

2008年7月4日 全3頁

# 日本版SWFの設計図明らかに

経営戦略研究部  
鈴木裕

## 公的年金積立金を原資とした新会社方式によるファンド形成

### [要約]

- 自民党のSWF検討プロジェクトチームは、日本版SWFの制度案を明らかにした。
- 経済財政諮問会議などでも、公的年金積立金の運用スキームの見直しは提言されており、わが国もSWF創設に一步踏み出したといえる。

### 日本版SWFの設計図

#### 自民党プロジェクトチームの検討案

自民党国家戦略本部のSWF検討プロジェクトチーム（以下PT）は公的年金積立金を原資とする日本版政府系ファンド（ソブリン・ウェルス・ファンド = Sovereign Wealth Fund : SWF）設立を提言する中間報告をとりまとめた。

昨年から今年にかけてシティ・グループ、UBS やモルガンスタンレー、メリルリンチなどに中東やシンガポールのSWFが大規模な株式投資を決定したし、プライベート・エクイティ大手のブラックストーンへ中国系SWFが出資を行ったこともあり、SWFに対する関心は飛躍的に高まっている。わが国企業へも投資を積極化しており、中東の資金がコスモ石油株式の20%を取得し役員を派遣しているし、ソニー株の取得も公表された。各国のSWFのプレゼンスが拡大している中で、株式市場の相対的不振とも相まって、金融市場の中核的プレーヤー足りうるSWFを日本でも創設すべしとの見解が力を持つようになってきた。

自民党内でも、山本有二前金融担当相を中心とするPTで検討を進めていたが、今般その中間報告がまとめられた。以下、PTのまとめた設計図から読み取れる新たな日本版SWFのスキームを紹介するとともに、幾つかの問題提起を試みる。

#### 現行運用制度の様々な制約

まず、PTは、公的年金積立の運用を行なう年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF = Government Pension Investment Fund）は、規模が150兆円に達し、アクティブ運用にそぐわないこと、また独立行政法人であるため人件費の制約が理由となって資産運用面で有能な人材を採用できないなどの問題を抱えていると指摘している。そして、このような制約を解消して運用の効率化を図ることが日本版SWFの目的であるとしている。

#### リスク水準はそのままに

運用の方針は、GPIFと基本的に同一としているものの、資産の67%は債券運用であるが33%分を運用制限無しとしている点が異なる。運用方針が基本的に同一だということ、つまりポートフォリオの「リスクを高めずに、過大なリスクを取ることをなしに」と許容リスクを一定に保つことを明かにし、そのリスクの中で「さらに効率的な長期運用を可能とする」という方針だ。

その方針を実施するために、GPIFの運用を制約していた資産規模の巨大さを修正し、一部を小口化するかたちで10兆円規模のファンドを組成する。そして、それを「運用のプロが運用」することによって収益の向上を期待するものである。

投資期間は当面5年程度を見込む

運用期間は「長期投資 5年間塩付け」であり、「運用開始 5年間の運用成績は問わない」という方針である。「5年間で実績が出なければ解散」することが付帯事項として記されている。

日本版SWFの法的性格については、「GPIFから委託を受け運用」を行う「新会社」と位置づけられている。新会社の人員は30人規模で、年間総経費は10~20億円。監視機能として、理事会を設置し、運用者を監視するとのことである。

## 現在の公的年金積立金運用との相違

運用のプロに対する大きな期待感

わが国の公的年金積立金は年金給付債務と結びついているために定義上SWFと呼ばれないが、資産の11%を国内株式に振り向けており、実態的にはわが国で最大級の株主となっている。現在の政策アセットミックスでは、国内債券67%とされているが、これを見直せば巨額の資産をリスク運用にシフトすることも可能だ。PTの日本版SWF構想は、このうちの10兆円程度を現在よりも積極的に運用するという案であるようだ。リスク水準や基本的なアセットアロケーションを大きく変えること無しに収益の向上を図るということは、新たな組織における「運用のプロ」が高い銘柄選択能力を有していると期待するということであろう。

しかし、運用成績の9割はアセットアロケーションで決まり、銘柄選択効果は1割程度であることは常識である<sup>1</sup>。資産の3分の2を債券に投資し、またリスクテイクを制限をしては、仮に新たな「運用のプロ」が仮に高い銘柄選択能力を有していたとしても、その能力の差が明確になるかは疑わしい。

また、そもそも「運用のプロ」の運用成績がどれほど安定的に優れているかは、証明されていないといっていいたいだろう。ある期間にプロらしい高い運用成績を上げたとしても、それを継続することは困難であり、多くの場合、ある期間の高収益は、偶然の結果と区別することはできないのである<sup>2</sup>。

プロ中のプロを雇ったとしても、満足できる結果が出るかは、必ずしも確かなものではない。

プライス・キーピング・オペレーションからの脱却

今回のPTの日本版SWF案には、以上のようにプロの運用スキルに対する大きすぎる期待があるように見える点が気がかりであるが、運用成果を上げて将来の年金給付の引き上げや保険料負担の引き下げを実現しようとする意図には、賛同できる。これまで、株価が下落するたびに、年金資金による株価買い支え（いわゆるプライス・キーピング・オペレーション）が取りざたされたが、今回の案は、年金積立金の効率的な運用の実現に軸足を置いたものである点で、年金制度充実に資するものといえる。

<sup>1</sup> アセットアロケーションが収益を決定する最大の要因であることは、[「グローバル・インベスティング」(R.イボットソン、G.プリンソン共著)、東洋経済新報社、1998年]などを参照されたい。

<sup>2</sup> 拙著「ファンド・パフォーマンスの持続性分析」(証券アナリストジャーナル98年4月号)など。

この意図が現実のものとなり、公的年金制度の安定に寄与することを期待したい。

## 広がりを見せる日本版 SWF の検討

日本版 SWF については、今回の PT だけでなく、多様な検討が進められている。

様々なレベルで進められる日本版SWFの検討

経済財政諮問会議のグローバル化改革専門調査会は5月23日に、「金融専門人材による運用で、一定の許容リスクのもとで収益性を高める努力ができるようにすべきである。」とPTと同趣旨の提言を行なっている。

渡辺金融担当大臣の私的研究会である「金融市場戦略チーム」も6月12日に、「第二次報告書～「開かれた金融力のある国」を目指して」の中で、「国の資産の運用の果実を現在・将来の国民が適切に享受できるよう、効率的な運用に向け、運用のあり方について、例えば年金積立金管理運用独立行政法人の廃止・個人勘定方式への移行等も含めて抜本的に検討していく必要がある。」と提言した。

SWF の創設を検討している国は日本のほかにいくつもあるが、どの国でも賛否両論だ。今後は、SWF への警戒感・不信感を払拭するようなオープンで建設的な検討が進むことを期待したい。