

付加価値追求の年金運用戦略（前編）

目次

- I. 企業年金がおかれている環境変化と年金運用の課題
- II. 年金運用が母体企業に与えるインパクト
- III. 財務戦略の一環としての年金運用：米国の事例
- IV. アルファ戦略による付加価値追求
- V. アルファ戦略を強化する年金スポンサー

年金運用部 シニア運用コンサルタント 岡本 卓万

I. 企業年金がおかれている環境変化と年金運用の課題

確定給付型の企業年金をとりまく環境はこの10年で様変わりした。1997年の運用の完全自由化に始まり、2000年の退職給付会計の導入、2002年の確定給付企業年金制度の導入など、相次ぐ制度改正によって年金をとりまく世界は大きく変わってきた。また2000年度以降3年連続のマイナス運用は企業年金制度において大きな試練となった。

母体である企業自体のあり方も、バブル崩壊後様変わりしている。株主価値の最大化が企業のコンセンサスとなった今、母体企業と年金制度の関係が変化するのも必然的な流れであると言える。

企業のお荷物から企業価値への貢献へ

これまで、年金運用はとかくお荷物とされがちであった。特に2000年度からの運用低迷により深刻な積立不足に見舞われ、これ以上の負担の増加を回避すべく多くの企業が先を争うように代行返上を行ったことは記憶に新しい。

しかし、達成可能な期待運用収益率を設定し、適切にリスク管理を実施すれば、年金運用が企業財務にとって耐え難いほどの負担を回避することは可能ではないだろうか。そればかりか、無理のない予定利率（ないしは期待運用収益率）を設定した上で、中期的にそれを上回る収益率を達成するような運用を行うことができれば、むしろ企業の退職給付費用負担を減らし、ひいては企業価値の向上にも貢献しうる年金運用が実現できるのではないだろうか。

運用低迷からの脱出と年金運用の課題

2003年度以降は運用環境も好転し、それ以前の3年間のマイナスを取り返しつつある。企業年金制度における積立不足の問題もかなり改善し、剰余に転じているところもあると聞く。年金運用関係者の一人として深刻な問題が緩和しつつあることは喜ばしいことである。

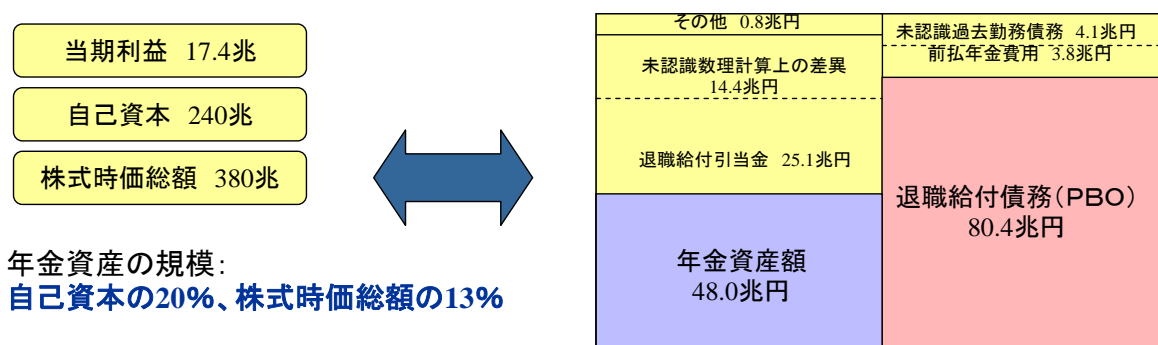
しかし、今後の市場環境を展望すると、過去におけるように右肩上がりの相場を前提にした運用だけでは、再び運用の低迷とそれに伴う積立不足問題が再燃するリスクをはらんでいる。こうした事態を繰り返さないために、市場の上昇を収益の源泉としない運用戦略の採用がこれからの年金運用にとって一つの課題と言えるだろう。市場の上昇や下落に影響されない収益を獲得する方法の一つであるアルファ戦略について後ほど説明する。

積立不足といういわば非常事態においては、これ以上の損失発生防止と言う意味で守りのリスク管理が重要視されていた。これはこれで重要であるが、今後はこれに加えてリターンをより安定的に獲得すると言う意味での攻めのリスク管理が重要になってくると考えられる。攻めのリスク管理を実現するフレームワークの一つであるリスク・バジェットティングについては次号（後編）で解説を行うこととしたい。

Ⅱ. 年金運用が母体企業に与えるインパクト

年金運用が母体企業の財務に対しどの程度のインパクトを持ちうるのか、確認することにする。下図は上場・登録企業合計での年金資産額、自己資本などの財務諸表項目をまとめたものである。

図表1: 上場・登録企業 3345 社の集計で見る年金運用の母体財務へのインパクト
(データ: 日経メディアマーケティング)



年金資産の利回りを毎年1%改善するインパクト: (48兆円 × 1% = 4800億円)

ROEを2.7%向上 (7.3% → 7.5%)
当期利益を2.8%向上 (17.4兆円 → 17.9兆円)

上場・登録企業の年金資産額の合計は約 48 兆円、これに対し退職給付債務（PBO）は約 80 兆円となっている。単純に積立比率を計算すると 60%ということになる。ずいぶん低い積立比率にも見えるが、わが国の場合、退職給付債務には積立義務のない退職一時金部分が相当程度含まれており、年金部分だけでみた積立比率はこれより高いことに留意する必要がある。

退職給付の規模の見方については、退職給付額で見る方法と年金資産で見る方法が考えられるが、本稿は年金運用をテーマにしているので年金資産で見る方が適当だろう。年金資産を自己資本や株式時価総額と比較すると、自己資本の 20%、株式時価総額の 13%に相当することがわかる。個々の企業ベースではばらつきがあるにせよ、平均値で見ても決して無視できないB/Sインパクトがあることがわかる。

また、年金資産の運用収益と企業収益との比較では、年金資産利回り 1%の向上は、ROEを 2.7%（7.3%から 7.5%へ）向上させる効果があることがわかる。企業年金連合会の資産運用実態調査によると、2003 年度は厚生年金基金の平均で 16%超の利回りであった。年金資産額 48 兆円の 16%は 7.7 兆円だが、これは当期利益 17.4 兆円の 44%にも相当するのである。逆に 2002 年度のように利回りが▲12.5%ということもあるわけで、年金運用の成果が母体企業に与えるインパクトの大きさを改めて認識させられる。

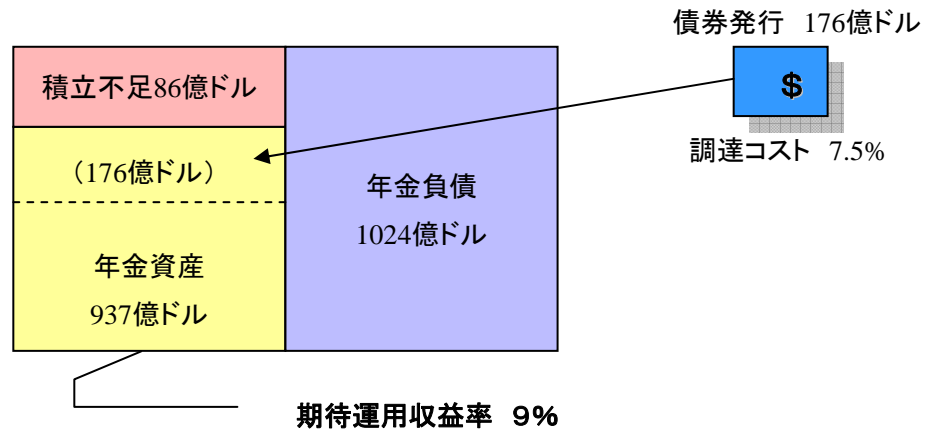
Ⅲ. 財務戦略の一環としての年金運用：米国の事例

GMの事例

わが国でも、退職給付会計の導入以降、母体企業の年金運用への関心が急速に高まっている。運用部分のリスクをコントロールするために、政策アセットミックスについて母体企業の下承を得るケースが広まってきている。しかし、1985 年から現在のような退職給付会計が導入されている米国においては、母体企業と年金運用政策はもっと密接につながっており、年金運用は母体の財務戦略の重要部分として位置づけられている。

有名な例として挙げられるのは、2003 年のゼネラル・モーターズ（GM）のケースだろう。このとき、GM は 176 億ドルという民間企業としては史上空前規模の起債を行うとともに、調達資金の全額を年金資産への掛金に充当したのである。（図表 2）このことで GM の年金積立不足はほぼ解消することとなった。こう書くといかにも GM が年金受給権に配慮した従業員に優しい企業のように見えるだろうが、実際の理由は全く異なっていたのである。（なお、わが国においてはこのような年金掛金の一括拠出は認められていない。）

図表2: GMの起債と年金への一括拠出(2003年)



起債と年金拠出の理由

実はこのような多額の起債を行った背景には次のような財務上のメリットがあった。第1には、自己資本の充実であった。米国会計基準では、年金積立不足のうち一定の額については追加最小負債として自己資本の控除項目として認識する必要がある。このためGMの自己資本は2002年末には大きく毀損し、68億ドルしかないありさまであった。GMのPBO額は900億ドル、年金資産額でも600億ドルを超えていた。もし次年度の年金運用利回りがマイナス10%になると、60億ドルの損失となり自己資本はほぼなくなってしまうわけであるから、このときのGMの深刻度合いがわかるだろう。年金積立不足解消の効果は劇的で、GMの翌年の自己資本は253億ドルまで回復した。

第2には格付け機関からの圧力の存在がある。格付け機関は、年金負債も母体の負債に準ずるものと位置づけていたことから、年金で多額の積立不足を抱えた母体企業の格下げを行う動きがあった。GMも当時そうした圧力を受けていたことが、年金積立不足の解消に向かわせた要因の一つと考えられる。事実、GMが起債を行ったことに対して、格付け機関であるムーディーズは、“資金調達を実施したことによって、営業キャッシュフローを年金への拠出ではなく、本業の競争力を高める投資にまわすことができるようになった”として評価するコメントを発表したのである。

第3には年金給付保証公社(PBGC)への保険料支払い負担の問題がある。PBGCは企業年金が未積立のまま終了したときに、一定の範囲内で年金給付を引き受ける機関である。企業はPBGCに対し保険料を支払うことになるが、その保険料率は積立比率に連動しており、積立比率が90%を下回ると保険料が加速度的に増大するしくみになっている。したがって支払い保険料の節約と言う意味でも年金積立不足の解消は効果があったのだ。

第4には、このスキームが直接母体の損益を押し上げる効果があったことが指摘される。10年債から30年債という長期の債券の調達であったにもかかわらず、金利低下の恩恵を受けて7.5%の調達コストですんだということと、年金資産の期待運用収益率が9%で設定されていたことから、差である1.5%の利ざやがGMの母体側の収益を押し上げる要因となった。額ベースで言うと176億ドル×1.5%=2.6億ドルと実に年間300億円程度もの収益押し上げ要因となったのである。

これら4つの観点からこのスキームを眺めると、GMの年金戦略が財務戦略と一体のものとして運営されていることが見てとれる。その中でも驚かされるのは第4点である。債券調達して年金資産に充てることで（たとえ実際の運用利回りがマイナスになっても）収益アップになる仕掛けは一見不思議に見える部分でもある。実際の収益率が期待運用収益率を下回り損失が発生した場合には、一旦未認識数理計算上の差異として計上され、その後一定年数にわたって費用認識されるという繰り延べのしくみが、こうしたことを可能にしているといえる。

年金を“収益部門化”する米国企業

GMのこうしたやり方は議論を呼び、中には会計上の錬金術だとして批判する人もいたようだ。しかし、債券調達して利ざやを稼ぐというようなやり方は例外的としても、年金運用をあたかも収益部門としてとらえる考え方は米国企業では珍しくない。

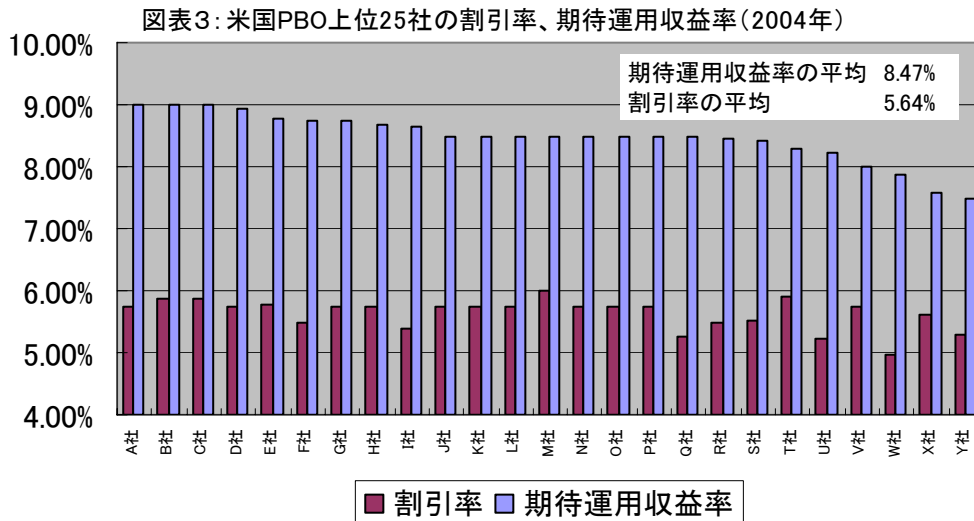
米国の企業年金制度の組織はわが国で言う規約型の組織に似ている。つまり、基金が運用を行うのではなく、財務部門の年金運用担当組織が運用に携わることになる。年金運用に関する意思決定機関は年金委員会(Pension Committee)であるが、その長はCFOあるいはCEOが務める場合が多い。このことから年金運用は母体の財務戦略と密接につながって運営されるようになっている。

図表3は米国のPBO上位25社についての期待運用収益率と割引率を示したものである(期待運用収益率の高い順に表示)。これら25社の、割引率の平均は5.64%となっている。割引率については、年金給付が数十年後の支払い債務であることから、超長期の優良社債の利回りを用いるのが基本である。2004年時点の米国の金利水準を考えるとこの水準は妥当な範囲と言える。

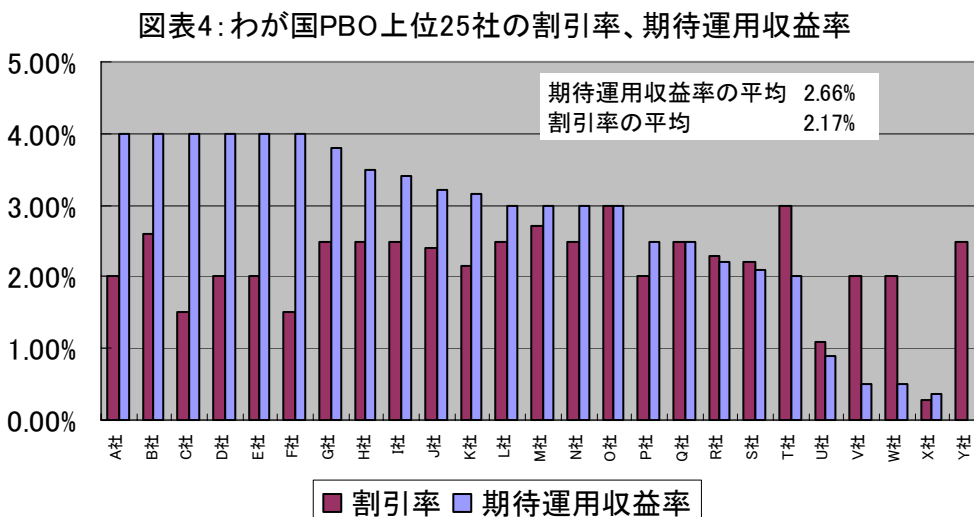
一方、期待運用収益率の平均は8.47%であり、割引率より3%近く高く設定されている。こうした高い水準の期待運用収益率の設定はGMだけではなく、米企業では比較的一般的である。(ちなみにこの時点でのGMの期待運用収益率は8.95%であった。)

こうした高すぎる(ように我々には見える)期待運用収益率の設定であるが、米国の企業

年金関係者の考え方では必ずしもそうではない。まず、年金資産は株式などのリスク資産の構成割合が多い分、高い期待リターンが得られると考えられる。さらに彼らによるとオルタナティブの導入も含めて、運用上の工夫を行うことで期待運用収益率を高めているのだという。



では、日本の場合はどうだろうか。図表4に日本のPBO上位25社の期待運用収益率と割引率を示した。期待運用収益率は比較的自由に設定できるため、各社でばらつきが大きい、平均でみると2.66%と割引率のわずか0.5%上でしかないことには驚かされる。



(出所) 日経メディアマーケティングのデータを筆者で加工

わが国においては、会計上の年金資産に退職給付信託が含まれ、これが期待運用収益率を引き下げる要因になっていることも考えられるが、それにしても米国と比較してかなりの差

があるように見受けられる。これが単に保守的な見積もりを行っているだけだとしたら良いが、低い期待運用収益率のために実際の運用も過度に保守的になっていたり、あまり工夫のない運用を行う要因になっていたりするならば、問題である。

米国の年金は、高い運用目標を掲げ、その達成に向けて運用に工夫を凝らしていく。その結果、年金運用が母体の財務に貢献する“年金運用の収益部門化”が実現するのだともいえる。日本の年金もこうした年金運用における付加価値追求の姿勢は見習うべきだと考える。

IV. アルファ戦略による付加価値追求

右肩上がりに頼らない運用戦略

高い運用目標を達成するにしても、リスク管理が重要であることはもちろんである。適切にリスクをコントロールしつつ、高い運用目標を達成していくことで、年金運用は母体企業に付加価値をもたらすことができる。ただし、当然のこととして、それは適切なリスク管理のもとでという条件付である。

株式などのリスク資産の組み入れを増やすことにより、期待リターンを引き上げることができるが、同時にリスクもかなり増大してしまうことになる。特に株式については、過去のように右肩上がりの相場展開が続くと想定しにくい環境では、リスク対比で見た優位性が低下していると言わざるを得ない。それでは債券はどうかというと世界的な低金利局面の状況であり、これも将来に向けての収益性は低下していると考えられるのである。株式や債券などの市場に連動するリスクをベータ・リスクということがあるが、ベータ・リスクをとることによる期待リターンは全体的に低下している可能性があり、ポートフォリオの期待リターンを増やすために、追加的にとるリスクが大きくなってしまふ。つまりベータ・リスクによる追加的リターン獲得は非効率であるということだ。

ここ数年注目を集めているのは、ファンド・マネジャーの運用スキルによる超過収益に収益源泉をシフトすることでトータルリスクの増大を抑制しながらポートフォリオの収益性を改善しようという動きである。債券代替としてヘッジファンドを組み入れることがよく行われているが、これなども見方を変えれば、債券という市場リスクから、ヘッジファンドという超過収益戦略へのシフトだととらえることができる。

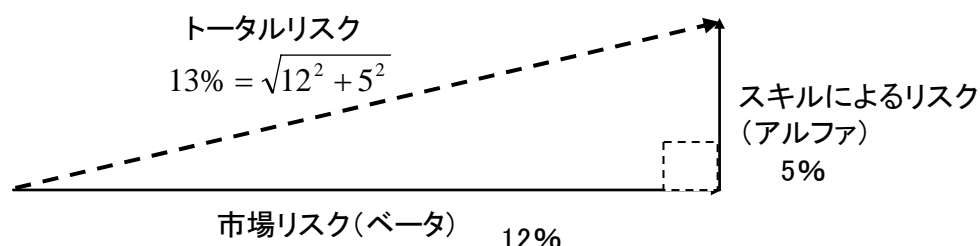
市場リスクによる収益はベータと呼ばれるが、これに対応してアクティブ・マネジャーによる超過収益はアルファと呼ばれる。このことからアクティブ・マネジャーの運用スキルから収益を生み出そうとする戦略をアルファ戦略と呼ぶ。

アルファ戦略のリスク分散メリット

従来からあるベータ・リスク主体のポートフォリオにアルファ戦略を組み合わせるメリットは次のとおりである。一般にアルファ（マネジャーのスキル）によるリスクはベータ（市場リスク）との相関は非常に小さく、ゼロに近いと考えられることがポイントである。次のような図で説明するとイメージがわきやすいだろう。

図表5は市場リスク（ベータ）、マネジャーのスキルによるリスク（アルファ）、それからポートフォリオのトータルリスクの関係を示したものである¹。アルファとベータに相関がないということは、図でいえば両者のリスク・ベクトルが直角になる関係を示している。そのときトータルリスクの大きさは図の直角三角形の斜辺で示される。ここで高校の時に数学で習ったピタゴラスの定理を当てはめることになる。直角三角形の斜辺の長さは、アルファ、ベータのリスクの二乗和の平方根をとったものである。数値例としてベータ・リスクを12%、アルファ・リスクを5%とおいて当てはめると、トータルリスク13%が得られる。

図表5: アルファ戦略のリスク分散効果



注目すべきは、12%、5%のリスクの合成が単純合計の17%ではなく13%になるところである。これがアルファ戦略とベータ戦略のリスク分散効果のメリットである。実際はアルファ戦略の中にはベータと明らかに相関を持つものが存在する。また、相場の急落など、いわゆる市場に大きなストレスがかかるときには、アルファとベータの相関が高まることもある。しかし、そうした状況を除けば、多くのアルファ戦略についてベータとの相関がゼロに近いことが観測される。

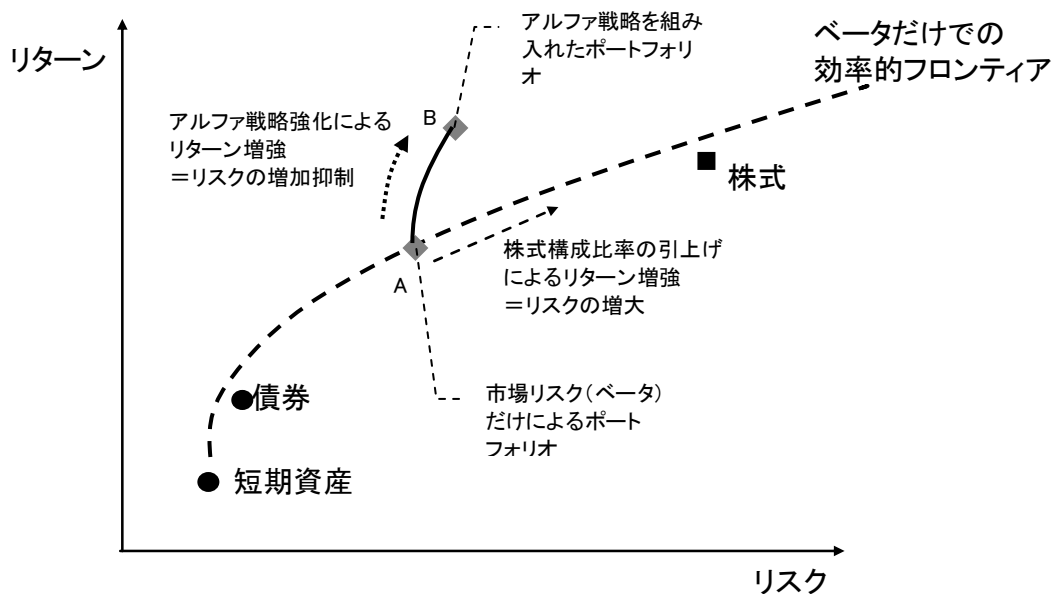
アルファ戦略による効率的フロンティアの拡大

アルファ戦略導入のメリットは、つまるところポートフォリオのトータルリスクを抑制しつつ、トータルリターンを引き上げることができることにある。これを現代投資理論でいう平均分散アプローチの枠組みにおきなおして図示したのが図表6である。

¹ Barton Waring 他、「マネジャーストラクチャーの最適化とリスク・バジェットティング」、証券アナリストジャーナル、2001年4月の図表を参考に作成

図表6の点Aは市場リスクのみによる効率的フロンティア上のポートフォリオである。株式や債券など複数の資産で構成されるバランス型のポートフォリオであるが、各資産についてはパッシブ（インデックス）運用になっている状態と言える。こうしたポートフォリオの期待リターンを引き上げようとするとき、株式構成割合の増加（ベータ戦略）だけで収益を引き上げようすると、同時にリスクもかなり増大してしまう（図ではベータだけでの効率的フロンティアに沿って右上に移動）。これに対し、資産構成比率はそのまま、各資産の運用をアクティブ運用に変えていくアルファ戦略を導入した場合、アルファ戦略とベータ戦略のリスク分散効果によって、リスクの増大は比較的抑えられたままリターンが増加することになる（A-Bを結ぶフロンティアに沿って上右方向に移動）。結果的にアルファ戦略の導入は効率的フロンティアをさらに上方にシフトさせる効果を持っていると言える。

図表6:アルファ戦略による効率的フロンティア拡大



数年前までは、一般的な年金スポンサーはベータ・リスクに圧倒的な重点を置いたリスク配分を行ってきた。資産構成は株式、債券などの伝統的資産のみで構成されるのが通常であり、パッシブ運用が最も効率的な運用であるとしてもはやされた。

相場が右肩上がりの状況では、伝統的資産のパッシブ運用によるベータ戦略のみで十分な収益が獲得でき、運用コストも安い。しかし、相場の方向が不透明な状況では、こうしたベータ戦略だけでは十分な収益が獲得できない可能性が高まり、逆にアルファ戦略の重要度が高まると考えられる。

市場の動向に左右されずに収益の獲得をめざすヘッジファンドはアルファ戦略の固まりとあってよいだろうが、年金運用におけるここ数年のヘッジファンドの急速な普及の大きな要

因の一つは、相場動向の不透明感とそれに伴うアルファ戦略へのシフトの動きととらえることもできる。

適切なリスク管理のもとで、年金資産の期待リターンを高めることで、母体企業の価値向上に資することができる。リスクの増大を抑制しながらリターンを高める方策としてアルファ戦略が有効である。相場環境が不透明な中では、ベータ戦略のみに頼るのではなく、アルファ戦略を導入することでより効率的な運用が可能である。

V. アルファ戦略を強化する年金スポンサー

アルファ水準の目標設定

これまで、アルファ戦略はおまけのような存在であったとあってよいだろう。一般に予定利率はベータ戦略だけで達成できるよう設定されている。また、どれだけのアルファを獲得するかという運用目標が年金運用組織と母体企業で合意されているケースはすくない。しかし、明示的な目標のないままでは、結果の振り返りもなければ、運用プロセスの改善もないのではないだろうか。

アルファに明示的な目標を設定することで、アルファ獲得に必要なリスク量はどのくらいか、そのリスク量をどのアクティブ・マネジャーに配分するのが良いかといった議論が可能になる。また、実際の運用段階においては各マネジャーが配分されたリスク量を守っているか、さらに評価の段階では配分されたリスクに対して効率よくリターンを獲得したかが問われることになる。こうした Plan-Do-See サイクルを通じて年金スポンサーのアルファ部分でのリスク管理能力も向上していくだろう。

アルファ戦略強化へ動く年金スポンサー

米国では、アルファ戦略から獲得すべき収益について明示的に目標を設定する基金が増えている。筆者の行ったヒアリング調査では、大手基金の半数以上が獲得すべきアルファに目標を設定し運営しているとのことであった。特に 2000 年～2002 年の運用低迷期（米国では当時流行した映画の題名から”パーフェクト・ストーム”と名づけられている）をきっかけにアルファ戦略へ収益源泉をシフトするとともに、アルファについても積極的なリスク＝リターン管理を行う年金スポンサーが増えているのである。

米国だけでなく、わが国でも先端的な年金スポンサーを中心にアルファの水準に明確な目標を定めるところが現れている。ある基金では、年金運用全体の期待リターン 4%のうち、ベータで獲得すべき部分を 3.5%、アルファで獲得する部分を 0.5%とそれぞれ別々に目標設

定した上で、ベータの部分のリスクは母体企業が、アルファの部分は年金基金の責任と整理した。その基金の担当者は「アクティブ運用にかかる責任は重くなるが、同時に関係者全員が目標収益について共通の認識を持つというメリットは大きい。²⁾」と述べている。

期待リターンを、ベータだけで獲得するのではなく、ベータとアルファで分担しながらリターンを獲得するようなポートフォリオとすることで、ポートフォリオ全体でのリスクが分散され効率よくリターンを獲得することができる。次回のこのコラムでは、ベータとアルファに着目した運用ストラクチャーの考え方や、ベータとアルファを明示的に取り扱うリスク管理の枠組みの一つであるリスク・バジェットティングの考え方をご紹介します。

(続く)

(2006年2月14日 記)

²⁾ 山口登編著、「実務家が答える 年金基金資産運用相談室」、2005年8月、東洋経済新報社

◇ 本資料は、当社が投資家への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券の取引を推奨する目的、または特定の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。
◇ ここに記載されているデータ、意見等は当社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
◇ 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
◇ 当社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の当社に損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
◇ 当レポートの著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel.03-3212-1211（代表）