



# NRI

## 国際年金研究シリーズ

**Vol.7 2012.3**

# はじめに

株式会社野村総合研究所  
金融ITイノベーション研究部  
上席研究員

堀江 貞之

2011年度、日本の年金ファンドは、また新たな難題に直面することとなった。今年の2月になりAIJ投資顧問の年金資金消失問題が浮上、足下で年金資産の運用管理体制を再度見直す必要に迫られているのである。さらに、相場環境は2012年に入って幾分回復したものの、年度を通すと再びマイナスのリターンとなった年金ファンドも多く、年金資産運用は困難な環境の中に置かれている。年金ファンドは、年金資産の運用管理をさらに透明性の高いプロセスに変えた上で、内容の高度化も行うという新たな挑戦に向かっていかねばならないだろう。

今回の「NRI国際年金研究シリーズ」Vol.7は、日本株式の集中投資、受託者責任の再定義、年金準備金ファンドの運用のあり方、DCプランの新たな運用手法など、年金運営のあり方そのものの議論を含む興味深い論文から構成されている。

最初の野村総合研究所の論文は、最近日本でも登場し始めた「集中投資」という新たな運用スタイルについてその特徴や分類など、投資を行う際のガイド役を果たすものとなっている。

ロットマン年金マネジメント国際センター（略称ICPM）が発行する、Rotman International Journal of Pension Management（略称RIJPM）の2本の論文（全訳）のうち、最初の論文「バランスのとれた受託者責任の再生に向けて」は、注意義務と忠実義務という主として2つの義務から構成される受託者責任が、注意義務に意識が行き過ぎた結果、年金ファンドの横並び主義を助長し、資本市場に悪影響を及ぼしたのではないかとの問題意識を持ち書かれた論文である。受託者責任のもう一方の柱である忠実義務にも目を向け世代間の公平性にも配慮した投資行動が必要であり、このバランスのとれた投資行動が年金ガバナンスやリスク管理の内容を改善する鍵になると指摘している。「年金準備基金：形態と機能を適合させるために」は、国が運営する大規模な年金準備金制度が不当な政治介入から保護され、優れた運用成績を上げるための基本条件を考察している。

2つの抄訳、「オーストラリアのスーパーアニュエーション業界にバトン流改革を」、「DCプラン加入者が真に求めているもの」はそれぞれ、豪州のDC年金制度改革における規制当局の改革案の必要性、DCプランにおけるライフサイクルファンドの有効性を高める、ダイナミックに配分比率変更を行う新たな運用手法を紹介している。特に2番目の論文は、今後10年以上の長期にわたって老後の資産形成を考える場合の運用方法としてきわめて示唆に富む分析を行っている。是非、本文もお読みいただきたい。

# Contents

- 04** **日本株式の集中投資の現状と課題**  
—原点回帰した株式の運用スタイル—  
堀江 貞之
- 14** **バランスのとれた受託者責任の再生に向けて**  
Reclaiming Fiduciary Duty Balance  
JAMES HAWLEY, KEITH JOHNSON, and ED WAITZER  
(Rotman International Journal of Pension Management Vol.4-Issue 2-Fall 2011)
- 28** **年金準備基金：形態と機能を適合させるために**  
Pension Reserve Funds: Aligning Form and Function  
GORDON L. CLARK and ASHBY H.B. MONK  
(Rotman International Journal of Pension Management Vol.4-Issue 2-Fall 2011)
- 37** (抄訳) **オーストラリアのスーパーアニュエーション業界にボタン流改革を**  
Buttoning Up Australian Superannuation  
JACK GRAY and BILL WATSON  
(Rotman International Journal of Pension Management Vol.4-Issue 2-Fall 2011)
- 38** (抄訳) **DCプラン加入者が真に求めているもの**  
What DC Plan Members Really Want  
IOULIA TRETIAKOVA and MARK S. YAMADA  
(Rotman International Journal of Pension Management Vol.4-Issue 2-Fall 2011)

# 日本株式の集中投資の現状と課題

—原点回帰した株式の運用スタイル—

堀江 貞之

野村総合研究所 金融ITイノベーション研究部 上席研究員

最近、日本株式において「集中投資」という新たなアクティブ運用のスタイルが登場している。海外では以前から存在していたが、日本に所在地のある運用会社でも10社以上が既に運用を行っていると考えられる。集中投資とは、その名の通り、30以下といった少数の企業の株式に投資をする運用手法であり、「分散投資」との対比で命名されたものである。「厳選投資」と呼ぶ人もいる。米国でも集中投資の投資信託は昔から存在し、「Focus Fund」や「Concentrated Fund」といった名称で知られている。世界で最も成功した投資家の1人であるウォーレン・バフェットの運用方法も集中投資である。

集中投資の動機はいたって単純である。株価上昇が期待できると確信の持てる企業の株式にのみ投資を集中した方が、リターンが高くなるのではないかと、いうものである。「ベストアイデア」をポートフォリオの中に詰め込み、高いリターンを実現しようとする運用方法である。

本稿ではまず、日本株式で集中投資が必要とされる理由について説明する。そして最近登場し始めた集中投資の類型化と特徴の整理を行い、どのように良い集中投資マネジャーを見分ければよいかを考え、最後に集中投資が普及するための条件を探っていく。

## 1 日本で集中投資が必要とされる背景

年金ファンドを代表格とする日本の機関投資家のポートフォリオの中で、日本株式は資産の成長ドライバーの中核としての位置づけを常に担ってきたと考えられる。しかし、過去20年間はほとんどの期間で株価が下落、ファンドのリターンが低迷する主たる原因となっている。パッシブ運用であれ、アクティブ運用であれ、日本株式への投資を通じて年金ファンドが期待するプラスの

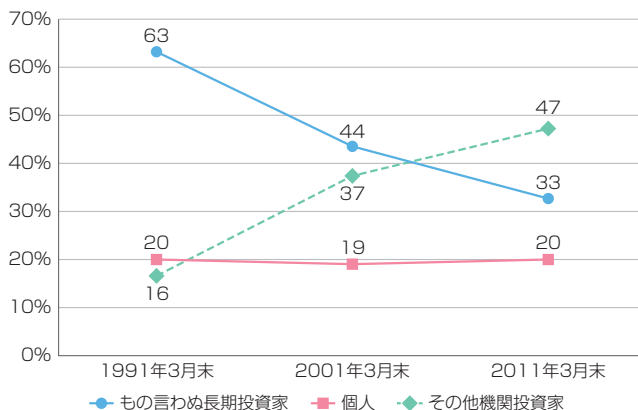
リターンを享受することはできなかったわけである。

1990年以降2011年まで日本企業の株価が大きく下落した主たる理由はバリュエーション調整である。株価収益率（PER）などで見たバリュエーション水準が過大評価水準（1989年当時PERは約80倍）から、国際標準レベル（2011年末現在の来期予想ベースで約12倍）まで大きく下落したことが、多くのアナリスト・ストラテジストから指摘されている。一方、同じ期間、一株当たり利益（EPS）は約2倍の水準に上昇している。バリュエーション調整が株価下落の最も大きな原因であったことは明らかである。

バリュエーションの変化（PERの低下）は、投資家の保有構成がこの間大きく変わったこと（図表1を参照）から説明されているようである。つまり、事業会社、金融機関などの「もの言わぬ長期投資家」が持ち合い株式を大幅に減らした一方で、外人投資家などの機関投資家が増加し国際的な比較感を持って日本株式を評価し始めたことが、株価のバリュエーションが国際水準並みに低下した大きな要因と考えられている。

また欧米と比べ、自己資本利益率（ROE）が現時点でも低水準に留まっていることが今後の株価上昇が見込

図表1 日本の株式市場の投資家構成割合の変化



(出所) 東京証券取引所等の「株式分布状況調査」を基に野村総合研究所が作成

めない主たる要因と考えられている。ROEが低水準に留まっている主な理由が、財務レバレッジや総資本回転率の低さによるのではなく、利益率の低さにあることも多くの実証研究から明らかになっている。

企業の利益率が低い理由は幾つか考えられる。差別化が難しい類似の商品（例えば一般的な家電製品）を多くの企業が製造しコスト面での重複が多いこと、雇用確保を優先し賃金水準の調整で対応したため最適な資源配置が行われなかったこと、急激な高齢化が進展し国内市場では大きな需要減退となったこと、コーポレートガバナンスが十分に機能せず企業業績向上に対する経営規律が十分に効かなかったことなどである。今、世界の幾つかの国で生じているバブル崩壊に伴うデレバレッジが、日本で1990年代にいち早く起こったことも全体の成長を押し下げたと考えられる。

今後、日本企業の株価が上昇するかどうかは、バリュエーションがどう変化するかと企業の利益率が上昇するかどうかは鍵となる。バリュエーションの変化は将来の株価に対する投資家の期待がどのように変化するかに依存して決まるため、予想は困難である。本稿では、現在のバリュエーション水準がそのまま継続すると仮定して、企業の利益率に絞って、その改善に寄与する新たなアクティブ運用の一例として「集中投資」を取り上げ、その現状と今後の課題を探っていく。

## 2 なぜ日本株式で集中投資が必要なのか

1980年代までは、日本は高度経済成長下にあり、市場全体で株価が上昇していたため、投資する企業の選別の良し悪しにあまり関係なく、多くの投資家はプラスのリターンを得ることが出来た。しかし1990年代以降、下落もしくはボックス圏相場がほとんどで、業績の優れた企業を選別することがプラスのリターンを獲得する上で重要になったと考えられる。現に、2002年から2011年までの10年間で、TOPIX（東証株価指数）は約2割値下がりしているが、個別企業をリターン順にランキングすると、ちょうど中位の企業では約2%のプラスリターンとなっている。数の上では半数以上の企業

の株価がプラスであったわけで、銘柄選択をうまく行えば市場全体がマイナスであってもプラスのリターンを獲得できる機会は多かったことが分かる。低経済成長下では、多数銘柄への分散投資よりも、銘柄の選別により重きを置く運用スタイルが重要になると思われる。

一方、企業経営側の変化を見ると、日本は高齢化の進展などから低成長時代に入り、また経済が複雑化しているため、多様な視点から経営戦略を立て差別化を図っていくことが企業の成長にとって重要になっている。企業側は、社外取締役や競合他社の状況などにも知見を持つ投資家など、外部の利害関係者の意見も取り入れて、様々な視点から経営戦略を改善していくことが、利益を獲得する上で大切な時期に来ているのではないかと。

現在の日本の株式市場が置かれている環境は、1980年代までの高度成長を前提に多くの企業に分散投資を行うだけでリターンを獲得できる状況とは様変わりしたと言える。このような環境の中、投資家は選別投資を進め、また能力があれば場合により積極的に経営陣と対話することで企業価値を高める努力をすることが、投資家本来の役割を果たすことになるのではないかと。こうした時代環境に合ったアクティブ運用の一つが集中投資である。

## 3 集中投資の類型化

日本株式の集中投資マネジャーは、筆者が知っている限り大きく3つに分類できる。①「長期企業価値評価型（バフェット型）」、②「経営への積極関与型」、③「短中期カタリスト型」である（図表2参照）。3つの運用スタイルのうち、③を除くと、これまでの伝統的なアクティブ運用とは大きく異なる特徴を持っている。最も大きな違いは「長期投資」という点である。

「長期企業価値評価型」は大規模な企業を中心に、長期の企業価値評価を行い、様々な環境変化が起こっても確実なキャッシュフローが稼げる魅力の高い企業を特定し投資をする運用スタイルである。

「経営への積極関与型」は、長期の企業価値評価を行う点は第一の運用スタイルと似ているが、長期の企業価値を評価するだけでなく、企業価値向上を経営に働きか

図表2 日本株式の集中投資の類型化

	長期企業価値評価型	経営への積極関与型	短中期カタリスト型
差別化の源泉	①企業の長期キャッシュフロー創出能力を見抜く能力	①企業の長期キャッシュフロー創出能力を見抜く能力 ②積極関与とその潜在能力を実現化し(キャッシュフロー化)価値向上を図る能力	①短中期企業業績の上方修正を見抜く能力 ②株価上昇のきっかけとなるカタリストを見抜く能力 ③他の投資家が知る情報内容の把握能力
対象となる候補企業	業種を代表する大型企業が中心	積極関与が容易な中小型企業が中心(経営トップへのアクセス容易、変革スピードの速さ、経営資源不十分)	どのような企業でも候補となり得る
候補企業数	50～100銘柄(優秀企業&割安)	中小型企業を中心に多数存在	多数存在
必要なスキルセット	①短期運用に必要な「期待」の予測ではなく、長期の企業価値を評価する能力	①同左 ②経営コンサルティング、貸出審査、投資銀行等での事業再編経験など	①従来の株式運用のスキルセットと同等 ②株価上昇のきっかけとなるカタリストを見抜く能力
運用者の特徴	①調査分析に裏打ちされた投資先企業への強い信念 ②負けにへこたれない強い根性	同左	集中型と分散型を同じ運用スタイルで提供しているケースが多く、伝統的アクティブマネジャーとの差はあまりないように思われる
投資判断の判定基準	購入した理由の妥当性	同左	株価
1ファンドの運用上限額	1～2億円が通常、3億円超も可能との意見もある	1千億円程度という意見から5千億円まで可能という意見まで様々	1～2億円という意見が多い
現金の保有比率	場合により現金比率は20%を超える	同左	フルインベストメント
価格変動性	理論的には高いが、ベンチマークに比べ下方耐性のあるファンドが多い	同左	価格変動性は通常のファンドよりも高い
目標リターン(絶対値)	5～10%	10～15%	10～20%
回転率	10～20%	10～20%	50～100%

(出所) 運用会社へのインタビューなどを通じて野村総合研究所作成

ける点に違いがある。それは中小型の企業を中心に、キャッシュフローが稼げる魅力度の高い企業に投資するだけでなく、ガバナンス改善、IR見直し、財務戦略の提言、運営プロセス改革、経営計画の策定、配当政策の見直しなど多岐に亘る企業価値向上(バリューアップ)のための提案を経営陣に対して行い、さらなる長期的な株価向上を図る点に特徴がある。

第三の「短中期カタリスト型」は上記2つの運用スタイルとは大きく異なり、伝統的なアクティブ運用の拡張版と考えられる。例えば、向こう1～2年の業績予想を行うのだが、他の投資家がまだ織り込んでいない情報で自社のみが知っている情報やカタリスト(株価を動かす何かのきっかけ)に基づき、利益の急増などの理由により株価の急上昇が期待できる企業に集中投資する方法が多い。この運用スタイルを採用する運用会社の多くは、同じ銘柄選択手法で「分散型」ファンドも同時に提供している。その情報に対する確信度が高いファンドを「集中型」、確信度が相対的に低いものまで含めたものを「分散型」と称している場合が多い。

この第三の運用スタイルは、他の投資家の期待や情報に関する分析を含むという意味で、これまでの伝統的な短期ゲームの延長線上にある。個人的な見解だが、日本の株式市場への貢献という視点からはあまり大きな意味を持たない運用スタイルだと思われる。今の日本の株式

市場に必要とされるのは、これまでの伝統的投資家が果たしてこなかった役割ではないかと思うからである。

ここで今一度、株式市場の投資家の主な役割を整理しておきたい。一般的に投資家の役割として、①価格発見機能(株式市場で売買を行うことで株価を付け流動性を提供すること)、②効率的な資金配分機能(企業価値向上が見込める優良企業に資金提供を行い、そうでない企業との間で株価の格差を付け、優勝劣敗を促すこと)、という2つの機能が指摘されてきた。現在はそれら2つの機能に加え、③経営規律の向上支援機能(議決権行使、経営者との対話など)の提供も投資家に期待されているのではないかと。低成長下にある日本では、特に②と③の機能に貢献することで、企業間の優勝劣敗を明確に株価に反映させ株式市場のダイナミズムを促すと共に、コーポレートガバナンスの改善にも投資家側から貢献を行い、企業価値を高めていくことが必要になっていると考えられる。

低成長の経済の下では、このように投資家の果たすべき役割が変化していると考えられるが、集中投資の中で最初の2つの運用スタイルは、時代の変化に対応した、投資家として果たすべき新たな役割(②と③の役割)を担うことが出来る運用スタイルだと考えられる。以下ではこの2つの運用スタイルに絞って内容を掘り下げて述べてみたい。

## 4 集中投資が持つ共通の特徴

集中投資には、従来の運用スタイルとは異なる様々な特徴がある。ここでは共通する特徴についてこれまでの運用スタイルと対比させながらポイントを説明してみたい。

### (1) 集中投資である理由

まず「集中」という点だが、2つの運用スタイルとも10~40銘柄程度の少数の企業に集中投資している。投資企業数を少数に集中させる理由として、以下のよう

- ① 長期保有を前提とし、魅力的と思われる企業の内容を詳細なレベルまで徹底的に調査することで、その企業の将来見通しに対する確信度が高くなり、自信を持って大量保有できる。そのために結果として少数企業の保有となる。
- ② 長期的に有望であると確信が持て、なおかつ割安な価格である企業の数自体がそもそもあまり多くならない。多くの投資家が注目すればするほど割安でなくなり、投資する企業数が減少することになるからである。
- ③ 「経営への積極関与型」では、長期保有を前提に徹底調査を実施すると同時に、さらに経営に対する提案を行うため多くの手間が掛かり、1人の運用マネジャーが担当できる企業数が限られる。そのために、優れた運用マネジャーを多く揃えない限り、投資できる企業数自体が少なくならざるを得ない。

①と②は、長期企業価値評価型という運用スタイルから必然的にもたらされる、「高確信度」と「対象となりうる企業数が少ない」という特徴に根ざしたものと考えられ、③は経営への積極関与型に特有の理由によるものである。欧米の優秀なアクティブ型の長期投資マネジャーも、上記3つの理由で集中投資となっているように思われる。米国の「長期企業価値評価型」の代表的な投資会社であるパークシャー・ハサウェイ<sup>1)</sup>も、資金規模は大きい少数の企業に集中的に投資している。2011年末現在で6兆円と極めて大規模な資産運用を行っているが、投資額の9割の投資先企業はわずか14

社<sup>2)</sup>に留まっている。

### (2) フィードバックループの良さに基づく運用成績の継続性

2番目の共通点は、投資判断の良し悪しを「株価」ではなく「企業業績」で行っており、過去の良好な運用成績が将来も継続する傾向がある点である。

伝統的な短期のアクティブ運用の難しさの一つは、投資判断の良し悪しの判定が困難なことである。ノイズの多い短期の株価変動を相手にした場合、株価変動のうち、どの程度が自分の予見した期待が的中した部分かを見極めることは難しい。そのため、自分の予想がどの程度の中しかが不明確なまま次の売買意思決定を行わざるを得ない。従って、運用手法の改善に結びつきにくく、継続的に超過リターンを獲得しにくいと考えられる。このような投資判断をフィードバックループの効きにくい意思決定と呼んでいる。フィードバックループとは、決定の結果を見て、行った意思決定の良し悪しを評価し、今後の意思決定の改善を図る仕組みを指す。

一方、同じ株式運用でもここで取り上げた集中投資は「株式市場（期待市場）」ではなく「実物市場」を見る運用、つまり企業業績を予測する運用である。企業業績の中にも確かに「運」が入り込む余地はあるが、株価に比べ相対的にノイズの量は少なく、伝統的なアクティブ運用に比べフィードバックループの効きやすい意思決定となっていると考えられる。

集中投資では、長期の業績向上が期待できる企業がどれかを予測する。そのためには、ビジネスの質や経営の質といった企業の定性的な部分の分析能力が欠かせない。このような基準で選定した企業の中から、株価が相対的に割安で投資効率の高いものを購入する。やや誇張した言い方になるが、期待市場である株式市場は、最後に投資効率が良いかどうかを判断するために見るだけで、企業選択の基準はあくまで実物市場にある。

投資期間が長期であれば、さらに業績の中にノイズの量は少なくなり、意思決定の良し悪しを判断することが容易になる。つまり、フィードバックループがより効きやすいことになる。さらに長期の株価は長期業績に連動する確率が高いため、業績見通しが正しい運用マネジャーは、結果的に株価が上昇し高いリターンが得られ

るはずである。従って、過去の運用成績が将来も継続する可能性が従来の伝統的なアクティブ運用よりも高いと考えることができるのである。

### (3) 特異な価格変動性

3番目の共通点は、価格変動性がベンチマークに比べ高くなる可能性が高いことである。集中投資であり、ベンチマークに比べ分散効果が低いため、ポートフォリオ全体の変動性は高くなるのは当然である。長期的に高いリターンが獲得できたとしても、短期的にはベンチマークから大きく劣化するリターンになることも覚悟しなければならない。顧客にとって、このベンチマークから短期的にリターンが大きく乖離することが、長期集中投資を採用する場合の最大の懸念点になると考えられる。

しかし、日本株で集中投資を行っているファンドのリターンを見ると、ベンチマークが下落している時に、むしろベンチマークよりも下げ幅が小さいケースが多くなっている。この現象は、集中投資の企業選択の基準と関係していると考えられる。集中投資では、財務力の強固な企業を選択するケースが多く、そのような企業は市場の下落局面で相対的に下げ幅が小さいという特性を持つからである。理論的には高い変動性であるはずの集中投資が、下降局面で意外に下落幅が低いという現象がどのような相場の下降局面でも成り立つとは考えにくい。集中投資の特徴の一つと考えられる。

### (4) 運用目標は絶対リターン

別の共通点は、運用目標を一般的な株式指数（ベンチマーク）ではなく、絶対リターンにしていることが多い点である。「資産保全」、つまり投資元本を極力減らさないという点を強調しているファンドも多く見られる。そのために、現金を持つことを運用の条件とする場合がある。長期で絶対リターンを狙うには、割高な株価が付いている時はそのような企業を保有せずに現金を持って株価が安くなる機会を待つことが重要になるからである。

目標とする絶対リターンの水準は運用スタイルによりやや異なる。長期企業価値評価型は長期的に年率10%以上の利益成長が見込める企業への投資を狙う場合が普通で、PERの変化がなければ約10%のリターンが期待できるとしている。経営への積極関与型では積極関与に

よってさらに利益成長率を高めることを運用目標としており、目標リターンも10~20%と高い。

ただし、顧客向けの資料では、はっきりと絶対リターンが目標とは掲げず、「ベンチマークに対して年率で5%以上の超過リターンを目指す」といった相対リターンで示すケースも多い。マーケティング上、そのように説明した方が顧客は理解しやすく販売が容易という側面があるからだと思われる。米国のパークシャー・ハサウェイも資産保全が運用の大きな目的としているが、会長レターの冒頭には、運用成績を分かりやすく説明するため、S&P500という株価指数との差が表示されている。

### (5) 低い売買回転率

長期保有が前提となっているため、当然の結果として売買回転率は低い。年間で10~20%という回転率のファンドが多く、平均すると1つの企業を5年から10年間は保有していることになる。ただし、この回転率は、目標リターンが高いほど上昇する傾向がある。目標が高い運用スタイルでは、いくら良い企業であっても株価が高くなれば売却し、より高いリターンが期待できる企業に乗り換えていかねばならず、自ずと回転率が高くなるからである。言い換えると目標リターンの高いファンドほど、目標株価を明確に決めその価格に到達したら全額売却する、といった売却基準が厳格化されていると言える。同じ長期企業価値評価型の運用でも、この目標リターンの違いにより回転率は異なり、場合により30%以上になる場合もある。

## 5 2つの集中投資の相違点

2つの集中投資には相違点も多い。ここではその違いについて説明してみたい。

### (1) 銘柄選択の違いから生じる対象企業の差

最大の違いは長期企業価値評価型の保有企業は業界を代表する大企業が中心であるのに対し、積極関与型は中小型株が多いという点である。その違いは企業選択の基準がやや違うことに起因していると考えられる。図表3と図表4に日本株およびグローバル株式でそれぞれ長期企業価値評価型の運用スタイルを採用している運用会社



図表3 日本株式の長期企業価値評価型運用会社の企業選定基準

運用会社	各社が企業選定上重視する要因
A社	①無形価値/フランチャイズ・バリュー（持続的な競争優位による長期的なFCF創出の源泉）：ブランド力・技術開発力・顧客基盤・経営力、②将来のFCFに対する株価の割安性を評価：予想FCF利回り
B社	①潤沢なキャッシュフローを長期継続的に創出できる「仕組み」（産業構造：事業環境・ビジネスモデル（＝付加価値の高い産業、競合有利な状況、長期的潮流）、割安度判断でも「仕組み」の質的・量的評価を重視）、②企業価値の源泉の分散を考慮に入れたポートフォリオ構築（＝質的分散）
C社	①ビジネスモデルが理解しやすい、②本質的に安全なビジネス、③負債が少なくバランス・シートが健全、④参入障壁が高いビジネス、⑤平均以上のROEと安定した利益の成長、⑥短期的景気動向に左右されない安定したキャッシュフロー生成力、⑦有能かつ株主利益を理解した経営陣
D社	①限界利益率（＝1－変動費/売上高）の上昇企業（製品需給・競合状況・市場シェア、材料コスト、製造工程、歩留り率等の分析）を選択、②主要製品の高い競争力（価格上昇、数量増大、支配的市場シェアの獲得が可能となる製品を有する企業）

（出所）各社の運用戦略説明資料、ヒアリングなどをベースに野村総合研究所作成

の企業選択基準を示した。これらの選択基準で共通するのは、経営者の資質、ビジネスの競争条件といった定性的な項目が多く、それらの項目が長期的な企業の収益性を左右すると考えている点である。このような基準に適合するのは「その企業がなければ業界自体が成り立たないような企業」、すなわち業界を代表する企業が多い。長期企業価値評価型ではこのような基準を満たし、なおかつ株価が割安な企業を選別して集中投資をしている。

一方、積極関与型では、長期企業価値評価型のような企業選定基準は当然重要だが、それ以上に、積極関与によってさらなる収益性向上を図ることが出来るかどうかが必要になる。図表5は日本株式で積極関与型に分類できる運用会社の、積極関与によってバリューアップを行う方法をまとめたものである。投資企業の収益力が元々高いことも重要であるが、それ以上に積極関与が容易であることが重要になる。その条件としては、経営トップへのアクセスが容易であること、変革スピードが速いこと、経営資源が不十分であり改善余地が大きいことなどがあげられ、それらの条件を満たす企業は中小型企業が中心になるのである。

(2) 必要とされるスキルセット

必要とされるスキルセットにも、この2つの運用スタ

イルには大きな違いがある。長期企業価値評価型の運用に必要なスキルは、企業の長期的な収益力を見抜く能力である。株式の伝統的アクティブ運用では、このスキルセットよりも他の投資家の期待を予測する能力の方が重要視されてきた。企業業績の予測は従来のアクティブ運用でも行われてきたが、ここで必要なスキルセットは、企業の長期キャッシュフローを生み出す能力を徹底した分析によって見抜くことであり、企業に関する深い洞察力が求められる。

一方、積極関与型では、企業の利益向上に資する提言を経営者に行う能力が必要とされる。利益を高める提言には、金融だけでなく産業分野の知識が不可欠である。実業の世界で利益を上げるアイデアを出すことが求められており、これまで運用マネジャーが行ってきた業務およびスキルとは大きな違いがあると考えられる。実際、積極関与型の運用会社のポートフォリオマネジャーの出身を見ると、経営コンサルタントであったり、投資銀行でM&A活動を行っていたスタッフであったりと、伝統的な株式運用経験者は少ないように見受けられる。

このスキルは資産運用業界では稀少だが、広く産業界に目を転じれば存在する可能性がある。例えば、近年の総合商社の活動から判断すると、彼らにはそのような潜

図表4 グローバル株式の長期企業価値評価型運用会社の企業選定基準

運用会社	各運用会社が企業選定上重視する要因
A社 <sup>(注1)</sup>	①クオリティ（経営陣：誠実性・少数株主との利害の一致・明確な戦略・革新性・リスクへの感度・経験に裏付けられた実行能力、事業フランチャイズ：ブランド力・市場シェア・価格決定力・競争優位性、財務健全性：資金調達戦略・キャッシュフロー創出・負債による資金調達の妥当性）、②利益成長（継続性：実質成長5～10%・中長期視点・明確な利益成長・変化：シクリカルな変化・経営陣の変化・事業再構築）、③バリュエーション（適正価格：多様なバリュエーション算出基準・適正価値の算定・株価レビュー目標・マクロ環境変化の影響度）
B社 <sup>(注2)</sup>	①ビジネス品質（支配的な市場ポジション、高い参入障壁、価格決定力、予測可能なビジネス内容、サステナビリティ・ソリューションの一部を構成）、②マネジメント品質（誠実さを尊ぶカルチャー、株主への敬意、長期に対する優れた経営）
C社 <sup>(注3)</sup>	①顧客に不可欠な商品・サービスの提供、②忠誠心の高い顧客の存在、③業界もしくは提供市場におけるリーダーシップの保持、④持続可能な競争優位性、⑤高いROIC (Return On invested Capital)、⑥高いフリーキャッシュフロー
D社 <sup>(注4)</sup>	①利益率の高い企業（借入金に頼らない高いROIC、高い粗利益率：価格支配力、資本集約度の低いビジネスモデルによるFCF創出、強固なバランスシート）、②持続可能なROIC（無形資産：ブランド力、著作権、ライセンス、販売網等、支配的な市場占有率、安定した売上、地理的な分散、既存事業の相当な成長）、③ROICの維持に注力する経営陣（ブランド構築・維持のための創意工夫や投資を行う姿勢、ROICに着目する姿勢、規程ある資本活用、株主に有害な戦略的買収やインセンティブに注意）

（注1）アジア・パシフィック（除く日本）及びグローバルエマージング株式の運用における選定基準の一例 （注2）サステイナブル投資を標榜する運用会社のグローバル株式運用における選定基準の一例 （注3）米国大型株運用における選定基準の一例 （注4）グローバル株式運用における選定基準の一例

（出所）各社の運用戦略説明資料、ヒアリングなどをベースに野村総合研究所作成

図表5 日本株式の積極関与型運用会社のバリューアップの方法

運用会社	各社のバリューアップ施策の方法
A社	①「事業価値そのもの向上」(成長戦略策定、海外進出支援、中計策定、M&Aサポート、ブランド構築、事業部制導入、在庫回転率向上、事業ポートフォリオ再編、BPR、既存店売上向上等)、②「価値と価格のギャップ解消」(資本効率向上、株主還元方針策定、流動性向上策導入、IR資料作成、アナリストカバレッジ拡大、海外IR支援、東証昇格、リキャップCBの導入、等)
B社	コーポレートガバナンス(株主との利害一致:買収防止策・CB発行等、株主の権利保護、経営陣へのインセンティブ付与)、IR(ディスクロージャー改善、アナリストカバレッジの拡大、投資家の理解、成長戦略の明確な説明、アナリストからの信頼性向上、業績予想の正確性向上、グローバルコミュニケーション)、財務戦略(最適資本構成、資本効率性の改善:過剰現金の活用・ROICへの集中、配当政策の変更、自社株買い)、プロセス改革(ベンチマーキング、生産効率改善、ビジネスプロセス改革)、事業戦略(事業改革・売却、M&A、上場非上場判断)
C社	事業戦略(海外企業提携、国内販路拡大、提携買収案件、SVA導入、株価ドライバー認識、不採算事業の売却・撤退、M&Aサポート、遊休資産の有効活用、子会社の吸収合併、スピンオフ)、財務戦略(自社株買い、増配、株式消却、株式分割、市場変更、ROE目標設定・改善策)、インセンティブプラン(ストックオプション、従業員持ち株会)、株主対策(グローバルIRサポート)

(出所)各社の運用戦略説明資料、ヒアリングなどをベースに野村総合研究所作成

在能力があるように思われる。さらにいえば、従前から日本の商業銀行が債権者として企業経営者に対して行っているサポート活動の一部や審査活動は、ここでイメージしているものに近いように思われる。人数からいえばこの分野にいる銀行スタッフが一番多いであろうから、そのような能力を資産運用業界が活用すること一つの方法であろう。また1990年代のセルサイド(証券会社)アナリストは産業再編や経営戦略提言などを行っていたこともあり、積極関与型のスキルを持っていたと考えられる。

## 6 良い集中投資マネジャーの選択方法

この2つの運用スタイルを持つ運用会社の数が、日本株式でも最近増加していることは冒頭に述べた。特に「長期企業価値評価型」は大手の信託銀行からヘッジファンドまで10社以上が既に商品を提供していると考えられる。「経営への積極関与型」は、経営陣への提案など必要とされるスキルセットが、これまでの伝統的な運用会社が持っているものとはかなり異なるため、運用会社の数は5社程度に留まっている。

日本株式市場が長期低迷状態にあるため、少数の優良企業を選別する、これら運用スタイルに投資を行う企業年金も増加している。年金ファンドにとって課題となるのは、優れた集中投資マネジャーをどのように選択すれば良いのか、という点だと思われる。以下で選択のチェックポイントを示したい。

### (1) 長期の企業業績を見通す能力の確認

最も重要であるのは、長期の企業業績を見通すスキルセットを持っているかどうかの判断である。短期ゲーム

を行う運用マネジャーのスキルセットと、集中投資のスキルセットはかなり異なる。集中投資のスキルセットは、株価ではなく、最終的には長期の企業業績を正確に見通す能力にある。一方、短期ゲームを行う運用マネジャーは市場に参加している投資家の企業に対する期待の変化を読み取る能力が重要である。

従って、優れた集中投資マネジャーかどうかの判断は、株価見通しではなく企業業績という実物市場に関する彼らの見通しを、運用委託側の年金ファンドが理解できるかどうかにかかっている。金融に関する知識がなくとも、実業に携わった経験のある人であれば、企業業績の将来ストーリーを理解することは株価の将来ストーリーに比べて相対的には容易なのではないだろうか。短期指向の優れたアクティブマネジャーを選択できないからといって、集中投資マネジャーを選択できないということはないはずである。

さらに集中投資の場合は、投資先企業数は30社以下であることが多く、場合によっては10社で全体の投資額の8割以上を占めることもあり、全ての投資先企業の見通しを聞くことも可能である。もっと言えば、投資先企業全ての保有理由を聞く意思がなければ投資すべきでないかもしれない。投資先企業に予見できない不祥事が生じ株価が大きく下落することも考えられ、その場合はリターン下落幅が大きくなる可能性もある。年金ファンド自身が投資先企業の保有理由を納得した上で投資をしなければ後で後悔することになるため、運用委託する場合には保有理由を詳細にヒアリングするという、これまでとは異なるデューデリジェンスのプロセスが必要になるのではないかと。

「経営への積極関与型」のマネジャー選択を行う場合

には、上記の評価プロセスに加え、経営陣に働きかけて企業価値の向上（バリューアップ）を図る能力が備わっているかどうかを見極める必要がある。ここでは、過去に行った事例や現在行っている事例を詳細にヒアリングすることによって、能力の有無を評価することが重要な方法のように思われる。

年金ファンドの運用管理担当者の、実業で培った経験が、アクティブ型の長期投資家の選択に大いに役立つと考えられる。運用マネジャーと丹念に議論を重ねることでその能力を評価することが出来るのではないか。

## (2) スクリーニング基準の順序

もう一つのチェックポイントは、投資先企業を絞り込む第一次スクリーニング条件として、将来の企業業績以外の項目を利用しているかどうかである。例えば、第一次スクリーニング条件としてPERやPBRといった株価と関連した指標によって割安度を判定、その中から第二次スクリーニング条件として優れた業績を上げる企業を選択するという運用手法を採用しているケースをたまに見かけることがある。これは順序が逆である。まず将来高い業績を上げられる企業を選別し、そのスクリーニング条件を満足した中から、第二次スクリーニング条件として上記の割安指標などによって最終的に投資先企業を決定する方法を採用した方が良い。選ばれた「業績が良い」企業群について、割安・割高度合いの変化に従って組み入れ比率を調整していくことで、業績が良い企業への投資を継続でき、リターンをさらに高められる可能性が強いからである。

逆に、将来の企業業績以外の指標、例えば上記の割安度合いを使って第一次スクリーニングを行い、その中から業績が良い企業を選ぶとした場合、割安度合いは比較的短期間で変化すると考えられることから、また新たな割安企業の中から業績の良い企業を見つけ直す必要があり、運用プロセスが安定しない恐れがある。つまり、この運用方法では短期的な株価変動により「業績が良い企業を見つける」という本来の目的が邪魔される可能性があり、常に業績の良い企業をモニターし続けることによって企業選択眼を養うことが重要な運用にとって適切な運用プロセスとは考えにくい。

## 7 集中投資普及の条件

最後に、特に日本企業の価値向上を図るために意義があると思われる集中投資が、日本で発展するための条件について考えてみたい。集中投資はこれまで説明したとおり伝統的な運用スタイルとは異なる独特の特徴を持っている。投資企業が集中している故、リターンがベンチマークと大きく乖離することもあり、万人向きの商品とは思えない。この投資方法が普及するには、投資家の条件も含め、様々なハードルを越える必要があると考えられる。

### (1) 集中投資を理解する顧客の重要性

まず集中投資に投資しうる（機関）投資家の条件について考えてみたい。集中投資は、全ての投資家向けのものではなく、一定の条件が整った投資家のみが投資できる商品だと考えるからである。筆者は2つの条件が必要と考えている。第一に、運用管理チームに運用の権限を委譲する体制が整ったガバナンス構造、第二に運用管理チームに運用マネジャーの内容を十分に理解しリスク管理に長けた能力があることである。以下ではエール大学の事例でその条件について説明してみたい。

エール大学のCIOであるデイビッド・スウェンセンの米国株ポートフォリオは、名の知れた大規模な運用マネジャーは一社も採用しておらず、特定の業種などに集中投資する小規模なマネジャーばかりである。時には3銘柄しか保有していないケースもあるという。このようなマネジャーを採用しているのは、効率性の高い米国株式市場でベンチマークに勝とうとすれば、ベンチマークと大きく乖離したポートフォリオ構成が必要だとスウェンセンが考えているからである。集中投資を採用する理由、投資信念をエール大学は持っているわけである。

集中投資をしているが故に、リターンはベンチマークから大きく上下に乖離することが多くなる。エール大学のケースでは、米国株ポートフォリオのリターンは1995～98年の4年間で、ベンチマーク対比で年率4.3%（最悪時の1999年1月末には年率4.7%）も劣後することとなった。しかし、その時点でそれらマネ

ジャーを解約せず契約し続けることで、2002年末までの8年間で、結局年率11.2%もベンチマークを上回るリターンを獲得した。

エール大学でこのような運用が可能となった背景として、ポートフォリオ全体に対する米国株式の比率を20%（2011年には7%まで減少）とし、マネジャーのリターン悪化がポートフォリオ全体に及ぼす影響を最小限にとどめるといふ慎重なリスク管理を行っていたことも指摘できる。またチームの忍耐強さの背景には、各マネジャーの保有企業とその保有理由をすべて詳細に理解し、表面上のリターン悪化の中でも、その状況が継続するの否かについてある程度の見通しをもっていたことを挙げることができる。

資産運用業界で著名な思想家であったピーター・バーンスタインは別の言葉で、集中投資のような運用スタイルを採用できる投資家の条件を以下のように述べている。

「スキルのない運用マネジャーにアルファを生み出すことはできない。しかし、熱いオープンの上で立ち続けることができる我慢強い顧客（投資家）、銀行預金のようにならなくても好きなときに引き出せるものではなく、一定期間引き出しができないファンドと契約できる顧客が存在しなければ、どのようにスキルの高いマネジャーであっても、長期間持続し、統計的に有意な水準と考えられるほど大きなアルファを生み出すことはできない。ウォーレン・バフェットも、資金の引き出しが自由なオープンエンド形式のファンドで運用していれば、あのような素晴らしいリターンを獲得できたかどうかは疑わしい」

実際、日本株式で積極関与型の運用スタイルを採用しているある運用会社は顧客に3年間のロックアップ、つまり引き出し制限を設けている。そのため、現時点で日本の顧客はおらず全て欧米の財団・大学寄贈基金などで占められている。

集中投資は他のマネジャーと大きく異なる投資スタイルである。従って時によりそのマネジャーが大きくベンチマークに負け越すことは当然起こりうる。その条件を覚悟する勇気が投資家に必要である。そのような状況下で集中投資を採用し続けることができるかどうかは、運用マネジャーの運用に対するある程度高い理解力が求め

られるということであろう。集中投資で高いアルファを獲得するには、顧客である機関投資家にも厳しい条件が課されることを覚悟すべきであろう。

## (2) 受託者責任の再定義

集中投資を普及させるには、受託者責任を再定義することも不可欠であるように思う。集中投資のような長期投資ファンドへの投資には、それを正当化する理由も必要と考えられるからである。

受託者責任は、主として善管注意義務（duty of prudence）（prudent manルールという名の下で知られている）と忠実義務（loyalty、参加者を公平に扱う義務を含む）から構成され、機関投資家は最終受益者だけの利益を考えて行動することが求められる。しかし、その責任を果たすために、どのような投資プロセスを構築しなければならないかは明文化されておらず曖昧なままである。北米などでは、この受託者責任を再定義すべきとの議論が年金関係者の間で起こっている。注意義務に偏りすぎていた受託者責任を、忠実義務も同時に重視する方向に転換する動きである。

過去50年間の歴史を見ると、規制当局と受託者は2つの義務の中でも、注意義務に多くの焦点を当ててきたと考えられる。ここで注意義務は他のプロフェッショナルと同等のスキルを持って投資することと解釈されてきたと考えられる。その結果として、同じような投資行動を行っている同類の機関の行動原則に従うことを奨励してきたと思われる。群衆行動を助長するような受託者責任の解釈が行われていたということであろう。

しかし、巨額となった年金資金が短期指向かつ市場対比のベンチマークで運用されるケースが多くなるにつれ、この注意義務のみを重視することが市場の変動性を高め長期の価値創造を阻害することになっている、との批判が起こってきている。ここで鍵になる考え方が忠実義務を構成する「公平性（impartiality）」である。公平性は、受託者責任を構成する要素でありながら、これまであまり高い関心が寄せられてこなかった。この公平性を考慮するという義務が、「短期及び長期両方のバランスを取る」ことにつながると考えられる。「現在の退職者に対する給付の生成」と「将来の退職者に対する

キャピタルゲインの生成」は両方とも公平に考慮しなければならないからである。

北米などでは、注意義務と忠実義務の間で利害対立が生じる際、例えばこれまで行われてきた投資慣行がある受益者に対して過度に偏って利益を与えるようなケースでは、裁判所は、一般的に忠実義務を優先して紛争解決を図っているようである。この注意義務と忠実義務のバランスを取り戻すことが、受託者にとっての挑戦となる。長期視点を考慮することも受託者責任を構成するという解釈が広まってくれば、集中投資への関心もより高くなっていくと考えられる。

### (3) 運用マネジャーへの運用ガイドライン制定の必要性

受託者責任の見直しを行う中で、運用マネジャーが投資先企業に対してどのような関与を行うのか、ディスクロージャーさせてはどうかという議論も起きている。伝統的なアクティブ運用やパッシブ運用では、多数の企業へ分散投資を行うが故に、投資先企業への無関心につながり、ひいては企業に対する投資家からの規律が働かず株式市場全体のリターンそのものを高めないという結果に繋がっている、との見方が広がっているからである。

英国では、金融危機以降、「Stewardship Code」と呼ばれる、投資先企業への積極関与の方法について運用会社にディスクロージャーを求めるガイドラインの制定にまで議論が進んでいる。これは、傍観者的な投資家の態度が社会的に大きなコストを引き起こしたのではないかとの問題提起から始まったものである。年金ファンド等の機関投資家から運用委託を受けた運用マネジャーにも受託者責任があり、その定義の中でマネジャーの投資家としての責任を明確化しようという動きである。

ましてや日本は国際的に見て経済成長率が相対的に低い国と考えられる。長期の株式リターンはマクロレベルの経済成長率と連動する可能性が高く、運用会社みずからが企業に働きかけることで株式市場の平均リターンを高めることが受託者責任であると考えべきなのではないか。

## 8 新たな日本株運用の成長に向けて

集中投資が簡単には実行できないものであることは、

筆者も十分に理解しているつもりである。長期企業価値評価型の運用はその対象企業数が少ないことから万人のソリューションとはなりえない。また積極関与型の運用はそのスキルセットを持ち合わせたマネジャーが少ないという人材問題を抱えている。さらに、このような運用をマネジャーが提案しても、短期的な変動が大きく、他のマネジャーと大きく異なるリターンを生じることが避けられないため、サラリーマン的な運用管理を行っている機関投資家には採用しにくい面を持つと考えられる。

一方で、このような運用が成長すると、個別銘柄間のリターン格差が大きくなる可能性がある。優良企業に資金が集まり、そうではない企業は株価が低迷し退場が促される効果を持つからである。逆説的ではあるが、アクティブマネジャーの適切な資金配分が進むことで、株式市場が活性化し諸外国の市場と比べて日本株市場全体のベータ（リターン）が向上する可能性がある。高いアルファを狙うアクティブマネジャーの活動により、結果として市場全体（ベンチマーク）のリターンが向上する効果が期待出来るのである。

この運用が拡大する一番の早道は、この運用での成功事例が多く生まれることである。日本企業の価値向上に貢献するマネジャーが登場し成功を収めることで、この運用の人气が高まることを期待したい。この運用は困難であるが、運用マネジャーと年金ファンドが協力し、また企業からの情報提供も充実することで運用の裾野を拡大し、日本企業の復活の手助けをしなければならない。そうでなければ日本株の本格的な回復はない、という思いを、顧客である年金ファンドを含む機関投資家と運用マネジャーは共有すべきではないか。

(本稿は、証券アナリストジャーナル2012年6月号に掲載予定の「集中投資の現状と課題」を年金基金の視点を踏まえて修正し作成したものである。)

### Notes

1. 著名な投資家であるウォーレン・バフェットがCEOを務めている会社として有名。
2. 発行済み株式数の50%以上の株式を保有する子会社を除いた、少数株主として保有している企業への投資額。この14社で、資産全体の88%を占める。

# バランスのとれた受託者責任の再生に向けて

## James Hawley

米カリフォルニア州セント・メアリーズ大学のエルフェンワークス・フィデューシャリー・キャピタリズム研究センター部長、同経済・ビジネス学部教授。

## Keith Johnson

米ウイスコンシン大学法科大学院国際コーポレート・ガバナンス・イニシアチブのプログラム部長、ラインハルト・バーナー・ヴァンデューレン s.c.の機関投資家サービスグループ部長。

## Ed Waitzer

ヨーク大学（トロント、カナダ）のオスグッド・ホール法科大学院とシュリック経営大学院による「ビジネスと法のためのヘニック・センター」においてジャリスロウスキー・ディマ・ムーニーコーポレート基金によるコーポレート・ガバナンス研究の教授を勤める。

基本的なフィデューシャリー（信託）原則は何世紀も変わらず存続してきた。しかし、その解釈は決して固定されたものではなくダイナミックに変化している。過去数十年の世界経済、資金運用、市場構造の変化を受け、われわれは再び信託の原則の理解に関して新たな転換点に立っているようである。長年にわたり受託者責任において慎重さ（ブルーデンス）に重きを置いてきたことは、近視眼的な投資の横並び行動をもたらし、世代間の年金の公平性を損ない、受託者責任における忠実義務や公平義務への関心を妨げてきた。受託者責任における慎重義務、忠実義務および公平義務のバランスを回復することが年金契約の維持には不可欠である。そうしたバランスの回復が実現すれば、年金サービスプロバイダーのサプライチェーンにおける利害の整合化、目的にかなった年金ガバナンス慣行の適用、予防的なリスク管理政策の実施が促されるだろう。

## 変化する受託者責任の性質

受託者責任（fiduciary duty、信託義務）は、何世紀もの間存続してきた比較的安定した一連の法理に基礎を置いている。しかし、信託の原則（fiduciary principles）に対する解釈は大きく変化することがある。われわれは再び転換点に立っており、受託者責任に対する理解と認識は急速に変化しようとしている。近年の金融市場の変化、経済の変化、資産運用業界の変化を受け、20世紀から引き継がれている規範や信念が引き続き適切かどうか、受託者は検討しているところである。

過去30年間のトレンドが生み出してきたのは、グローバルに受託者によって運用される資金、それもしばしば似たような短期の市場連動ベンチマークに対して運用される資金の集中である。市場の複雑さが増したこと

で、関わるサービスプロバイダーの種類はより多く、より大きな利害の衝突を伴うものになり、ファンド受託者に大きな影響を与えるようになってきている。想定外の市場ショックが続いたにもかかわらず、これまで主流となってきた理論や実務は、年金基金（やそれ以外の退職貯蓄制度）が行っている「約束」の安全性を脅かすシステミックな長期的リスクを反映するように完全には調節されていない。

このような状況は、どのようにして信託の原則と慣行を、持続可能な年金契約（やそれ以外の退職投資）の実現に添ったものとしてより良くしていくことができるのか、検証が必要であることを明らかに示している。そうした検証のプロセスは一度きりのひらめきでは終わらず、長期間にわたる発見を続けていくことになる可能性が高い。本論文では、受託者責任の基礎の再生を目指して、最近の変化と、検証における根本的な論点を明らかにする<sup>1)</sup>。

## 市場環境とリスク環境の変化

20世紀半ば以降にグローバル金融市場、規制の枠組み、経済理論、リスク管理、強制貯蓄制度の役割に生じた変化の大きさは、めざましいものだった。年金受託者にとっての最も重要な変化には、以下のようなものがあった。

- **年金基金の成長**：年金受託者の運用資産は、経済全体のほんの小さな一部分から巨大な資金プールへと成長した。年金基金の資産総額は、いまやオランダ、スイス、アイスランドのGDPをしのぐ。経済協力開発機構（OECD）全加盟国でみると、2009年における年金資産残高のGDPに対す

る比率は平均67%だった。この比率は英国では81%、オーストラリアでは82%になる（OECD 2010）。機関投資家全体で、フォーチュン1000企業の発行株式の73%を保有しているが、年金基金はなかでも最大の株式保有者であり、ほぼ30%を保有している（Tonello and Rabinov 2010）。

- **サービスプロバイダーの影響拡大**：金融手法・商品・サービスの創造におけるイノベーションは、従来よりもはるかに複雑な投資市場を作り出した。いまや投資管理のほぼすべての側面において、専門知識が必要とされている。こうした状況によってサービスプロバイダーの巨大な新産業が生み出され、年金受託者はそれに依存している。
- **システミックかつ過剰な金融リスクに対するエクスポージャー**：インデックス投資の利用は急増した。またIbbotson (2010) の報告によると、現在、典型的なポートフォリオの75%以上のリターンは、ベンチマークに対する超過パフォーマンス（アルファ）ではなく、マーケット全体のエクスポージャー（ベータ）から生じているという。最近の金融危機はこの現象をよく物語っている。すなわち、予想外のグローバルなリスク相関をもたらし、2008年だけで世界の年金資産から5.4兆ドル（20%）を失わせ、確定給付年金基金の閉鎖を加速させ、何百万人も制度加入者の退職所得の保障が損なわれることになった（Yermo and Severinson 2010）<sup>2)</sup>。
- **短期的リターンの重視**：ニューヨーク証券取引所上場銘柄の平均保有期間は、1970年代には5年を超えていたが、今日では1年未満になっている（Conference Board 2003）<sup>3)</sup>。Mercer and the IRRIC Institute (2010) の報告によると、ほぼ3分の2のポートフォリオ・マネジャーの実際の年間ポートフォリオ回転率は、本人の主張より高く、一部は200%に上るといふ。CFAセンター（The CFA Centre for Financial Market Integrity）とビジネス・ラウンドテーブル企業倫理研究所（Business Roundtable Institute for

Corporate Ethics）は、投資家の投資期間を調査し、「投資家、資産運用会社、企業経営者は短期の成績に固執しており、そのため、全体として、長期的な価値の破壊、市場の効率性の低下、投資リターンの低下、コーポレート・ガバナンス強化に向けた取り組みの妨害、といった意図しない結果がもたらされている」と結論づけた（Krehmeyer, Orsagh, and Schacht 2006）<sup>4)</sup>。World Economic Forum (2011b) は、長期債務をもつ投資家が長期の投資戦略を用いることに制約を課すような規制の枠組みが、短期主義を助長している、と警告している。

## 変化を見せ始めた投資理論の前提条件

現代ポートフォリオ理論（MPT）は、20世紀の終わり頃には、慎重な投資とリスク管理実務のための主流アプローチとして受け入れられた。それによって、受託者を統制する法的枠組みも変化した。しかし経済学と行動ファイナンスの最近の発展は、MPTとそれに関連する学術理論の基礎にある多くの前提に対し、重大な批判を提起している<sup>5)</sup>。現在主流となっている投資理論は、特に以下の点について、今後修正される可能性が高い。

- **リスクに対する理解**：MPTでは、投資リスクは4つの主要なタイプ——市場リスク、信用リスク、流動性リスク、オペレーショナルリスク——に分類されると仮定する。金融商品の急速な拡大はリスクの過小評価やミスプライスをもたらしてきたが、それは主として、市場の複雑さやさまざまなタイプのリスクの相互作用によって生じたものだった。不確実性（必ずしもよく理解されていない算出可能なリスク）については、その影響が明白になっているものの、考慮されていない（Knight 1921、Bookstaber 2007）。
- **市場に対する見方**：MPTでは、(i) 投資家は合理的、(ii) 情報は対称的、入手コストはゼロ、即座に利用可能、(iii) 市場は一時的に非効率的になる

と、裁定行動によって再び効率的になる、(iv) リターンは統計的に確率的なもので、それは釣鐘状の正規分布にしたがうこととして広く理解されている、と仮定する。似たような投資戦略やリスク管理手法を用いる大規模な機関投資家が市場で支配的になったため、リターンはますます連動するようになった<sup>6)</sup>。その結果生じた横並び効果やカスケード効果（連鎖反応、雪だるま効果）は、MPTが成功をおさめ広範に採用されることの影響をMPT自身が考慮していなかったことを反映している。

- **投資家に関する認識**：MPTはまた、投資家は、
  - (i) リスク回避的、(ii) 期待効用に基づいて意思決定を行う、(iii) 線形で矛盾のない選好を持つ、(iv) 個々人では証券価格に影響を与えることができないプライス・テーカーである、と仮定している。MPTは、ポートフォリオの総リスクはポートフォリオ内の各資産のリスク、各資産のポートフォリオに占める比率、異なる資産間の相関関係によって決まる、と結論づけていたが、危機的な場面において、これらの仮定（と結論）はどれも成り立たなかった。
- **システムック・リスク**：Sharpe（1964）はMPTを最初に定式化した時から、システムック・リスクと固有リスク、ベータ（ポートフォリオ・リスクの指標）、分散化、ベータと期待リターンの線形関係、という概念を導入していた。現代のリスク管理において重要なのは、分散化（レバレッジも含めた）によって（各資産に特有の）固有リスクを消し去り、ポートフォリオ・リターンの引き上げやポートフォリオ・リスク（すなわちベータ）の引き下げ、またはその両方が可能となるという点である。システムック・リスクの影響については検討されずに残されたが、シャープは、固有リスクとは独立とみなし、分散化によってなくすることはできないと主張した（われわれの見解では、これは正しい）。システムック・リスクは、純粋に外生的なものと思なされたのである<sup>7)</sup>。

金融市場は「効率的」（すなわち、金融市場は経済の不安定化を引き起こしたり拡大したりすることはない）、あるいは「合理的」である、という「ラベルを貼る」イデオロギー的権威は弱まってきている。このことは受託者規範の適用にも影響を与え、機関投資家受託者の関心を集めるに値するものである<sup>8)</sup>。

## 受託者規範の起源

受託者は、どのような形態で組成されたファンド——信託、共済組合、財団、契約による分離資産プール、株式会社など——であろうとも、それを監督する際には同じ課題に直面する。以下の議論では、英米法（コモン・ロー）の法域において信託に適用される信託義務（受託者責任）の進化をたどるが、同様の原理は大陸法（シビル・ロー）や契約型の年金スキームにおいても当てはまる<sup>9)</sup>。

信託義務はゲルマン法、ローマ法、イスラム法の信託法に起源を有する（Avisheh 1996）。現代の信託は土地の譲渡に対する封建的制約を克服する方法として発展し、大陸法系からイギリスのコモン・ローに取り入れられた（Lupoi 1999）。その本質をなす概念は、基礎となる資産が信託において、指定受益者とは別名義で保有され、指定受益者のために受託者によって管理されるということであった（Langbein 1997）。当初、受託者は権限も管理責任も少なく、ほとんどの場合無給だった。受託者の役割は長い時間をかけて大きな進化を遂げた。

## 量的運用規制

18世紀初頭の「南海バブル」の崩壊後、英国の衡平法裁判所は受託者に対し、投資対象を政府債または十分に担保されたモーゲージに限定するよう求めた。これは「リーガル・リスト（legal list）」アプローチの起源で、受託者に認められる投資対象の範囲を制限するものであった（Keeton 1971）<sup>10)</sup>。

米国では、*Harvard College v. Amory* 訴訟（1830年判決）において異なるアプローチが取られた。裁判所は、認められる投資対象を規定するのではなく、行為に



重点を置いて注意と忠実の義務を課し、受託者の投資慣行に対する客観的な行動基準を明確にした。裁判所は投機的取引に対しては警告を与えたが、投資意思決定にリスクは本来的に備わるものであることを認めた。

ところが、このアプローチの柔軟さはすぐに制限を受けるようになった。たとえば、*King v. Talbot* 訴訟（1869）において、裁判所は受託者が企業株式に投資するのは慎重さを欠く（imprudent）と判断し、投資対象を政府債とモーゲージ担保商品に限定した。ニューヨーク州議会はこれに続いて1889年、信託の設定者が他に特に認めない限り、信託の投資を政府債とモーゲージに限定する法律を制定した。株式投資はつい1970年代まで信託の受託者にとって慎重さを欠くものと広く見られていた<sup>11)</sup>のである。

## ブルーデント・パーソン基準

時間が経過するにつれ、市場環境は変化し、こうした限定アプローチは非現実的になった。20世紀半ばには、受託者の投資に適用される「ブルーデント・パーソン（慎重な人）」ルールを体現した法律がリーガル・リスト・アプローチに取って代わり始めた（Friedman 1964）。インフレを有効にヘッジする必要性が受託者に生じ、株式（と外国証券）のパフォーマンスが優れていたことから、リーガル・リストから外れた証券のバスケット商品が導入され、分散投資が容易になった。

1970年代以降MPTが受け入れられるようになると、投資可能カテゴリーの設定を廃止することが一般的になった。1974年には、米国の私的年金基金を統治するために、従業員退職所得保障法（ERISA）が制定された。同法は、受託者の権限を制限する体制から、全体的な受託者責任による制限の下で受託者に広範な運用上の裁量を与える体制へという、法的パラダイムの転換を明確に示すものである。ほとんどの米国の公的年金基金もこれと類似の基準を採用した<sup>12)</sup>。

ERISAはまた、投資業務の委託を禁止したそれまでの規制も撤廃した。金融資産の管理が複雑化したこと、受託者が自身の責任を果たすために専門家への委託に頼

る必要があったことに対応したものである。こうした進展は、その後、「（第3次）信託法リステートメント」（Restatement of Trusts, third 1992, § 171）における修正に反映された。

現在、成熟した資本市場を持つほとんどの英米法と大陸法の国々では、いくらかの変形はあるにしてもブルーデント・パーソン・ルールが制定されている。大陸法の国では一般的に契約によりこうしたルールが実現されている。

## ブルーデント・インベスター基準

「ブルーデント・パーソン」基準の変形の1つは、信託法リステートメントの1992年改定と1994年「統一ブルーデント・インベスター（慎重な投資家）法」、および英国の1995年年金法におけるブルーデント・インベスター基準への移行である。これらの変化は、MPTの考え方に従えば、慎重さ（ブルーデンス）は特定の投資をそれぞれ個別に考慮するのではなくポートフォリオ全体を基準に測定すべきという認識が広がったことを反映したものである。MPTはまた、年金基金の管理には一般人を超えるかなり高い水準の専門性が必要であることを認識し、慎重さの基準を引き上げた。

統一ブルーデント・インベスター法（National Conference of Commissioners on Uniform State Laws 1997b）は、（第3次）信託法リステートメントで提示された、慎重な信託投資のための基準の実施を進めるために制定された。同法は、慎重な投資の概念について以下の5つの主要な修正を行った。

- (a) 個別の投資ではなくポートフォリオ全体を重視
- (b) 受託者の主要な関心はリスクとリターンの間のトレードオフであると規定
- (c) 投資についてのカテゴリーによる制限を全て撤廃
- (d) 慎重な投資には分散化が不可欠と規定
- (e) 投資管理業務について委託禁止ルールを撤回

同法はまた、「ブルーデント・プロフェッショナル

(慎重な専門家)」基準を追認し、受託者が一般より高い水準のスキルを持つ専門家またはプロフェッショナル（たとえば、投資のプロ）である場合には、一般より高い注意基準を課すことを明確にした<sup>13)</sup>。

## 受託者責任は変化する概念である

こうした受託者責任の進化は、信託法 (fiduciary laws) が不変的な概念でもなければ、単一の投資理論に結びつけられたものでもないことを示している。それどころか、信託法は、時とともに変化する解釈に影響されてきた柔軟な一連の原則である。

1990年代初頭、それまでの受託者責任の解釈を否定することについての説明に当たり、信託法 (第3次) リステートメントでは次のように述べられている。「信託投資法は、最新の知識や概念を反映し適合したものとすべきである。将来の学習や発展を無視して規則を固定化する過ちを繰り返さないようにすべきである」 (1992, § 227, Introduction)

受託者責任はプロセス重視の基準であり、投資の意思決定を指図するのではなく、導くものである。ところが、ある世代の投資プロフェッショナルは、全職業人生をMPTによって規定された法環境の中で過ごしてきた。そのため、受託者責任は投資意思決定に当たって単一のアプローチを義務づけるものだ、という考えがはびこってしまった。MPTの代わりとなる広く受け入れられた規範が存在しないため、法的基準をダイナミックに解釈することに強い抵抗感があるのである。

## 今日の年金受託者責任

受託者責任の正確な表現は法域によって異なるが、その主たる概念は比較的一致している<sup>14)</sup>。

受託者は、一般に、

- (a) 専ら加入者および受給者の利益のために、
- (b) 給付を行うことを唯一の目的として、
- (c) さまざまな加入者および受給者の異なる利益を考

慮に入れつつ、公平に、

- (d) 投資分散などについて、自分と同等の受託者が行使する注意、能力、慎重さを用いて、
- (e) 適切かつ合理的な費用のみを負担して、
- (f) 適用される法律および文書に則して、自らの責任を果たすことが要求される<sup>15)</sup>。

(a)~(c) の義務はしばしば「忠実義務 (*duty of loyalty*)」、(d) の義務は「慎重義務 (*duty of prudence*)」または「注意基準 (*standard of care*)」とよばれる。これらの義務はすべて具体的な状況——つまり、年金契約の特性とその達成度合——に根ざすものでなくてはならない<sup>16)</sup>。

## 年金の信託基準は企業役員基準に比べて厳格

年金受託者はしばしば法的義務の観点から企業役員と比較されるが、彼らには、異なる法的起源を持つ、より高い行為基準が適用されている<sup>17)</sup>。受託者の行為が慎重でない場合、その受託者は受益者に対して責任を負う可能性がある<sup>18)</sup>。また、年金受託者の負う忠実義務は、法人組織ではなく、生身の人間の受給者に対するものである。会社法は「企業」の最大利益のために行動する義務を課しており、そうした会社法には曖昧さがつきまとう。しかし、それと同じ曖昧さは年金受託者にはない。年金受託者は資金調達について心配する必要がないため、彼らの行為を律するマーケット（あるいはそれ以外）からのチェックはほとんどない。受益者は、資本市場の流動性も、受託者を辞めさせる力も（一般的には）持ち合わせていない。

基金受託者に与えられるガバナンス権限も企業役員のものとは異なる。民間企業の本質はリスクテイクにある。これとは対照的に、年金資産投資に関する信託基準の歴史は、リスク抑制と注意深い投資行動に基づき信託財産を維持することに焦点を置いた特異なものである (Sitkoff 2004)。

## 年金受託者の注意基準がもたらす弊害

注意基準（慎重義務ともいう）は、年金受託者に対して、自分と類似の機関投資家が従う慣行に沿って実務を行うよう促すものである（Galler 2002）<sup>19)</sup>。ところが、過去数十年にわたる年金資産の成長と、投資家の短期投資志向の高まりに伴い、こうした横並び行動が経済の波の増幅マシンとなる可能性が出ている（Johnson and de Graaf 2009）。年金基金が、どれも同じような短期偏重の投資を行い、どこの市場でも互いに追従しあうと、全体として「市場の変動をもたらす、持続的な富の創造を脅かす」存在となる可能性があるのだ。

同業者比較に過度に依存することから、リスク調整ベースや、受益者の最大利益に照らしたパフォーマンス評価ではなく、相対的パフォーマンス指標が広く利用されるようになった。そこでは一般的な慣行（と投資成果）から外れた受託者は、より大きな責任を負うリスクがあると理解される。裁判所は、受託者の慎重さを評価したり損害を査定するに当たって、類似のポートフォリオや市場インデックスに照らして、簡単にパフォーマンスを比較できる。このことは、受託者が基金加入者の利益に集中することをしばしば妨げ、さらには効率的な市場を歪める可能性が高い（Del Guercio 1996; Thomas and Tonks 2001）。

「prudence（慎重さ、思慮深さ）」はラテン語の「foresight（将来への配慮、先見の明）」に当たる語に由来し、「注意し将来を見越して行動すること、またはそうした様を示すこと」を意味する<sup>20)</sup>。ピーター・ドラッカーは、これを35年前の著書「見えざる革命（1976）」で論じ、年金基金が、高齢化と長寿化が重要な社会、経済、政治的問題となる中で支配的な株主になる、という双子の課題（そして好機）に直面すると警告している。ドラッカーは同書1996年版のあとがき（彼はそこで、自分の著書のうちこの本ほど攻撃されたり全く無視されたりしたものはないと述べている）で、短期的な思考から脱却し、パフォーマンス（と結果）を「企業の富の創出能力を最大化」（1996, 218）<sup>21)</sup>する

ことと定義して、その達成に注力することへの賛同を示した。機関投資家の役割（そしてより一般的には、経営の説明責任）はそうした観点から規定されるべきだ、と彼は述べている。

## 公平義務

最近のイングランド銀行の研究によると、「投資選択は、人生の他の選択と同じように、より短い波長に合わせて」行われ、それが非合理的な投資判断につながっているという——とりわけ、最も高い個人的リターン（および社会的リターン）をもたらすことが多い長期プロジェクトにおいて、である（Haldane and Davies 2011）。研究データによると、英国と米国では、10年後のキャッシュフローは16年以上後に受け取るかのように価値評価され、30年以降後のキャッシュフローはほとんど、または全く、価値がないと見なされている。論文の著者、ハルデインとデーヴィスは、こうした近視眼的な価値評価は強まる傾向にあり、投資資金を将来の成長に向けないことで効率的な資本配分を歪めている、ということを明らかにした。

一方、忠実義務の一部である公平義務（duty of impartiality）は、受託者に対して短期と長期とをバランスよく考慮するよう求めている<sup>22)</sup>。受託者は、現在および将来の退職者を含め、さまざまな受益者集団の間の相反する利益を特定し、公平に考慮しなくてはならない（Restatement of Trusts, Third, 1992）<sup>23)</sup>。公平義務は徹底的な公平を義務づけるものではないが、受託者のすべての義務に適用される。公平義務では、「信託管理上の行為は、受託者の個人的な情実に影響されてはならない・・・また受託者がただ不注意または怠慢であるがために一部の受益者の利益を無視することも許されない」とされている（Restatement of Trusts, Third, 1992, § 79, Comment (b)）<sup>24)</sup>。

最も重要なのは、公平義務が「手続きに関する」義務を課していることである。実際の結果がさまざまな受益者の利益に適切に配慮したものでなければならぬだけでなく、受益者とのコミュニケーションを含

む「運営の手続き自体」が公平なものでなくてはならない (Wakeman, Franklin, and Ascher 2006, § 17.15)。

## 公平義務は長期的問題に 注意を払うことを求めている

多くの年金基金加入者にとって、年金経営の結果は不公平なものとなってきており、特に世代間でそれが顕著である<sup>25)</sup>。こうした事態は慎重義務の下で法的問題となることはないかもしれない——共通の運用手法とその貧弱なパフォーマンスが広く基金の間で共有されているので——が、公平義務はより暗澹たる様相を浮かび上がらせる。少なくとも、今になって振り返れば、(長期的な利益と資本形成を犠牲にして) 短期的な結果に焦点を置いた投資慣行が広く固守されていたことが、「長期的価値の破壊、市場効率性の低下、投資リターン  
の低下、コーポレート・ガバナンス強化に対する妨害、という結果」につながったのは驚くに当たらないだろう (Krehmeyer et al. 2006, 1)。

公平義務は、長期的な価値創造とリスク抑制の能力を前提としている。はっきりしておきたいのは、ここでの論点は、短期的な見通しをもつことが間違っているというのではなく、目標とリスク調整後リターン (関連する機会費用を含む) の間で慎重にバランスをとるべきだということである。受託者は、意思決定のプロセスにおいて短期的なニーズと将来にわたる富の創造との間の資産配分をうまくバランスさせ、加入者の世代間におけるリスク移転の可能性について配慮しなければならない。複数世代にまたがって富の最大化を図るには、狭い金融的尺度を越えた幅広い要因を積極的に視野に入れる必要がある。

## 忠実義務の希薄化

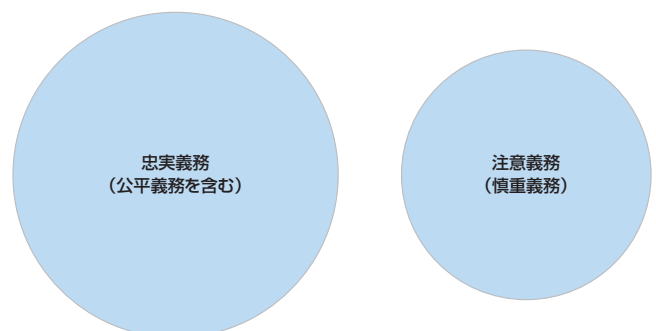
年金受託者には、何よりも先に「専ら受益者の利益のために信託を管理する義務」がある。また「自己取引 (self-dealing) を伴う取引、または受託者の信託義務と個人的利益との間で利益相反を伴う、もしくは

生じさせる取引に従事することを禁止」されている (Restatement of Trusts, Third, 1992, § 78 and Comment (b))<sup>26)</sup>。この規則の絶対的な厳格さは単なる形式的なものではなく、確定給付年金と確定拠出年金の双方に適用される<sup>27)</sup>。「裁判所は一貫して、こうした厳格さが年金の有効な運営に不可欠だと判断してきた……それは、第1に、裁判所は、人間には自ら利害関係を有する事項について公平に行動することが (不可能とはいわないまでも) 難しいと認めていた……第2に、裁判所は、信託関係は私的に利用されやすいと認識していた……最後に、裁判所は、不誠実な行為を発見するのは困難だという事実を重視してきたからである」 (Hallgring 1966, 808-11)。

利害の整合と手続きに重きを置くことで、忠実義務は要求の厳しい基準となっている。「(受託者が) 公平かつ、十分な情報に基づいた手続きに従っていたとしても (そうした手続きを取っていなかった場合と) 同じ方策を適切に選択していたかもしれないという事実は、受託者がどのようにしてこの方策に至ったかに関する弁明とはならない」 (McNeil v. Bennett 2001, 213)

図表1は、注意義務と忠実義務の相対的な優先度を視覚的に図示したものである。「忠実義務と注意義務が衝突した場合、裁判所は一般的に、受託者が遵守すべき最小限の行為を示した忠実義務の方を優先するかたちで解決する」 (Laby 2004, 78)。忠実義務の優越性を考えると、受託者は忠実義務の履行にもっと多くの時間と資源を配分するよう求められていることになるのかもしれない。

図表1 主な受託者責任の間に対立が生じた場合の相対的な優先度



## サービスプロバイダーと忠実義務

金融市場の複雑さが増したことは、その結果として助言業務のサプライチェーンが拡大し影響力を高めたことと相まって、忠実義務によって受益者にもたらされていた保護を後退させることになった。米国では政府説明責任局（Government Accountability Office）が、年金コンサルタントの利益相反により投資リターンが低下がもたらされているようだとして報告している（Jeszek 2009）。これに呼応して労働省はERISAに基づく新しいレギュレーションを提案しており、「受託者」の定義に一定のコンサルタント、アドバイザー、鑑定人など「基金の受託者の決定に著しく影響を与え、基金の投資について相当な影響力を持つ」者を含めようとしている（US Department of Labor 2010）。

CREATEリサーチによる欧州の年金基金経営陣およびアセットマネジャーの調査は、こうした利益相反がもたらす実務的な問題について知見を提供している。同調査は、「年金の世界では、資産運用業界は1つ重要な点で常識に反しているという認識が広く持たれている。それは、投資業界では食物連鎖が逆方向に働いていて、サービスプロバイダーが頂上に、顧客が底辺にいることである。エージェント（代理人）の方がプリンシパル（本人）よりよい扱いを受けている」と結論づけている（Rajan 2008）。

受託者は、多くの法域において、業務を適格な専門家に委託することで、責任を負うリスクを委託先に移転できている。このことは、業務を委託する際に、受託者に歪んだインセンティブをもたらすが、一方で委託された者は、助言は行わず最終的な意思決定を行わないこと（あるいは免責を求めることで）責任を回避しようとする（Stewart 2009）。この結果、誰も責任を引き受けずエージェントの利益が年金受給者の利益に優先するような循環システムが生じる可能性がある。しかしながら忠実義務は、サプライチェーンにおける利益相反の監督についての最終的な責任は基金受託者（governing fiduciary）にあるとしている（この構図

は、ほとんどの商業セクターで標準となっている）。

## 年金理事会のガバナンス慣行

基金受託者のレベルでの忠実義務の実行には特有の難しさがある。年金基金のガバナンス慣行に関する研究では、ガバナンスが優れているとリターンが高くなることが示されている（Ambachtsheer, Capelle, and Lum 2008）。ところが最近の研究結果によれば、多くの年金基金では、より良い成果を目指して自身の慣行を変えたり、短期的な課題と長期的なコミットメントの違いを（それらの違いに従って行動しないまでも）区別したりするためのガバナンス能力が備わっていないことがわかっている（Clark and Urwin 2010）。

Ambachtsheer (2010) はさらに踏み込んで、未来の年金基金にとって重要となる「成功の原動力」を明らかにしている。

- 利害が整合的であること（利益相反がないこと）
- 優れたガバナンス（必須スキルと説明責任）
- 合理的な投資信念（長期的な富の創造と有効なリスク管理を重視したもの）
- 適正規模の機関であること（機関内部で能力を保持し競争力を保つのに十分な大きさであること）
- 競争力のある報酬体系（トップクラスの人材を引きつけるため）

繰り返しになるが、こうした要因の妥当性を裏付ける実証的証拠が明らかになると、そうした要因を考慮しない場合、受託者責任を果たしているか疑問が呈されるようになるかもしれない。

たとえば、最近の研究では、年金基金の成功に結びつく優れたガバナンス慣行として以下のような点が特定されている。

- 基金理事会に、適切なスキルや知識を持ったメンバーを選任すること
- 理事会に自己改革の文化を育てること

- 理事会のミッションと投資信念が明確に理解されていること
- コスト効率のよい資産運用に十分な規模の基金であること
- 専門知識を機関内部に獲得できるようにスタッフ報酬が競争的であること
- 利害衝突につながる政治的課題などから遮断されていること
- 管理業務の外部委託に関して理事会および職員の役割が明確であること<sup>28)</sup>

これらの要因の中には基金受託者がコントロールや影響を及ぼすことができないものもあるかもしれないが、大半はそうではない。受託者がバランスを成功に導く重要な要因を考慮できない場合、受益者の利益に沿った手続きと忠実義務の遵守との間で整合性がとれるのか懸念が生じることになる。

## サービスプロバイダーとの利益相反の管理

同様に、基金受託者には様々なサービスプロバイダーの間の利益相反を特定し管理する手続きを整備しておく義務がある。規制当局もこうした義務に関心を向け始めているが、規制は利益相反の管理向上のための手続きや契約変更に取って代わるものではない。利益相反の管理に有効なプログラムを開発するに当たって注意すべき点には、以下のような要素があろう。

- サプライチェーン全体にわたって受託者責任を課すこと：ERISAは、受託者責任は年金資産に対して裁量をもつ者すべてに課されると規定しているが（s. 3(38)）、受託者は業務委託を（剣ではなく）盾の役割を果たすものとする傾向がある<sup>29)</sup>。アセットマネジャーやコンサルタントが受託者として扱われていない法域でも、プロバイダーの選定過程や契約要件を通じて、契約上、受益者の利益を最優先にするようこうしたプロバイダーに要求することはあり得よう。
- サービスプロバイダーの選定時に利益相反審査を設けること：受益者の観点から利益相反を捉え、利益相反の監視ではなく回避を重視するよう求める法的義務があることから、実現可能な場合は常に、利益相反のないサービスプロバイダーを選ぶことが推奨される<sup>30)</sup>。
- サービスプロバイダーの利益と年金加入者の利益を一致させること：上述のように、契約要件や手数料体系は、公平義務とより明確に整合させることが可能である。それにより、さまざまな受益者集団の短期的および長期的利益をバランス良く達成するという目標に向けて、サービスプロバイダーにより適切なインセンティブを与えることができよう。
- 年金加入者に利益相反の管理に関する報告を行うこと：利益相反に伴うリスクの不明瞭さを考えると、利益相反の特定と管理に関する透明性はとりわけ重要である。この中には、サービスプロバイダーの利益相反だけでなく、さまざまな受益者集団間の異なる利益をバランスさせるための取り組みに関するものも含まれる。
- 利益相反の監視および基準の強制適用：サービスプロバイダーが利益相反を抱える可能性の高い分野では、報告と継続的監督を課す契約要件とするよう、より注意を払うべきであろう。公平義務の遵守を困難にするような利益相反をプロバイダーが抱える状況としては、たとえば、短期的戦略をとるマネジャーが長期的なシステミック・リスクのエクスポージャーに関する事項について議決権を行使する場合や、取引関係のある企業の役員報酬に関連する議決権を行使する場合などがある。

## 予防的リスク管理

将来に向けた価値創造や、年金契約の持続可能な提供のためのリスク管理がうまくいくかどうかは、さまざまな相互に関連し合う社会的、環境的、経済的要因に依存している。最近まで、こうした要因は、検討・報告を行

うには余りに関係が薄い、あるいは余りに不確かだと見られることが多かった。受託者責任に対する現在の解釈では、こうした要因について総合的な判断を行ったり積極的に管理しようとすることは適切でないとされている。一方で、現在こうした要因がシステミック・リスクの問題を提起しているという事実は、予防的原則——「害をなさない (do not harm)」ことを第一に考え、(投資アプローチの策定に当たって受託者責任が生じる対象である) 受益者の利益に公平に配慮する義務——を想起させる<sup>31)</sup>。実際、信託基金の受益者による「第一の要求は、受託者が害をなさないということである・・・『害をなさない』はすべての受託者の非常に強い要求である」(Laby 2004, 149)。

受益者の利益に対する忠実義務は、リスク・エクスポージャーの適切な水準に関する受益者のさまざまな見解を考慮し対応すること(この中には、恐らくこれらの見解に関する情報提供への取り組みも含まれている)を求めているようである。受益者の見解(あるいは、他の重要なステークホルダー集団の利益)を無視すれば、年金契約への支持、ひいてはその持続可能性に対して長期的な悪影響をもたらす可能性がある。ステークホルダーの期待に注意を払いマネージすることは、持続可能な基金運営に当たって、投資運用の判断と同じくらい重要となる。

こうした考え方(およびガバナンス機能構築の必要性)は、受託者が(将来および現在の)受益者の利益に敏感になるべきことを示している。受託者は、直接的に(つまり、受益者に対する意見聴取や情報提供の取り組みを通じて)、かつ進化するユニバーサルな規範に目を配りながらその規範を指標として、受益者の利益を捉えるようにしなければならない(Richardson 2010)。そのためには、さらに、運用実務に関連して発生する外部性を特定し考慮するエンゲージメントのプロセスを導入することが必要となる。

忠実義務は、手続きが加入者の利益に公平に合致していることを求めているが、「共有地の悲劇 (*tragedy of the commons*)」問題の解決にも示唆を与えている。この問題は、受託者は他者の努力にただ乗りはするが

(*free-riding*)、他者との利益の共有につながる戦略は採ろうとしない、というものである<sup>32)</sup>。受託者は、他の大半の受託者が自分と同じ行動をとって費用効果の高い共有利益の追求をしようしないからといって、一部の受益者集団の利益をただ無視することはできないのである。

同じように、受託者責任は、年金の加入者および受給者の利益を考慮するに当たり、受託者に対して、年金信託の根本的目的——年金契約を保障する独立のメカニズムとそれを行う実際の能力の提供——がどれだけ達成できたかについて評価し、報告することを求めている。

## 持続可能要因を 投資管理プロセスに取り入れる

最近の経済危機によって、リスクは専ら(あるいは主として)分散化を図ることで管理できるという仮定には欠陥のあることが明らかになった。たとえば、投資家は資産クラスを分散しても気候変動によるリスクを回避できない。投資家はむしろ、リスク源泉の分散を図らなくてはならない(Mercer Consulting 2011)。ところが、法的に不透明であることから、投資プロセスで長期のリスクや投資機会を考慮するのは自分たちではなく他の誰かの問題だという考えが投資管理を行う種々のプロバイダーの間に浸透してしまっている。

国連責任投資原則(UNPRI)に署名した機関投資家は現在850を超えるまでに増え、運用資産は25兆米ドルに上る。これは、彼らが環境、社会、ガバナンス(ESG)の問題を自らの方針や実施に取り入れることと、忠実および公平に関する基本的な受託者責任との間に関係があると認識し始めたことを示している。ESG問題は、短期のトレーダーにはほとんど無関係かもしれないが、長期の投資家には重要なものとなりうる。長期の投資家は、幾世代にもわたり継続できる年金給付を提供するために、公平に、かつ受益者の利益に沿って資産を運用する義務を負っているからである<sup>33)</sup>。

Urwin (2011) は、最近、「ユニバーサル・オーナー(普遍的株主)」がESG要因を統合的に取り込んだ投資戦略や株主行動(この中には、ネットワーク利益を

生み出すための共同行動も含まれる)を重視していることについて著している。年金基金はまた(ほかの重要な長期投資家とともに)、単に既存の資産に投資する代わりに、まだ満たされていない経済的(および社会的)ニーズに取り組むような投資機会から利益を享受できるユニークな立場にある。これを実行に移すには、受託者は過去の実績のみに基づいて資金を配分する傾向を克服し、フォワード・ルッキング、リスク管理、価値創造の視点から持続可能投資に取り組む必要がある(World Economic Forum 2011a)。

長期的な受託者(とそのサービスプロバイダー)に対し、効果的なリスク管理と規制遵守の一つとして、投資の意思決定にESG基準を効果的に組み込ませるインセンティブを与えるには、規制面でのリーダーシップが必要であることも次第に明らかになっている。そうしたインセンティブは、持続的な退職所得保障を提供できるように、適切な受託者としての能力、ガバナンス、報告慣行を義務づけることによって行われるべきである。課題の一つは、(また繰り返しになるが、)基本的な信託規範を再確認して実施可能なものにする、そして、そうした規範を進化するグローバルな投資環境に適応させることである<sup>34)</sup>。

現在、機関投資家に対するスチュワードシップ・コードは、英国、ヨーロッパ、カナダ、オーストラリアなどの国々で導入または検討されている。南アフリカはその

先頭に立っており、規制のかたちで、投資機関のファンド資産に適用されるいくつかの原則を導入した。この中には、投資家は「資産に投資を行う前または投資している間、投資の持続的な長期パフォーマンスに著しい影響を与える全ての要因——これには環境、社会、ガバナンスの要因を含む——について考慮する」義務が含まれている。この規制の序文では、慎重さの義務(そして公平義務)はこうしたESGの問題を適切に考慮することを含むことを明確にしている<sup>35)</sup>。

### 今後に向けて： カギとなるパフォーマンス指標の開発

いつも通りの業務を続けているだけでは、公平かつ加入者や受給者の利益に合致するように設計された年金マネジメント慣行の実現はできないだろうし、持続可能性と公平性の点で適切な年金給付が行われることもないだろう。しかし、これこそが、今日、受託者が直面している課題である。基本的な受託者の目標達成に大きな成果を上げられるように年金マネジメント慣行を変えていくため、カギとなるパフォーマンス指標を開発できれば、基金スポンサー、加入者、受給者、受託者、およびアドバイザーは恩恵を得られるのではないか。本論文は、こうしたチャレンジに焦点を置き、業界での議論を喚起することを意図している<sup>36)</sup>。

図表2は、受託者責任を今日的課題に適応させようと

図表2 受託者責任を再生する—基金受託者にとっての主要な問題

受託者が直面している課題	受託者にとっての問題：方針と手続き	受託者にとっての問題：監督責任
<ul style="list-style-type: none"> <li>● 環境や知識ベースの変化</li> <li>● システミックで長期的なリスクへのエクスポージャー</li> <li>● 世代間の公平性や年金格差</li> <li>● アンバランスな短期志向</li> <li>● 利益相反</li> <li>● 年金ガバナンスの質</li> <li>● 「害をなさない」原則の実施</li> <li>● 方針と手続きを整合させること</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 受託者が直面している課題を理解するために資源と時間を配分すること</li> <li>● 企業のリスク管理アプローチを採り入れること</li> <li>● 受益者の利益に合致した公平な成功指標の利用</li> <li>● グローバルなベストプラクティスの理解</li> <li>● 「目的に沿った」ガバナンス能力を発展させること</li> <li>● 持続可能な年金設計の徹底</li> <li>● 忠実義務・公平義務を果たすために報告、エンゲージメント活動を拡大すること</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 受託者が直面している課題に対処するための専門的知識を獲得すること</li> <li>● 受託者が直面している課題に対応したRFP(提案依頼書)</li> <li>● 長期的問題および受託者が直面している課題に関する調査への投資</li> <li>● 教育や人材開発を共有化するための協力関係の構築</li> <li>● 受益者の目標および利益の達成度を公平に測定すること</li> <li>● すべての受益者集団に関わるリスクを特定し測定すること</li> <li>● サービスプロバイダーの契約と手数料を受益者の利益に合致したものにすること</li> <li>● 持続可能性と公平性の向上に向けてESGのリスクと機会を管理すること</li> </ul>



受託者が取り組む際に、彼らが考慮すべき要因のたたき台リストを示したものである。これは、年金基金が直面する知識の進化や環境の変化がいかに受託者の責任や慣行に影響を与えているかを議論する際の出発点となる。こうした議論は、受託者責任に対する理解がどのように進化しているかについて情報を提供し、ひいては、持続的な年金給付の実現を促進する一助となるだろう。

## Notes

- 本論文は、トロント大学ロットマン経営大学院ロットマン年金マネジメント国際センターからの研究助成金によって実現可能となったものである。著者はまた、本論文の作成に役立つインプットをしてくれた「持続可能な金融市場に向けたネットワーク (Network for Sustainable Financial Markets)」の参加者、現代ポートフォリオ理論とリスク管理に関する非常に有益なリサーチを提供してくれたメディ・ベヤージ (Mehdi Beyhaghi)、最終的な編集を助けてくれたスティーブン・ラファエル (Steven Raphael) に感謝したい。
- 英国では、いまや確定給付年金プランの73%が新規加入者を受け入れていない。
- 以下のニューヨーク証券取引所のホームページも参照のこと。  
[http://www.nyxddata.com/nyse/data/asp/factbook/viewer\\_edition.asp?mode=table&key=2992&category=3](http://www.nyxddata.com/nyse/data/asp/factbook/viewer_edition.asp?mode=table&key=2992&category=3)
- 長期的価値の破壊をもたらす影響は、Bhojraj et al. (2009) の研究によって示されている。同研究では、証券会社の四半期業績予測をなんとか上回るためにR&D、宣伝費、その他の裁量的支出を削減した企業は、短期的には株価が上昇するが、その後3年間にわたりアンダーパフォーマンスしていることが分かった。
- たとえば、Montgomery (2011)、Kahneman and Tversky (1979)、Devenow and Welch (1996) を参照。
- たとえば、J.P. Morgan Asset Management (2009)、Taleb (2007) を参照。このよい例は、2004～2010年におけるヘッジファンドの「集団心理 (pack mentality)」（リターンの相関）である。たとえば、Strasburg and Pulliam (2011) を参照。
- インデックスファンドの人気は予期せぬ結果をもたらした。これは「合成の誤謬」の問題のよい例で、その1つの表れが横並び行動である。株価指数に組み入れられた銘柄の需要が高まった結果、それらの銘柄の株価は、ファンダメンタルな価値からいくらか離れて動くようになった。このインデックス運用のパラドクスは、リスク調整後リターンの算出に不可欠なリスク計測の有効性を揺るがす原因となった。というのは、(逆説的であるが、) 市場指数はもはや市場を代表するものではなく、インデックスファンドや指数の動きを模倣しようとするポートフォリオ・マネジャーの需要に基づいて変動するからである。したがって、こうした指数に基づくパフォーマンス評価 (アルファもベータも) は、指数が実際には市場の「指数」でないため、非効率なものとなりがちである。
- 実際、非現実的な経済的前提の危険性に関する1930年代半ばのケインズの言葉は、そのまま今日にも当てはまる。「最近の『数理』経済学の大半は、それらが依拠する、出発点におかれた諸仮定と同様、単なる絵空事にすぎず、その著者が仰々しくも無益な記号の迷路の中で現実世界の複雑さと相互依存とを見失ってしまうのも無理からぬことである」(Keynes 1936, 298、「雇用、利子および貨幣の一般理論」間宮陽介訳)。
- さまざまな形態の年金組織、ガバナンス構造、法体制が存在するため、受託者責任に対する理解が進展してもそれを具現化するためにはさまざまなアプローチが必要かもしれない。たとえば、大陸法の法域には規制の変更や現行法の執行厳格化が適切な国もあるだろうし、英米法の法域には監督機関や裁判所が現行法理に新解釈を適用する国もあるだろう。英米法の伝統下であっても、年金法は信託と契約の法理を独特なたちで組み合わせたもので、事実上、契約法の特別な形態である (Langbein 1997 参照)。さまざまな法体系や法域に共通する基本的な年金ガバナンスの問題に関する議論については、Stewart and Antolin (2008) と Galler (2002) も参照のこと。
- 皮肉なことに、最近のいくつかの規制改革は、積立不足を補うために過大なリスクをとっている年金基金に対処するため、投資対象として認められる資産 (および資産クラス) の制限を復活させる方向に進んでいる。たとえば、Norgrove (2010) を参照。
- Restatement of Trusts, Second (1959), § 227, Comment (f) を参照。
- たとえば、National Conference of Commissioners on Uniform State Laws (1997a) を参照。
- たとえば、Nelson (1993)、Stanley (1984) を参照。
- さまざまな法域における主要な受託者責任の概念に関する議論については Berry (2011) を参照。
- National Conference of Commissioners on Uniform State Laws (1997a)、Restatement of Trusts, Third (1992, § 227)。英米法の国々 (たとえば、カナダ、米国、英国、アイルランド、オーストラリア) でも大陸法の国々 (たとえば、イタリア、日本、オランダ) でもよく似た原則が用いられている (Galler 2002)。
- 本論文は確定拠出 (DC) 年金には焦点を置いていない。DC年金は自分の資産をマネジャー間でどう配分するかは加入者が決定するものであるが、そのDC年金においても、(忠実義務と公平義務を含む) 同様の基本的な受託者の法的責任は受託者による投資選択肢の選択および監視に対して適用される。Howell v. Motorola (2011) を参照。
- 「『典型的な信託』における論点は・・・コーポレート・ガバナンスの議論における論点と著しく異なっており、通常、信託の受益者には、企業の株主の持つ、株式を売却したり企業の行動に影響を与えたりする機会に相当するものがない」(Restatement of Trusts, Third, 1992, § 227, Comment (c))。たとえば、信託法は一般に、受託者が自己の利益となる取引に従事することを排除しているが、企業の役員は通常、開示を行い、利害関係のない役員によって企業に害が及ばないと認められれば、企業と関連当事者取引を行うことが可能である。Restatement of Trusts, Third (1992, § 8 and § 144) を参照。
- 裁判所が年金受託者の責任を拡大していることは注目に値する。たとえば、オンタリオ州地方裁判所は、2つの関連する裁判で、基金加入者に通知せずに剰余金を回収することを認めたオンタリオ州年金委員会 (当時) に対して、受託者責任を課した。Re Reeve and Montreal Trust Co. of Canada (1996)、Re Collins and Pension Commission of Ontario (1986) を参照。
- 米国では、従業員退職所得保障法 (Employees' Retirement Income Security Act, 29 USC § 18.1104) の対象となる年金基金は、「当該状況下で、同様の地位で行動し同様の事項に精通している思慮深い人が、同様の特徴および目的を有する事業の運営にあたり行使するであろう注意、能力、思慮深さをを用い」(企業年金連合会翻訳) て、運営されなければならない。
- Merriam-Webster Dictionary (2011), s.v. "prudent."
- ドラッカーが「富を創出する」投資を重視した起源は Keynes (1936) まで遡る。
- 米国連邦最高裁は Varsity v. Howe 訴訟 (1996) において、「コモン・ローにおける信託法 (ERISA §§ 404, 409に適用されている) は、現在のみならず将来の請求権に応じるための資産を維持することの必要性を認識するとともに、受託者に対して全ての受益者の利益を公平に考慮することを求めている」と述べている。
- Restatement of Trusts, Third (1992), Comment (c) to § 79 (1)。英国では、1984年の Cowan v. Scargill 事件が公平性問題の最初のケースとなった。Withers v. Teachers' Retirement System (1978, 1257-58) も参照のこと。CFA協会の「年金制度統治機関メンバーの行動規範」では、優れた受託者は「各年金制度に様々なタイプの受益者を考慮」し、「現在の年金受給者への支払いの安全を脅かすようなリスク水準を避けながら、将来の受給権者となる現役の加入者に対し実質的な給付増をもたらさう高い長期的リターンを生み出すために十分なリスクをとるといふ、微妙なバランスをとる必要があります」(Schacht and Stokes 2008、日本CFA協会翻訳)。
- 同様に、オランダの「年金貯蓄基金法」(1997年) の第5条第4項は、「年金または貯蓄基金の方針を決定する者、またはその決定を助ける者は、その職責の遂行に当たり、加入者、元加入者および基金に関するその他のステークホルダーの利益に従って行動しなくてはならない」としている。同法の立法経緯を見れば、さまざまな種類のステークホルダー (すな

わち、加入者、中途退職者などの休眠加入者、年金受給者およびそのステークホルダー間で利害が異なる可能性に配慮し、こうした関係者をバランスよく代表しなければならないのは明らかである (Maatman 2004 を参照)。

25. たとえば、英国の確定給付プランの73%以上は、新規加入者を受け付けていない。2009年に米国の大手企業上位200社のうち確定給付プランを保有し続けていたのは、その3年前の61%に対し、49%に過ぎなかった (Yermo and Severinson 2010, Mercer Consulting 2011 も参照)。
26. 欧州では、EU企業年金指令 (Directive 2003/41/EC) 第18条第1項により、加盟国は「ただ利益のために」(solely in the interest) ルール」を遵守せねばならない。同ルールは、年金資産が基金の加入者および受給者の利益のために投資されることを求めており、他のステークホルダーと利益が衝突した場合には、加入者・受給者の利益が優先されなければならない。
27. 信託資産を受託者の利益のために管理する義務は、忠実義務の他の異なる側面 (公平に、かつ年金給付を行う目的で資産を管理する義務) と誤って混同されてしまう傾向がみられる。しかし、忠実義務のこれら異なる側面は、それぞれ別の義務である。年金マネジメントの業務は、専ら年金給付を行うために策定されていたとしても、公平義務に違反し、すべての受託者の利益にかなっていない場合もある。たとえば、短期的にはリターンを生み出すが年金の持続可能性にとっては長期的リスクがあるような投資行為を行うことは、「唯一の目的」基準を満たしているかもしれないが、「受託者の利益」と「公平」に関する受託者責任には違反している。
28. 理事会のリーダーシップが果たす重要な役割についてのさらなる洞察については、Clark and Urwin (2008a, 2008b) を参照。
29. 業務を委託すれば同時に受託者責任も移転されるとする見方は、業務を委託することが一つの受託者機能とする見解を強めるかもしれない。
30. 「受託者の観点、特に残余権 (長期の) 受託者の観点からすると、現在の不正を防止したり発見したりする取り組みは、無効とは言わないまでも非効率的とみなされる可能性がある」(Restatement of Trusts, Third, 1992, § 78, Comment (b))。
31. たとえば、CFSIEFF & ORS v. Fox & ORS (2005) を参照。カナダの裁判所は、先住民の権利に不利益となり得る行為を検討していた政府との関連で、「相談する義務 (duty to consult)」とともに、この概念を進展させてきた。(たとえば、Lawrence and Macklem 2000 を参照)。
32. 「ただ乗り (Free-riding)」は、共有資源や共有の便益を利用者がその費用の全額を支払わずに利用している場合に発生する。これはやがて、多くの場合、資源の過剰消費もしくは枯渇、あるいは資源の過小供給をもたらす。
33. 年金資産を (a) 専ら年金基金の加入者と受給者の利益のために、(b) 年金を給付するという唯一の目的のために、かつ (c) 公平に、管理するという義務は、忠実義務を構成する異なる要素である。持続可能投資の実践においては、年金給付のために利益を生み出す目的で投資が行われても、公平かつ加入者と受給者の利益にかなっていると見なされなければ受託者責任の基準を満たさないこともあり得る、との認識がされている。
34. International Organization for Standardization (2010, clause 2.18) も参照のこと。ここでは、「社会的責任」は「(i) 社会の保健福祉を含む持続可能な開発に寄与し、(ii) ステークホルダーの期待を考慮しており、(iii) 国際的な行動規範に整合的で、(iv) その組織全体に浸透し他との関係において実践されている」透明で倫理的な行動を通じて、社会と環境に関する自らの決定や活動がもたらす影響に対して組織が果たす責任」と定義されている。
35. Pension Funds Act, 1956 (South Africa) : Amendment of Regulation 28 of the Regulations made under Section 36, preamble and Section 1 (b) (viii) (February 23, 2011)。
36. 著者は、ロットマン年金マネジメント国際センターの研究助成金による支援の下、主要なパフォーマンス指標を開発し将来その成果を発表するため、受託者ラウンドテーブルの開催を計画している。

## References

- Ambachtsheer, K. 2010. "Building Tomorrow's Pension Fund Today: From Vision to Reality." *The Ambachtsheer Letter* 297.
- Ambachtsheer, K., R. Capelle, and H. Lum. 2008. "The Pension Governance Deficit: Still with Us." *Rotman International Journal of Pension Management* 1 (1): 14-21. <http://dx.doi.org/10.3138/rijpm.1.1.14>
- Avisheh, A. 1996. "The Origins of the Modern English Trust Revisited." *Tulane Law Review* 70:1139-64.
- Berry, C. 2011. *Protecting Our Best Interests: Rediscovering Fiduciary Obligation*. London: Fairshare Educational Foundation - FairPensions.
- Bhojraj, S., P. Hribar, M. Picconi, and J. McInnis. 2009. "Making Sense of Cents: An Examination of Firms That Marginally Miss or Beat Analyst Forecasts." *Journal of Finance* 64 (5): 2361-88. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01503.x>.
- Bookstaber, R. 2007. *A Demon of Our Own Design: Markets, Hedge Funds, and the Perils of Financial Innovation*. Hoboken, NJ: Wiley.
- CFSIEFF & ORS v. Fox & ORS, [2005] EWHC 1312.
- Clark, G.L., and R. Urwin. 2008a. "Making Pension Boards Work: The Critical Role of Leadership." *Rotman International Journal of Pension Management* 1 (1): 38-45. <http://dx.doi.org/10.3138/rijpm.1.1.38>.
- Clark, G.L., and R. Urwin. 2008b. "Best-Practices Pension Fund Governance." *Journal of Asset Management* 9 (1): 2-21. <http://dx.doi.org/10.1057/jam.2008.1>.
- Clark, G.L., and R. Urwin. 2010. "Innovative Models of Pension Fund Governance in the Context of the Global Financial Crisis." *Pensions* 15 (1): 62-77. <http://dx.doi.org/10.1057/pm.2009.25>.
- Conference Board Inc. 2003. *Commission on Public Trust and Private Enterprise Findings and Recommendations, Part 2 - Corporate Governance*. [http://www.conference-board.org/pdf\\_free/SR-03-04.pdf](http://www.conference-board.org/pdf_free/SR-03-04.pdf)
- Cowan v. Scargill, [1984] All E.R. 750.
- Del Guercio, D. 1996. "The Distorting Effect of the Prudent Man Laws on Institutional Equity Investments." *Journal of Financial Economics* 40 (1): 31-62. [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00841-2](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(95)00841-2).
- Devenow, A., and I. Welch. 1996. "Rational Herding in Financial Economics." *European Economic Review* 40 (3-5): 603-15. [http://dx.doi.org/10.1016/0014-2921\(95\)00073-9](http://dx.doi.org/10.1016/0014-2921(95)00073-9).
- Drucker, P. 1976. *The Unseen Revolution: How Pension Fund Socialism Came to America*. New York: Heinemann.
- Drucker, P. 1996. *The Pension Fund Revolution*. New Brunswick, NJ: Transaction Publishers.
- *Employees' Retirement Security Income Act*, 29 USC § 18.1104.
- *EU Pensions Directive*. 2003. Directive 2003/4 ED.
- Friedman, L. 1964. "The Dynamic Trust." *Yale Law Journal* 73 (4): 547-92. <http://dx.doi.org/10.2307/794602>.
- Galler, R. 2002. *Prudent Person Rule Standard for the Investment of Pension Fund Assets*. Paris: OECD Publishing.
- Haldane, A., and R. Davies. (2011). "The Short Long." *Proceedings of the 29th Societe Universitaire Europeene de Recherches Financieres Colloquium (Brussels)*, May. <http://www.bis.org/review/r110511e.pdf>
- Hallgring, R. 1966. "The Uniform Trustees' Powers Act and the Basic Principles of Fiduciary Responsibility." *Washington Law Review* 41:808-11.
- *Harvard College v. Amory*, 26 Mass. (9 Pick) 446 (1830).
- *Howell v. Motorola*, 2011 WL 183066 (7th Cir. 1/21/11).
- Ibbotson, R. 2010. "The Importance of Asset Allocation." *Financial Analysts Journal* 66 (2): 18-20. <http://dx.doi.org/10.2469/faj.v66.n2.4>.
- International Organization for Standardization. 2010. *ISO 26000: Guidance on Social Responsibility*. International Organization for Standardization.
- Jeszeck, C. 2009. *Conflicts of Interest Can Affect Defined Benefit and Defined Contribution Plans* (Report of the US Government Accountability Office, Subcommittee on Health, Employment, Labor and Pension, Education and Labor Committee, House of Representatives, GAO 09-503T). Washington, DC: US Government Accountability Office. <http://www.gao.gov/new.items/d09503t.pdf>

- Johnson, K.L., and F.J. de Graaf. 2009. "Modernizing Pension Fund Legal Standards for the Twenty-first Century." *Rotman International Journal of Pension Management* 2 (1): 44–51. <http://dx.doi.org/10.3138/rijpm.2.1.44>.
- J.P. Morgan Asset Management. 2009. *Non-normality of Market Returns*. New York: JPMorgan Chase & Co.
- Kahneman, D., and A. Tversky. 1979. "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk." *Econometrica: Journal of the Econometric Society* 47 (2): 263–92. <http://dx.doi.org/10.2307/1914185>.
- Keeton, G. 1971. *Modern Developments in the Law of Trusts*. 46–62. Faculty of Law Queens University Belfast Northern Ireland Legal Quarterly.
- Keynes, J.M. 1936. *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. New York: Harcourt, Brace.
- *King v. Talbot*, 40 N.Y. 76 (1869).
- Knight, F. 1921. *Risk, Uncertainty, and Profit*. Boston, MA: Hart, Schaffner & Marx / Houghton Mifflin.
- Krehmeyer, D., M. Orsagh, and K. Schacht. 2006. *Breaking the Short-Term Cycle*. Charlottesville, VA: CFA Institute and The Business Roundtable Institute for Corporate Ethics.
- Laby, A. 2004. "Resolving Conflicts of Duty in Fiduciary Relationships." *American University Law Review* 54: 75–150.
- Langbein, J. 1997. "The Secret Life of the Trust: The Trust as an Instrument of Commerce." *Yale Law Journal* 107 (1): 165–89. <http://dx.doi.org/10.2307/797278>.
- Lawrence, S., and P. Macklem. 2000. "From Consultation to Reconciliation: Aboriginal Rights and the Crown's Duty to Consult." *Canadian Bar Review* 79:252–79.
- Lupoi, M. 1999. "The Civil Law Trust." *Vanderbilt Journal of Transnational Law* 32:967–88.
- Maatman, R. 2004. *Dutch Pension Funds: Fiduciary Duties and Investing*. Dordrecht: Kluwer Law International.
- *McNeil v Bennett*, 792 A.2d 190 (Del. Ch. 2001).
- Mercer and the IRRIC Institute. 2010. *Investment Horizons – Do Managers Do What They Say?* [http://www.irricinstitute.org/pdf/IRRCMERCERInvestmentHorizonsReport\\_Feb2010.pdf](http://www.irricinstitute.org/pdf/IRRCMERCERInvestmentHorizonsReport_Feb2010.pdf)
- Mercer Consulting. 2011. *Climate Change Scenarios – Implications for Strategic Asset Allocation*. [http://www.ifc.org/ifcext/sustainability.nsf/AttachmentsByTitle/p\\_ClimateChangeSurvey\\_report/\\$FILE/ClimateChangeSurvey\\_Report.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/sustainability.nsf/AttachmentsByTitle/p_ClimateChangeSurvey_report/$FILE/ClimateChangeSurvey_Report.pdf)
- Montgomery, J. 2011. *Economic Analysis in ERISA Litigation over Fiduciary Duties*. NERA Economic Consulting. [http://www.nera.com/nerafiles/AAG\\_ERISA\\_Litigation\\_0310.pdf](http://www.nera.com/nerafiles/AAG_ERISA_Litigation_0310.pdf)
- National Conference of Commissioners on Uniform State Laws. 1997a. *Uniform Management of Public Employee Retirement Systems Act*, 1997.
- National Conference of Commissioners on Uniform State Laws. 1997b. *Uniform Prudent Investor Act*, 7 B.U.L.A. 18 (Supp. 1997).
- Nelson, J.A. 1993. "The Prudent Person Rule: A Shield for the Professional Trustee." *Baylor Law Review* 45:933–54.
- Norgrove, D. 2010. Address at the NAPF Annual Trustee Conference, December. <http://www.thepensionsregulator.gov.uk/doc-library/david-norgrovenapf-annual-trustee-conference-speech.aspx>
- Organisation for Economic Co-operation and Development, Financial Affairs Division, Directorate for Financial and Enterprise Affairs. 2010. "Financial Performance of Pension Funds in Selected OECD and Non-OECD Countries." *Pension Markets in Focus* 7 (July). <http://www.oecd.org/dataoecd/46/46/45637367.pdf>
- *Pension Funds Act*, 1956 (South Africa).
- Rajan, A. 2008. *DB & DC Plans: Strengthening Their Delivery*. London: CREATE-Research.
- *Re Collins and Pension Commission of Ontario* (1986), 56 O.R. (2d) 274.
- *Re Reeve and Montreal Trust Co. of Canada* (1996), 53 O.R. (2d) 595.
- Restatement of Trusts, Second (1959).
- Restatement of Trusts, Third (1992).
- Richardson, B. 2010. "From Fiduciary Duties to Fiduciary Relationships for Socially Responsible Investment." *Proceedings of the Principles of Responsible Investment Academic Conference*. [http://www.unpri.org/academic10/Paper\\_2\\_Benjamin\\_Richardson\\_From%20Fiduciary%20Duties%20to%20Fiduciary%20Relationships%20for%20Socially%20Responsible%20Investment.pdf](http://www.unpri.org/academic10/Paper_2_Benjamin_Richardson_From%20Fiduciary%20Duties%20to%20Fiduciary%20Relationships%20for%20Socially%20Responsible%20Investment.pdf).
- Schacht, K., and J. Stokes. 2008. *Code of Conduct for Members of a Pension Scheme Governing Body*. Charlottesville, VA: CFA Institute for Financial Market Integrity.
- Sharpe, W. 1964. "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk." *Journal of Finance* 19 (3): 425–42. <http://dx.doi.org/10.2307/2977928>.
- Sitkoff, R. 2004. "An Agency Costs Theory of Trust Law." *Cornell Law Review* 89:621–83.
- Stanley, B. 1984. "A Standard for Trustees Stricter Than the Prudent Man Standard: The Past and the Future." *Oklahoma City University Law Review*. *Oklahoma City University Law Review* 9:485–504.
- Sterk, S. 2009. "Rethinking Trust Law Reform: How Prudent Is Modern Prudent Investor Doctrine?" *Cornell Law Review* 95:851–904.
- Stewart, F., and P. Antolin. 2008. "Supervisory Oversight of Pension Fund Governance." International Organization of Pension Supervisors Working Paper No. 8.
- Strasburg, J., and S. Pulliam. 2011. "Pack Mentality Grips Hedge Funds." *Wall Street Journal*, January 14. <http://online.wsj.com/article/SB10001424052748704361504575552462233274960.html>
- Taleb, N. 2007. *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*. New York: Random House.
- Thomas, A., and I. Tonks. 2001. "Equity Performance of Segregated Pension Funds in the UK." *Journal of Asset Management* 1 (4): 321–43. <http://dx.doi.org/10.1057/palgrave.jam.2240025>.
- Tonello, M., and S. Rabinov. 2010. *The 2010 Institutional Investment Report: Trends in Asset Allocation and Portfolio Composition*. New York: Conference Board.
- Urwin, R. 2011. "Pension Funds as Universal Owners: Opportunity Beckons and Leadership Calls." *Rotman International Journal of Pension Management* 4 (1): 26–33. <http://dx.doi.org/10.3138/rijpm.4.1.26>.
- US Department of Labor. 2010. "Employee Benefits Security: Definition of the Term 'Fiduciary.'" *Federal Register* 75(October 22): 204. <http://edocket.access.gpo.gov/2010/pdf/2010-26236.pdf>.
- *Varity v. Howe*, 516 US 489 (1996).
- Wakeman, A., W. Franklin, and M. Ascher. 2006. *Scott and Ascher on Trusts*. Frederick, MD: Aspen Law & Business.
- *Withers v. Teachers' Retirement System*, 447 F. Supp. 12488 (S.D.N.Y. 1978) 1257.
- World Economic Forum USA Inc. 2011a. *Accelerating the Transition Toward Sustainable Investing*. New York: World Economic Forum USA Inc. [http://www3.weforum.org/docs/WEF\\_IV\\_AcceleratingSustainableInvesting\\_Report\\_2011.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_IV_AcceleratingSustainableInvesting_Report_2011.pdf).
- World Economic Forum USA Inc. 2011b. *The Future of Long-Term Investing*. New York: World Economic Forum USA Inc.
- Yermo, J., and C. Severinson. 2010. *The Impact of the Financial Crisis on Defined Benefit Plans and the Need for Counter-Cyclical Funding Regulations*. Paris: OECD Publishing. <http://www.oecd.org/dataoecd/22/11/45694491.pdf>

# 年金準備基金：形態と機能を適合させるために

**Gordon L. Clark**

オックスフォード大学地理・環境学部（英国）およびモナッシュ大学ビジネス経済学部（オーストラリア）。

**Ashby H.B. Monk**

オックスフォード大学地理・環境学部（英国）およびスタンフォード大学グローバル・プロジェクト研究コラボラトリー（米国）。

人口の高齢化が進み国家に対する財政圧力が深刻化する時代に入り、将来の債務を履行し世代間での一定のバランスを実現するための有効な投資ビークルとして、年金準備基金（PRF）が議論に上っている。その一方で、PRFへの政治介入による潜在的な悪影響を懸念する声も出ている。本論文は、PRFの設計、ガバナンス、マネジメントについて、党派的政治や官僚の介入からの遮断という観点から検討し、PRFの機能的パフォーマンスにとって著者が不可欠と考えるいくつかの原則と政策を提案する。本論文の着想は年金基金のガバナンスに関する過去の研究と4つの代表的な有力PRFについての詳細なケース・スタディから得た。

## 年金準備基金の長所と短所

人口の高齢化が進み国家に対する財政圧力が深刻化する時代に入り<sup>1)</sup>、高齢者世代と若年者世代による両立困難な要求の狭間で、政治的に難しい選択が迫られている。こうした状況を背景に、第1の柱となる年金制度（たとえば米国のソーシャルセキュリティなどの公的年金）を一部積立方式にすることは、将来の費用を最小化するための多くの戦略の1つになっており（Clark and Whiteside 2003）、将来の年金受給額の削減または拠出額の引き上げより好ましい策と見られている（Palacios 2002）。年金準備基金（PRF）は、公的年金制度に事前積立を取り入れようとする政府の取り組みを支えるものであり、実質的には、英米経済で非常に重要な役割を果たしている補完的年金ファンドとよく似た投資ビークルである（Clark 2000）。伝統的な第2の柱の年金基金と同様に、PRFの投資が収益を生み出せば、財政的な制約を受けている政府が将来の社会保障負担を減らせるという期待がある。その結果、PRFは

社会福祉制度を支えるための重要な手段だと多くの人々が見るようになった（Dixon 2008参照）。

たしかにPRFは表面上、現在および将来の政府にとって、現在と将来の支出計画を大きく毀損することなく社会的責任を果たせる有益な政策手段になるように見える。しかし、PRFに議論がないわけではない。第1に、リスク調整と、アグレッシブな投資が国の年金制度の積立状況にもたらす実際の影響に関して、論争が続いている。結局のところ、リスク調整後で見れば、資産がどのように投資されようと年金の積立に必要な拠出額は同じである。第2に、PRFが政治と官僚の介入にさらされる可能性について懸念が生じている。事実、PRFに対する批判者は、こうした機関に国が長期的にコミットすることは政治的に持続可能でないため、そして（あるいは）どんな類似の機関もいったん設立されると党派的利益や官僚の介入に左右されるため、PRFの機能的パフォーマンスが根本的に損なわれてしまうと考えている。たとえば米国では、クリントン政権が90年代に社会保障庁の資産活用に向けてさまざまな選択肢を検討した際に、政治介入が行われる可能性について広く議論された。当時、主だった経済学者たちは、そうした機関を党派的政治から守ることができるのか、疑問を投げかけた<sup>2)</sup>。そして最終的に、米国における批判者たち——彼らは、政治家が個人的、政治的な利益のために信託基金の運営に介入することは避けられないと思っていた——は、クリントン政権の提案を退けた<sup>3)</sup>。

## 4つのケース・スタディ

こうした論争にもかかわらず、いくつかの国ではPRFを推進し、国民の年金資産を現在、グローバル金融市場に投資している。カナダ年金基金投資委員会

(CPPIB)、オーストラリア未来基金 (FF)、アイルランド国民年金準備基金 (NPRF)、ニュージーランド退職年金基金 (NZSF) は、世界中で増加しつつあるPRFの一部である。こうした基金が広まっていることは重要な疑問を投げかける。上記のような論争を呼んだ問題は解決されたのだろうか？その答えは、イエスでもありノーでもある。リスク調整に関する議論は続いているが、それでも各国政府はPRFを推し進める決断をした。各国政府の判断に大きく作用したのは、「政治介入」というもう一つの重要な懸念事項に対処するために開発された、ガバナンスの仕組みであった。たとえば、1998年にCPPIBが設立された際、政治介入の問題は解決すべき主要な課題として認識されていた。「主たる懸念は、連邦政府が将来ある時点で自らの目的をかなえるために基金を乗っ取ろうとするのではないかということだった」と元首相のポール・マーティンは述べている。そのためCPPIBの設計者たちは、政治家の手から資産を遠ざけておくため、さまざまな「チェック・アンド・バランス」の仕組みを機関に取り入れた。同様にオーストラリア、アイルランド、ニュージーランドも、政治家の要求や官僚の介入に対抗できるPRFの設計を目指した。

本論文では、これら4つのPRFで導入された、政治介入を抑制するための革新的なガバナンス構造について検証と評価を行った。われわれの関心は、国家スポンサーと投資機関との関係に照らした、組織形態の頑強性と意思決定のガバナンスにある。そこでここでは、これらの基金が政治的影響を遮断するために用いている組織設計、機関のガバナンス、経営の原則と方針について見ていくこととする（事例の詳細な調査結果についてはClark and Monk 2011参照）。われわれの目的は、PRFが当初のマネットを実現しているか、そして、政府による長期的なコミットメントが確実に維持されているかという観点から、これらの機関の健全性を支えるメカニズムを示すことである<sup>4)</sup>。この研究は、ファンド・ガバナンスのコストと便益に関する過去の関連研究を参考にしている (Ambachtsheer et al. 2008)。本論文の基礎となる分析上の論理は、戦

略的経営と組織行動の関連研究と通じるところがある (Teece 2002, Ostrom 2005を参照)。方法論的には、フィールドリサーチを行う際の社会科学の手順に従った (Helper 2000参照)。またわれわれは、回答者の答えを直接引用することを控えたが、それは、洞察や知見は信用と信頼の中でこそ生み出されるものと考えたためである。最後に本論文では、どのファンドも完璧ではないという認識から、個別事例の特定の慣行ではなく、一般的な原則と政策に重きを置いている。

本論文は以下のような構成となっている。次節では、PRFのガバナンスに関連する課題を示し、これらの基金が抱えるガバナンス上の課題と民間企業の抱える伝統的な課題との違いを明らかにする。たとえば、PRFの特性として専門家への一定水準の権限委譲と敬譲が必要である (他のケースではこれらは好ましくないと見られ得る)。次の節では、PRFはスポンサーである政府から完全には分離することはできない (また分離すべきではない) ことを指摘する。敬譲と権限委譲は、専門家による監督と相応の自律性によって均衡させるべきである。次いで、スポンサーが、効率性を最大化させつつ、PRF機関に内在する相反する利益や要求を調整していくための、いくつかの原則と方針を提案する。最終節で結論を述べる。

## ガバナンス上の難問

その国家の歴史や地理的位置がどのようなものであろうと、世界の機関投資家の形態と機能において、絶対的な核となるのが金融の原則と慣行であると考えられる。したがってたとえば、ソブリン・ウェルス・ファンド (SWF) を近年設立した多くの国は実際、「認められた」金融の慣行を頼りにその新しい投資ビークルに (対内的にも対外的にも) 正当性を与えている (Clark and Monk 2012)。こうした正当性構築のプロセスは、とりわけPRFでは重要である。というのは、政府スポンサーは、歳入を国家の長期的な経済発展プログラムに向ける代わりに、その資産をグローバル市場に投資し、自国の経済成長率 (と「自国の」政府債利回り) を上回

るリターンを得ようとしているからである。これは、PRFの正当性（存在価値）が究極的には、営利的・金銭的利益を生み出す（さらには、最大化する）能力の発揮にあることを示している。別の言い方をすれば、PRFの投資政策に「政治」や「金銭以外の要素」の入り込む余地はない。そこで大きな問題となるのは、本質的に政治的なスポンサー（すなわち、政府）が、純粋に営利的でなければならないエージェンシーを、いかに維持することができるかということである。

われわれの研究では、政治家や官僚を遠ざけるのに最も成功している機関は、長期的な社会福祉（これを「世代間公平」と表現するかどうかはともかく）に対し社会が全体としてコミットしていると明言できたところであった。たとえば、われわれの調査したPRFが全て、政府が高齢化やそれに伴う長期の社会的費用に関する超党派的な調査や研究を進めた後に設立されていることは示唆深い。スポンサーである政府はすべて、それぞれ方法は異なるが、年金債務に備えるための事前積立を国として（超党派で）サポートすることを示すため、基金設立の際には多額の長期にわたる財政的コミットメントを行った。ある意味でこれら政府は、現世代と将来世代の間の利益バランスを見直す新しい社会契約を作っていたのである<sup>5)</sup>。民間のエージェントであれば契約は継続的に見直しが行われるが、公的なエージェントが将来に向け「契約的な」コミットメントを行った時はより大きな期待がされていると言えなくもないだろう。

社会的コミットメントはPRFが営利的・経済的目標を重視し続けるようにする（つまりはPRFの正当性を維持する）ための必要条件ではあるものの、歴史が示すように、大半の政府は明示的にPRFを政治から遠ざけるための仕組みを設けている。特に、PRFの設計者たちは、基金運営での健全性を危うくし得る2つのタイプの政治介入を重視してきた。第1はPRFの運営に対する「政治の干渉」で、恣意的な意思決定、優遇的な意思決定、汚職や背任行為の排除を推し進めた。短期の政治的利益を優先して、PRFステークホルダーの長期的な全体利益が軽視されることがないようにするためである。第2に、PRFにおける多くの相反する利害を調整する際

に、「官僚の介入」にさらされないよう努めてきた。実際のところ、PRFが官僚化すると、グローバル金融市場の課題への対処能力が制限され、長期的にPRFの正当性が損なわれる可能性がある。

政治の干渉と官僚の介入はいずれも、PRFの長期的な持続可能性を危うくする。だからこそPRFの設計者はこの種の機能不全を防ごうと、ガバナンスの原則と方針を構築しようとしたのである。残念ながら、PRFはコーポレート・ガバナンスの標準モデルに依拠することはできなかった。コーポレート・ガバナンスはエージェントの利益をプリンシパルの共通利益と調和させようとするものである（Jensen 2000を参照）。これに対して、PRFのガバナンスは国民から基金経営陣にわたる多数の責任、利益、権利を調和させなければならない。ある意味、PRFのガバナンスは「プリンシパル」と「エージェント」両方の行動に対して規律を設けるものである。こうした“利益の不協和音”の存在により、この複雑な環境下で投資家としての機能を最大限発揮できるような、ガバナンスの革新が必要となったのである。

## 委任を通じた敬讓

PRFの抱えるエージェンシー問題の複雑さを明らかにするため、PRFの存在理由について次のような単純化した説明を考えてみよう。スポンサーがPRFを設立するのは将来の年金債務の負担を最小化したいためである。しかしこの政治的目的を達成するには、PRFはまずグローバル金融市場で一定のリターンを達成するという営利的・経済的目的を実現しなければならない。したがって、PRFの成功は明らかにその営利的な運営能力の有効性に拠っている。ところが、PRFの営利的成功は政治の干渉と官僚の介入によって困難となっている（実際のところ、脅かされている）。PRFは最終的には政府に管理されている（そして政府に対し説明責任を負っている）ことから、短期的な日和見主義や官僚主義に対して脆弱な状態にある。したがって、PRFが第一義的な政策目的を達成する上で最大の脅威となるのは、第二義的な政策目的ということになる。

こうした複雑な環境を考慮すれば、PRFにはその独特の状況に適したガバナンスの枠組みが必要である。大半のPRF設計者の意見では、マネジメントの専門家に対する委任と敬讓が適切である。結局のところ、PRFが有効となり得るのは、スポンサーがPRFに対する当初のコミットメントを尊重した場合、すなわち、営利的・経済的なパフォーマンスを最優先した場合だけである。多くの事例において、PRFは、企業あるいは政府機関でさえ持っていない一定水準の制度的な自律性と独立性を与えられている。こうしたアームズレングスの（距離を置いた）地位は、職員の持つ特定分野における「専門性」、その機関に備わる「資源と知識」の深さ、その機関特有の「意思決定プロセス」（この中には、意思決定を審査評価し、変化の激しい金融環境に適応させることも含まれる）によって正当化されている<sup>6)</sup>。ここで述べた特質は、政府部門における一般的なスキルと、グローバル金融市場で力を発揮するのに必要とされる分野特有のスキルや専門知識との違いから来るものである（Clark et al. 2007）。

要するに、PRFへの委任は、暗黙的あるいは明示的に、PRFがその目標と目的に関連して取る行動には敬讓を示すべきとスポンサーが認識していることに依拠している。権限の委任は実際には、マンドート、制約、何らかのかたちの説明責任という3つの構成要素からなる。「マンドート (*mandate*、委任された内容)」という語はその機関の目標と目的を指し、たとえば、機関の一般的な目的やある一定期間についての目標リターンなどが含まれる。「制約 (*constraints*)」はマンドートの実現に対して政府が課すあらゆる制限を意味する（こうした制限は広範な政策的関心を反映したものである可能性がある）。最後に、委任された権限は、明確に規定された「説明責任と透明性 (*accountability and transparency*)」の仕組みを必要とするとわれわれは考える。そうした仕組みにより、機関の行動を、前もって定められた目標と目的に照らして第三者が評価し得るのである。

## 相応の自律性とその課題

PRFに与えられる敬讓——PRFが国内の政治と密接な環境下で運営されていながら、グローバルな投資目的を達成する能力を確保できるのはこのため——をどのレベルまでにするかにも、同じように独特なガバナンス上の課題がついてまわる。たとえば、これらの基金はいったん設立されると、投資機能の管理と組織運営に関して大きな自主性を持つ自律的機関となる可能性をもつ。このことは、政策決定者と官僚に以下の3つの問題をもたらす。

1. **環境の変化**：経済・金融環境の根本的变化は、社会契約の再構築を余儀なくさせることがある。最終的に、公的分野でも民間分野でもコミットメントが破棄される可能性もある（場合によっては、破棄されるべきであることもある）。民間分野では、効率的な資源配分を促すために契約は日常的に「作り直されて」いる。公的分野では、最近のアイルランドのNPRFの例のように、最終的には「不可抗力」によるものとしてPRF資産の流用が正当化される可能性がある<sup>7)</sup>。NPRF設立時に前提とした経済環境が激変したことに加え、NPRFの独立性を尊重することで現在世代と将来世代の間で求めていた利益バランスがさらに崩れてしまう恐れがあるからである。
2. **経済的な重要性**：一部のPRFは非常に規模が大きいため、その海外・国内投資が金融市場におけるその国の政府債や通貨の価格決定に大きな影響を及ぼす可能性がある。そうした場合、政府の財務部門とその出資を受けるPRFの関係は、政府の財政・金融政策の策定に重大な意味を持つかもしれない。両者の関係がどのようにマネージされるか（政府財務部門との関係でPRF理事会の理事長や代表者が果たす役割も含めて）は、出資を受けるPRFが相応の自律性を維持する上で最も重要なことかもしれない。

**3. 権限の委譲：**PRFの形態と機能は、資産運用業界における手続きや関係性を模倣し、それに合わせたものである<sup>8)</sup>。したがって、PRFに市場最先端のスキルや専門知識が必要とされるのは明らかである（すなわち、PRFには政府部門より高い報酬水準が必要だということである）。このことは、PRFに広範な権限と責任を与えることに対して官僚から大きな抵抗を招く可能性がある。事実、政府省庁はPRFを大臣とのこれまでの関係を脅かすものと見ているようである。さらに、独立的なPRFの設立は、既存の政府部門のスキルや専門知識に対する不信任投票だと見なされているケースもある。

そこで、政府は敬讓と委任の必要性を尊重しながらも、こうした機関の完全な独立性と自律性には制限を加えようとしてきた。PRF設立関連法によってPRFに制約を設け、政府債や株式を一定比率保有させる一方で、実物資産の保有や、民間とのパートナーシップが必要なプライベート・エクイティ投資を認めないケースも一部にはあった。また、PRF理事会のメンバーを政府が指名する戦略を採用した政府もあった。基金の経営に関する専門知識に、多少の政治的な管理を加えバランスをとる方法と見られている。この戦略は公的年金の2階部分においてとりわけ顕著である。被用者公的年金では代表性の倫理という観点から、理事会メンバーに広くさまざまなスポンサー代表やその他ステークホルダー（組合、退職者、現役従業員など）が含まれるためである。こうしたアプローチは前述のような懸念から理解できるものではあるが、基金の意思決定に制約を加え、グローバル市場における根本的な有効性を制限してしまう可能性がある。

しかし一部の進んだ政府は、このようなガバナンス・アプローチがもつ潜在的成本を認識し、「政治的な」監督を担う理事会にも意思決定能力の向上を図るため、理事指名に必要な資格項目を定めている。この場合、指名委員会が（政治的な結びつきではなく、スキルと専門知識を重視して）指名適格者のリストを作成することになる。こうした手続きは、党派的政治と官僚の介入を

中和する仕組みとして、監督機関である理事会のメンバーに専門知識を持つ人物を指名することでPRFの独立性を強化しようとするものである。これら専門性のある理事会メンバーは、運用パフォーマンスに責任を負える有能な経営陣を揃えることで信頼性の高い監督を行い、「経営の意思決定と理事会の監督との相乗効果」（Ambachtsheer 2011, 4）を通じて組織の有効性を高める。

要するにガバナンス構造は、機関の独立性に関する絶対的な概念としてでなく、政治の干渉と官僚の介入によるコストと関連づけて考えられるべきものである。一部のPRFやその他類似の公的・民間退職貯蓄機関はグローバル金融危機による混乱に大きく巻き込まれ、中には、国家と処理不能な破綻民間銀行の救済のため基金の資産が国家会計に投じられたPRFもあった。これを党派政治による介入の極端な例だと主張することも可能かもしれない。国家の主権が危険にさらされるような最悪事態にある時でも、また現在世代の負担がどれほど大きくとも、PRFは自律性と存続を保証されている、と考える人もいるかもしれない。われわれはこうした議論には組しない。確かにPRFは将来世代の利益を保護するために設立され、資金が拠出され、マンデートを与えられるものである。しかし、元々の前提が全く狂ってしまったような場合、すなわち「不可抗力」が生じた状況では、たとえ将来世代に不利益になったとしても、現在および将来世代の利益に関わるどのような社会契約も書き換える必要が出てくると考えられる<sup>9)</sup>。

## 原則、方針、そしてPRFのパフォーマンス

上述のように、スポンサーである政府は、PRFとの関係を決定づける複数のパラメータの設定という難しい仕事を行わなければならない。ここでは、4つの代表的なケース・スタディにより学んだ知見（および、過去10年にわたって実施してきた、年金や政府系ファンドの設計・ガバナンスに関するわれわれの研究）から、PRFのような政治的組織を管理するためのいくつかの原則と方針を提示する。こうした原則と方針はPRFの



「全般的な」業務遂行実現に関するものであり、「特定の慣行」を示したのではない。後者は、本来、PRFのガバナンス組織とスポンサーの責任である。こうした原則と方針は、政府とPRFの間の相互依存関係を認識しつつも、PRFの自律性を強化するものとわれわれは考えている。

このようなテンプレート（ひな型）は歴史的・地理的具體性に欠けているとして一部には軽視する向きもある。Gertler（2001）とRoe（2006）が指摘するように、ある機関の設立は、必然的に、歴史的なコミットメントや過去と現在における政治的妥協に根ざしているからである。しかし、Clark and Urwin（2008）における年金のフレームワークと同様、これらの原則と方針は組織の設計とガバナンスの中核的要素に触れるものであり、この中核的要素は国家であるスポンサーの歴史的環境にかかわらず広く当てはまる。そのため、これらの原則では、特定の事例の細部に言及することは避け、PRFの設計、ガバナンス、運営に関するテンプレートを探ろうとしている。Stone（2008）が述べているように、法域を超えた知見や他者の経験に基づいて制度的イノベーションを行いたいと強く求める国際的な場が存在するのである<sup>10)</sup>。

**1. 設計とガバナンスに関する原則：**設計とガバナンスに関する以下の中核的原則は、全ての機関を不当な政治的介入から保護するための必要条件である。

- **正当な目的：**組織の最重要な目的と根拠は、議会で討議され基金の設立につながった大きな社会的目標に依拠すること。たとえば、議会は人口高齢化に伴うコストを問題にしていたかもしれないし、政府に世代間平等を図るように求めていたかもしれない。
- **組織のマンデート：**PRF設立を規定する法規の中で、組織の包括的目標をいかに達成するかについての明確なガイダンスを提供すること。
- **ミッションの明確さ：**スポンサーは明確に表現された一連の投資目標・目的を作成しなければならない。具体的には、PRFの設立法では基金の経済

的効用を（唯一の、とは言わないまでも）最上位の重点目標とすること。別の言い方をすれば、（利回りにマイナスの影響を与える傾向がある）政治的・社会的な投資目的は公式に否定すること。

- **基金からの資金引出：**いかなる将来の金融債務も（偶発的なものも、そうでないものも）特定し、マンデートに組み込むこと。その際、資金の引出し手続きを明確に規定・記述すること。
  - **組織の領域：**機関の権限、役割、職務に関する公式な取り決めを行うこと。組織の領域範囲は明確に定められていなければならない。
  - **スポンサーの権限：**スポンサーの権限を、PRFのマンデートおよびPRFの政府・議会に対する報告（および回答）義務に関連させて、明確に規定すること。
  - **理事会の権限：**PRF理事会の権限を、理事長に対するスポンサーの権限、および経営陣に対する理事会の権限の両方に関して、明確に規定すること。
  - **説明責任：**PRFがスポンサーおよび関係ステークホルダーに対して報告を行う公式の仕組みが必要である。そうした仕組みは、機関の包括的目標とマンデートに基づくもので、適切な水準の透明性（報告書、取引明細書など）によって裏打ちされたものであること。
- 2. 管理と実行に関する方針：**上述の設計とガバナンスに関する中核的な原則は、以下の管理と実行の方針と密接に関係している。
- **PRFとスポンサーのシンメトリックな知識の共有：**PRFとスポンサーの間に情報の共有と伝達を行う継続的なプロセスを設けて、スポンサーがPRFの運営、リスク・プロファイル、期待されるパフォーマンスについて深い知識と理解を持てるようにすること。
  - **理事会メンバーの指名：**PRFは、基金の理事会メンバーを推薦し任命するための明確に規定された手続きを設けること。その手続きは、候補者の（その組織の職務領域に関連した）専門知識と経験に関する「先験的な」期待に基づいたものであ

ること。

- **経営陣の採用**：PRF経営陣の採用と解雇および（しかるべき政府ガイドラインの範囲内または範囲外での）報酬の設定に関する理事会の責任について、明確に文書で示すこと。
- **基金のリーダーシップ**：PRFは、外部からは信頼を獲得し内部には規律をもたらすような、高い資質があり評価のある理事長、副理事長およびCEO（最高経営責任者）を採用するよう努めなければならない。
- **職員の専門知識**：PRFは、機関の目的の達成に必要な専門知識を持った人材をそろえること（必要となる専門知識の性格やそうした専門知識を獲得するために必要な価格がスポンサーには分からなくても）。これは、PRFが委任と適切な敬讓を求める正当な根拠となろう。
- **職員の報酬**：報酬はパフォーマンスによって変動するものでなくてはならない。報酬制度をPRFの全体的な営利的ミッションに連動させるためである。
- **行動規範**：すべての職員、経営者、理事会メンバーは、許容される行動（この中には、だれかが規範に違反している場合に内部告発を行うことも含まれる）を規定した厳格な行動規範の遵守を誓約すること。
- **リスク管理**：PRFのマンデートは長期的な性格のものであるが、同時に、大衆が損失のニュースに（リターンが出たときと違って）敏感であることを考えれば、リスクのコントロールと管理は、PRFにとって、政治介入を遮断する上で極めて重要な職務であることがわかる。このことは、PRFの業務領域や、資産の内部運用と外部運用のバランスに影響を与える可能性がある。
- **不可抗力（例外事態）**：PRFの設立時に、機関の役割や責務について例外的状況を合理的に特定できない場合には、例外的処置を発動するための手続きを明確にすること。法律で規定しないまでも、スポンサーとPRFの関係を規定する例外事

態ルールは設けるべきである<sup>11)</sup>。

これらの原則と方針はもし採用されれば、政府とPRFにとって政治の干渉と官僚の介入に伴うコストを回避するのに役立つものとなるだろう。ただし、これらの原則が「スポンサーとPRFの間に実質的な関係は存在しない」と言うまでの自律性や独立性をPRFに与えるものだと言うつもりはない。むしろ、われわれの研究は、PRFとスポンサーの間に「シンメトリック（対称的）」な関係——互いの利益とともに、PRFが必要とする（国有機関とは異なる）独特な環境についても関係両者が理解している——があるときにPRFはうまくいくことを示している。そもそも、PRFが存続し成功できるかどうかは、その機能の有効性に依存しており、PRFが絶対的な独立性を主張できるかどうかとは関係ない。われわれの意図は、グローバル政治経済における独特な役割から生じる同じく独特なエージェンシー問題に対処するため、PRFが必要な仕組みを備えられるようにすることにある。

### 正当性とパフォーマンスを結びつける

党派的政治とそれが金融機関のガバナンスや経営に与える影響に対する恐れは、社会民主主義、自由民主主義に関わらずOECDの国々で一般的なものである。公的年金基金のパフォーマンスに対する政治干渉の影響の大きさについては、学術文献などでもよく認識されてきた。その主たるものは恣意的な意思決定に対する恐れである。つまり党派的政治は、その組織の長期的な目的とマンデートを損ね、短期的な利益を追求するものと考えられている。われわれはまた、こうした機関の意思決定と経営に対する官僚の介入も、パフォーマンスに悪影響を与え得ると上で論じた。PRFのような機関は行動を制限または制約される可能性があり、その結果、機関の全体的目標を実現しようとする理事会や経営陣の最善の意思が無視されかねない。

本論文では、4つの代表的な年金準備基金の詳細な研究に基づき、いくつかの原則と方針を提案した。これら

は、PRFのような機関に、党派的政治と官僚の介入がもたらす最悪の影響を排除するに十分な形式上の体制（と参照基準）を与えようとするものである。これらの原則と方針は年金準備基金に関して立案されたものではあるが、年金ガバナンスのベスト・プラクティス（最良慣行）に関する過去のClark and Urwin (2008)の研究と明確な関係を持ち、ソブリンウェルス・ファンド、寄贈基金、さらには金利設定を行う国立準備銀行など、他の類似のタイプの機関にも当てはまるかもしれない。ただし、PRFが「スポンサーと機関の間に実質的な関係はない」と言えるほどの自律性や独立性を主張できると考えているわけではない。結局のところ、こうした機関が存続できるかどうかは、絶対的な独立性を主張できるかではなく、機能の有効性にかかっているのである。

ここで示した原則と方針は、短期的な日和見主義や制度の硬直化（これらは一般に政治介入と対になっている）を排して、機関の機能の有効性を確保するために立案したものである。われわれは、機能を有効に働かせるための処方箋に、機関設立時の社会的目的や明確に規定されたマニフェストとともに、PRFの政治的正当性を加えた。コーポレート・ガバナンスに関する文献（Jensen 2000参照）と同様、われわれも、機関が最も良く機能的パフォーマンスを達成できるのは、明確で理解が容易な目的機能によって統治されているときだと考える。ただし、その目的機能は、その機関を正当化するより広範な社会目標を反映したものか、またはそうした目標を明確に表現したものでなければならない。こうした観点から見ると、公的な組織と民間の組織の間には重大な違いがある。ある意味で、PRFのガバナンスは、「プリンシパル（本人）」と「エージェント（代理人）」の両方の行動に規律を与えるものである。PRFには利益の不協和音が内在しているため、ガバナンスの革新——PRFの機能パフォーマンスを最大化し、かつ官僚化につながらないものでありながら、多方面の利害を管理するのに役立つようなガバナンス——が必要とされている。PRFの場合は、監督を担う有能な理事会によって、敬讓と委任に重点を置いて意思決定がなされてきた。

最後に、スポンサーである政府は、PRFや類似の組織（異なるタイプであるソブリンウェルス・ファンドも含まれるが）との関係を規定するパラメータを設定するという重い責任を負っている。ある意味、公共の福祉のためにこのような機関への依存度を高めることは、機関の設計とガバナンスに関する注目すべき実験と言える。その結果がどのようなものになるのかは、少なくとも一世代は待たないと明らかにならないだろう。

## Notes

1. 本論文は、トロント大学ロットマン経営大学院ロットマン年金マネジメント国際センターからの研究助成金を受けて執筆された。本論文は、さまざまな機関、とりわけ、カナダ年金基金投資委員会、オーストラリア未来基金、アイルランド国民年金準備基金、ニュージーランド退職年金基金の参加により完成させることができた。円滑な対話を行うため、これら機関についてコメントを行った人物の特定やコメント自体の引用は行わなかった。草稿の段階で意見をくれたキース・アンバクシア (Keith Ambachtsheer)、ヤープ・ヴァン・ダム (Jaap van Dam)、アレクサンダー・ダイク (Alexander Dyck)、ジャック・グレイ (Jack Gray)、ブレット・ハモンド (Brett Hammond)、スティーブン・ジェームス (Steven James)、ステファン・ルンドベリ (Stefan Lundbergh) に感謝したい。本論文のいかなる誤りや脱漏もこれらの人々に責任はない。
2. 実際、周知のとおり、1999年に連邦準備理事会前議長のアラン・グリーンズパンは「並外れた努力を注いとしても、信託基金を長期的に政治的圧力から遮断することが可能かどうか私は疑いをもっている」(Greenspan 1999)と述べている。
3. より最近の例では、Posner (2010) が、米国政府のグローバル金融危機への対応能力に関連して、米国の政治文化が長期的なコミットメントを妨げていると指摘している。Posnerは、グローバル金融危機後の米国についての見通しを記述した中で、「我が国が世界に占める経済的地位を維持するのは、痛みを伴う、困難なことかもしれない。それは、米国の政治情勢の様相をみると、重要な案件で国が統治不能になっているように見えるからである。極限まで行った利益団体政治は、(少し誇張して言えば、)増税できない、支出計画を削減できない、新規の支出計画を阻止できない、という状況をもたらしたように思われる」(2010, 371)と述べている。
4. 組織の設計は、ガバナンスと意思決定の手続きを作り出す一連の「リソース」と理解することができる。ガバナンスは、利用可能な時間、スキル、思考システムを用いて意思決定を管理する仕組みと見ることができる。われわれは、別の論文で「ガバナンス予算」という概念を用い、機関の有効性はガバナンス予算をリスク予算にいかにかき合わせるかにかかっていると主張した (Clark and Urwin 2008)。公的部門の投資機関が直面する問題の多くは、不完全な機関の形態と、不十分なガバナンス予算に由来している。
5. 社会民主主義の伝統が強い社会では、社会契約は現存のコミットメントと同じかもしれない。自由民主主義の伝統が支配的な社会では、契約の制度は将来に関する道徳的、政治的合意を表象するものかもしれない (たとえば、いかなる議会も将来の議会の行動を制約することはできないとしても)。契約の理論では、将来に対するいかなるコミットメントも拘束力のある合意となる。もっとも、コミットした約束を履行するか否かは、経済的、金銭的な誠実さを含むさまざまな条件に左右される。契約によるコミットメントから逃れることも、関係当事者に何らかのかたちの補償を行えば、もちろん可能である。
6. 認知科学と心理学の先例に従い、われわれは、専門知識は分野特有の高度なものと考え、判断力や状況に適した経験が求められる環境では、有効な意思決定を行うのに一般的水準の教育では (たとえばそれが高い水準であったとしても)、十分でない可能性がある。こうした議論は一部Wagner (2002)に基づいており、Clark et al. (2006, 2007)による年金基金や類似機関における投資の意思決定を参考に発展させたものである。

7. 不可抗力の位置づけに関しては、広範に議論がなされている。一部の理論家にとっては、不可抗力の価値は疑わしいものである。それは、契約は(状況は変化するもので不可抗力の事象が発生すれば両者が譲歩しあうであろうことを見越した上で、)まさしく時間を止めるために結ばれるものだからである (Atiyah 1995, 243を参照)。対照的に、Williams (2002, 112) は、契約を意思 (intention) として概念的に解釈し、道徳的権利(約束を交わすこと)と事件やコミットメントの世界の関連性は断ち切って考えたほうがよいだろうと指摘している。したがって、コミットメントのテストは、(Dworkin 2011に整合的なやり方で) 社会に純利益を与えているかどうかで行うべきである。
8. これに関連する説明については、Davis and Steil (2001)、Morrison and Wilhelm (2007) を参照。
9. ただし、その可能性は、政府の憲法上の形態、および(アイルランドや英国のように) 国レベルの政府が最終的な意思決定者であるかまたは国と地方政府もしくは州政府の間で公式に権力が共有されているか、に左右されるものであることには注意すべきである。実際、あるタイプの国家政府では、国より下のレベルの法域に憲法で正式に認められて「設置されている」機関が州・地方の金融資産を保有することがあり、そうした金融資産に対して国が権限を主張するのは非常に難しい場合がある。たとえば、Posner (2010, 383) は、アメリカ民主主義が持つこうした特色を、政府の有効性を妨げる「18世紀」の障害と見なしている。
10. これは、もちろん、ロットマン年金マネジメント国際センターのミッション・ステートメントである。より一般的に言えば、継承してきた伝統に反してある理想の制度的な形態を採用することは、完璧を目指した意識的なコミットメントであり、グローバルな統合の進展には過去を断ち切ることが必要だという宣言でもある。
11. たとえば、シンガポール政府投資会社 (GIC) の権限を規定した法規に見られる「例外的状況」に対応するための手続きを参照のこと。われわれは別の論文で、最近のグローバル金融危機でも、シンガポール政府が変更の承認手続きによらず裁量的にGICのマネジメントを変更することはできなかったことを示した (Clark and Monk 2010)。

## References

- Ambachtsheer, K. 2011. "Private Equity, Scale, and Agency Costs: Implications for Organization Design." *The Ambachtsheer Letter*, February.
- Ambachtsheer, K., R. Capelle, and H. Lum. 2008. "The Pension Governance Deficit: Still with Us." *Rotman International Journal of Pension Management* 1 (1): 14–21. <http://dx.doi.org/10.3138/rijpm.1.1.14>.
- Atiyah, P.S. 1995. *An Introduction to the Law of Contract*. Oxford: Oxford University Press.
- Clark, G.L. 2000. *Pension Fund Capitalism*. Oxford: Oxford University Press.
- Clark, G.L., E. Caerlewy-Smith, and J.C. Marshall. 2006. "Pension Fund Trustee Competence: Decision Making in Problems Relevant to Investment Practice." *Journal of Pension Economics and Finance* 5 (1): 91–110. <http://dx.doi.org/10.1017/S1474747205002374>.
- Clark, G.L., E. Caerlewy-Smith, and J.C. Marshall. 2007. "The Consistency of UK Pension Fund Trustee Decision-Making." *Journal of Pension Economics and Finance* 6 (1): 67–86. <http://dx.doi.org/10.1017/S1474747206002629>.
- Clark, G.L., and A.H.B. Monk. 2010. "Government of Singapore Investment Corporation (GIC): Insurer of Last Resort and Bulwark of Nation-State Legitimacy." *Pacific Review* 23 (4): 429–51. <http://dx.doi.org/10.1080/09512748.2010.495997>.
- Clark, G.L., and A.H.B. Monk. 2011. "Partisan Politics and Bureaucratic Encroachment: The Principles and Policies of Pension Reserve Fund Design and Governance." <http://ssrn.com/abstract=1854343>
- Clark, G.L., and A.H.B. Monk. 2012. "Sovereign Wealth Funds: Form and Function in the 21st Century." In *Sovereign Wealth Funds*, ed. J. Stiglitz. New York: Columbia University, forthcoming.
- Clark, G.L., and R. Urwin. 2008. "Best-Practice Pension Fund Governance." *Journal of Asset Management* 9 (1): 2–21. <http://dx.doi.org/10.1057/jam.2008.1>.
- Clark, G.L., and N. Whiteside, eds. 2003. *Pension Security in the 21st Century*. Oxford: Oxford University Press. <http://dx.doi.org/10.1093/0199261768.001.0001>
- Davis, E. P., and B. Steil. 2001. *Institutional Investors*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Dixon, A. 2008. "The Rise of Pension Fund Capitalism in Europe: An Unseen Revolution?" *New Political Economy* 13 (3): 249–70. <http://dx.doi.org/10.1080/13563460802302560>.
- Dworkin, R. 2011. *Justice for Hedgehogs*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Gertler, M.S. 2001. "Best Practice? Geography, Learning and the Institutional Limits to Strong Convergence." *Journal of Economic Geography* 1 (1): 5–26. <http://dx.doi.org/10.1093/jeg/1.1.5>.
- Greenspan, A. 1999. "Social Security: Testimony of Chairman Alan Greenspan before the Committee on the Budget, U.S. Senate, January 28, 1999." Federal Reserve Board. <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/testimony/1999/19990128.htm>
- Helper, S. 2000. "Economists and Field Research: 'You Can Observe a Lot Just by Watching.'" *American Economic Review* 90 (2): 228–32.
- Jensen, M.J. 2000. *A Theory of the Firm*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Morrison, A., and W.J. Wilhelm. 2007. *Investment Banking: Institutions, Politics and Law*. Oxford: Oxford University Press.
- Ostrom, E. 2005. *Understanding Institutional Diversity*. Princeton: Princeton University Press.
- Palacios, R.J. 2002. "Managing Public Pension Reserves, Part II: Lessons from Five Recent OECD Initiatives" (DP 219, Social Protection Discussion Paper). Washington, DC: World Bank.
- Posner, R.A. 2010. *The Crisis of Capitalist Democracy*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Roe, M.J. 2006. "Legal Origins, Politics, and Modern Stock Markets." *Harvard Law Review* 120 (2): 462–527.
- Stone, D. 2008. "Global Public Policy, Transnational Policy Communities, and Their Networks." *Policy Studies Journal: the Journal of the Policy Studies Organization* 36 (1): 19–38. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1541-0072.2007.00251.x>.
- Teece, D. 2002. *International Encyclopaedia of Business and Management: Handbook of Economics*. 2nd ed., ed. W. Lazonick, 106–16. London: Thompson.
- Wagner, R.K. 2002. "Smart People Doing Dumb Things: The Case of Managerial Incompetence." In *Why Smart People Can Be So Stupid*, ed. R.J. Sternberg, 42–63. New Haven: Yale University Press.
- Williams, B. 2002. *Truth and Truthfulness*. Princeton: Princeton University Press.

# (抄訳) オーストラリアのスーパー年金業界にバトン流改革を

**Jack Gray**

シドニー工科大学ポールウーリー資本市場機能不全センター  
およびブルックヴァインP/L。オーストラリアに拠点を置く。

**Bill Watson**

モンキーズフィスト社長。オーストラリアに拠点を置く。

抄訳

野村総合研究所

今日、オーストラリアのスーパー年金業界<sup>(注)</sup>（退職年金基金）業界が抱える問題は、25年前の自動車業界の問題と多くの類似点がある。その自動車業界の改革のために実施された「バトン・プラン」には、今日の退職年金業界に適用できる合理化策が含まれている。

## 1986年の自動車業界と今日の退職年金基金業界

第一次ホーク内閣のジョン・バトン商工相が指揮したバトン・プランは、市場開放と政府指導を組み合わせることで、オーストラリアの自動車業界の効率性と競争力を高め、より高品質で安価な自動車の生産を目指したものである。それまで自動車業界は高関税、輸入数量制限、現地調達規定などで甘やかされ、自己満足、非効率、過剰生産に陥っていた。彼の計画は、関税引き下げ、輸出拡大、製造工場と部品部門の合理化、製造工程と品質の改善を図るものだった。8年以内にモデルを13から6以下に減らす目標が掲げられ、計画の策定や改革の進行監視のため「自動車業界機構」が新設された。後年、バトン・プランは概ね成功を収めたと評価された。

当時の自動車業界と今日の退職年金業界の主な類似点は、オーバーキャパシティと過剰な品揃えである。こうした状況を正当化しているものの1つは宗教的な市場信仰で、市場は選択の自由と競争による効率性をもたらすと考えられている。しかし大半の年金加入者にとってそれは、多大な費用を伴う無駄な負担を課すものである。

**多すぎる選択肢：**広範な投資選択肢を揃えれば、まれにしか利用されない選択肢のためにコストがかかる。大型基金では平均11（中には34）もの選択肢があるが、加入者の80%はデフォルト選択肢（一般的には「バランス」戦略）に投資している。多数の選択肢は基金やマネージャが多すぎることの結果でもある。基金の統合は急速に進んでいるが2010年でも442基金が存在する。

**小さすぎる規模：**基金統合で規模のメリットが得られる

ことはいくつものデータから明らかである。世界的には、単位コストを最小化するには資産300億ドルでも十分な可能性がある。規模の不経済の発生条件や小規模基金のメリットの有無など、さらなる研究も必要である。

**多すぎるエージェント：**基金数の削減を阻害する大きな要因に、業界全体で収益構造の維持を図る動きがある。背景には加入者の無関心やシステムの複雑化がある。基金の理事が保身のため合併を妨げていることも多い。

## スーパー年金版バトン・プランのすすめ

バトンは市場の力と限界の両方を理解し、国際的な競争を促す市場開放だけでは事態は改善しないと考えていた。自動車業界の統合を推進するには、政府による誘導が必要だと認識していた。年金加入者の退職所得を改善するためにも、政府は以下のようなスーパー年金版のバトン・プランを策定すべきである。

- 基金、投資選択肢、エージェント（マネージャや理事を含む）の数を大幅削減。
- 規模の経済・不経済に関する独立の調査を実施。
- 理事や基金内外の投資マネジャーの質、スキル、選任方法、独立性、監視体制などを改善。
- 関係当事者取引、理事の兼任、理事の指名・在任期間上限に関する強力なガバナンス基準を賦課。
- 加入者の利益を真に改善する体制の促進。例えば、新たな機構を設立し、そこが運用する比較的シンプルなデフォルトファンドを導入。

こうした改革の進行を監視するには、真に独立した（中央銀行のような）スーパー年金業界機構が必要となる。政治や年金業界に影響されない人々が機構を主導しなくてはならない。

(注) 雇用主に拠出義務がある強制加入の確定拠出型制度。原則として、多数あるスーパー年金版ファンド（年金基金。民間が運営）の中から加入者が1つファンドを選択し、運用指図を行う。

# (抄訳) DCプラン加入者が真に求めているもの

**Ioulia Tretiakova**

トロント（カナダ）のPÜRインベスティング社パ  
イス・プレジデント兼定量的戦略ディレクター。

**Mark S. Yamada**

トロント（カナダ）のPÜRインベ  
スティング社の社長兼CEO。

抄訳

野村総合研究所

## 現在のターゲットデート・ファンドの問題

確定拠出年金（DC）プランは世界中でますます重要性を増している。しかし専門家が運用する確定給付（DB）プランと違い、加入者は自分で運用を決めなければならない、運用目標を実現できるかどうか不確実である。このような中で、ターゲットデート・ファンド（TDF）（あるいはライフサイクル・ファンド）は、退職に向けて資産配分を変えていくという、運用に関わる加入者の負担を軽減してくれるものである。

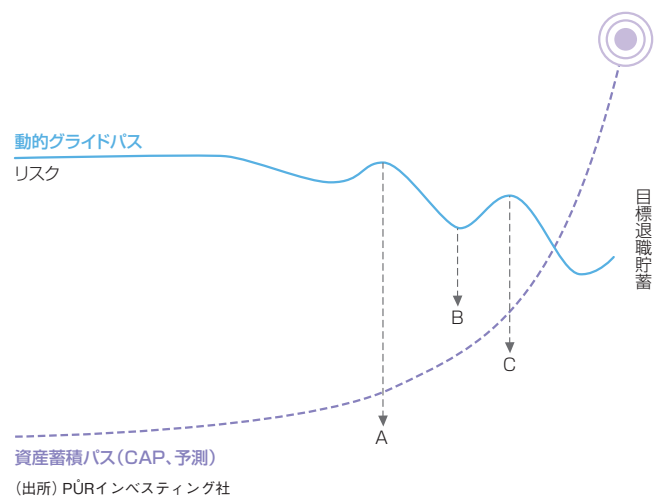
しかしTDFには問題がある。通常のTDFは退職が近づくにつれ、予め固定された経路（ガイドパス）に従って株式比率を減少させていく。それにより退職に向けてTDFのリスクはシステムティックに引き下げられると思われているが、実は株式比率が下がったからと言って必ずしもポートフォリオのリスクは低下しない。現在用いられている資産比率ベースのガイドパスより、リスクベースで資産配分を決定するガイドパスの方が有効である可能性が高い。また固定ガイドパスを採っているため、市場環境が変化してもそれに対応できないという問題もある。

## 所得代替率を目標に設定した動的戦略

そこで本論文では、退職時の目標をDBプランで採用されている所得代替率に置き、TDFの投資戦略としては、株式比率ベースの固定ガイドパスではなく、リスク（ポートフォリオ・リターン標準偏差）ベースの動的ガイドパスを用いる。この投資戦略は、目標値より積立が進んでいる場合にはリスクを小さく、遅れている場合にはリスクを大きくするものである（図表1）。「目標退職貯蓄」としては、65～85歳にかけて70%の所得代替率を実現するのに必要な退職時資金額を設定する。ポートフォリオの実際の積立価値を常に「資産蓄積パス（CAP）」（目標通りに行った場合の想定パス）と

比較し、ポートフォリオ価値がCAPを下回っている場合はより大きなリスクを取り（図表1のAとC）、上回っていればより低いリスク（図表1のB）とする。ただしこの戦略をそのまま単純に用いると、投資成績がターゲットより著しく悪かった場合、目標達成の確率を高めるために極端なリスクをとることになる。退職間近にそうした事態が起こっても資産の確保を全く考慮しないというのは実践的でない。そこでわれわれは、退職が近づくにつれ株式比率の上限を引き下げることにした（退職時の上限は60%）。

図表1 戦略の概要



## 動的ガイドパス戦略の検証

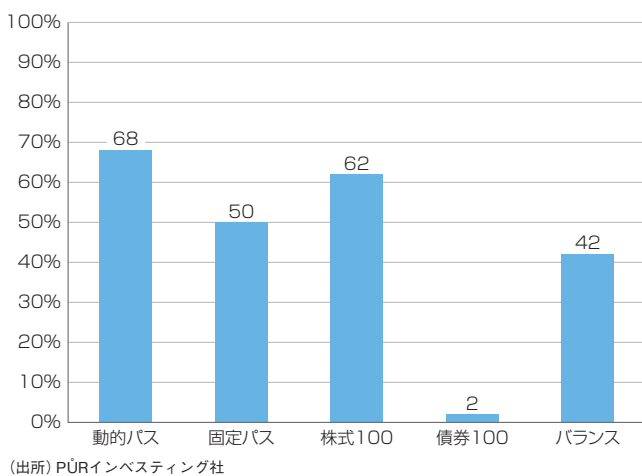
本論文では、モンテカルロ・シミュレーションと過去データによるテストの2つのテストを用いてこの動的ガイドパス戦略の検証を行う。両テストでは動的ガイドパスをほかのいくつかの戦略（有力3社のTDFの平均的資産配分を用いた固定ガイドパス、株式100%、債券100%、株式60%債券40%のバランスファンド等）と比較し、各戦略の有効性を評価するためリターン・リスク特性を検証する。なお拠出は所得の9%で

25歳から40年間行うものとする。以下では、3つの疑問に答える。

(1) 動的戦略は目標達成の確率を向上させたか？

モンテカルロ・シミュレーションでは、動的ガイドパスの目標達成確率は固定ガイドパスの50%から68%に上昇した(図表2)。過去データによるテストでの達成頻度も52%から97%に上昇した。驚いたことわわれの戦略の目標達成確率は株式100%より高かった。

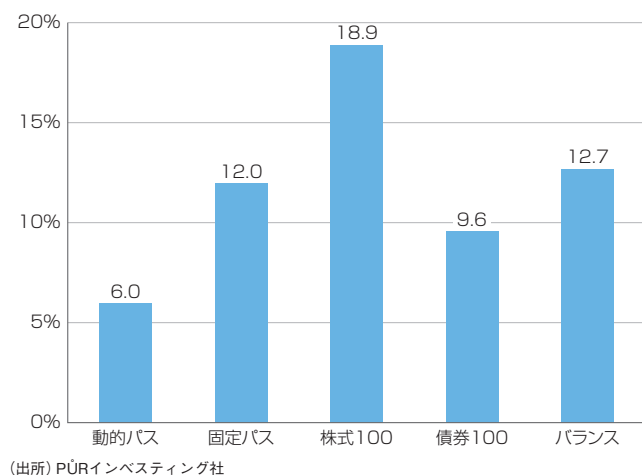
図表2 モンテカルロ・テストにおける目標達成確率



(2) リスク特性はどのようなものか？

加入者にとって最も重要である退職前5年間のリスク(標準偏差の平均)をモンテカルロ・テストで検証したところ(図表3)、動的戦略のリスクは最小で、債券100%より小さくなった(過去データによるテストで

図表3 モンテカルロ・テストにおける退職前5年間のリスク

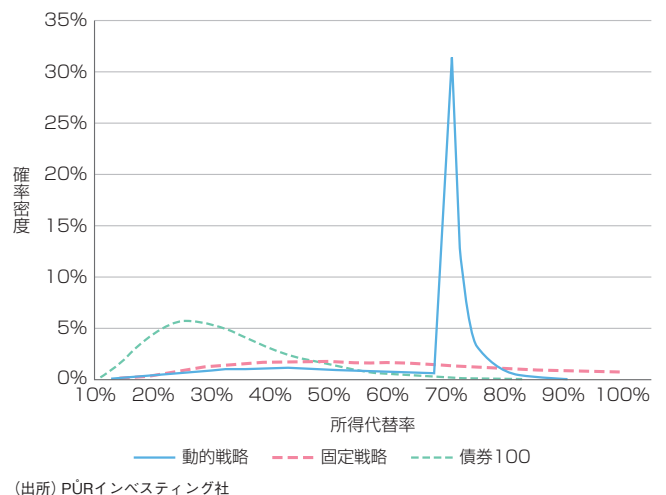


も同じ)。これは、動的戦略では、テストの半分のケースで退職5年前までに目標貯蓄を達成し、資産がキャッシュに転換されていたためである。また、退職直前の時点で株式比率を上限値にする必要があったのは全体の33%のケースに過ぎなかった。

(3) なぜ動的戦略はアウトパフォームできるのか？

動的戦略は、最終5年間のリスクを債券100%より低く抑えながら目標達成の確率を固定ガイドパスより改善することができる。なぜこのようなことが可能なのかを説明したのが図表4である。動的戦略は、現実的な目標の達成を優先し、目標より高いリターンが発生確率を犠牲にして確率分布を組み替えている。つまり達成確率が高いのは、大きなリスクを取っているからではなく、リスクの取り方が賢明だからである。

図表4 退職前年における所得代替比率の分布



年金加入者が真に求めているものを提供する

投資家教育はコストの割に効果を上げることが難しい。DCプランの加入者が真に求めているのは、DBプランが提供する、「誰か他の人が運用してくれる、信頼性の高い退職後所得」である。年齢ベースの固定ガイドパスによる第一世代TDFはDCプラン加入者の運用意思決定を容易にしてくれた。ここで紹介した、所得代替率を目標とし、その目標の達成を第一義として、リスクベースの戦略を組み込んだ動的TDFは、第二世代としてさらに加入者の要求に応える有効なソリューションとなると考えられる。

---

“バランスのとれた受託者責任の再生に向けて／James Hawley、Keith Johnson、Ed Waitzer”、“年金準備基金：形態と機能を適合させるために／Gordon L. Clark、Ashby H.B. Monk”、“(抄訳) オーストラリアのスーパー年金業界にバトン流改革を／Jack Gray、Bill Watson”、“(抄訳) DCプラン加入者が真に求めているもの／Ioulia Tretiakova、Mark S. Yamada”の論文について

Articles must retain Creative Commons License Attribution-Noncommercial-No Derivative Works License - there is a Japanese version of the license which can be downloaded from [www.creativecommons.org](http://www.creativecommons.org) which must accompany print and online versions of the translation.



Rotman School of Management  
UNIVERSITY OF TORONTO

---

## NRI国際年金研究シリーズ Vol.7

**発行日** 2012年3月30日

**発行** 株式会社野村総合研究所  
〒100-0005 東京都千代田区丸の内1-6-5  
丸の内北口ビル  
<http://www.nri.co.jp/>

**発行人** 小粥 泰樹

**編集** 金融ITイノベーション研究部

**問い合わせ先** 金融ITイノベーション研究部  
[focus@nri.co.jp](mailto:focus@nri.co.jp)

メールマガジンの配信を開始しました。  
お申込は、下記のURLからお願いします。

[http://www.nri.co.jp/opinion/r\\_report/kinyu\\_keizai.html](http://www.nri.co.jp/opinion/r_report/kinyu_keizai.html)

---



**Rotman International Journal  
of Pension Management Vol.4.  
Issue 2·Fall 2011の目次一覧**



---

**Changing Your Mind**  
KEITH AMBACHTSHEER

**Reclaiming Fiduciary Duty Balance**  
JAMES HAWLEY, KEITH JOHNSON, and ED WAITZER

**Pension Reserve Funds: Aligning Form and Function**  
GORDON L. CLARK and ASHBY H.B. MONK

**International Codes and Conventions: Are Pension Funds Missing in Action?**  
JANE AMBACHTSHEER

**Buttoning Up Australian Superannuation**  
JACK GRAY and BILL WATSON

**The Global Financial Crisis and the Performance of Target-Date Funds in the United States**  
LAURENCE BOOTH and BIN CHANG

**DC 20/20: Pathways to a Secure Retirement**  
RICK WURSTER

**What DC Plan Members Really Want**  
IOULIA TRETIAKOVA and MARK S. YAMADA

**Insights from Seven Research Projects Currently Underway**  
STEFAN LUNDBERGH

---

