

# ある「資産運用委員会」より

ヒューミント投資顧問株式会社  
安田 信男

2008年1月11日付の日経金融新聞のトップに、「逆風の企業年金」「市場混乱、運用に打撃」「日経平均株価が大幅に下落した事により、2007年4月から2007年12月までの利回りがマイナスに」との見出しが躍っている。同じ紙面に「年金運用、代替商品投資拡大」とある<sup>1</sup>。

企業年金運用の暗黒時代、2000年度、2001年度、2002年度の3年間、マイナスの収益率の時代を経験し、投資理論に基づいた従来の伝統的な投資だけではその担うべき責任を完遂できないという危惧から、国内株式、外国株式、国内債券、外国債券での運用から、第5の運用資産として「代替投資」のカテゴリーが台頭し、年金制度自体の改革も重なりその資産構成を大きく変化させてきた<sup>2</sup>。

その後市場の回復もあり全体的には良好な運用成果を残してきたが、ヘッジファンドを含め代替投資への資金シフトの流れは止まっていない。2007年度は第4四半期に入っており3月に結果が出るが、昨年8月以降の日本株式の低迷、2008年に入ってから世界的な株式の下落から、厳しい状況が予想される。リスク分散の観点からも新商品がより注目度を高め残高増加の流れを加速させることは充分予想できる。

ここである基金の「資産運用委員会」を再現してみたい。

『ただいまより資産運用委員会を開催いたします。本日は新しいファンドの組入れの可否について協議していただきたいと思います。』

伝統的な4つの運用資産の代替投資として事務局で約半年間検討を加え、候補を二つに絞り込みました。一つは日本株のロング・ショート戦略のファンド、もう一つはファンド・オブ・ファンズです。組み入れは合計で資産全体の5%、各2.5%を仮定しております。原則として基本政策アセットミックスの大枠は変えず、日本株のロング・ショート戦略のファンドは国内株式の代替投資、ファンド・オブ・ファンズは債券の代替投資として位置付けております。判断に至った理由は、候補ファンドの過去3年間のトラックレコードを精査、そのリスク・リターンの特性から当基金において

- ① 当該資産を組み入れることにより全体のリスク量の低減が可能か？
- ② 組み入れ後の期待収益率のアップが可能か？

を検証した結果それぞれの数字の改善が見込まれます。また他の運用資産との相関も比較的少なく独立資産として絶対収益を追求できる期待からも組み入れに採用すべきであると判断しました。

<sup>1</sup> 本稿で「代替投資」としているのは「ヘッジファンド」「ファンド・オブ・ファンズ」「不動産投資」「プライベート・エクイティ」「ベンチャーキャピタル」を意味している。

<sup>2</sup> 注2日本の企業年金の資産配分状況は国内株式30%外国株20%国内債券20%その他30%と推計される（個々の基金での差異は大）その他資産30%のうち10%強は「代替投資」と推計される。

個別のファンドをもう少し詳しく見てみると、

- ① 会社としての運用哲学は確立されているか？
- ② 運用組織は十分に機能的か？
- ③ 投資戦略は有効か？
- ④ 投資判断基準は明確か？
- ⑤ 組織人の資質、業務スキルは十分に兼ね備えているか？
- ⑥ ファンドの再現性が担保されているか？
- ⑦ 透明性は確保されているか？

等々についてヒアリングを重ねました。その結果それぞれの項目に対して組織として十分に機能しており責任者も評価できる業務経験を有しております。情報開示もファンドの性格上 100%ではありませんが、基金として結果を分析できる情報提供はなされており、代替投資の新規組み入れに適したファンドと判断しております。

また流動性は制約があるものの、基金運営管理上大幅な支障をきたすものではなく許容できる範囲であります。また運用報告も適宜なされており、基金事務局として判断に足るモニタリングが可能です。よって当該ファンドの組み入れを資産全体の5%を上限に運用を開始したいと思えます。

採用ファンドの戦略、 $\alpha$ の源泉、組織図、法令順守態度、過去の実績等の詳細と、組入れることによる当基金の資産構成の変化、そのリスク・リターンの数字は別紙の通りです・・・』

ある基金の「資産運用委員会」を想定したものであり、運用理事を中心として事務局が、数多いファンドの中から、定量評価、定性評価を重ね、「資産運用委員会」という諮問機関に計ったものである。その後「理事会」、「代議員会」と、機関決定をしてから運用が開始されるのが一般的である。

現実問題として透明性もあり、明快な戦略を開示し、流動性は保証され、運用細部の情報開示も充分になされているといったすべてを満たす「代替投資」が存在するのか。答えは自明の理である。その中で年金運用責任者が何にポイントを置いて判断しているのかが、この運用委員会から汲取れるのではないか。

法令上、基金の理事は年金運營業務のすべてを委託されており、基金に対して受託者責任を負っている。この受託者責任を全うするためには、何を、どこまでなすべきか。

本稿は受託者責任の法的解釈を披瀝する場ではないが、一般論として「管理運用業務を執行する理事は、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」、すなわち善管注意義務。また「受託者は制度の加入者と受給者の利益のためにのみ制度に対する義務を負う」、忠実義務。

これらを指して受託者責任を言う場合が多いが、抽象的であり具現化は各々の判断に委ねられていると思われる。

ここで改めて先程の資産運用委員会の中身を見てみると、

- ① 新しいファンドの組入が基金の運用成果向上に機能していると判断できるか、又その数字的根拠は？
- ② 可能な限りの情報収集を行っているか？
- ③ 運用方針と運用結果に整合性はあるのか？
- ④ 組織が機能的に維持されているか？
- ⑤ 等々

受託者責任を全うするための基本的な項目を網羅して提案している様子が伺えるのではないかと。

年金基金は、矛盾するようであるが、情報過多の中での情報貧困と思われる。日本の場合、その隙間を埋めるのが「信託銀行」であり「コンサルティング会社」であり、昨今コンサルティングにも力点を置いた「投資顧問会社」である。それら外部の力も使いながら市場と対峙しているのが現実である。実際に年金基金に対して、数多くのファンドからも直接提案がある。それらの情報を整理し、分析し、理解に努め、更に組入れることよっての資産構成の変化がもたらすであろう結果を推定し、報告する義務を負っている。また組入れ後も逐次モニタリングをし、さまざまな市場変化から資産全体が、また採用した代替投資がどのような影響を受けているのか、受託者責任を全うするためにも可能な限りの注意深い行動が要請されており、実行しているのである。

日本の年金制度はその仕組みから運用責任の所在が不明確になりがちだが、その結果の影響を受けるのは加入者、受給者としての受益者である。そういう人々の声なき声を改めて汲上げ、最適な運用をする努力を行っている。彼らにとって結果に対する責任よりもそこに至るプロセス責任がより重要であることを受託するに当たっては強く認識しなければならない。そのために可能な限りニーズに応えることが肝要である。

資産運用業務の基本である委託者のニーズを汲取る努力なくしてビジネス展開は成就しないであろう。代替投資でもそのための「信頼関係の構築」が底辺にあることは言うまでもないことであるし、運用の詳細がすべて開示されていないことからより重要であると言える。

ゆりの花言葉は「純潔」「無垢」「威厳」と言われている。委託者とゆりの花言葉のような接点を持つことを期待したい。

今足もとでは米国のサブプライムローンに端を発した米国経済の先行きに対する不透明感が台頭している。また同ローンを組み込んだ証券化商品に対する流動性リスクの大きさが再認識されている。マーケット全体が想定外の変化を示現したとき、その影響を避けることはできない現実がある。

より良い方向に市場が向かうことを祈る。

本文は筆者自身の意見に基づくものであり、ヒューミント投資顧問株式会社の意見とは関係ありません。