

RIETI政策シンポジウム

# 「退職給付と企業年金」討論

横浜国立大学  
浅野幸弘

その1:

# 報告に対するコメント

# 報告1：金子能宏氏

- DCはパート、転職者の年金問題を緩和する
  - ・中小企業でも導入しやすく、短期勤続者にも付与退職一時金、DBでは不可能か？
  - ・退職一時金を老後まで非課税で蓄積できる貯蓄に回されないのは小額、必要性のため？引出しができないのは逆に使う自由を奪う？
- DCは安定的な年金となりうるか
  - ・企業にとって負担が軽い(運用リスク、債務認識)
  - ・個人にとっては負担が重い(運用、長生きのリスク)

# 報告2：宮里尚三氏

- DB (賦課方式) の評価が低いのは意外！
- モデルやパラメータによる歪み
  - ・  $p_s$  が恣意的なため、効用が低位に留まっている
  - ・ DBの効用が低いのは所得が低いいため？
  - ・ 代表的個人のためDC (貯蓄) のリスクが過小評価
- 「DB vs DC」は、リスクの負担とプールが論点
  - ・ 運用リスク、長生きリスクは誰が負担するか
  - ・ 経済変動リスクに頑強か
  - ・ 逆選択、個人の選択の限界など問題はないか

# 報告3：赤石浩一氏

- 日本のガバナンス行動にやや懐疑的
  - ・目的：パッシブ運用におけるWSRの代替？  
(米国ではM&A防衛や高額報酬に対する対策)
  - ・主体：年金基金が機関投資家に押し付け  
(米国では公的年金が熱心)
  - ・効果：議決権行使で影響を及ぼすことは困難  
(米国ではフォーカスリスト、株主提案など)
- ガバナンス行動は制度や市場より有効か？

その2:

# 環境変化と企業年金

DB vs DC vs CB

# DC登場の背景 (DBの問題)

- 雇用の流動化、短期化
  - ・短期勤続者やパートタイマーが増えているが、彼らにはたいてい年金受給権が与えられない
- 経済、市場環境の悪化
  - ・運用利回り低下による積立不足
  - ・金利低下による負担増
- 会計制度の変化
  - ・積立不足の表面化、運用リスクの顕在化

# DBで対応できなかったか

- 受給権付与の短期化
  - ・ ERISAは5年ルール
  - ・ 確定給付年金法では3年以上の勤続者には一時金を支給しなくなりましたが
- イミュナイゼーションによれば運用利回り低下は回避できたはず
  - ・ リスクを取れば、当然、期待以下のこともある
  - ・ 高い期待リターンを使って年金コストを算定することは負担を先送りするに等しい



# 債務認識と積立不足

- 債務認識は負担の先送りを防ぐ
  - ・ 債務認識(積立不足の認識)は企業価値に反映(株主が将来の給付を実質的に現時点で負担)
  - ・ 債務認識の基準(給付額、割引率)は議論の余地
  - ・ 債務未認識の措置は負担を不明瞭にする
- 積立(基金など)は将来の給付の担保
  - ・ 積立不足は目的を果たさない
  - ・ 積立の基準は債務認識の基準とは違う

# 負担が大きいDB

- 経済環境の変化(金利低下)による負担増
  - ・イミュナイゼーションによってリスクはなくなるが、そのコストはそのときの金利次第
  - ・金利低下は将来消費の価格が高くなったということ 将来消費(=年金)を減らすのが合理的
- DBはやはり負担が重い
  - ・受給権保護などのため弾力的に対応できない
  - ・米国でDBからDCにシフトした一因にERISAの負担が重いこと(Gale, Papke & VanderHei [1999])

# DCは問題に答えられるか

- DCは短期勤続者に不利でない
  - ・短期勤続者にも受給権、ポータブル
  - ・DBはどうしてもバックローディング
- 企業は経済環境変化のリスク、受給権保護などの制約がない
  - ・中小企業などでも導入しやすい
- 運用リスクは個人が負担
  - ・運用リスクを取る必要はない(拠出が十分なら)

# DCの問題

- リスクがプールされていない
  - ・個人間で運用結果に差が出る(自己責任か?)
  - ・Cohort により市場状況によって大きな差が出る (Burtless[1999])
- 個人にとって運用は難しい
  - ・運用の知識・情報収集は運用資金に比べて高い
  - ・運用の勉強をしても上手く行くとは限らない
  - ・専門家のアドバイスも区々 (Bodie[2002])

# DC運用の実態(米国)

- DC運用の不合理性 (Benartzi & Thaler [2001])
  - ・会社が用意したファンドに均等配分
  - ・自社株ファンドに過剰な投資
    - 自社株は安全、会社が推奨と錯覚
- 個人は選択を避ける  
(Choi, Laibson, Madrian & Metrick [2001])
  - ・拠出率は Default の比率のものが圧倒的
  - ・資産選択も Default のMMFの比率が高い
- 結局のところ、企業の選択にかかっている

# DCの年金としての機能

- 米国の実態ではほとんど年金化されない
  - ・長生きリスクを避けるには年金化(終身)すべき
  - ・年金化すれば、しない場合の50～70%の資産で同じ効用が得られる (Poterba & Wise [1998])
- 任意加入の年金は逆選択などのため割高
  - ・実際の個人年金は米国では85%、英国では90%の価値しかない (Poterba & Warshawsky [1999])
- 実質価値を維持することはさらに難しい

# CBの可能性

- **CBの仕組み：拠出付与と利息付与**
  - ・一定の基準に従って各人のみなし勘定に拠出
  - ・みなし勘定の残高に国債利回り(変動)などにより利息を付与
  - ・給付(退職時のみなし残高に基づいて支給)と運用は企業の責任(=年金債務)
- **CBは経済合理性に適っている**
  - ・金利変化に応じて自動的に時間配分
  - ・インフレにもかなり対応できる(フィッシャー効果)

# 小さいCBのリスク

- 債務の変動（経済変動の影響）が小さい
  - ・年金債務はみなし残高を金利で伸ばした将来の給付を同じ金利で割引いたもの（＝みなし残高）
- 運用リスクも小さくできる
  - ・債務のデュレーションに合わせた運用が簡単
  - ・運用リスクをなくすような利息付与も可能
  - ・インフレリスクを完全にヘッジするにはTIPSのようなものが必要



その3:

# コーポレート・ガバナンス

# ガバナンス行動の位置付け

- 企業パフォーマンス向上のための手段
  - ・制度(会社の組織、ディスクロ、上場規則など)
  - ・市場(Wall Street Rule、M&Aなど)
  - ・ガバナンス行動(議決権行使、株主提案など)
- 経営者にとっての有効性
  - ・制度には従わざるをえない
  - ・市場の圧力は脅威(株価下落、M&Aによる解任)
  - ・ガバナンス行動に対しては対抗策？

# 議決権行使の根拠

- 株主に議決権があるのは残余財産請求権者としてリスクを負っているから
  - ・債権者(従業員、貸し手)には債権が侵害されないかぎり議決権がない
- 基金および加入者はリスクを負っていない
  - ・投資先企業のリスクを負っているのは最終的には母体企業の株主
  - ・積立金が十分でない場合には加入者にもリスクがないわけではないが、請求する先は母体企業

# 株主によるガバナンスの効果

- 米国の実証では効果ははっきりしない
  - Smith [1996]、Wahal [1996] はCalPERSの行動が効果をもったという
  - Karpoff, Malatesta & Walking [1996]、Del Guercio & Hawkins [1999] などは株主提案が何ら効果をもたらしていないという
- しかし、ガバナンスの体制は大切
  - Gompers, Ishii & Metrick [2002] は買収の脅威に対する防御策が弱い(株主の権利保護が強い)企業ほどリターンが高かったことを示した

# 効果のあるガバナンス

- 議決権行使の効果には限界
  - ・ 議決権行使の対象になる議案は極めて限定的
  - ・ 行使のための情報が限られ、かつコストを掛けて情報を収集・分析したりしない
  - ・ 議決権行使によって経営者が交代することは稀
- 効果的なガバナンスには制度、市場
  - ・ 株主の権利強化、取締役の構成、インセンティブ
  - ・ Wall Street Rule による株価下落
  - ・ 経営者の地位を脅かすM&Aなどの可能性

# 参考文献

- 浅野幸弘・山口修[2002],『キャッシュバランスのすべて』,日本経済新聞社.
- S. Benartzi and R.H. Thaler [2001], “Naïve Diversification Strategies in Defined Contribution Saving Plans,” American Economic Review.
- Z. Bodie [2002], “An Analysis of Investment Advice to Retirement Plan Participants,” Working Paper 2002-15, Pension Research Council, University of Pennsylvania.
- G. Burtless [1999], “Risk and Returns of Stock Market Investments Held in Individual Retirement Accounts,” Testimony for the Task Force on Social Security Reform Budget Committee, U.S. House of Representatives.
- J.J. Choi, D. Laibson, B. Madrian, and A. Metrick [2001], “Defined Contribution Pensions : Plan Rules, Participant Decisions, and the Path of Least Resistance,” Working Paper No.8655, NBER.
- D. Del Guercio and J. Hawkins [1999], “The Motivation and Impact of Pension Fund Activism,” Journal of Financial Economics.
- J. Karpoff , p . Malatesta , and R. Walking [1996], “Corporate Governance and Shareholder Initiatives ; Empirical Evidence,” Journal of Financial Economics.

- P.A. Gompers, J.L. Ishii, and A. Metrick [2002], “Corporate Governance and Equity Prices,” Working Paper 02-32, Financial Institution Center, University of Pennsylvania.
- W.G. Gale, L.E. Papke, and J. VanDerhei [1999], “Understanding the Shift from Defined Benefit to Defined Contribution Plans,” ERISA After 25 Years (Brookings, the Stanford Institute for Economic Policy Research, and the TIAA-CREF Institute).
- J.M. Poterba and M.J. Warshawsky [1999], “The Cost of Annuitizing Retirement Payout from Individual Account,” Working Paper No.6918, NBER.
- J.M. Poterba and D.A. Wise [1998], “individual Financial Decisions in Retirement Saving Plans and the Provision of Resources for Retirement,” Privatizing Social Security, NBER.
- M.P. Smith [1996], “Shareholder Activism by Institutional Investors ; Evidence from CalPERS,” Journal of Finance.
- S. Wahal [1996], “Pension Fund Activism and Firm Performance,” Journal of Financial and Quantitative Analysis.