

# 投資家としての企業年金

植村博明<sup>1</sup>

平成 26 年 3 月 12 日

## はじめに

2013 年の日本株式市場は、久しぶりの活況であった。2014 年に入ってその勢いはやや足踏み状態とはなっているものの、いわゆるアベノミクス効果によって、資産市場から日本経済復活の足がかりつかもうとする挑戦は続いている。株式相場上昇の主体はあくまで海外投資家であり、2013 年の年間買い越し額は 15 兆円にも達する。わが国の法人投資家は 4.8 兆円の売り越し、個人投資家は 8.8 兆円の売り越しだった。

いまや日本株取引の外国人比率はおよそ 6 割。国内投資家のキー・プレーヤーでもある年金投資家は、企業の成長資金提供の場である日本株式市場に目をそむけたままなのだろうか。グローバル投資と投資資産の多様化が進められる中で、日本株のみに焦点を当てるのは、視野をせばめるだけであろう。だが、投資家として、とりわけ企業年金の投資家としての『顔』は、どう形づくられているのか、点検してみる良いタイミングだと考える。

## 1) 運用管理者と運用者の関係

年金基金はプロの投資家かアマの投資家か、ということが良く議論になる。年金基金は投資信託、銀行（有価証券投資分）、生損保と並んで代表的な機関投資家である。運用資産規模で見れば、2013 年 3 月末現在、公的年金 176 兆円、企業年金等は 101 兆円の合計 277 兆円もの巨大投資家である<sup>2</sup>。一般には、当然、アマの個人投資家とは違うプロの投資家であると理解されている。

ところが実態は、企業年金基金に絞ってみても、各企業の関連部署の人材をあてがって何とかしのいでいる状況であり、巨額の資金を運用する窓口にふさわしい体制かどうかは、再考しても良いように考える<sup>3</sup>。現在の金融商品取引法では、金融商品取引業者の顧客となる投資家について、知識、経験、財産の状況に応じて、いわゆるプロとアマの区分けをしている。

プロの投資家は適格機関投資家とされ、それ以外の一般投資家とは区別している。適格機関投資家となれば、有価証券に関わる専門知識があるわけだから、自己責任で投資判断ができる。銀行、保険会社などは当然対象となり、年金基金も一定規模以上あれば届出によって適格機関投資家になれる。

金融庁のサイトを見ると、平成 26 年 3 月現在、企業年金基金で適格機関投資家に届け出ているのはわずか 3 件<sup>4</sup>。大多数は形の上でもアマの投資家なのである。

現実には適格機関投資家になってもそれほどのメリットはなく、年金基金の中には適格機関投資家の言葉すら知らない人がいる。

そもそも、プロの投資家とアマの投資家にきちんとした線が引けるのだろうかとか疑問を持つ人もいるだろう。個人レベルでは確かに、難しい。極端なことを言えば、有力銀行のファンド・マネージャーが、たまたま社内移動で他の部署から異動したばかりでも、初対面の人は、その人の名刺を見て『この人はプロだ』と断じてしまうかもしれない。金融機関や生損保などの場合、個人ではなく組織としてきちんと対応ができているから、だれがみてもプロの投資家である。

年金基金の場合は、やや事情が異なる。組織の人材面で脆弱なだけではなく、実際問題として、年金基金は資金運用者におカネの運用を委託しているに過ぎない。年金基金の担当者自身はファンド・マネージャーではない。つまり資金の運用者ではなく、運用管理者の立場となる。これが年金基金の本当の姿だと言ってよい。投資家保護の立場から、プロとアマの線を引きたいところだが、年金基金となるとどうしてもあいまいな部分が残る。

この資金の運用担当者と運用管理者は、いったい、どのような関係がよいのか。

経営学の世界では、メーカーと一般消費者との間に圧倒的な情報の格差があった場合、操作型マーケティングが可能だとされてきた。製造者が食品であれ自動車であれ、衣料品であれ何であれ、豊富な情報宣伝費をつぎ込み、例えば『このお菓子は他社のよりもおいしい』と消費者に思い込ませて、消費を誘導してきたと言われる。

ところが、近年になってネット社会への移行とともに情報入手のツールが増え

ると、消費者も情報武装し始めた。SNS（ソーシャル・ネットワーキング）などによって、消費者間の情報の流通が活発になったこともあり、消費者の自己主張も目立つ。メーカーの思惑通りには消費者は動かなくなってきた。

安ければ売れるはずの食品だったのに、多少割高でも添加物が少ない食品の方が、良く売れるケースが出てきたなどは好例である。ふんだんに機能を満載した高機能洗濯機が売れるかと思うと、単機能だが価格は相当安いという洗濯機に人気が出たりする。従来とは逆に、消費者がメーカーを振り回している。野菜にいちいち産地名とその生産農家の名前まで印刷して、消費者と生産者がお互いに納得し合える双方向型の商品もどんどん増えている。生産者が圧倒的に優位な状況は終わってしまった。

## 2) 振り回された年金基金

これを資金運用の世界に当てはめると、運用機関側の情報量は圧倒的に多く、営業攻勢によって、ユーザー側、つまり年金基金を振り回した状況が続いたのではないだろうか。いわば、製造業やサービス業における操作型マーケティングが、少なくとも最近までは可能だった、と思わざるをえない。

そうでなければ2012年に起きたAIJ事件のような不祥事が、局地的ではなく、全国的な規模で広範囲に起きるわけがない。AIJ事件の教訓は、一部の悪質業者を追放することだけで解決させるのではなく、業界の構造問題として運用管理者である年金基金が向き合うべきだろう。

年金運用会社が主催する年金運用セミナー、勉強会は東京都内ではひんぱんに開かれている。ここでしばしば登場するのは、米国最大の年金基金カルパース（CALPERS, カリフォルニア州職員退職年金基金）の事例である。カリフォルニア州の公務員、学校職員などで構成され、その規模は全米最大。巨額の資金と積極的な運用姿勢で知られる機関投資家だ。

カルパースのサイトを見ると、投資資産は2013年10月31日現在2770億ドル（約28兆円）。投資先はグロース66%（上場株式55%、未上場株式11%）、インカム15%、実物投資10%（不動産9%、インフラ・森林投資1%）、絶対収益追求型2%などとなっている。関係者は投資の内容がいわゆるオルタナティブへの投資が多いのが特徴だと強調する。近年ではインフラ投資に積極的に取り

組むなど新規分野への投資についても、意欲的だ。

米国の『先端事例』を引き合いにして、わが国の年金基金にも、より一段の分散投資、新規投資をと呼びかけるのが年金セミナーのねらいなわけだが、カルパースはその運用規模の大きさや公的年金であることなどを考えると、そっくり日本企業の年金基金に当てはめるわけにはいかないのは自明であろう。

ちなみにカルパースの全役職員は約 2600 人、うち運用に直接関与している人間は 220 人。運用部隊を支えるITや人事・総務などの人員も必要なので、仮にカルパースの運用部門が独立した存在だったとしたら、『300 人から 350 人程度の規模』<sup>5</sup>だと推測される。こうした体制があつてこそ、一部自家運用はあるものの、巨額の資金を、多様な形で外部に運用委託できる。

とりわけ米国の場合、労働市場の流動性が高いので、運用会社できちんとした実績をあげスキルを磨けば、年金基金や大学基金、各種財団などへ転職するケースが多い。その意味では、高度専門職の人材の層は厚い。わが国でも、年金基金でこうした人材を引き抜くケースが目立つようにはなってはきている。だが、全体としてみれば企業内グループにおけるポスト確保の意味もあつて、まだまだ企業の『生え抜き組』を活用して、何とか人材難を乗り越えたいのが企業の本音だろう。

### 3) プロではないが、プロ並み

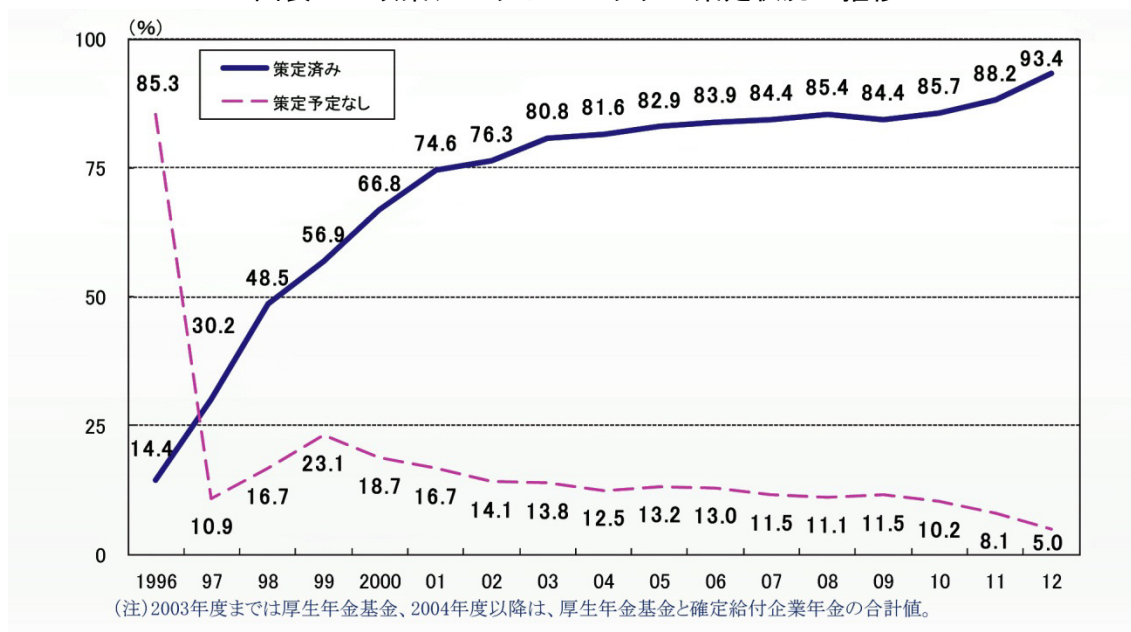
年金基金は運用管理者なのだから、実際のファンド・マネージャーのような知識ではなく、一般の社会常識を働かせ、経営者や労働組合など利害関係者に平易に説明できることが重要だと説いて回る人がいる。まったくその通りだと思う。同時に、それだけで投資家として、十分に満足できる水準なのかとなると、やはり疑問がわいてくる。

年金投資家は、個人の投資家と違い、基本的に他人のおカネを預かっている。しかもその運用の中身は過半が元本保証のないリスク性資産。運用の専門家に委託するとは言っても、かなりの高度の金融・資産運用知識を持ち、委託先の運用業者と渡り合うつもりで、仕事を進めることが要求される。もちろん年金基金の中で、大変勉強熱心で、意欲にあふれ、業界用語を使って、運用業者をたじたじとさせる人も結構いる。そういう人々も、よくよく話を聞くと、結局

は、単なる『相場好き』の域を出ないレベルの人も少なくないのではないだろうか。

かつて、年金資産運用はその9割が資産配分で決まってしまうので、アセット・ミックス（資産配分）がすべてだ。あとはどこの運用会社に任せても、そう大きな違いはない、と言われた時代があった。企業年金連合会の調べでは、9割以上の年金基金がアセット・ミックスを作成している（図表1）

図表1 政策アセット・ミックス策定状況の推移



ところが、この10年の金融技術の発展は目覚ましいものがあり、リーマン・ショックという手痛い打撃も経験した。リターンの源泉をもっと意識して、同じ債券でも国債と事業債と高利回り債とでは性格が違うとか、リスクそのものの量的把握についての研究が進んでいる。冒頭に述べた日本株への投資についても、こうした脈絡の中でとらえて行くべき問題であり、単純に自国の資本市場の行く末だけを考えるべきだなどと指摘するつもりはない。

近年、じわじわとその存在感を増しているオルタナティブ(代替投資)を、例に挙げよう。

代表例であるヘッジファンドについていえば、プロ中のプロのファンド・マネージャーが腕を競う私募投信である。しかも租税回避をねらってタックス・ヘイブンの場所に本拠を構える外国籍の私募投信が圧倒的多数を占める。もう

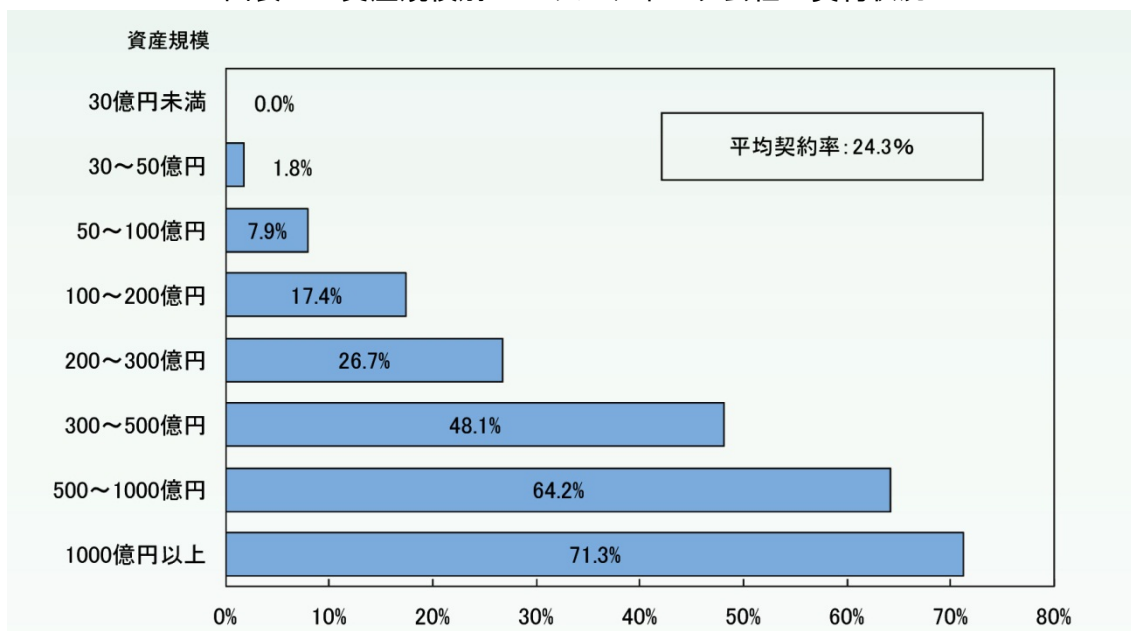
これだけで、十分にわかりづらい。

加えて、英米で発達した運用手法ということもあり、仕事の役割分業もある。ファンドの運用だけでなく、その周りにプライムブローカー、アドミニストレーター、カストディアン、監査法人などの業者があり、全体として一つのスキームをつくっている。書類は英文が多い。これを完全に掌握するのは、アマでは困難さを伴う。

運用管理者として高度の見識を身に付けたとしても、ここは専門のコンサルタントやゲートキーパーなどを活用して、その意見を尊重する道を選ぶべきだろう。自称、目利きというコンサルタントもたくさんあるから、どこのコンサルタントを雇うかも重要となる。それなりのコストと時間をかける必要がある。企業年金連合会の調査では、運用コンサルティング会社と年金基金の平均契約率は24.3%である。(表2)

第三者のアドバイスをもらえば、良いのかとなると、そうでもない。他人のおカネを預かる年金基金が、運用を任せるファンドの評価をゲートキーパー任せでいいのか、と言う声は出るだろう。個々のファンドの内容を十分に理解して、その評価をする。それについての意見を第三者に頼むのが基本だろう。機関投資家であるにも関わらず、ファンドの運用会社以外におカネを払うことの重みはかみしめるべきだ。

図表2 資産規模別コンサルティング会社の契約状況



企業年金は、中小企業の集合体を基盤とする厚生年金基金と、比較的規模の大きな企業を母体とする確定給付型企業年金基金に大別される。厚生労働省が平成24年3月に全国の558の厚生年金基金に絞って運用体制を調査したところ<sup>6</sup>、運用に携わる役職員の約6割が非常勤、約8割が兼任、約9割が資産運用関連業務の経験がない、と回答してきている。確定給付型企業年金基金を対象に調査を行えば、また違った結果が出るだろうが、年金投資家はアマチュアではあるが、同時に単純なアマでも困る。

資金運用に資格検定1級、2級などという制度はなじまない。だが、やはり年金投資家はプロ並みの見識を目指すべきだ。それで、年金投資家がプロの投資専門家と同じ土俵で競えるかとなると、究極的には無理だろう。マーケットの微妙なアヤをいち早く読み、最先端の投資手法を駆使した運用はプロにはかなわないとわかったうえで、なお、さらなる高みを目指さねばなるまい。年金基金の投資家としての『姿』は、相当に練達した渋みのあるものともいえる。

#### 4) パラダイムの変化

わが国なりの企業風土にあった形で、年金投資家の育成を考える時期に来ているように思える。それには、実態的に年金運用を年金基金まかせにしないことから始めるべきではないか。従業員や経営者などの利害関係者が、もっと年金運用について積極的に関わり、結果として年金基金を中心とする年金投資家を育てる土壌づくりとあってよい。運用会社との連携も必要ではあるが、年金基金と運用会社は、基本的には運用報酬を媒介としたビジネスで成り立っている以上、まったく同じ船に乗るわけにはいかない。

基金型の年金基金の場合、代議員会や理事会が設置され、労使合意を受けたうえで、事業主が年金基金と相談しながら年金運営を行っている。年金委員会あるいは資産運用委員会などで定期的に状況をチェックするようになっており、年金基金の独走は許されない。その意味では、ガバナンスの体制は整っているように見えるのだが、肝心の年金運用に関する関心はいまだ低い。

働き手である従業員にとってはまさに、わが身の問題なのだが、資金の規模が大きく資金運用の専門性もあって、きちんと実態を理解するのが困難という人も少なからずいる。

しかし、状況は変わりつつある。連合は2010年12月に『ワーカーズ・キャピタル 責任投資ガイドライン』<sup>7</sup>を作成、年金基金について、社会的な存在として、もっと企業や社会に対する直接・間接の影響を考慮すべきとの考え方を打ち出した。

個々の従業員にとってDC（確定拠出型年金）の広がりなどにより、老後の生活について自己責任で投資の設計をする必要に迫られている。資金運用に対してこれまでなじみのなかった人にとって、心理的な抵抗感は薄まるはずだ。企業サイドでも、従業員に対する継続的な投資教育を行い始めており、必然的に従業員が自身の属する年金基金について関心を高めてくると思われる。

さらに2014年から導入されたNISA（少額投資非課税制度）によって、個人の資本市場へのアクセスが増えるだろう。年金運用の前提となる株式・債券。為替市場への基礎的理解は、一段深まることも期待される。

経営者についても、同様である。単に四半期、あるいは年間の年金資金の運用成績をみて一喜一憂するだけでは、不十分と言える。経営の長期戦略と年金資金の持つ長期運用の性格をかみ合わせて、どれだけ投資についてリスクを取れるのかは、すぐれて経営判断の一環となる。投資対象についてのリスク分析が一段と精緻になっているだけに、経営者はひとつひとつの投資対象について、リスクとリターンの議論に積極的に加わっていただきたい。

こうして、従業員、経営者、年金基金の三者が活発な意見交換を進めるなかで、年金投資家としての年金基金の実力、発言力は高まってくるに違いない。従来の『孤立した』年金基金からの、パラダイムの転換である。

## おわりに

高齢化社会の到来を背景に、公的年金の見直し論議が高まっているが、議論の過程で、公的年金を補完する企業年金の役割を改めて指摘する声が上がっている。少しでも安心できる老後の生活を確保するためには、企業年金を持続させることが大切だとの点では、大方の共通認識を得られるだろう。そこで、企業年金の資産を蓄積していくために、年金投資家としての役割・位置付けについて問題点を整理したわけだが、改めて企業年金を取り巻く利害関係者のコミットメントの重要性を強調したいのが本稿の趣旨である。



- 
- 1 年金シニアプラン総合研究機構。本講は私見に基づくものであり、所属機関を代表するものではない。
  - 2 野村総合研究所 日本の資産運用ビジネス 2013/2014 p3
  - 3 年金シニアプラン総合研究機構 調査研究報告「経営者目線からの企業年金革新」平成 25 年 4 月 3 日
  - 4 金融庁ホームページ 平成 26 年 2 月現在
  - 5 ニッセイ基礎研究所 保険・年金フォーカス 平成 25 年 12 月 18 日
  - 6 厚生年金基金の運用体制等に関する調査結果。厚生労働省。平成 24 年 3 月 1 日現在
  - 7 連合ホームページ 『くらし・政策』の項