

# 企業年金ガバナンスと 経済学の接点

---

2012年10月20日

住友生命保険相互会社

丸山高行

# 本日の発表要旨

---

- 1．企業年金ガバナンスの定義と企業年金ガバナンスが注目される背景を確認する。
- 2．企業年金ガバナンスの強度を計測する方法を提示し、企業年金の特性との因果関係を分析する。
- 3．企業年金ガバナンスの構造にフィットするモデルの一例を紹介する。
- 4．上記モデルを用いて、企業価値を最大化する企業年金のガバナンス強度の導出を試みる。

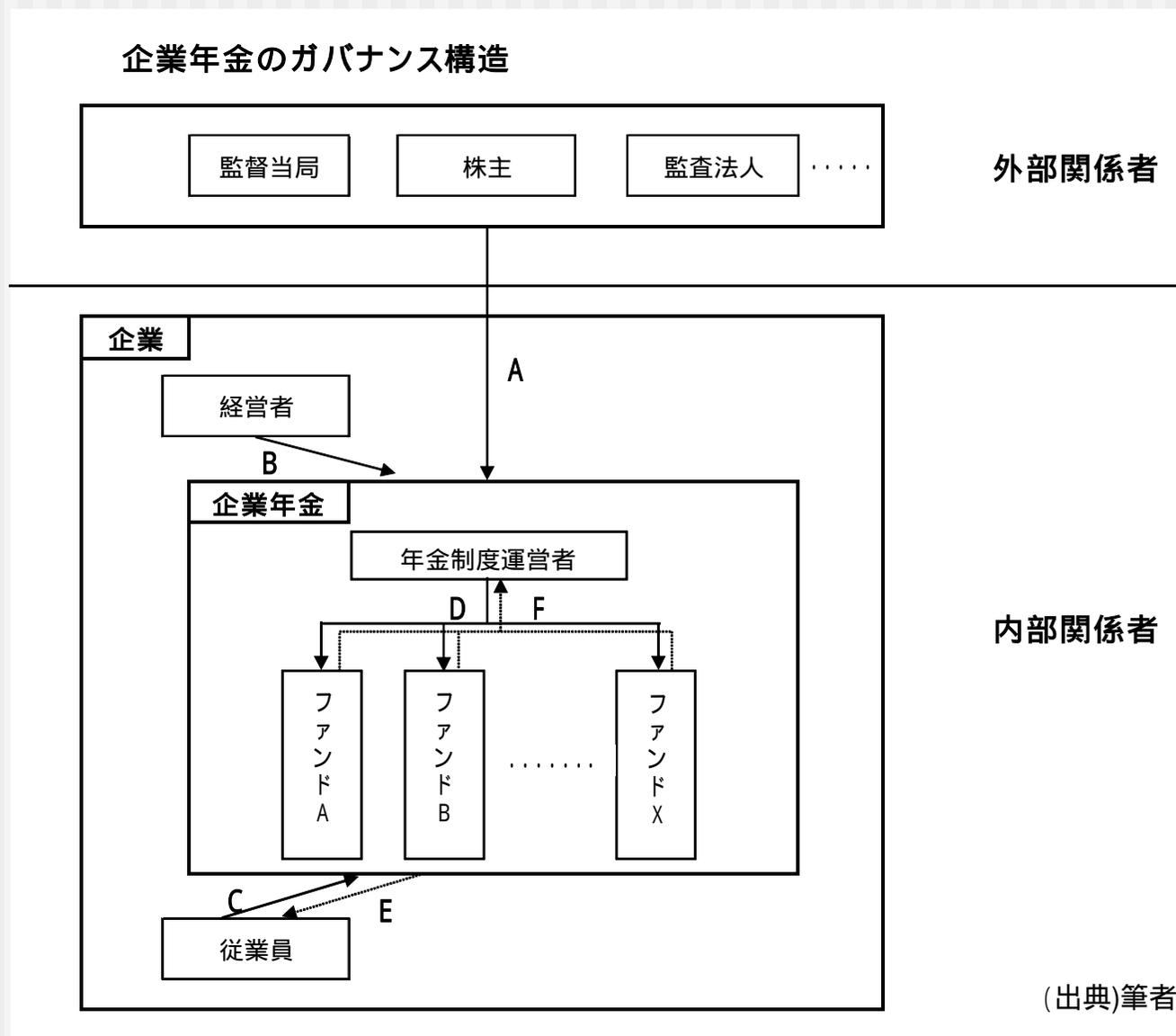
## 企業年金ガバナンスとは何か

---

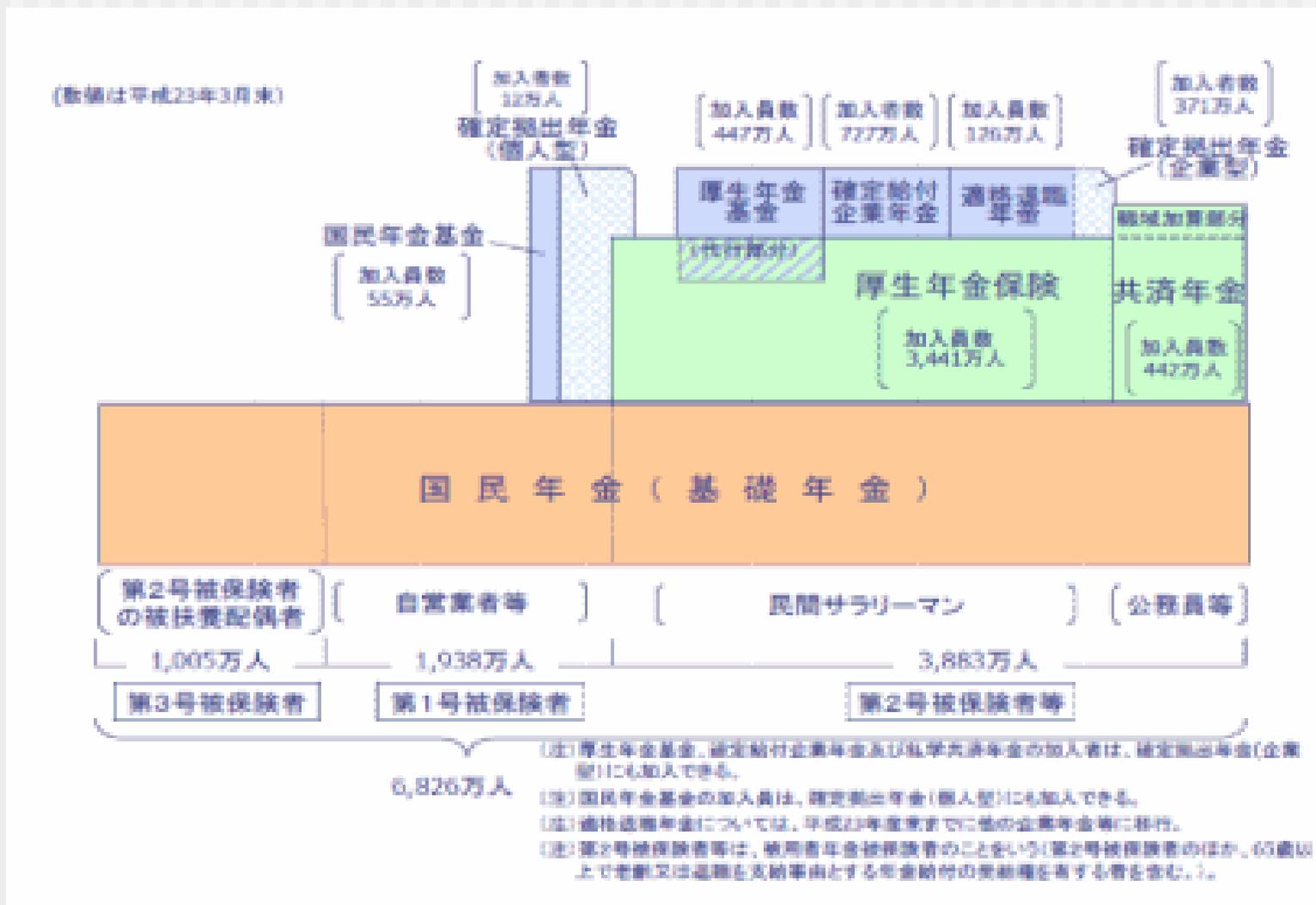
企業年金ガバナンスとは、「年金ファンドの所有者である加入者や受給権者に対して、年金給付が約束どおり履行されるように、年金ファンドを管理・運営するメカニズム(仕組み)」である。

企業年金ガバナンスの構造は、コーポレート・ガバナンスの一環として行われるガバナンス、企業年金を対象とする母体企業の内部統制、従業員が自らの受給権保護のために行うガバナンス、年金制度運営者が受託者責任を果たすために行うガバナンスに分解できる。

# 企業年金のガバナンス構造

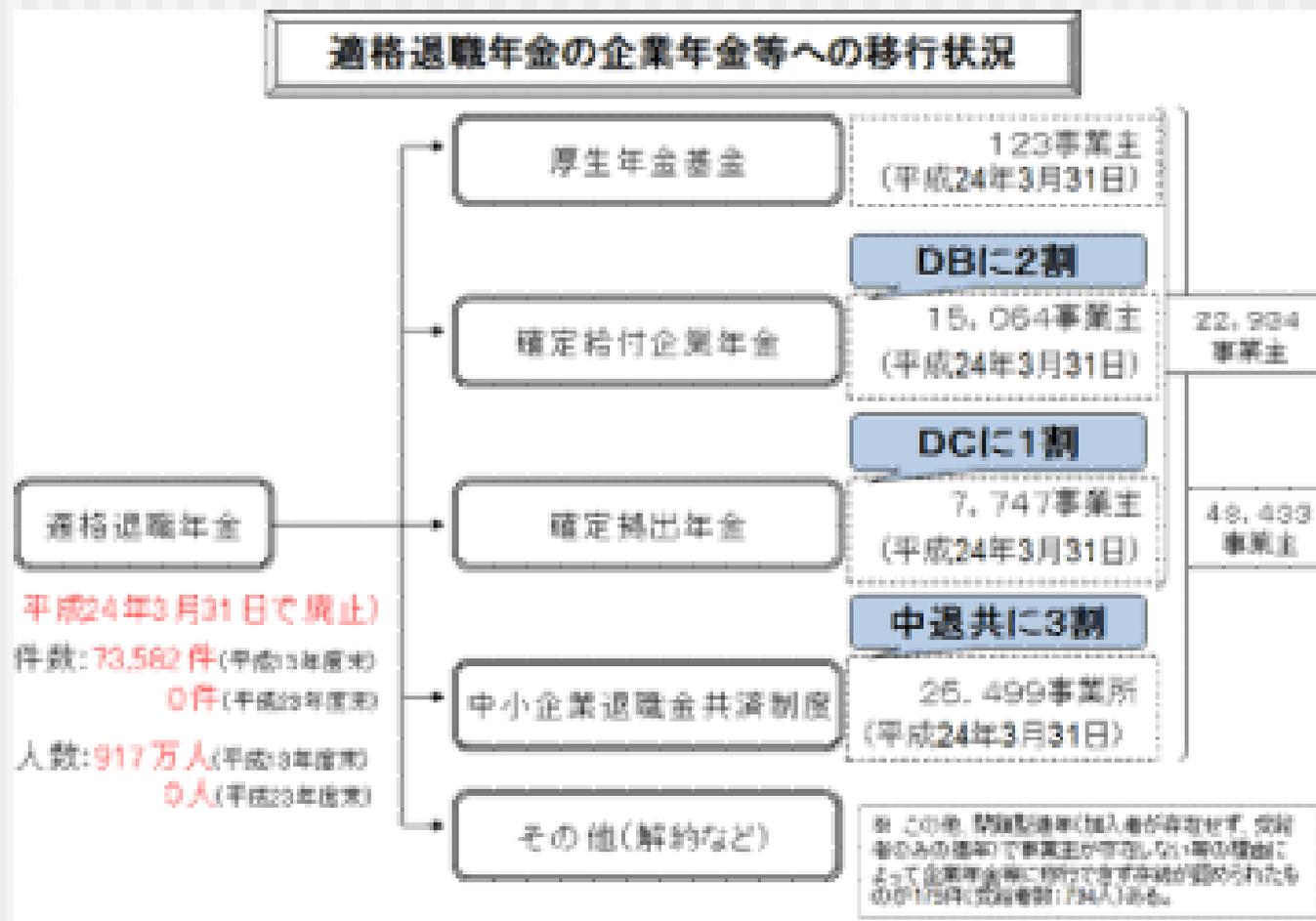


# わが国年金制度の体系図



(出典)厚生労働省資料。

# 適格退職年金制度の移行状況



<注1> 適格退職年金から確定給付企業年金への移行数は、新規設立と同時又は既存の確定給付企業年金に適格退職年金から権利義務承継若しくは資産移換を行っている確定給付企業年金の数である。

<注2> 適格退職年金から確定拠出年金及び中小企業退職金共済制度への移行数は、適格退職年金契約の全部又は一部を解除することにより、資産移換を行っている実施事業主数である。

<注3> 複数制度への移行はそれぞれの制度に計上。

(出典)厚生労働省資料。

# 各種企業年金の導入状況

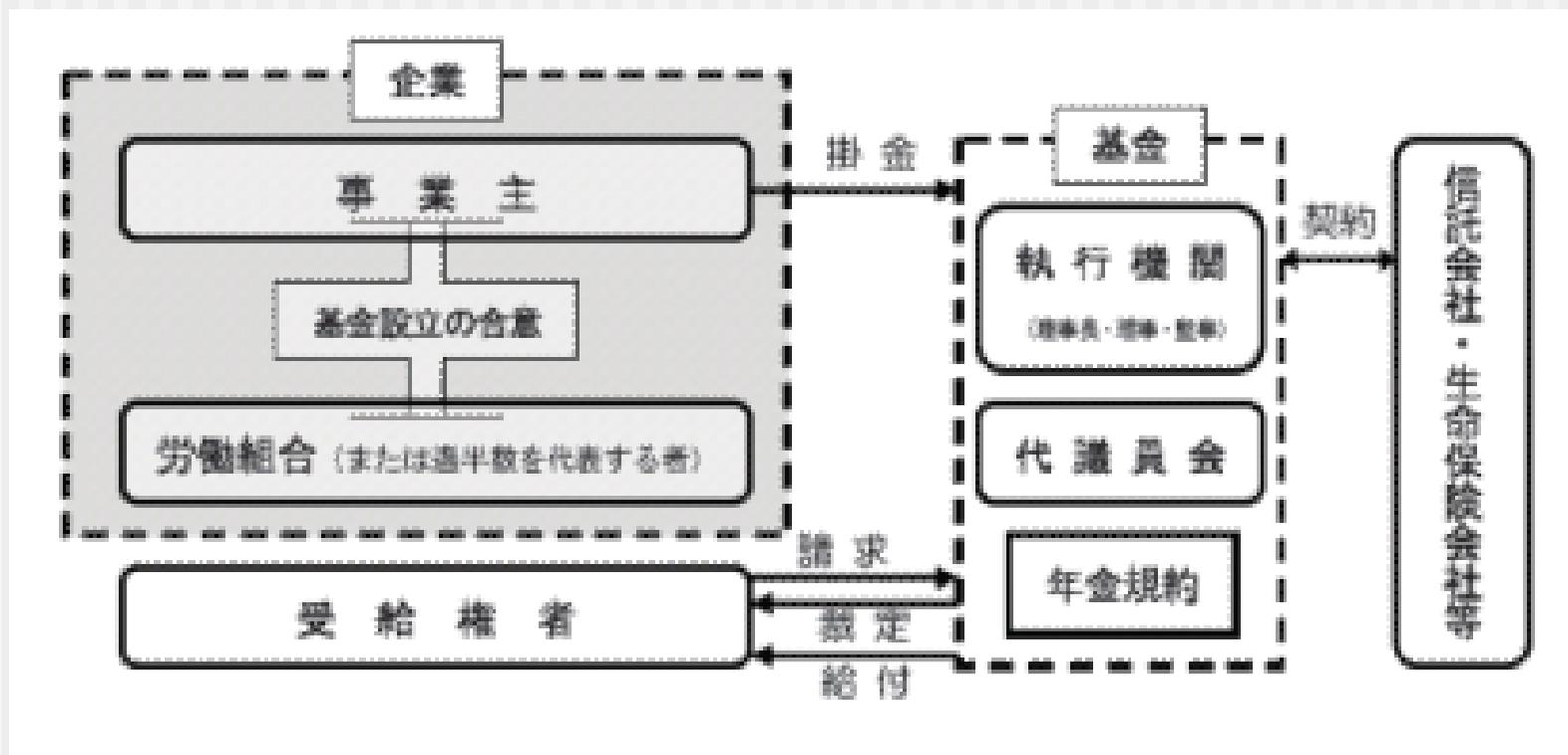
(単位：%)

	全企業	退職給付(一時金・年金)制度がある企業	退職年金制度がある企業						
				厚生年金基金	確定給付企業年金	確定拠出年金(企業型)	適格退職年金	企業独自の年金	
計	100	83.9	[44.7]	100	35.9	11.7	15.9	49.5	2.1
1,000人以上	100	95.2	[80.7]	100	12.7	45.2	35.0	34.1	4.5
300~999人	100	92.2	[69.3]	100	27.2	22.4	20.3	54.9	1.8
100~299人	100	88.0	[58.9]	100	31.8	12.1	17.6	57.9	1.4
30~99人	100	81.7	[37.0]	100	41.1	7.4	13.0	45.7	2.4
平成元年	100	88.9	[50.7]	-	-	-	-	-	-
平成5年	100	92.0	[53.0]	-	-	-	-	-	-
平成9年	100	88.9	[52.5]	100	43.8	-	-	74.9	6.0
平成15年	100	86.7	[53.5]	100	46.5	0.0	1.8	65.8	2.7
平成20年	100	85.3	[46.9]	100	35.6	12.9	15.8	50.1	2.2

(注)[ ]内の数値は、退職給付(一時金・年金)制度がある企業のうち、退職年金制度がある企業数の割合。

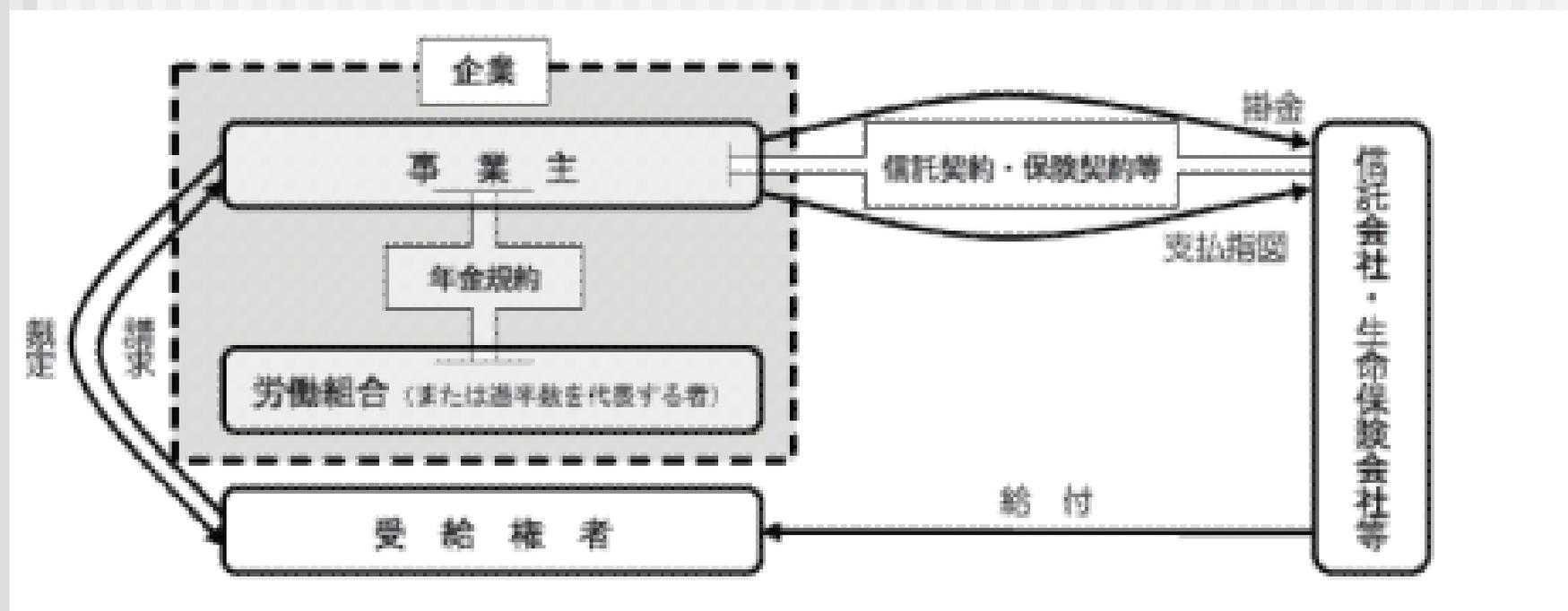
(出典)厚生労働省「平成20年就労条件総合調査」。

# 基金型DBの仕組み



(出典)厚生労働省資料。

# 規約型DBの仕組み



(出典)厚生労働省資料。

# 企業年金ガバナンスと受託者責任の関係

## 確定給付企業年金の運営主体に課される受託者責任の概要

	基金型	規約型
運営主体	企業年金基金	事業主
義務を負う者	基金の理事	事業主
義務の相手方	基金	加入者等
義務の内容	善管注意義務 (民法の類推適用)	同左
	忠実義務 (DB法70条)	同左 (DB法69条)
対象業務	限定なし	限定なし
義務違反の責任	資産運用につき連帯責任 (DB法70条3項)	規定なし

(出典)筆者作成。

# 企業年金ガバナンスが注目される背景

---

1. 国際会計基準 (IFRS) の本格的導入
2. 年金運用パフォーマンスの悪化・不安定化
3. 母体企業のコーポレート・ガバナンス意識の高まり
4. 年金制度のバリエーションの増加
5. 企業年金ガバナンスの強化を要する事例の発生
6. 監督当局による企業年金監査の実施

# 企業年金ガバナンスに関する問題意識

## < 経済学の視点からの問題意識 >

企業年金ガバナンス強化の必要性が叫ばれているが、そもそも、企業年金ガバナンスの強度(相対的強度)を計測する方法はないか。

計測された強度と、企業ないし企業年金の特性との間にどのような因果関係があるか。

たとえば企業価値を最大化するという観点から、最適な企業年金ガバナンスの強度が求められないか。

- Gompers, P. A., Ishii, J. L., Metrick, A., "Corporate Governance and equity Prices", *Quarterly Journal of Economics* 118, 2003. ほか

# 企業年金ガバナンス強度の計測の試み

---

< 企業年金ガバナンスに関するアンケート調査の実施 >

調査対象：全国の確定給付企業年金（基金型、規約型）  
および厚生年金基金

調査団体数：約400

調査期間：2012年7月～10月

回答方法：無記名方式

アンケート調査票：別紙

# ガバナンス強度のインデックス化

---

次の8項目について、アンケートの回答内容に応じて加点。

配点は各項目3点とし、満点は24点。

各項目内の配点は、項目単位で3点となるように調整。

制度運営

運用受託機関選定

厚生労働省ガイドライン対応

運用の基本方針

政策アセットミックス

年金ALM

リスク管理

運用委員会

# ガバナンス強度と企業年金の特性との因果関係

ガバナンス強度は、企業年金のどのような特性に影響を受けるか。

## 企業年金の形態

- ・確定給付企業年金(基金型)
- ・確定給付企業年金(規約型)
- ・厚生年金基金

## 企業年金の規模

- ・資産額、人数規模
- ・責任準備金、数理債務、PBO
- ・企業年金のサープラスないし積立比率

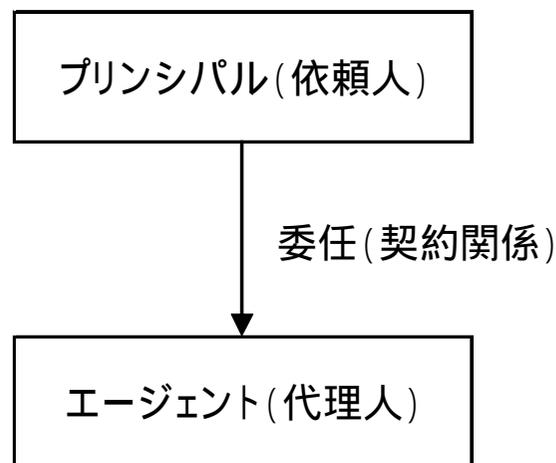
## 運用リスク

- ・運用ポートフォリオの標準偏差
- ・VaR (Value at Risk) 等の最大損失額
- ・オルタナティブ投資割合

# プリンシパル = エージェント理論とは

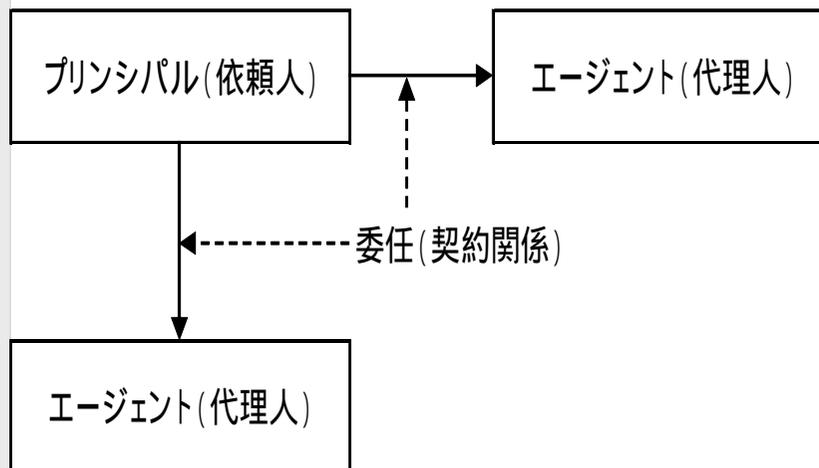
プリンシパル = エージェント理論 (略してエージェンシー理論) とは、主たる行為主体 (プリンシパルという) と、その主たる行為主体のために活動する代理人 (エージェントという) の間の関係 (厳密には契約関係) から、様々な経済現象や政治現象を解き明かそうという考え方である。

## エージェンシー理論の基本構造

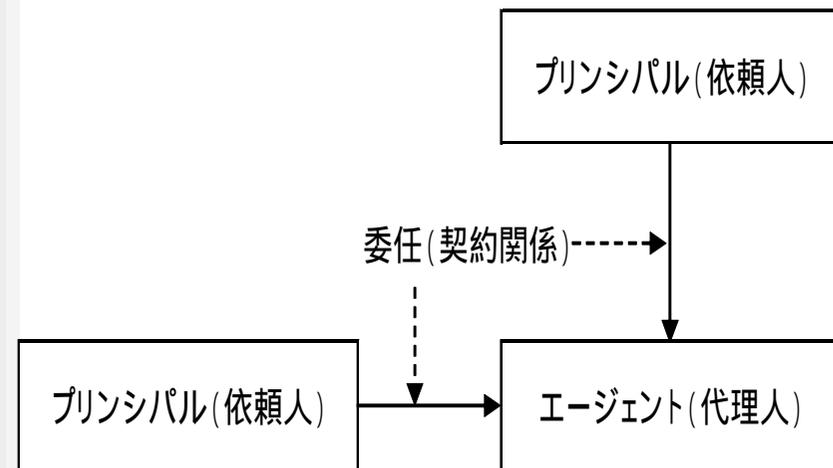


# エージェント理論の基本モデル

複数エージェント・モデル

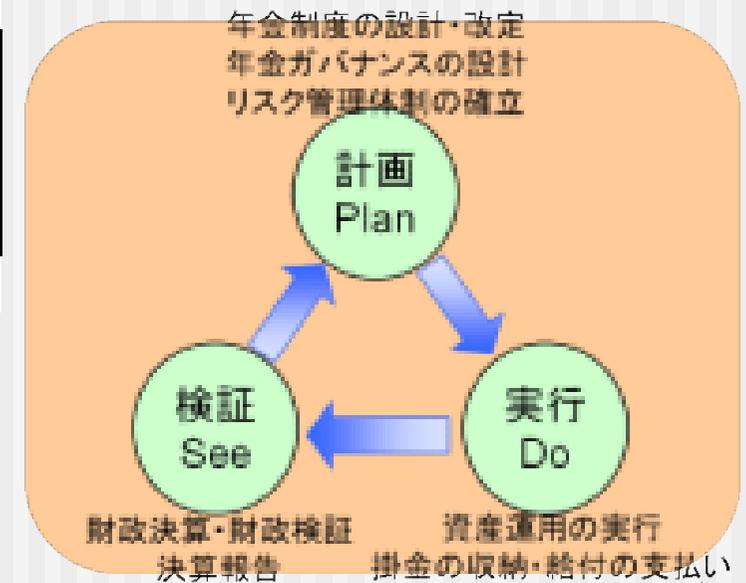
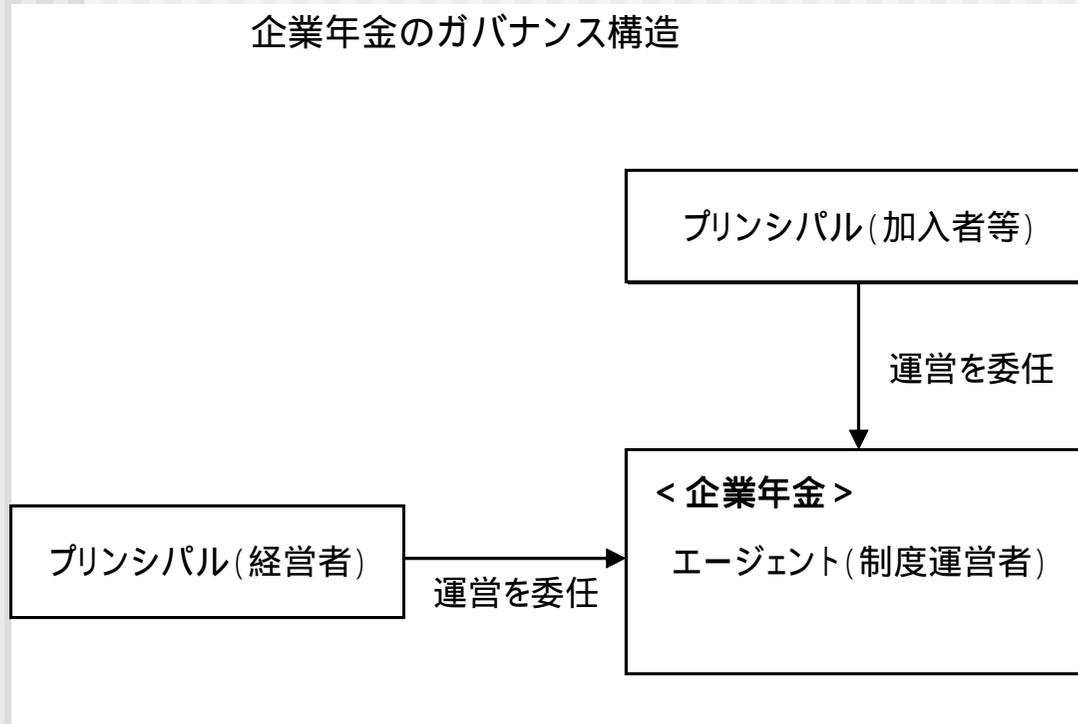


コモン・エージェント・モデル



# 企業年金のガバナンス構造

企業年金のガバナンス構造



(出典)筆者作成。

# 企業年金ガバナンスの実効性を高めるためのポイント

---

エージェントの活動の監視

エージェントに対するインセンティブの付与

、に伴うエージェンシー・コストの削減

インセンティブとは…

- ・「動機」のほか、「刺激」、「誘因」、「報奨金」といった訳語が使われる。
- ・「エージェントにやる気を起こさせるもの」、「エージェントに飴と鞭を与えて、プリンシパルが望む行動へと駆り立てるもの」ということ。
- ・エージェンシー理論が扱う問題においては、このインセンティブをどのように設計するかが最も重要な課題となる。

# 年金運用と企業価値 (MM理論の応用)

(a) 年金なし

事業用資産 A	借入れ D
	資本 E

(b) 債券で運用

年金資産 債券 B	年金債務 L
事業用資産 A	借入れ D
	資本 E

(c) 株式で運用

年金資産 株式 S	年金債務 L
事業用資産 A	借入れ D
	資本 E

(出典)筆者作成。

# 年金運用と企業価値(インプリケーション)

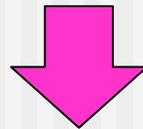
---

倒産の可能性を考慮した場合 株式100%

- Shape, W.F., "Corporate Pension Funding Policy", *Journal of Financial Economics*, June 1976. ほか

税金の効果を考慮した場合 債券100%

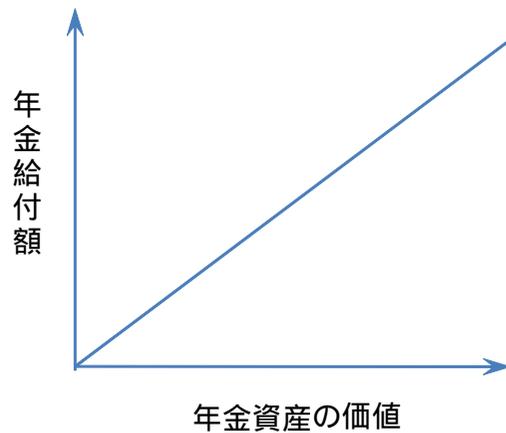
- Black, F., "The Tax Consequences of Long-Run Pension Policy", *Financial Analysts Journal*, July/August 1980. ほか



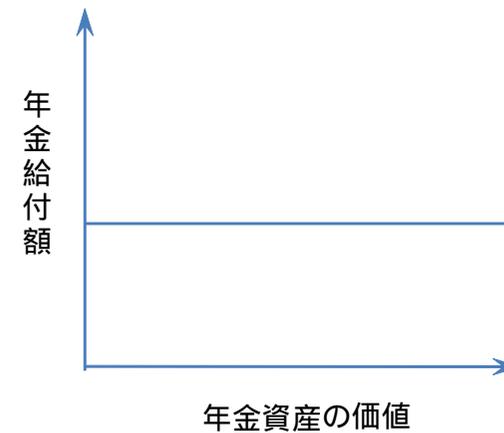
分散投資を肯定する根拠は何か。  
特に、企業年金で株式投資を行う根拠はあるか。

# 加入者・受給権者が保有するオプション価値

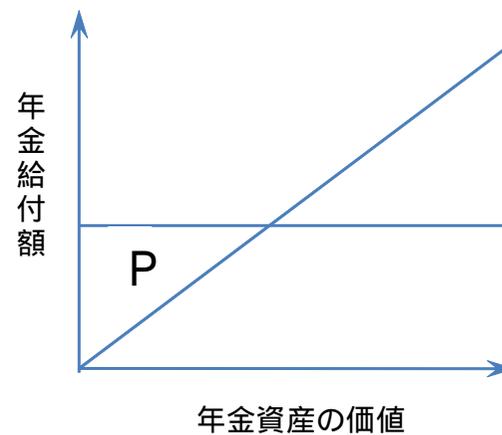
(a) 確定拠出年金



(b) 確定給付企業年金

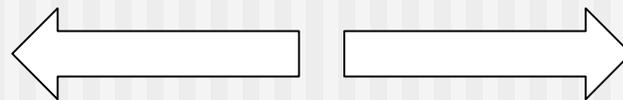
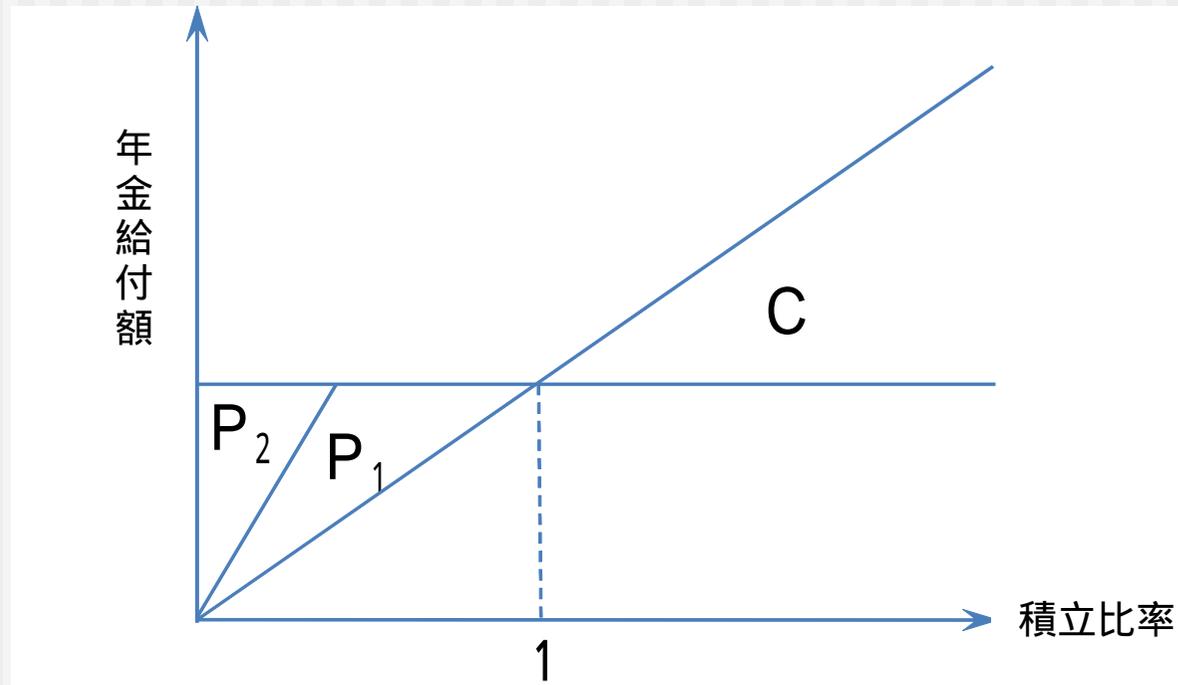


(c) 加入者・受給権者が保有するプットオプション



(出典)筆者作成。

# 企業年金が内包するオプション構造



企業経営者のインセンティブ

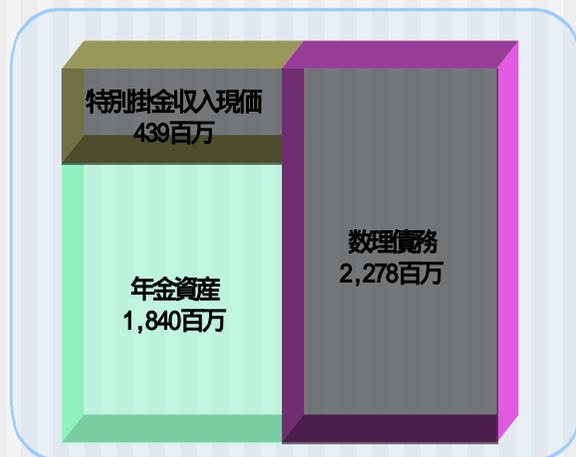
加入者・受給権者のインセンティブ

**積立水準のシグナリング効果**

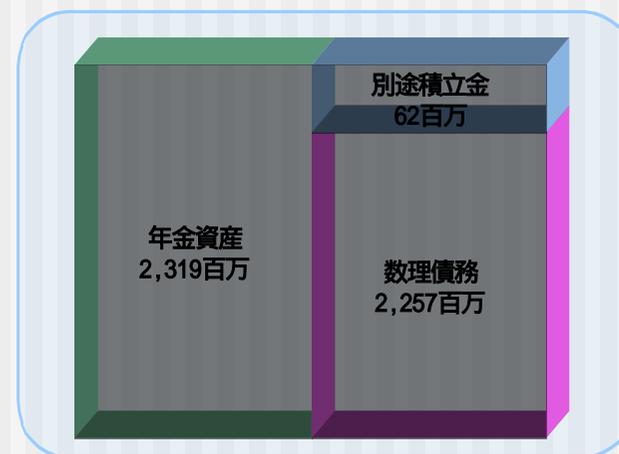
(出典)筆者作成。

# 目標積立水準と必要利回りの関係

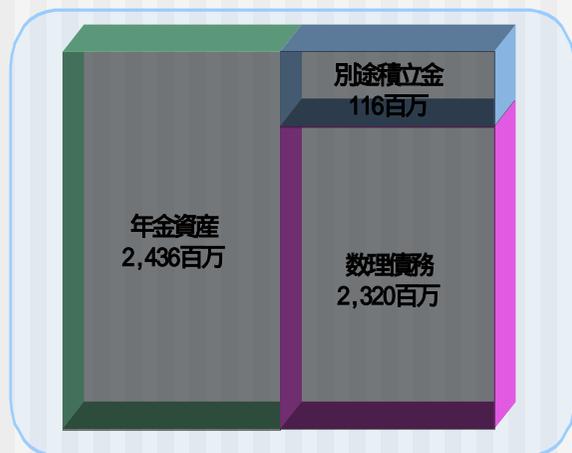
現在



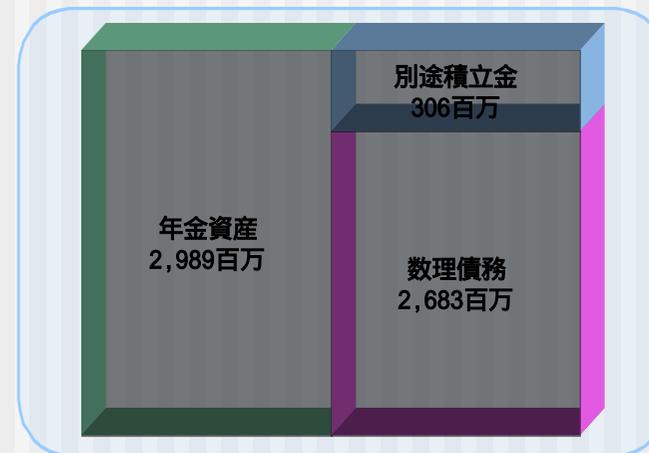
5年後



10年後

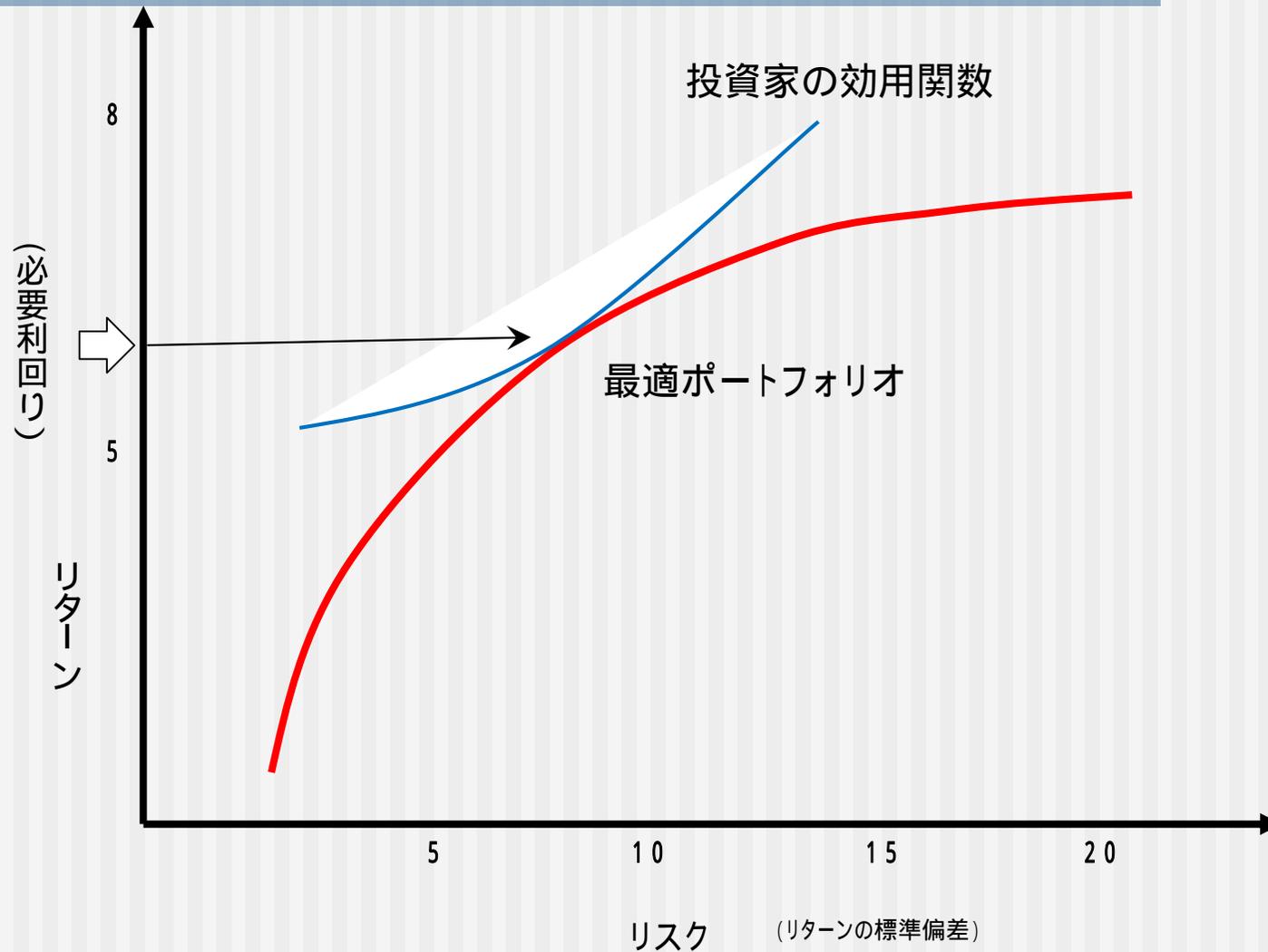


20年後



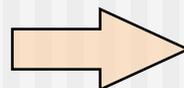
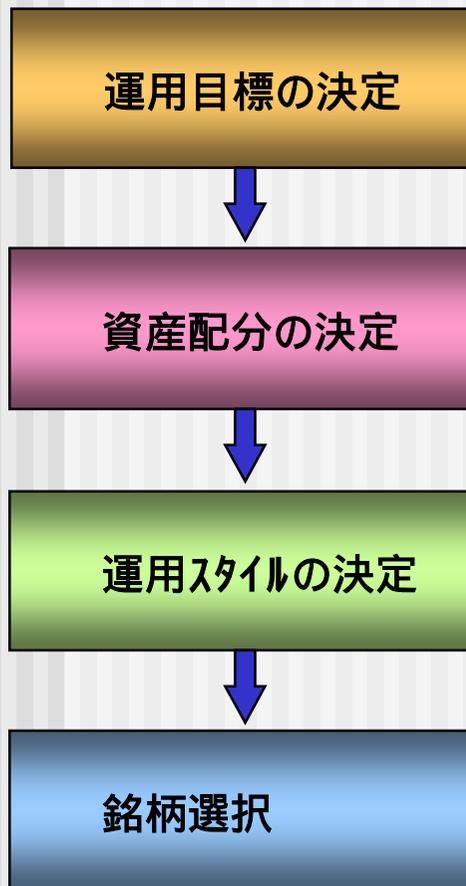
(出典)筆者作成。

# 最適ポートフォリオの導出プロセス

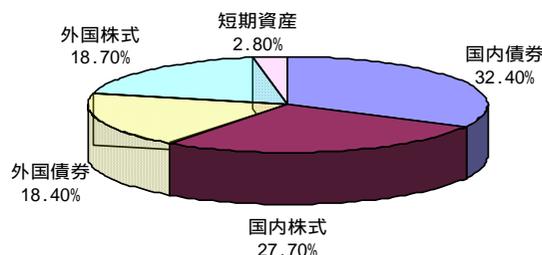
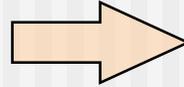


(出典)筆者作成。

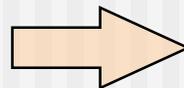
# 年金資産運用の標準的手順



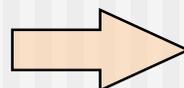
「目標とする期待収益率(リターン)」を決定 = (例) 3.0%  
あるいは  
「目標とする標準偏差(リスク)」を決定 = (例) 6.0%



→ 政策アセットミックス



パッシブ・アクティブ比率の決定  
グロース・バリュー等株式スタイル比率の決定  
債券満期構成、国債・事業債等債券種類の決定



資産毎、運用スタイル毎に個別銘柄を選択  
多くの場合、個別銘柄選択は運用機関に委託  
運用スタイルの決定、さらには資産配分の決定を  
運用機関に委託するケースも多い