

平成 24 年 4 月 24 日

『厚生年金基金等の資産運用・財政運営に関する有識者会議』

企業年金連合会

常務理事・運用執行理事

濱口大輔

(この提言は飽くまで濱口個人としての意見であって、企業年金連合会の会員基金の合意に基づく組織としての提言ではない)

### 厚生年金基金の資産運用に係わるガバナンス改善策について

#### 1. 現状認識

- (1) A I J 事件で企業年金、特に厚生年金基金への信頼は失墜、加入者・受給者の信頼を取り戻すには、ガイドライン文書の修正や研修強化といった小手先の対応では不十分で、基金の実務体制の変更にまで踏み込んだ対策が必要。
- (2) 事情を知らなかった一般の加入者・受給者は、他人の貴重な年金財産を運用するという、最も規律が求められる職業に、必ずしも経験者・専門家ではない者が就いていた事例があることに驚き、憤りを覚えている。

#### 2. 基本的な考え方

- (1) 一人で出来ることが多い資産運用業務におけるリスク管理の要諦は“人”
- (2) 運用規制、ガイドライン強化では不十分かつ非効率  
市場は常に変化して行き、規制は陳腐化する。規制逃れの商品がすぐ作られる。
- (3) 特に分散投資徹底のための資産配分規制や運用受託機関一社当たりの委託割合制限などは意味がない；
  - ・分散投資はリスク分散のためだが、デリバティブ・レバレッジの使用などで運用内容が複雑化しており、表面的な金額割合は実質的なリスク量とは大きく乖離するケースも多い。
  - ・実質的なリスクは大きいのに、2割、3割まではよいといった誤った誘導をする恐れがある。
  - ・欧米で拡大しつつある運用全般のアウトソーシング（一社への全面委託）など、条件次第ではメリットがある運用形態の発展を阻害する恐れがある。
- (4) 日本の年金業界（だけ）で時々云われる、「運用」と「運用管理」は違う、という考え方はもはや妥当ではない。現在求められる「運用管理」能力は、「運用」能力と切り離せない、むしろそれを基礎にした高度な応用能力ではないか（詳細別紙）

### 3. 具体的な対策

#### (1) 厚生年金基金の運用執行理事には、運用経験者の配置を原則義務付ける。

“運用経験者”とは、証券アナリスト資格（又は同等の資格）の保有者で、かつ少なくとも5年、出来れば10年以上の運用実務経験を有する者。

- ・運用執行理事の配置を義務付けた法の元来の趣旨に従う。  
厚生省受託者責任ガイドライン通知にある、「運用執行理事等は、管理運用業務に精通している者が通常用いるであろう程度の注意を払って業務を執行しなければならない」という法令上の善管注意義務を果たすためには、当然、運用または運用管理に関する一定水準以上の専門的能力と経験が必要であり、それを当初は前提としていたはず。
- ・運用執行理事は専任が望ましいが、やむを得ない事情があれば、常務理事を兼務することは現状通り認める。
- ・運用執行理事の人件費は年金経理で処理する。  
適切な運用に必要な不可欠なコストであり、運用手数料やコンサルタント料と同等の扱いとする。  
業務経理には十分な余裕が無く、市場相場で適任者が採用出来ない事態を回避。  
十分な報酬レベルが10～15百万円とすると、2百億円の基金規模で5～7.5bp。運用手数料約40bpと比較すると払えないレベルではないはず。  
常務理事兼務だと、現行の常務理事の報酬への上乗せ分だけなので純増は軽微。
- ・この義務付けは代行部分がある厚生年金基金に限定し、確定給付企業年金には適用しない。

#### (2) 何らかの理由で運用執行理事に運用経験者を配置出来ない場合は、次の対応を義務付ける；

- (i) 理事会でその理由を議論決議し、次に掲げる代替策と共に加入者、受給者へ説明、開示する。
- (ii) 運用コンサルタントを採用するか、もしくは積立金の運用すべてを企業年金連合会に委託する。

運用コンサルタントの選任に際しては、金商法で投資助言業の登録をしている先に限定するのみならず、その体制、陣容、年金基金との契約実績などの観点から適切かどうか十分に吟味するよう義務付ける。

また助言契約は、運用基本方針や資産配分案の策定、運用受託機関の選任、運用評価などを含み、コンサルタントの義務を明確にしたものとする事も義務付ける。

### (3) 企業年金連合会の運用受託について

- ・連合会が運用受託するには、法改正が必要  
厚年法及び関連政省令にて、厚生年金基金は信託、生保、農協組合連合会、投資顧問に追加して、企業年金連合会に運用委託できると規定。
- ・受託先は厚生年金基金に限定する。理由は代行部分があるなど運用目標が連合会と近いので、連合会のポートフォリオをほぼそのまま適用でき、受託コストをミニマイズできる。
- ・連合会の運用規模の利益を中小基金にも提供できる。
  - ・インハウスのパッシブ（国内株）、セミアクティブ（円債、外債）は無論、外部委託での低コスト構造を利用。
  - ・外国株、オルタナティブなどで、中小基金がアクセス困難な優良運用機関のメニューも提供できる。
- ・非営利の低コストを共有する。
  - ・運用実費で受託（どこまで低コストに出来るかは事務管理コストなど要検証）
  - ・営利の為の無理な商品の売り込みが無い、真に年金基金の為の運用（エイジェンシー問題不在）
  - ・連合会の会員組織活動を活用してコミュニケーションコストをミニマイズ。
- ・受託前の事前コンサルティングで、
  - ・運用リスク、運用による問題解決の限界を基金理事会で十分に説明
  - ・状況に応じ、掛金増、給付減額など財政面での対応を提案

### (4) 厚労省での事前協議・事後チェック体制の強化

- ・運用専門官の配置、増強
- ・「資産運用業務報告書」の充実とより実質的なチェック
- ・厚労省、年金基金、受託機関の「連絡協議会」を常設
  - ・資産運用状況、財政運営状況、制度変更などについての問題提起（事故再発防止）、意見交換、調査、指導などの目的
  - ・メンバーは企国課、企業年金連合会、信託協会、生保協会、投資顧問業協会、年金数理人会。

以上

(別紙)

『運用』と『運用管理』は違うという考え方は妥当ではない。

- (1) 「運用」 = 経済・金融・証券市場を理解し、投資理論を理解し、株式・債券・  
為替などへ投資する業務、さらには資産配分を決めていく業務  
(ファンドマネジャー、ポートフォリオマネジャー、アナリストなど)  
「運用管理」 = 資産配分を決め、運用受託機関を選定・評価する業務

という意味だとすると、

「運用管理」は「運用」の知識・経験を積み重ねた上での、集大成の高度な応用問題として取り組むべき一番難しい仕事で、「運用管理」を適切に行なうためには、当然「運用」の知識・経験が有用であり重要。

証券市場が益々複雑高度になり、投資理論も定説が無く、運用商品も運用受託機関も多様化している現在、その「運用」の基礎知識・経験の必要性は一層増している。

- (2) 「運用」経験の中で最も重要なのは失敗。アマでも4割は成功、プロでも4割は失敗と云われる証券投資で、常に不確実で予測困難な中で意思決定を迫られ、失敗を重ねながら成功確率を上げていくのが「運用」経験の重要なポイント。  
「運用管理」だけの経験では、証券市場のメカニズム・ダイナミズムやポジションを持っている人間の心理（最近さかんに云われる行動ファイナンス的側面）への理解が不十分で、その場合にはそれを補完するために相当長い期間の経験が必要では。

- (3) 「運用」経験の無い「運用管理」が陥り易い傾向；

- ・アカデミックで非現実的な投資理論の盲信
- ・過去データ、シミュレーションに依存した投資モデルへの過剰な期待
- ・プロセス重視、説明重視の結果としての横並び
- ・クオリティバイアス、ネーム偏重、実績偏重
- ・短期的にでも損失を回避したがる傾向
- ・予測が当たる、相場を当てることへの過剰な期待
- ・運用では解決出来ない（必要利回りが達成出来ない）可能性があることの認識不足
- ・想定外への準備不足

以上