

公的年金資金運用を考える（2）

この数年、いくつかの先進国では、賦課方式の財政をとりながら、公的年金の支払準備のために資産を積み増して、株式などに投資する例がみられる。ここでは、①政治からの独立、②専門性とインセンティブの確保、が課題となっている。特にカナダでは、①運用機関の理事会（取締役会）メンバーや業務執行者を全て民間出身の専門家とし、民間に準じる報酬を払う、②各種委員会などを通じて理事会が業務執行を監督する、③徹底的に情報開示する、などの方法で、これら二つの課題を解決しようとしている。

先進諸国の公的年金の多くは賦課方式により運営されており、1年程度の年金支給に必要なだけの積立金しか持たず、そのほとんどを流動性資産に投資してきた。ただこの数年、人口高齢化による年金財政の悪化に備えて、いくつかの国が積立のテンポをあげ、しかもその資産を株式市場などで運用している。

たとえば、ノルウェーでは油田からの収入を原資とするペトロリアム・ファンドを1996年以降、国外の債券・株式に投資し、高齢化に備えている。また、アイルランドでは政府が毎年のGNPの1%を年金基金に拠出し、民間の運用機関を使って内外の債券や株式に投資するプログラムを2001年に開始した。さらに、カナダでは賦課方式を維持しつつも保険料率を大幅に引き上げ（従来の5.85%から9.9%へ）、その部分は従来のような非市場性の公共債でなく、1998年から内外の株式市場で運用している（図表）。

図表 先進国における公的年金資産の株式運用の例

国	原資	運用機関	運用内容
カナダ	保険料率を5.85%（現行）から9.9%（2003年）まで引上げ、給付の4～5年分の積立金を運用	CPPIB 政府出資100%の株式会社	CPPIB設立までは債券に投資。1998年以降は新規資金を内外株式に投資（海外3割）。
アイルランド	2001年以降、毎年GNPの1%を一般会計から年金基金に拠出	NTMA 元財務省の国債管理機関	民間運用機関を使って、投資対象は民間企業に限定。公共債への投資は禁止。
ノルウェー	油田からの収入を積み立て	Norges Bank 中央銀行	海外株式・債券で運用（ベンチマークは株式40%、債券60%）

これらの動きに共通の背景として指摘できるのが、①好調な経済と税収、②直近の株式市場における高いリターン、③高齢化による年金財政の悪化予測、である。そこで、株式を中心とした運用により、将来の給付財源を確保しようと言うのである。

その際、共通の課題となっているのが、①政府からの独立、②専門性の確保、の2点である。たとえばアイルランドでは、市場実勢より悪い条件で強制的に引き受けさせられる可能性が

あるため、公共債への投資は禁止している。また、民間の運用機関の選択にあたっては、コンサルティング会社の意見を採り入れた。

以下では、カナダについて、この二つの課題にどう応えているかをみていこう。カナダの公的年金制度は2001年6月末現在で550億カナダドル（1カナダドル=83.5円）の資産を持っている。この内、430億ドルが従来の非市場性の公共債による運用であり、110億カナダドルが内外の株式への投資である。後者の運用を任せられているのが、1998年に設立されたCPPIB（Canadian Pension Plan Investment Board）である。

これは特別法（CPPIB法）に基づいて設立された法人であるにもかかわらず、運営は民間の株式会社に準じている。その特徴を述べると、第一に、投資にあたっては、①国債、②国有企業への貸付、③社会的投資、④その他公的な目的への支援、といった要請はない。リスク・リターンのバランスをとることへの政治的な干渉を避けるためである。

第二に、会社の取締役会にあたる理事会は企業経営や運用の専門家で構成され、労使など利益団体の代表ではない。各州及び連邦の財務大臣により任命されるものの、12人全員が企業経営や投資のバックグラウンドをもつ民間人である。さらに①投資、②監査、③報酬・人事管理、④ガバナンス、を検討する専門委員会を設けて、業務執行者を監督している。

第三に、CEO（Chief Executive Officer：最高執行役員）以下の業務執行者は、理事会により指名・監督され、理事との兼任はない。全員が公募の手続きを経て雇われた資産運用の専門家である。また、その報酬はかなり民間に近い水準となっている（たとえば、ボーナスなどを含めたCEOの総報酬は2000年で60万5,000カナダドル）。

もちろん、CPPIB法は理事・職員共に注意義務・忠実義務などの受託者責任を負う旨を定めている。しかし、それに加えて理事会（取締役会）・業務執行者ともに民間の経験者を集めて専門能力を確保し、民間企業同様に報酬などのインセンティブを用いて能力発揮させている。また、公共債への投資を要請しない上に、政治家の関与を抑えて、理事や業務執行者から政治家・公務員・利益代表などを排除して、リスク・リターンプロファイルの改善以外の視点が資産運用プロセスを歪める恐れを防いでいる。

さらにCPPIBは透明性確保に意を用いている。たとえば、公開された年報では、運用内容やその成果はもちろん、さらに各マネジメントの報酬や理事会によるマネジメントの評価も記載されている。また、CPPIBのCEOはマスコミに登場する他、各州でタウン・ミーティングを開くなど積極的な情報開示に努めている。

これら一連の仕組みによって、ステイクホルダー（国民）→理事会→業務執行者という牽制（ガバナンス）が効果的に機能しうるといえよう。