

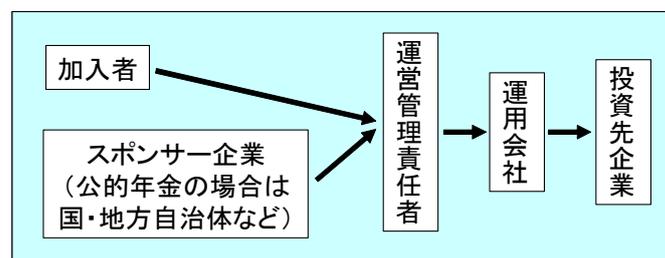
年金基金のガバナンス

年金基金による投資先企業へのガバナンスと同じく、年金基金自身へのガバナンスは大切である。政策投資配分や運用機関選択について方針を決めるだけでなく、それを実施に移す人材の確保と適切なインセンティブの付与が、公私を問わず、大規模な年金に求められている。

わが国の年金基金において、株主としてコーポレート・ガバナンスに果たす役割への関心が高まっている。では、ガバナンスとは何か。そもそも、企業の所有者である株主は、経営を専門家である経営者に委ねる。しかし、経営者はともすれば株主の利益より、自らの利益を優先しがちになる。大きな本社ビルを新築したりする「エンパイア・ビルディング」がその例である。そこで、経営者をできるだけ株主のために、精一杯働かせる仕組みがガバナンスである。

ところが、こうしたエージェンシー問題は、株式会社の経営だけでなく、年金基金にも存在する。一つは、年金基金の意思決定にあたる理事と、加入者やスポンサー企業の間であり、もう一つが年金基金と資産運用や決済にあたる金融機関の間である（図表1）。資産運用にこのエージェンシー問題があると、同じリスクなのにリターンが低かったり、余計なコストがかかる。

図表1：年金基金におけるガバナンス（規律づけ）の連鎖



こうした弊害を最小化する手段の一つが受託者責任に関わる法規定である。これによると、運営管理責任者や金融機関は、加入者の利益に忠実に、注意深く、また情報公開を怠らずにその仕事をしなくてはならない。わが国でも昨年成立した確定給付企業年金法により基金の理事、事業主らの忠実義務が定められた。また、その施行令では、分散投資が義務づけられ、政策的な資産構成割合を策定し、その際に専門的知識を有する経験者を置くことが努力義務となった。これに民法の委任の規定による注意義務を重ね合わせると、米国のエリサ法とほぼ同様の受託者責任規定が整備されたと言えよう。

しかし、理事ら運営管理責任者に対するガバナンスを徹底するためには、法規定を整備しただけでは十分とは言えない。株式会社の例に戻って説明すると、業務執行役員や取締役は、受託者として株主への忠実義務や注意義務を負うことが法律上明確になっている。しかし、世界中でコーポレート・ガバナンスの欠陥が議論されている。たとえば、株主が経営者に責任を取らせようとしても、裁判所はそもそも、明らかな忠実義務や注意義務違反以外は、経営判断の良し悪しを問わないというルール（ビジネス・ジャッジメント・ルール）がある。だからこそ、法廷では追求できないような経営責任を問う仕組みが必要なのである。

コーポレート・ガバナンスの充実を目指した、わが国の先頃の商法改正では、取締役の報酬・選任・監査に関する委員会を設ければ、監査役を廃止できることとした。これは受託者責任の規定に加えて、仕事に相応しい人材の選任・解任と報酬（インセンティブ）がガバナンスの条件であることを物語っている。同様に年金基金の良きガバナンスの条件も、運用執行理事など鍵となるポジションへの専門的な人材の登用と、成果に応じた報酬の二点である。

ただ、実際にはいくつかの注意が必要である。第一に規模や運用内容により求められる人材は変わる。米国のある調査によると、ガバナンスが十分でない、意思決定が遅れ、運用に相応しい人材が確保できず、そのために運用利回りが1%程度低下しているという。しかし、10億円～20億円程度の資産規模の年金では、1%の利回り改善は専門家を一人雇う人件費で相殺されてしまう。また、インハウス運用を手がけていない基金の運営管理責任者には、ファンド・マネージャー経験は必須ではない。これらの場合には、内部の人的資源を充実させるより、コンサルタントなど外部の資源を有効に活用する選択肢も考慮すべきである。

第二に成果に応じた報酬といっても、単純なリターン至上主義では、過剰なリスクを取るモデルハザードを招く。過剰なリスクを抑えるためには、定性的な評価に重点を置くことである。たとえば、政策資産配分を決める際に負債や抛出の状況を考慮したか、リスク・リターンの予測の際に経済構造の変化の可能性を考えたか、運用機関を選定する際、外部を含めて十分なヒアリングを実施したか、などである。また、定量的評価の際には、①できるだけ中長期のパフォーマンスに重点を置く、②シャープ・レシオなどでリスクを調整する、ことも必要である。

実際、米国の小規模な企業年金では専担者がせいぜい一人であり、スポンサー企業に準じた人事考課の下にある。他方、カリフォルニア州公務員年金（カルパス）など大規模な公的基金では、民間と競合するポジションには通常の公務員と異なる給与体系とした上、①定量だけでなく定性的要因を含める、②定量評価では過去1年、3年、5年の評価のウェイトを各々10%、40%、50%とする、など工夫して、報酬を決めている。さらに、スポンサーの中で、報酬を決める委員会のメンバーが十分な資産運用の知識を有していないと、公正な評価ができないことは当然である。

わが国では、公私を問わず年金基金が、必要に応じてコンサルタントを活用しながら、政策資産配分や運用機関の評価・選定手続きを策定している。しかし、少なくとも大規模な年金基金では、それを実行に移す人材を確保して、スポンサーと利害が一致するように働いてもらうインセンティブを用意しないことには、良きガバナンスは実現できないだろう。人材の確保と適切なインセンティブの設定こそ、年金基金の効率的な運営の重要な前提である。