

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、やはり純粹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いこと、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

は入れるべきか。

(伊藤メンバー) 私の案は、リアライズした運用成績が非常によければ、そのときの保険料を払っている人にボーナスで戻し保険料をするというものである。そうすると、実感が湧くのではないだろうか。実質上、保険料を下げているけれども、一時的なわけである。

(大崎メンバー) 生保の特別配当金というものか。それは確かにいい考えである。最低保証はあり得るけれども、上乘せもあり得るとする。

(安田メンバー) 今は、制度的に数年間保険料は上がることになっている。それが下がるというふうに誤って期待されると、少し危険だと思う。ただ、運用の収益率が上がれば、やはり国民に何かベネフィットが欲しい。

(伊藤メンバー) 国民というか、誰が保険料を払って、誰が受け取るのかというのは、世代間の利益の移転の話なわけである。だから、半分ぐらいペイ・アズ・ユー・ゴーで、ここはペイ・アズ・ユー・ゴーではない部分なわけである。

(菅野メンバー) 伊藤メンバーの議論はわかるが、ただ、それは結構議論を呼ぶ。その利益は誰に属するのか、そのときの世代なのか。まさに今は修正積立方式なので、結局、どこにそれを帰属させるかは判断が難しい。だから、敢えて明確に言及しないでおいた方が私はいいと思う。

(伊藤メンバー) 承知した。では、3分の1、3分の1、3分の1でいいのではないか。保険料を払っている人に3分の1、給付を受けている人の上乗せ給付に3分の1を使って、残りの3分の1は将来に取っておく。

(安田メンバー) ここは、今、おっしゃるように難しいので、もう少しわかりやすいところから議論したらいかかが。なぜ、今、年金を受給している豊かな老人に更に払い、将来、保険料負担が増えるのに給付が少なくなる可能性がある人に残しておかないのかという議論が絶対あり得る。したがって、今明確には言及しないことではダメなのか。

(大崎メンバー) ただ、将来の利益であるから、別に今すぐ年金を引き上げるなどということはありません。

(伊藤メンバー) つまり、今、保険料を払っている人が今の保険料を軽減してもらうのがいいか、それとも、自分たちが給付を受けるようになったときに、給付額が上乘せになっているのがいいかという、若い世代に対してはこの2つの調整はあるけれども、もう死ぬ人にとっては保険料の軽減は重要ではない。だから、給付の上乗せの方が重要なかもしれない。

(菅野メンバー) いずれにしても、ここでは余り、受益者を特定する議論に入らない方がいい。それは果実が出てからの話である。そもそも、今の議論は、取らぬ狸の皮算用を一生懸命やっている。ここはもう敢えて明確に言及しないでおいた方がいい。今のような議論はあるけれども、それはそれで別途考えることとしてはいかがか。とにか

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・リターンの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。

(上村主査) 例えば、遺言信託等でも同じようなことがある。

それでは、そのようなことでよろしいか。

(「はい」と声あり)

(上村主査) あとはいかがか。どうぞ。

(林参事官) 安田メンバーから、「硬直的」や、「ダイナミックな運用力がない」といったメッセージも重要という御示唆を受けている。

(上村主査) 特に異存はないか。

(「はい」と声あり)

(林参事官) 運用に関する問題の所在について論じる部分に、説明責任、情報提供という話を少し丁寧に書き込んではどうかという御意見も頂いている。

(上村主査) 運営責任も、本当は受託者責任から出ているのだが。それでは「改革によって目指すべき姿」に移りたい。

(安田メンバー) 今、上村主査がおっしゃった受託者責任は、言葉を幾つかちりばめた方がいいのではないか。それから、先ほど申し上げた、投資対象が広がることによって、金融・資本市場競争力強化プランでつくろうとしている金融・資本市場の新しい分野にもいい影響があるというようなメッセージを少し入れておいていただければと思う。

(上村主査) 内容をふくらませるということか。それでは「改革によって目指すべき姿」もよろしいか。

(「はい」と声あり)

(上村主査) それでは「第2章 組織のあり方」で、まず、「年金基金運用機関としての位置づけの明確化」。ここはいろいろあると思う。

(林参事官) 安田メンバーから、収益を最大化することを第一の目的とするべきであるというメッセージを入れるという御示唆をいただいているが、いかがか。

(大崎メンバー) それはいいのではないか。

(上村主査) 「第一の」と安田メンバーがおっしゃったのは、さっきの第二、第三があるという前提からだろう。そこはよろしいか。

(「はい」と声あり)

(上村主査) それでは、続けたい。

(林参事官) 安田メンバーから、年金ALM(Asset Liability Management)の話を書いてはどうかという御示唆もある。

(大崎メンバー) 年金ALMを考慮しながら、適正なリスク許容度を設定すべきであるといった感じになるのか。

(菅野メンバー) そこのところで難しいのは、適正なリスク許容度を設定する主体が誰になるのかということである。むしろ、許容されるリスクというのは、ある程度、外部から与えられる部分もあるのだろう。

(大崎メンバー) それはその通りである。まさにALMであるから、ライアビリティによって決まってしまう。

(菅野メンバー) それならば、難しいのは、全体としてはALMがあるのだけれども、ライアビリティの性格から来る要求というのは外部から来る与件のようなもので、ここでの議論はやはり、アセットの運用、つまり「L」ではなく「A」を中心に行うべきだ。

(安田メンバー) Aの方を課題にしているのだが、私が言いたいのは、L を考えて A の目標を柔軟に設定するべきだということだ。この間の議論にもあったように、年金の運用では、1.1%プラス α で決まった運用方針を硬直的に採用している。それが一番リスク・リターンでいいというけれども、多分、リスク・リターン最適化の運用配分はしていないのではないか。それ以上に、リスクというのは、これから積立がしばらく続くようなときは、取れるべきリスクも高くなり、したがってAのリターンもより高いものが期待されることになる。ポートフォリオの組み合わせは変わっていく。L側の性格をふまえた上で、柔軟なAの運用が出来るようにすべきだろう。

(菅野メンバー) その通りである。つまり、やはり基金の役割のところを含めて、そういう外部から与えられるもの、政府サイドから与えるものが何か、はっきりさせるべきである。

多分、安田メンバーがおっしゃっているのは、決めるときに、それ自体が硬直的になってしまうといけないという話であろう。しかし、それならば、何をやるかという役割分担を少しはっきり書いておかないといけないだろう。ここから先は政府の担当で、それから、ここからは運用組織本体の担当というようにしておく必要がある。その線引きはよほど明確にしなければいけないだろうが、これは我々なりの考えを報告書に書いても、後でまた議論になると思う。とは言っても、一応、そこはかなりクリアーにしておかないと、読む人は同床異夢になってしまう部分があると思う。

(林参事官) まさにその部分は、肝になるところだと思う。目標とする投資収益率や許容する投資リスクなどの重要な運用方針については、政府が決定すべきであるとした上で、その投資収益率や投資リスクに加えて、運用の基準とすべきポートフォリオ、参照ポートフォリオまで政府が決めるかどうかという点については、御議論いただかなければいけないところである。

外国を見るといろいろな例がある。カナダは、目標収益率を財務大臣が与えて、その達成状況を評価している。ポートフォリオは自由である。ノルウェーは、ポートフォリオの大枠を財務大臣が設定している。スウェーデンは基本的に、そういうポートフォリオや収益率については何も設定していない。

(大崎メンバー) 多分、松本メンバーがかなり強調されていたように記憶しているのだが、やはり、これは政府の年金なので、ある程度のところまで政府で決めるというふうにしないと、責任が取れないだろう。したがって、私はそれこそ、参照ポートフォリオまで決めるというのでいいと思う。

(菅野メンバー) 私は大崎メンバーの意見に反対である。環境の変化等に応じてダイナミックに運用対象を変更すべきという考え方と、参照ポートフォリオを設けるというのは基本的には相容れない考え方だ。実際には、参照ポートフォリオを設定すると、運用がそれに縛られ、参照ポートフォリオで決められた資産割合をプラスマイナス何%程度で変更するといった程度の自由度しかなくなる可能性が大きい。思い切って資産構成を変えなければいけないときに、やはり参照ポートフォリオがあると足かせになりやすい。

それよりも、私としては、後で仮に運用成績が悪い場合に、そういう場合は必ずあると思うが、担当者の責任であるということをはっきりさせるということを想定している。もちろん、市場の環境の影響はあるだろうが、体制面で参照ポートフォリオがあったから、それに引きずられて悪くなったという言い訳はしてほしくない。これは両刃の剣で、よく出るか、悪く出かわからない。大崎メンバーは、それをリスクとしてとらえていらっしゃるのだろうが、私はむしろ、これはもっと柔軟に考えるべきだと考えている。もちろん、参照ポートフォリオのようなものを運用主体が自主的に決めるというのなら話は別だが、政府がそれを決めるべき性格のものではない。私は、フレームワークの内側で決めるものであって、外側から与えられるものではないのではないかという意見である。

(大崎メンバー) ただ、実際問題として、150兆円くらいになると、ダイナミックといっても、資産の大幅な組替えはできない。

(菅野メンバー) そこは、後のガバナンスのところでも議論があると思うが、150兆円という規模の大きさは大崎メンバーのおっしゃるとおり大きすぎるが故の悩みがあるわけだが、移行期間においては、一種のマザーファンドを設け、そこでは基本的に、現状のような運用を行い、仮に10兆円、それは20兆円か、30兆円かわからないが、10兆円単位のファンドを設ければ、そこではかなりダイナミックな変更は可能だと思う。特に海外市場での運用を中心にすれば、それはそんなに制約ではないと思う。

(大崎メンバー) それはやはり無理である。トランジション・マネージメントというものが、今、ものすごくビジネスになるぐらいであるから、そんなに簡単にポートフォリオは組み替えられない。

私が言いたいのは、別に現行ポートフォリオを前提としてということではなくて、例えば債券が5で、国内株が3で、外国株その他が2というような大枠が決まっても、それは上下のパーセンテージがある程度、許容さえされていれば、そんなに大きな制約にならないのだから、それは責任ある運用目標を決めるという意味で政府がやるべきことだと思うということである。

(安田メンバー) ある大手投資機関の人の話を聞いたときに一つヒントがあると思ったことであるが、役員会からは、原則的な運用方針やその背景が示されるが、その後の実際のポートフォリオ・アロケーションは、組織の専門家のところに任せてしまって

いるとのことである。つまり、政府がやるところは投資方針など大枠のところであって、ポートフォリオのアロケーションは、プロに任せてしまった方がいいのではないか。

(大崎メンバー) 多分、ポートフォリオという言葉自体がマジックのようになってしまっていると思う。国内債券といった場合に、具体的に何をかうかは全く別の問題である。それによって、国内債券のリターンにも相当大きな幅が出る。

(安田メンバー) ただ、現行の運用体制を改革しようとしたときに、今のように、政府が投資対象商品ごとに何%という投資配分を実質的に決めている仕組みでまたやらせるのかなという気もする。

(大崎メンバー) あれをやらせるのだと思う。あれもやらないのであれば、逆に丸投げということにならないか。年金制度としては何の責任も負っていないことになりかねない。

(菅野メンバー) だからこそ、リターンに対して責任を持ってもらうわけである。要するに、参照ポートフォリオを作ってしまうと、非常に大きな制約条件が運用する人にかかってきてしまう。一方で収益率目標とリスクを与え、他方で基本ポートフォリオを提示することは矛盾する。これは非常に重要なポイントだと思う。今後、例えば具体的にどういう人をリクルートするかというときに、初めから、この参照ポートフォリオで高い収益を上げることをお願いするということになると、プロから見ると現実にはありえないようなことを依頼するということもありうる。なお、私は、今の基本ポートフォリオで、リターンの目標が名目で3.2%というのは、結構高いという気がする。

(大崎メンバー) これは低い。

(菅野メンバー) 過去何年間かはたまたま株の運用成績が結構よかった。あと、為替も円安だったので、高いリターンがあったのだろう。実際に、日本国内の運用成績がよかったからこういうことが可能になった訳だが、インフレ率が低く低成長の国で常に高い収益率が得られるとは限らない。この時期は幸運にもそうだったと思うのだが、逆に、これからはいろいろな状況が出てくると思う。運用方法を縛り、自由度がないと、人が来ない。こんな運用などできっこないと言われてしまい、そもそも入り口で頓挫してしまうような状況になるだろう。これから優秀な人材を集めるときには、決して金銭的報酬だけが重要なわけではない。本当に運用のプロとしてそこへ行くと自分の力が発揮できるということであれば、そんなに給料が高なくても優秀な人は集まる。そうではなく、政府のとおりによつていけばいいのだなどというのは、はっきり言ってつまらないから、今よりはもちろんいいだろうが、その制約が運用にとって大きなダメージを与えてしまう可能性があると思う。

(大崎メンバー) ただ、運用といった場合に、いわゆるアセット・ミックスの設定と、マネージャー選択や、銘柄選択は全く次元の違う問題で、ほとんどのファンドマネージャーはアセット・ミックスをどうするかなどということは現場では考えていない。そんなことを実際に担当している人は、普通は誰もいない。

(菅野メンバー) 資産配分を決めるアセット・アロケーターは基本的にどこかに存在する。

(大崎メンバー) アセット・アロケーションというのではなくて、これはいわゆる基本アセット・ミックスの決定だ。つまり、何割を国内債券にして、何割を外国株にして、何割をオルタナティブにするという、こんなベーシックな決定は一人一人のファンドマネージャーの投資判断ではあり得ないと思う。

(菅野メンバー) 各ファンドマネージャーの責務は与えられた資産の運用をどのように効率的に行うかであり、資産配分ではない。その責務とファンドマネージャーの上にいるアセット・アロケーターの役割は区別して考えるべきだ。

(大崎メンバー) それは政府がやるべきではないか。

(上村主査) 大崎メンバーがおっしゃるのは、幅をもって表現することで読めばよいのではないか。

(大崎メンバー) それでもいいけれども、ただ。

(菅野メンバー) そもそも、我々が今回報告書を書く中で、このテーマが一つの良い例であるように、誰が見てもベストな仕組みなどありえないし、意見は分かれて当然というものもたくさんある。したがって、報告書の中では、あえて明確に結論には言及しないか、考え方を二つぐらい例示して、こういう考え方もあるということで今後の議論に任せるというやり方もある。いずれにせよ、今、時間の制約もあって、詰め切れない点は多分あると思う。

(大崎メンバー) それから、外国の例を書いておけば、いろいろあるのだというのは伝わるのではないか。

(菅野メンバー) そうであれば、私は参照ポートフォリオの話は、書かない方がいいと思う。

(上村主査) そこは、そういう意見もあるけれども、重要な運用方針であるから。

(大崎メンバー) それはなしでもいい。重要な方針は政府が決定するというのであれば。

(安田メンバー) 重要な方針については、政府が決めるということで。

(上村主査) 政府が決めるということ言えばよろしいか。

(菅野メンバー) それから、私は海外の具体例を報告書の中に書くことには別に反対ではないけれども、それを本文の中に書く必要があるのかという点が気になっている。特にノルウェーや、スウェーデン、アイルランドなど、欧州の公的年金機関は海外投資の比率が結構高いが、同じ為替リスクでも、基本的にはユーロ経済圏になっているために、例えばユーロとEMU 非参加の欧州通貨との間のボラティリティーはかなり小さい。したがって、結果的には、海外運用といっても、日本が直面する為替リスクと、彼らの考える為替リスクの性質が全く違うので、向こうは海外が高いから日本も海外が良いというのは、リスク管理上誤解を招きやすい部分ではある。後ろの別紙のよう

な形にして添付することも一案だ。

(上村主査) あるいは、参考としておくことも考えられる。

(大崎メンバー) ボックスに入れてしまうなど、囲みにしてもいいかもしれない。

(菅野メンバー) 随分話が細かくなるので、私は、本文ではなくて、どちらかという別紙ぐらいの方が良いと思う。

(伊藤メンバー) しかし、海外の例を挙げるべき点は二つあるのではないか。運用機関の話と、ポートフォリオの具体例の話がある。

(菅野メンバー) もし、そうであれば、国別ではなくて、もう少し大づかみかつ抽象的に、こういう点とこういう点がポイントとして挙げられると言及する程度ならいいと思う。

(上村主査) それでは、方式で分けて、例えばカナダがこうだという感じか。

(上村主査) それだと、本文でということか。

(菅野メンバー) そう。

(上村主査) それでは、そのようにし、ここは、特によろしいか。

それでは、組織形態について論じる部分に行きたい。

(林参事官) 組織形態として、独立性・専門性と、透明性・説明責任を論じてはどうかという御指摘を頂いている。

(上村主査) まさにガバナンスである。それと別に分割の話とガバナンス、組織の話とがある。

(林参事官) ここはとりあえず、メイン・メッセージとして、独立性を与えることが大事だという話だったので、ガバナンスに入っているのだが、別の順番もあり得ると思う。

(大崎メンバー) そこはそういう順番でいいのではないか。それから、分割を提案することが結構、目玉の一つになると思う。

(上村主査) しかし、組織形態を論じるとしても独自性はあまりない。これは分割を意味する。そうでもないか。

(安田メンバー) 組織形態と後のガバナンスとはすごくオーバーラップすることにならないか。

(上村主査) 分割は組織形態について論じる部分で書くことにして、組織形態とガバナンスを一緒にする。

(大崎メンバー) それはいいのではないか。もともと「規模の不経済」を前面に出す趣旨の報告書なので。

(上村主査) 組織形態について論じる部分はガバナンスの前段のような感じである。それでは、分割の話をごここでしないとだめであろう。分割に関する論点を説明していただきたい。

(林参事官) まず「規模の不経済」があるという御指摘をいただいている。

それから、安田メンバーは、第一基金は100兆円を安定的に運用する、第二基金は30兆円をダイナミック運用する、第三基金は戦略的な投資をするという御示唆をいた

だいている。

松本メンバーは、この考え方には反対とおっしゃっている。

(大崎メンバー) この考え方について2つの点で気になっていて、一つは松本メンバーが言われるように、そこまで具体的に詳しく書くのはどうかというような側面だが、もう一つは、そもそも、これは何のために分割するのかというと、恐らく150兆円を1ポートフォリオで運用するのは非効率であるということに尽きると思う。だから、分割する。

三つに割るにせよ、五つに割るにせよ、ここで提案されているように、資産の種類で分けてしまったら、例えば第一基金100兆円は、真面目にやらないのではないか。今の150兆円以上に漫然とした運用になるおそれがある。これは大した目標を立てなくていいということだから、真面目にやらないのではないか。第二基金は30兆円で、言わば飛び道具みたいに行けということなので、無茶なことをやるおそれがある。第三基金はもっと無茶なことをやるかもしれない。

私が思ったのは、むしろそうではなくて、基本アセット・ミックスは同じで、でも、運用の巧拙はアセット・ミックス以外で当然出るから、その中で運用成績を競い合っ、同じリスク・リターンの目標の下で成績を競い合うことで初めて競争と効率が生まれるということである。そうではなかったら、逆に150兆円を一基金で運用することでも全然問題ないと思う。

(菅野メンバー) 大崎メンバーの言っていることは、私も賛成できるところがある。まず議論として二つのことが混同されている。現状の基金の運用資産を分割することと、分割された基金の性格を異なったものにするかどうかという議論は区別して行うべきだ。まず現在の基金を最終的にどのように分割するか、またそれに向けて最初にどのような資産分割を行うか、ということに関する議論が必要だ。最終的には、例えば30兆円×5基金にするという案を支持したいが、例えば50兆円を幾つかに分け、残り100兆円を最終的に現状のまま残すというような折衷案は、我々の議論とは相入れないと思う。

一方、入り口に関する議論はもう少し時間をかけて行うべきだろうが、将来的には分割された一つの基金のサイズは最大大体30兆円というのがいいところだろうと私も思う。移行期間では、まず120兆円と30兆円に分けるのもいいけれども、マックス30兆円のような基金をまず1個作る。最初から30兆円というのは実は結構規模が大きいけれども、移行期間としてそういうものを作ろうということである。

大きい母体の方は、今のままの運用体制でもいいかもしれないし、そちらは参照ポートフォリオをもとに運用してもいいかもしれない。いずれにせよ現実問題として現状のポートフォリオを一時に大きく変えることは無理。金融市場に激変が起きてしまうので、現実的ではない。常識で考えればわかる範囲の問題である。

もう一つ、最初の議論に戻るが、年金基金が戦略的な投資を行うべきか否かという点だが、これはSWFをイメージしたような話だと思うが、冒頭申し上げたように、余り

賛成できない。要するに、収益率を上げるという以外の条件を入れない方がいい。目的はシンプルなものに限る。

(安田メンバー) 150兆円の運用は、分割した方がいいと思うのは、皆同じだと思う。では、どういうふうに分割するのだろうか。最後の姿と、そこへたどり着くまでのトランジションの姿をどうするのだろうか議論になっていると思う。

第二基金の30兆円については二つの意見がある。他と同じような投資目標とポートフォリオで競わせるということ。つまり、それぞれの人々が個別運用で収益力を競うやり方で、規模の不経済を解消するということだ。もう一つの考え方は、基本的にはその運用機関の性格に応じてアセット・アロケーションを行うわけだから、運用の目的と性格別に分けるというやりかただ。パッシブにインデックス運用を行う組織と、アクティブに株式投資をする組織、新しくオルタナティブや不動産投資をする組織とに分ける分け方もある。キーはアセット・アロケーターだから、違う性格と違うターゲットがあれば、組織が違っていいのではないか。

もう一つ、分割の際に考えなければいけないと思うのは、やはり、トップに座ることができる人がいるのかということである。最初五つに分けて30兆円ずつとなると、現実には5人もそれを担えるような人物はいない。したがって、少しずつやらないと現実的でない。そうであれば、多分まず第一歩はこういう分割とし、将来はこういう方向を目指すというような形が必要だ。

私の分け方は、どちらかというと、全部同じようにやって競いなさいというよりも、性格づけをし、その上で、アセット・アロケーションを行えばいいというものである。規模としては、最初は、せいぜい30兆円かなと思う。

(菅野メンバー) あと、難しいことだが、資産ごとにある程度性格を分けてしまうと、当然リスク・リターンの組合せは違うところをとると思う。それ自体、非常によくわかるけれども、ただ現実問題とするときに、一体誰がそれを決めるのかというのは結構難しいと思う。

(大崎メンバー) それでは、全体のアセット・アロケーションはできなくなってしまう。

(菅野メンバー) 私は、幾つかの基金が将来分かれるにせよ、基本的には各基金に対し同じマニフェストを与えるべきと思う。すなわち、運用収益率目標を何%、リスク許容量はこれだけとして与え、具体的な運用資産の構成とその中身については各基金に自由度を持たせ、それを競わせた方がいいと思う。実は30兆円という資産規模は、世界の数ある投資基金の中でも相当大きな金額である。したがって、大崎メンバーの懸念もわかるけれども、ただ、なるべくシンプルに制約条件を少なくやらせることの方が、多分我々の言っている目的が最も確実に実現されるのではないかなと私は考えている。

(大崎メンバー) 私は、菅野メンバーとそういう意味ではほとんどイメージが一緒である。つまり、50兆円がいいか30兆円がいいかは別として、一定の目標が与えられた

バランス・ポートフォリオを適用すべきであると考えている。結果的にはそれで全部オルタナティブにいったりするはずはない。つまり、バランス・ポートフォリオを三つか四つか五つ作って、それぞれ自主的な投資委員会と理事会の下できちんと運用してもらい、全体の理事会が、そのバランス型が言わば合成の誤謬のようになって、変なことが起きていないかということをチェックするというイメージである。

(菅野メンバー) だが、先ほど参照ポートフォリオをとおっしゃったが。

(大崎メンバー) それを政府が決めるか、基金、理事会が決めるかということについて、先程申し上げたのである。今議論になっている部分は、ある意味私はどちらでもいい。

(安田メンバー) 私の考えは、運用者が実際にアセット・アロケートを行うのは、国債がらみのものは、各分割されたファンドの合同運用としてインデックス型が多く、また株式と債権がバランスされた安全型のバランス・ファンド運用が多いだろうから、ここは大きな資金を持ってもいい。しかしアクティブ運用や不動産・オルタナティブの運用は、小さな資金を専門的に運用する形ではなかろうか。その上のガバメントはそれぞれにどうアロケートするかということで全体のバランスをとっている。

(大崎メンバー) そのような運用を実施するにはあまりにも金額が大きい。だから、30兆円程度が良い。

(安田メンバー) もう一つ、金額で言うと、そんなに国債は買えない。

(大崎メンバー) それはいいけれども、30兆円というファンドは、世の中にほとんどない。30兆円でも150兆円から離すと小さいように見えてしまうが。

(安田メンバー) 20、30兆円の規模の運用資産は、世界でもトップクラスになるのは確かだ。しかも、ハイパフォーマンスを挙げているファンドが多いから、規模の不経済には陥らないで済む規模だ。

(大崎メンバー) 30兆円のファンドなどということになると、当然その中でアセット・アロケーションをした上で、運用の再委託を相当して、ファンドを20ぐらい買うことになる。例えば、バランスとおっしゃるが、そのバランス・ポートフォリオと言っても、30兆円でバランスで運用してくれというのを丸受けできる人は世の中にいない。だから、例えば日本債券ファンドでパッシブで、では5兆円やっってくださいというふうに変更していくわけなので、それを頭からオルタナティブ中心に30兆円などと決めてしまうと、モラルハザードが起きてしまうのではないか。

(安田メンバー) そんなことはないと思う。今、いろいろなポートフォリオが変わると言っても、現実には、今の国債、財投債投資を主体とした運用が急にがらっと変わるということは普通ない。

(大崎メンバー) それはそうだ。

(安田メンバー) それはインデックス型のところでもかなりできる。

(大崎メンバー) アクティブな債券運用もある。

(安田メンバー) それもある。それもやれば良いと思う。ミッションごとに、そのような方法で運用するところと、専門的に運用するところと、あとこちら側でもう少し運用するところを分けてもいいのかなと思う。

(大崎メンバー) だから、結果的に分かれる。なぜなら、その理事会が例えば30兆円を預かったら、恐らく、例えば、10%はオルタナティブに投資しようという方針になる。3兆円のオルタナティブというのは、それ自体びっくりするような額である。

(菅野メンバー) しかし、基金ごとに資産のタイプあるいはその運用方針の枠を縛ってしまうと、逆に我々が言っている弾力的な運用というのはできなくなっていった、環境が激変するときに、A、B、Cという基金があったときに、Aの規模を小さくしてBを増やすというのは事実上不可能なので、そういう自由度という観点からも、現実問題としてそれは手足を縛ってしまって結構難しいと思う。

(大崎メンバー) この100兆円の債券ファンドは本当にモラルハザードを起こしうる。まじめにやらなくなってしまうのではないか。

(菅野メンバー) 分割された基金の数と規模については、例えば30兆円の基金を五つがベストかという、まだそこも議論が尽くされていないと考えている。選択肢は無限にあるわけだが、この場で最終的な着地点を一つの案にまとめるには無理があるように思う。最終的な姿の概略だけ示したうえで、重要なのは、まず最初にこういうことからやるという部分をしっかり煮詰めたうえで書くことではないか。

(上村主査) 少なくとも、安定した運用の部分がかかなり大きな規模であるということと言える。市場にとって急激な影響を与えないといった観点からそういうことが必要である。一方で、より小規模な、比較的戦略的な単位というものがある。金額を言わずにそういう抽象的な分割の分類では不相当か。書かなければいけないか。

(大崎メンバー) そこは根本的に違うと思う。

(安田メンバー) かなり根本的に変えないといけない。

(大崎メンバー) というのは、多分、皆さん勘違いされているのではないかと思うのだが、でき上がったファンドは、当然再委託をすることになる。再委託先には当然オルタナティブや海外、ヘッジファンドなどいろいろ入ってくるわけで、それが増えることが目標なのであって、それ専門の単位を作ってしまうことが目標達成に本当にいいのかというのは考えていただかないといけない。これは結構重要な問題だと思う。

つまり、今の問題が規模の非効率ということであれば、規模をとにかく小さくするということをしないと。アセットごとに分けてしまうのは適当でない。

(上村主査) 私はアセットを分けるという意味ではなくて、規模を幾つかに分けて、資産運用の目的や目標を分けるということを念頭においている。

(大崎メンバー) それは一緒ではないのか。

(上村主査) 全く一緒か。

(大崎メンバー) 一緒ではないと考えていらっしゃるのか。

(安田メンバー) ただ、マザーファンドという言葉がいいのかどうか分からないが、今ある体制からスタートしなければいけない、白地に絵を描くのではないので、スタートの部分と、我々が目的とするような基金というのはまず分けて考える必要があり、議論はそこから始めるべきである。皆さんの考えの方向を私なりに理解すれば、現実的には最初 20 兆円ぐらいで、それを 30 兆円にふくらませるというイメージではなかろうか。そして、その分離されたファンドについては、将来成立するであろういくつかのファンドと同じことをやるのだろう。これは将来、マザーファンドをどんどん小さく分けていくということである。

(上村主査) それは経過的に実態を見ながら、ということか。

(安田メンバー) ただ、でき上がりの最後の姿は、今のイメージでは、同じマニフェストを与えて、その中で自由に運用するというものである。つまり、そのときのアセット・アロケーターの判断で、オルタナティブを入れた方がいいと考えるにしろ、そうではないと考えるにしろ、それは自由にやらせればいい。実は私も最初、初めからハイリスク、ハイリターンの運用を行うべきと、そう考えてはいたのだが、いろいろな人に現実についてみると、非常に難しい。これを現実問題として絵に描くのは誰が決めるのか。ハイリスク、ハイリターンになればなるほど組合せが微妙に変わってくるだけで、ものすごく影響が出てくるので、多分これを決める人は非常に難しいし、余り現実的ではないのではないかということをおっしゃっていた方はいた。

(大崎メンバー) いわゆる戦略的アセット・アロケーションと言うけれども、タクティカルに変えるということがファンドを分けてしまったらできなくなるので、やはり1ファンドであってこそ初めてタクティカル・アロケーションができる。

要するに、150 兆円は大き過ぎるというのはそのとおりなので、まず 10 兆円で試行的に小回りの効く、しかし少しリスク、リターンを今よりは高めにとったバランス・ファンドを作るといことだろう。

(上村主査) そのリスクの許容度というのは分けていいのか。

(大崎メンバー) それは分けてはいけない。分けたら全体が崩れてしまう。

(上村主査) そうするとそうになってしまうのか。逆に言うと、それをしようとしてしまうわけだ。

(安田メンバー) 実際に運用をしてきた人たちに聞いてみたいと思う。現場の人に聞いてみないと分割の実際的なメリット・デメリットが分からない。150 兆円を同じ投資目標とポートフォリオ配分を持つ五つに分けて、個別運用効率で、0.2%よかったとか競っているだけでいいのかという気はする。もう少しできないのかなという気はする。

マザーファンドは非常にベーシックに、安定的な運用が必要であることもあるだろうから、多分、債券が 100 兆円ではないけれども、65 兆円とか 75 兆円ぐらいの割合を占めることになると思っている。

だが、アセット・アロケーターは、マザーファンドから分離したファンドの間では、投資

目標に応じて、かなり柔軟に運用資産を変更させることができるのではないかと考えている。

(大崎メンバー) それはできない。

(安田メンバー) できないか。

(大崎メンバー) 例えば、マザーファンドからおたくへの配分を下げると言ったら、そのファンドはいきなり全部売らなければいけないし、逆にそれは余りにも非効率だ。

(菅野メンバー) 私は、基金の運用には、基本的に最大限の自由度を与えるという哲学が一番重要であると考えている。そうでないと、当然のことだが、運用者は、初めから自分の手足を縛られたから今回は運用成績が悪かったということで、運用成績が悪いときは他人の責任にしてしまう。マネジメントも皆そうだろう。したがって、制約は最小限にして、そんなエクスキューズは言わせませんというのをまず基本にするためにも、できるだけそういうことはさせない方がいいと思う。

(安田メンバー) そうすると、ポートフォリオを五つ作ったとする。先ほどおっしゃったように政治が決めるのではなくて、その人たちがプロの考え方で決めるとする。だけれども、大体どれくらいのリターンが欲しいとか、どれくらいのリスクをとるかというのが政府からくる、ということか。

(菅野メンバー) はい。

(安田メンバー) 私は、分割されたあるファンドは、例えばリスクはこのくらいで投資目標は 3%の長期安定型で運用しなさい、あるファンドは、リスクはベータをもう少しとっていいが収益目標は 4~5%にしたアクティブ運用をしなさいとか、異なった運用指針を担わされるのかとイメージしている。全体のポートフォリオ運用責任者が各ファンドの目標を設定する。

(大崎メンバー) 結局それを与えられた人は、それしかやらない。

(安田メンバー) そちら側の方のポートフォリオ・ミックスで運用する。

(大崎メンバー) でも、それだったら、結局 150 兆円まとめて運用しているのと変わらない。要するに、それは基金の数を増やしているだけで、今やっていることと同じ。今まさに、GPIFは何をやっているかと言ったら、いくつという目標をもらって、だから債券どのくらいとなって、それで再委託する、債券は自家運用もやっているけれども、というようなことをやっているわけだ。だから、言ってみれば、今のGPIFのままで、オルタナティブにも再委託しようと言っているのと何も変わらなくなってしまう。

(菅野メンバー) 私は自分の意見はあるが、この点については、まだまだいろいろな意見がありうるし、今日出席していないメンバーを含め、議論は分かれると思う。

私も一時そう思ったこともあるので、安田メンバーのように考える方がいることは理解できる。ただ現実問題として、まず第一歩が非常に重要だと思う。というのは、運用に関する基本認識が十分ではない人々が少なくないので、そういう方に対して、とに

かくきちんと運用するとうまくいくということを示さないといけない。ひょっとしたら、第一歩のところは安田メンバーも私の考え方もそんなに変わらないのではないか。最初はとにかく一つの基金を作ろうということで、そこは、ハイリスク、ハイリターンなどと、そんなことを論じる前に、ある一つのリスクとリターンの組合せを与えるだけなのだろう。もし議論が分かれるのであれば、私は両論併記でも、そこは将来の問題とする余地はあると思う。

(安田メンバー) 将来のところは、まだ決められない。両論併記だろう。第一歩のところは同じだ。20兆円と30兆円のところで少しプロを作って、リスク・リターン最大化の運用を目指して柔軟にやってみると良い。実際に、それだけのことをできる人は、多分それだけの人しかいない。

(菅野メンバー) 将来の問題としては。

(安田メンバー) その先をどこにするかというのはまだ決めるだけの研究・議論が済んでいないと思う。

(上村主査) 先は、進行次第で例えば五つに分かれることもあり得るし、それはこの段階では何とも言えない。

(菅野メンバー) 重要なことは、分割する場合、余り大きすぎる基金は作らないということ明記することだ。要するに100兆円というような基金を残してはいけないと思う。基金の規模は最大30兆円になるようでないといけないと考えている。もう少し小さくあるのはいいけれども、マックス30兆円ぐらいのところは今の状況でいくと限度である。どういうふうに指示を与えるかというのは、まだ幾つかやり方があるのではないかとことだと思う。

(安田メンバー) それは書いていい。

(上村主査) では、それは書いていい。だけれども、とりあえず1個をつくって、経過的に動かしていく。

(菅野メンバー) それはSWFではないということをはっきり書いた方がよい。

(安田メンバー) SWFというのは、そもそものテーマでもないし、誤解される要素も多いから、何にも書かなくていいのではないか。

(菅野メンバー) イメージとして別にそれを明示するのではなくて、書くときにそれで誤解がないようにしなければ行けない。さもないと、戦略的にこれを使いたいという議論が必ず出てくる。

(上村主査) これは受益者が国民なのだから。

(安田メンバー) 最初の目的の収益の向上やそのための効率的なポートフォリオによる運用を行うためには、まず第一歩として、20兆円、30兆円といった資金を分離して運用をし始めて、それから将来の効率的な分割の方法を考えるというぐらいでは駄目か。

(上村主査) 経過的な措置として、とりあえずこの辺から始めるというような書き方に

なるのか。

(安田メンバー) 話が戻るが、そのときに、20兆円、30兆円のところまでアセット・アロケーションを細かく政府から提示され、自由な運用の手を縛られたら、いい人が来ない。

(大崎メンバー) それはそうではないか。それはやらないのではないか。

(安田メンバー) アセット・アロケーションを政府に決められるといい人が来ない。

(菅野メンバー) つまり、政府が与えるのはリスクとリターンということ。

(安田メンバー) 大きな方針だけ。

(菅野メンバー) そこだけだ。

(上村主査) ということで大丈夫か。非常に書き方が難しい。

(大崎メンバー) 分割された基金の規模を明記するかどうかは考える必要がある。財投からの戻りの話があるので、150兆円かどうかもよくわからないところがあるのではないか。本当に運用しなければいけないのが150兆円なのかどうか。120兆円かもしれないので、そこはファンドの数をここで決めてしまうのも余りよくないのかなという感じもする。ただ、とにかく今の考え方をまとめてしまったほうがよい。

(菅野メンバー) 150兆円は大きすぎるという認識だけは出発点として重要で譲れない点である。

(上村主査) 運用可能な合理的な最大の単位を考えたとしても、幾つかに分割する必要はある。

(安田メンバー) そういような形だろう。

(上村主査) そうい言い方で、そしてとりあえず。

(安田メンバー) 第一歩として。

(上村主査) 第一歩として、10兆円、20兆円、その辺から自由度の高い運用を始める。

(大崎メンバー) 運用方針に沿ってやっていくべきだというよな。

(上村主査) そして、柔軟性のある対応を時々刻々としていくべきだというよな書き方か。

(林参事官) 幾つかに分割するといったときの幾つは幾つかと聞かれたら、どう答えることになるのか。

(上村主査) それは五つという人もいるし、三つという人もいる。

(菅野メンバー) 今の150兆円を前提とするならば、30兆円でも私は実はかなり大きいと思っているので、つまり基金の数が5未満であれば、分割後の各基金が現在の150兆円を運用するのと同じ問題をかなり抱えてしまうことになる。スタートが30兆円ではとても大き過ぎるので、むしろ10兆円ぐらい、それでも大きいのが、そんな規模だろう。世の中で数兆円のファンドは結構あるけれども、10兆円というと結構大きい金額なので、現実的にはそれでも10兆円というすごいファンドが生まれたというインパクト

で、しかもそれが膨らんでいくということは非常に大きなインプリケーションがあるのだと思う。

(伊藤メンバー) ファンドが五つあって、それぞれが別の投資哲学を持ってやっていると、全体でマザーファンドと呼んでもいいし、全体のアロケーターと言ってもいいのだけれども、ホールディング・カンパニーのようなところから見ると、実は非効率なことをやっていることになりはしないかという懸念もある。

(大崎メンバー) それは非常に難しいが、例えばAファンドとBファンドに変な相関が生じていないかということをチェックしなければいけない。だから、実は余り簡単ではない。

(伊藤メンバー) 同じところに投資してみたり、あるいはこちらが円高にかけてこちらは円安にかけるなど。

(大崎メンバー) それはいいのだが、全員が同じものにかけてしまって、相関が高くなって、実はリスクがものすごく高くなっていたというのが怖い。

(菅野メンバー) 多分、まさにそれが運用本体の理事会が役目を果たすべきところだろう。理事会は、一個一個の運用方針やアセット・アロケーションに干渉するのではなくて、そのような場合に対応する機能を持つべきである。

(大崎メンバー) 報告を受けてチェックするということか。

(菅野メンバー) そのような趣旨である。

(伊藤メンバー) では、例えば、30兆円×5という、五つのファンドになったときも、それぞれは完全に独立ではないということか。

(菅野メンバー) この理事会に対しては、そうである。

(大崎メンバー) 勝手なことはできない。

(安田メンバー) 投資運用委員会を設け、これは基本的にアセット・アロケーターになる。だから、ここはやはり全部見るのではないか。

(大崎メンバー) ただ、本当にそこは難しいのだが、例えば5割を債券に投資し、外国株は何割と決めたとしても、五つの基金を足したら、そうなっていないという状態が出てくる。それは10に分けたら更に難しくなるし、三つであれば、ある程度、調整できるとかという話にまたなってくる。

(菅野メンバー) 確かに各基金の資産を合計すると参照ポートフォリオとかなり違ってしまふから、それでは、どうしようかとなる。別に理事会からの指示が、表面的あるいは形式論で来てしまうと、非常に大きな過ちを恐れて、みんなサラリーマンになってしまう。そうではなく、理事会の機能はそういう参照ポートフォリオとの話ではなくて、最初に大崎メンバーがおっしゃったように、全員同じ方向に向いてしまっているといった、少し注意が必要な時に、ウォーニングを発生するなど、ある程度、拒否権を与えるようなことがいいと思う。ここの役割は、口で言うのは簡単だが、ものすごく難しい。

(大崎メンバー) 本当に難しいと思う。

(上村主査) それぞれにきちんとした人がいなければ、お互いに単価を入れ替えてしまったり、いろいろ変なことが起こる可能性がある。

(菅野メンバー) 最初から五つに分けてしまうと、各基金の運営を担うことのできる人材をうまく集められるかどうかという不安がある。したがって、一つから始めるべきである。むしろ、一つのやり方は、これは時間がかかるかもしれないけれども、一つで始めて、その中で優秀で成績のいい人を抜擢して、次のファンドのトップに据えるのは一つのやり方だ。

(上村主査) 成功報酬を与えて、張り切ってやらせて、トータルで合っていなくてもいいということか。

(大崎メンバー) それはだめである。ある意味では民間金融機関だから。

(上村主査) 最終的には分けてもいい。経過措置としての話である。

(大崎メンバー) それから、大事なことは、経営者の方は、決してポートフォリオ・マネージャーではないということである。しかし、我々が必要としているのは両方である。経営者タイプの人と、ポートフォリオ・マネージャーと、どちらも必要なので、やはりGP IFの問題は大分違うと思う。

(菅野メンバー) だから、私がイメージしているのは、各基金にアセット・アロケーターがいて、そして、実際のポートフォリオ・マネージャーがいるということ。つまり、問題は人がいるかということなので、最初は一つでやるしかない。

(大崎メンバー) 試行的なものを走らせるということだろう。

(伊藤メンバー) 人がいるかということが問題である。また、本当にそれができてきたときに、さっき言っていたような同じ方向を向いていないかというのを見る機能を持つ、上の機関がもう一つ必要である。

(菅野メンバー) 基金の上部組織であるマネジメントをどのようにするかという点については、ガバナンスとの関係で議論する必要があるが、理事会をどのように規定するかという点は重要と思う。理事会は、運用のプロがいて投資に関し細かく指図するような組織であるべきではない。運用のプロである必要はないが、ある程度、常識を持った人、そうはいつても、運用の知識もある程度ある人によって構成されるということなのだろう。

これは概念的にはわかるが、特に日本の中で本当にそういう人がいるかと言われると、まだそこは自信がないとしか言いようがない。

(大崎メンバー) 元運用会社の経営者みたいな感じの人か。どうなのだろうか。

(安田メンバー) 私は、ここの理事会は、今、言ったように、GP IF の組織運営を背負っていて、政府への説明責任、ライアビリティ・サイドとの整合性の確保、そして将来の更なる分割と成長を目指した機能やシステムの整備をする、内部のガバナンスを守る、運用に関しては、大きな方針等を判断し、下部のファンドの運用結果を評価することが任務で、余り現場の投資の運営に口をはさまなくていいと考えている。変な

ことをしていたら言うけれども、そのくらいでいいのかなと思っている。

(上村主査) それぞれのミッションに、段階、順位等は付けられないのか。幾つかのミッションがあって、第1ミッションがこうなったときは、第2ミッションでここを調整するというような原理、プリンシプルというのだろうか。

(菅野メンバー) 具体的に、ミッションとはどのようなことをイメージされていらっしゃるのか。

(上村主査) 例えば、さっきおっしゃったような参照ポートフォリオのようなものが全体としてあって、中に割と自由度を与える。

(伊藤メンバー) そうすると、やはりだんだん別の案に近くなってくる。

(菅野メンバー) 私は、初めから参照ポートフォリオには反対である。

(上村主査) いや、あったらの話である。ないとすれば、今度はどのような調整というか、ガバナンスの話になるが、ガバナンスの原理はどのようなところを見ることになるのか。

(菅野メンバー) 各基金のリスクの合計と各基金の投資ポジションを合計したリスクとは異なる。より重要なのは后者である。私のイメージは、基金全体に対し与えられたリスクと、実は個々の基金が取っているリスクとの間で齟齬が生じるケースがあるので、そのような場合には理事会がチェックすべきということである。

(大崎メンバー) 参照ポートフォリオではなくてとおっしゃっているが、結果的に、それを作ることになる。つまり、相関が高くなり過ぎているときは、それを下げろと要求するしかないので、全体に強制することになる。それで、全体ではリスク・リターンが最初に想定したものになるようにしなければいけない。

(伊藤メンバー) 一応、株式は見るのだろう。

(大崎メンバー) そうである。究極的には、同じ銘柄を買ってしまったらまずいということである。

(菅野メンバー) それはある。例えば各基金が同じ株式をそれぞれ発行株式の3~5%を保有していても、合計すると限度を超えてしまうというケースはあるので、そういう場合は理事会が調整すればいい。

(大崎メンバー) 結構大変だと思う。というのも、実際にそういうことをやっている例はない。ほとんどの人が、あるライアビリティーに対応したファンドを一括管理しているので、割って管理している例はあまりない。

スウェーデンなどで、どのような調整をしているのかは知らないが、日本ではそのようなものは見たことがない。

(菅野メンバー) しかし、150兆円という資金を有する限り、それがそもそも大き過ぎるので、そうした調整はやらざるを得ないコストだと思う。

(上村主査) 先にどこかが5%を買うと、ほかは買えないという話になってくるのか。

(大崎メンバー) そこまで細かく決めてしまうと適当ではない。もっと大きな話なので。

例えばアメリカの不動産と日本の不動産は相関関係がどのくらいあるのか等、そういう話であるから、同じビルを買うなどという細かいところまではチェックできない。

(菅野メンバー) 同じ株式は3~5%までという話は、各ファンドということなのか。全体で3~5%ではないということか。

(安田メンバー) そうした規制は不要だと思う。全体で3~5%などと縛ったら、150兆円もあるファンドが少し株式投資するとすぐに天井に当たると思う。

(大崎メンバー) それは調整していたら、もう無理ではないか。各ファンドがではないか。

(菅野メンバー) そうすると、仮に各ファンドが5つ買ったとして、25%になってもいいということか。

(安田メンバー) 全く問題ない。現実的に25%になるとは思わない。

(上村主査) 政策的な影響力は一切ないという前提である。

(安田メンバー) 株式の5%以上を保有しても、会社の経営権に関与することにはならない。融資をやっているわけではなく、銀行と同じ5%規制をひく必要性はない。

(大崎メンバー) ファンドが別であれば、議決権行使の基準も各ファンドで違っていいわけであるから。それは別にくみしてやるわけではないだろう。

(安田メンバー) いずれにしても、5%はたくさんあるので。

(大崎メンバー) 5%はたくさんある。

(上村主査) それでは、組織の体制について述べた部分について議論したい。

(菅野メンバー) ここが一番難しいところだと思う。

(上村主査) さっき言ったが、基金の数は明示しないで、実質的に何か表現できないか。

(大崎メンバー) 図があるとイメージが出るのではないか。

(上村主査) それはいい。

(林参事官) それでは、幾つかに分割とするのか。

(上村主査) そうである。運用可能な、あるいはコントロール可能な。

(伊藤メンバー) 2でも5でも、数基金でいいのではないか。

(上村主査) コントロール可能で、運用可能な、幾つかの単位。そして、当面は、菅野メンバーは10兆円とおっしゃっていたが。

(大崎メンバー) 新たな基金を設立すべきということではないか。

(上村主査) 最初は1個かもしれない。

(林参事官) 1個ないしは数個か。

(上村主査) 最初は1個からスタートする。

(菅野メンバー) 当ワーキンググループとしてのスタンスはやはり明らかにしなければいいのではないか。

(林参事官) それで、実績を重ねて、諸般の事情を勘案しながら、基金の数を増やし

たり、資金量を拡大したりするということか。

(上村主査) そうだ。

(林参事官) ガバナンスについては、さらに、安田メンバーに御示唆をいただいている。まず、国民の大切な資産を預かり、運用する機関であり、しっかりとしたガバナンスの体制を採るべきであること、また、運用組織本体の理事には、資産運用の専門性の高い者や、社会的使命の観点から組織のコンプライアンス(法令遵守)をチェックできる者を任命することとすべきであることという御意見である。

(上村主査) 国民の大切な資産を預かるので、国民に対する受託者責任を十分に果たせる、公正で、かつ効率的な組織である。

(林参事官) 各基金の人事の議論があるが、監督官庁との関係はどうかという御指摘がある。

(菅野メンバー) 基金は資金運用機関であり、かつ独立した性格を付与しようとしているので、監督官庁という言葉自体に違和感を覚える。やはり、行政府との関係をはっきりと何らかの形で示しておくべきだ。

(安田メンバー) 独立行政法人などは、ここで官僚天下り規制のようなことは言わず、ほうっておいても監督官庁からのOBや出向者等は来ないのではないかと思うが。

(伊藤メンバー) いや、当然、送り込みたがる。

(菅野メンバー) 送り込むインセンティブがある。

(安田メンバー) 運用する機関であるにもかかわらずか。

(菅野メンバー) 運用するという名目の下で、座っているだけで給料をもらえるということになってはいけない。

(伊藤メンバー) 理事会の理事になればいいのであるから。

(大崎メンバー) ただ、逆に厚生労働省にいたからここへ来てはいけないというのもおかしい。

(菅野メンバー) ただ、厚生労働省で運用の専門家を見つけるのは難しいのではないか。

(大崎メンバー) しかし、運用業界で活躍している人もいる。

(安田メンバー) 誰が理事を選ぶのか。

(大崎メンバー) GPIFの新組織が選ぶのではないか。

(菅野メンバー) 理事までは政府だと思う。これを国会同意人事にするかどうかについては、議論があるかもしれない。

(上村主査) 独立理事が3分の2以上いなければいけないなど。

(大崎メンバー) 独立というのはどういうことか。

(上村主査) 官僚でない人である。

(菅野メンバー) それでは3分の1は官僚になってしまう。

(上村主査) 官僚だらけになったら困るが、数人いるだけでもまずいのか。

(菅野メンバー) やはり、ここは基本的に外すべきか。

(大崎メンバー) 本音を言うと、私は正直、元官僚の人が悪いのではなく、人事異動で来る官僚が問題なのだと思う。要するに、その人が、たまたま能力があって来るのであればいいのだが、その人が3年だけ異動でいて、次は何々課長になるというのがお定まりのコースというので来るから困るのではないか。

(伊藤メンバー) あとは、上がりでもまずい。

(大崎メンバー) 上がりでもまずい。同じである。自分は局長をやったから理事だ、そういうものも困る。能力のある人が来るのであれば構わないが。

(伊藤メンバー) 何らかの資格、投資アドバイザー、MBA、PhD等を持っている人とするのはどうか。

(大崎メンバー) あるいは本当に見識のある人。

(菅野メンバー) 私は、本来は人物本位で選ぶべきと思っているし、その意味で優れた方なら官僚出身者が幹部になることにそんなに反対ではない。大崎メンバーがそう言うお気持ちはわかるのだが、しかし、そのような規定を作ると、結果的に今とそんなに変わらないことになってしまうのではないか、そのリスクをどのようにして分断するかということである。私自身はやはり、リスクはどこかで排除しておきたい。

(安田メンバー) 実質上チェックできるようなものがあれば、そこまで官僚排除論を書きたくない。

(大崎メンバー) ただ、やはりつくりからいって、国が任命するとならざるを得ない。

(菅野メンバー) そうだと思う。

(伊藤メンバー) 日本銀行の審議委員だって有識者と書いてある。有識者だが、結局産業界等の指定席にまた戻ってしまった。昔は明確に農水の代表、地銀の代表、都銀の代表と書いてあったのを全部やめて有識者としたのに。

(大崎メンバー) 本当に変である。

(菅野メンバー) 現状は政府人事のプロセスが不透明で、結果として人事に対するチェック機能がないのが問題である。

(伊藤メンバー) 一つは、資格を論じて、十分な知見を持った、あるいは経験を持った人とする。注でもどこでもいいが、例えばMBA、PhD等の資格の方から論じて、もう一つは、官庁からのOB出向者は、原則として認めないこととする。

(大崎メンバー) やはりこのような場合は、事後的なチェックを強調することで、むしろきちんとした人を選ぶような方向へ導いていくしかないのだろうか。やはり私は、資格も余り感心しない。例えば今、大学の教授になるには、必ず博士号を取っていないといけないという議論がある。

(伊藤メンバー) 幼稚園から高校までと異なり、大学の教授だけ資格がない。

(大崎メンバー) だがそのような資格がないことがかえって、いろんな人を集めている面もある。

(伊藤メンバー) それはあと30年すれば変わる。

(上村主査) 一定の専門性があり、独立した判断のできる人。

(大崎メンバー) そんな感じである。なかなか難しい。

(安田メンバー) うまくチェックできる機能の方が、今の風潮に乗っているような感じがする。

(菅野メンバー) 私は、やはり主査がおっしゃったように、何か資格要件的なものを定め、事実上、それで不適格者を排除し、本当の専門性があるような人が選ばれるシステムがいいと思う。

(上村主査) 専門性があるって、そのミッションに殉ずる人がたまたまいれば、別に官庁にいてもいいかもしれない。よって、そこは判断すればいいので、やはり一定の専門性があり、この目的のために独立の判断ができる人ということではないか。

(菅野メンバー) 監督をするといったとき、具体的に何を指しているのか。そもそも監督という言葉自体が少しなじまないと思う。これは少しおかしいと思うが、何をするかというのがよくわからない。

(大崎メンバー) しかし、ここの職員がインサイダー取引をやっていたらどうするかという話もある。

(伊藤メンバー) それは金融庁が対応するのか。

(大崎メンバー) もちろん、その話は別途すればいいが、そうすると、例えばここを普段からきちんと見ていないという話になるわけである。

(伊藤メンバー) しかし、ある程度独立させようというのが趣旨であろう。

(菅野メンバー) 組織の中でそういうことが起きないようにものを逆に彼らに与えれば、それは独立と言える。ゆえに、日銀においても、内部規定で、結構細かい倫理規定が書いてあるわけである。

(安田メンバー) よくわからないのは、日本銀行のように政府が過半数を持つ認可法人とする場合、これは誰が管轄するのか。今の体制の厚生労働省か、それとも財務省になるのか。

(菅野メンバー) 新法人は敢えて出資証券のようなものを発行する必要はないのだから、政府が過半の出資証券を保有するようなことは要らないと思う。

(大崎メンバー) 強いて言えば、財務省であろうか。

(安田メンバー) 運用だったらそうだ。

(大崎メンバー) いや、そうではなくて、国が出資すると、国有財産管理になるから、理財局である。

(菅野メンバー) 形式的にはそうだが、それとそういう形式的な議論と政府の機能とはまた別の話である。

(安田メンバー) 金融庁については。

(菅野メンバー) 独立法人でも内部規律をどのように担保するかは重要だ。ただ、その任務を金融庁にするのか、また、内部化して十分にチェック機能が働くことを期待するのかという選択肢はありうる。ただ、外部からのチェックをおろそかにすると、過去の事例を見ても分かるとおり、内部規律が緩む傾向が見られるので、そのリスクはどこかでチェックはしないとイケない。むしろ、内部規律をチェックするためのシステムがきちんと整備されているかどうかという話である。

(上村主査) やはり保険会社などを検査しているので、検査マニュアル的なことは、慣れている金融庁にやってもらった方がよいのではないか。

(菅野メンバー) 適正に行われているのかどうか、これはどこかがやらなければいけない話だと思う。

(大崎メンバー) そうである。実はコンピュータ・システムが機能していなかったというような場合もある。

(菅野メンバー) 例えば、内部情報管理に関し、自宅に運用関係のデータを持って帰って、それが何らかの理由で外部に漏れてしまうケースがみられるが、そういうリスク管理も、きちんとやっているか等も含めてである。

(安田メンバー) 普通の企業であれば、独立した監査委員会を作るなど、外部の監査法人が内部監査やコンプライアンスチェックを非常に厳しくやっている。では、金融庁がこうしたことを全部やったことがあるかと言えば、そうではないのではないか。

(上村主査) 例えば、日本版SOX法が適用されて、それを実際に適用していくわけであるから、かなりうるさい。

(大崎メンバー) ただ、普通の企業は、ある意味、公的責任を負っていない。

(安田メンバー) 金融庁は運用そのものにもものをいうだろう。そこまで管轄されるべきなのか。

(菅野メンバー) そうした懸念を払拭するためにも、まさにきちんと定めたものが必要となる。

(上村主査) 検査マニュアル規定とリスク管理体制と取締役会というか、その仕組みだけだ。

(大崎メンバー) しかし、それは誰かやらなければならない。

(安田メンバー) 実際にはリスク管理ということで、しばらくは、株式投資もかなり厳しくなっていて、オルタナティブを報告させる等、相当大変である。

(上村主査) 運用業者として、現在ある規制もないというのは少し気になる。

(大崎メンバー) それこそゆうちょ銀行が銀行検査を受けていなかったのと、同じような話になってしまうので、余りよくない。

(安田メンバー) その通り。

(上村主査) やはり民間の運用業者でもきちんと受けている程度の検査は受けないとイケないのではないか。

(大崎メンバー) 実を言うと、細かい話だが、これに相当する民間のものは、実は厚生年金基金であって、それは金融庁ではなく厚労省の検査を受けている。

(上村主査) 厚労省にはノウハウが不足しているのではないか。

(大崎メンバー) 厚労省にはノウハウが不足しているため、きちんと見ることができず、何か変なことが起きているリスクはあるだろう。

(菅野メンバー) 昔、農林系統金融機関が農水省の検査を受けたのと、同じ構図である。

(大崎メンバー) 基金というのは、投資家だとなっているのか。

(上村主査) そこはまた議論の焦点になってくると思うが、とりあえず、厚生労働省と財務省、監督というところは、ここではすぐ結論が出ない。政府が責任を持ってというぐらいのことはあると思うが。

(林参事官) それから、メンバーの皆様からは、運用専門機関としての人事政策を徹底する必要があるとの御示唆を頂いている。

また、安田メンバーからは、グローバルな資産運用で高い評価を受けている日本人を、理事・役職員等に迎えて、その人材の下で、我が国の優秀な金融人材を引き付けることも重要であるとの御示唆を頂いている。

(安田メンバー) 誰でもいいから任命して、運用専門技官とし、昔GPIFにいて経験があるから資格があると決められると少し困る。運用機関としての組織文化の変革と創造には、グローバルな運用市場で評価されている日本人をトップに据えないといけないのではないか。政府に任命権だけ与えて、今までと同じ人事をされると困る。何か歯止めがないかというのがある。

(菅野メンバー) それはいいのだが、そこでは、余り日本人というのを強調しない方がよい。英文にしたときに、国粹主義的なイメージを与えかねない。

(林参事官) 外国人を入れるかどうかという御意見についてはいかがか。

(大崎メンバー) 役職員に、でよいのではないか。理事というのは、政府が任命することになるであろうから。

(菅野メンバー) 私は外国人を入れた方がいいと思う。決して外国人を入れるべきと言うのでもないが、要は多様なカルチャーを受け入れる組織になってほしいと言うことだ。一方、入れたからといって任命しなければいけないということにしてしまうと、逆に外国人ポストができてしまうので、これもいけないが。

(伊藤メンバー) 外国人の採用も排除すべきではないということではないか。採用すべきであるといったら違和感があるが。

(菅野メンバー) 外国人のポストとして役職員に限る必要はないと思う。

(安田メンバー) 職員と限らなければよいのではないか。

(菅野メンバー) そうすると、理事も自由度が出てくる。

(上村主査) 採用する余地を認めることも考えられる。

(大崎メンバー) 採用すべきというと、確かに外国人がいないとだめだといっているようだが、それも変である。

(上村主査) 採用を排除すべきではないということではないか。

(林参事官) 適度なインセンティブ報酬を付与すべきという御示唆も頂いている。

(大崎メンバー) いいと思う。適度というのは、ボーナスも含めてだが、100万円ぐらい多くすることも考えられる。

(上村主査) 今でもあるのではないか。

(大崎メンバー) あると思うが。

(林参事官) さらに、余りに過剰なインセンティブがあると、短期的にリスクを取り過ぎる危険があるという議論もある。

(伊藤メンバー) 100億円というのはやめようという話であろう。

(林参事官) 例えば、専門的技術を高めるための国際的な職場経験を用意すべきという御示唆もある。

(上村主査) もともとそういう人が来るはずである。

(安田メンバー) 今の体系の中で、国際的な民間運用会社、遜色のない報酬体系というのは、こういった認可法人になるとできるのか。

(伊藤メンバー) できる。

(大崎メンバー) でも独立行政法人だとできないのか。認可法人は、何もそういう通則法のようなものはないのか。例えば罰則規定で公務員と同じようなものというのは、適用されるのか、それとも何もされないのか。

(菅野メンバー) 日銀などはそうだ。日銀の罰則規定には、公務員に準じるものがある。

(上村主査) 東証の職員も準公務員になるので、別にそんなにマイナスにはならない。

(大崎メンバー) それで気がついたのだが、やはり準公務員はまずくないか。なぜなら、利害関係者と会食してはいけない等の規定があるのに、運用の世界でそれは少し難しい。

(上村主査) 贈収賄罪になるのかといった話である。確かに会食してはいけないなら運用できない。

(大崎メンバー) そんなことを言われたら運用できない。

(安田メンバー) 私のイメージは、海外の大規模年金運用機関を参考にすると、報酬は1億円ぐらいにしたっていい。そうでないと、世界で通じる一流の人は来ないから。そうした人物は、優秀な部下も魅了してくれる。それを同じ認可法人である日銀について考えると、あの報酬と、あの政府からの自由度では、欲しい人は来ないかもしれない。それはこう書いてあればできるのか。

(伊藤メンバー) できるのだろう。日銀は自主的に縛っているだけではないのか。

(菅野メンバー) 日銀の経費予算は財務省の認可事項で、財務省が認可しないとだめという話である。

(大崎メンバー) でも、ここもそういう意味では、バジェットは多分厚労省認可であろう。予算をどうする、そこを自由にすべきだというふうにしないとだめではないか。

(大崎メンバー) しかし、自由といっても収入がない。

(菅野メンバー) 予算を、日銀と同じ扱いにしまうと、厚労省の認可が必要になる。通常の年間の運営予算というのをどうするかという問題がある。

(上村主査) 予算とは別でいいわけである。

(大崎メンバー) それはそうだ。よって、そこで予算がどこかを決めないといけないかという話はあるが、やはりそうはいつでも、そういうことを書いておけば、人件費が大幅に削られることはないだろうということである。

(上村主査) 少なくとも、刑法とか違法行為関係では準公務員であろう、これだけ重大なことをやるわけだから、会食等には理屈がある。

あと、第一次報告のところで、準司法機能のところは、やはり概ね達成、達成度が100点満点とまではいえないのではないかと、私は思っている。いろいろ頑張ってくれていることは確かで評価しているが、やはり制裁的、裁量的な課徴金は結局なくて、SECがいいかという、それはいろいろ今揺れているし、それはわからないが、ただ少なくとも決まり切った課徴金の対象枠が広がったことは確かだが、やはり制裁的、裁量的なというのは、そこは生命線だったので、やはり評価するぐらいでいいのではないか。

(伊藤メンバー) あと、個別企業の経営には関与しないとすると、もの言う株主になれない。経営には関与しないが。

(大崎メンバー) 当然、議決権行使をするわけで。

(上村主査) そこも受託者責任の履行として関与するということだろう。

(安田メンバー) 5%以上の株を保有しても会社を経営するわけではない。ただし、ものをいう株主にはなる。いわゆる、シグニフィカント・マイノリティになってもいい。

(上村主査) そういう意味である。

(安田メンバー) ゆえに、3~5%を上限とするという文言もいらない。

(上村主査) それを言わないと、受託者のためにならないというときは言う。

(伊藤メンバー) 今、言ったようなことで、そういう趣旨で。

(大崎メンバー) これは公的資金注入のときに財務省は結構気にしていた。なぜかわからない。銀行はけしからぬということだったら、どんどん議決権を行使した方がいいという考え方もある。

(上村主査) やはり受託者責任の履行としてやると言えば違う。

(大崎メンバー) 国民の負託を受けているわけであるから。

(菅野メンバー) 金融市場に対するインパクトは、郵政民営化以上に大きい可能性

がある。

(大崎メンバー) あと、私は是非GPIFや厚労省にも支持をいただきたい。

(伊藤メンバー) 支持とは。

(大崎メンバー) つまり、大いに賛成という支持だ。それはけしからぬと言われぬような御説明をきちんとしておいていただいた方がよい。総合取引所の中には、一部の人がけしからぬみたいなことを言ってしまう、私などはびっくりした。

(菅野メンバー) この中で多分関心を集めるのは、基金の分割と、神奈川県に移転問題だろう。とくに後者は差し迫った問題なので、急いで対処する必要がある。ここが変わるといことはかなり変わるのかという話になる。

(大崎メンバー) それだけに、GPIFがあのような報告書はばかっているということだけは避けたいと思う。

(菅野メンバー) それはしないのではないか。

(大崎メンバー) ただ、わからないではないか。

(菅野メンバー) 神奈川県への移転問題は多分彼らの関心事と思われるので、当WGでも移転期限の延長について態度を明確にすべきではないか。

(大崎メンバー) あと独立行政法人もやはり嫌なのではないか。

(安田メンバー) 独立行政法人は、縛られて、望むような人は採れない。もう少し自由にならないものか。最初に運用が及ばないと言われるのは嫌だろうけれども。

(菅野メンバー) 今までは規制があるからできないと言っていたが、逆に自由度が与えられてからはどうか。

(菅野メンバー) GPIFの資産額150兆円が運用するには大きすぎて問題だと指摘されているが、今、ゆうちょ銀行はそれを上回る資産を運用している。

(大崎メンバー) 実際、そこも分割論があった。

(以 上)