

本部崇仁

ラッセル・インベストメント株式会社
 コンサルティング部
 シニア コンサルタント／年金数理人

CFOのための年金運営6



これまで五回にわたり、CFOのための年金運営と題して連載をしてきたが、今回で最終回になる。今回は、最近注目されているリスク管理と年金ガバナンスについて整理したい。

企業評価のアナリストの視点

リターンを得るためには、リスクをとる。このことは資産運用の世界では、常識と考えられている。すなわち、目標リターンが無リスク・リターンを上回る場合、リスクをとった運用をせざるを得ないことを意味する。

ところで、企業評価のアナリストは年金資産運用リスクをどのように捉えているのだろうか。私の知る限りアナリストは、資産運用から発生した差損益(数理計算上差異)を、企業評価に完全に織り込んでいると聞く。すなわち、会計上認識しているかどうかに係らず、既に発生した額は、株主資本と調整して企業評価に反映しているのである。企業評価面では、既に差損益の即時認識は済んでいると言える。

それでは、資産運用リスクそのものについてはどのように考えているのだろうか。アナリストは、期待を上回るリスクと下回るリスク(以下、「ダウンサイド・リスク」という)を同等に評価していないと言われている。すなわち、期待を上回る可能性があるなら、ダウンサイド・リスクもやむを得ないとは必ずしも考えていないのである。これは年金の投資戦略を考

える上で非常に重要なポイントとなる。

そして、年金の資金特性を考えれば、このようなアナリストの視点は、極めて自然な印象を受ける。年金のファンディングでは、積み立て不足に対しては拠出が求められるが、仮に運用が大成して剰余状態になっても剰余金を直接的に企業が取り返すことはできないからである。年金の資産運用戦略では、「ダウンサイド・リスクをできるだけ抑制し、中長期的に目標リターンを達成すること」に焦点を当てるを得ない。

ダウンサイド・リスク管理手法

それでは、ダウンサイド・リスクをどのように管理したらよいのだろうか。伝統的には、リスク資産比率を下げることで管理していた。しかし、この方法では、リスク資産をゼロにしない限り完全にリスクから開放されない。また、リスク資産比率を引き下げ過ぎると掛金設定の目標収益(予定利率)を稼げなくなるため、将来的に掛金引き上げとして跳ね返ってくる。

最近はこの問題为解决するため、ダウンサイド・プロテクションと呼ばれる戦略が注目されてきている。これは、デリバティブや先物を利用して、企業財務上許容できない資産運用上の損失が発生した場合に、損失を一定の範囲に限定させる戦略の総称を指す。具体的な手法には幾つかの方法があるが、ある価格で対象資産を売る権利であるプット・オプション

ンを買うのと同等の効果を持つように設計されるのが一般的である。

実際の運営では、コスト(保険料のようなもの)、許容リスク水準、運営基準など企業側の要望にあわせて追加的な方法を組み合わせて検討される。追加的な方法として代表的なものは、①コスト圧縮のため、コストを相殺する戦術を組み合わせる方法、②損失限定ルールとして一つの固定された株価等ではなく、ある価格に近づいたら段階的にリスクを下げていく方法、③株価等が上昇している時には損失限定の価格等を引き上げ、資産価格上昇の恩恵もある程度享受できる方法などがある。

成功のためのキーワード

ダウンサイド・リスク管理を成功させるキーワードは、「リスク許容度」と「事前検討」である。一般的に資産運用は、調子のよい時には注目されず、調子が悪い時だけスポットが当たる。本来リスク管理には、リアクティブな面とプロアクティブな面があるが、これまでは、リアクティブでどちらかと言うと後追いの対応が多かった。しかし、これでは単なる損失確定だけで、リスク管理としての本来の機能の半分も果たしていないことになる。ダウンサイド・リスクの管理は、事前に会社が許容できる損失額を定義し、そこに至るまでの被害を最小限に抑えるプロアクティブな姿勢が不可欠である。

一般的にモデルとなるようなリスク許容度を決めるのは難しい。それは、母体の財務状況や事業環境、株主の求める収益(コスト)水準、経営のリスク指向性などが、会社ごとに異なるからである。それ故にCFOは最終的なリスク負担者として、年金基金の助けを借りながら、さまざまな経営条件を考慮に入れ、年金に対するリスク許容度を予め設定しておく必要がある。

許容リスクを考えるための視点としては、①リスクが発生した場合の財務インパクトの率や額、②同業他社との相対比較、③会社に対するアナリスト等の投資家の目などが重要になる。

CFOと年金運営

多くのCFOにとって年金運営は、本業とは全く異なり、できれば余り近づきたくない領域ではないだろうか。しかし、今後は企業会計の視点からも年金運営に対する経営の積極的な姿勢が問われるかもしれない。それは将来的に、より深い年金情報の開示が求められるかもしれないからである。

米国では、昨年の一二月から新しい開示ルールがスタートし、年金部分の開示について量、質共に充実された。確認した範囲では、多くの企業でA4サイズの有価証券報告書で十枚程度の開示をしていた。現在の日本基準では平均的に二〜三枚であるから、かなりの情報

開示量である。そして、その内容も深く、投資戦略、掛金政策、リスク管理などに関する経営の姿勢を示す内容が多く含まれていた。

現在の日本基準では、米国と同程度の開示は求められていないが、国際会計基準への移行が準備される中、今後充実されることはほぼ間違いないだろう。

また、年金運営に関する経営の姿勢を株主に示せれば、運用成績を長期的に評価してもらえる素地を作ることにも繋がってこよう。CFOは、企業IRの観点からもより積極的に年金ガバナンスに関与していくことが求められるのである。

最後に

年金コンサルタントとして主に年金基金の方とお話する機会が多いが、年金基金の中には、経営側の年金に対する優先順位や理解度などから、年金ガバナンスの再構築が思うように進められていないところがあると聞く。今後は是非時間のある時に、CFOより、「うちの年金ガバナンスはどうなっている。何か問題はないか？」と年金基金へ一声かけて欲しい。経営側が年金運営に積極的に関心を持っていることが示されれば、きっとよい年金ガバナンスを構築できるであろう。

今回を含め六回に亘りCFOの視点に立って年金運営を整理してきた。長きに亘りお付き合いいただき、心よりお礼を申し上げます。