

## 年金運用のリスクテイク\*

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。)

### 株主がリスク負担

資産運用のリスクテイクは、その結果を負担するものの観点から決めるのが原則である。

わが国の企業年金は、厚生年金基金にしろ適格税制年金にしろ確定給付型であるから、運用結果の善し悪しはすべて、年金コストとして企業の収益に跳ね返ってくる。これは結局は、年金運用のリスクは企業の所有者である株主が負担するという事にほかならず、そのリスクテイクも基本的には株主にとってプラスかどうか、すなわち株価が上がるかどうかという観点から論ずべきことを意味する。

いま簡単化のため倒産の可能性や税金の影響がないものとする、このような観点からすれば、企業年金の資産運用で積極的にリスクテイクする理由はほとんどない。年金運用で積極的にリスクをとって高いリターンを狙ったとしても、それは株主に対してハイリスク・ハイリターンを強いるだけで、株価を上げることにはならない。市場が効率的であれば、すべての株式はそれぞれのリスク・リターンに見合うように評価されているはずであり、それに投資することによって価値を生み出すことはできない。いわば、財テクや自社株買いで株価を上げることができないのと同じである。

### 加入者もリスク負担

以上の議論は、しかしながら、株式に投資してはならないということの意味しているのではない。むしろ投資しようがしなからうが、企業価値には関係ないと言っているだけである。したがって株式で運用するかどうかは、簡単化の仮定を緩めたときにどうなるか、すなわち株式投資によって倒産の可能性や税金の効果がど

う変わるか、そしてそれが企業価値にどんな影響を与えるか、に依存することになる。

これについては以前に本欄 (1996.8.5 号) で議論したことがあるので繰り返さないが、ここでは、その場合には企業価値以外の視点からも、この問題を検討しなければならないことを付け加えたい。というのは、もし倒産の可能性があるとしたら、万一そのとき十分な年金資産が確保されていなかったならば、給付額が削減されたりするかもしれないからである。これは年金運用のリスクは実は企業だけでなく、加入者も負担しているということにほかならず、もしそうだとすれば、加入者の立場から運用のリスクテイクを議論する必要があるのである。

それではこの立場からは、株式投資はどう考えられるのであろうか。それは形式的にいえば、加入者個々のリスク許容度を集計した年金基金全体のリスク許容度によるということにもなるが、こんなことは実際には不可能に近いし、また意味があるとも思えない。

こう言うたとぶん、そんなことはない、加入者の年齢構成などの成熟度によって基金のリスク許容度は決められる、という反論があるだろう。構成員の年齢が若ければ、長期的な視点に立ってリスクの時間分散効果を活用して、高いリターンを狙うべきだというのである。しかし、これは企業年金を個人の資産運用と混同した議論である。個人の運用であれば、リスクをとった結果がうまく行けば、高いリターンを享受することができる。ところが企業年金では、どんなに運用結果がよくても、原則としては給付額が変わるわけではない。リスクをとった結果を享受できないなら、なにも好き好んで、そんなことをすることはない。むしろすでに述べたように、加入

\*本稿は、日本格付投資情報センター発行の『年金情報』(1997.6.2 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。

者がリスクを負担することになるのは、企業が破綻したときに年金基金に十分な資産がない場合であるから、加入者の立場からすれば、そんなことにならないように、運用のリスクは極力おさえてほしいというべきだろう。

#### リスク許容度の集計

もっとも現実には、リスク負担の帰結は、こんなに単純ではないだろう。運用がうまく行けば、基金に余裕が生まれて、ひょっとしたら給付の改善につながるかもしれない。また企業の年金コストの負担が軽くなって、給与引き上げの可能性だって出てくるかもしれない。しかしこれらはせいぜい、希望的観測にしかすぎない。これに対して、企業が行き詰まったときに年金基金が資産不足に陥っていれば、それは間違いなく給付額の削減に帰着する。加入者は果して、希望的観測の可能性を得るがために、給付を犠牲にしかねないようなリスクテイクを望むのであろうか。

またたとえ加入者のなかにそう望むものがいたとしても、今度はそれが基金全体のリスクテイクにどう反映されるかが難問である。いわゆる個々の加入者のリスク許容度を集計するという問題であるが、それは果してどうしたら可能であろうか。万一の給付削減に対して、若年層はあるていど受容力があるだろうが、老年層はほとんど対応できないであろう。こうした違いが基金のリスク許容度に一本化されるとは、とても考えられない。

#### 規制の役割

以上をまとめると、加入者がリスクを負担するからには、それが給付の増減として彼自身に帰着すること、そしてその選好は加入者によってまちまちであろうから、リスクテイクはそれぞれの選択によらなければならないということである。これは実を言うと、確定拠出型の年金にほかならない。確定拠出型であれば、運用の選択は加入者が行って、その結果もすべて加入者に帰着する。

それではそれは、運用にリスクが伴うかぎり、企業年金は確定給付型しかないことを意味しているのだろうか。確定拠出型を導入すべきかどうかは、個人の運用能力や制度の運営コスト

など様々な要因に依存するので一概には言えないが、確定給付型において加入者がなくず的に運用リスクを負担されられるとすれば、そうだと言わざるをえない。

しかし、このことは逆に言うと、加入者が運用リスクに晒されないようにすれば、確定給付型も存在意義があるということの意味する。つまり年金基金が資産不足の状態で行き詰まって、給付額が削減されたりするような事態がないようにすれば、運用リスクの問題は回避できるのである。これはかなりの難問であるが、次のような規制によれば不可能ではない。

それはまず、年金資産がつねに年金債務を上回るように義務づけることである。そうしておけば、万が一の場合にも、資産を処分して加入者に分配することによって、すでに取得した給付額は確保される。当然のことながら、このためには資産はもとより、債務も時価評価されなければならない。将来の年金給付を無リスクの市場金利で割引いた現在価値を債務として、資産の時価評価額がつねにそれを上回るように維持するのである。

この維持のためには、また資産運用についても規制が必要だろう。ある時点で資産が債務を上回っていたとしても、リスクな運用によって資産不足に陥ってしまい、企業から追加の払込みも行われまいというような事態が生じるかもしれない。これを避けるには、債務と比べて資産に余裕のない場合には、運用のリスクテイクを制限する必要がある。

企業年金において基金が作られたり資金が社外預託されたりするのは、加入者の受給権を護るためである。そのためには、つねに債務を上回る資産を確保し、かつそれが維持されるようにリスクテイクにも一定の制限を設けるのは当然であって、運用を云々するのはその上でのことである。逆にこの条件が充たされれば、リスクを負担するのは企業であるから、運用はその企業の最終的な所有者、すなわち株主の立場から議論すべきだということになるだろう。