

年金フォーラムでは、年金民営化を当面の主たるテーマに検討を進めておりましたが、第 10 回は、臼杵委員から、「公的年金の運用」に関する世界銀行の会議の様子についてご報告いただきました。以下は、臼杵委員の報告概要です。

「公的年金の運用」

臼杵政治委員

ニッセイ基礎研究所「第 10 回年金フォーラム」(2001.10.31) 報告要旨

《ポイント》

- ・世界銀行では、主に 2 階として強制加入の積立方式（個人勘定または企業年金）を持つべきと主張している。ただ、個人勘定の積立方式を導入したチリやアルゼンチンなどでは、管理コストや規制された投資による利回り悪化が指摘される。
- ・日本の公的年金の積立金運用については、ガバナンスの観点からは、厚生労働大臣の権限がかなり強いので、それが効率的な資産運用の防げにならない仕組みが必要であろう。
- ・一方、個人が自分で株式市場に参加するにあたり、制度面の阻害要因があるならば、公的年金の運用を通じて、株式投資を行うことに経済的意味もあろう。
- ・カナダでは、公的年金の運用を CPPIB が行っており、2017 年までに 3,000 億カナダドル程度の資産を積み立て、株式市場に投資する予定である。従来はパッシブ 100%であったが、法改正以降アクティブ運用やプライベート・エクイティへの投資を増やしつつある。
- ・アイルランドでは、投資先は商業的な資産に限定し、国債や公共債への投資を禁止している。また、マネジャーの選定にあたって、多くの外部コンサルタントを採用している。
- ・米国では、財政面の余裕がなくなってきたことなどから、個人型導入など公的年金改革は当面行われないうようである。
- ・米国の企業年金では、新規資金は依然として確定給付より確定拠出中心である。そこで

1. 世界銀行会議の概要

世界銀行では、1994 年に "Averting the Old Age Crisis" という報告書などの中で、「1 階は賦課方式（所得再分配を目的）としても、2 階として強制加入の積立方式（個人勘定または企業年金）を持つべき」と主張していました。ただ、実際に積立方式を導入した後、運用がうまくいっていない例が出ています。個人勘定を導入したチリでは、運用利回りがかなり悪化しました。アルゼンチンもチリと同じような仕組みを導入しました。ところが最近では経済危機に伴い大変な状況にあります。そもそも強制加入で少なくとも 75% の人

が加入しないとコスト的に見合わないと言われました。しかし、実際には、経済危機で余裕がないため、加入率が4割ぐらいに止まっており、しかもコストが年間5%程度かかっていた。したがって、過去6年間累積で資産の3割程度がコストとして控除されていきました。また、たとえば、国債やインフラストラクチャー等への投資などに資金をまわすといった動きがあり、なかなかうまくいかないようです。

そこで世界銀行では1998年頃から年金の運用をどうすべきかについて、レポートを出したり、実際にアドバイスやコンサルティングしていました。こうした積み重ねの中で、今回、先進国の事例を参考にしながら途上国の年金運用はどうあるべきかというテーマで会議を開催したわけです。

会議の内容で興味深かった点は、まず、カナダのCPPIB（公的年金の運用機関）のプレゼンテーション、それから、アイルランドの年金運用についてです。また、会議全体の論点としては年金のガバナンスが取り上げられていました。ガバナンスの目的は、年金を運用する機関に対して、国・国民あるいは受給者・加入者がどう効率的な運用をするように圧力をかけるか、あるいは圧力をかけやすい仕組みになっているかどうかということです。以下、会議でのプレゼンテーションの内容について報告します。

2. 日本の公的年金制度

日本の公的年金については、私がプレゼンテーションを行いました。まず、日本の家計は株式市場での投資に十分参加できている状況にはなく、その裏に情報収集で劣位にある、コスト面で機関投資家に比べて不利だといった制度の要因があるならば、公的年金を通じて株式に投資することは意味があるかもしれないと主張しました。

一方、米国の議論では、もし市場が効率的で個人の株式投資に特にコストがかからないのであれば、公的年金でリスク・エクスポージャーを増やした場合、その分、個人は自分の株式のエクスポージャーを減らすだろうとされていました。したがって、公的年金の運用において、株式市場で高いリターンが得られたとしても、結局は国民にとっては中立的であるという議論がありました。

しかし、日本では、個人が株式市場に参加をする際にいろいろ障害があるかもしれない、そうであるならば、こうした制度で株式運用を行うことにも意味があるのではないかと述べていました。

他方、ガバナンスに関しては、まず、厚生労働大臣の権限が強いことを指摘しました。厚生労働大臣が運用の効率化のみに集中していればいいのですが、政治的な圧力がかかるのであれば、問題があるかもしれません。もし政治的な圧力などがあるならば、それを防ぐような仕組みが必要であるとしました。したがって、たとえば最初の2年ぐらいの間、厚生労働大臣がしっかりやって、「政治的な干渉はさせない」ということが明確なルールになれば、うまくいくと説明しました。

2. 注目すべき報告

以下、注目すべきと思われる三つの報告について内容を簡単に紹介します。

(1) 基調報告 Robert Placious (世界銀行エコノミスト)

まず、世界銀行のエコノミストである Robert Placious 氏の基調報告です。世界銀行では、積立方式を薦めており、その理由として通常の経済状態（動学的効率の状態）であれば「資本のリターン（利子率）が経済成長率（人口増加率×賃金伸び率）よりも高いので積立方式がいい」としていました。しかし、実際の年金のリターンが人口増加を加味した所得（国民総生産）だけでなく一人当たり所得の伸びよりも低い例もありました。その理由は、1つは強制あるいは規制（Mandates and Restrictions）すなわち、国債を無理やり買わされるとか、住宅投資や開発投資を強制されるといったことです。もう1つはガバナンスです。公的年金のガバナンスについて指摘されるのは、政府・労働者・使用者の3者から成る理事会や取締役会などを設けている例がうまく機能していないことです。こうした強制・規制やガバナンスの問題を避けるためには、制度の仕組み、運用方針、ガバナンスの仕組みが重要としていました。

まず、制度の仕組みの選択肢をあげていました。その一つがプロビデント・ファンドのように政府が一元化して運用をするという選択肢です。しかし、これは競争もないし、リスクを採るインセンティブもないため、なかなかうまくいっていないようです。2つ目がカナダやノルウェー、アイルランドなどが最近行っている方法です。民間の人を担当者とし、できるだけ政府から独立して、一元的に運用をするという方式です。まだ始まったばかりなので、なかなか評価は下しにくいですが、うまくいくかも知れません。3つ目として、個人の選択を認めていく方法です。ポリビアやインドでは、ポートフォリオの資産配分、アセット・アロケーション等は同じかもしれませんが、運用機関を選ぶことができます。香港や米国の TSP（Thrift Savings Plan）では商品、ファンドを選べるようになっていました。4つ目が、たとえばイギリスの適用除外やチリ、アルゼンチンのように、すべて個人や企業に任せるといったものだそうです。

運用方針については、年金制度の利益のために投資を行うという点を明確にする必要があるとしていました。これには、公共の利益や株式市場の下支えといった考慮が入らないようにするためです。その方法として、できるだけパッシブで運用するとか、特に途上国ではそうだと思いますが、国債に最低いくら投資をするといった設定をしないことや、逆に海外投資を積極的に進める、流動性のない投資をしない、企業経営に介入しないよう積極的なコーポレートガバナンスは避ける、などがあるとしていました。ただ、投資先へのガバナンスに関しては、積極的に行うべきという議論もあるようです。

ファンド・マネジャーの選択については、外部のファンドマネージャーを選ぶのであれ

ば、リスクリターンの明確な目標を設定し、ベンチマークからの乖離許容幅、トラッキング・エラーも設定して契約することが重要だとしていました。

ガバナンスについては、誰がやるかということがまず重要で、公務員でない人を受託者に任命すべきであるとしていました。また、十分な報酬、利益相反の最小化などを指摘していました。最終的には、ディスクロージャーによって、できるだけ国民から規律づけをしてもらうべきとしていました。

(2) カナダの公的年金について John MacNaughton (CPPIB)

次に、カナダの公的年金運用のプレゼンテーションについて述べたいと思います。カナダの公的年金は1階が税方式・定額年金で、2階が所得比例年金です。2階部分については、人口の高齢化に伴う財政悪化が予測されており、賦課方式の料率を早めに上げて将来に対応するとされていました。1997年の試算では、5.85%（1996年）から9.9%（2003年）まで引き上げて、その後は一定となっていました。

つまり、完全な積立方式ではないものの積立を進める点で、日本の年金と似ていると思いました。試算では、2017年までに資産を負債の20%に引き上げるとしていました。現在のカナダのGDPが約1兆カナダドル、2.5%成長とすると2017年には1兆6,000億カナダドルぐらいになります。その時に積立が3,000億カナダドルと試算され、GDPの約2割となります。日本の積立資産はすでに2割強です。これぐらいの水準まで引き上げれば、その後は9.9%横ばいですむという計画です。

積み立てた資産をどうするかという議論があり、余裕資金はやはり市場運用すべき、高いリターンを狙うべきということで、4%の実質リターン、7%の名目リターンをあげるということになったそうです。そのためにできたのがCPPIBで、これは政府出資100%の株式会社です。資産運用に関しては、国債への投資、国有企業への貸付、社会的投資、その他の公的な目的への支援、などを強制する圧力はないとのことでした。

CPPIBができるまでは、債券に投資しており、すでに430億カナダドル保有していました。そのため、CPPIBでは、株式の方がリターンは高いだろうということで、1997年以降、新規資金はすべて株式に投資するとされ、2001年6月時点で、110億カナダドル（8,800億円）の株式ポートフォリオを保有しています。

株式投資のうち7割が国内、3割が海外です。カナダの年金では海外投資を3割までに制限されているためです。トロント証券取引所の時価総額が、約8,000億カナダドル(1999年)ですから、保有株式110億カナダドルはその1%強です。当初は法律でパッシブ100%と決められていましたが、2000年8月から「パッシブ運用は50%以上持っていればよい」ということで、アクティブ運用やプライベート・エクイティーなどを増やしつづりました。

ノーテル・ネットワーク（携帯電話会社）がインデックスの35%に増え、結果的には、

2000年8月からアクティブ運用が解禁されたため、ノーテルへのエクスポージャーを落としてロスを免れたという経験もあります。このようにカナダでは、良いインデックスがないとのことでした。そこで今後は、アクティブ運用を増やしていくとのことでした。運用委託コストは、資産の約3bp、CPPIB全体のコスト合計でも資産の12bpに過ぎません。規模が大きいということもあると思いましたが、非常に安くなっていました。

今回のテーマであるガバナンスについては、良いガバナンスの条件として、専門家としての能力、政府からの独立、責任の分担、利益相反などについての行為規範、透明性の確保などが必要としていました。これらに基づき、ステイクホルダー 理事会 マネジメントという順に規律づけていくとしていました。

理事会は12名からなり、投資方針、戦略、手続き、あるいは利益相反防止のための行為基準などを承認します。また、CEOの選択、報酬の支払などを行っていました。理事会の構成メンバーは、連邦と各州の財務大臣が候補を指名委員会に提出し、指名委員会で討議・人選した結果を財務大臣に推薦し、財務大臣が任命します。任期は3年×最長3回です。今の理事会の会長はエコノミストです。その他も民間の人で、元国会議員が1人いる他は、政府関係者はいないということです。他にも様々な委員会を作って理事会がいろいろなことを決めているということです。

投資先企業の議決権については、委託先の運用機関の方針をとりあえず承認しているということですが、将来は直接、Yes Noを運用機関に指示することも考えたいとしていました。他には、法律上理事や職員に注意義務と忠実義務が求められ、CPPIB法の注意義務はかなり高度で、一般的な注意義務以上のものが求められるということでした。

次に、マネジメント（経営者）ですが、現在職員は17名で、来年には30人ぐらいにしたいとしていました。すべて公募しており、インターネット上で募集職務の内容を公開しているようです。給与は、民間と全く同じ水準とはいかないものの、インセンティブを入れ報酬も工夫しているようです。日本でもやっていますが、独立した外部監査を入れる、外のカストディを任命するなどを、チェックの仕組みとして取り入れていました。

理事会、役員、執行者の中で牽制を働かせて、最後に国民から監視するという仕組みになっています。特に透明性を確保には留意し、“disclose, disclose, disclose”を掲げて徹底的な情報開示により信頼を得ていくとしていました。たとえば、前年の目標とその達成度合いおよび当年の目標を公表しています。ただし、目標はリターンではなく、CEOを選ぶとか投資方針を決めるといった定性的なものです。リターンの結果については、理事会、マネジメント、職員いずれも責任を問われないとしていました。内部では、期待リターンを決めていて、2001年は8%となっていました。リターン自体は当然変動するので、あまりそういうことに縛られるのは良くないという考えがあるようです。

(3) アイルランドの公的年金について Ann Mahler (The Pension Board Ireland)

三番目がアイルランドの公的年金運用の紹介です。アイルランドは、賦課方式の公的年金を持っているそうです。人口構成を見ると、現時点では余裕があるものの、2020年頃からコストが増えるとされていました。ただ、経済が非常に良く、過去5年の成長率が平均9.9%で、税収も増加しています。米国の昨年頃の議論と似ていましたが、税収が良い時期に将来に備えて積み立てようという議論があり、2000年に法律を制定し、毎年、GNPの1%を一般会計から年金基金に拠出することにしました。

アイルランドで理事会に当たるのは National Pensions Reserve Commission です。その下で実際の運営を行うのはもともと財務省の国債管理機関である NTMA (National Treasury Management Agency) です。カナダほどは政治からの独立が徹底していないようでした。

法律によると、理事会は受託者に似た義務を負っており、そのメンバーは投資の他、経済、法律、会計、公務、労働組合、年金、消費者保護などの専門家から選ぶとされています。必ずしも投資の専門家だけでなく、投資分野以外の人が入る可能性もあるようでした。

アイルランドで興味深いのは、投資先はコマーシャルな資産に限定し、国債など公共債への投資を禁止していることです。理事会のメンバーのトップは民間の人で、他に年金の専門家なども入っていましたが、元財務省の官僚が一人入っており、一人は NTMA の長官が兼務となっていました。

マネジャーの選定にあたっては、国内に必ずしも専門的なノウハウが十分にはないということで国際的なコンサルティング会社を採用したそうです。投資方針の決定はウィリアム・マーサ、カストディはベイコン・ウッドロウ、運用機関はフランク・ラッセル、トランジション・マネージャーはワトソン・ワイアットとなっていました。課題としては、政治から完全には独立していない可能性があるということです。

4. 米国の企業年金のトレンド Employee Benefit Research Institute

最後に、これは世銀の会議とは別に、シンクタンク EBRI (Employee Benefit Research Institute) で米国の企業年金のトレンドについてヒアリングをした内容に触れたいと思います。

まず、昨年から、大統領選挙などでも個人勘定導入の議論があり、ブッシュ大統領は積極的だったと思いましたが、実際にどうなりそうかという話を聞きました。結論としては、当面は実施されないだろうということです。理由は、400億ドルの減税に加えて、150億ドルのテロ対策費さらに航空会社支援なども必要となり、財政面の余裕がなくなったことです。ブッシュの案は当面、財政黒字を個人勘定に充て、ある程度うまくいったところで、現行の社会保障費のうち2%を個人勘定に回すという案だったと思います。こうした

ことが難しくなってきたということです。実際に、国民の関心も薄れており、2004年の選挙まで改革はないとのことでした。

次に企業年金について、株価が下落しても確定給付型（DB）から確定拠出型（DC）へのトレンドはまだ続くかとの質問に対し、産業構造の変化が大きい中で、長く勤めてもらうためのDBは難しいとのことでした。DCでは、株価が下落の影響を受けるものの、毎月拠出していけば残高は減らないし、拠出者（従業員）もそれほど焦らないのではないかと思います。ただ、DCの場合、一括して引き出されてしまい、終身年金にならないという問題があります。終身年金の必要を実際に理解してもらうのは難しく、この解決には教育が必要だとしていました。終身年金を強制すれば解決策になります。しかし、これには弱者から強者への富の移転（病気の人が健康な人の年金を払う、貧乏人ほど早死にする）という反論があるようです。

キャッシュ・バランスプラン（CB）については、IRSが当面、CBへの移転を凍結したこともあり、増勢は一服したということです。CBは確定給付を出すこともできるプランで、従業員にもメリットがあるとしていました。しかし、中高年が目の前の高い給付をもらえなくなるという不利ばかり強調されているため、1999年頃のようにCBがどんどん増えるということは凍結解除後も今後しばらくないだろうということでした。

それから、確定拠出導入にあたって、投資家教育をどうすべきかという点について話を聞きました。いまのところ株価下落局面にある米国でも、それほど他の資産へのシフトは起こっていない（米ヒューイット社調べ）とのことでした。これは投資家教育の結果というより、人間は過去2、3年のトレンドを追いかける傾向があるためで、株価下落が2、3年続けば変わってくるかもしれないとしていました。逆に、日本は10年くらい株式市場がうまくいっていないのだから、いくら投資家教育を行っても、株に誘導するのは難しいだろうということでした。

株価下落が続いた場合には、問題が出るだろうと言っていました。たとえば、そうした不安定な制度にまで課税繰り延べ措置を与えていることが議会で問題にされる可能性もあります。また、従業員からの訴訟も増えます。実際に、株価がピークの10分の1以下になったルーセント・テクノロジーでは、401kプランでの自社株でマッチングについて、会社のことをよくわかっているはずの会社側が、自社株を従業員に押し付けたということで、エリサ法の受託者責任に反しているという訴訟が起きています。

最後に、2001年春の税制改正では、まず401(k)の拠出上限が現行の1万500ドルから2006年には1万5,000ドルになりました。また、50歳以上の人にはさらに5,000ドルの拠出枠を追加しました。その影響では、401(k)では現時点で上限一杯拠出している割合は非常に低いので今回の改正でも拠出はそんなに増えないのではないかとしていました。ただ、IRAは、上限に達している割合が2/3になっており、拠出上限の引上げ（年2,000ドルから5,000ドル）は効果があるだろうということでした。

以上