

# 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7月号

## 《目次》

### 《定年延長に関する調査結果》

人事・退職給付一体サーベイ(シニア活用編)の分析結果

年金コンサルティング部 リサーチグループ 藤井 勝 … 1

### 《コーポレート・ガバナンスコードと企業年金》

東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書 2019

年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野 正徳 … 6

### 《会計基準の差異が与える影響 その4》

費用の分解表示と自己資本への影響

年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野 正徳 … 12

### 《分散投資の再考 その5》

政策資産配分 ver. 02

年金運用部 顧問 大輪 秋彦 … 17

### 《アドリブ経済時評》

機械が(コンピューター連動の)目を持った

元青山学院大学教授・経済学博士 岩井 千尋 … 23

## 《定年延長に関する調査結果》

### 人事・退職給付一体サーベイ(シニア活用編)の分析結果

年金コンサルティング部 リサーチグループ 藤井 勝

この度、弊社は三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング（以下「MURC」）と協働で、「人事・退職給付一体サーベイ(シニア活用編)」(以下、「アンケート調査」)(参加企業 354 社)を実施いたしました。

その結果、約半数の企業で定年延長の検討を開始しているものの、そのうちほとんどが実施時期未定であることが分かりました。特に従業員規模が大きい企業および製造業で、積極的に定年延長を検討している傾向も示されました。本稿では、定年延長の取組みを中心に調査結果の概要をご紹介します。

#### 1. 調査実施の主旨

少子高齢化に伴う労働人口減少を背景とした政府主導での高齢者雇用促進（働き方改革、公務員の定年延長等）の流れが加速する中、定年延長を含むシニア人材の活用策は企業にとって極めて優先度の高い施策と言えます。

シニア活用策の実施にあたっては、再雇用制度等の人事制度のみならず、従業員の老後の所得確保を担う退職給付制度の見直

しが必要なケースが多く見受けられます。

本アンケート調査結果は、各企業のシニア活用策の現在の取組み状況を収集した結果に基づき、人事制度・退職給付制度全体を俯瞰した分析を実施し、詳細レポートとして取り纏めたものです。

本稿では、定年延長の取組みを中心に、調査結果の概要をご紹介します。

#### ＜アンケート調査概要＞

- 実施時期：2019 年 1 月 7 日～2 月 28 日
- 対象企業：弊社年金業務取引先
- 参加企業：354 社
- 方法：Web による回答（設問数：50 問）

- 目的：シニア向け人事制度および退職給付制度の検討に役立つ情報提供
- 内容：シニア人材活用策の取組み状況に関する情報収集

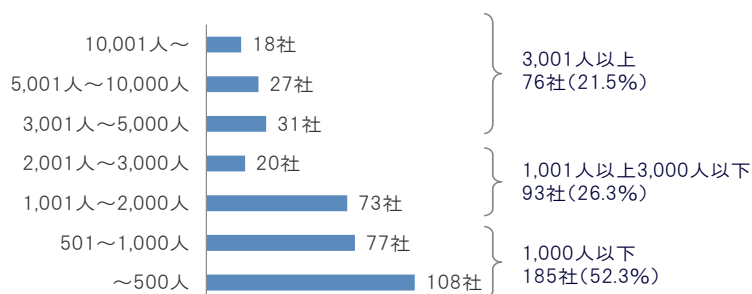
#### 2. アンケート参加企業の概要

今回の参加企業の業種内訳は、非製造業 192 社 (54.2%)、製造業 162 社 (45.8%) です。従業員数では 3,001 人以上が 76 社 (21.5%)、1,001 人以上 3,000 人以下は 93 社 (26.3%)、1,000 人以下は 185 社 (52.3%)

となっています (図表 1)。

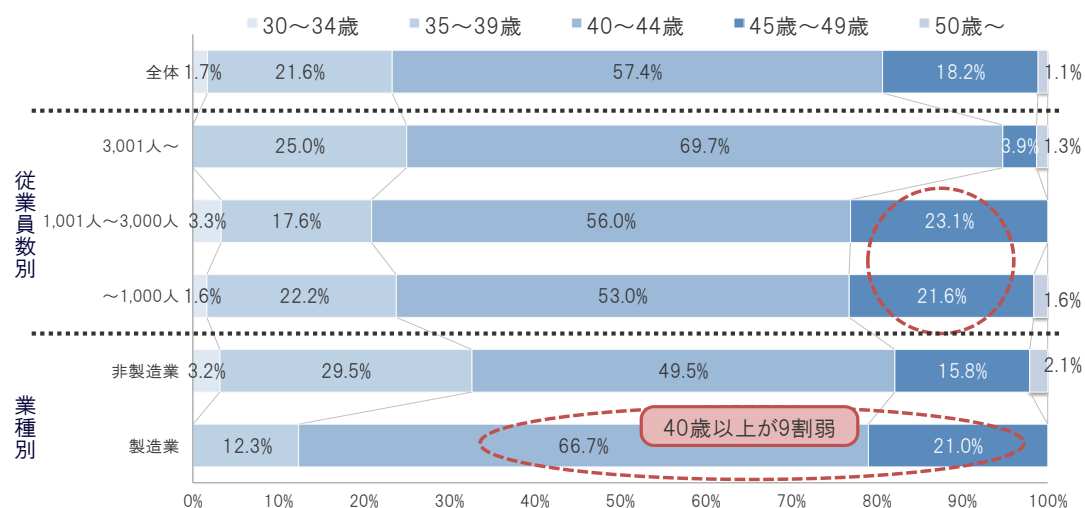
従業員数 3,000 人以下の企業では、40 代後半 (45 歳～49 歳) の割合が高く、業種別では製造業の方が平均年齢が高く、40 歳以上の割合が 9 割弱となっています (図表 2)。

(図表1) 従業員数別のアンケート参加企業数



出所：三菱UFJ信託銀行&MURC「人事・退給一体サーベイ（シニア活用編）」

(図表2) 従業員の平均年齢の割合



出所：三菱UFJ信託銀行&MURC「人事・退給一体サーベイ（シニア活用編）」

### 3. 主な調査結果

#### (1) 定年延長

定年延長は、従業員数が多い企業および非製造業よりは製造業の方が積極的に検討している状況にあります（図表3）。

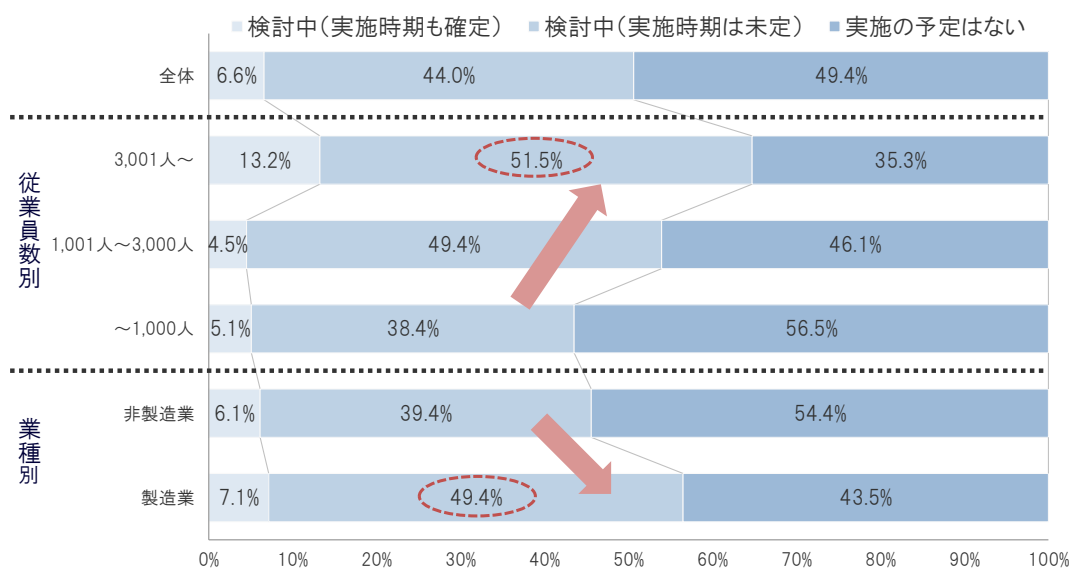
また、約半数の企業で検討を開始しているものの、実施時期まで確定している企業は、全体の1割に満たない状況です。一方で、現時点で実施の予定がないとした企業も半数近く存在します。

定年延長を検討する主な理由は、①プレーヤーの労働力確保（71.6%）、②技術・ノウハウの伝承（58.6%）、③高年齢人材のモ

チベーション低下の抑制（53.3%）ですが、3,001人以上の企業では、この理由が、①72.7%、③61.4%、②58.6%の順番となり、④高度プロフェッショナルの労働力確保（36.4%）が4番目に浮上します。

一方、定年延長を実施しない理由としては、①定年延長を行っている企業はまだ少なく行う必要性がない（41.8%）、②人件費の増加（38.2%）、③組織の不活性化（15.8%）、④若手・中堅人材のモチベーションダウン（13.3%）といった状況です。

(図表 3) 定年延長の検討状況



出所：三菱 UFJ 信託銀行&MURC「人事・退給一体サーベイ（シニア活用編）」

## (2) 人事制度

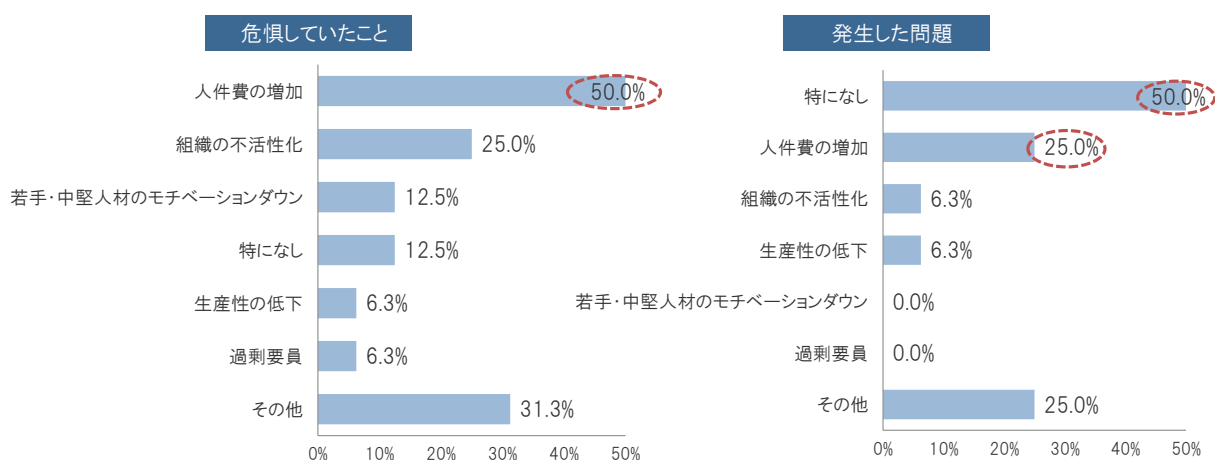
定年延長前に危惧していたことは、「人件費の増加」が 50.0%と最も高い項目でした。定年延長後に発生した問題でも、「人件費の増加」が 25.0%と 2 番目に多い状況でしたが、「特になし」が 50.0%と最も多く、実施前に思っていたよりも、実際には問題が発生しなかったケースが多かったことが分か

ります（図表 4）。

また、定年延長後の人事制度については、「一制度型」の企業が 81.3%を占めており、「一制度型」のうち、年齢による減額の仕組みがある制度は、43.8%でした（図表 5）。

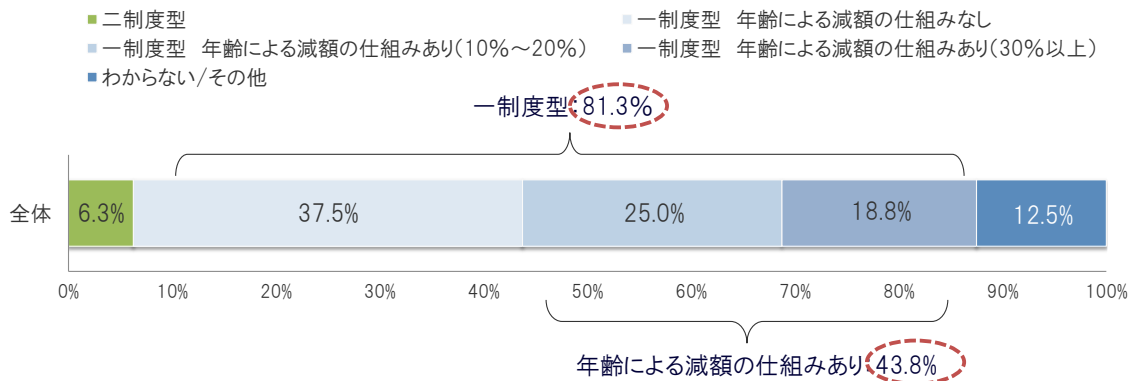
なお、定年延長後の人事制度については、図表 6 のような 4 パターンが考えられます。

(図表 4) 定年延長前に危惧していたことと定年延長後に発生した問題



出所：三菱 UFJ 信託銀行&MURC「人事・退給一体サーベイ（シニア活用編）」

(図表5) 定年延長後の人事制度



出所：三菱UFJ信託銀行&MURC「人事・退給一体サーベイ（シニア活用編）」

(図表6) 定年延長後の人事制度例（4パターン）

1.二制度型	2.一制度型。年齢による給与減額の仕組みあり(例:60歳から)	3.一制度型。年齢による給与減額の仕組みあり(例:50代から)	4.一制度型。年齢による給与減額の仕組みなし
<ul style="list-style-type: none"> <li>60歳超の人事制度(等級制度、評価制度、報酬制度)と60歳より前の人事制度はまったく別のものとする</li> <li>60歳までは「職能資格制度に基づく職能給+賞与」だが、60~65歳は「職務等級制度に基づく職務給+インセンティブ」など</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>シニア世代の人事制度(等級制度、評価制度、報酬制度)は60歳より前の人事制度と原則同一</li> <li>年齢による給与の増減(年齢給などのような年齢が増えると加算されるもの/一定の年齢を迎えると定額・定率で給与低減されるものなど)が60歳からあり</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>シニア世代の人事制度(等級制度、評価制度、報酬制度)は60歳より前の人事制度と原則同一</li> <li>年齢による給与の増減(年齢給などのような年齢が増えると加算されるもの/一定の年齢を迎えると定額・定率で給与低減されるものなど)が、55歳など60歳より前からあり(複数の段階で徐々に通減する場合も含む)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>シニア世代の人事制度(等級制度、評価制度、報酬制度)は60歳より前の人事制度と原則同一</li> <li>年齢による給与の増減なし</li> </ul>

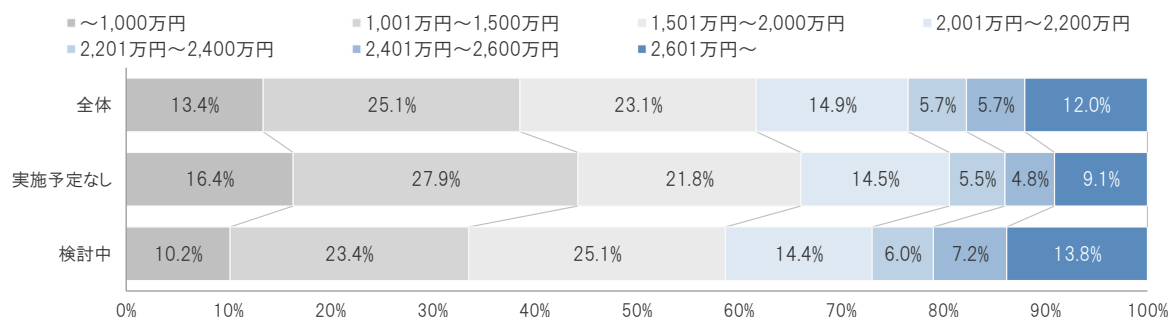
出所：三菱UFJ信託銀行&MURC「人事・退給一体サーベイ（シニア活用編）」

### (3)退職給付制度

定年延長に積極的な企業ほど、定年時の退職給付水準が高い傾向にあり（図表7）、

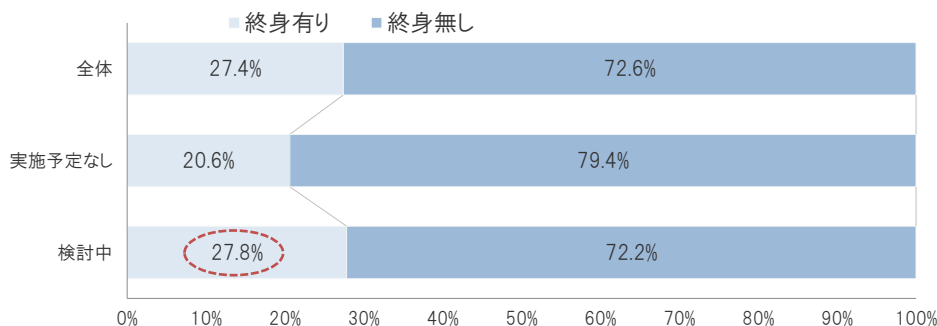
確定給付企業年金で終身年金を採用している傾向にあります（図表8）。

(図表 7) 定年延長検討状況 (定年時の給付水準別)



出所：三菱 UFJ 信託銀行&MURC「人事・退給一体調査結果」より作成

(図表 8) 定年延長検討状況 (確定給付企業年金の支給形態別)



出所：三菱 UFJ 信託銀行&MURC「人事・退給一体調査結果」より作成

#### 4. アンケート調査結果より

政府は成長戦略の一環として、全世代型社会保障への改革を掲げ、70歳までの就業機会の確保を図り、高齢者の希望・特性に応じて多様な選択肢を整えることを目指しています。本稿では、アンケート調査結果の一部をご紹介しますが、定年延長を始めとしたシニア活用策の取組みは、今後、さらに加速していくことが想定されます。

定年延長を実施する場合には、人事制度のみならず、就業期間延伸による退職給付の支払時期の検討など、退職給付制度の見直しが必要となります。定年延長に対する期待効果を発揮させるには、コンセプトの統一、トータルコストのコントロール等の観点から、人事制度と退職給付制度を一体

で検討すること望ましいと言えます。

弊社では、各企業のご要望に応じて、MURCの人事コンサルティングをご紹介しますことができますので、シニア活用策を検討する際には、是非ご相談いただければと思います。今回は、シニア活用をテーマとしたアンケート調査を行いました。弊社では、シニア活用に留まらず、引き続き企業の皆様にとって関心の高いテーマを取り上げ、有益な情報を提供して参りたいと考えています。今後とも、アンケート調査へのご協力をよろしくお願いいたします。

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。

## コーポレート・ガバナンスコードと企業年金

### 東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書 2019

年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野 正徳

東京証券取引所（以下、東証）は、今年 5 月 15 日に「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書（以下、CG 白書）2019」を公表しました。今回の CG 白書では、コーポレート・ガバナンスコードで新たに追加された原則 2-6「企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮」についての各会社の取組状況等がまとめられています。

具体的には、原則 2-6 の実施会社の比率は 95% で、機能発揮に向けた取組に関して「人材」「専門性」「委員会」などのキーワードを言及する会社が多く見られました。また、投資家や株主の ESG に対する関心の高まりを受け、ESG を含めた非財務状況の開示が広がりつつあります。本稿では、その概要について報告します。

#### 1. CGコード「原則 2-6」とは

CG 白書は、2007 年以降隔年で発行されており、東証上場会社のコーポレート・ガバナンスの現状について、総合的に分析した結果をまとめたものです。7 回目として発行された今回の CG 白書では、2018 年に改訂されたコーポレート・ガバナンスコー

ド（以下、CG コード）で変更・新設された原則に関する対応状況が掲載されています。

本誌 2018 年 6 月号で解説しましたが、2018 年に改訂された CG コードでは、「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」が新設されました（図表 1）。

（図表 1）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を踏まえ、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るよう、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）東京証券取引所「コーポレート・ガバナンスコード」より筆者作成

以下では、CG 白書における原則 2-6 に関する分析内容とともに、コーポレート・ガバナンスコードで企業年金が取り上げられた意義について説明します。

CG コードでは、コーポレート・ガバナンスを「会社が、株主をはじめ顧客・従業員・

地域社会等の立場を踏まえたうえで、透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行う仕組み」と定義されています。CG コードは上場会社はそのコーポレート・ガバナンスを実践する際の原則を示したものです。CG コードは株主との関係が中心ですが、株主



以外のステークホルダーとの関係も重視され、2018 年の改訂では原則 2-6 が新設されました。

企業年金では、その資産運用の結果が加入者の老後所得に重大な影響を及ぼすだけでなく、制度の運営主体である母体企業の財政状態、ひいては株主持分の増減にも直結します。さらに、通常は資産運用を外部に委託するため間接的ではありますが、年金資産の保有株式の株主として議決権行使や（株式）発行企業との対話が期待される立場でもあります。

こうしたことを背景に、CG コード原則 2-6 では上場会社に適切な制度運営を求め

ると同時に、その状況を開示するよう求めています。原則 2-6 の要請に関わらず、制度運営は適切に行われなければなりません。原則 2-6 では実施・不実施の別や実施している場合に実施内容を開示することが要求されます。他の原則と同様に、取組み内容が外部の第三者から評価される対象となった点に留意すべきです。ESG 投資等でガバナンスは非財務情報として企業評価の重要な視点となってきているだけに、企業年金の制度運営を適切に行ううえで、その状況を正確に伝えていくことが求められています。

## 2. 「原則 2-6」の実施比率は 95%

CG 白書によると、原則 2-6 を実施していると回答した上場会社は、コードへの対応

を開示した会社 2,621 社中で 2,493 社であり、実施割合は 95.1% です（図表 2）。

（図表 2）原則 2-6 の業種別実施状況

（単位：社、%）

業種	実施社数	不実施会社数	実施比率	業種	実施社数	不実施会社数	実施比率
水産・農林業	7	0	100.0	精密機器	35	1	97.2
鉱業	6	0	100.0	その他製品	68	5	93.2
建設業	118	3	97.5	電気・ガス業	24	0	100.0
食料品	98	6	94.2	陸運業	51	1	98.1
繊維製品	52	0	100.0	海運業	10	2	83.3
パルプ・紙	17	0	100.0	空運業	5	0	100.0
化学	167	13	92.8	倉庫・運輸関連業	34	1	97.1
医薬品	41	0	100.0	情報・通信業	222	11	95.3
石油・石炭製品	12	0	100.0	卸売業	207	18	92.0
ゴム製品	16	1	94.1	小売業	232	8	96.7
ガラス・土石製品	43	2	95.6	銀行業	80	3	96.4
鉄鋼	35	4	89.7	証券・商品先物取引業	25	0	100.0
非鉄金属	31	2	93.9	保険業	9	0	100.0
金属製品	60	4	93.8	その他金融業	30	0	100.0
機械	164	19	89.6	不動産業	83	4	95.4
電気機器	189	9	95.5	サービス業	248	6	97.6
輸送用機器	74	5	93.7	合計	2,493	128	95.1

（出所）東京証券取引所「コーポレート・ガバナンス白書 2019」より筆者作成



また、CG 白書では記載内容を、①確定給付企業年金導入会社、②確定拠出年金導入会社、③年金制度がない会社に分類して分析していますが、③の年金制度がない会社は原則 2-6 を実施している会社として集計されています。つまり、不実施会社は、企業年金を実施しながら原則 2-6 は実施していないと表明していることとなります。不実施理由については、そのすべてを分析したわけではありませんが、大別すると、①人材の配置や登用などで現状では十分な対応ができていない、②委託資産のすべてが生命保険の一般勘定である、③確定拠出年金を実施しており直接資産運用に関与していない、等となっていました。

人材の配置・登用に関しては、原則 2-6 が新設された当初から各方面で懸念されていたことで、社内の限られた人材では企業年金に人員を割けないという事情もあると思われます。もっとも、人材の配置や登用は今後の課題としながら、原則 2-6 を実施しているとした会社もあります。また、不実施とした会社についても課題が浮上したことで、今後は体制を整備し実施に向かう会社が増加することが期待されます。

資産のすべてが一般勘定の場合は、運用の専門性を高める必要性が高くないため、確かにアセットオーナーとしての機能は限定されるかもしれませんが、しかし、委託先の生命保険会社のスチュワードシップ活動や投資先企業との対話についてモニタリングを行うことも、そうしたモニタリング結果の状況次第で資産の一部または全部を他の運用機関へ移管することは可能です。従って、一般勘定 100%であることが必ずしも原則 2-6 を実施しない理由とは言えず、原

則 2-6 の趣旨からは、一般勘定 100%であってもそうしたモニタリング活動を実施し、原則 2-6 を実施することが求められると言えるのではないのでしょうか。また、アセットオーナーとしての機能が限定されるという点では総合型基金も類似する点があると考えられますが、加入事業所としてモニタリングを行ったり、代議員の派遣を通じて運用委員会での審議に参加したりする等で実施と表明している会社もあります。

さらに、確定拠出年金に関しては、CG コード改訂のパブリックコメントへの回答の中で、「企業年金は、基本的には、基金型・規約型の確定給付企業年金及び厚生年金基金を想定します。(中略) 確定拠出年金についても、運用が従業員の資産形成に影響を与えることは確定給付企業年金と同様であるため、(中略) 運用機関・運用商品の選定や従業員に対する資産運用に関する投資教育の実施などの場面で、企業において適切な取組みがなされることが期待されるものと考えます」と明記されました。実際、こうした意図を汲んで、確定拠出年金実施企業で原則 2-6 を実施しているとした企業もあります。

このように考えると、不実施とした会社でも実質的には実施していると言える会社もあると思われます。改訂初年度であり、東証や金融庁が求めることと会社の認識のズレがあったのかもしれませんが。加えて「適切な資質を持った人材」の判定基準が各社でばらつきがあった可能性もあります。各社の実施状況や開示内容が明らかになった今年度以降、実施会社は増加していくのではないかと思います。

### 3. キーワードで見る記載内容

CG 白書では、開示内容に記載されている言葉を「キーワード」として集計しており、その結果は図表3のとおりです。基本的に、企業年金を実施している会社を対象となりますから、確定給付企業年金か確定拠出年

金、厚生年金基金のいずれかを実施しているはずですが、実施している年金制度について言及している割合は20%程度とさほど多くはありません。

(図表3) アセットオーナーの機能発揮に関するキーワード

(単位：社、%)

		社数	該当比率
原則2-6を実施している会社		2,493	100.0%
● 年金形態に関するもの	確定給付	594	23.8%
	規約型	138	5.5%
	確定拠出(401k)	517	20.7%
● 取組みに関するもの	人材	657	26.4%
	専門(専門性・専門家等)	576	23.1%
	委員会(資産運用委員会)	564	21.5%
	経理・財務	545	21.9%
● その他	コンサルタント	72	2.9%
	モニタリング	836	33.5%
	スチュワードシップ	297	11.9%

(出所) 東京証券取引所「コーポレート・ガバナンス白書2019」より筆者作成

制度運営の取組みに関する言葉として多かったのは、「人材」、「専門(専門性・専門家等)」、「委員会(資産運用委員会)」、「経理・財務」で、使われた頻度はいずれも20%程度でした。「人材の登用・配置」や「専門性」という言葉は原則2-6に記載されており、その対応について記載した会社が多かったと言えます。また、「資産運用委員会」は、年金資産規模100億円以上の確定給付企業年金で設置が義務付けられていること、また、年金制度は複数部署に跨って運営され、資産運用に関して「財務・経理部門」が関与することが多いという実態が反映されているようです。

一方、「スチュワードシップ活動」は原則2-6にも記載され、金融庁や東証も当該活動

の盛り上がりを期待しているようですが、CG 白書では企業年金基金はスチュワードシップの受入れには消極的だとし、その最大の理由として専門人材の不足を指摘しています。専門人材の確保という観点では、コンサルタントの利用等外部の人材活用も1つの対応策と考えられます。CG 白書では「コンサルタント」もキーワードとして集計していますが、記載した会社はわずか2.9%にとどまっています。実際にはもっと多くの会社が外部コンサルタントを利用していると考えられますが、報告書への記載例は必ずしも多くありません<sup>注1</sup>。

もともと企業年金の運営は、数理計算や資産運用など主要業務の多くを外部の専門機関に委託しています。制度運営に際して

も専門的知識を要する部分が多いため、適切かつ効率的に制度を運営するために外部の協力やアドバイスを仰ぐことが必要な場面もあります。より良い制度運営を行うことができるのであれば、外部の専門家を利

用することも優れたガバナンスとなります。

また、外部の専門家の活用が効果を上げていると判断すれば、報告書にもその旨を記載することが望ましいと言えます。CG コードの開示例は、図表 4 のとおりです。

(図表 4) コーポレート・ガバナンスコードの各原則の開示例等

【コーポレートガバナンス・コードの各原則を実施しない理由(例)】

当社は、規約型の確定給付企業年金を導入しており、当該積立金の管理及び運用は、年金信託として複数の運用機関に委託しており、運用機関に運用を一任することにより、企業年金の受益者と当社との間に利益相反が生じないようにしております。なお、総務担当者が運用機関より定期的に運用実績等をモニタリングしておりますが、アセットオーナーとして期待される適切な資質を持った人材の確保は今後検討いたします。

当社は従業員の退職給付に充てるため、確定給付企業年金制度及び確定拠出年金制度を併用しています。確定給付企業年金の管理及び運用に関しては、すべて一般勘定で運用を委託しております。運用にあたる適切な運用にあたる適切な資質を持った人材の登用・配置は行っておりませんが、外部機関による運用実績を適切にモニタリングすべく、人事総務・経理部署が業務を担当しております。

当社は、従業員の福利厚生の一環として、確定拠出年金制度を導入しており、当社はアセットオーナーとして企業年金の積立等の運用に関与しておりませんが、従業員に対して資産運用に関する教育研修等について、継続的に実施することを検討してまいります。

【コーポレートガバナンス・コードの各原則に基づく開示(例)】

当社の年金担当者は、資産運用に関する専門的知識までは有していませんが、財務及び会計に相当程度の知見を有している人事部門のスタッフを配置しており、定期的に運用に関する研修等を受講させるなどして、担当者の企業年金に関する専門性を高められるよう努めております。

当社は確定拠出年金を実施しており、確定拠出年金に関わる継続教育の一環として、各商品の月々の運用実績と社内報の配布を実施しているほか、確定拠出年金サポートサイトにて教育メニューを用意しております。

当社の退職給付制度は、「非積立型の退職一時金制度」と「確定拠出年金制度」で構成されているため、企業年金の積立金の運用はなく、財政状態への影響もありません

当社は、〇〇企業年金基金に加入しており、同基金を通じて企業年金の積立金の運用を行っております。加入企業として、企業年金の運用が従業員の安定的な資産形成や当社の財政状態に影響を与えることを十分に認識し、人材の配置を含めて適切な体制の下での企業年金の運用が行われるようモニタリングしております。

【コーポレートガバナンス白書で紹介された事例】

当社の企業年金制度として国内の確定給付企業年金制度の運営を担う〇企業年金基金(以下、基金)は基金加入者・受給者の受給権の保全及び母体企業の掛金負担の安定を図ること等を目的に定められた運用基本方針(以下、方針等)に則り資産運用を行っています。

基金における資産運用について、当社は、財務部長の指名により専門知識・資質を有した人材を当社より派遣し、運用執行理事として業務に従事させるとともに、基金にて外部アドバイザーを採用し専門性を補完することにより、健全かつ適切な運用体制の実現に努めています。

なお、資産運用に係る意思決定は、方針等にもとづき、基金の受益者たる当社従業員等を含めたメンバーで構成される資産運用委員会の承認を経て最終的に理事会で決定することで、基金と当社の間で生じ得る利益相反を適切に管理しています。また、運用機関に対しては運用開始時に運用方針を定めた書面を交付し、その遵守状況等について定期的に確認・評価を行っています。

(出所) 東京証券取引所「コーポレート・ガバナンス白書 2019」および各会社コーポレート・ガバナンス報告書より筆者作成

#### 4. 「原則 2-6」が求めること

前述のとおり、原則 2-6 の新設により企業年金の運営が経営課題となり、その状況の開示が求められるということは、企業年金への取組み自体が企業評価の 1 つの要因になることを意味しています。このことは、2000 年の退職給付会計の導入時に匹敵する大きな影響であると考えます。

退職給付会計は、給付のために資金を調達し運用する企業年金（退職給付）を一種の金融活動と捉え、それを母体企業の財政に「連結」したと言えます。その結果、退職給付の積立状態や収支が母体企業に直接影響を及ぼすようになり、退職給付が企業評価の 1 つの要素として組み込まれるようになりました。

これに対して、原則 2-6 は、退職給付会計が財政状態や企業収益にもたらした結果がどのような考え方や運営体制によるものかを開示するものです。会計数値が「定量評価」の対象となったのに対して、その数値をもたらした制度運営の体制や考え方（ガバナンス）は、「定性評価」の対象となります。企業年金の運用においては、定量評価だけでなく定性評価が重要であるというのは良く知られるところですが、企業年金が適切に運営されていることは非財務情報としての判断材料である一方で、確定給付企業年金を実施している場合には退職給

付費用の圧縮や安定化など財務面でのパフォーマンスに影響を及ぼす可能性のある事項として評価対象になると考えられます。

原則 2-6 はアセットオーナーとしての機能発揮を求めたものであり、専ら資産サイド、すなわち資産運用に焦点が当てられていますが、企業年金における資産運用の目的は給付を賄うのに必要な資産を効率的に確保することであり、積立目標となる債務や積立計画（掛金の拠出）と一緒に検討していく必要があります。また、労働に対する対価あるいは従業員の老後の所得保障として十分な水準であるかなど、給付水準や内容など制度に関する検討も十分に行っていく必要があります。アセットオーナーとしての機能発揮はもちろんですが、年金ガバナンスを十分に機能させることが重要となります。

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。

注 1: あずさ監査法人が連結従業員数 300 名以上の上場会社を対象に実施した「年金運用ガバナンスに関する実態調査 2018」では、外部専門家の利用は 40%程度の企業で行われているという結果が出ています。また、弊社での年金 ALM 等の受託実績から見ても CG 白書のキーワードで表示される社数は実際の利用者数に比べて少ないと思われます。

<参考資料>

・「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書 2019」

(<https://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000003zc0h-att/nlsgeu000003zc32.pdf>)



## 会計基準の差異が与える影響 その 4

### 費用の分解表示と自己資本への影響

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、会計基準の差異について、実際に会計数値を用いて、退職給付費用がどの程度異なるか、長期のシミュレーションを行いました。

今月号でも引き続き、シミュレーション結果を用いて、費用の分解表示の影響や会計基準の違いが貸借対照表（自己資本）にどのように反映されるかについて検証します。米国基準や IFRS では、費用の分解表示が行われており、段階別利益の算出結果が日本基準とは異なります。また、再測定のリサイクリングを行わない（ノンリサイクリング）IFRS とリサイクリングを行う日本基準および米国基準では、税引前利益、ひいては当期純利益の水準に差が生じます。ただし、リサイクリングは、自己資本の中でその他の包括利益を利益剰余金に組み替える作業であるため、自己資本の金額はいずれの基準でも同額となります。

#### 1. 分解表示と一括表示

前号では、純損益に反映される退職給付費用の差異について検証しましたが、IFRS や米国基準では費用の分解表示が行われていますが、日本基準では分解表示が行われないことから、会計数値に差異が生じます。

具体的には IFRS や米国基準では、費用要素を営業費用（製造原価及び一般管理費）と営業外損益とに分けて計上するため、日本基準とは、営業利益の水準が異なります。

費用が、営業費用で計上されても営業外費用で計上されても最終的な利益の額（当期純利益）は変わりませんが、費用をどこで表示するかに意味があることも事実です。会計基準で段階別の利益表示を行うことを求めていること自体、それを示していると言えます。

会計情報の受け手は事業活動の直接的な成果として獲得した利益と、財務活動あるいは一過性の要因で獲得した利益とでは「利益の質」や「再現性」が異なると考え

ます。結果的に、営業利益に計上された利益と営業外の利益あるいは特別利益とで異なる評価がなされることとなります。

米国基準は 2017 年に基準が改正され、勤務費用は人件費として負担すべきであるとして営業費用に計上し、これ以外の利息費用、期待運用収益および数理計算上の差異の費用処理額、さらに過去勤務費用も営業外損益（財務収益または費用）として計上します。当期の労働の対価として計上すべきコストと財務活動に相当するファンドマネジメントのコスト等を明確に分けていると考えられます。

IFRS は、必ずしも分解表示を強制しているわけではなく、費用要素の表示箇所は報告企業の判断に任されています。IFRS を任意適用している日本企業の場合は勤務費用を営業費用とし、純利息費用（利息費用および利息収益）は財務費用としている企業が少なくないようです。

日本基準は、各費用要素を合計した額を退職給付費用として営業費用に計上します。あくまで企業が負担すべきトータルコスト（キャッシュアウトフロー）を一括で表示することが求められています。

日本基準のようにトータルコストを表示することに合理性があることも事実ですが、分解表示を行うと制度運営の効率性や適正性等を評価することが可能です。年金を含

めた退職給付のコストは、基本的には給付水準など制度内容で決定されますが、現在の年金資産の積立状況や今後の拠出タイミングさらには運用の効率性が追加的にコストを増減させる要因となります。従業員に与える報酬のコストとファンドマネジメント（給付のための資金調達及び運用）のコストが明確に分離された方が情報としての利用価値は高いと考えられます。

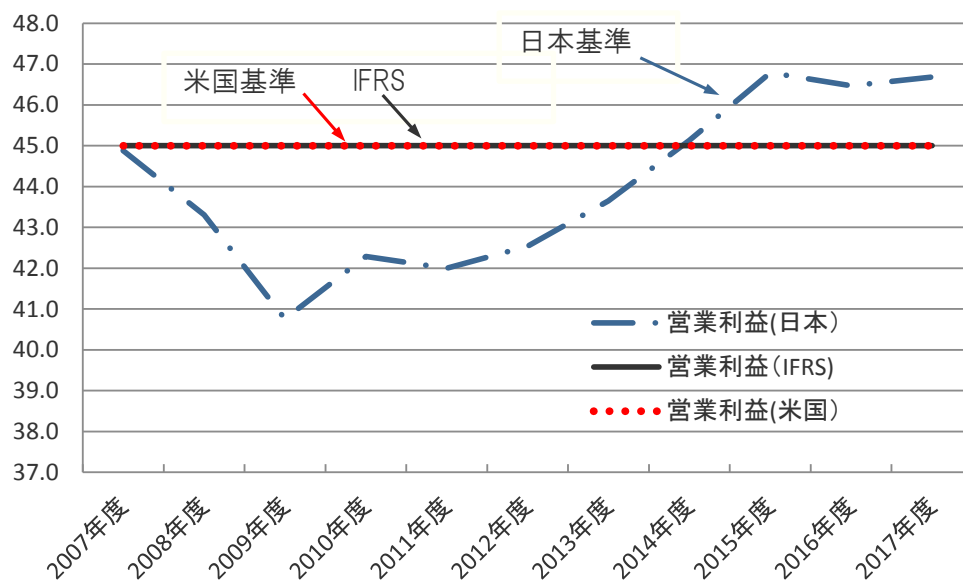
## 2. 営業利益と税引前利益のシミュレーション

図表 1 は、各基準の営業利益の推移です。シミュレーションでは、退職給付費用控除前の営業利益は 50、勤務費用は 5 とし、ともにシミュレーション期間中は横ばいで推移するという前提としました。米国基準および IFRS では営業費用に計上するのは勤務費用だけですから、営業利益は 50 から勤務費用を差し引いた額、つまり、米国基準、IFRS とともに 45（50-5）でシミュレーシ

ョン期間中は横ばいで推移します。

これに対して、日本基準では退職給付費用の全額を差し引いた額が営業利益となります。その結果、シミュレーション期間前半の営業利益は他基準と比べ低水準にとどまり、逆に後半は他基準に比べ大きく表示される結果となり、期間中の変動は相対的に大きくなります。

（図表 1）各基準による営業利益の推移



（注）日本基準で差し引く退職給付費用は本誌 6 月号に掲載したシミュレーション結果とします  
出所：筆者作成

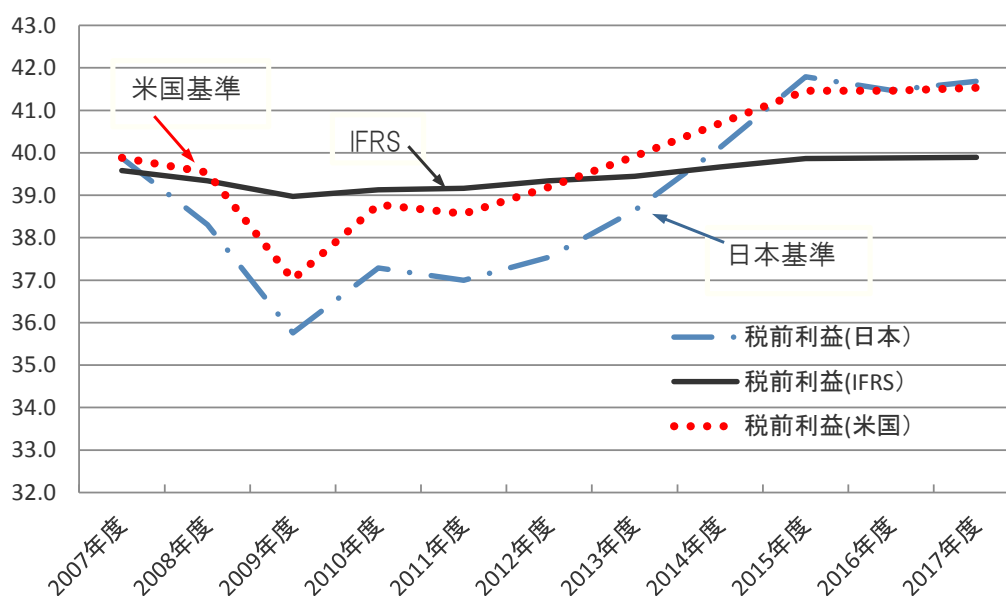
IFRS や米国基準では、その他の費用要素を営業外損益で表示するため、税引前利益の推移もシミュレーションします(図表2)。営業外損益では勤務費用以外の費用要素を除いた営業外費用を毎期▲5としています。従って、日本基準の税引前利益は営業利益より毎期5少ない額となりますが、増減パターンは営業利益と一致します。

IFRS では純利息費用(利息費用-利息収益)が差し引かれますが、純利息費用の変動はごく小幅にとどまるため、安定的に推移します。米国基準は数理計算上の差異の処理により利益は変動しますが、コリドールールの適用により、処理額の変動が抑制され、日本基準ほど利益の変動は大きくあ

りません。

前述した通り、段階別に利益を表示するのは、そうした表示をすることに意味があり、すなわち、営業活動で獲得した利益を営業利益として表示することに意味があると考えているからです。このシミュレーションでは退職給付費用控除前の営業利益は一定であるという前提ですが、日本基準では、営業利益が年金資産の時価変動により大きく変動します。本来であれば、資産運用の成果はそれを本業とする企業を除くと営業損益でなく営業外損益に計上します。年金資産の運用が営業費用に計上されるのは、そうした取扱いとは整合的ではないとも言えます。

(図表2) 税引前利益の推移



出所：筆者作成

なお、IFRS では現在、基本財務諸表の見直しプロジェクトを進めており、その中で段階利益の表示を含めた損益計算書の表示

方法の見直しが検討されています。見直し案では、退職給付費用の純利息費用を財務損益に表示する義務化が検討されており、



実現すれば営業費用に計上されるのは勤務費用のみとなります。

また、日本基準で分解表示が行われると他基準との差異を解消できます。さらに、金融活動の成果によって本業の実態を見えにくくする、いわゆる「ノイズ」を排除することにもつながります。そもそも、日本基準は「営業利益」、「経常利益」、「特別損益」、「当期純利益」と他基準に比べてより厳密に段階別利益の表示を求めています。それだけに、他の会計基準が財務費用と判

断している費用要素について、考え方を整理する必要があるかもしれません。

日本の会計基準は、計上された「その他の包括利益」（以下、OCI）については、その後必ず純損益に反映されるべきとし、数理計算上の差異のリサイクリングについては IFRS の考え方との間に大きな隔たりがあります。しかし、分解表示に関しては譲れない問題ではないように思われます。実際、修正国際基準（J-MIS）では、分解表示を禁じているわけではありません。

### 3. 自己資本の総額は基準による差異はなし

今まで、主に損益計算書における各基準の差異を検証してきました。基準の違いにより計上される費用ひいては利益も異なる結果となりましたが、次に貸借対照表に反映される数値について検証します。

結論から言うと、いずれの基準によっても純資産総額については、差異は生じません。損益計算書（退職給付費用）を通じて利益剰余金に反映される額と OCI に計上される額（数理計算上の差異及び再測定）は異なりますが、その合計額は各基準とも同じになります。

そもそも、貸借対照表に積立状態をそのまま反映するのが「即時認識」であり、いずれの基準もその即時認識を行っています。退職給付債務、年金資産ともに同じ動きをしていれば、貸借対照表の状態は同じになるのが当然です。

具体的には、①期待運用収益と利息収益との差額は退職給付費用の差異となり、純利益の差となります。一方、②数理計算上の差異と再測定の差異は OCI として計上さ

れる額の差異となります。従って、純利益の差異（①）は OCI の差異（②）で相殺されることになり、リサイクリングは OCI を利益剰余金へ振り替える作業ですから、数理計算上の差異を損益計算書に計上しても純資産の総額は変わりません。

実際に各基準による費用の差（＝利益の差）と純資産に計上される数理計算上の差異等の差額を比較したのが図表 3 です。

シミュレーション直近年度のフロー（残高の増減）の状況で確認していますが、費用、OCI の計上額は各基準で異なり、費用の処理額（利益剰余金の減少額）と OCI の増減額の合計は同額となります。

以上のシミュレーション結果から分かるように、退職給付債務および年金資産が同じであっても、適用する会計基準で退職給付費用は異なります。さらに、費用の表示箇所が異なるため、段階別に示される各利益も基準毎に異なります。しかし、自己資本は、表示される箇所は利益剰余金と OCI と異なるものの、総額では同額となります。

(図表 3) 各基準の自己資本の増減

		日本基準	IFRS	米国基準
損益計算書	勤務費用	▲ 5.0	▲ 5.0	▲ 5.0
	利息費用	▲ 0.7	▲ 0.7	▲ 0.7
	期待運用収益	2.2	—	2.2
	利息収益	—	0.6	—
	数理計算上の差異の費用処理額	0.1	—	0.0
	退職給付費用(=利益剰余金の減少)(A)	▲ 3.3	▲ 5.1	▲ 3.5
OCI	数理計算上の差異(B)	2.1	—	2.3
	(当期発生額)	2.3	—	2.3
	(組替処理の額)	▲ 0.1	—	—
	再測定(B)	—	3.9	—
自己資本の増減(A)+(B)		▲ 1.2	▲ 1.2	▲ 1.2

(注) 各基準の費用要素等の数値は、本誌 6 月号を参照

出所：筆者作成

#### 4. さいごに

現在、IFRS を適用する日本の企業は適用予定 25 社を含めても 206 社（2019 年 3 月末現在）と上場企業の 5% 程度に過ぎません。しかし、時価総額では 34%（同）を占めます。また、米国基準の適用企業は IFRS への移行で減少傾向にあり、10 数社にとどまりますが、その中にはトヨタ自動車やソニー、キヤノンなど時価総額の大きい有力企業が含まれています。IFRS や米国基準を適用している企業は、企業規模が大きく、市場でも注目を集める企業が多いと言えます。それだけに、IFRS や米国基準との相違を理解しておくことは重要です。

シミュレーション結果を見る限り、退職給付に関しては同じ事象を捉えても会計数値に大きな違いが発生する可能性があります。したがって、的確な分析がなされ、基準による数

値の差異が正しく企業評価に織り込まれるのであれば問題はありません。現状では、会計基準の差異だけで企業評価が一変する状況は想定しにくいのですが、株価収益率（PER）など単純な株価指標では基準の差異は織り込まれないため、株価等に影響を与えている可能性は否定できません。

本稿でも説明しましたが、基準の差異の背景には各基準設定主体の考え方に差異があり、各基準設定主体が正しいと考えた結果となっています。一方で、会計数値に大きな差異をもたらす可能性のある基準が併存することは望ましくなく、差異の解消に向けて十分な議論がなされることが期待されます。なお、本稿における意見等については筆者の個人的見解であり、所属する組織のものではないことを申し添えます。

## 分散投資の再考 その 5

### 政策資産配分 ver. 02

年金運用部 顧問 大輪 秋彦

本誌 5 月号では MVSK フレームワークを機能させるために、有望な「データ活用手法」を 3 つ取上げ、それらを束ねたポートフォリオ構築法について概観しました。統計量の平均に話が及ぶと、MV アプローチの「一期間モデル」に意識が及ぶとしました。これは、本誌 2 月号で 3 つ取り上げるとした「分散投資とそれを実践する資産配分の改善ポイント」の第 2 のテーマ、「実践のための推定作業（第 1 のテーマ）の無限定一律の適用」に直結します。今月号では、この第 2 のテーマについて解説します。

#### 1. MV アプローチと政策資産配分

～我々は、市場が「リスク・オン」と「リスク・オフ」という二つのレジームの間で振り子のように振れる「ニューノーマル」という世界に生きている、と耳にする機会が多くなった。そのような世界では、多様な資産を用いての分散投資は、平均では上手くいくかもしれないが、それはあたかも頭はオープンに、足は氷でいっぱいのだらいに突っ込んでいっているようなものだ。たとえ体温の平均では問題はなくても生き残るチャンスは低い。<sup>注1</sup>～

ご案内のとおり、MV アプローチではリターンの分布を、たった 1 組の Mean (平均、以下 M) と Variance (分散あるいは標準偏差、以下 V) で表現します。とてもシンプルで分かりやすいものと言えるのかもしれませんが、そして、この時に想定した M と V の値は、十分な期間にわたり有効とされます。従って、その比率である V 一単位当りのリスク (R) も同様となります。

これは、「長い間には、まあ様々なことが起こるだろうが、それとても考慮されており、リターンの分布は同一、心配する必要はない」との、とても安心して使える「お釈迦様の手のひらの上理論」だと言えるでしょう。

そして、このように考えるならば、MV

アプローチは、「一期間モデル」とよく言われますが、むしろ、「期間」や「長短」は、「無差別」あるいは、そのような概念を超越している「一挙トータル丸ごと方式」と割り切る方が、実務的に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）には、スッキリするかもしれません<sup>注2</sup>。

さて、このような MV アプローチを、担当者を含む投資家がどう受け入れてきたのか、そのあたりの事情を整理すると、おおよそ次のようになるでしょう。

(1) 自ら背負う制度の目的を果たすための投資リターン（言うまでもなく担当者の場合には、拠出金とのバランスを考えた上で、の目標となるリターン）の獲得に、最も適した運用ポートフォリオ（資産配分）を構

築するための有効なツール、とみなした。

(2) そして、MVアプローチを支えるM・V値の想定長期性と、自らの背負う制度の持つ長期性の面に親和性があるとし、MVアプローチにより構築したポートフォリオの資産配分を、政策的な資産配分(アセット・ミックス)と考えた。

(3) この熟慮を重ねた成果である「政策資産配分」を、制度の目的を全うするために担当者に課せられた目標リターンと、それを得るために担当者が取ることを認められたリスク水準(リスク・バジェット)・リスク特性を体現しているとして、投資プロセスの中心に据えた。

(4) 上記のように考えた政策資産配分は、大げさに言えば「唯一無二」のものとなるわけで、担当者などの投資家にとって、それは常に不変で維持すべきものとなる。別の言葉で表現するならば、それは「静態的な戦略的資産配分」(以下、SSAA/Static Strategic Asset Allocation)となる(政策資産

配分と戦略的資産配分は同義として使う)。

(5) このような認識下では、意図的か否か、短期的か否かを問わず、政策資産配分からの乖離は、投資プロセスへの重大な脅威・リスクとみなされる。

(6) 従って、思慮深い投資家は、運用ポートフォリオが政策資産配分から乖離することを許さず、リバランスにより政策資産配分を忠実に維持する必要がある、これこそが資産運用・管理の「基本中の基本」と考えられた。

(7) 資産配分の目標厳守は、一貫したリスク特性・望ましいリスク水準の維持(デ・リスク、リ・リスクの繰り返し)という、重要なリスク管理手段の役割を担うとされた。

(8) また、副次的効果として、市場価格の過剰ボラティリティがもたらす収益機会を着実に捉えるという、貴重な収益向上のツールという面も意識された。これは、リバランスが必然的に「逆張り」となるため、その効果を取り込むと考えられたからである。

## 2. 静態的な政策資産配分の前提

上記のような一連の考え方は、長年にわたり担当者などの投資家一般からの支持を集め、運用ポートフォリオの設定・運営上の「心得」となりました<sup>3</sup>。事実、多くの担当者は、自ら学び、また先輩方からも教わったその考え方が、あまりにも理路整然・首尾一貫して体系的なものであるために、疑うことなく仕事をしてきたというのが正直なところでしょう<sup>4</sup>。あの「年金資産運用は、バタバタとやるものではない！」

(Stay the course!)です。

今さらではありますが、畏(おそ)れ多くも、この「政策資産配分を維持・継続す

べし」とのパラダイムが成り立つための前提条件を考えてみると、「その政策資産配分を組んだ当初に想定した資産クラス・投資戦略のMとVが、自らの想定する投資期間にわたり有効」という、ごく当然のことに辿り着きます<sup>5</sup>。

従って、理屈ではこの条件をどう考えるか次第で、進むべき道は二手に分かれてしかるべき、ということになります。

(1) この前提条件を「受け入れる」

この場合、その担当者にとってのベスト・プラクティスは、疑問なしに「静態的

な政策（戦略的）資産配分」(SSAA)です。最たるタブーは、「ポートフォリオのドリフト（漂流）」となります。担当者は「規律に欠ける」、「SSAAの堅持義務違反」とのそしりを免れないでしょう。

(2) この前提条件を「受け入れることができない」、または、そこまでの強い確信はないものの「疑問を感じる」

この場合、その担当者は前例にとらわれず、SSAAに代わる何らかの仕組みを考える必要があることとなります。そして、今回考えたいのは、後者のケースです。

### 3. 担当者の悩み

この後者、(2)の担当者は、市場のストレス時や市場の先行きの不確実性が高まったとされる際、このままの資産配分で良いのか、リスク資産への配分を減らすなどの

デ・リスクを行うべきなのか、などと思いついて悩んできたものと容易に推察されます。

そして、その感性は、次に引用する見解と相通じるものです。

・「近年、世界経済の低迷や市場の混乱による投資家のリスク回避度の高まりを受け、このように資産配分の割合を長期にわたり固定する政策アセット・ミックスに疑問が呈されている。ここ数年の間に、リーマンショックなどの100年に1度といわれる規模の金融混乱が複数回起こっている。環境の変化が激しさを増す中、資産のリスクプレミアムの分布を長期間同一と考えるのは無理があるであろう。<sup>注6</sup>」

・「最適ポートフォリオは、事前の意味で（運用開始前において）、同じ期待リターンであれば、リスクが最も低いポートフォリオと言っているだけで、事後に最も優れた運用成果が得られる保証はない。<sup>注7</sup>」

事実、上の(1)の担当者でさえ、リバランスで政策資産配分を維持するために、奈落の底に沈むかであるような資産クラスにお金を投入し続ける怖さ（正直な気持ちです）

を、長い間には感じることもあるでしょう。

また、この逆の場合について、イェール大学寄贈基金CIOのスウェンセンは次のように言っています。

「上昇相場が続くなかでリバランスを行うことも、間の抜けた戦略にみえてしまう。というのも、投資家は相対的にパフォーマンスのよい資産クラスを常に売却することになるからである。ポートフォリオのリスク特性が、目標に一致していることだけを心の支えに、報われることなく、何年もの時が過ぎてしまうこともある。<sup>注8</sup>」



#### 4. 政策資産配分 ver.02

では、どうすれば良いのでしょうか？  
本稿が推すのは、資産運用を実行する期間、市場には「異質の状態が混在する」との理解を、政策資産配分を決める過程に明確に織込む、ということです。

このことが正に、リターンの分布の推定作業から得た 1 組の  $M$  と  $V$  を、すべての市場の「状態」に適用する、あるいは「無限定に」適用できると考えるという、あたかも「発育する体に服を合わせるのではなく、与えられた服に体を合わせる（あるいは、与えられた服が "fit it all" であると考え）」というような窮屈な発想から自由になり、分散投資本来の狙いを具現する資産配分の実践を目指す「改善の第一歩」、と考えると思います。

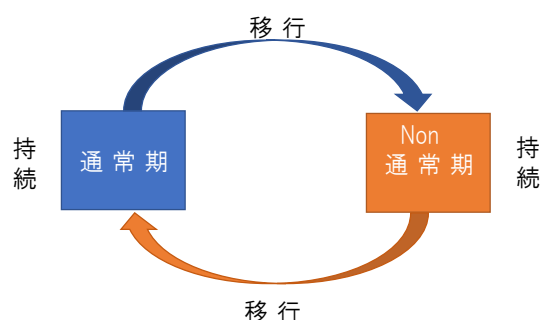
また、このことが、苦勞して構築した固定的政策ポートフォリオを、明らかにその

- (1) 「通常期」：リスク資産が、いわゆる通常の長期の想定に沿うリスク（ボラティリティ）を示していると判断される「状態」。
- (2) 「Non 通常期」：リスク資産が、通常の長期の想定とはかけ離れた高リスクを示していると判断される「状態」。
- (3) 市場は、この (1) と (2) の「状態」間を行き来する。
- (4) 従って、市場の「状態」を (1) であるケース、(1) から (2) へ移行中であるケース、(2) であるケース、(2) から (1) へ移行中であるケースという、4 つのケースに明確に切り分ける。
- (5) (2) は、(1) の境界・まれなケースなどではない。(1) とは別の  $M$  と  $V$  からなる、全く独立したリターンの分布だと考える。つ

構築前提とは異なる想定で、わざわざ what if の「ストレステスト」を行って「疑似・事前体験」するよりも、理屈上のストレスがないと考えられます。

さて、今述べた市場の異質の「状態」ですが、先ずは大まかに、次のような基本構図をイメージしておきます（図表 1）。

(図表 1) 市場の基本的状態のイメージ図



出所：筆者作成

まり、(1) の「窓」からは「離れ値」に見えるリターンは、(2) の中では立派な  $M$  であると考え（2 つの移行ケースも同様）。

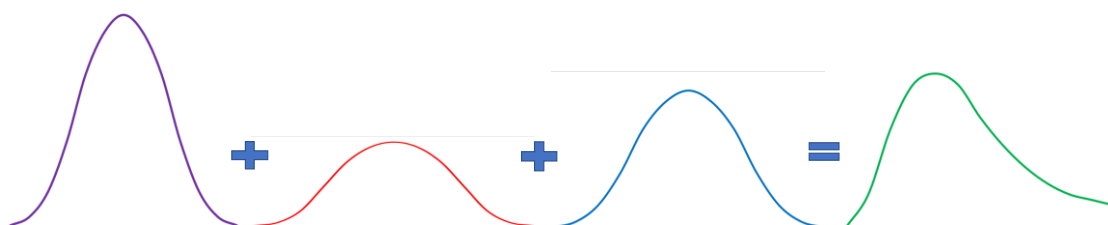
(6) この 4 ケースのリターンの分布に、各々異なる個別の正規分布を仮定したとしても、各ケースの起こる確率を勘案するケース総合では、合成の効果により歪度 ( $S$ ) や尖度 ( $V$ ) がしっかりと顔を出すと考えられる。

このことから、各ケースでは  $S \cdot V$  を考慮しない、従来の  $MV$  アプローチを採用して政策資産配分を決定したとしても、全体の仕上がりでは、 $S$  や  $V$  を考慮する  $MVSK$  アプローチの代替効果を得ることができる（図表 2）。

「政策資産配分 ver.02」は、以上のように市場を捉えた資産配分の考え方です。

(図表 2) 様々な正規分布と合わせた歪度・尖度 (イメージ図)

- (1) 平均(M)、標準偏差・分散(V) がかなり異なる様々なリターンの分布(正規分布)が出現する
- (2) その出現する確率は著しく異なる
- (3) それらの組合せ次第で右端のようなリターンの分布が出現する(尖度についても同様)



出所：筆者作成

## 5. 予想される反応

担当者が、この政策資産配分 ver.02 に示すであろう反応には、次の 2 つが考えられます。

### (1) (心理的) 拒否反応

まずは、何であろうと、政策資産配分からの乖離には抵抗感があり、何とか避けたいというものです。この反応は、上述の 2.(1) と平行で、SSAA のパラダイム下において訓練を受けた者としてはどこか共有する心情です。たとえ、2.(2) のコースを進むと決心した担当者であっても、この「心理的克服」には時間を要するでしょう。

なお、本稿では、これ以上この反応には言及しません。本稿が傾注したいのは、次のパターンです。

### (2) (経験的・理性的) アレルギー

上述のとおり SSAA パラダイム下においては、一切の政策資産配分からの乖離は「アクティブな決定」と見なされます。担当者が、上の (1) の抵抗感を振り払い「アクティブな決定」をしようとした時、そこに見出す典型例が、SSAA と反対の極に位置するとみなされる、「戦術的資産配分 (以下、TAA)」であろうことは不幸なことかもしれ

ません。TAA の過去のパフォーマンスは、お世辞にも多くの場合助けとはならず、「アクティブ = 余計な決定」とのイメージをつきまとわせます。

また、”This time is different.“ (今回は過去とは違う) と主張する必要性から、何が違うのか、今回は成功すると判断できる理由、そのために必要とされる高度なスキル保有の有無などの説明をかなり詳細に求められるでしょう。しかも、委員会・理事会等が懐疑的な場合、その説得に要する苦労は、かなり「しんどい」ものと思われれます。

このようなことから、TAA は担当者にとって、「触らぬ神に祟りなし」的厄介な、相性の悪い、どちらかと言えば避ける方が無難な部類の運用手法とされている、と考えられます。

SSAA のパラダイム下において訓練を受けた者としては、「バツの悪さ」が残るといのが正直な気持ちなのですが、3.の2つの引用文の観点に感じる共感や、4.(6)には抗(あらが)い難い魅力を感じます。

また、そのような思いを共有するであろう 2. (2)のコースを選択する担当者を応援



するためにも、(2)のアレルギーを何とか克服できるよう、「TAA と政策資産配分 ver.02 とは違う」のかを明確にできればと思います。

最低限でも、SSAA が TAA に、論語を引いて「暴虎馮河（ぼうこひょうが）<sup>注9</sup>の勇はよしとしない」と言えば、TAA は SSAA に、ケインズの言を借用して「船は港にい

れば安全だが、それでは船の用をなさない」と返すという類の、不毛な「泥仕合」にはならないよう気をつけたいと思いますが、それは、次号の宿題とさせていただきます。

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。

「自分の心を変えるか、その必要がないことを証明するか、という二つの選択肢に直面すると、ほとんど全員がその証拠を得ようと躍起になる。」ジョン・ケネス・ガルブレイス

注1：Page, Sébastien and Mark A. Taborsky. “The Myth of Diversification: Risk Factors versus Asset Classes.” *The Journal of Portfolio Management*, Vol. 34, No. 2 (2011), p1. なお、筆者等は、より頑健なポートフォリオ構築のために、「資産クラス」ではなく「リスクファクター」を使うことを提唱します。

注2：「十分に長い期間にわたり M と V の想定値が有効（不変）であり、リターンの分布が同一ならば、期間って実務的には、気にする必要があるの？」という考えもあり、かもしれません。もちろん、上の「ならば」という前提が正しければですが。

注3：このように投資家が行動することから当然、ポートフォリオの振る舞い（正確には、リターンではなくボラティリティ）の大方（9割）を決定するのは、資産配分だとの実証結果になるわけです。このことは決してファイナンスの理論が導くものではありません。あくまで、投資家行動の帰結です。

担当者を含む投資家は、投資のリターンを生み出す三つのツール、資産配分、マーケット・タイミング、銘柄選択に対して、個々の事情・投資信念などから違う重みづけをして、それぞれのツールから期待・意図される効

果をうまく反映するようにポートフォリオを構築する必要がある、ということは明記しておきたいと思います。

注4：リバランス活動が自由にできるようになったのは、比較的最近のことです。

注5：MV フレームを前提としています。

注6：島井祥行「時系列モデルを利用した動的資産配分」証券アナリストジャーナル 2012 年佳作論文

注7：北村智紀「(年金運用入門)：最適ポートフォリオと年金運用」年金ストラテジー (Vol.145) July 2008 ニッセイ基礎研究所

注8：Swensen, David E., “Pioneering Portfolio Management” (Fully Revised and Updated), FREE PRESS, 2009, pp71-72 スウェンセンは、「リバランスが不要」と言っているわけではありません。氏は、むしろリバランス必要派であることを、明記しておきたいと思います。

注9：虎に素手で向かい大河を徒歩で渡る意で、自分の力量をかえりみず、血気にはやって向こう見ずな行動に出ること。

## <コラム> アドリブ経済時評

### 「機械が（コンピューター連動の）目を持った」

前回、コンピューターの顔認識が実に正確にできるようになっていることについて驚いたことを述べた。何千枚もの写真を送ったら、iPadには1枚ずつの顔一覧が示されていて、孫4人の名前を登録すると、赤ん坊のときからの顔の認識が正確にできていて、「海」とか「山」とか「ピアノ」とかいう単語なんかと共に瞬時に検索ができる。

そこらへんから、現在は第4次産業革命と言われていることや、遠くない将来には、そうした人工知能やロボットで、大量の失業者が出るという説もあることを書いた。

その後も、興味を持って検索していたら、東京大学の松尾豊教授が「機械が（コンピューター連動の）目を持った」という、たいへんな未来を予測している文章に出会った。

それによると、まず、5億4,200万年前から5億3,000万年前という非常に短い期間に、生物の多様性が爆発的に増加した時代があって、その原因は、生物が目を持ったことによるという説（アンドリュー・パーカー氏の「光スイッチ説」）が紹介されていた。

そして、「ディープラーニング」という手法で、コンピューターの形状認識の能力がすでに人間を超えたことから、将来的に、農業・建設業・食品加工業など、自然を「見る」必要があるほとんどの仕事でも、ロボットができるようになるだろうと主張している。

なお、「ディープラーニング」という言葉が、我々文系にとっては、なんとも難しいのであるが、クルマの自動運転にも使われていて、要するに、「状況認識、例えば、将棋であれば（コマを指す前の）棋譜がどうなっているか、ということ、過去のデータからコンピューターが（階層的に深く）自分で分析して学習すること」を言うようだ。膨大なデータと場合によっては、何か月もの時間が要るらしい。

これは、孫を見ていて分かるのだが、動物を認識し始めた時は、何でもワンワンであるが、そのうちに大きさや色、鳴き声などの知識が階層的に増えて、他の動物との違いも認識していくことに似ている（だろうと思う）。

今までと違うのは、ラーニングの方法を人間が与えていたのが、それもコンピューターが自分でできるようになったことだという。

人工知能は、1956年頃から始まったとのことではあるが、飛躍的に進む時と、停滞する時が波状的に来るようであり、今は第3期の活発期ということである。

近い将来、目のついたロボットの生産が爆発的に増えるようになるのだろうか。

そうなった時、狭い国土で集中的に生産できる日本が有利になるのだろうか。

2019年6月27日

元青山学院大学教授・経済学博士 岩井 千尋

# MEMO

---

# 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ませよう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。