

GPIF ガバナンスと運用の関係

2016年1月12日 年金部会
慶應義塾大学ビジネススクール
小幡績

ガバナンスとは何か

- ある主体が別の主体の行動に箍をはめる事
- コーポレートガバナンスの日本語訳
 - 経済学的には
 - 企業統治
 - 規律付け
 - 法律的・社会的には
 - コンプライアンス: 法律(規範)遵守
- この表現のとおり3つの種類がある

ガバナンスの2つの軸：1

- 経済主体にインセンティブを与える
 - インセンティブを与える(規律付け)
 - 1:量
 - 努力量:怠けないように:努力水準を引き上げる
 - リスク量:リスクを取り(回避し)過ぎないように:妥当なリスク水準
 - 2:方向付け
 - 誰のために働くか
 - » 経営者のためではなく、投資家(所有者)の利益のために
 - 行動を縛る(統治)
 - コンプライアンス
 - 悪事を働かないように

ガバナンスの軸：2

- ガバナンス：監視（モニタリング：monitoring）という側面もある
- 経済学的には3つの監視
 - 1：ex ante 事前
 - 2：interim 期中
 - 3：ex post 事後
- 軸1の話はinterim, 経営や運用の最中の話

問題点

- 期中 interim monitoring
- 実際にはうまくいかない
 - 監視する側が自分では出来ないから経営者や運用者に事業を委託する
 - 外からは判断できない
 - インセンティブというシステムを信じるしかない
 - 例:
 - 努力の量と方向性:ストックオプション
 - リスクを取り過ぎないように:ストックオプション、ボーナスを減らす
- ガバナンスは運用にとってはコストでしかない

実際に重要なのは

- Ex ante
 - 事前の監視とは？
 - 人選
 - 誰に経営・運用を任せるか
 - これに尽きる
- Ex post
 - 事後の監視とは？
 - 人選に失敗したことが明らかになれば
 - きちんと交代させる
 - これがinterimの行動にも抑制(刺激)を与える

運用の難しさ

- 経営よりも難しい
 - 運用途中では口出しできない
 - 事後評価も難しい
 - 運を含め、運用者自身にコントロールできない要素が多すぎる
 - それにもかかわらず、客観的な数字が利用可能
 - 現時点でどれだけ儲かったか、損をしたか、リターンの比較が可能
 - ベンチマーク、ほかの運用者
 - 口出しは合理的でないのに、外から批判、評価したくなる誘惑

GPIFの運用の難しさ

- 比較可能なライバルがない
 - どの運用者とパフォーマンスを比較？
- ベンチマークも難しい
 - どのベンチマークを取るかすら本来は内生的
- 本当に必要な絶対的な運用利回り
 - 制度的な要請
 - 悪く言えば趣味の問題、政治の影響の可能性
- 判断基準が客観的にあるようでない

ガバナンスの本当の本質とは？

- 信頼
 - 良いオーナーが良い運用者を選び
 - 信頼して
 - 任せること
- 信頼はどこから生まれるか
 - 運用者の質
 - それ以上にオーナーの質、能力

GPIFの本当の難しさ

- オーナーが国民全体であること
- 運用の素人
- 多数の人々の集合体
 - 完全なコンセンサスを得ることは不可能
- 運用にとってはもっとも難しいオーナー
 - 説明責任
 - 透明性
 - どちらも運用に対する制約、コストになる

理想的な運用

- 良い運用者が
- 自由にクリエイティブに運用
- 制約条件は少ないほど良い
 - つまりすべて認めるべき
 - すべてのインハウス運用
 - オルタナティブの直接投資
 - デリバティブ
- ただし、オーナーが運用者を信頼できた場合

政治的介入

- 具体的にもっとも大きな懸念は
- 政治的介入
 - インフラ: 政治的な意向
 - 個別株: 政治的な思惑
- これらがなければ、何の懸念もない

人選

- ここだけが重要
 - 理事長、理事
- 誰が彼らを選ぶか？
 - きちんとした委員会
- 委員会の委員を選ぶのは誰か？
- 国民がオーナーであれば国会の関与は必須
 - 政治から自由でいられるか？
 - それは政治家の良識、レベルの問題

人選と自由度

- 良い人選ができないなら
- あるいは人材が極めて限られているのなら
 - 自由度を高めればいい、というものでもない
 - リスクが高まる
 - 効率的な運用ができないデメリットと
 - 大きな問題を起こさないというメリット
- ただし、それならそもそも運用など止めてしまえ、という議論にもなる
 - オーナーの特殊性から来る限界
 - 運用としてはもっとも不利な構造

運用の現実：インハウス

- 運用の現実として
- リソースの圧倒的な不足
- 外部を有効活用した方が現実的には圧倒的に有利
 - コスト
 - 人材の多様性
 - 日本における圧倒的な人材不足
- したがってインハウスは極めて限定的にすることが現実的
 - インハウスのメリットが現状ほとんどない
 - 将来的にも人材が集まる可能性はない
 - それよりも目利き能力のさらなるアップに集中すべき