

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

2020年4月号

《目次》

《ESG 投資の潮流 第1回》 ESG 投資拡大とその背景	受託運用部 主席投資コンサルタント 岡本 卓万	… 1
《定年制度を考える》 諸外国及び日本における定年制度	年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野 正徳	… 6
《海外年金の動向》 フィリピン共和国の年金制度について	年金コンサルティング部 リサーチグループ 菅谷 和宏	… 11
《退職給付会計の話題》 IAS 第1号「財務諸表の表示」の改正案	年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野 正徳	… 19
《分散投資の再考 その12》 マルチ「運用者」制と「過剰分散」①	年金運用部 顧問 大輪 秋彦	… 22
《アドリブ経済時評》 新型コロナウイルス、経済対策では弱者救済を	元青山学院大学教授・経済学博士 岩井 千尋	… 29

本誌およびバックナンバーは弊社ホームページにて掲載しております。

弊社ホームページアドレス：<https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/nenkin.html>

ESG投資の潮流 第1回

ESG投資拡大とその背景

受託運用部 主席投資コンサルタント 岡本 卓万

ESG投資への関心が高まっています。ただ、なぜESG投資をするのか（しなければならぬのか）？どんな運用手法があるのか？ESG投資は儲かるのか？等々、様々な疑問をお持ちかと思えます。

本シリーズではESG投資が拡大する背景、ESG投資の手法や進展の歴史を解説した上で、度々話題となるESG投資と受託者責任の関係のほか、気候変動、インベストメントチェレンといった関連する周辺の話も取り上げ、所見を述べます。

本号ではその第1回として、ESG投資拡大とその背景を概観します。

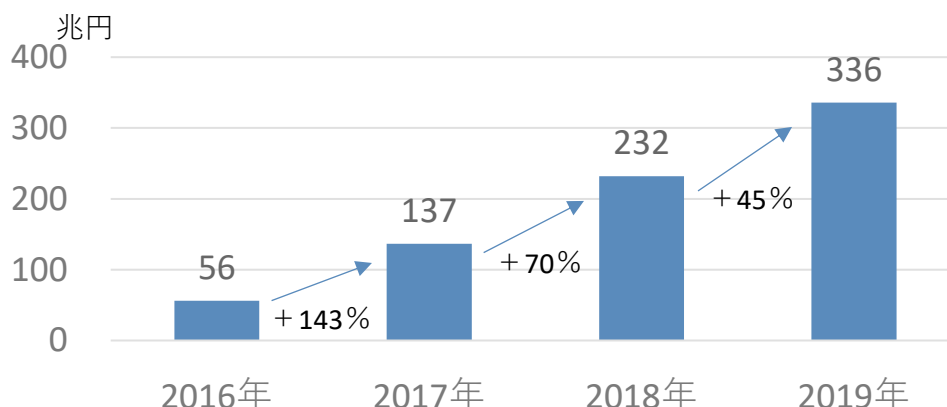
1. ESG投資の爆発的拡大

昨今、ESG投資への関心が急速に高まってきたように思います。日本経済新聞の記事（電子版含む）で“ESG”を検索しますと、この1-2月の2か月間で、161件の記事が該当しました。まさにESGの記事を目にしない日はないといえるような状況です。

最近の調査^{注1}によりますと、日本におけ

るESG投資は、2019年には336兆円に達しました。図表1のとおり、ここ数年爆発的ともいえる勢いで増加していますが、この拡大は一過性のものではないと筆者は考えます。以下、その背景を考えたいと思います。

(図表1) 日本のESG投資額



(出所) 日本サステナブル投資フォーラムをもとに筆者作成

2. 資本主義社会のパラダイム転換

グロースやバリューといった株式の投資スタイル、ヘッジファンドに代表される絶対収益戦略、スマートベータ・・・と、これまでも様々な投資手法が登場してきました。中には一時のブームで終わったものもあります。

ESG投資は投資手法の一種と捉えることもできますが、これまでに登場してきた投資手法とは大きな違いがあると筆者は考えます。それは今起きつつある資本主義のパラダイム転換の結果として投資の在り方が変化したものがESG投資だということです。

サステナビリティ（持続可能性）を意識した、経済や企業の成長が重要だという考え方が急速に台頭しつつあります。野放図に利益だけを追求してはもはや世界が立ち行かないということが背景にあります。このことを示す事象が世界中で見られ、資本主義の在り方に影響を与えています（図表2）。

事象として最も鮮烈な形で現れているのが気候変動問題で、特に欧州を中心に危機感が非常に高まっています。COP25（第25回気候変動枠組条約締約国会議）での環境

活動家グレタ・トゥンベリさんのスピーチのことをご存じの方も多いでしょう。

トゥンベリさんもそうですが、ミレニアル世代（1980年代から2000年代に生まれた世代）以降の若い世代は、競争や経済的な成功よりも仲間との共感や多様性、物質的な過剰を排するミニマリズムを重視しているといわれます。デジタルネイティブ（インターネットやパソコンなどが普及した環境で育った世代）である彼らは世界中で起きている環境問題、労働搾取といったニュースに敏感で、彼らの環境問題・人権問題に対する意見が大きな声になっています。

国連を中心に各国政府、企業が取り組むSDGs（持続可能な開発目標）が年々広がっているのも、短期的な利益の追求だけでは世界が立ち行かないという考え方が背景にあります。

これらの考え方が普遍的になるにつれて、資本主義のパラダイムがこれまでの足元の利益や株主重視から、サステナビリティやステークホルダー（株主だけでなく顧客、従業員、コミュニティーといった利害関係者）全体の重視へと転換しつつあります。

（図表2）資本主義のパラダイム転換とESG投資



（出所）筆者作成

資本主義のパラダイム転換を示す現象が、資本主義の総本山ともいえる米国でもみられます。財界のロビー団体の1つであるビジネスラウンドテーブルが2019年8月に発表した「企業の存在目的についての声明(Statement on the Purpose of a Corporation)」^{注2}では、「顧客・従業員・サプライヤー・地域社会・株主といったすべてのステークホルダーが企業にとって重要であり、全員に価値を提供することが企業の責任である」とうたわれました。大手企業200社近くのCEOの署名による声明が発表されたことは、経営者の意識が確実に変化しつつあることを示すものといえます。

さて、サステナビリティ/ステークホルダー重視の資本主義へのパラダイム転換がなされることにより、資本市場のプレーヤーである企業や投資家(アセットオーナー)の行動も変化することになります。サステナビリティやステークホルダー全体の利益を達成するためには、E(環境)、S(社会)、G(ガバナンス)の課題に取り組むことが必要だからです。

サステナビリティ/ステークホルダー重視の企業経営を目的だとすると、ESGは目

的達成のための課題項目だといえるでしょう。ESG投資をサステナブル投資と呼ぶこともありますが、同じ事象を違う視点で見たので呼称が異なるのだということもできます。

さて、サステナビリティ/ステークホルダー重視の資本主義のもと、企業は自らのE、S、Gの課題への取組みを通じ、長期的に企業価値を高めようとします。また投資家は企業のESG課題への取組みを考慮した投資行動を行います。つまりESG投資は資本主義のパラダイム転換という構造的変化の結果だといえることができます。一時的なブームで終わることも多い他の投資手法と異なる点がここにあります。ESG投資は構造的変化の結果であり、アセットオーナーはこれを避けて通ることは難しいといえるでしょう。

そればかりか、すでにアセットオーナーの投資にESGは組み込まれているともいえます。図表1に示したとおり、日本におけるESG投資額は既に300兆円を超えています。弊社を含め、多くの運用機関が「責任投資ポリシー」を定め、運用資産にESGの視点を組み入れることを宣言しています。

3. サステナビリティと各主体の行動

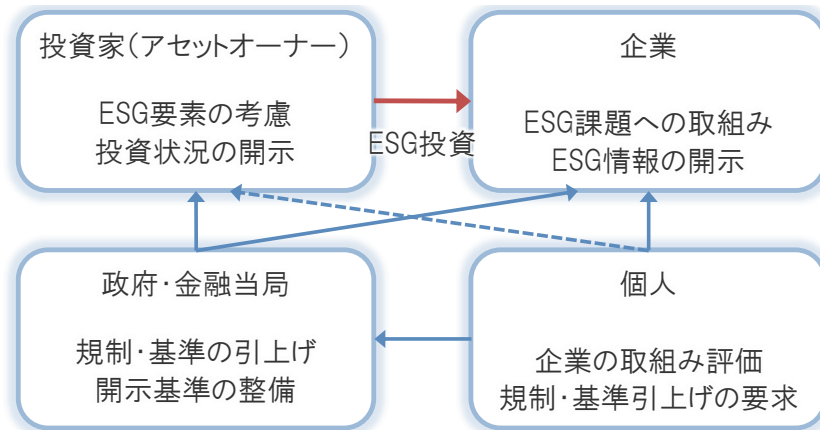
サステナビリティ/ステークホルダー重視の資本主義では、資本市場のプレーヤーは企業と投資家にとどまりません。個人や政府などもステークホルダーとして、企業や投資家に働きかけを行うプレーヤーとなることを意識する必要があります(図表3)。

個人は消費者として企業を評価し行動しますが、最近、その評価基準が変化しているようにも見受けられます。単に商品やサ

ービスの良し悪しだけでなく、企業のESG課題への取組みを評価した上で、購買行動に及んでいるのです。サステナビリティに貢献する優れた取組みを行っている企業は支持され、そうでない企業のロイヤリティは低下し、時には糾弾されます。また、政府に対してはESGに関する規則や基準の強化を要求するようになります。さらに現時点では顕在化していないものの、受益者

として投資家であるアセットオーナーに対し、ESG投資を促す要求（ESGへの取組みの劣る企業への投資禁止など）が行われるようになる可能性もあります。

（図表3）サステナビリティ/ステークホルダー重視の資本主義における各主体の行動



（出所）筆者作成

政府や金融当局はESGに関する規制・基準を策定し、あるいは企業のESGに関する情報開示を支援します。サステナビリティレポートの基準であるGRIスタンダード、TCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）最終報告書などは、こうした開示基準の例といえます。

企業は個人や政府からのESGへの取組み要請や情報開示の要求を踏まえて、ESG課題に取り組めます。ESGへの要求水準は

年々上昇するので、企業は先を見据えた対応を行います。それが顧客からの支持拡大と企業価値の向上にもつながると考えられます。

そして投資家は企業のESGへの取組み、個人や政府の働きかけによる将来の社会の変化を見据えて投資を行います。また、今後は、投資家にもESGへの取り組み状況についての開示が求められるようになると考えられます。

4. ESG投資にどう取り組むか

これまで述べてきたとおり、ESG投資は避けて通ることができないとすれば、アセットオーナーはどのように取り組んでいけばよいのでしょうか。ESG投資は受託者責任と相いれないと主張する方もいらっしゃるようですが、筆者は受託者責任を果たすうえでも、ESG投資の適切な組み入れを検討すべきだと考えます。

サステナビリティ重視の資本主義の枠組みにおいては、ESG課題への取組みの巧拙が、企業価値に大きな影響を与えます。ESG課題への取組みを通じて企業価値を大幅に高める企業がある一方、サステナブルな社会の実現と折り合いをつけず短期的利益ばかりを追う企業はいずれ淘汰されるリスクがあります。企業のESG課題への取組みを

見極め投資判断に活用することは、受託者責任を果たす上でもますます重要になると考えます。

一方で、サステナブルな社会の実現のためだからといって、年金受益者が犠牲になる必要はないと考えます。ESG投資だからといって低いリターンに甘んじたり、必要以上に資金をリスクにさらしたりしてはならないからです。但し、将来的には年金の受益者の側からサステナブルな社会のためリターンの低下を許容するといった意見が出てくるかもしれません。その際には慎重な検討が必要だと考えますが、海外では受益者のこのような倫理的な意見を投資方針に反映させることを想定した法整備を行っているところ^{注3}もあります。

今回はESG投資拡大の背景について解説しました。このシリーズでは多様な観点からESG投資に関する議論を掘り下げますので、ぜひESG投資検討の際の参考にしていただきたいと思います。

次回はESG投資の様々な手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。

(3/23 追記)

新型コロナウイルスの猛威が世界を覆っています。人々の移動は遮断され、消費は落ち込み、大規模な生産の停滞が起きています。金融市場への影響も甚大です。皮肉なことに今年の世界の二酸化炭素排出量は、大きく減少することになりそうです。

この非常時においてはESG投資の検討の議論が一時的に後退することになるでしょう。ただし、長期的にはESG投資への流れは止まることはないと考えます。むしろ伝染病といった世界的なイベントは、ヘルスケアや働き方改革といった分野の新たな社会課題の顕在化につながる可能性があります。一時的に優先順位が下がるにせよ、ESG投資の検討を続けていく必要性は今後も変わらないと考えます。

注1 JSIF (日本サステナブル投資フォーラム)「サステナブル投資残高アンケート 2019 調査結果」

<http://japansif.com/200207.pdf>

注2 Business Round Table, “Statement on the Purpose of a Corporation”

<https://opportunity.businessroundtable.org/wp-content/uploads/2020/03/BRT-Statement-on-the-Purpose-of-a-Corporation-with-Signatures.pdf>

注3 英国では、年金基金が投資を計画する際に、受益者の倫理的な意見 (View) を (考慮する場合には) どの程度考慮するか運用基本方針 (statements of investment principles) に定めることとされています。

定年制度を考える

諸外国及び日本における定年制度

年金コンサルティング部 リサーチ G 久野 正徳

60 歳超への定年延長を実施あるいは検討する企業が増加しています。また、少子高齢化の進展、高齢者の就労意欲の高まり等を踏まえ、70 歳までの従業員の雇用確保を努力義務とする法改正案が国会に提出されています。以下、諸外国における定年制度を比較しつつ、改めて日本の定年制度が果たしてきた意義を考えてみたいと思います。

1. 諸外国の定年制度の比較

定年制度に関しては大きく、その導入を法的に禁止している国と認めている国に分かれます。図表 1 は欧米並びにアジア主要国の定年制度の有無及びその概要を示していますが、よく知られている通り、アメリカでは 1967 年に制定された法律（The Age

Discrimination in Employment）により、雇入れや労働条件に関して年齢による差別が禁じられています。同じアメリカ大陸のカナダも年齢による差別を禁止し、定年制度の導入を認めていません。

（図表 1）世界の主要国の定年制度の概要

国	定年の有無	定年制度の概要
アメリカ	無	法律(The Age Discrimination in Employment Act of 1967)により、雇入れや労働条件等に関し、年齢による差別を禁止
カナダ	無	法律により、年齢による差別を禁止
イギリス	無	法令上、年齢を理由に解雇することは差別とみなされる。定年制度を導入することは可能だが、業務遂行能力が低下するなど、客観的に正当であることを証明する必要があるため、通常は定めない
ドイツ	有	「公的年金支給開始時点で雇用関係が自動的に終了する」と規定するのが一般的。公的年金支給開始は65歳。契約や労働協約に規定がない場合、解雇や退職を行うため別途手続きが必要
フランス	有	就労継続を希望する場合、70歳まで定年退職させることはできない。公的年金の受給資格を得る65～67歳に達した時点で一定の手続きを踏めば、従業員に対し定年退職を提案することが可能
イタリア	有	通常、男性66歳、女性62歳の公的年金の支給開始年齢到達時
オランダ	有	法律上は65歳(従来の公的年金支給開始年齢到達時)。なお、公的年金支給開始年齢は徐々に引き上げ中(2019年は66歳、2023年に67歳へ)
中国	有	男性60歳、女性は管理職が55歳、非管理職が50歳
韓国	有	2013年「雇用上の年齢差別禁止および高齢者雇用促進に関する法律」の改正により60歳定年制度が義務化。2016年から従業員300人以上の事業所など、2017年からはすべての事業所に適用

（出所）日本貿易振興機構（JETRO）「欧州・ロシア雇用制度一覧」及び地域・分析レポートを基に作成

欧州諸国のうち、イギリスには定年制度の導入自体を禁止する法律はありませんが、年齢を理由に解雇することは差別とみなさ

れ、雇用契約を解除するには業務遂行能力が低下するなど客観的に正当であることを証明する必要があります。したがって、通

常は定年制度を導入する企業はないようです。一方、ドイツやフランスなど他の欧州諸国には定年制度があります。こうした国々の定年年齢は、公的年金の満額給付が受けられる年齢と同年齢となっており、その年齢は 65 歳前後となっています。

アジア諸国に目を転じると中国、韓国には定年制度があります。中国は男性の定年年齢は 60 歳ですが、女性は管理職でも 55 歳（非管理職は 50 歳）となっています。韓国では、60 歳定年が義務化されたのは 2013 年の法改正から（実際にすべての事業所に 60 歳定年が義務付けられたのは 2017 年から）と、定年年齢の引上げ時期は日本よりもかなり遅れています。

日本では 1986 年に 60 歳定年を努力義務とする法改正が行われ、1994 年に 60 歳未満を定年とすることが禁止されました（それ以前は 55 歳定年が主流でした）。さらに、2012 年の高年齢者雇用安定法の改正で希望者全員について 65 歳まで雇用を確保する

ことが企業に義務付けられました（施行は 2013 年 4 月）。

アメリカやイギリスなどが定年制度を認めない理由は、年齢による差別を排除することにあると言えます。働く意欲のある人に対し、年齢を理由として就労を制限することは差別にあたるという考えです。年齢による能力の低下には個人差があるため、一律に年齢で退職を促すことは適切ではないと考えるわけです。ただ、程度の差はあれ、加齢によって体力や気力が低下することも事実です。加えて人事の観点からは、ポストを確保し組織を活性化させるために新陳代謝が必要であるという事情も存在します。確実に世代交代を実現させるためのシステムとして、年齢を基準とした定年を設けることは合理的であるとも言えます。このように見ていくと定年制度は、各国の社会経済環境や公的年金との関係などによって、様々な考え方があると言えます。

2. 日本型雇用システムと定年

最近、“日本型”雇用システムの維持が困難になってきたとの発言が多く聞かれます。いわゆる日本型雇用システムは“終身雇用”“年功型賃金”“企業内組合”の 3 つと言われますが、“終身雇用”“年功型賃金”を支えてきた重要なスキームが新卒の一括定期採用であると考えられます。毎年一定の新卒者を雇い入れることで、同期で入社した仲間との連帯感や仲間意識が醸成され、企業への帰属意識や忠誠心が高まる効果が期待できます。同様の効果は企業内組合にもあると考えられます。

年功型賃金の下では長期間勤務が報われ

ますし、しかも企業への帰属意識が高まります。また、終身雇用により、途中で解雇されたり、転職することも少なく、その結果として定年まで勤務する人が多くなります。

そもそも終身雇用といっても、終身年金とは異なり、生存期間を通じて雇用することを意味するわけではなく、あくまで“定年”まで雇用を保証するにすぎません。その定年で退出する人が一定数いることで、毎年一定人数の新卒者を雇用することが可能であったとも言えます。その意味では日本型の雇用システムの下では定年制度は不

可欠、逆に言えば定年制度を前提に日本型雇用システムが成り立っていたとも言えます。さらに言えば、退職金や企業年金制度は、表舞台からスムーズに退出してもらうための格好のスキームであったとも言えます。

ただ、日本でも高齢者雇用を促す環境変化が起こっていることは間違いありません。具体的には、長寿化や人口の減少、さらには公的年金の支給開始年齢の引き上げなどです。例えば、労働力人口は就労意欲のある人が対象となりますが、図表 2 に示した

通り、人口が減少する中で 65 歳以上の高齢者の存在感が高まっている状況です。今後も出生数の低迷が続くと予想され、65 歳以上の高齢者の就労を促進しないと労働力の確保がおぼつかなくなる懸念があります。一方で、高齢者の労働力人口の増加は、健康寿命の延伸と長寿化で老後に必要な生活費が増加する状況を想定して、なるべく長い期間就労によって所得を確保したいという人が増加していることも背景にあるのかもしれない。

(図表 2) 労働力人口及び就業者数、就業率の推移

(単位：万人)

	人口		労働力人口		就業者		就業率	
	20~69歳	うち65~69歳	20~69歳	うち65~69歳	20~69歳	うち65~69歳	20~69歳	うち65~69歳
2010	8,390	829	6,268	312	5,948	302	70.9%	36.4%
2015	8,099	966	6,191	413	5,977	401	73.8%	41.5%
2016	8,082	1,022	6,232	450	6,032	438	74.6%	42.8%
2017	8,005	1,002	6,252	454	6,070	444	75.8%	44.3%
2018	7,905	946	6,289	450	6,131	441	77.6%	46.6%
2019	7,808	884	6,295	438	6,141	428	78.7%	48.4%

(出所) 総務省統計局「労働力調査結果」より作成

3. 平均退職年齢と公的年金

人が働く要因には受動的要因と能動的な要因があると考えられます。受動的要因は生計を維持するために“働かざるを得ない”、あるいは国民の義務（勤労の義務）として“働かなければならない”といったものです。働かないと世間体が悪いという後ろめたさも就労を促す要因かもしれません。

一方で、能動的要因はより積極的に働きたいという欲求です。働くことに生き甲斐を感じたり、ビジネスを通じて社会貢献したいなどの気持ちもあるはずです。また、地位や名誉のため、あるいはより豊かな生

活をしたいという欲求から働く人も少なくないと考えます。

当然のことながら、すべての人が高齢まで働くわけではありませんし、定年がないからといって死ぬまで働くわけでもありません。高齢者の就業理由として、60 歳代前半は「生活の糧を得る」という受動的要因が多く、60 歳代後半では「健康」「生き甲斐」「社会参加」といった能動的要因が多くなるのは、公的年金の支給開始時期や支給水準と深い関係があると考えられます。

図表 3 では欧米諸国及び日本について、

年金の所得代替率と退職年齢を比較しています。欧米諸国を見ると平均退職年齢（実際の退職年齢の平均）と標準退職年齢（満額の公的年金が支給される年齢）とがほぼ同じ時期ですが、日本では平均退職年齢が標準退職年齢を大きく上回っています。

例えば、公的年金が満額支給され、しかも所得代替率が高ければ、受動的要因から就労を選択する理由は希薄になるはずで、アメリカ、カナダ、イギリスがそうした国

と言えます。さらに、平均退職年齢が標準退職年齢を下回るイタリア、オランダの両国は年金（公的年金+私的年金）の所得代替率が非常に高くなっていることがわかります。この両国は満額になる前でも経済的にある程度満たされるのかもしれませんが。

いずれにせよ欧米諸国では、公的年金が満額支給される年齢になると、多くの人は退職していることがわかります。

(図表 3) 欧米諸国及び日本の所得代替率及び退職年齢 (単位：%)

	所得代替率			退職年齢(男子)	
	公的年金	私的年金	合計	平均	標準
アメリカ	38.3	33.0	71.3	67.6	66.0
カナダ	41.0	34.2	75.2	66.0	65.0
イギリス	22.1	30.0	52.1	65.0	65.0
ドイツ	38.2	12.7	50.9	63.6	65.0
フランス	60.5		60.5	60.5	62.0
イタリア	83.1		83.1	62.4	66.6
オランダ	28.7	68.2	96.9	63.8	65.8
欧州諸国平均	44.6	35.6	※1 70.0	64.1	65.1
日本	※2 34.6	23.1	57.7	70.6	65.0

※1.欧州諸国平均の所得代替率(合計)は国別合計値の平均であるため、公的年金・私的年金それぞれの平均を合計した値と異なります。

※2.日本の公的年金の所得代替率は単身モデルのため、本人分のみ(配偶者の基礎年金を含まない)数値です。

(出所) OECD AND G20 INDICATIONS 「Pension at a Glance 2017」

これに対し、日本は平均退職年齢が 70.6 歳、標準退職年齢は 65 歳です。現状の日本では、60 歳定年の企業が多いにも関わらず、定年年齢を超え、さらに公的年金が満額支給される年齢より 5 年ほど経過した年齢が平均的な退職年齢となっているわけです。この 70.6 歳という平均退職年齢について高いと感じる人は多いかもしれませんが、図

表 2 における 65~69 歳の 2019 年の就業率が 48%であることからすると、それほど違和感がある数字とは言えません。

欧米諸国と違って、日本人は標準退職年齢を大きく超えて働いているわけです。その理由として日本人は勤勉であり、就労意欲が高いから高齢まで働くという見解があります。その可能性は否定しませんが、一

方で年金の所得代替率が低いため働かざるを得ないという見方もできます。あるいは、その両方が影響しているのかもしれませんが。

現在、国会へ提出中の雇用保険等の一部を改正する法律案が可決すれば、2021年4月以降は70歳まで従業員の就業機会を確保することが企業の努力義務となります。高齢者に対して就業機会を与えることは望ましいことであり、努力義務を果たすことは必要です。しかし、当然のことですが、

企業に70歳までの就業機会の確保が義務付けられたとしても、従業員に70歳まで働く義務はありません。企業にとってより重要なことは、就業機会の提供とともに、退職給付制度の整備や従業員の自助努力の支援をセットで考えることだと思います。

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。

海外年金の動向

フィリピン共和国の年金制度について

年金コンサルティング部 リサーチグループ 菅谷 和宏

フィリピン共和国（以下、フィリピン）の社会保障制度は、民間被用者および自営業者が加入する「社会保障機構（以下 SSS : Social Security System）」、公務員が加入する「公務員保険制度（GSIS : Government Service Insurance System）」、軍人が加入する「軍人保険制度（AFPRSBS）」に分立しており、SSS は退職年金、遺族給付、障害給付、傷病手当、出産休暇手当、労働災害給付を行う総合保険制度となっています。

日本の企業年金制度にあたる退職給付基金には「事業主基金」と「金融機関基金」があり、「事業主基金」は確定給付型（以下、DB）ですが、「金融機関基金」にはDBと確定拠出型（以下、DC）があり、原則として企業に6カ月以上雇用される正規社員が対象となります。

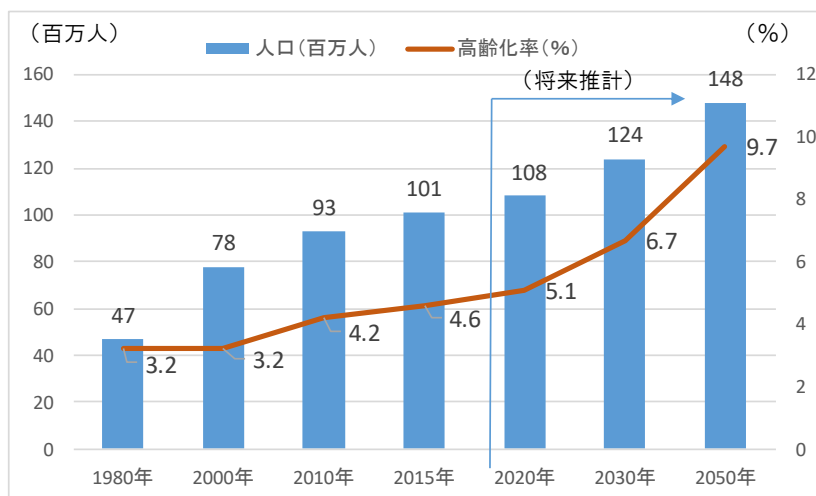
現在、フィリピンの経済成長率は6%台で、今後も人口増加と経済発展が見込まれ、多くの海外企業がフィリピンに進出して「ASEAN 経済大国」としての地位を確立しつつあり、経済の発展とともに社会保障制度の整備が進められています。（2020年3月、1ペソ=2.15円）

1. 社会・経済情勢

各種調査データによると、総人口は1980年4,700万人から、2019年には2倍以上の1億873万人まで増加しています（世界第12位）。合計特殊出生率は2.89（2017年）

で、今後も人口増加が続くことが予測されており、2050年には1億4,800万人にまで達する見込みです（図表1）

（図表1）フィリピンの人口および高齢化率（65歳以上人口の割合）の推移



出所：独立行政法人労働政策研究・研修機構「データブック国際労働比較2017」から筆者作成

平均寿命は、男性 66.2 歳（世界第 126 位）、女性 72.6 歳（世界 118 位）（WHO）で、高齢化率は 1980 年 3.2%から 2018 年には 4.9%（世界第 117 位）まで上昇し、独立行政法人労働政策研究・研修機構の推計によると、2050 年には 9.7%まで上昇する見込みです。日本 27.5%、ドイツ 21.7%、イギリス 18.7%などの先進国や、シンガポール 13.6%、タイ 11.8%（いずれも 2018 年）などのアジア諸国と比較しても、まだまだ若

い国と言えます。

近年、経済成長率は 6%台で推移しており（図表 2）、国内総生産（GDP）は 3,309 億 US ドル（世界第 40 位）で、今後も引き続き経済発展が見込まれます。いわゆる「VIP（Vietnam, Indonesia, Philippine=ベトナム・インドネシア・フィリピン）」として注目されており、多くの世界の企業がフィリピンに進出し、「ASEAN の経済大国」の一角としての地位を確立しています。

（図表 2）フィリピンの GDP・経済成長率等の推移

	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
GDP(億ドル)	2,241	2,501	2,718	2,846	2,928	3,049	3,136	3,309
経済成長率(%)	3.7	6.7	7.1	6.1	6.1	6.9	6.7	6.2
物価上昇率(%)	4.6	3.2	2.6	3.6	0.7	1.3	2.9	5.2
失業率(%)	7.0	7.0	7.1	6.6	6.3	5.5	5.7	5.3

出所：外務省（2019）「フィリピン共和国基礎データ」等より筆者作成

2. 公的年金制度

1954 年に社会保障法が成立（1957 年施行）し、退職年金、遺族給付、障害給付、傷病手当について、50 人以上の社員を雇用する企業を対象に「社会保障機構（SSS）」が創設されました。その後、1958 年に社員 6 人以上の企業、1960 年には 1 人以上の全ての企業に拡大されました。さらに、1992 年に

農漁業労働者、1993 年に家事使用人に適用が拡大され、1995 年には月収 1,000 ペソ（約 2,150 円）以上の自営業者の加入が義務化され、国民皆年金制度が確立しました（無業の配偶者および国外で働くフィリピン人は任意加入）。現在、加入者数は 3,560 万人（2017 年）です（図表 3）。

（図表 3）フィリピンの年金制度

社会保障機構（SSS） (Social Security System) 国庫負担なし 加入者数：3,560万人	公務員保険制度(GSIS) (Government Service Insurance System) 国庫負担なし 加入者数：186万人	軍人保険制度 (AFPRSBS)	
<強制加入>	<任意加入>		
・民間被用者 ・自営業者(月収1,000ペソ以上)	・海外就業者 ・配偶者	公務員(国・地方)	軍人

出所：筆者作成

また、1972年に医療給付（1998年に国民健康保険制度 Phil Health に移管）、1975年に労災給付、1978年に出産休暇手当が追加され、SSS は総合的な社会保険制度として

の役割も果たしています。

なお、公務員については、公務員保険機構（GSIS）、軍人については、軍人保険機構（AFPRSBS）にそれぞれ加入します。

3. 社会保障機構（SSS）の概要

(1) 退職年金

保険料は、労使で負担し国庫負担はありません。保険料率は、設立時は事業主 5.07%、被用者 3.33%（労使合計 8.4%）でしたが、

徐々に引き上げられ、2019年1月以降は、事業主 8.00%、被用者 4.00%（労使合計 12.0%）を拠出します（図表4）。

（図表4）SSSの保険料率の推移

	事業主	被用者	（合計）
1980年1月～2003年2月	5.07%	3.33%	8.4%
2003年3月～2006年12月	6.07%	3.33%	9.4%
2007年1月～2013年12月	7.07%	3.33%	10.4%
2014年1月～2018年12月	7.37%	3.63%	11.0%
2019年1月～	8.00%	4.00%	12.0%

出所：佐藤智代「フィリピンの年金制度」『年金と経済』2018.7, Vol.37No.2、MERCER「WORLDWIDE BENEFIT & EMPLOYMENT GUIDELINES – ASIA PACIFIC」pp775（2019）より筆者作成

算定基礎となる標準報酬月額は日本と同様に賃金に応じて1,000ペソ（約2,150円）から16,000ペソ（約34,400円）までの31等級に分かれています。標準報酬月額の下限額1,000ペソの等級では、事業主負担80ペソ（約172円）、被用者負担40ペソ（約86円）、上限額16,000ペソの等級では、事業主負担1,280ペソ（約2,752円）、被用者負担640ペソ（約1,376円）です。自営業者は12.0%を全額、個人が負担します。マニラの平均賃金は、製造業（一般工員）が12,300ペソ（約26,445円）、製造業（中堅技術職）が20,085ペソ（約43,182円）です。

年金財政上の懸念から、保険料については2021年から2年ごとに1%ずつ引き上

げる法案（Senate Bill 1753）が可決され、2019年2月の大統領署名を経て「共和国法11199」が制定されました。2025年までに労使合計15%まで引き上げられる予定です。

年金の支給開始年齢は、保険料120カ月以上納付した場合は、60歳到達日（その時点で就業中の場合は以降の退職時または65歳到達時）で、納付期間が120カ月に満たない場合は、保険料の元利合計が一時金で支給されます。

年金額（月額）は、図表5の算定式①と②のうち高い方の金額ですが、最低保証として、加入期間が10年以上20年未満の者は1,200ペソ（約2,580円）、加入期間が20年以上の者は2,400ペソ（約5,160円）が保

障されています。

なお、12月にはボーナスとして、1カ月の年金が加算されます。また、SSSから

支給される年金は収入とはみなされなため課税されません。

(図表5) SSSの年金額算定式

以下の①～③の算定式で計算された最も高い金額	
①	$300 \text{ ペソ} + \text{平均報酬月額} \times \{0.2 + 0.02 \times (\text{加入期間} - 10 \text{ 年})\}$
②	平均報酬月額 $\times 0.4$
③最低保障	「加入期間が10年以上20年未満の者」 1,200 ペソ (約 2,580 円)
	「加入期間が20年以上の者」 2,400 ペソ (約 5,160 円)

平均報酬月額は退職前60カ月の平均または全加入期間の平均額の高い方

出所：厚生労働省「海外情報報告」より筆者作成

(2) 遺族給付

36カ月以上の保険料を支払った加入者が死亡した場合、配偶者（再婚者は除く）または21歳未満の未婚の子に遺族年金が加入期間に応じて支払われます（図表6）。加入者が死亡した時点で21歳未満の未婚の

就労していない子がいる場合には、5人を限度として1人当たり年金額の10%（最低額250ペソ（約538円））が加算して支給されます。なお、配偶者または子がいない場合には、両親等に一時金が支給されます。

(図表6) 遺族給付・障害給付の月額

以下の①②の算定式で計算された最も高い金額	
①	退職年金と同水準
②最低保障	「加入期間が10年未満の者」 1,000 ペソ (約 2,150 円)
	「加入期間が10年以上20年未満の者」 1,200 ペソ (約 2,580 円)
	「加入期間が20年以上の者」 2,400 ペソ (約 5,160 円)

出所：厚生労働省「海外情報報告」より筆者作成

(3) 障害給付

障害発生時点で36カ月以上の保険料を支払っている加入者が、治癒見込みのない身体障害となった場合、加入期間に応じた障害年金が支払われます（図表6）。障害発生時点で36カ月以上の保険料を支払っていない場合は一時金が支給されます。支給期間は障害の程度によって決まり、重度の

場合（完全障害者）は終身年金が支給されます。加入者が障害となった時点で21歳未満の就労していない未婚の子がいる場合には、5人を限度として1人当たり年金額の10%（最低額250ペソ（約538円））が加算して支給されます。

4. 退職給付基金と退職金制度

企業が実施する退職給付基金（日本の企業年金に相当する制度）には「事業主基金」と「金融機関基金」の 2 種類があります。「事業主基金」は国営企業等が単独で設立するケースが多く、DB 制度のみです。

一方、「金融機関基金」は、民間の銀行や保険会社が設立した制度に企業が加入する形式で、DB 制度と DC 制度があります。い

ずれも原則として、企業に 6 カ月以上雇用される正規社員が対象となりますが、就業規則で加入範囲を規定することもできます。DB 制度の掛金は全額事業主が拠出しますが、DC 制度では事業主拠出に加えて、加入者が任意で拠出することも可能です。この場合、加入者は課税後の給与から掛金を拠出することになります。

(図表 7) 退職給付基金の種類

	DB	DC
対象者	原則6カ月以上の正規社員	原則6カ月以上の正規社員
拠出	全額事業主負担（給与に応じて）	原則、事業主拠出（給与の6～8.5%） 加入者の任意拠出を認めることも可 加入者は課税後の所得から拠出 加入者が商品選択することは不可
給付種類	退職給付、障害給付、遺族給付	退職給付、障害給付、遺族給付
退職給付支給年齢	原則60歳（50～65歳でも可）	原則60歳
給付	一時金 （加入期間5年で受給資格付与（25%）、10年で60%、15年で85%、20年で100%受給権付与）	一時金（拠出金と収益の合計額） （加入期間5年で受給資格付与、20年で100%の受給権付与）
給付額	勤続期間および給与に応じて	拠出金の元利合計
税金	個人所得税は非課税 （10年以上加入で50歳以降支給の場合）	個人所得税は非課税 （10年以上加入で50歳以降支給の場合）
積立基準	基準なし	
会計基準	PAS19（フィリピン財務報告基準） 財務諸表の開示はIAS19に準じる	

出所：MERCER「WORLDWIDE BENEFIT & EMPLOYMENT GUIDELINS - ASIA PACIFIC」（2019）
pp784-787 より筆者作成

給付種類には退職給付、遺族給付、障害給付がありますが、全て一時金で支給され、所得税は課税されません。受給資格は DB 制度、DC 制度ともに加入期間 5 年以上ですが、DB 制度について最低積立水準等の財政運営上の基準はありません。

会計基準は PAS19（Philippine Accounting Standards）に準じており、2012 年 12 月末以降の会社決算の財務報告書において、退職給付基金の開示が求められています。

（SEC Memorandum Circular No.12-2012）

また、従来は未認識数理計算上の差異の

処理方法として、「コリドーアプローチ」「損益計上」「その他包括利益（OCI）に計上」のいずれかが採用されていましたが、改訂PAS19において、2013年1月1日以降の開始事業年度より「コリドーアプローチ」と「損益計上」が廃止され、「その他包括利益（OCI）への計上」へ統一されました。

退職金については、フィリピン労働法に基づき、事業主には社員が60歳以降で退職または65歳に到達（定年退職）した時に、退職手当を支給する義務があります。ただし、社員10名以下の小売業、サービス業、農業事業者については、退職手当の支給義務が免除されています。企業が個別に勤続

期間10年等、退職手当の支給要件を定めることも可能です。

退職金の最低支給額は、勤続期間1年につき22.5日分の賃金と規定されています。算定の基礎となる給与は本給のみで、歩合給や賞与は含まれません。

法定の支給要件に該当して退職手当を受給した場合には所得税は課税されませんが、支給要件を満たさずに退職手当を受給した場合には、個人所得として課税されます。また、最低支給額を上回る退職手当を受給した場合でも、次の全ての条件を満たしていれば課税されません（図表8）。

（図表8）退職手当に所得税が課税されないための条件

- ・退職金制度が合理的なものであり、内国歳入庁（BIR）の承認を受けていること
- ・社員が退職時に50歳以上であること
- ・社員の勤続期間が10年以上であること
- ・社員が過去に同じ事業主または別の事業主から退職手当を受けていないこと

5. 日本・フィリピン社会保障協定

外務省「海外在留邦人数調査統計（2019年）」によると、フィリピンの在留邦人数は16,894人（第17位）で、そのうち、海外での生活は一時的なもので将来帰国する予定の長期滞在者数は11,234人です。

一方、日本に在留しているフィリピン人は、法務省「在留外国人統計（2019年6月）」によると277,409人（第4位）です。また、厚生労働省「外国人雇用状況の届出状況まとめ（2019年10月末現在）」によると、日本で就労しているフィリピン人は179,685人で、中国418,327人、ベトナム401,326人に次いで3番目に多い状況です。業種別に見ると製造業の就労者が多く、39.6%を占

めています。

日本からフィリピンに一時的に派遣されて就労する場合はSSSに加入する義務がありますが、フィリピン・日本間では2018年8月に社会保障協定（以下、協定）が締結・発効しており、5年以内の一時的なフィリピンでの就業については、日本の公的年金制度のみに加入すればよいとする「2重加入の防止」規定があります。また、当初5年の予定で派遣された方が5年を超えて就労する場合には「延長規程」があり、3年を超えない範囲であれば、原則として日本の公的年金制度のみに加入すればよいこととされています。

(図表9) 社会保障協定締結国の一覧 (2019年9月24日現在)

	締結国	発効日	二重払い防止(年金)	(医療保険)	加入期間の通算
1	ドイツ	2000年2月	○	×	○
2	イギリス	2001年2月	○	×	×※1
3	韓国	2005年4月	○	×	×※2
4	アメリカ	2005年10月	○	○	○
5	ベルギー	2007年1月	○	○	○
6	フランス	2007年6月	○	○	○
7	カナダ	2008年3月	○※3	×	○※3
8	オーストラリア	2009年1月	○	×	○
9	オランダ	2009年3月	○	○	○
10	チェコ	2009年6月	○	○	○
11	スペイン	2010年12月	○	×	○
12	アイルランド	2010年12月	○	×	○
13	ブラジル	2012年3月	○	×	○
14	スイス	2012年3月	○	○	○
15	ハンガリー	2014年1月	○	○	○
16	インド	2016年10月	○	×	○
17	ルクセンブルク	2017年8月	○	○	○
18	イタリア	署名済	○	×	×
19	フィリピン	2018年8月	○	×	○
20	スロバキア	2019年7月	○	○	○
21	中国	2019年9月	○	×	×
22	スウェーデン	署名済	○	—	○
23	フィンランド	署名済	○	—	○
24	トルコ	交渉中	—	—	—

※1 英政府「二重加入防止協定に限定」方針を受け早期締結が得策と判断し二重加入防止に限定したもの

※2 韓国の公的年金制度は1988年導入のため、当面は二重加入防止に限定した協定としたもの

※3 ケベック州公的年金を除く

出所：厚生労働省HP「社会保障協定締結状況」より筆者作成

さらに、協定には日本とフィリピンの公的年金の加入期間を通算する「年金加入期間の通算」規定も含まれ、それぞれの公的年金制度に加入していた期間を合算してそれぞれ受給要件を満たせば、双方の公的年金から加入期間に応じた年金が支給されます。

日本からフィリピンに派遣された被用者の配偶者については、日本の年金制度が引

き続き適用されます。フィリピンで就労しない限り、フィリピンのSSSに加入する義務はありません。また、フィリピンから日本に派遣された社員が日本の公的年金制度の適用を免除されている場合においても、その配偶者・子は、一定の条件を満たす場合、日本の制度の適用を免除されます。なお、配偶者・子が日本の制度への加入を希望する場合は、任意で加入できます。

協定の対象となる年金制度は、日本の国民年金・厚生年金とフィリピンの社会保障機構（SSS）・公務員保険機構（GSIS）の退職年金、遺族給付、障害給付のみで、医療保険や雇用保険は対象となっていません。

現在、日本はフィリピンを含む20カ国との社会保障協定が発効されています（図表9）。

さらに、イタリア、スウェーデン、フィン

ランドと社会保障協定の署名が終わり発効の準備が進められており、トルコとは交渉中です。この他、社会保障協定の予備協議がオーストリアとベトナムとの間で開始されています（図表10）。

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10）社会保障協定に向けて準備中の国（2019年9月24日現在）

準備状況	対象国
社会保障協定署名済で発効待ち	イタリア、スウェーデン、フィンランド
政府間交渉中	トルコ
事前協議	オーストリア、ベトナム

出所：厚生労働省 HP「社会保障協定締結状況」より筆者作成

<主な参考文献>

- 佐藤智代「フィリピンの年金制度」『年金と経済』2018.7, 公益財団法人年金シニアプラン総合研究機構
- 外務省「海外在留邦人数調査統計（平成30年要約版）」、「フィリピン共和国基礎データ（2019年）」
- 厚生労働省「2017年 海外情勢報告」、「外国人雇用状況の届出状況まとめ（平成29年10月末現在）」
- 法務省（2018）「在留外国人統計（2018年12月）」
- PHILIPPINES REPUBLIC ACT No.11199. PHILIPPINES SOCIAL SECURITY ACT OF 2018 (Senate Bill 1753).
- PHILIPPINE GOVERNMENT 「PHILIPPINE STATISTICAL YEARBOOK 2018」
- PHILIPPINE STATISTIC AUTHORITY（2019）「LABSTAT」 Vol.23 No.1, January 2019
- National Statistical Coordination Board（NSCB）HP
- OECD（2016）「Pension at a Glance ASIA/PACIFIC : PHILIPPINES」.
- MERCER（2019）「WORLDWIDE BENEFIT & EMPLOYMENT GUIDELINES-ASIA PACIFIC」.

退職給付会計の話題

IAS 第1号「財務諸表の表示」の改正案

年金コンサルティング部 リサーチ G 久野正徳

2019年12月に公表されたIAS第1号「財務諸表の表示」の改正案(IASとIFRSとの関係については、文末に記載の注記参照)では、純損益計算書を「営業」など4つの区分で表示することを求めています。退職給付に関しては勤務費用を営業の区分、利息費用と利息収益の差額を財務の区分で表示することが要請されています。米国基準に続き、IFRSも費用要素毎に分割表示することになり、日本基準にも影響を与える可能性があります。

1. IAS1号改正案の概要

財務諸表利用者の便益向上を目指して2019年12月17日にIAS第1号の改正案が公表されました。改正案では損益計算書の区分表示について「営業」、「投資」、「財務」などの区分に分けることを提案しています。改正案に対するコメント期限は2020年6月30日です。

日本基準では営業利益や経常利益など段階別利益の表示を求めています。IFRSではこれまで損益計算書の区分表示について明確な定めはなく、現状、区分表示の基準

は統一されていません。IFRSを任意適用している企業は各社の判断で表示区分を定め、財務諸表を作成しています。

今回の改正案は、退職給付の表示にも関係します。IFRSで純損益に反映される費用の要素は、勤務費用、利息費用及び利息収益及び過去勤務費用ですが、このうち利息費用及び利息収益の表示区分については明示されていませんでした。今般の改正案では両者は財務の区分に、利息費用の純額(利息費用ー利息収益)として表示されます。

(図表1) 純損益計算書(改正案)の要約

収益	X	営業
営業費用	X	
営業損益	X	
不可分の関連会社及び共同支配企業の純損益に対する持分	X	不可分の関連会社 及び共同支配企業
営業損益並びに不可分の関連会社及び共同支配企業から生じる収益及び費用	X	
不可分でない関連会社及び共同支配企業の純損益に対する持分	X	投資
投資から生じる収益	X	
財務及び法人所得税前純損益	X	
現金及び現金同等物から生じる利息収益	X	財務
財務活動から生じる費用	X	
年金負債及び引当金に係る割引の巻戻し	X	
税引き前純損益	X	

IFRSの新しい純損益計算書(改正案)を要約すると図表1のようになります。具体的には、最終的な集計結果である「税引き前純損益」に加えて3つの新しい区分による中間的な集計結果、すなわち、①営業損益、②営業損益並びに不可分の関連会社及び共同支配企業から生じる収益及び費用、③財務及び法人所得税前純損益、を表示することを求めています。

これに伴い純損益計算書では4つの区分に分類される収益及び費用を表示することが必要になりました。すなわち、(ア)営業、(イ)不可分の関連会社及び共同支配企業、(ウ)投資、(エ)財務、の4つの区分です。

(ア)営業の区分は他の区分に分類される収益、費用以外の部分とされ、結果的に企業の主要な事業活動から生じるすべての収益及び費用が含まれるとしています(直接的に“営業利益”を定義しているわけではなく、他の3つを定義した残りとして定義しています)。人件費や原材料費さらに販売費等はここに計上され、退職給付に関しては勤務費用及び過去勤務費用が(ア)「営

業」区分に含まれます(IFRSでは過去勤務費用は発生した期に全額を費用として計上します)。

(イ)「不可分の関連会社及び共同支配企業」には、持分法で処理している関連会社及び共同支配企業のうち自社の事業活動に対して不可分なものを表示することになります。

(ウ)「投資」の区分は、個別かつ企業が保有する他の資産とは凡そ独立して生み出される収益です。現金及び現金同等物から生み出される収益は含まれませんが、自社の事業活動と不可分でない関連会社及び共同支配企業の収益はここに含まれます。

(エ)「財務」の区分には、現金及び現金同等物から生じる利息収益及び財務活動の費用、さらには年金負債及び引当金に係る割引の巻戻し(利息費用の純額)を計上します。利息費用(退職給付債務×割引率)と利息収益(年金資産×割引率)の差額である利息の純額は、ここに計上することになります。

2. 分解表示の意義と日本基準への影響

今回の改正案は表示方法の変更であり、費用の算出方法が変わるわけではありません。したがって、最終的な「税引き前純損益」の額は従前と変わりません。

しかし、今回の改正案が、財務報告の利用者からの強い要望に応えたものだという点は重要です。利用者は、業績の分析及び将来予測を行うためにより有用な情報を求めており、そうしたニーズに資するように改正案が公表されたという事実です。国際会計基準審議会は、4つの区分利益を表示

することが実態をより正確に反映し、将来予測を行うためにも有意義であると考え、その一環として退職給付費用を営業費用と財務費用に分離することを求めたわけです。

すでに米国基準では退職給付の費用要素を分解して表示することが求められており、勤務費用以外の費用要素、すなわち利息費用、期待運用収益、数理計算上の差異及び過去勤務費用の処理額のすべてを財務費用として計上します。IFRSと米国基準とでは数理計算上の差異・再測定のリサイクルリ

グの取扱いや期待運用収益の有無など処理方法に大きな差異が存在しますが、人件費と財務的な他の費用要素を分けるという考え方は一致しています。

退職給付に関して、企業は年金制度に掛金を拠出し、退職一時金では退職金を支払います。費用はそうしたキャッシュ・アウトを各期間へ配分したのですが、その費用をさらに分解表示することに違和感を持たれるかもしれません。

しかし、退職給付（企業年金）の経済実態を次のように考えると、分解表示が必要という考え方に納得がいくのではないのでしょうか。つまり、退職給付は、①企業が消費した労働の対価として将来の給付を約束し、②その給付義務を果たすために資金を調達、給付までの期間に当該資金を運用し、③退職時あるいは退職後に給付義務を履行する、という経済実態です。勤務の対価として発生した勤務費用は将来の給付見込み額の現価であり、まさに人件費と言えます。一方、資金の調達と運用は制度のために行われる行為ではありますが、基本的には財務活動です。積立や運用方法によって運用収益に差が生じ、コストに影響を及ぼすことにはなりますが、あくまでも給付資金を効率的に確保するための戦略であり、報酬戦略とは別物です。分解表示を行うことによって、報酬として企業が意図するコスト

と企業の財務マネジメントがコストやリスクに与える影響が明確になるはずで、これは投資家にとって企業の将来予測を行うために有効であると考えられます。

退職給付に関しては各費用要素の数値が開示されているため、数値を組み替えれば改正案に基づく区分表示は容易に対応できます。しかし、今回の改正案で組み替えを求めているのは、投資家にとってその方が利便性が高いという背景があるからと考えられます。IFRSや米国基準の考え方が常に正しいとは限りませんが、このような背景を考えると日本でも分解表示の是非についての議論が必要ではないのでしょうか。

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）現在の国際会計基準審議会

（IASB=International Accounting Standards Board）は2001年に国際会計基準委員会（International Accounting Standards Committee）から組織改正されたものですが、組織改正前に作成された会計基準についてはIAS〇号という名称をそのまま使用しています（退職給付会計はIAS19号）。なお、組織改正後に作成された基準はIFRS〇号という名称が使用されます。

分散投資の再考 その12

マルチ「運用者」制と「過剰分散」①

年金運用部 顧問 大輪 秋彦

どのような分散投資・資産配分の仕組みを使うにせよ、年金資産の運用ポートフォリオはマルチ(アセット/運用戦略/カレンシー)という特性を備えることになると思います。

また同時にそれは、資産規模に応じて複数のアセットマネジャー(以下、「運用者」)に委託されるマルチ「運用者」制のポートフォリオでもあるでしょう。ところが、このマルチ「運用者」制は分散投資の効果を損なう”Over-diversification”(過剰分散)という、委託者の意図・目的に反する事象を生じさせるとの指摘があります。

これは、時間をかけて検討してきた「分散投資の効果を享受する新たな選択肢」という処方箋を台無しにする薬の与え方であるに等しいことです(従来の選択肢でもまた同様)。「分散投資の再考」の締めとして、この「過剰分散」とはどのような問題なのか、いかに対処すべきなのかを考えたいと思います。

1. 運用資産・戦略の分散

年金資産の運用・管理に責任を持つ「担当者」は、ポートフォリオによる運用を実践しています。運用対象の持つリスクを「丸ごとそのまま」受け入れざるを得ない、銘柄、資産クラス、運用戦略、リスク・ファクター等への単独での運用に比べ、個々の運用対象をポートフォリオに組み入れると「個々つぶつぶ」のレベルでは何ら変わらない同じリスクであっても、単純にそれらのリスクを合計(金額加重)した結果よりもリスクを引き下げる力が働くことを承知しているからです。

「担当者」はまさにこの分散投資の効果のおかげで、単独ではとても許容できないリスクの高い(また期待リターンも高い、そうでなければそもそも投資対象外でしょう)投資対象であっても、ポートフォリオ全体では投資可能な対象とすることができ、個別のリスクに気兼ねすることなく、より

高い期待リターンの追及ができるというポートフォリオ運用の柔軟性(リスク・マネジメント)を得るのです。

そして、いかに上手くこの投資対象の「組み合わせ」を見つけ出し、「最も高いリターンの獲得を同じリスクで」「同じリターンの獲得を最も低いリスクで」という効率的なポートフォリオを組み立てることができるかが、「担当者」の腕の見せ所となるわけです。

かくして分散投資は、「担当者」などの実務家が目標とするリターンの獲得やそのかさ上げを目指す際の、デファクト・スタンダードなリスク・マネジメント・ツールとなっています。

さらにこの分散投資には、法制面からの「投資実務後追い」的な支持があることもご承知のとおりです。例えば、我が国においては「事業主等は、積立金を、特定の運

用方法に集中しない方法により運用するよう努めなければならない^{注1}」とされ、また米国においても「特殊な事情のため、分散投資をしない方がより良く信託目的を達成

できると合理的に判断できない場合、受託者は信託財産を分散投資しなければならない^{注2}」とされるなど、事実上「分散投資」を「担当者」の責務としています。

2. 「運用者」の分散

本誌2月号まで新たな分散投資の方法・手続きを延々と検討してきたのは、このような分散投資の効果をより良く享受するための新しい選択肢を求めるためでした。

そしてそのアイデアを実行に移すに際し、「誰が」実際の投資実行者となるのかを考えると、単独の「運用者」に全資産を委ねることは実務上、現実的な選択肢とはなり難く、「担当者」の頭に浮かぶのは資産規模に応じて複数の適切な「運用者」を選び運用委託することです。この時、資産規模の制約を感じる場合は、合同運用口の複数使用などの工夫を講じることになります。

このように、分散投資の効果を追求する

年金資産の運用ポートフォリオは、資産・運用戦略等の分散だけではなくその実行・実践を委ねる「運用者」の分散をも図る、「マルチ(アセット/運用戦略/カレンシー+運用者)ポートフォリオ」となるわけです。

従って、「担当者」が様々な障害を克服して分散投資と資産配分の新たな仕組みを整え、その実践を託す際に良かれと思い採用する「運用者」の分散に、分散投資の効果を逆に損ねるという“Over-diversification”(過剰分散)がビルトインされているとの指摘は、当シリーズ「分散投資の再考」の最後にどうしても検討しておく必要がある問題となります。

3. 「運用者」の分散にある3つの問題点

「一丁目一番地」の業務として、「運用者」の分散を具現するマルチ「運用者」制ポートフォリオの切り盛りに日々臨む「担当者」には、唐突に「過剰な分散」と言われても「何のことやら」という思いがあるでしょう。

分散投資に伴うこのような問題は既に解決済みであり、あの馴染みある「各々の運用者・戦略の期待リターンとそのリスク、その相互間の相関係数(共分散)がわかっているならば、それを最適に組み合わせた効率的なポートフォリオを求められる」という標準手続きが確立しているのではないかと、ということです。

しかしながらこの「過剰分散」は残念なことに、「事はそう簡単には行かないよ」と標準的手続きによる結論の問題として次の3つの論点を指摘します。

指摘その1.「包括的リスクへの集中」:

一般的に投資リターンは、「包括的アイデア」と「独立したアイデア」により獲得するものと考えられるが、マルチ「運用者」制はこれら2つのリターン源泉の内、「包括的アイデア」からの影響を濃くし過ぎ、「独立したアイデア」からのそれを薄め過ぎる。

指摘その2.「レバレッジの誘惑」:

マルチ「運用者」制ポートフォリオでは、

低いリスクとそれに相応する低いリターン
の組み合わせが多く見られる。このことか
ら高く算出されがちになるインフォメーシ
ョン・レシオ(IR)に意を強くし、リターン
を高め目標リターンに届くようレバレッジ
を用いる。

指摘その3.「合成の誤謬」:

個々の運用者が自分に与えられた裁量範
囲で、自分にとって最適な分散を追及する
が、このことが必ずしもマルチ「運用者」

制ポートフォリオ全体の最適な分散をもた
らすとは限らないという、「ミクロとマクロ
の不整合」を起こす。

本稿では、これらの指摘は「耳を傾ける」
に値すると評価する程度で済ませることがで
きる問題ではなく、積極的・主体的に検討
し対策を講じるなどの行動を要する一大事
と考えます。以降、これらの指摘について
一つずつ具体的な内容を分析し、最後には
どのような対策があるのかを考えます。

4. 指摘1. 包括的リスクへの集中

投資リターンは「包括的アイデア」と
「独立したアイデア」が源泉になると一
般的に考えられます。

「包括的アイデア」とは、投資の世界
で「広く認知」され、多数の「運用者」に
よって実践されている投資のアイデアの
ことです。従って、このアイデアに基づ
く投資のリターンは、「運用者」間での相関
が高いと考えられます。例としては、単一
スマートベータへの静態的投資や、株式運
用におけるバリュー・サイズ・モメンタム・
クオリティ・低ベータ等々のファクターか
らのリターンをあげることができます。も
ちろん、資産クラスの「市場リスク」も単
独で考える場合は同様です。

「独立したアイデア」とは、前者とは
対照的で、他の誰にも知られておらず、そ
れゆえ、他の「運用者」に用いられていな
い、個々の「運用者」にユニークな真似さ
れることのないアイデアのことです。従
って、このような性質のアイデアに基づ
く投資のリターンに相関は考えられません。

敢えて言うなら、そのような特性のもの
でないなら、「純粋なアルファ」の源泉とはな
り得ないと考えます。

ただし、複数の資産クラス市場に投資す
るマルチポートフォリオを考える場合、a)
複数スマートベータへの動態的投資や、b)
垣根を跨いだ複数の資産クラスの「市場リ
スク」の組み合わせを工夫する類のアイ
ディアは、たとえ一つ一つへの投資手法が静
態的であるとしても、「独立したアイデア」
として良いとします。

指摘1. はマルチ「運用者」制ポートフ
ォリオには「包括的アイデア」の影響を
強くし、「独立したアイデア」のそれを弱
くするという構造的な性質があると考えま
す。

そして、このことの理解が十分でないた
め、現状ではマルチ「運用者」制ポートフ
ォリオを組成する意図と出来上がったポ
ートフォリオの特性が乖離してしまうこと
に対する認識が欠如していることに警鐘を
鳴らします。

5. 運用報酬の根拠への示唆

ここでは若干横道にそれますが、後段の議論に関係するため、「指摘1」と運用報酬の算定根拠の結びつきについて触れたいと思います。

「4. 指摘1. 包括的リスクの集中」で述べたことは、全てのリターンは次の3つに要因分解できることを示していると理解できます。

①時価総額荷重の市場インデックスからのリターン（「包括的アイディア」）

②スマートベータ・ファクターからの（静態的な）リターン（「包括的アイディア」）

③②以外の要素による「純粋なアルファ」等のリターン（「独立したアイディア」）

確かに、これら3つのリターン源泉の内、どれを使う・使わないとか、それらの組み合わせ割合をどうするか等は、個々の「運用者」の運用手法ごとに異なることでしょ

6. 指摘1. が示す問題点

さて閑話休題です。そもそも「担当者」がマルチ「運用者」制ポートフォリオを採用する理由は、拠出金との兼ね合いで決まる「目標リターン」を分散投資を援用して安定的に得るためです。そうであるのならば、相関が高いと考えられるリターンにただ頼るだけ、出たところ任せ、は間違いなく得策ではありません⁴。なぜなら避けたい事態のナンバーワンは、下落相場での運用対象の同時かつ大幅な連れ下落による、運用ポートフォリオのカタストロフィックな損失だからです。

しかし残念なのは、このことを実現するための対価として、避けたい事象とは対称的な上昇相場での運用対象の同時かつ大幅

う。しかしそれでもこの区分は、本来運用報酬が決まるべき基準を整理してくれています。

運用報酬が、これら難易度の異なるリターン要素獲得の貢献に対する対価として決まるのであれば、「スッキリ」と納得がいきます。①よりも②が、②よりも③が高いという具合であるなら、「モットモ」だと理解できるではありませんか？繰り返しますが、この観点は後の議論に関わります。頭の片隅に残しておいていただければと思います。

さらに付言しますと、②と③がいわゆる「アクティブ・リターン」と呼ばれるものです。ただし、②は「純粋なアルファ」ではありません。また、③でもリスク調整後で①を上回るリターン部分のみ³が「純粋なアルファ」と呼ぶに相応しいと考えます。

な上昇という好ましい事態を、あきらめざるを得ないということです。デファクト・スタンダードな分散投資の資産配分方式の常識では、「下落相場での分散は欲しい、けれども上昇相場での分散はいらぬ」という「いいとこどり」は、非現実的かつ「虫のいいこと」と映ります⁵。本シリーズの第1回（2019年2月号）のタイトルを「分散投資は『次善の策』」（神仏ではない我々「凡人」には「最善の策」と思えますが）とした理由の一つです。

それでも年金資産の運用ポートフォリオへの影響は、前者からのダメージが後者からのメリットを上回ると考えられるため、代々の「担当者」から引き継いだリスク・

マネジメントのDNAに従い、おそらく代々の「担当者」もそうであったように、「担当者」は後ろ髪を引かれる思いで、「次善の策」である分散投資・マルチ「運用者」制を実践するのです。「大幅な下落を回避するために、大幅な上昇はあきらめる」のです。年金制度の維持・持続には、「計算でき許容範囲に収まる（予算化できる）コストは受け入れるが、想定外で許容範囲を超えるコストは困る」ということでもあります。

このように「担当者」は、a)「包括的リスク」の影響を抑える方策を講じてこれからの相関の高いリターンに頼るだけでなく、b)「独立したリスク」（純粋なアクティブ・リスク）を可能な限り取り入れ相関のない「純粋なアルファ」を増やす、という両面作戦を展開する分散投資で、目標とするリターンの安定的獲得を目指し励んでいるわけです。

敢えて繰り返しますが、「純粋なアルファ」

を増やすということは、文字どおり「増やす」ことであり、「包括的リスク」起源のリターン、例えば「市場」や「スマートベータ」によるリターン獲得の重要性を低く見るわけでも、否定するものでも決してありません。両者のバランスは、あくまで各々の年金制度の事情（拠出金政策・運用政策等々）で決まるべきものです。

このことは、表面的には「リスク（リターン）はリスク（リターン）で同じ」であるにも関わらず、「担当者」にはその出自を見抜いた用い方の工夫が求められるということです。従って「担当者」にとっては、このような努力を重ねて築いたマルチ「運用者」制ポートフォリオという複数の「運用者」への委託が、意図に反して「独立したリスク」（純粋なアクティブ・リスク）を薄め、「包括的リスク」を高めてしまうのであれば、それは看過し難いことです。

7. 包括的リスクへの集中のスピード

そこで、この「包括的リスク」への集中がどれ位のスピードで起きるのかを見たの

が、「図表1.『包括的リスク』への集中度合いの変化」です^{注6}。

図表1. 「包括的リスク」への集中度合いの変化

運用者・ファンド数	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
トータルリスクに占める	10.0	18.2	25.0	30.8	35.7	40.0	43.8	47.1	50.0	52.6	55.0	57.1	59.1	60.9	62.5	64.0	65.4	66.7	67.9	69.0
包括的リスクの割合(%)	20.0	33.3	42.9	50.0	55.6	60.0	63.6	66.7	69.2	71.4	73.3	75.0	76.5	77.8	78.9	80.0	81.0	81.8	82.6	83.3
	40.0	57.1	66.7	72.7	76.9	80.0	82.4	84.2	85.7	87.0	88.0	88.9	89.7	90.3	90.9	91.4	91.9	92.3	92.7	93.0
	60.0	75.0	81.8	85.7	88.2	90.0	91.3	92.3	93.1	93.8	94.3	94.7	95.1	95.5	95.7	96.0	96.2	96.4	96.6	96.8
	80.0	88.9	92.3	94.1	95.2	96.0	96.6	97.0	97.3	97.6	97.8	98.0	98.1	98.2	98.4	98.5	98.6	98.6	98.7	98.8
	90.0	94.7	96.4	97.3	97.8	98.2	98.4	98.6	98.8	98.9	99.0	99.1	99.2	99.2	99.3	99.3	99.4	99.4	99.4	99.4

出所：筆者作成

構成要素の個々の運用者・ファンドは総リスクに占める「包括的リスク」の割合を同一に保ったとしても、運用者・ファンド数の変化（これだけです！）に伴い、ポー

トフォリオ全体レベルでは、総リスクに占める「包括的リスク」の割合が個々のレベルと乖離していくことが分かります。

例として、図表1で個々の運用者・ファ

ンド（「運用者・ファンド数」1の列）におけるトータルリスクに占める包括的リスクの割合が20.0%であったとしても、「運用者・ファンド数」4になるとその割合は50.0%、6になると60.0%、10になると71.4%、16になると80.0%、に増加することが示されています。

ここで注目いただきたいのは、この傾向は個々の運用者・ファンドの「包括的リスク」の割合に関わらず全てで同様の傾向になっていることです。つまり、運用者・ファンド数の増加は「包括的リスク」への集中度の増加、逆に言えば、「独立したリスク」の減少をもたらすのです。だからこそ、「特

徴のある運用者・ファンドを選ぶことが重要だ」と言いたいところです。

しかしここでは、個々の「独立したアイディア」は無相関と想定しています^{注6}。つまり、厄介なのは、「担当者」がどのように優れた特色ある運用者・ファンドを選ぶことができたとしても、この現象は起きると考えられることです。

次に、「独立したリスク」が減る（「包括的リスク」への集中度が増す）と、当初の総リスクを100%として、どれ位のスピードで総リスクが縮減していくかを見たのが、「図表2.『包括的リスク』への集中度に伴う総リスクの変化」です。

図表2. 「包括的リスク」への集中度に伴う総リスクの変化（運用者・ファンド数1の割合を100とした場合）

運用者・ファンド数	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
トータルリスクに占める包括的リスクの割合(%)	10.0	20.0	33.3	50.0	60.0	66.7	71.4	75.0	77.8	80.0	81.8	83.3	84.6	85.7	86.7	87.5	88.2	88.9	89.5	90.0
40.0	100.0	83.7	77.5	74.2	72.1	70.7	69.7	68.9	68.3	67.8	67.4	67.1	66.8	66.5	66.3	66.1	66.0	65.8	65.7	65.6
60.0	100.0	89.4	85.6	83.7	82.5	81.6	81.1	80.6	80.3	80.0	79.8	79.6	79.4	79.3	79.2	79.1	79.0	78.9	78.8	78.7
80.0	100.0	94.9	93.1	92.2	91.7	91.3	91.0	90.8	90.7	90.6	90.5	90.4	90.3	90.2	90.2	90.1	90.1	90.1	90.0	90.0
90.0	100.0	97.5	96.6	96.2	95.9	95.7	95.6	95.5	95.5	95.4	95.3	95.3	95.3	95.2	95.2	95.2	95.2	95.1	95.1	95.1

出所：筆者作成

個々の運用者・ファンドのトータルリスクに占める「包括的リスク」の割合を20.0%で維持する場合、個々の運用者・ファンドの総リスクは同一であるにも関わらず^{注6}、ポートフォリオ全体レベルでは運用者・ファンド数が3になると総リスクの割合は当初比で68.3%、5になると60.0%、10になると52.9%、16になると50.0%に減少することがわかります。

また、個々の運用者・ファンドのトータルリスクに占める「包括的リスク」の割合が少ない、つまり「独立したリスク」が高いほど、トータルリスクの減少が目立ちます。

このことは昔懐かしい「 $y = ax + b$ 」という関数で、 $y =$ 総リスク、 $x =$ 「独立したリスク」、 $a = x$ の増減率、 $b =$ 「包括的リスク」と考えてみると、イメージしやすいかもしれません。 y と b の差が少ない、いわば総リスクの「包括的リスク」化状態と言える場合は、運用者・ファンド数の増加に関わらず総リスクは凡そ一定で、「フロア」となる「包括的リスク」の割合・分量 (b) が多く、縮減する「独立したリスク」の分量 (ax) が少ないのです。

一方これとは反対に y と b の差が大きい、つまりフロアである「包括的リスク」の割合・分量 (b) が少なく、運用者・ファンド

数の増加に伴い減少する「独立したリスク」の分量 (ax) が多い場合では、その低下余地

が大きいので y の減少幅も大きくなるのです。

8. 「担当者」への示唆

「図表 1.」「図表 2.」は、「担当者」にとっても重要な以下のような示唆を与えます。平たく言えば、「投資」が投資・運用の世界で唯一の「フリーランチ」ではなく「高いランチ」になってしまうということです。

- ・ マネジャー・サーチに大きな時間と労力をかけて、特色ある「独立したアイデア」を持つ「運用者」を首尾よく選ぶことができたとしても、それらを分散のため組み合わせれば組み合わせるほど、目的に反して「独立したリスク」かつ総リスクの減少を招く。
- ・ 個々の「運用者」では妥当な一単位当たりのアクティブ・リスク/リターンに対する運用報酬であったとしても、複数の「運用者」への委託によりアクティブ・リスク/リターンが薄まる結果、総ポートフォリオのレベルでは正当化できない運用報酬になる。（「5. 運用報酬の根拠への示唆」）
- ・ より本質的な懸念は、トータルリスクの減少がトータルリターンの減少を招き、目標とする運用報酬控除後のリターン獲得の達成ハードルが、意識しないうちに上がってしまうことである。

なお、本稿中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ることを申し添えます。

参考文献：

- (1) Garvey, Gerald, Ronald N. Kahn, and Raffaele Savi. "The Dangers of Diversification: Managing Multiple Manager Portfolios." *Journal of Portfolio Management*, 2017, 43 (2), pp. 13-23
- (2) Kahn, R.N. and Michael Lemmon. "Smart Beta: The Owner's Manual." *The Journal of Portfolio Management*, 2015, 41 (2), pp. 76-83.

注1：「確定給付企業年金法施行令」第四十六条

注2：1994年 "The Uniform Prudent Investor Act"（「統一ブルーデント・インベスター法」）第3節

www.uniformlaws.org/shared/docs/prudent%20investor/upia_final_94.pdf

注3：あくまで一例ですが、ボトムアップ型銘柄選択、ベータ・タイミング（ベータを有意に1以上・以下にする）、スマートベータ・ファクター・ローテーション（タイミング）等々が考えられます。

注4：単一の資産クラスの場合、その資産クラスにおける「市場リスク」が意識されますが、複数の資産クラス市場に投資するマルチポートフォリオの場合は、ある資産クラス市場と他資産クラス市場のリターンの相関は、必ずしも高いとは言えないことから、工夫の余地はあります。また、スマートベータへの投資においても動的投資という工夫があります。

注5：本誌2月号まで検討してきた「政策資産配分 ver.02」は、従来とは異なり資産配分を決める際の「市場の状態」を勘案することにより、この「虫のいいこと」に挑んでいます。

注6：複雑化を避けるため、個々の運用者・ファンド間での、(1)「包括的リスク」は完全相関、(2)「独立したリスク」は無相関、個々の運用者・ファンドは、(3)等運用額、(4)トータルリスクは同一で5%、と想定しています。

<コラム>アドリブ経済時評

新型コロナウイルス、経済対策では弱者救済を

東京は桜が満開で、東北の方までも桜前線が到達していい陽気となったが、いま世の中は新型コロナウイルスのことばかりであり、クラスター、オーバーシュート、ロックダウンなどという耳慣れない言葉が飛び交っている。

テレビを見ていたら、イベント中止、休業、閉店、あれやるな、これやるな、ばかりで鬱陶しくなって気が滅入ってしまうというのがおおかたの見方だと思う。

原稿執筆の3/26現在で、世界の感染者が約44万人、死者約2万人となっている。日本は同1,283人と45人である。

ダイヤモンドプリンセス号のことがあったものの、欧米諸国、特にイタリアとアメリカまでが急速にやられてしまっている今、日本は非常に上手くやっているとの評価があり、先日のお彼岸3連休では一息いれた。しかし、その翌週には、東京で感染経路が分からない感染者が増えたということでオーバーシュートが心配され、ロックダウンまで視野にいれた「外出自粛のお願い」が東京都と周辺の県からだされた。

さて、先月号の本欄で、冒頭に1/11の武漢で始まった感染者41人が2か月足らずの2/27には世界で8万人を超えた、と書いた。

実はそのとき、少し計算をしてみても愕然としたことを告白したい。武漢の41人が感染を繰り返して世界の8万人になったとすれば、 $80,000 \text{人} \div 41 \text{人}$ は約2,000倍である。そうだとすれば、さらに2か月後の4月末は8万人の2,000倍、つまり1億6千万人となり、その2か月後はその2,000倍で地球の人口を軽く超えるのである。

これは何かの間違いかと思ったほどである。そもそもの知識もないことから、本欄には書かなかったが、自分で計算したことで、感染力がいかに強いかということはよく分かった。ドイツのメルケル首相が「国民の70%が感染するだろう」と発言したことや、昨日発表の東京都の新規感染者数（たったの）49人でなぜ首都封鎖にまで言及するかというのわかる。（数字は、日経新聞社ウェブ「新型コロナウイルス感染 世界マップ」ご参照）

ところで、非常に残念なことに、日本は自殺者が多い国である。

コロナ対策は、人の動きを封じるのが最良の対策ではあるが、経済的には未曾有の打撃であり、今回は未曾有の不況に見舞われる可能性が心配される。

日本の自殺者の数は、かつての年間3万人台から2万人台に減ってきたのだが、不況になると、1千人から2千人増えるとされている。

コロナでも死者だけは増やしてはいけないのだが、その対策をうつつ、こちらの悲惨な犠牲者が増えるのは間違いない。

災害時には、まず弱者を守るのが鉄則だが、現金配布などの政策を至急お願いしたいと思う。

2020年3月27日

元青山学院大学教授 岩井 千尋

MEMO

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