

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12月号

《目 次》

《公的年金改革 その6》

第10～14回社会保障審議会年金部会における公的年金制度改正の方向性について

年金コンサルティング部 リサーチグループ 菅谷 和宏 … 1

《アンケートレポート》

退職前後世代の老後生活に関する意識調査結果

MUFG資産形成研究所 所長 正岡 利之 … 8

《退職給付会計の話題 その2》

退職給付信託の現状と課題 その2

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9》

政策資産配分 ver.02 のルール③

年金運用部 顧問 大輪 秋彦 … 18

《アドリブ経済時評》

ローマ教皇の危機感

元青山学院大学教授・経済学博士 岩井 千尋 … 24

公的年金改革 その6

第 10～14 回社会保障審議会年金部会における 公的年金制度改革の方性について

年金コンサルティング部 リサーチグループ 菅谷 和宏

本誌 10 月号でお伝えしました「2019 年公的年金財政検証結果」をもとに、第 10 回から第 14 回の社会保障審議会年金部会（以下、年金部会）で、今後の公的年金制度改革の方性が議論されました。年金部会で示された「被用者保険の適用拡大」「在職老齢年金の見直し」「その他の改正事項」等の内容について解説します。

1. 被用者保険の適用拡大

(1) 短時間労働者への適用拡大

現在、短時間労働者等については、一定の要件（①従業員 501 人以上、②労働時間週 20 時間以上、③月額賃金 8.8 万円以上（年収 106 万円以上）、④勤務期間 1 年以上見込、⑤学生以外）を満たす場合に、被用者保険の強制適用となります。近年の就労環境の多様化を背景に、2012 年 8 月に成立した「年金機能強化法」により、2016 年 10 月から上記要件を満たす厚生年金適用事業所で使用される短時間労働者は被用者保険の適用対象とされました。さらに、2017 年 4 からは従業員 500 人以下の企業についても労使合意のもとに短時間労働者への被用者保険の適用が可能とされています。

第 10 回年金部会では、今後の検討の基本

的な考え方として、被用者にふさわしい保障の実現、働き方や雇用の選択を歪めない制度の構築、社会保障の機能強化、が示されました。

企業規模要件については現行法上で経過措置とされており、本来的な制度のあり方として撤廃する方向性が議論されました。なお、中小企業等の事業主負担を考慮し、施行時期の配慮や支援措置が必要であるとされ、具体的な内容の検討が行われています。その他の要件（労働時間、賃金、勤務期間、学生除外）については、短時間労働者等の就業に与える影響や実務上の取扱いへの影響を踏まえて見直し可否の検討が必要とされました（図表 1）。

(2) 非適用事業所への拡大

現在、法人事業所は業種や従業員規模にかかわらず、被用者保険の強制適用事業所とされています。一方、個人事業所については法定 16 業種（①物の製造、②土木・建設、③鉱採掘、④電気、⑤運送、⑥貨物積卸、⑦焼却・清掃、⑧物の販売、⑨金融・

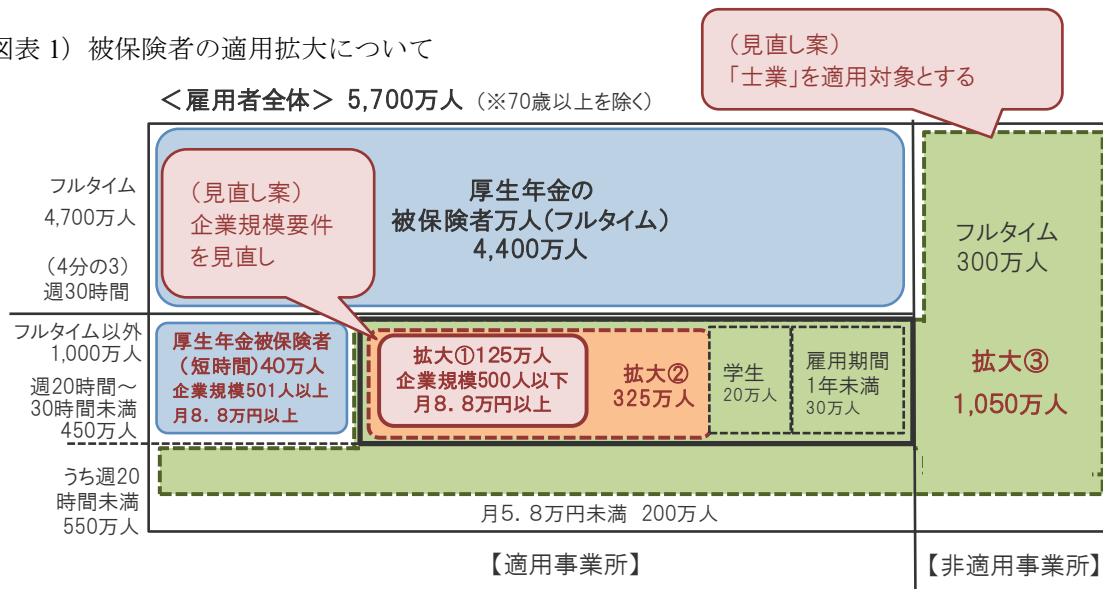
保険、⑩保管・賃貸、⑪媒介周旋、⑫集金、⑬教育・研究、⑭医療、⑮通信・報道、⑯社会福祉）で常時 5 人以上の従業員を使用する場合は強制適用事業所となりますが、法定 16 業種以外または従業員 5 人未満の個人事業所は労使合意があった場合（任意包

括適用事業所)を除き、被用者保険の非適用事業所となります。

これについて、見直し案として、非適用業種のうち法律・会計に係る行政手続等を行う「士業」(弁護士、司法書士、行政書士、土地家屋調査士、公認会計士、税理士、社会保険労務士、弁理士、公証人、海事代理士)を適用業種とする案が事務局から示さ

れ(図表 1)、各委員からも概ね賛成との意見が大勢でした。なお、被用者保険の適用拡大や適用事業所の範囲の見直しについては、全ての被用者を適用する方向で進めるべきとの意見や、他の非適用業種についても引き続き適用拡大を検討すべきとの意見が出されました。

(図表 1) 被保険者の適用拡大について



出所: 厚生労働省「第10回社会保障審議会年金部会」資料1より筆者作成

2. 在職老齢年金の見直し

(1) 65歳以降の在職老齢年金

在職老齢年金の見直しについては、政府が今年6月21日に閣議決定した「骨太の方針2019」および「成長戦略実行計画」の中で「在職老齢年金制度について、公平性に留意した上で、就業意欲を阻害しない観点から、将来的な制度の廃止も展望しつつ、社会保障審議会での議論を経て、速やかに制度の見直しを行う」と明記されました。

第11回年金部会において厚生労働省は、「年金制度は、保険料を拠出された方に対し、それに見合う給付を行うことが原則で

ある」ことを明示しました。

そして、在職老齢年金の見直しを行う意義は、「高齢期の就労拡大に対応し、就労意欲を阻害しない観点から、就労により中立的となり、また、繰り下げ受給のメリットも出るようにすること」としました。

厚生年金は、基礎年金を導入した1985年法改正で、老齢基礎年金の支給開始年齢を「65歳」としたことを踏まえ、被保険者の上限年齢を「65歳未満」と設定し、在職老齢年金制度は「65歳未満」を対象としまし

た(65歳以降は厚生年金被保険者とならず、年金額と賃金の調整も行われません)。その後、2000年法改正では厚生年金被保険者の上限年齢が「70歳未満」に引き上げられ、60歳台後半については、賃金と年金の合計額が現役世代の平均月収相当(47万円)を上回る者が、在職老齢年金制度による支給停止の対象とされました。

在職老齢年金は、就労に対し一定以上の賃金を得ている厚生年金受給者に対して賃金と年金の合計額が基準額(60～64歳:28万円、65歳以上:47万円)を上回る場合に、年金を停止する仕組みです。65歳以降の在職老齢年金(以下、高在老)の停止対象者は約41万人、停止総額は約4,100億円です。

第11回年金部会では、高在老の基準額を「62万円に引き上げる」案と「完全撤廃する」という2つの案が示されましたが、第14回年金部会では、平均的な賃金収入と年

金収入がある人が支給停止対象とならず、長期化する高齢期の経済基盤の充実を図ることができるよう、基準額を「51万円」とする見直し案が追加で示されました。51万円という基準額は、現役男子被保険者の平均月収(ボーナスを含む)43.9万円と、65歳以上の在職受給権者全体の平均年金額(報酬比例部分)7.1万円の合計額です。この見直しでは、停止対象者は約32万人に減少、停止総額は約3,400億円に減少する見込みです。

基準額の引き上げは年金財政にマイナスの影響を与え、2019年財政検証のオプション試算Bでは、基準額を62万円に引き上げた場合、所得代替率への影響は▲0.2%程度とされましたが(本誌10月号参照)、基準額を51万円に見直した場合は、この▲0.2%の3割程度の▲0.1%未満の影響であることが示されています(図表2)。

(2) 60歳台前半の在職老齢年金

60歳台前半の在職老齢年金(以下、低在老)の基準額は現在28万円で、停止対象者は約67万人、停止総額は約4,800億円です。これについて、第11回年金部会では「現行基準のままとする」案と、「高在老と同じ基準額とする」との2案が示されましたが、第14回年金部会では、基準額を「51万円に引き上げる」案と「47万円に引き上げる」2つの案が再提示されました。この見直しにより、基準額を51万円に引き上げる案では、停止対象者は約17万人に減少、停止総額は約1,500億円に減少となり、基準額を47万円に引き上げる案では、停止対象者は

約21万人に減少、停止総額は約1,800億円に減少することが示されました(図表2)。

なお、低在老の基準額の見直しについても年金財政にマイナスの影響がありますが、低在老の支給停止対象である特別支給の老齢年金は経過的措置による支給であり、現在、支給対象年齢が段階的に引き上げられ、男性は2025年度、女性は2030年度には支給対象者がゼロとなります。

そのため、低在老の基準額の見直しについては、長期的な財政影響はきわめて軽微であることが示されました。

(図表 2) 在職老齢年金の見直し案

	現行		見直し案	
	基準額	支給停止対象者 及び対象額	基準額	支給停止対象者 及び停止額
高在老	47 万円	約 41 万人 約 4,100 億円	51 万円	約 32 万人 約 3,400 億円 (700 億円の財源必要)
低在老	28 万円	約 67 万人 約 4,800 億円	51 万円	約 17 万人 約 1,500 億円 (3,300 億円の財源必要)
			47 万円	約 21 万人 約 1,800 億円 (3,000 億円の財源必要)

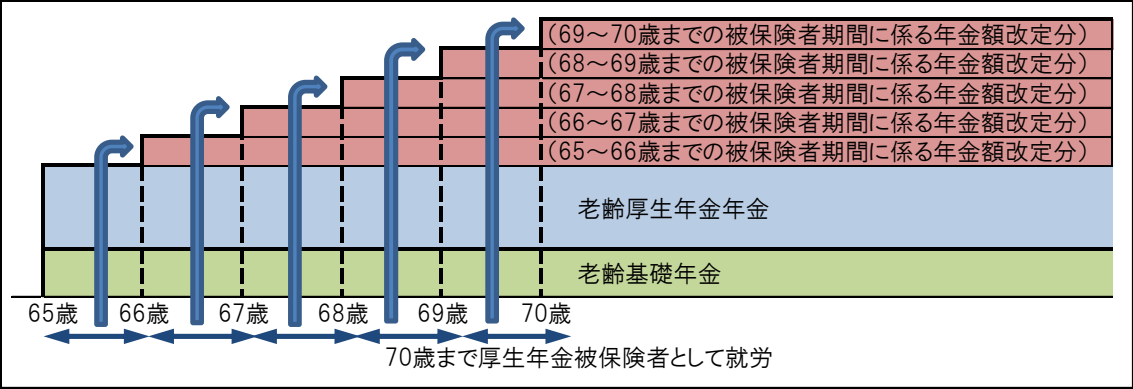
出所：厚生労働省「第 14 回社会保障審議会年金部会」資料 2 より筆者作成

(3) 在職定時改定の導入

現在、老齢厚生年金の受給権を取得した後の被保険者期間に係る年金額の改定については、資格喪失時（退職時・70 歳到達時）に、受給権取得後の被保険者期間を加えて、老齢厚生年金の額改定を実施します（いわゆる退職改定）。しかし、高齢期の就労が拡大する中、就労を継続した効果を退職を待

たずに早期に年金額に反映し、年金を受給しながら働く在職受給者の経済基盤の充実を図るため、65 歳以上の老齢厚生年金受給権者については、在職中であっても、年金額の改定を定時（毎年 1 回）に行う「在職定時改定の導入」案が、第 12 回年金部会で示されました（図表 3）。

(図表 3) 在職定時改定の導入案



出所：厚生労働省「第 12 回社会保障審議会年金部会」資料 2 より筆者作成

3. 繰り下げ制度の柔軟化

現在、老齢厚生年金の支給開始年齢は 65 歳ですが、本人の選択で任意に 60 歳まで繰り上げて受給すること（1 月あたり 0.5%減額）や、70 歳まで繰り下げて受給すること（1 月あたり 0.7%増額）が可能です。この繰り上げ減額率と繰り下げ増額率については、それぞれの期間内において、数理的に年金財政上中立であることを基本として設定されています。

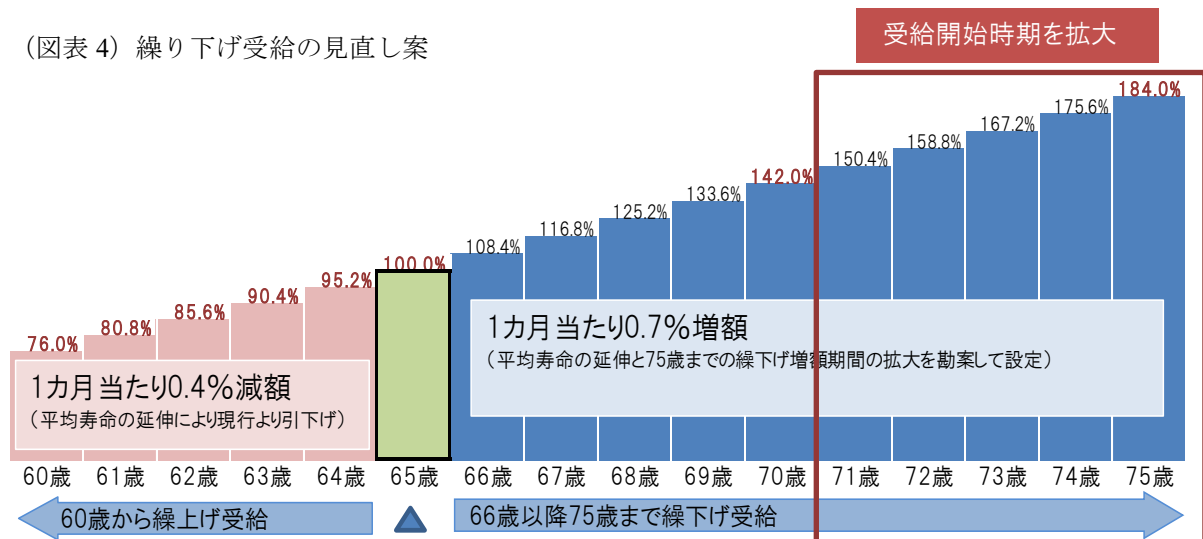
高齢期の就労の拡大等を踏まえ、自らの就労状況等に合わせて年金受給の方法を選択できるよう、繰り下げ制度をより柔軟で使いやすいものとするため、受給開始可能期間の年齢上限を 75 歳に引き上げる案が示されました。

2019 年財政検証のオプション試算 B によると、75 歳まで就労した者が（70 歳を超え

て就労した期間は保険料拠出はなく、報酬比例年金は増加しない前提）、75 歳まで支給開始を繰り下げた場合の所得代替率は +39.0～+45.4%程度増加するとされています（本誌 10 月号参照）。

繰り下げ増額率と繰り上げ減額率の設定にあたっては、65 歳時点の年金額を基準とし、選択された受給開始時期にかかわらず年金財政上中立であることを基本として、2015 年完全生命表の年齢別死亡率と 2019 年財政検証の長期経済前提をもとに計算し、70 歳から 75 歳までの増額率も 70 歳までと同様の 1 月あたり 0.7%とすること、60 歳から 65 歳までの減額率は平均余命の延伸により、現行の 1 月あたり 0.5%から 1 月あたり 0.4%に変更する案が示されました（図表 4）。

（図表 4）繰り下げ受給の見直し案



出所：厚生労働省「第 12 回社会保障審議会年金部会」資料 1 より筆者作成

4. 標準報酬月額等級の改定

標準報酬月額の上限は、全厚生年金被保険者の平均標報（標準報酬月額の平均）の概ね 2 倍となるように設定されています。

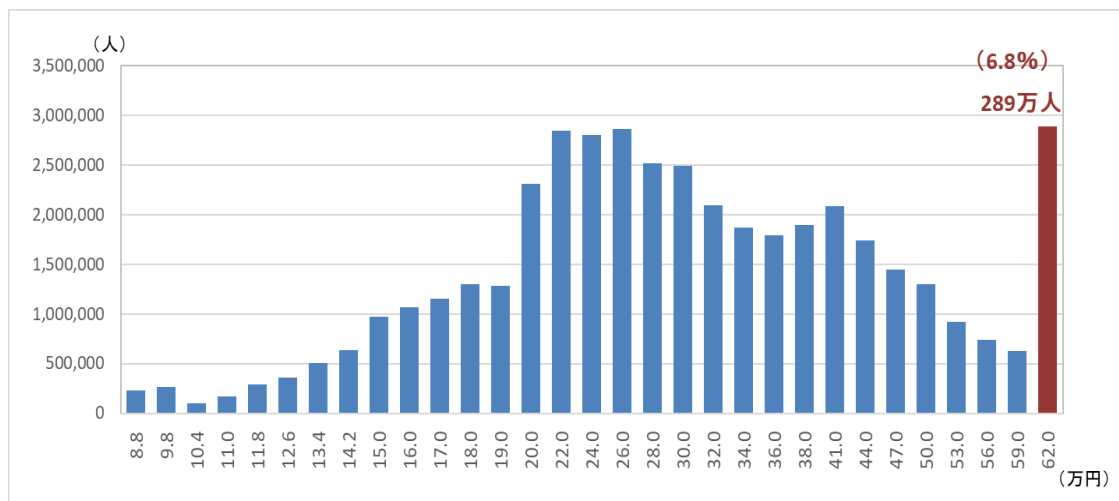
年度末時点の全厚生年金被保険者の平均標報の 2 倍が、標準報酬月額上限を上回る状態が継続すると見込まれる場合には、その

年の 9 月 1 日から政令で上限を引き上げることができるかとされています。

2016 年より、各年度末時点で全厚生年金被保険者の平均標準の 2 倍が標準報酬月額
の最高等級である 62 万円を超えている状況が続いており、今後も継続する蓋然性が高く、2020 年 3 月末時点においても、全厚生年金被保険者の平均標準の 2 倍が 62 万円を超えていることが確認された場合には、

政令改正により 2020 年 9 月 から標準報酬月額の上限を引き上げることが示されました。2017 年度末の標準報酬月額等級別被保険者数の分布状況をみると、62 万円が 289 万人と全被保険者の 6.8%を占めています（図表 5）。改正が行われれば、現在の最高等級の第 31 級（62 万円）の上に、新たに第 32 級（65 万円）が加えられることとなります。

（図表 5）標準報酬月額等級別被保険者数の分布状況（2017 年度末）



出所：厚生労働省「第 13 回社会保障審議会年金部会」資料 2 より筆者作成

5. その他の改正項目

第 13 回年金部会において、その他の改正項目として、図表 6 の項目と見直し案が示されました。引き続き年金部会で検討が進められ、必要な法改正等については 2020 年

の通常国会に提出される予定です。

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。

(図表 6) その他の改正項目と見直し案

項目	現 行	見直し案
①厚生年金保険の適用除外要件の見直し	2 ヶ月以内の期間を定めて使用される者(引き続き使用されるに至った者は除く)であっても雇用契約を継続反復する場合は社会保険の適用対象となるが、当該最初の 2 ヶ月間は適用対象とならない	雇用保険の規定等も参考にし、2 ヶ月を超えて使用されることが見込まれる者は、当初 2 ヶ月も厚生年金・健康保険の適用対象とする(適用拡大と同時施行予定)
②未婚のひとり親等の申請全額免除基準への追加	2021 年度分の個人住民税から、児童扶養手当受給者である未婚のひとり親(前年の所得金額 135 万円以下である者)が、個人住民税の非課税措置の対象となる	個人住民税の非課税措置の対象の追加に併せて、未婚のひとり親についても国民年金保険料の申請全額免除の対象者として追加する
③脱退一時金制度の見直し	短期滞在の外国人に対して、被保険者期間であった期間に応じて脱退一時金を支給している(支給上限 3 年)	支給上限年数について、3 年から 5 年に引き上げる
④年金生活者支援給付金制度における所得・世帯情報の照会対象者の見直し	日本年金機構による市町村からの情報取得は、既存の支給対象者のみに限定され、新たに支給対象者となり得る者の情報取得ができない また、所得情報は 6 月頃の市町村民税の課税所得確定後となり、現状の所得情報の切替時期である 8 月～では対応不可	所得・世帯情報の取得対象者の範囲を新たに支給対象者となり得る者まで拡大(2020 年度施行予定) 所得情報の切替時期を 8 月～から 10 月～に変更(2021 年度施行予定)
⑤国民年金手帳の見直し	国民年金手帳は基礎年金番号の本人通知等を目的としているが、行政手続きの簡素化及び利便性向上により、多くの手続きは他の書類提出で可能であり、手帳形式である必要性はない	業務の効率化(交付コストの節減等)から、新たに国民年金第 1～3 号被保険者となった者に対しては「基礎年金番号通知書(仮称)」に切替える
⑥日本年金機構の調査権限の整備	現在、厚生年金保険法に基づく事業所への立入調査は適用事業所のみが対象とされている	適用事業所である蓋然性が高いと認められる未適用事業所への立入調査を、法的権限に基づき行えるように法改正を行う
⑦年金担保貸付事業の廃止	年金受給権を担保として小口資金の貸付を実施しているが、2021 年度末に新規貸付の受付を終了することを閣議決定済(2010 年 12 月 7 日)	年金担保貸付事業の廃止のための必要な法制上の措置を実施

出所：厚生労働省「第 13 回社会保障審議会年金部会」資料 1 より筆者作成

アンケートレポート

退職前後世代の老後生活に関する意識調査結果

MUFG資産形成研究所 所長 正岡 利之

人生 100 年時代と言われる中で、将来のことをなんとなく不安に思いながら過ごしている方も多いと思います。将来に向けての資産形成については、定期的にマネープランを見直し、準備しておくことが望ましいと考えます。

MUFG資産形成研究所は、資産形成のための手段としての投資を身近でなじみやすいものにし、長寿化に伴う資金枯渇を防ぐためにはどうすれば良いのか等、実践的かつ効果的な情報提供を中立的な立場で行っております。

以下に、当研究所で実施した 50 歳代以上のみなさまへのアンケート調査結果をご紹介します。

1. 退職後の資産と収支の状況

当研究所では、本年 1 月、約 6 千名の 50 歳以上の男女にアンケート調査を行いました。その結果、退職後の収入と支出について、既に退職している人たちは、「年金を中心とした収入の範囲内で支出を賄っている」人が、全体の 57%と最も多くなりました。

一方で、まだ退職していない人たちは、「将来の定期的な収入だけでは不足する」、との回答が最も多く、全体の 43%となりました。退職前の人の方が将来をより慎重に考えていることがわかります。将来の収入や生活費など、見通せないことによる不安があるためと思われます。

そこで、各アンケート回答者が、実際には何歳くらいまで、退職時の保有金融資産を維持できるのか、つまり「資産寿命」を

シミュレーションしてみました。

具体的には、各回答者の将来の収入（定期収入、退職金等）と支出（基本生活費、借入金返済等）、退職時の保有金融資産額をデータとして入力し、また旅行やリフォームなどのライフイベントや介護にかかる費用を各種統計情報の平均的な数値を入力することで、有効回答者 5,337 名分の「資産寿命」を回答者ごとに計算しました。

生きている間に資産が枯渇するのは困りますので、生命の寿命よりも資産の寿命が長い方が望ましいと考えます。そこで 100 歳を目途として、全回答者（5,337 名）の中でどのくらいの人たちの「資産寿命」が 100 歳まで到達するのかを集計したのが（図表 1）です。

(図表 1)

資産寿命が百歳を超える人の比率

現在のマネープランを継続した場合

介護が必要なケース(資産運用なし)		介護が必要なケース(運用利回り3%)	
退職時金融資産	100歳までの充足率	退職時金融資産	100歳までの充足率
600万円未満	7.1%	600万円未満	7.1%
600万円-3000万円	19.4%	600万円-3000万円	39.0%
3000万円以上	79.9%	3000万円以上	95.7%

(出所：MUFG 資産形成研究所のアンケート調査（2019 年 1 月）による)

図表の左側が資産運用をしない場合、右側が仮に運用利回り 3%を得られた場合であり、両方ともご自身に将来、介護費用がかかるとの前提を置いています。

左側を見ると、資産運用を行わなくても、退職時金融資産が 3000 万円以上の場合には、79.9%の人の資産寿命が 100 歳を超えます。600-3000 万円の場合、資産寿命が 100

歳を超えるのは 19.4%ですが、図表の右側のように、もし 3%の運用利回りを得ることができると、資産寿命は 39.0%へと上昇します。一方で、退職時金融資産が 600 万円未満の場合の 100 歳までの充足率は運用の有無にかかわらず 7.1%であり、資産運用の効果が資産寿命の延伸に結びつかないことがわかります。

2. 定期的な見直しの重要性

当然のことではありますが、保有金融資産が多いほど資産寿命が長いという傾向はみられますので、若いうちから将来のための資産形成に着手しておくことが望ましい

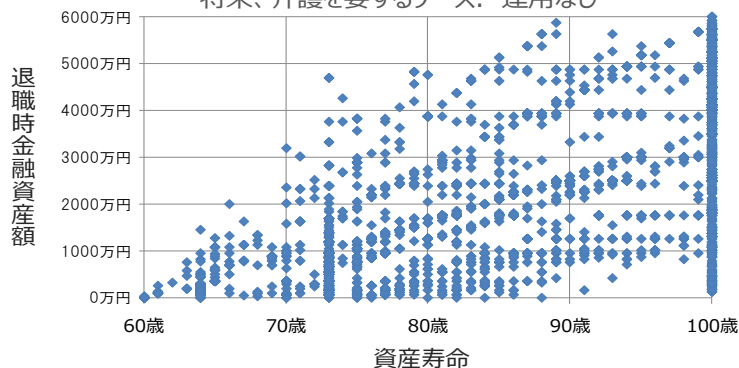
のは確かです。しかし、金融資産の多寡だけで一喜一憂する必要もありません。

(図表 2) を見てみましょう。

(図表 2)

退職時金融資産額とマネープラン

将来、介護を要するケース。運用なし



【将来、介護を要するケースにおける支出の設定】ライフイベント費用・介護費用については、以下のとおり設定
・ライフイベント費用：・海外旅行(40万円：60歳・65歳・70歳) ・車買替(309万円：64歳) ・リフォーム(608万円：73歳)
・介護費用 (174.8万円：75歳、94.8万円：76歳以降)

(出所：：MUFG 資産形成研究所のアンケート調査（2019 年 1 月）による)

この図表は、縦軸に退職時の金融資産残高、横軸にその資産がいつまで維持できるのか、つまり資産寿命をとっています。「退職時の保有金融資産残高」と「資産寿命」の組合せを、5,337名の回答者全員についてプロットしたものです。

これを見ると、例えば3000万円以上の金融資産を保有している人でも、70歳で資産が尽きる人から100歳まで維持できる人まで幅広くばらつきがあります。同様に1000万円以下の人でもばらつきは大きく、保有金融資産の残高にかかわらず、資産寿命のばらつきが大きいことがわかります。

ポイントは、アンケート回答者が「現時点で想定している」将来の収入と支出を基に計算していることにあります。従って、その収支の想定を見直すだけで、図のプロ

ットは全体として右方向にシフト、つまり資産寿命の延伸を行うことが可能となります。

健康管理のために、会社などで定期的に健康診断を受けることが一般的だと思います。日々の生活習慣の改善も健康維持のためには必要です。

資産寿命についても同じことがいえます。何も知らずに過ごしてしまえば、問題点を発見できずに資産は早めに枯渇してしまいます。定期的に自分や家族のライフプランを適切に見直すことで、資産寿命を延ばすことが可能となります。

資産の状況を把握し見直すことを、四半期ごとでも半年ごとでも、期間を決めて定期的な習慣として生活の中に取り込むと良いと思います。

3. 介護や資産承継について

マネープランを検討するにあたって必要な事項として、介護や資産承継についても、アンケートで調査を行いました。

それによると、自分自身が介護状態になってしまった場合、家族に迷惑をかけたくないという人が多く、その結果として、自分の面倒をみてもらうとしたら「福祉施設・医療機関」を挙げる人の割合が最も高くなりました。

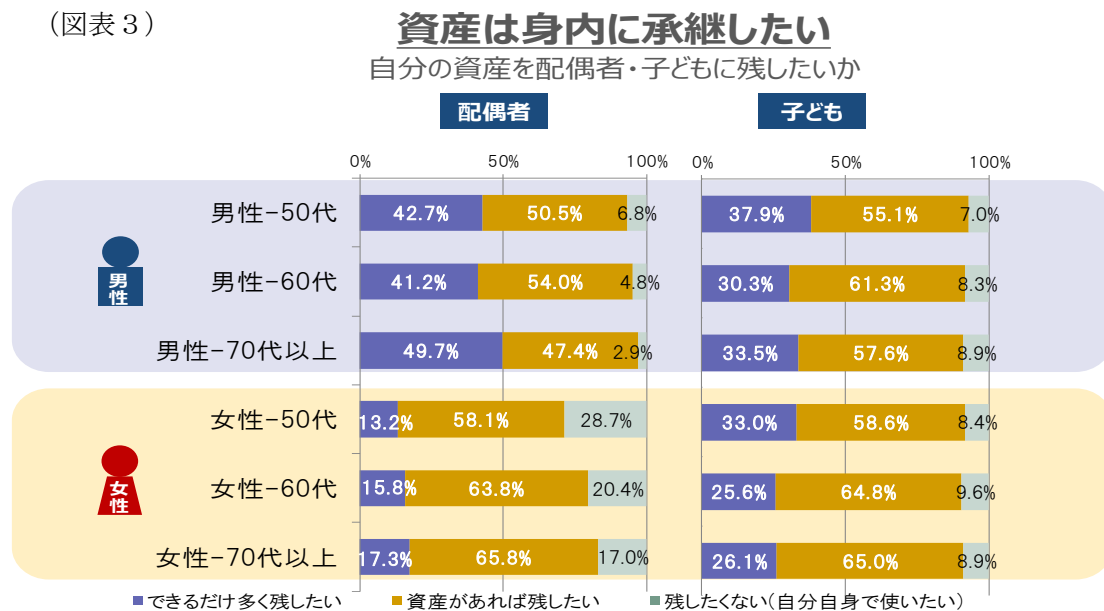
また、年齢が経過するとともに、男女ともに自宅で介護されることを希望する人が徐々に増える傾向にあります。同時に、「介護サービスを受けながら」と外部の力を頼みにする人の比率も増えていきます。

さらに、親の介護を経験すると、自分自身が介護状態になったときには、「自宅で介護サービスを受ける」比率と「福祉施設・医療機関」を利用する比率との合計が増加する傾向にあります。実際に親の介護を経験することで、外部からの支援の必要性を感じるのです。これらは言うまでもなく、より費用の掛かる方向へのシフトとなります。

自分が介護状態になるとは考えていない人が多いのですが、そのリスクもマネープランに反映させた方が保守的です。

次に、資産承継について、自分の資産を将来、どのようにしたいのか、アンケート結果を見てみましょう。

(図表 3)



(出所：：MUFG 資産形成研究所のアンケート調査 (2019 年 1 月) による)

(図表 3) をご覧頂くと、自分の資産を誰に承継したいかという質問に対して、男女とも年齢に関わらず、自分の子どもに残したいという人が殆どです。自分で使い切るという人は少数派です。

家族に迷惑はかけたくないが子どもには資産を残したいという、家族思いの人が多

いと思われます。にも拘わらず、家族の中で話し合っている人は 20% にも至りません。マネープランを正しく検討するためには、家族の中での考え方の共有や相談が欠かせません。そうでないと、自分の意図に反して、結果的には家族の負担になってしまうことにもなりかねません。

4. まとめ

長い人生を幸せに過ごすためには、そのための準備が必要です。そのひとつが資産の準備であり、定期的に財産を把握し直してライフプランを見直すことが大切です。そして、そのことが将来の自分と家族をサポートすることに繋がります。資産運用は準

備のための手段です。また、ライフプランを考えるために、家族とも話し合っておくことが望ましいと考えます。

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

退職給付会計の話題 その2

退職給付信託の現状と課題 その2

年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野正徳

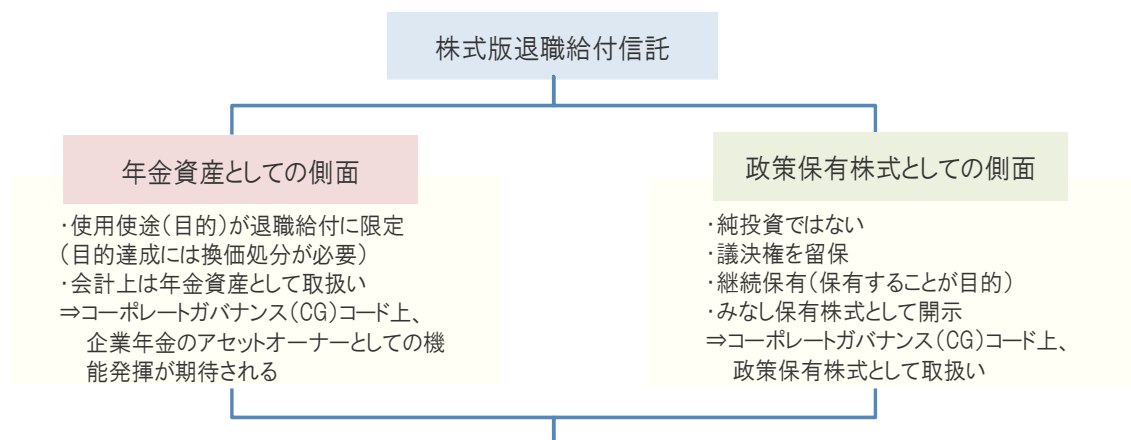
政策保有株式を拠出した株式版退職給付信託は、年金資産としての側面と政策保有株式としての側面を持っています。ただ、両者は相容れない部分があるため、経営の透明性を高めていくには、政策保有株式として継続保有すべきか否か検証することが望ましいと考えられます。政策保有株式として継続保有するのであれば、信託資産から事業主へ返還することが望ましいものの、退職給付会計基準では返還に関する条件が厳しく、実際に返還するのは容易ではありません。一方、株式の売却が可能であれば、その売却資産について信託内で通常の年金資産と同様に運用したり、退職一時金給付や年金掛金拠出に充当することができます。退職金の支払や掛金は税務上損金となるため、株式売却で増加する課税所得を圧縮することもできます。

1. 株式版退職給付信託の 2 つの側面

政策保有株式を拠出した株式版退職給付信託は、年金資産と政策保有株式という 2 つの側面を持っています（図表 1）。会計上は年金資産であるため、時価変動は数理計算上の差異として処理され、退職給付費用の変動を通じて営業損益に影響を与えることになります。

本来であれば年金資産の運用は適正なリスクの下に行われることが望ましく、必要以上に費用が変動するのも好ましいとは言えません。しかし、政策的に株式を保有することが企業経営に有形無形の恩恵を与えていると考えるのであれば、変動を許容するという選択はあり得ます。

（図表 1）退職給付信託の 2 つの側面



両者は相容れない部分があり、経営の透明性を確保するにはいずれかを選択することが望ましい

出所：筆者作成

実際、企業が保有する株式の時価変動に関して、保有形態によって経済的効果に差が生じるわけではありません。どのような形態で保有していても企業価値に時価変動分の影響を与えるという点で変わりはないからです。この考え方に立つのであれば、年金資産としての側面と政策保有株式としての側面を併せ持つことを否定的に捉えなくてもよいのかもしれませんが、さらに言えば、退職給付信託に関しては企業が破綻して給付不能になった場合の備え、つまりラストリゾートという役割が期待されていることを考慮すると、売却するつもりのない資産を充当しておくのは、むしろ合理的であると考えられることもできます。

しかし、社会が企業に対して求める視点に変化していることを忘れてはなりません。コーポレートガバナンスの重要性が叫ばれているのは、企業経営に対する透明性を高めることが、従来にも増して重要になっているからです。そうした状況下では、2つの側面を持つ株式版退職給付信託をそのままにしておくのは好ましくない状況であると言えます。なぜなら、退職給付信託と政策保有株式とは相容れない部分があり、どちらの位置付けが整理し、一本化しないと株主や従業員等に対する説明責任が果たせなくなってしまうからです。

例えば年金資産は給付のための資産であり、受給権者の給付のために安全かつ効率

的に運用されることが求められます。実際に、CG コードでは原則 2-6 としてアセットオーナーとしての機能発揮が求められるようになりました。もっともそうした理念を持ち出す以前に、退職給付はキャッシュで行われるため、目的を果たすには売却して現金化しなければなりません。年金資産は換価処分されなければ給付という目的を達成できないわけです。

これに対し、政策保有株式は保有すること自体が目的であると言っても過言ではありません。議決権を留保し、安定的な株主として存在し続けることに意味があるからです。もっとも CG コードでは政策保有株式に対して経済合理性の確認を求め、そうでない場合に縮減を求めています。これは、そうした持合関係を継続することによる企業の経営規律への悪影響を懸念しているからに他なりません。

もちろん、CG コードは政策保有株式の保有を禁止しているわけではなく、正当な理由や経済合理性があれば保有することを認めています。しかし、売却すると目的を達成できなくなる政策保有株式を、売却しないと目的が果たせない年金資産として保有することに矛盾があることは間違いありません。経営の透明性を高めるには、どちらかに一本化することが望ましいと考える背景はここにあります。

(注) CG コードでは、企業が直接保有していなくても企業の実質的な政策保有株式となっている株式は政策保有株式であるとしています。退職給付信託に拠出された株式は、名義は信託銀行に代わりますが、議決権行使を指図する権限は委託者に

留保され、売却等の判断も信託の委託者に委ねられます。そのため、CG コード上は政策保有株式と見なされ同コードで求められる対応を行う必要があります。

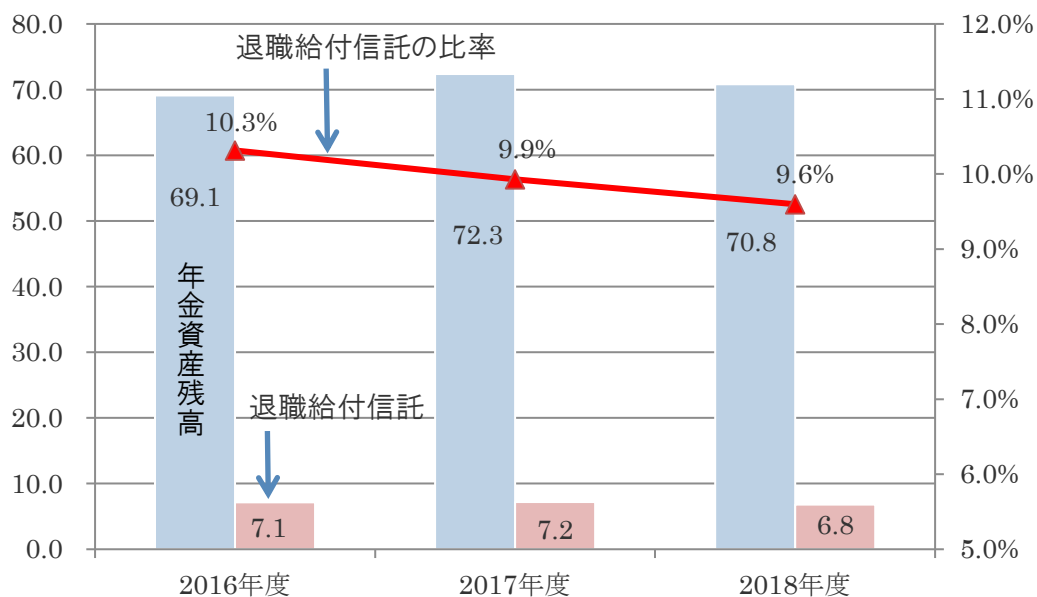
2. 退職給付信託における保有株売却のハードル

新聞等では、上場企業が政策保有株式の売却を加速しているという記事が掲載され、実際にそうした状況を示すデータも示されています。ただし、前号の分析データ上では株式版退職給付信託で保有する株式の売却等に関して顕著な動きがあることは確認

できません。直近の 2018 年度末に退職給付信託の残高は若干減少していますが、ほぼ国内株式マーケットの動向に見合うもので、株式の資産構成比が目立って低下しているという事実はないからです（図表 2）。

（図表 2）年金資産及び退職給付信託の残高推移（前号（図表 1）再掲）

（単位：兆円）



（出所）日経メディアマーケティング社データを基に当社作成

もつとも、政策保有株式の持合関係を解消していく過程にあっても退職給付信託で保有する株式については順番が後回しになることは十分に想定されます。退職給付信託の特性上、以下の 2 つの要因が考えられるからです。1 つは、もともと売却する意思がほとんどない銘柄が抛出された可能性が高い点です。退職給付信託設定前の段階で、退職給付信託は企業が破綻した場合のラストリゾートであるとの説明がなされたことも多く、実際に契約書等では企業の破

綻時における取り扱いが明示されています。退職給付信託の設定を決定した企業は、抛銘柄選定にあたって、継続して保有する可能性の高い銘柄を選択した（売却する可能性が相対的に高い銘柄は手許に残した）と想定されます。

もう 1 つは、売却で利益が発生した場合の税負担に関する問題です。退職給付信託で保有する株式を売却した場合、株式の売却益に対する税金の支払いは手許資金で賄わなければなりません。本体で保有する株

式を売却して利益が発生した場合は、売却代金から税金を支払えばよいわけです。ところが退職給付信託の資産は退職給付以外には使えないため、退職給付信託で保有する株式を売却した場合、売却代金はすべて退職給付信託内に留保されます。そのため、売却益に対する税金は自己資金で賄わなけ

ればなりません。要するに売却益が発生すると、却って自己資金が流出してしまうわけです。このため売却を行う銘柄が複数ある場合には、退職給付信託で保有する銘柄は順番が後回しにされる可能性があると考えられます。

(注) 退職給付信託で保有する株式は、拋出時に取得価格と拋出時時価の差額が設定損益として計上され設定損益は課税所得には含めません。また、設定後の時価変動は数理計算上の差異として処理

されるため、売却しても会計上は利益が計上されません。しかし、税務上は当該株式の取得価格と売却時の時価との差額が課税所得に反映されます。

3. 株式版退職給付信託解約に向けた具体策

前述の通り、CG コードでは、政策保有株式に対する要請に加えて、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」という要請があります。CG コードでは企業が直接保有していなくても実質的な政策保有であれば政策保有株式と位置付けており、まずは政策保有株式に対する要請を満たすことが必須です。しかし会計上は年金資産であり、信託目的も通常の年金資産と変わりありません。原則 2-6 では政策保有株式を拋出した退職給付信託の取扱いについて触れられていませんが、従業員の安定的な資産形成やスチュワードシップコードへの配慮が不要ではないはずです。また、仮に

保有株式を売却すれば、必然的に原則 2-6 の要請に従うことになると考えられます。いずれにせよ CG コードの要請に従い経営の透明性を確保するためには、退職給付信託の設定株式は政策保有株式か年金資産のどちらかに一本化することが必要になってくるのではないのでしょうか。もちろん、退職給付信託は 20 年もの長期にわたって継続されてきたわけですから、速やかに決断し対応するには難しい面があると想定されることから、長期的な課題として出口戦略を検討していくことが望まれます。以下、そのための具体的な対応方法を検討します。

① 保有株式として継続保有する場合

まず、政策保有株式に一本化する場合です。株式版退職給付信託を政策保有株式として継続保有するためには、保有株式を事業主に返還することが必要です。ただし、これはハードルが相当に高いと思われます。退職給付会計では、退職給付信託を事業主に返還するには「積立超過が長期間継続し、

当該超過部分が退職給付に利用されないことが合理的に予測できる」ことを求められているからです。

積立型制度である企業年金制度を対象に設定された契約においては、企業年金の積立状態によって、退職給付信託資産の一部が積立超過となっているケースは少なく

いと思われるものの、退職給付信託で保有する株式全額が返還可能となるケースはそれほど多くないと思います。さらに、もともと積立てを行わない退職一時金制度を対象に設定された退職給付信託では、設定株式すべてが返還可能となることはありえません。

また、退職給付会計では退職給付信託に金銭を拠出し保有株式を買い戻す行為について“拠出時の設定損益が結局実現しなかったことになる”という理由で禁止しています。これも退職給付信託で保有する株式を事業主に返還して政策保有株式として持ち続けることを困難にする要因となっています。

買戻しに関して判断が難しいのが、自社やグループ会社等を相手方として保有株式を売却し、一方で同じ銘柄を買い付けるケ

ースです。自社やグループ会社等を相手方とした取引は“買戻し”に該当すると考えられますし、損益が実現したわけでもありません。

ただし、市場を通じて第三者に売却すれば問題ないのではないかと考えます。同じ銘柄を売って買い付けるわけですから行為としては“買戻し”と同様の行為であるといえますが、このケースでは損益は実現していますし、売却益に対して課税負担も生じているため、会計基準が求める損益実現の要件は十分に満たされているのではないのでしょうか。

経営の透明性を確保するために、企業が前向きな姿勢で対応しようとする際に、会計基準がその歩みを妨げるような取扱いとならないことが望まれます。

② 年金資産として運用する場合

経営の透明性を確保するための方策としては年金資産として継続する方が容易であると言えます。ただし、年金資産として継続するためには保有株式を売却することが前提となります。売却資金は退職給付信託として継続的に保有していくことも可能ですし、給付や掛金に充当することもできます。売却資金を退職給付信託内で継続的に運用する場合には、効率的な運用を行うため年金資産運用と同様に分散投資を行うことが一般的です。その場合、株式版退職給付信託は、信託資産（配当金などで信託資産に発生した金銭を除きます）を受託者が運用する契約となっていないため、契約内容を変更することが必要となります。

売却資産を給付や掛金に充当する場合に

は税制上のメリットが期待できます。退職一時金や年金掛金は税務上の損金となるため、売却益で生じた税負担を圧縮することができるからです。ただし、課税所得を圧縮するには、売却益の実現に見合って損金となる掛金や給付額を増加させる必要があります。

企業年金の掛金であれば、売却益の実現に併せて特別掛金やリスク対応掛金などの拠出額を調整することにより、効果的な課税所得圧縮が可能です。支払額を調整することができない退職一時金の場合は課税所得の圧縮を効果的に行うことは難しいと言えます。

また、企業年金への掛金を増加させるという観点でいえば、退職一時金制度を企業

年金制度へ移行（DB でも DC でも可）すれば掛金増加につながり、退職一時金制度を対象としている退職給付信託の場合にも有効です（注）。きっかけはどうあれ事業主が制度の運営責任を持ち、退職給付の原資を確保する年金制度へ移行することは従業員等にとって好ましいものであることは間違いありません。

株式版退職給付信託の事業主への返還や運用版退職給付信託への切り替え、および

給付や掛金への充当に関しては、会計上の規制、税制上の取扱いや企業年金制度の財政運営など様々な点を考慮する必要があり、選択する方法によってその効果も大きな差が生じてくると考えられます。いわゆる株式版退職給付信託の出口戦略を検討する際には、是非弊社にお声掛けください。

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

（注）退職一時金を対象に設定した退職給付信託は、DB の掛金に拠出することはできません。ただ、退職一時金を過去分を含めて全部移行すれば、対象制度がなくなるため資産は事業主に返還され、当該資産を掛金に充当することは問題ありません。一部移行の場合は、移行により積立超過となる部分があれば当該超過部分を事業主に返還して掛金として拠出することが可能です。

なお、退職一時金を DB に移行する場合には、制度が実質的に継続するとみなされることから、退職給付信託を DB に対して継続することが求められる可能性があります。もっとも、その場合は、退職給付信託の設定対象が DB に移行することになり、信託資産を DB 掛金として拠出することが可能となります。

分散投資の再考 その 9

政策資産配分 ver.02 のルール③

年金運用部 顧問 大輪 秋彦

前号で、2つの「積み残し」に言及しました。一つ目は、どれくらい上手く「市場の状態が変わったことを現時点で判断できるか」。これは、「ぼんやり者の誤り」が実際にはどの程度許されるのかということであり、その判断基準は「どの程度の（投資成果の）ダメージに止めることができるのか」になります。二つ目は、政策資産配分 ver. 02 の「ルール 2」と考える、「市場認識とポートフォリオ・マネジメントの整合性」を担保する「資産配分」をどのように実践するかです。

本稿では、先ず後者の「ルール 2」を確定させた後、前者の検討に際しての備えとして、前号で紹介しました 4 タイプの投資家代表、「無邪気」(Naïve)、「戦略的」(Strategic)、「マネジド・ボラティリティ」(Managed Volatility)、「予知能力あり」(Prophetic)の資産配分と、それがもたらす投資成果を見ます。

1. 投資家代表の資産配分を求める

本誌 9 月号で紹介しました Dopfel と Ramkumar 論文^{※1}（以後 Dopfel 等）は、各投資家代表の「最適資産配分」を求めるに際し、「投資家は期待する効用（「心地良さ」）の最大化を図るように資産配分を決める」という、ファイナンスの定石に基づき作業を進めます。

このことを少し理屈っぽく格好つけて言い換えると、次のようになります。

- 投資家は、期待リターン（リスク）が同じならば、より小さなリスク（より大きな期待リターン）を持つ投資機会を選好する、すなわち、投資家は「危険回避的」と考える。
- そして投資家は、着目する投資機会が期待リターンとそのリスク（標準偏差）だけで表される時（Mean Variance の世界です）、リターンとリスクを制約条件として、期待効用の最大化を目指して

行動すると考える。

Dopfel 等は、1950 年から 2011 年までの 62 年間の 248 四半期に及ぶ S&P500 株式指数のデータに基づき構築した、Dopfel 等が言うところの「簡単なレジーム・モデル」（「異質状態の混在」と同類です）に基づく、資産配分 $h = SR / \lambda \sigma$ （ h ：リスク資産に投資する割合、 SR ：リスク資産のシャープ・レシオ、 σ ：リスク、そして、 λ ：投資家のリスク回避度）を求めています。（ $h = SR / \lambda \sigma$ 導出の過程は、前号注 6 をご参照ください。）

お気づきのとおり、このようなフレームワークは、年金資産の運用・管理に責任を持つ「担当者」が、実務で用いる資産配分を決める仕方とは異なります。

実務において出発点となるのは、自らの「効用関数」や「リスク回避度 λ 」などは目に見えるわけではなく、誰にも分からないとの認識です。

そのため、a) 導出された効率的フロンティア上のポートフォリオ群から採用候補のポートフォリオを暫定的に選んで、そのポートフォリオの運用成果が、期待どおりのケース、最悪のケース、下位 20%に該当する悪いケース等々の場合に、年金財政や制度提供会社の企業会計に与えるインパクト等を検討していきます。b) そして、これらが、満足というよりは、許容できる水準に収まるポートフォリオが出現するまで、シミュレーションを繰り返します。このように、地道にトライ・アンド・エラーで、漸進的にポートフォリオを絞り込んでいき資産配分を決める、ということが実務の一般的な手順と言えるでしょう^{注2}。

しかしながら、理論的作業においては、このような手順を踏むことはできません。

そこでこれに代わる手段として、まず、

2. 求められた資産配分

Dopfel 等は、正に上述した逆算手順を使います。すなわち、a') 投資家の効用関数を $EU = \bar{r}_p - (\lambda/2) \cdot \sigma_p^2$ ($\bar{r}_p$ はポートフォリオの期待リターン) と定め、b') 「戦略的」(Strategic) 投資家の h を 50% と仮定することで、c') $\lambda = 6.5$ を得ています。

そして、リスク回避度の 6.5 と、この数値を求める際に仮定した効用関数是不変、かつ、他の投資家にも共有されるとして、他の投資家の資産配分を算出します(「そうせざるを得ない」と言う方が、適切なのかもしれません)。

このようなプロセスを経て、Dopfel 等が算出した「最適資産配分」(h : リスク資産

何らかの効用関数を定義し、次に、何らかの λ の特定値を定めるという、現実を切り取るための工夫(仮定)に基づく作業手順を準備することになります。そこでは、a) 投資家に一般的に当てはまると考える効用関数を考案し、ないしは選んだ後、b) ワンステップ飛び越し、投資家が最適と思うであろう資産配分を先に想定してしまい、c) その資産配分が選ばれるためには λ がいくつになるのかを逆算する、というような「手」も、一つの便法として考えることとなります。

また、効用関数やリスク回避度は、全投資期間・全投資家に一律として当てはめて良いのか、あるいは可変としなければならないのか、という厄介な問題も考慮しなければなりません^{注3}。

に投資する割合)を示したのが(図表 1)になります。

注目いただきたい重要な点は、たとえ、これら 4 タイプの投資家に想定される効用関数やリスク回避度 λ が共通であったとしても、資産配分やそのマネジメントの仕方、あるいは、その結果である運用成果(後出の(図表 2))には違いが出てくるということです。

そしてさらに重要なのは、この「違い」の原因は、各々の投資家に備わっていると想定された、「市場の状態」や「移行」に関する理解・認識度の差だということです。

(図表 1) リスク資産保有率

投資家タイプ	無邪気	戦略的	マネジド・ボラティリティ	予知能力あり
運営手法	静態的	静態的	動態的	動態的
「通常」から「通常」	78%	50%	55%	78%
「通常」から「Non通常」	78%	50%	55%	0%
「Non通常」から「通常」	78%	50%	22%	97%
「Non通常」から「Non通常」	78%	50%	22%	0%
平均保有率	78%	50%	54%	75%

出所：Dopfel 等 “Exhibit 9”を筆者編集

註：政策資産配分 ver.02 は、Dopfel 等の「マネジド・ボラティリティ」(Managed Volatility) に近い特性を持っていると考えます。ゆえに、当面、本稿では「同一視」します。

このようなことから、Dopfel 等はとても上手く現実世界を表現できているように思います。そして、おそらく「担当者」は、自ら実践する資産運用現場での経験・感覚から、このような「違い」やその原因について、特段の違和感を感じることはないのではないかと考えます。

さて（図表 1）に、前号の「5. 4 タイプの投資家の資産配分」で述べた、それぞれの投資家が実践する資産配分とそのマネジメントが、「見える化」されたことでイメージがしやすくなったであろうことに力を得て、今まで取り組んできた政策資産配分 ver.02 の「ルール 2」に「けり」をつけたいと思います。

3. 政策資産配分 ver. 02 の「ルール 2」

思い起こしますと、政策資産配分 ver.02 の「行動原理」は、どのような「市場の状態」になったら、どう行動するか（資産配分で表現）を、予め運用政策に基づきルール化しておくことでした。すなわち、政策資産配分 ver.02 のルールは、市場の「状態」と資産の配分を「ルールにより紐づけ」して、予め「既知」（見える）化しておくための手続きなのです。

そして、この手続きの一つ目である「ルール 1」は、前者の「どのような『市場の状態』なのかを判断するための、市場ボラティリティの高低を用いた「市場の状態」

の「時期分け」基準（「5%基準」）でした。これに続く、二番目の手続きである「ルール 2」は、後者の、「どう行動するか」を具現するための仕組み、すなわち市場認識と整合的なポートフォリオ・マネジメントを担保する、「資産配分」を司る手順となります。

本稿の「1. 投資家代表の資産配分を求める」で、実務での資産配分を決める典型的な手法を述べましたが、現行のデファクトスタンダードでは、この手続きは一度行われるだけで完了します。なぜなら、この手続きの背景にある「MV アプローチ」で安心

して使える「お釈迦様の手のひらの上」理論では、「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」（本誌 7 月号）、つまり、資産運用を考える、ある期間の期待収益率や標準偏差等は「不変の一組」で対応できると考えるからです。

これに対し政策資産配分 ver.02 は、「資産運用を実行する期間には、市場で同一の『状態』の優勢が継続するわけではなく、異なる『状態』が優勢になる時期もある」と考える「異質状態の混在」という認識に依拠しています。従って、「一組だけの期待収益率や標準偏差等では対応できない」と発想することになりますので、上記の手順を「時期分け」した各「市場の状態」毎に実施することが必至になるわけです。例えば、市場のボラティリティが高い時期には、そのような状況下での投資対象候補資産・戦略の期待収益率や標準偏差、そして資産・戦略間の相関係数を基に資産配分を考えるという具合です。

以上お気づきのとおり、「ルール 2」は「担

当者」に、何か小難しい新しいテクニックを要求するわけではありません。ただ、慣れ親しんだ資産配分の決定方式を、いわば、「場合分けした『市場の状態』とセットの、場合分けした前提値」を使って実践すれば良いだけです。（実行回数が増えることはご容赦願います。）

そして、そこで決定した各資産配分を、各「市場の状態」（「ルール 1」で判断）における政策資産配分（「ルール 2」で策定）としてルールに定めておくことで、政策資産配分 ver.02 のルールがそろうこととなります。

以降では Dopfel 等に戻り、(図表 1)に見た 4 タイプの投資家代表の資産配分の成果を検討することで、「積み残し」の残りの一つである、どれくらい「市場の状態が変わったことを、現時点で判断できるか」、つまり「ぼんやり者の誤り」が、どの程度許されるのか（どの程度のダメージに止めることができるか）を確かめたいと思います。このことは、どれくらい政策資産配分 ver.02 が有効なのかを試す、「リトマス試験紙」になると考えます。

4. 評価項目「期待効用」

ボトムライン・ファーストで、4 タイプの投資家代表の「通知簿」として、「リスク・リターンの期待特性値」（図表 2）を挙げます。各投資家の成果を見ることは、紙幅の関係から次号に回すことにして、ここでは（図表 2）を見る時に気をつけたい点だけを述べておきます。それは、「何をもって資産配分の出来栄を評価するのか」です。

実務では、年金の財政や制度提供会社の企業会計に与えるインパクト等で判断するということになるかもしれませんが。しかしながら前述のとおり、Dopfel 等のような理論的作業ではこのことは不可です。そこで、ファイナンスの理論的作業で一般的に最も重きを置かれている評価項目は、最下段にある「期待効用」なのです。

(図表 2) リスク・リターンの期待特性値

	無邪気	戦略的	マネジド・ボラティリティ	予知能力あり
期待収益率	10.2%	8.2%	8.5%	11.4%
標準偏差	11.4%	7.3%	7.5%	10.5%
シャープ・レシオ	0.47	0.47	0.49	0.63
期待効用	6.1%	6.6%	6.7%	8.1%

出所：Dopfel 等 “Exhibit 9”を筆者編集

難しく考えなくとも、ファイナンス理論の「お作法」に則り、「投資家は期待する効用（心地良さ）の最大化を図るように資産配分を決める」という前提に基づき、「最適資産配分」を求めているわけですから、「目的」と整合的な尺度で「結果」を評価・判断するのは、ごく当然のことと言えるでしょう。

ですが、リスクとリターンの効率性を測る「シャープ・レシオ」でも良いのではありません。という疑問の声が上がるかもしれません。

この点につき Dopfel 等は、「高いシャープ・レシオは低い効用にもなり得る。例えば、ポートフォリオが誤ったリスク・レベルで運用されているような時だ。」とコメントしています。このコメントは、シャープ・レシオは分子と分母の商、すなわち、その割合で決まるもの、という単純な算数上の事実を思い起こさせてくれます。

この単純な算数上の「事実」の実務的な解釈は、許容範囲を超えた、すなわち、心地よくない「高リスク・高リターン」の「ツッパリ型」ポートフォリオでの「高シャープ・レシオ」の達成を目指すことは、よしとしないということだと考えます^{註4}。

この解釈に賛同する我が国の「担当者」は多いのではないかと思います。さらにこの

観点、後述するシャープ・レシオが同様なポートフォリオの成果の優劣を評価する際の有用なポイントになります。

ちなみに効用はこの点をどう評価するのですが、Dopfel 等の採用する一般的な「投資家の効用関数」である $EU = \bar{r}_p - (\lambda/2) \cdot \sigma_p^2$ においては、「期待リターンが高いほど、また、リスクが小さいほど、効用は高くなる」ことが見て取れます。

すなわち、リターンには「報酬 (reward)」を与え、リスクには「罰 (penalty)」を与えるという構造になっているのです^{註5}。このため、複数のリスクとリターンの組合せが、たとえ同一のシャープ・レシオを持つ場合であっても、それらが持つ「望ましさ（効用）」の水準に差が出ることもあり得るのです。

次号では、4 タイプの投資家代表、「無邪気」(Naïve)、「戦略的」(Strategic)、「マネジド・ボラティリティ」(Managed Volatility)、「予知能力あり」(Prophetic)、各々の投資の「期待特性値」(図表 2) の点検により得ることができると期待する、政策資産配分 ver.02 への「示唆」を検討したいと思います。

なお、本稿の意見にかかわる部分、および、有り得べき誤りは、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 : Dopfel, Frederick E. and Sunder R. Ramkumar. "Managed Volatility Strategies: Applications to Investment Policy."
Journal of Portfolio Management, 40(1)(2013)

注 2 : 投資家の現行ポートフォリオや政策資産配分から逆算して、効用関数やリスク回避度を求めるという考え方もあるかもしれませんが、これとて結局は、投資家の効用関数やリスク回避度が同一と見なすことになり、実務的に受け入れることができるかは疑問です。

注 3 : 投資家の効用関数やリスク回避度（その逆数となるリスク許容度）をどう定めるのか、また、それ等是不変（または可変）なのか等々は、学界でも決定打が出ておらず、依然として議論の続く難しい問題のようです。

注 4 : Dopfel 等は（直接的には）言及していませんが、意図しない「低リスク・低リターン」（「縮小均衡型」）での高シャープ・レシオの達成も、もちろん算数的には可能です。

注 5 : Dopfel 等のように、 λ が決まっている場合は良いのですが、この式では一般的には、 λ が小さいほど、つまりリスク許容度が高ければ、リスクが大きくなっても効用の低下が小さくなりますので、リスク・リターンの高い組合せが選好されることもあるのが、また算数的事実となります。

＜コラム＞アドリブ経済時評

「ローマ教皇の危機感」

この 11 月、来日されていたフランシスコ・ローマ教皇は 2013 年の就任以降、地球温暖化による気候変動問題への対策を熱心に訴えられてきた。「すべてのいのちを守るため」と題した今回の日本での活動でも、環境保護が主要テーマの一つに位置づけられていた。

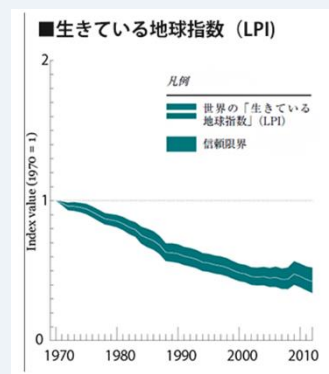
その言葉の中に「今、人類は、環境保全に真剣に取り組むのか、さもなければ滅亡するのかという厳しい選択を迫られている。」という激しいものがあるのには驚いた。

何かこの言葉を裏付けるグラフはないものかと探してみた。少し古いが、右図は、2016 年 10 月 27 日に WWF (World Wide Fund for Nature、世界自然保護基金) は『生きている地球レポート 2016』として発表されたものである。

そこには、1970 年と比べて、(たった 40 年で！) 現在の地球は約 58%もの自然を失っていると記載されている。世界の 3,700 種を超える哺乳類、鳥類、爬虫類、両生類、魚類の合計 1 万以上の個体群のデータが基になっている。ぞっとする数字である。

https://www.wwf.or.jp/activities/data/201810lpr2018_jpn_sum.pdf

ご参照



我々は、日常生活という言葉を使うとき、言外に「普通に継続していく」という意味を含んでいるのであるが、これはもう幻想だと思ったほうがいいかもしれない。

筆者は、2010 年の朝日新聞の小さな記事「40 年後、大型魚ほぼ消滅」とする UNEP (United Nations Environment Programme 国連環境計画) の小さな記事を今でも持っている。マグロやかつおはもうすぐ食べられなくなるのである。刺身好きの孫の顔が目浮かぶ。

さて、12 月 2 日からは気候変動対策についての国際会議「COP25」が開催される。それに先立ち先日 UNEP から、国際的な枠組み「パリ協定」の目標（世界の平均気温の上昇を産業革命前に比べて 1.5 度以内に抑える）を達成するためには、これからの 10 年間、毎年 7.6%のペースで温室効果ガスを減らす必要があるとする報告書を公表した。一方で同報告書によれば、去年の世界全体の温室効果ガスの排出量は 553 億トンと前年に続いて過去最悪を更新したとあるのだから、UNEP は現実世界の進捗に絶望しているように思える。

米国は今年、パリ協定脱退を表明している。

現実的に、何から直せばいいのだろうか。教皇は、「気候変動の影響ははっきりしており、科学者は歩むべき道を明確に示している。われわれは全員が多かれ少なかれ道徳的な責任を負っている。政治家にも責任がある」と語っている。

しかし、政治家にとっては、この問題はやはり「不都合な真実」なのだ。

前回、提案した GDP 計算を含むストックや自然価値の計算、公表は地味で労力もかかるが既に考案されていて、案外抵抗も少ないと思われるのだが。

2019 年 11 月 28 日

元青山学院大学教授 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、充分ご留意ください。
- 本資料は、当社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。その内容の正確性・完全性を保証するものではありません。施策の実行にあたっては、実際の会計処理・税務処理等につき、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。