

## 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3

これまでの二回で、CFOの視点から見た年金ガバナンスや年金制度と財務との関係についてまとめた。連載の残り二回で年金制度のリスク管理について整理したい。

## リスク管理のスタート台

まず、リスク管理のためにはリスク定義が必要である。リスク定義が適切でないと、本来の目的を達成できない。また、目的が不明確だと当然リスク定義も明確にならない。一見わかりやすい資産運用リスクについても、リスク評価日（期末、常時）、評価期間など検討箇所は多い。実践的なリスク管理のためには、年金運営と財務との関係をよく理解し、財務の視点による明確な目標設定がスタートになる。なお、リスク管理と言うと資産運用関係者側の視点が強くなるが、必ずしも過不足なく財務上の目的に沿っていない場合もある。手段が目的に陥らないためにも、「リスク定義が、目標到達のために最適か」という視点を忘れてはならない。

財務面に影響のある主なリスクとしては、①資産運用リスク、②金利リスク、③長寿リスク、④インフレリスクなどがある。

## 資産運用リスクとその管理

資産運用リスクで一番注目すべきは市場リスクである。市場リスクとは、「金利・為替・株式などの相場が変動することにより、運用商品の

時価が変動するリスク」をいう。しかし、市場変動そのものをコントロールすることは不可能である。実際のリスク管理は、資産運用管理の流れに沿って実施される。

年金資産運用は、資金性格や金額規模を勘案して、長期的な投資政策に従って運用される。具体的には大きく三つの階層に分けて実施されるが、この中でCFOが特に注力すべきは前半の工程である。

## 資産運用の第一階層

第一階層は、株式などのリスク性資産への配分比率を決定し、継続的に維持することである。この比率で年金資産のリターン水準の約九割が決定するため、非常に重要である。リスク資産を保有することで母体企業には短期長期両面の財務インパクトが生ずる。CFOは、それらの影響が財務的な許容範囲に収まるように確認する必要がある。財務インパクトとは、BS、PL、キャッシュフローに対する期待水準、リスク水準における影響のことを指す。

なお、金融危機のような短期的に急激なリスク量の変化への対応は、長期的な資産配分の管理だけでは対応が難しい。株式市場に対して保険的な性格を持つ、デリバティブや先物などを組み合わせたヘッジ手法を活用することが有効になる。

資産配分を考える上でもう一つ重要な視点は、その資産配分が十分に魅力的かという点で

ある。ここでいう「魅力的」とは掛金引下げ効果を指す。十分な掛金引下げ効果がないのであれば、本質的にリスクをとる意味はない。CFOは、リスク資産配分の比率を検討するにあたって、投資魅力度とリスク許容度の両面を視野に入れて吟味しなければならない。

## 資産運用の第二階層

第二階層は、さまざまなリスク資産の組み合わせ比率を決定することである。一般的に異なる特性を持つ資産を組み合わせるとリスク抑制とリターン向上を図ることができる（「分散投資」という）。組み合わせ比率は、数学的に最も効率的な値を算出する「最適化法」が有名だが、全面的に利用することには問題点も多い。最適化法は、期待する平均、分散など限られた要素を用いた数学上の解にすぎない。また、前提条件の微妙な変化に対して結果が大きく変化するなど、その弱点の指摘もある。弱点を補うため一定の制約条件を設ける方法もあるが、制約条件に恣意的要素が含まれると解の合理性も怪しくなる。このため、リスク資産の組み合わせ比率には、最適化だけではなく、数式に反映できない要素や経済のマクロ的な視点など定性的な要素を加味するのが望ましい。

今後は本業と年金を統合して、より進歩的にリスク管理を検討する企業も出てこよう。ただ、直感的に関連が深いと思われるも、管理運営上の差異から想定外のリスクが発生する場合

もある。統合したリスク管理のためには、実務上の問題点を十分に整理しておく必要がある。

## 資産運用の第三階層

第三階層は、さまざまな運用戦略を組み合わせながら具体的な運用商品を選択する作業になる。ここでのポイントは運用戦略を分散させることでさまざまな運用環境でも安定的にリターンが期待できる効率的な組み合わせを構築することである。一般的にはこの階層に最も時間を割いている。しかし、短期的には運用商品の優劣が大きくても長期的な平均では必ずしもあまり大きくはない。それは、どのような運用環境においても常勝の運用商品は存在しないし、良好な運用商品をタイミングよく選択し続けるのは至難の業だからである。それ故に、CFOはこのプロセスにあまり深く関与せず、年金基金の運用執行理事などの資産運用管理責任者に権限委譲していくのが効率的である。

なお、年金資産は、その資金特性から環境が激動する中でも長期的に一貫した哲学の下で運用されるべき資金である。年金資産運用に習熟した者に権限委譲することが理想だが、一般的に本業との関連性が低く継続的に社内では要員確保することは困難である。このような場合、コンサルタントなど外部戦力を利用することや、運用商品の自動入替機能を持った運用商品を採用することも有力な選択肢になってくる。

## 資産運用と掛金変動リスク

資産運用リスクの延長には、掛金変動リスクがある。掛金は、前提条件（予定利率）を用いて算出されるが、実績と予定利率に乖離が生ずると掛金修正が必要になる。掛金見直しは三～五年ごとに実施されるため一年単位のリスク管理が必須ではないが、運用実績と予定利率が1%乖離した場合の掛金インパクトは、把握しておいた方がよい。

また、金融危機や今後の会計基準の見直し機運から、リスク資産比率の引下げを検討する年金制度が増えてきている。母体企業の事情から「リスク資産比率を抑えるが、掛金への影響を避けるため掛金算定の前提（予定利率）は据え置く」場合もあると聞く。このような場合、長期的には掛金修正が懸念されるため、事前に将来的な影響をよく勘案して運営する必要がある。

ちなみに、予定利率は、確定給付企業年金では法令上の制約もあり任意に定めることはできない。年金財政の安定性の観点から、積立金の運用収益の長期の予測に基づき合理的に定める必要がある。

今回は、資産運用リスク以外のリスク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）