

# 公的資金運用のあり方

2009年5月23日

株式会社 野村資本市場研究所  
研究部  
神山 哲也

# 公的資金運用の論点

公的資金運用の高度化は、国内資本市場の  
発展のためにも有意義  
機関投資家の見本としての公的資金運用

公的年金運用の形態(SWF設立の有無)に関わらず  
遵守すべき機関投資家としての資産運用の基本原則

PLAN-DO-SEE

# 資産運用の基本原則－Plan-Do-See

	ベスト・プラクティス
PLAN	<ul style="list-style-type: none"><li>・政策アセットアロケーション策定のプロセス確立</li><li>・資金の性質・使途に鑑みた政策アセットアロケーションの策定</li><li>・専門性、客観性のあるガバナンス体制の確立</li></ul>
DO	<ul style="list-style-type: none"><li>・優秀なファンドマネージャーの確保／競争的報酬水準</li><li>・外部委託先の選定基準・プロセス、モニタリング体制の確立</li><li>・競争原理の導入</li></ul>
SEE	<ul style="list-style-type: none"><li>・専門家を擁する第三者機関によるチェック機能</li><li>・受益者への定期的かつわかりやすいディスクロージャー</li><li>・アセットアロケーションと運用へのフィードバック体制の確立</li></ul>

# 海外のベストプラクティス事例ーPLAN

## ■ 政策アセットアロケーション、基本的運用戦略の策定

- 財務省が政策アセットアロケーション、ベンチマークポートフォリオ等を決定して中央銀行の運用部門が運用受託(ノルウェー)
- 参照ポートフォリオを策定し、トータル・ポートフォリオ・アプローチの下でリスク・リターンの属性ごとにポートフォリオを構成(カナダ)
- 理事会が政策アセットアロケーションの指針を決定し、複数に分かれた基金が個別基金レベルのアセットアロケーションを決定(スウェーデン)

# 海外のベストプラクティス事例ーDO

## ■ 報酬・インセンティブ・人材確保

- 権限委譲と責任の明確化によるインセンティブ(ノルウェー)
- 公務員の俸給水準の影響は受けない(カナダ)
- 法律上の報酬制限を設けず、民間と競争的水準を維持(スウェーデン)

## ■ 競争原理の活用

- 同じバランス運用を行う複数の基金で分割運用(スウェーデン)
- 同様の運用を行う機関の設立(ドバイ首長国、アブダビ首長国)

## ■ 外部委託の活用と統制

- 委託先に内部倫理ガイドラインの策定を要請(ノルウェー)
- 委託先への報酬を基金の超過収益増加分の範囲内に抑制(ノルウェー)
- 根拠法で10%以上の外部委託を義務付け(スウェーデン)

# 海外のベストプラクティス事例ーSEE

- 政府内のモニタリング機能を通じた説明責任の全う
  - 政府関係者10名の監督者による監督を受ける(カナダ)
  - 財務省の委員会によるモニタリングと国会への報告(ノルウェー)
- 民間企業をモデルとした自主的なディスクロージャー
  - 公開ミーティングや世論調査を実施(カナダ)
  - GAAPに基づく財務諸表と経営者報告を含む年次報告書(ノルウェー)
- 長期のパフォーマンス評価に関するコンセンサスの醸成
  - 制度設計時の国民を巻き込んだ議論(カナダ)
  - 国民に株式による長期運用の必要性を繰り返し強調(ノルウェー)

# モデルケース：シンガポールGIC

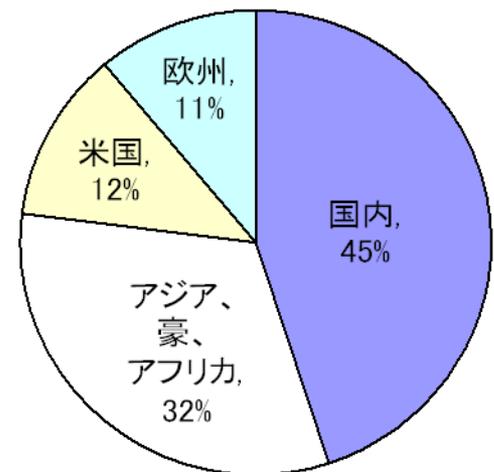
- シンガポールの資産運用ハブとしての地位向上に向けた取組み（1990年代）
  - 豊富な海外顧客基盤を選定条件の一つとして外資系運用機関に外部委託
  - シンガポールに拠点を置く運用会社への外部委託を検討している他の公的機関への助言サービス（投資目的確立、アセットアロケーション策定等）提供

## 外貨準備の活用→機関投資家の育成・呼び込み→資本市場の発展

- 設立来20年の実質年間リターンは4.5%（名目5.8%）

- Plan: 債券から公開株式、オルタナティブ（非公開株式、不動産）へシフト
- Do: 各アセットクラスにおけるアクティブ運用でベンチマークを超過
- Do: 世界約20カ国からプロフェッショナルを採用
- See: ポートフォリオの対インフレ、運用チームの対ベンチマーク／他社比較で評価

国籍別人員構成



（出所）GIC年次報告書（2007年度）<sup>6</sup>

# 日本の経験：外貨準備の積極運用を巡る議論

## ■ 通貨防衛の手段としての位置付け

- 為替相場の急激な変動に対するバッファー  
＝リターン追求はそもそもの目的ではない

## ■ 外国為替資金証券による裏付け

- 外貨準備のファイナンスは外国為替資金証券の発行によって賄われる  
＝公的資金をレバレッジを効かせてリスク資産で運用することの問題

外貨準備を原資とするSWF創設論は下火に

## ■ しかし、外貨準備の運用を巡っては、依然問題が指摘されている

- Plan: 米国債偏重、アセットアロケーションの考え方がない
- Do: 公務員による運用
- See: モニタリング、情報開示が行われていない

# 日本の経験：GPIF改革を巡る議論

## ■ 海外からの評価ーウォートン校オリビア・ミッチェル教授の指摘

- Plan
- 民間の資産運用業界経験者を運用委員会で活用すべき
  - 政治的介入の余地を排除すべき
  - アセットアロケーションは資産・負債に関する確率モデルで算出するべき
  - 理事がファイナンス・リスク管理の専門性を有しているべき
- Do
- 給与を民間部門と競争的水準にするべき
- See
- リスク管理の専門部署を明らかにするべき

## ■ 経済財政諮問会議グローバル化改革専門調査会のGPIF改革案

- Plan
- 一定のリスクの下で収益の最大化を図ること
- Do
- 独立した幾つかのベビーファンドを創設し、それぞれを競い合わせる事
  - 適度なインセンティブ報酬を付与すること
- See
- 長期的な視点で運用と実績を評価すること

# CICへの示唆：機関投資家としての課題

## ■ 国内資本市場発展に向けて

- CICは国内機関投資家のモデルとなり得る存在であり、CICの運用の高度化は中国資本市場発展のために重要な意味を持つ

## ■ Plan-Do-SeeにおけるCICの課題

- Plan {
  - 十分に分散した政策アセットアロケーションを策定しているか
  - 政策アセットアロケーション策定のためのプロセス、責任の所在は明確か
- Do {
  - 優秀なファンドマネージャーを競争的な報酬水準で獲得できているか
  - 原資の性質（財政部への利払い）が運用の制約条件となっていないか
- See {
  - 運用成績等の開示を行っているか
  - 客観性・専門性を有する機関による評価体制は確立しているか

# CICへの示唆：SWF特有の課題①

## ■ 規模の大きさ

- マーケット・インパクトを最小化する運用
- 必要十分なリソースの確保とそのアロケーション

十分な分散投資が必要／基金の分割も考えられる

## ■ 政府との関係／政治的意図に基づく投資

- 投資対象・受入国政府との合意があれば問題ないはず
- その際には、投資対象・受入国に対する説明責任を果たすことが必要

サンチアゴ原則が指針(アリバイ)になり得る

## CICへの示唆：SWF特有の課題②

### ■ 自国民に対する受託者責任

- 公的年金と異なり、SWFの場合は運用益の用途は限定されていない

運用益を適正な形で国民に還元する基準・プロセスの確立

### ■ 民間に不平等な競争を強いる危険性

- 政治的影響力を背景に民間機関では得られない情報を得る可能性

リスク管理(非公開情報管理)体制の確立

### ■ 国民のコンセンサスの獲得

- 短期的な損失に対する国民の批判への対処

一定のリスクを取る長期投資に関する啓発活動