

解 説

年金資金運用と派生商品 — 1 —

米国年金基金の運用実態について

近年わが国においては、年金資金の存在が、株式・債券市場のみならず、社会的にも注目度を増している。そこで今月から年金にスポットライトを当て、年金資金運用と派生商品とのかかわりについて考察し、実情や問題点、課題を検討する。そのようななかで、派生商品市場の今後にながしかの指針のようなものが見いだせればと考えている。

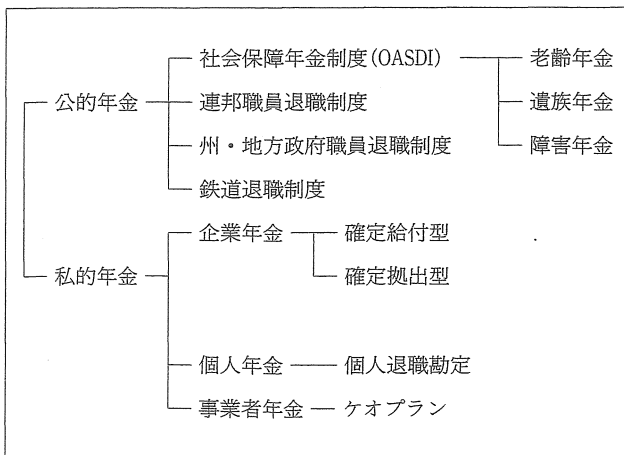
初回は、年金資金運用の先進国である米国の実態について概観し、5月号でそのなかでの派生商品の利用状況を見ていくこととした。

追って6月号以降で、日本の年金資金運用における派生商品との関わりを順次考察していくこととした。

1 米国年金基金の概観

まず始めに、大まかな米国の年金制度について触れておこう。本邦と同様、米国における年金制度は、社会保障制度の一環としての公的年金と、その上乘せ分に該当する私的年金制度の2本建てとなっている(図表 米国の年金制度)。このうち、一般に大手機関投資家として認

〔米国の年金制度〕



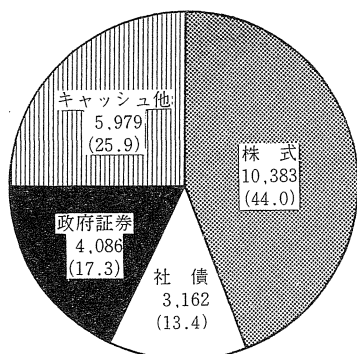
識されているのは、州・地方政府職員退職制度(例えば、カリフォルニア州政府職員退職制度)と、企業退職年金制度(例えば、GM社の従業員退職制度)である。いずれも、主として雇用者サイドの拠出をもとに、年金給付を目的とする基金(ペンションファンド)を作って運用を行っている。従って、制度の対象となる人間の数が多く、かつ平均年齢が高いほど、その基金が保有する資産が大きくなる場合が多い。

現在、米国には、大小合わせて70万件を遥かに越える企業年金基金が存在するが、その資産のほぼ8割強は上位1,000位までにランクされる大手企業年金基金が保有している。また、州・地方政府職員年金は、約2,400基金と数は少ないものの、対象となる職員数の多さを反映して、1基金あたりの保有資産額は大手の企業年金基金を上回るものとなっている場合が多い。93年9月末時点で見ると、企業年金を始めとする私的年金基金の総資産は約2兆4,000億ドル、州・地方政府職員年金基金のそれは、約1兆ドルに達しており、両者を合計すれば3兆4,000億ドルもの資金を持つ世界最大の機関投資家の存在が浮かび上がる。13年前の80年末の総資産額は、それぞれ5,000億ドルと2,000億ドル程度であったが、年金制度の普及、高齢化社会への接近、株価上昇等を映して、近年急激に資産額が膨張しているのである。

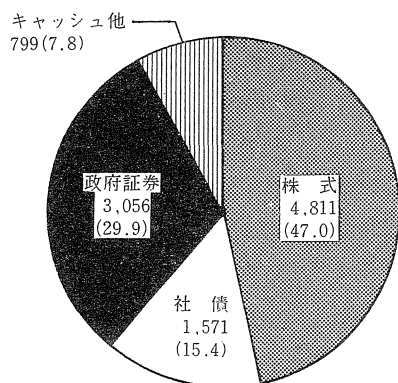
資産拡大と同時に、年金基金の投資家としての存在も次第に大きくなっている。例えば、米国の株式時価総額のほぼ半分は家計部門が保有しているが、年金基金はこれに続く約25%のシェアを持っている。これは、長期的に家計が保有する株式の比率が低下してゆく中で、年金基金やミューチュアルファンド等のシェアが上昇する所謂機関化現象の一環と位置づけられる。ただし、ミューチュアルファンドと異なり、負債の期間が極めて長期に渡ることから、その投資行動も当然のことながらより長期的な視野に立ったものとなる。従って、年金基金の資産運用の特徴は、株式等のリスクの高い資産への分散投資に積極的な点である。統計によれば、私的年金、州・地方政府職員年金とも、総資産のほぼ半分が株式である(図表 米国の年金基金の資産配分)。

米国の年金基金の資産配分(93年9月末)

— 私的年金基金 —
計23,610億ドル(100.0)



— 州・地方政府職員年金基金 —
計10,231億ドル(100.0)



(注) カッコ内は投資残高合計に占める比率
(出所) FRB "Flow of Funds Accounts"

2 米国年金基金の運用プロセス

それでは、米国における年金の資産配分はどのような手順で行われるのであろうか。その前に、米国の年金基金の統治構造を、カリフォルニア州職員年金基金(California Public Employee Retirement System: CalPERS)を例にとって説明しておこう。CalPERSは、現役職員、退職者、住民等の他、州政府の推薦者等、全部で13人のトラスティーボードによって運営されている。トラスティーボードは、資産配分方針の他、外部の運用機関の選択等、基本的な重要政策について決定権を握っているが、日常的な業務についてはトラスティーボードから任命されたCEO(最高業務執行責任者)とCIO(最高投資責任者)が統括している。CEO及びCIOを補佐するのが、基金スタッフである。米国の大手年金基金の場合、

基金内部にかなり充実した資産運用スタッフを抱えていることが多いが、CalPERSの場合も約800人の職員のうち、50人程度が資産運用に携わっている。スタッフは複数の外部コンサルタントの支援を受けながら、トラスティーボードに重要案件を諮るとともに、資産配分、株式・債券のインハウス運用、不動産投資、調査、コーポレートガバナンス、外部運用機関の管理等の業務を遂行している。

彼らの運用プロセスは、戦略的資産配分案の策定から始まる。リターン・リスクの予想、年金数理上の仮定に基づいて、将来の年金資産及び負債の動向をシミュレートするALMモデルに基づき、代替的資産配分が将来の年金基金の財務状態に及ぼす影響を分析する。ここから、個別の年金基金の状況に見合った戦略的資産配分案が決められる。通常、この資産配分は、5年間程度のホライズンを展望したものであることが多い。戦略的資産配分案は、トラスティーボードに諮られて、正式な投資政策が決定する。

戦略的資産配分によって、アセットクラス毎に配分額が決定されるが、それはインハウス運用分と外部の運用機関に委託する部分に分離される。基金がインハウス運用を行う目的は、①運用コストの削減(外部の運用機関に委託するよりも、基金スタッフが運用を行った方が安上がり)、②効率的な資金管理(外部の運用機関に全ての資金運用を委託するよりも、インハウスに資金があった方がより効率的な資金管理が可能)等である。基金内部のスタッフの人数、能力等に応じて、運用対象に若干の相違も見られる。通常は、インハウス運用分の大半が国内株式・国内債券のパッシブ運用となるケースが多いが、一部の先進的な基金においては、外国株式のアクティブ運用等より高度な運用を実施しているところも存在する。

一方、インハウス運用されない部分は、外部の運用機関へ運用委託される。良く知られているように、米国においては、極めて多様な投資スタイルを持った運用機関が存在するが、年金基金はこれらのスタイルの中から、自らの運用ニーズにマッチしたものを選択し、そのカテゴリーの中で最良の運用機関を選択する。次にこの運用機関の選択プロセスを概観しておこう。

3 年金資産の外部運用機関

CalPERS等の公的年金基金の場合、その公としての性格上、かなり細かい手続きに則って、運用機関の選択が行われている。外部運用機関の選択プロセスは、まず、投資カテゴリーに基づき広く運用機関を募集することから始まる。採用予定の運用スタイル、必要条件、必要応募書類等、詳細な内容が記された運用機関向けの募集要綱が作成され、これに基づいて各運用機関からの応募を募る。そして、応募書類に基づいて運用機関を定性面・定量面で評価・分析し、これをスコア化して徹底的に絞り込みをかける。さらに、運用機関の代表との面談等を含めて何段階もの手続きを行った後に、採用候補者が決まり、漸くトラスティーボードの承認を得るというプロセスを経る。このように、基金サイドの運用方針決定から実際の運用委託までに大変な労力と時間をかけて運用機関の選択が行われる。一部の公的年金の場合、手続きに手間取り、機動的な運用機関選択が困難となってしまう弊害も出ているようだ。

ただし、一旦資金を託してしまえば、年金基金サイドは、各運用機関に運用ガイドラインの範囲内で、かなり

の自由裁量を与えるのが一般的である。運用ガイドラインは、当該ファンドの運用方法、資産管理方法等に関して、年金基金と運用機関の間で交わされる取決めである。基本的には、①投資対象の特定、②禁止行為規定、③パフォーマンス評価基準、及び④パフォーマンス目標等の内容を含んでいる。通常、運用に関する規定はさほど厳格なものではない。ただし、年金基金サイドでは、運用機関からのレポート、カストディアンバンクからの報告書等をもとに、ガイドラインで定めた通りに、各運用機関が行動しているかどうかの管理・監視を行っている。運用機関がこれに甚だしく違反するような場合、年金基金サイドではその運用機関の解雇を含む厳しい対応を取ることもある。従って、当然のことながら、運用機関の投資行動は、運用ガイドラインの内容に制約されることになる(例えば、派生商品に関しても、『ストラドルを禁ずる』等の具体的な禁止規定が盛り込まれることもある)。

次号では、米国年金基金の運用においての、派生商品の利用に焦点を当てて概観する予定である。(K.K)

