



NRI

国際年金研究シリーズ

Vol.3 2010.3

はじめに

株式会社野村総合研究所
金融市場研究部 上席研究員

堀江 貞之

本号は、「NRI国際年金研究シリーズ」Vol.3である。本シリーズは、トロント大学ロットマン経営大学院に2004年に設置された、ロットマン年金マネジメント国際センター（略称ICPM）と共同で年2回発行している。ICPMが発行する、Rotman International Journal of Pension Management（略称RIJPM）の論文の中から、日本の年金運営関係者にも興味深いテーマを選択して日本語訳し、さらに野村総合研究所の年金調査レポートを追加したものである（Vol.1は2009年4月、Vol.2は2009年9月に発行）。

今回のVol.3は、金融危機後に生じた様々な年金ファンドを取り巻く環境変化と年金ファンドへの影響を概観した論文及び年金制度の比較論文から構成した。まず野村総合研究所の論文は、金融危機の原因の一つであった金融機関のガバナンス不全は、経営陣への監視を怠った機関投資家にも責任があるとの意見が欧州で高まっていることを紹介し、今後あまり高い経済成長率が期待できない日本でも、機関投資家が投資先企業へのコミットメントを強め、企業価値を高めていくことが重要と訴えている。

RIJPMの3本の論文のうち、最初の論文、「積極的な株主スチュワードシップ：資本主義の新しいパラダイム」は、NRI論文執筆の動機を与えてくれたもので、株主責任を重視する新たな資本主義の枠組みを提案したものである。著者らは、新たな資本主義のあり方を積極的に情報発信している世界のオピニオンリーダーであり、投資家の説明・管理責任を「スチュワードシップ」という言葉で表し、投資家が実行すべき具体的な手順を提案している。

第2の論文、「年金管理と年金デリバリーの改善：穏当（不穏当）かつ好評（不評）を得るとされる提案」は、年金業界での不必要で意味のない競争により、年金受給者が年間3%もの余計なコストを支払っているとし、年金ファンドガバナンスの構築、年金ファンドの合理化、ファンド間の連携等により、大幅なコスト引き下げを行う案を提示している。

第3の論文、「『DBかDCか』の議論を越えて：ハイブリッド型年金プランの魅力」は、年金ファンドの積立比率と所得代替率という2つの指標を基準に、確定給付（DB）、確定拠出（DC）、ハイブリッド型など様々な年金契約を比較し、ハイブリッド型年金契約の優位性を示している。

これらの論文は、大きな環境変化が起こっている日本の年金ファンドの運営に携わる担当者に役立つ点も多いと思われる。読者からの忌憚ない意見を頂ければ幸いである。

Contents

- 04** **金融危機後の機関投資家の投資責任は何か**
—長期の企業価値向上における投資家責任の重要性の高まり—
堀江 貞之
- 14** **積極的な株主スチュワードシップ：資本主義の新しいパラダイム**
Active Shareowner Stewardship: A New Paradigm for Capitalism
STEPHEN DAVIS, JON LUKOMNIK, and DAVID PITT-WATSON
(Rotman International Journal of Pension Management Vol.2-Issue 2-Fall 2009)
- 25** **年金管理と年金デリバリーの改善：穏当(不穏当)かつ好評(不評)を得ると思われる提案**
Improving Pension Management and Delivery: An (Im)Modest and Likely (Un)Popular Proposal
RON BIRD and JACK GRAY
(Rotman International Journal of Pension Management Vol.2-Issue 2-Fall 2009)
- 32** **「DBかDCか」の議論を越えて：ハイブリッド型年金プランの魅力**
Moving Beyond the 'DB vs. DC' Debate: The Appeal of Hybrid Pension Plans
HANS BLOMMESTEIN, PASCAL JANSSEN, NIELS KORTLEVE, and JUAN YERMO
(Rotman International Journal of Pension Management Vol.2-Issue 2-Fall 2009)

金融危機後の機関投資家の投資責任は何か

—長期の企業価値向上における投資家責任の重要性の高まり—

堀江 貞之

野村総合研究所 金融市場研究部 上席研究員

今回の金融危機の原因の一つとして、大手金融機関のガバナンス構造の欠陥を挙げる識者は多い。破綻もしくは大きな損失を出した金融機関の多くで、社内に大きな権力を持ったCEO（最高経営執行者）がおり、専門性に課題が残るその知人が取締役会の多数を構成し監督機能を果たしていなかったこと、取締役会の下に部門横断的なリスク管理委員会を設置しておらず、会社全体としての過度なリスクテイクを防ぐことが出来なかったことなどが、共通しているというのである。金融危機の原因を突き詰めて考えると、金融機関のリスク管理を機能させなかったガバナンス不全による内部統制の失敗であった、という意見である。

一方、そのような機能不全に陥った経営陣（執行役員及び取締役会）に対して、何ら行動を取らなかった投資家にも責任の一端があったのではないかと、との反省も起こっている。機関投資家が自らの行動の説明責任を果たさず、投資家として経営陣への監督責任を十分自覚していなかったことが、経営陣の暴走を招いた一因であるとの意見である。

本稿は、金融危機を背景に、英国や国際機関で議論されている、企業と機関投資家のガバナンス構造見直しの内容を、主として年金ファンドや資産運用会社を含む機関投資家の視点から紹介する。特に英国ではガバナンス改革の動きが急である。英国は金融危機の震源地ではなかったものの、幾つかの金融機関が破綻し、英国経済にも大きな影響が生じた。これに対応して、機関投資家及び企業経営者の間にガバナンス構造見直しの機運が出てきたのである。

2009年12月には、新たな「英国コーポレートガバナンスコード」や「Stewardshipコード」と呼ばれる機関投資家が遵守すべき行動原則が発表された。その中で、機関投資家に対して提案されているのは、機関投資

家の投資先企業へのより強力なEngagementの実践と自らの投資責任の明確化である。この提案は、日本の機関投資家が企業の価値向上を図る上で示唆に富む点が多い。投資家を企業価値向上における重要な利害関係者と位置づけ、企業との関係強化の方向性を示しているからである。これまでは、投資先企業のコーポレートガバナンス基準の改善に焦点が当たっていたが、投資家のガバナンスにまで責任範囲を拡大し、企業価値を長期的に高めていく方向に舵を切ったように思われる。

機関投資家の責任を重視する動きは英国だけでなく、OECDのような国際機関においても見られ、今後先進国で標準の考え方になる可能性を秘めている。英国の次に、これら国際機関の提案したガバナンス基準の内容や改定の方向性を英国と対比する形で紹介し、投資家責任の考え方について多様な意見があることを確認しておきたい。

最後に、日本において今後どのように機関投資家が企業価値向上に貢献することが出来るのか、について筆者の提言を述べてみたい。

1 英国におけるコーポレートガバナンスの現状と見直しの方向性

(1) 英国のコーポレートガバナンスの現状

英国のコーポレートガバナンス基準の見直しについて述べる前に、まず英国のコーポレートガバナンス基準の現状がどうなっているか簡単に説明しておきたい。英国では、統合規範¹⁾（通称コンバインドコード）と呼ばれる、上場会社向けのガバナンス原則が1998年に制定された。当原則は、FRC（財務報告委員会）²⁾という独立した機関が制定の権限を持っている。

現行のコンバインドコードでは、「企業」と「機関株主（Institutional Shareholders）」の2章立てで、上場会

社と機関投資家が遵守すべきガバナンス原則を規定している。企業に関しては、実効性の高い取締役のあり方、取締役の報酬の決定方法、説明責任と監査のあり方、株主との関係のあり方について規定が設けられている。

一方、機関投資家に対して、企業の運営目的の相互理解に基づき、企業と会話を行うことを求めている。機関投資家が企業価値向上のために行う、企業への働きかけはEngagement活動と呼ばれており、議決権行使を含む企業に対する様々な活動を指している。

コンバインドコードは英国の伝統に則ったものになっている。つまり、米国のように規制強化という手段ではなく、原則（プリンシプル）を示し、「comply-or-explain」という、「原則遵守を求めるが、遵守しない場合は遵守しない理由を説明すること」、というルールに従っている。具体的には、ロンドン証券取引所が、上場企業に対して、どの程度遵守しているか、遵守していない場合はその理由を説明するような開示義務を上場規則として定めている。コンバインドコードは定期的に改定が行われており、直近では2007年に改定が実施されている。

コンバインドコードでは、機関投資家が企業と行うべきEngagement活動について言及されているものの、Engagement活動の原則は、ISC³⁾（機関株主委員会）が定めた「機関株主とエージェントの責任原則⁴⁾」に従うこととされており、実質的にはISCがその内容を決めている。この責任原則には、投資責任遂行のための投資政策を制定すべきこと、取締役会・小委員会の有効性を

確認すべきこと、必要に応じて企業経営に介入する方針を決めておくこと、Engagement活動の評価を行うべきことなどが規定されている。

(2) 見直しのきっかけとなったWalkerレビュー

英国で、金融危機後のコーポレートガバナンス見直しのきっかけとなったのは「Walkerレビュー」である。2009年2月に英国のJames Gordon Brown首相からDavid Walker卿に対して、「金融危機に際して英国銀行システムが経験した未曾有の損失や失敗の経験に鑑み、英国銀行のコーポレートガバナンスをレビューする」という委嘱がなされたのである。その依頼に対応し、2009年7月に中間報告が出され、同年11月26日に最終報告書が発表された。このWalkerレビューが発端となって、金融機関を含む英国の全上場企業及び機関投資家のガバナンス構造を見直す大きな流れが生じた。何故なら、この中で、金融機関以外の企業にも当てはまるコンバインドコードの見直しと、機関投資家の責任原則をより明確にすることが提言されたからである。

Walkerレビューの最終報告書では、40項目に亘る推奨基準が示されている（図表1参照）が、報酬制度改革の他、取締役会会長の役割の重要性や、全社リスク管理におけるリスク管理委員会やチーフリスクオフィサーの役割の重要性などが指摘されている。

Walkerレビューの中で注目すべきは、金融機関に投資を行っていた機関投資家に対して改善を求めている点である。レビューでは、「Stewardship Code」とい

図表1 Walkerレビューの主たる提言内容

視点	主な内容
取締役会の規模・構成・資格 (5項目)	非執行取締役の取締役会での重要性を考え、取締役会は適切な情報提供・業務サポートを行うべき。FSAの監視プロセスは、取締役会が、会社のビジネスのリスク戦略に関連し会社全体のバランスに注意を払っているかどうか特に注意を払うべき。
取締役会の機能とパフォーマンス評価 (8項目)	取締役会会長の役割の重要性を指摘。そのリーダーシップ、業務執行に使う時間、必要な経験・スキルを重視すべき。非執行取締役もより多くの時間を取締役の業務に使うべき。取締役会自身の評価も必要であり、詳細な評価プロセスを作成すべき。
機関投資家の役割：コミュニケーションとエンゲージメント (10項目)	機関投資家とファンドマネジャーがstewardshipとして守るべき原則に関してFRCが関与し、Stewardshipコードを作成・承認すべきである。このコードは企業のコーポレートガバナンス基準とは別に設定し、FSA監督下のファンドマネジャーおよび機関に対し、FSAはこのコードへのサインを求めるべき。他の投資家と協同でEngagementすることも検討すべき。
リスク・ガバナンス (5項目)	取締役会はリスク管理委員会を設立し、全社のリスク・エクスポージャーやリスク戦略を含むリスク管理全体に責任を持つべき。チーフリスクオフィサーはCEOやCFO等の業務執行役員への報告とは別に取締役会（のリスク管理委員会）に対して報告責任を持ち、取締役会会長に対して直接報告するラインを持つべき。
報酬制度 (12項目)	取締役会の報酬委員会は高報酬（100万英ポンド以上）の役職員について報酬内容を情報公開すべき。

(出所) David Walker, 「A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities, Final recommendations」(2009年11月26日) から野村総合研究所作成

う、機関投資家が投資先企業に対して果たすべき責任および自らのビジネスモデルを情報公開する規程の設定を求めている⁵⁾。

Stewardshipという言葉は、日本語に訳しにくい言葉だが、ある本⁶⁾の中では以下のように定義されている。

「企業が長期の持続可能なパフォーマンスを達成できるよう、株主・取締役・他の利害関係者が、企業運営に影響を及ぼすプロセスである。この長期の持続可能なパフォーマンスを達成して初めて、人類の発展や環境・社会の福利（well-being）に貢献することが可能となる。」 Walkerレビューでイメージされている内容もこれに近いと思われる。

レビューにおいて、なぜ、投資家への批判がなされているのか。それは、株式への投資は投資額範囲の損失で限定されるのに対し、金融機関のガバナンス不全によって生じた多額の損失を政府が補填する形で一般国民が税金として負担することになったことを問題視しているからである。つまり、金融機関に対する機関投資家の監視が十分でなかったことが、機関投資家の最終受益者でもある一般国民に多大なコストを課すことになったのではないかと考えているのである。

これまで、投資家の（金融機関を含む）投資先企業への「権利」は議論されても、権利行使に伴う責任について議論されることはあまりなかったと考えられる。Walkerレビューの中では、「投資先企業保有者」としてのEngagement活動の重要性が言及され、最終受益者に対して機関投資家のビジネスモデルを公開することを求めている。具体的には、機関投資家に対しより強制力を持つStewardshipコードを作成・承認すべきであり、このコードは企業のコーポレートガバナンス基準とは別に設定すること、そしてFSA（金融サービス機構）監督下のファンドマネジャーおよび機関に対し、FSAがこのコードへの同意署名を求めることを提言している。さらに他の投資家と協同でEngagementすることも検討すべきとしている⁷⁾。このStewardshipコードの影響力を高めるため、FRCがその作成に責任を持って関与することも提言している。

（3）新たなガバナンスコードの制定とStewardshipコードの分離

Walkerレビューの提言に沿う形で、コーポレートガバナンス基準の制定権限を持つFRCはコンバインドコードの改定を前倒しで行うことを決定した。2010年に予定していた改定を1年早めたことになる。Walkerレビューの最終報告書の発表とほぼ同時期に、「英国コーポレートガバナンスコード（The UK Corporate Governance Code）」という内容で改定案が公表された⁸⁾。2010年6月29日からスタートする会計年度から、英国企業はこのコーポレートガバナンス基準に対応することが求められる。英国企業に投資する外国人投資家、英国の証券取引所に上場する外国企業にも分かりやすいように、英国の上場企業が守るべきガバナンス基準との位置づけを明確にした名称となった。

今回の金融危機では、銀行セクター以外の英国企業で、コーポレートガバナンスの不全により、経営危機が大きく表面化したケースはほとんどない。それにも関わらず、このタイミングでガバナンス基準の改定を決断したのは、Walkerレビューの指摘通り、取締役会会長のリーダーシップや全社リスク管理における取締役会の役割を明確化することが、英国企業の価値向上に良い影響を与えるとFRCが考えたからである。

図表2に主たる改正点をまとめたが、その内容はWalkerレビューに沿ったものと考えられる。新たなガバナンスコードは、リーダーシップ、有効性、説明責任、報酬制度、コミュニケーションの5つのセクションから構成されている。これまでのコンバインドコードと比較して、取締役会機能の実効性を高めること、リスク管理における取締役会の重要性などにより重点を置いている。

機関投資家にとって注目すべきは、コンバインドコードの中にあった機関投資家の責任に関する項目を取り除き、次に述べるISCが制定する予定の「Stewardshipコード⁹⁾」の中に盛り込む方向で検討している点である。企業のコーポレートガバナンス基準とは独立させ、機関投資家としての責任をFSAの監督下で明確にさせる方針だからである。

図表2 英国コーポレートガバナンスコードの主たる改正点

目的	主な内容
株主への説明責任強化	取締役会長選任を年1回実施
取締役会がバランスの取れた見方をし、意欲的な存在になること	①取締役会長のリーダーシップ、非執行取締役の役割・スキル・独立性を向上させる ②取締役会のために使用する時間について取締役にコミットメントを求める
取締役会のパフォーマンス向上と強み・弱みを認識させること	①取締役会の外部評価の導入(少なくとも3年に1度) ②取締役会長は、各取締役に対して定期的に業務の進捗状況に関するレビューを行うべき
リスク管理の改善	取締役会はリスク管理の責任を追い、リスク管理のコントロールを行うべき
長期の企業価値向上と平仄のあった報酬制度の制定	パフォーマンス連動報酬制は、長期に亘る企業の利害及びリスク政策と一致したものであることを強調

(出所) Financial Reporting Council「Consultation on the Revised UK Corporate Governance Code」(2009年12月1日)から野村総合研究所作成

ISCは1991年に、「英国機関株主の責任」という原則をベストプラクティスの形でまとめ、1998年にはその内容を改定した。前述したように、この改定内容は、コンバインドコードの中で、機関投資家の責任原則として参照されることとなった。

2007年にも改定が行われているが、今回の改定¹⁰⁾は「コード」という形で、一段格上げされたものとなっている点が特徴である。つまり、遵守しない場合には説明することを機関投資家に求め、FSA監督下の運用会社にはその遵守状況をFSAに説明する義務が課される予定である。ベストプラクティスの形ではあるが、英国の運用会社には投資先企業へのEngagement方針に関して、強い説明責任が生じるわけである。

図表3にこのコードの概要をまとめた。コードの目的は、「企業の長期リターン改善に寄与すること」と述べられている。長期リターン改善に寄与すると考えられて

いるのが、企業へのEngagement活動であり、コードはその品質改善を意図したものとなっている。

今回の改定で特に強調されているのは、「長期」という視点の重要性である。機関投資家が金融危機を引き起こしたわけではない。しかし、危機を引き起こした経営戦略の失敗は、取締役会に対する機関投資家のチェックの甘さも一つの重要な原因であったとの認識の下、積極的に企業経営者へのEngagement活動を行い、長期の企業価値向上に寄与することが、最終的な受益者の利益に適う、と考えている。

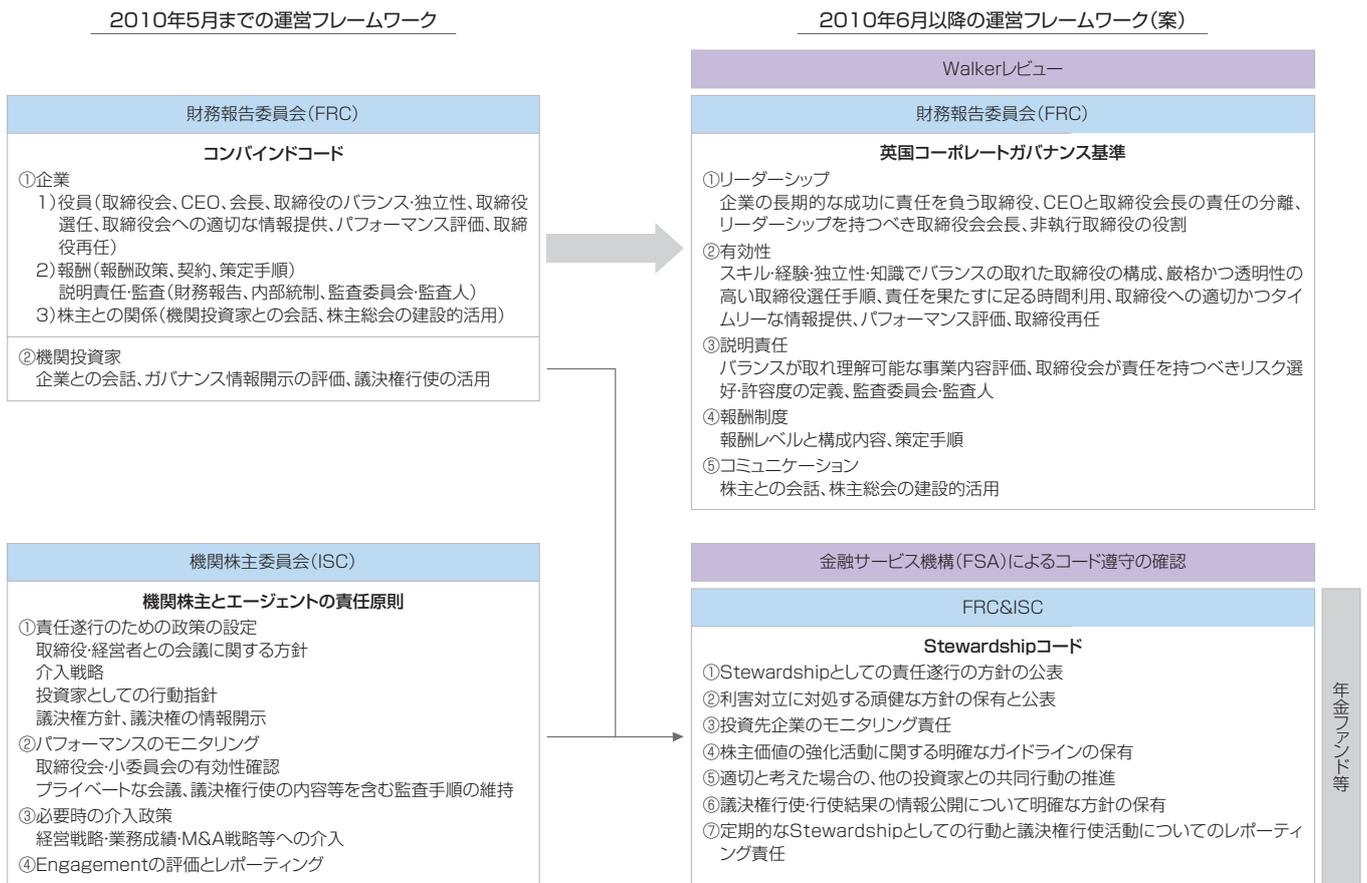
コードでは、Engagement活動の強化と共に、投資方針を含む活動内容を開示することも重視している。企業経営者が機関投資家の投資意図を明確に理解することが、協力関係の構築に重要だからである。他の投資家との協調活動も推奨している。経営者へのEngagement活動を効果的にするには、影響力の大きさが重要にな

図表3 Stewardshipコードの推奨基準

推奨基準	内容
機関投資家はStewardshipの責任をどのように果たすかについての方針を公表すべき	投資先企業をどのようにモニターするかの方針、企業への介入戦略、Stewardshipを投資プロセスの中でどのように統合するのか、議決権行使の方針、コンバインドコードに関連した説明方針などの公表。
機関投資家は、Stewardshipに関連する利害対立に対処する頑健な方針を持ち、これを公表すべき	Engagementや議決権行使を考える際、全ての顧客・受益者の利害を考慮して行動することが機関投資家の義務である。様々な活動での利益相反は避けがたいため、利益相反管理の政策を維持管理することが不可欠である。
機関投資家は、投資先企業をモニタリングすべき	取締役会及び小委員会との定期的な会話により、その有効性の確認及び独立取締役が適切な監視を行っているかモニタリングすることが必要。
機関投資家は、株主価値を守り強化するための活動をいつどのように発展させるかについて、明確なガイドラインを持つべき	必要に応じ経営者との追加的な会議の設定、アドバイザーへの経営上の懸念点の表明、株主総会前に議案に対する態度表明、解決策の提示、取締役変更の要求などを行うべき。
機関投資家は、もしそうすることが適切と考えれば他の投資家と共同で行動すべき	共同行動は特に市場にストレスが掛かった際に効果的。共同のEngagement政策は情報公開すべきで、利益相反・内部者情報に関して基準を持つべき。
機関投資家は、議決権行使及び行使結果の情報公開について明確な方針を持つべき	議案に反対する場合は株主総会前にその理由を伝えるべきであり、議決権の行使結果について公表すべき。
機関投資家は、定期的に彼らのStewardshipの行動と議決権行使活動についてレポートすべき	自らの投資行動の透明性確保は、効果的なStewardshipにとって重要。運用ノウハウに抵触しない範囲で投資方針に関する説明責任を果たすべき。

(出所) Institutional Shareholders' Committee、「Code on the Responsibilities of Institutional Investors」(2009年11月16日)から野村総合研究所作成

図表4 英国におけるガバナンス基準見直しの概要



(出所) 各種資料から野村総合研究所作成

る。機関投資家同士が数の力を行使することが、大切と考えている。

これまで述べた一連のルール変更の動きを図表4にまとめた。機関投資家からみたポイントは2点ある。第一に、機関投資家の投資責任原則がコンバインドコードから削除され独立したコードとして明確になったこと、第二にその独立したコードが以前に比べ強制力が強まったことである。FSAが、監督下にある運用会社にその責任原則の遵守内容を報告させ、遵守しない場合はそれを説明させる権限を与えるように提言している点が特徴的である。

2 国際機関の機関投資家責任の考え方

長期の企業価値を高めるという視点を持ち、コーポレートガバナンス基準の中で投資家の投資責任をより明確化しようとする動きは、英国以外でも起こっている。

ここでは、英国のような特定のガバナンス構造を前提としない形で、コーポレートガバナンスの中で投資家責任を明確化させようとしているOECD¹¹⁾ (経済協力開発機構) の動きを中心に紹介する。英国は株主が取締役を直接選任する単層構造のガバナンスとなっているが、ドイツのように監査役会も関与する二層構造の国もある。異なるガバナンス構造を前提にしたOECDの考え方は、上場会社に委員会設置会社・監査役会設置会社の2つのガバナンス構造を許している日本での応用を考える上でも重要である。またOECDのガバナンス基準は、加盟各国の企業、規制機関、取引所も無視し得ない重要性を持っており、影響力も大きい。ここではOECDの他に、ICGN¹²⁾ (国際コーポレートガバナンスネットワーク) や国連での提言内容も合わせて確認しておきたい。

(1) OECDで検討中のガバナンス基準の改定方向

OECDは1999年に初めてのコーポレートガバナ

ス基準を策定した。2004年にはその内容を一部改定したが、金融危機を受けて今また改定の方向で検討を加えている¹³⁾。ここでは金融危機を受けて、コーポレートガバナンス基準の中で、投資家の責任をどのように変更しようとしているのかを説明する。

OECDの現行のガバナンス基準で投資家に関して述べられているのは、第2章「株主の権利及び保有者としての主要機能」である。現行の基準は、機関投資家の責任よりも権利に重きを置いたものになっている。議決権行使の方針開示など一部で機関投資家の責任にふれているものの、主としてその権利を明確化し、コーポレートガバナンスの枠組みがその権利を守るように作られるべきと、規定している。今回の改定では、この規定の中で、権利だけでなくその責任をより明確に定義しようとしている点が重要である。

例えば、「機関投資家の、受託者の能力範囲内での行動原則は、(ブローカー、運用会社などを含む)出来る限り幅広い範囲の機関に適用を拡大すべきである。これらの機関は最終的な受益者のために行動すべきである。」と、機関投資家の責任を明確にする文言が盛り込まれる予定である。

機関投資家にとって、この文章の意味するところは重要である。年金ファンドだけでなく、運用委託先の運用会社も行動原則を示すべきだと指摘していること、その行動原則が最終受益者のためになっていることを求めているからである。具体的には、株主が何らかの基準をもとに議決権行使を含むEngagement活動を行っているのであればその基準を明示すること、また議決権行使の結果を公表すべき、といった内容が盛り込まれる見込みである。

2004年基準では、機関投資家の議決権行使の結果公表を盛り込むことが出来なかった。そのようなやり方は機能しないとの見方も強く、コンセンサスが得られなかったからである。その後のコーポレートガバナンスの進展の中で、公表することに大きな意義があるとの意見が強くなっている。

一方、企業に対しても、株主総会での議案の賛否結果について公表することを推奨する方向である。多くの企

業は依然として賛否だけを公表し、どの程度の賛成票・反対票があったのかを公表していないためである。投資家・企業双方が互いに情報公開することで、両者の建設的な会話が促進されると期待している。

OECDは、株式保有者としての機関投資家の責任を明確化するため、投資家の保有期間に応じて議決権に差を付けることの是非についても検討している。保有期間の違いで議決権の内容に差を付けることの是非が多くの国で議論されているからである。例えば、既にフランスでは、保有期間の違いにより議決権に差を付けており、英国でも長期保有している株主にある便益を与えるべき¹⁴⁾との議論が行われている。

現時点では、OECDは保有期間の差により議決権に差を付けることに賛成していない。ガバナンス基準としては、「長期投資家に便益を与える国毎の方法には違いがあり、株主を同等に取り扱うという原則と比較検討することに焦点を当てるべきである。」といった内容を考えている。保有期間で議決権に差を付けることには賛否両論があり、OECDは慎重に対処する方針である。

保有期間の違いで議決権に差を付ける問題点の一つは、長期保有の投資家が必ずしも投資先企業の価値を高めようと努力している投資家ではないという点である。つまり、長期保有の投資家でも企業の利害に必ずしも関心があるわけではない。典型的な例は日本の持ち合いである。当事者の企業同士は投資している企業の業績について特段関心が高いわけではなく、相互保有すること自体に意味を見いだしている。逆に短期投資家でも、企業価値のことを真剣に深く考えていることがある。保有期間による議決権の差別化にはこのように議論すべき様々な課題が残っている、というのがOECDの現時点での見解である。

英国の事例で紹介した、株主間の協力についても慎重な見方をしている。英国の見方は、「株主間で協力し合うことで投資家の影響力を高めることが出来、企業価値に良い効果を与えることが出来る」というものである。ある取締役選任の議案に当たって「私はこの議案に賛成するがあなたはどうか」、といった話し合いを株主総会前に株主間で行う例が考えられる。このやり方は英国で

はうまく機能していると思われるが、限界も存在する。

ある議案に対して、反対投票の態度を表明して裏で株式取引を行うような市場操作を行うケースが生じるからである。このようなケースは防がなければならない。企業買収のような、企業価値に大きな影響を与えることも考えられるため、国毎のルールに従って慎重に対応すべきというのがOECDの考え方である。

(2) その他の機関、米国での動向

ICGNや国連でも投資家責任を明確にする動きが出ている。ICGNは1995年に創設された機関投資家の団体（所属する機関投資家の資産総額は2009年9月末現在で約9.5兆ドル）で、あるべきコーポレートガバナンス基準を企業に対して提言してきた圧力団体として有名である。その原則の中で、企業は株主の権利を尊重すべきことが述べられている。しかし、権利と対応する、企業に対する株主の監督責任については言及されていない。

ICGNは2007年4月に、ガバナンス改善における投資家自身の責任を明確化するため、自らのガバナンスを含む投資責任ガイドラインを作成した。投資先企業のガバナンス整備だけでなく、機関投資家（年金、保険、投資顧問会社等）自身の内部ガバナンスの改善も、企業価値向上に重要と指摘している点が目新しい。ICGNの内容は具体的かつ企業価値向上を意識したものとなっているのが大きな特徴である。

このほか、国連も環境・社会・ガバナンス（ESG）の問題がポートフォリオのリターンに影響を及ぼすとの視点を持ち、「責任投資原則（PRI¹⁵）」を2006年に制定している。「受益者の長期的利益を最大化するという視点に立って投資行動する義務がある」と最初に述べられており、運用プロセスの中にESGの課題に取り組むことを求めている。

ここで紹介した英国以外のOECD等の原則は、加盟国の多さ、サインした機関投資家の数などから考えると、広く世界の機関投資家に知られた存在であることは間違いない。しかし、その原則の遵守や遵守状況の情報開示が義務化されているわけではなく、実効性について疑問が残るのが難点である。その点、英国の

Stewardshipコードは、コード遵守の方法や状況についてFSAの権限によって説明義務を課すものであり、一歩踏み込んだものとなっている。

英国以外の国での、機関投資家の投資先企業に対する責任の考え方には温度差があるのが現状である。例えば、米国は金融危機の震源地であるにも関わらず、投資家責任を問う声はほとんどない。むしろ投資家はどんな金融機関の歪行により金銭的に被害を被った、という意見の方が強いように思われる。

株主に経営陣の報酬決定権を付与する、大規模な金融機関への監視の強化など、株主権の強化とマクロブルーデンスと呼ばれる規制強化の動きは見られるものの、投資家の責任強化といった議論はあまり聞かれない。もちろん、運用会社のバンガード社の創業者であるジョン・ボーグル氏のように、以前から機関投資家の短期主義を批判し、長期投資家としての責務を果たすべきとの意見を唱える人もいる。エール大学・ミルスタインセンタ¹⁶のSteven Davis氏らは、金融危機の責任の一端を、破綻企業に何のチェックも行わず投資を行っていた機関投資家が担っており、より機関投資家の説明責任を明確にすることが、このような結果を防ぐために重要だと考えている。SECもSteven Davis氏を投資家アドバイザー小委員長に迎え、投資家の考え方を規制に盛り込む姿勢を見せるなど、徐々にではあるが、機関投資家の責任について議論する土壌が整ってきているとも考えられる。米国は世界最大の株式市場を持つだけに今後の議論の動向を注視していくべきだろう。

3 日本において不可欠な受託者責任の再定義

翻って日本の状況はどうか。2009年6月に相次いで発表された経済産業省及び金融庁の2つの研究会報告は、独立性の高い社外取締役・社外監査役によるガバナンス機能の強化や既存株主の利益を損なう可能性のある資本政策について取引所ルールで歯止めを掛けることなどが提案されている。東京証券取引所では、この報告書の趣旨に従い、コーポレートガバナンスの充実に取り組むことを、上場規則の一部をなす企業行動規範の「望ま

れる事項」として規定する、と決定した。上場企業の守るべきコーポレートガバナンス基準が明確になったことで、今後徐々にではあるが、企業自身のガバナンス体制も改善していくものと期待して良いだろう。

一方、機関投資家の投資先企業に対する投資責任を問うような動きはほとんど見られない。また機関投資家側にはEngagement活動に関与することを躊躇する傾向が依然として強いように思われる。代表的な機関投資家として、年金ファンドと年金ファンドに運用委託を受けた運用会社を想定して、その理由および改善策を考えてみたい。

(1) 短期指向の機関投資家

例えば、年金ファンドから運用委託を受けている、日本株式のアクティブ運用マネジャーの多くは、TOPIX等のベンチマークを意識し、バリュー・グロースといった狭い運用スタイルの中で短期の競争を行っている。幾つかの実証研究¹⁷⁾で示されているように、日本の運用マネジャーは売買回転率が相対的に高く、なおかつ他の投資家と似た売買を行う「群れ」の行動をとる傾向が強い。また短期売買が主であるため、経営者に対して経営方針などについて議論し企業価値を高めるようなEngagement活動を積極的に行うこともあまり多くない。

パッシブ運用マネジャーも、株主総会の議案に対して、機械的に議決権行使を行うことが多い。外形的な基準を一律に当てはめ、ガバナンスの是非を判断する機械的レーティングを行っているとの批判である(欧米でも同じ批判がある)。このように、日本の運用会社の株式運用が、日本企業の成長力を十分にサポートする内容になっていないとの批判は説得力を持っていると言えるだろう。

日本の運用会社が短期売買に陥り、企業価値を高める活動をあまり行っていない理由の1つとして、運用会社の顧客である年金ファンドなどが短期のリターンにしか関心がなく、Engagement活動にも熱心ではないことがその原因である、との意見を聞く。また一部の年金ファンドを除き、議決権行使もあまり積極的に行っておらず、行使したとしても運用会社に全面的に委託してい

るケースも多い。年金ファンドの運用担当者の任期が短く、パッシブ運用マネジャーと同じように、限られたコストの中で運用を行っているためである。

(2) 受託者責任の再定義が不可欠

このような日本の状況を変えるには、受託者責任を再定義することが不可欠であるように思われる。受託者責任は、主として忠実義務と善管注意義務から構成され、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必ずしも明確ではない。

例えば、年金ファンドの受託者責任とは、受給者・加入者に対して約束した年金給付を確実に行うことである。株式運用でその責任を果たそうと思えば、約束した利回り以上の絶対リターンが必要となる。TOPIXのようなベンチマークに勝つことが目的なのではなく、絶対リターンが必要なのである。そのためには、長期的に投資先企業の企業価値が向上し、利益の増大を通じて配当や株価が上昇することが必要になる。投資先企業の企業価値を向上させることが受託者責任を果たすことであり、ベンチマークに勝つことは目的ではないはずである。

別の例では、社会責任投資(SRI)ファンドに投資することは受託者責任に違反するのではないかという議論がある。受託者責任を果たすとは、受益者のために決められたリスクの下で最大のリターンを獲得することであり、SRIファンドのリターンが高くなければそのファンドへの投資は受託者責任違反である、という論理展開である。社会責任・環境といった項目を、投資の意思決定に加えることが法的に問題ないかどうかについて、欧米の年金ファンドも注意を払っており、法律家に意見を求めるケースが増えていると聞く。受託者責任として利益の最大化が求められており、その責任に対して、このような項目を考慮することが違反しないかが議論となっているのである。

アクティブとパッシブという狭い範囲で株式運用を考えている限りこのような議論が起こることは仕方がないだろう。しかし、株式投資に長期的な絶対リターンの向

上を求めるなら、この議論は全く異なる様相となるはずである。これらの項目を考慮して投資しなければ、逆に投資先企業の持続可能性を担保することが出来ず投資先企業からリターンを期待することが出来ない、従ってその項目を考慮しないことは長期的には受益者のためにならないということである。

一方、パッシブ運用にも問題がある。パッシブ運用は、その定義通り、何もせず安いコストで市場平均リターンを獲得できると、年金ファンドの多くは思っている。コストの観点からもあまり運用に手間を掛けることはできないため、このような考え方が一般的になっているのである。

しかし、市場平均のリターンを投資家が何もしないで手に入れるという態度が、投資先企業への無関心となり、ひいては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、と見ることも出来る。市場平均に対する超過リターンであるアルファにばかりコストを払い、株式ベータにコストを掛けないために、ベータが下がるという合成の誤謬が生じているのである。

英国で現在起こっているガバナンスに関する議論は、このよう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。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、みずから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。

(3) 日本の投資家の役割の重要性

日本において、機関投資家が特に企業に働きかけなくても株式市場全体のリターンが高い時代は既に終わった。これからは、日本の機関投資家が、積極的に企業に対してEngagement活動することが、日本企業の価値向上において重要な時代になる。

日本の機関投資家の役割が重要な理由は、外国人投資家の比率が今後も高まる可能性があることである。株式運用において、ホームカンントリーバイアスと呼ばれる、時価総額での比率以上に自国の株式市場に高い比率で投

資を行ってきた投資慣行が、大手の年金ファンドを中心に徐々に崩れつつある。この現象が世界に拡大すると、株式がクロスボーダーで保有されることになり、どの国の株式市場も外国人投資家の割合が今以上に高くなる。

日本企業の強さを活かすガバナンス改善を含む経営改革を、外国人投資家ではなく、日本の機関投資家が行う意義は大きい。株式は年金ファンドの主要な投資対象であり、その株式リターンの向上は、年金ファンドの最終受益者である、日本の国民の老後の生活を安定させる上で不可欠と考えられるからである。外国人投資家は、ともすると海外企業の企業価値向上に資する方法論を、そのまま日本企業に当てはめる傾向がある。そのような方法に利点があることはもちろん否定しないが、日本企業の強さを知る日本の投資家が中心となって改革を推進する方が、最終受益者の利益にも適い長期的な企業の持続可能性を維持できるのではないか。

一方で、企業年金は小さな規模のファンドが急増している。日本の年金ファンドは総額で255兆円（2009年3月末の推定値）の規模であるが、一つ一つの規模は欧米に比べ相対的に小さく、個々のファンドが企業に対して行えることは、多くない。欧米では大手の年金ファンドが協調行動をとるという考え方を推進しようとしている。ガバナンス改革などで共同歩調を取り、数の力を背景に、経営改革において経営者に影響力を行使していく方法である。規模の小さなファンドが多い日本の年金ファンドでは、特に活用すべき方法論ではないか。

日本に拠点を置く運用会社にとっても、自国の企業価値を高めていく活動を積極的に行っていくことは、運用マネジャーとして当然の責任であり、その存在意義を示すために不可欠な活動といえる。またそのような運用スタイルに対するニーズも海外の大手年金ファンドを中心に始めている。バリュー・グロースといった狭い範囲の運用スタイルの中での競争に終始するのではなく、日本企業の価値を高めるための活動により積極的になるべきである。自らの運用責任を再認識することが不可欠のように思われる。

(4) 監督機関のサポートの必要性

自らの投資責任を意識することは、個々の年金ファン ドや運用会社の努力によって進展させることが必要だが、監督機関側のサポートも重要であると思われる。特に、受託者責任の考え方に関して、最終受益者の利益に真に適う行動は何かという視点を意識して、再考する必要がある。

日本の株式運用において、年金ファンドが傍観者である時代は終わった。相対的に成長率が低い日本経済の下で、株式投資によって受益者の利益に適うような絶対リターンを獲得するには、機関投資家として企業経営に対して何らかの形で関与することが不可欠である。それを自らが実施する能力がないのであれば、運用委託の際に運用会社にその責務を果たさせるに足る運用委託の方法を考えることが重要である。例えば、明確な Engagement活動の方針を持っている運用会社を採用し、その内容をモニタリングする必要がある。このような委託内容の確認を行うことを受託者責任の一部として監督機関は検討すべきではないか。

運用会社の監督機関の役割も重要である。年金ファンド等の顧客から運用委託を受けた運用会社が、投資先企業に対して明確な責任を負い、その責任を果たすための説明責任を負うことを監督基準の中に入れるべきなのではないか。運用会社に対して、株式保有者としての立場をより強調するような監督基準が必要な時期に来ていると考えられる。

今回の金融危機は、日本で起こったことではなく、日本では別世界の出来事と考える人が多い。しかし、直接の震源地でなかった英国においても、その教訓を前向きに企業価値の向上に活かそうとする動きが出ている。ましてや、日本企業の将来の成長性に大きな懸念が生まれている中、企業価値向上に向かって投資家がより明確な投資責任を自覚し、実行するべきことが多いのではないか。

(本稿は、2009年10月下旬から11月上旬に掛けて野村総合研究所が米国・カナダ・英国・ドイツ・フランスで行った、コーポレートガバナンスや投資家責任に関する識者へのインタビュー調査及び文献調査を下に執筆し

たものである。インタビューに応じていただいた方々に深く感謝する次第である。)

Notes

1. 英語の正式名称は、The Combined Code on Corporate Governanceである。
2. Financial Reporting Councilの略。
3. Institutional Shareholders Committeeの略。1973年に設立された機関投資家間の意見交換等を行うフォーラムである。英国保険業協会(ABI, Association of British Insurers)、英国年金基金協会(NAPF, National Association of Pension Funds)、投資マネジメント協会(IMA, Investment Management Association)、投資信託会社協会(AIC, Association of Investment Trust Companies)の4つの団体から構成されている。
4. 英語の正式名称は、「The Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents – Statement of Principles」である。
5. Walkerレビューの中で、Stewardshipという言葉は、実に68回も言及されている。
6. 「Tomorrow's Owner」(2007年)
7. 第5章「機関投資家の株主としての責任: コミュニケーションとEngagement」の中で、機関投資家の役割について詳細な提案がなされている。
8. Walkerレビューにも明記されているように、ここで述べる3つの報告書の当事者は密接に連絡を取り合い、共同で行動原則を作成していると言っても良いほどである。
9. 正式な名称は、Code on the Responsibilities of Institutional Investorsである。
10. 2009年11月16日に草案が公表された。
11. Organization for Economic Co-operation and Developmentの略。
12. 英語の正式名称は、International Corporate Governance Networkである。
13. OECDは、年金ファンドのガバナンス原則も2002年7月に策定、その後2005年4月に内容を改定している。
14. 英国では配当課税について後で割り戻しをするような便益が考えられている。
15. The Principles for Responsible Investmentの略。
16. 正式名称は、Millstein Center for Corporate Governance and Performance。
17. 例えば、朝倉庸仁・宇野陽子「構成銘柄のウエートを用いた年金マネジャーの投資行動とハーディング」証券アナリストジャーナル2004年6月号を参照。

References

- Financial Reporting Council, 「Consultation on the Revised UK Corporate Governance Code」, 2009年12月1日
- Financial Reporting Council, 「2009 Review of the Combined Code: Final Report」, 2009年12月1日
- David Walker, 「A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities, Final recommendations」, 2009年11月26日
- Institutional Shareholders' Committee, 「Code on the Responsibilities of Institutional Investors」, 2009年11月16日
- Tomorrow's Company, 「Tomorrow's Owners – Stewardship of tomorrow's company」, 2008年10月
- John C. Bogle, 「The Fiduciary Principle: No Man Can Serve Two Masters」, Journal of Portfolio Management, 2009年秋季号
- Stephen Davis, Jon Lukomnik and David Pitt-Watson, 「Active Shareowner Stewardship: A New Paradigm for Capitalism」, Rotman International Journal of Pension Management, 2009年秋季号
- 大崎貞和, 「問い直される日本企業のガバナンス」, 知的資産創造2009年9月号

積極的な株主スチュワードシップ： 資本主義の新しいパラダイム

スティーブン・デイビス

Stephen Davis

マイエール大学 Millstein Center for Corporate Governance and Performanceのエグゼクティブ・ディレクター。

ジョン・ルコムニク

Jon Lukomnik

投資家責任研究センター協会のプログラム・ディレクター
兼米シンクシア・キャピタルのマネジング・パートナー。

デビッド・ピット-ワトソン

David Pitt-Watson

英ハーミーズ・ペンション・マネジメントのシニア・アドバイザー。

世界中の退職年金プランは、最高経営責任者（CEO）に無謀な過剰報酬を支払い、見かけだけの短期的な利益を作り出し、リスクの高い致命的なギャンプルに興じていた銀行や企業、ウォールストリート・ベンチャーなどの株式に、何百万人もの従業員から集めた資金を投資してしまった。なぜこのようなことが起きたのか。まず、金融システムは慎重な市場参加者による監視を必要としているにもかかわらず、今回のケースでは多くの年金基金、ミューチュアルファンド（投資信託）、ヘッジファンド、保険会社、その他の主要な投資家が沈黙したままだったことが挙げられる。また、分散投資の伝統的な投資理論も関係している。伝統的理論は、特定のリスクを管理しようとするものだったが、一方で意図せずに全体のリスクを高める副作用もあったのである。このように警戒を怠ってしまった根本的な原因は何か。これについては、投資家自身のアカウンタビリティ（説明責任）の欠陥を少なくとも1つの重要な要因だと指摘する研究が増えている。金融システムが有効に機能するために最も重要なのは、年金基金を含む金融システムの参加者がそれぞれの行動に責任を持つことである。この責任には説明責任を果たそうという意志が含まれており、その実現には株主としての「スチュワードシップ（管理責任）」を果たすための総合的かつ積極的なアプローチが必要となる。本稿では、こうした目標の達成に必要な一連の実行可能な手順を提案する。

1 アカウンタブル・キャピタリズムの提唱

2008年に発生した金融危機は最悪のシステム破綻となった。世界中のメディア、政治家、一般大衆は、1つの業界、すなわちウォールストリートの投資銀行に責任を押し付けることで満足した。しかし、失敗を犯した

のは1つの業界だけではない。規制当局は、何が起きているかに気づいてはいたが、そのまま放置することのリスクを読み間違えた。資金の借り手は、返済不可能と知りながら借金をして、何とかなると賭けに出た。会計士は、人々を安心させるために作られた企業決算の数字に警鐘を鳴らすことができなかった。格付機関は、増え続ける利益を前にして利益相反を抱えながら何もできず、数え切れないほどの証券を投資適格と格付けしてしまい、後にそれが有害な資産だったことが判明した。

退職貯蓄プランは、最も重要な市場参加者の1つだったにもかかわらず、概ね非難の対象となるのを免れている。これは、退職貯蓄プランが今回の危機を生み出すのに関与したが、同時にその被害者でもあったからかもしれない。退職貯蓄プランでは何千万もの従業員家族の何兆ドルもの貯蓄が失われたにもかかわらず、政策決定者たちは、危機後の資本主義像の設計に当たって現在までほとんど彼らに関心の対象としてこなかった。規制当局は、被害者に対して責任を追及することで自ら非難されることを恐れているのかもしれない。しかし、退職貯蓄プランはフィデューシャリー・キャピタリズム（受託者を中心とした資本主義）の中心的存在である。退職貯蓄プランは巨額の資産や株式を管理しており、それは無言の犠牲者をアカウンタブル・キャピタリズム（説明責任を求められる資本主義）における積極的な市場参加者へと変えるだけの力を持つ。退職プランの役割を再考してみることは、将来再び犠牲者が発生することを防ぐために非常に重要である。我々は本稿で、なぜこの問題がそれほど重要なのか、どのような改革を行うべきかについて説明する。

幸いなことに、今回の危機によって、政策決定者、年金基金、個人投資家は、貯蓄をより良く保護したり、資本市場により堅固なセーフガードを導入したりするため

の、過去に例を見ない創造的な機会を得ることができた。我々が提案する改革の処方箋は次の一言で表すことができる——所有者のアカウントビリティ(説明責任)を強化することができれば、より収益性が高く、より安定した資本主義を実現することができる。

2 バブルを膨らませる

まず、今回の出来事で投資家の果たした役割について簡単に振り返りたい。今回の危機は、金融機関がモーゲージ投資で過ちを犯した結果というだけではすまない。議会、規制機関、連銀、企業の取締役会、格付機関、会計基準などに責任があるのは明らかである。中でも年金基金は、バブルを途方もない大きさに膨らますのに欠かせない資本を提供していた。たとえば、米国では国中の年金プランが、最高経営責任者(CEO)に無謀な過剰報酬を支払い、見かけだけの短期的な利益を作り出し、リスクの高い致命的なギャンブルに興じていた銀行や企業、ウォールストリート・ベンチャーなどの株式に、何百万人もの従業員から集めた資金を投資してしまった。

中には実際に警鐘を鳴らした年金基金もあった。たとえば、米国州郡市職員連盟(AFSCME)年金プランは、AIGの取締役選任を巡って一連のキャンペーンを張った。AIGの取締役会は、州法や連邦法上の経営者に有利な条項を用いて、こうした働きかけを退けることができた。CtWインベストメント・グループが何年にもわたってキャンペーンを行い、ワシントン・ミューチュアルの取締役再選に反対する多くの支持票を集めたことを思い起こすこともできる。ワシントン・ミューチュアルは、反対運動は撃退したものの、自らサブプライムローンの崖を転げ落ちていった。

こうした警鐘が行動を喚起できなかった理由の1つは、同じ立場にあるあまりに多くの年金基金や、その他の機関投資家が沈黙したままだったからである。たとえば、AFSCMEの報告書「報酬問題の共犯者：ミューチュアルファンドと過重報酬の米国CEO」(2009)で報告されているように、401(k)プランに採用されてい

るミューチュアルファンドの多くは、大きな物議を醸した報酬パッケージを策定した報酬委員会の担当役員にさえ支持票を投じていた。哲学者エドモンド・バークによると伝えられる言葉のように、「悪が栄えるために必要なのは、善き人々が何もしないこと」なのである。「何もしない」ことで危機発生を許した不名誉な責任者には、規制当局、企業の取締役、経営幹部だけでなく、多くの年金基金とミューチュアルファンドも加えられるべきである。

それぞれの退職プランがポートフォリオに含まれる企業のガバナンスに注意を払っていたかどうかは、今回の危機の前にどのような状況にあったかを示す指標の1つに過ぎない。ほかに検討すべき論点としては以下のようなものがある。

- 年金基金の運用コストは2002年の83ベースポイントから2009年には119ベースポイントに増加したが、それに見合った年金基金全体の投資パフォーマンス向上は見られなかった(Koedijk and Slager, 2007)。
- 米国の確定拠出(DC)プランにかかるコストは、同等の退職給付を行うために確定給付(DB)プランでかかるコストの2倍近くになる¹⁾。
- 短期の投資成果を求める圧力があまりに強くなり、80%近くの企業経営者が、投資家の期待に応えるために、将来の経済価値を犠牲にしても短期的利益を確保すると回答している(Graham, Harvey, and Rajgopal, 2006)
- 米国のミューチュアルファンドの平均保有期間は11ヵ月である。投資というより、トレーディングが標準となっている。
- 短期志向の心理傾向は長期間にわたりマイナスの影響を与える。2006年にCFA金融市場規範センターとビジネス・ラウンドテーブル企業倫理研究所が指摘したように、「投資家、資産運用会社、企業経営者は、短期の成績に固執することで、長期的価値を破壊し、市場の効率性を低下させ、投資リターンを引き下げ、コーポレートガバナンス強

化の取り組みを妨げるといふ、意図しない結果をもたらしている²⁾

- ジョン・C・ボーグル (John C. Bogle, 2005) は、平均的な401(k) プラン投資家が平均的な株式ファンドに投資した場合の実質リターンが、市場ポートフォリオを保有し何もしなかった場合のリターンの27%しかないことを示した。残りの73%はファンドマネジャーに持っていかれたということである。
- 複数の研究によって、ミューチュアルファンドは投資家のリターンを最適化するのではなく、投資戦略で手加減を加えたり、自らのビジネスのために議決権を行使して企業の機嫌を取ったりしていた可能性のあることが明らかにされている³⁾。

こうしてみると、2009年に、コーポレートガバナンス規制を担う英財務報告評議会 (FRC) のクリストファー・ホッグ議長が、金融危機は「上場銀行のコーポレートガバナンスが機能していなかったというだけでなく(だからと言って上場銀行が許されるというものではないが)、あらゆるレベルでのガバナンスが大規模な機能不全にあった結果である⁴⁾」と述べたのも無理のないことである。

これらの調査で判明したことは、個人投資家にとっても国にとっても望ましくない結果をもたらすことになる。所有者が所有者として行動しないと、全員が損失を被ることになるのだ。我々は2006年に著書「The New Capitalists (邦題：新たなる資本主義の正体)」でこれについて書き、世界全体の損失額は3兆米ドルになると推計した。これは金融危機以前での数値である。

ここで、全ての投資家が忠実義務のベストプラクティス(最良慣行)に従って行動していたとしても、これ以外のシステム的な欠陥によって危機は発生していたかもしれないということは明記しておきたい。しかし、我々が主張したいのは、上手く行っている経済は上手く行っている政治システムとよく似ている、ということである。そこにはチェック・アンド・バランス、アカウントビリティと責任、情報のフロー、カルチャーが揃ってい

る。金融システムが有効に機能するために最も重要なのは、システム内の行動主体が自らの行動に責任を持っていることである。行動主体が説明責任を果たしていれば (accountable)、その行動主体は責任を果たすようになるだろう (responsible)。彼らに説明を求める人々は、それとは別に第三者の情報も求めるだろう。健全な政治システムには警戒を怠らない市民の監視が不可欠であると同様、有効に機能する金融システムにも警戒を怠らない市場参加者の監視が必要である。年金基金、ミューチュアルファンド、ヘッジファンド、保険会社、その他の主要な投資家が沈黙していると、こうした警戒は不在となる。このように受動的な態度は、不正行為を招く。モンクスの言 (Robert A. G. Monks, 2002) を借りれば、「所有者不在の資本主義は失敗する」ということになる。

3 ベストプラクティス 個別リスクとシステムミック・リスク

投資理論の中心にあるのは、分散投資のもたらす恩恵である。投資を分散させることにより、ある一つの投資先の価値が下がってしまう個別リスクを減らし、全ての卵を1つのバスケットにまとめて入れた場合より安全なリターンを得ることができるというものである。しかし、分散投資には重大な問題が存在する。分散投資ではリスクを分散させることでリスク管理を行っており、リスクを認識し、そのリスクが合理的なリスクか否かを判断し、それからリスクに対処する、ということはないという点である。実際、分散投資にはメリットもあるが (メリットはたくさんある)、一方である種のリスクを無視するよう助長する面もある。多くの企業の株式を少しずつしか所有していないとすると、どの企業についても所有者としての義務を果たすインセンティブは小さくなるだろう。つまり、分散投資は伝統的な意味での個別リスクを減らすが、全体のリスクを高める意図しない効果も持ち得るのである。この効果によって、市場がリスクを誤って評価する可能性は高くなる。この高まったリスクは、いかに広く分散されていようと、システムミックな失敗が起きると爆発を起こす。そのとき、分散投資

を図っていた投資家でさえも痛手を被ることになる。

今回の金融危機では、投資家が怠慢だと何が起きるかが十分に示された。我々は、所有者がスチュワードシップ（管理責任）の責務を果たさない場合、それは、規制が緩すぎたり取締役会による監視が不十分だったりするのと同じように、システムック・リスクの一因になると理解すべきだと主張しておきたい。市場型資本主義がよく機能するには、何よりもまず、所有者が自分の資産を管理する能力と意思を持っていることが前提となる。この条件が大きく欠けている状態では、市場が不安定となったり崩壊したりするリスクが高まるのである。つまり、バンガードの創業者ジョン・C・ボーグルが2009年4月にコロビア大学の講義において巧みな表現で疑問を呈したように、「どうしてこれほど多くの高いスキルを持った高給取りの証券アナリストやリサーチャーが、シティグループやその他の大手銀行、投資銀行の有害資産に溢れた高レバレッジのバランスシートを問題視しなかったのだろうか」（Morgenson, 2009）という結果になってしまう。

多くの投資家にみられる受動的な態度は、米国市場だけの特徴ではない。英財務省金融サービス担当次官のポール・マイナーズは、2009年3月12日の講演で英国の年金基金を戒めて、「投資家がエンゲージメントを怠ると、企業は所有者がいない状態となり、説明責任を果たさない経営者と籓の外れた取締役会という危険な状況がでてくる」と語った。同氏はその1ヶ月後、機関投資家はまるで「不在地主」のようだと述べ、非難の度合いを強めた。同様に、英金融サービス機構のヘクター・サンツ最高経営責任者は、英国のファンドは危機に至るまでの間、ポートフォリオ企業（投資ポートフォリオで保有する企業）に対して「あまりに信用しすぎ、何の疑問も持たなすぎた」と叱責した⁵⁾。

4 年金基金の脆弱なガバナンス

これほど多くの機関が警戒を怠ったのはなぜだろうか。これについては、少なくとも1つの重要な要因として、投資家自身のアカウンタビリティ（説明責任）の欠

陥を指摘する研究が増えている。プラン自身のガバナンスの質と、プランが受益者のために生み出すパフォーマンスの間には、深い関係があるとみられる。経済協力開発機構（OECD）は最近の報告書で、透明性とアカウンタビリティが高い従業員年金基金では利回りが年間1～2%高くなることを示したアムバクシア等の研究結果（Ambachtsheer, Capelle, and Lum, 2008）を引用している⁶⁾。Wellman and Zhou（2007）のデータでも同様の結果を見出すことができる。この年間1～2%を年金受給期間である25年間あるいはそれ以上の期間にわたって掛け合わせ累乗すると、貧弱な年金運営により加入者が生涯にわたり支払うことになるコストを計算できる。これで分かるのは、平均的就業者が退職するには、これまで考えていたよりずっと高い費用（資金）が必要になるということである。

米国ではほとんどの企業年金プランにおいて、プラン参加者が年金プランの運営について専門的知識を持った代表を通じて直接発言する機会を与えられていない。我々はこれを基本的な問題の1つだと考えている。英国やオーストラリアなどの年金スキームでは、スポンサー企業だけでなく退職者と就業者から選出された理事も監視を行っている。ところが米国では、公的年金基金の一部と複数雇用主プラン（タフト・ハートレー・プランと呼ばれる）という例外を除いてそうはなっておらず、特にDCプランでその傾向が強い。退職貯蓄は従業員に対する福利厚生として設けられている。しかし、企業年金のほとんど全ての内容は企業経営者の一存で決められており、受益者との間で共有されたものではない。この状況は、「代表なくして課税なし（米国独立戦争当時、英国議会への代表者選任の権利がなく課税されたことを示す）」のマーケット版と考えることもできる。

こうした構造の下では、貯蓄プランの契約は従業員にとって最適なものとならないことが多い。北米では、多くの企業が、投資リスクを企業が負うDBプランから、従業員がリスクを負うDCプランにシフトさせてきた。その上、DCプランのスポンサー企業は、従業員に提供しているミューチュアルファンドを選択するに当たって、そのマネジャーがどれだけ積極的にポートフォリオ

企業の長期的なスチュワード（管理責任者）としての役割を果たしているかという観点から吟味することはほとんどなかった。事実、ガバナンスが優れていることを価値の源泉にうたっている先進的な企業でさえ、従業員の貯蓄プランのために雇ったファンドマネジャーは、投資を行う際にガバナンスにありきたりの注意を払う程度である。誤解を与えないように言うておくと、多くのプラン・スポンサーは、しっかりとした受託者であるために献身的かつ熱心に働いている。ところが、システムに構造的欠陥が存在するため、彼らの関心と資源は、退職年金システム全体の長期的健全性ではなく、短期のパフォーマンスに向けられているのである。

事態を更に悪化させてきた要因には、規制の執行がほとんど行われてこなかったことがある。特に米国では1974年従業員退職所得保障法（ERISA）の下でこの傾向が顕著だった。労働省に退職貯蓄を保護する義務があるにもかかわらず、1974年以降の米国各政権は、同省の監督機関としての役割を縮小してきた。同省の規制の執行はせいぜい散発的なものにとどまり、年金ファンドがどれだけスチュワード（管理責任者）としての義務を果たしているかの監督に至っては特におろそかであった。2004年に行われた米会計検査院（GAO）による労働省の取り組みに対する調査では、セーフガードがどれほど劣化してきたかが詳細に示され、厳しい評価が下された⁷⁾。2009年3月のGAO報告では、不十分な監督によって、利益相反の蔓延する下地がどのように作られ、退職プランに害を与えるに到ったかが明らかにされた⁸⁾。

5 株主スチュワードシップの確立に向けた新しいパラダイム

2009年2月、イエール大学 Millstein Center for Governance and Performanceはニューヨーク市でラウンドテーブルを開催し、2008～09年の危機において株主によるスチュワードシップが果たした役割を検討した⁹⁾。ラウンドテーブルでは、機関投資家（退職プランだけではない）が十分な警戒を怠った原因は次の8つの欠陥によるものだというコンセンサスが得られた。

1. 短期志向が蔓延している。特に、多くの機関投資家におけるポートフォリオ・マネジャーの報酬体系にそれがよく表れている。
2. 多くの機関投資家において自らのガバナンス、諸方針、業務に関する透明性が不十分である。もっと情報を包括的に公開すれば、取締役会・理事会、規制機関、加入者、メディアなどによる健全な監視が可能だったであろう。
3. 機関投資家内の監視部門は、概して最適な人員構成になっていない。たとえば、米国では企業年金プランの理事会に年金加入者の代表が入っているケースはほとんど皆無である。ファンドの監視委員会は、加入者の代表が構成員に入っている場合でも、スキル、指導力、影響力が不足しているとみられることが多い。
4. ファンドの組織内で、ファンドマネジャーとガバナンス部門スタッフの間に交流がなく、ポートフォリオ企業の分析を行ったり、ポートフォリオ企業から話を聞く際にも、お互いに意思疎通を図らず縦割りで行われている¹⁰⁾。
5. ファンドの上層部に依然として、株主はポートフォリオ企業をガバナンス・リスクの観点から監視すべきだという考え方を拒否する文化が存在する。こうした文化が無くならない理由としては、彼らが投資業務の報酬は保有企業に対するスチュワードシップを果たした期間ではなく、保有株式の売買を行った期間に基づいて与えられるものと認識しているからではないかと考えられる。
6. ファンドの投資は、何千銘柄もの株式を少しずつ保有するなど非常に分散されていることが多く、各ファンドにとって、注意深くモニタリングを行ったり、持続的にエンゲージメントを行ったり、大きな環境リスク、社会的リスク、ガバナンス・リスクを持つ企業に必要な介入を行ったりすることは手間がかかり見合わない。
7. ファンドでは、ガバナンス・リスクについて企業に関与するための資源・人材が限られており、ま

た多くの場合不十分である。

8. 営利目的の確定拠出年金ビジネスモデルでは、いくつもの利益相反が発生し、貯蓄者（加入者）の利益に沿った有効な投資先企業へのエンゲージメントができない。

金融危機後に持続可能な市場を構築するに当って、重要な問題の1つに退職プランのガバナンスを適正にするという課題がある。このミルスタイン・センターのラウンドテーブルでは、ファンド・ガバナンスを強化して資産価値に影響を及ぼすリスクを長期にわたって縮小していくため、どのようなステップを踏むべきかのコンセンサスに至った。ここでは、9つのアプローチが提案された。

1. ファンド・ガバナンスとファンドのパフォーマンスの相関関係を検証する更なる研究やケーススタディ¹¹⁾を促進し広めることが明らかに必要となっている。
2. 理事会（あるいは監視委員会）は、ファンドの抱える問題と理事会における力学の両方に精通したメンバーで構成すること。また、こうしたファンドの理事会は、加入者の声が届くような仕組みをもち、たとえば加入者が理事会構成員の信任投票を毎年行うなど明確なアカウンタビリティを備えた体制であるべきである。こうした機関は利益相反がないようにし、公的部門のファンドでは、政治的介入・支配から一定の距離を置くようにするべきである。
3. ファンドの理事あるいは受託者は、スキル、経験の要件を満たし、理事としての訓練、継続的教育、場合によっては認証を受けること。オーストラリア政府は2009年に、責任投資アカデミー（Responsible Investment Academy）の設立に初期費用として連邦助成金を割り当てており、こうした投資家のためのインフラストラクチャのモデルとなっている¹²⁾。英国でも、2004年年金法によって年金基金の理事に一定の要件が設けられた。年金監督庁は、双方向のeラーニング・プログラムも提供している¹³⁾。
4. ファンドの理事あるいは受託者は、ファンドの最高投資責任者（CIO）と最高経営責任者（CEO）の職務内容として、投資ポートフォリオが抱える環境・社会・ガバナンスに関するリスクを理解し評価すること、および、関連する法律がこれらの分野のポートフォリオ選択に与える影響を理解し評価すること、を含めるようにすべきである。
5. ファンドは、ポートフォリオ企業に求めるアカウンタビリティと同程度の、高い水準のアカウンタビリティを自ら保つこと。具体的には、議決権行使の記録、議決権行使とエンゲージメントに関するコーポレートガバナンスの総合的ガイドライン、コアバリュー（中核的価値）、保有株式について開示を行うことがファンドには求められる。このような透明化の措置によって、一般のファンド加入者や外部のメディアなどが、豊富な情報に基づいてファンドの行動を検証する機会を与えられる可能性がでてくる。
6. 民間レベルでは、市場全体に適用されるファンドの透明性やアカウンタビリティの基準を作成することはできない。適切な場合には、連邦、州、自治体などが、法律や規制を制定する必要がある。
7. 機関投資家を束ねる団体（たとえば、米機関投資家協会（CII）、良いガバナンスのためのカナダ連合（CCGG）、英国年金基金協会（NAPF）、オランダのユーメディオン、オーストラリア職域年金投資家協議会（ACSI））は、以下の2つのミッションについて検討すること。1つは、特定のポートフォリオ企業に対して株主アクティビズムを実行する際、それぞれの企業について、中心となって活動するファンドを指名するなど、調整役を担うこと¹⁴⁾。もう1つは、理事会あるいは監視委員会メンバーの確認、研修あるいは認定を行うこと。但し、このような資格が経験に代わるものでないことは理解しておかねばならない。
8. ファンドの最終受益者（就業者と退職者）による

ファンドの監視は、ソーシャル・ネットワーキング・ツールを使うことによって促進することができる。たとえば、米労働省は、同省が監督する各プランに対話型のウェブサイトを設置することを義務付けて、加入者と退職者が貯蓄プランの内容について精査したりコメントしたりできるようにすることが可能だろう。ウェブ2.0によって、医療からレストランに至るまでユーザーは様々なサービスを評価することが可能となった。年金基金でも同じことをすれば、サービスでトップを目指す競争を促したり、規制当局のプラン監視にも役立つかもしれない。たとえばオランダでは、こうした草の根監視に対して公的部門から補助金が支給されている。またアメリカの団体shareowners.orgと、投資家の権利推進カナダ基金（FAIR）は、これとは別の資金調達手段に先鞭をつけている。両団体は、集団訴訟に当たって和解金の一部を団体側が得ることができるような体制を取っている。

9. 退職貯蓄の仕組みについて、公共政策のレベルで真剣に検討すること。中でも、退職貯蓄は401(k)プランのような営利目的のDCファンドではなく、今より少数の、非営利型共同型ファンドで集中して運用されるべきではないか検討すべきである。こうした公共政策イニシアチブの一例としては、Ambachtsheer（2008）のカナダ補完年金プラン（CSPP）構想を参照のこと。

ジョン・C・ボーグルは独自に、このラウンドテーブルの提案と関連した解決策を提案している。それは、退職スキームだけでなく、ミューチュアルファンドを含む全ての機関投資家に適用される、受託者責任の新たな連邦基準である。同氏は2009年4月、ニューヨークタイムス紙のコラムニストであるグレッチェン・モーゲンソンにこう語った。

「まず、議会には、運用マネジャーは自分の株主（資産運用を委託している人々）のために存在しているのだという基本原則を確立する法律を作ってもらいたい。第二

に、受託者には、相当な注意（due diligence）を払って、高い職業的水準で行動するよう求めたい。これで要求が多すぎるということはないだろう」

モーゲンソンは「この要求が実現すれば、受託者は保有する株式を武器として用いることを余議なくされ、企業の経営陣に所有者に対する責任を果たすよう求めることになる」と書いている。

ボーグルは、特に連邦レベルで強い意志を持って監視を行うよう求めている。彼は同じ月に行われたコロンビア大学での講演でこう述べている。

「まず何より、政府に受託者責任の基準を強化する意思と能力があるのは間違いない。この受託者責任の下では、運用マネジャーは、唯一の目的、すなわち受益者（ここで受益者とは概ねミューチュアルファンドの所有者と年金基金の受益者のことだが）の利益のためだけに業務を行うことになる」

英国では、財務省金融サービス担当次官のポール・マイナーズが、機関投資家がスチュワードシップの取り組みを拡大するための実質的な措置を取らなければ、法制化することをほめかしている。具体的には、長く休眠状態にあった機関株主委員会（ISC）（形の上では英国の全ての機関投資家を網羅する上部団体）に対し、ファンド・アクティビズムに関する総合的ガイダンスを改訂し、勧告内容を確実に実施するよう促した。2009年7月に発表された、デヴィッド・ウォーカーによる金融サービス業界におけるコーポレートガバナンスに関する報告書は、財務報告評議会（FRC）がこうした原則について監督すべきだと主張している。

我々は、以上のボーグル、マイナーズ、ウォーカー、ミルスタインセンター・ラウンドテーブルの勧告に加えて、退職貯蓄の安全を確保し、より頑強な資本市場を築くための5つの処方箋を提示したい。

1. 年金基金の規制機関は、全ての退職プランが理事会構成員に受益者の代表を含み、独立した立場の

人物を理事長とするよう義務付ける。このアプローチは既に様々な国の法制に採用されており、英国とオーストラリアでは、年金基金の理事会構成員の一定割合はプラン加入者の代表とすることが義務付けられている。オンタリオ州教職員年金基金では、加入者が4人の理事を選出し、うち最大2人を教職員とすることができる。また、国際コーポレートガバナンス・ネットワーク（ICGN）の「機関投資家株主の責任原則」には、次のような重要なガイドラインがある。「プランスポンサーあるいは雇用主が統治機関において支配的になるのは好ましくない。プランスポンサーが支配的となっている場合は、受益者に対し説明責任を持つ人々が代表となるよう考慮すべきである¹⁵⁾」

2. 全ての退職プランは、自らのガバナンスに関する報告書を発表し、毎年ベストプラクティス実現に向けての進行状況を報告すること。報告書は外部監査の調査を受け、プラン加入者と然るべき規制機関に提出するものとする。なお英国では、機関株主委員会（ISC）がこうしたアプローチを求める規範を作成したが、監視と執行の体制が不十分であったため、ほとんど無視されてしまった¹⁶⁾。
3. 全ての退職プランは、自分の投資アプローチにおいて気候変動、人的資本や評判、コーポレートガバナンスといった無形資産や外的要因をどのように把握、評価、管理しているか、エージェントやポートフォリオ・マネジャーをどのように監視しているかについて毎年開示すること。これらの要因は、年金プランのような「ユニバーサル・オーナー」——すなわち何千社もの企業の株式を所有し非常に長いタイムホライズン（一般的には数十年）で投資を行っている投資家——にとって、ジェームス・ホーリーとアンドリュー・ウィリアムスが10年近く前に指摘したように、現実のものであるのに過小評価されている資産やリスクである¹⁷⁾。
4. 年金基金は、毎年、利益相反の監視に関する報告を行うこと。利益相反のリスクに対処しない基金

は、その理由を説明しなければならない。報告内容は外部監査の調査対象となり、規制機関の検査を受ける。

5. 退職プランは、投資信念について、また投資信念が投資行動にどのように組み込まれているか、および、投資行動が年金負債にどのように対応しているかについて、毎年明瞭な報告書を作成すること¹⁸⁾。報告書には、ポートフォリオ・マネジャーなどの報酬スキームが受益者の利益と合致するようになっていくかについても記載する。たとえば、年金基金が長期の投資ホライズンを投資信念として表明しているにもかかわらず、短期の運用成績のみを基準に運用アドバイザーやポートフォリオ・マネジャーの選択・評価をしたり報酬を決めたりしている場合には、その理由の説明をすべきである。また報告書では、エージェントに対する監視と評価についての説明を行い、ファンドのパフォーマンス評価に用いている全体の投資パフォーマンス・ベンチマークを明らかにする。機関投資家が表明した投資信念に関する研究については、Koedijk and Slager (2009)を参照のこと。

所有権の強化ができるかどうかは、ファンド・ガバナンスの見直しだけでなく、退職プランに様々な権利を与えプラン加入者の資産保全を図るような（法律や規制、または証券取引所の上場規則に対する勧告などを通じた）公共政策の改革にもかかっている。

6 ライト・ライツ 正当な権利

こうした所有権の確保は一部の市場では実現しているが、北米ではまだであり、それ以外にも最適な形で実現しているとはいえない法制度の国もある。所有権を行使するに当たって重大な意味を持つ権利には以下のようなものがある。

- 問題企業において役員指名を容易に行うためのルート（いわゆる「株主による取締役選任提案」）

- 取締役会議長は独立の立場の人に¹⁹⁾
- 全ての取締役選出に対する過半数投票方式の適用
- 取締役候補者に関する情報の充実²⁰⁾
- 株主による経営者の報酬に関する勧告投票の年1回実施。これによって、英国などでは取締役会と株主の対話が活発になった。
- ブローカーなどの代理人が、指図なしで投票することを禁止
- 虚偽の業績指標に基づき支給された経営者報酬を過去にさかのぼって返還させること（クローバック）
- 臨時株主総会の招集権
- ファンド間で協力関係や協定（国際的な協定を含む）を結び、スキルやサービスを開発または取得したり、各ファンドが自己の責任を果たすのにかかるネット・コストを引き下げたりする権限をファンドに与える。共同または協調行動をとると取り決めない限り、各ファンドは意思決定権を保持する。

世界金融危機と景気後退の影響から、議会や規制機関はこうした政策課題に対しこれまでより好意的なようだ²¹⁾。これまで長きにわたって、改革を求める声と言えば、投資家は適切に自分の資産を管理できるのであれば足枷をはめられるべきではないという主張に基づくものだったが、現在に至るまで、改革に対する実際の行動は取られなかった。コーポレートガバナンスの専門家であるネル・ミノウは、米議会のある委員会で「現在株主が独立の監視を行ったり、持続可能な経済に不可欠である市場の反応を示したりすることが、様々な障害により妨げられている。我々はこれを取り除かなくてはならない」と証言している²²⁾。また証券取引委員会（SEC）元議長のアーサー・レヴィットが2008年10月15日に上院銀行委員会で行った証言も同様に率直なものであった。

「SECも投資家の権限強化を怠り、投資家が取締役会や役員に説明責任を果たさせるために必要な権利を与えてこなかった。SECが意図的に取った措置、あるいは

意図的に何もしなかったことにより、アメリカの株主は取締役選任提案を行うことができず、セイ・オン・ペイ（経営者の報酬に関する投票権）も実現していない。これらの取締役会は株主の代表である。これらの経営者は会社の所有者すなわち株主のために働くものだ。したがって、不正行為を防止するために注意深く設計されたシステムさえあれば、株主が経営幹部に説明責任を果たさせることができない理由はない。ミューチュアルファンドの投資家も、適切に独立しているとは言えない取締役会に甘んじてきた。また何百万人もアメリカ人が年金基金を通じて退職資金をヘッジファンドに投資しているが、ヘッジファンドの多くは全く規制されていない。投資家の信頼を取り戻すには、これらの問題にそれぞれタイムリーに対処していかなければならない」²³⁾

要するに、慎重なファンド・ガバナンスと確固たる権利が備わったパラダイムは、資本市場に自覚的な所有権の概念をもたらす可能性があるということである。これが実現すれば、金融危機によって顕在化したシステムック・リスクを軽減したり、個人投資家のリターン向上の可能性を高めるのに役立つであろう。これはかなりの難事である。ジョン・C・ボーグルは最近こんな風にいる。

「資産運用システムの改革が、不可能に近いとまでは言わなくても困難なものであることは誰よりも私が良く知っている。実際、日々届けられるのは惨憺たる失敗のニュースばかりだ。しかし、…遅かれ早かれそのうち改革の日は訪れる。それは単純に、市民／投資家／企業の所有者が『怒り心頭に発して我慢ができなくなる』からである」²⁴⁾

Notes

- 以下のURLで報告書全文がダウンロード可能。www.nirsonline.org/storage/nirs/documents/Bang%20for%20the%20Buck%20Report.pdf
- 以下のURLで報告書全文がダウンロード可能。www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/ccb.v2006.n1.4194
- Taub (2009)、Ashraf, Jayaraman and Ryan (2009)、Cohen and Schmidt (2008)を参照。
- ICSAコーポレートガバナンス・コンファレンス(2009年3月18日)の講演。以下のURLで入手可能。www.frc.org.uk/images/uploaded/documents/Keynote%20Address%20ICSA%20Corporate%20Governance%20Conference%20180309.pdf
- マイナーズのNAPF投資コンファレンスでの講演(エジンバラ、2009年3月12日)は以下のURLで入手可能。www.hm-treasury.gov.uk/speech_fsst_120309.htm マイナーズの投資会社協会(AIC)での講演(ロンドン、2009年4月21日)は、以下のURLで入手可能。www.hm-treasury.gov.uk/speech_fsst_210409.htm ヘクター・サンツのNAPF投資コンファレンスでの講演(エジンバラ、2009年3月11日)は、以下のURLで入手可能。www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2009/0311_hs.shtml
- Stewart, F. and J.Yermo (2008) "Pension Fund Governance: Challenges and Potential Solutions," *OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions*, No.18は、以下のURLで入手可能。http://econpapers.repec.org/paper/oecdafaab/18-en.htm. DOI:10.1787/241402256531 これに関連して、年金基金の監視が運用成績に与える影響を検証した研究として米会計検査院(GAO)による2009年3月の研究がある。この研究では、利益相反に関する開示の不十分なコンサルタント(投資アドバイザー)を審査で排除した年金基金の運用成績は、こうした審査を行わなかった基金を上回っていたという結論が得られた。*Private Pensions: Conflicts of Interest Can Affect Defined Benefit and Defined Contribution Plans* (Washington, DC: March 2009). 以下のURLで入手可能。www.gao.gov/new.items/d09503t.pdf
- Pension Plans: Additional Transparency and Other Actions Needed in Connection with Proxy Voting*, United States Government Accountability Office (August 2004). 以下のURLで入手可能。www.gao.gov/new.items/d04749.pdf
- Private Pensions: Conflicts of Interest Can Affect Defined Benefit and Defined Contribution Plans*, United States Government Accountability Office (March 2009). 以下のURLで入手可能。www.gao.gov/new.items/d09503t.pdf
- ラウンドテーブルの参加者は投資分野の専門家と実務家で、ここで得られた結論は、2009年6月に発表された民間部門改革に関するミルスタイン・センターのポリシー・ブリーフィング(同センターのプロジェクト「21世紀の資本市場のためのアーキテクチャー」の一部)の1セグメントに取られている。*Pay, Risk and Stewardship*, Millstein Center Policy Briefing No. 5 (June 2009). 以下のURLで入手可能。http://millstein.som.yale.edu/
- この指摘は、ミルスタイン・センターのポリシー・ブリーフィング、*Talking Governance*, Policy Briefing No. 2における「ファンド・スチュワードシップの一貫性に関するマイナーズ・テスト("Myers Tests for Fund Stewardship Coherence")」を思い起こさせる。2008年4月、ロンドンで開催されたイェール大学主催のラウンドテーブルにおいて、ポール・マイナーズ(現・英財務省金融サービス担当次官)は、機関投資家がガバナンス委員会との意思疎通を確保する機能を備えているか、その意思疎通は最大限一貫した形で行われ異なるチャネルを使ったり場合によっては相容れないチャネルを使ったりしていないか、を評価するベンチマークとなる独自に作成した一連の質問群の枠組みを示した。この報告書は以下のURLで入手可能(マイナーズ・テストは報告書の13ページにある)。http://millstein.som.yale.edu/2008%2012%2008%20talking%20governance%20v2%20(4).pdf
- こうした研究の推進を1つの目的として、投資家責任研究センター協会(IRRCi)と社会科学者ネットワーク(SSRN)はコーポレートガバナンス研究の世界的なデータベース促進のため協力していくことを発表している。以下のURLを参照。www.ssrn.com/cgn/index.html
- 以下のURLを参照。www.responsibleinvestment.org/html/s02_article/article_view.asp?keyword=RIAA-RI-Academy
- 以下のURLを参照。www.thepensionsregulator.gov.uk/trustees/trusteeKnowledge/index.aspx
- 英国年金基金協会(NAPF)はこのような役割を果たす臨時的「検討委員会("case committees")」を散発的に設けてきたが、もっと頻繁に設けるよう求める圧力も出ている。
- 以下のURLで入手可能。http://www.icgn.org/files/icgn_main/pdfs/best_practice/inst_share_responsibilities/2007_principles_on_institutional_shareholder_responsibilities.pdf
- 2007年6月に改訂された最新版ISC規範が以下のURLで入手可能。http://institutionalshareholderscommittee.org.uk/sitebuildercontent/sitebuilderfiles/ISCStatementofPrinciplesJun07.pdf 2009年に英財務報告評議会(FRC)が統一規範を見直すためコンサルテーションを広く求めた際、国際コーポレートガバナンス・ネットワーク(ICGN)は、投資家責任に関するガイダンスの拡充を求めるとともにこうしたガイダンスの監視をISCではなくFRCが行うよう求めた。
- 両氏の共著、*The Rise of Fiduciary Capitalism: How Institutional Investors Can Make Corporate America More Democratic*, (Philadelphia: University of Pennsylvania Press, 2000). DOI:10.1093/es/2.3.599を参照。
- このガイダンスの一例として、スタンフォード機関投資家フォーラムのファンド・ガバナンス最良慣行原則に関するクラブマン委員会は、投資実務が、債務支払いに対応するため、投資信念に適合させるため、受益者の最大の利益のため、どのように策定されているかについて年次報告を刊行するよう勧告している。この勧告は以下のURLで入手可能。www.law.stanford.edu/program/executive/programs/Clapman_Report-070316v6-Color.pdf
- イェール大学経営学大学院ミルスタイン・センター発行の"Chairing the Board", Policy Briefing No. 4 (March 2009)を参照。以下のURLで入手可能。http://millstein.som.yale.edu/chairmensforum.shtml#Briefing4 この報告書は、独立の取締役会議長を米国の標準的慣行(default practice)とすること、および、会社は新議長継承時に、定款によって「遵守か説明か(comply-or-explain)」基準でこの方式を採用するよう勧告している。証券取引所の上場規則にこのような慣行の義務付けを明記するの1つの方法であろう。(この報告書には書かれていないが)更なるステップとしては、取締役会が、取締役会のリーダーシップ・モデルについて方針を明らかにした後、株主がこれに対して勧告投票を実施できるようにするのも1つである。
- スティーブン・デビビスとジョン・ルコムニクは、2008年5月13日付け「コンプライアンスウィーク」の共著コラムで、取締役の選任投票を、投資家による人材採用の可否判定に例えた。彼らは、取締役会はこの選任過程を人材採用と同じように考えるべきで、取締役会候補者に関する情報提供を増やし、株主総会前に投資家向けに取締役候補者とのコンファレンスコールを開催すべきと提案している。コラムでは、投資家に対して共同で役員に対する質問表を作成することを呼びかけたが、その1年後の2009年5月19日には、1つの試案が米証券取引委員会に提起されている。理論的には、どこの国の規制機関もこのような方向で株主支援を求めていくことができよう。コラム記事"How to Hire a Director"を参照。以下のURLで入手可能。http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2008/05/14/how-to-hire-a-director/ SECのメアリー・シャピロ委員長は、米機関投資家協会で「SECでは6月に役員候補者の経験、資質、スキルに関連する開示を拡大するか否かについて検討する予定です。現行規則では、候補者の過去5年間の職務経験について非常に短い記述が求められているにすぎません。今日の複雑なビジネス環境においては、これでは十分とは言えない可能性があります。私は、株主が議決権行使でしっかりと判断を下すのに必要な情報を持っていてもらいたいです」。講演原稿は以下のURLで入手可能。www.sec.gov/news/speech/2009/spch040609mls.htm
- 米証券取引委員会(SEC)のメアリー・シャピロ委員長は、2009年5月20日、株主に取締役選任提案(proxy access)を認める規制案を公表する意向であると発表した。この声明は以下のURLで入手可能である。www.sec.gov/news/speech/2009/spch052009mls.htm その翌日、委員会はアクセス・ルールの提案を歴史に残る賛成3、反対2の投票で認めた。同日には、米上院のチャールズ・シューマー議員(民主党、ニューヨーク州)とマリア・カントウェル議員(民主党、ワシントン州)がSECにこのアクセス・ルールの導入を求める「株主の権利章典("Shareholder Bill of Rights")」法案を公表した。
- ネル・ミノウの米下院監視・政府改革委員会での証言(2008年10月6日)。以下のURLで入手可能。http://oversight.house.gov/documents/20081006103421.pdf
- 以下のURLで入手可能。http://banking.senate.gov/public/_files/LEVIT_TBankingCommitteeTestimonyFINAL101608.pdf
- 2009年4月15日付けEメール。2009年6月1日付けEメールで転載許可を得た。

References

- Almeida, B. and Forna, W.B. (2008). Bang for the Buck Report: The Economic Efficiencies of Defined Benefit Pension Plans. *National Institution on Retirement Security*.
- Ambachtsheer, K., Capelle, R., and Lum H., (2008). The Pension Governance Deficit: Still With Us. *Rotman International Journal of Pension Management*, Fall 2008, Volume 1, Issue 1. Available at DOI: 10.3138/rijpm.1.1.14.
- Ambachtsheer, K. (2008). *The Canada Supplementary Pension Plan: Towards an Adequate, Affordable Pension for All Canadians*, C.D. Howe Institute, Toronto, Canada. Available at www.cdhowe.org/pdf/Commentary_275.pdf.
- AFSCME, The Corporate Library, and The Shareholder Education Network (2009). *Compensation Accomplishes: Mutual Funds and the Overpaid American CEO*. Washington, DC: American Federation of State, County, and Municipal Employees. Available at http://www.afscme.org/docs/mutual_Fund_full_report.pdf.
- Ashraf, R., Jayaraman, N., and Ryan, Jr., H.E. (2009). *Conflicts of Interest and Mutual Fund Proxy Voting: Evidence from Shareholder Proposals on Executive Compensation*, March 2, 2009. Available at <http://ssrn.com/abstract=1351966>.
- Bogle, J.C. (2005) *The Battle for the Soul of Capitalism*. New Haven: Yale University Press, 2005), p. 166.
- Bogle, J.C. (2009). The Fiduciary Principle: No Man Can Serve Two Masters, speech at Columbia University School of Business, April 1 2009. Available at <http://johncbogle.com/wordpress/wp-content/uploads/2009/04/columbia409.pdf>.
- Cohen, L. and Schmidt, B. (2008). Attracting Flows by Attracting Big Clients, *Journal of Finance* (forthcoming). Available at www.people.hbs.edu/lcohen/pdffiles/coh_schmi.pdf.
- Davis, S., Lukomnik, J., and Pitt-Watson, D. (2006). *The New Capitalists: How Citizen Investors Are Reshaping the Corporate Agenda*. Boston: Harvard Business School Press.
- Graham, J.R., Harvey, C.R., and Rajgopal, Shivaram (2006). *Value Destruction and Financial Reporting Decisions*. September 6, 2006. Available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=871215. doi:10.2469/faj.v62.n6.4351.
- Koedijk, K. and Slager, A. (2007). Investment Beliefs – Every Asset Manager Should Have Them. *Journal of Portfolio Management*, 33(3).
- Koedijk, K. and Slager, A. (2009). Do Institutional Investors Have Sensible Investment Beliefs? *Rotman International Journal of Pension Management*, Spring 2009, Volume 2, Issue 1. Available at DOI: 10.3138/rijpm.2.1.12.
- Krehmeyer, D., Orsagh, M., and Schacht, K.N. (2006). *Breaking the Short-Term Cycle*. A report prepared by CFA Centre for Financial Market Integrity, Business Roundtable Institute for Corporate Ethics.
- Monks, R. and Sykes, A. (2002). *Capitalism Without Owners Will Fail: A Policymakers Guide to Reform*. London: Centre for the Study of Financial Innovation.
- Morgenson, G. (2009). He Doesn't Let Money Managers Off the Hook. *New York Times*, April 11 2009.
- Taub, J. (2009). Able but Not Willing: The Failure of Mutual Fund Advisors to Advocate for Shareholders' Rights, *Journal of Corporate Law*, 34(2).
- Walker, D. (2009). *A Review of Corporate Governance in UK Banks and Other Financial Industry Entities*. Available at http://www.hm-treasury.gov.uk/d/walker_review_consultation_160709.pdf.
- Wellman, J.W. and Zhou, J. (2007). Corporate Governance and Mutual Fund Performance: A First Look at the Morningstar Stewardship Grades. Available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=714303.

年金管理と年金デリバリーの改善： 穏当（不穏当）かつ好評（不評）を得ると思われる提案^(訳注)

ロン・バード

Ron Bird

オーストラリアのシドニー工科大学のPaul Woolley Centre for Capital Market Dysfunctionalityに所属。

ジャック・グレイ

Jack Gray

オーストラリアのシドニー工科大学のPaul Woolley Centre for Capital Market Dysfunctionalityに所属、ロットマン年金経営国際センターのリサーチ委員会および本誌編集諮問委員会のメンバー。

退職貯蓄プランが目指す唯一の目的、それは個々の加入者のニーズに合った商品とサービスを提供しつつ、加入者の費用調整後リターンを最大化することだ。だが、それは失敗に終わっている。その主たる要因は、不必要で効果のない競争にある。そして、その主たる解決策は、連携の強化である。本稿では、過剰な競争が、非効率なプライシングやエージェンシー・コスト、多すぎる選択肢によって、いかに投資家の退職貯蓄を行う能力を低下させているかを明らかにする。連携を強化し、競争を弱めるために、著者は次の3つの柱から成るアプローチを提案する。3つの柱とは、最大限の経済成長と投資リターンを引き出す年金運用体制の構築、過剰なサービス提供システムからの脱却のための措置、エージェンシー・コストを最小限に抑えるような関係の構築である。著者は制度例としてオーストラリアを取り上げているが、その穏当（不穏当）で好評（不評）を得ると思われる提案には、全世界に通用する訴える力があり（なく）、また適用性がある。

1 市場の重大な失敗の事例

市場は万能であり自己修正できる——これが新自由主義の基本理念である。したがって、最適となるには競争と選択が不可欠であり、競争と選択は本質的に良いこととされる¹⁾。だが実際には、市場は不可欠なものでもなければ、本質的に優れてもいない。とりわけ、金融サービス市場においては、アウトパフォームするための競争が投資期間を極めて短くし、加入者の長期リターンを低下させている。開かれた自由市場における競争は、製品の価格を限界費用にまで押し下げるが、価格競争がほとんど見られない金融サービスではその効果はほぼ全くないと言える²⁾。

情報の経済的側面はより憂慮すべき市場の失敗を明らかにしている。情報の非対称が著しい市場、たとえば中古車市場は、機能不全に陥る傾向がある（Akerlof, 1970）。売り手の商品の価値を判断できない買い手は、業者の売値よりもずっと安く買おうとするため、取引は成立しない。一方、金融サービスでは情報の非対称が最も著しいにも関わらず、取引は成立しやすく、通常、業者の売り値に近い値で成立する。中古車のような有形の商品の買い手は、少なくとも、信頼できる品質検査を行ったり、保証を購入したり、強力な規制によったりすることで、失敗のリスクを回避することができる。ところが、金融「商品」の買い手にはそのような選択肢がほとんどない。完全な透明性を前提としたとしても、運とスキルを判別することは難しい。故に、市場は大きな失敗を犯すことになる。2008年に銀行間融資が完全に行き詰まったように、そのような事態はしばしば起きる。だが、退職貯蓄や、スーパーアニュエーション（オーストラリアの退職年金制度³⁾、資産運用に関して完全に資金が止まるような事態になっていないということは、金融サービスが通常は消費や贅沢品と見なされていることを示唆している。そして、それが結果的にハーディング（他と同じ行動をとって群れること）を促し、加入者の長期リターンを低下させているのだ。

選択もまた、コストや予期せぬ結果を伴う。選択は自由市場では暗黙のうちに正当化されている。選択は良いことであり、選択肢の数は多ければ多いほど良い、というわけだ。だが、選択のパラドクス（Shwartz 2005）——エコノミストで心理学者であるハーバート・サイモンの「大量の情報は関心の欠如を生む」という洞察に由来する——は、歯磨き粉、携帯電話プラン、スーパーアニュエーションの年金基金、投資マネジャー、投資戦略にも当てはまる自明の理である。ソ連

共産主義の終焉を背景に、金融危機は、市場原理主義やそれに関連する都合の良い一般大衆向けの考え方——本質的に不明確で複雑な世界で、不安を誘う広告に絶え間なくさらされる中でも、人は誰でも最適な選択をすることができるし、しようとするものだ、という考え方——への攻撃を正当化した（Mullainathan and Schleifer, 2005）。こうした病への治療として、パターンリズム（家父長的温情主義）を適度に盛り込むことは、米国においてさえも、『Nudge（合図のためにわき腹などを軽く突いたりすること）』というタイトルの書籍（Thaler and Sunstein, 2009、邦題：『実践行動経済学』）で再び支持を得ている。

我々の試算によれば、不適切で効果のない競争と選択は、我々が提案する仕組みと比べ、年間3%も高いコストを加入者に課すことになる⁴⁾。この追加コスト（leaks）がなければ、40年間で退職後の貯蓄は2倍に増える。次の2つの幅広い政策的イニシアティブを採用すれば、この3%のコストを削減し、加入者に「最適な」⁵⁾ 収入をもたらすことができるだろう⁶⁾。

1. 退職貯蓄業界とそれに関わる多種多様なエージェントを、広範囲にわたり徹底して合理化する
2. 競争をもたらす本来のメリットを損なうことのない（Brandenburger and Nalebuff, 1997）、年金ファンド間の実質的な連携（Guyatt, 2008）

我々の目的は、業界の構造に関する率直で開かれた議論を行うことで、これらのイニシアティブを支援することにある。その議論には、エージェントが加入者の退職貯蓄に付加価値をもたらしているか否かについてのエージェント自身による率直な自己評価も含まれるが、付加価値をもたらしているエージェントはほとんど存在しない。

2 3つの追加コスト

競争と選択という誤った基礎の上に建つ退職貯蓄制度には、以下の3つの追加コストが生じている。

1. 非効率な価格設定（推定追加コスト：年1%）

退職貯蓄ファンドが互いにアウトパフォーマンスを競うことが、重大かつ認識されない追加コストの源になっている。競争の場は、全てではないにせよ、主として上場株式である⁷⁾。パフォーマンスをめぐる競争、特に短期パフォーマンスに関する競争は、投資マネジャーに、モメンタム投資など情報に基づかない戦略に依存することを余儀なくさせる。このような価格受容型の投資は、本来の価値からかけ離れた価格付け（ミスプライシング）を引き起こし、それによって最適とは言えない資本配分が行われることになる⁸⁾。その結果、経済成長が鈍化し⁹⁾、長期リターンが低下する（Bird他, 2008）。

これとはやや異なる見方が、企業には「アニマルスピリット」が必要だというケインズの見解（Akerlof and Shiller, 2009、邦題：『アニマルスピリット』）によって示唆されている。ケインズの議論はバブルでなければある程度のミスプライシングを容認しているように聞こえるが、彼が言わんとしているのは、とりわけテクノロジーが急速に変化する時期には、市場は極めて貴重な少数の最終的勝者を選ぶことはできないということだ。最新のテクノロジーで収益を上げようとしている企業がどれだけ存続できるかは極めて不確実であり、その場合、モメンタム投資は銘柄選択のための（合理的な？）戦略となる。その結果もたらされる資本の潤沢な供給と高い株価という魅力的な状況は、さらに多くの企業の設立を促す。その後生き残り成功する企業はほんの一握りではあるが、生き残った企業には良い効果をもたらす。このことはBird他（2009年）が取り上げており、それでもバブルは経済成長に対し、バブル崩壊後に遅れて行われる投資や、それより影響度は低いが、モメンタム投資が引き起こす資本のミスアロケーションによって、長期リターンを引き下げるといった最終的な影響をもたらすとしている。この追加コストは100ベースポイントと推計される。

2. エージェンシー・コスト (推定追加コスト: 年1%)

他の業界をはるかに上回る過剰な数のエージェント(トラスティ、年金ファンドのスタッフ、投資マネジャー、コンサルタント、カストディアン、弁護士、プランナー、監督機関、格付機関、政府、学者、ジャーナリスト等)の存在は、かなりの直接的・間接的コストを生じさせる¹⁰⁾。エージェントが多い理由には、そこにお金があること、内包されている不確実性が高いこと、そして、(時に意図的にそうになっているが)複雑性が高いこと、が挙げられる。2番目と3番目の要素によって安心感を与えてくれるエージェントを求めることになり、1番目の要素は支払が気前よくなることを約束してくれる。エージェントの中には必要なものもある。多くの人々は時間がなく、専門知識も比較優位性にも乏しく、あるいは自分の年金や投資の管理をしたがらないためである。エージェントの数が多すぎることもたまたま間接コストを推計することは非常に難しい。ちょうど我々が自分の知識や運転能力が全体の上から4分の1には入っているのと同じように、(ほぼ)すべてのエージェントは、自分たちはコストを差し引いても付加価値をもたらしていると信じているからだ。こうした思い込みのせいで、エージェントはエージェントの数を減らそうとする市場の動きに抵抗することになる。我々是不必要なエージェンシー・コストはかなりの額に達していると見ています。最も明白で額も大きな直接的コストは(株式の)アクティブ運用で、これはパフォーマンスをめぐる競争を考えれば当然予測されることである。アクティブ運用は事実上ゼロサム・ゲームなので¹¹⁾、退職貯蓄の額はこのゲームをすることで少なくとも年1%は減少してしまう¹²⁾。だからと言って、その解決策が完全なパッシブ運用という(非常に安価な)手法ということにはならない。それは、次の二つの理由による。第1に、一定レベルの基本的アクティブ運用は、資本配分の改善による「投資のパイ」拡大に必要な効率的

プライシングに欠かせないからである。だからと言って、たとえばオーストラリアのような小さな市場で効率的なプライシングを実現するのに、80以上のオーストラリア株のアクティブ・マネジャーが150以上の(概してどれも似通った)戦略を提供する必要があることにはならない。第2に、インデックスは時価総額加重であるため、新たなキャッシュフローがモメンタムを生み、それによってますます非効率的なプライシングが起きるからである。それでもなお、我々はグローバル株式のエクスポージャーの大部分はパッシブ運用であるべきであり、アクティブ・マネジャーの大半は必要ないと考える。また、マネジャーの数はごく少数、おそらく現在の10%程度いけば十分である。アクティブ運用は規模の経済を享受できないため、それぞれのマネジャーのエクスポージャーはあまり大きくはならないと考える。

3. 過剰な選択肢 (推定追加コスト: 年1%)

過剰な選択肢がもたらす追加コストの源泉は2つある。第1に、オーストラリアには、資産額が5000万豪ドルを超える年金基金が381存在するが、そのほとんどが投資戦略に多数の選択肢を提供している——中には、50以上の投資戦略の選択肢を提供する基金もある。だが、どの基金も基本的には大差なく、実際には投資選択肢のほとんどは利用されず、デフォルトファンド(加入者が選択しない時に自動的に選ばれる運用ファンド)で運用されている(Fear and Pace, 2009)。つまり、加入者は、実質的にメリットもないのに、競争が生み出した過剰な選択肢のための直接・間接のコストを負担しているのである。その中には、退職資金の管理という加入者にとって主要な仕事ではないことに費やす時間や手間も含まれる。我々の試算では、この過剰な選択肢に起因する追加コストは約50ベースポイントである(Chant West, 2008)。また、年金基金の数が多きことも第2の追加コストを生んでいる。基金の平均規模が小さすぎるため、規模の経済や範囲の経済を有効に活用して低い手数料や、

豊富な投資機会、低い実施コストなどを享受することができないのである。我々の試算では、年金基金の数が多すぎることに起因する追加コストは約50ベースポイントである（Ambachtsheer, 2009, Deloitte, 2009）¹³⁾。

これらのコストを抑えることはできるだろうか？ それについては次に検討する。

3 追加コストを抑える

これらの追加コストは、先に示した広範な政策的イニシアティブ——年金基金数と投資選択肢の大幅な合理化、意味のある連携を推し進めることによって抑えることが可能だ。ただし、35年前に提案された、単一の国営の年金基金で投資選択肢も一切提供しないといったスターリン主義的な合理化案も適切ではない。そのような国営年金基金は、規模が大きすぎて潰すことができず、また一極集中による高いリスクにさらされ、規模が大きすぎるがための不経済に見舞われ、競争をもたらす効率性や技術革新などのメリットも逃してしまう。たとえば、オーストラリアの銀行業界と年金業界の違いを見れば明らかだろう。4つの大銀行を、小規模で限られた数の地方銀行によって補強するという、2つの柱による銀行政策は、この規模の国ではかなりうまく機能しているようだ。この政策は、不完全とはいえ、競争による多くのメリットを提供しつつ、過剰競争によるコストをもたらすこともない。この構造と厳しい規制によって、金融危機の影響がかなり和らげられた。もう一つの例としては、いまから25年前、オーストラリア政府は飴と鞭の政策によって、過当競争に陥り、コストがかかり過ぎ、非効率的であった自動車業界の合理化を断行している。

世界的な金融危機によって、ふたたびオーストラリア政府が正当かつ建設的な役割を担う存在と見なされるようになっていた今は、年金業界を加入者の利益に合うよう再構築するには格好の時機であろう。費用対効果に基づいて考えれば、年金基金の数は既存の約10%あれば十分であろう。ただし、「ある程度」の選択肢は必要で

ある。少数ではあるが本当に異なるニーズや期待があるためだ。妥当な数の選択肢は、効率を高め革新を促すはずである。

以上述べたことはすべて、我々が提唱する穏当（不穏当）で好評（不評）を得ると思われる「3つの提案」につながる¹⁴⁾。この提案は、実りある競争をもたらすメリットを保持しつつ、共同研究と投資マネジャーの共同雇用により、年金基金間の連携を強化する方向に再構築することを目指すものだ。

1. 税金やその他のインセンティブによって、年金基金の合理化を強力に促進する¹⁵⁾。市場原理主義者たちは競争があれば合理化は起こると考えている。実際、年金基金の合併や消滅も起きている。だが、この傾向はおさまりつつあり、これ以上の進展は見込めない。たとえば、2つの10億豪ドル規模の年金基金が合併して一つの基金に統合され、自分たちは満足したとしても、20億豪ドルぐらゐの規模では、何の解決策にもならない。
2. こうして残った数少ない年金基金は連携して、以下のようなことを実施する。
 - ①継続的な調査プログラム（下記に概要を示す）を企画推進する調査研究センターに資金提供を行う
 - ②経済・市場・社会の変化に応じて構造や戦略を改善し適用する
 - ③最適な数および構成でアクティブ・マネジャーを選任し、そこに資産を配分し、マネジャーを監視する
 - ④これらのマネジャーを共同で雇い、その利益を分配して有意義な提携関係を構築する。
 このような例としては、オーストラリア・インダストリー・ファンズ・マネジメントや、アルプルヴェスト（オランダの年金基金APGオール・ペンションズ・グループとPGGMが共同所有する非公開投資会社）が挙げられる。
3. 年金基金とその投資マネジャーは競争する¹⁶⁾。ただし、加入者に高いリターンをもたらすような生産的方法での競争に限る。有効な競争は、業務革新やコ

ストの引き下げ、効率アップという恩恵をもたらす。

このような提案が実現できるかの鍵となるのは、慎重に構築された一連の調査活動である。

4 必要とされる継続的な調査プログラム

この調査研究センターに課せられた2つの最優先課題¹⁷⁾は、生産的な競争（たとえば、好ましくないコストを伴わない競争）と安定を、確実に実現できる構造およびカルチャーの設計である。競争に関して、解決すべき重要な疑問は次のようなものである。

- ①年金基金、中でも特に、限られたキャパシティしか持たない基金は、新たなアセット・クラスや投資機会にどのように対応していくのか？
- ②年金基金は資産配分の違いによって生じるパフォーマンスに関して競争すべきなのか、それとも、ここでもゼロサム・ゲームの議論が当てはまるのか？

安定性に関しては、年金基金が協力体制から離脱すると不利になるような状況を形成しなければならない。協力体制が瓦解すれば、たちまち現在のよう好ましからざる状態に戻ってしまうだろう。基本的に、投資マネジャーが協力から離脱する動機はないと考えられる。プライシングが最適レベルに近づいてモメンタム投資によるアウトパフォーマンスが極めて短い投資期間しか維持できなくなるからである。だが、こうした協力体制の枠組の外にいるリテール・マネジャーは、プライシングに若干の非効率性をもたらすだろう。これが合理化と協力連携のメリットを損なうほどのものかどうかという点が、調査研究センターが取り組むべきもう一つの課題である。

当面の調査研究活動は、エージェント、投資マネジャー、年金基金、競争の4つに主眼を置いたプログラムを重点的に取り上げることになるだろう。「エージェント」プログラムは、加入者とそのお金との終わることのない関係に対し、各エージェントが付加した価値、あるいは減じた価値を評価するものである。「投資マネジャー」プログラムは、市場サイクルの各ステージにお

いて、最適な価格の発見、最適な流動性、最適な資本配分を行うために最適なタイプ/スタイル¹⁸⁾ごとのアクティブ・マネジャーの数と、それらマネジャーへの最適な資金配分を評価するものである。「年金基金」プログラムは、年金基金の最適な数、規模、形態を推計するものである。「競争」プログラムは、年金基金間の生産的な競争の条件と実例を究明するものである。

5 さらになるメリット

我々は、これらの提案が簡単に成功するという幻想を抱いているわけではない。いまから一世紀前、アプトン・シンクレアは、プリンシパル/エージェント問題の核心をつかんだ；「ある事柄について知らないことで給料をもらっている人に、その事柄を分からせるのは難しい」。当時、アメリカ精肉業界は危険なほどに不衛生な状況にあった。シンクレアが精肉業界の実態を暴いた有名な小説『ジャングル』（1905年）に動かされ、改革を進めつつあった政府は、すべての人の利益のために精肉業界に厳しい規制を課した。現在の金融サービス業界は、それとよく似た状況にある。金融サービス業界の商品は必要なものではあるが、健全な状況からはほど遠い。だが金融危機は、そこに変化を促す環境をもたらした。1905年の「肉好きの人のために衛生的な（healthy）精肉プロセスを」というスローガンは、2009年の「退職者のための健全な（healthy）投資と投資アドバイスのプロセス」を求める声に容易に置き換えることができる¹⁹⁾。

我々の提案には、経済成長をさらに促すことが可能な2つの副次的な効用がある。第1に、エージェントが少なくなり競争が穏やかになることによって、加入者の長期的な利益によりはっきりと焦点が当たるようになる。短期主義という呪縛が弱められ、経済や加入者の退職貯蓄に及ぼす悪影響も少なくなる。第2に、就職の機会が減少し、より適切な報酬体系が設けられると、金融・投資業界に魅力を感じて集まる人材が少なくなる。それに替わって、より生産的な経済セクターに有能な人材が集まり、経済成長を高めることによって真の付加価値が生ま

れる。既にそれが現実のものとなっていることをほのめかす証拠がわずかながら存在する。英国ビジネス担当相のピーター・マンデルソンは、2009年5月にこう述べている。「我々がより必要としているのは、金融工学ではなく、真の工学だ」

Notes

1. 競争がもたらす美徳への信仰を示す極めて有害な例は、アメリカの「選択的連邦監督制度 (OFC)」である。この制度の下では、保険会社 (AIG等) は比較的自由に規制機関を選択できる。オーストラリアにおける事例は、トレーリング・コミッション (ファンド会社など商品提供会社からファイナンシャルプランナーに支払われるコミッション) に関するファイナンシャル・プランニング・アソシエーション (FPA) の声明が引き金となった。FPAと競合するナショナル・アソシエーション・オブ・パーソナル・ファイナンシャル・アドバイザーズは、トレーリング・コミッションは消費者が「選ぶという基本的権利」を行使するために必要不可欠だ、との滑稽かつ独善的な声明を発表した。
2. 過去20年間、価格は下がっているが、生産の限界費用に近づいているわけではない。オーストラリアの投資マネジャーが新たに1億豪ドルの標準的な資産運用委託を受ける場合、それにかかるコストはわずか数ベースポイントであり、徴収される運用手数料をはるかに下回る。運用会社のコストの大部分を占めるのは人件費であり、手数料削減の主たる障壁は、よく知られている「報酬の下方硬直性」である。
3. オーストラリアでは、強制加入の確定拠出型年金に、嘆かわしいディケンズ風の『スーパーアニュエーション』という名称が使われている。詳細については (Fear, Pace, 2009) を参照のこと。
4. ガバナンスが貧弱な場合、さらに約50ベースポイントの追加コストがかかる (Ambachtsheer, Ezra, 1998)。
5. 「最適な」は、サイモン (Herbert Simon) 流に「満足な (人は最善の選択ではなく満足のいく選択をする)」と読み替えてほしい。もう少しましな言葉があれば、喜んでそれを使いたいところだが。
6. これらの発想の一部は、アムバクシア (Ambachtsheer, 2009) とパウアー (Bauer, 2009) の影響を受け、それらと重なることもある。
7. 上場株式は典型的な資産配分の約70%を占める。他のほとんどのアセットクラスにも同様のことが言える。
8. たとえば、より長期的な調査研究・開発/技術革新に投資する企業は、必要とするリスク・キャピタルを手に入れることがより困難であり、または、高いコストがかかる。
9. 時に退職貯蓄はその目的の一つとして経済成長を促進したこともある。ただ、これには2つの問題がある。1つはテクニカルな問題で、因果関係の問題を含む; 貯蓄が成長を引き起こすのか、あるいは成長が貯蓄を促すのか? もう1つのより深い問題は、地球上の資源には限りがあるため、成長には限界があるということだ。
10. ウォーレン・バフェットは、その気取らない語り口でこんな寓話を披露している (2005年パークシャー・ハサウェイ社の営業報告書「会長からの手紙」)。米国の全企業を所有するゴットロックス (Gotrocks) 家が、エージェントたちによる「搾取」によって、名字をハドロックス (Hadrocks) に変更することを余儀なくされた、というものだ。
11. この重要な主張は、ほぼすべての株式が株式運用マネジャーの管理下にあることを前提としている。この主張も前提も、調査研究センターの「マネジャー」プログラムのもとで検討される必要がある。マネジャーはごくわずかなアウトパフォーマンスをめぐって競争することで、「コモンズ (共有管理地) の悲劇」をもたらす。本来、このゲームはポジティブサム・ゲームになるはずである。アクティブ・マネジャーは、資本をよりうまく配分するはずであり、それにより全体のパイは大きくなるはずなのだ。しかし実際と現実の乖離はおそらくかなり大きなものである。
12. アウトパフォーマンスした年金基金の加入者は多くの資産を得られるだろうが、それはアンダーパフォーマンスした他の年金基金加入者が蒙った損のおかげである。それに対して、1%の追加コストは、ファンド・マネジャーや他のエージェントが管理している貯蓄を増加させるわけではない。フレンチ (French, 2008) はリテール業界でのアクティブ・マネジメントに関わるコスト推計の詳細を示している。
13. 規模の経済により保険料が低くなることは、さらなる大きな利益である。3000億ドルを超えると投資の不経済が生じる。
14. 括弧内は、この提案がほぼすべてのエージェントにとって不穏当なもので、不評となるだろうとの我々の見解を示しているが、すべてのプリンシパルにとっては穏当で、好評を博すと思われる……もし彼らがこの提案を知っていればの話だが。
15. 5000万ドル以上の年金基金の数は、2008年12月末の時点で13%減少した。また全体で474ある基金でみると、18%減少した。最近の税制の改正によって、1つの年金基金のキャピタルロスを他の年金基金のキャピタルゲインに対して相殺することが認められるようになったことで、以前よりも合併が容易になった。
16. たとえば、年金基金は、調査研究センターの調査結果をさまざまな方法で活用するように奨励されるだろう。一方、投資マネジャーはハーディング (群れること) にペナルティを課せられるようになる。
17. いずれもゲーム理論の洞察に依拠すると考えられる。

18. これには、特化型(例えば小型株)のレベルも含まれる。
19. さらにもう1つの理由から、我々の提案は時宜を得ている。ペビーブーマーは「年金貯蓄を取り崩す」段階に入っており、ニーズや目的、アセット・アロケーション、年金保険等の商品への需要が変化していくと思われる。これに対応して、ファンドの組成や運用プロセスの変更も必要になるだろう。

References

- Akerlof, G. (1970). The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3, 488-500. Available at DOI: 10.2307/1879431.
- Akerlof, G. and Shiller, R. (2009). *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy and Why it Matters for Global Capitalism*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Ambachtsheer, K. and Ezra, D. (1998). *Pension Fund Excellence: Creating Value for Stakeholders*. Hoboken, NJ: JohnWiley and Sons.
- Ambachtsheer, K. (2009a). The Ambachtsheer Letter #276: Reforming Pension Design and Delivery: Lessons from Australia. KPA Advisory Services Ltd. January 2009.
- Ambachtsheer, K. (2009b). The Ambachtsheer Letter #280: Scale in Pension Fund Management - Does it Matter? KPA Advisory Services Ltd. May 2009.
- Bauer, R. (2009). Superannuation at Work. CIE Conference, Yarra Valley. February.
- Bird, R., Casavecchia, L., Pelizzari, P., and Woolley, P. (2009). The Impact on the Pricing Process of Costly Management and Performance Chasing Investors. University of Technology, Sydney: Paul Woolley Centre. Working Paper. Available at <http://www.business.uts.edu.au/qfrc/pwc/research/workingpapers/2009/wp3.pdf>.
- Bird, R., Dixon, P., Menzies, G., and Rimmer, M. (2009). The Economic Consequences of Mispriced Equity Markets. University of Technology, Sydney: Paul Woolley Centre. Working Paper. Available at www.pwc.uts.edu.au.
- Brandenburger, A. and Nalebuff, B. (1997). *Co-opetition: A Revolution Mindset That Combines Competition and Cooperation: The Game Theory Strategy That's Changing the Game of Business*. New York: Broadway Business.
- Buffett, W. (2005). Annual Shareholder Letter. Available at www.berkshirehathaway.com/letters/2005ltr.pdf.
- Buffett, W. (2006). Annual Shareholder Letter. Available at www.berkshirehathaway.com/letters/2006ltr.pdf.
- Chant West. (2008). Fee Comparison Report. Available at <http://www.chantwest.com.au/PDFFiles/Fee%20Comparison%20Report%20May08%20FINAL.pdf>.
- Deloitte. (2009). The Efficiency of the Superannuation Industry. Report: Sydney.
- Fear, J. and Pace, G. (2009). Australia's 'Choice of Fund' Legislation: Success or Failure? *Rotman International Journal of Pension Management*, Vol. 2, No. 2, Fall, pp.26-34. Available at DOI: 10.3138/rijpm.2.2.26
- French, K.R. (2008). The Cost of Active Investing. *Journal of Finance*. Available at <http://ssrn.com/abstract=1105775>.
- Guyatt, D.J. (2008). Pension Collaboration: Strength in Numbers. *Rotman International Journal of Pension Management*, Vol. 1, No. 1, Fall, pp. 46-53. Available at DOI: 10.3138/rijpm.1.1.46.
- Schwartz, B. (2005). *The Paradox of Choice: Why More is Less*. New York: Harper Perennial.
- Schleifer, A. and Mullainathan, S. (2005). Persuasion in Finance. National Bureau of Economic Research, Working Paper. Available at DOI: 10.3386/w11838.
- Sinclair, U. (1905). *The Jungle*. New York. Doubleday, Page & Company.
- Thaler, R.H., and Sunstein, C.R. (2009). *Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth and Happiness*. New York: Penguin. Available at DOI: 10.1016/j.socec.2008.11.005.

訳注

タイトルや文章の中に、「穏当(不穏当)」と両方の意味に取れるよう括弧書きになっているのは、ジョナサン・スウィフトの“A Modest Proposal”(1729)というタイトルに由来している。これはスウィフトの代表的風刺作品で、アイルランドの深刻な飢餓状況から脱却するために子供を食べることを薦める、という非常に過激な内容であり、タイトルの「Modest(穏当)」は、その意味通り皮肉の意味を込めたものになっている。その皮肉の意味が分からない人のために、括弧書きで(不穏当)という言葉が添えられている。

「DBかDCか」の議論を越えて： ハイブリッド型年金プランの魅力

ハンス・ブロメステイン

Hans Blommestein

フランスのOECD公債管理および債券市場部部長、
オランダのティルブルフ大学PwCファイナンス教授。

パスカル・ヤンセン

Pascal Janssen

オランダのPGGMのアクチュアリー。

ニールス・コルトレーヴェ

Niels Kortleve

オランダのPGGMの保険数理プロジェクトおよび特別勘定マネージャー。

ホワン・イエルモ

Juan Yermo

フランスのOECD私的年金部部長。

本論文は、さまざまな年金の仕組みが内包する拠出の不確実性と給付の不確実性の間のトレードオフを分析したものである。プラン加入者から見てリスク分担の特性を評価する際に重要となる2つの基準は、積立比率（資産／負債比率）と代替率（給付／給与比率）である。確率的シミュレーション（金融リスクのみを検討）を行った結果では、ハイブリッド型プラン（伝統的確定給付プランと個人型確定拠出プランの間にある中間的なプラン）が効率的かつ持続可能なリスク分担の形態となり得ることがわかった。どのハイブリッド型プランが魅力的となるかは、規制環境、社会環境、経済環境に大きく依存する。積立超過分を効率的かつ公平に配分できるならば、条件付きスライド制プランは持続可能なリスク分担の形態として最も見込みがあるとみられる。しかし、ハイブリッド型プランを適切に設計するには、現役加入者と退職者がそれぞれ負担する可能性のある相対的な年金プランのリスクの大きさを注意深く考慮する必要がある。

1 金融リスクと給付の安全性

私的年金の規模が拡大し退職給付制度に占める役割が大きくなったことにより、私的年金がもつリスクに対する理解と管理の向上が求められている。中でも投資リスクは最も重要なものであり、このことは2008年1月から10月の間に経済協力開発機構（OECD）加盟国の私的年金資産が平均20%減少したということからも明らかである（OECD, 2009）。

私的年金は、プラン加入者からみると、将来給付を受け取るために、いま拠出を行って投資に回すという、長期貯蓄の一つの形である。一般に、プラン加入者は確定給付（DB）プランのような給付が保証された制度を好むが、拠出額の変動コストといったトレードオフも考慮

する必要がある¹⁾。一方、事業主は次第に、拠出率が固定され退職給付のリスクはすべて従業員が負担する確定拠出（DC）プランへの転換を進めている。

本論文では、さまざまな年金の仕組みが内包する拠出の不確実性と給付の不確実性の間のトレードオフを分析する。そのために、プラン加入者の観点から私的年金スキームにおけるリスク分担の特性を評価する際の重要な基準として、積立比率（資産／負債比率）と代替率（給付／給与比率）を用いる。分析はそれぞれのスキームにおけるリスク分担に的を絞り、拠出を行うのが事業主か、従業員か、または事業主と従業員の双方かにはとらわれない。

年金契約における主要なリスクには、投資リスク（特に、資産と負債のミスマッチ）、インフレリスク、生物学的リスク（年金基金において最も重要なのは長寿リスク）、破産リスク（あるいはソルベンシーリスク）がある。本論文で注目するのは投資リスクとインフレリスクである。ただし、市場を介した世代間リスク分担の限界を検討するため、長寿リスクも取り扱う。

年金受給者の給付の確実性を高めると、現役従業員の拠出の変動性は高まる。つまり、給付を投資リスクとインフレリスクから守ろうとすればするほど、拠出率を調整して積立比率を操作する必要が高まるが、これは最終的に現役従業員の所得に影響を与えることになる。われわれは、この基本的なトレードオフについて、リスクを完全または部分的にプールした契約（DBやハイブリッド型制度）から全くプールしない契約（個人型DC）までさまざまな設計のスキームについて分析する。ここでは、すべての年金契約ですべてのプラン加入者に対して同一の資産配分が行われていると仮定する。なおこの研究を拡張すれば、年齢コーホート（ある一定の年齢幅に属する集団）ごとに異なる投資方針を採用し、年金受給

者にはより安全な投資ポートフォリオのリターンを当てはめることもできるだろう。

われわれが行った確率的シミュレーションの結果では、ハイブリッド型プラン（伝統的DBと個人型DCの中間的な形態）は両極の2タイプより効率的かつ持続可能な形態とみられることが明らかになった。分析の対象とした3つの主要なハイブリッド型プランの中では、条件付きスライド制プランが長期で持続可能なリスク分担の形態として最も可能性が高いと考えられる。

次節ではまず、職域年金契約におけるリスク分担について紹介し、続いて、市場を通じたリスク分担の限界について例を示して職域年金の意義を明らかにする。本論文の最終節では、それぞれのタイプの年金プランについて、積立比率と代替率のシミュレーション結果を評価する。

2 さまざまな年金の仕組みにおけるリスク分担

集団型年金プランあるいは職域年金プランの主要な意義は、管理コストを低く抑えられる可能性があることと、さまざまなタイプのリスク分担機能を組み込むことができることである。これらのリスク分担機能は、市場では簡単には手に入らないか、手に入ったとしても高いコストがかかるものである。リスク分担は2つの観点から分析することができる。第1の観点では、リスクは、従業員と受給者を一方として、プランスポンサーである事業主をもう一方として、両者の間で分担される。このタイプのリスク分担は、最近OECDの研究でも取りあげられた²⁾。年金拠出は、通常、報酬全体の交渉プロセスの一部として協議されるため、このタイプのリスク分担の分析では、報酬全体を決定するフレームワークの議論が必要である。理論的には、事業主と従業員の間で拠出をどう分担するかの議論は意味がない。どちらが拠出していてもそれは総報酬の一部であるため、事業主の拠出が大きいということは、結局、給与やその他の福利厚生が低くなることを意味するからである。

二番目のリスク分担の観点は、さまざまなタイプの年金基金が内包するリスク分担メカニズムのベネフィットとコストに、従業員と年金受給者の観点から焦点を当て

るもので、それぞれのスキームでいかに効果的にさまざまなリスクがプールされるかを評価する。この観点からは、誰が実際に拠出を行うかにかかわらず、拠出額の変動は現役従業員のリスクとなる。本論文では、スキーム内でのリスク分担に焦点を当て、平均的（または代表的な）プラン加入者や受給者にとっての、拠出リスクと給付リスクのトレードオフについて評価を行う。この分析はさらに発展させて、プラン設計のタイプ別に、異なる年齢層の現役従業員や年金受給者について純経済価値の分布を計算したり、年齢コーホートが移るに従って純経済価値が時系列的にどう変化するかを計算したりすることもできる。こうした拡張は、別の論文で分析されることになるだろう。

職域年金プランは、リスク分担の機能に加えて、異なるタイプの労働者間で一方向的、つまり非相互的な再分配を行うこともある。たとえば、オランダなどいくつかの国の職域年金では、全ての年齢の従業員に均一の拠出率が適用される仕組みとなっている。そこでは、一定の年金の権利を取得するために若い労働者は拠出をしすぎており、高齢の労働者は逆に少ししか支払っていないことになる。このような富の移転の効果は、同年齢のときの平均余命は高齢従業員の方が若年従業員よりも短いことで部分的に相殺されるが、過去の寿命の伸びを考えると、ネットで見えた富の移転は高齢従業員に有利に働く可能性が高い。このような若年従業員と高齢従業員との連帯は、オランダで議論的となった（Boeijen et al., 2007, Aarssen and Kuipers, 2007参照）。そこでは、こうした富の移転によって若年従業員がDB年金から離れてより個人型の年金契約に向かおうとするのではないかと、この主張がなされた（Boeijen et al., 2007）。

興味深いことにこうした懸念は他の国では出ていないようであるが、その理由はおそらく、従業員の拠出率がオランダよりかなり低いか全くないからだろう³⁾。DB年金プランへの従業員拠出は多くの国で給与の一定比率に固定されているが、事業主の拠出は年金財政方式にしたがって、従業員の年齢が高くなるにしたがって給与に対する拠出額の比率が高くなっていくように決められる

ことが多い。国際会計基準でも採用された一般的な財政方式である予測単位積立方式もこれに当たる⁴⁾。

3 市場を通じた世代間リスク分担の限界

職域年金プランを通じたリスク分担の評価を行う前に、職域年金が提供するリスク分担契約、とりわけ世代間リスクを伴う契約は、市場で再現可能なのではないかと疑問に思う向きがあるかもしれない。理論的には、世代間リスク分担に対する一般的なアプローチあるいは解決法は2つに分けることができる。

第1のアプローチは、年金基金は集団として世代間リスクを負担するという原則に基づくものである。もっと正確に言えば、将来世代を含むさまざまなステークホルダー間のリスクを再配分することによって、年金基金は集団としてリスク分担を行う、ということである。これは、世代間リスクを最終的に負担するのはこうしたステークホルダーであり、年金基金はプリンシパルではなくエージェントの役目を果たす、ということを意味する。将来世代のステークホルダーの人数が多いとすれば、世代間リスク分担のコストは年金基金を通じた場合、より小さくてすむ。第1のアプローチは、年金基金が市場をより完全にすること、すなわち年金基金は社会福利を改善することを示唆している。ただし、これは市場を用いた効率的なヘッジングの機会が存在しないことを前提としている。

第2のアプローチは金融市場を通じたヘッジングによる解決法で、市場でヘッジを購入するかリスクに再保険をかけるかによって行われる。本節では以下、市場を通じた世代間リスク分担の限界について議論する。ここでは重要な論点および政策決定について明らかにするため、長寿リスクをとりあげる。長寿リスクは、年金基金の仕組みでは対処が非常に難しい世代間リスクのなかでも、非常にわかりやすいケースである。

基本的に、個人固有の長寿リスク、つまりミクロ的長寿リスク（生存リスク）は、個人年金市場を通じて、効率的なリスク分担のやり方で対処できる⁵⁾。しかし残念なことに、民間の個人年金市場は、逆選択の影響を受け

てしまう。このような市場の失敗は、強制参加規定などの政府の措置によって対処することができる。社会全体としての長寿リスク、つまりマクロ的長寿リスクは、現時点での各コーホートにそれぞれほぼ同じような影響を与える。年齢に関わらず各人の間に正の相関があるということは、民間市場を通じた解決法では効率的にリスクを分担できないことを意味する⁶⁾。このマクロ的リスクに対するエクスポージャーを最小化するために一般的に用いられている方法には、コーホート間での分散、クロスボーダー投資を通じた国際的な分散、年金受給者とのリスク分担、保険会社が行っている個人年金保険と生命保険を同時に販売することによるヘッジングなどがあるが、こうした方法でもマクロ的リスクを完全には排除することができない。

金融市場は、生存期間がほぼ重なるコーホート間の短期のリスクを分担するには効率的に機能するが、高齢層コーホートの長期の寿命リスクの分担については上手く機能しない。将来世代である若年層のコーホートが現れたときには、その時点の高年齢層コーホートの寿命がほぼ分かかってしまっており、若年層はそのリスクを負うことを嫌うためである。したがって、民間市場を通じた事前の効率的な世代間リスク分担は、将来世代を加えることができないため、不可能である⁷⁾。一方、政府は財政政策（課税、社会保険、所得移転、公債）を用いて世代を超えてリスクを分散させることができるため、社会福利を改善することが可能である。つまり、政府は、将来世代によって裏付けられた長寿保険を提供することで、市場をより完全にすることができるのである⁸⁾。この結論は、最適な世代間リスク分担の仕組みを実現するための世代重複経済における社会保険制度の導入、という形で一般化することができる⁹⁾。

しかし、政府の介入については以下の3点を考慮する必要がある¹⁰⁾。

1. 政府の政策は、長寿リスクについて、上述の議論よりも広い影響を考慮する必要がある。例えば、マクロ的長寿リスクのショックは、人間の寿命が伸びるだけでなく、要素価格や資本・労働比率

も変えてしまう可能性がある¹¹⁾。つまり、長寿ショックは、将来の労働供給を増やし、賃金を引き下げる可能性があるのである¹²⁾。

2. 将来世代は、現役世代と同じ長寿ショックを受ける。しかし、ショックの影響には大きな違いがある。将来世代は全生存期間にわたって労働供給、消費、貯蓄を調整することができるのに対して、現役世代はそれができない¹³⁾。このような視点からみると、長寿ショックによる金融リスクを一部、現役世代と将来世代の間で分担することによって、社会福利を向上させられる可能性のあることが分かる。こうした世代間の契約を強制する力を持っているのは政府だけである¹⁴⁾。
3. 政府は理論的には効率的にリスクを世代間に配分するツールを持っていることになっているが、現実にはそういかないことがある。最適な世代間リスク分担は、課税¹⁵⁾や社会保障¹⁶⁾の仕組みによって歪められている可能性がある。つまり、最適に行われるべき世代間リスク分担が、適切な世代に振り分けられていない、ということである。政府は既に、公的年金やその他の社会保障の仕組みを通じて、世代間リスク分担に深く関わっている¹⁷⁾。ところが、立証するのは難しいが、政治の影響による歪みのために、こうした政府の取り組みは最適ナリスク分担とはなっていないようである。現在の世代間リスク分担の仕組みが、将来世代を犠牲にしながらい現役世代を優遇していると考えられるのも、これと同じ理由である¹⁸⁾。

次に、様々なタイプの年金の仕組みについて、その魅力度の評価を行うことにしよう。

4 様々な年金の仕組みについて 魅力度を評価する：前提

評価にあたっては、2つの重要なパフォーマンス変数である「積立比率」と「所得代替率」に焦点を置く。積立比率（年金プランの資産／負債比率）は、規制機関や投資家によって用いられている、年金プランの支払い能

力を示す指標である。積立比率が100%を下回っているということは積立不足を意味し、拠出を追加するか、給付を引き下げるか、両方を行うかによって積立不足をなくすることが求められる。積立比率が100%を上回っているということは、そのプランには余剰資産があるということで、時間をかけてこの余剰資産を分配する戦略が必要となる。積立超過が一定水準を超えた年金プランは、拠出額を減らしたり、給付額を増やしたり、その両方を行ったりすることができる。積立比率の変動が大きくなると、拠出計画の予測性が低くなり、拠出する側にとってのコストとなる。拠出や給付を調整する代わりに、年金プランは負債の変動になるべく合わせるように資産を運用し、積立比率の変動を小さくすることもできる。

積立比率は、名目または実質で示される。名目積立比率では、勤続中の発生給付や支払い中の年金額に依るスライド調整も適用されない。発生給付は現時点の給与に基づいて計算され、現在支払われている年金額は将来も一定で変わらないと仮定される。一方、実質積立比率では、保証している、または目標としているインフレ・スライド調整を完全に反映させなくてはならない。ほとんどのOECD加盟国ではスライド調整は各プランで自主的に実施されており、規制機関は通常、名目積立比率を政策指標として用いている¹⁹⁾。いくつかの国では、年金プランは完全積立水準を上回るソルベンシーマージンを維持することを義務付けられている。たとえば、デンマーク、フィンランド、オランダがこれに当る。年金プランの目的が、最低限物価上昇に見合った給付を行うこと、あるいはさらに手厚いものとして、賃金上昇率に連動した生活水準を満たす給付を行うことだと考えると、プランスポンサーである事業主、従業員、そして年金基金自身にとっては、実質積立比率は名目積立比率より意味のある積立目標である。

われわれが分析を行う2つめの年金プランの重要なパフォーマンス指標は所得代替率である。年金受給者の退職前の最終給与額に対する退職時の年金給付額の比率として定義される。代替率が十分に高い場合には、退職後もそれまでの自分の生活水準を維持することが可能である。目標代替率は加入者ごとに異なるが、ここでは

70%の水準としておく。この水準は、年金受給者は一般的に年金基金に拠出する必要がないこと、消費ニーズが小さいこと、また、ほとんどのOECD加盟国では退職年齢に達した労働者は自宅を保有しており可処分所得に占める住居費の割合が小さくてすむことを考慮したものである。所得代替率の不確実性が高い場合、従業員は退職時に目標所得を達成できる可能性が低くなり、彼らの生活の安寧は低くなってしまふ。

われわれは、さまざまな年金プランをこの2つの基準で評価するに当たって、以下の一般的な前提を置いた簡単な予測シナリオを用いることにした。

- 拠出率は給与の14%。その他の標準的なプラン規則（たとえば、年金形式での年金給付）に従う。
- 年金数理上の基礎率、および、経済的な前提は同一のものを用いる
- 投資方針（株式60、債券40の資産配分）は同一
- 規制（積立比率の上限・下限規則など）は同一

具体的な年金プランのモデルは以下の通り。

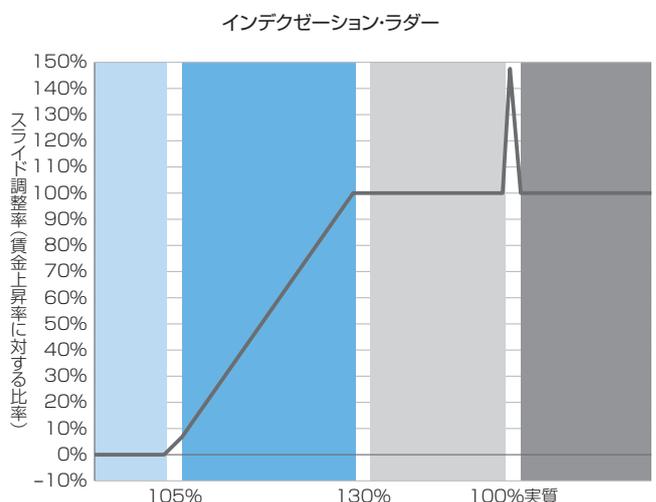
- 「無条件スライド制平均給与比例確定給付プラン」では、在職期間の平均給与の一定割合の年金額が支払われるが、過去の給与と年金額はいずれもプラン加入者の平均給与上昇率に連動する。結果として、代替率は実質ベースで完全に保証される。
- 「条件付きスライド制平均給与比例確定給付プラン」は最初のプランとよく似ているが、発生給付の計算や年金額の改定に適用されるスライド調整率をどうするかは、プランの積立状況に応じて決定される。この条件は、全ての加入者（従業員、中途退職者、受給者）に等しく適用される。スライド調整率を計算する算式（インデクゼーション・ラダー）には、オランダで2番目に大きな年金基金である介護福祉年金基金（PFZW）で現在用いられているものを用いた。図表1は、PFZWのインデクゼーション・ラダーの仕組みを示したものである。

- 「キャッシュ・バランス・プラン」では、加入者の記録上の勘定に名目3.2%の固定利息が付与される。この比率は発生給付と繰延給付に適用され、現在支払われている給付にも同様のスライドが適用される。この利率は、期待賃金上昇率と等しい。
- 「集団型確定拠出プラン」では、給付額は平均給与比例プランと同様に計算される。ただし、名目給付額は名目積立比率が95%を下回ると減額され、名目積立比率が105%を上回ったときに減額分が補填される。名目積立比率が180%を超えると追加的な給付が行われる。

図表1 PFZWのインデクゼーション・ラダー

PFZWの使用するインデクゼーション・ラダーは、基金の名目、実質両方の積立比率の値によって決められる。まず、全てのスライド調整は、医療・社会福祉セクターの賃金上昇率に連動して行われる。名目積立比率が105%に満たないときには、スライド調整は全く行われない。130%を超えたときには、完全なスライド調整が行われ、スライド調整は賃金上昇率と等しくなる。積立比率が105%と130%の間にあるときには、スライド調整は部分的にのみ行われる。たとえば積立比率が117.5%（105%と130%のちょうど中間の値）だとすると、賃金上昇率の半分の値が適用される。

実質積立比率が100%を超えたときには、追加的なスライド調整が行われる。追加的なスライド調整は、過去にスライド調整が付与されなかったことがあった場合に、その付与されなかった分だけ実施される。たとえば、ある年に、名目積立比率が104%、賃金上昇率が3%だったとすると、スライド調整は付与されない（積立比率が105%より低い）。その一年後、実質積立比率が100%を超えたとすると、その年のスライド調整が完全に与えられるのに加えて、前年に付与されなかった3%の追加的なスライド調整が付与される。下図はインデクゼーション・ラダーを図解したものである。



図表2 モデルで使用した主要な金融経済指標の統計的特性値

	算術平均 (%)	幾何平均 (%)	標準偏差 (%)
賃金上昇率	3.3	3.2	3.2
物価上昇率	2.0	2.0	1.9
株式	8.7	7.8	14.8
債券	4.4	4.4	4.0
短期金利 (3カ月、名目)	3.8	3.8	1.5
長期金利 (30年、名目)	5.2	5.2	1.2
短期金利 (3カ月、実質)	1.8	1.8	1.1
長期金利 (30年、実質)	2.7	2.7	0.5

- 「個人型DCプラン」では、給付額は個人勘定の残高とマーケット・リターンを基準に計算される。ただし、DBプランでは年金数理により拠出率が年齢に応じて異なっていることをDCプランにも反映させるため、拠出率は時間の経過とともに次第に上昇する。この右肩上がりの拠出率スケジュールを用いることで、個人型DCプランも他のプランと比較することが可能となる。

積立比率および給付額の予測は、モンテカルロ・シミュレーションに基づいて行った。積立比率は、名目と実質の両方を計算する。実質積立比率は、実質金利を用いて将来の年金給付を割り引くことで計算している。このため、年金基金が物価上昇率ではなく賃金上昇率での給付スライドを考えている場合には、この比率は、実際の積立比率より高めに推計してしまうことになる。賃金上昇率は物価上昇率より平均として1%高いと考えられるため、賃金スライドの実質積立比率は、物価ベースの実質割引率を用いて計算した水準より20%も低い可能性がある。なお、実質積立比率の初期値は100%に設定する。シミュレーションでは、500のシナリオについて計算を行い、40年間の予測期間²⁰⁾にわたる積立比率と代替率のちらばりという形で結果を出した。積立比率と代替率は前述した共通の前提に基づいて計算した。とくに、全てのモデル年金プランについて全予測期間を通じて拠出率は14%に固定されていることを再確認しておく。ここで示す代替率は、40年後に退職している全てのコーホートに対する予測値に基づくものである。

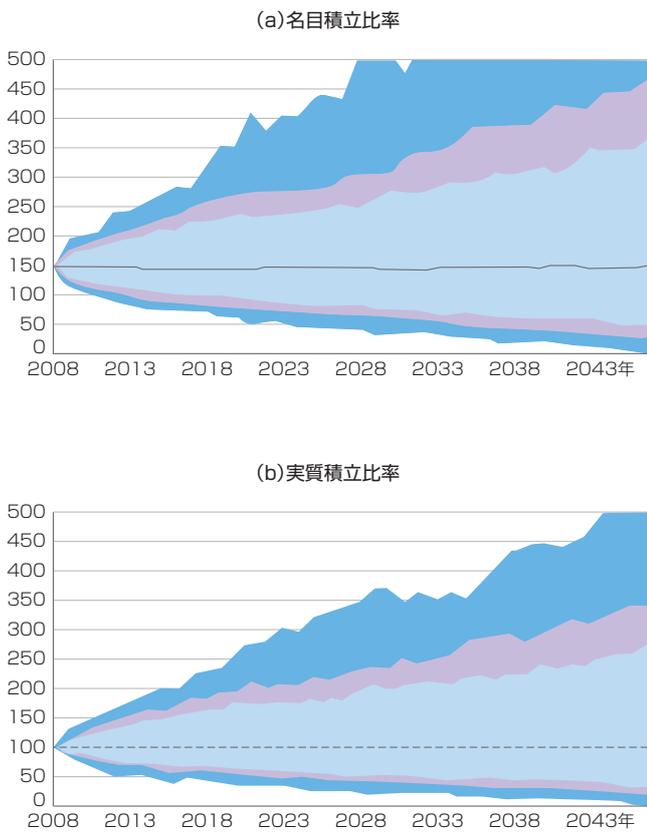
モデルのインプットは、将来60年間にわたる経済変数の500の異なるシナリオからなる。これらの経済変数の特性値（標準偏差、相関係数など）は過去のデータに基づくもので、そのうちリターンはPFZW年金基金が用いた仮定に基づいている。図表2は、最も重要な変数について、特性値をいくつか示したものである。

基本モデルで使用した投資ポートフォリオの資産配分は、60%株式、40%債券である。これより安全な30%株式、70%債券というポートフォリオのモデルも使用している。債券については通常の長期債と物価連動債についてそれぞれ予測を行った²¹⁾。これらの予測は、投資リスクの性質、および、投資リスクが積立・給付水準の変動に与える影響を推定するために行った。ただし、プランの年金債務の状況に応じて最適な投資戦略を選択するような設定は行わなかった。

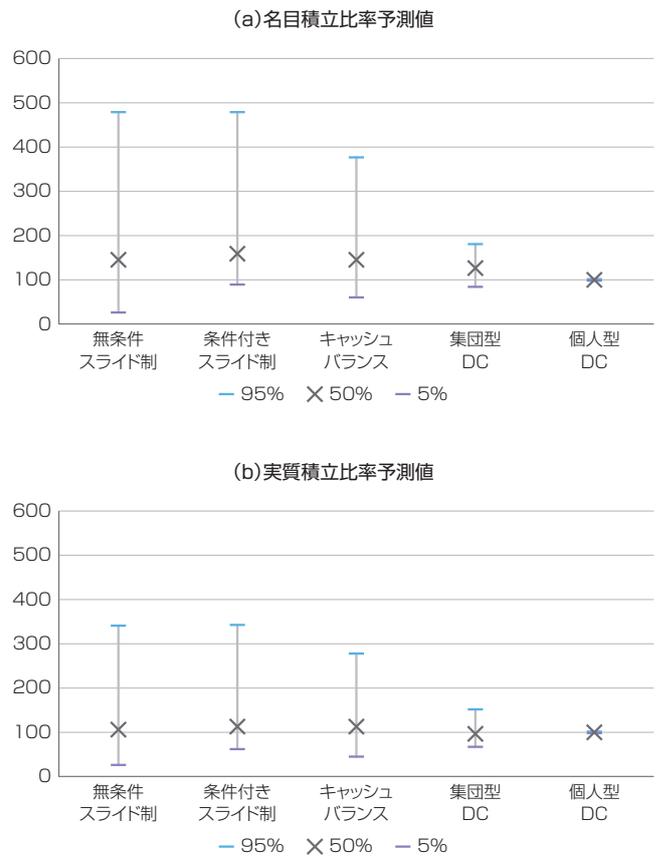
5 様々な年金の仕組みについて 魅力度を評価する：結果

図表3は、無条件スライド制伝統的DBプランの名目および実質の積立比率の変化を、60 - 40の株式・債券の資産配分を行った場合（債券は通常の債券を用いた）について示したものである。ここでは、積立比率の水準を中央値および1、5、10、90、95、99パーセントイル値の推移で示した。積立比率の取りうる水準の範囲は時間とともに拡大しているが、これは、拠出率（およびスライド調整率）が固定されており、基礎となっている各変数の変動が積立比率に対して累積的に影響を与えるためである。予測期間の最後における最高と最低のシナ

図表3 伝統的DBプランの (a) 名目積立比率 (60 - 40資産配分) と、(b) 実質積立比率 (60 - 40資産配分)



図表4 各年金プランの (a) t=40における名目積立比率予測値 と、(b) t=40における実質積立比率予測値



リオの差は極めて大きなものである。最高シナリオでは500%を上回り、最低シナリオではほぼ0%であった。

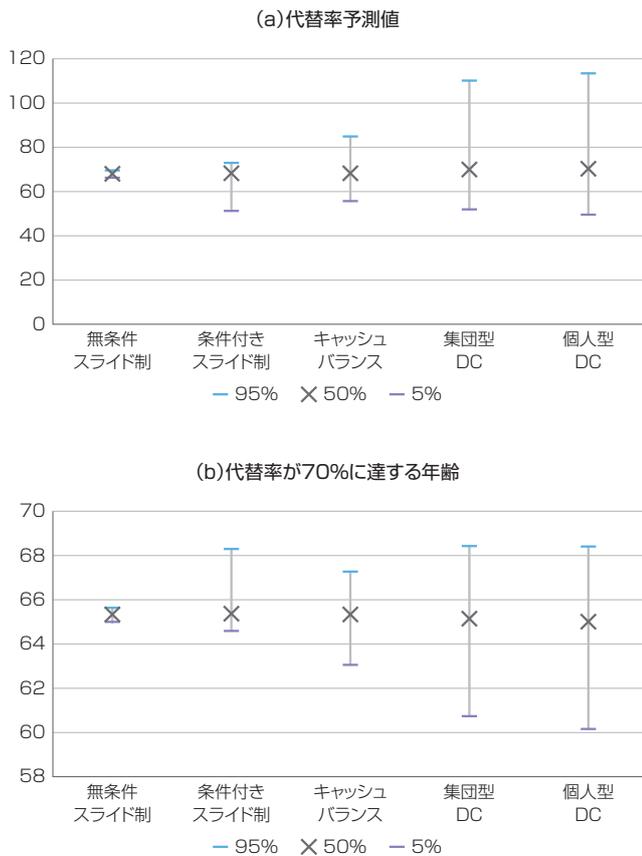
図表4と5は、同じ資産配分で運用を行った各年金モデルプランについて、予測期間の最後、つまり40年後の年金積立比率と代替率の結果を示したものである。2つの指標の水準は、プラス・マイナス5%の信頼区間で示されている。つまり指標の値は、90%の確率で40年後に図中の縦棒の範囲内に入るということである。×で示した中程の点は予測期間最終時点での中央値を示している。

図表4aは名目積立比率、図表4bは実質積立比率を示したものである。どの年金プランでも、実質積立比率は名目積立比率とよく似た傾向を示しているが、縦棒の範囲は名目積立比率よりかなり狭くなっている。図表5aは所得代替率が90%の確率で取り得る範囲をそれぞれの年金プランについて示したものである。図表5bは同様に、プラン加入者が70%の代替率を達成すると予想

される年齢の範囲を示している。70%の所得代替率目標を維持することによる影響を、退職時期（早くするか遅くするか）の観点から定量的に表している。

図表4と5を対比してみると、リスクは積立比率と代替率のいずれかに現れることが分かる。この予測では拠出率が固定されていると仮定しているため、代替率の安全性を求めると、積立比率の変動は大きくなる。積立比率と代替率の値がとりうる範囲は非常に広い。一方の極にある無条件スライド制プランでは、全てのシナリオで代替率が70%の周辺でおさまっているのに対して、実質積立比率（90%信頼区間）は20%から340%近くにまで広がっている。この対極にある個人型DCプランでは、完全積立が常に実現しているのに対して、代替率のとりうる範囲は50%から112%まで広がっている。また、個人型DCプランの下位5%のシナリオでは、図表5bで示されているように、目標の所得代替率70%を実現するために少なくとも3年は余計に働く必要がある。

図表5 各年金プランの(a) t=40における代替率予測値と、
(b) 代替率が70%に達する年齢



この両極の間にある年金プランは、積立比率と代替率双方の変動を伴う、リスク分担の様々な形態ということになるが、変動の範囲は両極のケースよりも小さい。具体的に言えば、条件付きスライド制プランでは、無条件スライド制プランに比べて積立不足のリスクはいくらか小さくなるが、代わりに代替率が低下するリスクが出てくる。キャッシュ・バランス・プランは条件付きスライド制プランと比べて、代替率が上方に改善する余地は出てくるものの、一方で積立超過の可能性が低くなり積立不足のリスクが上昇する。同じように、集団型DC制度ではキャッシュ・バランス・プランより積立比率の安全性は高まるが、その代わりに代替率の変動が大きくなってしまふ。実際、この集団型DCプランの給付面での予測結果は、個人型DCプランと余り異なるものではない。

6 最もよい年金の仕組みを選ぶ

われわれは、これまで述べてきた様々な年金の仕組みの中からどのような選択を行えばよいのだろうか。リスク回避的である従業員の立場からすれば、無条件スライド制平均給与比例プランは自然な選択にみえるかもしれない。無条件スライド制プランではほぼ確実に70%の代替率が得られる。他の仕組みでも、平均シナリオではだいたい同水準の代替率が確保できるが、どの仕組みも年金給付額がこの平均水準より低くなるか高くなる不確実性にさらされている。しかし無条件スライド制プランでは、一定の代替率を保証することによって、代わりに誰かが積立比率のリスクを管理する必要が出てくる。規制機関が積立不足と積立超過の両方に上限を設けている（ソルベンシーリスクと課税逃れを規制するためだが）ことから、積立比率の変動が大きい場合には、拠出方針を変更してそれを是正する必要がある。つまり、従業員は結局、ネットでの給与額が変動するリスクにさらされることになる。年金受給者の所得の安定と引き換えに現役従業員の所得の安全性が損なわれる、というところに行きつくのである²²⁾。

所得代替率の変動が多少大きくなることを受け入れることによって、従業員と事業主は積立比率の変動リスクを小さくすることができる。事業主、従業員、受給者は、それぞれの懸念に応えるような形で積立と給付の変動性に対する適切なトレードオフを決定する必要がある。積立比率の変動性が大きいということは、現役加入者にとって消費できる額の変動性が大きくなることを意味する。年金基金は積立比率を持続可能な水準にするために、拠出方針を変更しようとするからである。代替率の変動性が大きいということは、退職年齢前後の人々にとって、退職後に消費できる額の変動性が大きくなることを意味する。人間は消費パターンを生涯にわたって平準化したいと考えるものなので、拠出率と所得代替率の両方を政策手段として用いることができるハイブリッド型の制度の方が、2つの政策手段のうち1つしか用いられない制度より優っているように見える。

しかし、リスク分担を伴うこうした年金プランでは、各ステークホルダーがそれぞれに交わした約束を守る必要がある。こうした約束は長期的に維持可能なものだろうか。リスク分担型のプランでは、ある現役加入者世代が高い拠出率に甘んじてきたのに、自分たちが退職したときにはその前の世代に比べて代替率が低くなってしまいうことがあり得る。このため、将来の給付額の変動性が大きくなればなるほど、現役従業員は掛金を増やしてまで現在の受給者を支えようという気持ちが失せてしまうと考えられることもできよう。

この問題を一般化して考えるのは難しいが、キャッシュ・バランス・プランは、こうした世代間対立のリスクが最も大きいとみられる。条件付きスライド制プランと集団型DCプランでは、どちらも積立不足のリスクが小さく、拠出率を引き上げる必要はほとんど出てこない。実質積立比率が65%を下回るのは、どちらのプランも下位5%のシナリオの場合のみであり、名目積立比率でも、下位5%シナリオの場合のみ、94%（条件付きスライド制プラン）、91%（集団型DCプラン）を下回る予想となっているからである。これに対してキャッシュ・バランス・プランでは、下位5%のシナリオになると、実質・名目の積立比率が、それぞれ46%、63%より小さくなると見込まれている。スライドの適用が保証されていないかぎり年金規制機関は主に名目積立比率に注目するため、キャッシュ・バランス・プランの拠出方針は非常に不安定になる可能性が高い。

条件付きスライド制プランにはこれとは異なるタイプの問題がある。それは、巨額の剰余金が積み上がってしまう可能性、すなわち積立超過の可能性である²³⁾。この状況は給付の増額を求める声につながる可能性がある

が、それだけでなく、あまりに高い積立超過率は、実際に多くの国で、年金基金が課税逃れに使われることを恐れる税務当局によって禁止されている²⁴⁾。積立超過の水準が非常に高くなった場合、実際的な解決策としては、伝統的DBプランで見られるような拠出の一時停止がある。しかし、その時点の受給者から給付引き上げの要求が出てくる可能性もある。条件付きスライド制プランでは、剰余金が非常に巨額になった場合にどのように配分を行うかについて、透明かつ世代間で満足のいく方針を立てることが求められる。

積立不足や積立超過に対して世代間に対立がある場合には、一般に、前節で示した集団型DCプランのような年金プランが好ましい。このような年金プランでは明確な方針にしたがって、積立不足が発生すると給付額は減らされ、積立超過が発生すると給付額は増やされる。ただし、こうしたプランでは、下に振れるリスクも上に振れるリスクも個人型DCプランと非常に似ていることから、従業員も受給者もこうしたプランにおけるリスク分担の意義（価値）はどこにあるのかと疑問に思うかもしれない。集団型DCプランにおけるリスク分担の程度は、年金基金がどのような積立比率水準で給付を減額あるいは増額するかによって異なってくる²⁵⁾。

以上の議論をまとめたものが図表6である。これは、3種類の異なるリスク——代替率の予測可能性、拠出率が引き上げられるリスク、巨額の剰余金が積み上がるリスク——の分担という面で、それぞれのタイプの年金プランがどれだけ対応する能力があるかを評価したものである。スコアは+または-の形で表されており、+はプラン加入者にとってよい結果、-は悪い結果を示す。+または-の数は、その効果の大きさを示すものである。

図表6 プラン加入者の観点からみた各年金プランのリスク分担メカニズムの長所短所

年金プラン	代替率の水準と予測可能性	拠出率が引き上げられるリスク	積立比率が高くなり過ぎるリスク
DB (無条件スライド制)	++++	----	----
DB (条件付きスライド制)	++	-	----
キャッシュ・バランス	+++	---	---
集団型DC	+	-	-
個人型DC	0	0	0

個人型DCプランは3つの指標を全て0としたが、これは他のプランのスコアをつけるに当たって基準として用いたためである。

給付額が予測しやすく安定性が高いほど、プラン加入者にとって年金制度の価値は大きくなる。一方、拠出率が引き上げられるリスクが大きいほど、年金制度の価値は下がる。そして、巨額の剰余金が積み上がると、特別給付の支払いや拠出率引き下げの要求につながり、年金制度の有効性を危うくする可能性がある。ただし、前述の通り、積み上がった剰余金は、どの世代も受け入れることのできるルールに基づいて配分することが可能である。一般的には剰余金の問題は、拠出率の引き上げに比べると、年金制度の広く認知されている価値をそれほど脅かすものではない。

7 条件付きスライド制プランの金融リスクと優位性

本論文では、さまざまな年金の仕組みの魅力度について、プラン加入者の観点から、積立比率と代替率を主要な基準として拠出と給付の不確実性のトレードオフを分析することによって評価した。このトレードオフはそれぞれの年金スキームにおけるリスク分担の特性によって決まるもので、拠出するのが事業主か、従業員か、または事業主と従業員の両方かは関係ない。検討の対象とした年金の仕組みは、代替率が実質ベースで保証されている（すなわち、給付リスクがない）伝統的DBプランから、3つの主要なリスク——投資リスク、インフレリスク、長寿リスク——に起因する給付水準の不確実性リスクを個々のプラン加入者がすべて負う個人型DCプランまで、多岐にわたった。

インフレ・リスクと投資リスクに焦点を置いたわれわれのシミュレーションでは、伝統的DBと個人型DCの中間的な年金の仕組みが効率的かつ持続可能なリスク分担の形態となる可能性のあることが分かった。条件付きスライド制プランは、代替率の予測可能性が高く、積立不足を埋めるために拠出率が引き上げられるリスクも小さいが、唯一、巨額の剰余金が蓄積されるリスクが大きいという問題がある。集団型DCプランは、代替率およ

び積立比率の下方リスクについては、条件付きスライド制プランとよく似た特徴をもつ。一方、集団型DCプランでは、給付額を積立比率に応じて増加させることができるため、剰余金の過剰蓄積というリスクは大きくない。実際のところ、集団型DCプランの給付額がとりうる範囲は個人型DCプランと似ている。したがって集団型DCプランでは、条件付きスライド制プランに比べて安定的に拠出率を維持することができるが、その代わりにコーホート間の給付の格差は大きくなる。集団型DCプランは退職給付額の範囲が個人型DCプランと非常に似ているため、従業員も受給者もこうしたプランのリスク分担の意義に疑問を感じるかもしれない。

キャッシュ・バランス・プランのモデルは、他のハイブリッド型の仕組みと比べると代替率の下方リスクは小さいが、積立不足となるリスクがかなり大きく、そのため拠出率が引き上げられる可能性も大きい。ただし、この積立不足のリスクは、積立分に対する利回りを一定と仮定したことによるものであることには注意すべきである。実際のキャッシュバランス・プランでは、積立分に適用する利回りや給付額を国債利回りなどの市場利回りに連動させていることも多い。この場合、積立不足の問題は小さくなるが、代わりに給付水準のリスクは大きくなる。

8 考えられる研究の拡張について

どのハイブリッド型プランの魅力度が最も高いかは、規制環境、社会環境、経済環境に大きく左右される。積立超過分を効率的かつ公正に分配できる状況においては、条件付きスライド制プランは持続可能なリスク分担の形態とみることができる。拠出コストの安定性のある程度守りながら、高水準かつ予測可能性の高い年金を提供できる可能性をもっているからである。本論文で検討した条件付きスライド制プランを修正すれば、現役加入者が将来受け取る給付の増額余地を少なくすることで、年金受給者のスライド調整に対する安全性を高めることもできる。また、集団型DCプランが行っているような名目の発生給付の減額を、プランの安全性確保の最終手

段とすることも検討可能だろう（とくに物価スライド調整が給付額の調整メカニズムとしてあまり効果的でない低インフレ的环境下において）。もっとも、最終的にどの年金の仕組みを選択するかは、従業員と受給者の選好度、とくに彼らのリスク回避度、そして、彼らが世代間のリスクをどれだけ分担できるかということと分担する意思にかかっている。

本論文の結果は、金融リスクのみを考慮したシナリオに限定したものである。研究の拡張としては、シミュレーションで長寿リスクも取り扱うこと、若年の労働者から高齢の受給者までプラン加入者のコーホートごとにそれぞれの年金の仕組みにおける純経済価値の分布を算出することが考えられる。

Notes

1. プラン加入者がDBプランを好むという場合、ポータビリティの欠如や、プランスポンサーが破綻した際に給付を保証するための十分な仕組みがない可能性がある、といったDBプランの不利益側面を考慮していないことが多い。また、McCarthy (2003) は、若年の労働者は金融資本に対して人的資本の比率が高いため、彼らには最終給与比例のDBプランは最適とは言えない可能性があると主張している。
2. Pugh and Yermo (2008) を参照のこと。Blommestein et al. (2009) もさまざまなハイブリッド型年金プランについて説明している。
3. 実際には従業員は見えない形で拠出を負担している。総報酬額が一定だとすると、事業主の拠出が大きくなることは、(他の) 従業員の福利厚生が低くなることを意味するからである。
4. この方式に対する批判の1つは、給付（バランスシートの負債）では将来の給与の増加を勘案しているのに、これを相殺する将来拠出（バランスシートの資産）は勘案されていないというものである。つまり、資産と負債で評価方法に一貫性がないことになる。
5. 第1の柱（公的年金）については、年金形式で給付されることから、既にリスク分担が組み込まれているため、このような対処は不要である。ただし、政府（社会）としては、依然、マクロ的長寿リスクを抱えている。
6. Bohn (2005) を参照。
7. ただし、もし将来世代を加えることができたとしても、対立が発生する潜在的可能性は排除できない。たとえば、 $t=T$ 時点において、事前的に、将来世代を含む全ての世代にとって公平な年金の仕組みをまとめあげることができたとする。しかし、将来世代が実際に年金プランに加入する $t=T+1$ 時点までに、(時間が経過して一部が事後となった) 先に述べた公正な年金契約の価値は、年金プランに加入しようとしている世代にとって正にも負にもなりうる。もし将来世代がこの事後的な負の値を大きすぎると考えれば、(事前 ($t=T$ 時点) には公平な年金契約と考えられていたとしても)、 $t=T+1$ 時点において年金プランに加入するのを見合わせることもありうる。つまり、事後再配分額の期待値が大きいほど将来世代がプランに加入しない可能性が高まるため、この金額は将来世代の立場から見て大きくなり過ぎてはならないことになる。
8. Brown and Orszag (2006) を参照。
9. Ball and Mankiw (2007) を参照。
10. Bohn (2005) を参照。
11. 退職年齢が一定に固定されている場合、資本・労働比率が直接的に影響を受けることはない。退職年齢が固定されていれば、平均寿命が延びても直ちに労働市場に直接的な影響を与えることはないからである。しかし、(予算への圧力を含む) 財政的圧力と、恒久的なマクロ的長寿化の影響(に対する期待)によって、金融市場の価格と退職期間における生産がどちらもショックを受け、退職年齢が変更される可能性はある。この場合、消費(貯蓄)と物価も直接的な影響を受ける。固定された退職年齢と長寿化の組み合わせによる二次的な影響としては、年金給付が減額されるか、(年金給付水準を変えない場合には) 拠出が増額されることが挙げられる。拠出額が引き上げられれば、労働の価格に影響が出てくる可能性がある。
12. Brown and Orszag (2006) は、将来世代はこうした一般均衡的な影響を通じて既に長寿リスクを(一部) 負担していると指摘している。
13. Brown and Orszag (2006) を参照。
14. 当然、将来の政治家はこうした契約をいつでも破棄することができる。年金改革とは、概ね、世代間契約の破棄と同義である。とは言え、うまくいけば、こうした改革は既存の最適でない世代間リスク分担を変えてくれるだろう。
15. Bohn (2005) を参照。
16. Brown and Orszag (2006) を参照。
17. 重複世代モデルを用いて、政府が社会保障制度を通じて世代間のリスク配分にどのように影響を与えているかを示したBall and Mankiw (2007) を参照のこと。
18. Heller (2003) を参照。こうした状況は、人口の高齢化に伴い悪化する恐れがある。人口で勝る退職者は、選挙を通じて(人口の少ない) 次の世代への圧力を強めることができる。
19. Pugh and Yermo (2008) を参照。
20. 25歳から、退職年齢として想定した65歳までの期間。われわれのシナリオ期間は60年間で、この中には20年間の退職期間が含まれている。
21. 物価連動債を用いたシミュレーションの結果は、希望すれば著者から入手することができる。物価連動債を用いた結果は、どのリスク水準でも、名目債券を用いた場合に比べて積立比率と代替率が上昇する。
22. 高齢化社会では、この安全でない状況が更に悪化する。もともと人口の多い年金受給者が増加するリスクを、もともと人数が少なく減少している労働者が負担することになる。

23. この問題とは別に、インフレ率が低いときにはスライド調整による給付額調整効果あまり大きくないという問題がある。
24. とは言え、年金基金が負担するリスクに対処するためには何らかのバッファが必要であり、実際欧州の国々の一部では規制当局がそれを義務付けている。
25. 集団型DCプランでは、名目積立比率が95%未満になると給付額を引き下げ、180%を超えると引き上げると仮定した。この条件に当てはまらない（給付額の引き下げも引き上げも行わない）範囲を広くすると、給付額の安全性は高まるが、積立比率のちらばりは大きくなる。われわれは、この範囲を操作してそれぞれの年金システムを最適化することは行わなかった。

- Pugh, C. and Yermo, J. (2008). Funding Regulations and Risk Sharing. *OECD Working Paper on Insurance and Private Pensions No. 17*, April 2008. Available at DOI: 10.1787/fmt-v2008-art7-en.
- Richards, S. and Jones, G. (2004). Financial Aspects of Longevity Risk. Paper presented to the Staple Inn Actuarial Society, October 26, 2005, London.
- Roberts, P. (2005). A Practical Framework for Facilitating Longevity Risk Transfer. Presentation at the First International Conference on Longevity Risk and Capital Market Solutions, held on February 18, 2005, London.
- Schroeder, T. and Clark, D. (2005). What are the key factors that will drive the longevity bond market? Paper presented at the Seventh Annual OECD-World Bank Global Bond Market Forum, held on May 23-24, 2005. Washington DC.

References

- Aarssen, K. and Kuipers, B.J. (2007). Everyone Gains, but Some More Than Others. Found in O.W. Steenbeek and S.G. van der Lecq (ed), *Costs and Benefits of Collective Pension Schemes*, Springer. Available at DOI: 10.1007/978-3-540-74374-3_8.
- Antolin, P. and Blommestein, H. (2007). Governments and the Market for Longevity Indexed Bonds. *OECD Working Paper on Insurance and Private Pensions*, 4. Available at <http://ssrn.com/abstract=962032>.
- Ball, L. and Mankiw, N. G. (2007). Intergenerational Risk Sharing in the Spirit of Arrow, Debreu, and Rawls, with Applications to Social Security Design. *Journal of Political Economy*, 115(4). Available at DOI: 10.1086/520646.
- Boeijsen, T.A.H., Jansen, C., Kortleve, C.E., and Tamerus, J.H. (2007). Intergenerational Solidarity in the Uniform Contribution and Accrual System. Found in O.W. Steenbeek and S.G. van der Lecq (ed), *Costs and Benefits of Collective Pension Schemes*, Springer. Available at DOI: 10.1007/978-3-540-74374-3_7.
- Blommestein, H. (2006). What are the Factors for a Successful Market in Longevity-Indexed Government Bonds (LIBs)? A Public Debt Management Perspective. *Pensions: An International Journal*, 11(2).
- Blommestein, H., Janssen, P., Kortleve, N., and Yermo J. (2009). Evaluating the Design of Private Pension Plans: Costs and Benefits of Risk-Sharing. *OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions*.
- Bohn, H. (2005). Who Bears What Risk? An Intergenerational Perspective. *Pension Research Council Working Paper*. Available at <http://ssrn.com/abstract=790764>. Available at DOI: 10.1093/0199204659.003.0002.
- Brown, J.R. and Orszag, P.R. (2006). The Political Economy of Government Issued Longevity Bonds. Paper presented at the Second International Longevity Risk and Capital Market Solutions Conference, April. Available at DOI: 10.1111/j.1539-6975.2006.00191.x.
- Byrne, A. and Harrison, D. (2005). Is Longevity Risk a One-Way Market? Report of the First International Conference on Longevity Risk and Capital Market Solutions, held on February 18, 2005, London.
- Continuous Mortality Investigation. (2005). Projecting Future Mortality: Towards a Proposal for a Stochastic Methodology, Mortality Committee, Working Paper 15.
- Continuous Mortality Investigation. (2006). Stochastic Projection Methodologies: Further Progress and P-Spline Model Features, Example Results and implications, Mortality Committee, Working Paper 20.
- European Commission. (2006). The Impact of Ageing on Public Expenditure: Projections for the EU25 Member States on Pension, Health Care, Long-Term Care, Education and Unemployment Transfers (2004-2050). *European Economy Special Report*.
- Fernandes, F. (2005). Longevity Bond: A Pension Fund Perspective. Presentation at the First International Conference on Longevity Risk and Capital Market Solutions, held on February 18, 2005, London.
- Heller, P. (2003). Who Will Pay? Coping with Aging Societies, Climate Change and Other Long-Term Fiscal Challenges. International Monetary Fund, Washington DC.
- McCarthy, D. (2003). A Life-Cycle Analysis of Defined Benefit Pension Plans. *Journal of Pension Economics and Finance*, 2(2) July. Available at DOI: 10.1017/S14747472030001288.
- Morgan Stanley. (2005). Challenges to Market Development, Presentation at the First International Conference on Longevity Risk and Capital Market Solutions. February 18, 2005, London.
- OECD. (2009). *Private Pensions Outlook*. Organisation for Economic Co-Operation and Development: Paris.

“積極的な株主スチュワードシップ：資本主義の新しいパラダイム／ステイブン・デビス、ジョン・ルコムニク、デビッド・ピット・ワトソン”、“年金管理と年金デリバリーの改善：穏当（不穏当）かつ好評（不評）を得られる提案／ロン・バード、ジャック・グレイ”、“[DBかDCか]の議論を越えて：ハイブリッド型年金プランの魅力／ハンス・プロメステイン、パスカル・ヤンセン、ニールス・コルトレーヴェ、ホワン・イエルモ”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 which must accompany print and online versions of the translation.



NRI国際年金研究シリーズ Vol.3

発行日 2010年3月10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 楠 真

編集 金融市場研究部

問い合わせ先 金融市場研究部
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

**Rotman International Journal
of Pension Management Vol.2
Issue 2·Fall 2009の目次一覧**



Innovation and Leadership in the Pensions World
KEITH AMBACHTSHEER

Defeating Short-Termism: Why Pension Funds Must Lead
ED WAITZER

Active Shareowner Stewardship: A New Paradigm for Capitalism
STEPHEN DAVIS, JON LUKOMNIK, and DAVID PITT-WATSON

Why are Firms in the United States Abandoning Defined Benefit Plans?
JOSHUA RAUH and IRINA STEFANESCU

Australia's 'Choice of Fund' Legislation: Success or Failure?
JOSHUA FEAR and GERALDINE PACE

Improving Pension Management and Delivery: An (Im)Modest and Likely (Un) Popular Proposal
RON BIRD and JACK GRAY

A Pension for All: Pension Reform in the United Kingdom
TIM JONES

Modernizing Private Pensions: Canada Responds to a Global Challenge
WILLIAM B. P. ROBSON

Pension Reform in the United States: Guaranteed Pension Accounts are Key
TERESA GHILARDUCCI

Moving Beyond the 'DB vs. DC' Debate: The Appeal of Hybrid Pension Plans
HANS BLOMMESTEIN, PASCAL JANSSEN, NIELS KORTLEVE, and JUAN YERMO

