

## 公的年金積立金運用の基本的な考え方について

一橋大学大学院経済学研究科 齊藤 誠

### 要旨

公的年金の株式保有は、年金資産と年金債務を一体として管理していく ALM 的な観点からも、マクロ的なリスク・シェアリングの観点からも、積極的に正当化することができる。厚生省の「年金積立金の運用の基本方針に関する研究会」報告で運用方針として示された基本ポートフォリオでは、これらの 2 つの観点がいっさい考慮されていない。また、当面の課題として財投債の保有を強く要請されていることから、現行の方針では、効率的なポートフォリオに比して株式保有が過小で、債券保有が過大なポートフォリオが組まれる可能性が高い。その結果、インフレーション・リスクや労働生産性ショックに対して脆弱な資金運用になりかねない。

一方では、公的年金の株式保有は、コーポレート・ガバナンスの観点からは決してのぞましいとはいえない。また、現行の株式市場や債券市場は、きわめて大規模な機関投資家である公的年金の売買執行を十分に消化できるほどの制度的な基盤が整備されていない。こうした問題点を克服するためには、公的年金システムの改革、財投債発行条件の多様化や財投債貸借市場の創設、債券・株式取引システムの革新といった面で、制度的な整備が必要となってくる。

さらに、公的年金の運用多様化に関しては、マクロ経済学的なベネフィットとミクロ経済学的なコストのバランスをとっていく上で公的年金の説明責任とガバナンスが重要な課題となってくる。

## 0．はじめに

本稿は、2001 年度から実施されている公的年金積立金の自主運用に関する理論的、実際の観点から重要となってくる問題を展望していく。公的年金の資産運用については、後述する厚生省の「年金積立金の運用の基本方針に関する研究会」の報告書が一定の方針を示した。しかし、同報告書の運用方針をめぐっては、かならずしも学術的、実務的に十分な議論が展開されてきたわけではなかった。本稿では、公的年金積立金の運用に関するマクロ・ミクロ経済学的な論点を簡潔に整理しながら、どのような 이슈が、理論的、実際に重要となってくるのかを指摘していきたい。

第 1 節で議論していくように、年金資産と年金債務を一体として考える ALM (asset liability management) 的な観点からみれば、公的年金の株式運用に意義が認められる。年金債務の変動要因は、基本的には貨幣賃金の変動をもたらすインフレーション・リスクと労働生産性に対するショックである。インフレーションや労働生産性の変動に収益率が連動している株式を組み込むことは、年金債務に内包されるリスクをヘッジしていく役割を担うことができる。年金債務のリスク特性に応じて最適な株式の組み入れ率を算出することは、理論的にも、実際的にも可能である。

また、マクロ経済学的な観点からみても、公的年金の積立金運用に株式投資を組み入れることは積極的に評価することができる。さまざまな要因から株式市場への参入制約があり、限られた範囲の投資家しか株式投資を行っていない現況では、公的年金の株式投資が経済全体のリスク・シェアリングを促進する可能性がある。特に、タイム・ホライズンが限られ、危険回避度が高いにもかかわらず、株価リスクを過度に引き受けている高齢者から、タイム・ホライズンが長く、時間分散を行う余裕がある若年者層にリスクを移転することによって、両世代の経済厚生を高める可能性がある。

しかし、前述の「年金積立金の運用の基本方針に関する研究会」が示した基本的な考え方には、ALM 的な観点も、マクロ的なリスク・シェアリングの観点も基本的には考慮されていない。研究会報告では、年金債務の名目価値の時間的な変動からまったく切り離して年金資産運用のあり方を検討している。あらかじめ想定した年金債務の規模を達成するために、株価リスクや為替リスクを引き受ける見返りとしてリターンをレバレッジするという側面からのみ、株式投資や国際分散投資が考慮されている。

リスクを回避するイミュナイゼーションの分類からいうと、研究会報告が依拠している立場は、年金資産と年金債務の共通リスク要因を加味した ALM 的なバンク・イミュナイゼーション (bank immunization) ではなく、年金債務の名目目標額を達成するという点でプランニング・ペリオッド・イミュナイゼーション (planning period immunization) といえる。

より具体的には、株式投資の組み入れ率の基本的な決定が、あらかじめ固定的に想定された年金債務名目価値を下回ってしまう確率をある水準にとどめるという観点からなされている。いいかえると、運用目標額を固定した上でバリュー・アット・リスク (Value at

Risk, VAR) の考え方を公的年金積立金運用に適用していることになる。しかし, ALM 的な観点やマクロ的なリスク・シェアリングの観点を無視し, 年金資産側のリスクとリターンの関係のみを考慮して導出した株式保有比率は, 最適な水準に比して過小になっている可能性が高い。

こうしてみると, 研究会報告は, 年金積立金の運用に関する理論的な根拠がかなり希薄であるといえる。同時に, 当面必要となってくる年金積立金の運用方針の実際的な指針としても, いくつか考慮すべき問題がある。第 3 節では, 財投協力として保有が要請されている財投債の運用のあり方や, 債券・債券市場のマーケット・マイクロストラクチャーの側面から公的年金の資産運用のあり方を議論していく。第 4 節では, 公的年金の株式保有がコーポレート・ガバナンスに与える影響について考察を行う。

公的年金の株式投資は, マクロ経済学的なリスク・シェアリングの観点からは容易に正当化できる一方, コーポレート・ガバナンスやマーケット・マイクロストラクチャーといったミクロ経済学的な観点からはさまざまな問題を抱えている。最後に第 5 節で議論していくように, 公的年金基金は, そうしたマクロ的なベネフィットとミクロ的なコストの間でバランスをとっていく上で, どのような基本的な考え方で両者を比較考慮したのかを説明する責任を果たしていくことが不可欠である。その意味では, 公的年金のガバナンスこそが, 公的年金の積立金運用が直面しているもっとも重要な課題といえる。

## 1. 公的年金の株式投資に関する理論的なインプリケーション

### 1 - 1 ALM 的な観点からの株式投資

公的年金基金を債務と債権を一体とした金融勘定と考えると, そのリスク管理は, まずもって ALM (asset liability management) の観点から行うことが自然であろう。年金債務の名目価値を変動させるリスク・ファクターには, 名目賃金に影響を及ぼすインフレーションや技術進歩などに起因する労働生産性の変化が含まれている。こうしたリスクを内包する年金債務に対しては, 同じリスク・ファクターに起因する資産を保有することによって, ネットで年金勘定のリスクをヘッジしていくことが求められる。

クーポンや元本が名目ベースで確定している固定利付債券の運用は, インフレーション・リスクや生産性ショックをヘッジしていく手段として不適切である。インフレーションや生産性の増大が期待インフレ率や実質金利を通して名目金利を引き上げると, 年金債務の増価に対して債券価格が下落してしまうからである。特に, 保有債券が長期債であるほど, 年金債務価値の変化と年金資産価値の変化との間には乖離が生じ, 年金勘定のネットでの価値変動が顕著になる。

上述のインフレーション・リスクや生産性ショックをヘッジするためには, 次のような運用手段を考慮する必要がある。

- ・ **債券ポートフォリオの多様化**：変動利付き債や物価連動債を組み込むことでインフレーション・リスクをヘッジする。
- ・ **株式ポートフォリオの組み込み**：株式投資は、インフレーションや生産性の変動が株価変動にある程度反映されることから年金債務側の名目価値の変動を有効にヘッジする手段となる。
- ・ **国際分散投資**：グローバルに資産を分散投資しておくことで、国内的な要因から生じるインフレーションや労働生産性の変動をヘッジすることができる。

こうした ALM 的な観点からは、公的年金の資産サイドにおける債券ポートフォリオの最適なデュレーションや、株式投資や国際分散投資の最適な組み入れ比率が、年金債務に内包されているインフレーション・リスクや労働生産性ショックの特性によって基本的に決定される。

## 1 - 2 公的年金のリスク・シェアリング機能

近年の米国の公的年金運用をめぐる経済学的な議論においては、ALM 的な観点とは異なった側面から公的年金の株式投資を積極的に評価する議論が展開されるようになった。

米国の公的年金は賦課方式で運営されてきたので、そもそも「年金資産を運用する」という発想はなかった。しかし、ベビー・ブーマー世代が引退期に近づくにしたがって、公的年金の積立と給付のタイミングに大きなずれが生じ、年間の資金繰りの範囲を超えた多額の基金が発生するようになった。それでも、基本的には公的年金は賦課方式運営であるという認識が定着してきたことから、積立と給付のタイミングのずれで生じた基金をさまざまな投資手段によって積極的に資産を運用しようとする考え方はあらわれなかった。その結果、基金の全額が非市場性の米国債で運用されてきた。

米国において公的年金に積極的な資産運用を導入することが検討されはじめたのは、ベビー・ブーマーが引退して、公的年金に彼らへの給付義務が生じたときに、公的年金が深刻な資金不足に見舞われるということが懸念されはじめたからである。

クリントン政権は、こうした事態に対して、当時発生していた連邦政府会計の財政黒字分を公的年金基金に組み入れるという対策とともに、株式投資や国際分散投資によって平均的なリターンを向上させて資金不足を回避するというオプションが検討されるようになった。ブッシュ政権のもとでは、財政黒字分は基本的に減税原資とすることが基本方針とされたことからこの対策は放棄されたが、このオプションについては引き続き検討されている。

以上のような公的年金をめぐる経済的な情勢が、公的年金の株式運用について経済学的な考察が展開される契機ともなった。特に、公的年金の株式運用が経済全体のリスク・シェアリングのあり方を変化させ、ひいては株価、とりわけ、株式の期待収益率が安全利子率を超過する分に相当するエクイティ・プレミアムへも影響を与える可能性があること

から、消費・貯蓄決定や資本蓄積の側面まで含めた問題についてマクロ経済学的な考察がなされてきた。

公的年金の株式投資がマクロ経済のリスク・シェアリングを大きく変化させてしまう可能性があるのは、さまざまな理由によって、多くの投資家が株式市場への参加を制約されているからである。いいかえると、限られた範囲の投資家だけが株価リスクの源泉であるアグリゲートなショックを引き受けている現況では、公的年金の株式投資によって事実上広範な投資家が株式市場に参加することで経済全体のリスク・シェアリングが大きく変わってしまう可能性がある。

Diamond (1997)や Diamond and Geanakoplos (1999)は、各期、各期、若年層と老年層の二世代からなる世代重複モデルのフレームワークで、株式保有に世代間で偏りがあるケースを考察している。具体的には、若年層は株式を保有せず、老年層だけが株式に投資を行っている。その結果、若年層は実質賃金の変動を引き受ける一方で、老年層は株価の変動リスクを引き受けている。また、この設定では、運用のタイム・ホライズンが短い分だけ、老年層の方が危険回避的な度合いが高い。

Diamond 達は、上のようなマクロ経済に対して次のような賦課方式の確定給付型公的年金システムを導入している： 老年層にはあらかじめ額の確定した額の給付を行う、公的年金で株式運用をする、株式運用収益率の低下で給付原資不足が生じた場合には、若年層への所得税によって調達する。

Diamond 達の理論モデルでは、こうした公的年金の導入によって、それまで老年層だけに集中していた株価変動リスクを、危険回避度が相対的に低い若年層の方にもある程度転嫁することができるようになることから、経済全体でみると世代間のリスク・シェアリングが向上することを明らかにしている。同時に、各世代でライフ・サイクルを通じた経済厚生が改善する可能性が示されている。

公的年金の株式投資は、経済全体のリスク・シェアリングを促すばかりではなく、リスク・シェアリングが改善した結果として、株価リスク 1 単位あたりを引き受けることの対価であるエクイティー・プレミアムを引き下げる可能性もある。仮に、こうしたメカニズムを通じてエクイティー・プレミアムが変化すれば、企業のアグリゲートなリスクを伴う実物資産への投資水準も変化し、その裏側では家計の貯蓄・消費配分にも変更が生じるかもしれない。

Abel (2000)は、株式投資に固定費用が生じるようなケースを想定しながら、世代内で資産水準に応じて株式保有に偏りが生じるケースを考慮している。すなわち、高所得者層のみが株式市場に参加している。

こうした状況において積立方式の確定拠出型公的年金を導入すると、それまで株式市場に参加できなかった低所得者層が、公的年金勘定を通じて安全資産のショート、株式のロングのポジションをとることによって、リスクを加味しても平均的な運用収益を向上させることができる。

安全資産への需要が低下して、株式への需要が高まることから、エクイティ・プレミアムは低下する。また、公的年金における運用収益の向上で生涯所得が増加する低所得者層は貯蓄を減らし、消費を増やす。Abel のモデルでは、経済全体でも、消費が増加し、資本蓄積が鈍化することが導き出されている。

Diamond 達のモデルと Abel のモデルでは、株式保有状況に偏りが生じている状況も異なっており（前者が世代間格差、後者が所得階層間格差）、導入が想定されている公的年金のシステムも対照的であるが（前者が賦課方式の確定給付型、後者が積立方式の確定拠出型）、公的年金の株式保有がマクロ的なリスク・シェアリングを向上させるという分析結果は共通している。

これまでに議論してきた理論的インプリケーションに基づけば、公的年金の株式運用は、ALM 的な観点から年金債務のリスク・ヘッジ手段として意義があるばかりではなく、株式市場に顕著である参加制約を緩和し経済全体のリスク・シェアリングを向上させるという意味からも、積極的に正当化することができる。

## 2. 「年金積立金の運用の基本方針に関する研究会」報告について

冒頭でも指摘したように、厚生省が 2000 年 12 月に取りまとめた「年金積立金の運用の基本方針に関する研究会」報告では、平均的な運用利回りの向上による年金資産のてこ入れという観点から公的年金の株式保有が根拠付けられている。

同研究会の年金積立金運用に関する考え方の大きな特徴は、年金債務価値の時間的な変動からまったく切り離して年金資産運用を考えているところにある。具体的には、年金債務価値の時間経路をあらかじめ名目ベースで固定化した上で、年金資産全体の運用が、こうして想定された年金債務を賄うのに十分なのかどうかという観点から、公的年金の株式運用が検討されている。

それぞれの運用手段の保有比率を導出するにあたっては、ある将来の時点に関して、あらかじめ想定された当該時点の年金債務価値を、同時点の年金資産が下回ってしまう確率を一定の範囲に抑えるという Value at Risk (VAR) 的な手続きに基づいている。その際に、各運用手段の平均収益率についてはリスク・プレミアム分を機械的に積み上げ、収益率に関する資産間の分散・共分散については過去のデータから計算されたものを用いている。

こうして算出される資産保有比率は、将来のどの時点を想定するのか、債権価値が債務価値を下回る確率をどれだけの水準に設定するのかに大きく依存してくる。同報告書では、10 年後に過渡的な時期を終え安定期に移行した時点の年金債務額を想定しながら、各資産の保有比率を算出している。

リスクを回避するイミュナイゼーションの分類からいうと、同報告書が依拠している立場は、年金資産と年金債務の共通リスク要因を加味した ALM 的なバンク・イミュナイゼ

ーションではなく、年金債務の名目目標額を達成するという点でプランニング・ピリオッド・イミュナイゼーションといえる。

同報告書では、上述のような VAR に基づいた計算手続きによって導出された基本ポートフォリオの保有比率を以下のように定めている。

国内債券	60%から 76%	平均 68%
国内株式	6%から 18%	平均 12%
短期資産		5%
外国債券	2%から 12%	平均 7%
外国株式	3%から 13%	平均 8%

報告されている資産保有比率に幅があるのは、保有比率を厳密に維持しようとするとかえって運用コストがかさんでしまうことに配慮しているとともに、若干のアクティブ運用について入替を考慮しているからである。

こうしてきて明らかなように、同報告書では、公的年金の株式保有については、ALM 的な観点やマクロ的なリスク・シェアリングの観点から根拠付けられているわけではない。第 1 節でも述べたように、年金資産の変動と年金債務の変動を完全に切り離して公的年金の資産運用を考えることは、かならずしも合理的とはいえない。公的年金債務の変動との関連において公的年金資産の運用を考えなければ、年金資産全体のリスクをネットでヘッジすることはできないからである。たとえば、ある要因（インフレーション）によって年金債務価値が上昇した時に、同じ要因によって年金資産価値が増価するような運用をしておかなければ、年金基金には損失が生じてしまう。

公的年金債務の時間的な経路をあらかじめ固定化した上で VAR 的な手法によって株式保有比率を算出すると、インフレーション要因や生産性変動要因から株式収益と年金債務が相互に連動してリスクがヘッジされるという側面が無視されてしまうために、株式保有比率は過小に評価されてしまう可能性がある。逆にいうと、インフレーション・リスクのヘッジに対して有効に対処できない債券ポートフォリオの保有比率を過大に評価してしまうことになりかねない。

また、第 1 節で議論してきたように、公的年金の株式保有がマクロ的なリスク・シェアリングを向上させるという側面がまったく考慮されていないと、公的年金の株式保有のマクロ経済学的な効果が過小評価され、VAR 的な手法に基づいて算出された株式保有比率が最適な保有比率を大きく下回ってしまう可能性もある。

きわめて実際的な観点からみると、ALM 的な側面やマクロ的なリスク・シェアリングを考慮していない同報告書が提案している株式保有比率については最適な保有比率の下限値、債券保有比率については最適な保有比率の上限値として解釈することが妥当なのかもしれない。

同研究会が打ち出している基本的な考え方を長期的に望ましい姿として、当面の運用体制を「長期的に望ましい状態」への移行期と位置付けることは、理論的な根拠がきわめて薄弱であるといえる。同報告書の運用方針を実際的に採用すると、株式投資が過小に債券投資が過大になった資産ポートフォリオのために、公的年金勘定がインフレーション・リスクや労働生産性ショックに対して脆弱になってしまうであろう。

しかし、後に指摘していくようにリスクとリターンを加味した資産価格決定理論的な発想とはまったく異なる観点であるコーポレート・ガバナンスの面では、公的年金の株式保有には深刻な弊害もある。当面の債券運用については、後述する財投協力で債券ポートフォリオの保有比率が過大になってしまう可能性も無視できない。また、公的年金の資産規模が巨大であることから、マーケット・マイクロストラクチャー的な観点も重要となってくるであろう。以下では、公的年金運用が実際に直面するであろう当面の課題と、長期的に重要となってくる課題を考えていきたい。

### 3．当面の資産運用のあり方について

本節では、当面の課題として実際上の対応に迫られる問題を箇条書き的にリストアップしていきたい。ここで指摘していく点のほとんどは、公的年金資産がきわめて大規模であるという側面から派生している。

より具体的には、通常の民間機関投資家のファンドに比べて、きわめて大規模な公的年金のファンドでは、

- ・ 金利リスクや株価リスクのヘッジ
- ・ 取引コストを節約しながら目標ポートフォリオからのずれ（トラッキング・エラー）を最小化する運用
- ・ 証券売買に伴う執行リスクの回避

がいっそう困難となる。したがって、以下に指摘していくように、公的年金の運用体制の整備ということが、危急の課題となってくるであろう。

#### 3 - 1 債券運用における財投協力のあり方

第2節でも指摘してきたように、「年金積立金の運用の基本方針に関する研究会」報告に定めている基本ポートフォリオは、債券保有比率が過大になって、インフレーション・リスクや生産性ショックに対して脆弱になる可能性が高い。また、当面の課題として、財投協力の観点から公的年金が財投債や財投機関債の保有を要請されているという事情からも、債券保有が過大となって、金利リスク管理がいっそう難しくなる可能性がある。そう



した点を踏まえると、債券運用に関しては以下の諸点に留意すべきであろう。

債券ポートフォリオ全体の組み入れ比率は、年金債務のリスク特性から基本的に決定すべきである。第 2 節でも指摘してきたように、名目ベースで年金債務総額の時間的な経路をあらかじめ固定するという想定では、債券ポートフォリオの組み入れ比率を合理的に決定することはできない。現行の方式で導出した基本ポートフォリオでは、債券運用がインフレーション・リスクに対してヘッジ機能がないという側面が無視されていることから、債券保有比率が過大に算出されてしまう可能性が高い。

公的年金の債券保有については、財投機関改革に伴って発行される財投債や財投機関債を引き受けることはやむをえないものとしても、機関投資家の立場から年金資産価値を保全するという側面から、政府に対して引き受け条件の多様化を積極的に要求していく必要がある。

公的年金の債券運用にあたっては、デュレーション管理を通じて債券ポートフォリオの金利リスクを管理していく必要がある。しかし、公的年金基金の規模を考えると、予期せざるインフレーションの上昇で名目金利が上昇し、固定利付き長期債券価格が下落するリスクを、民間市場のキャパシティーで提供されているスワップ契約や金利派生商品でヘッジすることはほとんど不可能であろう。

そこで、公的年金としては、財投債や財投機関債の発行条件多様化によって金利リスクを軽減する措置を政府に求めていく必要がある。特に、償還期間の多様化（中期債の発行）や、変動利付債券や物価連動債の発行は、インフレーション・リスクを回避する上できわめて重要な運用手段となる。

マクロ経済学的にみると、財投債や財投機関債の発行条件多様化は、予期せざるインフレーションによって大規模な所得再分配が生じることを未然に防ぐとともに、政府や中央銀行の側にインフレーションを引き起こすインセンティブを弱める効果がある。

公的年金の財投債運用は、**buy and hold** が基本となることから、財投債市場における流通量が極度に低下して、市場流動性の劣化、ひいては財投債価格形成にゆがみが生じてしまう可能性がある。そうした問題を回避するために、財投債貸借市場を創設し、公的年金の運用機関が貸借市場で財投債の貸し手としての役割を担う必要がある。

財投債貸借市場を創設すれば、財投債がファンダメンタルズに比して割高になった場合に、公的年金そのものが売り手に回らなくても、公的年金から財投債を借り受けて空売りをする投資家を財投債市場に呼び込むことができる。また、公的年金基金にとっても、財投債の貸出は貸借料収入によって運用収益を改善するメリットがある。

### 3 - 2 株式保有について

第1節でも議論してきたように、ALM 的な観点からも、マクロ的なリスク・シェアリングの向上からも、公的年金の株式保有を理論的に正当化することができる。株式を実際に運用していくに際しては、以下の事項を検討する必要がある。

債券ポートフォリオと同様に、株式ポートフォリオの組み入れ比率は、基本的には、年金債務のリスク特性から決定すべきである。第2節で述べたように、年金債務総額をあらかじめ名目ベースで固定してしまっている現行の算出方式では、株式ポートフォリオの組み入れ比率を合理的に決定することができない。

公的年金の株式保有はインデックス運用が基本となるが、株式売買の取引コストを節約しようとするとは不可避的に生じてしまうトラッキング・エラー（実際の株式ポートフォリオ価値と採用した株式インデックスとの乖離）をどのように回避していくのかが重要な課題となる。

仮にアクティブな運用を組み入れる場合には、第三者機関にパフォーマンス評価を依頼する必要がある。

### 3 - 3 株式売買の執行リスク

執行される株式売買が大規模になる機関投資家の株式運用にとっては、従来型の取引所取引はかならずしも望ましくない。いくつかの要因から、取引所取引では、機関投資家の売買執行リスクがかえって高くなってしまう可能性がある。売買規模がきわめて大きくなる公的年金にとっては、こうした取引システム上の問題がいっそう深刻である。公的年金の取引執行リスクを低下させるためには、以下の点を考慮すべきであろう。

公的年金の株式運用にあたって潜在的に大きな問題となるのは、ポートフォリオのリバランスに伴う株式売買規模がきわめて大きく、株式市場の需給を攪乱させ

てしまうことである。具体的には、公的年金からの売りがいっそうの株価下落をもたらす、買いが必要以上の株価上昇をもたらす可能性がある。公的年金側からみれば、割安な売り、割高な買いによって運用収益が悪化するという売買執行リスクが生じてしまう。

こうした売買執行リスクを回避するためには、証券取引所にハイブリットな取引システムを導入し、公的年金が経常的に執行するような、多銘柄におよぶ大規模な売買が株価形成に与える影響力を低下させる必要がある。

長期的な課題としては、従来型の取引所取引で大規模な売買を執行するよりも、情報技術を存分に活用しながら、公的年金を含めた機関投資家中心となった新たな取引システムを立ち上げ、取引所成立価格で売買できるような環境を整備する必要がある。このように整備された取引環境では、公的年金の株式売買によって株価が攪乱されてしまう可能性を回避することができる。

### 3 - 4 国際分散投資

「年金積立金の運用の基本方針に関する研究会」報告に定めている基本ポートフォリオでは、平均して 15%の外国債券・株式の保有を定めている。以下に議論していくように、実のところ、こうした国際分散投資は、長期運用を目的とした公的年金にとって有効なリスク・ヘッジ手段として機能する。

国際分散投資は、インフレーションや生産性の変動要因のうち、国内要因に固有のリスクをヘッジするために有効である。

国際分散投資が占めるシェアの決定は、債券ポートフォリオや株式ポートフォリオに反映されている国内経済に固有なリスクの大きさに左右される。

国際分散投資に関しては、常に為替リスクが懸念されるが、公的年金の運用のように長期投資については、為替リスクはそれほど大きくない。長期的には、物価上昇率が高く、名目の資産収益率が高い国の為替相場が減価することから、たとえ為替ヘッジをしていなくても、自国通貨建てでみた海外ポートフォリオの収益に為替相場の影響が直接表れにくくなる。

仮に、長期的に 2 国間で実質金利部分に負の相関があれば、為替リスクを直接的に被ることなく、分散投資のメリットを活かすことができる。

ただし、為替市場には政治的な要因によって相場が大きく変動する政治的リスクが常に存在することから、国際分散投資を実施する資産の比率には上限が設定されるべきであろう。

#### 4．コーポレート・ガバナンスからみた課題

第1節で議論してきたように、純粋に株価リスク配分の観点からみれば、公的年金の株式保有は積極的に正当化することができる。第3節で議論してきたような適切な措置を講じていくかぎり、公的年金の株式保有は、公的年金に有効なリスク・ヘッジ手段を提供するとともに、マクロ経済全体にリスク・シェアリングの向上というポジティブな効果を伴う。

しかし、冒頭でも示唆したように、公的年金に伴うリスクを最終的に引き受け、事実上の年金保有者である納税者が投資先の企業経営への配慮がきわめて希薄なことから、公的年金によって広範に株式を保有してしまうと、株主から企業への規律が弱体化するというネガティブな効果も生じてしまう。すなわち、コーポレート・ガバナンス上の観点からは、公的年金の株式保有はかならずしも望ましいものとはいえない<sup>1</sup>。

以下では、こうしたコーポレート・ガバナンス上の問題点を中・長期的に克服する方法を考察していきたい。

当面の課題としては、公的年金の統治機関が議決権行使のルールを明示化し、運営機関、もしくは、運用を委託された民間運用機関がそのルールに則って議決権を行使しているのかを監視していく必要があるだろう。

しかしながら、この方法では、「確定給付型の公的年金で株価リスクの最終的な引き受け手が納税者である」という仕組が企業の規律付けの弱体化をもたらすという問題の本質的な解決にはならない。根本的には、確定拠出型の年金によって年金受給者が直接的に株価リスクを引き受け、年金受給者自身が株式運用機関を通じて企業の規律付けを行っていくという仕組に転換していく必要があるだろう。

そのためには、大きく分けて2つの方法がある。第1に、公的年金システムの中に確定拠出型の個人勘定を作る方法である。実際、米国の公的年金改革においては、個人勘定の創設が提案されてきた。また、セーフティーネットとして極端な

---

<sup>1</sup> ただし、リスクで調整した運用リターンについて、公的年金の運用パフォーマンスが民間機関投資家の運用パフォーマンスを有意に下回るという実証的な証拠は報告されていない。

株価下落については政府が個人勘定に対してある程度の保険を提供するという案も検討されている。一方では、個人勘定の創設については、莫大な管理・維持コストに対して懸念を表明する関係者も多い。

第2に、より根本的な方法としては、公的年金を民営化し、積立方式の確定拠出型年金に完全に移行する方法である。公的年金の民営化は、積立部分が不足する現在の引退世代の給付に対する現役世代や将来世代の負担という「移行期の負担」を考慮しなければならないが、基本的に移行期に伴うコストは賦課方式の公的年金を維持していく際の経済的コストと変わらない<sup>2</sup>。

ただし、公的年金に個人勘定を導入する、もしくは、民営化して確定拠出型の私的年金に移行しても、個人勘定を運用している個人にとって、企業経営に関する情報を収集するコストが高すぎれば、コーポレート・ガバナンスにポジティブな影響を与えないかもしれない。

## 5．公的年金の運用体制

公的年金の株式投資は、マクロ経済学的なリスク・シェアリングの観点からは容易に正当化できる一方、コーポレート・ガバナンスや債券・株式市場のマーケット・マイクロストラクチャーといったミクロ経済学的な観点からはさまざまな問題点を抱えている。一方、財投協力が要請されている現状では、公的年金のポートフォリオは、過大な債券保有で金利リスクに脆弱になってしまう可能性が高い。

公的年金基金は、そうしたマクロ的なベネフィットとミクロ的なコストの間でバランスを取っていく上では、どのような基本的な考え方で両者の比較考慮を行っているのかを説明する責任を果たす必要がある。その意味では、公的年金の運用体制や公的年金のガバナンスこそが、公的年金の積立金運用が直面しているもっとも重要な課題といえる。公的年金のガバナンスについては、以下の諸点に留意すべきであろう。

運営体制の根幹は、統治機関と運営機関の分離である。行政側の責任者を中心に運営されている統治機関は、運用ガイドラインや行為規範の作成するとともに、運営機関の責任者を任命する。統治機関は、運用ガイドラインや行為規範を機軸に運営機関の責任者を評価する。

---

<sup>2</sup> 現在の退職者への給付負担に関して、現役世代と将来世代が分割払いをしていくとすると、賦課方式から積立方式へ移行することの現役・将来世代の便益は、そうした分割払いに伴う現役・将来世代の負担によって完全に相殺されてしまう。

運営機関の責任者は、統治機関によって任命され、給与面でも厚遇される任期付きのプロフェッショナルによって運営される。

運営機関は、第2節、第3節で議論してきたような観点から、債券ポートフォリオ、株式ポートフォリオ、国際分散投資などの保有比率を決めた基本ポートフォリオの方針を作成するとともに、実際の運用を民間運用機関に割り当てる。

運用機関のパフォーマンスや、運用が割り当てられた民間運用機関のパフォーマンスを評価するためには、第三者の評価機関を任命する必要がある。具体的には、評価機関は、

- ◇ 債券ポートフォリオについては、金利リスクや信用リスク評価、
  - ◇ インデックス運用については、トラッキング・エラーの測定、
  - ◇ アクティブ運用については、パフォーマンス評価、
- などを実施する必要がある。

## 6．まとめ

本稿では、公的年金の資産運用の多様化、特に、その株式保有に関して経済学的な考察を行ってきた。公的年金の株式運用については、ALM 的な観点やマクロ的なリスク・シェアリングの観点から積極的に正当化することができる。こうした公的年金の株式保有に起因する積極的なメリットを考慮していない「年金積立金の運用の基本方針に関する研究会」報告に定められている基本ポートフォリオの株式保有比率は、過小である可能性がきわめて高い。

しかしながら、公的年金の株式保有は、コーポレート・ガバナンスや債券・株式市場のマーケット・マイクロストラクチャーなどの面ではさまざまな弊害を引き起こす。短期的には、取引システムを改善して公的年金の株式売買執行リスクを低下させるとともに、長期的には、公的年金制度そのものを改革してコーポレート・ガバナンスに対してネガティブな影響がもたらされてしまうことを回避していくべきである。

一方、現状では、財投協力などの事情で債券保有が過大になってしまい、公的年金の基本ポートフォリオが金利リスクに対してきわめて脆弱になってしまう可能性がある。金利リスク管理の上から、公的年金基金は、最大の機関投資家として財投債や財投機関債の発行条件の多様化を積極的に求めていく必要がある。また、財投債の貸借市場を整備することによって、公的年金が財投債を buy and hold することから生じる市場流動性への弊害を回避していくべきである。

以上のような観点から、適切な株式・債券ポートフォリオを構築していくためには、公的年金のガバナンスを確立することが肝要であろう。統治機関と運営機関を完全に分離す

るとともに、運営機関が民間金融機関に委託している業務を含めて、運営機関のパフォーマンスを評価する第三者機関を設置する必要がある。公的年金の資産運用の多様化については、マクロ経済学的なメリットとミクロ経済学的なデメリットの間でバランスをとっていく上で、説明責任とガバナンスこそが公的年金が直面しているもっとも重要な課題といえる。

**参考文献：**

Abel, Andrew B., 2000, "The effects of investing social security funds in the stock market when fixed costs prevent some households from holding stocks," forthcoming *American Economic Review*.

Diamond, Peter, 1997, "Macroeconomic aspects of social security reform," *Brookings Papers on Economic Activity* 2, 1-87.

Diamond, Peter, and John Geanakoplos, 1999, "Social security investment in equities I: Linear case," National Bureau of Economic Research, Working Paper 7103.