

年金資産運用の原点：歴史と実践

HCアセットマネジメント株式会社

<http://www.fromhc.com>

金融商品取引業者
加入協会

関東財務局長（金商）第430号
一般社団法人日本投資顧問業協会
日本証券業協会

人+産業金融=成長
成長を支える投資の原点へ

東京 2016.04.19
大阪 2016.04.25
名古屋 2016.04.26



目次

概要	2-3
1990年4月1日より前の古き良き時代	4
1990年4月1日に施行された厚生年金保険法の改正	5
1997年以降の金融危機	6
危機を機会へ - 2000年まで	7
再び危機へ	8
危機を乗り越えてオルタナティブの時代へ	9
2008年、国際的な金融危機	10
投資の原点への回帰	11
ガバナンス改革の要諦としてのフィデューシャリー・デューティー	12
信頼の連鎖と資金循環	13
信頼関係から信認(フィデューシャリー)関係へ、短期的利益から中長期的企業価値へ	14
フィデューシャリー・デューティ = 専らに顧客のために	15
フィデューシャリーとしてベストをつくす義務	16
フィデューシャリー・デューティーの射程	17
フィデューシャリー = プロフェッショナル = インデペンデント	18
給与の後払いの人事政策的意味	19
年金財政の仕組みと資産運用の目的	20
「簿価主義」の一定の真実	21

概要①

信託銀行と生命保険会社の独占

かつて、企業年金には、適格年金と厚生年金基金の二種がありました。企業年金の資産運用は、1990年3月31日まで、法律上、信託銀行と生命保険会社とによって、独占されていました。歴史的に、長期産業資金の確保や、企業年金制度の普及という政策課題が優先されたためだと考えられます。一方、変化の兆しは、1985年の外銀信託の認可、1986年「投資顧問業法（「金融商品取引法」に統合）」の施行に表れはじめていました。

1990年4月1日施行の厚生年金保険法の改正

1990年4月1日に、改正厚生年金保険法が施行され、厚生年金基金の資産運用について、初めて規制の緩和が行われました。具体的には、極めて限定的ながら、投資顧問会社との投資一任契約が認められたのです。以後、漸次、規制が緩和されるにつれて、投資顧問会社への委託額も増えていきますが、信託銀行と生命保険会社の優位は、大きくは変わりませんでした。

1997-1998年の金融危機

1997年4月、日産生命に対する業務停止命令、同年11月には、三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券と、大型の破綻が続きました。以後、1998年10月には日本長期信用銀行、同年11月には日本債券信用銀行が特別公的管理に移行するなど、日本は深刻な金融危機に見舞われました。金融制度を揺るがす地殻変動は、企業年金の運用にも大きな影響を与えました。自己責任原則ということがいわれ、運用規制の完全撤廃が行われました。以後、この危機のなか、投資顧問会社の利用が一般的となり、現在の年金運用の基本となる形が一気に普及していきます。

2000年に始まる企業年金の危機

1997年以降の急激な自由化のなかで、企業年金の内外株式への資産配分は、大きく引き上げられます。当時の米国の企業年金の平均とされた、60-70%株式/30-40%債券、という形に近い資産配分が一般化していきます。株式のうち、少なくとも半分は国内株式だったと思われ、2000年から2003年初めにかけての国内株式の大幅な下落が、年金財政に深刻な影響を与えることとなります。この時期に退職給付会計、時価評価など重要な改革が行われたこともあり、企業年金という制度そのものの持続可能性にすら疑問が呈せられる状況が生まれます。そのなか、2001年に、確定拠出企業年金法、2002年に、確定給付企業年金法が、相次いで制定され、資産運用の改革よりも、厚生年金基金の代行返上、適格年金の廃止、給付減額、確定拠出への移行、キャッシュ・バランス・プランへの移行、解散など、制度自体の見直しが進行します。

2003年以降の危機からの回復と、運用の保守化、オルタナティブの普及

2003年以降、急速に投資環境は好転し、制度変更も一段落してきます。しかし、退職給付会計のもとでのリスク管理が一般化するにつれて、資産運用の期待収益率は、低下していきます。結果として、資産配分の基本形も、概ね30%株式/70%債券を中心にした形に移行していきます。低金利状況が変わらないなか、債券部分が拡大する過程で、いわゆる「債券代替」としてのオルタナティブ投資が急速に普及していきます。

概要②

リーマンブラザーズの衝撃と世界的金融危機

2007年初より、サブプライムの危機が始まります。2008年9月には、リーマン・ブラザーズが破綻しました。大きな、しかも世界的な金融危機の発生です。この期間、企業年金の運用収益は、相当程度、保守化が進んできた割には、予想外に大きな損失を計上しました。「予想外」ということが問題です。従来のリスク管理では、測定され得ないリスクの顕在化です。日本の企業年金の資産運用の変革の進行の間に、世界の資本市場の構造は劇的に変貌を遂げていたのです。1990年以降、進化してきたはずの日本の企業年金の運用の姿が、実は、環境変化に対応できていなかった可能性があるのです。

厚生年金基金の事実上の廃止

2012年、民主党政権末期に、突如として現れた厚生年金基金廃止論は、結局、政権交代によっても覆らず、2014年、厚生年金基金の事実上の廃止が確定します。確定給付企業年金もまた、確定拠出への流れのなかで、逆風にさらされています。企業年金は、企業の人事政策のなかに正当な地位を得るべきものであり、それが、財務的に成り立たないわけはありません。誤解と無理解のなかで、企業年金の静かな危機が起きつつあります。経営からの信頼の回復のためには、経営の視点での年金管理への移行が急務です。

新しい時代の投資環境

もはやエマージングではない大国となった中国やインド、イスラームの問題、成熟化が顕著な先進経済圏の状況、世界的な極端な低金利など、投資の環境は、大きく、変わってしまいました。

原点への回帰

オルタナティブは、もはや、「その他」というような中途半端なものではあり得ません。伝統資産とオルタナティブ、先進国とエマージング、というような区別自体が、意味を失っています。いまこそ、資産運用の原点に帰って、企業年金の持続可能性を維持するために、基本に忠実な(ありきたりの理論に忠実な、ではなく)資産運用のあり方を考えるべきです。

フィデューシャリー・デューティー

制度の受益者である加入員・受給者の利益を守ること、専らに、そのことのためだけに企業年金が存在していることの確認が求められています。企業年金自身の責任と運用会社の責任の連帯性を確立しなければなりません。

1990年4月1日より前の古き良き時代

- 厚生年金基金と適格年金
 - ⇒ 規模の大きな企業は厚生年金基金、中小企業等は適格年金と、総合型厚生年金基金
- 信託銀行と生命保険会社の完全な独占(全体平均で概ね信託銀行2/3、生命保険1/3のシェア)
 - ⇒ 長期産業資金の確保のための金融機関保護という戦後の高度経済成長を支えた金融政策の名残(企業年金資金は代表的な長期安定資金)
 - ⇒ 企業年金制度の普及(新規設立と事業所編入)のために信託・生保の強力な営業力を利用
- 厳格な規制の下における資産運用
 - ⇒ 大蔵省銀行局長通達による信託銀行の資産配分規制
 - ・ 「5・3・3・2」=元本保証資産(債券・貸付金等)50%以上、国内株式30%以下、外国証券30%以下、不動産20%以下
 - ・ 信託銀行の口座ごと(基金全体についてではなく)の運用規制
 - ⇒ 原則として財政再計算時に限った委託先の変更
 - ⇒ 「資産運用の委託」の委託ではなく「給付の委託」
 - ・ 「シェアの三位一体」=給付シェアと掛金シェアと資産シェアの一致
 - ⇒ 簿価主義の下、時価は省みられず、実現利益だけが評価(運用規制も簿価に基づく割合規制)
- 昭和の古き良き時代の資産運用
 - ⇒ 高い長期金利、上昇を続ける株式市場
 - ⇒ 生命保険一般勘定契約の5.5%保証と高い配当
 - ⇒ ほとんど横並びの信託銀行のバランス運用、「お任せ運用」
- 変化の前兆
 - ⇒ 1985年 外銀信託9行の営業開始(いわゆる「外圧」)
 - ⇒ 1986年 旧投資顧問業法施行

1990年4月1日に施行された厚生年金保険法の改正

- 厚生年金保険法のなかの厚生年金基金の資産運用にかかわる部分の初めての改正(厚生年金基金の運用規制緩和)
 - ⇒ 「給付の委託」から「給付の費用(即ち資産)の委託」へ
 - ⇒ 投資顧問会社への運用委託の解禁
 - ・ いわゆる「ニューマネー」(新規掛け金)に限定した極めて限定的なもの
 - ・ 委託額の上限は総資産の1/3まで
- 外部環境の激変
 - ⇒ 国内株式市場の急落(バブルの崩壊)
 - ⇒ 1990年9月3日 「年金情報」(日本公社債研究所、現在の格付投資情報センター)創刊
 - ⇒ コンサルタントの活動開始
- 機が熟すまでの、極めて緩やかな変化の始動

1997年以降の金融危機

- 金融危機までは段階的な規制緩和
 - ⇒ 1994年 「ニューマネー」と「オールドマネー」の区別廃止
 - ⇒ 1996年 運用機関ごとの「5・3・3・2」規制の廃止(基金全体についての「5・3・3・2」規制は残る)
 - ⇒ 1996年7月1日 厚生年金基金連合会(現在の企業年金連合会)について「運用規制の適用除外」認可。以降、厚生大臣の特別な認可を得た基金についての「適用除外」が認められる
 - ⇒ 1996年「シェアの三位一体」がなくなる
- 1997年金融危機
 - ⇒ 1997年4月 日産生命に業務停止命令
 - ⇒ 1997年11月 三洋証券と北海道拓殖銀行が破綻、山一証券が自主廃業
 - ⇒ 1998年10月 日本長期信用銀行が、翌11月には日本債券信用銀行が、特別公的管理
- 金融危機に端を発した急激な規制緩和
 - ⇒ いわゆる「自己責任原則」と、年金基金の「受託者責任」
 - ⇒ 1997年3月 運用規制を定めた大蔵省銀行局長通達の廃止(適格年金についても運用規制撤廃)
 - ⇒ 1997年3月 厚生年金基金の運用委託先変更の完全自由化(6月には、適格年金についても国税庁長官通達で完全自由化)
 - ⇒ 1997年10月 適格年金の資産運用への投資顧問会社の参入(法人税法施行令改正)
 - ⇒ 1997年12月 厚生年金基金の運用規制の完全撤廃
- 厳しさを増す投資環境
 - ⇒ 金利の急低下と、下落続く株式市場
 - ⇒ 1994年4月 生命保険一般勘定契約の保証利率5.5%⇒4.5%へ(以後、漸次低下)

危機を機会へ - 2000年まで

- 1997年の金融危機をきっかけとした本格的変化の始まり
- 株式市場の大幅下落に伴う巨額含み損の発生(簿価主義の限界)
 - ⇒ 1998年3月末をもって時価評価を導入
 - ⇒ 時価主義への移行による「トータルリターン」指向の定着(簿価主義の終焉)
- 運用機関の選択における「系列取引」の後退
 - ⇒ 受託運用機関を襲った金融危機の下、「信用リスク」が意識されたこと
 - ・ 保全され得ない生命保険契約の問題
 - ・ 信託口座にも「三つの信用リスク」(有価証券信託の登記省略、外国為替、銀行勘定貸し)
 - ⇒ 受託者責任が意識され始めたこと
- 運用規制撤廃を受けて、「マネジャストラクチャ」というコンセプトの導入
 - ⇒ 外資系運用機関の急成長
 - ⇒ 運用会社選択におけるコンサルタントの役割が定着
- 運用規制撤廃を受けて、資産配分の変更
 - ⇒ 当時アメリカで普及し始めた「インデクスコア」と特化型委託による「サテライト」の急激な導入
 - ・ 株式の組み入れ比率上昇(60株式/40債券、65株式/35債券あたりが平均的配分になる)
 - ・ 受託者責任論のもと、ALMが定着

再び危機へ

- 2000年初から始まる厳しい投資環境
 - ⇒ 超低金利の定着(ゼロ金利政策)
 - ⇒ 株式市場の急落(2003年3月には日経平均8000下回る)
- 2000年4月1日から始まる会計年度より退職給付会計の導入
 - ⇒ 巨額な積み立て不足の認識
 - ・ 資産価格下落による資産評価額減少と、超低金利による債務評価額の増大
- 2001年10月1日 確定拠出企業年金法施行、2002年4月1日 確定給付企業年金法施行
 - ⇒ 厚生年金基金の「代行返上」
 - ⇒ 適格年金の廃止
 - ⇒ 確定給付から確定拠出へ
- 企業年金制度の危機
 - ⇒ 企業経営マインドの後退
 - ⇒ 解散と減額の嵐
 - ⇒ 資産改善よりも債務減少が急務
 - ⇒ 急速に進む運用の保守化

危機を乗り越えてオルタナティブの時代へ

- 2003年4月以降の株式市場の回復と経営マインドの回復
 - ⇒ 債務の問題から、改めて資産運用の問題へ
- 定着した退職給付会計の下での資産運用
 - ⇒ 企業年金基金の運用の保守化
 - ・ 会計へのインパクトを重視した運用(30%株式/70%債券あたりへ保守化が進行)
 - ・ 超低金利の下、割引率の低下と、運用目標の平行な低下
 - ・ 年金資産管理の企業財務への統合
- いわゆる「オルタナティブ」の普及
 - ⇒ 超低金利のもとで、いわゆる「債券代替」として定着

2008年、国際的な金融危機

- 2007年初より始まる「サブプライム」に端を発し、2008年リーマン破綻で頂点に達した世界的金融危機
 - ⇒ 見直しを迫られる「オルタナティブ」
 - ⇒ もはや「代替」ではない「オルタナティブ」
- 企業経営との統合が進む企業年金資産管理
 - ⇒ 企業の財務リスク管理へ統合
- 資本市場の構造変化に対応した資産管理の技術
 - ⇒ 「サブプライム」の背景にある全く新しい金融ビジネスモデル
 - ⇒ 銀行の資本規制(バーゼル体制)
- グローバル一体化
 - ⇒ 世界のなかの日本株の位置付け
 - ⇒ 危機的状況の頻発のなかでの資産管理
- 世界的金融危機から、わずか3年、新たなる危機へ
 - ⇒ 先進経済圏の行詰まり(ソブリンの危機)
 - ⇒ もはやエマージングではない、エマージング経済の存在感

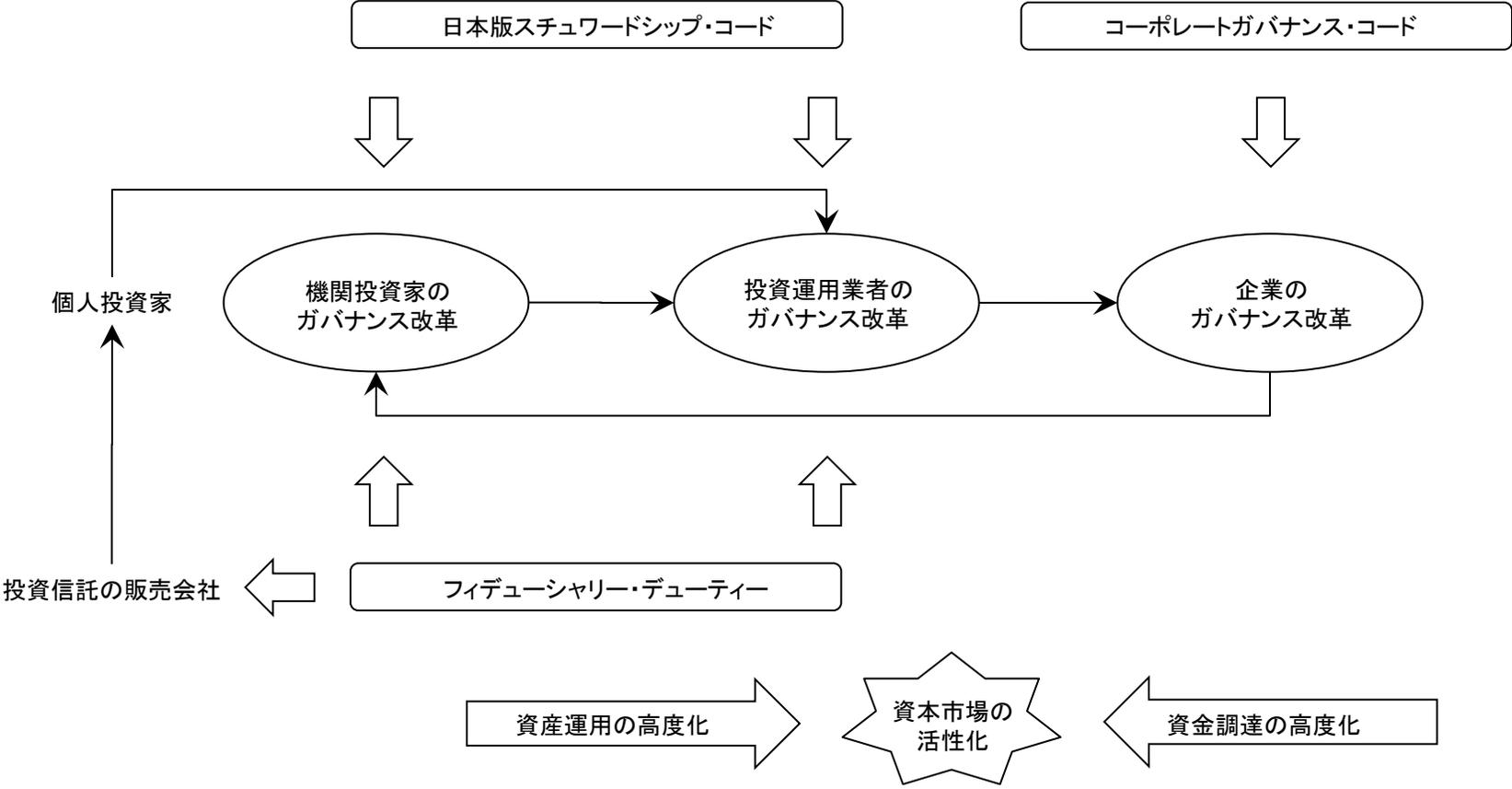
投資の原点への回帰

- 日本の現実の再認識
 - ⇒ 英米型の資本市場中心の金融システムへ移行していない現実
 - ⇒ 資本市場の機能しない日本での「資本市場理論」の限界
 - ⇒ 「構造改革30年の遅れ」という認識から、「20年以上先行しているデフレ・低金利定着の超成熟経済」

- キャッシュフローが流出する年金運用のあり方
 - ⇒ キャッシュを生む力としての資産という投資の原点への回帰
 - ⇒ 資産配分から、投資の機会の選択へ

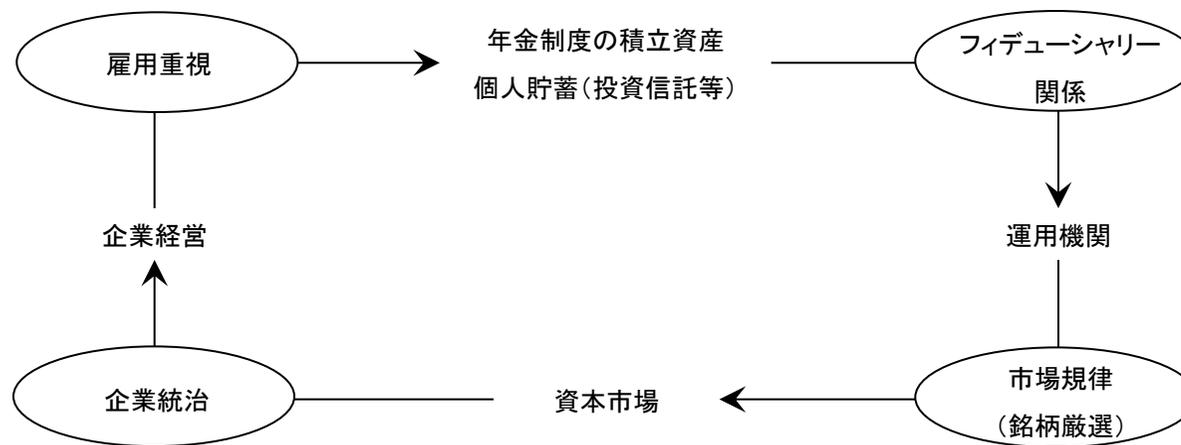
- フィデューシャリー・デューティー

ガバナンス改革の要諦としてのフィデューシャリー・デューティー



信頼の連鎖と資金循環

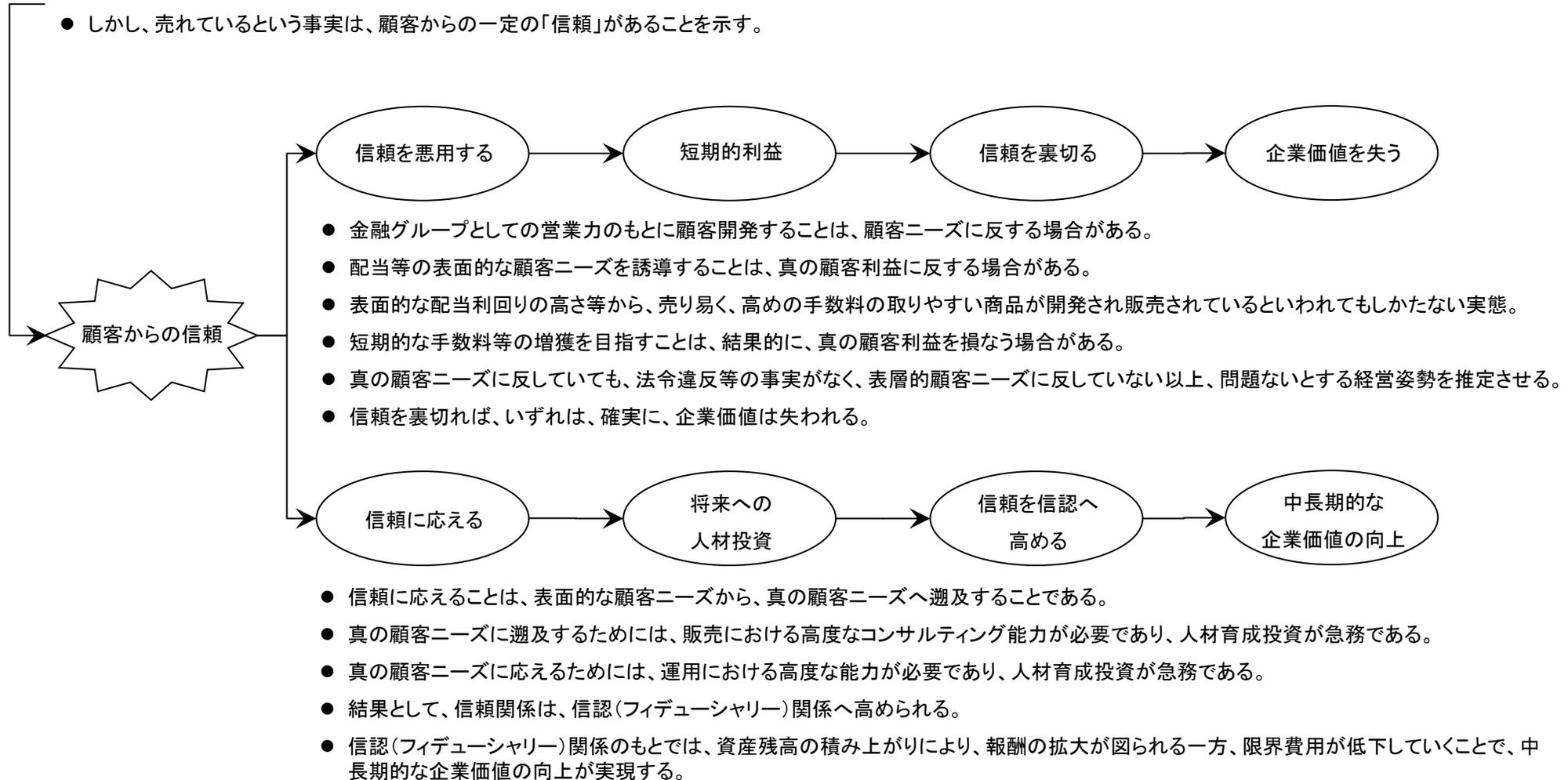
熟練による人材価値の上昇がある限り、そして、産業界が年金制度の人事政策としての意義(安定雇用)を認める限り、年金制度がなくなることはない。しかし、それが財務上の理由で否定される(現実におき始めている)のならば、そうならないような資産運用のあり方へ抜本的に転換しなければならない、他方で、老後資金形成においては、相互扶助型の年金制度から、個人貯蓄型への移行も不可避であり、その受け皿としての投資信託等の改革が急務。



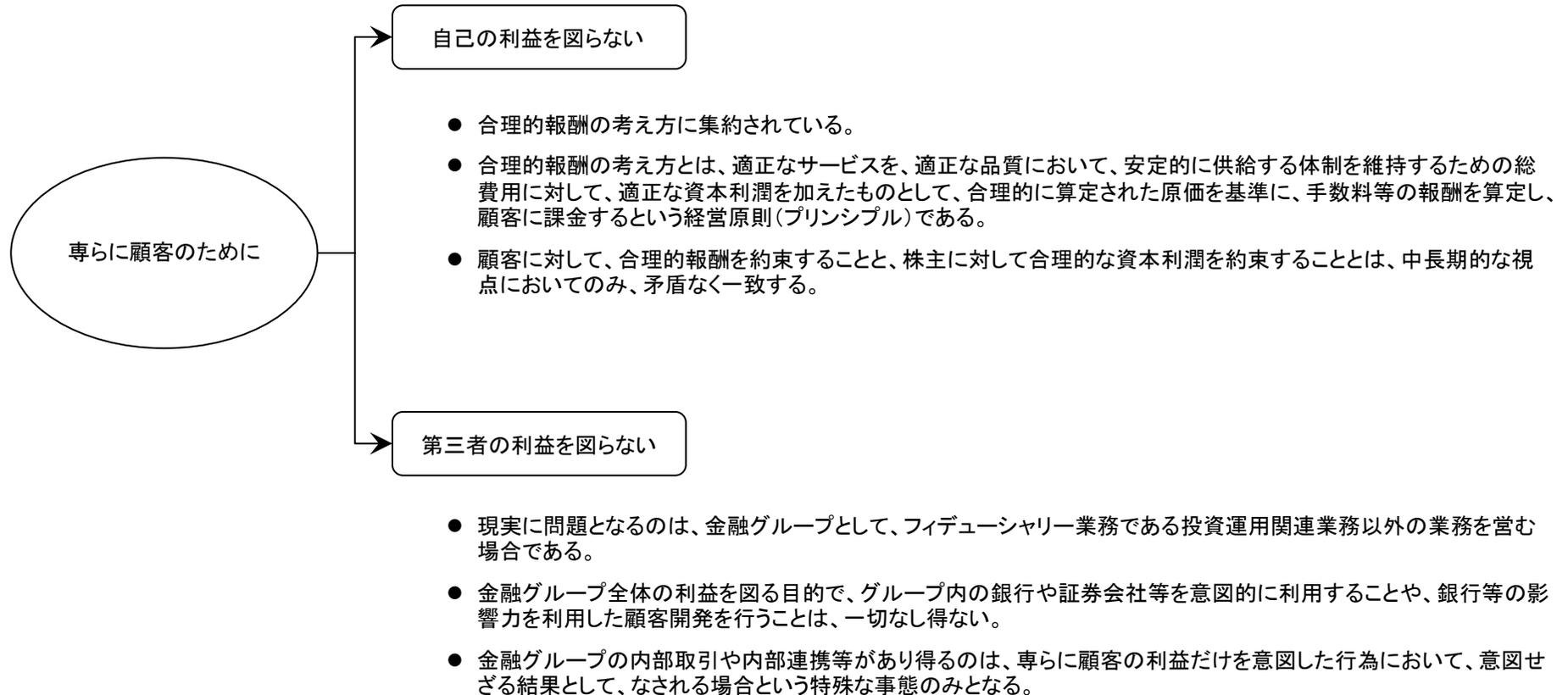
- ⇒ これまでは、残念ながら、信頼の連鎖ではなく、不信の連鎖であったのではないかと。今こそ、変革のときであり、信頼の連鎖の再構築のときである。まさに、「フィデューシャリー「信認」の時代」(1999年刊の樋口範雄先生の著書のタイトル)の到来。
- ⇒ 信頼の連鎖は、他を批判することからは生まれない。当事者自身の自己変革と、他との協調が不可欠。

信頼関係から信認(フィデューシャリー)関係へ、短期的利益から中長期的企業価値へ

- 資産運用の質だけで、選ばれているのではない現実、屋号の知名度や金融グループの営業力に依存している現実を否定できない。
- しかし、売れているという事実は、顧客からの一定の「信頼」があることを示す。



フィデューシャリー・デューティ = 専らに顧客のために



フィデューシャリーとしてベストをつくす義務

- 日本法では、事実上、真の利益相反、即ち、業者が自己もしくは第三者に利益のために、顧客に積極的な損害を与える事態についてのみ、忠実義務違反が問われる
- フィデューシャリー・デューティーでは、利益相反による損失はもちろん、合理性を欠いて高い報酬や、ベストをつくさなかったことによる逸失利益も、顧客の不当な損失に該当し得る

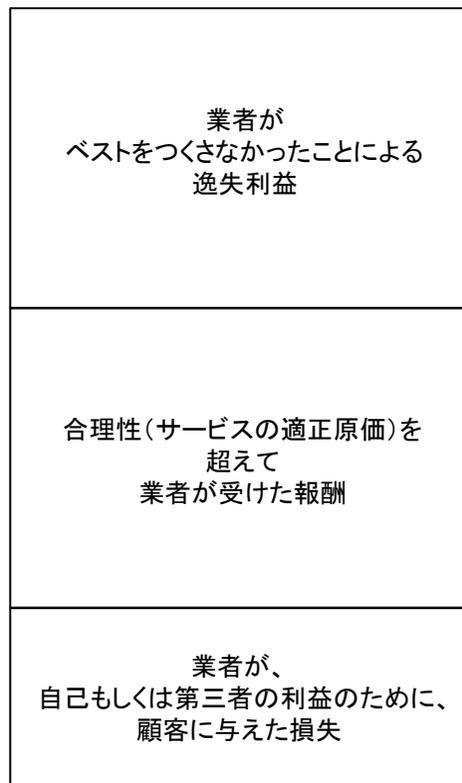
日本の忠実義務

フィデューシャリー・デューティー

ベストプラクティス

ミニмумスタンダード

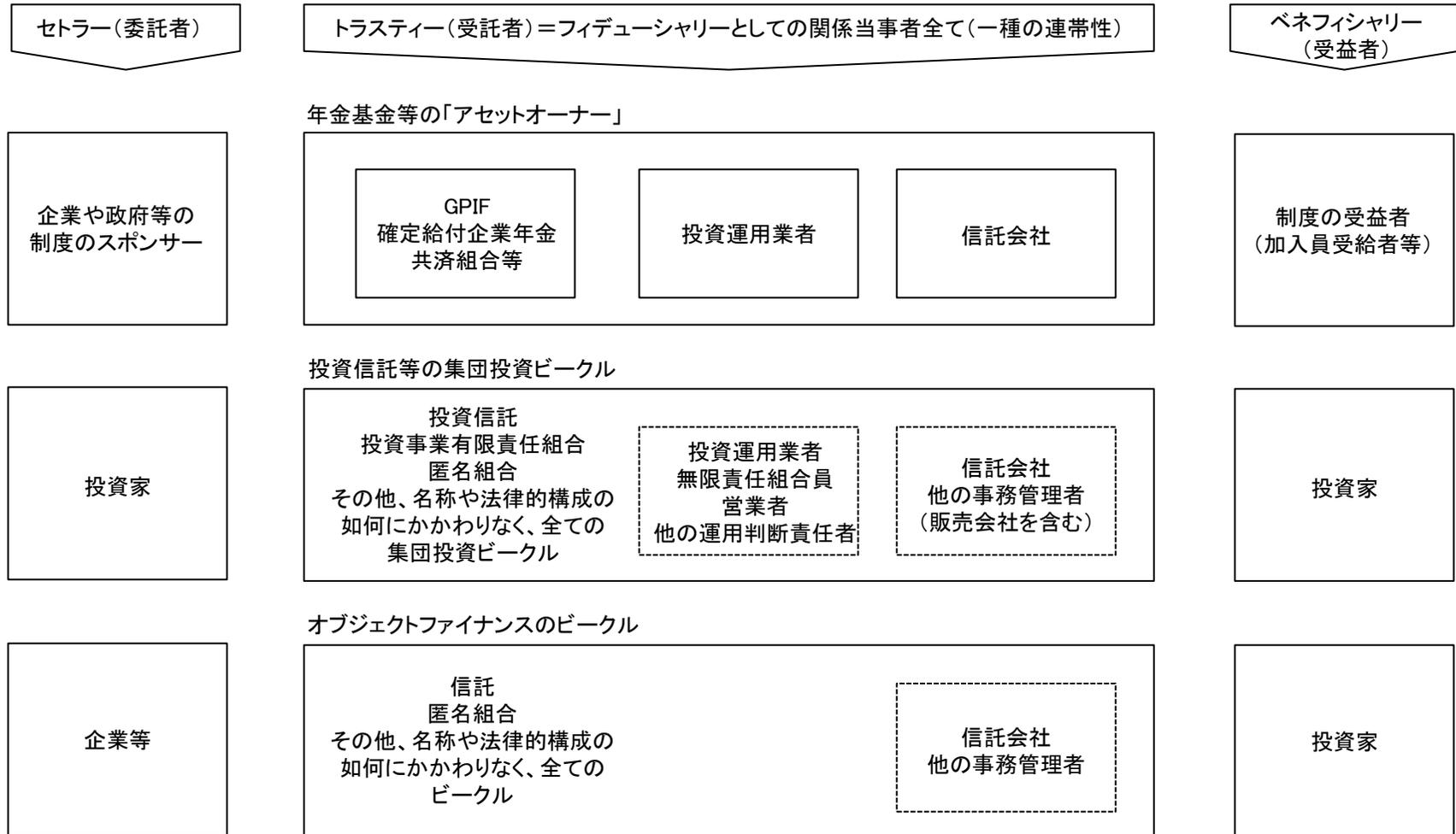
業者が、
自己もしくは第三者の利益のために、
顧客に与えた損失



補償されるべき顧客の損失

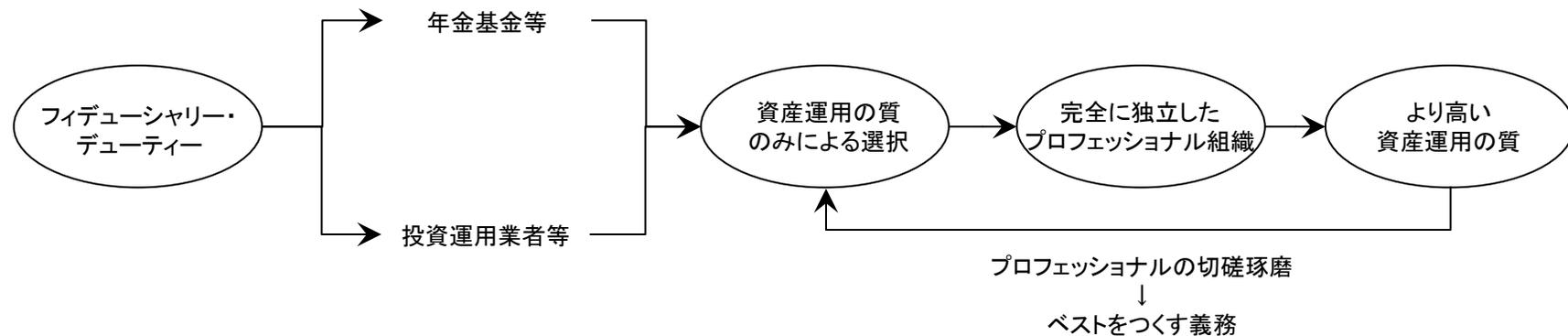
フィデューシャリー・デューティーの射程

多種多様な関係諸法を統合的に短時間で抜本改正することは、事実上、不可能である。しかし、現行法制の骨格をそのままにしても、関係当事者に、理念としての英米法のフィデューシャリー・デューティーを、いわば倫理規範として、あるいは業界の良き慣習として、課すことは可能である。



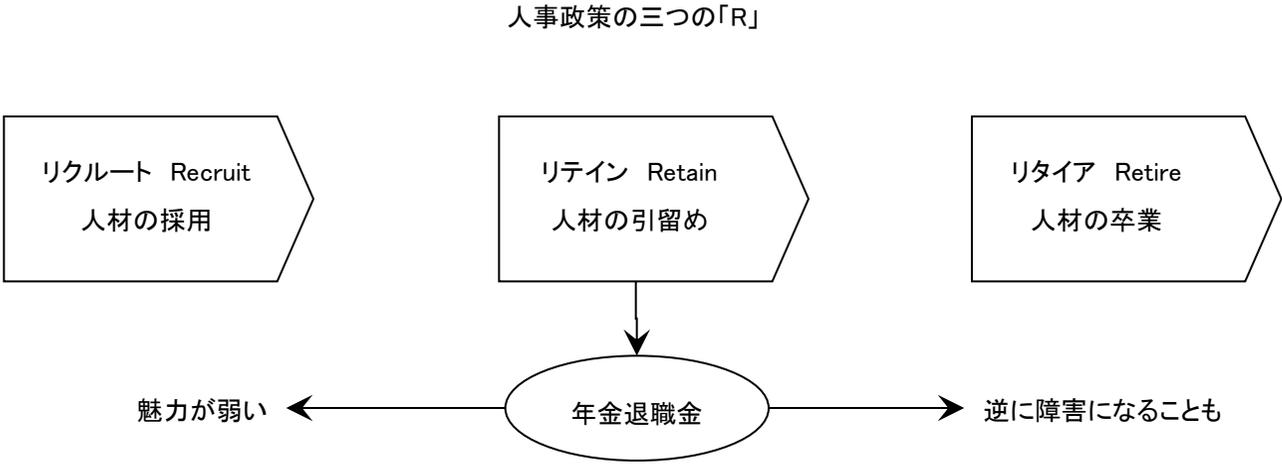
フィデューシャリー = プロフェッショナル = インデペンデント

- 社会的責務としてやるべき(フィデューシャリー) = 自分の能力でできること(プロフェッショナル) = 自分の意欲としてやりたいこと(インデペンデント)
- フィデューシャリーとしての責任が、プロフェッショナルとしての資産運用の質を支える基礎にある。
- 銀行、保険会社、証券会社等の子会社の投資運用業者および信託兼営銀行がフィデューシャリーとしての責務を全うできるためには、経営の完全独立が絶対に必要な要件である。
 - ⇒ フィデューシャリーは、プロフェッショナルであり、プロフェッショナルは、独立し、プロフェッショナルによる自治のもとにななければならない。
 - ⇒ 親会社から役員等が天下ってくることなど、フィデューシャリー責任のもとでは、断じて許されないはずである。
 - ⇒ フィデューシャリーとしての投資運用業者と信託会社が子会社として存立できる条件は、純投資としてのみである。逆に、純投資として経営の独立を認めるが故にこそ、子会社の企業価値が高まり、使用資本が小さいこともあって、連結ROEに大きく貢献するのである。
 - ⇒ 純投資として保有しないのならば、プロフェッショナルによるマネジメントバイアウト等の分離独立を認めるか、結果的にそうなるほかない。
- 年金基金等がフィデューシャリーとしての責務を全うできるためには、母体組織からの経営の完全独立が絶対に必要な要件である。
 - ⇒ 年金基金等は、フィデューシャリーとして、母体組織の利害を一切考慮できない。
 - ⇒ 故に、銀行、保険会社、証券会社等は、母体組織との関係を利用して子会社の営業を支援することはできない。



給与の後払いの人事政策的意味

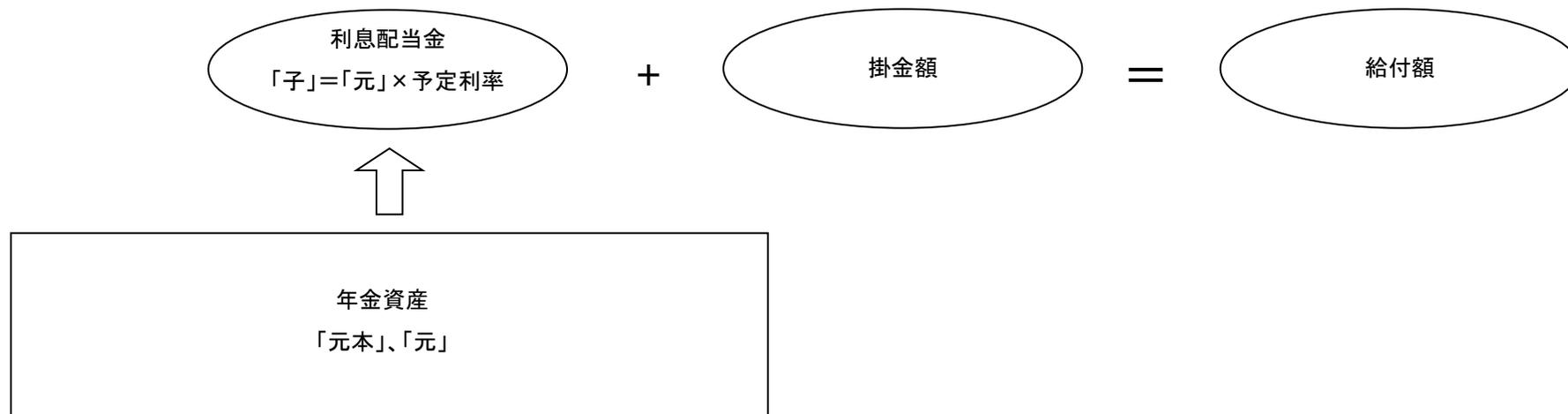
給与の後払いは、経済的意味のほかに、極めて重要な本来の人事政策的な意味がありました。退職金の設計においては、多くの場合、勤続年数が長くなると支給条件が良くなるようにしています。つまり、長く務めると有利、という仕組みですから、長期勤続の奨励なのです。



- ⇒ 高度経済成長期には、人材の量の確保のための引留めが重要だったが、環境が変わった現在ではどうか
- ⇒ 引留めの力が強くても、人材の引寄せ(採用)の面での弱さや、人材流動化の面での難点と、調整がつかぬのか

年金財政の仕組みと資産運用の目的

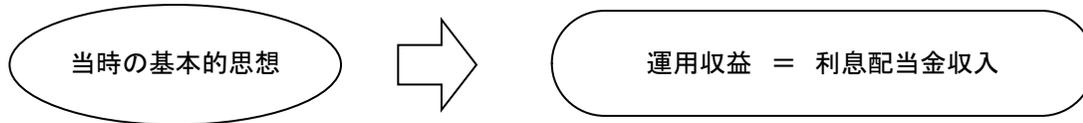
年金の資産運用の究極の目的は、給付原資の確保です。制度設計上、原資としては、元本の取り崩しは予定されておらず、元本からの収益が予定されています。元本が毀損すれば、毀損した元本に発生したであろう予定収益が欠損し、まさに元も子もなくなります。積立過剰であれば、予定利率よりも低い利率でも給付原資が賄える一方で、逆に積立不足であれば、予定利率よりも高い利率を実現しない限り給付原資不足になります。



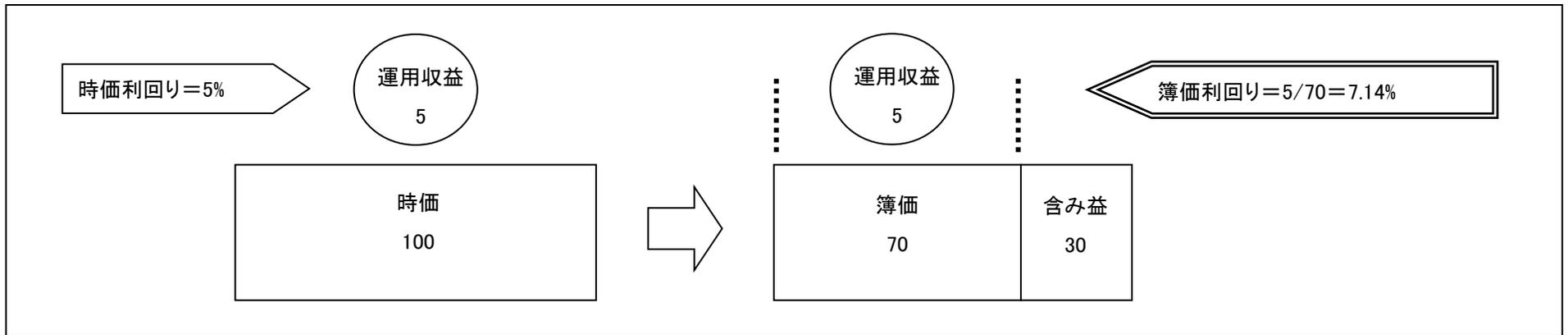
- ⇒ 積立不足がある状態のもとでは、構造的に予定利率を実現してすら、不足が拡大していく。その場合、当然に掛金による填補が前提なのだが、それが現実には容易でない中で、どこまで運用の努力による回復が可能なのか、
- ⇒ 給付支出が掛金収入を上回り始めたなかでは、現金としての運用収益の確保が重要になっているのではないか

「簿価主義」の一定の真実

80年代初頭の「含み益」経営ということ



- 70年代に米国で形成された現代資本市場理論以前の伝統的枠組み
- 古い会計制度に基づく簿価主義
- 総合収益の考え方は全くなかった



- 資産価格の上昇=含み益の形成
- 不動産の減価償却

簿価基準の高い利回り

- 本セミナーは、資本市場における種々の投資対象や投資に関する概念等について解説・検討を行うものであり、当社が行う金融商品取引業の内容に関する情報提供及び関連する特定の金融商品等の勧誘を行うものではありません。
- 本資料中のいかなる内容も将来の投資成果及び将来の市況環境の変動等を保証するものではありません。
- 本資料の著作権その他知的財産権は当社に帰属し、当社の事前の許可なく、本資料を第三者に交付することや記載された内容を転用することは固く禁じます。