All rights reserved. HC Asset Management co.,ltd. 2006

HC資産運用セミナーvol.44

企業年金の歴史

HCアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者　関東財務局長 （金商）第430号
加入協会　一般社団法人日本投資顧問業協会
一般社団法人投資信託協会

https://www.fromhc.com

2026.1.6

概要

1990年4月1日施行の厚生年金保険法の改正
厚生年金基金の資産運用に関わる部分で初の改正となり、投資顧問会社への運用委託が解禁されますが、当初は、新規掛け金に限定され、委託額の上限は総資産の1/3までと極めて限定的なものでした。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は増えていきます。

1997-1998年の金融危機と回復
1997年4月、日産生命に業務停止命令が出され、続いて、北海道拓殖銀行、山一証券など大型の破綻があり、深刻な金融危機に見舞われました。企業年金も大きく影響を受け、時価評価の導入、運用規制の撤廃、資産配分の変更など、危機を機会として大きな変革が行われ、現在の年金運用の礎が築かれました。

2000年以降の企業年金の見直し
2000年以降、超低金利の定着に加え、株式市場の急落から企業年金自体の持続可能性が危ぶまれました。そのような中で確定拠出企業年金法や確定給付企業年金法が相次いで制定され、運用の改革ではなく、厚生年金基金の事実上の解散と、適格年金の廃止、確定拠出型への移行など企業年金制度の見直しが行われました。

資産運用の見直し
2003年以降、資産価格下落と超低金利による、負債評価額の増大から資産運用の見直しが進行しました。退職給付会計の下での資産運用が定着し、期待収益率は低下し、資産配分は株式30%/債券70%へ移行するなど、保守的な運用へと変化していきました。超低金利環境の中、債券代替としてオルタナティブへの注目が集まり、急速に普及していきました。

世界的な金融危機
2007年、「サブプライム」の危機から端を発し、2008年9月にはリーマンブラザーズが破綻し、世界的な金融危機が発生しました。日本の企業年金も保守的な運用にも関わらず深刻な影響を受けました。これを受けて、一層リスク管理の見直しの必要性に迫られました。

投資の原点への回帰
企業年金が持続可能なものであるためには、日本が現在直面している課題を再認識し、投資の原点へと立ち返り、専らに受益者のために基本に忠実かつ柔軟に資産運用の在り方を考え直す必要があります。

用語集もご参照ください https://www.fromhc.com/glossary/

All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

1990年4月1日よりも前の古き良き時代①

- 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）

All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

1990年4月1日よりも前の古き良き時代②

- 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

All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

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

All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

1997年以降の金融危機①

- 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、山一證券が自主廃業

  ⇒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

All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

1997年以降の金融危機②

- 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）

All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

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

All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

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

All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

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、運用目標のパラレルな低下
  - 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

All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

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

All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

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

  ⇒2023年の金融サービス提供に関する法律の改正で、金融サービスを行う金融事業者は顧客等の最善の利益を勘案しつつ、誠実公正に業務を行う義務が課される。企業年金を含む年金基金も金融事業者として明示。

All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

2023年11月、金融サービス提供法の改正

- 第2章 「顧客等に対する誠実義務」の新設

  ⇒ 金融サービスの提供等に係る業務を行う者に対して、横断的に、顧客等の最善の利益を勘案しつつ、顧客等に対して誠実かつ公正に業務を遂行する義務を新設

  ⇒ 金融サービスの提供等に係る業務を行う者が列挙されており、確定給付・確定拠出企業年金基金を含む年金基金も対象として明記

  ⇒ 第3章中の金融サービス仲介業者の誠実義務は削除。2章にて金商法業者や銀行等が金融事業者として定義されているので、金商法や銀行法等においても誠実義務が削除された。

- 第5章 「金融サービスの利用環境の整備等」の新設

  ⇒ 金融経済教育の推進等による金融リテラシーの向上、金融機関による顧客本位の業務運営など、安定的な資産形成の支援に係る施策を、政府一体となって強力に推進するため、金融経済教育を行う「金融経済教育推進機構」を設置

  ⇒ 事業主は、その事業に支障のない範囲内で、その従業員を対象とする国、地方公共団体又は次条の金融経済教育推進機構による安定的な資産形成に資する制度の利用の促進のための取組並びに安定的な資産形成に関する教育及び広報に協力するよう努めるものとする。

All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

2024年8月、アセットオーナー・プリンシプルの策定

- 「資産運用立国実現プラン」の一環として、公的年金、共済組合、企業年金、保険会社、大学ファンドなどのアセットオーナーの資産運用に係る原則を、「アセットオーナー・プリンシプル」として2024年8月内閣官房より公表。

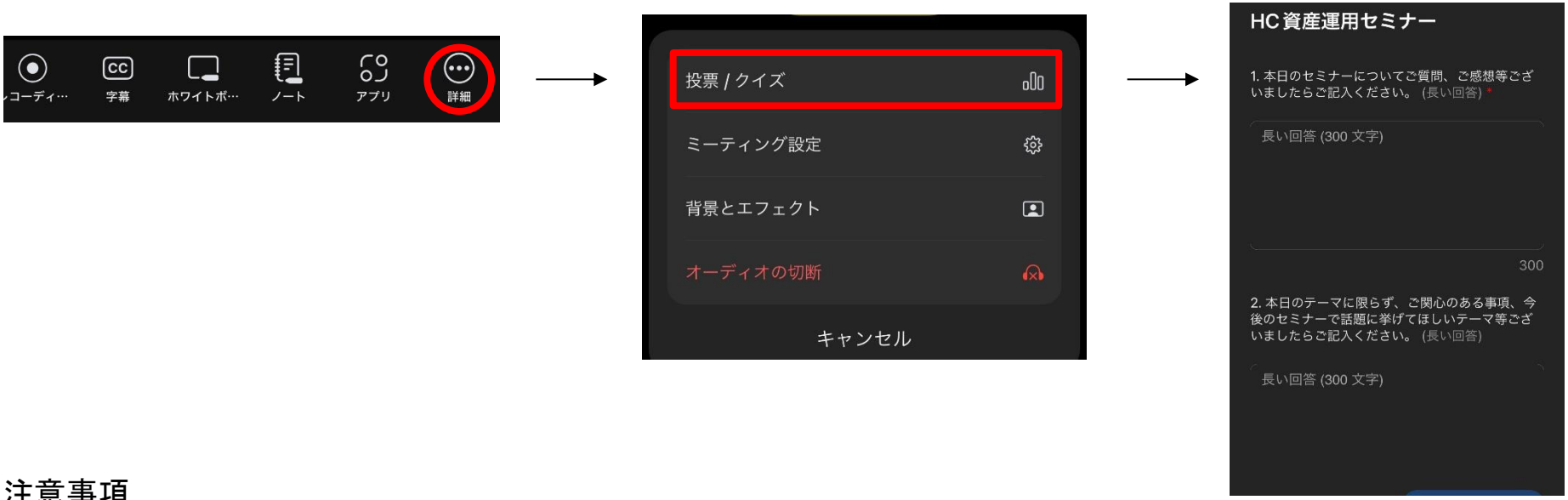
- アセットオーナーは、受益者等の最善の利益を追求する観点から、運用する目的や財政状況等に基づいた目標を定め、その目的・目標を達成するために投資先企業や委託先金融機関を厳しい眼で見極めることで、受益者等に対するフィデューシャリー・デューティーを果たす。また、その行動が結果として、投資先企業の中長期的な成長・企業価値向上や委託先金融機関の健全な競争による運用力向上につながることを期待。

- 法令のような「ルールベース・アプローチ」ではなく、アセットオーナーがそれぞれの置かれた状況に応じて原則を定める「プリンシプルベース・アプローチ」を採用。全ての原則を一律に実施することは求めず、「コンプライ・オア・エクスプレイン」（原則を実施するか、実施しない場合には、その理由を説明するか）の手法を採用。

All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

講演後アンケート/注意事項

今後の運営に活かしたく、ご質問やご意見、ご感想、ご興味あるテーマなどを承っておりますので、ご自由にご意見をお寄せください。
回答方法：各セミナー講演途上でにZoom上で配信します。配信後は一度閉じた場合でも、以下の通り詳細から再表示できます。



注意事項

- 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。

All rights reserved. HC Asset Management co.,ltd. 2006