

### オルタナ急増で様変わりした 企業年金の運用。ポートフォリオ

#### 国内債券に代わりオルタナ投資が増えるなか、 新たなポートフォリオ管理枠組みも

企業年金の運用成績はプラスリターンがおおむね続いており、安定志向が継続している。他方で、先行きの市場警戒感や運用難などから、「脱国内債券」の受け皿としてオルタナティブ投資が如実に増加しており、伝統4資産を中心とするポートフォリオが変化している。オルタナ投資のキーワードとして、「低相関」と「低流動性」が挙げられる。

JPMorgan・アセット・  
マネジメント  
グローバル運用商品部  
インベストメント・スペシャ  
リスト

國京彬



#### オルタナティブが 脱国内債の受け皿に

企業年金の運用成績はプラスリターンがおおむね続いていることから、いわゆる剰余が積み上がっている。そのうえ予定利率や期待リターンも引き下げているので、「無理しなくていい」もしくは「いかに剰余を温存するか」という安定志向のもと、多くの企業年金が保守的な

運用方針をとっている。

弊社では2011年から「企業年金運用動向調査」（以下、調査）を行っている。調査開始以降、極めて低い金利水準が続く中で、予定利率は顕著に低下している。18年調査では全体平均が2・32%で、1%台の企業年金が全体の13%を占めるまでに至っている。また、予定利率の引下げを検討中の企業年金が全体の7%あり、今後1〜2年

は緩やかに引き下がる傾向が続くだろう。ちなみに、引上げを検討している企業年金はゼロだ。

本誌16年8月8日号に、「脱・国内債券も、リスク性資産への投資は道半ば」と書いた。この状況は今も変わらない。ただ、この寄稿ではリスク性資産Ⅱ株式と定義して書いていたが、資産割合が如実に増えているのは株式ではなく、オルタナティブ（オルタナ）投資である。そのオル

タナ投資では、国内株式や国内債券の代替として、確実に予定利率を達成できる安定資産を求めている。これが、今の企業年金の姿だ。

米国の景気拡大が後期に入るなか、株式のバリュエーションは高水準に位置している。また、米国を中心に利上げが継続中であり、金利上昇（債券価格下落）懸念もくすぶり続けている。つまり、個別資産への単体の投

# 「岡野城」が遂に開城、スルガ銀行改革の本丸とは

スルガ銀行のシェアハウス関連融資に端を発する不祥事の全貌が見えてきた。審査資料改竄などによる不適切融資の手法は不動産案件全般に及ぶとされ、第三者委員会の報告を踏まえて金融庁の重い処分が予想される。そうしたなか、スルガ銀行では行政処分先んじて自ら「患部」をあぶり出そうという動きが出ている。融資手法やコンプラ体制ではなく、「企業文化」を改革する動きだ。不祥事の温床となつたスルガ銀行の文化はどのようにして醸成され、何を改革すべきなのか。

## 「中からでは変えられない」

6月28日、スルガ銀行の株主総会。シェアハウス融資に絡んで岡野光喜会長が初めて公の場に現われ謝罪したが、議案となつた岡野会長の取締役選任の賛成割合は対象者中最低の71・3%。怒号と「動議！」の声がやまぬなか、会長再任を含む議案は原案どおり可決され、閉会した。

その株主総会の前週、社外取締役・社外監査役の候補者が自発的に集まり、独立した組織を立ち上げることを決めた。「企業文化・ガバナンス改革委員会（改革委）」である。取締役・執行役員等の人事・報酬やコンプライアンス、ガバナンスなどについて取締役会に対し勧告を行い、その実施状況についても監視する組織だ。「組織を変ええるためには社内中心では何もできないと考えた」。改革委の委員長で、社外取締

役の木下潮音弁護士は話す。

改革委は、社外取締役・社外監査役が7名、社内の取締役が米山明広社長を含む3名の計10名で構成される。会社法上、スルガ銀行は監査役設置会社であり、改革委に法律上の統治機能はない。しかし、全取締役11名のうち7名が改革委に名を連ねており、取締役会もその意見を尊重せざるをえない。同じ社内組織としてすでに設置されている「危機管理委員会」とも連携しており、改革委は実質的に指名・報酬委員会と同等の権限を有する。また、スルガ銀行としても、「金融庁の業務改善命令は重い処分が予想され、内容を見てから改善計画を準備するのは1カ月以内の提出期限に間に合わない。ある程度先んじて手を打っておく必要がある」（同行関係者）と考えたようだ。一連の不祥事に対する自浄作用がようやく働き始めた。

## 「忠臣」ゆえの暴走

実は、当初案では改革委の名称は「ガバナンス改革委員会」だった。「企業文化」を加えたのはなぜか。

スルガ銀行の本拠地がある静岡県は、大きく東部・西部・中部・伊豆に分かれ、エリアごとの独立性が高く、かつ多くの地元金融機関を擁している。地銀だけでも静岡銀行、スルガ銀行、清水銀行、静岡中央銀行がひしめき、預金残高約1・6兆円を抱える浜松信用金庫をはじめ、静岡県信用金庫協会に属する信金は12金庫を数える。

この4分割されるエリアのうち、岡野喜太郎が東部・沼津の地に1887年に設立した「共同社」が、スルガ銀行の前身だ。

岡野家は太平洋戦争中、政府による地銀合併方針「一県一行主義」を拒絶し、独立性を維持したまま地域に君臨してきた。岡野光喜氏が頭取となつたのは1985年。2016年に会長に退いた後も、代表取締役CEOとして絶対的な権力を保持してきた。

岡野家の影響力は絶大であり、その求心力は地域から社員にまで及ぶ。岡野会長は70歳過ぎで、役員は50・60代という世代ギャップもあり、業務運営に関して具申できる者はいない。そして、実質の現場トップは営業部門を仕切っていた岡野会長の実弟、岡野喜之助氏（16年に死去）。喜之助氏が営業推進と取引先チェックを一手に担い、本来ブレイキ役を果たすはずの審査部門や

# 「コア業務純益」偏重主義の終焉と 地域金融機関のあるべき対応

## ビジネスモデルに応じた 本業利益指標の選択を

地域金融機関の経営で重視されている利益指標にコア業務純益がある。本業の収益力を示す指標とされ、経営計画の中心に位置付けられているほか、金融行政でも注視されている。しかし、時代が変化する中で、コア業務純益への偏重は中長期の経営健全性を損ないかねない。これからは、一律にコア業務純益を本業利益指標とするのではなく、各金融機関の目指すビジネスモデルと合致した本業利益指標を選択することが欠かせない。

### 三つのビジネスと コア業務純益

地域金融機関の中核的な収益となるビジネスは大きく分けて三つある。第1に、地域からの預金を地域中小企業等へ貸し出して収益を得る預貸ビジネス。言うまでもなく、地域金融機関の本業である。第2に、預金を有価証券で運用する市場運用ビジネス。ただし、有価証券運用

を本業と位置付けるかは考え方が分かれる。後述するとおり、コア業務純益との関係も極めて中途半端であることは否めない。第3に、手数料として収益を得る役務ビジネス。これはさらに細分化され、振込手数料やATM手数料などの決済ビジネス、投資信託や保険商品の販売で手数料を得る金融商品販売ビジネス、大規模な法人貸出のシンジケート化などによって得られる

法人手数料ビジネスなどに整理することができるとする。

図表1は、これら三つのビジネスと主要費目との関係を示したものである。コストのうち営業経費は、いずれのビジネスを行うためにも使われている。一方、預金支払利息は、預貸ビジネスと市場運用ビジネスを行うための費用となる。営業経費は投入時間や利用状況に応じて、預金支払利息は残高に応じて各

ビジネスに按分するのが妥当であろう。

金融機関の三つのビジネスとコア業務純益との関係を見ると、まず役務ビジネスでは、コア業務純益との関係は極めてシンプルであり、すべての収益や費用がコア業務純益に反映される。一方、預貸ビジネスと市場運用ビジネスでは、コア業務純益に含まれない収益や費用が存在する。



和キャピタル  
専務取締役

伊藤 彰一