

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10月号

《目次》

《社会保障審議会企業年金部会の議論の動向》 新しい DB 制度案「掛金拠出弾力化」「新ハイブリッド型制度」	… 1
《確定拠出年金の動向》 確定拠出年金法改正案の内容と国会審議の状況	… 7
《上場企業の退職給付の状況》 2014 年度の退職給付の積立状況	… 11
《海外年金制度の動向》 米国 DC 制度における転職時の一時金の取扱い状況	… 14
《退職給付制度設計のポイント その7》 企業再編時の制度見直し	… 19
《運用における”Skill”と”Luck” その3》 運用とは、「運」を「用」いることか? ③	… 24
《アドリブ経済時評》 ESG投資の残高 2,500 兆円	… 29

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>

社会保障審議会企業年金部会の議論の動向

新しい DB 制度案「掛金拠出弾力化」「新ハイブリッド型制度」

9月11日に、約8か月ぶりに企業年金部会が再開されました。本稿では、今回の部会で厚労省から提示された、「DBの拠出弾力化」と「柔軟で弾力的な給付設計（いわゆる新ハイブリッド型年金）」の具体案について解説いたします。

この2つの提案は、昨年9月より始まった、DBとDC制度の改善を検討する企業年金部会の議論において、本年1月に、制度の見直しを行う項目として整理されたものです。その後、6月には、政府の成長戦略である『日本再興戦略』改訂2015に、8月には来年度の税制改正要望にも盛り込まれています。

今回の部会で示された厚労省による制度案は、当部会の委員に概ね了承され、今後、税務当局や企業会計基準委員会（ASBJ）と折衝に入ることになります。本件は、国会審議が必要な法改正ではなく、政省令改正で対応することとなるため、前述の税務当局とASBJとの調整が前提となりますが、最速であれば平成28年の4月施行の可能性もあります。

1. 掛金拠出の弾力化

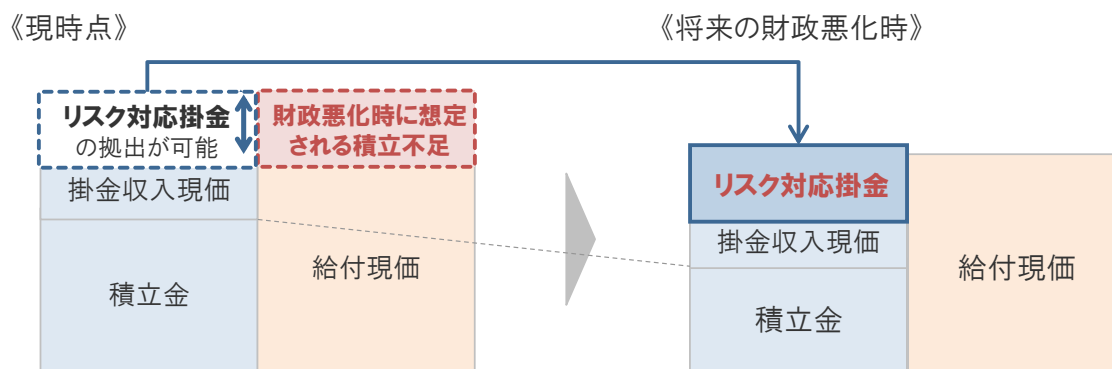
現行のDBの掛金拠出タイミングには、恣意的な利益操作を排除するために制約が設けられています。例えば、企業業績が好調で掛金負担能力が十分にあっても、財政状態が積立剰余であれば更なる掛金の上積みをすることはできません。一方、市場環境が悪化し年金制度において積立不足が生じるような局面では、企業業績も悪化し掛金負担能力が乏しくなっていることが予想されますが、追加の掛金拠出が求められることになり、こうしたことが、DBの安定的な運営の妨げになっているという課題があります。この課題に対して、不況期等に積立不足が生じないように、予め「財政悪化時に想定される積立不足」を測定し、その範

囲内で「リスク対応掛金」という名称の新しい掛金の拠出を行うことができる仕組みが提案されました（図表1）。

これにより、将来の財政悪化時に積立金が減少しても、この「リスク対応掛金」が所謂リスクバッファとなるわけです。また、これに伴い、新しい財政均衡の考え方も示されており、一部の小規模なDBを除く全てのDB制度についてこの仕組みが適用されることが想定されています。

(1) 財政悪化時に想定される積立不足とは
厚労省案では、この「財政悪化時に想定される積立不足」は、実際に積立不足が発生しても安定的な償却が可能となるよう、

(図表1) 掛金拠出弾力化のイメージ



20年に一度の損失にも耐えうる基準として算定ルールを定めることとし、複数の方法が提示されました。具体的な算定方法の例として、「ストレスシナリオによる方法」や「バリューストック・アット・リスクによる方法」等が例示されています。算定方法に関しては1つの方法に定まるのか、あるいは提示された複数の方法からの選択制となるのか等の詳細は不明です。また、この「財政悪化時に想定される積立不足」の水準については、現行制度において過剰な損金算入を防ぐ観点から掛金停止水準として設けられている積立上限額（概ね数理債務の1.5倍程度の水準）を超えない範囲で設定するものとされています。

(2) リスク対応掛金とは

新設された「リスク対応掛金」は、「財政悪化時に想定される積立不足」の範囲内で、現行の標準掛金や特別掛金あるいは特例掛金とは別に、事業主が任意に拠出できる掛金で、企業の負担能力に応じて一部のみ拠出することも可能とされています。「リスク対応掛金」の水準（総量）決定後の拠出ルール（拠出期間等）の詳細は不明ですが、恣意的な掛金拠出を防止する観点から、

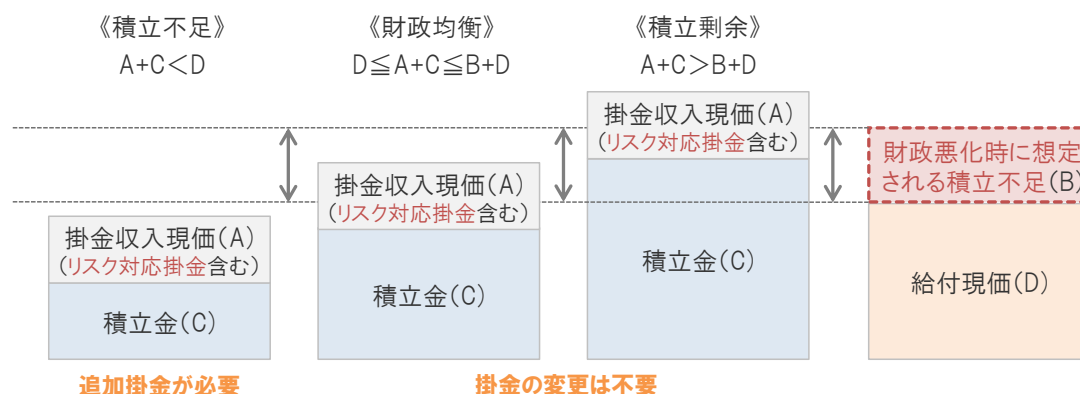
一定のルールが定められると思われます。

(3) 新たな財政均衡の考え方とは

「財政悪化時に想定される積立不足」や「リスク対応掛金」の新設に伴い、新しい財政均衡の考え方も示されています。

「リスク対応掛金」の拠出が可能になると、給付に必要な額（給付現価）以上の財源の手当が可能となります。ここで財源とは、積立金と将来の掛金収入の現価の合計のことであり、この財源の水準は景気変動等により常に変動します。これまでの財政均衡の考え方では、この水準が給付に必要な額（給付現価）と一致する状態（言い換えると、積立金と責任準備金（給付現価－標準掛金収入現価－特別掛金収入現価）が一致する状態）が「財政均衡」状態でしたが、新しい考え方では、「財政均衡」状態に「幅」を設け、「財政悪化時に想定される積立不足」の範囲内にある限りは、「財政均衡」状態とする（すなわち掛金変動を要さない）こととなります。図表2の左から2番目の状態がこれに該当します。厚労省は、この仕組みにより、現行に比べて積立剰余や積立不足が発生しにくい安定的な運営が可能となるとしています。

(図表 2) 新たな財政均衡の考え方



(4) 留意点

これまで、拠出の弾力化についての厚労省の具体案について説明しましたが、詳細が不明な点や、実際に新制度の施行後に運営側が検討しなければいけない点について、補足します。

まず、制度上の不明点ですが、新しく算定することになる「財政悪化時に想定される積立不足」の算定方法がどのような方法になるのかが不透明です。部会では、前述のとおり具体的な算定方法の例として、「ストレスシナリオによる方法」や「バリュエーション・リスクによる方法」等が示されましたが、この算定方法が1つに定まるのか、選択制となるのか等の詳細は不明です。仮に選択制となった場合は、何を基準に誰が選ぶことになるのか、といった検討事項も生じ得ます。「リスク対応掛金」については、そもそも現行の掛金と同様に損金扱い

になるのかについて、税務当局との調整結果が非常に重要なポイントとなりますし、設定ルール（特別掛金拠出の際のPSL償却ルールのようなもの）も不透明です。また、現在、多くのDB制度において積立水準は回復し別途積立金がある、すなわち既に一定程度のリスクバッファがある状況ですが、そのような状況において、今回提案された「リスク対応掛金」を別途積立金と関係なく「財政悪化時に想定される積立不足」の範囲で拠出できるのかも不明です。次に、運営上の検討事項ですが、「リスク対応掛金」の拠出は任意ですので、そもそも拠出するか否か、また、拠出するとなったらどの程度拠出すべきかを、各企業が検討する必要がありますし、現行の特別掛金の設定と同様、どのようなペースで拠出していくかといったことも検討する必要があります。

2. 新しいハイブリッド型制度（リスク分担型DB(仮称)）

現行のDB制度では、運用等のリスクが事業主に偏る一方で、DC制度では、運用のリスクが加入者に偏ることとなります。このように、DBとDCの二者択一では、労使のどちらかにリスクが偏在することになるた

め、リスクの偏りをなくし、労使でリスクを柔軟にシェアすることを可能とするために、前述の拠出弾力化の仕組みの導入を前提として提案された制度がリスク分担型DB(仮称：以下略)とよばれる新しいハイブ

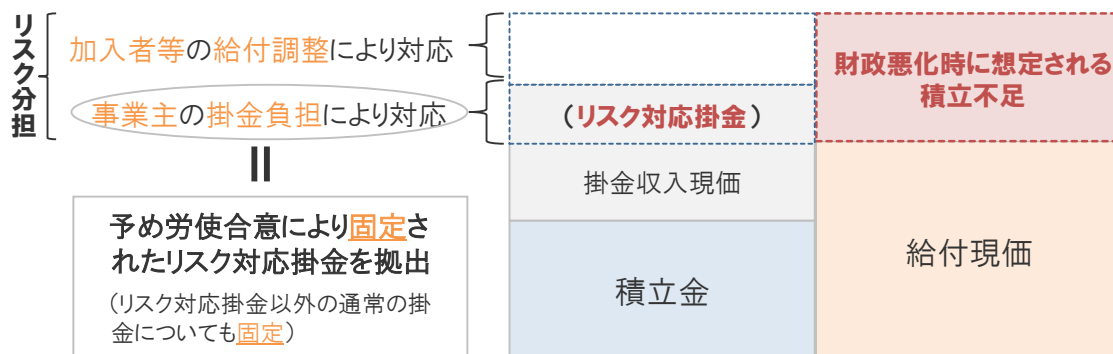
リッド型制度です。

(1) リスク分担型 DB の仕組み

この制度は、将来発生するリスク（新しく算定することとなった「財政悪化時に想定される積立不足」）を、「事業主の事前に拠出する掛金（「リスク対応掛金」）負担」と「実際に財政悪化が顕在化した場合の加入者や受給者の給付調整（給付減額）」により分担する仕組みといえます（図表 3）。給付調整のトリガーは、毎決算時の財政状態（積立水準）となり、前述の「幅」をもたせた「財政均衡」状態では予め約束した給付が支払われ、「積立剰余」の場合は次年度以降の給付を増額し、「積立不足」の場合は減額した上で支払われることになります（図表 4）。ここでポイントとなるのは、事業主が拠出する「リスク対応掛金」およびリスク対応掛金以外の掛金が固定となる点です。この「掛金が固定」というキーワードが企業会計上の取扱いに関わってきます。現行の国内基準では、このリスク分担型 DB のように、事業主による掛金額が

固定されており、追加拠出が求められない制度であれば、会計上債務認識を要しないと考えられますが、そもそも、こういった制度を前提として策定されたルールではないため、実務上の取扱いは企業会計基準委員会（ASBJ）の審議に委ねられることになります。なお、国際会計基準では、DB のような確定給付型の制度であっても、企業に追加拠出を求めない制度は DC に区分されることが明示されており、厚労省が参考にしたオランダの集団型 DC は、オランダの会計基準委員会において、会計上 DC に区分（債務認識が不要）されてよいとされています。なお、この制度の給付算定式については、「従来の DB」における給付算定式に「調整率」を乗じる算式が示されており、「従来の DB」には最終給与比例制やポイント制等のいわゆる伝統的な制度がカテゴリーされます。また、調整率については、基本的には、毎決算時に算定するものの、複数年度で平滑化して使用することも可能となっています。

(図表 3) リスク分担のイメージ



(2) ガバナンス上の措置

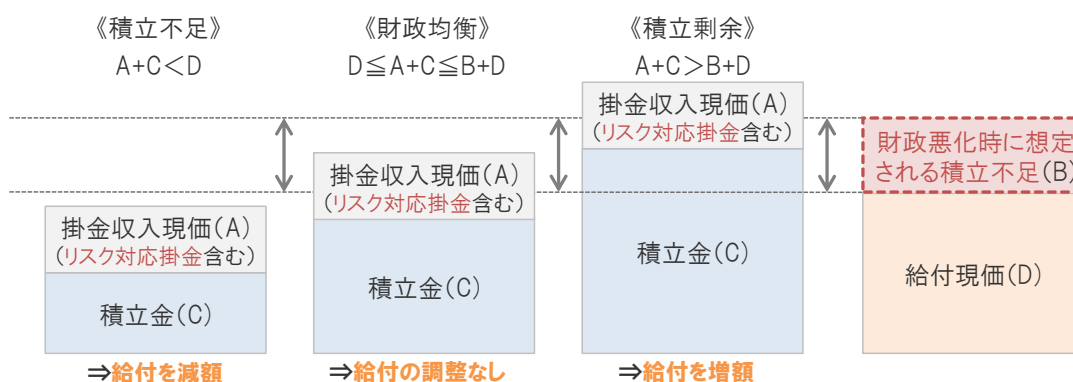
今回提案された「リスク安定型 DB」は、前述のとおり、労使の合意に基づくリスク

シェアを前提にするとはいえ、いわば自動的に給付額が調整される（場合によっては給付減額となる）意味では、既存の DB 制度

よりも、従業員が負担するリスクが高くなります。したがって、このリスク分担型DBにおけるガバナンス強化策として、加入者等が適切に意思決定に参画できるような仕組みが示されました。具体的には、理事会や事業主に対して提言を行う「委員会」を

設置することや、その「委員会」への加入者代表の参画、あるいは運用基本方針や政策的資産構成割合の策定の義務付け、さらには受給者への業務概況の周知等が挙げられています。

(図表4) 毎年度の決算をうけた給付調整の仕組み

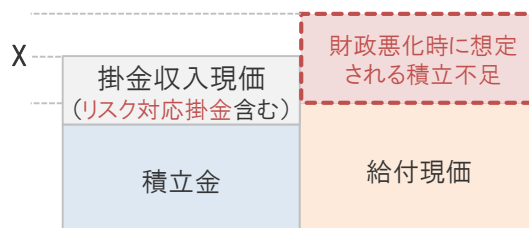


(3) 制度移行手続

制度移行時の給付減額の判定基準や既存受給者を移行する場合に必要な手続きについても提案されています。この制度に移行する際は、まずは、給付設計や「リスク対応掛金」の水準等を労使で意思決定し、代議員会での議決や労働組合の同意等、通常の規約変更手続が必要です。次に、この制度では、制度移行時点で給付が減額されることはないものの、将来的には加入者等の給付が減額される可能性もあることから、移行時の積立水準をもとに給付減額の判定を行うことが求められています。具体的には図表5に示されているXのラインが「財政悪化時に想定される積立不足」の2分の1の水準を下回っている場合は給付減額とするものとしています。2分の1の水準を下

回っていると、減額調整の可能性の方が増額調整よりも高い、という意味で給付減額とみなすというわけです。この給付減額判定によって、減額に該当した場合は、現行同様、加入者・受給者に対して同意取得等の手続を実施します。一方、減額に該当しない場合は何もしないかというところではなく、受給中の年金額が変更される可能性があることを踏まえ、全受給者に対する事前の十分な説明をすること、また、希望者には移行前の一時金給付を可能にすることを要するとしています。なお、受給者については、そもそもこの制度に移行せず、所謂、閉鎖型DBとして従前どおりの運営を行い、移行時の加入者のみこの制度を導入することも可能、となっています。

(図表 5) 給付減額の判定基準



(4) 留意点

本制度に関して一番不明なポイントは、この制度が企業会計上「DC に区分」され、債務認識が不要となるか、ということです。「DC に区分」されれば、企業の財務的なメリットは通常の DC 移行と同様、大きなものとなりますが、そうでなければ、この制度の魅力はかなり失われるものと思われます。また、厚労省から例示があったものの、給付算定式に組み込まれる「調整率」がどの

ように決定されるかも定かではありません。運営上の検討事項としては、この複雑な設計を加入者等に理解してもらうために、導入時あるいは導入後にどのようにサポートしていけるかということが挙げられます。また、厚労省が提案しているガバナンスの強化策に対し、所謂、受給権保護のためにどの程度コストをかけて対応していくかといったことも検討事項になると思われます。

3. おわりに

部会では、多くの委員から、企業の選択肢が増えることは評価できるという意見および会計上の取扱い（債務認識が不要とされるか）が非常に重要なポイントであるという意見が出た一方で、新ハイブリッド型制度については移行時のコストやガバナンスコストが増えないようにする必要があるという指摘がありました。冒頭に記載のと

おり、おおきな方向性については部会で概ね了承されたため、今後は、税および会計上の取扱いについて、厚労省が当局等と調整の上、部会等で制度の詳細が整理されていくことが想定されます。年金スポンサーや母体企業だけでなく、加入者や受給者にとって解りやすい制度、利用価値が高い制度となることを期待します。

年金コンサルティング部 リサーチグループ 田尻一臣

確定拠出年金の動向

確定拠出年金法改正案の内容と国会審議の状況

本年 4 月に、確定拠出年金（以下「DC」）法の改正案が通常国会に提出されました。改正案の内容は主に、①企業年金制度の普及・拡大を目指したものの、②DC の運用改善を目指すものの、③働き方の多様化に対応するものです。この DC 改正法案は衆議院で可決されましたが、参議院で審議の時間が取れず、9 月 25 日の厚生労働委員会にて継続審議とすることが決まりました。本稿では、DC 改正法案について、その内容とこれまでの審議状況をご案内します。

1. DC 法改正の経緯

まず、DC 法改正が検討されるに至った経緯について確認します。議論の出発点は、厚生労働省の諮問機関である社会保障審議会企業年金部会にて、企業年金制度の見直しに関する議論が行われたことにあります。同部会では、現在の企業年金を取り巻く環境について、次のような課題が認識されました。①少子高齢化の進展により、公的年金の給付水準が中長期的には引下げへ向かうこと、②先進諸国では公的年金と私的年金とを併せて見直しを行う潮流にあること、③働き方の多様化が進み、個人のライフスタイルも多様化することを見据え、それぞれに応じた仕組みをつくる必要があること、さらに、④税制適格年金の廃止や厚生年金基金の抜本的な見直しが行われ、中小企業における企業年金の実施状況が低下傾向に

あること、⑤DC・DB 創設から 10 年が経過し、企業年金制度について全体的な見直しを行う時期に来ていること、などです。

このような課題認識に基づき、12 回にわたって会議が開かれ、DC、DB の具体的な見直し案について議論されました。そして、厚生労働省は、この企業年金部会の議論の結果のうち、法改正が必要なものについて改正法案を国会に提出しました。なお、企業年金部会の議論のうち、DB については見直し内容のほとんどが法改正を要しないため、政省令改正で対応することになります。DB に関する改正についての詳細な内容は、現在、企業年金部会で議論されています（詳細は本誌 1 ページから 6 ページをご参照ください）。

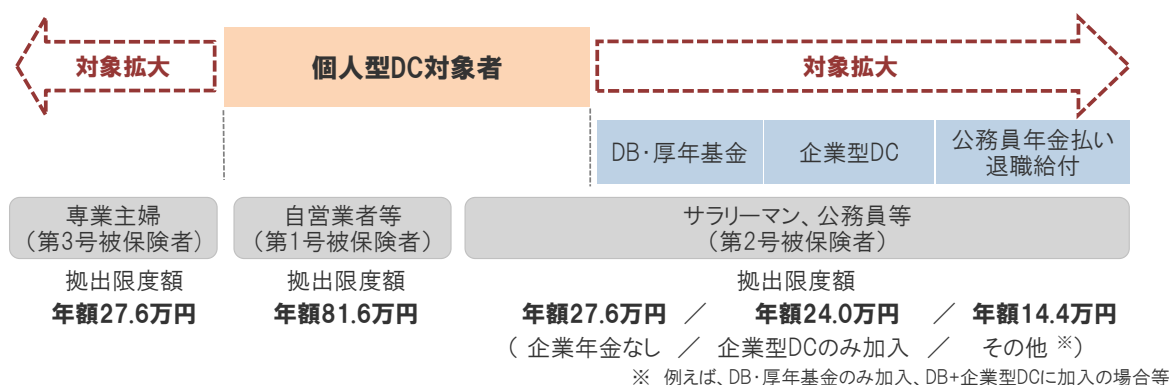
2. DC 改正法案の内容

次に、DC 改正法案について、具体的な内容をご紹介します。厚生労働省が今回の改

正の大きな柱としているのは、個人型 DC の加入者範囲の拡大です。



図表 1 個人型 DC の加入者範囲の拡大



これまで第1号被保険者および本人の働く企業に企業年金がない第2号被保険者のみが、個人型DCに加入可能となっていました。今回の見直しにより、企業に他の企業年金制度がある第2号被保険者や、専業主婦など第3号被保険者も個人型DCに加入できることとなります(図表1)。

見直し内容のもう一つの柱が、ポータビリティの拡充です(図表2)。これまでポータビリティが認められていなかった、例えばDCからDBへの資産移換等が可能となることにより、老後の所得確保を継続的に行うことができる環境が整備されることとなります。

また、中退共を実施している企業は、他の企業と合併する場合に限り、中退共からDBやDC、DCから中退共の資産移換が可能となります。

その他の見直しとしては、掛金の拠出限度額について、現在の月単位の制約から年単位へ変更されています。例えば、賞与が支給されるタイミングで拠出限度額いっぱいまで掛金を払うことや、毎月掛金を払うものの、賞与の月は他の月より掛金を多く払う、等が可能となります(図表3)。拠出限度額のフル活用が可能になれば、老後所得の確保に関する加入者の利便性がより高まると考えられます。

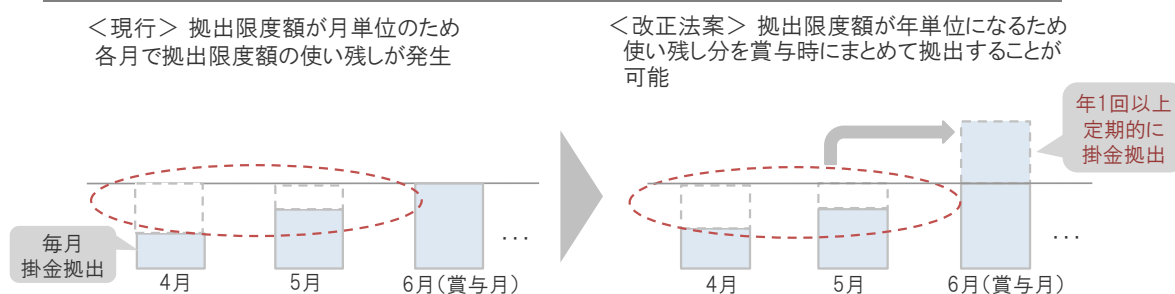
図表 2 ポータビリティの拡充

移換前に加入していた制度	移換先の制度			
	DB	企業型DC	個人型DC	中退共
DB	○※1	○	○	×⇒○※2
企業型DC	×⇒○※1	○	○	×⇒○※2
個人型DC	×⇒○※1	○	○	×
中退共	○※2※3	×⇒○※2※4	×	○

※1 移換先DBにその旨の規約手当が条件
※3 中小企業でなくなった場合は現行でも可能

※2 合併等の場合に限る
※4 中小企業でなくなった場合はH28.4から可能

図表 3 掛金の拠出限度額、拠出時期の年単位化



DC は、加入者自身が運用商品を選択し、運用を行う制度ですが、残念ながら制度や自らの運用状況について十分に把握をしていない加入者が多い、という実態があります。これを改善するため、①運用商品提供数に上限を設ける、②制度導入後の継続投資教育を努力義務化する、③運営管理機関はリスク・リターン特性の異なる3種類以上の商品を提示することを明文化し、分散投資を促す等の対応を行うこととされてい

ます。

なお、中小企業向けの見直しとしては、企業年金を実施しやすくするために、簡易型 DC (掛金や運用商品を固定化し、負担を軽くしたもの) や小規模事業主掛金納付制度 (従業員の個人型 DC の掛金を事業主が代わりに拠出する制度) の創設が盛り込まれています。

他にも法案に明記された改正はありますが、本稿では割愛します。

3. 改正法案の審議状況

DC 改正法案は、本年 4 月に国会へ提出されました。6 月の通常国会会期末までの法案成立を見込んでいましたが、そもそも厚生労働省関連の法案は医療・雇用関連の法案が目白押しであったことに加え、他の法案の審議難航、更に日本年金機構の情報流出事案により国会での審議が一時ストップする事態になる等様々な要因が重なり、長らく審議されない状況が続いていました。

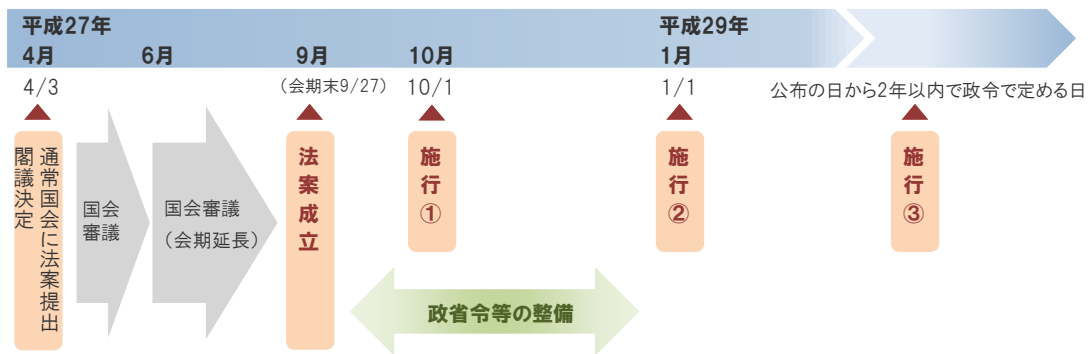
その後、国会の会期が 9 月 27 日まで延長されることが決定し、ようやく 8 月 5 日、衆議院の厚生労働委員会にて塩崎厚労大臣より当該法案についての趣旨説明が行われました。2 回の委員会審議のあと、9 月 3 日

の本会議にて賛成多数をもって可決、参議院へ送られました。

参議院では厚生労働委員会での審議時間が確保できないまま会期末を迎えることとなり、9 月 25 日、継続審議とすることが決定されました。

日本の国会は会期不継続の原則 (会期中に議決に至らなかった場合、次の会期に継続しないという原則) があります。ただし今国会の会期終了前に継続審議が可決されたため、会期終了をもって廃案とはならず引き続き次の会期でも審議されることになります。

図表 4 当初の施行スケジュール



<各改正項目の施行日>

平成27年10月1日施行（施行①）	公布の日から2年以内で政令で定める日（施行③）
<ul style="list-style-type: none"> DBの実施事業所の減少にかかる手続きの見直し DBからDCへの資産移換における同意要件の緩和 DB間の権利義務の移転・承継手続きの緩和 DC投資教育の企業年金連合会への委託 	<ul style="list-style-type: none"> 『簡易型DC制度』の創設 『個人型DCへの小規模事業主掛金納付制度』の創設 DCからDB等への年金資産の持ち運びの拡充 「DCの運用改善」関連全項目
平成29年1月1日施行（施行②）	<ul style="list-style-type: none"> DBから脱退一時金相当額を移換できる中途脱退者の要件の緩和 DCの運営管理機関の委託にかかる事業主の努力義務
<ul style="list-style-type: none"> DC掛金の拠出限度額および拠出時期の年単位化 個人型DCの加入者範囲の拡大 	

DC 改正法案の場合、参議院で継続審議が認められたことにより、次の会期も引き続き参議院厚生労働委員会及び本会議で審議され、可決されると再度衆議院へ送付されるという流れになります。

4. 衆議院厚生労働委員会での審議

衆議院厚生労働委員会では、8月5日の会議終盤に厚生労働大臣より法案の趣旨説明が行われ、21日、28日に具体的な質疑が行われ、28日に同委員会でも可決されました。21日の委員会では、元本確保型の商品に関する規定を除外したことについて、民主党議員より「わざわざ除外する必要はないのでは」との意見があり、民主党は28日の委員会で修正案を提出しました。この修正案

なお、DC 改正法案の施行日で一番早いものは平成27年10月1日となっていますので、継続審議となった場合は施行日の修正が行われると思われます（当初のスケジュールについては図表4をご参照ください）。

は否決されましたが、自民党・民主党など4党共同で「元本確保型も含めたリスク・リターン特性の異なる運用商品から適切に選択され、加入者に提示されるよう必要な指導を行うこと。また、労使合意の形成に際して、特に労働組合のない中小企業において、加入者の意思が合意に適切に反映されるよう必要な指導を行うこと。」という附帯決議が提出され、可決されています。

年金コンサルティング部 リサーチグループ 林 千陽

上場企業の退職給付の状況

2014年度の退職給付の積立状況

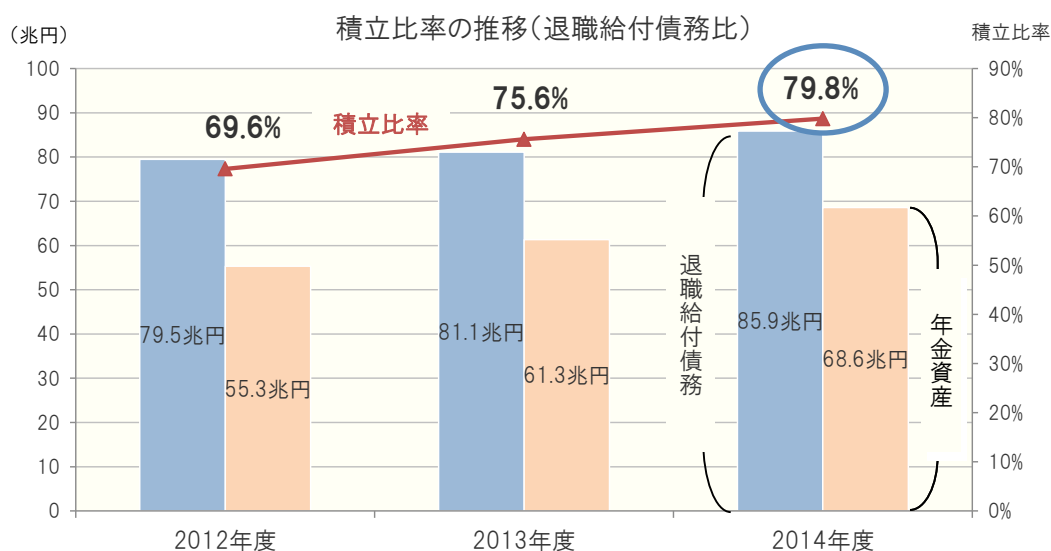
弊社では、毎年上場企業の退職給付の状況を集計・分析していますが、今年も、7月末時点の上場企業(2,905社)を対象に数値を集計しましたのでその概要を紹介します。退職給付会計基準改正から1年が経過し、改正基準で追加となった開示項目についても時系列比較が可能となったため、当該情報についても分析しています。なお、ご案内する集計結果は、適用する会計基準の差異等により集計可能な数値が限定されるなどの事情があり、項目によって集計対象数が異なっておりますので、ご注意ください。

1. 積立比率は高水準を維持

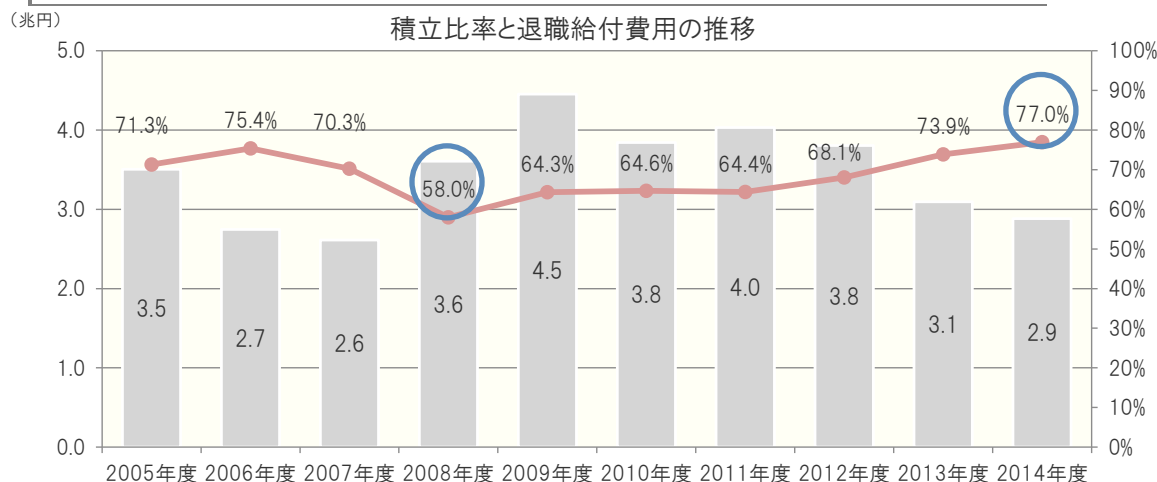
2014年度の積立比率(年金資産額÷退職給付債務(PBO))は、79.8%となり、前年度比4.2ポイント上昇しています(図表1)。金利低下等により、退職給付債務が前年度比5.9%増と比較的高い伸びとなりましたが、運用パフォーマンスの好調で年金資産が同11.9%増とより高い伸び率を確保したことで、債務の増加を吸収しています。図表2では、2005年度以降継続してデータ取

得が可能な企業のうち退職給付債務の規模の大きい500社を抽出し、直近10年間の積立比率の推移を表しています。リーマンショック後に積立比率は58%まで低下しましたが、その後順調に改善し、直近では77%にまで上昇しています(集計対象が異なるため図表1の積立比率とは異なっています)。2014年度は、直近10年間で最も高い水準となっています。

図表1 積立比率の推移



図表 2 積立比率の 10 年推移

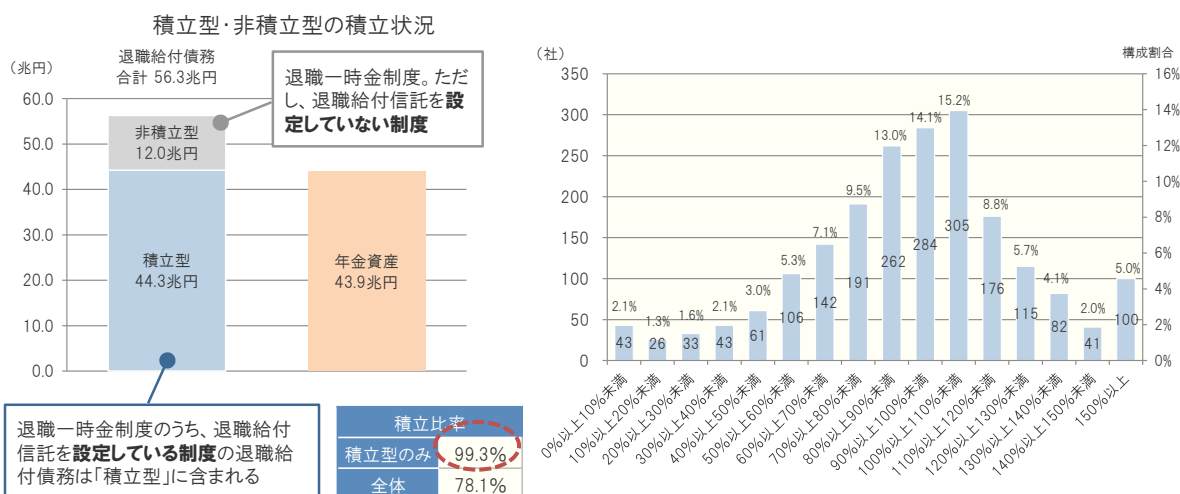


2. 積立型・非積立型制度の積立比率

改正基準では、制度を積立型・非積立型に分類し、退職給付債務を開示します。なお、退職一時金制度に対し、退職給付信託を設定している場合は、積立型に含まれます。積立型・非積立型の数値の開示によって、積立状態の差が制度内容によるものか、あるいは制度運営の影響によるものかが判明し、比較可能性・透明性が高まったと言えます。その積立型制度・非積立型制度に

分けて積立比率をまとめたのが、図表 3 です。積立型制度の積立比率は 99.3%と、ほぼフル積立の水準まで到達しています。更に分布グラフで見ると、およそ 4 割の企業が積立比率 100%以上と積立超過状態となっていることがわかります。ちなみに、昨年の積立型制度の積立比率は 94.3%でしたので、前年度比 5 ポイントの上昇となっています。

図表 3 積立型・非積立型制度の積立状況



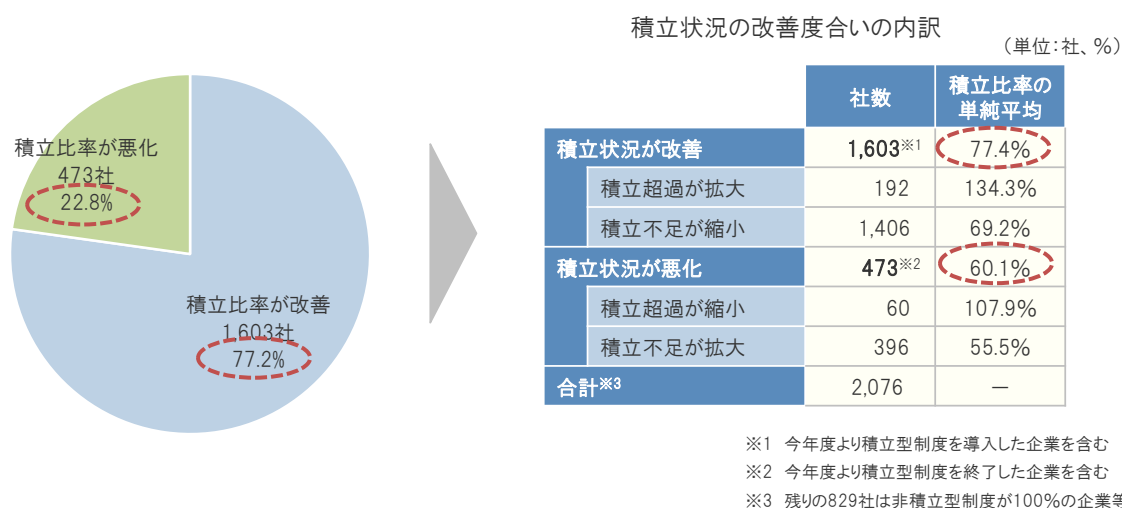
3. 積立状況の改善度合い

本誌2015年6月号では、決算短信での開示を基に主要企業の積立状況を集計し、改善度合いにバラツキがあることを指摘しましたが、その傾向は上場企業全体でも同様です。

図表4のとおり、前年度に比べて積立状況が改善（積立超過が拡大または積立不足が縮小）した企業は77%とかなり高い比率になっています。逆に言えば、23%は積立状況が悪化しており、企業ごとの改善状況にバラツキがあることがわかります。《積立状況が改善した》、《積立状況が悪化した》企業のそれぞれの積立比率を比較すると、《積立状況が改善した》1,603社は積立比率の平均が77.4%、《積立状況が悪化した》473

社は平均60.1%となっています。個々の企業における積立状況の変動は、運用資産の資産構成割合や退職給付債務の割引率の水準等、様々な要因があると考えられます。ただ、一般論として、積立比率が低い企業は運用環境好転で受ける恩恵が相対的に小さい反面、金利低下による債務の増加の影響はフルに受けるという点が指摘できます。積立型・非積立型の分析で指摘したとおり、積立型制度ではほぼフル積立てになっていることを考慮すると、《積立状況が悪化した》企業は、非積立型制度の比率が高い企業、言い換えれば年金制度への移行比率が低い企業が多かったのではないかと推測されます。

図表4 積立比率の改善度合い



年金コンサルティング部 リサーチグループ 林 千陽

海外年金制度の動向

米国 DC 制度における転職時の一時金の取扱い状況

DC 制度のメリットとして転職時などに資産を移換できる、いわゆるポータビリティが挙げられます。DC 法の改正で DC の加入者範囲が拡大されることになれば、日本でもポータビリティの有効性はますます高まると予想されます。今回は、DC の先進国である米国において、転職時の資産の取扱いがどのようになっているのかを考察し、米国との比較から日本の制度で考慮すべき点について検討します。

1. 日米における転職時の DC 資産の取扱いの差異

米国の 401 (k) プランの加入者が転職した場合、口座で保有する資産の取扱いに関して、いくつかの選択肢があります。具体的には、①加入していた制度にそのまま資産を残す、②加入していた制度の資産を転職先の制度もしくは IRA (Individual Retirement Accounts=個人退職勘定) に移換する、③一時金として受け取る、④部分的に①から③の対応を行う、という方法です。

日本でも運用指図者として、①のように既存制度に資産を残すことは可能です。なお、米国では口座残高が 5,000 ドル以下の場合、事業主は制度から資産を引き出すよう命じることができますが、日本ではそうしたことを可能とする定めはありません。

一方、日本では③の方法を選択することには制約があります。60 歳以下での途中引出し(脱退一時金の支給)が、厳しく制限されており、勤務期間が短く、資産残高が極めて小さい場合以外には認められないためです。要するに引き出したくても引き出せないわけです。これに対し、米国ではペナルティはあるものの引出しは可能です。

具体的には通常退職年齢(59.5 歳)前に脱退一時金を受け取ると、通常の税金に加えて 10%の早期引出し(premature distribution)のペナルティ(税)が課せられます。ちなみに、事業主は税金の支払いのために資産の 20%を留保することが要請されているため、一時金給付時点では当該 20%分を差し引いた額が給付されることになります。

日本では②のような資産の移換に関して、転職後の状況によって対応可能な方法が異なります。例えば、転職先に DC 制度があれば転職先制度に加入し、当該制度に資産を移換できます。また、転職先に DC 制度がなく、確定給付型の企業年金制度もない場合には、個人型 DC の加入者になることができます。さらに、第 1 号被保険者(自営業者等)になった場合も個人型 DC の加入者になることができます。このようなケースでは、個人口座の資産を DC の加入者として移換することができます。

ただし、現状では転職先に DC 制度がなく、確定給付型の企業年金制度を実施している場合には、個人型 DC 加入者になれず、

(個人型)運用指図者になります。退職して専業主婦になり、第3号被保険者になった場合も同様です。運用指図者は新規に掛金を拠出することはできず、運用指図のみを行います。口座管理の手数料の負担等もあり、資産残高が僅少な場合には必ずしも有利な運用ができるとは限りません。このように現状では、資産を移換して効率的に退職後の資産形成が可能となるのは、一定の条件をクリアした場合に限定されることとなります。

もっとも、現在、個人型 DC の加入資格を拡大する法改正が議論されています。この法改正が実現し、いずれのケースでも個人型 DC の加入者となることができれば、

資産移換によって、将来のための効率的な資産形成が可能となります。

なお、米国では元の制度から新制度への移換方法として2通りの方法があります。直接、資産を移換する方法 (direct rollover) と一旦現金で給付を受け取ってから制度へ資金を移換する方法 (indirect rollover) です。後者の場合、移換は60日以内に行われることが求められます。この場合、前述のとおり支給される額は給付額の80%であるため、全額を移換するためには20%相当額について自ら手当てする必要があります。この手当てを行わないと20%相当額は早期引出とみなされ、通常の税+10%のペナルティが課せられることとなります。

2. 2人に1人が税制適格制度に資産移管

従業員が転職時の一時金給付にどのように対応したかについて、米国の EBRI (Employee Benefit Research Institute=従業員給付研究機構) で行った推計があります (推計元データは Census Bureau=米商務省国勢調査局)。21歳以上で転職した人を調査対象としたこの調査では、単純に資産移換と一時金での受け取りという区分ではなく、資産移換を税制適格制度と税制非適格制度に分け、一時金での受け取りについては、①負債の返済・住宅購入・ビジネス (起業の資金等)、②教育への支出、③消費という3つに分類しています。

図表1は、一時金を何に使ったかの調査結果です。税制適格制度への資産移換と消費など複数の用途に利用したケースがあるため、構成比の合計は100%を超えています。使途のうち、最も多いのが税制適格制度に資産移換した人で48.1%と、ほぼ2人

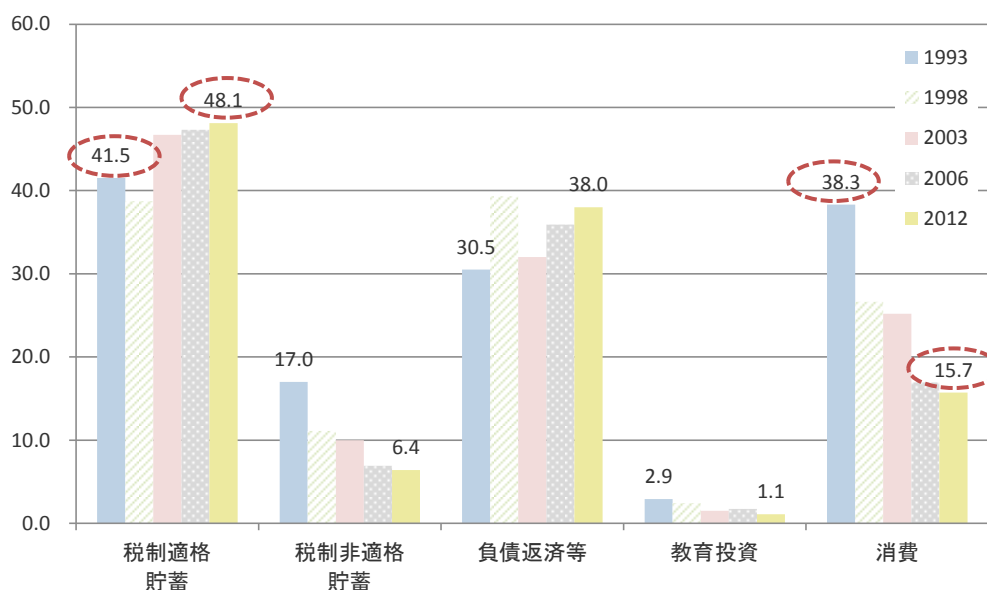
に1人の割合となっています。1993年時点では41.5%であり、やや上昇を示しています。税制非適格の制度に移換している人も若干いますが、59.5歳以降で早期引出しのペナルティが課せられない人が通常の貯蓄口座へ移換していると考えられます。

次いで多いのが、負債の返済や起業資金、住宅購入などへの利用です。金利水準との兼ね合いで、ペナルティを課されても借金返済や借入れをせず自己資金で賄う方が有利なケースは想定されるため、高い比率になることは理解できます。(子弟への)教育への支出もわずかながらあります。

消費支出は15.7%となっています。消費に支出する比率は徐々に低下傾向を示し、1993年当時の38.3%からは大きく低下しています。退職後の所得確保が重要であるとの意識が強まっている可能性はありますが、消費してしまう人も一定率存在します。



(図表1) 転職時の一時金の利用先の状況



(出所) EBRI : Annuity and Lump-Sum Decisions in Defined Benefit Plans:

以下の図表も同じ

一方、その選択肢に給付額のすべてを充てた場合に、その対象を調査したのが、図表2です。税制適格制度にすべての資産を移換した人は45.2%となっています。図表1で税制適格制度に資産移換した人が48.1%ですから、税制適格制度に資産移換した人のうち94% ($45.2 \div 48.1$) はすべての資産を税制適格制度に移換したことになります。

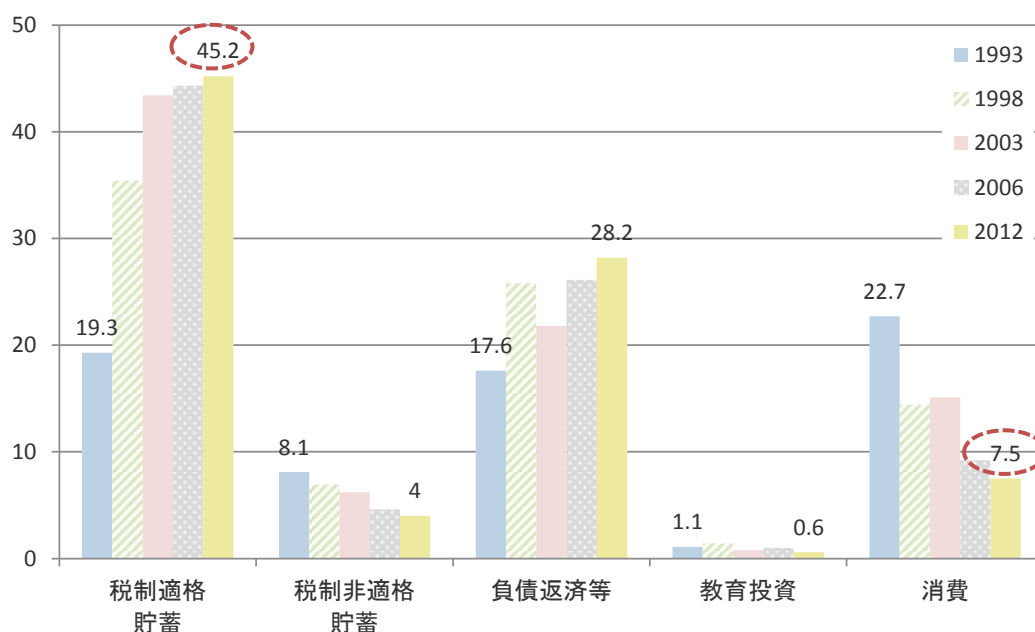
同様に、すべてを消費に費やした人は7.5%です。上記の考え方に従えば、消費に使った人のうちほぼ5割 ($48\% = 7.5 \div 15.7$) はすべてを消費に使ったことになります。この7.5%の人たちは、老後の所得確保のための重要な資産を、すべて消費に回してしまったことになります。

税制適格制度へ資産を移換する比率は、

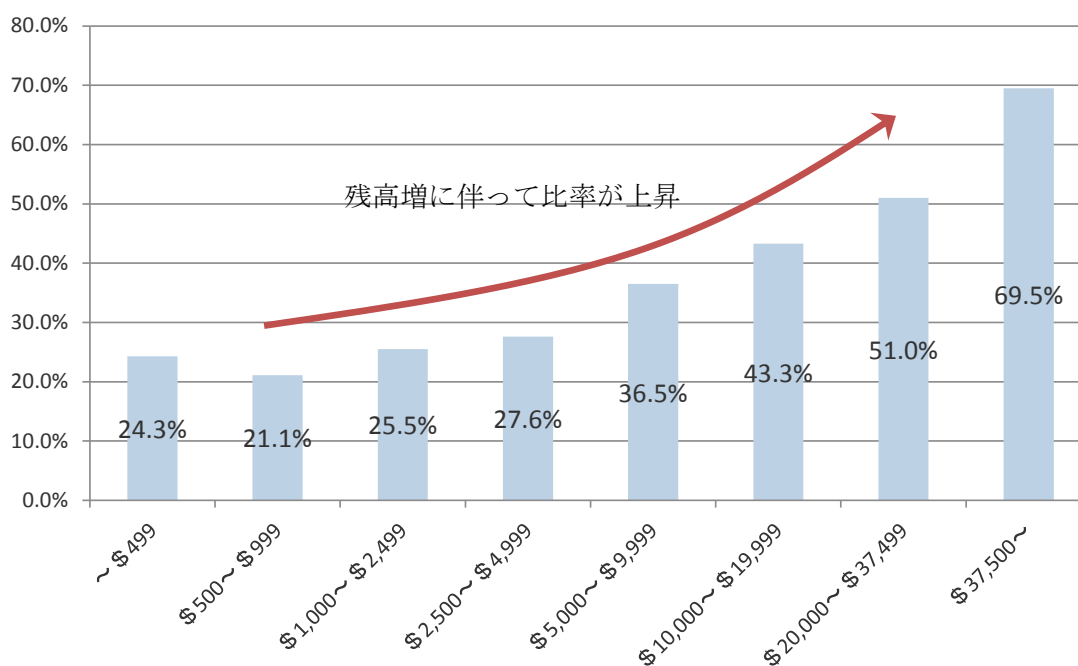
資産残高が増加するにつれて高くなると考えられます。あらためてデータで確認すると例外的に500ドル未満と1,000ドル未満の区分において、残高が増加しても資産移換をする人の比率が低下していますが、それを除くときれいに残高に比例して資産移換する人の比率が上昇していることがわかります(図表3)。特に5,000ドルを超えてからは上昇テンポが著しくなっています。

常識的に考えると、資産残高が大きい人は加入期間が長く、退職までの期間も短くなっているはずですが、こうした人達は退職後の生活設計に関して、より真剣に考えているでしょうし、特段の理由がなければ、ペナルティを課せられるという不利は回避するはずですが。

(図表2) 転職時の一時金を全額使った場合の利用先



(図表3) 口座残高毎の転職時の一時金のすべてを税制適格制度に移管した比率



3. 日本では適切な“受け皿”確保が必要

米国では、DCにおける脱退時の一時金にペナルティを課すのは消費に使ってしまうことを回避するためと考えられます。先月号で紹介したDBの一時金給付もIRAに移

管し、課税を繰り延べることが可能ですが、いったん税制適格の口座に移換すると引出し時にはペナルティが課されます。こうしたペナルティは、老後の所得確保のために

税制優遇を与えていることの裏返しであると理解されます

一方、日本の DC は米国と違い、脱退一時金の取得が厳しく制限されています。この点について、「DB で脱退一時金の給付を認め、DC で認めないことは一貫性を欠く」との意見も聞かれます。一貫性を欠くのは事実ですが、DB 同様に脱退一時金の給付を認めると、老後所得の確保のためでなく、米国のように給付の一部又は全部を消費に回してしまうことが懸念されます。

推測の域を出ませんが、DB の脱退一時金は消費に使われてしまい、必ずしも退職後の所得確保のために留保されていない可能性が高いのではないのでしょうか。DB の脱退一時金は受け取ってもペナルティは課せられません（逆に、退職所得控除という税制上の優遇策が講じられています）。このため、老後のために資産を移換しないと損になるという意識は働きません。一方で米国の IRA に相当する税制優遇のある個人型 DC という制度が存在しないため、老後所得確保のために資産移換を望んでも、転職後の状況によっては有利な“受け皿”が存在しないケースもあります。

DC 法が改正され、個人型 DC の加入者範囲が拡大すれば、DC の資産移換だけでなく DB の脱退一時金についても、“受け皿”が存在しないという事態は解消されることとなります。ただ、“受け皿”が確保されれば、それに資金が向かうわけではありません。それを行うことによるメリットがなければ実行されないからです。

DC の資産を移換する場合であれば、もと

もと 60 歳以降でしか給付を受け取ることができないため、加入者範囲の拡大がメリットとなることは間違いありません。

ただ、DB の脱退一時金に関しては、移換すると、その後 60 歳まで引出しができなくなってしまおうというデメリット（？）が発生するため、DB からの資産移換を躊躇する人がいても不思議ではありません。

税制面でのデメリットも想定されます。例えば、将来、特別法人税が復活した場合を想定してみます。DC に移換せずに自ら運用すれば、評価益には課税されませんし、実現損失が発生した場合には課税所得から損失分を控除することができます。これに対し、DC に移換すると、評価益に課税され、評価損が発生しても資産残高の一定割合で特別法人税が課税されることになるからです。だからといって、DC も DB のように脱退一時金の支給を認めると、消費に向かう可能性があり、老後の所得確保という観点からの課題が発生します。

年金での給付を基本として発展した米国の企業年金と退職一時金の外部積立形態として利用されてきた日本の企業年金とは、制度の仕組みが違い、結果的に税制の考え方も異なるのは当然です。要は、その国にあった制度を検討することが最も重要であると考えられます。

日本では長寿化が進み、一方で公的年金の給付抑制が見込まれるため、企業年金あるいは自助努力による老後所得確保の必要性はますます高まると考えられます。そうした環境認識に基づき、最適な仕組みが整備されることを期待します。

退職給付制度設計のポイント その7

企業再編時の制度見直し

近年、企業価値・グループ価値の向上あるいは事業運営の効率化等を目的とした企業再編が加速化しています。これらの再編の目的や戦略を実現するには、再編後の新会社のポリシーを人事処遇制度に反映し、新会社を支える人的基盤を構築することが重要です。人事処遇制度というと、給与体系や昇格体系を真っ先に思い浮かべますが、退職給付制度についても、新会社に相応しい制度に見直し、再編の目的や戦略の実現をサポートする制度とすることが望ましいと言えます。今月号では、こうした企業再編時の退職給付制度の見直しにおける論点について考えてみたいと思います。

1. 退職給付制度見直しの検討ポイント

企業再編時の退職給付制度の見直しにおける検討においては、まず最初に、新会社へ入社してくる新入社員の給付をどうすべきかをベースに新しい制度を構築し、次に、既存の従業員をどのようにその新制度へ移

行させるかを検討する、といった順序で進めていくことが一般的です。それぞれのフェーズでの検討項目には、図表1に掲載したものが挙げられます。

(図表1) 退職給付制度の見直しにおける主な検討項目

①新入社員の給付設計	給付水準・給付カーブ	給付水準をどの程度とするか (事業再編の対象会社間で給付水準に格差がある場合、いずれかの水準にあわせるかどうか)
	給付算定式	長期勤続や個人評価についてどの程度反映したいかを踏まえ、定額制・最終給与比例制・ポイント制のいずれとするか
	制度構成	退職金、確定給付企業年金(DB)、確定拠出年金(DC)のいずれの制度をそれぞれの程度の割合で適用するか
	年金(一時金)支給方法	高年齢者を取り巻く環境の変化を踏まえ、年金支給開始時期や年金で受取れる割合、年金支給期間等をどのように設定するか
②既存従業員の移行方法	過去分の取り扱い	制度変更前の期間にかかる給付について設計を変更するか否か
	期間通算の有無	制度変更前の勤続期間を新制度に通算するか否か
	経過措置	新旧制度で大幅に制度内容が変わる場合、経過措置(=既得権・期待権保障)を設けるか否か

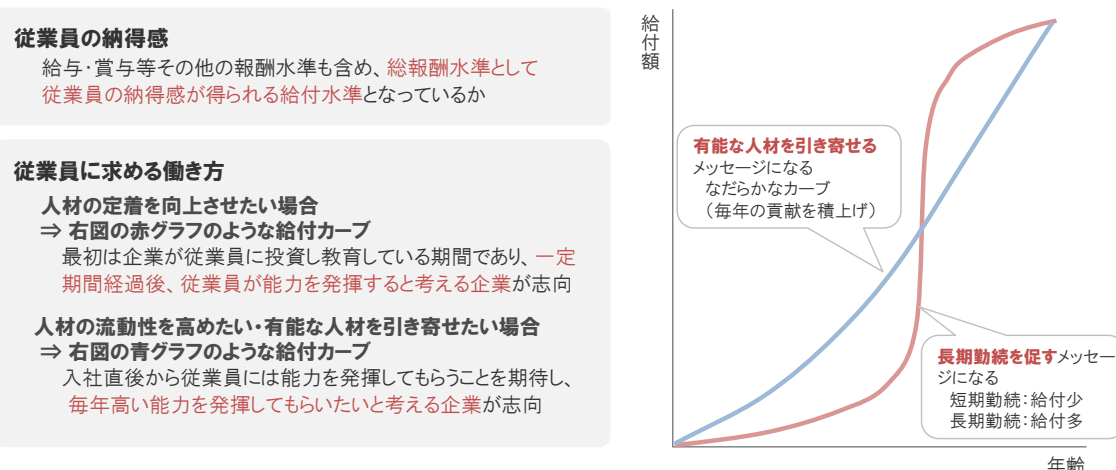
2. 新入社員の給付設計

(1) 給付水準・給付カーブ

給付水準を検討する上では、給与や賞与、あるいは諸手当も含めた、総報酬水準の中での退職給付制度の位置付けを意識することが必要です。退職給付水準そのものを検討する際に、競合他社との水準比較をすることもありますが、給与や賞与といった賃金制度との兼ね合いによっては、必ずしも他社比較にとらわれる必要はありませんし、むしろ、従業員の納得感や従業員に求める

働き方を意識して検討する必要があります。給付水準が高ければ高い程、従業員の納得感は得られやすくなります。一方で当然のことながら、給付水準が高くなると、財務的な影響（コストあるいは退職給付債務残高）が大きくなってしまいます。こうした財務的影響については、標準的な退職年齢における新旧の給付水準を比較して、簡易的にその影響を把握することも重要です。

(図表 2) 給付水準・給付カーブ統一に伴う検討ポイント



(2) 給付算定式

どのような給付算定式を設定するかについては、長期勤続や個人評価についてどの程度退職給付に反映したいかを踏まえ、検討することが必要です。また、給付額算定に月例給与とは別に退職給付算定用の「給与」を設定する場合、新しい人事処遇制度における資格や賃金等と整合性をとる必要もあります。なお、今後も事業再編を行うことが想定される場合には、ポイント制やキャッシュバランス制度等、事業再編前の勤続期間相当の給付額を事業再編時（制度

統合時）の要支給額（ポイント累計や仮想個人勘定残高）として設定することができるスキームを採用しておけば、既存従業員の移行がスムーズになります。

(3) 制度構成

一口に退職給付制度といっても、制度の種類は、退職一時金と DB 制度、そして DC 制度があります。このいずれの制度を適用するかは財務負担の安定性（図表 3 ご参照）や従業員の老後の生活保障などの観点を踏まえ検討する必要があります。老後の生活保障の観点からは、今後、公的年金の水準

が低下することを踏まえ、年金としてどの程度の給付水準を確保していくかを検討することが望まれます。また、どの制度を選択するかについては、それぞれの制度の特徴を考慮し、導入効果や運営コストも踏まえたうえで、その比率を決定することが重要です。もっとも、すべての会社に共通する最適な比率があるわけではなく、企業が何を重視するかにより解は様々となります。

なお、制度選択に関する検討のアプローチ方法として、①資産と負債の変動による母体企業への影響が許容範囲内に収まるように DB と DC の比率毎のリスク水準を測定して決定する、②DC の資産が大きく下振れた際にも DB と合わせた給付が最低限目標とする水準を下回らないように比率を決定する、などの方法が考えられます。

(図表 3) 各制度の資金負担の安定性

退職金	・退職者が発生する都度、資金負担が発生 毎年の資金負担は変動
DB	・運用実績が悪い場合、追加の資金負担が発生
DC	・運用実績によらず、資金負担は固定的 ・将来の運用利回りを保守的に見込んで、DC掛金を設定すると、恒常的な資金負担が高止まりする

(4) 年金（一時金）支給方法

事業再編は、企業風土や生活環境（すなわちライフスタイル）が異なる組織や従業員が一緒になるイベントとも言えます。その意味では、事業再編時に退職給付制度の設計を変更する際に、世間一般で起こって

いる趨勢的な変化への対応を行うことは必須かもしれません。具体的には、企業年金の受け取り方法や、給与と退職給付の配分等をフレキシブルな制度へ見直すことが望ましいと言えます（図表 4 ご参照）。

(図表 4) フレキシブルな制度への見直し

(DBの)年金受取方法を選択可能な制度へ見直し

- ・年金支給開始年齢：(例)10年確定→5・10・15・20年確定から選択
- ・年金支給開始年齢：(例)60歳→50～65歳の任意の時期を選択
- ・一時金選択割合：(例)0%・100%→0・25・50・75・100%から選択

給与と退職給付の受取方法を選択可能な制度へ見直し

- 給与の一部を減額改定
- 減額相当額を前払退職金として設定
- 前払退職金として受取るか、企業年金として受取るか選択

3. 既存従業員の移行方法

新制度の給付設計が確定すると、次のステップとして、既存の従業員の移行方法を検討する必要があります。ポイントは制度移行前の期間にかかる給付（いわゆる過去分）の取扱いをどうするかです。過去分を変更しないという方法は、変更時点での債務やコストへの影響は限定的となります。

それだけに新旧制度の給付設計の差異が大きい場合には労使合意の観点からは合理的な選択肢といえます。一方、過去分の変更を行う場合は、事業再編後の新会社のポリシーが既存従業員にもより強く伝わるという効果があります（図表 5 ご参照）。

（図表 5）過去分の取扱いによる影響比較

		メリット	デメリット
過去分を変更しない	人事面	・わかりやすく従業員の納得感が高い ・各制度における既得権が保護	・過去分について各社間の差異が残る 新会社のポリシーの浸透に時間を要する可能性あり
	財務面	（増額の場合） ・債務・コストの増加が限定的	（減額の場合） ・債務・コストの抑制効果は限定的
過去分を変更する	人事面	・過去分についても各社間の差異が解消 新会社のポリシーが浸透し一体感の醸成が期待できる （増額の場合） ・従業員の満足感向上	（減額の場合） ・労使合意が困難
	財務面	（減額の場合） ・債務・コストの抑制効果大	（増額の場合） ・債務・コストが大きく増加

一口に「過去分の取扱い」といっても、給付水準や支給形態といった保証要素がありますので、会社として何を保証すべきかを整理することが必要です。また、具体的に詰めなければいけない項目としては、ポイント制やキャッシュバランス制度における移行時持分の算定方法や、期間通算の有

無、さらに経過措置の内容があります。移行時持分の算定方法については、「現行制度を重視する方法」を採るか「新制度を重視する方法」を採るかが論点となりますが、それぞれ特徴が異なりますので、どの特徴を重視するのか検討が必要です（図表 6 ご参照）。

（図表 6）移行時持分の算定方法

現行制度を重視する方法

移行時持分：現行制度の要支給額

- 特徴
- ① 従業員にとって理解しやすい
 - ② 既得権が保障される
 - ③ 変更前後の給付カーブの違いにより期待権が侵害される可能性がある



新制度を重視する方法

移行時持分：入社から新制度を実施していたと仮定した場合の想定要支給額

- 特徴
- ① 合理性はあるが、算定方法が煩雑
 - ② 既得権が侵害される場合がある
 - ③ 定年時の給付水準は新制度における想定水準と大きな乖離はない

また、制度変更によって不利益を被る従業員が生じる場合は、給付水準の維持や減額の緩和のために経過措置の設定が重要になってきます。経過措置を設定する上では、その目的や対象者あるいは対象期間に加え、具体的な方法を検討し、労使で協議することとなります（図表 7 ご参照）。不利益の度

合いを緩和するためにきめ細やかな仕組みを作ることも大事ですが、一方で、あまりに複雑な内容の経過措置を設定すると、従業員側が理解できなかつたり、会社側の運営コストも高くなりますので注意が必要です。

（図表 7）経過措置設定における検討項目

設定目的	（例）・新旧給付カーブかい離の調整 ・制度移行時の激変緩和 ・スムーズな制度移行への工夫 など
対象者、対象期間	（例）・対象者：一定年齢以上、一定勤続年数以上 ・対象期間：制度移行後5年間 など
具体的な経過措置内容	（例）・旧制度の給付を維持する方法 ・丈比べ（新旧給付額を比較していずれか大きい額を給付する方法） など

年金コンサルティング部 リサーチグループ 田尻一臣

運用における”Skill”と”Luck” その3

運用とは、「運」を「用」いることか? ③

資産運用は、「ラックとスキルの連続線」上の位置で確認できるとおり、ラックの影響を強く受ける（特に短期）ものである。今月号では、このことが資産運用に与えた特質の一番目として前月号で取り上げた「4. 平均回帰」の続きから始め、続いて二番目として「評価期間（サンプル）」、三番目として「The Paradox of Skill」を取り上げる。

焦点として定めたいことは、年金ファンド担当者が将来の成果向上の可能性を高めるために、それらが持つ重要な意味を、どのように意思決定に活用できるかという点である。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。

4. 平均回帰

3. 意思決定にどのように活かすか

資産運用は本誌7・9月号で見たとおり、（特に短期では）ラックの影響が物を言うため、平均回帰の働きが強い分野といえます。チェス・ピアノ・歌・スプリント・テニス・体操等々のようにスキルの影響が強い分野、平均回帰の働きが弱い（ないしは、回帰スピードが遅い、頻度が少ない）分野に比べると、

- ① 「持続性（信頼性）」：現時点の結果が前時点の結果と、かなりの相関がある
- ② 「予測性（妥当性）」：行動のできの良し悪しと結果の良し悪しが、統計的に見てリンクしている

という点で、かなりの差があります。このため資産運用においては、①・②における特徴が、後者の分野並みになることは望めないでしょう。

従って、年金ファンド担当者に推奨される、「違い」を起し得る平均回帰への取組理念は、この点を加味し、次のようになら

ざるを得ないと考えます。

- i) そのスキルの高さを評価している運用者^{注1}に、投資戦略において自らがコントロールできる（＝スキルが、より役割を果たすための必要条件）ことへ専念することを促し、少しでもスキルの影響を強くするよう働きかける^{注2}。
- ii) さらに、「オール・スキル」側の活動では問題の生じない、「結果を見る」こと（直接的）を止め、「求める望ましい結果と高い相関を持つ指標」（間接的）に専念する。

(1) 運用ガイドラインの見直し

先ず肝心なのは、従来の「ガイドライン」における様々な運用制限の設定が、運用者のスキル発揮を阻害してはいないか？という従来とは若干異なる視点です。ガイドラインそもそもの目的に照らし、なぜ制限を設けるのか、その意味の再考です。

そこでの吟味の方向性は、スキルのある運用者にスキル発揮を促す、真に「協働



できる、合理的で意味のある投資行動条件（ライン）から成るガイドラインの作成を目指すことです。

一つの例としては、「配分量」（全資産に対する割合）を限定した上で、「分野」（ある資産クラス内、あるいは、複数の資産クラスにまたがり、その配分権限も含め）、における権限委譲（＝大幅な投資制限の緩和、撤廃）が考えられます。これは、一部のオルタナティブ投資においては、ベンチマーク設定等を含め、実質的には部分的に実施されていると考えられます。

(2) 新たな指標：Active Share

次に考えたいのは、「アクティブ・シェア」^{注3}の導入です。これは、運用ポートフォリオとベンチマークとするインデックスとの、構成銘柄時価ウエイトの差異、即ち、「アクティブ度」を測る指標です。この指標の最低値0%は、ベンチマークと銘柄構成が全く同じ（＝インデックス・ファンド）であることを、最高値100%は全く異なることを、意味します^{注4}。

そもそも、アクティブ運用ポートフォリオが、リスク調整後でベンチマークを上回るリターン（以下、「アルファ」）を獲得するためには、ベンチマークの構成銘柄時価ウエイトと同一では不可能で、絶対に乖離が必要です。つまり、合目的な乖離をさせ得るのが運用者のスキル、ということになります。そして期待どおり、この指標値を高く保ったポートフォリオの高い運用実績が確認されており^{注3}、この指標は運用目

的・運用スキル・運用成果の三者の調和を確認する有望な指標と評価できるでしょう。

またこの指標は、複数のアクティブ運用者を採用している場合、アクティブ運用者全体で「クローゼット・インデックス・ファンド」（＝意図しない、高コストで質の悪いインデックス・ファンド）化していないかのチェックにも大変有効です。

この指標の使用で、対ベンチマークのボラティリティが心配であれば、「トラッキング・エラー」の併用が考えられます。事実、注3の論文では、「高アクティブ・シェアと低トラッキング・エラー」の相性が良いことが示されています^{注5}。

注1：絶対条件です。このように評価できる運用者がいないと判断する、あるいは、見つけ出せない場合は、アクティブ運用の委託は慎むべきでしょう。なお、スキルの定義については、当誌9月号を参照ください。

注2：本誌9月号で、資産運用は決して「オールラック・ノースキル」ではないと述べました。

注3：Cremers, K. J. Martijn and Antti Petajisto, “How Active Is Your Manager? A New Measure That Predicts Performance,” SSRN-id891719, March 31, 2009 August, 1-47
この指標を実際に使用している、英国のファンドに紹介されて以来、注目しているものです。

$$\text{アクティブ・シェア} = \frac{1}{2} \sum_{i=1}^N |W_{fund,i} - W_{index,i}|$$

$W_{fund,i}$ と $W_{index,i}$ は、アセット*i*のファンドとインデックスにおけるウエイト(%)を表す。

注4：一般的には、60%未満はアクティブ度が低く、「クローゼット・インデックス」的、60% - 80%はそれ相応の高アクティブ度、80%超はかなり高いアクティブ度、と見なされている模様です。

注5：論文では、こことは異なる観点から、この組合せに至ったことを、お断りしておきます。

5. サンプルと評価期間

年金ファンド担当者が意思決定において、念頭に置きたい資産運用の特質の二番目は、

資産運用者の評価と切り離すことのできない、「サンプルの数」・「期間」です。



1. サンプルの数・期間選択の難しさ

運用の結果は直接的に観測・計測ができるため、運用者のスキルを見る際に当てにしたいものです。しかしながら当小論で述べて来たように、資産運用の連続線上の位置やラックから受ける影響（特に短期）への考慮を必須とすると、「取扱注意」が必要となります。短期（＝短い時間）の結果を用いた評価は、少ないサンプルの数でラックの影響が大きくなり、信頼性が劣るからです。では、できるだけ長期（＝長い時間）の結果（＝より多いサンプルの数＝ラックの影響小）で評価すれば大丈夫かということ、話はそう単純ではありません。

2. 意思決定にどう活かすか

一般的に、我々は全ての運用者・運用戦略・資産クラスの結果を、同じ「時間軸」（例：3年、月次の結果でサンプルの数36個）で評価する傾向があります。実務的な観点では、業界デファクト・スタンダードの時間を使い、同じ時間を適用すれば、公平で問題なしということです。

6. The paradox of skill

特質の三番目は、MJMが”The paradox of skill”（「スキルのパラドックス」）と呼ぶ、「スキルが向上すると、結果はラックの影響を、従前以上に受けるようになる」というものです。「より優れたスキルは、ラックの影響を減らすのではなく、増やす」というのですから、まさに逆説です。

1. 「スキルのパラドックス」成立の背景

資産運用の分野も、ビジネスやスポーツ

しかし、サンプルの収集で本当に重要なのは、「時間」ではなく「Trials（試し）の数」だ、とMJMは言います。即ち、単に同じ数があれば良いのではなく、スキルの用いられた回数を考慮すべきだ、ということです。運用者のスキルを評価するのですから、当然と言えば当然です。

運用戦略・資産クラスによっては、短期で多数の「試し」がなされるもの、長期で数回しかなされないもの、があります。例えば、1,000分の1秒単位で多量・高速なトレードを行うHFT（超高速取引）、一定シグナルの発生を捉えて都度トレードするクオンツ（定量的・数量的）運用戦略、短期有価証券、での運用は前者の例であり、低売買回転率のバイ・アンド・ホールドの集中投資、プライベート（不動産、株、インフラ等々）投資、は後者の例です。

前者は、後者よりも、ずっと早（速）く評価ができる道理となります。運用者のスキル評価を誤らず、公平を期すためには、画一的な評価期間・サンプルの数ではなく、運用者の投資手法・戦略・分野毎の試し回数への考慮が必要です。

等々の他分野と同様に、間違いなく昔よりスキルは向上しています。この理由としては、発信される情報の量・質・スピードの向上（発信側も同様）・入手のし易さ・処理技術能力の進歩、教育・トレーニングの発達・充実、優秀な人材の引き付け、業界内の競争、等々が挙げられるでしょう。

しかしながらこのことは反面、自ずと誰でも同様の情報・技術・教育・人材の入手・利用が可能になったことと同義です。そし

てこのことは、このような経緯で高度化してきた、資産運用者のスキルレベルの均一化（収束）の必然性を意味します。つまり、「スキルの標準偏差の低下」（MJM）、スキル分布の幅が狭くなった、のです。

そして、結果のバラツキが、スキルとラック各々のバラツキから成ると考えれば、スキルの向上による「スキルの標準偏差」の低下は、「結果の標準偏差」変動の大小如何に関わらず、「ラックの標準偏差」の影響が相対的に大きくなることを意味します。

2. 資産運用におけるスキル向上の意味

スキルの向上により期待できるのは、入手可能な情報の資産価格への織込みの効果・効率の進歩です。これを、敢えて思い切り単純化して整理すると、「正確・最新の情報を基に将来のキャッシュ・フローとその現在価値が算出され、それに基づき売買取引が執行される」ということになり、これが示唆するのは「価値＝価格」成立（その方向に動いて行く）の蓋然性、即ち、「市場効率性」、が高まるということです。

この帰結は、Charles D. Ellis が「敗者のゲーム」^{注6}で述べた（と筆者が理解する）ビジョンと、相通じるものになると思われまます。具体的には、「今や市場を支配するのは機関投資家であり、実質的に機関投資家総体が市場という環境下では、もはや機関投資家の誰かが、他の全ての機関投資家のエラーから、市場に勝つほど十分な回数・大きさの利益を得ることができるとは考え難い」という点です。

3. 意思決定にどう活かすか

(1) 勝負する分野を選ぶ

MJMは、未だスキル格差の存在する＝スキルの標準偏差が低下しきっていない、領域を探求することを提唱します。そこでは、よりスキルのある者は、スキルの劣る者を出し抜いて、勝てるというわけでは^{注7}。

筆者はこの作戦の実行に当たり、さらに「相対スキル重視」の観点を強調し、次のような中・長期での上位と下位の運用者の成績の開き具合（差）を基準とした方針を提案します。

(a) 開きの「狭い」分野：年金ファンドの運用者サーチ労力と得る成果（費用対効果）を考慮し、低報酬戦略（例：インデックス・ファンド）を採用する。これの入手が可能でない場合は、「この分野で投資する必要性・目的」の再検討をする。

(b) 開きが「ある」分野：労力をかけてでも、上位の運用者採用を目指す。当然ながら、このような分野を見出す努力は、日常的に行われる必要があります。

(2) プロセスを重視する

年金ファンド担当者が本当に成し遂げたい（るべき）ことは、スキルを持った運用者を、彼らが優れた実績をもたらす前に見出すことです。「正しい意思決定をするには、正しい質問をしなければならない」と言われますが、ここで「質問」されるべきは、運用者の「プロセス」です。

資産運用におけるプロセスは、特定の目的を達成する^{注8}ための一連の行動のことであり、スキルを具現する仕組みです。従って、プロセスはスキルを事前に明らかにするもの、と言えるのです。

運用におけるプロセスの優劣＝スキルの良し悪し、を判断する際の基準として、MJM

は次の3つの観点を挙げています。(簡単に筆者の理解を付記します。)

- (i) 分析力：突き詰めれば、本来の価値と市場で付く価格の差、を見出すスキルを身に着けること。
- (ii) 心理的バイアス：運用者の多くが陥るバイアス(過信等々)を理解し、その影響を和らげる術を持つこと。
- (iii) 運用会社事由の制約：いかに「エージェンシー・コスト」をマネージしているかが核心。今話題の、運用者組織の倫理・ガバナンスに関わる問題。

上記は、どれ一つをとっても達成は難しいと思われませんが、その達成具合次第により成果が左右される勘所です。年金ファンド担当者にとって、(少なくとも)上記3点からの丹念な運用者プロセス検証の実施は、決定的に重要です。

万が一にも、「プロセスが良くなく、幸運のおかげで、良い結果になった」という、たまたま上手くいったに過ぎない投資結果を、運用者のスキルに因るものと錯覚するようなことがあれば、将来に禍根を残すこ

とになります。(結果的に、「結果」を見ているに過ぎないことになります。)

「ラックは移ろう」です。ある時は良い結果、また、別の時は悪い結果、になりながらも、長期の結果はプロセス(スキル)に依存すると考えられます。即ち、良いプロセス(だけ)が、良い結果(成功)の可能性を高めるのであり、結果に着目することよりも、プロセスに着目することが重要な由縁です。運用のような「成功が確率的な分野では、プロセスにフォーカスすべき」(MJM) なのです。

注6: Ellis, Charles D., "The Loser's Game," *Financial Analysts Journal* Vol. 31, No.4 (July/August 1975), 19-26

注7: この作戦に対する警句として、ウォーレン・バフェットの次の言葉を挙げておきたいと思います。

"If you've been playing poker for half an hour and you still don't know who the patsy is, you're the patsy."

<http://as.wiley.com/WileyCDA/Section/id-817935.html>

「30分ポーカーをやり、誰がカモなのかわからないとしたら、カモになっているのは自分だと思わないさい。」(筆者訳)

注8: (例) ベンチマークを上回るリスク調整後リターンを、期待どおり継続的に、適切な期間でもたらすこと。

7. おわりに

今回のシリーズの締括りにあたり一番相応しいのは、MJMの次のコメントです。少し長くなりますが、本稿の結びとします。

「成功するために成し得ることを全てやり遂げたのなら、結果がどうであれ、受け入れましょう。幸運で期待以上の結果になることも、また、不運のため、がっかりするような結果に終わることも、あるでしょう。それでも、そのような時なすべきことは、元氣を出し、ひるむことなく明日また同じ

ことを行うように態勢を整えることです⁹。」(筆者訳)

以上

注9: Mauboussin, Michael J., "The Paradox of Skill"

"If you've done everything you can to put yourself in a position to succeed, you should accept whatever results appear. Some days you'll be lucky, and the results will exceed your expectations. Some days the results will be disappointing because of bad luck. **The best plan will be to pick yourself up, dust yourself off, and get ready to do it again tomorrow.**"

<http://changethis.com/manifesto/100.03.SuccessEquation/pdf/100.03.SuccessEquation.pdf#search='The+paradox+of+skill'>

年金運用部 顧問 大輪秋彦



<コラム> アドリブ経済時評

ESG投資の残高2,500兆円

この夏、鬼怒川をはじめ何本もの河川の堤防が決壊するという災害が起こった。

流されまいとして、電柱や屋根につかまる人や、ヘリで救助される人をハラハラしながらテレビで見た。越水とあって、増えた川の水が堤防を越えると、堤防は外側の土砂を水流に削られてあっという間に決壊するというのを知った。

何よりも怖いと思ったのは、衛星から写される筋状の雨雲である。同一地域に現れ続けて、50年に一度とかの集中豪雨をもたらすという悪魔のような雲である。

さて、近年のこうした異常気象はなかなか詳細な因果関係は解明できないものの、人類が燃やす石油や石炭によるCO₂の増加が主な原因だということが明らかにされている。

そして、2006年頃に英国の経済学者が中心になって大勢の学者がまとめたスターン・レビュー「気候変動の経済学」によれば、今世紀末に地球の平均気温がこのまま上昇してさらに摂氏4度上がれば、世界中で風水害が増え続け、毎年GDPの10%もの被害が出るようになるだろうとの予測がなされている（スターン・レビューは環境省から日本語版がだされていてWEBでも読める）。また、今すぐに（全世界で）対策がとられるなら、そのための費用はGDPの1%ですむとの計算もなされている。

日本で考えれば、年間GDPはおおよそ500兆円であり、その1%の対策費は5兆円となる。もちろん、この対策は全世界で行われなければ意味がないし、多くの国が巨大な財政赤字を抱えている現状を考えれば、この話は政治にとってはやはり「不都合な真実」となってしまうのかもしれない。

しかし、つい先日「ESG投資（残高が世界で）2,500兆円」という記事が新聞に乗っていた。「ESG」とは、環境（Environment）、社会（Social）、企業統治（Governance）の3つを指していて、E：環境保護やS：貧困撲滅といった取り組みをG：企業統治と同列に考えて投資判断に生かす、そんな考えがヨーロッパを中心に既に広がっている。投資残高は全体の4分の1以上にもなったとのことである。

2006年4月、当時のアナン国連事務総長が中心になって制定された「責任投資原則」では、（1）投資分析と意思決定プロセスにESGを組み込む、（2）物言う株主としてESGを株式保有に組み込む（3）投資先にESG問題への情報開示を求めるなどということが盛り込まれている。

投資の側から、気候変動にストップをかける運動をもっともっと進めて欲しいと思う。

【2015/9/25】

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、充分ご注意ください。
- 本資料は、当社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。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

