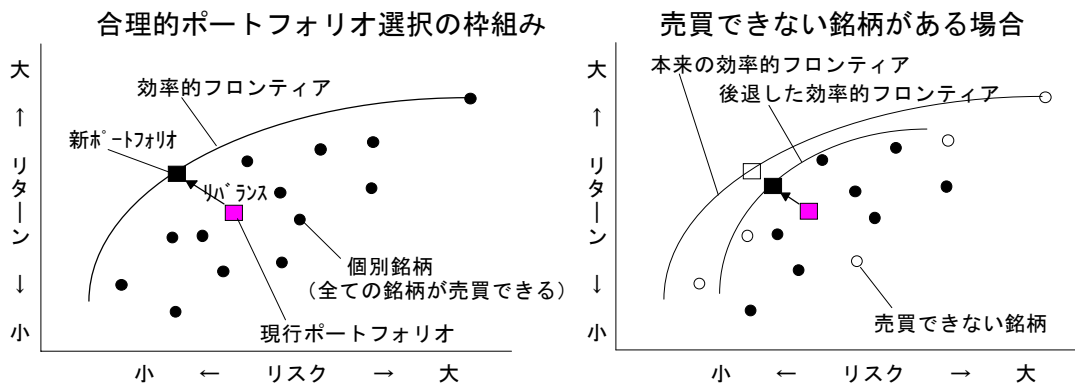


時価基準導入と年金資産運用

厚生年金基金では、97年度から資産評価に従来の簿価基準に代えて時価基準を導入する。簿価基準の弊害は解消するが、資産運用への影響を特に「5:3:3:2ルール」との関係で考えてみた。

本来、合理的な投資判断は、対象銘柄に期待されるリターンとリスクの関係（いずれも時価基準）に基づいて行われるべきである。しかし、簿価基準（含み益は実現益化しないと利益計上されない）で単年度の実現益指向に走ると、含み損銘柄が損切りされない場合が多く、結局、資産運用の効率性を阻害する要因となっていた。時価基準の導入により売買が自由になるため、簿価基準の弊害が解消される。



(注) 効率的フロンティアは、リスク・リターン特性の異なる個別銘柄のあらゆる組み合わせの中から、同一リスクで、リターンが最も高いポートフォリオを集めたもの。つまり（その名の通り）最も効率的なポートフォリオへのリバランス（銘柄入替）が望ましい。ところが、売却損を回避するために、売買できない銘柄があると、個別銘柄の組み合わせが自由にできなくなり、本来よりも効率的フロンティアが後退してしまう。

また、簿価基準の弊害は、資産配分規制（いわゆる「5:3:3:2ルール」）にも現れていた。

含み益があれば、時価基準で規制の上限を上回るケースもあるし、逆に含み損があれば、規制の上限をはるかに下回っていても、株式を増やして、収益を獲得するチャンスを逃すケースもある。要は、簿価基準による資産配分規制では、リスク管理機能を果たせていなかった。

だからと言って、仮に時価基準で同様の資産配分規制を継続するとしても、別の新たな問題が生じる。時価基準では、株式などの価格変動性の激しい資産を常に規制範囲内に収めておくことは難しい。そこで、運用担当者に、ある程度の余裕を持った配分比率にしておこうとのインセンティブが働くと、実質的な運用規制強化になりかねないのである。

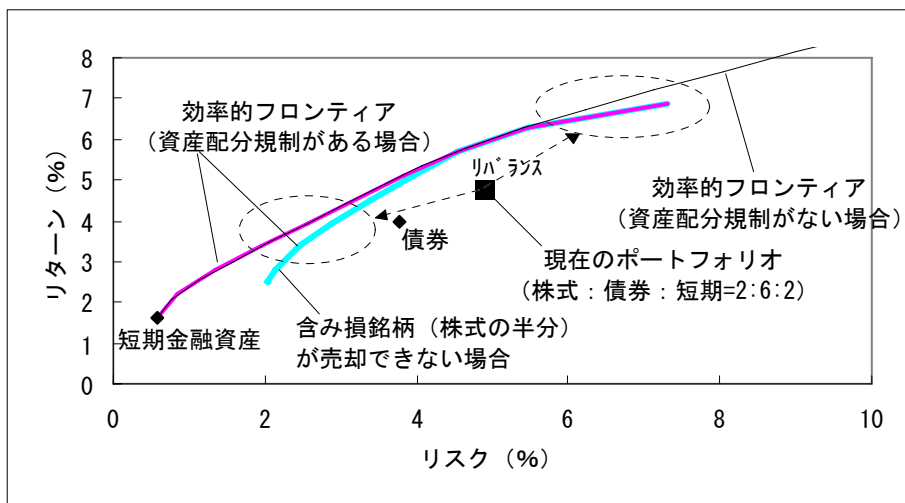
そもそも運用規制には、「基金の主体的な資産配分の自由度を奪い、運用機関の横並び意識を助長するもの」という批判があった。96年4月に運用機関毎でなく、基金全体として「5:3:3:2ルール」を適用、さらに十分に管理体制が整っていると認められた基金には「5:3:3:2ルール」不適用など、急速な規制緩和の進展は確かに評価できる。

しかし、簿価でも時価でも、リーガルリスト方式による運用規制は問題がある。「できる限り早急に5:3:3:2ルールを撤廃する必要がある」（厚生年金基金制度研究会報告書）との主張は一理ある。ただし、資産運用体制の充実や基金全体のリスク管理（ALM）などが、こうした規制緩和の前提にあることを忘れてはならないだろう。

（ご参考）資産配分規制と簿価基準が効率的フロンティアに及ぼす影響

資産配分規制や簿価基準が、効率的資産運用の妨げとなる様子を、具体的なイメージで捉えるために、簡単な前提の下で効率的フロンティアを求めた。

現在のポートフォリオ（株式：債券：短資＝2:6:2）から効率的ポートフォリオへのリバランスを行う場合、資産配分規制はリスクの高い領域での効率性を妨げている。一方、資産配分規制に加えて、現在保有する株式の半分が含み損のため売却できない、と仮定すると、今度はリスクの低い領域でも、本来の効率的な選択ができなくなる。



前提条件：各資産のリスクとリターン (%)

	債券	株式	外国証券	短期金融資産
リターン	4.00	10.47	8.73	1.60
リスク	3.76	19.92	12.35	0.59