

特集

企業年金と
資金運用

川北英隆

中央大学専門臨床大学院 国際会計研究科 教授

〔調査方法〕

無作為に抽出した上場企業500社の財務担当役員宛に調査票を送付

調査期間：10月8日～10月20日

調査票回収数59社(回収率11.8%)

実施：日本CFO協会

協力：(社)産経財政事情研究会

企業はさまざまな局面で資金運用の必要性に直面する。最低限必要なのは余裕資金の運用である。また、企業年金制度を運営するには資金運用が不可欠である。

さらにバブル期には、政策投資を兼ねた株式保有や、財テク¹⁾など、

企業が積極的に資金運用を行ったこともあった。

では現在、企業において資金運用は

いかに位置づけられているのだろうか。

この10月、日本CFO協会ではサーベイを実施し、企業年金と資金運用の実態を調査した。

はじめに

本サーベイは、経理・財務部門の資金運用について、年金問題への対応について、人材に関しての分野に分けて実施した。回答企業は、六

五%が製造業、八五%がグループ

商、〇〇〇億円以上、八三%がグ

ループ従業員一、〇〇〇人以上の大

企業である(図1～3)。

経理財務部門の人員数について

は、二〇〇人以上二〇〇人未満²⁾の

企業が三三%、一〇〇人以上³⁾が

三九%(図4)と、相当規模の陣

容をかかえていることがわかる。

その人員のすべてが資金運用にか

かっているわけではないものの、直接間接に資金運用にかかわる人員の割合は意外に大きいといえるのではないだろうか。

ほとんどが余資運用

経理財務部門で運用している資金(政策投資を除く⁴⁾)の源泉について質問したところ(図5)、その

八五%は余資であった。この回答

の他、過去には資金調達して運用

していたが現在は行っていない⁵⁾

企業が九%あるが、この企業も現

在は資金調達を前提とした運用を行っていないことになる。結局、

図1 業種

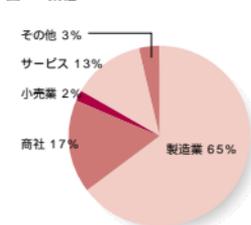


図2 グループ年商

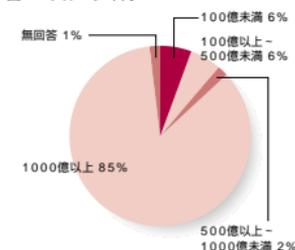


図3 グループ従業員数

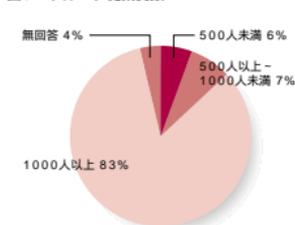


図6 余資の運用

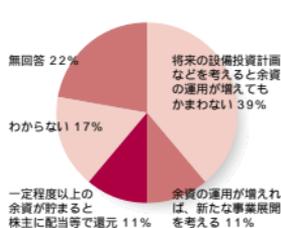


図5 経理・財務部門で資金運用をしていますか (政策的な投資は除く)

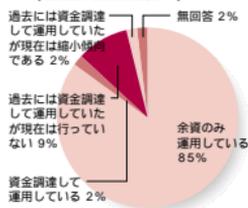
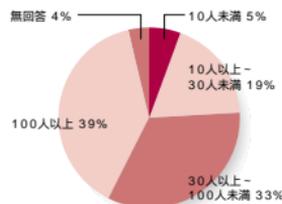


図4 グループの経理財務部門の規模



「資金調達をして運用している」(2%)、「過去には資金調達をして運用していたが現在は縮小傾向である」(21%)企業は、合わせても四%ではない。

少し違った見方をすれば、企業にとつての当面の最重要課題は借入の縮小にあるといえよう。日銀の統計によれば、一九九一年のピーク時に五五〇兆円あった民間企業の借入は、現在、三九〇兆円台に減少している。当時の五五〇兆円の借入には、「財テク」と称して株式市場や海外市場で運用するための資金が相当程度混じっていたと考えられ、それらの資金運用が現在も縮小中であるといえる。

図では掲載していないが、資金運用の期間についての回答では、八五%の企業が短期の運用と答えている。これは、資金の源泉の八五%が余資であったことと整合的である。他方、運用期間が定まっているとの回答も九%あった。資金調達して運用している企業は、証券市場の環境をみながら、運用期間や対象を決定しているのだろう。

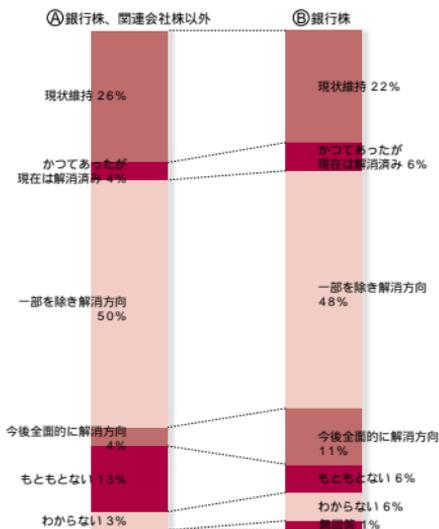
もう一点、余資の運用についての質問で(図6)、余資が増えた場合に、「株主に配当等で還元」との回

答が一割程度でしかなかったことも注目に値する。ファイナンス理論からすると株主に還元するのが合理的なのだが、日本の経済、金融の厳しい現状が現実の企業行動に影響を与えているのかもしれない。

株式持ち合いの解消が続く

次に政策的な株式投資について質問した(図7)。一九九〇年代の半ばから縮小傾向にある株式持ち合いが今後どのようになるのか、市場は注目している。そこで銀行株、関

図7 政策的な株式保有について今後どのようにお考えですか



連会社株以外の株式投資について質問した結果では(図7(A))、「現状維持」が二六%だったのに対して、「一部を除き解消方向」は五〇%に達している。「もともたない」(一三%)を含め、株式持ち合いを肯定的に考えていない企業が多数を占める結果となった。依然として株式持ち合いには逆風が吹いているわけだ。

なお、かつての株式持ち合いのコアであった銀行株に焦点を絞って質問してみた(図7(B))。その結果は株式持ち合い全般に関する

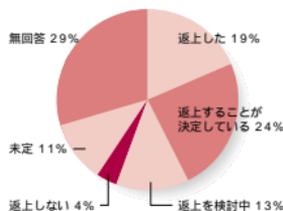
回答と大差がなかった。株式持ち合いの解消に関して銀行が特別扱いされていないことになる。

年金の代行返上が主流

年金に関しての赤トナ話題が厚生年金の代行返上である(図8)。回答を寄せていただいた企業だけですべてを判断するわけにはいかないが、返上しないのは四割である、未定が1%、無回答が三〇%近くあるものの、回答企業の五六%は代行返上をしたか、検討中ということになる。

過半数の企業が代行返上を決定もしくは検討している理由は、運用のパフォーマンスが悪いことに尽きる。図8で、返上したもしくは返上することが決定している」と

図8 代行部分の返上



回答した企業のなかで、代行返上すると益が計上できる」と回答した企業は皆無だったことにも、運用環境の悪さが反映している(図9)。

インデックス化する年金のポートフォリオ

サーベイでは、年金資金のポートフォリオについて質問している。詳細は紹介できないが、運用対象として人気があるのはオルタナティブ投資(シジャンド、未公開株など)である。オルタナティブ投資の収益率が高いとの期待が相当程度影響しているものと考えられる。一方、株式や海外証券についての関心度は分かれてはいるが、低かった。既存の資産に

ついての関心は依然として高くない。

図9 代行返上する(検討している)理由

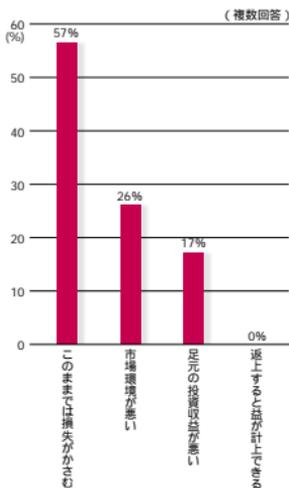
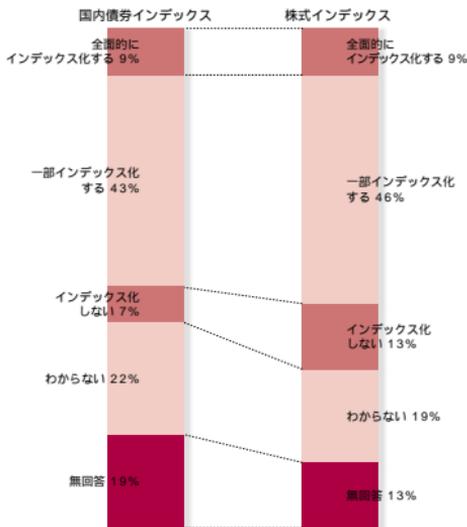


図10 インデックス運用について



また、最近の流行であるインデックス運用について、株式、国内債券ともに同じような回答が寄せられた(図10)。すなわち、全面的なイン

デックス化が一部弱、一部インデックス化が半分弱である。半分以上の企業がインデックス運用を意識していることになる。一方、インデックス化しないは一割前後である。これらの回答以外は、わからないもしくは無回答で占められている。これらの状況から判断するにぎり、インデックス運用に対する人気は根強いものがあると考えられる。

年金資金の運用方針の決定方法は多様

年金資金の運用方針の決定方法

は三つに分かれている。自前で決定するか、運用委託先の意見もしくはコンサルタントの意見に従うかである。今回の結果と厚生年金基金連合会が実施したアンケート結果と比較してみると、今回の調査結果の方が「自前で決める」の割合が四六%と高い(図11)。厚生年金基金連合会のアンケートに比べ、日本CFO協会の場合、大企業の割合が高いことの影響が大きい。

運用委託先の選定基準に関する質問(図12)では、やはり、運用パフォーマンスを重視するとの回答が六三%を占めているが、「従来の取引関係」や、「サービス」といった要素を加味している企業も依然として多い。従来の取引関係はともあれ、「サービス」を加味する傾向は、う

確定拠出年金に対する見方は分かれる

まくなれば、運用パフォーマンス基準がもたらす短期運用志向という欠陥を補完することになる。

同様の傾向は、現在の運用委託先についての満足度にも表現されている(図13)。「運用パフォーマンスが悪いので不満」という回答が三九%と一番多いものの、パフォーマンスは良くないが誠実なので不満は少ない」との回答が二四%に達しているのは、調査票作成時に予想した以上の割合だった。

サーベイを実施した時期が一月であり、年度当初に比べて株価が上昇していた影響がどの程度あ

つたのかわからないが、企業年金債務に「年間経常利益をはるかに上回る評価損」、年間経常利益程度の評価損」をかかえる企業は、それぞれ二四%、二〇%と合わせて半分を割っており、意外に少ない印象を受けた。もっとも、わからない、や無回答の企業もそれぞれ一割以上ある。

それらの企業の評価損対策はこれからである。複数年で償却すると計画している企業はちょうど半分だった。

そのような企業年金を今後どうするかを質問したところ(図14)、「現在の制度を維持していく方針」と、「確定拠出に移行する方針」に分かれた。確定拠出年金のメリットはある企業にとっての負担が小さい

図15 確定拠出の選択肢として将来重視するもの

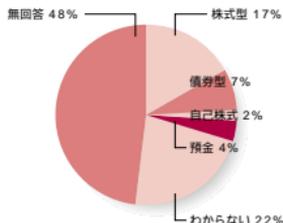


図14 貴社では今後企業年金制度をどうしますか

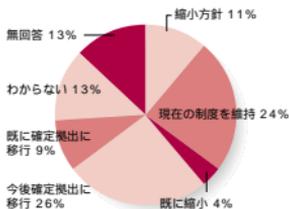


図13 現在の運用委託先について満足されていますか

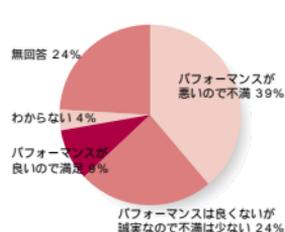


図11 貴社の運用方針について誰が決めていきますか

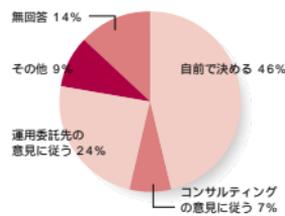
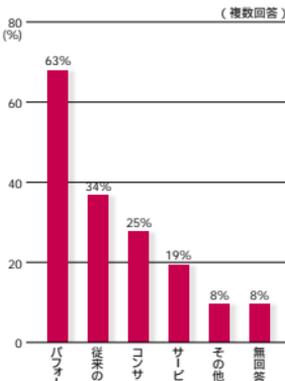


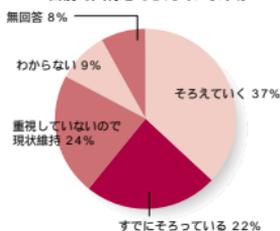
図12 運用委託先の選択に関して何を重視しますか



ものの、一方で従業員に対する福祉政策として考えた場合、企業年金に関してさまざまな考え方があることを意味している。確定拠出年金で先行しているアメリカでも企業によつてスタンスが異なっている。また、確定拠出年金制度が導入されたばかりであり、まだまだ制度上の問題点が多いとされる日本にあつて、企業のスタンスが分かれるのは当然だろう。

もつと注目されるのは、確定拠出年金として、その運用対象が確定していないことである。これも図は省略するが、確定拠出年金を、全面的に採用、「一部採用」、採用を検討している企業は回答企業全体の五七％に達している。それに対して、現時点で重視している確定拠出

図16 運用について
自前で人材をそろえていますか



年金の対象として選ばれたのは、株式二％、債券一％、預金九％、合計二二％でしかない。将来何を重視するかという質問に対しては(図15)株式一七％、自己株式二％、債券七％、預金四％、合計三〇％である。この厳しい環境下、従業員に対して年金の運用対象として何を提供すればいいのか迷つというのが企業の本音だろうが、

資金運用の人材は自前か

最後に資金運用の人材について質問した。

「資産運用を重視する」と回答した企業は三分の二近くに達していたが、図16に示すように、その中ですでに人材は揃っているとする企業も多かった。結局、資産運用の人材を重視し、今後育てていくと答えた企業は全体の三分の一強であった。この数字が多いのか少ないのかを判断するには、情報が不足している。その資金運用に関する人材だが、財務部門中心に自前で育てると考えている企業がほとんどであり、明確に「外部採用」と答えた企業は一社だけだった。調査票の作成段階では、外部採用の割合がもう少しあるだろ

うと考えていたことからすると意外感もあるが、外部採用が具体化していない段階で、外部採用と答えられないのも確かだと思える。

また、資金運用に関してCFOがどこまで関与するのかを質問した。企業組織におけるCFOの位置づけ、資金運用組織の規模などに依存するので一概には判断できないが、「重要な意思決定のみ」が三分の二程度に達しているのは、ほぼ事前の予想の範囲内だ。

まとめ

以上、企業の資金運用について多面的に質問した。その回答は、個々に細かく見ると予想外のものもあるが、全体として、「ファイナンス理論に反していない」といえる。企業が資金運用を真剣に考えているから、きちんとした対応ができているのだらう。サーベイとして、資金運用担当者の教育の問題、社内全体から見たCFOの位置づけなど、今回質問できなかった項目もいくつかある。また、回答社数が限定されていることによる限界もある。これらを次回への宿題として残しておきたい。

研究会のお知らせ

日本CFO協会研究会

「企業年金と資金運用」

【講師】川北英隆

中央大学専攻大学院国際会計研究科教授

【開催日】

二〇〇四年一月一六日(金)

【場所】ホテルルポル館町

TEL:03-3551-6515/3551-6516

東京都千代田区平河町二丁目二

【参加費】二般三〇〇〇円(税込)

法人会員は三名までサーベイ回答企業は

一名をそれぞれ無料で招待いたします。

【お申込方法】ご記入の上、FAXでお申込み下さい。ご入金が確認でき次第メールでご案内いたします。

お名前:		お役職:	
ご勤務先:			
ご住所: 〒			
勤務先			
自宅			
TEL	FAX	e-mail	

一般 法人会員 サーベイ回答

【お申込口座】三井住友銀行 日比谷通支店 当座預金 261305 日本CFO協会

【お問い合わせ】日本CFO協会 事務局 TEL 03-3556-2334

※申込手数料に負担下さい。

FAX 03-3556-2320