

株式保有構造と年金基金

——イギリスと日本の比較——

代 田 純

要 旨

本稿はイギリスにおける株式保有構造と年金基金との比較において、日本における株式保有構造と年金基金の特質を検討するものである。

まず本稿では90年代に入ってからイギリスにおける税制、とりわけ所得税との関連で年金課税問題、換言すれば私的年金への税制優遇を明らかにする。そして税制優遇も一因となって、イギリスにおいて年金基金の残高は90年代においても年率換算10.8%で増加を続け、96年年末には5,600億ポンド（1ポンド=225円で約126兆円）に達した。イギリスの年金基金は80年代から株式組み入れ比率が高かったが、90年代においても同比率は65%前後で推移している。大手年金基金は旧国有化産業が多いが、ほとんどの基金の単年度収支は黒字で推移している。大手年金基金では自前の運用であるインハウスで運用されているが、銀行など専門的資金運用機関に外部委託される場合もある。専門的運用機関の運用利回りは株価指数の上昇率を上回り、16%台に達するケースもある。こうしたなか、株式保有構造においても年金基金は30%近い比率を占めている。

他方、日本における代表的な企業年金は厚生年金基金と適格年金である。厚生年金基金を中心として税制優遇を受けているが、近年厳しい財政事情から解散が続いている。しかし拠出金増加から年金基金の資産残高は増加し、97年度には70兆円程度に達した。近年、年金基金の運用利回りは低迷を続けており、90年代において運用規制の緩和がはかられてきた。運用規制緩和のなかで、年金基金の資産構成において株式組み入れ比率は上昇している。また運用受託機関としては、投資顧問会社がシェアを増加させている。退職給付会計の改正等を背景に、持ち合い株式の年金への拠出も見込まれ、年金信託による株式保有は日本においても増加を続けよう。

目 次

はじめに

I. イギリスにおける株式保有構造と年金基金

1. イギリスにおける所得税と年金課税
2. イギリスにおける大手年金基金の実態
3. 年金基金の資産運用

II. 日本における株式保有構造と年金基金

1. 日本における企業年金の財政問題

2. 運用規制の緩和

3. 厚生年金基金をめぐる運用競争

4. 年金積立不足問題

5. 年金基金と株式保有構造

結びに代えて

はじめに

本稿は90年代に入ってからイギリスと日本における株式保有構造と年金基金を明らかにするものである。今日、イギリスにおける年金基金の資産残高は対 GDP 比率でも80%程度あり、世界でも有数の年金先進国であるイギリスの動向は、わが国の年金問題を検討する場合にも重要な参考となりうる。

I. イギリスにおける株式保有構造と年金基金

1. イギリスにおける所得税と年金課税

1990年代に入ってからイギリスにおける税金を見ると、1990年における1,406億ポンドから1996年には1,882億ポンドへと、年率5%程度の増加を続けている。周知のように、先進国のなかでは例外的にイギリスの景気動向は良好だったため、失業率も低下を続けており、結果的に税金も比較的好調に伸びている。

しかし直接税の税金はさほど強くはなく、90年における823億ポンドから96年に1,007億ポンドに増加したに過ぎない。年率換算では3.4%でしかない。したがって税金の伸びは主として間接税に起因している。間接税の税金は90年に

おける553億ポンドから96年には833億ポンドと、実に年率7%で増加してきた。このため税制の直間比率における直接税比率は、90年の58.5%から96年には53.5%と5ポイント低下している。イギリスの付加価値税の標準税率は91年3月に15%から17.5%に引き上げられた。したがって間接税の増収は景気回復に伴う自然増収だけではなく、政策的に間接税の増税が進められている、と言えよう。

間接税により税金確保がはかられる一方で、私的年金への所得税による優遇措置は続いているし、増加すらしている。表1は所得税による私的年金への非課税措置による税金減少額を示している。これによると、私的年金（職域年金と個人年金の総称）のうち、職域年金（イギリスでは企業年金のみならず、地域単位の年金基金があるため、合わせて職域年金と呼ばれる）への非課税額は税金ベースで1991年における78億ポンドから96年には105億ポンドへと増加した。96年の場合、内訳を見ると従業員拠出金非課税が27億ポンド、雇用者拠出金非課税が43億ポンド、投資所得が79億ポンド、その他が4億ポンドであった。これらの金額にはキャピタルゲインは含まれておらず（推計が困難であり内国歳入庁も推計値を公表していない）、非課税となっているキャピタルゲインについても含めるならば、一層非課税額は大きくなる。

他方、職域年金も支払い局面では課税されて

表1 私的年金非課税の税收効果

(単位 100万ポンド)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996
職域年金 非課税						
従業員拠出金	2,300	2,400	2,400	2,300	2,500	2,700
雇用者拠出金	2,600	2,500	2,700	3,100	3,700	4,300
投資所得	6,000	6,300	5,800	6,300	7,500	7,900
その他	500	550	500	450	400	400
課税						
年金支払い	3,400	3,800	4,200	4,700	5,100	4,800
年金基金余剰による 雇用者払い戻し	161	94	45	27	16	40
合計	7,800	7,800	7,100	7,400	9,000	10,500
個人年金	1,600	1,600	1,800	1,900	2,100	2,300

〔出所〕 *Inland Revenue Statistics*, 1997.

いる。年金支払いへの課税額は96年には48億ポンドに達した。また職域年金において、受給者への支払い後余剰金が発生した場合には雇用者へに払い戻しされるが、この払い戻し金には課税される。この金額は96年には4,000万ポンドとなっている。こうした課税額は96年で合計48.4億ポンドであり、非課税額合計153億ポンドから差し引くと、105億ポンドとなっている。1996年度の所得税税収が689億ポンドであるから、税収ベースで105億ポンドの非課税措置は極めて大きいことがわかる。

こうした職域年金に加えて、個人年金への非課税も急速に増加してきた。表1においても、1991年における16億ポンドから1996年には23億ポンドへ増加してきた。もともと、イギリスにおいては私的年金による公的所得比例年金の代行（適用除外）が認められているが、これは職域年金のみならず個人年金についても認可されてきた。またイギリスの労働市場では転職が一般化しており、企業等を単位とした職域年金は転職が日常化した労働市場にそぐわず、個人年金が適していた¹⁾。また近年、イギリスのブレア政権は公的な所得比例年金を縮小し、個人年

金への加入を義務づける年金改革案を提示している²⁾。こうした事情を背景にして、イギリスでは最近個人年金が急成長している。個人年金への非課税措置23億ポンドと職域年金への非課税措置105億ポンドの合計は合計128億ポンドとなり、所得税税収の18.6%となる。

また財政論的には非課税措置は「租税による補助金 (Tax Expenditure)」(非課税措置を取ることは、補助金を支出することと同じである、という立場)と言われるが、私的年金の非課税措置は公的年金の政府負担よりも大きくなっている。公的年金がその一部を構成する国民保険の財政において、95年度現在、収入合計528億ポンド（前年度からの繰越を含む）に対し、支出合計は371億ポンドであり、基金残高（財政黒字の累積額）は804億ポンドとなっている。この収入合計528億ポンドのうち、国庫負担額は37億ポンドに過ぎず、収入の圧倒的部分は拠出金収入から成っている。したがって公的年金への国庫負担は37億ポンドであるが、私的年金への「租税による補助金」は105億ポンドということになる。財政赤字のもとで公的年金への財政負担は縮小傾向にあるが、私的年金

へは間接的にせよ大きな財政負担がなされている。

2. イギリスにおける大手年金基金の実態

税制上で大きな優遇措置を受けている年金基金であるが、その実態はいかなる企業や地域の年金であろうか。以下では職域年金を中心に、その実態を明らかにしたい。個人年金は現状ではデータなど資料が未整備であり、分析が困難である。

表2は大手年金基金のなかの上位10基金である。第1位はブリティッシュ・テレコム年金基金であり資産額は185億ポンド、第2位は石炭、鉱石労働者を中心としたCMT年金基金で

資産額は181億ポンド。第3位は電力年金基金で資産額は147億ポンドとなっている。以下、大学教職員、郵便、鉄道、ガスと続いており、上位の年金基金はほとんどが旧国有企業や旧国有産業の年金基金である。純粋な民間企業年金としては、第8位のパークレイズ銀行、第10位のシェルだけである。このように公務員部門を中心にイギリスの年金基金が形成されていることは、イギリスにおける年金基金と深い関わりがある。イギリスにおける年金基金は19世紀初頭に公務員の汚職防止、老齢化防止のためスタートした、と言われる³⁾。

ついで年金基金には信託人(トラスティー)を置くことが通例である。トラスティーは委託

表2 大手年金基金

年金基金	資産額 (100万ポンド)	トラスティー	カストディアン	アクチュアリー	従業員数	年金加入者	年金生活者	運用
British Telecom plc	18,536	Sir James Spooner (chairman)		Watson Wyatt Worldwide	127,800	126,265	162,966	Hermes(シュローダー、 マーキュリー)
C M T Pension	18,116	Mineworker's Pension Scheme Trustee	Lloyds bank Chemical bank	C.D. Daykin	9,400	1,508	711	CIN
Electricity Pensions	14,681	Electricity Pension Trustee	Royal Bank of Scotland	Bacon & Woodrow		64,252	91,054	ESN
Universities Superannuation	12,087	Universities Superannuation Scheme	Bankers Trust Chase Manhattan	William M. Mercer		74,700	24,200	インハウス、PDFM、 シュローダー、Baile Gifford
Post Office	12,000	Roy Chapman (chairman)		Watson Wyatt Worldwide	210,000	180,000	160,000	Hermes(シュローダー、 マーキュリー、ラザード、 ステート、ステーツ、 モーガン・スタンレー他)
Railway Pension	11,215	Railway Pension Trustee	S.G. Warburg UBS, Bankers Trust 他	Watson Wyatt Worldwide	120,000			マーキュリー、フレミング、 モーガン・グレンフェル、 PDFM 他
B G plc	9,731	G.Bateson D. Dewer	Citibank Royal Bank of Scotland	Watson Wyatt Worldwide	45,000			イン・ハウス (ラザード)
Barclays Bank	8,577	Bardaysr Pension Fund Trustees	Bardaysr Global Securities Services	Watson Wyatt Partners	65,000 (国内)	62,500	21,400	Barlays Global Investors
The British Petroleum	7,477	BP Pension Trustee	Bankers Trust	William M. Mercer	17,900	13,757	37,153	イン・ハウス
Shell	6,975	Shell Pensions Trust	Lloyds bank Chase Manhattan	Bacon & Woodrow	10,632	10,547	30,256	イン・ハウス

(出所) Pension Funds and their advisers 1997から作成。

者である事業主（企業）から掛け金を移転され、資産運用し、給付を行う。しかしイギリスにおいては従来、トラスティーの委託者（企業）からの独立性はかなり不明確であった。

あいまいな信託関係を背景として発生した問題が1991年のマックスウエル事件であった。

「デイリーミラー」など有力紙を発行していたミラーグループの職域年金が会長ロバート・マックスウエルによって不正に運用され、資産が消滅した事件であった。マックスウエル社の場合、トラスティーはマックスウエルの実子であり、信託財産は自社株買いなどに流用されていた。マックスウエル事件を受けて、イギリスでは95年に年金法が成立した。年金法成立によって OPRA (Occupational Pensions Regulatory Authority) が設立され、年金基金特にトラスティーに対して監督することとなった⁴⁾。この場合、OPRA は年金基金のトラスティーに対して監督するわけだが、トラスティーが本来の機能にふさわしく年金加入者の利益に合致するように働いているか、チェックすることとなる。表2においても、大手年金は外部の人材にトラスティーを依頼していることがわかる。BT のトラスティーは1970年から John Swire & Sons の取締役等を務める公認会計士 James Spooner があたっている。ポストオフィスのトラスティーはマルベルンカレッジ (Malvern College) 学長である Roy Chapman, プリティッシュガスのトラスティーはケンブリッジ大学教授 G. Bateson などが任じられている。

つぎにイギリスの年金基金はカストディアンを有している。カストディアン業務とは、証券保管、決済、報告、利子・配当の受け取り等であり、国際分散投資の普及に伴う多様な事務処

理代行業務とも言える。表2においても、大手年金基金はカストディアン業務を英系のロイズ銀行、ロイヤル・バンク・オブ・スコットランド、米系のケミカル銀行、バンカース・トラスト、チェース・マンハッタンなどに任せている。後述のように、79年の為替管理撤廃以降、イギリスの年金基金は海外証券投資を進めており、海外証券投資に伴う事務処理ニーズをかなり増加させてきたとみられる。

他方、銀行側では BIS 規制のもとでカストディアン業務はかなり重要な領域となっている。銀行にとってカストディアン業務による証券保管は自己勘定ではなく、BIS 自己資本の分母に入らないうえ、手数料ビジネスとして収益性が高いからである⁵⁾。カストディアン業務は80年代以降の米銀再建の重要な柱となっており、世界的に見てもカストディアン業務は米銀の独壇場となっている。

もともとイギリスでは95年年金法制定以前には信託関係があいまいであったこともあり、年金基金のファンドマネージャー自らがカストディアン業務を営むことが可能であり、ファンドマネージャーが貸し株業務を営めた。ロンドン証券市場では証券売買において「空売り」が盛んであるが、「空売り」のためには株券の貸借が必要であり、年金基金のファンドマネージャーが手持ちの株券を貸してきたわけである。この場合、ファンドマネージャーには貸し株手数料が入るため、ファンドマネージャーにとって運用利回り上昇のため、貸し株業務は不可欠の手段となっていた。しかしマックスウエル事件において貸し株が年金の資産喪失の一因となったと言われており、95年年金法以降カストディアン業務は規制されることとなった。例えばカストディアンは貸し株において現金等

の担保を取る必要があること、非銀行のカストディアンには最低必要資本が課されたこと等である⁶⁾。こうした動向のなかで年金基金はファンドマネージャー以外のカストディアン銀行を選任しはじめたと見られる。

95年年金法は年金数理人(アクチュアリー)に関しても規定を置いた。第一に、アクチュアリーは年金基金のトラスティーを兼ねることはできない。第二に、トラスティーはアクチュアリーのアドバイスを考慮して掛け金を決めるが、その決定に関する責任はトラスティーにある。第三に、トラスティーはアクチュアリーが要求する情報を提供する義務を持つ。第四に、アクチュアリーは自己の権限以外ではトラスティーの指示に従い、事業主の指示に従ってはならない⁷⁾。要はアクチュアリーの独立性がトラスティー同様に定められた、と言えよう。表2のアクチュアリーを見ると、全ての年金基金がアクチュアリーを選任しているが、Watson Wyatt が上位10基金のうち5基金で選任されており、かなりシェアが高くなっている。

各基金は従業員をほとんどを年金基金に加入させているが、年金加入者数を年金生活者数が超過している基金も少なくない。例えば最大手のブリティッシュテレコムでは年金加入者12.6万人に対し、年金生活者は16.3万人である。この他、電力、BP、シェルの基金でこうした傾向が表2からも読み取れる。しかし現状ではこれらの基金を含め、上位の年金基金財政は健全である。最大手のテレコムでは、96年度において年金掛け金収入が4億ポンド、投資所得が7.7億ポンドあるため、年金給付10.5億ポンドを上回っている。

年金の運用については、大手の場合ほとんどが内部運用できる体制が取られている。大学教

員年金、ブリティッシュガス、BP、シェルの場合などはいずれも自己内部で運用体制が取られている。しかし内部運用するためには、ファンドマネージャーやアナリストを育成する必要があり、コストが発生する。また内部で育成する場合には時間的にも長期間かかることとなる。このため通常は外部の専門的資金運用業者に委託されることとなる。ブリティッシュテレコム年金基金はシュローダー、マーキュリーに、郵便年金基金はシュローダー、マーキュリー、ラザードに、バークレイズ銀行年金基金はグループ企業のバークレイズグローバルインベスターズにそれぞれ委託している。運用機関については、大手年金についても旧マーチャントバンク系の投資顧問が優位に立っている。

3. 年金基金の資産運用

80年代における資産構成の特徴をまず振り返っておこう。80年代においては、第一に不動産に比べ証券の比重が高まったこと、第二に証券のなかでも株式の比重が高まったこと、第三に外国株を中心として海外証券投資が増加したこと、第四に証券の売買回転率が上昇しイギリス株の回転率も90%程度へ上昇したことなどであった。

株式が債券よりも選好された理由としては期待インフレ率が上昇したため、インフレヘッジ性において優れるとされる株式が注目されたことである。イギリスにおいては70年代の急速なインフレによって、債券への投資価値が著しく減価してしまい、年金のファンドマネージャーは手痛い経験をしているため、今日でもインフレ率の上昇もしくは期待インフレ率の上昇に対しては債券の組み入れ比率を引き下げ、株式の組み入れ比率を高めるという対応がなされている。

表3 年金基金の資産構成

(単位 100万ポンド, %)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
現 預 金	8,470 (4.3)	8,760 (4.1)	15,262 (4.5)	17,492 (5.8)	9,643 (2.8)	9,834 (2.6)	10,694 (2.2)	11,809 (2.7)	14,979 (2.9)	18,786 (3.4)
英 国 債 (計)	29,166	27,083	31,894	27,940	24,041	25,188	34,279	41,854	52,659	60,498
インデックス債	5,770	6,005	11,688	9,780	8,599	10,841	16,930	20,341	24,017	28,968
5～15年債	13,322 (14.7)	12,610 (12.6)	12,481 (9.4)	12,673 (9.2)	11,833 (7.0)	10,801 (6.6)	12,907 (7.1)	14,993 (9.4)	19,032 (10.4)	19,296 (10.8)
15年以上債	9,615	7,905	6,764	4,269	2,799	1,862	2,446	4,377	4,706	7,035
普 通 株	104,621 (52.8)	115,455 (53.8)	157,784 (46.6)	142,147 (47.0)	173,592 (50.5)	202,148 (52.9)	243,347 (50.7)	219,189 (49.4)	256,625 (50.5)	279,707 (50.0)
その他企業証券	3,371 (1.7)	3,477 (1.6)	7,016 (2.1)	6,213 (2.1)	8,844 (2.6)	6,068 (1.6)	14,371 (3.0)	3,935 (1.0)	7,064 (1.4)	6,924 (1.2)
海 外 普 通 株	24,660 (12.4)	28,024 (13.1)	61,998 (18.3)	47,460 (15.7)	60,476 (17.6)	63,189 (16.5)	82,620 (17.2)	74,813 (16.9)	82,164 (16.2)	84,334 (15.1)
海 外 国 債	1,094 (0.6)	1,019 (0.5)	3,437 (1.0)	5,442 (1.8)	9,162 (2.7)	10,529 (2.8)	11,044 (2.3)	11,092 (2.5)	11,712 (2.3)	10,607 (1.9)
イギリス不動産	15,878 (8.0)	18,164 (8.5)	26,959 (8.0)	26,363 (8.7)	24,527 (7.1)	19,914 (5.2)	21,932 (4.6)	24,353 (5.5)	21,317 (4.2)	24,021 (4.3)
純 資 産 (計)	198,290 (100)	214,518 (100)	338,950 (100)	302,670 (100)	343,668 (100)	382,024 (100)	480,354 (100)	443,468 (100)	508,581 (100)	559,617 (100)

注) カッコ内は構成比。

(出所) *Financial Statistics*, 各号。

る。株式は配当とキャピタルゲインによって総合利回りがインフレ率を超過してきたため、インフレヘッジ性が高いと考えられている。今日のイギリス年金基金の株式組み入れ比率は国際比較の観点からはかなり高いが、これは日本では理解されにくい、株式＝インフレヘッジという運用哲学から来ている。また期待インフレ率は通常の国債利回りとインデックス国債（物価上昇分だけ償還元本に上乗せする）利回りの利回り格差によって計測されている。

一方、売買回転率が上昇した理由は手数料など売買コストの低下、運用規制緩和に伴う短期的利回り競争の激化、先物など派生商品の増加などであった。売買コストが低下したことで売買がしやすくなったことは自明であるが、さらに年金運用評価機関の設立によって短期間に頻繁に運用利回りが比較されるようになり、年金ファンドマネージャーは短期的な運用利回り上昇を指向しやすくなった。また先物による裁定

取引増加は「買い」と「売り」に期間が数秒間ということもあり、必然的に売買を頻繁にする⁸⁾。

表3は年金基金の80年代後半から最近に至る資産構成である。第一に、英国債による運用は80年代後半には低下していたが、90年代に入り再び上昇している。英国債の比率は92年には6.6%まで低下したが、96年には10.8%まで上昇した。これは主として、イギリスにおけるインフレ率の低下に起因すると見られる。89年の消費者物価上昇率は7.8%であったが、96年には2.4%まで低下した。インフレによる債券減価で苦汁を舐めてきたイギリスのファンドマネージャーたちは、インフレ率の低下によって債券の比率を高めることとなった。

第二に、債券比率上昇の結果として、国内株式の比率は低下もしくは頭打ちとなった。国内株式の組み入れ比率は88年には53.8%まで上昇したが、89年には46.6%へ低下した。ただし後述のように、イギリス国内株式が低下した分は

表4 イギリスの株式保有

(単位 %)

	1963	1969	1975	1981	1991	1992	1994
個人	54.0	47.4	37.5	28.2	19.9	20.4	20.3
その他個人(慈善団体等)	2.1	2.1	2.3	2.2	2.4	1.8	1.3
公共部門	1.5	2.6	3.6	3.0	1.3	1.8	0.8
事業法人	5.1	5.4	3.0	5.1	3.3	1.8	1.1
海外	7.0	6.6	5.6	3.6	12.8	13.1	16.3
銀行	1.3	1.7	0.7	0.3	0.2	0.5	0.4
保険	10.0	12.2	15.9	20.5	20.8	19.5	21.9
年金	6.4	9.0	16.8	26.7	31.3	32.4	27.8
ユニット・トラスト	1.3	2.9	4.1	3.6	5.7	6.2	6.8
その他金融(インベストメント・トラスト)	11.3	10.1	10.5	6.8	2.3	2.5	3.3
合計	100	100	100	100	100	100	100

[出所] G. P. Stapledon, *Institutional Shareholders and Corporate Governance*, Oxford, 1996.

海外株式が増加しており、全体の株式組み入れ比率は88年の67%に対して、89年には65%とさほど変化していない。こうした全体の株式組み入れ比率は90年代に入ってから65～67%程度で推移しており、ほぼ一定の水準で推移している。要は株式比率は一定として、株式の地域別アセットアロケーションの観点から内外比率が変化させられている。

第三に、第二点においても指摘したように、海外株式比率は87年の12%台から90年代に入り15～17%台へ上昇しており、傾向的に海外株式の比率は上昇している。

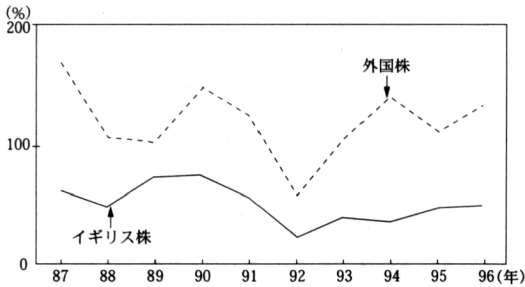
第四に、株式の場合と同様に国債についても海外国債が増加している。80年代後半には1%以下であったが、92年には2.8%へ上昇し、90年代に入って2%程度で推移している。したがって内外の国債を合わせた比率は90年代初頭には9～10%程度であったが、90年代後半に入り12%程度へと上昇してきた。

このように90年代に入り年金基金によるイギリス株式保有は年金基金の資産構成において低下しつつあるが、イギリス企業の株式保有構成において年金基金が最大の株主であることに変

わりはない。表4はイギリスの株式保有構成を示している。イギリスにおける株式保有の特質は、第一に個人が傾向的に低下していることである。1963年には54%を個人が保有していたが、90年代に入り20%程度へ低下している。第二に海外投資家が急速に構成比を高めている。海外投資家は81年には3.6%であったが、94年には16.3%まで構成比を上昇させた。アメリカやドイツなどの機関投資家によるポートフォリオ投資や事業会社のM & Aによる株式取得が中心とみられる。第三に機関化が進展している。94年現在、保険、年金、ユニットトラスト、インベストメントトラストの機関投資家4主体の株式保有比率合計は60%に達している。第四に、機関投資家のなかでも年金基金が94年現在で28%の株式保有比率で最大の株主となっている。92年から4ポイントほど低下しているが、最大の株主であることに変わりはない。したがって年金基金はイギリスにおけるコーポレート・ガバナンスにおいて主導的立場が求められることとなる⁹⁾。

年金の株式投資を別の観点から見てみよう。図1は年金による株式投資の売買回転率であ

図1 年金基金の株式売買回転率



注) 売買回転率=年間売買代金÷年末時価。

〔出所〕 Financial Statistics, 各号から算出。

る。国内株の場合には、89年から90年にかけて売買回転率は80%近くへ上昇したが、92年に20%程度へ急落し、その後も40%前後で推移している。短期的な運用利回り競争が強まるなかで、売買回転率は上昇しがちであるが、80年代後半のやや過熱した状態から沈静化しつつある。もともと投資信託などの売買回転率が極めて高いのに対し、年金の回転率は比較的低かった。したがって年金は機関投資家のなかでは比較的長期の株主であった。しかし80年代後半には、その年金すら売買回転率を80%近くまで上昇させたのであった。とはいえ90年代に入り年金の売買回転率も落ち着きつつある。

他方、年金においても外国株の回転率は高い。87年には外国株売買回転率は175%程度であったし、94年においても140%程度の水準にある。これは外国株の場合、年金も為替益に比重を置いた運用をしており、為替レートの変動に伴って活発に売買を繰り返すためである。売買回転率が200%という水準は、保有期間が1年未満であることを意味するが、年金による外国株売買の水準はそれに近く、年金によっても外国株は為替にらみで短期的に売買されている。また地域別のアセット・アロケーションを重視して運用する場合、「売り」は必然的に

「買い」を伴うことが多い。すなわちイギリスのある年金基金がアジア株の組み入れ比率を10%で一定にしている場合、松下株を売却すればソニー株を買い付けなければならない。したがって地域別のアセット・アロケーションの視点からも外国株の売買頻度は高まりやすい。

さらにデータが公表されていないため、確定的には言えないが、90年代に入り年金による保有が増加している外国国債の場合には、外国株式よりも一層年金による売買回転率が高いと見られる。

総じて90年代に入ってから年金基金の資産運用は、債券にせよ株式にせよ外国証券の比重が上昇しているが、94年のギリシャを最後にEU加盟国の為替規制は全廃されており、EU統合に伴う証券投資の自由化と共に今後こうした傾向は続くであろう¹⁰⁾。

Ⅱ. 日本における株式保有構造と年金基金

1. 日本における企業年金の財政問題

日本の企業年金としては、厚生年金基金と適格年金が代表的な年金である。前者は公的年金である厚生年金に代行し、かつ上乘せ部分を基金ごとに給付しているが、実施主体は基金自身であり、また人員規模は500名以上である。他方、後者の実施主体は事業主であり、かつ人員規模は15名以上であり、適格年金の加入者規模は100人未満のものが約80%となっている¹¹⁾。

厚生年金基金は1966年施行の厚生年金保険法に基づいて開始され、1987年度には基金数は1,194件に達し、80年代後半から90年代初頭にかけて年率8%増を超過する増加率で基金数は

表5 平成9年度の解散厚生年金基金

解散認可日	基金名	設立形態	加入員数(人)	受給者数(人)	成熟度(%)	設立(年)	設立事業所
平成 9. 10. 30	十日町織物	総合	2,010	984	49.0	S 46(71)	新潟県十日町市の機屋など織物関連業
9. 10. 30	福島県機械金属	総合	2,845	485	17.1	H 3(91)	福島県の機械金属業
9. 10. 30	ヤオハン	単独	5,360	248	4.6	H 4(92)	卸売・小売会社(経営破綻)
9. 10. 30	橋本毛織	連合	162	233	143.8	S 42(67)	愛知県の繊維製品製造会社
9. 10. 30	小泉製麻	連合	219	568	259.4	S 42(67)	神戸市の繊維製品製造会社
9. 12. 24	東京シャリング連合	連合	365	740	202.7	S 45(70)	東京都の金属加工会社
9. 12. 24	ユニゾン	単独	98	183	186.7	S 46(71)	大阪市の半導体素子製造会社
10. 1. 21	中山鋼業	連合	251	489	194.8	S 42(67)	大阪市の金属加工会社
10. 1. 23	テキスタイル	総合	4,769	1,037	21.7	H 2(90)	京都市の繊維製品製造業
10. 1. 25	阪和銀行	単独	801	207	25.8	S 54(79)	和歌山市の銀行(経営破綻)
10. 3. 26	函館製鋼船具	連合	398	246	61.8	S 42(67)	北海道函館市の繊維製品製造会社
10. 3. 26	北海道交通	連合	2,508	630	25.1	S 47(72)	北海道のタクシー会社
10. 3. 26	理研軽金属工業	単独	464	244	52.6	S 50(75)	静岡県の金属加工会社
10. 3. 30	ハサマ村田製作所	連合	573	205	35.8	S 42(67)	宮城県の機械器具製造会社

注1) 加入員数と受給者数は平成9年3月末現在

2) 成熟度は受給者数を加入員数で除したもの

〔出所〕『企業年金白書』平成11年版, 48頁。

増加した。このため92年度には基金数は1,735件に達した。しかし92年度以降には増加率は鈍化し、97年度には解散基金数が設立基金数を超過し、基金数は前年比で減少となった。基金の母体企業の倒産や基金の運用状況の悪化などが要因である。すでに平成6年(1994年)11月に日本紡績業厚生年金基金が紡績業の衰退に伴う加入者の減少に加えて、運用の悪化から解散した。さらに95年10月には兵庫県繊維産業厚生年金基金も解散した。株価低迷と低金利に伴い低下した運用利回りと予定利率5.5%の利回り差は「利差損」として、母体企業の負担となって跳ね返るが、負担しきれない場合、解散に追い込まれる¹²⁾。こうした背景から、引き続き96年度には7基金が解散し、表5が示すように97年度には14基金の解散に増加した。

98年度以降も基金の解散は続き、98年年末には日本食堂厚生年金基金と十字屋厚生年金基金

が解散した。日本食堂厚生年金基金はJRグループの飲食企業3社を母体とし、また十字屋はダイエーグループの一部上場企業であり、一部上場企業の厚生年金基金としては初めての解散であった。両基金とも従業員(加入者)数の減少と受給者数の増加、運用利回り低下が解散の背景となった¹³⁾。98年度を通じて、厚生年金基金の解散は過去最高の18に達し、新設はゼロとなった。日糧製パン、ヒラボウなどが解散し、また徳用シティ銀行、大倉商事のように母体企業の倒産で年金基金が解散となったケースもあった¹⁴⁾。

また厚生年金基金の加入者は87年度に764万人であったが、93年度には1,192万人に達した。しかし加入員数でも95年度の1,213万人から96年度には1,210万人とやはり減少した。とはいえ、97年度には1,225万人に増加した。これは解散した厚生年金基金が中小規模のものが

多くを占めていた一方、97年度に設立された年金基金が連合型（主力企業を中心として複数企業によるもの）であり、加入者では規模的に大きかったためである。このため厚生年金基金加入者は厚生年金被保険者の3人に1人に達している。

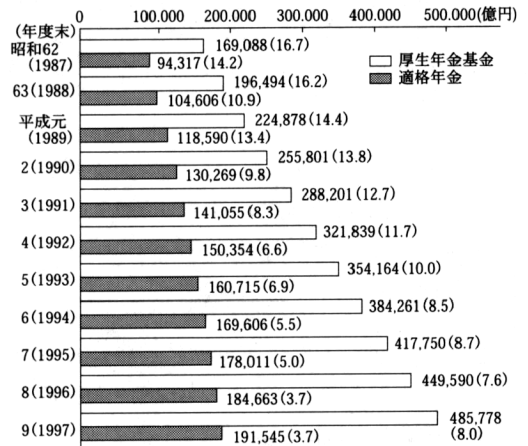
一方、適格年金は1962年施行の法人税法に基づくが、契約件数は87年度に7万4,423件に達した。適格年金は90年代初頭まで増加し続け、93年度には9万2,467件となったが、以降減少に転じ、97年度には8万8,312件に減った。特に97年度は対前年度比1,927件の減少となった。

適格年金の加入者数は87年度に821万人であったが、95年度には1,078万人とピークを成した。96年度以降加入者数も減少に転じ、97年度には1,043万人となっている。適格年金の契約件数、ならびに加入者数の減少には、適格年金から厚生年金基金への移行等もあるものの、企業の倒産や資金繰りの悪化、人員未達や掛け金の未収などが影響している。

以上のように、近年、厚生年金基金数や適格年金契約件数、さらには加入者数は減少傾向にあるが、両者の資産残高は増加している。図2は企業年金資産残高の推移を示しているが、厚生年金基金の場合、87年度の16兆9,088億円から97年度には48兆5,778億円と、年率換算でも11.1%増となってきた。また適格年金の場合でも、87年度の9兆4,317億円から97年度には19兆1,545億円へと、同じく年率換算で7.3%増であった。

年金基金への資金流入が増加する要因として、イギリスの場合には年金優遇税制が少なからぬ要因であったが、この点について日本の現状を見してみる。まず拠出段階においては、公的年金である厚生年金は事業主拠出について全額

図2 厚生年金基金と適格年金の資産残高の推移



注) () 内は対前年同期伸び率 単位: %

(資料) 生命保険協会、信託協会、全国共済農業協同組合連合会「適格退職年金の契約状況調査」、生命保険協会、信託協会「調整年金に関する統計表」各年度調査より作成

〔出所〕『企業年金白書』平成11年版、34頁。

損金算入、従業員拠出についても社会保険料控除されている。同様に、企業年金である厚生年金基金についても同様の扱いを受けている。しかし適格年金の場合、事業主拠出については厚生年金と同様であるが、従業員拠出については生命保険料控除となっている。これは適格年金の場合、拠出金は事業主負担のため、事業主負担と本人負担の合計額が損金扱いされるためである。

ついで運用段階における課税については、厚生年金が非課税となっている一方、厚生年金基金は積立金に対して、「厚生年金基金の支給する年金の努力目標水準を超える部分」が課税標準となり、法人税1%、住民税0.173%で課税される。これは厚生年金基金が準公的年金という性格を有することから、厚生年金保険法に定める努力目標水準（代行部分の2.7倍水準）に必要な積立部分までは非課税とされ、2.7倍水準を超える部分について1.173%で課税されることを意味する。他方、適格年金については従

業員負担部分を除く期首積立金に対し、法人税1%, 住民税0.173%で課税されている¹⁵⁾。したがって厚生年金基金は適格年金に比し、税制上優遇されている。

年金の給付段階においては、厚生年金が公的年金等控除を認められつつも雑所得として所得税が課税される。厚生年金基金、適格年金についても同様の処理になっている。このように見てくれば、公的年金と同様に厚生年金基金、適格年金などの企業年金も税制が資金流入増加の重要な要因になっていると言えよう。

こうした税制優遇が企業年金への資金流入を促進する一因となっていることは間違いないところであるが、厚生年金基金数や適格年金契約数が近年において減少しつつある。同様に加入者数の伸び率も鈍化しつつある状況にあるにもかかわらず、日本の企業年金資産残高の伸び率が平均でも7~11%を維持していることは、主として依然として年金基金への拠出金が給付金を超過していることに起因する。

企業年金資産残高の伸び率を考える場合、運用利回りが大きく影響するが、近年厚生年金基金運用利回りは低迷を続けてきた。このため運用規制の緩和が進んできた。表6が示すように、94年度を中心にして厚生年金基金の運用利回りは著しく低下した。厚生年金基金全体の修正総合利回りでも94年度は0.74%と大きく低下したが、契約形態別にみると、生保の一般勘定(年金基金資産を他の保険資産と合同運用、保証利率は現在2.5%に引き下げ)を除く全ての契約形態でマイナスに転じた。生保の第一特約(基金、適格年金資産を合同運用)は94年度には-3.17%に、第二特約(基金ごとの個別運用)も-3.41%に転落した。信託銀行による年金信託(基金ごとの個別運用)は-1.71%にと

表6 厚生年金基金の修正総合利回りの推移

基金合計

(単位 %)

	平成 5年度 (1993)	6年度 (1994)	7年度 (1995)	8年度 (1996)	9年度 (1997)
修正総合利回り	5.21	0.74	10.27	3.65	5.65

注) 集計対象は、2年以上の運用期間を有する基金を母集団として算出

(資料) 厚生年金基金連合会『月刊・企業年金』1998年10月号「1997年度決算資産運用実態調査」

契約形態別

(単位 %)

区 分		平成 5年度 (1993)	6年度 (1994)	7年度 (1995)	8年度 (1996)	9年度 (1997)
生命 保険 会社	一般勘定	5.50	4.50	4.50	2.51	2.50
	第一特約	5.81	-3.17	13.49	4.00	7.75
	第二特約	5.09	-3.41	12.66	4.38	8.13
信託 銀行	年金信託	5.08	-1.71	14.59	4.26	6.32
	年金指定単	4.89	-3.78	15.16	2.96	6.44
投資顧問会社		5.57	-3.44	12.53	2.38	6.07

注1) 集計対象は、生命保険会社を除き、2年以上の運用期間を有する基金を母集団として算出。

2) 8年度の年金指定単・投資顧問会社については、特化型運用の基金を除いて集計。

3) 9年度は、生命保険会社を除き、特化型運用基金と運用受託機関に資産配分を明確に指示した基金を除いて集計。

4) 契約形態別の利回りは、上記注2、3に加え、運用規制、運用手法、委託内容等が異なることから、単純に契約形態別の利回りを比較することはできない。

(資料) 厚生年金基金連合会『月刊・企業年金』1998年10月号「1997年度決算資産運用実態調査」。

〔出所〕『企業年金白書』平成11年版、39頁。

どまったものの、年金指定単(基金ごとの個別運用)は-3.78%になった。また投資顧問会社による利回りも-3.44%となった。

こうした年金基金の運用利回りは個別基金にも大きな影響を与えている。すでに運用利回り低下が基金解散の重要な背景となったことは指摘したが、解散に至らぬまでも大企業の厚生年金基金にも暗い影を落とした。武田薬品工業は同社の厚生年金基金の予定利率を99年度から5.5%から3.5%に引き下げた。武田の場合、97年度に適格年金から厚生年金基金へ移行した

が、97年度の運用利回りは1.5%程度で、98年度も1%程度だったため、予定利率引き下げに踏み切った。同時に運用委託先についても、従来は生保3社、信託3行に委託してきたが、それぞれから削り外資系投資顧問4社を加えた¹⁶⁾。この他、東京電力、トヨタ自動車、日産自動車、松下電器産業、日立といった日本を代表する大企業が相次いで企業年金の給付利率を引き下げた、もしくは引き下げを検討している¹⁷⁾。こうした大企業の動向は基本的には運用利回りの低下のなかで、企業負担が限界に来ているためだが、さらに2000年度からの新会計基準によって退職金と年金は一括で積立不足額を公表しなければならなくなったことにも影響されている。積立不足額の公表は、格付けの低下などを通じて企業財務を一層悪化させる可能性がある。仏自動車大手ルノーに買収された日産の場合も、年金積立不足額は5,800億円に達し、予定利率の引き下げを検討している¹⁸⁾。

2. 運用規制の緩和

こうした運用利回り低下、企業年金財政悪化を防ぐために、90年代に入って相次いで運用規制緩和策がとられてきた¹⁹⁾。厚生年金基金に関わる運用規制の変化をみてみよう。1990年には運用方法の拡大がはかられた。投資顧問会社の投資一任契約、生命保険会社の第二特約、信託銀行の年金指定単、厚生年金基金連合会の自家運用が認められた。投資顧問への運用委託については新規増加資産の3分の1までとされた。1991年には外資系投資顧問に対する資産配分規制が緩和され、元本確実な資産比率が50%から30%に引き下げ、外貨建て資産上限が70%に引き上げ、最低受託単位を10億円から5億円に引き下げ、といった措置がとられた。1993年には

投資顧問会社に対する最低委託額が10億円（外資は5億円）から1億円に引き下げられた。1994年にはオールドマネーとニューマネー（新規増加資産）の区分が廃止され、自主運用（投資顧問委託）資産の上限が資産全体の3分の1にされた。

1995年には大きく3つの緩和がなされた。第一に、基金の運用拡大（投資一任、年金指定単、第二特約）認定要件の緩和であり、設立8年以上から3年以上に短縮された。第二に、運用拡大部分の運用受託機関に対する資産配分規制が廃止され、元本確実な資産比率50%という規制が廃止された。第三に、シェア変更規制が緩和され、設立3年以上の基金は掛け金配分シェアと給付シェアを別々に設定可能となった。

1996年には主として5つの規制緩和が実施された。第一に、信託銀行の年金信託について、いわゆる「5・3・3・2」規制（資産のうち、債券などの元本保証商品に5割以上投資し、株式と外貨建て資産はそれぞれ3割以下、不動産には2割以下、という投資規制）が廃止された。第二に、生命保険会社の一般勘定の保証利率が廃止された。第三に、自主運用資産の上限を3分の1から2分の1に拡大した。「自主運用資産」とは、投資顧問会社に運用委託する資産であり、従来は投資顧問に委託できる資産は総資産の3分の1を上限とし、残りは生保と信託銀行に預託が義務づけられてきた。第四に、運用先の個別ファンドごとではなく、基金資産全体で「5・3・3・2」規制を適用することにした。ただしこの時点では生保の一般勘定は除外されていた。第五に、運用管理体制が整備されていると認定される基金は、「5・3・3・2」規制を適用除外とした。

1997年には、第一に、4月に生命保険会社の一般勘定が「5・3・3・2」規制の安全性資産とされ、実質的に規制が廃止された。第二に、12月に「5・3・3・2」規制が撤廃された。1998年には運用拡大に関わる基金設立経過年数の規制が撤廃され、設立3年以上の基金に関する運用拡大の対象資産の上限規制が廃止された。

1999年には、自家運用を除いて、運用拡大に関する規制が撤廃された。自家運用は資産規模が500億円以上の基金しか認められず、基金内に専門のファンドマネージャーを置くことも義務づけられていた。しかしこの自家運用に関連する規制も99年度中には廃止され、厚生年金基金の運用は完全自由化された。また年金基金からの運用委託先変更に際して、従来は運用資産を現金化する必要があったが、これも廃止されて現物のまま変更可能となった²⁰⁾。

以上のように、運用規制の緩和が進み、運用利回りの向上が指向されてきた。こうしたなかで厚生年金基金の資産構成には重要な変化がみられた。第一に、債券比率の低下である。96年度における公社債比率は22.21%であったが、97年度には20.8%まで低下した。同様に転換社債も96年度の4.79%から97年度には3.23%に低下した。第二に、生保の一般勘定は著しく低下した。一般勘定は生保資産との合同運用であるが、96年度の30.66%から97年度には24.45%に低下した。ただし、生保の第一特約については96年度の5.71%から97年度には7.66%に上昇しており、生保全体がシェアを一様に低下させているわけではない。第三に、国内株式については組み入れ比率が上昇しており、96年度の14.05%から97年度には18.94%へと上昇した。こうした国内株式積み増しの傾向は99年度現在

継続しており、信託による企業年金（厚生年金基金、適格年金の合計）運用額約33兆円（97年度末）に対して、国内株式への運用額は10兆円を超える見込みであった。このため99年度には個別信託銀行によって差はあるが、概ね30%程度の株式組み入れ比率に達したとみられる²¹⁾。第四に、さらに外国株式についてもかなりの比率上昇がみられ、96年度の9.45%から97年度には14.04%へと上昇した²²⁾。概して言うことは、債券の比率が低下し、内外とも株式比率が上昇している。

3. 厚生年金基金をめぐる運用競争

以上の運用規制の緩和、資産運用における株式比率上昇と関連して、企業年金から運用委託機関への選別が強まった。厚生年金基金の受託機関別シェアにおいて、85年に生保のシェアは29.5%であったが、94年には38.2%まで上昇した。しかし97年には31.9%まで後退した。信託銀行（投資顧問による運用の名義分を除く）は傾向的低下を続けており、85年に70.5%あったシェアは94年に57.8%へ、さらに97年には53.6%へ低下した。他方、投資顧問は90年の厚生年金基金運用開始時点では0.6%のシェアに過ぎなかったものの、94年には4%、そして97年には14.5%までシェアを拡大してきた。

すでに指摘したように、運用規制緩和の一環として、「自主運用資産」の上限規制緩和がなされたため、生保と信託から投資顧問への運用シフトが進んだと見られる。また投資顧問による運用利回りは生保、信託に比べ、相対的には高く、低い運用利回りと財政難に苦しむ厚生年金基金は相次いで投資顧問へ運用を移した。キヤノンは企業年金の運用成績の向上を狙い、運

用先を運用成績に基づいて選別する体制に移行し、また保証利回りが低下した生保の一般勘定の比率を引き下げた²³⁾。また富士通厚生年金基金も実績本位で資金運用委託先を選択しつつある²⁴⁾。

こうした年金基金の実績重視姿勢のため、同じ信託銀行のなかでも受託残高に格差が生じている。98年度末時点で、受託残高シェア第1位は大和銀行で6兆1,633億円（前年同月比0.1%増）、第2位は三菱信託で5兆8,323億円（同5.1%増）であり、三菱信託はかなり受託を伸ばしている。また同様に、日本信託も7,347億円（同22.2%増）と三菱系の伸びが目立っている。他方、第4位の安田信託は4兆7,106億円（同5.7%減）、第5位の三井信託は4兆3,592億円（同3.1%減）、第7位の中央信託は1兆9,360億円（同4.9%減）と落ち込んだ。運用実績と銀行の格付けが優劣を規定していると言われる²⁵⁾。さらに99年度中にも「マスタートラスト」制度（年金資産の管理を1つの信託銀行に集約する）が解禁される見込みとなっており、システム開発投資の資金力次第で、今後信託銀行の受託シェアが動く可能性も大きい²⁶⁾。

他方、外資系信託銀行の場合には、受託シェアが急伸してきた。外資系信託銀行9行の年金（適格年金を含む）受託残高は98年上半期現在1兆5,678億円で前年同月比で2.2倍に増加し、シェアも1.9%から3.8%に増加した²⁷⁾。さらに99年3月末では、外資系信託9行の受託残高は1兆7,319億円で、前年同月比45%増となり、受託残高におけるシェアは5%に達した。特にモルガン信託銀行が受託残高4,717億円、日本バンカーストラストが3,844億円、バークレイズが3,586億円と上位3行を占めている。これら3行は海外での運用力が評価され

ており、日本の企業年金基金が取引関係だけではなく、運用力を重視しつつあるとも言われる²⁸⁾。

生保の年金運用受託シェアが低下していることには、生保の主力である一般勘定において保証利率が96年4月から2.5%へ引き下げられたことが最も影響している。しかし保証利率の低下だけではなく、年金サイドから生保への不満が強いと言われる。第一に、含み益などで生保間で格差が生じているにもかかわらず、生保間で同一の保証利率や配当が維持されていることである。第二に、年金の運用状況に関する情報開示が悪いことである。こうした理由から近畿コカコーラ厚生年金基金は生保一般勘定への運用委託を大幅削減し、日本証券業厚生年金基金も生保への運用委託を止めた²⁹⁾。98年度末時点での企業年金受託残高でも、厚生年金基金では信託が9.8%増の36兆4,500億円だが、生保は4.4%減の14兆8,400億円となった。年金基金が高い運用利回りを求めて生保から投資顧問へ資金をシフトさせた結果、投資顧問から資金管理を任されている信託銀行の受託件数が増加している³⁰⁾。また98年度末時点では中堅生保で受託残高が激減した。経営破綻した東邦生命では年間で696億円流出し、受託残高は55%減の561億円となった。この他、日本団体、第百、千代田、協栄でも減少率は25%を超えた³¹⁾。

こうして年金運用規制が緩和され、年金運用受託機関のシェア見直しが進み、競争が強まるなかで、運用利回りの上昇が部分的に見られた。日本格付投資情報センターによると、年金資産の運用収益率は98年は年間収益率で2.42%まで低下したが、99年の第1四半期には5.28%まで回復した³²⁾。しかしこれでも企業年金の積立不足は解消されず、企業持ち合い株を年金基

金に移すことが現実味を帯びている。

4. 年金積立不足問題

99年2月頃から、自民党は企業の持ち合い株を、厚生年金基金に現金に代わって拠出できるよう、厚生年金保険法改正に向け整備に入った。積立不足に陥っている厚生年金基金を補填すると同時に、持ち合い株式が市場に売却されて株価下落を防ぐためであった。従来の厚生年金保険法では基金に対して、現金の拠出しか認めていなかったため、これを改正しようとした³³⁾。

問題点の第一点は、株式持ち合いのメリットを企業側が維持しようとしたことであった。すなわち株主総会での議決権や任意に売却できる処分権などの株主権限を実質的に企業側に残そうとしたことである。経団連は持ち合いのメリットを守ろうとしたが、厚生省は、処分権のない株式では年金基金の財産とは認められない、と主張した。妥協策として浮上した構想が、株式を信託銀行に預託する方式であった³⁴⁾。結果的に企業が直接株式を年金基金に拠出する「株式直入方式」と、「信託設定方式」が認められた。後者の場合、株式は信託銀行に預託され、株式の配当収入は年金支払いに充当されるが、議決権などは企業が保持できる。このケースはすでにソニーによって実施されており、法改正は不要であった³⁵⁾。

問題点の第二点は、持ち合い株拠出は年金資産の劣化をもたらし、年金受給者保護の観点からは問題、という議論であった。企業が放出したい持ち合い株は不良資産という可能性もあり、持ち合い株の企業から年金基金への拠出は「飛ばし」行為とみることでもできる。企業から年金基金が無条件に株式を受け入れたのでは、

年金基金が最適と考えたポートフォリオが崩れ、運用利回りがさらに悪化する可能性がある。このため厚生省は、企業から年金基金への株式拠出において、同一銘柄は一定比率以下とする方向であった³⁶⁾。

こうした状況を受け、政府は年金制度改革案大綱において、年金基金の積立不足を補うために、企業が現金の代わりに保有株を拠出することを認めた³⁷⁾。企業も相次いで年金基金の積立不足を補うために、企業の持ち合い株を拠出する動きを見せ始めた。2000年度企業会計から、退職金、年金の積立不足は公表することが義務づけられるために、早急な対応が必要だからである。旭化成は年金と退職金の積立不足が1,400億円に達し、これを解消するために持ち合い株の拠出を検討している、と発表した。1,400億円のうち、800億円は過去勤務債務であり、3年間で償却するが、残り800億円のかなりの部分を株式拠出で処理するという³⁸⁾。三菱商事は1,560億円にのぼる年金、退職金の積立不足を2年間で完全に埋める。同社は99年度において360億円の現金を年金基金に拠出し、2000年度には信託（ソニー）方式で株式を年金に拠出し、不足額を埋める。2000年度からの新会計基準導入のため、年金、退職金の積立不足を放置すれば、積立不足額が公表されるため、株価下落や格付け低下をもたらしかねない、と判断した³⁹⁾。

ただし退職給付会計について、99年7月時点では日本公認会計士協会は厚生年金基金の「代行部分」を年金債務から除外する方針を固めつつあった。代行部分は年金債務の3、4割に達するとみられ、当初日本企業全体で50～60兆円と言われた積立不足額は30～40兆円程度に縮小する見込みとなっていた。これは厚生省が代行

表7 所有者別持株比率の推移

(単位 %)

年度	政府・地方 公共団体	金融機関	長銀・都銀 ・地銀	信託銀行	投資信託		生命保 険会	損害保 険会	その他の 金融機関	事業法人等	証券会社	個人	外国人 (法人+個人)
					年金信託	投資信託							
昭24	2.8	9.9	—	—	—	—	—	—	—	5.6	12.6	69.1	—
25	3.1	12.6	—	—	—	—	—	—	—	11.0	11.9	61.3	—
30	0.4	23.6	—	—	—	4.1	—	—	—	13.2	7.9	53.2	1.7
35	0.2	30.6	—	—	—	7.5	—	—	—	17.8	3.7	46.3	1.3
40	0.2	29.0	—	—	—	5.6	—	—	—	18.4	5.8	44.8	1.8
45	0.2	32.3	15.4	—	—	1.4	11.1	4.0	1.8	23.1	1.2	39.9	3.2
50	0.2	36.0	18.0	—	—	1.6	11.5	4.7	1.9	26.3	1.4	33.5	2.6
55	0.2	38.8	19.2	—	0.4	1.5	12.5	4.9	2.2	26.0	1.7	29.2	4.0
60	0.8	42.2	21.6	—	0.7	1.3	13.5	4.5	2.6	24.1	2.0	25.2	5.7
61	0.9	43.5	16.1	7.1	0.9	1.8	13.3	4.4	2.6	24.5	2.5	23.9	4.7
62	0.8	44.6	15.9	8.4	1.0	2.4	13.2	4.3	2.8	24.9	2.5	23.6	3.6
63	0.7	45.6	16.3	9.9	1.0	3.1	13.1	4.2	2.1	24.9	2.5	22.4	4.0
平1	0.7	46.0	16.4	10.3	0.9	3.7	13.1	4.1	2.1	24.8	2.0	22.6	3.9
2	0.6	45.2	16.4	9.8	0.9	3.6	13.2	4.1	1.8	25.2	1.7	23.1	4.2
3	0.6	44.7	16.3	9.7	1.0	3.2	13.2	4.0	1.6	24.5	1.5	23.2	5.4
4	0.6	44.5	16.2	10.0	1.1	3.2	13.0	4.0	1.3	24.4	1.2	23.9	5.5
5	0.6	43.8	16.0	10.1	1.4	3.0	12.7	3.8	1.2	23.9	1.3	23.7	6.7
6	0.7	43.5	15.9	10.6	1.6	2.6	12.2	3.7	1.1	23.8	1.1	23.5	7.4
7	0.6	41.4	15.4	10.1	1.8	2.1	11.2	3.6	1.2	23.6	1.4	23.6	9.4
8	0.5	41.3	15.1	10.8	2.3	2.0	10.9	3.4	1.0	23.8	1.1	23.6	9.8
9	0.5	40.2	14.6	11.1	3.3	1.4	10.2	3.3	1.0	24.1	0.8	24.6	9.8
10	0.5	39.3	14.0	11.7	3.8	1.2	9.4	3.2	1.0	24.1	0.7	25.4	10.0
最高(年度)	3.1(昭25)	46.0(平1)	21.6(昭10)	11.7(平10)	3.8(平10)	9.5(昭38)	13.5(昭60)	4.9(昭55)	2.8(昭62)	27.5(昭48)	12.6(昭24)	69.1(昭24)	10.0(平10)
最低(年度)	0.2(昭59)	9.9(昭24)	14.0(平10)	7.1(昭61)	0.4(昭55)	1.0(昭58)	9.2(昭41)	3.2(平10)	1.0(平9)	5.6(昭24)	0.7(平10)	22.4(昭63)	1.2(昭27)

注1) 昭和60年度以降は、単位数ベース。

2) 長銀・都銀・地銀には、昭和60年度以前は信託銀行を含む。

(出所)『平成10年度株式分布状況調査』、5頁。

部分の保険料引き上げを見送ったため、企業が将来の年金支払いに責任を負えないため、と判断されたことによる。厚生省、大蔵省、産業界から会計士協会に強い要望があったといわれる⁴⁰⁾。しかし99年9月の最終局面において、「代行部分」も年金債務に含めることで決着した。もともとソニー、本田など国際優良企業は代行部分を含めて積立不足を公表する見込みであるし、代行部分を除く場合でも積立不足は日本企業全体で30～40兆円に達する。したがって依然として、信託方式等による積立不足穴埋めの必要性は大きい⁴¹⁾。

5. 年金基金と株式保有構造

こうした持ち合い株の信託方式による年金への抛出の場合、議決権は形式上は信託銀行に属し、株式保有は信託主義となる。このため年金への持ち合い株の抛出が進めば、事業法人や銀行（信託以外）の株式保有が減り、信託銀行の株式保有比率が上昇することとなる。またすでに指摘したように、厚生年金基金の運用委託機関において、生保が一般勘定を中心としてシェアを低下させ、投資顧問会社がシェアを高めていた。この投資顧問会社による年金運用の場合、証券保管業務を信託銀行が受託するため、名義上は信託銀行が株主となる。したがって、この側面からも生保の株式保有における比率は低下し、信託銀行は上昇することとなる。年金基金は日本における株式保有構造において、海外投資家とならび、注目される投資家となりつつある⁴²⁾。

年金信託は厚生年金基金と税制適格年金が信託銀行と投資顧問会社に運用を委託している資金であるが⁴³⁾、全国証券取引所協議会の平成10年度株式分布状況調査において、年金信託の株

式保有は増加している。株数ベースにおいて、年金信託の持株数は前年度に比し347万単位（21.5%増）増加し、1,965万単位となった。このため持株比率は0.6ポイント上昇の3.8%となり、7年連続して調査開始以来の最高となった。また時価による株式保有額においても、年金信託は15兆6,742億円（平成11年3月末現在）で10年3月末の11兆8,251億円に比べ、3兆8,491億円増加（32.6%増）した。このため時価ベースでの株式保有比率においても4.7%に達し、前年における3.8%から0.9ポイントの上昇となった。株式保有単価をみると、年金信託は791.5円で、投資部門別において外国人の899.5円について高い水準にある。これは年金信託が資金の性格からして長期的な投資家層であり、比較的「値がさ」株を多く保有しているためと推定される。

年金信託が株数ベースでの持株比率で3.8%に達し、時価ベースでの株式保有比率においても4.7%に達したことで、今後日本においても年金がコーポレートガバナンスにおいて果たす役割が注目されよう。近年、年金運用機関は受託している年金資産が保有する株式に関して、株主議決権を行使する方向に向かいつつある。日本生命、第一生命、住友生命などの生保3社、東洋、三菱、安田、住友などの信託4行が運用する年金資産で保有する株式について、利益処分や取締役の退職慰労金について株主議決権行使を検討していると言われる⁴⁴⁾。また野村アセットマネジメント投信とニッセイアセットマネジメント投信も株主議決権行使を年金など顧客の要望から検討していると言われる。現状では年金自身が運用会社に株主議決権の行使に関わって指示を出すことは認められていない。このため厚生年金基金連合会は昨年、運用機関

に株主議決権行使の要望を出した⁴⁵⁾。

結びに代えて

イギリスと日本の年金基金の比較からは、以下の諸点が言いうる。第一に、税制に関してはイギリスにおいては実質的にほとんど非課税となっているのに対し、日本においては約50の厚生年金基金を除き適格年金も含み、税制優遇にかかわらず、ほとんど課税されていることである。第二に、制度的にもイギリスにおいてはアクチュアリーが基金から独立した地位を与えられているのに対し、日本においてはアクチュアリーも生保、信託という運用機関に属している。第三に、資産運用規制については日本がイギリスに近づいており、株式組み入れ比率も上昇している。しかしイギリスの場合、年金の株式組み入れ比率はインフレヘッジとの関連で極めて高くなっている。第四に、イギリスでは株式保有構造における年金基金のシェアも30%近くに達しているが、日本ではまだ低い。しかし持ち合い株式の年金への拠出といった問題もあり、今後急速に株主としての年金の地位は高まることになろう。

注

- 1) イギリスの職域(企業)年金は1950年代の労働力の逼迫を背景に急速に普及しており、本来企業の労働力確保の手段であった。この点については、代田 純『ロンドンの機関投資家と証券市場』、法律文化社、1995年、47頁以下を参照されたい。
- 2) 藤森克彦『英国の公的年金改革をめぐる議論』『企業年金』1998年1月、30頁参照。
- 3) 前掲、『ロンドンの機関投資家と証券市場』、43頁。
- 4) 坂本純一「英国の職域年金を基盤からかえるOPRAの機能」『企業年金』、1996年6月号、24頁参照。
- 5) 代田 純「ロンドンの日本株取引再論」、大阪証券取引所、『インベストメント』、第48巻第4号、1995年8月、21頁を参照されたい。
- 6) Custodians face the regulatory pinch, *Pension Management*, July 1997, p35.

- 7) 坂本純一「イギリスの1995年年金法について」、『年金数理人』、第14号、1996年8月、25頁。
 - 8) この点、詳しくは前掲、『ロンドンの機関投資家と証券市場』、86-91頁を参照されたい。
 - 9) 従来は年金基金の株式保有はノミニニー(名義人)経由であることが多く、年金自身がコーポレート・ガバナンスにおいて前面に出ることは少なかったと思われる。この点に関しては別稿を予定している。
 - 10) A.F.P. Bakker, *The Liberalization of Capital Movements in Europe*, Kluwer, 1996, p220.
 - 11) 特に断わらない限り、データは『企業年金白書』、平成11年版、ライフデザイン研究所による。
 - 12) 『日本経済新聞』1995年12月17日付。
 - 13) 『日本経済新聞』1998年12月28日付。
 - 14) 『日本経済新聞』1999年4月9日付。
 - 15) 厚生年金基金連合会、『企業年金』、1998年11月号、35頁。
 - 16) 『日本経済新聞』1999年2月5日付。
 - 17) 『東京新聞』1999年2月24日付、『朝日新聞』1999年1月20日付。
 - 18) 『朝日新聞』1999年4月7日付。
 - 19) 『日本経済新聞』1995年12月26日付。
 - 20) 『日本経済新聞』1999年1月23日付。
 - 21) 『日本経済新聞』1999年5月7日付。
 - 22) 前出、『企業年金』、1998年10月号、21頁。
 - 23) 『日本経済新聞』1999年4月3日付。
 - 24) 『日本経済新聞』1996年7月26日付。厚生年金基金連合会の調査によると、96年度中に資産運用シェアーを変更した基金は、1,883基金中766基金(40.7%)にのぼり、このうちの47.4%の基金が生命保険会社の一般勘定から第一特約への振り替えを実施した。また投資顧問のシェアー増加を実施した基金は26.3%であった。『企業年金』、97年10月号、22頁。
 - 25) 『日本経済新聞』1999年5月1日付。
 - 26) 『日本経済新聞』1999年7月25日付、8月7日付。
 - 27) 『日本経済新聞』1998年7月2日付。
 - 28) 『日本経済新聞』1999年5月18日付。
 - 29) 『日本経済新聞』1996年2月17日付。
- 厚生年金基金連合会の調査によると、受託者責任の確立に向け最も重要と基金が考えていることは、ディスクロージャーの推進と充実である。しかしディスクロージャーの現状について基金が満足している比率は、信託銀行が39.1%、投資顧問が59.2%に対して、生保は9.7%に過ぎない。『企業年金』、97年2月号、17頁。
- 30) 『日本経済新聞』99年5月28日付。
 - 31) 『日本経済新聞』1999年6月27日付。
 - 32) <http://www.r-i.co.jp>
 - 33) 『朝日新聞』99年2月11日付。
 - 34) 『朝日新聞』99年2月21日付。
 - 35) 『日本経済新聞』99年2月27日付、99年2月28日付。
 - 36) 『日本経済新聞』99年2月19日付。
 - 37) 『朝日新聞』99年2月26日付。
 - 38) 『朝日新聞』99年4月20日付。
 - 39) 『日本経済新聞』99年5月20日付。

- 40) 『日本経済新聞』1999年7月22日, 26日, 27日付。
- 41) 積立不足問題と同時進行で, 日本版401Kプラン導入が注目されている。花王は401Kプラン導入を念頭において労使協議を始める。『朝日新聞』1999年8月4日付。

- 42) 『日本経済新聞』97年1月25日付。
- 43) 『日本経済新聞』99年7月17日付。
- 44) 『日本経済新聞』1999年6月1日付。
- 45) 『週刊朝日』1999年5月7-14日号。

(立命館大学国際関係学部助教授)