

## 自家運用導入にあたっての留意点（上）

厚生年金基金では、2000年6月に自家運用に関する規制が緩和され、資産規模規制が撤廃されるとともに、株式や先物などリスク資産も運用対象とされるなど環境整備が図られた。しかし、自家運用の導入にあたっては、外部委託運用とのコスト比較など自家運用のメリット・デメリットを十分に分析した上で、運用管理体制の充実が不可欠である。

自家運用（インハウス運用）とは、文字通り年金資産運用を外部の生命保険会社や信託銀行等に委託せずに基金自らが運用を行うことを意味する。欧米では、大規模年金基金を中心に古くから行われている。一方、わが国では、公的年金の積立金を運用する年金資産運用基金の他、厚生年金基金連合会、中退共や各共済組合などで安全資産を中心に自家運用が行われているが、企業年金では資産規模が小さいことや厳しい条件が課せられていたことなどから、ほとんど行われていないというのが現状である。

自家運用に係る規制は、2000年6月の緩和により資産規模規制の撤廃、運用対象資産の拡大などが実施された（図表1）。投資信託の購入や預貯金による運用はすべての基金に認められるが、債券運用や株式インデックス運用などを行う場合には、運用管理体制の整備（自家運用執行理事の設置、専門知識と経験のあるファンド・マネジャーの採用など）が前提となる。

図表1 自家運用に係る規制緩和の概要

①	資産規模規制(500億円以上)の撤廃
②	運用対象資産として、債券の他、投資信託や株式インデックス運用等も含める
③	信託契約における金銭信託の制限を撤廃し、運用委託先を変更する場合等に証券現物による資産移管を可能とする
④	学識経験監事の必置規制を廃止
⑤	業務委託に関する厚生大臣の認可を届出に緩和

ところで、米英の資産規模別・自家運用比率の状況をみると、米国では上位50基金で約5割にのぼり、イギリスでは上位20基金で8割近くに達すると推定される（図表2）。これは、外部委託運用の場合、資産規模に応じて委託コストが上昇するが、自家運用にかかるコストは固定費であり、資産規模が大きい基金ほどコスト面でのメリットを享受できるためである。

米英の年金基金の自家運用は株式、債券のパッシブ運用が中心で、アクティブ運用も一部で行われている。たとえば、米国最大の年金基金であるCalPERS（カリフォルニア州公務員退職年金基金）では、国内債券はすべて自家運用（アクティブ）され、国内株式は80%が自家運用（アクティブ：パッシブ比率は20：80）、外国証券は外部委託となっている。また、90～95名にのぼるスタッフの内3/4が投資のプロ（1/4は事務）という組織で運営される。このように、本格的に自家運用を行う大規模基金では、運用機関なみの人員・組織を有するところも多い。

図表 2 米英年金基金の自家運用の状況

●米国 (億\$)				●イギリス (億£)			
年金基金	給付建資産額	自家運用額	自家運用比率	年金基金	総資産額	専属資産運用会社	自家運用比率(推定)
① California Public Employees	1,334	850	63.7%	① British Telecommunication Plc	199	有	80~90%
② New York State Common	997	702	70.4%	② British Coral Corporation	193	有	100.0%
③ General Motors	670	0	0.0%	③ Electricity Supply Pension Scheme	156	有	100.0%
④ California State Teachers	826	279	33.7%	④ The Post Office Pension Schemes	140	無	80~90%
⑤ Florida State Board	775	335	43.2%	⑤ Universities Superannuating Scheme Ltd.	135	無	75.0%
⑥ New York State Teachers	711	569	80.0%	⑥ Railways Pension Trustee Company	112	無	90~100%
⑦ Texas Teachers	695	695	100.0%	⑦ British Gas Plc	107	有	90.0%
⑧ Federal Retirement Thrift	645	263	40.9%	⑧ Lloyds TSB Group Plc	88	有	100.0%
⑨ New Jersey Division	626	626	100.0%	⑨ Barclays Bank Plc	86	有	100.0%
⑩ General Electric	390	317	81.3%	⑩ The British Petroleum Company Plc	81	有	100.0%
Top 50 Total	18,984	8,886	46.8%				
Next 50 Total	4,513	637	14.1%				
Top 100 Total	23,497	9,523	40.5%				

出所) 年金基金の自家運用 (厚生年金基金連合会)

わが国の状況をみると、公的年金では年金資金運用基金が財投債ファンド、国内債券パッシブファンド、調整ファンド(国債のみのパッシブ運用)、資金管理ファンド(短期資産運用)で自家運用を実施している。資産規模が2001年度で26兆円、2008年度には140兆円(財政投融资への預託資金が年金会計に返還)にもものぼるため、コスト面でのメリットは大きいと思われる。また、厚生年金基金連合会では国内債券の(デュレーション調整による)アクティブ運用およびパッシブ運用で自家運用を実施している。さらに、前述の規制緩和をうけ、国内株式の一部を自家運用(パッシブ運用)に切り替える方向である。

自家運用の実施にあたっては、外部委託運用と比較して、自家運用のメリット・デメリットの吟味が重要である。メリットとしては、①委託手数料が不要、②運用効率の向上、③運用能力の向上、④商品選択の自由度向上などがあり、デメリットとしては、①運用体制・リスク管理体制整備に要するコスト、②運用スタッフに対するフィーの問題などがある(図表3)。

図表 3 自家運用のメリット・デメリット

メリット	デメリット
① 外部委託手数料は不要 (自家運用コストは発生するが、固定費であるため、資産規模によっては減減する)	① 運用体制の整備にかかるコスト (運用スタッフの育成・採用、システムインフラの整備等多額のコストが必要となる)
② 運用効率の向上 (基金内の意思疎通が容易、柔軟な対応が可など)	② 総合的なリスク管理体制の充実が不可欠 (運用ガイドラインの策定、コンプライアンス、内部組織体制(運用とリスク管理の分離)の整備など)
③ 運用能力の向上 (基金スタッフの運用能力向上に加え、外部運用機関の評価能力も高まる)	③ 運用マネジャーの処遇面での対応が必要 (インセンティブ・フィーの導入など)
④ 商品選択の自由度が高まる	④ 従来の掛金・給付の仕組みを自前でを行うための体制整備が必要
⑤ 機動的・効率的なキャッシュ・マネジメントが可能	

米英の年金基金のように、アクティブ運用も含めて自家運用を実施するには、組織体制やインフラの整備に多額のコストが必要となる。また、運用ノウハウの構築も簡単ではないだろう。こうした点を考慮すれば、パッシブ運用を中心に自家運用を行い、アクティブ運用には外部運用機関を活用する方法が考えられるだろう。加えて、自家運用の実施に際しては、リスク管理体制の充実が不可欠となるが、これについては次号で検討する。