

GPIF 運用のあり方について

2016.1.28

出口治明

1. 基本的な考え方

運用の自由化はガバナンスの問題と不即不離であると考える。両者はセットである。

2. 議論の混同について

(1) GPIF に株式やオルタナティブ等をやらせるか、アメリカのように国債で運用するかの議論と今回の議論を混同してはならない（運用の多様化というルビコン川は既に渡ってしまっている）。

(2) 今回は、基本ポートフォリオの変更（株式 25% など）を与件として、既に巨大なプレーヤーとなってしまった GPIF について、

① どのような規制の仕方が望ましいのか

② どうすれば人が育つのか

③ どうすればマーケットインパクトを最小限に抑えられるのか
などを集中して審議すべきである。

3. 規制のあり方について

(1) 何事であれ、原則禁止の制度のもとでは、イノベーションに伴って逆に自由化度が低下する可能性が昔から指摘されている。

$$\text{自由化度} = \frac{\text{(規制上)許されている業務}}{\text{許されている業務} + \text{許されていない業務}}$$

(舘龍一郎・蛭山昌一、「日本の金融 (I)」東京大学出版会、1987 年)

(2) 運用はイノベーションの進展スピードが速い分野であるから、法律적으로는原則自由（もしくは委託運用が行える資産はすべてインハウス運用や直接投資が行える）としておいて、後は、せっかくガバナンスを改正するのであるか

ら、原則として合議制機関の決定に委ねていいと考える。また、このような枠組とすることで政治の介入も防げるのではないか。

(3) 当面の運用の指針（株式のインハウス運用においてパッシブからスタートするかどうか等）については当年金部会での議論や現に運用委員会主導で行われている GPIF の運用実態を踏まえて定めればいいのではないか

4. 人材の育成について

(1) GPIF の巨大さ、影響力の大きさ等を勘案すれば専門人財の育成が急務であることには誰しも異論がないと考える。

(2) 何事であれ、自ら実施できないことについて、専門人財が育つということはある程度あり得ない。自らやらない限り生きたマーケット情報が入ってこないからである。このことは、ガバナンス人材についても同様で、執行部が実施することのチェックを通じて、ガバナンス人材が育っていくのであって、ラン&テストが人を育てる最良の方法であることには疑いを入れない。

(3) GPIF は既に委託運用（マネージャーズ・マネージャー）で伝統 4 資産、デリバティブ取引、オルタナティブ資産等への投資を行っている。GPIF の陣容を考えれば、これからも委託運用が中心になると考えるが、優れたマネージャーズ・マネージャーになるためには、ある程度インハウス運用等を行って自らノウハウを身に付けてみなければいけないというのはグローバルな運用業界の常識であるのではないか。優れたマネージャーズ・マネージャーが、これからもいない状態で委託することは、今年起こったマイナンバー汚職のように、仕様書を委託業者に書かせるような悪行を引き起こしかねず、GPIF のガバナンスの強化に逆行するものと考えている。

5. どうすればマーケットインパクトを最小限に抑えられるのかについて

(1) これについては前回白杵先生がお話されたように、リバランス・トランジションマネジメントをスムーズに行うためには、例えば株式のインハウス運用が有効であり、迅速・低コストでの取引執行についてはデリバティブが有効であると述べられた通りである。

(2) そもそも今回の議論は、ハイリスク・ハイリターン運用をもっと行いたいなどという意図に基づくものではなく、GPIF のサイズの持つ意味を十分に斟

酌して、どうすればマーケットインパクトを抑えつつ運用の効率化・高度化を行うことができるのかという点が発端であったはずである。この観点は極めて重要である。

6. 株式のインハウス運用やオルタナティブ資産への直接投資について

(1) 考え方としては「3 規制のあり方について」で述べた通り、法律で定める必要は全くない。

(2) 執行上の問題は人員やシステムなどの体制構築にあるので（ジャーニーの問題）、そこは運用委員会が実態をよく見て判断すればいいと考える。

(→そういった判断が現実には可能かどうか米沢委員におたずねしたい)

(3) なお、GPIF が株式のインハウス運用を行った場合、直接、株主として議決権を行使することとなり、「公的資金による企業支配との疑念が生じる」等の問題点が指摘されているようだが、そもそも今回のガバナンス強化の目的が政府による介入の排除であることから、政治介入のリスクは排除されているということは大前提である。また、GPIF はスチュワードシップコードの受け入れの表明や国連責任投資原則への署名をしており、それに沿った議決権の行使であれば何ら問題は生じないと考える。

(4) それでも心配であれば、日本銀行が行っているように株式の議決権行使を信託会社等へ委任すれば足りるのではないか。

(5) また、同一企業発行銘柄への投資割合を例えば 5 % 以下とすれば、インパクトは小さくなる。

(6) オルタナティブ資産への直接投資については、ヘッドラインリスクの存在等が考えられるが、諸外国の公的年金との共同投資から始める、有限責任に限定したスキームから始める等の工夫を重ねればマネージできるのではないか。

7. 改革の進め方について

(1) 現在の GPIF の運用の実態を知らなければ、審議が抽象論になりかねないので、GPIF の代表を臨席させ事実関係についてはよく説明させた方が審議がはかどるのではないか。

(2) 法律で規制すべきかどうかという規制のあり方の議論と、当面、運用の自由化をどこまで認めるかというジャーニー論（当面の運用の基本的な指針等）とは別けて議論したほうがいいのではないか。

以上