

GPIFの運用をめぐる論点

ミシガン大学ロス・ビジネススクール

ミツイライフ金融研究所 理事

若杉敬明

はじめに：資産運用とは(その1)

- ・ 大きな資金を持つ基金の運用（株式を想定）
 1. 運用の目的を具体的に明確に定義する
 2. どのような市場観で運用をするかを定める
 - 世界は絶えず変化するので絶対的に正しい市場観はない
 - 大きな資金の場合は複数の市場観を採用することが必要
 3. 市場観に基づき運用スタイルの組み合わせを決定する
 - パッシブ運用かアクティブ運用か
 - ・ パッシブの場合、どのインデクスを採用するか
 - ・ アクティブの場合、①ヴァリューかグロースか ②大型株か、中型株か、小型株か等々

資産運用とは(その2)

4. 運用スタイルに適したファンドマネージャーを選定する
 - 大きな基金の場合、同じ運用スタイルのマネージャーを複数置き、分散によりリスクを相殺し、マネージャー間の競争によりリターンの引き上げを図る
 - ファンドマネージャーをサポートするサブマネージャーおよびスタッフを選定する
 - 運用スタイルに適したソフトウェア、システムを備える
5. 複数の運用スタイル、複数のマネージャーに資金を配分し、その組み合わせが全体として、基金の市場観にマッチしたものであるかをチェックする
 - 人材・システム等の資源が不足する場合には調達する
 - それができない場合はスタイル、マネージャの組み合わせを修正する

資産運用とは(その3)

6. パフォーマンス評価

- あらかじめ定めておいた評価基準により各マネージャ、運用スタイルおよび資金全体のパフォーマンス評価を行う

7. 運用の修正

- パフォーマンス評価に基づき、市場観、運用スタイルの組み合わせ、マネージャミックスの修正を行う
- あるいは、運用のための資源—人材、システム等—を調整する

I インハウス運用のメリット・デメリット

- メリット

- 外部に委託する手数料を節約することができる
- 外部への委託を主とする場合でも、運用の仕組み・現実を理解することにより、委託先の選定・管理を効果的・効率的にできる。その結果、トータルな観点から見た委託運用のコストを低減することができる

- デメリット

- インハウス運用を行うためには、マネージャー、システム等の資源を取得・維持するコストがかかる

- 前提

- インハウス運用のメリット、デメリットを合理的に評価し、インハウス運用をすべきか否かを判断する能力が不可欠である

II 株式のインハウス運用

(1) 運用資産の規模

- インハウス運用をすれば外部委託はその分減るわけであるから、株式運用全体への影響はないはずである
 - インハウス運用は外部の委託先を内部に取り込むことに他ならない
- 巨額の資金を一人のファンドマネージャーが運用すれば、一回の取引が巨額になり、市場へのインパクトが大きい。
- しかし、運用スタイルや運用スタイル別にファンドマネージャーが分散されていれば、影響は小さい

(2) 個別銘柄の選択

- 投資家が高い投資パフォーマンスを実現するために、業績の見込める優良な企業を選定するのは当然のことである
 - これを「企業に影響を与える」と否定的に考えるのは誤解である
- 投資家に選ばれない企業は存続ができなくなるので、良い経営をしようと努力をすることになる
 - その意味では投資家の銘柄選択は企業に良い影響を与える
- 株式市場制度は、本来、株式市場を通じた投資家行動が企業経営の改善に資すること前提としている。
- GPIFが、良い企業を投資対象として選択し、拠出者である加入者および企業に対する受託者責任の一環である
 - それとともに社会的責任であるともいえる

【補足】

- 良い企業とは、資本主義の原則である競争原理・市場原理を守る企業である
 - 最低限の規制の下での市場原理は公平・公正な経済原理である
- すべてのステークホルダーと市場原理に基づいた取引を行い、会社法が前提とする会社目的である営利を追求する企業が良い企業である
- 営利追及により、企業の生み出す付加価値が最大化され、国全体としての付加価値であるGDPの最大化に貢献する
- 投資家が、投資対象として良い企業を選択することにより、良い企業が生き残ることになり、豊かな社会が実現する
 - その結果、年金制度の運営や財政が健全化し安定する

(3) 議決権の行使(その1)

- 資本主義においては私有財産制度の下、企業の出資者が所有者としてガバナンスを持ち、企業を運営するのが原則
 - 小規模事業を行う合同、合資、合名の各会社は出資者が経営者
- 株式会社は、大規模に事業を行うために多数の出資者（株主）から資金を集める仕組みである
 - 多数の株主が経営に直接関与することは現実的でないし、多数の株主が経営能力があるとは限らない
 - そこで、株主総会で取締役を選任し企業経営を委任する
 - その意味では、取締役は株主の代理人である

(3) 議決権の行使(その2)

- 取締役は取締役会を開催し、執行役員（代表取締役・執行役）を選んで、取締役会が行う、業務（営利）に関する意思決定事項の執行（これを経営という）を、執行役員（いわゆる経営者）に委ねる
- それと同時に、経営者が株主の利益に忠実に経営を行うように監督をする。これを取締役会のガバナンスという
- 取締役会のガバナンスとは、次のような体制を経営者が構築するように、経営者を方向づけることである
 - ① 優秀な経営者が選任され、かつ
 - ② 経営者が営利に向けて適切に動機づけられ、かつ
 - ③ 経営者が適法・効率的な経営を確実に行う

(3) 議決権の行使(その3)

- 株主総会におけるもっとも重要な決定事項は、取締役会のメンバーである取締役を選任することである。つまり株主議決権のもっとも重要な決定事項は取締役の選任である
 - したがって、株主の議決権行使は決して経営に関与することではない
 - もちろん、取締役の選任を通して企業活動に影響を与えることになるが、それは決して個別企業の経営に口を出すことではない
- 取締役は株主の代理人である。一般に委託者が代理人を選ぶときには、慎重を期して優秀な代理人を選ぼうとする
 - これは当然のことであり、代理人の行うことに口出しをすることは全く異なる

Ⅲ オルタナティブ資産への直接投資①

- 伝統的投資vs.オルタナティブ投資
- 取引所や当局の規制の下で、実績ある企業が公開されている市場で、銘柄を選択するのが伝統的投資である
 - 企業の業績や市場取引の情報開示が制度的に行われている
- オルタナティブ投資は—プライベートエクイティにせよ不動産投資にせよインフラ投資にせよ—多くの場合、実績データも市場データも乏しい
- 伝統的市場では、多数の銘柄を組み合わせ、銘柄に固有のアンシステムティックリスクを相殺する分散投資が原則である
- 他方、オルタナティブ資産への直接投資は、投資対象に固有のアンシステムティックリスクが大きいため、また対象資産も多くないので、分散投資だけではリスク管理に限界がある

オルタナティブ資産への直接投資②

- オルタナティブ資産への直接投資の特徴
 - アンシステマティックリスクを減少させるために、むしろ出資者として対象資産の経営を監視し、必要に応じてアドバイス等を行う等の経営への関与が不可欠である
 - オルタナティブ資産は、一般にハイリスク＝ハイリターンになる傾向があるので、経営への関与によりアンシステマティックリスクを大きく減少することができれば、リスクに比して大きなリターンを享受できる
 - 経営に関与するためにはそのためには優秀な人材、情報収集能力、情報処理能力等々の経営資源が必要である
 - 大きな基金の場合、複数の資産に直接投資することによりシナジー効果を享受することが可能である。そのためには人材やシステムのために大きな投資とコストが必要である

オルタナティブ資産への直接投資③

- オルタナティブ投資を行うためには、その規模（投資額）によるメリットと、必要な経営資源の探索および獲得のコスト、それらの経営資源を維持するコスト等との関係を慎重に分析し判断する必要がある
 - その分析・判断にも相当の能力が必要である
- GPIFの場合、組織内にそれらが存在するか、あるいはそれらを調達できるかを慎重に見極める必要がある

IV デリバティブ取引について

- デリバティブズの価格は、一般に基礎になる現物資産の価格と連動するので、デリバティブズ単体の取引は現物と同様のリスクを持っている
 - 現実には、デリバティブ取引の制度的仕組みにより、レバレッジが効くので、現物よりハイリスク＝ハイリターンの運用が可能になる
- 他方、デリバティブ取引は、現物と組み合わせることにより、現物投資のリスクを相殺する
 - 言うまでもなくこれがデリバティブズの発生由来である
- 単体運用を認める場合には、デリバティブ取引を行う目的と運用に対する制約（リスク許容範囲等）を明確に定め、厳格な内部統制の下で行うべきである

V インハウス運用に伴う体制整備(その1)

- 株式運用は、ファンドマネージャーが、スタッフやソフトウェアやシステムを駆使して行われるプロフェッショナルな総合的な活動である
 - 株式運用のインフラストラクチャーを備えそれを運営するためには、大きな投資と大きな維持コストを必要とする
 - GPIFがその負担を国民に合理的に説明できるか
- 資産運用の世界では、数多の運用機関がパフォーマンス競争をしている
 - そこでキーになるのは運用のプロであるファンドマネージャーである
 - ファンドマネージャーにも、当然、能力差がありパフォーマンスにも大きな違いがある

インハウス運用に伴う体制整備(その2)

- GPIFがインハウス運用を行うからには、優秀なファンドマネージャーの獲得とインセンティブの仕組みが不可欠である
 - ファンドマネージャーの報酬は市場原理により業績連動であり、優秀なファンドマネージャーほど報酬は高額である
 - 日本には優秀と評価されるファンドマネージャーは必ずしも多くないと言われる
 - 優秀なファンドマネージャーには高額な報酬を払わなければならないが、一般に公的年金にはその制約が大きい
 - 海外の公的年金の場合、大きな基金では、運用部門を切り出し独立の運用会社を設立する傾向がある
 - GPIFがこれらの制約を打ち破ることができるかが問題

まとめ：GPIFのインハウス運用のあり方

- 予算的な制約がない場合、GPIFのインハウス運用を認めるか否かは、本来、マイナーな問題である
 - 資産運用を監督する経営委員会に有能な専門家が委員として入っており、GPIFがインハウス運用を行うべきか否か、行うとすればどのようなようにすべきかを、ガバナンスの観点から経営委員会が合理的に判断できるならば、インハウス運用に規制を加える必要はない
 - もし経営委員会をそのように構成することができないならば、その拡大には慎重を期すべきであろう
- 厳しい予算制約がある場合には、ファンドマネージャーの獲得や運用インフラの投資・維持が困難であるから、事実上、インハウス運用の拡大はできないので規制は意味がない