

## Vol.2 年金資産運用のプロセス

企業年金の担当者にとって、資産運用の責任とはなんでしょうか。仮に、数十億円の年金資産に対して、資産運用の結果に対して責任を持つと言われると、サラリーマンである担当者には到底受け入れられるものではありません。年金資産額の0.1%でも数百万円になってしまいますので、自身の年収をかけて業務につくことになってしまいます。企業年金の運営担当者にとっての資産運用の責任とは、運用のプロセスに対する責任です。

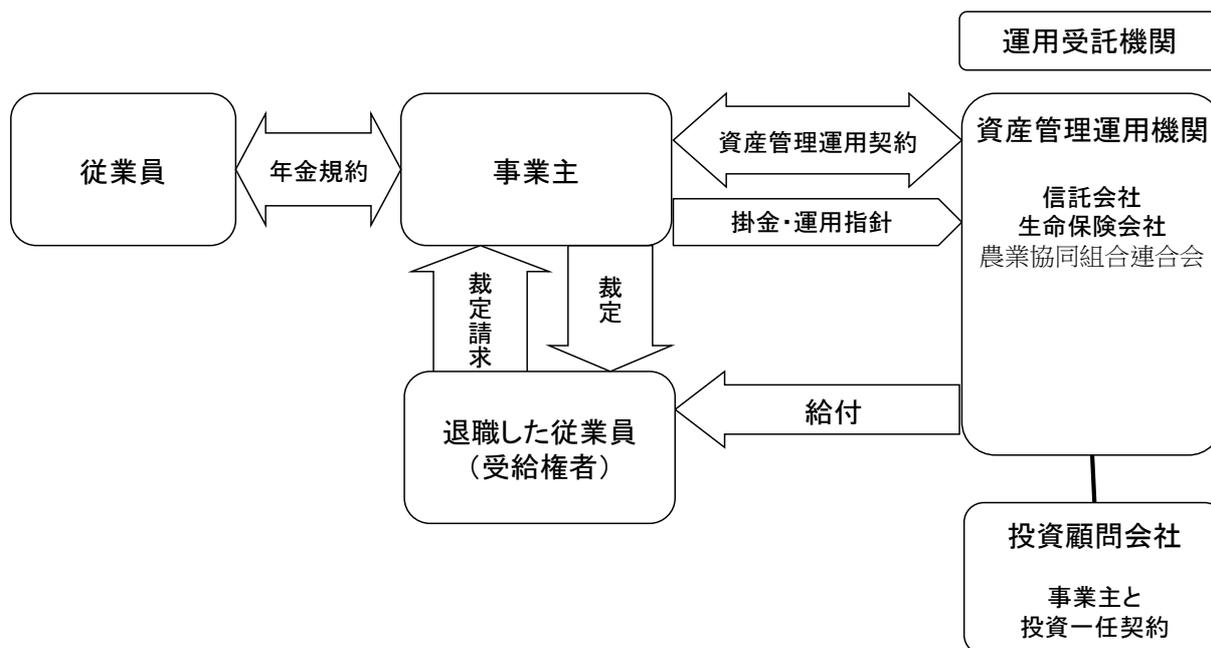
規律ある運用プロセスを確立し、そのプロセスに則って、毎日の業務を着実に実施することこそ重要です。プロセスがしっかりしたものであり、毎日の業務がプロセスどおりに、十分な注意を払って実施されていれば、結果に対しての責任を問われることはありません。

今回は、確定給付企業年金の資産運用の仕組みを確認したのち、確定給付企業年金における年金資産運用プロセスについて説明します。

### 1. 確定給付企業年金の資産運用の仕組み

確定給付企業年金法（以下「DB法」）は、確定給付企業年金を実施する事業主は、積立金の運用に関し、資産管理運用機関（信託銀行、生命保険会社、農業協同組合連合会）と契約を締結しなければならないと定めています。加えて、投資顧問会社と投資一任契約を締結することも可能です。確定給付企業年金の資産運用は、これらの運用受託機関に資産運用を委託し、安全かつ効率的に行わなければならないことがDB法に定められています。

事業主が確定給付企業年金規約に基づき拠出する掛金は、すべて資産管理運用機関に納付されます。資産管理運用機関は、納付された掛金を事業主の指示により各運用受託機関に分配し、各運用受託機関は年金資産として運用します。年金資産は、その運用収益とともに、確定給付企業年金規約に定められた給付以外の目的で使われることはありません。事業主が運用受託機関と締結する契約は、そのような内容になっています。図にすれば次のようになります。



このように資産運用と言っても、年金の資産運用では、例えば株の銘柄を自らを選ぶということではなく、運用受託機関に資産運用を委託します。委託にあたっては、事業主が定めた運用の基本方針に則って、受託機関と協議したうえで作成した運用指針を、受託機関に交付して運用を委託します。

基本方針で定める項目には、運用受託機関の選定という項目や、運用受託機関の評価という項目が含まれています。どうやら、年金資産運用は、基本方針を定め、その基本方針に従って、運用受託機関の選定し、運用受託機関に対する運用指針の提示し、運用受託機関の評価を実施することのようです。次節で、運用のプロセスをもう少し詳しく見てみましょう。

## 2. 年金運用の Plan-Do-See プロセス

年金担当者の年金運用に関する責任は、結果責任ではなく、プロセスに対する責任であると述べました。規律あるプロセスが必要となりますが、規律あるプロセスのためには、実効のある Plan-Do-See プロセスが確立している必要があります。確定給付企業年金にとっての年金運用の Plan-Do-See プロセスとは、どのようなものでしょうか。

### (1) Plan プロセス

政令（確定給付企業年金法施行令）により、運用の基本方針を作成し、その基本

方針に沿って運用しなければならないことが定められています。年金運用における Plan プロセスは、この「運用の基本方針」を作成することです。

運用の基本方針に含めるべき項目は、省令（確定給付企業年金法施行規則）に定められています。これを受ける形で、「確定給付企業年金制度について」という厚生労働省の通知に「運用の基本方針の策定指針」があり、省令で定められた各項目について、規定すべき内容と留意事項が示されています。詳細は、後に説明しますが、運用の目的、運用目標、政策アセットミックスの 3 項目を検討し定めることは、Plan プロセスの重要事項です。

運用の目的は、積立金を持つ目的、さらには、年金制度を持つ目的にも深く関わってきます。DB法の趣旨からいって、積立金を持つ大きな目的は受給権保護です。そのためには、適正な年金数理に基づき長期にわたる積立計画を立て、その計画を実現すべく積立金の運用を行う必要があります、長期の運用が基本となります。

一方で経営者の最大の関心事は、会社の財務状態を健全に保つことです。年金制度については、会計上の債務である退職給付債務（PB0）と年金資産の関係が重要となります。年金資産の価格変動は、会社の財務状態に直接影響を及ぼしますし、退職給付費用の変動にもつながります。本業以外の事由での費用等の変動、特に損失の発生は、できるだけ避けたいところでしょう。会社の決算は 1 年単位です。長期の運用という言葉は、企業経営とは相いれません。

経営者から見れば、1 年間という短期間の運用目標を立てたいところです。また、退職給付債務には金利変動による変動がありますから、資産の方の価格変動は、できるだけ退職給付債務の金利変動による変動にリンクするようにしたいところです。

年金担当者にとっては、DB法の本質だけを抛り所に、「長期的な運用」を目指していけばよい時代ではなくなっています。頭が痛いところです。財務、人事、税務、経営企画いろいろな部署と連携を密に取りながら、運用の目的、目標を定めていかなければなりません。

運用目標や、政策アセットミックスは、その時々企業の状況、制度の財政状況、運用環境などを背景に決定しています。これは、時とともに変化しますので、定期的に見直すような規定も、基本方針には必要でしょう。

確定給付企業年金では、数理計算や記録管理などの業務を、資産管理運用機関である、信託銀行や生命保険会社など、いわゆる総幹事会社と呼ばれている会社に委

託する人が多いと思います。制度の導入時から深く関与している会社が多く、制度運営についても、種々のアドバイスを受けている場合が多いでしょう。運用の基本方針の策定についても、総幹事会社に依頼すれば、おそらく手助けしてもらえますでしょう。しかしながら、総幹事会社も運用受託機関の一つであり、委託する相手にその委託についての相談をしていることは、常に念頭に置いておくべきです。

## (2) D o プロセス

確定給付企業年金の運用は、自ら行うのではなく、信託銀行、生命保険会社などの運用受託機関に委託して行います。D o プロセスは、どのような性格の受託機関を使うかを定めるマネージャー・ストラクチャー、具体的な受託機関を決定する受託機関の選定、そして、受託機関への運用指針の提示からなります。

基本方針において政策アセットミクスを決めましたから、その資産構成を実現するために、どのような性格の受託機関に、どのような資産運用を委託するのかを決めるのがマネージャー・ストラクチャーです。たとえば、日本株の運用は、どのぐらいの割合でパッシブにするのかアクティブにするのか、海外債権は為替ヘッジを行うのかどうか、などを決めていかなければなりません。マネージャー・ストラクチャーを決めるための基本的な考え方は、運用機関の選定に関する箇所、基本方針にある程度記述することになるでしょう。しかし、ある期間に実際に適用するマネージャー・ストラクチャーは、基本方針とは別に定めることになります。

このようにしてマネージャー・ストラクチャーが決まったら、どの運用を具体的にどの受託機関に依頼するかを決めます。受託機関の選定基準は、基本方針で定めていますが、通常は、排除すべき基準や、選定方法が定まっているので、複数の候補から決定しなければならないこととなります。コンサルタントを使っていれば、その意見を聞いて決めていくこととなります。そうでなければ、選定のプロセスを決め、それに従って粛々と決めていくことが重要です。

受託機関が決定すると、各受託機関に運用指針を示します。どのような運用をするか、運用報告の内容の方法、受託機関を評価する方法や頻度、その他、運用に関し遵守すべき事項などを文書にして伝えます。それぞれの受託機関ができないことは頼めない、運用指針は一方的に示すのではなく、協議のうえで示するのが普通のやり方です。

### (3) Seeプロセス

Seeプロセスの目的は、実行状況をチェックすることによりPlanプロセスに立ち戻る必要があるかどうかを判断することです。年金運用においてもこれは同じですが、運用状況だけではなく、制度の財政状況や会社の状況にも目を向ける必要があります。運用目的を決める際の、背景となっているからです。これらに変化が有れば、たとえ運用そのものに関しては問題がない場合でも、運用目的や運用目標を変更する必要がある可能性があるためです。

運用の基本方針では、受託機関の評価方法や、評価が悪かった時の解約の基準も定められています。受託機関から定期的に報告を受け、運用指針に従って運用されていたかどうか、当初の目標は達成されているかどうかをチェックします。評価の結果、解約の基準に抵触していれば、該当する受託機関を解約し、他の受託機関を選定することになります。このプロセスは、Doプロセスに含まれます。

Planプロセスまで立ち戻るのは、運用目的、運用目標の背景となった事情に変化が生じたときです。

### (4) コンサルタントの利用

基本方針の策定には、かなり専門的な事項が含まれます。受託運用機関とは独立した、運用コンサルタントの利用も一考に値します。受託者責任やガバナンスの観点からも、優れた方法だと言えるでしょう。

運用コンサルタントの業務は幅が広く、報酬にもかなり差があります。コンサルタントを決めるためのコンサルタントが必要ではないかと思うぐらい、いろいろな意味で差があります。運用コンサルタントの利用の目的をはっきりと定めたいうで、ヒヤリングをする必要あります。

## 3. 運用の基本方針の策定指針

この節では、厚生労働省が通知で示している運用の基本方針の策定指針のうち、特に重要と思われる項目を見ていきます。以下、この節の囲みは、すべて策定指針の引用です。

## 1 運用の目的

(規定すべき内容)

年金資産の運用目的(確定給付企業年金の加入者に対する年金たる給付及び一時金たる給付の支払いの必要性を満たすため等)を規定するとともに、その具体化のための方針について規定する。

(留意事項)

年金資金は、一般的には長期運用を行っていくことが基本である。ただし、規約型企業年金又は基金の成熟度や母体企業の状況等に応じて、長期運用との整合性に配慮しながら、中期的な下振れリスクなどに留意することが必要である。

指針に従えば、運用の目的は、「当社の規約に規定した年金給付金および一時金等の支払を将来にわたり確実にを行うため、必要とされる総合収益を長期的に確保すること」といった規定が基本となるでしょう。これに各社の事情を加えていきます。

留意事項で、「中期的な下振れリスクなどに留意することが必要である。」とあります。たとえば、財務サイドからの退職給付費用の変動抑制に対する要請が強い場合には、「短期的な下振れリスクの抑制に配慮しつつ」などの文言を加えることも可能でしょう。

いずれにしても、この運用目的が、基本方針の方向性を決めるのですから、文言については、慎重に検討するべきです。

## 2 運用目標

(規定すべき内容)

- (1) 運用の目的を達成するための具体的な収益目標を定める。
- (2) 期待収益率についてもここで記載することができる。

(留意事項)

短期的な運用目標を定めることは適当ではなく、下記3で定める資産構成から期待される収益と整合性のあるものでなければならない。

ここでは具体的な収益目標を決めます。たとえば、予定利率を上回る収益を目標とするなどです。予定利率は期待収益率を基礎として決めるのが原則です。期待収

益率は、政策アセットミクスを前提に決める場合が多く、よって、ここでの収益目標は、政策アセットミクスと整合性があるべきです。

### 3 資産構成に関する事項

(規定すべき内容)

事業主等が長期にわたり維持すべき資産の構成割合(以下「政策的資産構成割合」という。)又は資産構成についての方針について規定するものである。

(留意事項)

政策的資産構成割合の策定は、リスク管理上で最も重要であるので、策定が義務づけられていない事業主等においても、策定することが望ましい。

ここでは、政策的資産構成割合、つまり政策アセットミクスそのものを規定するか、政策アセットミクス構築の考え方を示します。政策アセットミクス見直しの周期も、規定することができます。

マネージャー・ストラクチャーに関係する事項は、政策アセットミクスと異なり、より頻繁に変更する可能性があるため、基本方針には含めません。

#### 4(2) 運用受託機関の選任、運用業務に関する報告の内容及び方法、

##### 運用受託機関の評価

(規定すべき内容)

- ① 運用受託機関の選任に当たっての基準や考え方を規定する。
- ② 運用業務に関する報告の内容及び方法に関して、運用受託機関にどのような頻度、形式(ミーティングあるいは文書等)、方法で報告を求めるかを定める。
- ③ 運用受託機関の評価に関して、運用受託機関の投資哲学、運用体制、運用実績等に関する評価方法について規定する。

(留意事項)

運用受託機関を選任するにあたっては、運用受託機関に支払う運用報酬等運用に要する費用については、運用スタイルや運用コスト等に照らして合理的に判断するものとする。

運用受託機関の選任は、政策アセットミクスに従い、あらかじめ定められたマネージャー・ストラクチャーを実現すべく個々の受託機関を選任していく、年金運用のD oプロセスの中核です。事業主との取引関係だけを考慮して決められる時代もありましたが、受託者責任の観点からそのようなことは認められません。できるだけ客観的な選任基準を定め、その基準に従って選任するように努めなければなりません。選任のプロセスは、すべてを明らかにする必要はありませんが、なぜその受託機関が選任されたかを説明できる必要があります。

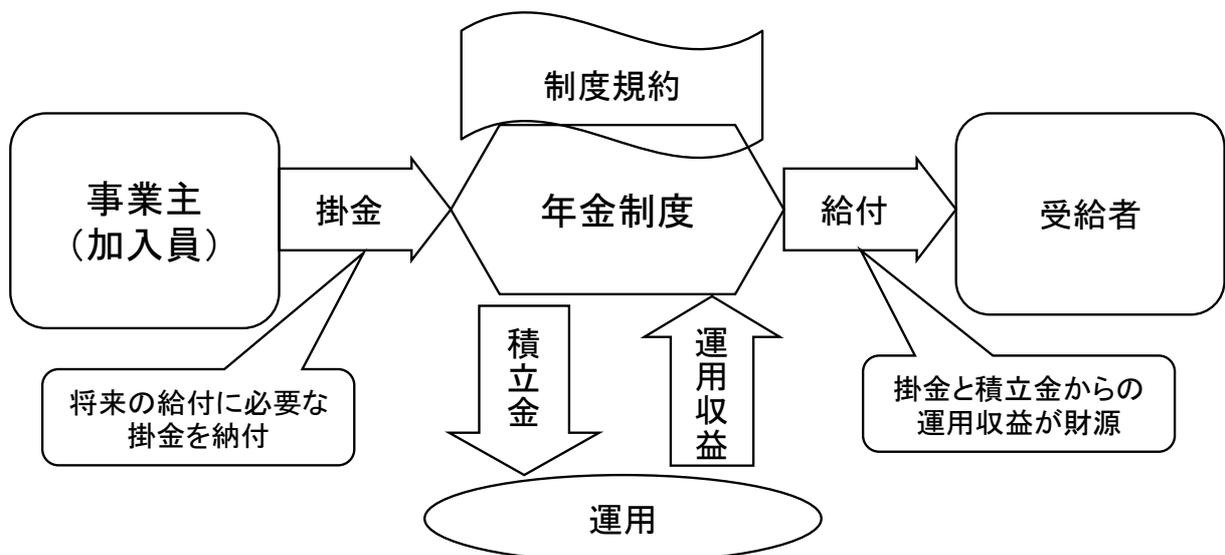
運用受託機関の評価は、投資哲学、運用体制などの定性的評価と、運用実績などの定量的評価の組み合わせが必要です。これは、運用受託機関の選任基準とも関係しますので、重要な事項です。

#### 4. 受託者責任

年金運用の Plan-Do-See プロセスが重視されているのは、受託者責任があるためです。年金資産の運用を実際に任されている運用受託機関にも、もちろん運用受託機関としての受託者責任はあります。ここでいう受託者責任は、制度提供者でもある事業主の受託者責任です。

##### (1) 受託者責任とは何か

制度提供者である事業主は、確定給付企業年金に関しては委託者のような気もします。その事業主の「受託者」責任とはどういうことでしょうか。もう一度、企業年金の構造を考えてみましょう。Vol.1で登場した図を再登場させます。



企業年金制度の給付は、従業員が勤務の対価として受け取るものと考えられます。退職給付は、勤務の対価である給与の一部の後払いという考え方です。事業主は制度規約や退職一時金規程で、そのことを約束しています。事業主が制度に納付する掛金は、従業員が退職時に受け取る給付を賄うためのものです。積立金として運用して、将来の給付に備えます。

これを従業員から見ると、後払いとなる給与の一部を、事業主に委託していることとなります。従業員を受益者とした、委託・受託の関係であるとみることができるとでしょう。このように考えれば、企業年金制度において、制度提供者である事業主が、同時に受託者であることが理解できるでしょう。

「受託者責任」は、英米で発達した“Fiduciary Duty”の訳語です。元々は、信託受託者が追う義務を指していましたが、今では、「他人のために裁量性をもって専門的能力を提供する者」に拡大されています。受託者責任の具体的な義務は、加入者利益に専念する忠実義務と、善管注意義務です。

受託者責任は英米の概念ですから、日本の法律では、直接は出てきません。忠実義務については、DB法第69条に次のような定めがあります。

第69条 事業主は、法令、法令に基づいてする厚生労働大臣の処分及び規約を遵守し、加入者等のため忠実にその業務を遂行しなければならない。

注意義務については、DB法には直接の定めはなく、次の第67条の規定がそれにあたるという考えもあるようです。

第67条 積立金の運用は、政令で定めるところにより、安全かつ効率的に行わなければならない。

これをもって注意義務を定めていると解するのはかなり難しいので、民法の次の規定が適用されるべきだとの議論もあります。

第644条 受任者は、委任の本旨に従い、善良な管理者の注意をもって、委任事務を処理する義務を負う。

確定給付企業年金において、事業主がこの条文で言う「受任者」にあたり、従業員等の「委任」に基づき委任事務である確定給付企業年金の運営を行っているのだから、この条文で言うように、「善良な管理者の注意をもって」運営しなければならないと、解釈できるというものです。

日本では受託者責任という概念は、しっかり根を下ろしているとはいえず、判例

や学説上も確立されているとは言えない状況です。

## (2) 忠実義務について

それでも忠実義務については、DB法に上記のような一般的な定めがあります。忠実義務に反する行為が、DB法第69条の第2項に事業主の禁止行為として定められています。

- 一 自己又は加入者等以外の第三者の利益を図る目的をもって、資産管理運用契約を締結すること。
- 二 積立金の運用に関し特定の方法を指図することその他積立金の管理及び運用の適正を害するものとして厚生労働省令で定める行為

この厚生労働省令で定める行為は、特別な利益の提供を受けて契約を締結することです。一般的な忠実義務というだけではなく、利益相反を起こすような行為がここで禁止されています。

## (3) Plan-Do-See プロセスとの関連

年金担当者の年金運用に関する責任は、結果責任ではなく、プロセスに対する責任であると述べました。運用に関する契約が、忠実義務に違反していないかどうか、受託機関の選任や評価において、善良な管理者としての注意をもって業務を行ったかどうかを示すためには、規律あるプロセスが必要となります。実効のあるPlan-Do-Seeプロセスが確立していて、そのプロセスに従って業務を行うことで、忠実義務違反は注意義務違反がないことを示すことができるという考え方です。

Plan-Do-Seeプロセスにおいて、最も重要となるのは、運用の基本方針の策定です。ここに、重要となる意思決定のプロセスが記載されており、年金担当者や事業主はこのプロセスを遵守することで、受託者責任を果たしているということができます。

このプロセスをさらに強固なものにするためには、ガバナンス体制の確立が必要となるでしょう。確定給付企業年金の場合には、企業年金基金と異なり、会社とは別の年金運営のための組織がありませんので、年金委員会のようなものを社内に組織し、重要な意思決定は、年金委員会で議論し決議するというような手順を、プロセスに追加するのです。この年金ガバナンスは、一つの大きな課題ですので、改めて説明する場を設けたいと考えています。

## (4) ガイドラインについて

厚生労働省から、「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

るガイドラインについて」という通知が出されています。資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドラインを定めたものですが、ガイドライン策定の趣旨として、次のように書かれています。

具体的には、確定給付企業年金に係る資産運用関係者の責任意識の醸成と運用管理体制の整備を行うため、英米における「受託者責任」に関するルールのように、資産運用関係者の役割及び責任を明確化、具体化したルールの確立を図る必要がある。

また、ガイドラインの性格として、次のように記述しています。

具体的にはエリサ法等英米の法制度における考え方や精神をできる限り参考としつつ、現行法における「善管注意義務」や「忠実義務」の概念を、事業主等が管理運用業務を行う場面を想定し、具体的な行動指針として記述した。

ガイドラインは、あくまでガイドラインですし、行動指針ですから、これさえ守っていれば、どんな場合でも法的な責任を免れるということではありません。しかし、日ごろの業務の遂行にあたっては、ガイドラインの内容を理解し、参考にした方がよいことは明らかです。

なお、ガイドラインの全文は、厚生労働省のHPから入手可能です。

(Vol.2 了)