

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

2019年2月号

《目 次》

《働き方改革について その 7》

新たな外国人材の受入施策について

年金コンサルティング部 リサーチグループ 菅谷 和宏 … 1

《株式版退職給付信託の再考 その 1》

コーポレートガバナンス・コード改訂と説明責任

年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野 正徳 … 9

《企業再編と人事制度 その 2》

M&A・企業/組織再編における人事領域のリスク対応②

三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング株式会社

組織人事ビジネスユニット ヒューマンキャピタル部 倉澤一成 … 14

《分散投資の再考 その 1》

分散投資は「次善の策」

年金運用部 顧問 大輪 秋彦 … 22

《アドリブ経済時評》

なんとも便利、なんとも怖い

元青山学院大学教授・経済学博士 岩井 千尋 … 26

働き方改革について その 7

新たな外国人材の受入施策について

年金コンサルティング部 リサーチグループ 菅谷 和宏

2018 年第 197 回臨時国会において「出入国管理及び難民認定法及び法務省設置法の一部を改正する法律（平成 30 年法律第 102 号）（以下、出入国管理法等改正法）」が成立し、2019 年 4 月から新たな在留資格が創設されます。従来、専門的・技術的分野に限って外国人材の受け入れを実施してきましたが、日本の労働力人口の減少を補うため、専門的・技術的分野以外についても、労働力として外国人材の受け入れを行う大きな政策転換です。

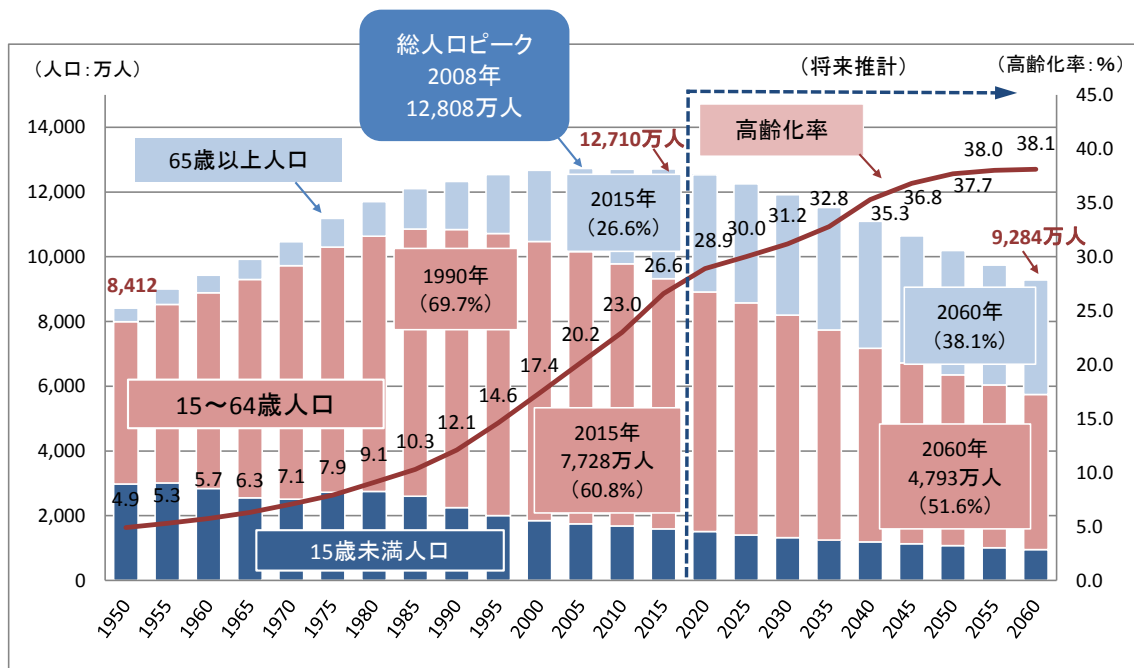
政府が策定した「働き方改革実行計画」（2017 年 3 月 28 日）の中の 1 項目として「外国人材の受入」が掲げられ、「経済財政運営と改革の基本方針 2018（以下、骨太の方針 2018）」において「新たな在留資格の創設」が明記され、今般の法改正に至りました。現在の外国人材の雇用状況を概観するとともに、「新たな在留資格」の概要について解説します。

1. 日本の労働環境の課題

日本の労働環境の課題として、15～64 歳の生産年齢人口の減少が挙げられます。少子高齢化の急速な進展により、人口構造が

変化し、生産年齢人口は 7,728 万人（2015 年）から 4,793 万人（2060 年推計）まで、急速に減少していく見込みです（図表 1）。

（図表 1）日本の年齢階層別人口の推移と将来推計（1950～2060 年）



出所：総務省統計局「2-1 人口の推移と将来人口」、2020 年以降は国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口（平成 29 年推計）」表 1-1 年齢 3 区分別（出生中位、死亡中位）、内閣府「平成 29 年版高齢社会白書（概要版）」より作成

生産年齢人口が減少して行く背景には、(合計特殊)出生率が低水準(2017 年で 1.43)に留まる中、総人口は 2008 年の 1 億 2,808 万人をピークに減少局面に入ったことがあります。

国内総生産(以下、GDP)は、「資本」「労働力」「生産性」の 3 つの要素により構成され、2017 年度では 547.4 兆円に達しました(図表 2)。しかし、今後、生産年齢人口が減少し、労働力が減少していくことは GDP の縮小に繋がります。私達の豊かな生活を継続していくためには、労働力を維持する

とともに、労働生産性を向上させることが求められます。そのため、政府は「働き方改革実行計画」を策定し、女性や高齢者さらには外国人労働者の労働市場への参入を促すことにより、労働力の維持を図るとともに、1 人 1 人の労働生産性を高めるための様々な施策を策定しました。

今後の日本に求められるキーワードは、「人づくり革命(働き方改革)」と「生産性革命」です。(2017 年 9 月 25 日「第 13 回経済財政諮問会議」資料および安倍内閣総理大臣発言より)

(図表 2) 国内総生産(GDP)の 3 要素



出所: 筆者作成 (GDP 数値は内閣府「2017 年度国民経済計算年次統計」国内総生産勘定より引用)

2. 外国人材の受入に関する政府方針

日本の出入国管理制度は、「出入国管理令」として 1951 年に施行され、その後、難民条約・難民議定書への加入に伴い、1982 年に難民認定関連手続に関する条項が追加されて「出入国管理及び難民認定法」に改められました。さらに 1989 年の改正により現在の在留資格が規定されました。外国人は、規定された在留資格に該当しない活動をする目的とする入国は認められていません。現在、専門的・技術的分野の外国人材の受入については、経済社会の活性化に資することから、積極的な受入を実施していますが、それ以外の分野の外国人材の受入については、日本人の雇用を始め日本の産業および国民

生活に与える影響が大きいことから、原則として認められていません。

政府は「働き方改革実行計画」の 9 つの検討テーマのひとつとして「外国人材の受入」を掲げ、①家事支援人材については女性活躍推進や家事支援ニーズへの対応等から受入れの拡大が必要であること、②「強い農業」を実現するため農業分野における専門外国人材の活用を図ること、③日本は高齢化が進展し介護人材の不足が見込まれること、を課題として挙げました。政府は対応の方向性として、「専門的・技術的分野の外国人材については、引き続き積極的に受け入れるとともに、専門的・技術的分野

以外についても、経済・社会基盤の持続可能性を確保していくため、真に必要な分野に着目しつつ、外国人材の受入の在り方について、総合的かつ具体的に検討を進めること」とし、「ニーズ把握や経済効果の検証だけでなく、日本人の雇用への影響、産業構造への影響、教育、社会保障等の社会的コスト、治安など幅広い観点から、国民的コンセンサスを踏まえつつ検討する」とし、各課題に対する実施スケジュールを策定し

ました（図表 3）。

その後、政府は 2018 年 6 月に、日本の成長戦略の方針をまとめた「未来投資戦略 2018」の中で、外国人材の活躍推進として「新たな外国人材の受入」を掲げるとともに、経済財政に関する基本方針である「骨太の方針 2018」において、新たな外国人材の受入施策として、「一定の専門性・技能を有する外国人材を受け入れる新たな在留資格の創設」が明記されました（図表 4）。

（図表 3）「働き方改革実行計画」での各施策の実実施計画

	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年度	2025 年度	2026 年度	2027 年度 以降	指標
外国人材のための生活・就労環境の整備	担当省庁において着実に実施											日本語指導を必要とする外国人児童生徒の日本語指導受講率 100%を目指す
高度外国人材の更なる活用	高度外国人材の活用を促進											2020年までに高度外国人材の認定1万人を目指す
国家戦略特区活用での外国人農業人材受入	法律成立	国家戦略特区活用による外国人農業人材の受入を実施 「改正国家戦略特区法」及び「同法施行令」（2017年9月22日施行）										2017年9月22日施行による外国人農業人材の受入開始
技能実習制度拡大による外国人介護福祉士の活用	法案の国会提出	EPAに基づく専門的介護人材の活用⇒「技能実習制度」への「介護」の追加 「介護」人材活用実施 「外国人の技能実習の適正な実施及び技能実習生の保護に関する法律施行」（2016.11.18成立、同11.28公布・施行）										2016年11月28日公布による、在留資格「介護」の受入開始

出所：政府「働き方改革実行計画」（2017 年 3 月 28 日）より筆者作成

（図表 4）外国人材の受入に関する政府の基本方針

「未来投資戦略 2018」（2018 年 6 月 15 日閣議決定）

第2 具体的施策	i 高度外国人材の受入促進
II 経済構造革新への基盤づくり	ii 新たな外国人材の受入れ
[1] 2-3 外国人材の活躍推進	iii 外国人の受入環境の整備

「骨太の方針 2018」（2018 年 6 月 15 日閣議決定）

第2章 力強い経済成長の実現に向けた重点的な取組	(1) 一定の専門性・技能を有する外国人材を受け入れる新たな在留資格の創設
4. 新たな外国人材の受入れ	(2) 従来の外国人材受入の更なる促進
	(3) 外国人の受入環境の整備

出所：政府「未来投資戦略 2018」および「経済財政運営と改革の基本方針 2018」より抜粋

3. 外国人労働者の就労状況

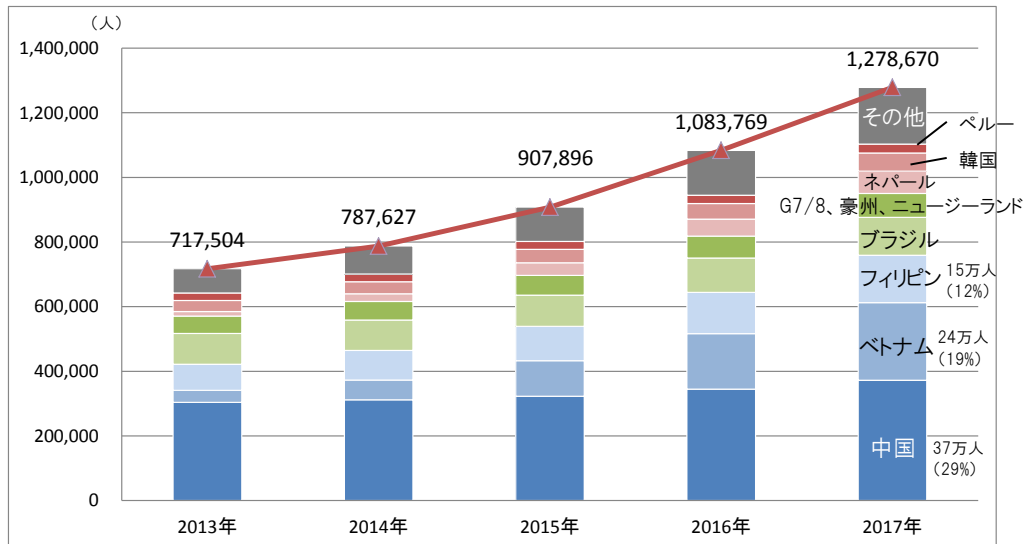
2017 年 10 月現在の外国人労働者数は 128 万人で、前年同期比 20 万人 (18%) 増加し、

過去最高を更新しました。2013 年の 72 万人から 78% 増加しています。

国別の外国人労働者数をみると、中国からが一番多く 37 万人（29%）で、続いてベトナム 24 万人（19%）、フィリピン 15 万人（12%）の順番となっています（図表 5）。

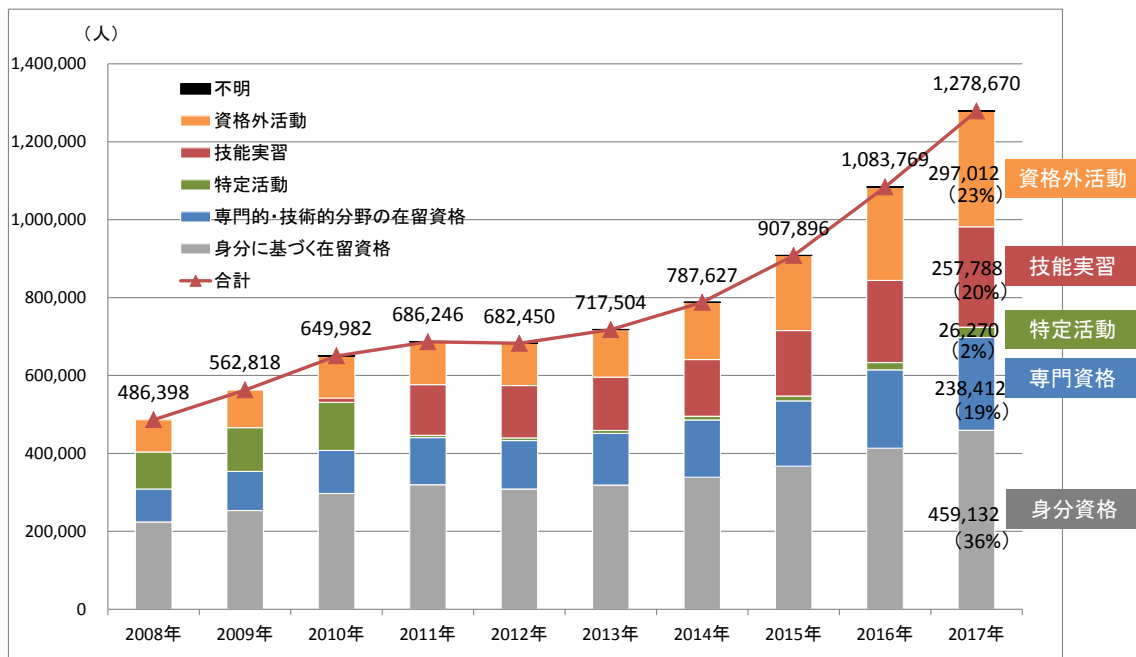
なお、最近ではベトナム（前年同期比 39.7%）とネパール（前年同期比 31.0%）からの外国人労働者の割合が増加しています。

（図表 5）国籍別の外国人労働者数の推移（2013～2017 年）



（注）G7/8 とは、G8 から日本を除いた 7 カ国（アメリカ、イギリス、ドイツ、フランス、イタリア、ロシア、カナダ）
出所：厚生労働省「外国人雇用状況」の届出状況まとめ【本文】（平成 29 年 10 月末現在）参考表

（図表 6）在留資格別の外国人労働者数の推移（2008～2017 年）



出所：厚生労働省「外国人雇用状況」の届出状況まとめ【本文】（平成 29 年 10 月末現在）図 1

次に、在留資格別の外国人労働者数についてみると、「身分に基づく在留資格」が 46 万人（36%）と一番多く、続いて留学生等の「資格外活動」が 30 万人（23%）、「技能実習」26 万人（20%）、「専門的・技術的分野」24 万人（19%）、「特定活動」は 2.6 万人（2%）となっています（図表 6）。

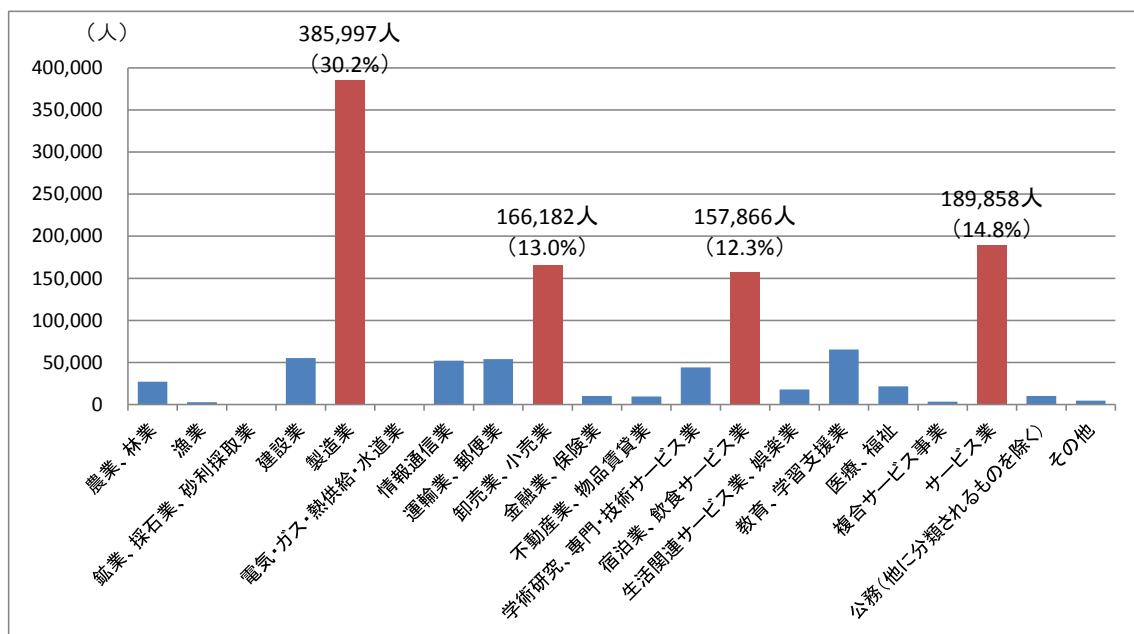
「身分に基づく在留資格」とは、永住者、定住者、永住者の配偶者、日本人の配偶者等が該当します。「専門的・技術的分野」とは、「技術者」、「国際業務（語学教師、通訳、翻訳等）」、「技能者（パイロット、建築家、

料理人、スポーツ指導者）」、「大学教授」、「企業経営者」、「弁護士・会計士」、「医師、看護師、薬剤師」、「研究者」が該当します。

「特定活動」に基づく在留資格とは、法務大臣が個々の外国人について特に指定する活動を行う者（経済連携協定等）で、「資格外活動」とは、本来の在留目的以外に就労活動を行う者で、留学生等のアルバイトが該当します（ただし、週 28 時間以内）。

近年の状況は、「技能実習」の割合が増加傾向にあるとともに、「資格外活動」の割合も増加しています。

（図表 7）産業別の外国人労働者数（2017 年）

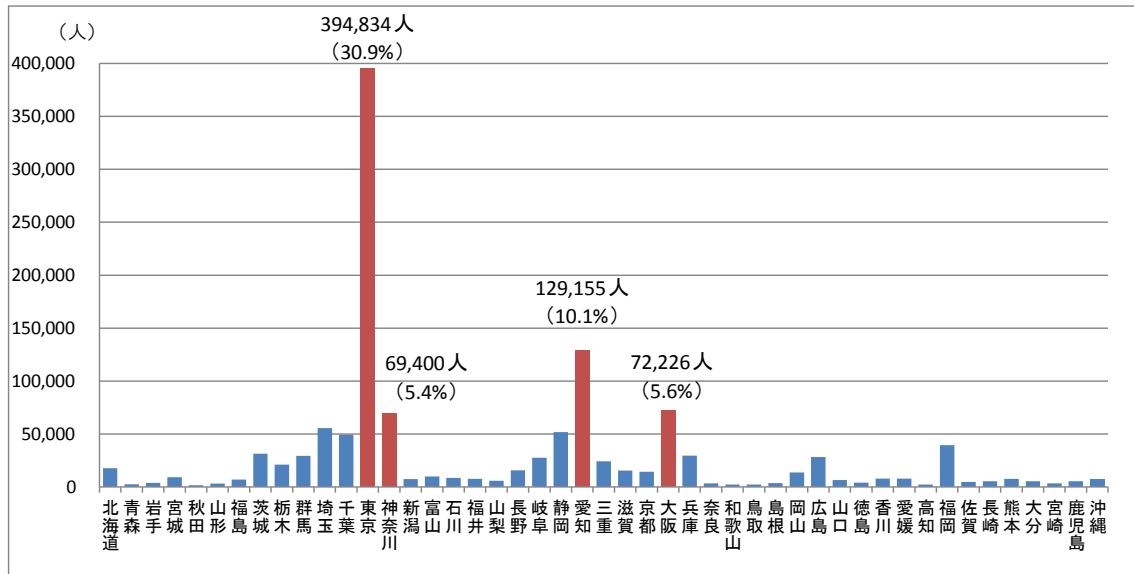


出所：厚生労働省「外国人雇用状況」の届出状況まとめ（平成 29 年 10 月末現在）」別表 4

産業別の外国人労働者数についてみると、「製造業」が一番多く 39 万人（30.2%）を占め、続いて「サービス業」が 19 万人（14.8%）、「卸売・小売業」が 17 万人（13.0%）、「宿泊業・飲食サービス業」が 16 万人（12.3%）となっています（図表 7）。

最後に、都道府県別の外国人労働者数についてみると、東京都が一番多く 39.5 万人（30.9%）で、次いで、愛知県が 12.9 万人（10.1%）、大阪府が 7.2 万人（5.6%）、神奈川県が 6.9 万人（5.4%）の順番となっています（図表 8）。

(図表 8) 都道府県別の外国人労働者数 (2017 年)



出所：厚生労働省「外国人雇用状況」の届出状況まとめ（平成 29 年 10 月末現在）別表 2

4. 現在の外国人材の受入制度

(1) 経済連携協定 (2008 年創設)

現在、専門的・技術的分野以外の外国人材の受入については、原則として認められていません。但し、特例として諸外国と様々な分野での幅広い経済関係の強化を目的とした「経済連携協定 (EPA : Economic Partnership Agreement)」による人材の受入が行われています。経済連携協定における「介護」人材の受入については、2008 年から二

国間の経済活動の連携の強化の観点から、公的な枠組として実施されています。

2008 年にインドネシアと協定を締結し、介護人材の受入を開始した後、2009 年にはフィリピン、2014 年にはベトナムと同協定を締結しました。訪日前に日本語研修を実施し、「特定活動」による在留資格として日本国内で就労しています。

(2) 外国人技能実習制度 (1993 年創設)

また、国際社会との調和ある発展を図る国際貢献のため、日本の技能・技術または知識の開発途上国等への移転を図り、開発途上国等の経済発展を担う「人づくり」に協力することを目的として、「外国人技能実習制度」が 1993 年に創設されました。

その後、更なる外国人技能実習制度への拡張のため、「外国人の技能実習の適正な実施及び技能実習生の保護に関する法律 (平

成 28 年法律第 89 号) (以下、技能実習法)」が 2016 年 11 月 28 日公布、2017 年 11 月 1 日施行されました。技能実習生毎に「技能実習計画」を策定し、「外国人技能実習機構」による認可を受けることにより、技能実習生として「在留資格認定証明書」の公布を受けて日本で就労が可能となります。見直しにより、技能実習生の受け入れ期間が 3 年間から 5 年間に延長されるとともに、技

能実習の 1 年目が「技能実習 1 号」、2・3 年目が「技能実習 2 号」、4・5 年目が「技能実習 3 号」と規定され、現在最長 5 年間の技能実習が可能となりました。

なお、経済連携協定による外国人材の受入と外国人技能実習制度については、日本

の労働力の補完を目的とするものではなく、あくまで、経済協力と国際貢献のために、日本の技能を発展途上国へ移転することにより発展途上国の経済発展を目的とする制度です。

5. 新しい在留資格の創設

2018 年第 197 回臨時国会で出入国管理法等改正法が 12 月 8 日に成立（12 月 14 日公布）し、2019 年 4 月 1 日から施行されます。

一定の技能水準と日本語能力を持った外国人を対象に、新たな在留資格として「特定技能 1 号及び 2 号」が新設されます。従来の、専門的・技術的分野以外の外国人材の受入については、原則として認めないという基本方針を、日本の労働力の補完として外国人材の受入を行う方針に転換するものです。

特定技能 1 号は、特定分野（14 業種）で、一定の技能水準と日本語試験に合格した者が対象となり、滞在期間は最長 5 年で家族の帯同はできません。基本的には前述の技

能実習制度で 3 年以上の経験者などが対象になると考えられています。

一方、特定技能 2 号は特定分野で熟練した技能を有する者とされ、長期滞在も可能で家族の帯同も可能とされています。基本的には特定技能 1 号修了者が該当することになると想定されています（図表 9～11）。

なお、特定分野とは、不足する人材の確保を図るべき産業上の分野とされ、具体的には、「船舶・船用工業」、「建設業」、「航空業」、「自動車整備業」、「宿泊業」、「介護業」、「農業」、「漁業」、「ビルクリーニング業」、「外食業」、「飲食料品製造業」、「素材型産業」、「産業機械製造業」、「電気・電子情報関連業」の 14 業種が考えられています。

（図表 9）新しい在留資格「特定技能 1・2 号」の概要

特定技能 1 号	➤ 特定分野（※1）で一定の技能（※2）や日本語能力（※3）がある者 ➤ 滞在期間は最長 5 年で、家族の帯同は不可 （※2）各所管省庁が定めた試験で一定の知識や技術があるか確認、技能実習制度を終えた外国人は特定技能 1 号試験を免除 （※3）生活に支障がないレベル
特定技能 2 号	➤ 特定分野で熟練した技能を有する者 ➤ 長期滞在可能で、家族の帯同も可能
（※1）特定分野 14 業種を予定	※不足する人材の確保を図るべき産業上の分野（具体的な業種は省令で規定される予定） ➤ 「船舶・船用工業」、「建設業」、「航空業」、「自動車整備業」、「宿泊業」⇒（2 号の受入も検討） 「介護業」、「農業」、「漁業」、「ビルクリーニング業」、「外食業」、「飲食料品製造業」、「素材型産業」、「産業機械製造業」、「電気・電子情報関連業」

出所：入国管理局「出入国管理及び難民認定法及び法務省設置法の一部を改正する法律」より作成

(図表 10) 新しい在留資格「特定技能 1・2 号」の認定基準



出所：入国管理局「出入国管理及び難民認定法及び法務省設置法の一部を改正する法律」より作成

(図表 11) 新しい在留資格「特定技能 1・2 号」と従来の「技能実習」制度の比較

	特定技能1号	特定技能2号	技能実習
要件	・一定の技能 ・日本語能力(生活に支障がないレベル)	・熟練した技能 ・日本語能力(生活に支障がないレベル)	日本語能力試験「N4」レベル (簡単な日本語が理解できる)
就労期間	最长5年間	・定期的な審査をクリアすることにより在留資格の更新が可能(長期滞在可)	最长5年間
家族帯同	不可	可能	不可
業種	14業種	14業種	77職種139作業

出所：入国管理局「出入国管理及び難民認定法及び法務省設置法の一部を改正する法律」より作成

6. 外国人労働者の社会保険適用

日本で就労する外国人労働者への社会保険(厚生年金保険、健康保険、雇用保険、労働者災害補償保険)については、国籍要件がないため、原則として適用事業所に常用雇用される外国人労働者についても、パートタイマーやアルバイト等を含んで一般社員の労働時間又は労働日数が4分の3以上であれば加入対象となります。なお、社会保障協定締結国については日本の社会保険が適用除外となる場合もあります(各国との社会保障協定の内容により異なる)。

「外国人労働者の雇用管理の改善等に関して事業主が適切に対処するための指針」(雇用対策法第9条で規定)では、事業主は「労働者の国籍を理由として、賃金、労働時間その他の労働条件について差別的取扱いをしてはならない」と規定されています。また、昨年の第196回通常国会で成立

した「働き方改革を推進するための関連法律の整備に関する法律」の中の「同一労働同一賃金」について2020年4月から施行される予定です(中小企業は2021年4月)。外国人労働者に対する均等待遇が求められています。

日本は、人口減少が進んで行く中、新たな労働力として外国人材を受け入れる道を開きました。今後の超高齢化社会を見据え、今後減少していく労働力を補うため、女性や高齢者、外国人材の活用を含めて、優秀な人材をどう確保していくのかなどの新たな人事戦略と人材活用の検討が企業に求められていくこととなります。

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。

株式版退職給付信託の再考 その 1

コーポレートガバナンス・コード改訂と説明責任

年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野 正徳

今月から「株式版退職給付信託の再考」を連載します。昨年 6 月に改訂された「コーポレートガバナンス・コード」において、原則 1-4「政策保有株式」に関する要請が強化されるとともに、原則 2-6「企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮」が求められることになりました。

そのため、政策保有株式による「株式版退職給付信託」については、説明責任を果たすことが困難な状況になる場合も考えられます。「株式版退職給付信託」は退職給付会計上、年金資産として扱われる訳ですが、政策保有株式と年金資産では保有目的が異なり、目的を達成するための手段も異なります。このような状況下、「株式版退職給付信託」をどうしていくべきかについて考えます。

1. CGコードと政策保有株式

コーポレートガバナンス・コード（以下、CGコード）は、2018 年 6 月に改訂され、上場企業は 2018 年 12 月末までに改訂項目に関する報告書を提出することとされました。今後は報告内容に基づいて、各社のコーポレートガバナンスの状況が評価されることとなります。

今回の改訂 CGコードでは、原則 1-4「政策保有株式」に関する説明責任がより強く

求められることとなり（図表 1）、併せて、原則 2-6「企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮」が新たに求められることになりました（図表 2）。今回の CGコード改訂により、「株式版退職給付信託」について、見直しが迫られることが考えられます。それは、「株式版退職給付信託」では、企業が保有している政策保有株式が拠出されているケースが多いからです。

（図表 1）「CGコード」原則 1-4.

【原則 1-4 政策保有株式】

上場会社が政策保有株式として上場株式を保有する場合には、政策保有株式の縮減に関する方針・考え方など、政策保有に関する方針を開示すべきである。また、毎年、取締役会で、個別の政策保有株式について、保有目的が適切か、保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているか等を具体的に精査し、保有の適否を検証するとともに、そうした検証の内容について開示すべきである。

上場会社は、政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な対応を確保するための具体的な基準を策定・開示し、その基準に沿った対応を行うべきである。

出所：株式会社東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード」（2018 年 6 月 1 日）より抜粋

(図表 2) 「CG コード」 原則 2-6

【原則 2-6 企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮】

上場会社は、企業年金の積立金の運用が、従業員の安定的な資産形成に加えて自らの財政状態にも影響を与えること踏まえ、企業年金が運用（運用機関に対するモニタリングなどのスチュワードシップ活動を含む）の専門性を高めてアセットオーナーとして期待される機能を発揮できよう、運用に当たる適切な資質を持った人材の計画的な登用・配置などの人事面や運営面における取組みを行うとともに、そうした取組みの内容を開示すべきである。その際、上場会社は、企業年金の受益者と会社との間に生じ得る利益相反が適切に管理されるようにすべきである。

出所：株式会社東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード」（2018 年 6 月 1 日）より抜粋

2. CG コードにおける株式版退職給付信託の位置付け

CG コード改訂におけるパブリックコメントの結果では、「原則 1-4 における政策保有株式には、企業が直接保有していないが、企業が実質的な政策保有株式となっている株式も含まれる」としており、これは「株式版退職給付信託」を示したものであることは明かです。従って、政策保有株式を拠出した「株式版退職給付信託」に関しては、政策保有株式に関する CG コード「原則 1-4」の要請に従って、保有目的の適切性やリターン・リスクが資本コストに見合っているかを検証し、さらには議決権行使について適切な基準の設定などを行う必要があります。

CG コード自体は政策保有を禁止するものではありませんので、政策保有株式を保有することに合理性があれば、エクспレイン（表明）したうえで、継続的に保有していくことになります。

しかし、退職給付信託で保有する政策保有株式が、資本コストに見合うようなリスク・リターンを期待できる優良銘柄ばかりとは限りません。保有の合理性がなければ、政策保有株式の縮減（売却）を模索することになります。退職給付信託は年金制度へ

の掛金拠出や退職金の支払いを目的とした信託契約であり、会計上は年金資産として取り扱われます。従って、企業は当然、退職給付信託という年金資産のオーナーとしての機能を発揮すべきということになります。仮に、退職給付信託で保有する政策保有株式を売却すると、当該退職給付信託の CG コード上の取扱いが変化すること考えられます。すなわち、CG コード「原則 2-6」の要請に対しての対応が求められることになります。

一方、政策保有株式の保有目的の適正性を表明する際には、さらに複雑な問題が生じると考えます。政策保有株式と年金資産では、目的が異なり、目的達成のための条件が異なります。本来、政策保有株式は当該上場企業との良好な関係を築くためのものであり、継続して株式を保有し続けなければなりません。つまり、株式を継続保有することが目的達成の条件となります。これに対して、年金資産は保有株式を処分しなければ受給者への給付という目的を達成できません。

売却すると目的を達成できない政策保有株式という資産を、目的を達成するには保

有株式を売却することが必要である年金資産とすることには矛盾が発生します。退職給付信託は企業の倒産時等に対応するラストリゾートであるという説明も可能ですが、

経営の透明性や効率性という観点からは、政策保有株式として保有するか、年金資産と位置付けるかを明確にすることが好ましいのではないのでしょうか。

3. 退職給付信託の設定現状

退職給付信託は、多くの企業で活用され、その存在は企業経営にも深く関わります。しかし、退職給付信託の実施状況についての正確な統計データは公表されておりませんので、上場企業の開示データを基に弊社で独自に集計した日本の退職給付信託の設定状況をご紹介します（本誌、2018 年 10 月号掲載「2017 年度決算 上場企業の退職給付信託の設定状況」から再掲）。

退職給付信託の開示に関する国内の会計基準では、企業年金制度を対象に設定された退職給付信託で、年金資産の合計額に対する退職給付信託の額が重要である場合に、その割合または金額を開示することになっています。従って、①退職一時金を対象に

設定している場合、②IFRS・米国基準を適用している場合、については開示しなくてもよいことになります。さらに、③金額に重要性のない場合は退職給付信託を設定していても開示していない場合があります、退職給付信託の実際の設定規模は、弊社で集計した結果以上であると考えます。

2018 年 7 月末時点の上場企業を対象に、退職給付に関する注記を公表している企業 2,896 社を調査したところ、退職給付信託を設定している企業は 384 社で、全上場企業（退職給付の注記を開示している企業 2,896 社）の 13.3%です。なお、東証 1 部上場企業に限ると 18.4%で、約 5 社に 1 社の割合で設定されています（図表 3）。

（図表 3）上場企業における退職給付信託設定状況

（単位：社）

市場	退職給付信託を設定		退職給付信託を未設定		合計
	企業数	構成比	企業数	構成比	
東証1部	331	18.4%	1,466	81.6%	1,797
東証2部	28	6.5%	402	93.5%	430
その他市場	25	3.7%	644	96.3%	669
合計	384	13.3%	2,512	86.7%	2,896

（出所）日経メディアマーケティング株式会社の統計データを基に弊社作成

退職給付債務の規模別の退職給付信託の設定状況をみると、規模が大きい企業の設定比率が高くなっています。退職給付債務が 100 億円以上の企業では、3 割超の企業が退職給付信託を設定しています（図表 4）。

また、退職給付信託を設定している企業の退職給付債務合計は 27.3 兆円、年金資産合計は 24 兆円で、24 兆円の年金資産のうち 7.6 兆円が退職給付信託です。年金資産のうち 31.8%が退職給付信託となっていま

す。退職給付信託を設定している企業の積立比率（年金資産÷退職給付債務）は 87.9%と退職給付信託未設定企業の積立比率 73.8%を上回っています（図表 5）。

なお、7.6 兆円の退職給付信託のうち、どの程度が株式版であるかは推測の域を出ませんが、6～7 兆円程度だと思います。

（図表 4）退職給付債務の規模別の退職給付信託の設定状況 （単位：社、%）

退職給付債務の規模	社数	設定社数	設定比率
1,000億円以上	170	53	31.2
500億円以上、1,000億未満	99	36	36.4
300億円以上、500億円未満	116	44	37.9
100億円以上、300億円未満	338	108	32.0
50億円以上、100億円未満	300	58	19.3
50億円未満	1873	85	4.5
合計	2896	384	13.3

（出所）日経メディアマーケティング株式会社の統計データを基に弊社作成

（図表 5）退職給付信託設定状況別の積立状況 （単位：兆円）

	退職給付信託設定企業			退職給付信託未設定企業		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
退職給付債務（A）	28.8	27.5	27.3	64.1	64.9	65.8
年金資産（B）	22.8	22.9	24.0	44.3	46.6	48.6
うち退職給付信託（C）	6.7	7.1	7.6			
退職給付信託の比率（C）／（B）	29.2%	31.1%	31.8%			
積立比率（B）／（A）	79.3%	83.2%	87.9%	69.1%	71.8%	73.8%
退職給付信託の効果（C）／（A）	23.2%	25.9%	28.0%			

（出所）日経メディアマーケティング株式会社の統計データを基に弊社作成

4. 政策保有株式と年金資産との違い

政策保有株式を拠出した「株式版退職給付信託」は年金資産である、という事実を重く捉える必要があります。会計上の年金資産である退職給付信託の収益は退職給付費用を通じて企業業績に影響を与えるため、株主や債権者に対して説明責任があるからです。しかし、この説明にも困難が伴います。政策保有株式を拠出した「株式版退職給付信託」は、単一資産（もしくは株式と金銭）で構成され、銘柄分散も不十分なポートフォリオである可能性が高いからです。

高リターンが見込めることは合理的に説明できても、集中投資が行われている点についての説得力のある説明が困難と考えます。

純投資ではない年金資産はリスクを十分に考慮する必要がある一方、目標リターンは企業の資本コストより低い水準で十分です。会計上の年金資産である退職給付信託は、長期期待運用収益率を確保すればよく、現在の長期期待運用収益率は平均 2%程度の水準です。純投資としての収益性や将来性を見据えて銘柄選択を行ったのであれば、

集中投資を行うことも理解できますが、年金資産で特定の銘柄に集中投資してハイリスク・ハイリターンの運用を目指す理屈は見当たりません。こうした説明が困難となるのは、政策保有株式という保有目的によるものです。

「株式版退職給付信託」は、退職給付会計導入時の会計基準変更時差異を圧縮するために利用されたスキームです。積立不足（負債）を貸借対照表に計上する際に発生する損失を保有株式の含み益で圧縮し、企業の財政状態や収益に与える影響を軽減しました。このように過去に大きな貢献を果たした点は評価されますが、経営の透明性や効率性が強く求められる時代となり、説

明責任を果たすためには、退職給付信託を本来の政策保有株式として継続保有するか、あるいは信託目的である年金資産として保有するか（そのためには売却にて年金資産として適切なポートフォリオを構築する必要がある）を選択しなければなりません。もともと、どちらの対応を選択するにせよ、それを実行していくうえで様々な制約が存在することも事実です。次号では、そうした様々な制約と「株式版退職給付信託」の対応方法について解説します。

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

企業再編と人事制度 その 2

M & A・企業／組織再編における人事領域のリスク対応②

三菱 UFJ リサーチ & コンサルティング株式会社
組織人事ビジネスユニット ヒューマンキャピタル部 倉澤一成

前号では、M & A・企業／組織再編（以下、M & A）に関する人事領域の 2 つのリスクのうち、「ディール成立に向けたリスク」について説明しました。今回は、もう 1 つのリスクである「統合後のシナジー創出に向けたリスク」について、「デューデリジェンス」^{注1}（以下、DD）や、「ポスト M & A インテグレーション」^{注2}（以下、PMI）において留意すべき事項等について、事例を交えて解説します。

注 1：M & A を実施するに際し、M & A 対象について事業・財務・法務・人事・システム・環境等について詳細に調査すること

注 2：Post Merger Integration（ポスト・マージャー・インテグレーション）の略で、M & A（企業の合併・買収）成立後の統合プロセスのこと

1. 統合後のシナジー創出に向けたリスク

M & A の目的として、統合後による売上シナジーやコストシナジー等の「シナジー創出」があり、この実現可否が M & A の成否を分ける重要性を持ちます。従って、シナジー創出を妨げるようなリスクについては、可能な限り事前に把握して対応する、または事後的に影響を最小限に留める対応を行うことが必要となります。

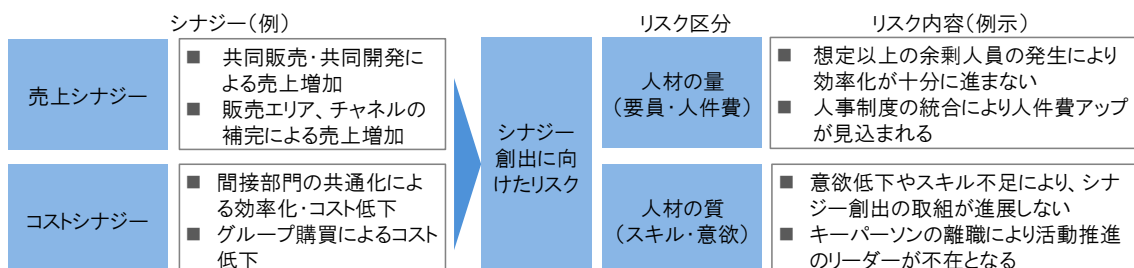
シナジー創出に向けたリスクには、人材における「量」と「質」の 2 種類のリスクがあります。「量」のリスクには、余剰人員の発生や人件費のアップ、「質」のリスクに

は、社員のスキルミスマッチや就労意欲低下による業績未達等が挙げられます。

これらが顕在化すると、給与・福利厚生費、採用コスト、育成コスト等を含めた人件費の高騰や作業効率の低下、リーダーの不在等による事業遂行への影響が生じることとなります（図表 1）。そのため、M & A において期待していた効果創出が困難になる、または追加コストの発生により効果が部分的に相殺される可能性があります。

次に、人材における「量」と「質」に関するリスクおよび対応事例を紹介します。

（図表 1）シナジー創出に向けたリスク



（出所）三菱 UFJ リサーチ & コンサルティング作成

2. 量的リスク／余剰人員を抱えるリスク

初めに、「量」のリスクについて解説します。M&A においては、営業エリアの拡大や R&D（研究・開発）、マーケティング、生産等の機能の補完を目的として実行されることが多くありますが、M&A の対象会社（以下、「対象企業」（被買収企業、被統合企業、等を指す））、に重複するエリアや機能が含

まれるケースも多く、これらの関連業務に従事する社員が重複することとなります。

DD を慎重に実施して事前に状況を把握してディールが行われることも多く、統合効果を実現するためには、PMI において対応する必要性の高い課題です。

<事例 1> 間接部門の余剰人員に関するリスク

事業会社を統合する場合では、このような余剰人員に関するリスク発生の可能性が高く、余剰人員の再配置先の検討や、職務内容の見直し等を行うことが必要です。

間接機能が、人事・総務・経理・IT 等の機能別組織に分かれている場合、または管理部門として一括されている場合の何れにおいても、全体としての業務内容と担当者を整理して、重複することで余剰となる業務を確認します。会社によっては、間接部門の業務の一部や定型的な手続き業務等を外部に委託しているケースもあり、対象企業のある部・課や担当者の業務が、部分的にでも外部委託範囲に入っている場合は、これら社員の再配置や職務範囲の追加等の検討が必要です。委託先がグループ会社の場合には、グループ会社への出向や転籍も考えられ、グループ内での調整を統合計画において進めることとなります。

なお、M&A により業務量そのものが増えることとなるため、業務の重複があったとしても必ずしも余剰とはならない場合もあります。買収側と比較して、対象企業において同業務に、より多くの人に従事している場合もあります。間接部門は構造改革における人材の受け皿とされるケースもある

ため、可能な範囲で対象企業における過去の構造改革の経緯や要員構成、職歴等を確認します。この場合は、生産性を高めるための人材育成や再配置を含めた検討が必要となります。対象者の年齢構成や職歴、スキル等を確認した上で、改善可能性、時間やコスト的な猶予等も考慮した判断が求められます。

また、間接部門の管理職ポストは重複する可能性が高いポジションです。社内事情に精通しており、コミュニケーションの要になっているケースもあり、統合後の組織における職務内容や役割は慎重に決定する必要があります。M&A の成否にも影響するキーパーソンにもなるため、これまでの役割を継続してもらうという選択肢も含めて検討する必要があります。このような場合、M&A の実施後、当面の間は継続して現在の役割を遂行してもらうことが現実的なケースも多く、対象者の年齢、専門性も考慮しつつ、在籍中に後継者の育成計画も含めて対応することが必要です。

DD における留意点としては、対象組織の組織図や要員数、業務内容、業務量等を整理します。業務分掌、業務プロセス、マニュアル類、業務量調査結果、職務記述書、

業務分担表、作業スケジュール、目標設定資料、業務委託契約書等の確認を行います。DD においては入手できる情報が限定的かつ時間的な制約もあるため、多くの場合は入手できた範囲の情報から一定の仮説を立て、PMI の初期段階で精査するという対応も考えられます。

業務遂行のコストがどの程度かかるのか、移行期間にどの程度必要なのか、余剰人員がどの程度発生する可能性があり、どう対応するのか等は、M&A 全体の計画を考える上でも重要なことです。限定的な情報から一定の合理性を持ってこれらを算出していくことが重要です。

会社合併日（以下、Day1）に向けた準備としては、Day1 において組織をどのような状態にするのかを定義し、それに向けた準備を行います。業務遂行体制も含めて全て整理されている状態なのか、段階的に移行していくのか、M&A 全体の計画との整合性を確認しながら移行方針を策定します。

PMI における対応の方向性としては、DD において把握した問題点について、より詳

細な情報を確認して、再配置やスキル研修実施等の対応の選択肢を整理します。業務プロセスや業務量の調査、担当者のスキルレベルの確認等を行い、問題点・課題・対応の方向性を検討します。移行後の組織については、組織の役割、ミッションの整理、業務分掌、権限規程等の規程類の整理、外部委託の範囲の再定義を行い、新しい組織の在り方を設定して、職務遂行に必要な人材の要件を整理し、適任者を選任します。

人選においては、統合のキーパーソンとなる人材かどうかとも考慮して慎重に検討します。この段階で余剰人員がより具体的に把握されるため、対応の選択肢について、対象者の年齢構成、スキルセット、職歴等を考慮しながら、組織内、社内、グループ内等における再配置、再配置後の育成等の選択肢を検討し、本人や関係者との調整を行います。再配置先が見つからないケースもあり、このような場合にはスキルや役割に見合う処遇水準に適正化していくという選択肢も検討することとなります。

3. 量的リスク／人件費適正化への対応

もうひとつの「量」のリスクとしては、人件費の適正化対応が挙げられます。

人件費の主要部分は、「人員数×平均給与」で計算されますが、人員数が適正でない、または給与水準が適正ではない場合に、人件費適正化への対応が必要となります。人員数が適正でないケースについては、前述の余剰人員の発生リスクで説明しましたので、ここでは給与水準が適正でないケースについて解説します。

対象企業の給与水準が、自社の給与水準

に比べて高い場合、自社の水準に合わせるのか、または据え置くのかを検討する必要があります。給与水準が高く設定されている背景や理由を確認して方針を検討します。自社に比した個人のパフォーマンス、スキル等が高い場合や、給与は高いが退職金や福利厚生制度等が自社に比べて充実していないケースも想定されます。総報酬（給与、手当、退職金等の金銭報酬や職場環境、社風などの非金銭報酬を含む）で考え、同程度の価値を提供するという考え方に基づい

て、給与水準の一定の下方調整を行い、その他の報酬については適切なコミュニケーションを図るという対応が考えられます。

一方で、対象企業の給与水準が自社に比べて低い場合も同様に、給与水準が低く設定されている背景や理由を確認して、適正化に向けて検討します。一律に引き上げた場合のコストインパクト、引き上げ対象者を選別することの可否等を考慮した判断が求められます。

<事例 2> 職務基準の処遇適用に伴うリスク

複数の会社の人事制度を統合する場合は、「職務」を処遇の基軸に据えて統合を進めるケースが多く見られます。その人が持っている能力に応じて給与が支払われる職能資格制度から、成果主義的要素を反映した職務等級または役割等級への見直しを進める企業も増えており、「職務」を一定の基準で評価し、対象企業との比較可能性を高め、処遇の適正化を図る方法があります。

職能資格制度は、一般的には社内の業務遂行能力を基準としているため、他社との比較が困難であり、中途採用の場合も含めて、組織外の人材を評価することが難しいと言えます（そのため、代替案として年齢を基準とすることになりがちです）。

従って、M&A のような他社の人材を自社内に統合する場合においては、職務基準制度を採用して、対象企業の人材が従事する職務内容を評価し、処遇水準の適正化を図るケースが多いと思われます。

対象企業が「職務基準制度」を採用している場合は、自社の基準との互換性を整理し、同等職務レベルにおける処遇水準を比較して、人件費の増減の可能性を確認しま

す。人件費については、何を以て適正とみなすのかは会社により考え方が異なるリスクが発生します。これに対しては、次の事例のように、担当する職務内容を世間相場との比較において、適正かどうかを判断するという対応を行うこととなります。給付水準が適正でない場合で処遇を下げるケースでは、本人の就労意欲の低下や不利益変更への対応リスクを伴うこととなりますので注意が必要です。

す。等級ごとに報酬の上限・下限が設定されているケースも多く、上限を上回る場合や下限を下回る場合については、どのように対応するのかが重要となります。上限を超えている場合には、一定期間は維持した上で段階的に引き下げていく、または数年間は一時金として支給する等の選択肢があります。しかし、この場合は不利益変更に該当する可能性もあり、法的なリスクとなるため、労働問題の専門家や弁護士等に相談しながら、慎重に対応を検討する必要があります。一方、下限を下回る場合には、一度に下限まで上げるのか、複数年かけて段階的に上げていくのか等を検討することとなります。

一方、対象企業が「職能資格制度」を採用している場合は、統合に向けて「職務基準制度」を適用する対応が多く見受けられます。社員の担当職務を評価し、職務等級への格付けを行い、適正な給与水準を設定します。この場合も、職務内容に比して現在の報酬水準が高いケース、低いケースがあります。給与が下がる場合には、本人へのコミュニケーションや不利益変更に対す

る法的なリスクへの対応が必要となります。

福利厚生制度や退職金の水準も人件費を考える上では重要な検討要素です。これらの制度の選択は会社の人事処遇方針により、長期決裁型の厚い退職金制度から、短期決裁型の現金報酬を重視した制度設計まで様々ですが、自社の制度に合わせていく場合には、対象社員に対して制度の意図や総報酬として同等の価値を提供すること等について、適切なコミュニケーションを行い、就労意欲の低下や離職の防止を図ることが重要となります。

自社の制度と対象企業の制度を比較して、自社にはないが、対象企業にはある制度については、どのような形で代替するのかの検討が必要です。また、対象企業にはないが、自社にはあるという制度も存在するため、それぞれの価値を金額換算して比較し、全体的な価値として等しいかどうかを確認します。等しくない場合には、差異の内容に応じて金銭報酬で埋めるのか、非金銭報酬で埋めるのか、代替措置を検討します。近年はカフェテリアプランのような形で金額換算しやすい制度が選択されていることが多いのですが、住宅ローン補助や団体定期保険、家賃補助等の様々な形で提供されていることもあり注意が必要です。

DD における留意点としては、対象企業の人事制度に関する資料を収集して自社の制度と比較します。就業規則、給与規程、退職金規程、転勤規程、福利厚生制度に関する資料等を入手して、標準的な支給水準、上限・下限、適用者数等を確認します。制度設計の考え方としては、水準設定の基準（参考としている指標など）等も整理する必要があります。

社員個人の給与データについては、情報の取扱に十分に配慮したうえで、社員番号、年齢、勤続年数、職種、役職、等級、月額給与、賞与、時間外手当、等の情報を確認して、等級別給与水準、年齢別給与分布、等により市場水準との比較、年功序列傾向、等を整理して、人件費アップにつながる要因を確認します。年功序列傾向が強い場合には、将来的なコストアップが見込まれるため、対応についての検討が必要です。

DD の段階では、給与データは入手が困難な場合もありますが、その場合には給与規程等から制度上の標準的な水準を確認して、市場での水準との比較を行い、妥当性を検証します。組織体制、要員構成に関する情報と掛け合わせて、人件費アップにつながる要因の把握、金額試算を行います。人件費情報は M&A 計画に影響を及ぼす可能性があるため、限定的な情報からでも一定の合理性をもって試算する必要性の高い項目です。

Day1 に向けた準備としては、Day1 時点で人事制度改定を行う場合、Day1 以前と以後で何が変わるのか、社員とのコミュニケーションを行い、社員からの個別同意の取得も視野に入れた対応が必要です。特に給与が下がる可能性のある場合には、不利益変更とみなされないように、合理性を確保するためのステップを踏みながら慎重に進める必要があり、弁護士に相談しながら対応することになります。

特に福利厚生制度や退職金制度等の変更は、提供主体との契約や公的機関への届け出等が必要になるため、必要な時間を見積り、遅滞なく新制度に移行できるように、関係機関と事前に相談をしながら手続きを

進める必要があります。

PMI における対応の方向性としては、人件費アップにつながる要因について、人事データ等からより詳細に確認して、給与水準を見直す、昇給や賞与をより成果連動型にしてい、業務効率化と合わせて残業時

間を適正化する等の対応の選択肢を整理します。人事制度の改定が必要な場合には、スケジュール、M&A 後の人材マネジメント方針策定、人件費総額の成り行き水準と目指す水準との乖離状況を整理して、目指す姿の実現に向けた制度設計を進めます。

4. 質的リスク／期待業績との乖離リスク

次に、「質」のリスクについて解説します。M&A においては、期待する売上シナジー、コストシナジーの創出のため、自社と対象企業の社員が、共同開発プロジェクトや営業機会増加に向けた活動に従事して成果を上げていくことが期待されます。しかし、M&A では新しい業務機会が生まれる半面、海外就業機会の減少など、想定していた職務機会の喪失に直面し、就業意欲の低下につながるケースもあります。また、仕事に

対する考え方や手法の違いに困惑し、一方に合わせる必要性から一時的に行動様式等の差異が生じて業績不振に陥る場合も想定されます。外資系企業に買収されて、雇用形態が短期決裁型に変わる、日本企業に買収されて海外での就業が減少する等、In-Out、Out-In 等の M&A のタイプに応じて、様々な場合があります。このような事態になると、期待していたシナジー創出との乖離リスクが生じることになります。

<事例 3> 管理職の定義の違いによる管理能力不足

管理職という用語は全ての会社において使用されていますが、部下の管理監督を行う役職に従事する者を指す場合や、部下はいないが一定範囲の業務を単独またはチームで遂行することができる能力を有する者を指す場合など、会社によって意味するものは様々です。対象企業の DD を行い、管理職層の人数を把握して、部下指導や人事考課も含む一定の役割を期待していたところ、自社基準では主任・係長クラスに相当するようなレベルであることが発覚して、管理職教育をやり直す必要が生じるようなケースもあります。人事処遇において、自社基準の管理職未満に位置付けることは就業意欲の低下にもつながるため、管理職相当の資格等級に格付することなどの検討が

必要となります。

DD における留意点としては、人事制度の確認を行う際、等級制度や評価制度等で定義されているものについては、その言葉の意味する内容やレベル感が自社とどの程度適合するのかを確認します。通常はこの段階で個別のスキル評価までを行うことは困難であるため、PMI の初期段階に人事担当者などから実態を確認して対策を検討します。一律に格付けの変更を行う、またはスキル評価を行って人材育成に努める等の選択肢があります。

Day1 に向けた準備としては、管理職層には M&A のような状況において、会社方針を理解し、管下のメンバーにそれらを伝えて、シナジー創出に向けた活動をリードし

ていく役割を期待することが考えられます。また、組織運営において、管理職として部下の指導や育成の役割遂行も期待されます。対象企業の管理職を集めて、会社方針や期待する役割についてコミュニケーションを行う中で、対象者のスキルレベル、経験値などを確認します。

PMI における対応の方向性としては、期待する役割について擦り合せを行い、スキ

ルが不足する部分などは研修で補うなどの対応を行います。自社の基準で評価すると管理職一步手前のレベルに相当するものの、対象企業では管理職と位置付けられているケースでは、自社基準による格付けの見直しも検討されますが、対象者の就労意欲の低下を考慮し、格付けは管理職レベルとし、処遇も一定期間維持する措置とすることも考えられます。

5. 質的リスク／キーパーソンの退職リスク

もう一つの「質」のリスクとして、キーパーソンの退職リスクが挙げられます。

前号でも、「ディール成立に向けたリスク」の中で、重要な人物の離職は、取引前提に

関わる重要な問題であることを述べましたが、ディールが成立した後でも、期待する効果が出る前にキーパーソンが離職することは大きな損失リスクとなります。

<事例 4> リテンションボーナスによる引き留め効果

事前に合意した事項が履行されたものの、期待していた状況とは異なるような場合、例えば、レポートラインの増加による裁量範囲の減少や親会社からの指示の増加に対して、これまで比較的大きな権限を付与されて成果を上げてきた人物について、意欲低下による業績不振や離職につながる可能性があります。このようなタイミングで他社からより有利な条件での転職を提示された場合などは離職リスクが高まります。そのため、重要な人物には、リテンションボーナスとして一定期間在籍した場合に一時金（月給の数カ月分、ストックオプション等）を支給するケースがありますが、金銭報酬を主とした引き留め策は、それを上回る金額でのオファーを提示された場合など効果は限定的となります。対象者の意欲の源泉や経営スタイルについて、事前のヒアリング等で確認し、可能な範囲で応えられるよ

うにすることが望ましいと言えます。

また、一定期間経過後も離職されないように、在籍期間中の業績を考慮して更なる対応を検討する、または離職されても対応可能なように、在籍期間中に後継者の育成を進めておく等のリスク対策も必要です。

DD における留意点としては、対象者（役員等）の雇用契約、役割と権限の付与状況、経営スタイル等について、契約書類、職務記述書、権限規程、目標設定資料、関係者のヒアリング等により可能な範囲で収集し、競合他社の人材需要状況、処遇水準なども考慮して引き留め策を検討します。

Day1 に向けた準備としては、Day1 後の報酬のみでなく、就業環境、事業機会、期待する役割、その後のキャリア展開の可能性なども適切にコミュニケーションを行います。M&A 実行プロジェクトの主要メンバーとしてディールへの関与を促すことも有

効です。そこでの活動を見ながら、リーダーシップスタイルを確認していきます。

PMI における対応の方向性としては、Day1 後も継続的に本人とのコミュニケーションをとり、事前に想定していた状態と

の乖離や今後の期待などを確認し、引き留め策の見直しを行います。一方で、後継者となり得る人材について、社内外から候補者を探し、後継者育成計画を進めることもリスク対策として重要となります。

6. DD/PMI の作業の流れ

本稿の最後に、DD/PMI の標準的な作業の流れを説明します。近年では多くの M&A が実行されており、何らかの形で統合計画に関与する機会も増えているのではないかと思います。「統合計画が予定通り進まない」、「期待する成果を上げているのか分からない」という話をよく伺います。

PMI においては、一定期間経過後に統合計画の効果測定を行い、必要に応じて改めて PMI を行うことも必要となります（これを Post PMI という）。

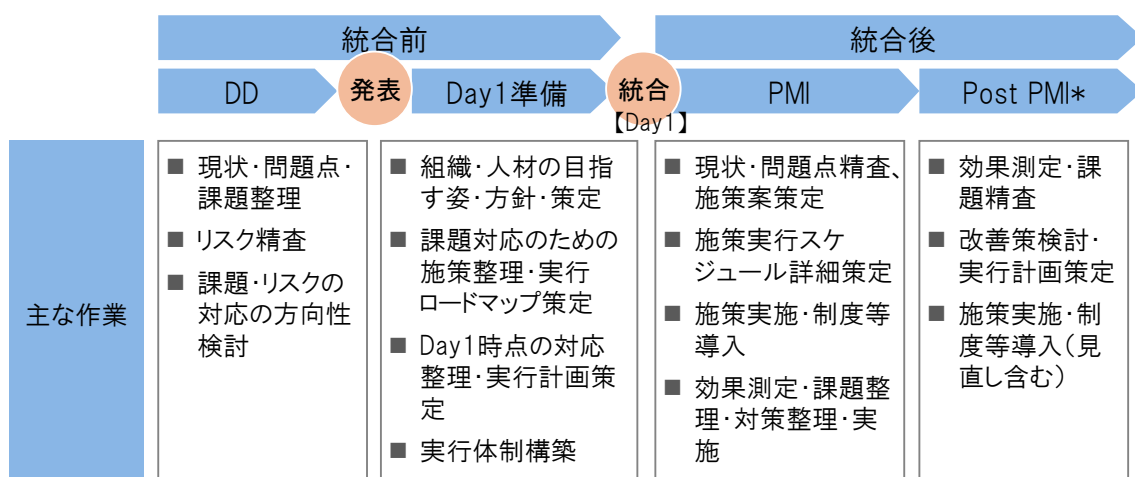
本稿で 2 回にわたって解説してきた「DD における留意事項」、「Day1 における準備」、「PMI における対応の方向性」などを参考

にして頂き、「人材領域におけるリスク対策」を事前にしっかりと行い、M&A のシナジー効果を上げ、M&A の目的実現に結び付けて頂ければ幸いです。

経済環境や雇用環境が著しく変化して行く中、今後も企業再編は加速し、M&A は増加していくと思われます。十分なシナジー効果を上げるためには、事前の人事制度の見直しや退職給付制度の見直し等も必要となります。その際は、弊社または三菱 UFJ 信託銀行へご相談ください。

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 2) DD/PMI の標準的な作業の流れ



*Post PMIは、PMI実施後の一定期間経過後を目途に実施するPMI効果の確認と見直し作業

(出所) 三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング作成

分散投資の再考 その 1

分散投資は「次善の策」

年金運用部 顧問 大輪 秋彦

今月号より資産運用の新シリーズ「分散投資の再考」を連載します。2018 年 4 月に「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、DBガイドライン）の見直しが行われ、運用の基本方針に集中投資に関する方針を定めなければならないとされ、分散投資に関する考え方が求められるようになっていきます。

今年は（今年も？）、市場の動揺と下落の潜在的な「種」はつきません。米国の政治状況の混迷、米中貿易摩擦、米国・欧州中央銀行の金融政策正常化、英国のEU離脱、世界的ポピュリズム（大衆迎合主義）の進行、欧州の政党乱立・分裂がもたらす政権連立の困難化と政治的不安定化、好景気サイクルの終焉と減速（世界的リセッションの可能性に言及する少数派も）等、挙げればきりがありません。「テールリスク頻発」予想が出てくることもうなずけます。このような時こそ（常にと言うべきか）、DB企業年金の資産運用・管理に責任を持つ担当者は、リスク・マネジメントの基本・標準とされる「分散投資」について、改めて考え、自らの運用ポートフォリオの点検に活かし、いつか来るかもしれない「暴風」に備える必要があります。“By failing to prepare, you are preparing to fail”（「準備を怠ることとは、失敗の準備をしているようなものだ」）（by ベンジャミン・フランクリン）

1. 投資の基本「分散投資」

「人生はルーレット、絶対確実なものはなく、だから人は保険をかける」^{注1}

もしも、将来を詳細にかつ正確に見通す自らの能力に「全幅の確信」を持つことができるのであれば、その確固たる見通しに基づく投資の「一点買い」は、きわめて合理的な資産運用となります。数ある中から迷わず一つのファンド（資産クラス・戦略・運用者）への投資（全額委託）が可能です。

直接投資（自家運用）ができるのであれば、「一銘柄買い（ロング）、あるいは、売り（ショート）」かもしれません。まさに、“Being at the right place at the right time”（しかるべき時に、しかるべき所にいる）の実践ができることとなります。

その場合、「分散投資」などは愚の骨頂、この上なく「非合理的」な資産運用法となります。しかし、幸か不幸か、現実世界では、我々にはそこまでの「将来を見通す能力」を持ち合わせていないことは明らかです。なにしろ、この世に現出する事象は、無数にあるはずの実現可能性の組合せの中のたった一組だからです。投資・運用に影響する事象だけの範囲に限定したとしても、構図は同じでしょう。

従って、自分のお金の場合であればともかく、従業員のための退職給付原資である企業年金の資産運用・管理に責任を持つ担当者（以下、担当者）は、年金資産の運用で「一点買い」ができる（許される）完全

な「将来を見通す能力」は、この世に存在しない（これは自分たちだけではなく、運用委託先のアセットマネジャーにも当てはまります）と考えておくことが賢明になります。「先のことは誰にもよくわからない」という謙虚な姿勢です。

このことは過去の人々も十分認識していたのではないのでしょうか。それゆえ、過去の人々はこの問題に対処するため、資産を「分けて投資」という優れた術を編み出したのではないのでしょうか²。過去の人々と悩みを共有する現代の我々は、この先人達の知恵を「分散投資」とリネームして、しっかりと「拝借」しているのです。しかも、ただ「拝借」するのではなく、現代ポートフォリオ理論では、「分散投資は、リターンの振れ（リスク）を小さくすることが、期待するリターンを損ねることなくできる」³との現代的解釈まで与えて強力に後押しをします。

そして、この主張は幅広い支持を集め、「分散投資」という考えは、何も確かなものはないとされる投資・運用の世界におけ

る輝ける唯一の「フリーランチ (Free Lunch)」としての理論だけに止まらず、担当者などの実務においても、基本中の基本とされてきた（いる）ことは周知のとおりです。

あの有名な、「卵は一つのカゴに盛るな」 (“Don't put all your eggs in one basket.”) ⁴です。さらに、分散投資は米国の「ERISA 法（従業員退職所得保障法）」⁴、その後継の「Uniform Prudent Investor Act（統一ブルーデント・インベスター法）」⁵、日本の改正後「DB ガイドライン」などにおいても、投資・運用における基本的な義務として採用されています。このことは法規制が、投資・運用実務における分散投資の実践を「追認」するだけに止まらず、「促進」もするということを意味します。すなわち、分散投資の概念は、このように法規制と相互補強関係を築くまでに、「デファクトスタンダード」（事実上の標準）として年金資産の運用だけでなく、より広く一般的に投資・運用の世界にしっかりと根を下ろしたものとなっている証しと言えます。

2. 世界金融危機で揺らいだ信頼

“It's Happened Before, It Will Happen Again (and No, We Can't Tell You When)”（それは前に起きたし、いつかまた起きるだろう。残念なのはいつ起きるか分からないことだ）。⁶

2007～2008年に発生した「世界金融危機」は、その分散投資の権威に対する挑戦となりました。当時、その雰囲気を感じさせたのが、担当者がよく口にした冗談半分の「なぞなぞ」です。「一番必要な時になくなるものは？」との問いかけに、「分散投資の効果」

と答えるのがお約束の、そして、幾分「トゲのある」ものでした。なお、この「なぞなぞ」は、実際に確かめたところ、欧米の担当者でも使う立派なグローバルなものでした⁷。

この「分散投資」への疑念は、「危機」以前には皆無であったかという、もちろんそうではありません。学界からは、主流の意見とは言えなくとも、広い意味で分散投資に関する問題点の指摘がありました⁸。

また、いつの時代でもその時の状況に応

じて、分散投資あるいは資産配分のあり方を考えていた実務担当者も、その実務経験から感じるころはあったようです。しかし、日本の企業年金を含む運用者・投資家の一般的な関心は、そのことよりも、高度に分散した運用を実践していると考えられていた欧米の企業年金を含む運用者・投資家の「やり方」をどう取り入れるか(How to)という「キャッチアップ」の方に向かっていたように思います。従って、「世界金融危機」が発生した当時、その目指すべき「手本」である欧米のリターンの落ち込みが、分散運用で「周回遅れ」だと考えていた自分たちよりも大きいという現実を目の当た

りにしたことは、大変ショッキングなことでした。一方で、欧米の企業年金を含む運用者・投資家にしていても、大きな市場変動にも耐性のある(はずの)「高度」に分散した運用ポートフォリオを構築しているとの自負があっただけに、リターンの落ち込みの深さへの落胆は相当大的なものであったことは事実です。しかし、本当にショッキングであったのは、リターンの「落ち込みの深さ」という「量」の面ではなく、リターンの「振舞い」という「質」の面です。分散投資が、まるで「知らない顔」を見せたということなのです。

3. 分散投資の見直しのキッカケ

「世界金融危機」当時の日本では、米国や欧州などの海外に比べてクレジット物への投資が進まず、結果的にソブリン物(各国政府や政府機関が発行する債券)を多く保有し、しかもポートフォリオにおける債券比率も高い状態でした。そして当時は、一般的な日本の投資家は、積極的に分散投資、資産配分、リスク・マネジメントに取り組んだことで、このような資産構成を選択していた訳ではなかったと記憶しています。「周回遅れ」と前述した理由です。

しかし、ご承知のとおりこの時は、結果的に他資産に比べダメージの少なかったのが、たまたまソブリン物であったという幸運に救われました。この時のあまりにも大きな期待外れ、あるいは「ケガの功名」(あくまで相対的な範囲ですが)の結果となったことの「衝撃」、「ほろ苦さ」、「心地悪さ」が克服したはずの(欧州)、または、第一優先順位事項ではなかった(日本)の分散投

資あるいは資産配分の問題点への再挑戦、正面からの取組みの必要性を痛感させ、今までにない広がりを持続性を持つことになる「キッカケ」となったことは間違いありません。

異なる資産クラス・投資戦略は、相関係数が通常「1」より小さいと考えられるため、それらを組合せたポートフォリオのリスク(標準偏差)は、組合せを構成する各要素が持つリスクの単純な加重平均よりも引下げることが可能となる理屈にはなりません。但し、実務上は異なる資産クラス・投資戦略を「やみくもに」という訳ではなく、要求するリターンも加味して、見つけ得る限りできるだけ相関の低いものを「選別する」ことで、分散投資の効果を追求することになります⁹。異なる資産クラス・投資戦略を単に寄せ集めることよりもハードルが高くなります。

4. 分散投資の効果

世界中の運用者・投資家が求めてやまない「分散投資」の効果ですが、それを得ることが予想外に難しいということを示す、次のような機関投資家のポートフォリオ例が、度々取上げられています。

「①株式市場の高いボラティリティを避ける目的で株式への配分を下げた。②その代わりに株式との相関が低い（または、同時に相互の相関も低い、複数の）資産クラス・投資戦略を採用した。③株式市場の下落の悪影響の削減を図ったポートフォリオであったが、株式市場の下落に際し、思いもよらない大きなマイナスを被った。」

このケースの「オチ」は、このポートフォリオの「リスク配分」（資産配分ではないことに要注意）が、意に反し（機関投資家に多いと言われる）「株式リスク」に集中しており、結果的に株式市場の浮沈と「運命共同体」の「ワンベット」ポートフォリオであった、ことです。このように、推奨される標準手続きを踏んだにも関わらず、ポートフォリオの見た目（資産配分）と実質（リスク配分）の意図せざる乖離が生じることは、「分散投資」の効果を楽しむことがいかに難しいかを示すものであると考えます。

現在進行形の「分散投資」とそれを実践する資産配分を巡る議論では、事を難しくしているのは、「分散投資」を実現する従来の「やり方」に原因があるとする主張が主流となっていることには納得感があります。

そして、従来の「やり方」を克服すべく、様々な手法が提案されていることはご承知のとおりです。本稿では、その中から、①実践のための推定作業、②①の無限定一律適用、③複数のアセットマネジャー採用、の3点を取り上げ、次号以降で順次解説をしていきたいと思います。

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：日本経済新聞（2018年12月15日）「読書3」、「ハーバードのファイナンスの授業」ミヒル・A・デサイ著、岩瀬大輔 解説、関 美和 翻訳、の紹介文より。

注2：代表例として有名なのは、ユダヤ民族の法典である「タルムード」が出典とされる「資産三分法」でしょう。

注3：同じことですが「同じリスクで最大のリターンを」、「同じリターンを最小のリスクで」とも言われます。

注4：1974年に制定。その§404(a)(1)(C)に、制度資産を分散して投資する義務を規定。

注5：1992年制定。第3条に「分散投資義務」を規定。

注6：AQR Alternative Thinking 3Q18, "It Was the Worst of Times : Diversification During a Century of Drawdowns" P3 title

注7：この「なぞなぞ」はあまりにも良くできているためか、今でも分散効果を扱う論文では用いられます。

注8：正確には「分散投資の効果を獲得するための方法に関する問題点の指摘」と言うべきでしょう。

注9：当然のこと「無相関」や「逆相関」を示す資産クラス・投資戦略を見つけることができれば理想的です。

<コラム> アドリブ経済時評

「なんとも便利、なんとも怖い」

最近、かつてと比べてコンピュータの性能が飛躍的に上がっている。

ますます扱える容量が大きくなり、通信や解析のスピードが早くなって、解析力・認識力が増してAIが活躍し始めていて賢くなり、生活の身近なところでもそれを感じる。

筆者の好きな音楽も、まず、月に1,000円くらい支払えば、数千万枚のCDが聴き放題というサービスがAmazonやAppleで受けられるようになった。持っていたCDはほぼ不要となった。また、スマホのアプリには、曲を聴かせると曲名を返してくれるものがある。

スマホに蓄えた写真は、「赤ん坊」とか「花」、「犬」などと指定すれば検索して出てくる。

日本語で話しかけたら、外国語に訳してしゃべるアプリができ、観光業者などに使われた。文章の翻訳もかなりできるようになってきた。

さらに、グーグルの位置情報はロケーション履歴をつくっている。携帯をPCと繋いでおけば、携帯を無くしたときに直前までの位置を追跡できる。自分の行動も証明できる。

人間の顔認識プログラムができて、空港では高速かつ高精度で判別を行うことができるようになり、通関では犯罪者が捕まるようになってきた。良いことである。

一方では、マイナンバー制度ができて、顔の登録も進んでいる。

この制度を基に、個々人の医療用データに繋がれば、様々な専門病院をつないで正確な診断も期待できる。また、日々の買い物、銀行・証券取引ともつながってくると、個人の家計簿なども自動的に作成可能になるのだろう。個人の生活がまるごとわかる。

しかしそうすると、「いや待てよ」ということにもなってくる。

個人の健康から資産、消費の内容、ロケーション履歴は、確かに自分にも便利であるが、商売につなげる人や警察、国家、いや犯罪者にとっても、すこぶる便利かもしれない。

さて、通信では速度が100倍になるという夢の5G（3Gから現在の4Gの変化度は10倍だった）は、来年、2020年に商用開始になって、生活は大幅に変わりそうだ。

微小な遅延もない通信は、自動運転、遠隔手術などを可能にする。また、同時接続数が圧倒的に増えるので、IoT（Internet Of Things、あらゆるものセンサー接続）を可能にする。

この5Gは、生活をまるごとネット化すると言われていて、生活がさらに大きく変わる可能性がある。

したがって、それを抑えるものが色んな意味でリーダーの地位を確立できるということで、国家間も競争が本格化しようとしている。この準備が一番できているのは、なんとHuaweiを中心とした中国であり、遅れた米国が焦って、いろいろ仕掛けているというのが本当の「米中戦争」だと言われている。

清く正しく生きている人間は平気だという人もいるかもしれない。しかし、何かに支配されるという恐怖感からは逃れられないかもしれないと思うこの頃である。

2019年1月28日

元青山学院大学教授・経済学博士 岩井 千尋

- 本資料は、お客様に対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における見解等であり、経済環境の変化や相場変動、年金制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがあります。また、記載されている推計計算の結果等につきましては、前提条件の設定方法によりその結果等が異なる場合がありますので、充分ご留意ください。
- 本資料は、当社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、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。