

DCガバナンスが要請される時代的背景 と今後のロードマップ

年金シニアプラン総合研究機構 特任研究員

三木隆二郎



■ 1. 「ガバナンス」から見た インベストメント・チェーン の状況

(1) 「ガバナンス」(統治の仕組み)を 高めるための3種の道具立て

2014年2月に日本版スチュワードシップ・コードが公表され、同年8月には本誌1月号に寄稿されている伊藤邦雄教授がまとめた伊藤レポート、そして2015年6月からコーポレートガバナンスコードが施行されるにおよび、我が国の資本市場を巡るインベストメント・チェーン(投資連環)の様々な主体に求められるガバナンスの水準を高めるための役

者は勢揃いしたかのように見える。

2014年6月の下旬に、安倍政権が発表した成長戦略に「全体最適に立ったインベストメントチェーン変革を」という投資家への提言が盛り込まれており、そこで使われた「インベストメント・チェーン」が伊藤レポートのキーワードの一つになったわけだがその言葉の定義とは「資金の拠出者から、資金を最終的に事業活動に使う企業に至るまでの経路および各機能のつながり」と捉えられよう。企業が儲かれば年金加入者の賃金アップで家計が潤って消費が伸び、株価も上がれば機関投資家の運用成果の向上により年金受給者を含めて国民全体に経済的利益がもたらされる、というわけである。

しかし資本市場に機能不全があれば、インベストメント・チェーンで循環する資金が滞り日本の国富は増えていかない恐れがある、というのが伊藤レポートの問題意識である。

プリンシパル(委託者)がエージェント(代

〈目次〉

1. 「ガバナンス」から見たインベストメント・チェーンの状況
2. DCガバナンス向上のための今後のロードマップ

理人)に業務行為を委任する関係をエージェンシー関係と呼ぶが、後者が前者の期待を裏切らないようにするのが「ガバナンス」、即ち統治の仕組みの意義である。

そこで以下では「個人の富」を巡る昨今の状況を手始めに、個人を最終受益者とする「アセットオーナーとしてのDB(確定給付年金)やDC(確定拠出年金)、またその資金を運用する「アセットマネジャーとしての機関投資家」、さらには「被投資先企業」のそれぞれについて、「ガバナンス」を切り口に概観することでDCガバナンスが要請される時代的背景を見た上で、DCガバナンス向上のための今後のロードマップを展望してみたい。

DCガバナンスの定義は「事業主が定められた掛金を拠出するだけでなく、運営管理機関選定とそのモニタリング、運用商品選定と運用成果のモニタリングをし、加入者向けにライフプラン(投資)教育を行いつつ経費が割高にならないように年金運営する仕組み」とする。

(2) 個人の富を巡る昨今話題と公的年金の重要性

2014年に閣議決定された安倍政権の「日本再興戦略」の中で「豊富な家計資産が成長マネーに向かう循環」を確立するための具体策の一つがNISAである。本誌1月号の日本証券業協会稲野会長の寄稿によると2015年末までに約1,000万口座が開設され買い付け代金総額は約6兆円にならんとする個人のリスク

マネーが資本市場に入ってきたという。

また2015年秋の日本郵政株上場に伴う新たな個人投資家の参入も1987年のNTT上場以来とされる大規模な政府保有株の売却を伴う新規上場となったことによるものだが1.4兆円の資金調達の内、国内(8割)の95%が個人ということで約1兆円の資金が個人投資家向けに販売されたと推測される。

しかし大多数の国民から老後の生活の支えとして最も重視されているのは公的年金制度である。第一生命経済研究所のライフデザイン白書(注1)によれば60代の男女の約9割が「公的年金」を生活の支えとして重視していると回答しており、医療保険をすら上回っている。自分や配偶者の老後費用に非常に不安を持つ人の72.1%が「公的年金」を重視するのに比し、不安を持たない人では51.2%だけが「公的年金」を重視している。

NISAや日本郵政株の購入を考える国民は、個人の富を巡る全体状況から見て、相対的には恵まれている人であり、そのような余裕資金を持たない人にとり、老後の生活は「公的年金」に依存する比率が高いと解釈される。

ところが2015年度よりマクロ経済スライドが発動されてその公的年金の給付抑制が動き出した。国民から最も頼りにされる「公的年金」の目減りが避けられないとすればその「補完機能」としての「DBやDC年金」の重要性は今後ますます増してこよう。

(3) 「アセットオーナーとしてのDBやDC」のガバナンスの状況

年金ガバナンスの世界的な権威であるKアムバクシアは、DBガバナンスの過去約20年間の進化発展を継続的な調査によって明らかにしている。

1997、2005、2014年の3回、世界中（北米、欧州、アジアオセアニア）の約80の年金基金にアンケート調査した2015年1月の分析レポート（注2）によると、改善の余地が大きい以下の項目は過去3回とも不変である：

- ・理事の改選が多く熟練しない理事及び事務局
- ・年金運営の非効率的な監督手順
- ・煩瑣な事務的決議が多く戦略的意思決定に割く時間の不足
- ・投資意思決定を行うに十分有能で経験ある理事会メンバーの不在
- ・能力高い人材を惹きつける報酬体系の欠如

これが世界のDB年金のガバナンスの現状だとすると、世界で最大規模の年金資産を運用し、我が国の企業年金基金に大きな影響を与える年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)のガバナンス改革の動きはどのように評価できるであろうか。

日銀のような合議制に変更して組織の独立性を高めるといふ。しかしアムバクシアが分析した「如何にして有能な人材を委員やスタッフに取り込むか」という観点から見るとまだ改善余地があるように思われる。委員の選定には「代表性」と「専門性」が求められる。

従来、「代表性」には配慮されてきた委員に対し如何にして「専門性」を付与し補強するかが依然として課題として残されているといえよう。

我が国の企業年金の中で本稿では基金型DB（確定給付企業年金）、規約型DBとDC（確定拠出年金）についてそのガバナンスを比較してみよう。

本稿での用語の定義としてDCガバナンスについては既に触れたが、DBガバナンスとは「約束した年金給付が加入者・受給権者に長期安定的に履行されることを目的として利害関係者間でリスク負担を調整した上で、取りうるリスクのもとで運用利回りを高めるよう年金基金を運営する仕組み」とする。

この年金ガバナンスの観点からこの三類型を比較すれば、基金型DBは事業主からの独立、労使代表が統治機構としての理事会メンバーになっているなど、他の二類型に対して優れているのは明らかである。規約型DBは独立した法人格がなく受託者責任があるものの罰則規定がないため実効性に欠ける。DCの場合はその業務執行は事業主が担い、独立した統治機構も執行機関と分離された監督機関もなく、事業主や運営管理機関の受託者責任が定められているもののやはり実効性に欠ける。多くの企業ではその業務執行は人事・総務部門の担当者にゆだねられており、人事異動もあって資産運用の専門性を期待することは難しい。

全体として「企業年金」の実施率は低下傾

向にあり、またその企業年金制度も事業主が運用リスクを取るDBから加入者等が運用リスクを取る確定拠出年金DCに急速にシフトしつつある。それに伴い基金型DBの世界では「常識」とされていた受託者責任というような考え方（注意義務や忠実義務）が規約型DBやDCでは必ずしも関係者間で共有されないという状況が生まれつつある。

DCは制度発足後15年で企業型DC制度の資産総額は8.8兆円（2015.3末現在）であるが、そのDC制度が果たして誕生前夜の懸念^(注3)を拭い去るようなガバナンスの状況か検証してみよう。

2015年11月に厚労省が第12回社会保険審議会企業年金部会に提出した資料^(注4)によると企業型DC制度参加者数は約500万人に上るが、その加入者の3割は自分が入っているDC制度を知らないという。その結果、資産残高の約6割は、デフォルトとなっている元本確保型商品に放置されているので加入者等が保有しているリスクマネーは正味で3.5兆円程度となろう。従って、DCの運用利回り分布を見ると1%以下が44.6%を占めている。

超長期で運用される年金資産の場合は物価上昇率を上回することは極めて重要であるが今後、もし日銀の展望する物価上昇率が実現した場合には、現預金のみでは実質価値が減少する可能性が高い。

またこの調査によると加入者の7割がいわゆるDCの「想定利回り」を知らない。つま

りDBからDCに移行したケースではこの想定利回りを達成できないと給付減額になるわけであるが、その事実を認識できていないわけである。DC導入企業の平均想定利回りは2%程度なので、預貯金に預けたままにしてきた加入者等の場合、これまで元本は割れず物価上昇率も上回ってきたとしてもDBの給付に比べると給付減額になる加入者がかなり多いということになろう。

この背景には国際会計基準の変更を踏まえ、事業主が退職給付債務の削減を図りたいというニーズからDC導入が進められてきたという事情があろう。つまり、加入者等からすれば事業主の都合で「運用リスクをとらされた」形になっているのである。

また個人型DCは今のところ加入対象者数の1%未満しか利用していないが、今年の通常国会で審議されるDC法が改正されるとDCは加入対象者数が一気に5割（2,529万人）も増加し、現役世代の誰でもがDC制度を利用できるようになる。

(4) 「アセットマネジャーとしての機関投資家」に期待される役割と課題

機関投資家としての大手生保はスチュワードシップ・コードを受諾した結果、アセット・オーナーとして、従来より積極的に投資先企業に対して「エンゲージメント」としての対話を求めたり議決権行使で低ROE企業に改善を働きかけてきている。

この意味ではインベストメントチェーンに

おけるアセットマネジャーとして投資先企業に対してそのガバナンスを評価し、修正のメカニズムを働かせる重要な役割を果たしているように見える。しかし「先ず隗より始めよ」という趣旨で我が身を振り返った場合に、自らのガバナンス体制に問題はないのだろうか。

たとえば大手の生保会社では、1社を除きすべて「相互会社」の形態をとっている。相互会社では性別や県別での偏りがないように会社が抽出した総代で構成される総代会が最高意思決定機関になっている。つまり会社を選んだ総代が出席する総代会で、果たしてガバナンスが有効に機能するのかという点については議論が尽くされていないように思われる。

また、メガバンク系列信託銀行の2行に関しては持株会社に取り込まれているため、信託としてのガバナンス構造が見えにくいという問題がある。

(5) 「被投資先企業」に顕著なガバナンス構造の変化

監査等委員会設置会社が新たにガバナンス構造として可能となったことで移行を表明する会社が急増しており、2016年2月末時点で既に400社を超えている。時価総額1兆円以上の大手企業では、ユニ・チャーム、サントリー食品インターナショナル、三菱重工業、ヤフー、電通が移行を表明している。

監査等委員会設置会社のガバナンス構造の

問題点は、監査等委員会メンバーが取締役として監査を行っていることである。自分が取締役であることは、過去的意思決定に際して表決の1票を投じているわけで、自らの監査によって異議を唱えることは自己否定になるという矛盾が生じる恐れがある。

その意味でガバナンス構造の変更が誰にとってのメリットなのか慎重に検討する必要があるだろう。

■ 2. DCガバナンス向上のための今後のロードマップ

(1) DC改革法案

2015年4月に、厚労省がDC改革法案を提出した。本稿では3点に注目したい。

第一は継続教育の努力義務化でありガバナンスの観点から一歩前進したといえよう。

人事部担当者の悩みとして現場に働きかけても、DC教育の継続を中々受け入れてくれないという現状があり実際に現場に支持される継続教育の中身をどうするかはまだ試行錯誤の状況といえよう。このような環境の中、企業年金連合会が、中小企業の投資教育に関する「継続教育実践ハンドブック事例集」を刊行し、改革法案でも、企業年金連合会が投資教育の委託先として加わることができるようにした点は評価できよう。

第二は元本確保型商品の提供義務の廃止である。今後はリスクリターン異なる3つ以上の運用商品を提供するものとした。このこ

とでDC掛金がリスクを取る商品に回る可能性は増えるであろう。

第三として5年ごとの運営管理機関の見直し規定が努力義務化されたことにも注目している。運営管理機関が加入者等の利益を最優先しているかチェックするべきとした点は評価できる。運営管理機関同士で競争する過程で手数料が下がっていく中、運用商品選定の際に自社グループに誘導するような利益相反行為はないか、十分に注意する必要がある。

委託している運営管理機関が加入者等の利益を第一に考えてリスクリターン特性の異なる商品の選定や運用会社の分散を行っているか、事業主の立場から定期的にチェックするのはDCガバナンスの要諦である。今後は一層、運営管理機関に対するモニタリングは強化されることになろう。

(2) 協働運用型DC制度とその発展形

企業年金連絡協議会が2014年6月に提唱した協働運用型DC制度とは、「資産運用を協働化する一方、運用リスクは従業員が負う」というものである。元本確保型の金融商品の資産額が多いのは資産運用に関心のない加入者等が依然として多いことと無関係ではない。

そこでそのような加入者等にも適切なリスクテイクを実現し、その結果として効率的なリターンを得るような仕組みとして協働運用という構想をしている。また、定年後は退職所得年金給付専用口座を創設し、一時金でもらうのではなく無理なく受給者が年金で受給で

きるようにという提案も含まれている。

但し、その導入に際しての労使合意、またきちんとしたガバナンスの確保がなされなければ実際には機能しないのではないかと、という批判もある。

そこで企業年金連絡協議会では2015年に更なる検討を加え、11月に「制度検討プロジェクト中間報告」で以下の三点を提言している：

- ① 労使合意に基づく『制度運営委員会』（仮称）でガバナンス重視
運用リスクを負う従業員の声が反映されるようなガバナンスを強化する
- ② 下部組織として『DC資産運用委員会』（仮称）を設置
年金運用数理の専門家を活用して資産運用の効率化やリスク分散を図る
- ③ 継続教育の中でライフプラン教育を大幅拡充

企業年金に対する意識を高める上で重要なライフプラン教育を充実する

このアイデアは中小企業での企業年金基金の実施率低下に対する歯止め策として期待できるだけでなく、元本確保型を選択していた、運用に関心のない加入者等が付け焼刃の投資教育でリスクを取る商品を選ぶのではなく、デフォルトによる投資で無理なくリスクのある商品に掛金を継続的に払い込むことで老後準備資金を積み立てていけるという意味でも優れたものである。

また『制度運営委員会』（仮称）メンバーの専門性を補強するために『DC資産運用委

員会』(仮称)を設置して専門家のインプットを確保できる道をつけたという意味でも評価できよう。さらには運用商品を選択する投資教育より生活設計(ライフプラン)教育重視というのも首肯できる点である。

ただ課題もまだ残っている。運営費用の低減をもたらす規模をどう拡大するか、という点でまだまだ不十分ではないだろうか。私見としてはオールジャパンの大規模運用合同機関で一元運用することで、エージェンシー問題を避けるべきと考えている。

つまり、有能な専門家を内部に抱える、加入者本位で単一の独立した組織で運用するのが良いのではないだろうか。有能なプロフェッショナルの数には限りがあるため、DC資金全体をオールジャパンでまとめて運用し、規模のメリットを追求することを検討してはいかかかと考えている。協働運用型DC制度それぞれでなく、オールジャパンでリスクを取ったポートフォリオの資産配分については専門家が検討するのである。

また、制度の設計に関わることではあるが、本提言で「自動加入」は確保されるものの、正規、非正規に拘わらず職域で働く全員が加入できることが望ましい。その他にも、「掛け金自動増額」や「デフォルト自動選択」も組み入れるべきと考えている。「掛け金自動増額」は、マッチングにおける事業主の拠出金のようなもので、給料が上がればそれに応じて増えていくような形である。米国で一般的なようにこれらの3つがセットになってこ

そ、将来の老後準備資金として有効な方策になり得るのではないだろうか。

(3) ライフプラン教育の充実

継続教育の有無が事業主にとって企業型DC制度運営上、DCガバナンスにどのような影響を与えるかについて最後に考えてみたい。

これまでデフレの中で事業主は元本割れのリスクのある商品をデフォルトにすると訴えられるのではという懸念を持っていた。ところがインフレを想定した場合には「想定利回りを達成できないとDBで得られたはずの給付は減少する」ということを加入者等に周知徹底させる継続教育をしていないと訴訟リスクが増大することもあり得る。

つまりインフレが上昇する中で元本確保型が多いまま放置しているDCで継続教育を怠っていると将来、加入者等から訴えられる事業主も出てくるかもしれないのである。

しかし継続教育を投資に限定すべきではない。むしろライフプラン教育、即ち「現時点からの一生涯を見通した上で、自分(家族)が望む豊かで充実した人生を送る為に必要な『経済的自立』『健康』『生きがい』に関する教育」が必要なのではないだろうか。

この先の人生を送るために必要な知識だと加入者が思えないならば、事業主が如何に熱心に継続教育に取り組んでも効果はあまり期待できない。

従って、有効な継続教育のDCのコンテン

ツとは、自立した社員が自己責任で老後に向けて準備するために、加入者が自らの人生に関連付けることにより主体的に学ぼうという意欲が湧くような内容でなければならない。(注5) そのような継続教育が行われることがひいては(労働組合経由で)DCガバナンスの質的向上につながっていくということではないだろうか。

継続教育の副次的効果として金融リテラシーも向上すれば、これまで15年かけてもNISAを下回っているリスクマネーを増やすことに結びつき、リスクを取った結果としてリターンが長期的に向上すれば、国民にとっては公的年金だけでは不足する老後準備資金を増やす一助となり、企業にとっても成長に欠かせない資金を資本市場から調達できることに寄与することになる。その意味でDCガバナンス向上は我が国の成長戦略の一環とも捉えられよう。

* 本稿で意見に亘る部分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。

(注1) ライフデザイン白書2015年p100、第一生命経済研究所編

(注2) KPA Advisory Services "How Effective Is Pension Fund Governance Today?" 2015.1 (p8-11)

(注3) 三木隆二郎著『確定拠出型年金制度の金融ビジネス・フレームワーク』金融財政事情研究会刊(2000年)はじめにiiページ

(注4) 厚労省審議会 資料1 確定拠出年金における運用について
<http://www.mhlw.go.jp/stf/shingi2/0000065605.html>

html
(注5) 三木隆二郎「DCガバナンスと『ライフプラン教育』普及の重要性」
公益財団法人 年金シニアプラン総合研究機構
HP：http://www.nensoken.or.jp/researchreport/pdf/rr_27_03.pdf

