

高齢化社会と年金運用

(社)日本証券投資顧問業協会 会長 よねさと 米里 ひろし 恕



現在先進国はひとしく高齢化進展の時代を迎えているが、わが国ではこの高齢化＝長寿化と少子化のピッチが、他国に比し特段に早いことが特徴的である。このような急激な構造変化に伴ない、人々が老後の不安として懸念している事項として健康と生活費があげられている。特に生活費については、核家族化の普及に伴なう高齢者介護費用の問題も加わって、高齢無職世帯の生活の基本問題である。これに備え老後のための貯蓄が各世代ともに逐年増加しているが、老後支給のための計画的貯蓄の制度化として国が社会保障の一環として行う公的年金、それに上乘せされる私的年金を含めた年金制度のあり方は、21世紀に向って最大の経済社会問題の一である。最近の低金利等に基因する年金財政の悪化もあって、年金の問題が連日新聞面等を賑わすようになっている。

年金給付はいうまでもなく、掛金と運用益を原資とする。高齢化社会の到来とともに受給者と掛金者とのアンバランスが表面化し、リストラの進行、成熟産業における制度新規加入者の減少等によってますますこれが拡大している。年金債務、積立金不足の増大は母体企業の負担となってその経営コストが高騰し、わが国産業の国際競争力にまで影響してくる。このような悪循環を遮断または緩和するためには、他の原資である運用収益の効率化を極限まで進める必要がある。英米の年金では一般に運用益を1%上げれば掛金を20%下げ、または給付金を20%上げることができるといわれ、

またわが国は英米に比し給付原資としての掛金比率の高さが指摘されている。年金制度健全化のための諸問題の一として、運用の効率化が急務となっている。

ここで年金資産の運用についての基本的特色と考えられる点をあげて行きたい。まず第一に年金資産は長期の運用によって、そのトータル・リターンを最大とすることを目的とする。このため、企業の余裕金の運用が単年度の実現益の確保を目的とするのに比し、運用形態が全く異なってくる。したがって年金資産運用のパフォーマンスに対し委託者が単年度志向で評価することは、適正な長期運用を妨げることとなる。なお、このような長期的観点からの運用対象としては、株式が最も適当であると考えられる。株はインフレ・ヘッジ機能があるほか、短期的には上下の値動きがあるが長期投資としては他の金融資産に比し投資収益率が最も高く、収益率の最高と最低との差(リスク)も小さくなることは各種の実績に示されている。英米では年金資産全体に対し株式組入比率が40～50%に達するといわれ、わが国では運用比率規制のためもあって現在20～25%に留まっているが、漸次その比率を上げて行くものと思われる。

第二に運用方法、運用対象は掛金と給付金との割合に応じた基金毎の「成熟度」により異なってくる。それぞれの成熟度に即して運用資産の性格が別れ、投資期間の長短の割振り等が定まるので運用内容は個々の基金毎に個別性が強いものとなる。

第三に1974年のエリサ法にも述べられているように、年金資産の運用には各面での分散投資が求められる。分散投資の目的は、一つは投資対象、投資市場を多様化することにより、リターンを最大にすることである。ある分野の高利回りのチャンスを受益するために網を広く張っておくことになる。二つめはこれと裏腹の問題であるがリスクの分散である。価格が連動せず相関関係が少ない投資対象に分散投資し、一の対象に含まれる価格変動リスクを避けようとする事である。わが国ではグローバル運用の体制が整っていないこともあって、国際分散投資が十分行われておらずパフォーマンスが東京市場の市況に左右される度合いが強いが、海外市場の多様性をも含めて運用されれば、かなり安定したリスクの少ない運用成果が得られるようになると思われる。

第四に分散投資に伴って年金基金自体がアセット・アラケーションを行い、運用資産の種類毎にその資産の運用専門家と特定契約を結ぶ「特化型運用」が普及しつつある。これは従来の5:3:3:2規制が運用機関および一部基金に対し解除されたため、一運用業者が契約資産の全部あるいは大部分を特定分野に運用することが可能となった。国内株であれば割安株、成長株、小型株等、債券であればアクティブ運用、パッシヴ運用等、海外運用であれば地域別等種々の区分に分け、その分野の運用を最も得意とする運用業者と契約することがトータルとして最も効率的な資産運用となることは疑いない。最後に年金資産の適正な運用のためには現在の資産表示の簿価主義を国際的整合性をもった時価評価主義に改めることが前提となる。資産内容の含み益、含み損を除外した簿価では資産内容、資産価値の正確な把握および投資評価は困難であり、また最終的に簿価で資産表示がなされると運用面でも実現利回りを念頭において運用する傾向が生じる。この点は現在当局の指導で制度改正が進められているところである。

次に年金運用に関する環境整備について述べたい。わが国の年金資産運用が本格的に行われるよ

うになってから日浅いこともあってその運用環境は英米に比し未だ十分なものではない。第一は効率的な運用のための規制緩和の促進である。現在の規制は既得権の問題を除けば主として受益者保護の観点からなされているが、それが余りに資産の安全性に対する懸念に偏しているように思われる。先に述べたように基金の性格毎に運用のあり方は極めて多様であるべきものと思うが、一律に安全性の見地からなされる規制はローリターンをもたらし、かえって受給者にとってマイナスとなる場合が少なくない。最近、投資顧問業界等に対してはかなりの規制緩和が進められてきているが今後とも制度的、行政的規制は極力廃止し、基金および運用業者の自己責任原則を中心として運用させ、他方受託者責任の明確化等リスク管理体制を確立すればよいのではないかと考えられる。

またファンド・マネージャー(以下、FMという)の育成、質的向上を図ることも重要である。年金運用に当たる者が優れた運用専門家でなくてはならないことは当然であるが、年金資産が急速に増大しつつあるわが国においてはFMを質量ともに更に育成する要があり、運用業界として一層の努力を迫られている。第三に運用市場が公正、透明なものであれば社会的信頼を高めることはできない。このためディスクロージャーの推進、適正な自主規制ルール、市場慣行の確立、運用倫理の遵守等が今後更に進められなければならない。

わが国の年金資金は高齢化社会の進展と共に個人金融資産の受け皿としてその額が増大を続け、金融証券市場におけるウエイトも上昇しつつある。日本の証券市場に占める年金資金は95年度末には12%強と10年間で倍増したがこの割合は英米と比すると未だ低く、今後更に上昇するものと思われる。市場の一大機関投資家としての年金資産の効率的運用は国民生活の安定に資すると共に新しい産業分野、企業を発掘育成し経済成長のための資金循環の円滑化を図って市場経済全体の活性化に繋がる。年金資産の拡大が市場の効率化を促す年金資本主義時代の到来が期待される場所である。