるべきではない。ただし、ディリバティブ等の新たな運用方法については、リスク管理を目的とする場合などは、その必要性はあるので、投機的な行為につながらないなどの歯止めが担保されていることを条件に、容認することは考えられる。

年金積立金の運用は、あくまでも年金財政への貢献であることを再確認し、全面的なインハウス運用の前に、まず新ガバナンスの完成とその運用を実証的に検証し、国民、市場の信任、評価を受けるべきである。

以上