

## 企業経営と年金ALM

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  
日本証券業協会

人+産業金融=成長  
成長を支える投資の原点へ

東京 2017.02.07  
大阪 2017.02.13  
名古屋 2017.02.14



概要	3-5
ガバナンス改革	6-7
金融庁の新行政方針の革命的意義 ①	8
金融庁の新行政方針の革命的意義 ②	9
産業資本の形成を支える資金循環	10
信頼の連鎖と資金循環	11
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	12
フィデューシャリーとしてベストをつくす義務	13
給与の後払いの経済的意味	14
給与の後払いの人事政策的意味	15
熟練による人的資本の形成	16-17
年金資産を積立てる意味	18
企業の事業投資と企業年金の投資との連続性	19
企業の経営環境と全く同じ環境での資産運用	20
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	21
経営の言語による資産運用	22
信頼の連鎖と資金循環	23
年金財政の仕組みと資産運用の目的	24

# 目次

---

資産債務総合管理(ALM)の真の意味	25
統計の誤用に陥らないための戦略的発想	26
資産価格の変動ではなく資産価値の維持と増殖	27
資産価値の判断と企業価値	28
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	29
顧客本位(顧客の真の利益)	30
顧客本位と顧客満足の違い	31
「投資のリスクは生活のリスク」	32
年金基金の資産運用	33-34

# 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。

## 忠実義務違反のおそれのある事態

「事業主又は基金型事業主と運用受託機関（運用受託機関と緊密な資本又は人的関係のある会社を含む。）との間に緊密な資本関係、取引関係又は人的関係がある場合において、事業主自らが当該運用受託機関との間で資産管理運用契約を締結すること、又は基金型事業主が基金をして当該運用受託機関との間で基金資産運用契約を締結させること」（2002年3月29日付の厚生労働省年金局長通知）

## 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。

## 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（英米法の概念ですが、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。

## 「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。

## 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。

## 概要 ②

### 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。

### 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。

# 概要 ③

## 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るし、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。

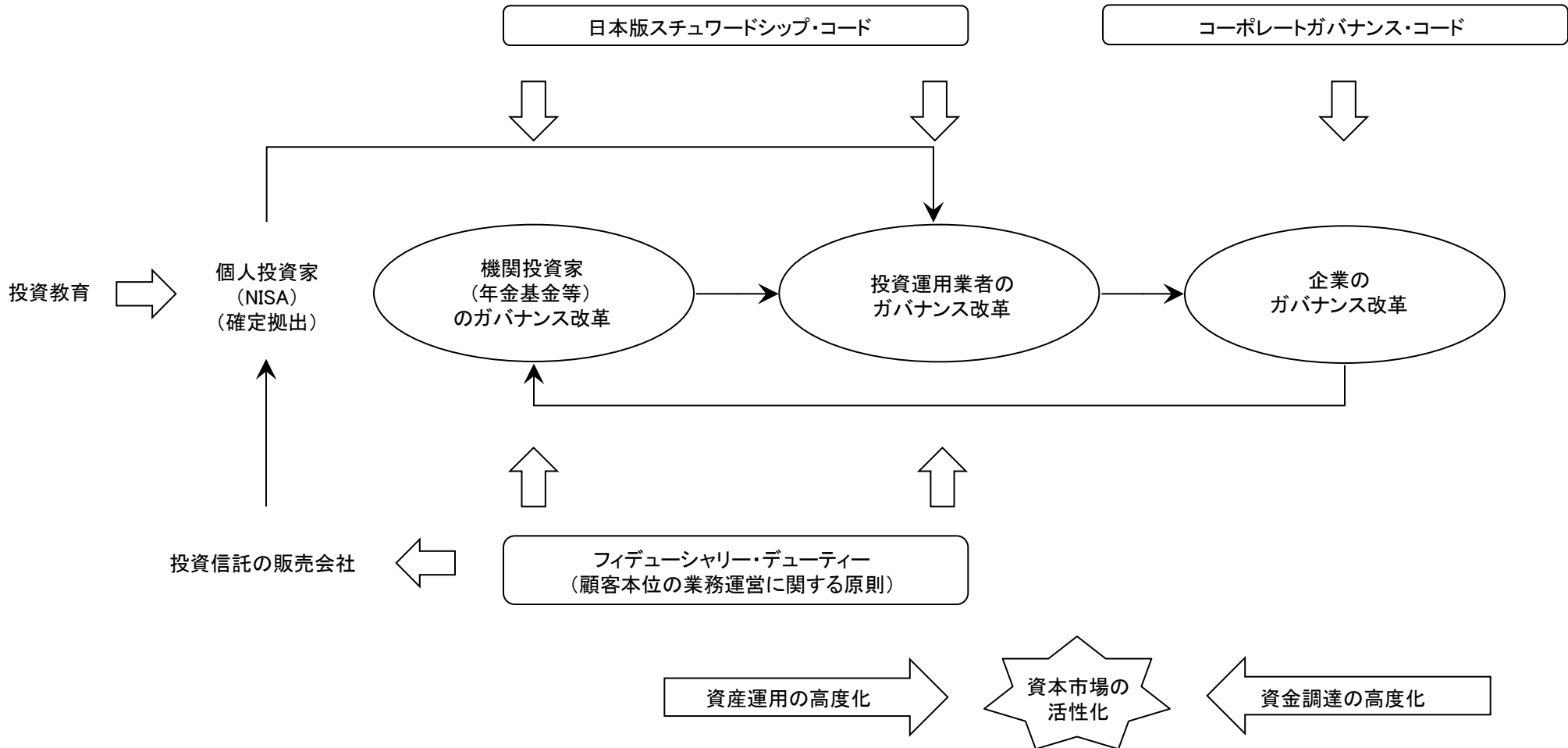
## ALMの真の意味

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

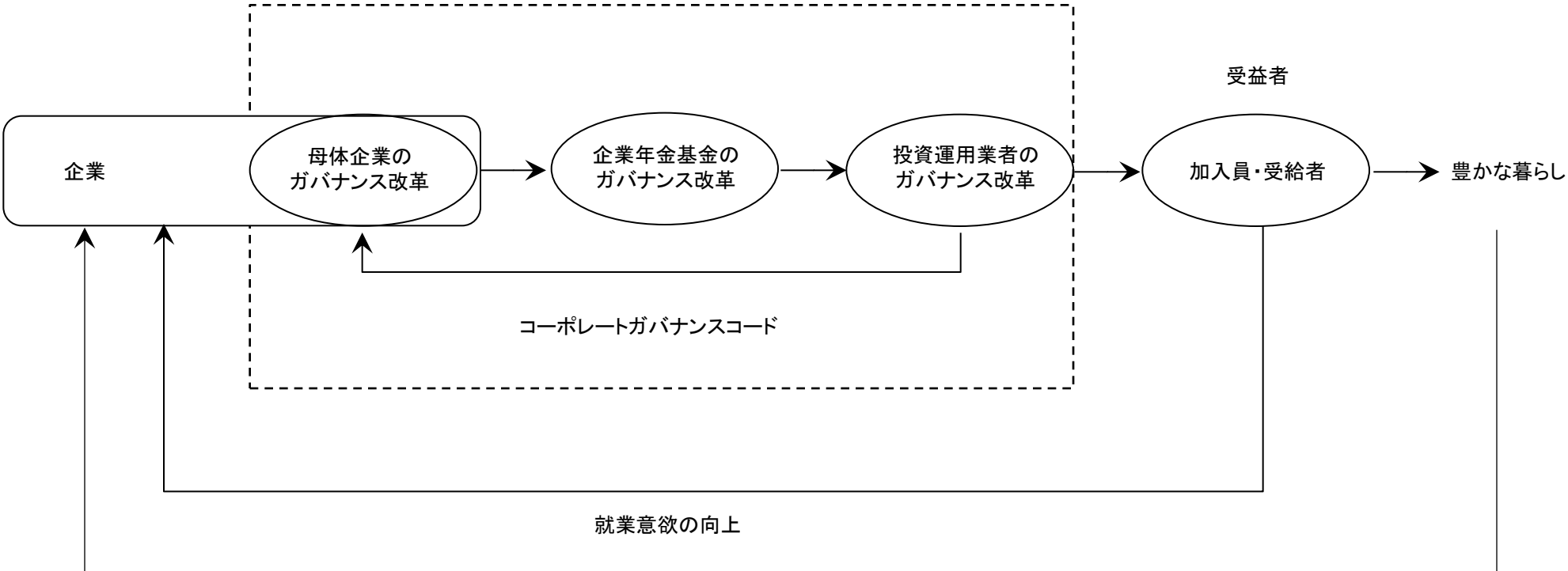
企業経営は、外部の事業環境と対峙しつつ、自己の事業資産の稼働により、期待収益を実現していくものです。事業には危険が付き纏うにもかかわらず、損失は予定されておらず、仮に損失がでて、それを事業環境で説明することは許されない、それが経営の厳しさです。企業年金の資産運用も、全く同じ厳しさのもとでなされなくてはなりません。

# ガバナンス改革



# ガバナンス改革

受託者として連带的に責任を負うフィデューシャリー群

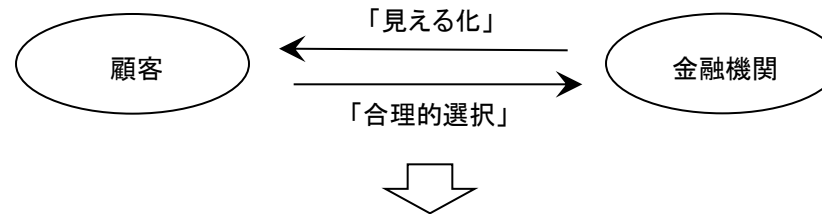




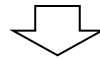
# 金融庁の新行政方針の革命的意義 ①

金融庁における金融行政の目的 ⇒ 「企業・経済の持続的成長と安定的な資産形成等による国民の厚生を増大を目指す」

- ① 資本市場機能 ⇒ 「国民の安定的な資産形成を実現する資金の流れへの転換」
  - 「顧客本位の業務運営(フィデューシャリー・デューティー)」
- ② 金融仲介機能 ⇒ 「「共通価値の創造」を目指した金融機関のビジネスモデルの転換」
  - 「金融機関が顧客本位の良質なサービスを提供し、企業の生産性向上・国民の資産形成を助け、結果として、金融機関自身も、安定した顧客基盤と収益を確保するという好循環(顧客との「共通価値の創造」)を目指すことが望まれる」
- ③ 保険 ⇒ 「顧客利益につながる持続可能な収益構造や事業戦略の構築」
- ④ 「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」



顧客の選択による自然な淘汰 ⇒ 金融再編

# 金融庁の新行政方針の革命的意義 ②

「横並びの量的な拡大競争に集中するようなビジネスモデルは限界に近づいてきている」 ⇒ 金融構造改革の必要性

## ● 貯蓄 ⇒ 資産形成

☞ 「我が国の資金の流れは間接金融中心となっており、成長資金を真に必要とする主体に対しリスクマネーが十分に供給されていないなど、直接金融市場は未だ発展の途上にある」

## ● 金融仲介機能 ⇒ 資本市場機能

☞ 「長短金利の低下が継続する中、銀行等においては、負債サイドの現預金と両建てで保有する国債や預け金からの収益確保が困難になっている。こうした状況の下では、銀行等において、国民の安定的な資産形成に資する良質な金融商品の販売等への方針転換を図ることは、銀行等自らの経営の安定性向上にもつながると考えられる」

## ● 量 ⇒ 質

☞ 「人口減少が継続する中で、全ての金融機関が貸出規模の拡大により収益を維持することは現実的ではなく、資産規模をコントロールしつつ、より安定的な収益基盤の構築を行うことが重要となってきている」

## ● 顧客基盤の拡大 ⇒ 顧客基盤の深耕

☞ 「収益拡大のための顧客の利益を軽視した営業が利用者保護上の問題につながる可能性もある」

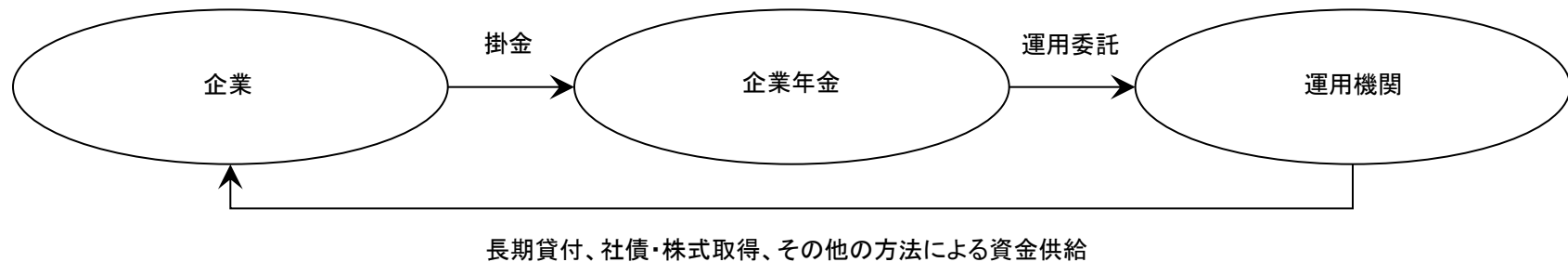
☞ 「一般的に顧客企業の事業の内容をよく理解し、企業価値向上につながるアドバイスとファイナンスを提供することで収益を確保している地域金融機関については、金利低下が進む中においても貸出金利回りの低下幅が緩やかで、顧客基盤や経営を比較的安定させることに成功している傾向が見られる」

## ● リスク管理 ⇒ リスクテイク戦略

☞ 「外部環境の変化に対して機動的に対応可能な経営管理・リスク管理ができているか、また、収益・リスク・資本のバランスという面から適切なリスクテイク戦略となっているか等の観点を踏まえ、経営管理・リスク管理態勢について金融機関と深度ある対話を行っていく」

# 産業資本の形成を支える資金循環

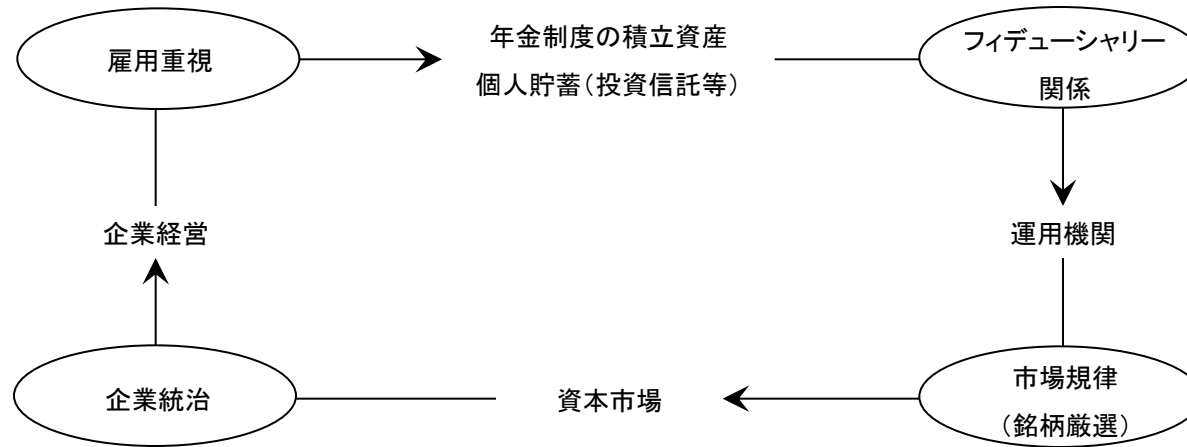
もともと、企業年金制度は、長期産業資本の確保という政策の中で始まりました。発足後の長い間、信託銀行と生命保険会社(ともに、当時の金融政策では、長期金融機関と位置付けられていた)の独占受託が認められていた理由です。



- ⇒ 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

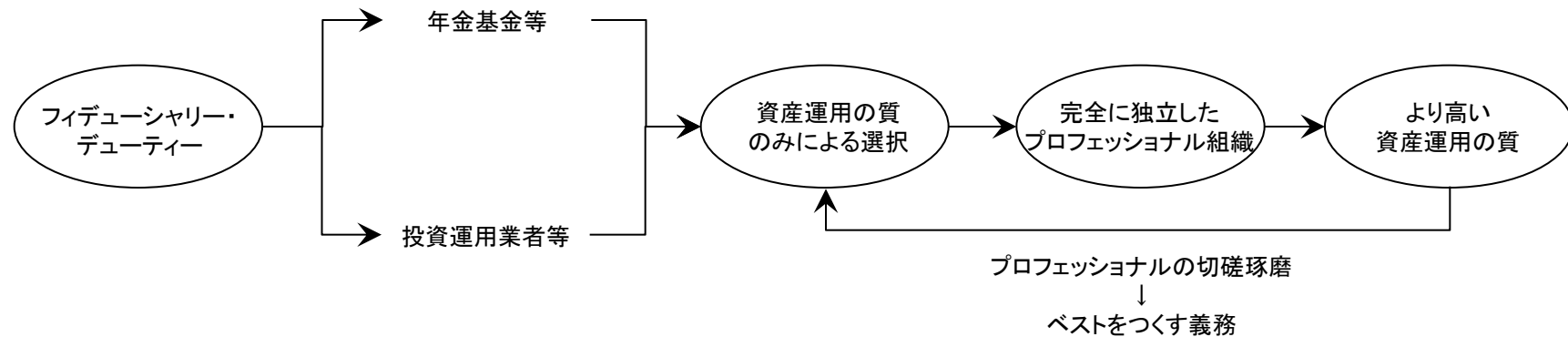
熟練による人材価値の上昇がある限り、そして、産業界が年金制度の人事政策としての意義(安定雇用)を認める限り、年金制度がなくなることはない。しかし、それが財務上の理由で否定される(現実におき始めている)のならば、そうならないような資産運用のあり方へ抜本的に転換しなければならない、他方で、老後資金形成においては、相互扶助型の年金制度から、個人貯蓄型への移行も不可避であり、その受け皿としての投資信託等の改革が急務。



- ⇒ 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と。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。

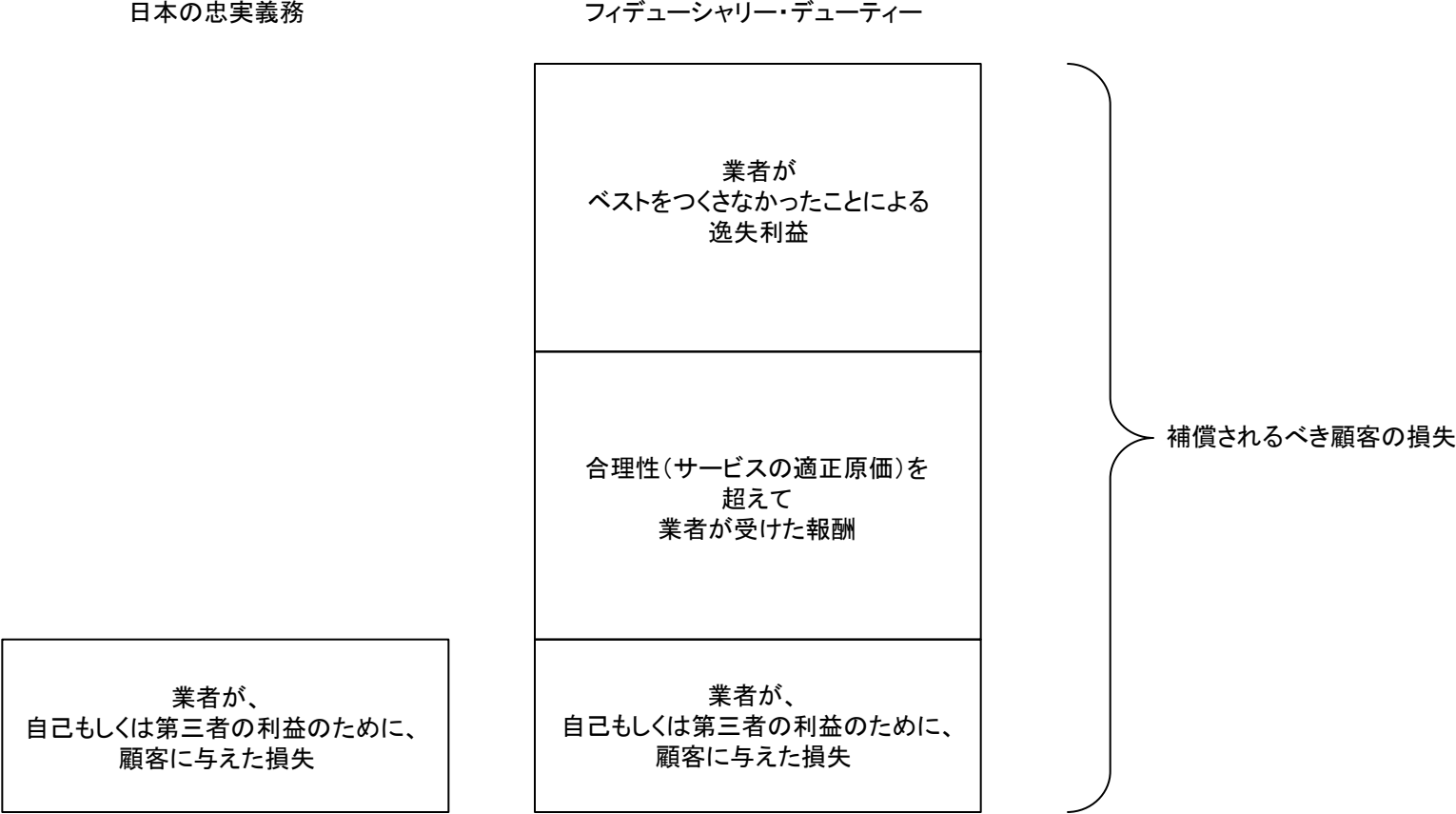
# フィデューシャリー = プロフェッショナル = インデペンダント

- 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。



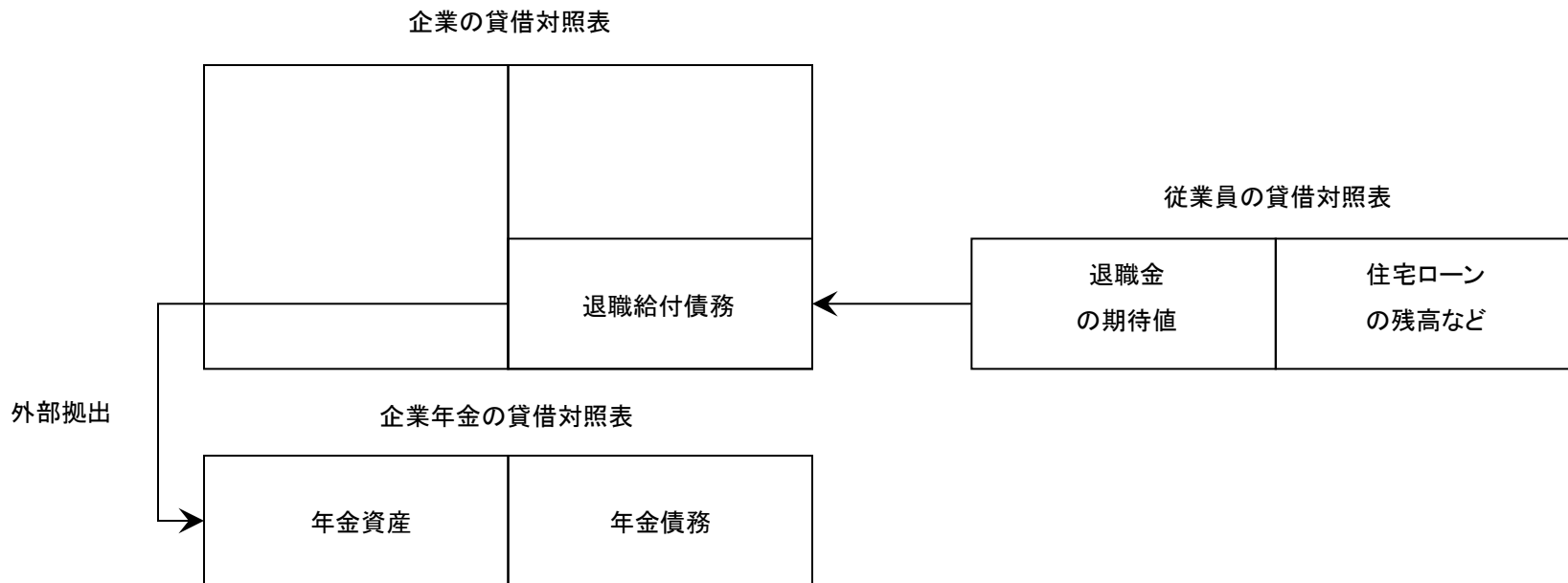
# フィデューシャリーとしてベストをつくす義務

- 日本法では、事実上、真の利益相反、即ち、業者が自己もしくは第三者に利益のために、顧客に積極的な損害を与える事態についてのみ、忠実義務違反が問われる
- フィデューシャリー・デューティーでは、利益相反による損失はもちろん、合理性を欠いて高い報酬や、ベストをつくさなかったことによる逸失利益も、顧客の不当な損失に該当し得る



# 給与の後払いの経済的意味

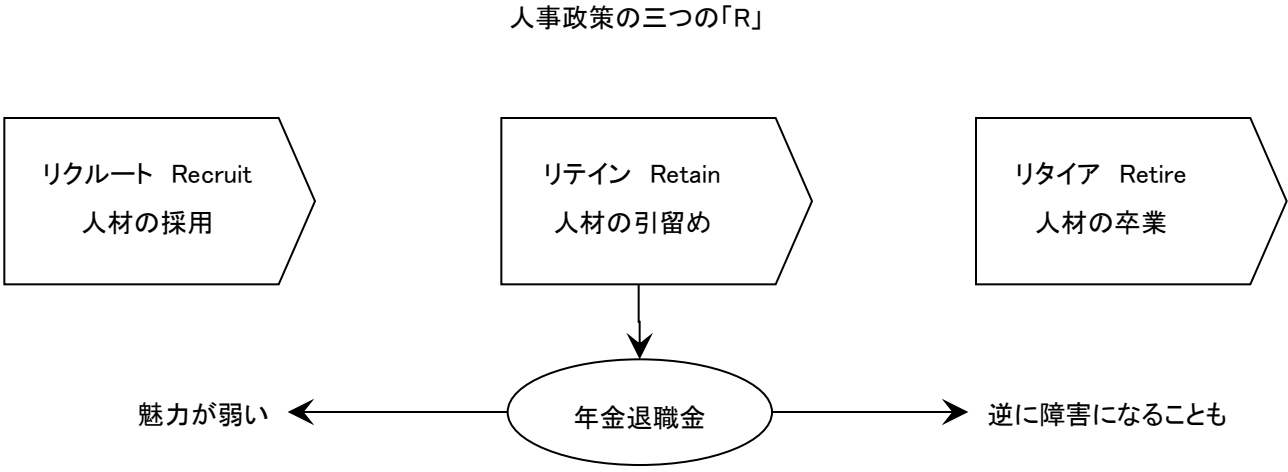
もともと、企業年金制度は、退職金制度の年金化という側面を強くもって始まりました。退職金というのは給与の後払いですから、今払うべきものを退職時まで払わない、という意味で、従業員から借入れるのと同じです。現在では、会計的にも、退職給付の長期債務性は明確です。企業年金の外部積立は、この債務の事実上の期前弁済という会計的意味をもちます。



- ⇒ 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。



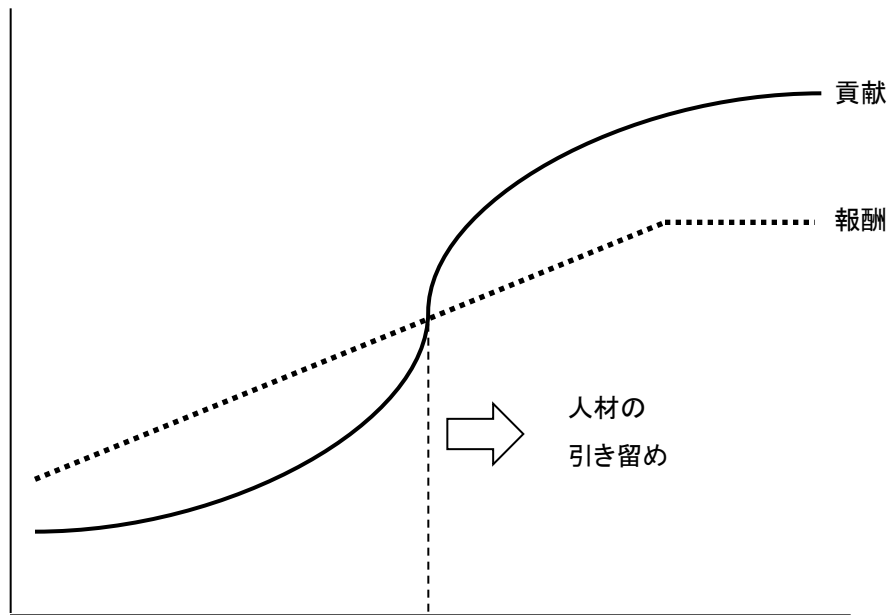
- ⇒ 高度経済成長期には、人材の量の確保のための引留めが重要だったが、環境が変わった現在ではどうか
- ⇒ 引留めの力が強くても、人材の引寄せ(採用)の面での弱さや、人材流動化の面での難点と、調整がつかのか



# 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。

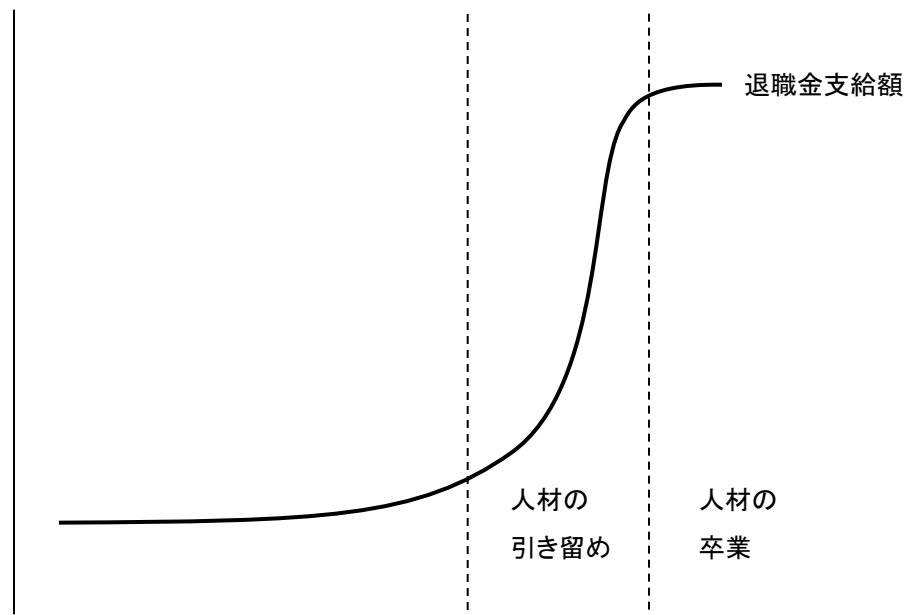
報酬・貢献



報酬と貢献  
の均衡点

勤続年数

退職金支給額



人材の  
引き留め

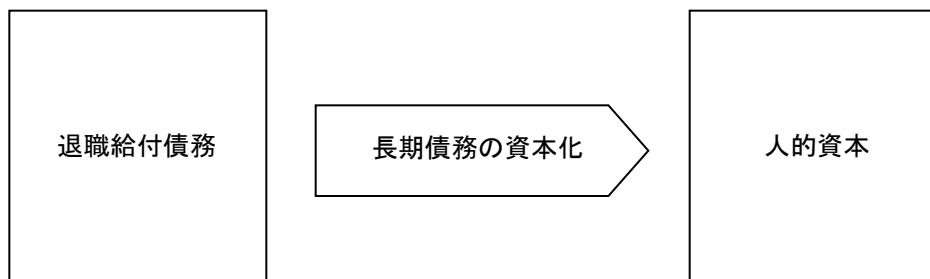
人材の  
卒業

勤続年数

# 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)

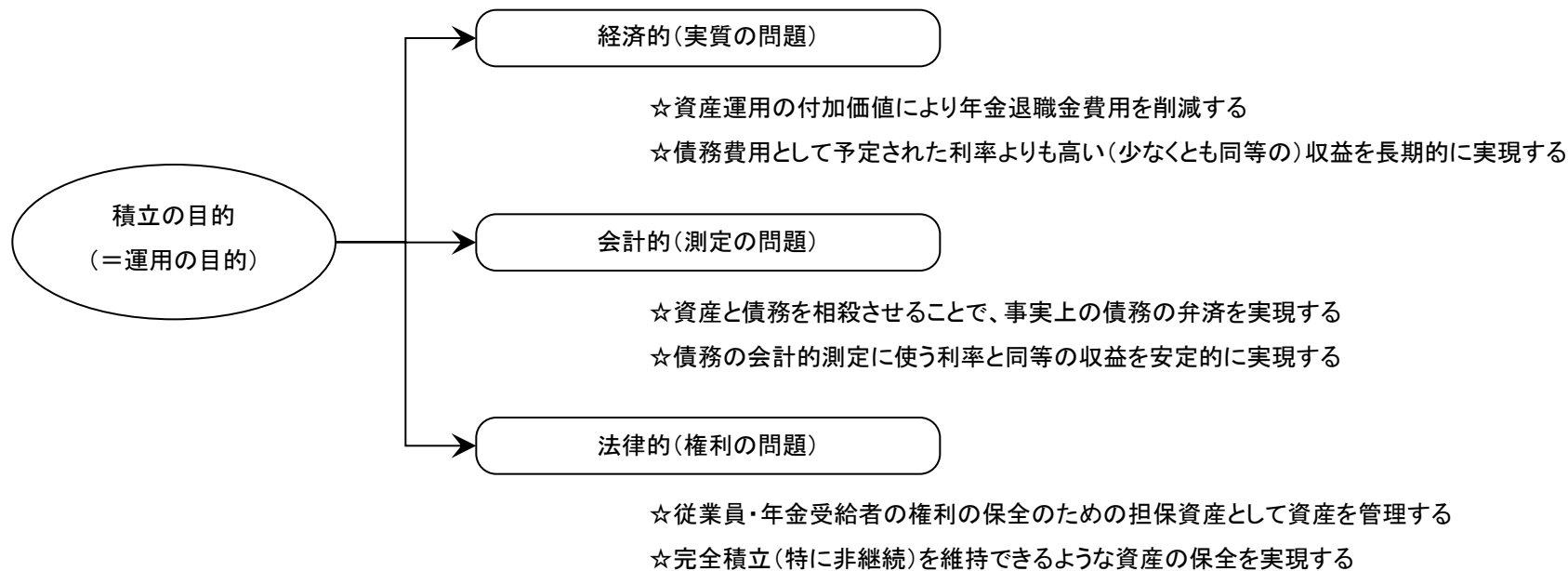


ちなみにHCの屋号の謂れはHuman Capital ヒューマンキャピタル、即ち、人的資本です

- ⇒ 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

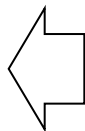
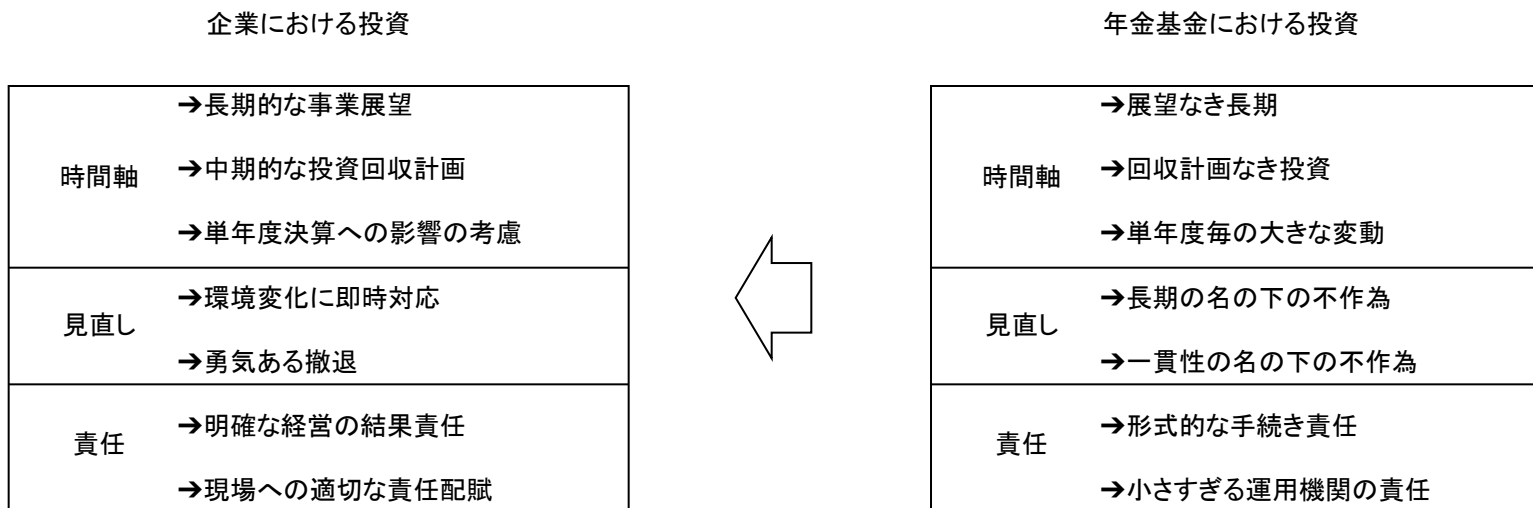
退職金制度を年金化した理由の一つは、年金化することによって外部積立制度を導入することでした。外部積立をすることによって始めて年金資産が形成され、年金の資産運用が始まったのです。年金資産運用の目的を考えるためには、積立の目的に遡らなければなりません。



- ⇒ 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
- ⇒ 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

# 企業の事業投資と企業年金の投資との連続性

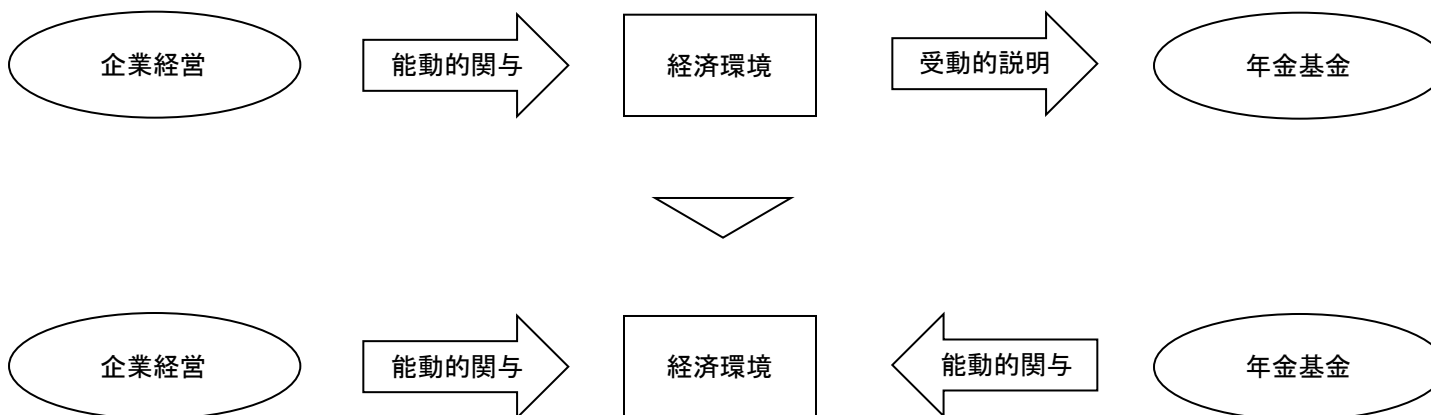
企業は長期的な視点で設備投資等の事業投資を行っていますが、そこでの投資は、根本的なところでは、年金基金における投資との間で、異質性よりも大きな類似性を持ちます。企業経営と年金資産運用は極めて近い、というよりも、近いものとなるように年金資産運用を考えるべきです。



- ⇒ 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

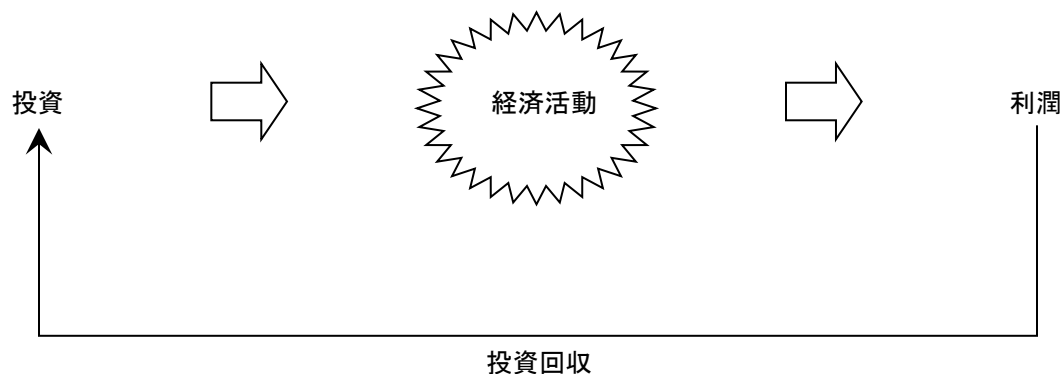
企業経営がおかれている環境は、年金基金が資産運用をしている環境と、全く同じものです。経営者は、業績の悪さを経営環境に起因する理由で正当化することができません。与えられた環境の中での経営の対応能力が問われているからです。同じ厳しさが年金基金の資産運用に求められることは、企業経営の立場からは、全くもって当然のことです。



- ⇒ 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ければならないのではないか
- ⇒ 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

# 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 →

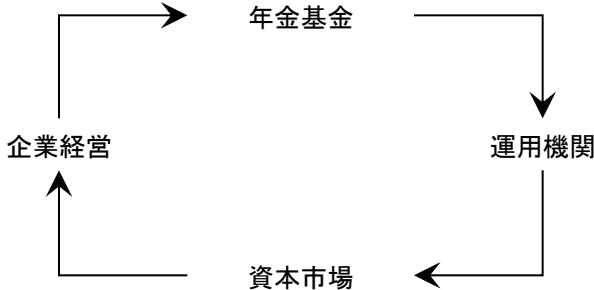
- もしもベンチマークがあるなら、それは自己に課した達成可能な目標である

- ⇒ 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

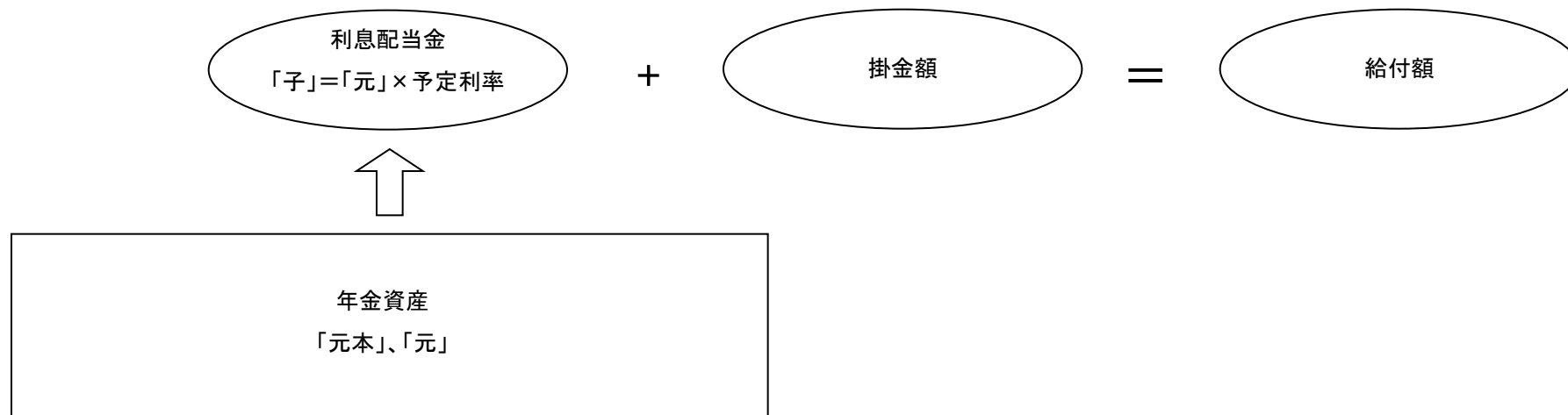


- ⇒ 現状では、信頼の連鎖ではなく、不信の連鎖ではないのか
- ⇒ 信頼の連鎖は、どこから再構築されるのか



# 年金財政の仕組みと資産運用の目的

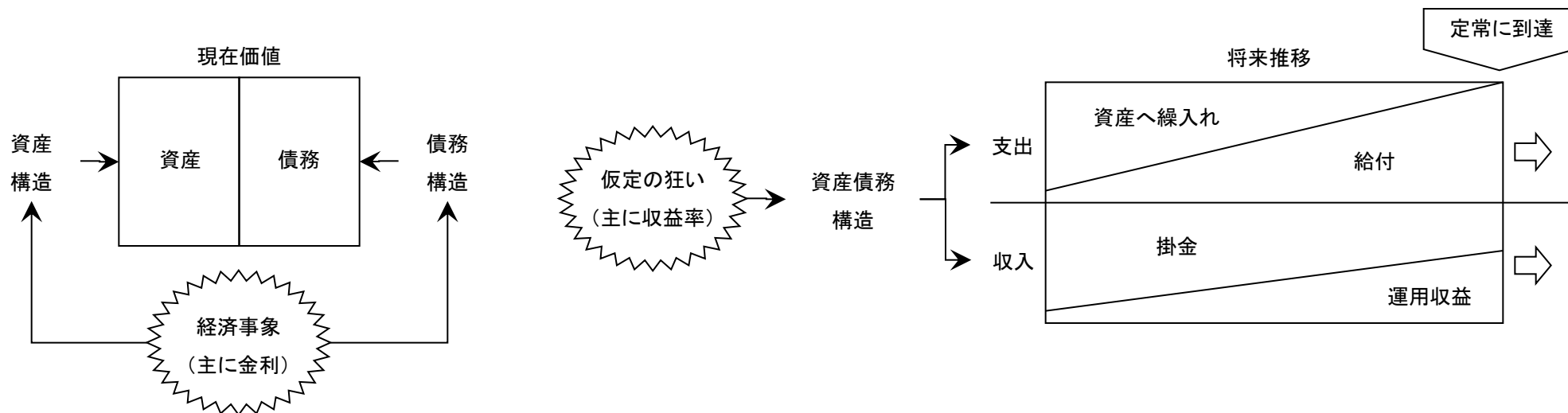
年金の資産運用の究極の目的は、給付原資の確保です。制度設計上、原資としては、元本の取り崩しは予定されておらず、元本からの収益が予定されています。元本が毀損すれば、毀損した元本に発生したであろう予定収益が欠損し、まさに元も子もなくなります。積立過剰であれば、予定利率よりも低い利率でも給付原資が賅える一方で、逆に積立不足であれば、予定利率よりも高い利率を実現しない限り給付原資不足になります。



- ⇒ 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

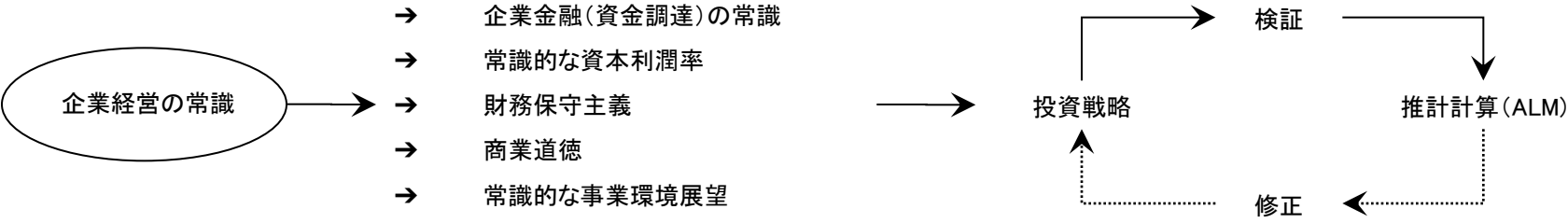
一つの経済事象(代表的には金利変動)は、年金の資産と債務の両方に、影響を及ぼします。そのとき、資産と債務の均衡が崩れないような工夫をしておくことは、非常に重要です。長期的な収支の均衡は、そもそも均衡するように財政運営されている以上、崩れ得ないのですが、逆にいえば、財政計算に使っている仮定が狂えば必ず収支は合わなくなります。経済変動に対する耐性や、仮定と実績の差に起因する収支不均衡に対する耐性を管理することが、資産債務総合管理(ALM)の目的です。



- ⇒ 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

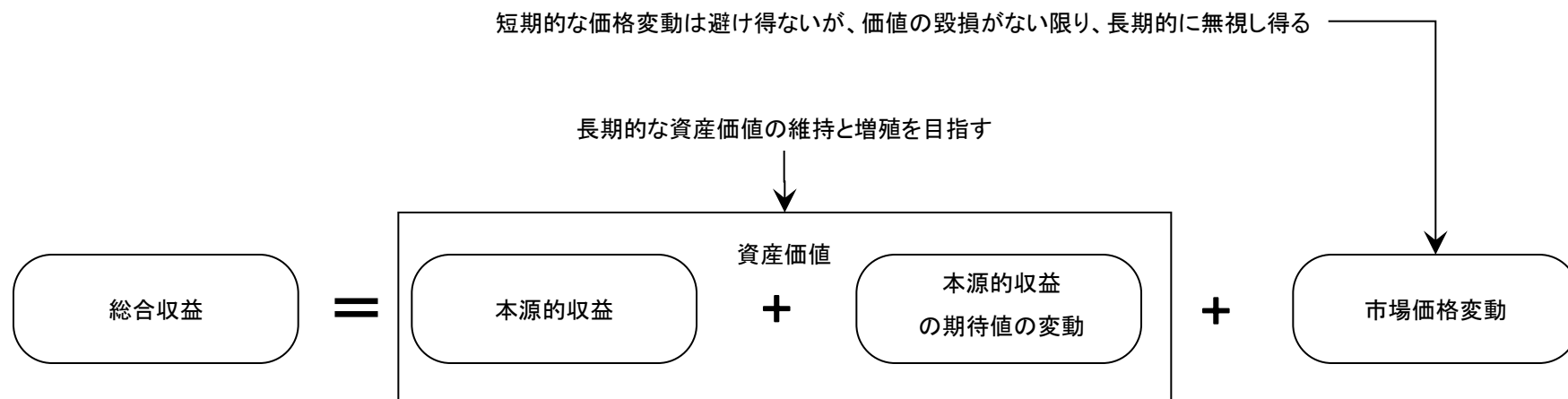
統計からは何も創造されません。推計計算(ALM)からは投資戦略も資産配分もできません。ALMは検証にすぎません。検証に先立って、検証されるべき投資戦略があるのです。投資戦略は、企業経営の延長としての、あるいは一部としての、戦略的発想からしか生まれ得ません。そのことに、資産運用の高度な専門性は不必要です。むしろ、企業経営の常識が必要なのです。また、投資戦略は、必ずしも伝統的資産配分と同じではありません。



- ⇒ 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ならば、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

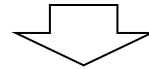
# 資産価値の判断と企業価値

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

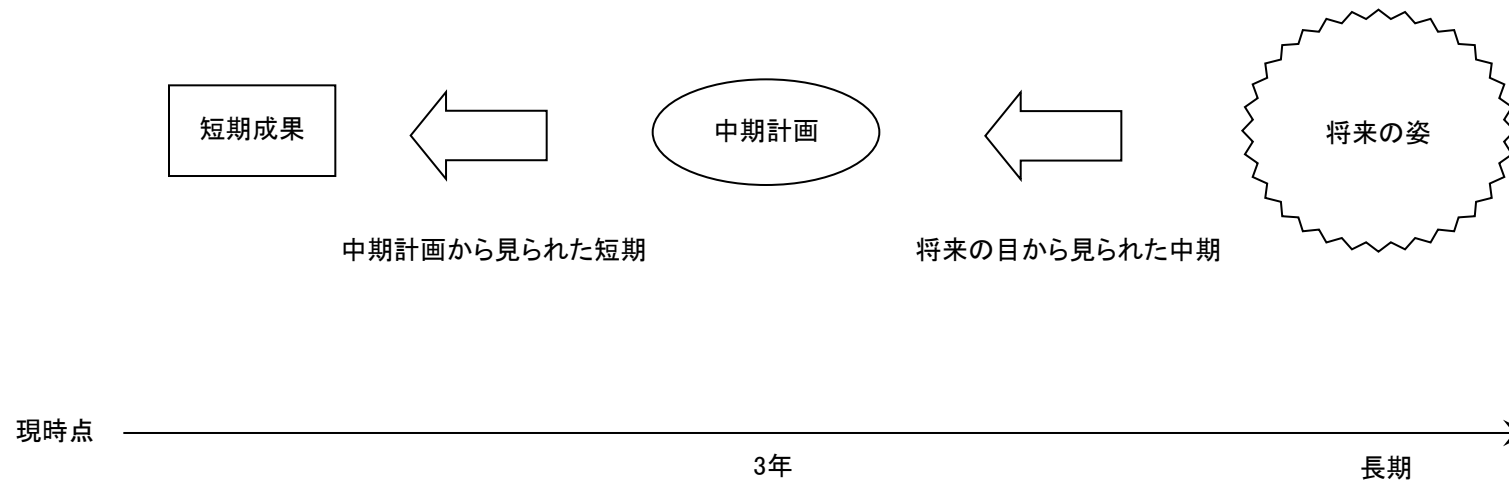


結果的に、キャッシュフローの安定(質)が図られつつ、量の拡大が実現していく  
つまり、資産価値が上昇する

- ⇒ 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

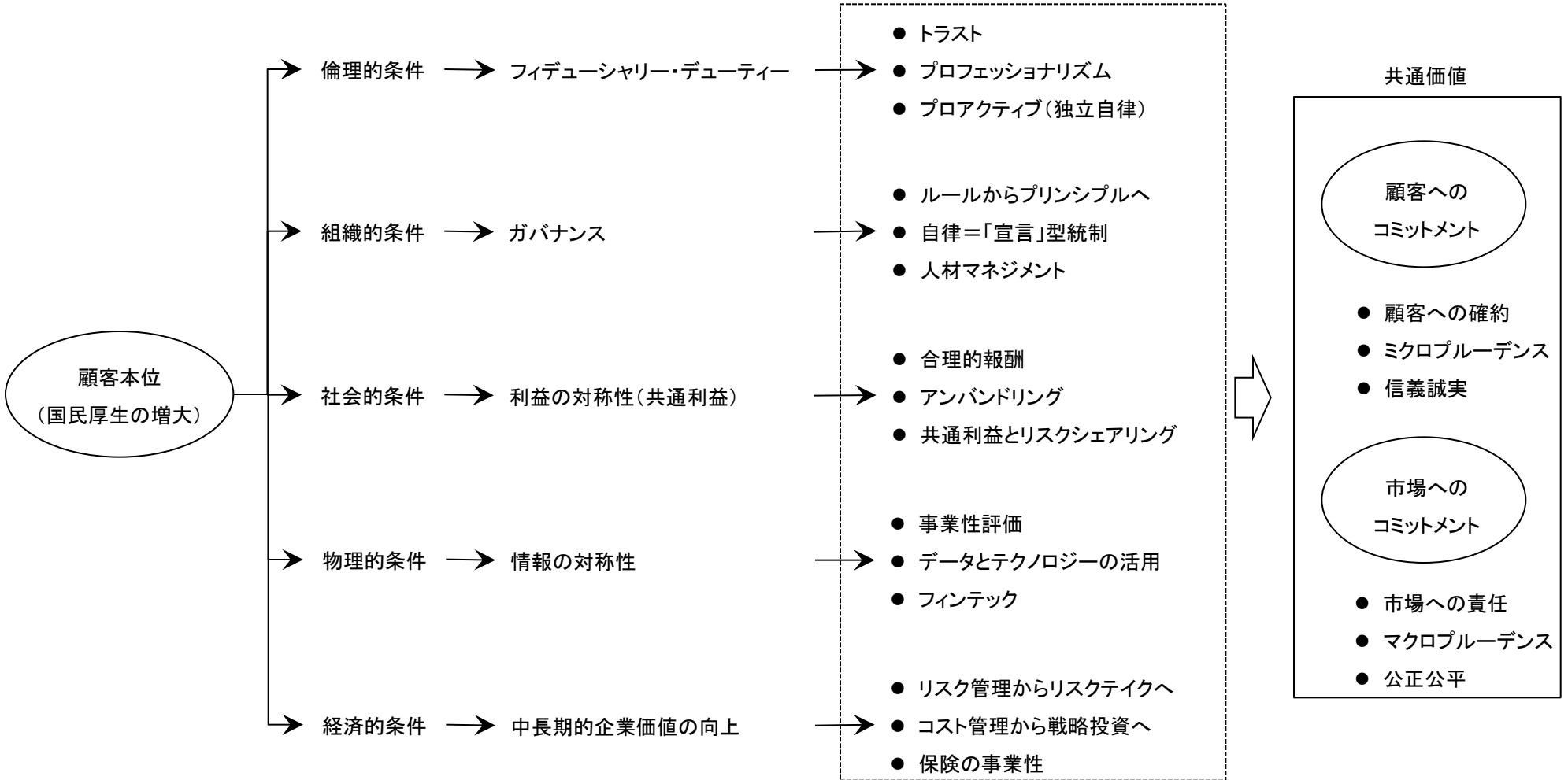
企業経営においては、3年という中期が、具体的計画を立てるときの一番長い時間です。一方で、企業の経営戦略は、3年よりもずっと長い時間軸で展開されています。つまり、長期的に設定された将来像のもとで、中期(3年)の計画管理があり、更に3か月、単年度という短い期間での評価と調整がなされているのです。年金基金の資産運用も、同様な時間軸で行われるべきでしょう。それこそが、真の長期の視点です。



- ⇒ 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

# 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

ギャンブルと同じで、顧客本位でないほど、顧客満足が高くなる。

投資信託は、預金と違って、収益が不確定なのです。この不確実性は、ギャンブルに通じるものです。そこで、投機的色彩を帯びた投資信託を作って、ギャンブル的な顧客満足を生み出すこともできます。また、投資収益を超えた分配金を毎月支払うことで、年金のようにして、錯覚による顧客満足を生むこともできます。

特に、この錯覚された年金的側面は、高齢者に対して、非常に高い顧客満足を与えているようですが、そのような見せかけの顧客満足に基づく投資信託の販売は、真の顧客の利益に反していて、顧客本位でないのではないかと、ましてや、高配当を人工的に作り出すために、大きなリスクと費用を負担しているとしたら。

高齢者の場合、もしかしたら、実の子供すら、滅多に顔をださないなかで、雨の日に服を濡らして、暑い日に顔じゅう汗だらけにして、金融機関の若い人が来てくれて、色々話をしてくれるとしたら、それだけで、大きな満足を得ている可能性もあって、いかに顧客本位に反する投資信託でも、喜んで買ってしまいかも知れません。さて、それで、金融の社会的責任が果たせるのか。

誰しも、おせっかいな人がいて、傍から、そういう高齢者に注意してあげたほうがいいと思うでしょうが、それならば、むしろ、金融機関の人自身がおせっかいになるべきです。そのおせっかいこそ、「顧客本位の業務運営(フィデューシャリー・デューティー)」なのです。

## 顧客満足

- ・ おもねる、もちあげる、気持ちよくさせる(騙すに近い)
- ・ 煙草
- ・ 融資のノルマ営業
- ・ 無駄な消費
- ・ 投資教育(「投資のリスク」という名の営業)
- ・ FX、投機、妙な投資信託

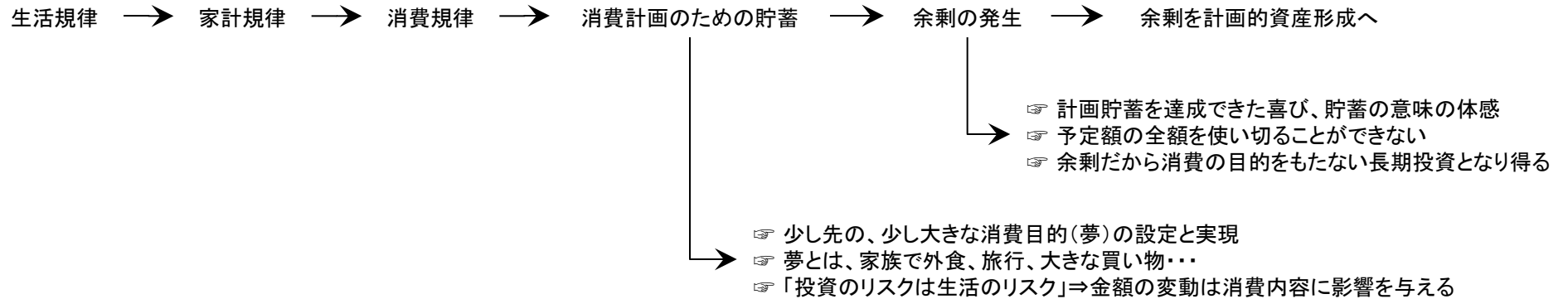
## 顧客本位

- ・ おせっかい、諭す、耳痛いことをいう
- ・ 「吸わぬほうが身のためだ」的警告の表示
- ・ 「貸すも親切、貸さぬも親切」
- ・ 合理的な消費
- ・ 家計規律(「生活のリスク」)のもとでの余剰の形成(資産形成)
- ・ 真の投資信託



# 「投資のリスクは生活のリスク」

退職が具体的に先に見えるようになるまでは、退職後の生活のための資産形成を考えることなど、非現実的であろう。



- そもそも、若い世代に対して、長期投資をいうこと自体が問題ではないか。一体、目的なき蓄積など、あり得るのか。何十年も先の老後を目的として想定し得るのか。そうした発想自体、若い世代の活力とは、両立し得ないのではないか。
- お金があるなら、自分自身に投資したほうがよいであろう。死ぬまで現役なら、年金はいらない。
- お金よりも、使途を考えることが重要。

注目すべきことに、金融行政方針に、金融庁の所管外である年金基金の資産運用について、言及がある。これこそ、金融行政の対象が金融機関から金融機能へ移行していることの顕著な現れ。

## ● 活力ある資本市場と安定的な資産形成の実現、市場の公正性・透明性の確保

- ⇒ 「機関投資家(年金基金等の資産保有者及び運用機関)についても、運用規模は多額でも、高度な運用が総じてなされてこなかった。公的年金など一部について運用やガバナンスの高度化に向けた取組みが行われているが、全体として見れば、こうした動きは緒に就いたばかりである。こうした機関投資家の運用の高度化が進めば、これらの投資家が自らの資金を委ねる運用機関・資産管理機関に対する要求水準も自然と高まり、その結果、質の高い運用や資産管理を行うプレイヤーの我が国への集積が進み、ひいては資本市場の発展が図られると考えられる。」
- ⇒ 「国民から長期の資金を託される機関投資家は、資金の提供者の利益を一番に考え、中長期的な投資リターン拡大に向け積極的に貢献していくことが必要である。年金基金等から運用を受託する運用機関は、投資先企業の短期的な業績動向ばかりにとらわれず、中長期的な視点からの企業評価に基づいて実効的なスチュワードシップ活動を行うことが重要である。また、年金基金等の資産保有者は、インデックス投資のようなパッシブ運用を行う場合も含め、運用機関の活動について適切にチェックを行うことが重要である。」
- ⇒ 「機関投資家からの中長期的な視点に立った建設的な対話を通じ、企業のガバナンス改革を「形式」から「実質」へと深化させていくことは、企業価値の向上を通じ、受益者たる国民の中長期的な投資リターンの向上につながる好循環の確立に資すると考えられる。」

注目すべきことに、金融行政方針に、金融庁の所管外である年金基金の資産運用について、言及がある。これこそ、金融行政の対象が金融機関から金融機能へ移行していることの顕著な現れ。

## ● 機関投資家に対する取り組み

⇒ 「国民から年金資産や投資信託等の中長期の資金を託され、株式に運用している機関投資家(年金基金等の資産保有者及び運用機関)は、中長期的な投資リターン(企業価値)の向上に向け積極的に貢献していくことが必要である。こうした観点を踏まえ、機関投資家が最終受益者たる国民の利益を第一に考え、「建設的な対話」に取り組んでいくことを促すため、「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」において、以下の点について検討を進める。また、その検討結果を踏まえ、スチュワードシップ・コードについて必要な改訂を行う。」

- ✓ 運用機関における顧客本位の活動を確保するための、運用機関とその系列親会社等との関係から生じ得る利益相反の管理や運用機関のガバナンスの強化
- ✓ 運用機関等が最終受益者への説明責任を果たし透明性を向上するための、議決権行使結果の開示の充実
- ✓ パッシブ運用におけるエンゲージメント(対話)の促進
- ✓ 運用機関によるスチュワードシップ活動に係る自己評価の充実
- ✓ 年金基金等の資産保有者による運用機関のスチュワードシップ活動強化に向けた実効的な働きかけ・チェックの実施

- 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。