

< ノート >

## 退職給付のリスク負担と人的資本

年金研究所 佐々木 隆文

### 要 約

小稿では、従業員が退職給付のリスクを負担することが従業員の人的資本形成にどのように影響を及ぼすのかを考える。従業員が運用リスクを負担する場合と企業（株主）が運用リスクを負担する場合を比較すると、後者のケースでは従業員は退職給付制度が将来変更されるリスク、賃金の変動リスク、雇用リスク等の負担が高まることになる。更には、基金等の運用担当者が必ずしも従業員のために運用機関等を選定しない可能性（エージェンシー問題）もある。このため、従業員が運用リスクを負担すべきか否かは、運用リスクと企業が運用リスクを負う場合の上記リスク負担の高まりとの大小関係により決まってくる。

他の条件を一定とすれば、従業員が退職給付のリスクを負担することにより、従業員の企業への貢献レベルが低下する。なぜなら、退職給付が不確実になることにより、貢献の見返りの現在価値が低下する一方、企業への貢献に要する労力は変わらないからである。そして、従業員の貢献の低下は、株主がリスクを負う場合のリスクプレミアムの上昇よりも企業価値への影響は大きい。なぜなら、リスク分散機会が少ない従業員は企業（株主）よりもリスク回避度が高いと考えられるからである。更には、従業員のリスク負担は貢献レベルのみでなく、貢献の質にも影響する。具体的には、退職給付のリスクが高まることで人的資本投資のリスクがとりにくくなり、従業員は自社でしか価値を持たない企業特殊的な人的資本よりも、他社でも役立つ汎用的な人的資本の蓄積を選好する可能性がある。このように考えると、人的資本の観点からは、運用リスクと他のリスク（企業が運用リスクを負うことで従業員が負うリスク）とを比較した上で従業員のリスク負担が低い退職給付制度が望ましいと考えられる。また、そうしたリスクの大小関係を従業員に伝え、その合理性を従業員に納得してもらうことが重要と思われる。

### 目 次

1. はじめに
2. 運用リスクと退職給付のリスク
3. 従業員のリスク負担と人的資本
4. おわりに

## 1. はじめに

わが国企業の退職給付制度は、積立不足の拡大、退職給付の導入、企業年金関連法の整備を受け、確定拠出年金やキャッシュバランスプランなど企業の運用リスクや債務変動リスクを緩和する方向で制度の見直しが進んでいる。換言すれば、企業の財務負担を減らす方向で退職給付制度の見直しが進んでいる。このような動きは、積立不足が企業財務に重大な影響を及ぼしうることを踏まえると財務面からは合理的な企業行動とも受け取れる。しかし、その一方では、運用リスクの負担が従業員のインセンティブを低下させる可能性もある。そのような事態を避けるために重要なのは、財務上のリスク低下がどのような形で従業員のベネフィットになるのか、つまり企業が運用リスクを負わないことで従業員の他のリスク負担がどのように低下するのかを説明することであろう。換言すれば、従業員が運用リスクを負う場合と企業が運用リスクを負う場合とで、どちらが従業員が負担するトータルのリスクが小さいかを考えることが重要である。

小稿では、運用リスクと従業員の種々のリスク負担との関係を整理することにより、どのような条件の場合に従業員への運用リスクの移管が合理的となるのかを考察した上で従業員のインセンティブへの影響を整理する。

## 2. 運用リスクと他のリスク

### 2.1 運用リスク

年金の運用リスクは、1)資産運用においてリスクをとっているか、2)資産運用の結果責任を誰が負担するか、という2つの問題に分けて考えることができる。

まず 1)に関しては、退職給付制度がどのような制度であっても、運用リスクをとらないことは可能である。例えば DC であっても、安全資産のみの運用で給付見込み額を達成できるような制度であれば、そもそも運用リスクは存在しない。DB や CB においても、期待運用収益率を安全資産利回りとするような制度であれば、運用リスクは存在しない。こうした観点からは、安全資産よりも高い運用利回りを前提としているかどうかは年金の運用リスクの本質である。そのようなリスクが存在する場合のみ、2)の誰が結果責任を負うかという問題が重要になってくる<sup>1</sup>。一般には DC は従業員、DB、CB は企業(株主)が運用の結果責任を負うが、期待運用収益率(或いは見込み利率)が安全資産利子率と等しければ、いずれの制度においても運用リスクの問題は発生しない。

しかし、通常は、1)のリスクをとって、制度運営が行われている。その場合には、2)の結果責任の問題が生じてくるし、DC の場合には従業員がリスクを負担することになる。DB から DC への移行を例にとれば、定年時など将来の一定時点における DB の給付見込み額と、DC の下での見込み利率による利息額を加えた掛け金累計額が同じであっても、見込み利率が安全資産利子率よりも高ければ、従業員にリスク負担が発生することになる。なぜなら、リスクを採った運用利回り(見込み利率)を達成するような

<sup>1</sup> 但し、安全資産の定義は負債(キャッシュアウトフローの現在価値)の変動性により変わってくる。

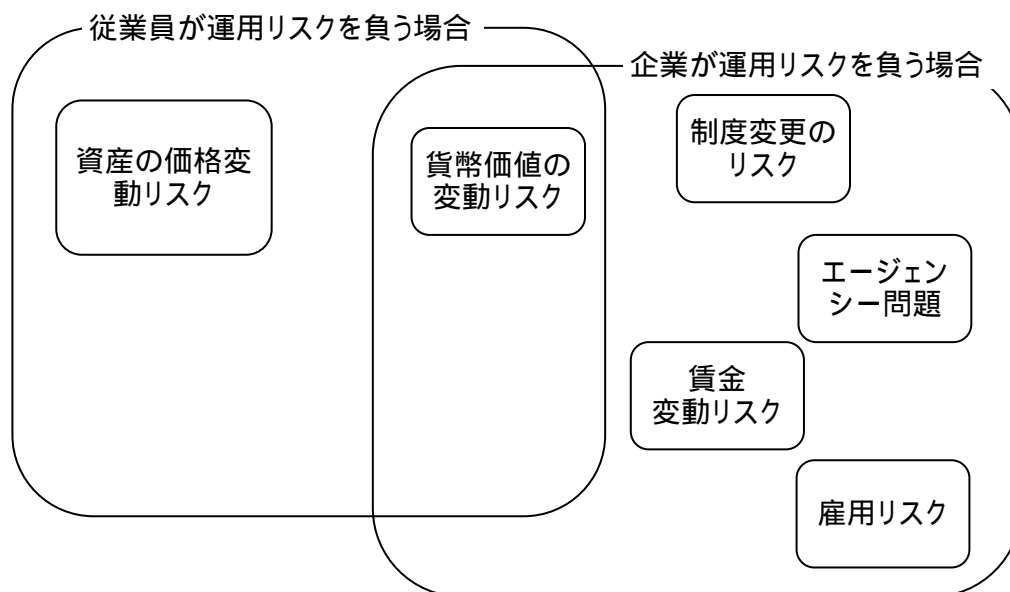
運用をしなければ、当初の給付見込額は期待できないからである。退職給付は従業員の資産の一つと捉えられるが、安全性の高いDB制度を持つ企業の従業員にとって、DBはリスクフリーで運用するのと同様の資産と捉えられるからである。これに対し、リスクを前提とした見込み利率によるDCは従業員にとってリスク資産である。つまり、安産資産利子率よりも高い見込み利率を前提としたDCへの移行は従業員にとっては、年金という金融資産が安全資産からリスク資産に変更されることを意味する。

## 2.2 他の退職給付リスク

しかし、実際にはDB等の制度の下で従業員が将来受け取る退職給付はリスクフリー資産ほど安全ではない。なぜなら、企業が運用リスクを負担することで、従業員は退職給付制度の変更リスク、賃金の変動リスク、エージェンシー問題などを負担することになるからである。つまり、制度変更によって、従業員のリスク負担が高まるか否かは、運用リスクのみでなく、企業が運用リスクを負う場合の他の退職給付リスクの増加も考慮する必要がある。DBの下で従業員が負担する様々なリスクとDCの下で従業員が負担する運用リスクのトレードオフにより考える必要がある(図1)。

まず、企業の財務体質が弱い場合に、企業(株主)が運用リスクを負担する制度を持つ場合には、給付削減を伴う制度変更のリスクが生じる。こうしたリスクは従業員が予想する将来の退職給付を不確実にする。換言すれば、従業員が評価する退職給付の現在価値が低下する。実際、近年の退職給付制度の見直しは、従業員が制度の変更によって給付が変化するリスクを如実に示している。つまり、財務体質が弱い企業の従業員にとって、DBは安全資産と同等のリスクで評価できる資産ではない。

図1 従業員が負担するリスク



更には、インフレが存在する世界では、従業員は貨幣価値の変化による給付見込み額の実質的価値の変動リスクもある。但し、このリスクは DB では最終給与への比例、DC では運用している資産により調整されうるため、運用リスクの負担のあり方という観点からは直接的に関連するものではない。

他方、運用リスクを企業が負う場合には、基金などの担当者が本当に従業員の立場に立って、運用方針、運用機関選定を行っているかという問題もある。所謂エージェンシー問題である。社会的分業の観点からは、仮に基金などの運用担当者の運用機関選択等のスキルが高ければ、企業が運用リスクを負うような制度には一定の合理性がある<sup>2</sup>。これは株主が経営者に経営を任せること、患者が医者に治療を任せることと同じロジックである。つまり、比較優位がある役割に各自が特化することで、全体としての効率性が高まる。

しかし、そのような関係にはインセンティブの問題という古くて新しい問題が存在する。経営者の目的と株主にとって望ましい経営が乖離する可能性があるように、従業員にとって望ましい運用と基金の運用担当者にとって望ましい運用が異なる可能性もある。例えば、基金は、自らの保身のために前例に倣った運用と異なることをしない可能性もあるし、政策的な配慮や個人的な好みから運用機関を選択することもある。このような依頼人（従業員）、代理人（基金）のインセンティブの違いから生じるリスクも従業員は負担しているのである。

以上のように考えると、企業が運用リスクを負う場合には、従業員は制度変更リスク、賃金変動リスク、雇用リスク、エージェンシー問題といったリスクが高まることになる。つまり、制度変更による従業員の満足度は、従業員が運用リスクを負う場合のスキルと、企業が運用リスクを負う場合に高まる種々のリスクとの大小関係により満足度は変わってくる。

更には、運用リスクを企業が負担する場合には、退職給付以外の報酬体系等のリスクにも影響しうる。例えば、財務上、運用リスクがある負債（退職給付債務）が大きい企業では、そうでない企業に比べ、投資家の評価が厳しくなり、資金調達が潤滑に行えない可能性がある。その場合には、有望な設備投資機会があっても、それを活かさないような状況が生じうる。このような要因により企業の成長が阻害されれば、長期的には賃金の減額リスクや場合によっては雇用不安というリスクに繋がる可能性もある。

### 3. 従業員のリスク負担と人的資本

#### 3.1 従業員のリスク負担と従業員の貢献レベル

以上のように、制度変更による従業員のリスク負担は、運用リスクと企業が運用リスクを負う場合のリスク（制度変更リスク、賃金変動リスク、エージェンシー問題など）とのトレードオフにより決まってくるが、企業価値という観点からは従業員のトータル

<sup>2</sup> 但し、基金などによる運用機関選択の意思決定が事後的に見て優れたものであるか否かについては客観的な論証は少ない。

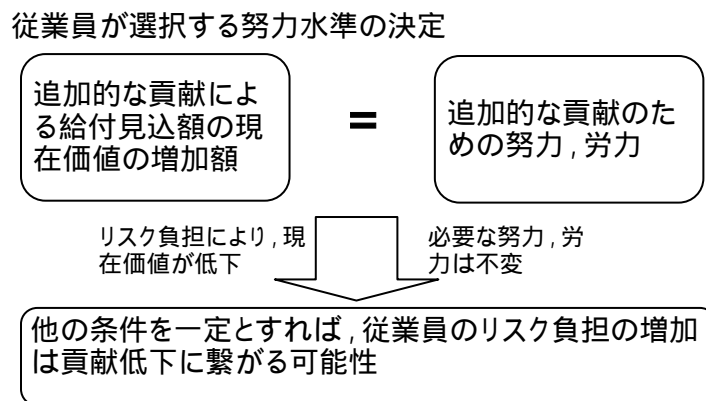
のリスク負担が高まらないような制度変更が望ましい。この点について、ここでは人的資本の観点から検討する。

投資理論の基本が教えるように、ある資産に投資した場合の満足度(効用)は投資家のリスクへの態度により異なってくる。リスクを気にしない投資家(リスク中立的な投資家)であれば、期待されるリターンのみが投資家の満足度を決定づけるが、リスクを嫌がる投資家(リスク回避的な投資家)は期待リターンが同じであれば、リスクの低い資産を好む。逆にリスクが同じであれば期待リターンがより高い資産を好む。そして、リスクを嫌がる傾向(リスク回避度)が大きい程、リスクに対し、高い期待リターンを要求する。つまり、高いリスクプレミアムを要求する。

株主と従業員はともにリスク回避的と考えられるが、リスク分散機会が限定される従業員のリスク回避度は株主のそれよりも大きいと考えられる。換言すれば、同じリスクを負担するのであれば、従業員は株主よりも高い見返りを要求する。逆に、見返りが一定で、リスク負担が変化するならば、各々の企業への貢献が変わることになるが、その度合いはリスク回避度が大きい従業員の方が大きい。

退職時点での給付見込額を同一として、株主のリスク負担が大きい場合と従業員のリスク負担が大きい場合を考える。株主のリスク負担が大きい場合には、株主は高いリスクプレミアムを要求し、これは株価の下落により調整されることになる。他方、従業員がリスクを負担する場合を考えよう。従業員の満足度が予想される退職給付見込み額に依存するのであれば、従業員の企業への貢献は、限界的な貢献の増加による給付見込額の変化の現在価値と、そのために費やす努力、労力などのコストが等しくなる水準で決まる(図1)。ここで、給付見込額の現在価値は、従業員が感じるリスクによって主観的に決まってくるものである。仮に、従業員が運用リスクを負うならば、給付見込額は運用リスクの影響も受ける。他の条件を一定とすれば、従業員がリスクを負担することで、従業員が評価する給付見込額の現在価値(確実等価額)は低下する。他方で、会社への貢献に費やす努力、労力は運用リスク負担が変わっても変わらない。結果として、従業員の企業への貢献は低下することになる。リスク回避度が高い分、これによる株価

図2 運用リスクと従業員の貢献



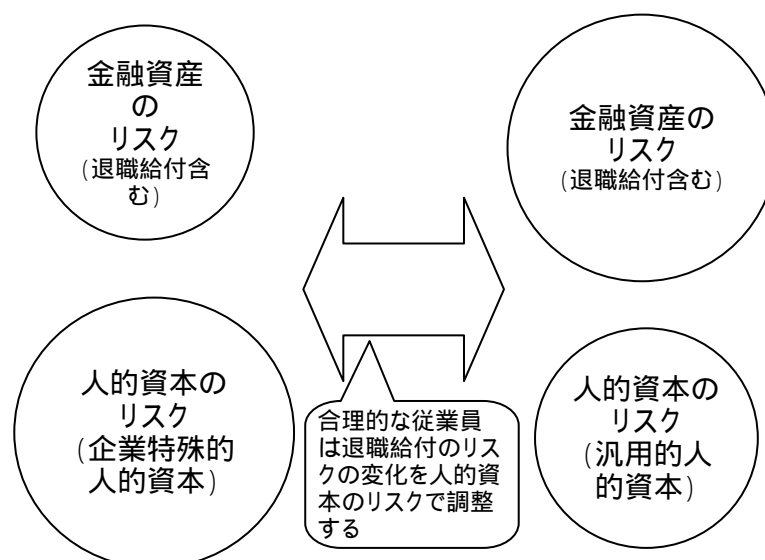
の低下は株主が運用リスクを負担する場合よりも大きくなると考えられる<sup>3</sup>。

以上のように運用リスクのみを考えれば、運用リスクを企業(株主)から従業員に移すことは必ずしも得策ではない。

### 3.2 従業員のリスク負担と企業特殊な貢献

以上は、リスク負担により、従業員の企業への貢献レベル自体が下がるという議論であるが、従業員のリスク負担は貢献の中身にも影響する。投資を将来のキャッシュフローのための拠出と捉えるならば、従業員の投資には、年金を含む資産への投資と、将来の報酬のための人的資本への投資(スキルアップ)の2つがあり、従業員は双方のリスクを考慮して、投資を考える必要がある。年金は金融資産の一部と考えられ、従業員がリスクを負うような年金制度への移行は前者のリスクが高まることを意味する。その場合、従業員は後者の人的資本のリスクをとりにくくなることになる。より具体的には、企業特殊な人的資本を蓄積しにくくなる(図3)。

図3 金融資産のリスクと人的資本のリスク



一般に従業員のスキルは、どこの企業でも役立つスキル(汎用的スキル)と特定の企業でのみ役立つスキル(企業特殊なスキル)に大別される。後者については、ある企業特有の生産ラインや社内システム、製品開発プロセスへの習熟、社内ネットワークの構築などが挙げられるが、Lazear(2003)が論じているように、汎用的スキルの組み合わせが企業特殊なスキルとなることもある<sup>4</sup>。例えば、AとBという2種類の専門的スキ

<sup>3</sup> 但し、この議論は、従業員の業績評価と給付との関係の強さなど他の条件を一定とした場合の議論である。

<sup>4</sup> Lazear(2003)のモデルでは、他の就労機会における各技術の重要性を確率変数として捉え、賃金が低下しない自発的な離職と賃金が低下する非自発的な離職の双方を考慮して、従業員による人的資本投資の決定条件を定式化している。

ルがある場合を仮定する。他の企業では A に特化した人材へのニーズが強くなる可能性が高く、現在勤めている企業では A と B 双方のバランスが採れた人材へのニーズが強いとする。この場合、従業員にとっては、A に特化することで、転職した場合の人的資本の価値を高めることができる。他方、A と B とのバランスをとってスキルを身につける場合には、現在努めている企業における人的資本の価値を高めることができるが、転職した場合の価値は低くなる。つまり、リスク回避的な従業員にとっては、A と B とのバランスをとったスキルの蓄積はリスクの高い人的資本への投資ということになる。このように考えると、従業員が退職給付のリスクを負う場合には、従業員はリスクの低い人的資本への投資、即ち、退職給付のリスク負担は従業員の貢献レベルのみでなく、人的資本の質にも影響する。

#### 4. おわりに

従業員が退職給付のリスク負担する場合、従業員の就労行動、人的資本への投資は企業価値を低下させる方向に作用する。このように考えると、退職給付制度の見直しは、運用リスクの大きさと企業が運用リスクを負担する場合に従業員が負うリスクとの大小関係を熟慮することが重要である。制度変更のリスク、賃金変動リスク、雇用リスク、エージェンシー問題といったリスクは計量的に計測することは困難であるが、企業が運用リスクを持つことがこれらのリスクにどのように影響するのかを従業員に理解してもらうことが肝要であろう。換言すれば、退職給付制度変更による従業員のインセンティブの低下は、従業員のトータルの満足度を考慮しない制度変更、コミュニケーション不足、双方によりもたらされる可能性がある。

#### 参考文献

Lazear, Edward P., "Firm-Specific Human Capital: A Skill-Weights Approach" (June 2003). IZA Discussion Paper No. 813. <http://ssrn.com/abstract=422562>

