

# 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

2015年5月号

## 《目次》

《これからの年金制度運営を考える その2》 2つの債務の調整	… 1
《退職給付制度設計のポイント その2》 年金給付形態の適正化	… 5
《アクティブ運用とパッシブ運用 その3》 スマートベータ戦略について考える(2)	… 8
《年金 ALM の解説 その1》 政策アセットミックスの重要性について	… 14
《年金運用の現場から ファンドマネージャーの四方山話》 目前に迫ったコーポレートガバナンス・コード導入	… 17
《アドリブ経済時評》 コップの水が半分になったとき	… 19

本誌およびバックナンバーは弊社ホームページにて掲載しております。

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

## これからの年金制度運営を考える その2

### 2つの債務の調整

退職給付会計は不特定多数の第三者に情報を開示することを目的としているため、上場企業では会計上の債務と年金資産の差を意識して制度運営を考えるインセンティブが働く可能性が高いと考えられます。一方で、年金資産の積立手段である掛金は年金財政上の債務をターゲットとして算出されるため年金財政上の積立状況と企業会計上の積立状況とではミスマッチが生じます。このミスマッチを解消する1つの方法として、2つの債務の乖離を圧縮することが考えられます。

#### 1. 年金財政と企業会計の目的の違い

年金財政と企業会計（退職給付会計）は目的が異なります。年金財政は給付に必要な資産を確保することが目的で、積立不足があれば解消することが求められます。ただし、積立状況を知らせる対象は、事業主・加入者等さらには監督官庁と当事者に限定されます。これに対し、企業会計は退職給付に関する資金準備の状況を不特定多数の第三者に伝えることが目的です。一方で、不足があってもその解消を求められるわけではありません。つまり、年金財政は積立不足を解消する義務を負うものの、積立状況が開示されることはなく、逆に企業会計は積立状況が開示されますが、積立不足を解消する義務は負わないということになります。

年金財政と企業会計のどちらを重視する

#### 2. 2つの債務の調整の必要性

言うまでもなく、積立不足を確実に解消していく方法は年金制度への掛金拠出を増やすことです。ただ、上記のとおり掛金は

かは、企業の事情によって異なる可能性があります。非上場企業であれば企業会計を強く意識する必要はないかもしれません。これに対し、資本市場から資金を調達する上場企業は、外部からの評価が資金調達コストに影響を及ぼすため、会計上の積立状況を強く意識する必要があると思われます。

会計上の積立状況は退職給付債務と年金資産、年金財政上の積立状況は責任準備金あるいは最低積立基準額と年金資産とを比較します。退職給付信託がないとすれば企業会計と年金財政で年金資産は同額となりますが、比較する債務が異なるため積立状況は異なります。そもそも掛金は年金財政上の債務を基準に算出されており、積立てられた額を会計上の債務と比較するとミスマッチが生じてしまうわけです。

年金財政上の債務を目標に積立てられるため、年金財政上でフルファンディングとなったとしても、会計上の積立では過不足が

生じます。ちなみに、会計上の積立不足は退職給付債務から年金資産を差し引いた額であり、当期の積立状態の変動は退職給付債務の増加額と年金資産の増加額（掛金と運用収益）の差額です。このため、積立不足を圧縮していくには、退職給付費用を上回る掛金拠出が必要となります（注）。

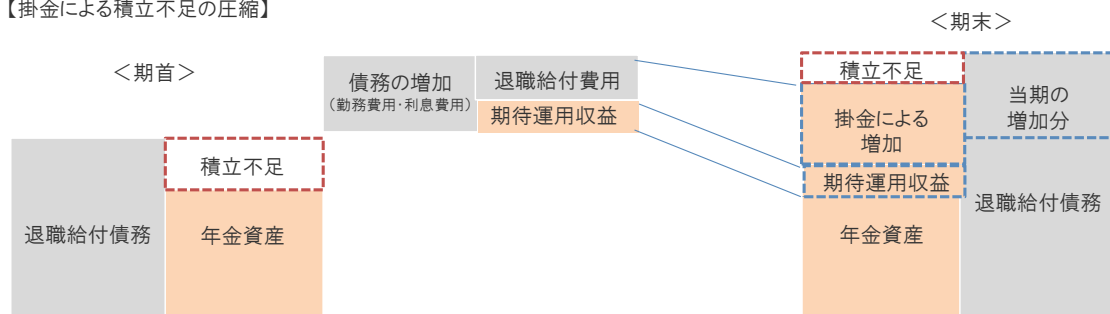
これまでのように年金財政上も企業会計上も積立不足であれば、掛金>退職給付費

用という関係が問題になることはありません。ところが、現在のように積立状況が好転してくると、従来のような掛金>退職給付費用という状況が必ずしも好ましいというわけではなくなります。なぜなら、掛金>退職給付費用が継続すると、会計上積立超過となることも想定されるからです（図表1）。

（注）退職給付費用の計上＝退職給付引当金の増加になる単独決算の場合です。数理計算上の差異等が即時認識される連結決算の場合は、「掛金>退職給付費用+未認識数理計算上の差異等の残高増加額」であれば積立不足が圧縮されます。

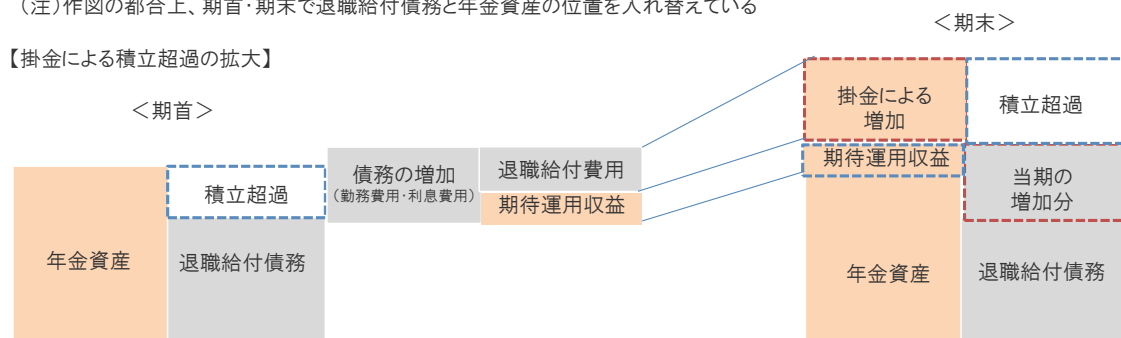
（図表1）退職給付費用を超える掛金拠出による会計上の積立で変化

【掛金による積立不足の圧縮】



（注）作図の都合上、期首・期末で退職給付債務と年金資産の位置を入れ替えている

【掛金による積立超過の拡大】



積立超過がいけないというわけではありません。年金財政の観点からは、積立超過が多ければ健全であることは間違いありませんし、特に、加入者は将来の給付の確実性が増すため、積立超過を好意的に捉えるはずです。しかし、企業会計の観点からは

必ずしも積立超過が好ましいとは言えません。積立超過は企業のバランスシートに資産計上されますが、当該資産は換価処分して事業用資産に転用することはできませんし、株主に分配することもできないからです。超過部分は将来の掛金負担の軽減など

企業にとって経済的便益があるため資産計上されていると理解されますが、積立超過が大幅かつ長期的であり、さらに拡大を続けていくような事態は株主ないし債権者等から好感を持たれない可能性があります。

年金資産が債務を上回るのは、①年金資産のパフォーマンスが予定を上回る、あるいは、②基礎率の変更や基礎率と実績との差によって債務が見込より減少する、といったことが原因ですが、会計上の積立状況に限って言えば、③掛金が費用を上回る状態が続くことでも起こります。パフォーマンス好調による積立超過であれば、不満に思う人はいないはずですし、債務の見込み

違いについても制度運営に起因するものではありません。ただ、③の場合は制度運営の効率性に疑問を持たれる可能性があります。

改正された退職給付会計基準では掛金や実際の運用収益の開示が行われるため、外部から制度運営の実態が正確に把握できるようになります。積立超過となった場合には超過理由が上記の①から③のどの理由によるかの判断も可能です。今後、積立超過となるケースが増加する可能性がある中で、年金財政上の債務と退職給付債務の調整等が必要になってくる可能性が高いと考えられます。

### 3. 割引率と予定利率の調整

そこで退職給付債務を積立ターゲットとする場合に、年金財政上の債務との相対関係をどう捉え、両者の乖離にどのように対応するかを考えてみます。

前述の通り、年金資産は年金財政上の債務を目標に積立てられます。ただし、退職給付債務が年金財政上の債務の水準と接近していれば、積立ターゲットの差異の問題は概ね解消されます。その方法として、年金財政上の債務の評価利率である予定利率を調整する方法が考えられます。

退職給付債務の割引率は、優良な債券(国債または複数の格付機関からダブルA以上の格付けを得ている社債)の会計年度末の市場実勢利回りを基準に設定します。参照する債券の残存期間は、給付までの時期と給付時期毎の給付額を考慮しますが、平均的には10年、長くても15年弱と考えられます。平均残存勤務期間は平均的に15年程

度とすると、給付までの期間と給付額を勘案する現在の割引率設定方法では、これより割引期間は短くなると考えられるためです。給付額と給付までの期間を加重した債務の残存期間は、給付までの期間が短く、給付発生見込額が大きい高齢者の影響を大きく受けることがその理由です。

これに対し、年金財政の予定利率(継続基準)は10年国債の利回りの過去5年平均と1年平均のいずれか低い方で決定される下限予定利率以上で設定することになっています。社債を基準に割引率を設定する会社、あるいは2014年のように年末にかけて金利が急低下した場合は別として、割引率と下限予定利率とは概ね同程度の水準になると考えられます。なお、債務の評価利率(予定利率と割引率)が同水準であれば掛金を平準的に積み立てていく年金財政の債務(数理債務)の方が、勤務に応じて債務

を割り当てる退職給付債務より大きくなる  
とされています。もっとも、予定利率は  
下限予定利率以上で設定すればよいため、  
年金財政上の債務が退職給付債務の額と同  
程度の水準となるように予定利率を設定す  
ることで対応が可能です。

積立目標とする債務が同水準となっても、  
ある時点での積立状況が年金財政と企業会  
計で同一になるわけではありません。ただ、  
両者のミスマッチを圧縮することが制度運  
営の効率化や健全化に資するものと考えま  
す。

なお、企業年金部会の議論に基づいて、  
利益操作など恣意的な掛金拠出にならない  
範囲で拠出方法を弾力化する方向性が示さ  
れています。どのような方法になるかが不  
明であるため、断言はできませんが、年金  
財政と企業会計上で債務が異なることに  
よる課題を解消する1つの手段となること  
が期待されます。ただ、その場合は、確保  
すべき運用収益率が予定利率であるか、割  
引率（もしくは会計上の期待運用収益率）  
であるのかなど新たな課題が出てくる可  
能性があります。

年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野 正徳

## 退職給付制度設計のポイント その2

### 年金給付形態の適正化

先月号からスタートしました「退職給付制度設計のポイント」ですが、第2回の今月は「年金給付形態の適正化」と題し、給付利率や保証期間の見直しを実施する上でのポイント・留意点について解説します。

#### 1. 見直しの狙い

公的年金の給付水準が中長期的に圧縮されていくと見られる中で、企業の退職給付制度に対しては、公的年金の補完という役割を期待する声がより一層強まると考えられます。厚生労働省が示す平成27年度の公的年金のモデル年金額（夫婦の合計額）は月額約22万円ですが、最低限必要な生活費は月に約24万円、ゆとりのある生活を送るためには36万円程度が必要と言われていきます。この差額を埋めていくことが「公的年金の補完」である企業年金制度に期待さ

れることとなります。

とはいえ、企業が制度を実施する際には、当然コストを考慮することとなります。また、制度の設立から時間が経過してくると、社会的な環境や制度に対する加入者等のニーズ、さらには企業のコスト負担能力等にも様々な変化が起こってきます。今回は、こうした変化に対応し、年金給付形態を適正化し、年金コストを圧縮する方法について解説します。

#### 2. 制度設計のポイント

年金の給付形態の適正化は、年金原資の水準は維持しつつ、コストを圧縮することと言えます。その方法として、①給付利率の引下げ、②終身年金の場合の保証期間の延長、が考えられます。

##### <給付利率の引き下げ>

年金として支給する際には年金原資に利息を付利して給付しますが、給付利率とは、その際に付利する利率です。この利息は企業が負担することとなりますが、利息相当分を運用収益で賄うことができれば、必ず

しもコスト増とはなりません。そのため、予定利率と給付利率の関係を考慮する必要があります。予定利率よりも給付利率が高いと当該超過分だけ、年金コストが高くなるからです。給付利率を引下げれば、利息相当分が減少する分だけ、年金額が減少し、コストを圧縮できます。

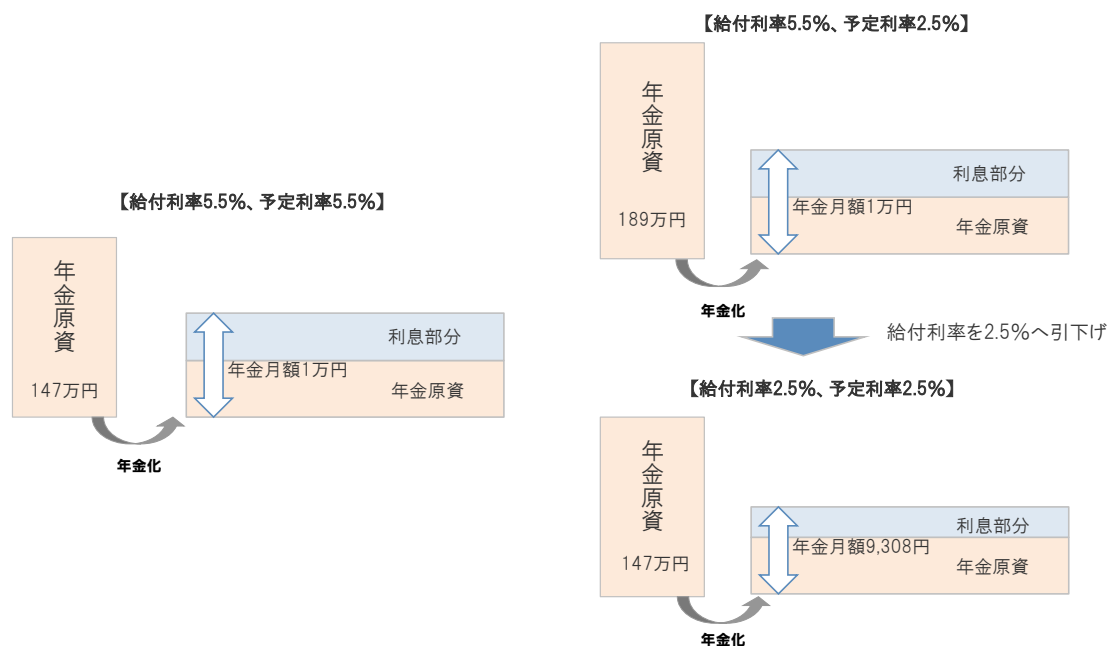
例えば、給付利率、予定利率ともに5.5%で月額1万円（年6回払い）の年金を20年間給付する場合、必要な原資は147万円です。予定利率が2.5%だとすると年金原資は



189万円となり、29%も増加してしまいます。ただ、給付利率を2.5%に引き下げ、年

金月額を9,308円とすると年金原資は147万円ですみます(図表1)。

図表1 給付利率の引き下げ



### <保証期間の延長>

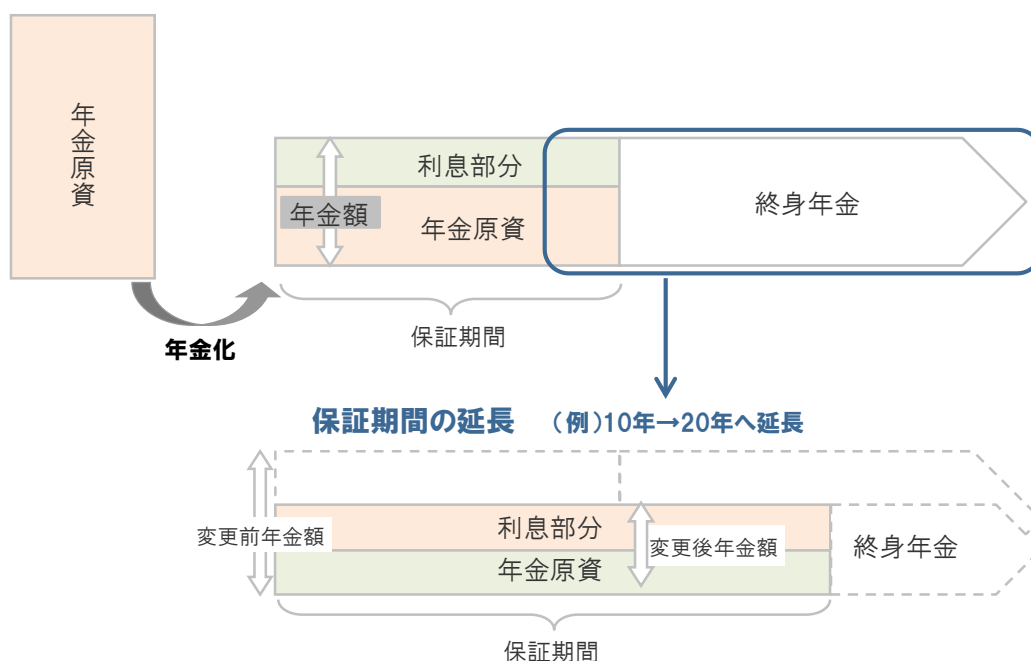
日本では終身年金の場合、一般的には保証期間を設定します。日本の企業年金は退職金を原資にするケースが多いため、退職金として発生した支払いは保証するという考えからです。保証期間を設定すると保証期間中は受給権者の生死に関係なく年金が支給されます(保証期間中に亡くなられた場合は、遺族に残額が支払われます)。さらに保証期間を超えて存命する場合は、存命中は年金が支給されます。この保証期間を超えて支払われる部分が企業の追加コストになります。したがって保証期間が短いと、その後存命である期間が長くなるため、企業のコスト負担は大きくなります。

保証期間を延長しても年金額を変えなけ

れば、保証期間を延長した分だけ負担が増加してしまいます。ただ、保証期間を延長する場合には年金原資を変更しないことが一般的です。年金原資を変更せずに保証期間を延長すると、保証期間・終身部分ともに年金額は減少します(図表2)。更に、保証期間終了後の期間が短くなるため、結果としてコスト(長寿化コスト)は減少します。

また、終身年金自体を縮小あるいは廃止することを併せて検討することも考えられます。今後ますます平均寿命が伸長することが見込まれ、こうした長寿化に伴う債務の増加は、企業にとってコントロールできないリスク要因と言えるからです。

図表2 保証期間の延長



### 3. 制度変更時の留意点

給付利率の引下げや保証期間の延長を実施する場合は、年金額を受取額が減少するため、給付減額となります。そのため、加入者（もしくは労働組合）の3分の2以上の同意取得が必要となります。また、受給権者を含めた給付減額を実施する場合は相

当高いハードルがあり、実施はかなり困難と言えます。

なお、給付減額のポイント及び留意点等についての詳細は、本連載で後日解説する予定です。

### 4. 会計への影響

給付利率を引き下げると年金額が減少します。また、保証期間を延長すれば、終身部分のコストが減少します。この結果、退職給付債務（PBO）が減少し、その減少額は会計上の過去勤務費用となります。過去勤務費用は制度改定時から一定期間で費用

処理する必要がありますが、債務の減少ですから退職給付費用を押し下げる要因となります。ただし、退職給付債務の計算では、選択一時金の取得比率を反映しており、一時金の選択比率が高い場合には債務及び費用の減少効果は限定されます。

年金コンサルティング部 リサーチグループ 林 千陽



## アクティブ運用とパッシブ運用 その3

### スマートベータ戦略について考える (2)

William F. Sharpe が展開したフレームワーク<sup>注1</sup>に則り、「スマートベータ戦略」をアクティブ戦略」と「パッシブ戦略」を補完する「第三の戦略」として、年金ファンドの担当者が年金資産運用にどのように使えるか、即ち、3つの戦略をどのようにバランス良くブレンドするか、という興味深いテーマについて、前号に引き続き考えたい。

特に本号では、スマートベータ戦略実践に当たって押さえておきたいポイントについて、事例の豊富な株式投資を念頭に考えを述べる。

注1: Sharpe, William F. “The Arithmetic of Active Management.” *Financial Analysts Journal*, Vol. 47, No. 1 (Jan.-Feb., 1991) pp. 7-9

この枠組みでは、スマートベータ戦略は、アクティブ戦略に区分けされることになることを想起されたい。

なお、当小論中の意見にかかわる部分、および、有り得べき誤りは、筆者個人に帰属するものであることを、予めお断りします。

#### 1. ノルウェー政府年金ファンドの例

3月30日の日本経済新聞朝刊は、「ノルウェー政府系ファンドが日本株保有を3割増やした」と報じています。

ご記憶の方もいらっしゃると思いますが、実は、ノルウェー政府からこのファンド (Norwegian Government Pension Fund – Global) のアクティブ運用 (株式と債券) の評価を依頼された3名の学者が纏めた220ページにわたるレポート<sup>注2</sup>が、話題になったことがあります。もちろん、ページ数の多さではなく、若干「衝撃的 (?)」な内容のためです。

当小論に関係する点のみを、ごく簡単に抜き書きすると次のようになります。

1) アクティブ運用の、当ファンド運用成果への貢献は、マイナスではないものの極めて少ない。

2) 当ファンドのアクティブ運用成果の大部分 (約70%) は、広く認識されているシステムティック・ファクターで説明できる。

3) つまり、投資した証券の、純粋に固有な要素によるリターンは、はなはだ少ない。

4) したがって、当ファンドのアクティブ運用は、システムティック・ファクターによって複製が可能である。

ヘッジファンドの「リプリケーション」ファンドが入手可能な現在、以上は「想定内」でしょうか？

レポートには、更に、注意を喚起される次の指摘があります。

5) もしも、当ファンドが十分に分散され

た投資を続けて行くのであれば、当ファンドのアクティブ・リターン的大部分は、常に1つあるいはそれ以上の、システムティック・ファクターによって稼ぎ出される公算が大である。

現在、どちらを、「コア」あるいは「サテライト」として認識しているか、また、その構成の割合がどれ位かは別にして、多くの年金ファンドでは、アクティブ運用・戦略（以下、「アクティブ」）と「パッシブ（インデックス）運用・戦略」（以下、「パッシブ」）をミックスして用いていると思います。この前提で続けますと、上記5）が正し

## 2. システムティック・ファクター

さて、そのシステムティック・ファクターですが、前号で「株式市場ベータ」以外に、「規模（小型）」、「高バリュー」、「高モメンタム」、「低ボラティリティ、低ベータ」、「高配当」、「高クオリティ」等々が、株式リターンのシステムティックな源泉であると、50年以上の長きにわたり、実証研究の結果や投資実務の現場から、主張されていることに言及しました。

これらの特性を持つ株式への投資戦略は、CAPMのフレームワークで説明できる以上のリターンで報われる、という「投資信念」が形成されていることの証です<sup>注4</sup>。

従って当然のことながら、株式市場ベータ以外のこれらの分野は、アクティブの主な投資領域となって来ました。アクティブの使命である、中・長期的に「時価総額加重の市場インデックス・ベンチマークに勝つ」蓋然性を高める<sup>注5</sup>、ことに有効と考えられたからです。

では、ここは重大な点ですが、上記のよ

いのであれば、アクティブを採用する多くの年金ファンドにおける、従来の「投資信念」は「居心地」の悪いものになります。

この点でも、上記5）の正否には拘らず、前号で紹介したKahn and Lemmonの区分け<sup>注3</sup>は、注目に値するものでしょう。

注2 : Ang, Andrew, William N. Goetzmann and Stephen M. Schaefer "Evaluation of Active Management of the Norwegian Government Pension Fund – Global" December 14, 2009 ("Google Scholar"で入手可能)

注3 : Kahn, R., and M. Lemmon. "Smart Beta : The Owner's Manual," *The Journal of Portfolio Management*, Vol.41, No.2 (Winter 2015), PP. 76-83.

うな、リターン生成源として実証的かつ経験的支持のある、有力なシステムティック・ファクターへの投資は「フリーランチ」となるのでしょうか？ 答えは「NO」と言わざるを得ません。

周知のとおり、どのような投資にも「浮き沈み」があり、そして、その「サイクル（周期）」<sup>注6</sup>があります。このことを説明する唯一ではないにせよ、大きな要因として、ファクターの「マーケットサイクル」、より適した言い方としては、「ファクターサイクル」の存在が考えられます。

しかもこのサイクルは、ファクターにより、①長かったり（例：バリュー、規模、等々）、短かったり（例：低ボラティリティ等々）、というように、効果の継続期間に関する傾向や、②株式市場の動きに対して、「順循環的（Pro-cyclical）」であったり（例：バリュー、規模、モメンタム等々）、「反循環的（Counter-cyclical）」であったり（例：低ボラティリティ、クオリティ等々）、

というように、効果のタイミングに関する傾向が、あるようです。

前出の Kahn and Lemmon によれば、有力なシステマティック・ファクターの活用にあたり、

- その「タイミングを取ることからのリターン」を狙うのがアクティブ
- ファクターのファンダメンタルに内在するリスクプレミアムからのリターンを、そのファクターへの「平均(静態的)エクスポージャー」から狙うのがスマートベータ運用・戦略(以下、「スマートベータ」)、とされています。

であるならば、各々のファクターの効果

の継続期間・タイミングに「個性の違い」があることへの理解は、スマートベータには必須となります。

ファクターへのコミットにアクティブよりも「粘着性」があり、かつ、投資成果を市場インデックス・ベンチマークで評価される可能性もあるからです。

注4： リスクテークを増大した場合、抑制した場合、理論で想定される以上のリターンを、リスク調整後で獲得できるということ。前号注4も参照されたい。

注5： 本誌3月号「William F. Sharpe はどのように考えるか？」を参照されたい。

注6： 株式市場自体にも「浮き沈み」・「サイクル」があることに注意したい。従って、株式市場の動きを表現する時価総額加重市場インデックスを、完全法で複製するパッシブも必然的に同様となる。

### 3. スマートベータへの投資

#### 1. 投資目的

投資目的として、大きくは次の2つが考えられます<sup>注7</sup>。

注7： ここでは、ロング・オンリーを前提とします

##### 1-1. リターンの追求

主にリスク調整後で、市場インデックスに勝つことができるのと、アクティブと同様の投資信念に基づく投資です。また、ある「特定の強い投資ビュー」を反映させたい、という判断もあるかもしれません。また、現行アクティブの中でも、Kahn and Lemmon の言う、「純粋なアルファ」ではなく、ファクターへの平均(静態的)エクスポージャーからのリターンが大部分であるようなものを移行させ、より低コストで安定的に同じ効果(コスト控除後の相対的有利性)を期待することは、理屈上、ごく自然です。

##### 1-2. リスク管理

これは、現行ポートフォリオ(アクティブ、パッシブに拘らず)のファクター・エクスポージャーの偏りの修正、許容リスク限度に比べて高いボラティリティを低下させる、というようなことが考えられます。

#### 2. 投資対象ファクター

各自の投資目的に合ったファクターを年金ファンド自身で、あるいは、外部リソース(運用会社・コンサルタント等)との協業により、選ぶことになります。

年金ファンドは、従前の隔靴搔痒状態とは異なり、必要なファクターのみへの直接的投資を可能とする、実践的ツール・能力を手にしたわけです。

#### 3. ポートフォリオ構築

投資するファクターの数(単数・複数)



に場合分けして考えます。

### 3-1. 一つのファクターに投資

一つの目的ファクターに、一つのポートフォリオ（シングル・ファクター・ポートフォリオ）で投資する、という最も基本的なパターンです。アクティブと同様な要領で、前号にあげたポートフォリオ構築法（2-1）等も参考にし、投資目的に合ったファンドや運用者を選択することになります。ただし、このケースでは、中・長期的な優位性は期待できるものの、上述のファクターサイクルの影響は否めないことに注意が必要です。

### 3-2. 複数のファクターに投資

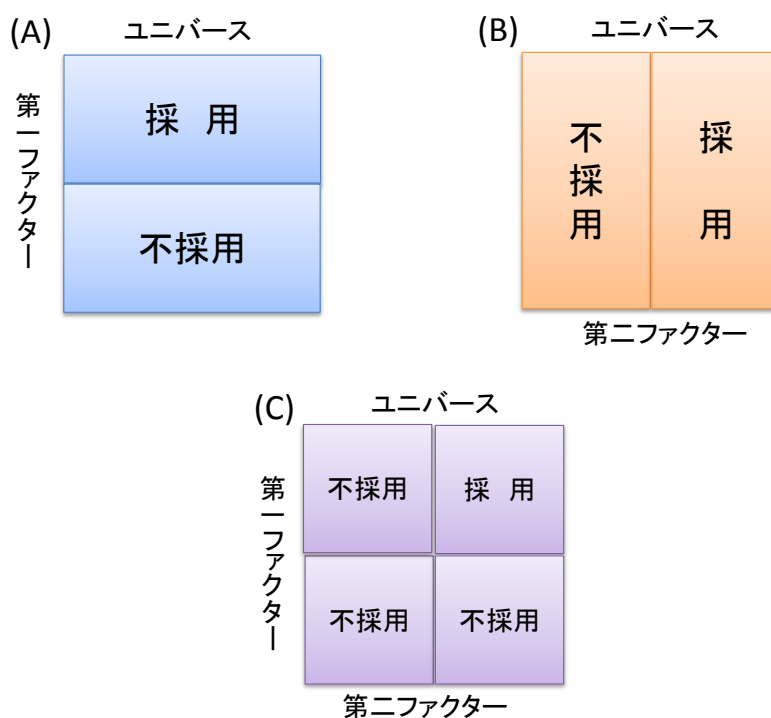
この場合は次の2つの方法が考えられます。

a) 複数のシングル・ファクター・ポートフォリオ

これは狙うファクター分だけ、3-1のポートフォリオを「寄せ集める」方法です。組み合わせを工夫することにより、ファクターサイクルの影響軽減を期待できます。

一方、この方法の問題点は図表1のように、個別ファクターでは最適な銘柄選択ができていても（A・B）、それらを寄せ集めた結果、どうしても本来フォーカスすべき銘柄（Cの「共通採用」）以外の銘柄（Cの「第一採用」、「第二採用」）も拾ってしまい、効果が希薄化してしまうことです。図表1はファクターが2つの場合ですが、狙うファクターが増えれば増えるほど、採用銘柄が増えてユニバースの全銘柄に近づいてしまうからです。

（図表1）複数のシングル・ファクター・ポートフォリオ



(図表2) ファクター数と採用銘柄数

ファクター数	1	2	3	4	5
フォーカス銘柄%	50.00%	25.00%	12.50%	6.25%	3.13%
採用銘柄%	50.00%	75.00%	87.50%	93.75%	96.88%

前提：あるファクターに対する有効度でユニバース全銘柄に序列を付け、上位50%を投資採用銘柄とする。

この影響を、ごく簡単な前提を置いて、みたものが図表2です。この場合、狙うファクター数が3つの場合、本来フォーカスすべき銘柄はユニバースの12.5%であるにも拘らず、87.5%の銘柄に投資してしまうこととなります。5ファクターを狙う場合では、各々が3.1%と96.9%になってしまいます。

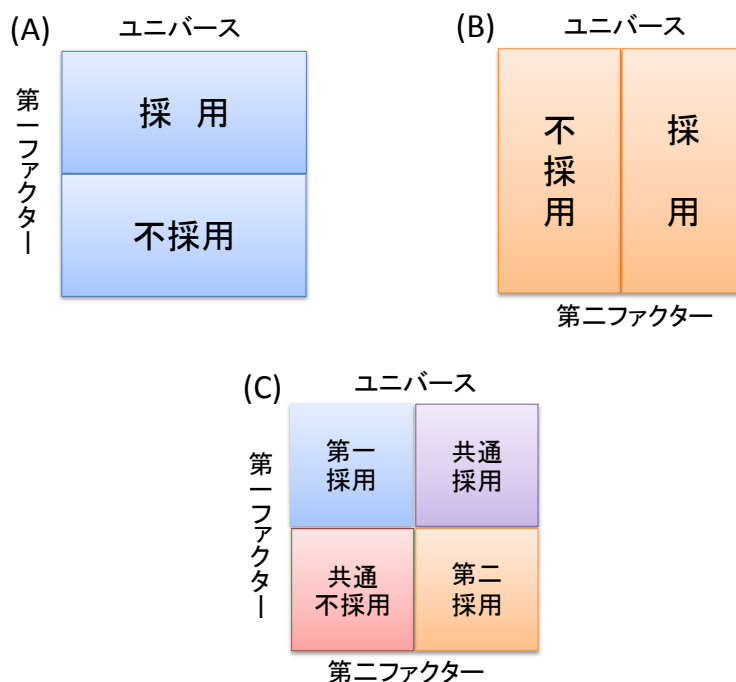
実際のシングル・ファクター・ポートフォリオの銘柄採用は、このような簡単な前提とは異なるでしょうが、この方法を採用する場合、狙うファクター数が増えると非

効率になる、即ち、狙ったファクターの効果が弱まり、ユニバース全体(株式ベータ)の効果が強まってしまう、という傾向は否めないでしょう。フォーカス銘柄%と採用銘柄%の関係確認は必須です。

b) デザインされたシングル・ポートフォリオ

これは、上記のような非効率を改善するために、図表3(C)右上の「採用」という銘柄のみを、一つのポートフォリオで捨てる方法です。

(図表3) デザインされたシングル・ポートフォリオ



このように工夫・設計されたポートフォリオにより、狙ったファクターの組合せの効果を最大限に体現する銘柄のみに投資を行うことで、

- 「耐ファクターサイクル」向上による安定した高い投資成果の享受
- ポートフォリオの構築・リバランス時

の売買コストの削減(組入れ銘柄数の絞込みの効果)によるコスト控除後の投資成果向上

- ロング・オンリーの制約下(後述)での最大限の効率追求等々が期待できることとなります。

#### 4. 今後の展開への期待

今日、多くの年金ファンドは投資にあたり、アクティブとパッシブの双方を用いているものと思います。

スマートベータは、このバイナリー状態の真ん中に割り込み、自己の役割を明確にすることにより、アクティブとパッシブ両陣営に、役割の再定義を迫っています(上記1.「ノルウェー政府年金ファンドの例」は、このような文脈で理解すべきでしょう)。

このことは、年金ファンドには「報われるリスクの効率的な取り方(報酬などのコスト面も含め)」の可能性・工夫余地の拡大に繋がるものです。是非とも、この可能性の具現化を図りたいものです。

また、スマートベータの更なる進化・深化として興味深いのは、次の論点です。

##### 1. ロング・ショート ポートフォリオ

これは、学術論文の一般的手法と同様に、ファクターの効果を引き出すために、ファクター効果の大きなものをロングするだけでなく、効果の少ないものをショート

し、ファクターのプレミアムの更なる効率的(純粋)な享受を実践できないか、ということなのです。

##### 2. 資産(リスク)配分への活用

これは、ファクター投資の考えを、一つの資産クラス(例:株式・債券等々)内だけで完結させるのではなく、年金ファンドの投資する資産クラス全体へ応用することです。

資産が、一つだけではなく、複数ファクターのパッケージ(組合せ)になっていることを考えるならば、資産クラス間でのファクター共有の有無、また、その強弱(これらが相関やその度合いの原因)を、資産クラス間を跨って、即ち、異なる資産クラスで着目することで、分散投資の根本を、現行の便宜的な「資産クラス主義」的な資金配分から、本来の「リターン/リスク源泉(ファクター)主義」的なリスク配分に転換し、より効率的な年金ファンドの資産運用・管理を目指せるのではないかと、いうことです。

年金運用部 顧問 大輪 秋彦



## 年金ALMの解説 その1

### 政策アセットミックスの重要性について

企業年金を取り巻く環境は大きな変化を見せており、年金制度運営におけるリスクマネジメントの重要性が高まっています。今月号より、企業年金が抱える様々なリスクや検討課題と、その解決策の一つである政策アセットミックスの策定・見直しおよび、そのための手法である年金ALM分析について解説していきます。今月号のテーマは「政策アセットミックスの重要性について」です。

#### 1. 企業年金の目的と受託者責任

企業年金の目的は、従業員の老後の所得保障、つまり、従業員に対して約束した給付を将来にわたり確実に行うことです。そのためには、年金制度を安定的に運営していく必要があります。確定給付企業年金では、法令上、いわゆる「受託者責任」として「忠実義務」および「注意義務」を果たすことが求められており、年金制度運営では「結果責任」ではなく、意思決定におけ

る「プロセス責任」が問われます。

年金制度運営におけるリスク管理方法としては、①事前積立てにおける運用、②積立状況のチェック（財政決算）、③掛金の再計算（財政再計算）が挙げられますが、結果の不確実性が高い資産運用について合理的なプロセス構築が必要であり、その第1ステップとして、政策アセットミックスの策定が有効です。

#### 2. 政策アセットミックスの重要性

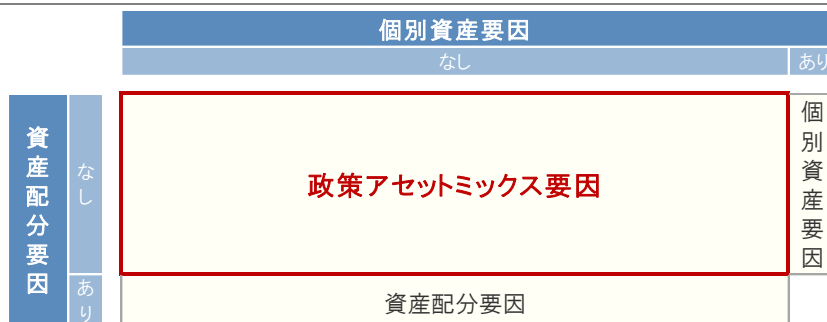
政策アセットミックスの重要性に関する議論は、1986年のBrinson（米国）らの研究が始まりとされています。米国の年金基金のデータを利用し、その運用成果を「政策アセットミックス要因」、アセットアロケーションをアクティブに変更したことによる「資産配分要因」、資産別の銘柄選択効果による「個別資産要因」に分解したうえで、トータルの運用成果は政策アセットミックスにより9割以上が決定される、すなわち、「資産運用成果に影響を与える最も重要な要因は政策アセットミックスである」と結

論付けました。（図表1）

言い換えると、資産運用に係るリスクは、政策アセットミックスの策定によって、その大半をコントロールすることが可能であり、年金制度運営におけるリスク管理の主眼となると言えます。

日本においては、平成9年12月に資産運用規制（5:3:3:2規制）が撤廃されたことを契機に政策アセットミックス策定の重要性が高まりました。また、従来は一律5.5%であった予定利率を企業（基金）が主体的に決めることができるようになったこ

図表1 資産運用におけるパフォーマンス決定要因分解のイメージ図



Gary P. Brinson, L. Randolph Hood, and Gilbert L. Beebower. "Determinants of Portfolio Performance"  
より三菱UFJ信託銀行作成

とも、政策アセットミックス策定の重要性が高まった要因と言えます。一方、平成12年の退職給付会計基準の導入で、母体企業は年金制度の運営を経営課題として捉えるようになりました。加えて、平成24年の退職給付会計の基準改正では年金資産の資産

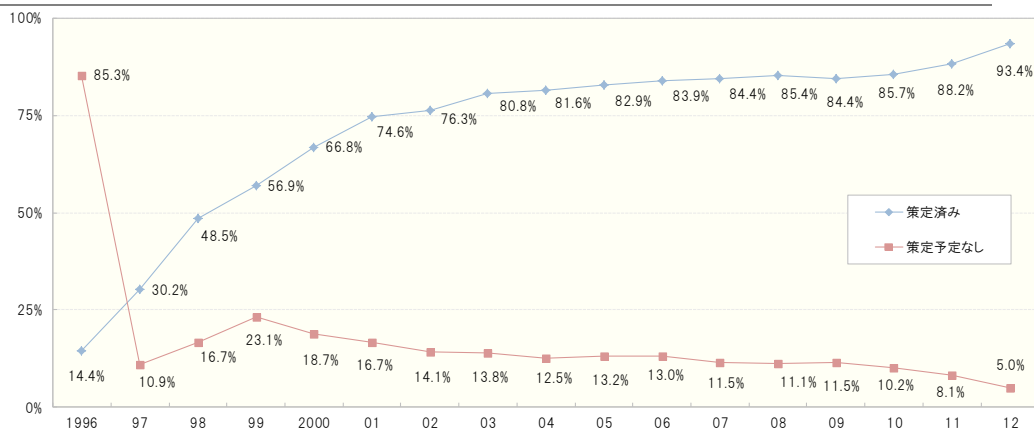
構成割合の開示が義務化されたため、今後は投資家も投資先企業の年金資産の運用状況を注目する可能性があります。企業（基金）のリスク許容度の範囲内で運用効率を最大化する政策アセットミックス策定は一段と重要になってくると考えられます。

### 3. 政策アセットミックスの検討・策定

政策アセットミックスの策定は法令でも求められており、政策アセットミックスを検討・策定する企業年金は年々増えていきます。図表2によると、現在では90%超が政策アセットミックスを策定しています。足下では、社会保障審議会企業年金部会にお

いて、政策アセットミックス策定や加入者への運用基本方針の全文開示の義務化等、年金制度を健全に運営するためのガバナンス強化に向けた議論が進んでいます。今後、政策アセットミックス策定はさらに進むものと想定されます。

図表2 政策アセットミックスの策定状況



(出所)企業年金連合会ホームページ:2003年度までは厚生年金基金、2004年度以降は厚生年金基金と確定給付企業年金の合計値。

企業年金制度は一般に企業が存続する限り、将来にわたって継続される超長期の制度です。そのため、年金制度を運営する企業（基金）は、年金制度のキャッシュフロー（掛金・給付）の長期性を十分に考慮した運用基本方針を策定する義務を負っているとと言えます。その中心に位置付けられているものが政策アセットミックスであるため、政策アセットミックスは短期的な相場観に左右されるのではなく、長期的な視点に立って策定することをお奨めします。

確定給付企業年金法施行規則の中では、政策アセットミックスの策定における適切な方法を「ALM分析（資産と負債のバランスが保てるように将来推計をするシミュ

レーションのこと。）等による将来にわたる資産側及び負債側の変動予測を踏まえ、許容できるリスクの範囲内で必要なリターンを得るような資産構成を求める手法等の合理的な方法をいうもの」としています。受託者責任の観点からも、ALM分析による政策アセットミックスの策定が望ましいと考えられます。

次回以降は、ALM分析の具体的な分析フローをご紹介しながら、政策アセットミックス策定にあたって検討すべきポイントについて解説したいと思います。なお、この「年金ALMの解説」は隔月で掲載する予定です。

年金コンサルティング部 年金ALMグループ 林 辰幸

## 年金運用の現場から ファンドマネージャーの四方山話

### 目前に迫ったコーポレートガバナンス・コード導入

持続的な企業価値向上を通じて日本の「稼ぐ力」を取り戻すための施策として「コーポレートガバナンス・コード」の導入が予定されている。今後、日本の株式市場を更に活性化するためには、企業・投資家それぞれの立場から具体的な取り組みを加速させていくことが肝要である。

#### 1. 導入の経緯

2013年6月、アベノミクスの3本目の矢である成長戦略実現のアクションプランとして「日本再興戦略 - JAPAN is BACK -」が発表された。ここで示された課題の1つに「コーポレートガバナンス強化による経済活性化」があり、これを受けて2014年に「日本版ステewardシップ・コード」策定等の施策が実行された。続く2014年6月に公表された「日本再興戦略 改訂2014 -

未来への挑戦 -」では、鍵となる重要施策として冒頭にコーポレートガバナンス強化が掲げられ、具体的施策として本年6月には「コーポレートガバナンス・コード」の導入が予定されている。2つ合わせて「ダブル・コード」と呼ばれる両コードは、企業の内・外両面から持続的な企業価値向上を目指すための「車の両輪」として、日本のみならずグローバルに注目されている。

#### 2. コード原案の注目点

先行する欧州各国では企業不祥事防止を主眼として導入されたのに対して、3月に示された日本の原案では「攻めのガバナ

ス」として「OECD コーポレート・ガバナンス原則」をベースとした5つの基本原則が示されている。

図表1 「ダブル・コード」の概要

	ステewardシップ・コード	コーポレートガバナンス・コード
起点	アベノミクス第三の矢（成長戦略） コーポレートガバナンス強化による経済活性化	
	2013年6月14日 「日本再興戦略」 - JAPAN is BACK -	2014年6月24日 「日本再興戦略」 改訂2014 - 未来への挑戦 -
導入時期	2014年2月	2015年6月
対象	機関投資家	上場企業
目的	投資先との「目的を持った対話」（エンゲージメント）を通じて、当該企業の企業価値向上や持続的成長を促す	透明性・公正性かつ迅速・果断な会社の意思決定を促すことを通じて、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を図る



(5つの基本原則)

1. 株主の権利・平等性の確保
2. 株主以外のステークホルダーとの適切な協働
3. 適切な情報開示と透明性の確保
4. 取締役会等の責務
5. 株主との対話

※原案は日本取引所グループ HP に掲載  
<http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq000008jdy-att/b7gje60000053ev4.pdf>

これらの基本原則は何れも重要であることは論を待たないが、資産運用者、特に株式投資の観点からは「株主との対話」が注目される。スチュワードシップ・コードで機関投資家に求められた「対話」が、相手方である企業経営者にも求められるものとなったのである。注目すべきは、原則 5-2 に記載された「収益力・資本効率等に関する目標を提示」という文言で、ROE 等の経営指標がこれに該当するものと考えられる。

### 3. 株式市場活性化への期待

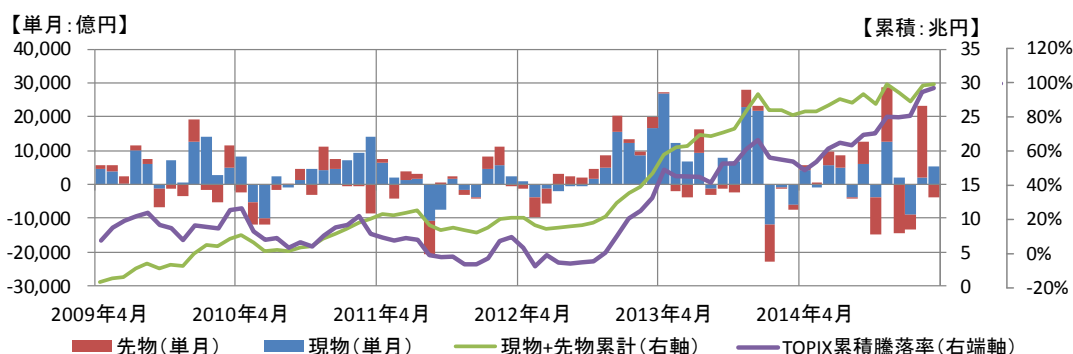
実際に開示される目標が ROE となるかは定かでないが、効率的な経営を判断する指標としての重要性は過去の本稿（2014年9月号）でも触れた通りであり、過半の企業が ROE 目標を導入していない現状からすると、今後大きな変革を起こす可能性が十分秘められている。

このような「企業の成長、企業価値の向上」に対する取り組みには、内外の投資家からの注目度が極めて高く、2012年の安倍政権発足以来、海外投資家が現物・先物市

場を通じて日本株を大きく買い越している状況が継続している（図表2）。また、最近では、「企業価値向上」と銘打った投資信託が募集開始後わずか3週間で販売停止となるなど話題に事欠かない。

一連の動きが政府主導で始まったことはいささか残念ではあるものの、企業価値向上に取り組む流れを逆流させず、むしろ加速させていくことが私たち投資家にも求められている、との認識を新たにしている。

図表2 海外投資家の日本株売買金額動向と株価指数騰落率



※売買金額はネット。現物は2市場1・2部ベース、先物は日経平均先物とTOPIX先物の合算。  
※データ期間：2009年4月～2015年3月末  
(出所) QUICKおよびBloombergより三菱UFJ信託銀行作成

## <コラム> アドリブ経済時評

### コップの水が半分になったとき

日経平均が2万円を回復した。

バブル崩壊の前夜、1989年末の最高値がほぼ4万円だったから、ちょうど半分である。

コップの水が半分あるとき、強気の人「まだ半分ある」とし、弱気の人「もう半分しかない」と悲観するという。そこで、もう四半世紀も前になってしまったバブル期のことを調べだしたら、のめり込んでしまった。

まず、バブル時代のわが国の象徴はなんといっても、「世界最大の時価総額」であろう。

87年4月末に初めて東京市場がニューヨーク市場を抜き89年末は東証の時価総額が611兆円（ニューヨーク市場の時価総額は円換算430兆円）であった。ちょうど最近、その東証時価総額が、600兆円を超えたことが話題ともなっている。

ちなみに、89年の名目GDPは、日本が416兆円、米国が約790兆円であった。昨年のGDPはそれぞれ、488兆円と1839兆円である。日本はデフレに苦しんできた。

ついでに、株式市場同様にバブルと言われた地価総額はピーク時の90年には2400兆円、GDPの6倍にも膨れ上がり、全米の土地を4回買えると言われた。この土地売買による利益が企業の利益、株式時価総額を押し上げた面も見逃せない。2005年現在で時価総額は約1,200兆円と半減した。

ちなみに、米国はその後、地価総額を発表しなくなったが、ある統計で、アメリカのアラスカ州とハワイ州を除く地域全土についての地価総額が推計されていて、2009年時点で約23兆ドル（1ドル100円で2,300兆円）となっている。

さて本来、株式価値を決めるものは企業の利益（の見通し）であると言われ、株価がその年間の1株あたり利益の何倍かという数字がPERであるが、最近の日経平均PERは18倍台と国際水準に近い。ところが、バブルの絶頂期にはこのPERが東証1部で62倍（PBRは5.6倍）だった。ただし、PERだけ見るなら実は2000年4月12日に20,833円21銭で頂点に達したITバブル（ドットコムバブル）の方が酷い。そのとき、東証1部の時価総額は448兆円、予想PERは133倍（PBRは2.7倍）である。

どうやら、バブルの話はスケールが大きすぎて（？）あまり参考にならない。

ちなみに当時、日本には財政赤字や人口が減る心配はなかった。そのことや、72億人もの過剰人口を抱えた地球の問題に関してちゃんと考えることの方が重要だと思う。

【2015/4/27】

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。

