

企業年金のリスクマネジメントについて

ペンション・リサーチ・センター研究理事 杉田 健

1.はじめに

本稿は、企業年金の関係する多種多様なリスクについて、リスクマネジメントの一般論を踏まえて整理・解説を試みるものです。次の第2節で統合リスクマネジメントのフレームワークを説明した上で、第3節以降で企業年金のリスクマネジメントを解説します。企業年金固有のトピックとして退職給付信託、多期間の資産運用および満期保有債券の簿価評価に触れます。

2. リスクマネジメントの一般論

(1) リスク・マネジメントとは何か

①リスクとは

一般的にリスクは「組織の収益や損失に影響を与える不確実性」と定義されています(経済産業省(2005))。フランク・ナイトは「リスク」を確率分布を特定できるもの、「不確実性」を確率分布を特定できないものとして峻別しています(Knight(1932))が、最初は不確実でも情報が集まると確実性が増しますのでこの区分には批判があります(Ward & Chapman(2011))。

②リスクマネジメントとは

リスクマネジメントを経済産業省(2005)は事業会社を念頭に「収益の源泉としてリスクを捉え、リスクのマイナスの影響を抑えつつ、リターンの最大化を追求する活動」と定義しています。組織の抱えるリスクを包括的にマネージする分野が統合リスクマネジメント(Enterprise Risk Management、略してERM)です。

(2) 銀行におけるバーゼル規制、保険会社のソルベンシーⅡ

リスクマネジメントのフレームワークの代表的なものは銀行におけるバーゼル規制で、他の業態でも参考にされています。バーゼル規制はリスクに備えて自己資本を積むことを強制していますが、これにならって欧州では保険業についてソルベンシーⅡという規制の導入が検討されています。確定給付型の企業年金についても、積立不足を解消した後、計量的に測定されたリスク量に応じて準備金を積むことが理論的に考えられますが、欧州での検討の結果、北欧諸国を除いて大幅な積み立て不足になる国が多く、欧州統一基準としては採用されませんでした(European Commission(2014))。規制を強制すれば、確定給付型の企業年金の負担感が今まで以上に高まるからです。

(3) リスクマネジメントの手法

リスクマネジメントは、以下の4つのステップにまとめることができます：

- ①組織のすべての活動分野におけるリスクを洗い出す。
- ②個々のリスクについて頻度と重要性を評価する。
- ③対応策を計画し優先順位をつけて予算を考慮して実施する。
- ④モニタリングする。

①について補足しますと、災害リスクのように、あらゆる組織に共通するリスクもありますが、組織によって異なるリスクも多いです。例えば為替リスクは、輸出比率の高い企業にとっては重要ですが、

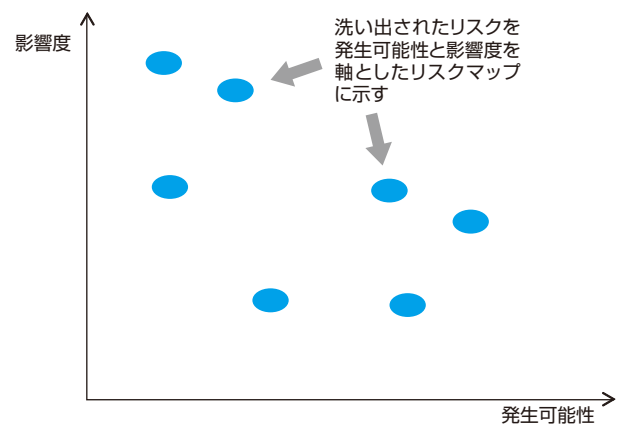
輸出比率の低い企業にとっては相対的に重要度が低いと言われています。リスクの洗い出しの一例として、災害リスクの明細を表1に掲げます。これはカリフォルニア大学の資料(University of California(2004))を参考に作成したものです。

表1 災害リスクの明細

災害の種類	内容
自然災害	洪水・地すべり・台風・山火事・地震・落雷・津波・火山爆発・隕石落下・太陽風
技術災害	停電・断水・通信途絶・コンピュータの故障(ハード・ソフト)・ハッキング・火災・大気汚染・放射線汚染・飛行機墜落・人工衛星落下
人的災害	感染症・行事中の災害・強盗・窃盗・暴動・襲撃
テロ	自動車爆弾・手紙爆弾・狙撃・生物化学兵器

②は、個々のリスク対して、発生可能性と影響度を評価するプロセスで、図1に例示するリスクマップが使われます。

図1 リスクマップ



(4) リスクへの対応の一般論

リスクへの対応は①回避②移転③リスクの発生頻度の削減④リスクの影響の削減に分類できます。②の移転はさらに、保険をかける・デリバティブによるヘッジ・リスクのある業務そのもののアウトソースが考えられます。ただし、アウトソースの場合はアウトソースに伴うリスクが発生することに留意が必要です。

リスクの内容によって具体的対応策は様々です。例えば、災害リスクの対応策は、場所の移転・工事(例:耐震工事)・保険加入・準備金の用意・緊急事態対応計画(BCP(事業継続計画)を含む)の策定が考えられます。保険加入が功を奏した例としては、2011年のタイの洪水による工場水没において、保険によりかなりの被害がカバーされたことが挙げられます。

BCP(事業継続計画)とは、緊急事態に際し、事業資産の損害を最小限にとどめつつ、中核となる事業の継続あるいは早期復旧を可能とするために、平常時に行うべき活動や緊急時における事業継続のための方法・集団などを取り決めておく計画のことです。企業年金連合会はすでにBCPを定めています。

企業年金のリスクマネジメントについて

3. 企業年金のリスクマネジメントの特徴

企業と企業年金では、リスクマネジメントが以下の5点で異なり、これが企業年金のリスクマネジメントの特徴になっています。

(1) 母体企業との関係

企業年金によっては、企業年金単独の視点のみならず母体企業の一部としての視点が必要になる場合が多いです。

(2) 目的

企業の場合は顧客サービスや社会貢献も要求されるとはいえ、まずは収益を上げて、収益の中から配当および納税で社会に貢献することを求められています。一方企業年金の場合は、現在および将来の受給者への確実な給付が目的です。

(3) 関係者

企業の場合は株主・顧客・取引先・銀行などの債権者・官庁になりますが、企業年金の場合は母体企業・受給者・待期者・加入者・受託機関・官庁となります。

(4) 規制の相違

(5) 資本(企業年金の場合は別途積立金)を積み増す権限

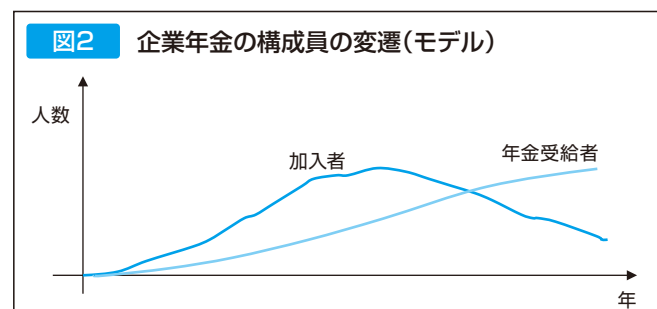
企業は自分の意思で資本を積み増すことができますが、企業年金の場合は資本に相当する別途積立金の積み増しや取り崩しについて企業年金側だけの意思でなく母体企業の意向も尊重する必要があります。

4. 母体企業の一部と考えた場合の企業年金のリスクマネジメント

単独企業が企業年金を実施している場合などは、母体企業のリスクマネジメントの一部として企業年金のリスクマネジメントを考える必要があります。この場合、米英に比べて公的年金の厚い日本の場合、企業年金の給付の厚みが相対的に低いので、母体企業のリスクマネジメント全体から見て企業年金のリスクのウェイトが少ない場合があります。そこで、特段の対応策を考えないということも考えられますが、以下の点に留意が必要です。

(1) 事業サイクルと年金サイクルの違い

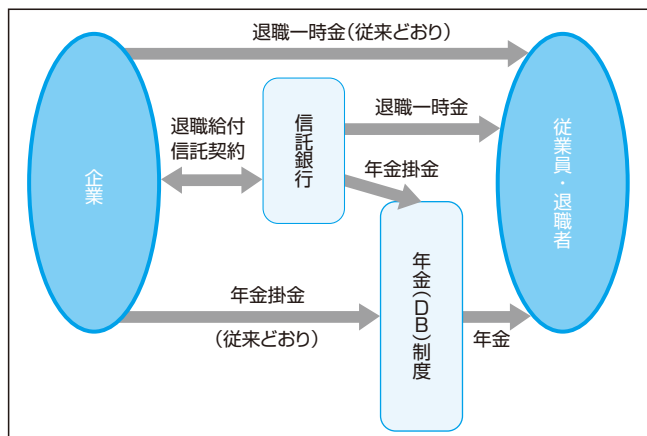
確定給付型の年金(DB)制度の場合、OBのための年金も債務として計上するために、DB制度の成長のペースは、事業の成長のペースよりも遅くなります。図2に示すように、中心的な事業がピークを越えて下降に向かって加入者が減少する段階においても、年金受給者が増加するため、年金制度は成熟に向かいます。



(2) 退職給付信託の位置づけ

退職給付信託とは、図3に示すように、企業が保有する有価証券などを退職給付にあてるために信託し、信託銀行がその有価証券などを当該企業の従業員および退職者のために管理する信託です。退職給付信託は企業会計上、年金資産として扱われ積立不足を減らすことができます。

図3 退職給付信託契約



母体企業の一部として企業年金をとらえた場合に、年金資産のみならず退職給付信託も視野に入れてリスクマネジメントを考える必要があります。事例としては、退職給付信託の器で日本株を大量に保有していた場合に、年金資産における日本株の配分比率を落とすことにより、企業全体の日本株のリスクを削減した例があります。また別の事例ですが、母体企業の保有するキャッシュを退職給付信託に移すことによって母体企業のバランスシートを圧縮し、かつ会計上の積立不足を減らした例があります。大量のキャッシュを保有するリスクを減らしたのです。

(3) リスク削減

母体から見た企業年金のリスクを削減するための手段としては、予定利率を引き下げて資産運用の目標リターンを引き下げる、DC化、給付減額が挙げられます。

(4) DBとDCの組み合わせ

日本で可能な制度について、リスクをだれが負うかという観点からまとめたのが以下の表2です。キャッシュバランス制度(CB)のバリエーションが豊富で、DB制度とDC制度を組み合わせることによって、事業主と加入者の間のリスク分担の程度をニーズに合わせて設定でき、DB制度固有の掛金変動・退職給付費用の変動リスクを緩和することができます。

表2 企業年金のリスク分担

	DC	DB		
		CB以外のDB	CB (指標連動型) (運用実績連動型)	
運用を行う者	従業員	会社	会社	会社
運用リスクの負担(享受)者	従業員	会社	会社*	元本以上従業員 元本以下会社

※指標が想定していた利率を下回るリスクは従業員が負う

5. 企業年金単独のリスクマネジメント

企業年金を単独に考えた場合のリスクは、戦略リスク・母体の信用リスク・市場リスク・負債変動リスク・オペレーショナルリスクの5つに分類することができます。以下の解説の中で、特に市場リスクに関しては対応に関するトピックスにも触れます。

(1) 戦略リスク

戦略リスクは、組織体または特定の事業部が戦略の選択を誤るか、または選択された戦略をうまく実施できないリスクです。例えば、制度変更や運用状況の変化等によってリスク許容度が変わった一方、なんらかの理由で適切な運用見直しを行わない場合などが挙げられます。

(2) 母体の信用リスク

母体企業の信用力低下に伴うリスクであり、例えば母体企業倒産や母体企業が掛金を払えないということが該当します。

(3) 市場リスク

市場リスクとは、市場変動による投資損益発生リスクであり、運用先のデフォルト(支払不能)を含みます。株価変動、金利変動、為替変動などがあげられます。

① 標準的な対応策

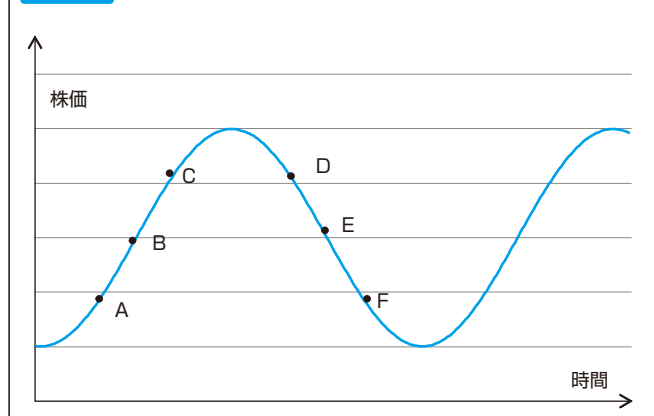
市場リスクへの対応策としては、分散投資・限度額の設定・リスクに備えたバッファを持つこと・ヘッジがあげられますが、年金は長期投資が基本になるため、短期とは異なる面がある点に留意が必要です。以下、後追いの防止と満期保有債券の簿価評価の活用について述べます。

② 後追いのリスクと対応

株などの有価証券の価格が一直線に上昇していけば良いのですが、通常は上昇と下降を繰り返しますので、短期的リスクを重視しすぎると相場を後追いして高値で買い安値で売ることになるリスクがあります。長期資金として、運用評価も長期的視点で行うと整理できれば、取るべき行動も異なってきます。

図4に示すのは株価の推移をモデル化したものです。Aの時点で購入してDの時点で売却すれば利益が得られますが、実際の株価推移はこのようなきれいな曲線を描いているわけでもないし事

図4 株価変動のモデル



前にわかるわけでもないで、売買タイミングの判断が遅れるとBで購入してEで売却、あるいはさらにタイミングが遅れてCで購入してFで売却となるおそれもあります(後追いの失敗のケース)。売買タイミングの判断を行わずにAで買ってずっと持ち続けるという方法(バイ・アンド・ホールド)もありますが、売買判断に頼らずに安いところで買って高いところで売却するような、もう少し気の効いた方法はないのでしょうか。

年金資産運用のような多期間にわたる投資については、資産クラスごとの配分比率を一定にしてリバランスする手法を基本とすることが伝統的に採用されており、また理論的にも一定の前提のもとに支持されています(Merton(1969))。これはコンスタント・ミックス(固定的資産配分)と言われます。資産クラスの構成割合を固定すると、長期的にはプラスのリターンになりうることを2期間の例で示します。

図5では前提として、2008年と2009年の2年間を考え、現金では当初1万円の価値が2年後も1万円で変わらず、株式では、当初1万円でしたが1年後には一旦8,000円になり、翌年は1万円に戻ったとします。このような状況の場合、固定的な資産配分と定期的なリバランスで十分運用益を享受できます。

最初に株で100万円、現金で100万円合計200万円持っているとして、2008年は株が下がったので、株が80万円になり、現金は100万円でした。ここで、株と現金の資産配分比率を当初予定の1対1にするために2008年末で比率調整をします。この調整のことを「リバランス」と言います。そうすると、株と現金を合計して180万円となりますので、2で割って株90万円と現金90万円になります。2009年は株90万円、現金90万円からスタートしますが、2009年中に、株が上がり現金は変わらないので、株が112.5万円、現金は90万円になり、資産合計は202.5万円になります。2期間を通じては株価は下げた分を戻しただけであるのに、結局2年間で2.5万円の運用益を計上できました。これは固定的比率を維持するために、リスク資産に関して下がったところで買い増しをしていることの効果によります。後追いでなく、待ち伏せということができましよう。株価変動が図4の場合も、定期的なリバランスにより安いところで買って、高いところで売却することになります。

図5 2期間の投資例

前提	10,000円	→	10,000円
	2008年	8,000円	2009年
シミュレーション			
2008年	株 1,000,000円	現金 1,000,000円	合計 2,000,000円
	株 800,000円	現金 1,000,000円	合計 1,800,000円
比率調整			
2009年	株 900,000円	現金 900,000円	合計 1,800,000円
	株 1,125,000円	現金 900,000円	合計 2,025,000円

企業年金のリスクマネジメントについて

③金利上昇リスク対応の満期保有債券の簿価評価活用

現在、日本では超低金利が続いていますが、将来的には金利上昇の可能性があります。即ち、将来的には保有債券の時価が下がり、財政運営上不足要因となる可能性があります。金利リスクに対して金利デリバティブでヘッジする手段も理論的には考えられますが、長期的な年金資金の場合はヘッジコストが累積する恐れがあります。年金資産は長期の給付資金を事前に積み立てるものなので、債券を満期まで保有可能であることが多く、財政状況が良ければ満期保有債券の簿価評価を活用し、金利上昇による年金資産の評価額の減少を回避できます。

満期保有債券の簿価評価が認められるためには、主に以下の要件が必要とされます：

- ・満期まで所有する積極的な意思
- ・満期まで所有する能力
- ・他の有価証券との区分
- ・運用の基本方針への明記

ここで、満期まで所有する能力とは、年金財政上の純資産額（流動資産と固定資産の合計額から流動負債・支払備金を控除した額）のうち満期保有目的の債券を簿価評価した場合の純資産の額が、責任準備金の額以上を有していることです。継続基準の財政検証で余裕があれば問題はありませぬ。なお退職給付会計上は、簿価評価が認められないことに留意が必要です。

(4) 負債変動リスク

好ましくない方向への負債の変動によるリスクであり、金利による負債変動リスク・長寿リスク・インフレリスクがあげられます。金利による負債変動リスクとは、会計上の退職給付債務のように負債を実勢金利で割り引いて評価することになっている場合の、金利低下による負債の増加リスクです。長寿リスクとは、終身年金において死亡率の減少により支給期間が予想よりも長くなることによる負担増リスクです。日本の場合は終身年金が少ないので重要視されないことが多いです。しかし、今後公的年金の水準増加が望めない中で企業年金の終身年金ニーズが高まればクローズアップされるでしょう。インフレ・リスクとは給付がインフレに連動して増えるためにコスト増になるリスクであるが、日本の場合は、企業年金の基礎となる給付は通常は本給と切り離されておりインフレ率と自動的に連動しません。給付水準は母体企業の収益状況を勘案しながら適宜引き上げれば良いので、リスクとはならないのです。

次に、年金制度の成熟度も重要です。発足後時間が少なく年金受給者も少ない場合は、給付が掛金より圧倒的に少なく、市場リスクを中心とする少々のリスクは掛金と給付の差額でカバーされますが、成熟が進んで掛金と給付が均衡するようになる、さらに掛金より給付が大きくなると、リスクを掛金と給付の差でカバーできなくなります。この場合に発生した不足金の償却の先送りにはリスクを増大させることになるので注意が必要です。

(5) オペレーショナルリスク

オペレーショナル・リスクは、内部プロセスおよび職員ならびにシ

ステムの不十分さや失敗あるいは外部的な事象から生じる損失リスクであり、経理上のリスク・事務リスク・法務リスク・風評リスク・災害リスクを含みます。

6.まとめ

結論として、年金のリスクマネジメントについては、他の組織と同様のリスクもありますが、母体企業への配慮、資金の長期性および負債特性の把握にも留意する必要があると言えるでしょう。

【文献】

- [1]経済産業省(2005)経済産業政策局産業資金課「先進企業から学ぶ事業リスクマネジメント実践テキスト」
- [2]European Commission(2014)“Revision of the Occupational Pension Funds Directive – frequently asked questions”
- [3]Knight, Frank H., (1932)“Risk, Uncertainty and Profit” Cosimo Classics
- [4]Merton, Robert C.(1969) “Lifetime Portfolio Selection under Uncertainty: The Continuous-Time Case” The Review of Economics and Statistics, Vol. 51, No. 3 (Aug., 1969), pp. 247-257
- [5]University of California (2004)“Hazard Vulnerability Assessment”
- [6]Ward, Stephen & Chapman, Chris (2011)“How to Manage Project Opportunity and Risk” Wiley