

## 年金資産運用における最近の動向

浅岡 泰史

### ■ 要約

主要国の成長鈍化に伴う株式市場の低迷と低金利の定着という投資環境の悪化によって、世界の確定給付企業年金（以下、DB年金）ではアンダー・ファンディングが拡大している。これに追い打ちをかけるように、企業会計・年金会計基準が変更され、年金資産運用の成果が母体企業の収益に大きな影響を与えるようになった。正に、世界のDB年金の資産運用は、転換点の真っ直中にある。このような中、世界のDB年金は、より効率的な資産運用のあり方を求めて、さまざまな試みに取り組んでいる。代替投資の拡大、ポータブル $\alpha$ 運用、エマージング投資などである。更には、資産側に重点を置いた新しい潮流に加え、より負債の特性を重視し、年金資産運用のあり方を根本的に見直そうとする動きも始まっている。実はこれこそが、DB年金運営・管理が転換点にあることを示す最大のポイントであり、我が国における年金資産運用に大きな示唆を与えていると確信する。

### ■ キーワード

アンダー・ファンディングの拡大、会計基準の変更、年金運営・管理の新潮流、代替投資など投資資産の拡大、負債重視の年金資産運用

## I 年金資産運用を取り巻く環境変化

### 1. はじめに

1990年代後半以降、世界の確定給付企業年金（以下、DB年金）の資産運用は、正に大きな転換点の真っ直中にある。

1980年代以降の金融自由化の拡大とともに、世界の資本市場は変革を続け、派生証券を含め投資対象が拡大するとともに、投資理論を実践に結びつける金融技術・投資技術が急速に進展した。これと相まって、DB年金の資産運用におけるさまざまな運用規制も撤廃され、受託者責任の下で企業年金が自ら判断する年金資産運用が可能になった。これらの相乗効果の結果として、DB年金資産の投資対象・投資手法は大きく拡大し、可能な限り投資機会を活用するより効率的な年金資産運用

の実践が拡大・定着し始めている。

しかしながら一方で、世界主要国の経済成長は鈍化し、株式市場の低迷と金利の低下（とりわけ我が国では超低金利が定着）という、年金資産運用にとって劣悪な投資環境にさらされている。加えて、世界経済のグローバル化・シンクロナイズ化の進展、年金資産の拡大が主要国市場の効率化を促進し、超過リターンを含め、従来型の投資対象・投資手法では付加価値獲得の機会が減少し、主要国のDB年金ではアンダー・ファンディングが拡大している。これに追い打ちをかけるように、企業会計基準・年金会計基準が変更され、年金資産運用の成果が母体企業の毎期の収益に大きな影響を与えるようになった。

正に、DB年金受難の時代に入っていると書いても過言ではない。このような中、年金運用関

係者はより効率的な資産運用のあり方を求めて、さまざまな試みに取り組んでいる。

## 2. 年金資産運用変遷の概観

現在のさまざまな取組みをみる前に、過去の世界の年金資産運用の変遷について、概観しておきたい。

過去の年金資産の運用は、いわゆるバランス型運用、とりわけ債券(当初は貸付金を含む)を中心とする運用が主流を占めていた。1950年代は各国ともバランス型運用一辺倒であり、現在でも、欧州、英国、日本では、バランス型運用の割合は依然高い<sup>1)</sup>。

1970年代に入り、株式市場の高リターン、とりわけ短期的には変動するが長期でみればリスクは低減し、かつインフレ・ヘッジが可能になるという特性に注目し、株式特化の運用委託(もしくはインハウス運用)が拡大した。年金資産の運用は「長期」であり、時間分散効果の享受を目指して、リスク資産への投資が拡大したわけである。しかしながら、株式市場は必ずしも長期的視点のみで価格形成されているわけではない。短期視点の投資家が短期的な株価の大きな変動を創り出している。ただ、短期的リスクは、①資産の簿価ベースでの評価、②年金の負債(債務)も簿価評価、③オフ・バランス評価(株主等への報告なし)等によって回避できた。

1974-80年の高インフレ時に、株式投資は必ずしもインフレ・ヘッジになるとは限らないことを経験した。当時Fisher Blackは「年金は株式投資すべきでない」と結論づけている。しかしながら、80年代以降の各国株式市場の高騰がBlackの主張を退けた。年金資産運用は、リスク性資産のリターンに過度とも言える期待を寄せ、結果それが奏功し、年金資産が年金債務を上回る、いわゆるオーバー・ファンディング、掛金支払いの中断(コントリビューション・ホリデイ)、さらには企業収益の高上

げという大きなメリットを享受した。実はこの間、①給付額は拡大、②死亡率の低下と早期退職の増加、③加入員の高年齢化・受給者の急増、④業種によっては、年金負債(資産)の拡大がビジネス拡大を上回る(例:鉄鋼、航空業界)等、さまざまな課題が拡大しつつあったが、リスク性資産、とりわけ株式市場の高騰がその顕在化を打ち消してしまった。結果、リスク性資産のリターンに期待し、資産側重視の年金管理・運営が主流を占め、株式市場の高騰がそれを正当付けていた。

現在のDB年金の資産運用は大きな転換点にある。その主たる原因は、世界的な株式市場の低迷やデフレーションにあるという意見が聞かれるが、一方で、現在の窮状をもたらす原因は過去からも存在しており、低リターンの出現によって顕在化したに過ぎないという意見も聞かれる。

## 3. 企業(年金)会計基準の影響

1970年代の米国を中心とするDB年金の第一次危機が1980年代の年金制度にかかわる会計制度の変更につながり、1983年に国際会計基準委員会(IASC: International Accounting Standards Committee)がIAS第19号「事業主の財務諸表における退職給付の会計処理」を制定し、退職給付に関する国際会計基準化の動きが始まった。これを受け、米国では1985年にFAS87(FASB Statement No. 87)が、我が国では1998年に「退職給付会計制度」の適用が公表されるなど、主要国で年金負債・資産の時価評価、ならびに母体企業の企業収益に反映(オン・バランス)されるようになった。その後、2001年にIASCは改組され、国際会計基準審議会(IASB)が国際財務報告基準(IFRS)を決定することになり、各国の会計基準をIFRSに収斂させる活動が続いている。

これらの、退職給付年金にかかわる会計制度の変更の動きは、DB年金の運営・管理に大きな影響を与え始めている。

時価会計制度の導入当初は、株式市場の活況によって、オーバー・ファンディングによるメリットを享受していたが、2000年以降の世界主要国株式市場の低迷、金利の低下に伴い、欧米のDB年金の多くはアンダー・ファンディングの状況に陥っている。例えば、英国・米国では、2003年の資産運用における2桁の運用成果獲得にも拘わらず、市場金利の低下に伴い年金負債の割引率も低下し、債務超過額の改善が結果として進んでいない。2003年に英国では年間年金経費の1.5倍強（FT100の大手年金平均、昨年は89%）、米国では平均3.7倍（Dow30の25企業年金）の一時金拠出にも拘わらず、依然アンダー・ファンディングであった。2004年も同様の状況が続いており、株式市場の高パフォーマンス、掛金の上昇にも拘わらず金利低下が負債価値を押し上げ、アンダー・ファンディングの状況に改善はみられていない。

日本においても厚生年金基金の2002年度末のファンディング状況は、非継続基準でみて67%強、継続基準では84%強であり、継続基準でみて余剰のない基金数の割合は、1999年度では18%であったのが2000年度以降90%超で推移している。また、非継続基準でみて最低積立基準額の0.9に満たない基金の割合も1999年度の24%から2002年度末には90%に達している。

このような状況の中、格付低下・競争力低下を懸念し、母体企業による年金資産運用への介入的言動が、各国で目立つようになってきている。さらには、DB年金制度そのものの見直しも始まっている。我が国では、キャッシュ・バランス・プラン（CBプラン）への移行の検討が進みつつあるが、米国では、IBM企業年金訴訟の影響を受け、CBプランへの移行は進んでいない。むしろ、DB年金の新規加入を停止し、確定拠出型年金（以下、DC年金）の提供へ移行する動きが加速化している。例えば、2004年の調査によると、英国では大手242年金のうち40%の年金が新規雇用者に対するDB年金の

提供を中止している（昨年14%）。オランダにおいても2010年までには740のDB年金のうち、約半数近くが閉鎖されるであろうとの予測（Dutch banking Group）もある。同様に米国でも、DB年金の50%が新規雇用者を対象としていないという調査結果もある。2005年初には、米国CalPERS、CalSTARを始めとする8州の公務員年金が確定拠出型年金の開始を提案し、さらには2005年の米国大統領一般教書で国の公的年金（社会保障）においても確定拠出型年金（個人退職口座）の創設を宣言するなど、DB年金からDC年金への移行が加速化している。

このような、DB年金に対する逆風の中、年金運営・管理を担う担当部署は、資産運用側ではより効率的な資産運用を目指した対応を実践するとともに、資産側重視の資産運用からより年金債務（負債）を重視した運用方針の確立方策を模索している。以下で、この転換点における新しい動向について概観する。

## II より効率的な運用に向けた対応

主要国における従来の投資対象市場に高いリターンが期待できなくなってきた環境の中、世界のDB年金は、投資対象を拡大しより高いリターンを追求する、より効率的な資産運用のあり方を求めて、さまざまな試みに取り組んでいる。運用機関も、DB年金市場の成長に限界がみられる中、経営の観点から提供商品の多様化を進めていることも、この動きを加速化させている。

### 1. 資産配分方針

前述した環境の中、リスク性資産の配分比率を低める検討を始めたDB年金が増加しつつある。とりわけ、後述するような、年金負債をより重視した資産配分方針（運用の基本方針）の検討の結果、国内債券の役割が改めて見直されようとしている。

表1 米国年金の資産配分推移

	2000年	2003年	2004年
国内債券	26.9%	26.5%	25.9%
国内株式	47.8%	45.2%	45.0%
外国債券	1.5%	1.3%	1.5%
外国株式	13.7%	15.8%	16.1%
Private Equity	3.4%	3.9%	3.9%
不動産関連	3.7%	3.3%	3.6%
現金	1.9%	1.6%	1.1%
その他	1.1%	2.4%	2.9%

注：1) 2000年は年金全体、2003年以降は企業年金のみ  
 2) 不動産関連には、モーゲージを含む  
 出所：Pension & Investment 資料より浅岡作成

しかしながら、この動きはまだごく一部でみられるのみであり、DB年金全体でみると、リスク性資産への投資比率は、ほとんど大きな変化がみられていない(表1、2参照)。

## 2. 代替投資

より高いリターンを追求して、基本資産である上場株式や国債以外の投資対象への投資拡大が進展している。

### (1) ヘッジ・ファンド

元来は個人富裕層を対象として運用されていた、市場の変動に拘わらず絶対リターン(短期資産リターン+ $\alpha$ 等)の獲得を目指した<sup>2)</sup>ヘッジ・ファンドへの投資拡大が、世界のDB年金における最も顕著な動きである。

従来のリスク性資産への買持ちのみの投資では、市場下落時の対応が困難であること、さらには大幅なアンダー・ファンディングを市場動向に拘わらず早期に埋め合わせしたいという母体企業からのプレッシャーに押されていることも主たる要因としてあげられる。さらには、Roger Clark 他による「運用制約を設けない方が、期待リターンは向上する」という分析結果が、先物や個別銘柄の空売りを前提としたヘッジ・ファンドへの投資拡大を後

表2 我が国厚生年金基金の資産配分推移

	1999年	2002年	2003年	
			将来返上 除く	将来返上 基金
国内債券	21.5%	23.2%	22.6%	17.2%
国内株式	38.1%	26.3%	32.3%	23.9%
外国債券	7.4%	11.9%	10.6%	9.9%
外国株式	18.0%	16.0%	17.4%	12.5%
一般勘定	11.1%	14.0%	7.6%	13.9%
短期資金	2.5%	4.4%	5.8%	15.5%
その他	1.4%	4.3%	3.7%	7.1%

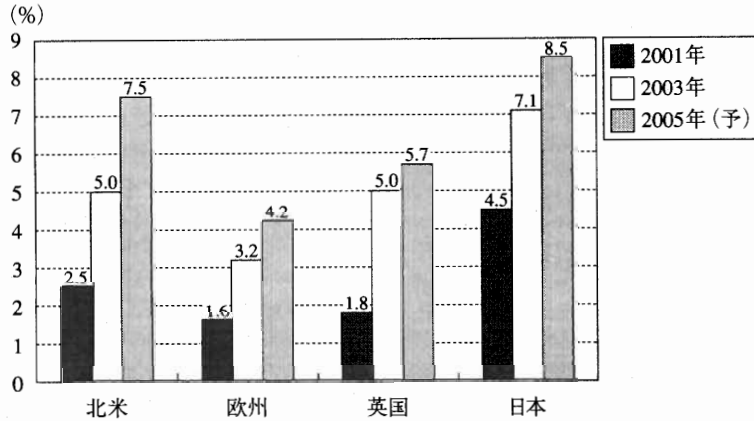
出所：厚生年金基金連合会資料より浅岡作成

押ししているとも言える。

ヘッジ・ファンドへの投資状況を正確に把握することは困難であるが、図1にみるように、近年、世界各国のDB年金資産運用で急速に拡大し、資産配分の中で無視できない割合にまで達している。米国のトップ200位のDB年金(公的年金を含む)では、ヘッジ・ファンドへの投資が2004年の1年間で46.5%の拡大をみている。また、Greenwich Associatesの調査によれば欧州のDB年金の約3割がヘッジ・ファンドへ投資しており、今後もこの傾向は続く予想している。

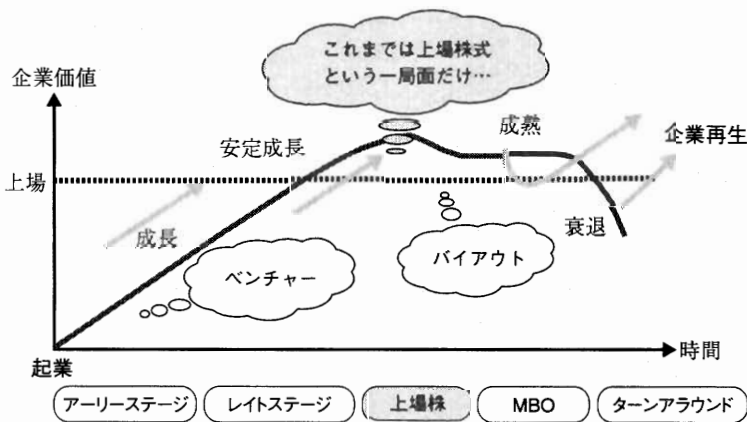
我が国においても、ヘッジ・ファンドへの投資意向は増大しており、2003年度末の厚生年金基金連合会調査によれば、既に14%近いDB年金(厚生年金基金を含む)が投資済みであり、さらに16強のDB年金が今後投資するという意向を持っている。今後、益々の拡大が予想される。

多くの運用機関がDB年金を対象としたヘッジ・ファンド運用の体制を整え「もはや当たり前の運用になっている」という声も聞かれるほどである。課題は、ヘッジ・ファンド投資の急拡大が市場の効率性を増大させ、通常の運用では収益獲得が困難となりつつある点である。よりリスクを採った運用へシフトしていく可能性が否めない点に注意が必要である。



出所：Goldman Sachs International & Russell Investment Group, 2003 “Report on Alternative Investment by Tax-Exempt Organization 2003” より浅岡作成

図1 DB年金のヘッジ・ファンド投資比率(中央値)



出所：厚生年金基金連合会資料

図2 企業のあらゆる成長段階へ投資

(2) プライベート・エクイティ投資

多くの年金資産運用では、公開企業の成長からの投資リターンを享受すべく投資していた。しかしながら企業経営にはさまざまなステージがあり、図2にみるように、まだ起業段階で将来の高成長が期待される未公開企業も投資対象となり得る。さらには、成熟が進み、成長が鈍化した企業、事業を撤退する企業の中には、経営環境に応じた変革の実践により、新たな成長の可能性を持った企業もある。従前は、流動性(換金性)を重視し、公

開企業の成長のみに注目していた年金資産も、その長期性資金という特性を活用し、未公開企業、さらには企業の変革支援に年金資金を投入して高いリターンの獲得を目指すプライベート・エクイティ投資が拡大している。

とりわけ注目を浴びたのは、いわゆるITバブルといわれた1999年、2000年の頃であり、図3にみるように、未公開企業に投資するベンチャー・キャピタル・ファンド(VC)が急拡大した。その後、ITバブルの崩壊により、VCへの投資は急減したが、

ITバブルの異常事態を捨象してみると、トレンドとして急速に拡大を続けている。図3の右表にみるように、投資対象も米国中心から、欧州、さらにはアジアへと拡大している。

我が国においては、VC市場の未整備、企業買収を伴う経営変革を拒絶する国民性、優れたプライベート・エクイティ運用機関がほとんど存在しなかったことなどが影響し、DB年金による投資はまだほとんど進んでいない。しかしながら、我が国の新しい経済成長を目指して経済産業省が更なる施策への取組みを始めており、法的制度の整備の進展とも相まって、投資環境は格段の進展がみられている。その結果、DB年金における投資が拡大を見せ始めようとしている。

### (3) 不動産関連商品投資

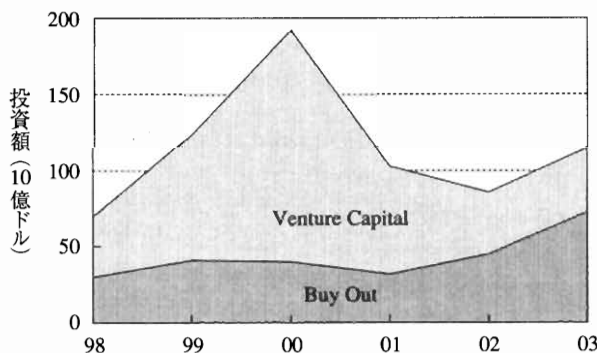
不動産投資は、従来から、世界の主要国の年金資産運用において、主要な投資対象資産の一つとして投資されてきた。しかしながら、どちらかといえば、従来は、年金資産が不動産を所有し、土地などの値上がり益を期待した投資が中心であった。

近年になって、不動産投資を取り巻く環境は大

きな変化を見せている。すなわち「不動産を所有」することから、①所有と経営(管理)を分離する(商業用ビルの管理・運営に特化等)、②固定費の流動費化(本社ビルの売却・賃借等)③保有資産の非効率運用(付加価値の創出等)を進めようという動きが加速化したことである。それに伴い、家賃収入を主たるリターン源泉とするものや、不動産の新しい価値創造を支援するなど、多くの不動産関連商品が創出され、年金の資産運用においてより多様な投資が可能になった。とりわけREIT(Real Estate Investment Trust)が証券取引所に上場され(我が国ではJ-REIT)少額での投資が容易になったことも、投資拡大をもたらした主要な要因である。

他の投資対象資産に比べて、投資適格であるか否かの見極めが重要ではあるものの原資産の市場規模は大きく、かつ債券と株式の2面性を持ち、インフレに強いという(逆にデフレに弱い)特性を持っている。個々の年金が個々の位置付けを明確にした上で、多様な投資を進めることが可能になる。特に我が国においては、将来のインフレ懸念への防衛策、投資対象の拡大を目指して急拡大を見せている(米国DB年金が4%弱で推移している

世界の Private Equity 投資額の推移



投資先、ファンド設定元別投資額(2003)

(10億ドル)

	投資額	ファンド設定額
米国	59.20	43.94
英国	15.86	17.56
日本	7.19	1.36
フランス	4.98	2.39
イタリア	3.56	2.27
豪州	2.93	0.20
ドイツ	2.91	1.40
韓国	2.84	0.27
中国	1.67	0.34
スペイン	1.57	1.03

出所：Price Waterhouse Coopers, “Global Private Equity 2004” より浅岡作成

図3 プライベート・エクイティ市場

のと対照的)。2003年度末の厚生年金基金連合会調査によれば、すでに3%強のDB年金(厚生年金基金を含む)が不動産関連商品に投資しており、8%弱のDB年金が今後投資を検討している。さらに一層の拡大が予想されるが、一部では若干過熱気味であり、投資適格対象不動産が少なくなりつつあるという声も聞こえている。

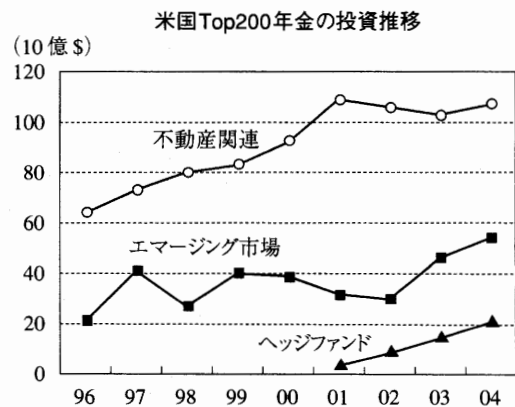
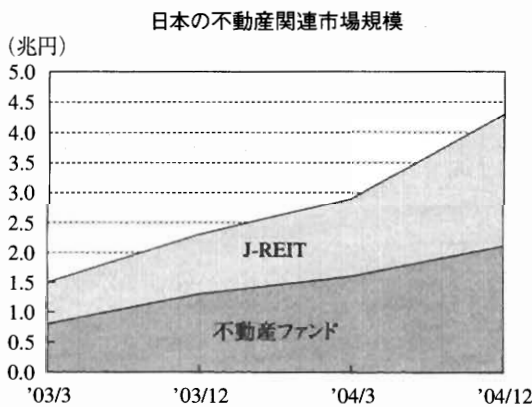
### 3. エマージング市場投資

世界主要国の経済成長の鈍化に伴う公開株式市場の低迷、さらには年金資産を中心とする投資の拡大に伴う非効率性の減少(付加価値獲得機会の減少)に伴い、より高いリターンを求めて、主要国以外のエマージング市場への投資が拡大しつつある。とりわけ、BRIC(Brazil, Russia, India & China)の高い経済成長期待に注目し、その成長を享受するための投資が拡大している。エマージング市場も制度等の投資環境整備が進みつつある。世界銀行が10年後の世界のGDPランキングを予想し、現在のトップ10のうち10年後もトップ10であり続けられる主要国は米国と日本のみであり、ほかはすべて現在のエマージングと呼ばれている国であるとの報告書も投資拡大の後押しをしているという意見も聞かれ<sup>3)</sup>、今後は更なる拡大が予想される。

特に従来は、エマージング市場の選択による付加価値獲得(市場選択効果の獲得)が中心であったが、運用機関の体制整備に伴い、個別企業の選択による付加価値獲得へ、その主軸が移りつつある。エマージング投資への深耕の証左とも言えよう。

### 4. スタイル特化とボトムアップ・アプローチ

資産運用ではさまざまな収益獲得の源泉がある。従前は、運用機関の大宗がそのすべての収益獲得の源泉を対象とした運用を行う傾向にあった。しかしながら、経済・企業活動の複雑化、急速な変容に伴い、より詳細な分析の下でのより高い付加価値獲得の確度向上を目指し、専門性の特化が進みつつある。それとともに、年金運用担当者の専門化の進展や運営・管理ツールの充実に伴い、より効率的な運用を目指した、いわゆるマネージャ選択の高度化が浸透している。このように、需要側と供給側のニーズの相乗効果として、運用機関(ファンド)のいわゆるスタイル特化の運用が定着した。例えば、株式では割安株特化、小型株特化、など、付加価値獲得の源泉を限定・明確化した多くの運用が提供され、活用されている。また、年金資産当の運用資産規模の拡大に伴い、債券



出所：住信基礎研究所，P&I誌資料より浅岡作成

図4 不動産関連商品投資の拡大

市場においても社債運用特化、低格付け運用特化など、さまざまな特化運用が拡大している。

関連するもう一つの特徴が、国際分散投資の分野に顕著に表れ始めている。大きな背景は、世界の企業活動のグローバル化の進展、欧州経済圏の連合化(EU)や主要国経済のシンクロナイズ化の進展に伴い、付加価値獲得の主要な源泉であった国別選択効果が薄れる傾向がみられる点である。事実、例えば我が国の自動車業界の企業活動はもはや国内にとどまらず世界各国に拡大しており、我が国の経済動向のみで株価が変動するとは限らない状況にある。このように、業種によっては(例えば自動車、薬品等)国という要素を捨象して、個別企業の動向により注目した銘柄選択が主流を占め始めている。各国の金利も同様にシンクロナイズ化する傾向にある。このように、従前主流を占めていたトップダウン・アプローチからボトムアップ・アプローチによる運用ファンドの提供・活用が進みつつある。

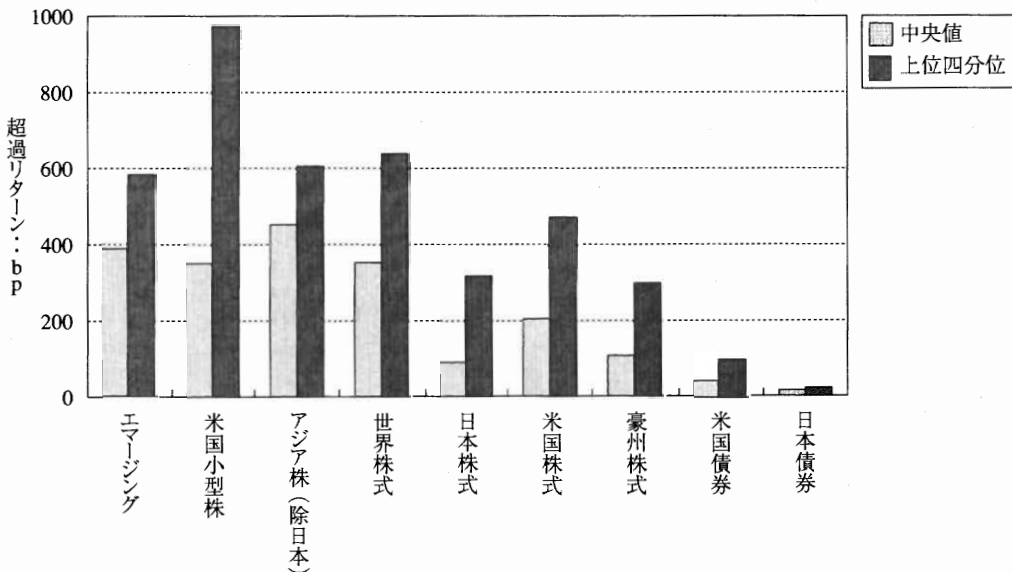
### 5. ポータブル $\alpha$ 運用

市場の効率性は、市場の規模とその市場へ投資される資金の規模や市場等の変動性の大きさによって大きく異なる。例えば、投資される資金の規模が大きい(参加者が多い)米国大型株や債券市場で獲得できる超過リターンの度合いは非常に低い(図5参照)。

投資のトータル・リターンは一般に、

$$\text{トータル・リターン} = \text{リスク・フリーのリターン} + \text{市場のリスク・プレミアム}(\beta) + \text{超過リターン}(\alpha)$$

のように分解して表すことができる。この中で、例えば個別株式銘柄の買持ちと空売りを組み合わせて「市場のリスク・プレミアム( $\beta$ )」をゼロにして「短期金利+ $\alpha$ 」のリターンを目指そうとする運用が、ヘッジ・ファンドの中で「マーケット・ニュートラル運用」と呼ばれている運用である。この応用として、例えば、高い超過リターンを獲得している米国小型株の運用ファンドから米国小型株市場のリスク・プレミアム( $\beta$ )を取り除き、債券市場のリス



出所: Russell Investment Group セミナー資料

図5 対市場ベンチマーク超過リターン (1999/10～2004/9: 年率換算)



ク・プレミアム( $\beta$ )へ投資すれば、得られるトータル・リターンは、通常の債券へのアクティブ運用でかつ高い超過リターンを享受(期待)することが理論的には可能である。これが、ポータブル $\alpha$ 戦略(または $\alpha$ 移転戦略)と呼ばれているもので、派生証券(先物、先渡し、スワップなど)の拡大と金融技術の進展に伴い、年金資産運用で採用され始めた考え方である。

もちろん、確実に高い $\alpha$ が獲得できなければ、さらには市場のリスク・プレミアムを完全に交換できなければ期待通りにはならないという難しさ(リスク)はあるが、比較的新しい運用方法として、欧米の大手年金を中心に拡大しようとしている。とりわけ、年金資産運用における政策アセット・ミックスのリスクの責任(例えば母体企業)と、そのリスクの下での超過リターン獲得の役割分担(例えば年金運用担当部署)を明確にしているDB年金では、政策アセット・ミックスの資産配分と異なる投資資産へ果敢に投資し、高い $\alpha$ の獲得を目指しながら各資産の市場リスクを管理することによって結果的には約束した政策アセット・ミックスのリスクを堅持するという運用を実践しているDB年金も見受けられる。

この「 $\beta$ と $\alpha$ を分離する」考え方は、今後、年金資産運用のさまざまな部分で応用されていくものと推察される<sup>4)</sup>。ある意味では、年金資産運用の考え方を大きく変容させる可能性を秘めている。もちろん、相応の新たなリスク(市場リスク・プレミアムの管理リスクなど)が伴うことに注意が必要である。それとともに「リスク管理こそが年金資産運用の中核を占める、最も重要なポイント」という考え方がさらに一層定着することも示唆している。

## 6. 運用機関選択基準の変化

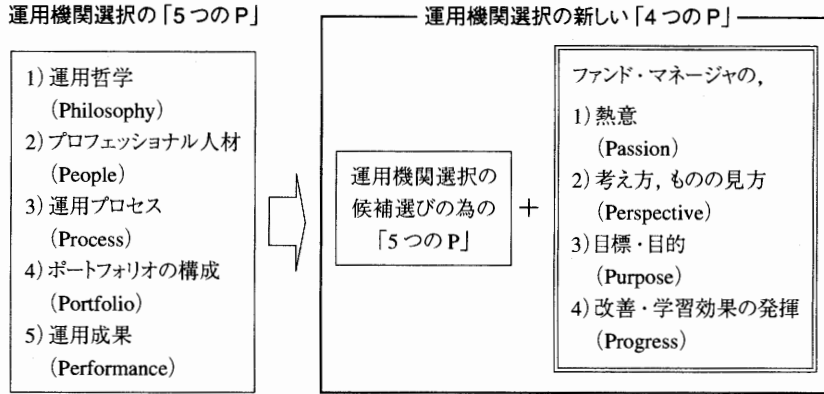
今までみてきたように、高い付加価値を獲得したいというニーズは、従前に増して高まっており、しかもそれを可能にする投資対象資産の拡大・整

備や運用機関の体制整備が進みつつある。一方でこの動きは運用機関に対し、付加価値獲得のために、より専門に特化した運用体制整備の必要性を要求していることを示唆している。例えば、買持ちのみの従来の運用と、空売りをも許すヘッジ・ファンドなどの新しい運用では、情報の内容やファンド・マネージャの資質そのものも大きく異なる。また、公開株式の運用とプライベート・エクイティの運用でも、ファンド・マネージャに要求される能力は大きく異なる。

この運用における一層の専門性特化の要請は、運用機関(ファンド)選択の基準にも変容をもたらしつつある。従来の運用機関選択の主要な確認・評価基準として図6にあるような5つのPが重要であると言われてきた。しかしながらこれらの基準には、運用機関が会社として整備している要件も大きな要素として位置付けられている。これに対して一層の専門性が要求される現在の運用においては、会社全体としての体制整備に加え、それぞれの専門分野における体制整備の状況がより重要な判断基準となる。会社全体としては優れた体制整備であっても、ある専門分野に於いて体制整備が十分でなければ、その専門分野のファンドを選択することは大きな間違いをもたらす可能性が大きい。現在は新しい4つのPと呼ばれる、むしろ担当のファンド・マネージャに注目した選択が実施され始めている。その意味では我が国では「マネージャ・ストラクチャ」を「運用機関選択」と訳し理解していたが、今後は「運用ファンド選択」と訳し理解すべきであると言えよう。

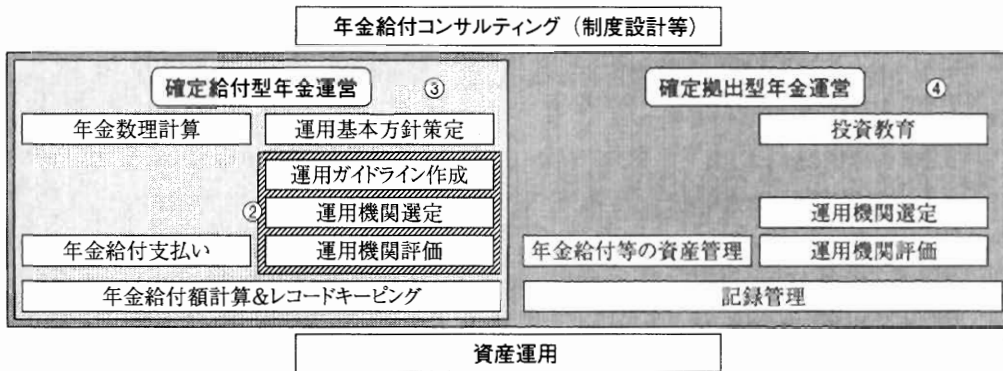
## 7. アウト・ソーシングとマルチ・マネージャ運用

年金資産運用の専門化要請は、年金運営委・管理の体制にも影響を与え始めている。とりわけ、企業経営の競争激化に伴い、企業はその企業が持つコア・コンピタンス(本業)に人財等の資源を特



出所：Russell Investment Group 資料より浅岡作成

図6 運用機関選択基準の新しい動き



- ① Unbundled（内部で実施していない各業務を異なるサービサーにOTS）：通常のケース
- ② Semi-Bundled（一つのサービス機関からDB年金業務の「一部のサービス」をOTS）
- ③ Fully Bundled（一つのサービス機関から「全てのDB年金業務サービス」をOTS）
- ④ Total retirement outsourcing: TRO（DB年金業務だけでなくDC年金業務等を含めた年金業務をOTS）

出所：野村総合研究所資料より浅岡作成

図7 進展する多様なアウト・ソーシング

化投入し、重要ではあるが専門家の継続的・組織的な確保が容易ではない年金運営・管理をより専門家集団に業務委託（アウト・ソース）する動きが拡大している。図7にみるように、従前の年金資産運用等の外部委託にとどまらず、年金資産運用全体をアウト・ソースするケース（図中の②）や、DB年金業務のすべてを一つの機関にアウト・ソースするケース（図中③）や、DC年金業務をも含めてアウト・ソースするケース（図中④）も散見され始め

ている。もちろん如何なるアウト・ソースの形態であっても、委託者である年金サイドのいわゆる「受託者責任」は免れない。

特に図7の②の部分、元来運用コンサルティング会社がそのノウハウを蓄積してきたところである。運用コンサルティング会社は従来「提言」とどまっていたが、特に中小のDB年金ではその「提言」を自らの判断の下で実践する人材の確保が容易ではない。とりわけ、投資対象の多様化が求め

られる現状においては、なお一層困難でありコスト高になる。そのため、提言にとどまっていた運用コンサルティング会社などが、提言を実践するファンドを設定し、DB年金に資産配分、マネージャ選択、運用の評価、マネージャの入れ替えまで、運用に係わるほとんどすべてのサービスを提供する「マルチ・マネージャ・ファンド」が、特に米国・欧州を中心に拡大している。調査によれば、DB年金におけるマルチ・マネージャ運用の資産規模は2003年1年間で15%の急拡大をみせており、その3分の2が米国、3分の1が英国の年金によるとのことであり、今後2008年までの5年間で年率8.5%の成長が予想されている。

このマルチ・マネージャ運用は、DB年金の運用資産規模の大小に拘わらず、多様な付加価値獲得の機会をフルに活用したより高いリターンへの追求、そしてそのための一層の専門性特化が要請されている昨今の年金資産運用の大きな潮流の象徴とも言えよう。

### III 負債を重視した基本方針の検討

DB年金の運用が転換期を迎える中、前述したように各国のDB年金では、資産側に重点を置いた新しい潮流に加え、もう一つの新しい動きが始まっている。それは、より負債の特性を重視した年金資産運用のあり方を根本的に見直そうとする動きである。従前から、負債を重視した年金資産運用の重要性は認識され、その取組みも実践されてはいたが、とりわけ企業会計制度の変更に伴い、より一体化した運用の必要性を改めて再確認し、さまざまな取組みが始まっている。実はこれこそが、今まさにDB年金運営・管理が転換点にあることを示す最大のポイントといえよう。

#### 1. コスト部門としての位置付けへの転換

従来のDB年金運営・管理は、どちらかという

資産側に注目し、より高いリターンを如何に獲得するかに重点を置く「プロフィット部門」としての位置付けで運営されてきた。とりわけ、米国ではその傾向が強かったと言えよう。しかしながら、米・英国の多くの企業がDB年金制度からDC年金制度へと移行する動きにみられるように「コスト部門」としての位置付けがより鮮明になったと言えよう。すなわち、DB年金制度からDC年金制度への移行は、とりもなおさず、年金運営・管理における経済上の最終リスク負担者である母体企業が、その負担するリスクを約束した掛金のみに限定し、運用に伴うリスクを従業員（個人）へ移転しているにほかならない（一部には、掛金も引き下げている企業も見受けられる）。さらには、昨今のDC年金の低い運用成果に伴い、元本や運用収益を保証するDC向け運用商品のニーズが高まっている。これは、とりもなおさず、運用のリスクを従業員（個人）から運用機関へ移転していることにほかならない<sup>5)</sup>。

DB年金の本質は「株主価値を向上させるために、従業員に将来の生活に対する安心を提供することによって、優れた従業員を確保する」ことにある。まさにDB年金制度は「株主価値向上のためのコスト」にほかならない。重要な点は「どれだけのコストを覚悟し、負担することができるか」という点にある。従前のDB年金運営・管理はこの「覚悟すべき最大コスト」を明確にしないまま「プロフィット部門」であるDB年金担当部門の運用成果に期待し、結果として資本市場の活況がその考え方を後押ししていたと言えよう。

#### 2. 年金ガバナンスの重要性の再認識

現在、世界各国のDB年金（公的を含む）は投資先である企業に対して「企業統治（コーポレート・ガバナンス）」の重要性を訴えている。企業統治のあり方の基本は「継続的な株主価値向上」を達成するために「株主を中心とする企業のステーク・ホルダー重視の経営」「経営の監督と分離の明確化」

「コミットメントと役割・責任の明確化」「透明性の確保と説明責任」などを実践することである。この基本事項の実践は、望ましい年金管理・運営のあり方の基本に相通ずるところがある。DB年金が企業に対して望ましい企業統治の実践を求めるからにおいては、DB年金関係者自らも「年金のガバナンス」のあり方について再確認し、より優れた年金管理・運営を実践することが必要であり、先進的なDB年金においては、望ましい「年金ガバナンス」の実践が始まっている。

とりわけ重要な点は、「株主価値向上のための年金制度」であることを再確認し、年金のステーク・ホルダーそれぞれが持つ要請・要求を満足できるように、年金運営・管理の基本方針を検討・実践することである。ただ、年金資産運用にとつての課題は、年金のステーク・ホルダーの要求は、例えば表3にみるように、相互に相矛盾するトレード・オフの関係にあることである。

表3にみるように、トレード・オフをもたらす主たる要因は「掛金(特別・特例掛金を含む)政策のあ

り方」「(許容できる)リスクのあり方」「評価(投資)の期間の長短」である。これらの要因について、ステーク・ホルダーそれぞれが満足(納得)する居心地の良い「按点」の合意が、正に年金資産運用の出発点となる。課題は、この按点は、年金資産運用関係者が慣れ親しんできた最適化手法で求めることが非常に困難な点であり、ともすれば不明確なまま資産運用が進められていたことは否めない。まだごく一部のDB年金(公的年金を含む)ではあるが、この年金資産運用の出発点となる、最も重要な「事前合意獲得(本来の基本方針)」の実践が進みつつある。

### 3. 負債重視の新しい基本方針策定への取組み

#### (1) 負債を考慮した最適化手法の活用

資産運用においては、資産配分方針が持つリスクが実際の運用におけるリスクの大宗(80～90%)を占めることが、過去の実証研究で明らかになっている。それ故、DB年金の運用では、望ましい資産配分方針(基本方針)を策定した上で、

表3 ステーク・ホルダーの要求と影響(例)

	年金のステーク・ホルダー等の目的・要求	運用に与える影響
株主	株主価値を高めるべき	<ul style="list-style-type: none"> <li>掛金を少なくすれば、運用リスクを採らざるを得ない</li> <li>短期で評価されれば、運用リスクを抑えざるを得ない</li> </ul>
受益者	確実な給付を確保	<ul style="list-style-type: none"> <li>年金負債の状況によって運用リスクの採り方が異なる</li> </ul>
母体企業	長期の予想掛金の現在価値を最小化したい	<ul style="list-style-type: none"> <li>資産運用でのリスク増大</li> </ul>
	予想もしない多額の拠出金リスクに直面したくない	<ul style="list-style-type: none"> <li>リスクを抑えた運用にならざるを得ず、期待収益は低下</li> </ul>
	予想もしないショートフォールに陥るリスクに直面したくない	<ul style="list-style-type: none"> <li>リスクを抑えた運用にならざるを得ず、期待収益は低下</li> </ul>
	単年度の企業会計上のリスクを抑えたい	<ul style="list-style-type: none"> <li>リスクを抑えた運用にならざるを得ず、期待収益は低下</li> <li>短期運用の圧力増大。長期運用を犠牲。</li> </ul>
年金担当者	長期の目標に向かって、取り得る資産価値最大化を目指す	<ul style="list-style-type: none"> <li>短期的なリスクの増大を回避しなければならない</li> </ul>
	拠出される掛金を可能な限り多くしておきたい	<ul style="list-style-type: none"> <li>運用リスクは抑えられるが、コスト増に伴い株主価値が低下</li> </ul>

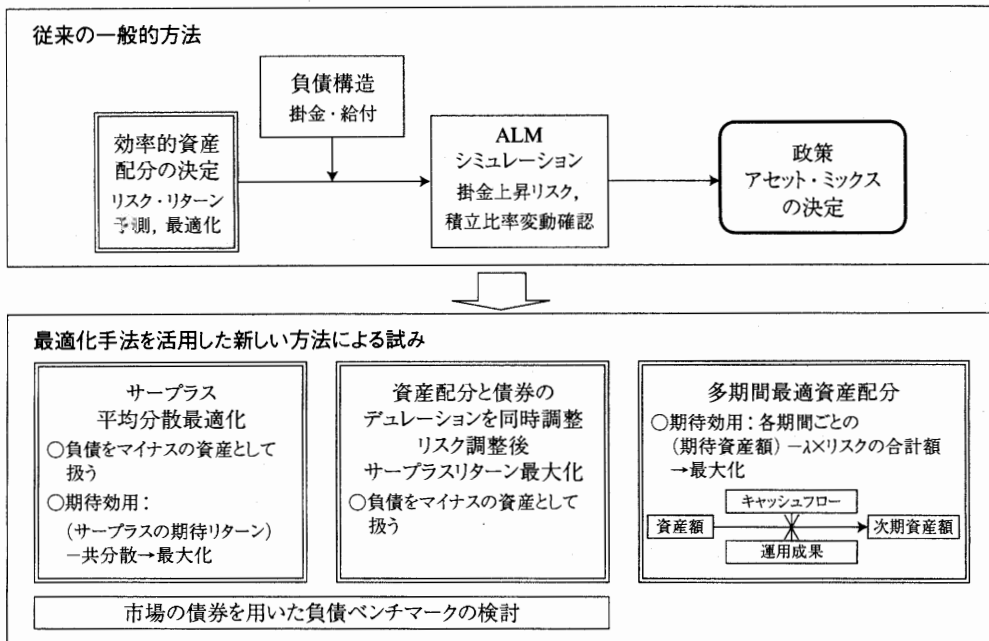
出所：浅岡泰史作成

資産運用がすすめられてきた。その一般的な方法は、図8の上図にみるように、将来の資本市場のリスクとリターンを予測し、最適化手法を活用して望ましい資産配分方針を決定してきた。その際、対負債(掛金状況を含む)との関係をも分析されてはいたが、どちらかといえば、資産側の状況が重視され、対負債の最重要目標は「確認」にとどまっていた。

しかしながら、DB年金の資産運用結果が母体企業の収益、さらには格付に大きな影響を与えるようになったため、現在は、図8の下段に観るように、負債を負の債券投資(母体企業としての資金調達)と考え、サープラス(剰余=資産価値-負債価値)を最大にする資産配分方針を最適化によって分析する、さまざまな方法が検討・実践されるようになってきた。

負債を考慮した最適化手法による基本方針の策定方法は、①従来からの方法の延長線として取り扱うことができ、DB年金関係者が親しみやすい

こと、さらには、②最適化手法を活用するため一般化しやすく、コンサルティング会社も活用が容易である、などの利点がある反面、①相互に相反する複数利害関係者の目標間のトレード・オフの確認が不十分になりがち、②現実には掛金方針が機動的に対応されるにも拘わらずそれが反映できず、結果として資産配分のみが基本方針になりがち、③一般に負債のデュレーション(平均資金回収年)が長く、サープラスの金利感応度が適切に表現できない、④最適化手法を活用するが故に将来のリスク・リターンの予測如何で大きく異なる、などの欠点を持っている。特に、年金運営・管理の出発点である「相互に相反する複数利害関係者の目標間のトレード・オフの確認が不十分になりがち」である点には注意を要す。負債を考慮しているとはいえ、母体企業と年金運営関係者との役割分担が明確で、資産側重視の年金運営・管理が一般的である米国を中心に活用されている現状は、筆者の理解できるところである。



出所: 浅岡泰史作成

図8 負債を考慮した最適化手法による基本方針の策定方法(例)

(2) 最小リスク戦略に基づく基本方針の策定

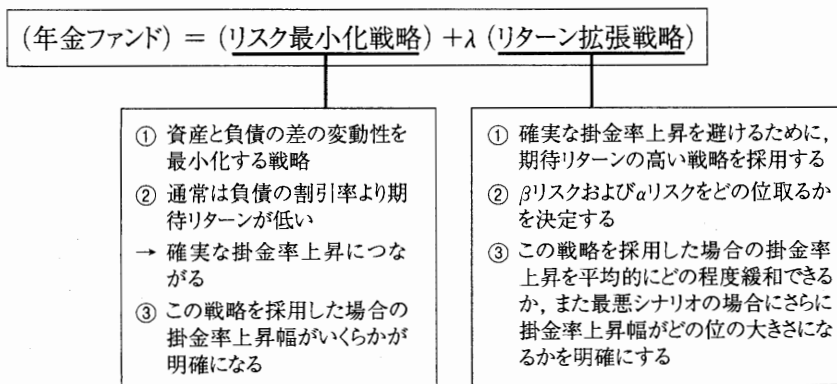
「コスト部門」として年金運営・管理を考え、実践しようとする動きが、欧州・カナダを中心に拡大しつつある。

「コスト部門」としての年金運営・管理であるが故に、最大限どれだけのコストを覚悟することができるか、その最大コストを如何に可能な限り守り、それを上回る資産運用が可能かを合意すること、すなわち表3の相互に相反する要求に関しての居心地の良い接点を合意することが、年金運営・管理の出発点であるという考え方に立っている。典型的な例が「最小リスク戦略」を確認した上で、それを基本としてより効率的な年金資産運用を進めようとするものである。年金給付は掛金とその運用によって支払われるが、必ずしも運用は必須ではない。全く運用しないですべて掛金(特別掛金を含む)によって賄うことも一つの方法である。仮に将来の掛金の支払い(すなわち給付金)をその企業が外部から資金調達すると仮定すれば、将来の約束された給付金の支払い金(将来価値)を相殺する資金調達<sup>6)</sup>を行っていると考えることができる。年金資産運用におけるリスクはゼロであり、これが年金運営・管理における「最小リス

ク戦略」の基本となる。

ただ、この最小リスク戦略は、母体企業にとって非常にコスト高になる。それ故に、実際には、図9に示すように、最小リスク戦略に加えて更なる付加価値獲得戦略を組み合わせる年金資産運用を実施していこうとするものである。もちろん、予め合意に達した「最大コスト」を如何に守り、より小さなコストまで削減できるかが年金運営・管理担当者の役割であり、リスク管理を最重点においた上で、前述したようなさまざまな付加価値戦略をフルに活用しようとしている。

このような考え方の採用を始めているある年金基金によると「さまざまな利害関係者の間で何をリスクとするかが問題となるが、分析ツール(最適化ではなくシミュレーション・モデル)を活用し、さまざまな環境下における分析の結果、年金基金のリスクは、①株主側・母体企業にとって最大のリスクである将来掛金の上昇と、②受給者・加入者にとっての受給権の確保度合いを表す積立比率の低下の2つに集約できるという結論に至った。給付を確実に実現するためのコストをまず明確化した上で、ではその確実に発生する付加的なコストを回避するために資産側でどのくらいまでのリスクを



注) この戦略を政策ポートフォリオとすべきとの意見もある

出所：野村総合研究所資料より浅岡作成

図9 リスク最小戦略の考え方

取るべきか、という議論がスタートする。この過程で、年金のステーク・ホルダー間の相矛盾する要求の按点を合意することができる」という意見は大いに参考になろう。

#### IV 我が国年金資産運用への示唆

世界のDB年金はまさに転換期を迎えており、今まで述べてきたように、新しい取組みが実践されている。我が国も決して例外ではない。

しかしながら、資産運用に「打ち出の小槌」はなく、唯一絶対の方法は存在しない。基本、母体企業の体力に見合った、年金債務の特性にあった資産運用の実践が肝要である。その意味では、新しい取組みへの果敢な挑戦は重要ではあるが、他のDB年金が進めているというだけで安易に採用することは禁物である。付加価値の源泉は何なのか、その源泉はどの程度の市場規模であり得るのか、想定されるリスクは相応しいものであるのかどうか、原点に立ち返った検討が不可欠である。

我が国のDB年金制度は、良しにつけ悪しきにつけ、経済環境の変化と母体企業の体力に合わせて給付水準の適正な見直しも可能であるという点で、受給権保護が米国・英国に比べて緩やかである。その意味では、株主価値の向上に資するDB年金制度の維持運営が可能であり、CBプランの導入も進みつつある。その基本は、DB年金制度のステーク・ホルダーの相反する要求を満足する按点を如何に合意するか、とりわけ、年金運営・管理の経済的最終負担者である母体企業が最大限負担可能なコストを明確にし、その合意の下で、リスク管理を基本においたより効率的な資産運用を進めることこそ肝要であると確信する。前述したリスク最小戦略は、オランダを中心に拡大しつつある。オランダの場合、年金の債務と資産の両面の責任を有した独立組織を設けて年金運営・管理を進めるが故に「コスト部門」としての年

金運営・管理に重点が置かれているという意見があるが、年金基金(新企業年金を含む)という独立した組織で運営されている我が国にとっても、大いに参考になろう。

#### 注

- 1) 我が国の信託銀行・投資顧問会社の厚生年金基金運用資産のうち、特化型運用の割合は26%にすぎない(厚生年金基金連合会, 2003年度末)。
- 2) 現実には、多くのファンドが期待通りのリターンを獲得ができていない。また「詳細に分析すると、多くの運用手法は株式市場の変動に大きな正の相関が見られる」という分析結果(Clifford Asness他)もある。
- 3) 世界の主要年金基金の会合(IPC2004カンファレンス)での発言。
- 4) 例えば、政策アセット・ミックスの検討と運用機関選択を同時に分析・検討しようという動きも一部のDB年金で始まっている。
- 5) なぜ運用機関が現在のDB年金では運用できないのかという疑問も生まれるが、これら一連の動きの中で、結果的には掛け金、保証水準(給付水準)がより低くなっている。経済環境、企業の体力に見合ったDB年金制度の重要性を示唆している。
- 6) 最も基本的な方法は、すべての資金の返済時期と返済額が給付時期と給付金支払いに一致する資金調達。

#### 参考文献

- UBS Global Equity Research 2004/7/20 “UK Pension Update”
- P&I 2004/7/26 “Contributions to UK funds up 76% in year”
- 白杵政治 2004/4「米国年金出張報告書」
- 白杵政治 2004/6/24 セミナー「確定給付年金は今後どうなるのか？」
- 野村證券金融研究所投資調査部 2004/4/27「2003年の米国企業年金動向」
- Mercer Human Resource Consulting 2004 “Can the Defined Benefit Pension Plan Survive Accounting Reform?”
- Pension & Investments 2004/7/2 “Other Views: Funding Law could hurt more than help”
- IPE.com News 2004/8/9 “Consultants should stick to consulting 2004 survey”
- IPE.com News 2004/10/14 “Watson says 80% of big UK firms offer DC”
- IPE.com News 2004/11/9 “Half of Dutch corporate funds to disappear—ING”
- IPE.com News NETHERLANDS 2004/1/4 “Pension schemes in the UK returned around 10% in 2004,

- according to an estimate from Russell Mellon”  
 IPE.com News 2005/2/7 “Eight states considering shifting to DC plans”  
 田中祐一 2005/1 「米国情報」  
 厚生年金基金連合会 2001「厚生年金基金の資産運用」  
 厚生年金基金連合会 2000～2004「厚生年金基金における資産運用の状況(実態調査報告書)」  
 デビッド・スエンセン(次世代年金実務家ネットワーク訳, 大輪秋彦監訳) 2003 「勝者のポートフォリオ」(社)金融財政事情研究  
 厚生年金基金連合会 2004「日米年金 代替投資カンファレンス」  
 Goldman Sachs International & Russell Investment Group, 2003 “Report on Alternative Investment by Tax-Exempt Organization 2003”  
 Roger Clark 他 2003/9-10 “Portfolio Constrains & Fundamental Law of Active Management”, Financial Analyst Journal  
 IPE.com News 2005/1/18 “European institutions hedge fund use jumps”  
 Clifford Asness 他 2001 “Do Hedge Funds Hedge?” Journal of Portfolio Management, 2001 Fall  
 Price Waterhouse Coopers, 2005/1 “Global Private Equity 2004”  
 住信基礎研究所 2005/1 「不動産プライベート・ファンドの関する実態調査2004年」  
 厚生年金基金連合会 2004/10 「企業年金」  
 Cerulli Associates, Inc, 2004/8 “International Research: Global Multimanager Products Survey”  
 キース・アムバクシア, ドン・エズラ(三木隆二郎訳) 1998/11 「エクセレントな年金経営の条件」(社)金融財政事情研究会  
 Arun Muralidhar 2001 “Innovation in Pension Fund Management” Stanford Economics & Finance  
 Keith Ambachtsheer 2004 “Managing from the Inside Out: Re-Investing Pension Fund Investing”  
 M. Granito, Chung, K and R. Prajogi. 2002 “2001 US Corporate Pension Financial Performance: Review and Outlook 2001” JP Morgan Fleming Asset Management-Strategic Investment Advisory Note  
 小粥泰樹・堀江貞之 2003「年金資産運用再考」ファンド・マネジメント 2003年秋号  
 浦田健一郎「企業年金制度改革にむけての提言」ファンド・マネジメント 2003年秋号  
 厚生年金基金連合会 2004「債券運用研究会報告書」  
 野村総合研究所 2004/10/7「年金基金の年金ガバナンスとリスク管理の現状と課題」  
 Merrill Lynch Investment Managers 2004/6/30 “Liability-Led Investing, Building Defined Benefit schemes to last into the future”  
 Barclays Global Investors 2004 “Liability Driven Investment”  
 (あさおか・やすちか 前厚生年金基金連合会常任理事)