

年金積立金の管理運用に係る制度の変遷と現状の課題

国立国会図書館 調査及び立法考査局
専門調査員 社会労働調査室主任 堀部 貢

目 次

はじめに

I 年金積立金の管理運用制度の変遷

- 1 年金積立金の概要
- 2 年金積立金の管理運用制度
- 3 運用の実績

II 現行の GPIF による管理運用

- 1 組織の概要と見直しに関する議論
- 2 中期目標等と基本ポートフォリオ
- 3 管理運用業務の内容

III 今後の課題

- 1 運用について
- 2 組織について

おわりに

要 旨

- ① 国民年金及び厚生年金に係る年金積立金は、100兆円を超える額が保有されている。年金積立金の管理運用については、これまでに何回かの制度変更があった。昭和60年度以前は、年金積立金の全額が国の資金運用部に預託されていた。昭和61年度から平成12年度までは、年金福祉事業団が資金運用部から有利子の資金を借り入れて市場運用を行ったが累積損失が生じた。平成13年度から平成17年度までは、年金資金運用基金が直接年金積立金の寄託を受けて市場運用を行い、平成18年度からは年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が運用業務を承継しているが、この自主運用開始以降の期間において累積利益が生じるようになった。
- ② GPIFは、理事長が基本的にすべての意思決定を行う組織体制であり、理事は理事長により任命され理事長を補佐する。役職員による組織とは別に、運用に係る重要な事項を審議する運用委員会がある。独任制の理事長の任命権は厚生労働大臣が有している。近年、GPIFの組織体制の見直しに関して多くの議論が行われている。
- ③ GPIFの運用の資産構成割合である基本ポートフォリオは、設立後長期間変更されていなかったが、平成26年10月には国内債券の割合が減少し、国内・外国株式等の割合が増加する大幅な変更が行われた。GPIFは、運用資産の大部分を民間運用機関に委託して運用しており、運用資産の一部は自ら運用を行っている。運用実績は、短期的には株式市場の時価動向に大きく影響を受けるが、長期的にみれば損失が生じた年度はあっても、全体では運用上の累積利益が生じている。
- ④ 運用についての課題は、基本ポートフォリオを専門的な見地から適時適切に見直していくことであるが、その検討過程についての透明性を高めるとともに、意義やリスクについてのより一層丁寧な説明が求められる。また、運用手数料等のコストを踏まえた経済的な観点から運用手法を検討することが望まれる。
- ⑤ 組織の見直しについて、合議制への移行などが検討されているが、議論が十分に集約されおらず今後の取りまとめが課題である。高度で専門的な人材の確保は重要であるが、仕組みを整えるだけでなく実効性のある方策を検討するとともに、組織に係る費用は効率的にかつ透明性が確保されるように執行されることが望まれる。

はじめに

我が国の公的年金制度の財政運営方式は、基本的に賦課方式、すなわち、そのときに必要となる給付にそのときの現役世代の保険料を充てる方式で運営されている。一般に賦課方式の年金制度においては、多額の積立金を保有する必要はないとされているが、我が国においては過去の経緯もあって、100兆円を超える額の年金積立金が保有されており、このような膨大な額に上る年金積立金の管理運用は年金財政にとって重要な要素であると言えよう。

年金積立金の管理運用については、これまでに何回かの大きな制度変更が行われ、現在では年金積立金管理運用独立行政法人（Government Pension Investment Fund. 以下「GPIF」という。）が管理運用主体となっているが、近年、GPIFにおける資金の運用や組織のガバナンスに関して多くの議論がなされている状況にある。そこで、年金積立金の管理運用に係るこれまでの制度の変遷及び管理運用の実績を整理するとともに、現在のGPIFにおける管理運用の現状と課題について述べることにしたい。

なお、公的年金制度には、全国民共通の基礎年金である国民年金及び一般被用者を対象とする厚生年金のほか、公務員等を対象とする共済年金があるが、本稿では、国民年金及び厚生年金に係る年金積立金の管理運用を対象として取り上げる。本稿の内容は、平成27年8月25日時点での情報に基づくものである。

I 年金積立金の管理運用制度の変遷

1 年金積立金の概要

年金積立金とは、厚生年金及び国民年金の被保険者から国に納付された保険料収入等のうち年金給付等に充てられなかった分が積み立てられたものである。厚生年金の保険料収入は、国の年金特別会計の厚生年金勘定の収入となり、国民年金の保険料収入は、同特別会計の国民年金勘定の収入となる。年金特別会計の厚生年金勘定及び国民年金勘定は、それぞれ厚生年金保険事業及び国民年金事業の収支を経理するものである。両勘定の決算において、保険料収入等の歳入額から年金給付費等の歳出額を差し引いて剰余が生じた場合には、その剰余金は積立金として積み立てることとされており、また、この積立金は、年金給付費等の財源に充てるために必要がある場合には、予算で定める金額を限り両勘定の歳入に繰り入れることができるとされている⁽¹⁾。

このように年金積立金は、基本的には国の年金特別会計における積立金であるが、後で述べるように、平成13年度以降は、年金積立金額の大半は国から管理運用法人に寄託される制度となっており⁽²⁾、年金特別会計においては、年金給付等の資金繰りに備えるなどのため上記の寄託額とは別に所要額の積立金を管理している。そして、厚生労働省の「平成25年度年金積立金運用報告書」

* 本稿におけるインターネット資料の最終アクセス日は、平成27年8月25日である。

(1) 厚生年金勘定の積立金については、「特別会計に関する法律」（平成19年法律第23号）第116条で、国民年金勘定の積立金については、同法第115条で規定されている。

(2) 厚生年金勘定の積立金の運用については、「厚生年金保険法」（昭和29年法律第115号）第79条の3第1項で、国民年金勘定の積立金の運用については、「国民年金法」（昭和34年法律第141号）第76条第1項で規定されている。管理運用法人は、平成13年度から平成17年度までは年金資金運用基金、平成18年度以降はGPIFである。

によると、平成 25 年度末の年金積立金の額（時価ベース）は、①管理運用法人寄託分が 126.6 兆円、②年金特別会計管理分が 5.5 兆円、計 132.1 兆円となっている⁽³⁾。

年金積立金の基本的な意義は、保険料のうち年金給付に充てられなかった分を積立金として運用し、年金財政の安定化に活用するということである。平成 16 年の年金制度改正では、「保険料水準固定方式の導入」、「給付水準を自動調整する仕組み（マクロ経済スライド）の導入」、「基礎年金国庫負担割合の 2 分の 1 への引上げ」及び「積立金の活用」の 4 つの柱による制度の見直しが行われた。このうち積立金の活用については、年金の財政運営方式として、改正前は、将来にわたり永久に年金財政を均衡させるという考え方に立っていた方式が、おおむね 100 年間で財政均衡を図るという考え方に立ち、財政均衡期間の終了時に給付費 1 年分程度の積立金を保有するという方式に変更されている。

年金積立金の運用の目的について、「厚生年金保険法」（昭和 29 年法律第 115 号）第 79 条の 2 では、「年金特別会計の厚生年金勘定の積立金の運用は、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。」と規定されている。また、「国民年金法」（昭和 34 年法律第 141 号）第 75 条では、国民年金の積立金について同様の内容が規定されている。すなわち、年金積立金の運用については、「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」が、法律上の基本的な原則であると考えられる。

2 年金積立金の管理運用制度

(1) 制度の変遷

年金積立金の管理運用については、これまでに何回かの大きな制度変更が行われてきたが、その変遷の概略を示すと次のようになる。

(i) 昭和 60 年度以前

国の厚生保険特別会計年金勘定及び国民年金特別会計国民年金勘定の積立金として計上され、積立金の全額は当時の大蔵省が所管する資金運用部に預託することが義務付けられており、預託金利子が両特別会計に支払われていた。

(ii) 昭和 61 年度から平成 12 年度まで

両特別会計の積立金の全額は、引き続き資金運用部への預託を義務付けられていたが、当時の厚生省が所管する特殊法人である年金福祉事業団⁽⁴⁾が、資金運用部から年金積立金の一部に相当する資金を預託金利と同率で借り入れ、この資金を市場で運用することにより借入金利を上回る運用を図ることを目的とする資金運用事業が行われた。

(3) 厚生労働省が、平成 27 年 8 月 7 日に公表した「厚生年金・国民年金の平成 26 年度収支決算の概要」<http://www.mhlw.go.jp/file/04-Houdouhappyou-12501000-Nenkinkyoku-Soumuka/0000053720_1.pdf> によると、平成 26 年度末の年金積立金の額（時価ベース）は 145.9 兆円となっている。

(4) 年金福祉事業団は、「年金福祉事業団法」（昭和 36 年法律第 180 号）に基づき、厚生年金保険及び国民年金の積立金の一部を活用して、厚生年金保険及び国民年金の被保険者等の福祉の増進に必要な施設の設置又は整備を促進するための貸付けを行うことなどを目的として、昭和 36 年に設立された。年金福祉事業団は、昭和 61 年度から平成 12 年度までは、資金運用事業のほか、厚生年金保険等の被保険者等に対する住宅資金等の貸付事業、及び大規模年金保養基地（通称グリーンピア）の設置運営を行う施設事業を実施していた。

(iii) 平成 13 年度から平成 17 年度まで

年金福祉事業団は、当時の行財政改革の流れの中で廃止されることになり⁽⁵⁾、「年金資金運用基金法」(平成 12 年法律第 19 号)に基づき、平成 13 年 4 月 1 日に、年金積立金を自主運用するために新たに設立された法人である年金資金運用基金に業務を承継して解散した⁽⁶⁾。そして、平成 13 年度から財政投融资改革の一環として資金運用部が廃止され年金積立金の預託義務も廃止されたことから、厚生保険特別会計及び国民年金特別会計⁽⁷⁾における年金積立金は、厚生労働大臣から直接、年金資金運用基金に寄託され、同基金により管理運用されることになった。

(iv) 平成 18 年度以降

特殊法人等改革の一環として、年金積立金の運用組織については、専門性を徹底し責任の明確化を図る観点から制度改革が行われ⁽⁸⁾、「年金積立金管理運用独立行政法人法」(平成 16 年法律第 105 号)に基づき、平成 18 年 4 月 1 日に設立された GPIF が年金積立金の管理運用を行うこととされ、年金資金運用基金は GPIF に管理運用業務を承継して解散した⁽⁹⁾。GPIF は、引き続き厚生労働大臣から年金積立金の寄託を受けて、その管理運用業務を行うこととされ現在に至っている。

(2) 自主運用開始以降の国の特別会計における管理運用

平成 13 年度以降、年金積立金は国から直接法人に寄託されて管理運用を行う自主運用が開始されたが、年金積立金の全額が法人で管理運用されているわけではなく、国の特別会計における管理運用も一部行われている。この特別会計における管理運用には、次のとおり経過的に行われたものと経常的なものがある。

(i) 経過的に行われた財政融資資金への預託

年金積立金の資金運用部への預託義務が平成 12 年度限りで廃止され、平成 13 年度から年金積立金が新規に預託されることはなくなったが、平成 12 年度末時点で資金運用部に預託されていた額は、資金運用部を承継した財政融資資金に引き続き預託されることになった。

平成 12 年度末時点の預託額は約 147 兆円に上っており、平成 13 年度から平成 20 年度までの間に毎年度分割して財政融資資金から償還されることになったことから、その間は経過的に、年金積

(5) 「特殊法人等の整理合理化について」(平成 9 年 6 月 6 日閣議決定)により、年金福祉事業団については、年金資金運用の新たな在り方につき結論を得て廃止するとの方針が決定された。そして、厚生省「年金自主運用検討会報告書」1997.9 において示された基本的考え方に基づき、国とは別の組織の運用管理機関を設けることとされ、年金資金運用基金が設立された。

(6) 「年金福祉事業団の解散及び業務の承継等に関する法律」(平成 12 年法律第 20 号)に基づき、年金資金運用基金は、年金福祉事業団の一切の権利及び義務を承継することとされ、資金運用事業のほか貸付事業及び施設事業の業務も承継した。

(7) 厚生保険特別会計と国民年金特別会計は、平成 19 年度に統合されて年金特別会計となった。

(8) 「特殊法人等改革基本法」(平成 13 年法律第 58 号)に基づき策定された「特殊法人等整理合理化計画」(平成 13 年 12 月 19 日閣議決定)において、163 の特殊法人等を対象に事業及び組織形態の見直し内容が示され、年金資金運用基金の組織形態については、平成 16 年までの次期財政再計算時に、年金資金運用方針に則して廃止を含め組織の在り方を検討し決定するとされた。そして、平成 16 年 2 月に、自由民主党年金制度調査会・厚生労働部会・行政改革推進本部独立行政法人化委員会合同会議において取りまとめられた「年金積立金の運用及び運用体制の在り方」では、年金積立金の運用は、専門性の徹底及び責任の明確化を図り、平成 18 年度に設立される新しい独立行政法人が行い、新法人は運用業務に特化するとされた。

(9) GPIF は、年金資金運用基金の業務のうち年金積立金の管理運用に係る業務を承継した。なお、貸付事業については、新規貸付は終了しており、承継債権の管理回収業務を独立行政法人福祉医療機構が承継した。また、施設事業については、資産の譲渡が完了し終了していた。

立金の一部が財政融資資金に預託されていた⁽¹⁰⁾。そして、預託された資金に対しては、預託金利に基づく利子が年金特別会計（平成 18 年度以前は厚生保険特別会計及び国民年金特別会計）に支払われていた。この財政融資資金への預託は、預託額が順次減少して平成 20 年度で終了した。

(ii) 経常的な余裕金の管理運用

年金特別会計の厚生年金勘定及び国民年金勘定において、保険料収入は毎月収納される一方、年金給付は偶数月に行われるなどのため、資金繰り上の余裕金が発生することになる。そして、この余裕金は、「特別会計に関する法律」（平成 19 年法律第 23 号）に基づき、年金給付に支障が生じない範囲で財政融資資金に預託することができることとされており、この預託金には利子が支払われ短期的な運用が行われている。

3 運用の実績

(1) 年金福祉事業団による運用（昭和 61 年度～平成 12 年度）

年金福祉事業団は、資金運用部からの有利子の借入金を原資として、借入金利を上回る運用を目指して市場運用を行った。この借入金残高は、昭和 61 年度末の 5000 億円から平成 12 年度末には 27 兆 4230 億円にまで増加した。そして、年金福祉事業団は、民間運用機関に運用を委託することなどにより市場運用を行っていた。年金福祉事業団による 15 年間の運用実績は表 1 のとおりである。

表 1 年金福祉事業団による運用実績

(単位：億円)

年度	総合収益額 A	借入金利息 B	利差損益 A - B	累積利差損益	年度末借入金残高
昭和 61	333	122	211	211	5,000
62	435	719	- 284	- 73	21,000
63	2,922	1,814	1,108	1,035	43,200
平成元	806	3,007	- 2,201	- 1,166	67,000
2	2,582	4,689	- 2,107	- 3,273	95,500
3	2,596	6,691	- 4,095	- 7,368	126,500
4	7,865	8,597	- 732	- 8,233	161,450
5	8,996	10,250	- 1,253	- 9,487	194,600
6	- 703	11,339	- 12,042	- 21,529	218,500
7	23,971	11,821	12,150	- 9,379	230,550
8	8,873	11,763	- 2,890	- 12,269	237,530
9	16,002	11,403	4,599	- 7,670	247,530
10	6,385	10,334	- 3,949	- 11,619	257,530
11	27,001	9,285	17,717	6,098	267,530
12	- 14,671	8,452	- 23,123	- 17,025	274,230

(注 1) 四捨五入のため、各数値を合算しても表記の数値と一致しない場合がある。

(注 2) 総合収益額は、運用手数料等控除後の額である。

(注 3) 平成 4 年度に 133 億円を特別会計に国庫納付しており、同年度以降の累積利差損益は国庫納付後の額である。

(出典) GPIF「平成 26 年度業務概況書」p.71. <http://www.gpif.go.jp/operation/state/pdf/h26_q4.pdf> を基に筆者作成。

このように年金福祉事業団による 15 年間の運用⁽¹¹⁾で、単年度の利益が生じたのは 5 年、損失が

(10) 厚生労働省「平成 25 年度年金積立金運用報告書」2014.8, p.6. <http://www.mhlw.go.jp/seisakunitsuite/bunya/nenkin/nenkin/zaisei/tsumitate/tsumitatekin_unyou/dl/houkokusho_h25_01.pdf> による。

(11) 年金福祉事業団の資金運用事業には、年金福祉事業団法に基づく資金確保事業と、「年金財政基盤強化のための年金福祉事業団の業務の特例及び国庫納付金の納付に関する法律」（昭和 62 年法律第 59 号）に基づく年金財源強化事業があった。資金確保事業は、年金福祉事業団が行っていた住宅資金の貸付事業等を将来にわたって安定的に実施する資金を確保することを目的として、昭和 61 年度から開始された。また、年金財源強化事業は、運用収益を国庫に納付することにより年金の給付財源の強化を図ることを目的として、昭和 62 年度から開始された。

生じたのは10年となり、累積で1兆7025億円の損失が発生した。このような実績となったのは、年金福祉事業団による運用事業は有利子の借入金を原資とするもので、そもそも利払いコストが発生する仕組みであり、年金福祉事業団が借入れを行った昭和61年度以降はいわゆるバブル経済の時期が含まれていて当時の高めの長期固定金利で資金を調達していたこと、一方、資金の運用はバブル経済の崩壊などによる長期の景気低迷等により市場の金融商品の利回りが低下するなどしたことにより、借入金利息以上の運用収益を確保することができなかったことによると考えられる。

(2) 年金資金運用基金による運用（平成13～17年度）

年金資金運用基金は、年金福祉事業団が運用していた資金を承継するとともに、新たに厚生労働大臣から直接、年金積立金の寄託を受けて市場運用を行った。前記のとおり、資金運用部に預託されていた年金積立金は分割して償還されたため、年金資金運用基金の運用資産額は、GPIFの業務概況書⁽¹²⁾によると、平成13年度末の38兆6014億円から、平成17年度末には102兆8714億円に順次増加していった。

年金資金運用基金の運用には次の3つの態様があった。

(i) 厚生労働大臣からの寄託金の市場運用

民間運用機関に運用を委託することなどにより、国内、国外の債券や株式を対象とした市場運用を行った。

(ii) 年金福祉事業団からの承継資金の市場運用

年金福祉事業団が運用していた資金を、その原資である資金運用部からの借入金とともに承継して市場運用を行った。承継資金の運用については、承継資金運用勘定を設けて上記の厚生労働大臣からの寄託金の運用とは区分して経理されたが、運用方法は寄託金と一体的に合同して債券や株式を対象として行われた。

(iii) 厚生労働大臣からの寄託金による財投債の引受け

資金運用部は、郵便貯金や年金積立金の預託により調達した資金を特殊法人等に貸し付ける機能を有していたが、平成13年度の財政投融资改革により、特殊法人等は自ら財投機関債を発行して必要な資金を調達することとされ、財投機関債の発行が困難な特殊法人等については、財政融資資金特別会計が国債の一種である財投債を発行して、財投債により市場から調達した資金をこのような特殊法人等に貸し付ける制度ができた。

そして、この財投債の一部については、経過的に、年金資金運用基金に寄託された年金積立金で引き受けることが法律に定められた⁽¹³⁾。このため、年金資金運用基金は、寄託金の一部で財投債を引き受けることとされ、市場運用とは別に財投債の利子収入による運用が行われた。

年金資金運用基金の5年間におけるこれらの運用を合わせた全体の運用実績は表2のとおりである。単年度の利益が生じたのは3年、損失が生じたのは2年であるが、全体では10兆円超の運用上の利益が生じ、運用上の累積損益はプラスに転換した。

年金資金運用基金は、年金積立金の管理運用による収益を国庫に納付することにより、年金事業の運営の安定に資することを目的としていたが、法律の規定⁽¹⁴⁾に基づき、運用業務により利益を生じたときは、所定の方式で算定した額を特別会計に国庫納付することとされていた。そして、平成16年度の損益により8122億円が、及び平成17年度の損益により1兆9611億円が、それぞれ平

(12) 各年度の業務概況書は、GPIF「運用状況」<<http://www.gpif.go.jp/operation/state/index.html>>を参照。

(13) 「国民年金法等の一部を改正する法律」（平成12年法律第18号）附則第37条

成 17 年度及び平成 18 年度に国庫納付された⁽¹⁵⁾。

表 2 年金資金運用基金による運用実績

(単位：億円)

年度	収 益 額 A	運用手数料等 B	財政融資資金に対す る借入利息等 C	運用上の損益 A - B - C	運用上の 累積損益
平成 13	- 5,874	308	6,902	- 13,084	- 29,976
14	- 24,530	184	5,893	- 30,608	- 60,584
15	48,916	193	4,417	44,306	- 16,278
16	26,127	232	3,476	22,419	6,141
17	89,619	271	2,537	86,811	92,952

(注 1) 四捨五入のため、各数値を合算しても表記の数値と一致しない場合がある。

(注 2) 収益額は運用手数料等控除前である。

(注 3) 運用上の累積損益は、年金福祉事業団の平成 12 年度末累積利差損益マイナス 1 兆 7025 億円に平成 4 年度の特別会計への国庫納付金 133 億円を戻し加えたマイナス 1 兆 6893 億円に、運用上の損益を加えたものである。

(出典) GPIF「平成 26 年度業務概況書」p.59. <http://www.gpif.go.jp/operation/state/pdf/h26_q4.pdf> を基に筆者作成。

(3) GPIF による運用 (平成 18~26 年度)

GPIF は、年金資金運用基金の業務のうち年金積立金の管理運用に係る業務を承継し、厚生労働大臣から年金積立金の寄託を受けて市場運用を行っている。GPIF は年金積立金の管理運用業務に特化した組織であり、後述する運用資産の構成割合 (基本ポートフォリオ) 等の運用方針は GPIF が決定することとされている⁽¹⁶⁾。GPIF の業務概況書によると、その運用資産額は、平成 18 年度末の 114 兆 5278 億円から、平成 26 年度末には 137 兆 4769 億円に増加した状況となっている。

GPIF は、基本的には年金資金運用基金と同様に、前記(2)の(i)、(ii)、(iii)の態様による運用業務を行っていたが、(ii)の承継資金の市場運用業務は、資金運用部からの借入金の償還がすべて完了した平成 22 年度で終了した。また、(iii)の寄託金による財投債の引受けについては、新規の引受けが行われたのは平成 19 年度までであり、平成 20 年度以降は既引受分の財投債の満期保有を行っているのみである。

これらの運用による GPIF の 9 年間における運用実績は表 3 のとおりである。単年度の利益が生じたのは 6 年、損失が生じたのは 3 年であるが、全体では 36 兆円超の運用上の利益が生じている。いわゆるリーマン・ショック⁽¹⁷⁾等の影響により、平成 20 年度には多額の損失が生じて累積損失も計上されたが、平成 26 年度末では 46 兆 694 億円の累積利益が生じている状況である。

GPIF も、年金資金運用基金と同様に、年金積立金の管理運用による収益を国庫に納付することにより、年金事業の運営の安定に資することを目的としているが、法律の規定⁽¹⁸⁾に基づき、運用

(14) 年金資金運用基金法第 37 条第 3 項及び第 5 項によると、利益を生じたときは、前事業年度から繰り越した損失をうめ、なお残余があるときは、その残余の額のうち政令で定める基準により計算した額を準備金として積み立てなければならず、準備金として積み立てた額を控除してなお残余があるときは、その残余の額を翌事業年度の 3 月 31 日までに厚生保険特別会計又は国民年金特別会計に納付しなければならないとされていた。

(15) GPIF「平成 26 年度業務概況書」p.59. <http://www.gpif.go.jp/operation/state/pdf/h26_q4.pdf> による。なお、平成 18 年度の国庫納付は、年金資金運用基金の業務を承継した GPIF が行った。

(16) 年金資金運用基金による運用においては、厚生労働大臣が基本ポートフォリオを決定していた。

(17) 平成 20 (2008) 年 9 月に、アメリカ合衆国の投資銀行であるリーマン・ブラザーズが破綻したことに端を発した世界的な金融危機及び世界同時不況を指す。

(18) 年金積立金管理運用独立行政法人法第 25 条第 4 項によると、利益を生じたときは、「独立行政法人通則法」(平成 11 年法律第 103 号)の規定により整理された積立金の額から政令で定めるところにより厚生労働大臣が定める額を控除してなお残余があるときは、その残余の額を翌事業年度の 3 月 31 日までに年金特別会計に納付しなければならないとされている。

業務により利益を生じたときは、所定の方式で算定した額を年金特別会計に納付することとされている。そして、平成 19 年度から平成 26 年度までの間、平成 21 年度を除いて毎年度、年金特別会計への納付が行われている⁽¹⁹⁾。

表 3 GPIF による運用実績

(単位：億円)

年度	収益額 A	運用手数料等 B	財政融資資金に対する借入利息等 C	運用上の損益 A - B - C	運用上の累積損益
平成 18	39,445	327	1,747	37,608	130,562
19	- 55,178	352	925	- 56,455	74,108
20	- 93,481	307	227	- 94,015	- 19,908
21	91,850	277	73	91,500	71,592
22	- 2,999	266	17	- 3,281	68,311
23	26,092	249	-	25,843	94,154
24	112,222	240	-	111,983	206,137
25	102,207	268	-	101,938	308,075
26	152,929	310	-	152,619	460,694

(注 1) 四捨五入のため、各数値を合算しても表記の数値と一致しない場合がある。

(注 2) 収益額は運用手数料等控除前である。

(注 3) 平成 18 年度の運用上の損益には、未収金 236 億円が含まれている。

(注 4) 運用上の累積損益は、年金資金運用基金の平成 17 年度末運用上の累積損益 9 兆 2952 億円に、運用上の損益を加えたものである。

(出典) GPIF「平成 26 年度業務概況書」p.59. <http://www.gpif.go.jp/operation/state/pdf/h26_q4.pdf> を基に筆者作成。

なお、前記のとおり、年金福祉事業団からの承継資金の運用業務は平成 22 年度まで行われ、承継資金運用勘定を設けて区分経理されていた。年金福祉事業団廃止時の平成 12 年度末累積利差損失は 1 兆 7025 億円だったが、業務を承継した年金資金運用基金及び GPIF においても承継資金分の運用に係る利差損失は増加し、平成 22 年度末の承継資金運用勘定の累積利差損失は 2 兆 9907 億円となっていた⁽²⁰⁾。

(4) 年金特別会計における運用

年金積立金の自主運用が開始された平成 13 年度以降の管理運用法人による運用実績は、(2)及び(3)のとおりであるが、このほか財政融資資金への預託による年金特別会計（平成 18 年度以前は厚生保険特別会計及び国民年金特別会計）における運用も行われている。

前記 2(2)の「経過的に行われた財政融資資金への預託」で述べたように、平成 13 年度から平成 20 年度までの間に、財政融資資金への預託額は毎年度分割して償還され順次減少していった。これに伴い預託利子による収益額も順次減少することになり、平成 13 年度には 4 兆 870 億円の収益額があったが、平成 20 年度には 839 億円にまで減少した。その後は特別会計の余裕金による短期的な預託が行われているが、平成 25 年度の収益額は 13 億円である。そして、平成 13 年度から平成 25 年度までの 13 年間における年金特別会計における収益額の合計は 14 兆 648 億円となっている。⁽²¹⁾

(19) GPIF 前掲注(15)による。年金特別会計への納付額は後掲の表 8 を参照。

(20) 同上, p.71 による。承継資金運用勘定は平成 23 年 4 月 1 日に廃止され、2 兆 9907 億円の累積損失は、厚生労働大臣の定めるところにより年金積立金を減額して処理された。

(21) 厚生労働省 前掲注(10), p.12 による。

II 現行の GPIF による管理運用

1 組織の概要と見直しに関する議論

(1) 現行の組織

GPIF の組織に関して、年金積立金管理運用独立行政法人法は次のように定めている。まず第 6 条により、役員として、その長である理事長及び監事 2 人を置くほか、管理運用業務を担当する理事 1 人を置き、その他に理事 1 人を置くことができるとされている⁽²²⁾。また、第 7 条により、理事は、理事長の定めるところにより、理事長を補佐して業務を掌理するとされている。そして、管理運用業務を担当する理事は資金運用業務の責任者である CIO(最高投資責任者)を兼務し、もう 1 人の理事は総務・企画等を担当している。また、これら役員 5 人のほか、職員が 82 人(平成 27 年 8 月 1 日現在)おり、管理部、企画部、運用リスク管理室、情報システム部、投資戦略部、運用部、インハウス運用室等の部室が設置されている⁽²³⁾。

次に、同法第 15 条により、役職員による組織とは別に、運用委員会が設置されている。運用委員会は、業務方法書及び中期計画の作成又は変更に係る審議を行うこと、年金積立金の運用状況その他の管理運用業務の実施状況を監視すること、管理運用業務に関し理事長の諮問に応じて重要事項について意見を述べ、又は必要と認める事項について理事長に建議することができることの権限を有している。そして、第 17 条により、運用委員会の委員は、経済又は金融に関して高い識見を有する者その他の学識経験を有する者のうちから、厚生労働大臣が任命するとされている。委員の数は、第 16 条で 11 人以内とされているが、平成 27 年 4 月 1 日時点では 7 人の委員で構成されている⁽²⁴⁾。

また、GPIF は独立行政法人であることから、独立行政法人通則法の規定の適用も受けることになる。同法第 18 条によると、役員として、法人の長及び監事を置くほか、他の役員を置くことができるとされている。そして、第 19 条により、法人の長は独立行政法人を代表しその業務を総理するとされ、第 20 条により、法人の長及び監事は主務大臣が任命することとされているが、他の役員は、法人の長が任命することとされている。

このように現行法の規定によると、GPIF の組織体制は、その長である理事長が基本的にすべての意思決定を行う独任制となっている。役員である理事は、理事長により任命され、理事長を補佐する権限があるに過ぎない。そして、運用委員会は、運用に係る重要な事項について審議する機関であるが、理事長が意思決定する際の諮問機関や業務執行の監視機関に法律上はとどまっている。ただし、GPIF の内部規程により、業務方法書及び中期計画の作成又は変更については、理事長による決定の前提として、事前に運用委員会の承認を得なければならないこととされている。また、GPIF の中期計画により、運用手法、新たな運用対象、運用受託機関等の選定については、事前に運用委員会の審議を経ることなどとされている。

⁽²²⁾ この第 6 条の規定は、平成 27 年の第 189 回国会で成立した「独立行政法人に係る改革を推進するための厚生労働省関係法律の整備等に関する法律」(平成 27 年法律第 17 号)による改正後のものであり、平成 27 年 5 月 7 日に施行された。改正前の第 6 条では理事は 1 人を置くことができるとされていて、年金積立金の管理運用業務の体制強化のため、理事を 1 人追加する改正が行われた。

⁽²³⁾ GPIF「組織図」<<http://www.gpif.go.jp/about/organization.html>>による。

⁽²⁴⁾ GPIF 前掲注⁽¹⁵⁾, p.18 による。

そして、この独任制の理事長の任命権を有するのは厚生労働大臣である。厚生労働大臣は、後述べるように、GPIF の中期目標を定めて指示するとともに、GPIF の予算や運用の基本ポートフォリオ等の重要事項を定める中期計画を認可する権限も有している。これらのことから、GPIF の重要な意思決定には実質的に厚生労働大臣の意向が反映されるような仕組みになっていると考えられる。これは GPIF に限らず独立行政法人に共通して定められている仕組みであるが、巨額の年金積立金を管理運用する GPIF の独断を抑止するという意味からは重要な仕組みであると考えられる。

(2) 組織体制の見直しに関する議論

近年、次のような GPIF の組織体制の見直しに関する議論が行われている。

(i) 平成 22 年 12 月の検討会の報告

民主党政権時において、「年金積立金管理運用独立行政法人の運営の在り方に関する検討会」が厚生労働大臣の下に設置され、平成 22 年 12 月に同検討会の検討結果の報告が行われた⁽²⁵⁾。この報告では、GPIF における今後のガバナンスの在り方について、次のことなどが挙げられている。

- ・意思決定過程において複数の専門家によるより多面的な検討を行うことにより、意思決定プロセスに慎重を期しリスクを少なくしていくことが必要である。このため、例えば、複数の理事などの合議による意思決定方式とすることが考えられるが、この場合は、法人の長に意思決定権限を持たせるという現行の独立行政法人制度との関係について整理が必要である。

- ・年金積立金の管理・運用の基本方針等を定める意思決定機関と、基本方針に基づき一定の裁量の範囲で管理・運用業務を執行する業務執行機関の役割分担を明確化するとともに、業務執行の責任者が意思決定プロセスでの議論に参加することなどを通じて適切な連携を図っていく必要がある。

(ii) 平成 25 年 11 月の有識者会議の報告

政権交代後の安倍晋三内閣において策定された「日本再興戦略」（平成 25 年 6 月 14 日閣議決定）に基づき、「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」が経済再生担当大臣の下に設置され、平成 25 年 11 月に同有識者会議の報告が行われた⁽²⁶⁾。この報告では、公的・準公的資金の各運用機関におけるリスク管理体制等のガバナンスの見直しについて、次のことなどが挙げられている。

- ・大臣は理事長等の任命責任を負い、当該運用機関は大臣に受託者責任を負うという前提の下、自主性や創意工夫を十分に発揮し得る体制とすべきである。

- ・資金運用の重要な方針等については、利益相反にも配慮した常勤の専門家が中心的な役割を果たす合議制により実質的な決定を行う体制が望ましい。

- ・運用対象の多様化やリスク管理の高度化を図るためには、第一線の専門人材が必要であり、報酬体系の見直しを含めた対策が不可欠である。

⁽²⁵⁾ 「年金積立金管理運用独立行政法人の運営の在り方に関する検討会報告」2010.12.22. 厚生労働省ホームページ <<http://www.mhlw.go.jp/stf/shingi/2r9852000000z94u-att/2r9852000000z96b.pdf>>

⁽²⁶⁾ 日本再興戦略の中で、「公的・準公的資金について、各資金の規模や性格を踏まえ、運用（分散投資の促進等）、リスク管理体制等のガバナンス、株式への長期投資におけるリターン向上のための方策等に係る横断的な課題について、有識者会議において検討を進め、本年秋までに提言を得る。」とされた。なお、検討対象とされた公的・準公的資金は、GPIF の年金積立金だけでなく、国家公務員共済等の年金積立金や GPIF 以外の独立行政法人等に係る資金も含まれている。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「報告書」2013.11. 内閣官房ホームページ <http://www.cas.go.jp/jp/seisaku/koutekisikin_unyourisk/houkoku/h251120.pdf>

・独立行政法人は、独任制の組織であるほか、人員数、給与水準、経費等の面で制約を受けている。規模の大きな資金運用専門機関（GPIF）については、その規模・性格に照らして改革の必要性が特に高い。

そして、GPIFについて、資金運用という観点からすれば、新たな立法を行い、その法人形態を固有の根拠法に基づき設立される法人に変更した上で、合議制機関である理事会に重要な方針の決定を行わせるとともに、その専門性を重視して、適切な情報開示を前提に高い自主性・独立性を認めるべきものと考えられるとされている。

(iii) 平成 25 年 12 月の独立行政法人改革等に関する基本的な方針

また、安倍内閣においては、すべての独立行政法人を対象とした制度・組織全般にわたる改革に着手し、「独立行政法人改革等に関する基本的な方針」（平成 25 年 12 月 24 日閣議決定）が取りまとめられた⁽²⁷⁾。この中で、独立行政法人の組織等の見直しとして、各法人について講ずべき措置が示されているが、GPIFについては、次のことなどが挙げられている。

・運用委員会について、複数の常勤委員を配置し、資金運用の重要な方針等について実質的に決定できる体制を整備する。

・高度で専門的な人材確保ができるよう、職員数や給与水準の弾力化に加え、任期制・年俸制の導入を検討する。

・資金運用の観点から行う公的・準公的資金の運用の見直しやリスク管理体制等のガバナンスの見直し等に係る有識者会議の提言（(ii)を参照）については、それを踏まえ、今後厚生労働省において、当該資金の規模・性格に即して、長期的な健全性の確保に留意しつつ、主たる事務所の所在に関することも含め必要な施策を迅速かつ着実に実施すべく所要の対応を行う。

(iv) 社会保障審議会年金部会での検討

上記の有識者会議提言等を踏まえ、また、「「日本再興戦略」改訂 2014」（平成 26 年 6 月 24 日閣議決定）において、GPIF のガバナンス体制の強化を図る必要があることなどが示されたことを受け、社会保障審議会年金部会（以下「年金部会」という。）において、GPIF のガバナンスの在り方についての検討が行われることになった。そして、年金部会の検討を効率的に進めるため、同部会に「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」が設けられ、平成 26 年 11 月から 12 月までに計 6 回開催されて議論が行われた。

検討作業班の議論においては、現行の理事長による独任制から複数の理事による合議制への移行が望ましいことなど大体の合意ができた事項もあるが、意見が分かれた事項も見られた。そして、議論が集約されなかった事項については複数の意見を併記するような形で、検討作業班の議論の要約が、平成 27 年 1 月 23 日の年金部会に報告された。⁽²⁸⁾

しかし、以後 8 月 25 日現在までの間、年金部会は一度も開催されておらず、年金部会としては GPIF のガバナンスの在り方については検討中の段階となっている。

(27) 行政改革推進会議「独立行政法人改革等に関する基本的な方針について」2013.12.20. 首相官邸ホームページ <<http://www.kantei.go.jp/jp/singi/gskaigi/pdf/sankou-k1.pdf>>

(28) 「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報告（議論の要約）」（第 30 回社会保障審議会年金部会資料 1）2015.1.23. 厚生労働省ホームページ <http://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu_Shakaihoshoutantou/0000071916.pdf>

2 中期目標等と基本ポートフォリオ

(1) 中期目標及び中期計画

GPIF は、独立行政法人の3類型のうち中期目標管理法人とされている。中期目標管理法人は、独立行政法人通則法に基づき、主務大臣から3年以上5年以下の期間において達成すべき業務運営に関する中期目標の指示を受け、この中期目標を達成するための中期計画を作成し、主務大臣の認可を受けなければならないこととされている。そして、GPIF の中期目標には、年金積立金の管理及び運用に関する主要な事項等が定められており、中期計画には、年金積立金管理運用独立行政法人法に基づき、年金積立金の管理及び運用の基本的な方針、年金積立金の管理及び運用における長期的な観点からの資産の構成に関する事項、年金積立金の管理及び運用に関し遵守すべき事項を定めることとされている。

この長期的な観点からの資産の構成の割合は、基本ポートフォリオと呼ばれている。年金積立金の安全かつ効率的な運用のためには、債券や株式のように特性の異なる複数の資産に分散して投資を行うことが有効であるという分散投資の考え方に基づき、基本となる資産構成割合を定め、それに基づいた運用を行っている。なお、基本ポートフォリオにおける各資産の構成割合にはそれぞれ一定の乖離許容幅が設けられている。

(2) 第1期及び第2期当初の中期目標等と基本ポートフォリオ

GPIF の第1期中期目標期間は、平成18年4月から平成22年3月までの4年間である。第1期中期目標における運用の目標については、平成16年財政再計算における経済前提を基に、実質的な運用利回り1.1%を確保することとされ、第1期中期計画において、この目標を達成するための基本ポートフォリオを、国内債券67%、国内株式11%、外国債券8%、外国株式9%、短期資産5%と定め、これに基づき年金積立金の管理運用を行った。

GPIF の第2期中期目標期間は、平成22年4月から平成27年3月までの5年間である。当初の第2期中期目標における運用の目標については、平成21年財政検証における経済前提や運用利回りには特に言及せず、今後年金制度の抜本的な見直しを予定しているとともに、GPIF の運営の在り方について検討を進めていることから、暫定的に安全・効率的、確実を旨とした資産構成割合を定めることとされた。そして、GPIF は、当初の第2期中期計画において、安全・効率的、確実の検証を行った上で、基本ポートフォリオの見直しは行わず暫定的に第1期の基本ポートフォリオに基づき管理運用を行うこととした。

このように第2期中期計画の基本ポートフォリオは、当初は暫定的なものとされたが、年金制度の見直しが引き続き検討されていたこともあり、3年以上変更されなかった。しかし、平成24年10月に会計検査院から「暫定ポートフォリオが安全、効率的かつ確実かなどについて中期目標期間に定期的に検証することを検討する」こと等の指摘を受け、また、厚生労働省から「基本ポートフォリオについて定期的に検証を行い、必要に応じ見直すよう」要請があったことから、GPIF は検証を行い、平成25年6月7日に基本ポートフォリオの変更を行った⁽²⁹⁾。変更後の基本ポートフォリオは、国内債券60%、国内株式12%、外国債券11%、外国株式12%、短期資産5%と定められた。

(29) GPIF「平成25年度業務概況書」p.28. <http://www.gpif.go.jp/operation/state/pdf/h25_q4.pdf>による。

(3) 平成 26 年 10 月における中期目標等と基本ポートフォリオの変更

「日本再興戦略」改訂 2014」の中で、GPIF の基本ポートフォリオについては、平成 26 年財政検証結果を踏まえ、デフレからの脱却、適度なインフレ環境への移行など長期的な経済・運用環境の変化に即し、年金財政の長期的な健全性を確保するために、適切な見直しをできるだけ速やかに実施するとされた⁽³⁰⁾。

そして、平成 26 年 10 月 31 日に第 2 期中期目標が変更され、運用の目標について、長期的に積立金の実質的な運用利回り 1.7% を最低限のリスクで確保することを目標とし、この運用利回りを確保するよう、年金積立金の管理及び運用における長期的な観点からの基本ポートフォリオを定めることとされた。これを受けて GPIF は、同日に第 2 期中期計画を変更し、変更後の基本ポートフォリオは、国内債券 35%、国内株式 25%、外国債券 15%、外国株式 25% と定められた⁽³¹⁾。

この基本ポートフォリオの変更は、従来のもものと比べてかなり大幅な変更となった。この変更前後における実際の運用資産額の構成割合を比較すると、変更前の平成 26 年 3 月末は、国内債券 55.43%、国内株式 16.47%、外国債券 11.06%、外国株式 15.59%、短期資産 1.46% であったが、変更後の平成 27 年 3 月末は、国内債券 41.25%、国内株式 23.04%、外国債券 13.23%、外国株式 21.88%、短期資産 0.61% になった⁽³²⁾。

そして、平成 27 年 4 月から平成 32 年 3 月までの第 3 期についての中期目標及び中期計画が定められたが、基本ポートフォリオについては変更されていない。これまでの GPIF の基本ポートフォリオの変更状況について整理すると表 4 のとおりである。

表 4 基本ポートフォリオの変更状況

区 分	資産区分と構成割合				
	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
平成 18 年 4 月 1 日～25 年 6 月 6 日	67% (±8%)	11% (±6%)	8% (±5%)	9% (±5%)	5%
平成 25 年 6 月 7 日～26 年 10 月 30 日	60% (±8%)	12% (±6%)	11% (±5%)	12% (±5%)	5%
平成 26 年 10 月 31 日～	35% (±10%)	25% (±9%)	15% (±4%)	25% (±8%)	—

(注) 各欄下段の () 書は乖離許容幅である。
(出典) GPIF「業務概況書」各年度版を基に筆者作成。

(4) 他の公的年金管理運用機関の基本ポートフォリオ

公的年金制度には、基礎年金である国民年金及び厚生年金のほかに共済年金があり、国家公務員共済、地方公務員共済、私立学校教職員共済の 3 つの共済年金制度がある。そして、各共済年金制度においては年金積立金が保有され、その管理運用が行われている。この共済年金積立金の管理運用を行う機関は、国家公務員共済については国家公務員共済組合連合会、地方公務員共済について

⁽³⁰⁾ 「日本再興戦略」改訂 2014—未来への挑戦— 2014.6.24, p.79. 首相官邸ホームページ <<http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/honbun2JP.pdf>> による。

⁽³¹⁾ 平成 26 年 10 月の中期計画の変更では、基本ポートフォリオに注が付され、新たにオルタナティブ資産（インフラストラクチャー、プライベートエクイティ、不動産など）の管理運用が定められることになり、リスク・リターン特性に応じて、国内債券、国内株式、外国債券及び外国株式に区分し、資産全体の 5% を上限とするとされた。

⁽³²⁾ GPIF 前掲注⁽¹⁵⁾, p.60 による。

は地方公務員共済組合連合会等、私立学校教職員共済については日本私立学校振興・共済事業団となっている。これらの管理運用機関は、GPIFと同様な業務を行っており、それぞれ運用の基本方針を策定し基本ポートフォリオを定めて年金積立金の管理運用を行っている。⁽³³⁾

共済年金については、平成24年に「被用者年金制度の一元化等を図るための厚生年金保険法等の一部を改正する法律」（平成24年法律第63号）が成立したことにより、厚生年金に統合され一元化されることになり、同法は平成27年10月1日から施行される。ただし、効率的な事務処理を行う観点から、共済組合等は統合後の厚生年金事業の実施機関とされ、保険料徴収、保険給付等の事務のほか、積立金の運用も引き続き行うことになる。

そして、統合後の厚生年金の共通財源となる積立金の運用については、主務大臣が基本指針を作成するとされ⁽³⁴⁾、基本指針に適合するように管理運用主体（GPIF、国家公務員共済組合連合会、地方公務員共済組合連合会及び日本私立学校振興・共済事業団）が共同して「積立金の資産の構成の目標（モデルポートフォリオ）」を作成し、各管理運用主体はモデルポートフォリオに即して個別の管理運用方針（基本ポートフォリオを含む。）を作成することとされている。

モデルポートフォリオは平成27年3月20日に定められ、その内容は表5のとおりであるが、資産構成割合は平成26年10月変更後のGPIFの基本ポートフォリオと一致している。モデルポートフォリオには、「中心値範囲」という基準が設けられ、各管理運用主体の基本ポートフォリオにおける各資産の中心値が含まれるべき範囲とされており、管理運用主体の裁量を反映できる仕組みになっている。また、「短期資産」をこれら4資産とは別に区分して管理することができることになっている。

表5 モデルポートフォリオ（平成27年3月20日）

資産	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式
モデルポートフォリオ	35%	25%	15%	25%
中心値範囲	上記±10%	上記±9%	上記±4%	上記±8%

（出典） GPIFほか「積立金の資産の構成の目標（モデルポートフォリオ）」2015.3.20. <http://www.gpif.go.jp/public/activity/pdf/model_portfolio.pdf>を基に筆者作成。

そして、共済年金の各管理運用主体は、モデルポートフォリオを考慮して基本ポートフォリオの変更を行うことになる。一例として、国家公務員共済組合連合会が平成27年2月25日に行った基本ポートフォリオの変更内容は表6のとおりであるが、国内債券の割合が減少して国内・外国株式等の割合が増加しており、変更後の基本ポートフォリオはモデルポートフォリオ及びGPIFの基本ポートフォリオと一致している。

⁽³³⁾ 各管理運用機関の運用資産額（平成26年度末、時価ベース）は、国家公務員共済組合連合会7.8兆円、地方公務員共済組合連合会21.1兆円、日本私立学校振興・共済事業団4.2兆円である。国家公務員共済組合連合会「年金積立金等の運用状況（平成26年度版）」<http://www.kkr.or.jp/shikin/2015_unyou.pdf>; 地方公務員共済組合連合会「平成26年度の資金運用状況」<http://www.chikyoren.or.jp/sikin/pdf/joukyo_h26.pdf>; 日本私立学校振興・共済事業団「平成26年度年金積立金の運用結果」<http://www.shigakukyosai.jp/shokai/shisan/files/k_unyou_kekka_26.pdf>による。

⁽³⁴⁾ 「積立金の管理及び運用が長期的な観点から安全かつ効率的に行われるようにするための基本的な指針」（総務省、財務省、文部科学省、厚生労働省告示第1号）が、平成26年7月3日に公布された。

表6 国家公務員共済組合連合会の基本ポートフォリオの変更（平成27年2月25日）

区 分	資産区分と構成割合						
	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産	不動産	貸付金
変更前	74% (±16%)	8% (±5%)	2% (±2%)	8% (±5%)	4% (±4%)	2% (±2%)	2% (±2%)
変更後	35% (±30%)	25% (±10%)	15% (±10%)	25% (±10%)	-	-	-

(注1) 各欄下段の()書は乖離許容幅である。

(注2) 変更前の基本ポートフォリオは平成25年12月26日に定められたものである。変更後は、不動産と貸付金は国内債券に含められ、短期資産は各資産の乖離許容幅の中で管理することとされた。

(出典) 国家公務員共済組合連合会「積立金等の運用の基本方針の改正について」2015.2.25. <http://www.kkr.or.jp/shikin/funds_amendment270225_2.pdf> を基に筆者作成。

3 管理運用業務の内容

(1) 委託運用

GPIFは、年金積立金の運用に当たっては運用資産の一部を除き、信託銀行や投資顧問会社の民間運用機関に運用を委託しており、平成26年度末現在で37運用受託機関と76ファンドの契約を締結していて、委託運用額は約99兆円（運用資産額の約72%）になっている。また、GPIFは、年金積立金の管理を資産区分ごとに信託銀行等に委託しており、平成26年度末現在で4資産管理機関と契約を締結している。⁽³⁵⁾

GPIFの業務方法書等によると、運用受託機関等の選定は原則として公募を実施することとされ、運用等の手法、実績、体制等に関する評価事項及び提案された手数料の水準に基づく総合評価の結果により選定することとされている。GPIFは、契約を締結した運用受託機関等に対して運用目標、運用手法等を指示し、各機関から運用状況等の報告を受けることなどにより各機関の管理及び評価を行っている。そして、評価結果に応じて必要があれば、契約の解約、資金の一部回収、配分停止又は追加配分の措置がとられることになる。

(2) 自家運用

運用資産の一部については、GPIFが自ら資産管理機関を利用しつつ運用を行っている。この自家運用は、運用の効率化や必要な流動性の確保の観点から行われているものであるが、この中には財投債の保有が含まれている。この財投債は、前記のI3(2)で述べた「厚生労働大臣からの寄託金による財投債の引受け」のことであり、引き受けられた財投債は満期まで保有されることになっている。新規の引受けが行われたのは平成19年度までであり平成20年度以降順次減少しているが、まだ相当の額が保有されている。

GPIF設立の平成18年度以降の各年度末の運用資産額の自家運用と委託運用の内訳は表7のとおりである。自家運用額の計は運用資産額の約3割で推移しており、平成26年度末では約38兆円（運用資産額の約28%）となっている。財投債保有額は、平成26年度末には約5兆円となって減少の一途であるのに対し、財投債以外の自家運用額は、増加傾向となっていて平成26年度末には約33兆円となっている。

⁽³⁵⁾ GPIF 前掲注(15), pp.64-65 による。

表7 年度末の運用資産額の内訳

(単位：億円)

年度	運用資産額 A	財投債以外の 自家運用額 B	財投債保有額 C	自家運用額の計 B + C = D	委託運用額 A - D
平成 18	1,145,278	66,504	295,525	362,029	783,249
19	1,198,868	94,092	285,794	379,886	818,982
20	1,176,286	111,089	250,888	361,977	814,309
21	1,228,425	126,422	205,756	332,178	896,247
22	1,163,170	126,987	182,067	309,054	854,116
23	1,136,112	219,442	134,342	353,784	782,328
24	1,204,653	311,618	106,757	418,375	786,278
25	1,265,771	279,931	81,232	361,163	904,608
26	1,374,769	330,997	50,122	381,119	993,650

(注1) 「財投債保有額」は、簿価ベースの金額である。

(注2) 「財投債以外の自家運用額」は、億円単位で表示された複数のファンドの計数を単純に集計したものである。「自家運用額の計」は、「財投債以外の自家運用額」に「財投債保有額」を加えて算出したものである。「委託運用額」は、「運用資産額」から「自家運用額の計」を控除して算出したものである。

(出典) GPIF「業務概況書」各年度版を基に筆者作成。

(3) 運用手法と委託手数料

運用手法には大きく分けてパッシブ運用とアクティブ運用がある。パッシブ運用は市場平均並みの収益率を確保することを目指す方法であり、アクティブ運用は市場予測等を行うなどして市場平均を上回る収益率を目指す方法であるとされている。一般的に、パッシブ運用はアクティブ運用に比べて手数料が低く設定される傾向にある。

GPIFの第1期及び第2期中期計画では、運用手法について、年金積立金は巨額であり、市場への影響に配慮する必要があること、長期的には市場はおおむね効率的であると考えられること等から、各資産ともパッシブ運用を中心とするとしていたが、平成27年4月からの第3期中期計画では、原則としてパッシブ運用とアクティブ運用を併用し、その上で、アクティブ運用に取り組むことにより超過収益の獲得を目指すものとしてされた。

平成26年度末のGPIFの財投債を除いた市場運用分の資産(132兆4648億円)に係るパッシブ運用(111兆1531億円)の割合は83.91%であり⁽³⁶⁾、これまではパッシブ運用中心の運用実態となっていたが、第3期中期計画開始の平成27年度以降はアクティブ運用の割合が高くなることが想定される。

そして、GPIFが運用受託機関等に支払う委託手数料の額は、平成26年度は291億円に上っており、運用資産の平均残高131.9兆円に対する割合である委託手数料率は0.02%となっている。GPIF設立後の委託手数料率は、ほぼ横ばいの状況である。⁽³⁷⁾

(4) 運用資産額の増減

前記のとおり、運用資産額は平成18年度末114兆5278億円、平成26年度末137兆4769億円であり、毎年度増減が生じている。これは、国の年金特別会計から年金積立金の新規寄託がある一方、年金特別会計における給付等に充てるために寄託金の償還が行われること、運用収益が生じる一方、運用業務により利益が生じた場合に法律の規定に基づく年金特別会計への納付⁽³⁸⁾が行われること

⁽³⁶⁾ 同上, p.63による。

⁽³⁷⁾ 同上, p.24による。

⁽³⁸⁾ 前掲注(18)参照。なお、年金特別会計への納付には、独立行政法人通則法第46条の2第2項に基づく不要財産に係る国庫納付が含まれている。

などによるものである。なお、寄託金の償還は平成 20 年度から始まったが、近年においては保険料収入を上回る給付等が生じる状況であることなどによるものと考えられる。

運用資産額が増加する要因には、①寄託金の受入、②運用収益がある。また、減少する要因には、③寄託金の償還、④年金特別会計への納付、⑤運用手数料等の経費がある。なお、平成 22 年度までは上記以外の減少要因として、⑥財政融資資金への借入金償還・利払いがあった。

平成 18 年度から平成 26 年度までの GPIF における運用資産額の増減状況について、要因別の内訳を示すと表 8 のとおりである。表 8 の「①寄託金の受入」と「③寄託金の償還」とを比較すると、平成 21 年度以降は償還額が受入額を上回る状態が継続している。この寄託金の償還や年金特別会計への納付を行うためには、運用資産である債券等を現金化して支払うこと（キャッシュアウト）が必要になる。

GPIF の業務概況書によると、キャッシュアウトについては、財投債の満期償還金等を活用するとともに、市場運用している国内債券からの資金回収を行っている⁽³⁹⁾。財投債の保有額は減少の一途となっており、平成 26 年度末には約 5 兆円にまで低下していることから、今後も想定される寄託金償還等のキャッシュアウトに当たっては、市場に急激な影響を与えないように注意して資金を回収することになると考えられる。

表 8 運用資産額の増減状況

(単位：億円)

年度	①寄託金の受入	②運用収益	③寄託金の償還	④年金特別会計納付	⑤運用手数料等	⑥借入金償還・利払い	年度末運用資産額
平成 18	136,312	39,445	-	19,611	327	39,218	1,145,278
19	161,156	- 55,178	-	13,017	352	39,066	1,198,868
20	125,478	- 93,481	3,183	17,936	307	32,983	1,176,286
21	4,389	91,850	40,217	-	277	3,639	1,228,425
22	6,563	- 2,999	64,505	2,503	266	1,538	1,163,170
23	5,494	26,092	56,996	1,398	249	-	1,136,112
24	22,014	112,222	59,161	6,291	240	-	1,204,653
25	5,023	102,207	24,749	21,116	268	-	1,265,771
26	4,552	152,922	15,500	32,710	310	-	1,374,769

(注) 各年度末運用資産額は、①+②-③-④-⑤-⑥の額を前年度末運用資産額に加えた額であるが、①~⑥の増減額のほかに未払費用等に関する調整を行わないと、年度末運用資産額には一致しない。

(出典) GPIF「業務概況書」各年度版を基に筆者作成。

(5) 資産区分別の運用実績

GPIF の平成 26 年度業務概況書によると、時価評価による運用収益額（運用手数料等控除前）は過去最高の 15 兆 2922 億円となっており、年度末の運用資産額は 137 兆 4769 億円である。この運用収益額及び年度末運用資産額について、資産区分別の内訳を示すと表 9 のとおりである。

財投債を含めた国内債券の運用資産額は 56 兆 7037 億円（全体の約 41%）であるが、その運用収益額 1 兆 7055 億円は収益額全体の約 11% に過ぎない状況である。一方、国内株式と外国株式を合わせた運用資産額は 61 兆 7476 億円（全体の約 45%）であるが、両者を合わせた運用収益額 11 兆 6968 億円は収益額全体の約 76% となっており、平成 26 年度は株式市場における株価の上昇による収益額が大きかったと考えられる。

また、これと対比する意味で、過去最低の単年度収益額マイナス 9 兆 3481 億円が生じた平成 20 年度の運用収益額及び年度末運用資産額（117 兆 6286 億円）の資産区分別の内訳を示すと表 10 のと

⁽³⁹⁾ GPIF 前掲注(15), p.30 によると、キャッシュアウトには財投債やキャッシュアウト等対応ファンドを活用することで対応しているとされている。

おりである。

国内株式と外国株式を合わせた運用資産額は 20 兆 4767 億円（全体の約 17%）であったが、両者を合わせた運用収益額がマイナス 9 兆 9160 億円となったことなどにより、国内債券によるプラスの収益額があっても、全体では多額の損失が生じるようになった。これは、当時のリーマン・ショックによる金融危機及び世界的な景気減速に伴い、株式市場において株価が下落したことなどによる⁽⁴⁰⁾と考えられる。

表 9 平成 26 年度運用収益額及び平成 26 年度末運用資産額の資産区分別内訳

（単位：億円）

区 分	国内債券 (市場運用)	国内債券 (財投債)	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産	計
運用収益額	15,957	1,098	69,105	18,884	47,863	15	152,922
運用資産額 (構成割合)	516,915 (37.60%)	50,122 (3.65%)	316,704 (23.04%)	181,815 (13.23%)	300,772 (21.88%)	8,441 (0.61%)	1,374,769 (100.00%)

（出典） GPIF「平成 26 年度業務概況書」pp.58, 60. <http://www.gpif.go.jp/operation/state/pdf/h26_q4.pdf> を基に筆者作成。

表 10 平成 20 年度運用収益額及び平成 20 年度末運用資産額の資産区分別内訳

（単位：億円）

区 分	国内債券 (市場運用)	国内債券 (財投債)	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産	計
運用収益額	8,700	3,189	- 50,613	- 6,213	- 48,547	3	- 93,481
運用資産額 (構成割合)	618,887 (52.61%)	250,888 (21.33%)	113,986 (9.69%)	100,135 (8.51%)	90,781 (7.72%)	1,608 (0.14%)	1,176,286 (100.00%)

（出典） GPIF「平成 20 年度業務概況書」pp.52, 100. <http://www.gpif.go.jp/operation/state/pdf/h20_q4.pdf> を基に筆者作成。

これらの実績から、評価益である運用収益は、短期的には株式市場における時価の動向に大きく左右されることがうかがわれる。前記 I 3 (2) の表 2 や(3) の表 3 で示したように、年金積立金の自主運用を開始した平成 13 年度以降は、損失が生じた年度はあっても全体では平成 26 年度末で 46 兆 694 億円の累積利益が生じている状況である。そして、その実質的な運用利回りは、平成 13 年度以降の 14 年間の平均で 3.11%、GPIF 設立後の平成 18 年度以降の 9 年間の平均で 3.68% となり、財政計算上の前提の実質的な運用利回りを上回っているとされている⁽⁴¹⁾。

Ⅲ 今後の課題

1 運用について

これまでの年金積立金の運用実績は、全体では累積利益が生じている状況であるが、その運用の在り方については、これまでに多くの議論がなされ検討が行われている。その主なものとして、前記 II 1 (2) で示した「年金積立金管理運用独立行政法人の運営の在り方に関する検討会」の平成 22

(40) リーマン・ショック時の損失に関連して、平成 26 年 12 月に民主党の長妻昭衆議院議員から提出された「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」に対する内閣の答弁書（平成 27 年 1 月 9 日内閣衆質 188 第 6 号）の中で、平成 26 年 10 月変更後の基本ポートフォリオに平成 20 年度における各資産の市場平均収益率を当てはめるなどして試算すると、収益額は約マイナス 26.2 兆円になることが示されている。

(41) 実質的な運用利回りは、運用手数料等控除後の名目運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いたものである。GPIF 前掲注(15), p.23 による。

年12月の報告（以下「22年12月報告」という。）では、年金積立金の運用についても述べられている。また、上記報告での指摘⁽⁴²⁾を受け、厚生労働省の年金部会に設置された「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」は、平成26年3月に検討結果を取りまとめて報告（以下「26年3月報告」という。）している⁽⁴³⁾。以下、運用に係る課題のうち運用対象資産と運用手法について、両報告の報告事項等を基に整理してみる。

(1) 運用対象資産

基本ポートフォリオの内容についての課題である。22年12月報告では、運用対象資産の在り方については、流動性の確保等にも留意しつつ、ポートフォリオの効率化を図る観点から、リスク分散を図っていくことが重要であるとされた。また、具体的な運用対象資産については不動産投資などを含めるべきであるという意見や、年金積立金は国民から預かっている年金給付の財源であるので、運用対象を高リスク資産にいたずらに拡大するのではなく、安全資産を基本とすべきであるという意見など様々な意見があったことが論点整理的に示されていた。

そして、26年3月報告では、年金積立金の運用目的は、年金財政の安定化等であり、それに則した資産構成割合とすべきであるとされ、安全かつ効率的な運用を行うためには年金財政上必要な利回りを最小限のリスクで運用すべきであるとされた。また、従前のデフレ下では国内債券中心の運用が安全かつ効率的な運用であったが、デフレ脱却を図り、適度なインフレ環境に移行しつつある我が国経済の環境においては、あらかじめ国内債券中心を示す必要はなく、運用目的・運用目標に則したポートフォリオを検討すべきであるとされるなど、経済環境等の変化が激しい最近の傾向を踏まえてポートフォリオの見直しを行うことが示された。

GPIFの基本ポートフォリオは、前記のとおり、設立以後7年以上にわたり変更されていなかったが、平成25年6月に見直された後、平成26年10月に大幅に変更された。年金財政は経済情勢等に応じて定期的に検証されるものであり、また経済環境は日々変化しているものであるから、年金積立金の運用について、経済環境を踏まえたリターンとリスクの状況を見て、基本ポートフォリオを専門的な見地から定期的に見直していくことは極めて重要であると考えられる。

GPIFは、平成26年10月の基本ポートフォリオの変更について、長年続いたデフレからの転換という大きな運用環境の変化の節目にある状況を踏まえ、長期的な経済環境の変化に速やかに対応する観点から変更したと説明している⁽⁴⁴⁾。より具体的に言えば、長期のデフレから脱却して緩やかなインフレ基調に移行していく経済環境の中で、従来の国内債券中心の運用ポートフォリオで年金財政上必要な運用利回りを確保できるかという観点から検討が行われ、新たな財政検証の結果を踏まえた中期目標で示された実質的な運用利回りを確保するためには、国内債券の割合を減らして

(42) 「年金積立金の運用は年金制度・財政と密接に関わるものであり、今後、運用目標について検討を行う場合には、年金財政の長期見通しに用いる経済前提を議論する早期の段階から、例えば、かつて厚生労働省に設置されていた社会保障審議会年金資金運用分科会のように、年金制度・財政と運用を一体的に議論する場を国に設ける必要がある。」とされた。（「年金積立金管理運用独立行政法人の運営の在り方に関する検討会報告」前掲注(25), p.2.）

(43) 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「年金財政における経済前提と積立金運用のあり方について（検討結果の報告）」（第20回社会保障審議会年金部会資料2）2014.3.12. <http://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu_Shakaihoshoutantou/0000040147.pdf> 「専門委員会」では、22年12月報告のほか、前記の内閣官房に設置された「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」の平成25年11月の提言内容も踏まえて議論されている。

(44) GPIF「中期計画の変更について」（平成26年10月31日プレスリリース） <http://www.gpif.go.jp/topics/2014/pdf/1031_midterm_plan_henkou.pdf>

国内・外国株式の割合を増やす変更を行うことになったと考えられる。

このように経済環境を踏まえたリターンとリスクの状況をみて機動的に見直しを行ったことは基本的には評価できると考えるが、一方、株式の運用割合を大きく増やすことになったこの変更内容について、一部には株価浮揚策として利用されているのではないかなどの報道⁽⁴⁵⁾がなされたり、国会の場での質疑⁽⁴⁶⁾が行われたりしている。

基本ポートフォリオの設定については、26年3月報告で示されているように、基本的には運用の専門家である GPIF に委ねるのが適当であり、GPIF においては、今後、専門的な見地から適時適切な見直しを行っていくことが望まれる。一方、このような専門性の高い内容については、一般には十分に理解されにくいと思われ、また、株式等で運用することで短期的にでも損失が発生することに抵抗感や不安感を持つ人もいるのではないかと思われる。年金積立金の運用対象資産に係る適切な国民的議論が行われるためには、基本ポートフォリオの検討過程についての透明性を高めるとともに、その意義やリスクについて、より一層丁寧な説明を行っていくことが今後の課題であると考えられる。

(2) 運用手法

パッシブ運用とアクティブ運用の割合や、委託運用と自家運用の割合についての課題である。22年12月報告では、パッシブ運用は費用が低廉で透明性も高く、合理的であるという点については意見が一致したが、アクティブ運用の評価については、平均的な収益はパッシブ運用に劣後していること等から比率を下げるべきであるという意見や、市場における資金配分を効率化するという観点から経済的に非常に意味があるという意見があったとされている。

そして、26年3月報告では、現代ポートフォリオ理論からみるとパッシブ運用は合理的だが、市場の歪みの存在等、現代ポートフォリオ理論が常に妥当するとは限らないため、収益最大化の努力が年金財政の強化に貢献するとの考え方に立てば、確たる根拠のある場合には、より高い収益を求めアクティブ運用を認めるという既存の方針を維持することなどの意見が示されている。また、GPIF は、外部運用機関の優れたノウハウ等を活用する委託運用を中心に行っており、運用受託機関の選定・管理・監督が重要な業務であるが、運用コストの低減や運用に関する知識・経験等の蓄積も期待できることから、自家運用の活用も検討すべきであるとの意見が示されている。

このように運用手法に係る議論には、パッシブ運用中心の手法からパッシブ運用とアクティブ運用を併用する手法への動きがみられる。そして、前記のⅡ 3(3)で述べたように、GPIF の中期計画では、第1期及び第2期はパッシブ運用を中心としていたが、平成27年4月からの第3期は原則としてパッシブ運用とアクティブ運用を併用するとしている。また、平成26年7月に公布され、平成27年10月から適用される被用者年金一元化後の積立金基本指針では、「管理運用主体は、パッシブ運用とアクティブ運用を併用することを原則とすること」と定めている⁽⁴⁷⁾。

(45) 新聞報道の一例として、「(社説)年金運用改革」『読売新聞』2014.11.7では、「市場などで「株価浮揚策」と受け取られている面もある。長期運用すべき資金を短期の株価対策に使うのは本末転倒だ。株価形成をゆがめかねない。」などと述べられている。

(46) 細野豪志議員（民主党）の質問に対する安倍内閣総理大臣及び塩崎恭久厚生労働大臣の答弁（第187回国会衆議院予算委員会議録第4号 平成26年10月30日）、櫻井充議員（民主党）の質問に対する安倍内閣総理大臣及び塩崎厚生労働大臣の答弁（第187回国会参議院予算委員会会議録第3号 平成26年11月4日）などがあつた。

(47) 「積立金の管理及び運用が長期的な観点から安全かつ効率的に行われるようにするための基本的な指針」（総務省、財務省、文部科学省、厚生労働省告示第1号）第3の11

パッシブ運用とアクティブ運用の具体的な構成割合などについては、GPIFが専門的な見地から検討して決めるべきものであるが、その場合には、運用手数料というコストを踏まえた経済性の観点からの比較検討が重要であると考えられる。すなわち、パッシブ運用とアクティブ運用の運用手数料を比較すると、一般的にパッシブ運用の方が手数料は低く設定される傾向にあること、また、委託運用と自家運用を比較すると、自家運用であれば内部経費の増加はあっても運用手数料は生じないことによるコストの違いがあることから、運用で期待できる収益の水準と手数料の水準とを比較検討して運用手法を決定することである。特にパッシブ運用の場合は、委託運用と自家運用で運用成績に大きな差が生じにくいことから、自家運用の割合を大きくすることにより運用コストの低減を図る方が経済的になることも考えられ、また、自家運用については、26年3月報告で示されているように、運用に関する知識・経験等の蓄積も期待できるメリットがある。

このほか、委託運用については、運用の効率性に支障が生じない範囲で運用受託機関を集約するなどして1運用ファンド当たりの資産額を大きくすれば、一般的に運用手数料率は委託資産額が大きくなるに従い逓減するように設定されていることから、コスト低減効果が期待できることも考えられる。GPIFとしては、今後もより経済的な運用を行うことについて、運用資産額の規模、運用手数料の水準、管理運用の効率性等を総合的に勘案して検討していくことが望まれる。

2 組織について

年金積立金の管理運用主体は、年金福祉事業団から始まり、平成13年4月からの年金資金運用基金、平成18年4月からのGPIFと組織の変遷があった。そして、近年、GPIFの組織やガバナンスに関する議論が盛んになっている状況であるが、その内容は前記のⅡ1(2)で述べたとおりである。ここでは主要な論点である合議制への移行と高度で専門的な人材の確保についての課題を整理する。

(1) 合議制への移行

GPIFは独立行政法人であることから、基本的には理事長がすべての意思決定を行う独任制の組織となっているが、複数の理事から構成される理事会による合議制により意思決定する組織へ移行すべきではないかという議論である。前記のとおり、組織体制の見直しに関する議論において合議制への移行の意見は多くみられ、平成27年1月に年金部会で行われた「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」の報告でも、合議制への移行が望ましいことの合意はできたとされている。しかし、具体的な理事会の構成、現行組織の運用委員会との関係などについて、検討作業班の議論は集約されておらず、今後の年金部会における検討が必要とされる状況である。

合議制への移行のためには、GPIFの法人形態を独立行政法人ではなく固有の根拠法に基づき設立される法人に改組することになる。理事会の構成、理事の任命方法、運用委員会との関係などについて新たに規定する根拠法の制定が必要とされるが、上記のように検討作業班の議論が十分に集約されていない状況では、今後の年金部会の議論による成案の取りまとめが重要であり大きな課題である。合議制を機能させるには、理事会が多様な知識・経験をもつ人材から構成されるべきであるとして理事の人数が相当数に上ることも考えられるが、現行の理事長1人及び理事2人⁽⁴⁸⁾の数を大幅に増やすことに理解が得られるかなど留意すべきことも多いと思われる。具体的な合議制の

(48) 平成27年5月の法改正で、理事は1人から2人に増員された。前掲注(2)

組織形態については多くの案が考えられるであろうが、年金部会における十分な検討が望まれる。また、GPIFにおいては、法律に関わらない事項について、より一層ガバナンス体制を強化していく取組が求められる⁽⁴⁹⁾。

合議制への移行による組織改革の目的は、恣意的な政治的介入が発生するリスクを軽減すること、資金の管理運用に係る不適切な執行を防止できるように内部監督を充実することとされており、独任制の弊害を防ぐための制度として意義があると思われる。ただし、政府との関係について、上記の恣意的な政治的介入とは政府による株価維持策が想定されていると思われ、このような政治的介入が排除されるべきことは当然であるが、過度に政府からの独立性を図ることは適切ではないと考える。

年金積立金は、法律に基づき、被保険者から納付された保険料を原資として国の会計で経理されているものであるから、その寄託を受けて管理運用を行う組織は、国の指示に基づいて年金積立金の管理運用を行うべきことが原則になるのは、どのように組織を見直しても変わらないのではないだろうか。今回の見直し後の新たな組織は、独立行政法人制度の枠から外れた組織になることが十分に想定されるので、具体的には、役員的人事権、基本ポートフォリオの決定や組織の予算に対する国の関与が問題になるが、国による何らかの統制の仕組みは必要不可欠であり、年金積立金の管理運用に係る最終的な責任は国にあることを前提とした適切な組織制度を構築することが課題になると考えられる。

(2) 高度で専門的な人材の確保

前記のとおり、平成25年11月の有識者会議の報告等において、運用対象の多様化やリスク管理の高度化を図るために高度で専門的な人材が確保できるよう、職員数や給与水準の弾力化などが必要であるとされている。また、GPIFは独立行政法人であるため、職員数、給与水準、経費等の面で、独立行政法人に係る一律的な制約を受けており、この点からも法人形態は独立行政法人ではなく固有の根拠法に基づく新法人とすることが適当であるとされている。

既にGPIFは、前記の「独立行政法人改革等に関する基本的な方針」で給与水準の弾力化が求められたことなどを受け、平成26年3月に第2期中期計画を変更して、資金運用の見直しのための高度で専門的な人材の確保に必要な経費を経費節減目標の対象外とすること、給与水準の弾力化に取り組むこと、人員について高度で専門的な人材確保の観点から弾力化に取り組むこととした。そして、GPIFは、平成27年1月に役員給与規程及び職員給与規程の見直しを行い、役員報酬の引上げなどを実施した⁽⁵⁰⁾。また、GPIFは、平成27年4月からの第3期中期計画において、高度で専門的な人材の受入に伴う環境整備を行うこと、高度で専門的な人材の報酬水準について報酬体系を

(49) GPIFでは、平成26年10月の基本ポートフォリオの変更に併せて、運用委員会から理事長に対し、ガバナンス体制の強化についての建議がなされた。そして、運用委員会の下にガバナンス会議が設置され、平成27年3月に、GPIFの「投資原則」及び「行動規範」が策定されるなどの強化策が実行された。また、GPIFの第3期中期計画では、運用手法、新たな運用対象、運用受託機関等の選定については、事前に運用委員会の審議を経ることなどが新たに記載されており、運用委員会を活用することにより実質的に合議制に近い試みが行われているとも考えられる。

(50) GPIFが公表した「平成26年度役員報酬・給与等について」<http://www.gpif.go.jp/public/pdf/organization_officer_h26.pdf>によると、役員給与規程及び職員給与規程の見直しについては、第三者的な観点から市場等の報酬水準を勘案して見直しを行うよう、専門のコンサルタント会社を活用し、その提言に則して見直しを実施したとしている。

成果連動型とすることや民間企業等における同様の能力を持つ人材の報酬水準との比較などにより報酬水準の妥当性の説明を行うとしている。

巨額の年金積立金の管理運用を行う組織にとって、金融や投資に関する高度で専門的な人材を組織内に抱えることが望ましいことは言うまでもない。GPIF が今後アクティブ運用や自家運用の比率を高めていくとすれば、より一層そのような人材が確保できるように組織面の制約を取り払う環境整備に取り組むことは重要であり、必要があれば独立行政法人制度の枠から外れた新組織に移行することも十分に理解できる。ただし、このような人材確保の仕組みを整えたとしても、実際に適切でふさわしい人材を確保できるかどうかは別の課題になる。実効性のある外部からの人材獲得方策だけでなく、GPIF 内部の人材を育成して登用することも検討していくべきではないかと考えられる。

また、高度で専門的な人材の確保や職員の増員に関しては、人件費等の費用をかけても運用収益から費用を差し引いた額が最適になればよいとの考え方もあり得る⁽⁵¹⁾。単純に言えば、100兆円超の資金を運用する GPIF においては、運用資産に対する収益率を 0.1% 上げれば収益が 1000 億円超増えるので、収益率を 0.1% 上げるために 1000 億円までの費用をかけてもよいとの考え方である。このような考え方は全く理解できないものではないが、被保険者からの保険料を原資として国から寄託される年金積立金を運用する組織としては、その公的な性格に鑑みて費用抑制の努力は行われるべきであると考えられる。GPIF は、多くの独立行政法人とは異なり国から運営費交付金を受けておらず、業務運営の財源は自己収入を充てることになっていて、寄託された年金積立金の運用収益により賄われることになっている。年金積立金の運用収益は、本来は年金受給者への給付に充てられるものであることを考えると、GPIF の経費支出には厳格な効率性が求められることが当然ではないだろうか。今後の組織の構成については、運用環境の変化に弾力的に対応して十分に機能できるようなものにすることが課題であるとともに、組織に係る費用が効率的にかつ透明性が確保されるように執行されることが望まれる。

おわりに

年金積立金の管理運用について多くの議論が行われているが、基本的には、法律の規定に基づいて考えるべきであろう。厚生年金保険法及び国民年金法は、積立金の運用について、専ら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規定しており、この規定の意味を常に念頭に置いて制度を構築し運用していくべきことは言うまでもない。特に付言したいのは、「長期的な観点」についてである。年金制度は、財政検証でおおむね 100 年という長期の見通しを想定しているように極めて長期的な制度であり、年金積立金の管理運用についても長期的な観点から評価するべきであると考えられる。これまでの運用実績をみても、損失が生じた年度はあっても全体では収益が生じており、市場の短期的動向に一喜一憂して過剰に反応することなく冷静に対応していくことが望まれる。

そして、年金財政にとって、年金積立金及びその運用収入は、あくまで副次的なものであることにも言及しておきたい。現在の我が国の賦課方式の年金財政においては、年金積立金の役割は、そ

⁽⁵¹⁾ 社会保障審議会年金部会に設置された「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」の「第 6 回議事録」2014.12.17. <<http://www.mhlw.go.jp/stf/shingi2/0000076649.html>> によると、このような考え方についての議論が行われている。

の運用収益と取崩しにより収支の大幅な変動を和らげて年金財政の安定化に寄与するものであるとされている。年金財政における中心的な収入は保険料収入及び国庫負担であり、支出は年金給付費である。年金制度を将来にわたり安定的に維持していくためには、支える側である被保険者の拡大と支えられる側である受給者への給付の抑制に資する施策を常に検討していくことが重要ではないかと考える。

(ほりべ みつぐ)