

公的年金資金運用を考える（1）

行政改革推進事務局の特殊法人改革案により、公的年金資金運用のあり方が再び論議を呼んでいる。①政治からの独立、②専門能力の発揮、の二つがポイントであろう。ところが、一見抜本改革に見える行政改革推進事務局案では、これらをどう解決できるのかやや不明である。むしろ、資産配分の決定手続きや組織などを、現行制度からどう改めるかを詰めていく方が賢明ではないだろうか。

2001年4月から従来の財政投融资制度は廃止され、厚生年金・国民年金の積立金を厚生労働大臣が認可法人である年金資金運用基金に寄託することになった。この方式により2001年度は26兆円、財政投融资への預託資金が年金会計に返される7年後には140兆円が運用される。ところが、小泉内閣の特殊法人改革により、発足後半年ばかりで、この方式が改めて問われている。行政改革推進事務局では、①リスク運用を縮小し、②国が直接運用する、③リスク運用の必要があるときには民間の専門会社に委託する、と提言した（図表）。年金資金運用基金の業務を廃止あるいは民営化すべきである、という。

ここで運用の仕組みをおさらいすると、厚生労働大臣は社会保障審議会（年金資金分科会）に諮問して、資産配分や運用機関評価などを含む「運用基本方針」を作成する。それに基づいて、年金資金運用基金が自ら（主に国内債券）あるいは外部の専門機関に委託して運用にあたる。厚生労働省は、こうして国とは別の専門組織を設けて、専門性を活かした運用を行い、厳格な受託者責任の下で、国による企業経営への干渉を避けることができる、とする。

図表 年金資金運用基金に関する主張

【行政改革推進事務局】	【厚生労働省】
<p>○ 安全かつ効率的な運用を行うため、リスク運用を大幅に縮小し、基金の業務は廃止し、国（特別会計）が直接運用を行う。リスク運用の必要があるときには民間の専門会社に委託し、明確な運用目標を設定し、適切に事後評価を行うとともに、運用管理・チェック体制の充実・強化を図る。また、運用内容や結果について情報公開し、加入者の理解を得る。</p>	<p>○ 安全かつ効率的な運用を行うためには、厳格な受託者責任の下、債券を中心とし一定程度株式を組み入れた資産構成割合により長期運用を行うことが不可欠。運用に当たっては、①専門的な組織と専門性を備えた多数の職員が必要、②国の株式保有は企業経営への直接干渉を招くとの懸念を払拭するため、株式を保有する機関が結局必要。</p>

結論からいえば、行政改革推進事務局案はやや短絡的すぎる。まず、「リスク資産運用からの撤退」が何を意味するのかが明確でない。わが国でも1947年に国家戦時補償が打ち切られたように、超長期で考えれば国債にもデフォルト・リスクがある。また、給付がインフレ・スライドする制度の資産・負債統合管理（ALM）からは、国債特に短期国債は株式よりリスクが高いこともある。実はリスクのない資産が何かは簡単でない。また、「リスク運用が必要なとき」とか、「民間の専門会社」を誰がどう決めるのか。もし、閣僚など政治家が決めるのであれば、政治からの干渉懸念は解消されない。その意味で、将来像についてはなお不確かである。

かといって、現状の仕組みも万全ではない。まず、政治からの独立である。厚生年金保険法（国民年金保険法）によれば、厚生労働大臣は「専ら被保険者の利益のために」、「安全かつ効率的に」運用するために積立金を寄託するとともに、「運用の基本方針」を定める。ところが、厚生労働大臣は内閣の一員として政治家である。たとえば、株式や国債の買い支えが内閣の方針となれば、それに従わざるを得ないだろう。

また、運用執行機関の役割を担う年金資金運用基金の役職員の専門性やインセンティブは十分かどうか。確かに年金資金運用基金では、資産運用経験者が役職員や専門委員となっている。しかし、そうした専門家の意見が運用にどう反映され、運用成果に応じた評価・報酬の仕組みができているのか、外部からは確認できない。民間の運用機関ならば、最高執行役員（CEO）以下、運用成果により評価されているはずである。年金資金運用基金でも、理事長以下、運用を担当する役職員全体にそうした報酬システムを導入すべきなのである。しかし、少なくとも、現在の組織・人員構成や報酬システムにはまだ距離があるようである。

もちろん、現在の厚生年金保険法（国民年金保険法）には、こうした問題へ強い歯止めがある。第一に、運用基本方針を策定する際だけでなく、毎年その変更について検討する際にも社会保障審議会に諮問される。また、厚生労働大臣はその策定に当たり、「資産の管理及び一般に認められている専門的な知見」に留意し、策定後は内容を公表し、世論のチェックを受ける。

第二の歯止めとして、厚生労働省の職員や審議会委員は「慎重かつ細心の注意を払う」こととされており、それに違反すれば懲戒処分を受ける。また、年金資金運用基金の役職員は、①慎重かつ細心の注意を払い全力を挙げてその職務を遂行する、②資産の管理運用にあたっては慎重な専門家の注意を払う、義務を負っている。そこで、自らその能力を発揮するはずである。

それでも政治介入リスクやインセンティブの問題は残る。第一に厚生労働大臣が「国債を買い支えて経済が良くなれば、被保険者の利益になる」と言わないとも限らない。審議会委員の反対にも限界がある。厚生労働大臣、審議会委員、さらにそれを監視する国民が、「被保険者の利益」が運用におけるリスク・リターンの改善を指す点で合意していないと、法改正をしても「国債を買い支えよう」、「被保険者に低利融資をしよう」といった別の観点が入り込む。

第二に、法律上の注意義務や職務遂行義務だけでは不十分なケースもある。企業のコーポレート・ガバナンスでも問題になるのは、受託者責任違反に至らなくてもベストを尽くさず、自らの利益を図る経営者への規律づけである。法律とインセンティブが規律づけの両輪なのである。

ところが、行政改革推進事務局案はこれらの問題にはほとんど答えていない。だとすれば、年金資産運用をどうするのか、組織・役職員の構成・資産配分などのどこに手をつければ、二つの課題をより合理的に解決できるのか、現行制度を出発点にもう一度、考え直すのが賢明ではないだろうか。今回は、その参考のために、諸外国の例を紹介したい。