


Tokyo Asset Management Forum

今後の日本のアセットオーナーへの期待 - これからのアセットオーナーに求められる役割は何か -

2024年1月31日

東洋大学国際学部講師(非常勤)
堀江リサーチ&アドバイザリー 代表取締役

堀江 貞之(horie@horieresadv.com)



日本のアセットオーナーを取り巻く環境変化

－ 資産運用立国に関わる議論 －



資産運用立国の骨子

運用会社の競争条件を大きく変化させる施策を含む改革案を提示

1. 経済財政運営と基本方針2023及び新しい資本市場のグランドデザイン(2023年6月16日)

- ① 「資産所得倍増プラン」を実行する。加えて、資産運用会社やアセットオーナーのガバナンス改善・体制強化、資産運用力の向上及び運用対象の多様化に向けた環境整備等を通じた資産運用業等の抜本的な改革に関する政策プランを年内に策定する。
- ② 資産運用会社やアセットオーナーのガバナンス改善・体制強化やスチュワードシップ活動(企業との対話)の実質化、国内外の資産運用会社の新規参入の支援拡充・競争促進、資産運用力の向上及び運用対象の多様化に向けた環境整備等を通じて、資産運用業等を抜本的に改革する。

2. 資産運用立国の考え方

- ① 新しい資本主義の下、(家計の資金を成長投資に繋げ、その恩恵を家計に及ぼす)成長と分配の好循環を実現していくことが重要。
- ② このため、NISAの抜本拡充・恒久化、コーポレートガバナンス改革に続き、**資産運用業とアセットオーナーシップの改革、資産運用業への国内外からの新規参入と競争の促進等を内容とする資産運用立国に関する政策プランを年内に策定する。**

(出所)内閣官房 新しい資本主義実現本部事務局、「資産運用立国に関する基礎資料(資産運用業関係)」、2023年10月4日

資産運用立国におけるアセットオーナーへの提言

アセットオーナーシップの改革

1. アセットオーナー・プリンシプルの策定

- アセットオーナーの運用・ガバナンス・リスク管理に係る共通の原則(アセットオーナー・プリンシプル)を2024年夏を目処に策定

2. 企業年金の改革(DB企業年金の改革)

- ① 資産運用力の向上(資産運用に関する研修・情報提供を通じた人材育成等の取組の推進や定期的に総幹事会社を含めた運用委託先を評価し運用力に応じて委託先を見直す等についてガイドラインを改定する等の必要な施策を講じる)
- ② 共同運用の選択肢の拡大(選択肢の拡大等、PFAによる共同運用事業の発展等の取組)
- ③ 加入者のための運用の見える化の充実(次期年金制度改革に合わせ情報開示の充実)

3. 企業年金の改革(企業型DC年金の改革)

- ① 適切な商品選択に向けた制度改善(指定運用方法や運用商品の構成等に係る情報の見える化や継続投資教育等の取組の促進)
- ② 加入者のための運用の見える化の充実(次期年金制度改革に合わせた他社比較等の見える化等)

4. 企業年金を含む私的年金のさらなる普及促進(金融経済教育推進機構の活用)

(出所)内閣官房 資産運用立国分科会、「資産運用立国実現プラン」、2023年12月13日

企業年金連合会の提案：企業年金基金の意見を代弁 「資産運用立国の実現に向けた取組」に対する提案等について(23年9月29日)

1. スチュワードシップ活動の実質化

- ① 企業年金による協働モニタリングの実施
- ② 「企業年金スチュワードシップ推進協議会」設立
 - ・ 国内上場株式市場「1%保有」の企業年金による効率的なスチュワードシップ活動の実施

2. 企業年金の企業運営及び資産運用の支援

- 受託者責任のさらなる普及啓蒙、資産運用専門人材の育成、資産運用に関する情報提供、小規模企業年金の効率的運営・運用(総合型基金及び共同運用事業の活用)、確定拠出年金に対する支援

3. 企業年金のあり方、これまでの取組と現状

- ① 確定給付企業年金の資産運用(海外企業年金との比較において遜色ないデリスキング、安全かつ効率的運用を实践(小規模な企業年金での合同運用スキームの活用))
- ② 企業年金のガバナンスと体制(年金制度を適正に運営するためのガバナンス体制、内部統制、資産運用の体制は整備されている)
- ③ 顧客本位の業務運営の確保(企業年金における受託者責任の定着、最善の利益=約束した年金の確実な支払い、ALM分析による政策AMに基づく運用、運用受託機関による顧客本位の業務運営の徹底、DC型企業年金における受託者責任)
- ④ スチュワードシップ活動の実質化(スチュワードシップ・コードの適用範囲拡大、パッシブ運用のスチュワードシップ活動)

確定給付企業年金基金の現状：過去の最適解は将来も最適か 低リスク・低リターンポートフォリオはデフレ環境下での最適解にすぎない

1. 退職給付会計導入で母体企業の財務諸表に影響を及ぼし現在の姿に変化

- ① 2000年度に退職給付会計が導入され、企業年金基金の投資結果が直接、母体企業の財務諸表に影響を与え、積立比率の状況に応じ、特別掛金等、当初予定していなかった費用を追加拠出することになった。リーマンショック時の大きなマイナスリターンで特別掛金の拠出を余儀なくされた上場会社も多い。
- ② その後、アベノミクスの影響等もあり、現在は積立比率が100%を超えた企業年金基金が多数を占めている。大きな損失が生じない限り、追加的な費用が発生する状況にはなく、労使合意の下、受給権確保が十分担保されている状況と当事者は認識。

2. 低リスク・低リターンポートフォリオが最適解（果たしてインフレ環境下において最適か）

- ① 低金利・低インフレの状況下、積立比率を低下させないよう、予定利率を2%台に設定、安定的ポートフォリオを維持しているのが大半の企業年金基金の状況。
- ② 予定利率が低いため、株式比率を低位にし、低頻度時価評価が許される低流動性資産を一定程度組み込むことで、「見かけ上」、低リスクで予定利率を達成するポートフォリオにすることが、母体企業・企業年金基金双方にとって適切な投資戦略になっているものと推察。高積立比率を理由に、（労使合意の下での）受給権保護が図られていると主張。

➤「本当の受給権保護」（老後生活に必要な給付額の確保）につながっているのか？

確定給付企業年金基金を取り巻く環境変化 インフレ率・賃金率上昇下におけるポートフォリオのあるべき姿は何か

1. インフレ率・賃金率上昇下におけるDB企業年金のあるべき姿は何か

- ① 日本経済はデフレ環境下から脱し、インフレ率・賃金共に上昇傾向にある。日銀はゼロ金利政策を維持しつつも、YCCは既に実質的に解除され、長期金利も上昇傾向にある。
- ② 金利上昇は、年金債務の割引率の上昇を通じて積立比率をさらに改善する方向に働く。
- ③ 年金掛金・予定利率が変更されない限り、低リスクポートフォリオは継続、今後のインフレ率以下のリターンしか見込めず、実質的な退職金は低下する可能性が高い。そもそも年金制度は優秀な人材を確保するための人事制度の一部を構成するものであり、環境変化に対応しない制度設計やパラメータ設定を継続すると、優秀な人材を確保できなくなるリスクがある。インフレ率以上の退職給付を行う責任は、母体企業(及び労働組合)が負っており、企業の責任として改善すべき点だと思料。

2. 金融商品サービス法^(注)の改正

- ① 改正金商法(2023年11月20日成立)には、「金融サービスの提供等に係る業務を行う者は、(中略)顧客の保護を確保することが必要と認められるものとして政令で定めるものを行うときは、**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、その業務を遂行しなければならない。**」との条文があり、企業年金基金及び事業主もこの条文の対象になる。

(注)「金融サービスの提供及び利用環境の整備等に関する法律」の第2章「顧客等に対する誠実義務」 6

環境変化を踏まえたあるべき対応とは

年金制度見直し、低リスク・低リターンポートフォリオの再考、情報開示推進

1. 年金制度の運営責任を持つ母体企業に対し、企業年金基金の運営状況のディスクロージャー等を通じて実態を明らかにしてもらうことを改正金商法は意図。優秀な人材を確保するための年金制度の巧拙(投資の巧拙を含む)が外部にも明確になることで、優秀な人材確保に向けての年金制度改革のドライバーになることを期待。
2. さらなる情報開示により、株主からも優れた人的資源確保の観点から年金制度に対してチェックが入り、より良い年金制度設計に対する議論が高まる可能性がある。
3. 今回の改正金商法は、母体企業・企業年金基金双方がこれまで快適な状況と考えられてきた現在の「低期待リターン・低リスクポートフォリオ」が、年金制度本来の趣旨から適切なポートフォリオかどうか疑問が生じることを惹起せしめる可能性を持つ。
4. 主として、企業年金制度の運営主体である事業会社(及び労働組合)に対する働きかけを行うものと理解。
5. リスク負担型企業年金制度(実質的には集団型DC?)の採用等の制度改正、適切な情報開示、さらなる投資のスキルセットの向上等の方策を通じて、本来の長期投資を取り戻し、従業員にもインフレ率以上の高い退職金を提供することのできる運営方法を模索する動きが発生することを期待。



投資面に関わる日本のアセットオーナーへの期待

－ 投資基準の明確化、専門性を高める不断の努力、ガバナンス改善 －



日本の主なアセットオーナーの状況：公的年金基金等 GPIF、PFA、大学ファンド、その他共済年金

ファンド名	資産額 (概算)	投資プロセスの特徴
年金積立金管理 運用独立行政法 人(GPIF)	220兆円	投資スタッフ約80名(金融機関の出向者なし)、CIOの強いリーダーシップの下、特異な投資プロセスを構築、2022年にスタートさせたアクティブマネジャー選定方法、投資スタイル調整等の管理方法もユニーク。
企業年金連合会 (PFA)	12兆円	投資スタッフ35名(金融機関の出向者なし)。独自の投資プロセス及びマネジャー選定方法(高いインハウス運用能力とマネジャー選定能力)により、政策アセットミックスに対して高い超過リターン(過去27年間で年率+0.74%)を獲得。
大学ファンド (JST)	10兆円	投資スタッフ52名。運用開始後の経過年数は短いですが、オルタナティブ投資分野を含む専門家を採用し、独自の投資プロセスを構築中。
その他共済年金 (10~20程度)	70兆円	投資スタッフ数は、10~20名程度。規模は大きいですが、運用会社・監督官庁出向者とプロパー職員が混在した投資スタッフ構成で、投資プロセスを構築(共済年金毎に大きな特徴なし)。定期異動により投資スタッフに投資ノウハウが蓄積されにくい懸念。また運用担当役員(常務理事等)の交代で投資プロセスが大きく変更されるリスクを抱える。PRIへの署名も含め、資産運用立国の議論において変化が期待されるアセットオーナーの一つ。

日本の主なアセットオーナーの状況：企業年金基金 似て非なる投資プロセス(運用責任者、投資スタッフの専門性に依存)

ファンド名 (ファンド数)	資産額 (概算)	投資プロセスの特徴
大規模企業年金 (数十～100程度)	60兆円	<p>投資専門スタッフは数名。年金コンサルタントの支援を受けながら、伝統的な投資プロセスを実践。母体企業からの強い要請がない限り、現在の投資プロセスが継続されるものと推察。</p> <p>専門性の高い常務理事や投資スタッフが存在する年金基金では、母体企業から基金に実質的な権限委譲が進み、迅速な意思決定が行われる傾向が強い。</p> <p>投資専門スタッフの投資のスキルセットに応じ、多様な投資スタイルが存在する。資産運用立国の議論において投資面に大きな影響はないと推察。</p>
小規模企業年金 (数千～1万)	10兆円	<p>投資の効率性等の観点から、総幹事の信託銀行・生保に投資を含む資産管理の大部分を委託しており、年金基金側の投資のスキルセットは総じて高くないと推察。</p> <p>資産運用立国の議論で最も大きな変化が期待されているアセットオーナーであり、数の上で圧倒的多数を占めるが、金額に対する影響度は小さい。</p>

GPIFの中期目標と目標達成状況(年率換算値)

「15年4月～20年3月」と「20年4月～23年9月」の差は何か？

投資期間	GPIF収益率	ベンチマーク収益率	超過収益率	資産配分要因
10年4月～15年3月	6.57%	6.52%	0.06%	0.06%
15年4月～20年3月	0.93%	1.21%	-0.28%	-0.28%
20年4月～23年9月	11.45%	11.38%	0.08%	0.08%

(出所) GPIF業務概況書、四半期運用情報(速報)のデータを基に講演者が作成

1. GPIFの投資目標(第4期中期目標に記載の数値目標)

- ① 長期的に年金積立金の実質的な運用利回り(年金積立金の運用利回りから名目賃金上昇率(2.3%)を差し引いたもの)1.7%を最低限のリスクで確保することを目標とする。
- ② 各年度において、**資産全体及び**各資産ごとに、各々のベンチマーク収益率(市場平均収益率)を確保するよう努めるとともに、中期目標期間において、各々のベンチマーク収益率を確保すること(**赤字部分**は第4期中期計画で追加された文言)。

2. GPIFは中期目標達成のために設立された執行機関

- ① GPIFは中期目標を達成することが機関の目的(パーパス)であり、達成できなければ存在意義なし
- ② 現在の経営陣はGPIFの目的達成を最優先に考える経営を実践

GPIFの投資の現状

厳格なリスク管理の徹底、ポートフォリオの制御範囲の変化

1. 厳格なリスク管理の徹底

- ① 基本ポートフォリオを忠実に再現する投資プロセスの徹底
 - 資産配分比率、ベンチマーク構成(政策&マネジャーベンチマーク)、運用会社構成の管理
- ② 全てのリスク量の厳密なモニタリングとコントロール(制御)
 - 種々のリスク管理ツールの活用及び精緻な資産配分リバランス(精緻化に向け現地拠点設置)
- ③ ポートフォリオのリスク制御方法の精緻化
 - マネジャーベンチマークの細分化(地域別パッシブ、クレジットリスクパッシブ等)、投資ガイドラインの精緻化(マネジャーが取り得るリスク量の制限)、短期的なマネジャー配分額の変更、長期契約の見直し、徹底した流動性管理(収益を生まない短期資産の極小化、capital call対応等)

2. ポートフォリオの制御範囲の変化

- ① GPIFが制御すべきリスクの決定
 - 運用責任者(CIO)の力量に依存して決定すべき内容と思料
- ② GPIFが制御しているリスク
 - 資産配分比率、為替配分、国別配分、クレジット量、金利形状リスク、資金流動性
- ③ 運用会社が制御しているリスク
 - アクティブリスク

GPIFの投資の課題

超過リターンの獲得及び制御、リスク管理の改善、次期基本ポートフォリオ

1. 超過リターンの獲得

- ① 優れたアクティブマネジャーの採用再開(2022年10月の北米株マネジャー採用に始まり、2023年7月のグローバル株マネジャー、今後は日本株マネジャー、米国適格社債マネジャー採用を継続)とアクティブマネジャーの整理(外債アグリゲートマンデートの廃止)
- ② アクティブマネジャーの超過リターンは良好の模様(新しい採用方法への高い確信度)

2. 超過リターンの制御及びリスク管理方法の改善

- ① パッシブ・リバランサー及びスタイル調整オーバーレイの活用
 - 「マネジャーベンチマークの集合体」と「政策ベンチマーク」のズレの補正
 - 北米株では4つ、先進国グローバル株では7つのパッシブ・リバランサーを採用
- ② GPIF自身によるリスク計測方法の改善

3. 次期基本ポートフォリオの策定

- ① 2025年4月からの基本ポートフォリオの策定(賃金上昇率と金利上昇率の綱引きで株式比率が決定されると推察)
- ② オルタナティブ投資の位置づけの再整理

4. 外国株式の貸株停止状況の見直し(2023年12月14日経営委員会の審議事項)

日本のアセットオーナーへの期待

投資基準の明確化、専門性を高める不断の努力、ガバナンス改善

1. 投資基準の明確化

- ① 投資プロセスを改善するための最も重要な要件は、「投資基準の明確化」
- ② 「絶対リターン向上」、「政策アセットミックスからの超過リターン」、「リスクの定義」など、投資プロセスの良し悪しを判断する基準を定めて初めて、アセットオーナーの付加価値とは何か、投資プロセスにおいて何が重要か、どのような改善を行えば良いか等が明確になる

2. 専門性を高める不断の努力

- 投資責任者及び投資スタッフの専門性はアセットオーナーの投資ポートフォリオの付加価値に直結するため、スキルセットを高めるための不断の努力が不可欠(投資の一般常識で足りるはずがない)

3. ガバナンス改善(プランスポンサーとファンドの間の役割分担の明確化及び権限委譲の促進)

- ① 基本的な投資の枠組みのみ(政策アセットミックスの決定や組織設計等)をプランスポンサーもしくはガバナンスボード(企業年金でいえば代議員会や理事会)で定め、運用会社選定等の実務は投資チームに権限委譲し、投資チームが説明責任を負うガバナンスの考え方が環境変化の激しい状況の下では適切と思料
- ② アセットオーナー内の役割分担が明確化されることで、必要な専門性等も明確化される