

Vol.8 実践例

このシリーズが目指したものは、規模がそれほどは大きくない企業の確定給付企業年金の担当者のための年金資産運用ガイドです。Vol.7までで一通りの説明をしましたので、今回はそのまとめとして、人員規模では2~3,000人ぐらいまで、資産規模は2~3百億円ぐらいまでの確定給付企業年金を想定して、これまで説明した内容を実践するとどうなるかを描いてみます。

1. 企業年金制度が積立金を持つ目的と資産運用

Vol.1では、積立金を持つ目的と資産運用の目標について説明しました。その関係をまとめると下表のようになります。

図表1：積立金を持つ目的と資産運用

積立金を持つ目的	制度運営の目標	資産運用の目標
受給権の保護	・健全な財政状態の維持	・長期的に予定利率を上回る運用収益の確保
拠出の平準化	・掛金の安定	・再計算までの中期的な目標として、予定利率の確保 ・毎年の決算において積立基準のクリア
運用収益による負担軽減	・高めの予定利率設定による負担軽減	・中期的に予定利率を上回る運用収益の確保
退職給付債務に対する資産保有	・退職給付費用の変動抑制 ・企業会計上の制度資産と年金債務のバランス	・企業会計上の予定運用収益の確保 ・金利変動による年金債務の変動への対応

確定給付企業年金が確定給付企業年金法上の制度である以上、積立金を持つ目的として、受給権の保護を外すことはできないでしょう。一企業としては、退職給付債務に対する資産保有という目的も外せないでしょう。

予定利率が予定運用収益を参考に設定されているとすれば、企業会計上の予定運用収益の確保と、予定利率を上回る運用収益の確保を資産運用の目標とすることは矛盾しません。中長期的には予定利率を上回る運用収益の確保が目的となり、短期的には、金利変動に伴う退職給付債務の変動への対応が目的となります。

2. 年金資産運用のプロセス

(1) Plan プロセス

年金資産運用では、資産運用の基本方針の策定が Plan プロセスにあたります。中でも、運用目的、運用目標、資産構成が中核をなすでしょう。

前節で考えたように、運用目的は、「退職給付債務の金利変動による変動に留意しつつ、給付の支払いを将来にわたり確実にを行うため、総合収益を中長期的に確保する。」ということになるでしょう。これを受けて運用目標は、「中長期的には予定利率」、「短期的には金利変動による退職給付債務の変動への対応」ということとなります。

資産構成決定の考え方は、予定利率を上回る期待収益率が確保できる資産構成であり、下振れリスクを最小とする資産構成である必要があります。金利変動による資産価値の変動が、退職給付債務の変動に対応したものとなっているかの検証も必要になります。

政策アセットミックスの策定では、年金 A L M の利用は必ずしも必要ではありません。年金 A L M を実施するとすれば、下振れリスクの検証や、金利変動による退職給付債務に対する積立比率の変動のチェックが主な目的となるでしょう。Vo1.7 で述べたように、年金 A L M は教育ツールとして優れていますので、運用の基本方針を機関決定する際のプレゼン資料作成する際には、そのためのさまざまな材料が提供できるという意味で役に立ちます。また、年金 A L M による将来予測の結果は、See プロセスで役立ちます。

(2) Do プロセス

想定している制度の規模では、年金資産運用の Do プロセスは、運用受託機関の選定と運用指針の提示です。2～3 百億円の資産規模では、パッシブ運用が基本となるでしょう。アクティブ運用を導入して、アクティブ間での分散投資を行うためには資産規模が小さすぎます。

パッシブ運用のみの運用とするならば、信託銀行 1 社に委託することとしても問題はないでしょう。パッシブ運用については、運用成果や運用スキルに大きな差がありませんし、資産保全の安全性という意味でも信託財産であれば差がありません。2 社以上にすると、管理や情報収集の点で煩雑さが増すだけで大きなメリットはありません。

差が出るとすると、運用報酬とサービスです。運用を信託銀行 1 社に集約することで、企業としては運用報酬についてバーゲニング・パワーを持つことができます。同時に、得られる情報が偏る可能性もあります。運用委託先の決定では、運用報酬だけではなく、運用を委託する信託銀行が、市場に関する情報や、運用状況に関する報告をどの程度の頻度で提供してくれるのか、サービスの中身にも留意する必要があります。

(3) See プロセス

パッシブが基本の場合には、運用成果や運用スキルには大きな差が出ません。See プロセスでは、運用機関の評価は情報提供などのサービスが、約束通り行われたかどうか重要になるでしょう。

確定給付企業年金では、運用報酬だけではなく、記録管理、給付の支払い、数値計算業務などもすべて総幹事会社である信託銀行に業務委託することが少なくないでしょう。運用を 1 社に委託するという事は、確定給付企業年金に関するほとんどすべての業務を、その 1 社に委託ということになります。信託銀行と委託する企業との間に、信頼関係ができあがり仕事はしやすくなるでしょうが、なれ合いのような雰囲気できてしまう懸念もあります。定期的にコンペを行って、委託する信託銀行を見直す手順を踏むことも考えられます。

毎年の決算における検証では、政策アセットミクスが、期待したとおりの結果をもたらしているかどうかポイントとなるでしょう。実際の収益率が期待収益率を下回っていないか、下回っている場合には、想定以上の下落となっていないかどうかを検証します。年金 ALM を実施していれば、その結果も利用して検証を行うことができます。検証の結果、必要に応じて政策アセットミクスを見直します。

(4) コンサルタントの利用

パッシブ運用を基本としている場合には、運用コンサルタントの役割は限定的です。一般的な運用コンサルタントの場合、政策アセットミクスの策定以外の場面で

は、四半期ごとに運用報告を行うとしても、その内容は、市場の状況に関する報告が主となります。

決算ごとの検証の際にも、政策アセットミクスを決められたタイミング以外で変更しなければならないような事象は、そうそう起きるものではありません。政策アセットミクスの見直しを、半期とか1年のような短期に設定している場合を除けば、通常時は運用コンサルタントが目立った仕事をすることはありません。

運用コンサルタントを利用しない場合、政策アセットミクスの策定や、市況に関するレポートは、すべて総幹事である信託銀行に頼ることになるでしょう。確定給付企業年金制度のガバナンスという意味では、運用コンサルタントを利用することにより、より充実した体制を持つことができるといえます。総幹事会社以外に、資産運用に関する相談相手を持つことは、決して悪いことではありません。十分な制度運営の体制を整えられない場合には、運用コンサルタントの利用も一考に値するでしょう。

3. 年金資産運用のプロセスの実践例

(1) Plan プロセス

Plan プロセスは、政策アセットミクス及び基本方針の策定になります。運用コンサルタントを利用していない場合には、どちらも総幹事会社と相談して決めることが現実的です。制度の新設時でない限り、総幹事会社はすでに存在します。通常は運用も委託しているので、その会社に運用に関して助言を求め、その助言に従って運用の基本方針等を決めることに抵抗があるようであれば、運用コンサルタントを利用することになります。

決定した政策アセットミクスについて、より客観性を持たせ、経営者等を説得できるようにするためには、教育ツールとしての年金ALMを利用することが考えられます。年金ALMは、選んだ政策アセットミクスが運用目的に適合したものであることを示すためのツールとしては、優れたものです。

基本方針の例を Vol. 8-2 として掲載していますのでご覧ください。策定指針に則ったものとなっています。将来的に、運用委託機関が増える可能性もありますので、その場合にも対応できるように作成されています。なお、政策アセットミクスで示されている数値は、すべて仮置きであり、何かの根拠に基づいたものではありません。

ん。この例の、期待収益率の設定の項目と、政策アセットミックスの数値を変更すれば、実際にも使用できる内容としたつもりです。

この例では、一度政策アセットミックスを決めると、一定期間は政策アセットミックスを固定する方法を採用しています。運用目的のうち、「可能な限り最大の運用収益を確保する」という点に重きを置いているためです。「金利変動による退職給付債務に対する積立比率の変動に留意しつつ」という点に重きを置くのであれば、LDI的な運用も視野に入れるため、政策アセットミックスを、より流動的な設定にすることも考えられます。

(2) Do プロセス

Do プロセスは、運用委託機関である信託銀行を決めることと、基本方針に従って、その信託銀行に対して、運用指針により具体的な運用方法を支持することになります。信託銀行 1 社に委託する場合には、総幹事会社と運用委託機関とが同一の機関であり、運用コンサルタントも利用していないとなると、ガバナンスという意味では心配な面もあります。

運用指針の例を Vol. 8-3 として掲載していますのでご覧ください。この例は、基本方針に従って作成したものです。

(3) See プロセス

See プロセスは、毎年の決算における積立水準の検証と深く関わります。積立水準の推移が、年金 ALM など得られている将来予測の結果と大きく乖離している場合には、その原因を探る必要があります。市場環境の変化など、政策アセットミックスを変更する必要があるのであれば、政策アセットミックスを変更しなければなりません。運用コンサルタントを利用していなければ、この検証についても総幹事会社の力を借りることになります。

See プロセスにおけるもう一つの課題は、運用機関の評価です。今回想定している制度では、パッシブ運用が基本ですので、運用スキルや運用機関の体制に関する評価では、あまり問題になるようなことはないでしょう。ポイントとなるのは、運用報酬とサービス内容です。総幹事会社としての他の業務も含め、定期的にコンペを実施することも考えられる方法です。

運用コンサルタントを利用していない場合には、総幹事会社にすべてを頼ることになり、どうしても親密になり過ぎる傾向があります。そのような状況を回避する

意味でも、事務局の負担は小さくはないですが、定期的にコンペを実施して総幹事会社である運用委託先の見直しを行うことを検討すべきです。

4. 年金資産運用の See プロセスとリスク管理

年金資産運用の See プロセスは、リスク管理に関係しますので、もう少し詳しく見ていきます。想定している制度の See プロセスは、年度末の決算時における検証と四半期報告時の検証になるでしょう。

(1) 年度末の決算における検証

以下の二つの検証を行い、その結果見直しが必要となれば、政策アセットミクスを見直すことになります。

- ・ 実績収益率と期待収益率の差の検証

年度中の実績収益率と期待収益率の差について検証します。政策アセットミクスの期待収益率と標準偏差と比較して、実績収益率の期待収益率からの乖離幅が、予め定めた想定範囲内に収まっているかどうかを検証します。想定範囲は、例えば、1標準偏差内や、確率50%で起こる範囲内として定めます。

また、乖離の原因について、各資産クラスの収益の変動がどのように影響したかを検証します。各資産クラスの収益率の変動の影響と、政策アセットミクスと実績のアセットミクスの乖離の影響に分けて分析します。

- ・ 政策アセットミクスの前提の検証

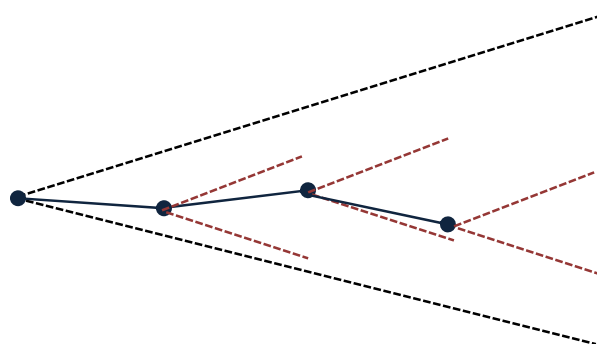
政策アセットミクスの策定時に用いた、各資産クラスの期待収益率、予想リスクおよび資産クラス間の相関係数について、最新の状況を勘案した場合に、見直しが必要かどうかを検証します。

(2) 四半期報告における検証

四半期報告では、市場に大きな変化が起きていないかどうかを検証します。資産額が期初において想定した範囲内に収まっているかどうかを検証することが考えられます。

一つのやり方として、ラップ図の使用があります。ラップ図とは資産変動の幅を示すもので、図表2のような形をしています。期初において、年度中の想定される資産変動の大きなラップで示します。これは、1標準偏差内とか、50%の確率で起こる範囲内などとしします。

図表 2 : 四半期ごとの検証イメージ



四半期報告があったところで、その時の資産額がこのラップの中に納まっているか、また、次の四半期までの想定変動幅が、大きなラップの中に納まっているかを検証します。はみ出してしまった場合には、年度末において資産の変動幅が想定を超える可能性があるということですから、その原因についての検証を行います。

5. 年金資産運用の各プロセスの実施体制

最後に想定している制度での、各プロセスの実施体制をみてみましょう。表中、◎は決定の責任主体、○は実施主体もしくは原案作成主体、△はサポート主体を表します。運用コンサルタント利用の有無で異なる場合には、上段が利用無し、下段が利用有りの場合です。

図表 3 : 各プロセスの実施体制

プロセス	企業	総幹事会社	運用コンサルタント
Planプロセス			
運用の目的	◎	△ —	— △
運用目標	◎	○ △	— ○
政策アセットミクス	◎	○ —	— ○
年金ALM	—	○ △	— ○
Doプロセス			
運用機関の選定	◎	△ —	— ○
運用指針	◎	○ △	— ○
Seeプロセス			
運用結果の検証	◎	○ △	— ○
政策アセットミクスの前提の検証	◎	○ —	— ○

ご覧のように、当たり前のことですがどのプロセスでも、決定の責任主体は企業

です。総幹事会社や運用コンサルタントは、原案の作成や決定に際しての助言はしてくれますが、最後の決定は企業自身が行うことになり、決定に対する責任も企業が持つことになります。

このように確定給付企業年金の運営では、企業自身の役割と責任が大きくなります。したがって企業年金の運営体制では、ガバナンスという意味から、年金委員会の設置が望ましいと考えます。企業年金のガバナンスについては、別シリーズで取り上げる予定です。

(本シリーズ 了)