

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

2016年9月号

《目次》

《第18回社会保障審議会企業年金部会の議論の動向 その1》 DBのガバナンス強化について①	… 1
《DC等改正法の概要について その3》 個人型DCの適用範囲の拡大について	… 5
《企業年金の半世紀を振り返る その6》 退職給付会計の導入	… 11
《誌上年金カレッジ》 財政再計算③ 見直しによって生じる影響	… 16
《アメリカの私的年金改革の変遷と動向 その1》 アメリカの私的年金の資産規模と公的年金制度の概要	… 20
《資産／リスクの配分 その2》 「主流型」VS.「順応型」②	… 24
《特別寄稿》 「Brexit」が英国の企業年金に与える影響	… 29
《アドリブ経済時評》 もったいない！食品ロス	… 31

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>

第18回社会保障審議会企業年金部会の議論の動向 その1

DBのガバナンス強化について①

平成28年6月14日に、「社会保障審議会第18回企業年金部会（以下、部会）」が開催されました。同部会において、DBのガバナンスについての議論が行われています。平成27年1月16日に同部会での「議論の整理」が公表された中で、企業年金の普及・拡大のための施策として、「企業年金制度が長期にわたり適切に運営されるため、制度を健全に運営するための体制の整備等（企業年金のガバナンスの確保）が必要である」とされたものです。

現在、同部会で議論されている「DBのガバナンス」について解説します。

1. DBのガバナンスに関する検討経緯

平成26年12月15日に開催された「社会保障審議会第13回企業年金部会」において、「企業年金は掛金の拠出を行ってから実際に年金給付が行われるまで数十年の期間を要する。将来の給付が確実に行われるよう適切に運営していくためには、制度を健全に運営するための体制の整備等が重要である」とされました。

平成26年12月25日に開催された「第14回企業年金部会」では、「企業年金のガバナンス」について次のような課題の整理が行われました。①資産運用委員会の設置促進、②公認会計士による監査の実施、③厚生年金基金を参考とした資産運用ルールの見直し、④資産運用に関する加入者等への開示の充実。

さらに、平成27年1月16日に「社会保障審議会企業年金部会における議論の整理」が公表され、この中で「企業年金を取り巻く環境と社会経済情勢の変化等を踏まえつつ、公的年金制度を補完する役割を強化するため、企業年金制度の更なる普及・拡大

等を図る必要がある」とされ、「企業年金制度が長期にわたり適切に運営されるため、次の各項目について制度を健全に運営するための体制の整備等（企業年金のガバナンスの確保）が行われることが必要である」としました。

具体的なガバナンスの検討項目としては、①組織・行為準則、②監査、③資産運用ルール、④加入者への情報開示の4つがあげられました（図表1）。

また、DB（基金型・規約型）のガバナンスについて求められるものは、基本的には厚生年金基金のガバナンスと同様であると考えられることから、基本的な部分については厚生年金基金のガバナンスに合わせていくこととされました。

これらの課題への対応策として、平成28年4月28日の「第17回企業年金部会」において厚生労働省の案が提示され、さらに、平成28年6月16日の「第18回企業年金部会」において、詳細の見直し案が提示されました。

(図表 1) DB のガバナンスに関する検討課題

	検討課題	検討内容
①	組織・行為準則	・代議員会のない規約型 DB や企業型 DC にも事業主と加入者が制度運営に関して協議する場の設置を検討 ・資産運用委員会の設置促進(専門家を含める等)および委員会の議事概要の代議員会への報告等の明確化を検討
②	監査	・公認会計士等の外部の専門家による監査の活用を検討
③	資産運用ルール	・厚生年金基金の資産運用ルールを参考に見直しを検討
④	加入者等への情報開示	・運用の基本方針の全文開示および資産運用利回りを年に1回以上開示することなどを検討

出所：厚生労働省（2017）「社会保障審議会企業年金部会における議論の整理」（H27.1.16）から筆者作成

2. DB のガバナンスに関する検討課題

検討課題の 1 つ目の「組織・行為準則」については、「利害関係者である事業主や加入者の意思が適切に反映されるとともに、日々の運営が適切に行われるための基本的な仕組みが定められていることから、権限と責任分担の仕組みについては一定の整備が行われていると考えられるが、利害関係者の意思の反映については、代議員会のない規約型 DB や企業型 DC にも事業主と加入者が制度運営に関して協議する場を設置すべきである」としました。また、「資産運用に関して適切な議論が行われるよう、資産運用委員会の設置をより促進するとともに、専門家を含めることや委員会の議事概要の代議員会への報告等について明確にすべきである」としました。

2 つ目の「監査」については、「基金型 DB では監事による監査等が行われているが、会計のように専門性の高い分野については、開示される財務情報の信頼性向上のため、公認会計士等の外部の専門家による監査を活用することも考えられる」としました。

3 つ目の「資産運用ルール」については、

「DB の資産運用に関しては分散投資を基本とするルールが定められているが、厚生年金基金の資産運用ルールを参考に一定の見直しを行うべきである」としました。

DB ガイドラインについては、厚生年金基金ガイドラインを参考に、平成 14 年の DB 法の施行に合わせて制定されました。平成 24 年に AIJ 問題を契機として「厚生年金基金等の資産運用・財政運営に関する有識者会議」の議論を踏まえ、分散投資やオルタナティブ投資を行う際の留意点等について厚生年金基金ガイドラインが改訂された際に、DB ガイドラインは改訂されなかったため、厚生年金基金ガイドラインを参考に、DB ガイドラインについても一定の見直しを行う必要があるとされたものです。

4 つ目の「加入者への情報開示」については、「DB の資産運用に関しては、加入者への説明責任を果たし、加入者利益に沿った企業年金の運営に資するよう、少なくとも運用の基本方針の全文を開示するとともに、資産運用利回りを年に 1 回以上開示することとすべきである」としました。

3. DB のガバナンスに関する見直し項目

同部会での議論の過程において、DB のうち複数事業所で構成されるものについては、単独事業所で実施されているものに比べてチェック・牽制が働きにくいと考えられると指摘されました。

そのため、企業年金のガバナンスに関しても、一律に強化を図るのではなく、適正な運営が難しい状況を抱えたものに対しては重点的に強化すべきであるとししました。

これにより、DB のガバナンスについて、総合型 DB 基金に対するガバナンス項目と、全ての DB に対するガバナンス項目に分けて検討が進められています（図表 2）。

第 17 回企業年金部会において示された DB のガバナンスの見直し案について、第 18 回企業年金部会では、さらに詳細の見直し案が再提示されました。

（図表 2）DB のガバナンスに関する見直し項目一覧

制度	見直し項目	見直し概要
総合型 DB	(1)代議員選定基準	代議員の選定基準および人数等について提示
	(2)基金名称	基金名称に関する審査要領を提示
	(3)会計監査	費用対効果を考慮しつつ外部専門家による会計監査を導入することを提示(対象基金および監査対象を今後検討)
全ての DB	(1)運用基本方針・政策的資産構成割合の策定	運用基本方針および政策的資産構成割合の策定を義務化
	(2)資産運用ガイドライン	厚生年金基金の資産運用ガイドラインを参考に見直しを実施
	①資産運用委員会	一定の資産規模以上の DB について資産運用委員会の設置を義務付ける
	②分散投資	特定の運用機関に集中しないための方針を定める
	③オルタナティブ投資	運用の基本方針にオルタナティブ投資についての項目を追加
	④運用受託機関の選任・評価	厚生年金基金のガイドラインに記載されている事項を追加
	⑤運用コンサルタント	運用コンサルタント採用の際に運用受託機関との利益相反について確認
	⑥代議員会・加入者への報告・周知事項	運用受託機関の選任・評価状況を代議員会に報告 資産運用委員会の議事概要を加入者に周知
(3)加入者への説明・開示、その他	DB 制度の業務概況について周知される項目や周知の方法の改善について検討	

出所：厚生労働省（2016）「第 18 回社会保障審議会 資料 1」（H28.6.14）から筆者作成

第18回社会保障審議会企業年金部会で示されたDBのガバナンス強化案について、今後、同部会で引き続き検討が行われたうえで、施行に向けて政省令等の整備がなされていく予定です。なお、総合型DBの「(2)基金名称」の見直しについては、今年8月1日付にて通知が発出され、同日付で施行されています。

また、今年6月3日に公布された「確定拠出年金法等の一部を改正する法律」では、DB・DCの運用改善等の規制緩和策が順次施

行されています。企業年金の普及・拡大のための運用改善等の規制緩和と、企業年金を安定的に健全に運営するためのガバナンスの強化が行われていくことになります。

今回はDBのガバナンス強化案について、項目毎に同部会で提示された詳細の内容を解説していきます。

なお、本稿における意見等については筆者の個人的見解であり、所属する組織のものではないことを申し添えます。

年金コンサルティング部 リサーチグループ 菅谷 和宏

DC等改正法の概要について その3

個人型DCの適用範囲の拡大について

「確定拠出年金（以下、DC）法等の一部を改正する法律」が6月3日に公布され、本誌前号では、7月1日付で施行された「DBの運営改善」について解説しました。

今回は、平成29年1月1日付で施行予定の「個人型DCの加入者範囲の拡大」について解説します。本項目は既存の企業型DC実施先のみならず、企業型DCを実施していないDB実施事業先へも少なからず影響が発生する項目ですので、内容については十分に理解することが大切です。

1. 個人型DCの適用範囲拡大の背景

個人型DCの適用範囲拡大は、わが国の少子高齢化の進展に対して、「社会保障と税の一体改革」の中で「社会保障改革に関する有識者検討会」報告で示された「3つの理念と5つの原則」を踏まえ、国民生活の安心を確保するための社会保障制度の構築を目指すための施策です。

平成25年8月6日の「社会保障制度改革国民会議報告書」においては、「自助を基本とした21世紀（2025年）モデルの社会保障制度への転換」を図り、人々の働き方の

多様化と個人のライフスタイルに合わせた老後の生活設計を支える新たな仕組み作りが必要とされました。

そのため、具体的施策として既存の個人型DCを利用して、個人型DCの適用範囲を拡大することにより、全ての国民が加入できる制度とし、自助を推進する仕組みとしました。これは国民に対して老後所得保障の自助を促すメッセージとも言えます（図表1）。

（図表1）社会保障審議会企業年金部会で示された施策

(1)企業年金等の普及・拡大	①一般企業向けの取組(DB・DC制度間のイコールフットingの確保等) ②中小企業向けの取組 (個人型DCへの中小事業主掛金納付制度の創設、簡易型DCの創設)
(2)ニーズ多様化への対応	①柔軟で弾力的な制度設計 「リスク対応掛金」、「新ハイブリッド型年金(リスク分担型企業年金)」 ②ライフコースの多様化への対応 (個人型DCの適用範囲拡大 、ポータビリティの拡充、拠出限度額の年単位化等)
(3)その他	①現行制度の改善(個々のニーズを踏まえたDB・DCの運用改善等) ②公的年金制度や税制等との関係

出所：厚生労働省（2014）「第23回社会保障審議会年金部会」、「第10回社会保障審議会企業年金部会」資料より筆者作成

2. 個人型 DC の適用範囲拡大の概要

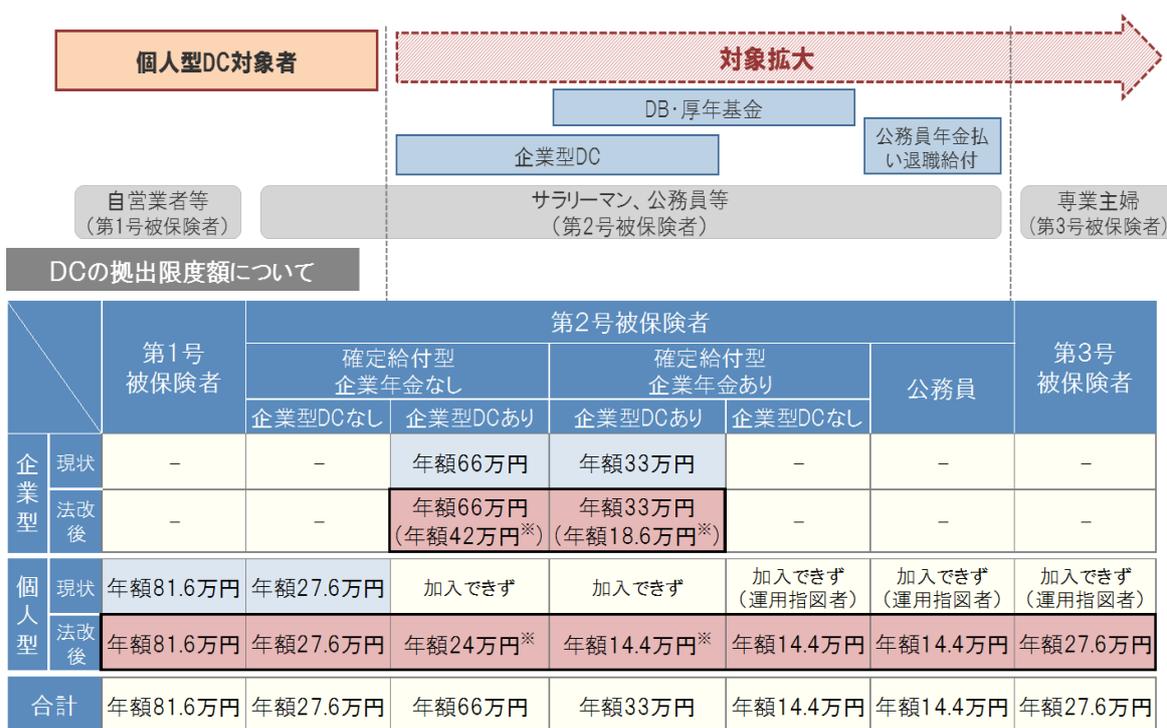
現状の個人型 DC については、国民年金第 1 号被保険者（第 1 号加入者）と企業年金がない第 2 号被保険者（第 2 号加入者）に加入範囲が限られていました。

そのため、企業型 DC に加入していた人が転職等で、DB 実施企業や第 3 号被保険者等となった場合は、個人型 DC への資産移換はできるものの、個人型 DC 加入者となることができず、個人別資産を運用するだけの運用指図者となるしかありませんで

した。これは、第 1 号被保険者や企業年金がない第 2 号被保険者に対して、企業年金に代わるものとして個人型 DC を提供するという考え方に基づいたものでした。

今回の DC 改正法では、企業年金の代替制度という考え方を改め、全ての人が加入できる仕組みとすることにより、個人が自らの老後所得保障に対する自助を促すための制度としました（図表 2）。

（図表 2）個人型 DC の適用範囲の拡大



※ 企業型 DC 加入者は、企業型 DC 規約に個人型 DC への加入を認める旨を明記した場合、個人型 DC への加入が可能。上記記載の法改後拠出限度額については、今後、政令で正式に規定される予定。

出所：厚生労働省「平成 27 年度税制改正の概要」（2015.1.7）より筆者作成

図表 2 において、既に企業型 DC を実施している企業の加入者については、企業型 DC の規約に個人型 DC に加入を認める旨明記した場合に限り、個人型 DC に加入する

ことができるようになります。この場合、拠出限度額については、現在の企業型 DC の拠出限度額を、個人型 DC と企業型 DC で次の通り分け合うこととなります。

DB 年金がない場合は、企業型 DC の拠出限度額が年額 42 万円、個人型 DC の拠出限度額が年額 24 万円となり、合わせて現在の企業型 DC の拠出限度額である年額 66 万円と同額となります。また、DB 年金がある場合は、企業型 DC の拠出限度額が年額 18.6 万円、個人型 DC の拠出限度額が年額 14.4 万円となり、合わせて現在の企業型 DC の拠出限度額である年額 33 万円と同額とな

る予定です。

なお、DB 年金がある場合で、企業型 DC がない場合の個人型 DC の拠出限度額は年額 14.4 万円、公務員の個人型 DC の拠出限度額は年額 14.4 万円、第 3 号被保険者の個人型 DC の拠出限度額は、DB 年金も企業型 DC もない人と同額の年額 27.6 万円となる予定です。それぞれの拠出限度額は今後、政令で確定される予定です。

3. 企業型 DC と個人型 DC の組合せ

企業型 DC については、現在、加入者のマッチング拠出が認められています。しかし、既にマッチング拠出を実施している企業型 DC の加入者については、個人型 DC へ加入することはできません。企業型 DC を実施している場合は、マッチング拠出を認めるか個人型 DC への加入を認めるかの

どちらかとなります。

マッチング拠出を認める場合も、個人型 DC への加入を認める場合も、企業型 DC 規約への明記が必要です。企業型 DC を実施している場合で加入者拠出を認める場合の実施可能な組合せパターンは、図表 3 の通りです。

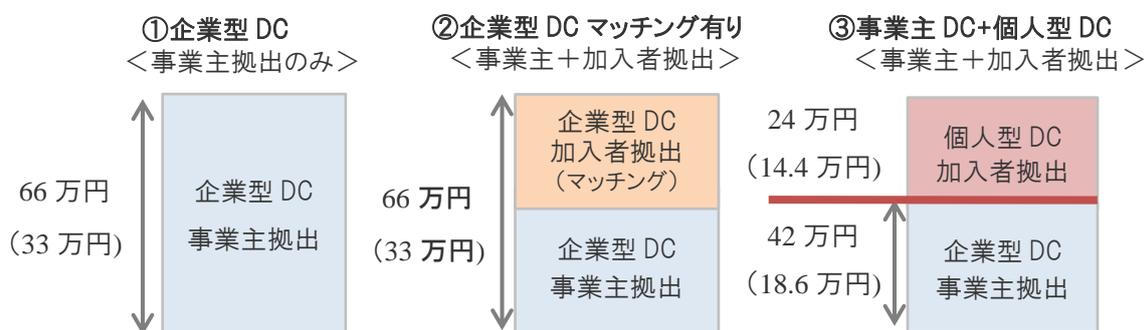
(図表 3) 企業型 DC と個人型 DC の実施可能な組合せ

① 企業型 DC (事業主拠出)

② 企業型 DC (事業主拠出 + マatching拠出(加入者拠出))

③ 企業型 DC (事業主拠出) + 個人型 DC (加入者拠出)

【注】②③については企業型 DC 規約にマッチング拠出を認める旨または個人型 DC への加入を認める旨の明記が必要



【注】カッコ内は企業型 DC に加えて DC 以外の企業年金(DB 等)を実施している場合の拠出限度額

出所：筆者作成

4. 企業年金の実施状況による個人型DCへの加入可否

個人型DCの適用範囲拡大の実施に際して、今まで以上に個人型DCへの関心が高まることが予想されます。従業員が個人型DCに加入したいと言ってきた場合、個人型DCに加入が可能かどうか整理しておく必要があります。

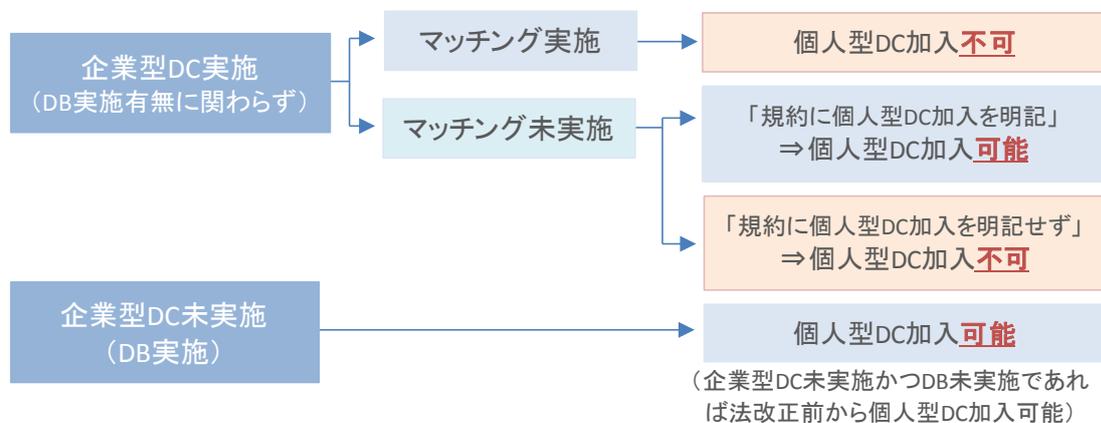
企業型DCを実施しており、企業型DCにマッチング拠出を認める旨を企業型DC規約に明記している場合、企業型DC加入者は個人型DCに加入できません。

また、企業型DCを実施しており、マッチング拠出を認める旨を企業型DC規約に明記していない場合、個人型DCに加入を認める旨を企業型DC規約に明記しなければ、企業型DC加入者は個人型DCに加入

することはできません。企業型DCを実施している場合は、「個人型DCの適用範囲拡大」の施行に向けて、マッチング拠出の実施や個人型DCへの加入を認めるかどうか、事前に検討をしておく必要があります。

一方、企業型DCを実施しておらずDB年金を実施している場合は、平成29年1月1日以降、従業員は任意で個人型DCに加入することが可能となります(図表4)。そのため、平成29年1月以降に企業型DCを実施した場合、事業主掛金が拠出限度額の制約により、十分な掛金(給付)水準を確保できない場合が発生すること考えられますので、企業型DCの導入については事前に十分な検討が必要となります。

(図表4) DC法改正後の企業年金実施状況による個人型DCへの加入可否



出所：筆者作成

5. 個人型DCの事業主の手続き

今後、従業員から個人型DCへの加入に関する問い合わせが増えることとしますので、従業員から個人型DCへの加入申し出がされた場合の事業主の手続きについて説明します。

従業員が個人型DCに加入したいと申し

出た場合は、事業主として行わなければならない手続きがあり、正当な理由なくこれを拒否することはできません。DC法第78条では「個人型年金(=個人型DC)についての事業主の協力等」が規定され、第1項において「厚生年金適用事業所の事業主は、

当該厚生年金適用事業所に使用されるものが個人型年金加入者である場合には、当該個人型年金加入者に対し、必要な協力をするとともに、法令及び個人型年金規約が遵守されるよう指導等に努めなければならない」と規定されています。

従業員から個人型 DC への加入申し出があった場合にまず初めに事業主が行う手続きは、個人型 DC の事業所登録です。「事業所登録申請書」を国民年金基金連合会（以下、連合会）に提出します。

次に、個人型 DC への加入申出者に対して、その者が個人型 DC の加入資格があるかどうか確認して「第 2 号加入者に係る事業主の証明書」を発行します。個人型 DC 加入申出者は自分で選んだ個人型 DC 運営管理機関に「加入申出書」と「第 2 号加入

者に係る事業主の証明書」を提出します。

個人型 DC 加入申出者が掛金の納付について給与天引きを希望した場合は、事業主は給与等から天引きをして連合会へ納付を行います（以下、「事業主振込」）。事業主は正当な理由なくこれを拒否することはできないとされています（DC 法第 70 条第 3 項）。

なお、個人型 DC 申出者が給与天引きではなく、自分で口座引落しを行うことを希望した場合は、事業主は個人型 DC 申出者に対して、「本人が個人払込を希望するため」等の理由を明記した「個人振込みを行う理由書」を提出します（以下、個人振込）。

1 つの事業所で「事業所振込」と「個人振込」を行う場合は、それぞれ事業所登録が必要となり、登録事業所番号は 2 つ付与されることとなります。

（図表 4）個人型 DC における事業主の事務について

	項目	事務概要
加入時の事務	①事業所登録の申請	従業員が個人型 DC に加入する際に、事業主は個人型 DC 事業所登録を国民年金基金連合会へ提出します。 ＜提出書類＞「事業所登録申請書」
	②事業主証明書の発行	従業員が個人型 DC に加入する際に、従業員が個人型 DC の加入資格を有することを証明する書類を発行します。従業員は加入申出書に添付して個人型 DC 運営管理機関へ提出します。 ＜提出書類＞「第 2 号加入者に係る事業主の証明書」
月次の事務	③掛金納付	個人型 DC に加入している従業員の給与から天引きして掛金を国民年金基金連合会へ納付します。（当月掛金額を翌月 26 日に口座振替により納付）
	④源泉徴収	掛金を給与から天引きする際、従業員が拠出する個人型 DC 掛金については全額が「小規模企業共済等掛金控除」として所得控除の対象となります。
年次の事務	⑤年末調整	個人型 DC 加入者から提出される「給与所得者の保険料控除申告書」に基づき、年末調整を行います。
	⑥加入資格確認	年 1 回、国民年金基金連合会から個人型 DC 加入者が引き続き個人型 DC 加入資格を有するかを証明して運営管理機関経由で国民年金基金連合会へ回答します。 ＜提出書類＞「第 2 号加入者の加入資格に関する届出」

出所：筆者作成

掛金の納付は、当月掛金額を翌月の 26 日（休業日の場合は翌営業日）に口座振替により納付します。「事業主払込」の場合、連合会から事業所あてに「個人型年金掛金納付結果通知書兼個人型年金掛金引落事前通知書」が送付されてきますので、当月の引落予定と前月の引落結果を確認します。

個人が拠出した DC 掛金は全額が「小規模企業共済等掛金控除」として所得税控除の対象となりますので、事業主は従業員の給与等から天引きした際は掛金額を控除して源泉徴収税額を計算する必要があります。

年末調整の際も従業員が拠出した DC 掛金額を所得控除に含めて計算しますので、従業員が保険料控除申告書を提出する際に、連合会から毎年 10 月頃に個人型 DC 加入者に送付される「小規模企業共済等掛金控除

証明書」を添付して提出してもらいます。

保険料控除申告書の提出義務は従業員にあります。事業主は従業員から提出された各種控除申告書に基づいて年末調整を行う義務があります（所得税法 190 条「年末調整」）。

また、年 1 回、従業員が引き続き個人型 DC 加入者の対象であることを証明するために、「第 2 号加入者の加入資格に関する届出」を提出する必要があります。届出期日の 1 ヶ月前までに、記録関連運営管理機関から事業主あてに届出が必要となる加入者のリストが送付されてきますので、リストに記載されている個人型 DC 加入者が、引き続き個人型 DC 加入対象であるかどうかを確認して、記録関連運営管理機関へ提出します。

※詳細の手続きにつきましては、国民年金基金連合会 HP に「個人型確定拠出年金 事業主の手引き」が掲載されていますのでご参照ください。

(<http://www.npfa.or.jp/401K/pdf/jigyounushitebiki201501.pdf>)

6. 個人型 DC の適用範囲拡大に向けて

個人型 DC の適用範囲拡大の施行に向け、個人型 DC を国民に広く知らせ広報活動やセミナー講演会等による普及・推進を行うため、制度の実施主体である国民年金基金連合会と制度の担い手である金融機関が協同して、「確定拠出年金普及・推進協議会」が設置され、7 月 26 日に第 1 回会議が開催されました。現在、個人型 DC を普及させるための愛称の検討が行われています。

個人型 DC の適用範囲拡大の施行については、今後の少子高齢化社会の進展に向け

て、国民が自らの老後所得保障を考えるきっかけにしていく必要が求められています。

そのためには、より使いやすい DC 制度の普及・推進が必要となります。今回の DC 法改正でも、様々な DC の運用改善が行われる予定です。次回は、今後予定されている DC の運用改善について解説をします。

なお、本稿における意見等については筆者の個人的見解であり、所属する組織のものではないことを申し添えます。

年金コンサルティング部 リサーチグループ 菅谷 和宏

企業年金の半世紀を振り返る その 6

退職給付会計の導入

退職給付会計の導入は、その後の企業年金制度の運営を大きく変え、さらには新しい制度の登場を促すことになりました。退職給付会計の導入は、一言で言えば退職給付制度を母体企業に「連結」したと考えられ、結果的に企業は経営課題として企業年金の運営に取り組まざるを得なくなったと言えます。また、企業年金が企業経営にも大きな影響を与えるという認識が広まるにつれ、企業年金制度自体の見直しも進むことになりました。

1. はじめに

退職給付会計の導入は、その後の企業年金制度の運営に極めて大きな影響を与えたと考えられます。会計基準の設定あるいは改正は、当該事象の経済実態を正確に示そうとして行われるものであり、企業行動に影響を与えることを意図して行われるわけではありません。しかし、企業は会計数値によって評価されるため、基準の設定や改正が企業行動に影響を与えることも事実です。何より、企業会計が経済実態を正確に

示しているとすれば、その実態に適切に対応することこそ、企業に求められる行動であると言えます。

その意味では、企業年金の実態を伝えるために退職給付会計が導入されたこと、また、退職給付会計がその後の制度運営、さらには企業年金制度自体の見直しにまでつながったことも、必然的な流れであったと言えます。今回は、退職給付会計導入に至る背景やその影響について考えてみます。

2. 退職給付会計導入前の状況

退職給付会計基準は、企業会計審議会によって 1998 年 6 月に公表され、2 年後の 2000 年 4 月 1 日以降に開始される事業年度から適用が開始されました。基準公表から適用まで 2 年も要した理由は、基準そのものの周知徹底や実務面での対応など（退職給付債務の算出等）に十分な準備期間を設定したためです。逆に言えば、それだけの準備期間がなければスムーズな導入が行えないと判断されたのだと思います。また、退職給付会計導入は企業の財政状態等に大

きな影響を与えることが予想されたため、導入による影響を回避するための対応期間として十分な間隔を空けることが配慮されたという事情もあります。

退職給付会計導入以前には、「退職給付」に関する統一的な基準はありませんでした（退職一時金や企業年金を総称して「退職給付」と呼ぶこともありませんでした）。退職一時金制度に関しては、貸借対照表に退職給与引当金を計上し、損益計算書では引当金繰入額を費用とすることになっていま

した。ただし、引当金の設定については定められた方法がなく、多くの企業は法人税法で規定する方法（自己都合退職の期末要支給額の40%を計上）を採用していました。

それ以外にも将来支給額を予測する方法、期末要支給額（100%）を計上する方法、さらに両者の現価を計上する方法が採用されていました。処理方法は同じでも、債務の算出方法は必ずしも統一化されていませんでした。

一方、企業年金の会計処理に関しては特段の規定がなく、掛金を費用とし、貸借対照表には年金の財政状況を反映しない取扱いとなっていました。掛金を費用としていたため、過去勤務債務の償却方法の差異などで企業間の比較可能性に支障が生じることが課題であると指摘されていました（当時は予定利率の弾力化前であり、予定利率を問題視する声はありませんでしたが、現在のように各社別の予定利率に差がある状

況で掛金を費用とすると、企業間の比較可能性という課題はより深刻になります）。

退職一時金に関しては、現金の支出でなく支出の原因などに基づいて費用を算出する発生主義であり、負債（引当金）を計上します。これに対して企業年金は現金支出という事実に基づいて費用を算出する現金主義で、かつ負債は計上しないという正反対の処理を行っていました。日本では多くの企業年金制度が退職金の資金準備のために実施されていますが、事前積立型か非積立型かで会計処理が異なっていたわけです。

もちろん、給付のための資金を積み立てるのと積み立てないのでは、給付に要する資金負担額が異なるため、コストが違うのは当然です。ただし、費用算出の考え方や債務の表示・非表示という重要な点で正反対の取り扱いとなるのは理に適っているとは言えませんでした。

3. 年金財政悪化、会計基準の国際的調和も後押し

退職給付会計の導入は、上記のような純粹な会計上の課題認識だけでなく、当時の年金財政の悪化や国際的な会計基準調和の動きなどにも促されたと考えます。バブル崩壊後は運用パフォーマンスが低迷して年金財政が悪化した結果、企業年金の積立不足拡大が懸念されるようになりました。このような年金の積立不足は「隠れ債務」と呼ばれ、バランスシートに表示されない「隠れ債務」は、債務の存在が確実視されているにもかかわらず、その実態が開示されていませんでした。

こうした状況下では、投資家の不安は募り、投資に慎重な姿勢とならざるを得ず、

市場全体を沈滞させる要因ともなりかねませんでした。退職給付会計の導入は、市場から透明性の確保が要請された結果とも言えます。

一方で、国際的な会計基準の調和が言われ始めたのもこの頃でした。1995年7月にIASC（国際会計基準委員会）とIOSCO（証券監督者国際機構＝SECや大蔵省（当時）など各国の証券市場の監督機関の国際的な集まり）との間で合意がなされ、IOSCOはIASCの活動を支持し、IASを承認する用意があることを表明しました。市場の規制を行う機関からのお墨付きを得たことで、国際的な会計基準の統一化が、にわかに現実

味を帯び、このことが日本の会計基準を世界標準に近づけていかななくてはならないという機運を高めました。日本基準と世界標準との間に乖離が目立つ基準であったのが退職給付会計であり、基準設定が急がれたと言えます。

米国では発生主義に基づく年金会計として、他の基準の先駆けとなった FAS87 号「事業主の年金会計」が 1985 年に公表されまし

た（適用は 1986 年 12 月 15 日以降開始される事業年度）。

国際会計基準では IAS19 号（従業員給付）が 1983 年に公表されましたが、当初の IAS19 号は多くの代替処理を認めていたため改正が必要とされ、1998 年 2 月に改正 IAS19 号が公表されました（適用は 1999 年 1 月 1 日以降に開始される事業年度）。

4. オンバランス化で退職給付制度が経営課題に

退職給付会計が企業年金を含めた退職給付制度の運営を大きく変えることになったのは、退職給付の状況が企業の財政状態に反映されるようになったためです。これは、退職給付の積立不足（あるいは積立超過）のオンバランス化でした。

企業年金は、年金あるいは一時金の支給義務を引き受け、その給付のために資金を調達し、調達した資金を運用する活動です。いわば保険業務と類似した金融活動と捉えることができますが、退職給付会計導入は、その業務を自社の業務として取り込むことになったと言えます。会計的な言い方をすれば、当該業務を（あるいは年金基金を）「連結」することになりました。

年金制度を含めた退職給付制度の状態が母体企業の財政状態に直結するわけですから、退職給付制度の運営を経営課題として捉えざるを得なくなったと言えます。

また、問題をより大きくしたのは、「連結」する退職給付制度は負債が資産を超過する、いわゆる債務超過の状態であったことです。退職給付制度はあくまでコストセンターであり、営利の獲得を目的とする通常の業務（子会社）と同列に考えるべきではありません

せんが、債務超過でその額が大きかったことが影響を大きくしたと言えます。

退職給付会計導入前には、企業年金部分に関しては資産と負債は計上されていないため、資産と負債を貸借対照表に追加計上する必要があります。そのため、損失あるいは利益を損益計算書で認識する必要があります（これを会計基準変更時差異と言います）。「負債 > 資産」の場合は、損失を計上して、追加の負債を計上することとなり、結果的には計上した損失分だけ自己資本が減少することになります。

実際には、ほとんどの会社で「負債 > 資産」であったため、損失を計上して追加負債を計上することになりました（図表 1）。

例えば、企業年金はバブル崩壊以降の運用パフォーマンスの低迷により年金財政上は積立不足に陥っているケースが多くなっていました。しかも、当時は年金財政上の予定利率を 5.5% で据え置いていた企業が多く、3% 程度の割引率で算出された退職給付債務は年金財政上の債務よりかなり大きな額となり、年金財政における積立不足を大きく上回る追加負債の計上を余儀なくされました。この影響は、厚生年金基金の代

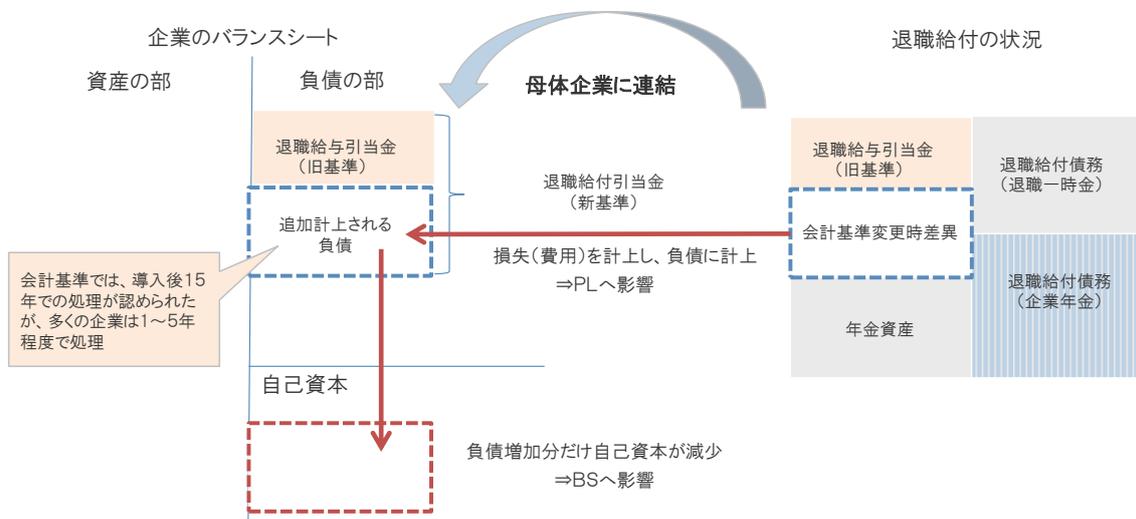
行部分について、企業の債務として退職給付債務を計算することになったことで増幅されました。なお、厚生年金基金の代行部分については「退職給付会計に関する実務指針（公開草案）」（1999年8月、日本公認会計士協会が公表）の段階では、退職給付の対象外とされたのに対し、同9月の中間報告（中間報告という名称ですが、当該時点での最終案という位置づけでした）では、一転して退職給付の対象とすることに変更された経緯があります。

一方、退職一時金については、従来から引き当てていた引当金と退職一時金制度の退職給付債務を比較して追加の引き当てあるいは引当金の取り崩しを行うことになりました。前述の通り、多くの企業は法人税

で規定する引当金を計上していましたが、このケースでは追加の負債計上が必要になりました。税法基準における自己都合退職の40%という数字の根拠は、退職金支払いまでの残存勤務期間を12年とし、割引率8%で現在価値に換算したものとされています。退職給付債務の給付見込額と要支給額とは同じではありませんが、割引率の水準のみの比較では、40%の引き当てでは不足すると見込まれます。割引率を3%として、割引期間を同じ12年とすると75%程度の引き当てが必要となるからです。

結果的には、東証1部上場企業で11兆円もの損失を計上し、自己資本を7%程度毀損させる極めて大きな影響を与えることとなりました。

（図表1）退職給付制度の「連結」による影響



出所：筆者作成

5. 制度運営や制度見直しにも影響

退職給付の財政状態のオンバランス化とともに、退職給付会計は時価に基づく発生主義の会計であるという点も大きな意味を持つこととなります。年金財政であれば、

予定利率は主観的に決定し、過去勤務費用の処理方法は掛金負担能力等を考慮のうえ決定します。結果的に、掛金水準はある程度は事業主サイドで調整することが可能で

あり、退職給付会計導入以前は、その調整可能な掛金を費用としていました。これに対し、退職給付会計では、退職給付債務や年金資産を期末時点での時価で評価し、それを基に負担すべき額として費用を算出します。資産や債務の変動を每期把握し、それを客観的に費用として織り込んでいくことが必要になりました。

また、掛金は一定期間毎の再計算で基礎率を洗い替えて算出するため、再計算時以外の年度では金額的には安定するのに対し、退職給付会計は毎期の資産・負債の価格変動を織り込んでいくため、每期費用が不安定になりがちであるという違いがあります。その結果、退職給付費用の変動が利益変動に少なからず影響を与えることとなります。

退職給付会計の導入後の金利は、趨勢的に低下傾向を示し、退職給付債務には増加圧力がかかり続けました。一方、年金資産はITバブルやリーマン・ショックなどの好悪両局面でボラタイルな動きを繰り返します。退職給付制度は、財政状態だけでなく、企業収益にも変動を与える要因として認識されることとなります。

退職給付会計の導入以降は、企業年金を含めた退職給付制度の実態が明らかになる中で、企業は健全化や安定化の努力を進め

ることになりました。予定利率を引き下げ、掛金を引き上げることによって積立水準を向上させ、併せて負担する運用リスクを引き下げるなどの動きは、退職給付会計導入後に活発化することになります。

さらに、より抜本的な対応を行うためには制度自体の変更も必要となるため、財界からの制度見直しに対する要望が高まりました。一方で、退職給付会計が企業経営に大きな影響を及ぼすという認識が高まっていく過程で、企業年金制度の見直し要望が実現に向かうことになりました。代行返上（確定給付企業年金の創設）やCBプランの導入、確定拠出年金の創設、あるいは会計基準に直接関連のある事象としては退職給付信託の導入などが、次々に実現していきました。冒頭に指摘したように、会計基準は企業行動に影響を与えようと意図しているものではなく、まして企業年金制度の変更を促すという政治的な意図をもって改正されるわけではありません。しかし、結果的には、企業行動や企業年金制度の見直しのトリガーになったということは間違いないと考えられます。

次号は、このような見直しが行われる中で、まさに会計上のために創設された「退職給付信託」について振り返ります。

年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野 正徳

誌上年金カレッジ

財政再計算③ 見直しによって生じる影響

前回、「財政再計算」に際して事業主が自ら決めなければならない4つの項目（①予定利率の設定、②別途積立金の取崩し、③特別掛金の設定、④政策アセットミックスの見直し）について説明しました。今回は、これらの見直しによって生じる影響について解説します。

1. 予定利率見直しによる影響

近年、財政再計算時に予定利率を引下げるケースが見受けられますが、これは各資産の期待運用収益が低下傾向にあることに対応したものです。このような運用環境の中で、予定利率を維持しようとするリスク資産の構成比を増やさざるを得ず、資産のボラティリティが高まることになり、年金財政上も企業会計上も好ましくありません。つまり、予定利率を引下げることで年金財政上と企業会計上の安定化を求めるものであると言えます。予定利率を引下げ、掛金を上げ、一方でリスクを抑えた運用を行うことによって次の4つの効果を追求

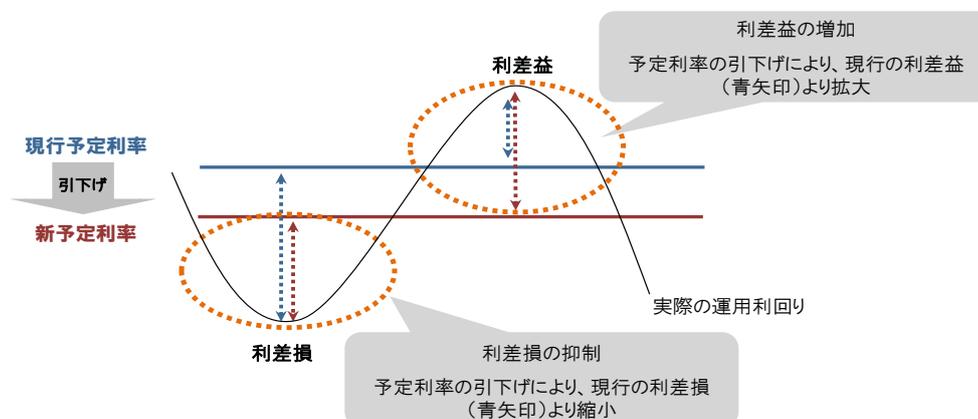
するものです。

- ①年金財政の安定化（利差損発生の抑制）
- ②退職給付引当金の圧縮(B/Sのスリム化)
- ③退職給付費用の圧縮（数理計算上の差異の発生抑制）
- ④税制メリット（掛金の損金算入）の拡大

予定利率の水準が低いと運用環境が悪かった場合の利差損の発生額を圧縮することができ、年金財政の安定的な運営を図ることが可能になります。予定利率の水準相違による損益の発生状況のイメージは、図表1の通りです。

図表1 年金財政の安定化

予定利率の水準相違による損益の発生状況のイメージ

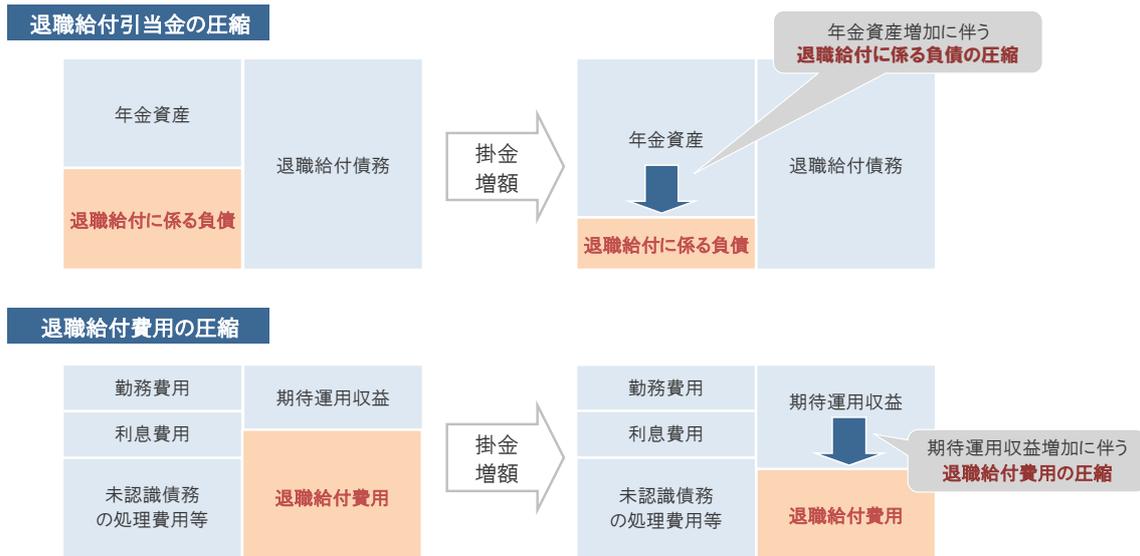


また、予定利率を引下げると掛金が上昇し、年金資産が増加します。結果的に退職給付引当金および退職給付費用の圧縮が見込めるようになります（図表 2）。さらに、

事業主掛金については損金算入されるため、課税所得を圧縮する効果も期待できます。

（法人税率が将来的に引き下げられると、当該効果も通減していきます。）

図表 2 退職給付会計への影響

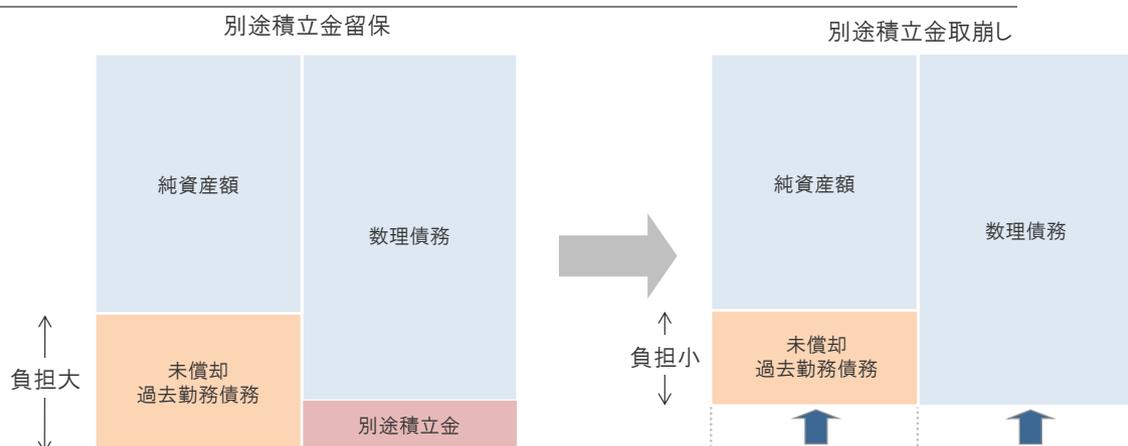


2. 別途積立金の見直しによる影響

財政再計算時に別途積立金が発生している場合は、その取扱いを検討することになります。別途積立金の全部または一部を留保する場合、将来の運用不振等の不測の事態に備える、あるいは留保した別途積立金相当を効率的な資産運用に活用することが

可能となります。一方、取崩しを選択した場合には特別掛金の上昇を抑制したり、給付の改善に充当することができます（図表 3）。ただし、取崩しを選択した場合、再び不測の事態が生じた際には未償却債務は増加することになります。

図表 3 別途積立金を取崩した場合



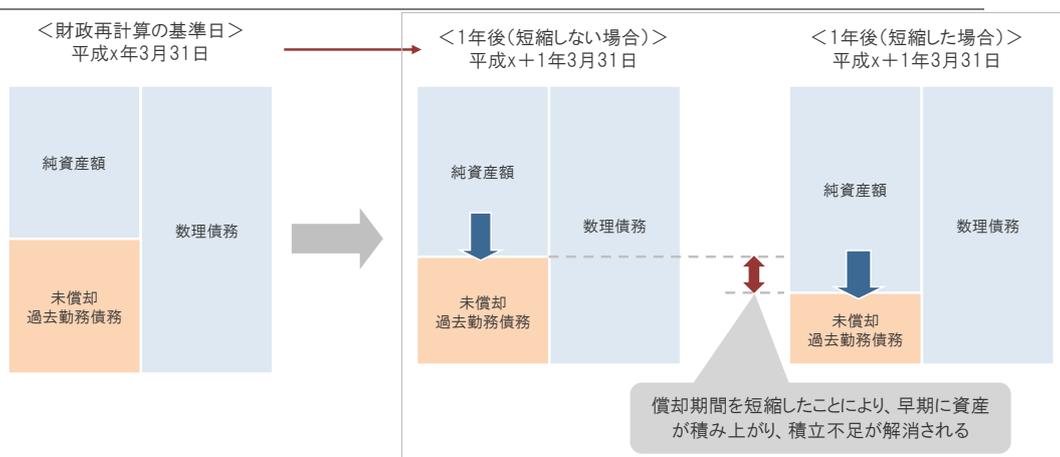
3. 特別掛金設定の変更による影響

未償却過去勤務債務は特別掛金により償却しますが、その償却方法には、①元利均等償却、②弾力償却、③定率償却、④段階引上げ償却の4通りがあります。

特別掛金を増額し償却期間を短縮すると、早期に年金資産が積み上がり、早期の積立

不足解消が可能となります。もちろん増額することで単年度における特別掛金額は増加しますが、利息分等が減少することで結果的には短縮前と比べ掛金拠出の総額は減少します（図表4）。

図表4 特別掛金の償却期間を短縮した場合の未償却過去債務の推移



4. 政策 AM 見直しによる影響

前回、政策アセットミックスの見直しに際しては、リスクに対する考え方に応じて財政運営方針を決定する必要があることを説明しました。今回は運用リスクを抑え、これに合わせて予定利率を引下げた時（3%→2%）の影響について解説します。

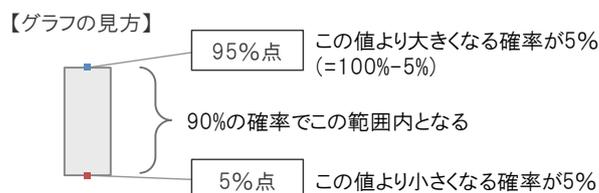
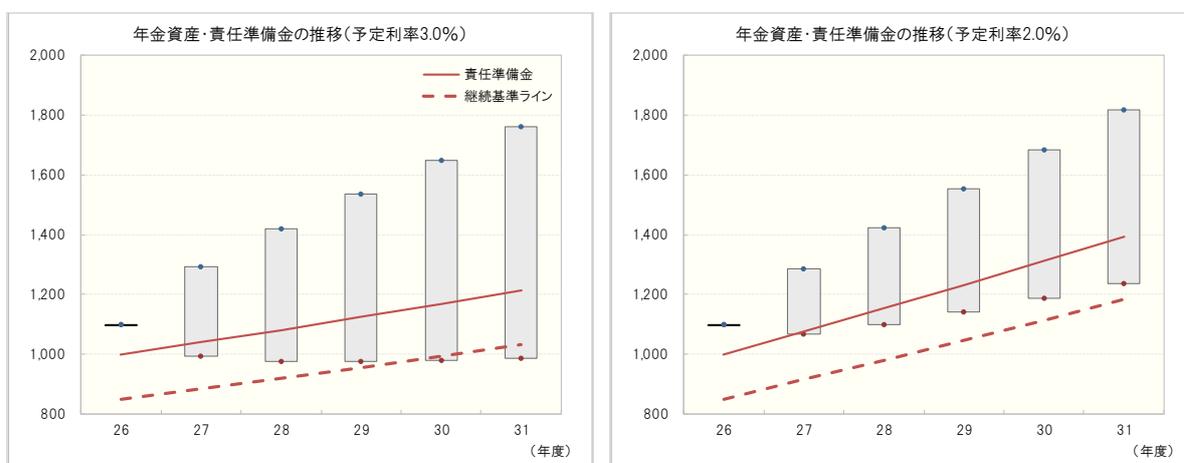
予定利率3%の政策アセットミックスは、2%の政策アセットミックスに比べハイリスク・ハイリターンとなるため、年金資産の変動幅が大きく、運用環境が悪化した場合には継続基準に抵触する可能性があります。

（図表5の左図）。

一方、予定利率を2%としてリスクを引下げた場合、年金資産の変動幅は小さくなるため、継続基準に抵触する可能性は低くなります（図表5の右図）。ちなみに、図表5のようなシミュレーションは、年金ALMの手法を使って算定することが可能です。

このように、リスクに対する考え方に応じて政策アセットミックスを見直すことで、運用環境が変化しても財政の安定性を確保することが可能となります。

図表5 政策アセットミックス見直しによる影響



5. 財政再計算の意義

年金制度の運営は長期にわたって継続していくものです。年金財政運営の役割は、将来の給付に必要な支払原資を事前に積み立てていくための資金計画を策定し、策定した計画通りに積み立てが行われているかを確認することにあります。

そして、計画通りに積み立てが進んでいない場合には軌道修正が必要となります。この軌道修正を行うための1つが「財政再計算」であり、様々な環境の変化を反映し、

資金計画の見直しを行います。財政再計算は、年金制度を運営していくうえで必要不可欠な作業であり、特に資産運用環境の変化への対応は重要な課題となります。

言うまでもなく、企業年金制度の運営は企業経営にも密接に関わってくるものです。中長期的な舵取りを誤らないためにも、財政再計算の作業は極めて重要なイベントと言えます。

年金コンサルティング部 リサーチグループ 菊池 由梨奈

アメリカの私的年金改革の変遷と動向 その1

アメリカの私的年金の資産規模と公的年金制度の概要

今年 6 月 3 日に公布された「確定拠出年金（以下、DC）法等の一部を改正する法律」では、本誌でも掲載していますが、「個人型 DC の適用範囲の拡大」などの DC の機能拡充が行われます。その参考となった制度がアメリカの IRA「個人退職勘定制度」であり、今後、少子高齢化の進展に伴い、私的年金の拡充策が必要となる日本に対して IRA の仕組みは大きな示唆となります。

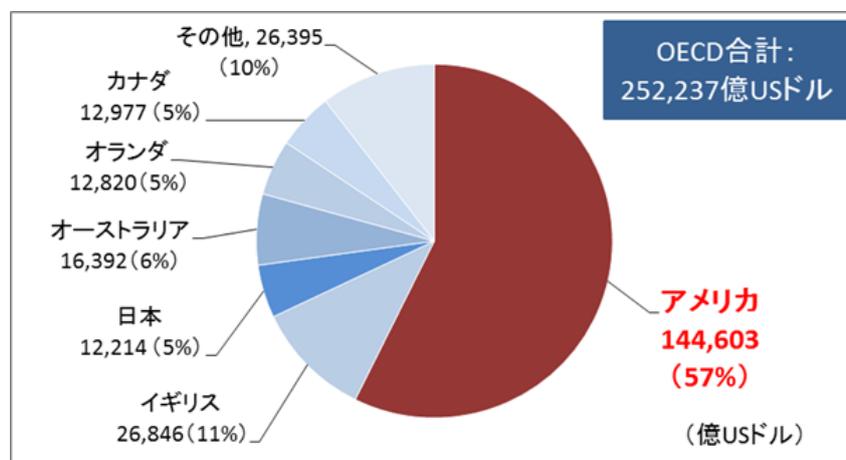
アメリカの社会保障制度は自己責任を原則とし、ヨーロッパにおける社会保障とは異なる考え方で発展しました。公的年金の給付水準は老後所得の必要最低限度とし、私的年金により補完する考え方です。公的年金の機能を縮小させ、国が税制優遇等により私的年金の推進を行っています。これにより、GDP に占める公的年金の年金給付費の割合は 6.7%（2015）と世界的に低く抑えられています。今回より、諸外国の中でも公的年金の機能が小さく、私的年金の資産額が世界第 1 位のアメリカの私的年金について概観しています。

1. アメリカの私的年金の資産規模

OECD 加盟 34 カ国 における私的年金の資産規模（2014 年）は、合計 25.2 兆 US ドルで、その中でもアメリカが 14.5 兆 US ドルと 1 番大きく OECD 加盟国の資産全体の約 57%を占めています。

第 2 位はイギリスで 2.7 兆 US ドル、第 3 位はオーストラリアで 1.6 兆 US ドル、第 4 位はカナダで 1.3 兆 US ドル、第 5 位はオランダで 1.28 兆 US ドル、日本は第 6 位の 1.2 兆 US ドルです（図表 1）。

（図表 1）OECD 加盟国における私的年金の資産残高（2014）



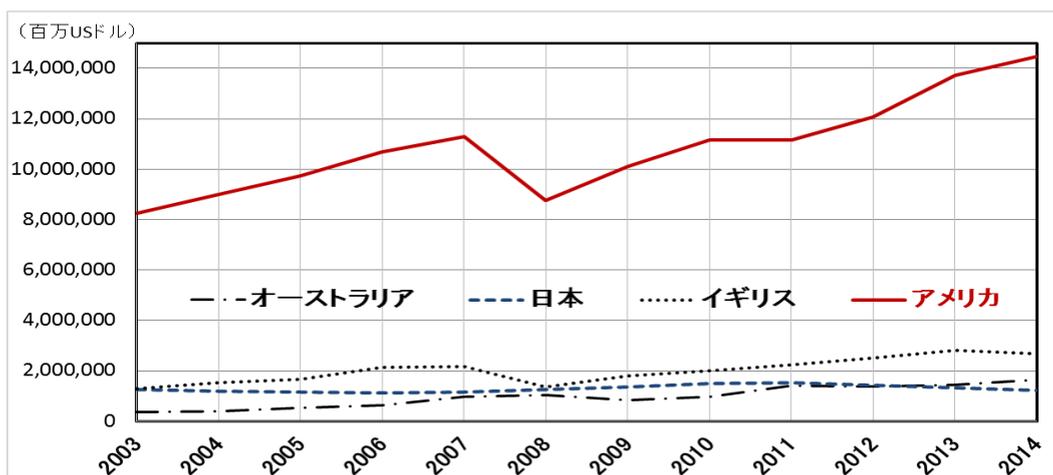
出所：OECD（2015）「Pension Markets in Focus 2015」Table 2.より筆者作成

これら上位6カ国でOECD全体資産の約90%を占めています。

各国の私的年金（年金基金）の資産規模は増加傾向にあり、OECD全体で2003年か

ら2014年の11年間で約11.9兆USドルまで増加しました。アメリカも2003年の10.1兆USドルから2014年には14.5兆USドルと1.4倍の規模に増加しています(図表2)。

(図表2) OECD加盟主要国における年金基金の資産残高推移(2003-2014)

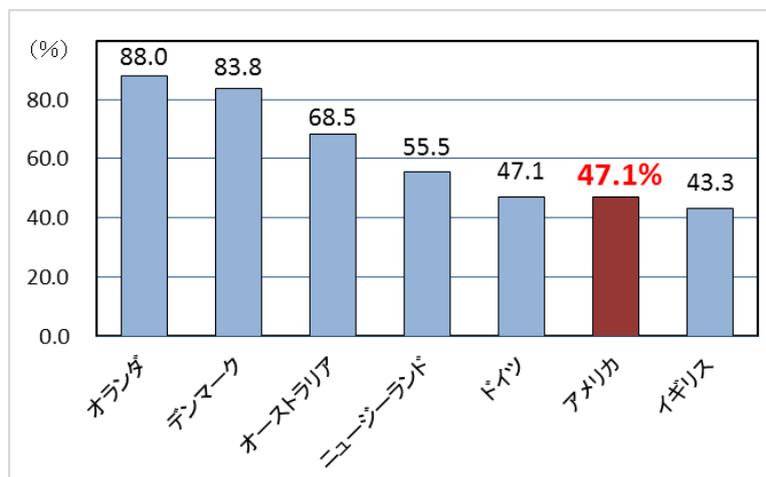


出所：OECD (2015)「Pension Markets in Focus 2015」Table 2.より筆者作成

私的年金の資産規模は、その国の社会保障制度における公的年金の給付水準と社会政策、私的年金の政策上の位置づけと発足からの経過年数、さらにその国の人口構造と規模や経済成長等の社会的・経済的要因に影響されます。アメリカでは公的年金の

保障を小さく抑え、公的年金の機能を私的年金で代替し、私的年金の保障を大きくする政策を進めてきました。私的年金の加入率について、アメリカは47.1%となっています(図表3)。

(図表3) OECD加盟主要国における私的年金のカバー率(2012)



出所：OECD (2013)「Pension at a Glance 2013」Box2.4.より筆者作成

アメリカでは、公的年金の給付水準は老後所得の必要最低限度の水準とし、老後所得保障は公的年金だけではなく、企業年金や個人貯蓄により補完されるべきものであると考えられており、公的年金の給付水準は現役所得の約4割程度となっています。

実際に65歳以上の収入に占める社会保障年金の割合は39.5%で、その他は私的年金等（私的年金19.7%、資産収入11.8%）で補われています。

そのため、アメリカにおけるGDPに占める公的年金の年金給付費の割合は、6.7%（医療費その他給付費を加えた社会保障費は16.5%）と世界的に見ても非常に低く、公的年金の財政負担が低く抑えられている状況となっています（図表4）。

そのための、アメリカにおけるGDPに占める公的年金の年金給付費の割合は、6.7%（医療費その他給付費を加えた社会保障費は16.5%）と世界的に見ても非常に低く、公的年金の財政負担が低く抑えられている状況となっています（図表4）。

（図表4）OECD加盟主要国における社会保障給付費の対GDP比（2013）

	アメリカ	日本	イギリス	ドイツ	スウェーデン	フランス
社会保障給付	16.5%	19.3%	21.3%	26.2%	27.7%	28.8%
年金	6.7%	9.6%	6.7%	10.7%	9.3%	12.9%
医療	7.4%	6.3%	6.8%	7.9%	6.6%	7.5%
その他	2.4%	3.4%	7.8%	7.7%	11.9%	8.3%

出所：厚生労働省（2013）「国民生活・経済・社会保障に関する調査会」p3.より筆者作成

2. アメリカの公的年金制度

アメリカの年金制度は、①公的年金（社会保障年金）、②企業が任意で提供する企業年金、③個人の自助努力としての個人年金、の3階層で構成されています（図表5）。

公的年金は1階建ての給与比例制で、一定の所得のある被用者と自営業者の大半が加入する「連邦社会保障制度（OASDI：Old age, Survivorship, Disability, Insurance）」と、職

域毎の「州および地方職員退職制度」「鉄道職員退職制度」「旧連邦職員退職制度」が分立しています。

OASDIは、アメリカに居住する就労者は強制加入となり、民間企業のサラリーマンの他、連邦政府職員（1984年以降の採用者）、年収400ドル以上の自営業者等が加入しており全職域の約94%をカバーしています。

（図表5）米国の年金制度



出所：筆者作成

給付財源は加入者の保険料 12.4%（労使折半、自営業者は全額本人負担）により賄われており、国庫負担はありません。

公的年金の支給開始年齢は原則 67 歳と

なっています（1983 年改正法により、支給開始年齢が 2003 年～2027 年までに 66 歳から 67 歳まで引き上げられている）。

3. アメリカの社会保障の基本理念

アメリカの社会保障制度は自己責任を原則とし、ヨーロッパにおける社会保障とは異なる考え方で発展してきました。

アメリカの公的年金制度は、1935 年に制定された「社会保障法」を基礎とします。これは、1929 年の世界大恐慌を背景に民主党の F.D.ルーズベルト大統領が行ったニューディール政策の一環として制定されたもので、社会保障年金のほか失業補償や高齢者・母子等に対する公的扶助などが盛り込まれています。1939 年には家族や遺族が給付対象となり、1950 年には非農業自営業者に、1954 年には自営農業者にも適用範囲が拡大されました。

1960 年代には給付改善、受給要件の緩和、支給開始年齢の引き下げが行われ、1972 年には自動物価スライド制が導入されました。

社会保障年金財政の長期的懸念から、1970 年後半～1980 年に年金改革が行われ、1981 年にはレーガン大統領による「社会保障年金改革全国委員会（グリーンSPAN委員会）」が設置され、①1983 年に社会保障税率の引き上げ、②満額支給開始年齢（65 歳）の段階的引き上げ、③年金給付費の高所得者に対する課税（最高 50%課税）が行われました。

1974 年に「従業員引退所得保障法 (ERISA 法: Employee Retirement Income Security Act)」が成立し、「年金受給権の保護」「公正な制度設計」「年金運営の責任」を確立しました。

このエリサ法の中で、私的年金の拡充策として、国民の自助努力による資産形成を図るための新たな私的年金制度として IRA (Individual Retirement Account: 個人退職勘定制度) が創設されました。IRA は、当初は企業年金がない小規模企業被用者と自営業者に対して税の恩恵のある退職所得口座を提供するものでしたが、中小企業での企業年金加入が進まないことから、1981 年には企業年金加入者を含めて全ての被用者（公務員含む）と専業主婦まで加入対象範囲が拡大されました。

IRA の資産残高は、今や 401k (DC) や他の DB プランの資産残高を超えて 7.6 兆 USD (2015 年) までに達し、アメリカの私的年金の中で最も大きな私的年金制度に成長しました。今回は IRA が創設された経緯と背景を含め、アメリカの私的年金の種類と概要について解説します。

なお、本稿における意見等については筆者の個人的見解であり、所属する組織のものではないことを申し添えます。

年金コンサルティング部 リサーチグループ 菅谷 和宏

資産／リスクの配分 その2

「主流型」VS.「順応型」②

確定給付企業年金の資産の運用・管理に責任を持つ担当者（以下、「担当者」）は、運用・リスク管理の要との認識で「資産の配分」に取り組んでいる。その際に主に使われているのは、先月号で触れたマーコウィッツの「ポートフォリオ選択理論」をルーツとする資産の配分アプローチである。

その現在主流となっている「資産の配分アプローチ：主流型」を本月号では検討する。先ず、その手順・特徴を復習し、続いて、このアプローチへの疑問とその改善策としての3タイプ（正確には4タイプ）の試みをごく簡単に紹介する。

そして、3番目のタイプの「予測をしない」手法例として取り上げた、シャープの提唱する「順応型」アプローチの担当者にとっての利用可能性については、次月号で検討する。

なお、当小論中の意見にかかわる部分および有り得るべき誤りは、筆者個人に帰属するものであり所属する組織のものではないことを予めお断りします。

1. はじめに

マーコウィッツは、「現代ポートフォリオ理論 (MPT)」の「ビッグバン」に相応しい画期的なアイデアで、リスク資産から成るポートフォリオ群を分別しました。

- そのアイデアとは、① 同じ量のリスクであれば最も高いリターン、② 同じリターンであれば最も低いリスク、が期待できるかを「評価の基準」にすることです。
- そして、この「評価の基準」を満たす、即ち、「有効（効率的）フロンティア」上にある「効率的」ポートフォリオ（群）と、そこから外れる「非効率的」ポートフォリオ（群）が、峻別されることになったのです^{注1}。

さて、ポートフォリオとは、ある一つの証券・資産クラス（以下、「資産」）のみではなく、投資家により構築された複数の証券・資産の組合せ、と考えられます。する

とマーコウィッツは、前述の「評価の基準」を満たすために、いかにして「複数の証券・資産を組合せるか」、すなわち、いかに「分散投資」をするか、を考えることになると言えるでしょう^{注2}。

画期的なアイデアの場合多くがそうであるように、分散投資もなかなか実務には定着せず、「受託者責任」に反するのではないか、との疑義まで出る始末でした。

この事態は、1974年制定のエリサ法^{注3}に「分散投資義務」が盛り込まれたことで決着し、その後は担当者も運用会社も（安心して）分散投資の実践に専念できるようになり、現在では実務標準となっていることは、ご承知のとおりです。

注1：この枠組みに「無リスク資産」を導入した拡張版は、James Tobinにより1958年に示されました（「トービンの分離定理」）。しかしながらご承知のとおり、この定理をそのまま取入れて、無リスク資産とリスク資産を「分離」することなく、「一緒」にして考えて、「効率的」ポートフォリオ（群）を求

めるのが、実務上の通例となっています。

注 2：当小論の関心は資産/リスクの配分にありますので、当小論で「分散投資」という時は、特に断らない限り、資産クラス内での「分散投資」ではなく、資産クラス間の「分散投資」を意識することになります。

注 3：「米国の従業員給付制度（企業年金制度と従業員福祉制度）の設計と運営を規制する連邦法 Employee Retirement Income Security Act of 1974 の略。従業員退職所得保障法という。」
(http://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/yougo_kensaku/kaisetsu/en_e/en_e_002.html)

2. 主流の資産の配分アプローチ手順

多くの担当者にとって、政策資産配分の見直しの必要性を確認するため、定期的に（3年から5年毎の「財政再計算」時期？）、あるいは、制度変更や運用環境が大きく動いた時などに、年金 ALM (Asset Liability Management, Modeling) を実施することは、長年の慣行となっています^{注4}。

その際に採用する一般的なアプローチは、「A」のサイドである資産の配分を検討するのに当たり、Mean-Variance (平均分散、MV) 法と呼ばれる、これまで述べてきたリターン分布の「平均値 (Mean) = 期待リターン」と「バラツキ具合 (Variance) = 標準偏差の二乗 = リスク」に専ら注目する手法です^{注5}。

ごく簡単に、当該アプローチの典型的な手順をおさらいすると次のようになります。

- ① 考慮したい資産と対応するベンチマーク・インデックスを選ぶ^{注6}
- ② 必要に応じた制約条件の設定（例：円資産 \geq 非円資産、xx 資産 \leq yy %）
- ③ ①の資産の、代表的な過去のある期間のリターンを取得する。
- ④ ③から過去期間の平均リターン、リターンの標準偏差、他の資産との相関係数を算出する。
- ⑤ ④のデータを参考に、将来期間の期待リターン、リターンの標準偏差、他の資産との相関係数を推定する^{注7}。
- ⑥ 様々な資産の組合せの中から、前述 1. の「評価の基準」を満たす (MV) 効率的な資産の組合せを見つける。

即ち、(MV) 有効フロンティアの導出。

- ⑦ 選択候補となる資産組合せポートフォリオの、長期リターン分布をシミュレートする。
- ⑧ 別途、「L」のサイドである年金債務の残高推移や給付発生額等の長期シミュレーションを行う^{注8}。
- ⑨ ⑦と⑧を突合し、財政・会計基準上の積立比率、余剰（不足）状況、給付金額、拠出金額等々の総合的な検討を行い^{注9}政策資産配分案の決定をする。
- ⑩ ⑨案に基づき採用ベンチマーク案、資産別に政策資産配分からの許容乖離幅・実施頻度等々を含むリバランス案、現行ポートフォリオからの移行計画（トランジション・マネジメント）案を定める。
- ⑪ 決定権限を有する会議体に提案し、承認を得る。

注 4：外部の専門機関（例えば、コンサルティング会社、主幹事運用委託会社等々）と協業して行うことが一般的でしょう。

注 5：MV 法で扱うこれら 2 つの統計指標の他、最近ではテールリスクへの懸念から、分布の左右対称度を示す「歪度 (Skewness)」、尖り具合を示す「尖度 (Kurtosis)」が注目を集めています。

注 6：ここでの「資産」には、本来なら資産とはいえない難い、例えば「ヘッジ・ファンド」等々の投資・トレーディング戦略を含めます。また、「ベンチマーク・インデックス」には、インデックスとは称し難い、何らかの「投資収益の目標」等も含めるものとします。

注 7：標準偏差と相関係数については、大きな変化はないものと考え、若干の修正を加える程度で、そのまま使う場合も多いのですが、リターンに関しては多くの場合、足元の市場状況に基づき、資本市場での

理論的整合性なども勘案して予測します。

注 8：2014 年 10 月号の当誌で述べた債務を「ショート資産」として取り扱い、「A」と「L」を直接的に統合し、一度に「資産の配分」導出やシミュレーションを行うことは、未だ一般的に行われてはいません。

注 9：資産の運用成果が好ましくない場合（例えば、リターン分布の下位 10%や 5%等）でも、考慮対象の数値・指標(推定値)の容認が可能か、等々を検討することです。

以上のような実務上のプラクティスに対して、理論上

は、① 先ず、投資家にとってのポートフォリオの「望ましき (= 効用)」を表す、何らかの数式 (= 効用関数、例えば、 $[期待リターン] - [リターンの分散] / [リスク許容度]$) を仮定する、② 次に、仮定した効用関数を最大化する資産の組合せを数学的に解き、投資家にとっての望ましきを最大化する、と考えます。ただし、投資家のリスク許容度や効用関数（の形状）は明確というわけではなく、便宜的に仮定せざるを得ないのが現状です。

これに比べ、前者の実務上では、ある資産の組合せを定性的に選択することで、間接的にこの問題に答えていることになると考えられます。

3. 主流の資産の配分アプローチの特徴

上述した年金 ALM の手順における、現在主流の資産の配分アプローチの最大の特徴は、次のとおりです。

- ① 長期推定（アサンプション）：ポートフォリオの構築に、投資候補資産の期待（平均）リターン・リスク・他資産との相関係数の長期推定値を用いる
- ② 固定割合：一組の固定的な組入れ資産の時価割合(%)目標を定め、維持する。

MV 法は本質的に、一期間を考えるモデルであり、多期間を考えるモデルではない、とされています。

この点、主流の資産の配分アプローチでは、「一期間」＝「長期間」と考えて MV 法を適用していることとなります。

このことにより、「長期間」は独立した「複数のレジーム^{注10}」からなるという発想よりも、そのような複数の可能性を併せ呑む、「一挙トータル丸ごと方式」で平均像の構築を行うという、「かみ砕き」を図っていると考えることができましよう。

従って、このフレームワークでは、ある一つの代表的レジームを仮定し（シナリオ）、その中で作成した①に基づき、資産の配分を導き出しているかのようになります。もちろん、そこに至る過程では複数のシナリオを用意し、その各々に発生確率を付与

して、①を求めることもあるでしょう。

しかしながら、各シナリオのレベルにおいて①を作成しても、最終的に一組の①に総合して一組の資産の配分を出すのでは、代表的レジーム一つだけのケースと、本質的な変わりはありません。

また一度、この期間（長期と考える）に最適となる資産の配分が決定された後は、そこで示された資産の構成割合を固定的目標とします（静態的）。そして、現実の投資ポートフォリオが短期の市場変動により、長期最適な割合から乖離（実務的には、許容乖離幅を超過）した場合、リバランスを行い目標に戻すこと（②）は極めて合理的です。何せ最適とされているのですから。

以上より、当フレームワークの投資環境の変化や時間の経過に対する「感応度」が、低くなるという特徴は見取ることができるといでしょう。というよりも、当フレームワークでは、このようなことは既に「織込み済み」であり、「途中経過は気にしていない」となるのかもしれませんが。とは言え、やはり、上で述べた当フレームワークによる簡明化が、このアプローチに与えた明快な理論的裏づけと実務指針というメリットは、大変大きいということは素直に言えると思います。かくも長くの間、担当者に使われ

続けられていることが、その証しです。

注 10: 歴史の教科書に出ていた、フランス革命前の体制を指す「アンシャン=レジーム」(古い体制・旧制

度)のレジームと同義で、当小論の場合は「経済・市場のある一つの状態」を意味するとします。

4. 主流の資産の配分アプローチへの疑問

上述した主流の資産の配分アプローチに対する、担当者の最大公約数的な疑問は次のようになるでしょう。

① 特に現在のように安定的ではない世の中(また、同様に思える近い将来)において、脆弱かもしれない長期の予想に頼り過ぎているのではないか?

(我々は「投資家 B」です^{注 11}。)

② 上記のような環境下、固定的な資産の配分を維持し続けること(静態的)は、合理性があるのでしょうか?

担当者の多くは、資産間の相関が安定的と言うにはほど遠く、かつ、想定では「ま

れなはず」のダウンサイド事象の頻発を経験し、予想と現実のギャップの大きさを痛感しています^{注 12}。担当者は、不安定さが続くと思われる将来に対処する必要があります。上述の①と②は当然の疑問でしょう。

注 11: 将来を完全に予想することはできない投資家(詳細は前月号をご参照ください)

注 12: MV 法の期待リターンとリターンの変動性の 2 つの統計指標のみでは、テールリスクは捉えきれません。伝統的資産でもリターンは完全に正規分布しているわけではありませんが、昨今では、より非正規分布の傾向を持つ、あるいは、そのように設計された新しい資産・投資戦略の投資ポートフォリオへの組込みが進んでいます。注 5 で述べました、リターン分布の左右対称度を示す「歪度(Skewness)」や、尖り具合を示す「尖度(Kurtosis)」の利用の必要性が唱えられる所以です。

5. 改善策

前月号で、投資家 B が少しでも元手を増やす可能性を高めたいと願うのであれば、努力すべきは、

- (i) 予測精度を高める工夫をする
 - (ii) 必ずや起きる予測の誤りに備える
- の 2 つだと解説しました。

これを上述 4. の疑問に当てはめてみます。タイプ 1: 直感的に、①の疑問は (i) が成功すれば、解消できるかもしれません。

また、そうであれば、②も解消できそうです。そこで、実務界が努力している方向性の一番目は、前述 3. の①の精度を高める努力となり、「ブートストラップ法」^{注 13}の利用などがあげられます。

コンピュータによる情報処理の専門家には常識となっている警句に、「ガーベジイン、

ガーベジアウト (garbage in, garbage out)」というものがあります。「間違った/不正確な データ(ゴミ)をシステムに入力すれば、間違った/不正確な 結果(ゴミ)しか出力されない」という意味で、「結果は入力データの質次第」ということです。

このことは、主流の資産の配分アプローチにも当てはまるわけですので、まずは、前述 3. の①の精度を高める取り組みが、組上に載ることになることは自然でしょう。タイプ 2: 方向性の第 2 は、先ほどの議論とは逆で、入力される側は大丈夫なのか、という議論です。すなわち、データの入力先である MV 法に関わるものです。

(2-1): まずは、MV 法に代わる最適な資産の配分を求める手法の考案を促す潮流です。

一例として、リターンの分布と投資家のリスク選好のいかなる組合せにも対応して、最適な資産の配分を見出すことができる、と主張する「Full-Scale Optimization^{注14}」があります。

(2-2) : 続いては、MV法では明示的に取り扱わ(え)なかった、複数レジーム、それらレジームの間の移行を表舞台に出すことで、現実世界により良く調和しようとする工夫です。具体的な一例としては、個々のレジームやレジーム間移行時、各々に最適な資産の配分を考える、「レジーム・フレームワーク」とでも呼ぶべき考え方です^{注15}。タイプ3:タイプ1にしろタイプ2にしろ、いわば、投資家Bが投資家A^{注16}になろう、近づこうという試みの延長線にある努力と言えるでしょう。

では全く発想を変え、「予測をしない」という手は成り立つのでしょうか？

現実の世界では、信頼のおける予測が難しく、未来は不確実な場合の方が普通です。サイモン(1978年ノーベル経済学賞受賞者)は次のように言いました^{注17}。少し長くなりますが引用します。なお、傍点は筆者によるものです。

「進化の過程で作られてきたあるいは人間の手によって作られてきた適応システムのほとんどは、未来に対応するのに、予測というものに頼っていない。外界の変化を処理する2つの補完的なメカニズムは、しばしば予測よりもはるかに効果的である。すなわちその1つは、システムを外界の影響

から守るホメオステイシス^{注18}のメカニズムであり、もう1つは、外界の変化に適応していく事後的なフィードバックのメカニズムである。」

そこで、次月号は、この第3の道について、シャープの提唱する「順応型」アプローチ^{注19}を探ってみたいと思います。そして、「ホメオステイシス」と「事後的なフィードバック」のメカニズムについても、「順応型」アプローチとの関連では、どのようになるのかを考えます。

注13: 下平英寿.21世紀の統計科学3 数理・計算の統計科学日本統計学会HP版 2011年10月 第III部 統計計算の展開と統計科学 第8章 プートストラップ (http://ebsa.ism.ac.jp/ebooks/sites/default/files/ebook/1881/pdf/vol3_ch8.pdf#search=統計+プートストラップ)

注14: Adler, Timothy and Mark Kritzman, "Mean-variance versus full-scale optimization: In and out of sample," *Journal of Asset Management* Vol.7,5, 2007, pp.302-311.

注15: Dopfel, Frederick E., "Designing the New Policy Portfolio: A Smart, but Humble Approach," *The Journal of Portfolio Management* Vol. 37,1 2010, pp. 43-52

注16: 将来を完全に予測することができる投資家 (詳細は前月号をご参照ください)

注17: Simon, Herbert A., "Sciences of the Artificial" Third edition MIT 1996, 稲葉元吉・吉原英樹 訳 「システムの科学」パーソナルメディア キンドル版位置 No. 3662-3671

注18: ウィキペディアによれば、恒常性(こうじょうせい)ないしはホメオスタシス(英語: Homeostasis、ギリシア語: ΟΜΟΙΟΣΤΑΣΙΣ)とは、生物および鉱物において、その内部環境を一定の状態に保ちつづけようとする傾向のこと、とあります。

注19: Sharpe, William F., "Adaptive Asset Allocation Policies," *Financial Analysts Journal* Vol. 66,3 2010, pp. 45-59

年金運用部 顧問 大輪 秋彦

<特別寄稿>

「Brexit」が英国の企業年金に与える影響

「Brexit（英国の EU 離脱）」が英国の企業年金に与える影響について、在英子会社が企業年金を運営する日系グローバル企業が勘案すべき論点（イシュー）も含めて解説します。

1. はじめに

2016 年 6 月 24 日の朝、EU 残留に関する国民投票の選挙管理委員会は、英国国民が「EU 離脱」を選択したことを発表しました。52%対 48%という稀に見る僅差であったことから、英国内での亀裂の深さが、うかがい知れます。

国民投票の結果を受け、デイビッド・キャメロン元首相が辞任し、後任となったテレーザ・メイ首相の対応が注目されていましたが、現在のところ、英国政府は投票結果を尊重し、これを見直すことはないと述べています。この流れを受け、「投票結果→離脱」と方針を定めた場合、欧州理事会に離脱の意図を通知したうえで、リスボン条約第 50 条の定めに従い、離脱に伴う諸条件を交渉することになります。もしこれらの諸条件が通知から 2 年以内にまとまらず、

交渉の当事者たちが全員一致で交渉期限の延長に同意しなかった場合は、英国の加入資格は自動的に失効します。

そのため、この交渉はすぐにも始められるものの、英国政府は直ちに離脱の意図を通知して 2 年間の交渉期間をスタートするのではなく、まず「離脱戦略」を練ってから交渉のテーブルに着くものとみられています。

皮肉にも、英国は 2017 年 7 月から欧州連合理事会の議長国に就任することが決まっており、今回の離脱の投票結果を受けて、これもまた議論を呼ぶと思われます。独仏伊の首脳がそろって早急な離脱手続きを促しているものの、大方の予想通り、英国の方針は年内の交渉は見送るものとみられています。

2. 今回の「離脱」投票結果の短期的な影響

- ① 英国以外にも、EU 域内、そして世界各国での市場のボラティリティの高まり
- ② グローバル規模での経済の先行きに関する不透明感の高まり（これらの不透明感の源泉は、たとえば英国と EU 間の貿易協定等、今後の交渉次第の要素が大きいため、しばらくは継続する見通し）
- ③ クロスボーダーで活動する多国籍企業にとって、各国の貿易、税、雇用等に関する法改正リスク
- ④ EU 域内の他の加入国での同様の離脱投票の可能性（この影響も同様に、短期的に解消する見込みは薄く、しばらくくすぶり続けるとみられる）

- ⑤ スコットランドの大多数が EU 残留を選択したため、一昨年同様のスコットランド独立の機運が再度高まる可能性

簡潔にまとめると、「Brexit (Britain+Exit をかけた造語)」により相当な政治的、経済的、法令上、そして市場の不透明感が継続すると見込まれます。

ただし、このような不透明感に対して企業が何らかの具体的なアクションを起こすことはやや早急と思われます。その代わりに、今後の対応や議論の推移を注意深く見守り、それらが企業年金運営に与える影響を把握することは、これまでに増して重要になるものと思われます。

3. 企業年金を運営する在英企業が勘案すべき論点

- ① 資産運用ガバナンス体制の再チェック、急な市場変動に適切に対応できるよう、体制が完備されているか、モニタリングが出来ているか
- ② 市場のボラティリティの高まりが、DC 制度加入者に与える影響、特にリタイアが近い層への影響についての把握
- ③ 保有資産の為替リスクへのエクスポージャー
- ④ 短期的、長期的な母体企業の信用力 (Employer Covenant) と、年金受託人 (トラスティ) からの信用力の評価への悪影響
- ⑤ 今後の金利政策の影響
- ⑥ 各金融機関の財務基盤の悪化に伴う各種金融商品の発行若しくは引き受けの制限、たとえば、保険会社の年金パイアウートの引き受けへの制限等

4. 在英子会社が企業年金を運営する日系グローバル企業が勘案すべき論点

- ① 今後のビジネス戦略を勘案する上で、取りうるアクションが企業年金の運営に与える影響の把握
- ② 特に、在英子会社へのコミットが薄れる (と見做される) ことによる、トラスティからの掛金引き上げ要求の強化
- ③ 英ポンドの弱体化による相対的な円建ての積立不足の圧縮の可能性 (ただし、短期金利の引き下げと株式市場の低迷との影響度と相殺)

もう少し長いスパンで見ると、今後前述のリスボン条約第 50 条に関する交渉が進むにつれ、英国がどのような道を歩むのか。同じ EEA 域内かつ EU に加盟していない、アイスランドやスイスと同じようなモデル

を目指すのか、あるいは英国独自のモデルを模索していくのか、少しずつ見えてくると思われます。同時に、英国は離脱により EU 域外の国々ともそれぞれ個別の貿易協定を結ぶこととなります。これらの方向性が見えてくることで、企業も、そして年金基金も、想定される影響に対して取るべき施策が固まってくると考えています。

一方、英国の企業年金の運営は企業が単独で行うわけではなく、トラスティと呼ばれる受託人との共同運営によって行われるため、企業側の考え方をトラスティとしっかりと共有して、不必要な摩擦・誤解を避けるような努力もこれまで以上に重要になります。

マーサー・ジャパン株式会社 年金コンサルティング部門代表 北野信太郎

本資料最終頁の記載に関わらず、当記事の著作権はマーサー・ジャパン株式会社に属します。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。

＜コラム＞ アドリブ経済時評

もったいない！食品ロス

食品ロスとは、まだ食べられるのに捨てられる食べ物のことである。

我が国のその量は年間、推計632万トン、うち一般家庭から出るものが302万トンと約半分である（環境省、食品廃棄物等の利用状況等（平成25年度推計）による）。

家庭から出る食品のゴミは、その4割もがまだ食べられる「食品ロス」だというのが、その半分が直接廃棄で、あとの半分が食べ残しだというから驚く。

なお、直接廃棄のうち、おいしく食べられる時期を示す「賞味期限」前に捨てられるものが3割で、期限切れであっても2週間以内が3割もあるという。

ちなみに「消費期限」というのは品質の劣化が早くて長くは保存がきかない食品につけられていて、これを過ぎると食べない方がよい。しかし、賞味期限の方は、比較的長期の保存がきく食品の美味しく食べられる期限であり、期限切れを食べても差し支えない。

日本の食品ロスは、世界全体の食料援助量の約2倍にもなるのである。これがまあ、我々が子供の頃、「お茶碗に米粒を残したままごちそうさまを言ってはいけません」と教育された国のことだろうかと思ってしまう。

さて、食品ロスの原因については、次のようなことが言われているが、いずれも本気で少し工夫すれば何とかかなりそうに思う。

- ・高齢で買い物の頻度が減り、ついつい買いすぎる。
- ・子供が自立したときから料理の適量が分からなくなってしまった。
- ・冷蔵庫が大きすぎる（不必要に入りすぎる）。積み重ねて下のものがわからない。
- ・安売りの食品をつい買ってしまう。

世界のことを考えてみよう。

「もったいない」の裏側では飢えている人がいる。FAO（国連食糧農業機関）によると、世界の栄養不足人口は、減少傾向ではあるが依然として8億7千万人と高水準である。これは世界人口の8人に1人の割合になる（「食品ロス削減に向けて～「もった ない」を取り戻そう～農林水産省」）。

さらに、2050年には、増えすぎた人口による気候変動や乱獲のせいでカツオ以上の大型魚はほぼ消滅する（UNEP（国連環境計画））などという予想も出ている。

食料ロスは早急に解決しなければいけない問題なのである。

筆者も提案したい。

「冷蔵庫の〇〇〇を食べなきゃ」と思いながら考えるメニューは最低だと思う。

コンビニだけでも5万件を超える今、食事に困る健常者はどう考えても多くはない。

思い切って、冷蔵庫（冷凍庫）の中身を半分にしてみてもはどうだろうか。

2016年8月28日

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。