

# 経営の規律が伴ってこそ生きる

## 地銀有価証券運用の外部委託

### 投資運用の規律なき「丸投げ」は 経営努力の放棄でしかない

**地**域銀行の経営環境は厳しさを増している。本業である融資事業の収益性が低下するなか、有価証券運用事業の収益が地銀決算に及ぼす影響はますます大きくなっていく。一方、世界的な超低金利環境等を背景に、有価証券運用の難易度もさらに高まっており、地銀の有価証券運用事業の運営そのものを外部委託する議論も始まっている。しかし、外部委託は利益相反リスクを内包する点も指摘されており、規律なき「丸投げ」は厳に慎むべきである。経営陣は、自ら有価証券運用に関する本質的理解を深める必要がある。

#### 私募投信の増加傾向で 高まるリスク

地域銀行を取り巻く経営環境は苦しさを増しており、コア業務純益（投信解約損益除く）は低下傾向で推移している。当期純利益も同様に低下傾向にあるが、コロナ禍の影響で信用コスト

の増加が予想されるなか、今後どの程度の影響が収益面に及ぶのか懸念される。

一方、有価証券運用事業の期間収益を積み上げることで当期純利益の落ち込みを補おうとする動きは続いており、運用利回り向上のために私募投信の保有残高は過去数年一貫して増加し

ている。地銀が保有する国債および地方債の一定程度が今後数年間で償還を迎えるなか、世界的な低金利で再投資の収益機会が乏しく、外部の資産運用会社が提供する私募投信の残高増加傾向には歯止めが掛かりそうにない。

私募投信を活用した投資運用

日本資産運用基盤グループ

社長 大原啓一



ディレクター

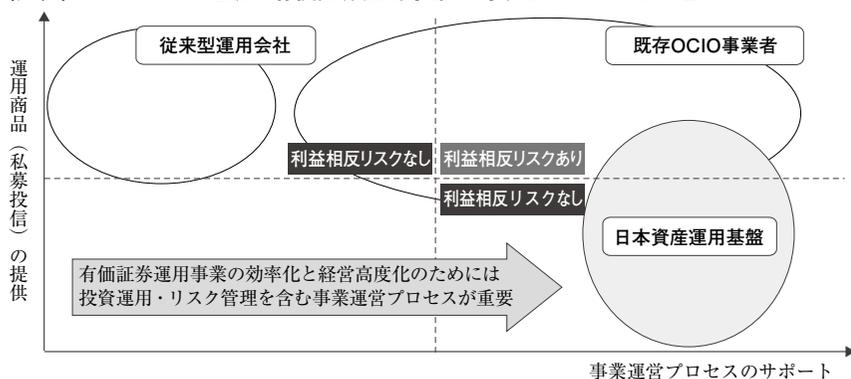
大塚文彦



方針は、外部の専門性を活用する手法として効率的かつ合理的であり、決して責められるべきものではない。ただし、株式や金利など比較的単純なリスク要

〔図表〕

地銀の有価証券運用事業に対するサポートサービス



〔出所〕 日本資産運用基盤

素を取り込むだけでは収益が見込めない市場環境において、提供される私募投信のリスク要素は多様性、複雑性を増している。また、期間収益実現等のための

売却によって保有期間も短期化しているため、リスク管理の難易度は高まらざるを得ない状況にある。

規律ある投資運用方針とプロセス、合理的な投資戦略、

適切なリスク管理体制もなく、期間収益確保のみを目的とする私募投信への投資は、外部の専門性の活用というよりも近視眼的な数字作りの試みにすぎず、安定的かつ継続的な収益を見込むべき本来の事業運営とはかけ離れたものになってしまう。地銀の有価証券運用事業が抱える問題の一つとして、専門人材の不足が指摘されることが多い。確かに、十分な専門性を備えた組織体制を整備できている地銀は多くなく、少人数で投資運用業務から有価証券決済等のバックオフィス業務まですべて対応しているケースも珍しくない。昨今の有価証券運用事業に対する期待感、同時に問題意識の

高まりを受け、中途採用によって布陣を強化しようとしても、専門人材は首都圏の大手金融機関に集中しており、地方勤務を前提にした場合、その実現は難しいのが現実である。

従って、地銀の有価証券運用事業においては、外部金融機関の専門性をいかに活用するかが重要な課題となる。この対応として、外部の資産運用会社が提供する私募投信への投資を通じて、自行では困難な金融資産への投資や高度な投資運用技術等を活用する事業戦略は適切であり、事業運営を効率化する観点でも合理的であると考えられる。ただし、この戦略は、前述のとおり規律を持った投資運用方針と適切なリスク管理等の確立が前提である。私募投信への投資は、有価証券ポートフォリオ全体から見ると部分的なものにすぎないが、個々の私募投信とともにポートフォリオ全体に対する十分なリスク分析を行い、また、適切なリスク管理やアクションプランが講じられる体制が整っていないければならない。私募投信への投資割合が高まる

なか、果たしてどれだけの地銀がそうした投資運用に伴う多様かつ複雑なリスク要素を正しく把握し、適切に管理できているのかは疑問である。金融庁が「地域銀行有価証券運用モニタリング」など各種報告書で問題提起しているのも、こうした懸念を反映したものであろう。

## 地銀OCIOサービスが孕む利益相反リスク

こうしたなか、有価証券運用事業全体の投資運用方針やリスク管理等の在り方に問題意識を持ち、事業運営プロセスの設計から実行まで事業運営全体を支援しようとする取り組みもここ数年増えつつある。このようなビジネスはOCIO（アウトソード・チーフ・インベストメント・オフィサー）サービスと呼ばれる、海外では近年、特に年金基金向け事業で大きく成長しており、本邦年金においても注目されつつある。OCIOサービスは、地銀の有価証券運用事業においても、外部専門性を活用する新たな手段として有用であり、今後その利用は拡大して

いくことが期待される。実際、地銀向けにOCIOサービスの提供を行っている事業会社は、独立系から大手金融グループ系、地銀が共同出資する運用会社まで、すでに複数存在している。

問題は、そのサービス提供に利益相反リスクをはらむ可能性があることである（図表）。OCIOサービスが提供する重要な付加価値は、地銀経営における有価証券運用事業の位置付けを明確にした上で、その事業運営が合理的に取り得るリスク量の配賦やそれに基づく規律をもった投資運用方針、投資戦略の策定、適切なリスク管理等を行うことにある。しかし、既存のOCIOサービス事業会社の多くは、これら付加価値の提供と同時に、投資運用手段として自らが運用する私募投信の提供等も併せて行っており、自社への利益誘導を行っている問題視する見方もある。

もちろん、海外のOCIOサービスにおいても、利用者である年金基金等の要望により、投資運用の実行まで受託するケースも少なからず存在する。ただ、

そうした場合であっても、資産運用のコンサルティングと実行の利益相反リスクに対応すべく、業者の選定に当たっては、年金基金等委託者側の十分な関与が強調されている。

### OCIOの課題に対応する新たな選択肢

日本におけるOCIOサービスは、地銀自身が独自のリスクで運用事業の対応が可能との認識を持っていることが多いことや、一方のサービス提供側はビジネスとしての収益化が困難であることなどから、十分には浸透していないものと推察される。ただ、地銀からすると、安心して利用できる中立的かつ利益相反リスクの小さいOCIOサービスが少ないことは、有価証券運用事業を運営していく上での選択肢が限られるということにはほかならない。

このような問題意識から、日本資産運用基盤グループが今年度から新しく立ち上げたのが、「地銀向け総合型OCIOサービス」である。本サービスは、既存のOCIOサービスの問題

点を克服するため、私募投信の提供等は一切行わず、有価証券運用事業全体のガバナンスやプロセス構築支援に重点を置いたサポートに注力することで、利益相反リスクの排除を徹底することを基本としている。

また、「総合型」と称しているように、有価証券運用事業全体のRAF（リスク・アベタイト・フレームワーク）構築・導入や事業へのリスク量配賦、投資運用方針策定、投資運用およびリスク管理業務の支援のみならず、パートナー企業と連携した有価証券管理システムの効率的な運用や事務外部委託等まで、地銀の有価証券事業において総合的なサポート提供を目指している。

### 有価証券運用における「3つのアンチテーゼ」

同サービスの提供を通じ、これまで当然のように捉えられてきた考え方に對して、当社が提唱したいアンチテーゼが3点ある。

1点目は、「最も重要なのは運用能力ではなく、事業運営プ

ロセス」だということだ。安定的かつ継続的な収益の獲得という有価証券運用事業の目的に對して、優れた投資運用能力や投資商品こそが重要との考え方が少なくないように感じられるが、本当にそうだろうか。地銀の有価証券運用においては、確かに優れた投資商品への投資こそがカギとの考え方もあるが、投資商品のリスクやリターンは市場環境次第で変わり得るものであり、長期間にわたって商品が有効に機能し、安定的な収益獲得を期待することは合理的でない。従って、事業運営の中心に据えるべきは、制御可能な事業運営プロセスの高度化であり、自ら制御することが困難な投資商品の収益性などではない。

中長期的に想定される市場環境に對して、最適と考えられる投資運用方針を策定し、それを基本とした各局面での事業執行の裁量やアクションプラン、リスク管理方針等を定める事業運営プロセスを確立し、規律をもつてその運用に当たることこそが、最も重要であるというのが当社の考えである。投資運用能

力や個々の投資商品は、あくまでこの事業運営プロセスの中の実行手段として位置付けられ、そこで効果を発揮するべきものにすぎず、それらありきで有価証券運用事業の運営が語られるべきではない。

2 点目に、「専門性の不足は現場ではなく、経営側の問題」であることを指摘したい。地銀の有価証券運用事業については、事業執行の現場に専門人材が不足していたり、体制が脆弱であったりと、問題はもっぱら現場にあるかのように語られることが多いように感じられる。ただ、有価証券運用事業の運営の成否は個々の投資行動等で決まるものではない。長期的に見た場合、確立された事業運営プロセスに基づいて、適切にリスク量が配賦され、投資運用方針の策定と実行、リスク管理等が行われているか否かが、成否を左右する。

性」とは、投資商品や市場動向等に関する細かな知識ではなく、投資運用の本質的な在り方の理解を意味する。つまり、業務を通じた知見の蓄積が一定程度ある現場に対し、適切なコミュニケーションを取り、牽制を効かせつつ、事業運営プロセスを監督することができる経営人材が不足している点が真の問題だと当社は考える。地銀の経営者も、以前に比べて徐々に有価証券運用事業に対する意識を強くしていると思われるが、問題の真因は自らにあることをあらためて認識すべきであろう。

3 点目として、「丸投げ」ではなく、参謀的機能を活用すること」が挙げられる。外部の専門性の活用という点で、有価証券運用事業そのものを外部に丸投げすべきであるという極端な意見を耳にすることが増えている。

しかし、有価証券運用事業が地銀の本業ではないという考え方はあるにせよ、現実問題として、地銀経営において重要な事業の一つであることは間違いない。それを自行の専門性不足等

を理由として、外部の金融機関にすべてを委ねるといふのは、経営努力の放棄にほかならないように思われる。仮に丸投げした結果、運用収益が赤字になったとしても、自らの経営責任ではないと言いつてもいい。地銀の経営者が外部の O C I O 事業会社等に期待すべきは、事業運営に関わる判断を委ねることではなく、その専門性を参謀的に活用し、自らが責任を持つて下すべき判断の精度を高めることであろう。すなわち、事業運営に必要なリスク量配賦や、中期投資運用方針、リスク管理およびアクションプラン等の策定、そのメリット・デメリット等の可視化といった検討プロセスにおいて、「参謀」の助言を得るといふことが外部専門性の望ましい活用方法ではないだろうか。

後の有価証券運用事業の在り方を考察する上で参考にしていただければ幸いである。

おおはら けいいち  
 東京大学法学部卒、10年ロンドンビジネススクール金融学修士課程修了。野村資本市場研究所を経て、興銀第一ライフ・アセットマネジメント（現アセットマネジメント One）で主に事業・商品開発業務に従事。15年マネックス・セゾン・バンガード投資顧問創業、17年9月まで同社代表取締役社長。18年5月から現職。

おおつか ふみひこ  
 ロンドン・スクール・オブ・エコノミクス大学院卒。81年東京銀行（現三菱UFJ銀行）入行。パトナム・インベストメンツ等を経て、15年マーサー・インベストメント・ソリューションズ代表取締役社長。BFCアセット・マネジメントとの合併後は、18年12月までマーサー・インベストメンツ副社長執行役員兼運用部長。20年4月に地銀向け O C I O 事業責任者として日本資産運用基盤グループに参画。