

# 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

2018年11月号

## 《目次》

《確定給付企業年金の財政状況》 2017年度の財政決算の状況 年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野 正徳	… 1
《上場企業の退職給付の状況 その2》 2017年度のIFRS適用企業における退職給付の状況 年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野 正徳	… 9
《海外年金の動向》 海外の年金バイアウトの現状について 年金コンサルティング部 リサーチグループ 菅谷 和宏	… 15
《投資のホライズン その17》 「長期投資家と長期投資」DB年金の運営主体の自己点検 年金運用部 顧問 大輪 秋彦	… 23
《アドリブ経済時評》 免疫知りは3文の得！ 元青山学院大学教授・経済学博士 岩井 千尋	… 28

## 確定給付企業年金の財政状況

### 2017 年度の財政決算の状況

年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野 正徳

弊社では、総幹事を受託している確定給付企業年金(以下、DB)について、定期的にデータを集計しています。今回は、2017 年 4 月から 2018 年 3 月までの 1 年間に財政決算を迎えた 920 制度(加入者数は約 206 万人)を対象に集計した結果をご案内します。なお、集計対象とした DB の内訳は、規約型が 746 件(81.1%)、基金型が 174 件(18.9%)です。

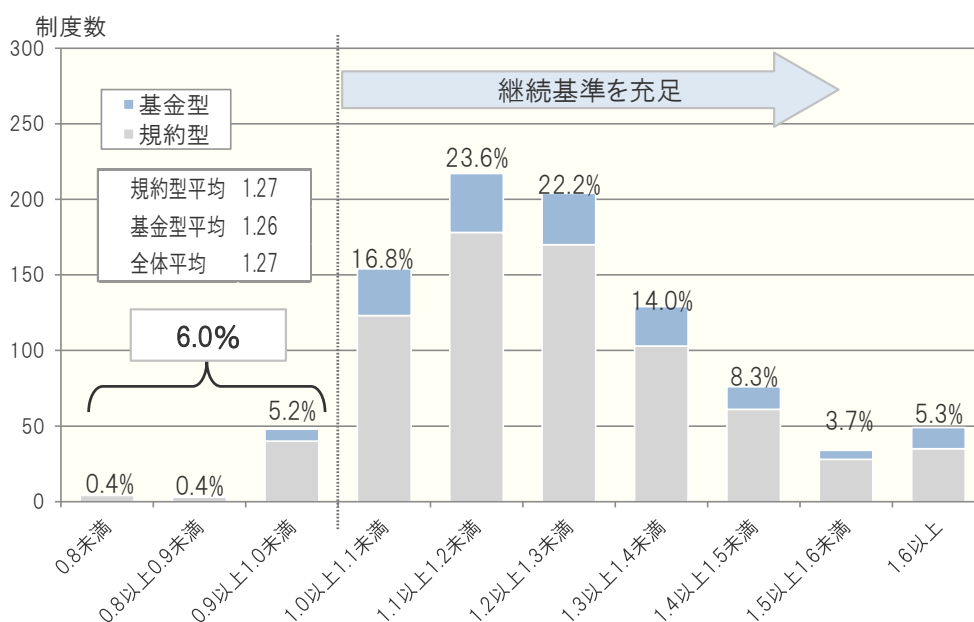
昨年に比べて、継続基準の積立水準は上昇しましたが、非継続基準の積立水準は低下しました。近年の金利低下により、非継続基準の予定利率が大きく低下していることが原因です。

#### 1. 継続基準の積立水準

継続基準では、責任準備金に対して純資産額(時価)がどれだけ積み立てられているかを検証します。「純資産額÷責任準備金」が 1.0 を下回ると継続基準に抵触することになりますが、平均を見ると 1.27(規約型

平均 1.27、基金型平均 1.26)と、前年平均の 1.22(規約型平均 1.22、基金型平均 1.23)より上昇し、全体の約 94%(前年は 92%)の制度が継続基準を充足しました(図表 1)。

(図表 1)「純資産/責任準備金」比率

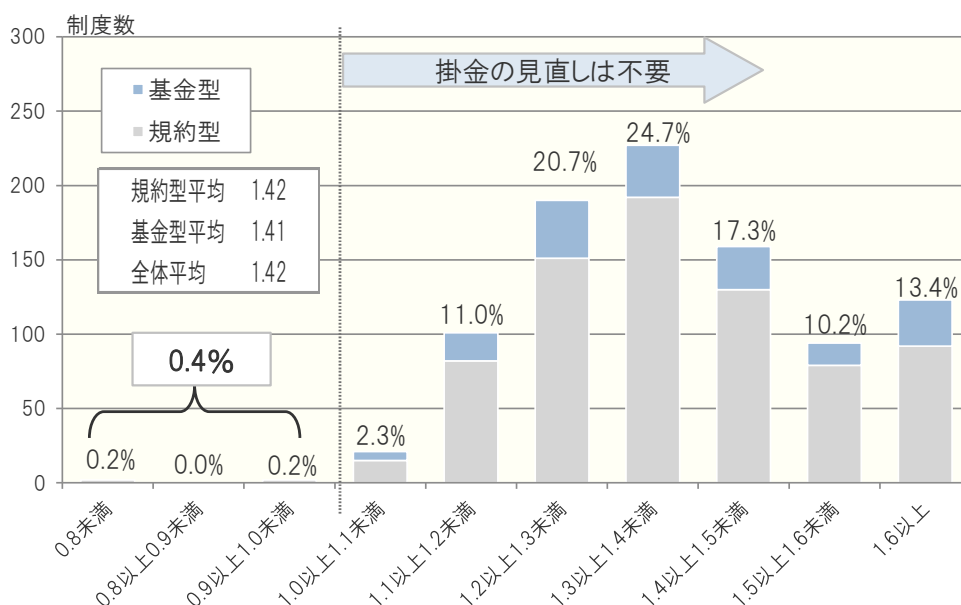


出所：弊社データを基に作成

次に、掛金見直しの判定基準となる「(数  
理上資産額+許容繰越不足金)÷責任準備  
金」の積立水準を見ると、平均 1.42 (規約  
型平均 1.42、基金型平均 1.41) となっ  
ており、前年平均の 1.37 (規約型平均 1.37、基  
金型平均 1.38) より上昇しました。

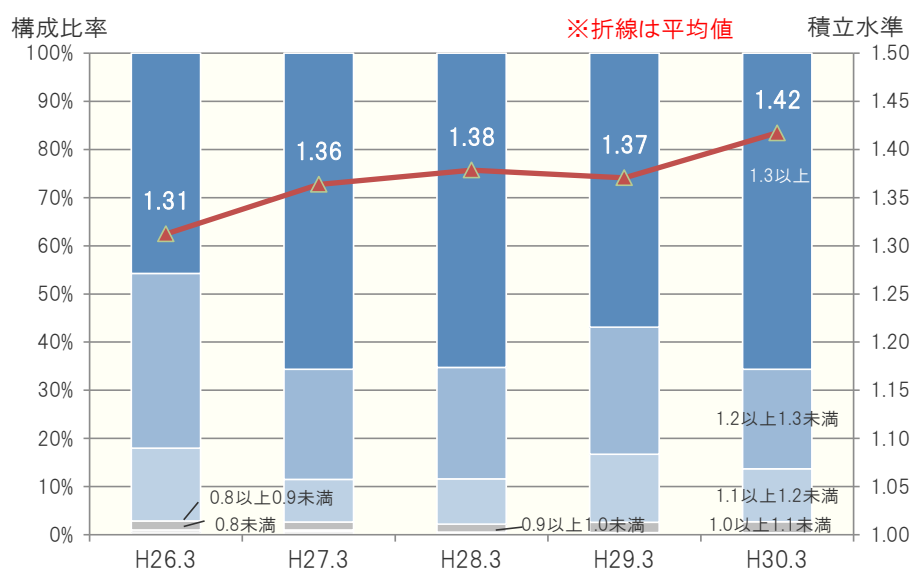
この比率が 1.0 を下回ると、次回の再計  
算を待たずに掛金の見直し(繰上再計算)  
が必要となりますが、1.0 を下回った制度は  
0.4%に過ぎず、ほとんどの制度で掛金の見  
直しは不要との結果となりました(図表 2)。

(図表 2) 「(数理上資産額+許容繰越不足金) / 責任準備金」比率



出所: 弊社データを基に作成

(図表 3) 「(数理上資産額+許容繰越不足金) / 責任準備金」比率の時系列推移



出所: 弊社データを基に作成

また、「(数理上資産額+許容繰越不足金) / 責任準備金」比率を時系列でみると、過

去 3 年間は、ほぼ横ばいで推移したのち、直近では上向いています (前頁図表 3)。

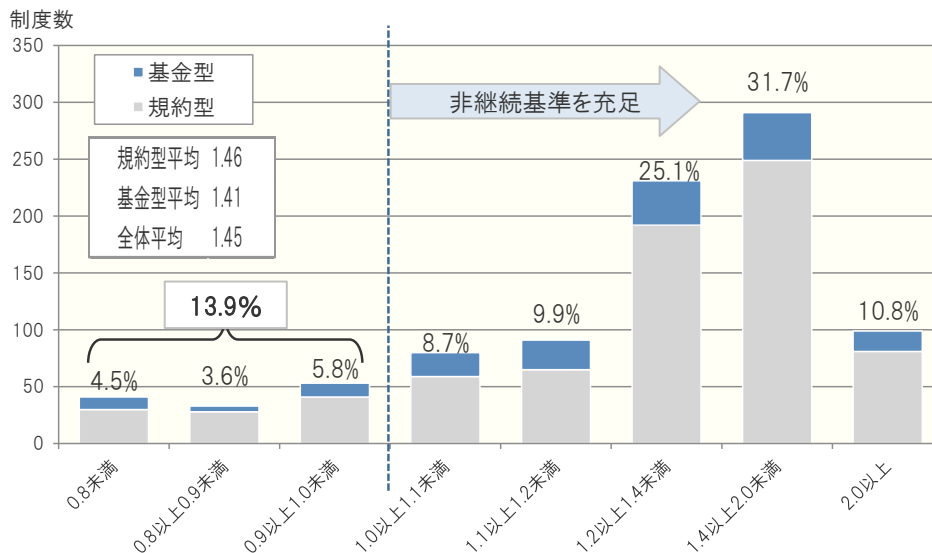
## 2. 非継続基準の積立水準

非継続基準では、最低積立基準額 (未認識額控除後) に対する純資産額の積立水準を検証します。集計の結果、積立水準の平均値は、1.45 (規約型平均 1.46、基金型平均 1.41) で、基準を充足している制度の比率は約 86%と継続基準に比べて低く、非継

続基準に抵触した制度は 13.9%となっています (図表 4)。

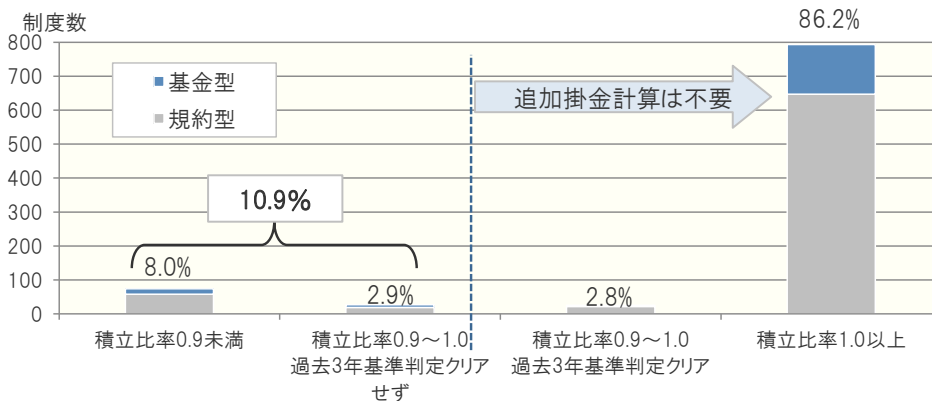
なお、未認識額とは、給付改善等による経過措置 (激変緩和措置) として最低積立基準額から控除できる金額で、毎年減少し、給付改善の場合は 5 年でゼロとなります。

(図表 4) 非継続基準の積立水準比率



出所：弊社データを基に作成

(図表 5) 追加掛金計算の要否比率



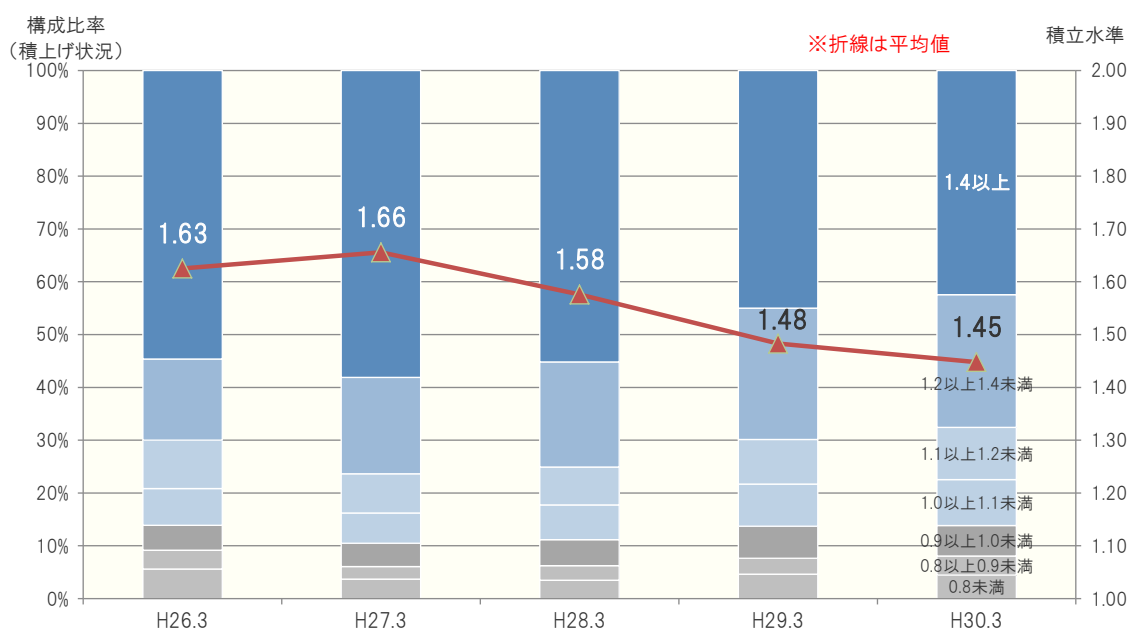
出所：弊社データを基に作成

このうち、積立比率が 0.9 を下回った場合、および積立比率が 0.9 以上 1.0 未満で、過去 3 年間のうち 2 回以上、非継続基準に抵触（積立比率が 1.0 未満）した場合には、追加掛金（特例掛金）の計算が必要となりますが、このような特例掛金の計算が必要

な制度は 10.9% でした（前頁図表 5）。

非継続基準の積立水準の平均は 1.45 と全体的には高い水準であるとは思われますが、時系列で見ると、年々低下傾向にあります（図表 6）。

（図表 6）非継続基準の積立水準の時系列推移



出所：弊社データを基に作成

### 3. 予定利率の推移

このように継続基準と非継続基準の積立状況の違いは債務を評価する予定利率の違いにあります。継続基準の予定利率は低下傾向にありますが、低下幅は過去 4 年で 0.2 ポイント程度とさほど大きくありません（図表 7）。

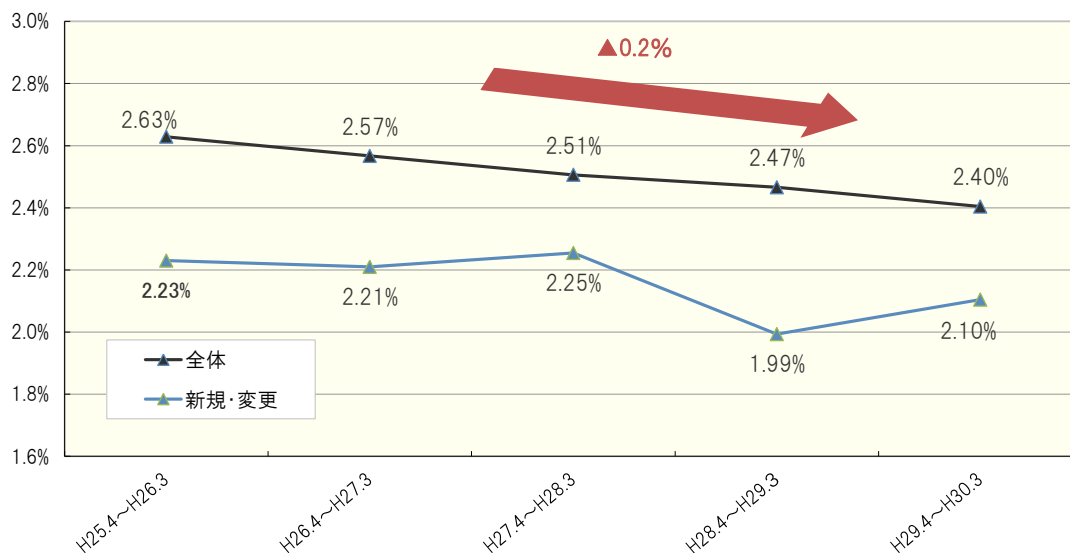
一方、非継続基準の予定利率は図表 8 の通り大きく低下しています。今回集計対象とした平成 29 年度の非継続基準の予定利率は 1.46%（一定の手続きを前提にこれに 0.8～1.2 を乗じた値を設定可能）で、4 年前と比べると 0.67 ポイントも低下しています。

継続基準の予定利率は、制度を実施する事業主あるいは基金が主体的に決めます。予定利率を引き下げれば債務が増加し、標準掛金、特別掛金の負担は増加しますが、事業主や基金は掛金負担が増加することを認識したうえで予定利率を引き下げていると思われま。予定利率を引き下げるとい意思決定は、運用環境や財政状態を意識し、年金財政を改善するための施策です。

そのため、予定利率の低下はその後の積立状況を良くするためのものであり、過去からの予定利率の引下げの効果が表れてい

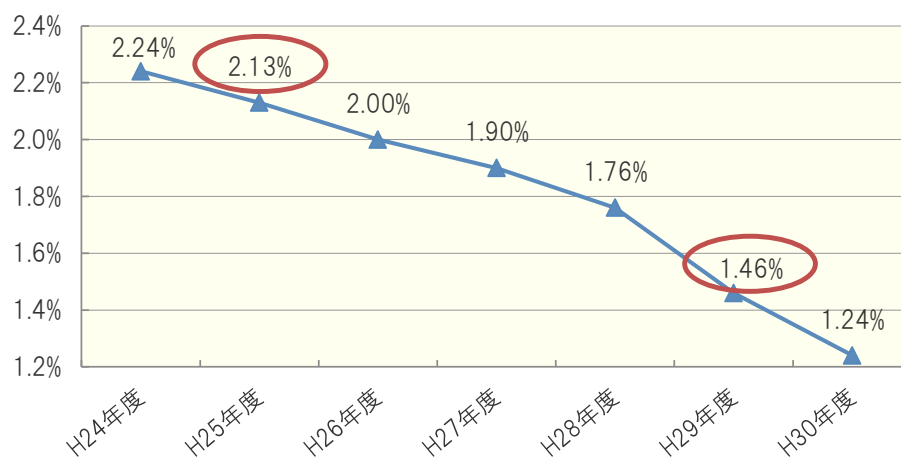
ると言えましょう。

(図表 7) 予定利率の時系列推移



出所：弊社データを基に作成

(図表 8) 非継続基準の予定利率の推移



出所：弊社データを基に作成

これに対して非継続基準の予定利率は 30 年国債の利回りの直近 5 年間平均を勘案して決定されます。継続基準の予定利率低下が意図した引下げであるのに対し、非継続基準の予定利率低下は意図せざる下落と言えます。また、近年の低金利環境の長期化

に伴い、その低下幅は大きく、積立状況に影響を与えています。

30 年国債の利回りは、直近ではやや上昇していますが、平成 28 年は年平均で 0.564%、平成 29 年は同 0.834%と低い水準が続き、過去 5 年平均で算出される非継続基準の予

定利率は今後 1~2 年はまだ低下が続くと予想されます。従って、非継続基準に抵触する制度はこれからも増えていく懸念があります。

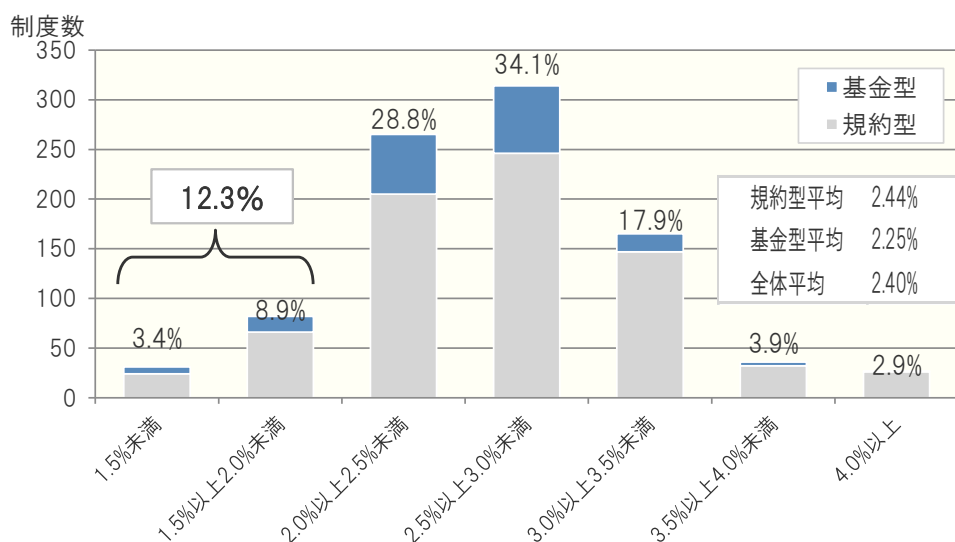
現時点で制度終了を前提とする非継続基準は、現実的でないという意見があるかもしれませんが、受給権保護という観点からは、重要な基準であることは間違いありません。そのため、非継続基準の積立状況が芳しくない制度においては予定利率の引下げ、あるいはリスク対応掛金の拠出等により年金資産の積増し、積立状況の改善を図ることが必要です。

なお、予定利率（継続基準）は、2.0%以上 3.0%未満が中心となっています。予定利率を 2%台としている制度の比率は 62.9%、2%未満が 12.3%であり、予定利率 3%未満

の制度が 4 分の 3 を占めています。平均は 2.40%です。基金型が 2.25%、規約型が 2.44%となっており、設立形態によって差異があるようには思えません（図表 9）。

図表 7 では、予定利率の時系列推移を示しており、全制度の平均値と新規発足または制度変更を行った場合の平均値を示しています。この図表からは 2 つのことが指摘できます。ひとつは、「継続的に低下傾向を示している」こと、ふたつめは「新規・変更した制度の予定利率はその年の平均値を下回っている」ことです。予定利率は退職給付債務の割引率とは違い毎年変更するわけではありませんので、再計算などで予定利率を従前より引き下げた結果、全体の予定利率が低下しているものと思われます。

（図表 9） 予定利率（継続基準）の設定状況



出所：弊社データを基に作成

次に、年金財政上の予定利率と企業会計上の期待運用収益率を比較したのが、図表 10 です。図表にはありませんが、予定利率

の平均は 2.27%（期待運用収益率の情報開示がある企業での平均）に対して、期待運用収益率の平均は 1.95%と期待運用収益率

の方が低くなっています。予定利率より期待運用収益率が低い理由としては、退職給付信託の存在が考えられます。期待運用収益率には退職給付信託の期待運用収益率も含まれますが、退職給付信託では期待運用収益率を 0%あるいは配当利回り程度とするケースが多いからです。

これ以外には、会計上の観点から期待運用収益率を保守的に見積もっていることも考えられます。数理計算上の差異の損失が発生すると、その償却で以後の費用が増加するため、数理計算上の差異の損失発生を抑制すべく期待運用収益率を低めに設定していることが考えられます。

(図表 10) 予定利率と期待運用収益率

予定利率 期待運用収益率	1.5%未満	1.5%以上 2%未満	2%以上 2.5%未満	2.5%以上 3%未満	3%以上 3.5%未満	3.5%以上 4%未満	4%以上	合計
1.5%未満	3	12	20	17	4	2	1	59
1.5%以上2%未満	4	4	8	13	4	0	0	33
2%以上2.5%未満	3	7	43	13	11	1	1	79
2.5%以上3%未満	0	3	12	28	6	0	1	50
3%以上3.5%未満	1	0	5	8	5	0	0	19
3.5%以上4%未満	0	0	1	4	1	1	0	7
4%以上	0	0	2	1	0	1	0	4
合計	11	26	91	84	31	5	3	251

出所：弊社データを基に作成

#### 4. 特別掛金の状況

最後に、特別掛金の残余償却期間毎の制度数の集計結果を確認します。特別掛金がない、つまり未償却過去勤務債務がない制度は約 4 割となっており、残余償却期間の平均は 3 年 6 ヶ月です（図表 11）。

図表 12 では残余償却期間別の制度数を時系列で示しています。平成 26 年 3 月には特別掛金なしの制度は 120 件でしたが、平成 30 年 3 月には 385 件まで拡大しています。

掛金は、将来の給付を賄うために拠出する標準掛金と積立不足を補填するための特別掛金があります。さらに平成 29 年からは、

将来の財政悪化リスクに対応するためのリスク対応掛金の拠出も認められるようになりました。これらの掛金の性格を一言で言うならば、標準掛金と特別掛金は「将来の給付への備え」であり、リスク対応掛金は「将来の財政悪化リスクへの備え」と考えられます。掛金を拠出すべき優先順位は、当然に「財政悪化への備え」よりも「給付への備え」の方が高くなりますが、特別掛金の状況を見ると「給付への備え」について、かなり前進していることがわかります。そのため、今後は「財政悪化への備え」が



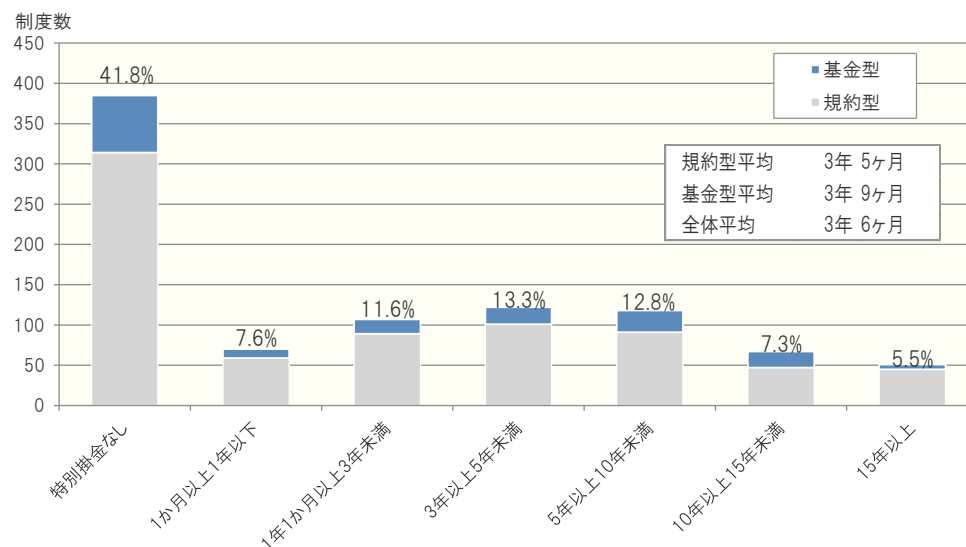
課題であると言えます。

本稿でご案内した以外の内容についても、「DB 年金統計情報」として各種統計情報をまとめていますので、詳細について知りたい方は、弊社営業担当者宛てにご照会くだ

さい。

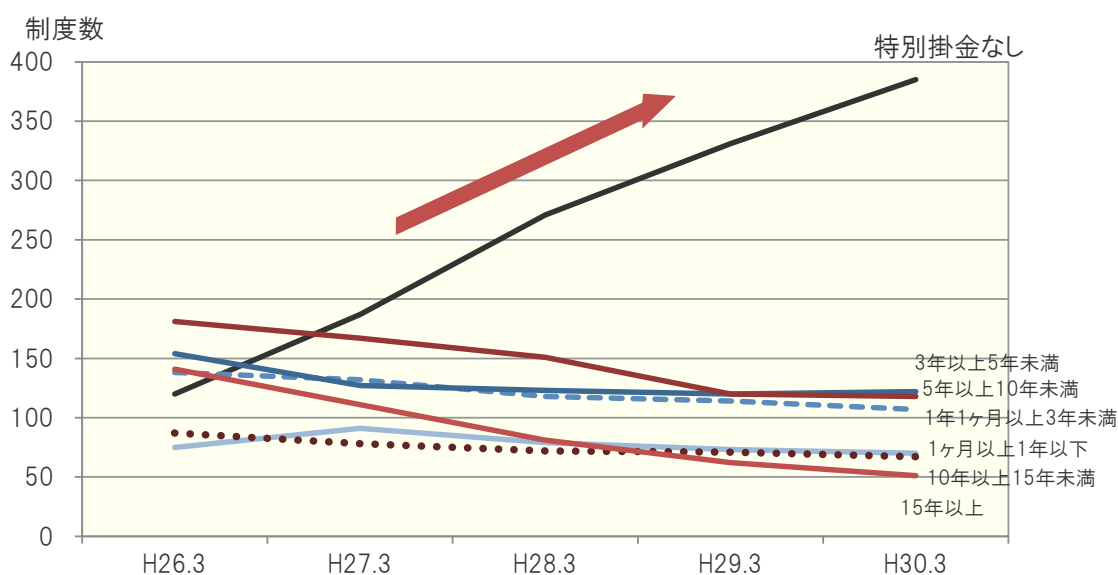
なお、本稿における意見等については筆者の個人的見解であり、所属する組織のものではないことを申し添えます。

(図表 11) 特別掛金の残余償却期間



出所：弊社データを基に作成

(図表 12) 残余償却期間別の制度数(時系列推移)



出所：弊社データを基に作成

## 上場企業の退職給付の状況 その 2

### 2017 年度の IFRS 適用企業における退職給付の状況

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、2017 年度の上場企業における退職給付の積立状況についてお伝えいたしました。今回は、国際会計基準(以下、IFRS)を適用している上場企業の 2017 年度の退職給付の積立状況について解説します。2017 年度のIFRS適用企業の積立状況(年金資産/退職給付債務)は、他基準の適用企業の状況を上回りました。割引率は他基準より高く、退職給付債務が小さめに算出されることや、費用要素として期待運用収益でなく利息収益が使用されるため、積立水準を引き上げる要因が大きいことなどが理由として考えられます。また、費用の算出方法が他基準と異なるため、費用増減の動向も異なっています。

#### 1. IFRS 適用企業の積立状況

IFRS の退職給付会計は、期待運用収益を費用要素とせず、また、「その他の包括利益」に計上した再測定(日本基準における数理計算上の差異)のノンリサイクリング処理を行うなど、日本基準とは異なる会計処理を行います。そのため、表示される退職給付費用に差が生じ、結果的に当期純利益も日本基準とは異なることとなります。本稿では、特に会計処理の違いで生じる数値の違いについて解説します。

2018 年 3 月末時点で IFRS を適用している企業は 139 社ですが、退職給付制度を実

施していない企業や年度決算を経ていないため退職給付に関する開示を行っていない企業を除いた 116 社について、今回の集計対象としています。IFRS 適用企業の退職給付債務、年金資産の合計は、2017 年度末でそれぞれ 24.7 兆円、20.5 兆円と、上場企業全体(93.2 兆円、72.6 兆円)の 27%、28%を占めています。1 社当たりの退職給付債務、年金資産はそれぞれ 2,132 億円、1,771 億円と、上場企業の平均額(322 億円、251 億円)を大きく上回っています(図表 1)。

(図表 1) IFRS 適用企業と他基準適用企業の主要指標比較

	合計(兆円)			1社平均(億円)		
	上場企業計(ア)	IFRS適用企業(イ)	(イ)/(ア)	上場企業(ウ)	IFRS適用企業(エ)	(エ)/(ウ)
総資産	3,022.9	289.5	9.6%	10,438	24,953	2.4
自己資本	482.4	92.7	19.2%	1,666	7,993	4.8
退職給付債務(A)	93.2	24.7	26.5%	322	2,132	6.6
年金資産(B)	72.6	20.5	28.3%	251	1,771	7.1
積立比率(B)/(A)	78.0%	83.1%				

(出所) 日経メディアマーケティング株式会社データベース(日経 NEEDS データ)より弊社作成

図表 2 では、退職給付債務の規模別に社数と積立状況を表示しています。1,000 億円以上の企業が最も多く 47 社を占めていま

す。また、退職給付債務の規模が大きくなるにつれて、積立比率が向上する傾向が見られます。

(図表 2) IFRS 適用企業の退職給付債務の規模別積立比率 (単位：百万円、%)

	社数	退職給付債務平均値	単純平均積立比率
20億円以下	10	862	23.7
20億円超50億円以下	7	3,706	38.6
50億円超100億円以下	8	7,428	56.3
100億円超500億円以下	32	27,179	78.9
500億円超1000億円以下	12	76,547	82.9
1000億円超	47	486,254	85.2
合計	116	213,243	73.1

(出所) 日経メディアマーケティング株式会社のデータベース (日経 NEEDS データ) より弊社作成

## 2. 割引率の退職給付債務への影響

IFRS 適用企業の割引率の平均は 2017 年度で 0.76%と、他基準適用企業の 0.52%を 0.24 ポイント上回っています (図表 3)。過

去の年度でも IFRS 適用企業の割引率は、0.2 ~0.3 ポイント程度上回る状態が継続しています。

(図表 3) IFRS 適用企業と他基準適用企業の割引率の状況 (単位：%、社)

		2015	2016	2017	構成比(2017)	
IFRS	平均割引率(%)	0.81	0.80	0.76		
	変更状況	引き下げた企業数(社)		34	66	56.9%
		引き上げた企業数(社)		71	16	13.8%
		変更しなかった企業数(社)		10	34	29.3%
他基準	平均割引率(%)	0.58	0.53	0.52		
	変更状況	引き下げた企業数(社)		353	394	14.2%
		引き上げた企業数(社)		434	183	6.6%
		変更しなかった企業数(社)		1,993	2,203	79.2%

(出所) 日経メディアマーケティング株式会社のデータベース (日経 NEEDS データ) より弊社作成

次に、割引率が相対的に高く設定されたことによる退職給付債務への影響を試算してみます。IFRS では各種の前提条件のうち、変更した際の影響について重要性が高いと

判断されるものについての開示を要求しています。割引率の変更は、退職給付債務への影響度が大きいため、集計対象とした会社のうち 110 社がその影響 (= 感応度分析)

を開示しています。その結果を集計したところ、2017 年度において 0.5 ポイント割引率を引き下げると、退職給付債務が 1 兆 6,776 億円増加するとしています。

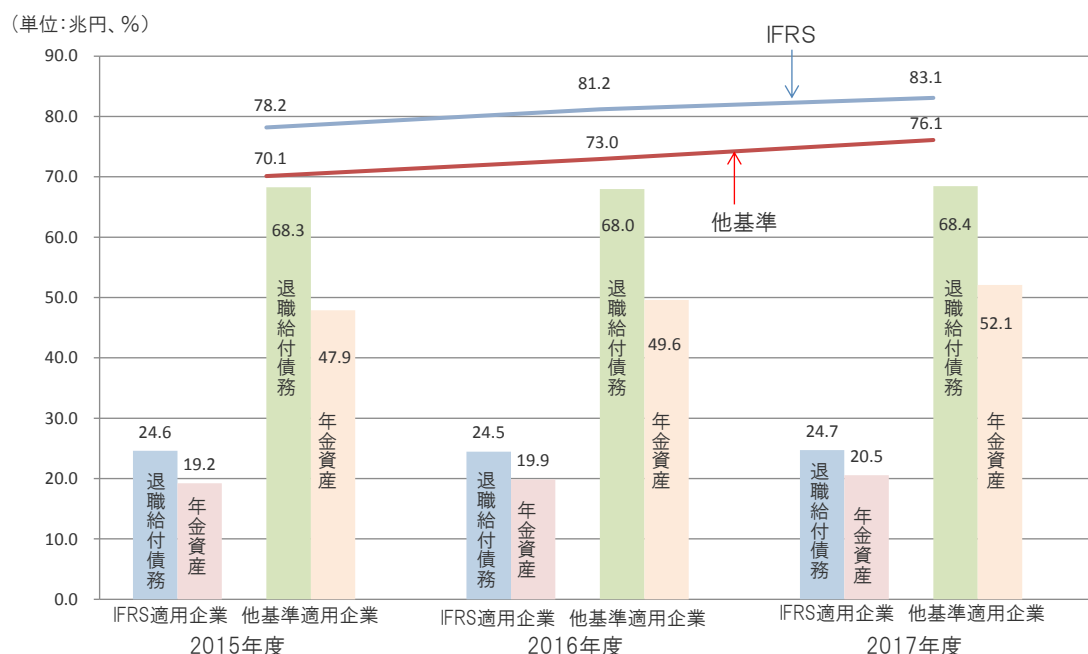
つまり、割引率が他基準並み、例えば 0.24 ポイント低下したとすると退職給付債務は 8,000 億円強増加することになります(0.5% で 1 兆 6,776 億円増加するため、概ね半分として計算しています)。この場合、積立比率は 83% から 80% 程度に低下し、他基準との差異は縮小します。ただ、それでも IFRS 適用企業の積立比率が他基準を上回っている状況に変化はありません。従って、割引率の差を除いても IFRS 適用企業の方が積立状況は良好であると考えられます。

図表 4 では、過去 3 年間の積立状況の推移を示しています。いずれの年度も IFRS 適

用企業の積立比率が他基準適用企業を 7~8 ポイント上回っています。積立比率が他基準適用企業より高い理由の 1 つは会計基準の相違にあると考えられます。

具体的には、割引率の設定に関する基準の違いです。IFRS では割引率設定に関し、優良社債の利回りを基準にしますが、日本基準では優良な債券を基準にするとしており、優良社債と国債のいずれかを基準とします。正確な統計はありませんが、国債を基準にする企業の方がやや多いと言われています。国債より社債の方が利回りが高いため、社債を基準にすると割引率は高くなります。結果的に退職給付債務は小さく算出されることになり、積立比率上昇につながります。

(図表 4) IFRS 適用企業と他基準適用企業の退職給付の積立て状況推移



(出所) 日経メディアマーケティング株式会社のデータベース (日経 NEEDS データ) より弊社作成

割引率に関してはもう 1 つ差異が存在します。IFRS には日本基準のような割引率に関する重要性基準がないという点です。重要性基準とは、「割引率は原則として期末の利回りを基準に設定するが、割引率を変更しても退職給付債務の変動が小幅にとどまる場合は割引率を見直さないことができる」という規定です。小幅の変動とは、概ね 10%とされています。この重要性基準を適用すると、10%までの退職給付債務の変動については、会計数値に反映されないこととなります。

重要性基準の適用状況については情報開示が要請されていないため、どの程度の企

業が使用しているかの詳細は不明ですが、図表3をみる限り IFRS 適用企業は毎年多くの企業が割引率を見直しているのに対し、他基準適用企業は変更しない企業の割合が高く、重要性基準を適用している企業が多いのではないかと考えられます。

なお、重要性基準を適用すると、適用しない場合と比べて、退職給付債務が必ず大きくなるあるいは小さくなるというわけではありません。過去3年間、一貫して IFRS 適用企業の積立水準が上回っていることを考えても、実態として IFRS 適用企業の積立状態が良好であると考えられます。

### 3. 退職給付費用の差異

IFRS と他基準とでは、損益計算書における退職給付費用の計上方法が大きく異なります。具体的には、①期待運用収益の代わりに利息収益（年金資産×割引率）を費用要素とする、②再測定（他基準における数理計算上の差異）は「その他の包括利益」に計上し、その後「損益計算書」での費用処理を行わない（ノンリサイクリング処理）、③勤務費用は営業費用、純利息（利息費用－利息収益）は財務費用に区分表示する（但し、純利息を営業費用に計上することも可能）、の3点です。さらに、IFRS では、過去勤務費用は発生時に一括して費用として計上します。

IFRS 適用企業の退職給付費用と他基準の退職給付費用を集計した結果が、図表5です。日本基準や米国基準では損益計算書に計上した退職給付費用を費用要素毎に一覧できるように開示を求めています。IFRS では特段の要請がありません。そのため、費

用の集計に際しては、退職給付債務や年金資産の期中の増減から各費用要素を抽出し、当期に計上されたと考えられる退職給付費用を集計しています。IFRS では「制度終了＝清算損益」も費用計上されますが、この集計には含めていません。

期待運用収益の有無および数理計算上の差異等の費用認識の有無は、退職給付費用に大きな影響を与えています。IFRS では純利息が費用を増加させる要因になっているのに対し、「利息費用－期待運用収益」は費用を減少させる要因となっています。IFRS の純利息は、その算定式「(退職給付債務－年金資産)×割引率」から明らかにおり、積立超過とならない限り、費用を減少させる要因とはなりません。一方、期待運用収益は、積立不足であったとしても割引率と期待運用収益率との相対関係で費用を減少させる要因となります。現状は割引率が0.5%程度であるのに対し、期待運用収益率

は 2%弱と高い水準となっているため、利息費用を大きく上回る期待運用収益が計上される状況となっています。

前述のとおり、IFRS の積立状況は他基準適用企業より高い状況となっています。

IFRS では積立比率が費用の水準を左右する重要な要素となるため、積立比率を高める積極的な理由があります。IFRS の費用計上方法が、IFRS 適用企業の積立比率を高めている一因となっていると思われます。

(図表 5) IFRS 適用企業と他基準適用企業の退職給付費用の状況

【IFRS 適用企業】

	2016	2017
勤務費用(A)	7,433	7,516
純利息(B)	484	491
利息費用	2,572	2,774
利息収益	▲ 2,088	▲ 2,283
過去勤務費用(C)	▲ 1,093	▲ 216
(A)+(B)+(C)=(D)	6,824	7,790
当期純利益(E)	89,508	108,613
(D)／(E)	7.6%	7.2%
再測定(F)	5,729	5,762
負債側	▲ 2,366	▲ 1,110
資産側	8,095	6,872
自己資本(G)	833,503	927,195
(F)／(G)	0.7%	0.6%

【他基準適用企業】

(単位：億円)

	2016	2017
勤務費用	28,906	26,460
利息費用	5,376	5,573
期待運用収益	▲ 11,525	▲ 11,547
数理計算上の差異の費用処理額	10,160	7,897
過去勤務費用の費用処理額	▲ 1,838	▲ 1,857
その他	7,215	9,148
確定給付制度の退職給付費用(A)	38,294	35,674
当期純利益(B)	340,082	323,699
(A)／(B)	11.3%	11.0%

(出所) 日経メディアマーケティング株式会社データベース(日経 NEEDS データ)より弊社作成

#### 4. ノンリサイクリング処理の影響

もう 1 つの大きな差異であるノンリサイクリング処理は、現状では IFRS 適用企業の退職給付費用を小さくする方向に働いています。他基準適用企業では、以前より負担は小さくなったとはいえ、数理計算上の費用処理額は依然として費用を増加させる要因となっているのに対し、IFRS はその影響を受けないからです。もっとも、数理計算上の差異が利益になった場合は逆の現象が発生するため、IFRS の退職給付費用が他基準より恒常的に低くなるというわけではありません。なお、数理計算上の差異の費用処理を行わない分、IFRS の方が費用を安定化させることは確かです。

また、数理計算上の差異を発生後の一定期間で費用処理すると、過去の経済変動が費用を変動させることとなります。本業の成果とは無関係の“ノイズ”が利益の変動を生じさせることがないという点では、IFRS の方が企業の本業の業績が見えやすいと言えます。

2017 年度の IFRS 適用企業の退職給付費用の合計は 7,790 億円 で前年度比 14%増です(図表 5)。他基準の退職給付費用が減少しているのとは対照的な動きです。

しかし、これは発生時に一括処理を行う過去勤務費用が前年度の▲1,093 億円から▲216 億円と大幅に減少したことによるも

ので、過去勤務費用の処理がなかったとすると 8,007 億円となり、前年度の 7,917 億円

## 5. 会計基準に基づく差異

当然のことですが、IFRS 適用企業と他基準適用企業との会計数値の差異には、処理方法の違いによる部分だけでなく、経済活動の結果としての差異があり、個々の企業毎にそれぞれの要因が存在します。しかし、経済活動の差異については、会計基準の差異が影響している部分もあります。例えば、前述のとおり、費用計上方法の違いにより IFRS 適用企業が積立てを進めた可能性があることなどです。

企業を評価する基礎数値は会計数値であることは間違いありませんが、会計処理方法の違いによる差異が、企業価値（株式の時価総額）に反映されるべきではないと考えられます。IFRS と他基準との基準の差異には、退職給付会計以外にも「のれんの償却」があります。IFRS では「のれん（＝買収額のうち買収企業の時価純資産額を上回る部分）」を費用処理しないため、一定期間で費用処理を行う日本基準（米国基準もののれんの償却は行いません）と比べて利益は大きく算出されることとなります。

一方、今回の解説で指摘したとおり、期待運用収益の代わりに、利息収益を費用から控除する IFRS では、他基準の適用企業より費用が大きく算出され、利益がその分小さくなります。しかし、退職給付の費用処

から 1.1%の増加に過ぎません。

理ものれんの費用処理も、いずれも企業のキャッシュフローに影響を及ぼすわけではありませんので、この処理方法により生じる差異については、企業価値には織り込まれるべきものではありません。

キャッシュフローに影響を与える経済活動の結果は、確実に企業価値に反映されなければなりません。今回の分析結果では、IFRS 適用企業の方が、積立比率が高いという結果が確認されました。年金資産の運用収益率が同水準であれば、積立比率が高い方が将来の退職給付に関するキャッシュアウトフローは小さくなります。従って、積立比率が高いという経済実態を反映して、企業価値はその分高く評価されることとなります。

企業の評価を正確に行うためには、会計基準を十分に理解し、会計数値の差異について会計基準に影響される部分と経済実態に影響される部分とに区別することが重要となります。会計基準に基づく差異は、企業価値に直接関係ないことから排除し、経済実態に基づく部分のみで企業を評価していくことが大切です。

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。

## 海外年金の動向

# 海外の年金バイアウトの現状について

年金コンサルティング部 リサーチグループ 菅谷 和宏

今年 9 月 3 日、三菱 UFJ 銀行と三菱 UFJ 信託銀行は「グローバル経営支援セミナー／海外年金マネジメントセミナー」を都内で開催しました。企業の経営がグローバル化し、日系企業の海外進出や海外企業の M&A が活発化する中、長寿リスクの拡大と金利低下の影響を受け、買収した海外現地法人が実施する企業年金制度が、本邦親会社の財務や企業会計に与えるリスク (at Risk) が高まっています。海外では企業年金のリスクを削減する手法 (De-Risking) として、「年金バイアウト」や「長寿スワップ」などが行われています。

本セミナーでの筆者の講演内容を基に、年金バイアウトの仕組みと米国・英国における年金バイアウトの最新動向についてお伝えします。

### 1. 海外企業年金を取り巻く環境変化

海外の企業年金は、積立基準や給付設計に関して、それぞれの国の法令に基づき運営されており、日本の企業年金とは異なるものがあります。海外主要国の企業年金では、終身年金を原則とし、物価・賃金スライドが義務付けられていることが多く、その分、長生きリスクやインフレリスクが高くなります。海外では 2000 年代の経済環境悪化と会計基準の見直し (オンバランス化と即時認識) により、企業年金の積立基準の厳格化が図られてきました。

米国では、2000 年の IT バブル崩壊により年金債務が増加し、多くの DB 制度で積立不足 (アンダーファンディング) となりました。そのため、2006 年に「年金保護法 (PPA : Pension Protection Act)」が成立し、積立目標債務 (Funding Target) の積立目標を 90% から 100% に引き上げ、積立不足の危機的状態「at Risk (リスク有り)」を、①危篤状態 (積立水準が 80% 未満の場合で積立改善計画が義務付けられる) と、②危機的

状態 (積立水準が 65% 未満の場合で回復計画を義務付けられる) の 2 段階に規定し、年金債務の割引率を 30 年国債直近 4 年平均から優良社債直近 2 年平均に変更しました。また、2001 年のエンロン社の不正会計事件を契機に、会計基準の厳格化が図られ、2006 年の米国財務会計基準「SFAS158 号」により、数理計算上の差異の即時認識が導入されました。

英国では、1995 年年金法の最低積立規制 (minimum funding requirement) により、積立水準が 90% を下回った場合は 1 年以内に解消、100% を下回った場合は 5 年以内に解消することが義務付けられました。また、2004 年年金法では、この積立水準が「フル・バイアウト」水準に強化され、年金債務の割引率は期待収益率から AA 格の社債に変更されました。さらに、2005 年に「財務報告基準 FRS17」が導入され、年金債務を企業会計へオンバランス化 (企業バランスシートへの時価計上) し、数理計算上の差異



の即時認識が図られました。

オランダでも、2000 年の IT バブル崩壊により会計基準の厳格化が図られ、2002 年の EU における国際会計基準 (IFRS) の導入に伴い、積立基準強化のため、2007 年に「財政評価フレームワーク (FTK : Financieel ToetsingsKader)」<sup>注1</sup> が導入されました。これにより全ての DB 制度に対して、①年金負債準備金 (日本の最低積立基準額に相当) の 105% 以上の積立資産を保有すること、②1 年後の積立率が 105% を下回る確率が 2.5% 以下とする十分なリスクバッファを保有すること、が義務付けられました。また、積立基準を下回った場合には、改善計画を監督官庁に提出し、①と②それぞれの基準を各回復期限内に達成することが義務

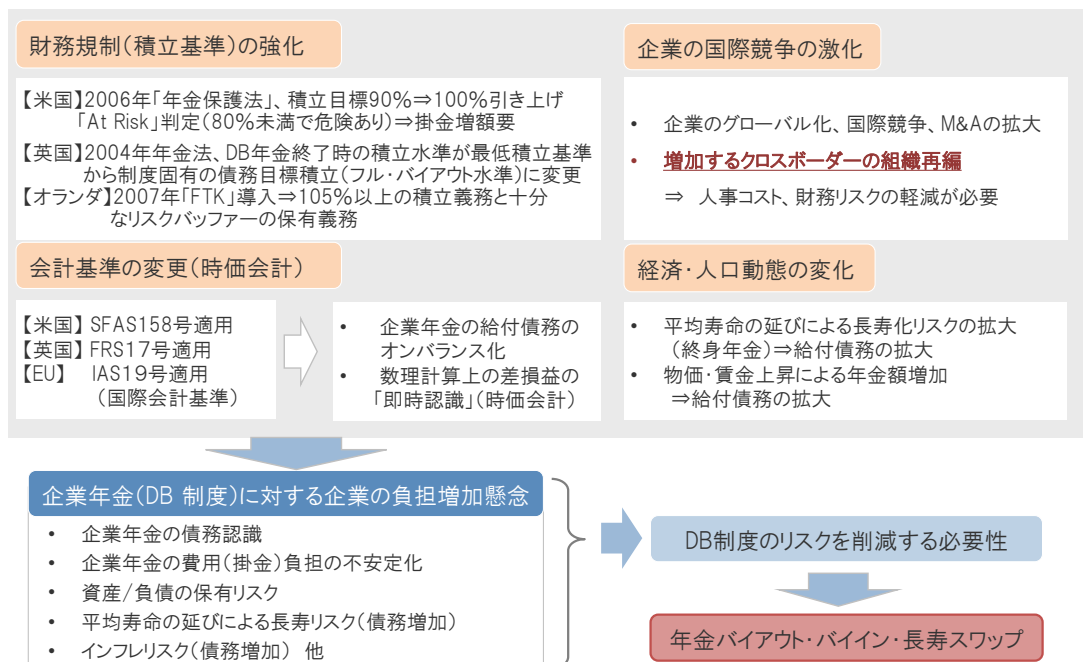
付けられました。

企業経営のグローバル化が進む中、DB 制度を取り巻く環境は、積立基準の強化と会計基準の透明化 (オンバランス化と即時認識) など厳しさを増しています。経済環境と人口動態の変化が加わり、平均寿命の延びによる長寿リスクの拡大と金利低下による年金債務の増加リスクが懸念されており、海外主要国では DB 制度のリスクを削減 (De-Risking) する必要性から「年金パイアウト」等の手法が行われています (図表 1)。

注 1 : 本誌 2016 年 7 月号「オランダの私的年金改革の変遷と動向 (その 3) ~ オランダの職域年金と財政評価フレームワーク」参照

[https://safe.tr.mufg.jp/cgi-bin/houjin/jutaku/kgkaiin/logi.n.cgi?file=mutb\\_201607.pdf&20171201](https://safe.tr.mufg.jp/cgi-bin/houjin/jutaku/kgkaiin/logi.n.cgi?file=mutb_201607.pdf&20171201)

(図表 1) 海外主要国の DB 制度を取り巻く環境変化



出所 : グローバル経営支援セミナー「海外年金マネジメントセミナー」資料より抜粋

## 2. リスク削減 (De-Risking) 手法

企業にとって企業年金における資産・負債リスクを引き下げ (De-Risking)、 balan

シートへの影響を抑制することは、企業経営上の大きな課題と言えます。

昨今の低金利環境下においては、年金債務の割引率が低下し、給付債務が増加しています。また、株式市場のボラティリティの高まりにより、利差損（益）や数理計算上の差異も発生しやすくなっています。

一方、会計基準において透明性の拡大が図られており、時価会計による企業会計への影響が大きくなっています。終身年金を原則とする海外主要国の企業年金は平均寿命の伸びによる長寿リスクへの対応も課題と言えます。このような企業年金のリスクを引き下げる手法としては、①掛金額の増

加による年金資産の積立促進、②資産運用リスクの引き下げ（LDI運用<sup>注2</sup>の導入）、③制度変更（DB制度の給付削減・閉鎖・凍結、DC制度への移行等）、④受給権者に対する一時金選択肢の提供、⑤リスクの外部移転（年金バイアウト、年金バイイン、長寿スワップ）、などの手法があります（図表2）。

注2：LDI（Liability Driven Investment、年金負債対応投資）とは、超長期債券等を用いて、年金負債の現在価値の変動にマッチングさせる運用戦略（積立状況をモニタリングし、積立状況の改善等を機会（トリガー）として、運用リスクを動的的に引下げる手法（glide-path）も普及

（図表2）DB制度のリスクを引き下げる（De-Risking）手法

項目	内容
① 掛金増額	年金資産の積立により積立不足を解消
② 資産運用リスク引下げ	LDI（Liability Driven Investment、年金負債対応投資）の導入
③ 制度変更	DB制度の給付削減、閉鎖・凍結、DC制度への移行⇒給付債務の縮小 ・閉鎖（Closed to new members）：新入社員の新規加入を閉鎖 ・凍結（Closed to future accruals）：既存社員の将来勤務の給付増加を停止
④ 受給権者に対する一時金選択肢の提供	給付債務を縮小
⑤ リスクの外部移転	給付債務を縮小 <b>（年金バイアウト、年金バイイン、長寿スワップ）</b>

出所：グローバル経営支援セミナー「海外年金マネジメントセミナー」資料より抜粋

### 3. 年金バイアウトとは

リスクを外部に移転する手法としては、「年金バイアウト」、「年金バイイン」、「長寿スワップ」があります。

「年金バイアウト（Buy-out）」とは、DB制度の資産と債務を一定の手数料（以下、バイアウト・プレミアム）を上乗せして保険会社に移転することにより、DB制度に関するリスクから解放され、年金債務は企業のバランスシートからオフバランスされます。一方、年金の資産と負債を引き受けた保険会社は個人年金保険などを利用して、加入者・受給者等に対して年金給付を行う

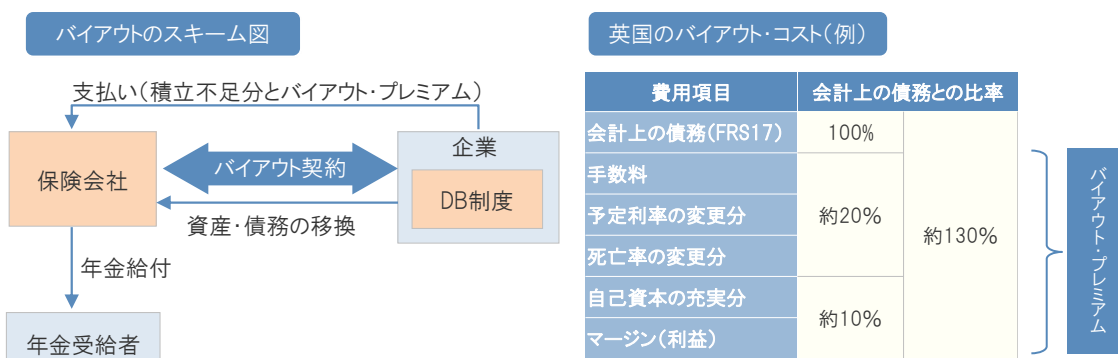
こととなります（図表3左側）。

年金バイアウトを実施する際には、保険会社が給付を行うためのコスト（将来の予定利率変更も考慮）や移転対象者の推定平均余命（将来の死亡率変更も考慮）等から一定のコストを算出します。さらに保険会社の事務コストや自己資本比率の充足コストなどを加算して「バイアウト・プレミアム」（移転リスクに対するコスト）を算出します（図表3右側）。

このバイアウト・プレミアムが保険会社の収益源泉となり、バイアウト・プレミア

ム未満のコストで引き受けた支給義務が完了すれば保険会社の利益となり、バイアウト・プレミアム超の支給コストが発生すれば、保険会社の持ち出しとなります。

(図表3) 年金バイアウトのスキーム図とバイアウトコスト (英国の例)



出所：グローバル経営支援セミナー「海外年金マネジメントセミナー」資料より抜粋

バイアウト・プレミアムは、企業年金の性格（終身年金有無、物価スライド有無、遺族年金有無等）や積立基準規制、平均寿命など各国の状況により異なります。また、バイアウトの対象者について、①受給者のみ、②待期者を含める、③現加入者を含めるかによりバイアウト・プレミアムが変わります。一般的に受給者のみを対象とする

方がバイアウト・プレミアムは小さくて済みます。例えば、米国では受給者・待期者を対象とする場合の追加コストは債務額の5～12%、英国では15～30%（～80%）とされています。さらに、金利動向の変化によって、日々、バイアウト・プレミアム価格が変動するため、バイアウトを実施するタイミングが重要となります。

(図表4) 年金バイアウトの実施手順

- ① 企業年金のリスクを軽減する目的を明確化する  
(将来発生するリスク全てを削減したい、長寿化リスクを回避したい、など)
- ② リスク回避の対象者の範囲を検討  
(加入者から受給者まで全てを対象とするのか、受給者のみを対象とするのか)
- ③ リスク回避の解決方法を検討  
(給付削減、閉鎖・凍結、DC制度移行、**年金バイアウト**、**年金バイン**、**長寿スワップ**、LDI導入など)  
⇒**年金バイアウトを選択**
- ④ 手順の明確化、関係者(DBの受託機関、トラスティ、法律・数理アドバイザー、加入者)への事前説明
- ⑤ 保険会社の選定(複数の保険会社に見積もりを依頼)  
(コスト比較、保険会社の財務状況・事務処理体制・人材・ブランド力などを比較検討)
- ⑥ 保険会社によるDB制度のデューデリジェンス(年金債務、資産、加入者等の確認)の実施  
(保険会社にはデューデリジェンスの結果を踏まえてバイアウト・プレミアムの修正等)
- ⑦ 規制当局およびトラスティなどへの承認申請、加入者等への説明
- ⑧ 保険会社との契約締結 (バイアウト・プレミアムとバイアウト・スキームの合意)  
積立不足があれば解消した上で、保険会社に資産・債務を移換  
**(注) バイアウト・プレミアムは、日々の金利動向により変動するためタイミングが重要**
- ⑨ DB制度の閉鎖・凍結、解散

出所：グローバル経営支援セミナー「海外年金マネジメントセミナー」資料より抜粋

バイアウトを実施する場合は、複数の保険会社にバイアウト・コストの見積もりを依頼し、保険会社は DB 制度に関するデューデリジェンスを実施します。デューデリジェンスの結果を踏まえて保険会社は最終的なコストの提示を行いますので、保険会社の財務状況やオペレーションの質等を比較検討して保険会社を選定し、バイアウト

契約を締結します。

バイアウトの対象となる DB 制度は、原則として将来の債務発生が無いことが前提となりますので、DB 制度の閉鎖や凍結等（対象者により一部または全部）を行うこととなり、受給者・加入者等への事前説明と当局への申請などが必要となります（図表 4）。

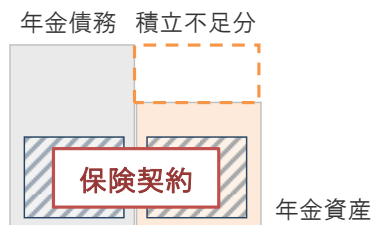
#### 4. 年金バイイン・長寿スワップ

「年金バイイン (Buy-in)」とは、DB 制度の年金負債の一部に対して、これに見合う保険契約を保険会社から購入し、保険契約を年金資産の中で保有します。これにより、年金負債の変動リスクを保険により削減することができます。年金給付の支払い

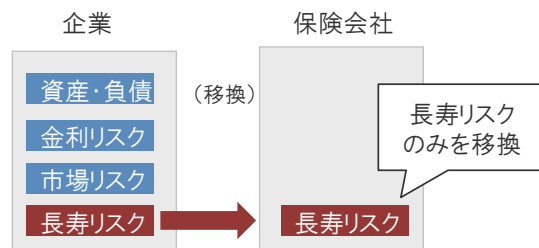
は、引き続き年金制度から継続することとなります（図表 5 左側）。

年金バイアウトと比べて多額のコストが必要とはなりません。経済環境の変動による金利変動リスクなどが残り、DB 制度のリスクを完全に無くすものではありません。

(図表 5) <年金バイイン>



<長寿スワップ>



出所：グローバル経営支援セミナー「海外年金マネジメントセミナー」資料より抜粋

「長寿スワップ (Longevity-Swap)」は、受給者の平均寿命が予想より延びることによる長寿リスク「Longevity Risk」に対して、リスクに見合うコスト（長寿リスク・プレミアム）を保険会社に支払い、長寿リスクのみを保険会社に移転する仕組みです。保険会社は長寿リスクに見合うリスク・プレミアムを受け取ることで、平均寿命以降の期間に対する給付コストを負担し、企業は長寿リスクを無くすことができます

(図表 5 右側)。

年金バイアウトや年金バイインと比べて、リスクの一部のみを移換するため、少ないコストで実施できることから、中小企業などでも実施できるメリットがあります。

長寿スワップの種類としては、個別企業の人員構成の長寿リスクに対応ができる「単独基金型」(bespoke-based) と、一般的な平均寿命などで算出した「指数型」(index-based) の 2 種類があります(図表 6)。

リスクの外部移転の方法には、「年金バイアウト」「年金バイイン」「長寿スワップ」の手法がありますが、DB制度のリスク軽減策を検討する際は、①企業年金のリスクを削減する目的を明確化（将来発生するリス

ク全てを削減するのか、長寿化リスクを回避するのかなど）し、②リスクを削減する対象者の範囲を明確化したうえで、適正なスキームを選択することが大切です。

(図表6) 長寿スワップの種類

	概要	ポイントとメリット	契約期間
単独基金型 (bespoke-based)	個別企業の長寿リスクに対応	・各個別企業毎にカスタマイズが可能 ・長寿リスクを完全にヘッジすることが可能 (基本的に年金債務1億ポンド超などの大企業を対象)	個別に設定可能 (例)50年等の長期の設定も可能
指数型 (index-based)	人口全体に関する長寿リスクで契約(60歳の平均余命など)	・個別企業の長寿リスクを完全にヘッジすることはできない ・中小企業での実施も可能	10~30年程度

出所：野村亜紀子、服部孝洋(2010)「英国確定給付企業年金で始まった長寿スワップの活用」資本市場クォーターリー2010 Spring より筆者作成

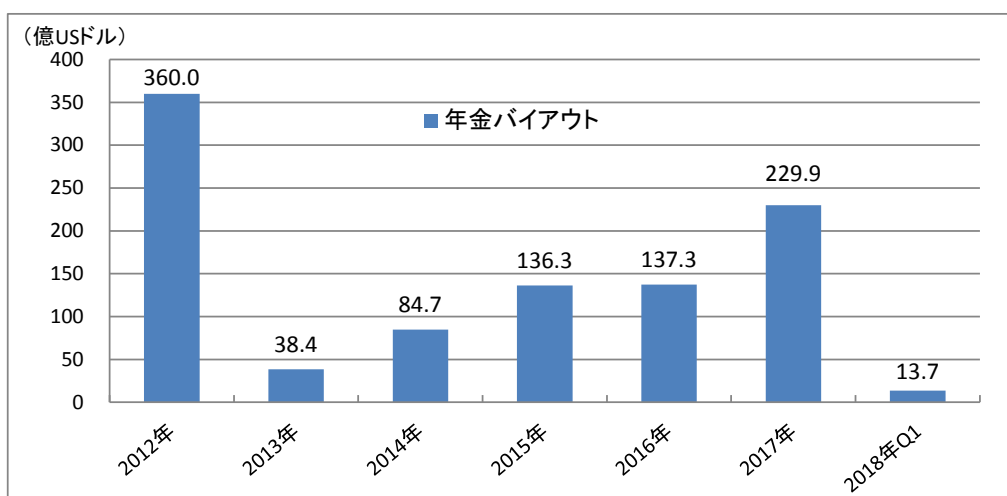
## 5. 米国の年金バイアウト市場の動向

次に最新のバイアウト市場の動向について、米国から見てみます。2006年の年金保護法(PPA)により積立目標が90%から100%に引き上げられ、積立不足の危機的状態「at Risk (リスク有り)」判定が厳格化され、また、2006年の米国財務会計基準「SFAS158号」による数理計算上の差異の即時認識が

図られたため、企業年金に対するリスク認識が高まりました。

さらに、2008年のリーマンショックによる経済環境の悪化により、企業年金のリスク削減が必要となり年金バイアウトが行われるようになりました。

(図表7) 米国のバイアウト市場の取引額推移 (2012年~2018年Q1)



出所：LIMRA Market Perspective 「Capacity Constrains Impact Pension Risk Transfer Market 2018」より筆者作成

2012年には、自動車大手のGM社が260億USドルの大規模な年金バイアウトを実施、大手通信事業のベライゾン・コミュニケーションズ社でも75億USドルの年金バイアウトが実施され、2012年の年金バイアウトの総額は360億USドル（約3兆9,600億円）を記録しました（1USドル=110円

で換算（2018.8.16）。

2013年は総額38.4億USドルまで低下したものの、その後の年金バイアウトの取引総額は増加傾向にあり、2017年には総額229.9億USドル（約2兆5,289億円）まで増加しています（図表7）。

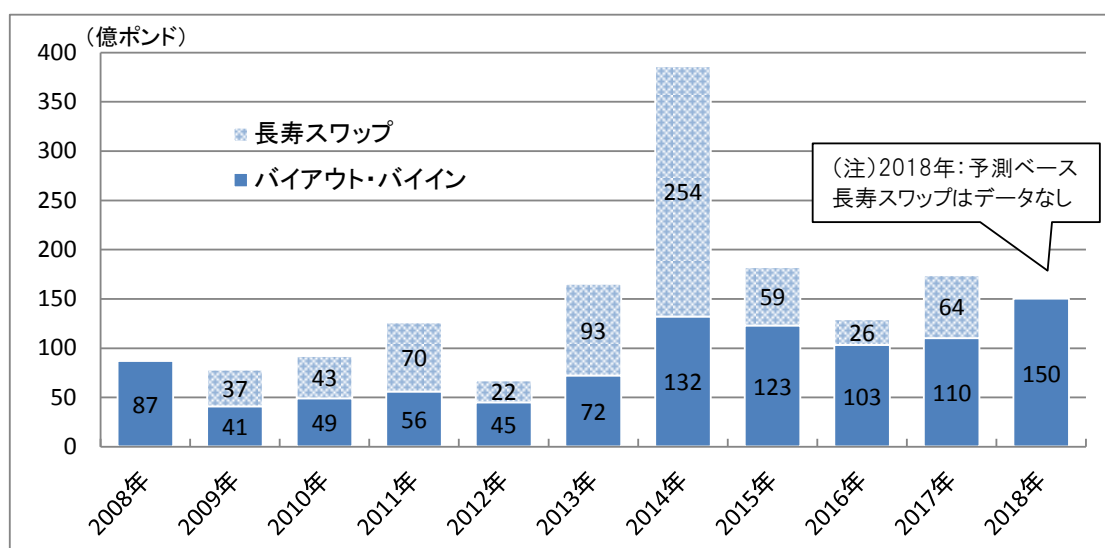
## 6. 英国の年金バイアウト市場の動向

英国では、2004年年金法によりDB制度の積立水準が「フル・バイアウト」水準に厳格化され、2005年「財務報告基準FRS17」により、年金債務のオンバランス化（企業バランスシートへの時価計上）と数理計算上の差異の即時認識が図られたことにより、企業年金に対するリスク認識が高まり、年金バイアウトに注目が集まるようになりました。2008年のリーマンショックによる経済環境の悪化により、2001～2006年は年間10億ポンド程度で推移していた年金バイアウトの取引額は、2008年以降に徐々に増加

していきます。

2014年には、バイアウト・バイインの取引総額は、132億ポンド（約1兆8,480億円）まで増加し、長寿スワップの取引総額も、通信事業大手のブリティッシュ・テレコミュニケーションズ社で160億ポンド、大手総合保険会社アビバで50億ポンドなどの大規模な取引があり、2014年の総額は254億ポンド（約3兆5,560億円）の最高額を記録しました（1ポンド=140円で換算（2018.8.16））（図表8）。

（図表8）英国における年金バイアウト等の取引額推移（2008～2018年）



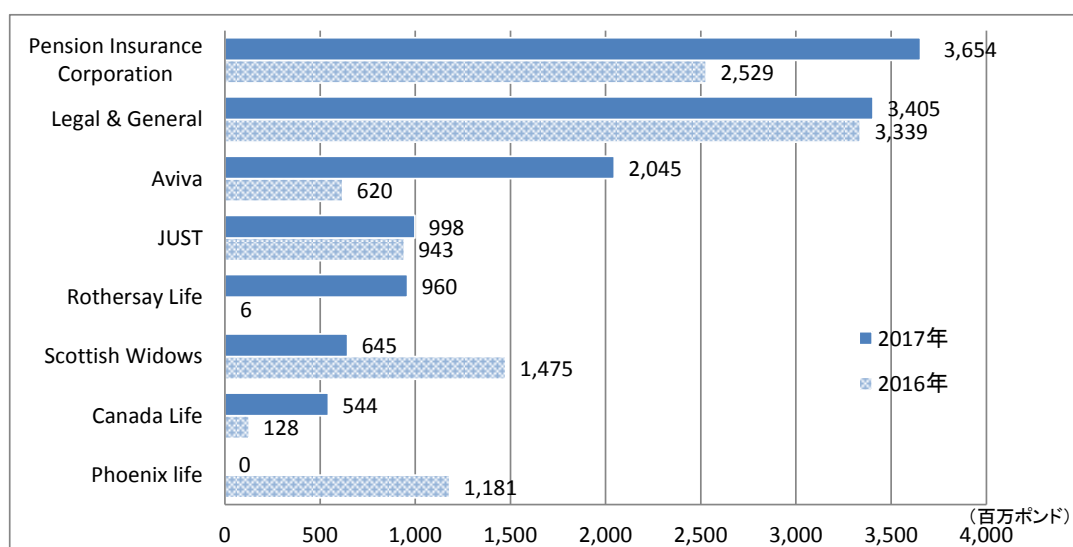
出所：Willis Towers Watson 「Ensuring a smooth de-risking journey」 de-risking report 2017, 2018 Figure1.より筆者作成

なお、英国における主な年金バイアウトの受託機関はペンション・インシュアランス社や、リーガル・ジェネラル社などとなっています（図表9）。比較的低コストで実施可能な長寿スワップに対して注目がされており、今後も世界的に平均寿命が延びていく中、長寿スワップや年金バイアウトの取引は増加していくものと思われます。

海外事業展開している日系企業においては、海外子会社における企業年金のリスクを正確に把握し、企業経営に与えるリスクを削減するための適切な対応を実行していくことが求められています。

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。

（図表9）英国における年金バイアウトの主な受託機関



出所：Lare Clark & Peacock 「Our latest views and insights on pension buy-ins and buy-outs」 Pension de-risking up date April 2018 より筆者作成

<主な参考文献>

- ・Lare Clark & Peacock (2018) 「Our latest views and insights on pension buy-ins and buy-outs」 Pension de-risking up date April 2018  
(<https://www.lcp.uk.com/pensions-benefits/publications/lcp-pension-de-risking-2018/>)
- ・LIMRA Market Perspective (2018) 「Capacity Constrains Impact Pension Risk Transfer Market 2018」  
([https://www.limra.com/Posts/PR/News\\_Releases/LIMRA\\_Secure\\_Retirement\\_Institute\\_U\\_S\\_Single\\_Premium\\_Pension\\_Buy-out\\_Sales\\_Exceeds\\_\\$1\\_3\\_billion\\_in\\_the\\_First\\_Quarter\\_2018.aspx](https://www.limra.com/Posts/PR/News_Releases/LIMRA_Secure_Retirement_Institute_U_S_Single_Premium_Pension_Buy-out_Sales_Exceeds_$1_3_billion_in_the_First_Quarter_2018.aspx))
- ・Mercer (2018) 「Mercer Global Pension Buyout Index , March 2018」  
(<https://www.mercer.com/content/dam/mercer/attachments/global/Retirement/monthly-report/gl-2018-mercer-global-pension-buyout-index-september.pdf>)
- ・Willis Towers Watson (2017, 2018) 「Ensuring a smooth de-risking journey」 de-risking report 2017, 2018  
(<https://www.willistowerswatson.com/en/insights/2017/01/De-risking-report-2017>)  
(<https://www.willistowerswatson.com/en/insights/2018/01/Ensuring-a-smooth-de-risking-journey>)
- ・野村亜紀子、服部孝洋 (2010) 「英国確定給付企業年金で始まった長寿スワップの活用」 資本市場クォーターリー, 2010 Spring  
(<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2010/2010spr10web.pdf>)

## 投資のホライズン その17

### 「長期投資家と長期投資」DB年金の運営主体の自己点検

年金運用部 顧問 大輪 秋彦

前号では、DB年金の運営主体が果たすことを望む、「長く持っても経営規律の緩みを許さない、経営者と良い緊張関係を保つ株主」の役割を、「仲介者」として運用会社が適正に果たすためには、運用会社だけにではなく、DB年金にも然るべき「資質」が求められることを述べました。

今回は、その「資質」をインベントリー（自らの財産）として持ち合わせているか、DB年金の運営主体の行う自己点検を、「投資の信念」と「意志決定の体制」のふたつを手掛かりに、考えてみたいと思います。

#### 1. DB年金の果たすべき役割と自覚

前号の最後に、荒唐無稽な想定での「頭の体操」を試みました。そこでは、現実とは真逆に、アセットオーナー（DB年金）がアセットマネジャーに対して、自らを「協働」できる相手であるとしてアピールし、アセットマネジャーに認められた場合限り、資金の委託ができるという主導原理が働く世界を仮想しました。その想定は、「インベストメント・チェーン（価値創造の仕組み）」において「お金の出し手」（正確には、その一員ですが）という意味で、川上の存在（起因者）であるDB年金にとっては、少々勝手の違うものであったかもしれません。

しかし、DB年金の資産運用が、「受益者」の「利益」のために、いかに「運用委託制」を活用するか、ということをして避けて通ることができない以上、この「頭の体操」は核心をついているのではないのでしょうか。なぜならば、「運用委託制」の活用で最大のキーポイントである「委託者（DB年金）ファ

ーストの行動」を取ることをアセットマネジャーに促す、「マネジャー・マネジメント」の根源となる、DB年金の「意志・体制等」を問うものになるからです。

アセットマネジャーからすれば、安心・信頼して長期間にわたる「協働」ができるためには、DB年金側にも相応の体制が整っている必要があることは、言をまたないでしょう。そうであるならば、逆にこのことが、DB年金が、「協働」者となるアセットマネジャーを惹きつけ、「良い関係」を築くための必要な条件になる、ということです。

この「良い関係」は、DB年金とアセットマネジャー間の「利益相反」の回避・軽減策となり得るため、運用成果に大きな好影響を与えると考えられます。従って、「良い関係」の構築は、運用結果のリスクを最終的に負う制度の受益者・提供者に対する責務のなかでも、DB年金の運営主体が追求すべき大変重要な課題となります。

そして、「協業」が上手く機能しない場合



に困るのは、アセットマネジャーよりもDB年金である以上、「より困る側」（この場合は、DB年金）が主体的に行動せず、ただ待っているだけでは事態の進展が望めないことは、残念ながら世の常です。

このことをキャッチボールに例えるなら、相手に「こちらをしっかりと見て、ボール

を取ったり、投げたり」させるには、こちらが「しっかりと投球・捕球」をすることで、相手が「よそ見できない本気モード」になるように仕向ける、ということになるのでしょうか。「ボール」は、アセットマネジャーではなく、DB年金が持っている、との自覚が要ります。

## 2. 投資の信念

DB年金に、上述した意味での用意が整っているかを確認するためには、本誌2017年5月号で言及しました、投資家の特性を決める相互に関連する4つの要因、(1) 債務の状況、(2) 投資の信念、(3) リスクへの抵抗力、(4) 意思決定の体制、が手掛かりになると思われます。以下ではこの中で、(2) 投資の信念<sup>注1</sup>、と(4) 意思決定の体制<sup>注2</sup>、について考えてみます。

「投資の信念」、これは、①どの市場で超過収益の獲得が狙えるのか、狙えないのか、②どのような方法で超過収益を獲得したら良いのか、について投資家をガイドする、投資家の戦略的意思決定の枠組みとなる考え方です。

ここで注意いただきたいのは、「投資信念」の根本は、投資家が「金融・資本（市場）」の機能をどのように理解しているかを示すものだという事です。すなわち、この「ことば」は、市場においては物理学などの自然科学とは異なり（少なくとも、同じ意味での）「客観的法則性」がない、つまり、全ての「投資家」が従う、あるいは、そうせざるを得ない、「唯一無二の理」は存在しない、という現実のニュアンスを映しているということです。（そもそも、「信念」、すなわち“Beliefs”、という言葉自体からも推測

できます。）

しかし、だからといってこのことは、「投資信念」が全く根拠のない絵空事に過ぎないものであっても良い、と許す訳では決してありません。しっかりとした「投資信念」が、用意されているのかを吟味するポイントは、次のようになると考えます。

a) 主体的に考え出したものか？

（ノーベル生理学・医学賞受賞の本庶佑特別教授であれば、「自分の頭で考え、納得できたか？」と、お尋ねになることでしょうか。）

b) 学術論文・研究・経験等々に裏打ちされた集団的（決して、ある個人ではありません）専門家の判断か？

c) 継続的に「理論（仮説）」や入手可能な「証拠」により検証し、必要な調整を行うなど、レベルアップを図っているか？

このうち、c) は特に重要です。なぜなら、「投資信念」はあくまで「判断」であり、「法則」ではない以上、不完全なものかもしれないとの健全な恐れ・認識を堅持し、それが組織として容認できる健全な根拠に立脚していると信じ得るか、継続して見極めることを怠るわけには、絶対にいかないからです。

さてこう考えますと、直ちに、少しの「不都合(?)」に気が付きます。

本誌、2017年6月号で、『投資信念』が、その要としての役目を果たすためには、それが組織的（外部委託先運用会社含め）に共有される認識・判断基準であることが絶対的に不可欠です。」と指摘しました。しかし、DB年金が組織として練り上げた「投資信念」は、その性格上、はたして外部の資産マネジャーが同じように考えるか、つまり共有できるのか、というごく自然・当然な疑問が起こるのです。

この疑問に対する答えを先に言ってしまえば、「Yes」でも、「No」でも、ある」で

### 3. 意志決定の体制

次に「意思決定の体制」について考えます。「早く（速く）結果を得たい、出したい」という根強い習性がある我々には、結果のすぐに出る「短期投資」は、スピーディ、スマートで、素直に心地がよく、エキサイティングで、「投資の醍醐味」とさえ感じさせるものに映るかもしれません。値動き等に着目し、1,000分の1秒単位で取引を繰り返すと言われる、超高速取引（HFT）などはその極致であるのかもしれません。一方で本稿の関心対象である、結果が出るまでに時間を要する「長期投資」は、のろま、野暮、ダサく、欠伸の出るほど退屈で、我々の習性にフィットせず、持ち堪えるには、重力に逆らうかのごとく格段の忍耐が必要になります。

このように、「初心（＝投資信念）の貫徹（＝実践）、”Stay the Course”」を難しくする我々の習性には、意識的・慎重に対策を講じ、「歯止め」をかける必要性が生じます。そして、これこそが、「属人的」なものではない、「組織のDNA」となり受け継がれていくべき、「組織的な忍耐」を育む「意思決定

す。理屈上は、資産マネジャーの数だけ「投資信念」があるはずですが。ということは、全ての資産マネジャーと、「投資信念」を共有することなど、そもそもできるはずはないのです。従って、DB年金としては、自己の「投資信念」とマッチする「投資信念」を持つ資産マネジャーを、「マネジャー・サーチ」で選び出し、運用委託すると考えるのが、現実的であり賢明です。「頭の体操」では、資産マネジャーが、「協働」できるDB年金を選ぶのでした。

の体制」なのです。この具備をDB年金が試されるのは、よく言われるように、（短期の！）運用成果が芳しくない時や、マーケット急落等のストレス・逆風にさらされた時です。

あわてる余り、よく議論をつくさず、緊急行動を余儀なくされた、などとして「長期投資」を放棄する。「安値になっている資産を売り、高値になっている資産を買う」ことで、永遠ではないにせよ、長い間消えないような損失を被る事態が、残念ながらしばしば見受けられます。これなどは、ウォーレン・バフェットの名言、「潮が引いた時に誰が裸で泳いでいたか分かる。」の好例として、認定されても良いのではないかと思います。

そして、何もこのことは、DB年金に限定の現象ではなく、頻度は別にしても、資産マネジャーにも起き得ることであることには注意が必要です。このことの一例として、スタイル・ドリフトが挙げられます。このような行動をとるのは、DB年金からの「短期の成果を求めるプレッシャー」が大きく影響していることもあるかもしれません。

また、アセットマネジャーが自発的に、その前に行動する（「忖度」？）可能性も否定はできないでしょう。それゆえに、「受取る運用報酬額最大化のための受託資産額最大化」を主目標とする「アセット・ギャザラー (asset gatherer)」と、「委託者の資産額最大化のための運用成果最大化(真の顧客第一主義)」を主目標とする「アセットマネジャー (asset manager)」( = DB 年金が「良い関係」の構築を望む先です) とでは、この問題に対する姿勢の相違が際立つこととなります。

後者は、社内体制の整備、顧客関係の構築の双方できめ細やかに留意し、主目標との整合性に努めています。(厳格なファンド・キャパシティ・コントロールなどはこの一例を示します。) このことは、マネジャー・サーチ時などには、必須の確認項目です。

次に、DB 運営主体が、この「試練」を乗り越える忍耐を促す、一種の「歯止め」機能を果たす、「意思決定の体制」の頑健性を点検する際にポイントになるであろう、ふたつの観点をあげてみます。

#### a) 会社のコミットメント

まずは、会社が「制度」へのコミットメントを、しっかりとした形にしているかです。

設立は法的な強制ではないが、設立すれば然るべき法的・会計上の責任が生じる「制度」を、敢えて設立・提供するには、何らかの目的があるはずで、従って、経営者はその目的を達成するための「制度」の維持・継続を可能にするために、仕組み作り・リソース確

保・コスト負担に取り組むこととなります。そのためには最低でも、図表1(本誌2017年9月号参照)に例示するように、制度の利害関係者(ステークホルダー)の明確化(説明責任を果たすためにも必要です)と、その各々が持つ責任・権限・役割の明確化、またその明確な分離・分担が必須となります<sup>注3</sup>。

これらは、明白にコーポレートガバナンスの範疇に含まれるものと感じられることでしょう。そのとおりで、「年金プロセス」は、その上流に「制度提供会社の業務プロセス」(「人事・労務」、「財務」、「経理」、「法務」等)の存在を前提にします。すなわち、年金プロセスは、無から生じるわけではないと考えます。従って、本誌2017年8月号にも述べましたとおり、「NO コーポレート・プロセスのガバナンス、NO 年金プロセスのガバナンス」になるというわけです。

次号では、「意思決定の体制」について、b) 年金組織のコミットメントについて考えたいと思います。

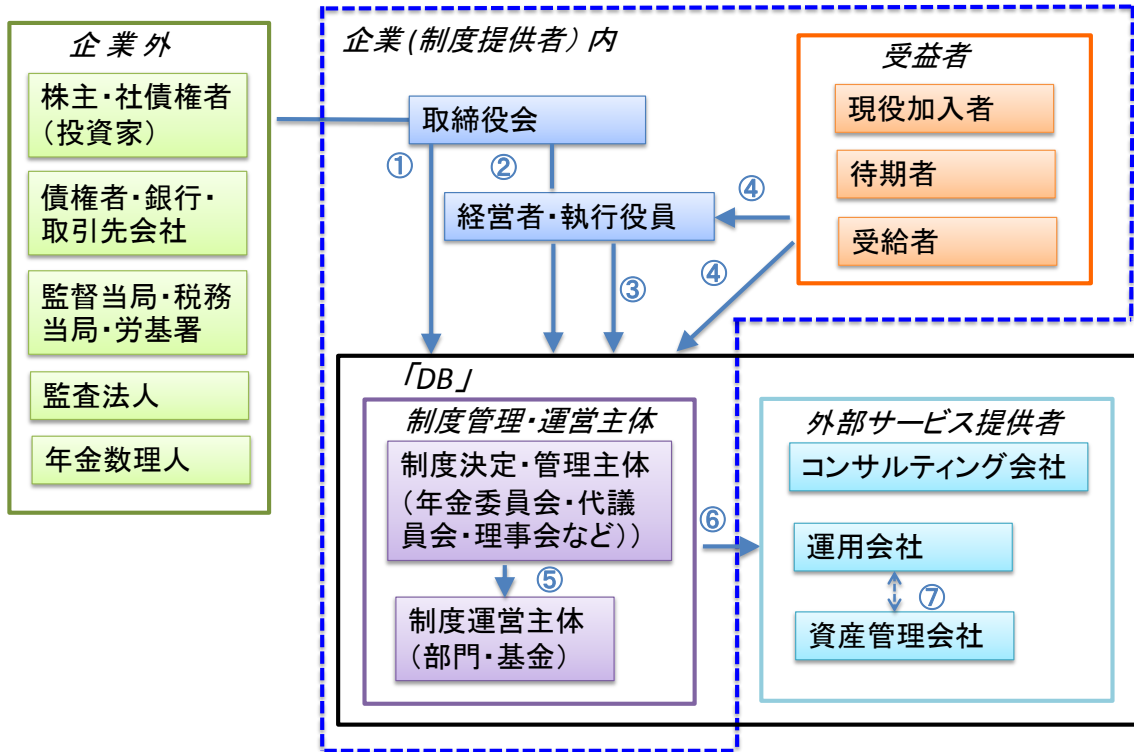
なお、本稿における意見にかかわる部分および有り得るべき誤りは、筆者個人に帰属するものであり、所属する組織のものではないことを申し添えます。

注1： 詳細は、当誌2017年6月号をご参照ください。

注2： 詳細は、当誌2017年8、9月号をご参照ください。

注3： 詳細は、当誌2017年9、11、12月号をご参照ください。

(図表1) DBの「意思の決定」プロセスの仕組み



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、図の点線は「ガバナンス」を表しています。FD（フィデューシャリー・デューティ）は真逆の線となると考え、表示を省いています。

<コラム> アドリブ経済時評

「免疫知りは3文の得！」

近年、免疫を中心とした医学が猛烈に進歩している。

友人の医者によると、コンピューターや検査方法の進歩などもあって脳や遺伝子の解明が進み、個々の臓器や血液、それらを結ぶ情報網がトータルで解明されてきたからだという。

筆者は医学には素人であるが最近、本職の人の講演を聴き、本を読み、テレビもたくさん見て、これはなんとかして伝えたいと思うようになった。健康と病気の根本のところであるから、経済も大いに関係するのである。ちなみに、国の医療費関係の支出は40兆円を超えて税収に迫っている。

さて、免疫系 (immune system) とは、「生体内で病原体などの非自己物質やがん細胞などの異常な細胞を認識して殺滅することにより、生体を病気から保護する多数の機能が集積した機構」をいう (筆者はなんとなく、体外から入る細菌だけが対象だと間違っていた)。

我々の体は約37兆個の細胞でできていて、1日のうちにその約1割もの細胞が「炎症」により破壊され新しい細胞ができていく。なお、癌細胞も5千個くらいはできるが通常は死滅させられる。これらをコントロールしているのが免疫であり、これが正しく円滑に行われると健康を維持できるが、逆にそのバランスが崩れて「慢性炎症」により免疫力の低下がおこり、糖尿病などの生活習慣病や、関節リウマチといった自己免疫疾患、あるいはアルツハイマー病やパーキンソン病などの神経性疾患、または癌などになるという。

だから、ほとんどの病気の根本原因は免疫不全 (細胞の慢性炎症) なのである。

その大きな原因は次の3つだという。

- (1) 過食：脂肪細胞が太り異常物質を出すようになって免疫力が落ちる。その病気のひとつが2型糖尿病だが、癌との関連も深いことがわかっている。
- (2) 腸内細菌のバランスの乱れ：ヒトのカラダの免疫システムが60~70%集中している腸内には、善玉菌 (代表がヨーグルトなどの発酵食品)、悪玉菌、日和見菌など1,000種1,000兆個以上の多種多様な細菌がいて、人種や個人で種類は異なるが、そのバランスが崩れることで病気を起こす。
- (3) 歯周病菌の増殖：口腔内の細菌で腸内細菌のバランスが狂う、口腔ケアで糖尿が改善する。

いわゆる発酵食品など、免疫力の貯蔵庫である腸に「獲得免疫力」を送り届けられる食べ物や効果が明確にわかっている。免疫力アップには、いつ、どれくらいの運動が良いのか、が専門家も交えて徐々に明らかになっているし、同様に身体を冷やすことの害、望ましい風呂の温度、太陽の光の浴び方など、運動・生活などと免疫力の関係、あるいはストレスがいかに悪いか、逆に趣味に興じることなどがいかに良いかなどの心理的な関係の解明も進んでいる。

「免疫知りは3文の得！」だと思う。

2018年10月29日

元青山学院大学教授・経済学博士 岩井 千尋

# MEMO

# 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のですが、その内容の正確性・完全性を保証するものではありません。施策の実行にあたっては、実際の会計処理・税務処理等につき、顧問会計士・税理士等にご確認くださいませ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。