

# 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

2017年2月号

## 《目次》

|  |      |
|--|------|
| 《DB のガバナンス強化》<br>運用の基本方針の作成・変更に関する政省令の改正施行   | … 1  |
| 《退職給付会計に関する話題》<br>マイナス金利下における割引率低下の影響とその対応策  | … 7  |
| 《企業年金の半世紀を振り返る その 11》<br>厚生年金基金の代行割れと健全化法の施行 | … 12 |
| 《年金ALMの解説 その 11》<br>低金利下の負債分析とリスク対応掛金        | … 16 |
| 《資産／リスクの配分 その 5》<br>等金額ウェイトアプローチ ①           | … 20 |
| 《アドリブ経済時評》<br>アメリカ新大統領に望む                    | … 25 |

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>

## DB のガバナンス強化

### 運用の基本方針の作成・変更に関する政省令の改正施行

「社会保障審議会第18回企業年金部会（以下、部会）」（平成28年6月14日実施）で提示されたDBに関するガバナンス強化策案については、本誌平成28年9月号から4回に分けてご説明をしたところですが、平成28年12月14日に公布されました「確定給付企業年金法施行令の一部を改正する政令」等において、運用の基本方針の作成・変更を行う際は「加入者の意見を聴くこと」および「加入者に周知すること」が新たに規定されました。

今回は、本政令等で規定された、運用の基本方針の作成・変更に関する取扱いの変更について解説します。

#### 1. 第18回企業年金部会での議論

部会での検討の中では、全てのDBに対する資産運用に関するガバナンス強化策として、現状では加入者300人未満かつ資産額3億円未満の規約型DBおよび受託保証型DBを除き作成が義務付けられている「運用の基本方針」と、作成が努力義務にとどまっている「政策的資産構成割合の策定」について、受託保証型DBを除く全てのDBに対して策定を義務化する案が提示されました。

また、リスク対応掛金の仕組みを導入すると、目標とする積立水準を労使合意に基づき定めることになり、事業主・加入者ともに、DB制度における財政状況や資産運用状況についての理解と意思決定への参画が必要であることが示され、DB制度の業務状況について周知される項目や周知の方法については、DB制度への関心を高めるという観点からの改善余地の検討が必要であるとされました（図表1）。

（図表1）第18回企業年金部会における資産運用に関するガバナンス強化案

| 対象制度  | 見直し項目               | 見直し概要  |
|-------|---------------------|--|
| 全てのDB | 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（受託保証型DBを除く）                        |
|       | 加入者等への説明・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についてDB制度への関心を高めるという観点から改善の余地がないか検討 |

出所：厚生労働省(2016)「第18回社会保障審議会企業年金部会 資料1」(H28.6.14)から抜粋して筆者作成

## 2. 運用の基本方針の策定について

運用の基本方針については、現状、確定給付企業年金法施行令第45条「運用の基本方針」第1項において、「事業主及び基金は、積立金の運用に関して、運用の目的その他厚生労働省令で定める事項を記載した基本方針を作成し、当該基本方針に沿って運用しなければならない」と規定されています。

ただし、現行法では運用の基本方針は、一定規模以上の企業年金のみに作成が義務付けられているものであり、確定給付企業年金法施行規則第82条において「基本方針を策定することを要しない規約型企業年金の要件」として、「加入者の数が300人未満であり、かつ運用に係る資産の額が3億円

未満であること、又は受託保証型確定給付企業年金（以下、受託保証型DB）であること」と規定されています。

同部会では、受託保証型DB以外の全てのDBについて、「運用の基本方針」の策定を義務付ける案が提示されています。

これは、一定の予定利率を確保する必要のあるDB制度については、運用の基本方針や政策的資産構成割合なしに安定的な運営は困難と考えられるため、運用の方法が明確に定められている受託保証型DBを除き、全てのDBにおいて運用の基本方針および政策的資産構成割合の策定を義務付けようとするものです。

## 3. 加入者等への説明・開示

また、同部会では、「加入者等への説明・開示」に関する課題認識が示されています。

今後、リスク対応掛金の仕組みが導入されれば、目標とする積立水準を労使合意に基づき定めることになり、事業主・加入者ともに、DB制度における財政や資産運用についての理解が不可欠であり、意思決定への参画も今まで以上に求められます。その前提とし、まずは当事者が制度の関心を持つことが重要となりますが、DB制度への関心を高めるといった観点からの改善の余地がないかどうか、今後部会等において検討する必要があるのではないかと、という課題認

識が示されたものです。

現行法では、DB法施行規則第87条の「業務概況の周知」において「事業主等が（中略）DBに係る業務の概況について加入者に周知させる場合においては、毎事業年度1回以上（中略）加入者に周知させるものとする」と規定されているものの、加入者が自らの退職後の生活設計等へ繋がっていないことが課題とされ、加入者に対して、今まで以上に自らの加入しているDB制度の概況を周知することにより、自らの将来の老後生活設計に繋がられるような情報開示を併せて行おうとするものです。

## 4. 運用の基本方針に関する見直し概要

部会でこのような議論がなされている中、平成28年12月14日に「確定給付企業年金法施行令の一部を改正する政省令（以下、DB令）」および「確定給付企業年金法施行

規則の一部を改正する省令（以下、DB施行規則）」等が公布されました。この政令は、リスク対応掛金およびリスク分担型企業年金を平成29年1月1日から施行するための

改正令ですが、事前に行われたパブリックコメント（意見募集）に対する意見を踏まえて、DB 令第 45 条の「運用の基本方針」において、DB ガバナンス強化に関する次の 2 項目が新たに追加されました。

1 つ目は、現在、運用の基本方針の策定が義務付けられている DB\*に対して、「事業主および基金は、運用の基本方針を作成・変更しようとするときは、加入者の意見を聴かなければならない」とするものです。

2 つ目は、運用の基本方針の策定が義務付けられている DB\*に対して、「事業主および基金は、運用の基本方針を作成・変更し

たときは、当該基本方針について、加入者に周知させなければならない」とするものです。

なお、加入者への周知の方法については、今回追加された DB 施行規則第 84 条の 3 において、「基本方針の周知は、DB 法第 73 条の業務概況の周知により行うことができるものとする」と規定されました(図表 2)。

\* 加入者 300 人未満かつ資産額 3 億円未満の規約型 DB および受託保証型 DB を除き、実績連動型キャッシュバランスプランとリスク分担型企業年金を含む

(図表 2) DB 令第 45 条（運用の基本方針の作成・変更について）

|                                | 追加条文   |
|--------------------------------|--|
| (DB 令) 第 45 条 運用の基本方針          | (第 3 項)<br>事業主及び基金は、基本方針を作成しようとするときは、厚生労働省令で定めるところにより、加入者の意見を聴かなければならない。       |
|                                | (第 4 項)<br>事業主及び基金は、基本方針を作成したときは、厚生労働省令で定めるところにより、当該基本方針について、加入者に周知させなければならない。 |
|                                | (第 5 項)<br>前 3 項の規定は、基本の変更について準用する。  |
| (DB 施行規則) 第 84 条の 3 運用の基本方針の周知 | 基本方針の周知は、法第 73 条の業務概況の周知により行うことができるものとする                                       |

出所：官報(政令第 375 号)「確定給付企業年金法施行令の一部を改正する政令」(H28.12.14)から筆者作成

また、DB 施行規則第 82 条の「基本方針を定めることを要しない規約型企業年金の要件」が一部変更されました。

従来は、加入者数が 300 人未満かつ資産額が 3 億円未満の規約型 DB および受託保証型 DB については、運用の基本方針の作成が義務付けられていませんでしたが、運用結果により加入者の給付が自動的に調

整される仕組みである「実績連動型キャッシュバランスプラン」と「リスク分担型企業年金」について、平成 29 年 1 月 1 日以降は、「基本方針を定めることを要しない規約型企業年金」の除外条件から外れることとなりました。

これらの制度では、事業主・加入者ともに、財政状況や資産運用状況について、今

まで以上の理解と意思決定への参画が必要とされたものです（図表3）。

（図表3）DB 施行規則 82 条（基本方針を定めることを要しない規約型企業年金の要件）

| 第 82 条                    | 旧   | 新   |
|---------------------------|---|---|
| 基本方針を定めることを要しない規約型企業年金の要件 | 令 45 条 1 項の厚生労働省令で定める要件は、当該事業年度の末日において当該規約型企業年金の加入者数が 300 人未満であること、かつ（中略）資産の額が 3 億円未満であること、又は（中略）受託保証型 DB であること | 令 45 条 1 項の厚生労働省令で定める要件は、当該事業年度の末日において当該規約型企業年金の加入者数が 300 人未満であること（実績連動型キャッシュバランスプラン及びリスク分担型 DB を除く）、かつ（中略）資産の額が 3 億円未満であること、又は（中略）受託保証型 DB であること |

出所：官報(省令第 175 号)「確定給付企業年金法施行規則の一部を改正する省令」(H28.12.14)から筆者作成

なお、本改正は平成 29 年 1 月 1 日から施行されましたが、経過措置として、施行の際に現に存在する制度、および施行前に規約の承認または変更の申請をし、本政令の施行後にこれらの承認を受けて実施する制

度が、平成 29 年 1 月 1 日から同年 3 月 31 日までの間に基本方針を作成・変更するときは、この規定は適用しないこととされました（図表 4）。

（図表 4）政令第 375 号経過措置

|  |
|--|
| <p>【経過措置】</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・次に掲げる事業主または基金が、平成 29 年 1 月 1 日から同年 3 月 31 日までの間に本政令による基本方針を作成・変更するときは、上記の規定は適用しない</li> <li>➤ 本政令の施行の際に、現に存在する制度</li> <li>➤ 本政令の施行前に規約の承認または変更の申請をし、本政令の施行後に承認を受けて実施する制度</li> </ul> |
|--|

出所：官報(政令第 375 号)「確定給付企業年金法施行令の一部を改正する政令」(H28.12.14)から筆者作成

## 5. 加入者の意見を聴く方法

改正 DB 令により、事業主および基金は、運用の基本方針を作成・変更しようとするときは、加入者の意見を聴かなければならないこととされました。加入者の意見を聴く方法については、新たに DB 施行規則第 84 条の 2 において、設立形態に応じて次の 3 つの方法が規定されました。

- 1 つ目は、規約で定めるところにより加入者の代表を選任して当該代表者が参画する委員会を設置する方法（全ての DB）。
- 2 つ目は、代議員会での議決を経る方法（基金型 DB）。
- 3 つ目は、業務概況の周知に基づき意見を聴く方法（実績連動型キャッシュバラン

スプランおよびリスク分担型企業年金以外)です(図表5)。

1つ目の加入者の代表については、規約で定めるところにより、専門的知識および経験を有する代理人に意見を述べさせることができることとされました。

また、3つ目の方法については、実績連動型キャッシュバランスプランおよびリス

ク分担型企業年金を除くこととされましたが、これは実績連動型キャッシュバランスプランおよびリスク分担型企業年金は、運用結果により給付額が変動する仕組みであることから、事業主または基金は、通常のDB制度以上に、十分に加入者の意見を考慮しなければならないことが規定されたためです。

(図表5) DB 施行規則第84条2(運用の基本方針の作成変更にあたって加入者の意見を聴く方法)

| 第84条の2   | 追加条文  |
|--|---|
| (第1項)<br>規約で定めるところにより加入者の代表を選任して当該代表者が参画する委員会を設置する方法(全てのDB)  | <ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 基本方針を作成又は変更する際に、加入者の代表者に意見を述べる機会を与えること</li> <li>▶ 年1回以上、基本方針に関して、当該代表者に意見を述べる機会を与えること</li> <li>▶ 当該代表者から求めがあった場合に、毎事業年度の積立金の資産の額その他の積立金の運用の実績を当該代表者に開示すること</li> </ul>  |
| (第2項)<br>代議員会での議決を経る方法(基金型DB)                                | <ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 基本方針を作成または変更する際に、規約で定めるところにより加入者に意見の提出の機会を与えること</li> <li>▶ 基本方針を作成または変更する際に、代議員会の議決を経ること</li> <li>▶ 代議員から求めがあった場合に、毎事業年度の積立金の資産の額その他の積立金の運用の実績を当該代議員に開示すること</li> </ul> |
| (第3項)<br>業務概況の周知に基づき意見を聴く方法(実績連動型キャッシュバランスプラン及びリスク分担型企業年金以外) | <ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 業務概況の周知(DB令第87条)に基づき周知される基本方針に関して意見を聴くこと</li> </ul> <p>(例) 業務概況に意見を受け付ける連絡先を記載する</p>   |

出所:H28.12.14 官報(省令第175号)「確定給付企業年金法施行規則の一部を改正する省令」から筆者作成

## 6. 業務概況の周知に基づき意見を聴く方法

今般、追加された「加入者への周知(DB令第45条4項)」については、DB法第73条およびDB施行規則第87条に規定されている業務概況の周知により行うことができるとされましたが、改正政省令と併せて発出された、各地方厚生局長宛の「確定給付

企業年金法施行令の一部を改正する政令等の施行に伴う確定給付企業年金関係通知の一部改正について(厚生労働省年金局長)の「第6の1. 運用の基本方針について」において、「業務概況の周知に基づき意見を聴く方法」については、「例えば、業務概況に

意見を受け付ける連絡先を記載する等の方法があること」が示されました。

これが示されたことにより、加入者300人以上かつ資産額3億円以上の実績連動型キャッシュバランスプランおよびリスク分担型企業年金以外の規約型DBにおいては、

## 7. さいごに

日本は既に人口減少局面へ入り、経済環境、雇用環境が変化し、企業年金を取り巻く環境は変化していきます。

今般の改正は、将来の財政悪化リスク相当額を見積もり、これに見合う新たな「リスク対応掛金」の拠出を可能とすること、また、予めリスク対応掛金を拠出することを前提として将来の財政悪化時に、給付額の調整を可能とする、新たな「リスク分担型企業年金」の仕組みを導入することにより、DB制度の財政の健全化と安定性を確保し、制度の維持・継続性を高めるための施策です。

これに併せて、運用の基本方針の作成・変更の際には、加入者の意見を聴くことと、加入者への周知を行うことを義務付けることにより、加入者の参画を今まで以上に促し、企業年金のガバナンスを強化し、健全

平成29年4月1日以降に、運用の基本方針を作成・変更する際の加入者の意見を聴く方法として、「業務概況に意見を受け付ける連絡先を記載する」ことで、今般の改正令への対応を行うことができます。

な制度運営を確立しようとするものです。

また、公的年金の機能が縮小する中、自助の必要性が高まっており、加入者に対して自らが加入するDB制度の概況を周知することで、加入者が自らの退職後の生活設計に繋げられるようにするための施策です。

新たな仕組みの導入とガバナンスの強化により、企業年金の安定性と健全性を確保し、加入者と受給者がより安心できる企業年金の実現と共に、加入者が自らの生活設計について考える土壌を育成することを、目指していこうとするものです。企業年金に携わる者として、加入者の退職後設計へのサポートが必要と思われます。

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

## 退職給付会計に関する話題

### マイナス金利下における割引率低下の影響とその対応策

割引率は給付額を現在価値に換算する利率ですから、割引率が低下しても給付額が変動するわけではありません。したがって、割引率が低下するだけであれば、企業の負担は増加することはないはずです。しかし、金利の低下は運用収益率の低下を招くおそれがあることに加え、退職給付債務の算出メカニズムや会計処理方法の関係で割引率の低下直後は、退職給付費用に増加圧力が掛かります。こうしたマイナス影響を回避するためには、積立を促進し、期待運用収益を増加させる必要があります。本稿では、割引率低下の影響とその対応策等について解説します。

#### 1. 割引率はゼロ、マイナスいずれも可

日本銀行が平成 28 年 1 月 29 日に「マイナス金利付き量的・質的緩和」を導入してから早や 1 年が経過し、マイナス金利は様々な方面に大きな影響を及ぼしています。企業年金に対しても資産運用・財政運営、さらには企業会計等に大きな影響を与えています。

本誌、平成 28 年 5 月号においてマイナス金利が企業年金に及ぼす影響について解説しましたが、改めて割引率と会計上の債務（退職給付債務）との関係を考察し、割引率低下が会計数値に及ぼす影響とその対応策について解説したいと思います。

その前に、退職給付債務算定上の割引率の取扱いについての企業会計基準委員会（ASBJ）における検討状況についてご紹介します。ASBJ では昨年 3 月に平成 28 年 3 月期決算に向けた暫定的な取扱いとして、ゼロを下限とすることも、マイナスで設定することも認めることを“議事概要”という形式で公表しました。

その後、恒久的な取扱いを示すべきとの

要望を受け、平成 28 年 11 月から再び議論を行ってきました。その結果、実務対応報告を作成することになり、今年 1 月末に公開草案が公表される予定です（H29.1.26 現在）。内容としては、平成 29 年 3 月期決算以降 1 年間に限定して、ゼロを下限とすることも、マイナスで設定することも引き続き認めるという取扱いになる予定で、恒久的な取扱いを検討する目的でスタートした議論が、結局は暫定的な取扱いを継続することになってしまった訳ですが、その背景は以下の通りと考えられます。

恒久的な取扱いを決定する場合、理論的な裏付けを示し、ゼロあるいはマイナスのどちらかに統一することが必要です。しかし、ゼロとするかマイナスとするかは委員の間でも意見が分かれており、また、割引率を含めてマイナス金利を会計上どのように反映するかは、国際的にもコンセンサスが確立されている訳ではありません。こうした状況下、多くの企業の決算が集中する 3 月末までに結論を出すのは、困難であっ



たと推測されます。ASBJでは国際的な議論への参画も含め、今後も引き続きこのテー

マに関しては議論を継続していく模様です。

## 2. 割引率低下がもたらす影響

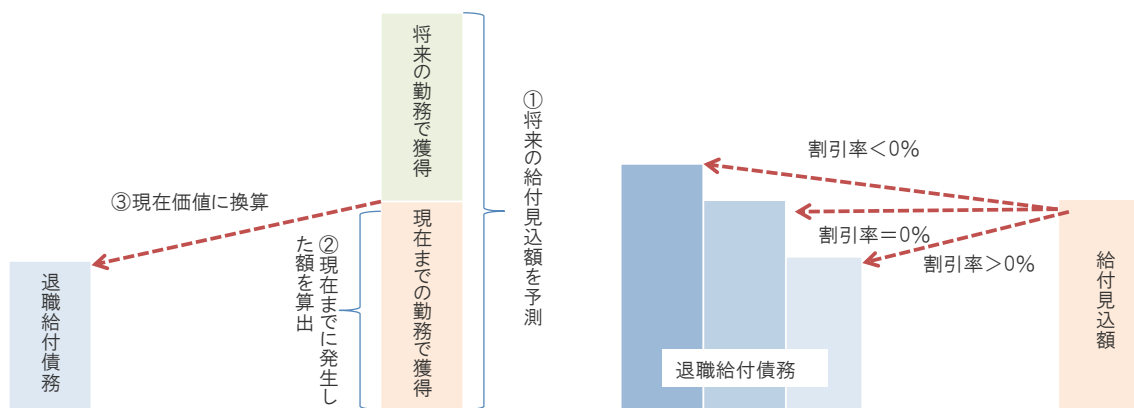
退職給付債務の計算は、図表1(左側)の通り、①将来の給付見込額を予測し、その給付見込額について、②現在までの勤務期間で発生した額を算出し、③当該発生見込額を現在価値に換算する、という手順で算出します。③の作業において現在価値に換算する利率が「割引率」であり、割引率が低下すれば、退職給付債務および勤務費用が増加し、会計数値に影響を及ぼすこととなります。割引率の下限をゼロとする場合は、給付見込額と退職給付債務が同額となり、マイナスで設定する場合は給付見込額より現在価値である退職給付債務が大きくなるということになります(図表1右側)。

現実的にはあり得ないと思われませんが、

マイナスで設定する場合、マイナス幅が拡大すると退職給付債務の額に上限がなくなってしまいます。

ゼロを下限にするにしてもマイナスにするにしても、割引率の低下は退職給付債務の増大をもたらします。「退職給付債務=支払義務」であり、退職給付債務の拡大は直感的に会計上悪影響を与えることであると考えるかもしれません。しかし、同じ債務の増加でも、割引率低下に伴う退職給付債務の増加は、借入金が増大とは性格が異なります。退職給付債務の増加の本質を理解することは退職給付債務の拡大への対応策を検討するうえで不可欠と言えます。

(図表1) 退職給付債務の算出方法及び給付見込額と現在価値の関係



## 3. 割引率低下で積立不足が拡大

割引率は将来の給付見込額を現在価値に換算する率に過ぎません。したがって、割引率が低下して退職給付債務が増大しても、企業が支払う給付額が増加する訳ではあり

ません(CBプランの場合は金利変動で給付は増減しますが、割引率低下局面では給付は減少します)。割引率低下は支払額を増加させるのではなく、支払のために必要な額

割引率低下前と比較して増加させるものです。このため、保有する年金資産が退職給付債務の増加額と同額だけ増加しない限り、積立状態が悪化します。年金資産を有しない退職一時金ではそれが顕著で、退職給付債務の増加分だけ将来のキャッシュアウトフロー（退職給付に係る負債）が増大することになります。

もっとも、積立不足が拡大しても、割引率低下前と同水準の運用収益を確保できるのであれば、企業負担は増加しません。なぜなら、企業年金に関して企業が負担する額は給付額から運用収益を差し引いた額であるからです。しかし、現実問題として割引率（≒リスクフリーレート）の低下局面では、年金資産で保有する資産の収益率も低下すると考えられるため、結果的に企業

負担は増加してしまうことが想定されます。

そう考えると割引率低下は退職給付債務サイドの問題というより、むしろ年金資産サイドの問題ということが出来ます。企業負担の増加を抑制あるいは減少させるには、運用収益の減少を極力抑え、可能であれば増加させることが求められることとなります。

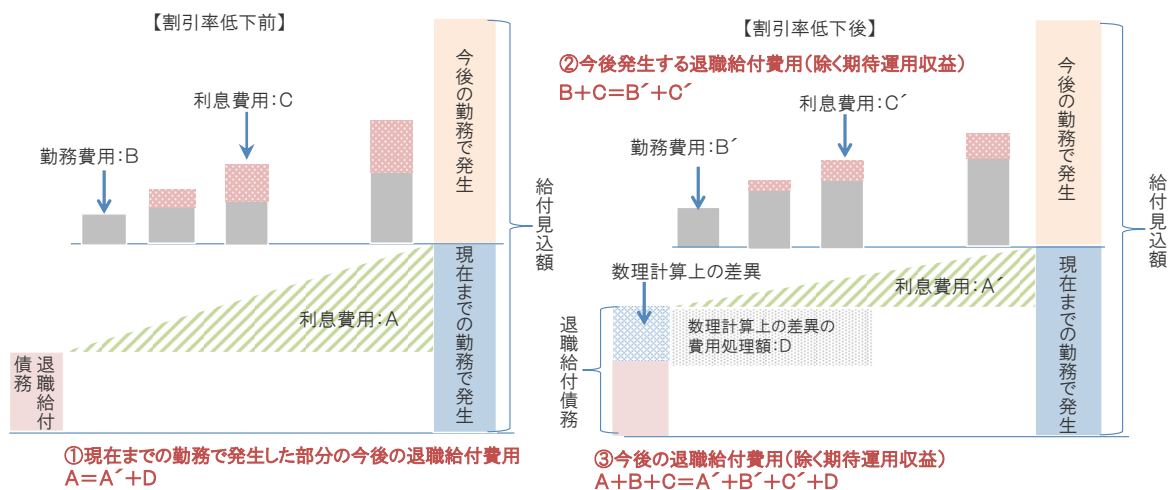
運用収益の増大は、①運用収益率を引き上げる、②運用資産を増やす、③前倒して積み立てる、ことで実現できます。しかし、現状のような超低金利下において、①の運用収益率を引き上げることは現実的ではありません。極めて高いリスクを負担することになるからです。したがって、②と③、すなわち早めに大きく積み立てることが、不可欠となります。

#### 4. 割引率低下直後は負債サイドの費用要素が増加

割引率低下がもたらすもう1つの影響は、退職給付債務の算出メカニズムや会計処理方法による影響です。これを理解するために図表2では、将来の給付見込額を現在ま

での勤務で発生した額と今後の勤務で発生する額とに分け、各々のその後の動きを割引率低下前後で示しています。

(図表2) 割引率低下前後の退職給付債務及び今後の債務増加の動き



まず、現在までの勤務で発生した部分について、今後費用として処理される額を考えます。割引率低下前は、利息費用  $A$  を各期の費用として各期で処理していきます。これに対して割引率が低下した場合の利息費用は  $A'$  となり、両者の関係は  $A > A'$  となります。また、割引率低下に伴い発生する数理計算上の差異  $D$  は  $A$  と  $A'$  の差額であり、 $A = A' + D$  という関係となります。 $D$  は会計上、退職までの期間内の一定期間で処理されます。つまり、 $D$  が前倒しで処理されるため、割引率低下直後は  $A < A' + D$  となり、その後  $A > A' + D$  となることで両者の累計額が一致することになります。

次に、今後の勤務で発生する額を考えます。割引率低下前は勤務費用  $B$  と発生した勤務費用に対する利息費用  $C$  を費用として処理します。割引率が低下した場合の勤務費用と利息費用は  $B'$  と  $C'$  であり、 $B + C = B' + C'$  です。勤務費用は割引率が低い方が大きくなるため、 $B < B'$  であり、利息費用は逆に  $C > C'$  です。なお、 $B$  と  $B'$  の差は、割引期間が長いほど大きくなるため、その差は給付までの期間が長い割引率低下直後に大きくなり、その後は差が縮小していきます。一方、利息費用の差  $C - C'$  は、退職給付債務残高（勤務費用と利息費用の

累計）が大きくなるほどその差が大きくなります。結果的に割引率低下直後は  $B + C < B' + C'$  ですが、一定期間が経過すると逆に  $B + C > B' + C'$  となることで両者の累計額は一致します。

これは、年金制度での積立てや貯蓄を想定すれば理解が容易です。予定利率や預貯金金利に差がある場合、元本（掛金）と利息（運用収益）の関係が変化します。同じ金額を積み立てる場合、利率が低いと運用収益が見込めない分だけ早めに大きく積み立てる必要があります。逆に、利率が高いと当初は積立額が少なくても、積立期間の後半に利息で稼ぐことで目標額に到達することができます。

以上の通り、割引率が低下すると低下直後は勤務費用および利息費用、さらには割引率低下に伴い発生する数理計算上の差異の費用処理額という負債サイドの費用要素が割引率低下前に比べ増加します。この増加は一定期間の後には解消されることにはなりません。しかし、何の対応もしなければ割引率低下後には退職給付費用が増加してしまいます。これを回避するためには、やはり年金資産の積増しで運用収益を増加させることが必要になります。

## 5. 本質的な問題は何か

年金資産の収益が大きくなればなるほど給付に対する企業負担、すなわち退職給付費用は減少することになります。だからと言って、積立は大きければ大きいほどよいというわけではありません。ベンチマークである債務に対して適正な積立水準を確保することが重要です。もっとも、年金（退

職給付）に関する債務は年金財政上の債務と企業会計上の債務があり、どちらをターゲットとするかは1つの課題です。

退職給付会計導入以降、年金財政上の債務と会計上の債務という2つの債務が存在することになり、どちらを重視するかは悩ましい問題であったと言えます。割引率が

ゼロまたはマイナスという局面では、年金財政上の予定利率との乖離が拡大するため、なおさら頭の痛い問題です。しかし、少なくとも上場企業では、会計上の費用や積立状況を見無視するわけにはいかないとわれ、対応を進めることが必要となります。

退職給付債務を目標に積立を行うとすれば、最も機動的な積立を行うことができるのは退職給付信託です。退職給付信託は、退職給付債務に対する積立不足に対する積立てを行うもので、拠出金額・時期ともに任意に実施することができます。将来、金利が上昇し、退職給付債務が減少して積立超過になった際に、超過部分を事業主に返還できる可能性がある点も有利です。ただし、退職給付信託というと持合株式を拠出する株式版の退職給付信託が頭に浮かびます。この株式版の退職給付信託は、期待運用収益の確保や資産のボラティリティという点で難点があります。

したがって、期待運用収益を確保する目的で設定する退職給付信託は現金を拠出し、委託者の望む資産構成で運用を行う運用版退職給付信託である必要があります。この手法であれば株式版退職給付信託のような

懸念がないからです。

一方、企業年金制度への掛金拠出で積立促進を図る方法は、拠出金が税制上損金として認められるというメリットがある反面、積立目標が会計上の積立目標と一致しないと言う難点があります。拠出方法には、従来から実施可能であった、①予定利率の引下げ、②過去勤務債務の償却期間の短縮、③特例掛金の拠出の他、今年からは、④リスク対応掛金の拠出、という手法が加わりました。

今年から実施可能となったリスク対応掛金は、財政悪化リスク相当額の範囲内で金額を任意に設定できるという点で柔軟性があると考えられますが、拠出タイミングという点では財政運営のルールに従うことに留意が必要です。

退職給付に関する企業負担の軽減を図る方法には、積立促進以外に制度内容を見直す方法もあります。しかし、割引率の低下は給付額を増加させるわけではないため、給付内容の見直しを行うのは慎重であるべきと考えます。割引率低下による企業負担の増加を回避するには、まずは積立促進などから進める必要があると思われます。

年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野 正徳

## 企業年金の半世紀を振り返る その11

### 厚生年金基金の代行割れと健全化法の施行

平成12年以降のマイナス運用利回りを含む運用環境の大きな変動により、厚生年金基金では代行割れが発生し、給付減額や大幅な掛金引上げなどの厳しい運営が迫られました。

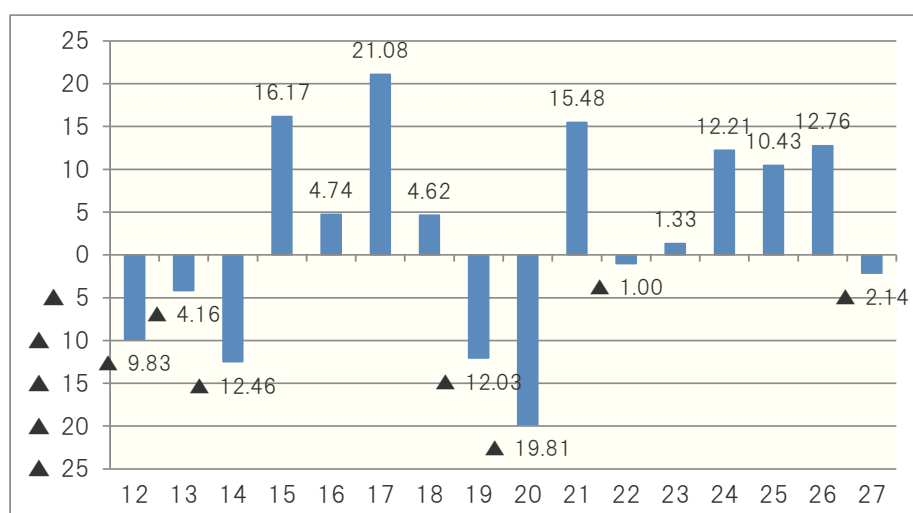
その後、平成24年2月に発生したAIJ投資顧問の年金資産消失事件により、総合型厚生年金基金の代行割れが社会問題化され、代行割れ基金を起こさないための制度的措置を導入する必要があるとして、平成26年4月に「公的年金制度の健全性及び信頼性確保のための厚生年金保険法の一部を改正する法律（以下、「健全化法」）が施行され、5年間の時限措置として納付方法や納付期限の特例が設けられました。

#### 1. 運用環境の悪化と基金運営の弾力化

年金資産の運用環境については、平成12（2000）年のITバブル崩壊後の3年連続マイナス利回り、平成19（2007）年のサブプライム問題から平成20（2008）年にはリー

マン・ショックが発生したことによる2年連続の2桁マイナス利回りと、今までに経験したことがない厳しい運用環境の時期がありました（図表1）。

（図表1）厚生年金基金の修正総合利回り（単位：％）



運用環境の悪化の歴史は、厚生年金基金運営の弾力化と規制強化の歴史でもあります。まず、平成14年3月29日の通知改正により、プラスアルファ部分の給付水準の

下限が、代行部分の3割から1割に変更されました。平成14、15年度には、給付減額等を行うことをあらかじめ代議員会で議決した場合、新掛金の適用時期を1年遅らせ

る、いわゆる掛金引上げの猶予が可能となりました。この措置は今後の財政健全化施策を講じることを厚生年金基金が議決することにより、基金運営の健全性を検討させる時間を与えようとしたものです。

平成15年以降、大手企業等による単独・連合設立の厚生年金基金の多くが代行返上することを決定した一方、多数の中小企業が集まる総合設立の厚生年金基金では、積立不足の発生による掛金の大幅な引上げを早期に議決することが困難であり、代行返上が進まない状況でした（図表2）。

平成15年度以降は、運用環境の改善等により積立水準が回復したものの、リーマン・ショックが決定的な要因となり、平成20年度には再び多数の代行割れ基金が生じました。これを受け、平成21年7月には、掛金計算時に繰越不足金のうち許容繰越不足金相当の解消を留保できる「下方回廊方式」や、「長期運営計画」の策定により、平成24年3月末までの掛金の引上げ猶予が導入されました（掛金引上げ猶予の期限はその後1年間延長）。

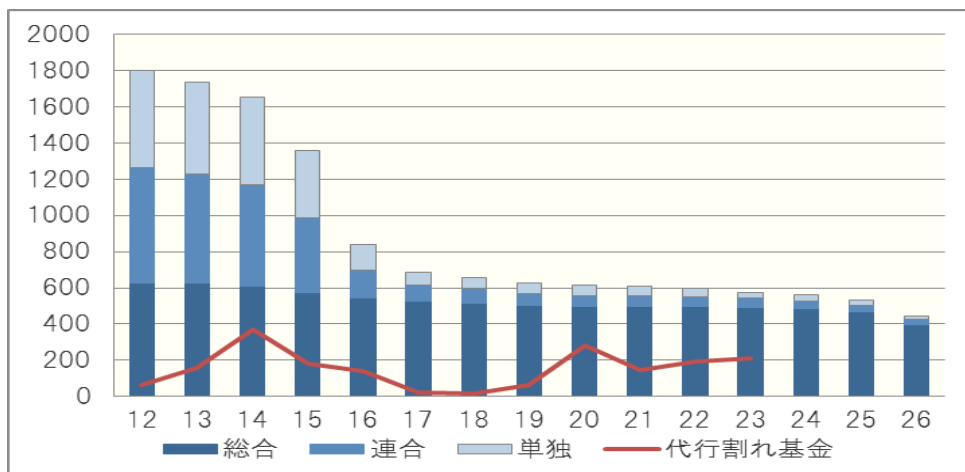
これらの財政運営弾力化措置の期限到来

が近づき、厚生年金基金が健全に運営できるよう、平成24年3月の通知改正では、5年後の回復計画の廃止と、それまでの回復計画に用いる資産運用利回り前提の厳格化等が行われました（その後「健全化法」施行に伴い撤回）。

回復計画は、将来の財政シミュレーションを行い、積立水準の改善に必要な掛金を設定するものですが、通知改正前は将来の資産運用利回りを基金の予定利率とすることができたため、予定利率を高く据え置くことにより掛金の引上げ幅を抑制するとともに、予定利率引下げの意欲を削ぐ構造があり、問題視されていたものです。

当該通知改正が議論されている中、平成24年1月、証券取引等監視委員会の検査により、AII投資顧問の運用資産の大半が消失していることが明らかとなりました。これを契機に、厚生年金基金が代行部分を将来に確実に給付できるかという疑念が持たれ、政府は「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」を設置し、平成24年4月から厚生年金基金の制度運営に関する抜本的な見直し議論が開始されました。

（図表2）厚生年金基金の件数の推移（単位：件）



## 2. 健全化法の施行

平成 25 年 6 月 26 日に、「公的年金制度の健全性及び信頼性の確保のための厚生年金保険法等の一部を改正する法律」（「健全化法」）が公布され、平成 26 年 4 月 1 日より施行されました。

この法律では、厚生年金基金については施行日以後の新たな設立は認められず、既存の基金については財政上健全な基金を除き原則廃止とする方針が掲げられたものでした。早期に他の企業年金制度への移行を促進しつつ、解散しやすいように時限的に特例的な解散措置が講じられました。

代行割れ問題については厚生年金被保険者全体のリスクとして、リスクの分かち合いを図りつつ、代行割れを二度と起こさないような厳しい財政運営基準（規制強化）を導入する必要があるとされました。

具体的仕組みとは以下のとおりであり、財政状況が極めて良い場合を除き、代行部分を国に返還して、後継制度への移行もしくは解散を円滑に進めるものでした。

- ①施行日から 5 年経過後は、最低責任準備金の 1.5 倍または最低積立基準額の 1.0 倍のいずれかを満たす基金のみが存続可能で、業務報告書等によるモニタリングを強化する。
- ②最低責任準備金の精緻化（代行給付費の

簡便計算に用いる係数の補正、計算に用いる厚年本体の実績利回りの適用時期のずれの補正）を行うが、施行日から 5 年以内に解散・代行返上する場合は補正の有無を選択し、最小の最低責任準備金を国に返納すればよい。

- ③解散認可基準の緩和（同意要件の緩和（4 分の 3 以上⇒3 分の 2 以上）および母体企業の経営悪化等の理由要件の撤廃）
- ④代行割れ基金においては、施行日から 5 年以内に限り、分割納付の特例（納付計画の提出による連帯債務外し、解散計画の作成による代行割れ相当に対する債務の付利率の特例等）および納付額の特例（基金設立時からのコロガシ計算による減額責任準備金以上の年金資産の納付で可）措置が選択可能。
- ⑤解散計画または代行返上計画の作成による、解散または代行返上までの期間にかかる、従前の厚年基金財政運営の撤廃。
- ⑥解散時分配金の DB 制度への持込規定や、後継 DB 制度に関する時限的財政運営緩和措置（特別掛金の償却期間、最低積立基準額の未認識等）導入による移行支援。
- ⑦DC 制度や中小企業退職金共済制度への移行支援。

## 3. 健全化法を受けた基金の選択肢

厚生年金基金は健全化法が施行される直前の平成 26 年度末には、531 基金がありました（その後 2 基金が分割）が、平成 28 年 12 月末時点では 147 基金まで減少し、2 年 9 カ月の間に 386 基金が解散および代行返上しました。その内訳は、解散が 325 件（う

ち特例解散 79 件）、代行返上が 61 件となっています（図表 3）。

厚生年金基金から確定給付企業年金に移行する方法としては、代行返上の手続きをとる他、厚生年金基金を一旦解散し、新設または既存の確定給付企業年金制度に分配

金を持ち込む方法があります。平成 26 年 4 月から平成 28 年 12 月までに設立された基金型 DB 制度は 108 件存在します。この全てが厚生年金基金からの移行とは限りませんが、解散基金のうち数十件は後継 DB 制度を設立したと考えられます。

解散・新設による確定給付企業年金への移行の場合、全事業所による後継 DB 移行同意や給付減額同意手続きが不要なことか

ら、予定利率は 2.0%前後とし、給付期間を終身から有期に変更し、キャッシュバランス型制度を採用するなどの抜本的な見直しを行うとともに、参加を希望する事業所のみとするような総合設立の DB 制度を新設することがあります。また、代行返上においても、終身から有期への変更や給付利率引下げ等、持続可能性を高めるための給付減額を伴うケースが多いようです。

(図表 3) 健全化法施行後の厚生年金基金の件数 (出処：厚生労働省 HP)

| 平成26年4月から平成28年12月までの解散等基金 | 解散基金              | 代行返上基金  |     | 合計  |
|---------------------------|-------------------|---------|-----|-----|
|                           | 325<br>(うち特例解散79) | 61      |     | 386 |
| 平成28年12月末の存続厚生年金基金        | 解散内諾済             | 代行返上内諾済 | その他 | 合計  |
|                           | 57                | 76      | 14  | 147 |
| 合計                        | 382               | 137     | 14  | 533 |

#### 4. おわりに

総合設立の DB については、運用環境悪化や死亡率改善等のリスクに強く、分かりやすいシンプルな制度に変更することが、事業主にとって掛金負担の安定性と制度運営コストの抑制につながります。また、従業員にとっては、従前と同じ給付水準を必ずしも保証されるわけではないものの、引き続き安定して老後所得を得られることから、中小企業への年金制度の提供という観点で、引き続き重要な役割を果たすことでしょう。

一方、後継制度を設立せずに解散した基金も多数存在します。長く財政状況の悪化

に苦しんだ基金にとっては、健全化法によって、財政悪化リスクから解放されたとは言えますが、従業員への老後所得保障機能が失われたことは残念でもあります。

厚生年金基金制度は、とりわけ総合設立として中小企業への企業年金の普及に多大な貢献を果たしたことは言うまでもありません。厚生年金基金の設立事業所であった中小企業等にとっては、総合設立の DB 基金をはじめ、他の DB・DC 制度、中小企業退職金共済制度や個人型 DC 制度など、公的年金のスリム化をカバーするための私的年金の活用が期待されます。

年金コンサルティング部 リサーチグループ 小西 拓也



## 年金ALMの解説 その11

### 低金利下の負債分析とリスク対応掛金

本誌、2016年12月号までの連載にて、政策アセットミックスの策定・見直しに用いる分析手法である年金ALM分析の概要について解説してきました。前回までの解説では、年金制度における負債として、主に責任準備金（継続基準上の負債）を取り上げてきましたが、今回は、低金利環境における「その他の負債（最低積立基準額および退職給付債務）」への影響と、平成29年1月から施行されているリスク対応掛金の拠出を前提とした新しい財政運営における運用について解説します。

#### 1. 年金制度における負債

確定給付企業年金における負債には、そのとらえ方において次の3つの負債があります。①年金財政上の負債として、継続基準の判定に用いる「責任準備金」、②非継続基準の判定に用いる「最低積立基準額」、そして、③企業会計上の負債である「退職給付債務」です。

いずれの負債も、「今後発生が見込まれる給付のために現時点で積み立てておくべき資産額」を意味する指標である点は共通していますが、それぞれ算出方法が異なります。算出方法の差異はいくつかありますが、ここでは将来の給付額を現在の価値に割り引く際に用いる利率に着目します。

①責任準備金の算出に用いる利率（＝継続基準用の予定利率）は、原則として年金

資産の長期期待運用収益率に基づき、下限予定利率を下回らない範囲で事業主等が主体的に決定します。

②最低積立基準額の算出に用いる利率（＝非継続基準用の予定利率）は、30年国債の直近5年間の平均利回りに基づいて厚生労働大臣が決定します（平成28年度は1.76%、平成29年度は1.46%の見込み）。なお、労働組合等の同意を得た場合には、当該利回りに0.8～1.2を乗じた率とすることも可能です。

③退職給付債務の算出に用いる利率（＝割引率）は、安全性の高い長期の債券の期末時点の利回りを基礎として事業主等が決定します（図表1）。

（図表1）企業年金における負債と算出に用いる利率

| 負債      | 使用目的        | 算出に用いる利率             |
|---------|-------------|----------------------|
| 責任準備金   | 年金財政上の継続基準  | 事業主等が主体的に決定          |
| 最低積立基準額 | 年金財政上の非継続基準 | 30年国債利回りの過去5年平均      |
| 退職給付債務  | 企業会計上       | 安全性の高い長期の債券の利回りを基に決定 |

## 2. 低金利環境における負債への影響

現在、日本国内では政策的に超低金利環境が長期化する様相を強めていますが、将来の金利の動向が、それぞれの負債に与える影響について考えてみたいと思います。

まず、責任準備金ですが、継続基準用の予定利率は事業主等が主体的に決定することができるため、金利の動向によって負債が直ちに増減することはありません。ただし、継続基準用の予定利率は、年金資産の長期期待運用収益率に基づき決定するものであるため、超低金利環境の下で運用収益の確保が難しい場合などは予定利率の引き下げの検討が必要となるかもしれません。

一方、退職給付債務は安全性の高い長期の債券の期末時点の利回りを基礎とするため、金利変動の影響を直ちに受けます（図表2）。国のマイナス金利政策に伴う退職給付債務の増加については、新聞等でも頻繁に報道されているところです。

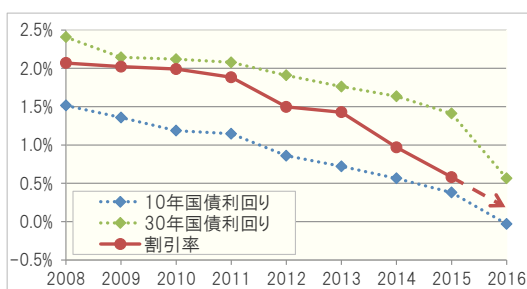
次に、最低積立基準額ですが、非継続基準用の予定利率は、30年国債の利回りの過去5年平均に基づくため、退職給付債務と

同様に金利低下の影響を受けます。ただし、過去5年平均であるため、即時に影響を受ける訳ではなく、金利低下の影響は5年間で平滑化されます。従って、今後も数年間に亘って超低金利環境が継続した場合には、最低積立基準額についても負債の増加が顕在化することが想定されます（図表3）。

超低金利環境の継続を想定すると、継続基準上は積立剰余であっても、非継続基準上や企業会計上は積立不足が生じるというケースも想定されます。従って、政策アセットミックスの検討にあたっては、継続基準のみならず、非継続基準や企業会計上の積立比率についても考慮が必要となります。

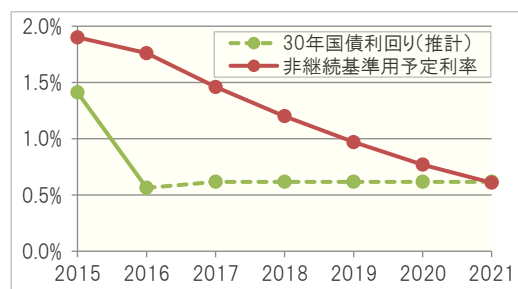
この場合、将来に亘って各負債に対して積立剰余を維持できるように期待収益率を引上げることも選択肢となりますが、政策アセットミックス上の期待収益率の引上げには運用リスクの増加が伴うことから、掛金の積み増しも含めて検討することが現実的な対応になると思われます。

（図表2）国債利回りと割引率



出所：割引率は（株）日本経済新聞社データを基に弊社にて作成

（図表3）国債利回りと非継続基準用予定利率



※利回りは2016年12月の実績0.617%が続く場合を仮定

## 3. 掛金積み増しの方法

掛金積み増しの方法としては、次の4つの方法が考えられます。まず、既に拠出し

ている特別掛金がある場合に、その償却期間を短縮する方法。次に、継続基準上の予

定利率の引下げによる標準掛金および特別掛金の引上げ。そして、非継続基準に抵触している場合の特例掛金の拠出。最後に、

平成29年1月から施行されている「リスク対応掛金」の拠出です。今回はリスク対応掛金を拠出した際の運用について考えます。

#### 4. リスク対応掛金を踏まえた運用

リスク対応掛金とは、将来の財政悪化に備えて財政悪化相当額の範囲内で事業主が任意で事前に拠出できる掛金で、平成29年1月1日付で施行された新しい掛金です。

従来の拠出ルールでは、積立不足に対する補填は継続基準や非継続基準に抵触した際に、事後的に追加掛金を拠出することにより賄うものであり、将来の積立不足に備えて掛金を事前に拠出することはできませんでした。

しかし、積立不足が生じるタイミングは一般的に景気（運用環境）が悪い状況であり、掛金の追加拠出余力が乏しい時期と重なります。

そこで、このような不安定な年金制度運営を解消するため、財政が悪化していなくても、将来の財政悪化に備えて事前に掛金を拠出できる仕組みが導入されました。

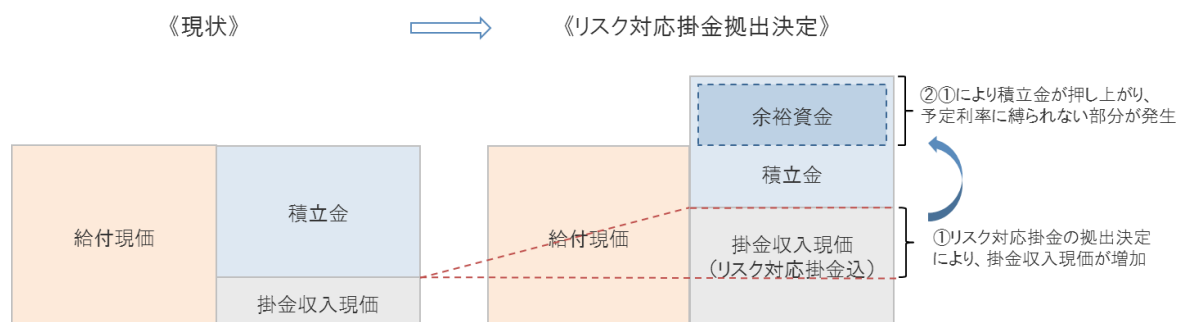
では、リスク対応掛金を拠出すると、バランスシートには、どのような変化が生じるのか確認してみましょう。

図表4の左側《現状》は、給付現価に対して、掛金収入現価と積立金の合計が釣り合っている状態です。この状態でリスク対応掛金を新たに拠出すると、その分掛金収入現価が増加し、給付現価を上回る「余裕資金」が生まれることがわかります（図の右側）。

給付現価と掛金収入現価は継続基準の予定利率に基づき算出されるものですので、その差額分の積立金も予定利率で運用できれば年金財政上の収支が釣り合うこととなります。一方、余裕資金については、対応する負債がないため、運用上のバッファとして、予定利率に縛られない運用をすることが可能となります。

余裕資金の活用方法としては、①余裕資金を別枠管理する方法と、②余裕資産も含めた資産全体を一体で運用する方法の2つの考え方があります。この2つの運用方法について見てみましょう。

（図表4）リスク対応掛金の拠出によるバランスシートの変化

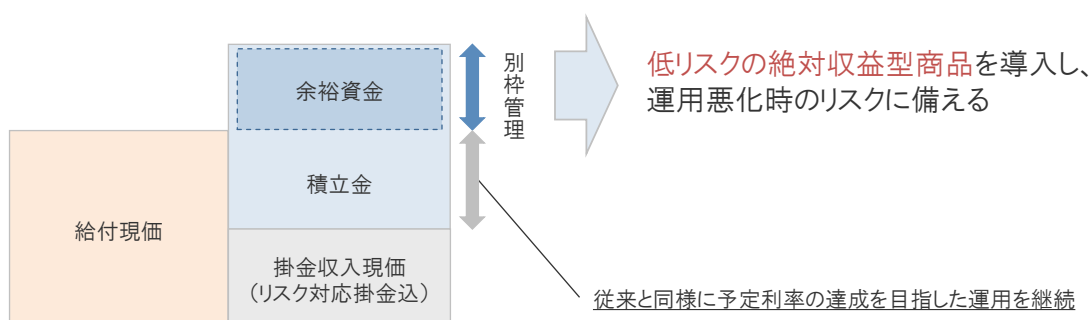


まず、①余裕資金を別枠管理する方法では、給付現価に対応する部分は、従前の企業年金における運用の考え方と同様に、予定利率の達成を目指した運用を継続します。余裕資金は予定利率に縛られない部分であり、従前とは異なる運用が可能となります。具体的には、目標リターンを抑えた低リスクの絶対収益型の商品等を導入することにより、運用悪化時の備えとして安定的な運用に特化させることが可能です（図表 5）。

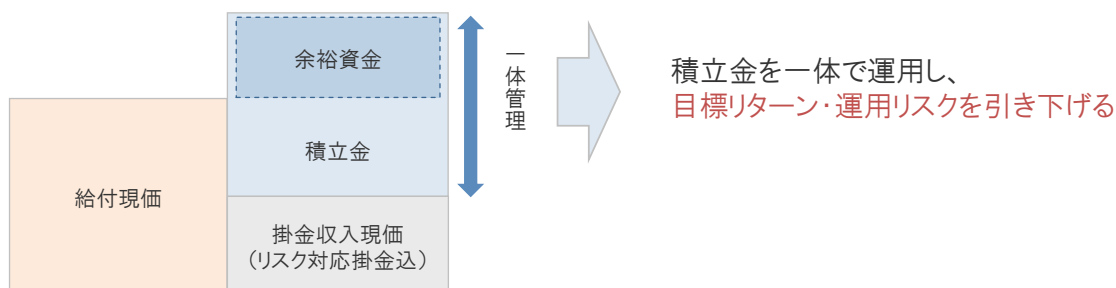
一方、②余裕資産も含めた資産全体を一体で運用する方法は、負債の伸びを賄うために運用する資産が増えるため、その分目標とする収益率を予定利率よりも引下げることが可能となり、資産全体の運用リスクを下げるができます（図表 6）。

このように、リスク対応掛金を事前に拋出することによって、積立剰余の状態を前提とした運用を行うこともでき、リスク対応掛金の導入前よりも安定的な財政運営が可能となります。

（図表 5） 余裕資金を別枠管理する方法



（図表 6） 余裕資産も含めた資産全体を一体で運用する方法



今回は、政策アセットミックス策定の際の低金利環境における「その他の負債（最低積立基準額および退職給付債務）」への影響と、リスク対応掛金を導入した場合の新

しい財政運営における運用について解説しましたが、次回は伝統 4 資産以外の資産クラスの設定など、資産サイドの最新トピックスについて解説します。

年金コンサルティング部 年金 ALM グループ 山内 浩平

## 資産／リスクの配分 その5

### 等金額ウェイトアプローチ ①

いつの時代でも、確定給付企業年金の運用・管理に責任を持つ担当者（以下、「担当者」）にとっての夢は、「最大のリターン」を「最小のリスク」で獲得のできる効率的なポートフォリオを持つことでしょう。そして、実務においては「最大のリターン」を「目標リターン」に、「最小のリスク」を「許容されるリスク」に読み替え、その現実的目標の達成可能性を高めるべく、少しでも運用効率の良いポートフォリオの設立・維持に工夫・努力を払っています。

今回は、一般的に注目度は意外なほど低いものの、「担当者」の工夫・努力に対し貢献できる可能性が高いと思われる「等金額加重ポートフォリオ」を取り上げます。

なお、本稿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

「等金額加重（ウェイト）ポートフォリオ（以下、EWP）」は、中々味わいのある興味深いポートフォリオです。

（その理由1）「簡明な手法」

簡単明瞭なルールで作られるため、大変分かりやすい（次節で述べます）。

（その理由2）「なかなかの運用効率」

しかも、数理モデルや最適化等を駆使する「洗練された（Sophisticated）手法」に基づき構築されるポートフォリオや「時価総額加重ポートフォリオ（以下、CWP）」と同等、あるいは、それ以上の成果（リターンやリスク調整後のリターン等々）をあげることが論文等で報告されています<sup>注1</sup>。

今試しに、手元にある約27年に及ぶ月次の過去データを用いて、米国の代表的な株式インデックスである「S&P 500」のCWPとEWPのパフォーマンスを極めて単純に計

算・比較したものが、図表1と図表2です。

図表1「リターンの比較」に見るとおり、リターンは全ての期間で、EWPがCWPを上回っています。また、その傾向は投資期間が長ければ長いほど高まっている様子が、

「EWPの勝率」（ $EWP \geq CWP$  のデータ数 / 全データ数）の割合に見ることができます。

これが単にリスクを取った結果であるかを確認するために、リスク1単位当たりのリターンを見たものが、図表2「リターン／リスクの比較」です。

これを見ますと、効率性の観点においても、リターンと全く同じことが言えます。ただし、EWPのリスクはCWPのそれより高いため、優位性の程度は薄らいでいるようです。しかしながら、EWPのリターン面での魅力を検討すると、許容範囲と言えることになるでしょう<sup>注2</sup>。

(図表 1) CWP と EWP のリターンの比較

(単位 : %)

|     | データ数 | CWP平均 | EWP平均 | 差    | EWPの勝率 |
|-----|------|-------|-------|------|--------|
| 1ヶ月 | 322  | 0.83  | 0.97  | 0.14 | 50.93  |
| 1年  | 311  | 11.01 | 12.94 | 1.93 | 57.88  |
| 3年  | 287  | 10.14 | 11.97 | 1.83 | 71.08  |
| 5年  | 263  | 9.51  | 11.36 | 1.85 | 76.81  |
| 10年 | 203  | 7.71  | 10.09 | 2.38 | 93.60  |
| 20年 | 83   | 8.64  | 10.75 | 2.11 | 100.00 |
| 全期間 | 1    | 9.22  | 10.86 | 1.64 | 100.00 |

注 : 全期間以外は算術平均(ローリング)

出処 : S&Pダウ・ジョーンズ・インデックス社ご提供のドルベース指数  
(1989年12月から2016年10月) から筆者が計算

(図表 2) CWP と EWP のリターン / リスク (標準偏差) の比較

|     | データ数 | CWP平均 | EWP平均 | 差    | EWPの勝率 |
|-----|------|-------|-------|------|--------|
| 1年  | 311  | 1.25  | 1.27  | 0.02 | 54.66  |
| 3年  | 287  | 0.95  | 0.99  | 0.04 | 56.45  |
| 5年  | 263  | 0.78  | 0.83  | 0.05 | 69.20  |
| 10年 | 203  | 0.53  | 0.63  | 0.10 | 90.64  |
| 20年 | 83   | 0.57  | 0.64  | 0.07 | 100.00 |
| 全期間 | 1    | 0.64  | 0.67  | 0.03 | 100.00 |

出処 : S&Pダウ・ジョーンズ・インデックス社ご提供のドルベース指数

以上から、本稿で EWP を取上げるのは、ポートフォリオの作成やアセット・アロケーションの手法として推奨することだろう、とは思わないでください。目的は後述のとおり、別のところにあります。

注 1 : 代表的なものに、DeMiguel, Victor, Lorenzo Garlappi,

and Raman Uppal. 2009. “Optimal versus Naïve Diversification : How Inefficient Is the 1/N Portfolio Strategy?” *Review of Financial Studies*, Vol. 22, no. 5 : 1915-1953 があります。(以下、”DGU 2009”)

注 2 : ご注意頂きたいのは、ここでご覧頂いた数値は、かなり長期間のデータから計算したものと言っても、あくまで一定の過去期間の結果であることです。また、将来期間で同様の結果になるとの保証はありません。

## 2. 等金額ウエイトポートフォリオ (EWP)

EWP は「簡明な手法」で組立てられていると述べました。

あらゆるポートフォリオ(いわゆる市場インデックスを含め)の特性は、

- ① 組入れる資産クラスや銘柄(以下、「資産」)をどのように選ぶか、という「母集団選択」、
  - ② それらをどのように組合せるか、という構成比率を決める「加重方式」、
- という 2 要素のミックスにより定まります。

今、①の「母集団選択」についてはさて置

き、②の「加重方式」に注目すると、EWP の作成ルールは、『投資対象の「資産」の数が N 個ある場合、その各々に等分の、すなわち、1/N ずつ、投資金額を配分する』です。それだけで、非常に単純・明快です。

そのため、その特徴から「1/N ポートフォリオ」とか、やや「上から目線」のニュアンスを感じる、「ナイーブ (Naïve) ポートフォリオ」と呼ばれています。

### 3. CWPとMSRPの加重法式

上述のとおり、EWPは非常に分かりやすく明快なルールに基づいています。

この点を、「最大シャープレシオ・ポートフォリオ（以下、MSRP）」とCWPとに比べて、さらに確認しましょう。

(1) MSRP：「フォースと共にあらんことを（May the Force be with “us”）」

文字どおり、「最大のリターン」を「最小のリスク」で獲得する、即ち、最も「効率的」な、ポートフォリオの構築にチャレンジするものです。

少し正確を期しますと、「超過収益（ポートフォリオ利回り－無リスク資産利回り）/ポートフォリオのリスク（標準偏差で測った）」を最大化するポートフォリオ作成を目指すものです。このために、数理モデル・最適化等々の「洗練された（Sophisticated）手法」（含む、その前提である各種の数値予測）のフル活用が通常の手順となります<sup>注3</sup>。

正に、「何らかの力」（「科学的」手法、「フォース？」）を持っている、との自信に満ちたものです。

MSRPの導出には高度の知識や技術が必要とされますが、ある意味このポートフォリオの概念自体は、「担当者」には馴染みの深いものです。最も「効率的」なポートフォリオとは明示しないまでも、「担当者」は少なくとも「ベンチマークとする市場インデックス（後述(2)CWP）よりは運用効率的なポートフォリオを得ること」を、慎ましい目標として運用の委託をしているのですから。

本稿では、以上のような見解を持つ陣営を、「MSRP派」とします。

(2) CWP：全投資家の知恵の産物、あるいは「兵どもが夢の跡」

CWPと聞いて真っ先に思い浮かぶのは、TOPIX・S&P 500・MSCI ACWI等々の株式市場の時価総額加重インデックスではないかと思います。

このように普通は、株式や債券等々の個別資産クラスのポートフォリオ、専らベンチマークの議論をする際に登場します。

投資対象に選んだ多数の資産クラスを含むポートフォリオの場合、現状では個別資産クラスの時価総額加重インデックスを、その政策的資産配分割合で加重平均した「合成インデックス」を使うことになるでしょう。

個々の資産クラスをその時価総額で加重して束ねた、「資産総合インデックス」とでも呼ぶべきものがあるとは、寡聞にして聞いたことがありません。

さて、上記のようなインデックスは、CAPM（Capital Asset Pricing Model：資本資産価格モデル）で最も効率的とされる「マーケット（市場）ポートフォリオ」の類推・翻訳から、効率的なポートフォリオの代替として、運用上のベンチマークに活用され、現在に至っています。しかしながら、その理論的正当性には疑問が投げかけられています<sup>注4</sup>。

本稿では、誰もそれを作ることを目的に投資を行っているわけではなく、あくまで、全ての投資家が自らの考え・手法（例えば、MSRP、EWP等々）を実践した「結果型」として、CWPは事後的に成立していると考えます。

CWPは最適化で作られる訳でもありませんし、また、構成銘柄に変化がない限り、リバランスが行われる訳でもありません。

以上から、難しくは考えずに、CWPは「全投資家の加重平均のリターンを示すもの」だ、

と割り切ろうと思います。

しかしながら、「全投資家の知恵」の産物と言える、この「平均」は、中々侮り難いものであることは、是非明記しておきたいと思えます。

個々の「担当者」が採用している手法（「個々の投資家の知恵」、アクティブ運用）よりも投資成果の良いことが(大いに)あることは、周知の通りで、理屈上もその可能性は支持され得ます。

本稿では、以上のような見解を持つ陣営を、「CWP派」とします。

#### 4. MSRP派の思い

さて、今まで見てきましたEWP・CWP・MSRPについて、もう少し駒を進めましょう。

理屈上は、他の2つに比べ、最も運用効率(リスク単位当たりのリターン獲得能力)が高いのは、MSRPのはずです。

「組込む資産に関して知見(期待収益・リスク・相関、以下、「パラメータ」)が何らかでもあるなら、最適化することで改善が見込めるのは当然」<sup>注5</sup>というのが、この「洗練された(Sophisticated)手法」(MSRP派)(印象としては、所謂、クオンツ系のアセット・マネージャーに多いようです)を代表する見解でしょう。その彼等にとっては、自分達が必須とするファンダメンタル分析や数理統計分析の有用性を信じないことを意味するに等しいEWPは、「手抜き」・「省努力」の

#### 5. big “IF”、大きなハードル

ここで注目したいのは、MSRP派もあげている(本当にこのように謙虚に考えているかは不明ですが)、「組込む資産に関して知見が何らかでもあるなら」という前提条件です。

注3: 本稿では、洗練された(Sophisticated)手法」を、MSRPで代表させます。

注4: CAPMで言う所の「マーケット(市場)ポートフォリオ」は、投資可能な全てのリスク資産をその時価総額で加重したポートフォリオのことです。従って、「合成インデックス」や、仮称した「資産総合インデックス」、ましてや一国の、あるいは、複数の国々を含むとしても上場株式という一資産だけを対象とする「株式市場インデックス」とは、概念として別物だということは明記しておきたいと思えます。また、そもそも、「マーケット(市場)ポートフォリオ」が最も効率的になる前提、例えば投資家の合理性、全投資家の情報共通性(異なる情報伝達速度)・有効フロンティア共通性、リスク性資産の需給の均衡等々がマーケットの実際と異なる部分も多いのです。その結果、「マーケット(市場)ポートフォリオ」が最も効率的である、とは保証され難いとの認識が広まっているのが現状です。

手法でしかありません。極限すれば「手法」と認めることさえできない、「杜撰」(ずさん)の極みと映るのではないかと想像します。

しかも、その「ズボラ」なEWPが自分達の競争相手であるCWPを上回る成果をあげるとか、ましてや、自分達をも上回るとか言われては(DGU2009)、看過できなくなる(KPT2010)ことは当然でしょう。

彼等がどのように反論しているのかは、大変興味深い点もあるのですが、当小論の関心からは外れた議論(データの取り方等)になりますので、これ以上は言及しません。

注5: Kritzman, Mark, Sbastian Page, and David Turkington. 2010. “In Defense of Optimization: The Fallacy of 1/N” *Financial Analysts Journal*, Vol. 66, no. 2: 31-39 (以下、“KPT2010”)

パラメータが、予め完全に分かっている(「既知・確定」)ならば、疑いなく全ての加重方式中、MSRPが最も優れています。

このことは、現時点で過去データそのもの



のみから、様々な加重方式のポートフォリオを作ることを想像すれば明らかでしょう。

しかしながら現実的には、「担当者」にとって、このような「バックワード・ルッキング」は意味がありません。「担当者」は「未知・未確定」の将来に向けてポートフォリオを考えなければならない（「フォワード・ルッキング」）からです。

従って、将来には既知・確定となるものの、ポートフォリオを考える現時点では「未知・未確定」のパラメータについてどう考えるのか、具体的にはその「予測」ができると思うのか、「予測」の結果である「予測値」をどう取り扱うのか、「担当者」は態度の表明をしなければなりません。

純粋なMSRP派以外の「担当者」にとっては、当節冒頭の「前提条件」は、正にbig“IF”

と映るはずですが。

EWP派が「洗練された（Sophisticated）手法」の有用性に同意しない理由は、そもそも正しい予測（予測値）への疑義からです。

これができなければ、その後の過程がいかに精緻なものであっても、結論は「？」だ、というわけです。それゆえ、big“IF”とは無縁の独自の「1/Nルール」を使うのです。

またCWP派は、「1/Nルール」にも与しません。そのような方式の考案努力は否定しないまでも、どれか一つの方式に肩入れはせず（正確には、「事前には、どの方式が良いのかは知り得ない」と考え）、結果的に全ての方式を内包する（big“IF”を飲み込み）時価総額加重のポートフォリオを持つこと、これだけに専念するのです。

（次号に続く）

年金運用部 顧問 大輪 秋彦

## <コラム> アドリブ経済時評

### アメリカ新大統領に望む

トランプ新大統領は、先月宣誓式を済ませた後も、まだ選挙のスローガンを繰り返している。例えば「アメリカ人を雇おう、アメリカの物を買おう」などという断片的なものばかりであるが、新たな指針・目標は何なのか、総合的に語るべきではないのか。

ただし、これは簡単ではない。上の標語だけからも「アメリカ人を雇ってつくったものは人件費が高くて売れない」とか、矛盾が出てくるからである。

そういったことを包括的に考えて実施できそうな指針、すなわち、現在アメリカが目標とすべき総合的な目標を持つべきだと思う。それは、実はすでに試作されている（文藝春秋社『21世紀の日本最強論』2015年4月に詳しく記載）。

2012年に国連が発表した「総合的な富裕度（豊かさ）報告書2012」（以下、国連新統計）がそれである。この指標は、その後改良されて2014年版が出されている。

これは当初、フランスのサルコジ大統領が米スティグリッツ教授（2001年ノーベル賞）に2009年依頼し、彼が主査となってまとめたものを国連が受け継ぎまとめたものである。

サルコジ氏の発議は、「経済業績を計測する手法を変えない限り、我々の行動は変わらない、今のGDPはもう使うべきものではない」というものだ。

確かに、GDPを上げることで温暖化・気候変動が進んでいる、冬のPM2.5で外出もできない国がある。EUではすでにGDPという言葉が使われなくなってきたとも言われる。

さて、この国連新統計では、現在のGDPがフロー、つまり一年間の付加価値だけを対象にするのと違って、ストックつまり残高を問題にする。将来に向かって人々を豊かにする力がどれだけあるかを目標とし、計測しようとする。次の項目別に計算する。

① 人的資本：国民の教育水準や業務遂行能力、ヒト資源の蓄積度である。すでに支払った教育費などから算出する。教育費を払う間は生産に従事できないから一時的にはGDPの増加と相反することもある。

② 生産資本：これまでに生産し今後の生産に役立つ物理的資本、蓄えた資本金など。いわゆるモノ、カネの蓄積。

③ 社会的資本：国民の信頼関係である。犯罪を少なく抑えて所有権の安全を守り、人々が協力する風土などの蓄積度合をいう。金額に換算できないが、生産にも結び付く。日本は世界一安全な国、親切な国との評価がある。

④ 天然資本：農業や鉱物資源、森林。日本は狭くもともと乏しいが、近年、森林面積などが増加している

ちなみに、③を除く3資本の残高は、米国が1位で日本が2位、国民1人あたりでは、日本がアメリカを13%上回っての1位だった（2012年）。

それは別にして、しがらみのない新大統領であれば、こうした指標を大胆に取り入れて、行き詰った地球を救う可能性も持っていると思われるのだが・・・。

2017年1月26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。