

最近の企業年金動向

年金積立不足の減少と増加するオルタナティブ投資

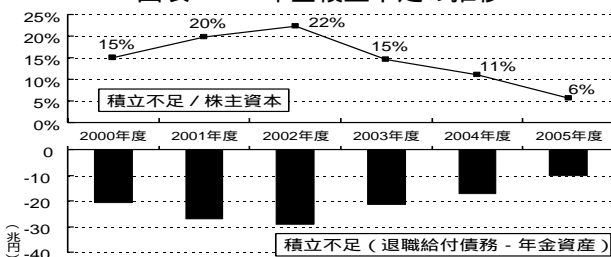
金融研究部門 岩佐 浩人
hiwasa@nli-research.co.jp

1. 年金積立不足の減少

2005年度の好調な運用環境を背景に、これまで企業財務の重荷となってきた年金積立不足（退職給付債務 - 年金資産）が減少している。

年金積立不足とは、企業が従業員に将来支給する年金や退職金の見込み額のうち現時点で確保すべき金額である「退職給付債務」から、年金基金などで運用する「年金資産」を差し引いたもので、積立不足がピークとなった2002年度には、一部企業で信用リスク懸念が生じる事態を招いた。しかし、2005年度決算データ^(注1)では、積立不足はピーク時の約1/3に、退職給付会計が導入された2000年度から半減、リスクバッファとなる株主資本に対する比率は1ケタ台に低下している（図表 - 1）。年金資産が退職給付債務を上回る企業も増加しており、年金積立不足に起因する企業の財務リスクは解消しつつある。

図表 - 1 年金積立不足の推移

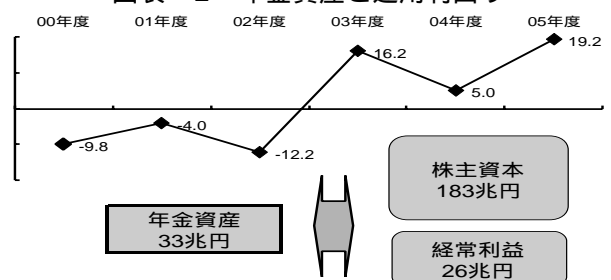


(資料) 日経メディアマーケティングよりニッセイ基礎研究所が作成

2. オルタナティブ投資への取り組み

しかし、企業年金を企業の一部門として見た場合、年金資産は経常利益を上回り、株主資本の約18%に相当するなど、依然として業績に与えるインパクトは無視できない（図表 - 2）。今後の運用結果次第で、再び年金問題が企業財務を脅かす可能性がある。そこで、世界同時株安による2000～2002年度のマイナス利回り（累計で24%下落）の経験から、企業は安定収益確保に向けて年金運用の工夫に取り組んでいる。

図表 - 2 年金資産と運用利回り



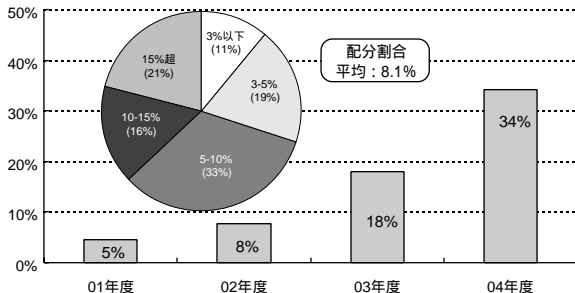
(資料) 格付投資情報センター「年金情報」、日経メディアマーケティングよりニッセイ基礎研究所が作成

その1つに、オルタナティブ投資がある。企業年金連合会の調査によると、オルタナティブ投資の採用比率は年々増加し、採用企業の平均的な配分割合は8%となっている（図表 - 3）。

オルタナティブ投資とは、「従来と異なる投資戦略による運用」や「伝統的な債券・株式以

外への投資」を言い、前者はヘッジファンド、後者は不動産やプライベートエクイティへの投資を指すことが多い。

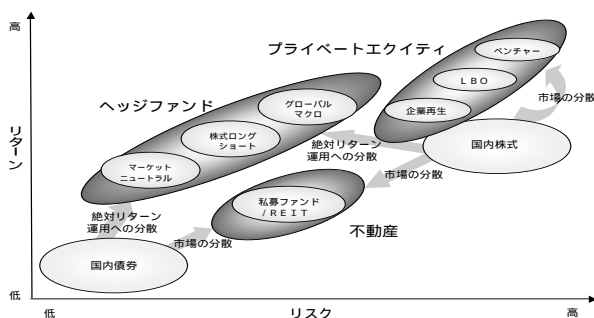
図表 - 3 オルタナティブ投資の採用



(資料) 企業年金連合会「資産運用実態調査結果」よりニッセイ基礎研究所が作成

一般に年金運用では、国内債券と国内株式を中心に外国証券を加えた国際分散投資を行う。しかし、国内債券はゼロ金利政策解除後の金利上昇、国内株式はこれまでのバブル形成とその崩壊の経験からハイリスクな資産との懸念がある。そこで、金利上昇や株価下落といったマーケット環境に左右されない絶対リターン運用や、お互いに値動きの異なる資産へ分散投資し、「同じリスクならばより高いリターン、同じリターンならばより少ないリスク」となるようポートフォリオのリスク・リターン効率の改善を図っている(図表 - 4)。

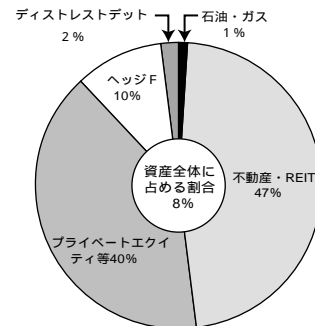
図表 - 4 分散投資のイメージ図



年金運用において日本に先行する米国では、不動産・プライベートエクイティ中心に様々な資産へ分散投資が行われている(図表 - 5)。また、イェール大学基金の運用責任者であるデイビッド・スエンセン氏は、その著書「勝者の

ポートフォリオ運用」の中で、「オルタナティブ投資を中心とした6つの資産クラス(注2)への徹底した分散投資と株式指向のポートフォリオ」が長期的に優れたパフォーマンスに繋がることを、自らの実践をもとに説明している。こうした視点から、オルタナティブ投資の中でもヘッジファンドにやや偏りが見られる日本では、更なる分散投資の余地がある。

図表 - 5 米国年金基金のオルタナティブ投資



(注)米国のTOP200基金(05.9月末時点)
(資料)「Pensions & Investments」よりニッセイ基礎研究所が作成

3. 投資にあたってのスタンス

今後とも新たな資産クラスへの分散投資は、年金運用に欠かせない。しかし、オルタナティブ投資の中には、運用内容の開示が不十分なものや、株式の下落局面では同様に下落し必ずしも分散効果が働かないものもある。

企業年金は労使合意を基にした加入者からの預かり資産であり、その運用について重い受託者責任を持つ。従って、投資に当たっては横並びではなく、個々の事情(年金の成熟度、母体企業の意向など)に照らして慎重に検討し、大原則として「自分達が理解できないものには投資しない」とのスタンスが、より一層大切になると思われる。

(注1) 東証1部上場企業(06年3月末)のうち、有価証券報告書・決算短信(2月・3月決算)で退職給付債務を確認できる1,489社について集計

(注2) 米国株、海外株、確定利付証券、絶対リターン、不動産、プライベートエクイティの6資産