

荘銀グループ
展望台

企業年金基金の
運用のアドバイス



荘内銀行
資産運用サービス部
後藤 洋一

年金基金の運用方針を明確にしている企業は少なく、年金運用機関からの提案を元に受け身で運営されているのが実態であろう。年金基金が企業業績に与えるインパクトが拡大している中、企業は、個人が自己責任で投資を行う場合と同様に、年金資産の運用方法、リスク配分について自らの考え方を明確化することが必要である。

年金運用成績低迷の影響が深刻化

企業年金の運用方針を立てるうえで、「願望」は、「目標利回りを上回る成果を単年度」と、安定的に達成したい」の一言に尽きるだろうが、一般的に年金基金の運用成績は十二年度に引き続き十三年度も目標利回りとは大幅な乖離のまま終わった見込みであり、十四年度についても（循環的な株式相場の上昇はあり得るが）上昇トレンドの復活にはやや懐疑的とならざるを得ない。

また、日本でも欧米流の年金時価会計を導入したが、経済の右肩上がりを前提として成り立っている会計制度であり、現在の市場環境下では中長期的に維持すべき年金基金の基本スタンスと成績不振のギャップが大きく、企業業績の圧迫要因となりかねないことから、経営課題の一つとなっている。

少子高齢化の進展で年金制度そのものが揺らいでおり、代行返上や確定拠出年金などの

自己責任型制度への移行も大きなテーマであるが、ここでは運用の観点から、二点に絞って述べたい^{注1}。なお、本稿はあくまで参考意見であり、特定の運用手法などを推奨、もしくは否定する目的ではないことをあらかじめお断りしておく。

資産配分から運用手法へ

これまで年金運用の主題は資産（内外の株式・債券など）配分を市場の方向性やリスク分散を考慮して、許容期待^{注2}するリスクリターン^{注3}として予算化することにあつた^{注4}。

運用成果はその配分に応じて市場変動に連動し、しかも経済のグローバル化の中で、特に下落局面で各国市場の連動性が高まっているため、資産分散だけでは運用成績を安定させることが困難になっている。

また一般的な運用手法では、運用成果はベンチマーク比較となり、たとえ、運用成果が

マイナスであっても、ベンチマークを上回れば評価は高く、「年金は長期運用であり、単年度の運用成績の是非ではなく中長期的な期待リターン・リスクに基づいた資産配分を維持すべき」という考え方も基本的には正しいが、単年度ごとのリスクを抑えたいという経営のニーズに即していないといわざるを得ない。

そこで、リスクを予算化する中で、市場動向に連動しない運用手法を取り入れることで、より安定的な、あるいは目的に沿った運用を検討してはどうか。当行でもオルタナティブ・インベストメント^{注3}活用の先駆者である経験を生かして、単年度ごとの安定的な絶対リターンを目指す運用手法を複数取り入れて成功裏に推移している（グラフ参照）。

その際、企業は受託者としてどのような判断基準を持つべきか。まずは目的を明確化することに尽きる。基本方針に加えて、低利回りの運用部分をリスクを拡大しないで利回りの改善を図りたい、あるいは「株価が上昇するときは相当程度追従でき、下落するときはある程度時価を維持したい」といった具体的なニーズに基づき、配分を再構成してみても、効率性の向上（リスクの低減と期待リターンの向上）を図ることは、企業の年金受託者としての重要な役割でもある。

問題は、経験がない中で判断基準を持ちにくいという点にあり、運用手法や委託先の評価は実は非常に難しい。ポイントとしては、



右グラフは基金の低利回り部分の効率向上を狙いとして基金の運用に取り入れた私募投信の設定来価格推移。このほか、当行では運用手法(マネージャーリスク)の分散を図りつつ、運用目的に応じてマーケットニュートラル、ロングショートといわれる運用手法を取り入れている。

運用会社と何回でも面談をして運用の技術的な面はともかく、運用スタンスを十分理解し、例えば、将来、想定外の事態にその運用者はどのように対処するのか、そのときも信頼に足りるのか、対話を重ねながら、自身の常識に照らして、かつ少しの勉強を加えて判断することである。

運用会社と対話を重ね、年金運用へのニーズを明確にするプロセスを経て、資産配分によるリスクのみではなく、運用手法によるリスクに予算を配分して運用効率を向上することは可能である。

企業業績と年金運用の相関関係

次に資産配分の考え方について述べたい。

年金基金は「スポンサー企業の業績にかかわらず基金の資産を健全に維持していくべき」という考え方に立っているが、現実的には企業の存続(もしくは年金基金不足への負担能力)と年金基金の存続(もしくは資産内容の維持)は不可分であり、年金基金が企業業績からの影響を受けざるを得ないことは、年金基金の解散や予定利率の引き下げが相次いでいることから明らかである。

そこで、本業と年金基金を合わせてひとつの事業とみれば、企業業績と連動するよう年金資産の配分にはリスクを増幅するという意味で再考の余地があり、特に業績低迷期には年金基金に補填を受けなくともよいと期待できる資産内容にしておけば業績全体への影響は少なく、結果的に基金の健全な維持を図っていけると考えられる。

個々の事業会社の業績は必ずしも世の中の

好不況とリンクせず固有の問題であり、自社の事業リスクの把握は困難な課題ではあるが少なくとも本業との相関関係が低い資産配分を検討してみたい。

例えば、グローバル企業の中には、本業と基金運用成績が同調するリスクを軽減する狙いで自社と同様の業種には資産を配分しない企業もある。また、その企業は自国の基金が他国に分散投資を行うことをやめて自国の国内資産中心の資産配分に切り替えており、(その国の監督当局からみれば)各国ごとの基金の資産配分は偏っているが、統合するとバランスがよく、かつ低コストでの運営が図られていることになる。このような発想から資産配分を行っている基金は国内にはほとんどないが、一考の余地はあると思われる。

年金単独で資産配分を考えるのではなく、自社の本業業績の変動要因と照らし合わせてみて、リスクがリンクしないような資産配分を考えてみる。

注1 日本の年金制度の枠組みから離れて、年金運用の原点を勉強するには、年金に限らず、資産の長期運用に含蓄のある読み物としても「企業年金運用の成功条件(東洋経済新報社)」(原題 "The Independent Fiduciary" by Russell L. Olson)をお薦めする。

注2 一般的な運用手法による限り、どのような資産に資産配分するかで成果の八割は決まってしまう、運用委託先の選定は副次的な問題となってしまう。

注3 一般的な運用手法、伝統的な投資対象とは異なる運用手法、投資対象の総称