

『経営者目線』からの企業年金革新

植村博明¹

平成25年4月3日

はじめに

2008年のリーマンショック以降、その存続すら危ぶまれていた日本の企業年金が、2012年末以からの世界的な株式、債券相場の堅調さに支えられ、ようやく息を吹き返した。とりわけ、わが国の円安、株高の状況は、企業年金を運用する立場の人々にとって、久方ぶりの良いニュースといえるだろう。ここで、改めて、日本の企業年金が、将来にわたって存続しうるものになるのかどうか、考えておくことも重要である。

とりわけ企業経営者が自社の企業年金についてこれまで以上に関心を持ち、きちんとした位置づけをすることが大切だと考える。実務は担当部者が取り組むのは当然としても、新年度にあたって経営者の視点から見るべきポイントもいくつかあると思う。

① 強まる短期投資家の色彩

日本の年金ファンドの規模は、野村総合研究所の調べでは、2012年3月末で約260兆円ある²。このうち、厚生年金保険など公的年金が5割以上の割合を占めるが、企業年金だけをみても、約83兆円ものスケールに達する。83兆円の資金がより良い運用先を求めて、わが国の株式、債券市場を中心とする金融・資本市場などにごめくのためから、その与える影響はとてつもなく大きい。

年金資金は、従業員が将来退職した時に給付を受けるもので、その資金の性格から、運用はあまり短期に成果を求めるものでなく、じっくり長期に渡って資金を寝かせ、果実をゆっくり収穫するものだと、されていた。従ってマーケットの目先の動きに一喜一憂することなく、マーケットを動かすマクロ経済など

相場の基礎的な要因（ファンダメンタルズ）を注視することが、大事なことだと言われてきた。

実際、本当に年金資金は長期投資家なのであろうか。企業年金連合会は毎年、資産運用実態調査をしているが、資産構成割合のうち国内株式の比率は、2011年度では17.43%となっている。5年前の2006年度決算では28.04%あったから、わずか5年で10ポイント以上も低下したことになる³。

リーマン危機後の株式相場の長期低迷に嫌気がさしたと言えればそれまでだが、あまりに大きな変化である。年金資金は資金の規模が大きいので、分散運用が基本となり、相場変動があるので、もともとの各資産構成の割合を一定に保つために時々、各金融資産の売却、購入を通じて調節することはある。それでも、個別の年金資産について言えば、運用会社に委託している資産の四半期ごとの運用成績に神経をとがらし、相場変動の波に乗り遅れまいと、ここ数年マーケットタイミングを一段と意識するようになっているのは確かだろう。

わが国の企業年金はもともと退職金制度から転換する形で普及が始まった。企業が万が一の時でもきちんと資産が保全されることなどをねらいに、企業本体とは別の外部積立になっている。このため、企業本体とは別の年金基金などの形の法人格を持つことになるが、実際は企業のカネであることは間違いなく、その資金の運用についても企業本体が深くかかわっている。

企業年金は年金会計という長期的視点から運営されている。しかし、企業会計の立場から見ると、年金資産の増減に応じて退職給付会計の処理が変わる。短いサイクルで業績開示を迫られる企業経営にとって、長期的観点はすんなり受け入れられるものではない。年金資金の運用がうまくいかずに年金資金が急減するようだと、企業経営にとってコスト増となつてのしかかるからだ。いわば企業年金は、年金会計と企業会計のダブル・スタンダードの下に事実上の運営がされている。

ここ10年ほどについて言えば、マーケット変動、正確には株式相場下落が激しい局面が多かったため、企業経営への影響が大きすぎて、年金資金は年々、短期投資家の性格を強めてきたと言えるのではないだろうか。言い方を変えれば、マーケットに多大なインパクトを与えることのできる巨額の年金資金は、マーケットに影響を及ぼすのではなく、マーケットに振り回されてしまった。

プロでも読み切れない相場変動のアヤを、年金基金が判断するのは不可能であ

る。むしろこれからは、年金基金側が市場に対して何か能動的な行動を起こせないか、考える時ではないのだろうか。

② わかりやすい議論が透明度を上げる

長期投資であれ、短期投資であれ、年金資金の運用についての企業の体制は、強力とは言えない。もともと企業経営の本業は、繊維、鉄鋼、自動車、電機などの製造業や、流通、外食などサービス業であり、資金運用は金融、総合商社など特定の業種を除けば、得意分野でなない。もちろん企業経営の一部として、企業規模の大小を問わず、経理・財務部門はあるが、こうした部門は、決算処理や税務処理などが主体で、資金の本格的な運用の専門家はそろっていないところが多いのが実態である。

企業の年金資金は、企業が直接、お金を運用しているわけではない。専門の運用会社に資金を委託しているのだが、巨額の資金を運用会社に丸投げしているわけではなく、資金の運用としてはどういう資産にどの程度振り向けるのがよいのか、目安をつくって、専門の運用会社に委託している。専門家に任せるとは言っても、企業サイドに専門家と十分に太刀打ちできる人材を確保しておかなければ、企業としての運用管理体制は心もとない。運用がうまくいっているのか、あるいは不振なのか、その原因は、相場変動要因以外に何があるのか、定期的なフォロー体制もしっかりしていなくてはならない。

コンピューター投資などで、実際の開発は IT 企業に委託するにしても、ある程度の規模になれば企業サイドにもシステム投資、運用の専門家を抱えている。新規投資だけでなく、出来上がったシステムのメンテナンスや運用管理などについても、企業の担当者が常に委託先の IT 企業などと密接な関係をつくっているのと同じである。

企業の年金基金の場合、その規模や年金の形態などによってももちろんさまざまではあるが、ごく一般的には、年金基金の常務理事が運用管理担当をまかされ、ほかに事務局に 1 人ないし 2 人の専門の職員がいるケースが多い。資金運用の実際は外部の運用会社に委託しているわけだし、年金給付の実務、データ管理なども事務処理も多くは総幹事といわれる信託銀行などとの連携がベースになっているからである。

では、たった一人の運用管理担当者に任せて、大丈夫なのだろうか。多くの企業の場合、年金基金の仕事は営業や技術畑の人がいきなりでは大変だろうと、

経理や人事・総務畑出身者が携わっている。非常に勉強熱心で、専門家顔負けの金融・資金運用の知識を身に付けた人もたくさんいるだろうが、いかんせん資金運用の実務はわからない。

むろん一人で何もかも独善的に決めているわけではない。企業年金は従業員がリタイアした後に受け取る資金だから、従業員にとっても深いかかわりのあるおカネである。このため、企業で年金資金にかかわる経理、財務、人事、労務、総務などの担当者と従業員の代表である労働組合の代表者らがメンバーとなる委員会を設置して、定期的に資金運用がこれでよいのが、審議する体制をとっている。また、取締役会など経営幹部にも自社の年金運用の推移について、節目ごとに報告、審議しているところも多いだろう⁴。

年金資金は、企業本体とは別の外部積立であり、年金基金だけでなく、企業の関連部署や労働組合、さらに企業の経営幹部にも実態が報告され、幾層ものチェックを受けているので、ガバナンスは十分効いているように思われる。しかし、それは組織体制としてのガバナンスであり、会議などに出席している人が、年金の資金運用について多くの知識があり、妥当な判断ができるかどうかは、また別問題だと考える。

とりわけ資産運用については、新商品の開発が激しく、しかも運用自体がグローバル化している中で、外資系運用会社の存在感も大きい。年金資産の大部分は確定利付きではない、つまり元本割れもありうるというリスク性資産にさらされている。横文字と専門用語があふれる資産運用の実態をきちんと、関係者が理解し納得しているのか、疑問がわいても不思議でない。

頻繁に会議を開き、膨大な資料を提出すれば、ガバナンスが高度に機能するというわけではないだろう。大切なおカネの運用である。だれもが十分に議論に参加できる年金運営をしなければ、透明度は上がらない。それには、経営者が積極的に音頭を取って、企業年金の『わかりやすさ』を追求することではないだろうか。難解なテーマをわかりやすい議論に変えさせるには、リーダーが『それではわからない』と何度も指摘しなければ実現しない。

当然のことながら、企業年金の主役は企業であり、運用会社ではない。相場変動の分析に力を注ぐだけでなく、企業のおカネはどう活用、運用したらわが国の経済社会に寄与できるのかという視点も、経営者が投げかけてよいテーマであると思う。

③ 外部からの助言を仰ぐ体制

経営者が企業年金運営にあたって、さらに気をかけておかねばならないことは、いったいどの程度のコストを年金運営にかけるかである。企業規模や年金資産の大きさによってそれがまちまちになるが、一般論でいえば、年金基金部門への人材投入に限界がおのずとある以上、外部のコンサルタントやゲートキーパーといわれる助言者的な役割を求めざるを得ない。

当然、そうなればまたおカネはかかる。しかし、資金運用、とりわけ法人向けの金額規模の大きい資金運用でプロの運用会社に対抗して自社だけで、より高度な情報を獲得する、あるいは情報の判断力をつけようというのはムリである。

要は、そんなにうまい話はないという常識的な結論にたどりつく。例えば、長期にわたって高利回りの利益をあげられる商品があるならば、企業にとって、工場などの資産や多くの人員を使って本業で利益追求を求めるよりも、企業資産をすべて金融資産運用に回した方が高い利益効率を得られるという結果になりかねない。

とりわけ近年、株式、債券だけではなく、代替資産（オルタナティブ）への投資が増えている。運用者はプロ中のプロであり、運用手法としてデリバティブ（派生商品）の活用を進めるところも多い。こうなると、運用者と企業との間で持っている情報の非対称性が大きくなりすぎ、間に外部コンサルタントを入れないと的確な意思決定は難しいというのが実態だろう。

どんな産業も技術革新が進む。資金運用も例外ではあるまい。オルタナティブやデリバティブといった金融技術の先端商品を毛嫌いするのはおかしい。しかし、商品・提供会社の選択や、その後の管理体制を一企業だけでやるのは、手に余る面もある。

形態別では、厚生年金基金についてはそのあり方についての議論が盛んだが、確定給付型企业年金基金（DB）についても、その規模はまちまちである。企業グループで効率性を高める狙いなどから一体運用している事例も多いこともあり、企業年金の合同運用についての研究や提言がなされても良いと考える。運用資産が一定規模以上なければ、どうしても制度維持のための費用がかさむし、先端的な商品に取り組むにも限界が出てくる。分散運用が基本とされるが、それも一定規模以上の資産があつての分散であつて、あまりに少額では分散の

意味それ自体が問われかねない。

年金資金は相対としてみれば巨大な存在であり、資金運用会社にとって営業の核ともなる分野である。しかし、個別企業ごとにみれば、そう大きくもないのがたくさんある。企業の年金担当者への営業攻勢は激しいが、持っている知識や経験が投資家と運用会社では大きく違うため、結果として、運用会社のペースにはまりかねない。投資家としての位置づけを保っていくうえでも、経営者からの『目線』は大切だと考える。

④ 確定給付型をどう維持できるか

企業年金制度は公的年金を補完する位置づけであり、同時に企業にとって従業員の福利厚生制度の一環でもある。従業員がリタイア後に手厚い年金を保障されていれば、従業員の士気向上に役立ち、企業にとってもより優秀な人材確保につながるからだ。

しかし、現実には各国とも公的年金を整備するのに精いっぱい、財政面の制約からその公的年金の先細りすら懸念されている。経済協力開発機構（OECD）の統計⁵によると、2011年時点でのOECD加盟各国合計の年金資産（公的・私的含む）総額に占める各国別シェアは、米国53.3%、英国10.7%、日本7.4%が3強であり、企業年金の整備もおおむねこの3か国が充実しているとみられてきた。

企業年金といってもその仕組みは、それぞれの国の歴史的経緯や・社会構造によって異なるが、一般に企業年金を取り巻く状況は、この10年とりわけリーマンショック以降、大きく変わりつつある。

米国はオバマ大統領の医療改革に見られるように、もともと政府の社会保障制度充実に対する取り組みは、これまであまり意欲的ではなかった。自助努力を重んじる社会的伝統もあるのだろう。年金分野でも公的年金の給付はそれほど高いとは言えず、企業年金制度が発展してきた。だが、リーマンショック以降の資金運用不振などから、企業の年金資金の積立不足が企業経営を直撃している。ベストセラーにもなった『なぜGMは転落したのか』⁶を見るまでもなく、経営者が従業員に甘い顔をするあまり、年金増を約束し、それが後々になって企業にとっての負担増になるという年金の怖さを示している。

事情は英国でも同様である。株式相場の低迷から、企業年金の積立不足が深刻になり、企業がこれまでの年金制度の維持を断念するというケースが相次いでいる。

英米では企業年金は退職一時金からの発展という考え方ではなく、退職時の最終給与の何%という決め方をしており、終身が原則である。過去の受給権に対する概念が明確なこともあり、今後入ってくる新人採用分については、企業年金の制度を変更するという閉鎖（Close）の考えを打ち出し、さらには既存の加入者に対しても、過去分はいじらないが今後の、つまり将来の受給権は凍結（Freeze）して、制度変更しまうことも広まっている。

制度変更とは、具体的には従来のDB（確定給付）型年金をやめ、企業が一定額をきちんと積み立てるが運用成果については個人が結果に責任を持つというDC（確定拠出）型年金への切り替えである。米国では2011年現在、DC型年金の数は65万、加入者数は7000万人超と、DB型年金を上回っており⁷、その差はますます拡大する傾向にある。英国では制度変更を機会に、DC型年金にも加入しない労働者が増えているという。

年金先進国のオランダでは職域年金という企業グループ別あるいは、産業別の企業年金が奮闘しているが、これも趨勢で見れば、保険契約の切り替えなど何らかの制度変更を迫られているケースが多い。

翻ってわが国の場合、企業年金連合会の調査によれば、DB型基金は2013年3月現在14813件、加入者数は2012年3月現在で801万人。DC型基金（企業型）は、徐々に増えているとはいえ、2013年3月現在4192件、加入者数は2012年12月末現在、437万人で、なおDB型が『主流』とあってよい。

世界的に見てもわが国の企業年金、とりわけDB（確定給付）型企業年金は、もはや最後まで維持している形態ともいえる。それだけ日本企業の経営者が従業員を大きなファミリーの一員として大切にしてきたことの証左である。同時に従業員にしてもリタイア後の生活保障の目鼻が立っていれば、勤労意欲も増そうというものである。日本的企業経営の一つの見本ともいえる企業年金である。

いわゆる日本的経営についての功罪などは様々な議論はあろうが、こうした形を今後とも残すべきなのか、残せるのかなど根本的な問題を経営課題の一つとして、改めて考えておくことは重要であろう。

おわりに

苦戦が続いていた企業年金の運用が 2012 年度はひとまず落ち着いたのを機会に、企業経営者が考えていただきたい問題をいくつか指摘した。どこの組織でも現場の関連部署は一生懸命やっているのだが、より一歩引いて、全体像として問題をとらえることも大切だと考える。企業年金問題は、経営層がより積極的に関わってくことで、将来のあるべき姿も見えてくるはずである。

表 2011 年度決算 資産運用実態調査結果

	調査対象基金数	資産構成割合 (%)							
		国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	一般勘定	ヘッジファンド	その他	短期資金
合計	1395	27.16	17.43	12.04	16.33	14.00	5.20	3.61	4.22
厚生年金基金	577	23.33	21.94	11.06	19.06	9.99	6.18	4.08	4.37
確定給付企業年金	818	29.69	14.46	12.69	14.53	16.64	4.55	3.30	4.13
基金型	582	29.90	14.59	12.88	14.57	15.69	4.67	3.38	4.33
規約型	236	27.10	12.81	10.35	14.03	28.75	3.11	2.33	1.52

(出所) 企業年金連合会 企業年金資産運用実態調査結果 (2011 年度) の概要

http://www.pfa.or.jp/jigyotokei/shisanunyo/jittai/files/chosa_gaiyou_2011.pdf

- 1 年金シニアプラン総合研究機構。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 野村総合研究所 日本の資産運用ビジネス 2012/2013, p9
- 3 企業年金連合会 HP 2011 年度企業年金資産運用実態調査結果の概要
- 4 日本経済新聞出版社『チャレンジする年金運用』の第 9 章、『高まる年金ガバナンスの重要性』(山口登氏) に詳しい
- 5 OECD の Pension Markets in Focus 2012, P5, 図 4
- 6 『なぜ GM は転落したのか—アメリカ年金制度の罠—』ロジャー・ローウェンスタイン著、日本経済新聞出版社。2009 年 2 月発行
- 7 『欧米諸国の年金事情』(米国編 3p, 前田俊之氏)。ニッセイ基礎研究所『保険・年金フォーカス』2012 年 8 月 20 日号