

〔総論〕

年金積立金およびGPIFを巡る諸問題

駒村 康平

慶応義塾大学経済学部教授

はじめに

年金財政には、加入者が「現役時代」に保険料を払い老後それを取り崩す「積立方式」と、「現役世代」が支払った保険料のほとんどが政府を通じて高齢者に年金給付として渡される「賦課方式」がある。積立方式は主に民間年金保険の仕組みであり、日本の公的年金制度は、「基本的には」賦課方式、すなわち「世代間仕送り方式」の財政の仕組みとなっている。高齢者の中には、自分たちも現役時代に保険料を支払っているわけで、自分たちは、自分たちの支払った保険料の積立金から年金を受け取っていると思っている人もいるかもしれないが、そうではない。現在の高齢者が若いとき支払った保険料の大半は、「当時の」高齢者への年金給付として使われている。また、高齢者が現役時代に支払った保険料総額と平均寿命から考えて生涯受け取れる年金総額を比較すると、現在の高齢者は支払った保険料総額の数倍の年金を受け

取ることになる。支払い総額と受け取り総額のバランスが取れていないということは、現在の若い世代からの所得移転を受けていることになる。

積立方式と賦課方式はそれぞれ特徴がある。積立方式は、支払った保険料が政府によって市場で運用され運用結果次第で年金額が大幅に変動する。またインフレが起きると年金額が目減りするという問題もある。賦課方式では、給付はそのときの若い世代からの保険料で大半がまかなわれるので、年金給付は積立金の運用に左右されず、インフレ時には年金額がインフレ率に連動して引き上げられるので、年金額が目減りすることはないというメリットがある。しかしながら、賦課方式の年金制度、つまり若い世代が高齢世代の年金を支えるという仕組みになっているため、若い人が減少し高齢者が増加するつまり高齢化社会では制度が不安定になる。急速な高齢化のなかで、若い世代から将来年金制度が維持できるのだろうか、あるいは維持できたとしても大幅に年金額がカットされて、自分たちが支払った保険料よりも少ない年金額しかもらえないのではないかという不安が若い世代の間で高まっている。

ところで日本の年金制度は、基本的に「賦課方式」の財政の仕組みで運用されているとはいうものの、積立金がまったく無いわけではない。実際には、積立金の運用と取り崩しだけでは、年金給付額は賸えないの、高齢化が一番厳しいときに備えて、準備金のような性格の積立金を保有しており、その

こまむら こうへい

慶応義塾大学大学院経済学研究科博士課程修了。経済学博士。東洋大学教授を経て現職。専門は社会保障論、経済政策。

著書に『中間層消滅』（角川新書、2015年）『日本の年金』（岩波新書、2014年）、『最低所得保障』（岩波書店、編著、2009年）、『大貧困社会』（角川SSC新書、2009年）、『社会保障の新たな制度設計』（慶応大学出版、編著、2005年）『年金はどうなる』（岩波書店、2003年）など。

総額は約140兆円になる。

この年金の積立金をめぐりここ数年大きな政策転換と関連する議論が発生している。本特集では年金積立金を巡る問題として、1)今後の年金財政はどうなるか。一定の給付を維持するために必要な年金積立金の利回りはどの程度必要なのか、そのためには年金積立金をどのような金融資産で運用すべきなのかという、年金積立金の「ポートフォリオ」に関するテーマ、2)年金積立金の運用の意思決定のあり方、つまり実際に年金積立金を運用している政府機関である「年金積立金管理運用独立行政法人（以下、GPIF）」のガバナンス（組織統治）に関する議論、最後に3)誰が年金積立金を運用するかという議論の3つを取り扱うことにした。

1)の年金積立金のポートフォリオあるいはその運用成績について、2014年11月から国債の比率を下げ、株式の比率を上げたことからよりハイ・リスク・ハイ・リターンな資産構成になっていること、加えて2016年の年初からの大幅な株価下落で積立金に多額の損失が発生しているのではないかという点から国民の注目が集まっている。

2)については、GPIFが政府から独立して、金融政策や経済政策などのためではなく、厚生年金法が定めるように年金財政のために年金積立金を運用しているのかどうか、そして、その運用に保険料の拠出者の意思が反映されているのかという点である。すなわち年金積立金は、「誰のもの」で「誰のため」に運用するのかという議論である。

3)の実際にだれが積立金を運用するのかと点は、先日の社会保障審議会年金部会でにわかに白熱した議論になったことがらであり、これは日本の金融構造やコーポレートガバナンスに与える影響は極めて大きなテーマになる。

1)については、主に西沢論文が取り扱っている、2)については拠出者を代表する連合の立場から平川論文が議論をしている。3)については、玉木論文が担当である。

年金制度の場合、どうしても保険料負担と年金給付額にのみ人々の関心が集中する傾向があるが、昨今の年金積立金の議論は、年金のみならず

日本の経済社会に大きな影響を与える可能性があることを読み取っていただきたい。

年金積立金をめぐる議論

日本の公的年金制度は1942年に労働者年金として発足し、1944年に厚生年金制度に制度・名称が変更された。実は戦前の年金制度は積立方式であり、政府から見ると、多額の年金保険料収入がある一方で、支出は将来発生するための膨大な積立金が発生した。このため、年金積立金を誰がどのように運用するかという議論は、厚生年金発足以来、大蔵省と厚生省の間で何度も議論が行われた。

厚生年金発足時点での両省庁は、大蔵省預金部が年金積立金を他の公的資金と一体に国債、社債等で一元管理し、積立金の一部を福祉施設（病院、保養所、労務者住宅）に還元融資することで合意した。そして、戦後の混乱とインフレによって、年金制度は一時的に休眠状態になったが、1954年から実質的には賦課方式の形で年金制度は再スタートすることになった。この間、還元融資は一度廃止されたが、すぐに復活し、住宅や病院の建設の融資が再開した。高度経済成長期には、積立金は急激に増加し、積立金の15-25%が還元融資される一方、残りの大半は財政投融資の原資となり、社会資本整備に当てられた。こうした年金積立金による社会資本整備が経済成長を加速させたという研究もある。

皆年金を目指した1959年の国民年金発足時にも、再び、積立金の運用について大きな議論があった。積立金をどのように使うのか、一部には政府が再軍備のために使うという疑義もあり、国民年金反対運動も起きた。政府内での議論は、年金積立金の運用を大蔵省の資金運用部で他の資金と一括運用するのか、それとも年金積立金を分離して管理運用するのか、保険料の拠出者の意向をどのように反映するかなどが大きな論点になった。結局、年金積立金は、大蔵省の資金運用部資金とするものの、他の公的資金と区分した別管理にし、財投計画の対象とし、年金積立金の増加額の25%を

国民の福祉向上の厚生福祉施設（病院、福祉施設等）整備にあてることになった。さらに7年以上の長期預託金には6.5%の金利とつけること、大蔵省の資金運用審議会に年金に詳しい委員を置くことが決まった。

さらに1985年の基礎年金導入時にも、年金福祉事業団が資金運用部から還元融資を受け、国民の福利向上のための諸施設等の建設を行うことになった。こうした仕組みは、2000年から財投改革とも大きく変化した。資金運用部への預託は全面廃止、自主運用に切り替えられることになった。他方で、福利厚生向上のための還元融資で建設された施設の無駄、非効率性が指摘されるようになり、年金福祉事業団は廃止された。年金積立金の自主運用する機関としてGPIFが2006年度から発足し、現在の仕組みになっている。

年金積立金が年金給付に与える影響

以上のように年金積立金をめぐって省庁間での主導権争いが常に存在した。しかし、厚生年金保険法第79条で、「厚生保険特別会計の年金勘定に係る積立金の運用は、積立金が厚生年金保険の被保険者から徴収された保険料の一部であり、かつ、将来の保険給付の貴重な財源となるものであることに特に留意し、専ら厚生年金保険の被保険者の利益のために、長期的な観点から、安全かつ効率的に行うことにより、将来にわたって、厚生年金保険事業の運営の安定に資することを目的として行うものとする」とされ、公的年金財政の安定性確保のために運用されるべきことが明確に定義されている。では、年金積立金の運用は、実際に年金給付にどの程度影響を与えるのであろうか。

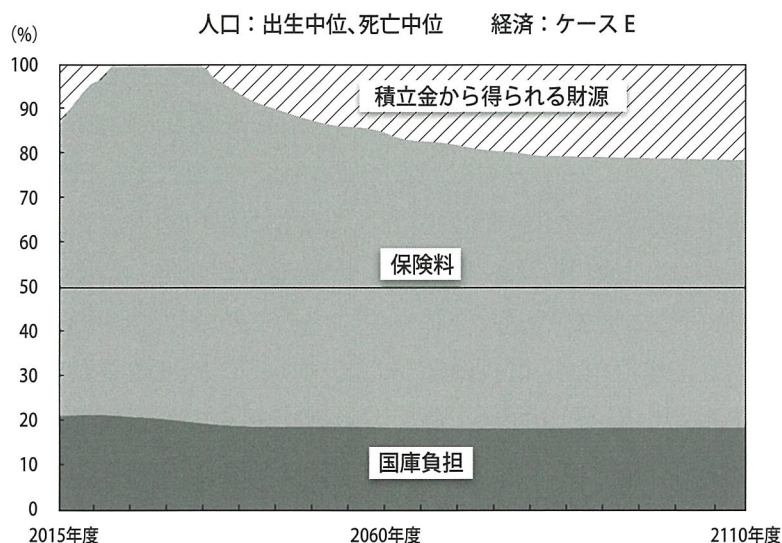
(1) バッファーフアンドとしての公的年金積立金

現在の公的年金の積立金は給付の4年分程度積立金であり、100年後には1年分まで取り崩すことになっている。しかし、経済状況によっては、早めに取り崩すこともあり得る。たとえば賃金デフレの状態が続くと、年金財政の収入は不足し、年金

積立金にキャッシュアウトが発生する。従って、公的年金の積立金の性格は、あくまでも年金給付を安定的に確保するための「準備金」、「バッファーフアンド」である。つまり、年金積立金は、1) 予想外の経済変動による一時的な取り崩しがあっても、ただちに年金給付が滞ることはない、2) 経済、社会の構造が変化した場合、当然年金改革も必要になるが、その政治的な合意には時間がかかることが多いが、制度改革が遅れたとしても当面の年金財政は維持できるという、役割を担う。日本と同程度の積立度合のバッファーフアンドを持っている国はスウェーデンであり、他の先進国の積立度合いは、日本、スウェーデンよりもよりも低い。たとえばドイツは、積立金をナチス時代に戦争目的に使ったという反省から、数週間分の給付を賄う積立金しか持っていないため、経済変動や人口構造に変動に対して直ちに保険料や給付寸を調整しなければいけない状況になっている。

こうした性格の公的年金積立金の運用について、巷間やや不正確な議論が行われることが多い。たとえば、1) 未納化が広がっており、年金財政が不安定、2) 高齢化により年金財政が破綻する、3) 運用に成功すれば保険料を引き下げることができ、などの理由から、もはやハイ・リスク・ハイ・リターン資産選択を行うしかないでといった見方であるが、すべて誤った議論である。1) の年金未納化とは、国民年金1号被保険者（自営業、無職、非正規労働者の一部）の4割が保険料を支払っていない状況を指すわけであるが、この割合は「公的年金加入者全体（国民年金1号、2号、3号被保険者の合計）」の10%未満であり、かつ金額的にも給付費の数%に過ぎない。しかも未納者は年金を受け取れないのだから、未納が年金財政に与える影響は軽微である。次に2) については、5年に一度の財政検証によって、さまざまな問題はあるものの2014年時点で持続可能性は確認されており、年金財政が現時点で早晚破綻するというわけではない。3) については、現行制度では、保険料は2017年度以降、固定方式になっており、予想以上の運用益は給付に反映されるようになっており、運用成績が良

図1 将来の年金財政の構成比



出典：厚生労働省(2015『平成26年財政検証結果レポート』)

くても保険料減額に使われることはない。

では、結局年金の積立金は年金財政にどのような影響与えるのであろうか。2014年の財政検証結果によると年金給付に年金積立金の運用およびその取り崩しが与える影響は、図1のようになっている。つまり、運用成績と積立金が年金給付に与える影響(斜線部分)は、年によって変動があるものの、その効果は限定的であり、最大でも20%とそれほど大きく年金給付水準や年金財政を左右するものではない。

今回の年金積立金改革の経緯と現在国会に提出されている年金改革法のポイント

ここ数年の年金積立金を巡る議論のきっかけは内閣官房におかれた有識者会議(以下、「有識者検討会」[平川論文参照])が2014年2月に公表し報告書がある。有識者検討会は、独立行政法人改革に関連し「公的準公的資金」の扱いをタイトルに議論したが、実際には、対象になる公的・準公的資金の70%以上が公的年金積立金であり、さらにそのほとんどが、サラリーマン・公務員グループ、すなわち被用者年金の積立金である。従って、この議論は本質的には公的年金積立金の議論であったにもかかわらず、拠出者、労使が参加しない会議体で議論されることになった。有識者会議の報告書の提言は1) GPIFは独立性を高め、より

積極的にリスクを取りに行く必要があり、そのためにはアクティブ運用を行い、さらに3) REIT、不動産投資、インフラ投資、ベンチャーキャピタル投資、プライベートエクイティ投資、コモディティ投資など投資先を多様にして、4) 海外資本投資比率を高めるべき、としている。有識者会議の報告書では、「経済成長と資金運用の好循環」というレトリックを使っているが、成長戦略に年金積立金を活用するトーンが強く出ていた。安倍総理は、この報告書を受けて、2014年のダボス会議で「総額1兆2000億ドルに上る公的年金基金の資産運用を自由化する取り組みについては、ポートフォリオの見直しなど将来に向けた改革を推進する。」「GPIFは成長につながる投資を行う」と述べ、実際に2014年11月に年金積立金の運用は株式中心に変更された。従来より年金積立金を成長戦略に活用するという主張は根強くあり、政府の経済財政諮問会議グローバル化改革専門調査会の第二次報告「公的年金基金運用の改革に向けて—世界の経済成長を生活の豊かさに—」や日本経済調査協議会「政府系ファンド(SWF)の役割と政策的インプリケーション」では、GPIFの分割化、運用の積極的な国際展開、年金積立金のSWF(ソブリン・ウェルス・ファンド)化(政府による国際的な戦略基金)を彷彿させるような考えを提案した。確かに、国際経済ではSWFが注目されてきている。例えば、ま

たノルウェー年金基金・グローバルは公的年金基金によるSWFの事例とされるが、その原資は年金保険料ではなく、石油収入である点には注意が必要である。総じていうと、有識者会議他の議論は、公的年金財政の持続可能性を高めるための年金積立金の運用という視点ではなく、実際には金融市場活性化、経済成長寄与に重点を置いた議論であった。

こうした動きを受けて、年金部会では、GPIFのガバナンスに関する議論が始まった。現在のGPIFは世界最大の資金運用機関にもかかわらず理事長一人の判断で運営されており、政治の介入の恐れがある。さらに年金の積立金のウェイトが株式に偏るになるといっそう、GPIFが政府により株式価格操作の手段になる恐れが出てきた。他方OECDが2010年に発表した「GPIFのガバナンスおよび資産運用方針改善案」では、GPIFの政府からの独立性が弱いという問題点を指摘している。GPIFのガバナンスについては、年金部会では1)合議制の経営委員会を設置し、2)決定機関である経営委員会が、実際の運用部門をきちんと監視する仕組みにするという点に議論が集中した。ここで問題になったが、経営委員を誰にするかである。年金部会の委員の多くは、抛出者である労使が中心になるべきであったが、金融界から選任された専門委員は金融の専門家にゆだねるべきと議論は激しく対立した。さらに、GPIFのガバナンスが確立される以上、これまでのようにGPIFが外部の金融機関の運用を委託するのではなく、自ら運用をするべきで、その方が金融機関へ支払う委託料の節約できるとし、いわゆるGPIFによるインハウス運用の是非に議論が拡大し、ここでも年金部会は非常に紛糾した。もし、GPIFが直接株式を売買することを認めた場合、GPIFが日本の株式の7~8%以上を保有する大株主になる。株主になる以上、議決権の行使が可能になる。政府の一機関であるGPIFが株主として振る舞うことをどのように考えるか。GPIFが独立性を高める改革を行ってとしても、最終的に経営委員の任命権は、厚生労働大臣が持っている。政府が、一方の手で様々な

経済規制や補助金を持つ権限をもちながら、もう一つの手で株主として企業利益を追求することになり、そこに「利益相反」が発生する危険性もある。

では、もしGPIFが政府から完全に独立できれば問題ないか?各国の事例を見ると、そういうわけではない。年金運用を担う政府一機関のGPIFは大きな損失を発生しても顧客を失い、倒産しない。この不死身の組織がひたすら株主として利益を追求すると経済に何が起きるのか。実際に、アメリカで最大の年金基金であるカリフォルニア州公務員退職年金基金(カルパス)が、攻撃的なファンドと組んで、株価を上げるために企業側に従業員のリストラを要求することもあった。たしかに、年金給付を最大化することが年金基金の目的であるのだから、年金基金も株主としての利益を求めることは正当化される。では、同じことをGPIFが日本で行ったらどうなるか。公的年金の積立金を運用するGPIFが企業に対して公的年金加入者である従業員のリストラを要求するようになった場合、国民はどのように年金制度を理解するだろうか。このようにインハウス運用は、日本の企業統治に大きな影響を与える危険性もある。

結局、年金部会では、GPIFのガバナンスは確立させるもののインハウスは認めないという穏当な結論になり、年金改正法案が国会に提出されることになったが、インハウス運用の是非については再度議論を3年後行うという規定も残った。

公的年金積立金を巡っては、公的年金制度発足当初のから省庁間主導権争いが激しく、その陰で抛出者である労使、国民不在となっている。平成22年内閣府世論調査「年金積立金の運用に関する世論調査」によると国民の年金運用に関する関心は低調である(駒村2014年参照)。

現状のような国民の理解度、周知度の状態で年金積立金の運用がハイ・リスクにシフトし、かつ国民の理解から遊離した運用が行われれば、国民の公的年金への信認は一気失うことになるであろう。■

《参考文献》

厚生労働省(2015)『平成26年財政検証結果レポート』
駒村康平(2014)『日本の年金』岩波書店

財政検証と公的年金積立金のポートフォリオ

西沢 和彦

株式会社日本総合研究所 調査部 上席主任研究員

はじめに

2014年10月31日、GPIFの基本ポートフォリオの変更が公表された。2013年6月の変更からわずか1年4か月後の変更である。その柱は、国内外の株式ウェイトを従来の計24%（国内12%、外国12%）から、計50%（国内25%、外国25%）へと倍増させるというものである。新しい基本ポートフォリオに対しては、年金積立金のリスクを増大させているといった批判のほか、公表日が日本銀行の追加金融緩和と同日であったこともあり、市場へのサプライズによる株価押し上げを意図したものではないかなど様々な疑義が呈されている。

本稿では、基本ポートフォリオと年金の財政検証との関係を改めて整理する。財政検証とは、5年

に一度のいわば年金財政の定期健診であり、将来推計人口に加え、物価上昇率、賃金上昇率、運用利回りなどの経済変数に一定の前提を置き、今後100年間の年金財政の姿を描き出す作業である。最近のものは、2014年6月に厚生労働省より公表された。

基本ポートフォリオ変更の正当性は、2016年3月の安倍晋三首相の国会答弁にみられるように、財政検証にも求められている。「ポートフォリオの変更については、このような想定の下で、年金の財政検証の結果に基づき、GPIFの運用委員会においてシミュレーションや統計的な分析等による専門的な検討を行い、最適な組合せを選定したものであります」¹

では、実際に、基本ポートフォリオの変更は、どの程度、どのような形で財政検証に基づいているのだろうか。あるいは、そもそも基本ポートフォリオは財政検証に基づいていると言えるのだろうか。加えて、2017年初頃には新しい将来推計人口が国立社会保障・人口問題研究所から公表される見通しであり、すると2019年の次期財政検証も視野に入ってくるなか、本来、財政検証とGPIFの積立金運用はどのような関係にあるべきなのであろうか。

財政検証と基本ポートフォリオ変更

2014年10月の基本ポートフォリオ変更の代表的な理由としては、次の2つがあげられる。

にしざわ かずひこ

1989年一橋大学社会学部を卒業し、三井銀行（現三井住友銀行）入行。堂ビル支店、自由が丘支店、東京営業部などを経て、1998年11月（株）さくら総合研究所へ出向。2001年4月、組織変更により（株）日本総合研究所調査部。2002年、法政大学修士（経済学）。社会保障制度改革国民会議委員、社会保障審議会日本年金機構評価部会委員などを務め、現在、社会保障審議会年金事業管理部会委員。著書に『年金大改革』（日本経済新聞出版社、2003年）、『年金制度は誰のものか』（日本経済新聞出版社、2008年〔第51回日経・経済図書文化賞〕）、『税と社会保障の抜本改革』（日本経済新聞出版社、2011年〔第40回日本公認会計士協会学術賞〕）など。

- 年金財政の持続可能性を確保するためには、積立金運用についてもリスク資産のウェイトを高め、高利回りを追求していく必要がある。
- わが国はデフレを脱却しつつあり、従来のような債券中心の運用では年金財政は維持できない。よって、株式のウェイトを高める必要がある。

では、年金財政の持続可能性、今後の物価動向それぞれについて2014年6月の財政検証はどのように想定しているのでしょうか。2014年の財政検証では、妥当性はさておき、経済が再生していけば年金財政は持続可能であると見通されている。具体的には、経済が最も好調に推移していくケースからそうではないケースまでの8通りのうち、上位5ケースでは、年金財政持続の目安となっている所得代替率（年金給付水準を示す代表的指標）50%が確保される結果となっている。そうした上位5ケースにおける α は1.1～1.7%である。 α とは、名目運用利回りと名目賃金上昇率の差であり、これがGPIFの運用目標として与えられる。

これまでGPIFに対しては α として1.6%の目標が与えられてきたが、このように2014年の財政検証においてより大きな α の確保が必要であるという計算結果が示された訳ではない。実績をみても、GPIFは2001年から2012年（財政検証公表時の直近）の間、平均2.76%の α を実現している。

次に、2つめのデフレ脱却との関係はどうだろうか。消費者物価上昇率は、1995年に約40年ぶりにマイナスとなり、1995年から2015年までの単純平均が0.1%、消費税率が引き上げられた1997年と2014年の2か年を除くと同-0.1%である。もっとも、この間の1999年、2004年、2009年、2014年の4回の財政検証（2004年までは財政再計算の呼称）は何れも、デフレ脱却を仮定しており、それぞれ消費者物価上昇率を1.5%、1.0%、1.0%、1.2%と見通している。2014年の財政検証がそれまでと異なり、デフレ脱却シナリオへと突如転じた訳ではない。常にデフレ脱却シナリオだったのである。

このように、2014年10月の基本ポートフォリオ

変更は、「財政検証の結果に基づいている」というより、むしろそれとは独立してGPIFの判断によって決められたものといえる。2014年の財政検証結果がとりわけ高い α を求めている訳でも、急遽デフレ脱却シナリオに転じた訳でもない。そのGPIFの判断にも不明な点が多い。

なかでも、GPIFが想定する期待リターンの根拠である。基本ポートフォリオは、大まかにいえば、国内外の債券と株式それぞれの期待リターン、標準偏差で測られるリスク、および、相関係数をもとに選択されている。今回の基本ポートフォリオ策定では、期待リターンの国内債券と特に国内外株式との相対的な差が、わずか1年4か月前に想定されたものから大きく拡大している（図表1）。

2013年6月の基本ポートフォリオにおいて、期待リターンは国内債券3.0%、それに対し、国内株式、外国株式はそれぞれ4.8%、5.0%であった。1.8%、2.0%の差である。2014年10月の基本ポートフォリオでは、国内債券2.6%に対し、国内株式、外国株式はそれぞれ6.0%、6.4%となっている。3.4%、3.8%の差である。株式は国内債券に比して極めて高い期待リターンが想定されている。

2013年6月の基本ポートフォリオ策定時、国内債券の期待リターンは、長期均衡点における長期金利をそのまま採用し3.0%と仮定されていた。すなわち、足もとでは超低金利（基本ポートフォリオ変更が公表された2013年6月7日の新発10年国債利回りは0.86%）であっても、将来にわたって長期金利は上昇し、均衡に至った時点の金利が国内債券のリターンとして採用されていた。

他方、2014年10月の基本ポートフォリオ策定時、国内債券の期待リターンは、足もとから長期均衡点に至る期間を含む25年間の平均を採用し、さらに修正が施されるとされている。その結果、長期均衡点の数値を用いるよりも、国内債券のリターンは当然低くなる。ここは極めて重大な変更のはずだが、そのように変更された合理的理由は見当たらない。

このように、国内債券の期待リターンは引き下げられる一方で、国内外株式のリスクプレミアムは引

図表1 基本ポートフォリオにおける期待リターン

(%)

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式
2013年6月7日～の 基本ポートフォリオ	3.0	4.8	3.2	5.0
[根拠] 期待リターン=長期 金利3.0%	長期金利+長期金利 スプレッド(対長期 金利の株式超過収益 率)1.8%	長期金利+長期金利 スプレッド(対長期 金利の株式超過収益 率)1.8%	短期金利1.9%+リ スクプレミアム1.3%	短期金利+リスクプ レミアム3.1%
2014年10月31日～の 基本ポートフォリオ	2.6	6.0	3.7	6.4
[根拠] 「財政検証における 足下からの長期金利 推移シナリオに基づ き計算された想定投 資期間の平均収益率 を使用」	短期金利1.1%+リ スクプレミアム	短期金利1.1%+リ スクプレミアム	短期金利1.1%+リ スクプレミアム	短期金利1.1%+リ スクプレミアム

(資料) 次より日本総合研究所作成。社会保障審議会年金部会年金財政における経済前提と積立金運用のあり方に関する専門委員会(平成25年7月5日)資料2「年金積立金管理運用独立行政法人の中期計画(基本ポートフォリオの変更)、年金積立金管理運用独立行政法人「中期計画の変更について」(平成26年10月31日)。

き上げられており、それが、債券ウェイトを落とし、株式ウェイトを引き上げる基本ポートフォリオ変更へとつながっている模様である。

財政検証と基本ポートフォリオとの関係

前章で述べたように、2014年10月の基本ポートフォリオ変更は、「財政検証の結果に基づいている」とは言えない。GPIFによる判断である。もっとも、GPIFによる積立金運用は年金制度のパーツであり、財政検証がGPIFに対して単に運用目標 α を与えるだけでなく、両者のより有効な関係が模索されるべきであろう。

その1つとして、毎年度の厚生年金と国民年金財政の「収支」見通しがあげられる。収支は、保険料収入、国庫負担、運用収入を主要構成要素とした収入と支出すなわち給付との差である。収支がプラスであれば積立金が積み上がり、マイナスであれば積立金を取り崩して給付に充てる必要が生じる。

財政検証による収支見通し甘かったがゆえに、

長期保有を想定していた資産を急遽売らざるを得なくなる、あるいは、収支見通しに相当な幅があることを前提に流動性の高い資産に積立金を振り向けざるを得ないこととなれば、その分、運用利回りが犠牲になる。よって、収支見通し、とりわけ直近のものが正確であることは極めて重要である。

こうした視点を踏まえ、改めて財政検証の結果をみると正確性を備えているとは言い難い。例えば、財政検証における厚生年金の2014年度から2024年度までの収支は、2017年度までマイナスで推移するものの、2018年度からはプラスに転じることとなっている。これは、年金受給者自体は増えながらもマクロ経済スライドが功を奏し支出の伸びは緩やかとなる一方、保険料収入と運用収入が大きく伸びていく前提となっていることに拠っている。なお、マクロ経済スライドとは2004年の年金改正で導入された給付抑制の手段である。もっとも、デフレでは機能しないという欠点を抱えているため、今日まで殆ど機能していない。

保険料収入は、2014年度の30.5兆円から例えば2023年度には44.1兆円、運用収入は、同様

図表2 2014年財政検証における厚生年金財政の収支

年度	収入計							支出計	収支
	収入計	保険料収入	(名目賃金 上昇率、%)	国庫負担	運用収入	(利回り、 %)	その他 収入		
2014	42.5	30.5	(1.0)	9.5	2.3	(1.3)	0.2	46.6	-4.1
2015	45.1	31.7	(2.5)	9.9	3.2	(1.9)	0.3	48.0	-2.9
2016	47.3	33.2	(2.5)	10.2	3.6	(2.2)	0.3	49.2	-1.8
2017	49.8	34.8	(3.6)	10.4	4.3	(2.6)	0.3	50.1	-0.3
2018	52.3	36.3	(3.7)	10.6	5.1	(3.1)	0.3	50.7	1.5
2019	54.8	37.8	(3.8)	10.8	6.0	(3.6)	0.3	51.4	3.4
2020	57.3	39.3	(3.9)	11.0	6.8	(4.0)	0.3	52.3	5.0
2021	59.9	40.8	(3.9)	11.2	7.6	(4.3)	0.3	53.6	6.3
2022	62.5	42.4	(4.2)	11.4	8.5	(4.6)	0.2	54.6	7.9
2023	65.3	44.1	(4.1)	11.6	9.4	(4.9)	0.2	55.6	9.7
2024	66.5	45.5	(2.3)	11.8	9.0	(4.2)	0.2	57.0	9.5

(資料)厚生労働省「平成26年財政検証結果レポート」。

に2.3兆円から9.4兆円となっている。これらは、実勢よりも極めて高い名目賃金上昇率、運用利回りの結果であり2023年度を例にとれば、それぞれ4.1%、4.9%となっている。

財政検証における経済前提は、足もとと長期とでは根拠が異なっており、足もとは内閣府の「中長期の経済財政に関する試算」(平成26年1月20日)の2023年度までの数値がほぼそのまま用いられ、長期(2024年度以降)については社会保障審議会年金部会で検討された数値が用いられている。例えば、名目賃金上昇率は、2023年度の4.1%までほぼ一貫して上昇し、2024年度に2.3%へと急落するシナリオになっている。とりわけ足もとについて、内閣府の数値を用いることで、収支改善効果が顕著になっているのである。

もっとも、内閣府の試算は、TFP上昇率をバブル経済期なみの1.8%に仮定しているなど、合理的根拠に基づくというより、飽くまで安倍政権の経済政策であるアベノミクスの成功を想定した政策目標あるいは期待水準の色彩が濃い。財政検証に向けた作業の過程では、経済前提を検討した年金部会内からもそうした指摘が出つつ、政府全体の整合性への配慮から内閣府の試算を用いている経

緯がある。しかし、見通しと実際の収支に大きな齟齬が生じ、不測の資産売却などとなって利回りが損なわれれば、それは年金被保険者の不利益へと直結する。

よって、少なくとも次の2つの課題がある。

1つは、財政検証において、内閣府試算に捉われることなく、被保険者の利益最大化の観点から、最も蓋然性の高い収支を描き出すことである。GPIFは、単に財政検証結果を受け入れるのではなく、積立金の運用を預かる立場から、乖離が極力少ないような財政検証を厚生労働省に求めなければならない。今回、GPIFと厚生労働省との間でそのようなやりとりがあったのか、やりとりがあったとして、そうした意識のもと今回の財政検証が進められたのかは不明である。なお、より正確な収支を見通すという観点から、日本年金機構の保険料収納の見通しも考慮されるべきである。厚生労働省、GPIF、日本年金機構が一体となってより精緻な収支見直しを作っていくという発想が必要である。

もう1つは、 α と並んで名目値の重視である。今回の財政検証から、 α が前面に出され、名目運用利回りは公表されなくなった(物価上昇率、実質運用利回りが公表されているので計算自体は可能であ

る)。財政検証の対象期間となる100年間という超長期を考えた場合、 α こそが重要なのであって、名目値に意味がないとしても、当面の数年間、あるいは10年間といった足もとの期間においては、利回りの追求などを考えるうえで、名目額が重要なはずである。

おわりに

今後を展望すると、既に述べた通り2017年初頃新たな将来推計人口が公表されれば次期2019年の財政検証作業が視野に入ってくる。併せて、GPIFによる株式の自家運用の是非なども、改めて議論される見通しである。

本稿は、財政検証と基本ポートフォリオの「関係」に着目したため、財政検証、GPIFによる積立金運用それぞれの課題については十分に触れていないが、課題は多く、今後の議論に求められる視点を追加的に2点あげておけば以下の通りである。

1つは、2014年10月の基本ポートフォリオ変更の検証である。既に多方面から指摘があるうえ、本稿で述べたように、根拠が明確とはいえない。市場へのサプライズであったことが示すように、年金の被保険者の理解を得ているとも認めにくい。GPIFによる株式自家運用などの論点に進む前に、

2014年10月の見直しが検証されるべきであろう。リスク指標も、標準偏差によって測られるリスクに替え、下方確率が前面に出されるなど分かりにくくなっており、再度整理が必要である。

そのうえで、損失発生時に、その損失を将来世代につけ回すのではなく、現在の世代で吸収するよう、マクロ経済スライドの見直しあるいは他の仕組み導入といった制度的担保が必要である。基本ポートフォリオ見直しは制度と独立して議論されるのではなく、制度と一体的に議論されなければならない。

2つめは、財政検証の客観性の確保である。とりわけ2014年財政検証は、消費者物価上昇率目標2%などアベノミクスとの整合性が意識されている。もっとも、仮に整合性がとれたとしても、年金の被保険者の利益に必ずしもならないことは既に述べた通りである。2019年の次期財政検証においても、例えば、新三本の矢では、希望出生率1.8人が掲げられているが、それがそのまま財政検証で用いられるのではなく、被保険者の利益を最優先に、飽くまで蓋然性の高いシナリオが追求されなければならない。■

《注》

- 1 参議院予算委員会 2016年3月3日。



GPIFのガバナンスの議論をめぐって

—社会保険制度の民主的統制について—

平川 則男

連合総合政策局長

年金積立金の運用とGPIF

年金積立金は、2014年度現在、約150兆円に上るが、その内、約138兆円はGPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）に寄託されている。そのGPIFは独立行政法人として設立され、業務に関する権限・責任が理事長一人に集中している独任制となっている。この点について厚生労働省は問題意識を持っており、社会保障審議会年金部会の資料において、「(GPIFは、)理事長に意思決定権限が集約された独任制であり、(内部に設置されている)運用委員会は理事長の諮問機関という位置付けに過ぎず、また、運用委員会の委員は全員が非常勤であり、その監視の実効性に限界がある」として、ガバナンス改革の必要性を示してきた。

本稿では、積立金の運用は「専ら被保険者の利益のために行う」と法律で明記されているもの

の、GPIFにおける被保険者の利益の保護とそれを裏付ける当事者参加という民主的統制の仕組みが十分であったのか、ガバナンスの強化議論の経過やその問題について指摘をしていきたい。

社会保険制度の意義と民主的統制

日本の社会保障制度は、社会保険制度が主軸となっているが、この社会保険制度について、平成18年版厚生労働白書において、「共助」との位置づけとされている。「共助」は介護保険などリスクを共有する仲間（被保険者）の負担であり、「自助」には「自分のことを自分でする」ことに加え、市場サービスの購入も含まれる」とされている。そのリスクを共有する場合、どのような方法で合意形成のルールが定められるのか。保険集団内の合意形成のあり方。つまり、民主的統制が課題となるが、判例や審議会などの議論を紹介したい。

ひらかわ のりお

東洋大学社会学部社会学科卒業。専門分野：労働組合、社会保障。1985年6月自治労全道庁労働組合入局、2002年4月DPI障害者世界会議札幌大会組織委員会派遣（～11月）、2003年11月自治労全道庁札幌総支部執行委員（～06年9月）、2006年10月自治労北海道本部執行委員（～08年9月）、2008年8月自治労本部臨時執行委員（～10年12月）、2011年1月内閣官房社会保障改革担当室参事官（～12年3月）、2012年4月自治労本部社会保障局長（～13年8月）、2013年10月連合生活福祉局長、2015年10月より連合総合政策局長（中央常任執行委員）。

①旭川市国保料裁判における民主的統制の

考え方

旭川市国保料裁判として有名な、国民健康保険料賦課処分取消等請求事件は、国保料の減免などが争点とされていたものだが、2006年3月1日最高裁判所大法廷の判決において、社会保険の民主的統制についても考え方が示された。その内容は、「同じ集団に属する被保険者の疾病等によるリスクを当該保険集団が引き受けるものとし、

その費用は法定条件のもとで、それぞれの保険集団ごとに予定された議決機関において民主的に決めるところに委ねることとしているのである」とし、保険集団の民主的統制について見解が示されている。加えて、滝井裁判官の補足意見として、保険者自治に関し、「国民健康保険は住民の一部を加入者とするもので、住民すべてを代表する議会は本来的な保険集団の議決機関とは言えない」との考え方が示されている。社会保険制度における、保険集団内の民主的統制とは何かを問う意見と言える。

②中医協のあり方に関する被保険者(支払側)の位置づけ

2005年7月20日、診療報酬改訂を行う中央社会保険医療協議会(中医協)の在り方について議論していた「中医協のあり方に関する有識者会議」は、「中央社会保険医療協議会の新たな出発のために」を公表した。報告書では、中医協委員の構成員のあり方について、三者構成(公益委員、支払側委員、診療側委員)の意義を再確認し、「保険医療機関等が行う診療報酬に対する対価として公的医療保険から支払う報酬であることから、その決定に当たって保険契約の両当事者の協議を尊重すべきであるという考え方には、一定の合理性があるものと考えられる。三者構成については、これを基本的に維持していくべきである」とされた。ここにも、給付と負担の関係の中で、社会保険制度における議決機関と、支払い側の一員である被保険者としての代表のあり方が整理されてきたと言える。

本来の目的を逸脱した年金積立金の議論

①アベノミクスのための年金積立金の運用

2013年6月、日本再興戦略において「成長を促進する金融、公的・準公的資金の運用等の検討を行う」とされた。これに基づき、政府は内閣官房に有識者会議(公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議)を設置し、8回にわたって議論が行われた。この会議の議論においては、「デフレ脱却を金融面から支援するため

には、公的年金等の資産を有効活用し、成長分野へ振り向けていくことが重要」との意見も強く打ち出された。

2013年11月には、報告書が策定されたが、デフレからの脱却を見据えた運用の見直しとして、「日本経済にいかに関与し得るか考慮」するとしている。また、連合推薦委員の発言により、「被保険者」という文言が盛り込まれたものの「様々な世代や立場の人が含まれる」として、被保険者の概念を曖昧にした内容とされている。更には、年金積立金運用の責任大臣は、厚生労働大臣ではなくあえて「所管大臣」「担当大臣」とされ、公的年金制度からの切り離しも意図されたものとなった。加えて、デフレ脱却を見据え、「金利上昇に備えたりスク管理の資産評価のあり方についても検討し対応すべき」との記載もされ、まさに時の政権を支えるための役割が強調されている。

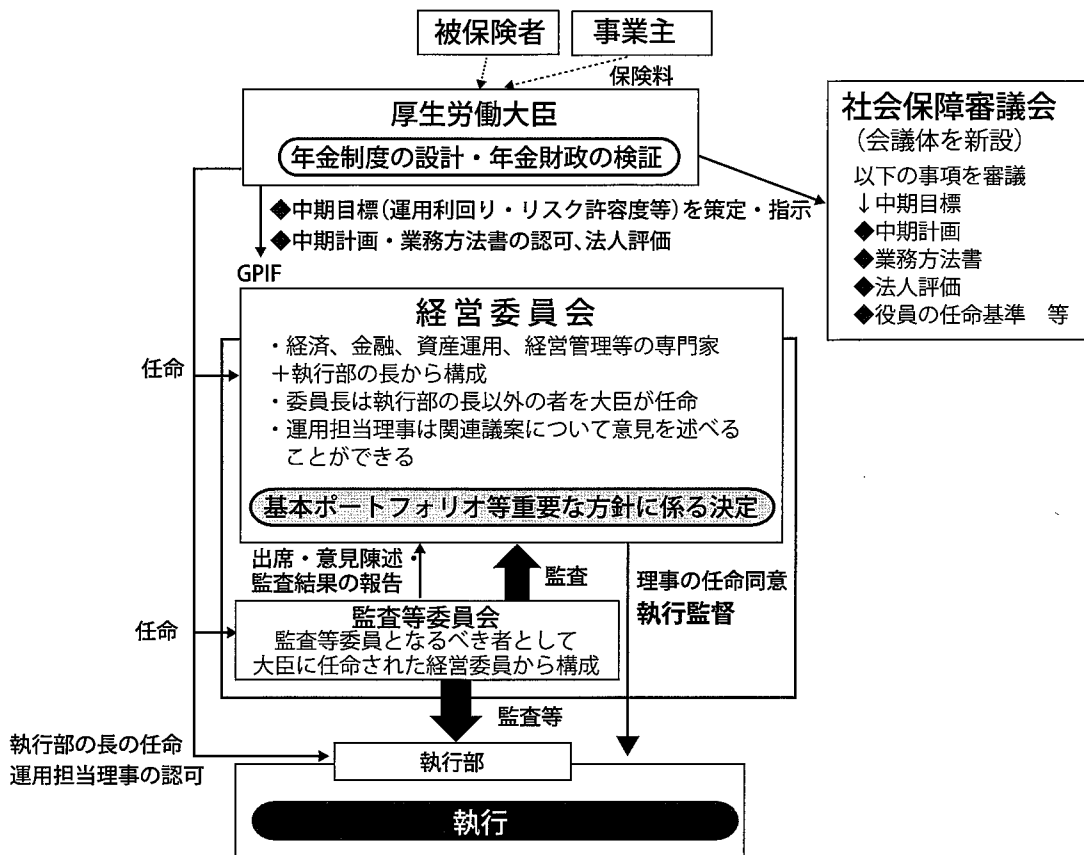
②GPIF運用委員会のポートフォリオの見直し議論

GPIFはポートフォリオの見直しを2014年10月31日に公表した。その内容は、国内債権中心の運用を見直し、株式の割合を大幅に増やすものとなった。

この見直しは、本来であれば財政検証を受けて2015年度に行うものであったのが、当時の田村厚労大臣が、2014年6月3日の閣議後、安倍総理に対し、「財政検証の公表を受けてGPIFに対し基本ポートフォリオの見直し作業を前倒しして実施するよう要請することを報告をした」ということがきっかけとなっている。その公式的な理由は、「長期的に経済がかなり変動はしてきておるということもあります。当然、運用環境も変わってきています(2014年6月6日厚労大臣記者会見)としているが、本当の狙いは別のところにあったものと思われる。

具体的な検討は、GPIFの運用委員会において議論されてきたが、たびたび、アベノミクスを意識した議論、金利は上昇していくとの発言が繰り返されていく。また、株式の割合を高めるポートフォリオの見直しに対して、国民の理解を得られるかという

資料1 GPIFガバナンス強化のイメージ(案)



出所：第32回社会保障審議会年金部会資料（2013年12月25日）

議論も行われた。

第85回運用委員会(2014年10月3日)

- 委員 2008年度の損失は国内債券中心であったため9兆円で済んだわけだが、それを大幅に上回る30兆円という、単年度で発生する可能性のある大きな損失を国民が受け入れるかどうか。年金部会の専門委員会の報告を踏まえるとこのような結果になるわけだが、本当にそれでよいのか。個人的には、国民の感覚とこの議論のギャップを感じざるを得ない。
- 委員 単年度ではそのとおりだが、新しいポートフォリオの場合、リーマンショックを挟んだ10年間で見れば、いずれの候補でも旧ポートフォリオと比較して4～6割運用利回りは向上している。つまり、長い目で見れば、一時的に大きな損失が出てても十分カバーできるということを説明していくのだろう。

しかしながら、新しいポートフォリオの見直しが公表されても、被保険者への十分な説明どころか、不信が高まる事態が生じた。

2014年1月22日のダボス会議において、安倍総理は、「ポートフォリオの見直しを始め、フォワード・ルッキングな改革を行います。成長への投資に貢献することとなるでしょう」と発言。続いて、2014年10月31日、日銀の金融緩和の発表と同時に、株式の割合を大幅に高めるポートフォリオの見直しが公表された。GPIFは、全くの偶然としていたが、それが真実であったとしても、安倍政権による政治介入であり、積立金が経済成長に利用されているのではないのかと、疑念を抱かせることとなった。

加えて社会保障審議会年金部会で、連合の委員が、リーマンショック並みの経済的な落ち込みがあった場合の想定される損失額について明らかにしよう指摘したのに対し、頑なに公表しなかった。公表したのは、2015年1月5日になってから

で、当時の民主党の「GPIFにおける年金積立金運用リスクの想定損失額等に関する質問主意書」に対する回答として、21.5兆円損失する可能性があることが公表された。

③社会保障審議会年金部会における議論

2014年11月4日、社会保障審議会年金部会の下に「年金積立金の管理運用に係る法人のガバナンスの在り方検討作業班」が設置され、2014年12月17日まで6回にわたり議論がされたものの、労使・有識者の強い反対によって「報告書」のとりまとめは行われなかった。また2015年1月23日の第30回社会保障審議会年金部会に「議論の要約」が提出されたが、連合委員と経団連委員が、「運用執行を監督・監視する局面で、被保険者の代表の意思が確実に反映されるガバナンス構造を構築すべき」とする内容を柱とする共同意見書を提出し、これに対して他の年金部会委員からも支持する意見が多く出され、とりまとめには至らなかった。

しかし、厚生労働省は2015年12月8日、約11ヶ月ぶりに社会保障審議会年金部会を開催し、検討事項として、①「ガバナンス体制」、②「運用の在り方」を示し、2016年の通常国会への関連法案の提出を視野に議論が行われた。ガバナンス体制については、年金部会の議論の中で、①複数の者による合議による意思決定の導入 ②意思決定・監督と業務執行の分離（合議制機関が執行部を監督）については概ね合意が得られているとし、論点が示された（資料1）。

連合としては、年金積立金の運用及びガバナンスについて、「年金積立金はだれのもの」というテーマでキャンペーン行動を展開する一方、以下の通り、連合の考え方を整理するとともに、社会保障審議会年金部会で意見反映を行った。

- 保険料拠出者の意思が確実に反映されるガバナンス体制を構築すべきであり、労使をはじめとするステークホルダーが参画する合議制機関（厚労省提案では「経営委員会」）を設置すべきである。

- 合議制機関（経営委員会）の構成員の選任については、拠出者である労使がすべての構成員の選任に関与できるようにすべきである。
- 拠出者の納得性が重要であり、合議制機関（経営委員会）の構成員として拠出者の代表を複数入れ、過半数を労使が占めることを基本とすべきである。
- 合議制機関（経営委員会）の構成員の専門性については、年金財政や年金制度など多様であるべきである。国民に対する説明責任を果たせることが重要であり、ブラックボックス化してはならない。

しかしながら、年金部会では、経営委員会の在り方をめぐり決定的な認識の相違が明らかとなっている。連合の考え方に対して、年金部会の専門委員である、伊藤隆敏コロンビア大学教授（兼）政策研究大学院大学教授は、2016年2月8日の年金部会において、「GPIF改革についての年金部会での議論をまとめるにあたっての意見表明」を提出した。

- 「（経営委員会の構成員について）被保険者及び事業主の立場を適切に代表し得ると認められる団体の推薦する者各1人を含む」という点について、1人ではなく複数人にすべきという意見もあったかと思えます。しかし、「GPIFの運用はもっぱら被保険者のためにおこなう」ということから、「これまで保険料を支払った被保険者（の代表）が運用決定をすべき」、ということは導かれません。第一に、人口が減少していく中で、GPIFは現在世代から将来世代に、世代間不公平性を少しでも和らげるように、年金システムが移行していくのを助けるという役割を担っています。したがって、現在の年金受給者や保険料を払っている被保険者や事業主のみならず、まだ生まれていない世代も含めた将来世代の利益を考えなくてははいけません。

この意見については、被保険者という概念を曖昧にし、「国民」であったり、「まだ生まれていない

世代」という抽象的な概念を持ち出し、運用から被保険者や事業主の代表を排除したい意思が現れている。なぜ、こんなにも被保険者の関与に否定的なのか。伊藤教授は、更に踏み込んで意見表明をしている。

● 高い保険料を払い続けることが予想される現在の若年世代や生まれていない将来世代にとっては、短期的に変動があっても、長期的には高い確率で高いリターンを確保できるようなポートフォリオを選択して欲しいと願っているはず。合議制機関は、このような将来世代の声を代弁できる運用の専門家が多数派を占めるべきです。

結局は、138兆円もの基金の運用は、経済成長のために使うべきであり、そのためには高いリターンを目指していく。具体的な運用は、その道の専門家に任せるべきで、被保険者・事業主の意向は排除すべき、とのことではないだろうか。

なお、第190通常国会において、年金改革法案が提出されたが、残念ながら経営委員会11名のうち、被保険者と事業主が推薦する者は1名ずつとなり、被保険者の意向が十分反映されるものとなっていない。今後は、経営委員会委員を推薦することとなる新しい社会保険審議会の部会の役割や位置付け、また選任あたりの詳細な考え方が課題となる。

GPIFの運営についても、社会保険としての民主的統制の仕組みを

GPIFは、厚生労働大臣から運用を寄託されているだけであり、保険者ではない。そのために、その運営は、あくまで被保険者のために運用益を上げることのみを使命としているのであり、社会保険における民主的統制とは別のものではないかという議論もある。しかし次の点から、この考え方は問題がある。

● GPIFの使命は、「年金事業の運営の安定に資する」役割があり、社会保険制度の一部である。

● 運用については、「専ら被保険者の利益のため、長期的な観点から、年金財政上必要な利回りを最低限のリスクで確保することを目標とする」ことにあり、経済対策に使わないことは当然のこととして、ひたすら高いリターンを確保することが目的ではない。

● 社会保険制度としての公的年金制度は強制加入の保険であり、被保険者と個々の契約関係となっていないことから、運用のあり方についても民主的統制が求められる。

● 強制加入の表裏一体としての保険者運営の民主的統制の仕組みは、十分な説明責任と、その結果としての信頼性が重要である。

現在、政府は、野党からたびたび、ポートフォリオ見直しの結果により大きな損失が生じていることを追及されている。当然、収益は短期的ではなく、長期的な視点から見ていく必要があるが、政府答弁は、残念ながら誠実さを欠いたものとなっている。2016年4月7日の衆議院TPP特別委員会での安倍総理の答弁は「安倍政権発足以降、年金積立金の増加は37.8兆円にもものぼる。ポートフォリオ見直し後も、8.9兆円もある。民主党政権時より遥かに、遥かに上がっている」とし、ひたすら運用利回りを上げることを目標としているかのような内容となっている。また、例年7月上旬に公表している、1月から4月のGPIFの運用結果の公表についても、参議院選挙終了後としており、これも被保険者や国民の不信を招いている。

GPIFは、長期的な視点にたち、政治的な影響力を可能な限り排除しつつ、被保険者や国民から誤解のないよう慎重な運営を行うべきと同時に、社会保険制度としての民主的統制の仕組みを構築すべきである。■

《参考文献》

- 菊池馨実編 (2012.6.25) 『社会保険の法原理』(株)法律文化社。
- 堀勝洋 (2009.4.20) 『社会保障・社会福祉の原理・法・政策』、ミネルヴァ書房。
- 内閣府 (2013.6) 「日本再興戦略」。
- 吉原健二、畑満 (2016.2.20) 『日本公的年金制度史』、中央法規。

公的年金積立金のインハウス運用と GPIF 改革

玉木 伸介

大妻女子大学短期大学部教授

はじめに

多くの年金基金等の機関投資家は、積立金の運用を投資顧問会社等の外部の運用機関に、手数料を払って委託している。「この銘柄を買う」、「この銘柄は売る」という個別の運用判断は、手数料を払って外部のプロに任せているのである。これに対し、年金基金等の職員自らが個別取引の判断を行うのが、インハウス運用（自家運用）である。

我が国の公的年金（国民年金、厚生年金）の積立金を運用する年金積立金管理運用独立行政法人（以下「GPIF」）は、年金積立金の市場運用主体としては世界最大¹であり、資金（2015年末時点で140兆円）の大半は外部に運用を委託している。GPIF法は、株式以外のインハウス運用は許容し、国内債券の一部は実際にインハウスで運用されている。

このGPIFについて、2015年度中、社会保障審議会年金部会（以下「年金部会」）でいくつかの論点に関して議論が行われ、決定機関としての経営

委員会設置（合議制導入）等のためのGPIF法の改正法案（以下「改正法案」）が国会に提出された。同部会では、現在は政府機関による「企業支配」のリスクがあるとしてGPIF法（第21条第1項第1号）で禁じられている株式のインハウス運用の解禁も議論されたものの、結局、解禁は見送られた。

改正法案では、運用についての国民の意識等を踏まえつつ行われる今後の検討の結果必要があると認められるときは、インハウス運用を含めた運用のあり方等について、改正法の施行後3年を目途に必要な措置を講ずるものとされている（改正法案附則第2条第2項）。

年金運用を取り巻く環境とインハウス運用の議論

年金運用は、スイスなど一部欧州諸国や我が国で長期国債の利回りがマイナスになるなど世界的な超低金利の環境下、信用度の高い確定利付債券では十分なリターンが得られないために、“search for yield”（利回り追求）の傾向を強めている。具体的には、株式やオルタナティブ（代替）投資（プライベートエクイティ、インフラ、不動産等）のウェイトを高めていく、ということである。その際に多くの年金基金等が直面する問題は、運用手数料等のコストが非常に高いことと、委託先が年金基金等の長期的利益の増大に向けて真剣に努力しているか否かを監視しその仕事の出来を評価すること

たまき のぶすけ

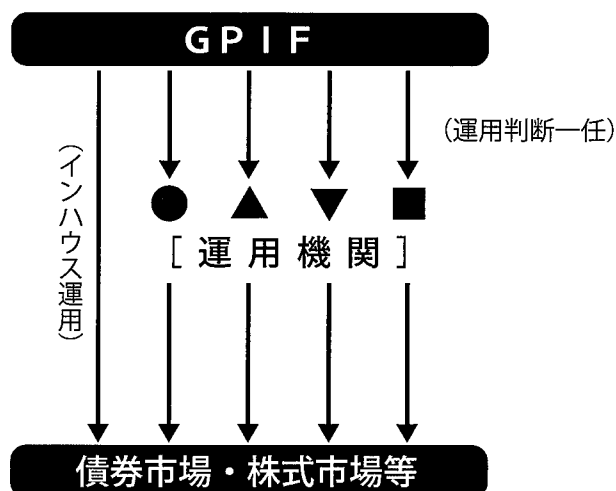
東京大学経済学部卒。ロンドン大学（ロンドンスクールオブエコノミクス）経済学修士。

1979年日本銀行入行。年金積立金管理運用独立行政法人出向等を経て、2011年4月より現職。

著書に、「年金2008年問題」（日本経済新聞社、2004年）。

図 GPIFにおける積立金運用の仕組み

GPIFにおける積立金運用の仕組み



出所：筆者作成。

が難しくなること、の2つである。特にオルタナティブ運用は、しばしば規模が小さいためにコスト高になりやすい他、従来型の運用とは異なる専門性を要することが多く年金基金等に監視や評価のための知識の蓄積が乏しいために、2つの問題がより尖鋭になる。

そこで、外部委託運用を減らしてインハウス運用に移す (insourcing) という流れが生じる²。その狙いは、第一に高コストの委託運用を減らすこと、第二に運用の現場を組織の内部に置いて運用実務に関する知見・ノウハウを蓄積しつつ運用現場の管理を強化すること、の2つである。

このための人的体制整備に向け、海外の主要年金基金等では民間の運用担当者を高給で多数採用している事例 (それでも外部に委託するよりはコストが削減できる) が、カナダのCPPIB (Canada Pension Plan Investment Board) などいくつも見られている。

このように、インハウス運用自体は、年金積立金の長期運用におけるコスト軽減³のためにも十分検討に値するものである。GPIFについても、予断を排して議論する手間を惜しんではならない。しかし、議論に当たっては、以下に述べるような幅広い問題意識を持つことが必要である。

国内株式のインハウス運用に関する社会保障審議会年金部会での議論

上述の年金部会における株式のインハウス運用解禁の議論の際、解禁を求めるGPIFは、運用手数料の削減や直接株式売買を行うことによって市場情報へのアクセスが大きく改善すること等の運用組織としての「力量」向上のメリットを提示した。また、GPIFは既に国内債券のインハウス運用では外部の運用委託先に何ら遜色ない実績を残しているなど、技術的な壁も高くないという説明もした。これらはいずれも、説得的な議論である。民間の年金基金のインハウス運用であれば、論点として網羅的であったと言っていいだろう。

しかし、企業支配のリスクに関する誰もが納得する処方箋は、得られなかった。GPIFが相当大量の国内株をインハウスで運用する可能性がある以上は、企業支配のリスクも大きいはずであって、その処方箋抜きでは、株式のインハウス運用を解禁すべしという政策提言は完結しえない⁴。

また、年金部会では、インハウス運用は一部にとどまっても、GPIF自身が議決権行使において賛成 (または反対) した事案に関して運用委託先は異なる対応をしにくいのではないか (外部委託の分も

含めて、議決権行使が一つの方向にまとまってしまうのではないかと、という懸念も示された。

更に、株式のインハウス運用に踏み切れば、GPIFは「投資先の日本企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な『目的を持った対話』(エンゲージメント)などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンを拡大を図る責任」(スチュワードシップ責任)を直接負うことになる。広範な権限を有する政府の一部であるGPIFが行う「エンゲージメント」が企業支配や民間経済への過度の影響力に結びつかないか、という指摘も出た。

政府機関であるGPIFが株主になった時に起きること

もとより、年金部会での議論が、株式のインハウス運用を解禁したら直ちに政府による企業支配や経営への影響力が過大になるという具体的かつ差し迫ったリスクを念頭において行われたということではない。しかし、政府機関が、株主という市場の「プレーヤー」として、株式の「所有」に淵源がある議決権という「力」を持つ場合には、新たな「力」を手に入れた政府は何をしようとするか、についてイマジネーションを働かせる必要がある。

もし、将来の厚生労働大臣が、主務大臣としての権限をちらつかせてGPIFに圧力をかけ、その保有株式の議決権を活用して賃上げの促進や雇用慣行の変更を実現しようという意思を持った場合、この大臣は、国会の議決も予算措置も要らない大変便利で強力な政策手段を持ってしまう。近年の事例で言えば、高年層の継続雇用や定例給与の引上げ等の政策目的達成の手段のリストに、議決権という強力なものが加わる可能性がある、ということだ。そうなった場合の厚生労働大臣をいかにgovernしていくのか、という問題設定が必要になるだろう。

GPIFの「政府からの独立」に関する「そもそも論」と諸外国の工夫

株主となった政府機関をどうgovernしていくかという問いに対する答えとしてしばしば提示されるのが、運用組織の政府からの独立である。だが、GPIFなど独立行政法人は名称に反して政府からの独立性は低い。例えば、「中期目標」(何を達成するか)は主務大臣が決定して独立行政法人に下すものであり、この目標を達成するための「中期計画」(どう達成するか)も主務大臣の認可を要する。改正法案ではGPIFの理事長も経営委員も厚生労働大臣の任命であり、また、厚生労働大臣はGPIF法第27条5により、まず拒むことのできない要求をGPIFに出すことができる。厚生労働大臣の真下にあると言ってもいい組織形態なのである(改正法案が成立して合議制になっても、独立性が格段に強まるということではない)。

では、GPIFが政府から独立するとは、そもそも、どういうことか。長期的なリターンを高めて年金財政に貢献することを唯一のミッションとして法定しつつ、業務遂行上の自主性が確保された組織にすることだ(透明性は最大限まで高める)。そうなれば、GPIFはあたかも民間主体のように、運用のリターンを求めることに専念するだろう。議決権を行使する際にも、「政策的あるいは政治的な目的」が介在する余地はなくなると期待できる。

独立性のレベルが上がるにつれ、GPIFの運用内容・資産構成割合やエンゲージメント、議決権行使の判断に関する厚生労働大臣の権限や責任は減じていく。こうなることが良いのかどうか、という「そもそも論」がまず必要である。

諸外国を見ると、対応ぶりは実にさまざまである。米国のSocial Security Trust Fundは、外部への委託運用を含めて、一切の民間資産(株式その他、社債等を含む)への運用を行っていない(全額を非市場性国債で運用)。

ノルウェーのGovernment Pension Fund Globalは、石油収入が源なので年金基金というよ

りはソブリン・ウェルス・ファンドであるが、GPIFに次ぐ規模の投資家である。株式を大量に保有しているが、国外企業に限定している。国外においては、ノルウェーという小国の政府は一機関投資家に過ぎない（権力体ではない）から、議決権を行使してもあまり大きな問題は生じない。

カナダは、CPPIBを連邦政府から徹底的に独立させている。独立性を担保するために、理事会メンバーの選任権限を連邦政府と州政府に分散させ、特定の政治勢力がCPPIBに大きな影響を持つことがないようにしている。カナダのやり方は、分権的な連邦制国家という国情に合ったものだ（集権的な日本では、政府の持つ力を分散する受け皿がないので、カナダのやり方はまねしにくい）。

アイルランドのNational Pensions Reserve Fund (NPRF)は、かつては“strictly commercial investment”を標榜して運用益獲得一本槍であった。しかし、金融危機時に大手銀行への資本注入資金の調達難に直面した政府は、法律を改正して財務大臣がNPRFに大手銀行の優先株等の購入を指示できるようにした。更に、残った資金についても、Ireland Strategic Investment Fund (ISIF)という政策金融機関に投じられようとしている。資金の性格が大きく変えられてしまって、もはや年金基金の面影は乏しいと言ってもいいだろう。

今後の議論の方向性

これまでのところ、GPIFの株式運用が企業支配の弊害をもたらしたわけではないし、GPIFに対して企業経営に容喙しろという圧力がなかったこともない。その理由は、第一に、これまでは政府あるいは政治家がGPIFの株式運用を政策的あるいは政治的な目的達成に「活用」しようという強い意思を持たなかったし、厚生労働省もGPIFも、民間の経済に大きな影響を与えないようにすることが適切、という考えで一貫していた。第二に、年金財源である積立金には国民の目が光り、国民にすっきりと説明できないことは、そもそもやりようがなかった。

他方、日本経済は、機関投資家のスチュワード

シップ責任のよりの確な遂行を通じた経済効率と生産性向上を強く必要としており、GPIFは「被保険者の利益のため」にも、最大の機関投資家としてのスチュワードシップ責任を、外部の運用委託先とともに、政府機関の立場からの確に果たしていかなければならない。

こうした状況下で、今後どういう議論を重ねていくべきか。インハウス運用によってGPIFの「力量」が増す、という道筋は比較的明確であるので、残る議論は実務的なものである。他方、企業支配に関する論点は、やや大げさに言えば我が国の経済「体制」の基本に関わるものであるので、理念の次元からの積み上げが必要だ。特に、企業支配の概念規定（防ぐべき企業支配とは何か）を明確にすることは欠かせない。これほど多くの株式を持つGPIFに関し、外部の運用委託先との共同作業であるスチュワードシップ責任の遂行と企業支配の境目を明確にしておくことは、インハウス運用の解禁の議論を建設的に行う上で不可欠である。

同時に、企業支配の防止のための独立性についても、議論の整理が必要だ。改正法案には合議制導入が盛り込まれているが、合議制になっても政府との関係は基本的に同じである。独立性を有意に高めるとするならば、独立行政法人という組織形態から外れるという選択肢を用意しなければならない。また、「なぜ独立性を高めるのか」、「独立した新組織に何が期待されるのか」という「理念」の議論が不十分なまま進むと、出来上がった組織の運営の指針が定まらず、国民による監視も行き当たりばったりになってしまう。

賦課方式の年金保険制度の安定のためには、国民が制度に対して素朴な信認を持つことが必要であり、積立金の運用がガタガタして信認が揺らぐことは大きな損失だ。積立金運用に関する国民への有効な説明を行えるような議論の積み上げが必要だろう。■

《注》

- 1 世界最大の年金基金は、米国のSocial Security Trust Fund（運用残高は2016年4月末で2.8

- 兆ドルと、GPIFの約2倍)であるが、全額が非市場性の連邦政府国債に運用されて、市場では運用されていない(株式運用は皆無)。
- 2 OECDのAnnual Survey of Large Pension Funds and Public Pension Reserve Funds 2014及び同2015は、OECD諸国の年金基金(民間及び公的)は、従来からの伝統的資産(市場性の高い債券や株式。特にパッシブ運用)のインハウス運用に加え、プライベートエクイティやインフラ等のより複雑な判断を要する資産についても、コスト削減のためにinsourcingや他の投資家と連携したco-investingを進めていると、指摘している。
 - 3 コスト削減は、コスト控除後のリターン改善のためばかりでなく、被保険者のためにできることはすべてやるという姿勢を見せることで公的年金保険制度に対する国民の信認を確保していくという観点からも、重要である。
 - 4 なお、議決権を巡る問題に関し、「GPIFは、受託者(fiduciary)として、株式投資家としての長期的な利益のために議決権を行使するはずだから、企業支配のリスクなど考える必要はない」という指摘があるとするれば、これは「会計基準があれば経営者は正しい財務諸表を作成するはずだから、会計監査の必要はない」という指摘と同様、誤りである。
 - 5 (特に必要がある場合の厚生労働大臣の要求)
第二十七条 厚生労働大臣は、年金積立金の安全かつ効率的な運用を行うため特に必要があると認めるときは、管理運用法人に対し、管理運用業務に関し必要な措置をとることを求めることができる。
2 管理運用法人は、厚生労働大臣から前項の規定による求めがあったときは、正当な理由がない限り、その求めに応じなければならない。

