

第 15 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4月4日（金） 12：00～14：00
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	大崎 貞和	株式会社野村総合研究所 研究創発センター主席研究員
同	菅野 雅明	JP モルガン証券株式会社チーフエコノミスト
同	安田 隆二	一橋大学大学院国際企業戦略研究科教授

(議事次第)

1. 開会
2. 議事
取りまとめに向けて
3. 閉会

(配布資料)

第二次報告骨子（案）

(概要)

(上村主査) それでは、「金融・資本市場ワーキンググループ」第 15 回会合を開始する。まず、事務方から説明をお願いします。

(林参事官) 本日のワーキンググループでは、議事次第にあるように、取りまとめに向けて議論をしていただきたいと思います。

それでは骨子案について御議論いただければと思う。まず、第二次報告のタイトルをどうするかということがある。これは「公的年金基金運用の改革に向けて」という案を頂いているが、どうか。また、副題としては、例えば、グローバル化改革専門調査会でもあるので、「世界の経済成長を生活の豊かさに」という案があるがどうか。

(上村主査) それでは、一つひとつ、テーマごとに進めることにしたい。表題を最初に議論することとしたい。

表題は、なかなかいいのではないかと考えているが、いかがか。

(大崎メンバー) 表題は、その案でいいのではないか。

(上村主査) それでは、よろしいか。特に御意見は。特にないか。

(「はい」と声あり)

(上村主査) それでは、まず、改革の必要性の前提として、なぜ改革が必要なのかについて御議論いただきたい。

(林参事官) 必ずしも合理的とはいえない各種の制約が課されているのではないかということについて、複数のメンバーの方から御意見があった。また、安田メンバーから、年金運用機関は、3つの使命を負っていると考えられて、1つは、老後の年金資金を運用する観点から、投資リスクの分散を図りつつ、長期的・安定的に運用を行っていくこと、第2は、グローバル化やイノベーションに対応して、世界最大の機関投資家として運用対象の多様化を図っていくこと、第3に、基金の一部を活用して、世界でも増えてきている自主的な戦略的運用も志向していくことがあるが、残念ながら、そういうふうにはなっていないというお話を頂いている。

(上村主査) いかがか。どうぞ。

(大崎メンバー) これは多分、後の話ともかなり密接に絡んでいることだと思う。これは全く私見であるが、私はとにかく、年金というものであるから、できるだけ効率的に運用して、きちんと受給額を増やすなり、掛金を下げるなり、経済的なベネフィットを受給者にもたすのが何より大事だと思う。その意味では、その使命はまさにそれを達成することであるべきであって、日本の金融資本市場の発展に寄与するなど、ここは正直、意味がわからないところがあるが、もしかすると、ソブリン・ウェルス・ファンドのようなものの行動をやや極端に強調されているのかなという気がする。戦略的運用というものが、仮に経済的には余りベネフィットがなくてもということまで含んでしまうのだとすると、それはやはり、少しおかしいのかなという気がして、実際、各国のソブリン・ウェルス・ファンドの人たちと話していても、少なくとも、真正面から政治的なものを前面に出して運用している例はない。

むしろ、彼ら自身が困惑しているのは、彼らが例えばアメリカの金融機関にお金を出すと、何か戦略的意図があるのではないかと勘ぐられるということである。けれども、彼らいわく、例えばアメリカの金融機関に出資したのは、ほとんどが10%や11%のリターンを約束した優先出資なわけである。逆に私などがそんな話を聞いたら、自分でも買いたいぐらいだと思うわけで、やはり純粋に経済的動機で動いていると思う。

また、仮に現存のソブリン・ウェルス・ファンドがそうではなくても、日本はそうすべきだという主張のような気がして、ここは正直違和感があると思う。

(上村主査) どうぞ。

(安田メンバー) 年金運用の目的をどう定義するかは、おっしゃるように、後の組織構成の議論の前提になっている。年金であるから、通常信託銀行や生保がやっているように、一番大切なことは、安全で確実に運用することである。つまり、どちらかという、フィックス・インカム型の運用が原則となる。けれども、150兆円という規模を

考えたときには、リスクをコントロールしながらリターンを高める運用をするには、投資対象は多様である方がいい。ポートフォリオ運用の対象が広がるということは、運用上のメリットだけでなく、今回ワーキンググループで議論した総合商品取引所への有力な投資家にもなり、市場の活性化に貢献することができるのではないかと。

三つ目の目的は、一番議論になることと思っている。今、言われているソブリン・ウェルス・ファンドのような年金を用いて戦略投資をやるかどうか、それとも、パッシブな証券運用に徹するののかについては、諸国でもいろいろな例がある。少なくとも、UAEやシンガポールは、こういう3つに分けた目的を持ち、目的に沿って組織もそれぞれ分けているように理解している。

(大崎メンバー) そこはやはり違うような気がする。まず、年金だから安全確実というのは全くの誤解である。現在の世界の年金資金は、ほとんどの場合、ALM(Asset Liability Management)というか、要するにライアビリティ・サイドを意識した運用をしている。減らさないということだけだと、掛金を上げない限り、支払いができなくなってしまうので、基本的にアクティブ運用と年金は全く背反するものではない。GPIFは、非常にパッシブにこだわり過ぎて、しかも、私に言わせると、資産配分が安全資産に偏り過ぎていてよくないと思う。だが、そのことと、必ずしも目的を何か特別なものにしなればいけないということとは関係ないと思う。

それから、戦略的という話については、要するにより儲けるためにもっと戦略行動を取ろうというのだったら全く賛成であるが。

(安田メンバー) 安全確実というのは、いつでも国債運用でパッシブにやるということではない。ALM管理手法からすると、年金の蓄積期と支払い期には、運用のリスク許容度や適正運用期間が変わるはずだ。蓄積期には、長期株式運用で含みをふやしたほうがいい。

つまり、年金積立金の運用で大事なものは、リスクがよく分散できていて、必要な支払い原資が確保され、リスクに対するリターンが高い収益があるということ。しかし、GPIFの今のポートフォリオは、運用対象が狭過ぎる。狭過ぎるというのは、リスク分散もできていないし、収益もないということ。ここのところを何とかする必要がある。それでリスクを分散するといったときに、商品や、オルタナティブ、いろいろなものに広げることになる。そうなれば、総合取引所をやるときに非常に大きな活躍ができるのではないかと。

(大崎メンバー) そこは何となく違和感はない。しかし、それは目的と手段が逆なのではないかと。

(上村主査) 機能というか、そういう効果があるということとは言える。

(大崎メンバー) 結果的に、多様な市場が成長するというのは全く賛成である。

(菅野メンバー) 目的を書くのであれば、今までの、「安全かつ確実に」、「長期的・安定的」というような、非常に漠然として、一見すると皆に受け入れられるようで、実は何

を言っているかよくわからない言葉は避けた方がよい。ある一定のリスクの下に最大の運用収益を上げるという点を強調し、次に、その結果として、日本の金融資本市場の発展にも寄与するだろうという書き方にしないといけない。

(上村主査) つまり、大規模な運用資金が経済合理的な行動を取れば、金融資本市場でのプラスになる。目的としては最大の運用収益を上げるということを挙げ、金融市場の発展への貢献のような目的は第2とする。

(菅野メンバー) 金融市場の発展にどのようにつなげるかという戦略的なところはまだ議論の余地があると思うので、この場ではまず、改革の必要性をどう考えるかという議論をした方がいいと思う。

(上村主査) 例えば国策や国益ということは余り言うべきでないだろう。

(安田メンバー) 後でも言うが、シンガポールのGICには、証券運用担当組織や、不動産投資担当組織の他に、プライベート・エクイティ・ファンド的な投資で、戦略的な投資をする投資組織がある。UAE もそうだ。彼らは、事業リスクもとって高いリターンを得ようとしているし、特定地域や産業に対して国家戦略を反映させながら投資している。巨大なポートフォリオの一部はそうした戦略的な投資にも向けられ、成功してきている。事業リスクをとるということは必ずしも株式投資よりもリスクが高いということでもない。

(菅野メンバー) ただ、私がそもそもよくわからないのは、何を以て戦略的ということかということである。例えば短期的な運用と10年単位の運用では投資方針が異なるが、どこで線を引くのかが非常にわかりづらいし、そもそも、SWFとは何ぞやというのが、実は余りはっきりした定義がないままに議論されている。

(安田メンバー) GPIFの運用がソブリン・ウェルス・ファンド論にあまり引きずられると、かえってややこしくなってしまうから、関連づけない方がいいだろう。目的について議論するときにはやればよいと思う。

(伊藤メンバー) だから、あくまでも収益の最大化をもう少し、菅野メンバーが言われたような形で明確に書いて、その結果として、今、第2とおっしゃっているようなことが起きるとする。更に、長期的な投資であり、ペイアウトはまだしばらく始まらないということであれば、流動性は余り気にしなくていいわけであるから、もう少しリスクが取れるということになるだろう。長期的なリスクを取ることができるはずだと言えば、あとは大体わかるのではないか。つまり、特殊なファンドであり、ペイアウトというライアビリティがしばらく始まらない。それから、積立金はずっと長いことあるから、今はかなりリスク許容度が高いということ言えば、あとは自然にフォローするのではないか。

(上村主査) 大体よろしいか。

(安田メンバー) 結構である。

(上村主査) それでは、この後だが、どうぞ。

(伊藤メンバー) 菅野メンバーがおっしゃった、一定のリスクの上で運用利回りを最

大化するという視点、要するにフロンティアの上に乗るとのこと、それから、フロンティアのどこに行くかというときに、今よりはもう少しハイリスク・ハイリターンの方に行けるだろうという、その2つをわかりやすい言葉で言えればいいのではないか。

(上村主査) 第1のところは、安田メンバーが提案されたような表現を活用した表現でいけると思う。

(菅野メンバー) なぜ改革が必要なのかを論じる部分であまり書いてしまうと、その部分と運用に関する問題点の所在について論じる部分の内容が重なってしまう。したがって、むしろ、GPIFの話は、後者の方に書いておいた方がわかりやすいと思う。

(安田メンバー) それならば、なぜ改革が必要なのかについて論じる部分でメインに言うべきことは、もう少しリスクに合わせた形で収益を取れるような運用方法にするべきというくらいで、短い文章になってもよろしいのではないか。なぜ、改革が必要かという、GPIFの運用に対して書くことになるので、問題がかなりダブってしまう。

(菅野メンバー) つまり、出だしなので、なるべく抽象的、大づかみに書いて、運用に関する問題点の所在について論じる部分で、そこを具体的に細かく書いてはどうか。

(上村主査) それならば、ヘッジファンドや、未公開株への投資についても同様であろう。

(安田メンバー) それも運用に関する問題の所在について論じる部分において言及すべきである。

(上村主査) そのようなことも、なぜ改革が必要なのかを論じる部分ではなくて、運用に関する問題の所在について論じる部分や、あるいはほかの運用のところで言及すべきである。

(林参事官) ポートフォリオの多様化はリスク分散の上で不可欠といえるが、本日御欠席の川濱メンバーから、現在のような運用は、一見安全資産に集中しているように見えるものの、環境変化に対して脆弱であるとの御指摘を頂いている。

さらに、そもそも、GPIFの基本ポートフォリオがどう決まっているかということについては、読者の人には、事前の知識が全然ない方もいらっしゃることから、少し説明を入れておく必要があると思う。

(大崎メンバー) それは、むしろ運用の問題点である。それで、総論的な部分を、なぜ改革が必要なのかを論じる部分に書いておいた方がいいと思う。

(安田メンバー) 先ほど菅野メンバーが言われたように、大きな、抽象的なところは、なぜ改革が必要なのかを論じる部分で書くのがいいのではないか。

(上村主査) なぜ必要かというところであるから、詳しくなくてもいいけれども、ガバナンスなどそういう点にも問題がある、だから、改善する必要があるくらいは書いてもいいのではないか。

(大崎メンバー) 気になっているのだが、収益率が上がった場合の受給額の向上と保険料の引下げについて、受給額の向上は入れるとして、保険料の引下げについて

く運用に関する議論を中心に行うべきなので、今の議論のような、どちらかというところイアビリティーの方にどう還元するかという話は別途行うこととして、とにかく、なるべく運用面の議論に特化した方が、我々としてはいいと思う。

(上村主査) 現在もらっている人に返戻する、あるいは、将来の負担の軽減ぐらいは言っておかないと、さっきのように戦略的に、ほかに資金を振り向けよということになってしまう。やはり、これは受託者責任を果たすのだということを明確にするべきである。

(伊藤メンバー) 誰のお陰で積立金ができたと考えているのだという視点か。

(上村主査) そこが大事である。受託者責任という言葉が必要だと思っている。アメリカであれば、必ずしつこく出てくる。つまり、結局、誰のためだというのは入れるべきではないのかと思う。

(大崎メンバー) 年金加入者及び受給者の負託を受けた受託者責任を負っているのだということをはっきり書いた方がいい。したがって、ベネフィットも当然、彼らに帰属すべきだということになる。

(上村主査) だとすれば、それは将来の負担の軽減か、現在の負担の軽減なのか、いずれにせよ、そちらへ行く。どこかほかに取りられるわけではないということにはなるだろう。

それでは、なぜ改革が必要なのかについてはそんなことでよろしいか。

そうすると、運用に関する問題の所在についてであるが、これは先ほどここに回すというものがあつた。資産運用に関して必ずしも合理的とはいえない各種の制約が課されているということと、それから、未公開株への投資や、オルタナティブ投資、それから、組織の話。その辺を適度に交えて運用に関する問題の所在について論じる部分をつくるという難しい課題があるが、そこに固有の問題としては何かあるか。

(安田メンバー) 問題の所在では、改革の目的として、世界及び日本の金融・資本・運用市場の多様な発展を踏まえて、公的年金基金をリスク・リターン最適なポートフォリオで運用し、収益率の向上を通じて、日本国民が安心できるよう、年金の支払い原資を確保していくことであるという趣旨を指摘してはどうか。ここに受託者責任をはっきり入れてしまってもいい。それを基にして収益を上げるなどと指摘してはどうか。

(伊藤メンバー) 難しいのは、受託者責任である。

(大崎メンバー) 必ずしも、法的な意味での受託者責任ではないのだが。

(伊藤メンバー) 預けた人ともらう人は違う。

(大崎メンバー) 委託者と受益者が別でもいいというのは、ある意味、受託者責任のマジックであるから、それは構わない。

(伊藤メンバー) 基本的に現在世代と将来世代のコンフリクトがある。

(大崎メンバー) ただ、それは調整可能であろう。

