

## 公的年金資金運用を考える（3）

年金資金運用基金の位置づけについては、年金制度のあり方を含めた議論をするため、2004年の次期改正まで見送ることとなった。運用方法が固まるまでは体制も決められない、と言う賢明な判断である。次期改正を視野に入れた議論では、市場で資産運用する際の、①運用対象となる資産とその配分、②運用機関の位置づけ、といった経済行為をできるだけ政治的な関心から分離することに留意すべきである。

「2004年に予定されている次回の財政再計算までに、リスク運用のあり方なども含めて合わせて決定する」、このシリーズ掲載中の2001年12月18日に行政改革推進事務局が出した結論である。

年金の制度改定があれば、資産運用方法も影響を受ける。たとえば、2001年12月、米国の社会保障に関して大統領委員会が発表した報告書「全アメリカ人への社会保障を強化し、個人資産を生み出す（“Strengthening Social Security and Creating Personal Wealth for All Americans”）」では、任意の個人勘定を導入して、その拠出に税制優遇や国のマッチングによる補助を与える一方で、公的年金を削減するという案が発表された。こうした個人勘定の導入による一部民営化は、イギリス（確定拠出年金を通じた適用除外やステイクホルダー年金）、ドイツ（2001年から導入された補足的年金）など多くの国で見られる。

投資教育の必要性や個人投資家による投資インフラやコストなど克服すべき課題は多いものの、わが国でも個人勘定の導入は検討に値する。これが実現すれば、たとえば公的年金の積立資産を流動性確保に必要な部分に抑え、市場運用は個人勘定に委ねるという選択肢も出てくる。しかし、わが国では、情報収集や取引コストの面で個人投資家が機関投資家よりずっと劣位におかれている現実がある。そこで、公的年金資金を十分にリスク分散した市場性資産で運用する意味は大きいようにも思える。

いずれにせよ、①財政方式（賦課か積立か）、②給付（水準や内容）と保険料の決定、③運用体制（個人か集団か）、④資産の投資先（非市場性資産か市場運用か、どのようなリスクをどのくらい取るか）、⑤運用機関の評価・選択、という公的年金に関わる5つの意思決定を相互に関連して議論するため、先送りするのはやむを得ない判断といえる。

もっとも、賦課方式である程度の積立資産を持つという制度の大枠を維持できたとしても、前2回で述べてきた、①政治との分離、②専門性確保、という点で現行の制度に問題がないわけではない。まず、リスク資産への配分・投資先を内容とする運用方針である。

諸外国の例をみると、公共債など非市場性の資産に投資する場合には、その額は法律や予算を通じて政治的に決めざるを得ない。問題は市場性資産の中での配分である。カナダでは運用機

関である CPPIB の理事会と業務執行者、アイルランドでも理事会 (National Pensions Reserve Commission) が資産配分を含む投資方針の作成を一任されている。リスク・リターンの最適化が経済・金融のフィールドだけで議論できるとすれば、本来は政治から独立した機関が決めるべきものであろう。その反面で、結果に対しても経営責任を負わせることになる。

ところが、同じように市場性資産での運用を標榜しながら、現在のわが国では、社会保障審議会 (年金資金運用分科会) が最も適当なポートフォリオを推薦し、その意見により厚生労働大臣が決めることになっている (厚生年金保険法 79 条の 4 など)。「有識者の意見を聞いて、最後は国会 (国民) に責任を持つ大臣が決める」という、従来の方針決定の枠組みとしては万全のやり方である。しかし、果たしてこれが市場での資産運用に馴染むのか。政治が関与するとリスク・リターンの効率化・最適化以外に多くの考慮が働く可能性がある。

このように、曖昧な位置づけになった背景には、国民の多くが株式などリスクの高い資産での運用経験が乏しく、一部メディアを含めてリスク分散に馴染んでいないこともあげられる。しかし、債券なら安全というわけではない。たとえば、非市場性の国債や財投債への投資は、国の信用リスクを丸抱えすることになる。企業年金でいえば雇用主の債券 (社債) に投資するのと同じである。したがって、リスク分散が目的なら、海外の株式や債券に主に投資し、次に国内株式に充て、国債は最後にすべきという議論もありえよう。

いずれにせよ今後まず必要になるのは、①資産残高のレベル、②市場性資産と非市場性資産の配分、③市場性資産の中でのリスク配分の大枠、についての根本的な議論である。その結果、市場性運用が必要になれば、専門家からなる組織に資産配分 (最近の考え方でいえば、リスク・バジェットティング) を含めた意思決定を委ね、結果への経営責任を問うべきである。

第二に、年金資金運用基金については、カナダの CPPIB のように純粋な運用機関であることが明確になる人事・報酬制度を作りあげるべきである。現状をみると、年金資金運用基金の理事 (長) の多くは公的セクターの出身である。しかし、その理由が政治的な決定やその立案に携わるのが主たる仕事だというのであるなら、政府と別に法人を設ける意味に乏しいだろう。

年金資金運用基金をわざわざ政府と切り離している意味は、その仕事を政治から極力切り離し、純粋な経済的な行為 (ファンド・マネジメント) に限定することにあるのではないか。そうであれば、民間の運用機関と同じく、政治から分離され、専門性を確保した運営が求められる。

その仕事は、①与えられたリスク上限の下での資産配分、②自家運用や運用機関の選択・評価、に限り、役職員の人員構成や報酬などは民間の運用機関のベスト・プラクティスを取り入れるべきである。したがって、本来の運用業務に政治の干渉を招く可能性のある、年金住宅融資などの非市場性運用は中止して、切り離すべきであろう。