

## 年金積立金管理運用独立行政法人の運営の在り方に関する検討会 (第6回)の議事要旨

1. 日時：平成22年4月12日（月） 18:00～20:00

2. 場所：厚生労働省 省議室

3. 出席者

【メンバー】（敬称略）

浅野幸弘、植田和男（座長）、小島茂、末吉竹二郎、富田邦夫、富田俊基、村上正人、米澤康博

【総務省】

原口一博総務大臣、階猛総務大臣政務官

【厚生労働省】

山井和則厚生労働大臣政務官

4. 議事要旨

(1) ヒアリング

○ 検討会メンバーの浅野幸弘横浜国立大学経営学部教授と末吉竹二郎国連環境計画・金融インテグリティ特別顧問からのヒアリングが行われた。

○ 浅野氏からのヒアリング

◆説明の概要

- ・ 論点は3つ。①運用目標、運用政策の策定は誰が行うのか、これまでは厚生労働省が行ってきたが、GPIFが関与すべきではないか、②運用機関は現在GPIF単独であるが、これを複数に分けるべきかどうか、③運用の意思決定はGPIFの中の運用委員会の助言によって理事長が専管で行っているが、これでいいのか。
- ・ 積立金の目的は、将来の給付に充てるための資金であり、その給付が賃金上昇率あるいは物価上昇率によって変動するため、運用目標は賃金上昇率、あるいはそれを上回る実質的な利回りを確保することとなる。
- ・ 一方、国債利回りプラス $\alpha$ という考え方は、操作目標として考えられなくはないが、この場合でも、国債利回りと賃金上昇率との関係を押さえておく必要がある。
- ・ 運用目標が賃金上昇率として与えられた場合、基本ポートフォリオを策定する際の最大の問題は、各資産のリスク・リターンを賃金上昇率との相対で捉える必要があること。現在は国債中心だが、インフレになれば実質的に目減りするリスクがあり、物価連動債の方がそのリスクは小さい。また、資産のリスク・リターンの特性は、運用期間によっても異なる。株式と債券の相関は、月次ではマイナスだが、5年くらいの累積で見ると高いプラスの相関を示す。株式と賃金上昇率でも同様。基本ポートフォリオは、こうした要因を織り込んだモデルを作る必要があり、かなりテクニカルで専門的なもの。
- ・ 平成21年財政検証では、マクロ経済スライドが機能せず年金財政が悪化したため、高い運用利回りが設定された。この利回りは2020年以降の長期的な数値であり、決して高いものではないとの説明であるが、長期の均衡的な数字は大きく変わるはずはない。
- ・ 実際の運用では、賃金上昇率を2%上回るリターンをあげたので、財政状況を悪

化させたわけではない。

- マクロ経済スライドは、インフレ時には発動するが、現在はデフレであり、給付を切り下げられず、財政状況が悪化。この問題の解決には、運用利回りを上げるのではなく、マクロ経済スライド方式を見直すなどの制度の見直しが必要。
- 一方で、現実的でない運用利回りが提示されないようにするためには、財政検証を担当する厚労省と運用政策の策定を担当するGPIFが協議して、運用目標を決定してはどうか。
- GPIFがリーマン・ショック後の金融危機に機動的に対応しなかったことや、新興国投資等により出さなかったことに対し、複数の機関に分ければいいという意見もあるが、短絡的ではないか。
- 分割運用のメリットとしては、競争により全体のパフォーマンスが良くなる、専門性の高い運用機関の能力が利用できる、意思決定が分散化され、安定した収益が上がるということがあるが、一方で、デメリットとしては、運用機関相互の政策の不整合が起き、全体のリスク分散が不十分となる、リスクテイクが歪められる、全体として相殺するような取引が行われるといったことがあげられる。そのため、デメリットをできるだけ少なくするような方策があるなら、複数化すればいいが、そうでないなら、どういう対応がいいか考える必要がある。
- 例えば、新興国に投資しなかったことについては、運用機関自体を複数にする必要はなく、運用受託機関等に適宜ベンチマークを与え、乖離リスクを指示すれば、運用政策との整合性を保ちながら専門性の高い運用ができ、また、複数の運用受託機関を使うことで競争が促進され、収益の分散を図ることも可能。
- 金融危機に機動的に対応しなかったという問題については、基本ポートフォリオを動かすかどうかという問題であり、GPIF単独では対応できない。複数の運用機関に分けた方が、基本ポートフォリオや金融危機への対応が異なり、全体として効率化される可能性はあるが、各々の運用目標の設定や資産配分をどうするかという決定的に難しい問題が生じる。
- 現在指摘されている問題は、GPIFの意思決定の問題であり、当面はこの意思決定の在り方を改善する必要がある。
- また、厚労省から与えられる中期目標にも問題があり、GPIFは基本ポートフォリオを維持し、パッシブ運用だけしていれば責任を問われないこととなっている。
- GPIFの意思決定は、理事長の専管で、運用委員会は助言のみであるが、この体制は現実には機能しない。現在の運用委員は10人以上と多く、基本ポートフォリオの策定のような専門的・技術的な議論をするには適さない。また、運用委員会委員の本務は資産運用ではなく、月に1回、2時間ほど、事務局が用意した範囲内での議論しかできない。
- また、運用委員は非常勤で、責任や権限がない。理事長は運用委員会が策定した基本ポートフォリオを尊重するといつて、自分で判断せず、責任は追及されないという形になるが、一方で、運用委員も自分たちが責任を持って作ったとは言えないだろう。現在の体制は、責任の所在を曖昧にしているだけであり、責任と権限を持つ理事の合議によって意思決定をすべき。
- この場合、理事は運用の専門家で、常勤とし、十分なスタッフを付けることが必要。複数の理事を置くことで、理事の間に競争と協働が図られ、よりよい意思決定につながるが、一方で、偏った決定がなくなり、リスクが減るため、平均的な運用になるとも考えられる。

## ◆主な質問・意見

- ・ G P I Fの専門性、専門家を重視しているが、ノーベル経済学賞受賞者が設立し、大きな失態を演じたL T C Mの例もあり、委員の専門性に力点を置いた形で、国民への説明責任を果たせるか。むしろ、政府全体で運用目標などを議論すべき。また、目標利回りの設定の際に、賃金上昇率を重視する理由及び長期で見ると利回り賃金上昇率の相関が高いことの理論的な背景はどこにあるのか。
- ・ 基礎年金の国庫負担割合の3分の1から2分の1への引き上げについて、運用で失敗したために効果がなくなったとも考えられるが、その効果をどう考えているか。
- ・ 給付と保険料が決まっている中では、リスクが取りにくく、運用利回りは低い設定となる。そのために利回りを高く設定したということではない。また、技術的な検討については、運用委員会では作業班において、1回の運用委員会に対して1、2回事前準備を行っており、今の制度でも対応できている。
- ・ 国債のみにすべきとなれば組織の話は簡単になるが、年金制度全体から見て、株式を入れるべきか、国債中心とすべきかを議論する必要がある。G P I Fと厚労省が協議することは賛成。それを通して、近々の負債を確保しつつ、将来の負債をどう考えるかを明確にすることは重要。その中で、リスクの高い運用は難しいことが改めて確認できると思うが、どう整理すべきか。
- ・ 運用目標に関する中間目標、操作目標という考え方は、コンセンサスにできるものではないか。専門家に委託する場合に、委託する側に求められる要件はどのようなものか。また、基本ポートフォリオについて、先般の金融危機のような場合は基本（の変更）で対処すべき問題か、タクティカルな戦術的なところで対処する問題か。運用環境が変化したという場合の境目はどのように整理されているか。
- ・ 厚労省とG P I Fが協議をする場合、具体的な数値を出し合っ協議するのか。また、例えば120兆円を3分の2は満期保有の国債で予め利率を確定して運用し、残りの3分の1を裁量によってより機動的に運用するという意見もあるが、どのようにお考えか。
- ・ 厚労省とG P I Fが協議をする場合は、国民のリスク許容度など、ある程度の基準について、国民の合意を取ることが必要ではないか。
- ・ 厚労省とG P I Fが協議をする場合、労使はどこに参画するのか。両者の協議に労使の代表も参画して、その中で運用目標やリスク・リターンを決定するイメージか。
- ・ マクロ経済スライドでは、インフレになれば、これまでの分を取り戻すことができ、長期的には問題ないと考えていいのか。逆に、今後若干インフレになるという前提が正しくないのであれば、大幅に考え直さざるを得ないのではないか。

## ◆主な回答

- ・ L T C Mはヘッジファンドなので年金の運用とは異なるが、アクティブであっても、運用受託機関にベンチマークを与え、乖離許容幅を設定すればよい。基本ポートフォリオの策定は、専門的、テクニカルな問題であるため専門家を重視。運用目標の設定は、運用の専門家と制度の専門家が各々の立場で議論することで問題が明らかになり、透明性も高まり、落ち着くべきところに落ち着くと考えられる。
- ・ 労使の参画や協議する際の基準の設定については、制度と運用の各々の専門家がリスクや将来世代への負担などについて議論を行う中で、意見を言うことにすべき。
- ・ 国庫負担割合の引き上げは、年金財政にすでに織り込まれており、運用の失敗の穴埋めではない。基礎年金の部分は、保険料の割に厚い給付をしていたので、国庫負担を引き上げる必要があったと理解。
- ・ マクロ経済スライドでは、今後インフレになっても、過去の分は取り戻せないの

ではないか。

- ・ マクロ経済スライドについては、デフレであれば発動されないが、インフレになれば長期の間には年金財政は均衡するようになるので、そういう意味で取り戻すことは想定されている。
- ・ マクロ経済スライドについて、過去の分を取り返せるかどうかは、次回、整理していただきたい。
- ・ 賃金上昇率を目標とする場合、国債にもリスクがあるので、楽な組織ですむということにはならない。また、国債での運用は、将来の税金をあてにしているに過ぎない。証券市場の理論から言うと、国債は必ずしも資産ではない。
- ・ 金融危機に対しては、経済も市場も変化しているので、それを分析して弾力的に対応することが原則。誰にも予測できないリーマン・ショックのような場合に、基本ポートフォリオで最初からどうするかを決めておくことは不可能。
- ・ 厚労省とGPIFが協議する際の運用目標は具体的な数字を決めるということ。
- ・ 3分の2は確実な運用、3分の1はリスクを取った運用としても、国債にもインフレになった場合のリスクがある。また、誰がどのような基準でこれは3分の2、これは3分の1と決めるのかも問題。

## ○ 末吉氏からのヒアリング

### ◆説明の概要

- ・ 金融は、社会や経済の中でどのような責任を果たすべきか、地球・社会が抱える大きな問題に、金融はどう対応すべきか。財務的リターンと社会的リターンは相反するものだというのではなく、両者をどう共存させるか。世界は、経済、社会、環境の3つのバランスをどう取るかに腐心しており、日本の公的年金はその流れの外にいていいのか。
- ・ 2003年、国連のアナン事務総長が、昨日までの投資判断を続けると地球に未来はない、年金基金などが投資の在り方を見直してほしいと訴え、これが責任投資の流れを作った。
- ・ 責任投資とは、PRI（責任投資原則）によると、いわゆるE（環境）S（社会的責任）G（ガバナンス）問題を反映させた投資決定・分析と、ESG問題を反映させた株主行動の実行。平たく言えば、お金のことを考えるときに、お金だけで計るのをやめようということ。
- ・ 投資の目的は短期的な財務リターンではなく、経済や社会、環境といった未来世代へのインパクトを考慮した上で投資判断をすべき。むしろ、そうすることが長期的な、場合によっては短期の財務リターンもよくするのではないか。
- ・ 責任投資が生まれた背景としては、気候変動や希少資源をめぐる投資競争などの問題がある。これらを受け、これまでの投資の在り方のままでいいのかという反省が出てきて、投資家自身がリスク管理の在り方やアセットアロケーションをどうするか、投資戦略の見直しに動き始めたことが背景としてある。
- ・ 責任投資に関する学問的研究が進み、認知度が高まってきた。投資家や金融機関のベストプラクティスの競争や株主からの温暖化に関連する提案も増えてきている。金融そのものに対する社会の厳しい目もあり、地球的問題の解決のため、世界、社会のお金の流れを変えようという社会的要求も背景にある。
- ・ 責任投資原則は、それなりの時間と努力を経た上で生まれたもの。署名機関が720機関になるなど拡大しており、その多くは、海外では、オランダやノルウェー、フランスなどの公的年金。
- ・ 海外の多くの年金基金が署名しているのは、受託者責任の見直しをしたこと、新

しい解釈をしたことが大きな素地を作った。現在では、ESGを考慮することは受託者責任違反ではないといったパッシブな考えから、より積極的にESGを考慮すべきというポジティブな考えに見直しが進んでいる。

- ・ PRIは地球を救うためにリターンを犠牲にするという発想ではなく、投資ポートフォリオから非倫理的企業を厳格に排除するだけでもない。
- ・ 米国証券取引委員会（SEC）は、年金基金などからの要請を受けて、上場企業に対して、CO<sub>2</sub>関連情報の開示を求めている。また、アメリカの州の保険当局は、損害保険会社に気候変動に関するリスクとチャンスの報告を求めている。さらに、金融機関の連名で世界の企業に質問状を送り、その回答を社会に開示するカーボン・ディスクロージャー・プロジェクトなどもあり、企業と投資家、金融機関の間で既にCO<sub>2</sub>に関する対話が始まっている。
- ・ 投資対象企業の行動に大きなインパクトを与えるのが消費者。グリーン消費革命の名のもと、企業の環境に関する情報公開を求め、新しい視点からの消費者の判断を仰ごうという動きは、今後の企業業績に大きく反映されていく。
- ・ 宗教的な倫理観をベースにした倫理的投資はネガティブスクリーニングがベースのエシカルインベストメントであり、一般的なSRIはソーシヤルスクリーニングがベースのソーシヤルインベストメント。これらに対し、責任投資は、もう少し間口を広くしたポジティブスクリーニングと捉えられる。PRIの署名機関によると、金融危機後、むしろESGを適切に投資判断に組み込むことが非常に重要になってきたという認識が強まってきている。
- ・ 将来の経済などへのインパクトを考慮するということは、現在から将来にかけての新しい投資対象企業の価値創造力に対しての投資を行うことを意味している。
- ・ ESGのパフォーマンスについては、世界全体では仮説の域を出ないが、一方で、ESG配慮を考慮した方がポートフォリオのパフォーマンスもいいというトラックレコードも見え始めてきている。
- ・ 120兆円という巨額の投資の責任という視点から、社会問題、世界問題の解決に向かうのかどうかは、大きな問題。そもそも年金は誰のために、そして何のためにあるのか。年金加入者の将来の生活基盤を支えることであれば、投資の結果、それがどうなるかを考えるべき。
- ・ 海外では、イギリスなどが年金法や会社法の改正によって、SRIを行っているかどうかを公表する義務を課し、社会の中に広めていったという歴史がある。
- ・ このような世界的な流れの中で、日本でも新しい視点での年金の運用を考えるタイミングが来ており、公的年金はこれから責任投資、ESG問題への配慮を運用のベースに置くということを社会に対して明確にすべきではないか。

#### ◆主な質問・意見

- ・ 同感するところが多々あり、大変興味があるが、ESGに配慮した場合に、パフォーマンスが良ければいいが、悪いことが確実だと分かった場合、どのように対処すべきか。いいことをやっているから、我慢して運用しなさいということが合意できるか。日本のデータを細かく見ているが、ESGに関して、企業財務に与える影響が短期的には利益を圧迫する格好になってしまっている。
- ・ ESGが重要であることは誰も異論がないと思うが、それと投資は必ずしも直接的にはつながらない。同じリターンで、CO<sub>2</sub>の排出量が異なる企業の例があったが、排出量の少ないBを選ぶと、値段が上がり、リターンが低くなる。そのとき、リターンが低くても投資するのか、どれだけ投資するかが問題。
- ・ ESG重視の企業のリターンがいいという結果を国連は出しているが、アカデミ

ックな世界では必ずしもそうではない。また、企業はCO<sub>2</sub>の排出量を削減するために設備投資などのコストをかけるため、利益が圧縮され、環境コストは内部化される。ESG投資は、ある意味では二重にコストを負担することにならないか。

- ・ 現実の投資と矛盾することが多々想像されるので、国連や国連に準ずる国際機関、主要国の参加する条約などで打ち出した上で、各国の年金基金がそれに従うことにしてはどうか。各基金が自主的に取り組むという構造には無理があると思う。
- ・ ESGに配慮しない企業はいろいろなリスクをはらんでおり、持続可能性の問題もあるので、投資家として企業評価をする際のファクターとしては見逃せないが、そのことによって超過収益が得られるかどうかは難しい。
- ・ 年金の中でも一部だけ責任投資運用に回すことは、アンバランスではないか。また、SRIファンドはここ数年膨らんできており、そのようなときはパフォーマンスもよくなるため、評価する際に注意が必要。また、過剰にそのようなところにリスク資本が配分されると、資本市場を歪めるといふ、逆に反社会的な結果をもたらすことにならないか。

#### ◆主な回答

- ・ どうすればESG問題を考慮するような経済や産業の在り方を作れるのか、地球問題を解決するために、投資の在り方を変えなければならないのではないかという問題意識。同時に、ESG配慮企業は経営の質が高い、また消費者の支持も広がり始めているので成績が良くなるという期待がある。社会が抱える問題解決に、金融が外にいていいのか。世界が投資や融資の在り方を変え、それが企業の行動を変え、それにより温暖化対策が進んでいくことを目指そうとしており、時間との競争でもある。ESG問題が普通の投資判断の材料になる時代を早く迎えたい。
- ・ 日本のSRIの状況は惨憺たるものだが、投資家だけを責めるのではなく、消費者がESG配慮をしている企業をもっと支持する社会を作り、それが、よりよいパフォーマンスにつながっていくという話。政策による誘導も非常に重要。
- ・ 全世界に責任投資が広がれば、リターンが目に見えて減ることはなく、もっとよいビジネスが展開できるというメリットの方が大きくなる。また、環境コストを早く内部化するために何をしなければならないかという問題意識。
- ・ 一方で、国連などのリーダーシップにより、投資の世界に力づくで入っていったいいのかという問題がある。
- ・ 日本においても、ソフトローなどを使って、全体が責任投資をするような方向に国全体を向けていくという措置はあってもいいのではないか。

#### (2) 資料4「検討会で出された主な意見（修正案）」の説明

- 資料4（これまでの議事要旨を抜粋したもの）については、前回からの修正点を事務局から説明。時間の関係で、座長より、次回以降、中間まとめに向けて更に検討を行う旨の発言。

#### (3) 原口総務大臣挨拶

##### ○ 原口総務大臣ご挨拶

浅野先生、末吉先生、今日は本当にありがとうございます。それぞれの御専門のお立場から大変大事なお話をいただいた。私のところで並行して郵貯、簡保の資金の運用について検討している。今日末吉先生からお話いただいた社会的な投資、投資の責

任の問題は、2005年にニューヨーク連銀でティモシー・ガイトナーさんと議論した。投資はどうあるべきか、放っておいて規模だけが大きくなると、貧富の差が生まれる。だから、エンデの遺言にあるように、お金を腐らせなければいけない、リデュースするシステムを金融も持たなければいけないというお話をした。

ベーシックインカム議論を今しているが、要は年金で国民の老後が安心になり、社会が安定し、地球環境がサステナブルになるということが大事。非常に本質的な問題提起をしていただいた。巨額であるからこそ、日本の国家としての明確な意思が、そこに表れていなければいけない。恐らく年金よりも郵貯や簡保の方が、民間会社になっているので、その転換が早くなされるのではないか。そうすると、年金は長期で運用するし、国民からお預かりしたお金なので、リスクをヘッジしながら、いかに安定的に運用するかということ。今日浅野先生や末吉先生にお話いただいたことも議論に反映させていただきたい。