

日本の年金運用の活性化に向けて

キース・アムバクシア

(トロント大学ロットマン・スクール・オブ・マネジメント 国際年金マネジメント・センター (ICPM) 名誉ディレクター)

安倍政権の「日本再興戦略」に基づき2013年に設立された「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、同年11月に日本の公的年金等の運用高度化等に関する最終報告書を提出した。2014年には同報告書の提言に基づく見直しが推進されている。本稿では、改めて有識者会議提言を評価し、改革の成功に向けた3つのポイントを指摘する。

有識者会議提言の評価

私は2007年、野村資本市場研究所の依頼により、年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) の運用ガバナンスに関する提言書を執筆した¹。GPIFは従来、「コスト及びリスク最小化追求型」の運用組織だったが、私はGPIFの「高パフォーマンス追求型」への転換が日本にもたらしうるメリットを指摘し、その際の留意点として、国民のリスク許容度やGPIFの独立性・ガバナンス体制等を挙げた。

足下の日本の動きは、当該提言書の内容にかなり近いものとなっていると理解する。2013年、安倍政権により、GPIF等の運用組織としてのスタンスは、まさに「コスト及びリスク最小化追求型」から「高パフォーマンス追求型」への変更が模索されることとなった。

有識者会議は、経済成長や富の創造と、年金制度の持続可能性向上の間に「好循環」が存在すると指摘した。これは国内債券中心のポートフォリオから、富を創造するような運用への移行、すなわち運用対象の範囲拡大と多様化（公募・私募の債券・株式、世界中の不動産・インフラ・ベンチャーキャピタル・コモディティ等のデリバティブ投資など）を意味する。この変化を遂げるにあたり、年金積立金には長期と短期の、2つの目的があることを再認識する必要

がある。長期的視点からは富の創造であり、短期的視点からは安定的な給付の確保である。運用組織の統治主体は、受託者責任の下で、2つの目的のどちらにどの程度の重きを置くかについて意思決定を下さなければならない。

有識者会議は、「高パフォーマンス追求型」の年金積立金運用組織の醸成を推しつつ、同時に、短期的なボラティリティの吸収力は年金制度により異なりうることも強調した。繰り返しになるが、運用組織は、受託者責任の下で意思決定を行えるプロセスを構築しなければならない。これにはリスク許容度やリターン想定、動的な投資に関する決定も含まれる。また、運用組織が、政府と適切なアームズ・レンスの関係にあることや、独創的で独立した見識を有し、必要な決定をタイムリーかつコスト効率良く実施できるようなガバナンスとマネジメント機能を備えることが求められる。

当然のことながら、「言うは易し、行うは難し」である。以下で、有識者会議の提言を実行に移すに当たり留意すべきポイントを3点、指摘したい。

日本の年金制度全体の活性化

有識者会議の報告書は、公的年金積立金運用が、年金財政・年金制度全般と密接に関わると指摘した。改革の工程表でも、公的年金財政検証は、運用改革における前提条件とされた。

年金制度全体への評価という意味では、「メルボルン・マーサー・グローバル年金指数」(MMGPI) の、日本の年金システムに対する評価が示唆深い。MMGPIは1国の年金制度を、①退職所得の充分性、②制度の長期的な持続可能性、③制度運営のインテグリティの3分野に

¹ 野村資本市場研究所編訳「キース・アムバクシアの公的年金運用ガバナンスに関する提言」『資本市場研究選書』No.1 (2008年2月) を参照されたい。

について評価し、それらを総合した点数を算出している。2014年の日本の点数は44点で、対象25か国中、インド、韓国と並んで最下位のグループだった。上記3分野のいずれにおいても平均以下であり（十分性は平均63点に対し48点、持続可能性は平均50点に対し29点、インテグリティは平均72点に対し61点）、総合82点で1位のデンマークとは大きな開きがあった。このような評価の存在を踏まえると、有識者会議が、日本の年金制度全体との関係に言及するのもうなずける。

運用組織のガバナンス体制の改変

ガバナンス体制に関する有識者会議の提言は、私の2007年提言とよく似ている。ここでは、一層の検討が必要と思われる部分を具体的に指摘する。

GPIFのガバナンスを、現在の「非合議制」から、知見のある常勤の専門家による「合議制」に移行することについては、「誰も責任を負わない」という状態、あるいは、「複数の人が重複して責任を負う」という状態が起きないように、注意する必要がある。すなわち、合議制の理事会がどのような決定について集団的な責任を負うのか、また、運用組織のマネジメント（執行部隊）に対しどのような決定を委任するのかが明確でなければならない。マネジメントは個人がそれぞれ責任を負うことになる。理事会はマネジメントのトップであるCEOに、組織の戦略的な決定を委任し、CEOは計画の策定を配下のチームに委任する。理事会から計画の承認が得られたら、CEOは職員に計画実行の指示を出す。要するに、「合議制」であっても個々人の責任明確化が必要であると認識されることが重要であり、それさえ確保できるなら、「合議制」と呼ばれる意思決定ストラクチャであっても問題ないということだ。

アクティブ運用

有識者会議の報告書では、アクティブ運用vsパッシブ運用という議論と、年金に相応しい長期投資を行う上でのスチュワードシップ・コード重視という議論とが、別の箇所に記述されているが、これには若干、違和感を覚えた。有識者会議が、アクティブ運用と長期的な富の創造

を2つの異なるトピックと見なしているようにも取れたからである。経済学者のジョン・メイナード・ケインズは、昔ながらのアクティブ投資を、投資のプロが次の6ヶ月で最も人気を博す株式はどれか言い当てようと競い合う、ゼロ・サム・ゲームの「美人コンテスト」と評した。しかし、足下で支持を集めつつあるのは、「価値創造を伴うアクティブ運用とは、年金資産を社会的なニーズに貢献する生産資本に転換することである」という考え方だ。ここでの「アクティブ」とは銘柄のトレーディングではなく、運用組織が投資対象へのエンゲージメントを通じて、自らのキャッシュフローのニーズと共に、環境や社会的な側面での期待も満たされるようにすることである。

おわりに

日本政府が公的年金積立金運用に関し新たに「高パフォーマンス追求型」のスタンスを打ち出したこと、これに合わせて有識者会議が運用やガバナンス体制の見直しを提言したことを高く評価したい。本稿では、日本がこの改革を成功させるには、①年金制度全体の活性化、②運用組織のガバナンス体制の改変、③21世紀の現実即ち即した運用目標の再設定、の3つが必要であることを指摘した。

1点目について、MMGPIにおける日本の評価が低いことは、日本が年金の運用のみならず、最終的には年金制度全体を活性化せねばならないことを示唆する。2点目のガバナンス体制については、「非合議制」から「合議制」に移行するだけでは十分とは言えず、優れた運用組織となるためにはミッションの達成に向けた責任体制が明示的でなければならない。そして3点目については、年金制度は、短期の給付確保と、長期的な富の創造という二重の目標を有するということだ。長期目標は、「美人コンテスト」のアクティブ運用ではなく、長期的な富の創造を理解する運用者でなければ達成できない。短期目標の方は、ALMプログラムをよく理解する人々が担当するのが良だろう。

日本政府と年金積立金運用組織が、この極めて重要な年金運用活性化の旅路において、大きな成功を収めることを切に願う。