

# 企業年金制度における投資戦略再考

門田 伸一\*

2010年9月3日提出

## 概要

企業年金制度の投資行動については、根拠法により分散投資が要求されている。また、背景にある投資理論からも分散投資は肯定される。然るに、分散投資とは単純にリスク・ファクターを増やものではない。リスク・コントロールを考慮するならば、自ずと限界が生ずることになる。加えて、財政運営を考慮するならば、第一に達成すべき課題は支払能力の確保、すなわち、保有資産の価値低下の防御及び積立比率の向上である。本稿では多期間における動的最適化の枠組みにより、財政運営を考慮する場合の投資行動は分散投資のみでは不十分であること、ヘッジ・オペレーションを要求されることを再確認する。

キーワード：多期間最適化, 財政運営

## 1 序論

企業年金制度・公的年金制度等において、保有資産の市場運用が行われる場合には、運用成果に対する評価を実施する必要がある。このため、ベンチマーク・インデックスが予め年金制度管理者（スポンサー）から運用機関（マネージャー）に与えられ、当該インデックスに対する超過収益率（アルファ）の水準やボラティリティの乖離（トラッキング・エラー）水準により当該運用機関の投資技術の巧拙を評価することが浸透している。

留意すべき点は、当該スキームは横並びにした運用機関の投資技術の巧拙を評価するだけのものであり、それ以上でも、それ以下でもないということである。極論すれば、ベンチマークに対する勝ち負けは、財政運営の評価としては無意味である。ベンチマーク収益率を超過したところで、保有資産の収益率が責任準備金や最低積立基準額の進展を下回っていれば、剰余の減少若しくは欠損の拡大をもたらすだけであり、支払能力の観点からは、加入者等に利するものではないからである。

それでは財政運営の評価は何を基準とすべきであるのか。継続基準及び非継続基準の財政検証<sup>\*1</sup>を鑑みれば、剰余金若しくは積立比率によることが自然であろう。

ここで企業年金連合会 [2009a] の統計をみると、平成 20 年度決算結果についてアンケートに回答した確定給付企業年金制度の内、44.6% が非継続基準に、52.0% が継続基準に抵触している。一方、企業年金連合会 [2008] の平成 20 年 7 月調査結果を見ると、継続基準による積立水準においてアンケートに回答したスポンサーの 68.8% に剰余が存在している。継続基準にのみ着目すれば、平成 19 年度末では概ね 7 割の制度が積立比率 1.0

---

\* 日本アクチュアリー会正会員, 日本年金数理人会正会員, 日本証券アナリスト協会検定会員, 国際公認投資アナリスト, 法政大学理工学部経営システム工学科非常勤講師. E-mail: smonden@js6.so-net.ne.jp

<sup>\*1</sup> 確定給付企業年金法第 61 条では、事業年度末決算において積立金が責任準備金及び最低積立基準額を超過しているか否かを確認し、責任準備金に対する積立金の不足額が許容繰越不足金額を下回る場合には、法第 57 条の基準に基づく掛金の再計算が、最低積立基準額に対して積立金が不足する場合には掛金の抛出が実施されることとされている。ここで責任準備金に対応する財政検証を継続基準、最低積立基準額に対応する財政検証を非継続基準という。