

2019.12.19

コモンファンド・フォーラム 2019 について

公益財団法人年金シニアプラン総合研究機構

特任研究員 三木隆二郎 (CFA)

目次

- 1 コモンファンドについて
- 2 コモンファンドの語る、長期ファンドが守るべき投資運用の原則
- 3 我が国の長期ファンドとしての基金型の企業年金への示唆
- 4 内部統制の強化から第三者評価へ

【要旨】

コモンファンドは 1971 年に、フォード財団の助成により、主に大学基金向けに投資サービスを提供する非営利独立系運用会社として米国のコネチカット州の南西部郊外に誕生した。その後、大学など教育機関だけでなく多くの病院、財団など寄付基金からの資産運用委託も受けて大きくなり、2018 年版 Cogent Report Study (注 1) によれば最も信頼のおける機関投資家向け資産運用会社上位 10 社に選出されている。

そのコモンファンドが 2019 年 10 月 16 日に東京のパレスホテルにて、年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) 高橋理事長も招いて、コモンファンドとしての自らの主催フォーラムを、初めて米国の外で催した。コモンファンド側からは昨年の日本証券アナリスト協会主催国際セミナー基調講演者にもなった元カルパース CEO で、2016 年以来コモンファンド CEO のマーク・アンソンの他、元ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントでブラック・リッターマン・モデルを開発したロバート・リッターマンなど著名な講師陣が来日した。

そのフォーラムで、小職はパネリストとして上智大学の引間特任教授と共に登壇するという機会を得た。コモンファンドのアプローチで大学基金だけでなく、我が国の年金基金にも示唆を与える点に注目し小論をまとめたものである。

コモンファンドの長期投資に対する哲学は明確であり、タイムホライズンが長いがゆえにリスクを取れる流動性プレミアムの追求を特色とするその投資方針の立案プロセスには傾聴すべき点が多い。具体的には特にオルタナティブ投資にその特徴が見られ、その点が GPIF も関心を持って高橋理事長が講演者として登壇するだけでなく、コモンファンド CEO のマイケル・アンソンと対談をするということにつながったと思われる。

ただ、米国の大学基金などの長期ファンドに当てはまるからと言って、本事例がすべての日本の基金型の企業年金に示唆を与えるわけではないことに注意をしなければならないが、参考になる点を中心に述べてみたい。

1. コモンファンドについて

コモンファンドはアセットマネジメント会社として二つの使命を帯びて誕生した。第一に大学基金などの顧客自らには出来ない投資ソリューションや運用会社及び運用戦略を作り出すこと、第二にあらゆる規模およびセグメントの機関投資家にたいしてその時点のベストプラクティスを教え込む教育プログラムを作り出すことであった。

コモンファンドのホームページによるとその誕生のきっかけはフォード財団が助成して 1969 年に発表された研究で 82p のペーパーバックとして出版された小論である。その題名は「寄付金基金を運用する法」(注 2) で、当時、大学基金などが単年度配当や直利志向であることを問題視してトータルリターンで運用を考えなければいけない、と説いた論考である。この研究を契機にフォード財団は同年コモンファンドに 2.8 百万ドルの助成をした。2 年後の 1971 年 7 月 1 日にコモンファンドは公式に設立された。その 2.8 百万ドルのうち 0.5 百万ドルを調査出版事業に充てられたがその伝統は今に引き継がれている。1971 年末までには 72 の基金から 63 百万ドルが投資された。

ユニークなのは大学基金などが当時、非課税団体だったこともあり、このコモンファンドも税金を支払わない非営利団体として組織設計されたという点である。これは今の米国政府の双子の赤字の状況からすれば考えられないことではあるが、当時の税務当局にはそれが受け入れられたということであろう。しかし株主への還元を気にしなくてよく、あくまで顧客に焦点を当てた経営が出来るという面では、株主か顧客かで利害関係者が相反する主張をする危険性がないという意味で、極めて幸運な外部環境の中での門出だったといえよう。

以来、2019 年 9 月末でコモンファンドの運用残高は 252 億ドルとなり、コモンファンドは飛躍的に規模が大きくなったが、設立以来の二つの使命は不変であり、今でもそれを受けての主な活動は以下の二つである：

- i) 顧客にとって外部のアウトソース先運用機関としての運用業務
- ii) 顧客の投資運用業務を改善するための教育活動

コモンファンドが対価を受け取る業として行っているという意味でのビジネスは資産運用のみであり、グローバル資本市場でパブリックのみならずプライベート市場で活動している。二つの使命を踏まえた運用業務と調査教育活動をしてきた結果として以下の三点が挙げられるという：

- i) 長期投資家のアドバンテージを活かした良好なパフォーマンス
- ii) 顧客ニーズを踏まえた品質の高い顧客サービス

iii) 教育プログラムや調査業務を重視してきたことによる深い洞察力
コモンファンドが達成したマイルストーンとしてはペンションズ&インベ
ストメント誌による調査で「基金が選ぶ 2019 年米国外部運用委託先第 2 位、財団
が選ぶ 2019 年米国外部運用委託先第 4 位」となっている。(注 3)

2. コモンファンドの語る、長期ファンドが守るべき投資運用の原則

コモンファンドが公開している『投資運用の原則—長期ファンド』から年金基金にも当てはまる原則とプロセスを拾ってみたい。この冊子はコモンファンドの調査教育活動を担うコモンファンド・インスティテュートが作ったものである。この組織は長期投資家に対して投資情報や職能開発プログラムを提供して、投資知識の向上及び財務管理のベストプラクティスを普及することに注力している。

長期ファンドとは、「受益者がまだこの世に生まれ出ていないほど、投資期間が長い資産プール」と定義している。つまり長期ファンドの受益者はまだ生まれていない未来の世代ではあるものの、彼らは今、生きている人々と同様に長期ファンドの果実を受ける権利があるので、そのような受益者も保護されなければならない、と考えるのである。だからジェームズ・トービンが言うように、長期ファンドに対する受託者の責任とは「現時点の資金請求から未来を守る守護者であり、その任務は世代を超えて資産価値を維持することにある。」(注 4)

その点で年金基金は一見、長期ファンドに含まれないように思われる。しかし年金基金は退職者の老後の給付金提供が目的ではあるものの、その生まれていない子供世代にとっても、親を資金的に支える負担から解放し、相続資産を作り出すことに役立っているという点で、長期ファンドに含まれると考えられている。

そのように長期ファンドを定義した場合、運用の視点から最も重要なのは超長期にわたっての資産の実質価値の保全である。つまり年金給付金に引き付けてみれば新入社員がその年金をもらうのは 40 年以上先だが、そのような遠い将来においても、ほぼ無期限にインフレ調整後の給付金水準を同一に保つことを意味する。

(1) 運用基本方針で定める基本的事項

長期ファンドには二つの類型、寄付基金と年金基金がある。一つ目の寄付基金

とは何らかの非営利組織の使命を達成するために寄付された資産ポートフォリオのことである。寄付基金を保有しているということは、短期的には資産プールからの毎年のリターンの一部を運営予算に充当し、長期的には組織を財政的に支えることで組織の独立性や持続可能性を維持することで、組織の使命を達成する能力の基盤となっている。

年金基金とは受益者に対し退職後の老後給付金を提供するために積み立てられた資産ポートフォリオである。年金基金は退職者に対して一定の収入を保証し、その貯蓄を補完することで退職者の生活を支え、その子供および/またはその他の社会的扶助の仕組みが親を経済的に支える負担を減らすことに貢献している。

長期ファンドとしての年金基金が行う最重要事項は、理事会において年金基金の運用目的を決定し、その運用指針を策定することである。そのためには理事は組織の規約やミッションを述べた文書を十分に読み込んで理解するところから始めなければならない。その上で、組織の財政状況を踏まえ、投資運用の短期・中期・長期にわたるニーズを検討する必要がある。

長期ファンドとしてその方針策定者が最初に検討しなければいけない運用基本方針では以下の項目が網羅されねばならない：

運用基本方針に記述されるべき事項

- ① 長期ファンドの運用目的は何か
- ② それは組織の使命とどのように関係するか
- ③ 年金基金の場合、適切で持続可能な給付水準はどの程度か
- ④ ファンドの実質価値を超長期にわたり維持するにはどうしたらよいか
- ⑤ リターン最大化のための投資はどのようなものか
- ⑥ リスク最小化のための投資はどのようなものか
- ⑦ 長期ファンドの最高意思決定者は誰か
- ⑧ 投資運用の責任のどの部分を誰が担うか

(2) 運用指針に記述されるべき事項

理事の中には多様な経歴、視点、価値観を持つメンバーがいるので、その審議においては決してテクニカル・タームで思考が止まらないよう、十分な配慮が事務局にはもとめられる。運用基本方針はこのような多様な観点を反映した議論

の結果、長期ファンドとしての年金基金の運用の基本的な方針を示す文書となるが、次の段階として、その基本的なそもそも論を踏まえた上での具体的な指針を文書化したものが運用指針となる。

資産配分や運用戦略のための運用指針を策定する過程において、組織の目的達成のための重要文書の策定に理事は各自の立場から貢献することになる。長期ファンドにとって重要な点は、如何にしてインフレによって購買力を低下させられないようにするかである。

運用指針に記述されるべき事項

- ① 組織の使命を達成する上でのファンドの役割
- ② 組織の中で誰が投資の実務的な意思決定に責任を持つか
- ③ 資産配分戦略（含むりバランス戦略）
- ④ 外部コンサルタントやアセットマネジャーに何を委託するか
- ⑤ 年金財政の健全性維持のための方策

(3) 長期ファンドにおける資産配分

長期ファンドの投資における最重要事項が資産配分である。この決定にあたっては投資委員会に諮問した上で、理事会で決議し、毎年見直してリバランスが必要であれば行いつつ資産配分割合を維持していくことが求められる。これは理事会の主要な責務の一つである。

長期ファンドの受託者である理事会においては以下の三項目が重要である：

- i) プルーデントな投資家が超長期的視点で策定する
- ii) プルーデントな投資家がリターンとリスクを勘案して決定する
- iii) プルーデントな投資家が短期的な投機を避ける

リスクはリターンの変動の程度で表される統計的な標準偏差の統計量だが、一般論としては、長期的に高いリターンを求める場合にはリスクの高いポートフォリオを持つ必要がある。しかし、このリスクは相互に関連性の低い投資を組み合わせることで相殺することが可能である。つまり分散を図る、つまり、相互に関連性の低い多様な種類の投資にポートフォリオを配分させることは、長期的な投資期間を持つ投資を成功させる上で最も重要な点である。

十分に分散されたポートフォリオには小型・大型株式や社債・国債だけでなく、プライベート・エクイティ、ベンチャーキャピタル、ヘッジファンドといった流

動性の低いオルタナティブ投資や、インフレに対し高いヘッジ機能が期待される不動産やコモディティなども含まれる。

(4) 理事会の意思決定プロセス

資産配分のプロセスは、システムの的に規律に従った方法で行うべきである。そのためには事務局で投資情報データベースを使って、どのような資産配分が長期的に組織の使命達成に最も望ましいかを、理事が議論しやすい形で提案しなければならない。現在は市場の大規模なデータベースが利用可能となっているので、過去のデータを使って各資産の価格変動の度合いを測る標準偏差としてのボラティリティを計算することで、ある資産が別の相関性の低い資産のボラティリティの影響を打ち消す効果を考慮することが可能となっている。

このようにモデル化されることで、多様な資産構成の相互作用や相対的な動きは有益ではあるが、あくまでそのモデル化は過去データを使っての結果であることに注意しなければならない。つまり未来の動きは過去の実績データとは異なる動きをする可能性は十分にあるので、モデル化されたからといって、資産配分の意思決定を鵜呑みにしてはならない。

むしろ、資産配分の意思決定プロセスを、規律を持って行うためには事務局が資産配分案を理事会に諮る際に、理事全員に対し全体的なビジョンを示し、各理事からはそれぞれが持つ懸念を表明する機会を与えて、その議論の過程を記録しておく必要がある。特に各理事が抱く許容可能なリスクの程度についての見解は、長期ファンドのリスク許容度を探る上で大事な情報である。また、長期ファンド・ポートフォリオの中にどのような種類の資産が含まれるべきか、理事の中には運用に詳しくない人も当然いるので、各資産がポートフォリオの中で果たす役割が何かを事務局がわかりやすく説明する必要がある。投資専門家とそうでない理事が率直な意見交換をすることが、理事会全体としての理解度を向上させることに結びつく。

そしてその決定事項は資産配分に関する基本方針として文書化されなければならない。文書として明確化しておけば、ポートフォリオをモニタリングする理事会メンバーが交代しても、投資戦略実行の継続性を維持することが出来る。

時が経過すると、市場変動によってポートフォリオ内の各資産の時価が変わり、結果的にポートフォリオの実際の資産配分は当初の方針から乖離していく。そこであらかじめ定められた許容幅を超えた場合には定期的な間隔で、リバラ

ンスをする必要がある。このリバランスには実行頻度が多すぎると取引コストが引き上げられることがあるし、不定期に行うと相場観で当初策定の資産運用戦略の利点が失われることになる。従い、リバランスには規律が必要になるのである。

(5) 運用戦略とアセットマネジャーの選定

現代投資理論に基づき投資をプルーデントに行う上では、資産クラスのみならず運用戦略の分散も肝要である。その運用戦略を分散させる上ではそれぞれの戦略の専門的なアセットマネジャーに運用委託することで、全体としてのベンチマークを上回ることが求められる。そこで現在では多様で専門的なアセットマネジャーを利用することで自らの年金基金が求める運用戦略を実現するのである。

そこで特定の運用戦略を得意とするアセットマネジャー候補をリストアップすることから始める。各社の運用哲学はどうなっているか、その哲学にコミットしている証拠は何か、意思決定プロセスはどうなっているか、運用担当者の適格性、勤続年数、離職率、チームとしてのトラックレコード、運用報酬などが大事な点である。

また内部統制はどうか、内部報告のプロセスの質と適時性はどうか、更には選定候補と自社年金（および母体もしくは理事会メンバー）との利益相反はないかといったガバナンスのチェックも重要な点である。

更には候補アセットマネジャーの資産運用残高はいくらか、所有構造（金融機関系列か独立系か）、上級経営陣の質やコミットメント（親金融機関からの天下りで人事異動ですぐ交代するか）もチェックすべきである。

また既に採用しているアセットマネジャーがある場合は、候補アセットマネジャーが新たに採用された場合に、ポートフォリオ全体のリスクをコントロールしながらリターンを最適化できる分散を実現できるかということを目指して選定プロセスを勧めなければならない。

実際の選定プロセスには忍耐とスキルが必要である。過去のパフォーマンスで最も優れた実績をあげているアセットマネジャーを選んでもそこが将来もずっとアウトパフォーマンスを継続できるかは全く別の問題である。市場のサイクルが1回あたり5～7年だがそれに満たない期間のパフォーマンスは、アセッ

トマネジャーのスキルよりも運の力を示している可能性もある。

受託者責任を果たすためには、選定すればそれで終わりというのではなく、継続的なモニタリングが必要となる。それにはベンチマークに照らしたパフォーマンスのチェックのみならず、たとえば運用担当者チームのヘッドが辞任していないか、社内で何か大きな動きが出ていないかについてもその兆しがあればすぐにそのアセットマネジャーを見直した方が良いかもしれない。

アセットマネジャー選定プロセスのステップ

- ① 運用委託先候補のリストアップ
- ② 各社に関する基本的な情報収集
- ③ 候補絞り込み
- ④ 予備的なデュー・ディリジェンス
- ⑤ 最終候補の選定
- ⑥ デュー・ディリジェンス実施
- ⑦ 最終候補からのプレゼンテーション
- ⑧ 最終的な選択
- ⑨ 契約交渉

数多くの運用委託先アセットマネジャーを選択したり、モニタリングするには多大なリソースが必要になる。しかし年金基金の多くではそのようなスタッフのリソースが不足しているので、北米ではこのような業務を全面的あるいは部分的に外部委託している年金基金が多い。これにはマネジャー・オブ・マネジャーズの採用、またはマルチアセット運用会社を委託最高投資責任者（OCIO）として採用する方法がある。OCIOは2000年代半ばに始まった流れで、年金基金はそのポートフォリオの資産配分に関する業務に自分たちの資源を集中できる。

マネジャー・オブ・マネジャーズやOCIOは運用委託候補先のアセットマネジャーに関する最新情報を大量に持っているので年金基金はそのデータを活用して運用委託先を選定することが出来る。選定されたアセットマネジャーは、投資委員会やコンサルタントと共に年金基金の全体ポートフォリオの中で自社に割り当てられた業務を担当することで、総合的な組織の使命達成に貢献する、という仕掛けである。年金基金の中には投資管理業務すべてを外部委託して、理事会はより重要なガバナンスや監督の活動に集中しているところもある。

(6) リスク管理

リスクには投資リターンに結び付く「見返りのあるリスク」と、そうではない「見返りのないリスク」がある。前者は投資リスクであって、ハイリスク・ハイリターンと言われるように、投資目標リターンを達成するために取らざるを得ないリスクである。後者の代表例は資産の管理事務ミスといったオペレーション・リスクである。それ以外にもカウンター・パーティー信用リスク、法的な義務違反といったリーガル・リスクもある。これらを回避するには、誠実で事務能力の高いアセットマネジャーと取引をすることを徹底するための慎重なデュー・ディリジェンスや取引相手の注意深いモニタリングが求められる。

また、様々なリスク管理のテクニックは予想最大損失額を確率論的に示す VaR など、過去のデータに基づくものであるが、長期ファンドの世界では限界がある。長期ファンドで役立つリスク管理の手法はシナリオ分析である。

3. 我が国の長期ファンドとしての基金型の企業年金への示唆

これまでコモンファンドが公開している『投資運用の原則－長期ファンド』を踏まえて、長期ファンドとしての年金基金にも当てはまる原則とプロセスを我が国の文脈に合わせて紹介してきた。

我が国の年金基金の中には、その成熟度が高いために長期に設定した投資期間に適合した運用をするよりも、流動性に留意してキャッシュフロー管理に細心の注意が必要というところもあろう。しかし、かなり長期の投資期間で実質購買力を維持していく必要のある、コモンファンドが定義するような「長期ファンド」としての年金基金の運営に光を当てて、参考になる点を整理してみよう。

前章で言われていることを現在の我が国の年金基金の観点から再整理すると

- i) 理事会における実効的な議論によるガバナンス強化
- ii) プロセス責任が問われる理事の管理運用業務
- iii) 運用プロセスで最も大事な資産配分戦略
- iv) 現在最も注目されねばならない運用戦略としての ESG 投資
- v) オルタナティブ投資の運用プロセス
- vi) アセットマネジャー選定で陥りやすい落とし穴
- vii) リスク管理で忘れられがちな基本

といったところである。

(1) 理事会における実効的な議論によるガバナンス強化

コモンファンドが説く「受託者責任を持つ理事会は年金基金のガバナンスを行う母体として最も重要である」というのはK・アムバクシアがその著『エクセレントな年金経営の条件』でも述べられていることである。(注5)

我が国においても年金基金の理事は基金に対し、善良なる管理者の注意をもって職務を遂行する義務を負い、管理運用業務については忠実義務を負っている。企業年金連合会の『企業年金 受託者責任ハンドブック』（改訂版 2019.5）によれば、「善管注意義務」とは「勤務形態やその職責の内容に応じて、事業主または理事として社会通念上要求される程度の注意」を払う義務のこと、つまりその地位に相応によく注意するということであり、「忠実義務」とは、「もっぱら加入者等の利益を考慮すべきであり、これを犠牲にして加入者等以外の者の利益を図ってはならない」という義務である。

しかしながら我が国の年金基金の運営の実際においては、理事会運営が形式的になっているところが多いのではないだろうか。各理事が自分に対して何が期待されているのか、十分な理解を得られないまま各理事が理事会に参加している年金基金も存在するようである。

しかし基金に対する損害賠償責任を負う事案が生じた場合には、理事の責任は連帯責任となる、つまりそれぞれの理事が基金に対し、基金が被った損害の全額を連帯して賠償する義務を負っている。従い、新任理事就任時にはその引継ぎ等の機会に丁寧に、理事が基金や加入者等に対して重い法的責任を持っていることを充分、理解させるようにしなければならない。

また理事長は理事会における意思決定を執行する義務を基金に対して負うので、資産運用や日常業務の執行権限を他の理事に委任していたとしても、義務を免れる理由とはならない。また、無報酬でも責任が減少することは無い。

我が国の理事会運営で良く見られるのは、年金基金の理事長が人事畑でありまた事務局が人事部出身者が占められているケースが多いこともあってか、理事会の議題に人事マターの細かい案件が提出されることが多い。本来、理事会は最高意思決定機関の代議員会と共に重要な意思決定機関であり、その議題の取舍選択には再検討が必要な場合が多いのではないだろうか。

(2) プロセス責任が問われる理事の管理運用業務

コモンファンドは、長期ファンドとしてのミッションを踏まえた上で理事会で決定される運用方針や運用指針を理事が十分に読み込んで理解した上で、それぞれの立場から議論し、その意思決定の過程を記録していくことが大事だと述べている。

わが国では日常的な業務の執行については、理事長が理事会の同意を得て常務理事に委任することができる。積立金の運用については、その執行体制を強化し、責任の所在を明確化するために運用執行理事を置く必要があるとされている。運用執行理事は、基金の財政状況に精通し、管理運用業務を適正に執行できる者でなければならないとされている。この常務理事および運用執行理事は、理事長の補助機関として、理事長の権限に属する業務の一部について委任を受けて決定する権限をもつこととなる。従って常勤の常務理事および運用執行理事に就任する者に対しては、非常勤理事に比べてより一層丁寧に基金の運営や運用について説明されるよう、これら常勤理事については詳細な引継書が必要である。

理事等の管理運用業務については、注意義務と忠実義務からなる受託者責任を全うしたかどうかはその結果の良し悪しにて判断されるものではなく、意思決定をどのような過程を踏んで行ったか、つまり「プロセス責任」が問われる。そのため、そのプロセス責任を全うしたかどうかを判断される資料として、理事会における執行過程および結果を記録にとどめた詳細な議事録、選定・解任理由を明らかにした委託先運用機関についての選解任決裁書などを保存することが求められている。代議員会や母体企業が理事の職務遂行が適切に行われているかを確認する際に必要なためである。

運用の基本方針等に基づく資産運用の実施がなされているかどうか、運用受託機関の選定・評価の議決の過程や決定、運用受託機関毎の資産構成の議決の過程や決定、運用状況の把握、運用受託機関とのミーティング開催状況等についての内容を記録、保存することが年金基金には期待されている。年金基金の議事録はその点で意思決定の過程を振り返ることが出来るようになっていることが必要である。

先述の 2-(4)で「文書として明確化しておけば、ポートフォリオをモニタリングする理事会メンバーが交代しても、投資戦略実行の継続性を維持することが

出来る」と励行しているように、プロセス責任を果たすことは重要である。

(3) 運用プロセスで最も大事な資産配分戦略

コモンファンドが述べているとおり、運用プロセスにおいては、まず「運用基本方針」や「運用指針」において記述されるべき事項に漏れがないかどうかの確認が必要である。

その上で、我が国の年金基金においても 2-(3)「長期ファンドにおける資産配分」の項で書かれているように、資産配分について徹底的に議論されなければならない。その際、年金負債の分析を入念にした上で超長期的視点でリターンとリスクを勘案して決定しているか、短期的な投機を避ける意思決定プロセスとなっているか、再確認が必要である。ともすると資産配分の意思決定が最重要テーマであるにもかかわらず、投資理論的に難解な面もあるので総幹事や運用コンサルタントに依存している場合もあろう。自分たちの年金基金において最も大事な受託者責任を十全に果たしているか、意思決定プロセスについて再度見極めることが肝要である。

理事会での資産配分の議論の際に、2-(4)で「長期ファンド・ポートフォリオの中にどのような種類の資産が含まれるべきか、理事の中には運用に詳しくない人も当然いるので、各資産がポートフォリオの中で果たす役割が何かを事務局がわかりやすく説明する必要がある」とコモンファンドでは述べているが、それは必ずしも運用の未経験者に分かるように投資対象商品について詳しく述べるということではない。当該資産がポートフォリオの中でどのような役割を持っているかを納得させればよいのであって、各資産の集合体としてのポートフォリオとしての資産配分案のたとえば A から E まで 5 種類あったとして、その異なる資産配分案が理事会に参加している人事、財務、労組にとって、どのような意味合いを持ち得るのか、それをあらかじめ認識して納得させることが大事だと述べているのである。

(4) 現在最も注目されねばならない運用戦略としての ESG 投資

コモンファンドは米国の運用機関としては極めて早くから ESG に関する対応をしてきたことで知られている。その投資期間が超長期であることから、そのような投資成果に対して ESG が与える影響が極めて甚大であることを十二分に認識している。その証左としてたとえば PRI (責任投資原則) には発表された当初から署名機関として名を連ねている。(注 6)

近年、異常気象が続いていることから気候変動に関連した環境問題への関心が高まり（E）、セクハラ・パワハラなど人権侵害のケースが散見されたり、仕入れ先の途上国の企業が児童労働に関与していることにも注意が必要となり（S）、上場企業に会計スキャンダルなどが続発して社外取締役の重要性が叫ばれる（G）といった影響で ESG 投資に関する関心がますます高まっている。

また、年金基金の母体企業の IR 部署では SDG's の枠組みを使って投資家にプレゼンテーションをしている場合も多い。ところが我が国の年金基金のコミュニティでは ESG 投資は極めて不評であって「投資パフォーマンスにつながると証明されていないので受託者責任の観点から手を出しにくい」という声が一般的である。これは極めて不幸なすれ違いである。

SDGs で中長期経営戦略を語る母体が目指しているのは、企業と社会の「共通価値の創造」（CSV）であり、その取組みによって企業価値が上がれば、その観点を取り込んだ ESG 投資に取組んでいるアセットオーナーは投資リターン向上につながる。つまり母体としては SDGs で中長期経営戦略を語ることにより他の ESG 投資に取組むアセットオーナーに対してアセットマネジャーを通じて「是非我が社に投資を」と呼びかけているわけである。ところがその年金基金が ESG 投資に一定の距離を置いているとしたら、母体が賢明に取組んでいる SDGs への取組みと ESG 投資が表裏の関係にあるにもかかわらず、母体とは価値観を共有していないことを対外的に表明していることになるわけである。



(出所) GPIF の HP より <https://www.gpif.go.jp/investment/esg/#b>

このように社会的な課題を巡って、企業からすると SDG's で経営を語ることでビジネス機会を投資家に対してアピールする一方で、企業に投資する投資家にとっては投資機会としての ESG の要因を勘案した投資に結びつけることで長期的な投資成果を高めることが出来るという関係である。

PRI 署名で ESG 投資の推進を標榜する中で GPIF が良く使う上の図では、企業が SDGs で経営を推進することで共通価値創造（CSV）が出来て事業機会が増えることによって企業価値が上昇することが GPIF にとっての投資成果が向上されることになる、ということを表している。

「ESG でパフォーマンスが上がるのか？」といった点については他事考慮せずに受託者責任を全うするためには当然の考え方であると確定給付企業年金の世界での「常識」として長らく信じられてきた。

しかし世界を見渡すと2015年9月にPRI（国連責任投資原則）等が公表した“Fiduciary Duty in the 21st Century”（「21世紀の受託者責任」）は「投資慣行において、環境、社会、コーポレート・ガバナンス（ESG）の問題など長期的な投資価値を牽引する要因を配慮しないことは、受託者責任に反することになる」と結論づけているのである。（注7）これは今では世界の主流の考え方となっている。つまり環境や社会への影響も考慮する投資をする事こそが加入者等に対する受託者責任だという捉え方である。逆に言えば、環境や社会へのマイナスの負荷をかけている企業群への投資でリターンの高い投資を得ることは、地球資源の有限性が明らかになってきた以上、もはや許されない、という認識である。

（5）オルタナティブ投資の運用プロセス

最近、低金利状況が続いていることもあり、長期基本ポートフォリオで債券に回していた資産をオルタナティブ投資に振り替える年金基金が多いのは世界的な傾向である。コモンファンドは北米の多くの長期ファンドからの運用の委託を受けている関係上、オルタナティブ投資についての投資実績はきわめて豊富である。長期の時間軸で高い投資リターンを狙うのであれば必然的にその長期投資モデルには流動性プレミアムを狙ったプライベート・エクイティやベンチャーキャピタルが含まれるのは投資理論から言っても自然な展開であり、コモンファンドの資料によれば1988年からプライベート・キャピタル（プライベート・エクイティやベンチャーキャピタル、さらには天然資源）への投資を始めているという。

ところが我が国では年金基金がオルタナティブ投資としての不動産・インフラ・プライベートデットなどを増やすのは、時価が把握できないために実績リスクが低く算出される傾向にあるため、一見、リスクの低いポートフォリオの割には期待リターンが高いポートフォリオが出来るという要因もあるように思われる。しかし、オルタナティブ投資については時価算出ができないので技術的にはそのように見えるというだけであって、低流動性資産を従来多く持っているということについては、果たして自社の年金基金にとってそのような流動性リスクを取れるものかは十分事前に検証されなければならない。

厚生労働省のガイドライン（注 8）でも流動性が低い資産を持つ上では、株や債券と異なり、かなり詳細な記述となっている：

- i) オルタナティブ投資を行う目的
- ii) 政策アセット・ミックスにおけるオルタナティブ投資の位置づけとその割合
- iii) 当該オルタナティブ投資に固有のリスクに関する留意事項
- iv) オルタナティブ委託先 AM 選任にあたっての留意事項の遵守

このような点を踏まえた上で初めてオルタナティブ投資をすべきであるが、往々にしてリスクが低い(ように見える)割には期待リターンが高い、ということだけに目が行って、オルタナティブ投資割合を安易に引き上げていないか、十分に精査する必要がある。

(6) アセットマネジャー選定で陥りやすい落とし穴

コモンファンドはその設立経緯からも分かる通り、通常では投資委託することが難しい優良なアセットマネジャーを発見したり、あるいはこのようなアセットマネジャーへのアクセスを確保することにより、優れた投資運用サービスを提供せんとして、これまでの道を歩んできた。従って、先に述べたアセットマネジャー選定の在り方も自らが選ばれる上で自分を律してきた点を述べているにすぎないとも言える。

ところが我が国の理事の中には運用に詳しくない人がいるにもかかわらず、我が国の年金基金の理事会で多くの時間が割かれているのが、どこのアセットマネジャーを選定したかという報告ではないだろうか。アセットマネジャーの選定自体は理事長専権事項となっている場合が多く、理事長の諮問機関である資産運用委員会で十分に揉まれているため、理事会で多くの時間を割かなくて

もよいのに、ともすると事務局では、アセットマネジャーから持ち込まれた資料をそのまま説明するために、多くの理事が理解出来なくなって未消化状態であるにもかかわらず、丁寧な説明をしようと時間を使ってしまっているケースもある。アセットマネジャーの入替において、評価機関のパフォーマンスの良し悪しを考える際に、その委託先の実力が不足だったのか、それとも外部環境の影響もあったためなのか、十分に事前の調査をしていればそれほど頻繁に入替をしなくて済むアセットマネジャーについて、その頻度を自社年金と他社年金とで比較してみることも参考になろう。

他方、採用候補のアセットマネジャーに関するデュー・ディリジェンスにおいて、先の 2-(5)で述べられているような「内部統制はどうか、内部報告のプロセスの質と適時性はどうか、さらには選定候補と自社年金（および母体もしくは理事会メンバー）との利益相反はないかといったガバナンスのチェックも重要な点である」にもかかわらず看過されがちであろう。我が国の年金基金の場合、アセットマネジャー選定は運用コンサルタント任せになっている場合が多いので、アセットマネジャーや運用コンサルタントからの投資パフォーマンス関連資料だけを見るのではなく、コモンファンドが行っているような 2-(5)アセットマネジャー選定プロセスのステップは我が国の年金基金にも参考になろう。

(7) リスク管理で忘れられがちな基本

コモンファンドは「リスクには投資リターンに結び付く『見返りのあるリスク』と、そうではない『見返りのないリスク』がある」と述べている。

我が国の年金基金にとって実は、「見返りのあるリスク」を取ったつもりになっても、果たして本当に見返りがあったかどうか、振り返っていないケースが多いのではないだろうか。

取ったリスクに見合うリターンが上がったかどうかの振り返りをすることは運用コンサルタントに委託できる仕事であるが、年金基金自らが関心を持って振り返りをしない限り、意味のある PDCA サイクルは構築できない。

年金基金がすべてアクティブ運用で付加的なリスクを取っていたとして、そのことに対するリターンの見返りがあったかどうか、むしろ運用報酬をパッシブ運用に比べるとかなり多く支払い、管理の手間も相当大きくなっていることによる人件費の増加要因になっていなかったかどうか、この重要な振り返りポイントを地道に行うことがリスク管理の基本である。

その上で VaR やシナリオ分析など、様々なリスク管理のテクニックを駆使して分かり易く理事会に対して、リスク管理の状況を報告できていれば、さらに望ましいが、そこまでの人的スタッフのリソースがない場合は、付加的に取ってきているリスクに果たして見返りがあったのかについては、最低限の検証が必要である。

4. 内部統制の強化から第三者評価へ

最後にコモンファンドのアプローチを参考にした上で我が国の年金基金に必要な着目点として、基金事務局の内部統制と年金基金としての第三者評価の重要性について述べたい。

AIJ 投資顧問の年金消失事件から約 10 年、長野県建設業厚生年金基金の元事務長による巨額横領事件から 6 年が経ち、アセットマネジャーに対するチェック体制は整ってきたといわれているが、実は確定給付企業年金事務局自体の内部統制は重要なテーマである。というのも基金事務局についてはその独立性確保の点から母体が監査対象部署から外しているところもあるからである。また、多くの年金基金の事務局は 2, 3 人の少人数で運営されており、往々にして年金業務の専門性の高さから、人事も滞りがちで業務が属人化されやすい。

他方、大企業の中には経営者が年金基金制度に積極的に関与しているところも出てきている。その契機は 2000 年から導入された退職給付会計がある。退職給付会計によって、年金基金の財政状況が、企業業績に直接の影響を及ぼすようになった。また 2008 年 4 月以降に開始する事業年度からは上場企業に対して内部統制報告制度が適用されている。また 2010 年 11 月に厚生労働省年金局長から出された「確定給付企業年金法に基づく監査の実施について」によって、2012 年度からは法に基づく行政監査が実施されることになった。また基金の監事監査は基金の内部監査として実施されている。

このような内部統制強化の動きを受けて、母体企業でも本体の監査部により年金基金の業務監査を行うところが増えてきている。しかし企業年金を実施する業務が、法令・年金規約に準拠して適正に実施されているかを監査するのは、通常は営業部門や製造拠点などを監査している監査部署にとっては大きな挑戦である。というのもかなりの専門性を求められ、チェックボックス方式で準拠していると確認しただけでは、年金基金の使命が十全に果たされているとは必ず

しも言えないからである。

中でも直近で大きな影響をもたらしているのは、2018年6月施行のコーポレートガバナンス・コード改訂で新たに導入された基本原則 2-6 ではないだろうか。

【原則 2-6. 企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮】

上場会社は、企業年金の積立金の運用が、従業員の安定的な資産形成に加えて自らの財政状態にも影響を与えることを踏まえ、企業年金が運用（運用機関に対する モニタリングなどのスチュワードシップ活動を含む）の専門性を高めてアセットオーナーとして期待される機能を発揮できるよう、運用に当たる適切な資質を持った 人材の計画的な登用・配置などの人事面や運営面における取組みを行うとともに、そうした取組みの内容を開示すべきである。その際、上場会社は、企業年金の受益者と会社との間に生じ得る利益相反が適切に管理されるようにすべきである。

本コードでは、上場企業が自社の企業年金にどのようなサポートをしているかコーポレートガバナンス報告書で開示することが新たに求められている。その際の目標感としては「アセットオーナーとして期待される機能を発揮できるよう」と書かれている。

スチュワードシップ活動とは単に議決権行使のみでなく、投資先企業の持続的成長に向けて、当該企業の状況の把握、これを踏まえたエンゲージメントを含む。その際に自らスチュワードシップ活動を行わない場合は運用機関に対し、実効的なスチュワードシップ活動を行うよう求めるべきとされている。そのために運用機関に対して議決権行使を含むスチュワードシップ活動に関して求める事項や原則を明確に示すべき、とされている。アセットオーナーは運用機関のスチュワードシップ活動が自らの方針と整合的かどうかをモニタリングしなければならないのである。

このように新たな役割も求められるアセットオーナーではあるが、その年金基金として求められる本源的な機能は：

- ① 年金給付を確実に行う
 - ② 年金の委託先運用機関の運用状況のモニタリング（他と比較して適切なリスク水準で充分なリターンを上げているか、運用報酬は適正か等）
- である。しかしそれに加えて本コードでアセットオーナーとして求められる機能として次の三点：

- ③ 運用機関に対して実効的なスチュワードシップ活動を行うことを求める
- ④ スチュワードシップ活動として何を求めるかを運用機関に対して明示する
- ⑤ 運用機関のスチュワードシップ活動をモニタリングする

が追加されたと整理できよう。従って、年金基金の常務理事は従来のように自分は運用の専門家でなくともその使命を十分に果たせると考えるのではなく、もっと幅の広い視野を持って年金基金の運営に取り組むことが期待されるようになったと解されよう。

このように年金基金に対しては従来のように人事部が管掌する福利厚生制度の一環としての役割だけでなく、世の中で資金を循環させるインベストメントチェーンの中でアセットオーナーとしての役割が新たに求められるようになってきている。その意味で今後は確定給付企業年金の所管を人事部から財務部に移行する年金基金が出てきてもおかしくないだろうと思われる。

このように考えると、これからの年金基金の運営を適切に行うためには、単に業務監査で内部統制をしっかりとモニタリングするだけでは十分ではなく、年金基金としての運営実態を把握した上でモニタリングし、特に運用面で担当者と運用委託先との間に情報の非対称性がないか、年金基金として、資産運用のプロセスや運用リスクの管理体制まで含めた運営が、組織として適切に行われているかを確認する経営監査が必要になってきていると言えよう。

しかし、現状では母体の監査部にそのように年金の制度運営から資産運用まで全体を監査できる陣容は乏しいのではないだろうか。それを母体でも見て評価できることが出来ないのであれば、いわば第三者評価として外部の専門家に年金基金の運営全般を経営的な観点からガバナンスについて評価させることも考えられよう。そのようなプロセスを踏まえた上で初めて、スチュワードシップ・コードの受入も考慮されるべきである。

従業員の老後資産の形成のための運用を行っているという受託者責任の観点からは、外部運用委託先のガバナンスを見守る上でも、年金基金事務局自体がしっかりした内部統制を敷かれていることが前提である。理事会の議題として基金事務局の内部監査についての議題があつてしかるべきであるし、理事会メンバーとして母体の内部統制部署が入っていることも必要であろう。

しかしそれだけで満足するのではなく、年金運営体制全般のガバナンス評価をすることも求められるようになってきており、そのためには外部専門家によ

る第三者評価をすることが考えられるべきであろう。そのことによって、母体にとっては経営リスクをもたらす得る年金基金の運営実態を母体がよりよく把握することが出来るだけでなく、もし必要ならば運用の専門性を高めるための人材投入などの方策を考える手掛かりも得られるであろう。

さらにはそのような第三者評価をすることは、年金基金を持っている上場企業にとって、年金基金が本体の財政状態に大きな影響を与えうるという観点から、母体に潜在的な経営リスクを与えている年金基金の現状について、年金基金の加入者や受給者のみならず母体のステークホルダーに対しても説明責任をより良く果たしている、と評価される時代になってきたと考えられるのではないだろうか。

(尚、文中の意見に亘る部分は筆者の個人的意見であり当機構のものではない)

注1 Cogent Report Study“Market Strategies International. Cogent Reports™. US Institutional Investor Brandscape® (February 2018)

注2 William Lucius Cary 著 “The Law and the Lore of Endowment Fund”

注3 Pensions & Investment June 24th 2019 “Outsourcing Managers”

注4 James Tobin“What Is Permanent Endowment Income? (pp. 427-432)”
<https://www.jstor.org/stable/1816077>

注5 K・アムバクシア/D エズラ『エクセレントな年金経営の条件』(1998) p93-106 第7章「効率的な年金基金のガバナンス」金融財政事情研究会

注6 責任投資原則 (PRI) とは、正式名称を「United Nations Principles for Responsible Investment (UNPRI=国連責任投資原則)」といい、解決すべき課題を Environment (環境)、Social (社会)、Governance (ガバナンス) の3つの分野 (総称して ESG と呼ぶ) に整理し、ESG に配慮した責任投資を行うことを宣言したものである。

注7 PRI『21世紀の受託者責任 ジャパン・ロードマップ』p.2

注8 厚生労働省「確定給付企業年金に係る資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドライン」(2018.4)

参考情報

・ Corporate Responsibility Report – Commonfund ページより :

[https://www.commonfund.org/wp-](https://www.commonfund.org/wp-content/uploads/2018/07/Commonfund_2018_CorporateResponsibilityReport_MovingMissionsForward.pdf)

[content/uploads/2018/07/Commonfund_2018_CorporateResponsibilityReport_MovingMissionsForward.pdf](https://www.commonfund.org/wp-content/uploads/2018/07/Commonfund_2018_CorporateResponsibilityReport_MovingMissionsForward.pdf)

Commonfund was founded in 1971 as an independent asset management firm with a

grant from the Ford Foundation. Together with or through its affiliates, Commonfund today manages customized investment programs for endowments, foundations and public pension funds. Among the pioneers in applying the endowment model of investing to institutional portfolios, we provide extensive investment flexibility using independent investment sub-advisers for discretionary outsourcing engagements, single strategies and multi-asset solutions. Investment programs incorporate active and passive strategies in equities and fixed income, hedge funds, real assets and private capital. All securities are distributed through Commonfund Securities, Inc., a member of FINRA. For additional information about Commonfund, please visit www.commonfund.org.

・東京でのコモンファンド・フォーラムに関するホームページ：

<https://www.commonfund.org/news-research/blog/commonfund-forum-goes-global/>