

第1部 「企業経営の中の企業年金の資産運用」

第2部 「伝統的ALMに代わる長期の視点」

HCアセットマネジメント株式会社

<http://www.fromhc.com>

金融商品取引業者
加入協会

関東財務局長（金商）第430号
一般社団法人日本投資顧問業協会

2013.04.15 東京
2013.04.22 大阪
2013.04.23 名古屋

人+産業金融=成長
成長を支える投資の原点へ



第1部 「企業経営の中の企業年金の資産運用」

企業年金を経営のなかに位置づけるということは、年金退職金制度が、人事政策として雇用の質に作用し、それが製品やサービスの質の改善につながる、との経営の信念抜きには成り立ち得ず、同時に、その制度本来の趣旨が、財務的な理由、すなわち資産運用上の問題により、損なわれることはあってはならない、ということです。

企業経営は、外部の事業環境と対峙しつつ、自己の事業資産の稼働により、期待収益を実現していくものです。事業には危険が付き纏うにもかかわらず、損失は予定されておらず、仮に損失が出て、それを事業環境で説明することは許されない、それが経営の厳しさです。

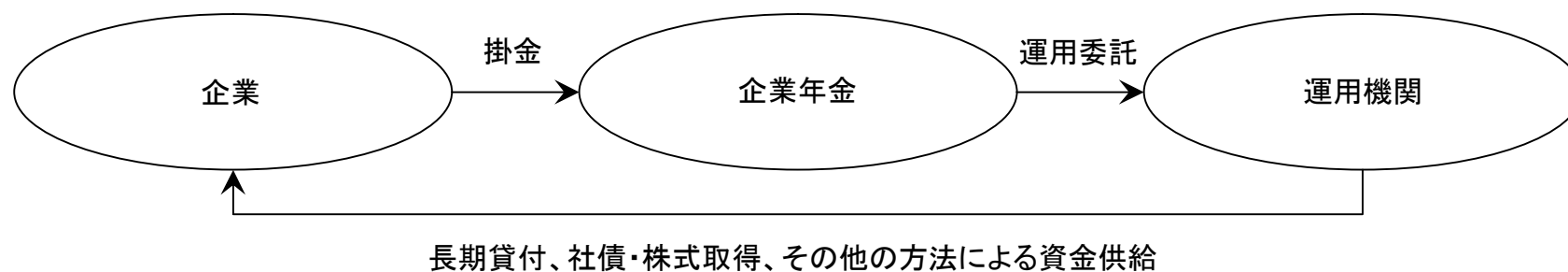
年金の資産運用が、経営の事業環境と同一の条件下で、高度に分散された投資対象を使って資産を稼働させて収益を生む営みである以上、経営よりも安定した収益の実現が期待され、また、環境による説明は許されないものと考えられます。しかし、現状の年金運用の実態はどうでしょうか。

年金の運用を経営の視点から批判的検討をしてみたら、どういう示唆が得られるでしょうか。それが、今回の試みです。

- 長期勤続奨励や老後の保障の裏にある雇用の質への信念
- 年金退職金資産は人的資本
- 母体企業の経営との環境認識の共有
- 企業経営の視点からみた予測可能性のある期待収益
- 経営の一般用語で説明できる資産運用
- 母体企業の経営との間の信頼関係

産業資本の形成を支える資金循環

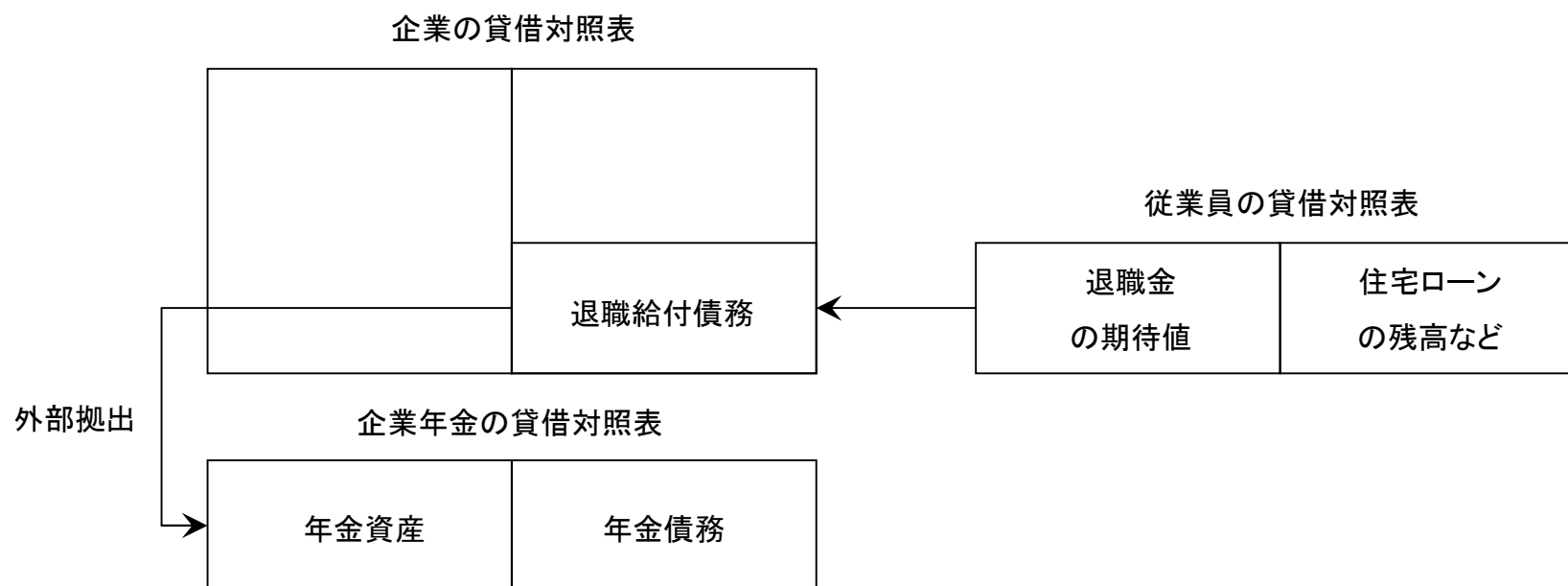
もともと、企業年金制度は、長期産業資本の確保という政策の中で始まりました。発足後の長い間、信託銀行と生命保険会社(ともに、当時の金融政策では、長期金融機関と位置付けられていた)の独占受託が認められていた理由です。



- ⇒ では、なぜ、1990年の自由化により、投資顧問会社の参入が認められたのか
- ⇒ この資金循環の構造は、現在でも同じなのか、将来も同じなのか
- ⇒ 海外での運用や、いわゆる「オルタナティブ」投資は、この資金循環と、どのような関係にあるのか

給与の後払いの経済的意味

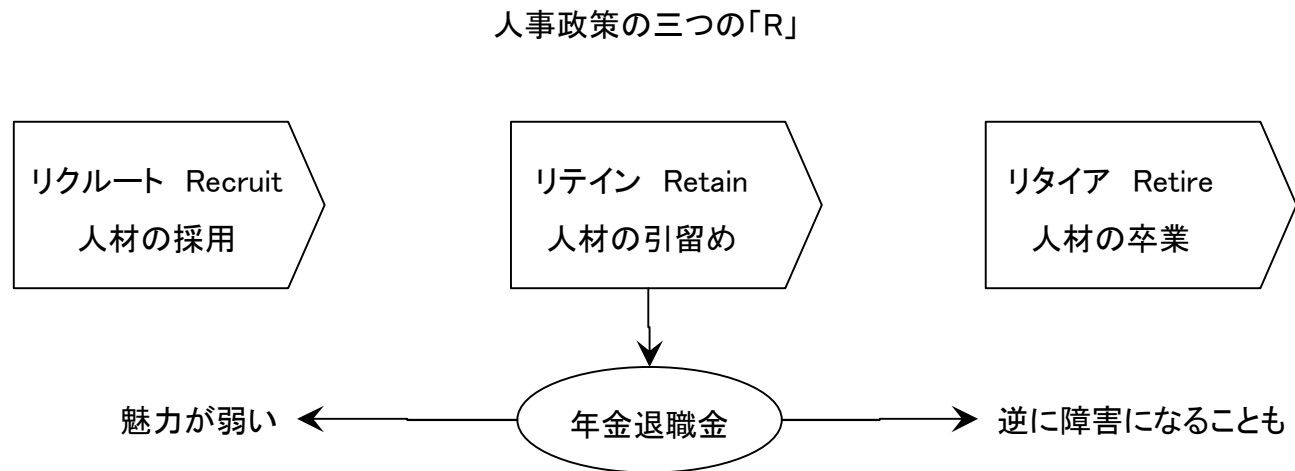
もともと、企業年金制度は、退職金制度の年金化という側面を強くもって始まりました。退職金というのは給与の後払いですから、今払うべきものを退職時まで払わない、という意味で、従業員から借入れるのと同じです。現在では、会計的にも、退職給付の長期債務性は明確です。企業年金の外部積立は、この債務の事実上の期前弁済という会計的意味をもちます。



- ⇒ 高度経済成長期には、退職金だけでなく社内預金もあって、従業員から借入れたいというほどに、企業の資金需要は強かったが、状況が大きく変わった現在では、少なくとも金融面から見る限り、必要な制度なのか
- ⇒ 年金資産の積み立てというのは退職給付債務を減らすことが目的の一つだが、その資産価格の変動が企業の財務負担になる現状のもとで、有効な制度なのか

給与の後払いの人事政策的意味

給与の後払いは、経済的意味のほかに、極めて重要な本来の人事政策的な意味がありました。退職金の設計においては、多くの場合、勤続年数が長くなると支給条件が良くなるようにしています。つまり、長く務めると有利、という仕組みですから、長期勤続の奨励なのです。

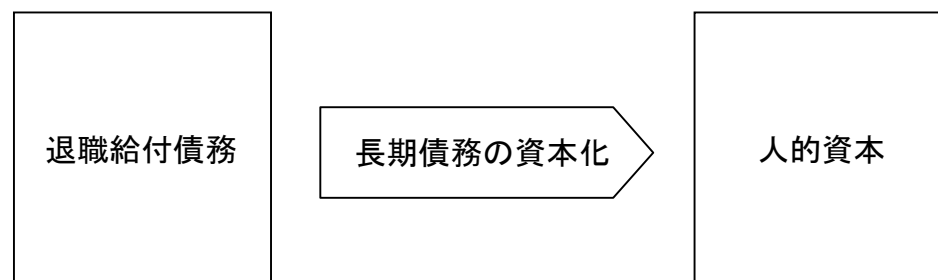


- ⇒ 高度経済成長期には、人材の量の確保のための引留めが重要だったが、環境が変わった現在ではどうか
- ⇒ 引留めの力が強くても、人材の引寄せ(採用)の面での弱さや、人材流動化の面での難点と、調整がつくのか

熟練による人的資本の形成

年金退職金制度のもつ長期勤続奨励機能には、雇用の量の確保だけではなく、熟練による雇用の質の上昇期待があります。手作業や人間の判断に依存する度合いが高いときには、長い経験に裏打ちされた熟練が重要な役割を演じます。また、企業固有の製品とサービスの質が企業に固有の人材によってのみ担われるのならば、同じ企業での長期勤続に意味があるのです。

長期勤続⇒熟練⇒生産性の向上による債務の資本化(あるいは費用の資産化)

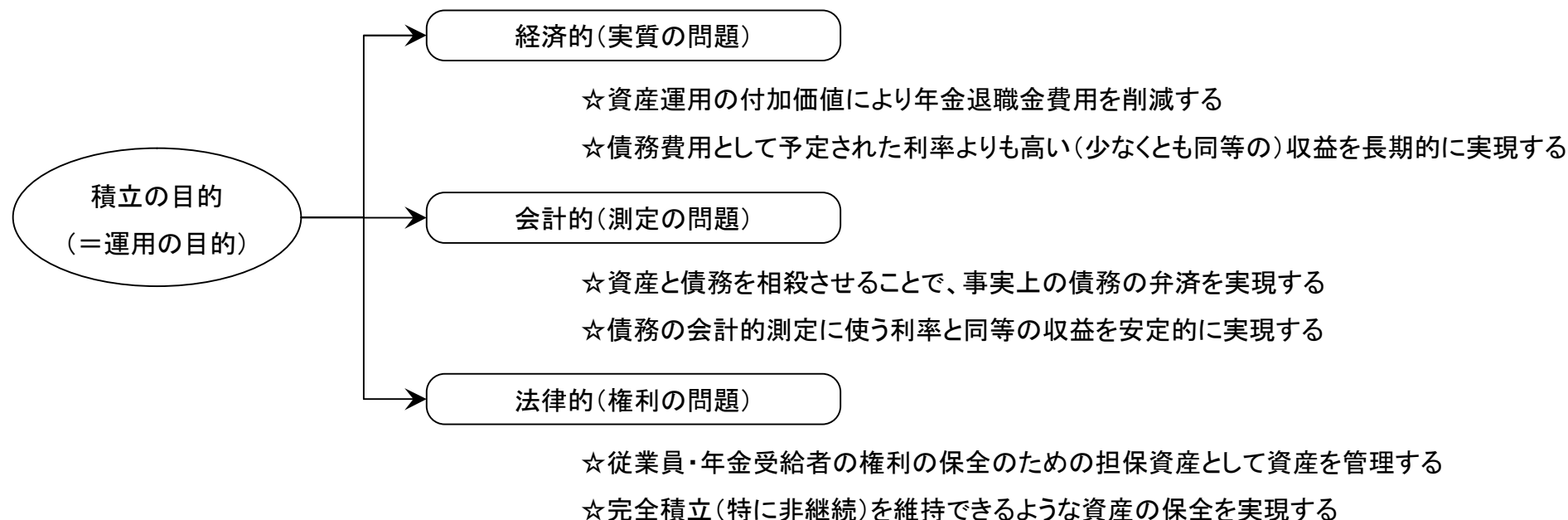


ちなみにHCの屋号の謂れはHuman Capital ヒューマンキャピタル、即ち、人的資本です

- ⇒ 現在では、高度な機械化と自動化が進行しているが、それでも、企業の競争力が企業に固有の人材に依存することに本質的に大きな変化はないのではないのか。特に、サービスにおいては、そうではないのか
- ⇒ 製造業においても、グローバル市場における優位は、今後は、製品の価格よりも質に依存してくるのではないのか
- ⇒ 年金制度のDC(確定拠出)化は、逆に、人的資本の費用化ではないのか

年金資産を積立てる意味

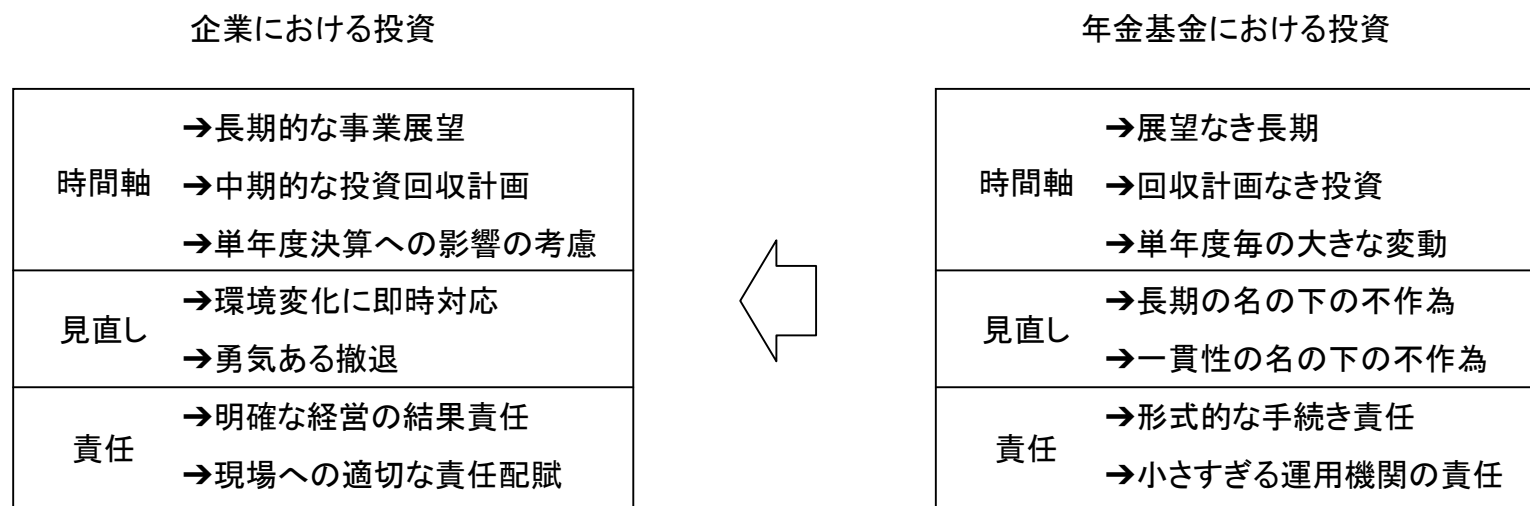
退職金制度を年金化した理由の一つは、年金化することによって外部積立制度を導入することでした。外部積立をすることによって始めて年金資産が形成され、年金の資産運用が始まったのです。年金資産運用の目的を考えるためには、積立の目的に遡らなければなりません。



- ⇒ もともと第一の目的(運用の付加価値)が主流だったが、次第に第二の目的(会計的)が有力になっている。しかし、この二つの目的の適切な均衡こそが重要なのではないか
- ⇒ 規制当局からすれば第三の目的が全てであるが、債務は年金基金が単独で負うものではなく、最終的には母体企業が負うものであることを考慮したとき、規制のあり方にも工夫の余地があるのではないか

企業の事業投資と企業年金の投資との連続性

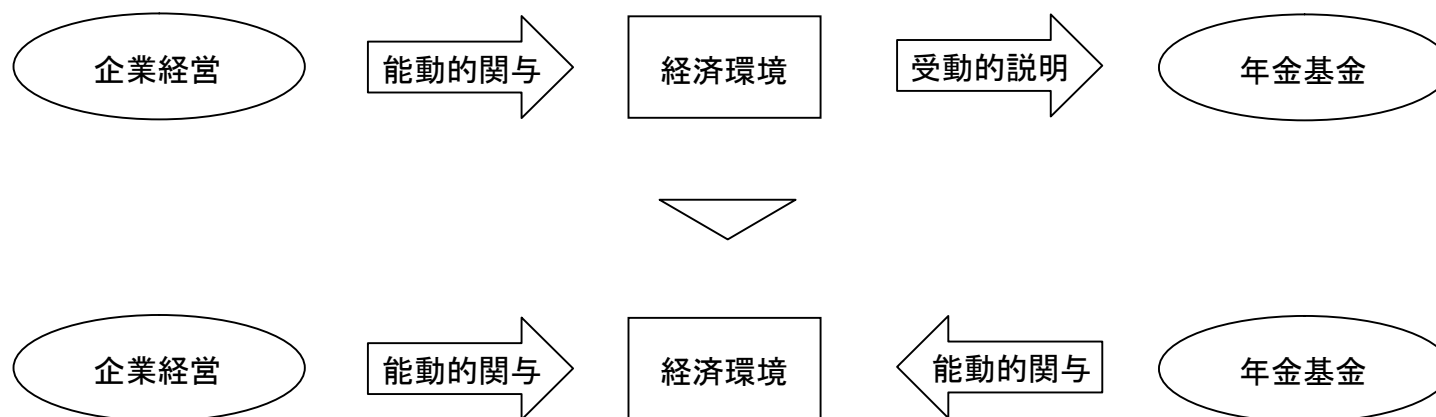
企業は長期的な視点で設備投資等の事業投資を行っていますが、そこでの投資は、根本的なところでは、年金基金における投資との間で、異質性よりも大きな類似性をもちます。企業経営と年金資産運用は極めて近い、というよりも、近いものとなるように年金資産運用を考えるべきです。



- ⇒ 企業経営の時間軸が短期で、年金の長期の視点と合わない、というのは本当なのか。正しくは、長期の展望のもとで中短期の判断をするという意味で、両者は一致している、というよりも一致すべきなのではないか
- ⇒ 掛金負担という形での経営の結果責任は明確であるから、その枠の中で年金基金の責任を明確化できるはずではないか。また、運用機関への責任配賦を、もっと厳格化すべきではないのか

企業の経営環境と全く同じ環境での資産運用

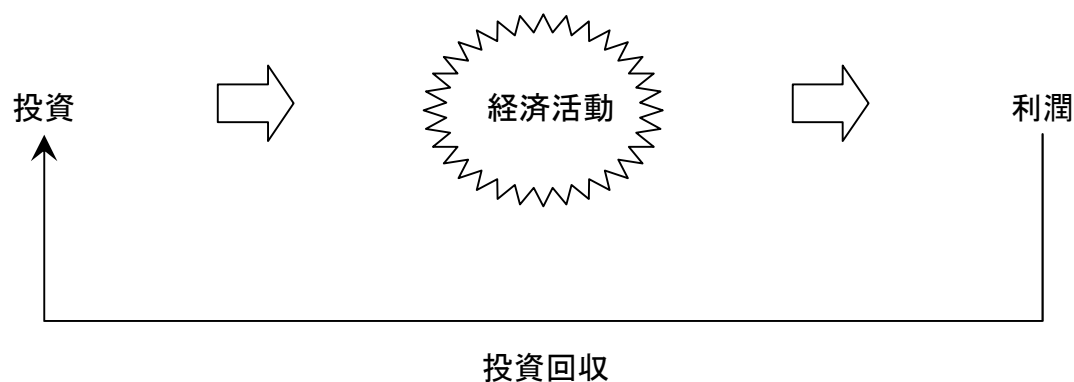
企業経営がおかれている環境は、年金基金が資産運用をしている環境と、全く同じものです。経営者は、業績の悪さを経営環境に起因する理由で正当化することができません。与えられた環境の中での経営の対応能力が問われているからです。同じ厳しさが年金基金の資産運用に求められることは、企業経営の立場からは、全くもって当然のことです。



- ⇒ 企業経営が経済環境に関与する仕方と、年金基金が経済(投資)環境に対峙する仕方とは、どこが共通し、どこが違うのだろうか
- ⇒ 一つの経済事象(例えば為替変動)が企業経営に与える影響が、年金基金に対して、同じ方向へ働くようにすべきだろうか、それとも、正反対に働くようにすべきだろうか

企業の総資産利益率や平均資本利潤率と年金基金の収益率

企業活動の一つの見方は、企業が保有する資産を稼働させて利益をあげる、ということです。その限り、年金基金の資産運用と同じことです。企業経営において、それなりの水準の総資産利益率が安定的に実現している（経済的に当然ですが）以上、年金基金においても、一定の収益率が安定的に実現しなければならないはずで、また、年金基金の資産運用によって、理論的にも常識的にも、産業界の平均資本利潤率が実現できるはずで、それが投資の原則、というよりも投資を成り立たせる条件です。



- ⇒ 個々の事業ごとには、赤字になるものもあるが、経済総体では、構造的に黒字であるのだから、年金資産のように投資対象の分散がなされている限り、年金資産全体としては、安定的に黒字にならないのではないかと
- ⇒ 企業の総資産利益や平均資本利潤率と年金基金の収益率の一つの重要な違いは、時価評価の有無であるが、年金の場合でも、時価評価による変動を時間軸上で調整すれば、長期傾向的に利益がでていしかるべきではないかと

経営の言語による資産運用

年金基金の特殊な財政基準や資産運用の特殊専門用語を、企業経営者が理解しないのは、むしろ当然です。かといって、その経営者に、専門性の高い分野の詳細を理解してもらうというのは、無理です。説明側の義務として、専門用語ではなくて経営の言語による説明をしなければいけないのです。

リスク →

- リスクは損失の可能性
- 「収益をあげるためにリスクをとる」ことはあり得ない
- 損失の可能性は、避ける、もしくは管理可能な状態に置く
- リスク分散ではなく、単なる分散ではなく、確信度の高いところの厳選である

リターン →

- リターンは投資資金の回収
- 単なる時価の上昇は収益ではなく、売却による回収ではじめて収益になる
- 単なる時価の下落は損失ではなく、背後に価値の毀損があってはじめて損失になる
- 単なる時価の下落ならば、その価格の回復について確約がほしい

ベンチマーク →

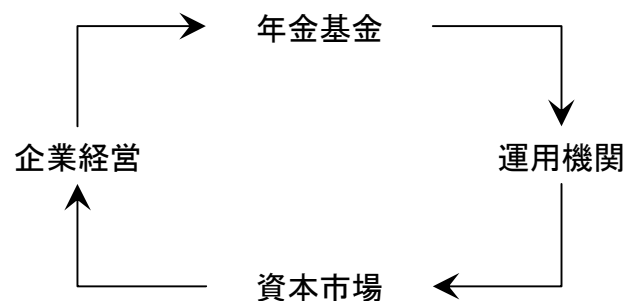
- もしもベンチマークがあるなら、それは自己に課した達成可能な目標である

- ⇒ 経営が欲しいのは、収益の保証ではなく、確約できるだけの責任体制ではないのか
- ⇒ 経営は、資産運用を理解しないのではなく、理解しすぎているのではないか、現状の資産運用に不信を抱いているのではないか
- ⇒ 経営が欲しいのは、事実としての収益であって、短期的な時価変動に関心がないのではないのか

信頼の連鎖と資金循環

企業経営が企業年金制度の人事政策としての意義を認める限り、年金制度がなくなることはないでしょう。しかし、それが財務上の理由で否定される(現実におき始めていますが)のならば、そうならないような資産運用のあり方へ抜本的に転換しなければなりません。

信頼の連鎖の確立なくして、企業年金の危機は克復し得ない



- ⇒ 現状では、信頼の連鎖ではなく、不信の連鎖ではないのか
- ⇒ 信頼の連鎖は、どこから再構築されるのか

第2部 「伝統的ALMに代わる長期の視点」

長期の視点というのは、まさか、時間の経過とともに、そのうち何とかなるだろう、一度決めたことは長期間変えずに放っておくべきである、というような無責任な視点ではないでしょう。長期運用ということの常識的な理解としては、長期の展望をもちつつ、確かな現状の事実認識のもとで、今やるべきことを今やる、ということではないでしょうか。

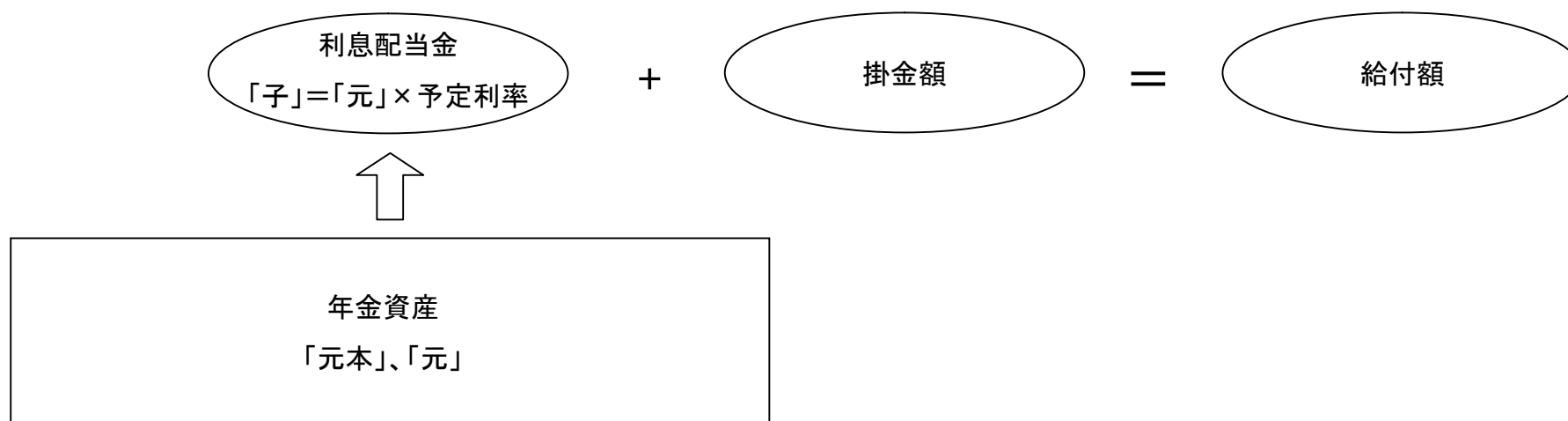
ALMとは、まさか、債務が運用の答えを出す、ということではないでしょう。ALMは、多数の仮定を置いたうえでの将来予測の試算にすぎません。試算から答えが出るはずありません。逆です。答え、即ち運用の計画が先にあり、その答えを念のために検証するのがALMです。当然のことですが、検証結果は、答えの修正に反映されて、よりよい答えを導くのです。しかし、現状のALMの使われ方はどうでしょうか。

年金運用における長期ということの意味を、現在の視点に引き付けて批判的検討を試みたら、どういう示唆が得られるでしょうか。それが、今回の試みです。

- 予測と展望
- 未来は過去の延長ではなく、常に新たに展開する現在の連続
- 答えを先取っているALMの資産収益率の仮定
- 将来展望のなかの現在の具体的な目に見える現金利益
- 資産価格の変動にすぎない現象と本源的な資産価値の増殖
- 企業経営の長期戦略の時間軸こそ年金運用の時間軸

年金財政の仕組みと資産運用の目的

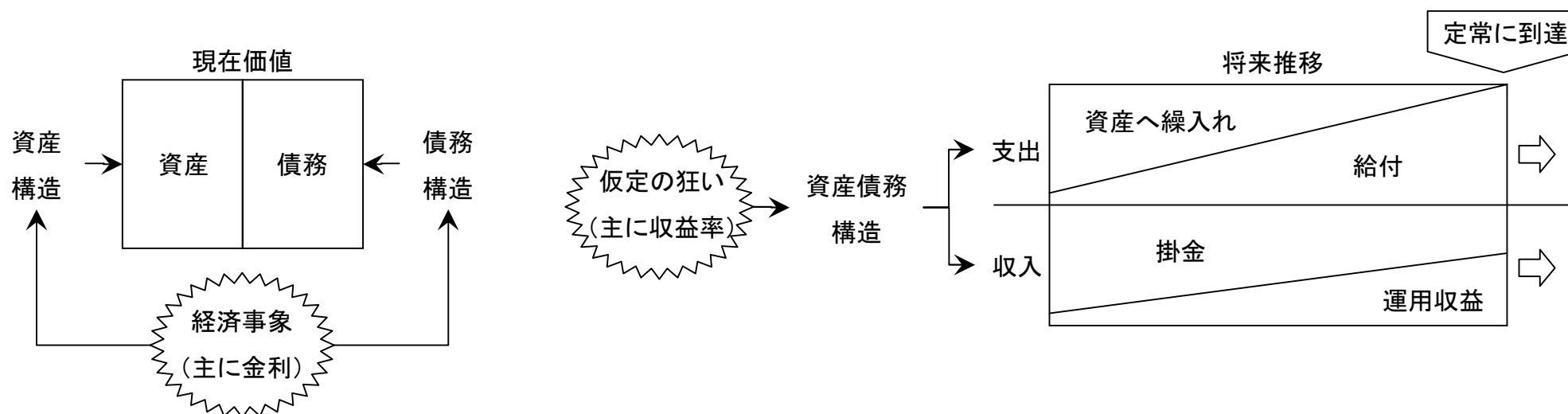
年金の資産運用の究極の目的は、給付原資の確保です。制度設計上、原資としては、元本の取り崩しは予定されておらず、元本からの収益が予定されています。元本が毀損すれば、毀損した元本に発生したであろう予定収益が欠損し、まさに元も子もなくなります。積立過剰であれば、予定利率よりも低い利率でも給付原資が賄える一方で、逆に積立不足であれば、予定利率よりも高い利率を実現しない限り給付原資不足になります。



- ⇒ 積立不足がある状態のもとでは、構造的に予定利率を実現してすら、不足が拡大していく。その場合、当然に掛金による填補が前提なのだが、それが現実には容易でない中で、どこまで運用の努力による回復が可能なのか、
- ⇒ 給付支出が掛金収入を上回り始めたなかでは、現金としての運用収益の確保が重要になっているのではないか

資産債務総合管理(ALM)の真の意味

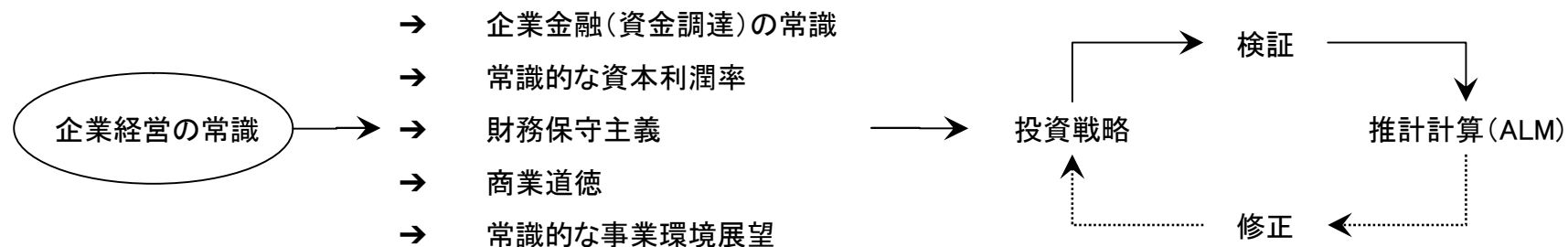
一つの経済事象(代表的には金利変動)は、年金の資産と債務の両方に、影響を及ぼします。そのとき、資産と債務の均衡が崩れないような工夫をしておくことは、非常に重要です。長期的な収支の均衡は、そもそも均衡するように財政運営されている以上、崩れ得ないのですが、逆にいえば、財政計算に使っている仮定が狂えば必ず収支は合わなくなります。経済変動に対する耐性や、仮定と実績の差に起因する収支不均衡に対する耐性を管理することが、資産債務総合管理(ALM)の目的です。



- ⇒ もしも、現在価値として、資産と債務の連動性を高めようとするれば、資産は、長期国債中心の運用にならざるを得ないが、資産運用というのは、本当にそのようなものなのか、そもそも、評価基準が違う(債務は理論価値、資産は市場価格)のに、現在価値での一致性に、どれだけの意味があるのか
- ⇒ 将来の現金流出と現金流入との均衡を、様々な仮定の変動の条件のもとで、ある程度の蓋然性をもって示せることが、資産債務総合管理(ALM)ではないのか

統計の誤用に陥らないための戦略的発想

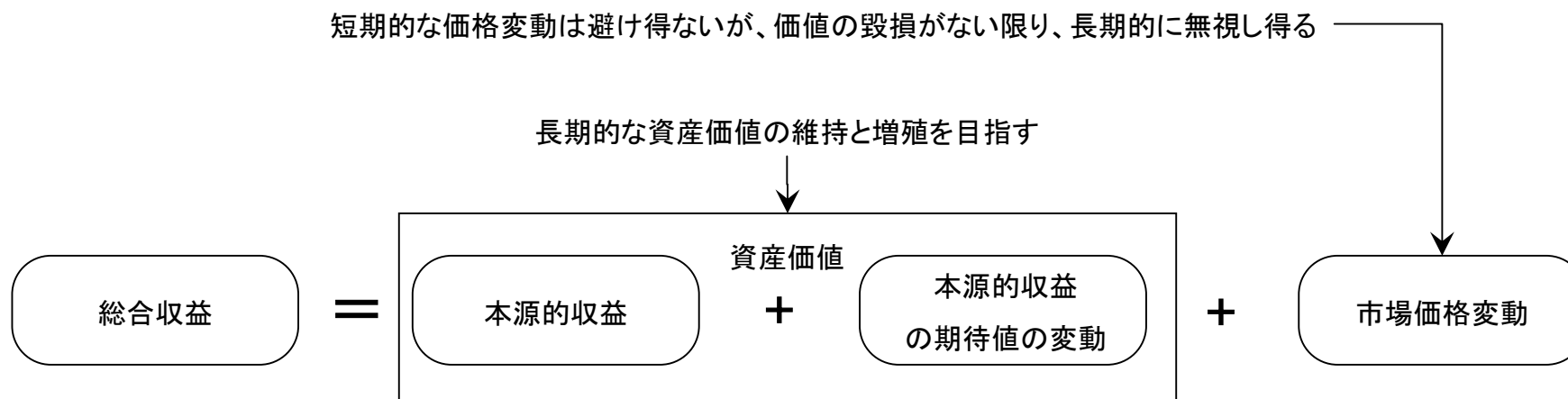
統計からは何も創造されません。推計計算(ALM)からは投資戦略も資産配分もできません。ALMは検証にすぎません。検証に先立って、検証されるべき投資戦略があるのです。投資戦略は、企業経営の延長としての、あるいは一部としての、戦略的発想からしか生まれ得ません。そのことに、資産運用の高度な専門性は不必要です。むしろ、企業経営の常識が必要なのです。また、投資戦略は、必ずしも伝統的資産配分と同じではありません。



- ⇒ 投資戦略は、年金基金ごとに、その構成方法や様式が違うべきなのではないか
- ⇒ 標準的な機械的な年金ALMなど、あり得ないのではないか

資産価格の変動ではなく資産価値の維持と増殖

資産は、それ自体に本源的な収益を内包したものです。例えば、債券における金利が本源的収益です。逆に、本源的収益を内包したもののみが資産という名に値し、適格な投資対象と認定されるのです。本源的収益が資産の価値ですが、その資産の価格は市場原理によって形成されるので、必ずしも価値と一致しません。投資の対象は価値です。価格変動は管理できず受け入れるしかないものです。価格変動を避けようとするれば、価値自体もとることができません。



- ⇒ 資産価格の下落のときに、その背後に価値の毀損がないことを確信できるかどうか、資産運用の本質ではないのか
- ⇒ 価値の維持と増殖を図ることは長期の営みだが、毀損(とその可能性)を認めたときは、直ちに対策を講じるべきではないのか
- ⇒ 真の長期の視点は、価値と価格の峻別を前提にしたものではないのか

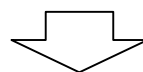
資産価値の判断と企業価値

資産の価格の合理的な予測はできません。一方、資産の価値は、その資産が生み出す本源的収益(キャッシュフロー)の現在価値として合理的に計測されます。というよりも、計測されうるもののみが、資産という名に値するのでしょう。企業の価値も同じことで、企業活動が生み出すキャッシュフローが企業価値を規定するのです。しかし、経営にとって、キャッシュフローは目的ではなく、社会的な事業遂行の結果として生まれるもののはずです。資産運用においても、キャッシュフローの量が目的ではなく、その質(安定性)の追求が、結果的に量の拡大をもたらすのです。

保守主義の原則 = キャッシュフローの質(予測可能性の高さ)を追求することで、結果的に、キャッシュフローの量もたらされる

キャッシュフローの質を高める努力

- 資本構成の上位への投資を原則とし、下位(株式)へ投資するときには、厳格な条件の下で行う
- 事業キャッシュフローの源泉を厳選し、厳選した範囲の中で分散する
- 可能ならば、あるいは必要ならば、経営への働きかけも行う

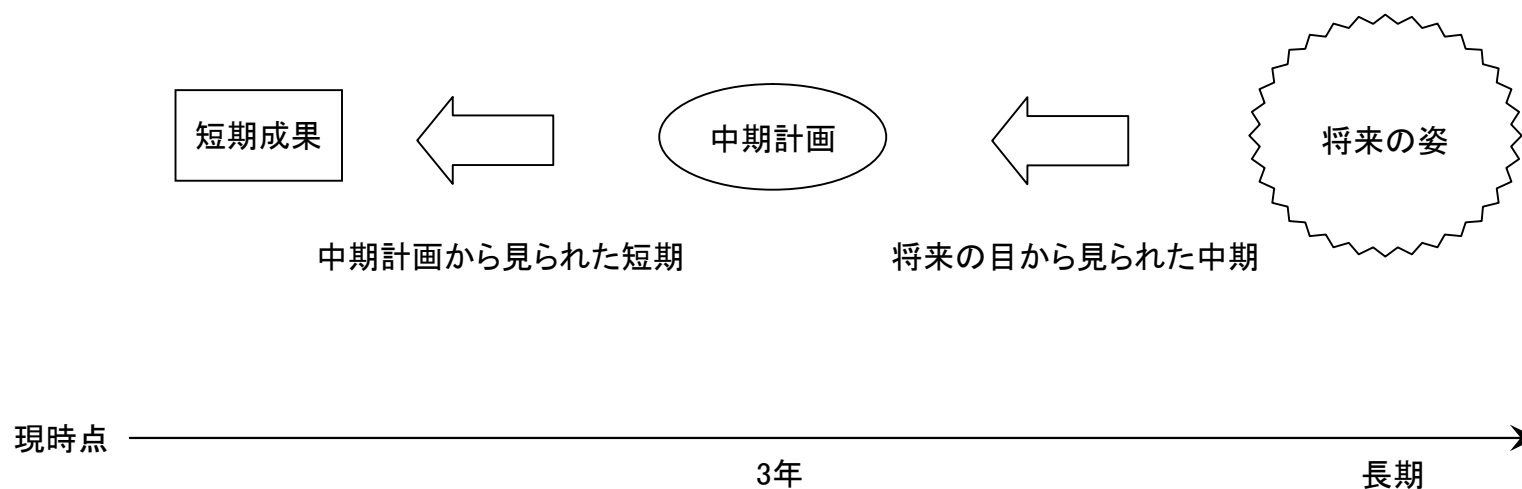


結果的に、キャッシュフローの安定(質)が図られつつ、量の拡大が実現していく
つまり、資産価値が上昇する

- ⇒ 給付原資としてのキャッシュフローが見込めるからこそ、真の長期的なALMが可能になるのではないのか
- ⇒ 資産運用の究極の目的である給付に着目するからこそ、長期的な保守的な運用が可能になるのではないのか
- ⇒ 長期的なキャッシュフローが見込めるからこそ、一時的な価格の下落を、まさに一時的な下落として認識し得るのではないのか

長期的に設定された将来像に基づく中期計画の執行と短期の評価

企業経営においては、3年という中期が、具体的計画を立てるときの一番長い時間です。一方で、企業の経営戦略は、3年よりもずっと長い時間軸で展開されています。つまり、長期的に設定された将来像のもとで、中期(3年)の計画管理があり、更に3か月、単年度という短い期間での評価と調整がなされているのです。年金基金の資産運用も、同様な時間軸で行われるべきでしょう。それこそが、真の長期の視点です。



- ⇒ 例えば、積立水準回復を10年で計画するとして、その間の掛金投入と運用の付加価値の配分を決め、運用目標を決め、それを実現できる戦略を定め、その中期における展開を具体的な計画に落とし、短期における計画進捗を測定し、必要ならば計画を見直していく、それが、常識的に考えて、年金基金の資産運用ではないのか
- ⇒ 将来の像は、年金基金が決めることではなく、母体企業が定めることではないのか
- ⇒ 一方、中期の計画は、年金基金が責任をもって定め、その執行を責任をもって管理していくのではないのか

注意事項

- 本セミナーは、資本市場における種々の投資対象や投資に関する概念等について解説・検討を行うものであり、当社が行う投資運用業、投資助言・代理業の内容に関する情報提供及び関連する特定の金融商品等の勧誘を行うものではありません。
- 本資料中のいかなる内容も将来の投資成果及び将来の市況環境の変動等を保証するものではありません。
- 本資料の著作権その他知的財産権は当社に帰属し、当社の事前の許可なく、本資料を第三者に交付することや記載された内容を転用することは固く禁じます。