

「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

年金リテラシー研究会(第5回)

平成25年12月25日

大妻女子大学短期大学部

教授 玉木伸介

(1) GPIFは「独立行政法人」である(その1)

1) 設立の経緯

平成13年度の「財投改革」: 公的年金積立金の運用は、それまでの全額資金運用部預託から市場運用に移行。

⇒ 市場運用のため、「特殊法人」としての「年金投資基金」設立。

⇒ 特殊法人改革によって、「年金積立金管理運用独立行政法人」に改組(平成18年)。

2) 「独立行政法人通則法」による「中期目標」「中期計画」(全独法共通の定め)

中期目標: 「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」を主務大臣が理事長に「指示」。

—— 「法人が何を達成するか」の決定者は理事長ではなく、主務大臣。

—— 理事長は、与えられた目標の達成の方法(中期計画)を決定し、遂行。

中期計画: 中期目標を達成するための計画。基本ポートはこの一部。主務大臣認可。

(1) GPIFは「独立行政法人」である(その2)

3) 経費削減目標(多くの独法一律)

< 現行中期目標 >

第4 業務運営の効率化に関する事項

2. 業務運営の効率化に伴う経費節減

一般管理費: 15%以上節減(5年間)

人件費: 5%以上を基本とする削減(同)

業務経費: 5%以上節減(同)

「2割増しのインプットで2倍のアウトプット」という選択肢はない。
現在、70人強。公務員準拠の給与。

(2) GPIF法の定め

1) 運用の内容

GPIF法(第21条)では、運用に関し、以下のように規定。

① 有価証券の売買は、株式を除く

⇒ 株式は自らは売買してはならない(委託運用のみ。自らは株主になれない)。

② 委託運用は、「投資判断の全部を一任する投資一任契約による信託」によらねばならない。

2) 運用委員会

委員:「経済又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」

権能:「業務の実施状況を監視」「重要事項について意見」「理事長に建議」。

会合:年に10回程度。議事要旨を1~2か月程度後に公表。

(3) GPIFの運用の基本的な考え方

1)「専ら被保険者の利益のため」

「厚生年金保険法」 第四章の二 積立金の運用

第七十九条の二 …の運用は、積立金が…保険料の一部…給付の貴重な財源…特に留意し、専ら厚生年金保険の被保険者の利益のために、…安全かつ効率的に行うことにより、…厚生年金保険事業の運営の安定に資することを目的として行うものとする。

2)「安全」とは

運用ポート全体のリスクが、「国内債券」並み。

3)「効率的」とは

「分散投資」により、有効フロンティアの縁の近傍でポートフォリオを組むことで、リターンを極大化。

4)「池の中の鯨」: パッシブ運用中心。市場流動性を重視。

5) 長期志向

6) 有効フロンティアの拡大・上方シフト

分散の推進により達成するべく、各種の試み(新興国株式運用の開始、PEの研究等)

(4) 実際の運用

1) 基本ポートを決定。

—— 「中期計画」の一部。運用委員会の「議を経る」。

2) 運用委託先を選定し、資金配分。その後の運用動向を監視し、定期的に委託先見直し。

3) 2009年度から、運用資産を資金化して、年金特別会計に寄託金を償還(給付に必要。運用資金は、特別会計から寄託されたもの)。

4) 2013年5月、基本ポートを変更。

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
変更前	67%	11%	8%	9%	5%
変更後	60%	12%	11%	12%	5%
乖離許容幅	±8%	±6%	±5%	±5%	—

(5) GPIFという「株主ではない」株式投資家の 議決権行使

1)「中期目標」において

「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」とともに

「長期的な株主等の利益の最大化を目指す観点から」

「株主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。

2)運用受託機関は「議決権行使ガイドライン」を作成。

3)GPIFは、毎年度、議決権行使状況について報告を受け、運用受託機関を評価(ガイドライン整備状況、行使体制、行使状況)。

4)上の評価は、運用受託機関の定性評価の1項目。

5)行使状況は、概要を公表(会社提案への反対・棄権11.4%等<24年度>)。

⇒ 「有識者会議報告書」の分析と議論へ

(6) GPIFの使命とは(その1)

- 1) 「中期目標」の達成(主務大臣の政策を遂行すべく業務を執行するという使命)
 - ・基本ポートフォリオを設定し、それに沿って運用。
 - ・経費節減。
 - ・個別企業の経営に影響を与えない。
- 2) 将来にわたって「中期目標」をよりよく達成するための努力
 - ・有効フロンティアを上方に拡大するための調査・研究等(別添1)。
- 3) 金融・資本市場の「ユーザー」「市場市民」としての「市場の高質化」への貢献
 - ・金融・資本市場という社会的なインフラの継続的な改善のために、声を上げ知恵を出していくことを通じた貢献。
 - ・従来の金融行政や市場インフラを巡る論議の中で、機関投資家(業者の顧客)の影が薄かったことは事実。

(6) GPIFの使命とは(その2)

- 4) 市場への「介入」を行うべきか(「経済政策」に用いるべきか)。
- ・「株価を上げるために株を買う」という市場への「介入」
使途が年金に限定された資金の「目的外使用」「流用」
⇒ 「専ら被保険者の利益のため」と整合的でない。
ただし、運用の具体的な内容やその経済全体に対するインパクトについては、様々な提言や評価があり得る(別添2)。
 - ・緊急時・非常事態の有事対応は、別途の対応の仕組みを明確にすべき。
 - ―― ユーロ危機時の大銀行への資本注入の際のアイルランド(National Pensions Reserve Fund)の事例は、別添3。

(7) 公的年金制度に対する「国民の信認」 ~~「素朴な信認」を損なってはならない~~

- ・「積立方式」年金に対する加入者の信認とは？

「勤労した / 掛け金を払った」分については、
約束通りに蓄積されている(不足なら補填される)だろう。

⇒ 積み立てられている(補填できる)ことを示せばよい。

- ・「賦課方式」年金に対する国民の信認とは？

保険料を払っていけば、
「将来」の政府が「将来」の勤労世代から、
移転してくれるだろう(勤労世代はそれに応じるだろう)。

⇒ 合理的な推論の不可能な領域。

⇒ 人々の「素朴な信認」を確保せねばならない(皆年金！)。

⇒ 「素朴な信認」の毀損は、(すぐには定量化し難い)「コスト」。

(8)コーポレート・ガバナンスとGPIF

1)現在の仕組みの長所と短所。

長所：GPIFは企業を巡る様々な動きの圏外。「素朴な信認」を守り易い。

短所：運用リターン向上・日本経済活性化に貢献しきれない可能性。

2)この仕組みの変更は、高度な政策判断。

- ・GPIFは「物言う株主」であるべきか。
- ・GPIFが「物言う」場合のガバナンスは？
- ・GPIFに影響力を行使できる者は、個別企業の経営に強い発言権を持つ。

(9) 論点1:「被保険者の利益」とは何か

- 1) 受託者責任・運用組織による abuse 防止(参考:カルパース等の腐敗事例)の必要性を超えた議論が必要。
- 2) 有効フロンティアに沿った北東方向への移動は、「被保険者の利益」か。
- 3) 有効フロンティアの上方シフトが望ましいこと及びそのための資源投入増については、広範な合意(被保険者の利益でもあり、経済再興にも資する)。他方、従来程度の分散投資ですら、安定志向の国民の支持が揺らぎ得ることも事実。

(10) 論点2: 運用の高度化と「素朴な信認」

- 1) 金融商品ではない賦課方式年金への信認をいかに育むか、を考える際に、運用は積極的であった方が良いのか、それとも逆か。
- 2) 年金財源によるGPIFの規模拡大及び金融証券業界・ウォール街への支払手数料増加を、いかに国民に納得させるか。
- 3) どのような組織であれば、国民は支持するか(素朴に、長期にわたって、運用を任せてくれるか)。

(参考) 海外の公的年金との比較(その1)

1)カルパース:約26兆円、株式65%。確定給付年金・予定利率7.5%。

*) 個別企業のトップ人事に深く関与している。

Press Release

April 4, 2013

CalPERS Statement on Resignation of HP Chair and Two Directors

SACRAMENTO, CA—The California Public Employees' Retirement System (CalPERS) today issued the following statement about the resignation of Hewlett Packard (HP) Chair Raymond Lane and Directors John Hammergren and G. Kennedy Thompson:

"CalPERS welcomes the resignation of the Chair of the Board and the departure of two directors. We are pleased that Hewlett Packard is starting their search for an independent Chair," said Anne Simpson, CalPERS Senior Portfolio Manager and Director of Global Governance. "It is time to move beyond the recent failures at HP and bring fresh talent to the boardroom. HP needs a Board which is unencumbered, and will provide rigorous oversight of all decisions, including reviewing the auditor."

At last month's annual shareholder meeting, CalPERS voted against Chair Lane and Directors Hammergren and Thompson, citing recent leadership failures and lack of independence. Forty-five percent of proxies cast at the general meeting were against Chair Lane, including CalPERS 13.7 million shares. Although he has stepped down as Chair, he currently remains on the Board of Directors. The System also voted against ratification of the company's external auditor, Ernst & Young.

CalPERS has engaged HP following a series of disastrous acquisitions, which led to an \$18 billion write down and plunging share price.

*) カルパースその他の主要米国公的年金で、深刻な腐敗が生じた。

⇒ 運用組織のガバナンスには特に意を用いる必要。

Former Calpers Chief Indicted Over Fraud (2013.3.18, NY Times)

By PETER LATTMAN

As head of the country's largest pension fund, Federico R. Buenrostro wielded vast influence in the money management world.

From 2002 to 2008, Mr. Buenrostro served as chief executive of the California Public Employees' Retirement System, or Calpers, which allocates more than \$200 billion to investment firms across the globe.

Federal prosecutors say that Mr. Buenrostro abused that position. In an indictment filed in Federal District Court in San Francisco on Monday, the United States attorney charged Mr. Buenrostro and his friend, Alfred J. Villalobos, with defrauding the private equity firm Apollo Global Management.

The corruption charges against Mr. Buenrostro and Mr. Villalobos are connected to a nationwide pay-to-play scandal that erupted several years ago. . . . A number of pension officials and middlemen have served prison time, including Alan G. Hevesi, the former head of New York's state pension fund.

. . .

“We are extremely pleased that law enforcement authorities are moving to hold individuals accountable for activities which violate the public trust,” Rob Feckner, the board president of Calpers, said in a statement.

. . .

(参考) 海外の公的年金との比較(その2)

2) NBIM (Norges Bank Investment Management、ノルウェー) : 約77兆円、株式64%。ノルウェー国民の将来の年金資金等に備えるため、石油・ガス事業からの国の収入を積み立てている基金。

―― 中央銀行で運用。

―― 資金の源泉が年金拠出ではないことから、年金基金というよりはソブリンウェルスファンドであるとも解し得る。

*) 社会的責任投資に熱心。特定の企業を運用対象から外すなどの積極的な対応で有名。

<除外の具体例>

Production of cluster munitions ⇒ General Dynamics corporation (31 August 2005)

Production of nuclear arms ⇒ Lockheed Martin Corp (21 August 2013)

<ノルウェー空軍装備の一部>

ジェネラル・ダイナミクス F-16A/B戦闘機 × 48機

ロッキード P-3C哨戒機 × 4機

Production of tobacco ⇒ Japan Tobacco Inc. (31 December 2009)

Serious or systematic human rights violations ⇒ Wal-Mart Stores Inc. (31 May 2006)

Severe environmental damages ⇒ Rio Tinto Plc. (30 June 2008)

ご清聴ありがとうございました