

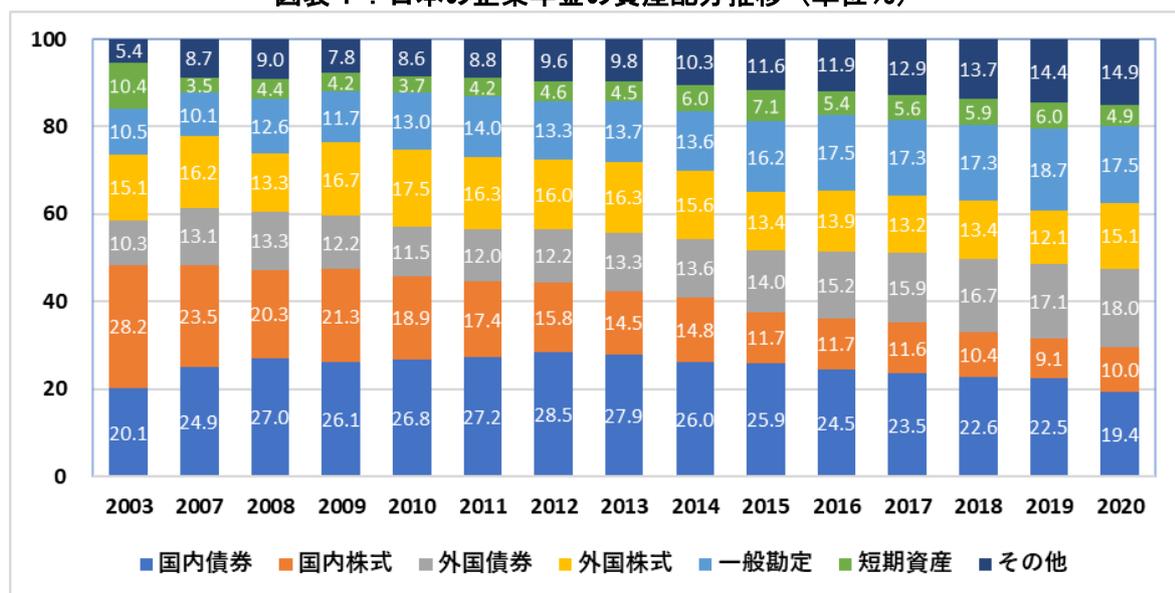
(年金運用)：企業年金による代替資産投資の評価にトライする

2008年から2020年までの企業年金全体のリターンを分析すると、年々の変動の95%が伝統4資産によるパッシブ・ポートフォリオで複製できた。実績リターンは複製ポートフォリオのリターンを下回っており、代替資産投資やアクティブ運用の効果は検出できなかった。

筆者は昨年11月の年金ストラテジーで、代替資産投資を核とする大学等のエンダウメント（寄贈基金）の運用実績への、Charles Ennisらによる批判を紹介した。エンダウメントでは資産の過半を代替資産に投資しているものの、(1)資金流入によるリターン獲得機会の減少、(2)高い運用手数料、のため、期待ほどのリターンをあげられていない。対照的に、2008年のリーマンショック以降、伝統的資産は高いリターンを記録した。そのため伝統的資産だけでも、2008年から2018年までのエンダウメントと同じリスク水準（標準偏差）で1%以上高いリターンのポートフォリオを組成できたとする。代替資産投資を見直すべきだということである。

一方、日本の企業年金の資産配分をみると、図表1のように主に内外の債券・株式と生命保険一般勘定の5つから構成される。短期資産とこの5つ以外の資産、すなわち表中の「その他」の配分比がリーマンショック直前の2007年度の9%から現在は15%まで増加している。他方、減少しているのは国内債券と国内株式である。全体としてリスクを落とす中、国内債券から生命保険一般勘定や代替資産に資金がシフトしてきた。その中心の一つはヘッジファンド投資であった。米国エンダウメントとは異なり、日本の企業年金の代替資産投資には、(1)流動性・換金性を重視する、(2)債券投資への代替手段としてリスクを抑える、特徴があった。

図表1：日本の企業年金の資産配分推移（単位%）



(出所)企業年金連合会「企業年金実態調査」より筆者作成

では、ヘッジファンドを中心とする代替資産投資はポートフォリオのリスク・リターンを改善したのだろうか。ここで Ennis の分析¹にならって、企業年金のリスク・リターン実績が伝統的資産だけでどの程度説明できるかを検証した。

具体的には、リーマンショック以降の2008年度から2020年度まで各年度の企業年金全体のリターン（修正総合収益率）を被説明変数とし、伝統的4資産のインデクス・リターンを説明変数とする重回帰分析（最小2乗法）を行った。ただし、(1)各資産の係数の合計を1.0とする、(2)13年間のリターンの標準偏差（リスク）を実績値と等しくする、という2つの制約条件をつける。つまり、4資産のパッシブファンドを用いて実績と同リスクのポートフォリオを複製し、それをベンチマークとして、企業年金の運用実績を分析してみた。

図表2がその結果である。なお、Aは運用資産全体のリターン、Bは生命保険一般勘定の寄与分（利率1.25%と想定）を除いたリターン、を被説明変数としたケースである。気がつく点として第1に、ケースA、Bともに複製ポートフォリオでは、実際（30%未満）より高い50%前後を国内債券へ配分している。運用リスクを抑制してきたことがわかる。第2に回帰分析の決定係数は0.95以上であり、年々のリターンの変動の95%以上が4資産のパッシブ運用で説明できる。

図表2：複製ポートフォリオの構成比・リターンと企業年金の実績との比較（2008-2020年度）

| | 複製ポートフォリオの 資産配分 (%) | | | | 決定係数 (自由度修 正済みR ² 乗) | リスク (年度リ ターンの 標準偏差) (%) | 算術平均リターン (%) | | | |
|----------------|------------------------|----------|----------|----------|--|-------------------------------------|----------------------|-----------|--------------|----------|
| | 国内 債券 | 国内 株式 | 外国 債券 | 外国 株式 | | | 複製ポ ートフォ リオ(1) | 実績 (2) | 差 (1)-(2) | 同左 p値 |
| A:全資産 | 53.3 | 19.3 | 6.3 | 21.1 | 0.958 | 8.12 | 4.52 | 3.73 | 0.79 | 0.144 |
| B:生命保険一般勘定を除く* | 45.9 | 22.7 | 7.5 | 23.9 | 0.962 | 9.38 | 4.98 | 4.16 | 0.82 | 0.163 |

* Bのケースでは、ある年の一般勘定への配分が10%であれば、国内債券への実際の配分は、 $0.9 \times 45.9\% = 41.4\%$ となる。

(出所)「企業年金実態調査」(企業年金連合会)などのデータから筆者作成

第3に複製ポートフォリオと実績のリターンを比べると、p値（統計学上0である確率）が0.1を超えているものの、ケースAでは0.79%ポイント、ケースBでは0.82%ポイント、前者が後者を上回る。つまり、企業年金全体では、実績と同程度のリスクで、より高いリターンが得られた4資産のパッシブ・ポートフォリオが存在したことになる。この1年あたり0.8%、13年間累積で10%ポイントの差（負の超過リターン）は、ヘッジファンドなど代替資産投資やアクティブ運用などからもたらされる。つまり、図表2の分析からは残念ながら、これらの施策がポートフォリオのリスク・リターンを改善したとする結果を検出することはできなかった。

もちろん、上記は伝統的資産のリターンが高かった13年間の、企業年金全体のデータによる後講釈である。債券・株式リターンの変動が拡大しかねない状況では、代替資産投資も受託者責任上、十分にプルーデントな（思慮深い）選択肢と位置づけられよう。ただ、ここでの分析からは、例えばヘッジファンド投資を取り入れる際には、マネージャーのスキルだけでなく、(1)運用手数料やコストが合理的水準か、(2)運用ポートフォリオ全体との間にリスク分散効果が得られるかどうか、をよく吟味する必要があることを再確認できたのではないか。それらが確認できない場合には代替資産投資を見送ることも、資産配分政策の選択肢の1つとなりうる。

(名古屋市立大学 経済学研究科 臼杵 政治)

ⁱ Ennis, Richard (2020), "Institutional Investment Strategy and Manager Choice: A Critique," *The Journal of Portfolio Management*, 46(5), pp.104-117