

## 公的年金の運用プロセスの改革へ向けて —意思決定の構造と組織—

### 1. 論点

- ・運用目標、運用政策の策定は誰が行なうのか（厚労省か GPIF か）
- ・運用機関は GPIF 単独か複数か
- ・運用の意思決定は運用委員会の助言による理事長専管でよいか

### 2. 運用の目的、目標

- ・積立金は将来の給付に充てるための資金、その給付は賃金上昇率（あるいは物価上昇率）に連動して変動
- ・運用は賃金上昇率（あるいは物価上昇率）を上回る実質的な利回り（「賃金上昇率 +  $\alpha$ 」）の確保を目標とすべき
- ・操作目標として「国債利回り +  $\alpha$ 」が考えられないでもないが、その場合には、国債利回りと賃金上昇率（物価上昇率）との関係を押さえておく必要がある

### 3. 基本ポートフォリオ（運用政策）策定における課題

- ・各資産のリスク・リターンは賃金上昇率との相対（相関関係）で捉える必要があり、資産の特性も変わってくる
  - 国債はリスクがないわけではない、物価連動債はリスクが小さい、……
- ・リスク・リターンの特性は運用期間によって変わってくる
  - 株式と債券の相関は月次ではマイナスだが、5年の累積では高いプラス
  - 株式は賃金上昇率と月次では無相関だが、中長期では相関が高くなる
- ・基本ポートフォリオ策定にはこうしたことを織り込んだモデルが必要（参考資料）

### 4. 運用政策策定のプロセス

- ・現在の問題は、経済や証券市場の現状を無視した高い予定利率が運用目標として与えられてしまったこと
  - 原因は年金財政の悪化、そのまた原因はマクロ経済スライド方式の機能不全（参考資料）、その皺寄せが高い予定利率となっている
- ・これを避けるため、厚労省（社会保障審議会・年金部会経済前提専門委員会）が財政検証とともに運用政策を策定する（経済や市場の現状を無視できないは）というのはどうか
  - 厚労省には基本ポートフォリオ策定の専門性が欠ける
    - 厚労省は運用政策の実行には責任がないので高い予定利率を設定する懸念は残る
    - 運用執行者が与えられた基本ポートフォリオに固執して、環境が変化しても硬直的な運用をすることになりかねない（そうして責任逃れをする）

- ・厚労省（経済前提専門委員会）に運用の専門家を入れて、予定利率が経済や市場の実態から乖離して設定されるのを防ぐというのはいかがでしょうか
  - 現在そうになっているが機能しなかった（今の構造では財政検証が優先されてしまう）
    - 財政上の要請と運用の目標は対立、一つの組織内で折り合いをつけることは困難
- ・厚労省は財政検証を、GPIF は運用政策策定を担当し、予定利率（＝運用目標）は両者の協議（交渉）によって決定するのがよい
  - 財政検証に外部のチェックが入ることになり、年金制度の問題が明らかになる（運用パフォーマンスは評価されるが、制度改革の成否は議論されていない）
    - 運用リスクが年金財政に与える影響も分析できるようになる（そうすべき）
    - これが決まれば、あと（基本ポートフォリオ策定など）は技術的な問題なので専門家に任せる（逆にいうと、労使は運用には直接タッチしないが、運用目標ーリスク・リターンの目標一の影響を受けることになるので、この決定に参画する）

## 5. 運用執行機関は複数化すべきか（GPIF 単独か）

- ・本検討会で、GPIF は金融危機に機動的に対応せず、新興国投資を行わないなど、運用が硬直的で弾力性に欠けるという批判があり、これを是正するには、複数の機関で運用する、あるいは資産を分割すべきではないかという指摘があった
- ・複数機関による運用にはメリットとデメリットがある
  - メリット：運用機関間の競争、専門性の高い運用、意志決定や $\alpha$ の分散
  - デメリット：運用機関間の運用政策の不整合（運用機関全体でのリスク分散の欠如）、競争によるリスクテイクの歪み、相殺取引
- ・新興国投資を導入したり能力の高いマネジャーを雇ったりすることなら、GPIF からの委託運用で足りる（GPIF を分ける必要はない）
  - マネジャーに適宜、ベンチマークや乖離リスクを与えることにより、運用政策との整合性を保ちながら、専門性の高い運用が可能（競争や $\alpha$ の分散を図ることも可能）
- ・複数の運用執行機関を設ければ（GPIF を分割すれば）、基本ポートフォリオが違ったり、金融危機への対応が違ったりして、執行機関間の競争が働き、意思決定の分散が図れるが、全体として運用目標を達成するために、それぞれの運用政策をどう設定するか、資金配分をどうするか、相互の調整を如何に行なうか、といった問題が生じる
  - 現状では、こうしたことは厚労省が行うことになるが、運用に関する専門知識がない運用政策や基本ポートフォリオ策定について合意がない状況では、運用目標と整合的な基本ポートフォリオが組まれず、目標から乖離してしまう危険がある

## 6. GPIF の意思決定

- ・金融危機に機動的に対応せず、新興国投資が行わなかったのは、GPIF の意思決定の問題
- ・厚労大臣が定めた「中期目標(平成 18 年 4 月)」に従えば、GPIF はこういうことはしないで、基本ポートフォリオに固執する方がよい

中期目標では、「長期的に維持すべき資産構成割合を定め、これに基づき管理を行なうこと」および「インデックス運用等のパッシブ運用を中心とし、例外は確たる根拠がある場合に限るものとする」と定められている

(「パフォーマンスの90%以上は基本ポートフォリオによって決まる」という常識に基づいていると思われるが、この常識はまったくの誤解。Brinson et al.(1986)の研究はただ多くの年金基金はアクティブリスクをあまり取っていなかったことを示しただけ。またアクティブ運用は市場インデックスに勝てないから意味がないとか、運用能力がないというのも誤り。Berk and Green(2004)は、能力があるマネジャーは超過リターンがなくなるまで運用資産を増大させることを論証。パッシブ運用は市場機能に「ただ乗り」) ただし、「ポートフォリオの策定時に想定した運用環境が現実から乖離していないかなどについて検証を行い、必要に応じて随時見直すこと」とも記してある

- ・意思決定は理事長の専管であるが、理事長は必ずしも運用の専門家ではなく、それを支える専門家スタッフも予算削減などにより十分でない
- ・制度的には運用委員会が「理事長の諮問に応じて重要事項について意見を述べ、又は必要と認める事項について理事長に建議する」ことになっているが、現実には機能しない  
委員の専門性に差があり、人数も多すぎて、議論しにくい  
委員の本務は必ずしも資産運用ではないので、運用環境の変化、運用手法や商品の動向、パフォーマンス等にさほど関心がない、あるいは情報収集や分析をしない  
非常勤で責任や権限もない（責任の所在を曖昧にしている）
- ・3～4人の理事（運用執行）の合議によって意思決定をする（ボード方式）のがよい  
理事は運用の専門家で常勤とし、十分なスタッフをつけることにすれば、常に運用環境の変化や資産運用の動向などを調査・分析する  
理事の間で競争と協働が作用して、より良い意思決定に繋がる（片寄った決定がされるリスクは減るが、平均的な運用になる可能性が高くなる）

## 7. まとめ

- ・年金制度全体がブルーデントかつ効率的に運営されることが前提
- ・運用目標（予定利率もしくは実質利回り）は厚労省と GPIF の協議で決定
- ・GPIF の分割、あるいは複数化は時期尚早
- ・GPIF の意思決定は理事長専管から3～4の理事による合議に