

## (年金運用)：分散投資はいつでも金科玉条であろうか？

年金運用では分散投資が基本であり、中長期的視点で資産配分を検討すべきと考えられてきたが、積立不足が深刻になると、基金の取り得る選択肢は限られ、分散投資の大前提でさえ崩れることもある。基金は、既成の概念にとらわれず、発想の転換が必要かもしれない。

通常、年金基金は、年金財政の健全性を維持するために、運用、掛金、給付に関して適切な戦略を検討する。運用では分散投資が基本であり、中長期的に最適な資産配分を選択する。同様に、年金財政が長期的に均衡するような掛金が決定される。

積立不足への対処策も基本的に同じであるが、積立不足額が大きくなった場合、基金が選択可能な戦略は限られてくる。世界経済の低迷を背景に、資本市場の期待リターンが限られたものであり、積立不足を解消するために運用に注力しても、短期的な効果は限定的である。確実な方法は掛金の追加拠出であるが、母体企業の経営体力が不十分なため、多くを望むことはできない。そこで現在では、積立不足の解消には最も効果的な給付削減が、多くの基金で検討されているが、できればこの選択は避けたいと考える基金も多いであろう(図表1)。一般的なALMモデルによる分析では、積立不足が深刻になると、これよりさらに選択肢が限られてくる。

図表1：積立不足解消のために選択可能な戦略と効果

	積立不足解消への戦略	左記手法の効果
運用	資産配分やマネージャー・ストラクチャーの変更	低金利, 株価, アクティブ運用成績の低迷により効果は限定的
掛金	拠出金額の増額	これ以上の増加は母体企業のキャッシュフローを悪化させるため困難
給付	給付金額の削減	効果的と言われているが, 従業員・既受給者との厳しい交渉が必要

ALMモデルを含むファイナンス理論では、最初に極端な話を考え、そこから現在の投資行動や証券価格の決定を考える。極端な話と言っても、突飛なことではない。例えば、「無リスク債券の元利金は、満期日に確実に支払われる」という(ごく当たり前の)極端な事象を前提として、現在の無リスク債券価格が決定される。

年金運用にも同様な考え方を適用できるだろう。基金の投資行動を検討するには、最初に、年金運用の「極端」な目標を立てる。これは、年金運用を行うにあたって、最終的に何を目標とするかを考えることである。基金の目標としては、例えば、年金給付の減額などは決して行わず、将来も確実に給付し続ける、母体企業が破綻に至る前には年金給付を減額、あるいは基金を廃止する、などが考えられる。このような目標は、明示的でなくても、基金が日常に検討しているはずであろう。ファイナンス理論では、このような目標を数式化して、基金の最適な行動を検討するのである。

積立不足が深刻な基金について(数学的な)最適投資行動を分析した結果は、基金の選択できる戦略が、極端なものに限定されることがわかる(図表2)。タイプAは、現時点までの累積した損失を確定し、本業のビジネス回復に掛ける戦略である。また、タイプBは、掛金拠出を削減し、リスク資産へできるだけ多く投資して、証券市場の回復を待つ戦略である。

図表2：深刻な積立不足時における最適戦略

	タイプA (リスク極小化)	タイプB (逆転狙い)
資産配分	債券100%	株式100%
掛金	可能な最大の掛金	可能な限り削減
給付	低い予定利率への変更、削減は行わない	可能な限り削減
将来	将来の母体企業の利益で積立不足を解消。無理であれば給付の大幅な削減。それでも解消しない場合はDBの廃止。	将来、株価が上がらず積立不足が解消しなければ、給付の再削減。それでも解消しない場合はDBの廃止。

「リスク」に陥ったときに、どのように行動するかで、タイプAとタイプBのどちらが基金にとって最適となるか異なる。「リスク」が現実になった時、損失を受け入れ、リスクを減らすのがタイプAであり、逆にリスクをとり、回復を目指すのがタイプBである。いずれにせよ、分散投資など常識的な戦略は選択されない。

その理由は、長期的視点で掛金を設定し、分散投資を行うよりも、図表2のような戦略を実行するほうが、基金が設定した目標を達成する確率が高くなるからである。分散投資が選択されるのは、基金の財政状態がある程度健全な場合である。運用だけを考えた場合に、分散投資が最善策であっても、制度全体を考えた場合に最適とならないこともある(積立過剰の場合も同様に極端な戦略となる)。実際の基金においても、年金運用は全て債券で行い、予定利率と債券利回りの差から生じる積立不足は、母体企業の将来の利益によって補う、タイプAに近い選択を行った例も存在する。

なお、モデルを利用して検討を行う際には、その結果が常識的か否かを判断する必要がある。特に、結果がこのように極端な場合は注意を要する。この例では、実は基金の選択肢を増やすことが可能である。例えば、タイプBを選択する代わりに、確定拠出年金を導入できる。企業からみれば、導入効果はタイプBと類似している。しかし、従業員からみれば、資産配分を自分で決定できるだけ効用が増す(もちろん各従業員は分散投資を行う方が望ましい)。

現実には、このような極端な例は検討さえしたくないだろう。最近、将来の不確実性が高い場合、意思決定を先送りした方が企業の付加価値を上げることができ、極端な戦略を早急に行うことが必ずしも最善ではないという考え方もあるようだ。しかし、積立不足が深刻になればなるほど、上記のように極端な戦略しか基金が選択できなくなることも事実である。

(北村 智紀)