

退職給付ビッグバン研究会
2008年度年次総会

九州電力における年金資産運用の理念とビジョン

2008年9月4日
九州電力株式会社 経理部
竹下 研

目次

- ・九州電力確定給付企業年金の概要
- ・年金資産運用管理に当たっての基本的スタンス
- ・柱となる施策と考え方
- ・年金運用の常識に対する『健全な懐疑主義』
- ・今後の主要取り組み課題
- ・年金運用管理者としての心得



・九州電力確定給付企業年金の概要

九州電力確定給付企業年金の概要

設 立	1968年4月：適格退職年金制度としてスタート 2004年4月：確定給付企業年金制度へ移行
形 態	規約型
特 徴	給付利率を金利に連動させる擬似キャッシュバランス制度 予定利率も原則として同様に金利に連動
加入者数	12,479人
受給者数	7,821人
資産残高	3,174億円

2008年3月末時点

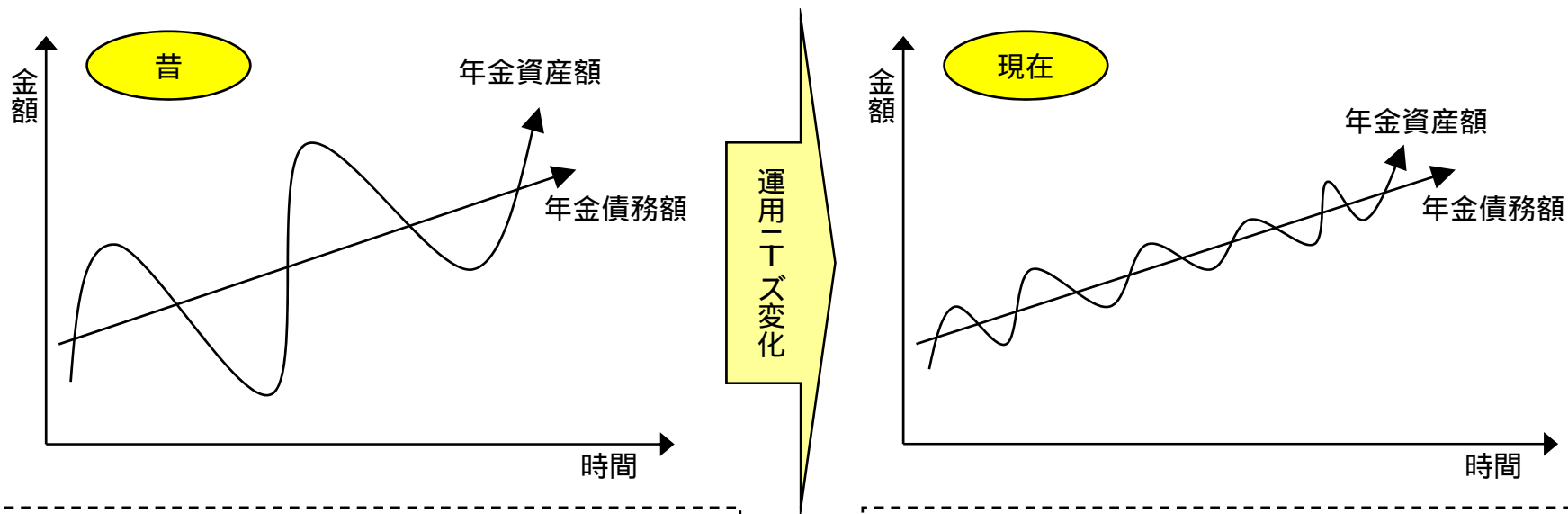


・年金資産運用管理に当たっての基本的スタンス

年金資産運用管理に当たっての基本的スタンス - 1

◆ 振れの少ないポートフォリオの構築

『We are willing to limit our upside for more controlled downside!』



年金債務は長期性債務であるから、一定の年金資産の変動を許容

短期的に運用収益の振れがあったとしても、長期的に予定していた運用収益を獲得できていれば、年金財政は均衡

年金債務に対する年金資産の振れ（特にダウンサイド）に対する企業側の許容幅が縮小

- バブル崩壊後の長期不況による企業体力減少
- 退職給付会計の導入（2000年）
- 長期の運用環境低迷（2000年～2002年：パーフェクトストーム）
- 制度の成熟化進展

年金資産運用管理に当たっての基本的スタンス - 2

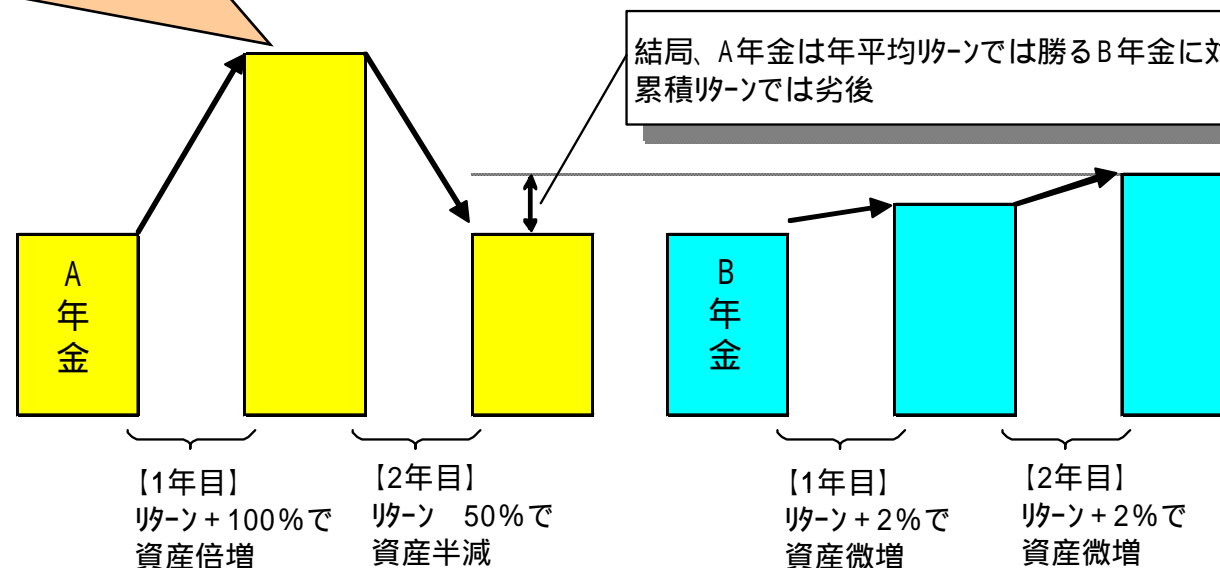
◆ 振れの少ないポートフォリオの構築

『ボラティリティはリターンを損なう』

年平均リターン： A年金 +25% (= [(+100%) + (-50%)] ÷ 2)
B年金 + 2% (= [(+2%) + (+2%)] ÷ 2)

累積リターン： A年金 ± 0% (= [1 + 100%] × [1 + (-50%)])
B年金 + 4% (= [1 + 2%] × [1 + 2%])

ボラティリティが大きいということは、上ぶれも大きければ、
下ぶれも大きいという当たり前の事実を忘るべからず



年金資産運用管理に当たっての基本的スタンス

◆ 受託者責任の徹底

当社は規約型であり母体企業内で年金資産運用管理を実施

加入者・受給者に帰属する年金資産の運用管理者（＝受託者）として加入者・受給者に対するより強い忠実義務、善管注意義務への意識とその徹底が必要

	内 容	出典・関連法令
忠実義務	・ 事業主は、その職務の遂行に当たり、 <u>もっぱら加入者等の利益を考慮すべき</u> であり、これを犠牲にして自己又は加入者等以外の者の利益を図ってはならない。	・ 法第六十九条 ・ 厚労省ガイドライン
善管注意義務	・ 事業主は、管理運用業務について、社会通念上要求される程度の注意（＝ <u>運用管理者として客観的に求められる専門性を前提としたうえでの注意義務</u> ）を払い、加入者等のため忠実にその職務を遂行しなければならない。	・ 民法第六四四条 ・ 厚労省ガイドライン

(注) 法 確定給付企業年金法(平成十三年六月十五日)

厚労省ガイドライン 確定給付企業年金に係る資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドラインについて
(厚労省年金局長通知、平成十四年三月二十九日)

年金資産運用管理に当たっての基本的スタンス

◆ 制度の予定利率 = 運用目標リターン

予定利率は、年金制度を維持するうえで、必要かつ十分な運用目標運用目的を見失うべからず

- 年金制度は、掛金及び年金資産を運用することにより得られる運用収益を財源として、受給者に年金給付する仕組み
- 年金資産は、過去の掛金と運用収益が積み上がったものであるから、年金財政を維持するには、以下の関係式が長期的に成立することが求められる。

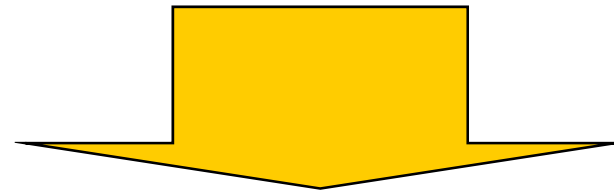
$$\text{掛金} + \text{運用収益} = \text{給付額} \quad (\text{収支相等の原則という})$$

- 給付額を賄うために、掛金収入と運用収益をどのようにバランスさせるかは、予定利率によって決まる。
予定利率を高く設定すれば、運用収益を多く見積もることになるため、掛金は少なくて済み、逆に低く設定すれば掛金で賄う額が大きくなる。
- 当社の予定利率は、原則として20年国債の過去5年平均に連動運用で賄うべき予定利率が、リスクフリーの国債金利に連動するため、無理にリスクをとる運用は不必要

年金資産運用管理に当たっての基本的スタンス

◆ 基本的スタンスを総括すると

『加入者・受給者に対する受託者責任（忠実義務、善管注意義務を果たすプロセス責任）を全うし、下振れリスクを低減しながら、予定利率見合いのリターンを中長期的に達成する』



では、そのための施策や考え方は？



. 柱となる施策と考え方

◆ 徹底した（ベータ）の分散

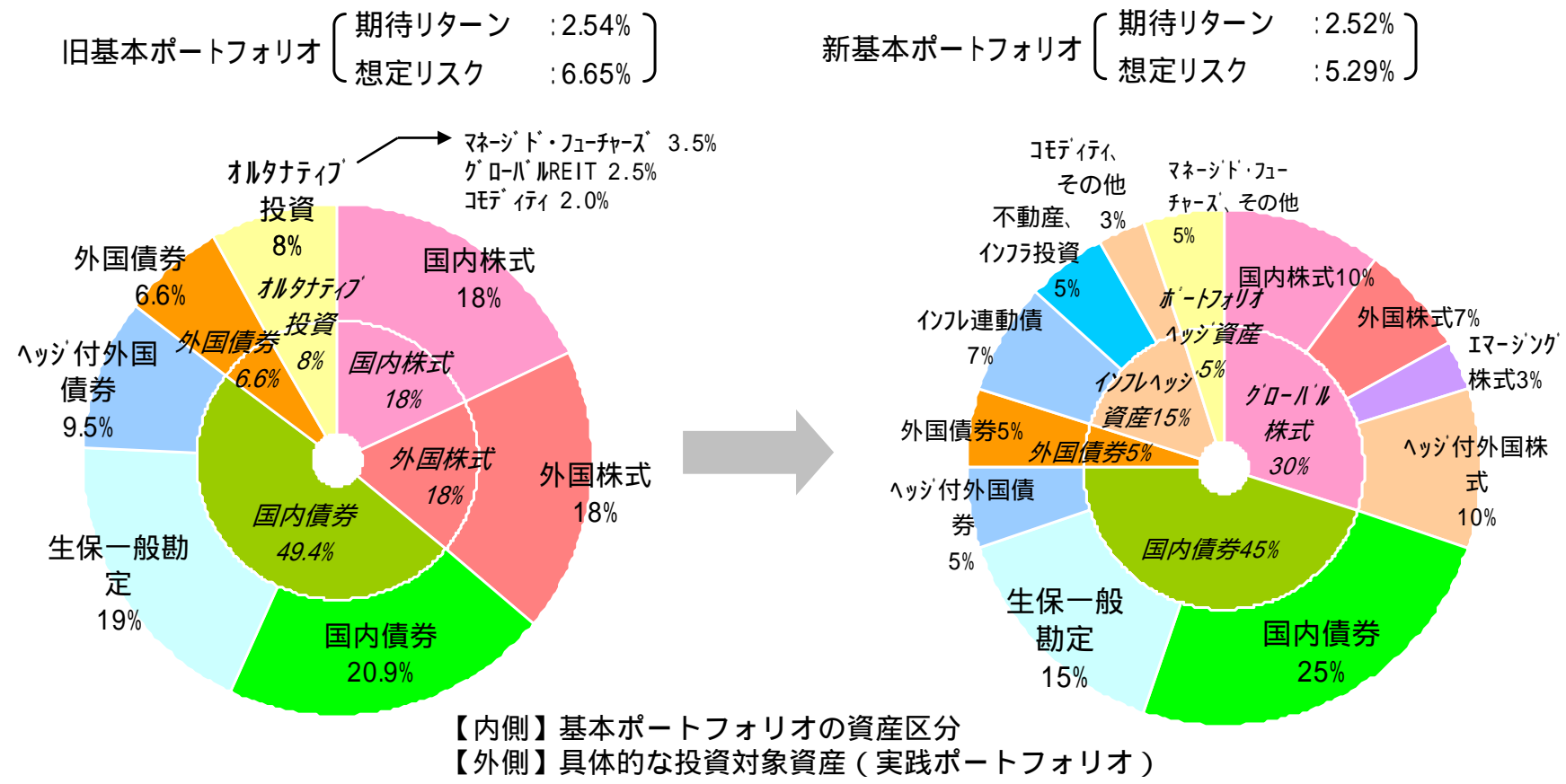
の分散 = 資産の分散 + ベンチマークの多様化

- ・ 「すいません、この資産の期待リターンはマイナスです」なんて資産はないだろう。には資産価値がある。これを利用しない手はない！
グローバル化、カップリングの世界でもまだまだ追求すべきことがあるはず。
- ・ は万人に平等
（手法）にベットするような運用は不公平で、追求するにはかなりの能力、人材、時間が必要。ストレスも溜まる。結局、もぐら叩きのゼロサムゲーム。加えて は、不確実性が高く、リスク・リターン・他資産との相関の合理的推定が困難。
「ポートフォリオから生じる結果については全て想定範囲内」と言える状態にしておくのが運用管理者としてのプロセス責任ならば、このような運用商品をポートフォリオに組み入れることは受託者責任の観点から問題では。
- ・ ベンチマークは所与のものではなく、ベストのものを選択すべき

. 柱となる施策と考え方 - 2

◆ 徹底した（ベータ）の分散

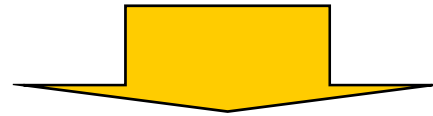
20年4月にポートフォリオの見直しを実施し、更なる の分散を推進



. 柱となる施策と考え方

◆ 株式がリターン・ドライバー

- ・ 経済成長の原動力は民間企業が生み出す付加価値であることを勘案すると、上場民間企業の企業価値を証券化した株式は、年金という長期的な資産運用において柱となる投資対象資産
- ・ よって の分散にあたっては、株式との低相関、逆相関がテーマ



このリスク分散の考え方を明確化しておかないと『木を見て森を見ず』ということになる。闇雲にいろいろな資産や手法に分散すればよいわけではない。株に連れ安する投資対象に分散しても意味なし。

例えば、この観点からは、債券運用やキャッシュ運用は「安全資産」という原点に立ち返るべきでは。

債券は国債中心でよい、キャッシュ運用もLIBOR + α を狙ってリスクをとる運用など不要

◆ 伝統 4 資産（内外株式・債券）運用の弱点補強

『インフレヘッジ資産の導入』

- ・ ポートフォリオの中心を成す株式及び固定利付債券はインフレ進行時に弱点()有り。よって、ポートフォリオのインフレ耐性を高めるため、インフレに強いと考えられるへ一定割合投資

企業がその原材料価格の上昇分を価格転嫁しながら持続的な成長が可能であるような、長期間に亘る緩やかなインフレ局面においては、株式はインフレヘッジ機能を有する。

しかし、短期間においてインフレ圧力が高まる局面では、原材料価格の上昇によるマージンの縮小が先行するため、リターンがマイナス基調となる傾向有り。

また、インフレ進行時には、各国中央銀行がその抑制のために政策金利を引き上げ、金利上昇を伴うことが多いことから、固定利付債券はインフレ進行時の価格下落リスクが高い資産。

. 柱となる施策と考え方 - 2

◆ 伝統4資産（内外株式・債券）運用の弱点補強

『ポートフォリオヘッジ資産の導入』

- ・ の徹底分散だけでは避けきれない危機時への対応
例えば、2001年の米国同時多発テロや昨年のサブプライム問題など、リスク性資産が軒並み投売りされるようなイベントリスク発生時や、「世界的な株安」と「円高」が同時発生・継続するケースに対して、保険になりうる投資対象に全体の一部を投資
- ・ 現時点においてはマネージド・フューチャーズに勝る運用商品は見当たらない
当社はヘッジファンドなど、その手法自体にベットするような戦略（ ）への投資は積極的には行わない方針だが、マネージド・フューチャーズに関しては、以下の観点から投資することに問題なしとの判断
 - 上場先物が投資対象であり、価格形成の透明性や流動性が担保されている
 - トレンドフォロワーのシステムティックな順張り投資で、他資産との相関がある程度合理的に推定可能
 - トレンドフォロワーゆえに相場が売りトレンドでもプラスのリターンが期待できる（逆にボックス相場時はリターンを期待できないが、それはいざという時のための保険料と思えばよい）



. 年金運用の常識に対する『健全な懐疑主義』

◆ ポートフォリオ運用、分散投資への理解

『多くの年金スポンサーは、分散投資した資産が全てプラス・リターンになったりすれば大失敗だということを、果たして十分に理解しているのだろうか？』

- ・分散とは、顔を4分割して同時に喜怒哀楽を各々のパーツで味わい、そして顔全体では少し笑う、そんなイメージ。
これが理解出来ず破顔一笑、顔全体100%で笑いたいという人が多すぎる。
だから金利上昇リスク云々で変な債券代替商品を買わされてしまう
(債券には債券の役割と対処すべき市場環境があるはずなのに...)

こんなポートフォリオは...

資産クラス	リターン
A資産	+ 15%
B資産	+ 5%
C資産	+ 12%
D資産	+ 3%
E資産	+ 7%
TOTAL	+ 10%



こんなことも起こりうる

資産クラス	リターン
A資産	15%
B資産	5%
C資産	12%
D資産	3%
E資産	7%
TOTAL	10%

当社はこんな感じが理想

資産クラス	リターン
A資産	+ 5%
B資産	2%
C資産	+ 2%
D資産	5%
E資産	+ 3%
TOTAL	+ 2.5%

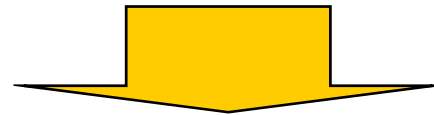


予定利率並みのリターン

◆ ポートフォリオ運用、分散投資への理解

『そもそも代替資産って一体？』

- ・ 各々の資産には各々の役割 = 対処すべき市場環境があるはず。
- ・ リスク・リターンレベルが同程度という理由だけで、どうして相関の違うもの同士を同じ資産クラスに入れるのか？



投資環境の変化に対する感応度合いの類似性（= 相関）で資産区分を管理しないと、せっかくのポートフォリオ運用が思わぬダウンサイドリスクに晒されることも...

「結局、分散投資になっていなかった」という事態は避けたい。

◆ ポートフォリオ運用、分散投資への理解

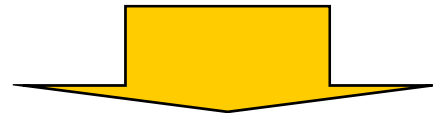
『運用機関の営業担当者も年金スポンサーがポートフォリオ運用をしているという認識が希薄なのではないか？』

- ・ 債券代替
金利上昇リスクをさんざん煽ったあげく
- ・ ハイイールド債、エマージング債
特にイベント発生時、株式との相関高まる
- ・ C D O、C L O、仕組債、ストラクチャード・プロダクツ
仕組が複雑で流動性がない商品は厄介。
ひとたびイベントが発生すれば、シニアだろうが、スーパーシニアだろうが、「腐ったミカンのひと房」に過ぎない。
- ・ F O F s (ファンド・オブ・ファンズ)
F O F s の中で分散が完結していても意味なし。
我々の関心事は、F O F s であれシングルファンドであれ、我々のポートフォリオ全体に対する分散効果だ。

◆ ポートフォリオ運用、分散投資への理解

『世の中、相場観や市場予測が当たると考えている人が多すぎやしないか？』

- ・ 予測が当たるならエコノミストと称する人はあんなにたくさんいない。
- ・ 予測が5割超の確率で当たるなら一般的には相当凄い予想屋だが、年金という資金の性格を考えれば、100%の確信がない限り相場観にベットした投資はすべきでない。



「明日なにが起こるか分からない」からこそ、ポートフォリオ運用・分散投資により、様々な市場環境の変化にバランスよく対応出来ることを目指す。

相場観で年金運用を語るべからず！

・年金運用の常識に対する『健全な懐疑主義』

◆ 株式運用のホーム・カンントリー・バイアス

『分散の徹底のためには株式運用のホームバイアスは不要では？』

- ・ 2007年度の日本の年金運用実績は世界中で一番悪い方だろうが、その大きな要因はホームバイアス、すなわち日本株の大きなオーバーウェイト
(2007年度騰落率：TOPIX 28.05%、現地通貨ベースのMSCI-KOKUSAI 6.76%)
- ・ 問題なのは、ただでさえボラティリティが大きい株式運用で、分散投資を阻害するホームバイアスがそのボラティリティをさらに拡大させること
- ・ 企業活動がグローバル化している中、株式運用を国内・国外に分ける理由が希薄 債券の場合は年金債務の予定利率や割引率が国内金利ベースであることからALMの観点からホームバイアスをかける合理性有り
- ・ ホームバイアス是正に伴う為替エクスポージャーの拡大はヘッジすればよいヘッジコストかかるが、ホームバイアスによるボラティリティ拡大の影響の方がよっぽど大きい。ヘッジ付外株は立派な新しい だ！

・年金運用の常識に対する『健全な懐疑主義』

◆ 加えて株式運用におけるアメリカン・バイアス

『株式のグローバル運用を志向する際、MSCIなどの時価総額加重指数に則れば米国への配分比率が40%～50%となるが、一国にこれだけ集中投資して果たして分散と言えるのだろうか？』

- ・確かに現代投資理論では、リスク性資産を時価総額ウェイトで保有することが最も効率的とされているが・・・
- ・「株式の時価総額加重インデックスに関して、真のフェアバリューより高い価格で売買されている銘柄は全てオーバーウェイトとなり、低い価格で取引されている銘柄は全てアンダーウェイトとなる」（ロバート・D・アーノット）
- ・時価総額ウェイトだけでなく、GDP比率なども勘案して、エマージング諸国も含めグローバルな観点から国別・地域別配分を考えたい

	MSCI-ACWI構成国ベース		MSCI-World構成国ベース	
	時価総額比率	GDP比率	時価総額比率	GDP比率
米 国	41.4%	25.6%	46.7%	35.3%
日 本	8.7%	8.8%	9.9%	12.1%

2008年3月末現在、出所：MSCI Inc.、IMF

・年金運用の常識に対する『健全な懐疑主義』

◆ アクティブ運用のリターンの傾向

『特に株式運用において、リターンがプラスの時に もプラスとなり、リターンがマイナスの時に もマイナスとなる傾向にあるのはなぜか？』

- ・これは振れを抑えたい当社年金にとっては問題
- ・アクティブ運用のディフェンシブ株への投資スタンスも関係か？

問 望ましいアクティブ運用機関とは？

中長期的に高い を獲得し、かつ、その と との相関が低い
中長期的に高い を獲得するも、その と との相関が高い
はフィーをカバーする程度だが、その と との相関は低い
も期待出来ないし、 との相関も高い

・年金運用の常識に対する『健全な懐疑主義』

◆ アクティブ・ベンチマーク戦略


『優秀なアクティブ・マネージャーを血眼になって探すより、質の良いベンチマークを選択することの方がよっぽど重要ではないか？』

- ・資産を選択する そしてベンチマークを選択する

こちらのリスクの方がアクティブ・マネージャーの取るトラッキング・エラーよりはるかに高いし、取る価値がある。

- ・例えばTOPIX・・・ 

	H10年度	H11年度	H12年度	H13年度	H14年度	H15年度	H16年度	H17年度	H18年度	H19年度	10年間 累積
TOPIX(配当込み)	2.19%	35.48%	-24.55%	-16.22%	-24.81%	51.13%	1.42%	47.85%	0.29%	-28.05%	7.60%
S&P Japan 500	3.58%	36.57%	-22.01%	-15.39%	-25.63%	49.47%	1.32%	50.80%	2.45%	-27.47%	17.81%
RUSSEL/NOMURA TOTAL MARKET	3.26%	34.18%	-21.71%	-15.14%	-24.53%	51.12%	2.14%	49.22%	0.24%	-27.86%	15.71%

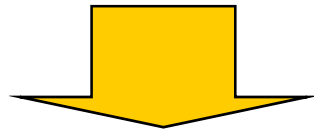
 はTOPIXリターンを上回った年度

・年金運用の常識に対する『健全な懐疑主義』

◆ 株式の運用スタイル

『スタイル分散に必要なポリシーとは？』

- ・ 対ベンチマーク比でのスタイル・ニュートラルはあまり意味がない
- ・ 当社年金は、株式運用の絶対リスク、特に下振れリスクの低減を重視



よってバリュー運用にバイアスをかけたスタイルウェイトを志向
(エンハンスド・インデックス運用を含む)

・年金運用の常識に対する『健全な懐疑主義』

◆ 為替に関する管理方針

『為替はアクティブに取り組むべき資産か？』

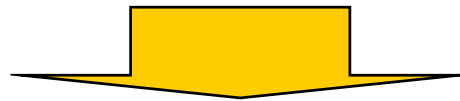
- ・ 為替を資産として認識するための条件

流動性が十分ある

期待リターンの測定が出来る

ベンチマークの設定が出来る

は全く問題ない。多分あらゆる金融商品の中で一番だろう。
だが、 と は難しい。



当社年金では、為替はあくまで各国通貨間の交換レートに過ぎず、付加価値を生む独立した資産とはみなさない。

よってその管理方針は、オーバーレイ・マネージャーを導入のうえ為替エクスポージャーを一定比率に維持し、為替変動リスクを抑制すること。

◆ 運用機関とのコミュニケーション

『運用機関と年金スポンサー間のコミュニケーションは、一方通行となっていないか？』

- ・年金スポンサー側がどのようなポリシーやビジョンを持っているか、どのような運用ニーズがあるか、何を考えているか、を発信することが大事



- ・運用機関側は年金スポンサー側の考え方やポートフォリオ全体の中身を理解したうえで、その方針やポートフォリオに資する運用提案・商品提供を

『運用基本方針』は年金スポンサーの考え方、ビジョンを発信する
コミュニケーション・ツールとして格好の手段

・年金運用の常識に対する『健全な懐疑主義』 - 2

◆ 運用機関とのコミュニケーション

・当社年金の新規選考プレゼンにおけるフィードバックの一例

マンドート	運用機関名	定性評価		採用/不採用	コメント (御社及び採用先のコメントを掲載)
		評価点 (50点満点)	マンドート 内順位		
インフラ投資	A信託	40.5	1	採用	S&Pの指数は競争的環境にさらされている商業インフラ比率が抑制され、セクター比率のバランスも取れており、インフラ関連指数の中では当社がインフラ投資に求めるニーズに最も適した指数だと思ふ。成熟産業・企業が多いセクターへの投資であり、インカムゲインが大きな収益源泉となることから、配当課税の軽減措置が適用される国内籍投信ならば選択対象となり得る。パッシブにしては高い運用報酬と、最低投資額50億円という制約条件が、ディスアドバンテージとして考慮すべきポイントとなる。
	B投資顧問	40.5	1	採用	インフラ資産へ直接投資するファンドとしては、その投資対象、収益源泉、一定の流動性を担保するファンド提供形態等、当社がインフラ投資に求めるニーズに合うものと思ふ。大きなJカーブが出ない点も良い。デューデリや投資委員会での意思決定プロセスも慎重さが感じられる。今後のリスクとして考慮すべきは、投資案件の適正価格での取得や地理的分散が計画どおり実施できるかという点であろう。
	C投資顧問	31.5	3	不採用	運用自体に関しては、C投資顧問のインフラ分野の知識・経験・人材などインフラ上場株のアクティブ運用を行うベースはしっかりしたものがあると思ふ。しかし、国内の年金向けに販売していくにはファンド運営面で課題がある。成熟産業・企業が多いセクターへの投資であり、インカムゲインが大きな収益源泉となることを考慮すれば、多くのグローバルREITファンドと同様、配当課税の軽減措置が適用されるファンドの建て付けとなっていることが求められ、分配金のためのキャッシュ化の影響や情報開示面の制約などと併せて、マザーファンドを個人向けファンドと共有していることによるデメリットが懸念される。また、評価尺度が明示されなければ、何を基準としてこの運用を定量的に評価すべきか分からない。

[定性評価項目]

他社と比較して、十分に特徴のある手法か
その手法に優位性があるか（超過リターン獲得の説明に納得できたか）
運用商品に対する熱意が伝わってきたか
コスト管理を徹底し、具体的に実践しているか
ベンチマークに対する考え方がしっかりしているか

顧客サービス向上のための努力・工夫がみられるか
高いモラルと誠実さを期待できるか
厳しいプロとしての組織・体制が確立しているか
報酬の説明に十分納得できたか
運用面以外で、我々の情報収集・知識向上に役立つ付加価値が提供できるか

◆ 運用機関とのコミュニケーション

・ 当社年金の定性評価項目

明確な運用理念とプロセスの一貫性

当社年金の運用方針・ビジョン・ニーズの理解度

運用収益獲得状況の納得性（ がプラスであれ、マイナスであれ）

運用報告内容の充実度や報告資料の精度

誠実かつ迅速な顧客本位の対応（ミドル、バックオフィスを含む）


常日頃からの付加価値のある情報提供能力

リスク管理・コスト管理（売買執行能力）・コンプライアンス体制

リサーチ努力・探求心・熱意・謙虚さ

独自性（横並び意識の払拭）

強いコミットメントの姿勢



定性評価結果については、四半期毎に点数、順位に評価コメントを付して
各運用機関のファンド毎にフィードバックを実施



・今後の主要取り組み課題

・今後の主要取り組み課題

1 リスク性資産を更に分散

新たな 資産への投資可能性追求


特に不動産・インフラ投資の分野で、株式との相関が低い運用商品
(REITやインフラ上場株は、株式と を共有し、近年連動性高まる)

2 グローバル株式の国別・地域別配分

時価総額ウェイトとGDP比率を合わせて考えた配分比率

ホームバイアスの更なる是正

アメリカン・バイアス(米国の絶対的オーバーウェイト)の是正



・年金運用管理者としての心得

・年金運用管理者としての心得

以下の事項を我々の拠って立つ心構えとし、『運用基本方針』にも明記

- 全ての業務の基本となる正確な実務を心掛ける
- 切磋琢磨し、運用機関との情報の対象性の維持を追求する
- 情報を鵜呑みにせず健全な懐疑主義の精神を貫く（ デビッド・シンセン）
- 横並び意識を排除する（ ウォレン・バフェット）
- 決して傲慢にならず、謙虚さを忘れない
- 常にマーケットに対してVividになる
- 理論のための理論の追求ではなく、実践的な知恵を身につける
- 相場観で運用を語らない
- 門戸は常に開放し、公正な評価をする
- 驚掴みできる知的握力をつける（ 鶴見俊輔）

ご静聴ありがとうございました

