

# GPIFの存在意義とその活用法

慶應義塾大学大学院経営管理研究科

小幡績

# なぜ国で運用する必要があるのか？

- 代替案
  - 個人にすべて返す
    - 個人が勝手に運用
    - 401K型
- 個人よりもGPIFが有利な点
  - 規模のメリット
  - 長期のメリット
- GPIFのデメリット
  - 規模が大きすぎる
  - 組織の歪
  - 委託の歪: エイジェンシー問題

# GPIFが個人よりも有利なのは？

- 規模の利益
  - 運用会社に対する手数料
  - 情報コスト: 規模のメリットが効く
  - 運用会社なども情報をきちんとくれる
  - そのほか様々な規模の交渉力により、ベネフィットがある
  - 一流のリソース(人材、情報など)が利用可能なはず
  - 議論は分かれるが、市場でのリーダー的な投資家になれるので、影響力が大きく、勝ちやすい
  - そして何より分散投資がいかなる意味でも可能になり、普通の投資家が取れないリスクを取れる
- 長期の利益
  - 規模のメリットの最後の点とつながるが、長期の思考なので、普通の投資家が取れないリスクを取れる

# GPIFのデメリット

- 一般的に言われる批判
  - 規模が大きすぎる
    - 運用がしにくい
  - 運用は必ず失敗する
    - 投資家の心理、機関投資家の組織の歪

# デメリットをどう考えるか？

- 規模が大きすぎて、運用がしにくい
- ⇒
  - － 規模のメリットとのバランス
  - － 規模のデメリットを小さくする工夫は可能
    - 別のアセットクラス(資産の分類を細かく)
    - 委託先を分散
- 運用は必ず失敗する
  - － 投資家の心理、機関投資家の組織の歪
- ⇒
  - － 個人の運用も同様に失敗する
    - 個人の心理的な歪
  - － 平均的には、個人よりも機関投資家、ファンドなどの運用者のリターンの方が(手数料を除けば)高い
    - さらに工夫が出来る
      - － 規模のメリットで手数料を減らす
      - － 運用者の選別により、悪い運用者を排除し、平均を上げる
  - － 個人も結局誰かに委託する
    - 委託による組織、エイジェンシー問題の歪: 同じこと
    - 規模のメリットで、GPIFが有利

# GPIFの方向性

- 国で運用する意味はある
  - メリットを活かすことももちろん重要
  - しかし、同時に分かっているデメリットをどう減らすか
    - デメリットによるリターンの低下をどこまで押さえるか
- 分かっているデメリットとは？
  - 組織の歪
  - 委託の歪(エイジェンシー、説明責任の歪)
- これらを減らすには、ガバナンスの強化に尽きる

# ガバナンス改革

- 組織デザインの改善が必要
- それ(新しい組織のあり方)に合わせた人材の再検討も必要
- ガバナンスのあり方を継続的に考える機会を持つことが必要

# ガバナンス改革：現状と問題

- 責任と権限の所在
  - － 運用委員会とGPIFの関係
    - 厚生労働大臣が運用委員を任命、GPIFの監視を命ずる
    - 運用委員は、GPIFが定める制裁規程に服する
- 実質的な運用の方針決定
  - － 中期計画
    - 資産の配分を決定する
      - － 運用委員会の議を経るものの
      - － GPIFが決定
    - 資産配分の決定の実質権限と責任が分散かつ不明確
      - － 運用委員会とGPIFの関係
      - － どちらが権限と責任？
      - － 誰も自己責任と思いにくい構造



# ガバナンス改革：提言

- 監視と執行の明確な分離
  - － 株式会社における取締役と執行役員の関係
    - 株主：年金受給権者
    - 社長：厚生労働大臣
    - 取締役会：運用委員会
    - 執行役：GPIF
  - － 運用委員会
    - 監視に徹する
      - － GPIF執行部の人事権（人事委員会として別に指名する案もありうる）
      - － 資産配分決定、運用委託のプロセスの監視
  - － GPIF
    - 運用の実質的な決定は、GPIF
    - GPIF執行部が、運用の権限、責任を負う
    - そのための明確な目標：結局は長期的な運用パフォーマンス
    - 長期的な運用パフォーマンスに連動したインセンティブ
      - － 金銭だけでなく名誉、尊敬、キャリア
    - 明確な目標とインセンティブが必要

# 提言：続

- 組織ガバナンス改革と同時に人材、経費に対する配慮も必要
  - － 組織ガバナンス改革と整合的にする必要
  - － 同時に、ガバナンス改革と独立して別個に早急の改善をはかる必要
- 人材
  - － 運用に最適な人材
    - 金融機関に勤務経験というのは、運用の経験者ではない
    - 必要なのは
      - － 運用者
      - － 運用者の管理者
      - － 外部の運用機関を選定する能力、経験のある者
  - － 会計的、コンプライアンス的な管理部門と運用部門の人は分けて考える必要あり
    - 前者はコストの観点から
    - 後者はリスクをコントロールした上で、運用益を最大化するという観点から
- 経費
  - － 無駄は削減すべき
  - － 一方、必要な経費は柔軟に使えるよう
    - 能力のある人材
    - ある程度のインセンティブ
    - 新しい運用のあり方などの研究・調査費

# 補論：その他の論点

- どのインデックスを使うか
  - 厳密にインデックスにトラックすることは、コストがかかりリターンが低下する
  - 実質的にリターンを有効に上げるためのインデックス運用：ある程度の柔軟性、委託先への信頼性：
    - これはGPIFへの国民の信頼にかかっている：
    - ガバナンス強化によって得られるもの
- オルタナティブ投資
  - 本当の意味でのリスク分散
  - 債券とも株式とも連動しないもの
- リアルなものへの投資
  - 公的年金の1つの大きな役割
  - インフレヘッジ：民間では十分に出来ない
  - インフレヘッジのためには、リアルなものに投資する必要
    - 株式、不動産
    - 国債はインフレヘッジという点ではマイナス
    - それを補うための投資が必要
    - したがって、100%国債で運用するというのはリスクが高い