

Title	国内年金を持続可能な運用へ導く「投資教育」
Author(s)	大竹, 陽介
Citation	年次学術大会講演要旨集, 36: 590-595
Issue Date	2021-10-30
Type	Conference Paper
Text version	publisher
URL	http://hdl.handle.net/10119/17961
Rights	本著作物は研究・イノベーション学会の許可のもとに掲載するものです。This material is posted here with permission of the Japan Society for Research Policy and Innovation Management.
Description	一般講演要旨

国内年金を持続可能な運用へ導く「投資教育」

○大竹陽介（東京理科大学 経営学研究科 技術経営専攻）

8820205@ed.tus.ac.jp

1. はじめに

日本は2020年の65歳以上の人口比率が28%を越えており、この割合は年々増加している。さらに、少子化も年々進行し人口減少も徐々に進んでいる。また日本経済もバブル経済崩壊以降、GDPは低い成長率で推移し、「失われた30年」とされ揶揄されている。

こうした背景からGPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）をはじめとした国内年金基金は、年金支給時期の後ろ倒しや年金保険料率の増加等、加入者へ負担を強いる状況となっている。

GPIFは、厚生労働大臣からの運用指図の下、安定的でリスクを低減した資産配分を行っている。過去、長期運用と安定した収益確保の為に国債投資の比重が7割近くあった時期から、現在は債券と株式の比率は半々とリスクテイクの度合いは変化してきている。しかしその投資対象の資産は債券と株式を中心であり、オルタナティブ投資の割合は少ない。オルタナティブ投資は株式や債券と異なる性質であることから、管理監督する政府当局の理解が得られないのが現状である。

背景の一つとして、受益者、運用者、監督当局とも「金融教育」の環境が未発達のため、リスク許容度が低いことがあげられる。低いリスク許容度によって、行動インセンティブが歪み、不作為のミスに多くなり、日本の生産性が制限されている。しかし、コロナ下の国際経済は、各国でイノベーションが加速している。

本稿では、国内の金融教育が浸透することでリスク許容度が高まり、VCやイノベーションへの投資の理解が進むかを考察する。そして国内年金運用が、日本の新たなイノベーションを生み出す投資機会のきっかけになることができると期待する。

2. 先行研究

各国の金融教育や年金投資、オルタナティブ投資の研究は数多く存在するが、金融教育がもたらす年金投資への変革を考察するケースは見受けられなかった。本稿では、先に上げた各国の年金運用の状況や投資運用に対する監督機関の日本と金融教育が先行している米国、英国を比較して分析を行うとする。

3. 日本経済の変化における運用機関と監督機関の関係： 均衡シフト

【図1. ナッシュ均衡】

		監督機関	
		監督強化	監督緩和
年金基金	リスクテイク	現在？	1950～70年代 高度経済成長期
	リスクヘッジ	2000～2020年 バブル崩壊・ リーマンショック	1980～2000年 安定成長 バブル経済

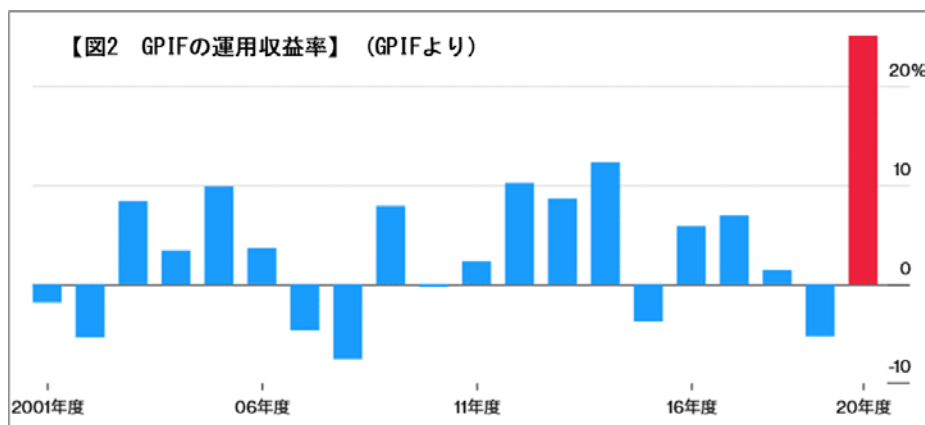
図1はナッシュ均衡を表しており、ナッシュ均衡とは、「2者双方が最適な戦略で安定的な状態」となる。図の右上の高度経済成長期は「監督緩和」と「リスクテイク」の状態から、双方とも良好な状態であり、運用の伸びが顕著で監督機関は現在ほど厳格でない状況だったことが伺われる。そこから時計回りに均衡がシフトし、1980年代の安定成長・バブル経済を経て、日本経済は様々な局面に直面し、金融ビッグバンを始めとした国際化が進行した。2000年になり、ITバブル崩壊、そしてリーマンショックを経て、監督機関の厳格化し国際基準が取り込まれていった。未だに左上のリスクテイクしている段階とは言えず、左下のポジションにある。

おかれた状況として、年金基金の運用規制、シャープレシオが前提よりも下がっていること、社会課題として人口逆ピラミッド、潜在経済成長率の低迷、インセンティブ報酬構造等が挙げられる。

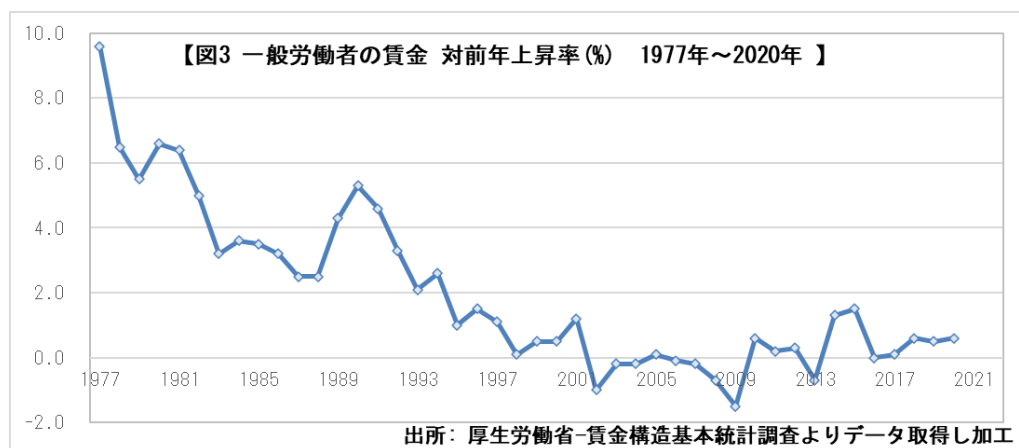
4. GPIFの運用目標

GPIFは厚生年金保険法第79条の2や国民年金法第75条により定められた「年金積立金の運用は、積立金が被保険者から徴収された保険料の一部であり、かつ、将来の保険給付の貴重な財源となるものであることに特に留意し、専ら被保険者の利益のために、長期的な観点から、安全かつ効率的に行うことにより、将来にわたって、年金保険事業の運営の安定に資することを目的として行うものとする」という運用ポリシーの下で運用を行っている。

GPIFは2009年の財政検証の際に、長期（2020年以降）の目標運用収益率をそれまでの3.2%から4.1%と再設定している。図2は2001年から昨年までの収益率の推移であるが、昨年の株高の影響もあって大きく改善しているが、過去の2001収益率の推移を鑑みても、その達成のためにはより一層の運用高度化が必要であると言える。

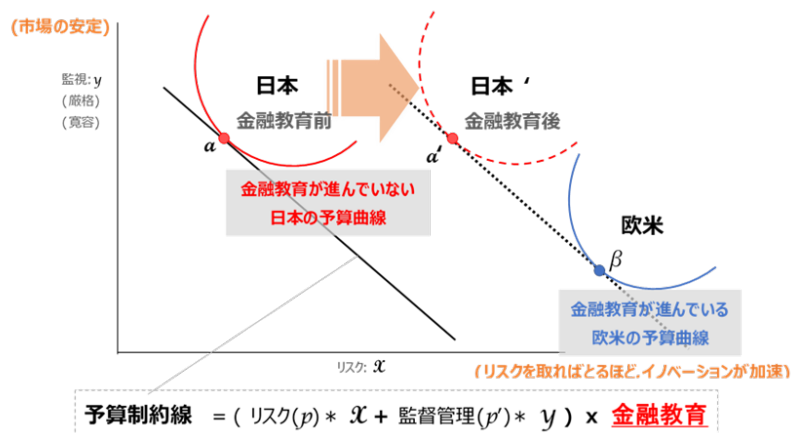


運用目標について、厚生労働大臣が定めた「中期目標」において、「長期的に積立金の実質的な運用利回り 1.7%を最低限のリスクで確保すること」を GPIF に対して要請している。この運用目標は一般的ではなく、保険収入と年金給付が賃金水準の変化に応じて変動しており、年金財政の安定に貢献する為に賃金上昇率を上回る運用収益を目指している。しかし下の図にもあるように、日本の賃金上昇率は 3%に満たない水準が続いている。



5. 年金運用の相対分析

【図4 欧米と日本の年金運用の相対分析】 出所：筆者



先に上げた背景から、GPIF を始めとした年金基金の運用は安定性を求めた運用で、伝統的資産への投資がほとんどである。欧米に比較すると、近年はオルタナティブ投資の比率が年金基金でも割合的に大きくなってきており、パフォーマンス上昇の一因となっている。日本はその点、イノベーションが加速している状態には見られない。

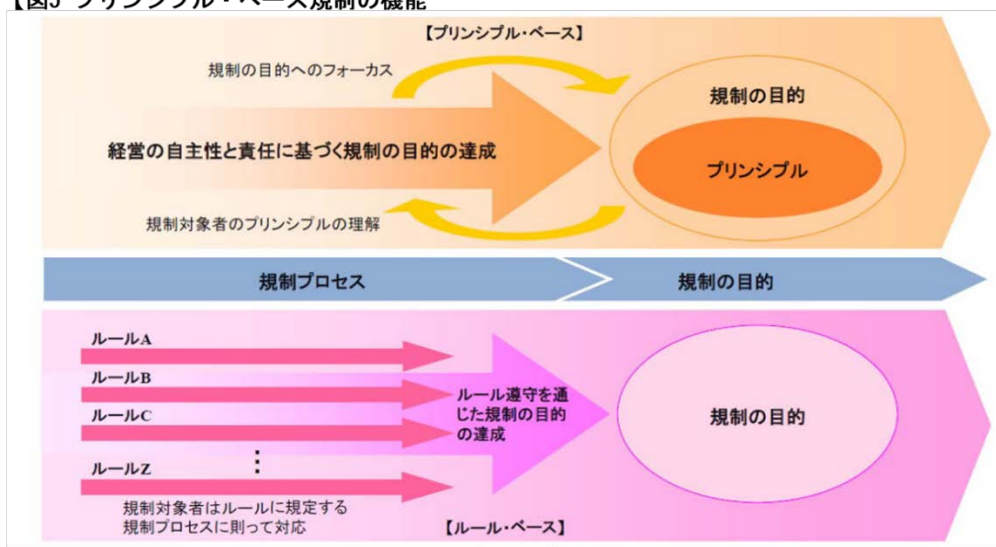
欧米はイノベーションに偏った運用で、ややボラタイルな市場の状況にあると見る事ができる。2019 年 11 月の日経新聞の一面の「NEXT ユニコーン調査」で、アメリカと中国が 200 社超に対し、日本はたった 3 社という結果が掲載された。これは新興市場、VC 市場に投資資金が回っていない現状の現れでもあり、英国、アメリカでは未上場企業投資や金融庁の管轄も行き届き、上場企業以外に投資資金が流入する仕組みができていく事が裏付けされている。日本には未上場株式の流通や VC 投資への理解、知識が不十分であることは過去の研究でも問題視されており、これらを含む金融教育が日本に浸透することができれば、日本の年金運用によってイノベーションを促すと考察することができる。

6. 英国プリンシプルベースのケース

金融教育が進む英国と日本の金融庁は何が異なるのか。先行研究では英国の「プリンシプルベース」と日本の「ルールベース」の違いがあげられる。近年日本ではスチュワードシップコードやコーポレートガバナンスコード等、金融庁が投資家と企業に向けてのガイドラインを改めて公表しているが、これはプリンシプルベースの原理の中の一つとして取り扱われており、英国の金融市場では長く認知されている投資教育の知識である。

図5はプリンシプルベースとルールベースの違いを表している。プリンシプルベースは道徳的規範なもので、ルールベースは便宜的なものである。ルールベースの場合法令や取引所規則が金融市場の活動において必要であり、ルール制定時に想定されていなかった事態には対応できない。また、ルールの下で想定内の活動を行うことから新しい事象は起こりえないとも捉えることもでき、ルールを詳細に設けることで市場参加者の創意工夫の余地を狭めると、市場の革新性が失われるとも解釈できる。プリンシプルベースは、公正な取引手法を用いてはならない、不当な価格で取引してはならない、株主を平等に取り扱わなければならない等、顧客本位の金融市場での活動を意図しており、自由度が確保された制度である。顧客本位で対応すれば、お互いがWin-Winになる知識を持って接することができ、それは中長期的視点での投資活動につながると考察することができる。

【図5 プリンシプル・ベース規制の機能



出所：小立敬「英国 FSAにおけるプリンシプル・ベースの実践としての顧客本位原則の取り組み」

アメリカの監督機関のあり方も英国に近い状況であるが、これについては今後調査を進め、本稿に掲載し、ルールベース主体の日本がプリンシプルベースの機能を取り込むべき事は何であるかを分析する。

7. PE・VC投資の日本海外比較

年金積立金管理運用独立行政法人法によれば、VC投資を始めとするPE投資は、運用機関への委託による信託等（投資一任契約方式を含む）の枠組みの中で行うことができる。しかし、GPIFがこのような投資を行わない理由には、リスク・リターンに対するアカウンタビリティの難しさ、流動性の低さ、当該投資の市場規模とGPIFの相対的な規模等に対する懸念が存在することが考えられる。また、特に海外VC投資への投資については情報の見極めの難しさや手数料の高さに対する懸念、契約形式がGPIFに合致するものか否かという懸念があると考えられる。

VC 投資への投資拡大は、国内で長年議論されてきたテーマでもある。しかしその長年の議論にも関わらず、変化が鈍いテーマでもある。情報やノウハウの少なさは実際に投資を行うことで徐々に解決していくと考えられるが、VC 投資の「投資開始後 10 数年間」の問題については、VC 投資の性質上、自然に解決することを期待することはできない。VC 投資を全く行っていなかった機関投資家は、いつまでたってもこの問題に直面することになり、そのために誰も VC 投資を始めない。アメリカにおいて 1979 年の ERISA 法改正が引き金となって年金基金からの VC 投資が一気に増えたように、日本でも大胆な政策的後押しを実行することが必要である。

この点に関しても、日本のこれまでの PE・VC 投資の背景と英国とアメリカの違いを比較分析する。

8. 金融教育の提案

現在、過去の金融危機を経験したことや様々な金融サービスが展開されたことによって、様々なビジネスを効率的に機能し社会がより良い方向へ向かっている。金融サービスがルールを作り取引コストを削減できているが、一方で新規ビジネスや運用者は独自性が制限される側面も存在する。

新たに作られる事業に可能性をもたらすためにも、監督機関・年金基金をはじめとした運用会社は、海外先行事例や投資アイデアを認知する為に「金融教育・投資教育」を備えるべきである。事業会社側は、中長期の経営計画によって資金調達(キャピタルコール)を獲得する為に、先行している海外新規事業ビジネスモデルの理解を深めて運用側の理解を得ることが必要である。

【図6 監督機関と運用者、事業会社の課題】 出所：筆者作成

		各分野の課題	各分野で備えるべき
監督機関	金融庁・厚労省	監視監督 運用管理面	金融教育
運用者	年金基金・ 投資顧問会社等	パフォーマンス向上 リスク管理	柔軟な運用体制 中長期的な投資対象
事業会社	PE/VC	資金調達	中長期の運用計画書

9. おわりに

公的年金運用等の改革は、長期的な視点で年金受給者等、国民の利益を増大させることが目的であり、それが日本の経済成長にも資する。年金資金運用の時間軸は長期であることを活かし、今ある国内事業の成長と新しい事業の芽を育てる土壌が必要ある。その為には監督機関と年金運用者の金融教育が必要であり、その行動が受益者へもたらす未来がある。世界最大級の資産を有する年金基金が、その規模の優位性を活かして、世界で最も優れた運用体制を構築できれば、国内に多くのイノベーションを起こす可能性はあるはずだ。

参考文献

- [1] 金融経済教育研究会 [2013]「金融経済教育研究会報告書」松岡啓祐 [2013]
- [2] 『証券会社の経営破綻と資本市場法制－投資者保護基金制度を中心に』, 中央経済社

- [3] 英国 FSA におけるプリンシプル・ベースの実践としての顧客本位原則の取り組み(小立 敬)
- [4] 統合イノベーション戦略推進会議 <https://www.kantei.go.jp/jp/singi/tougou-innovation/>
- [5] (年金運用): プライベート・エクイティ投資/ベンチャー投資と年金基金 ニッセイ基礎研究所
- [6] オルタナティブ資産の運用機関の公募について (2017) GPIF
- [7] 企業年金連合会 年金資産運用状況説明書 (2020)
- [8] 主要国の年金制度の国際比較 (日本・アメリカ・英国・ドイツ・フランス・スウェーデン)
厚生労働省 <https://www.mhlw.go.jp/content/12500000/000724359.pdf>
- [9] 年金制度改正法 (令和 2 年法律第 40 号) 厚生労働省
https://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/0000147284_00006.html
- [10] 海外の公的年金運用の事例とわが国へのインプリケーション (2013) みずほ年金研究所
村上正人、菅原周一
- [11] 日本経済 「厳格化」の意味 (2002) Morgan Stanley ロバート・A・フェルドマン
- [12] 日本経済 金融監督の再考 (2007) Morgan Stanley ロバート・A・フェルドマン
- [13] 日本経済 日本の金融市場の競争力: 具体案 (2007) Morgan Stanley ロバート・A・フェルドマン
- [14] 日本経済 刻々と迫る 年金改革 (2019) Morgan Stanley MUFG ロバート・A・フェルドマン