

○ 若杉分科会長

どうもありがとうございました。

お二人からは、株式を含む分散投資を行うべきなのか、全額国債で運用する方が望ましいのか、など、運用の基本的な考え方を中心に、年金積立金の運用の在り方について、ご意見をお伺いしたいと思います。

ヒアリングの進め方としては、まず、お二人のお話をお伺いし、その後、まとめて質疑等を行わせていただきたいと思います。

では、初めに、加藤先生から、よろしく願いいたします。15分をお願いいたします。

○ 加藤氏

加藤でございます。どうぞよろしく願いいたします。

最初に余談になりますが、2年前でしたか、まだ、年金福祉事業団から今の基金に変わる前、それに関する国会での議論のときに若杉先生と私も国会に参考人として呼ばれました。そのとき、この運用に対しては基本的に反対の立場で申し上げました。そういう意味では私の意見は非常にはっきりしているわけですが、こういう審議会の場で、立場が明確な私の意見を聞いていただけるのは、審議会の運営上は、私が言うのも変ですが、非常にうれしいことだなと思っております。

1枚簡単なレジュメのようなメモを用意いたしました。ここはかなりきつい言い方の紙になっております。私の立場ははっきりしておりますし、余り甘い書き方よりも、かなり明確に言い切ったものの方が、こういうところで話しする立場上むしろお役に立つのではないかと、余り快くない書き方だという感じがされる方もいらっしゃるかと思いますけれども、あえてそういう書き方の紙を持ってまいりました。この紙に沿ってさっと説明申し上げたいと思います。特段に新しいものはありません。

まず、株式運用について大きく分けて私は二つの問題点があると思います。一つは、日本の賦課方式の年金の積立金というのは、流動性以上の意味は持たないわけですが、そういうものに関してリスク運用することの是非が一つ、もう一つは、仮にリスク運用を可とした場合の現在の体制、問題点ということです。後者の方から紙に沿って説明申し上げたいと思います。

まず、第1番目はリスク運用できる体制になっていないのではないかと。その一番最初のところでリスクの許容範囲が不明だと書いております。そのことの意味は、3行目から4行目に関してですが、年金の運用は、負債サイドからリスク許容度を計算して行うのが基本だと思います。ここについては異論はないのだと思いますが、だとすれば、公的年金は、現状で

は数百兆円のアンダー・ファンディングになっている。ここがオーバー・ファンディングになっておれば、そのオーバー・ファンディングの部分に関して、仮にそれをハイリスクなものに投資してゼロになったとしても国民的合意があらかじめあればそれはそれで仕方がないということになる。もうけたかもわからないけれども、結果的に損したということで許容されるのかもわかりませんが、今の時点で、既にアンダー・ファンディングですから、そもそもリスクはとれない状況からスタートしている。もしリスク運用するとすれば、その部分については保険料の引上げをまず行って、いわばリスクをとれる状態にしてからでないといけない、これが基本だと思います。

ちなみに現在の150兆円の積立金は、先ほど申し上げましたように、あくまでも将来の負担の先取りを含めた流動性と言っているのだと思いますけれども、そういう意味では発生主義会計の視点から見た資産ではないわけですから、この前提が必ずしも明確に認識されていないのではないのかなという感じがしてなりません。年金運用当局にとっては、この積立金はまさに積立金、積み上がっているお金ということかもしれませんが、政府全体の会計から見ると既に支払いが発生しているものが流動性としてたまっている、それ以上の意味は持たないということをもまず認識する必要があると思います。

あと、1番目のところはお読みいただければと思いますが、(1)の「○」の最後のところに「長期運用は、20年後の結果は誰も責任をとらないという仕組みである」、ちょっときつい書き方ではありますが、実質的にはこういうことになっているのではないかと。その背後には、これは例えば道路公団のような特殊法人もすべてそうなんですけれども、会計がどんぶり勘定になっているところにこのことの根本的な原因があるのではないかと思います。年金特別会計には発生主義会計は導入されておられません。したがって、資産、負債の現状の正確な把握ができてないわけですから、まず、ここをきちんと認識しないとリスク云々というところが、テクニカルな意味での運用論としてのリスク以前の問題としてあると思います。

それから、次の「○」のところですけども、いわゆる「時間分散効果」については、最近の研究結果が示していると思いますけれども、長期的に見てリターンが一定に収束するということを意味しているにすぎないわけですし、長期的に運用すれば必ずもうかるということとは意味してないと思います。さらに長期といったときに、日本ではせいぜい年金資金の成熟期間から見て20年ぐらいということなのだと思いますけれども、よほど長い期間、50年とかそれ以上ということなら、若干また状況が違うというような研究成果もありますけれども、20年では最近の研究結果でいう上での長期には当たらないということが示せるのではな

いかと思います。

それから、(2)のコーポレート・ガバナンスとマーケットですけれども、一般論として言えば、民間株式を国が大量に保有することについての概念整理がまだ不十分だと思います。厚生労働省のレギュレーターとしての立場とプレーヤーとしての立場が不明確になるということです。ちなみに東証の時価総額が今どれぐらいなのでしょう、250兆くらいの規模だと思いますけれども、最終的な年金運用の株式を対象にする部分がたしか18兆±9兆円でしたか、それで計算しますと、4%から10%を超えるぐらいになるわけです。例えばトヨタの筆頭株主は今たしか5.3%ぐらいですから、これは運用次第では国がかなり大規模な株主になってしまう。

また、国民経済的に見ますと、郵貯、簡保などと合わせて450兆円になるわけですが、これら国がかかわる資金全体での自主運用、市場での運用ということで、マクロ経済的に考えないといけないと思います。

それから、運用責任、ガバナンスの欠如、(3)ですけれども、これは先ほどの外国の運用についての例にもありましたけれども、日本と似た仕組みの年金制度を持った上で、最も本格的に株式に運用しているという意味ではカナダの運用組織が参考になると思いますけれども、これは役員の選任から予算に至るまで、政府から相当強い独立性を有しております。ですからこの独立性のレベルで見ると、日本の基金とは少しの違いではなくて相当に違う。

Canada Pension Plan Investment Boardについては、割合いろんな方が調べていらっしゃるから、どういう機関かというのは資料としていろいろあると思いますが、私が調べた限りでは、「独立性」を売り物にして登場したと言ってもいいと思います。

企業統治への関与についてで参考までに述べますと、先ほどCaIPERSの例がありました。また、CaIPERSについて最近のニュースですけれども、シリコンバレーにサンノゼ・マーキュリー・ニュースという地域新聞があります。ここが2週間前にCaIPERSを訴えたというニュースを聞きました。直接の理由は、CaIPERSは株主としての権利を行使して企業に対して情報公開等々を強く要求したりしているわけですが、その肝心のCaIPERS自身が運用状況についてはほとんど情報開示してないではないかというのがたしか中心的な理由だったと思います。ちょっとその背後について聞いたところ、CaIPERSも結局は本音のところではキャピタルゲインねらいに徹している。例えばCaIPERSの投資先の社外役員などに対して、長期的な視点からの投資を行うことによって株価が下がるようなことについての発言は控えてくれというような依頼はたびたび来るという話も聞きました。また、いわゆるドットコム企業に対してかなり投資をしたのも事実

だと思います。そういうような背景を踏まえて、先ほど申しあげましたサンノゼマーキュリーニュースの訴訟になったということなんだろうと思います。CalPERS当局は大変に困惑しているという話を聞きました。

もう一つ、つけ加えますと、申しあげるまでもないですけども、CalPERSは雇い主が行政当局だというだけで、実質的に企業年金ですから、ここで余り比較の対象にはならないのかもわかりません。

それから、2. 解決策のところですけども、大変恐縮ではありますが、(1) 年金資金運用基金を廃止してもいいのではないかと。今まで十数年間で、あえて勝ち負けということと言うと負け越しであるわけですし、実際に運用手数料は、12年度で400億円余りでしたか、数百億円レベルで毎年かかるわけですから、それだけのコストをかけて続けることの意味はないのではないかと。

(2) そのかわり全額国債に運用、例えばこれは物価スライド式の国債などに運用する、というのが対案として考えられると思います。

最初に二つ大きい問題がある。一つはマクロ的な視点だと申しあげました。マクロ的な視点については、最後の解決策の(2)の後半のところを書いております。その2行目から読みます。「そもそも公的年金は実質的に賦課方式になっており、年金財政が成熟すると運用収益は年金給付の1割強にすぎず、莫大なコストをかけて、あえてリスクを冒して運用する意味はほとんどない。米国でも公的年金の株式への運用が議論されたが、グリーンズパンFRB議長（これはたしか2年半ぐらい前だったと思います。クリントン政権のときにグリーンズパン議長は国会で証言をしております）は、公的年金積立金が株式市場に流れても、そのことによって将来の国民所得が増大しない限りは、私的年金とのゼロサムゲームになるだけであり、公的年金積立金の運用リターンが高まれば高齢者の扶養が社会的に容易になるというのは誤りであると指摘し、その導入に強く反対した」。そのところであります。

保険料も運用益もマクロ経済のパイの一部であるのは明らかですから、そういう意味でゼロサム、ですから国の年金運用が仮に勝った、負けたということをあえて使えばですけども、勝ったとしても、それは市場全体で誰が勝ち負けかという意味での勝ったということだけであって、年金運用すること自体が貯蓄額を増やす。それで結果的にはGDPのかさ上げをするという効果を持たない限りは、それはマクロ的に見ても経済的な意味はないではないかと。そういう意味でのゼロサムだということがグリーンズパン議長の根拠だと思います。これも確かに私はマクロ的にはそのとおりであると思います。

以上でございます。

○ 若杉分科会長

加藤先生、どうもありがとうございました。

続いて、竹原先生からお話を伺いたいと思います。よろしく願いいたします。

○ 竹原氏

筑波大学の竹原でございます。マクロ的な視点、コーポレートガバナンスへの影響という点で、この問題が重要な問題であることは私も認識しております。

私の場合にはファイナンスの分野で、特に企業価値評価でありますとか、株式価値評価について 10 年ほど研究を続けております。その立場から、私はむしろ株式が運用対象として適切であるかについて、今日は個人的な意見を述べさせていただきたいと思っております。

これまでの論点については、今、加藤先生からも幾つかの点についてはご指摘がありましたが、再度論点を整理して議論を始めたいと思います。

まず、第1に、「加入者による株式投資のリスクテイクは必要か？」という点について、これは今の加藤先生がグリーンスパンの言葉を引いて説明されたことかと思いますが、これについては株式を含めた分散投資において、必ずしも必要でないということではなく、むしろ必要であると私は考えております。これは例えば税制であるとか、個人の、特に若年層の株式投資に何らかの阻害要因が市場においてあるとすれば、公的年金で株式投資を行うことには十分に、それは世代間のリスクシェアリングを促進するという点で、意味があると考えております。

それから、第2番目の問題点としまして「価格形成への影響」の問題を挙げたいと思っております。全額国債運用する場合、基本ポートフォリオの策定において、国債は市場規模も十分に大きく、流動性が十分にある、したがって、資金を国債の購入に充てても市場の価格形成はゆがまないとされています。

それに対して株式の場合に、東証に対して十数兆円にわたる資金を長期において提供することは、株式の価格形成を歪めるであろう。むしろこれは株価PKOであるという意見があります。この点については部分的には私は合意します。ただし、全額を国債で運用することも、国債の価格形成をゆがめる可能性はあると考えます。当然のことですが、利回りが上昇すれば国債の価格は急速に下落するわけですから、その部分で国債に関しては運用のリスクがないということ、果たして年金資産の運用という立場から言い切れるのかということは疑問かと思っております。

3点目の「コーポレート・ガバナンスへの影響」については、先ほど加藤先生がご指摘のとおり、運用資産が経営に直接的な影響を与えることは確かです。ただし、この点につきま