

## 第 292 回 (9 月)

### 企業年金運用の最適マネジメントをどう進めるか —制度・システム転換期の経営の選択—

第一勸業朝日投信投資顧問(株) 運用企画部長／投資技術開発室長 山崎元氏

横軸に時間をとり、縦軸に運用機関の成績の順位をとる。運用機関ごとの折れ線グラフが何本もグラフ上に描けるが、必ずお互いに絡み合っぐちゃぐちゃになる。毎年の順位は激しく入れ替わり続けるからだ。これはスパゲッティ・チャートと呼ばれている。要するに過去の運用実績に、現在・未来の成績の説明能力がないのである。スパゲッティ・チャートが示す通り、パフォーマンス分析でファンド・マネジャーを選んでも、殆どうまくいかないであろう。

**参加者:**確かにパフォーマンス評価で運用機関を取捨選択するのは問題あるかも。成績下位の運用機関が、来年どうせ切られるなら、ダメでもともと、と無理なリスクをとるかもしれない。だが、運用成績で決めなければ、何を以て運用機関を選べばいいのか。

**講師:**基金もファンド・マネジャーも、従業員からお金を借りて、その負債を運用している。そこで、どういう理由でなぜこういう意思決定をしたのかをきちんと語れなければいけない。とすると、十分なコミュニケーションと情報開示に積極的な運用機関であることが条件になる。また、運用のスタイル、運用の考え方、どういうプロセスで運用するかについて納得ができるかということも重要である。「納得」には、優秀なファンド・マネジャーがいて、運用成績がよさそうだとすることに重きを置く考え方も含まれる。

しかし、各基金とも、今、一番欠けているのは年金全体のグランド・デザインである。年金の資産全体を、どう考えたらいいのか。負債と資産の関係をどういう考え方で設計すればいいのか。このような本質的な課題について、問題意識を共有してくれて、信頼できるアドバイスをしてくれる運用機関も必要ではないかと思う。

**参加者:**それを別の角度から見ると、ファンド・マネジャーの報酬を、彼のパフォーマンスに連動させるしくみは避けた方がいいのだろうか。

**講師:**そういうしくみにはあまり賛成できない。が、パフォーマンスと報酬の関係がなくなり、手抜きが起これるとこれもまずい。たまたま儲かって運用成績は最上位。だから今年度は勝ち逃げ、と決めてリスクをとらなくなることも起こり得るのである。お金を任せる側と運用する側とのリスクに対する利害関係がずれてくると、マネジメント上のミスマッチやコンフリクトが起こる。その意味で、ファンド・マネジャーの報酬は、ある程度高い必要はあるが、彼が投資行動を変えてしまう程の業績との連動はさせない方がいい。

スター・ファンド・マネジャー個人の力を買うことが、投資家に納得させられる場合には、例えばジョージ・ソロスにパフォーマンス・ボーナスを払っても構わないだろう。しかし、基本的には、年金運用とは、多くの加入者の代わりに意思決定するという点から逸脱しない報酬体系が望ましいのではないか。