

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11月号

《目次》

《リスク分担型企業年金》

制度設計面での検討ポイントについて

年金コンサルティング部 ペンション・パーソナル ソリューション室 今野 智規 … 1

《DB のガバナンス強化》

DB のガバナンス強化に関するパブリックコメントについて

年金コンサルティング部 リサーチグループ 菅谷 和宏 … 7

《誌上年金カレッジ「退職給付会計」その8》

年金財政と退職給付会計の債務の違い

年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野 正徳 … 15

《投資のホライズン その6》

「長期投資家と長期投資」⑥意思決定のプロセス

年金運用部 顧問 大輪 秋彦 … 19

《アドリブ経済時評》

理念なき政治は社会的大罪！

元青山学院大学教授 岩井 千尋 … 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>

リスク分担型企業年金

制度設計面での検討ポイントについて

年金コンサルティング部 ペンション・パーソネル ソリューション室 今野 智規

平成 29 年 1 月 1 日に施行された DB 法改正により、新たな選択肢としてリスク分担型企業年金が導入されて 10 ヶ月が経過しました。現在では、導入に向けて検討を進めている事例が増えています。本稿では、リスク分担型企業年金を採用する際の検討ポイントについて、制度設計に関する事項を中心に解説します。

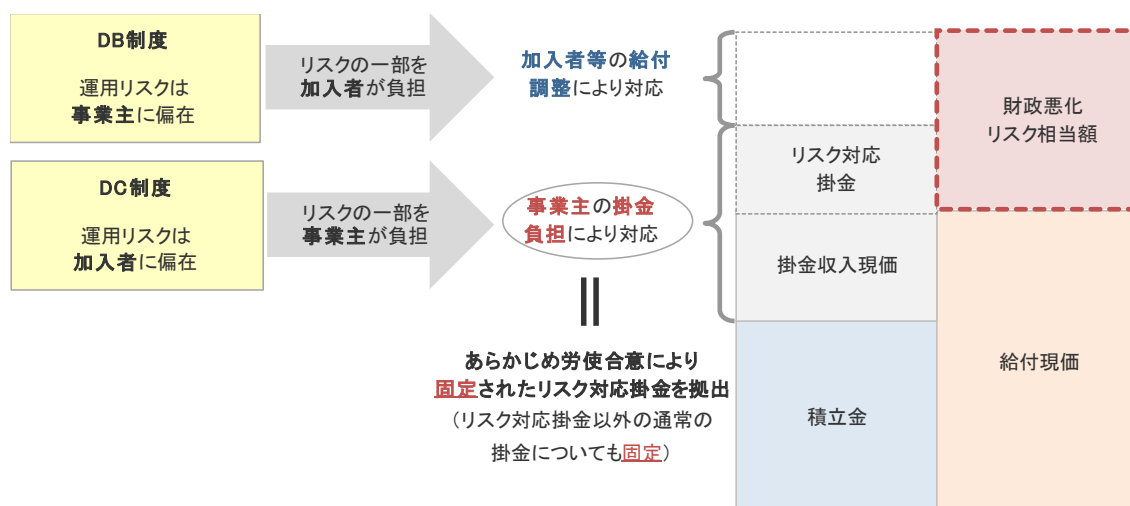
なお、リスク分担型企業年金の仕組みについては、本誌 2016 年 8 月号に掲載していますので併せてご参照ください。

1. リスク分担型企業年金とは

リスク分担型企業年金は、DB 法改正により、平成 29 年 1 月 1 日に施行された新しい仕組みで、掛金額を原則として固定しつつ、積立状況に応じて給付額が調整される制度です。これまでの DB（以下、従来型 DB）では、事業主が「掛金の追加拠出」という形で運用リスクを負い、DC では加入者が

「給付額の減少」という形で運用リスクを負っていました。つまり、従来型 DB と DC は、運用リスクの所在が事業主と加入者のいずれかに偏っているものでした。そこで事業主と加入者がそれぞれ運用リスクを分担し合う仕組みとして、リスク分担型企業年金が導入されました（図表 1）。

（図表 1） リスク分担型企業年金の仕組み



出所：筆者作成

リスク分担型企業年金は将来発生するリスクを「財政悪化リスク相当額」として見積もり、事業主は「財政悪化リスク相当額」のうち一定額を「リスク対応掛金」として従来の掛金に上乗せして拠出し、積立不足が発生した場合は原則として追加拠出を行

わず、加入者の給付額で調整する仕組みです。なお、企業会計上、リスク分担型企業年金は DC と同じ取扱いとなります。つまり、退職給付債務の負債計上は不要となり、掛金を退職給付費用として計上するため、運用リスクから解放されることとなります。

2. 検討ポイント

次に、リスク分担型企業年金を採用する際に留意すべき検討ポイントについて説明します。検討すべきポイントは大きく 4 つあります。1 つ目は「原資」です。「どの制度の、どの範囲（対象者）を原資（移行対象）とするのか」ということです。退職一時金を原資とするのか、従来型 DB を原資とするのか。後者の場合、範囲は加入者のみとするのか、受給権者も含めるのか、といったことを検討する必要があります。

2 つ目は「計算前提」です。予期せぬリスクが顕在化すると加入者が給付減額とい

う形でそのリスクを負担することになるため、事業主と加入者の分担をどうするか、つまり「財政悪化リスク相当額として、どのようなリスクをどこまで織り込むか」の検討が必要となります。

3 つ目は「積立・運用方針」です。これは、「リスク対応掛金の負担水準と予定利率および運用方針をどのように決定するか」ということです。掛金負担や給付増減に影響を及ぼすことから、労使交渉の大きな争点になり、慎重な検討が必要となります。

(図表 2) リスク分担型企業年金を実施する際の検討ポイント

	項目	ポイント
原資	DB（受給権者移行方針）	企業財務への影響(負債削減効果/掛金負担)
	退職一時金	加入者・受給権者への影響(給付増減)
計算前提	財政リスク悪化相当額の見込み ・ 定常状態の見込み ・ 資産変動リスクの見込み ・ 負債変動リスクの見込み	財政悪化リスク相当額を適正に見積もることが、事業主と加入者で適切にリスクを分担するための要件
積立・運用方針	予定利率の水準	いずれの項目も掛金負担および給付増減に直結 ⇒ 事業主・加入者間の交渉上の重要な論点
	運用方針(政策アセットミックス) リスク対応掛金の負担水準	
運営	ガバナンス	加入者等が制度運営に関する意思決定に参画できる態勢の構築が必須

出所：筆者作成

4 つ目は「運営方法」です。特に「ガバナンスをどのように強化するか」の検討が必要となります。リスク分担型企業年金では、資産運用の結果により給付額が調整される仕組みであるため、制度開始時はもとより、制度開始後も加入者がリスク負担に見合う形で資産運用の意思決定に継続的に参画できる仕組みが必要となります。具体

的には、リスク分担型企業年金については、「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へ周知させること」が義務付けられます。

以上の 4 つの検討ポイントのうち、制度設計に関するポイントとして「計算前提」と「積立・運用方針」について、詳しく解説します。

3. 計算前提の検討ポイント

運用リスクを事業主と加入者で分担するリスク分担型企業年金では、財政悪化リスク相当額を見積もる際に用いる計算前提は、事業主と加入者の公平性を重視して慎重に検討する必要があります。計算前提の設定次第で、財政悪化リスク相当額は大きく変動するため、過度にリスクを見込むと事業

主が、リスクの見込みが不足すると加入者にリスクを偏って負わせることとなります。従って、計算前提は事業主と加入者の合意を経て適切に設定し、財政悪化リスク相当額を見積もることが必要となります。具体的な検討項目は図表 3 に記載した 3 点です。

(図表 3) 財政悪化リスク相当額算定における検討項目

項目	ポイント	検討事例
財政悪化リスク相当額の見込み	財政悪化リスク相当額算定の前提となる、定常状態の年金資産・数理債務をどのように見込むか	今後の新規加入者を採用計画等に基づいて決定
	計算基礎率を従来型DBのような保守的な設定ではなく、中立性を重視して設定する必要あり	選択一時金割合の見込みは実態に合わせて設定
	標準的な算定方法 ^{注1} に準じた方法の他、TVaR ^{注2} による方法もあり	その他資産 ^{注3} について、個別にリスク係数を設定
資産変動リスクの見込み	給付減額に直結するため、慎重な検討が必要	
負債変動リスクの見込み	予定利率の低下を織り込む必要があるが低下幅は標準的な1.0%でよいか	予定利率の低下幅を1.0%未満で設定
	将来の死亡率改善等を織り込む必要があるか	死亡率改善を反映
注 1. 標準的な算定方法	… 定常状態における資産区分ごとの資産額(資産構成割合で配分)に基づき、「資産区分ごとの資産額×リスク係数」の合計額として資産変動リスクを算出する方法	
2. TVaR	… テールバリューアットリスク。定常状態における資産変動リスクを、想定している標準偏差に基づき算出	
3. その他資産	… 内外債券、内外株式、一般勘定、短期資産以外の資産(告示にてリスク係数が定められていない資産)	
4. 下線部	… 弊社にて個別照会を行った事例	

出所：筆者作成

1 点目は、「定常状態の見込み」です。定常状態とは、新規加入者の年齢・人数を一定と仮定した場合に、加入者数、受給権者数およびこれらの年齢構成が一定のまま推移する、遠い将来の姿のことを指します。リスク分担型企業年金では資産変動リスクを算定するために、測定日時点の年金資産ではなく定常状態の年金資産を推計する必要があります。定常状態の年金資産の推計にあたり、新規加入者や選択一時金割合などをどのように見込むかが検討ポイントになります。

2 点目は、「資産変動リスクの見込み」です。標準的な算定方法に準じた方法などがありますが、加入者にとって分かり易い方

法とすることが望まれます。

3 点目は、「負債変動リスクの見込み」です。リスク分担型企業年金では、従来型 DB と異なり資産変動リスクだけではなく、負債変動リスクを織り込むことが必要となります。

例えば、標準的な算定方法では予定利率が 1% 低下する場合のリスクを織り込むこととされていますが、既に予定利率が十分に低い場合は、特別算定方法により、低下幅を 1% 未満に設定することが個別照会で認められた事例もあり、予定利率の低下幅が検討ポイントとなります。予定利率の他、図表 3 に記載した検討ポイントについても、併せて検討する必要があります。

4. 積立・運用方針の検討ポイント

積立・運用方針の検討ポイントは 3 つあります。

1 つ目は、「予定利率の水準」です。リスク分担型企業年金において、予定利率の設定に対する受け止め方は事業主と加入者で相反します（図表 4）。

例えば、同じ資産運用の条件下、予定利率の高低による加入者の給付増減リスクを示したものが、図表 5 のグラフです。縦軸に積立比率、横軸に年度の推移をとり、発

生確率上位 5% と下位 5% それぞれの将来見通しを示しています。財政均衡の幅を積立比率 100~140% とした場合、3.0% と 2.0% で比較すると、後者の方が積立比率の変動が小さくなることが分かります。

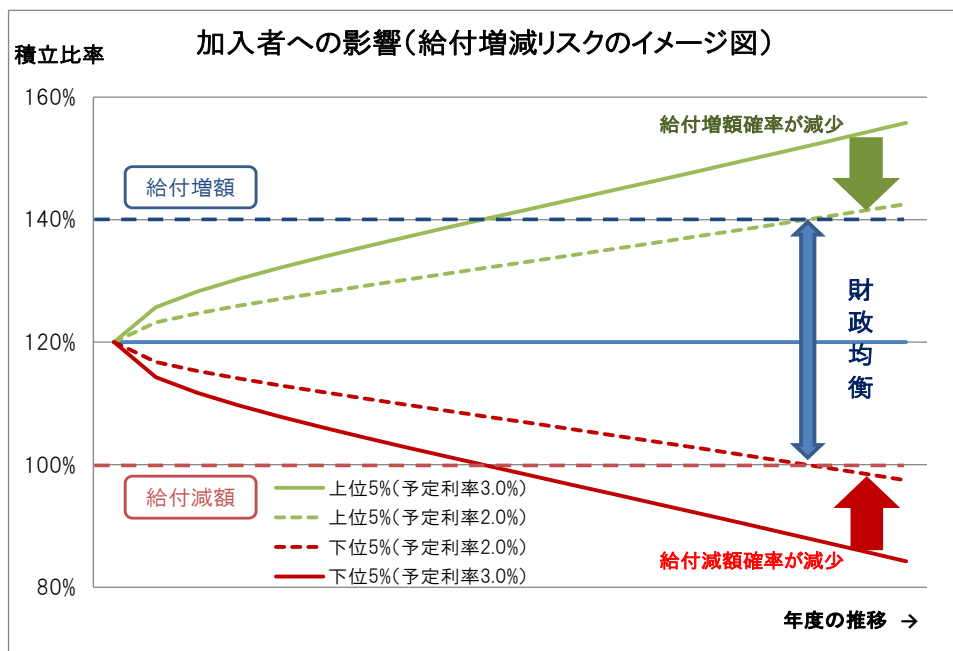
つまり、予定利率を低く設定しリスクを抑えた運用を行うことにより、財政均衡に収まりやすくなり給付増減が生じる可能性を抑えることができます。

（図表 4） 予定利率の影響

	高い予定利率	低い予定利率
加入者 受給権者	[デメリット] 給付減額リスク高	[メリット] 給付減額リスク低
事業主	[メリット] 掛金が低い	[デメリット] 掛金が高い

出所：筆者作成

(図表 5) 給付増減リスクのイメージ図



出所：筆者作成

2つ目は、「運用方針」です。リスク分担型企業年金では政策アセットミックスなどの運用方針の作成が必要となります。加入者の意見を踏まえた運用方針を策定する必要がありますので、加入者が理解しやすく納得しやすい運用手法が求められます。

また、予め事業主が負担した額（リスク

対応掛金）を超えた運用差損リスクは加入者が負うことになること、退職時期の違いによって加入者間で給付額に差が生じることがあることを考えると、資産運用リスクを財政均衡の幅に収めることが望ましいと言えます。

(図表 6) 従来型 DB とリスク分担型企業年金の運用方針の違い

	運用リスクの所在	
従来型DB	運用リスクは事業主が負う	不足金は事業主が負担し、剰余金は事業主に帰属 ⇒ いずれも同一事業主に帰属
リスク分担型企業年金	予め事業主が負担した額を超えた分は加入者が負う	退職時期の違いによりメリット(給付増額)を享受する者とデメリット(給付減額)を負う者が異なる可能性あり ⇒ 加入者間でリスクが偏在

「運用リスクを財政均衡の範囲内に収める」ことが望ましい

出所：筆者作成

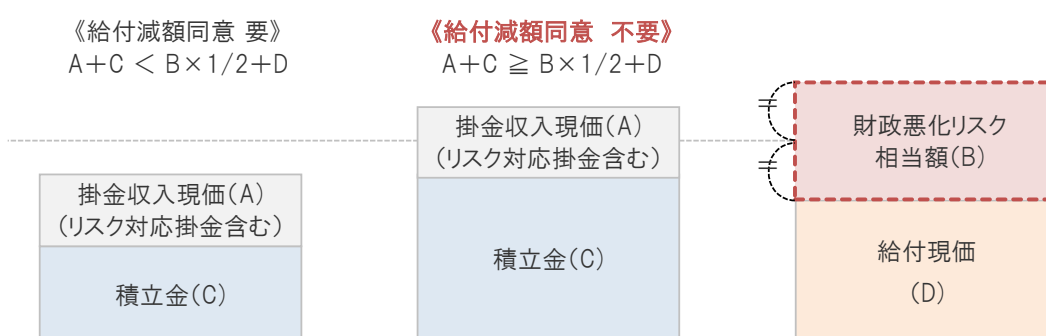
3つ目は、「リスク対応掛金の負担水準」です。従来型 DB からリスク分担型企業年

金へ移行する場合、移行時点で給付がすぐに減少するわけではありませんが、法令上は給付減額に該当します。ただし、実際に加入者および受給権者に対する給付減額同意の取得が必要になるか否かは、制度移行時点の財政状況に応じて将来的に給付が減額となる可能性を勘案して判断することとされています。具体的には、図表 7 の通り「積立金と掛金収入現価の合計 (A+C)」が「財政悪化リスク相当額の 1/2 と給付現価の合計 (B×1/2+D)」を超える水準か否かで判定されます。前者が後者を下回っている場合には、将来的に給付減額が行われ

る可能性が高いという判断がされ、給付減額の同意取得が必要となります。なお、受給権者をリスク分担型企業年金に移行する場合、この基準により給付減額の同意取得が不要と判定された場合でも、全ての受給権者に対して十分な説明を行う必要があるとともに、希望者に対しては年金給付に代えて一時金給付を行う対応も求められます。

このように財政悪化リスク相当額の 1/2 というボーダーラインは給付減額の同意取得の要件に関わるため、財政悪化リスク相当額を見込む際に用いる計算前提、特に予定利率の水準は重要なポイントになります。

(図表 7) リスク分担型企業年金の減額判定の基準



- 給付減額同意 要 ⇒ 従来型DB同様、加入者・受給権者に対して同意取得等の給付減額の手続
 給付減額同意 不要 ⇒ 移行時点の受給権者を移行する場合、
 ・全ての受給権者に対して事前に十分な説明を実施
 ・希望者には年金給付に代えて、移行前の給付を一時金で支給

出所：筆者作成

5. おわりに

リスク分担型企業年金は、企業年金の普及・推進を目的として、「柔軟で弾力的な給付設計」を実現するために導入された仕組みです。しかし、柔軟であるが故に事業主と加入者の双方に様々な影響が生じる仕組みでもあります。採用に際しては、企業会計への影響や加入者の給付額への影響など

について慎重に検討する必要がありますが、リスク分担型企業年金は企業年金の新たな選択肢のひとつとして検討に値するものと考えます。

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、所属する組織の見解ではないことを申し添えます。

DBのガバナンス強化

DBのガバナンス強化に関するパブリックコメントについて

年金コンサルティング部 リサーチグループ 菅谷 和宏

DB のガバナンスの見直し案について、今年 9 月 15 日に厚生労働省から確定給付企業年金法施行規則（以下、DB 施行規則）等の改正案に関するパブリックコメントが発出されました（意見募集期限は 10 月 15 日）。今回提示された DB 施行規則等の改正案概要について、解説します。

受託保証型 DB を除く全ての DB に対して、「運用の基本方針」と「政策的資産構成割合」の策定が義務化され、運用資産 100 億円以上の場合は「資産運用委員会」の設置が義務付けられる予定です。また、分散投資やオルタナティブ投資に関して、運用の基本方針に記載すべき事項や、加入者への周知事項などが新たに規定される予定です。今後、意見結果を踏まえて、DB 施行規則等の改正が公布されます。各企業年金制度においては、運用の基本方針の見直しや、代議員会への報告議題の追加および加入者への周知事項について見直しが必要となる場合があります。

1. パブリックコメントの概要

DB のガバナンスについては、企業年金が長期に渡り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見直されるものです。社会保障審議会企業年金部会（以下、部会）において議論が行われ、第 19 回部会で DB のガバナンスに関する見直し案が了承され、厚生労働省は 9 月 15 日に「確定給付企業年金法施行規則の一部を改正する省令案に関する御意見募集（パブリックコメント）について」および「確定給付企業年金制度について等の改正案に関する御意見募集（パブリックコメント）について」を公表しました。

今回、改正予定の法令・通知等は、「DB 施行規則」、「確定給付企業年金制度について（以下、法令解釈）」、「確定給付企業年金の規約の承認及び認可の基準について（以

下、規約承認基準）」、「確定給付企業年金に係る資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドラインについて（以下、ガイドライン）」で、平成 30 年 4 月 1 日施行を予定しています。

なお、部会で議論された項目の中で、総合型 DB 基金に関する「会計の正確性の確保」のための「公認会計士による合意された手続き（以下、AUP）」の活用案については、今後、厚生労働省と公認会計士協会が AUP に関する実務指針の検討、作成が行われ、平成 31 年度から実施される予定であり、本件についてのパブリックコメントは、まだ公表されていません。今回公表されたパブリックコメントの概要について、全ての DB に関する強化策と、総合型 DB 基金に関する強化策に分けて解説します。

2. 全ての DB に関する見直し項目

(1) DB 法施行規則の改正案について

<運用基本方針および政策的資産構成割合の策定>

「運用基本方針」は、現在、加入者 300 人未満かつ資産額 3 億円未満の規約型 DB（リスク分担型企業年金及び実績連動型キャッシュバランスを除く）と受託保証型 DB については策定が義務付けられていませんが、受託保証型 DB を除く全ての DB に策

定が義務付けられる予定です。

また、「政策的資産構成割合」の策定は努力義務となっており、受託保証型 DB を除く全ての DB に「政策的資産構成割合」の策定が義務付けられる予定です（図表 1）。

(図表 1) DB 施行規則の改正案概要

	現状	DB 施行規則の改正案概要
(1)運用基本方針の策定	<ul style="list-style-type: none"> 小規模 DB(加入者数 300 人未満かつ資産額 3 億円未満の規約型 DB 等)では策定義務なし 	<ul style="list-style-type: none"> 受託保証型 DB を除き、すべての DB において 運用の基本方針の策定を義務化 (DB 施行規則第 82 条、第 84 条)
(2)政策的資産構成割合の策定	<ul style="list-style-type: none"> 策定は努力義務 	<ul style="list-style-type: none"> 受託保証型 DB を除き、すべての DB において 政策的資産構成割合の策定を義務化 (DB 施行規則第 82 条、第 84 条)

出所：厚生労働省「確定給付企業年金法施行規則の一部を改正する省令案に関する御意見募集（パブリックコメント）について」（平成 29 年 9 月 15 日）より筆者作成

(2) ガイドラインの見直しについて

<分散投資>

DB のガイドラインについては、厚生年金基金のガイドラインを参考に、資産運用関係者の役割と責任を明確化し、資産運用関係者に課された善管注意義務、忠実義務について、業務を行う場面を想定した具体的な行動指針として制定されました。

平成 24 年に AIJ 事件を契機として、厚生年金基金のガイドラインに、分散投資の考え方やオルタナティブ投資を行う場合の留意点、資産運用委員会の議事録の加入者への周知等の改定が行われましたが、DB のガイドラインについては見直しが行われませんでした。そのため、厚生年金基金のガイ

ドラインに合わせる形で、DB についても必要な見直しを行い、資産運用に関する規制強化を図るものです。

現状、分散投資については、「資産の運用に当たっては、投資対象の種類等について分散投資に努めなければならない。ただし、分散投資を行わないことにつき合理的理由がある場合は、この限りではない」との規定がありますが、これに加えて「分散投資を行わない場合は、当該合理的理由を運用の基本方針に定めるとともに、加入者及び事業主に周知すること」と、「事業主及び基金は運用の基本方針に、運用受託機関の選

任に関する規定を定めるに当たっては、運用委託先が特定の運用機関に過度に集中し

ないよう、集中投資に関する方針を定めること」が追加される予定です。

<オルタナティブ投資>

現状、オルタナティブ投資に関する規定はありませんが、新たに「オルタナティブ投資を行う場合は、運用の基本方針に、オルタナティブ投資を行う目的およびその割合等を定めること」、「オルタナティブ投資に係る運用受託機関の選任に当たっては、

受託機関の組織体制や意思決定プロセス、コンプライアンス等の内部統制、財務状況等に留意すること」、「運用受託機関に対し、リターンの源泉やリスク、運用戦略の内容等について説明を求め、その内容を確認すること」などが規定される予定です。

<運用受託機関の選任・契約締結>

運用受託機関の選任の定性評価項目として、①責任ある機関投資家の諸原則（日本版スチュワードシップ・コード）の受け入れ状況、②ESG に対する考え方、③受託業務に係る内部統制の「保証報告書等の保証業務」の提供状況、④運用受託機関から提示を受ける収益率及びリスクについて、「グローバル投資パフォーマンス基準（GIPS）」に準拠していることを、検討することが望ましいとされる予定です（図表 2）。

すでに大手年金基金では、運用委託先について、受託業務に係る内部統制の保証業務の提供を受けているかの確認をしています。

「受託業務に係る内部統制の保証報告書」とは、業務の委託を受ける者が、その受託業務に係る内部統制の有効性等を委託者に証明するための報告書で、日本公認会計士協会（JICPA）の監査・保証実務委員会実務指針第 86 号「受託業務に係る内部統制の保証報告書」に基づき、受託会社監査人（監査法人又は公認会計士）が当該保証業務を提供しています。なお、弊社を含めて主たる信託銀行、大手投資一任業者や生命保険会社は当該保証業務の提供を受けています。

「GIPS（Global Investment Performance Standards）」とは、資産運用会社が顧客に提示する運用成績について、公正な表示と完全な開示を確保するための世界共通基準で、米国アナリスト協会（CFA 協会）が作成した基準です。日本では 1999 年に日本証券アナリスト協会が「日本証券アナリスト協会投資パフォーマンス基準（以下、SAAJ-IPS）」を制定し、2002 年に日本版 GIPS となりました。2005 年に不動産やプライベート・エクイティに関する基準が新たに導入されるとともに内容の整備、改善が行われました。なお、GIPS を採用するかどうかは各資産運用会社の任意であり、GIPS 準拠会社は監査法人等の検証を受けることでその信頼性を担保することが一般的です。弊社を含めて主たる信託銀行や大手の投資一任業者は、この GIPS に準拠しています。

(図表 2) ガイドラインの改正案概要 (その 1)

	現状	ガイドラインの改正案概要
分散投資	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 資産の運用に当たっては、投資対象の種類等について分散投資に努めなければならない ➤ ただし、分散投資を行わないことにつき合理的理由がある場合は、この限りではない 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 分散投資を行わない場合は、当該合理的理由を運用の基本方針に定めるとともに、加入者及び事業主に周知する ➤ 事業主及び基金は運用の基本方針に、運用受託機関の選任に関する規定を定めるに当たっては、運用委託先が特定の運用機関に過度に集中しないよう、集中投資に関する方針を定める
オルタナティブ投資	<ul style="list-style-type: none"> ➤ オルタナティブ投資に関する規定なし 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ オルタナティブ投資を行う場合は、運用の基本方針に、オルタナティブ投資を行う目的およびその割合等を定める ➤ オルタナティブ投資に係る運用受託機関の選任に当たっては、受託機関の組織体制や意思決定プロセス、コンプライアンス等の内部統制、財務状況等に留意する ➤ 運用受託機関に対し、リターンの源泉やリスク、運用戦略の内容等について説明を求め、その内容を確認する
運用受託機関の選任・契約締結	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 運用受託機関の得意とする運用方法を考慮し、定量評価だけでなく定性評価を加えた総合評価をすることが望ましい ➤ 時価による収益率を基準とし、資産種類ごとに適切な市場ベンチマークを設定し、同様の他の運用受託機関の収益率との相对比较を行う等、適正と認められる合理的な基準により行う ➤ 定性評価は、運用についての基本的考え方、運用責任者及び運用担当者の体制及び能力、調査分析等運用支援の体制などを総合的に考慮して行う 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 「責任ある機関投資家の諸原則」(日本版スチュワードシップ・コード)の受け入れやその取り組みの状況、ESG に対する考え方を定性評価項目とすることを検討することが望ましい ➤ 運用受託機関が「内部統制の保証報告書」等の保証業務の提供を受けていることを定性評価項目とすることが望ましい ➤ 運用受託機関から提示を受ける収益率及びリスクは「グローバル投資パフォーマンス基準(GIPS)」に馴染まない運用商品を除き、GIPS に準拠し検証を受けたものなど一定の合理的な方法に基づいて計算・管理されたものが望ましい

出所：厚生労働省「確定給付企業年金制度について等の改正案に関する御意見募集（パブリックコメント）について」（平成 29 年 9 月 15 日）より筆者作成

<運用受託機関の管理>

現状、日本版スチュワードシップ・コード関連の規定はありませんが、新たに「日本版スチュワードシップ・コードを受け入れている運用受託機関に、投資先企業との建設的な対話を通じて事業環境についての認識を共有するとともに、認識した課題について改善に向けた取組みを促すこと等を求めること」および「日本版スチュワード

シップ・コードを受け入れている場合は、その運用受託機関が行った活動（議決権行使を含む）の実績について報告を受けることが望ましいこと」が追加される予定です。また、加入者への周知事項として、「事業主はスチュワードシップ活動に関して報告を受けた場合は、加入者に周知することが望ましい」と追加される予定です。

＜運用コンサルタント等の利用＞

運用コンサルタント等を利用する場合の要件として、新たに「金融商品取引法第 29 条の規定による投資助言・代理業を行う者として登録を受けている者であること」、「事業主等は、運用コンサルタント等と契

約を締結する際は、運用コンサルタント等と運用機関との契約関係の有無（いわゆる利益相反とならないか）を確認すること」が追加される予定です。

＜資産運用委員会＞

資産規模が 100 億円以上である場合は、資産運用委員会を設置することが義務付けられます（100 億円に満たない場合についても設置が望ましい）。また、資産運用委員

会の議事については記録を保存し、その議事概要については、代議員会に報告することおよび加入者等に周知することが必要となります（図表 3）。

（図表 3）ガイドラインの改正案概要（その 2）

	現状	ガイドラインの改正案概要
運用受託機関の管理	<ul style="list-style-type: none"> 日本版スチュワードシップ・コードに関する規定なし 	<ul style="list-style-type: none"> 日本版スチュワードシップ・コードを受け入れている運用受託機関に、投資先企業との間で建設的な対話を通じて、事業環境についての認識を共有するとともに、認識した課題について改善に向けた取組みを促すこと等を求めることが望ましい 日本版スチュワードシップ・コードを受け入れている場合は、その運用受託機関が行った活動（議決権行使を含む）の実績について報告を受けることが望ましい
運用コンサルタント等の利用	<ul style="list-style-type: none"> 運用の基本方針等の策定、運用受託機関の選任・評価等に関し必要な場合には運用コンサルタント等に分析・助言を求めることが考えられる なお、運用受託機関の選任・評価に関する助言の契約を運用受託機関又は運用受託機関と緊密な資本若しくは人的関係にある期間と締結する場合、助言の中立性・公平性の確保に十分留意する必要がある 	<p>（運用コンサルタント等の要件）＜新設＞</p> <ul style="list-style-type: none"> 運用コンサルタント等は、金融商品取引法第 29 条の規定による投資助言・代理業を行う者として登録を受けている者であることを確認する 事業主等は、運用コンサルタント等と契約を締結する際は、運用コンサルタント等の運用機関との契約関係の有無を確認する
資産運用委員会	<ul style="list-style-type: none"> 年金運用責任者を補佐するため、資産運用委員会を設置することが望ましい 	<ul style="list-style-type: none"> 資産規模が 100 億円以上である場合に資産運用委員会を設置する（100 億円に満たない場合についても設置が望ましい） 資産運用委員会の議事録を保存し、議事概要について代議員会に報告および加入者等に周知する

出所：厚生労働省「確定給付企業年金制度について等の改正案に関する御意見募集（パブリックコメント）について」（平成 29 年 9 月 15 日）より筆者作成

<代議員会・加入者への報告・周知事項>

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これまで以上に求められ、当事者が制度への関心を持つことが大切であり、関心を高める観点から業務概況について周知項目や周知方法についての見直しが検討されたものです。

具体的には、基金における代議員会への報告事項として、「運用受託機関の選任状況やリスク管理状況、運用受託機関から受け取ったスチュワードシップ活動に関する報告、基金の管理運用体制の状況、資産運用委員会の議事状況その他の情報」の報告が求められる予定です。

加入者等への業務概況の周知事項につい

ては、資産運用委員会を設置している場合はその議事概要等を周知することが必要となる予定です。また、事業主は運用受託機関からスチュワードシップ活動に関して報告を受けた場合は、加入者に周知することが必要となる予定です。

また、加入者に対して加入している年金制度を分かりやすく伝える工夫が必要とされ、事業主は、企業の退職金制度の全体像及びその中で確定給付企業年金の位置づけを解説することや、基金においても、事業主と十分に連携し情報を受けた上で、同様の解説をするか、事業主に対して同様の解説を促すことが望ましいとされる予定です（図表 4）。

(図表 4) ガイドラインの改正案概要 (その 3)

	現状	ガイドラインの改正案概要
代議員会・加入者への報告・周知事項	<p>(基金における代議員会への報告) 運用の基本方針及び運用ガイドライン 運用結果(時価による資産額、資産構成、収益率、運用受託機関ごとの運用実績等) 理事会における議事の状況</p> <p>(加入者等への業務概況の周知) 積立金の運用収益又は運用損失及び資産の構成割合その他積立金の運用の概況 運用の基本方針の概要等</p>	<p>(基金における代議員会への報告)</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ 運用受託機関の選任状況やリスク管理状況、運用受託機関から受け取ったスチュワードシップ活動に関する報告、基金の管理運用体制の状況、資産運用委員会の議事状況その他情報について報告 <p>(加入者等への業務概況の周知)</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ 資産運用委員会を設置している場合はその議事概要等を周知する ➤ 事業主は運用受託機関からスチュワードシップ活動に関して報告を受けた場合は、加入者に周知することが望ましい ➤ 加入者の理解を深めるため、図表を用いる等わかりやすく開示するための工夫を講ずることが望ましい ➤ 事業主は、企業の退職金制度の全体像及びその中で確定給付企業年金の位置づけを解説することも考えられる。基金においても、事業主と十分に連携し情報を受けた上で、同様の解説をするか、事業主に対して同様の解説を促すことが望ましい

出所：厚生労働省「確定給付企業年金制度について等の改正案に関する御意見募集（パブリックコメント）について」（平成 29 年 9 月 15 日）より筆者作成

3. 基金型 DB に関する見直し項目

<代議員の定数及び選定代議員の選出方法>

現在、DB 法第 18 条、21 条、22 条に代議員会と役員に関する規定がありますが、今般、代議員定数について明確に規定され、選定代議員 3 人（理事長、理事長代理、監事）以上及び互選代議員 3 人（選定代議員

と同数）以上の 6 人以上とすることが規定される予定です。また、選定代議員の選出手続きについて、互選代議員の選出手続き同様にあらかじめ規定を設けるなどの明確化が必要となる予定です（図表 5）。

（図表 5）規約承認基準の改正案概要（その 1）

	現状	規約承認基準の改正案概要
代議員の定数	➤ 規定なし	➤ 選定代議員 3 人(理事長、理事長代理、監事)以上及び互選代議員 3 人(選定代議員と同数)以上が必要
代議員会	➤ 互選代議員の選出手続きについて、あらかじめ規定を設けるなど民主的かつ適正に行うこと	➤ 左記に加えて、 <u>選定代議員の選出手続きについても、あらかじめ規定を設けるなど明確化すること</u>

出所：厚生労働省「確定給付企業年金制度について等の改正案に関する御意見募集（パブリックコメント）について」（平成 29 年 9 月 15 日）より筆者作成

4. 総合型 DB 基金に関する見直し項目

<代議員の定数及び選定方法>

総合型厚生年金基金は、業界団体や健保などの指導統制力を有する組織母体等の存在が設立基準の 1 つとなっていました。総合型 DB ではこのような基準がなく、単独・連合設立と比較して事業主間の結びつきが弱く加入者等の意思が基金運営に反映しにくい場合があるため、代議員定数を基金の規模に見合った一定数以上とし、代議員の所属事業所に偏りが生じないように、代議員定数と選定方法が規定される予定です。

選定代議員の定数は事業主の数の 10 分の 1(事業主の数が 500 を超える場合は 50) 以上とされ、選定代議員の選定の都度、全ての事業主により選定すること。選定方法としては、①事業主が他の事業主と共同で選定代議員候補者を指名、②各事業主が独自の選定代議員候補者を指名する方法のいずれかを基本とし、①②を希望しない場合

は、③事業主が選定行為を現役員・職員以外の第三者（選定人）に委任できることが規定される予定です。

なお、この代議員定数と選定方法については、基金の設立事業主の 9 割以上が所属する当該 DB 以外の組織体（法令に根拠のある組織体）であって、次のいずれにも該当する場合は、本規定は適用除外とされる予定です。

①当該組織体は、事業主に対して総合型 DB 基金への加入を義務付け又は推奨することを決議等している。

②当該組織体は、総合型 DB 基金の運営方針を組織決定している。

③当該組織体は、総合型 DB 基金の運営状況について定期的に報告を受け、対応を必要に応じて検討する体制が内部の委員会規定・定款等に定められている（図表 6）。

(図表 6) 規約承認基準の改正案概要 (その 2)

	現状	規約承認基準の改正案概要
代議員の選定基準	<ul style="list-style-type: none"> 総合型 DB 基金には、厚年基金のように強力な指導統制力を有する組織母体等が存在しないケースあり 総合型 DB 基金は、単独設立や連合設立と比較して企業間の結びつきが弱く、加入者等の意思が基金運営に反映しにくい 	<p>(1)代議員の定数</p> <ul style="list-style-type: none"> 選定代議員の数は事業主の数の 10 分の 1(事業主の数が 500 を超える場合は 50)以上とする 選定代議員の選定の都度、全ての事業主により選定する <p>(2)選定方法</p> <ol style="list-style-type: none"> ①事業主が他の事業主と共同で選定代議員候補者を指名 ②各事業主が独自の選定代議員候補者を指名のいずれかを基本とし、①②を希望しない場合は、 ③事業主が選定行為を現役員・職員以外の第三者(選定人)に委任 <p>(3)適用除外規定</p> <ul style="list-style-type: none"> 事業主の 9 割以上が所属する当該 DB とは異なる組織体が、次のいずれにも該当する場合は、上記(1)(2)の規制は適用しない ①構成員である事業主に対して総合型 DB 基金への加入を義務付け又は推奨することを決議し、その決議等に基づく活動実績が確認できる ②総合型 DB 基金の運営方針(給付設計、掛金、資産運用等)を組織決定している ③総合型 DB 基金の運営状況について定期的(四半期に1回程度)に報告を受け、今後の対応を必要に応じて検討する体制が委員会規定、定款等に定められ、それに沿った運営の事実が議事録等で確認できる

出所：厚生労働省「確定給付企業年金制度について等の改正案に関する御意見募集（パブリックコメント）について」（平成 29 年 9 月 15 日）より筆者作成

5. まとめ

意見募集は 10 月 15 日に締切られ、意見結果を踏まえ、今後 DB 施行規則等の改正公布が行われる予定です。今後実施すべき主な事項（予定）について、図表 7 にまと

めましたので参考としてください。

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。

(図表 7) DB ガバナンス見直しに関して実施すべき主な事項（予定）

	義務化される事項	左記に関する詳細事項
全ての DB	<ul style="list-style-type: none"> 運用の基本方針の策定（既に策定している場合は記載内容を確認） 政策的資産構成割合の策定 加入者等への周知事項の追加 	<ul style="list-style-type: none"> 分散投資を行わない場合は、当該合理的理由を運用の基本方針に定めるとともに、加入者及び事業主に周知する 運用の基本方針に、運用受託機関の選任に関する規定を定めるに当たっては、運用委託先が特定の運用機関に過度に集中しないよう、集中投資に関する方針を定める オルタナティブ投資を行う場合は、運用の基本方針に、オルタナティブ投資を行う目的およびその割合等を定める
資産 100 億円以上	<ul style="list-style-type: none"> 資産運用委員会の設置 	<ul style="list-style-type: none"> 資産運用委員会の議事について記録を保存する 資産運用委員会の議事概要について加入者等に周知する
基金型 DB	<ul style="list-style-type: none"> 選定代議員の選定基準の規定 代議員会への報告事項の追加 	<ul style="list-style-type: none"> 資産運用委員会の議事概要について代議員会へ報告する 運用受託機関の選任状況やリスク管理状況、運用受託機関から受け取ったスチュワードシップ活動に関する報告、基金の管理運用体制の状況等について代議員会へ報告する
総合型 DB	<ul style="list-style-type: none"> 選定代議員定数の見直し 	<ul style="list-style-type: none"> 選定代議員の数は事業主の数の 10 分の 1(事業主の数が 500 を超える場合は 50)以上とする

出所：筆者作成

誌上年金カレッジ「退職給付会計」その 8

年金財政と退職給付会計の債務の違い

年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野 正徳

前号では、掛金について会計上の費用としない理由について解説しました。今月号では、年金財政と退職給付会計の債務の違いについて説明します。

年金財政と退職給付会計では、各々の目的に応じた債務を算出し、それを年金資産と比較して積立状況を確認します。年金財政と退職給付会計において、主な債務は 3 種類あり、同一制度で異なる積立状況が示されることとなります。各々の債務の特性と目的を理解し、適切な積立状態を実現していくことが大切です。

1. 年金制度に関する 3 種類の債務

年金財政と退職給付会計いずれにおいても、その財政の健全性は積立状況によって判断されます。加入者にとっては将来自分が受け取る給付のための資産がきちんと確保されているかが関心事ですし、投資家にとっては掛金の追加拠出の有無やその金額が投資判断の 1 つの材料となります。さらに、掛金や給付など、将来の資金流出の有無やその金額は、事業主や債権者にとっても大きな関心事と言えます。

積立状況は、債務と資産を比較しますが、資産は年金財政と退職給付会計で基本的に同じものを用います（ただし、継続基準の資産評価で数値的評価を採用している場合および退職給付会計上の年金資産である退職給付信託を設定している場合を除きま

す）。

一方、債務は、年金財政と退職給付会計とで異なります。年金財政の「継続基準」における「数理債務（責任準備金）」と、「非継続基準」における「最低積立基準額」、さらに、退職給付会計の「退職給付債務」と 3 種類の債務の考え方があります。つまり、積立状況を判断するための債務は一物二価どころか、一物三価となっているわけです。年金制度が難しいと言われるのは、このように同じ制度でも債務が 3 つもあることにその要因があるかもしれません。しかし、異なる債務を利用するのは、各々に目的があり、その目的を達成するために最適な債務を使用して積立状況を判定する必要があるからです。

2. 各債務の算出目的と変動要因

年金財政では受給権の保護を目的として「継続基準」と「非継続基準」の財政検証を行います。継続基準は制度が今後も継続していくことを前提として、将来の給付に

必要な資金が積立てられているかを確認します。具体的には、将来の給付見込額のうち、今後払い込まれる掛金を控除した「責任準備金」を年金資産と比較します。この

将来の給付見込額および今後払い込まれる掛金は現在の価値（現価）に換算しますが、換算する利率は予定利率、すなわち年金資産の長期運用利回りの見込みを使います。要するに、継続基準では現在の年金資産および今後払い込まれる掛金は、予定利率通りに運用されるとみなして積立状況を確認するわけです。そのため、実際の運用収益率が予定利率通りの運用でなかった場合には、過不足が発生することになります。

一方、年金財政の財政検証のうち、「非継続基準」は、現時点で制度が廃止されると仮定して、解散時に必要な給付に見合う資金が積み立てられているかを確認します。具体的には、現時点までの加入期間に応じて発生した給付見込額の現価「最低積立基準額」と年金資産とを比較します。

また、最低積立基準額の現価換算に用いる予定利率は法定されており、「30 年国債の直近 5 年平均利回りを勘案して厚生労働大臣が定める率（毎年改正）」となります。なお、労働組合等の同意を得れば、この率に 0.8~1.2 を乗じた率とすることができます。債券の利回りが用いられるのは、現時点で制度が廃止されることを前提とした債務の計算に、今後の年金資産の長期運用利回りの見込みを用いることは適切ではないからです。なお、継続基準も非継続基準も、目的は支払うべき給付原資の確保（受給権の保護）であるため、基準に抵触した場合には、積立不足の程度に応じて追加掛金の拠出が求められることになります。

これに対して、退職給付会計は退職給付債務等を企業外部のステークホルダーに適正に開示することが目的です。企業の貸借対照表に積立不足が計上されるということ

は、企業が保有する経済的資源（現金）が将来流出することを意味しますが、年金財政と違って一定期間で積立不足の償却を求められているわけではありません。ただし、企業の財務内容には退職給付の積立て状況が反映され、その情報を基に企業が評価されることとなりますので、将来の資金流出を示す積立不足が多い場合には、企業評価がプラスに働くことはないと思われます。

「退職給付債務」の考え方は、非継続基準の債務と類似していると言えます。退職給付債務は、現在までの勤務期間で獲得した給付見込額の現在価値であるからです。将来の給付見込額のうち、現在までの勤務期間で発生した額を「期間帰属計算」により算出し、「割引計算」を行います。現在価値に換算する利率（割引率）は、債務の残存期間に見合う優良な長期債券利回りを基に企業が任意に設定します。

以上 3 つの債務の関係について、図表 1 に示しています。3 つの債務は目的や評価率の違いに関して 2 つのグループにまとめることができます。まず、年金財政と退職給付会計とは「目的」が異なるという点で分けられます。この差異は拠出義務の有無という点に関わってきます。

次に、「債務が金利水準と連動するか否か」で分けることができます。非継続基準の債務と退職給付会計の債務は市場の金利水準と連動するのに対し、継続基準の債務は金利と直接は連動しません。非継続基準と退職給付会計の債務は、現時点までの期間に発生した債務額であり、現時点で保有すべき金額です。従って、その残高を今後の資産の期待運用収益率と関連づけるべきではないという考え方です。時間経過に伴う価

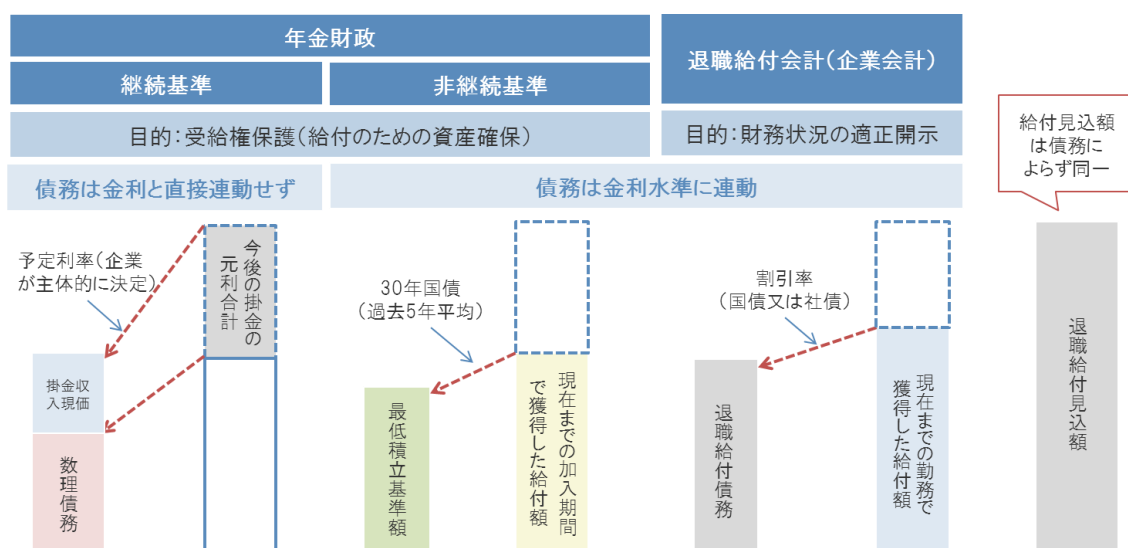
値の変動額のみを債務の価格に反映させるために、安全性の高い国債等の長期債券利回りによって現在価値に換算します。

これに対し、継続基準は将来に向けた積立計画のモニタリングです。金利変動は運用収益率の見込みに影響を及ぼす可能性があるのは事実ですが、年金資産の期待運用収益率は長期的な運用収益率であり、年度毎の金利変動に応じて予定利率を見直す必要はありません。従って、継続基準の債務

は市場金利と連動するものではありません。

同一制度であれば、債務によらず、退職給付見込額は同じ金額となりますが、この退職給付見込額から現時点までに発生した債務額の算出（期間帰属計算）と現在価値に割り引くための利率の違いによって、これらの債務は三者三様の結果となります。もちろん、算出された各々の債務には意味があり、示された積立状況に対して適切な対応をすることが必要です。

(図表 1) 年金財政と退職給付会計における債務の比較



3. 各債務の大小関係と積立不足への対応

各債務の大小関係は、制度の給付カーブや従業員の年齢構成(受給者と加入者の比率を含む)など制度固有の要因の他、債務算出方法の違い(自己都合乗率や一時金選択率の有無)、さらに債務の換算利率(予定利率および割引率)の違いの影響を受けます。

予定利率と割引率が同水準であり、その他算出方法に違いはない場合には、「数理債務(継続基準の債務)」と「退職給付債

務(退職給付会計の債務)」に比べ「最低積立基準額(非継続基準の債務)」が小さくなる傾向があります。数理債務や退職給付債務の算出では、将来の昇給や年金受給権の獲得状況などを考慮するのに対し、最低積立基準額はあくまで現時点で退職した場合の給付額、すなわち自己都合乗率や年金受給権の有無などを勘案して算出するからです。

もつとも現状では、現価を求めるための

予定利率や割引率の差異の影響が圧倒的に大きいと考えられます。これを考慮すると、「退職給付債務>数理債務」の場合が多いと想定されます。2016 年度の割引率は上場企業平均で 0.54% ですが、弊社総幹事制度の 2017 年 3 月末時点の継続基準の予定利率の平均 2.5% を大きく下回っている状況です。

さらに、数理債務と最低積立基準額の大小関係も、今後は「数理債務<最低積立基準額」となる懸念があります。弊社総幹事制度では、直近の財政決算で継続基準に抵触した制度は、ほとんどありませんでしたが、非継続基準では 10% 程度抵触しています。これは最低積立基準額算出の予定利率が継続基準の予定利率を下回ってきたからです。非継続基準の予定利率は、2015 年度 1.90%、2016 年度 1.76% と低下してきており、2017 年度は 1.46% とさらに低下しています。前述の通り、非継続基準の割引率は 30 年国債の直近 5 年平均利回りであり、現状の低金利水準が継続するとき

らに低下する懸念があります。

積立目標となる債務が 3 種類あり、各々の債務に対して、どの程度の積立水準を確保すべきであるか目標設定することが重要となります。3 つのうちで最も大きな債務額を充足するように積立てを目指すという発想もありますが、市場金利により債務が変動することや債務に対する拠出義務の有無、さらに拠出した資産は事業主に返還されない（退職給付信託は除きます）ことなどを考慮すると、なかなか難しい問題だと思います。債務の変動や特性を十分理解したうえで、年金財政上の対応や退職給付会計での対応を検討することが必要です。

年金財政上の対応としては、①予定利率の見直し、②過去勤務債務償却の前倒し、③リスク対応掛金の設定です。退職給付会計の対応としては、①～③の他、④退職給付信託の設定などがあります。これらを組み合わせることで、最適な積立水準を確保していくことが求められます。

投資のホライズン その 6

「長期投資家と長期投資」⑥意思決定のプロセス

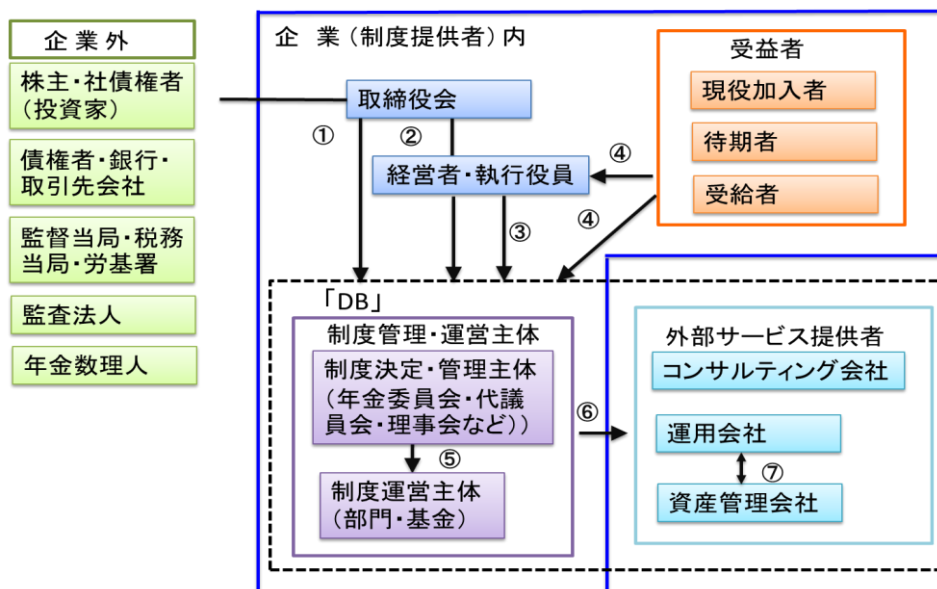
年金運用部 顧問 大輪 秋彦

今回は、前回 9 月号に続き、「DB の意思の決定」プロセスにおける、DB ファンドの「利害関係者」の役割における、①「ガバナンス」、②「業務行為の委任」と、その副作用としてのプリンシパルとエージェント関係による利害の不一致と情報の非対称性への対処、③「フィデューシャリー・デューティー」（以下、「FD」^{注1}）の 3 つの視点について考えます。

1. DB ファンド利害関係者の役割（続き）

図表 1 の①～⑥に関与する、「狭義の年金ガバナンス」と言われる部分です。まず、企業の「取締役会」に相当する「制度決定・管理主体」（以下、「管理主体」と、「経営者・執行役員」や「担当部門・部署」に当たる「制度運営主体」（以下、「運営主体」とが、「制度管理・運営主体」（以下、「管理・運営主体」）を構成します。

（図表 1）DB の「意思の決定」プロセスの仕組み（再掲）



注：本図では、DB に関わる「利害関係者」を、その共有する大まかな特質で、「企業外」、「企業内」、「DB」にグループ分けし、単純化しています。さらに、基金型 DB ではご承知のとおり、制度提供会社とは別法人の基金が、制度管理・運営主体となりますが、本稿で考える「意思の決定」のプロセスの管理・運営メカニズムに鑑み、本図のように配置します。なお、図の青線は「ガバナンス」を表しています。FD は真逆の線となると考え、表示を省いています。

2. 「管理・運営主体」の役割

本誌5月号で述べたように、DB制度では「約束した日に約束した金額の給付を実行することは、妥協が許されない制度の大前提です」(必要条件)。

しかし、管理・運営主体は、このことの実現のために無制限のキャッシュやコストの負担を「制度提供者」に求めることはできません。自ずと許容される限度が、DB制度毎に存在します(十分条件)。管理・運営主体は、この2つの条件を満たして初めて、DB制度の2人の「結果負担者」(委任者と受益者)からの要求に対し、「必要にしてかつ十

分)な品質の仕事で応えたことになると言えるでしょう。

そして、管理・運営主体は、この仕事の完結を自らの組織内だけではなく、「外部サービス提供者」への委託により、「外部リソース」の持つ年金資産の管理・運用等のスキルも取り込むことにより図ります。無論、このことは法的要請でということにはなるのですが、アウトソーシングによる「内部リソース」制約の解消という、積極的な解釈もできます。

3. 「管理主体」の役割

本質的な役回りは、管理・運営主体の使命達成の守護者となることです。すなわち、管理・運営主体が、DB制度の「結果負担者」の最善の利益を図るべく活動できるようにお膳立てすることです。これは、「監督・監視」(Governance)と「マネージ・切り回す」(Manage / Operate)の峻別を意識することを意味します。自ら両機能を果たそうとして「マイクロマネジメント」をするようなことのないよう、十分に気を配る必要があります。

管理主体に期待されるのは、決して年金資産運用に高度の知識や優れた技能を備えた、年金資産運用の専門家になることではありません。期待されるのは、そのような、ないしはそのようになると見込める、あるいはそのような「外部リソース」を活用できる人材(運営主体責任者)に、日々の運営を任せる仕組み作りと、その後のモニタリングです。

そのためには、次に挙げる相互に関連する作業(もちろん、これだけに限定できるわけではありません)が必要となります。

(1)管理・運営主体の使命の定義

「DB」制度の「結果負担者」から期待され、当主体が堅持すべき使命を、明確にすることです。

(2)俯瞰的・大局的な方針の考案

使命の達成にどのような姿勢で臨むのかを定めることです。

(3)戦略の決定

使命達成をいかにして実現するかに関する、長期戦略・計画を策定することです。

(4)運営主体の責任者の任命

日々の業務活動を任せる責任者を選び、権限の付与・移譲を行うことです。この責任者に運営主体を組織させることも含みます。

(5)評価基準の明確化

管理・運営主体が、使命達成に成功しているか否かを判断する「拠所」として何を使うのか、予め明らかにしておくことです。

(6)成果の検証・確認

上述の基準に基づき、管理・運営主体の活動成果を評価することです。

また、自らの定めた「仕組み」が、管理・運営主体に課せられた使命を果たすために、

効果・効率的に機能しているか、見極めることも忘れてはならないでしょう。

4. 評価基準の明確化（補足）

前述した「評価基準の明確化」につき、補足しておきたいと思います。まずは、この「基準」を予め明示することは、管理・運営主体にとって極めて重要だということです。この「基準」は言い替えるなら、管理主体が「結果負担者」への説明責任を果たす際や、運営主体の活動成果の評価、すなわち運営主体の責任者の業務評価を行う際の拠所です。従って、管理・運営主体の全てのスタッフに、何をなすべきかを予めはっきりさせることで、自分達の仕事の組織的・有機的つながりを自覚させる効果があるからです。

では、この「基準」として何を導入すべきなのか。結論を先に言ってしまうと、
i) サープラス（年金資産額 - 年金債務額、両者とも時価評価額）の状態^{注2}と、
ii) そのサープラスの変動であるサープラス・リスクです。

素直に考えれば、「基準」は「将来にわたる給付の確実性を、予め設定されたキャッシュやコストの予算内で達成する確実性を高める」という、管理・運営主体の使命に直結していることが望ましい、ということになります。

そうであるならば、年金・一時金の給付を賄うためには、どれ位の年金資産額が必要かを、時点毎（どれ位細かく、あるいは、どれ位長期間に渡りは別として）に把握し、その評価タイミング毎の要資産額を用意するため、「どのような資産運用を行い、どのように掛金拠出するか」を考えるツールと

して多くのDBが実施している、年金ALM分析に立ち戻れば良いはずですが。事実 **i)** と **ii)** は、まさに年金ALM分析で提供される材料であり、特に目新しい考え方ではありません。少し異なるのは使い方で、年金ALM分析のフレームワークを、政策的資産配分決定時にだけ利用するのではなく、その後も継続的にリスク管理・資産配分バランスに利用するということです。そして、このことが示唆するのは、現在主流の「資産ベンチマーク至上主義」とも言えるものからの脱却です。

a) ご承知のとおりALMでは、資産配分を決定するために、各資産市場の代理市場インデックスを使い、ある資産構成比で運用した場合の資産額を見積もり、債務額の見積もりと比較します。

b) そして、ALM分析の後では実際にその資産構成比で運用を行うと決めたのであれば、その市場インデックスをベンチマークとして採用し、運用ポートフォリオの成果と比較します。

c) このことは、あたかも資産額の予測値 = 実現値（市場インデックスにより達成される）と、暗黙に想定しているかのようです。

d) 従って、運用成果が市場インデックスに劣ることは「けしからん」となるわけです。

e) しかし、考えてみればこのことには明らかに2つの問題点があります。まずは、極端とも言える **c)** の想定の妥当性です。次に、たとえ **c)** の想定とおりであったとしても、比べるべき相手の債務額が「ないがしろ」

にされていることは明白です。

f) このことが正当化されるのは、債務側の方も、「ALM 分析時の予測 = 現下の実態」と想定できる時です。

g) この2つの想定が揃って初めて、資産ベンチマークを見ていれば良いことになりま
す(資産ベンチマーク至上主義の誕生です。)

h) しかし、残念ながら資産・債務の双方とも ALM 分析時の予測額 ≠ 現下の額と考

える方が現実的です。

i) そうであるならば、管理主体としては「債務」に表舞台への再登場を願い、現在の資産額と債務額の差であるサープラスの状態を(「点検項目」として、サープラスのリターンで把握)、その変動率であるサープラス・リスクと共に「評価基準」とし、「監視」することは、自らの役割と整合的です。

5. 「運営主体」の役割

「監督・監視」(Governance)は管理主体、「マネージ・切り回し」(Manage / Operate)は運営主体、との明確な役割・機能分担の意識が共有できていることを前提にするこ

とができるならば、次に挙げるもの(もちろん、これだけに限定できるわけではありません)が、運営主体の役割となるでしょう。

(1)管理・運営主体の経営

管理主体から使命・方針・戦略等に関して受けた指示を、日々の運用業務で具現化・推進する実行計画を作成し、様々な意思決定を行いながら実行に移していくことです。この1つの例として、サープラス・リターンとサープラス・リスクが基準として機能するために、どのような資産運用が適しているのかを管理主体に示す、という運営主体の役割を挙げることができます。

具体的には、資産と負債の持つ様々な特性の相違、両者のそれらの特性に対する感

応度・エクスポジューアの相違等の要因によって両者の動きが相違すると考える「 mismatch・リスク」に着目した運用・リスク管理が考えられます(以下、「サープラス・フレームワーク」と称します)。

これらの要因の操作により、どれ位資産と負債の動きを調和的にできるか、どれ位の乖離幅で管理できるか、を管理主体に示してサープラス・リターンとサープラス・リスクの目標値を決めてもらうという具合です。

(2)管理主体へのサポート

成果を評価される側が、する側をサポートする、あるいは、する側がされる側に頼るというのは、少し奇妙な感じがするかもしれませんが、しかしながら、前述した通り管理主体は決して年金資産運用の専門家ではありません。恒常的にこの分野の情報に

接している、この分野の専門家と交流がある、と想定するのは現実的ではありません。

従って、そのような立場にあり、かつ同じ管理・運営主体に属し、目的を共有する運営主体にとって、管理主体が決定を下す手助けに、十分な情報や教育を管理主体に

提供することは大切な役割です（管理主体が、現実的ではない決定を下すことを防ぐ意味でも重要です）。

また、様々な運用周りの事柄の相談相手となることや、十分な根拠を示して様々な運用周りの推奨を行うこと等も、このサポ

ート提供には含まれるでしょう。これらの相互依存は、明確な役割・機能分担があって初めて有効に機能するものです。明確な分担が、「なあなあ」ではなく、緊張感と信頼感のある話し合いのベースを形成することになります。

(3)外部サービス提供者へのガバナンス

（以下では、外部運用会社の意に限定し、「運用者」と言います）前回の最後に訳出したチャールズ・エリスの言葉のエッセンスは、「専門性格差」のジレンマが厳然と存在する中で、いかに「利害の不一致」をマネージするか、ということかと思っています。

目指すべき状態は、単に「受任者」（運用者）が明らかに「委任者」（DB年金）の利益に反する行為をしないという程度に止まらず、「委任者」の利益のために最善を尽くすようにせしめ得るか、最低でもそうしていると感ずることができる、ということです。

もちろんそのためには、昨今の運用者側からの「顧客本位の業務運営」という努力の進展に期待するところ大ですが、DB年金側も、「結果負担者」からの「受任者」という立場に鑑み、「できることはないか」、「すべきことはないか」を考えてみることは大

切かと思っています。

言うまでもなく、DB年金（運営主体）が運用者に望むことは、何と言っても運用能力を発揮して期待する成果をあげてもらうことでしょう。そこで、サープラス・フレームワークでの運用ポートフォリオ別の特徴を踏まえ、運営主体の期待と運用者との、どのような「利害不一致」が想定されるのかを纏めてみたいと思います。

現行の運用・リスク管理のフレームワークで運用ポートフォリオが、パッシブ運用とアクティブ運用に大別できるように、サープラス・フレームワークでの運用ポートフォリオも、「リスク最小化ポートフォリオ」と「リターン追求ポートフォリオ」という、2つの目的別ポートフォリオに分離されます。

6. リスク最小化ポートフォリオ

当フレームワークでは、資産と負債の乖離をリスクと考えますので、この乖離の最小化を目指すポートフォリオを、こう呼びます（準「負債インデックス・ファンド」とイメージください）^{注3}。現行の政策資産配分の策定段階では、通常はオール・パッシブで考えるため、自らの負債構造や運用目標に合った資産配分を決めることができ

ます。従って、運営主体は自らの期待と運用者との「専門性格差」・「利害の不一致」の管理をあまり意識せずすみませう。

そして、この点はこのポートフォリオでも同様です。ただし、資産インデックス・ファンドとは異なり、すでに存在し入手可能である、あるいは市場の銘柄を一定のルールで組合せる（資産を資産で）、というわ

けにはいかず、自らの負債構造を資産で「イミテート」することになります。従って、

模倣性能については、運用者から説明を受け、よく理解しておく必要があります。

7. リターン追求ポートフォリオ

リスク最小化ポートフォリオのリターンが、負債のリターンに不足する場合や、負債のリターンにマッチできた場合でも、財政・会計上の積立目標に未達で負債額に早く追付きたい、または積立バッファの維持・向上を図りたい等の理由で使われます。

すなわち、運営主体の観点では、このポートフォリオは、負債に対するリスクを取ることで、負債リターン以上のリターン獲得を目指し、委託するものです。従って、運用者に渡す運用目標(運用者ベンチマーク)の柔軟度は現行フレームワークより高く、従来の資産ベンチマークに対するアクティブ運用・パッシブ運用と同様、シャープ・レシオに対するもの、絶対基準、のいずれであっても、全て「負債ベンチマークに対するアクティブ運用」と捉えて、運営主体は管理することになります。

従って、この部分では現行のマネージャー・ストラクチャーで「専門性格差」と「利害の不一致」から生じる問題行動として指摘されることの多い、「アクティブ度の調整」を行うインセンティブを運用者が持つ、という同じ問題が生じます。この問題への対処策としては、報酬の仕組み、運用評価法、モニタリングの組み合わせが考えられます。

次号では、これらの対処策から続けたいと思いますが、最後にサープラス・フレームワークにユニークな、リバランスの仕組みについて簡単に述べます。

＜リバランスの仕組み＞

当フレームワークでは、2つのポートフォリオの割合は決して固定的ではありません。

サープラスの状態により、前者と後者のポートフォリオ間で構成割合を調整するリバランスの実施が行われます。

なお、本稿における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申し添えます。

注1: 前回お断りしたように、本稿では、「FD」は「ガバナンス」と、「作用・反作用」の相互関係にあると考え、「ガバナンス」を中心にすすめます。

注2: 理想的には「期間毎のサープラス」となるのですが、厳密な「期間毎の資産ポートフォリオ」の保有は実務的ではありません。そこで実務的に妥当な「全期間トータル」で考えることとなります。満期・償還期限を持つ資産と、持たない資産の場合には保有期間を想定することで、「仮想的期間毎の資産ポートフォリオ」を合成することも可能かもしれませんが、ここでの目的には、そこまで期間にこだわる必要はないでしょう。

注3: このポートフォリオは、何らかの資産市場インデックスが対象の通常のインデックス・ファンドとは異なり、DB年金制度毎の個別負債を模倣するテーラーメイドのものとなるため、前者並みの精度での追従は望めません。

<コラム> アドリブ経済時評

「理念なき政治は社会的大罪！」

先日、行われた衆議院の解散総選挙は、希望の党結党、民進党の解党や立憲民主党の結党など、てんやわんやのすえ、自民党が大どんでん返しの大勝をするという結果となった。

政治は筆者の専門外であるし、まだまだ混乱はおさまらないと思うのでそれ自体に関しては言及を差し控えたいが、調べているうちにガンジーの有名な「7つの社会的大罪」にぶつかり、その内容の凄さ、素晴らしさに改めて感銘をうけたので、ここに書いてみたい。

ガンジー (Mahatma Gandhi 1869-1948) は、南アフリカで弁護士をする傍らで公民権運動に参加し、帰国後はインドのイギリスからの独立運動を指揮した。その形は、「非暴力、不服従」の名でよく知られているが、同氏の思想は世界中に大きな影響を与えた。

「7つの社会的大罪、Seven Social Sins」は、ほぼ100年前、1925年10月にインドの雑誌に掲載されたものである。念のために英語も付け加えた。

1. 理念なき政治 (Politics without Principles)
2. 労働なき富 (Wealth without Work)
3. 良心なき快樂 (Pleasure without Conscience)
4. 人格なき学識 (Knowledge without Character)
5. 道徳なき商業 (Commerce without Morality)
6. 人間性なき科学 (Science without Humanity)
7. 犠牲なき信仰 (Worship without Sacrifice)

ちなみに、「理念」とは、「ある物事についての、こうあるべきだという根本の考え」とか、「考え方の体系」とか定義される。「人格」は「知性、感情、意志力など人間性の優れた人」と説明されている。

重要なのは、これらが単に「戒め (いましめ)」ではなく、現実には、大勢の人々に害を及ぼすと、ガンジーは大声で警告していることなのである。

自分のこととして、取り急ぎ手帳に書いて、覚えるまでどこかに貼っておこうと思う。

各々の項目について、深く理解するために、具体事例や史実などを付け加えた本を探そうとも思う。

2017年10月27日

元青山学院大学教授 岩井 千尋

MEMO

- ▶ 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。よろしく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。
- ▶ 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。