

公的年金の運用に望むこと

経済評論家、その他
山崎 元

(やまざき はじめ)

主として、運用ビジネスの常識の観点から、公的年金の運用にあつて重要と思われる事項を述べる。テーマは概ね、対象が、大きなものから、小さなものの順に並べたが、これは必ずしも重要性の順序に対応するものではない。

テーマによって議論の前提条件が異なるので、なるべく共通の前提、同種のものについてグルーピングした。

————— <段階① 制度を大きく変えることが出来るなら> —————

(1) リスクを取った運用は、本来は、ない方がいい。積立金を縮小すべき。

(ア) 積立金は最終的に国民のもの。リスクを取った運用は本来個々の国民が判断すればいい。

(国民が超合理的ならMM理論のように公的年金の運用を計算に入れて自分の運用を行うはず)

(イ) リスク運用は民間向きの仕事。

(ウ) 積立金を縮小する選択肢を検討すべき。

(エ) 国民と政府のお金のやりとりなのだから運用は国債利回りでいい(運用対象はたとえば非市場性国債)。

(オ) 運用計画の十分情報開示は市場での不利を招き、秘密の行動は計画への合意が不十分。

(カ) リスク運用が拡大すると運用計画・行動に関する情報管理がより難しくなる。

————— <段階② ①は無理でも、国内株式運用を止められるなら> —————

(2) 公的年金は民間企業の(大)株主にならない方がいい。

(ア) 大株主として、議決権の空洞化を招いてはいけない。

(イ) 他方、公的年金が民間企業の行動に介入しない方がいい。

(ウ) 「議決権行使を委託するので民間に介入しない」と「議決権行使に関してはきちんと

チェックしている」とは最終的には矛盾する。

- (1) との関連では「公的年金が株を持つ方が成長率が上がる」なら意味があるが、そうは考えられないし、民間への過剰介入になる危険が大きい。

(ア) 本来は、株式投資はしない方がいい。

————— <段階③ 基本ポートフォリオの策定に関わる問題> —————

(3) 年金財政の予定利率は、資本市場の状況を反映させて現実的な水準に決めるべき。リスク水準抜きの「目標運用利回り」は不完全。

(ア) リスクを勘案せずに目標運用利回りが決定されるのは全くおかしい。賃金上昇率対比であろうが、長期金利対比であろうが、「話にならないくらい」不十分。

(イ) どの程度の損失額があり得るのかについてきめ細かに情報開示すべき。

(ウ) 数年単位の経済予測などあてにならない。(本当は、みんな知っているはず!)

(エ) 年金制度の変更を可能にするためには「長期では辻褄が合う」ではダメ。

(オ) 運用期間の長期化は結果の不確実性を拡大する。

(4) 資産(年金積立金)の運用は負債に対する相対的なリスクを意識すべき。

(イ) 資産と負債の相対的なリスクが、真の「リスク」。

(ウ) A L M、L D Iはポートフォリオ「全体で」考えるべき。一部を「別枠」とすることは非効率的。

(エ) 資産・負債共に時価評価して財政・運用状況を開示すべき (企業年金並みの基準の適用)。

(オ) リスクを抑えてKKR (国家公務員共済) に近い形に持っていくのが現実的か。

(※ たとえば、金融危機の後に、10兆円近く損しても「将来の給付に影響はない」などと言うと、却って信用されない)

(5) 資産配分はきめ細かく見直すべき。許容乖離幅は縮小すべき。

(ア) 重要なイベント (たとえば金利水準の大きな変化) は、5年単位、1年単位で好都合に起こるわけではない。

(イ) 比率的に小さな変更でも金額に直すと非常に大きい。

- (ウ) 「細密に検討したが、変更に至らず」の積み重ねでもいい。むしろ、普通。
(エ) 現状の許容乖離幅（国内株±6%、外国株±5%等）は大きすぎて「放任」に近い。

（6）GPIFのリスク推計に問題有り。特に「国内債券」のリスクが過大。

- (ア) 「30数年」は長すぎ。直近のデータと30年前のデータを等ウェイトで評価するのは変。
(イ) 「国内債券」のリスクが昔の変動を反映して過大で、全体のリスク水準への許容限度を高める「仕掛け」になっている。「債券並みだから、よし」はおかしい。

————— <段階④ 組織に関わる運用管理の問題> —————

（7）「運用委員会」は最低月一度の開催と責任強化が必要。

- (ア) 運用委員は、最低一ヶ月に一度は市場と運用の状況を検討すべき。年に数回のインプットで適切な判断が出来るはずがない。
(イ) 損益の金額的な影響の大きさからしても、計画・管理の手続きが頻繁であることと、記録され、公開されることが必要。
(ウ) 運用委員は「運用に関する識者」であると同時に、年金運用との利害を持たないことが必要。また、報酬（←運用手数料削減で追加捻出可能）を高めると共に、権限・責任も強化することが必要。
(エ) 運用に関する理論・実務両面の研究を内製化すべき。

（8）パッシブ運用の委託にも専門的管理が必要。

- (ア) 費用が低廉で内容の透明性が高いパッシブ運用を多く使うことは合理的。
(イ) アクティブ運用は「平均が負けていて」「事前にいいファンドは選べない」し費用が高いので比率を下げるべき。ゼロでもいい。基本的に「民間の仕事」。
(ウ) パッシブ運用なら専門的な管理がいらぬというのは嘘。「カモられる」原因になる。
(エ) インデックスの構成変化でパッシブ運用が損をする場合が多々ある（率にして最大のものは2000年の日経平均入れ替え。パッシブ投資家の損は1割以上）。指数の変化に際しては個別に判断が必要。
(オ) 指数自体の選択、モニタリングが必要。
(カ) 運用機関のモニタリングと、状況に応じて指示が必要。

- (キ) 運用の失敗が起こった場合、専門家がいないと対応できない。
- (ク) 議決権行使の管理が必要。
- (ケ) 不正による損害 (ex.西武鉄道のようなケース) への対応も必要。

————— <段階⑤ G P I Fと国民が騙されないための注意> —————

(9) 運用は完全な「時価評価」を前提とすべき。「店頭デリバティブ」はダメ。「国債の持ち切り運用は時価適用外」もダメ。

- (ア) 時価評価が出来ないということは、対象を理解・判断できていないということ。
- (イ) 時価評価で損益は大きく変動するが、それが経済的実態。負債価値の変動等の説明も含めて実質的な影響を説明すべき。説明に不都合はないはず。
- (ウ) 尚、国債の「持ち切り」という前提は、受託者責任違反。国債を買うときには利回りを判断しているはずであり、運用期間中に利回りに関係なく持ち続けると決めるのはおかしい。
- (エ) 店頭デリバティブは条件（価格、リスクも含めて）に実質的な手数料が隠れている。カウンターパーティー・リスクもある。**
- (オ) 店頭デリバティブ、「仕組みもの」(仕組み債券、スワップ他)は、誤魔化し・リスク・(隠れた)手数料の宝庫。**

(10) 「成功報酬」「ファンド・オブ・ファンズ」「ヘッジファンド」は使うな。

- (ア) 成功報酬はコール・オプション。実質価値は意外に大きく、また運用リスクの拡大効果がある。**
(ex.ボラティリティ20%、つまり日経平均並で、1年物のコール・オプションのプレミアムは元本の約8%。よくある「リターンの2割」の成功報酬は1.6%の固定フィーに相当。しかも、運用者がリスクを拡大することで、勝手に価値をあげることができる)
- (イ) ファンド・オブ・ファンズは、実質的な手数料が完全に把握できないし、末端のファンドの運用がコントロールできない。**
(ex.末端のファンドの取引からF O F 組成者に手数料が落ちる仕組みなど、各種の不正が可能)
- (ウ) ヘッジファンドは実質的な手数料が高く、また運用内容が十分把握できない。
- (エ) 商品ファンド (F O F、又は仕組み債であることが多い)、プライベート・エクイティ**

などの場合も、一体どれだけ実質的な手数料を取られているのか把握できない。

(番外)日本版国家ファンド的な運用は行うべきでない。

(ア) 基本的に、リスクを取った投資は民間が行うべき。

(イ) 「先進的な運用」は実質的な手数料（固定報酬、条件に含まれる手数料、成功報酬、取引を利用して得る報酬）が大きく、「金融版の公共事業利権」となる公算が大きい。例えば、10兆円のSWFで、「固定報酬0.4%、成功報酬2割、運用リスクは国内株式並み」といった控えめな推計でも、 $0.4 + 1.6 = 2.0\%$ 、年間2000億円相当の手数料になる。

以上