

年金運用改革の展望（下）

負債サイドの見直しに続き、運用面の改善を模索・検討する基金が増えてくるだろう。政策アセット・ミックスの見直しと、リスク管理体制の構築が急務であり、このような年金運用全体に対する体制づくりが、年金ガバナンスの改善に結びつくことになる。

わが国の年金運用は、多くの規制の下で行われてきたが、1997年12月に、いわゆる5:3:3:2規制が撤廃されて以降、運用や制度面の規制緩和が進められ、基金の裁量は大幅に広がった。多くの基金では、運用環境悪化による積立不足の解消や、高い予定利率の達成のために、株式などのリスク資産を増やし、高いリターンを狙った。一旦、基金財政は改善したが、2000年度以降の株安に直面し、運用リスクの厳しさを改めて認識することになった。

そのため、厚生年金基金連合会のリスク管理研究会が、政策アセット・ミックスの策定や、アクティブ・リスク管理についての報告を発表したことに代表されるように、リスク管理に対する注目が高まった。従来のあいまいなリスクテイクよりも、リスクの適切なコントロールが、基金にとってプラスとなることが認識されるようになってきた。

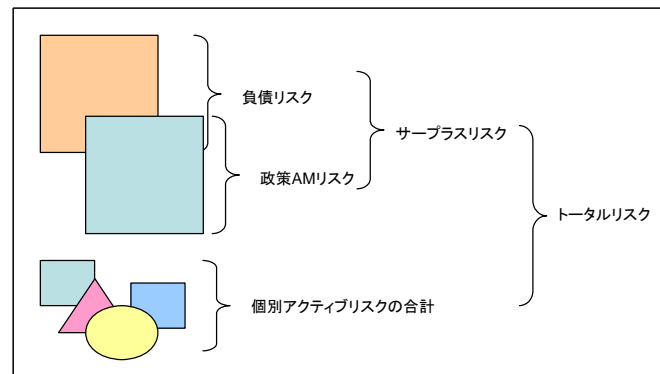
そもそもリスク管理は、金融機関が規制に対応するために発展してきた。特に最近では、コンピュータなどの進歩もあり、その手法は急速に高度化している。金融機関の経営においても、リスク管理は重要という認識が高まり、付加価値を生み出す源泉とも考えられるに至った。一方、米国の年金基金では、効率的なリスク管理を行うため、金融機関で発展した手法を、年金運用に改変して取り入れ始めた。近い将来、わが国でも、このような試みを行う基金が多くなると予測できる。

効率的なリスク管理のためには、政策アセット・ミックス（政策AM）の再確認と、リバランス方針の確立が急務である。年金運用では政策AMのリスクが運用リスクの大半を占める。しかも、負債と政策AMは密接に結びついているものであり、代行返上などで負債サイドが見直されたならば、政策AMの見直しは不可欠である。その上で重要なことは、年金基金の市場リスクと、母体企業のリスク負担能力とを密接にリンクさせることである。

また、適切なリバランスには、その基準づくりが必要である。先端的な基金では、リスクの数値基準を設けて、「通常範囲」なのか「危険域」にあるのか判断を行って、必要な行動が速やかにとれるように対処しているようだ。

リスク管理ではアクティブ・リスクが重視されがちであるが、基金が負担するリスクのうち、その大きさと重要性を考えると、政策AMに関するリスク、あるいは、政策AMと負債の差であるサープラスに対するリスク管理が重要である。政策AMの見直しと体系的なモニタリングが、基金全体の「効率的なリスク配分」に大きな影響を与えることになる（図表1）。

図表1：年金基金のリスクとその大きさ(概念図)



リスク管理と並んで今後注目されるのが年金ガバナンスであろう。「年金基金によるコーポレート・ガバナンス」は議決権行使などで有名であるが、「年金ガバナンス」という新しい言葉を最近よく耳にするようになった。ガバナンスとは「エージェンシー問題」に対処する手法の一つである。エージェンシー問題とは、利害関係者の利害が異なるため、その目的達成が困難になったり、余計なコストがかかったりすることである。

年金運用では、年金基金と運用会社との間や、年金基金と母体企業との間にエージェンシー問題が存在する。例えば、基金は長期的に安定的なリターンを達成すればよいが、母体企業は、短期的な市場リスクにさらされることを避けたいと考えるかもしれない。このような問題があると、基金が考えるより過少／過剰リスクとなり、結果的に、企業や加入者のコスト負担増となり得る。この問題への対処の第一歩は、法規定の整備であり、年金運用の受託者責任が明文化された。しかし、法律の整備だけでは問題が解決しない。法律で対処できない問題について解決の仕組みを作ることが「ガバナンス」と言える。

カナダの有名なコンサルタントであるアムバクシア氏の研究によると、「悪いガバナンスの例として、①意思決定プロセスが効率的でないため問題解決に時間がかかる、②資源（人材、資金、設備）が十分ない、③問題の焦点が定まらず役割が明確でない。」場合があげられている。また、「年金基金のガバナンスの良し悪しで年率1%のパフォーマンス格差になる。」という調査結果を報告している。米国のカリフォルニア州公務員年金（カルパス）では、利害関係者の長期的な利害を一致させるような仕組みをつくるのが、年金ガバナンスの向上には大切で、そのためには、年金基金や運用会社に対して長期的なパフォーマンスを向上させる動機付けを行い、それと報酬をリンクさせることが鍵であると議論されている。

わが国においても、合理的なアクティブ・リスクの追求と、適切なリスク管理を行う中で、パフォーマンスの改善には基金全体のガバナンス見直しが必要との動きも出てくるはずである。今のところ、大規模な基金でないと、抜本的な改善はコスト的に難しいと思われるが、中規模な基金でも、外部リソースを活用したりして、年金運用の改善を図るべきである。また、このようなサービスを提供できる運用会社やコンサルティング会社に基金のニーズが集まることになるだろう。