

企業年金におけるリスク管理とガバナンス

石田 成 則

I 公私役割分担論における企業年金政策

これからの老後の所得保障、生活保障を考えるうえで、公的年金と私的年金の関係という視点だけではなく、政府・行政が果たしていく役割を総合的に検討すべきである。保険者として強制加入制度を運営する以外に、低所得者層や非正規雇用層に対する国庫負担による補助・援助、税制優遇措置など税支出や企業年金の義務化・強制化による政策誘導、さらには年金規制によって私的年金（市場）を健全に育成する方策をバランスよく実施しなければならない。同じ目標を達成する政策については、それぞれのコスト・ベネフィットを踏まえて比較考量することこそが、実りある年金政策に結実すると考えられる。こうした分析は年金分野、所得保障領域における組織と市場の役割を明らかにし、公私役割分担のあり方に資するものである。

図1は公私年金の給付・負担構造とその創出する価値について示している。このなかで、主に積立方式の企業年金では、負担と給付をつなぐ運用部分が重要になり、それが創出する企業価値を決定付けることにもなる。また、図には明示していないものの、両年金で「取引コスト」が相違することになり、それを低廉化することが、市場を介して提供される私的年金の特徴にもなる。

私的年金の中核である企業年金の役割には、年金規制と税制が大きく影響する。近年は、一律の規制や年金資産に係わる厳格な規制が緩和されてきた。事前監視型・事前誘導型から事後処理型・

事後規制型への政策変更とあってよい。制度が定着し、資産運用のインフラが整備されてきた背景がある。ポートフォリオ面での規制緩和だけでなく、運用主体に関する参入障壁も一部取り払われている。それは、市場規律によって年金資産管理の効率性を高め、企業年金の取引コストを低減させる試みである。こうした行政側の姿勢変更の裏面として、企業年金を提供する母体企業や年金基金の裁量性が高まる一方で、自己責任が要請されることも当然の成り行きである。

逆にいえば、効率運用化のために規制を緩和し、運用における市場競争を促進するには、年金基金の運営が適正に行われ、ガバナンスの効いていることが前提になる。市場競争による早急な規律付けを企図すれば、行動の裁量性が高まることを悪用する事態も生じかねない。そこで、両者を一体的に捉えて、市場規律を有効に機能させるための必要条件を模索すべきであろう。

そもそも企業年金は退職一時金の平準化措置として導入されたものであり、母体企業にとっては、従業員報酬、人件費の一部である。年金基金などの外部組織が、母体企業から拠出した年金資金を効率的に運用して老後保障を低コストで提供することが望ましい。それが年金資金管理・運用の分権化や民営化の成果になる。ただ、低金利の外部環境下にあると、こうした目的の達成は難しくなる。また、過度に果敢な投資行動がとられると、運用成果の激変により積立資産が毀損し、追加拠出が求められることになる。こうしたことから、母体企業自身が政策アセット・ミックスを策定し、それに即した運用を要望するなど、年金基金・運

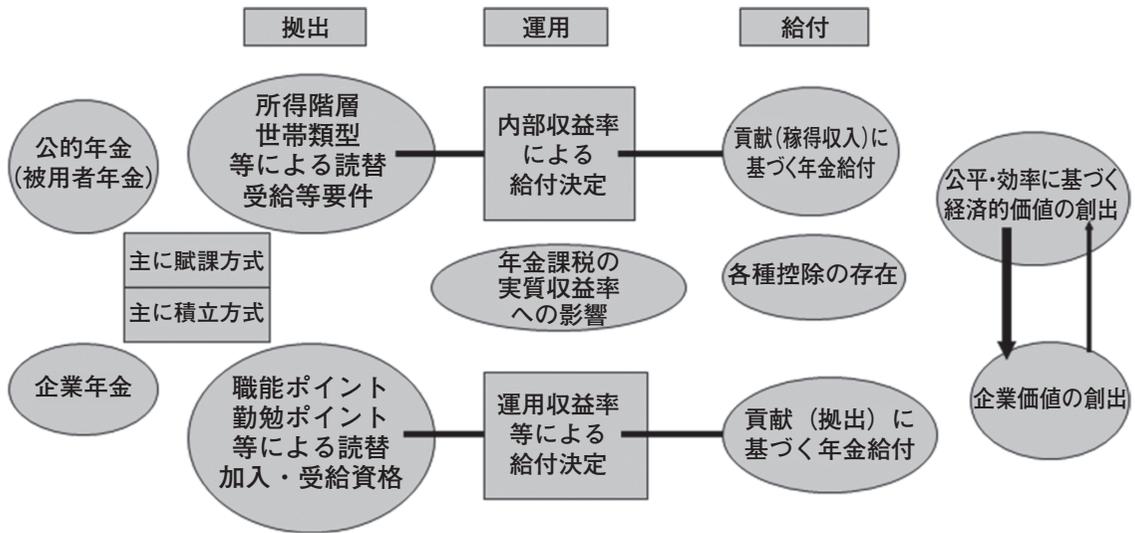


図1 公私年金の給付・負担構造の相違

出所) 筆者作成

用機関による投資行動を掣肘する必要がある。

しかしながら、年金基金のガバナンスが向上すれば、規制緩和に伴うマイナスの影響の多くを払拭することはできて、年金基金を取り巻く関係者の利害対立が解消され、老後保障を提供するための総コストが低減することは自明ではない。こうした保障提供プロセスの実態が業務委託の束であるとする、その間の取引コストを最小化するために、取引者間の権限委譲のあり方やリスクと責任の分担について考察し、最適な制度設計を実現する発想が要る。

なお、本稿では、確定給付型の企業年金を対象に、その運営主体にあたる厚生年金基金と企業年金基金をあわせて年金基金としている。そのため年金基金を外にもっている企業年金が中心になるものの、規約型についても一部で言及する。

II 母体企業と年金基金を取り巻くリスク

年金基金を取り巻くリスクは、大きく経済環境などの外生的な要因と基金運営における内生的な要因に区分できる¹⁾。さらに、年金基金の内部要因としては、制度に掛かるリスクと運用に掛かる

リスクに分けられる。もちろん、財政や運用に関する各種基礎率の選択も母体企業や基金内部の問題であるが、それが景気や株式市況によって左右されることも事実であり、両要因が絡み合っリスクが顕在化する。年金財政にとっては、債務の増大と資産の減少が等しく積立不足の要因になるのであり、前者については基礎率の選択（もしくはその齟齬）、従業員の年齢構成変化による制度成熟度合い、会計基準の変更などが大きな要因となる。後者については、運用環境の低迷の影響が大きいものの、それを緩和するための投資行動や資産構成が重要になるので、適正な投資方針や政策アセット・ミックスの策定がリスクを抑止することになる。

加えて、年金基金の理事や運用担当者による不適切な行動が、財務リスクを招くことがある。予定利率の選択など基礎率を甘めに見積もり財政状況を良く見せかけることや、掛金の引上げを躊躇し、問題の先送りから著しい財政悪化をもたらす事態も想定される。また、期待運用収益率を高目に設定しながら、ハイリスク運用により掛金の引上げを抑制する一方で、財務困難に立ち入った途端に給付減額を実施することなどもその典型事例

であろう。

なお、年金基金を取り巻くリスク管理では、債務と資産の差額であるサープラスにも注目すべきである。年金基金にとって、低金利は大敵であるが、その高低に関わらず金利変動への対応は重要である。通常は、年金ALM (Asset Liability Management) に従い、主に債券のデュレーションを調整することで、金利変動への免疫性を高めている。ところが、こうしたサープラス管理を、年金債務の算出方法自体が難しくしていることが指摘されている²⁾。とくに、企業会計上の年金債務を計算する際の割引率の扱いである。割引率の短期変動を避け、5年移動平均を活用することは債務の短期的なブレを抑えられるものの、かえって債券のデュレーションの調整を困難にしている。こうしたことから、企業経営への影響を斟酌して、運用や債務の実態を見えにくくすることは財務リスクを潜在化させ、株主・投資家だけでなく加入者・受給権者の利益を損なうことになる。

財政状況の悪化以外では、「経営リスク」すなわちオペレーショナル・リスクが大きい。ひとつには、年金基金の理事や運用担当者による不正行為や重大な過失行為などである。また、その裁量的な行動もリスク要因になる。たとえば、運用先や業務委託先の選定に、加入従業員や退職受給者の利益よりも自己利益を優先することがある。こうした行動を抑止するために、受託者責任の規定があるものの、罰則を伴うなどの制度的な担保や継続的な監視がなければ画餅に帰す危険性も高い³⁾。

加えて、受益者（加入従業員や退職受給者）の意向を無視した制度変更・廃止そして給付減額などもリスクとして挙げられる。また、母体企業の費用（掛金拠出）負担の削減や、目先の単年度利益の向上を目的とすることもあり、これは一種のモラル・ハザードである。とくに、十分な説明がされないまま給付減額や制度変更が行われると、老後不安から加入従業員のヤル気が損なわれ、結果的に生産性が下落する事態にも至りかねない。企業年金は「労使」という利害を一部で共有する経済主体同士が運営しているのであり、長期的にみれば一方だけ利得する可能性は低くなる。それ

でも、短期的な利害対立が先鋭化する場合もあり、年金規制による調整が必要となってくる。

Ⅲ 年金ガバナンス向上のための処方箋

1 ガバナンスの一般的な考え方

基金型の場合、年金掛金・資産は母体企業（加入者）から年金基金へ、そこからまた資産管理機関・運用機関へと流れる。年金基金は、こうした資産管理と運用に関する業務委託の束である。受託先が期待された行動をとり、確実な成果を挙げられるか否かは、適正な委託先の選択や効果的な業績の評価を含めた管理体制（ガバナンス）に依存するのであり、それこそが年金基金のリスク管理の中核となる。加入従業員から制度運営を委託される母体企業や年金基金は、運用機関や投資マネージャーと運用委託契約を結ぶ。こうした契約において、後者は前者に対して受託者責任を負うことになる（確定給付企業年金法第71条、72条）。逆にいえば、こうした受託者責任が貫徹されていることを、母体企業の事業主や年金基金の理事（会）は加入従業員等に代わって、モニタリングする役割を課されることになる⁴⁾（民法644条）。そのため、事業主や理事にも広義の受託者責任が指摘されることがある。

基金型の企業年金では、基金の理事が当該基金に忠実義務を負い、規約型では母体企業・事業主が加入者・受給権者に負っている⁵⁾（厚生年金保険法第136条の5、確定給付企業年金法第69条、70条）。同時に、年金資産の運用にあたって基本方針を策定することや分散投資の徹底などについて、善管注意義務も負っている（厚生年金保険法第36条の4、確定給付企業年金法第45条、46条）。ただし、こうした受託者責任に債務不履行責任は含まれていない。基金理事にだけ賠償責任規定があるものの⁶⁾、金融機関に対しては受託者責任違反を問う明示的な規定はない⁷⁾。また、資産管理機関・投資マネージャーも、基金に対して忠実義務を負うのであり、加入者・受給権者に対してではない。

しかしながら、年金基金のガバナンスを考える

うえでは、母体企業の事業主や年金基金の理事等が、加入者・受給権者に負っている義務や責任関係を考察することが有益である。彼らは制度の提供者ないし運営者として、資産運用に伴うリスク以外の全てのリスクに責任をもつものであり、かつ資産運用業務についてもそれを適切に監視するか、もしくはその体制を整える責任を有すると考えられる⁸⁾。つまり、委託者の責任には、運用機関（指定受託者）の選定、政策アセット・ミックスの策定、リスク管理プロセスの検証などが含まれる（厚生労働省「受託者責任に関するガイドライン」）。こうした責任が適正に果たされていれば、ガバナンス体制が整備されていることになり、年金基金に付随する多くのリスクの根源を断つことができる⁹⁾。

多くの年金基金で担当理事が業務を執行していることは事実であるものの、組織形態を問わず、実際的意思決定は母体企業が加入者・受給権者のために行っている。政策アセット・ミックスの策定にも、母体企業の財務部門ないしは年金委員会が深く関与するケースが多い¹⁰⁾。反面、運用に関する責任を基金の担当理事が負うケースもあるために、意思決定と責任の所在が不分明になっている。そこで、意思決定と業務執行を分明することで、また実質的な意思決定機関と統治機関、業務執行機関との関係を整理して、それぞれの役割と責任を明確化するべきである。

また、統治機関内部では、労使により構成されている代議員会と理事会の「協働」が望まれる。実際に各種業務を執行する理事会は、多くの情報を有しており、代議員会との情報共有がカギを握る。両者の一体感を強めるためにも、理事（会）が適正な責任を果たさなければならず、とくに緊密な情報提供を踏まえた説明責任の貫徹が不可欠である。企業内の財務・年金委員会等から統治機関や基金内部の委員会等に権限が委譲されれば、それだけスピード感をもって緊急事態に対処でき、加入者サイドの意向と運用現場での行動を上手く調整できることになる¹¹⁾。

統治機関では、業務全体のチェック機能が重要になるものの、現状ではチェック機能の実効性に

疑問が残る¹²⁾。チェック機能を強化するには、自身の専門能力を高め、また外部コンサルを有効に活用することにより、理事（会）のマネジメント力向上が要される。同じく実効性を高めるには、理事の責任制限制度を導入したうえで、加入者・受給権者に訴権を与えることも考えられる。また、執行機関と統治機関が同一であることにも問題があり、理事（会）は執行役を任命する責任を負い、その執行役を監督することも一案になる¹³⁾。

2 関係者の利害対立とその解決策

年金基金のガバナンスに登場する利害関係者は、加入従業員、年金受給（権）者、母体企業（株主）、年金基金（理事会と代議員会）そして年金資産の受託機関である。業務委託契約等を結ぶ利害関係者間の繋がりには、エージェンシー理論によって、プリンシパルとエージェントの関係として把握される。

このなかでまず、加入者・受給権者と母体企業（株主）は、現在と過去の労働契約関係にある¹⁴⁾。加入者・受給権者と母体企業（株主）の目的は一般に相違するものの、企業年金の導入により、企業特殊熟練の蓄積を通じて生産性が向上し、それにより両者が利得を得ることになる。このとき、両者ともに「低コストでの保障の充実」という共通目的をもつことになる。ただ、制度設計において、加入従業員間に有利・不利が生じることや、企業存続のために年金給付額が削減される可能性は捨てきれないのであり、ここに年金規制によって両者の利害を調整する必要が生じる。同様な事態は、企業年金の積立水準をめぐっても生じることがあり、積立基準のあり方が重要になってくる¹⁵⁾。

つぎに、母体企業（株主）と年金基金（理事会と代議員会）にもエージェンシー関係が指摘されることがある。ただし、労使で構成される代議員会を通じた自治が上手く機能しているのであれば、年金基金はほぼ加入従業員や年金受給者の利益を体現していることになり、問題は顕在化しないはずである。一方で、両者の運用等に関する情報格差や認識の相違から、掛金拠出の大小やそのタイミングについて見解が相違することはある¹⁶⁾。

適正な権限の委譲によってこの問題を解決すべきことは、既に指摘した通りである。

最後に、年金基金と年金資産の受託機関・運用機関との関係が考えられる。前者はプリンシパルとして後者を監視・監督することになり、後者は前者に対して受託者責任を負っており、エージェンシー関係は明白である。とくに重要な側面は、前者が規定する政策アセット・ミックスに沿った運用が行われているかを監視することである。こうしたエージェンシー関係では、定期的なモニタリングとともに、報酬体系の決め方がキー・ポイントとなる。

ただ、報酬体系の組み方には、つねに功罪両面が付随する。運用成果は、事前の情報収集努力だけでなく、担当者のスキル、運用環境・市況（ノイズ）、そして偶然性にも依存する。望ましい報酬体系とは、モニタリング・コストを含む「エージェンシー・コスト」を最小化し、運用担当者の高い意欲を引き出し、リスク見合いの高い運用成果を実現するものでなければならない。たとえば、事前の情報収集に努めることはリスク回避と高運用収益にとって必要条件であるものの、結果的な運用収益はこうした事前努力以外の要因に左右されるところ大である。ボーナス報酬を大きくすることが、過度のリスク・テークを促すこともありえる。こうした点からいえば、固定給と成功報酬（パフォーマンス評価）の組合せや、そのための短期評価と長期評価の組合せを要している。

また、その成果が運用環境に左右されることが多いのであれば、同業者との業績を引き比べるベンチマーキング¹⁷⁾と呼ばれる手法も有効になり、ベンチマーク対比の超過収益を基準に報酬金額を決定することが考えられる¹⁸⁾。超過収益の測定期間を短期と長期で組み合わせることで、過度にリスク・テークな行動を抑止しながら、インセンティブを付与することが可能になる。さらに、過度のリスク・テークを抑えて安定収益に主眼を置くのであれば、金銭報酬以外の動機付けも考慮に値する。たとえば、事前の情報収集に掛けた時間と内容を直接評価すること（プロセス評価）や、事前の目標設定と事後成果の齟齬に関する説明（コ

ミュニケーション評価）など、年金運用の性格を考えれば、運用の成果指標一本ではなく多面的に評価することもありえる。

いずれにしても、こうした報酬体系は年金基金の運用方針を反映したものであるべきであり、そのメッセージを運用担当者に明確に伝えることが重要になってくる。そのためにも、委託者側で受託者の目標管理を徹底することが必要になり、その目標の達成度合いやプロセス責任の貫徹度合いを評価できる専門知識が不可欠である。

以下では、基金内部や運用面のコントロールも含めて、良好なガバナンスが取引コストを軽減し、十分な積立水準を確保するものとして、この点に絞って検討していく。

Ⅳ 年金基金の資産・負債の実状とガバナンス

1 年金債務・資産の評価問題

まず年金財政と比較対比しながら、退職給付会計のあり方と積立不足について考えたい（以下は、表1を参照のこと）。これまで内外で、国際会計基準における年金債務の認識や評価、資産・債務の財務報告書での取扱い、そして確定給付型企業年金における費用項目の計上方法などが継続的に論議されてきた。このうち、年金債務については、貸借対照表において即時認識される方向にあり、期間損益についてもその費用項目は損益計算書上で分解表示される模様である。こうした取扱いは、年金基金のリスクを管理する際にも、また問題の所在を明示する意味でも重要である。費用項目の分解表示により、勤務費用などの人件費がよりの確に見積もられることになり、退職給付の労働生産性への効果が明確になる利点がある。

現在の代行割れ基金の続出をみると、年金規制とその緩和策の綻びも見取れる。その理由のひとつが、企業会計基準と比較すると、年金規制や企業内部の積立基準の甘さも指摘されるところである¹⁹⁾。とくに前者が、退職一時金も含めて退職給付を統一的に取り扱う点や、必要債務額や実際の積立額そして処理すべき各種費用を一括計上する点などに特徴がみられる。それは、上場企業の

表1 企業会計と積立基準の比較

比較項目	企業会計 退職給付会計	積立基準
目的	企業の財務状況の適宜、適切な開示による株主・投資家の保護（財務諸表の作成）	年金財政の健全性と安定性確保を通じた年金受給権の保護（掛金の算出）
債務評価方式 費用計算方法	発生給付評価方式に基づいた退職給付費用の算出（退職給付債務）	予想給付評価方式による掛金の算出（年金数理債務）
基礎率（割引率・予定利率）	割引率は期末時点の国債、政府機関債ないしはダブルA格以上の優良社債の利回りを基準とする	予定利率は一定率以上の制約のもとで、長期の期待運用収益率や掛金負担能力を加味して決定する
積立不足の処理	積立不足は全額引き当て	特例掛金で不足償却
資産評価方式	時価評価	時価評価、数理的評価、もしくは低価法（両者の低い評価値）
評価の担当	会計士監査	財政検証

出所）永森（2011），p.96の表を筆者が一部修正。

所有者である株主の目を最大限に意識して、フローの損益計算書とストックである貸借対照表の両面から、単年度の企業年金財務状況を詳らかにする目的をもつ。

ただ、こうした目的と手法が、企業年金の長期的な性格と合致しない面もあるため、更なる検討も要している。たとえば、目標となる運用収益率の低迷は、企業年金の積立不足を引き起こし、決算時には当該金額に見合う費用の処理から、業績の悪化に直結する。この金額が株主資本を上回れば、債務超過状況に陥りかねないのである。掛金の算出には期待運用収益率が用いられ、この数値をどのように設定するかによって掛金の高低が決まってくる。そこで、掛金を抑えたい母体企業側・基金側にとり、それを高目に設定しておきたい誘因が常に働く。このような基礎率設定の恣意性は、長期的な財務リスクを見えにくくする。現実の年金債務には長期性があり、短期的な変動を回避したいために、基礎率を選択すべきではない。このとき、企業会計上の基準値は基準値として、その目的に則した理解が必要になる。

2 積立水準に影響を及ぼす要因の整理

ここでは、退職給付データを活用して、積立不足が生じる諸要因について、基礎率の選択や会計基準の影響を中心に考察する。同時に、年金基金のガバナンスが、こうした積立不足に及ぼす影響を解析してみたい。

活用するデータは、日経退職給付・財務データであり、4240社を対象としている。財務データ以外に、退職給付債務・費用、積立比率等を抜粋したものである。対象期間は2008年4月期から2011年3月期の3年間である。積立比率については非継続基準を用いており、積立比率=年金資産/退職給付債務（PBO）となっている。この比率は、直近の3年間では、58.9%～65.8%～65.3%と推移している。逆に、退職給付引当金で手当てが済んでいない未償却割合（積立不足割合）は、23.9%～15.7%～16.2%となっている。こうしたデータの特性から、あくまでも企業会計の数値を用いた検証であり、年金財政を直接対象としたものではないことに注意を要する。これを前提として、年金資産の対退職給付債務（PBO）でみた積立比率の推移とそれに影響する要因を検証する。

分析手法としては、企業属性をコントロールした回帰分析ではなく、企業属性による積立水準の相違を明らかにする方法（プロビット分析）をとる。主な企業属性変数は、制度成熟度、基礎率の中の割引率、選択に裁量性がある期待運用収益（率）、未認識債務の対PBO比率であり、その他に退職給付債務に影響を及ぼす平均年齢、勤続年数や平均給与、企業規模の代理変数、負債資本金比率などの母体企業の財務状況を含めている。業種については、他の変数との相関性を考慮して除いている。年金基金等でのガバナンスの状況が指数化・指標化できれば望ましいものの、残念ながら

ら、財務データのために担当人材の専門性や権限の移譲度、組織の確立程度等を変数に含めることが難しい。そこでこのたびの分析では、厚生年金基金、確定給付企業年金、キャッシュ・バランス・プランそして確定拠出年金のみを対象として、該当する退職給付制度の導入数を代理変数とした。こうした複数の制度をもつ企業では、管理体制もしっかりしており、かつ専門的な人材も豊富であると考えられる。なお、データの特性から、厚生年金基金について、基金型か規約型かの区別はついていない。

企業会計上、退職給付債務はストック指標である。わが国の退職給付債務は、将来支給すべき年金と退職一時金を5年移動平均の割引率によって現在価値に引き戻した金額である。こうした債務と企業会計上の引当金は、以下のような関係にある。

<退職給付引当金 = 退職給付債務 - 年金資産 - 未認識債務>

一方、退職給付費用はフローの指標であり、次式で示される。このなかで、期待運用収益を高く設定することは、それだけ退職給付費用が減少し、企業利益が増加することになる。未認識債務の長期償却が認められれば、損益の平準化を図りながら、高い期待運用収益率の選択によって、単位となる会計年度の利益を高目に維持できるのである。そのために、果敢な投資行動が選択されることになり、ALMリスク管理が徹底していなければ、多大な運用リスクに晒されることになる。なお、未認識債務を即座に償却する場合には、期待運用収益の項目は消えることになる。

<退職給付費用 = 勤務費用 + 利息費用 - 期待運用収益 + 未認識債務の償却額>

<退職給付費用 = 勤務費用 + 利息費用 - 期待運用収益 + 未認識債務の償却額 (期待運用収益 - 運用収益) = 勤務費用 + 利息費用 - 運用収益>

年金財政の数値評価では、負債の現在価値評価と資産の運用利回りの両方に同じ予定利率を使っているのに対して、退職給付会計では負債の現在価値評価には割引率、資産の運用利回りには期待運用収益率を使用する。つまり、資産と負債で評

価に使う利率が異なる²⁰⁾。また、他の基礎率である割引率、死亡率、脱退率などは過去の実績に基づくものの、期待運用収益率の選択には裁量性があり、それは運用におけるリスク許容度(企業体力?)によっても左右されることになる。

最後に、未認識債務の把握方法とその償却について触れておきたい。わが国の会計上の扱いは、運用損益は直接、単年度の年金給付費用に反映されることなく、その多くは未認識債務に包摂されている²¹⁾。このとき、資産価値変動が大きいリスクな投資対象の損益は、費用に反映されることがないために、そのダウンサイド面が見過ごされてしまう問題点が指摘されている。つまり、こうした投資対象の運用収益のブレは未認識債務に反映され、一時点でのブレは大きくなるものの、長期に渡る損益償却が可能であれば、年々の退職給付費用のブレは小さくなり、企業利益へのマイナスの影響も過小評価されてしまうのである。

さらに、こうした会計上の取扱いのもとで、危険資産への傾斜を強めれば期待運用収益が高くなる一方で、運用収益のブレは大きくなる。こうしたリスクな投資対象へ偏向しても、未認識債務が大きく変動するだけで、依然として退職給付費用の変化は大きくない。それどころか、期待運用収益向上により、費用を抑え企業利益を高められる可能性さえある。こうしたことから、未認識債務の取扱いに関する会計上の緩衝措置が、年金基金のリスク実態を隠蔽してしまい、リスクな投資行動を誘引する側面があることになる。

それでは、こうした緩衝措置が年金資産運用上のリスクを高めるとして、企業年金のガバナンスがそれをどう抑止するかを検証してみたい。退職給付会計上の未認識債務には、投資損益も反映されている。また期待運用収益が高いことは、それだけ、危険資産の割合が高いことを意味する。こうしたことから、会計上の割引率を所与として、未認識債務が大きいことと、期待運用収益が高いことは、危険資産の割合が高いことと関連するはずである。そのため、こうした指標が高位な基金で、高い積立水準と短期的な低費用が両立していれば問題ないものの、低い積立水準と結果的な高

費用状況に陥っているのであれば、モラル・ハザードが顕在化していることになる。

つまり、前者の状況があれば、規制の緩和に伴う投資行動の自由度の高まりは、ガバナンス効果を通じて予期した良い結果を導いていることになる。しかし、後者の状況が生じているのであれば、規制緩和とともに、個別基金と母体企業への配慮を行い、また会計上で緩衝措置をとることが悪い結果となっているのである²²⁾。

3 分析の結果

前述したデータを分析した結果、いくつかの予期した結果が得られており、それは一部で仮説を支持するものである。まず、高い期待運用収益率の選択によって積立水準は短期間で向上しており、果敢な投資行動が傍証されている。同様に、期待運用収益率が3年平均でみて高ければ、それだけここ3年間の積立水準は改善していることがわかる(表2)。一方、割引率については、3年間に割引率が高目に移行すると、債務減少から積立水準が改善している(表3)。母体企業側の債務の水準をみると、その改善は財務体力の高まりから、

積立比率も改善の傾向をみせるものの、それは統計的に有意ではない(表4)。このため、母体企業の財務余裕度の改善が、積立比率の改善に直結することは検証されない。

なお、この3年間で積立比率が改善している割合は53.6%、そうでない企業の割合は46.4%である。両グループの属性については、表5を参照されたい。ほとんどの企業属性は、両企業グループで有意な相違がある。唯一、負債資本金比率のみは統計的に有意な差が認められない。また、統計的には有意な差が認められるものの、平均給与、従業員数(企業規模変数)そして割引率については、大差がないとの結果が出ている。

そこで、企業属性と財務変数の大きさをコントロールして、ガバナンス変数の影響を見たものが表6である。ガバナンスの代理変数とした退職制度採用数では、明らかに採用数が多い企業ほど、積立比率は高位を維持している。こうした結果を強固にするには、個別基金等のガバナンス状況を精査するとともに、定性的な指標を上手く分析に取り込む必要がある(なお、企業規模や格付けなどは、代理変数としては有効ではない)。それ以

表2 積立比率の改善要因(1)

従属変数は積立比率変化	標準化されていない係数		標準化係数	t 値	有意確率
	B	標準偏差誤差	β		
(定数)	.017	.006		2.738	.006
期待運用収益率の3年平均値	.009	.002	.089	3.964	.000

表3 積立比率の改善要因(2)

従属変数は積立比率変化	標準化されていない係数		標準化係数	t 値	有意確率
	B	標準偏差誤差	β		
(定数)	.036	.002		15.384	.000
割引率の変動	-.013	.004	-.067	-3.212	.001

表4 積立比率の改善要因(3)

従属変数は積立比率変化	標準化されていない係数		標準化係数	t 値	有意確率
	B	標準偏差誤差	β		
(定数)	.020	.002		8.715	.000
対資本金の負債減少割合	.009	.006	.026	1.410	.159

表5 積立比率に関するふたつのグループの属性比較 (1=改善, 0=それ以外)

		Levene検定		2つの母平均の差の検定		
		F 値	有意確率	t 値	自由度	有意確率 (両側)
平均年齢	等分散を仮定する。	98.498	.000	-8.395	2853	.000
	等分散を仮定しない。			-8.222	2416.238	.000
勤続年数	等分散を仮定する。	161.683	.000	-19.602	2853	.000
	等分散を仮定しない。			-19.264	2493.611	.000
ln平均給与	等分散を仮定する。	1.600	.206	-14.809	2853	.000
	等分散を仮定しない。			-14.755	2746.714	.000
負債資本金率	等分散を仮定する。	.494	.482	-.616	2866	.538
	等分散を仮定しない。			-.632	2735.438	.527
成熟度	等分散を仮定する。	45.424	.000	5.230	2869	.000
	等分散を仮定しない。			4.868	1340.888	.000
割引率	等分散を仮定する。	.766	.382	-5.509	2203	.000
	等分散を仮定しない。			-5.476	1622.791	.000
ln売上高	等分散を仮定する。	9.159	.002	-19.709	2867	.000
	等分散を仮定しない。			-19.791	2845.465	.000
ln従業員数	等分散を仮定する。	.824	.364	-18.101	2853	.000
	等分散を仮定しない。			-18.115	2800.946	.000
ln資本金	等分散を仮定する。	36.016	.000	-21.104	2867	.000
	等分散を仮定しない。			-21.347	2866.571	.000
平均収益率	等分散を仮定する。	10.043	.002	-4.702	1871	.000
	等分散を仮定しない。			-5.231	1133.671	.000
制度数	等分散を仮定する。	2.982	.084	-16.791	2869	.000
	等分散を仮定しない。			-16.865	2849.052	.000
未認識債務比率	等分散を仮定する。	76.972	.000	-24.916	2868	.000
	等分散を仮定しない。			-25.150	2867.323	.000

表6 ガバナンスの積立比率への影響

説明変数		推定値	標準誤差	Z値	有意確率	95% 信頼区間	
						下限	上限
PROBIT	平均年齢	-.030	.010	-3.020	.003	-.049	-.010
	ln平均給与	.506	.141	3.584	.000	.229	.783
	成熟度	-.444	.288	-1.539	.124	-1.009	.122
	平均収益率	-.023	.026	-.898	.369	-.073	.027
	未認識債務比率	1.993	.324	6.151	.000	1.358	2.628
	制度数	.121	.036	3.317	.001	.049	.192
	定数項	-6.939	2.114	-3.283	.001	-9.052	-4.825

外に、個別企業属性の影響については、平均年齢が高い会社ほど積立比率が低くなる傾向があり、また成熟度は予期した通りマイナスの影響を及ぼしている。平均給与水準が高い会社では、積立比率が平均的に高い。一方、財務変数では、期待運

用収益率は予期した結果ではないものの、未認識債務(対PBO比率)については予期した結果が得られている²³⁾。

このようにして、未認識債務が高くとも、ガバナンス指標である制度採用数が積立比率にプラス

の影響を及ぼしており、ガバナンスが有効に機能していることが確認された。しかしながら、期待運用収益率の影響は予想と反している。そのために、不十分な検証結果であることは否めない。データを精査するとともに、実証のモデルを工夫することで更なる検証を試みたい。

V 考察の纏めと課題;ガバナンス不全を越えて

これまで論述したように、年金基金には財務面と資産運用面の両者にリスクが存在し、そのリスクを上手く管理して、制御しながら約束された年金給付を確実なものとする必要がある。前者のリスクを軽減すべく、積立基準が規定されているものの、十分な機能を果たしてきたとは言い難い。財務健全性を維持するために予定利率を引き下げることになれば、それは掛金の引上げとなって、加入従業員がリスク負担することになる。一方、一時的な追加拠出が必要になると、それは利潤の掃出しの形で、母体企業（株主）がリスク負担することになる。厳しい要件が課されているものの、給付減額ともなれば、現在と将来の受給者がリスクを負担することになる。年金基金の解散や制度終了も同様な事態である。

こうした観点からすれば、リスクの管理体制を指標化するか、もしくは年金給付の支払い能力を示す指標、早期警戒措置のための指標を導入することが望ましい。こうした財務指標により、労使が年金基金財政を自己評価できることが大切である。企業年金を如何様に理解しようと、加入者・受給権者が最大の利害関係者、かつ損益の帰属先であることは間違いないのである。併せて、個別基金に則したリスク管理体制の整備を促すことが緊急の課題である。それには、運用担当者をはじめとした受託者の説明責任について、プロセス責任を明確にするような行政側の指導が望ましい。こうした取組みは、母体企業・事業主の問題先送り体質やリスク認識の欠如を是正することにもなる。

雇用環境や運用環境の変化にあつては、今まで以上に個別企業の実情に即した給付設計、運用体

力と能力に即した資産運用が必要になる。そのために、一律の規制は余剰であったり、制度発展の阻害要因にもなりかねない。規制の範囲を一定程度に留め、自己規律や自己規制が作用しやすい環境を作ることが、遠回りであっても、年金財務健全化と受給権保護の強化に役立つと考えられる。とくに、一定条件下では企業年金を通じて労使共同の利得を実現できるのであり、自治の有効性は高いはずである。このたびの実証分析でも、母体企業によるガバナンスの重要性は指摘できた。今後は、年金基金自体のガバナンスの影響も検証して、より実状に即したガバナンスのあり方を提唱したい。

*本稿の作成段階で、今回の編集担当者である山本克也氏から貴重なご示唆ご助言を頂戴しました。記して感謝いたします。

注

- 1) 三輪 (2013), p.22.
- 2) 浅野 (2004), pp.17-18.
- 3) なお、わが国の特殊な事情として、受給権規定に関する問題がある。欧米の確定給付型プランであれば、受給資格要件を満たせば、過去の勤務期間に見合う受給権が保証されるのが一般的である。こうした仕組みは、加入従業員の権利性を重視し、一定の勤務ないし勤続により受給権が確定することを意味する。わが国ではクリフ・ベスティング方式が通例で、退職時点か支給開始年齢に到達した時点でのみ受給権が確定することが多い。こうした要件を満たしても、懲戒解雇による受給権の剥奪や、年金待機者・退職者に対する給付減額も、条件付きながら容認されている。こうした状況にあることは、企業年金の権利性や制度自体の準公共性を損なうばかりでなく、公的年金を補完する機能を欠かさせることになる。
- 4) なお、こうした事業主や理事にも広義の受託者責任が指摘されることがある。岡本 (2006), p.55.
- 5) 岡本 (2006), p.51.なお、年金基金のスキーム図については、つぎのアドレスを参照されたい。
<http://www.mhlw.go.jp/topics/0102/tp0208-1a.html>
- 6) 石垣 (2008), p.21によれば、資産管理機関などに対しては、各業法において義務違反に対する罰則規定がある。
- 7) 坪野 (2002), p.84.
- 8) 井出・飛田 (2006), pp.120-123.
- 9) この際には、利益相反の禁止規定により、取引

- 先金融機関等との恣意的な委託契約によって、加入従業員の利益が損なわれないように努めることも求められる。なお、受託者責任には、善管注意義務や忠実義務そして利益相反禁止などが含まれるが、詳細は別稿に譲る。
- 10) 岡本 (2006), p.56.
- 11) ただし、専門性の確保を考えれば、代議員や理事を労使同数とすることには疑問がもたれている。
- 12) 年金基金の理事長や理事の自己利益や自己保身を目的とした行動が問題となるケースは多い。母体企業の監視の目が届かないのであれば、賄賂授受などの問題行為の後に、事後的に摘発するしか方途がない。理事長の任期制導入や理事候補者の人材市場整備により、適格者を選任することを検討すべきであろう。
- 13) なお、規約型については、年金委員会などの統治・監視機関の設置義務化などが考えられる。土浪 (2006) によれば、米国ではわが国の基金に相当する独立の法人はなく、単独事業主制度では事業主自身が企業年金を運営し、また自家運用や自社株投資も含めて、年金資産の運用は原則自由である。一方で、加入者・受給権者に訴権を付与して、監督官庁とともに「監視」する体制になっている。このため、母体企業・株主と加入者・受給権者の利害対立が先鋭化する。たとえば、敵対的買収の標的となった企業の事業主が、自己保身のために、年金資産を買収防衛策に活用する事態が起こりうる。一方、受益者による訴権については、加入者自らによる監視機能に繋がるものの、その事前抑止機能には限界がある。また、株主代表訴訟と同様に、無益な裁判で業務が停滞すると、受益者に損失が生じる可能性も捨てきれない。
- 14) 現役の加入従業員とOB・OGの年金受給者の間では、企業の存続などについて利害対立はありうるものの、ここではそれは無視する。
- 15) 坪野 (2002), pp.70-77に、継続基準と非継続基準による財政検証が詳述されている。
- 16) 坪野 (2002), p.84.
- 17) クレプス (2009), pp.147-148.
- 18) 小田 (2006), p.61.
- 19) 永森 (2011), p.96.
- 20) 岡本 (2006), p.80.
- 21) 浅野 (2003), pp.17-18.なお、以下の分析では、こうした数値の金利等による調整は行っていない。
- 22) このときには、再規制か、もしくは自己規律を高めるようなガバナンスの強化、受託者責任の徹底、権限と責任の明分化そして外部専門家による支援などが不可避といえる。なお、一定程度、規制を強化する場合には、年金基金の監視指標として積立水準が望ましいのか、より直接的にポートフォリオに影響を及ぼす支払い能力指標が望ましいのかも、検討を要している。
- 23) 未認識債務比率は各年度の期待運用収益率、3年間の平均収益率、(平均) 割引率との差額ともに1%水準で有意な正相関にある一方、成熟度とは1%水準で負の相関関係にある。こうしたことから、米国の実証研究で暗示されるようなモラル・ハザードは顕著でないと考えられる。それには、支払い保証制度の有無が影響している可能性がある。これに対して退職給付の制度数は、期待運用収益率と5%水準で正の相関関係にあるものの、成熟度とは統計的に有意な関係にない。また、企業規模を示す各種の指標と、いずれも1%で統計的に有意な正の相関関係にある。ただし、退職給付の制度数グループ別に、平均値を比較しても、積立比率と成熟度以外は統計的に有意な差は検証されなかった。

(Appendix)

本論のプロビット分析とは別に、企業年金の種別に積立水準に関する単純な回帰分析も行った。各制度の積立比率を従属変数としているものの、それは「当該

確定給付 企業年金	度数	最小値	最大値	平均値		標準偏差
	統計量	統計量	統計量	統計量	標準誤差	統計量
積立比率	1498	.00	2.29	.6183	.00636	.24626
平均年齢	1495	28.40	56.00	40.1899	.07972	3.08247
勤続年数	1495	1	28	15.14	.098	3.801
ln平均給与	1495	14.82	16.48	15.5988	.00560	.21635
成熟度	1498	-.143	1.381	.05881	.001412	.054655
割引率	1395	.50	10.00	2.1034	.02022	.75527
運用収益率	1325	-3.30	9.00	2.2801	.03175	1.15590
ln売上高	1498	7.03	16.77	11.1570	.04053	1.56868
ln従業員数	1495	.69	11.14	6.5834	.03458	1.33721
ln資本金	1497	4.50	14.60	8.8127	.03903	1.51000

単独基金	度数	最小値	最大値	平均値		標準偏差
	統計量	統計量	統計量	統計量	標準誤差	統計量
積立比率	93	.00	1.20	.5338	.02665	.25699
平均年齢	93	29.20	56.0	39.9921	.13360	3.33547
勤続年数	93	3.70	23.60	15.0645	.45754	4.41235
ln平均給与	93	14.76	16.14	15.6728	.02348	.22647
成熟度	94	.00	.821	.06350	.010318	.100041
割引率	87	.90	6.20	2.0687	.05776	.53871
運用収益率	84	.28	8.80	2.5288	.13018	1.19313
ln売上高	94	7.70	16.15	12.1314	.19658	1.90590
ln従業員数	93	1.39	10.51	7.0224	.18359	1.77052
ln資本金	94	5.34	13.76	9.8144	.19020	1.84410

総合型基金	度数	最小値	最大値	平均値		標準偏差
	統計量	統計量	統計量	統計量	標準誤差	統計量
積立比率	700	.00	1.51	.4288	.01271	.33623
平均年齢	696	29.10	56.00	39.9216	.12560	3.31357
勤続年数	696	1.50	28.00	13.4283	.17087	4.50779
ln平均給与	696	14.79	16.48	15.5476	.00837	.22084
成熟度	700	-.143	26.500	.18447	.044206	1.169574
割引率	530	.40	10.40	2.0737	.04063	.93540
運用収益率	417	-3.30	8.50	2.1611	.06309	1.28839
ln売上高	700	5.95	16.08	10.3926	.05711	1.51097
ln従業員数	696	.69	10.55	5.8481	.05219	1.37697
ln資本金	699	4.50	13.40	8.0303	.05053	1.33599

説明変数	確定給付企業年金	厚生年金基金 (単独・連合型)	厚生年金基金 (総合型)
定数項	-1.304 (2.642)	-0.780 (0.845)	-1.038 (1.100)
業種ダミー	-0.031 (3.968)	0.000 (0.103)	0.005 (0.376)
平均年齢	-0.010 (3.606)	-0.009 (1.464)	-0.008 (1.479)
勤続年数	-0.007 (2.902)	0.002 (0.507)	-0.001 (0.330)
平均給与	0.166 (5.122)	0.103 (1.658)	0.121 (1.903)
従業員数	-0.001 (0.123)	0.010 (0.812)	0.016 (1.422)
成熟度	-1.391 (5.721)	-0.006 (2.240)	-0.758 (2.810)
運用収益率	0.007 (1.217)	0.002 (0.205)	-0.001 (0.067)
Adj R2	0.072	0.024	0.030
D.W.	1.963	1.914	1.979
F Value	15.652	0.314	2.840

* 従属変数は積立比率, カッコ内はt値

制度を有している企業の積立比率」を意味しているにすぎない。業種ダミーは、製造業を1、サービス業を2、金融・保険業を3、その他を4としている。

参考文献

- 浅野幸弘 (2012) 「AIJ問題とガバナンス」『証券アナリストジャーナル』 Vol.50 No.6
 ——— (2004) 「年金と企業価値」『証券アナリストジャーナル』 Vol.42 No.5
 ——— (2003) 「積立不足の原因と問題」『証券アナリストジャーナル』 Vol.41 No.3
 行澤一人 (1999) 「第4章 投資家保護と法的問題点」
 蠟山昌一『投資信託と資産運用』日本経済新聞社
 石垣修一 (2008) 『企業年金運営のためのエリサ法ガイド』中央経済社
 井出正介・飛田公治監修・大和総研編 (2006) 『企業経営と年金マネジメント』東洋経済新報社
 伊藤秀史・小佐野広 (2003) 『インセンティブ設計の経済学』勁草書房
 上野雄史 (2008) 『退職給付制度再編における企業行動』中央経済社
 浦田健一郎 (2006) 「企業年金における受託者責任とガバナンスの現状と課題」『証券アナリストジャーナル』 Vol.44 No.4
 岡本卓万 (2006) 『企業年金のリスク管理術』中央経済社
 小田一博 (2006) 「年金資産運用のガバナンスとリスク管理」『証券アナリストジャーナル』 Vol.44 No.4
 後藤知弘 (2013) 「特集退職給付制度の経営課題 財務数値に対する監督態勢の構築」『企業会計』 Vol.65 No.3
 坪野剛司編著 (2002) 『総解説 新企業年金一制度 選択と移行の実際』日本経済新聞社
 土浪修 (2006) 「米国の企業年金における独立受託者」『証券アナリストジャーナル』 Vol.44 No.4
 永森秀和 (2011) 『企業年金再生』日本経済新聞出版社
 日本年金学会編 (2002) 『持続可能な公的年金・企業年金』ぎょうせい
 日本年金学会編 (2013) 『日本年金学会誌』第32号
 三輪登信 (2013) 「特集退職給付制度の経営課題 企業経営における退職給付制度の課題」『企業会計』 Vol.65 No.3
 柳川範之 (2006) 『法と企業行動の経済分析』日本経済新聞出版社
 D.M.クレプス (中泉真樹・尾近裕幸・熊本尚雄・林行成・細谷圭・増原宏明共訳) (2009) 『MBAのためのミクロ経済学入門Ⅱ』東洋経済新報社
 O.ハート (鳥居昭夫訳) (2010) 『企業・契約・金融構造』慶應義塾大学出版会
 Y.バーゼル (丹沢安治訳) (2003) 『財産権・所有権の経済分析』白桃書房
 OECD (船後正道監修・厚生年金基金連合会訳) (1997) 『企業年金改革—公私の役割分担をめぐって—』東洋経済新報社
 L.Werin & H.Wijkander, eds. (1992), *Contract Economics*, Basil Blackwell
 O.S.Mitchell & S.J.Schieber, eds. (2004), *Living with Defined Contribution Pensions*, Univ. of Pennsylvania Press
 (いしだ・しげのり 山口大学教授)