

## (年金運用)：株安に直面するオランダの企業年金

日本に限らず株安が年金財政に影響を及ぼした影響は甚大である。先般、欧州で開催された国際会議に参加した際に報告があったオランダの年金について、PGGM(医療関連年金)を中心に紹介する。

3年間続いた世界的な株安により、わが国のみならず、2回にわたって連載した「会計基準と企業年金」で紹介したように、イギリス、アメリカの企業年金も運用方針の転換や制度の見直しなど大きな転換点を迎えている。本稿では、大陸ヨーロッパで最も積立方式の企業年金が発達しているオランダの状況を紹介します(以下は、PGGMのCIOであるRoderick Munsters氏の報告による)。

オランダは歴史的にみても資本市場が古くから発達した国であり、大型の企業年金制度がある。フィリップス、ユニリーバ、シェル石油、ハイネケンなどの大企業の企業年金の他、職域の年金としてABP(公務員年金)や以下で紹介するPGGM(医療関係年金)がある。また、全国民を対象とする公的年金は、所得税の一部で賄われている。

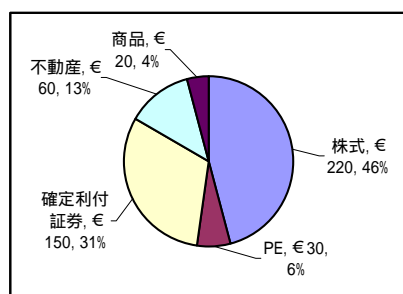
PGGMは、オランダ2位、ヨーロッパで4位の資産規模(2002年末で480億ユーロ、130円換算で6.2兆円)を誇る巨大年金基金である。医療関係年金と呼ばれるようにヘルスケア業に従事する医者、看護師、社会福祉士などの事業主、従業員をカバーしている。15万人にのぼる加入者、受給者に年金だけでなく生命保険も提供している。

PGGMは、「先進的な年金基金を目標として地位の維持強化」というのが基本方針である。過去3年間、マイナスの運用リターンであったため、一時は160%を超えていたソルベンシー比率(=資産残高/年金債務)は低下の一途を辿っているが、2003年8月現在でも100%超と、深刻な状況ではない。

しかし、将来的には年金給付が掛け金を上回ることを考えると、今のうちに運用方針をしっかりきめておく必要がある。長期的に高いパフォーマンスを狙うが、リスクの低減を図るために年金債務との連動性を高め、分散投資を図り、経済の悪化に備えることが考えられる。高いリターンは、株式、プライベート・エクイティ(PE)で狙い、リスク低減には分散投資効果がある確定利付証券(インフレ連動債を含む)、不動産、商品を組み入れ、年金債務との連動性には商品(とインフレ連動債)がある。PGGMの年金給付はインフレ・スライド条項が付いているからである。

1970年から2002年までの年金基金のリターンは8.6%であり、インフレ・スライド率は4.3%、実質リターンは4.1%であった。これに対し、暫定的なALM分析の前提では、期待リターンは7.8%、賃金インフレ率は3.9%、実質リターンは3.7%と過去の実績より落ちると見ている。2002年末の資産配分比は図表1のとおりである。

図表-1：PGGMの資産配分(2002年末、単位：億ユーロ)と運用成績



	2002		1998-2002	
	PGGM	ベンチマーク	PGGM	ベンチマーク
株式	-22.8%	-23.8%	2.2%	-1.7%
PE	9.5%	9.7%	13.4%	-
確定利付証券	35.5%	36.7%	6.7%	6.4%
不動産	9.1%	9.4%	11.1%	9.1%
商品	-16.7%	-18.9%	-	-
全体	-7.3%	-7.7%	5.2%	3.7%

PE: プライベートエクイティの略、PGGMのMunsters氏の資料をもとに作成

また、PGGMの実績パフォーマンスは、2002年の実績リターンが7.3%で最悪の年であったが、ベンチマークの7.7%はアウトパフォーマンスした。1998年から2002年までの5年間もPGGMが5.2%であるのに対し、ベンチマークは3.7%で、ベンチマークを上回っている。

最近のオランダの年金基金を取り巻く環境は、ジェットコースターのような波乱の金融証券市場である上、国際会計基準(IFRS/IAS)の採択や年金の改定、リスク許容度の変化、年金監督の枠組み変化などが重なり、事態を一層複雑なものにしている。

まず会計では、EUには国際会計基準が適用され、年金債務を公正価値で評価するようになった。そのため、年金会計上の損益のボラティリティが、在来よりも著しく拡大することになった。次に年金規定の改定では、インフレ・スライド条項改定、定年制を廃止してフレキシブルな引退制度を導入する規定の変更が行われた。例えばPGGMでは60歳定年を55~65歳に変更された。また、リスク許容度の変化では、インフレ経済が終焉したのかについての見方に分かれており、一部では株式から債券へのシフトが進んでいる。極端な例としては、イギリスのブーツ社の100%債券シフトが有名である。

そこで、PGGMのとらえる選択肢には以下のようなものが考えられる。

#### 負債ヘッジ

デュレーション・マッチングによる時価会計へ対応を行う。運用ではインフレ・ヘッジを行う必要があるが、利用可能性が十分あるかを検討。

#### リスク資産に運用戦略とリスク・バッファの形成

掛け金の引き上げ、給付の引き下げと、その組み合わせを検討

具体的には、では現在の余剰金が枯渇しない債券と株式の比率をALMによって分析すること。また、債券でもデュレーションを年金債務に合わせると、どのくらいリスクを軽減できるか分析すること。動的資産配分のようなポートフォリオ価値保全戦略や、オルタナティブなど絶対リターン戦略の検討がある。

ではリスクをとるといっても、既に積立不足になっている基金はリスクが取れないという問題が生じている。そこで、一部を確定拠出年金に移行することや、年金規定の改定(最終給与比例から平均給与比例への変更、インフレ・スライド規定の改定や掛け金の引き上げ)などが検討されている

最後に、年金監督局PVKは、新しくソルベンシー検討を含む規制を発表した(本年9月末現在)。その内容は、株価が過去48ヶ月の高値から40%(あるいは過去12ヶ月の高値から10%)下落しても積立不足にならない資産配分を行うこと、ALM評価にあたっては株式のリスクプレミアムを3%以下とすること、などである。また12ヶ月以内の積立不足解消が義務付けられているなど大変厳しい内容となっている。このため、PGGMを含む幾つかの基金では、株式の組み入れ比率の削減を検討しており、既にある基金では、実施に移したところも出てきている。

このように運用環境は逆風であるが、基金自体には、他の投資家にはないメリットもある。例えば、投資ホライズンが長期であること、短期の流動性が不要なので、その分プレミアムが追求可能であること、資産規模が大きく運用会社などにたいして手数料や報酬などの交渉が有利であること、十分な分散投資が可能であること、などがあげられる。このようなメリットを最大限に生かすことができれば、究極的には、年金財政の健全化に大いに役に立つであろう。

(田中 周二)