

『個人』へ傾斜する企業年金

植村博明¹

平成 27 年 10 月 8 日

はじめに

企業年金の地殻変動が急速に進み出している。主流だった確定給付型 (DB) 年金に代わって、確定拠出型 (DC) 年金が急増、加入者は 500 万人を突破した。国・企業とも DC 年金の普及を進めているため、この傾向はさらに勢い付く可能性がある。

企業年金を投資家としてとらえると、これまで個人の加入者・受給者は年金基金を経由して、信託銀行など機関投資家の姿で、資産の維持・形成を進めてきた。勤労者の立場から見ると、プロの機関投資家へのお任せ型だった。

DC 年金の普及が進めば、今後、資産は個人ごとに明確に区分され、勤労者は自身の資産形成に真正面から向き合わねばならない。自助努力を基本とする個人投資家の色彩が強まる。現実には多くは投資信託の形となって資産作りに励み、老後生活へ備えることになるだろう。

もちろん投資信託それ自体は、機関投資家の一角を占めるが、商品選択、個人の資産構成 (ポートフォリオ) などの決定は、あくまで個人だ。企業年金は『みんなで資産を増やす』形態から、『個人の判断で資産形成を進める』スタイルへと徐々に姿を変える。投資信託は年金資金の受け皿として十分な機能を発揮できるだろうか、その結果、資本市場の活性化につながるのか、点検してみた。

1) 500 万人超えの DC 年金

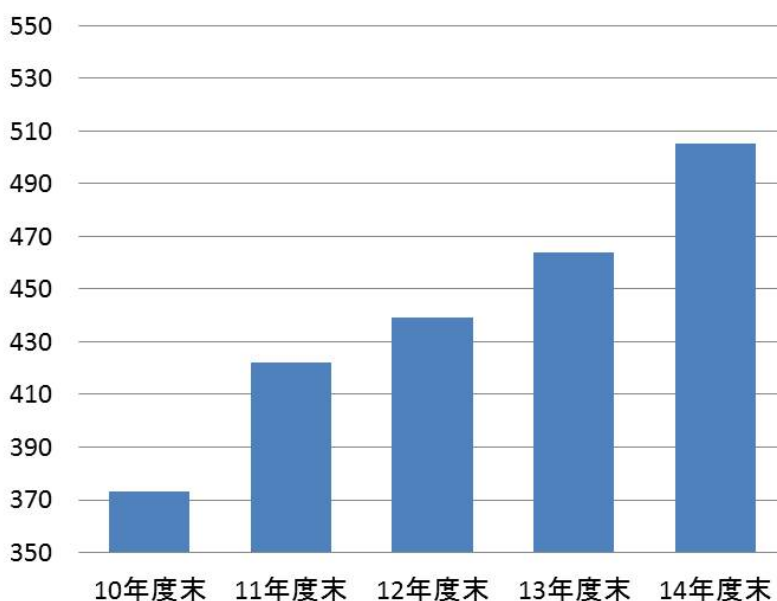
企業型 DC 年金は 2015 年 3 月末で実施事業主 20137 社、加入者数 505 万²

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

千人と、2 万社、500 万人の大台を突破した²。これまで主流だった DB 型年金は将来の給付が約束されるため、従業員にとっては老後の生活設計が立てやすいというメリットがあった。しかし、運用成績が悪く積立金が予定通りに増えない場合は、企業の負担が重くなることなどから、DB 型年金を企業型 DC 型年金に切り替える動きが急ピッチになっている。

2014 年 4 月には NTT グループが加入者 9 万人という巨大 DC 年金制度を発足、次いで東芝も国内グループ会社とあわせ 2015 年 10 月より対象 9 万 5 千人の大型 DC 年金制度をスタートさせる。

図表1 企業型DC年金の普及状況(万人)



企業型 DC 年金は従業員に対して企業が定期的に一定の金額を拠出し、従業員の持ち分として管理する。資金の運用は勤務先の企業・年金基金ではなく、自分で投資対象を選んで決める自己責任となるが、転職の際にはそのまま自分の資産を簡単に移転できるなど利便性も高まる。

実施事業主、加入者数でいえば DC 型年金の存在感は増しているが、資産規模で見ると、2014 年末現在 DB 型年金は 89 兆 8 千億円なのに対し、DC 型年金は

² 厚生労働省 HP 平成 27 年 3 月末現在、確定拠出年金の施行状況

8.8 兆円³。企業年金の資産残高から言えば、DC型はまだ1割足らずといえる。しかし、今後のDC型年金そのものの伸びを考えると、今から、DC型年金の資産運用の在り方について検討しておく必要がある。

DC型年金で従業員はどのような投資を行うか、つまりどの運用商品を選択するのか。2014年末現在で厚生労働省が調べたところ⁴、預貯金37.7%、保険19.5%といわゆる元本確保型商品が全体の6割近くを占めた。次いで投資信託は28.8%と全体の3割近くだった。

元本確保型は安全資産であり、元本が棄損される恐れはない。事実上のゼロ金利が長期間続いているなかで、利息はほとんどなくてもまずは安心な預貯金へ資金が向かったのは、過去20数年を振り返れば、結果論ではあるが、無難な選択だった。

しかし、今後わが国の経済構造の革新と一定程度の経済成長が見込めるとの前提に立てば、従来のような『ともかく銀行預金』という行動パターンが、現役世代の勤労者の資産形成に向いているかということ、少なからぬ疑問がわく。将来の生活資金を確保するために、長い時間軸での投資行動があっておかしくない。

同時に、投資とは言っても現実問題として、一般勤労者が個別の株式や債券投資に挑戦するほど資産形成に関する経験や知識があるかとなると、これについても首をかしげざるを得ない。そこでリスク商品ではあるが、実際の運用を専門家にまかせ、個人投資家が小口の資金で投資しやすいものとして投資信託が浮上する。

DC型年金資金の運用先として、投信が全体の3割というのはいかにも少ない。近年、わが国で『貯蓄から投資へ』と叫ばれるのは、個人の資金を銀行預金等に滞留させるだけでなく、積極的に資本市場に資金が流れ込むようにするのがねらいだ。

成長戦略の一環としても、豊富な家計資産、とりわけ年金マネーを企業の資金供給源として役立てることが出来れば、企業成長を後押しすることになり、個人の長期的な視点からの資産形成につながっていくという好循環が期待できる。その意味で、企業型DC年金の受け皿として投資信託の存在は、資本市場のプ

³ 信託協会、生命保険協会調べ

⁴ 厚生労働省 企業型確定拠出年金の運用実態について

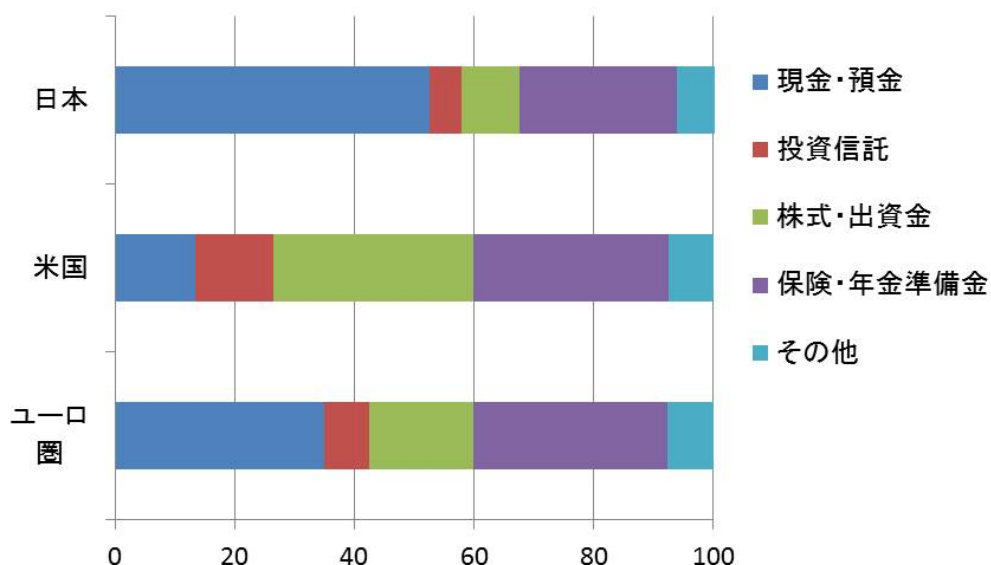
レーヤーとして大きな可能性を秘めている。

2) 資産形成における日米の差

そこで、わが国の家計、金融・資本市場における投資信託の位置づけについて見てみよう。日本銀行の調べによると⁵、家計の資産構成は、わが国の場合、現金・預金が52.5%、保険・年金準備金が26.4%、株式・出資金9.5%、投資信託5.5%である。

これに対して、米国では現金・預金が13.5%、保険・年金準備金が32.5%なのに対して株式・出資金33.4%、投資信託13.1%となり、日米間の違いがくつきりしている。やや荒っぽい表現を使えば、家計資産において『日本は銀行預金、米国は株式投資』なのである。これほどの違いが、どうして生まれたのだろうか。

図表2 家計の資産構成比率(%)



米国でも1980年代までは企業年金はDB型年金が主流だった。80年代の株式ブームでDB型年金の大幅な積立超過が目立った。超過資産は事業主に帰属

⁵ 日本銀行調査統計局 資金循環の日米欧比較（家計の資産構成より） 2015年3月23日

するとの米年金給付保証公社 (PBGC) の指針が出たことなどから、⁶企業は DB 資産を終了させ、超過資産を取り込んだ。代わりに DC 型年金を導入した。

87 年のブラックマンデー以降は、年金債務の大きさが問題になり、積立不足が深刻になった。DC 型年金は企業にとって債務と連動しないので、ここでも人気になる。シリコンバレーなどのベンチャー企業が続々、DC 型年金を採用した面もある。従業員の勤続期間が短く、雇用の流動性が高い。労働組合が弱いなどいくつかの要因が重なったためだ。加えて、DC 型年金自体の規制緩和も進んだ。

米 ICI (米国投信協会) のデータによると ⁷、2014 年末の DC 型年金の資産残高は 6 兆 8,000 億ドル、これに対して DB 型年金の残高は 3 兆 2,000 億ドルと半分以下の規模になっている。米国の勤労者は DC 年金の普及に伴い、資金を投信市場に投入した。

もちろん DC 資金だけでなく、勤労者は資産形成期に、老後生活の備えのための一般の貯蓄資金を投信市場につぎ込んだ。とりわけ 7500 万人を超えるベビーブーマー層 (1946 年—1960 年前後生まれの人口階層) が主要な資産形成手段として、投信を積極的に活用した。公的なものにできるだけ頼らず、自助努力を気風とする米国の国民性にも合致したのであろう。米国の個人金融資産に占める投資の比率は一貫して上昇している。

90 年代に米国での投信の純資産残高は、9,800 億ドルから 68,400 億ドルへと約 7 倍になった。NY ダウ平均株価は 2,753 ドルから 11,497 ドルへと 4 倍以上である。株式市場の合計時価総額に占める投信保有株の割合は 7% から 18% にまで高まっている。⁸ まさに DC 年金を通じた投信の買いが株高を演出したと言ってよい。

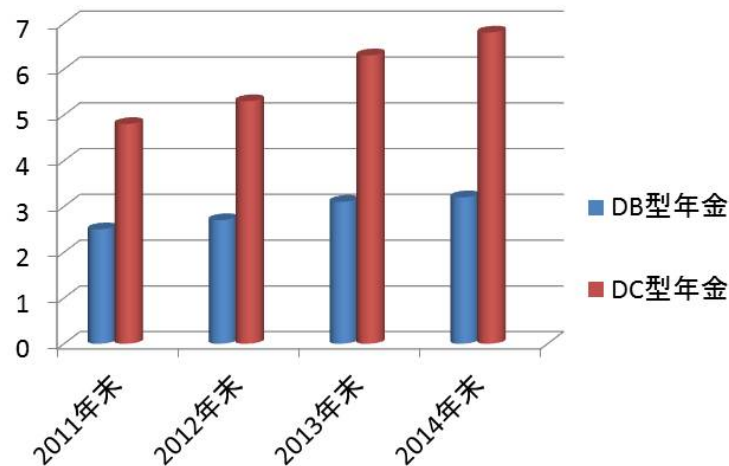
この傾向は基調としては現在も続いており、高齢化によって資産の蓄積が進めば進むほど DC 年金が支える株式市場の構図が鮮明になる。そして株式市場の動向は消費に直結する。GDP (国民総生産) の 7 割を個人消費が占める米国では、株式市場をにらんだ経済運営が必須のものとなる。

⁶ 『米国確定拠出年金の成長過程と諸問題』 河田剛氏 証券アナリストジャーナル 2015 年 4 月号

⁷ ICI (Investment Company Institute) Defined Contribution Plan Participants' Activities, 2014

⁸ 2015 年 4 月 19 日 日経ヴェリタス 『投信ブーム』

図表3 米国DB型年金とDC型年金の資産残高(兆ドル)



3) 迫られるわが国の投信改革

DB型年金からDC型年金への転換が始まったわが国でも、投信市場を核とする同様な資本市場の革新が起きるのだろうか。

実は『貯蓄から投資へ』のスローガンは何十年も前から、ずっと指摘され続けてきたわが国金融・資本市場の古くからの課題である。かつては同じような趣旨で『銀行よさようなら、証券よこんにちは』といわれた時代もあった。要は家計の潤沢な資金が資本市場に流れるようにしようというものだが、試みはことごとく失敗に終わった。

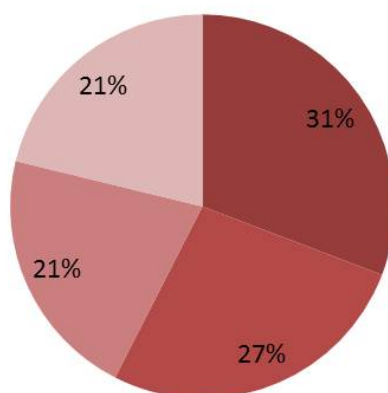
銀行預金・郵便貯金としてたまっている資金はガンとして動かなかつたのである。投資信託でいえば、2013年末の米国の資産残高は15兆ドルを超えており、日本の20倍以上の規模に達している。わが国の投信の純資産額は2015年3月末に97兆円と100兆円にあと一步のところまで積みあがったが、日米の経済規模の違いがGDP比較で約4倍という点から考えても、投信市場の規模の差はあまりに大きい。

米国では投信市場の拡大に合わせて、単なる金融商品というよりライフスタイルに合わせたソリューションを提供する道具として、様々な革新を呼び起こしている⁹。これが、機関投資家への投資顧問業で得た専門性や運用力を使って、運用会社が新たにリテール分野に展開していくなど多くの波及効果を呼んでいる。

わが国の場合、上場企業の投資部門別株式保有状況をみると、外国法人等の比重が年々高まっているのに対し、金融機関の内訳としてカウントされる投資信託は2014年度で、4.8%にしか過ぎない。¹⁰ このため株式売買状況をみても、¹¹ 株数ベースで海外投資家が61.8%、金融機関のなかの投資信託は全体のわずか1.8%である。

図表4 上場企業の株式保有比率

■ 外国法人 ■ 金融機関 ■ 事業法人 ■ 個人・その他



投信市場がわが国で十分な発達を遂げなかったのは、DC型年金という巨額の資金が継続して投信に流れ込まなかったからだ、だけでは説明が不十分だと思

⁹ 『世界の機関投資家の変貌と日本の課題』 関 雄太氏 月間資本市場 2015年2月号

¹⁰ 東京証券取引所 2014年度株式分布状況調査

¹¹ 東京証券取引所 2014年6月1日—12月30日実績

う。わが国特有の投信市場の問題を克服しなければ、今後、DC 資金が、さらに大量に流れ込んできたとしても何らかの形で『目詰まり』を起し、結局は勤労者の将来生活を支える金融商品として十分な役割を果たせない恐れがある。

問題点の 1 は、投信販売が初期は証券会社のみ許された点である。かつて、株式売買は回転商いと言って、顧客の利益が少し出たらすぐに売却益に変えて、また別の銘柄購入を勧めるという証券会社にとっての手数料稼ぎが営業の柱だった。

この手法で投信も販売したので、顧客に長期投資を推奨するどころか、利益が出たらすぐにまた別の投信を進めるスタイルを踏襲することとなった。顧客層の広がりはなく、かつ投信自体の残高も増加しなかった。現在では証券会社の営業姿勢は大きく変わったが、それでもなお根深い体質のようなものがある。

問題点の 2 はその後、投信販売の窓口は銀行にも広げられ、一気に一般国民になじみのある商品になったものの、投信の販売会社と運用会社の力関係が大きすぎたことである。

投信を作る運用会社のほとんどは、メガバンク、大手証券、大手保険などの子会社である。投信を販売するのは、全国規模で展開する金融機関の営業支店網であり、つまり親会社だ。親会社が売りやすい商品を作るように子会社に求め、投信手数料の配分が、子会社よりも親会社に有利なように設計される。

最近になって、毎月分配型の投信は顧客の長期資産形成に向かない面があるとか、高金利をうたい文句に新興国の通貨建てに仕立て直した投信は、リスク管理の徹底を顧客が十分に理解できていないなど、ようやく投信改革の議論が広がりだした。過去、顧客の立場に立った商品作りが徹底出来なかったことが、投信市場の発展を限定的にしたのは間違いないだろう。

いわば不幸な形で歴史を刻んできた投信市場が、多くの問題点を抱えながら、わが国で DC 型年金の普及期を迎えた。今後は、投信改革を進めながら、DC 型年金の資金流入の窓口になるという 2 つの作業を同時に進めなければならない。

4) DC 型年金の受け皿へ

現在の企業型 DC 年金は、企業が運用商品を選び、一連の商品群として加入者に提示している。加入者が実際に運用商品に投資する際には、このズラリと並んだ商品の中から、自分にふさわしいものを選択する。

実際には企業は膨大な運用商品群から適切なものを自力だけで選ぶことは難しい。個々の従業員の運用口座の管理もままならない。このため、DC 制度の運営管理を専門に行う運営管理機関（運管）を選び、ここと相談しながら DC 制度を推進する。

運営管理機関は、銀行、証券会社などの傘下にある DC 専門会社である。企業に食い込めば長期的なビジネスが安定的に展開できるため、金融機関は激しい加入者争奪競争戦を演じる。これまでのメインバンク、幹事証券として築いた企業とのパイプをフルに活用するのはいうまでもない。

企業型 DC 年金制度を導入した企業は、加入者の利益確保が最重要課題であり、加入者のニーズがどこにあるかを把握する必要がある。運用商品のモニタリングは欠かせない。新しい商品開発の動向なども見極めて、必要な場合は、選定商品の入れ替えをしなければならない。

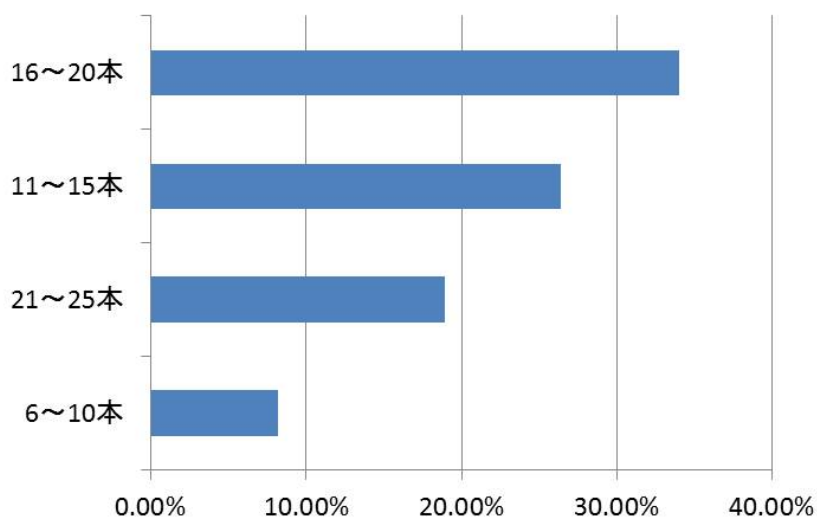
しかし、実際には金融機関側の営業攻勢の激しさ、企業の窓口担当者との金融・投資業務についての知識量の圧倒的な差などから、金融機関に企業が振り回されているケースが目立つ。

好例として、運用商品のラインアップ数をあげよう。企業年金連合会の調べによると¹²、2013 年度調査で運用商品は平均 18.3 本にのぼる。内訳は 16～20 本が 34%、21～25 本が 18.9%、26～30 本が 7.5%であり、31 本以上と答えたところが 4.1%あった。平均採用本数は、年々じりじり増えており、2006 年度調査では 15.1 本、2009 年度調査では 16.0 本、2012 年度は 17.4 本だった。

提供する商品が増えていくのは投信を柱とする金融イノベーションが進み、それだけ加入者の選択肢が広がると考えることもできるかもしれない。しかし、米国では加入者が自らの意志で選択できる商品数はせいぜい 10 本程度というのが、半ば常識である。

¹² 企業年金連合会 2013 年度版確定拠出年金実態調査 2014 年 12 月 16 日

図表5 運用商品の採用本数



『選択肢が多すぎると、投資経験の少ない加入者の学習意欲を削ぎ、結果として選択行動をとらない。もしくはなじみのある定期預金で良しとする構造を招く。投資教育の効果は薄れ、多くの無関心層が生み出される。こうして日本の確定拠出年金の典型的な姿である元本確保型商品への一極集中が生まれる』¹³との批判は根強い。

こうしたことから厚労省は、運用商品の提供数について、一定の制限を設け、運用商品の厳選を促す方針を打ち出した。

また、提供されたメニューの中から加入者が運用商品を選択するのが原則だが、実際には『良くわからない』などの理由で、商品を選択しないケースもある。

この場合、自動的にあらかじめ定められた運用商品（デフォルト商品）に組み込むことになるが、預貯金などの元本確保型商品をデフォルト商品として設定している企業が大半を占める。そこで今後はデフォルト商品に関する規定の整備を進め、事業主の任意で分散投資が期待できる商品をデフォルトに設定する

¹³ 月間企業年金 2015年3月号 確定拠出年金と運用商品 浦田春河氏（タワーズワトソン・ディレクター）

ことも検討されている。元本確保型に偏った運用を回避しようとの狙いである。

5) 視点は加入者への忠実義務

もちろん DC 向け投信は銀行などが一般の窓口で個人に販売する投信とは区別されている。金融機関にしてみれば、企業を単位とする大口顧客になるだけに、販売時にかかる手数料をゼロにする、あるいは運用期間中に支払う信託報酬を低く抑えるなど、DC 本来が持つ税制上のメリットに加え、加入者に有利な商品設定になっている。加入者が数十年の時間をかけてじっくりと資産形成が進められるような年金商品となるように設計はされている。

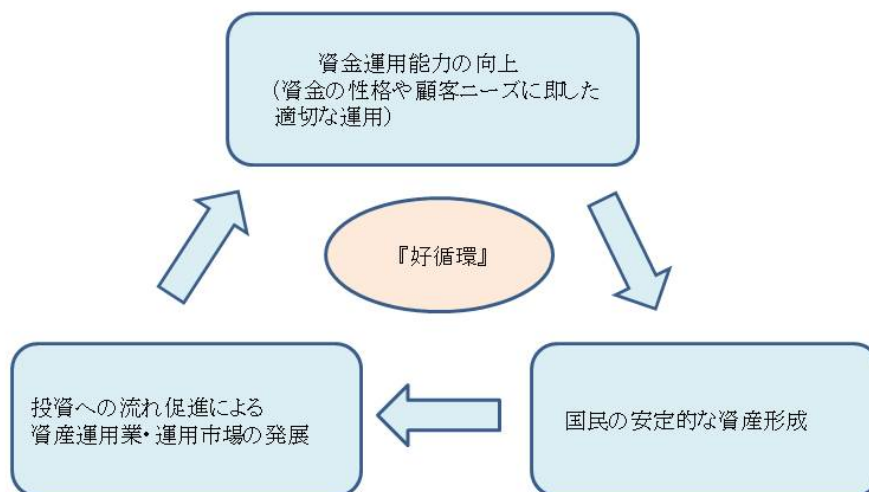
多くの企業の場合、DB 型年金から移行する形で DC 型年金を導入するケースが多い。それだけに企業にとって、DB 型年金で想定される給付額をできるだけ確保して加入者から不満が出ないようにしたいとの思いは強い。『これからは DC 型年金という自己責任による投資だから、仮に運用結果が芳しくなくても企業は関知しない』という対応はなかなか取れない。できるだけ従業員の立場に寄り添って、従業員が満足する結果を出したい。

そこで焦点となるのは、DC 制度を運営する企業や金融機関がどこまで、真摯に加入者への忠実義務を果たすかにかかる。

金融庁は 2014 年 9 月に金融モニタリング基本方針の概要を公表した。この中で、資産運用の高度化には、下記の点が強調されている。

○商品開発・販売・運用等それぞれに携わる金融機関がその役割・責任(フィデューシャリー・デューティー)を果たすことが必要

図表6 資産運用の高度化



HC アセットマネジメントの森本紀行氏は、金融庁が資産運用の高度化という柱を立てたのは明らかに投信の改革を意識したものだとし、『狭義の法律上の投資運用業は運用のところだけだろうが、顧客の利益を守るという視点に立った時、商品開発、販売、運用、資産管理の全体が緊密に連携してこそ、投資信託の社会的機能が十分に果たされる』¹⁴とみている。

確かに日本の投信は販売会社主導という諸外国と比較して変則的な形で、成長してきた。分業による発展ともいえる。これは産業資金を効率よく集めるという点ではうまく機能したものの、形態はあくまで信託であり、最終受益者の利益を最重点においた投資信託をそれぞれの立場で機能させないと、資産運用の高度化につながらない。

そのうえで、本来、中核となるべき運用会社が運用の巧拙を競うことが、投信市場を発展させる道であり、高齢化社会の到来を見据えた DC 型年金の主力商品になる。

金融庁は 2015 年 7 月には金融モニタリングレポートを公表、前年の基本方針

¹⁴ HC アセットマネジメント HP 『森本紀行はこう見る』 2015. 2.19

に沿って金融機関がどのような行動をとったか、点検をしている。

その中で一部に評価する動きはあるが、『金融機関は顧客利益を第一に考え行動することが重要であると認識し、様々な取り組みを行っているものの、投資信託の販売においては、依然として販売手数料が高く、リスクの比較的高い商品が販売上位を占めている。こうした状況に鑑みれば、顧客の安定的な資産形成に資する商品提供に向けた取り組みが十分に浸透しているとは必ずしも言い難い』¹⁵と指摘している。

さらに2015年9月公表の『平成27年度 金融行政方針』では、金融行政の重点施策の一つとして、『経済の持続的な成長に資する、より良い資金の流れの実現』をあげ、下記のように一段と踏み込んだ表現を使っている。

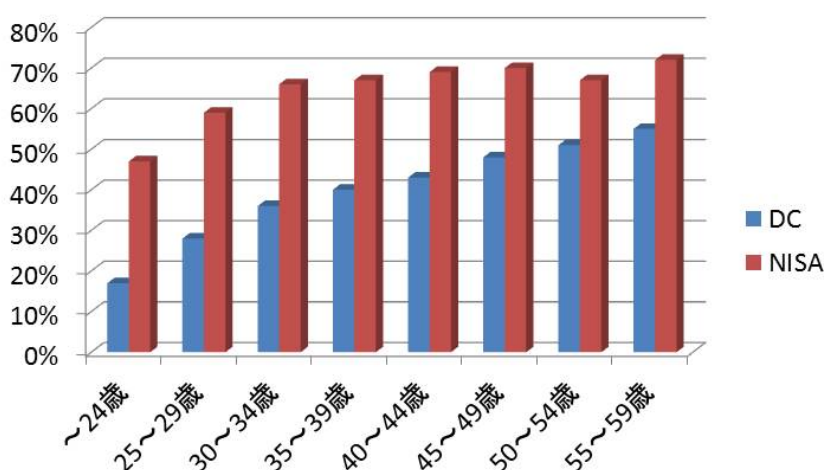
フィデューシャリー・デューティーの徹底を図る
商品開発、販売、運用、資産管理それぞれに携わる金融機関の行動が、真に顧客のためになっているかを検証するとともに、この分野における民間の自主的な取り組みを支援（系列販売会社の適切な経営の独立性、顧客本位の経営姿勢と業績評価の整合性等を検証）

6) おわりに

投信改革は始まったばかりだ。DC型年金の運用も長い目でみれば、これからが本番である。DC型年金を通じて、加入者が真に長期の資産形成を進めていくには、加入者自身が金融・投資の基礎を学べるよう企業などが音頭をとって継続的な投資教育を進める必要がある。

¹⁵ 金融庁 HP 金融モニタリングレポート p100

図表7 DCとNISAの認知度



DCは導入から10年以上経過しているにもかかわらず、現状ではDCの認知度はNISA(少額投資非課税制度)よりも低い。しかも若年層ほどDCについて『知らない』と答える比率が高い¹⁶。すでに始まっているDC制度実施企業の投資教育は、中身を聞けば、自社の退職金制度の仕組みとDCとは何かの基本で止まっており、本格的な投資教育はこれからである。

しかし、加入者への教育以上に愁眉の急は、金融機関の年金運用に対する根本的な姿勢の変革ではないだろうか。年金基金を柱とする年金運用では、とりわけ信託銀行などが企業と一体となってまとまった資金の運用方法を研究し、運用レベルの水準向上に努めてきた。金融機関にしてみれば、年金基金は重要な顧客であると同時に、運用収益アップを共通の目的とするパートナーであった。

今後、個人の資産運用が前面に出てきた際に、金融機関は投信ビジネスという最も個人に向けた商品を、個人が納得し、満足し続けられるような形で提供でき

¹⁶ 図表7 DCとNISAの年齢別認知度 野村総合研究所 『確定拠出年金の利用実態調査 2015年3月』『NISAの利用実態調査 2014年9月』 認知度は『聞いたことがある、内容まで知っている』を合わせたもの。

るのだろうか。いくら個人レベルでの金融・投資リテラシーが貧弱だとはいっても、日本の国民が他国の人々に比べてとりわけ理解力に欠ける人々であるはずがない。DC年金という資金の受け皿整備について体制をきちんと構築することが、金融機関そして制度導入企業に課せられた大きな課題である。

以上