

GPIF の PDCA サイクルは機能しているか（計画編）

「複合ベンチマーク収益率の確保」の全体最適化の視点が見当たらない

特任研究員 平井 一志¹

《要旨》

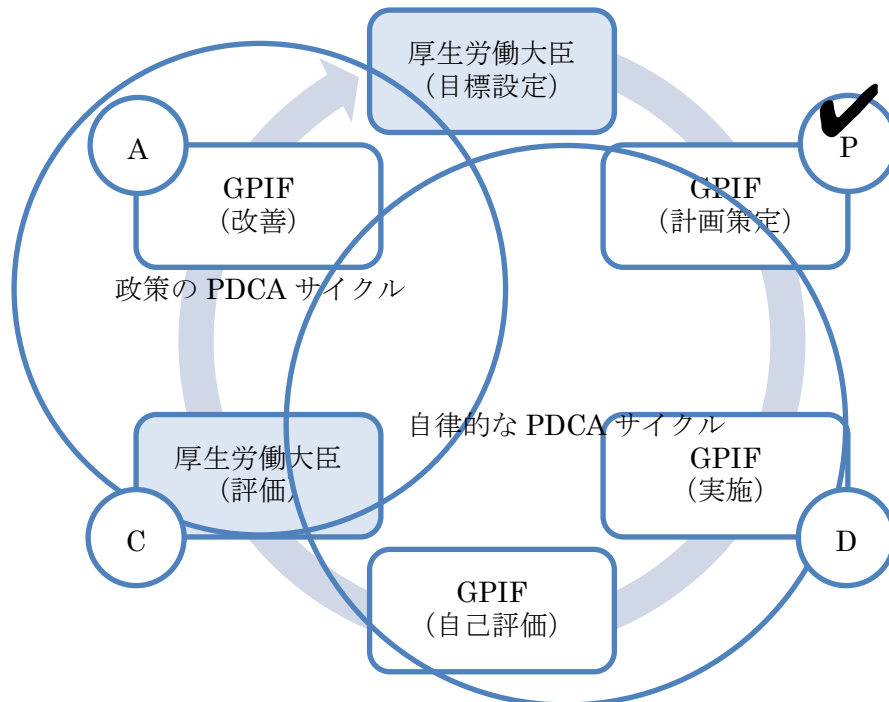
●年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は、平成 30 年 10 月 16 日そのホームページに厚生労働大臣評価である「平成 29 事業年度業務実績評価書」を掲載した。

「法人全体に対する評価」について「特に重大な業務運営上の課題は検出されておらず、全体として順調な組織運営が行われていると評価する。」と記載している。

●ところが、平成 29 年度 GPIF の超過収益率は、マイナス 0.37%であり、逸失利益が発生のことから、かかる評価には、違和感がある。

●GPIF の PDCA サイクルは機能しているか、現行の中期計画（第 3 期）を検証のところ、「複合ベンチマーク収益率の確保」に該当する全体最適化の視点の欠落が判明した。

図-1 GPIF の自律的な PDCA サイクルと政策の PDCA サイクル



¹ 筆者は、信託銀行の公的年金運用部長、同システム子会社の役員を務めた後、平成 20 年 7 月から 26 年 3 月まで年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の情報化統括責任者補佐官の任にあり、26 年 7 月から年金シニアプラン総合研究機構の特任研究員。平成 7 年から 7 年間に亘り日米包括経済協議の所産であるリミテッド・パートナーシップ（LPS）による内外投資顧問の年金福祉事業団資金運用事業参入スキームを立ち上げ、管理、清算のための国家プロジェクトに幹事信託銀行の責任者として参画。なお、本稿は、筆者の個人的な見解であり、属した組織あるいは属する組織の見解ではありません。

《目次》

1. はじめに
2. 重要度が高い評価項目についての評価と評価に至った理由
3. GPIF の PDCA サイクルは機能しているか
4. あるべき計画の策定手順
 - (1) ITアソシエイト協議会報告書
 - (2) 政策・業務分析と機能構成図（マンダラチャート）
5. 政策・業務分析の核心はビジネスモデルの可視化
6. GPIF の計画についての理想（To Be）モデル
7. GPIF の計画についての現状（As Is）モデル
8. 理想（To Be）モデルと現状（As Is）モデルの比較
9. まとめ
 - (1) 問題認識と機能構成図（マンダラチャート）による妥当性の検証
 - (2) 「複合ベンチマーク収益率の確保」に該当する全体最適化の視点の欠落

1. はじめに

年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は、平成 30 年 10 月 16 日に平成 29 年度の事務・事業についての厚生労働大臣評価である「平成 29 事業年度業務実績評価書」をホームページに掲載した（https://www.gpif.go.jp/info/jissekihyouka_h29.pdf）。

様式 1-1-2 の項番 1 の「全体の評価」（総合評価）を「B」とし、項番 2 の「法人全体に対する評価」について、「全体として、おおむね中期計画における所期の目標を達成していると認められる。なお、特に重大な業務運営上の課題は検出されておらず、全体として順調な組織運営が行われていると評価する。」と記載している。

ところが、GPIF は、平成 30 年 7 月に公表の「平成 29 年度業務概況書」において、複合ベンチマーク収益率との乖離の要因分析と題し、「2017（平成 29）年度の運用資産全体の収益率は 6.90%、複合ベンチマーク収益率は 7.26%、超過収益はマイナス 0.37% となり、管理運用法人が設立された 2006（平成 18）年度以降の 12 年間の平均で、運用資産全体の収益率は 3.24%、複合ベンチマーク収益率は 3.23%、超過収益は 0.00% となりました。」と報告している。

また、GPIF は、平成 28 年 7 月に公表の「平成 27 年度業務概況書」において、法人設立 10 年のあゆみとして、10 年間の運用実績を総括するに際し、“複合ベンチマーク対比のパフォーマンス”を評価指標として掲げた経緯がある。

したがって、GPIF の平成 29 年度の業務実績は、各資産を基本ポートフォリオどおりの割合で運用したと仮定した場合の市場平均収益率（複合ベンチマーク収益率）を、0.37% 下回り、逸失利益が発生したにもかかわらず、業務実績評価書が、「法人全体に対する評価」について、「特に重大な業務運営上の課題は検出されておらず、全体として

順調な組織運営が行われていると評価する。」と記載したことに、違和感を禁じ得ない。

2. 重要度が高い評価項目についての評価と評価に至った理由

そこで、全体の評価の構成要素である個別の評価、取り分け重要度が高い評価項目について、その評価と評価に至った理由をしてみることにする。

おって、年度評価における評価項目は、つぎのとおりである（◎を付している項目は重要度が高い）。

表-1 GPIF の年度評価における評価項目

評価項目		調書 No
I. 国民に対して提供するサービスその他の業務の質の向上に関する事項		
◎	管理・運用の基本的な方針、運用の目標	I-1
◎	リスク管理	I-2
	運用手法、運用対象の多様化、株式運用における考慮事項	I-3
◎	透明性の向上	I-4
	基本ポートフォリオ等	I-5
	管理及び運用に関し遵守すべき事項	I-6
	管理及び運用能力の向上	I-7
	調査研究業務	I-8
II. 業務運営の効率化に関する事項		
	効率的な業務運営体制の確立	II-1
	業務運営の効率化に伴う経費節減、契約の適正化	II-2
III. 財務内容の改善に関する事項		
	財務内容の改善に関する事項	III-1
IV. その他の事項		
	その他業務運営に関する重要事項	IV-1

評価項目は12項目あるが、厚生労働大臣が GPIF に対し指示した中期目標(第3期)において、“重要度が高い”とした評価項目は、「管理・運用の基本的な方針、運用の目標」「リスク管理」および「透明性の向上」の3項目である。

その一つ「管理・運用の基本的な方針、運用の目標」について、その評価と評価に至った理由を、平成27事業年度から平成29事業年度までの業務実績評価書に基づいて整理をし、比較対照して見ると、つぎの表-2のとおりとなる。

おって、逸失利益は、公表の収益率、収益額から平残を求め、マイナスの超過収益率を金額ベースに換算した試算である。

表-2 「管理・運用の基本的な方針、運用の目標」の評定と理由

評定に至った理由	平成 27 事業年度	平成 28 事業年度	平成 29 事業年度
ベンチマーク収益率の確保	4 資産中 2 資産	4 資産中 3 資産	4 資産中 2 資産
複合ベンチマーク収益率の確保	同水準	-0.37% 逸失利益 5,011 億円	-0.37% 逸失利益 5,406 億円
運用受託機関			適切な管理・評価
経営委員会および監査委員会			設置
年度評定	「B」 (達成している)	「B」 (達成している)	「B」 (達成している)

平成 27 事業年度は、ベンチマーク収益率の確保が、4 資産中の 2 資産であり、4 資産すべてでなく未達であったが、資産配分効果により複合ベンチマーク収益率と同水準の収益率を確保することが出来たことから、年度評定を「B」(達成している)としたことは合理的であり、説得性がある。

平成 28 事業年度は、ベンチマーク収益率の確保が、4 資産中の 3 資産であり、しかも複合ベンチマーク収益率の確保について、5,011 億円の逸失利益が発生し、二つながら未達のことから、年度評定を「B」としたことは不合理であり、説得性が無い。

平成 29 事業年度は、ベンチマーク収益率の確保が、4 資産中の 2 資産であり、しかも複合ベンチマーク収益率の確保について、5,406 億円の逸失利益が発生した。

評価書の記載は、かかるマイナス要因に対して、運用受託機関の管理および経営委員会の設置などをプラス評価し、相殺することにより、年度評定を「B」とした体裁になっているが、明らかにバランスを欠いており、説得性が無い。

さらに、評価書は「運用資産全体に係る収益率の対複合ベンチマーク超過収益率は、短期資産の保有等がマイナスに寄与し資産配分要因が-0.36%となったことから」と、超過収益率マイナスの原因について明記したにもかかわらず、法人全体に対する評価について「特に重大な業務運営上の課題は検出されておらず」としており、明らかに記載内容が矛盾している。

かくのごとく、超過収益率がマイナスになり、逸失利益が発生し、原因が明白であるにもかかわらず、是正措置を講じないのは、PDCA サイクルが機能していないからに他ならず、見過ごすことは出来ない。

おって、以上に係わる各事業年度の業務実績評価書抜粋は、つぎのとおり。

「平成 27 事業年度業務実績評価書」抜粋（太字下線筆者）

＜評定に至った理由＞

年金事業の運営の安定に資することを目的に、中期目標で法人に与えた目標を達成するため、長期的な観点から資産構成割合（基本ポートフォリオ）を定め、これに基づく適切な管理及び運用が行われている。具体的には、管理・運用に関する基本的な方針（業務方針）を適切に定め、適宜見直し、必要に応じて改正を行っている。

ベンチマーク収益率については、**4資産中2資産において、概ねベンチマーク並みの収益率を確保しており、また、管理する積立金全体として複合ベンチマーク収益率と同水準の収益率を確保している。**

以上を踏まえれば、年度計画を達成しており、「B」と評価する。

「平成 28 事業年度業務実績評価書」抜粋（太字筆者）

＜評定に至った理由＞

年金事業の運営の安定に資することを目的に、中期目標で法人に与えた目標を達成するため、長期的な観点から資産構成割合（基本ポートフォリオ）を定め、これに基づく適切な管理及び運用が行われている。具体的には、管理・運用に関する基本的な方針（業務方針）を適切に定め、適宜見直し、必要に応じて改正を行っている。

ベンチマーク収益率については、各年度において、各資産ごとに、各々のベンチマーク収益率（市場平均収益率）を確保するよう努めることとされているのに対し、**4資産中3資産においてベンチマーク収益率を確保している。**

以上を踏まえれば、所期の目標を達成しており、「B」と評価する。

「平成 29 事業年度業務実績評価書」抜粋（太字下線筆者）

＜評定に至った理由＞

年金事業の運営の安定に資することを目的に、中期目標で法人に与えた目標を達成するため、長期的な観点から資産構成割合（基本ポートフォリオ）を定め、これに基づく適切な管理及び運用が行われている。具体的には、管理・運用に関する基本的な方針（業務方針）を適切に定め、適宜見直し、必要に応じて改正を行っている。

引き続き長期金利が極めて低い水準にある中で、**運用資産全体に係る収益率の対複合ベンチマーク超過収益率は、短期資産の保有等がマイナスに寄与し資産配分要因が-0.36%となったことから-0.37%となっているが、中期目標が求める各資産ごとのベンチマーク収益率をみると、4資産中2資産においてプラスの収益率を確保し、中期目標期間（平成27年4月～平成30年3月）で見れば、4資産中3資産においてプラスの収益率を確保している。**

さらに、運用受託機関の総合評価方法について、定量的な実績を勘案した定性評価に見直しを行うなど運用受託機関の適切な管理・評価を実施している。

平成 29 年 10 月 1 日より設置された経営委員会および監査委員会については、執行部との密接な連携のもとで両委員会が適切な役割を果たしており、自律的な PDCA サイクルを機能させるとともに、透明性の向上を図ることにより、国民から一層信頼される組織体制の確立に努めた。

以上を踏まえれば、所期の目標を達成しており、「B」と評価する。

<指摘事項、業務運営上の課題及び改善方策>

長期金利が極めて低い水準にあるなど運用環境が厳しい状況が続くと見込まれるなかで、市場動向等を的確に把握し適切なリスク管理を行いつつ、各資産毎にベンチマーク収益率に対してプラスの超過収益率が確保できるよう引き続き取り組むことが望まれる。

<その他事項>

(外部有識者の意見)

・特になし。

ちなみに、総務大臣が独立行政法人通則法に基づき決定の「独立行政法人の評価に関する指針」は、評定区分について、原則として、S、A、B、C、Dの5段階の評語を付すことにより行うものとしており、年度評価における業務実績と評定区分の関係を、つぎのとおりとしている。

表-3 年度評価における業務実績と評定区分の関係

評定区分	中期計画における 所期の目標	定量的指標 対中期計画値 (又は対年度計画値)
S	量的及び質的に上回る顕著な成果が得られている	120%以上で、かつ質的に顕著な成果が得られている
A	上回る成果が得られている	120%以上
B	達成している	100%以上120%未満
C	下回っており、改善を要する	80%以上100%未満
D	下回っており、業務の廃止を含めた抜本的な改善を求める	80%未満、又は主務大臣が業務運営の改善その他の必要な措置を講ずることを命ずる必要があると認めた場合

3. GPIF の PDCA サイクルは機能しているか

行政改革推進会議は、平成 25 年 12 月 20 日に公表した「独立行政法人改革等に関する基本的な方針について」において、「独立行政法人制度は、(略) 各法人内の自律的な PDCA サイクルと主務大臣の下の政策の PDCA サイクルが連携して有効に機能することを目指している。」としたが、GPIF について「平成 29 事業年度業務実績評価書」を見るかぎり、その PDCA サイクルは有効に機能しているとは言い難い。

そもそも計画 (P) フェーズの、現行の中期計画 (第 3 期) は、妥当だろうか、鵜呑みにすることなく、ゼロベースの発想で検証の必要があるのではないだろうか。

実施 (D) フェーズの、乖離許容幅は、妥当だろうか。

評価 (C) フェーズの、審議内容は、妥当だろうか。

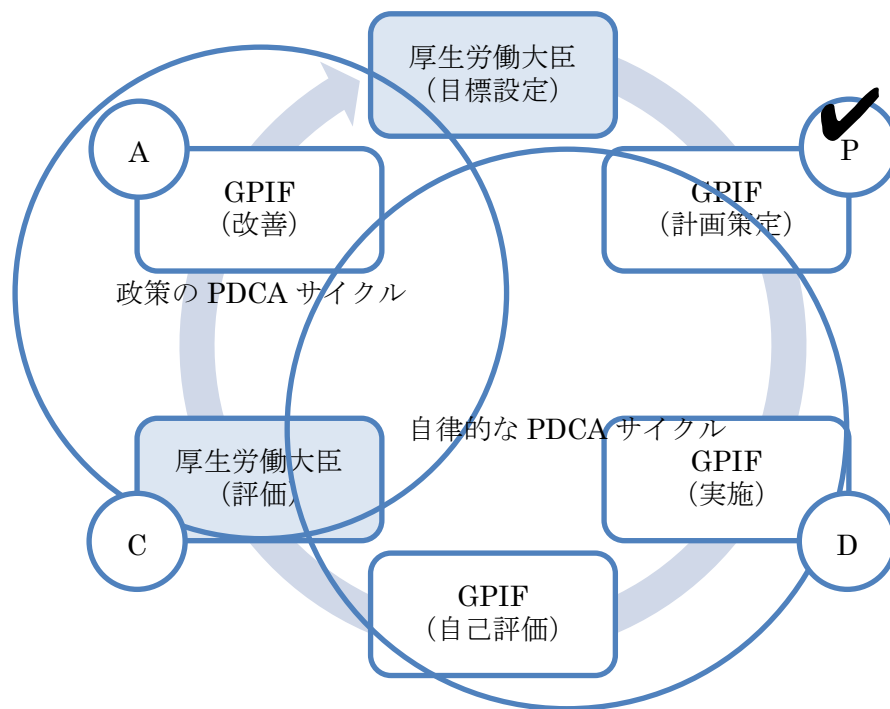
改善 (A) フェーズは、妥当だろうか。

PDCA サイクルの P (目標、計画)、D (実施)、C (評価)、および A (改善) の 4 つのフェーズについて、各々の課題・問題点を洗い出す必要があると思われる。

ところで、「なぜ PDCA が回らないのか」との問いに対しては、「計画策定段階で勝負は 90% 決まる」との説がある (川原慎也著「これだけ PDCA」)。

そこで、本稿においては、先ず以て計画 (P) フェーズの、現行の中期計画 (第 3 期) の妥当性について検証のこととする。

図-1 (再掲) GPIF の自律的な PDCA サイクルと政策の PDCA サイクル



4. あるべき計画の策定手順

(1) ITアソシエイト協議会報告書

ところで、独立行政法人通則法第 28 条の 2 第 1 項が「総務大臣は、（略）中期目標、（略）の策定並びに（略）評価に関する指針を定め、これを主務大臣に通知するとともに、公表しなければならない。」と規定のことから、総務大臣は、「独立行政法人の目標の策定に関する指針」および「独立行政法人の評価に関する指針」を決定したが、計画の策定に関する指針までは決定していない。

およそ国の政策体系との関係において、各府省あるいは関係機関における計画の策定に関して参考となる指針、取り分けあるべき計画の策定手順および策定方法について具体的に解説した文書は稀有であり、唯一と思しきは、政府が平成 15 年 7 月 17 日に公表した「電子政府構築計画」に基づく業務・システムの最適化に係る作業の統一の実施手順を定めた指針（ガイドライン）である。

ちなみに、経済産業省の IT アソシエイト協議会が、業務・システム最適化計画（Enterprise Architecture－EA）の策定を支援するために取りまとめ平成 15 年 12 月に公表した報告書「EA 策定ガイドライン ver.1.1」は、計画の策定手順について詳細に解説しており、大いに参考になる。

おって、EA（業務・システム最適化計画）とは、組織全体の業務とシステムを統一的な手法でモデル化をし、業務とシステムを同時に改善することを目的とした、組織の設計・管理手法であって、そのフレームワークは、図－2 のように示される。

EA（業務・システム最適化計画）は、1987 年に IBM 社のジョン・A・ザックマン氏が提唱したフレームワークが基礎になっており、米国において、IT 投資管理改革法の制定（1996 年）を契機に、政府調達制度改革の一環として活用が図られて以降、わが国を含む各国政府がこれに続いている。

IT アソシエイト協議会報告書概要が掲げる EA（業務・システム最適化計画）の策定手順について要約すると、つぎのとおりである。

第一に、政策・業務分析を行う。

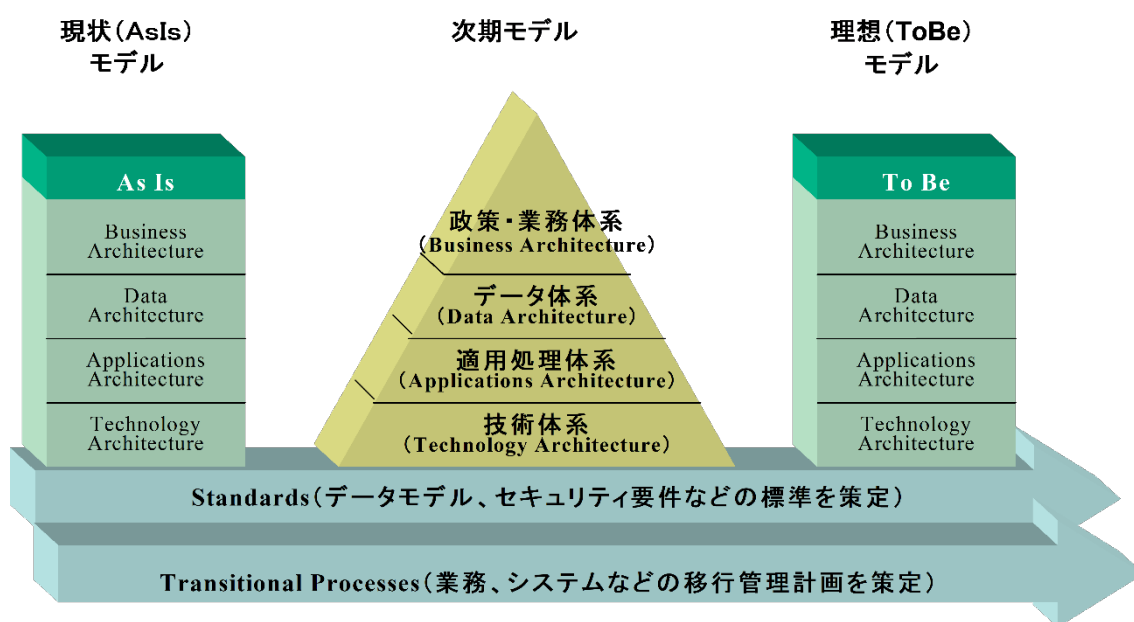
第二に、政策・業務の内容を、現状（As Is）モデルとして十分に可視化する。

第三に、理想（To Be）モデルを作成する。

第四に、現状（As Is）モデルから理想（To Be）モデルに向かっていくための現実的なステップとしての次期モデルを作成する。

固より、業務・システム最適化計画の策定手順は、そっくりそのまま GPIF の事務・事業の計画の策定に適用できるものではないが、計画の策定手順として、当初段階において政策・業務分析を行い、政策・業務の内容を、十分に可視化することの重要性については、ともに共通していると思われる。

図-2 EA のフレームワーク (EA 策定ガイドライン Ver.1.1 より)



(2) 政策・業務分析と機能構成図 (マンダラチャート)

報告書「EA 策定ガイドライン ver.1.1」は、つぎのとおり、計画の策定手順として、二段階の政策・業務分析 (Business Architecture 分析) を想定している。

第一段階の、政策・業務分析において、方向性を決定し、対象範囲を明確にしたうえで、第二段階の、政策・業務分析において、業務の現状を明確化する。

「EA 策定ガイドライン ver.1.1」 28 頁抜粋 (太字下線筆者)

(5) 業務・システム最適化計画の策定手順

EA の策定・利用手順、いわゆる EA プロセスを改めて整理すると、次のとおりとなる。

<EA 成果物策定の前提作業>

1 : **政策・業務分析 (第一段階の Business Architecture 分析) を行い、最適化の方向**

性に関する統合化・合理化ビジョン (Principles) を決定し、最適化計画の対象範囲 (Enterprise の定義・抽象度) を明確化する。

<EA 成果物の策定作業：詳細は次章以下を参照>

(EA 成果物の策定 I : 現状 (As is) モデル分析)

2 : 政策・業務分析（第二段階の **Business Architecture** 分析）及びデータ資産分析（**Data Architecture** 分析）を行い、業務の現状を明確化する。

3 : アプリケーションの構成（**Application Architecture** 分析）及びシステムの技術（**Technology Architecture** 分析）を行い、システムの現状を明確化する。

（EA 成果物の策定Ⅱ：理想目標（To Be）モデルの設計・策定）

4 : 目指すべき電子政府機能の姿、及び、それに伴う長期的な設計思想を決める。

5 : それらに即した理想目標像を策定する。

（EA 成果物の開発・利用：次期モデルの設計・策定）

6 : 理想目標（To Be）と現状（As is）を対比させつつ、現実的な次期システムの導入目標を決める。

（以下省略）

そして、同報告書は、政策・業務の内容、実施主体、業務フローなどについて体系的に示した政策・業務体系（**Business Architecture**—**BA**）の成果物として業務説明書、機能構成図（**DMM** : **Diamond Mandala Matrix**）、機能情報関連図、および業務流れ図を作成することを謳っている。

政策・業務分析についての具体的なプロセスは、業務の機能に着目して目標を機能別にブレイクダウンしていく機能構成図（**DMM** : **Diamond Mandala Matrix**）の作成に他ならず、業務の現状、延いては収益構造（ビジネスモデル）を可視化する。

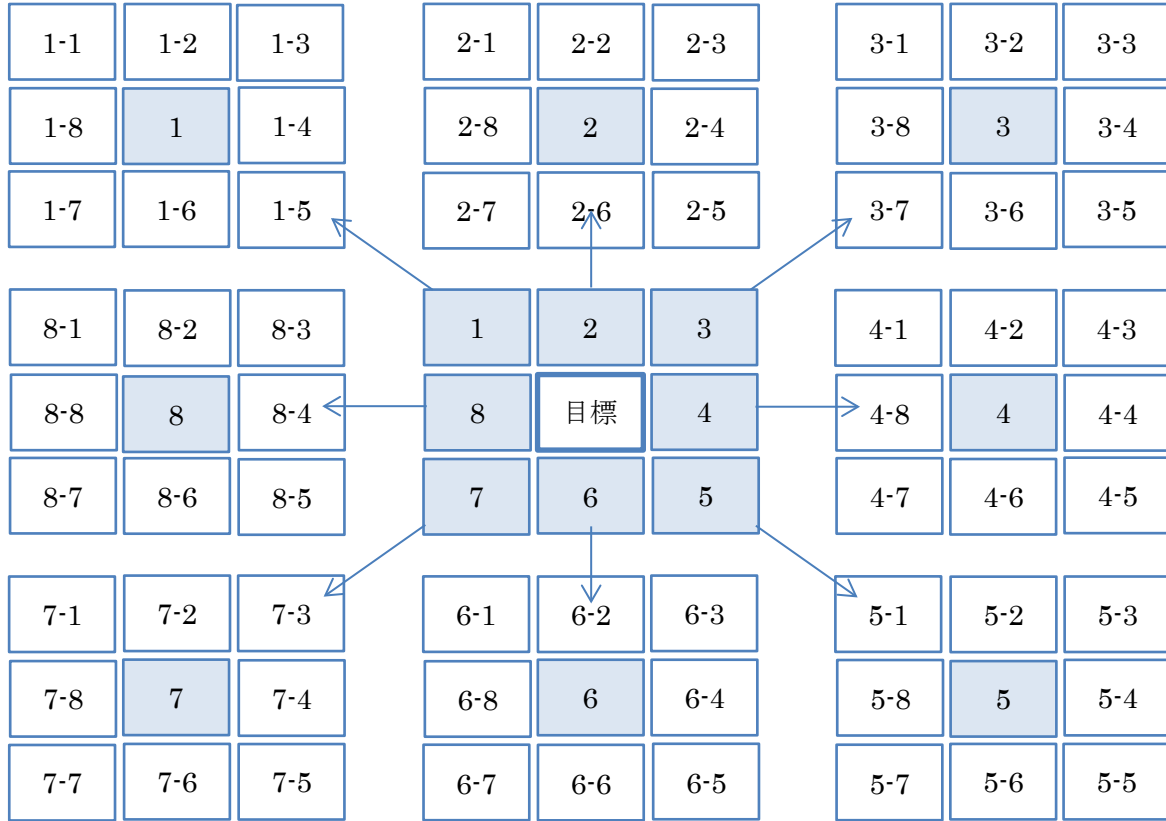
機能構成図は、図-3 のとおり 3 行 3 列のマトリクスであり、業務の機能を洗い出し、洗い出した機能をトップダウンで詳細化（分割、階層化）する。

マトリクスの中央に目的あるいは目標を配置し、その達成に必要な 8 つの要素となる業務の機能を洗い出し、さらに 8 つの業務の機能を実現するために実践すべき、8 つの活動を洗い出すことにより、合計 64 の **To Do**（やらなければいけないこと）を明確にする。

機能構成図（**DMM** : **Diamond Mandala Matrix**）、俗にマンダラチャートは、物事の構造を解析あるいは識別し可視化する構造化（モデリング）技法として優れており、その網羅性から様々な活用事例が報告されている。

たとえば、現在米メジャーリーグで活躍している大谷翔平選手が、高校 1 年生の時にメジャーでの活躍を夢見て作成したとされる“目標達成シート”は、正しくこの機能構成図であり、マンダラチャートの目標管理における効用が、スポーツ紙のみならず米経済紙に取り上げられたことがある。

図-3 機能構成図 (マンダラチャート) のフレームワーク



5. 政策・業務分析の核心はビジネスモデルの可視化

わが国政府は、エンタープライズ・アーキテクチャ (Enterprise Architecture—EA) を「業務・システム最適化計画」と称したが、そのフレームワークは、単に政府のみにおいて活用されているわけではなく、民間企業においても、業務改革のための有効な技法として活用されており、その場合には政策・業務分析として、経営戦略の明確化あるいはビジネスモデル (収益構造) を可視化するために、業務フローをモデル化することになる。

したがって、政策・業務分析の核心は、官民の区別なく、組織の業務フローをモデル化し、ビジネスモデル (収益構造) を可視化することである。

ところで、資産の管理および運用に関しては官民の区別なく、そのビジネスモデルについて、プリンソン、フッド、ビーバウワーの3氏が、1986年に **Financial Analysts Journal** 誌に発表した「**Determinants of Portfolio Performance**」(ポートフォリオ・パフォーマンスの決定要因) と題する論文が参考になる。

米国の大型年金について、運用実績を調査、分析した結果、investment policy (資

産配分)が、market timing (市場タイミング)、あるいは security selection (銘柄選択)よりも、ポートフォリオのパフォーマンスに貢献すると結論付けたのである。

そして、まさしくかかる論文の結論を敷衍するがごとく、GPIFは、平成28年7月に公表した「平成27年度業務概況書」において、法人設立10年のあゆみとして10年間の運用実績を総括するに際し、「複合ベンチマーク対比のパフォーマンス」と題して「2006年度から2015年度までの10年間、各資産を基本ポートフォリオどおりの割合で運用したと仮定した場合の市場平均収益率(複合ベンチマーク収益率)は、2.55%です。この間、基本ポートフォリオで管理された年金積立金の収益率は、2.62%であり、複合ベンチマーク収益率に対し+0.07%の超過収益を得ることができました。

これを資産配分要因、個別資産要因、その他要因に分けると、それぞれ0.10%、-0.02%、-0.01%となり、資産配分要因が大きいことが分かります。」と説明を施している(77頁)。

「平成27年度業務概況書」77頁抜粋

③ 複合ベンチマーク対比のパフォーマンス

運用機関の運用成果は、一般的に、ベンチマーク(基準指標)との相対比較で評価されます。管理運用法人のベンチマークは、市場の動きを代表する指数(例えば、国内株式であればTOPIXなど)による市場平均収益率が使用されています。

2006(平成18)年度から2015(平成27)年度までの10年間、各資産を基本ポートフォリオ(2006(平成18)年度及び2007(平成19)年度は移行ポートフォリオ)どおりの割合で運用したと仮定した場合の市場平均収益率(複合ベンチマーク収益率)は、2.55%(年率)です。この間、基本ポートフォリオで管理された年金積立金の収益率は、2.62%(年率)であり、複合ベンチマーク収益率に対し+0.07%の超過収益を得ることができました。

の銘柄構成等がベンチマークの差)、その他要因(誤差を含む0.10%、-0.02%、-0.01%)大きいことが分かります。

年度別にみると、2008(金融ショックの年は、収益率が大きく式と外国株式の割合を低めにし、ベンチマーク収益率を上回ることができた)年度にこれらの資産の動きは、これらの資産の割合がベンチマーク収益率を下回りました年度から2014(平成26)年度にかけて国内株式と外国株式の

さらに、GPIFは、平成30年7月に公表した「平成29年度業務概況書」に、平成18年度から平成29年度まで12年間の、資産全体の超過収益率の要因分析として、後掲14頁から15頁につづく、表-4(見開き)を掲載している。

表-4に基づいて、運用資産全体の収益率から複合ベンチマーク収益率を控除した超過収益率に対する決定係数(=相関係数の二乗、 R^2)を試算して見ると、資産配分要因については、0.97579であり、GPIFの設立から12年間の運用成果は、その97%以上が資産配分要因で決まったことになる。

まさしく、かくのごとく実証データが示すとおり、GPIFの事務・事業についての運用の成果は、大半が資産配分要因で決まることから、留意すべきは、ただ単に資産ごとに市場平均収益率（ベンチマーク収益率）を確保したのみでは部分最適に終始し、各資産を基本ポートフォリオどおりの割合で運用したと仮定した場合の市場平均収益率（複合ベンチマーク収益率）の確保は、覚束ない点である。

したがって、GPIFの事務・事業について計画を策定するに際しては、政策・業務分析として運用成果の大半が資産配分要因で決まるという収益構造（ビジネスモデル）を明確にし、資産配分効果の反映により全体最適化を図るべく「複合ベンチマーク収益率の確保」を最優先の施策とし、加えて“複合ベンチマーク対比のパフォーマンス”をアウトカムに着目した評価指標とする必要がある。

6. GPIFの計画についての理想（To Be）モデル

PDCAサイクルにおける策定した計画の妥当性を検証するためには、計画についてのあるべき姿である理想（To Be）モデルと、ありのままの姿である現状（As Is）モデルとを比較対照して見る必要がある。

すでに記載のとおり、経済産業省のITアソシエイト協議会報告書は、計画の策定手順として、当初段階において政策・業務分析を実施することの重要性を説くとともに、政策・業務体系の成果物として、網羅性に優れた構造化（モデリング）技法である、機能構成図（マンダラチャート）の作成を謳っている。

したがって、GPIFの事務・事業について政策・業務分析を実施し、業務の内容を、取り分け収益構造（ビジネスモデル）に着目のうえ、機能構成図（マンダラチャート）として可視化することにより、計画についての理想（To Be）モデルを作成し、現行の中期計画（第3期）と比較対照して、問題点を洗い出すことにする。

理想（To Be）モデルとしての機能構成図（マンダラチャート）の具体的な作成方法については、厚生労働大臣がGPIFに対して指示した中期目標（第3期）の記載内容、取り分け項目立てを前提とし、かつGPIFの事務・事業における運用成果についての特性、すなわち運用成果の大半が資産配分要因で決まるという収益構造を踏まえて、基本ポートフォリオの策定および管理のプロセスに則り、業務機能を洗い出し階層的に展開することになる。

おって、作成した理想（To Be）モデルとしての機能構成図については、16頁から19頁までに掲載。

マトリクスの中央に「基本的な方針」を配置し、その達成に必要な機能を洗い出した機能構成図が、16頁から17頁の図-4の1（見開き）であり、マトリクスの中央に第1階層の項番2「運用の目標」を配置し、その達成に必要な機能を洗い出した機能構成図が、18頁から19頁の図-4の2（見開き）である。

表-4 (見開き) 資産全体の超過収益率の要因分析 (平成 18 年度～平成 29 年度)

	収益率		
	管理運用法人の (資産全体の)収益率	(複合)ベンチマーク 収益率	超過収益率
平成 18 年度	4.56%	4.64%	-0.08%
平成 19 年度	-6.10%	-6.23%	+0.13%
平成 20 年度	-7.57%	-8.45%	+0.88%
平成 21 年度	7.91%	8.54%	-0.63%
平成 22 年度	-0.25%	-0.02%	-0.23%
平成 23 年度	2.32%	2.59%	-0.27%
平成 24 年度	10.23%	9.00%	+1.24%
平成 25 年度	8.64%	7.74%	+0.90%
26.10.30 まで	3.97%	3.50%	+0.46%
26.10.31 以降	8.19%	9.98%	-1.78%
平成 27 年度	-3.81%	-3.81%	+0.00%
平成 28 年度	5.86%	6.22%	-0.37%
平成 29 年度	6.90%	7.26%	-0.37%

(注) 平成 18 年度から平成 19 年度までは市場運用分の収益率 (時間加重収益率) と複合ベンチマーク収益率の乖離の分析、平成 20 年度以降は、運用資産全体の収益率 (修正総合収益率) と複合ベンチマーク収益率の乖離の分析を行っている。

管理運用法人の収益率 (資産全体) は、平成 18 年度から平成 19 年度までは市場運用分の収益率 (時間加重収益率)、平成 20 年度以降は修正総合収益率として、各年度の収益率の幾何平均により算出している。

平成 20 年度以降は、財投債の収益率を加味している。

表-5 超過収益率に対する決定係数 (平成 18 年度～平成 29 年度)

資産配分要因	個別資産要因	その他要因 (誤差含む)
0.97579	0.15156	0.02023

(注) 平成 26 年度については、超過収益率および各々の要因について、4 月から 10 月および 11 月から 27 年 3 月までの月数により重み付け。

表-4（見開きつづき）資産全体の超過収益率の要因分析（平成18年度～平成29年度）

資産全体の超過収益率の要因分析			
資産配分要因①	個別資産要因②	その他要因③ (誤差を含む)	寄与度 ① +②+③
-0.06%	-0.00%	-0.02%	-0.08%
+0.17%	-0.02%	-0.02%	+0.13%
+0.90%	-0.12%	+0.11%	+0.88%
-0.70%	+0.08%	-0.01%	-0.63%
-0.26%	+0.12%	-0.09%	-0.23%
-0.19%	-0.01%	-0.07%	-0.27%
+1.40%	+0.03%	-0.19%	+1.24%
+0.92%	-0.06%	+0.04%	+0.90%
+0.47%	-0.03%	+0.02%	+0.46%
-1.99%	+0.01%	+0.19%	-1.78%
+0.21%	-0.15%	-0.06%	+0.00%
-0.66%	+0.33%	-0.04%	-0.37%
-0.36%	+0.00%	-0.01%	-0.37%

図-4の1(見開きつづき) 理想モデルの第1階層から第2階層への展開

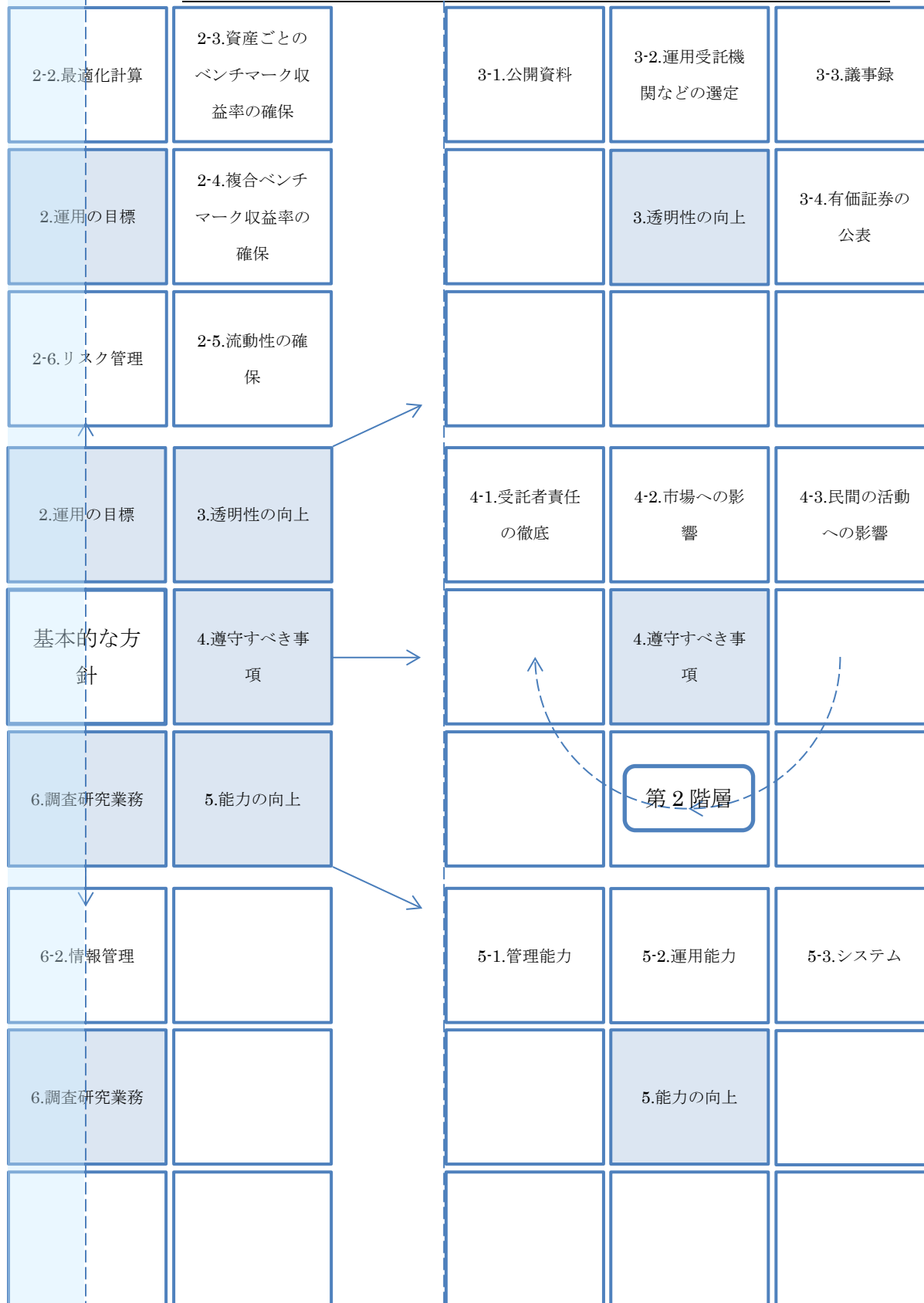


図-4の2（見開き）理想モデルの第2階層から第3階層への展開

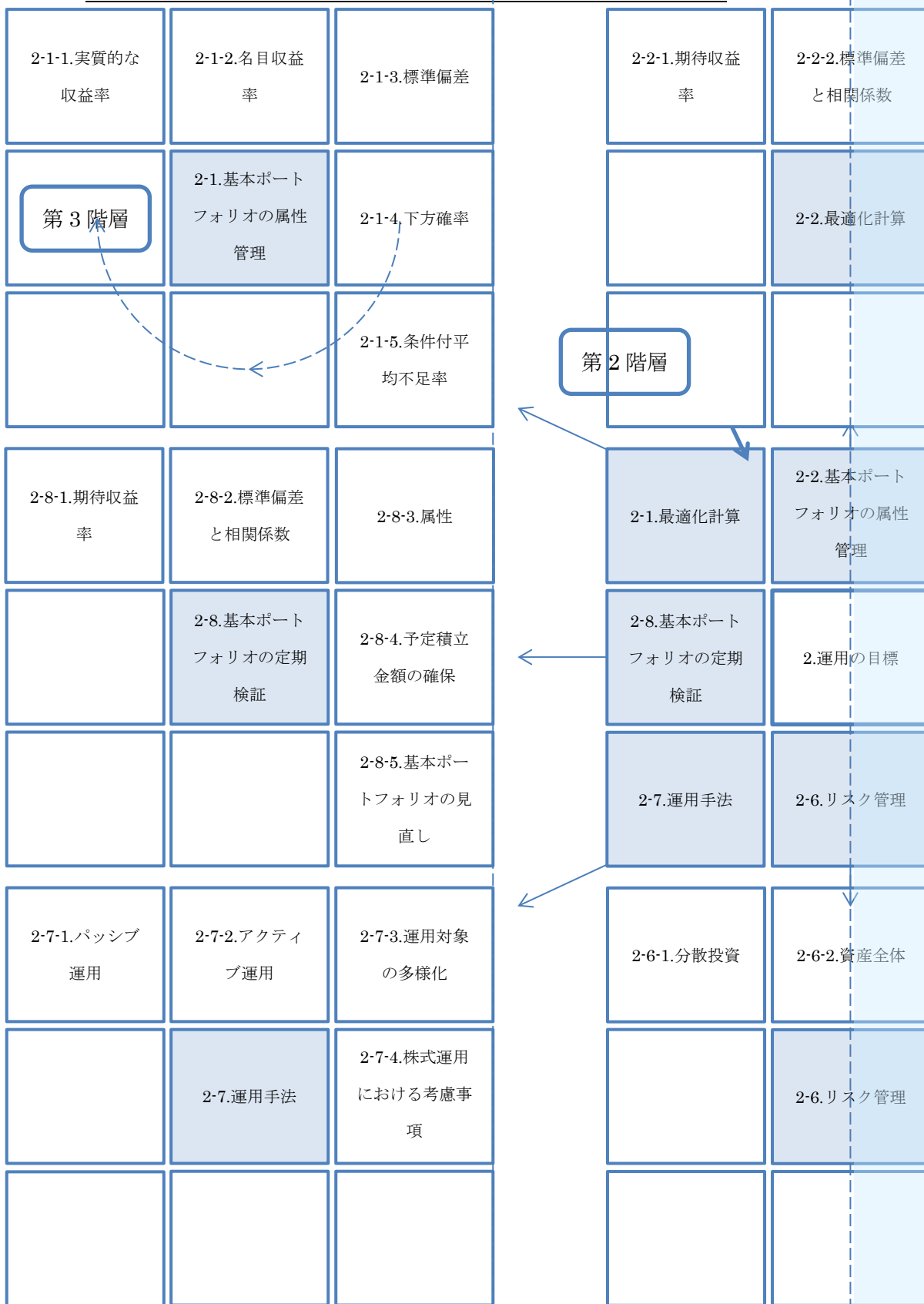
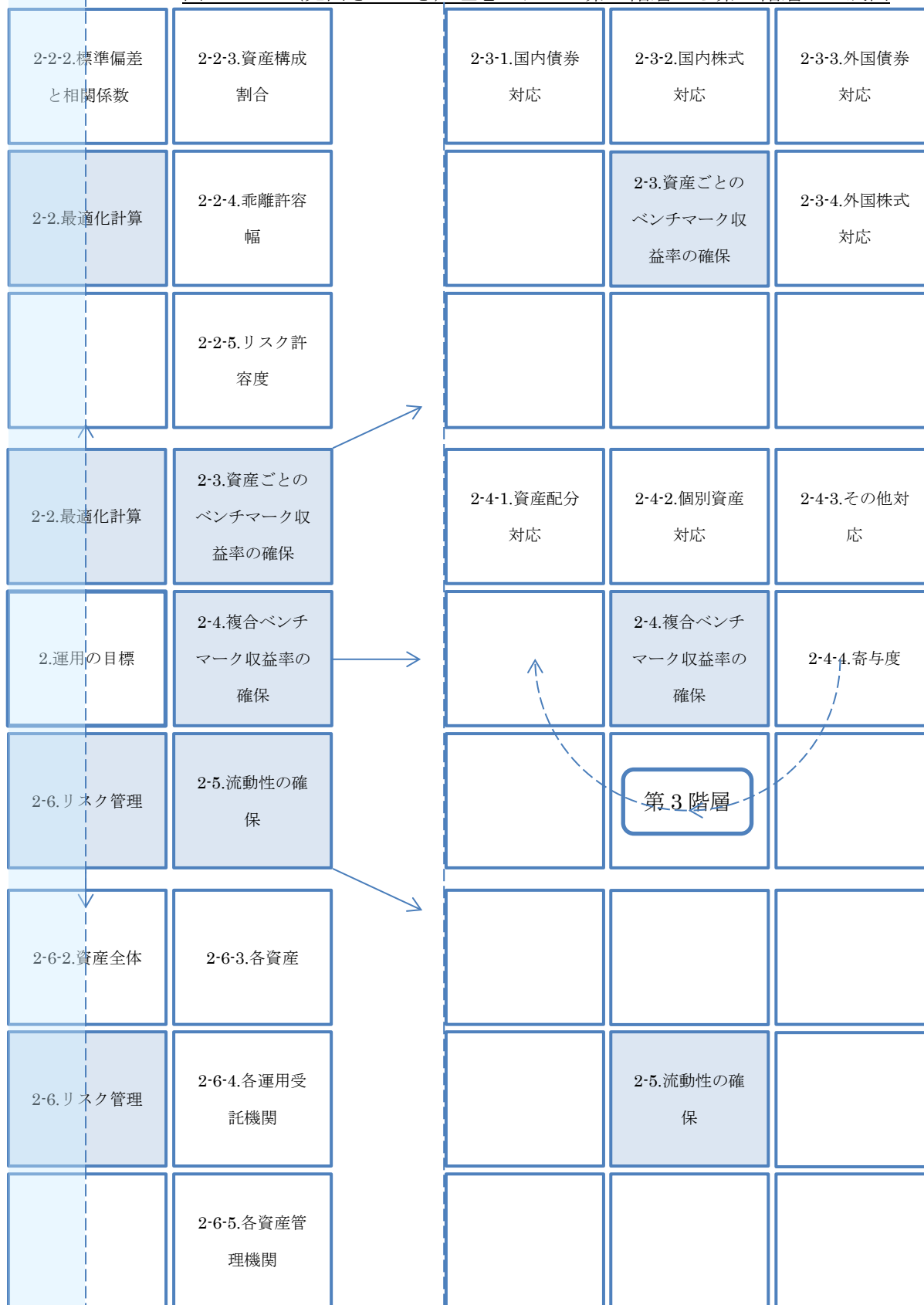


図-4の2（見開きつづき）理想モデルの第2階層から第3階層への展開



おって、理想（To Be）モデルとしての機能構成図の具体的な作成方法において、則る旨を謳った、基本ポートフォリオの策定および管理のプロセスについて敷衍をすると、以下のとおり。

基本ポートフォリオの策定のプロセスについては、平成 26 年 10 月 31 日付 GPIF 公表のプレスリリース文「年金積立金管理運用独立行政法人中期計画の変更について」を基礎として整理すると、つぎのようになる。

第 1 ステップ 前提条件の設定

第 2 ステップ 4 資産のリターンの設定

第 3 ステップ 4 資産のリスク・相関係数の設定

第 4 ステップ 制約条件（必要な積立金の確保と下振れリスクの最小化）の設定

第 5 ステップ 基本ポートフォリオの最適化計算（有効フロンティアの導出）

第 6 ステップ 基本ポートフォリオ（属性）の選定

第 7 ステップ 基本ポートフォリオ（資産構成割合）の導出

第 8 ステップ 基本ポートフォリオのリスク検証

第 6 ステップの、基本ポートフォリオ（属性）の選定とは、第 5 ステップにおいて、4 資産のリターン、リスクなどに基づき推計した多数のポートフォリオ、すなわち期待リターンおよびリスク（標準偏差）の組み合わせの中から、運用目標を満たしつつ、制約条件に適い、かつ最もリスクの小さい期待リターンおよびリスクの組み合わせを選定すること、換言すると基本ポートフォリオの属性であるリスク、リターン特性を選定する意である。

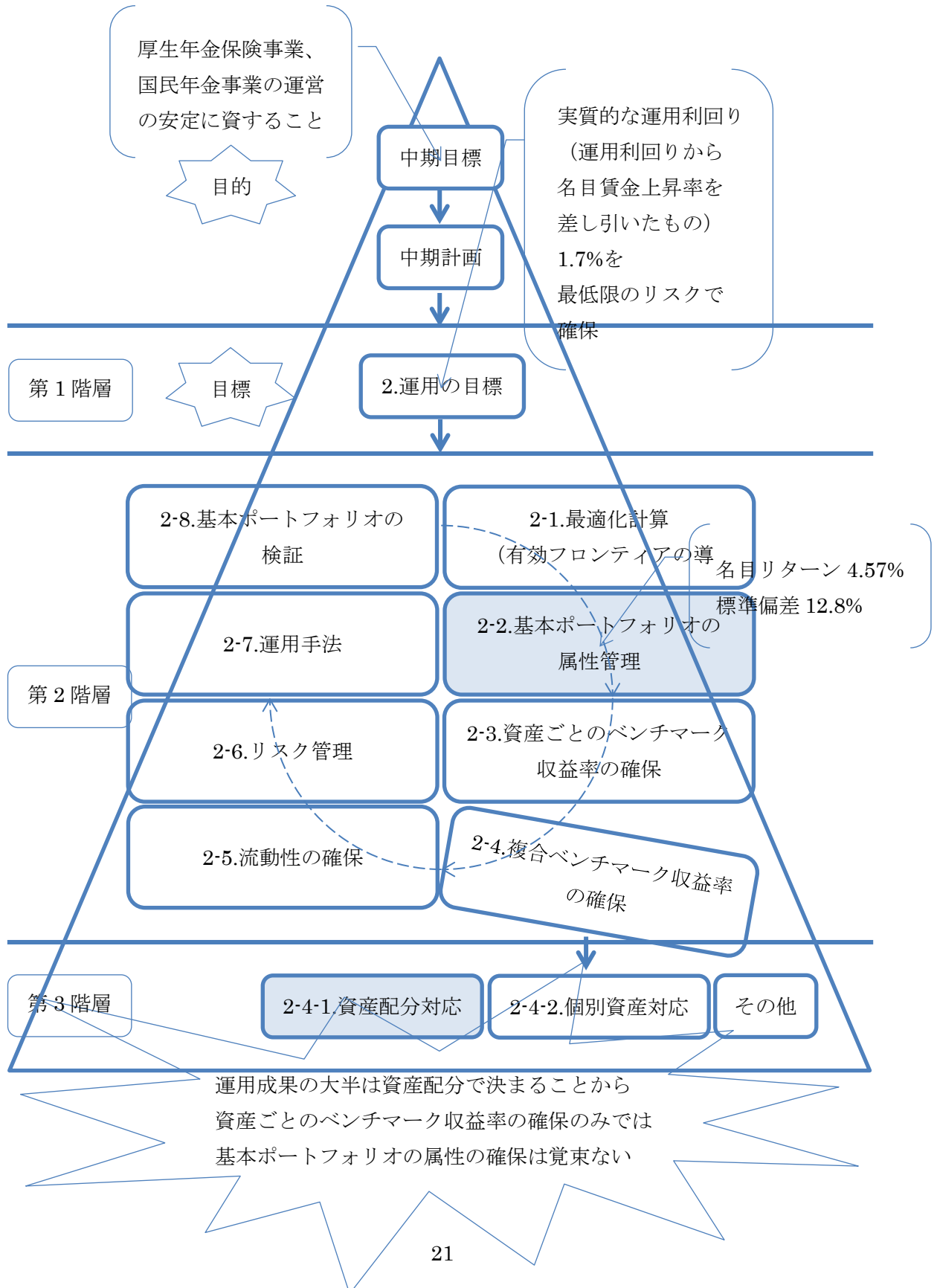
第 7 ステップの基本ポートフォリオ（資産構成割合）の導出は、第 6 ステップの結果であり、第 5 ステップから第 8 ステップまではループする。

つぎに、基本ポートフォリオの管理のプロセスについてであるが、その根幹は、基本ポートフォリオの属性であるリスク、リターン特性の維持である。

留意すべきは、ただ単に資産ごとに、市場平均収益率（ベンチマーク収益率）を確保したのみでは、運用資産全体として、基本ポートフォリオの属性である期待リターンおよびリスク（標準偏差）を確保することは出来ず、延いては、想定する運用期間の期末において、予定した積立金額の確保が覚束なくなる可能性がある点である。

すでに述べたとおり、運用成果の大半は、資産配分要因で決まることから、資産配分効果の反映により全体最適化を図るべく、各資産を基本ポートフォリオどおりの割合で運用したと仮定した場合の市場平均収益率（複合ベンチマーク収益率）の確保を最優先の施策とし、加えて“複合ベンチマーク対比のパフォーマンス”を KPI（key performance indicator 主要業績評価指標）とする必要がある。

図-5 基本ポートフォリオの策定および管理の基本的フレームワーク



7. GPIF の計画についての現状 (As Is) モデル

計画についての理想 (To Be) モデルと、現状 (As Is) モデルとを比較対照するためには、モデリング (構造化) 技法を一致させる必要がある。

そこで、GPIF の現行の中期計画 (第 3 期) の記載内容を詳細化し階層化のうえ、理想 (To Be) モデルと同じく機能構成図 (マンダラチャート) に展開をし、計画についての現状 (As Is) モデルを作成して見ると、後掲 24 頁の図-6 の 1 (見開き) から 29 頁の図-6 の 3 (見開きつづき) までとなる。

おって、平成 27 年 4 月 1 日付厚生労働省認可の現行の「年金積立金管理運用独立行政法人中期計画」(第 3 期) の項目立ては、つぎのとおりである。

表-6 の 1 GPIF 中期計画 (第 3 期) の項目立て (第 1 階層から第 3 階層)

第 1 階層		
第 2 階層		
第 3 階層		
第 1	国民に対して提供するサービスその他の業務の質の向上に関する目標を達成するためとるべき措置	
	1. 年金積立金の管理及び運用の基本的な方針	
	2. 国民から一層信頼される組織体制の確立	
	3. 運用の目標、リスク管理及び運用手法	
	(1) 運用の目標	
	(2) 年金積立金の管理及び運用におけるリスク管理	
	(3) 運用手法について	
	(4) 運用対象の多様化	
	(5) 株式運用における考慮事項	
	(6) 財投債の管理及び運用	
	4. 透明性の向上	
	5. 年金積立金の管理及び運用における長期的な観点からの資産の構成に関する事項	
	(1) モデルポートフォリオの策定	
	(2) モデルポートフォリオの見直し	
	(3) 基本ポートフォリオの基本的考え方	
	(4) 基本ポートフォリオ	
	(5) 基本ポートフォリオの見直し	
	6. 年金積立金の管理及び運用に関し遵守すべき事項	
	(1) 受託者責任の徹底	
	(2) 市場及び民間の活動への影響に対する配慮	

	(3) 年金給付のための流動性の確保
	(4) 他の管理運用主体との連携
7. 管理及び運用能力の向上	
	(1) 高度で専門的な人材の確保とその活用等
	(2) 運用対象の多様化に伴うリスク管理の強化
8. 調査研究業務	
	(1) 調査研究業務の充実
	(2) 調査研究業務に関する情報管理
第2 業務運営の効率化に関する目標を達成するためとるべき措置	
	1. 効率的な業務運営体制の確立
	2. 業務運営の効率化に伴う経費節減
	3. 契約の適正化
	4. 業務の電子化の取組
第3 財務内容の改善に関する事項	
第4 予算、収支計画及び資金計画	
	1. 予算
	2. 収支計画
	3. 資金計画
第5 短期借入金の限度額	
	1. 短期借入金の限度額
	2. 想定される理由
第6 不要財産又は不要財産となることが見込まれる財産がある場合には、当該財産の処分に関する計画	
第7 第6の財産以外の重要な財産を譲渡し、又は担保に供しようとするときは、その計画	
第8 剰余金の使途	
第9 その他主務省令で定める業務運営に関する事項	
	1. 内部統制の一層の強化に向けた体制整備
	2. 監査委員会の機能強化等によるガバナンス強化
	3. 情報セキュリティ対策
	4. 主たる事務所の移転に伴う関係機関との連携確保
	5. 施設及び設備に関する計画
	6. 中期目標期間を超える債務負担
	7. 職員の人事に関する計画

図-6の1（見開き）中期計画（第3期）の第1階層から第2階層への展開

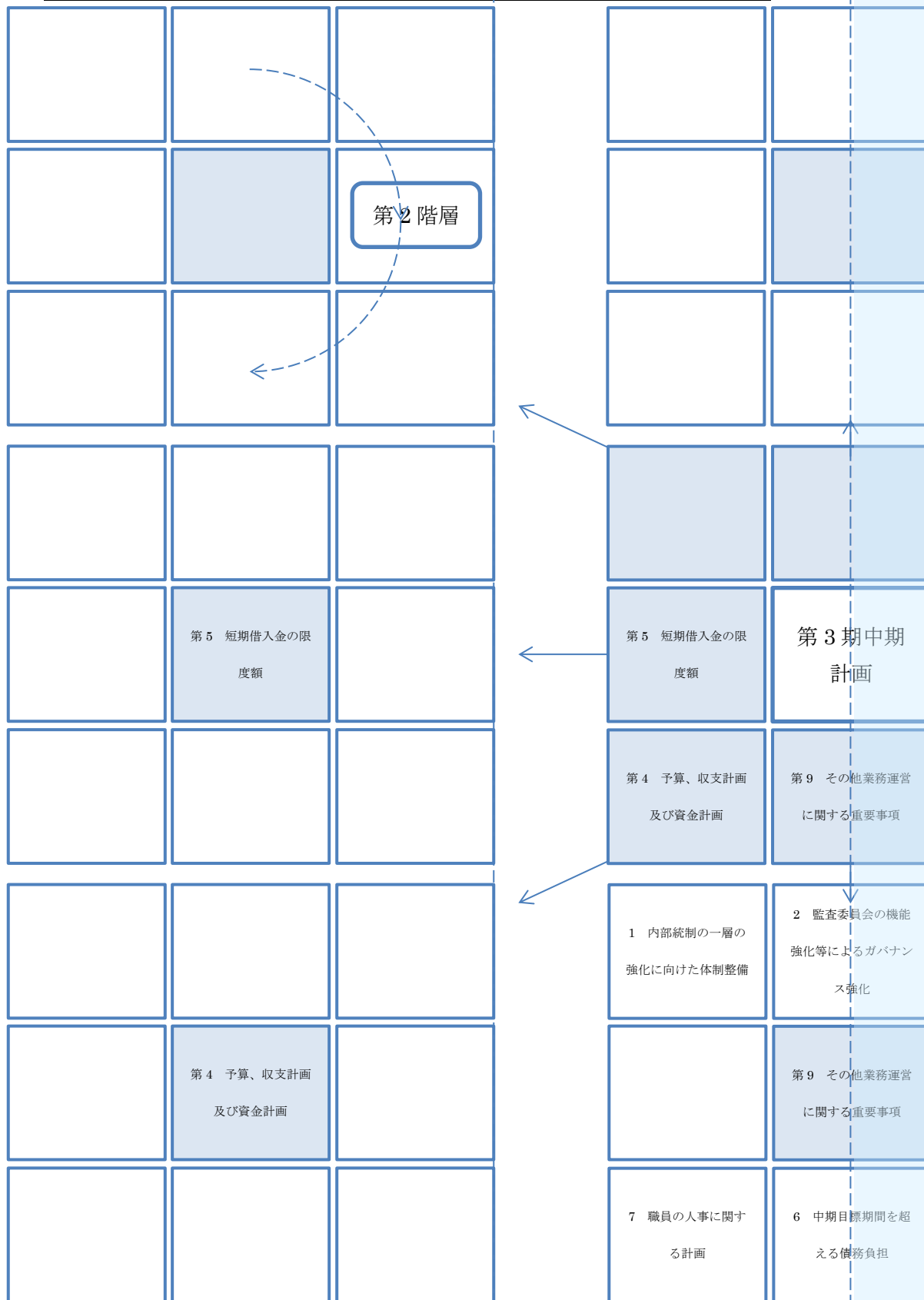


図-6の1(見開きつづき) 中期計画(第3期)の第1階層から第2階層への展開



図-6の2（見開き）中期計画（第3期）の第2階層から第3階層への展開

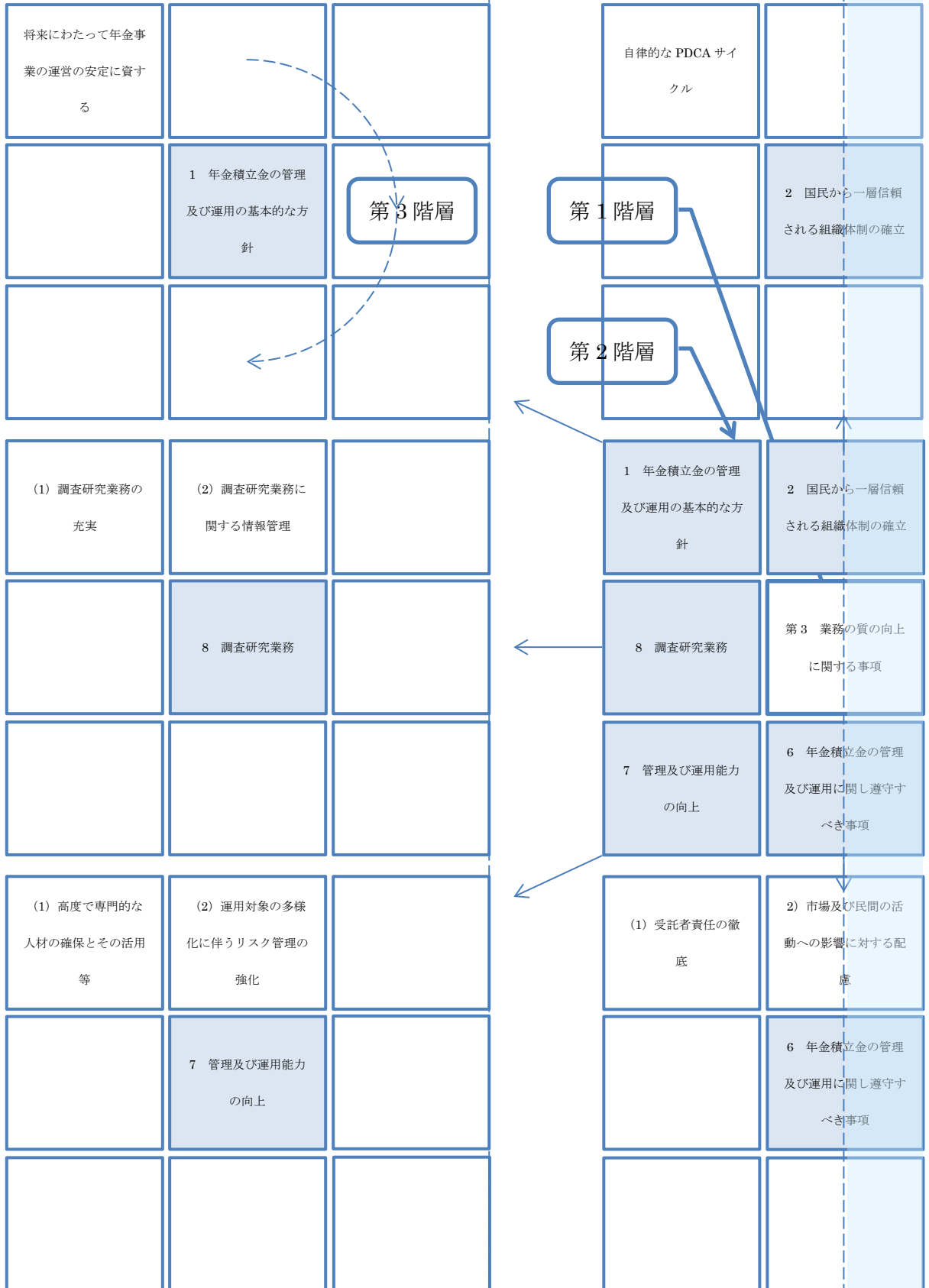


図-6の2(見開きつづき) 中期計画(第3期)の第2階層から第3階層への展開

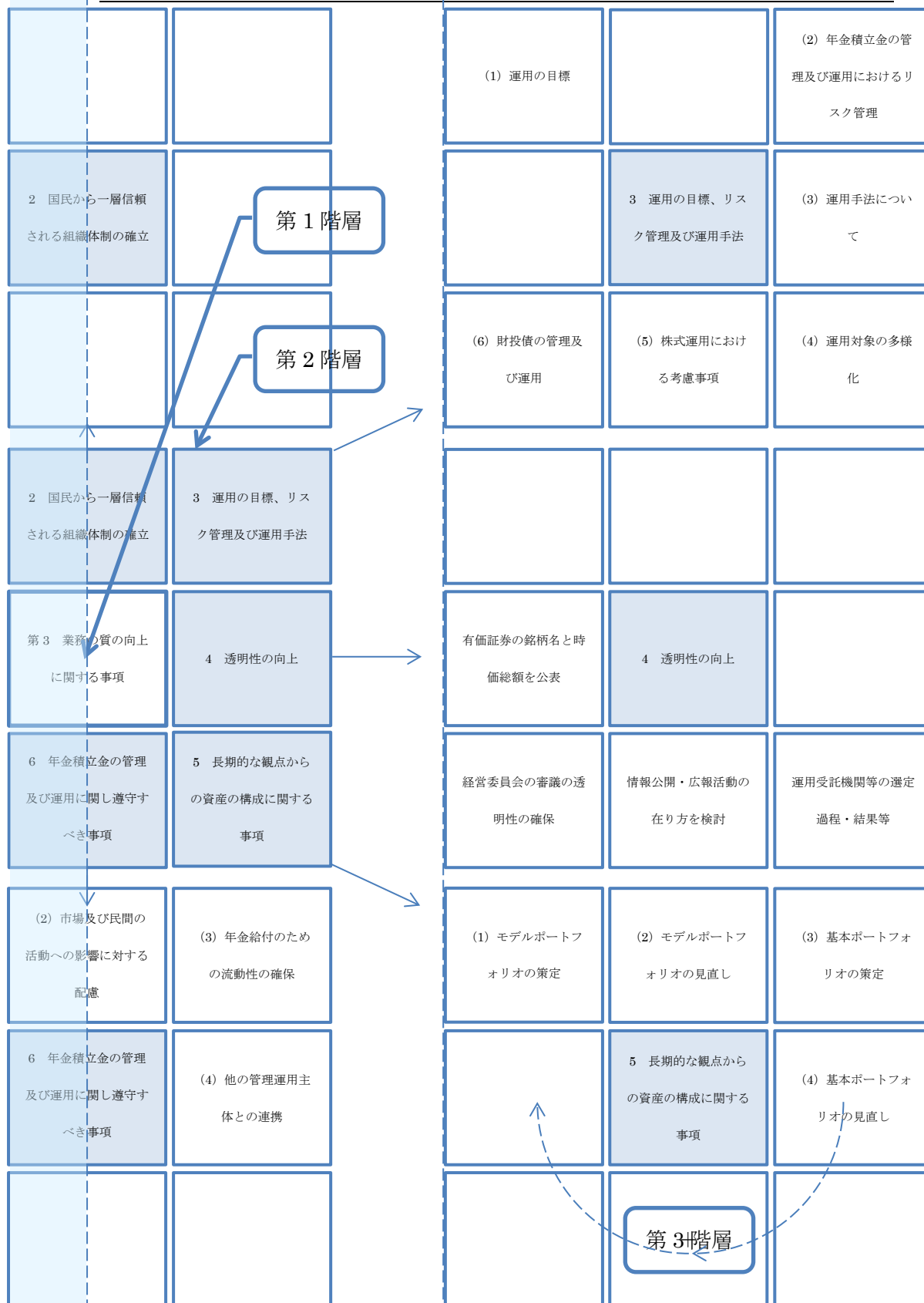


図-6の3（見開き）中期計画（第3期）の第3階層から第4階層への展開

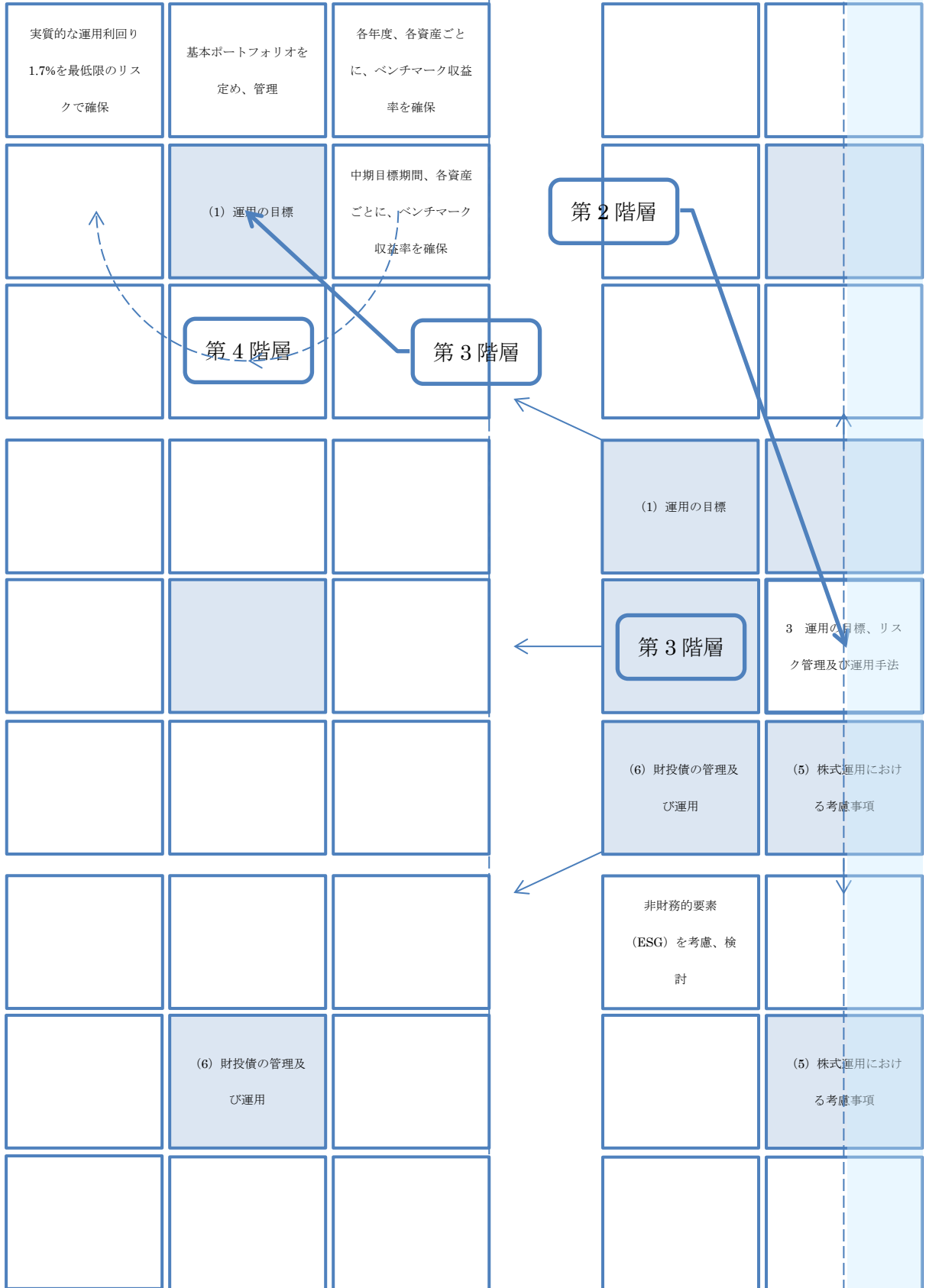
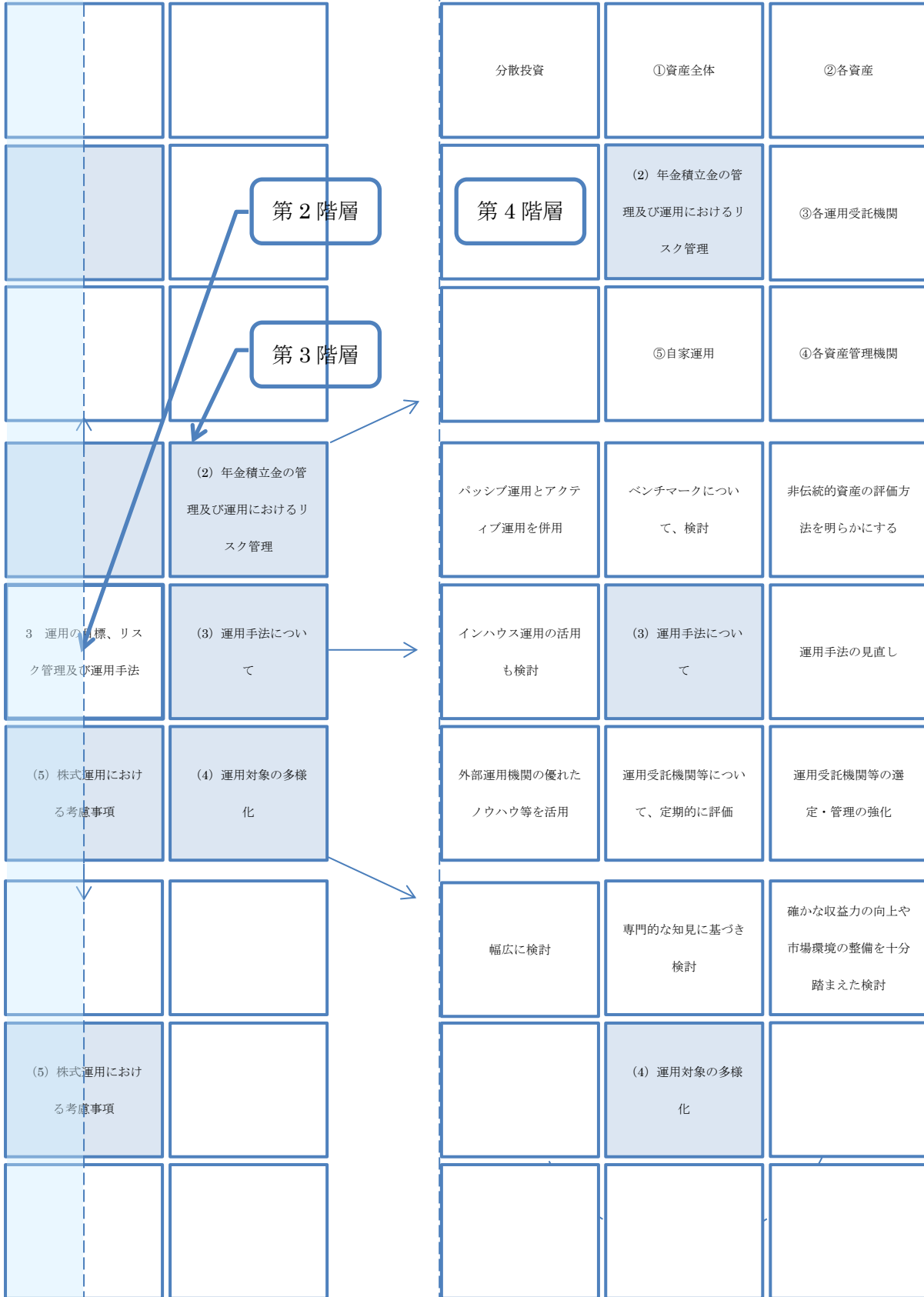


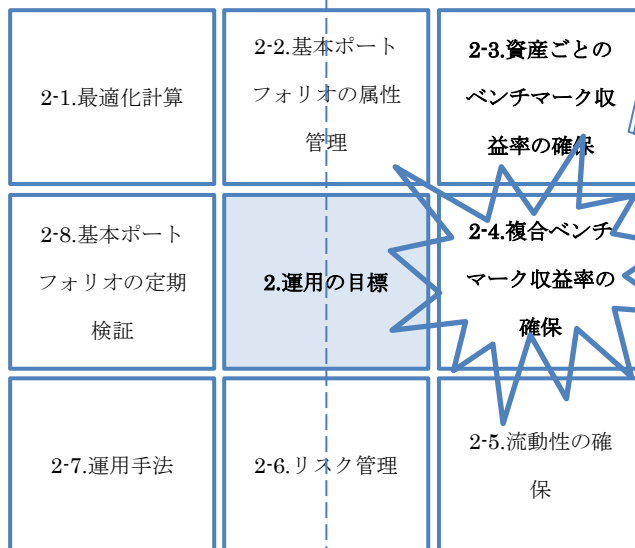
図-6の3（見開きつづき）中期計画（第3期）の第3階層から第4階層への展開



8. 理想 (To Be) モデルと現状 (As Is) モデルの比較

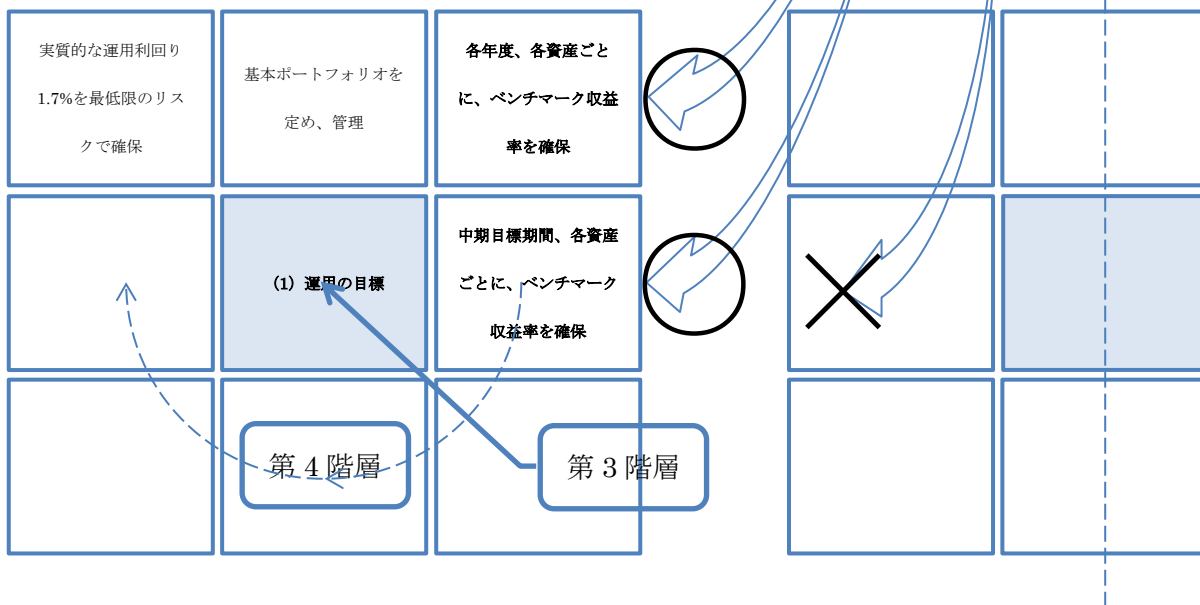
〈前掲 16 頁から 17 頁の〉

理想 (To Be) モデルである図-4 の 1 (見開き・見開きつづき一部再掲)



〈前掲 28 頁の〉

現状 (As Is) モデルである図-6 の 3 (見開き一部再掲)



ともに「運用の目標」をブレイクダウンした、理想 (To Be) モデルである図-4の1と、現状 (As Is) モデルである図-6の3とを比較対照してみると、明らかな相違点がある。

図-4の1の中央項番2の「運用の目標」を達成するために必要な業務機能のうち、項番2-3の「資産ごとのベンチマーク収益率の確保」については、図-6の3の第4階層に該当する機能が2つ存するが、項番2-4の「複合ベンチマーク収益率の確保」に該当する全体最適化の視点は、見当たらない。

なお、現行の中期計画（第3期）は、つぎの表-6の2にあるとおり、第3階層の項番2の「年金積立金の管理及び運用におけるリスク管理」を詳細化した、第4階層の項番1の「資産全体」について、「資産全体のリスクを確認し、リスク負担の程度についての分析及び評価並びに各年度の複合ベンチマーク収益率との乖離要因の分析等を行う。」との説明を施しているものの、分析の結果を踏まえて、実施しなければならないリスク対応策、すなわち基本ポートフォリオの属性である、リスク、リターン特性の維持については一切言及しておらず、結局のところ分析のみに終始してしまい、今日の混乱を招いていると思われる。

表-6の2 GPIF中期計画（第3期）の項目立て（第3階層から第4階層）

第1階層			
第2階層			
第3階層			
第4階層			
(2) 年金積立金の管理及び運用におけるリスク管理			
			① 資産全体 (略) 資産全体のリスクを確認し、リスク負担の程度についての分析及び評価並びに各年度の複合ベンチマーク収益率(各資産のベンチマーク収益率をポートフォリオで加重したもの)との乖離要因の分析等を行う。

これまで述べて来たとおり、運用成果の大半は、資産配分要因で決まることから、各「資産ごとのベンチマーク収益率の確保」のみでは部分最適に終始してしまい、基本ポートフォリオの属性（期待リターン、リスク）を確保することは出来ず、延いては予定した積立金額を確保することが覚束なくなることから、複合ベンチマーク収益率との乖離要因の分析を行い、各資産を基本ポートフォリオどおりの割合で運用したと仮定した場合の市場平均収益率（複合ベンチマーク収益率）を確保するためのリスク対応策を実施することにより、全体最適化を図る必要があり、それ故に、当初の計画において明確に「複合ベンチマーク収益率の確保」を謳う必要があるのである。

9. まとめ

(1) 問題認識と機能構成図（マンダラチャート）による妥当性の検証

GPIF が設立された平成 18 年度から平成 29 年度まで（年央に基本ポートフォリオ変更の平成 26 年度を除く）の“複合ベンチマーク対比のパフォーマンス”を、超過収益率の要因分析に基づいて「資産配分要因」を縦軸とし「個別資産要因とその他要因」を横軸とする 2 軸によりマッピングすると、図-7 のとおりである。

超過収益率がゼロであることを示す斜線 XY の線上、および XY よりも右（上）の象限にあるポイントについては、所期の目標を達成していることから「B」以上の評定が相当であり、斜線 XY よりも左（下）の象限にあるポイントについては、所期の目標を下回っており改善を要することから「C」以下の評定が相当である。

したがって、超過収益率がゼロであった、平成 27 年度のパフォーマンスが「B」評定であることについては納得がいくものの、超過収益率がマイナスであり、逸失利益が発生したにもかかわらず、平成 28 年度および平成 29 年度のパフォーマンスを「B」評定とすることについては、違和感を禁じ得ない。

然らば、何故に、かかる杜撰な評価がまかり通ってしまうのか。

GPIF の PDCA サイクルは有効に機能しているのか。

「なぜ PDCA が回らないのか」との問いに対しては、「計画策定段階で勝負は 90% 決まる」との説がある（川原慎也著「これだけ PDCA」）。

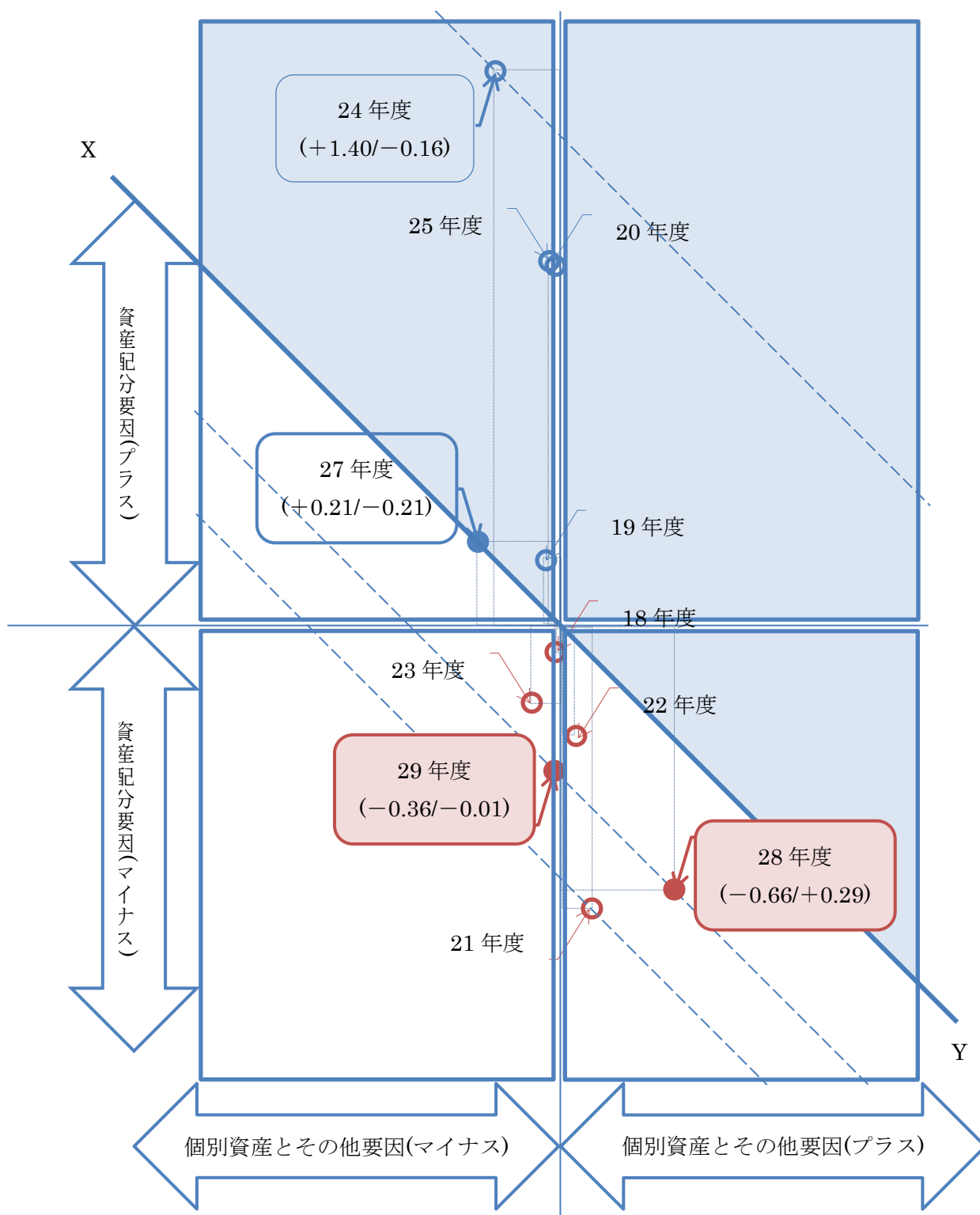
したがって、計画についての理想（To Be）モデルを策定のうえ、現行の中期計画（第 3 期）と比較対照することにより、問題点を明らかにする必要があるが、国の政策体系との関係において、計画の策定手順および策定方法について具体的に解説した文書は稀有である。

唯一と思しきは、政府の「電子政府構築計画」に基づくガイドラインであり、本稿においては、経済産業省 IT アソシエイト協議会報告書「EA 策定ガイドライン ver.1.1」に基づいて、現行の中期計画（第 3 期）の妥当性についての検証を試みた。

同報告書は、計画の策定手順としてその当初段階において、業務の内容すなわち収益構造（ビジネスモデル）を十分に可視化する、政策・業務分析を実施することの重要性を唱え、そのための構造化（モデリング）技法として、網羅性に優れた機能構成図（マンダラチャート）の作成を推奨している。

計画についての理想（As is）モデルを、機能構成図（マンダラチャート）に展開し、現行の中期計画（第 3 期）に基づいて作成した、現状（As Is）モデルである機能構成図と比較対照して見たところ、明らかな相違点があることが判明した。

図-7 複合ベンチマーク対比パフォーマンスのマップピング



(注) 平成 26 年度は、年央に基本ポートフォリオを変更のため除外。

(○/○) 内左は資産配分要因、右は個別資産要因とその他要因合計、単位はパーセント。

(2) 「複合ベンチマーク収益率の確保」に該当する全体最適化の視点の欠落

GPIF の事務・事業について、収益構造（ビジネスモデル）を概観してみると、つぎのようになる。

目的は、法第 3 条にあるとおり「厚生年金保険事業及び国民年金事業の運営の安定に資すること」である。

そして、厚生労働大臣は、中期計画の前提となる中期目標（第 3 期）において、運用の目標を「長期的に積立金の実質的な運用利回り（積立金の運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いたものをいう。）1.7%を最低限のリスクで確保することを目標とし、この運用利回りを確保するよう、年金積立金の管理及び運用における長期的な観点からの資産構成割合（以下「基本ポートフォリオ」という。）を定め、これに基づき管理をおこなうこと。」とした。

それ故に GPIF は、平均・分散アプローチに基づく基本ポートフォリオの策定および管理のプロセスに則り、中期計画を策定することになる。

4 資産のリターン、リスクなどに基づき推計した多数のポートフォリオ、すなわち期待リターンおよびリスク（標準偏差）の組み合わせの中から、運用目標を満たしつつ、制約条件に適い、かつ最もリスクの小さい期待リターンおよびリスクの組み合わせを基本ポートフォリオとして選定する。

基本ポートフォリオのリスク、リターン特性すなわち属性を選定した結果として導き出されるのが、最適な資産構成割合である。

そして、かかるリスク、リターン特性を維持することが、基本ポートフォリオの管理の根幹である。

それ故、当然に、導き出された最適な資産構成割合どおりの割合で各資産を運用したと仮定した場合の市場平均収益率である、複合ベンチマーク収益率との対比においてパフォーマンスを評価することになる。

しかしながら、現行の中期計画（第 3 期）に基づいて作成した現状（As Is）モデルの機能構成図に、理想（To Be）モデルとして洗い出した業務機能のうち、「資産ごとのベンチマーク収益率の確保」に該当する機能は存するものの、「複合ベンチマーク収益率の確保」に該当する全体最適化の視点は見当たらない。

それ故に、“複合ベンチマーク対比のパフォーマンス”評価は蔑ろになる。

したがって、平成 28 年度および平成 29 年度は、超過収益率がマイナスであり、大幅な逸失利益が発生したにもかかわらず、重要度が高い評定項目である「管理・運用の基本的な方針、運用の目標」についての評定を「B」（所期の目標を達成している）とする杜撰な実績評価を招くことになってしまった原因は、当初の計画において「複合ベンチマーク収益率の確保」に該当する全体最適化の視点が欠落し、その結果として“複合ベンチマーク対比のパフォーマンス”評価が蔑ろになってしまったことにあると思われる。

ブリンソンほかの実証研究あるいは GPIF 自らの実証データが示すとおり、運用成果の大半は資産配分要因で決まることから、ただ単に資産ごとにベンチマーク収益率を確保したのみでは部分最適に終始してしまい、基本ポートフォリオの属性を確保し、想定する運用期間の期末において、予定した積立金額を確保することが覚束なくなることから、当初の計画において明確に、資産配分効果の反映により全体最適化を図るべく「複合ベンチマーク収益率の確保」を謳う必要があるのである。

事ほど左様に GPIF の現行の中期計画（第 3 期）は、一部に妥当性を欠き、その必然として、GPIF 内の自律的な PDCA サイクルおよび厚生労働大臣の下の政策の PDCA サイクルは、十分に機能していないものと思われる。

GPIF および厚生労働省は、PDCA サイクルの継続的改善の趣旨に則り、妥当性を欠いた計画を放置、あるいは金科玉条のものとする事なく、可及的速やかに是正措置を講ずる必要があると思われる。

本稿においては、先ず以て GPIF の PDCA サイクルの計画（P）フェーズの、現行の中期計画（第 3 期）の妥当性について検証をし、PDCA サイクルの機能を削いでいる原因を詳らかにすることが出来たと思われるが、その他のフェーズにおいても同様の課題・問題点が存する可能性がある。

したがって、稿を改めて、その他のフェーズについても検証をし、引き続き GPIF の PDCA サイクルに係わる課題・問題点を洗い出すこととする。

（付記事項）

本件、あくまでも独立行政法人の評価の枠組みにおいて、「執行機関」である GPIF の単年度の評価および PDCA サイクルの有効性について論じるものである。

したがって、市場平均収益率との「相対評価」について論じるものであり、収益率や収益額などについての「絶対評価」を論じるものではない。

なお、「機関投資家」としての GPIF に対する中期の視点からする収益率や収益額などについての「絶対評価」の必要性については、言を俟つまでもなく、独立行政法人の評価の枠組みにおいても、中期目標期間評価が実施されている。

おって、本稿は、筆者の個人的な見解であり、属した組織あるいは属する組織の見解ではありません。

以上

《参考文献》

- GPIF「平成 29 事業年度業務実績評価書」（厚生労働大臣評価）
- GPIF「平成 29 年度年金積立金管理運用独立行政法人業務実績報告及び自己評価書」
- GPIF「平成 28 事業年度業務実績評価書」（厚生労働大臣評価）
- GPIF「平成 28 年度年金積立金管理運用独立行政法人業務実績報告及び自己評価書」

- GPIF「平成 27 事業年度業務実績評価書」（厚生労働大臣評価）
- GPIF「平成 27 年度年金積立金管理運用独立行政法人業務実績報告及び自己評価書」
- GPIF「平成 29 年度業務概況書」
- GPIF「平成 28 年度業務概況書」
- GPIF「平成 27 年度業務概況書」
- GPIF プレスリリース「年金積立金管理運用独立行政法人中期計画の変更について」（H26.10.31）
- GPIF「年金積立金管理運用独立行政法人中期目標」（第 3 期）
- GPIF「年金積立金管理運用独立行政法人中期計画」（第 3 期）
- GPIF「年金積立金管理運用業務の業務・システム最適化計画」
- GPIF その他公開資料
- 厚生労働省第 8 回社会保障審議会資金運用部会議事録および資料
- 厚生労働省その他公開資料
- 総務大臣決定「独立行政法人の評価に関する指針」
- 総務大臣決定「独立行政法人の目標の策定に関する指針」
- 総務省「自治体 EA 業務・システム刷新化の手引き」
- 行政改革推進会議「独立行政法人改革等に関する基本的な方針について」
- 川原慎也著「これだけ PDCA」すばる舎
- 各府省情報化統括責任者連絡会議決定「電子政府構築計画」（2003.7.17）
- 各府省情報化統括責任者連絡会議決定「業務・システム最適化指針」（2006.3.31）
- 経済産業省 IT アソシエイト協議会報告書「EA 策定ガイドライン ver.1.1」（H15.12）
- 経済産業省 EA ポータル（国立国会図書館保存）
- プリンソン、フッド、ビーバウワー「Determinants of Portfolio Performance」Financial Analysts Journal 誌（1986）