

年金制度とインベストメントチェーンについて

玉 木 伸 介

皆さん、こんにちは。いまご紹介いただきました玉木でございます。

いまのご紹介にありましたとおり、私は教授をしてはおりますけれども、学者ではございません。実務的なことを中心にずっとやってきまして、そのあと教員として仕事をしているわけです。

私がきょう皆さん、特に学生さんに理解していただきたいということは、実は年金という言葉が非常に尖った言葉になっていまして、年金というところどころで人が集まってきます。そのときに皆さんは不安を持って集まってくるということが多くなっています。これはちょっと困った話でして、年金あるいは社会保障というのは人々に安心を与えるためのものなのですが、それがどうもいろいろなところでいろいろなことが流れていくうちに、社会の現象として不安の源、あるいは人々が不安を感じる源になってしまっているところがあります。この辺、いろいろな角度からご説明を申し上げていて、何とか変えていきたいと思っています。

あと、学生さんがおられるので忘れないうちに言っておきますけれども、私は後期、経済学部の世界経済事情という科目を持っております。火曜の2限です。登録しておられない方でも、話を聞いてみようと思ったら教室のほうに来ていただいて全然構いませんので、ぜひふるってご参加ください。

それでは、お手元の資料にしたがって、きょう何をお話するかをお話ししようと思います。

アウトラインとしてここに4つ挙げています(図表1)。まず、年金制度と金融の関わり方、「年金」という言葉です。2番目にわが国の金融仲介と年金積立金です。それから3番目に、年金積立金の運用とインベストメントチェー

図表 1

アウトライン

- I. 年金制度と金融の関わり方
——「年金」という言葉が多義的であること。
- II. 我が国の金融仲介と年金積立金
- III. 年金積立金の運用とインベストメントチェーン
—— 進行中の議論の根底にあるフラストレーションと「運用力の向上」というコンセプト
- IV. 人々の老後の生活の安定に不可欠な「最善の利益」の勘案と「誠実かつ公正な」金融業の運営

1

ンです。実はインベストメントチェーンというのは、いま、非常によく使われる言葉になっています。その辺を含めてお話をしたいと思います。それから最後に、人々の老後の生活の安定に不可欠な「最善の利益」の勘案というのがあります。これについても法律の中にある言葉ですので、意味するところは非常に強力です。あと、金融の世界でビジネスとしてやっておられる方々には、勘案して「誠実かつ公正な」業務を運営しなければならないという法律がいまあります。そういったものを踏まえて、皆さん、金融とか老後の資産形成といったことをご判断していただきたいと思います。

最初に 1 番のところについてお話をします。

「年金」という言葉は、実は非常に大きな混乱の元です。実は年金には全く違うものが 2 種類あります（図表 2）。一つは賦課方式の年金、もう一つが積立方式の年金です。

2 種類の年金は、いずれ高齢になったときにもらうという点では共通なのですけれども、経済的な意味合いは全く異なります。賦課方式は金融ではないのです。ところが積立方式は金融なのです。この違いは非常に大事なところです。できることなら、賦課方式の年金と積立方式の年金は別の言葉を使いたいぐらいなのですが、もう何十年、100 年も前から、あるいはビスマルクの時代からある言葉なので、どうもならないということです。

図表 2

「年金」という言葉がもたらす混乱

- 1) 年金には2種類ある（賦課方式と積立方式＜次葉以下＞）。
- 2) 2種類の年金の経済的な意味合いは、全く異なる。
 - ―― 賦課方式は、金融ではない。
 - ―― 積立方式は、金融である。
- 3) できることなら、異なる言葉を使いたい。しかし、既に定着してしまい、覆せない。

2

図表 3

年金制度には2種類ある（1）

- 1) 賦課方式の公的年金保険
 - ―― 同一時点の世代間移転。長生きリスクを社会全体でプールする保険。
 - ―― 大きな積立金がないことが基本形（日米にはあり、ドイツにはない）。
 - ―― 金融（異時点間を結ぶ）の要素を必要としない（積立貯蓄ではない）。
- 2) 積立方式の企業年金、個人年金などの私的年金
 - ―― 現役世代の所得の一部が、長期にわたって、日々追加的に貯蓄され、運用され、高齢期になって長期にわたって取り崩す、が基本形。
 - ―― 積立金が蓄積される（大きなバランスシートが形成される）。
 - ―― 企業年金などは、間接金融機関（銀行の預金債務を給付債務に置き換えたもの）。資金循環構造の一翼を担う。

3

さらに賦課方式の公的年金というのはどうなっているのか、どんなものかということなのですが（図表 3）、これは同一時点の世代間移転なのです。これはどういうことかという、きょうの若者、きょうの現役世代が、きょう政府に払った保険料を、いま生きている高齢者に回していく、という仕組みだということです。きょう現役の世代の方々において可処分所得が減る。その分が政府

を經由して高齢者に行って、そこで所得を増やして消費を賄う。こういう仕組みになっています。

それからもう一つは、年金のお金を払いますよね。これは「保険料」と言いますよね。だから保険なのです。先生方、私学共済の年金にお入りでいらっしゃいますね。また、厚生年金という制度があるのですけれども、その根拠法の名前は厚生年金保険法です。このように国がやっている年金は保険なのです。何保険ですかというと、「長生きリスク保険」です。きょうは基本的に老齢年金に絞ってお話しますが、長生きリスク保険、「長生きのリスク」が顕在化したときに、または普通の言葉でいえば保険事故が発生したときに、保険金として年金給付を払うという仕組みです。

後ほどご説明しますように、先ほど私の経歴のご紹介の中に、年金積立金管理運用独立行政法人に私がいたとありましたけれども、この年金積立金管理運用独立行政法人は、わが国において圧倒的に最大の機関投資家です。世界でもほぼ最大と思ってもらって構いません。そういう大きい積立金があるのですけれども、基本形、理念としては、賦課方式に積立金はないのです。日本とアメリカには大きな積立金がありますが、ドイツには年金制度はあるけれども積立金はほとんどありません。

それから金融の要素を必要としません。だって、同一時点なのですから、時間がない、ゼロなのです。金融の生ずる余地はないです。したがって、学生の皆さんが2年生の20歳になったら、国民年金保険料を払うことがあると思います。あるいは先生方、毎月天引きされていますけれども、それは積立貯蓄ではありません。

これに対して積立方式というのはどういうことかということ、企業年金、個人年金、生命保険会社でやっている年金保険といったものです。それは現役世代の所得、例えば企業の従業員に対する労働の対価の支払いですが、その一部が長期にわたって日々追加的に積み立てられていきます。それが何十年も運用され、運用してできあがった塊を高齢期になって長期にわたって取り崩す、このようにして動いていくのが積立方式の基本形です。

この場合には、積立金は蓄積されます。ここで貯蓄されたものが、将来において何十年もキャリアされていくわけです。当然キャリアされている間には大きなバランスシートができあがります。こういうのが積立方式の年金です。

そうすると、たくさんの人のお金を集めて運用している企業年金は、間接金融機関です。典型的と言ってもいいくらい間接金融機関です。学生の皆さん、銀行は間接金融機関と習いますよね。そのときは預金という債務を銀行は負うわけです。その反対側に貸し出しなどの資産があるわけですが、この銀行の預金債務を将来の年金給付債務に代えたものが間接金融機関としての企業年金です。資産として運用するものは、銀行だって社債を買ったり国債を買ったり株を買っていますよね。同じように有価証券を持つことが多いですし、場合によっては融資をする年金ももちろんあります。

わが国は国民年金と厚生年金という2つのタイプの公的年金があります(図表4)。この公的年金の重要なところは強制加入ということです。全員が入らねばなりません。あと、ややこしいのですが、共済年金というものもあります。私学は私学共済、国家公務員は国家公務員共済というのがあるので、しばらく前まで、国家公務員は国家公務員共済という、国家公務員だけの年金がありました。これは、日本の中に国が4つあって、民間企業などの厚生年金の国、国家公務員の国家公務員共済組合年金の国、地方公務員の年金の国、それから、なぜか何十年前前に私学だけ別の国を作って、それは私学共済になっていたのですが、これが10年ぐらい前に年金一元化というのがございまして、年金制度としては同じものになっています。ただ、共済組合というも

図表 4

年金制度には2種類ある (2)

- 1) 我が国の国民年金や厚生年金(共済年金を含む)は、賦課方式。
- 2) 現役世代が生み出した富の一部を政府が保険料として徴収
 - ⇒ その時の高齢者に給付(過去の保険料納付実績と強く相関)。
 - ⇒ 積立貯蓄に見える。
 - しかし、金融ではない(∴同一時点の移転)。
- 3) 現役世代という集団が高齢者という集団を扶養することによって、**寿命の「ばらつき」(長生きリスク)をプール**。これによって、**終身給付が可能になり、国民に安心感を提供(長生きリスク保険)**。

のは 3 つがずっと存続していますので、しばしば 3 つの共済、三共済というような言い方をすることがあります。これは絵にかいたような賦課方式になっています。

現役世代が生み出した富、人々の所得の相当な部分が労働に分配されている。その一部を政府が保険料として徴収するということです。

これをそのときの高齢者に給付するのですけれども、この給付をするときに、A という高齢者にいくら、B という高齢者はいくらというのをどうやって決めるのか。これはその高齢者の過去の保険料支払実績に強く相関させています。完全な比例ではもちろんありません。しかし強く相関していますので、本人にとってみれば積立貯蓄に見えます。ただし、金融ではありません。だって同一時点の移転なので、これは金融ではないです。積立貯蓄ではありません。例えば、私はいま 68 歳です。いま私が死にますよね。そうしたら、私が来年、再来年受け取っていたであろう年金給付は私の息子に相続されません。これは財産権ではないのです。そこは全然違います。

それから、先ほど長生きリスクをカバーする保険になっていると申し上げましたけれども、それはどういうことかという、現役世代という集団が高齢者という集団を扶養するわけです。集団が扶養するのです。取るときには、例えばいろいろな取り方があります。毎月定額の国民年金、あるいは報酬比例、18.3%を取る厚生年金、取り方はいろいろありますし、ばらまき方、給付の仕方はいろいろあるわけですが、集団が集団を扶養しています。そうすると、この受け取る側の高齢者はいつ死ぬか。これは確率変数で死んでいくわけです。どの高齢者が何歳で死ぬかということは、この年金制度という制度の運営上は全然問題ではありません。全体としていつ死ぬのかということだけが問題です。平均受給期間だけが問題なのです。

そうすると何ができるかという、終身給付ができる、死ぬまでです。私がいま 68 歳です。何年もらうのかはわかりません。私が来年死ぬのか、10 年後に死ぬのか、30 年後に死ぬのか、わかりません。したがって死ぬまでもらえるということです。これは、例えば学生の皆さんのおじいさん、おばあさん、たぶんいま 70 歳ぐらいではないでしょうか。70 歳ぐらいだとまだまだこの終身給付のありがたみがわからないみたいです。でも 85 歳になってくると、死ぬまでもらえるということがどれほどの安心をもたらすかということが、ど

うもいくつかの個別例から伺えるところです。

この長生きリスク保険というのは、後ほど説明しますが、国家が行う強制加入の公的年金でないと、まあ、無理です。民間では、まあ、できないものだと思っていただいて結構です。

続きまして、わが国の金融仲介と年金積立金ということについてお話をします（図表 5）。

公的年金と金融仲介を考えると、国がやっている国民年金と厚生年金の積立金を年金積立金管理運用独立行政法人、長いのですが、Government Pension Investment Fund という英語名になっていまして、その頭文字で GPIF です。および三共済、国家地方の国家・地方公務員共済、私学の 3 つで運用しています。先ほど申し上げたように、圧倒的に言ってもいいぐらいの超巨大な機関投資家です。基本ポートフォリオというのがあります。この運用は「きょうは気分がいいから株を買おうか」とかそういうのでは全然ないです。これは予め、リスクとリターンに関する過去の情報を基にして、ファイナンス論という学問があるわけですが、それにおける最適化というものをやって出てきたものが国内株、国内債券、それから外国の株式、債券が 1 : 1 : 1 : 1、25% ずつにいまはなっています。これが基本ポートフォリオと言われるものです。

図表 5

我が国の年金制度を通じた金融仲介（1）

1) 公的年金

- ・国民年金及び厚生年金の積立金を、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）及び三共済（公務員共済、私学共済）で運用。

- 「GPIF + 三共済」は世界最大級の機関投資家。

- 基本ポートは、「国内株：国内債券：外国株：外国債券 = 1 : 1 : 1 : 1」

- ・我が国の公的年金は昭和30年代に整備され、国民皆年金を実現。

- ・高度成長期は、多くの給付を受ける高齢者が少なかった（年金収支 > 0）。

- かつて、公的年金積立金は、郵便貯金とともに、資金運用部に全額預託。高度成長期には、財政投融资によるインフラ整備を支えた（合理的な資金循環）。

- 1980年代の郵便貯金の急増、基幹的なインフラの整備完了などから、預託金規模によって受動的に定まる面のある財投の「肥大」が問題に（資金循環上の問題）。

- 2001年の財投改革で、全額預託廃止（⇒財投の圧縮実現）。償還された預託金は、市場運用に投じられた（運用組織としてGPIF。資金循環構造の変革）。⁵

この積立金なのですけれども、「あれっ、あなたは先ほど賦課方式だから積立金はないって言っていたじゃないか、どうなっているんだ」と言いたいところですが、歴史的なことを申し上げますと、わが国の公的年金は、いちばん最初は太平洋戦争中にできました。ただ、その後のインフレでいろいろパーになってしまったのです。昭和 20 年代の終わりから 30 年代にかけて、いまの国民年金、厚生年金が整備されていきます。結果的に国民皆年金という偉大な制度ができあがりました。「皆」というのはどういう意味かということ、職業などに関係なしに全員が入るということです。それが皆年金というものです。

高度成長期、昭和 30 年代以降はどんどん高度成長になっていくわけですが、当時、多くの給付を受ける高齢者はいない、または少ないのです。なぜかという、先ほど申し上げたように、過去の保険料の支払い実績に応じて給付されるのですから、制度が始まって間もないとき、何十年も保険料を払っている人はいません。他方で若者はたくさんいるのです。経済はどんどん大きくなりますから、若者の収入がどんどん増えるわけです。そうすると保険料は政府にどんどん入っていくわけです。そうすると毎年の年金の収支がプラスになります。ストックが貯まっていくわけですね。

当時の厚生省の年金特別会計にどんどんお金が入っていった、このストックが厚生省の年金特別会計に貯まります。これが当時の制度では当時の大蔵省、いまの財務省の理財局というところが管理している資金運用部というところに行きます。資金運用部というのは部署の名前ではないです。資金運用部という部屋はありません。資金運用部員という人はいません。これは資金運用部勘定というような勘定です。そこに、郵便貯金と一緒に、全額預託されます。これはいわば年金特別会計から資金運用部特別会計への融通みたいなもの、定期預金のようなものを政府の中でやるわけです。

これを受け取った資金運用部は何をするかというと、これを財政投融资の原資として、例えば日本道路公団に出資・融資をして東名高速道路を作るとか、鉄道建設公団に出資・融資して新幹線を作るとか、住宅公団に出資・融資してアパートを作るとかということをしていったわけです。すなわち、財政投融资によるインフラ整備の原資になっているのです。当時はこのインフラが絶望的に不足していましたから、国民の可処分所得を減らして集めた保険料でもってこれをファイナンスするということは、大変合理的な資金循環であったわけで

す。

ところが、1980 年代に困ったことが起きました。まず、1970 年代までに大体のものができてしまったわけです。インフラができちゃった。それから 1980 年代に郵便貯金が猛烈な勢いで増えました。なぜかといいますと、1979 年に第二次オイルショックが起きます。そしてインフレが起きます。金利が上がります。10 年金利が 8%とかになります。そのとき、郵便局には 10 年固定金利の定額貯金という個人向けの金融商品がありました。他方、民間の銀行には定期預金はマックス 3 年までしかありませんでした。いまは 5 年定期預金、10 年定期預金、いくらでもありますけれども、当時の金融行政ではそれを認めていませんでした。そうすると、10 年の長期にわたって 8%という高い利回りを提供できる郵便貯金にお金がどんどん集まります。しかも当時の郵便貯金は元本 300 万円まで利息に課税されません。それに対して民間の非課税限度は、民間金融機関全部で 300 万円です。ですから、税金面でも郵便局が圧倒的に有利で、どんどん増えていきます。そうすると、どんどんこの資金運用部にお金の流れ込んでいきます。財政投融资がどんどん大きくなることできるようになっていくのですけれども、財投のサイズというのは、入ってくるお金がどれだけかということによって受動的に決まってしまう面がかなりあったのです。そうすると、入ってきてしまったのだから、あまりいらないインフラを作ってしまうということになってきて、これが財投の「肥大」という言葉になって、当時、大問題になりました。わが国の資金循環上の大問題が生じたわけです。

これはまずいよということで、2001 年の財投改革というのがありまして、この全額預託の制度を廃止します。その預託というのは 7、8 年の定期預金だと思ってください。そういうものになってますので、そこで預託を廃した瞬間から 7、8 年かけて預託されたお金が郵便貯金特別会計と年金特別会計に戻ってきたのです。戻ったお金はどうなったかという、市場で先ほど申し上げた内外の債券・株式に市場で運用されるようになりました。そのときに、その運用を行うための組織として GPIF が作られました。これは資金循環上の大変革が起きたということです。

カルパースという言葉聞いたことがある方はおられませんか。カルパースのカルはカリフォルニアです。パースが PERS (Public Employees' Retirement System) です。カリフォルニア州政府の共済組合みたいなイメージなのですね。

れども、このカルパースの年金というのは企業年金と同じような積立方式になっていまして、カリフォルニア州の州政府の責任でもって何十兆円かの運用が行われています。

その運用なのですけれども、実際問題として、私が先ほど申し上げたように GPIF の職員でしたから切実に感じるのですけれども、株価が上がっているとき、GPIF は時価会計ですから、年々の PL はプラスになります。株価が下がるとマイナスになります。そのようなものに晒されていまして、役人もどきがやっとうまくいくのかというご懸念があるかと思いますが、資金の大半は投資顧問会社、何とかアセットマネジメントというようなところに一任勘定で運用委託する扱いになっています。したがってトヨタの株を買おうか、Apple を買おうか、といったことには GPIF の人間は一切関与しません。そのような仕組みになっているわけです（図表 6）。

GPIF の運用の結果は、海外の大手の機関投資家とほぼ同じです（図表 7）。実はやり方が同じなのです。先ほどファイナンス論という学問があると申し上げましたけれども、ファイナンス論は世界共通です。同じやり方で環境も同じです。当たり前ですよ。同じ Apple の株、同じトヨタの株、同じドイツの国債を買っているのですから、結果が同じになるのは当たり前といえは当たり前ですね。

図表 6

我が国の年金制度を通じた金融仲介（2）

・財投改革以降の運用の結果は、海外の大手機関投資家（カルパース＜公的ではあるが積立方式＞など）とほぼ同じ（次葉）。

—— 資金の大半は、投資顧問会社等への委託運用。

—— 同じやり方・環境（現代投資理論、同じ市場・投資対象、同じ運用機関）であるから、結果は自ずと収斂。

・公的年金が民間資産に対して巨大な財産権を有するということは、将来の年金給付が、

①労働への分配としての賃金の一部たる保険料

②資本への分配である利潤の一部たる運用益

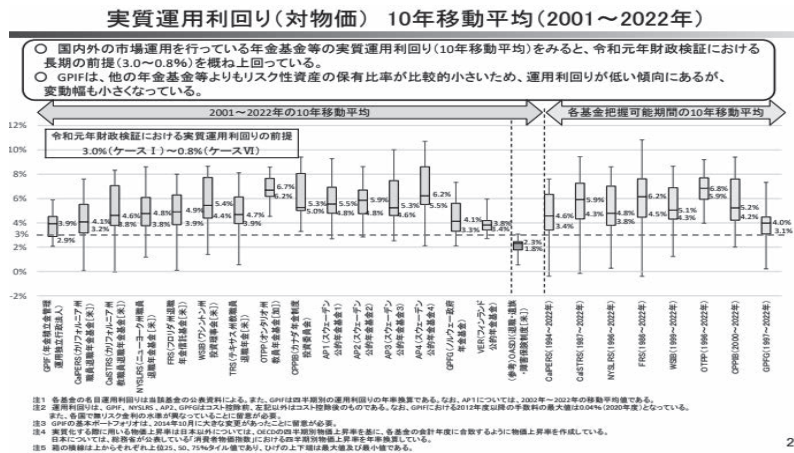
の「二つの異なる源泉」を有するということ。このことは、公的年金が金融仲介を行っていることと同じ。

ただ、ここで考えてもらいたいことがあるのです。特に先生方。先ほど私の書いた本として「年金 2008 年問題：市場を歪める巨大資金」というタイトルを日本経済新聞社がつけたわけなのですが、公的年金は要するに政府です。GPIF の理事長を任命するのは厚生労働大臣なのです。公的年金、公的なお金なのですが、民間資産に対して巨大な財産権を持っているわけです。ものすごい財産権を持っています。日本の株だけで五十何兆か、たぶんいまだあれば 60 兆ぐらいだと思います。そうすると、しばしば最大の株主にあちこちの企業でなってしまうということになります。そういう財産権を国家が持っているということはどういうことかというのは、気持ち悪いといえば気持ち悪いですね。

その辺、「市場を歪める」というサブタイトルは、国家が民間資産に対して財産権を持っているということに着目したものです。

この財産権を持っているということはどういうことでしょうか。アウトプットがあって、それが労働に分配されていきますよね。その一部が保険料として政府に行くというパターンと、資本への分配、アウトプットがあって、労働に行く分と資本に行く分があるわけですが、資本に行った分の一部が運用益として GPIF に入ってきて、年金給付の原資になるわけです。つまり 2 つの異なる源泉があるということです。

图表 7



実は図表 6 の②の「資本への分配である利潤の一部たる運用益」のほうは、公的年金が財産権を持っているのですから、金融仲介をしているということと同じです。ですから、厚生労働大臣というのは、実は巨大な金融業というか、金融的な行動の責任者でもあるということになります。

図表 7 が先ほど申し上げた GPIF のパフォーマンスのデータです。運用の結果があまり変わらないという話なのですけれども、一番左のデータが GPF で、こちら四分位で、上ひげ下ひげがあるわけですね。

左から 2 番目以降のデータがほかの国のものです。例えばカルパスとかカナダの国全体でやっているものなどですね。いろいろあるのですけれども、まあ、似たようなものなのでしょうということです。

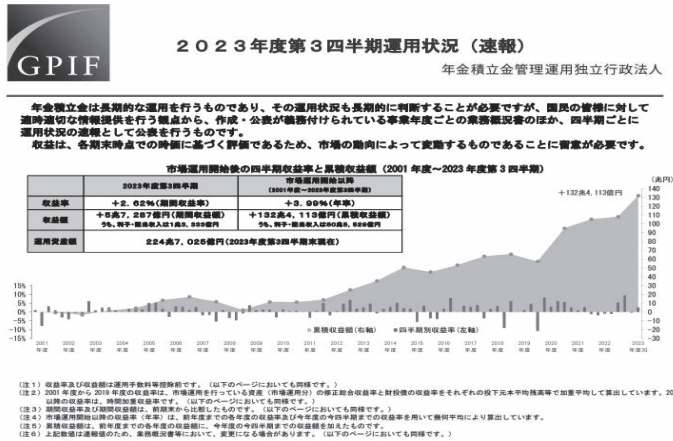
日本の場合には、海外に比べてリスク性資産のアロケーションが少ないです。したがってこの四分位の開きが小さい、あるいは少し平均が低いということですが、これは別に海外の集団と何か質的に違うとかレベル感が違うとかというのは全くありません。

図表 8 は何かというと、GPIF が作った棒グラフです。上向きが四半期の結果がプラスで、時価会計ベースです。下向きはマイナスだったということです。2001 年、先ほどの財投改革後、四半期が何十回かずっときて、いま、公表されているのが昨年の 12 月までの四半期までです。昨年度、1～3 月を含めたものはもうすぐ公表されるはずですが、プラスのときもあれば、マイナスのときもありまして、2008 年～2010 年辺りはリーマンショックがあるわけですが、ただ、ずっとお金が貯まってきて、2023 年まで累積した利益が 132 兆円です。リターンとしたら年率 3.99%といったものが出てきているわけです。

2022 年辺りをごらんいただきますと、4 つが下を向いていますね。だから 4 四半期連続の赤字だというのが結構話題になりました。

ここで余談なのですが、先ほどの運用状況をごらんになってあまり悪い印象はないと思うのですが、世間では「赤字になった!」というのがよく出てきます(図表 9)。「GPIF、3 四半期赤字、リーマン危機以来だ」と。たしかに 3 四半期赤字になったのはリーマン以来なのなのですが、赤字が 1.7 兆円です。大変だということです。これが一昨年の 11 月の日経新聞の記事で、754 字なのです。それから「赤字 1.8 兆円だ、4 四半期連続だ」といったときには、去年の 2 月なのですが、1,061 字です。これは大きな記事ですよ。と

図表 8



8

図表 9

(余談ですが・・・) 積立金の運用状況は国民に伝わりにくい

「GPIF、3四半期赤字 リーマン危機以来 7～9月1.7兆円、米利上げ響く」
(日経・2022.11.05、754字)

「GPIF、22年10～12月の赤字1.8兆円 運用損益マイナス0.97% 債券安で4四半期連続」
(日経・2023.02.04、1,061字)

「GPIF運用10兆円黒字、10～12月」
(日経・2021.02.06、200字、3四半期連続の黒字)

「GPIF、6期連続黒字、7～9月」
(日経・2021.11.06、134字、黒字1.9兆円)

「公的年金運用、5.4兆円の黒字、10～12月」
(日経・2022.02.05、303字、7四半期連続の黒字)

9

ころが「GPIF 運用 10 兆円黒字」というのが出ると 200 字なのです。このとき、3 四半期連続の黒字ですよ。3 四半期連続の赤字であれば 754 字で、黒字だと 200 字ですよ。それから「GPIF、6 期連続黒字」は 134 字で黒字 1.9 兆円です。「公的年金運用、5.4 兆円の黒字」といったら 303 字、7 四半期連続の黒字で 303 字です。

つまり、日経新聞はこういうことを書くわけでした、どうしてこうなるのか、すべての説明責任は、読者、国民に対して 100%日経新聞が負っています。これは日経新聞に聞いてください。ただ、この結果として何が起きるかという、一般国民においては年金積立金というのは運用がうまくいっていないという印象が堆積していきます。累積していきます。これはちょっと困ったものではありません。

これは余談ですね。

企業年金というのはどういうものかとうい、確定給付 (DB) と確定拠出 (DC) になることが基本です (図表 10)。これは誤解のないように申し上げておきますと、企業年金の掛け金というのは労働者に一旦払われてからどこかに行くわけではありません。労働者に払われる前に企業が掛金を負担するのです。労働者の個々のアクションは一切必要ないわけです。ただ、もちろん労働の対価ではあります。

DB というのは Defined Benefit の頭文字でして、将来の給付を先に決めて、いまの掛け金などを決めていくという、制度の設計のやり方ということです。給付を先に決めて、従業員に約束してしまうので、途中で株が上がった、下がったということで運用結果が変動するけれども、そのリスクは事業主・株主持ちです。だから途中で株がとても下がったら、将来の株主が追加拠出をする

図表 10

我が国の年金制度を通じた金融仲介 (3)

2) 企業年金は、主に、確定給付 (DB) と確定拠出 (DC)。掛け金は、事業主・株主の負担が基本形 (労働の対価)。

Defined Benefit : 将来の給付を先に決めて、現在の掛け金等を決める。間接金融機関として、金融仲介を行う。運用リスクは事業主・株主の負担。

Defined Contribution : 現在の掛け金を先に決め、運用は、事業主・運営管理機関が定めたユニバース (投資信託などの運用メニュー) の範囲内で従業員が選択。運用リスクは従業員の負担。

ユニバースを定める事業主・運営管理機関は、運用資金の行き先やテイクされるリスクの範囲を規定する。この意味で、金融仲介機能を持つ。

わけです。そうすることによって従業員に対しては給付を **define** したものを提供します。

これに対して **Defined Contribution** というのは、企業がいま払う掛け金を **define** して決めてしまいます。現在の掛け金を先に決めて、では将来給付はどうなるのですかという「従業員の A さん、あなたの運用の選択次第です」となるのです。「あなたが運用のやり方を決める」「何をかうんですか」「あなたが決めなさい」ということです。でも、投資信託は実は何千本もあります。そうすると、事業主または企業主が仕事を委託した運営管理機関、これは銀行とか信託銀行ですが、こういったところが 10 本とか 20 本とかいろいろな商品を決めてしまうのです。その中から「はい、従業員の A さん、B さん、選びなさい」というようにして、それがリターンが高いかどうかは知る人ぞ知ることになっています。

この事業主や運営機関がどういうものを選ぶかということでもって、この掛け金といういまのお金が将来に向かってどう投じられていくのかということを決めてしまうわけなので、DC もいわば金融仲介にかなり関わってくるということになります。

企業年金というのは、実はすべて労使の合意によってできあがっています（図表 11）。確定給付年金法という法律があって、「事業主が従業員と給付の内容を約し」と、約すのですね。約束するということです。それから DC についても、確定拠出年金法によって、事業主は、労働組合があるときはこう、労働組合がないときはこう、というように規約を作成します。労働者の同意を得て規約を作成するので、労使合意の産物になっている、だから企業ごとに全部違うわけです。

この企業年金というのは資金のボリュームとしてはそんなに大きなものではありません（図表 12）。むしろ GPIF と三共済のほうが多いです。あと、個別に見ていると、資金量 100 億円に満たないような小粒のものが非常に多くなっています。ただ、企業年金というと、人によってはものすごく大きな金融上の存在というようにお考えになる方もおられると思いますけれども、マクロ的に見てもミクロ的に見てもあまり大きくないという感じであります。

これは政府の資料なのですが（図表 13）、GPIF というのは去年の 3 月のデータでは 200 兆とか、上から 3 つは三共済ですが、合わせて二百数十兆なのです

図表 11

我が国の年金制度を通じた金融仲介（4）

3）企業年金は、労使の合意によるもの。

確定給付年金法

第一条 この法律は、・・・、事業主が従業員と給付の内容を約し、・・・、もって公的年金の給付と相まって国民の生活の安定と福祉の向上に寄与することを目的とする。

確定拠出年金法

第三条 厚生年金適用事業所の事業主は、企業型年金を実施しようとするときは、・・・労働組合があるときは当該労働組合、・・・労働組合がないときは・・・同意を得て、企業型年金に係る規約を作成し、・・・。

11

図表 12

我が国の年金制度を通じた金融仲介（5）

- ・ 資金のボリュームとしては、公的年金（「GPIF＋三共済」など）が主。
- ・ 企業年金は、マクロ的にさほど大きな規模ではなく、また、件数については、資金量100億円に満たないような小粒な先が9割。

12

けれども、企業年金の DB というのは国中全部合わせて 66.2 兆円で、事業主体数が 1 万もあるわけです。1 万あって 66 兆円なので、そんなに大したことはないなというものです。

年金資金というのは実は法律に服してしまして、公的年金の場合には年金に関する法律があって、どのように運用するかということがいろいろ書いてある

図表 13

アセットオーナーとして想定される主な主体					資産運用立国分科会 第3回資料	8
○ アセットオーナーとしては、年金運用を行う主体、生命保険会社等の主体、大学等の資金運用を行っている主体等、様々な主体が考えられる。						
アセットオーナー	種別	所管省庁	資産規模	実施主体数	スチワードシップ・コード記入表明	
年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）	年金	厚生労働省	200.1兆円	—	—	○
国家公務員共済組合連合会（KKR）	年金	財務省	9.2兆円	—	—	○
地方公務員共済組合連合会（注1）	年金	総務省	28.7兆円	—	—	○
日本私立学校振興・共済事業団	年金	文部科学省	4.6兆円	—	—	○
企業年金連合会（PFA）	年金	厚生労働省	12.2兆円	—	—	○
国民年金基金連合会	年金	厚生労働省	4.6兆円	—	—	○
企業年金（DB）	年金	厚生労働省	66.2兆円	11,545	—	62
独立行政法人中小企業基盤整備機構	年金	経済産業省	11.1兆円	—	—	○
独立行政法人労働者退職金共済機構	年金	厚生労働省	6.4兆円	—	—	○
生命保険会社	保険	金融庁	408.3兆円	42	—	20
損害保険会社（注2）	保険	金融庁	29.5兆円	33	—	4
国立研究開発法人科学技術振興機構（JST）	大学等	文部科学省	10.0兆円	—	—	○
国立大学法人・大学等を設置する学校法人	大学等	文部科学省	N/A	N/A（注3）	—	1

（注1） 国民年金基金連合会（注1）：厚生労働省「国民年金基金の事業状況等」（2020年度）1 / 生命保険・損害保険会社：株式会社保険研究社（Insurance 生命保険統計号）（令和4年度） / その他：各主体の公表資料
（注2） 国民年金基金連合会（注2）：国民年金基金連合会 / 国民年金基金連合会
（注3） 国民年金基金連合会（注3）：国民年金基金連合会 / 国民年金基金連合会
（注4） 国民年金基金連合会（注4）：国民年金基金連合会 / 国民年金基金連合会
（注5） 国民年金基金連合会（注5）：国民年金基金連合会 / 国民年金基金連合会
（注6） 国民年金基金連合会（注6）：国民年金基金連合会 / 国民年金基金連合会
（注7） 国民年金基金連合会（注7）：国民年金基金連合会 / 国民年金基金連合会
（注8） 国民年金基金連合会（注8）：国民年金基金連合会 / 国民年金基金連合会
（注9） 国民年金基金連合会（注9）：国民年金基金連合会 / 国民年金基金連合会
（注10） 国民年金基金連合会（注10）：国民年金基金連合会 / 国民年金基金連合会
（注11） 国民年金基金連合会（注11）：国民年金基金連合会 / 国民年金基金連合会
（注12） 国民年金基金連合会（注12）：国民年金基金連合会 / 国民年金基金連合会
（注13） 国民年金基金連合会（注13）：国民年金基金連合会 / 国民年金基金連合会

第1回アセットオーナー・プリンシプルに関する作業部会（令和6年3月7日）資料2

13

図表 14

「年金資金」が服する法的な規律

1) 公的年金

- ・厚生年金保険法等において、「専ら被保険者の利益のため」に運用する義務（⇒「他事考慮」の禁止。「政策金融」や「世の中をよくすること」を「目的」とする運用は不可）。

2) 私的年金

- ・受託者責任（加入者・受給者の利益を優先、など）は、法令などにおいて、明確に定められている。

[企業年金 受託者責任ハンドブック（改訂版）.pdf \(pfa.or.jp\)](#)

14

ののですが、「専ら被保険者の利益のため」と書いてあります（図表 14）。「専ら」です。被保険者というのは、いま年金保険料を払う立場の若い方です。その利益のための運用です。「他事考慮」、ほかのことを考慮することは禁止されています。法律で禁止されていますので、例えば住宅を増やすとか保育園を増やすというような「政策金融」に使うことは違法です。それから、GPIF の

人たちが「私は世の中をよくしたいんだ。よくするために運用するんだ」ということも違法です。これはやってはいけないことです。

私的年金の場合にはどうかというと、ここには受託者責任という重いものがありまして、加入者・従業員の現役の方、受給者 OB・OG、の利益を優先しなくてはなりません。こういったことは法令に繰り返し書かれていまして、企業年金連合会というところが出している「企業年金受託者責任ハンドブック」に、何十ページか、百ページか、すごく書かれています。これは企業の方々は大変です。

続きまして、きょうの題にもありますが、インベストメントチェーンです。これについてお話をしましょう（図表 15）。

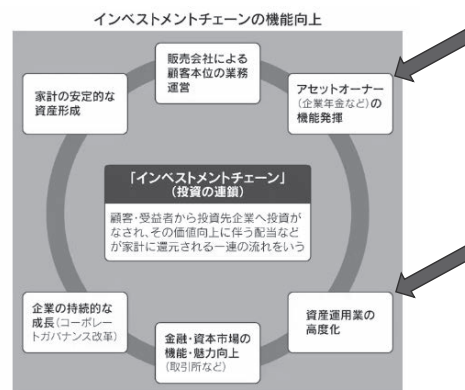
インベストメントチェーンのチェーンは、もちろんサプライチェーンのチェーンです。家計が資産を形成します。つまり貯蓄をしてとか、ずっとグルッと回って行って、資金循環があって、これが市場機能を通じて資本の配分をしていき、それによって効率的にいけばリターンが大きくなる、持分が大きくなるというわけなのですけれども、アセットオーナー（企業年金など）と、そこから受託しているアセットマネジメント業界、この辺がここのチェーンの中でいまいちじゃないかという問題意識が最近高まっていまして、いろいろな議論が行われているわけです。

図表 15

インベストメントチェーン

「現在の消費の抑制を将来の豊かさにつなげるには、資金を生産的な使途にあてる企業などとうまく結びつけねばならない。そのための社会的な装置がインベストメントチェーン（投資の連鎖）である。」

（令和6年2月12日、日経新聞『経済教室』、『資産運用立国への道筋 社会保険含め全体的説明を』玉木伸介）



(出所) 金融庁「資産運用業高度化プロセスレポート2022」

15

実は今年の2月の日経新聞の「経済教室」という、私が書いたものがあるのですけれども、インベストメントチェーンの金融庁の定義は「顧客、受益者から投資先企業へ投資がなされ、その価値向上に伴う配当などが家計に還元される一円の流れをいう」です。私もこの記事の流れの中では「現在の消費の抑制（貯蓄）を将来の豊かさにつなげるには、資金を生産的な用途にあてる企業などとうまく結びつけねばならない。そのための社会的な装置がインベストメントチェーンである」と記しました。これが私の定義ですけれども、言っていることは同じです。

アセットオーナーとアセットマネージャーという言葉がありまして（図表16）、年金、先ほどのチェーンの中ではアセットオーナーになっているのですけれども、この「オーナー」というのは投資顧問会社などに運用を委託している主体です。あと、「オーナー」といっても、究極の「金主」、お金のある人がだれかといったら、投資信託であれば投資信託受益証券を買っている投資家です。それから GPIF であれば政府です。政府の厚生労働大臣から運用委託されているので、GPIF にとっては相手は政府です。政府の先に被保険者である国民がいますね。企業年金であれば従業員とか退職者、学校法人であれば皆さん、学生です。そういった方々が別に存在しますね。したがって、企業年金も、あるいは成城学園もアセットオーナーではあるのですけれども、あくまで

図表 16

アセットオーナーとアセットマネージャー

・多くの年金基金などのアセットオーナーは、投資顧問会社などに、運用を委託。

- ―― 「オーナー」と言っても、究極の「金主」は、投資信託などの投資家、GPIF等の政府・被保険者、企業年金の加入者・受給者、学校法人の学生など、別に存在。「オーナー」は「人様の金」に対する責任を負う。
- ―― オーナーとマネージャーの間には代理人問題。
- ―― オーナーによるマネージャーの選定、監視、評価などの能力（マネージャーに最善を尽くさせる能力）が、インベストメントチェーンの機能を大きく左右。
- ―― 企業年金の運用を委託する際、メインバンクのグループの投資顧問を優先するようなことがあるとすれば、論外。

それは「人様」の金なのですね。それを運用する、株式市場などでリスクに晒してリターンを取る、という行為をしているわけですが、そのときにはものすごい責任を負うという形になっています。

当然、アセットオーナーとマネージャー、委託する人、委託を受けた人（投資顧問会社など）の間には大きなエージェンシー・プロブレム、代理人問題が生じるわけです。オーナーによるマネージャーの選定、だれに頼むのか、ちゃんとやっているか見ているか、最後に評価するなんていう能力、つまりマネージャーに最善を尽くさせる能力が、インベストメントチェーンの機能、クオリティを非常に左右してしまいます。

最悪なのは、企業年金を運用しますというときに、メインバンクのグループのアセットマネージャーに頼んでしまう場合です。メガバンクというのは赤、青、緑とあります。ある企業のメインバンクが赤だから企業年金の運用を頼んでいるところがみんな赤です、ということになったら、これは大変な問題です。これは後ほどご説明するように、法に反する話になってきて、論外です。

アセットオーナーに対して発せられるべき問いなのですが、実は、つい先週ですが、6月3日、内閣官房という官庁にアセットオーナープリンシプルというものを議論する作業部会がありまして、私もそこで議論に入っていたのですが、プリンシプルの案というのが公表されました（図表 17）。

プリンシプルだから原則ですよ。原則が 1 から 5 までありまして、原則 1 で、最善の利益を勘案しつつ、何のために運用するのですかという目的を定めないといけない。「それに向かって適切な手続きを作って、それに基づいて意思決定しなさい。理事長さんや社長さん、勝手なことをはしてはダメですよ」というのです。

それから専門的知見に基づいての行動ですが、最低限のというよりかなり高い金融知識、ファイナンス知識というものがなければいけません。必要な人材などの体制整備をしなくてはなりません。

それから原則 3 では、リスク管理をきちんとやって、運用を委託する場合は利益相反を適切に管理しなくてはなりませんということです。先ほどの最善の利益に奉仕させなくてはならないのだから、それに反するものはダメということです。

原則 4 では、ステークホルダー、利害関係人ですね。成城学園がアセット

図表 17

アセットオーナーに発せられるべき問い

- ・ 内閣官房の作業部会で進行中のアセットオーナープリンシプルの議論では、以下の5つの原則が提示されている（6月3日の作業部会で「案」を提示）。

- 原則1：・・・受益者等の**最善の利益**を勘案し、何のために運用を行うのかという運用目的を定め、**適切な手続き**に基づく意思決定・・・
- 原則2：・・・**専門的知見に基づいて行動**・・・**必要な人材確保**などの体制整備を・・・
- 原則3：・・・**リスク管理**を適切に・・・運用を金融機関等に委託する場合は、**利益相反を適切に管理**・・・
- 原則4：・・・**ステークホルダーへの説明責任**を果たすため、・・・**情報提供**（「見える化」）を行い、**ステークホルダーとの対話**に役立てる・・・
- 原則5：・・・**スチュワードシップ活動**を実施するなど、投資先企業の持続的成長に資するよう必要な工夫・・・

17

オーナーであれば学生の皆さん、あるいは教職員の皆さんがステークホルダーです。それへの説明責任を果たすため、情報提供、見える化をして、ステークホルダーときちんと対話しなさいということです。

それから、スチュワードシップ活動などをきちんとやりなさいということ求めているわけです。

なぜこんな議論が出てくるのか、内閣官房でやるかということになるのですが、やはりいろいろフラストレーションがあります。専門的知見に欠ける者がいないか、金融のこと、運用のことをわかっていないで運用している人はいないか。ちょっと感じることもありますね（図表 18）。

それからマネージャーの選択に際して、どこに委託するかということを考えるときに、いちばん有能なところに委託しなくてはいけないのです。仲がいいから、というのはやってはいけないことなのです。メインバンクなどの意向を付度しているのではないか、ちょっとそういったフラストレーションがあります。そんなことではアセットマネージャーは競争しません。技を磨きません。したがって、わが国のインベストメントチェーン、資産運用業は高度化しないでしょう。それでは困るじゃないか、ということです。

それから、DB というのは将来の給付を define するわけです。そのときにどんだんリターンが高い利回りで増えていくといたら、将来を例えば 100 とし

図表 18

進行中の議論の根底にある 企業年金についてのフラストレーション

- 1) 専門的知見に欠ける事例が少なくないのではないか。
- 2) マネージャーの選択に際し、もっとも有能な先を探すのではなく、**メインバンクなどの意向**を忖度しているのではないか。これでは、わが国の資産運用業は高度化しない。
- 3) DBの予定利率を低くしてリスクを取らない。リスクを取って高い利回りを実現すれば、株主の負担による掛け金を減らせるはず。**米国の企業年金やエンダウメントのように、より高度で積極的な運用をすべきだ。**
- 4) 我が国の企業年金は、スチュワードシップコードにあるような**企業との建設的な対話**を、もっと強化すべきだ。
- 5) **DCの運用メニュー**の選択に対し、経営者が十分な注意を払っていないのではないか。運営管理機関（金融機関など）の利益になる投資信託などが選択され、従業員の最善の利益を追求していないのではないか。

18

たら、いま持っていなければいけないお金は 5 か 10 でいいわけです。利率が高いと予定しておけば今あるお金は少なくていい，ということです。ところが利率が低いという予定をしておくと，いま，たくさんなければいけないのですね。どうも日本の企業の DB というのは，安全を見込んで，予定利率を低めに置いているのではないか，それでリスクを取らないのではないかと考える人もいます。運用担当者はローリスク・ローリターンの運用で楽をしているのではないかというようなフラストレーションがありまして，そうではなくて，高い利回りを予定しておけば，いまは少なくていいのです。つまり企業が払う掛け金が少ない，フローの PL がよくなるだろう，それを株主に還元しようではないか，というような発想がありまして，もしそのような発想の企業の企業年金であるならば，ハイヤーリスク・ハイヤーリターンの，より洗練された，頑張った運用をするはずだろうということです。

あと，わが国の企業年金は，スチュワードシップコードにあるような企業との建設的な対話をもっとやるべきだということです。これはちょっと難しいので飛ばしますが，お金を何とか株式会社に運用しているのであれば，株主としてその企業の価値が高まっていくように取締役とガンガン対話すべきだ，経営者と話をしろ，と，このような言い方です。もっとやるべきだというフラストレーションがあります。

ここまでが DB の話なのですけれども、DC につきましては、運用メニューのユニバースの選択において、どうも経営者が放ったらかしにして、「俺はわからん、信託銀行さん、運営管理機関でしょう。フィーを払うから、うまくやって」というようなことをやるとどうなるかということです。そうすると、運営管理機関は、自分のグループの投資信託とかを運用メニューに入れてしまいます。そうすると自分のグループの投資信託は絶対に売れるわけです。そうすると、投資信託という業界が「ユルい」業界になってしまうわけですね。これは非常によくないことになるわけです。しかも、そのときに従業員にとっていちばんいいものにはなっていないわけです。従業員の最善の利益がないがしろにされています。これは非常に大きな問題をはらんでいます。

先ほどのアセットオーナープリンシプルという議論ですが、アセットオーナーの運用力の強化という話になるのです（図表 19）。「第 27 回新しい資本主義実現会議」、これは岸田政権の看板ですよ。その会議があって、先月、総理は「資産運用立国については、成長の果実を幅広く家計にもたらすために、アセットオーナーの運用力強化が必要だ」と言っているわけです。それでアセットオーナープリンシプルをこの夏に策定ということではまやっているわけです。

あと、22 日の総理の講演には、「年金や保険、学校法人といったアセットオー

図表 19

アセットオーナーに「運用力」が求められている

「第27回新しい資本主義実現会議」（5月9日）における岸田総理発言

「資産運用立国については、成長の果実を幅広く家計にもたらすために、アセットオーナーの運用力強化が必要です。アセットオーナー・プリンシプルをこの夏に策定するとともに、公的年金・共済組合には運用力強化の取組方針を公表いただきます。」

令和6年5月9日 新しい資本主義実現会議「総理の一日」首相官邸ホームページ (kantei.go.jp)

5/22 岸田総理の講演（5月22日）

「年金や保険、学校法人といったアセットオーナーについても、一層の機能強化に取り組みます。アセットオーナーが受益者に適切な運用成果をもたらすよう、求められる役割を明確化したアセットオーナー・プリンシプルを策定」

ナー」というような表現が出ていまして、学校法人がアセットオーナーとしてシングルアウトされる形になっています。

「運用力」とは何かということなのですが、「リスクを取ること」と直結するものではありません（図表 20）。「運用力の向上」、実は 6 月 3 日の内閣官房の会合があるわけですが、そのメンバーには数日前に「こういう資料でやりますよ。意見を考えておいてください」と、事務局からくるわけです。そうすると、翌日、すぐに某経済新聞に「積極運用だ」という言葉が出るのです。でも、積極運用ではないです。高度になることはあります。けれども運用力の向上と積極運用とかハイヤーリスクになることとは、全然別の代物です。

「運用力」というのは、先ほどの総理の発言にもあるとおり、「成長の果実を幅広く家計にもたらす」ための力ですから、果実の源泉がどこにあるかを見きわめ、あるいはその果実を効率よくマネタイズするための金融技術が高まれば、「運用力」は向上しています。それから、実務が効率的である必要があります。いろいろな決済を確実に行うとか、取引費用を節約できるよううまいやり方をしなくてはいけないということです。あと、専門的知見というのも毎日変わっていきます。いま求められるものと、1 年前、10 年前は全然違います。5 年後、10 年後も全部違いますから、不断の更新・蓄積をしていかななくてはならなくて、そのためにはきちんとした体制がなければだめだし、組織文化が必

図表 20

「運用力」とは何か

- ・「リスクを取ること」と直結するものではない。
 - 「運用力の向上」は必ずしも「積極運用」をもたらさない。
- ・「成長の果実を幅広く家計にもたらす」ための力。
 - 果実の源泉の見極めと、当該果実を効率良くマネタイズするための金融技術。
 - 効率的な実務（確実な決済、取引費用の節減など）。
 - 専門的知見の不断の更新・蓄積、そのための体制、組織文化。
 - 効果的な「見える化」、ステークホルダー・金主との意思疎通と外部から信頼されるガバナンス。

要ですね。そういったものがないと「運用力」が高いとは言えないわけです。あとは効果的に「見える化」して、ステークホルダーあるいは「金主」（きんしゅ）との意思疎通をきちんとして、広く外部から信頼されるガバナンス構造が必要ということになります。

例えば先ほどの DB、DC でいうと、DB、DC は一面、税制優遇の制度です。掛け金、労働の対価をきょう払うのです。その労働の対価を受け取った従業員は、いま所得税を払いません。あるいは運用されている間、いろいろな法律があるのですが、少なくともいまは運用益に課税されていないです。ということは、税制優遇の塊、つまり国民の負担の下に存在している制度でして、そういう負担を負ってまでこの日本という国は企業の従業員の老後の生活の安定を図るという仕組みになっているわけです。それをやっている以上、人々から信頼されるガバナンスをやらないわけにはいかないわけです。こういうのが「運用力」を構成する要素だろうと思います。

最後に、先ほどから言われているⅣの「最善の利益」というもののなのですが、これはどういうことがあるのかということです（図表 21）。

これは、平準化という言葉がありますが、結局われわれが生きている間に食べるものというのは、現役期の貯蓄でもって老後の生活を賄うということで、人生を通じた消費の「平準化」をしたいわけです。というのは、例えば 75 歳

図表 21

老後資産の形成による消費の平準化

- ・ 現役期の貯蓄で老後の生活を賄うことで、人生を通じた消費の「平準化」。
 - ―― 公的年金も、
保険料支払いで現役期の可処分所得を減らし（その裏で高齢者を扶養）、
高齢期の給付（保険料支払い実績に強く相関し、かつ終身）を行うことで、
「平準化」（「長生きリスク」への対処を含む）の機能を果たしている。
- ・ 数十年先を見通した金融行動は、人間の「性」とも言うべき近視眼性から、高難度。
 - ―― 公的年金は強制加入。
 - ―― 長期的な資産形成を促す税制優遇の制度が、NISAやiDeCo、企業年金。
 - ―― 長期の金融サービスの品質が確保されねばならない。ここに、インベストメントチェーンの改善の意義。

で引退した瞬間に収入がゼロになる、そうしたら飢え死にするのではなくて、30 歳代、40 歳代で消費を所得以下に抑える、若いときの消費水準をあまり高くしないで、高齢期の消費水準を少し上げる、という平準化をするということが効用の極大化につながるだろうというのが基本的な理念です。

公的年金も、保険料支払いで若いときの可処分所得を減らして、その裏で高齢者を扶養しますね。高齢期の給付を行って、結局は「平準化」するし、それから「長生きリスク」に対してもできるようになっている、こういう仕組みになっているわけです。

これは、実は人間というのはいま 100 年生きるわけですけども、人間というのとはもと 20~30 年で死ぬようにできているわけです。そもそも人間の「性」(さが)としか言いようがないのですけれども、人間というの考えることが近視眼的です。学生の皆さん、40 歳になったときの自分というのは絶対にイメージできないです。私もできなかったです。そのように、人間というの自分が高齢者になったときのことは考えようがないのです。だから公的年金は強制加入になっていますし、それから長期にわたって消費水準を抑えて、何十年か先の消費水準を上げるという行動にはなかなか踏み切れないので、背中を押すための税制優遇の制度が NISA, iDeCo, あるいは先ほど申し上げたように企業年金というようにできあがっているわけです。

あと、長期の金融サービスというのなかなかクオリティを確保するのは難しいです。きょうこの場ではあまり言いにくいのですけれども、金融界というのはいろいろなまずいこと、えっと思うことがたくさんありますので、そうするとインベストメントチェーンというものをきちんとクオリティを高めていくということが非常に大事なことになっていくわけです。

老後の生活の「安定」ということなのですけども、長生きリスクというのにわれわれは直面するのです(図表 22)。民間の保険会社などで、終身給付年金というのは作れないです。なかなか保険数理的にも非常に難しいようです。

あと、インフレというのは絶対にあるのです。いま賃金と物価の好循環という言葉がありますよね。でも私が若いころ、日本銀行では「賃金と物価の悪循環」と言っていました。ですから、今はインフレがいいことというように思われていますけれども、困ったインフレ、人々の生活を破壊するインフレというものやはりあります。それが学生さんが死ぬまでの 60 年か 80 年の間にないな

図表 22

老後の生活の「安定」は社会保障が主役

- ・長生きリスクのプールは、終身給付（民間では困難）の公的年金に依存。
- ・インフレ耐性は、賦課方式の公的年金の方が、圧倒的に強い。
 - ―― 保険料が物価・賃金に概ね連動するから、給付を物価・賃金と連動させることに大きな困難はない（政府が特に優秀である必要はない）。
 - ―― 予想されたインフレだけが金利を動かす。予想外のインフレは、多くの金融資産の実質価値を毀損。
- ・金融システムの本質的な不安定性は、全く克服されていない。民間金融機関に対する超長期の債権等を、人生の最終局面の、変動への適合能力が低下した時期の生活の糧にすることには、大きなリスク。

22

なんてだれもわからないです。私も自分が死ぬまでにはあると思っています。そうすると、いま自分が持っているお金は 30 年後にどのくらいの購買力を持っているかはわからないわけです。どんな金融技術を使っても、この購買力を 10 年も 20 年も 30 年も先まで維持する方法なんてありません。ないです。もちろん、学生の皆さんもご存じのとおり、期待インフレ率が上がれば金利は上がりますよ。でも予想されなかったインフレは金利に反映されません。また、予想は非常にしばしば間違っています。全然違うことになるのです。ですから、積立方式というのはインフレに弱いというのは間違いありません。

他方、賦課方式というのはきょう集めてきょう払うわけですね。きょう人々から集めるお金というのはインフレと一緒に増えていきます。賃金・物価は大体一緒に上がっていきますから、きょう集めるお金できょう払う、30 年後にインフレがあったとしても、インフレのあとの上がった賃金から 18.3%。そこから払うのですから、インフレ耐性、インフレに対する抵抗力は、賦課方式は圧倒的に強いわけです。別にインフレ耐性のある公的年金を提供するために、政府が優秀である必要はありません。別に政府がお金を持っている必要ありません。仕組みさえ作っておけば大丈夫ということです。これは非常に大事です。

あと、金融システムは本質的に不安定なのです。お金をたくさん貯めて、生

命保険会社にたくさんあるとか、銀行に預金がたくさんあるといっても、金融システムの不安定性をパーマネントに除去する方法を人類はまだ開発していません。2008 年、2009 年ごろの海外のリーマンショックというものは大変なものでした。それからその 10 年か 15 年前、日本も大変でした。本当にひどい。学生さん、もし後期の授業で私のところに来ていただければ、100 分でも 200 分でもいくらでもネタはあります。それぐらいひどいことが私の人生の中でありました。これを将来起きないようにするという方法はまだ見つかっていないです。人類は見つけていません。ですから、今後何十年も生きていくときに、金融システムの不安定性、金融パニックに見舞われる可能性は十分あります。そういった vulnerable なものにあまり依存して人生の最終局面を迎えないほうがいいということになります。

あと、公的年金と資産形成であります (図表 23)。よく資産形成なんていうでしょう、iDeCo とか 2,000 万円とか言っているでしょう、ということなのですけれども、いまのわが国の公的年金の規模、取って配るというこのお金の流れの太さは、2004 年に制度改正があって、そこでもう保険料はこれ以上上げないというように決めてしまいました。厚生年金でいくと、収入の 18.3% と決めてしまいました。それ以前はもっと低かったのですよ。私が若いころは一桁です。どんどん上げていって 18.3% になっているのですけれども、この上限を

図表 23

公的年金と資産形成の組合せ ⇒ “WPP”

- ・我が国の公的年金の規模は、2004年に保険料を固定（厚生年金では18.3%）したことにより、上限が画されている。
- ・他方、少子高齢化（寿命・高齢期の延伸、現役世代の減少）に応じて、給付を完全にはインフレ連動にはしない（実質価値を少し削る）「マクロ経済スライド」を導入済み。
- ・現役期には「Work longer」、引退後の早い時期には「資産の取り崩し（private pension）」を行ない、その後「公的年金（public pension）の繰り下げ受給（75歳受給開始で65歳受給開始の1.84倍）」。

画されたのです。

他方、少子高齢化が進みます。寿命が延びていきます。寿命が延びるということは、終身給付ですから年金をもらう期間が延びるということですよね。だから、いま私の年令の男性の平均余命はたぶん 17 年か 18 年だと思えますけれども、それが 20 年に延びたら、私がもらう年金は 2 年分か 3 年分増えるわけです。何百万円と増えてしまうわけです。だから、当然年金財政は悪化するわけです。

そこでどうするかということなのですがけれども、給付というのは先ほど言ったようにインフレ耐性が強いからインフレ連動になっているのですが、ちょっと値切るという仕組みが入っているわけです。高齢者の実質生活水準を少しずつ値切っていくという仕組みになっています。ただ、もちろん値切られるのは高齢者だけではないのです。若い人たちも少しずつ値切られるというようになっているのです。そういう、ちょっとわかりにくい名前なのですが、**「マクロ経済スライド」**というのがあるのです。若い人たちから 18.3%を取って、それを高齢者に配るという仕組みは、バランスが崩れないような自動調整みたいなことができるようになっているのです。でも、そうすると、高齢者の生活費が下がってしまうわけです。

ではどうしたらいいか。**「長く働く」**です。それから引退後の早いうちに **private** な民間の積立方式の年金を先にもらってしまっ、**public** な公的年金の受け取りは後ろに延ばしましょう、遅らせましょうというのが **“WPP”** です。**“WPP”** という言葉は年金業界でも有名な言葉になってきています。

というのは、90 歳になったら民間金融機関に預けているお金とかをマネージできるわけがないでしょう。90 歳になってインフレに負けない運用なんて、絶対にできません。無理です。認知症に近くなるわけですから、無理です。ところが公的年金であれば、政府のほうで勝手にほぼインフレ連動してくれるわけですから、これは圧倒的なメリットです。

あと、投資信託とか生命保険会社にお金を入れたとしますよね。仮に彼らが**「いや、これはインフレに連動します」**と言っても、そこでものすごいコストが発生します。運用報酬を取られてしまうわけですから。これに対し、政府のほうではタダでやってくれるのです。

例えばいま私は 68 歳です。本当は 65 歳から年金をもらう資格はあるのです

けれども、いま私はまだもらっていません。ですから、私の死ぬまでの受給期間は 3 年短くなっています。後ろに遅らせれば遅らせるほど、受給期間は短くなるので、薄く長くもらうか、厚く短くもらうかという話で、長方形の面積は同じ状態、つまり年金財政には何のインパクトもない状態で、人々はその個人の選択によって受給開始を遅らせることができます。いまは 75 歳まで遅らせることができているとして、それはどのくらい厚くなるのかというと、65 歳受給開始の 1.84 倍、1 カ月当たり 0.7% になります。10 年間やると 84% になるというようになっています。

資産形成によって老後が豊かになるには、国民に果実がもたらされねばならないですけれども、これはより多くの価値創造を要します（図表 24）。価値というのはやはり企業が生まれるわけですから、そこに資源が投入されなくてはけません。そういう意味でインベストメントチェーンが必要で、そこに要する費用をまた抑えることも必要です。

インベストメントチェーンに関わるビジネスにおいて、受託者責任という意識、文化が浸透している必要があります。金融業の世界というのは情報の非対称性が非常に激しいです。医療と並んで激しいと言ってもいいでしょう。これから永沢先生にやっていただきますけれども、教員の一人として申し上げます。教育は絶対に完全には成功しません。十分な金融知識を全員が持つということ

図表 24

受託者責任と老後資産形成

・国民により多くの経済成長の果実を運用益として幅広く家計にもたらすには、

- ① より多くの価値創造を行う企業に資金が集まるようなインベストメントチェーンが必要。
 - ② インベストメントチェーンに要する費用（取引費用等）を抑制する必要。
 - ③ インベストメントチェーンに関わるビジネスにおいて、受託者責任が浸透している必要。
- 情報の非対称性は与件。情報弱者を政策的に守る必要。

は絶対にあり得ないのです。必ず情報弱者がたくさんいます。だからこの人たちは政策的に守る必要があるのです。

どうやるかということなのですが、超長期の資産形成という社会的ニーズにわが国の金融業はなかなか応えてくれないのです（図表 25）。間違った事ばかりをやっています。金融庁はカンカンになって怒っています。

日本証券アナリスト協会というところで、金融庁の長官が7年前に講演しました。どうしたかという「では何故、長年にわたり、このような顧客本位と言えない商品が作られ、売られてきたのでしょうか？」などと、業界の方々相手に言ったのです。この前段では次のような説明があります。「長期保有に適さないものがほとんどで、自ずと売買の回転率が高くなり」ということなのです。どういうことかという、積立 NISA というものを始めるときにこういうことがあったのです。積立 NISA だから、毎月積み立てていくわけです。そのときに金融庁で、そういう金融行動に適したタイプの投資信託はないかなと探したそうです。当時、投資信託は五千数百本ある、それをスクリーニングにかけていって、残ったのは5本だったそうです。それがあって「何故こんなことをやっているのですか？」と金融庁長官が怒るわけです。

また金融庁長官は「ここ数年、友人から、母親がなくなり遺品の整理をしていると、最近購入したと思われる、お年寄りには到底不向きなハイリスクで複

図表 25

情報弱者である一般大衆を、如何にして超長期の資産形成の恩恵に浴せしめるか、という金融行政上の課題

・超長期の資産形成という社会のニーズに我が国の金融業はなかなか応えず、金融行政上のマグマが累積。

日本証券アナリスト協会 第8回国際セミナー

「資産運用ビジネスの新しい動きとそれに向けた戦略」における 森金融庁長官基調講演（2017年4月7日）

<https://www.fsa.go.jp/common/conference/danwa/20170407/01.pdf>

「では何故、長年にわたり、このような『顧客本位』と言えない商品が作られ、売られてきたのでしょうか？・・・売れやすかつ手数料を稼ぎやすい商品を作っているのではないかと思います。・・・長期保有に適さないものがほとんど・・・自ずと売買の回転率が高くなり、そのたびに販売手数料が金融機関に入る仕組み・・・。」

「ここ数年、友人から、『母親が亡くなり遺品の整理をしていると、最近購入したと思われる、お年寄りには到底不向きなハイリスクで複雑な投信が、何本も出てきた』という苦情を聞くことがよくあります。」

「皆様は、こうした状況をいつまでお続けになるつもりですか？」

「運用会社の社長が運用知識・経験に関係なく親会社の販売会社から歴代送り込まれたり、・・・。」

雑な投信が、何本も出てきたという苦情を聞くことがよくあります」, 「これはとんでもないことが行われている」と長官は言っていて、さらに, 「皆様は、こうした状況をいつまでお続けになるつもりですか? 」と、金融庁長官が業界団体の会合で言っているのです。

このようになってしまっているのです, 「あなた方の社長というのは、親会社から専門的知見がない人が来ていませんか」なんていうことをガンガン言うわけです。金融庁は「顧客本位」ということを求めるわけです。

ちょうど先ほどの講演もそうですけれども, 「顧客本位の業務運営に関する原則」を出しています (図表 26)。

図表 26 にあるのは、この原則を出したときの金融庁の発表文です。「金融事業者が、インベストメントチェーンにおけるそれぞれの役割を認識し、顧客本位の業務運営に努めることが重要」だと言っています。「こうしないとインベストメントチェーンがよくなりません」と言っているわけです。行政上、いろいろな基準を出したり指導を出したりするのですけれども、そうするとそれさえやればいいというミニマム・スタンダードになってしまっていて、しかもやるのがみんな同じになってしまう。創意工夫のかけらもないだろうということで、金融庁では、フラストレーションがガンガン貯まっていくわけです。

そうすると、ルールは決めませんよ、プリンシプルベース、つまりこのようにやってくださいというように、「このように」というだけで、「これをやれ」とは言わないのです。「具体的に何をするかは、自分で考えなさい。自分でやりなさい。あなたのお客さんに対して、あなたのお客さんの最大の利益をあなたが考えるのですよ」ということです。こういうアプローチを取るようにしていけば、みんな真剣に考えるし、横並びにはならなくなるでしょうというのが狙いなのです。

実は、昨年、ある法律改正、まだこれは施行されていないのですけれども、「金融サービスの提供及び利用環境の整備に関する法律」というのができました (図表 27)。何と書いてあるかというと「金融サービスの提供等に係る業務を行う者 (金融事業者) は、顧客等の最善の利益を勘案しつつ、顧客等に対して誠実かつ公正に、その業務を遂行しなければならない」とあります。これが法律です。顧客等の最善の利益はあなたが自分で考えなさい、ということです。金融事業者には企業年金を行う事業主などが入っているのです。だから、学生

図表 26

「顧客本位」という金融当局からの要請

・金融庁は、2017年に「顧客本位の業務運営に関する原則」を制定、2021年に改訂。

<https://www.fsa.go.jp/policy/kokyakuhoni/gensoku3.1.15.pdf>

<経緯及び背景>

・・・、市場ワーキング・グループでは、国民の安定的な資産形成を図るためには、金融商品の販売、助言、商品開発、資産管理、運用等を行う全ての金融機関等（以下「金融事業者」）が、インベストメント・チェーンにおけるそれぞれの役割を認識し、顧客本位の業務運営に努めることが重要・・・、（2016年）12月22日に報告書が公表された。その中で、以下のような内容が示された。

- ――・・・投資者保護のための取組み・・・、一方で、これらが最低基準（ミニмум・スタンダード）となり、・・・形式的・画一的な対応を助長・・・。
- ――金融事業者が自ら主体的に創意工夫を発揮し、・・・顧客から選択されていくメカニズムの実現が望ましい。
- ――・・・、プリンシプルベースのアプローチを用いることが有効・・・金融事業者が、原則を踏まえて何が顧客のためになるかを真剣に考え、横並びに陥ることなく、より良い金融商品・サービスの提供を競い合うよう促していくことが適当である。

26

図表 27

「最善の利益」、 「誠実かつ公正」

- ・ 昨年の法改正（未施行）で、「金融サービスの提供及び利用環境の整備等に関する法律」（金融庁所管）第2条第1項に、以下の規定。

「金融サービスの提供等に係る業務を行う者は、・・・、顧客等の最善の利益を勘案しつつ、顧客等に対して誠実かつ公正に、その業務を遂行しなければならない。」

- ・ 「金融サービスの提供等に係る業務を行う者」として、銀行や証券会社の他、企業年金を行う事業主などが、列挙されている。

27

の皆さんが就職して企業年金に関わる財務部とか人事部に行ったら、覚悟を決めておいてください。最善の利益を勘案しなければならないのですよ。このように法律ができました。

企業年金の方々は何を考えなければいけないのでしょうか（図表 28）。これはまず、DBであれば予定利率を合理的に決めなければだめです。あまり高い

のもおかしい。低いのもおかしい。合理的でなければなりません。

あと、低ければいいかということですが、低いということはローリスク・ローリターンの運用でディファインされたベネフィットを払えるということですね。いま一旦掛け金を払うけれども、あとの運用は波風少ない、というものののですけれども、それはちょっと考えものでして、先ほど申し上げたように、企業年金はすべて労使の合意でできあがっています。まず経営者と株主が合意していくわけなのです。高いも低いも株主と経営者の合意でやって結構です、ということなのです。それで株主と経営者が合意して、その合意を基に労使合意すればいいわけです。

先ほどフラストレーションを申し上げましたけれども、日本企業の予定利率が低いこと自体は別に問題ではありません。

あと、DC の運用メニューが、かなり問題です。実は投資信託手数料というのはますます下がっています。先ほどの金融庁長官の講演のように、金融庁の姿勢は明確です。それを受けて、投信の手数料はガンガン下がっています。ところが DC の運用メニューに、かつてコストの高い信託報酬の投信が残っていたりするとえらい騒ぎです。これは事業主のほうで入れ替えないといけないですね。入れ替えを怠ってボーッとしていたら、これは大変な問題になり得ます。なぜかという、きちんとやっている企業ではコストの安い投資信託が入っ

図表 28

企業年金関係者は何を考えるべきか

1) DBの予定利率を合理的に設定。

- ―― 予定利率が高いほど、目先の掛け金（費用）が減少。
- ―― 経営者と株主の合意のうえで、労働者と合意を形成。高い利率も低い予定利率も、合理的たり得る（日本企業の予定利率が低いこと自体は、批判の対象たり得ない）。

2) DCの運用メニューの改善。近年、投資信託手数料の低下は顕著。かつての高コスト投資信託を運用メニューに含め続けていたりすると、重大な問題になり得る。

3) 企業年金は労働の対価。人材確保のため、労働市場に対し、「当社で働いていれば、老後資産形成がうまくいく」というアピールをすべき。掛け金は「株主の金」であるから、人材確保を通じて企業価値の増大に資するように使うことが、経営者の使命。

ています。「他社のお友だちは私と同じだけ積立てたのに、私よりも貯まったお金が 50 万円多い。社長、どうしてくれるんですか」というように問われた場合に、いまの DC の制度では対応のしようがありません。これはどうしようもないですね。30 年後に少なかった分を払う仕組みがありません。株式会社であれば株主から背任罪で訴えられてしまうかもしれないです。だからいまこれは重大な問題になり得るというようになっています。

あと、企業年金の掛け金は労働の対価なので、本当は労働市場、人材確保のために経営者がアピールする材料にすべきなのです。どうもその辺の取り組みが甘いねということです。

あと、インベストメントチェーンにおいてはいろいろな商品がありますので、ボーッとしている「情報弱者」の「甘い客」がいると困るのです（図表 29）。「情報弱者」が「情報強者」の業者や、証券会社などのセールストークに乗せられたら困るのです。というのは、少ない対価で多くのリスクを取ってしまうということになることが多いのです。そうすると世の中でリスクテイクが行きすぎます。これは非常にいけないことであります。そしてインベストメントチェーンの質の低下につながります。そうならないためにはいろいろな専門的知見が求められてしまうということです。正当な対価を取らずに、仕組債なんていう言葉があるのですけれども、これは仕組債というのは別名「金融業界にとって

図表 29

「甘い客」がいては困る

・リターンを追求する限り、何らかのリスクテイクは不可避。他方、誰もが“lower risk, higher return”を求める。

⇒「甘い客」（情報弱者）が、業者（情報強者）の「セールストーク」に乗せられて、少ない対価で多くのリスクテイクをしてしまう（いわゆる仕組債でよくあるパターン）と、インベストメントチェーンの質（リスクのブラッシング・資源配分の機能）が下がる。

⇒ そうならないだけの専門的知見が求められる。

・「甘い客」は、資金の出し手・受益者の利益を損なう（割高な＜テイクしているリスクの正当な対価を得ずに＞仕組債などの商品＜金融業界にとってはおいしい商品＞を買ってしまう）だけでなく、マクロ経済への悪影響も及ぼす。

―― 金融業界のエネルギーが、インベストメントチェーンの質の向上につながるような金融商品の提供ではなく、手っ取り早く利益を得られる「甘い客」を探し出す、あるいは「甘い客」向けの新たな金融商品の開発（？）に浪費されてしまう。

おいしいように仕組まれた商品」なのです。こういったものの横行はともかくよくないということになっているわけです。

私立大学も実はアセットオーナーでして、先ほどの総理の発言もあったわけです（図表 30）。

私立大学で例えばどこでしょうねというと、成城学園です（図表 31）。成城学園の開示された財務指標を見ると、有価証券を 89 億円持っています。時価情報からいったら合計して 2,600 万円とか 500 万円ほどの評価損になっています。

これは大妻学院も満期保有債券が 171 億円あるので、1 億円ほどマイナスになっているということはあるわけです（図表 32）。こういう金融行動は成城学園も大妻学院もやっています。そういったものをやっている学校法人はアセットオーナーですよということになっています。

ご清聴、どうもありがとうございました。

あと一つだけ、先ほどのご紹介の中に、私が年金制度に関する経済前提の委員会の委員だったことがあるのですが、その資料でこういうのがあります。わが国の生産性上昇は先進国並みで遜色ないのです。けれども実質賃金が伸びないという図があります（図表 33・図表 34）。例えばアメリカは労働生産性と大体並行してしまして、イギリスもドイツもフランスもそうです。け

図表 30

私立大学もアセットオーナー（1）

- ・ 6月3日の第4回アセットオーナー・プリンシプルに関する作業部会で、「アセットオーナー・プリンシプル」の案を提示。

資料は公開版本文に差し、赤字は本委員会の案／新しい赤字は本委員会の修正／内閣府資料（2024）（p.40-41）

- ・ 「案」では、以下のように私立大学もアセットオーナーとして認識（岸田総理の5月22日の発言にも、「年金や保険、学校法人といったアセットオーナー」という表現）。

「アセットオーナーの範囲は、公的年金、共済組合、企業年金、保険会社、大学ファンドのほか、例えば**資産運用を行う学校法人**など幅広く、・・・いずれのアセットオーナーにおいても、受益者等の最善の利益を追求するための**備えがあることを自ら点検し、・・・、運用力の向上**を図っていくという形で、このプリンシプルを活用していくことが期待される。」

れども日本だけはこのようにワニの口の中に入ってしまったのです。これはまだ理由がわかっていません。経済学の先生方ぜひ解明してください。これは本当になぜなのかはまだわからないのです。ただ、この間、労働分配が少ないわけですから、企業には留保金が山ほど貯まっています。だからいま質上げができるのですよ。けれどもこれが縮まっていくのだとすると、日本の実質質

図表 31

私立大学もアセットオーナー（2）

「令和元年度各学校法人の財務情報等が掲載されているホームページのURL」

https://www.mext.go.jp/content/20200312-mxt_sigsanji-1355974_2.pdf

「成城学園」 (1) 有価証券の時価情報

① 総括表

	当年度(令和5年3月31日)		
	貸借対照表計上額	時 価	差 額
時価が貸借対照表計上額を超えるもの (うち満期保有目的の債券)	1,736,334,140 (550,000,000)	1,811,137,640 (571,247,000)	74,803,500 (21,247,000)
時価が貸借対照表計上額を超えないもの (うち満期保有目的の債券)	6,200,000,000 (600,000,000)	6,098,993,900 (573,479,000)	△101,006,100 (△26,521,000)
合 計 (うち満期保有目的の債券)	7,936,334,140 (1,150,000,000)	7,910,131,540 (1,144,726,000)	△26,202,600 (△5,274,000)
時価のない有価証券	1,000,000,000		
有価証券 合 計	8,936,334,140		

(2022年度貸借対照表の注記)

31

図表 32

私立大学もアセットオーナー（3）

「大妻学院」

(1) 有価証券の時価情報

①総括表

(単位: 円)

	当年度(令和6年3月31日)		
	貸借対照表計上額	時 価	差 額
時価が貸借対照表計上額を超えるもの	9,105,100,299	9,405,425,142	300,324,844
(うち満期保有目的の債券)	(9,100,000,000)	(9,196,550,000)	(96,550,000)
時価が貸借対照表計上額を超えないもの	8,000,518,323	7,802,641,650	△197,876,673
(うち満期保有目的の債券)	(8,000,518,323)	(7,802,641,650)	(△197,876,673)
合 計	17,105,618,621	17,208,066,792	102,448,171
(うち満期保有目的の債券)	(17,100,518,323)	(16,999,191,650)	(△101,326,673)
時価のない有価証券	10,000,000		
有価証券合計	17,115,618,621		

(2023年度貸借対照表の注記)

32

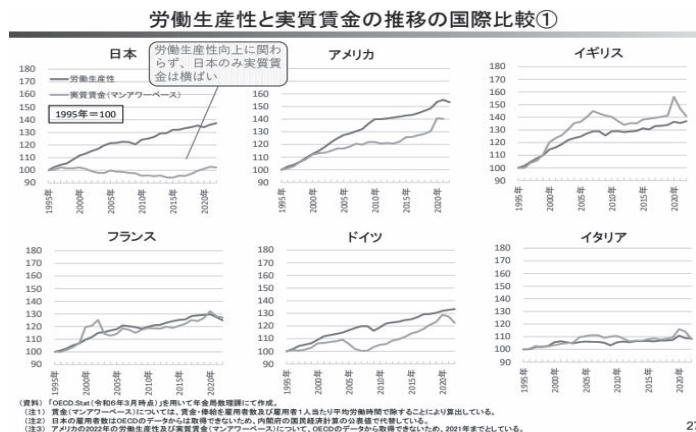
図表 33

補足：経済前提作業での注目点

- ・我が国の生産性上昇は他の先進国並みで遜色なし。しかし、実質賃金は伸び悩み（次葉・「ワニの口」）。

33

図表 34



27

34

金はびっくりするくらい上がる可能性があるわけです。

あとは参考文献になりますけれども（図表 35）、例えば公的年金の原理などの若者向けの説明であります。これは学生の皆さんを念頭に置いて書いていますので、もしお時間がある方、ちょっと分厚いのですが、ございます。

これぐらいで、もうお時間ですので、皆様からのご質問を承りたいと思います

図表 35

(参考文献)

- ・ 公的年金制度の原理や歴史などについて
権丈善一「ちょっと気になる社会保障」(2016)、勁草書房
—— 権丈善一慶大教授の「ちょっと気になる・・・」のタイトルの書籍は、示唆に富むものが多い。
- 玉木伸介「年金2008年問題」(2004)、日本経済新聞社
—— 公的年金積立金の運用の持つ意味などについて。
- ・ 公的年金の原理などの若者向けの説明について
日本経済調査協議会「若者に伝えるべき公的年金保険の原理 ——彼らの将来の生活の視点から——」(2016)
- ・ 社会保障全般について
香取照幸「教養としての社会保障」(2017)、東洋経済新報社

35

す。どうもありがとうございました。

すみません。お手元にこの紙がありますね。これは私が「金融ジャーナル」という金融の業界雑誌から依頼を受けて書いている年金に関するものでして、何と、「年金の真実」というタイトルの、12回連載の1回目と2回目でございまして、3回目の原稿をいま書いているところですので、もし金融業界に行こうなんていう方々がおられましたら、ぜひお読みいただきたいと思います(図表 36・図表 37)。

【司会】 玉木先生、非常にエキサイティングなお話をいただきましてありがとうございました。ここからはフロアの皆さまからのご質問をお受けしたいと思います。

【質問者 A】 玉木先生、どうもありがとうございました。

私は年金制度の専門家ではありませんので、その質問はしませんが、インベストメントチェーンという最近流行っているキーワードをお話しになりましたが、別の言葉でいえば「資本市場」のことだろうと思うのです。資本市場には上場企業もありますし、それから会計士、あるいは証券アナリスト、投資家があります。特に最近は海外の投資家です。いろいろなインベストメントチェーンあるいは資本市場を担っている人たちがたくさんいると思うのです。

その中できょうは年金のお話がありましたが、日本の資本市場でどこがいちばん問題なのでしょうか。私は最近の不祥事が多い企業の問題があると思いますし、未成熟な個人投資家にも問題があると思いますし、運用が下手な機関投資家にも問題があると思うのですが。

それから株式市場のあり方については、いわゆる東京証券取引所が市場区分を変えましたけれども、市場区分の意味が全くわかりません。前の東証一部、二部、あるいは JASDAQ といった市場区分のほうがわかりやすく、また、個人的には JASDAQ をアメリカの NASDAQ のようにしてほしかったです。どうしてそれができなかったのかということも感じるわけです。

先生は、資本市場の中でいま日本は何がいちばん問題か、それをお願いします。

【玉木】 ご質問ありがとうございます。「資本市場」という言葉でインベストメントチェーンを置き換えるというご説明だったと思うのですが、それはそのとおりだと思います。資本市場改革というのとインベストメントチェーンの改善はほとんど同じことではないかと思います。ただ、資本市場というよりはインベストメントチェーンと言うほうが、もうちょっと関係者が多いような雰囲気はありますけれども、本質はおっしゃるとおりだと思います。

なぜこれが改善しないのかというのは、たぶん理由はいくつもあるのだろーと思いますけれども、例えば 1990 年代に私は実は日本銀行の仕事の中でディスクロージャーについていろいろやっていました。ディスクロージャーについて、当時の金融機関あるいは事業法人の経営者はあまりまじめに考えていなかったのですよ。ディスクロージャーについては開示基準というのがあって、それこそボックスティックしていけばいいのだ、それが情報開示であるという考え方が支配的でした。自分の言葉で語ろうとか、自分の言葉を語ることによって資本市場が評価されようなんていうのは全然ないのですね。だから言語も発達しないし、自覚も生まれてこないということで、非常に困った事態になりました。

ただ、過去 20～30 年の間にいろいろな改革が行われてきて、いまではどこの企業でも一応統合報告書とかを出したりするようになってきてはいますし、それから、先ほど財務諸表の時価情報をお見せしましたけれども、あんなものは 30 年前はないですからね。そういったものがどんどん進んでいることは事

実です。ただ、ちょっと遅いよな、ということはおっしゃるとおりです。

それから、一つ、これがもしかしたらある要因かなというところは、やはり金利も物価も全然動かないという状態が何十年も続きまして、やはり不十分な経営、あるいは専門的知見に欠けた組織といっても生き延びてしまうのです。そういったところがあって、ゆでガエルのように、いま自分の状態がまずいということに気づかないでいる人がまだいるのだろうと思います。

アセットオーナープリンシプルなんていうのをなぜ内閣官房で作るのでしょうか。資本市場が機能しているのであれば、そんなもの、市場の中で当然 behavior が変わっていくに決まっていますよね、ということですよね。あるいは東京証券取引所にコーポレートガバナンス・コードを出させる企業経営者というのは情けないと思います。自分で企業を経営しているのであり、自分のことは自分でガバナンスするというのは当たり前だろうと思います。それを取引所という、半ば公的な組織に言われるというのはどういうことかと思います。

あるいはスチュワードシップコード。これは投資家の話ですよね。投資家というのはそれぞれ自分で責任を負っているのだから、自分できちんとやるのは当たり前であり、なぜコードとかと言われなければいけないのでしょうか。これが私のフラストレーションでもあります。

先ほどの企業年金の、特に DC です。学生の皆さんが会社に入らっしゃいます。そうすると、最初の新入社員研修がありますよね。しばしばそこで人事部が言うのです。「皆さん、わが社は DC があります。ここに運用メニューがありますので、どの投資信託にするかを明後日までに教えてください」とくるのです。その出された運用メニューが、皆さんの将来の生活の安定のことだけを考えて、人事部やら財務部やらで専門的知見を動員して作ったものでなかったら、皆さんは怒らなければだめです。それは皆さんの市民としての責任だと思います。

だから、先ほど大変な問題になると申し上げましたけれども、Defined Benefit (DB) であれば、例えば仲のいい投資顧問会社に任せており、リターンが低いものとなったとしますよね。けれどもそれは 20 年後、30 年後に株主が掛け金を増やせばいいのですよ。株主の犠牲下で従業員の老後を守るという仕組みが制度の中にあります。Defined Benefit というのはそういう意味です。

ところが Defined Contribution の場合、いまの経営者がボケツとしていて、ほとんど同じ内容の投資信託なのだけれども、こちらは運用報酬が 0.6%、こ

ちらは 0.2% だったりします。0.4%，40 ベーシスポイントも違うもので 20 年も 30 年もやってごらん下さい。ものすごい差になります。そうすると、「私の貯まったお金、50 万円少ないじゃないですか」と言って、将来その方が社長に文句を言ったときに、DC の制度の中に社長が補てんする、会社が補てんする道がありません。そのときの会社の金でやったら、そのときの取締役は背任です。特別背任になります。では個人財産でやればと。それがいちばんいいのだろーと思います。どんな訴訟が起きてくるかわからないのです。そのときの裁判所がどういう反応をするかはだれもわからないと思います。たぶん金融庁に聞いてもわからないし、永沢先生でもわからないのではないのでしょうか。

だから、実はいま企業の経営者がちょっとボケた行動をしていると、将来の日本社会に紛争の種をまいているということになっているのです。これはインベストメントチェーンとして非常によろしくないと考えています。

こんなところでよろしいでしょうか。

【質問者 A】 玉木先生、ありがとうございます。

【質問者 B】 私は理科系の学科を出ているので、経済に関しては非常に素人なのですけれども、この素人の人間から変な質問をするかもしれませんけれども、2 つほどお答えいただければと思います。

最初のほうで GPIF に関してのお話がありまして、基本的に基本ポートは日本株、国内債券、外国株、外国債券を 25% ずつというように決まっているということでしたけれども、これを最近、AI のようなもので最適な割合を見つけるといえるようなことができるのかどうかということが一つです。

あと、元安倍首相のときに、GPIF の株式の割合を増やしたというような、うろ覚えなのですが、そういう記憶があって、そのあと株式が上がっていったときには非常にみんな嬉しくなっていたのだけれども、下がった時点でなぜ株式の割合を増やしたんだというような話があったような気がするのですが、この辺に関しては GPIF のトータルに関して株式の割合は時の政府のほうがある程度決められるというような話があるのかどうかということです。

【玉木】 AI を使ってできるかという話ですが、実はもちろんこれはファイナンス理論という理論があって、過去のデータを基に国内債券とか国内株式の、アセットクラスという言い方をしているのですけれども、そのリターンの確率分布のデータを大量に集め、それが基で、そのあといくつかの確率変数

の相関関係を見て、例えば株が上がるときには債券は下がるだろう。逆相関になったらこれは混ぜたら期待値はちょっと上がるけれども分散はあまり広がらないのではないか。そのようなところで接近していくというやり方が取られています。でも、なかなかこれで OK というようにはいかないのです、何万回もモンテカルロ・シミュレーションをやってみて、それで大体こうだなといったところで落ち着いているという形になっているのです。

あともう一つは、実は、きょうは言いませんでしたけれども、厚生労働大臣が GPIF に対して運用目標を設定しているわけです。運用目標というのは、これは賃金、物価に比例して保険料は増え、それに比例して給付が増えていく。ところが積立金の運用利回りというのは、別に賃金が上がったからといって増えるというメカニズムはないわけです。

それでどういう運用目標を設定しているかということ、賃金上昇率プラス 1.7% を長期的に達成してくれというのが運用目標になっていて、実は先生方、もしわかったら本当に教えていただきたいのですけれども、賃金上昇率に対するスプレッドが株価などから出てくるわけですが、どういうスプレッドが実現するかという理論はないですね。賃金がこれぐらい上がっていくだろうというような、賃金に関する理論はあるかもしれません。けれども、それを何%上回る利回りが、株式のリターンとか債券の金利によってどういうアセットミックスから生まれるか、そんな理論はないのだらうと思います。ですから、ここは思いっきりいろいろやってみて、これかなというようにやっていくということしかないのです。ですから、AI やコンピューターの力は使えるだけ使っているというところがすでにあるのだらうと思います。

それから、2013 年なのですけれども、安倍政権で自民党も変わったということがあって、あのときに実はこういうことがありました。GPIF 改革というのがあって、実は私がいたのは 2009 年度、2010 年度の 2 年間ですけれどもそのときはボロいビルでした。たぶんカーペットは、ビルができた昭和 40 年代から替えたことがないのだらうと思いました。そのころは実は独立行政法人という組織形態なのですけれども、この独立行政法人というのは日本中に 100 個ぐらいあります。その 100 個ぐらいに対して民主党政権のときから経費のキャップが決まっています。それを節減しろということです。職員給与は公務員給与を絶対に越えてはいけないとか、物件費と人件費を減らしていくという

時代でした。

だから、当時百何十兆円かの運用資産でしたけれども、人員は七十何人かでした。それだと専門的知見を確立しようにもちょっと無理でしょうとか、いろいろな経費的な節約がありました。それを安倍さんの政権で GPIF だけ独立行政法人の中で緩めたわけですね。だから、いま人事制度も柔軟になっていて、例えばいわゆる金融業界のプロフェッショナルを数年間だけの任期付きで、公務員給与とは関係ない高い給与水準で雇い入れることができるようになったりはしています。いろいろな意味でそこで変化がありました。

それから、それまでは日本株の比率というのは 11% ぐらいだったのです。それを 25% まで上げたりとかというようにリスクテイクを増やしたことは事実です。また、そのときに、これを増やして何を減らしたかといったら、国内債券、日本の円の債券を減らしました。そういうことが起きていて、そうすると当然株価変動に対する反応度が上がっていきますよね。そうすると下がるときは下がるし、上がるときは上がるのですけれども、先ほどお見せしたように、メディアから受ける印象としては、マイナスのときにはこんなに大きく紙面に出るのです。プラスでは小さく出ますよね。

実際、私が 2008 年度、リーマンショックのときの 1 年間の結果、9 兆 3 千億円のマイナスでした。これを私が厚生労働省の記者クラブで発表したわけです。そうしたら新聞に一面トップになったわけです。テレビカメラが入ってくるのです。ワイドショーに出ちゃうわけですよ。ところが翌年、2009 年度というのは株価がバウンスバックしたわけです。だからプラス 9 兆円です。2 年を通したらほぼチャラなのですよ。けれども、9 兆円プラスというのはすごく小さく出ましたね。そうすると、先ほども言ったように、4 四半期連続赤字だといって、実は大変な騒ぎになって、厚労省の方は大変ご苦労なさっているのですけれども、そんな情報というのはほとんど国民にとって無意味です。

前出の（図表 8）の 2022 年度のところに、マイナスが 4 つあるでしょう。2020 年はプラスですね。サブプライムバブル崩壊からリーマンショックというのは 2007～2008 年、マイナスと書いてありますけれども、これ以来、2012～2017 年、この間はプラスになっているのです。何か意味がありますか。これは日経新聞が読者、国民に対して説明責任を果たさねばならないところなのです。こういうデータがあるのですよ。

私はこのころ記者クラブで発表をしたのですけれども、これは実は国民への説明の改善が行われています。実はこの累積値というのを出していなかったのです。出せばよかった。これを見れば二十何年間でどうだったのかという判断は国民につきやすいですね。

あと、本当に私は、3 カ月というのはどういう意味があるのかと思いました。例えば 2001 年から始まって、この期間ともう 1 四半期ずらした累積値の比較というのは意味があったと思いますよ。でも特定の 3 カ月は何の意味があるのですかね。ないですね。3 カ月で意味があるのであれば、1 カ月でもっと意味があるというようになるでしょう。

だから、国民にとって大事なものは、長期的にどうなっているかということだけであるのですが、どうしてもメディアはマイナスに対する感度が高いということなのです。ぜひ学生の皆さん、そういったものに惑わされないようにしていただきたいと思います。

【質問者 B】 ありがとうございます。

【質問者 C】 いまのお話にも関連するのですが、たしか鳩山由紀夫民主党政権が誕生したときに、民主党政権で長妻議員、たしか日経出身の記者ですね。彼が大騒ぎした「消えた年金問題」。年金機構が社会悪みたいに叩きまくったけれども、先生のお話では、いまの日本の公的年金制度は非常によくできている。それに対して長妻議員があれだけ批判しまくって、たしかにあの話を聞いていると、年金制度そのもののよし悪しはいいとして、年金機構の職員はゲータラ職員、チンタラ職員で、なっていない。だから「消えた年金」みたいに無責任なことが起きると言っていましたけれども、いまはずい分改善されたと思いますが。その当時の日本年金機構、いまもだいぶ改善されたと思いますけれども、その年金機構と GPIF は別組織であると思いますけれども、年金機構についてどのように評価されますか。

【質問者 D】 公的年金の運用について、「他事考慮」の話をさせていただきました。この点について、GPIF も、水野さんの時代だと思いますけれども、いわゆる ESG に対する投資というのを解禁したり、これはなかなか難しいと思うのですけれども、これが ESG というものがいわゆる被保険者の最善の利益にもたらしただけでしょうか。これは「他事考慮」そのものじゃないかということで、厚労省と大議論があって、私としてはどちらかというと当時はこれはもっぱら

被保険者の利益のため、他事考慮の禁止に違反するものではないかという議論をした覚えがあります。

ただ、最近では、コロンビア大学の学生が例えば大学のペンション・ファンドの運用について、イスラエルの関係の企業に流れているじゃないか、そういったものをどうするんだというようなことを言っていたり、世界情勢の中で他事考慮をせざるを得ないような場面がちょっと増えてきているような感じがあって、フリーフェアグローバルと言っていたころの国際情勢でもないというか、そういう形になってきている中で、その辺りをどのようにお考えになっておられるのでしょうか。

【質問者 E】一つ付け加えていただきたいことがあります。いま年金の積立金はたしかに大きいのですけれども、取り崩しがあるという話もあって、学習院の先生はあと 20 年ぐらいで枯渇するという試算をされていますけれども、この積立金の、いまは大きいけれども将来の枯渇という問題はどうか考えたらいいのか。そこをちょっとお願いします。

【玉木】まず年金機構の組織ですけれども、たしかに「消えた年金」というのはひどい話ですからね。ただ、年金記録をきちんとキープするというのは大変難しい仕事でして、実は年金の記録の不完全なところというのはどこの国でもあるのです。

ただ、わが国において何が起きたかという、昔は漢字で全部書いていた、例えば銀行とかいろいろな役所で同じことが起きたわけですよ。コンピューター化するときに、なぜ年金機構の分だけコウノさんとカワノさんが入れ替わったのかということについては説明がないですね。これはやはり国民が怒るのは至極当然だろうと思います。

他方で、その後、「消えた年金」だというので年金定期便とかいろいろな策が講じられてきていまして、「消えた年金」とか「未納三兄弟」とかという記憶がない人であれば、まあまあ年金機構に対して信任を持ち得ると思います。ただ、あの「消えた年金」という話は、わが国の公的機関の事務体制、事務のクオリティに対してちょっとびっくりするところがありましたので、これはやはり相当長い時間をかけて努力を積み重ねていって、少なくともある時点ではかの国よりいいという状態を何年間か続けないと、完全には解決しないだろうなと思います。

それから、ESG、あるいはもっぱら被保険者の利益のためというところですが、これも私も非常にやりにくい問題だろうと思っています。もっぱら被保険者の利益のためにやるという点はいまの GPIF、厚労省も維持していて、ESG 運用とかをやっていると、これは金のためにやっているのだということを明らかにしていると思います。リターンが少なくとも将来には高まるだろう、だからやっているのであって、環境をよくするためにやっているのではないというポジションは維持されていると思います。これはこれでいいと思います。

あと、ESG という言葉もネーミングがうますぎて、他事考慮するにしても何が E で何が S か。なぜ E が education ではないのか。S が science ではないのか。なぜ ES が Employee Satisfaction ではないのかという説明を私は聞いたことがないです。ですから、それは声が大きい人がたまたま E、環境とか温暖化とか、S、チャイルドレイバーはだめ、女性のなんとかかんとか、ということを出したからですけれども、私はしばしばこう書くのです。

ESG というのは普通は E, S, G と書きますけれども、これは正確には esG なのです。すべてはこれは G なのです。例えば女性の活躍とか言うでしょう。あれは人事ですよ。人事というのは G そのものじゃないですか。だから基本は G なのです。G がよくないとリターンが悪いですよ。株が上がらない。これは G に包含できるものについて、株主が頑張って文句を言うとか対話するというのは当たり前です。ESG なんて大層な名前をつける必要は全くないです。基本中の基本ですから、やればいいのかという話だと思います。だから、何かいいことをしていますよという面をしてはいけないし、いまの厚労省も GPIF もしていないと思います。

他方で、やはり PRI、国連の責任投資原則、そういうサークルが国際的にありますよね。そういう国際的なサークルの中で情報交換をしようというときに、ESG とかに背を向けているのはタクティクスとしてあまり上手ではないだろうと思いますので、ほどほどにやっておけばいいなというような気がいたします。

年金積立金については、これは財政検証というのをやるのですけれども、実はアメリカにもこういった制度があるわけです。アメリカでも、連邦政府がやると、大体毎回 30 年後に枯渇するという、昔の「石油がなくなる」という話とよく似ているのですけれども、年金について 20 年後ぐらいに破たんするぞ

という論陣を発表する人たちというのはいるのです。その方々は言ったことを変えないです。

私が本当に困っているのは、20年前にそういった本がたくさん出ました。年金は破たんする。政府は大本営発表で年金財政の厳しさを隠している。GPIFの目標運用利回りは非常に高い。無理な高いものを置いて嘘を言っているのだということで論じる人はたくさんいたのです。そして本がすごく売れました。

そうすると、先生方、高校や中学の社会科の先生方は本を読むわけですよ。勉強熱心な立派な先生、いい先生ほど本を買って読みます。そして、これは大変だということで生徒に教えるわけですね。一時、文科省もちょっとそれに染まってしまった時期もありまして、そのいろいろなものを戻すための努力をずい分しました。しかし、人々の心に残ったものは除去されないのですよ。

あと、私はこういう説明を高校生にしたのですが、ある生徒が私に言ったのです。「玉木先生が言っていることは正しいと思う。でも私の学校の先生と言っていることが違う。どうしてうちの先生は言うことを変えないのでしょうか」というようにおっしゃるわけです。すばらしい高校生ですよ。私の答えはこうです。「あなたが学んでいる先生はいい先生なのです。一生懸命本を読むのです。ところが本にはいい本と悪い本がある。あまりよくない本を書いた人は私は間違っていましたという本は書かないんだよ」。そういうことになっちゃっているわけですよ。だから黙っちゃっているのですね。説明責任は国民の前で果たされていません。

でも、この年金というのは20歳から死ぬまで80年ぐらいにわたって人々の生活を大きく左右するものですし、日本の場合には積立金まであるのですから、そのインパクトは大きいわけなのです。これに関して、学者たるもの、違っていたらどうして違っちゃったのかということを説明するのが良心ではないかと私は思います。もし私がきょう言っていることが間違っていた場合には、75歳とか80歳になったらまたやります。ちゃんと書きますので。

【司会】 玉木先生、ありがとうございます。玉木先生に盛大な拍手を。