

演 証券市場と企業年金改革

講

若 杉 敬 明

小山理事長 ただいまから講演会を始めます。

本日の講師は、東京大学教授の若杉敬明先生です。

若杉先生には、昨年もこの講演会の講師をお願いしていますが、恒例ですので、初めに講師のご経歴を簡単に説明させていただきます。

若杉先生は、昭和四十一年に東京大学経済学部を、また四三年には、大学院経済学研究科修士課程をそれぞれご卒業になり、その後助教を経て、昭和六〇年に東京大学経済学部教授に就任され、現在に至っております。

先生は、企業財務論や市場金融論等、ご専門の分野の論文を多数発表しておられますが、ことしの二月にも、『運用の時代の年金戦略―理論と実践の融合』というご本を財経詳報社からお出しになっておられます。現在先生は、証券取引審議会委員、電気通信審議会

委員等をされており、また昨年六月には、きょうのお話とも関係があると思いますが、厚生年金基金制度研究会の座長として報告書を取りまとめられています。

先生はまた、日本経営財務研究会や日本ファイナンス学会の役員をされたり、ミシガン大学ビジネススクール金融研究所長等として幅広く活躍しております。

証券界では、東証や証券業協会がいろいろとお世話になっておりますほか、当研究所も長年にわたって格別のご指導をいただいています。

本日は、その若杉先生から、「証券市場と企業年金改革」というテーマでお話しいただくことといたしました。

ご清聴をお願いします。(拍手)

ただいまご紹介いただきました東京大学の若杉でございます。

きょうは、「証券市場と企業年金改革」ということでお話をさせていただきたいと思っております。

ただいま理事長からご紹介していただきましたが、たまたま一昨年の一〇月から去年の六月にかけて、厚生省の厚生年金基金制度研究会の座長を務めさせていただきまして、六月に報告書を出しました。

その報告書は、公的年金もそうですが、企業年金が今財政的に大変危機に陥っている原因の一つは、基金制度にある、その制度をとにかく早急に変えなければいけないということで、具体的な改革案づくりを行ったものです。そういうところにかかわらせていただきました。証券市場とのつながりについてもいろいろ考えてまいりましたので、きょうはそのことについてお話をさせていただきます。

すので、後でいろいろ皆さんのご意見やご質問を受けたいと思います。

一、厚生年金基金制度について

最初に、厚生年金基金制度について簡単に紹介しておきたいと思っております。

皆さん既にご承知のことが多いかと思っておりますので、簡単にお話しします。

公的年金に対して、私的年金があるわけですが、私的年金の一つが企業年金です。企業年金は、実際問題として大きく分けて二つありまして、厚生年金基金と税制適格年金です。

厚生年金基金は、厚生省の管轄であり、適格年金、略して「適年」と呼んでいますけれども、これは国税庁の管轄のもとにあります。きょうお話しするのは、主として厚生年金基金ですが、ただ、

だきたいと思っております。

きょうお話しするエッセンスは、今この制度研究会の報告に基づいて、制度改革が急速に進められておりますが、それによって日本の株式市場、証券市場が大いに近代化するのではないかと、つまり、これから機関投資家としての基金から、証券界に対していろいろなニーズというか、需要が出てきて、そういう点で、これから基金を中心に株式市場が活性化するのではないかと期待を持てる、そんなお話をしたいということであります。

もちろんこれからビッグバンにより、金融システム全体が変わっていくわけですが、この企業年金制度の改革が、ビッグバンが進む一つのきっかけ、役割を果たすのではないかといいさせていただきます。

最後にディスカッションの時間を設けてあります。

基本的には、適年も同じ問題を抱えておりまして、同じことがいえるということですので。

そして、厚生年金基金制度の改革に合わせて適年の改革も進んでいるということで、きょうは両方についてお話ししますと、いろいろ違いや何かもあるものですから、まぎらわしくなりますので、厚生年金基金に絞ってお話をしていきたいと思っております。

厚生年金基金の性格を二つ挙げますと、一つは、準公的な私的年金として、公的年金の老後所得保障を補完するということです。公的年金、特にサラリーマンの場合には厚生年金があるわけですが、それだけでは老後を暮らすための収入としては不十分だということで、企業年金がそれを補完するという考え方がわけです。

このときに、厚生年金基金においては、公的年金の一部分が厚生年金基金の中に取り入れられ、

本来公的年金で行われる部分が厚生年金基金の中に取り込まれて一緒に行われているという面があります。そのため、本来は私的年金ですが、厚生年金の代行をしている部分があって、公的年金の性格を一部持っていることで、準公的年金だといわれることもあるわけでありませう。

二番目が、財政方式が事前積立方式だということです。厚生年金基金は、会社をやめた後、六〇歳になりますと、年金をもらえるわけですが、あらかじめ働いているうちにお金を積み立てておいて、会社をやめてから、その積み立てた分を取り崩していく方式をとっているわけです。これを事前積立方式と呼んでいます。

三番目が、厚生年金基金は、企業から独立した組織だということです。基金の資金は企業が拠出しています。もちろん従業員も拠出をしてもいいわけで、従業員と両方で拠出をすることもできる

平均の給与に基づいて決まるわけです。ですから、働いていたときの平均給与にある一定の乗数を掛けたものが毎月の給付になり、これはそういう方式で一度決められた額は保障されるということです。これを確定給付 (defined benefit) と呼んでいます。後でお話ししますが、これに對するものが確定拠出 (defined contribution) です。

ここでもう一つ重要なことは、終身年金ですから、生きている間ずっともらえるということですね。老後のために、自分が生きている間ずっと所得を保障するのがこの基金ですが、そういうことは、一人でやっていたら絶対できないわけですね。自分が元気なうちに働いてお金をためて、老後のためにとっておくわけですが、何年生きるかわからないのに、確定給付をすることは不可能ですから、グループをつくって、このグループで

のですが、半分以上は企業が出さなければならぬわけで、事実上ほとんどの厚生年金基金は、企業が拠出してしています。したがって、企業の業績が悪くなると、どうしても拠出を減ったりする傾向も出てきます。そこで、厚生年金基金は、組織として企業から全く独立した法人にして、企業の財務の影響を受けないような形でやっていく方式をとっています。ですから、基金は、法人として独立しているということになるわけです。

基金財政が実際にどう行われるかといいますと、事前積立ということで、毎月企業が拠出をしていくわけですが、それを積み立て、運用しているわけです。そして、積み立てた元本と運用益とで、六〇歳で仕事をやめた後、給付を受けるということになります。

この給付は、あらかじめ一定の算式で計算します。それは基本的には、働いている間にもらったやりです。そうすれば、グループの平均寿命に基づいて計算をすることができるわけです。そういうことで、グループでやる、当然グループの中で保険機能が出てきます。

実際問題として、ある会社の基金でいえば、若い人も上の人も一緒につくっていますから、当然世代間の保険機能が働いてきます。同じ世代の中で、平均寿命より早く亡くなった人の分を、平均寿命より長く生きる人に振りかえるというのが基本的な保険機能ですが、世代内だけではなく、おのずと異なる世代と一緒にグループをつくっていますから、世代間での保険機能が働いています。したがって、そういう意味で、保険の機能をその中に内在していることになるわけです。

三番目として、グループでやりますから、グループとして平均どんなかということになるわけです。要するにこの基金は、会社で働いている人

がお金を出し合って、自分たちの将来の年金を確保するわけですが、そのときに、終身給付ですから、何年ぐらい生きるかという平均の寿命が大事なパラメーターになります。

あるいは、今働いているし、これから何年間も働くわけで、将来の給料に基づいて将来の給付が決まりますから、給料がどういうふうにならうか、昇給率がどんなスピードであるかということも関係してきます。あるいは、グループをつくっていますから、企業がどのくらい新しい人を採用するか、あるいは逆に、そのグループをやめていってしまう人がどのくらいいるかという脱退率。そして最後に、積み立てたお金を運用していくわけですが、運用利回りがよければ、当然お金はどんどんふえますから、基金の財政は楽になりますし、運用利回りが悪ければ、給付の確保が難しくなるということです。

権利(受給権)が発生します。そうすると、その人には、将来どのくらいの年金を払わなければいけないかということが、平均寿命に基づいて決まってきます。それを年金債務と呼んでいます。いってみれば、従業員が企業で働いている過程で、将来年金を支払わなければいけないという義務が発生しているわけで、その義務をお金に換算したものを年金債務と呼んでいます。それは、将来払う年金の現在価値です。そして、積立金とその運用益から成る資産が、少なくとも将来の年金債務以上あれば、年金としては安心していられるわけです。そういうことで、年金の債務と年金の資産をバランスさせることを「財政の均衡」と呼んでいるわけです。

最近、年金の危機が叫ばれているのは、この運用益が低くなって、資産の額が減価している、あるいは、寿命が延びて、今までより長い年月もら

今申し上げました平均寿命、昇給率、加入率、脱退率、運用利回りの五つが重要なパラメーターになります。この五つの率がこれからどうなるかを予想して、その予想に基づいて年金の掛金や給付を設計することになります。

今申し上げた五つの率は、ベーシックなパラメーターということで、基礎率と呼んでいます。ですから、この基礎率が非常に重要な働きをします。基礎率が実際にどういう値になっていくかを予想してやっていくわけですから、その予想と大きく外れてしまいますと、年金の財政がうまくいかないことになってしまいうわけです。

そういうことで年金財政を運営していくわけですが、すけれども、このときの運用の考え方として、四つの原理があります。

一つは、財政の均衡を維持することです。一〇年以上働くと、六〇歳から年金を受けるうようになり、将来払うべき給付がふえて、給付の現在価値が大きくなってしまっている。つまり、寿命が延びて債務がふえ、そして運用環境の悪化によって資産の額が小さくなっていくということ、債務の方がオーバーしていく。それが今の年金の危機の一つですが、本来そういうことがないようにしなければいけないというのが原理の一つです。

二番目に、先ほどお話ししましたように、事前積立ということですが、その意味をもう一度申し上げますと、働いている間に積み立ててしまう。仕事をやめたら、あとは取り崩すだけだ。働いた後も積み立てを続けるなんてことはしない。ですから、働いている間に積み立てを完了してしまうことが二番目の原理です。

三番目が、基金をつくらせている母体企業を年金スポンサーと呼んでいますけれども、母体企業の

経営が苦しくなり、もう企業として存立し得ないということもある得るわけです。つまり、企業が倒産してしまうこともあるわけですが、その場合、基金を解散しなければならなくなります。そのときにも、解散した時点で、既に働いた人たちに対して、あるいはもう既に年金をもらっている人もいるかもしれませんが、そういう人たちに払うべき債務が発生していますので、それに見合うだけの資産をそのときにちゃんと持っているように年金財政を運営しなければいけない。ですから、いつでも今の時点で、どれだけの債務が発生しているかを見て、それに対応するだけの資産を持っているなければいけないというのが三番目です。

これは、後で申し上げますけれども、こういうことをチェックすることを、非継続基準による財政検証といえます。企業が万一つぶれ、基金が今ストップしても、今まで発生した年金の義務は果

たすことができるかということが問題になるわけで、そういうのを非継続基準による財政検証と呼んでいます。

四番目として、将来年金をもらうために積み立てをする、事実上はほとんど企業が出しているのですが、その負担が世代間によって余り著しく変わらないようにする。毎年余り大きく変わることはないようにということをいっているわけです。こういう考え方で財政運営を考えていこう、基金の設計をしていこうというのが、現在の厚生年金基金制度の基本的な考え方ということになります。

二、年金基金の現状と問題点

そういうことでやってきたわけですが、実際問題として、基金は大変なピンチに陥っているわけ

です。その原因は、先ほども少しお話ししましたけれども、深刻な積み立て不足の発生ということになります。年金の債務と資産を比べたときに、債務の方が資産を超過して積み立て不足が発生しているわけです。

その大きな原因が二つありまして、一つは、九〇年代に入ってから、株式市場が低迷を続けている、そしてまた同時に、金利も非常に下がっているということ、運用環境が悪化しているということが一つの問題です。要するに、利回りが下がってしまったということなのです。

ちなみに、よくご存じのように、今の基金は、運用利回りが五・五%を前提にして設計されています。この五・五%というのは、なかなか動かさないような数字で、過去四〇年間ずっとこれで設計されています。ところが、一九八〇年代までであれば、五・五%を確保するのは難しいことでは

なかった。むしろ簡単なことだったのですけれども、九〇年代になって、こういう状況になりますと、五・五%を確保することは難しいわけです。五・五%にならないければ、当然資産のふえ方が予定よりも小さく、積み立て不足になってしまうことになるわけです。そういうことで、運用環境が悪化したことが一つ大きな問題です。

それと同時に、幾ら運用環境が悪化しても、そういう環境変化に対してうまく適応できるように制度になっていけば、こんなにひどい状況にはならなかったのですが、制度が硬直的で、うまく対応できなかったという面があります。そういうことによって、資産が大きく壊れてしまったということなのです。

具体的には、簿価主義ということなのです。実際の金融のマーケットは、時価で動いているのに、会計上は簿価主義でやってきたために、いろいろ不

都合な問題が起こってきている。そういうことで、運用環境が悪化したことと、それに迅速に、あるいは適切に適応できるような制度になっただけでなく、なかつたことが一つです。

二番目が、長寿化です。思いがけなく我々が長生きするようになってしまったために、給付のためのお金が必要になり、年金債務がふえてしまったということ。これも制度的にそういうものに早く適応できるような制度になっただけでなく、それが問題で、結局大きくいえば、環境変化に適応できない制度の不完全性、しかもその運用を硬直的にしてきたというのが、今基金が困っている問題だということになるわけです。

こういう状況で、一昨年あたりから、例えば、日経新聞などでは、年金の誤算ということ、盛んに年金が危機だということを書いてきたわけですが、そういうことは新聞に書かれるまでもなく、

があるということ、非常に長期的な観点から影響を及ぼすような改革も含まれております。

長い目で見れば、今のような公的年金と企業年金(厚生年金基金)のウェイトでいいのか、公的な部分が大き過ぎるのではないかと、どうもそういう基本的問題がいろいろ含まれていますが、そういうことは、もうちょっと長期的な観点から考えなければいけないということで、この制度研究会の趣旨は、そういう意味でいいますと、比較的短期あるいは中期的な解決策だということになります。制度改革の基本方針は、直面する短期的な問題を解決しつつ、長期的観点から望ましい制度をつくるという考え方に立っているわけです。

三、制度改革の考え方

この制度改革は、どういうフレームワークを提

基金自身も知っていますし、厚生省も知っているということ、先ほどお話ししましたように、九五年一〇月から九六年六月にかけて厚生年金基金制度研究会がつけられて、そこから報告書という形で制度改革案が出されたということ。この研究会の目的は、ある程度長期的なことを見たいということにあります。基本的なことは、長寿化によって債務が膨らみ、かつ株式市場の低迷や金利の低下で資産がダメージを受けているわけ。そのため、まず資産と債務をバランスさせることが第一の目的です。そして、バランスさせたところから、改めてそこを原点として、健全な年金運営をやっていくという考え方が色濃く出ていまして、そういう意味で見ますと、比較的短期的な問題の解決を考えています。しかし、その中には、今までになかった画期的な思想の導入

案しているかということをお話しておきます。

図1をご覧ください。「自由・自己責任の原則」と書いてあります。実は今まで日本のどこをみても、規制が非常に強いわけですが、厚生年金基金も非常に規制が強い分野で、基金に対して所轄の官庁である厚生省から、あれしてはいけない、こ

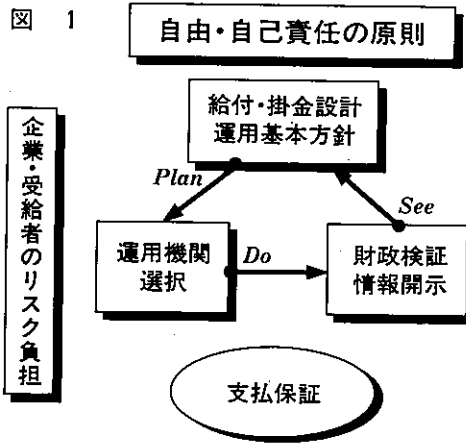


図 1

れしかしてはいけないといろんな規制があったわけです。それをまずなくして、年金基金の運用を自由にできるようにしようというのが、第一の考え方です。

そのかわり自由にやれるということは、何をしてもいいというわけですから、ちゃんと基金の目的を理解する。できるだけ少ない掛金で、できるだけ多くの終身確定給付を確保するのが基金の基本的な目的ですから、その目的をちゃんと基金が達せられるように、責任を持って基金を運営する。そういう責任を持ってやる限りは、自由に基金の運営をしてもいいですよということが第一番です。

その中身としてどういうことがあるかといいますが、一つが、給付や掛金の設計、そして運用基本方針を自由につくっていいですよということですが、給付とか掛金を決めるときには、先ほどの

で平均値ということですから、一〇%をねらうこともできれば、三%しかねらないことも可能なわけです。

それを今までは、五・五%で運用することを前提として基金を設計してきたわけです。それを自由にできる。ですから、自分の基金は、少々リスクをとっても大丈夫だから、一〇%の利回りで運用するんだということでもやる場合には、それに合わせて掛金とか給付を設定すればいい。あるいは、若い企業で、どんどん従業員がふえていき、相対的に年寄りの世代よりも若い世代の方が多いところは、どんどん掛金が入ってくるわけですから、非常にゆとりがあるわけです。そういうところは、またどんどんリスクをとってもいいということもできるわけです。

そういうことで、基金の状況によってパラメーターである基礎率が違うわけですから、基金の実

五つの基礎率が重要なパラメーターになるわけです。これについては、今まで基本的には、一部のものを除いて、基金の実情に合わせて自由に決めるでもいいということになっていたのですが、基礎率の設定などは事実上随分硬直化していました。その典型的な例が、五・五%の予定利率と呼ばれるものです。そういうものについて、原則的に自由化しようということです。

基金によって、運用するときに、どのくらいリスクをとるかによって、利回りは変わってくるわけです。大まかにいえば、ハイリスク・ハイリターン、ローリスク・ローリターンという原理が成り立っているわけですから、リスクをとってもいいということをやってあげれば、ハイリターンの運用ができるわけですし、リスクをとりたくないということであれば、ローリターンでやっていかなければいけないわけですから、利回りはあくま

情に合わせて掛金とか給付を決めていいですよということですが。

そういうことが決まった後、次に、企業がどういう運用をするか、それが重要なわけです。その一番基本的なことは、どのくらいのリスクをとって、どのくらいのリターンをねらうかということになります。

そういうことで、まず自分の基金はどのくらいのリスクをとって、どのくらいのリターンをねらうのかということをはっきりさせること。そして、そのためにどういうアセット・アロケーションをとるか。株式と確定リスクのものをどういう割合にするか、あるいは、もっと分けて、国内での投資と海外の資産をどういう割合にするかとか、その運用目標を達成するための具体的なアセットアロケーションを決めるわけです。そして、そのためにどういう運用スタイルをとるか。

例えば、アクティブであるか、パッシブであるかとか、いろんなやり方があるわけです。そういうことをきちんと基金が決めて、そして運用機関を選んで、そこに運用してもらおう。そういうことははっきり決めなさいというのが運用基本方針です。基金としては、どういう運用をしたいかを自分で決める。そして、こういうふうにしてくださということを運用機関に頼むことになるわけです。

したがって、こういう世界では、何が大事かといいますが、運用機関にとっては、お客さんである基金のいったことをちゃんと実現することです。ですから、頼まれたことをちゃんとできることが重要です。その頼まれたこととは何かというと、これだけのリスクをとって、これだけのリターンをねらう、そういうことを実現するということです。

純化していえば、今まではそういう世界だったわけです。

しかし、これからはそうではなくて、基金がちゃんとやりたいことを決めて、そのやりたいことを運用機関がやってあげる時代になるということです。俗に経営管理のプロセスを「Plan・Do・See」という言い方があるのですが、計画して、実行して、そしてそれをモニターして、また改めて計画をつくり直してというサイクルがあるわけです。給付と掛金の設定をして、それをどういう資産運用によって実現していくかという計画を立てる。それがプランです。そのプランを実際に行ってもらうために運用機関を選択し、運用機関に実際にやってもらうというわけです。そして、運用機関が運用した結果、その資産がどれだけふえたかということを検証していくわけです。

ですから、いつも予想どおりの運用が行われた

そのときもいろいろあって、バランス型の運用ということであれば、株も債券も外債も外国株も使って、バランス型のポートフォリオをつくって決められたリスク、リターンを実現するというものもあるし、株だけでこういうリスク、リターンをやってくださいというのものもあるし、いろんなやり方があるのですけれども、とにかく頼まれたことをちゃんと実現するというのが、これからの運用機関の重要なことです。

それに対して、今までの運用機関のやり方は、悪口をいいますと、お任せ運用ということです。また、基金の方も、自分はこういう運用をしたいということをはっきり示さないで運用機関に持たせて、「よろしく頼む」。制度上の制約は五・五％ということですから、とにかく五・五％より高くなればいいやということ、お任せ運用というところで、あうんの呼吸でやっていた。非常に単

かどうかをチェックしていくことです。それを財政検証と呼んでいます。この財政検証の中には、大きく分けて二つありまして、一つは、基金がこれからずっと続いていくことを前提として、今ちゃんと資産と債務が釣り合っているかを見る。それを継続基準による財政検証と呼んでいます。それに対して、仮に今企業がつぶれて、基金が解散することになって、今まで発生した年金の債務をちゃんと履行できるかどうか、そういう観点からチェックするものを非継続基準による財政検証といっています。このところ幾つか基金が破綻して解散しました。破綻に瀕しているところも幾つかあるわけですが、つぶれても大丈夫なように、既に発生した受給権は、ちゃんと確保させてあげるといって、チェックしようというのが非継続基準による財政検証です。

それと同時に、情報開示をする。基金がどうい

う運用をして、どういう収益率を上げたか、今ど
ういう資産・債務の状況になっているかをきちん
とディスクロージングする。これはだれにディスク
ロージングするかといいますが、基金にお金を出して
いる企業に、資産はこういうふう管理されてい
ますよということをしきりと情報開示する。それ
と同時に、その企業が出したお金を将来給付とし
て受け取るのは従業員ですから、従業員の人たち
にきちんと情報開示をするということです。

今まではそれがあいまいな形というか、非常に
ラフな形で行われていなかったわけですが、
この情報開示をしきりと行って、企業あるいは従
業員が基金の資産運用等の財政がきちんと行われ
ているかどうかをチェックできるようにすること
です。ということは、いつも企業にも従業員にも
ディスクロージングしているわけですから、企業も従
業員もおかしいことがあれば、いつでもいえると

です。

今までは、運用が悪かったり、あるいは先ほど
来お話ししましたように平均寿命が長くなって、
積立不足が大きくなってきますと、企業がその足
りない部分を埋めます。企業だけがそういうリス
クを負担しているわけです。そういう意味でいい
ますと、従業員は、給付は確保されていて、あと
は何も責任を負わなくていいという楽な立場にい
たわけですけれども、この報告書では、ある程度
受給者もリスクを負担しなければいけないのでは
ないかという考えを入れたということです。そう
いう意味で、この研究会によって、この制度に新
しい考え方が入ったということもできるわけだ
です。つまり、思いがけなく積立が不足するとい
うことが起こったときには、企業が追加拠出をす
る、しかし、企業が追加拠出をしても、それでも
なお負担し切れないような場合には、受給者にも

いうことです。そのとこでいわなければ、おの
ずと責任が出てくる。ディスクロージャーをきち
んとするということは、ディスクロージングされた人
たちに対して一定の責任が出てくる。そのことが
企業と受給者のリスク負担ということに関連して
くるわけです。

先ほど申し上げましたように、基金は企業から
独立した法人として運営されるわけですが、そこ
がきちんと自己責任の原則に基づいて、自由にそ
の基金に合った運営をする。そして、情報開示す
るとなると、いつでも企業にも従業員にも見せて
いるわけですから、どこかおかしいところがあっ
たら、それは企業とか従業員がチェックしなけれ
ばいけない。そういうことをやってもわからない
、そういうことをやっても防げないようなピン
チが訪れるということであれば、それはみんな
リスクを負担せざるを得ないだろうという考え方
たということです。

受給者のリスク負担の一つの方法としては、後
でお話ししますが、確定していた給付の引
き下げをせざるを得ないということです。確定給
付ということは、引き上げはしても引き下げはし
ないということです。これは確定給付の精神
とは全く反するわけですが、企業に負担を強いて
も、企業がつぶれてしまって基金が成り立たなく
なってしまうということがあります。そういう
ときには、受給者にも給付の引き下げを我慢して
もらう。もちろんそれは、ただ一方的にお金が足
りないからということではなくて、きちんと企業
と受給者と基金が話し合っていて、ちゃんと合意を得
て、こういうことをやろうということです。

さらに企業とか受給者がリスクを負担しても、
なおかつ基金が破綻することはあり得るわけで、

その場合には、支払保証ということで、保険機能を働かせましょう。ですから、基金が保険に入っ
て、支払保証をしてもらう。解散せざるを得なく
なって、どうしても資産が足りないときには、そ
ういう支払保証という形で保険を働かせてもら
うという考え方です。自由に自己責任の原則でこれ
からやっということですのですけれども、こう
いうことで、何重ものチェックの機構がこの中に
組み込まれているわけです。それがコンシステ
ントに働くような仕組みをこの研究会で報告した
ということです。

以上をまとめますと、報告書の基本的な発想と
いうのは基金財政の安定化ということで、要する
に、資産と債務をいつもバランスさせて、確定給
付が確保できるようにすることです。

二番目として、それをやるために、自己責任原
則のもとで、自己規律を働かせて、そのもとで自
由に設定できるということですが、
それから、将来の債務を全うするために、ゆと
りを持って資産を積み立てていけるようにする。
ただ、基金がなるべくゆとりを持つためには、企
業がたくさん拠出をして、積立金をたくさん持
てばいいわけですが、基金への拠出は、企業の費用
として認められます。このため、税務の側から
すれば、その分税収が減ってしまうわけです。そ
ういうことで、国税との対立がここにあるのです。
拠出をたくさんして積み立てを十分にすれば、基
金の財政は安定化しますが、その分税収が
減って国の財政が安定化しないという問題にな
ってしまうわけで、国税がこの辺大変ナーバスに
なっています。

同じように、積み立て不足は過去債務と呼んで
いるのですが、それを償却する必要があります。
償却するということは、企業が追加拠出をする

由に基金が運営できる、つまり、基金に合った一
番いいやり方を選択できるようにする。規制に
よって、あれをしてはいけない、これをしては
いけない、これしかやっということでは
なくて、基金にとって一番いいやり方を選
べるようにする。

三番目として、情報開示を通して、企業と加入
員に基金運営への参加をしてもらい、そのかわ
り、いざというときにある程度リスクを分担し
てもらおうという仕組みを入れていくというこ
とです。

財政安定化の方策としては、具体的にいいま
す、かなり細かいことになるのですが、六つの項
目があります。

一番目は、基金財政運営の健全化です。

まず、基礎率の弾力化で、これは先ほどお話し
したように、基礎率を基金の実情に合った形で自

由に設定できるということですが、
それから、将来の債務を全うするために、ゆと
りを持って資産を積み立てていけるようにする。
ただ、基金がなるべくゆとりを持つためには、企
業がたくさん拠出をして、積立金をたくさん持
てばいいわけですが、基金への拠出は、企業の費用
として認められます。このため、税務の側から
すれば、その分税収が減ってしまうわけです。そ
ういうことで、国税との対立がここにあるのです。
拠出をたくさんして積み立てを十分にすれば、基
金の財政は安定化しますが、その分税収が
減って国の財政が安定化しないという問題にな
ってしまうわけで、国税がこの辺大変ナーバスに
なっています。

二番目は、代行部分の財政的中立化です。

代行部分というのは、先ほどお話ししましたよ
うに、本来は公的年金ということで国が運用する
お金ですが、それを基金が借りてきて、企業年金
の部分と一緒にして運用する。企業年金からしま
すと、もともと五〇〇億の資産とすると、公的な
部分があと二〇〇億ありますということ、七〇
〇億円の資産規模になるわけです。ですから、規
模の経済が働いて、より効率的な運用ができると
いうことです。

厚生年金基金制度ができたのが昭和四〇年で、
代行制度はたしか四二年ごろに始まるのですが、
それ以来、年金資産の運用は五・五%で回るとい

う前提で予定利率を立てています。そのことは、
 いったみれば、国のお金を五・五%で借りてきた
 のと同じことです。したがって、基金がもともと
 の企業年金と代行部分を合わせて五・五%以上の
 利回りで回せば、その利ざや部分は基金のメリッ
 トになるわけです。

そういうことから、厚生年金基金制度を導入す
 るときに、企業は負担になるから嫌だと反対した
 わけですが、それを説得するために、代行制度を
 設けて、国のお金を一部持ってきていい、五・五
 %を上回った部分は基金にとってメリットにな
 る、そういうスイートニング(甘みづけ)をして、
 基金制度の普及を図ろうとしたわけです。

ところが、最近のように五・五%で回らなくな
 りますと、逆ざやになってしまいます。五・五%を下
 回れば、その分基金が負担しなければいけないと
 いうことで、企業の方は、この代行部分は返上し

マンルールです。

これまででは、五〇%以上が確定利付もの、三〇
 %未満が株式、三〇%未満が外貨資産、そして二
 〇%未満が不動産ということで、五・三・三・二
 という資産運用に対する厳しい規制があったわけ
 ですが、そういうものを緩和しようというわけ
 です。そのかわり、基金が、いたずらにハイリス
 ク・ハイリターンの運用を狙わないで、自らのリ
 スク負担能力に応じた運用をするように、きちん
 と体制をつくる。アメリカのエリサ法で、いわゆ
 るブルーデントマンルールに基づき慎重な投資を
 する、具体的にいえば、きちんと合理的な分散投
 資をするということですから、そういうこと
 をこれから決めようということなのです。

五番目は支払保証制度の強化で、これは先ほど
 述べたとおりです。

六番目は給付設計の弾力化で、給付水準を引き

たいということをしている。このため、負担に
 ならないように、代行部分のコストの部分である
 免除保険料率を弾力的に決めてあげますよ、基金
 の負担にならないようにしてあげましょうという
 ことを提案している。

三番目は、関係者の責務の明確化、チェック体
 制の強化です。

資産と負債がバランスしているかをチェック
 し、継続基準と非継続基準による財務検証をす
 る。基金を運営している理事の責任をきちんとす
 る。基金からお金を預かって運用する運用機関の
 責任もはっきりさせる。この辺が今まではっきり
 していなかったものですから、自己責任原則に基
 づいた自由な運営ができなかったもので、こういう
 ことをきちっとさせようということをしている
 わけです。

四番目は、資産運用の規制緩和とブルーデント

下げることができるとか、あるいは拠出立て給付
 設計の導入ということなのです。

企業が拠出するお金は一定で、出すだけ出した
 ら、後は運用の利回りに応じて給付が決まる、そ
 ういうのを確定拠出と呼んでいるわけです。いま
 での確定給付では、企業が一定額を出すのです
 が、運用が悪くてお金が足りなくなると、企業は
 後から追加の負担をしなければいけないというこ
 とが起こってくる。そういうことがないような仕
 組みとして、確定拠出型を入れる。ただ、これは、
 とりあえずは部分的に入れようということになっ
 ています。

こういうことで、いろいろな改革が盛り込まれ
 ているのですが、改めて申し上げますと、基本的
 な考え方は自由・自己責任の原則で、こういうシ
 ステムでやっていくということになります。

四、資産運用はどう変わるか

そういうような改革の中で、資産運用はどういうふうに変化していくかということをごこれからお話ししていきたいと思えます。

これから行われていく当面の制度改革のうち運用に関しては、まず受託者責任の明確化があります。

基金を実際に運営するのは基金の理事です。理事は、企業と従業員から委託されて基金を運営する。そういう意味で、基金と従業員に対して受託者責任を負っている。また、基金の資産は運用機関に預けるわけですが、その運用機関は、基金の資産を預かっているという意味で受託者責任が出てくる。その二つの意味の受託者責任があるので、そういうものをこれからきちんと明確化し

ていこうということです。どこからどこまでが責任で、それを達せられなかったときにどういう義務があるかということを決めようというわけですね。

二番目が運用規制の緩和です。

五・三・三・二という運用規制を取っ払っていいことということで、大体今世紀中には運用規制はなくなる、自由に運用していいということになる。

三番目は時価評価の導入です。

今までは簿価でやっていたわけですが、時価評価も入れる。これはパフォーマンスの評価だけでなく、会計上は相変わらず簿価でいくのですけれども、資産運用の評価について時価でやるということですね。

こういうことがこれからの日本の株式市場を大きく変えていくのではないかとということです。

最初に受託者責任についてです。ここでは運用機関というよりも、基金の理事のことをお話ししているのですが、基金の運用担当者は、できるだけ少ない掛金でより多くの給付を確保する、それが年金財政の効率化ということです。掛金対給付の効率化が基金の目的ですが、そのために、善意なる管理者として最善の合理的な資産運用を行わなくてははいけません。これがプルードントマンルールということ、これから具体化していこうということですね。

基金の実情を考えて、基金にとって一番いい運用をしなければいけない。このときに、運用の利回りが高ければ高いほど基金の財政は楽になります。少ない掛金でより高い給付が確保できる。ですから、高いリターンをねらえばねらうほど財政は楽になるのですが、もう一方でリスクが大きくなりますから、高いリターンをねらって、結果的

に利回りが低くなってしまえば、後で積み立て不足が起こってきます。そうすると、企業が追加拠出をしなければいけない。そういう追加拠出に企業が耐えられるかどうかということで、基金のリスク負担度が決まってきました。これを企業財務の観点からのリスク許容度と呼んでいるのですが、企業との関係で、おのずと基金のリスク許容度は決まってくるわけです。

そういうリスク許容度を合理的に決めて、そのリスクのもとでできるだけ高いリターンを達成するような設計をしなければいけないというのが受託者責任です。そして、そのリスク、リターンを達成するために、どういう運用方針でやっていくかを明確化するのが、受託者責任の一つの問題です。そういう意味で、これからどういう資産運用をするかということを決めて、ねらいすました運用をしなければいけない。それが基金の

責任ということになります。

基金の理事は、運用方針を決めると同時に、運用機関を選択し、運用方針どおり行動しているかどうかその運用機関を管理していく。したがって、基金の運用担当者は、どこに依頼すれば希望どおりやってくれるかという運用機関を選ぶ力、見抜く力がなければいけない。そして、選んだ後、その運用機関が頼んだことをやってくれているかどうかきちんと管理しなければいけないわけです。

ただ、基金の理事がそういうことを全部一人で行けるとは限りませんから、運用コンサルタントなどをお願いして、基金に合った運用目標は何か、リスク、リターンはどの位、そしてそれを実現するためにはどういう運用方針を決めたらいいか、コンサルタントの助けをかりながら決めていく、そういうことをせざるを得なくなってくると

いうことです。

したがって、これからは、そういう運用コンサルタントに対するニーズが当然広がってくるわけで、そのインフラ整備が非常に重要になってくる。こういうことを今やろうとしても、運用コンサルタントが足りないとか、いろんな問題があります。ですから、運用コンサルタントを育成しながらこういう世界に持っていくことが、これからの重要な課題です。

ただ、そういう自由な原則のもとで基金の運営をやっていくということですが、これを決めただけらといって、あしたからできるというものではない。まず、そういう体制をつくりながらそういう状況に移していかなければいけない。そういう意味でいいますと、どういうふうに時間をかけて、そういう体制をつくりながらやっていくか、時間との勝負だということですが。

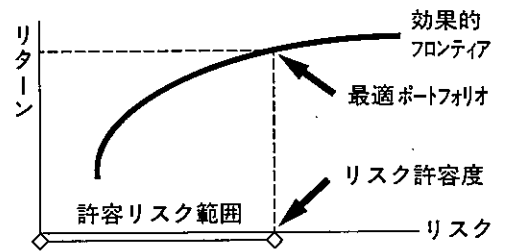
次に、これはわかりきったことですが、運用利率が高ければ、給付を大きくするか、掛金を下げることができるわけですから、とにかく運用をうまくやるのが大事です。先ほどお話ししましたように、運用利率を高めよう、つまりリターンを高めようと思えばリスクが大きくなるので、そのトレードオフ関係が非常に重要になるわけです。

これも既にお話ししたところですが、一般に高い運用利率が得られれば小さい掛金で済み、あるいは大きい給付を確保できる。しかし、マーケットではハイリスク・ハイリターンという原理が成り立っているわけです。したがって、高いリターンを前提とすれば、小さい掛金でやっていけるわけですが、後に思うとおりのハイリターンにならなかったときには、資産が足りないということ

すから、企業がどこまでリスク負担が可能か、それを企業財務の観点からのリスクの許容度というわけですが、それを決めなければいけないということです。

リスクとリターンがあって、それが直線になるか、次の図2のような曲線になるかということ、いろいろ議論がありますが、一般にこのような図2を想定しますと、これは右上がりですから、ハイリスクをねらえばハイリターン、ローリスクでいきかかったらローリターンだという関係をあらわしています。どこを基金がねらうか、どのくらいのリスクまで負担できるかというリスク許容度を決めたら、それに見合ったリターンはマーケットの原理から決まってくる。いわゆるポートフォリオ理論の効率的フロンティアから決まってくるわけで、これが基金の目標のリスク、リターンになる。市場原理の中で、どこまでリス

図 2 許容リスクのもとで
最大のリターンを追求する



クをとっていくかということが決まると、それに
応じて当然リターンが決まってくるということだ
す。

ただ市場原理はそういうことですが、同じリス
クの中でも、うまくやれば、リターンはもう
ちょっと上に行くかもしれないということだ、
ローリスクのもとでなるべく高いリターンを実現

できるかどうかは運用機関の能力になるわけ
です。

この図は、いろいろなアセットアロケーション
を意味しているわけですが、今までは運用規制が
あったために、例えばもっとリスクが負担できる
けれども、実際にはローリスク・ローリタンの
ところでは運用できないということがあったわ
けです。運用規制によって、そのオポチュニ
ティーが奪われてしまう。基金がハイリスク・ハ
イリターンを追って、財政が不健全にならないよ
うに、なるべく左側の方で安全にやるようにとい
うことで、そういう運用規制があったわけだ
が、それが緩和されますと、これからはもっとハ
イリスク・ハイリターンにすることができるよう
になりますと、株にもっと投資できる、リス
クのあるものに投資をすることができるとい
うことだ。

とです。

そういうことで、一つは、これから予定利率
五・五％の弾力化が行われてきます。

今までは五・五％が桎梏になっていて、とにか
くこれを達成すればいいということで、なるべく
ローリスクで五・五％を達成しようとしたわけだ
ですが、これが自由化されますと、もっと高いリ
ターンを設定していいということになる。そのか
わり当然リスクがあります。高いリターンをねら
えばリスクがありますから、先ほど来お話しして
いますように、企業が後で追加拠出をしなければ
いけないというリスクは高まるのですが、それで
もいいということであれば、これをもっと高くす
ることができる。もちろん、もっとリスクが小さ
くなければいけないということであれば、これを
もっと低くする。いずれにしても、これを弾力化
するということだ、今までよりもポートフォリオ

のアセットアロケーションが弾力化できるとい
うことです。

それに応じて、五・三・三・二規制が撤廃され
るといふことですから、株は三〇％までとか、外
貨は三〇％までとか、そういうことはなくて、う
ちの基金はちゃんとリスクがコントロールされて
いるということであれば、七〇％まで株に投資を
してもいいわけです。そういうことで、五・三・
三・二規制が撤廃されますと、基金のリスクの許
容度に応じたポートフォリオをつくれる。

三〇％まで持つことができない基金は、二〇％
とか一五％しか持てないわけですから、影響がな
いわけですが、もっと持てるところは株式投資が
ふえる。そういう意味で、全体として株式の投資
比率がふえて活性化する可能性があるということ
です。

資産運用の変化の三つ目として、時価評価が

入ってきます。

今までは簿価に基づいてやってきましたから、洗いがえとか資産の時価評価をしない限りは簿価でやっていたわけです。したがって、企業は、配当とか金利のキャッシュフローだけで基金財政をやってきましたから、当然、基金の行動が歪んでくる。

なぜかという、世界中のマーケットで、投資は時価に基づいて行われているわけです。いつでも資産に時価（マーケットプライス）がついていることが金融市場の特徴で、それに基づいてみんな行動しているのに、我が国の基金だけは簿価に基づいてやっている。そういうことが歪んだ投資家行動を生んで、それがもっと健全に動いている人たちに利用、悪用されてしまうということが起こるのですが、時価評価が入ってくることによって、基金の投資行動が正常化して、日本の株式市

場ももっと歪みがなくなってくるだろう。そういうことで、時価評価が株式市場の機能の健全化に役立つのではないかとことです。

ただし、今持っている資産を時価で評価すると、八〇年代後半に買った株などが大きく値下がりしているので、評価損が出てしまうおそれがある。評価損が出ると、その分だけ積み立て不足になります。それは過去勤務債務ということで、企業が費用として償却しなければいけない。そうしますと、当然企業の収益を圧迫します。時価評価をすることによって積み立て不足が顕在化していく。それを償却しなければいけないので、企業収益を圧迫する。そうすると、それだけでなくも余りばつとしない株式市場が、さらに影響を受けるのではないかという不安はあるわけです。

別な言い方をしますと、効率的な市場ではそんなことはちゃんとわかっているから、もう既に織り込まれているんだという説もあるのですが、いずれにしても、この辺はこれからどういふふうに出るか、ちょっと懸念のあるところです。ただ、厚生年金基金の資産は全体で四〇兆円ぐらいですから、例えば一〇兆円ぐらい積み立て不足があっても、今の株式の時価総額に比べれば、そんなに多いわけではありませんから、株価が半分になるとか、そういうことはないということです。

他方、資産の時価評価に応じて、年金負債についても適正評価をしなければいけない。現在、国際会計基準が決められようとしているのですが、先ほどもいいましたように、そこでは、将来払わなければいけない年金の現在価値を求めて債務とする。そのときに、将来の給付を割り引く割引率に何をを使うかが非常に重要になります。今までは五・五%を使っていましたけれども、これからは市場の金利を使うことになりまして、例えば日本

それと同時に、市場の金利は変動しますから、年金債務もしょっちゅう変動することになる。その年金債務の変動部分を費用として償却することで、財務が非常に不安定になるのではないかと、うおそれが指摘されています。

従って、資産と債務両方から見えていきますと、時価評価をすれば、例えば金利が上昇したときには、当然資産価値も下落しますが、割引率も上がって将来の給付の割引原価である年金債務も減少する。資産も減少し、債務も減少する。逆に、金利が低下すれば、一般に資産価値が上昇し、年金債務も、割引率が小さくなるから増大します。資産も債務も両方一緒に増える。この辺は実際にどの程度の影響があるのかは、これからチェック

しなければいけないことですが、資産も債務も両方一緒に上がったり下がったりしますから、両方きちんと時価評価すれば、それほど大きな影響はないのではないかとということです。

五、株式市場の活性化

最後に、年金資産の運用体制が大きく変わって、くることによって、株式投資をどういうふうにかえたらいいか。

非常に原理的な話になりますが、最初に株式会社のガバナンスの点について申しあげます。

株式会社では、株主は残余請求権を持っていません。売上高の中からのいろんな費用を引いて、最終的に残ったものを受け取るのが株主の役割です。そういう意味でいいますと、利益というのは残り物、英語でいいますとレジデュアルインカムで

す。残り物ですから、たくさん残ることもあるし、少ししか残らないこともあるということで、リスクがあります。つまり、株主がもらう利益は、売上高の中からのいろんなものを引いて最終的に残ったものなので、非常にリスクがあるという意味で、株式会社では株主がリスクを負担します。

現在の経済の考え方では、リスクを負担する人が所有者ということですから、株主にガバナンスがある。つまり、株主に会社の経営権、支配権があるということで、株主の観点から企業が経営されるわけです。

従業員などみんなが一生懸命働いて企業の業績がよくなくなります。それでも従業員の給料は決まっています。したがって、企業がうまくいって儲ければ儲かるほど利益を受けるのは株主ということになります。

くいくためには、従業員も株式に投資をすることが大事だということです。従業員は、働くと同時に、年金という形で資産を持っている。それを何に投資をするか。自分が一生懸命働いても、ボーナスが少し余分に入るかもしれないけれども、給料は大して変わらない。一生懸命働いて、会社がうまくいって、利益を得るのは株主ですから、自分も株主になれば、自分が一生懸命働いて企業が栄えた分もエンジョイすることができます。

現在の資本主義、株式会社制度のもとで、だれでも株が持てるということであれば、従業員も、資本家、株主になれる。それを達成するのが大事だということです。それによって、企業の効率化に対して従業員も積極的になれる。日本でも、持ち株会社があるし、アメリカでも、ESOP(従業員持ち株制度)が盛んになっています。

皆さんの中には私より年上の方もいらっしゃる

と思うのですが、私たちが大学ぐらいまでは日本は大変貧しかったので、資本主義は我々の敵みたいなもので、労働者と資本家は相対立するものだという考え方で、今の年輩の方は、お金を儲けるとか株とかという罪悪感を持つ傾向があるので、原理的にいえば、労働者と株主は全然対立しない。両方兼ねることができるようです。また、そういうことをやれるのが今の株式会社制度のいいところですから、従業員も株を持つことは、資本主義を健全にするために非常に重要なことだと思います。

当然、年金も自社株を持つこともあり得るのですが、全般的に言えば、なるべくいい会社を探して、そういうところに投資をしていくことになる。そのことが、年金の資産を通じて経済全体の資源配分の効率化に貢献していくことになるわけで、年金に入っている人だけではなくて、経済全

体にメリットがあるということです。

そういうわけで、今回の制度改革によって、基金が合理的に投資行動をしなければならなくなつて、近代的な投資家として出現してくる。そして、株式市場をもっと積極的に利用することができるようになり、最終的には株式市場が活性化することが十分期待できるのではないか。

ただ、それには、基金の理事もまず変わらなければいけない。近代的な資産運用をマスターしなければいけない。運用機関も、今までみたいなお任せ運用ではなくて、お客さんがいったとおりのことができるかどうか、そういう資産運用が大事になる。株式市場も、合理的な投資家の需要にこたえられるように、自由な市場でなければいけない。そういう観点からいうと、今のビックバンが早急に成功しなければいけないということが重要な課題になります。

で、成長がとまって株の値上がり余りがない会社は売ってしまう。株式市場の売買で企業の評価をしたわけです。

そういう形で株式市場が活性化したのですが、年金がだんだん大きくなってきますと、自分の売り買いでマーケット・インパクトを起こして、売ろうと思うと安くなってしまう、買おうと思うと高くなってしまふということ、ウォールストリート・ルールがうまく働かなくなってくる。

そういうことで、七〇年代から八〇年代はM&Aブームに便乗します。ご存じのように、M&Aというのは、ある会社がほかの会社を買収するわけです。当然、買う会社は、相手の会社を買って自分の企業に取り込めば、もっと収益が上がって株価が高くなることを期待してやるわけですが、実際には、七〇年代、八〇年代のM&Aは、ホスタイルあるいはアンフレンドリーなM&Aが多く

そういうことで、年金制度改革が日本の株式市場、証券市場の活性化の大きなキーになることを期待しているのではないかと、このことをきょう申し上げたいわけです。

ちなみに、アメリカでは、一九五〇年代に企業年金が発達しました。第二次大戦が終わってすぐ経済が高度成長しまして、五〇年代から六〇年代にアメリカの経済が非常に栄えて、そのときに、日本の適格年金に相当する企業年金が盛んに設立される。そして、五〇年代、六〇年代は株式市場が非常によかったです。年金が株を持つ。そういうところから機関化現象が始まってくるわけです。

五〇年代、六〇年代のアメリカの年金の行動原理は、ウォールストリート・ルールということ、株の売買によって企業を評価した。成長企業で、これから株価が上がリそうな会社の株を買って、戦いになるので、相手の株価が上がってしまったら、得るのは買われる方の会社だけです。

このため、M&Aブームの中で、年金としては、自分が持っている株がM&Aの対象になるようにしようとする、そういう動きをしてくる。そういうこともあって、八〇年代の後半になりますとM&Aに対する社会的な批判が非常に高まり、最近またふえているようですが、M&Aが収束してきて、年金はM&Aを利用できなくなった。

九〇年代になりますと、年金は長期的な観点から株を持たなければいけない、そのためには、健全な株主として企業に適切な発言をしなければいけないということで、株主総会に出て議決権行使する。具体的にいえば、アメリカでは社外重役制度が発達しているのですが、年金が社外重役を提案するという形で、企業の長期的な株主として、長期保有という観点から企業に発言権を行使

する、そういうふうに変わってきている。そのことがアメリカの市場や企業を活性化して、今のような株式市場の繁栄をもたらしているというのが一つの説明です。

これからビックバンが行われ、いろんなことが起こると思うのですが、年金制度の改革も、マーケットに合理的な投資家を生み出すということで、日本の株式市場、証券市場の活性化につながるのではないか。そのチャンスをみんなであうまく生かさなければいけないということで、私のお話を閉じさせていただきます。

若干時間がありますので、もしよろしければ質問を受けたと思います。

質疑 応答

小山理事長 少しだけ時間があるようですから、

分の一ではなくて、二分の一にしようといっているわけです。二分の一にすると、今度は税金がふえるわけです。結局もう半分は変わらないのですから、企業を通して出すか、税金で払うかという違いになる。

基本的には、国民の負担をふやせばいいということで解決しようとしているので、これはやはり国民がみんなチェックしなければいけない。今は、とにかく国の負担をふやせばいいという方向で進んでいまして、この辺はもうちょっと抜本的に変えなきゃいけないということが問題になってくると思います。

基本的には、公的年金は資金運用部に預けられますから、いわゆる公的な金融システムの中に取り入れられて、財投などに使われる。この点も、どうせ国に任せてもうまい使い方はできないのだから、その辺は民営化しろという声は今上がって

ご質問なさりたいという方はどうぞ。

問 企業年金の方はよくわかったんですけども、公的年金の方もまた同様な問題があると思うのです。その方の改善策とか、あるいは改革の粗案とか、そういうものは出ているのですか。

答 五年ごとに財政再計算を行うということで、九四年に行われまして、今度九九年にまた行われる。それに向けていろいろやっていると思うんですが、私はちょっとタッチしていないので、わかりません。

公的年金も、例えば厚生年金でいえば、従業員と会社が両方で折半して負担しているわけですが、今のままの人口構成でいくと、どんどん負担が高まってしまふ。これを高めないためにはどうしたらいいか。今、公的年金は、三分の一国の補助でやっている。税金から払っているんですが、企業や従業員の負担が大きくなっているので、三

きていると思います。

小山理事長 それでは、時間になりましたので、本日の講演会を終わります。

どうもありがとうございました。(拍手)

(わかすぎ たかあき・東京大学教授)

本稿は、平成九年三月一〇日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。

前号(第三七巻第三号)四五頁に過誤がありましたので、次のように訂正いたします。

(誤) 超低金利はやるべき(九六年八月)

(正) 超低金利はやめるべき(九六年八月)