

## 資産運用の歴史と実践

HCアセットマネジメント株式会社

<https://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  
一般社団法人投資信託協会

人+産業金融=成長  
成長を支える投資の原点へ

東京	2020.03.17
名古屋	2020.03.02
大阪	2020.03.10

**HC**  
*asset*  
management

# 目次

---

概要	2-3
1990年4月1日よりも前の古き良き時代	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
金融構造改革	12
ガバナンス改革	13
個人の資産形成	14
負債の投資と資本の投資	15
果実の稼得と元本の保全	16

# 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で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。

### フィデューシヤリー・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

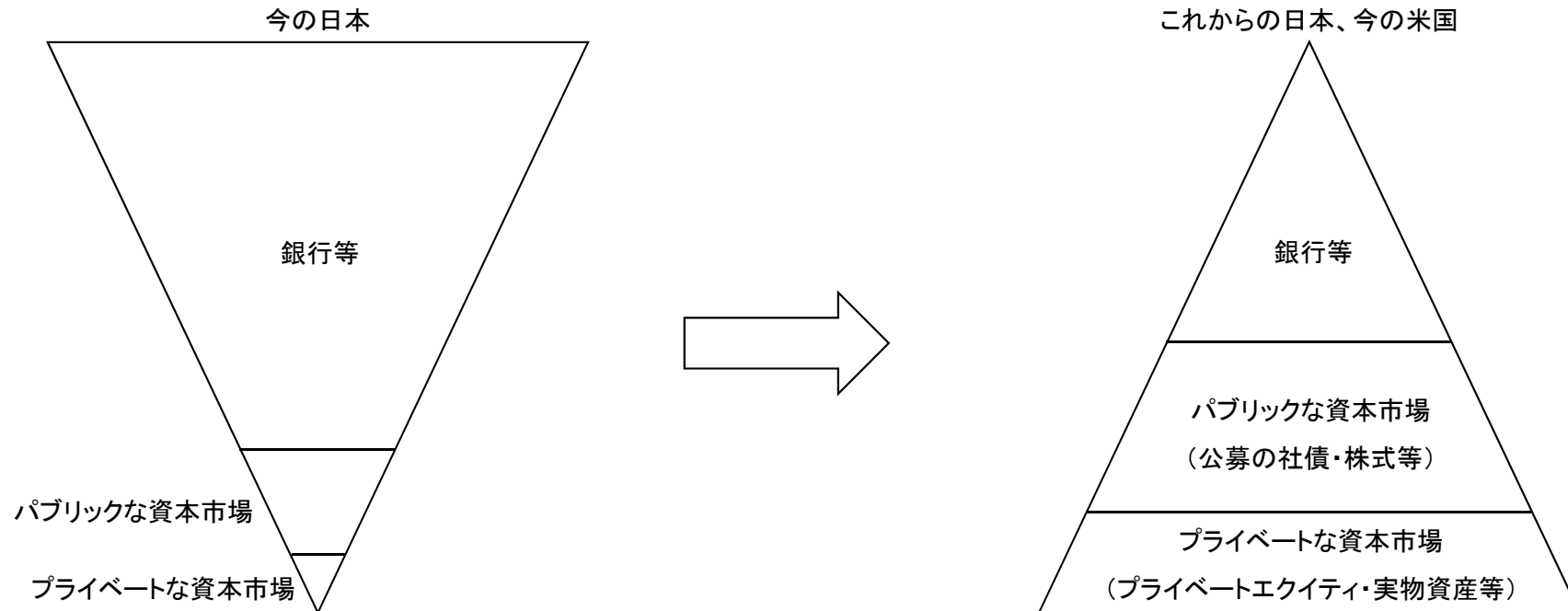
# 投資の原点への回帰

---

- 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

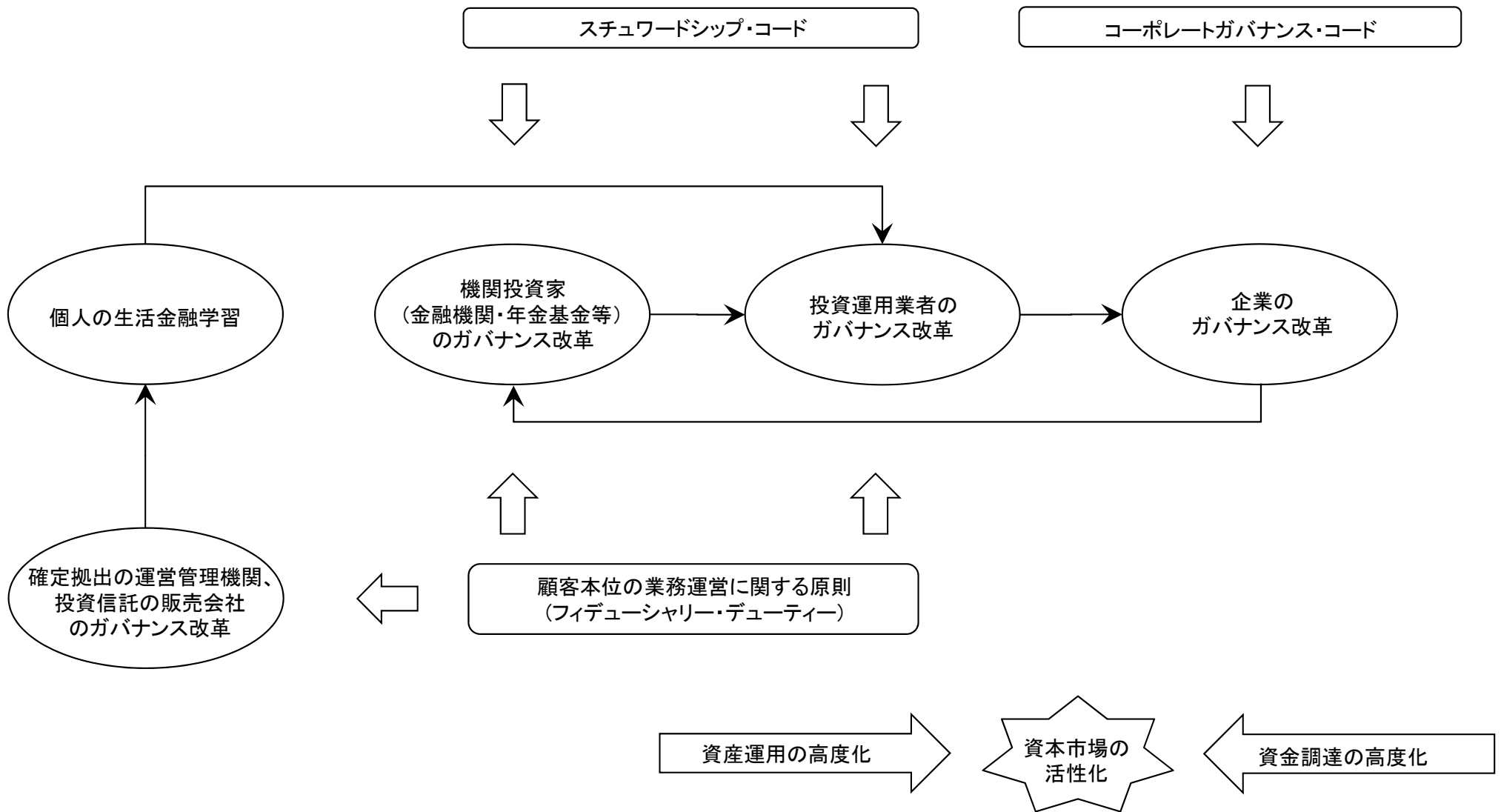
# 金融構造改革

- 金融庁の行政の目的は、国民の安定的な資産形成と、持続的な成長を通じた国民の経済厚生を増大
- その目的の実現を目指す方法は、間接金融(金融仲介機能)から直接金融(市場機能)への抜本的な転換
- 事実、1980年頃から、当時の困難な経済状況のなかで、イギリスではサッチャー首相によって、米国ではレーガン大統領によって、同様な金融構造改革が行われて、それが経済再建に重要な役割を演じたことは周知の事実だが、日本では、何度も機会がありながら、今日まで実現されることはなかった



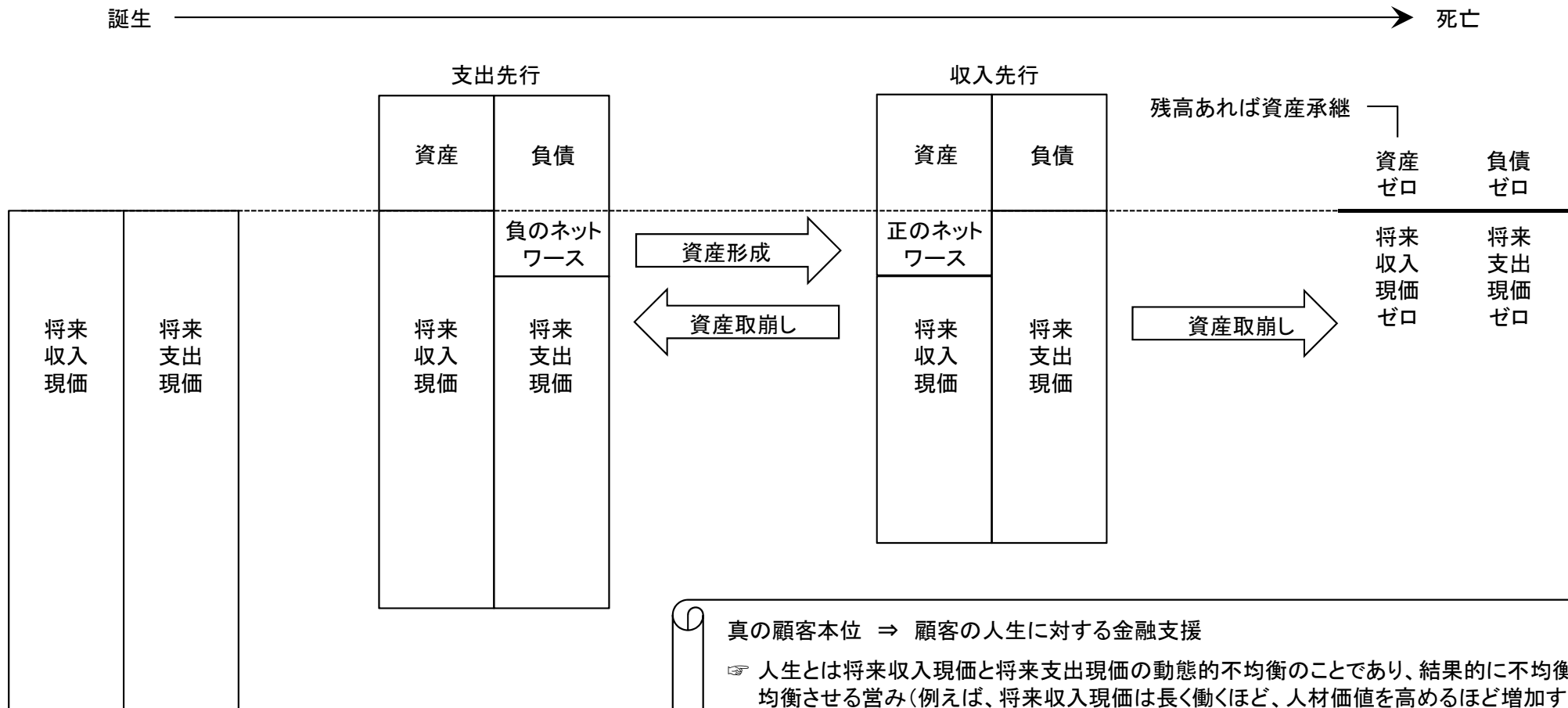
- ⇒ 「間接金融から直接金融へ」ということは、具体的には、「預金から投資信託へ」という個人貯蓄の構造転換と、「融資から社債・株式の発行へ」という資金調達構造の転換を意味する
- ⇒ 預金は、資本規制によって元本保証がなされ、投資信託は、フィデューシャリー・デューティーによって品質保証がなされる
- ⇒ 産業構造改革による成長戦略を実現するためには、資本市場機能の強化を通じて、コーポレート・ガバナンスの改革を促すことが必要である
- ⇒ 産業界の大胆なリスクテイクに対応するためには、金融界にも大胆なリスクテイクが求められる(「顧客との共通価値の創造」)が、預金取扱金融機関による融資には、リスクテイクに限界があるため、金融の主たる舞台を資本市場に移すのである

# ガバナンス改革



# 個人の資産形成

- 資産形成とは、厳密には、ネットワーク(=資産+将来収入現価-負債-将来支出現価)の形成であり、より厳密には、ネットワークを負から正に転じることである。
- 資産取崩しとは、高齢者については、正のネットワークを計画的にゼロに向けて減少させていくことであり、勤労所得のある現役については、家計の必要に応じて正のネットワークを費消することである。



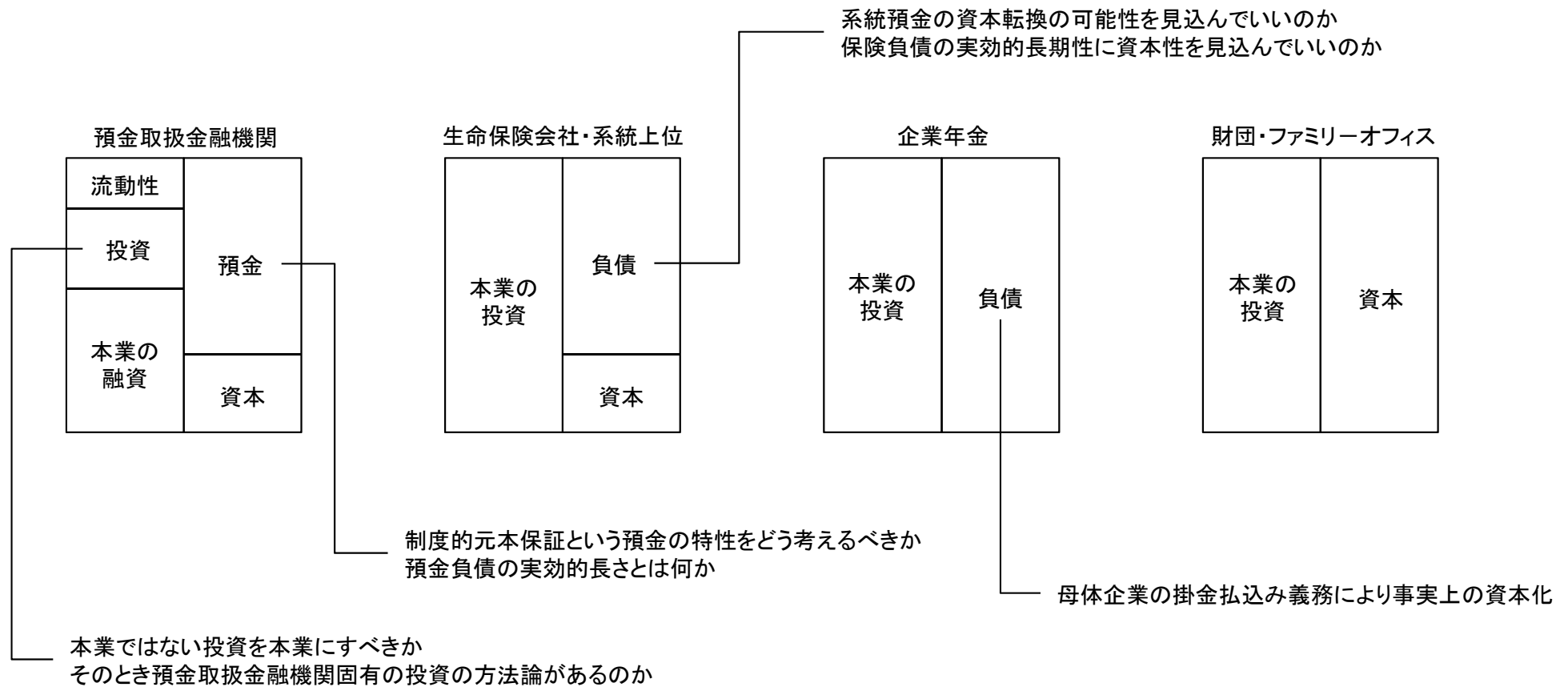
真の顧客本位 ⇒ 顧客の人生に対する金融支援

- ☞ 人生とは将来収入現価と将来支出現価の動的な不均衡のことであり、結果的に不均衡を均衡させる営み(例えば、将来収入現価は長く働くほど、人材価値を高めるほど増加する)
- ☞ 将来の不均衡を現時点で均衡させる技術的な工夫が金融機能の本質であり、顧客の人生を離れて個人金融サービスは成立し得ない



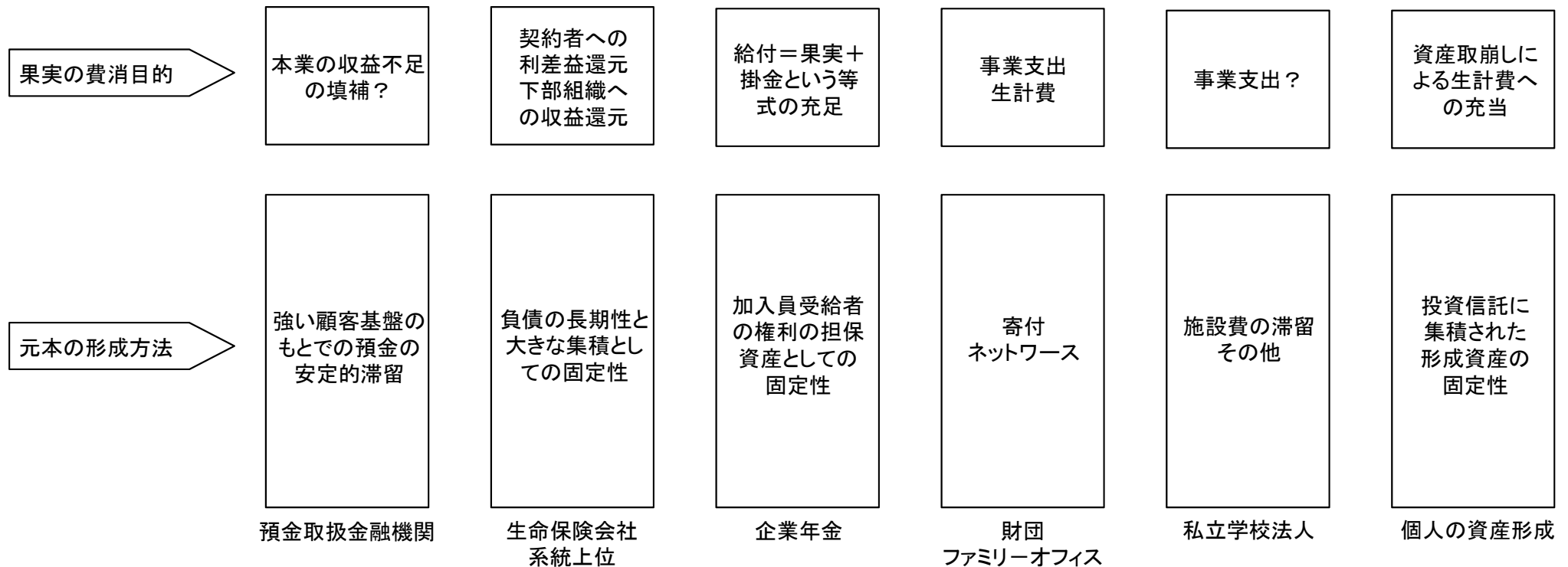
# 負債の投資と資本の投資

- 投資資金の資本性とは、元本の変動が大きなく、投資の目的が果実の稼得になっていることである。
- 投資の質は、投資資金の資本性の強さに規定されるのではない。実際、高度な資産運用で知られているのは、財団、ファミリーオフィス、年金基金である。
- 逆に、最も負債性が強く資本性が弱い預金を原資とする預金取扱金融機関において、その「資産運用の高度化」とは何を意味するのか。
- 預金負債でも、保険負債でも、個々の負債は日々変動していても、巨大な集積としての負債合計において大きな変動がなければ、資本性があるといえるのか。
- 個人の資産形成は取崩しが前提となっているが、その巨大な集積は投資信託の安定的な残高の形成となって、集合としての資本性をもつ。



# 果実の稼得と元本の保全

- 投資の目的は、第一に、果実の稼得であり、稼得した果実を投資の目的に応じて費消することである。
- 投資の目的は、第二に、果実の稼得を安定化させるために元本の保全を図ることである。
- 投資の目的は、第三に(あるいは、追加的に、理想的に)、元本の増殖を図り、同じ期待収益率なら果実を大きくし、同じ果実なら期待収益率を下げてリスクを低減させていくことである。
- 一般に、元本の永続性が高く、果実の費消目的が明瞭なものほど、投資の目的が明確で、投資の質が高い。
- 逆に、元本の性格が明瞭でなく、果実の費消目的が確立していないところほど、問題事象が起こりやすい。



- 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。