

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

年金マネジメントの重要性

年金を取り巻く環境が激変し、CFOにとって年金マネジメントの重要性が大きく増した。しかし、全てが予期せぬことだったわけではない。年金制度と企業では、本質的にミスマッチが生じやすい構造で、不透明な環境下ではその運営が困難になる宿命にあった。

それは、年金制度と企業では成熟カーブやスピードが異なっていることに起因する。年金資産額は、制度発足から給付が本格化するまで、複利計算によって後半ほど急激に増加する。そして年金給付が開始するとなだらかに減少する。

しかし、それを支える企業の内部留保は、同じような成長カーブを描かない。企業の収益性などが安定してくると、配当等によって内部留保の蓄積が抑えられてしまうからである。それに、企業寿命は年金制度より一般的に短いと言われる。昨今は、経済のスピード化に伴ってその差はさらに拡大しているという説もある。

このように元来ミスマッチが生じやすい制度を母体財務と比較評価しなければいけないCFOは、単に年金制度だけの視点でその実態を捉えるだけでは不十分で、もっと広くかつ長期的な視野が必要になる。

今回を含め四回の連載でCFOのための年金運営のポイントを整理したい。第一回は、年金ガ

バナンスにおけるCFOの役割である。紙面の都合もありお伝えしたいこと全てを紹介することはできないと思う。興味のある方は併せて参考文献も参照いただきたい。

年金運営におけるCFOの役割

一般的に年金運営は年金単独の視点で語られることが多い。積立比率などがその代表的な指標である。しかし、年金制度が企業全体の一つの制度という意味で考えれば年金制度という箱の中だけで評価するのは十分とはいえない。実際には法令上の制限などから年金財政運営の自由度は必ずしも高くないが、CFOはより広い視点で年金運営を捉える目が求められる。

例えば、年金に積立て不足があっても、会社本体で大量の内部留保がある場合、「本来年金制度に拠出すべき資金を本業に投資したため内部留保が蓄積できた」という視点で評価することも必要である。単純に年金制度内の状況だけで制度運営を評価せずに、会社全体のファイナンスの結果として年金制度を評価することも欠かせない。

また、日本の年金制度の多くは、退職一時金制度からの移行形態をとっているため、同一給付（同一債務）であっても、年金制度か退職一時金制度かによって退職給付債務から年金資産を控除した負債水準が異なってくる。給付債務とそのファイナンスは分離して捉えないと判断を誤ることもある。

CFOは、企業価値を向上させるために年金

制度の財源をどのように調達するか、その資金特性や財務インパクトを勘案しながら短期長期両方の視点で検討することが求められるのである。

リスク管理上、財務会計へのインパクトは重要であるが、同時に将来のキャッシュ・インの増加による企業価値向上という視点も欠いてはならない。「リスクは回避するもの」と一般的に解されているが、それは、避けるべきリスクのことであり、「リターンが期待できるリスク」については、リスク・リターンのバランスが重要になってくる。

年金運営に対する姿勢

年金運営に関係する部署は多い。制度については人事労務部門であり、資産運用に関しては財務部門である。しかし、企業全体で有機的に連携して運営されている例はあまり多くない。それは、「安定した年金財政運営」として、「平均的な資産運用利回りを予定利率（掛金算定利率）以上にする」と目標を単純化し、債務側と資産運用側の機能を分化させたことに起因している。しかし、実際にはこれでは不十分で、本質的な債務や資金の特性を勘案した運営（資産運用）が求められる。確かに退職給付会計が導入されて以降、財務部門が債務面にも注意を払うようになってきているが、それは財務諸表への影響という領域を超えていない。本来 CFO が考えなければいけない「企業価値向上に資する退職給付制度の財源調達・運用」という

観点まで踏み込んでいるケースはあまりない。

また、年金制度が「基金」である場合さらに注意が必要である。基金と母体の役割整理が不十分だと運営面で不都合が生ずることがあるからである。年金運営を基金事務局に「ほぼ丸投げ」している企業もあるが、法令上の定義は別として基金事務局の実質的な役割は、「執行運営管理」である。また、基金の意思決定は、「専ら加人員等のため」に実施されなければならない。基金の常務理事が CFO の視点を持つことは非常に困難なのである。それゆえに、リスクの最終負担者である母体自らが主体的に年金運営リスクの定義やその限度額を規定し、基金に明確に提示することが出発点となる。

しかし、これは母体が年金運営上の全てのリスクについて具体的に指示することを意味していない。それは不可能であるし、効率的ともいえない。CFO は、財務的に影響の大きいプロセスについて重点的に関与し、それ以外の部分は基金事務局に権限委譲しモニタリングをすることとなる。

資産運用におけるCFOの役割

年金の資産運用は、株式などのリスク資産の保有割合を規定する「基本資産配分決定」から、最終的な「運用商品構成（マネージャーストラチャ―）決定」に至るまでいくつかのステップに分けて実施される。この中で最もリスクが大きいのは、「基本資産配分」である。これにより資産運用リ

スクの九割以上が規定されると言われている。実際の資産運用の現場では、運用商品の評価やモニタリングに多くの時間が割かれるが、平準化したリスクはあまり大きくない。このように影響の大きくないプロセスは外部にアウトソースし、社内リソースを有効に活用する方法も選択肢となる。そして、CFO は、影響の大きい基本資産配分を中心に、資産運用リスクの財務や企業価値への影響を検証することになる。

また、今回の経済危機のように経済環境が激変した場合の資産運用の対応についても、最終的に影響を被るのは母体企業であることから、CFO はその基準（例えば、突発的に株式リスクが増加した場合にどうするか等）策定をリードする姿勢が望まれる。

最後に

CFO は、年金運営を単に年金制度のみの視点ではなく、企業全体の一つの制度として全体最適化の視点で捉える必要がある。そしてこれは、CFO 以外にできる者がいないことを強く意識して積極的に関与していくことが重要になってくる。

今回は、年金制度と企業財務の関係について整理してみたい。

参考文献

浅岡泰史・本部崇仁・喜多幸之助「企業価値を向上させる退職給付制度の運営」（中央経済社、二〇〇八年）