

年金積立金の運用の在り方に関する検討 — 「国内株式」運用の方向性

筑波大学社会工学系 竹原 均

● これまでの論点の整理

	全額国債運用	株式を含めた分散投資
加入者による株式投資のリスクテイクは必要か?	不必要. 加入者は個人の株式投資を減少させることにより, 積立金が株式へ投資されたことに対応するであろう. → 株式投資は無意味.	必要. 個人の株式投資の阻害要因があれば, 公的年金で株式投資を行うことには意味がある.
価格形成への影響	国債は市場規模が十分に大きく, 流動性がある. 巨額の資金の株式市場での運用は, 株式市場での価格形成を歪める. (株価PKO?)	全額を国債で運用することも, 国債の価格形成を歪めている. 利回りが上昇すれば, 国債価格は下落する.
コーポレートガバナンスへの影響	国(厚生労働省)が私企業の経営に直接的な影響を与えることは好ましくない.	間接的なガバナンスへの影響に限定.
期待収益率	ローリスク・ローリターン. 元本保証安全で確実な運用.	リスクテイクにより高い期待リターンを獲得することにより, 将来の負担を軽減することが可能.
インフレヘッジ機能	給付額はインフレスライド. 国債による運用では実質的なリターンは確保されない.	インフレに対するヘッジ機能があると一般には考えられている.

経済のマイナス成長下での株式運用

- 株式期待収益率は国債利回りより高いのか？
 - 過去の実現収益率を調べる限りは明らか
 - リスク資産の期待収益率は安全資産利子率より高い
 - もしそうでないとすればだれも資本を提供しない
 - 個別企業の収益性は、多くの企業では確保されている
- ベンチマークポートフォリオ, パッシブ運用の問題
 - TOPIXは「市場ポートフォリオ」ではない
 - 業種, スタイルとリスク・リターン特性
 - 2部市場, 店頭市場, 海外市場への投資
 - マイナス成長下でのTOPIXでのインデックス運用の是非

株式期待収益率とインフレ, デフレ

- デフレ, あるいはインフレかで最適な投資戦略は異なる
 - 基本ポートフォリオは中長期のシナリオと年金債務に依存する
- 中長期ではROEが自己資本コストに回帰するという前提で考える.
 - ← 将来のキャッシュフローにつながる経営資源を保有し, かつコーポレート・ガバナンスに問題がない
- 配当割引モデル: 株価 = 将来の配当の現在価値
 - 割引率 = 実質金利 + 期待インフレ率 + 企業の株式リスクプレミアム
- デフレの状況が継続する場合
 - バリュー株. ただしある程度の配当利回りが安定的に確保され, かつ純資産の長期継続的な減少がない企業に限定.
- 急激なインフレが起こることが予想される場合
 - グロース株. ただし技術力, 人材, ビジネスモデル, リスクテイク能力を含めた「経営資源」があることが条件

株式運用はどうあるべきか？

- 基本ポートフォリオの再検討とパッシブ運用の再考
 - 売買手数料ではなく、分析能力に対して対価(運用フィー)は支払われるべき

情報の利用・加工

	アクティブ クウォンツ、 計量分析	パッシブ 基本的に 行わない
取引量、 コスト	アクティブ 高い売買回転率 インパクト	インデクシング
	年金資金の パッシブ運用	
	パッシブ Buy & Hold	

基本ポートフォリオ策定の再検討

- 株式の投資ユニバースの再検討
 - 成長性, 安定性の考慮 → 東証2部, 店頭, 外国株
 - 成長性, 安定性, ガバナンスによる「フィルター」の適用
 - 社債をある格付以上に制限するのと同じように, 過度のリスクを持った企業の株式の組み入れは制限されるべき
→ 加入者の株式投資の代行ならば, そうしたリスクテイクは出来ない
- 公的年金での株式運用のためのカスタム・インデックスの作成
 - 基本的にはバイ・アンド・ホールド戦略
- コーポレート・ガバナンス
 - 経営資源を持たない企業, 衰退産業, ガバナンスに問題のある企業には最初から投資しない. 経営に関与しない.
 - 運用対象から外れた企業は, (本来の意味での)リストラクチャリング, 徹底したディスクロージャーなどの経営努力を求められる