

年金基金のリスク許容度？*

横浜国立大学経営学部教授 浅野幸弘

(前 住友信託銀行 年金研究センター 研究理事)

(本稿は前職時に執筆したものであるが、筆者の個人的見解であり会社の意見ではない。)

成熟度

厚生年金基金の資産運用は今年度から一定の要件を充たせば、いわゆる「5・3・3・2」規制に必ずしも従わなくてよいことになった。すでに厚生年金基金連合会などでこの適用除外が認められているが、今後こうした申請をする基金は間違いなく増加するだろう。また適格年金についても、行政改革委員会の規制緩和小委員会で運用規制の撤廃が検討されているとのことである。いよいよわが国でも基金あるいは母体企業がそれぞれ自ら年金運用の資産配分、すなわちリスクテイクの程度を決めることになる。だが、それは果してどんな基準によるのだろうか。

一般には年金運用の資産配分は「基金のリスク許容度」に依存するとされている。適格年金の場合は基金は存在しないが、母体企業が拠出した資金の集合、あるいはそれに年金制度の加入者が加わった総体のようなものを想定しているのだろう。それはともかく、このリスク許容度とはいったい何を指すのだろうか。また誰がそれを決めるのだろうか。

わが国の年金関係者の間では、リスク許容度は基金の「成熟度」によって決まるとするのが常識のようだ。たとえば加入者の年齢構成が若い基金は成熟度が低いが、そうした基金では年金給付が必要になるまで時間的余裕があるから、株式などのリスクの大きい資産のウェイトを高めるのがよいとされる。そうすれば長期的には、時間分散効果によってリスクは抑えられる一方で、高いリターンが得られるのである。

しかしながら、成熟度が低いということはキャッシュフローの流出が当面ないということにすぎない。改めて言うまでもなからうが、年金基

金はキャッシュフローを管理するための機関ではない。それは将来の年金給付に備えて財政的基盤を確保しておくためにある。したがってリスクを取った結果が悪く出たならば、たとえ年金の給付がまだまだ先であっても、いまずく財政の健全性を回復して、将来の給付を万全にするための措置が必要になる。

リスク負担

これは結局のところ、成熟度が高かろうと低かろうと、運用結果が悪かったなら、同じように企業は追加の負担が必要になるということにほかならない。それにもかかわらず「若い」基金はリスク許容度が高いなどと言うのは、きっと年金基金は個々の人間と同じようだと誤解されているからだろう。

個人であれば、リスクを取った結果が思わしくなかったら、それは自分自身に降りかかってくる。若い人はリスクな投資を続けられれば、ひょっとして引退するまでに取り返しがつくかもしれない。だが Bodie [1995] によると、長期的には時間分散効果によって株式のリスクが小さくなるというのは間違いである(この点については本誌の1995年2月5日号、青山護「長期投資はリスクを減少させるか」を参照)。とすると結局は、将来退職したときの消費を切り結めるか、あるいはもっと働いて貯蓄を増やすかしかない。いずれにしても、自分の運用の結果は自分で負担しなければならず、その限りで自分はどんなリスクを負担すると考えるかということが、リスク許容度にほかならない。

年金基金は明らかに、このような意味ではリスクを負担しない。運用結果が悪かった場合、基金が消費を切り結めるわけでもなく、基金が

*本稿は、日本格付投資情報センター発行の『年金情報』(1997.1.20号)の「QUANTS」欄に掲載されたコラムを同センターの許可を得て再掲載するものである。

余分に働いて財政を補填するわけでもない。さらに付け加えるならば、加入者に対する給付が削減されることもない。わが国の企業年金は厚生年金基金にしろ適格年金にしろ、いずれも確定給付であるから、原則として給付額は削減されないのである。となるとリスクの負担は誰がするのか。残るは母体企業しかないが、実際のところすでに述べたように、運用結果が悪かったら、企業は追加の拠出をしなければならないという意味で、まさに運用のリスクを負担しているのである。

企業のリスク許容度

こうなると今度は、年金運用のリスク負担は「企業のリスク許容度」によるということになる。このためか、一部には年金運用のリスクテイクは母体企業の収益の変動性に依存するという意見もある。たとえば収益が景気動向によって大きく変動するような企業は、株式での運用を増やすと、企業収益が低迷したときに株価も下落して、追加負担を強いられることになりかねないので、そのようなリスクな運用は避けるべきだという。逆に年金運用を含めて収益が安定すれば、企業の最終的な所有者である株主(投資家)にとっても好ましいはずだということである。

いかにももっともらしいが、これは実を言うと正しくない。というのは、投資家にとって大切なことは、企業の収益が安定しているかどうかではなく、それによって株式の評価(すなわち株価)が変るかどうかである。これについて言うならば、市場が効率的であれば、株式は収益の変動すなわちリスクに応じて、それなりに評価されるだけである。MM理論を援用すれば、資本構成を変えても企業価値が変らないのと同じように、資産運用を株式から債券に変えても、あるいは逆に債券から株式に変えても、株価に変化はない。

これは言い換えると、企業にはリスク許容度はないということである。企業は運用した結果を消費するわけでもなく、結果が悪かったからといって余分に働くわけでもない。その結果は結局は投資家が最終的に負っているのであって、この意味では企業のリスク負担にみえるものは実は、投資家のリスク負担にほかならな

い。

投資家のリスク許容度

それでは、その投資家のリスク許容度とは何であろうか。それによって年金運用のリスクテイクも決められるのだから、それをいかに捉えるかが重要である。こう言うと、個々の企業ごとにそれを行うのは大変だと思われるかもしれないが、その心配は無用、それは市場に現れており、しかもすべての企業に共通のものとして与えられている。というのは、投資家はそれぞれのリスク許容度に応じて株式などを売買し、その集約された結果が株価となっているからである。株価に含まれているリスク・プレミアムは、こうした意味で投資家のリスク許容度を反映しているのである。

こう考えると、企業が年金運用で取るリスクとは実は、その結果としてその企業の株式価値に現れるリスクと同じものである。いずれも最終的には投資家のリスク許容度によってその評価がされているはずである。

そうだとすると、少々乱暴な議論かもしれないが、なにも企業が年金運用だと称して株式のリスクを取る必要はない。株式に投資している企業の株式を別の企業が買って、またその企業の株式を別の企業が買って、などなどとなるとややこしくてかなわない。最終的にリスクを負担するはずの投資家も、間にいっぱい邪魔が入って、自分のリスク許容度をプレミアムに反映しにくくなるだけだろう。いっそう企業は年金を含めて株式投資は止めにしてもらった方がスッキリする。

しかし残念ながら、こんなことは現実的ではない。だが、年金運用のリスクテイクが価値を生むという誤解があり、それを株式で行うことによって、あたかも企業収益が改善したかのように見られるとしたら、それは資本市場のリスク評価機能に重大な歪みをもたらすだろう。正しい株式評価のためには、少なくとも企業は年金運用のリスクテイクの状況を詳細にディスクロージーズする必要がある。