

企業経営とフィデューシャリー改革

HCアセットマネジメント株式会社

<https://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
日本証券業協会
一般社団法人 投資信託協会

人+産業金融=成長
成長を支える投資の原点へ

東京 2020.07.14
大阪 2020.09.29
名古屋 2020.09.28

HC
asset
management

目次

概要	3-5
金融行政の目的は金融構造改革を通じた経済厚生を増大	6
ガバナンス改革	7
企業年金とガバナンス改革、そして真の働き方改革	8
企業年金のフィデューシャリー・デューティー	9
金融行政の手法の抜本的転換	10
「見える化」	11
プリンシプルとベンチマーク(KPI)	12
産業資本の形成を支える資金循環	13
信頼の連鎖と資金循環	14
フィデューシャリー = プロフェッショナル = インデペンダント	15
信頼関係から信認(フィデューシャリー)関係へ	16
専らに顧客の利益のために	17
フィデューシャリーとしてベストをつくす義務	18
年金資産を積立てる意味	19
給与の後払いの経済的意味	20
給与の後払いの人事政策的意味	21
企業福利制度の人事政策的意味	22

目次

熟練による人的資本の形成	23-24
形成経営の言語による資産運用	25
信頼の連鎖と資金循環	26
年金財政の仕組みと資産運用の目的	27-28
資産価格の変動ではなく資産価値の維持と増殖	29
コスト削減からリスク削減へ	30
顧客本位(顧客の真の利益)	31
顧客本位と顧客満足の違い	32

概要 ①

企業年金における企業と基金の忠実義務

「確定給付企業年金法」のもと、規約型においては、企業は、直接に、加入員と受給者（総称して受益者）に対して忠実義務を負い、基金型においては、基金の理事は、受益者に対して忠実義務を負います。

企業年金における運用機関の忠実義務

「確定給付企業年金法」のもと、規約型においては、運用機関は、直接に、受益者に対して忠実義務を負い、基金型においては、運用機関は、基金に対して忠実義務を負います。

忠実義務違反の事実とおそれ

利益相反のおそれが利益相反の事実となるためには、運用機関の選択に際して、母体企業の親密先だという理由以外に合理的な理由がない、不当に運用機関に有利な契約になっている、等の事実の立証が必要とされています。ところが、現実には、そのような立証は不可能なので、利益相反があると考えるのが自然であるような状況が蔓延しています。森信親金融庁長官（当時）は、2017年4月7日にある講演で年金基金もアセットオーナーとして「顧客本位の業務運営に関する原則」の対象であることを明確にしました。こうして、伝統的な忠実義務に関する理解のもとで放置されてきた利益相反のおそれは、より厳格なフィデューシャリー・デューティのもとで、利益相反の可能性として、防止に向けた対策が求められるに至ったのです。

企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮

2018年6月1日に公表された改訂コーポレート・ガバナンスコードでは、上場会社は、企業年金が運用（運用機関に対するモニタリングなどのスチュワードシップ活動を含む）の専門性を高めてアセットオーナーとして期待される機能を生かせるよう、運用に当たる適切な資質を持った人材の計画的な登用・配置などの人事面や運営面における取組みを行うとともに、そうした取組みの内容を開示すべきである。その際、上場会社は、企業年金の受益者と会社との間に生じ得る利益相反が適切に管理されるようにすべきであるとの原則が新設されました（原則2-6）。

金融庁のいうフィデューシャリー・デューティー

金融規制の立場からは、金融機関が、大口債権者としての地位や、大株主としての地位を利用して、企業年金の運用受託を図ろうとすることは、優越的な地位の濫用として、認め得ないことです。そこで、金融庁は、フィデューシャリー・デューティー（英米法概念ですが、日本法に置き換えれば、履行強制力のある高度な忠実義務）を導入しました。その後2017年3月30日に、金融庁は、フィデューシャリー・デューティーを超える客観的な規範として、「顧客本位の業務運営に関する原則」を公表しています。

「株主以外のステークホルダーとの適切な協働」(コーポレートガバナンス・コード第二章)

「上場会社は、ステークホルダーとの適切な協働やその利益の尊重、健全な事業活動倫理などについて、会社としての価値観を示しその構成員が従うべき行動準則を定め、実践すべきである」とあります。この原則のもと、企業年金の受益者というステークホルダーについて、「その利益の尊重」のための行動準則を、全ての上場企業が定めるべきではないでしょうか。

概要 ②

米国のエリサ法

米国では、企業年金の管理について、フィデューシャリー・デューティーを具体化した特別法(エリサ法)が作られていて、企業と金融機関に重い責任が課せられているので、日本の企業年金にみられるような利益相反のおそれの蔓延は、法律上、あり得ていません。

企業年金のガバナンス改革

コーポレートガバナンス・コードで律された企業経営と、フィデューシャリー・デューティーで律された金融機関の二つが揃ってはじめて、企業年金のガバナンス改革が実現されます。高度なガバナンスのもとにある企業年金は、コーポレートガバナンス・コードを通じて、企業のガバナンス改革を加速させ、そのことが、更に、企業年金の健全なる発展を促すこと、これぞ、安倍政権の掲げる政策課題である好循環の実現の見本です。

企業年金における事業主の利益

表面的には、事業主は、義務を負うだけで、権利がないように構成されています。しかし、事業主の利益がなければ、さすがに、企業年金は成立しません。事業主の利益は、従業員に対して年金給付を確約することで得られる従業員からの信頼です。

メッセージとしての年金給付

年金給付は、従業員に対する事業主からのメッセージです。メッセージの主旨は、事業主の従業員に対するコミットメントを伝えることです。そのコミットメントによって得られるものは、従業員の企業に対するコミットメントです。そこに労働生産性の向上を認めるからこそ、事業主の利益になるのです。

企業経営の常識のなかの企業年金

企業年金は、企業経営の常識のなかにしっかりと位置づけを得ない限り、永続的な営みとしての長期的視点にたった資産運用はできません。経営の要件として、漠然たる長期の運用や、市場の変動による成果の説明ということはありません、明確な時間軸の設定と、一定の予測可能性を前提にした管理技法とは、不可欠です。

企業年金と雇用の質

企業年金を経営のなかに位置づけることは、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のと経営の信念抜きには成り立ち得ず、同時に、その制度本来の主旨は、財務的な理由、即ち資産運用上の問題により、損なわれてはならないということです。

企業年金資産の意味

年金資産の理論的意味は、第一に、法律上の権利保全の視点、第二に、会計上の債務額定義の視点、第三に、経済的な資産運用の付加価値の視点、この三つの視点から考察されます。

概要 ③

法律上の視点

法律上の視点とは、年金資産は、年金退職金債務の担保としての性格をもつということです。この視点からは、資産額は、常時、債務額を上回っていなければならない、ということになります。

会計上の視点

年金資産の積立ては、年金退職金債務の実質的な期前弁済という意味をもちます。会計上の視点とは、資産額が減少すれば、その減少分だけ、弁済されたはずの債務が復活してしまう、という問題です。理想的には、積立てによって確定的に債務を消したい、そのためには、債務変動と資産変動の完全な連動性を実現したい、これは、重要な資産運用の課題です。

経済的な視点

経済的な資産運用の付加価値の視点とは、資産額の伸びが債務額の伸びを上回る分だけ、年金退職金費用は削減されるという積極面です。会計の視点が強調されるにつれて、経済の視点は劣勢になっている感もありますが、企業年金の資産運用の最大の目的は、年金退職金費用の実質的な削減です。

将来へのビジョン

企業経営は、常に、将来の世界経済の動く方向性と、そのなかでの自社の相対的地位のあり方について、明確なビジョンをもっています。企業年金の資産運用にも、将来のビジョンが必要です。しかし、将来ビジョンに基づく計画を、過去データで検証することはできず、検証すべきでもありますが、過去の検証からはビジョンは生まれません。

長期という時間軸の正しい意味

企業経営において、明確な期間の定めのない漠然とした長期はあり得ません。期間の定めがあるのは、その期間中に達成すべき課題があるからです。企業年金の資産運用において、本来、長期運用とは、長期のビジョンをもちつつ、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、ということです。

ALMの真の意味

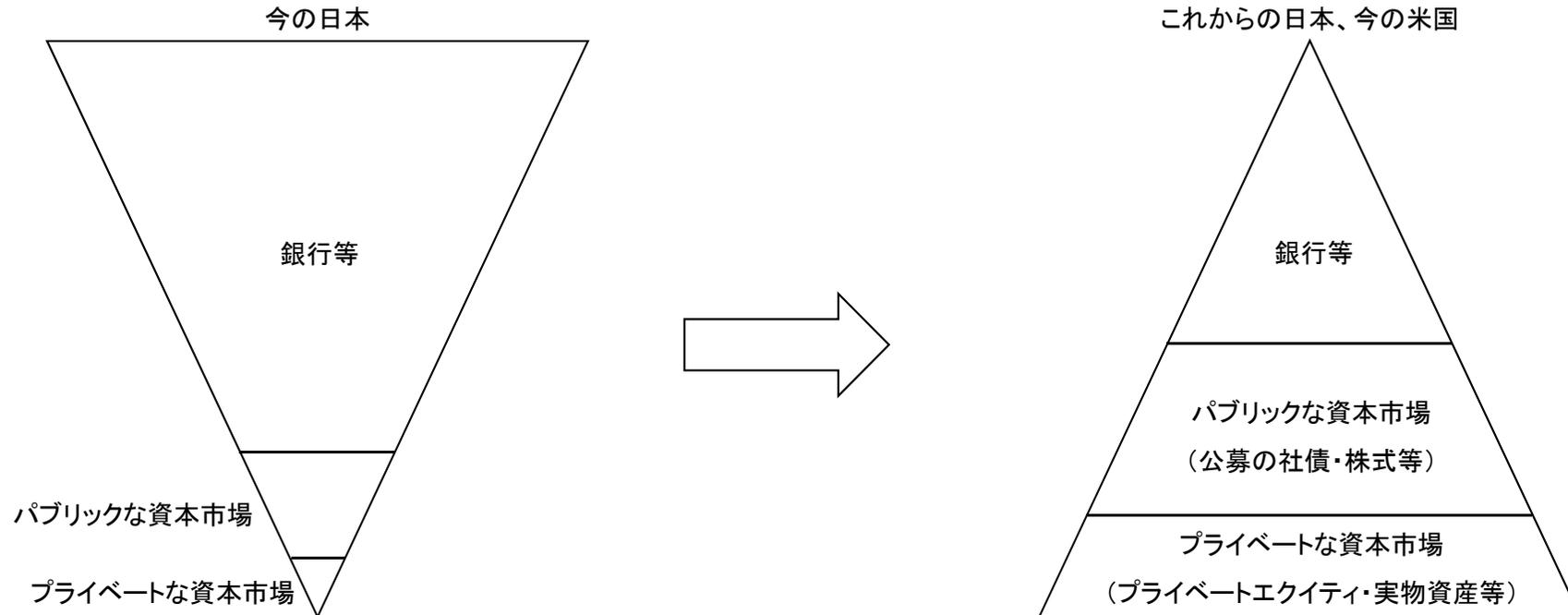
ALMとは、まさか、債務が運用の答えをだす、ということではありません。ALMは、多数の仮定を置いたうえでの将来予測の試算にすぎません。試算から答えがでるはずもありません。逆です。答え、即ち運用の計画が先にあり、その答えを念のために検証するのがALMです。

環境変化への対応

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、仮に損失がでて、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。企業年金の資産運用も、全く同じ厳しさのもとでなされなくてはなりません。

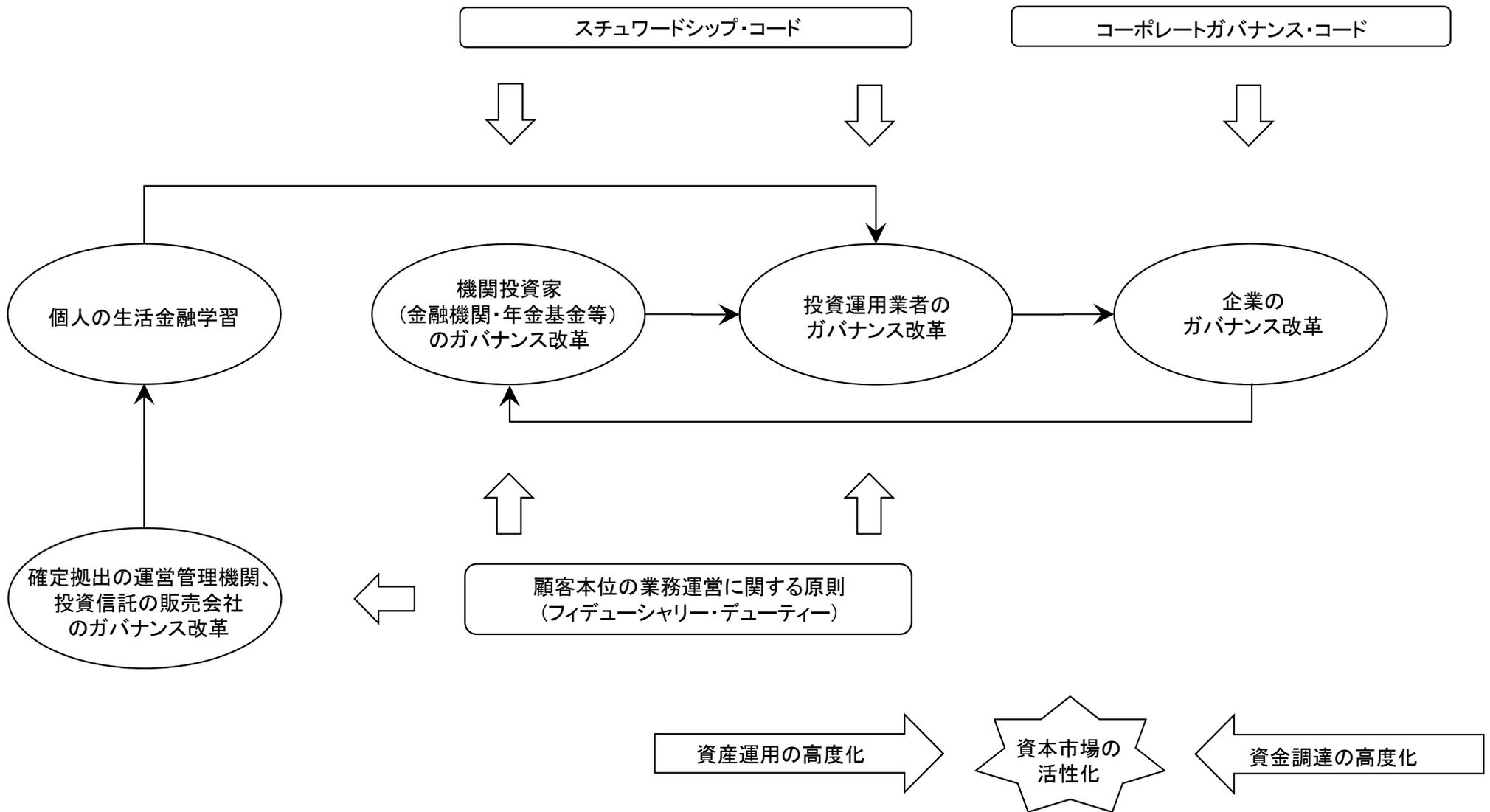
金融行政の目的は金融構造改革を通じた経済厚生を増大

- 金融庁の行政の目的は、国民の安定的な資産形成と、持続的な成長を通じた国民の経済厚生を増大
- その目的の実現を目指す方法は、間接金融(金融仲介機能)から直接金融(市場機能)への抜本的な転換
- 事実、1980年頃から、当時の困難な経済状況のなかで、イギリスではサッチャー首相によって、米国ではレーガン大統領によって、同様な金融構造改革が行われて、それが経済再建に重要な役割を演じたことは周知の事実だが、日本では、何度も機会がありながら、今日まで実現されることはなかった

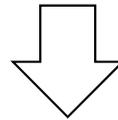
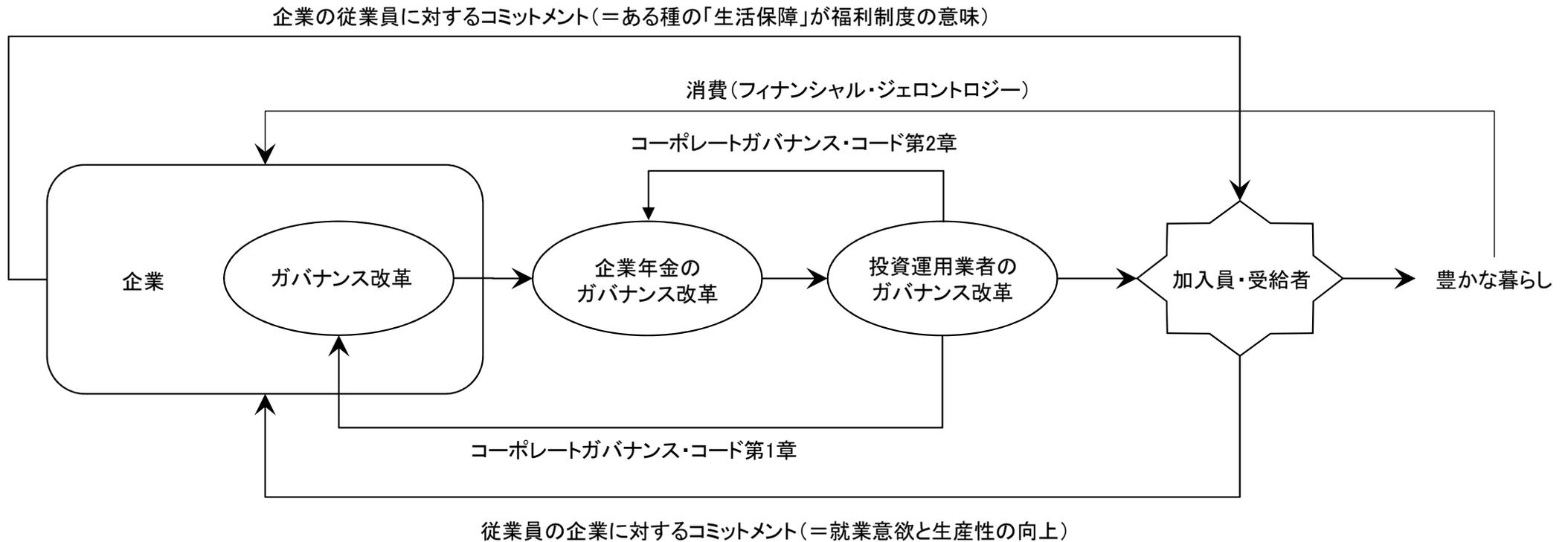


- ⇒ 「間接金融から直接金融へ」ということは、具体的には、「預金から投資信託へ」という個人貯蓄の構造転換と、「融資から社債・株式の発行へ」という資金調達構造の転換を意味する
- ⇒ 預金は、資本規制によって元本保証がなされ、投資信託は、フィデューシャリー・デューティによって品質保証がなされる
- ⇒ 産業構造改革による成長戦略を実現するためには、資本市場機能の強化を通じて、コーポレート・ガバナンスの改革を促すことが必要である
- ⇒ 産業界の大胆なリスクテイクに対応するためには、金融界にも大胆なリスクテイクが求められる(「顧客との共通価値の創造」)が、預金取扱金融機関による融資には、リスクテイクに限界があるため、金融の主たる舞台を資本市場に移すのである

ガバナンス改革



企業年金とガバナンス改革、そして真の働き方改革



熟練による人的資本の形成

- ⇒ 高付加価値分野における国際競争力
- ⇒ 長く働ける人材(働き方改革)

企業年金のフィデューシャリー・デューティー

運用会社だけでなく、アセットオーナーの役割も重要です。例えば、年金基金には、掛け金をかけている国民に対するフィデューシャリー・デューティーを十全に果たすことが求められます。アセットオーナーは、自らの資金を委託するのに最もふさわしい能力を持った運用会社を見極める必要がありますが、仮に企業年金が、運用のマンデートを運用会社グループとのリレーションで与えているとすれば、それはフィデューシャリー・デューティーの観点に照らして問題があります。

アセットオーナーとしてのクオリティが高く、中長期的に素晴らしい運用成績を挙げている米国の大学の基金や年金基金には、例外なく、優れた目利き力、運用能力を持った責任者がいます。我が国の企業年金についても、企業内の人事異動でなく、プロとして適切な能力・判断力を有した責任者を内外の幅広い候補者から選び、配置することが望まれます。アセットオーナーとアセットマネージャーの双方が共に本源的な実力を高め、究極の受益者である国民に対するフィデューシャリー・デューティーを果たしていくことが、日本の運用業界の成長につながるのだと思います。

2017年4月7日の日本証券アナリスト協会第8回国際セミナーにおける金融庁森信親長官(当時)の基調講演より

【原則2-6. 企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮】

上場会社は、企業年金の積立金の運用が、従業員の安定的な資産形成に加えて自らの財政状態にも影響を与えることを踏まえ、企業年金が運用(運用機関に対するモニタリングなどのスチュワードシップ活動を含む)の専門性を高めてアセットオーナーとして期待される機能を発揮できるよう、運用に当たる適切な資質を持った人材の計画的な登用・配置などの人事面や運営面における取組みを行うとともに、そうした取組みの内容を開示すべきである。その際、上場会社は、企業年金の受益者と会社との間に生じ得る利益相反が適切に管理されるようにすべきである。

2018年6月1日「コーポレートガバナンス・コード～ 会社の持続的な成長と中期企業価値向上ために～」

金融行政の手法の抜本的転換

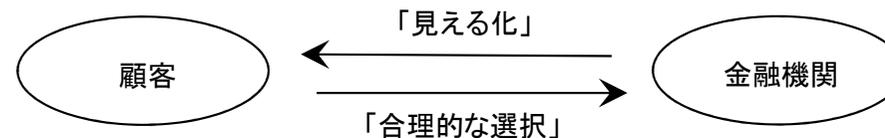
- 金融庁の行政手法は、画一的な規制によって最低限の基準(ミニマムスタンダード)を遵守させることから、金融機関の自律的な経営努力(ベストプラクティスの追求)を促すことへと抜本的に転換された
- ベストプラクティスの追求を促す手法としては、利益誘因(インセンティブ)を与えることと、市場原理の導入(「見える化」)とが用いられている
- 「ステewardシップ・コード」、「コーポレートガバナンス・コード」、「顧客本位の業務運営に関する原則」は、いずれもソフトローであり、自主的に採択したものが自身を律するものとして機能するが、その履行強制力は利益誘因である。つまり、遵守するほうが得だから遵守するのである
- 遵守状況は、金融庁が監視するのではなく、顧客が監視するのである。それが「見える化」である
- 「見える化」を促進するものも、やはり、利益誘因である。自分の良さを顧客に見せることこそ、真の営業であり、自身の利益である。そして、顧客に見せる良さを測定するものこそ、KPIである

	ハードロー	ソフトロー
ルールを課す主体	金融庁	金融機関自身(プリンシプル)
履行強制力	金融庁の検査監督	利益誘因(インセンティブ)
外部監視	金融庁の検査監督	顧客の視線(「見える化」)
履行状況の評価	金融庁の評価	KPIによる自己点検と、その開示による顧客からの評価
基本理念	ミニマムスタンダードの遵守	ベストプラクティスの追求

「見える化」

2016事務年度金融行政方針より

- 「金融行政の目的は、利用者の合理的な選択の下で、金融機関等が自由に競争し、市場の機能が発揮されることによって実現していくことが理想」
- 「「見える化」を通じて、金融機関の取組みが顧客から正当に評価され、より良い取組みを行う金融機関が顧客に選択されていくメカニズムの実現」



顧客の利益の視点にたった「金融機関自身による主体的で多様な創意工夫」についての「健全な市場競争」

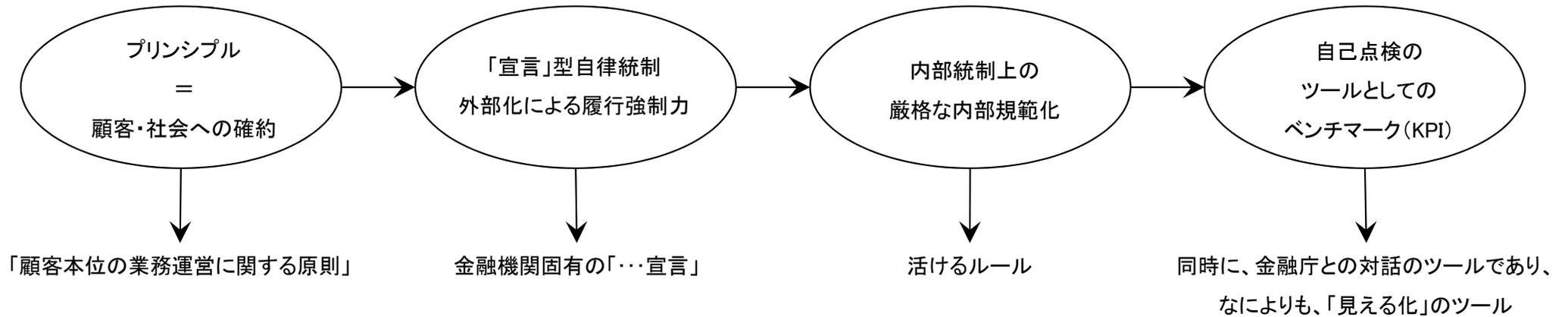
顧客の合理的な選択による自然な淘汰 ⇒ 金融再編

☞ 何を顧客に対して「見える化」するのか

☞ 必ずしも顧客の合理的選択のもとで選ばれてはいない現実を直視することから始める

☞ 顧客の合理的な選択の指標となるのがベンチマーク(KPI)

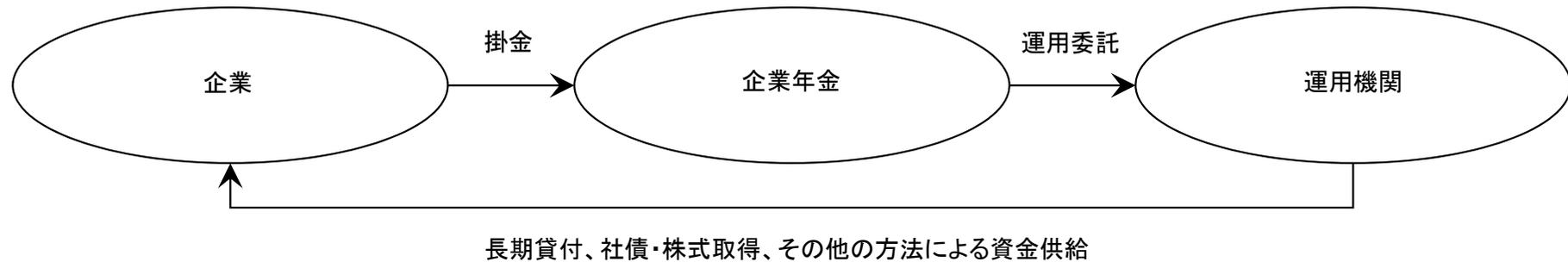
プリンシプルとベンチマーク(KPI)



KPI=Key Performance Indicator (重要業績評価指標)

産業資本の形成を支える資金循環

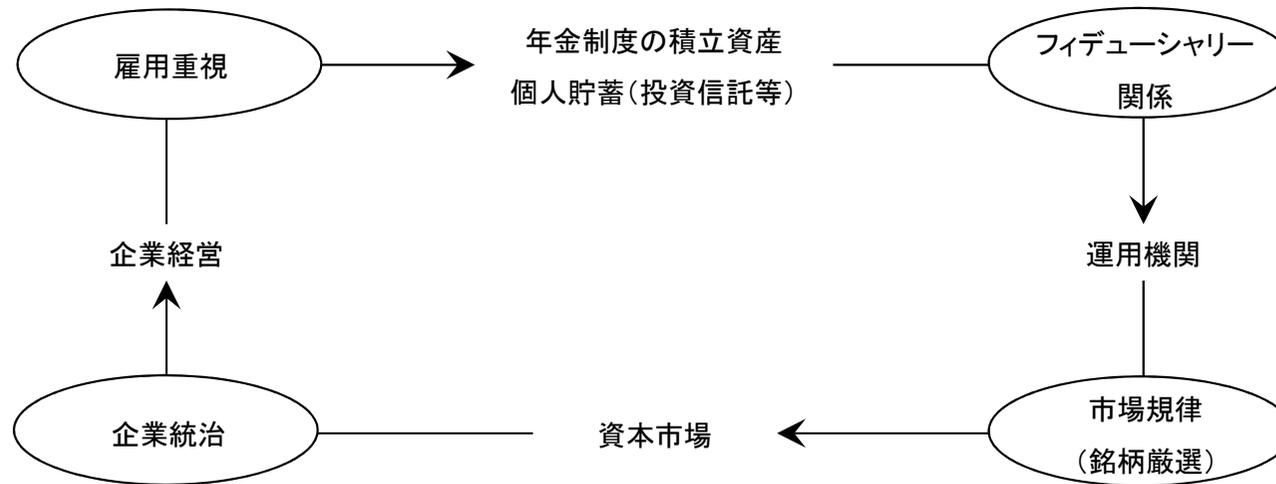
もともと、企業年金制度は、長期産業資本の確保という政策の中で始まりました。発足後の長い間、信託銀行と生命保険会社(ともに、当時の金融政策では、長期金融機関と位置付けられていた)の独占受託が認められていた理由です。



- ⇒ 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

信頼の連鎖と資金循環

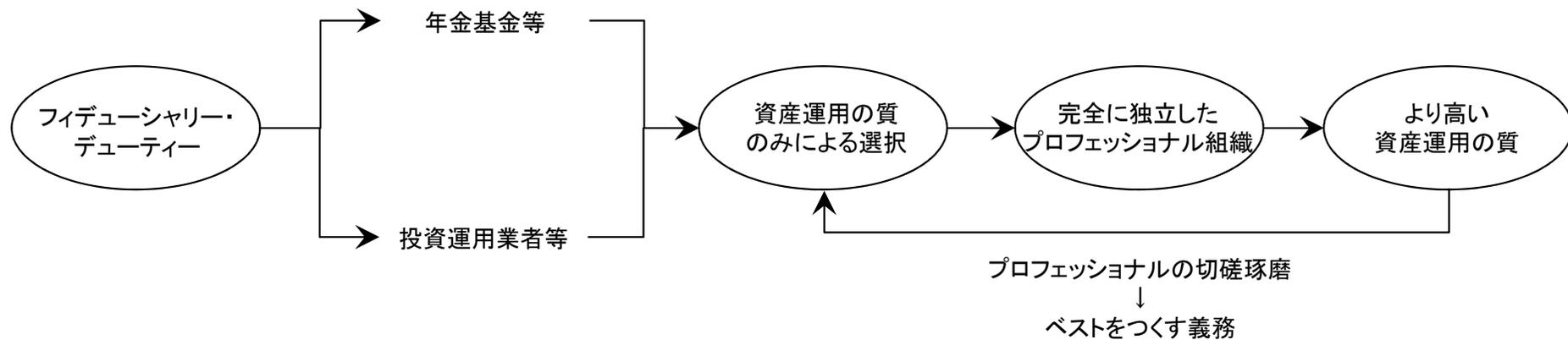
熟練による人材価値の上昇がある限り、そして、産業界が年金制度の人事政策としての意義(安定雇用)を認める限り、年金制度がなくなることはない。しかし、それが財務上の理由で否定される(現実におき始めている)のならば、そうならないような資産運用のあり方へ抜本的に転換しなければならない、他方で、老後資金形成においては、相互扶助型の年金制度から、個人貯蓄型への移行も不可避であり、その受け皿としての投資信託等の改革が急務。



- ⇒ これまでは、残念ながら、信頼の連鎖ではなく、不信の連鎖であったのではないか。今こそ、変革のときであり、信頼の連鎖の再構築のときである。まさに、「フィデューシャリー「信認」の時代」(1999年刊の樋口範雄先生の著書のタイトル)の到来。
- ⇒ 信頼の連鎖は、他を批判することからは生まれない。当事者自身の自己変革と、他との協調が不可欠。

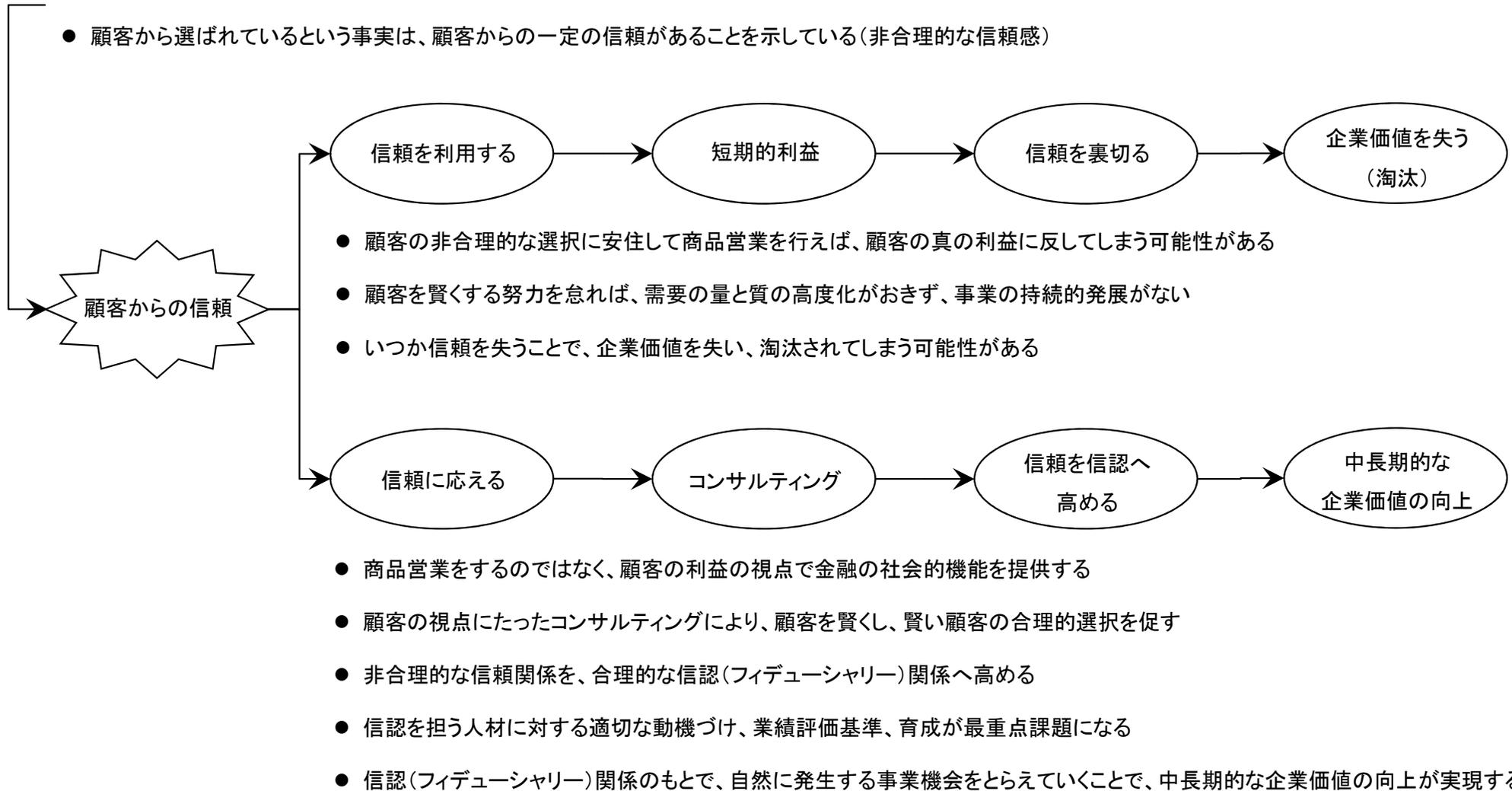
フィデューシャリー = プロフェッショナル = インデペンダント

- フィデューシャリーとしての責任が、プロフェッショナルとしての資産運用の質を支える基礎にある。
- 銀行、保険会社、証券会社等の子会社の投資運用業者および信託兼営銀行がフィデューシャリーとしての責務を全うできるためには、経営の完全独立が絶対に必要な要件である。
 - ⇒ フィデューシャリーは、プロフェッショナルであり、プロフェッショナルは、独立し、プロフェッショナルによる自治のもとにななければならない。
 - ⇒ 親会社から役員等が天下ってくることなど、フィデューシャリー責任のもとでは、断じて許されないはずである。
 - ⇒ フィデューシャリーとしての投資運用業者と信託会社が子会社として存立できる条件は、純投資としてのみである。逆に、純投資として経営の独立を認めるが故にこそ、子会社の企業価値が高まり、使用資本が小さいこともあって、連結ROEに大きく貢献するのである。
 - ⇒ 純投資として保有しないのならば、プロフェッショナルによるマネジメントバイアウト等の分離独立を認めるか、結果的にそうなるほかない。
- 年金基金等がフィデューシャリーとしての責務を全うできるためには、母体組織からの経営の完全独立が絶対に必要な要件である。
 - ⇒ 年金基金等は、フィデューシャリーとして、母体組織の利害を一切考慮できない。
 - ⇒ 故に、銀行、保険会社、証券会社等は、母体組織との関係を利用して子会社の営業を支援することはできない。



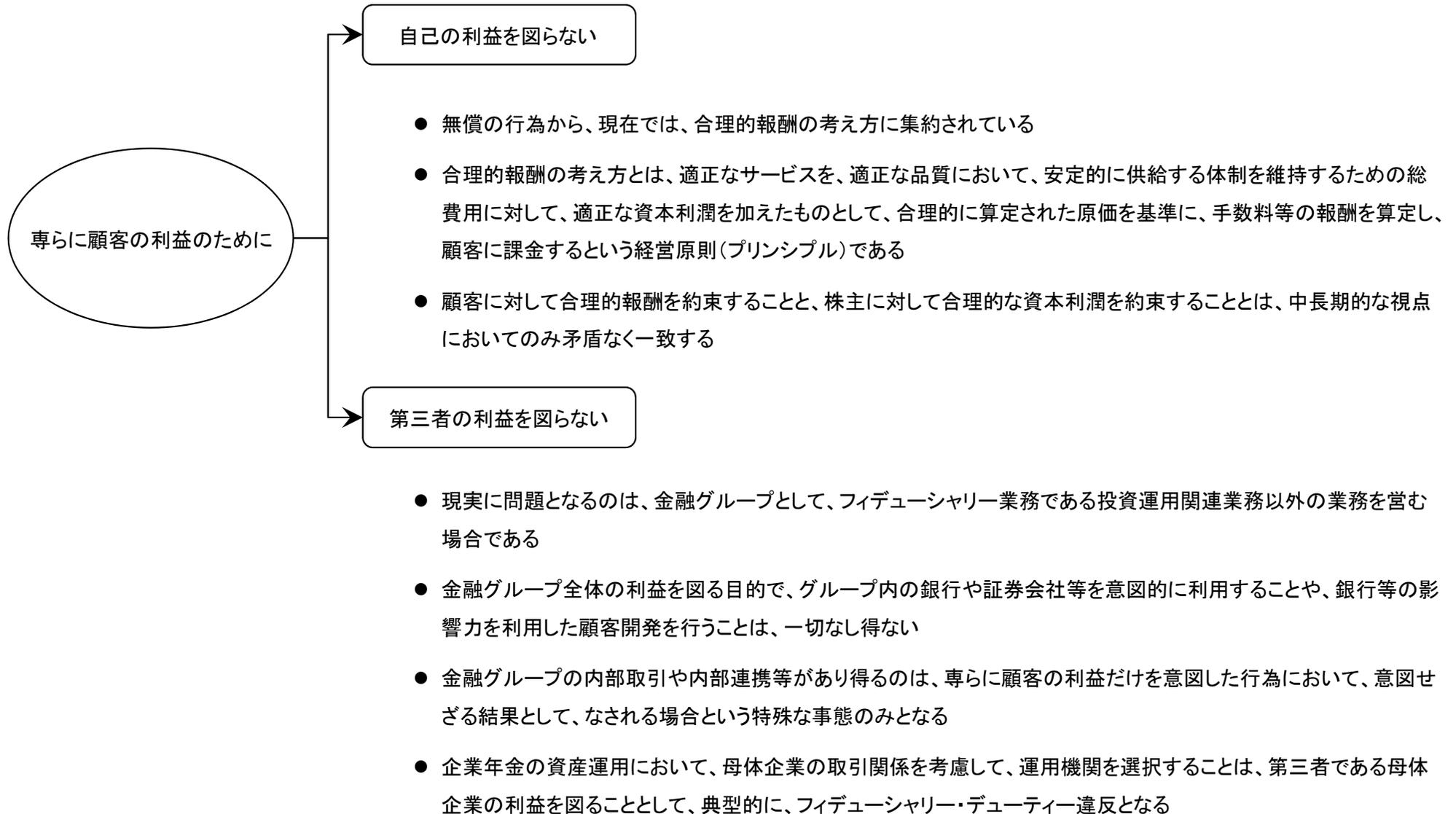
信頼関係から信認(フィデューシャリー)関係へ

- 顧客は、必ずしも、サービスの質、差別性、価格等の合理的な基準で金融機関を選んでいるのではない(非合理的な選択)
- 顧客から選ばれているという事実は、顧客からの一定の信頼があることを示している(非合理的な信頼感)



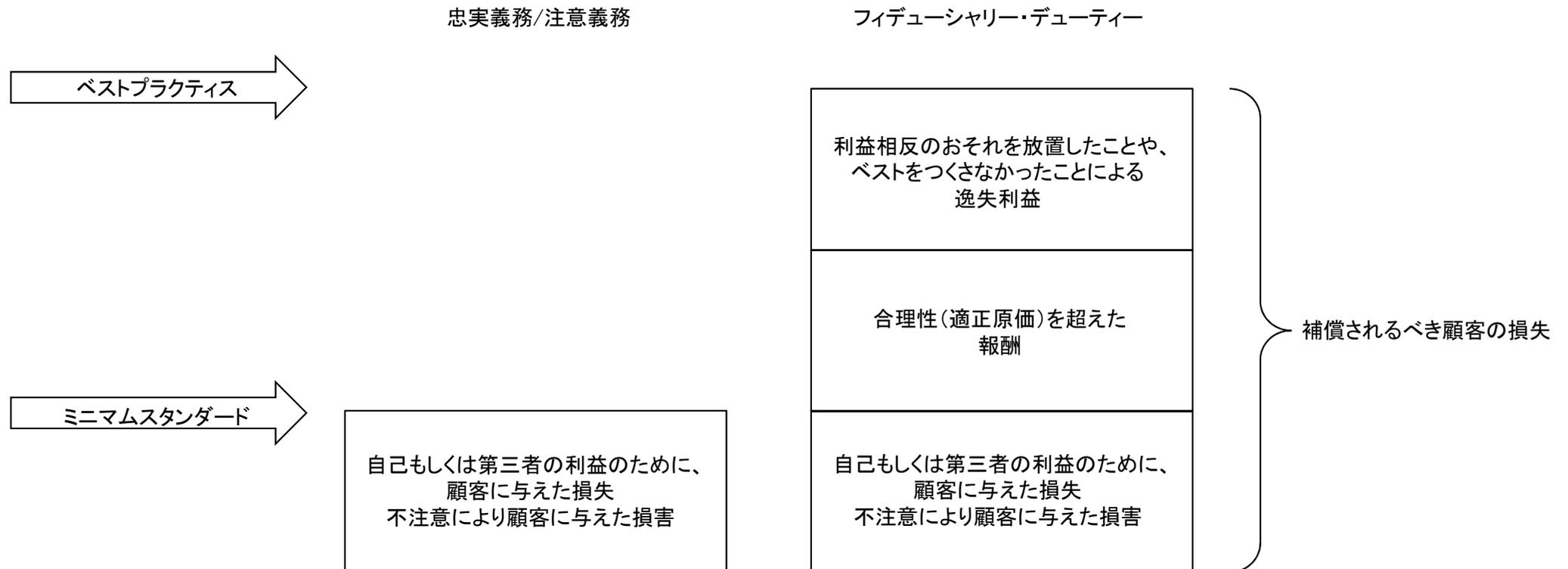
専らに顧客の利益のために

フィデューシャリー・デューティーとは、煎じ詰めれば、専らに顧客の利益のためにベストをつくす義務のことである



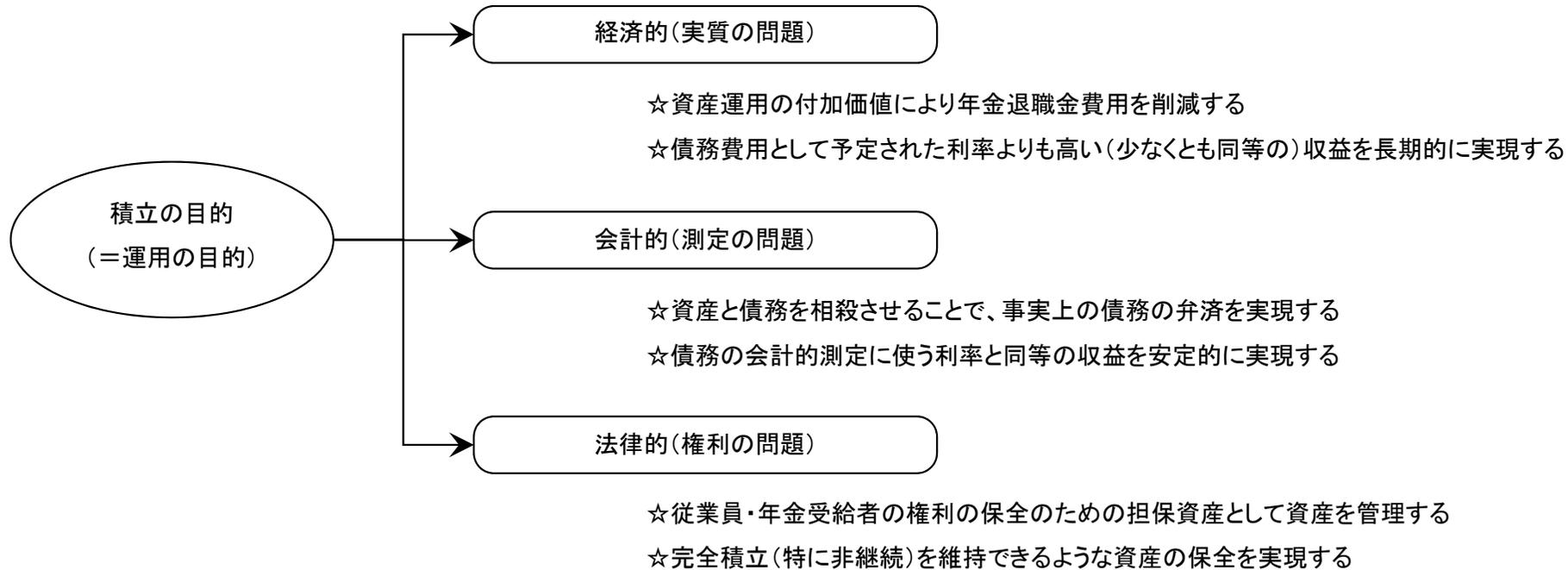
フィデューシャリーとしてベストをつくす義務

- 利益相反、即ち忠実義務違反が認定されるためには、自己もしくは第三者の利益のために顧客に積極的な損害を与えたことの立証が必要であるが、現実には、その立証は困難なので、利益相反のおそれ(可能性)が横行する事態となっている。フィデューシャリー・デューティーのもとでは、利益相反のおそれ(可能性)が違反となり得るし、また、合理性を超えた報酬の受領も違反になり得る
- ベストをつくさなくとも、必ずしも、注意義務違反ではないが、フィデューシャリー・デューティー違反にはなり得る



年金資産を積立てる意味

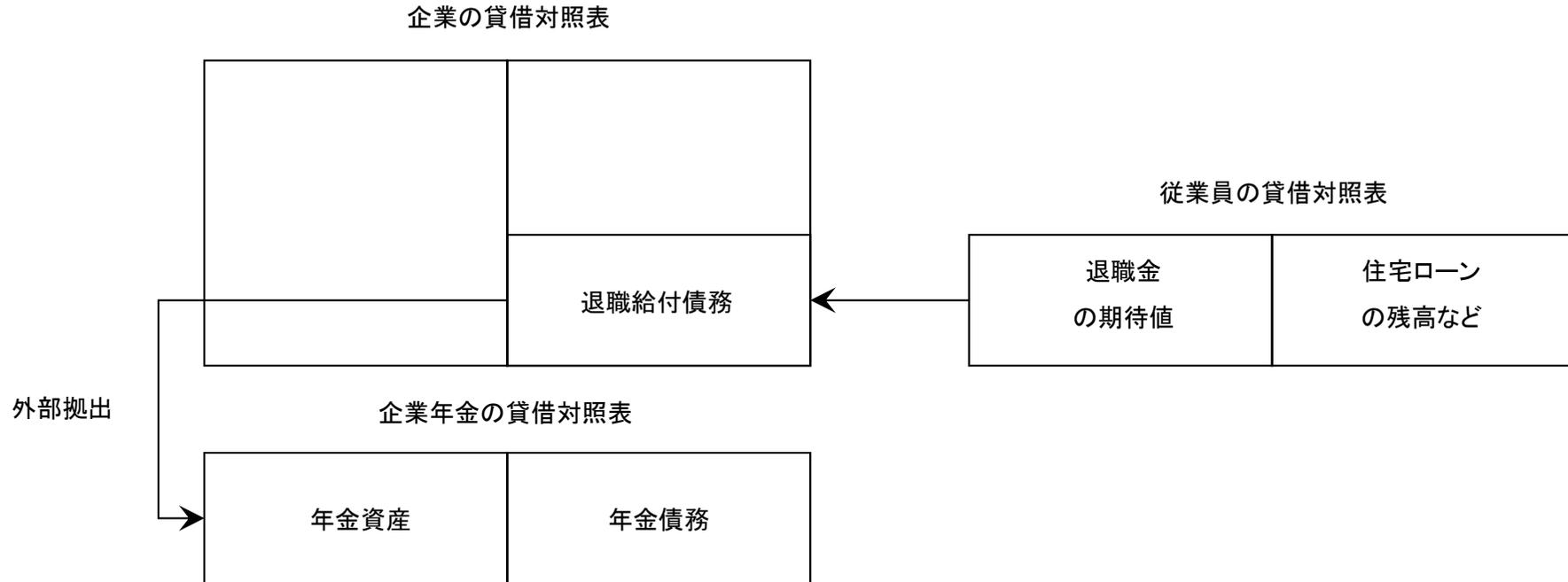
退職金制度を年金化した理由の一つは、年金化することによって外部積立制度を導入することでした。外部積立をすることによって始めて年金資産が形成され、年金の資産運用が始まったのです。年金資産運用の目的を考えるためには、積立の目的に遡らなければなりません。



- ⇒ 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

給与の後払いの経済的意味

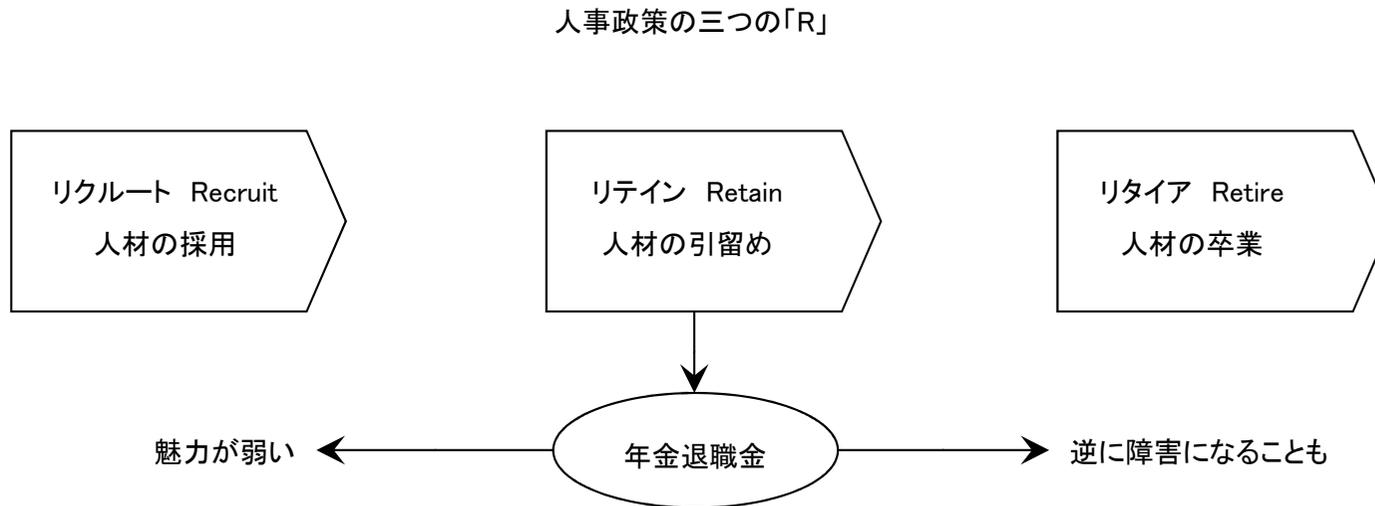
もともと、企業年金制度は、退職金制度の年金化という側面を強くもって始まりました。退職金というのは給与の後払いですから、今払うべきものを退職時まで払わない、という意味で、従業員から借入れるのと同じです。現在では、会計的にも、退職給付の長期債務性は明確です。企業年金の外部積立は、この債務の事実上の期前弁済という会計的意味をもちます。



- ⇒ 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、従業員から借入りたいというほどに、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

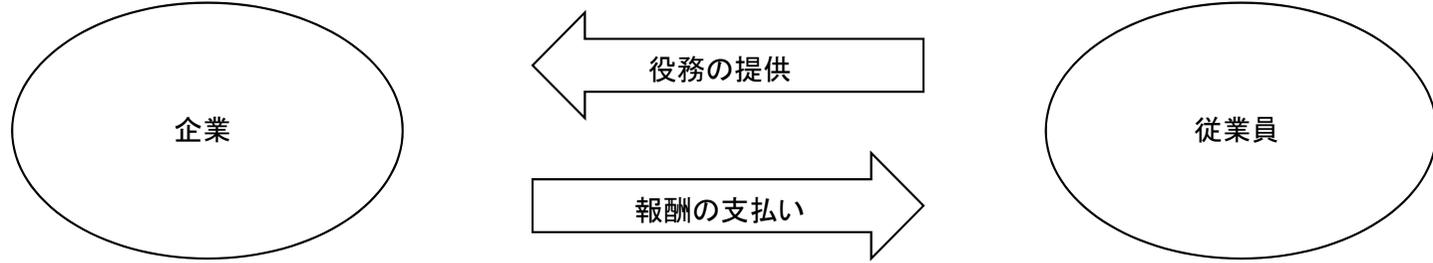
給与の後払いは、経済的意味のほかに、極めて重要な本来の人事政策的な意味がありました。退職金の設計においては、多くの場合、勤続年数が長くなると支給条件が良くなるようにしています。つまり、長く務めると有利、という仕組みですから、長期勤続の奨励なのです。



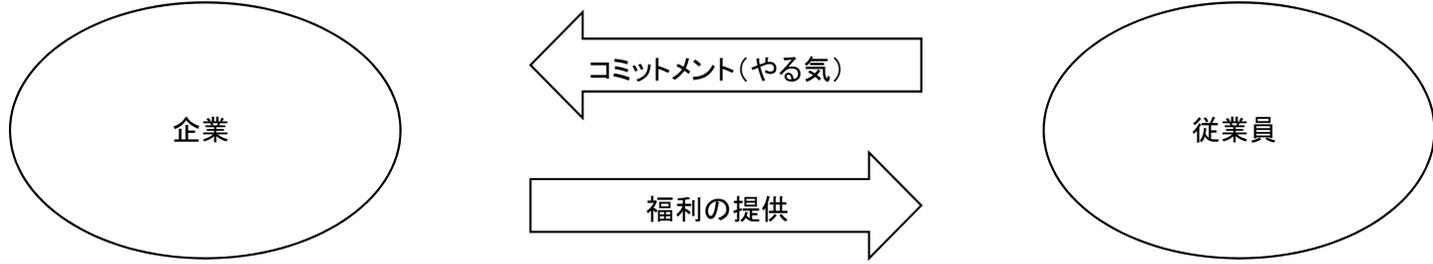
- ⇒ 高度経済成長期には、人材の量の確保のための引留めが重要だったが、環境が変わった現在ではどうか
- ⇒ 引留めの力が強くても、人材の引寄せ(採用)の面での弱さや、人材流動化の面での難点と、調整がつかのか

企業福利制度の人事政策的意味

給与や賞与の考え方



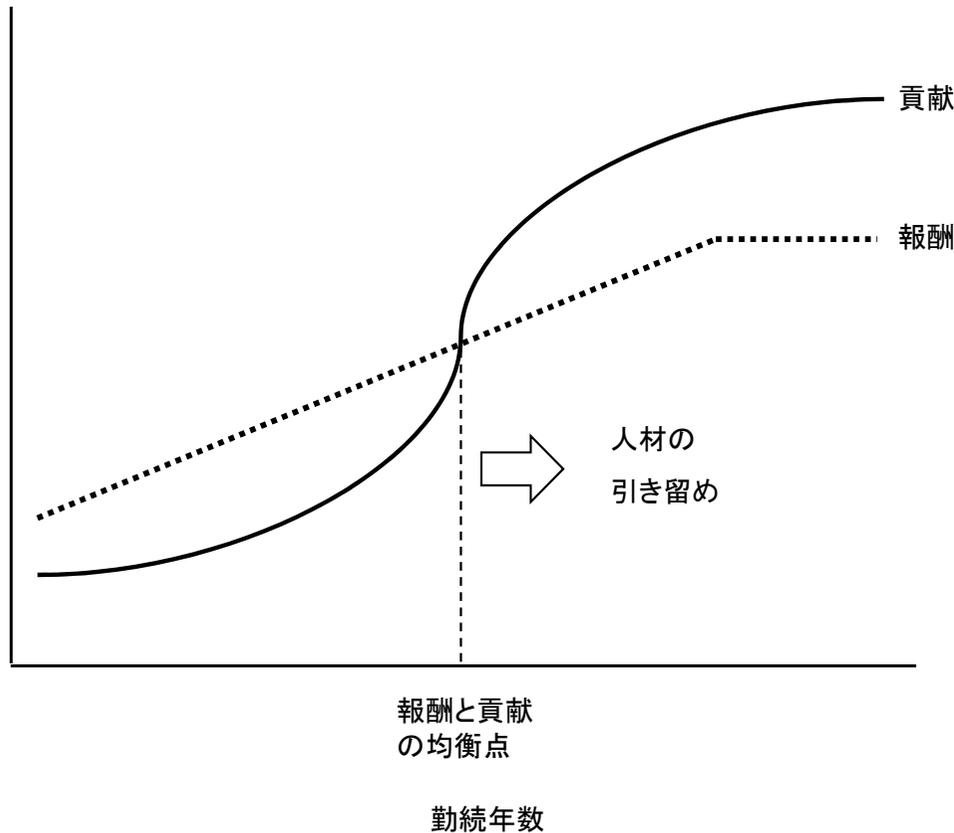
企業年金等の福利制度の考え方



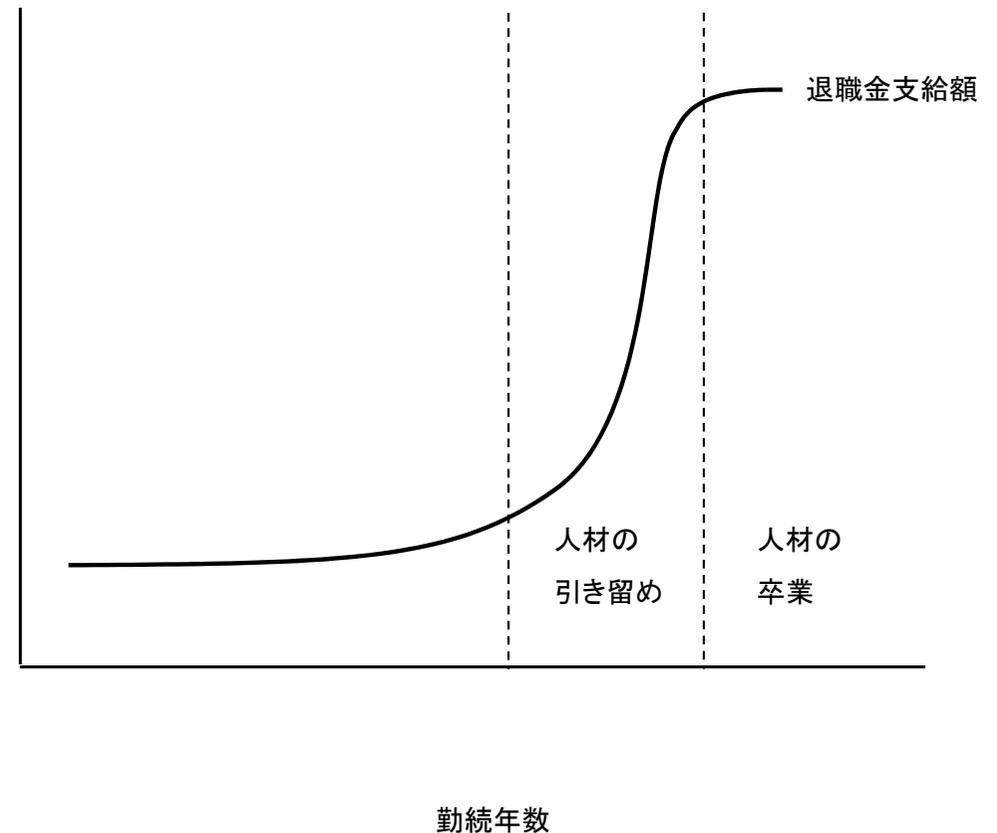
熟練による人的資本の形成

- ⇒ 報酬と実績とが一致する時点までの期間は、報酬が実績を上回るため、その差の累積額は、企業からすれば先払いとしての債権であり、雇われている人材からすれば、債務である。
- ⇒ 報酬と貢献が均衡した後では、貢献を下回る報酬によって、それに先行する先払い報酬を回収する。一方雇われている人材は、将来の退職金の期待値が急激に高まることで、引き続き会社にとどまるインセンティブがはたらく。

報酬・貢献



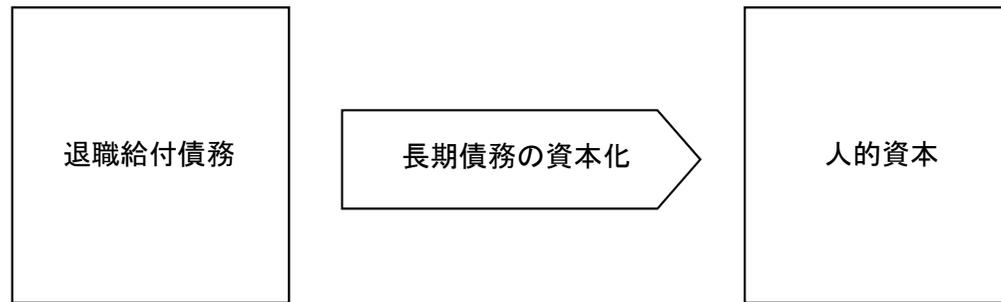
退職金支給額



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

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 →

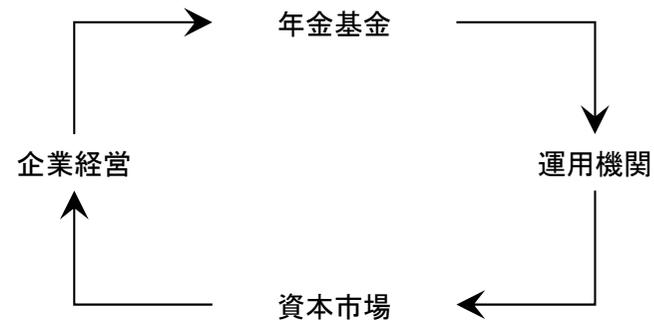
- もしもベンチマークがあるなら、それは自己に課した達成可能な目標である

- ⇒ 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のか、現状の資産運用に不信を抱いているのではないのか
- ⇒ 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)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。

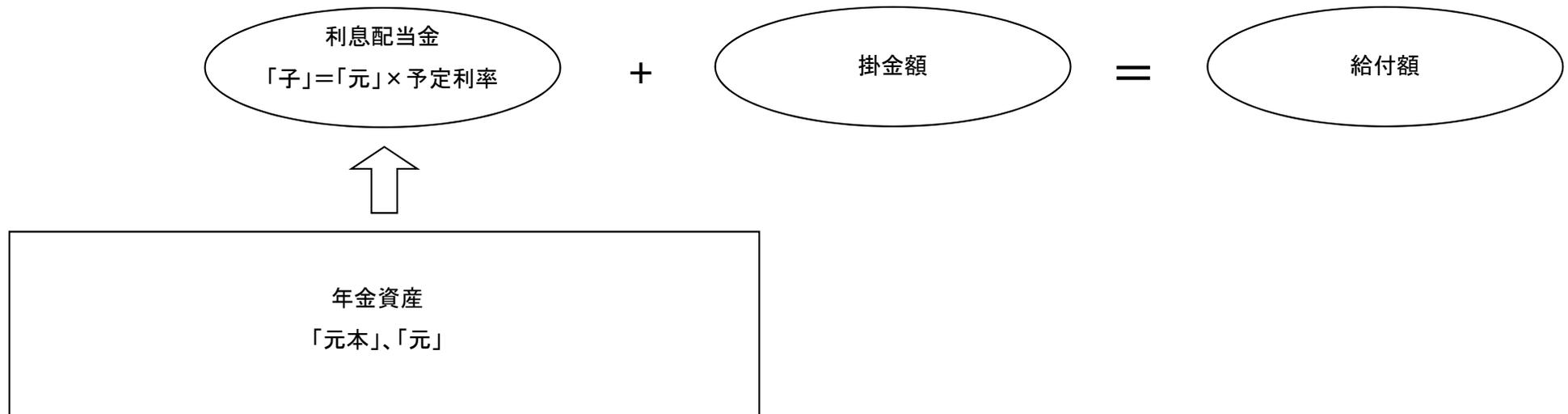
信頼の連鎖の確立なくして、企業年金の危機は克服し得ない



- ⇒ 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

年金財政の仕組みと資産運用の目的

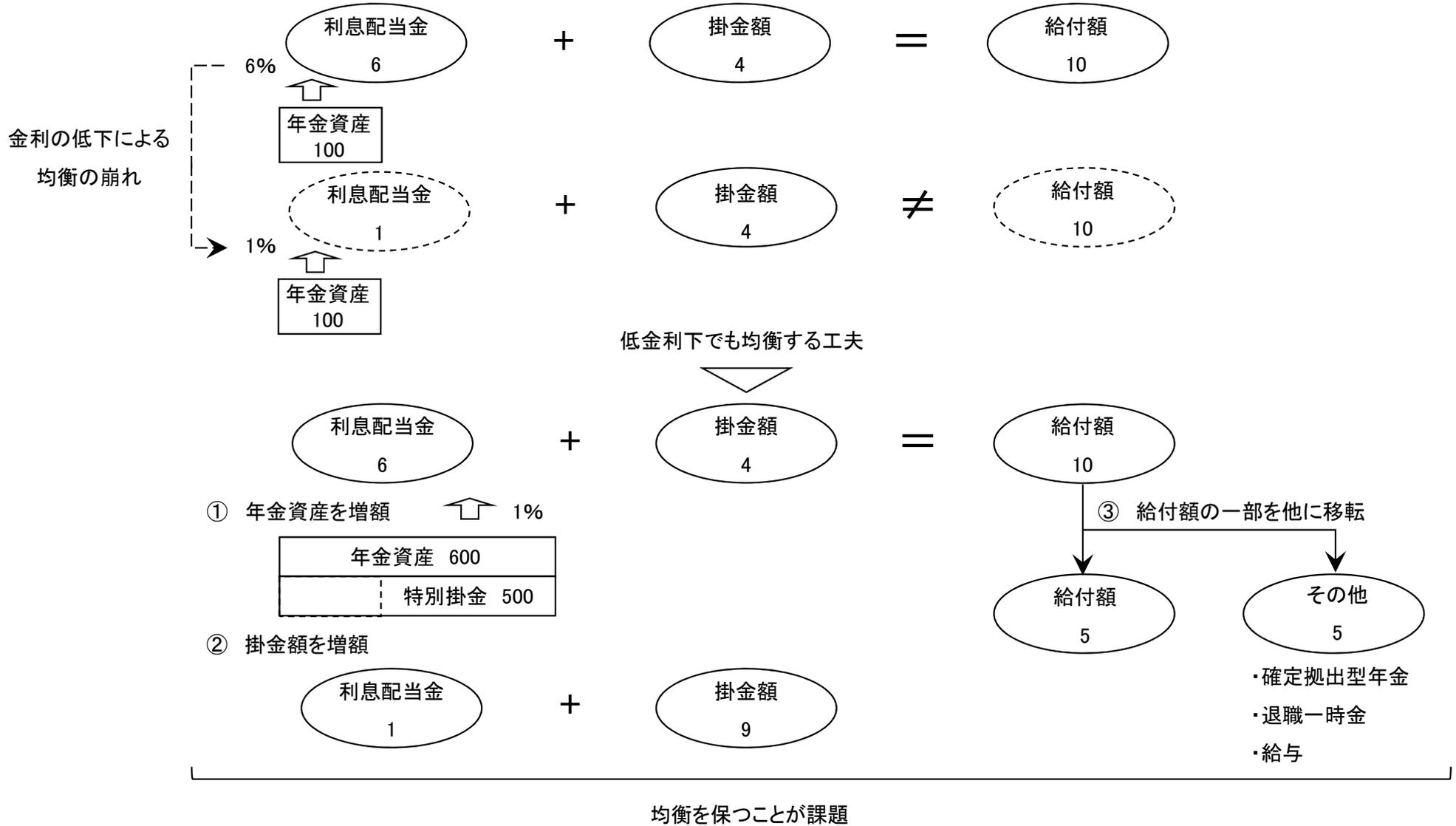
年金の資産運用の究極の目的は、給付原資の確保です。制度設計上、原資としては、元本の取り崩しは予定されておらず、元本からの収益が予定されています。元本が毀損すれば、毀損した元本に発生したであろう予定収益が欠損し、まさに元も子もなくなります。積立過剰であれば、予定利率よりも低い利率でも給付原資が賄える一方で、逆に積立不足であれば、予定利率よりも高い利率を実現しない限り給付原資不足になります。



- ⇒ 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

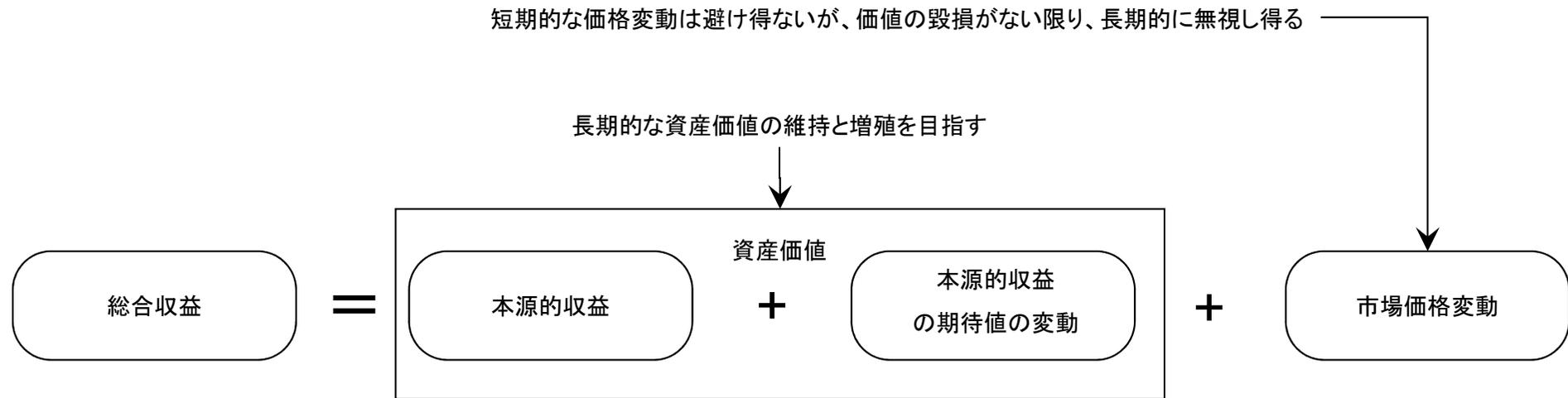
年金財政の仕組みと資産運用の目的

長年のあいだ、金利低下による、利息配当金・掛金額と給付額間の均衡の崩れを是正する工夫が行われてきました
均衡状態にあるいま、運用に求められるのは、確実に利息配当金を生み出すことです



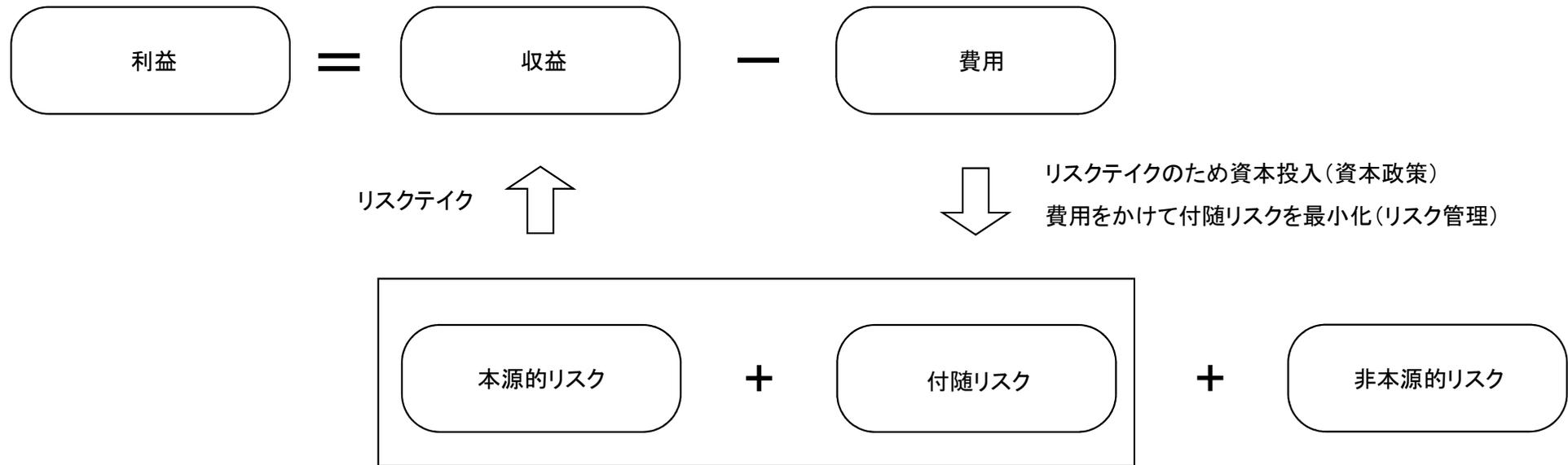
資産価格の変動ではなく資産価値の維持と増殖

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)を認めるときは、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

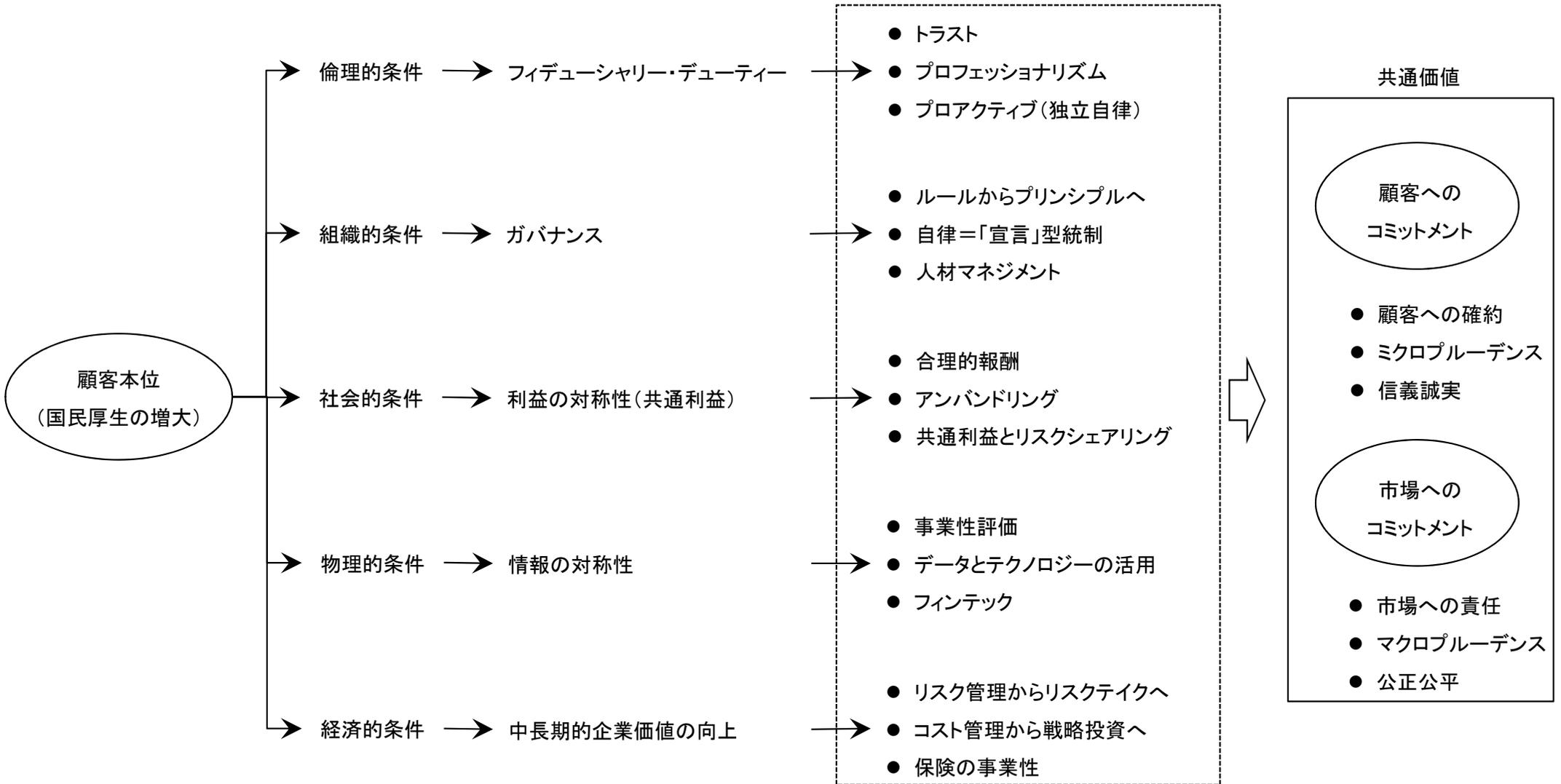
コスト削減からリスク削減へ



- ⇒ 保険料を払えば付随リスクをゼロにできるが、保険の対象となりうるのは、確率統計的にリスクと保険料の等価性が計算可能なものに限られる
- ⇒ 別の企業との間で、ある企業には損失となり、別の企業には利益になるようなリスクの交換契約をすることで、保険よりも有利に任意のリスクを管理できる可能性
- ⇒ リスクは将来の不確実なコストなので、それを低下させる努力は、必ず何らかの形態において、現在の確実なコストの上昇となって現れる
- ⇒ 逆に、表面的には効率化と称してコストの削減が図られている場合にも、冗費でない限り、必ずどこかで何らかの形で、目に見えないリスクの上昇、即ち将来の不確実なコストの上昇を招いている

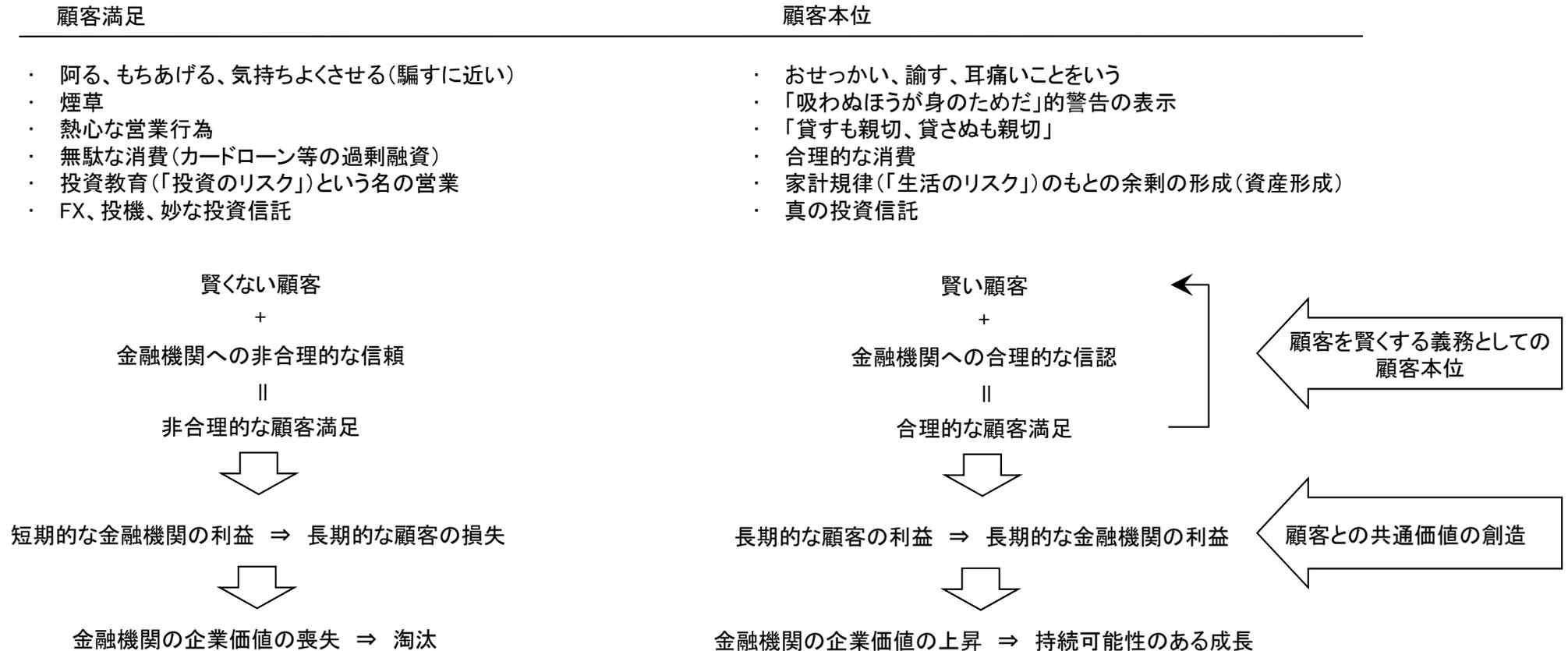
顧客本位(顧客の真の利益)

金融庁と金融機関の対話の目的 = 金融機関は、顧客との間で、また、資本市場との間で、「どのような共通価値を創造できるのか」を問い続けること。



顧客本位と顧客満足の違い

- 賢くない顧客に阿る営業 ⇒ ギャンブル・宝くじ等と同じで、顧客本位でないほど、顧客満足が高くなるが、最終的には、顧客の真の利益を損ねる
- 顧客を賢くする営業 ⇒ 顧客本位の徹底は、表面的な顧客満足に反することも辞さないことで、最終的に、顧客の真の利益を守ること
- 顧客を賢くする義務がフィデューシャリー・デューティーであり、顧客が賢くなるほど金融機関の利益になるのが持続可能性のあるビジネスモデル



- 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、当社が行う金融商品取引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。