

平成 26 年 4 月 2 日衆議院厚生労働委員会配布資料

衆議院議員 長妻昭

■違法未加入年金 p 1 ~ p 4

■労働生産性のうち全要素生産性 (TFP) p 5 ~ p 1 4

■年金積立金 (GPIF) でインフラ投資 p 1 5 ~ p 3 3

市町村国保と協会けんぽの保険料額について

(A 特別区の場合)

○国保と協会けんぽを比較するため、国保の世帯収入は給与収入として試算。

(単位：万円 (年額))

年収	A 特別区国保 (※1)				協会けんぽ (※2)
	1人世帯	2人世帯	3人世帯	4人世帯	
100 万円	2.23	4.30	6.37	8.44	4.72
150 万円	8.48	10.96	10.55	12.62	7.73
200 万円	11.57	14.06	17.37	15.71	10.03

(※1) A 特別区の平成 25 年度の保険料率(当該特別区のホームページを参照)をもとに、平成 26 年度における低所得者に対する保険料軽減拡充後の保険料額(介護納付金分を除く。)を厚生労働省保険局国民健康保険課において計算。

(※2) ○協会けんぽの保険料額は、設定された年収から報酬月額(12ヶ月)及び賞与4ヶ月を算出し、A 特別区の所在する都道府県の協会けんぽの平成 25 年度の保険料率をもとに計算。

○協会けんぽの保険料額は、被保険者負担分(1/2の事業主負担分を除く。また介護納付金分を除く。)のみとしている。

国民年金と厚生年金保険の比較

- 国民年金保険料 15,250 円 (平成 26 年度)

- 厚生年金保険料のうち、標準報酬月額が 1 8 万円の場合の
被保険者負担分 15,408 円

※厚生年金保険料率：17.120%(一般の被保険者等)

(平成 25 年 9 月分～平成 26 年 8 月分適用)

※厚生年金基金加入員を除く

※賞与の被保険者負担分は含まれていない

国民年金第1号被保険者の就業状況別の割合と保険料納付状況

調査対象となった第1号被保険者1,650万人の内訳

自営業主	237万人 (14.4%)	納付者	69.1%	免除等	7.8%	滞納者	23.1%
家族従業者	128万人 (7.8%)		22.2%		5.6%		16.5%
常用雇用	126万人 (7.7%)		56.8%		7.7%		35.6%
臨時・パート	467万人 (28.3%)		42.3%		28.7%		29.0%
無職	642万人 (38.9%)		38.6%		35.7%		25.7%
不詳	51万人 (3.1%)		50.4%		22.0%		27.6%

- 〔 納付者…平成21年度及び平成22年度において保険料を納付したことがある者(免除等を除く)
- 〔 免除等…平成22年度末に保険料の申請全額免除、学生納付特例、若年者納付猶予を受けていた者
- 〔 滞納者…平成21年度及び平成22年度において一度も納付していない者(免除等を除く)

(注)平成23年3月末の第1号被保険者数は1,904万人だが、任意加入被保険者、法定免除者等が対象外となっており、調査対象となる被保険者は1,737万人。ただし、東日本大震災により岩手県、宮城県及び福島県について郵送調査等を実施しておらず、この集計ではその分を除いた1,650万人分について集計している。

(資料)厚生労働省「平成23年国民年金被保険者実態調査報告」より作成

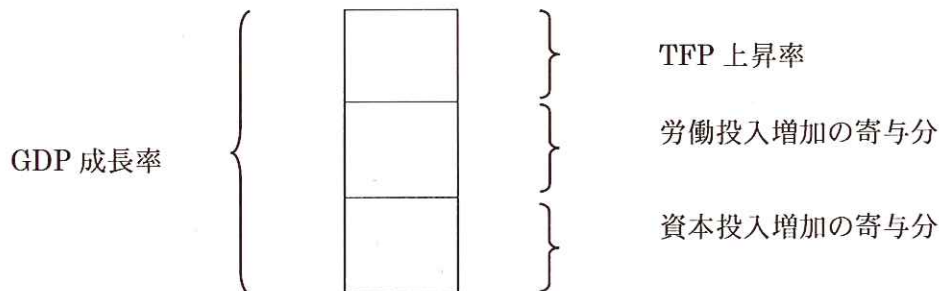
全要素生産性について
(内容と主要論文、国内における専門家)

1. 全要素生産性とは

全要素生産性 (TFP) とは、労働力、資本等すべての生産要素 1 単位当たりがどのくらいの生産物を生み出すかを示した指標で、

$$TFP = \text{生産物} / \text{全生産要素投入}$$

と定義できます。実際には、これを計量することは難しいため、TFP 上昇率の形で、生産物の増加率 (成長率) から労働や資本の投入増加によって説明できる部分を引いた残差として計測されます。この TFP 上昇率は、一般に「技術革新」のことと考えられています。



2. 主な専門家

- 深尾京司一橋大学教授

3. 深尾教授の主張

- TFP 上昇率の停滞は「失われた 20 年」の原因の一つ
- TFP 上昇率を上げるためには、以下のことが必要
 - ・ 企業の新陳代謝の促進
(生産性の低い企業の撤退、ベンチャー企業を生み出しやすい環境の整備等)
 - ・ 労働市場の改革
(セーフティネットを拡充する一方で雇用の流動性を高め、正規労働と非正規労働の格差をなくし、企業内職業訓練等を拡充する)

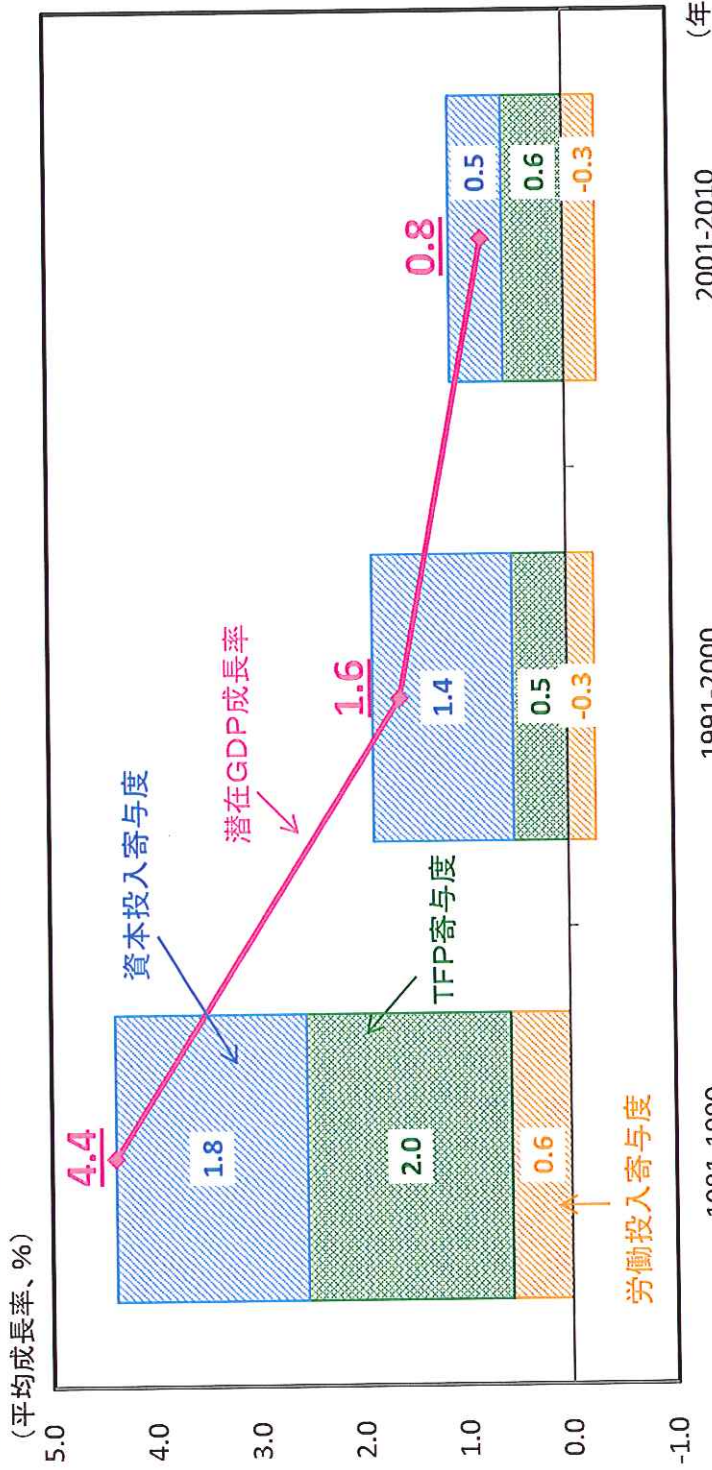
■主要参考文献

- ・ 「TFP の資料をみると、よく「成長会計」という言葉を耳にしますが、これは何ですか」 経済産業研究所
<http://www.rieti.go.jp/jp/database/d05_ans.html?page=Q4>
- ・ 深尾京司「新陳代謝進め生産性向上」『日本経済新聞』2011.7.27.

潜在成長率の要因分解

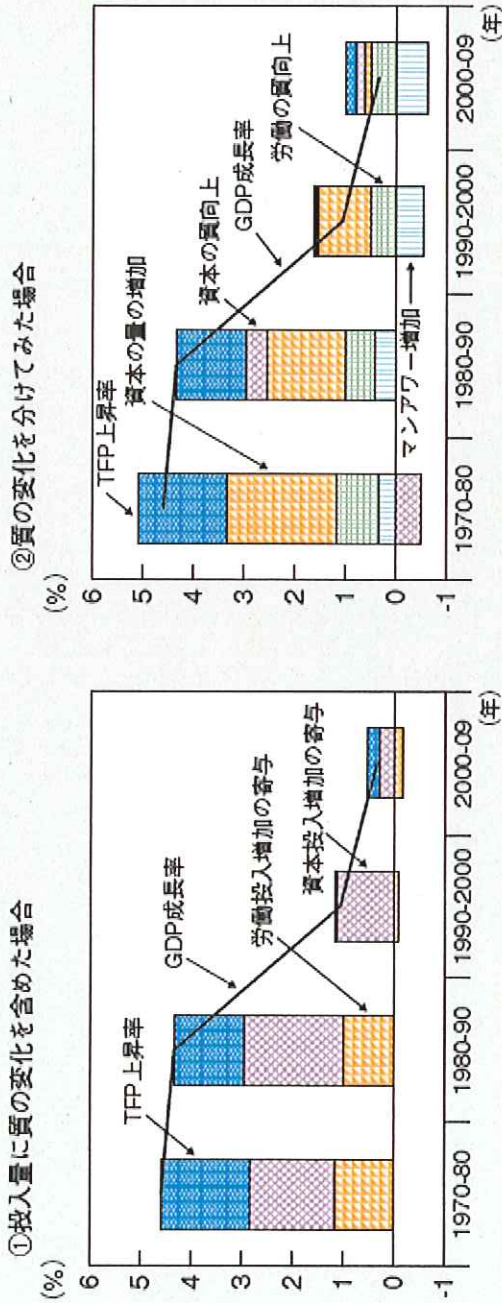
平成26年2月14日(金)
「選択する未来」委員会提出資料
内閣府 計量分析室

- 潜在成長率は低下傾向。
- 労働投入の寄与度は、90年代は主として週休2日制の導入による労働時間の短縮の影響、2000年代は少子高齢化による労働力人口減少の影響等によりマイナス寄与となっている。
- 資本投入の寄与度は、企業の投資率の低下等を反映して減少傾向。
- TFPの寄与度は、不良債権問題をはじめとする構造問題により、生産性の高い分野に労働や資本が配分されなかったことなどから90年代には大きく縮小したが、IT投資拡大等の影響もあり2000年代には若干高まった。



第2-(1)-2図 実質経済成長率の要因分解 (成長会計)

○ 経済成長への寄与は資本や全要素生産性の向上が大きく、労働投入の寄与は小さい。労働の質の向上は2000年代にも成長を下支えしている。



資料出所 (独) 経済産業研究所「日本産業生産性(JIP)データベース2012」をもとに厚生労働省労働政策担当参事官室にて作成
(注) 1) 労働の質は労働者の属性別時間当たり労働コストのシエアの変化を考慮したもの、資本の質は産業部門、資産別資本サービス価額のシエア変化を考慮したものである。
詳しくは<http://www.rieti.go.jp/database/JIP2012/>を参照。
2) 成長率は各年の前年比成長率(%)の平均であり、期中成長率の年率ではない。

2014年1月30日(木)

資料作成部局：内閣府計量分析室

長妻昭衆議院議員事務所からの御依頼により作成

「中長期の経済財政に関する試算」の「経済再生ケース」で全要素生産性(TFP)上昇率が2020年代初頭にかけて1.8%程度まで上昇するという前提を置いている理由。

「経済再生ケース」は、世界経済が堅調に推移する下で、日本経済再生に向けた取組が着実に進展し、今後10年間(2013年度から2022年度)の平均成長率が実質2%程度、名目3%程度となるシナリオであり、こうしたシナリオに照らして、過去の全要素生産性(TFP)上昇率の実績(1983年から1993年の平均)を踏まえて設定したものの。

全要素生産性(TFP)上昇率には何が含まれるのか。

全要素生産性(TFP)上昇率は資本や労働の投入量だけでは計測することのできない、全投入要素の生産性の上昇による寄与分を表す。全要素生産性(TFP)上昇率は、産出された付加価値の上昇率から資本及び労働の変化率(寄与度)を控除した「残差」として求められる。

これには、生産手法の革新、労働や資本について発生した質的な変化(労働者の能力向上、最先端のIT技術の導入等)などが含まれると考えられる。

全要素生産性（TFP）に影響を与える要因について

全要素生産性（TFP）に影響を与える要因には、様々なものが指摘されているが、研究者等の間は、例えば以下のような要因が挙げられている。

- ・生産手法の革新
- ・労働について発生した質的な変化（労働者の熟練度（教育・訓練レベル）の向上など）
- ・資本について発生した質的な変化（最先端のIT技術の導入など）
- ・生産効率の改善
- ・業務効率の改善（蕎麦屋の「分業体制の見直し」など）
- ・経営効率あるいは組織効率の改善
- ・分業の進展
- ・ブランド戦略
- ・革新的な経営戦略
- ・知的財産の有効活用

など

（以 上）

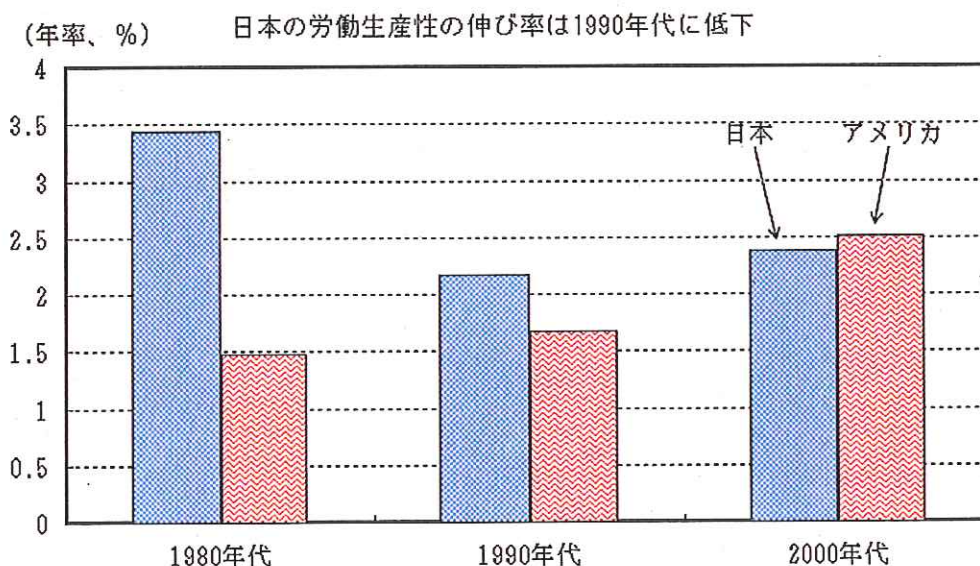
平成 19 年度 年次経済財政報告(平成 19 年 8 月) (第 2 章 第 1 節)

1 労働生産性の推移と変動要因

●労働生産性の成長率に寄与する資本深化と全要素生産性

我が国のマクロ的な労働生産性の推移を OECD のデータでみると、80 年代の平均伸び率が 3.4%であったものが、90 年代に 2.2%へと、1.2%ポイントの低下を示している。2000 年以降も平均伸び率は 2.4%程度で推移している(第 2-1-2 図)。ただし労働生産性の動きは短期的な景気循環の影響を受ける点には留意が必要と考えられる。

第 2-1-2 図 日本とアメリカの労働生産性の伸び率



(備考) 1. OECD(2006) "Productivity Database" により作成。
2. 「2000年代」は2000年から2005年までのデータ。

一国集計レベルで労働生産性を定義すると、労働生産性の上昇率は、(i) 資本深化(資本装備率の上昇)、(ii) 全要素生産性(Total Factor Productivity、以下 TFP) の上昇率という二つの要因に分けられる²。

資本深化とは、労働者一人が利用できる資本設備の分量が増加することを意味する。労働者一人当たりの資本設備量は「資本装備率」ともいわれ、これは資本ストックを労働投入量(労働者数×労働時間)で割ることにより求められる(資本/労働比率)。資本深化はこの資本装備率の上昇を意味しており、単位労働当たり使用可能な実物資本が多くなる

ほど労働生産性は上昇することになる。

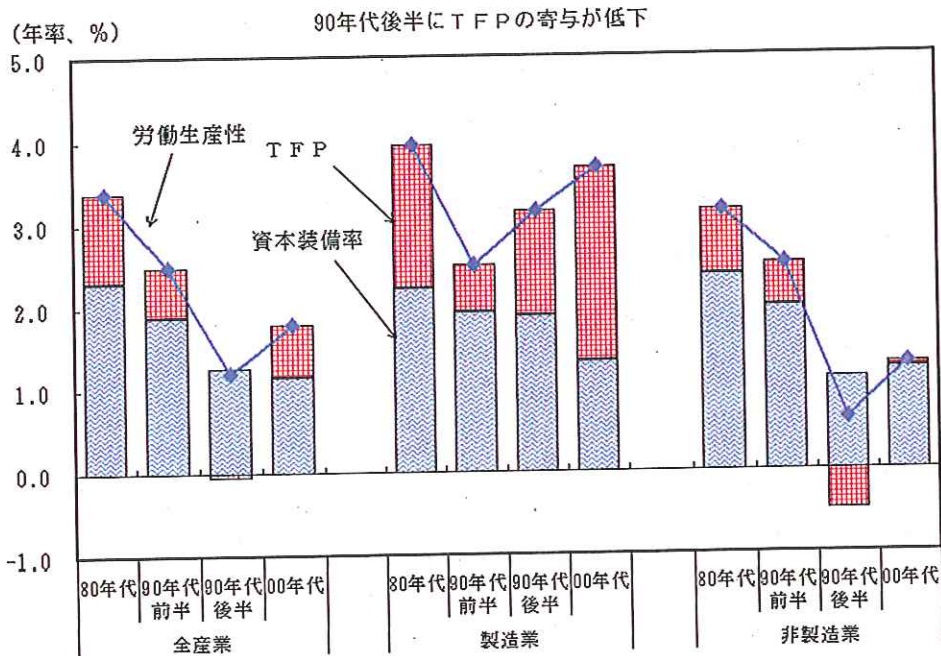
これに対して、TFPの伸びは資本や労働の投入量だけでは計測することができない、全投入要素の生産性の上昇に対する寄与分である。TFPの伸びはその推計過程から理解されるように産出された付加価値の上昇率から資本・労働などの投入要素の変化率を控除した「残差」に過ぎない、言わば生産の上昇に寄与する「何か」でしかない。ここには、技術進歩率以外の様々な要因が含まれる。例えば、労働、資本について発生した質的な変化（教育訓練による労働者の能力の向上、最先端のIT技術を含む設備投資など）が労働者数、資本ストック量などのデータに定量的に盛り込まれない場合はTFPの変化として計測されることになる。また、投入要素の利用方法を改善するIT化による生産手法の革新などもここに含まれる。さらに、産業間の資源配分や企業の参入・退出行動もTFPの伸びに影響を与える。したがって、生産性を向上させる企業行動あるいは政策を考える場合、ここに含まれる様々な要因を取り出して考えていく必要がある。

以下では、(i) 資本装備率の上昇率、(ii) TFP 上昇率の過去からの推移とともに、今後の労働生産性の向上を展望するに際しての留意点を整理する。

●90年代以降は労働生産性上昇に対するTFPの伸びの寄与は大幅に低下

労働生産性の上昇率について、(i) 資本装備率と(ii) TFPの寄与をみると、資本装備率の上昇率が労働生産性の向上に大きく寄与してきた中で、90年代にみられた労働生産性の低下は、TFPの伸びの低下の影響を受けている。80年代における労働生産性の成長率（年平均3.4%）のうち、その約7割程度が資本装備率の上昇寄与によるものであり、TFPの寄与は、約3分の1を占めていた。90年代に入ると、労働生産性の上昇の大部分が資本装備率上昇の寄与によるものであり、TFPの寄与は労働生産性の上昇率（年平均2.2%）の2割程度まで低下した³。2000年以降の労働生産性の上昇率に占めるTFPの寄与度の割合は再び上昇しているが、これについては長期にわたる景気回復局面の影響を考慮する必要があることは前述のとおりである⁴（第2-1-3図）。

第2-1-3図 労働生産性上昇率の要因分解



(備考) 1. 内閣府「国民経済計算」、総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」、経済産業省「鉱工業指数」「第3次産業活動指数」により作成。
 2. 内閣府「国民経済計算」について、80年代は88SNA(1990年基準)、90年代前半は93SNA固定基準年方式(1995年基準)、90年代後半および2000年代は93SNA連鎖方式(2000年基準)のデータを利用。
 3. 90年代後半は1996~2000年のデータ、2000年代は2000~2005年のデータ。

(2) 産出側を付加価値とし、投入側が資本と労働のみのコブ・ダグラス型の生産関数を前提にすると、労働生産性の上昇率は以下の式に分解できる。 $(\text{労働生産性上昇率}) = (\text{資本分配率} \times \text{資本装備上昇率}) + (\text{TFP上昇率})$ 。ここでは資本と労働の質は考慮しておらず、これらはソロー残差であるTFPの変化に含まれる。

(3) 複数の先行研究でも、資本深化(資本装備率の上昇率)が労働生産性の上昇率に大きく寄与しており、TFPが90年代にかけて伸び悩んでいるという結果が示されている。例えば、野村(2004)、宮川(2006)。

平成 25 年度 年次経済財政報告(平成 25 年 7 月) (第 2 章 第 3 節)

2 非製造業における ICT 資本蓄積を通じた生産性向上

従来、製造業を中心に ICT 投資を通じた生産性向上に向けた取組がなされてきたが、非製造業においても、同様の取組は進展しているだろうか。ここでは、ICT 資本蓄積、特にソフトウェア投資に着目し、非製造業の労働生産性に与える影響などについて分析する。

(1) ICT 資本蓄積と非製造業の労働生産性上昇

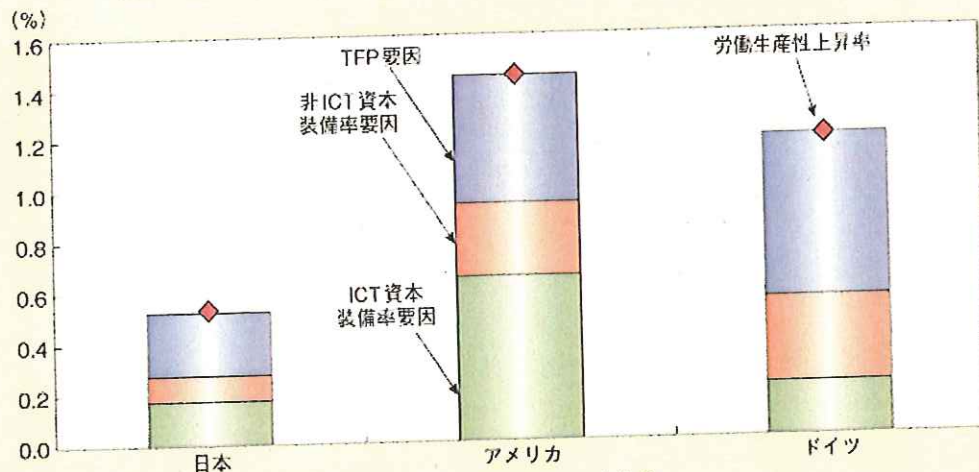
我が国非製造業の生産性向上には、製造業同様、ICT 投資の積極的な活用が期待される。ここでは、非製造業の労働生産性上昇率と ICT 資本蓄積の関係について見る。

●我が国非製造業の生産性上昇に対する ICT 資本蓄積の寄与は小さい

前述のとおり、我が国非製造業の労働生産性上昇率はアメリカ、ドイツに比べて低いことを見たが、ICT 資本装備率(労働投入 1 単位当たりの ICT 資本ストック)や TFP がどの程度寄与しているのだろうか(第 2-3-10 図)。

第 2-3-10 図 非製造業の労働生産性上昇率の要因分解

我が国非製造業の生産性上昇に対する ICT 資本蓄積の寄与は小さい



(備考) 1. "EU KLEMS"、経済産業研究所「JIP データベース」により作成。
2. 2001 年から 2010 年の平均成長率。

2001 年から 2010 年平均の非製造業の労働生産性上昇率を要因分解して国際比較すると、日本は資本装備率の寄与が小さく、特にアメリカと比較して ICT 資本装備率の寄与が小さいことが特徴的である¹¹²。我が国では、バブル崩壊後の設備投資低迷の影響を受け、ICT

資本を集中的に投入する卸売・小売業などにおいて、ICT 資本蓄積が低迷したことが背景にあると考えられる。

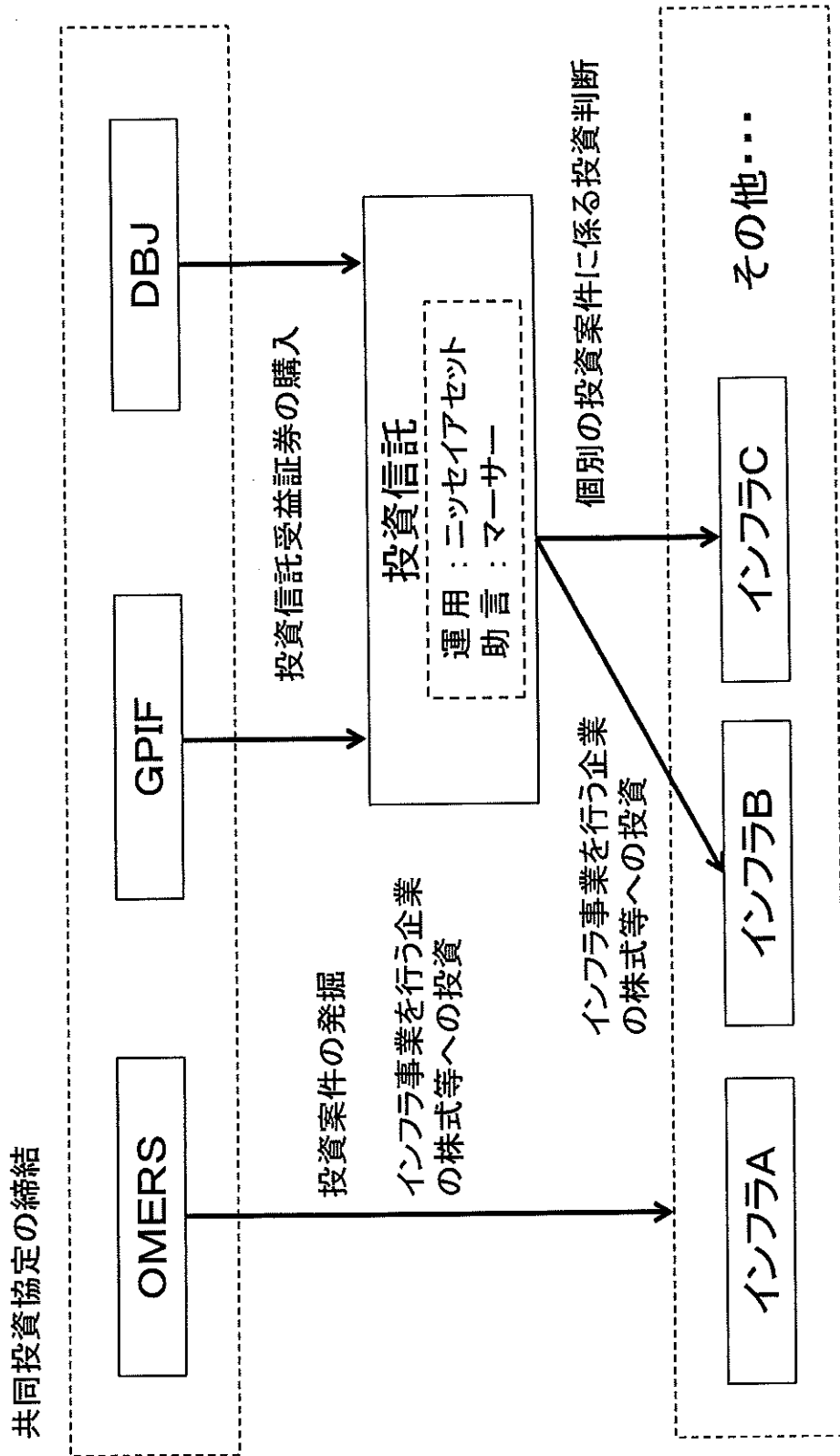
また、アメリカ、ドイツと比較して TFP の寄与が小さいことも特徴となっている¹¹³。この点について、アメリカでは、ICT 革命を通じて、流通やサービス分野の TFP が上昇したとの指摘がある。我が国における ICT 投資の低迷は、在庫管理や人事・給与システムの導入などを通じた業務効率化の遅れにつながり、TFP 上昇率低迷の一因となっている可能性がある。

TFP 上昇を伴わない資本蓄積主導の労働生産性上昇は、資本蓄積が進むにつれて資本収益率が低下するため、やがては労働生産性の上昇鈍化につながるため、今後、非製造業においても ICT 投資の積極的な活用により TFP を高めていくことが期待される。

(112)以下の記述は、深尾(2010)などによる。

(113)不況期には、雇用保蔵や資本稼働率の低下が生じるため、生産要素投入増加の生産への寄与を過大に評価し、結果的に TFP 上昇率を過小に推計する可能性があることに注意する必要がある。

インフラ共同投資のスキーム(概要)



平成26年2月28日(金) 年金積立金管理運用独立行政法人 企画部 企画課発表資料
『国内外の機関投資家との共同投資協定に基づくインフラ投資の開始について』より抜粋

公的年金 インフラ投資

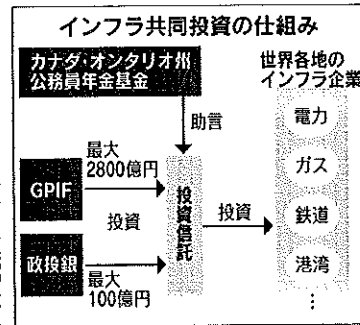
カナダ基金と、先進国で

5年で最大2800億円

公的年金を運用する年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)は28日、カナダの公的年金基金と共同で海外のインフラ投資を始めること正式に発表し、5年間で最大2800億円投じる。対象は主に先進国の電力や港湾だ。公的年金の運用は債券と株式だけだったが、新分野の投資の第一弾になる。

電力や港湾 対象

カナダ最大規模の公的年金基金である、オンタリオ州公務員年金基金(OMERS)が世界各々のマースーも助言する。運用は2014年中地から投資先を探す。GPIFは日本政策投資銀行(DBJ)と共同で投資信託に出資する。ニッポニアは債券、株式に限ってセイアセットマネジメンが運用し、OMERS全運用との触れ込みから



運用実績 5.7兆円の黒字

10〜12月 株上昇、評価益膨らむ

年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)は28日、2013年10〜12月期の運用実績が5兆7704億円の黒字になったと発表した。四半期ベースで見ると黒字額は過去2番目の水準だ。黒字は6四半期連続で、過去最長となった。昨年末は国内外の株式が上昇し評価益が膨らんだ。10〜12月期の運用利回りは4.73%だった。12月末時点の運用資産額は12兆8579億円で過去最大に膨らんだ。10〜12月期の運用資産別の収益率(市場運用)は、国内株式が9.19%、外国株式が16.23%、外国債券が8.16%と大幅に上昇した。国内債券は0.18%の小幅のプラスだった。GPIFの運用益を、13年1〜12月の通年で見ると約18.8兆円となり、過去最高だ。12年末から始まった田安・株高のため、少子高齢化で厳しい年金財政にはプラスの影響を与えそうだ。

期待できるためだ。ようやくGPIFも第一歩を踏み出す。今回のGPIFの投資額は約130兆円の運用が期待できる。政府の有識者会議は昨年11月にGPIFが約6割を国内債券で運用して、年11%の黒字を確保することを目指す見通しだ。GPIFは今年6月までに公表される年金の財政検証の結果を受けて、年内にも資産構成を再見直しする見込みだ。GPIFは今年6月までに公表される年金の財政検証の結果を受けて、年内にも資産構成を再見直しする見込みだ。GPIFは今年6月までに公表される年金の財政検証の結果を受けて、年内にも資産構成を再見直しする見込みだ。

各種資料等

1. 運用委員会委員（平成25年4月1日現在）

稲葉 延雄	株式会社リコー取締役専務執行役員	リコー経済社会研究所所長
◎ 植田 和男	東京大学大学院経済学研究科・経済学部教授	
白杵 政治	名古屋市立大学大学院経済学研究科教授	
○ 宇野 淳	早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授	
大野 弘道	味の素株式会社取締役専務執行役員	
・ 小幡 績	慶應義塾大学大学院経営管理研究科准教授	
薦田 隆成	公益財団法人連合総合生活開発研究所所長	
佐藤 久恵	日産自動車株式会社財務部主管子ーフィンベストメントオフィサー	
能見 公一	株式会社産業革新機構代表取締役社長	
村上 正人	株式会社みずほ年金研究所専務理事	

・ 50音順、敬称略。◎は委員長、○は委員長代理。

平成26年4月1日 年金積立金管理運用独立行政法人

平成24年度委託調査研究について

調査研究テーマ	調査研究趣旨	調査研究の概要	委託先
年金積立金管理運用独立行政法人におけるオルタナティブ投資スキームについての調査研究	プライベート・エクイティ、インフラストラクチャー等のオルタナティブ投資に際して、当法人の制約を踏まえた投資スキーム、選定プロセス、運用体制等を調査研究し、課題等の整理を行うことを目的とする。	<p>(主なインプリケーション)</p> <p>① オルタナティブ投資は、流動性の犠牲に伴うプレミアムの獲得、分散投資による効率性の向上が期待できる。主要国の公的年金等では、これらを目的として運用資産の一定割合をオルタナティブ資産に投資してきており、法人も受託者責任の観点から前向きな検討が求められる。</p> <p>② オルタナティブ投資においては、組合形態のファンドを組成してその持分に投資することが一般的である。現行法令上、こうしたファンド持分等を自家運用で直接投資することはできないが、金融法上の投資運用業者との投資一任契約を通じてファンド持分等に投資することや、ファンド持分等を対象に組成された投資信託等に直接投資することは可能である。</p> <p>③ 将来的には、法令等の改正を前提に自家運用でファンド持分等に直接投資することも考えられるが、オルタナティブ・ファンドの募集は不定期であるため、特定のタイミングで公募を行う現行の方式では、優秀なファンドを選定できないおそれもある。このため、これまで公募で行ってきた選定プロセスについて、例えばマネージャー・エントリ制の導入等の検討が必要となる。</p> <p>④ オルタナティブ投資を開始するにあたっては、法人内部の運用体制を強化する必要がある。早くからオルタナティブ投資を開始し運用実績を蓄積した国内外の機関投資家との連携は、その投資能力の活用や知見の吸収の観点から、検討に値する。</p>	<p>逓美坂井法律事務所・ 外園法共同事業</p> <p>キャピタル・ダイナミック株式会社</p> <p>T&D アセットマネジメント株式会社</p> <p>プライトラスト PE ジャパン株式会社</p>

オンタリオ州公務員年金（OMERS）のインフラ投資実績

投資事例（公表ベース）

案件名	国	セクター	投資実行時期
Bruce Power	カナダ	原子力発電	2003年
Express Pipeline System	カナダ・米国	原油パイプライン	2003年(*)
Scotia Gas Networks	英国	ガス配給	2005年
Associated British Ports	英国	港湾オペレーター	2006年
LifeLabs	カナダ	臨床診断等	2007年
Oncor Electric Delivery	米国(テキサス州)	送配電	2008年
Teranet	カナダ	電子登記サービス	2008年
High Speed 1	英国	路線	2010年
Midland Cogeneration Venture	米国(ミシガン州)	コージェネレーション	2012年
Finnish Fortum	フィンランド	配電線	2013年
Net4Gas	チェコ	ガスパイプライン	2013年

(*) Express Pipeline System は2013年3月に売却を完了

○ 共同投資の対象となる上記のようなインフラ投資案件について、元本が毀損する事例は承知していない。

○ 過去5年間（2009年～2013年）のインフラ投資の収益率は11.0%（カナダドルベース）となっている。

2009年	10.90%
2010年	10.10%
2011年	8.79%
2012年	12.68%
2013年	12.40%

カナダ・オンタリオ州公務員年金基金（OMERS）を共同投資協定の相手方として選定した理由

- 平成 24 年度に実施した「オルタナティブ投資スキームについての調査研究」において、世界中の投資家を調査した中に、共同投資の相手方の候補として OMERS がありました。
- OMERS は、1998 年にインフラ投資を開始した草分け的な年金基金で、長い運用実績を有しています。また、運用資産（約 6 兆円）の約 15% をインフラに配分しており、世界の年金基金で最大のインフラ投資家です。
- また、OMERS も、GPIF と同様、年金資金の運用について年金制度の加入者に対する受託者責任を負っており、長期的な視点から安全かつ効率的に運用することを目的とする GPIF として、共同投資を行うのにふさわしい相手先であると考えています。

日本政策投資銀行（DBJ）を共同投資協定の相手方として選定した理由

- DBJ は、昭和 26 年の旧日本開発銀行設立以来、政策金融機関として、時代の要請に応じて長期の投融資を行っており、特に、道路・鉄道・空港等の交通インフラ分野や、電力・ガス等のエネルギー分野については、重点的に取り組みを行ってきたセクターであると承知している。
- 平成 20 年の新 DBJ 発足後は、海外業務への取り組みを本格化する中で、海外インフラ案件に対する取り組みも強化されている。
- DBJ は、全額政府出資の公的金融機関であり、公的年金の積立金を運用する GPIF の運用方針に対する理解も高いと判断しており、共同投資を行うのにふさわしい相手先であると考えています。

投資信託の運用者として、ニッセイアセットマネジメント（ニッセイアセット）を選定した理由

- 日本政策投資銀行（DBJ）及びオンタリオ州公務員年金基金（OMERS）との共同投資協定に基づき、インフラ投資に豊富な実績を持つ DBJ が投資信託の運用者としてニッセイアセットを選定しました。
- これは、GPIF が平成 24 年度に実施した「オルタナティブ投資スキームについての調査研究」において、GPIF がインフラ投資を行う場合のスキームとして、インフラ投資等を目的とする投資信託に直接投資する方法が提案されており、そうしたインフラ投資等を目的とする投資信託について 10 年以上の運用実績があるニッセイアセットが選定されたと承知しています。

ニッセイアセットに支払う手数料を開示できない理由

- GPIF では、年金積立金の管理及び運用について国民の皆様のご理解が得られるよう、積極的に情報開示に努めています。その一環として、毎年度、各運用受託機関に支払った手数料についても、当法人のホームページにおいて公開しています。
- 今回、ニッセイアセットが運用する投資信託受益証券を購入しましたが、こうした有価証券の売買（例えば、国債の売買など）に伴う手数料に関しては、これまでも公表しておりません。
- また、投資信託の運用手数料については、運用者側の営業上の理由から公表しない取り決めとなっております。

(抜粋)

年金積立金管理運用独立行政法人における
オルタナティブ投資スキームについての調査研究
(報告書)

2013年3月

ブライトラスト PE ジャパン株式会社

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

4 共同投資(投資協定)スキームについて ————— 90

4.1 投資協定について

4.2 投資協定のパートナー候補

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

4. 共同投資(投資協定)スキームについて

4.1 投資協定について

4.1.1 投資協定についての考え方の整理

- ここでは投資協定に基づいてピアグループである最終投資家との間で投資プロセスを共有し、結果として共通の投資先(ファンド・案件)を持つような関係を構築するスキームを検討する。
- 投資対象となるファンドあるいは企業の発掘、投資後の運用管理などの役務提供を投資家のために片務的かつ商業ベースで行っているのがFOF/SA運用者でありシングルファンド運用者である。これよりも関係性をより双方向性のあるものとし、かつ役務の対価(フィー)の授受等経済的要素を薄めた関係の枠組みをここで「投資協定」と定義とすれば、カナダ OMERS がそのインフラ投資子会社 Borealis をスキームの中心に据えて提案する Global Strategic Investors Alliance (GSIA) はこれに該当する。

[Redacted text block]

[Redacted text block]

[REDACTED]

4.2 投資協定のパートナー候補

- この観点から投資協定のパートナーの候補を探せば、
 - 投資ノウハウに優れながらも資金力が限定されている投資家
 - 優れた投資ノウハウを持ち、GPIFの資金を特定の投資対象に導入することに価値を見いだす投資家となる。

■ [REDACTED]

■ [REDACTED]

■ [REDACTED]

4.2.1 投資協定試案(その1) カナダ OMERS

- OMERS/Borealis が提案する GSIA はインフラ投資における投資家間の協同投資プラットフォームである。GSIA は OMERS の運用受託事業戦略の一環ではあるが、GSIA の第一義的な目的は他の投資家の資金を動員することで OMERS の資金力を補強し、大型インフラ案件におけるハンディキャップを取り除くことである。OMERS は約 6 兆円を運用しており、機関投資家として決して小さな部類ではないが、OMERS のマネジメントは現状の資産規模がリスク分散を維持しつつ大型インフラ案件に投資していくには不十分と認識している。OMERS/Borealis はプリンシパル投資家として投資のリターンを向上させるために他の投資家に「市場価格以下で」ファンド運用業務を提供していると言えよう。
- 当社が知る限り、現在、その規模、目的、スキームにおいて GSIA と類似するインフラ投資プラットフォームは存在しない。したがって公募スキームは本質的になじまない。公募を通じて GSIA のような投資機会を得ようとするならば公募条件が「GSIA を念頭においた」ものになってしまう可能性があり、そのような条件設定での募集は GPIF が今後行う公募の Credibility を損ないかねない（特に海外のファンド運用者に対して）。
- GSIA という投資プラットフォームに参加する上でより適切なアプローチは投資信託スキームの活用であろうと思われる。その際には、

インフラファンドが破綻した事例について

○インフラ投資に関連した破綻の事例としては、オーストラリアのインフラ運用会社「バブコック&ブラウン社」の破綻（2009年）が挙げられる。

- ・同社は、インフラ、不動産、航空機リース、ストラクチャード・ファイナンス¹の4部門を主要事業とした投資銀行である。2000年代半ば以降、事業を拡大する過程で負債比率（レバレッジ）を大きく高めていたが、リーマンショック（2008年9月）に端を発した国際的な信用収縮の影響で経営が行き詰まった。
- ・同社の過剰債務を巡る私的整理は、2009年3月に、債権者が債務のリストラ案を否決したことによって失敗に終わった。その後、管財人の下で同社を巡る法的整理が開始され、同年8月には、債権者が同社の清算を決定した。
- ・バブコック&ブラウン社の清算は、同社が保有していた債務のうち保有資産の処分を通じて返済できない部分について、法的な強制力の下で一律の債務カット（債権者の側からみれば、債権カット）が行われたことを意味している。

○バブコック&ブラウン社は、この時点で、複数の上場インフラファンド²や非上場インフラファンド³を運営していた。

- ・しかし、インフラ運用会社であるバブコック&ブラウン社の保有資産が処分されても、これらのインフラファンドには倒産隔離⁴のスキームが組み込まれていたことから、同社の破綻・清算の動きに直接的な形で巻き込まれる事態は免れた。
- ・また、同社が運営していた主要なインフラファンドの全てが、他社によって買収されるか、従来のファンドの経営陣によってMBOされることにより、ファンドとしての事業を継続している⁵。
- ・もっとも、個々のインフラファンドが、自らの負債の借り換えを巡る厳しい状況を解消できたわけではなかった。このため、バブコック&ブラウン社が運営していたインフラファンドのなかには、同社の破たん後に、債務削減のための保有資産の売却を余儀なくされて、出資者に損失が発生したファンドや、運用パフォーマンスが悪化したファンドもみられたという⁶。

¹ 証券化などの仕組みを利用して資金調達を行う手法。

² 主な上場インフラファンドとしては、“Babcock & Brown Infrastructure (BBI AU)”, “Babcock & Brown Wind Partners (BBW AU)”, “Babcock & Brown Public Partnerships (BBPP LN)”, “Babcock & Brown Power (BBP AU)”が挙げられる（年金シニアプラン総合研究機構『インフラ投資に関する調査研究報告書（平成24年度研究報告書）』2013.3, pp.115-116.）。

³ 主な非上場インフラファンドとしては、“Babcock & Brown European Infrastructure Fund”, “Babcock & Brown North American Infrastructure Fund”, “Babcock & Brown Asian Infrastructure Fund”が挙げられる（同上）。

⁴ 資産の原保有者から譲渡された資産が、原保有者の破綻等から影響を受けないようにする枠組み。

⁵ 年金シニアプラン総合研究機構 前掲注(2), pp.115-116.

⁶ 同上

- ・その具体例としては、“Babcock & Brown Wind Partners (BBW AU)”を前身とした上場インフラファンドである”Infigen Energy (IFN AU)”が挙げられる。同ファンドは、オーストラリア、米国、欧州に風力発電施設を保有していたが、国際金融危機の影響を受けて欧州の施設を売却した。また、キャッシュフローが発電量と電力価格の両面から影響を受けるなかで、収益が不安定に推移している。これらを背景に、同ファンドの株価は、2010年以降、オーストラリアの株価全体概ね横ばいで推移するなかで、大きく落ち込んでいる。⁷

⁷ 年金シニアプラン総合研究機構 前掲注(2), pp.71-72.

平成26年4月1日 年金積立金管理運用独立行政法人

運用受託機関及び資産管理機関への支払手数料（平成24年度）

運用手法	運用受託機関名	手数料額	
国内債券 7ヶ国運用	MU投資顧問	120,534,758	
	DIAMアセットマネジメント	362,309,469	
	東京海上アセットマネジメント投信	421,672,380	
	日興アセットマネジメント	85,043,887	
	野村アセットマネジメント	196,603,817	
	ビムコジャパンリミテッド (バンフロック・インベストメント・マネジメント・カンパニー・エルエルシー 等)	194,110,875	
	ブルデーション・インベストメント・マネジメント・ジャパン	99,121,662	
	マニユライフ・アセット・マネジメント	113,632,583	
	みずほ信託銀行	469,820,386	
	三井住友信託銀行 I (旧住友信託銀行)	229,280,277	
	三井住友信託銀行 II (旧中央三井アセット信託銀行)	403,854,754	
	三菱UFJ信託銀行	420,430,603	
	明治安田アセットマネジメント	290,484,957	
	りそな銀行	196,117,244	
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ	56,273,555	
	ブラックロック・ジャパン	126,009,810	
国内債券 ハック運用	みずほ信託銀行	224,736,063	
	三井住友信託銀行 I (旧住友信託銀行 I)	163,301,631	
	三井住友信託銀行 II (旧住友信託銀行 II)	12,377,825	
	三井住友信託銀行 III (旧中央三井アセット信託銀行 I)	124,283,528	
	三井住友信託銀行 IV (旧中央三井アセット信託銀行 II)	6,889,724	
	三菱UFJ信託銀行 I	114,752,448	
	三菱UFJ信託銀行 II	9,147,189	
	りそな銀行 I	120,871,039	
	りそな銀行 II	11,274,038	
	国内株式 7ヶ国運用	アムンディ・ジャパン I	253,709,391
		アムンディ・ジャパン II	289,733,956
		インベスコ投信投資顧問	349,178,940
		JPMオルガン・アセット・マネジメント I	213,914,498
		JPMオルガン・アセット・マネジメント II	293,286,607
		DIAMアセットマネジメント	118,877,208
		大和住銀投信投資顧問	159,910,851
東京海上アセットマネジメント投信		172,199,137	
野村アセットマネジメント I		389,312,426	
野村アセットマネジメント II		110,982,252	
野村アセットマネジメント III		286,156,280	
ブラックロック・ジャパン		388,011,675	
みずほ信託銀行		331,685,373	
三井住友信託銀行 I (旧住友信託銀行 I)		201,181,890	
三井住友信託銀行 II (旧住友信託銀行 II)		236,927,001	
三井住友信託銀行 III (旧中央三井アセット信託銀行)		144,259,116	
三菱UFJ信託銀行	214,041,836		
りそな銀行 I	60,259,255		
りそな銀行 II	1,312,743		
DIAMアセットマネジメント	238,986,632		
ブラックロック・ジャパン	238,852,444		
みずほ信託銀行	223,310,074		
三井住友信託銀行 I (旧住友信託銀行)	165,930,813		
三井住友信託銀行 II (旧中央三井アセット信託銀行)	78,984,388		
三菱UFJ信託銀行	188,338,146		
りそな銀行	214,856,258		

運用手法	運用受託機関名	手数料額
国内債券 7ヶ国運用	MU投資顧問	120,534,758
	DIAMアセットマネジメント	362,309,469
	東京海上アセットマネジメント投信	421,672,380
	日興アセットマネジメント	85,043,887
	野村アセットマネジメント	196,603,817
	ビムコジャパンリミテッド (バンフロック・インベストメント・マネジメント・カンパニー・エルエルシー 等)	194,110,875
	ブルデーション・インベストメント・マネジメント・ジャパン	99,121,662
	マニユライフ・アセット・マネジメント	113,632,583
	みずほ信託銀行	469,820,386
	三井住友信託銀行 I (旧住友信託銀行)	229,280,277
	三井住友信託銀行 II (旧中央三井アセット信託銀行)	403,854,754
	三菱UFJ信託銀行	420,430,603
	明治安田アセットマネジメント	290,484,957
	りそな銀行	196,117,244
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ	56,273,555
	ブラックロック・ジャパン	126,009,810
国内債券 ハック運用	みずほ信託銀行	224,736,063
	三井住友信託銀行 I (旧住友信託銀行 I)	163,301,631
	三井住友信託銀行 II (旧住友信託銀行 II)	12,377,825
	三井住友信託銀行 III (旧中央三井アセット信託銀行 I)	124,283,528
	三井住友信託銀行 IV (旧中央三井アセット信託銀行 II)	6,889,724
	三菱UFJ信託銀行 I	114,752,448
	三菱UFJ信託銀行 II	9,147,189
	りそな銀行 I	120,871,039
	りそな銀行 II	11,274,038

(単位：円)

運用手法	運用受託機関名	手数料額
外国株式 パッケージ運用	プリンシパル・グローバル・インベスターズ (プリンシパル・グローバル・インベスターズ・エルエルシー)	309,043,800
	ヘンダーソン・グローバル・インベスターズ・ジャパン (ヘンダーソン・グローバル・インベスターズ・リミテッド)	337,291,786
	みずほ投信投資顧問 (ウエルズ・キャピタル・マネジメント・インク)	77,510,329
	三井住友アセットマネジメント (フォントベル・アセット・マネジメント・インク)	69,570,146
	三井住友信託銀行(旧中央三井アセット信託銀行) (ベアリング・アセット・マネジメント・リミテッド)	6,896,010
	ラザード・ジャパン・アセット・マネジメント (ラザード・アセット・マネジメント・エルエルシー)	47,294,277
	レダグ・メイソン・アセット・マネジメント (ハッテリマー・ファイナンシャル・マネジメント・インク)	371,802,514
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ	110,845,251
	ブラックロック・ジャパン	98,183,720
	みずほ信託銀行	76,048,339
外国株式 パッケージ運用	三井住友信託銀行 (旧中央三井アセット信託銀行)	58,512,828
	三菱UFJ信託銀行	65,231,819
	りそな銀行	36,092,616

(単位：円)

運用手法	運用受託機関名	手数料額
資産管理	資産管理サードパーティ信託銀行 ※1	107,959,995
	日本トラスティ・サービシ信託銀行 ※2	347,028,468
	ステート・ストリート信託銀行	529,390,464
	日本マスタートラスト信託銀行	485,554,234

手数料には消費税が含まれている。

※1 トランジション・マネジメントに係る手数料 2,259,600円が含まれている。

※2 トランジション・マネジメントに係る手数料 1,470,000円が含まれている。

運用手法	運用受託機関名	手数料額
外国債券 パッケージ運用	アライアンス・バーンスタイン (アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー 等)	878,151,870
	ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント (ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント・インターナショナル 等)	561,180,339
	東京海上アセットマネジメント投信 (東京海上アセットマネジメント)	700,415,772
	ピムコジャパンリミテッド (ピムコジャパン・インベストメント・カンパニー・エルエルシー 等)	814,739,453
	ブラックロック・ジャパン (ブラックロック・ファイナンシャル・マネジメント・インク 等)	578,379,475
	みずほ投信投資顧問 (ル・ミス・セイレス・アンド・カンパニー・エル・ピー)	846,701,206
	モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント (モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント・インク 等)	431,893,264
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ	72,688,180
	ノーザン・トラスト・グローバル・インベストメント (ノーザン・トラスト・インベストメント・インク)	77,918,934
	ブラックロック・ジャパン	68,690,010
外国債券 パッケージ運用	みずほ信託銀行	34,883,489
	三井住友信託銀行 (旧中央三井アセット信託銀行)	47,326,857
	三菱UFJ信託銀行	30,737,569
外国株式 パッケージ運用	アムンディ・ジャパン	376,821,574
	アライアンス・バーンスタイン (アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー 等)	272,167,031
	インベスコ投信投資顧問 (インベスコ・アドバイザーズ・インク)	59,635,862
	MFSインベストメント・マネジメント (マサチューセッツ・ファイナンシャル・サービシズ・カンパニー)	556,020,455
	ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント (ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント・エル・ピー)	333,506,630
	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ (ステート・ストリート・バンク・アンド・トラスト・カンパニー)	233,362,402
	野村アセットマネジメント I	157,226,334
	野村アセットマネジメント II	40,422,417
	野村ファンド・リサーチ・アンド・テクノロジ (デイモン・ジョナル・ファンド・アドバイザーズ・エル・ピー)	43,126,240
	BNY Mellon・アセット・マネジメント・ジャパン I (ウォルター・スコット・アンド・パートナーズ・リミテッド)	458,412,980
BNY Mellon・アセット・マネジメント・ジャパン II (ニュー・インベストメント・マネジメント・リミテッド)	431,503,090	
フィデリティ投信 (ピラミクス・グローバル・アドバイザーズ・トラスト・カンパニー)	282,294,890	
ブラックロック・ジャパン (ブラックロック・インベストメント・マネジメント・エル・ピー)	586,430,623	