

企業年金による成長への投資

植村博明¹

平成 27 年 4 月 2 日

はじめに

公的年金による日本株式への投資増大が大きな話題となる中で、企業年金の日本株投資は一向に盛り上がりを見せない。わが国の機関投資家の各セクターのうち、企業年金は重要なプレーヤーのひとつなのだが、このまま日本株と距離を置く姿勢が望ましいのだろうか。

日本経済のエンジンは日本企業である。企業が成長しない限り、日本経済の持続的な発展はおぼつかない。企業年金による企業成長への投資が大きくなる事態は、資金の最終的な出し手である勤労者にとって、長期的な時間軸で考えると、メリットをもたらさない心配すらある。

折しも、日本版スチュワードシップ・コードが 2014 年 2 月に取りまとめられ、徐々にではあるが、機関投資家と企業との関係を見直そうとする認識が高まってきた。年金を含む機関投資家が企業との『建設的な対話』を通じて、良い意味での緊張関係を保つことが、結果的に企業成長を後押しする。スチュワードシップ・コードの普及・浸透を触媒とする企業成長は、国の成長戦略の一環である。

企業年金による成長への投資について、改めて点検してみた。

1) 公的年金とは対照的な動き

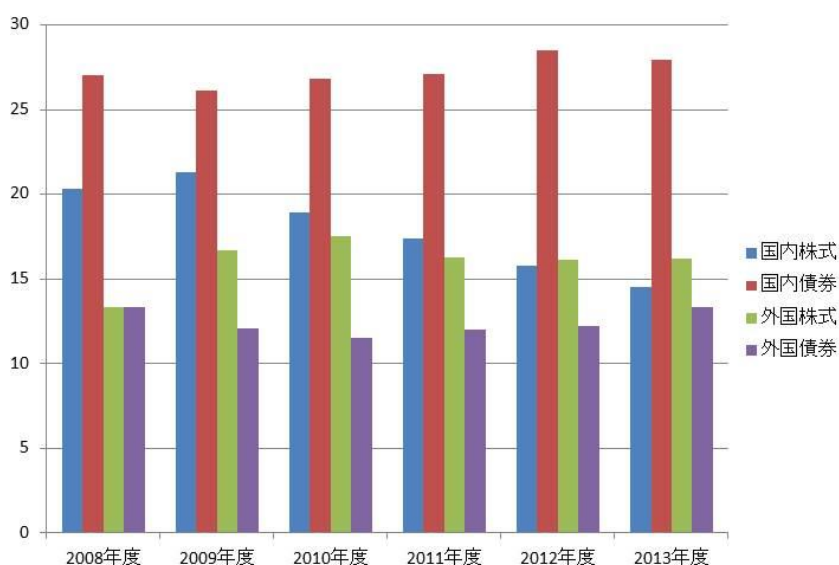
野村総研の調べによると²、わが国の企業年金の資産残高は、2014 年 3 月末で 97 兆円ある。内訳は、確定給付 (DB) 型年金が 54 兆円、厚生年金基金は 31 兆円など。この企業年金資金の運用を見ると、企業年金連合会が日本株に投資している資産残

¹ 年金シニアプラン総合研究機構特任研究員。本稿は私見にもとづくものであり、所属機関を代表するものではない。

² 日本の資産運用ビジネス 2014/2015 野村総合研究所

高の割合を調べたところ³、2014年3月末で14.5%と15%を下回ってしまった。これで2009年度の21.3%を境に4年連続の低下となる。ピークが2005年度の30.8%だったから、およそ10年間近くで資産残高の割合は半分まで下がった。このトレンドは2014年度に入っても、大きく変わらなかったとみられる。

図表1 主な資産の構成割合(企業年金連合会調べ、単位%)



これに対して、公的年金は大きな動きを見せた。代表格の GPIF (年金積立金管理運用独立行政法人)は、資産構成を抜本的に見直し、日本株の比率を従来の12%から、一気に25%にまで引き上げた。GPIF に追随する形で国家公務員共済、地方公務員共済、私学共済なども国内株式の比重を増やすことになり、株式市場では『公的年金の買い』が大きな注目点になっている。

企業年金が日本株買いに回らないのは、いくつかの事情がある。

①リーマン危機以降の株価低迷が年金運用の足をひっぱり、運用利回りが加入者に約束した予定利率に達しなかったことが、企業を慎重にさせた。不足分は企業が負担する。2014年4月からの退職給付会計の改正に伴い、退職給付に関する未認識債

³ 企業年金資産運用実態調査結果 (2013年度) の概要 企業年金連合会

務をただちに企業会計に反映させることになったため、余計、企業は保守的になった。

②一方で、運用難の長期化に耐え切れずに、企業は予定利率の引き下げに取り組み、今や1～2%に主流になっている。これならば、リスクが相対的に高いとされる株式投資の比重を増やさないで、堅く運用していても何とかなるという心理も広がった。

③厚生年金基金の場合、基金制度そのものの実質的な廃止が決まり、将来的に基金の解散に向かうところが多い。代行部分の運用実績がGPIFの運用実績とかい離するのを恐れて日本株の比重引き上げに動くところもある。しかし、今後は代行資産の国への返上に備えた解約をしなければならず、基本的には日本株投資の増大にはつながらない。

④最近では確定拠出(DC)型年金が広がっている。資産残高的には2014年3月末で7.5兆円と、確定給付型年金には遠く及ばないが、件数での伸びは著しく、資産も着実に増加している。しかし、企業が従業員に用意する商品は、投資教育が十分ではないこともあり、元本確保型が目立つ。20歳代の若者に富を蓄える金融商品として、元本確保型を提供するのは、いびつな形である。現状のままでは、確定拠出型年金からも日本株式へ資金の流れがどんどん増加するのは、考えにくい。

2) 企業との関わりこそ生きる道

では、このまま企業年金は、企業との関わりを強めないでいいのだろうか。結論から言うと、そんなことは決してないと思う。

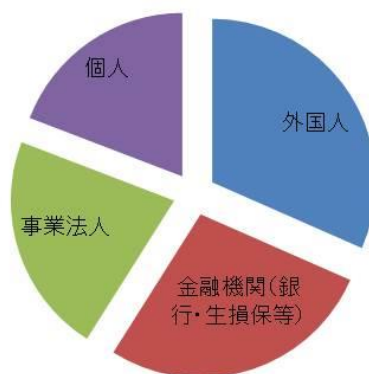
年金資金は、根元的には個人と社会をつなぐものである。企業年金の場合、個人(勤労者)の集合体が年金基金という『窓口』を通じて、数十年かけて資産を増やす。それは属する社会の持続的な成長なくして実現しない。

その役割を果たすべき企業年金が、大まかな資産運用構成だけを決めて、あとは信託銀行、生保、投資顧問などの運用会社にお任せ。気になるのは目先の運用成果だけだというのは、いささか社会的責任という意味でも問題があるように思われる。年金基金は単なる『ゼロ儲け』の組織でなく、より良い社会の形成のために資金を回し、それが個人の幸福にもつながるといふ社会の好循環づくりの一翼を担うはずだ。

そんな折に、日本版スチュワードシップ・コードが出来た。所有と経営の分離が進む現代の資本主義の下では、所有者(株主)が経営に対して目を光らせ、おかしな点は指摘し、良い点を伸ばすように株主が経営者とディスカッションを進めないと、経営が緩んでしまう。経営に緊張感を持たせることが、経営の収益力を高めることになり、株主利益に直結する。

わが国では大口の株主は、機関投資家である。東京証券取引所の平成 25 年度株式分布状況調査によると、金額ベースで見た投資家別の株式保有状況は、都銀、地銀、信託銀行、生保、損保などの金融機関が26.7%。事業法人等が 21.3%といわゆる機関投資家が全体の半分を占めている。株主名簿には、有価証券を管理する金融機関など(カストディアン)の名前が出てくるため、実際の株主は把握しにくい。企業年金が有力な存在であることは間違いない。

図表2 平成25年度株主分布(東証調べ、金額ベース)



機関投資家は資金運用のノウハウを豊富に持つ資金運用会社と、資金そのものを持つが運用は専門の資金運用会社に委託する資産保有者(アセット・オーナー)に分かれる。資産保有者の代表選手は、年金基金である。資金運用会社と年金基金が連携して、株主パワーを強めれば、日本企業の持続的な成長をもたらす起爆剤となる。

金融庁のホームページを見ると⁴、平成 27 年 3 月 12 日現在、日本版スチュワードシップ・コードの受け入れを表明した機関投資家は合計 184 にのぼる。内訳は信託銀行等6、投信・投資顧問会社等 129、年金基金等 21、生保・損保 21 その他(議決権行使助言会社他)7。

事柄の性格上、資金運用会社が受け入れの中心になるのは、当然のことだが、もう一方の柱である年金基金はわずか 21 しかなく、それも国民年金基金連合会、東京都職員共済組合、企業年金連合会など公的な性格をもつものと、銀行、信託銀行の企業年金基金ばかりであり、金融機関を除く一般企業の年金基金とみられるものはわずかに一例しかない。

金融庁では、このような事態を想定してか、わざわざ『機関投資家の皆さまへ』という別項を設けている。機関投資家の前向きなコード受入を要請するとともに、下記のように記している。

『特に、資産保有者としての機関投資家(アセット・オーナー)による受け入れは、本コード推進の駆動力の一つであり、大きな意味を持っています。
「受け入れ表明」「スチュワードシップの基本方針」等については、自己のウェブサイトで公表いただくことが原則ですが、年金基金をはじめウェブサイトを持っていない機関投資家におかれては、金融庁指定のメールアドレスに送付して頂き、金融庁のウェブサイトに掲載することも可能としておりますので、前向きなご判断を歓迎いたします』

これだけの呼びかけをしても、企業年金からの反応が薄いのは、それなりの理由がある。

①年金基金といっても、運用担当者は常務理事たったひとりである。数年間でポジションを異動するのが、通例だ。

②年金基金は多くの場合、人事部門の出先機関として位置づけられており、人材もその方面の出身者である。運用に関しては、母体企業の経理・財務部門が絡むが、母体は基本的に母体企業に対する決算面への影響に関心があり、年金基金の資金運用の成績は見ても、その投資理念のありかたについての議論は後回しになる。

⁴ 日本版スチュワードシップ・コードを受け入れた機関投資家は、平成 26 年 6 月 10 日現在 127、同 9 月 2 日現在 160、同 12 月 9 日現在 175 だった。

③理事会、代議員会などの場では、経営者、労組などの関係者が参加するが、年金資金のあり方についての問題意識、基礎知識がない。加えて、関係者に説明し、理解を得るべき役割である年金基金関係者も、①、②の事情からかみくだいて説明するだけの力量に乏しいケースが目立つ。

だが、現状をなげいているだけでは、企業年金(株主)による企業経営の収益力アップの働きかけ、企業収益向上による日本経済の成長戦略推進という本来のねらいとはかけ離れ、企業の低収益体質の温存、機関投資家の資金運用力の低下という負の循環に入ってしまう。

3) 機関投資家が企業成長を後押し

スチュワードシップ・コードの考え方は、英国で始まった。リーマン危機がもたらした世界的な金融市場の混乱、世界景気への悪影響を教訓に、こうした事態を二度と起こさせないためには、英国では株主が本来持つ機能をもっと強化すべきだとの結論を出した。年金、保険、投信などの機関投資家は、最終利益者である個人・勤労者を守る責任があるのに、それが不十分だったというのだ。

英国では2010年にFRC(財務報告評議会)⁵が、上場企業一般を対象にスチュワードシップ・コードを制定したあと、2012年には経済学者のジョン・ケイ氏がケイ・レビュー⁶を公表した。投資家が短期主義に走ることに警鐘を鳴らしたもので、このレポートをきっかけに長期投資を社会に定着させるための様々な動きが具体化してきている。

一方、米国ではリーマン危機の反省として、金融機関の暴走を止めることに主眼がおかれた。訴訟社会の米国では細かくひとつひとつのルールを決めていく細則主義が柱となっているのに対し、英国では大まかな原則を決めて、あとは個々の企業が対応するというソフトな形になっている。

⁵ FRC (Financial Reporting Council) 独立した規制組織で、スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードの作成、普及・啓もう活動を推進している。企業の財務報告基準の作成・改訂も行っている。

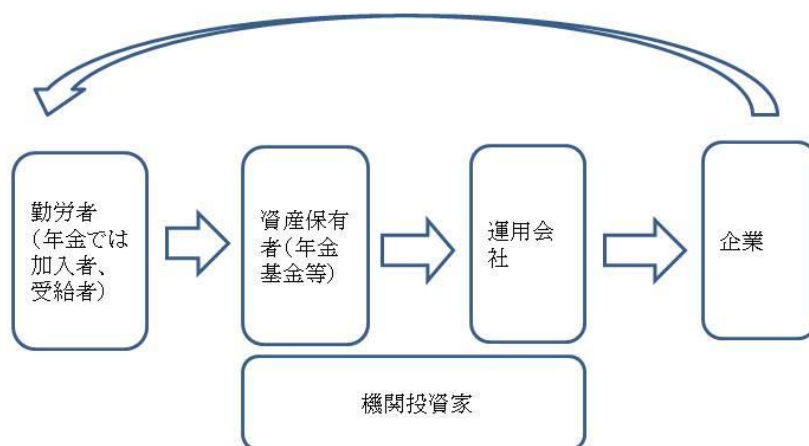
⁶ John Kay氏はLSE(London School of Economics)客員教授、FT(Financial Times)紙への定期寄稿家などを務める。ケイ・レビューは英国政府からの要請により、株式保有構造、上場企業のコーポレートガバナンス問題など、英国株式市場が抱える構造問題を指摘した。

日本の場合、英国方式をひな形にしているものの、日本経済を強くするには企業の稼ぐ力を飛躍的に伸ばすことが前提になるとして、そのために株主(機関投資家)の企業経営に対する大胆なコミットメントが欠かせないと位置づけたのが特色である。

スチュワードシップ・コードの普及と連動する形で、金融庁と東京証券取引所は、ことし6月から企業統治方針(コーポレートガバナンス・コード)を実施することを決めた。経営から独立した社外取締役を2人以上選ぶように促すことなどが柱で、企業経営そのものの透明性を高めるのをねらっている。社外取締役は、株主利益の代弁者の役割を持つ。

この2つのコードを軸にして、いわゆる仲間内だけの論理で意思決定を進めていく日本的経営の負の部分を取り払おうとしている。つまり勤労者からスタートして、資産保有者、資産運用会社、企業へと投資の循環(インベストメント・チェーン)をプラスの方向に導くことが国富の増大につながる。

図表3 投資の好循環(インベストメント・チェーン)



4) カギは運用会社の体質改善

わが国の機関投資家は期待されるような役割が果たせるのか、少し、細かく見てみよう。

機関投資家は年金基金などの資産保有者が、市場に直接アクセスする運用会社に資金を委託する。委託者と受託者の関係であり、受託者である運用会社は、委託者である年金基金に最大限のメリットをもたらすよう全力を投じる忠実義務を負う。

資産保有者も運用会社も共に機関投資家ではあるが、投資のプロという意味では情報量・スキル等あらゆる意味で両者は非対称の存在である。スチュワードシップ・コードの実践においては、運用会社が企業経営にいかに関与するかが大切になる。

そこで問題は、そもそも運用会社に企業の収益力を高められるような対話ができる能力があるか否か、である。四半期決算の定着以来、アナリストの日常業務は次から次へと来る短期の企業業績の予想と評価に追われ、経営陣への質問も目先の事業展開に終始している。少なからぬ数の企業経営者が海外でのアナリスト・ミーティングに嫌がらずに出ていくのは、『質問がグローバルな視点からの環境変化や、それを踏まえた企業戦略の核心を突くものが多く、自社の今後を考える上で勉強になるからだ』という話は良く聞く。

最近、見直し機運が出ているものの資産保有者への商品提供はTOPIX連動型商品が多く、アクティブ運用においてもTOPIXからのかい離が目安になっていた。人材面で弱体な年金基金がわかりやすく、かつ年金基金の運用担当者が加入者や受給者に説明しやすいという側面はあった。だが、運用会社による指数連動型の商品開発偏重は、運用会社が受け身の姿勢で市場に立ち向かうことを意味する。これまで企業と十分に『対話』をする訓練をしていなかったともいえ、運用会社の『対話』する力の向上につながらなかった。

日本の運用会社は大手金融機関の系列にあるところが多い。運用会社の経営が他社横にらみを基本とするならば、エンゲージメントの世界ははるかに遠い。

英国版スチュワードシップ・コードにあった『機関投資家は、適切な場合には、他の投資家と協調して行動すべきである』とのくだりは、日本の慣行にはなじまないとして、日本版スチュワードシップ・コードでは見送られた。

識者の間では『日本では運用銘柄を公表しない慣習がある。英国の場合、株主総会のシーズン中では、毎週 40 人-50 人の投資家で電話会議行うこともある。基本情報は共有される』『日本では責任ある投資家の団体(投資家フォーラム)のように自発的に機関投資家が集合して議論する場がない。機関投資家どうしの情報共有がない』⁸などの指摘が目立つ。

運用会社が今後、エンゲージメント活動を本格化させるのに伴い、経営者との年間面会日数、統合報告書の作成、議決権行使の基準など外形的な事柄は急速に整うだろう。問題は、それ以上に企業経営者の方から近寄ってくるようなクオリティの高い指摘・提言をいくつ出せるかが大事になる。

わが国企業は世界一厳しいとされる消費者の満足度向上に全精力を傾け、良質の製品・サービスを武器にグローバル市場での信頼を勝ち得た。同時に、今後は資本市場にも同じだけのエネルギーを注いで投資家の信頼を引き寄せ、収益向上と社会的責任を果たすことが公器としての企業の役割である。

『持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～』いわゆる伊藤レポートを 2014 年 8 月にまとめた座長の伊藤邦雄一橋大学大学院教授はスチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードが定着すると、企業と資金運用会社のパラダイムが変わる可能性がある、と指摘する。

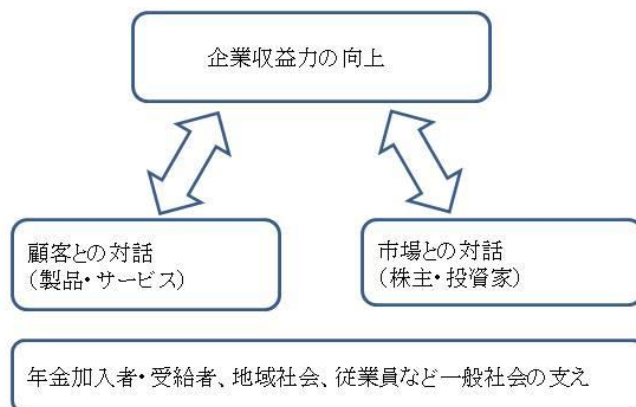
『運用会社は競ってエンゲージメント目的の対話のアプローチに経営者のところに向かう。経営者は忙しいから、全部には対応できない。そこで経営の機微をつく議論ができる運用会社の担当者との面会を選ぶだろう。企業にしてみればその背後にある、良質な長期投資家に自社の株式を持ってもらいたい。つまり、投資家が企業を選別するとともに、逆に、企業も投資家を選別する時代になるかもしれない』⁹

7 金融 IT フォーカス 2014 年 11 月号『日本版スチュワードシップ・コード 資産運用会社が向き合う課題』(三井千絵・野村総研上席研究員)

8 月間資本市場 2014 年 7 月号『日本版スチュワードシップ・コードを真に実効的にするために』(みさき投資 中神康議社長、日本投資環境研究所 上田亮子主任研究員)

9 一橋大学主催 2015 年 3 月 18 日『ショートターミズム(短期主義)を克服する企業価値創造力セミナー』での発言

図表4 日本企業の持続的成長



5) 企業年金の風土変革も

もう一つの問題は、資産保有者と運用会社の関係である。両者の委託者、受託者の関係は、医者や弁護士、会計士など専門的職業を有する者の仕事と同様だと考えると理解しやすい。こうした専門職は、顧客のために全力を傾ける。結果責任は負わないが、忠実義務というプロセス責任はある。

同時に運用会社にとって資産保有者は、大切なお客様でもあることを忘れてはなるまい。率直に言って、法人営業は個人営業より、金額が圧倒的に大きく、訪問先のオフィスも都心の一等地にある花形の職場である。一般的には法人営業で大きな成果を得たいと願うのは、運用会社としては当然のことである。大切なお客様が、構造的に人材面で弱いところが多く、知識・情報の面で十分ではないとなれば、意識するか、しないかは別として、お客さまとしては『おいしい』存在となる。

現実の問題として、運用会社の営業担当マンは、担当の年金基金に対して長期間、連絡を取らないことはまずない。現場の営業マンにしてみれば、『足しげく通っている同業他社にシェアを食われるか、ひょっとしたら自社が不熱心だと見られ、契約解除されるのではないか』の恐怖は常に付きまとう。

定期的に年金基金を訪問すれば、話題は目先の運用情勢となる。年金基金の担当者も『何かいいの、ないの』が口ぐせになる。日ごろからこうしたやり取りを繰り返していると、ついつい長期投資の視点はおろそかになってくる。

年金基金が日本の持続的成長のために短期ではなく、中長期の視野を持つべきと、たびたび指摘されている。しかし、年金基金の運用担当者にしてみれば、長期投資の問題は脇に置いて、『自分の任期中に少し運用を変えてみようか』という『誘惑』にかられないとは限らない。

スチュワードシップ・コードの普及を機会にこの年金基金の風土を変えたらどうか。運用会社を目先の運用成績で見ないで、何を投資先企業と議論しているのかエンゲージメントの中身を問うのである。

投資顧問業協会が会員企業対象にアンケートした結果によると¹⁰、企業との対話で重視する課題として3つを選ぶ質問では、『企業戦略』『企業業績及び長期見通し』『ガバナンス体制』のテーマが上位になった。こうした取り組みに年金基金が積極的に関われば、投資先企業の競争力の源泉や、どんなストーリーで企業価値を高めていくかの絶えざる対話が運用会社と企業の間で活発になる。

運用会社の尻を叩くのは資産保有者の役割である。資産保有者は、日々のマーケットのイヤを読み取る力はなくとも、運用会社が投資先企業にどれだけの情熱を傾けているかを知り、はっぱをかけることはできるだろう。『わが社は投資先企業とこんな対話をしました』という運用会社からの報告を資産保有者がただ聞いているだけでは不十分である。

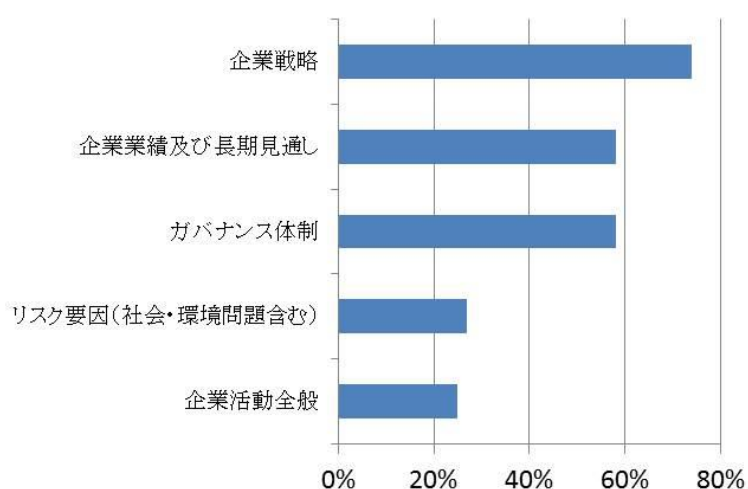
運用会社にどんどん疑問、質問を投げかけ、運用成績ではなく投資の考え方を議論できるようになれば、短期志向に陥りがちな傾向に一定の歯止めがかかる。こうした議論を実りあるものにするには、『わが年金基金はどういう投資をめざすのか』という投資理念を年金基金側が用意しなければなるまい。投資手法はその後の問題である。

それぞれの年金基金が、投資理念を明確にし、その実行を運用会社に迫る。運用会社もその理念に納得して、年金基金と一緒に投資理念を推進する。理念なき投資は、これからの時代にふさわしいとは思えない。

¹⁰ 日本投資顧問業協会発行『投資顧問』2015年1月号 会員200社を対象に2014年9月～10月に日本版スチュワードシップ・コードへの対応についてアンケート調査を実施。

また、年金基金はどうしても実績主義になるので、資産の大半は大手の一握りの運用会社に集中してしまう。こうした弊害を防ぐために米国では公的年金などがEMP (Emerging Managers Program) と言って、実績のない独立系の運用会社を一定程度、採用する動きも活発だ。わが国でも、米国の事例などを参考に新興の中小運用会社を資産保有者側が育てる仕組みを検討する時期かも知れない。

図表5 投資顧問会社が企業との『対話』で重視する課題



6) 北風か太陽か

企業の持続的成長と機関投資家による長期投資は、ワンセットで議論される。スチュワードシップ・コードの理念も、長期投資が前提だ。

だが、これは現実とマッチしているのだろうか。現在、米国企業の間で吹き荒れているのは、短期主義の権化ともいべきアクティビストのファンドであり、その波は日本にも押し寄せている。成功事例の多いアクティビスト・ファンドには米国の年金資金が流入している。

アクティビストの定義は、はっきりしないが、日本では『物言う株主』とされ、一般的には企業の株主として圧力をかけ、短期的な利益を得るファンドである。

30年以上前に、電力会社や大手企業に一口株主として株主総会にあらわれ、ねちねちと細部にわたる質問をして企業に嫌がられる、いわゆるコーポレート・ギャドフライ（企業のハエ）という人たちがいた。個人としての活動だったが、その後80年代後半から、より組織的に企業の株式を買い占めるコーポレート・レーダー（乗っ取り屋）が横行した。企業買収を示唆して高値で株式を買い取らせるグリーン・メーラーなどあの手この手の手法が使われた。この乗っ取り屋は、企業の事業内容には疎く、ただ値ざや稼ぎが目的だったために、企業から嫌われ、一般社会からの評判も芳しくなかった。

しかし、その後、アクティビストはより洗練された投資家のイメージが強くなる。2013年12月の米SEC（証券取引委員会）のメアリー・ホワイト委員長が『最近まで、アクティビストの名は極めて否定的なニュアンスを持っていたが、現在はそうではない。彼らの求める経営方針の多くには広範な支持が存在する』と述べた¹¹。2014年に入り、ますます活動が活発になり、ヘッジファンドの投資手法として分類されるようになる。

運用難に悩む米年金基金にとっては、魅力ある投資手法の一つであり、現在ではアクティビストは投資の世界の市民権を得たと言っても良いだろう¹²。企業を良く分析し、事業の選択と集中どころか分離まで迫るアクティビストの姿勢は、既存の機関投資家と企業経営者の両者の目をさまさせる役割を果たしている。

運用会社にしてみれば、指数連動型の商品主体では、投資先の企業経営に立ち入る動機に乏しくなる。資産保有者もポートフォリオ（資産構成）の見直しばかりで、個別銘柄の分析能力がない。企業経営者はアクティビストの隆盛を横目に、『わが社のどこにスキがあるか』緊張を余儀なくされる。

アクティビストの行動が続けば、長期的に見ても企業経営にプラスの影響をもたらすはずだとの指摘もあるが、そこまでの深い分析と検証は今後の研究を待たねばならない。現状では、経営者との間で強い信頼関係を築いたとは言えず、増配・自社株買いなど株主利益の最大化を求める姿勢に、企業側が対応に追われているのが実態だ。

アクティビストが『北風』路線とすれば、年金基金は『太陽』路線に近い。年金基金は、しばしばペイシヤント・キャピタル（がまん強い資本）と呼ばれる。短期的な株主利益を求めるだけなら、不採算部門の閉鎖による従業員の大幅削減や、従業員の給与抑制のみを経営目標として掲げることで、達成できてしまう。

¹¹ 証券アナリストジャーナル 2014年5月号 『アクティビスト・ヘッジファンドと企業統治革命』（田村俊夫氏）

¹² 日経ヴェリタス 2015年3月1日号『不在の株主と向き合う IBM』

もちろん経営の実態に応じて、事業再編のスピードアップなども必要であろうが、年金基金の究極の投資目的は、企業が再投資を通じて、企業価値そのものを上げ、国の経済成長とトレンドを同じ軌道に乗せていくことにある。その意味でのがまん強い資本であり、企業経営者の年金基金に対する信頼と理解を必要とする。

7) 投資理念についての共有

本来的に年金基金は一般の人々のおカネであり、老後の備えのために蓄える性格を持つ。年金基金の運用担当者にしてみれば、『ひと様』のおカネを預かっているわけで、資金の性格を考えると時間軸の長い資金ではあるが、最先端の金融技術の技を競うより、運用にほどほどの保守性があり、しかも社会性を意識するものが望ましい。

米国の一部に見られるように金融業界と年金基金の世界で、プロの運用担当者が回転ドアのごとく仕事先を変え、新しい運用ノウハウを披露する風土とは、わが国の場合、一線を画してもいいと思う。

率直に言って、長期投資のスタンスをとり続けるのは、とても難しい。経営者は4-6年で交代、任期中に何らかの成果を上げたいと願う。企業業績の開示も短期化した。また、機関投資家もサラリーマン人事を基本にすれば、同一部署にいるのは数年である。目先の運用成績を気にするな、というのが無理な面はある。企業、投資家の双方ともに、短期志向に走りやすい。

しかし、だからこそ年金資金の戦略性が求められる。経営者に対して自社の年金基金について、投資の意義や範囲をどう考えるか話し合うよう働きかける。従業員に対しては、働き方改革や社会貢献が問われる時代に、自社年金が投資を通じてどう関わられるのか考える場を設定する。これまで年金基金の仕事といえば、細かな運用手法や過去の運用成果の説明に終始し、こうした『青臭い』議論があまりに乏しかった。

消費の現場では、製品の品質が良く、価格が安いのは、大切なことだった。しかし、近年では『価格は多少高くなるが、有機農業にこだわった野菜』とか、『新興国の人々が訓練を受けて、彼らの手により、従来に比べ品質のグレードアップを図った衣料・雑貨品』など『思いを込めた消費』が一定の位置を占めるようになってきている。

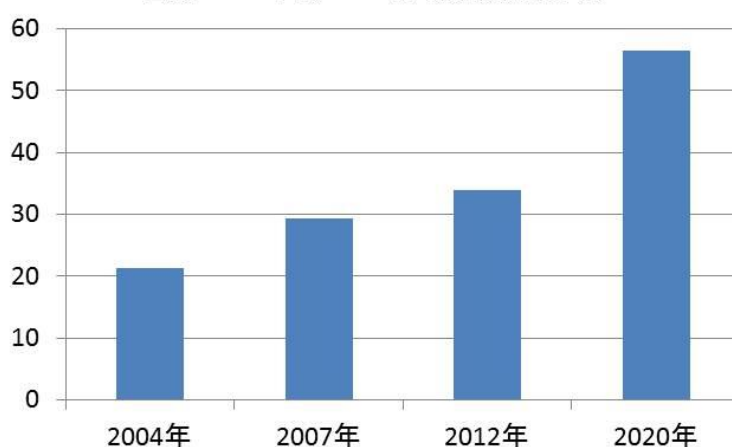
同様に、投資の世界でも、この資金を使ってどのような社会をつかって行きたいのか、『思いを込めた投資』があってもいいように思う。それが投資理念である。この投資理念は、年金基金が母体企業の経営者や従業員と一緒に作っても、十分とは言えない。

実際に運用を行う運用会社を巻き込んで、運用を執行することによって投資理念は実現する。その意味で投資理念は年金基金、経営者、従業員、そして運用会社の共有を必要とする。

収益の追求は基本線だとしても、それと社会的な責任を求めるのは、二律背反ではない。株主万能主義ではなく、あくまで企業の成長に軸足をおいて、関係者が協調していくことである。また、長期志向を重視することは、短期の業績をないがしろにすることではない。短期の業績の中身を問いながら、長期を見据えることであり、長期投資家は丹念に短期の業績を分析すべきだ。

8) 終わりに

図表6 2020年のグローバル年金資産(兆米ドル)



Pwc(プライスウォーターハウスクーパース)の『資産運用業界の展望』¹³によると、2012年に33.9兆ドルだった世界の年金資産は2020年には56.5兆ドルに膨らむ。確定給付型制度は21世紀中ごろまで続き、その多くは廃止・終了となるだろうが、引き

¹³ Pwc アセットマネジメント 2020『資産運用業界の展望』2014年12月発行

続き運用資産の大部分を構成する。運用資産の増加分の多くは主に成長率の高い国々の確定拠出型制度から生じる、などと予想する。

国境を越えた年金マネーのグローバル投資はますます活発になる。本稿では、日本経済の成長に焦点を当てた日本株投資のあり方を検討した。もとより、わが国の年金資金にとって日本株投資を単純にふやすことが最良の選択肢としているわけではない。年金資金の動きという観点から言えば、わが国年金の海外投資や、海外年金の日本向け投資も忘れてはならない。成長投資の立場から言えば、上場企業の株式だけでなく、PE(プライベート・エクイティ)投資やベンチャー企業への投資も範疇に入る。

繰り返し指摘したように、年金基金の社会的責任、公益性などの点をわきまえながら、良質の資金をどのように日本経済の成長に役立てていくかという視点は、将来の日本の姿を展望するうえで欠かせない。その意味で、年金基金が大きな投資の輪の中で、果たすべき役割を考えてみた次第である。