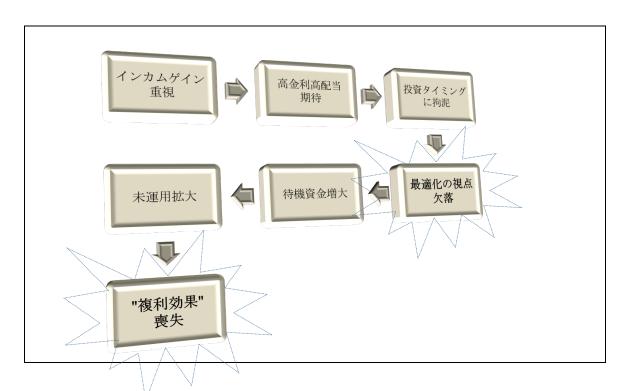
GPIF 年次報告書の読み方と留意点について(その3)

インカム・ゲイン重視の意向表明は、誤ったメッセージを与える懸念あり 特任研究員 平井 一志 1

《要旨》

●GPIF 理事長は、「平成 28 年度業務概況書」を公表した、平成 29 年 7 月 7 日の記者会見において「GPIF みたいな、こう長期の投資家にとって見ますと、やはりインカム・ゲインを重視しながら投資をすることが重要だと考えておりますが、」と、インカム・ゲイン重視の意向を表明。

さらに、GPIF は、平成 29 年度第 1 四半期運用状況の You Tube 説明動画、および先頃 11 月 2 日に掲載の第 2 四半期運用状況の説明動画においても、インカム・ゲインの重視を 謳うとともに、この間ツイッターに繰り返し同趣旨を投稿。



●ところが、先立つ運用委員会において、委員の一人が、理事長のかかる主張を取り上

¹ 筆者は、信託銀行の公的年金運用部長、同システム子会社の役員を務めた後、平成 20 年 7 月から 26 年 3 月まで年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) の情報化統括責任者補佐官の任にあり、26 年 7 月から 年金シニアプラン総合研究機構の特任研究員。平成 7 年から 7 年間に亘り日米包括経済協議の所産である リミテッド・パートナーシップ (LPS) による内外投資顧問の年金福祉事業団資金運用事業参入スキームを立ち上げ、管理、清算のための国家プロジェクトに幹事信託銀行の責任者として参画。なお、本稿は、筆者の個人的な見解であり、属した組織あるいは属する組織の見解ではありません。

げ「<u>目標とされる運用利回りと利子配当の問題については整合的に説明しなければいけないと思うし、積立金の運用についての誤ったメッセージを与えてしまっているのではないか</u>」と懸念を表明の経緯がある。

以下、インカム・ゲイン重視の意向表明の妥当性について、論点を整理のこととする。

《目次》

- 1. はじめに
- 2. インカム・ゲイン重視の意向表明に係わる経緯
- (1) 平成27年度運用状況の記者会見における説明資料コメント
- (2) 平成28年度第1四半期運用状況の説明動画コメント
- (3) 日経ヴェリタス 2016年9月18日号
- (4) 平成28年度運用状況の記者会見における理事長発言
- (5) You Tube の公式チャンネルに公開の説明動画コメント
- (6) 公式ツイッターにおける再三の呟き
- (7) 参議院厚生労働委員会における質疑応答
- 3. 運用の目標
- (1) 第3期中期目標
- (2) 第3期中期計画
- (3) 平成 29 年度計画
- (4) 投資原則
- 4. 行動経済学における「メンタルアカウンティング」(心の会計)
- 5. 生保の運用を歪めたインカム配当原則
- 6. 受け取った配当(インカム・ゲイン)と再投資効果(複利効果)の分別計算
- (1) ジェレミー・シーゲル著「株式投資の未来」についての誤解
- (2) 不十分かつ不正確な業務概況書の説明文
- 7. 複利のメリット喪失について注意を喚起の森金融庁長官
- 8. まとめ
- (1)課題
- (2) 問題点
- (3) 対応策

1. はじめに

GPIF は、平成 29 年 7 月 7 日に公表した「平成 28 年度業務概況書」の 13 頁において初めて、前年度平成 27 年度までの業務概況書においては取り立てて説明を施すことをしなかった「インカム・ゲイン」について項目を設け、つぎのように解説した。

管理運用法人の収益は、時価評価されており、<u>インカム・ゲイン(利子・配当収入)とキャピタル・ゲイン(価格変動による損益(実現損益と評価損益))に分けることができます。</u>年金積立金の運用は、基本ポートフォリオを定め、これを長期にわたって維持することにより収益を得て行くものであるため、<u>保有しているだけで一定の収益が見込めるインカム・ゲインは重要です。</u>特に、キャピタル・ゲインは市場価格の変動により短期的に評価損となることもありますが、インカム・ゲインは市場変動の影響を受けにくく、かつ、常にプラスの収益を得ることができます。

なお、2016 (平成 28) 年度のインカム・ゲインは 2 兆 5,334 億円 (収益率は+1.75%) で、

市場運用を開始した 2001 (平成 13) 年度以降の 16 年間の累積額は 28 兆 808 億円 (収益率は+1.59%) となっています。

2016(平成28)年度の管理及び運用状況 | 2 資産全体

④インカムゲイン

管理運用法人の収益は、時価評価されており、インカムゲイン(利子・配当収入)とキャピタルゲイン (価格変動による損益(実現損益と評価損益))に分けることができます。年金積立金の運用は、基本ボートフォリオを定め、これを長期にわたり維持することにより収益を得ていくものであるため、保有しているだけで一定の収益が見込めるインカムゲインは重要です。特に、キャピタルゲインは市場価格の変動により短期的には評価損となることもありますが、インカムゲインは市場変動の影響を受けにくく、かつ、常にブラスの収益を得ることができます。

なお、2016 (平成28)年度のインカムゲインは

2兆5,334億円(収益率は+1.75%)で

市場運用を開始した2001 (平成13)年度以降の16年間の累積額は

28兆808億円(収益率は+1.59%) となっています。

そして、GPIF 理事長は、同日に実施した平成 28 年度運用状況の記者会見において、「GPIF みたいな、こう長期の投資家にとって見ますと、<u>やはりインカム・ゲインを重</u>視しながら投資をすることが重要だと考えておりますが、」と、インカム・ゲイン重視

の意向を表明した。

ところが、平成28年12月16日に開催された第112回運用委員会(運用委員会は平成29年10月1日施行の年金積立金管理運用独立行政法人法の改正に伴い同日付で経営委員会に発展的に解消)において、委員の一人が、理事長のかかる主張を取り上げ、つぎのように懸念を表明の経緯があるのである。

平成 28 年 12 月 16 日開催第 112 回運用委員会議事要旨抜粋(太線下線筆者)

- 委員 先日の新聞で理事長が寄稿されていたが、懸念する中身があった。年金積立金の意義と言うのは、財政検証を踏まえて、流動性を確保しつつ、長期的に積立金の実質的な運用利回り 1.7%を最低限のリスクで確保することであり、厚労大臣から示される中期目標において明確にされている。理事長は、寄稿のなかで、利子配当の安定収入を目指した運用を重視したいといったニュアンスのことを半分ぐらい使って書かれ、15 年度の運用実績がマイナスだったという局面で、この損失は評価損であって実現損失ではないとおっしゃっている。目標とされる運用利回りと利子配当の問題については整合的に説明しなければいけないと思うし、積立金の運用についての誤ったメッセージを与えてしまっているのではないかと懸念している。
- 事務局 我々自身はかなり大きな元本を持った投資家なので、利子配当金を目指して保有し続け、売買損益を当てにしないというのは基本だと思う。7月の記者会見では、これだけ利子配当金があるが、元本はこれだけ下がっていて、トータルで5兆円損失が出たという説明をしたが、足元で記者会見したとしても、たまたまこれだけ利益があるが、このうち利子配当はこれだけしかなく、これは評価益であって、いつなくなるかわからないという説明を愚直に繰り返していくことで、どれだけキャッシュが入ってきたかということを主体にこれからも説明していきたい。

このように運用委員の一人が、「<u>誤ったメッセージを与えてしまっているのではない</u> <u>かと懸念している。</u>」と表明の事実は重大であることから、以下、インカム・ゲイン重 視の意向表明の妥当性について、論点を整理のこととする。

2. インカム・ゲイン重視の意向表明に係わる経緯

かくのごとき「平成 28 年度業務概況書」の公表に係わるインカム・ゲイン重視の意向表明には伏線がある。

平成 28 年 4 月に就任した GPIF の髙橋新理事長は、就任直後に実施した平成 27 年度運用状況の記者会見において、先ず以て利子・配当収入に言及したのであり、その後の経緯については、おおよそつぎのとおりである。

表-1 インカム・ゲイン重視の意向表明に係わる経緯

年月日	<u> </u>
27年4月1日	「第3期中期目標」指示
27年4月1日	「第3期中期計画」認可
27年11月16日	「第3期中期目標」変更
28年2月22日	「第3期中期計画」変更
28年3月31日	三谷理事長退任
28年4月1日	髙橋理事長就任
28年7月29日	「平成 27 年度業務概況書」(インカム・ゲイン説明文なし)公表
28年7月29日	平成 27 年度運用状況の記者会見における説明資料コメント※
28年8月26日	平成 28 年度第 1 四半期運用状況の説明動画コメント※
28年9月18日	日経ヴェリタスが GPIF 理事長インタビュー記事掲載※
28年11月25日	平成28年度第2四半期運用状況の説明動画コメント
28年12月16日	第 112 回運用委員会において委員の一人が懸念表明
29年3月3日	平成 28 年度第 3 四半期運用状況の説明動画コメント
29年3月31日	「平成 29 年度計画」届出
29年7月7日	「平成 28 年度業務概況書」(インカム・ゲイン説明文あり)公表
29年7月7日	平成 28 年度運用状況の記者会見における理事長発言※
29年7月7日	平成 28 年度運用状況の説明動画コメント※
29年8月3日	平成 29 年度第 1 四半期運用状況の説明動画コメント※
29年9月11日	ツイッター※
29年9月20日	ツイッター※
29年9月28日	ツイッター※
29年10月1日	「第3期中期目標」変更
29年10月2日	「第3期中期計画」「平成29年度計画」変更
29年10月26日	ツイッター※
29年11月2日	平成 29 年度第 2 四半期運用状況の説明動画コメント※
(24) 19/12 - 1 1 - 1 1 - 1	

(注)※については本文参照。

(1) 平成27年度運用状況の記者会見における説明資料コメント

GPIF の業務概況書の作成および公表については、年金積立金管理運用独立行政法人 法第二十六条に定めがあるが、GPIF は、「平成 27 年度業務概況書」まで、取り立て てインカム・ゲインについて説明を施すことは無かった。 ところが、髙橋新理事長就任直後の平成 28 年 7 月 29 日に実施した、平成 27 年度運用状況の記者会見における説明資料に、初めての試みとして、GPIF10 年の実績として、「利子・配当収入で 21 兆円増~全収益の 3 分の 2~」と題する頁を加え、「評価損益を含む累積収益額は上下に変動 長期運用の特長を活かし利子・配当収入(インカム・ゲイン)で着実に利益+21.1 兆円」とコメントしたのである。

(2) 平成28年度第1四半期運用状況の説明動画コメント

さらに、平成28年8月26日に公表した平成28年度第1四半期運用状況のYou Tube 説明動画の中で、「長期運用について」と題し、つぎのようなコメントを施した。



平成28年度第1四半期運用状況の説明動画(平成28年8月26日)抜粋

平成28年度第1四半期運用状況の説明動画に係わるコメント抜粋

年金積立金の運用は長期的な観点から行っており、長期の実績で評価することが必要です。

2001年の年金積立金の市場運用開始以来、2008年のリーマンショックの時期を含めても、平均収益率は+2.39%、累積収益額は+40.2兆円となっています。

GPIF が得てきた利子・配当収入の、この 10 年間の推移です。

青い線が、利子・配当収入の累積、赤い線は、累積収益額を表しています。

累積収益額は、利子・配当収入などの実現収益のほか、時価評価に伴う評価損益を含むため、市場価格の変動により上下しています。

一方の青い線(利子・配当収入)は着実に積みあがっています。

これは、長期的には世界経済は成長しているため、GPIF のような長期投資家は、優良な資産を長期保有することで、利子や配当として、その成長の成果を着実に獲得できるからです。

第1四半期の3ヶ月間だけでも、8,000億円を超える利子や配当を確保しています。

(3) 日経ヴェリタス 2016年9月18日号

日経ヴェリタスは、2016 年 9 月 18 日号の 48 頁、49 頁に「株式価値向上へ巨鯨動く一GPIF 理事長、新たな針路語る」と題するインタビュー記事を掲載し、その中で「14 年 10 月の基本ポートフォリオの策定で株式の比率を高めたことに批判もあるが、**髙橋** 理事長はあくまで配当収入を軸とした長期投資を続けると強調する。」とした。

(4) 平成28年度運用状況の記者会見における理事長発言

そして、GPIF 理事長は、平成 29 年 7 月 7 日に実施した平成 28 年度運用状況の記者会見において、つぎのとおりインカム・ゲイン重視の意向を表明したのである。



平成28年度運用状況の説明動画(平成29年7月7日)コメント抜粋

平成28年度運用状況の記者会見における理事長発言

(You Tube の公式チャンネルから筆者作成)

前のこのグラフの赤の折れ線が、先ほど申し上げました、トータルの収益を表しておりまして、その累積収益は、ご承知のとおり、利息なり配当のインカムの収益と、それから売

買損益と評価損益のキャピタルの部分に分かれるわけでありまして、インカムの部分だけ 取り出した表が、この青い、こう右肩上がりのグラフになります。

で、ここにありますとおり、昨年度の利子配当で、GPIF が、いただいた金額は、2 % 5,334 億円でありまして、過去 16 年累計すると、28 兆円になるわけであります。

GPIF みたいな、こう長期の投資家にとって見ますと、やはりインカム・ゲインを重視しながら投資をすることが重要だと考えておりますが、細かい話しで大変恐縮ですが、インカム・ゲインの内訳がありまして、業務概況書の14頁に出でおりますが、それによりますと、昨年、2兆5千億、収入をもらっていますけど、そのうちですね、国内の株の配当で、6千8百億いただいております。

で、日本の国債の利息でもらったのは、5千7百億。

5年前は、やっぱり2兆円くらいもらっているんですけれど、5年前は日本の国債の利息でもらったのが、1兆7百億であります。

5年前は、インカム・ゲインのうち、52%は、日本の国債でいただいて、今は、22%日本の 国債でいただいている。

で、総額のインカムは、ほとんど同じ金額をいただいていますが、実は、5年前、日本の株の配当で頂いたのは、3千億だけです。

で今、6千8百億頂いておりますから、倍以上日本の企業の配当で、配当金額が実額として GPIF のポートフォリオの中に入って来て、これだけインカムが増えているということと、もう一つは、海外の運用の利息なり配当は、5年前は、6千5百億いただいていたんですけど、1兆2千億以上もらっています。

分散投資によってインカム・ゲインの金額そのものは、安定した金額をいただくようにやっているというわけです。

何を言いたいかというと、長期投資家は黙ってずっと持っていると、何か入ってくる、それは幻想でありまして、常に色々見ながら中身を少し変えないと安定した収入は、入ってこない。

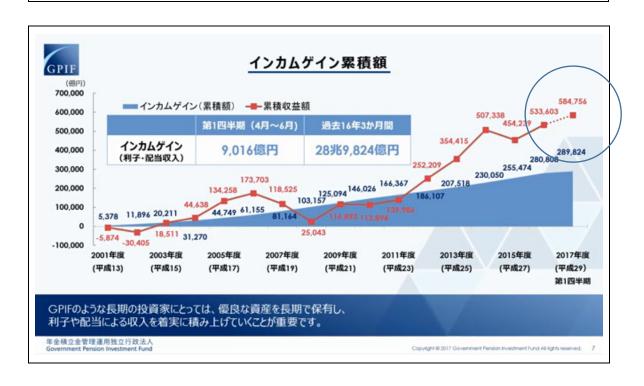
もしずっと国債を持っていたら、半分のインカムしか入ってこない状況で、つぎの投資を どう考えるかというとこに、追い込まれたかもしれないんですね。早め早めに、いろんな 環境を見ながら、安定した果実を得るにはどうしたらいいか、ということを、常に考えて いくのが、我々の使命かなあという感じがしております。

(You Tube の音声に基づき作成したものであるが、文脈が明瞭になるように、筆者が会話調を一部修正)

(5) You Tube の公式チャンネルに公開の説明動画コメント

平成29年度第1四半期運用状況の説明動画(平成29年8月3日)コメント抜粋

GPIF のような長期の投資家にとっては、優良な資産を長期で保有し、 利子や配当による収入を着実に積み上げていくことが重要です。



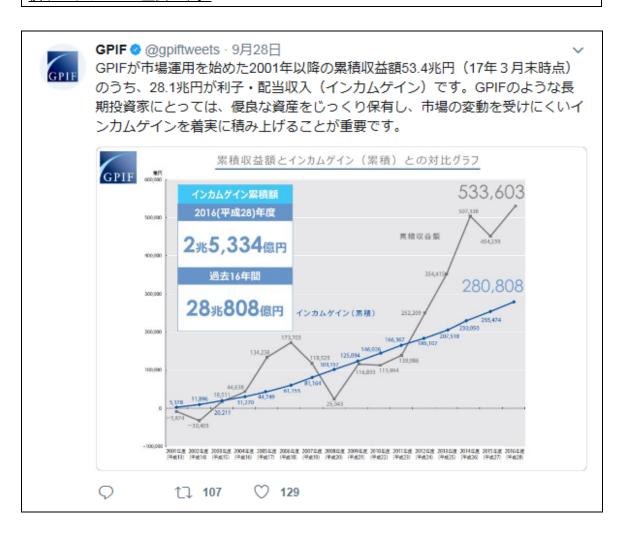
平成29年度第2四半期運用状況の説明動画(平成29年11月2日)コメント抜粋



(6) 公式ツイッターにおける再三の呟き その後、GPIF は、公式ツイッターにおいて、平成 29 年 9 月 11 日および 28 日に繰 り返し、つぎのように呟いている。

GPIF の公式ツイッター (平成 29 年 9 月 11 日と 28 日同文)

GPIF が市場運用を始めた 2001 年以降の累積収益額 53.4 兆円 (17 年 3 月末時点) のうち、28.8 兆円が利子・配当収入 (インカム・ゲイン) です。GPIF のような長期投資家にとっては、優良な資産をじっくり保有し、市場の変動を受けにくいインカム・ゲインを着実に積み上げることが重要です。



さらにまた、平成 29 年 9 月 20 日および 10 月 26 日に繰り返し、つぎのように呟いている。

GPIF の公式ツイッター (平成 29 年 9 月 20 日と 10 月 26 日同文)

GPIF の 2016 年度のインカム・ゲイン (利子・配当収入) は 2 兆 5,334 億円でした。16 年度は国内株式の配当収入が、国内債券の利子収入を初めて上回りました。



(7) 参議院厚生労働委員会における質疑応答

おって、GPIF 理事長のインカム・ゲイン重視の意向表明とは関わりなく、平成 28 年 12 月 6 日に開催された第 192 回国会参議院厚生労働委員会において、与党の委員と厚生労働省年金局長との間で、つぎのような質疑応答があった。

したがって、インカム・ゲイン重視の動きは、独り GPIF 理事長のみならず、政府 与党あるいは所管官庁が、奇しくも一致して編み出した、問題解決のための便法であるようにも見受けられる。

解決すべき問題は、平成 26 年 10 月の基本ポートフォリオの変更により、株式市場の変動に一喜一憂せざるを得なくなった、国民の不安の解消である。

参議院会議録情報第192回国会厚生労働委員会第9号(平成28年12月6日)抜粋

○小川克巳君 株式比率を高めた平成二十六年度十月のポートフォリオ変更後は、株式市場の短期的な変動による収益の増減に注目が集まりやすくなりました。しかし、<u>利子・配</u>当収入であるインカム・ゲインにも着目する必要があると考えます。

<u>インカム・ゲインは市場変動の影響を受けにくく、保有しているだけで常にプラスの一</u> <u>定収益が着実に見込めるため、年金積立金の安全な運用を考える上でも重要ではないかと</u> 思っております。 そこで、年金積立金におけるインカム・ゲインの累積収益額に占める割合及びその位置 付けについてどのようにお考えか、見解をお伺いします。

○政府参考人(鈴木俊彦君) 年金積立金の運用でございますけれども、これは基本ポートフォリオを定めまして、これを長期にわたって維持することによりまして運用収益を獲得していく、こういうことでございますので、ただいま御指摘ありましたように、<u>運用資産を保有しているだけで一定の安定収益が見込まれる利子・配当収入といいますいわゆるインカムゲイン、これは大変に重要なものだというふうに考えております。</u>

そこで、GPIFが設立をされました平成十八年度から平成二十七年度までのインカムゲインの累積額を見てまいりますと、約二十一・一兆円となっております。この額は、その間の累積運用収益額に占める割合が六五・九%に達しているという状況でございます。

3. 運用の目標

ところで、十分留意しなければならないのは、インカム・ゲイン重視の運用について「積立金の運用についての誤ったメッセージを与えてしまっているのではないか」と懸念を表明した委員は、感覚的にではなく、あくまで原理、原則に立ち返り、警告を発している点である。

「年金積立金の意義と言うのは、<u>財政検証を踏まえて、流動性を確保しつつ、長期的に積立金の実質的な運用利回り 1.7%を最低限のリスクで確保することであり、厚労大臣から示される中期目標において明確にされている。</u>」としているのであり、まさしく「第3期中期目標」「第3期中期計画」および「平成29年度計画」は、運用の目標をつぎのとおりとしている(ガバナンス改革を旨とした、平成29年10月1日付施行の年金積立金管理運用独立行政法人法の改正に伴い、これら何れにも変更が加えられたが、運用の目標については、不変。)。

(1) 第3期中期目標

「第3期中期目標」(平成29年10月1日付変更後)から抜粋(太字下線筆者)

- 3. 運用の目標、リスク管理及び運用手法
- (1) 運用の目標

年金積立金の運用は、厚生年金保険法第2条の4第1項及び国民年金法第4条の3 第1項に規定する財政の現況及び見通しを踏まえ、保険給付に必要な流動性を確保し つつ、長期的に積立金の実質的な運用利回り(積立金の運用利回りから名目賃金上昇 率を差し引いたものをいう。)1.7%を最低限のリスクで確保することを目標とし、この 運用利回りを確保するよう、年金積立金の管理及び運用における長期的観点からの資 産構成割合(以下「基本ポートフォリオ」という。)を定め、これに基づき管理を行う こと。

その際、市場の価格形成や民間の投資行動等を歪めないよう配慮すること。

上記の事項は、年金事業の運営の安定のための主要な役割を果たすことから、重要度が高いものとする。

(2) ベンチマーク収益率の確保

各年度において、各資産ごとに、各々のベンチマーク収益率(市場平均収益率)を 確保するよう努めるとともに、中期目標期間において、各々のベンチマーク収益率を 確保すること。

ベンチマークについては、市場を反映した構成であること、投資可能な有価証券により構成されていること、その指標の詳細が開示されていること等を勘案しつつ適切な市場指標を用いること。

上記の事項は、効率的な運用を行うための主要な役割を果たすことから、重要度が 高いものとする。

(3) 年金積立金の管理及び運用におけるリスク管理

年金積立金については、分散投資による運用管理を行い、また、資産全体、各資産、 各運用受託機関及び各資産管理機関等の各種リスク管理を行うこと。

適切かつ円滑なリバランスの実施に必要な機能の強化を図るとともに、複合ベンチマーク収益率(各資産のベンチマーク収益率をポートフォリオで加重したもの)によるリスク管理を行うこと。

上記の事項は、年金事業の運営の安定のための主要な役割を果たすことから、重要度が高いものとする。

(4) 運用手法について

運用手法については、新たな手法の導入等に当たって経営委員会が重要事項と判断する事項について経営委員会の審議を経て議決を行うなど、経営委員会による適切な監督の下で、適切にそのリスク管理を行うこと。

キャッシュアウト対応等の場合を除き、原則としてパッシブ運用とアクティブ運用 を併用すること。その上で、アクティブ運用に取り組むことにより超過収益の獲得を 目指すものとすること。ただし、アクティブ運用については、過去の運用実績も勘案 し、超過収益が獲得できるとの期待を裏付ける十分な根拠を得ることを前提に行うこ と。

ベンチマークについては、伝統的な時価総額型インデックスのみならず、運用収益 向上の観点から検討するとともに、ベンチマークにより難い非伝統的資産の評価につ いては、資産の管理及び運用に関し一般に認められている専門的な知見に基づき評価 方法を明らかにすること。

収益確保のための運用手法の見直し及び運用受託機関等の選定・管理の強化のための取組を進めること。また、運用受託機関等については、定期的に評価を行い、資金

配分の見直し等の必要な措置を採ること。

外部運用機関の優れたノウハウ等を活用するとともに、運用コストの低減や運用に 関する知識・経験等の蓄積の観点から、法令で認められる範囲でインハウス運用の活 用も検討すること。

(5)運用対象の多様化(略)

(6)株式運用における考慮事項(略)

(2) 第3期中期計画

「第3期中期計画」(平成29年10月2日付変更後)から抜粋(太字下線筆者)

- 3. 運用の目標、リスク管理及び運用手法
- (1) 運用の目標

年金積立金の運用は、厚生年金保険法(昭和 29 年法律第 115 号)第 2 条の 4 第 1 項及び国民年金法(昭和 34 年法律第 141 号)第 4 条の 3 第 1 項に規定する財政の現況及び見通しを踏まえ、保険給付に必要な流動性を確保しつつ、長期的に積立金の実質的な運用利回り(積立金の運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いたものをいう。)1.7%を最低限のリスクで確保することを目標とし、この運用利回りを確保するよう、年金積立金の管理及び運用における長期的な観点からの基本ポートフォリオを定め、これを適切に管理する。

その際、市場の価格形成や民間の投資行動等を歪めないよう配慮する。

また、運用受託機関の選定、管理及び評価を適切に実施すること等により、各年度 における各資産ごとのベンチマーク収益率を確保するよう努めるとともに、中期目標 期間においても各資産ごとのベンチマーク収益率を確保する。

ベンチマークについては、市場を反映した構成であること、投資可能な有価証券により構成されていること、その指標の詳細が開示されていること等を勘案しつつ適切な市場指標を用いる。

- (2) 年金積立金の管理及び運用におけるリスク管理 (略)
- (3)運用手法について(略)
- (4)運用対象の多様化(略)
- (5)株式運用における考慮事項 (略)

(6) 財投債の管理及び運用

(略)

(3) 平成 29 年度計画

「平成29年度計画」(平成29年10月2日付変更後)から抜粋(太字下線筆者)

- 3. 運用の目標、リスク管理及び運用手法
- (1) 運用の目標
 - ① 基本ポートフォリオに基づきリバランス等を行い、これを適切に管理する。
 - ② 運用受託機関の選定、管理及び評価を適切に実施すること等により、平成 29 年度 における各資産ごとのベンチマーク収益率を確保するよう努めるとともに、中期目 標期間においても各資産ごとのベンチマーク収益率を確保する。

ベンチマークについては、中期計画に基づく適切な市場指標を用いる。

- (2) 年金積立金の管理及び運用におけるリスク管理 (略)
- (3) 運用手法

(略)

(4) 運用対象の多様化

(略)

(5) 株式運用における考慮事項

(略)

(6) 財投債の管理及び運用

(略)

(4) 投資原則

さらに、年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) の運用委員会は、平成 27 年 3 月 26 日に、GPIF の投資原則を、つぎのとおり定めるとともに、「本原則を国民の皆様との約束とさせていただき、運用委員及び役職員は、高い職業倫理に基づき行動してまいります。そして、管理運用体制を強固なものとし、<u>説明責任を果たしつつ、</u>国民の皆様から更なる信頼を得ていきたいと考えています。」とした(平成 29 年 10 月 2 日付一部変更)。

「投資原則」(平成29年10月2日付一部変更)から抜粋(太字下線筆者)

(1) 年金事業の運営の安定に資するよう、専ら被保険者の利益のため、<u>長期的な観点から、年金財政上必要な利回りを最低限のリスクで確保することを目標とする。</u>

- (2) 資産、地域、時間等を分散して投資することを基本とし、短期的には市場価格の変動等はあるものの、長い投資期間を生かして、より安定的に、より効率的に収益を獲得し、併せて、年金給付に必要な流動性を確保する。
- (3) 基本ポートフォリオを策定し、資産全体、各資産クラス、各運用受託機関等のそれ ぞれの段階でリスク管理を行うとともに、パッシブ運用とアクティブ運用を併用し、 資産クラスごとにベンチマーク収益率 (市場平均収益率)を確保しつつ、収益を生み 出す投資機会の発掘に努める。
- (4) スチュワードシップ責任を果たすような様々な活動(ESG(環境・社会・ガバナンス)を考慮した取り組みを含む。)を通じて被保険者のために中長期的な投資収益の拡大を図る。

そして、投資原則についての説明文の中で《各資産の投資の意義》と題し、株式投資に関して、つぎのように説明を施している。

○ 株式投資では、一般的に、東証株価指数など市場を幅広く反映する指数で見ると、 その収益率は経済成長に連動し、長期的に保有していれば安定的に高い収益を得る ことが期待されます。このように、<u>株式投資では、長期的に価値向上が期待される</u> ものに投資をすることが基本となります。 「市場価格」と「価値」に大きな乖離が発生することがあります。

以上から明らかなとおり、GPIFは、厚生労働大臣が示す中期目標に則り、まさしく、 キャピタル・ゲインと、インカム・ゲインを区別することなく、長期的に価値向上が 期待されるもの、すなわちトータル・リターンの向上を目標として投資をする旨を、 国民に対し宣言しているのである。

4. 行動経済学における「メンタルアカウンティング」(心の会計)

「経済学的に考えれば、株式の一部を売却して消費に充てるのも、配当金を消費に 充てるのも、同じことだ。」(角田康夫著「行動ファイナンス入門」より)

すなわち、米経済学者であるフランコ・モジリアーニとマートン・ミラーが、その MM 理論において明らかにしたとおり、(完全市場を前提として)企業の配当政策は、企業価値には影響を及ぼさず、インカム・ゲインとキャピタル・ゲインの配分比率のみを決定することから、経済学的に考えれば、株式の一部を売却して消費に充てるのも、配当金を消費に充てるのも、同じことである。

「それでも配当を好む個人投資家が多い理由のひとつは心の会計である。

配当は、株価上昇時はキャピタル以外の別収入として喜ばれ、株価下落時には逆境期の助けとして珍重されるのだ。」(角田康夫著「行動ファイナンス入門」より)

このようにインカム・ゲインと、キャピタル・ゲインを区別し、インカム・ゲイン を重視する傾向については、行動経済学において、「メンタルアカウンティング」(心 の会計)の一例として取り上げられている。

行動経済学(行動ファイナンス)とは、「人間がかならずしも合理的には行動しないことに着目し、伝統的な経済学ではうまく説明できなかった社会現象や経済行動を、人間行動を観察することで実証的にとらえようとする新たな経済学。」(日本大百科全書の解説)である。

人は、心の中にいくつかの会計勘定(財布)を持ち、入手方法などに応じ金銭を仕分ける傾向があるが、一方において、<u>トータルを管理することなく、非合理的な行動</u>をとってしまう傾向がある。

金銭に関する意思決定において、人が無意識に行う、このような非合理的な行動を、 行動経済学(行動ファイナンス)においては、「メンタルアカウンティング」(心の 会計)として理論化しており、提唱したのは、まさしく先頃、本年 2017 年のノーベル 経済学賞を受賞した、米シカゴ大学のリチャード・セイラー教授である。

事ほど左様にインカム・ゲインとキャピタル・ゲインは、両者を合わせ、トータル・ リターンとして総合的に評価するのが合理的な行動であり、<u>両者をイメージによって</u> 区別してしまうのは、明らかに非合理的な行動である。

にもかかわらず、GPIFは、なぜ、インカム・ゲイン重視という非合理的な行動をとるのか。

穿った見方をすると、平成 26 年 10 月の基本ポートフォリオの変更により、株式市場の短期的な変動に一喜一憂することになった、国民の不安を解消するために、GPIFが編み出した、人の心理を突いた、すなわち行動経済学(行動ファイナンス)における「メンタルアカウンティング」(心の会計)を逆手に取った、広報上の高等戦術として捉えることも出来るのではないだろうか。

しかしながら、固より、非合理的な行動は、課題あるいは問題点などの副作用を伴うことから、その解決策について十二分に留意しなければならない。

おって、行動経済学(行動ファイナンス)における「メンタルアカウンティング」(心の会計)の何たるかについては、実務家である角田康夫元三菱 UFJ 信託銀行年金運用部参事役が、「行動ファイナンス入門」(PHP ビシネス新書 2009 年 4 月 18 日)および「新版行動ファイナンス」(金融財政事情研究会平成 23 年 1 月 27 日)において、つぎのとおり明解に解説している。

<u>角田康夫著「行動ファイナンス入門」(PHP ビシネス新書 2009 年 4 月 18 日)抜粋(下線</u> <u>太字筆者)</u>

第1章 フレーム・損失回避・反転効果

(1) フレーミング

比率差原則

あれかこれかの選択が必要な問題を考えるとき、普通、人はフレームというフィルターを通して問題を考える。そうすると問題が単純化され、選択が容易になるからである。このようにフレームには複雑な現実を単純化し、それに対する理解を促す働きがある。

フレームというのは心の窓のようなものだ。(略) フレームという心の窓から見える景色 (意思決定を必要とする選択問題) も、窓を変えると違って見えることを心に留めておく 必要がある。

(略)

フレーミング

ある特定のフレームを用いて現実(意思決定問題)を見ることをフレーミング(フレーム化)という。(略)私たちはフレームを使っていることも、別のフレームが存在することも普通は意識しない。

(略)

フレーミングには問題が単純化され選択が容易になるというメリットがあるが、同じ問題に別のフレームを適用すれば、また別のやり方で問題が単純化されてしまうから、フレームごとに別々の意思決定をしてしまうおそれが出てくる。

(略)

失くしたチケット

フレーミングの特殊なケースが心の会計である。これは選択肢ではなく、選択の結果に施されるフレーミングである。

(略)

これが典型的な**心の会計であり、あたかもお金に色がついているが如く、**お金の出所(給料として稼いだか、ギャンブルで稼いだか)、保管期間(長期か、一時的か)、あるいは使い道(遊びの金か、教育資金か)によって**お金を分類し、扱いを変える傾向である。**

(略)

心の会計の例

心の会計は、金銭が絡む意思決定問題では極めて普通に見られるバイアス(意思決定の偏り)である。銀行に預金がありながら、クレジットカードによるリボルビングの未払い金があるというのは、その典型である。

その他にも、**株式を購入した場合、インカム・ゲイン(配当金)とキャピタル・ゲイン** (株価の値上がり益)を別扱いする傾向が見られる。キャピタル・ゲインを実現することは元本を取り崩すことにつながるが、配当金であれば消費しても元本は温存されると、多くの人は考えるのかもしれない。配当金は預金の利息並みに安定的だが、値上がり益は当てにならない水物と受け取られるのである。

しかし、銀行預金の利息や債券のクーポン収入とは異なり、**株式の配当金は会社利益の 社外流出であって、配当を支払った分だけ会社の価値は下がる**。このことは、株主である あなたはその会社の持ち主(持分は微々たるものでもオーナーであることに違いはない) であることを認識すればよく分かるはずである。自分に支払われた配当金は、財布が変わ っただけで、自分のものであることに違いはないが、他の株主に支払われた配当金は会社 の価値そのものの減少になる。

株は値上がりしても、お金が必要なときは売らなければならないが、配当だったら、使っても株券はそのままだから安心と考える人もいる。しかし、経済学的に考えれば、株式の一部を売却して消費に充てるのも、配当金を消費に充てるのも、同じことだ。 さらに、株式売却益にかかる税率のほうが配当に係る税率よりも一般的には低いことを考慮すれば、株式投資の成果は配当ではなく値上がり益として受け取るほうが、効率がよいといえる。

<u>それでも配当を好む個人投資家が多い理由のひとつは心の会計である。</u>配当は、株価上昇時はキャピタル以外の別収入として喜ばれ、株価下落時には逆境期の助けとして珍重されるのだ。

毎月分配型外債投信の分配金も、利益のファンド外流出だから、基準価額は下がる。配 当金も分配金も、銀行預金に慣れ親しんだ顧客は定期預金の利息のようなものとみなして いるかもしれないが、決して元本価値が維持されるわけではない。

心の会計には全体を見ないという欠点があり、そのために資産間の相関が無視されやすい。分散投資をしていても、すべての資産が同時に上昇することを求めがちだが、これではリスク分散にならない。ある資産が上昇するとき別の資産は下落するからこそ、「逆もまた真」ということでリスクは分散されるのだ。

(以下省略)

角田康夫著「新版行動ファイナンス」(金融財政事情研究会平成 23 年 1 月 27 日) 129 頁(太 字筆者)

株式のインカム・ゲイン(配当)重視も 1 つの自己コントロール・ルールである。これは行動ファイナンスの論文としては初期のものに属する、シェフリンとスタットマンの、米国の電力会社が石油危機の際に無配を決議した株主総会における質疑を題材にした株式の配当に関する論文(Shefrin and Statman, 1984)で研究されている。この総会で株主たちは配当とキャピタル・ゲインを区別し、配当により高い価値を見出したのである。

(略)

理解のキーポイントは心の会計と自己コントロールにあった。配当は人々が望むから支払われる。その第一の理由は、少しでも資本(元本)が減ることに人々は心理的な抵抗を感じるからである。一度資本売却という即時的な満足を知ってしまうと、歯

止めが利かなくなることをおそれるので、元本には手をつけないという自己コントロールを設ける。第二の理由は心の会計である。配当は株価の上昇時にはキャピタル以外の収入として喜ばれ、下落時には逆境期の助けとして珍重される。配当とキャピタル・ゲインはそれぞれ別の財布にしまわれるのだ。最後の理由は後悔回避である。配当で得られた資金を消費に使っている限り、株を売った後にその株が値上りしても後悔の念に苛まれることはない。

5. 生保の運用を歪めたインカム配当原則

ところで、以上のとおり運用の実績については、キャピタル・ゲインと、インカム・ゲインを区別することなく、トータル・リターンとして評価すべきにもかかわらず、 専らインカム・ゲインの極大化を追求し、経営危機を招くにまで至った、過去の失敗 事例がある。

内閣府の経済社会総合研究所が、平成 23 年 3 月末を以て完了とした研究プロジェクト「バブル/デフレ期の日本経済と経済政策」の成果物であり、平成 21 年度に刊行したシリーズ「バブル/デフレ期の日本経済と経済政策」の、分析・評価編第 4 巻「不良債権と金融危機」に掲載の、植村信保格付投資情報センター(R&I)の格付本部チーフアナリスト(当時)が執筆した論文「生命保険会社の経営悪化」は、つぎのとおり、生保の経営悪化をもたらした要因の一つとして、契約者配当の負担すなわちインカム配当原則を挙げるとともに、「インカム配当原則が生保の運用を歪めた」とし、その例として、多額の為替差損が発生しても増やし続けた外国証券投資、あるいは後に多額の含み損として経営の足かせとなった仕組債や外貨建て投信を挙げている。

保険業法は、平成 7 (1995) 年に全面的に改正されたが、それまでの同法(昭和十四年法律第四十一号) 第八十六条は、「保険会社ハ財産ノ評価換又ハ売却ニ因リ計上シタル利益ガ之ニ因リ計上シタル損失ヲ超ユルトキハ其ノ差額ヲ準備金トシテ積立ツルコトヲ要ス但シ主務大臣ノ認可ヲ受ケ其ノ全部又ハ一部ヲ積立テザルコトヲ得」と規定していたことから、保険会社から契約者への配当原資は、原則として利息および配当金といったインカム・ゲインだけであり、これを「インカム配当原則」と称した。

植村信保論文「生命保険会社の経営悪化」(平成21年度刊行)から抜粋(下線太字筆者)

インカム配当原則

生保の契約者配当には毎年度の「通常配当」と契約消滅時や一定期間経過時に支払われる「特別配当」がある。<u>このうち通常配当では利源別配当方式が採用され、利差配当の原資となる利差益は、1995年改正前の旧保険業法では利息配当金収入を中心としたインカム・ゲインに限定されていた。</u>有価証券売却益(キャピタル・ゲイン)に関しては、保険会社によるキャピタル・ゲインの安易な流用を防ぐため、旧保険業法86条では準備金に積み立てることを求めていた。

1972年に特別配当が導入されており、契約者にキャピタル・ゲインを還元する道は開かれていた。しかし、生保業界に単年度決算志向が強かったこともあり、インカム配当原則の影響は1980年代になっても引き続き強く、生保の資産運用はインカム・ゲインの極大化を追求するものだった。たとえば、1980年代の金利水準低下を受けて、生保はインカム・ゲインを確保するために外国証券投資、とりわけ金利水準の高かった米国債券市場への投資を拡大しているのだが、1985年以降、円高が急速に進み、毎年多額の為替差損が発生しても外国証券投資を増やし続けている。米債の高いインカム・ゲインが魅力だったのに加え、円高による為替差損を株式含み益で吸収することを前提にしてインカム・ゲインを確保しようとしたともいえる。

インカム配当原則は最終的に1995年の保険業法改正で廃止されるまで続いた。

ちなみに、日本証券業協会は、そのホームページにおいて、「金融商品や取引の特徴 やリスク」に関する記事の中で、「仕組債」について、つぎのように解説している。

日本証券業協会ホームページ「金融商品や取引の特徴やリスク」抜粋(下線太字筆者)

1. そもそも「仕組債」とはどのような債券ですか?

「仕組債」とは、文字通り、一般的な債券にはみられないような特別な「仕組み」をもつ債券です。

この場合の「仕組み」とは、スワップ(※1)やオプション(※2)などのデリバティブ (金融派生商品)を利用することにより、<u>投資家や発行者のニーズに合うキャッシュフローを生み出す構造を指します。</u>こうした「仕組み」により、<u>満期やクーポン(利子)、償</u>還金などを、投資家や発行者のニーズに合わせて比較的自由に設定することができます。

- ※1 スワップとは、金利(固定金利と変動金利)や通貨(円と外貨)を交換する取引をいいます。例えば、スワップを利用することにより、金利が低下したときに受取利子が増加する(逆に金利が上昇すると受取利息が減少する)ような仕組債を作ることができます。
- ※2 オプションとは、あらかじめ約束した価格で、一か月後、一年後など将来に売ったり 買ったりできる権利をいいます。例えば、株価があらかじめ定められた価格を下回 ったときに、この権利が行使されて、償還金が減額するような仕組債もあります。

おって、インカム配当原則に係わる問題点について逸早く洞察のうえ、詳細な分析を加えた論文として、小藤康夫専修大学教授が1991年6月に生命保険文化研究所の文研論集95号に執筆の「生保の配当政策と資産運用ー最近の外債投資と株式投資を中心にして一」があり、過去の失敗からの教訓を得ることが出来る。

小藤康夫論文「生保の配当政策と資産運用」から抜粋(太線下線筆者)

3 資産運用の成果基準

3-1 保険業法86条と資産運用利回り

生保商品のウエイトが保障性から貯蓄性へ移るにつれて、資産運用の巧拙が生保会 社にとって重大な関心事となる。その場合、成果を表す基準として昭和 60 年度までは ハーディー方式そして 61 年度からは日々平残方式が採用されている。その計算方式は 次のようになっている。

《ハーディー方式による資産運用利回り》

資産運用利回り=利息配当金収入÷ {1/2 (年初資産残高+年末資産残高-利息配 当金収入)} ×100

《日々平残方式》

資産運用利回り={利息配当金収入÷日々平均資産残高}×100

ハーディー方式であれ日々平残方式であれ、この 2 本の計算式からわかるように生保会社の場合、利息配当金が利回りの大きさを決定づけている。つまり、キャピタル・ゲイン/ロスは利回りに反映されず、インカム・ゲインだけが資産運用の成果として現れることになる。一般に生保会社はインカム・ゲイン指向にあると言われるが、このことはこのような計算方法に基づいていると言える。

周知のように資産運用の成果としてインカム・ゲインだけが反映されるのは生・損保の資産運用行動を法律的に規制する保険業法 86 条が存在するためである。それは次のように記されている。

第86条 保険会社ハ財産ノ評価換又ハ売却ニ因リ計上シタル利益・・・ガ之ニ因リ計上シタル損失ヲ超ユルトキハ其ノ差額ヲ準備金トシテ積立ツルコトヲ要ス・・・つまり、キャピタル・ゲインは原則として準備金として積立てなければならない。これは財産の評価益又は売却益は一時的収益であり、将来生じるかもしれない損失の補填に充てるため、社内に留保すべきと考えられているのである。そのため、契約者に配当されるのは利息配当金収入といったインカム・ゲインだけとなり、先ほどの運用利回り計算が適用されることになる。

3-2 キャピタル・ゲインのインカム・ゲイン化

このようにキャピタル・ゲインを積立てインカム・ゲインを配当財源とするように 定めた保険業法 86条が存在するため、生保会社はインカム・ゲイン指向の投資政策を 実施していかざるを得ないことになる。しかしながら、前節で指摘したように生保商品は徐々に貯蓄性の商品へシフトし、保障性の商品と違い運用利回りの大きさが重要 な要素となっている。このことは業界内そして他業界との競争が激化すればするほど 明確に現れると思われる。

ところで運用利回りの向上に努めるとしても先ほど指摘した利回り計算に基づく限り、インカム・ゲインの獲得しか配当に還元されないため、運用に限界が生じることになる。本来、運用成果はキャピタル・ゲインを含めた総合収益(トータル・リターン)でみていく必要があるが、生保会社の場合には原則として不可能となっている。

しかし、高齢化社会ならびに金利選好意識の高まりを背景に貯蓄性の生保商品のウェイトが高まる傾向にあることを考えると、いままでの枠組みの中でも一層利回りを高めていかなければならない。そこで、キャピタル・ゲインをインカム・ゲインに変換する手法が採られている。その代表的なものとして海外現地法人(子会社)や特定金銭信託を通しての運用があげられる。

(1) 海外現地法人 (子会社) を通しての運用

生保会社は海外現地法人(子会社)を通した外国証券投資を行っている。これは 最新の現地の情報を得、タイミングの良い投資を実行したり、海外投資のノウハウ を蓄積したり、また人材を養成することが設立の理由としてあげられるが、<u>キャピ</u> タル・ゲインをインカム・ゲイン化する手段としても重要な役割を果たしている。 つまり、親会社である生保は海外現法に出資・融資し、現法はその資金でもって外 国証券の売買をし、<u>そこから得られたキャピタル・ゲインを海外現法への出資に対</u> する配当そして融資に対する利子としてインカム・ゲイン化されるのである。

(2) 特定金銭信託を通しての運用

生保会社は昭和 60 年 9 月以降、特定金銭信託が認められ、当初の規制枠は総資産の 3%であったが、現在では 5%まで拡大し枠一杯まで運用している。特定金銭信託を通した運用の利点として本体勘定との簿価分離が行われることや、信託名義で行われるため売買主体として生保が表に現れないといったこと等があげられるが、その運用を通して得たキャピタル・ゲインが金銭信託の収益金としてインカム・ゲイン化できることも大きな魅力となっている。

はじめに指摘したように最近の資産運用の特徴として積極的外債投資とサイレント・パートナーから物言う株主への変身といった動きがあげられる。その中で第1になぜ昭和60年代のドル安の局面で積極的に外債を買い続けたのか、第2になぜサイレント・パートナーから株主配当率の引き上げを要求する物申す株主へ変身しつつあるのか、この2つの問題を提示した。いまや、この2つの問題はいま展開したキャピタル・ゲインのインカム・ゲイン化といった側面から十分説明できると思われる。

- 6. 受け取った配当 (インカム・ゲイン) と再投資効果 (複利効果) の分別計算
- (1) ジェレミー・シーゲル著「株式投資の未来」についての誤解

キャピタル・ゲインよりもインカム・ゲインが重要であると説く論拠として、米経済学者ジェレミー・シーゲル (ペンシルベニア大学ウォートン・スクール教授) の著書「株式投資の未来」の、つぎの件を引用する例が多くある。

ジェレミー・シーゲル著瑞穂のりこ訳「株式投資の未来」144 頁(下線筆者)

全体像を眺める

株式市場の過去のリターンに関する、次の決定的な事実について考えて みたい。

1871 年から 2003 年にかけて、インフレ調整ベースで、株式の累積リター ンの 97%は、配当再投資が生み出してきた。値上がり益が生み出した部分 は 3%にすぎない。

図 9-1 (省略) をみてもらいたい。1871 年に株式に1000 ドル投資して、配当を再投資した場合、2003 年末のリターン総額は、インフレ調整ベースで約800 万ドルとなっている。配当を再投資しなかった場合は、25 万ドルに満たない。

この 122 年間 (132 年間の誤植)、投資家は約9万ドルの配当を回収する。これを単純にキャピタル・ゲインに加算すると、合計は100万ドルの3分の1、約33万ドルとなる。だがこの合計額も、配当を再投資した場合の総額に比べれば、やはり取るに足りない。年率でみても、呆れるほどの格差が開いた。配当を再投資した場合の平均年率はインフレ調整ベースで7%、再投資しなかった場合は、同4.5%だ。3分の1以上目減りしたことになる。(以下省略)

しかしながら、上記論旨を以て、キャピタル・ゲインよりもインカム・ゲインが重要であると説くことは、誤解である。

ジェレミー・シーゲル教授は、配当再投資と、値上がり益(キャピタル・ゲイン)とを比較したのであって、インカム・ゲインと、キャピタル・ゲインを比較した訳ではないからである。

上記「株式投資の未来」144頁について、その論旨を分解して見ると、表-2および

表-3とおりであり(計数は同145頁から引用)、株式の累積リターンの97%を、配当 再投資が生み出してきた最大の要因は、長期投資における"複利効果"であり、受け 取った配当の多寡ではない点に、十二分に留意の必要がある。

株式の累積リターンの内訳として、値上がり益(キュピタル・ゲイン)が生み出した部分は、3%に過ぎないが、そもそも回収した配当(インカム・ゲイン)は、さらに少なく、1%に過ぎない。

表-2 株式の累積リターンの内訳(配当再投資とキャピタル・ゲイン)

株式の累積リターン				
\$7,947,930				
(100.00%)				
配当再投資	値上がり益 (キャピタル・ゲイン)			
\$7,704,544	\$243,386			
(96.94%)	(3.06%)			

表-3 配当再投資の内訳(インカム・ゲインと複利効果)

配当再投資					
A					
\$7,704,544					
受け取った配当(インカム・ゲイン)	再投資効果(複利効果)				
В	A-B				
約\$90,000	\$7,614,544				

さらに、「株式投資の未来」144 頁には「<u>配当を再投資した場合の平均年率はインフレ調整ベースで7%、」</u>云々の旨の記載があるが、1871 年に株式に1,000 ドル投資して、132 年後の2003 年末に元利合計が7,947,930 ドル(同145 頁から引用)となる、平均年率は、7.0403151%である。

元金を 1,000 ドル、利子率を 7.0403151%とした場合の、132 年間に亘る、単利および複利による元利合計についての計算結果およびグラフは、つぎのとおりであり、複利による元利合計は、132 年後には、単利の 772 倍強にまで上る。

長期投資において、"複利効果"は、絶大である。

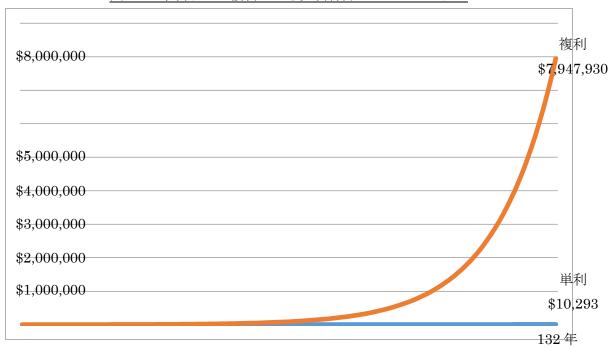
表-4 単利および複利による元利合計についての計算結果(単位ドル)

(元金1,000ドル、利子率7.0403151%、年数132年)

年	単利	複利	年	単利	複利
1	1,070	1,070	:		

2	1,141	1,146	60	5,224	59,271
3	1,211	1,226	:		
4	1,282	1,313	70	5,928	117,035
5	1,352	1,405	;		
6	1,422	1,504	80	6,632	231,095
7	1,493	1,610	:		
8	1,563	1,723	90	7,336	456,314
9	1,634	1,845	•		
10	1,704	1,975	100	8,040	901,027
:			•		
20	2,408	3,899	110	8,744	1,779,146
:			:		
30	3,112	7,699	120	9,448	3,513,059
:			:		
40	3,816	15,202	130	10,152	6,936,801
:			131	10,223	7,425,174
50	4,520	30,017	132	10,293	7,947,930

図-1 単利および複利による元利合計についてのグラフ



(2) 不十分かつ不正確な業務概況書の説明文

翻って、GPIFのインカム・ゲイン重視の主張について、改めて精査して見ると、受

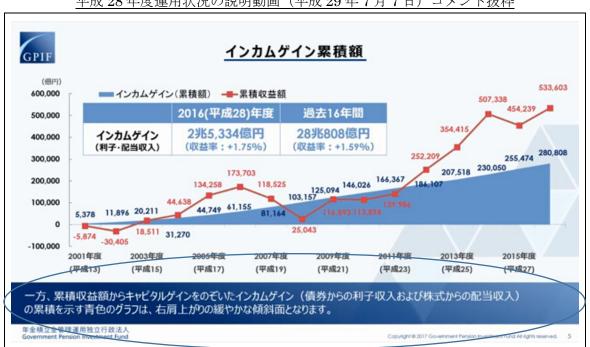
け取った配当としてのインカム・ゲインそのものと、"複利効果"を実現する配当再投 資について、分別計算が出来ていないように思われる。

GPIF の「平成 28 年度業務概況書」13 頁のインカム・ゲインに係わる説明文は、つ ぎのとおりである。

「平成 28 年度業務概況書」13 頁のインカム・ゲインに係わる説明文抜粋(下線筆者)

管理運用法人の収益は、時価評価されており、インカム・ゲイン(利子・配当収入) とキャピタル・ゲイン(価格変動による損益(実現損益と評価損益))に分けることが できます。年金積立金の運用は、基本ポートフォリオを定め、これを長期にわたって 維持することにより収益を得て行くものであるため、保有しているだけで一定の収益 が見込めるインカム・ゲインは重要です。特に、キャピタル・ゲインは市場価格の変 動により短期的に評価損となることもありますが、インカム・ゲインは市場変動の影 響を受けにくく、かつ、常にプラスの収益を得ることができます。

そして、GPIFは、平成28年度運用状況の説明動画において、つぎのとおり「一方、 累積収益額からキャピタル・ゲインをのぞいたインカム・ゲイン(債券からの利子収 入および株式からの配当収入)の累積を示す青色のグラフは、右肩上がりの緩やかな 傾斜面となります。」としている。



平成 28 年度運用状況の説明動画(平成 29 年 7 月 7 日)コメント抜粋

ここに「<u>累積収益額からキャピタル・ゲインをのぞいたインカム・ゲイン</u>(債券からの利子収入および株式からの配当収入)の累積」には、**受け取った利子および配当の合計のみならず、利子および配当の再投資による複利効果が含まれる。**

まさしく GPIF は、受け取った利子・配当そのもの(インカム・ゲイン)と、利子・配当の再投資による"複利効果"を、分別して計算することなく、インカム・ゲインと称しているのである。

したがって、キャピタル・ゲインの合計と、"複利効果"を含む、インカム・ゲインの累積とを単純に比較し、「<u>保有しているだけで一定の収益が見込めるインカム・ゲインは重要です。</u>」と結論付けた、「平成 28 年度業務概況書」におけるインカム・ゲインについての説明内容は、不十分かつ不正確であり、誤ったメッセージを与えてしまう恐れが多分にある。

ジェレミー・シーゲル教授の論旨を引けば、長期投資において最も重要視すべきは、 受け取った配当 (インカム・ゲイン) ではなく、再投資効果 (複利効果) である。

7. 複利のメリット喪失について注意を喚起の森金融庁長官

ところで、金融庁の森長官が、平成29年4月7日開催の日本証券アナリスト協会国際セミナーにおける「日本の資産運用業界への期待」と題する基調講演において、引き続き多く販売されている毎月分配型の投資信託の販売方法に関連して、つぎのとおり「毎月分配型では複利のメリットが享受できない」と注意を喚起の事実がある。

日本証券アナリスト協会国際セミナーにおける森金融庁長官講演抜粋(太線下線筆者)

(略)

(顧客本位の業務運営に関する原則)

こうした現状を変えるべく、金融庁は、金融審議会における半年にわたる議論を踏まえ、「顧客本位の業務運営に関する原則」を確定し、公表しました。

国民の安定的な資産形成を図るためには、金融商品の販売、助言、商品開発、資産管理、 運用等を行う全ての金融機関が、インベストメント・チェーンにおける各々の役割を認識 し、顧客本位の業務運営に努めることが重要です。

しかしながら、金融機関の業務運営の実態は必ずしもそうはなっておらず、国民の安定 的な資産形成が図られているとは言い難い状況にあります。

今後は、各金融機関において、本原則を踏まえた実効的な取組み方針を策定・公表し、 それを実践していくことが期待されます。本原則は、7つの項目から構成されていますが、 その内容は、利益相反の適切な管理や手数料等の明確化、重要な情報の分かりやすい提供 など、金融機関にとってみれば、ある意味当然に行われているべき内容です。

各金融機関には、これらの項目を守っているとの体裁を表面上整えるのではなく、ベス

トプラクティスを目指して、より良い金融サービスの提供を競い合うといった、実質を伴 う形で実践していくことが期待されます。

本原則に従って、顧客の立場に立って情報を分かりやすく提供するとどうなるかを自分なりに考えてみました。

例えば、貯蓄性保険商品の販売であれば、これまでは、「この商品は、死亡保障と資産運用を同時に行うお客様のニーズに応えたパッケージ商品です」という説明だったのでしょうが、顧客の立場に立てば、個別の債券・投信と掛捨ての保険を別々に購入した場合とのコストの比較を顧客に理解してもらった上で投資判断をしてもらう必要があるのではないでしょうか。

また、毎月分配型の投信は、引き続き多く販売されていますが、<u>毎月分配型では複利のメリットが享受できない</u>ことをお客様に理解してもらった上で投資判断していただくのが「顧客本位」ではないでしょうか。同様に、過去数年間、高い値上がり率を示している投信も人気ですが、こうした投信の販売にあたっては、高値掴みの危険性についても言及するのが「顧客本位」だと思います。

さらに重要なことは、商品に係る販売手数料、信託報酬などのコストをお客様に理解していただくことです。こうしたコストについては、単にパーセンテージで示すのではなく、例えば 10 万円投資した場合のコストを実額で示す方が「顧客本位」だと思います。

こうした話をすると、お客様が正しいことを知れば、現在作っている商品が売れなくなり、ビジネスモデルが成り立たなくなると心配される金融機関の方がおられるかもしれません。

しかし、皆さん、考えてみてください。正しい金融知識を持った顧客には売りづらい商品を作って一般顧客に売るビジネス、手数料獲得が優先され顧客の利益が軽視される結果、顧客の資産を増やすことが出来ないビジネスは、そもそも社会的に続ける価値があるものですか?こうした商品を組成し、販売している金融機関の経営者は、社員に本当に仕事のやりがいを与えることが出来ているでしょうか?また、こうしたビジネスモデルは、果たして金融機関・金融グループの中長期的な価値向上につながっているのでしょうか?

ここ数年、友人から、「母親が亡くなり遺品の整理をしていると、最近購入したと思われる、お年寄りには到底不向きのハイリスクで複雑な投信が、何本も出てきた」という苦情を聞くことがよくあります。もしかすると、そうした投信を売った営業員の方は、親のところにあまり顔を見せない子供たちに代わって、お母様の話し相手になっていたのかもしれませんが、これにより子供たちの当該金融グループに対する評価はどうなったでしょうか?こうした営業は長い目で見て顧客との信頼関係を構築する観点から本当にプラスでし

ようか?

(以下省略)

ちなみに、毎月分配型の投信急増の要因として、「メンタルアカウンティング」(心の会計)による錯覚を取り上げた論文として、大村敬一早稲田大学大学院経営管理研究科教授が、2014年6月に早稲田商学に執筆の「毎月分配型投信と預金類似性を有したわが国の投信分配制度」がある。

大村敬一「毎月分配型投信と預金類似性を有したわが国の投信分配制度」抜粋(太線下線 筆者)

2. 毎月分配型投信急増の要因

2.1. 需要者側から見た毎月分配型投信流行の諸説

なぜ毎月分配型に人気が集中しているのかについては、分配金の選好に関する心理 的要因や投資家の金融リテラシーの欠如など、需要者の側面から議論されることが多 い。まず、需要者側からの毎月分配型投信流行に関する諸説を整理しておこう。

第1は、高齢化の進展と低金利である。

(略)

第2は、わが国投資家の金融リテラシーの欠如である。目論見書や販売用資料等に 記載されているにもかかわらず、毎月分配型投信に対する免疫のない投資家は、<u>分配</u> によって基準価額が低下することを十分に理解していない可能性があるという。 理解 力という観点からすると、これは上で挙げた高齢化の進展と無関係ではない。

(略)

第 3 は、行動ファイナンス的な解釈である。**そのひとつは分配金選好、もうひとつは分配頻度に関するものである。**

<u>分配金選好に関する第1は、メンタルアカウンティング(心理勘定)による錯覚である。</u>分配金は運用成果による追加的収入とみなされやすく、「運用によってあげた収益なので(預金を崩したお金に比べて)気持ちよく使えるありがたいお金」と受け止められがちなので喜びが大きいという。

<u>分配金選好に関する第 2 は、ヒューリスティックス(代表性による簡単化)による</u> <u>錯覚である。</u>分配金の増加は、(実際にそうであるかどうかにかかわらず)運用業績が 上がったことの成果とみなされがちであり、「安定的に分配金が入る運用は安定的な (低リスクの)運用」という、ステレオタイプなパターン認識がされるというもので ある。

<u>分配頻度に関する第1は、分配回数による錯覚である。</u>利益の分配は総額が同一で あっても回数を分けたほうが喜びの総和は大きいというものである。 <u>分配頻度に関する第2は、高齢化に関連する。</u>高齢化すると将来への不確実性が高まるので、分配を小刻みにして回数を増やして支払を前倒しにしたときのほうが喜びの総和が大きいというものである。

8. まとめ

GPIF は、平成 27 年度までの業務概況書においては、取り立ててインカム・ゲインについて説明を施すことはして来なかったが、「平成 28 年度業務概況書」において、初めてインカム・ゲインについての説明文を掲載するとともに、GPIF 理事長は、平成 28 年度運用状況の記者会見において、インカム・ゲイン重視の意向を表明した。

かかる意向の表明は、基本ポートフォリオの変更により、株式市場の短期的な変動に一喜一憂することになった、国民の不安を解消するために、GPIFが編み出した、行動経済学における「メンタルアカウンティング」(心の会計)を逆手に取った、広報上の高等戦術として捉えることも出来るが、説明が不十分かつ不正確なことから、誤ったメッセージを与えてしまう懸念が多分にある。

<u>すなわち、管理運用法人の収益は、①受け取った利子・配当収入、②その再投資効</u>果(複利効果)、および③キャピタル・ゲインの3つの要素によって構成される。

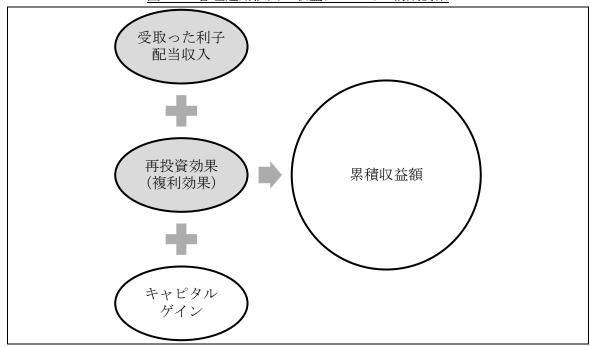


図-2 管理運用法人の収益についての構成要素

しかしながら、GPIF は、「平成 28 年度業務概況書」において、「管理運用法人の収益は、時価評価されており、インカム・ゲイン(利子・配当収入)とキャピタル・ゲイン(価格変動による損益(実現損益と評価損益))に分けることができます。」との

み記載のことから、①受け取った利子・配当収入と、②その再投資効果(複利効果) を分別して計算することなく、その総体を単にインカム・ゲイン(利子・配当収入) と称し、短絡的に「保有しているだけで一定の収益が見込めるインカム・ゲインは重要です。」と結論付けている。

かかる不十分かつ不正確な説明を論拠とするインカム・ゲイン重視の意向の表明は、 当然に妥当性を欠くものであり、つぎのような課題および問題点について解決の必要 がある。

(1)課題

かかるインカム・ゲイン重視の意向表明は、第 112 回運用委員会において委員の一人から懸念の表明があったとおり、厚生労働大臣が GPIF に対し中期目標として示した運用の目標との整合性が、課題である。

厚生労働大臣は、インカム・ゲインのみでは、運用の目標、すなわち長期的に積立金の実質的な運用利回り(積立金の運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いたものをいう)1.7%を確保することが困難であることから、複数資産から成るポートフォリオを組成し、資産分散効果を旨とする平均分散アプローチに基づくポートフォリオ最適化により、インカム・ゲインおよびキャピタル・ゲインの総体(トータル)として、長期的に価値向上が期待されるものに投資することを、GPIFに対し中期目標として示したのである。

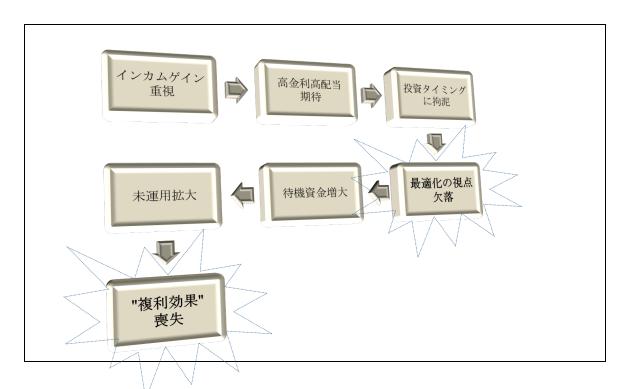
しかしながら、今般 GPIF のインカム・ゲイン重視の意向表明は、まさしく"木を見て森を見ず"の部分最適に過ぎず、<u>資産分散効果を旨とする平均分散アプローチに基づくポートフォリオ(全体)最適化の視点が欠落していることから、厚生労働大臣</u>が示した中期目標と整合しない。

(2) 問題点

よもや GPIF が、かつて生保の運用を歪めたインカム配当原則の轍を踏む、すなわち為替差損を無視した高金利国の債券投資や、キャピタル・ゲインをインカム・ゲインに変換する仕組債などに走ることはないであろう。

しかしながら、インカ・ムゲイン(受け取った利子・配当収入)を重視する余りに、 高金利・高配当を期待し、投資タイミングに拘泥して、資産分散効果を旨とする平均 分散アプローチに基づくポートフォリオ(全体)最適化の視点を欠き、結果として、 待機資金の増大、未運用の拡大から、<u>長期投資における最大のメリットである"複利</u> 効果"を喪失することになる懸念がある。

図-3 インカム・ゲイン重視に係わる問題点



(3) 解決策

長期投資、最大のメリットは"複利効果"であり、インカム・ゲイン重視に伴う弊害の、最たるものは、未運用拡大による"複利効果"の喪失である。

あくまでも GPIF は、中期目標に則り、キャピタル・ゲインと、インカム・ゲイン を区別することなく、長期的に価値向上が期待されるものに投資すべきであって、"複 利効果"を確実なものにするために、"フルインベストメント"に努めることが、何よ り重要である。

然るに、先ごろ 11 月 2 日公表の平成 29 年度第 2 四半期運用状況によると、短期資産の構成割合は、9.10%であり、残高は、14 兆円を上回ることから、かかる待機資金の増大は大いなる懸念材料であり、注視して行く必要がある。

以上

《参考文献》

- ○GPIF「平成 28 年度業務概況書」
- \bigcirc GPIF「第 112 回運用委員会議事要旨」(平成 28 年 12 月 16 日)
- ○GPIF「平成 27 年度運用状況の記者会見における説明資料」
- ○GPIF「平成 28 年度第 1 四半期運用状況の説明動画」
- ○GPIF「平成 28 年度運用状況の記者会見」
- ○GPIF「平成 28 年度運用状況の説明動画」
- ○GPIF「平成 29 年度第 1 四半期運用状況の説明動画」

- ○GPIF「平成 29 年度第 2 四半期運用状況の説明動画」
- ○GPIF 公式ツイッター
- ○GPIF「第3期中期目標」(平成29年10月1日付変更)
- ○GPIF「第3期中期計画」(平成29年10月2日付変更)
- ○GPIF「平成 29 年度計画」(平成 29 年 10 月 2 日付変更)
- ○GPIF「投資原則」(平成 29 年 10 月 2 日付一部変更)
- ○GPIF ホームページその他公開資料
- ○日経ヴェリタス 2016 年 9 月 18 日~9 月 24 日号
- ○参議院会議録情報第 192 回国会厚生労働委員会第 9 号(平成 28 年 12 月 6 日)
- ○日本大百科全書
- ○角田康夫著「行動ファイナンス入門」(PHP 研究所、2009.5)
- ○角田康夫著「新版行動ファイナンス」(金融財政事情研究会平成23年1月27日)
- ○大村敬一「毎月分配型投信と預金類似性を有したわが国の投信分配制度」(早稲田商学第 440 号 2014 年 6 月)
- ○植村信保「生命保険会社の経営悪化」(平成 21 年度刊行)
- ○小藤康夫「生保の配当政策と資産運用」(文研論集 95 号 1991.6)
- ○日本証券業協会ホームページ
- ○ジェレミー・シーゲル著瑞穂のりこ訳「株式投資の未来」(日経 BP 社 2005 年 11 月 28 日)
- 〇日本証券アナリスト協会第8回国際セミナー「資産運用ビジネスの新しい動きとそれに向けた戦略」に おける森金融庁長官基調講演「日本の資産運用業界への期待」(2017年4月7日)
- ○大野早苗「公的規制が生命保険会社の契約者配当決定に与える影響」
- ○奥本心、淺田一成「低成長・低金利時代の株式投資戦略-注目を浴びる高配当戦略」(三菱 UFJ 信託銀行調査情報視点 2012 年 4 月号)
- ○マックス・ベイザーマン著兼広崇明訳「バイアスを排除する経営意思決定」(東洋経済新報社、1999.12)
- ○週刊ダイヤモンド金融商品特別取材班編著(ダイヤモンド社、2007.8)
- 〇山崎元著「資産運用実践講座1(投資理論と運用計画編)」(東洋経済新報社、2009.6)
- ○山崎元著「資産運用実践講座 2 (株式投資と金融商品編)」(東洋経済新報社、2009.10)
- ○大垣昌夫、田中沙織著「行動経済学」(有斐閣、2014.3)