

本部崇仁

ラッセル・インベストメント株式会社
コンサルティング部
シニア コンサルタント／年金数理人



CFOのための年金運営5

これまで、伝統的な年金運営を中心にCFOとして留意すべき部分について整理してきた。今回と次回で「本来あるべき運用戦略」について考えてみたい。

年金制度を取り巻く環境がますます複雑化し、個別性が強まっていく中、従来の戦略の延長だけでは対応が難しい局面もでてきている。今こそ「本来あるべき運用戦略」を見つめなおし、運用戦略の再構築を図る必要が出てきている。

「本来あるべき運用戦略」は、全ての年金制度に對して同じものであるはずがなく、年金制度の置かれた状況によつてさまざまな選択肢がでてくる。従来以上に年金事務局とリスクの最終負担者である母体との緊密な協業関係が求められる。

国際会計基準と運用戦略

国際会計基準移行後は、「資産運用実績が即時認識」される可能性が高いため、資産運用リスク管理ばかりが取り上げられているが、本質は、「運用戦略策定プロセス」自体の重要性が増すと考えるべきであろう。確かに資産運用リスクの母体への影響が高い企業もある。しかし、会計基準はあくまでモノサシの一つに過ぎず、会計基準に過度に依存した運営は問題である。年金制度の長期性を基本的な前提とし、会計基準にも配慮した、企業価値向上に資する戦略として再構築される必要がある。会計基準見直しは、そのための絶好のチャンスと前向きに捉えるべきであろう。

そして、CFOは、運用戦略立案に明確にコミットすることで、株主に対する年金問題の説明責任を果たすことができるようになる。

運用戦略の再確認

まず、復習のために伝統的な運用戦略策定プロセスを紹介する。運用戦略上の目的は、「目標利率」になる。この目標利率は、給付が、掛金か資産運用かで賄わなければならないため、一定の掛金を前提にした数理計算を経て決定される。具体的な戦略は、株式、債券等の資産の五年～十年の期待リターン、リスクを使い、数学的に効率的な維持すべき資産配分を算出し、目標利率との比較で決定されることが多い。また、将来の積立水準やリスクなどを検証するため、ALM分析などを利用する場合もある。現在、殆どの年金制度では、この運用戦略が採用されている。

しかし、この方法には、幾つかの重要な視点が欠けている。ひとつは、「目標設定プロセス」にある。本来目標設定（予定利率決定、掛金決定）時に、企業が許容できるリスクを十分に評価しなければならぬが、目標リターンで算出した掛金水準しか確認していないことが多い。

もう一つは、年金の資金特性や特徴を十分に活かした運用戦略になっていないことである。年金の最大の強みである、「長期」という時間軸を十分に活用できるように配慮された運用戦略はあまり見かけない。

資金特性を活かした資産運用

それでは、資金特性を活かした資産運用とはどのようなものであろうか。一つには投資ホライズンを意識した運用である。もう一つには給付の性格を意識した運用である。両者は独立した概念ではなく同時に採用することも可能である。また、資金特性を活かすことは結果的にリスク抑制にも繋がる。

いずれにしても、給付という本質的な債務に着目し、資産運用戦略を再構築することが、「本来あるべき運用戦略」への第一歩になる。

投資ホライズンを考えた運用

伝統的な年金資産運用では、投資ホライズンをあまり強く意識してこなかった。資産配分決定時に使用した前提条件の投資ホライズンを実際の運用で強く意識することはない。

投資ホライズンを意識した運用とは、遠い将来の給付を賄うための長期性資金は、長期でリターンが期待できる資産に投資し、短期の給付のための資金はより短い期間でリターンが期待できる資産に、流動性も加味しながら投資する運用戦略を指す。

長期性の資金は、短期的な変動はある程度許容し、長期運用に相応しい資産に投資することになる。「長期運用に相応しい資産」とは、長期で見て高いリターンが期待できる資産になる。

資産によつては必ずしも長期投資が相応しくない資産もある。投資タイミングを図ることで短期のリターンが期待できるものの、単なる長期保有では高いリターンが期待しにくい資産等である。このような資産への投資は、工夫が必要である。インデックスのロング運用のような市場全体をバランスよく保有する戦略より、さまざまな投資チャンスを狙ったアクティブ運用の方が収益獲得のチャンスは高まる。大事なのは、資産の特性に合わせて投資対象や投資手法を工夫することである。

給付の性格を意識した運用

別の視点としては、給付の性格に合わせて投資対象を区別するアイデアである。例えば、年金給付用の資金は、退職者用であるから、リスクをできるだけ抑えた運用にし、脱退一時金などの現役用の資金は、ある程度リスクをとりリターンを狙う運用戦略などがある。

年金資産運用に携わった経験のある方は、LDI (Liability Driven Investment) という運用戦略を耳にしたことがあるかもしれない。一般的にこの戦略は、割引率変化に伴う退職給付債務(PBO)と資産との差額の変動を最小化するために、PBOを意識した債券中心の運用戦略を指すが、これは、資金特性を活かした資産運用の一つの例である。

債務と資産の連動性を高めたいのであれば、LDI戦略は有効であるし、金利上昇リスク(金

利上昇時の長期債券の下落リスク)や給付までの時間的猶予の活用に重点を置くのであれば、資金特性を勘案しつつも効率的なリターン追求に比重を置いた戦略が選好されることになる。

リターンの源泉を考えて

また、リターンの源泉や役割を意識して、投資対象を分類し、運用戦略に反映することも重要になる。ここでは、次の四分類で整理してみよう。一つ目として、長期的に市場そのものの成長が期待できる「ベータリターン追求資産」、二つ目は、市場全体の成長は緩やかだが、一部に大きな成長分野がある、市場の歪みが大きくそこからリターンを期待できる「アルファリターン追求資産」、三つ目は、市場サイクル、投資タイミングなどを積極的に狙う「オポチュニスティック資産」、そして、最後に、リスク分散を狙った「リスク分散追求資産」である。このように資産グループの特性を理解し、運用戦略に反映することで、より効率的で安定的な運用戦略を構築することができる。

次回は、今回の続きと、資産運用のリスク管理にフォーカスした運用戦略、新しい資産運用ガバナンスについて考えてみたい。

参考文献

浅岡泰史・本部崇仁・喜多幸之助「企業価値を向上させる退職給付制度の運営」(中央経済社、二〇〇八年)