

REPORT III

公的年金の資金運用のあり方

金融研究部門 / 年金フォーラム 臼杵 政治、鈴木 陽司

1. はじめに

わが国の公的年金は賦課方式で運営されているものの、厚生年金および国民年金では、ほぼ5年分の給付に相当する143兆円（2001年3月末、厚生年金基金の代行部分を除く）の積立金を保有する。積立金およびその運用収益を年金給付に充てることで、後世代の保険料負担の上昇をできるだけ緩和し、年金制度を安定的に運営するためだという。

従来、この積立金は全額が財務省の資金運用部に預託され、財政投融资の原資として活用されてきた。ただ、その一部を年金福祉事業団が借り入れる形で市場運用を行ってきた。

しかし、財政投融资制度改革により、2001年4月から積立金の預託義務は廃止された。そして、年金福祉事業団に代わって設立された年金資金運用基金が、厚生労働大臣から寄託された積立金を運用している。

ところが、2001年8月、年金資金運用基金の発足後半年足らずで、小泉内閣による特殊法人改革の一つとして、存続の是非が問われることとなった。行政改革推進事務局は、リスク運用を縮小し、国が直接運用する、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、ことにより、年金資金運用基金の業務を廃止、あるいは民営化すべきという案を発表した（図表 - 1）

結局、2004年に年金制度改革が予定されている中で、積立金運用全体のあり方と合わせて議論すべきであるとの理由から、最終的な結論は先送りされ、当面は現行制度のまま運用が継続されることとなった。

とはいえ、現在の制度に改善の余地がないといえるのかどうか。以下、その仕組みを振り返った上で、カナダなどの例を参考に今後の市場運用のあり方について考えたい。

図表 - 1 年金資金運用に関する主張

【行政改革推進事務局】
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。
【厚生労働省】
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、専門的な組織と専門性を備えた多数の職員が必要、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。

(資料) 行政改革推進事務局資料等をもとにニッセイ基礎研究所で作成

2. 公的年金資金運用の仕組み

現在の公的年金資金運用の仕組みを振り返っておこう(図表-2)。

まず、保険者である厚生労働大臣は、資金を年金資金運用基金に寄託するに当たって、社会保障審議会(年金資金運用分科会)に諮問した上で、資産配分や年金資金運用基金における資金管理・運用評価のあり方などを記した「年金積立金の運用の基本方針(運用基本方針)」を作成した(厚生年金保険法79条の4などによる)。

その際、法律(厚生年金保険法・国民年金法)は、厚生労働大臣が「専ら国民年金、厚生年金保険の被保険者の利益のために」資金運用し、運用に携わる職員(年金資金運用分科会委員を含む)が「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」するように求めている。

この運用基本方針に基づいて、実際に自ら(主に国内債券)あるいは外部の専門機関に委託して資金運用に携わるのが年金資金運用基金である。

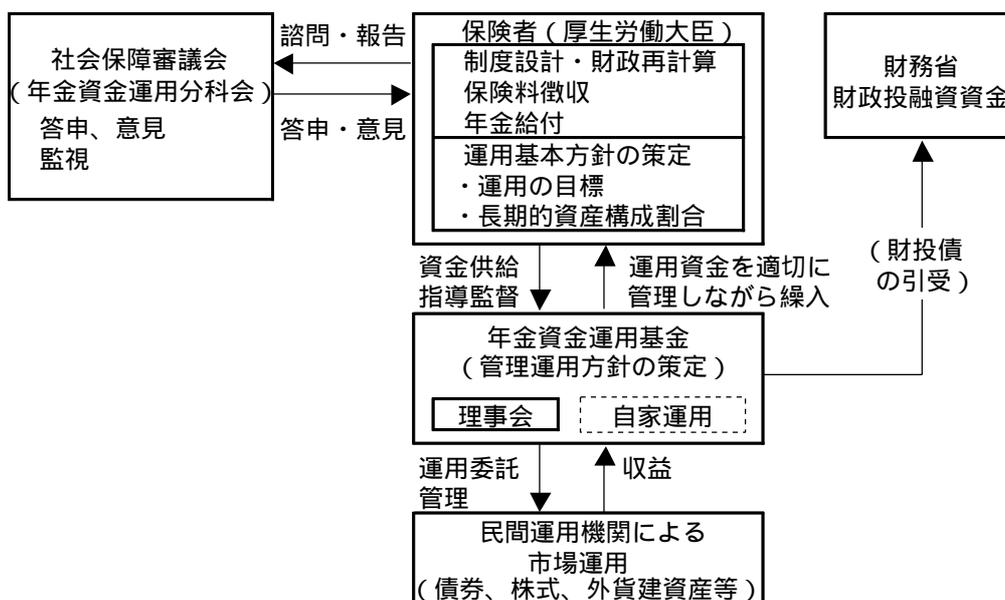
それについて、年金資金運用基金では、「管理運用方針」を定めた。そこでは、運用の目標、リスク管理、運用機関の選択・評価方法、などを規定している。

管理運用方針を含めて運用に関する重要事項は3名の理事(理事長は監事とともに厚生労働大臣が任命し、他の2名は理事長が厚生労働大臣の認可を受けて任命する)が決定する。ただし、専門性確保の観点から、投資専門委員を3名置き、理事会での審議において意見を求めることとしている。

さらに、運用に携わる厚生労働省の職員同様に、年金資金運用基金の役職員は全力をあげて職務を遂行するほか、理事など役員には善良な管理者としての注意義務や忠実義務が定められている。また、基金内部でこれらの義務を守らせるための制裁規定も定められている。

加えて、監査法人による外部監査を導入するとともに、監査課を設置し、客観的な会計監査やコンプライアンスの強化を図っている。情報公開に関しても、運用結果、財務諸表の監

図表 - 2 公的年金資金運用の仕組み



(資料)年金資金運用基金資料

査、業務概況書（年金資産の時価、構成割合などを記載）を公表している。

なお、2002年12月末で26.3兆円にのぼる運用資産の内訳は、図表 - 3の通りである（財投債8.9兆円は、財政投融资改革の経過措置として、一定額を引き受けている部分）

図表 - 3 資産構成割合

	時価 (兆円)	
	時価 (兆円)	占率
国内債券	14.4	54.8%
国内株式	6.2	23.6%
外国債券	1.3	4.9%
外国株式	3.8	14.4%
短期資産	0.5	1.9%
合計	26.3	100.0%
財投債	8.9	

(注) 財投債は簿価、債券には外国債券を含む
(資料) 年金資金運用基金資料

現在の構成比率は、内外債券が約6割、国内株式が約2割、外国株式が約1割となっている。旧資金運用部への預託金の期間は原則7年であるため、7年後まで毎年、年金会計に償還される。それが完了した時点で、基本ポートフォリ

オに従って運用される積立金残高は140兆円をこえると予測されている。

3. 諸外国の例

諸外国では、国あるいは公的機関が積立金を一括して市場運用する例は少ない。というのも、賦課方式年金では、毎年の資金繰りに支障を来さない以上の資金（積立金）を保有する必要はないからである。イギリスやドイツは給付の1～2ヵ月分程度しか積立金を持たず、アメリカでも1年強である。一方、イギリスのステイクホルダー年金、ドイツで導入された個人勘定などにみられるように、これらの国では市場運用するのであれば、国が一括運用するのではなく、各個人に委ねるべきだという考えが強い。

ただ、この数年、少子高齢化による年金財政の悪化に備えて、積立金の比率を高め、その運用収益を合わせて将来の負担を軽減しようとする動きもみられる（図表 - 4）

代表的な例がカナダである。賦課方式の公的年金でありながら、カナダでは保険料率を大幅に引き上げ（96年の5.85%から2003年までに

図表 - 4 先進国における公的年金資金運用の概要

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5年分の積立金を運用	CPPIB 1998年設立 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	油田などの財政収入を積み立て（正式には年金資金ではない）	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%）

(資料) ニッセイ基礎研究所で作成

9.9%へ)、2017年までに給付の5年分程度の積立金を確保することとした。この積立金を運用するために、政府から独立した機関として1998年10月に設立されたのがCPPIB (Canadian Pension Plan Investment Board) である。CPPIBは政府出資100%の株式会社であるが、政府は予算や人事を間接的にコントロールするだけで、民間の株式会社に準じて運営されている。

そこでの資産運用における特徴をあげると、第一に、資産運用に際して、国債、国有企業への貸付、社会的投資、その他公的な目的への支援、といった要請はない。これは、リスク・リターンの最適化以外の政治的な視点が資産運用プロセスを歪める恐れを防ぐためである。

第二に、CPPIBの理事会は企業経営者や運用の専門家12名(現在1名欠員)で構成され、各利益団体の代表ではない。理事は、連邦および各州の財務大臣により任命されるものの、ほとんど全員が民間出身である。また、投資、監査、人事・報酬、ガバナンス、を検討す

る専門委員会を設け、業務執行者を監督している(図表-5)

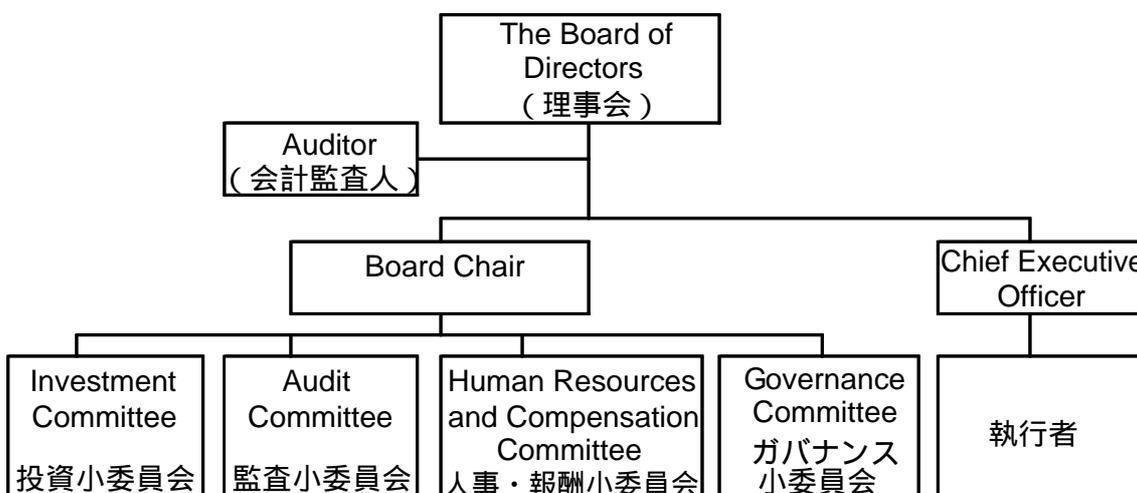
第三に、CEO (Chief Executive Officer : 最高執行役員) 以下の業務執行者は、理事会により指名・監督され、理事との兼任はない。多くが公募により雇われた資産運用の専門家であり、その報酬は民間に近い水準となっている。

第四に、情報開示が徹底されている。たとえば、公開されている年報(アニュアル・レポート)では、運用内容やその成果はもちろん、業務執行者の報酬や理事会による業務執行者の評価なども掲載されている。また、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。

もちろん、法律上、役職員は注意義務・忠実義務などの受託者責任を負う。その上で、民間の経験者を集め、専門能力を確保するとともに、民間企業同様に報酬などの面でインセンティブを与え、能力発揮させている。

こうした一連の仕組みにより、政治的な干渉の排除、民間運用機関に劣らない専門能力の確保、が達成されている。

図表 - 5 CPPIBの組織体制



(資料) 海外年金資金運用状況(平成12年3月、年金資金運用研究センター)

4. 公的年金資金運用のポイント

このように公的年金資金を運用するに当たって、ポイントとなるのは、政治からの独立、専門能力の発揮、の2点であろう。

わが国の場合、保険者である厚生労働大臣は「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し、「運用の基本方針」を定めることとされる（厚生年金保険法）。さらに社会保障審議会（年金資金運用分科会）への諮問・意見聴取・運用状況の報告が義務づけられ、しかも、これらのプロセスが公開されて世論のチェックを受けている。それにより、厚生労働大臣の政治的な意向が資産運用に反映されることを防いでいる。

また、年金資金運用分科会や年金資金運用基金の投資専門委員などから専門知識・能力を得ることもなっている。

国民がリスクの高い運用に不慣れである中で、「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定する」というのは、従来の政策決定の枠組みとしてであれば万全であろう。

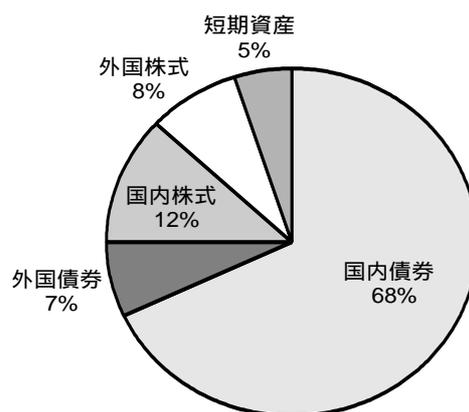
ただ、問題が皆無とは言えない。第一に、最終的には厚生労働大臣が国会に責任を負う仕組みになっている点である。しかも、審議会のメンバーや年金資金運用基金の役員人事は厚生労働大臣の権限である。理屈の上では、国債や株式の買い支えが「被保険者の利益」だと内閣や厚生労働大臣が考え、それが資産運用に反映されることもありうる。

また、現在の国内債券68%という基本ポートフォリオ（図表 - 6）の決定に、政治的な考慮が全く働いていないとも言いがたい。債券中心の運用とすることは、新しい仕組みを審議した国会などで、当時の厚生大臣らが再三表明してい

た。それに合わせるために、国内債券の期待リターンとインカム収入を共に4%としたり、国内債券>外国債券、という制約条件をつけたりしたことはなかったのか。

第二が年金資金運用基金の役職員の人事・報酬制度である。現在の役員には、投資や企業経営の専門家より、官僚出身者が多い。もしもその理由が、「基金の仕事には政治的な考慮が必要だから」というのであれば、資産運用が政治的なプロセスから分離されていないことを示している。それでは、わざわざ現在の行政機構から、年金資金運用基金を分離している意味も不明確になる。

図表 - 6 基本ポートフォリオ



(資料) 年金資金運用基金資料

5. 結論 これからのあり方

以上の議論を踏まえると、これからの資産運用のあり方を検討する際には、以下に留意すべきであろう。

第一に積立資産の水準、一括運用か個人勘定か、非市場性運用か市場性運用か、さらに、市場性運用の場合のリスク許容度に関する徹底的な議論の必要性である。

たとえば、債券中心の運用であれば本当にリ

スクがないのか。国債や公共債にも価格リスクやデフォルトリスクがありうる。すでに、わが国の国債はG7国中最低の格付（ムーディーズAa3、S&P AA）となっている。その公共債に投資するのは、企業年金にたとえば、格付の低い自社の社債に投資するのに似る。また、満期に無事元利とも償還されてもインフレリスクには晒されている。

やはり最近、公的年金資金の市場運用に乗り出したアイルランドでは、公共債は市場より悪い条件で引き受けさせられる恐れがあるため、投資対象を民間の証券に限定している。また、同じような観点で、「株式相場を支える」投資行動は論外であろう。

第二に、もしも、資金を一括して運用する現在の仕組みを続け、その中で、どの程度のリスクを許容するかについて国民の合意が得られたとしよう。その際には、資産運用やリスク管理を資産運用の専門家が運営する独立した機関に任せるべきである。

先のカナダの例では、CPPIBの理事会と業務執行者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・リターンの最適化を議論するのであれば、政治から独立した機関に決定を委ねるべきであろう。厚生労働大臣が労使の代表や有識者の意見を聴くという仕組みでは、「被保険者の利益」の名の下に、運用におけるリスク・リターンの改善（経済・金融）以外への考慮（政治）が入り込む可能性がある。

第三に、そうした資産運用に携わる独立した機関には、民間の専門家を雇い入れるだけでなく、運用成果に応じた評価・報酬の仕組みなど、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。この点に関して言えば、受託者責任を果たすことは最低条件であり、本人・代理人間の情報の非対称性がもたらす、い

わゆるエージェンシーコストを下げるためには、経営責任・報酬も含めたインセンティブの仕組みが必要であろう。

また、その業務は、与えられたリスク許容度の中での資産配分、自家運用もしくは運用機関の選択・評価、に限定し、政治の干渉を招く可能性がある年金住宅融資などの非市場性運用は切り離すべきである。

なお、政治からの独立、専門能力の発揮、の2点からみると、冒頭に上げた行政改革推進事務局案には多くの疑問がある。たとえば、「国が直接運用する」対象は何なのだろうか。公共債を指すとすれば、果たしてそれが「リスクのない運用」とは言い切れない。

また、誰が「リスク運用の必要があるとき」と判断するのか。政治的な考慮をどう防ぐのか。初めに組織形態ありきの議論であり、これを具体化するには相当な検討を経なくてはならないだろう。