

平成 28 年 9 月 28 日

GPIF 改革成功のカギは、出口戦略にあり（その 2）

“奔（はし）りて殿（しんがり）す”の覚悟はあるか

特任研究員 平井 一志¹

《要旨》

●平成28年6月24日付初稿において、GPIF改革を成功に導くためには、的確に環境変化、すなわち「潮目」の変化を捉え、適時適切な変更管理を実施するために、予め事業の見直しの基準などを「出口戦略」として明確にして置くことの必要性を説いた。

●GPIF 改革成功のカギとなる「出口戦略」には、伝統的資産への投資のためと、非伝統的資産への投資のための、二つの「出口戦略」が存するが、本稿においては非伝統的資産、換言すると非市場性資産あるいはオルタナティブ資産への投資のための「出口戦略」策定上のポイントについて、プライベートスキームの観点から、GPIF の前身年金福祉事業団のリミテッド・パートナーシップ指定単スキームを参考に、論点整理を試みる。

2. ガイドラインの内容

項 目	基 本 内 容	備 考
リミテッドパートナー契約	1) リミテッドパートナー(GP)は、投資顧問会社又は投資顧問会社の関連会社である。リミテッドパートナー(LP)は、年金福祉事業団と指定単契約を締結する信託銀行である	

リミテッドパートナーシップ契約に関するガイドライン

平成 7 年 7 月 6 日

1. ガイドラインの趣旨及び考え方

(1) 本ガイドラインは、日米金融協議で合意された年金福祉事業団の資金運用における新しい運用スキーム——いわゆるリミテッドパートナーシップの具体化を促進するため、パートナーシップ契約を策定する際に準拠すべきガイドラインとして策定されたものである。パートナーシップ契約については、本ガイドラインを基準とし、かつ、リミテッドパートナーシップの設立準拠法との調和の下で策定される。

(2) 本パートナーシップは、年金福祉事業団が行う資金運用事業の目的を効果的に遂行するために設立されるものであり、パートナーシップの仕組みや運営は年金福祉事業団が行う資金運用事業の仕組みや運営に適合したものである必要がある。

(3) パートナーシップ契約の内容は、リミテッドパートナーシップのためのいわゆる指定単契約の内容と整合的なものでなければならぬ。年金福祉事業団は、指定単契約等に基づき、自らの投資政策及び投資戦略上の意向をパートナーシップの運営及びパートナーシップが行う投資活動に反映する。

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加スキーム創設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。

●非伝統的資産、非市場性資産あるいはオルタナティブ資産への投資においては、長期に亘る投資期間あるいは「買い手探し」などが覚束ない流動性リスクの制約を考慮し、眼前のベストシナリオのみに依拠することなく、想像力を逞しくし最悪の事態をも想定のうえ対応策を講じて置く必要があるのであり、かかる資産への投資のための「出口戦略」は、退却する軍列の最後尾にあって、敵の追撃を防ぐ“奔（はし）りて殿（しんがり）す”の覚悟を持って策定の必要がある。

したがって“奔（はし）りて殿（しんがり）す”の覚悟が無く、あるいは覚悟を代替する組織体制が未整備な状況においては、かかる資産への投資は完結する筈がなく、それ故に投資を開始すべきではない。

《目次》

1. はじめに	2 頁
2. リミテッド・パートナーシップ指定単スキームとは	3 頁
3. リミテッド・パートナーシップ指定単スキームにおける出口戦略	8 頁
4. GPIF におけるインフラ投資の開始と出口戦略	15 頁
5. プロ向け市場における利潤追求のための常套手段と対応策	22 頁
6. “奔（はし）りて殿（しんがり）す”	23 頁
7. まとめ	25 頁

1. はじめに

平成28年6月24日付調査研究レポートの、表題「GPIF改革成功のカギは、出口戦略にあり」の初稿において、GPIF改革を成功に導くためには、**政治主導による事業展開が往々にして陥りがちな、“いじりはするが、仕上げない”、遣りっぱなし、中途半端などの無責任の連鎖を招くことがないように、的確に環境変化、すなわち「潮目」の変化を捉え適時適切な変更管理を実施するために、予め事業の見直しの基準あるいは紛争処理の方法などを「出口戦略」として明確にして置くことの必要性を説いた。**

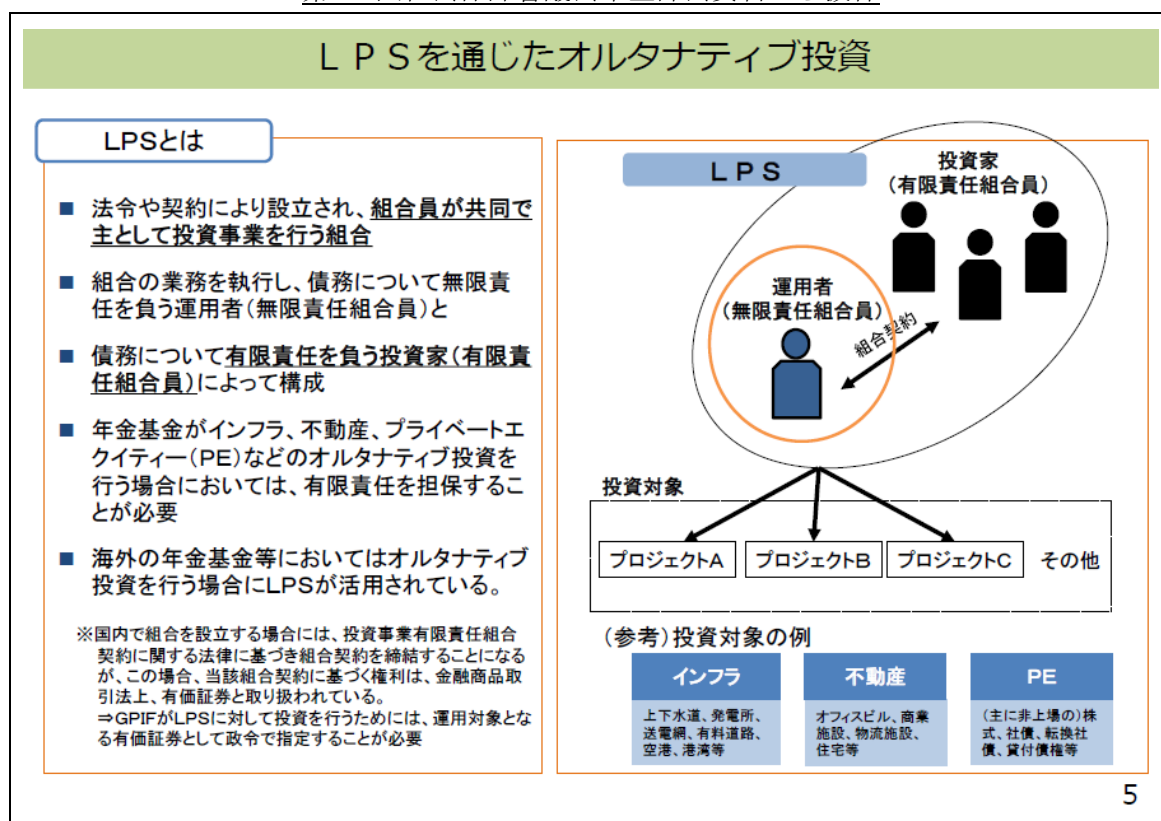
GPIF 改革成功のカギとなる「出口戦略」については、伝統的資産すなわち市場性資産への投資のための「出口戦略」と、非伝統的資産、換言すると非市場性資産あるいはオルタナティブ資産への投資のための「出口戦略」に大別することが出来る。

本稿においては、非伝統的資産、非市場性資産あるいはオルタナティブ資産への投資のための「出口戦略」策定上のポイントについて、先ず以て、投資の前提条件となる投資の仕組み、すなわちプライベートスキームの観点から、論点整理を試みることにする。

おって、プライベートスキームの構築に関しては、GPIF の前身である年金福祉事業団が、平成 7 (1995) 年 2 月の日米包括経済協議最終合意の所産として導入を図った、リミテッド・パートナーシップ (LPS) 指定単スキームが参考になる。

ちなみに、平成 28 年 7 月 25 日開催第 39 回社会保障審議会年金部会において、GPIF におけるオルタナティブ資産への投資手法の追加として、新たに LPS（リミテッド・パートナーシップ）への出資を認めることが大筋で了承されたが、20 年の時を経て、再びリミテッド・パートナーシップが組上に上ることとなった。

第 39 回社会保障審議会年金部会資料から抜粋



2. リミテッド・パートナーシップ指定単スキームとは

米国が、わが国年金市場の開放、取り分け競争力のある米系の投資顧問会社のわが国年金市場へのアクセスを企図した、金融サービス分野における日米包括経済協議が、平成 7（1995）年 2 月 13 日に最終合意に至ったことを受け、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の前身である年金福祉事業団が、その根拠法を改正することなく、実質的に、米系のほか内外の投資顧問会社が、年金福祉事業団の資金運用事業に参入することを可能にすべく編み出された受け皿が、リミテッド・パートナーシップ（LPS）指定単のスキームである。

表 1 年金積立金管理運用独立行政法人沿革

昭和 36 年 11 月 25 日	・年金福祉事業団設立
昭和 61 年 4 月 18 日	・年金資金運用事業を開始 財政投融资借入による年金資金の運用を開始

平成 13 年 4 月 1 日	・ 年金資金運用基金の設立 厚生労働大臣から寄託された年金資金の運用を開始
平成 18 年 4 月 1 日	・ 年金積立金管理運用独立行政法人の設立 年金積立金の管理・運用業務を担う機関として設立

日米間においては、1950 年代から 70 年代後半にかけて、日本の対米輸出急増に伴う繊維製品、鉄鋼、カラーテレビ、自動車などの貿易摩擦問題が発生し、日米間の貿易不均衡是正のための通商交渉が重ねられたが、1989 年に開始された日米構造協議を、1993 年の宮沢・クリントン会談で拡大したのが日米包括経済協議であり、結果を重視し数値目標の設定を求める米国側と、これを管理貿易として忌避するわが国が、鋭く対立した経緯がある。

「指定単」とは、単独運用指定金銭信託の略であって、委託者が運用対象を国内株式あるいは国内債券のように大まかに指示した運用指図の範囲内で、受託者が裁量を以て、委託者ごとの信託財産を単独に運用管理する信託のことである。

おって、年金福祉事業団法は、表 2 のとおり第二十七条の二において、委託者が運用方法を具体的に特定する金銭信託（特定金銭信託）を除外のことから、法律改正することなく、投資顧問会社が、投資一任契約の締結によって直接的に年金福祉事業団の資金運用事業に参入する術は無かった。

表 2 年金福祉事業団ほか根拠法の比較

年金福祉事業団法 第二十七条の二	年金資金運用基金法 第二十八条
三 信託業務を営む銀行又は信託会社への金銭信託（ <u>運用方法を特定するものを除く。</u> ）	三 信託会社（信託業法（平成十六年法律第百五十四号）第三条又は第五十三条第一項の免許を受けたものに限る。）又は信託業務を営む金融機関への信託。ただし、 <u>運用方法を特定するものにあつては、次に掲げる方法により運用するものに限る。</u> イ 前二号及び第五号から第八号までに掲げる方法 ロ <u>投資顧問業者</u> （有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律（昭和六十一年法律第七十四号）第二条第三項に規定する者をいう。） <u>との投資一任契約</u> （同条第四項に規定する契約をいう。） <u>であつて政令で定めるものの締結</u>
	年金積立金管理運用独立行政法人法

	第二十一条
	三 信託会社（信託業法（平成十六年法律第百五十四号）第三条又は第五十三条第一項の免許を受けたものに限る。）又は信託業務を営む金融機関への信託。ただし、<u>運用方法を特定するものにあつては、次に掲げる方法により運用するものに限る。</u> イ 前二号及び第五号から第八号までに掲げる方法 ロ <u>金融商品取引業者</u>（金融商品取引法第二条第九項に規定する金融商品取引業者をいう。）<u>との投資一任契約</u>（同条第八項第十二号ロに規定する契約をいう。）<u>であつて政令で定めるものの締結</u>

（１）リミテッド・パートナーシップ指定単スキームの創設

平成 7（1995）年 2 月 13 日付金融サービス分野における日米包括経済協議の最終合意文書「日本国政府及びアメリカ合衆国政府による金融サービスに関する措置」（詳細については別紙 1《参考資料》参照）において、米国は、年金福祉事業団の資金運用に対する投資顧問会社のアクセスに関し、「これら運用手法は、1995 年度（平成 7 年度）予算の国会承認を条件として、同年度中に実施することとする」とその実施について期限を設けたのみならず、さらに、クリントン大統領訪日によるフォローアップを、外交圧力として加えて来たのである。

同上最終合意文書の公表後直ちに、業界団体である信託協会が、厚生省の意を体して課題・問題点の整理に乗り出したものの、当時国内には先例がなく、暗中模索の状況であったことから、必然的に年金福祉事業団を事務局とする、国家的なプロジェクトが組成された。

本件プロジェクトのステークホルダーは、厚生省、年金福祉事業団、事業団から調査の委託を受けた監査法人など、大蔵省、国税庁、日本銀行、社債登録機関、信託協会、日本証券投資顧問業協会、在日米国商工会議所（ACCJ）、米国歳入庁ほか各国の税務当局、および当該スキームへの参加を希望する米系のほか内外多数の投資顧問会社、カストディバンクなどに及び、取り分け関係各社の法務部門、コンプライアンス部門が、かく乱要因であった。

かかる多数当事者から成る利害相反する縦割りのプロジェクトを統括し、解決困難な問題に優先順位を付け、期限までにスキームを立ち上げることはほとんど不可能に近く、被保険者の利益、延いては国益を考慮する余地など無く、時間切れから、結局

のところ米国サイドの要求を丸呑みする以外に術が無くなる恐れが多分にあった。

すなわち“ギブ・アンド・テイク”の外交交渉において譲歩を余儀なくされた場合には、後始末をちゃんと付けることこそが重要であって、プロジェクトの統括管理責任者は、退却する軍列の最後尾にあって敵の追撃を防ぐ、まさしく“奔（はし）りて殿（しんがり）す”の心構えを以って事に当たる必要があるのである。

ところが、幸いなことに、類まれな洞察力を持った一人の行政官が“奔（はし）りて殿（しんがり）す”の覚悟を以って本件プロジェクトを統括し、平成8年1月25日、米系の投資顧問会社であるゴールドマン・サックス・アセットマネジメント、同じくモルガン・スタンレー・アセットマネジメント投信、および日系の興銀 NW アセットマネジメントを GP（ゼネラル・パートナー）とする、リミテッド・パートナーシップ（LPS）指定単スキームを立ち上げ、さらにクリントン大統領来日の平成8年4月16日までに6スキームを創設し、米国の外交圧力を封じたのである。

一人の行政官とは、昭和53年厚生省に入省し、平成7年当時年金福祉事業団資金運用事業部運用企画課長の任にあった郡司功氏であるが、まことに残念ながらクリントン大統領来日の翌月倒れ、病が癒えぬまま、志半ばで亡くなられてしまった。

郡司氏は、まさしく“奔（はし）りて殿（しんがり）す”の覚悟で、命を賭して、命を削って事態の收拾に当たったのであり、同氏が、不眠不休で論点を整理することはせず、また米国サイドの恫喝に逡巡し、タフな交渉を構えていなければ、被保険者の利益、延いては国益を優先して事態の收拾を図ることは及びもつかず、ただただ米国の圧力に屈してしまい、米系の投資顧問会社ほかにビジネスチャンスを与えるのみの悲惨な結果になっていたことは、火を見るよりも明らかである。

しかも、郡司氏は「孟之反（もうしはん）」（23頁参照）のごとく、殿（しんがり）を務めたことを、ついぞ誇ることは無かった。

おって、米国のわが国年金市場参入戦略については、別紙2《参考資料》掲載の、河村健吉著「企業年金危機」中央公論新社刊が、参考になる。

表3 リミテッド・パートナーシップ指定単スキームの創設経緯

年月日	経緯
平成6年12月22日	公的年金運用投資顧問に事実上解禁、大蔵省譲歩案
平成6年12月28日	日米包括経済協議金融分野交渉再開
平成7年2月14日	日米包括経済協議金融分野最終合意
平成7年2月28日	信託協会、論点整理
平成7年4月1日	信託協会幹事交代（東洋信託から三井信託）
平成7年7月6日	事業団「LPS 契約に関するガイドライン」策定提示 LPS 契約に関する基本的スキーム構築作業終了表明（PS の租税に関し、更なる調査）

平成 7 年 7 月 7 日	日本証券投資顧問業協会、会員あて上記ガイドライン通知
平成 7 年 8 月 22 日	事業団、大蔵省あて LPS 投資活動課税問題について要望
平成 7 年 11 月 13 日	事業団、LPS 税務作業委員会開催
平成 7 年 11 月 20 日	事業団、LPS 契約書に関する資料ほか提出依頼の事務連絡 《提出期日》「LPS 契約書」「LPS 契約に添付すべき諸契約」「投資ガイドライン」11 月 22 日午後 5 時「LPS 設立費用・LPS 運営費用に関する資料」「LPS の資産・勘定管理に関する資料」11 月 24 日午後 5 時
平成 7 年 12 月 4 日	事業団、国税庁問い合わせに関する資料提出依頼の事務連絡
平成 7 年 12 月 7 日	事業団「LPS のための単独運用指定金銭信託契約書」「同契約に関する協定書」「承認申請書」「信託銀行が出資すべき LPS に関する基本的事項について」策定
平成 7 年 12 月 18 日	事業団「LPS 契約書の主なチェックポイント」策定
平成 7 年 12 月 25 日	事業団、国税庁あて照会
平成 7 年 12 月 28 日	国税庁、回答「課法 8-8」
平成 8 年 1 月 25 日	ゴールドマン・サックス AM スキーム立ち上げ
同上	モルガン・スタンレー AM スキーム立ち上げ
同上	興銀 NWAM スキーム立ち上げ
平成 8 年 3 月 29 日	2 スキーム立ち上げ（累計 5）
平成 8 年 4 月 1 日	1 スキーム立ち上げ（累計 6）
平成 8 年 4 月 4 日	1 スキーム立ち上げ（累計 7）
平成 8 年 4 月 10 日	1 スキーム立ち上げ（累計 8）
平成 8 年 4 月 16 日	1 スキーム立ち上げ（累計 9）
平成 8 年 4 月 16 日	クリントン米大統領来日（18 日まで）
	以下省略

（２）リミテッド・パートナーシップ指定単スキームの解散

日米包括経済協議最終合意の所産として、上記リミテッド・パートナーシップ指定単スキームが創設されてから 7 年が経過した、平成 13 年 4 月に至り、年金福祉事業団の後継組織である年金資金運用基金の根拠法により、資産運用と資産管理を分離して、投資一任契約と、特定運用信託契約（専ら資産管理のみを行う信託契約）の組合せによる運用スキームの利用が新たに認められた。

その結果、年金資金運用基金は、リミテッド・パートナーシップ指定単スキームを通じて間接的に行うしかなかった投資顧問会社の利用を、投資一任契約に基づいて直接委託できるようになったことから、それまでに約 50 スキーム、7 兆円にまでも及んでいた、リミテッド・パートナーシップ指定単スキームを、平成 13 年度中にすべて解

散し、投資一任契約と特定運用信託契約の組合せによる運用に移行したのである。

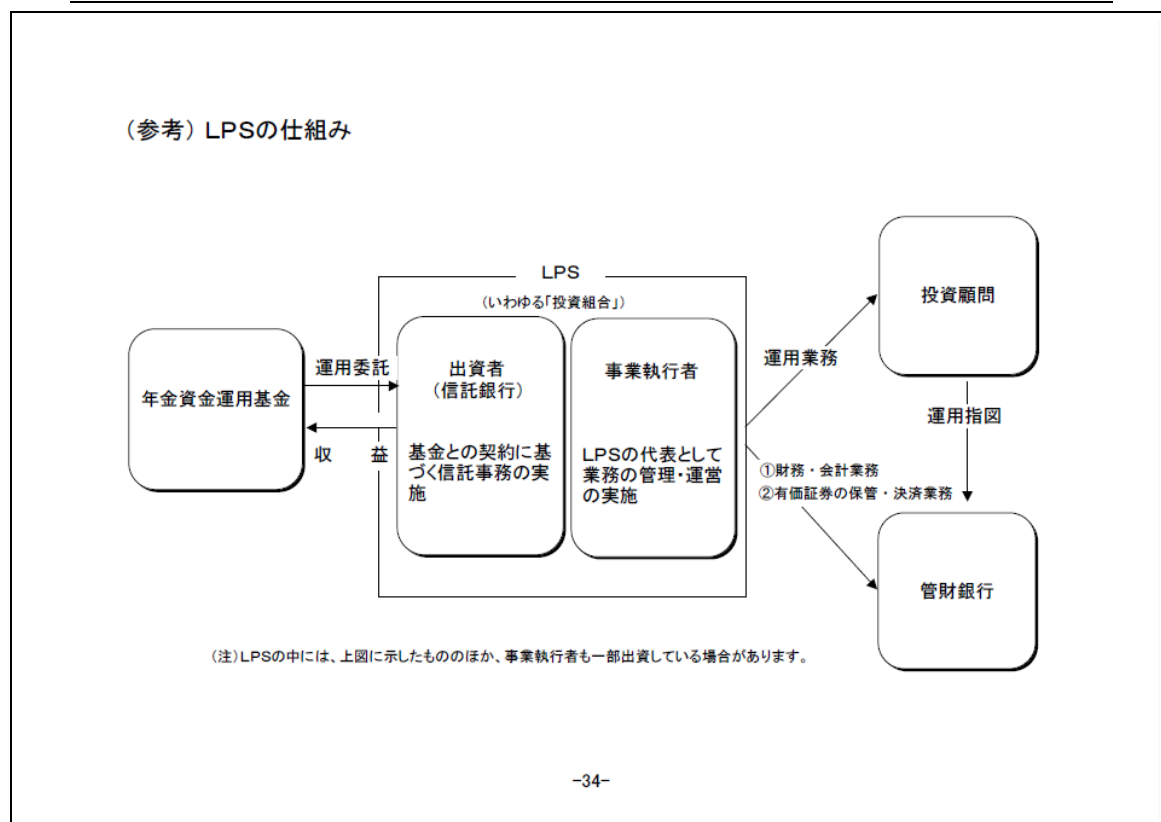
(3) リミテッド・パートナーシップ指定単スキームの概要

リミテッド・パートナーシップとは、法令や契約により設立され、組合員が共同で主として投資事業を行う投資組合であり、組合の代表として業務の管理・運営の実施に当たり、債務について無限責任を負う運用者（ゼネラル・パートナー）、および債務について有限責任を負う投資家（リミテッド・パートナー）によって構成される。

リミテッド・パートナーシップ指定単スキームとは、年金福祉事業団（後の年金資金運用基金）が、信託銀行を受託者として運用を委託する単独運用指定金銭信託（指定単）の一契約形態であって、つぎの参考資料のとおり、同スキームにおいて信託銀行は、投資顧問会社と共同で設立したリミテッド・パートナーシップに、年金福祉事業団から運用を委託された資金を出資するのみで、専らリミテッド・パートナーシップと投資一任契約を締結した投資顧問会社が運用し、管財銀行が管理に当たるスキームである。

これによって、年金福祉事業団の根拠法を改正することなく、米系のほか内外の投資顧問会社が、事業団の資金運用にアクセスすることを可能にしたのである。

年金資金運用基金「平成 13 年度資金運用業務概況書」から抜粋（参考資料 34 頁）



3. リミテッド・パートナーシップ指定単スキームにおける出口戦略

平成 7 年 2 月 14 日の日米包括経済協議最終合意後直ちに、信託協会が、リミテッド・パートナーシップ指定単スキーム立ち上げのためのに検討を要する事項を洗い出し、年金福祉事業団が、広くステークホルダーと協議のうえ導き出した、解決すべき重要課題は、「出口戦略」「責任関係」および国家主権免税ほかの「課税問題」であった。

最終合意文書は年金福祉事業団の資金運用に対する投資顧問会社のアクセスについて「これら運用手法は、1995 年度（平成 7 年度）予算の国会承認を条件として、同年度中に実施することとする」と、実施期限を設けたが、かかる期限内に上記最重要課題を解決のために年金福祉事業団が、先ず以て取り組んだのは、パートナーシップ契約を策定する際に準拠すべき指針となる「リミテッド・パートナーシップ契約に関するガイドライン」の策定であった（平成 7 年 7 月 6 日）。

「リミテッド・パートナーシップ契約に関するガイドライン」の項目および基本内容（備考は省略）は、表 4 のとおり。

表 4 リミテッド・パートナーシップ契約に関するガイドライン

項目	基本内容	備考
リミテッド・パートナー契約	1)ゼネラル・パートナー(GP)は、投資顧問会社又は投資顧問会社の関連会社である。リミテッド・パートナー(LP)は、年金福祉事業団と指定単契約を締結する信託銀行である。	以下省略
	2)LP は年金福祉事業団との指定単契約に基づく信託事務を適正に履行するために行動する。	
資本関係	3)LP はパートナーシップへ出資する。 4)GP はパートナーシップへ出資しうる。	
	5)パートナーシップの収益は、各パートナーの資本勘定の割合に基づき分配される。	
投資ガイドライン	6)パートナーシップの業務目標は本契約上規定する投資目標および方針に沿った投資ポートフォリオを構築・運用することである。	
	7)パートナーシップ契約は、投資目標、投資可能な資産の指定、投資ガイドライン（資産配分・その他制限）、及び投資パフォーマンス評価を含む。	
	8)収益の分配方針を明示する。	
GP の権利及び義務	9)パートナーシップの運営及び管理にあたる。（パートナーシップの設立および解散の監督を含む。）	
	10)パートナーシップの代表権を有する。	
	11) <u>パートナーシップの運営に関する記録を維持、管理する。</u> また、LP に対し、定期的に書面による報告を行う。なお、 <u>GP 及び LP の守秘義務の対象から年金福祉事業団は除外さ</u>	

	<u>れる。</u>	
	12)運営手数料その他の経費が、パートナーシップ契約に即して支払いを受ける。	
	13)業務の一部を第三者に委託することができる（例：アドミニストレーター）。また、パートナーシップのカストディアン等の選任を行う。GP が本邦非居住者である場合、GP は本邦における代理人を選任する。	
	14)正当な理由により GP を辞任することができる。	
LP の権利及び義務	15)パートナーシップの帳簿を検査・謄写できる。	
	16)資本勘定への資本金の追加及び払出しは、GP への通知によりいつでも行える。ただし、資本金の追加は、特別な事情がある場合、GP は辞退できる。	
	17)資本金の追加及び払出しはパートナーシップ契約で指定した通貨で行う。	
	18)LP の責任は有限責任で、その出資額を超えての債務の負担はない。	
	19)パートナーシップの運営、経営、管理、及び業務に参加しない。	
	20)パートナーシップの解散、GP の変更を指示し、投資目標及び方針の変更を提案する。	
	21)上記 20)の他、パートナーシップ契約上の重要事項は、LP の書面による承認又は同意なしに変更されることはない。	
パートナーシップ利益の譲渡性	22)いかなるパートナーも、そのパートナーシップの利益の第三者への譲渡は、すべてのパートナーの同意を要する。 23)LP は、その地位又は権利を第三者に譲渡し、又は担保に供してはならない。	
解散	24) <u>解散・清算手続を規定に明記する。</u> 25)LP への財産の返還は円貨で行われる。ただし、LP が同意した場合は、円貨以外でも可能である。	
存続期間	26) <u>パートナーシップ契約の期間は年金福祉事業団と LP との信託契約の信託期間（5 年以内）と整合的に規定される。</u> なお、当該期間はすべてのパートナーの同意により延長することができる。	
会計	27)GP と LP が合意した会計手法を利用する。	
租税	28)パートナーシップの租税に関し、準拠法別の更なる調査	

	を行い、パートナーシップ設立前に明確にする。	
フィー・スケジュール	29)GP（投資顧問会社）に支払われるべき報酬及び GP が契約に基づきカストディアン等に支払う手数料が明らかにされる。	
	30)それらの報酬は、その明細を明らかにしてパートナーシップの資産から支払われる。	

本件ガイドラインの基本内容の中で「出口戦略」の観点から特筆すべきは、基本内容 11)として、「記録を維持、管理する」、基本内容 24)として「解散・清算手続を規定に明記する」、基本内容 26)として、存続期間、および基本内容 11)なお書きとして、守秘義務の対象からの除外、について謳った点である。

さらに、年金福祉事業団は、同上ガイドラインに加えて、表 5 のとおりガイドラインに準拠した契約関連文書の案文およびチェックポイントなどを順次策定し、たとえば「LPS 契約書の主なチェックポイント」において、多数当事者の責任関係として過失責任原則を貫くこと、あるいは管轄裁判所について、準拠法に関わりなく、LP の本社所在地を管轄する裁判所（すなわち日本の裁判所）とするよう要求し、実現した経緯がある。

表 5 リミテッド・パートナーシップ指定単契約関連文書

年月日	表題
平成 7 年 7 月 6 日	リミテッド・パートナーシップ契約に関するガイドライン
平成 7 年 12 月 7 日	リミテッド・パートナーシップのための単独運用指定金銭信託契約書（案文）
平成 7 年 12 月 7 日	リミテッド・パートナーシップのための単独運用指定金銭信託契約に関する協定書（案文）
平成 7 年 12 月 7 日	承認申請書（様式第 1 号）
	信託銀行が出資すべきリミテッド・パートナーシップに関する基本的事項について（案文）
平成 7 年 12 月 18 日	LPS 契約書の主なチェックポイント

おって、年金福祉事業団が、その資金運用に対するアクセスを希望する投資顧問会社ほか関係者に対して、提出を要求した契約関連文書は、つぎのとおり。

表 6 年金福祉事業団提出要求の契約関連文書

1. リミテッド・パートナーシップ契約書に関する資料

2. リミテッド・パートナーシップ契約に添付すべき諸契約（投資顧問契約（サブ投資顧問との契約を含む）、カストディアン契約など（アドミニストレーターとの契約を含む））に関する資料
3. LPS の設立のための費用及び LPS の運営のための費用に関する資料
4. 投資ガイドラインに関する資料
5. LPS の資産・勘定管理に関する資料

以上、年金福祉事業団が、リミテッド・パートナーシップ指定単スキームの立ち上げに際して重要課題と認識し、その解決に取り組んだ各種対応策を参考として、プロ向け市場における投資の仕組みであるプライベートスキームの立ち上げに際して、留意して置くべき「出口戦略」策定上のポイントを洗い出して見ると、おおよそつぎの8項目に集約することが出来る。

表7 「出口戦略」策定上のポイント

	ポイント
その1	交渉記録を作成し保持することを習慣付ける
その2	期限の利益を放棄することなく投資期間とは別に契約の更新期間を設ける
その3	「故意」「重過失」のみならず「過失」についても責任を負わせる
その4	管轄裁判所は、日本の裁判所とする
その5	解散、清算手続を契約書に明記する
その6	利益相反行為に繋がるであろう可能性を徹底的に検証し排除する
その7	守秘義務については包括契約とせず木目細かく対応する
その8	スキーム構築の当初にリスク管理のための経営資源を集中投入する

詳細、以下のとおり。

(1) ポイントその1

その1	交渉記録を作成し保持することを習慣付ける
-----	----------------------

投資家保護よりも参加者の利潤追求が優先するプロ向け市場においては、タフな交渉によってのみリスクを回避することが出来る。

交渉記録を作成し保持することは、タフな交渉を構える上で必要不可欠な要件であるが、GPIFのように伝統的資産すなわち標準化された市場性資産への投資に特化して来た組織、あるいは一般の官公庁（外務省などを除く）においては、タフなまでの交渉を構えることは稀であることから、交渉記録についてのかかる習慣は無いと言っても過言ではないのではないだろうか。

(2) ポイントその2

その2	期限の利益を放棄することなく投資期間とは別に契約の更新期間を設ける
-----	-----------------------------------

流動性リスクを取る、非伝統的資産、非市場性資産あるいはオルタナティブ資産へ

の投資の期間は、総じて長く、インフラ投資などにおいては 20 年を超える。

かかる長期投資において環境変化は不可避であり、的確に「潮目」の変化を捉えて、適時適切な変更管理を実施の必要があることから、投資期間と契約期間を一致させ、安易に期限の利益を放棄することなく、投資期間よりも短い契約の更新期間を設け、環境変化に対応した契約条件の変更が可能になるよう、契約段階において予めの措置を講じて置く必要がある。

(3) ポイントその 3

その 3	「故意」「重過失」のみならず「過失」についても責任を負わせる
------	--------------------------------

紛争処理に関する課題の一つとして、責任関係がある。

およそプロ向け市場においては、自らに有利な契約案文を逸早く提示のうえ、ひな形であるがごとく語るのが常套手段であって、多くの場合提示した側は「故意」以外には責任を負わないとする、無責任な内容になっている。

多数当事者の責任関係は、矛盾なく一致させる必要があり、わが国民法が、過失責任原則を採っている以上は、すべての当事者に「故意」「重過失」のみならず「過失」についても責任を負わせるべく、契約書を調整の必要がある。

(4) ポイントその 4

その 4	管轄裁判所は、日本の裁判所とする
------	------------------

紛争処理に関する課題のい一つとして、管轄裁判所がある。

紛争処理に要する時間とコストを勘案すれば、当然に管轄裁判所は、日本の裁判所とするべきである。

固より、管轄法を外国法とし、管轄裁判所を日本の裁判所とすることは可能である。

(5) ポイントその 5

その 5	解散、清算手続を契約書に明記する
------	------------------

紛争処理に関する課題のい一つとして、解散、清算手続きの明記がある。

(6) ポイントその 6

その 6	利益相反行為に繋がるであろう可能性を徹底的に検証し排除する
------	-------------------------------

言わば、嘘も騙しもありのプロ向け市場における、利潤追求のための常套手段は利益相反行為である。

契約条項あるいは契約文言について、利益相反行為に繋がるであろう可能性を徹底的に検証し、排除の必要がある。

当然のことながら、明示的に利益相反行為を許容する契約条項や契約文言を用いる筈は無く、実に巧妙な表現を用いることから、契約関連文書相互の関係ほか想像力を逞しくしてその排除に努める必要がある。

(7) ポイントその 7

その 7	守秘義務については包括契約とせず木目細かく対応する
------	---------------------------

プロ向け市場におけるい一つの常套手段として、包括的な守秘義務契約を逆に

取り、交渉相手組織の分断を図って交渉力を削ぎ、有利な交渉を構える作戦がある。

すなわち交渉の相手組織は、守秘義務契約の自縄自縛から、第三者による評価など、意思決定が直面する限定された合理性問題を緩和するための措置を講ずることか出来ず、組織判断を誤ってしまう場合があるのである。

したがって、守秘義務については包括契約とせず、第三者評価などを可能にすべく、木目細かく対応する必要がある。

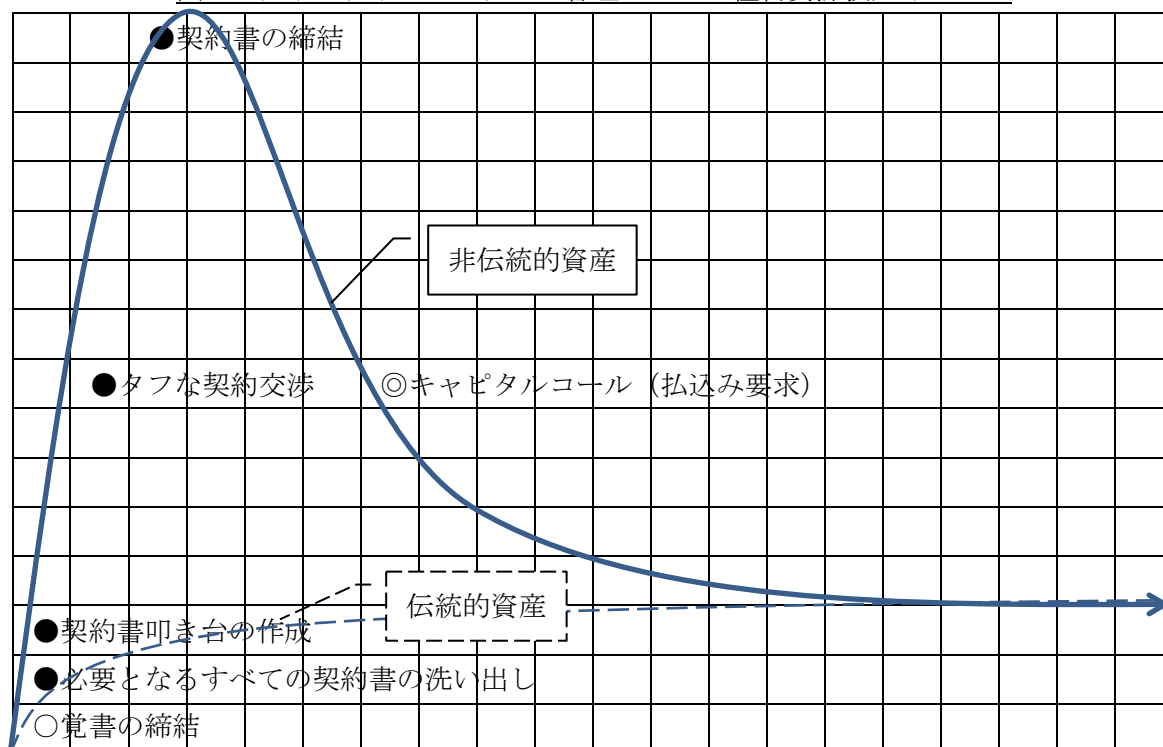
(8) ポイントその 8

その 8	スキーム構築の当初にリスク管理のための経営資源を集中投入する
------	--------------------------------

運用対象を多様化する際の常套句として「リスク管理体制の構築を図った上で」云々が用いられるが、プライベートスキームの構築において重要なことは、そのスキーム構築の当初にリスク管理のための経営資源を集中して投入することであり、取り分けリーガルリスクの低減を図って置く必要がある。

10 年後、20 年後の将来に禍根を残さないように、課題解決のために必要な契約関係の書類をすべて洗い出して、交渉相手に先んじてその叩き台を作成のうえ、タフな契約交渉を構えることが肝要である。

図 1 ライフサイクルとリスク管理のための経営資源投入イメージ



およそ伝統的資産すなわち市場性資産への投資においては、投資の開始から資産評価そして資金回収まで、そのライフサイクルがすべて標準化されており、リスク管理のための経営資源を集中して投入することはなく、かかる前提に立って、非市場性資産すなわちプライベートスキームが前提の資産への投資を開始してしまうと、取り返

しのつかないことになってしまう。

4. GPIF におけるインフラ投資の開始と出口戦略

(1) 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

アベノミクスの三本目の矢である民間投資を喚起する成長戦略として、平成 25 年 6 月 14 日に閣議決定された「日本再興戦略」に基づき、経済再生担当大臣の下に設置の、「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」は、25 年 11 月 20 日に公表の報告書において、つぎのとおり運用対象の多様化として新たな運用対象、すなわち非伝統的資産、換言すると非市場性資産あるいはオルタナティブへの投資を提言の経緯がある。

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から抜粋
(下線は筆者)

II デフレからの脱却を見据えた運用の見直し 3 ポートフォリオ（運用対象） ① 運用対象の多様化 GPIF 等については、年金財政における給付と負担の長期的な見通しの下で、内外の先進的な公的年金資金運用機関を参考にして、市場環境の整備状況を踏まえつつ、後述する<u>リスク管理体制の構築（Ⅲ 2 ②参照）を図った上で、新たな運用対象（例えば、REIT・不動産投資、インフラ投資、ベンチャー・キャピタル投資、プライベート・エクイティ投資、コモディティ投資など）を追加することにより、運用対象の多様化を図り、分散投資を進めることを検討すべきである。</u> なお、新たな運用対象を追加する場合には、資金の性格を踏まえた上で、国民の理解を得るため、<u>説明責任を果たすことが求められる。</u> (略) III リスク管理体制等のガバナンスの見直し 2 リスク管理体制 ② 運用対象の多様化に伴うリスク管理の実施 GPIF 等において、運用対象を多様化する場合には、新たな運用対象の特性により、リスクが高まる可能性があるほか、資産の継続的な時価評価が難しいケースも考えられる。このため、こうした場合には、<u>個別の投資プログラムごとに、専門性を有する職員の配置を含むリスク管理体制を構築するとともに、ファンド全体で統合的にリスクをコントロールする枠組みを強化する取組が求められる。</u>
--

(2) 金融・資本市場活性化有識者会合

さらに、「成長戦略の当面の実行方針」（平成 25 年 10 月 1 日日本経済再生本部決定）を踏まえ、金融庁および財務省が、金融・資本市場の活性化について有識者から意見

を聴取のために開催の「金融・資本市場活性化有識者会合」が、上記（１）の報告書公表から間もない平成 25 年 12 月 13 日に「金融・資本市場活性化に向けての提言」を公表し、GPIF の運用対象の拡大について、つぎのとおり言及の経緯がある。

金融・資本市場活性化有識者会合「金融・資本市場活性化に向けての提言」から抜粋
(下線は原文)

年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）等の公的・準公的資金については、デフレ脱却を見据えた運用の見直しやリスク管理体制等のガバナンスの見直しなどに係る「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」の報告書（2013 年 11 月 20 日公表）の提言を踏まえ、必要な施策に速やかに取り組むべきである。特に、GPIF 等の資金運用においては、高度な運用やリスク管理を担う人材の確保が極めて重要であることから、そうした専門性の高い人材の確保について必要な措置を速やかに実行すべきである。

GPIF 等の運用対象の拡大にあたっては、例えば、日本政策投資銀行（DBJ）のノウハウを活用した海外年金ファンドとの共同投資が有効である。また、国際協力銀行（JBIC）等において、金融機能の強化を図るとともに、GPIF 等による投資も念頭に置きつつ、インフラ案件等に係る債権の流動化等の検討を行う。その検討を踏まえつつ、GPIF 等において人材の確保も図り、運用対象拡大の検討を進める。

(略)

(3) 国内外の機関投資家との共同投資協定に基づくインフラ投資の開始について

ちなみに、平成 25 年 7 月当時の新聞報道では、GPIF は「2015 年度（平成 27 年度）をメドに海外の公共インフラへの投資を始める検討に入った」（2013 年 7 月 30 日日本経済新聞「海外インフラへの投資拡大 GPIF、公的年金で数兆円」）とのことであったが、上記（１）の報告書公表から 3 カ月余りの平成 26 年 2 月 28 日、GPIF は、つぎのとおり「国内外の機関投資家（日本政策投資銀行およびカナダオンタリオ州公務員年金基金）との共同投資協定に基づくインフラ投資の開始について」と題するプレスリリースを実施したのである。

おって、投資規模については、今後、適切な投資案件が選定された際に、GPIF も資金を拠出することになり、5 年程度をかけて最大総額約 27 億米ドル（約 2,800 億円）になるとした。

ちなみに、これまで事あるごとに年金保険料の「無駄遣い」として大きく批判されて来た、グリーンピア（大規模年金保養基地）の土地取得費および当初建設費は、合計約 1,314 億円であることから、かかる投資規模は、グリーンピアへの初期投資額の二倍に上る。

プレスリリース (本文)

年金積立金管理運用独立行政法人
Government Pension Investment Fund

Press Release

報道関係者 各位

平成26年2月28日(金)
年金積立金管理運用独立行政法人
企画部 企画課
(担当) 課長 森 新一郎
(電話直通) 03(3502)2486
(FAX) 03(3503)7398

国内外の機関投資家との共同投資協定に基づく インフラ投資の開始について

年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)は、27日、株式会社日本政策投資銀行(DBJ)及びカナダ・オンタリオ州公務員年金基金(OMERS)との共同投資協定に基づき、インフラストラクチャーへの投資(インフラ投資)を開始することになりました。運用は投資信託を通じて行い、今後、適切な投資案件が選定された際に、GPIFも資金を拠出することになります。(詳細は別紙)

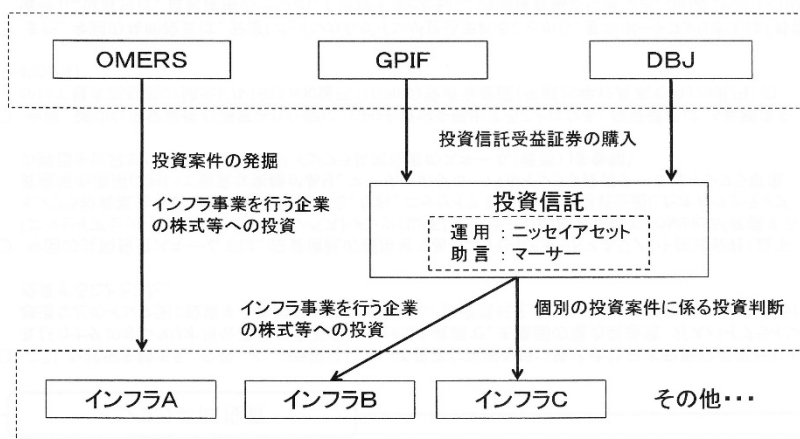
インフラ投資は、海外の年金基金等では有力な運用手法となっており、長期にわたり安定した利用料収入が得られるとともに、株式市場等の価格変動の影響を受けにくいことから、債券や株式との分散投資により、年金財政の安定に寄与する効果が期待できます。また、インフラ投資に豊富な実績を持つDBJ及びOMERSとの共同投資により、GPIFの投資能力の向上やリスク管理の高度化を図ることができるメリットがあります。

GPIFは、今後とも、投資能力の向上やリスク管理の高度化を図りつつ、年金積立金の安全かつ効率的な運用に努めてまいります。

プレスリリース (別紙3頁)

インフラ共同投資のスキーム(概要)

共同投資協定の締結



(4) 平成 25 年度業務概況書

上記のとおり公的・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の報告書（25 年 11 月 20 日公表）は、運用対象の多様化に関連して「新たな運用対象を追加する場合には、資金の性格を踏まえた上で、国民の理解を得るため、説明責任を果たすことが求められる。」としたが、GPIF は、説明責任を果たすべく、平成 26 年 2 月 28 日のプレスリリースまでの間またその後においても、かつて年金福祉事業団がプライベートスキームであるリミテッド・パートナーシップ指定単を立ち上げるに際してあらかじめ策定の「リミテッド・パートナーシップ契約に関するガイドライン」などに相当する、投資方針に関する文書を策定し、公表の事実はない。

固より、「出口戦略」については不明である。

おって、GPIF は、そのホームページ「よくあるご質問」において「年金積立金の管理運用の状況については、各年度の業務実績をとりまとめた「業務概況書」と四半期毎の運用状況を当 Web サイト上において公開しています。」としているが、たとえば平成 25 年度「業務概況書」のインフラ投資についての記載内容は、つぎのとおりであり、26 年 2 月 28 日プレスリリースの域を出ず、国民の理解を得るために、説明責任を果たしているとは言い難い。

GPIF 平成 25 年度業務概況書から抜粋（32 頁）

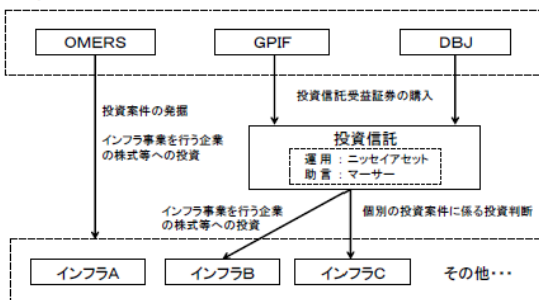
4. 国内外の機関投資家との共同投資協定に基づくインフラ投資の開始

管理運用法人では、平成 24 年度に実施した「オルタナティブ投資スキームについての調査研究」において、流動性の犠牲に伴うプレミアムの獲得、分散投資による効率性の向上が期待できること、インフラストラクチャーへの投資（インフラ投資）等を目的とする投資信託に直接投資する方法が考えられること、インフラ投資等の運用実績を蓄積した国内外の機関投資家との連携は、その投資能力の活用や知見の吸収の観点から検討に値すること等が報告され、運用委員会において実施の必要性が議論されてきました。

こうした状況を踏まえ、平成 25 年度に、インフラ投資について豊富な実績を持つ株式会社日本政策投資銀行（DBJ）及びカナダ・オンタリオ州公務員年金基金（OMERS）とともに、先進国の電力発電電、ガスパイプライン、鉄道などのインフラストラクチャーに投資する共同投資協定を締結し、インフラ投資を開始することとしました。運用は投資信託を通じて行い、投資信託の運用者であるニッセイアセットマネジメント株式会社が、マーサー・インベストメントズの助言を得て、OMERS が発掘するインフラ投資案件への参加可否を判断することとなります。

今後、適切な投資案件が選定された際に資金を拠出し、投資規模は 5 年程度をかけて最大総額約 27 億米ドル（約 2,800 億円）を予定しています。インフラ投資は、海外の年金基金等では有力な運用手法となっており、長期にわたり安定した利用料収入が得られるとともに、株式市場等の価格変動の影響を受けにくいことから、債券や株式との分散投資により、年金財政の安定に寄与する効果が期待できます。

共同投資協定の締結



(5) 第 186 回国会衆議院厚生労働委員会

ところで、プレスリリースから 1 カ月余りが経過した平成 26 年 4 月 2 日開催の第 186 回国会衆議院厚生労働委員会において、委員と GPIF 理事長との間で、つぎのような応酬があったが、国民の理解を得るための説明責任、あるいは「出口戦略」について考慮することなく、拙速に事を構えてしまった証左と言わざるを得ない。

第 186 回国会衆議院厚生労働委員会会議録第 7 号から抜粋（下線、太字は筆者）

（略）

○長妻委員 そうすると、今回のスキームは、十五ページにありますけれども、GPIF が投資信託、ニッセイアセット、助言がマーサーということですが、手数料というのはどのぐらいの金額を想定されておられるんですか。

○三谷参考人 私どもでは、基本的に、国民の皆様の御理解が得られるよう積極的に情報開示を進めておりまして、その一環として、各運用受託機関、これは実際に運用してもらっているところでございますが、そういったところに支払った手数料につきましても当法人のホームページにおいて公開しております。

しかしながら、今回のインフラ投資につきましては、私募の投資信託ということで守秘義務が課せられておるため、具体的な水準については公表することができないわけでございますけれども、一般的なインフラ投資と比べて低位な水準であると考えております。

○長妻委員 手数料は公表できないということでありまして、利回り目標というのはどのぐらいを考えておられるんですか。

○三谷参考人 これも、OMERS との間ではそれなりの利回りがとれるものということで協定を結んでおりますが、内容については、OMERS との関係で守秘義務がございまして、私どもとしては、これも公表いたしかねるということでございます。

ただし、実際に投資が行われまして運用利回りが上がってきたときには、そういったものの内容につきましては、しかるべき機会に公表してまいりたいと思っております。

○長妻委員 この運用利回りが、目標がわからなければ、後から利益だけが公表されるという趣旨であるとする、その目標が達成されたか達成されていないか、国会で検証ができないということにもなるわけです。手数料も非公開。個々のプライベートのファンドであればそれはわかるんですけれども、これは国会でチェックして、国民の金でありますので、それが開示できないというような契約を結んでいるというのは、いろいろ議論のあるところではないかと思っております。

（略）

はたまた、インフラ投資を開始して後の、オルタナティブ運用担当職員募集あるいはオルタナティブ投資に係る法務助言等業務調達などの状況から推し量り、リスク管理体制を構築することなく、延いては「出口戦略」を策定することなく、拙速に事を

構えてしまったことは明らかと言わざるを得ない。

表 8 GPIF のオルタナティブ投資に対する取り組み

年月日	取り組み
平成 24 年 8 月 10 日	GPIF、オルタナティブ投資スキームについての調査研究業務調達
平成 25 年 6 月 14 日	「日本再興戦略」閣議決定
平成 25 年 7 月 1 日	第 1 回公的・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
平成 25 年 7 月 22 日	GPIF、第 70 回運用委員会において平成 24 年度委託調査研究（委託先/渥美坂井法律事務所、キャピタル・ダイナミックス、T&D アセットマネジメント、ブライトトラスト PE ジャパン）について報告
平成 25 年 7 月 30 日	第 2 回同上有識者会議
平成 25 年 8 月 23 日	第 3 回同上有識者会議
平成 25 年 9 月 12 日	第 4 回同上有識者会議
平成 25 年 9 月 26 日	第 5 回同上有識者会議
平成 25 年 9 月 26 日	同「中間論点整理」公表
平成 25 年 10 月 15 日	第 6 回同上有識者会議
平成 25 年 10 月 30 日	第 7 回同上有識者会議
平成 25 年 11 月 20 日	第 8 回同上有識者会議
平成 25 年 11 月 20 日	同「報告書」公表 「①運用対象の多様化 （略）新たな運用対象（例えば、REIT・不動産投資、インフラ投資、ベンチャー・キャピタル投資、プライベート・エクイティ投資、コモディティ投資など）を追加することにより、運用対象の多様化を図り、分散投資を進めることを検討すべきである」
平成 25 年 12 月 13 日	日経新聞「公的年金を海外でインフラ投資 GPIF、カナダ基金と提携」「財務省と金融庁は 13 日に開く有識者会合で、GPIF に海外年金基金との共同投資を始めるように要請する」
平成 25 年 12 月 13 日	金融庁金融・資本市場活性化有識者会合「提言」公表 「GPIF 等の運用対象の拡大にあたっては、例えば、日本政策投資銀行（DBJ）のノウハウを活用した海外年金ファンドとの共同投資が有効である」
平成 25 年 12 月 24 日	「独立行政法人改革等に関する基本的な方針」閣議決定
平成 26 年 2 月 28 日	GPIF「国内外の機関投資家との共同投資協定に基づくインフラ投資の開始について」公表 「投資規模は、5 年程度をかけて最大総額約 27 億米ドル（約 2,800 億円）」

平成 26 年 4 月 1 日	GPIF、渥美坂井法律事務所にオルタナティブ投資に係る法律業務委任
平成 26 年 4 月 8 日	第 4 回産業競争力会議フォローアップ分科会
平成 26 年 10 月 31 日	GPIF「基本ポートフォリオの変更について」公表
平成 27 年 2 月 2 日	GPIF、オルタナティブ運用担当職員募集
平成 27 年 4 月 2 日	GPIF、オルタナティブ投資に係る法務助言等業務調達
平成 27 年 6 月 23 日	GPIF、西村あさひ法律事務所に（プライベート・エクイティを主たる業務とする）オルタナティブ投資に係る法務助言等業務を委任（複数年契約）
平成 27 年 6 月 26 日	GPIF、TMI 総合法律事務所に（インフラストラクチャーを主たる業務とする）オルタナティブ投資に係る法務助言等業務を委任（複数年契約）
平成 27 年 7 月 3 日	GPIF、森・濱田松本法律事務所に（不動産を主たる業務とする）オルタナティブ投資に係る法務助言等業務を委任（複数年契約）
平成 27 年 8 月 5 日	GPIF、オルタナティブ運用担当職員募集（通年）
平成 27 年 9 月 9 日	GPIF、オルタナティブ投資に係るコンサルティング業務調達
平成 27 年 11 月 9 日	GPIF、シービーアールイーにオルタナティブ投資に係るコンサルティング業務を委託
平成 27 年 11 月 10 日	GPIF、タワーズワトソン・インベストメント・サービスにオルタナティブ投資に係るコンサルティング業務を委託
平成 27 年 11 月 16 日	GPIF、ケンブリッジ・アソシエイツ・アジア・プライベート・リミテッドにオルタナティブ投資に係るコンサルティング業務を委託
平成 28 年 2 月 26 日	GPIF、オルタナティブ投資に係る税務助言等業務調達
平成 28 年 6 月 13 日	GPIF、オルタナティブ運用担当職員募集（28.8.19 期限）

表 9 GPIF インフラ投資（外貨建て投資信託受益証券ファンド第 1 号）時価総額

年度	時価総額	収益額
平成 25 年度末	2 億円	マイナス 0 億円
平成 26 年度末	55 億円	マイナス 7 億円
平成 27 年度末	814 億円	プラス 6 億円

（注）当該ファンドで管理する受益証券については、運用上は国際的な基準に従って適切に算出された時価により管理しており、この業務概況書においても特に断りのない限り、時価で収益や残高を開示しています。なお、会計上は、現行の国内会計基準に従い、その他有価証券として区分し、取得原価による評価を行い、原則として外貨建ての取得価額の円換算額（決算日）を貸借対照表の資産の部に、及びその為替換算差額を貸借対照表の純資産の部に計上しています。

表 10 GPIF 常勤職員の数

年度	職員数
平成 18 年度 (19 年 3 月末現在)	81 人
平成 19 年度 (20 年 1 月 1 日現在)	77 人
平成 20 年度 (21 年 1 月 1 日現在)	76 人
平成 21 年度 (22 年 1 月 1 日現在)	75 人
平成 22 年度 (23 年 1 月 1 日現在)	72 人
平成 23 年度 (24 年 1 月 1 日現在)	71 人
平成 24 年度 (25 年 1 月 1 日現在)	71 人
平成 25 年度 (26 年 1 月 1 日現在)	72 人
平成 26 年 2 月 28 日	インフラ投資開始
平成 26 年度 (27 年 3 月末現在)	79 人
平成 27 年度 (28 年 3 月末現在)	90 人

5. プロ向け市場における利潤追求のための常套手段と対応策

「金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令」第 10 条において、「適格機関投資家」すなわち「有価証券に対する投資に係る専門的知識及び経験を有する者として内閣府令で定める者」（金融商品取引法第 2 条第 3 項）、まさしくプロの投資家と見做される GPIF が、インフラ投資などの、非伝統的資産、非市場性資産あるいはオルタナティブ資産への投資を実施する場合には、その資産規模から必然的に、運用規制およびディスクロージャー規制が、公募の投資信託より緩やかな、私募の投資信託などのプロ向け市場を利用することになる。

そして、言わば、嘘も騙しもありのプロ向け市場における利潤追求のための常套手段は、利益相反行為である。

先にプロ向け市場におけるプライベートスキーム全般の立ち上げに際して留意すべき「出口戦略」策定上のポイントのその 6 として謳ったとおり、契約条項あるいは契約文言について、利益相反行為に繋がるであろう可能性を徹底的に検証し、排除のためには、利益相反行為の具体例、利益相反行為実現のための運用者の戦術的取り組み、さらに投資家の利便性確保を装った運用者の主導権確保のための手段などについて洗い出し、検証の勘どころを掴んで置く必要がある。

(1) 利益相反行為の具体例

金融・証券市場において利潤を獲得するための手段は、手数料の積み上げ、ないしは資金利鞘の確保であることから、利益相反行為の具体例としては、つぎの二つを描いて無い。

その 1	不要不急な売買指図により、系列証券会社に不当な手数料を補てんする
------	----------------------------------

その 2	不要不急な借入れ指図により、系列銀行に不当な利鞘を補てんする
------	--------------------------------

(2) 運用者の戦術的取り組み

かかる利益相反行為実現のための運用者の戦術的取り組みについての具体例は、つぎのとおり。

その 1	複雑な契約形態を導入し、体力勝負に持ち込み、時間切れに追い込む
その 2	包括的な秘密保持契約の締結により、相手組織の分断を図り、交渉力を削ぐ
その 3	あらゆる機会を捉えて情報開示免除の文言を契約書に盛り込む
その 4	投資家が借入禁止とした場合においても、契約書に例外実施の余地を残す

(3) 運用者の主導権確保のための手段

さらには、投資家の利便性確保を装った運用者の主導権確保のための手段に注意する必要がある、代表例はつぎのとおり。

その 1	ファンドの運営方法である、アンブレラ方式
その 2	資金の拠出方法である、キャピタルコール方式

「アンブレラ方式」とは、複数のファンドを纏めてひとつのファンドグループとして組成し、単一の管理会社、単一のカストディアンの下で運営するファンドの運営方法である。

一見、投資家にとって利便性が高くメリットがあるように思われるが、基本的に運用者サイドが提供する運用者に有利な契約書面をチェックすることになり、且つ複雑な契約形態から書面の量が膨大になることから、時間内に十分なチェックを施すことが出来ず、なし崩しに運用者に有利な条件を強いられる恐れが多分にある。

「キャピタルコール方式」とは、投資家が予め契約として投資金額枠を定めて置き、運用者が契約期間内において予め契約した投資金額枠に基づき、いつでも投資家に対し払込み要求できる資金の拠出方法である。

投資家が様子を見ながら段階的に実施できるものと錯覚し、契約時一括拠出と比べ、契約当初におけるリスクのチェックが甘くなる傾向があり、時として見切り発車に陥る恐れがある。

6. “奔（はし）りて殿（しんがり）す”

孔子の「論語」第六篇である、雍也（ようや）第六の十五に「子曰く、孟之反（もうしはん）伐（ほこ）らず、奔（はし）りて殿（しんがり）す。将に門に入らんとす。その馬に策（むち）うちて曰く、敢て後（おく）れたるにあらず、馬進まざるなり。」とある。

ちなみに、渋沢栄一²は、その生涯における大作「論語講義」において、つぎのとおり雍也第六の十五について解説を施し、兵法において進撃よりも退却を上手にやる指揮者が真の名将であり「後始末をちゃんとつけられるような人でなければ、真の名実業家とはいえない」と講義している。

竹内均編「渋沢栄一論語の読み方」から抜粋（165 頁から 166 頁）（下線、太字は筆者）

孟之反は謙虚な人で、自分の功績を誇ることがなかった。

魯の哀公の時代に齊の高無平が軍をひきいて攻めてきた。魯も兵を出してこれを防ぎ郊外で戦ったが、敗けて退却した。このとき孟之反が殿を務めて敵の追撃を防ぎ、全軍を護衛して帰還した。そして都の城門に入ろうとする際、自分の馬に鞭をあてながら人に語ったという。

「私がおくれたのは殿を務めたためではない。馬が疲れて走らなかったからだ」と、自分の功を隠した。

大したことでもないのに、ふつうの人は誇りたがるものだが、殿軍として大功を立てても人に知らせないというのは、その人物の器が大きく心が落ち着いているからだ。だから孔子はこれを大いに称賛したのである。兵法において進撃よりも退却を上手にやる指揮者が真の名将であるとしている。孟之反こそ真の名将である。

殿の重要性は兵法だけではない。実業界においても益勘定より損勘定を精細に取り扱って、後始末をちゃんとつけられるような人でなければ、真の名実業家とはいえない。またこういう人でなければ、けっして事業に成功するものでない。

私は日頃この考え方で事業に当たり、殿を務める心がけをもって今日にいたったつもりである。

すなわち、「殿」（しんがり）とは、退却する軍列の最後尾にあつて、敵の追撃を防ぐこと、またはその部隊を指し、転じて隊列や順番などの最後尾の意に用いる。

兵法以外における「殿」（しんがり）の例としては、パーティ登山におけるリーダーの位置がある。

たとえば、山と溪谷社発行の登山技術全書②山田哲哉著「縦走登山」は、行動技術に関する章立ての中でパーティと行動について、つぎのように記述している。

山田哲哉著「縦走登山」から抜粋（87 頁）（下線は筆者）

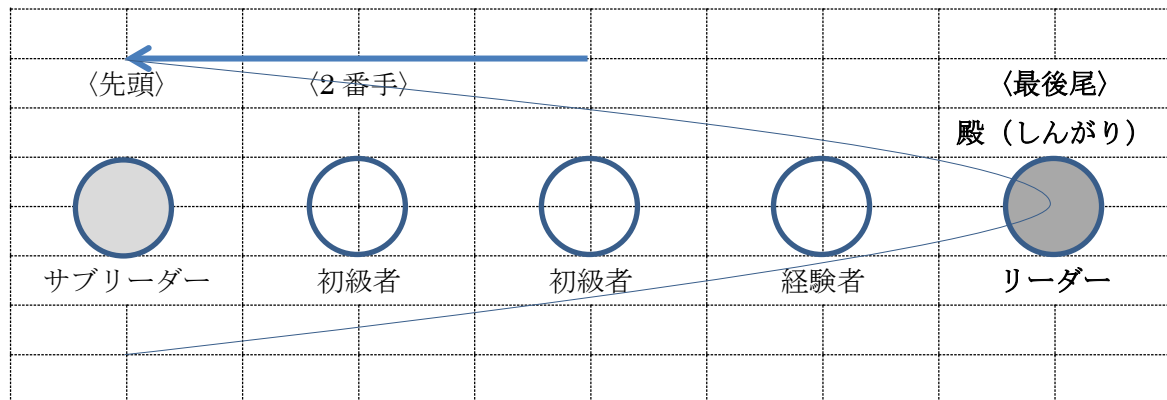
パーティ登山の実際

実際のパーティ行動では、基本的にはサブリーダー的な人が先頭を歩く。リーダーは最後尾からパーティ全体を見渡し、必要な指示を出しながら進むのが一般的だ。

歩行のペースは最も遅い人が無理なく行動できるスピードになるようにして、そのため

² 渋沢栄一（1840－1931）は、幕末から大正初期にかけて活躍した実業家。日本の近代経済社会の基礎を築き、実業界のみならず社会公共事業、民間外交の面においても指導的役割を果たした。

に、2 番手はふつう最も体力的に心配な初心者がくるようにする。しっかりしたメンバーが複数いるときには、初心者をはさんで初心者、ベテラン、初心者と続くと、個々の場面で適切なサポートがやりやすいであろう。



事ほど左様に「殿」(しんがり)は、事業を完遂する上で、欠くべからざる重要な役割であり、かかる役割を担うためには、知識、経験のみならず、全体を鳥瞰することのできる卓越した洞察力を備えていなければならない。

7. まとめ

以上、非伝統的資産、換言すると非市場性資産あるいはオルタナティブ資産への投資のための「出口戦略」策定上のポイントについて、専ら投資の前提条件となる投資の仕組み、すなわちプライベートスキームの観点から、日米包括経済協議の所産として導入が図られたリミテッド・パートナーシップ指定単スキームを参考に、論点の整理を試みて来たが、かかる資産への投資のための「出口戦略」策定に際しては、今一つ制約条件となる流動性リスクについても着目の必要がある。

前提条件	制約条件
投資の仕組み (プライベートスキーム)	流動性リスク

そこで改めて、投資の仕組みのみならず、流動性リスクの観点をも踏まえて、かかる資産への投資のための「出口戦略」の策定に関する課題・問題点および解決策の全体像を捉えて見ると、以下ようになる。

(1) 考慮すべき主な課題

かかる資産への投資のための「出口戦略」策定に際して考慮すべき主な課題は、つぎの3点に集約することが出来る。

表 11 考慮すべき主な課題

課題	考慮すべき事項
第一	投資資金の回収方法

第二	事業の見直し、紛争処理の基準などの環境変化への対応策
第三	プロ向け市場におけるリスク対応策

第一の課題は、投資資金の回収方法である。

およそ非伝統的資産、非市場性資産あるいはオルタナティブ資産への投資は、流動性リスクを甘受するものである。

したがって、かかる資産への投資のための「出口戦略」策定に際して考慮すべき第一の課題は、投資資金の回収方法、具体的には「買い手探し」あるいは「セカンダリーマーケット（流通市場）の創設」などの方法であるが、かかる課題は、最優先、且つ最も解決困難な課題である。

第二の課題は、事業の見直し、紛争処理の基準などの環境変化への対応策である。

かかる投資は、投資期間が10年、20年、さらには20年超と長期に亘り、環境変化が不可避であることから、事業の見直し、紛争処理の基準などの環境変化への対応策を「出口戦略」として明確にして置く必要がある。

第三の課題は、プロ向け市場におけるリスク対応策である。

かかる投資は、投資家保護よりも参加者の利潤追求が優先するプロ向け市場における投資であることから、同市場においてリスクを回避するための対応策を「出口戦略」の一環として講じて置く必要がある。

(2) 第一の課題についての問題点および解決策

当然のことながら、非市場性であるかかる資産の買い手は、一朝一夕に見つかるものではない。

表 12 課題内訳ごとの問題点（表 13 に続く）

課題および課題内訳		問題点
第一	投資資金の回収方法（「買い手探し」「セカンダリーマーケットの創設」）	
		買い手は一朝一夕に見つかるものではない
第二	事業の見直し、紛争処理の基準などの環境変化への対応策	
第二の1	記録の作成保持	習慣が無い
第二の2	長い投資期間	環境変化への対応策
第二の3	紛争処理（責任関係）	投資家保護の無いプロ向け市場における紛争処理
第二の4	紛争処理（裁判管轄）	投資家保護の無いプロ向け市場における紛争処理
第二の5	紛争処理（解散手続）	明文化
第三	プロ向け市場におけるリスク対応策	
第三の1	利益相反行為の排除	プロ向け市場におけるリスク対策
第三の2	守秘義務契約の弊害	第三者チェック機能の不全を招く自縄自縛

第三の 3	リスク管理	リスク管理のための経営資源の投入時期
-------	-------	--------------------

かつてグリーンピア（大規模年金保養基地）から撤退するに際し売却などが思うに任せず、土地取得費や当初建設費ほか投資資金を俄かに回収することが出来ず、結局のところ多大な損失を被ることとなった事実を、想起の必要がある。

およそ非市場性資産についての「買い手探し」あるいは「セカンダリーマーケットの創設」は、自律的に解決可能な課題ではないことから、解決策は、投資期間を通じ絶えず課題として認識し管理のうえ、戦略的に、取り分け強かな交渉事として対応を図って行く以外に方途はない。

（3）第二、および第三の課題についての問題点および解決策

第二、および第三の課題については、第一の課題と異なり、主体的な取り組みによる解決が可能ではあるものの、表 12 に掲げた課題内訳ごとの問題点があり、解決策は、表 13 のとおりである。

ところで GPIF は、平成 26 年 2 月 28 日「国内外の機関投資家との共同投資協定に基づくインフラ投資の開始について」をプレスリリースするに先立って、かかる課題・問題点を解決し得たのであろうか。

GPIF は、守秘義務契約の自縄自縛から、国民の理解を得るための説明責任を、未だに果たすことが出来ないでいる。

ちなみに、かつて年金福祉事業団は、リミテッド・パートナーシップ指定単スキームを立ち上げるに際して「リミテッド・パートナーシップ契約に関するガイドライン」を策定し公表したが、GPIF は、類する指針を公表してはいない。

表 13 課題内訳ごとの解決策（表 12 に対応）

課題内訳	解決策
第一	
	投資期間を通じ絶えず課題として認識し管理のうえ、戦略的に対応
第二	
第二の 1	交渉記録を作成し保持することを習慣付ける
第二の 2	期限の利益を放棄することなく投資期間とは別に契約の更新期間を設ける
第二の 3	「故意」「重過失」のみならず「過失」についても責任を負わせる
第二の 4	管轄裁判所は、日本の裁判所とする
第二の 5	解散、清算手続を契約書に明記する
第三	
第三の 1	利益相反行為に繋がるであろう可能性を徹底的に検証し排除する
第三の 2	守秘義務については包括契約とせず木目細かく対応する

(4) “奔（はし）りて殿（しんがり）す” の覚悟

事ほど左様に、非伝統的資産、非市場性資産あるいはオルタナティブ資産への投資においては、長期に亘る投資期間あるいは「買い手探し」などが覚束ない流動性リスクの制約を考慮し、眼前のベストシナリオのみに依拠することなく、想像力を逞しくし最悪の事態をも想定のうえ、対応策を講じて置く必要があるのであり、かかる資産への投資のための「出口戦略」は、退却する軍列の最後尾にあって、敵の追撃を防ぐ、まさしく“奔（はし）りて殿（しんがり）す” の覚悟を持って策定の必要がある。

したがって“奔（はし）りて殿（しんがり）す” の覚悟が無く、あるいは覚悟を代替する組織体制が未整備な状況においては、かかる資産への投資は完結する筈がなく、それ故に投資を開始すべきではない。

以上

《参考文献》

- 厚生労働省「第 39 回社会保障審議会年金部会資料」（平成 28 年 7 月 25 日）
- 厚生労働省ホームページほか公表資料
- 信託協会ホームページ
- 「日本国政府及びアメリカ合衆国政府による金融サービスに関する措置」（1995 年 2 月 13 日）
- 河村健吉著「企業年金危機」（中央公論新社刊 1999 年 7 月 15 日）
- 年金福祉事業団「リミテッド・パートナーシップ契約に関するガイドライン」（平成 7 年 7 月 6 日）ほか公表資料
- 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（平成 25 年 11 月 20 日）
- 金融・資本市場活性化有識者会合「金融・資本市場活性化に向けての提言」（平成 25 年 12 月 3 日）
- 日本経済新聞「海外インフラへの投資拡大 GPIF、公的年金で数兆円」（2013 年 7 月 30 日）
- GPIF「国内外の機関投資家との共同投資協定に基づくインフラ投資の開始について」（平成 26 年 2 月 28 日）
- GPIF「平成 25 年度、平成 26 年度、平成 27 年度業務概況書」
- GPIF ホームページほか公表資料
- 衆議院第 186 回国会厚生労働委員会会議録第 7 号（平成 26 年 4 月 2 日）
- 渋沢栄一記念財団ホームページ
- 原著者渋沢栄一、竹内均編「渋沢栄一論語の読み方」（三笠書房刊）
- 山田哲哉著「縦走登山」（登山技術全書②）（山と溪谷社刊 2005 年 6 月 20 日）

《参考資料》

日本国政府及びアメリカ合衆国政府による金融サービスに関する措置から抜粋

(略)

III. 資産運用業務

(1) 安全性と効率性は、年金資金運用の 2 つの根本的な要素である。年金資産の安全かつ効率的な運用は、運用機関間の競争、運用機関による運用の特化・多様化の機会の拡大及び安全性の観点からの透明かつ適切な諸規制により、最も長く実現される。

(2) 両政府は、公的年金資金の運用は本質的に安全・確実かつ効率的に行われることが重要であること、とりわけ安全な運用が優先されるべきであることを確認する。この観点から、日本国政府は、公的年金資金は、実際に元本保証が付されているかどうかにかかわらず、元本保証を付しうる運用対象に投資されるべきであり、法律上元本保証が禁じられている運用対象には投資されるべきではないとの立場に立っている。更に両政府は、公的年金資金の運用においては、国又は国に準ずる機関が運用資金として個別銘柄株を取得すべきでないこと、公務員又は準公務員が公務として個別銘柄株選定の指図を行い得ないことが担保されることが重要であることを確認する。

(3) 年金福祉事業団の資金運用に対する投資顧問会社のアクセス

a. 1995 年度予算編成過程において、日本国政府は、年金福祉事業団の資金運用事業について、運用形態の多様化により運用効率の向上を図るため、「指定単」の枠組みの中で、投資顧問会社が実質的に参入することを認めることとした。この目的のために二つの運用手法、即ち投資信託とリミテッド・パートナーシップを設けることとしている。

b. 上記運用手法については、

i. 年金福祉事業団は、これらの運用手法を利用して投資顧問会社によって運用しうる民間金融機関への資金配分を決定しうる。

ii. 年金福祉事業団は、これらの運用手法により、専門のファンドマネージャーによる特定資産への特化運用が可能となる。

iii. 投資顧問会社は、新スキームの実施のための仕様を具体化する過程に参加することができる。

iv. これら運用手法は、1995 年度予算の国会承認を条件として、同年度中に実施することとする。

c. 大蔵省は、新スキームが、投資顧問会社が公的年金貸金の運用に参入するための有効な方法となるものと考えている。

d. 1999 年の次期年金財政再計算時において、このスキームの見直しが行われうる。

(4) 他の年金資金へのアクセス

a. 厚生年金基金

i. 日本国政府は、次の措置により、引き続き投資顧問業者の厚生年金基金の資金運用へのアクセスを改善する意図を有する。

A. 厚生年金基金の自主運用の認定のための 8 年要件を 3 年に短縮する。

B. 厚生年金基金の現行 1/3 の自主運用枠を段階的に拡大する。

- ii. 日本国政府は、厚生年金基金の資産の運用機関間の資金配分及びその変更は、政府の規制に適合しかつ契約上の義務に従いつつ、厚生年金基金により決定されることを確認する。
 - b. 共済組合
 - i. 日本国政府は、次の措置により、共済組合の資金運用へのアクセスを改善する意図を有する。
 - A. 国家公務員等共済組合連合会に対し、投資顧問業者と投資一任契約を締結することを認める。
 - B. 日本電信電話共済組合に対し、投資顧問業者と投資一任契約を締結することを認める。
 - ii. 日本国政府は、投資一任契約を通じて次の共済組合の貸金運用を行うことが、既に投資顧問業者に認められていることを再確認する。地方公務員共済組合連合会、東京都職員共済組合、地方職員共済組合、指定都市職員共済組合、全国市町村職員共済組合連合会、警察共済組合、公立学校共済組合、農林漁業団体職員共済組合。
 - c. 適格年金
 - i. 日本国政府は、現在の適格年金信託の枠組みにおいて、信託銀行が、自らの裁量による投資判断で、その枠組みに属する貸金を、証券投資信託に投資しうることを確認する。
- (5) 特化運用の容認
- a. 1995 年度中に、現行の資産配分規制を改め、受託機関ごとの規制から、年金福祉事業団資金全体（生命保険の合同運用ファンドを除く）に対する規制とする。
 - b. 日本国政府は、厚生年金基金の自主運用部分において運用機関側に課せられている投資運用規制も撤廃する意図を有する。
- (6) 時価会計及びパフォーマンス評価
- a. 日本国政府は、1995 年半ばまでに最終報告において結論をまとめる予定の厚生省の検討会の議論に基づき、時価ベースを考慮に入れる観点から、1996 年半ばまでに厚生年金基金の数理基準を改める意図を有する。日本国政府は、その新しい基準を遅くとも 1997 年度に実施する意図を有する。
 - b. 更に、日本国政府は、
 - i. 国際的に受け入れられている形式に沿って標準化されたパフォーマンス・データを開発するために、年金基金及び年金基金運用者によりなされた最近の進展を歓迎する。
 - ii. 年金基金による独立したパフォーマンス評価会社の利用が増加していることを歓迎するとともに、年金基金が個々の年金基金運用者のパフォーマンスについて独立した評価を得る機会を有することを引き続き確保する。
 - iii. 年金基金運用者がその運用する基金のパフォーマンスに関するデータを時価ベースでかつ国際的に受入れられた形式で準備するよう慫慂する。日本国政府は、また、年金基金及び年金基金運用者等の関係者が、パフォーマンス評価を実施するために必要なパフォーマンスに関するデータを、年金基金が利用するパフォーマンス評価会社等の関係当事者に対し、提供するよう慫慂する。
- (7) 投資信託
- a. 投資信託委託業務と投資一任業務の併営
 - i. 日本国政府は、投資信託市場に対するアクセスの改善及び競争の促進の見地から、以下に掲げる事項を満たす投資一任会社が委託会社としての免許を受けることを条件に、一つの会社で投資信託委託業務と

投資一任業務を営むことを認め、また、同様に、以下に掲げる事項を満たす委託会社が投資一任業務の認可を受けることを条件に、一つの会社で両業務を営むことを認める。

ii. 上記パラグラフ（7）a. 1.の要件は、次の通り。

A. 委託会社としての免許を受けることを望む投資一任会社、又は、投資一任業務の認可を受けることを望む委託金は、

1. 直近3年間平均で3,000億円以上の運用資産を有していなければならない。日本における外資系投資一任会社の場合は、そのような平均運用資産は親会社の平均運用資産とする。かつ、

2. 直近の期間において経常黒字を計上していなければならない。特別の事情で経常赤字を計上した会社の場合は、直近3期間のいずれかにおいて経常黒字を計上していれば、依然として免許適格である。

B. 委託会社は日本国内において設立された株式会社でなければならない。

iii. 上記パラグラフ（7）a. 1.に関連し、日本国政府は、委託会社に関する現行の最低資本金基準（3億円）を撤廃し、5,000万円を下回らない純資産を維持するために適切な額の資本金を準備すべしとする基準に改めるとともに、新たな基準を、投資信託委託業務を営もうとする投資一任会社にも適用する。

b. 投資信託商品の販売

i. 日本国政府は、商業銀行の証券子会社は投資信託商品を販売することが認められること、及び、委託会社は投資信託商品を直接に販売することが認められていることを確認する。これらの販売チャネルは、委託会社のビジネス機会の拡大のために、最大限活用されるであろう。

ii. 日本国政府は、また、委託会社が、現行の関連する規則の下で、単位型スポットファンドを除き、投資信託商品のパフォーマンスを広告するために、いかなる媒体をも利用しうることを確認する。

c. パフォーマンスに関するデータの開示の向上

i. 日本国政府は、投資信託のパフォーマンスに関するデータの時価ベースでの開示を向上させることとし、このため、関係する自主規制機関に対し、投資者が個々のファンドの運用パフォーマンスについてより長い情報を得られるよう、新たな株式投資信託商品に関する運用パフォーマンス等を記載した表を開発し、月次ベースで公表するとともに、既存の投資信託商品に関する運用成績公開制度を改善するよう求める。

ii. 日本国政府は、関係する自主規制機関に対し、投資信託商品に関する運用パフォーマンスに関する基礎的なデータが、パフォーマンス評価のために民間機関に建供される仕組みを確立するよう求める。

iii. 日本国政府は、運用方針、収益分配方針、商品リスク、報酬、資産配分等の事項に関するより詳細な情報に基づいて投資者が投資判断をなしうよう、委託会社に対し、受益証券説明書及び年次運用報告書の内容を充実させることにより、投資信託商品に関する開示を向上させるよう求める。

d. 新規運用対象

i. 日本国政府は、委託会社が、各ファンドの50%未満を限度として、国内CD、コール・ローン、実物資産の証券化関連商品のような、証券取引法（以下、「証取法」という。）第2条に定義されているもの以外の商品へ運用することを認める。日本国政府は、また、委託会社が独自の商品や運用方針を開発するよう奨励し、投資者の多様なニーズに応えるため、ファンドが運用することを認められる商品の種類に関する現行の制約を、投資家保護等のための最低限の基準の下で、次の通り抜本的に緩和する。

- A. 先物・オプション取引の利用はヘッジ目的の場合に限定するとの制約を撤廃し、これらの取引を一般的な資産運用のために利用することを認める。
- B. 委託会社が海外及び国内の私募債への運用を行うことを認める。
- C. 株式の信用売りの認められる範囲を拡大する。
- D. 外国有価証券への運用を特定の海外市場で取引されるものに限定している規制を撤廃し、全ての市場で取引される証券への運用を認める。
- E. 他の投資信託商品への運用を認める。
- F. 実物資産の証券化関連商品への運用を認める。
- G. 金利先渡契約（FRA）及び為替先渡契約（FXA）取引を認める。
- ii. 日本国政府は、また、証取法第2条の有価証券とされる商品の拡大の結果として、委託会社はより幅広い範囲の有価証券に運用できるようになることを確認する。
- e. 外国投資信託商品の販売
- i. 日本国政府は、海外カントリーファンドを、募集総額の最大限5/6までの範囲で、日本において販売することを認めるとともに、外国投資信託商品の日本における販売に関する基準の透明性を確保するため、通達を発出する。
- （８）米側措置
- a. 外国ファンドマネジャーによるアクセス
- i. 日本国政府は、外国ファンドマネジャーが米国ファンドマネジャーと同様の要件の下で、米国ファンドを設定・登録してきたこと、及び、設定・登録できることを認識する。
- ii. 日本国政府は、米国証券取引委員会（以下、「SEC」という。）のスタッフが、アメリカ合衆国及び海外の顧客を有する外国投資顧問に関する制約を緩和することにより米国市場に対するアクセスを自由化するための一連の措置を既にとってきていることを認識する。SECスタッフがとった措置は、日本に拠点を有する投資顧問が日本及びアメリカ合衆国双方の顧客にサービスする能力を向上させた。
- iii. アメリカ合衆国政府は、日本国政府によって提起された投資顧問に関する諸問題とともに、外国投資信託のアクセスに課されている諸制約に対処するために追加的にとりうる措置を、米国法における投資家保護の要請との整合性を確保しつつ検討するよう、SECのスタッフを慫慂した。SECのスタッフは、このような外国投資信託及び投資顧問のアクセスに関する諸制約・諸問題に対処する行政上の措置を検討し、適当な場合には、そうした措置の実施に向けて、要請に基づき、日本国政府の関連する行政当局との協議に進んで応ずる。この関連で、アメリカ合衆国政府は、投資会社法案7条(d)が、投資信託に関しケース・バイ・ケースでそのような諸問題に対処する権限を与えていることに留意する。
- （９）実施された措置の認識
- a. アメリカ合衆国政府は、日本国政府が厚生年金基金の「オールドマネー」と「ニューマネー」の区分を撤廃したことを認識する。

《参考資料》

河村健吉著「企業年金危機」中央公論新社刊から抜粋（166 頁から 170 頁）（下線は原文）

外圧－アメリカの年金市場参入戦略

日本政府は、アメリカ政府に、基金の数理基準の時価会計採用と運用規制の全面的撤廃を約束し、90 年代後半の規制緩和に道を拓いた（95 年 1 月「日米金融協議」、本書 40 ページを参照）。

金融協議におけるアメリカの要求は、米系投資顧問の年金市場参入だった。外資系投資顧問のオピニオン・リーダーの一人だったモルガン・スタンレー投資顧問のアルカイヤ社長は、年金市場の規制緩和要求の狙いを、次のように明快に語っている（「日経金融新聞」94 年 4 月 28 日付）。

「日本の企業年金の総資産の約 94%は国内生命保険会社と信託銀行 15 社によって管理・運営されている。外資系信託銀行および投資顧問会社によって管理・運営されているのは推定で 0.3%にとどまっております、このこと自体きわめていびつだと思っている。しかしとくに問題にしたいのは、国内系、外資系の区別などを超えた話だ。日本の年金生活者により高い運用成績を享受できるチャンスを与えるべきだというのがわれわれの主張だ」（下線は引用者）

アルカイヤ氏は、年金資産は 160 兆円（公的年金と私的年金の合計）を超え、2000 年までにさらに 50%増加すると予測し、次のように強調した。同氏の主張は日本の規制緩和論者に大きな影響を与えた。

「日本の年金基金が積み立て不足になっているうえに、日本が人口動態から見て世界で最も急ピッチで高齢化社会に向かっているからだ。……だからこそ、今からの運用が重要なのだ。これからの運用が失敗すれば、次世代に禍根を残しかねない」（同）

日米協議にあたり、アメリカ政府を支援するため、在日米国商工会議所（ACCJ）は、日本の年金・投資信託市場の本格的な市場開放をうながす 9 項目の提言を発表した（注）。同提言は「日本の年金・投資信託市場の膨大な資産の管理・運用業務は、きわめて魅力的なビジネスに発展する可能性を秘めている。しかしながら、日本の法規制と商習慣が、この 2 つの市場へのアクセスを大手の日系金融機関に限っている」と強く非難し、基金運用の一部を信託、生保に限定している規制の廃止、運用規制の撤廃、資産評価の簿価基準の廃止等を要求した（「企業年金」93 年 8 月号）。

（注）ACCJ の 9 項目の提言は次のとおり。①運用評価機関は民間主導で、②運用機関に対する免許制を廃止し登録制適用、③外資系企業の会社組織簡素化、④投信、投資顧問業務の兼営、⑤年金基金の一定配当主義の排除、⑥株式組み入れ比率規制の撤廃、⑦デリバティブ、外貨建資産の組み入れ自由化、⑧外資系信託銀行や保険会社に対する年金運用の割当規制の撤廃、⑨排他的なビジネス慣習の積極的排除（「日経金融新聞」93 年 6 月 24 日付）

アメリカの周到な年金市場の開放計画は、「日経金融新聞」が協議終了後に暴露した。長文の引用だが、アメリカ側の周到な計画を活写している。

「93年5月中旬にカナダで開かれた4極通商会議。出席した通産省幹部は米国からの要求を聞いて驚いた。詳細な市場開放要求が示されたのは自動車など通商そのものの分野でなく、金融、それも年金運用だった。10日後には、4極会議には出席しなかった大蔵省幹部も、1年8ヵ月ぶりに再開した日米金融協議の場で米財務省から「年金開放」を突き付けられる。

伏線は92年末にさかのぼる。同年6月に来日したマルビヒル氏（ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント社長、アルカイヤ氏と並ぶ「陰の立て役者」ー引用者）の音頭とりで、在日米国商工会議所（ACCI）内に26社からなる「投資運用小委員会」が発足。日本の年金運用の問題点を洗い始めた。作業にはジョン・ウィークス氏ら歴代米財務省アタッシュ（東京駐在官）もかかわった。

93年3月下旬に上院銀行委員会の公聴会で、サマーズ財務次官が「年金運用の閉鎖性が日本の年金受給者の権利を傷付けている」と証言したのは、いわばその成果。米国内で日本の年金運用開放を求める動きを加速させた「米証券業協会（SIA）レポート」も、実は、マルビヒル、アルカイヤ氏らが書いたものといわれる」（「日経金融新聞」95年11月21日付）

アメリカの市場開放の狙いは、日本の年金受給者の利益の擁護ではなく、資産運用業務がもたらす収益だった。「日経金融新聞」は次のように続けている。

「米国勢の熱心さは、日本の年金市場が“鎖国状態”だったがために、極めて魅力的だからにはかならない。世界最大の年金マネーを握る年福事業団の規模がほぼ倍増するなど、日本の年金資産は2000年には300兆円前後に達する。外国系金融機関の運用比率が92年の0.07%から米国並みの8%に高まれば、手数料率が0.2%でも年間5億ドル近い収益機会が発生する計算。しかも、厳しい競争下で、国際的な分散投資などのノウハウを蓄積した彼らには宝の山に映る」（同、下線は引用者）

運用規制の緩和論には、大蔵省証券局の「株式市場を巡る基本問題勉強会」が93年6月に公表したレポートがある。このレポートは、受託機関の画一的な投資行動はさまざまな運用規制等が要因であるとして、投資行動を多様化する環境整備の必要性を指摘した。企業年金の性格（長期投資、政策投資とは無縁）に着目し、「年金運用の短期的な実現益志向の見直し、株式投資等への画一的な運用比率規制の緩和・撤廃、中立的な民間の運用評価機関の設立および簿価による資産評価方法の見直し等により、受託機関投資家の行動を規定している仕組みを改め、その競争を促進していく必要がある」と主張した。

証券局のレポートも、さきの厚基連の資産運用専門委員会の報告書も、金融協議のアメリカ側当事者に伝わっていた。連合会の海外調査団の訪米時（93年5月）に、資産運用専門委員会の報告書が話題になったという（「企業年金」93年8月号）。このような経過で、幕末の開国と同様に、アメリカの外圧とこれに呼応した行政当局が、

企業年金の運用規制という「“鎖国”の扉を開いた」（「日経金融新聞」95年11月21日付）のである。