

*** 年頭提言 ***

年金ガバナンスの改善に向けて

～年金資産運用に関するエキスパティーズの向上と補完するルール～

日興フィナンシャル・インテリジェンス
専務取締役 宮井 博

新年、明けましておめでとうございます。

昨年は、AIJ 投資顧問による年金資産消失事件が発生し、わが国年金基金の資産運用の窮状が明らかになるとともに、ガバナンスのあり方が改めて問われた年でした。

そこで、年頭にあたり、多くの年金基金で課題となっている資産運用のガバナンスを採り上げ、それを改善するために必要となる条件と、達成するための検討項目を考えてみたいと思います。

1. 年金ガバナンスの課題

SMBC 日興証券は、昨年 12 月に年金ガバナンスをテーマとした「年金セミナー 2012」を開催した。筆者は、セミナー後半のパネルディスカッションのモデレータとして議論に参加した。本稿は、年金ガバナンスについてより現実的な検討を行うため、このパネルディスカッションでの議論を踏まえて考察する。

パネルディスカッションでは、それに先立って行われた横浜国立大学名誉教授・浅野幸弘氏の基調講演を受けて、以下の 2 点について議論した。

- ① 受託者責任を規範とする運用は、受託者には専門的な知識やノウハウ（以下、エキスパティーズ）があることを前提にしている。しかし、わが国の年金基金については、必ずしもこのエキスパティーズが備わっていないため、それをどのように補完するのか
- ② AIJ 問題を受けて厚生労働省に設置された有識者会議の議論を踏まえて、「厚生年金基金の資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドライン（以下、ガ

イドライン)」が一部改正された¹が、これによって年金ガバナンスは改善できるのか

上記①については、そもそも年金資産運用がどのようなフレームワークで行われているのかを理解しておく必要がある。そこで、まず、このフレームワークについて簡単に説明する。その中で必要となるエキスパティーズを明らかにするとともに、それを醸成もしくは補完する方法について、改正されたガイドラインも踏まえて提言する。

2. 年金資産運用のフレームワーク

わが国の年金資産運用は、資産の種類ごとに配分割合の上限を定めた規制（いわゆる「5:3:3:2規制」）などが1997年に撤廃され、受託者責任を規範とする運用に移行した。受託者責任は「善管注意義務」と「忠実義務」に大別されるが、前者はより具体的な義務として、①安全かつ効率的な運用を行う義務、②分散投資の努力義務、③資産状況の把握義務などが法律で定められている。

こうした受託者責任を果たしていくため、わが国の年金資産運用は、米国で一般に採用されていた新しい運用管理のフレームワークを参考にした。それは、いわゆるMPT（現代ポートフォリオ理論）として体系化されたもので、投資目標の設定から、基本的な投資政策の策定（資産配分の決定）、経済および投資対象資産のファンダメンタル分析、最適ポートフォリオの構築、そしてパフォーマンス評価という意思決定のプロセスを理論面から支えている²。このMPTに基づく運用管理のフレームワークは、現在、世界の年金資産運用で一般的になっている。

3. 要求されるエキスパティーズ

米国では、他人の資産の信託を受け、その運用・投資を行う受託者一般に対して、「プルーデント・インベスター（慎重な投資家、思慮深い投資家）」として行為するよう求める行為基準（Prudent Investor Rule）が法制化されている。これは、従来、米国にあったプルーデント・マン・ルール（慎重な、思慮深い人が行う投資のルール）をMPTに合わせて見直したもので、リスク・リターンの目標を考慮しつつ投資を分散し、全体として最適な資産配分（アセット・アロケーション）を組むことを規定している。

¹ 「厚生年金基金の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」の一部改正について（平成24年9月26日）www.hourei.mhlw.go.jp/hourei/doc/tsuchi/T120928T0050.pdf

² 全米公認証券アナリスト協会(1983)は、この投資意思決定のプロセスについてテキストを作成し、その考え方が広がったため、MPTは年金の資産運用のスタンダードになったと思われる。日本語訳は、青山護監訳(1989)として東洋経済新報社から出版されている。

このような米国での例を参考に、厚生労働省は、1997年に受託者責任を規範とする運用に移行するに際して、年金基金の理事等の資産運用関係者が順守すべきガイドラインを策定した。今般、AIJ問題を受けてそのガイドラインの一部が改正され、この中で資産運用関係者は、「善管注意義務」に基づいて分散投資義務をより厳格に果たすことや、資産運用委員会の委員構成においては専門的知識及び経験を有するものを参加させること等が規定された。

しかし、そもそも資産運用関係者の能力については規定がない。また、資産運用の根幹である「運用の基本方針」の策定は努力目標から義務化へと変更されたものの、基金自らが策定しようとする場合、資産運用関係者は、少なくともMPTの考え方を理解していないと策定できない。また、資産運用関係者には、リーマンショックのような異常事態が発生した時に、どのような対応を取るべきかのルール作りや、リスク管理の実行性を上げるための方法を検討し、ルール化すること等が必要と思われる。

企業年金連合会の調査によると、運用の基本方針の中で最も重要とされる政策アセットミックス（基本ポートフォリオともいわれる）を策定している年金基金は、全体の80%以上に上っている。しかし、現実には、委託運用機関等がサンプルとして年金基金に提供した基本方針をそのまま採用したところが多く、政策アセットミックスの理解度についても十分とはいえない。また、リーマンショック時には自らの判断で迅速に有効な対策を打つことができなかった基金が多いといわれている。

4. エキスパティーズの向上と補完するための提言

以上のことから、年金基金が受託者責任を実行するためには、まずエキスパティーズを向上させ、同時に補完する方法が必要になる。そこで、以下に示す4つの対策を提言する。

(1) 専門的知識の習得

改正ガイドラインは、自己研鑽の一環として、資産運用関係者は自らが有する専門的知識及び経験等の程度に応じて企業年金連合会等の資産運用に係わる研修の受講を義務付けた。しかし、研修を受けたからといって専門的知識が習得できたかどうかは判断できない。何らかの客観的な基準が必要であり、その尺度の一つとして証券アナリスト資格が挙げられよう。証券アナリスト資格を取得するための通信教育のカリキュラムには、有価証券の価値評価に関する科目だけではなく、MPTをはじめ年金資産の管理運用に必要な科目も多く含まれており、運用のエキスパティーズの基礎を学習するためには適している。そこで、年金基金の運用担当者には、専

専門的知識の基礎を固め、その習熟度を知るためにも、自ら進んで証券アナリスト資格を取得して頂きたい。

(2) 企業財務部門からの人材派遣

エキスパティーズを獲得させるためには、運用に関する問題意識の高い人材が必要となる。年金基金については、人材不足が指摘されて久しいが、積立不足は最終的には母体企業が責任を持って補てんしなければならない。そのためにも、母体企業と十分な意思疎通が図れる人材が適している。現状では、年金制度は人事マターであるため、多くの企業では人事部門からの派遣が多い。しかし、国際会計基準の変更によって、年金資産運用の巧拙は母体企業の財務に直接影響を及ぼす点を重視すべきであり、企業は年金基金を金融子会社と位置付け、財務部門から派遣することが望ましい。

(3) 年金資産運用フォーラムの創設

米国では、年金基金、運用機関、コンサルタント、大学などに所属する資産運用関係者の間において人材交流が盛んに行われており、資産運用業界全体のエキスパティーズの向上に寄与している。その結果、年金基金の運用担当者と運用機関の間における知識や経験に大きな差が見られず、運用の課題について対等に議論できる状況になっている。一方、わが国では、人事ローテーションの問題もあり、年金基金サイドのエキスパティーズが高くないため、運用機関やコンサルタントからレクチャーを受けて勉強するというのが実態である。ましてや年金基金、運用機関、コンサルタント、学者が一同に会して運用の理論的な研究や課題について議論する機会はほとんどない³。そこで、年金基金の運用関係者を集めたフォーラムを作り、エキスパティーズを向上させることを提案したい。

(4) 改正ガイドラインを実践するためのルール策定

今般改正されたガイドラインでは以下の3点が注目される。

- ① 運用基本方針の策定を努力目標から全ての基金に義務付けた点
- ② 外部の専門家による支援体制を義務付けた点
- ③ 運用受託機関の専任・評価に関する定性評価の強化を義務付けた点

これらは何れもエキスパティーズを補う方法として重要である。しかし、筆者は

³ 企業年金連絡協議会の専門委員会の一つである資産運用研究会の活動は注目される。
<http://www.cpn.gr.jp/committee/shisanunvou.html>

資産運用の意思決定プロセスに、現実的な対応ルールに基づくチェックを加えることによって、より実践的な対応が可能になると考える。すなわち、資産運用のプロセスの各ステップにおいて意思決定をどのように行うべきかをあらかじめルール化し、そのチェックリストを作成することを提案したい⁴。

具体的には、例えばALMによって策定した政策アセットミックスのリバランスについては、配分比率の時価変動だけではなく、様々な指標を用いてリスクレベルを月次でモニタリングする。そして、あらかじめ策定した基準を逸脱した場合には、その逸脱レベルによってリバランスのタイミングや、どの位置まで戻すか等のルールを策定しておく。このようなルールを、政策アセットミックスの策定・見直し、委託運用機関の選定・見直しなどについても策定し、取るべき行動を示したチェックリストを予め作成しておく。そして、実際の意思決定においては、このチェックシートに基づいて行動を確認するとともに、常にチェックシートのバージョン・アップを図ることとする。代議員や加入員には、このチェックシートに基づいて投資行動のレビュー報告を行い、意思決定プロセスの透明性を高めるのである。

5. おわりに

年金資産等の運用管理は、MPTに基づいてフレームワークが作られてきた。実は、エキスパティーズを持った組織がこのフレームワークを利用して、現実的な行動ルールを策定していれば、AIJ問題は回避できたと思われる。一般に、業務における意思決定のフレームワーク化とルール策定は、業務を確実に遂行するために行うものであるが、その確実性は意思決定を行う人間の行動バイアスの影響を如何に防ぐかにかかっている。今後は、さらなるエキスパティーズの向上とともに意思決定プロセスのルール化が求められている。

参考文献

- 全米公認証券アナリスト協会監修 ジョン・L・マギン／ドナルド・L・タトル編、青山護監訳 日興リサーチセンター／日興国際投資顧問訳(1989)：「ポートフォリオ・マネジメントの実際（上・下）、東洋経済新報社、pp831
- M. H. ベイザーマン／D. A. ムーア 著・長瀬勝彦 訳『行動意思決定論－バイアスの罠』白桃書房、2011年7月、361ページ、B5版

⁴ ベイザーマン・ムーア(2011)は、投資は意思決定の連続であるとし、人間の心理的なバイアスが投資行動を歪めていることを指摘した。これを回避するには、まず、行動バイアスが起きていることを認識（「解凍」）し、意思決定の方法を見直し（「変化」）、それが維持されるように、投資プロセス毎にルール化（「再凍結」）が必要であるとしている。