

# 中間論点整理

平成25年9月

公的・準公的資金の運用・リスク管理等の  
高度化等に関する有識者会議

平成25年9月

公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議

## 中間論点整理

当有識者会議は、これまでの会合において、検討対象となっている公的・準公的資金の運用状況や、その他内外の資産運用機関の事例等についてヒアリングを実施したところである。こうしたヒアリングの結果を踏まえて、当有識者会議において議論している論点について整理すると、以下のとおりである。

なお、検討対象となっている公的・準公的資金については、その規模・性格が様々であることから、各論点の各資金への適用においては、それぞれの規模・性格を踏まえた検討が必要である。

### 1 運用目的

各資金の運用について、日本再興戦略の一環として検討していることに鑑み、日本経済に如何に貢献しうるかを考慮すべきとの意見があったが、それに対しては、各資金の受託者は、それぞれの根拠法に掲げられた目的（公的年金の場合は、専ら被保険者の利益）に沿って運用することとされているとの指摘があった。加えて、公的年金の運用については、年金財政・年金制度と密接に関わるものであり、国民が最も期待しているのは、将来の年金給付に支障なく、かつ現役世代の保険料負担増を避けつつ、年金財政の長期的な持続可能性の確保に資することであるとの意見もあった。被保険者の利益を優先する資産運用は、結果的に、日本経済に貢献することになり、また、各資金は、資産運用により経済成長の果実を享受する立場にもあることから、経済成長と資産運用との好循環が期待される。

### 2 運用目標・方針

#### 国内債券を中心とするポートフォリオの見直し

国内債券を中心とする現在の各資金のポートフォリオについては、デフレからの脱却を図り、適度なインフレ環境へと移行しつつある我が国経済の状況を踏まえれば、収益率を向上させ、金利リスクを抑制する観点から、見直しが必要ではないか。その際、各資金の負債特性に応じ、積立金の取崩しが当面見込まれる部分以外については、長期的な視点でポートフォリオを構築すべきではないか。

### 収益目標及びリスク許容度の設定

一部の資金では、収益目標が、名目賃金上昇率や物価上昇率プラス という形で定められている結果、これまでのデフレ経済下では当該目標が著しく低い水準になっていたのではないかとの意見がある一方、給付が名目賃金上昇率や物価上昇率に連動することから、これに合わせる形で収益目標を定めることは合理的であるとの意見もあった。また、財政検証における長期的な運用利回りの想定（名目4.1%）は、足許の現実からかけ離れているとの指摘があったほか、「安全かつ効率的な運用」が目標とされる中で、許容できるリスクの範囲が明確に定められていないとの指摘もあった。

収益目標については、資産と負債の関係を考慮して設定する必要があり、当該目標を達成するためのポートフォリオの構築が、「安全かつ効率的な運用」に繋がることになる。こうした中、投資の期待収益率とリスクの関係を示す有効フロンティアを投資対象の分散等により上方シフトさせることを含め、リターンを最大化する努力が、十分に行われていないのではないか。

### 運用コスト等

各資金は、コストをできる限り抑える観点から委託手数料等の縮減に努めており、国際的に見ても極めて低い水準となっていることは、コストを負担する国民から見れば評価できるとの意見がある一方、その結果、かえって十分な情報を得られず、貴重な運用機会を逃しているほか、金融・資本市場の発達を阻害する要因になっている可能性があるとの指摘があった。なお、仮に手数料水準等を引き上げるのであれば、コストを負担する国民に対して説明責任を果たす必要があるとの意見があった。

### 余裕金の運用方法

GPIF以外の独立行政法人や国立大学法人における余裕金の運用については、原則として安全資産に限定されているが、当該資金の規模や性格によっては、適切なリスク管理を行うことを前提に、ミドルリスク・ミドルリターンの運用を行い、収益を向上させるべきではないか。

## 3 ポートフォリオ（運用対象）

### 運用対象の多様化

GPIF等については、年金財政における給付と負担の長期的な見通しの下で、内外の先進的な公的年金資金運用機関を参考にして、市場環境の整備やリスク管理の進捗を踏まえつつ、新たな運用対象（例えば、REIT・不動産投資、インフラ投資、プライベート・エクイティ投資、コモディティ投資など）

を追加することにより、運用対象の多様化を図り、分散投資を進めるべきとの意見があった。

一方で、新たな運用対象を追加する場合には、資金の性格を踏まえた上で、国民の理解を得るため、十分な情報提供を行うことが求められるとの意見があった。

(注)運用の多様化により、ソブリン・ウェルス・ファンドと看做される可能性もあるが、2008年に国際的に合意された行動規範(サンティアゴ原則)に従っている限り問題は生じないとの指摘があった。

#### パッシブ運用のベンチマーク

各運用機関は、パッシブ運用のベンチマークについて、東証1部上場全銘柄を対象とするTOPIXを忠実にトラックしている場合が多いが、その対象先の中には、十分な収益性等が認められない先も含まれることから、インデックスからの乖離を許容したり、より効率的な運用が可能となる指数(例えば、東証が検討中のROEも考慮した新たな株価指数等)を利用したりするなどの改善策について検討すべきではないか。

#### ポートフォリオやヘッジ方針の機動的な見直し

経済環境や市場環境の変化が激しい最近の傾向を踏まえて、ポートフォリオの内容やヘッジ方針については、より機動的な見直しを行うべきとの意見があった一方、リバランスの実施を含めて長期的なポートフォリオ運用を行う方が効率的であり、金融市場の安定に資する面もあるとの意見もあった。

#### 海外資産運用比率

海外資産運用比率について、高い運用利回りや分散投資効果を期待して高めるべきとの意見があった一方、積立金取崩し時にどのように対応するかを含め、国内経済への影響も考慮して決定すべきとの意見もあった。

## 4 ガバナンス

### 資産運用の最終責任の所在

各資金においては、担当大臣が資産運用の最終責任を負う形になっている場合があるが、そうした体制が運用機関の自主性や創意工夫を損なっているとの意見があった一方、公的年金の保険者である大臣が最終責任を持つのは当然としつつ、各資金により柔軟性のある運用を認めるべきとの意見もあった。

### 合議制機関の必要性

資金運用の実施に当たっては、各運用機関が真の受託者責任を果たしうる体制を構築する必要があるが、業務に関する権限・責任が理事長一人に集中している独任制の下では、規模・性格によっては、十分な機能発揮が期待できないケースもあり得る。そうした場合には、資産運用の重要な方針等については、利益相反にも配慮した常勤の専門家が合議制により実質的な決定を行う体制が望ましいのではないかと。

その際、認可法人への組織変更が必要なのか、それとも独立行政法人の形態でも対応可能なのかについては、さらに検討が必要。

### 専門人材の確保

各運用機関において、運用対象の多様化やリスク管理の高度化を図るためには、第一線の専門人材が必要であり、報酬体系の見直しを含めた対策が不可欠である。その際、認可法人への組織変更が必要なのか、それとも独立行政法人の形態でも対応可能なのかについては、さらに検討が必要。

### ステークホルダーの参画

公的年金については、保険料拠出者である労使の意思が働くガバナンス体制にすべきとの意見があった一方、個別の投資決定には関与させるべきではないとの意見もあった。また、「被保険者」には様々な世代や立場の人達が含まれるほか、社会保険制度の維持のために税金が投入されていることに留意する必要があるとの意見もあった。

## 5 リスク管理

フォワード・ルッキングな（先行きを見据えた）リスク分析に基づくポートフォリオの構築

公的年金では、ポートフォリオの構築に当たって、今後の経済状況（金利・インフレ等のマクロ変数）の見通しを踏まえ、資産・負債の両面に係るフォワード・ルッキングな（先行きを見据えた）リスク分析を行う必要があり、過去のデータのみ依存したリスク分析では不十分ではないかとの意見があった。

### デフレ脱却を見据えた対応策

今後、我が国経済がデフレを脱却することを見据えて、金利上昇に備えたリスク管理や資産評価のあり方について十分に検討し、速やかに対応策を講じるべきではないかと。

### 余裕金の運用におけるリスク管理

独立行政法人における余裕金の運用は安全資産に限定されているにもかかわらず、実際には仕組債による運用で大きな損失が生じている事例があることから、時価の適切な把握を含め、各資金の規模や運用の実態に応じたリスク管理を適切に実施すべきではないか。

## 6 エクイティ資産に係るリターン最大化

各資金が株式などのエクイティ資産に投資を行う場合には、長期投資を前提としてリターンの向上を目指す必要があり、その目的の範囲内においては、公的・準公的な立場を有しているとしても、被保険者の利益を代表して、運用受託機関を通じた投資先との緊密な対話や適切な議決権の行使などが求められるのではないかと。このため、各資金において、金融庁で行われている日本版スチュワードシップ・コードに係る検討の結果等を踏まえた方針の策定・公表を行い、運用受託機関に対して当該方針に則った対応を求めるべきではないかと。一方、経営への過度な関与や、一律の方針設定に基づく形式的な議決権行使が行われないう、留意が必要との意見があった。さらに、財務的な要素に加えて、非財務的要素である「ESG（環境、社会等）」を考慮すべきとの意見もあった。

(以上)

(参 考)

公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する  
有識者会議メンバー名簿

伊藤 隆敏	東京大学大学院経済学研究科教授 兼 東京大学公共政策大学院院長
菅野 雅明	JP モルガン証券株式会社チーフエコノミスト
熊谷 亮丸	大和総研チーフエコノミスト
佐久間 総一郎	経団連経済法規委員会企画部会長 (新日鐵住金株式会社常務取締役)
菅家 功	日本労働組合総連合会副事務局長
堀江 貞之	野村総合研究所上席研究員
米澤 康博	早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授

座長

(敬称略・五十音順)