

年金基金のディスクロージャーと運用評価

Disclosure and Performance Evaluation of Corporate Pension Fund

早川好寛(株式会社日本格付投資情報センター)
Yoshihiro Hayakawa

要約

企業年金加入者へのタイムリーで十分な情報開示は、年金受給権確保の観点から極めて重要である。自らが加入する年金制度が適正に運営されているかどうか、加入者自信が常にチェックできることが、受給権確保の必要条件であり、情報開示はその前提であるからだ。

然るに、日本における企業年金の情報開示の現状は、例えば従業員の年金受給権保護を目的とした法律によって徹底した情報開示が義務づけられている米国などと比べると、見劣りする。

2000年度から年金債務を企業債務として扱う新会計基準が導入される一方、運用機関に対しても、日本証券アナリスト協会が運用成績の共通開示基準を示し、開示内容の透明性と共通性を求めるなど、改善の動きはある。

さらに進めて、年金受給権の保護、年金財政の健全性確保の観点から、受給権保護を制度的に担保する法律を制定し、タイムリーで迅速な企業年金に関する情報開示体制を整えることが求められる。

Summary

The disclosure of timely and sufficient information to the participants of a corporate pension plan is very important in order to secure their rights as beneficiaries. To be able to secure their rights, it is indispensable that participants can check by themselves, at any time, whether their pension fund is properly managed or not, and the major premise for that is the disclosure of information.

The current circumstances in Japan regarding disclosure of corporate pension funds is not so good like in the United States, where disclosure of information is required by law, in order to protect the rights of pension beneficiaries.

However, some improvements are made. Starting in year 2000, new accounting standards were introduced, by which pension debts should be shown as corporate liabilities. At the same time, the Japan Association of Securities Analysts has settled disclosure standards for those who manage pension plans, in order to obtain more transparency and uniformity in performance disclosure.

To secure the rights of the pension beneficiaries and to obtain a sound finance of pension funds, it is necessary to build the corresponding laws and establish a system allowing a timely and prompt disclosure of information about corporate pension fund.

1. はじめに

企業年金加入者へのタイムリーで十分な情報開示は、年金受給権確保の観点から極めて重要である。自らが加入する年金制度が適正に運営されているかどうか、加入者自信が常にチェックできることが、受給権確保の必要条件であり、情報開示はその前提であるからだ。

ここでは、わが国の企業年金に関するディスクロージャーの実情を示しつつその問題点を論じ、あわせて資産運用評価の実際について紹介する。

2. 企業年金のディスクロージャー

厚生年金基金は民間サラリーマン1,225万人(98年3月末)が加入し、資産額が50兆円(同)に達する代表的な企業年金制度である。その年金給付は公的年金(厚生年金)の一部を代行し、しかもそれを上回ること、とされている。このため基金にとって将来にわたる年金給付の原資を確保していくことが重要な役割となる。

昨今、年金財政の悪化が日本の経済・社会の将来を暗くする元凶のように言われ、政府や企業は色々な手段を用いて、将来支払う年金額を減ら

し、現在の負担を減らそうとしている。まさに加入者にとっては年金受給権喪失の危機である。

ところで、厚生年金基金は全国に1,900ほどあるが、制度設計の内容はみな異なる。公的年金の一部代行をしているだけのものもあるし、企業の退職金制度を年金化する目的で持ち込んでいるものもある。持ち込む退職金制度も100%、ほんの一部と、これも様々だ。また、年金あるいは一時金の給付を受けるために満たさねばならない条件(受給資格)も基金によって異なっている。従って、企業年金において年金財政の苦しさは様でないし、企業の対応もより個別的でなければならないはずである。

もとより年金受給権確保のためには年金財政の健全性をより確実なものにしなければならない。そのためには現時点での年金債務がどのくらいあるのか、それが企業財務に与える影響はどの程度のものか、年金資産の積立で不足が生じているのか、資産運用の基本方針はどうあるべきかなどの情報を、年金基金のスポンサーである母体企業の経営トップは常に把握して、事に対応する必要がある。

米国では従業員の年金受給権を保護することを狙いとして1974年に従業員退職所得保障法(通称ERISA=エリサ)が制定された。エリサは年金受給権保護の観点から、年金制度の加入者への積極的な情報開示を基金理事者に要求している。その主なものは、加入者による年次報告書、制度説明書の閲覧、加入者への要約年次報告書、要約制度説明書の配布などである。こうした結果、米国企業の経営者は、自社の年金の運用状況、年金資産の積立水準などを常時把握し、対応できるレベルまで理解が進んでいる、といわれる。

翻って日本の現状は十分なものとは言い難い。日本の会計基準では、年金財政に関する情報開示が限定的だったこともあり、年金財政の実態を理

解する企業経営者は少ない。

ただ、2000年度から導入される新会計基準では年金債務も企業債務として扱われることになる。新基準に基づく退職給付債務の予備的な計算で、巨額の積み立て不足となる企業が相次いでおり、年金財政問題に対する経営者の関心はここきて、急速に高まっている。

一方、日本には受給権保護を制度的に担保する法律はまだなく(現在制定へ向け検討中である)、従って行政当局が例えばエリサにあるような最低積立基準の考え方を導入しても、その強制力は弱い。加入者に対するディスクロージャーも極めて限定的で、厚生年金基金の根拠法である厚生年金基金令は年次貸借対照表、損益計算書、業務報告書を決算期末後6カ月後までに厚生大臣に提出し、基金は主たる事務所にこれを備え付け、加入者はこれを閲覧できる、としているだけである。要約年次報告書などが直接加入者に配布されることはない。年金受給権の保護、企業財務の健全性確保の観点から、タイムリーで迅速な年金財政のディスクロージャーが求められる。

3. 運用パフォーマンスのディスクロージャー

年金財政の健全性を維持するうえで資産運用の役割は極めて重い。年金給付の原資は一時的には事業主(プランスポンサー)及び従業員の掛金によって賄われるが、基金の財政運営はいわゆる事前積立方式をとっているため、掛金及びその積立金を運用して得られる収益が大きければ給付を改善したり、将来の掛金の引き上げ時期を繰り延べたりすることが可能となる。逆に運用成果が上がらない場合には、給付を確保するために追加の拠出が必要になる(厚生年金本体=公的年金の財政運営は、年金給付額を現役世代の負担によって賄

う、いわゆる賦課方式で、基金とはこの点が基本的に異なる)。

従って基金にとって各運用委託先の運用パフォーマンス動向が最大関心事となる。運用パフォーマンスのディスクロージャーの担い手は運用機関であり、基金はその結果を分析、評価して母体企業や加入者に報告することになる。

この分野でのディスクロージャーも、米国などに比べると見劣りすると言われているが、例えば、基金資産の7割近くの運用を受託している信託銀行は、その大半を合同ファンドで運用している(表1参照)。報告内容は①資産別の運用概況②各合同ファンドごとの運用概況③今後の運用方針——などで、結構充実している。ただ、投資顧問会社の場合は、ポートフォリオの組み入れ銘柄やリスク特性なども開示しており、それに比べると見劣りするかもしれない。

問題は生命保険会社で、生保の決算や一般勘定の配当ルールの考え方などに関する情報開示は極めて不十分と言わざるを得ない。

ところで、運用機関によるパフォーマンス報告が自社に都合のよい基準で行われては、ディスクロージャーの意味はない。すべての運用者が統一の基準で運用パフォーマンスを測定し、その結果を提示することが世界の流れになっている。日本では日本証券アナリスト協会が資産運用会社の自主的ガイドラインとして「投資パフォーマンス基準」を策定したのに伴い、運用機関各社も同基準の準拠に向けデータ整備を急ぐなど対応を本格化させている。

4. 運用評価のあり方と評価の実際

(1) 運用評価の目的

運用パフォーマンスを測定するだけでは、基金

は母体企業や加入者に対する責任を果たしていることにはならない。一般に、「PLAN-DO-SEE」のサイクルで物事は行われるが年金資産の運用において運用評価は「SEE」の部分にあたる。運用パフォーマンスの目標達成状況を確認し、「PLAN」段階で行った運用目標や委託運用機関を見直すフィードバックのプロセスが運用評価である(図1参照)。

従って、運用評価の目的は、①運用基本方針通りの運用が行われたかをチェックし②運用目標の達成状況を確認し③(未)達成の原因を分析し④運用基本方針の見直しを行う——ことにある。

(2) 運用評価の実際

運用基本方針における基金全体の運用目標は①②ベンチマーク基準③ユニバース基準の3種類が考えられる。このうち絶対数値を使用する場合、基金の考える各資産の期待収益率と資産配分から算出される全資産期待収益率との整合がとれている必要がある。

絶対数値を目標とした場合に目標を達成できない要因は、①期待収益率の見込み違い②資産配分が計画と異なる(資産配分要因)③資産ごとの運用で市場収益率を下回った(銘柄選択要因)——の3つ。表2の運用評価表では、このうち②と③を基金全体と運用機関ごとに表している。この表により、基金全体で目標が達成できなかった場合、期待収益率の見込み違いを除いて、どの資産で、あるいはどの運用機関に原因があるかを特定することができる。

もしある資産クラスでインデックスを下回った場合、当該資産クラス内でのスタイルミックス(パッシブ、アクティブ比率、アクティブの運用スタイル構成)を検討する必要がある。

運用機関ごとの評価においては、基金と運用機関の間で合意された運用が行われたかどうかのチ

チェックが最重要である。基金が資産配分、運用スタイルを指示している場合、その遵守状況の確認が不可欠となる。

基金にとって絶対的な目標をクリアすることが第1の運用命題だが、他基金あるいは他の運用機関との比較も目標の妥当性を検討するうえで、あるいはマネージャーミックスを再考するうえで役

に立つ。これがユニバース評価である（図2、3参照）。

また、運用効率をチェックする観点から、運用パフォーマンスをリターンだけでなく、リスクを考慮した指標でチェックするのも有効である（図4、図5参照）。

表1. 信託銀行の運用パフォーマンス開示事例

目 次	
I. 平成10年度4～12月期運用概況	
1. 主要市場指標概況	1
2. 金融・経済概況	2
3. アセット・ミックスの推移及び運用のポイント	3
4. パフォーマンス分析	5
5. 資産別運用概況	
(1) 国内株式	6
(2) 転換社債	6
(3) 国内債券	7
(4) 短期金融商品	7
(5) 外国株式	8
(6) 外国債券	8
(7) 為替ヘッジ	9
II. 今後の見通しと運用方針について	
1. 金融・経済環境の見通し	10
2. 今後の市場見通しと資産別運用方針	11
III. 平成10年度4～12月期各合同口の運用実績	
1. 運用戦略一覧	12
2. 運用概況一覧	13
3. 株式口運用概況	16
4. 公社債口(転換社債)運用概況	27
5. 公社債口(債券)運用概況	29
(ご参考) 第1公社債口における投資対象銘柄の拡大について	30
6. 公社債口(短期金融商)運用概況	33
7. 外貨建証券口(外国株式)運用概況	34
(ご参考) 第4外貨建証券口 運用手法の一部見直しについて	41
8. 外貨建証券口(外国債券)運用概況	42
9. 貸付金口運用概況	44
◆ご参考	
1. ファンド毎の組み入れ上位20銘柄	
(1) 国内株式	45
(2) 転換社債	47
(3) 外国株式	48
2. 株式口の業種別構成	49
3. 公社債口(転換社債)の業種別構成	50
4. 公社債口(債券)の満期別、セクター別マトリックス	50
5. 外貨建証券口(外国株式)の業種別構成	51
6. MSCI-EMFインデックス構成国推移及び期間騰落率	52
7. 外貨建証券口(外国債券)の満期別構成	53
8. 外貨建証券口(外国債券)のデュレーションの推移	53
9. 評価為替レートの違いについて	54
10. 市場指標推移	55
用語集	

表2. ○×厚生年金基金 運用評価表

	全資産						国内株式			国内債券			転換社債			外貨建て債券			外貨建て株式			
	収益率	複合ベンチマーク	基準複合ベンチマーク	超過収益率	うち資産配分要因	うち銘柄選択要因	収益率	ベンチマーク	超過収益率	収益率	ベンチマーク	超過収益率	収益率	ベンチマーク	超過収益率	収益率	ベンチマーク	超過収益率	収益率	ベンチマーク	超過収益率	
	①	②	③	①-③	②-③	①-②	①	②	①-②	①	②	①-②	①	②	①-②	①	②	①-②	①	②	①-②	
全合計	2.66	2.74	2.79	-0.13	-0.05	-0.08	4.90	4.96	-0.06	0.62	0.60	0.02	2.89	2.20	0.69	2.95	3.23	-0.28	6.22	6.46	-0.24	
A信託(アクティブ)	2.04	1.88	1.98	0.06	-0.10	0.16	4.93	4.96	-0.03	0.57	0.60	-0.03	3.18	2.20	0.98	3.42	3.23	0.19	4.87	6.46	-1.59	
B信託(アクティブ)	1.74	1.82	1.78	-0.04	0.04	-0.08	4.84	4.96	-0.12	0.52	0.60	-0.08	2.42	2.20	0.22							
C信託(アクティブ)	1.62	1.75	1.78	-0.16	-0.03	-0.13	4.71	4.96	-0.25	0.29	0.60	-0.31	2.71	2.20	0.51							
D信託(アクティブ)	1.97	1.66	1.78	0.19	-0.12	0.31	5.26	4.96	0.30	0.50	0.60	-0.10	3.44	2.20	1.24							
E信託(アクティブ)	1.88	1.85	1.78	0.10	0.07	0.03	4.62	4.96	-0.34	0.73	0.60	0.13	2.85	2.20	0.65							
A生保I特	2.60	3.12	3.18	-0.58	-0.06	-0.52	6.06	4.96	1.10	0.29	0.60	-0.31	2.56	2.20	0.36	0.42	0.00	0.42	6.05	6.46	-0.41	
B生保I特	1.98	2.65	2.93	-0.95	-0.28	-0.67	5.65	4.96	0.69	0.44	0.60	-0.16	1.48	2.20	-0.72	0.68	0.00	0.68	1.75	6.46	-4.71	
C生保I特	2.00	2.61	2.74	-0.74	-0.13	-0.61	4.27	4.96	-0.69	0.71	0.60	0.11	3.05	2.20	0.85	2.57	0.00	2.57	3.53	6.46	-2.93	
D生保I特	2.23	2.55	2.60	-0.37	-0.05	-0.32	4.88	4.96	-0.08	0.65	0.60	0.05	2.00	2.20	-0.20	2.83	0.00	2.83	4.56	6.46	-1.90	
E生保I特	1.56	2.52	2.61	-1.05	-0.09	-0.96	5.86	4.96	0.90	0.07	0.60	-0.53	1.41	2.20	-0.79	0.30	0.00	0.30	3.34	6.46	-3.12	
A投資顧問	5.46	4.96	4.96	0.50	0.00	0.50	5.46	4.96	0.50													
B投資顧問	8.31	4.96	4.96	3.35	0.00	3.35	8.31	4.96	3.35													
C投資顧問	6.45	4.96	4.96	1.49	0.00	1.49	6.45	4.96	1.49													
D投資顧問	4.44	4.96	4.96	-0.52	0.00	-0.52	4.44	4.96	-0.52													
E投資顧問	1.93	2.21	2.34	-0.41	-0.13	-0.28	4.02	4.96	-0.94	0.54	0.60	-0.06										
F投資顧問	1.91	2.18	2.34	-0.43	-0.16	-0.27	3.98	4.96	-0.98	0.53	0.60	-0.07										
G投資顧問	2.28	2.42	2.34	-0.06	0.08	-0.14	4.84	4.96	-0.12	0.58	0.60	-0.02										
H投資顧問	2.24	2.56	2.34	-0.10	0.22	-0.32	4.90	4.96	-0.06	0.47	0.60	-0.13										
I投資顧問	2.16	2.35	2.34	-0.18	0.01	-0.19	4.88	4.96	-0.08	0.34	0.60	-0.26										
J投資顧問	6.77	6.46	5.94	0.83	0.52	0.31													6.77	6.46	0.31	
K投資顧問	5.29	6.46	5.94	-0.65	0.52	-1.17													5.29	6.46	-1.17	
L投資顧問	5.40	6.46	5.94	-0.54	0.52	-1.06													5.40	6.46	-1.06	
A信託指定単	4.87	6.46	6.46	-1.59	0.00	-1.59													4.87	6.46	-1.59	

図1. 年金資産の運用管理の流れ

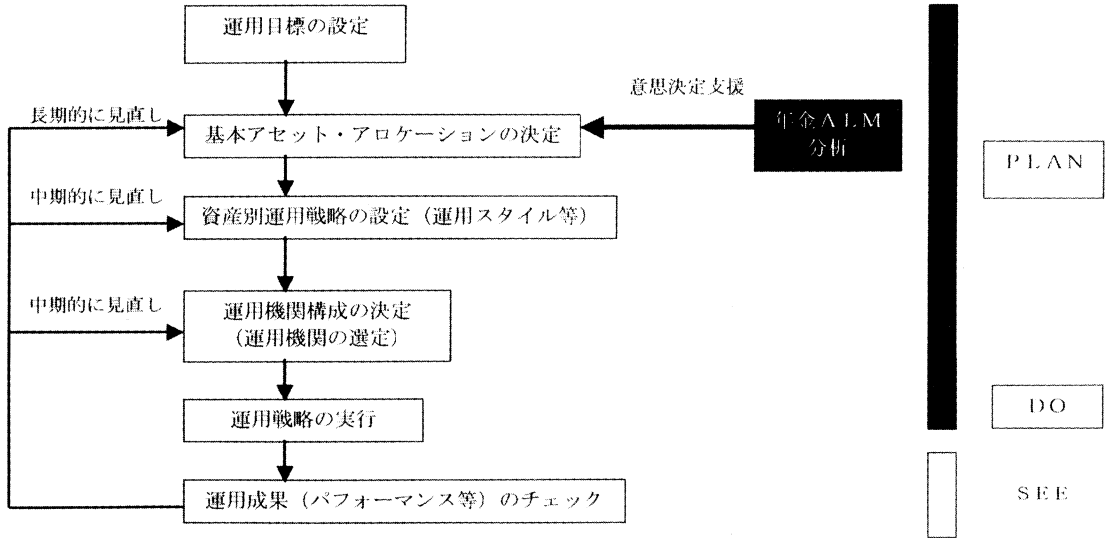


図2. 運用パフォーマンスのユニバース比較

<時間加重収益率の分布>

各資産毎の時間加重収益率の分布を、各対象期間毎に「ユニバース比較」「ベンチマーク比較」し、他者や市場自体と比較して、自社のファンドの収益率の相対的な位置を把握する。

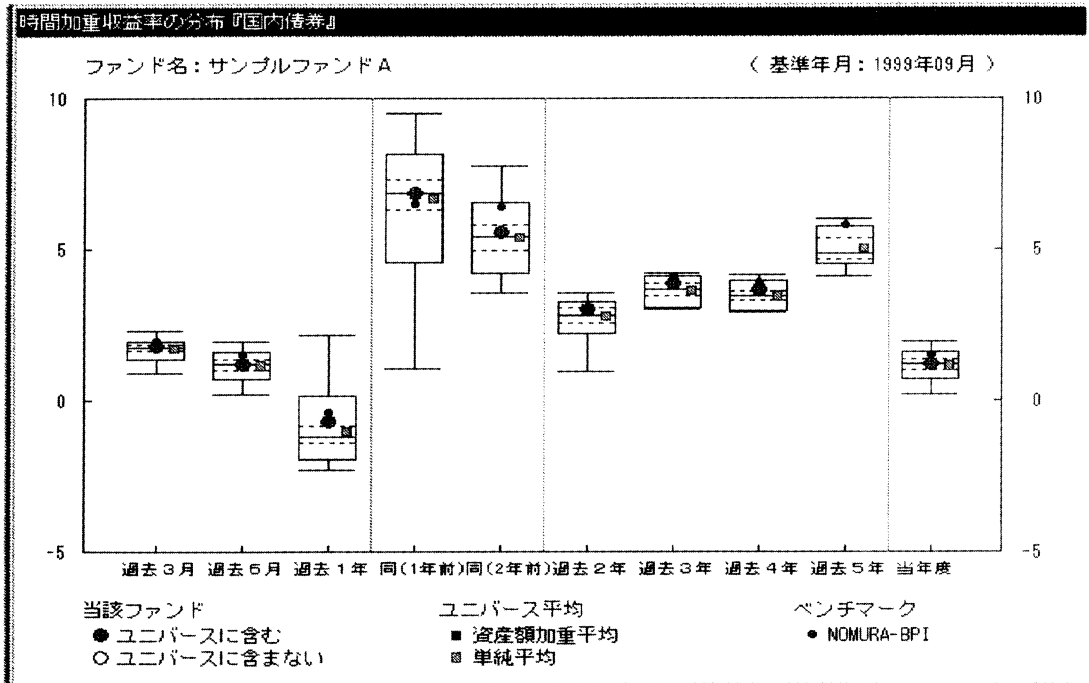


図3. 運用パフォーマンスの推移

<時間加重収益率の推移>

各資産の基準期から直近13ヶ月間の月次時間加重収益率（月率）の推移を表示。対象ファンドの推移を折れ線（実線）で表示。自社ファンドの収益率の推移を把握するとともに、「ユニバース比較」「ベンチマーク比較」することで、他者や市場自体と比較して、自社のファンドの収益率の相対的な位置を把握する。

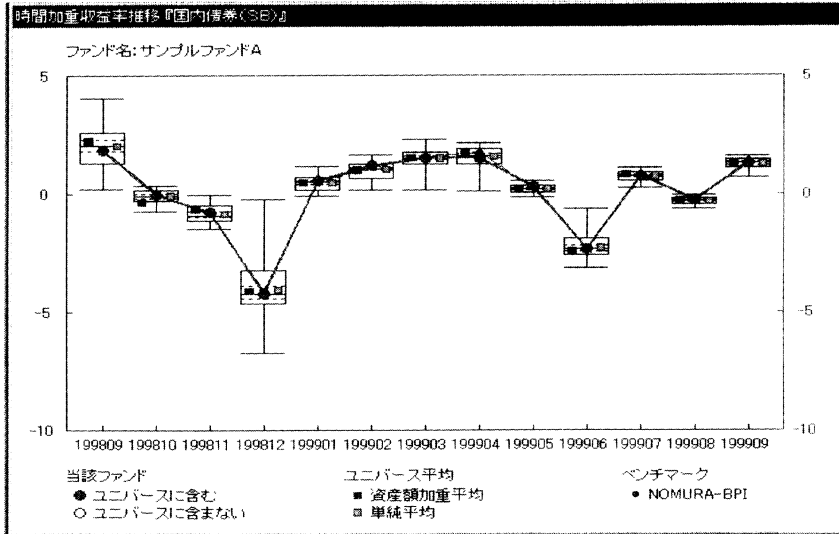


図4. リスク、リターン分析

<リスク・リターン散布図>

XYの座標軸をとって、X軸には対象期間の標準偏差、Y軸には対象期間における平均加重収益率を取る。各ファンドの平均収益率とリスク指標に相当する座標にファンド番号を表示する。また、自社の全ファンドの平均は水色の○で表示される。各資産のベンチマーク及び全資産のカスタムインデックスの平均収益率とリスク指標に相当する座標に赤色の○を、コールレートに相当する座標とベンチマークに相当する座標を点線で資本市場線もしくは証券市場線を描く。

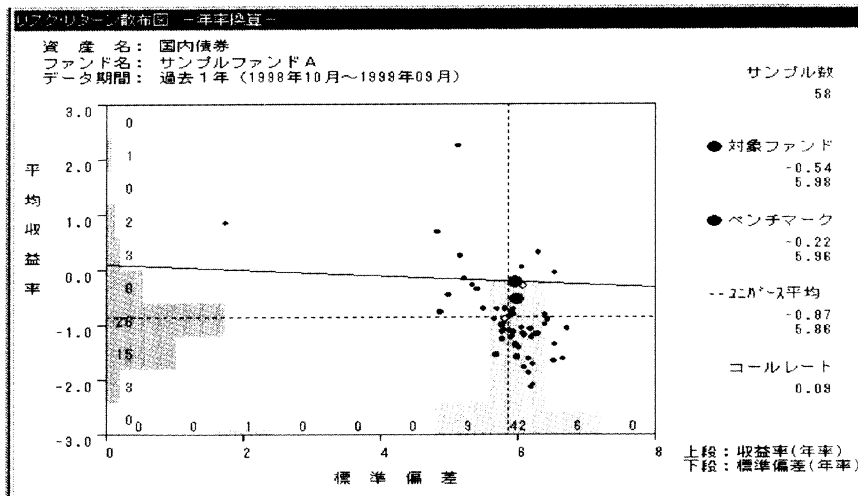


図5. インフォメーションレシオ分布

各ファンドの過去1年（12ヶ月）から5年（60ヶ月）のインフォメーションレシオをボックスチャートで表示する。インフォメーションレシオの算出式は、 $\{月次平均収益率 - インデックス騰落率\} \div (\text{トラッキングエラー})$ で計算される。トラッキングエラーは、ベンチマークに対するリスクを表します。

