

(2013年12月25日講演)

5. 「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議」 報告書と今後の議論のポイント

大妻女子大学短期大学部教授 玉木伸介主査

11月20日に「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議」から報告書が出ており、この公的・準公的資金のうち、公的は GPIF のことで、準公的というのは大学等であるが、今日は、メディアの関心が圧倒的に集中している GPIF に関する議論を紹介しながら進めていきたいと思う。

(GPIF は「独立行政法人」である)

GPIF は、平成 13 年度の財投改革で誕生した。平成 13 年度の財投改革とは何かというと、公的年金積立金の資金運用部預託を廃止して、満期になるたびに順次、特殊法人として出来上がった年金投資基金にどんどん資金を戻して行って、市場運用を始めたわけである。平成 18 年には特殊法人改革があり、独立行政法人への移行という形を取ったため、年金投資基金も年金積立金管理運用独立行政法人に改組された。この変化は法的な枠組みの変化であり、人間とか、場所とか、やっている業務等に特に大きな変更はなかった。ちなみに GPIF というのは、Government Pension Investment Fund (年金投資基金を作ったときに作った英語呼称) の頭文字であるが、独立行政法人移行後も継続して使っているのも、外国人に歴史を説明するのは大変難しいところである。

企業を理解する上で会社法の株式会社というものを理解することが必要であるように、GPIF を理解するためには独立行政法人通則法という枠組みをご理解いただく必要がある。独立行政法人には中期目標と中期計画があり、これは全独法共通で、100 ほどある独法にもすべてある。中期目標というのは、独立行政法人が「3～5年の中期」において達成すべき業務運営に関する目標を主務大臣が作り、理事長に指示する。これは理事長と主務大臣が相談するという仕組みではなく、主務大臣の指示である。つまり、法人が何をするのかということは、主務大臣が決めるのであり、理事長が決めるのではない。理事長は、その目標の達成の方法を決定し遂行することになるが、その方法が中期計画と呼ばれるものであり、GPIF においても、計画に従って日々業務を行っているわけである。あと、GPIF 法の中で、基本ポートフォリオ、つまり基本となる資産構成割合については中期計画の中に含めるようにと書いており、中期計画は主務大臣認可である。

もう一つ、独法共通のことがあり、経費節減目標である。特殊法人改革というのは、要するに官の肥大とか、無駄を省くとか、そういう問題意識だったわけであるが、現在の GPIF に厚生労働大臣から指示された中期目標においては、業務運営の効率化に伴う経費節減と

いうのが入っている。具体的には、一般管理費、これは人件費とか、あるいは官庁で言う庁費であるが、そういったものを5年間で15%節減せよとある。これは第2期中期計画でも同じで、第1期から通算すると25%とか30%の節減になる。この一般管理費の中の人件費については、5%以上を基本とする削減となっている。要するに人件費は年に1%ずつ減らしていけということである。このため、人数も80人ぐらいで始まったと思うが、今は70人ちょっとに減っている。それから業務経費の節減で、これは例えばシステムのメンテといったものであるが、これも5年間で5%以上節減となっている。

要するに、独法というところは、理事長が頑張って2割増しのインプットでアウトプット2倍ということをやっちはいけないということである。これが独法というものの仕組みになっているわけである。今申し上げたように70人強の陣容だが、その報酬は公務員準拠であり、ラスパイレス指数は100を超えてはいけない。多分20人~30人はGPIFに民間企業からの中途採用の方が来られているが、そういう公務員給与でやっていただいているということである。

(GPIF法の定め)

GPIF法には、運用は基本的に有価証券の売買と書いてある。ただし、その売買される有価証券には株式を除くという括弧書きがある。これはなぜかという、株式運用をしてはいけないということではなく、株式を売買してはいけないということであるから、委託運用だったらよい。その結果として、GPIF自身は株主にはなれない。今どこの会社の株主名簿を見ても、GPIFという文字はない、全部信託銀行の名前になっている。なぜ信託銀行かという、委託運用というのは投資判断の全部を一任する投資一任契約による信託だったらよい、ということになっているからである。したがって、何とかアセットマネジメントに運用委託し、そのバックオフィス業務や株主権限の実際の行使の事務は信託銀行が行うことになっている。

運用委員会というのがあり、委員は経済または金融に関して高い識見を有する者その他の学識経験を有する者のうちから、厚生労働大臣が任命する。この要件というのは、日銀の政策委員会の審議委員と全く同じ表現である。この委員は、厚労大臣が任命する。今10人か11人かおられて、この委員会の権能として、GPIFの業務の実施状況を監視し、それから、重要事項について理事長の諮問によって意見を言ったり、理事長に何か建議することができる。会合は年に10回程度、月1である。お盆と正月を除いて月1という感じであり、その議事要旨、3ページか4ページ程度のものを1カ月~2カ月後に公表することが多くなっている。

(GPIFの運用の基本的な考え方)

GPIFの運用の基本的な考え方については、専ら被保険者の利益のために行われる。これは厚生年金保険法とか国民年金法に書いてある言葉であるが、厚生年金保険法でいうと第

七十九条の二に書いてあり、専ら被保険者の利益のため、安全かつ効率的に行うことによって、事業の運営の安定に資することを目的として行うという規定がある。

ここで「安全」あるいは「効率的」ということについては、リスクを横軸にリターンを縦軸に取った平面に有効フロンティアの線が引けるわけで、「安全かつ効率的」の「安全」とは、リスクが国内債券並みであるということである。そして、国内債券という金融資産が効率的というのは、同じリスク量で分散投資を進めることによって、有効フロンティアに向かってリターンが上方シフトするということである。有効フロンティアというのは、これよりローリスク・ハイリターンがないという限界であるから、その限界ぎりぎりまで行くことが望ましく、これが効率的という言葉の意味と解されている。現状、分散投資効果は年率 0.4%と想定されている。2008 年のリーマンショックのときには 9 兆円ちょっとロスが出たわけであるが、その大半は為替や株のリスクだった。そのリスクと引き換えに 0.4%の追加的リターンを得ている仕組みになっているわけである。

レジュメに「池の中の鯨」という言葉がある。中期目標によってパッシブ運用中心にしろと書いてあるが、ご案内のとおりアクティブ運用というのは、マーケット平均を上回る運用成果を追求するということであり、このような大きな資金で大半をアクティブにしていたら、とても超過リターンは得られないだろうからパッシブでやれという意味である。また、市場流動性に対する配慮がかなり濃厚である。しばしば毎月 1 兆円とか 1 兆 5 千億円とか、新たな資金を投入するときに、自分が買うから上がることになっては駄目で、市場流動性を重視してうまく運用するようにといったことが中期目標に書いてあるし、実務においても大変重視されている。

あと、長期志向である。これは先ほどの第七十九条の二にも長期的観点からとあって、例えば今から 3 月末までの相場観で株式のウエイトを上げたり下げたりといったことは考えないのが、GPIF の運用スタンスということである。

それから、有効フロンティアの拡大・上方シフトである。これは、分散の推進によって達成されるものである。新しい運用資産があれば、その新しい運用資産と今の有効フロンティアを結んだ線がどれも使えるようになるわけであるので、もう少し外側で同じリスクでより高いリターンが達成できるわけである。最近の事例でいくと、今から 2 年か 3 年前だろうか、外国株式の運用がそれまで先進国に限定されていたところ、エマージングマーケットについても行うようになった。あと、今一生懸命やっている研究は、Private Equity である。今は株式、内外共に公開株だけであるが、未公開の Private Equity にも運用のユニバースを広げようかと頑張っているところである。

(実際の運用)

実際にどうやって運用しているかであるが、基本ポートを決定して、これで行うこととなっている。基本ポートというものがないと、場当たりの運用になってしまって、到底長期的な観点からのものではないという発想に基づくものである。この基本ポートは中

期計画の一部であるから、これは大臣の認可を取っていて、かつ GPIF 法によって中期計画を決めるときには運用委員会の議を経なければならない。

それが決まると運用委託先を選定する必要がある。これは何とかアセットマネジメントを数十社選定する。例えば国内債券で募集する、外国株式でやるというようなノーティスを GPIF のウェブに載せると、日々運用業界の方が見ているので、私のプランはこういうものであると言ってくるわけである。それを一次、二次、三次という選定プロセスで選んでいって、資金を配分する。

配分したら、その後の運用動向を監視する。これは例えば採用されるときに、こういう方法論で市場のベンチマーク並みのリターンを獲得するとか、あるいはベンチマークを超えたリターンを獲得すると言っていたが、その通りにやっているかとか、あるいはチーフ・インベストメント・オフィサーがころころ変わってしまうといった内部体制の問題がないかといったことを監視していくということである。また、定期的に委託先を見直す。もちろん、1年や1年半とかで見直しに値するようなデータが集まるとは思っていない。常識的に言って2年や3年では短か過ぎると考えてよろしいかと思う。しばしば成果主義的な発想で、1年たつて成果が悪かったら変えればよいではないかというご意見が出ることもあるが、私に言わせれば、それはとんでもない誤った考え方ではないかと思う。

2009年度から運用資産を資金化して年金特別会計に資金を返しているが、これには2つある。先ほど財投改革で資金運用部の預託金が返ってくると申し上げたが、2008年度の3月で返ってくるのは終わったので、それ以降年金の収支が赤字になったら積立金を崩すしかないということがまず一つある。もう一つは、GPIF は年金特別会計から積立金を寄託されており、年金支払いに必要な分というのは、多分年金局のほうで持っているのだと思うが、これは財政融資資金に短期預託をしていたり、あるいは政府預金の形で財政資金として持っている。残った部分、つまり、しばらく使わない部分は GPIF に寄託する。寄託というのは、要するに無利息の預け金と思っていただければよろしいかと思う。それが必要だと年金特別会計に言われると戻すということである。これをやるためには、持っているものを売らなくては駄目である。長期的な観点から運用している株式であるとか、あるいは中長期債を売るということである。

あと、基本ポートフォリオは、今までどうだったかということ、国内債券が 67%、国内株式 11%となっていたものを、今年の5月にポートを変更し、国内債券のウェイトを下げ、ほかのものを上げている。この結果については、運用資産の資金化で売りやすい国内債券を大量に売ってきたので、国内債券のウェイトがどんどん下がり、その足元の状況が結果的に反映された形とも言える。

(GPIF という「株主ではない」株式投資家の議決権行使)

議決権の行使について、中期目標では「民間企業の経営に対して影響を及ぼさないよう配慮する」と書いてあり、大臣がこうしろと言っているということである。また、「長期的

な株主等の利益の最大化を目指す観点から」「議決権の行使などの適切な対応を行うこと」とされている。

実際はどうしているかであるが、これは先ほど申し上げたように、株式は GPIF 自身を持っているのではなく、信託銀行名義のものであり、その株式議決権行使などの裁量はすべて投資一任先にあるわけである。したがって、何とかアセットマネジメントが、何とかという議案に対して賛成、反対、棄権等を決めるわけである。野村アセットマネジメントが、例えばみずほフィナンシャルグループの株を持っているわけであるから、その株について、取締役選任議案等について良い悪いの投票をすることを決めるわけである。

GPIF としては、当然長期的な利益の最大化を目指す観点からと大臣に言われているので、しっかりやってほしいと投資一任先に強くお願いをしている。実際には運用委託機関、何とかアセットマネジメントは、議決権行使のガイドラインを社内で設定することになっている。これは、真面目にやるのだったら当然そうするのだろうと、こちらからも念押しをしているわけである。

GPIF は、毎年度、株主総会のシーズンが終わると、この議決権の行使状況について運用機関から報告を受けて、その仕事のやり方、賛成あるいは反対が多いとか少ないとか、この議案に賛成したか反対したかといったことは評価の対象ではないが、きちんと真面目にやっているかというプロセスについては評価の対象にしている。これが運用機関の評価の中の一部になっている。もちろん、運用成績なり、リターンが高いかどうかとも評価の中に入っているが、議決権行使をきちんとやっているかどうか受検科目の一つ、評価項目の一つだということである。

行使状況については、概要が公表されており、業務概況書の後のほうに数ページで経緯が載っているが、例えば最近のものでいくと、会社提案への反対意見は1割ちょっとあったというようなことが書いてある。

（「有識者会議報告書」の要点とコメント）

別にお配りした「有識者会議報告書」の要点とコメントの資料を見ていただくと、この有識者会議報告書は11月20日に出たが、資料の左側の列に、報告書の記載のうちの議論のポイントを抜き書きしており、右側に私のコメントを入れている。

まず、報告書の「はじめに」という部分である。公的年金・独立行政法人等の金融資産が200兆円あるのだが、これまで運用に焦点を当てて総合的・横断的な検討が行われたことはなかった。有識者会議は、アベノミクスの三本の矢のうちの三本目に関する日本再興戦略、今年の6月に閣議決定されたものであるが、これを踏まえた議論である。この閣議決定で、公的・準公的資金等の在り方について検討して秋までに提言を得るということになっており、それを受けた検討として行われ、かつこの検討は経済再生担当大臣甘利氏の下で行われているということである。これは役所的にどうなっているのかよく分からないが、厚労省の年金局も事務局の一部に入っているということである。

右側のほうのコメントをごらんいただくと、GPIF等の運用については、株価が下がった2003年には株式運用を全部やめろなどという議論が随分あったが、それらを除けば大体厚労省とGPIFに任せたという感じで、特に政治的な批判等を浴びることは今まであまりなかった。リーマンショックの前とか直後ぐらいにはまだ新興国にもっとやったらどうか、インドの株を買ったらどうかといった議論もあったが、やや散発的な議論であり、本格的な議論はなかったということである。むしろ年金の財政検証で運用利回りについての前提が置かれる際に議論が盛んに行われ、その後は、資金が巨大であるからパッシブ中心で行くとか、個別企業の影響力行使の余地をなるべく少なくするような制度設計になっているということである。この辺りまでは完全に社会保障の論理に従って物事が行われ、かつそれ以外の政策的な配慮はなるべく混入しないようにという感じで議論が行われていたが、今回の議論は、どちらかというところアベノミクスの一部として行われているので、経済政策の観点から行われているといった辺りが大きな特徴ではないかと思う。

次の「Ⅱ デフレからの脱却を見据えた運用の見直し」であるが、運用の目的については、第三の矢としての成長戦略がある。この会議は、この取り組みの一環として、「日本経済にいかに関与しているかを考慮する考えもある一方で」、「ある一方で」のところの下線が波になっているが、これは強調しているつもりである。その次のところに、各資金の受託者、例えば年金局であるとか、GPIFであるが、「それぞれの根拠法に掲げられた目的、公的年金の場合は、専ら被保険者の利益に沿って運用することとされている点に留意する必要がある」となっている。「一方で」と、それで「留意する必要がある」であるから、結局両方が大事だという認識を示しているが、どちらがより大事かといったことについては言及していない。次の公的年金の運用については、「被保険者の利益を優先する資金運用が結果的に日本経済に貢献する」と書いている。つまり、結果的にうまくいく場合があるとは言っているが、そうではない場合については何も書いていないという仕組みになっている、さすがに練達の官僚がいるのだなというところである。

運用の目標と方針であるが、国内債券を中心とするポートフォリオの見直しという項目があり、収益率を向上させ金利リスクを抑制する、これから2%のインフレ率を達成できるのだから今のような60%が国内債券というのはやめろと書いてある。この部分は、当然のことながら市場の関心が非常に強い。

次に、収益の目標、リスク許容度である。一部の資金では、名目賃金上昇率に連動して収益目標を作っているものの、これはこれで合理性はあるかもしれないが、著しく低いのではないかという考え、感想があるようである。この点については、何と比べて低いのかよく分からない。リターンが低いというのは、それはそうかもしれないが、リーマンショックのとき、GPIFのリターンは-7.6%で、これは非常に良いリターンだった。例えば日本の企業年金では2割程度の損失で、海外ではカルパースとかノルウェーのNBIMなどでは2割5分とか3割の損失となっていたが、公的年金でそれだけの資産が飛んでしまうことになっていけば、恐らく日本国民は甚だ愉快ではなかっただろうと思うところである。

なお、有効フロンティアを投資対象の分散等により上方シフトさせることを含め、収益を最大化する努力が必要というのは、言われる通りである。

運用コストも意外と大事である。今のコストというのは、70 何人でやっているわけであるから、ほとんどの部分は GPIF の中でディールをしているわけではない。売り買いの指図は GPIF 外のマネージャーがやっており、マネージャーをどのくらいのフィーで雇うかというのがコストの主たるところであるが、このフィーは国際的に見ても極めて低い水準になっていることは評価し得ると、こう書いている。どのくらい低いかと、管理運用委託手数料は 24 年度 222 億円である。これは運用資産が 120 兆ぐらいあるので、四捨五入すると 0.02%、資産クラス別に分けると、国内債券は 0.01% で、ほかの株や外債が 0.04~0.06% であり、これはほかの国内の年金基金等に比べたら一ケタ低い。それから、海外のカルパスあるいはフォード財団と比べても、恐らく一ケタ低いとあっていただいでよろしいかと思う。

これに対して、何と言っているかという、安い、かえって十分な情報を得られず貴重な運用機会を逃していると書いてある。そのほか、金融・資本市場の発達を阻害する要因になっている可能性があるとしている。この「可能性がある」が何を受けているかであるが、私が日本語で解釈すると、「貴重な運用機会を逃している」は、「いる」で終わっていて、「可能性がある」に掛かっているのではないかという気がするが、どうだろうか。これはどちらにも読めるかもしれないが、運用機会を逃しているかもしれない、あるいは金融資本市場の発達を阻害することになっているかもしれない。これは要するに、金融資本市場の人間というのは情報を売っている人間であるから、その情報に対して高い金を払う客がいなくて情報が流通しないのだということかと思う。それから、情報の流通が資本市場の活動であるから、その活動が少ないのだということにもなる。より高度な運用を行う結果、手数料を含むコストが上昇することもあり得るが、その場合は、それに見合ったネットのリターン向上について説明責任を果たす必要があると書いている。

今は 2 百何十億円かのコストを払っているという事実を、先日あるところで講演したら、200 億も 300 億も無駄に使っているのかというご質問が出た。質問された方は、明らかに一般的な知的水準の大変高い方であるが、国民の感覚はそうなのだろうと思う。有識者会議の座長の伊藤隆敏先生が私案として、債券のウェイトを大幅に減らしその分株式等を引き上げればよいというようなことを言われたが、それで多分何百億円か余計にコストが増えて、もしプライベート・エクイティとか、不動産とか、ヘッジファンドとかをやったら、もう何百億円か費用が要る。それで、その金はどこに行くかという、大手町、赤坂の金融証券業界やウォール街である。これについて国民はどう思うか。1 円、1 円が年金の財源であるので、説明責任を果たせと言われても、実は高い運用報酬を払えば毎年確実に高いリターンが得られるということはないから、この何百億円は必要な金なのだという動かし難い証拠を見せようと思っても、これは見せられない。

他方で、金融資本市場の発達を促す可能性は高い。例えば GPIF が 100 億円のフィーを

払うと、多くは人件費あるいはシステム開発の経費であるから、100 億円払えば多分、50 人、100 人のプロフェッショナルは増えるのではないか。そういう意味では、発達を促す可能性は高いと思う。

ポートフォリオについては、GPIF 等は新たな運用対象、例えば REIT・不動産投資、インフラ投資、ベンチャー・キャピタル、プライベート・エクイティ、コモディティなどを追加することにより多様化を図り、分散投資を進めることを検討すべきとある。確かに分散は結構だと思う。なお、資金の性格を踏まえた上で、国民の理解、説明責任を求めるということであるが、新たな運用対象に GPIF の資産の数%、5 兆円とかを投じると、この手の商品の運用報酬は高い。多分一番高いのはヘッジファンドで、運用資産の 2%、1 兆円を委託すると 200 億円、これはリターンに関係なく取る。あと一定の目標を超えた超過リターンについては超過分の 20%を取るとというのが一般的なフィーのやり方である。もちろん、1 兆円などというヘッジファンドはないので、多分 100 億円とか 200 億円についてそういうことになっている。数百億円ぐらいまでのファンドであれば、2%というのは結構現実性のあるところであり、だから、そういったところに数百億円払うことについて国民が何と言うかということになる。年金財源であるので、そこは結構重たい部分である。

例えばプライベート・エクイティをやると、ある特定の中堅企業などを買うわけである。このプライベート・エクイティファンドというのは、特定少数の半ばオーナーになるわけである。そのファンドの有力な資金の出し手が GPIF だということになるわけであり、それが良いのか悪いのか。あとコモディティなどについては、数年前に資源高とか言ってバイオエタノールになるからトウモロコシの値段が上がるとかというのがあったが、あのときは、所得が低くてエンゲル係数が高い途上国などでは結構暴動が起きた。日本で言うと米騒動だと思うが、ああいうことが起きたときに、途上国の方とか、あるいは日本でも低所得の方々というのは困るわけである。その裏で GPIF がもうかるとなると、こういうことについて厚生労働省の世界でそれをやるのかというのがやはりあり、ほかの国ではそれを平気でやるところがあるが、日本国民はどう思うのか、なかなか計りがたいところがあり、この辺りをファイナンス理論だけでやるのかといったところは、特に国民とのコミュニケーション上は注意を要するところである。

ベビーファンドというのは、小さいファンド、つまり百何十兆円かの GPIF の金のうち、一部を別枠にしたらどうかということである。そうすると、柔軟に運用を行うことができ、小さいからポートフォリオの大きな変更もインパクトなく行うことができるだろうと言われるわけである。このベビーファンドというのは、新しいことをやるときの実験の器という意味では、もちろん意味があるものである。ただ、新しいことをやって、ベビーファンドで 1,000 億円損したとなると、このパブリシティはどうなるのだというところがある。これは別の問題として考えなければいけない。120 兆円もあるから動けないのだったら 10 個でも 20 個でも分ければ機動的に動けるだろうと言うが、年金財政にとっては、aggregate return だけが重要である。したがって、10 個のファンドに分けて、6 勝 4 敗に

なったとしても、大事なのは6勝4敗のネットアウトする部分だけで、年金財政にとっては、ほかはどうでもよい。したがって、大きくて駄目だから分けるという議論自体は全く意味をなさない。

スウェーデンでは、10兆円ぐらいの積立金を4つまたは5つに分けている。大体同じ規模の2兆円ぐらいのファンドを4つ作っている。それで、当然コストは4倍掛かる。理事長が4人いる。それから、年次報告書が4つ出てくる。中にはストックホルムではない都市でやるものもあるということであり、コストが掛かる。スウェーデンの場合、目的は何だったかという、自国企業への過大な影響力、例えばこのファンドが10兆円もあつたらボルボの大株主になってしまうから駄目だと、このように分ければよいだろうというのが一つの発想である。それから、4つあればファンド間でいろいろ競争するだろうという発想だった。したがって、有識者会議で言っているベビーファンドとは少し狙いが違うものではないかと思う。

次のところで、「Ⅲ リスク管理体制等のガバナンスの見直し」については、要するに経済担当の甘利大臣の下でやっている会議であるので、この提言を実行しようとする、一義的には厚生労働大臣が中期目標を書き換えなければならない。それをやる上で多少隔靴搔痒の感があるのだろうと思うが、所管大臣との関係といったものが議論になっている。GPIFであれば厚労大臣が最終責任を負うのであるが、そういう体制の下で運用機関の自主性や創意工夫を損なわないように気を付けてほしいというのは、それはそうだと思う。「特に、公的年金においては」というパラグラフがあり、保険者としての立場にもある場合であっても、大臣は理事長等の任命責任を負い、当該運用機関 GPIF は厚労大臣に受託者責任を負っているという前提の下で自主性や創意工夫を十分に発揮させてくれとあり、先ほどあったような新たな運用対象についてあまり妨げないほうがよいのではないかという趣旨とも読めるものである。

今まで厚労大臣が自主性や創意工夫を抑圧したというのはあまり聞いたことがない。他方で、これがもし被保険者の利益などがたがた言うなど、つまり厚労大臣黙れと言うのだったら、それはとんでもないことである。そうは書いていないが、そういう気持ちがあるのだったら、それはいけない。それから、自主性や創意工夫というのは、結局有効フロンティアの上方シフト、あるいはわが国の金融仲介の高度化、これは金融資本市場のあるべき発展という意味で申し上げているが、そこにつながらなかつたら駄目だと思う。GPIFは、先ほどの途上国株式投資などの努力の制約は何かといたら、経費節減目標だけである。70 何人しかいなくて、それできちんとしたリサーチができる人は数人しかいない。その人たちが、外部に、あるいは大学に委託研究したりとか、色々な努力をして、ほんの数人で結構頑張っておられるわけである。そういったところについての配慮が必要かと思う。

それとステークホルダーの参画についてであるが、公的年金については保険料拠出者である労使、保険料は従業員と企業で折半であり、その労使の意思が働くガバナンス体制が求められる。被保険者にはさまざまな世代や立場の人たちがいるので、国民全体の利害を

考慮して行動することが求められる。これは声の大きいステークホルダーの声を安易に取り入れるとちょっとまずいということで、例えば経営団体が、経営者は金を半分出しているのではないかと行って、経営者に有利なように行動しろとか言うのはとんでもないことであり、そういうことはやってはいけない。

大規模資金運用専門機関である GPIF のガバナンス体制については、今日の本論の一部であるが、独立行政法人は独任制で、これは理事長が何でも専決であり、いわゆる理事会がない。運用委員会は先ほどもご紹介したように決定機関ではないので、決定権限は理事長一人にある。そのほか、人員数、給与水準、経費等の面で制約を受けている。これは閣議決定レベルの高度な行政判断のレベルで行われている。GPIF については新法を作って、固有の根拠法に基づき設立される法人に変更というようなことが提言されているが、この「法人」につき巷間、いわば日銀的な機関を想定しているとも言われているところである。その専門性を重視して高い自主性・独立性を認めるべきと書いてあるわけである。ただし、こうした立法ができるまでは、過渡的な対応として、独法のままだもたくさんできらうとこう書いてある。運用委員会に複数の常勤委員、今は全員非常勤であるが、委員長が東大の植田先生、その代理が早稲田の宇野先生、そのほかには経団連の方、あるいは連合総研の方、企業年金の CIO の方、もう一人二人学者の方等がおられるわけである。そういった非常勤の人間だけからなっている運用委員会に常勤の人を複数置いて、委員会に実質的に決定させろとしている。ただ、今でも委員会を通らないとか運用委員会の賛同を得られないものについては、あまりやらないだろうと私は思っている。

理事長、理事、運用委員会については、利益相反とならないような人選が必要である。多分これで言っているのは、何とかアセットマネジメントの人間は駄目だということだと思う。難しいのは、そういう運用業界の人ではないが運用の専門知識があるという人はあまりいないということである。それで、カナダの場合には CPPIB があるが、あそこはバンカーやロイヤー、アカウンタントが理事になったりしている。アイルランドでも同じようなことがあるが、こちらは英語国の強みで外国人をたくさんいれているという事例がある。いずれにせよ、人的に強化したほうが良いので、そのためには金が要るのだったら付けるという趣旨になっている。

次にリスク管理体制についてであるが、フォワード・ルッキングなリスク分析に基づいてポートフォリオを作れとか、デフレ脱却を見据えた対応策、金利上昇に備えたリスク管理とか、速やかな対応策を講じるべきとか書いてある。これは GPIF がマクロ変数の独自見通しを持ってということなのかどうか、これはよく分からない。例えば日銀が 2%だと言っているが、もっと上がるとか、それほど上がらないとかということを経理的に予想する相当重装備のリサーチ部署を持つということなのか、よく分からない。

他方で、物価連動国債を考えると書いている。これはその通りであり、過去においても物価連動国債は検討したことがあるが、過去に物価連動国債はあまり発行されなかったというのがネックになって、今までやっていない。これから出てくるのだったら、これはあ

まりたくさんやると少し悩ましいところがある。というのは、物価連動国債を GPIF が持つということは、物価変動に伴ういろんなインパクト、リスクを年金特別会計から一般会計に移すということである。それがわが国の財政全体として良いのか悪いのか、GPIF があまりたくさんやってしまうことが良いのか、これはもう少し別次元で考えたほうがよいかというところである。

最後になるが、「IV エクイティ資産にかかわるリターン最大化」である。これは何を言っているかという、もっと株主として物を言えという意味である。少し奥歯に物の挟まった言い方になっているが、緊密な対応や適切な議決権の行使をしろということが書いてある。「公的・準公的な立場を有しているとしても」であるから、官の人間であろうと、緊密に対話しろとか、適切に行使しろということになっている。実はこの点については、ジョン・ケイという人が作ったケイズ・レポートが基で、今イギリスで機関投資家のスチュワードシップ・コードができて、きちんとエンゲージしろとかいうことになっている。物言わぬ株主は駄目だということである。この日本版を金融庁で検討中だそうである。

あと、投資先企業との良好な関係に基づく対話により持続的な企業価値の向上を目指す運用受託機関への委託というのは、良好な関係を構築するため、年がら年中株主として経営者と話し合えということである。それで、持続的な企業価値の向上を目指せということである。ESG、すなわち環境のE、社会のS、ガバナンスのG、これを重視した経営をさせると、立派な企業になって持続的に成長していくから、株主は長期的にもうかるのだという発想の下で、そういうことを一生懸命やるファンドマネジメント会社に金を委託しろという意見のようである。

緊密な対話や適切な議決権行使と個別企業の経営判断や人事については、取締役人事への国家機関の介入で少し危ないが、この間の線引きはどうするのか、厚労大臣はすごい権力者になり得るわけであり、これはもう大変である。国家機関たる GPIF が株式運用を行っているのであるが、そういう GPIF と民間株主とが同じことをするのが良いことなのかというのは、私は良く分からない。実はそのようなことをやっているところはない。というのは、カナダは GPIF よりももっと小さい十数兆円で、かつカナダ株のウエイトはそれほど大きくない。それから、ノルウェーは GPIF よりもたくさん株は持っているが、全部国外企業である。つまり、自国企業の株を非常にたくさん持っているところは GPIF しかない。外国へ行ってしまえば、日本政府もただの機関投資家かもしれないが、自国内では日本政府は権力者であるから、権利者が株主というパターンというのは、日本において激烈に強い。この場合、どういうガバナンスをするのかについては、きちんと考えなければいけないと思う。

運用委託を「物言う運用機関」に対して行えという意味だとしても、運用機関の客は誰かということ GPIF である。普通、企業というのは客の言うことは聞くもので、客の GPIF が、こういう議決権行使をしろとか、こういう経営のエンゲージをしろと、ポロッと言うことはあり得るわけであり、そうすると、非常に不透明な形で GPIF が物言うこともあり

得る。これは株式にエクスポージャーを持つ以上は今でもある問題でもある。

最後に、三共済というのは、国家公務員、地方公務員、私学共済の3つであり、こちらについても、有効フロンティアまでもし行っていないのであれば、その内側にいるとしたら怠慢であり、頑張ってもらいたいということである。

(GPIFの使命とは)

今までの議論を踏まえて、今日の本論にやっと入っていくが、GPIFの使命とは何かということである。当たり前であるが、今は中期目標をきちんと達成することが使命である。市場のユーザー、市場市民であるから、本当だったら市場が良くなるようにユーザーの立場からいろいろな声を出すべきであるし、智恵も出すべきだと思う。株式市場とか、為替市場とか、いろいろな市場インフラがあり、そういったところはユーザー、プレーヤーが、特に大きいところが協力すべきものであるが、なかなか今のところそういう意味では、人的な問題もあり、あまりできていない。

その反面の影響でもあるが、今まで金融行政などにおいて、機関投資家はあまり対象ではなかった。なぜかというと、金融庁の監督対象は業者である。証券会社、銀行は業者である。年金基金等の機関投資家は業者の客であるから、これは業を監督する金融庁にはあまり関係がない。かつ客が個人のように情報弱者だったりすれば、それはいろいろな行政的な保護の対象になるが、年金基金のような立派なものであれば関係ないということである。

市場への介入または経済政策のツールとすべきかということであるが、これは株価を上げるために株を買うとなると市場への介入である。為替の介入でドルの価格を上げる(円高を止める)、などの介入である。もし介入をやってしまったら、それは年金に限定された使途限定資金の目的外使用、あるいは流用となる。これは「専ら被保険者の利益」ということと不整合になってしまう。

それと緊急時・非常事態のときにどうするのだということである。アイルランドに年金基金があり、外債をたくさん持っていた。ユーロ危機のとき、アイルランドは大手金融機関に公的資金を入れようと思ったが、ユーロ建ての国債をアイルランドは発行できなかった。アイルランド政府に信用がないからである。それでどうしたかということ、公的年金で持っている外債を売ってユーロのキャッシュに換えて、それを公的資金の注入に使った。そのためにどうしたかということ、法律を変えて、大蔵大臣は経済の安定が害されたとき、または害されるかもしれないときには必要な指示ができるとした。実際に半分ぐらいの金が年金基金の中から使われて、大幅に目減りしている。

(公的年金制度に対する「国民の信認」)

ここからが本当一番大事であるが、年金に対しての国民の信認ということである。これは要するに公的年金は賦課方式であるから、国民の信認が大事だということは皆さんご賛

同ただけると思う。積み立て方式の年金の場合は、加入者あるいは受給者の皆さんに対して、金があると示せばよいが、賦課方式の場合には、どうしたら信認するかというと、例えば私の息子が「おい、おやじ、大丈夫か」と言ってきた場合、私は何と云えばよいかというと、「おまえは 50 年後 70 歳になるだろう、そのときの政府が、今から 20 年後ぐらいに生まれてくる、おまえが 50 歳のときの 30 歳の人間から移転してくれるのだ」と言うわけである。このようなことの蓋然性を合理的に説明できるわけではないので、ここは信認するとしたら、頭ごなしに素朴に信認するしかない。しかも日本のような皆年金の国でやらなければいけないということであるので、その素朴な信認を損なうことは、非常に大きなコストになる。しかも、これは測れないので、大変たちが悪いということである。

(コーポレート・ガバナンスと GPIF)

コーポレート・ガバナンスは、わが国では非常に大きな問題になることは間違いない。今でも東証一部株式の 5% 弱を GPIF が持っているので、伊藤先生が言われるように株式投資比率を 20% とかにすれば、8% か 9% に上昇するわけである。日本最大の株主にもつとなるわけであるが、今の長所というのは、GPIF 自身は関係ないとなっているから、素朴な信認が守りやすいのである。オリンパスで変な資金運用の不祥事があり、次の社長を誰にするかが大問題だったが、あとき誰を社長にするかという株主総会での株主の意向があるわけであり、GPIF の意向は出てこない。関係がないから仮にプロキシファイトがあっても、GPIF は関係なくいられるわけである。だから、素朴な信認を守りやすい。

他方、短所としては、運用リターン向上とか、経済活性化には今一つ株主として貢献し切れない。つまり、ゾンビ系企業だとか、ぼんくら経営者あるいは緩い経営者を排除できないということである。この仕組みの変更は、かなり高度な政策判断を要する。GPIF が物言う株主になるべきか、物言うとき、どうやってガバナンスするのか、あるいは GPIF に影響力を行使できる者、厚労大臣とか、あるいは何とか大臣かもしれないが、その人が個別企業の経営に強い影響を持ち得るので、例えばみずほとか、野村といった会社に対してどうなるのかということである。

ちょっと飛んで海外の事例が後のほうにあり、カルパースの例を出している。カルパースは 26 兆円のファンドであるが、ヒューレット・パッカートの人事にもろに影響力を行使した。失敗が多いので首にしたというわけである。これはもちろんカルパースが意図的にやっている。それから、アメリカの年金基金は腐敗する。これは先ほどから申し上げている運用機関を採用するときに、一種の賄賂が動くという話であり、2002 年から 2008 年に Buenrostro というカルパースのチーフ・エグゼクティブだったが、このポジションを abuse したと書いてある。

あと、pay-to-play とあるが、この play というのは運用を受託することである。受託したかったら金を払え、それで誰に払うのかということ、理事会のメンバーである。理事会は選挙で選ばれるので、選挙資金を出せということである。それですごいスキャンダルが数年

前にあり、Alan G. Hevesi という人は New York's state pension のトップだったが、have served prison time であるから、実刑を食らっている。それぐらいの腐敗が起きてしまう。そういうのがあり得るということである。だから、このようなところにもし物言う株主の力を与えたら大変である。

それから、ノルウェーの NBIM である。こちらはなぜ有名かという、中央銀行が運営しているという部分もあるが、社会的責任投資に大変熱心なのである。例えばクラスター爆弾はけしからんということで、ジェネラル・ダイナミクスという軍需産業の会社は、株を買ってはいない、持っていたら売る。JT は駄目で、フィリップモリスとかも駄目である。それから、核兵器を持っているからということで、ロッキードは駄目だとなる。ところが、ノルウェー空軍では、これらの飛行機を使っている。つまり、ノルウェー政府は何を考えているかという、要するに意思が2つあるということである。今 NBIM は世界の公開株の1%以上を持っているそうであり、すごい株主である。日本企業の株もたくさん持っているから、日本の企業はノルウェー政府の影響下にあるということである。今後中国の社会保障基金とかがどんどん株を買い始めれば、日本企業が中国政府の影響下に入るということである。

(論点1：「被保険者の利益」とは何か)

論点であるが、「被保険者の利益」とは何かということである。運用組織による abuse はいけないという意識が法律制定当時は強かったので、専ら被保険者の利益のために頑張れという法律になったのだと思うが、今や、それだけでよいのかということで、ここが非常に大事である。有効フロンティアを上に行かせるのは当たり前であり、そのために多少人が要ってもよいのではないかと思うが、分散投資になってくると、これは安定志向の国民の心の問題になってしまうので、ここはちょっと厳しいところだろうと思う。

(論点2：運用の高度化と「素朴な信認」)

2番目の論点が、運用を高度化していくことの素朴な信認である。賦課方式年金は金融商品ではないので、こういうものに対する信認をどうやって育むかということである。運用は慎重が良いのか、積極的が良いのかである。積極的に運用する場合はどうしても金が掛かる。何百億円、あるいは1,500億円とかが掛かってくると思う。そういうことを国民がどう思うかである。どのような組織であれば国民は納得するのかということであり、これは長期にわたって任せたと行ってくれないとリスク性の運用はできない。

有識者会議は GPIF をどうしろと言っているかということ、節減目標は廃止し、人数をもっと増やしてよいので、社会保障の目標の専ら被保険者の利益、それと経済政策の目標の日本経済再興、この二兎を追うタイプの新しいものを作れと言っているように聞こえる。この場合、主務大臣、主務官庁はどうするのがよく分からない。「専門性」を根拠に高い「自主性・独立性」を付与しろと言っているが、運用収益と経済政策の方向性はあまり一

致しないことがある。

例えば円高進行が予想される時、これは伊藤先生も、フォワード・ルッキングでやれとか言っているわけであるから、円がどんどん上がっていくというときに、財務省は一生懸命介入してドルを買うわけである。ところが、その場合にはもしかしたら GPIF はドルを売るかもしれない。また、例えば途上国にどんどんどんどん運用対象を広げていったら、どこかの途上国でアジア危機のようなことが起きたとなったとき、日銀と財務省は IMF と一緒になって、その途上国から資金が流出しないように一生懸命頑張るわけであるが、GPIF はもしかしたら真っ先に資金を引き揚げるかもしれない。これはアメリカでも同じようなことがあった。経済政策と社会保障のベクトルが逆になることもあるので、それを踏まえて GPIF の自主・独立を考えなければいけないということである。

実は今のままでも結構いろいろなことができて、特に有効フロンティアを上げるという点については、これは 100 人、200 人いれば少しはできるので、100 人、200 人にするために数十億円金を出してくれれば、できる部分はある。それをやるかやらないかというのは、これはもう行政的な判断ということである。

なお、参考までに日銀法と GPIF 法の比較という対照表を作っている。これを議論の途中で適宜使いたいと思う。それと、お配りした新聞記事は何かというと、朝日新聞で最初に会議の報道が出たときのもの、あと経済教室で横浜国大の山口先生が、あまり株を増やすことについては慎重にと書かれている。あとは、インフラ投資について、GPIF が海外の公的年金と共同でやるということで、中には JBIC の名前も出てくるような話であるが、こういった研究が実はどうも続いていたようである。これが今表面化しつつあるということで、これも実はリターンの有効フロンティアを少し外に広げるための研究の事例ということで示した。