

## 第13回金融・資本市場ワーキンググループ議事要旨

---

### (開催要領)

1. 開催日時：2008年2月7日(木) 14:00~16:00
2. 場所：中央合同庁舎4号館509会議室
3. 出席者：

主査	上村 達男	早稲田大学法学学術院長
メンバー	伊藤 隆敏	東京大学大学院経済学研究科教授
同	池尾 和人	慶應義塾大学経済学部教授
同	大崎 貞和	株式会社野村資本市場研究所研究主幹
同	松本 大	マネックス・ビーンズ・ホールディングス株式会社 代表取締役社長CEO

### (議事次第)

1. 開会
2. 議事  
公的年金基金の運用
3. 閉会

### (配布資料)

- 資料1 臼杵 政治 ニッセイ基礎研究所金融研究部門主席研究員提出資料  
資料2 荻島 誠治 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター  
フィデューシャリー・マネジメント部長提出資料  
資料3 矢野 朝水 企業年金連合会専務理事提出資料
- 

### (概要)

(上村主査) それでは、定刻になったので、ただいまより「金融・資本市場ワーキンググループ」第13回会合を開催する。お忙しい中、御出席いただき感謝したい。

本日は、公的年金基金の運用について御審議いただきたい。まず、ゲストスピーカーからプレゼンテーションをしていただき、その後、自由討議に移りたい。

本日は、ゲストスピーカーとして、臼杵政治ニッセイ基礎研究所金融研究部門主席研究員、荻島誠治野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター フィデューシャリー・マネジメント部長、矢野朝水企業年金連合会専務理事のお三方にお越しいただいた。

ゲストスピーカーにおかれては、公的年金基金の運用を改善するための具体的な

改革案についても御提案いただくようお願いしたい。

それでは、ゲストスピーカーの方からそれぞれ10分～15分程度でプレゼンテーションをお願いしたい。

まず、臼杵主席研究員から資料1「公的年金積立金運用の論点」に沿って報告していただきたい。

(臼杵主席研究員) 資料1のアウトライン、及び横長の参考資料の2つを使って、説明したい。

アウトラインの方を見ていただくと分かるように、まず、そもそも積立金というものをなぜ持っているか、2番目に、それを国債にするのが良いのか、市場運用にするのが良いのか。3番目に、市場運用する場合のポートフォリオはどうあるべきか。4番目に、ポートフォリオを望ましいポートフォリオにする、あるいは望ましい資産運用をするためには、どのような条件が必要か、という流れで説明したい。

まず、1番目の積立金がなぜあるかだが、これは経済学のおさらいであるが、昔は賦課方式と積立方式のどちらが良いのかという議論があつて、賦課方式の場合は人口の増加率、それから賃金の上昇率によってそのリターンが決まる。

積立方式の場合には、市場の金利、または、市場のリターンによってリターンが決まる。どういう理由かは分からないが、資産のリターンの方が人口や賃金の上昇よりいつも高いという理由から積立方式が良いということが議論されていたわけであるが、最近では、積立方式の場合でもリターンを得るためには、資産を後世代の人に結局また売らなければいけないのではないかと。後世代の負担という意味では変わらないのではないかとというような議論もある。

いずれにしても、最近では、どちらが良いかということとは別に、後世代の方々の保険料の上昇を抑える、特に人口の少子高齢化が進む中で保険料の上昇を抑えるという目的で、多くの国でいわゆるデモグラフィックリザーブと呼ばれる、人口動態の変更に対応した積立資産を持つことが増えている状況である。

2に進みたい。国債が良いのか、市場運用が良いのかであるが、(1)の表をご覧ください。国債の場合にはリスクが低く、流動性が高く、また株式を持つと民間企業への経営に介入するということで国債が良いという議論がある。一方、期待リターンが高い、あるいはインフレ対応の可能性もある、更に国債ばかり投資していると、逆に国の財政規律が緩むという議論がある。また国債は、結局年金を払うためには償還をしなければいけないわけで、この償還をするということは、結局、後世代の人が税金を払って償還をするということになるので、後世代の負担を軽減するということにならないのではないかとというような議論もある。

それで、先ほど申し上げた、米国の場合には、(1)表の左側のような理由で、すべてを非市場性国債ということで運用しているわけだが、多くの、先ほど申し上げたデモグラフィックリザーブを持っている国では、むしろリスク資産を含めた市場運用をして、

それによってリターンを高め、後世代の負担を軽減し、国の人口が減るような場合には、むしろ国際分散投資で海外へ積極的に投資をしてリスクを分散することに努めている。

次に、市場運用する場合にどのようなポートフォリオが良いのかということだが、今のいわゆるGPIFの公的年金の基本ポートフォリオは、主に国債を中心としたもので国内債が67%になっている。

これは、2004年に年金制度改正があった際に、社会保障審議会の資金運用分科会で決まったものであり、それを今の年金積立金管理運用独立行政法人、いわゆるGPIFでも受け継いでいる。

これについては、さまざまな経済前提を置いたり、年金の財政検証をしたりして、一応、かなり緻密な議論をして、こういうポートフォリオを決めたわけである。

ただ、細かい話であるが、技術的に、例えばこういう点がもう少し直せるのではないかと思っている点は幾つかある。一つは、物価上昇率と賃金上昇率が固定されている点であり、物価上昇率が1.0%、賃金上昇率が2.1%ということで固定されている。少し技術的な話になるが、資産のリターンは確率変数になっていて、平均と分散を持っており、物価上昇率と賃金上昇率については、固定した率で決めているということだが、物価上昇率、賃金上昇率も確率変数にするということは多分可能だろうし、その方がきっちりした検証になるのではないかと考えている。

もう一つは、債券の期待リターンが、3.2%ということになっていると思うが、これは、要は日本の今後の経済成長率と企業の利潤率から、それを過去のデータを基に3.2%と置いているのだが、仮に長期的に3.2%であるとしても、足元は1.5%や1.4%、場合によってはもう少し低かった。

そこから3.2%に上がる場合、当然キャピタル・ロスが出てくるわけであるが、そこをきちんと織り込んでいないということもあって、細かい点を言えば、このような点も課題と思っている。

もう少し大きな課題としては、今、4資産で、国内債券、国内株、外国債券、外国株を中心としたポートフォリオになっているが、最近の年金の運用だと、いわゆるオルタナティブと言われている、プライベートエクイティや、ヘッジファンド、不動産といった資産への運用も企業年金では増えているわけで、GPIFも同様にもう少し分散をすることは考えられるのではないかと考えている。

それから、国内債券に非常に大きな比重を置いているし、国内株と外国株を見ても国内株の方が多い。世界的な市場の時価総額から見ると、むしろ国内株というのは非常に低いわけだが、いわゆるホーム・カンントリー・バイアスというものを置いていて、例えば国内株の方が外国株より大きくなければいけないという制約条件を付けて、最適化とかモンテカルロ・シミュレーションをやっているが、そういう制約条件がそもそも必要なのか。むしろ、先ほど申し上げたようにグローバルな投資にもっと乗り出すこと

が考えられるのではないかと考えている。

以上がポートフォリオに関する戦略的課題であるが、最後に、そもそも公的年金運用というのは、やや特殊な点があって、そこでどういう仕組みを作るべきか、今、申し上げたような戦略的課題、例えばもっと分散投資をすることや、オルタナティブを入れるということをしていく上でも条件がいろいろとあるのではないかと、これを少し申し上げたい。

御案内のように、例えば企業経営あるいは普通の民間の金融機関の経営では、株主がいて、株主が経営者を選ぶという仕組みで、株主が一定程度大きな経営方針を承認し、取締役がその方針に従って経営者を監視する。株主がいて取締役がいて経営者がいるというようなガバナンスの形になっているわけで、経営者が取締役会から与えられた一定の制約の中で成果を上げなければその経営責任を問われ、取締役は株主に対して責任を負うというような形になっている。

ところが企業年金の場合は、誰が株主なのか。あるいは公的年金の場合は、誰が株主なのか、誰が取締役なのか、そこが必ずしも明確でない。

そういう意味では、やっていることは非常に経済的な行為であるが、必ずしも株主に利益をたくさんもたらすことが一義的にすばらしいことかどうかよくわからないし、その点では中央銀行に少し似ていると思う。

資料に書いたように、公的年金の場合には、誰が公的年金運用についての経営責任を負うのか、あるいは場合によっては、株主代表訴訟のような仕組みもないという中で、運用に失敗した時にどのような責任を負うのかというところが必ずしも明確でないことが難しいと思う。

諸外国でも同様であるが、一つの解決方法を示しているのが、図表1-3に書いた、カナダの CPPIB、カナディアン・ペンション・プラン・インベストメント・ボードである。株式会社ではないが、株式会社に非常に似た形を取っている。つまり、取締役会に当たるものが理事会であり、理事会がCEOに対して、このぐらいのリスクを取りなさいと、大体こういうポートフォリオで、こういうリスクを取りなさいという運用の基本方針を決める。

CEOら執行役員は、その範囲内で、できるだけ高いリターンを上げるということに努めるという形で、ガバナンスの仕組みを作っているわけである。

この理事会のメンバーは、ほとんど民間の出身者、民間の資産運用担当者や、民間の経営者、あるいはエコノミストで構成されており、一応、財務大臣が任命するという形にはなっているが、財務大臣と各州の大臣がまず指名委員を決めて、その指名委員の推薦の下に財務大臣が任命するという形で、できるだけ中央政府からは、アームズ・レングズ、離すということが一つ。それから、一種の株式会社に似たガバナンスをすることで、責任体制をある程度明らかにする点がもう一つの特徴である。

では、理事会がそこで、仮に運用に失敗した時に、何か責任を問われるかという点、

専門家としての相当な注意を払っている限りは、特にそれ以上の責任は問われないということになっている。

日本の場合は、今のGPIFであるが、資料の3ページの2-1をご覧いただきたい。年金積立金管理運用独立行政法人という形になっていて、これは、カナダのボードで決める戦略的資産配分を担っている。要するにリスクをどのぐらい取るかというのを誰が決めているかという、この独立行政法人の前までは、先ほど申し上げた社会保障審議会の資金運用分科会が決めていたが、今は、ここで、積立金管理運用独立行政法人の中に運用委員会というものを作って、その推薦の下に理事長が決めるということにはなっている。

そういう意味では、厚生労働大臣からはかなり独立した形にはなっているが、ただ、あくまでも年金の財政検証という厚生労働大臣が決めている財政制約の下に資産運用を決めなければいけない、あるいは独立行政法人なので中期経営計画については、厚生労働大臣が承認をして、遂行状況をチェックするということになっているので、必ずしも厚生労働大臣から完全に独立しているのでもない。以前に比べればかなりよくなっているとは思いますが、まだ、誰がどういう権限でリスクの取り方について決めるかは、必ずしも明確ではない。特に、厚生労働大臣から完全に分離されているわけでもない。

そのほか、現在の管理運用独立行政法人になって、かなり透明性は高まっている。カナダの場合も、最終的な責任はどう取るのかという、まさに中央銀行の金融政策と同じような話で、いわゆる建設的な批判を様々なところから出して以外にガバナンスの方法はなく、金融政策に失敗したからといって、中央銀行の人が何か責任を問われることはないのであり、同じような話である。封建的な批判・議論を促す意味でも透明性が非常に重要になっているのだが、これはかなり向上している。

最後に、今日のテーマとしてリターンを上げるにはどうしたら良いかということ少し話してほしいと事務局からお話があったが、その話の前提として市場が効率的か効率的ではないかということがある。ある程度は、市場の非効率性を利用する( $\alpha$ を取る)ことも当然考えられるが、それに限界があるとすれば、市場がある程度効率的な中ではリスクを取らないとリターンは上がらない。リスクを取るか、あるいはせいぜいそれを分散するのかである。そのためには、どの程度取るべきかということについて、国民的なコンセンサスがあるか、どの程度リスクを取るか、あるいは誰がリスクの取り方を決めるかについて、少なくとも例えば専門家に任せようというコンセンサスがないと、なかなかリスクを高めていくことは難しいのかなと思う。

コンセンサスを作る条件としては、組織として、これは専門家に任せるといことがわかる形をもう少し作っていくというようなこともあるだろうし、あるいは実際にリスクを取ると、例えばこの3か月ぐらいのように、非常にロスが出ることもあるが、長期的にはリターンが上がるということを実績として示すということも必要と思う。

資料の4ページに国会での様々な議論があるが、最初に、99年11月に年金積立金を財投から切り離れた時に、厚生労働大臣が国債などの債券を中心にすべきということを行っている。

例えば、その後、3つ目のところに、衆議院の厚生委員会で、非常に見識のある方が、例えばポートフォリオでやるというのは、何か証券会社のパンフレットに出てくる話だということをおっしゃっていることもあった。そのような点について、コンセンサスを作っていくことが必要である。例えば、そのコンセンサスが皆に分かるような形の組織とし、資産のリスクについては専門家に任せ、専門家に任せるに当たっては、それなりの人を任命して、それなりの組織を作っていくことが必要と思う次第である。

私からの報告は以上である。

(上村主査) どうもありがとうございました。続いて、荻島部長から資料2の「日本の公的年金基金の運用について」に沿って御報告をお願いしたい。

(荻島部長) 臼杵主席研究員は、全体の公的年金運用のポイントをお話していただいたので、私の方からは多少視点を変えて、幾つかの切り口でお話をしたいと思う。

1ページ。ここでの公的年金とはGPIFだけではなく、国家公務員共済組合、70程度の団体から構成される地方公務員共済組合、日本私立学校振興・共済事業団も併せて公的年金と言っている。これを一元化するという議論が1年前に盛んに行なわれていたが、運用に関しては、あまり語られていなかった。運用の場合は制度と違って、運用の一元化というのはあまり適当ではない。

そもそも、GPIFは世界の機関投資家のなかで最も資産規模が大きく、GPIFでいかに運用するのかというのが一番の課題である。ここからの議論はGPIFに焦点を絞ってお話をしたい。

2ページ。通常、個人投資家が自分のお金で資産運用を行う場合、基本的には低リスクかつ高リターンを目指せばよい。すなわち、効率的に運用すること、分散投資ということを念頭において運用すればよい。安定的にリターンを高めるためには、プライベート・エクイティなどのオルタナティブ資産も加味しながら、しっかりとリスク管理も行うという話だと思う。

機関投資家の場合は多少違っていて、受託者責任、いわゆるフィデューシャリー・レスポンシビリティがあるような場合には、私は、投資効率性を追求する投資理論以外に乗り越えなければいけない重要な前段階の問題が、大きく5つぐらいあるのではないかと思っている。

実は、これからお話しする体系は私の持論というわけではなく、キース・アムバクシアという人が書いた、「ペンション・レボリューション」という書籍の中で既に提案されている。私たちはこの本を翻訳中で夏頃には出版する予定であるが、基本的に、機関投資家が資産運用を行う場合、投資効率性の追求の前に、統合的投資理論における、

①エージェンシー問題、②年金ガバナンス、③リスク問題、④投資信念、⑤金融工学、の5つのポイントについて、まずしっかり検討することが重要である。それを検討しない状況で、GPIFにもっと効率的に運用してほしいと指示したところで何ら抜本的な解決にはならないのである。

私は、この5つのポイントを解決しないで、GPIFが様々な改革を起こそうと思っても、部分最適しかできないと思う。それでは全体として何も改善しない。なかなか皆様が言っているような運用改善の方向にはならないだろうと思う。抜本的にルールを変えなければいけないのではないか。

3ページからが、具体的なポイントの説明である。1番目のポイントは、エージェンシー問題である。ここでは4つの例を挙げている。エージェンシー問題というのは、加入者や受給者がプリンシパルであり、それ以外がエージェント、つまりステークホルダーであり、議員、厚生労働省、評価委員会、関係省庁、GPIFの理事長、運用会社など、様々である。そういう様々な人達が色々なことを言う。

ケース1にあるように、一般管理費と管理運用委託手数料について、それぞれ別々に削減を要求している。それによって、例えば自家運用が良いのか、委託運用が良いのかという議論も、現状では、委託運用を中心にせざるを得ない。自家運用の充実、つまり、規模の効果を狙ってコストを削減するという発想はできにくい。

それから、ケース2の、運用会社の運用金額と超過リターンについては、委託運用を行うときに、やはり運用会社にしてみれば、自社の利益をできれば増やしたいので、本当に公的年金の資産を増やすために受託するのかということ、運用結果でわかってしまうので、可能性は僅かであっても、そうではないインセンティブが働く可能性はある。

4ページになるが、人件費削減と専門性確保の両立についても課題がある。先ほど臼杵主席研究員も、専門性の確保が重要だということをおっしゃっていたが、現状では、専門家が育たないだろうと思っている。人件費について、有名なカナダ、ノルウェー、スウェーデンの公的年金それぞれの給与を比べてみると、これらの国の理事長クラスだと5,000万円程度の年収であるが、GPIFはそこまでの年収ではない。これは一般社員もそうである。それで優れた人材が集まり、運用改善に熱心になるかという疑問である。

また、ケース4では、GPIFはあと1年少々経つと神奈川に移転しなければいけないが、これもエージェンシー問題なのだろうと思う。GPIFの総合的なコスト・ベネフィットを考えずに神奈川への移転が決定されているのではないか。移転となると、運用管理のシステムが支障なく動作する必要があり、業務のほとんどで東京に出向く必要もあり、賃料以外に様々な費用がかかる。

2番目のポイントは、年金ガバナンスである。エージェンシー問題が生じる一番の問題は、5ページにあるような年金ガバナンスがきちんと整備されていないということに

尽きる。年金ガバナンス、ここでは年金ファンド・ガバナンスであるが、GPIF では監督権限と執行権限が明確に分離されていないと思う。

GPIF は、先ほどの臼杵主席研究員の例のように、カナダのようなボードが明確に設置されていないので、年金ガバナンスが弱い組織である。米国では、年金ガバナンスが弱いと運用パフォーマンスも悪いと言われているので、GPIF はガバナンス構造をまず見直すべきである。

実は GPIF には運用委員会があるが、実際にその委員会のメンバーがどのように選ばれたのかが不透明である。学者中心ということで、先ほどのカナダの事例とは少々違う。専門家であっても、また別の意味で、最近の資産運用事情に詳しい専門家、金融マーケットを知る人間も何人かいないといけないだろう。

また、GPIF の運用委員会が説明責任を負うわけではなく、実は独立行政法人評価委員会が厚生労働省にあり、そこが年に1回評価しているが、権限がすっきりしていない。そのために、公的年金の運用全体を良くしようということが運用委員会の中でもあまり行なわれないのではないか。

6ページ。3 番目のポイントは、リスク問題である。公的年金のリスクとは何かが明確に定義されていない。所得代替率が 50%を下回ることが国民にとってのリスクなのか、GPIFにとってのリスクは何なのかなどが明確でない。独立行政法人に課せられた中期目標をただ達成すれば、それで公的年金は大丈夫なのかということがはっきりしない。そういう状態であると、GPIF は追加的にリスクを取って高いリターンを得ようというインセンティブが働かない。

3.2%という名目リターンを目標設定していても、実際には実質的なリターンという尺度で評価されるわけだが、GPIF が頑張って運用成果を上げても、年金財政側に運用成果をフィードバックする仕組みに乏しいところも問題で、GPIF 側に運用成果を追加的に上げようというインセンティブが基本的に働かなくなっている。

また、GPIF の運用委員会では、現在の基本ポートフォリオについて一応承認された形になっているが、彼らが実際に議論を積み重ねて作った基本ポートフォリオではなく、もともと厚生労働省側の社会保障審議会の中で議論されて作ったものが、そのままになっているので、GPIF の運用委員が本当にすべてを納得して承認しているのかというやや疑問である。

実際に、平成 16 年改正で有限均衡方式や、保険料水準固定方式、マクロ経済スライドによる給付水準調整など、幾つかの優れた方式が導入されたことによって、今まで公的年金の負債がよく分からなかったと言われていたが、ある程度認識できるようになり、いわゆる ALM ができるようになった。ところが、今の基本ポートフォリオは、それを反映していないときに計算されて構築しているので、新しい基本ポートフォリオを、負債の特性を考慮して、もう一度作るべきではないかと思う。また、GPIF としてどこまでリスクを取るべきかについて、アクティブ・リスクも含めた議論がなされていない。ト



ータル・リスクの考え方が曖昧なことがもう一つの問題である。

7ページ。4番目のポイントは、投資信念である。実は、投資目標は決まっても、投資信念が公的年金にはないと思う。投資信念とは、どういう意味だろうか。例えば個人であれば、現時点で所得を得て、将来のどこかの時点で消費する。その間に貯まったお金は、タンス預金では資産が増えないので、金融マーケットを上手く活用する。そこでヘッジしたり、保険を使ったり、分散投資をしたり、3つぐらいの手法を活用する。その際に、GPIF はどういう信念の下に金融システムを使うのかというところがメッセージとして無い。

例えば、オランダの公的年金ABPだと、①投資リスクを取ることに見返りがある、②分散投資はフリーランチである、③流動性にはプレミアムが存在するなど、投資信念のメッセージを明確にして、その中で、基本ポートフォリオをどう作っていくかというプロセスになっている。投資信念がなく、単に安全かつ効率的な運用といった曖昧な表現を基準に運用すると、株と債券でどういう割合にするかというように、議論そのものが部分的なものになりがちである。

8ページ。5番目のポイントは、金融工学である。リスクを最小化しながら、投資目標を達成するためには、金融工学を駆使することが重要である。最先端の金融工学が理解できる人材の確保や、最先端のリスク管理や評価ソフト・システムの導入は、新しい投資領域に踏み込む際に重要である。そのための予算も取らなければいけない。それをしなければ、いくらプライベート・エクイティなどに投資したくとも危なくて行ってはいけない。

現在、GPIFの人件費などの費用は、基本的にすべて積立金から賄っていると聞いている。その費用がトータルでどれだけかかっているのかが見えない。総コストをディスクローズして、その費用に対してリターンがどれだけ上がったのか、つまりリターンとコストの関係を把握することが重要だと思う。GPIF のディスクローズは透明性があると言われながらも、委託運用機関に払っている運用報酬を減らしているといった一部分のコスト削減が主である。私は、公的年金の運用をもっと良くするためには、すべてのコストのディスクローズを行い、費用対効果をみた方がよいのではないかと思う。

最後に、規模の話をしたい。現在、18年度末だと84兆円であるが、すぐに市場運用額は150兆円まで増えていく。GPIF以外の公的年金も加えれば、200兆円になってしまう。公的年金の市場規模がマーケットに与える影響は、表にあるように、基本的に国内債券以外では、問題ないと思っている。

国内債券は、現在、事業債も含めたNOMURA-BPI総合というベンチマークで運用を行うようになっている。このベンチマークを使っている限りは、約50兆円規模の流動性の低い国内事業債マーケットに影響を与えることになる。総合的に債券のベンチマーク、つまり管理ベンチマークをどうすべきかを考えなければならぬと思ってい

る。

9ページの下段に書いたように、資産規模が世界最大であるために、効率的な運用ができなくなっているのではないかとされている。そこでよくスウェーデンのようにファンドを分割した方が良いのではないかという議論がある。私は、分割には反対ではないが、専門性が確保できないような、また今のようなガバナンスの中で、分割して良くなるのか疑問である。今回指摘した5つのポイントが解決できたら分割論というのがあってもよいと思っている。また、そもそも150兆円という規模からすると、例えばプライベート・エクイティ投資の規模は、日本のバイアウトで数兆円程度しかないので、GPIFにとってほとんど投資価値がないと言われることがあるが、その考えは適切ではない。例えば、プライベート・エクイティに1,000億円投資しても、そこで仮に年間10%リターンが上がったということであれば、100億円である。人件費やシステム費用などのコストを積立金から賄っていることを考えれば、少額の投資で得られる高いリターンは魅力的である。したがって、資産全体のアセット・アロケーションのうちの5%ぐらい保有しないと、オルタナティブ投資は意味がないという意見は、私は少し違うのではないかと思う。

簡単だが、以上である。

(上村主査)

どうもありがとうございました。続いて、矢野専務理事から資料3の「公的年金の運用改革」に沿って御報告いただく。よろしく願います。

(矢野専務理事) それでは、レジュメに沿ってお話を申し上げたいと思う。

年金資金の運用をどうするかというのは、年金制度発足以来、厚生省と大蔵省の間で大変な議論が行なわれてきた、非常に歴史的な背景もある問題である。

結局、年金資金は大蔵省の資金運用部に預託をし、財投資金として一元管理する、一方、年金サイドでその一部を借りて加入者・受給者のために還元融資をする、こういうやり方でやってきた。しかし、2000年の年金法改正で、財投改革の一環ということもあり、預託を廃止する、年金サイドで運用するという仕組みに改められたわけである。

私は、このとき、小泉厚生大臣の下で年金局長として2000年の年金改正に取り組んだが、今日の姿を見るにつけ、こういうはずではなかったという思いがするわけである。

そこで、現在の公的年金(厚生年金、国民年金)の資金運用の仕組みだが、これは先ほどからお話があるように、厚生労働大臣がまず中期目標を設定する。この中期目標の中には、運用目標、運用方法、経費節減といったことがいろいろ書かれている。この中期目標を決める際には、独立行政法人評価委員会の下に年金部会というのがあり、その意見を聞いて、中期目標を決める。そういう意味では、年金部会は、諮問機関という位置づけである。

それから、独立行政法人(GPIF)の方では、その中期目標を受けて中期計画を作る。中期計画の中で具体的なポートフォリオなどを決めている。この中期計画を決める際には、GPIFに置かれた運用委員会の意見を聞くということになっており、運用委員会も諮問機関と位置づけられている。

公的年金の資金を見たのが(1)の資料である。先ほど萩島部長からお話があったように、厚生年金、国民年金は150兆あるが、共済を含めると、約200兆の公的年金の積立金がある。

その中で、厚生年金、国民年金の運用がどうなっているかというのが(2)であり、GPIFが運用しているのが115兆円程度。それから、まだ財政融資資金へ預託している部分があり、これが42兆円程度である。これは2008年度までにすべて期限が切れてGPIFに戻ってくるということで、いずれGPIFが150兆円を運用することになる。

それから、GPIFが、年金福祉事業団から引き継いだ運用資金も8兆円程度あり、GPIFの運用はトータルで122兆円にのぼる。

それから、基本ポートフォリオは、先ほどからお話にあったように、資料(2)の右の欄のとおりである。これについては、中期目標の中で、年金財政上の諸前提に基づいて実質的な利回りを確保せよという記述があり、年金財政上の前提は、先ほどからお話が出ているように、物価上昇率が1%、賃金上昇率が2.1%、運用利回りが3.2%ということになっている。公的年金は、実質的には賃金にスライドしているので、3.2%から2.1%を引いた1.1%というのが実質利回りということである。つまり、1.1%の実質利回りを確保するという前提で、こういう基本ポートフォリオができ上がっているということである。

それから、運用方法についても、先ほどの中期目標の中で、長期保有を前提としたパッシブ運用をしろということが指示されているので、基本的にはそれにのっとってパッシブ運用をやっている。

そこで、レジュメ2ページの「4 公的年金の運用改革の方向」であるが、第1に、基本ポートフォリオの見直し、それから運用の多様化が必要ではないかと考えている。

私は、実は今の基本ポートフォリオを作ったときの責任者だったのだが、専門家などに集まっていただいて、委員会をつくって、そこでいろいろ議論をして今のようなポートフォリオを作った。当時は、公的年金が株式運用することについて、非常に反対が強かった。だが、株式については、富を生み出すのは企業であるから、日本企業に投資し、それで日本経済の発展を図って、その果実を年金がいただくということが必要ではないかと考えた。

それから、公的年金はインフレ・スライドがあるので、株式というのは一般的にインフレに強いと言われていることから、株式投資というのは、やはり不可欠だろうと考えた。

海外投資についても、日本がうまくいかなければ海外で稼ぐことが必要であり、日本

経済がおかしくなって年金運用もおかしくなるというのは避けなければいけないということで、海外投資も不可欠と考えた。

ただ、株式投資や為替リスクのある海外投資については非常に反対が強かったため、いろいろな前提条件を置いて、先ほどお話があったホーム・カンントリー・バイアスなど、いろいろな前提条件を置いて、株式や海外投資は最低限に抑え、今のようなポートフォリオを作った。これが本音である。

そういうことで、今のポートフォリオというのは、実質利回り 1.1%を確保するという点からは、それなりの一定の合理性はあろうかと思うけれども、長期的に見て、運用収益を最大化するという観点からすると、問題があるのではないかと考えている。

つまり、株式の比率は今のままではいかがなものか。あるいは海外投資についても、これからの日本の人口減少社会などを考えていくと、海外投資の比率が今のままでは問題ではないか。それから、代替投資、つまりヘッジファンドや、不動産、インフラ投資、あるいは未公開株など、こういった代替投資というのは、企業年金あるいは海外の公的年金でもやっているわけで、こういった代替投資にも取り組んでいくべきではないか。

2つ目は、ファンドの分割である。2008 年度には 150 兆を運用するわけで、これを1つの運用機関でやるというのは、どうしても物理的に無理である。どうしてもやろうとすると、先ほど萩島部長がおっしゃっていたような、非常に安易と言え、安易な画一的な運用にならざるを得ない。

この点については、スウェーデンが5つのファンドに分けており、私もスウェーデンに行って、聞いたことがあるが、競争原理を導入するため、運用の多様化を図るために分けたとのことであった。ただ、5つも分ける必要があるかと聞いたところ、2つとか3つでいいのだけれども、政治的に5つと決めてしまったのでしようがないということだった。ファンド分割というのは、運用の多様化を図る、あるいは競争原理を導入するという意味で必要ではないかと考えている。

3つ目が運用体制の整備、専門性の向上ということである。現在は、GPIFは役所からの出向者がほとんどで、運用のプロというか、運用の経験がある人は非常に限られている。したがって、外部の専門家を採用しなければいけない。私のところの企業年金連合会も、昔は出向者がやっていたが、それを変えて、今、いろいろな分野の専門家を集めている。そういうことで、専門性の向上、それから体制の整備が必要である。体制については現在 80 人ぐらいしかいないが、資産規模からしても圧倒的に少ないと思う。海外の大型基金の3分の1から5分の1程度である。

そういうことで、体制の整備、専門性の向上を図らなければいけないのだが、独立行政法人としての国の一律の行政規制があるので、これができない。もともと独法というのは、柔軟に運営できる、工夫を生かせるということでできたのだが、年々規制が厳しくなり、ここにあるように、4年間で一般管理費 12%以上削減せよ、人件費は4%

以上削減、業務経費も4年間で4%以上節減せよといったことが中期目標で義務づけられている。これでは、専門家を採用することはできない、人を増やせないということで、非常に歪んだ現状になっている。独立行政法人の一律規制を撤廃すべきである。

4つ目がガバナンス強化ということである。これは萩島部長が言われたことと基本的には同じだが、加入者、受給者の利益確保という基本的な考え方にとつて、ガバナンス体制を強化する必要がある。運用の基本方針や運用の評価について独立性の高い、権限の強い、そして専門性の高い管理監督機関を設けるべきではないか。また、例えばGPIFのトップは、所管大臣が人事権を持っているが、こういった点も見直す必要があるのではないか。

先ほど申し上げた年金部会や運用委員会のメンバーは、主に大学の先生で、運用の専門家はほとんどいらっしゃらない。しかしながら、専門家を集めなければ、年金資金の運用という専門的な業務には対応できない。一方で、現実問題としては、どこかの運用機関と非常に密接な人をもって来るわけにはいかないの、その辺が1つ留意しなければいけないところである。いずれにせよ、現状は専門性という点で非常に問題があるといわざるを得ない。

それから、2009年3月末、あと1年強で、GPIFは神奈川県に移転しなければいけない。竹下内閣のときに、当時の年金福祉事業団のような特殊法人は、都内から出ていけということになり、そのときの約束が、今でも生きていて、法律にも書いてある。今、池尾副主査のところなどで、日本市場の国際化や競争力の強化がいわれ、東京に金融特区をつくらうというときに、世界最大の年金基金を都内から追い出すとは、政策として全くちぐはぐと言わざるを得ない。

最後に、資料に戻るが、海外の公的年金の運用を見たものが、(3)の表である。海外では、やはり公的年金といえども、運用を効率化することによって、将来の負担を軽減しようということで、ノルウェー、スウェーデン、カナダ、アイルランドなどは運用に一生懸命取り組んでいる、そのため市場運用をしているということである。

市場運用をしていないのがアメリカである。アメリカは3年分程度の巨大な積立金を持っているが、これは国債を引き受けている。

ほかのドイツ、イギリス、フランス、イタリア、こういったところは、実は公的年金の積立金はほとんどない。2、3か月分の支払い備金程度しか持っていないので、運用ができる状況ではないということで運用はやっていない。ただ、ある程度積立金がある国は、ここにあるようにそれぞれ市場運用に熱心に取り組んでいる。

それから、こういった国は、国内に余り産業がないため、株式にしる債券にしる、海外での運用が非常に多い。特にアイルランドなどは、すべて海外で投資することになっており、国内がいかなる事態になろうとも、年金には波及させない。経済も年金もともに倒れるということは避けようということで、専ら海外運用をやっている。

以上である。

(上村主査) ありがとうございます。それでは、今のお三方のプレゼンテーションについて、自由に御発言いただきたいと思う。

(池尾副主査) では、私から述べたい。最初に、臼杵主席研究員からそもそも論のところから御説明いただいたけれども、やはり最初のそもそも論のところ、私は個人的には納得できていないところがある。要するに、そもそも積立金を持たなければいけないのかという話である。持つか持たないかという定性的な話もあるが、また、日本の場合はやはりこれだけの規模の積立金が正当化されるかという量的な面もある。公的年金の制度的規模が大きいから当然と言えば、当然なのかもしれないけれども、量的なことを含めて、積立金を持たなければ本当にいけないのだろうかというところが、最近では持っているところが多いという理由のみでは納得感がない。日本の状況についてはどうかということについても、突っ込んで何か意見があればお聞きしたい。

それで、積立金を持たなければいけない、持つという前提に立った場合も、次に国債か市場運用かという選択肢があるわけで、市場運用して、リターンが上げられていいということなのだけれども、萩島部長から御説明があったように、やはりその前に克服しなければいけない、エージェンシー問題から始まって、大きな困難があるわけである。

こういう大きな困難を本当に克服できるのであれば、リスク資産で市場運用するのが正しい姿かもしれないが、少々悲観的なことを申し上げて恐縮だが、日本政府にこれだけの困難を克服する能力が、日本政府という言い方はおかしいかもしれないが、今の体制、日本の政策意思決定のシステムの中で、こういう問題が本当に解決していける目処があるのか。

解決できないのであれば、国債保有というか、非市場性国債、ある意味で預託金制度に先祖返りする方がまだましではないか。セカンド・ベストとしては、その方がましなのではないか。さまざまなエージェンシー問題等を克服できて、きちんとした市場運用ができれば、それはファースト・ベストだろうが、そういうファースト・ベストは、そもそも実現できるのだろうかというあたりについて、非常に具体的な改革案の議論をする手前の話で申し訳ないが、そもそも論についての納得感が、私個人としてはまだ乏しいので、そこのところについて御意見があれば、教えていただければと思う。

(臼杵主席研究員) 最初の積立金の話だが、これはそもそもなぜ日本でこれだけあるかというのは、矢野専務理事の方が多分お詳しいと思うが、歴史的な経緯として、そもそも一番初めの厚生年金は、私の理解であると、積立方式で始まっていて、その後徐々に実質的に賦課方式に近づいているのであるが、それでもある程度積立金が過去からの経緯としてあったということが1つあると思う。それは、おっしゃるように財投などに使われていたのである。

では積立金を持つ意味がどこにあるかということだが、多分2つある。1つは、国内

だけで考えた場合には、結局積立金は、国債だろうと何だろうと、それを後世代の人に買ってもらわないと、年金の原資にはできないということである。実質的に後世代の人が、それを強制的か自発的にかかわらず、買うことによって負担をするということで、賦課方式と余り変わらないという議論も最近ある。ただし、それはあくまでも国内のみの運用を前提とした場合であって、例えばグローバルに投資をしていけば、それはもう少し海外の国の人々に買ってもらえるという可能性が1つある。

もう一つ、年金制度がそもそも必要かどうかという問題も勿論あるだろう。しかし年金制度は、世界的にはどこの国にもあって、公的年金というのは必要だということを前提とすると、やはり制度を維持していく上では、年金制度の中で、保険料と給付の関係で、各世代の給付と負担の関係のようなものが余りにも不公平にならないようにする必要がある。つまり、後の世代は保険料をたくさん払って給付は少ししかないというような制度になるべくならないようにするには、やはり積立金を持つことによって、人口が減ったときに後世代の保険料負担を抑えながら一定の給付を維持することができる。

(大崎メンバー) 今の積立金の運用が期待リターンを上回って好調になると、掛け金と給付はどうなるのか。

(臼杵主席研究員) 今の仕組みでは、さっき荻島部長からあったマクロ経済スライドという仕組みを取っており、図表の1-1にあるが、A、B、Cという3つのポートフォリオがあって、期待リターンが3.4%で、Bが3.5%で、Cが3.7%ということだが、下の方に「マクロ経済スライド給付調整終了時モデル所得代替率」とあるように、A、B、Cにすると、いわゆるモデル所得代替率というもので見た給付水準、これがBの方がAよりも0.7%高く、Cの方がAよりも1.7%高い。

今は年金の資産と債務が、バランスしていない。バランスするように給付を少しずつ減らすという仕組みが2004年から導入された。したがって、高いリターンを上げれば、バランスが早くなる。つまり、給付のカットが終わるタイミングが早くなる。そうすると、例えば毎年0.9%ずつ下げてきたとしても、給付水準が高い水準でカットが終わるといいう仕組みが入っている。5年ごとに財政検証というのを、今の法律だとやることになっている。

(矢野専務理事) 私は、長い間年金行政をやってきたが、池尾副主査の間に答えるとなると、世代間の公平や、負担の公平を考えると、近く年金をもらうような人を含めてそれなりの負担をしていただき、できるだけ若い人との負担の公平性を図る必要があると考えている。積立金の意義は、それを効率的に運用することによって、剰余金を生み、それによって将来の若い人の負担を軽減させることにある。そういうことで、積立金を持っているのである。

そういうことを徹底してやったのはカナダであり、私はカナダの財務省に行って年金改革について聞いたことがあるが、カナダは保険料を急に上げた。それで積立金を持

ち、それを効率運用することによって、段階的に保険料を上げるよりも、安い保険料でもって将来の負担を抑えられる、したがって、前倒しで保険料を上げて、運用に取り組んでいるという説明があった。

(伊藤メンバー) しかし、そもそも積立金方式でやれば、世代の中だけで完結しているのだから、それは世代の中の長生きリスクに対する保険でもあるのであろう。ただ、賦課方式になってくれば、当然人口比率、労働人口と退職人口の比率によって負担と給付の比率は変わってくるので、若い人がたくさんいるときの退職者世代は得をする。退職者の比率の方が大きくなるに従って損をするのである。

(松本メンバー) 確かに、スクラッチから積立金方式か賦課方式を選択する場合はそうであるが、今、既に抱えている問題を前提に考えると違ってくるのではないか。

(伊藤メンバー) つまり、私が考えるに、完全賦課方式でやっていけば、今ごろ大変なことになっていたのである。ある意味では、どういう意図かは知らないが、積立金から始まって賦課方式に移行し、その積立金時代のものが残っていることで、ある程度軽減できている。こんなに人口減少するとは思っていなかったし、一方で経済も成長していた。昔の予想だけだったら、積立金なんて持つのはばかみみたいな話だったのだが、しかしなぜか持ってしまった。

(松本メンバー) しかし、債務超過になっている、と。

(伊藤メンバー) 債務超過である。しかし、それはいつ退職者世代と若者のバランスが回復するかという問題とも関係する。今、完全に逆ピラミッドになっているから、維持不可能なのであって、これは正常なピラミッドに戻れば比率の問題だから何とかなる。ここで、そこまで持っていくために積立金を取り崩すというのは正しい姿ではないのか。

(荻島部長) 16年改正で、有限均衡方式を導入しており、100年後に均衡するようになっているので、実質、バッファー・ファンドのある賦課方式である。

(矢野専務理事) 積立金を取り崩すと、目先は安い保険料でいいけれども、取り崩してしまうと、取り崩した途端に保険料を大幅に上げなければ年金が払えなくなる。世代間の負担の不公平が大幅に拡大する。あるいは、保険料の大幅引き上げができないと給付を突然大幅に引き下げなければならなくなる。したがって、積立金は100年かけて少しずつ取り崩すというのが、今の考え方である。

(伊藤メンバー) 100年後には均衡しているという計算ということによろしいか。

(矢野専務理事) 現行の財政計算はそうであるが、100年後に世の中がどうなっているかは誰にも分からない。2004年改正のときの計算はそうだったということである。

(松本メンバー) 前提となっている出生率は明らかにずれてしまっている。

(荻島部長) そのずれが、つまり先ほどのフィードバックが効いていないという点で、今の仕組みはずれを補正するために運用側にしわ寄せが来る。そうすると、運用目標が3.2%ではなくて、4.1%を稼げというようになってしまおうところがおかしい。



(伊藤メンバー) それはおかしい。

(荻島部長) 資産と負債を同時に考えなければいけない。

(矢野専務理事) せっかくこれだけの巨額の積立金があるわけだから、これを効率的に運用すれば、将来の負担を抑えられるので、これを有効活用しない手はないと思う。ところが、今は、いろいろな制約条件が多くて、有効に活用されていない。

(池尾副主査) 年金特会だけで考えていると、資産があるような感じになるが、日本国全体の会計を考えたら、膨大な負債と資産が両立てになっているだけであり、それをキャンセル・アウトした方がよいのではないか。年金特会と、例えば厚生年金特別会計と一般会計を統合したベースで考えたら、どういうバランス・シートになるのかという話である。そうしたら、結局国債発行して資金調達して運用しているという格好になるのである。

(伊藤メンバー) 一般政府で考えれば、キャンセル・アウトする。それで何が残るかといったら、将来債務だけが残る。

(池尾副主査) つまり、そういう意味では、バランス・シートを両立てで膨らませていることにどれだけの意義があるかという質問なのである。国債という負債と、市場運用リスク資産という資産と、両立てで日本国政府全体として見れば膨らませているのである。それにどのぐらいの意義があるのか。日本国政府が金融業として非常に優秀な能力を持っているのだったら、そういうことをやることによって純資産を増やすことはできるだろうが、本当にそうなのかというのが2番目にお聞きした質問の趣旨である。

(伊藤メンバー) それが、結局国民の側から見たら、全然そういうことは成り立たなくて、彼らは保険料を納めて、これは返ってくるものだと、自分たちのものだと思っている。

(松本メンバー) ただ、お金があるといっても、ネットではマイナスである。運用は別にお金がなくても、例えば運用力があれば、それこそオフ・バランスで、トータル・レート・オブ・リターン・スワップをやったとしても理論的には同じはずであり、お金があるから何かできるという話ではないと思う。運用力があるのであれば、スワップでやってもいいし、お金を使ってもいいし、運用力があるのであればやろうということで、運用力がないのだったらやらない方がいいのである。本当にお金が余っているわけではなく、ネットではマイナスなのだから、ここにお金があるという考え方は、私も池尾副主査と同じ意見で、どこか違うと思う。

(伊藤メンバー) しかし、異時点間の資産を移さなければいけないのである。つまり、今の世代から次の世代に渡す、あるいは次の世代から借りてくるということをしないと、さっき言ったピラミッドが変わることによって、受取りと支払いのバランスが変わってくるのである。それは、どの世代に生まれるかというのを選べない人間にとってはかわいそうではないか。

(松本メンバー) しかし、いずれにせよ、これはノン・リコース的な形ではなくて、国と

国民との間に幾ら払う、払わないといった約束や契約がある。ここにお金があるなどというのは全く関係がなくて、国の全体のバランス・シートとして、国として何歳の人にどういふことをやるのかということはどう決めるかというだけの話だと思うが、そうではないのか。

(伊藤メンバー) 違う。世代から世代に渡すのに、ストアー・オブ・バリューがないと渡せない。ストアー・オブ・バリューを国債で持つのか、海外で持つのかという区別はあるが。

(大崎メンバー) 松本メンバーのおっしゃっているのは、賦課方式を前提にした考えのようである。それはそれで1つの考えだと思うのだが、そうではない仕組みを作っている。

(松本メンバー) しかし、今の形というのは、基本的には賦課方式になりつつある。将来のことを考えると、今の法律も更にまた変わるとしたら、もっともつとなっていく。

(池尾副主査) 細かい点の議論はしなければいけないと思うけれども、私は基本的に、松本メンバーがおっしゃったように、本質的な問題は、国に運用力が本当にあるのか、ないのかであると考えている。

(伊藤メンバー) ないから作ろうというのが今の議論ではないのか。ないから、その運用力を付けようという議論をしている。

(池尾副主査) 付けられれば良いのだが。

(伊藤メンバー) いや、付けられればではなくて、どうやって付けるかを議論しようということである。

(松本メンバー) 1つだけ言いたいのは、お金があるから付くということは絶対にないので、それは議論が逆立ちしている。まずどうやって付けるかからである。

(上村主査) 池尾副主査が2つ目に言われたことだが、要するに、これだけの世界一の投資家にとって、市場運用するに値する市場であるかということか。

(池尾副主査) マーケットの問題の前に、当事者能力として、本当にガバナンスの能力があるのかどうかということである。

(上村主査) 株式といった場合は、やはり日本が中心でないと好ましくないのではないか。

(大崎メンバー) それは、別にフランスの株でも、中国の株でも、全然問題はない。要するに年金が払えれば良いのであるから。

(松本メンバー) もう一つ、運用力云々の前に、国策として日本以外のところでお金を増やすということ、今後の我が国の設計の上で考えるかということも考える必要がある。これはコンセンサスが必要だけれども。

(池尾副主査) まさに5つの問題を克服して市場運用して成果を上げるということに行き着くのが目的で、どうしたらそれができるかを考えるということなのだが、なかなか壁は厚い。その辺に関して、追加的に何か御示唆があればというのを先ほど伺お

うとしたのだ。

(上村主査) なまじやらない方がいいというのは、そういう意味だと思うのだが。

(伊藤メンバー) だが、やらないということは、それは相当な損失を意味する。やらなければ安全で、そこはベンチマーク運用でよいということではなく、やらないことによる損失というのも大変大きいのである。

(上村主査) それがやれるような市場を作ろうとしているのではないか。

(大崎メンバー) この場合は仕組みである。

(松本メンバー) ただ、人口が減っていくというのが、もし所与だとすると難しいのではないか。

(大崎メンバー) それは、余り関係ない気がする。今の積立金をどうするかという問題なのだから。

(松本メンバー) しかし、長い目で考えて、もし人口が減っていくのだとすると、経済は小さくなっていくだろうし、そうすると、海外で運用するということになるだろう。

(伊藤メンバー) 永久に日本が低金利のままいく、このまま 100 年政策金利 1% 未満で、国債金利も 2% 未満でいくというのであれば、当然海外で運用した方がいいだろうということになるだろう。円・ドルレートの変動の可能性はあるが。

(上村主査) 株式は違うのではないか。株式も全部外国人投資でもいいということか。

(荻島部長) それは、日本と海外というように分けなくて、一緒にいいのではないかと。世界で常に時価総額に応じて投資すればよいだろう。

(上村主査) しかし、日本ほど外国人に持たれている国はないのではないか。やはりヨーロッパやアメリカは、その辺はかなりこだわっていると思うのだが。

(荻島部長) ホーム・カントリー・バイアスである。

(上村主査) その比率というものである。

(荻島部長) 最近はホーム・カントリー・バイアスにこだわる必要もなくなりつつあるのだが。

(松本メンバー) 日本はGDPが、例えばもともと世界の4%程度だったのから 18%までいき、今、9%で、恐らくまた4%まで戻るのである。そういう長めのビューの中では、国内の人材も含めたリソースがだんだん小さくなっていくので、お金というリソースに海外で働いてもらおうと。

(上村主査) お金の面ではそうだ。

(松本メンバー) そういう発想に立つと、その手の議論というのは、多分必要で、もしそれをやるのだったら、では年金などの仕組みをどのようにしていくかという話にもなると思う。

(池尾副主査) 今の 이슈ーは、先ほどの御説明だと、4番目の投資信念のところぐらいのレベルの話で、そこで投資信念として海外投資を制約なしでやるべきなのか、

やはり国内で運用すべきなのかというのはあり得ると思うが、その前に、1や2の問題を何とかしないことには、先に投資信念の話を余りしても。

(松本メンバー) どちらが先かという点については、どちらも先であり得るのではないか。

(大崎メンバー) 私が一番気になるのは、臼杵主席研究員が配ってくださった資料の4ページの国会での議論で、やはり1文も減らしてはいけない。特に短期的に1期、1期、10兆円を損した、何兆円損したということが問題視されるような環境下だと、これは運用の対応などはできない。私が少し思ったのは、逆にこの主張は要するにリスクを取って損をするよりは、リスクを取らずに、温存せよという主張だ。

(伊藤メンバー) だから、官僚がやっている限りはリスクの取りようがない。国家公務員というのはリスクが取れない。もともと取れない。

(矢野専務理事) 実は、99年の国会のやりとりというのは、私は国会に行って答弁していたのだが、それまでは今のような自主運用ではなく、年金福祉事業団が資金運用部から7年、10年の期間で借金をして、毎年利払いしながら運用していた。

ところが、バブル崩壊以降、株は下がる、低金利になるということで、いくら頑張っても市場並みの運用成果を上げて借金の利払いの方が高い。それで、構造的な赤字になって、1兆円の赤字が出て、国会にいつも呼ばれて、しかられていた。そのときの議論は、年金は安全確実な国債で運用しろという議論だった。しかし、それは借金して運用するという仕組みがもともと無理だったので、預託をやめて、年金自らが運用するように切り替えたのである。

(大崎メンバー) その経緯は分かるが、私が気にしているのは、やはりこういうやりとりの前提となる考え方は、やはり公的なお金というのは減らしてはいけないというものだ。私は現金に関しては、全くそういう考えだ。要するに、びた一文なくしてはいけない。それはいいのだが、こういう議論が運用というような話にまで入ってきてしまうと、例えば今年はマイナス・リターンだったという大騒動になるというような話になれば、国債に70%入れておいたら安心ではなかろうかという心理が働くのは、ある意味しょうがない。

(松本メンバー) リスク・アジャスティッド・リターンという概念がないということだ。それがなかったら、さっき言った海外運用なんて認められない。

(大崎メンバー) 全く認められない話になってしまう。

(松本メンバー) しかし、アメリカはなぜ国債運用なのか。

(矢野専務理事) アメリカが国債で運用している理由はいろいろ言われているが、1つは、政府の赤字を年金の積立金で賄いたい。そういう財政当局の意向がある。

もう一つは、市場運用できるということになると、ロビー活動が盛んであるから、必ず、この株を買え、これを売れなど、いろいろな勢力が運用に介入してきて、断り切れなくなる。だから、市場運用は一切認めないということだ。

(松本メンバー) その代わり、個人は自分で勝手にいろいろな形で運用をやってくれということだ。

(矢野専務理事) 日本は、法律を作ると、それを守るとというのが当たり前だが、アメリカは司法社会でそれをいかにして合法的に破るかということに一生懸命になる。アメリカは年金の積立金を老人医療に流用したりするが、日本ではそれが許されるとは到底思えない。また、年金積立金は1942年から2001年まで大蔵省に預託を義務付けられ、低金利を押し付けられて年金加入者・受給者の利益が侵害されてきたという歴史がある。

(大崎メンバー) それがある意味年金ではないというに変だが、ここが年金という範囲が余りはっきりしていない。

(臼杵主席研究員) 積立金ではない。勘定の上で、とりあえず余っているから、一般会計の中で国債という名前にしている。

(松本メンバー) しかし彼らは金融面で進んでいるので、ある意味であれだけ大きな国が本当に公的年金になって運用してしまうと、多分キャパシティ的にはきつい。だから、やらずに企業とか個人で勝手にやらせるというのは、1つの合理的な考え方だと思う。

(大崎メンバー) しかし公務員というのは、どこの国にもいるので、当然アメリカも公務員の、日本でいうと、共済に当たる非常に大きな年金基金がたくさんある。それこそカルパスなど。

(松本メンバー) しかしカルパスでも10兆円程度だったか。

(矢野専務理事) 30兆円である。

(大崎メンバー) だから、日本の規模は確かに大きいですが、カルパスなどは、逆に1国の1州の、しかもその職員のだけのと考えたら、ものすごく大きい。

(松本メンバー) それも州で決めればいいことだ。

(大崎メンバー) あの国は連邦制なので、少々日本と同じには考えにくいのではないかと思う。

(松本メンバー) 多分アメリカの発想は集中させるよりも、いつもそうだが、ばらばらにやらせた方が効率が上がるという、そういう発想がどこかにあるのだと思う。集権的にやらないで、ばらばらに努力させると、成績がいい、悪いも出てくるので、その方が競争なども自然に働く。

(荻島部長) その方が金融業界は活発になる。

(松本メンバー) その研究をよくした方がいいと思う。

(大崎メンバー) それは、日本でやるとしたら、日本は連邦制ではないので、なかなかアメリカと全く一緒にはいかない。さっき少し矢野専務理事がおっしゃったファンドを少し分割して競わせるというぐらいなんということはない。例えば150兆円を50兆3つにしたり、例えば、今も4つ大きな団体があるが、国家公務員連合会などに50兆円ず

つ等分にして、もう少しガバナンスなどをしっかりさせて、競争させるような。

(松本メンバー) 例えば一番ドラスティックなやり方で、ある程度の部分は、ネット・オフしてしまって、国債を買うのでもいい。ネット・オフが問題であれば、国債を買うのでもいいが、事実上はネット・オフにして、残りを 20 兆円よりも小さく、私だったら最大 1 兆円ぐらいまで小さく切って、それで世界中の運用者を集めて、運用させ、ベスト・カータイルを選び、ワースト・カータイルを退場させて、また入れていってやる。そうすると、癒着も発生しないし、常にマーケットの原理の中で優秀な運用者が残り、我こそはというのが応募してくる。

(大崎メンバー) それは、別に 150 兆円まとめてやっても、委託先の選定だけの話なので、それは今でもできるわけだ。そういうことではなくて、矢野専務理事がおっしゃっているのは、150 兆円というファンド自体を管理し切れるかという話だ。別に委託先を幾つ選定するかという話ではなく。

(松本メンバー) 150 兆円でもどうやって委託先を管理するか、そういうエージェント問題があるのだ。それを今言ったみたいに、本当に小さくして機械的にやるのだったら。

(伊藤メンバー) 150 兆円をどんと預けるわけでは勿論ないのである。だから、分散して預ける方がよい。1兆円までスライスするかどうかは別にして、それは松本メンバーがおっしゃったとおり、幾つかに分けて、それで運用を競わせる。ただ、競わせる場合に、全くマンドートなしにやっても、パフォーマンスのベンチマークがない。だから、君は国内株式を、君は海外株式を、君は債券でやっごらんというように。オルタナティブに渡すのも良い。どういうマンドートを与えて、どれぐらいの資金を渡して、それをどのベンチマークに対して、どう評価するかというのは、中でやらなければいけないから、そういう人は雇わなければいけない。

(松本メンバー) 中でやらなければいけないという考え方もあるし、それには運用力が必要なのである。運用のほとんどの巧拙を決めるのは、アセット・アロケーションだから、どういうふうにポートフォリオを作るかを決めるところが一番難しいのだ。それが果たしてできるかという、そんな簡単な話ではないと思う。

私が言ったのは、非常にドラスティックなもので、そういうことを一切考えないで、ぱっと小さくスライスしてしまって、マンドートも与えないで、とにかく絶対にリターンを上げると、その代わり機械的にがらがらいつも下の悪いのは外していって入れ替えるというのも、これは議論のために言っているのだが、例えばそういうやり方だって、絶対になくはないのではないかとっているのである。

(池尾副主査) そうなのはわかるが、やはり民主主義国家で、政治的にいろいろな、絶対政治的に干渉を受けないなどということは、公的年金である限りはあり得ないことである。

(伊藤メンバー) それは、国内株式の問題や株価。

(池尾副主査) どのようにかかってくるかは別にして、何らかの形で、民主主義国家における政治プロセスと独立に運用が行なえるようなものであるとは、前提にしていない。

(大崎メンバー) 多分、池尾副主査のおっしゃっているのは、ある意味では年金制度をそもそも国がやるべきかというところである。それは、私も個人的にはそういう疑問を持つことはあるが、ただ、この国では国民はみな年金を受給できるという前提で物事が作られている。それをやめるとするのは、少々ドラスティック過ぎる。

(池尾副主査) それは勿論そうだと思うが、そうすると、もっと具体的に地道にジェンシー問題や、ガバナンスの問題を解決することを本当に具体的に考えていくようなことをしないと。

(大崎メンバー) それで、私が今日伺った話の中で、一番ポイントではないかと思ったのは、1つは、独法としての一律規制を課せられているという問題、これは全くばかげた話で、こんなにコスト削減をさせられたら、運用の高度化は無理である。やるなといっているようなものだ。

それから、ガバナンスの強化で、本当に運用というものを理解した専門家によるパフォーマンス・チェックのようなことができないか。それから移転問題も、些細なようだが、非常に重要な問題で、何で東京都から追い出すのかというのは、全く理解できない。こういうのを一個一個解決していくことがまず大事なのではないかと思う。

例えば、海外運用を増やすべきか、オルタナティブを増やすべきかというのは、むしろそういう体制ができた上で、専門家による委員会でも真剣に議論してもらってやったらいいと思う。

(上村主査) それは、今更、神奈川移転をやめろとは言えないのか。

(矢野専務理事) 是非皆様方に言っていただきたい。というのも、今、年金が社会保険庁問題などで批判されており、年金サイドから言っても相手にされない。時間的にも、システム投資などの準備期間がかかるので、移転するかどうか決めるタイムリミットが迫っている。

(荻島部長) 1年前から進めないと間に合わない。

(伊藤メンバー) しかし、独法ではないとするとどうするのか。

(大崎メンバー) 独法は全部一律でやらないとおかしいのか。

(池尾副主査) オーバー・ライドする法律をつくれれば外せるはずである。

(上村主査) 独法であってもミッションがみな違うのだから、それは違わなければ。

(松本メンバー) しかし、移転問題はコアの問題ではないと思う。もしこの制度を残しながら何かを変えていくのであれば、一番コアの問題であるアロケーションをどうやってするかということについて真剣に話すべきであろう。

(池尾副主査) ずっと議論されていたが、要するに専門家に委ねて、その判断を尊重するという独立的な仕組みを作れるか、作れないかという問題である。先ほど民主

主義的政治プロセス云々と言ったのは、そういう趣旨で、そういうプロセスからある程度シールドされた形で、とにかく専門家に任せてしまうという決断を。専門家に任せてしまうということに対して、なかなかうんと我が国で言ってもらえるかというのが課題だと思う。

(松本メンバー) 今の 67%、11%、8%、9%、5%を大幅に変えるということを行った場合に、この比率が政治などの中で耐えられるかということである。

(大崎メンバー) いや、仕組みが確立してしまえば干渉できない。

(松本メンバー) 池尾副主査がおっしゃっているのは、仕組みはそうなのだが、実際に国内債券 67%を 20%に減らすといったことをコミッティが決めようとしているときに、果たしてそれを守りきれるか。

(大崎メンバー) それは仕組みの問題で、そのコミッティが決定する権限を法律で与えてあげればいいわけである。そうでなかったら、干渉は当然入るのだろう。

(松本メンバー) 日銀だってあれだけ干渉を受けるのだから、法律を作ればできるという問題ではなく、実にプラクティカルな問題で、それができるようなことができるのかと。

(伊藤メンバー) 5年任期で、5年間のパフォーマンスで最後の退職金が決まるぐらいでいいではないか。

(大崎メンバー) それは現実問題として、そのボードのメンバーに何とか債券の比率を下げないでくれと陳情に行く人はいるだろうし、それを禁ずるのも変な話である。しかし、独立性のある機関を創って、その人たちが専門家であれば、そう言われても参考までに聞いておくというだけであろうし。

(荻島部長) 数年前よりは株式の比率を上げている。既にゆっくり上げた経験があるので、株式の比率を上げることはできるだろうと思う。ゆっくり上げたという理由も、マーケットにインパクトを与えないようにということなので、政治的な問題ではない。

(松本メンバー) それは、そういうことをやらせようというコンセンサスができれば仕組みは作れると思う。いろいろな例があるから。問題は、そういうコンセンサスが作れるかということだ。

(大崎メンバー) コンセンサスというか、誰かが提案するという、コンセンサスというのはなかなか難しいから。

(伊藤メンバー) それはこの場で提案していただいて、諮問会議で提案していただいて、それを採用するかどうかはわからないが。

(池尾副主査) だから、今、議論に出ているような意味の独立性の高い専門的な機関を創るという提案はしよう。

(上村主査) 専門家ばかりでも信頼性がどうということがあるので、両方うまく評価できるようなシステムはないのか。

(大崎メンバー) そこが、実は社会的なバック・グラウンドが厳しいのではないかと思



っていて、つまり今、まさに上村主査がおっしゃっているのは、専門家に任せておくと、実は野村や大和やメリルや、それぞれのひも付きで、専門と称してフィーが高くなるような仕組みを入れるのではないかということを感じる人はいらっしゃる。それは多分そうではなくて、どうするかというとポートフォリオを決定する委員会と別に、活動そのものをモニターする、それはあるいは官庁出身の人の方がいいかもしれないし、学者がいいかもしれないし、政治家がいいかもしれないし、そういう仕組みである。複数ボードのようにするのだと思う。

(上村主査) 利益相反がないように、それをきちんと開示させるとか。

(大崎メンバー) やはりアセット・アロケーションや、運用機関選定などは、本当に専門的、技術的なことなので、これはそういうことを一生やってきた人が、しかもうまくやれば自分が金持ちになれるというインセンティブの下でやらないと、なかなか厳しいと思う。

(松本メンバー) 機関選定はそうだ。アロケーションはそんな簡単な問題ではないと思う。アロケーションは技術だけではないと思う。

(大崎メンバー) 勿論それは哲学も要る。

(松本メンバー) それもあるし、いろいろな政治的な文脈もあるし、かなり大変だと思う。

(上村主査) 株が増えているというのは、流通市場で買って増えているのか。例えば第三者割当を受けるのか、両方か。

(荻島部長) 流通市場だけである。

(上村主査) それだけか。

(荻島部長) はい。

(臼杵主席研究員) カナダの場合も、アロケーションを決める委員会は12人だが、その中でまた投資小委員会というものを作っているが、基本的にはそれほどインセンティブを大きく与えるというよりは、公平な立場でいろいろな視点から議論をしている。その下のCEOが非常にインセンティブを与えられていて、アロケーションによる一定の市場リスクの上で、どうやって $\alpha$ などを取っていくかなどでインセンティブがついているという話である。

(伊藤メンバー) カナダ方式を推奨されていると読んでいいのか。

(臼杵主席研究員) 1つのいい解決方法だと思う。今の専門家を使うということと、政治からできるだけ距離を置くという2つの意味で。

(松本メンバー) アロケーションを決める委員会が肝だ。これは政治的にも肝だと思う。

(上村主査) 何度も言うようだが、議論することが数多くあると思う。

(松本メンバー) できるものとできないものがある。

(上村主査) はい。それと、日本の企業社会がどういう構図を描いているかである。

(伊藤メンバー) それは何%ということを書いてはいけないのか。

(上村主査) そうということではなくて、事後的に、例えばアメリカ、ヨーロッパだったら、まさに第三者割当自体もないし、今は個人株主が大半だから、それは減らない仕組みになっているが、日本は減っていくし、ステーク・ホルダーというのは日本の企業であれば日本人だから、資本は無国籍だが、その両方がうまく調和する仕組みというのは、やはり国益を守るという観点からも必要である。

(大崎メンバー) 外国の株でもいいのではないか。今は、別にマーケットでアメリカの株でもイギリスの株でも買える。

(上村主査) それは買えるが、支配権ということになれば、その責任も出てくるし、そこが違う。

(大崎メンバー) そこは余り支障ないのではないか。

(臼杵主席研究員) 基本的には経営に介入しないということを前提にして、ある意味で純投資というところで、例えばノルウェーだと、5%以上はどこの会社の株を持たないなど、そういうことを1つのルールにはしている。

(松本メンバー) 中東も一緒だ。

(伊藤メンバー) それを明確にするのは、そんなに難しい話ではないと思う。

(松本メンバー) 日本がやる場合であれば多分そうであろう。余りプロアクティブに関わっていくということはある程度あり得ないのでパッシブだと思う。

(大崎メンバー) 余り気になるのであれば、ETFで持ってもいいし、何でもいい。

(池尾副主査) だから、そういうレベルの話は、ここの委員会で提案することに触れる必要はないレベルの話だと思う。このカナダの CPPIB の組織に範を取ったような、ガバナンスのしっかりした形の組織に再編する。できれば、3つか5つぐらいに分割して、その相互の間でヤードスティック・コンペティションが働くようなことをなるべく促進する。そういう方向で、全体としての運用の効率を高めていくような流れで提案するという話だ。

(大崎メンバー) ただ、誤解を呼びやすいので気を付けなければいけないのは、例えば分割したときに、今の80人ぐらいの人を3つに分割したら、多分一個一個の組織は死んでしまうので、これは全体としては実は人件費も増えて、管理費も瞬間的には増えるということを前提としている効率化なのだというのを、どうやって理解してもらえるかというのは結構難しく、それは焼け太りだろうということを言われかねないことがある。

(池尾副主査) 私は最初からずっとそういうことを心配している。

(松本メンバー) 分割が一番重要なのだろうか。分割よりもアロケーションを決める委員会が、こういう政治の中で決まるのではなくて、独立してアロケーションを決められるというのが、多分一番重要なことだ。

(池尾副主査) それは一番目で申し上げたつもりで、そういう独立性の高いガバナン

スのきっちりした組織にとにかくする。その上で管理上の問題を考えると、あるいはヤードスティック・コンペティションのような効果を考えると、3つなどに分けることに意義があるのではないかと思う。

(上村主査) 分割というのは、法人格も分割するという意味か。それとも1つの中でカンパニー制のように分割するのか。その形は、中にである。

(大崎メンバー) 中に。

(荻島部長) 松本メンバーが言われるように、アロケーションを決めるのは、答えがないようなもので非常に難しい。だから、分割するとそれぞれに前提条件が変わって、仮説が分散されてとてもよいと思う。

(松本メンバー) それはとてもメリットがある。150兆のアロケーションを決めろというのは酷である。

(上村主査) 分割したら分割単位ごとにガバナンスがないとだめだ。だから、その仕組みがどうかということである。

(池尾副主査) 単位ごとにガバナンスを効かせるという意味では、組織を分けた方がいいかもしれない。アンブレラの中にぶら下げても。

(伊藤メンバー) 最適な人材を雇うというのが一番重要ではないか。

(上村主査) 横から影響されないことだ。

(伊藤メンバー) 事務局も含めて、投資委員会の委員になった人たちは勿論のこと、理事会の人たちは勿論のこと、それを支える事務局の人もやはりマーケットで公募して雇っていくことが一番重要ではないか。

(大崎メンバー) しかも運用経験者でないといけなと思う。ところが、日本は運用産業の歴史も浅いし、規模も小さいので、銀行に勤めたことのある人や、証券会社に勤めたことのある人、ディーラー、トレーダーはたくさん集まるが、運用のプロは人数そのものが非常に少ない。これは難しい問題で、例の金融人材教育や、リテラシーなどとも関わる話なのだが。だから、荻島部長が書いていらっしゃるIB(投資信念)やFE(金融工学)などの問題である。

(矢野専務理事) 運用専門家は、50代半ば以上は余りいないが、40代以下は結構多くなった。

(大崎メンバー) 確かに日本だと理事長が45歳というのは、多分認めてもらえないのではないかという。

(池尾副主査) だから、そういうことを心配している。

(臼杵主席研究員) 必ずしも日本人に限らないという考え方もあるようだ。

(池尾副主査) それも日本の文脈で認めてもらえるような話なのか。

(臼杵主席研究員) 小さな国の場合は、コンサルタントやスタッフなど、外国のリソースをかなり使っているのではないかと思う。

(大崎メンバー) アラブもそうだ。CEOまで行っているかは分からないが、実務部隊

は外国人である。

(伊藤メンバー) 外国人だと、何がいけないのか。

(大崎メンバー) 私も何もいけないと思うのだが。

(松本メンバー) 別にいいと思う。

(大崎メンバー) ただ、それこそそういうコンセンサスが取れるのか。

(池尾副主査) 大体これでいいのではないか。

(上村主査) 少々早いですが、これでよろしいか。それでは、これで終了する。どうもありがとうございました。