

三菱UFJ 年金情報

Mitsubishi UFJ Pension Report

企業年金関係者のための月刊総合情報誌

《目 次》

《DC を考える その7》	
DC 制度のガバナンス	P1
《海外年金制度の動向》	
インドの年金制度について	P6
《会計基準を巡る動向》	
米国における IFRS 採用に関する検討状況	P9
《年金運用の現場から ファンドマネージャーの四方山話》	
運用戦略分散化の加速	P13
《データでみる年金》	
ROE の長期トレンド	P15
《数字クイズ その22》	
国際化について (1)	P19
《アドリブ経済時評》	
ネットの自己規制	P20

ホームページアドレス : <http://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/nenkin.html>

2012年
1月号



三菱UFJ信託銀行

DC を考える その7

～DC 制度のガバナンス～

《要約》

DB ではガバナンスに関する議論が盛んですが、DC 制度に関してはガバナンスを巡る議論はあまり行なわれていないようです。ただ、制度提供者である事業主は、DC 制度の目的である老後所得の確保を確実にするための活動、すなわちガバナンスが求められるはずで、具体的には、目標給付水準への到達可能性をモニタリングしたり、加入者が自ら適切な投資判断を下せるようになるための支援を行なうことなどが必要と考えられます。

確定給付型の企業年金制度に関しては、いわゆる“年金ガバナンス”についての議論が活発に行なわれていますが、DC に関してはあまり語られることがないようです。これまで DC について様々な観点から議論してきましたが、今回は DC 制度におけるガバナンスについて検討してみたいと思います。なお、本稿における意見部分は筆者の個人的な見解であることをあらかじめ、お断りしておきます。

1. はじめに

確定給付型の企業年金制度では、受託者責任や年金ガバナンスに関する議論が広く行なわれています。加入者に約束した給付が確実に行なわれるようにするために、どのように行動し、与えられた責任を果たしていくかという点について、関係者が強い関心を寄せているからだと考えられます。特に、厚生年金基金および企業年金基金は制度運営を行うための独立した法人として存在することから、基金関係者にその意識は強いようです。

これに対して DC では、ガバナンスをどう考えるかについて確定給付型の年金制度ほど議論は盛り上がっていないように見受けられます。まだ制度の普及段階であるため制度の導入や定着により力点が置かれ、制度運営に関するガバナンスの検討は今後の検討課題とされてきたのかもしれませんが、あるいは、一部の例外を除くと DC では基金のように制度運営に関する独立した法人がないことが背景にあるのかもしれませんが。

ただ、確定給付型の制度でガバナンスが論じられるのであれば、DC においてもガバナンスが論じられるべきだと考えます。以下では DC 制度におけるガバナンスについて検討したいと思います。

2. DC 制度におけるガバナンス目的

まず、DC 制度運営におけるガバナンスの必要性について考えてみます。一般に組織がその目的を達成するために活動する場合、計画をたて、目的達成のための阻害要因（リスク）

を排除あるいは軽減し、効率的に遂行するための方策を考えることになるはずですが、個別のプロジェクトであれば、プロジェクト毎に計画を立てて実行していけばよいわけですが、継続的に運営される事業であれば、事業の目標を明確にし、目標達成のために組織としての行動指針やルール等を策定し、実行していくことになると考えられます。こうした活動を統率することがガバナンスと考えてよいと思います。事業を制度の運営に置き換えれば、同様に制度実施の目的を達成するための適切な運営方針や方法が必要です。その意味ではDBだけでなく、DCにおいてもガバナンスは必要不可欠であると考えべきです。

将来の給付を約束するDBでは、約束した給付を確実に行うことがガバナンスの目的であると考えられます。給付を確実にするために掛金の拠出義務が課されていますが、給付までの期間は事業主が給付のための資産管理を行なうため、その間の資産運用がガバナンス上の大きな課題となります。同様にDCにおいても事業主は将来の給付のために掛金を拠出します。規約で定められた掛金を拠出すれば事業主の義務は果たすこととなりますが、制度の目的はあくまで従業員が老後の所得を確保することにあります。したがって、DC制度におけるガバナンスも、従業員が老後の所得を確保し、福祉の向上に資するような制度運営を行なうことと考えられるのではないのでしょうか。DBにおいてもDCにおいても掛金の拠出は給付を行うための手段であって目的ではないからです。

ちなみに、確定拠出年金法では第1条に、「少子高齢化の進展、高齢期の生活の多様化等の社会経済情勢の変化にかんがみ、個人又は事業主が拠出した資金を個人が自己の責任において運用の指図を行い、高齢期においてその結果に基づいた給付を受けることができるようにするため～中略～国民の高齢期における所得の確保に係る自主的な努力を支援し、もって公的年金の給付と相まって国民の生活の安定と福祉の向上に寄与することを目的とする」とあります。

3. 拠出原資の確保と加入者への支援

DCのガバナンスで何をすべきかについて、定着した考え方があるわけではありません。もちろん、DB年金のガバナンスに関しても、必ずしも定着した概念やマニュアル等があるわけではありませんが、DCにおいても、目的を達成するために何が必要かという原点に立ち返って検討していく必要があります。そのためには上記で示したDC制度の実施目的に鑑み、加入者の老後の所得を確保し、それを阻害するリスクを排除あるいは軽減していく方法を考えることが重要です。

欧州にはDCでも一定の利回りを保証する制度がありますが、日本のDCは給付原資の管理・運用を自己責任で行ないます。こうした日本のDCの事情を勘案すると、日本におけるDCの実施主体は、加入員の老後の所得を保障するために、①給付原資の提供（掛金拠出）を確実にし、②給付原資の管理・運用において加入者が自らの判断で運用することが可能になるように支援すること、が必要であると考えられます。

(1) 掛金の再検討

定められた掛金を確実に行なうというのは義務でもあるわけですが、老後の所得を確保するためという点を考慮するとやや幅を広げて考える必要があるかもしれません。例えば、日本のDCの多くは、既存の確定給付型の退職給付制度からの移行であり、旧制度の給付水準などを基準とした目標給付水準を設定しています。定額の掛金を拠出する制度であっても、定年時の給付水準などを想定していると思われます。したがって、支払われている掛金で目標給付水準へ到達する可能性についてモニタリングすることは必要であると考えられます。

言うまでもなく、各加入者の運用成果は個々人の運用指図の結果であり、個々の加入者が目標給付水準に達しなかったとしても、制度の提供者が責任を負うわけではありません。しかし、個々人の責任の及ばない経済やマーケットの状況変化があった場合は、何らかの対応が必要かもしれません。例えば、平均的な資産構成あるいはデフォルトファンドの一定期間の平均パフォーマンスが想定運用収益率を大きく下回っているようなケースでは、多くの加入者が目標給付水準に到達しない可能性があります。本来の目的である老後の所得の確保が困難になることが予想される局面では、制度提供者として何らかの対応が必要です。DCでは個々の加入者の運用成果に対して責任を負いませんが、労使交渉等で想定した給付水準を加入者が確保できるように努めることは必要と考えられるからです。もちろん、一定の給付を約束するDBとDCとでは、将来の給付水準の確保に関して負っている責任の重さは異なるはずですが、老後の所得を確保するという目的を持っている以上、一定期間毎に拠出水準の検証などを行い、必要に応じて掛金の見直しを検討することは必要なのではないでしょうか。

(2) 加入者への支援

「加入者が自らの判断で運用ができるように支援する」というのは、投資教育であり、情報提供ということになります。投資教育に関しては、確定拠出年金法第22条で、「事業主は、…資産の運用に関する基礎的な資料の提供その他の必要な措置を講ずるよう努めなければならない」とあり、事業主の責務となっています。また、法令解釈（平成13年8月21日年発第213号）においても「資産の運用に関する情報提供（いわゆる投資教育）に関する事項」として、具体的事例を含め記載されています。こうした投資教育において最も重要なことは、実施した投資教育や情報提供が効果をあげることです。投資教育を実施することは義務ですが、ガバナンスに求められることは教育や情報提供の効果を確認し、効果が発揮されていないと認められる場合は、効果が上がるように内容や実施方法を改善していくことであると考えられます。

一般的には、導入時に職場単位での講習会などが実施され、制度実施後はWeb等を通じての情報提供などが行なわれているようです。こうした活動の実施によって加入者の行動に影響を与えていること、すなわち投資教育や情報提供を行ったことによって自己の判断で適切な運用判断が行なうことができるようになってきているかが重要であると言えます。

この場合の適切な運用判断というのは運用結果がどうなるかではなく、加入者が下す判断が、自らの置かれている状況や求めている結果と整合性があるかという点です。加入者自身が退職までの期間等を勘案して、十分なリスクを負担できると判断してハイリスク運用を選択するのであれば、その投資判断は尊重されるべきです。一方、その投資がどのような結果をもたらすのかを判断できない人がハイリスクの運用をするのであれば是正されることが望まれます。もちろん、制度提供者が個々人の運用にどこまで関与すべきかは、慎重かつ十分に議論される必要はありますが、極端な状況に関して注意を促すような啓蒙活動は必要ではないかと考えられます。

通常は、その逆の状況が多いかもしれません。安全指向が強く資産の多くを元本確保型商品で運用するようなケースです。もちろん、この場合でも加入者にリスクのある資産の組み入れを強要することはできません。ただ、想定運用収益率が設定されている場合の拠出金は一定の率で割引かれて算出された額であり、一定の収益を確保しないと目標水準に到達しないということを理解してもらうことが必要です（※）。そのうえで元本毀損リスクを考慮し、安全資産に投資するのであれば自らの判断による選択であり、その結論は尊重されるべきです。

DB と異なり、DC では老後所得を自己の責任のもとに管理・運用してきた資産で確保することになります。したがって、元本の提供という物理的支援とともに、投資教育などの知的支援が必要となります。それを実効するための考え方や体制が DC におけるガバナンスといえるのではないのでしょうか。

なお、加入者教育に関しては、実際には運営管理機関など外部の機関に委託しているケースが多いと思います。そうした場合には、委託先の機関の実施状況等をモニタリングするなどの活動が必要となると思われます。

（※）法令解釈では、加入者等に運用プランモデル（老後までの期間や老後の目標資産額に応じて、どのような金融商品にどの程度の比率で資金を配分するかを例示したモデル）を示す場合には、元本確保型の運用方法のみで運用する方法による運用プランを必ず含めることとされています。

4. ガバナンス体制をどうするか

DB では、年金委員会などガバナンスのために組織を作っているケースが少なくありません。そうした器を作ればガバナンスが確立されるわけではありませんが、DC においても企業の中で一定の活動を継続的に行っていくには何らかのガバナンス主体は必要であると考えられます。例えば、人事部等の中に DC の担当者を設置するとしても、その担当者の活動状況をモニタリングしたり、当該担当者の報告内容等をもとに制度運営に関して何らかの判断を下すための場が必要になるはずですが、DC は、DB と違って会社が運用リスクを負担しておらず、負っている責任の重さも異なるため、会社横断的な組織は不要であると考えられる人がいるかもしれません。ただ、本稿で指摘したように、DC の目的が達成されるには、制度全体の状況を確認し、必要に応じて加入者等への情報提供等を行なっていかなければ

なりません。そうした活動について一定レベルの水準を確保しつつ継続的に実施していくには、制度に関する理解や資産運用等の知識の共有なども含め、組織的に関与していく必要があると考えられます。

個々の事情もあるでしょうし、DCのガバナンス主体はこうしたものであるべきというスキーム等は存在しないと思われます。ただ、老後の所得保障のために着実に資産形成が行われているかをモニタリングし、その目的が達成されない可能性があるとするれば阻害する要因は何か（例えば、マーケット環境が想定よりも悪化しているのか、あるいは投資に対する理解が得られていない結果であるかなどの要因が考えられます）を検討するには、人事、財務、企画セクションなどから担当者を集めて専門の委員会を形成することは現実的と考えられます。

制度導入から10年を経過してマッチング拠出が実現しましたが、今後も制度の見直しは行なわれるでしょう。したがって、今後の制度見直しの動向を注視し、必要に応じて自社の制度見直しを検討することになります。また、バブルの崩壊や超低金利でDB制度の運営環境が悪化したように、DCにおいても大きな環境変化で舵取りを大きく変えなければならぬ局面が出てくるかもしれません。例えば、現在議論が進められている公的年金制度の見直しについては、その動向が自社のDCにどのような影響を及ぼすかを注視していく必要があるでしょう。

DCの目的には老後の所得を確保するということに加え、企業の報酬制度として従業員にインセンティブを与え、労働意欲を向上させるということもあるはずです。その効果が最大限発揮されるためには、提供している制度が従業員から理解され、評価される必要があります。そのためにも組織としての取組みが必要だと考えられます。

年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野正徳

海外年金制度の動向

～インドの年金制度について～

《要約》

インドは人口12億人と中国に次ぐ世界第2位の人口を有する新興国として海外から注目されています。国民皆年金でないこともあり、公的年金の普及率は15%程度と低いのが現状です。被用者の場合、労使拠出の強制加入制度である退職準備基金（EPF）と年金スキーム（EPS）があります。両制度を合わせた拠出率は、給与の24%（労使折半）で、さらに手数料・保険として1%強を負担します。ただし、実際には従業員分も企業が負担することが多いようです。

企業年金としては、スーパーアニュエーションと呼ばれる税制優遇のある積立年金制度が行われます。スーパーアニュエーションは、税法上上限が15%ですが、公的年金と合わせると企業の負担は大きいと言えます。他に一時金の支払い義務や医療など福利厚生全体ではさらにコストがかさみます。しかし、このような福利厚生制度は、優秀な人材獲得のための重要な手段になっているようです。

インドは、人口が多く、しかも英語圏であることから、情報産業を中心とした人材の供給元、ビジネスのアウトソーシング（外部委託）先として注目されています。平均所得は、年間約154,400ルピー（2007年）とOECD平均の10分の1以下です。平均寿命は、男63歳、女66歳で、日本の男80歳、女86歳に比べてかなり低くなっています。一方、経済成長は著しく、2010年の実質GDP成長率は、8.6%となっています。

国民に横断的に適用される公的年金は無く、強制の被用者向け制度として従業員退職準備基金（EPF、退職一時金制度）と従業員年金スキーム（EPS、年金制度）があります。公務員向けには、既存の公務員年金スキーム（GEPS）に加えて、2004年1月以降の採用者から適用されている新年金制度（NPS）があります。このNPSには自営業者等も加入できます。労働人口4億5千万人の内、85%は年金制度に加入していないため、世代間扶養に頼っているのが実態です。また、州政府の力が強く中央政府が決めたことでも、実施は州に委ねられるため普及していない州もあるようです。

以下、本稿ではインドの公的年金、私的年金の仕組みと特徴をご紹介します。

（注）EPF=Employees Provident Fund、EPS=Employees Pension Scheme

GEPS=Government Employees' Pension Scheme、NPS=New Pension Scheme

1ルピー=1.48円

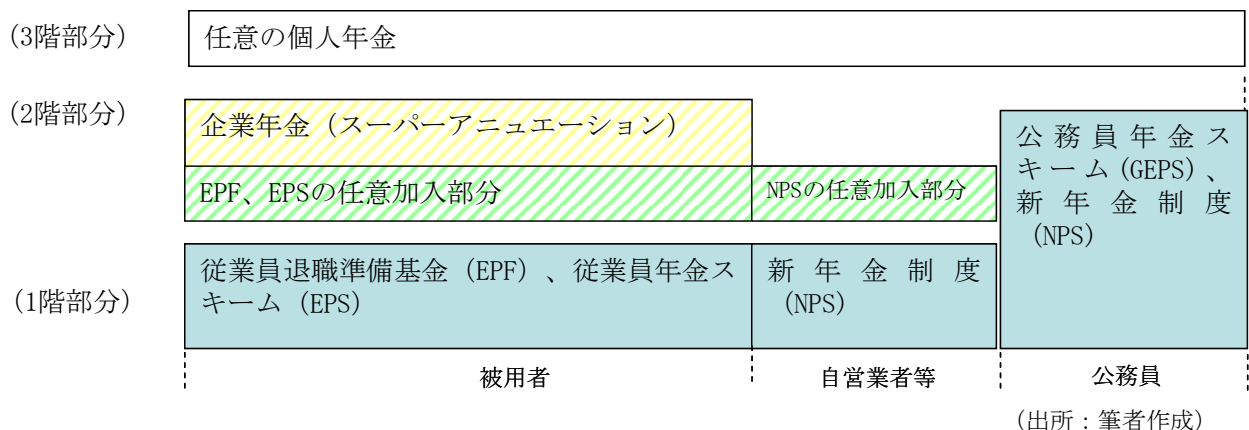


1. 被用者向け制度について

年金制度の構成は、日本の基礎年金のような横断的な共通の公的年金は無く、第1図のとおり、被用者は、DC型のEPFとDB型のEPSに加入します。労使がそれぞれ給与の12%（一部の産業では10%）を拠出します。企業拠出の内3.67%がEPFへ、8.33%がEPSへ割り振られます。従業員拠出の12%はEPFに積み立てられますが、企業が負担している場合が多く、管理費としての1.1%、保険料0.5%（遺族への付加給付分として）を加えると、給与の25%を超える負担となります。強制加入の対象は、186業種（ほとんどの業種）の従業員20人以上の企業で、月収6500ルピーまでの部分です。それを超える部分は任意加入となります。なお、EPF（一時金）は原則55歳以降の退職時に支給され、EPS（年金）の支給開始年齢は原則58歳です。

一方、公務員は2003年12月以前の採用者はDB型のGEPSに加入しており、2004年1月以降の採用者はNPSが適用されます。GEPSは加入者負担は無く、全額国の負担で賦課方式で運営されています。新制度のNPSは、DC型で積立金の運用実績により給付が変化します。自営業者等の一般国民も加入可能です。

（第1図） インドの年金および退職準備金制度の構成（イメージ）



① 従業員退職準備基金（EPF）

1952年に始まった労使拠出による積立準備基金で、60年の歴史をもつ制度です。個人勘定を持つDC型で、従業員分の12%と企業拠出分の3.67%を加えて、15.67%が積み立てられます。受け取りは年金ではなく一時金です。55歳以上の退職時に支給されます。早期引き出しも可能です。

個人口座に積み立てられると共に、政府が決定する利回りが加算されます。運用は、ほとんど国債で行われています。この利回りは1990年代には12%程度でしたが、徐々に下がり、2009年は8.5%でした。監督機関は、労働雇用省の下にある従業員退職準備基金機関（EPFO）です。

② 従業員年金スキーム（EPS）

1995年に設立された58歳支給開始のDB型の年金制度です。企業拠出12%の内、8.33%

が割り振られます。国が1.16%を拠出します。年金月額は、「退職前12ヶ月の平均給与または月額6500ルピーのいずれか少ない方」×「加入年数」×「70分の1」に相当する額です。ただし、最低10年間の加入が必要で、35年加入で平均給与の5割、40年加入で6割弱の水準です。原則58歳支給開始ですが、20年加入していれば、50歳以降で受け取りが可能で、その場合、1年につき3%ずつ削減されます。

2008年11月から外国人にも、このEPFとEPSの加入が義務付けられています。2010年9月の改正により、58歳になるまで原則返金不可となり、実質的にコスト増加となっています。インドとの社会保障協定は、2011年7月から政府間交渉が始まっています。対象範囲としては、年金・医療等が考えられており、保険料の二重負担や掛け捨て問題の解消が目指されています。

2. 企業年金について

企業年金には、任意の積立制度として、給与の15%を上限としたスーパーアニュエーションと呼ばれる制度があります。所得税法の下で信託型のファンドとして、DB型、DC型があります。保険会社が受託し、特に国営のインド生命保険会社が圧倒的なシェアを握っているようです。従業員10人以上の企業が対象で、公的年金に加えて拠出されます。強制加入ではありませんが、管理職層には通常付加されているようです。

また、EPF、EPSは、月収6500ルピーまでを強制としており、その超える部分に適用するかどうかは任意です。この部分も適用している企業も多いようです。これらの制度は、優秀な人材をひきつけるには重要な手段になっています。

3階部分としては、生命保険会社が個人年金を販売しています。保険料が少額ですむように小口でシンプルな「マイクロ年金」が普及しています。

3. おわりに

インドは成長著しい新興市場として、日本及び欧米から注目されています。様々な従業員福祉のメニューが組み合わされ、給与に追加しての負担は重いといえます。例えば、年金のほかにも、勤続1年につき0.5か月分を積み立てた額を、退職時に一時金で支払うことを求められたり、医療保険のコストもかかります。人材獲得のため、福利厚生的重要性を考えると制度の動向を知っておく必要があるでしょう。 以上

年金コンサルティング部 リサーチグループ 遠藤忠彦

<主な参考資料>

- ・ OECD, "India", (Pensions at a Glance 2011, March 2011)
- ・ "Building India's Future Pension Systems", (Investment & Pensions Asia, January – February 2010)
- ・ 年金シニアプラン総合研究機構 HP「世界の年金情報」、2010年1月現在
- ・ 日本貿易会、「インドにおける社会保障制度の改正について」（月報、2010年2月号）



会計基準を巡る動向

～米国における IFRS 採用に関する検討状況～

《要約》

米国証券取引委員会は国際会計基準を米国企業に強制適用（アドプション）すべきか否かを 2011 年中に判断する予定でしたが、数ヶ月間先送りされました。

一方で、米国会計基準委員会は、国際会計基準委員会との会計基準の共同開発作業を継続しており、米国基準と IFRS の共通化が進んでいます。

最終的に米国における IFRS の適用がどのような形態になるかは不明ですが、高品質な世界共通の会計基準を目指して、米国が積極的に IFRS に関与し続ける方針は変わらないと考えられます。

米国証券取引委員会は 2011 年中を目途に国際会計基準（IFRS）の米国企業に対する強制適用（アドプション：adoption）の可否を判断する予定でした（米国外企業は 2007 年 12 月期から IFRS の使用が可能となっています）。しかし、SEC が判断を下す前提としていた「米国会計基準委員会（FASB）と国際会計基準委員会（IASB）の MoU プロジェクト（後述）の完了」が予定よりも遅れたため、IFRS 採用の可否の判断を数ヶ月間先送りしました。

今月は、米国における IFRS の適用に関する議論の最近の状況をご紹介します。なお、本稿に記載されている意見に関する部分は、筆者個人の見解であり、三菱UFJ信託銀行の見解ではないことを予めお断りしておきます。

1. 米国における IFRS 導入に関する検討の経緯

米国の証券市場は世界最大であり、そこで資金調達を行なう場合に使用が義務付けられる米国の会計基準（米国基準）は高品質なものであると認識されていました。一方、2005 年から EU では統一基準として IFRS が使用されることとなりました。この頃から、証券市場関係者の中で「高品質な世界共通の会計基準」の必要性が認識され、G20 でもこの課題は共通認識になりました。

このような事情を反映して後述する MoU プロジェクトが開始されたわけですが、その一方で、米国市場における IFRS のアドプションも SEC が検討することとなりました。検討の結果、2007 年 12 月期から、米国外企業が米国において IFRS に基づいた財務諸表によって株式や債券を上場・発行することが認められました。同時に、米国企業に対して 2010 年 12 月期から IFRS の任意適用を開始し、同時に 2014 年 12 月期から大企業に強制適用し以後は順次適用対象を拡大することも提案されましたが、「任意適用はダブルスタンダードになり市場の混乱を招く」といった意見や「IFRS の品質について十分に検討すべきである」とい

う意見が多く、米国企業への適用はさらに検討を重ねることになりました。

その後、SECはMoUプロジェクトの進行状況をモニタリングした上でアドプシヨンの可否について決定することとしました。具体的には、2011年半ばにMoUプロジェクトが完結する（または完結の見込みが立つ）ことを前提として、2011年中にアドプシヨンの可否を判断することとしていました。

2. FASBとIASBのMoUプロジェクトの状況

FASBとIASBは「高品質な世界共通の会計基準の開発」を目的として、2006年2月に覚書（Memorandum of Understanding：MoU）を締結し、米国基準とIFRSの差異を解消して両基準の共通化と品質の向上を図る作業を共同で行っています（MoUプロジェクト）。なお、米国ではこの「FASBとIASBが共同で世界共通の高品質な会計基準を作成してゆく」一連の作業を「コンバージェンス（Convergence）」と位置づけており、「IFRSの基準に適合するように日本基準の品質を改善する」という日本における「コンバージェンス」とはその内容に大きな差があることに留意する必要があります。

MoUプロジェクトには、①FASBとIASBが共同作業として取り組んでいるプロジェクト、②進捗状況が異なるためそれぞれ個別に取り組んでいるプロジェクトがあります。前者は、「金融商品の分類と表示」、「財務諸表の表示」、「リース」、「負債と資本の区分」、「収益の認識」などがあります。後者に含まれるものとしては、「連結」、「認識の中止」、「公正価値の測定」、「年金を含む退職後従業員給付（米国基準はFAS158号として2006年9月に終了。IFRSはIAS19号改正の形式で2011年6月に終了）」があります。

これらのMoUプロジェクトは、2011年6月中に重要な案件（Major Joint Projects）に関しては全て終了するように計画されていました。しかし、2011年12月時点でそのうち、「金融商品の分類と表示」、「リース」、「収益の認識」が終了していません。すなわち、米国基準とIFRSの根幹の部分でコンバージェンスが完結していない状況であるといえます。したがって、現時点ではIFRSのアドプシヨンの可否を判断できる状況にないとSECは判断したと考えられます。

3. SECのIFRSに関するレポートの概要

SECは2011年11月16日に、米国におけるIFRSのアドプシヨンを検討するための作業の一環として、「IFRSの適用実態に関する調査報告」および「米国基準とIFRSの比較に関する調査報告」を公表しました。

前者はFortune Global 500のうち、IFRSを採用している22カ国183社を対象にした調査で36業種をカバーしており、その80%がEU域内の会社です。レポートではIFRSの適用に関して二つの問題点を指摘しています。一つ目は、財務報告の透明性に関する指摘です。例えば、特定の領域における会計方針が開示されていない（または詳細さや明確さに欠ける）事例が見られることなど、改善を要すると考えられる点の存在です。次に指摘されて

いるのは、IFRS の適用において混乱が見られる点です。IFRS は「原則主義 (Principle Based)」に基づいた会計処理であり、具体的な処理に関する記述が必ずしも充分でない場合があります。そのため、同一の事象に対して異なった会計処理が適用されるケースが見受けられることを指摘しています。

次に「米国基準と IFRS の比較に関する調査報告」ですが、このレポートは「米国の財務報告システムに IFRS を組み込む場合、米国企業の財務報告として十分な水準にあるか否か」という観点で検討しています。米国基準は「細則主義 (Rule Based)」で構築されているため、MoU プロジェクトの推進により基準の共通化が図られつつあるとはいえ、原則主義に立脚する IFRS にはない「詳細な要件などの記述」が存在します。レポートではこのような点から、米国基準では個別取引・業界に関する詳細なガイドライン等が設けられる傾向があるため、特定の業界に属する企業を比較する際に有用であるとしています。一方、IFRS は個別取引・業界に特化したガイドラインを設けずに、原則主義に基づいた会計処理を企業が選択する方法に基づくため、業種を超えた比較で優れた面があるとしています。

この二つのレポートは、IFRS のアドプションの可否についての意見を述べているものではありません。しかし、SEC が IFRS をどのように米国の財務報告の体系の中で位置づけるのかを判断するための参考資料として活用されるものと考えられます。

4. 最近の状況

SEC は「高品質な世界共通の会計基準の開発」という FASB と IASB の MoU の原則を首尾一貫して支持しており、今後もこの姿勢は変わらないと考えられます。一方、米国証券市場の監督者としては、「高品質な世界共通の会計基準の開発」が米国の投資家・企業等にとって有用で理解し易い財務報告であるべきと考えていると思われれます。

既に、米国外企業は 2007 年 12 月期から IFRS の使用が可能となっており、2008 年 11 月に米国における IFRS の採用に向けてのロードマップが公表されていることから、米国において (直接的なアドプションを行なうのかコンバージェンスを通じた共通化を行なうのかは別にして) 何らかの形式で IFRS が適用される方向であるのは間違いないと考えられます。

IFRS のアドプションに関する発言としては、2011 年 6 月に SEC 理事の Casey 氏がコーポレートガバナンス専門家の年次大会で「既に米国企業は IFRS 適用企業への投資を行っており、IFRS 適用国の企業も米国で資金調達・投資活動などを行なっていることから、実質的に米国内で IFRS が浸透しつつある。したがって、IFRS のアドプションは米国企業にとって不要なコスト負担を回避するという便益がある。」という発言があった他、2011 年 7 月に SEC が主催した IFRS のアドプションに関する円卓会議においては S&P などの格付機関や CalPERS (年金基金) などからアドプションを支持する発言がありました。

最近の動きとして、2011 年 12 月 5 日に開催された米国公認会計士協会年次総会において、SEC の主任会計士 James L. Kroeker 氏が「IFRS のアドプションについて、(MoU プロジェクトが遅延していることから) さらに数ヶ月の検討期間が必要である」と発言し、12 月 7 日

付けの日経新聞朝刊で「国際会計基準の適用可否 米 SEC 年内決定を断念」と報じられたのは記憶に新しいところです。

同会議で Kroeker 氏は、米国の財務報告体系の中に IFRS を位置づけるためのポイントとして、①高品質な会計基準の発展に米国が深く関与するものであること、②米国の証券市場においては米国当局が財務報告基準に関して権限を有するものであること、③国際会計基準の開発に関して米国の意見が反映されるものであること、④経済環境の変化に適切に対応できるものであること、⑤新しい会計基準を導入する際の影響を軽減するために米国基準を米国における財務報告体系の基礎として残すか否か十分に検討すること、を挙げています。

また、翌日 12 月 6 日の米国公認会計士協会年次総会では、FASB の Leslie F. Seidman 議長が米国会計基準財団評議員会が 2011 年 11 月 15 日に公表した IFRS アドプションに関する意見書の内容を紹介しています。意見書では、次の条件を満たすように Condorsement Approach (注) を修正した上で推進することを推奨しています。

- ① IFRS に関する積極的な米国の関与 (FASB が投票権を持たないメンバーとして IASB 理事会に出席すること)
- ② IFRS を評価するための要件を明確化すること (IFRS を米国で適用する場合の投資家の便益・基準設定プロセスの独立性・コストなどを評価)
- ③ FASB の役割の明確化 (IASB が計画している基準開発について独自の行動は取らないものの、FASB 固有の基準開発の権利は留保すること)

さらに、Seidman 議長は「IFRS の基準開発プロセスや解釈指針の決定プロセスにおいて、FASB を含む IASB 以外の会計基準設定機関が積極的に関与すべきである」旨のコメントをしています。

今月は、米国における IFRS の適用について最近の状況をご紹介しました。米国における IFRS の導入は基本的な方向性として維持するものの、具体的な方法についてはまだまだ検討の余地が残されていることが伺われます。最終的な IFRS の導入形態は、直接的なアドプションなのか、Condorsement なのか、現時点で見通すのは困難です。しかし、過去の FASB と IASB の共同作業の進展等を考えると、どのような形であれ、「高品質な世界共通の会計基準の作成」を旗印に、積極的に IFRS に関与し続ける方針は不変であると考えられます。

(注)米国では、IFRS を組み入れるアプローチとして、コンバージェンス以外に Endorsement Approach (受入れ可能な基準についてはそのまま米国基準として承認する) が考えられており、Condorsement Approach は、その両者を組み合わせて行なっていくという意味の造語。

年金コンサルティング部 佐野邦明



年金運用の現場から ファンドマネージャーの四方山話

～運用戦略分散化の加速～

《要約》

不安定な金融市場が続く中、ベンチマークリターンへの期待感・信頼感の低下もあり、時価総額加重インデックスに追従するパッシブ運用から、戦略分散としてのアクティブな運用を選択する流れが加速する可能性がある。

昨年の金融市場を振り返ると「震災」、「欧州債務問題」、そして「企業不祥事」がキーワードとして浮かんでくる。これらの事象が関連する株式や債券の価格急落を引き起こし、また同時に市場全体に対して甚大な影響を与えたことは記憶に新しい。

資産運用を考える上でベンチマークは重要であるが、ベンチマークとしての各種時価総額加重インデックスおよびそのインデックスに追従するパッシブ運用の問題点が表面化した一年であったと考える。具体的には東京電力株・債券、欧州債券、オリンパス株といった銘柄の扱いだ。これらの株・債券の価格は急落したが、パッシブ運用ではインデックスに追従するという運用目的から、保有の継続、または大幅な下落後の売却を実施さざるえない状況であった。

このようにパッシブ運用は以下の理由から効率的に市場リターンを享受できない可能性があると考えられる。

■ 時価総額インデックスの非効率性

市場は効率的であってもベンチマークとなる各種時価総額加重インデックスは非効率となることがあろう。株の場合は「上場」、債券の場合は「一定以上の格付け」といった制約条件により、市場に対する絞込みがされているためである（次頁の「ベンチマーク構成銘柄の主な制約」に詳細）。これらの制約条件に抵触する場合、もしくは抵触する可能性が高まる場合には総じて価格の下落を伴うことが多い。ベンチマークから除外される際には、大きく下落した価格での売却を行うことになる。

また、除外されない場合でも、価格変動の大きさから投機の対象になり、適正価格から乖離し、時価総額が実態以上に割高になることがある。

■ 流動性リスクによるファンド運営の非効率性

ベンチマークから除外される局面では流動性が大きく低下することが多く、実際の売却価格はインデックス上の基準価格を大きく下回る可能性が高い。このため、パッシブ運用を行うファンドは、時に大きな流動性リスクを抱えながらの運営を強いられ、売買タイミ

ングリスクや売買コストにより、ベンチマークリターンを下回る可能性がある。

コストメリットのあるパッシブ運用を否定するつもりはないが、時価総額加重インデックスに追随するパッシブ運用とそれ以外の運用とのバランスを意識するべきであろう。

時価総額加重インデックスが市場ポートフォリオを代表している状況ではアクティブ運用の超過収益はゼロサムかも知れないが、そうでない場合は時価総額加重インデックスの非効率性が顕在化する可能性が高く、個別銘柄を選別するアクティブな運用戦略がパッシブ運用の収益率を上回る蓋然性が高まっていくのではないか。また、時価総額加重インデックス以外の市場収益率である新たなベータ運用の魅力度も高まると考える。

一方で、パッシブ運用を行うファンドにおいては売買タイミングが重要になり、ファンド運営におけるノウハウがファンド収益率の差に結びつく可能性がある。

不安定な金融市場が続く中、従来型のベンチマークリターンへの期待感・信頼感の低下もあり、①ベンチマークに対する超過収益を狙うアクティブ運用、②ベンチマークに縛られないアクティブ運用（絶対収益を意識したノンベンチマーク運用）、③時価総額加重インデックスと異なる新たなベータ運用など運用戦略の分散化の流れが加速する一年となる可能性がある。

ベンチマーク構成銘柄の主な制約

資産	インデックス名
	構成銘柄に対する主な制約
国内債券	NOMURA-BPI（総合）
	事業債と円建て外債、MBS（Mortgage Backed Security：不動産担保証券）は主要格付け機関4社のうちいずれかからA格相当以上
国内株式	TOPIX（配当込）
	東証一部上場全銘柄を対象に構成
外国債券	シティグループ世界国債インデックス（除く日本、円ベース）
	発行体の格付けはBBB-またはBaa3以上（S&P/Moody's）
外国株式	MSCI KOKUSA I インデックス（円ベース、税引前・配当込）
	日本を除く先進国の上場企業で構成

以上



データでみる年金

～ROEの長期トレンド～

《要約》

投資家はROEを重視しており、このためROEの水準を経営目標としている企業も数多く存在します。また、理論的には資本コストを上回るROEを確保しないとPBRは1倍を下回ると考えられます。日本企業のROEは、かつて10%を越えていましたが、現在は3%台（単独決算ベース）まで落ち込んでいます。その低下要因についてROEの構成要素を基に分析すると、特に、資産効率の低下と財務レバレッジの低下が大きいことがわかります。

法人企業統計調査は、日本の営利法人の活動実態を把握するための調査です。1960年からのデータが容易に入手できるため、戦後の日本企業の経営の変遷をみることができます。本誌では過去にもこの統計を基にした分析結果をご紹介したことがありますが、今回はROEについて検討してみたいと思います。

1. ROEとPBRの関係

ROE（自己資本当期純利益率＝当期純利益／自己資本）は、投資判断、特に株式投資において重視される指標です。株主の持ち分である株主資本（自己資本）で、どの程度の利益を獲得しているかを示す指標であるからです。投資家が重視する指標であるため、ROEの水準を経営目標とする企業も数多く存在するなど経営上の重要な数値でもあります。

また、ROEは株主の期待に込んでいるかの判断材料であるとも言えます。なぜなら、株主は一定水準の収益を期待して投資しているため、期待以上の収益率を確保して企業価値を高めていかなければ評価されないからです。具体的には、株主が投下した資金に対する期待収益の総額は、株主資本の額に株主の期待する収益率（以下、資本コストと言います）を乗じた額であるはずですが、仮に当期利益を計上していても、その水準が株主資本×資本コストに到達しない場合は、株主の期待には込えていないことになります。逆に、当期利益が株主資本×資本コストを上回れば（上回った部分を残余利益と言います）、企業価値が向上し株価は上昇することになります。要するに、ROEが資本コストを上回っていなければ株価は上昇しないということができます。

ちなみに、理論的にはROEが資本コストを下回ると、PBRは1倍以下にとどまるとされています。この理由は以下のように考えることができます。まず、理論上の株式価値は下の式のとおり、株主資本の簿価と将来の（当期利益－株主資本×資本コスト）（すなわち残余利益）の累計額を合計したものと考えられます。

株式の価値 = 株主資本 + 将来の（当期利益－株主資本×資本コスト）の累計額



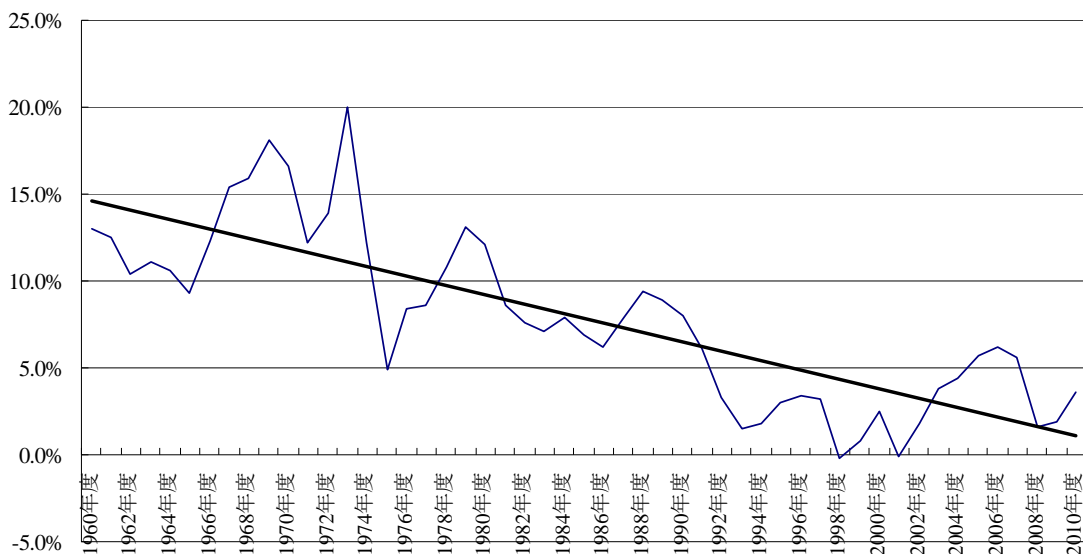
この式の意味するところは、前述のとおり株主資本の簿価に株主の期待を上回って獲得された当期利益、すなわち残余利益の累計額を加えた額が株主資本の理論上の価値であるというものです。この理論上の株式価値を株主資本の簿価で割れば理論上のPBRが算出されることになります。その結果は、 $PBR = 1 + ROE - \text{資本コスト}$ という式になります。要するに、ROEが資本コスト、すなわち株主が要求する収益率より高ければPBRは1倍を越え、逆に資本コストより低ければ、PBRは1倍を割ることを意味しています。

現在の株式市場は停滞局面にあり、PBRが1倍を割る企業も数多く存在する状況にあります。新聞等では、PBRは解散価値であるため1倍を割れば割安であると書かれる場合がありますが、PBRの意味を上式のように理論的に考えていくと、それほど単純に判断するわけにはいかないと言えます。だからこそ、ROEが投資判断の指標として重要であるともいえるわけです。もっとも、ROEやPBRの数値は財務データから簡単に算出することができますが、資本コストがどの程度であるかは、客観的に把握することはできません。したがって、どの程度のROEを確保すればPBRが1倍を超えてくるかの検証はできません。

2. ROEは長期低落傾向

そのROEについて法人企業統計調査を基にこれまでのトレンド等を検討してみます。まず、2010年度は全産業ベースで3.6%、製造業では3.9%、非製造業では3.5%となっています(注)。過去2年の1%台(2008年度1.6%、2009年度1.9%)と比較して上昇してはいますが、2000年代中盤の水準には回復していません。また、このROEの長期トレンドをみると明らかに低落傾向が続いていることがわかります。第1図に1960年度以降のROEの長期推移を示していますが、トレンドは右肩下がりであることがわかります。

(第1図) 日本企業のROEの長期推移



(注) 現在、企業評価は連結で行なわれるのが一般的です。連結ベースのROEは平成22年度で6.08%（東京証券取引所調べ「平成22年度決算短信集計【連結】」）となっています。本稿で集計している法人企業統計調査は単独ベースでの集計であり、連結ベースのROEの数値と乖離が生じているものです。ちなみに、上記の東京証券取引所のデータでも単独ベースのROEは同じ平成22年度で3.73%と連結ベースに比べ相当低く、ここで紹介した法人企業統計調査の結果とほぼ同水準となっています。

ROEが株価にとって重要な指標であり、しかもその水準が長期的に下落傾向にあるため、これが株式市場低迷の1つの要因であることは容易に想像されます。そこで、その低下要因を分析してみます。ROEは3つの要因に分解して分析することが知られています。具体的には、ROEを売上高利益率と総資本回転率と財務レバレッジという3つの要素に分解するデュポン・システムと呼ばれる分析法です。

$$\frac{\text{当期純利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資産}} \times \frac{\text{総資産}}{\text{自己資本}} = \frac{\text{当期純利益}}{\text{自己資本}}$$

<売上高当期利益率> <総資本回転率> <財務レバレッジ> <ROE>

(第1表) ROEの分解(全産業及び製造業、非製造業) (単位: %、回)

		売上高当期純利益率	総資本回転率	(総資本利益率)	財務レバレッジ	ROE
全産業	60年代	1.7%	1.44	2.41%	5.28	12.9%
	70年代	1.2%	1.46	1.80%	6.85	12.1%
	80年代	1.0%	1.47	1.43%	5.86	8.3%
	90年代	0.5%	1.13	0.58%	5.11	3.1%
	2000年代	1.0%	1.08	1.04%	3.31	3.4%
製造業	60年代	2.7%	1.14	3.12%	4.32	13.6%
	70年代	1.9%	1.21	2.23%	5.47	11.9%
	80年代	1.6%	1.31	2.10%	4.03	8.3%
	90年代	1.1%	1.07	1.18%	3.02	3.7%
	2000年代	1.5%	1.00	1.45%	2.40	3.5%
非製造業	60年代	1.1%	1.70	1.80%	6.56	11.9%
	70年代	0.9%	1.63	1.50%	8.27	12.2%
	80年代	0.7%	1.56	1.07%	7.75	8.2%
	90年代	0.3%	1.16	0.32%	7.27	2.4%
	2000年代	0.8%	1.11	0.86%	4.03	3.2%

(注) 各年度の単純平均、2000年代については2000~2010年度までの11年間の平均

この式の中で、売上高に対する利益率と総資本回転率(売上高÷総資産)を乗じた部分は総資本利益率ということになります。売上高に対する採算と資産の効率性で事業の採算性が決定されるという意味です。さらに、自己資本の何倍の資産を利用しているかを考慮

するわけです。事業の採算性が同じであれば、株主資本以外の資産を利用する比率が高いほど株主資本で獲得する利益率が高くなり、単位当たりの株主資本の価値は高まることを意味しています。また、上記の式は売上高当期利益率と自己資本回転率（＝売上高÷自己資本）の積ととらえることもできます。自己資本の効率性（自己資本回転率）が高まれば、ROEが向上すると言う意味です。

ROEの分解を年代別に、さらに製造業、非製造業別に辿ったのが第1表です。60～70年代は12%台でしたが、80年代には8%台に低下し、90年代以降は3%内外に低迷していることがわかります。まず、売上高当期純利益率が、60～70年代と比較して低下しています。2000年代は90年代に比べ若干回復していますが、ROEの低下の1つの要因としてあげられます。また、資産効率（総資本回転率）も悪化し、総資本当期利益率も相当低下を余儀なくされています。さらに財務レバレッジの低下もROEの低下に拍車をかけていることがわかります。この財務レバレッジの低下は、特に2000年代においてその傾向が顕著です。90年代と2000年代はともにROEの水準は3%内外ですが、90年代は売上高利益率の低下がROEを引下げたのに対し、2000年代は売上高利益率こそ改善を示したものの財務レバレッジの低下がROEを引き下げたという違いがあります。

結局、90年代はバブル崩壊に伴う業績悪化の直撃を受け、2000年代は業績こそ若干持ち直したもののバブル時代に膨らんだ財政状態のリストラを行った結果、財務レバレッジが低下し、ROEは低迷を続けたといえます。ただし、2000年代には財務レバレッジを引き上げる手段として自社株買いも活発に行われていました。2001年10月から自己株式の取得、保有、消却などがほぼ全面的に認められた結果、自社株買いを行なうことができる環境が整ったからです。つまり自社株買いが活発に行なわれた状況下でなお、財務レバレッジが低下したことになります。これは、事業への投資機会がなかなか見出せない中で、結果的に自社株買いが資金の活用手段として選択された結果とっていいかもしれません。有利子負債を圧縮し、自社株買いを行なうという財務行動は合理的ではあるものの、日本企業が成長機会を見出せないことを示す1つの事象と言えるかもしれません。

年金コンサルティング部 リサーチグループ



数字クイズ No. 22

～国際化について（1）～

円高で海外進出を目論む企業は多く、また、国際化ということが叫ばれている。

1980年代後半のバブルの頃から、皆が急に外国へ遊びに行くようになり、地球が狭くなったと実感したことから始まって、最近ではTPP（環太平洋戦略的経済連携協定）の是非を巡っての議論など、筆者も国際化とは何なのだろうと、ずっと考えてきた。

<問1> 国際化の程度を「海外移住経験者が住民に占める割合」と定義する場合、日本の数字は何%か。

<問2> ある団体が40ヶ国で行なったアンケート調査で、日本は何位に位置するか。

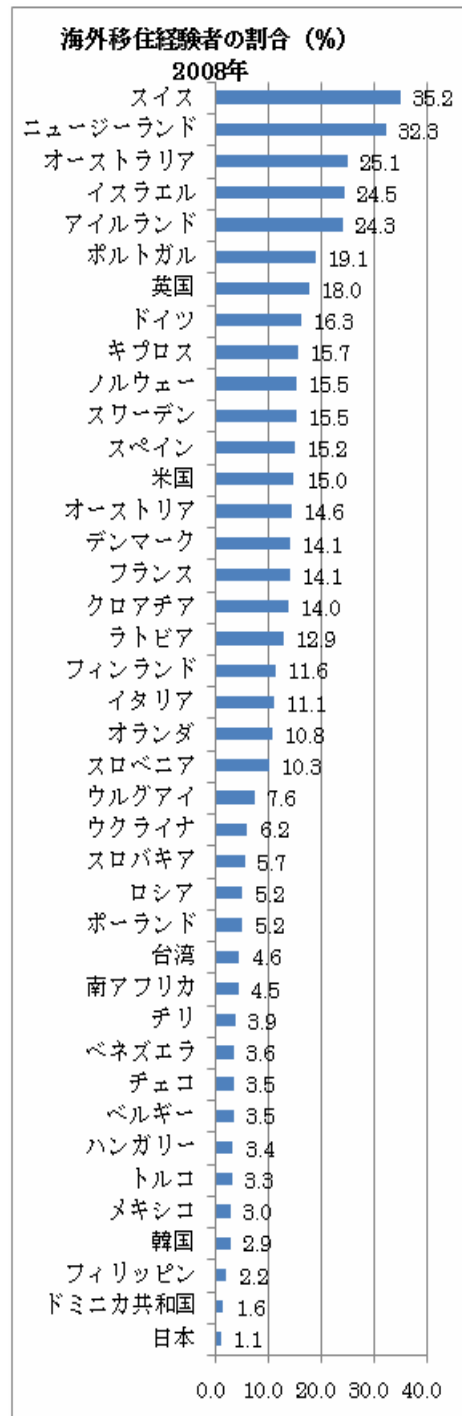
<解答> 図はI.S.S.P(International Social Survey Program、<http://www.issp.org/>)という団体が行なった調査結果であるが、日本の割合は1.1%であり、なんと40ヶ国中ビリであった。

お隣の韓国でも2.9%と日本の3倍近いし、台湾は4.6%、むかし白豪主義などと言っていたオーストラリアが25.1%であり、日本より経済も人口もずっと小さな島国ニュージーランドは32.3%である。

実は、欧米の多くの国は政策的・計画的に「移民政策」によって毎年、多くの外国人を受け入れている。彼らは海外移住であるからこの統計に入っている。また、いわゆる難民や戦争などで時刻を逃げ出さざるを得なかったひと、税金が高いということで他国に逃げ出した金持ちなどという要素もある。

海外に行って、永住してしまうひとは統計に入らないし、多くの良い商品を輸出して、それによって海外に多くのファンを持つことも国際化ではないかとの疑問も出てくる。

次回から国際化について考えてみたい。



青山学院大学教授 岩井千尋



<コラム> アドリブ経済時評

ネットの自己規制

正月は毎年、何かあたらしいことをしようとする。

今年は、自問自答してみて、自分が「もっとゆったり過ごしたい」と感じていることに気づいた。

そして、その原因がネット接続のパソコンや携帯に一因があると思った。

考えてみたら、朝起きてヨル寝るまで、しょっちゅうメールやWEB検索をしている。携帯をスマホに替えて、おまけにタブレット型のiPadを持つようになってから、ひどくなってきたように思う。

最近、電車に乗ったとき、前の座席をよく観察するのだが、たいていは半数以上ときには7、8人全員が携帯を見ている。ただし、その直後に自分も同じことをしてしまうのである。

家族でも、話の途中でメールを見たりすると、マナーが悪いと文句をいう自分も、いつのまにやら、歩きながら携帯を見たり打ったりするようになった。

さらに仕事柄、パソコンに向かう時間が長いのだが、その間、来たメールをときどき見たり関連のネット検索をしたり、気を散らしている。

しかし、東京―大阪間の新幹線で、ずーっとタブレット端末を見てしまったことから、いったいこれはいいことかと疑問に感じた。

一刻を争うようなメールはめったにこないし、あれば電話をかけてくるだろう。また、ネットできれぎれの情報をつないでも得なことはあまりない。それよりは、空いた時間で本を読んだり、おちついて好きな音楽を聞くことのほうがよほど大切ではないだろうか。

それでふと思いついて、(あきれたことにネットで)「ネット中毒」というのを調べたのだが、そうした症状は「インターネット依存症」と名付けられて、賭博依存症と比較することで近年、精神障害として理論づけられようとしているとあった。中高生などの深刻な状況がたくさん出てきているらしい。

今年は、メールもネット検索も食後に限定してみるつもりである。

【2011/12/27】

青山学院大学社会情報学部教授 岩井千尋





- ▶ 本資料は、お客様に対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ▶ 本資料に記載している見解等は本資料作成時における見解等であり、経済環境の変化や相場変動、年金制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがあります。また、記載されている推計計算の結果等につきましては、前提条件の設定方法によりその結果等が異なる場合がありますので、充分ご留意ください。
- ▶ 本資料は、当社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その内容の正確性・完全性を保証するものではありません。施策の実行にあたっては、実際の会計処理・税務処理等につき、貴社顧問会計士・税理士等にご確認くださいようお願い申し上げます。
- ▶ 本資料の分析結果・シミュレーション等を利用したことにより生じた損害については、当社は一切責任を負いません。
- ▶ 当レポートの著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- ▶ 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料及びリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客様向け資料をよくお読み下さい。