

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5月号

《目次》

《お客さまへのアンケート》

2019年度 人事・退職給付一体サーベイの調査結果

年金コンサルティング部 リサーチグループ 藤井 勝 … 1

《企業評価の観点から見た退職給付》

DBとDCのコスト比較

年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野 正徳 … 6

《ESG投資の潮流 第2回》

ESG投資の手法

受託運用部 主席投資コンサルタント 岡本 卓万 … 11

《海外年金の動向》

2019年米国私的年金改正法の施行について

年金コンサルティング部 上席研究員 菅谷 和宏 … 17

《分散投資の再考 その13》

マルチ「運用者」制と「過剰分散」②

年金運用部 顧問 大輪 秋彦 … 24

《アドリブ経済時評》

トイレはフタを閉めてから流そう

元青山学院大学教授・経済学博士 岩井 千尋 … 31

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>

お客さまへのアンケート

2019 年度 人事・退職給付一体サーベイの調査結果

年金コンサルティング部 リサーチグループ 藤井 勝

当社では、三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング（以下「MURC」）と協働で、2018 年度の「人事・退職給付一体サーベイ（シニア活用編）」に引き続き、「人事・退職給付一体サーベイ（働き方改革・福利厚生編）」（以下、「アンケート調査」）（ご回答先 376 社）を 2019 年 11 月から 12 月にかけて実施させていただきました。

サーベイご回答の各企業様にはご多用の中ご協力を賜り、心より御礼申し上げます。

今回は「働き方改革」や「70 歳までの就業機会の確保」等のテーマを中心とした設問でしたが、約 25%の企業が 70 歳までの継続雇用制度を導入ないし検討していることや、短時間勤務やフレックスタイム制度といった柔軟な働き方の導入が進んでいるものの、実際の利用率はあまり高くないことなどが示されました。本稿では、アンケート結果の概要についてご紹介します。

1. 調査実施の主旨

少子高齢化の進展に伴う労働力人口の減少により、各企業には年齢層や正規・非正規に関わらず、柔軟な労働環境の提供が求められています。

このような状況下、各企業における今後の人事施策や福利厚生施策を検討する上での参考になるよう、子育てや介護支援、テレワーク等の「働き方改革」への対応状況、正規・非正規間の待遇格差是正への対応状況、高齢期の長期化に伴う資産形成支援への対応状況等についての調査を実施しました。

また、本アンケートでは、各企業における過去の対応状況や今後の対応予定等についても調査し、人事制度・福利厚生制度を

俯瞰した分析を実施、レポートとして取り纏めました。

本稿では各調査分野毎に特徴のある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 11 月 1 日～12 月 30 日
- 対象企業：弊社年金業務取引先
- 参加企業：376 社
- 方法：Web による回答（設問数：26 問）
- 目的：人事制度および福利厚生制度の検討に役立つ情報提供
- 内容：働き方改革・福利厚生施策への取り組み状況に関する情報収集

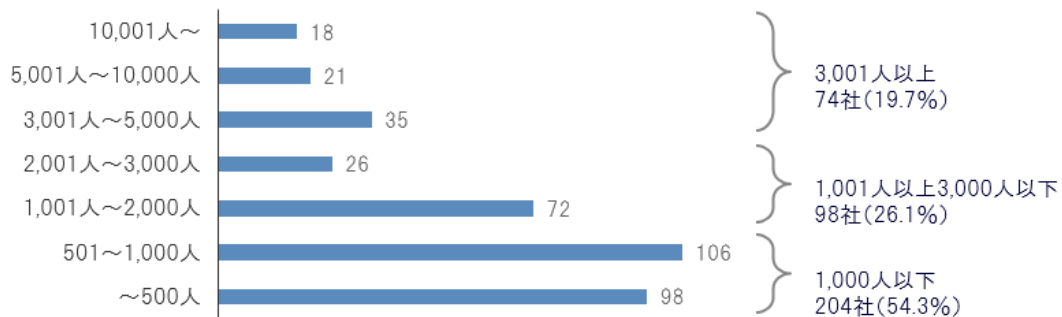
2. アンケート参加企業の概要

本アンケートへの参加企業の業種内訳（有効回答数 372 社）は、非製造業 201 社

（54.0%）、製造業 171 社（46.0%）です。
また、従業員数別（有効回答数 376 社）

では 3,001 人以上が 74 社 (19.7%)、1,001 人以上 3,000 人以下が 98 社 (26.1%)、1,000 人以下が 204 社 (54.3%) となっています (図表 1)。

(図表 1) 従業員数別のアンケート参加企業数

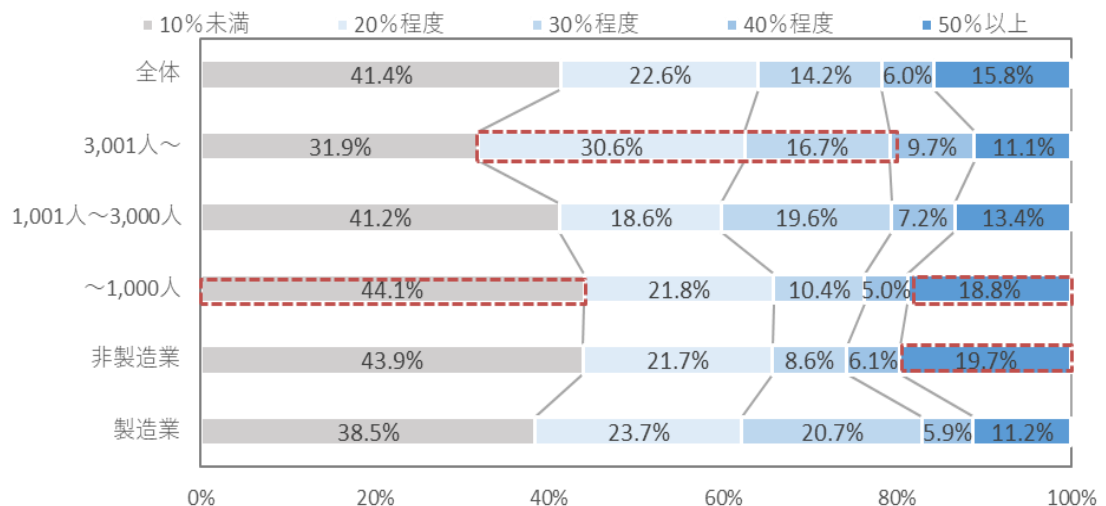


(注) 集計上、端数処理の関係から合計が 100%にならない場合があります。

出所：三菱 UFJ 信託銀行&MURC「人事・退給一体サーベイ (働き方改革・福利厚生編)」より抜粋

中途採用割合については、従業員数が多い企業 (3,001 人以上) では 20%～40%程度の比率が高く、従業員数が少ない企業 (1,000 人以下) では 10%未満及び 50%以上の割合が高くなっています。業種別では、非製造業の中途採用割合 50%以上の比率が 19.7%と、製造業 11.2%と比べて高い傾向にあります (図表 2)。

(図表 2) 従業員の中途採用の割合



出所：三菱 UFJ 信託銀行&MURC「人事・退給一体サーベイ (働き方改革・福利厚生編)」

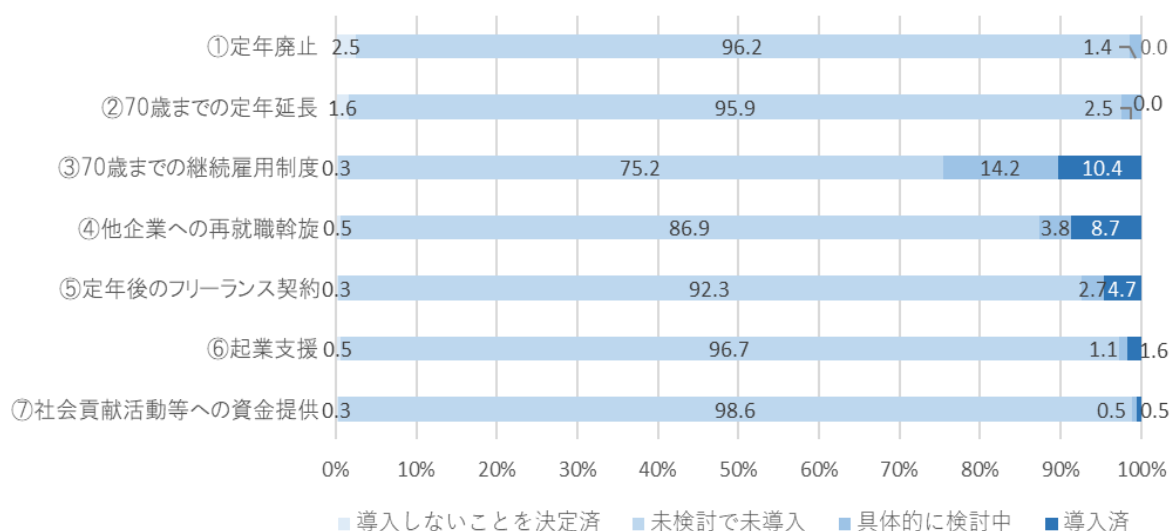
3. 主な調査結果

(1) 雇用確保の検討状況

政府が「70歳までの就業機会の確保」を企業に求めている中、65歳への定年延長の動きが徐々に拡がりつつあるとともに、「70歳までの継続雇用制度」の取り組みを始めた企業も見受けられます（図表3）。「③70歳までの継続雇用制度」の導入を検討中の企業が14.2%、導入済の企業も10.4%存在

します。その他では、「④他企業への再就職斡旋」「⑤定年後のフリーランス契約」を検討中とした企業が一定程度存在しますが、「①定年廃止」「②70歳までの定年延長」は導入済と回答した企業が無いだけでなく、既に導入しないことを決定した企業も相対的に多い傾向が見られます。

（図表3）70歳までの雇用確保に向けた施策



出所：三菱 UFJ 信託銀行&MURC「人事・退給一体サーベイ（働き方改革・福利厚生編）」

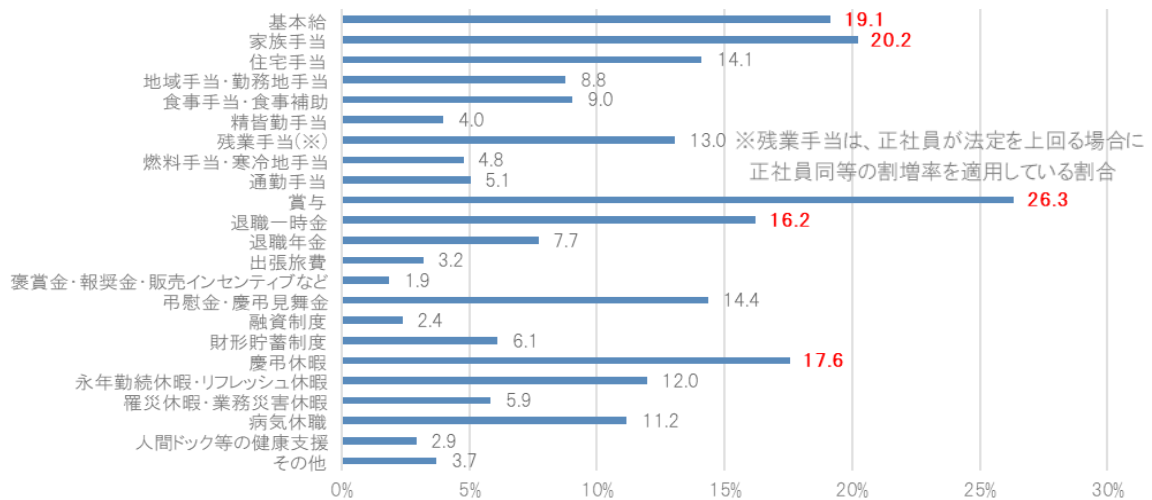
(2) 非正規社員の処遇の検討状況

非正規社員に対する「同一労働同一賃金」への対応では、新たに適用する処遇として「賞与」の見直しを検討する企業が26.3%と最も多く、次いで「家族手当（20.2%）」「基本給（19.1%）」「慶弔休暇（17.6%）」と続きました。また、「退職一時金（16.2%）」

の適用を検討する動きも見られました。

なお、各項目とも選択割合が30%以下と低水準ですが、これは、既に適用済の企業が一定数存在することがその理由であると推測されます（図表4）。

(図表 4) 正規・非正規社員の格差是正のための見直しの検討状況 (複数選択可)



出所：三菱 UFJ 信託銀行&MURC「人事・退給一体サーベイ (働き方改革・福利厚生編)」

(3) 人事関連諸施策・福利厚生施策

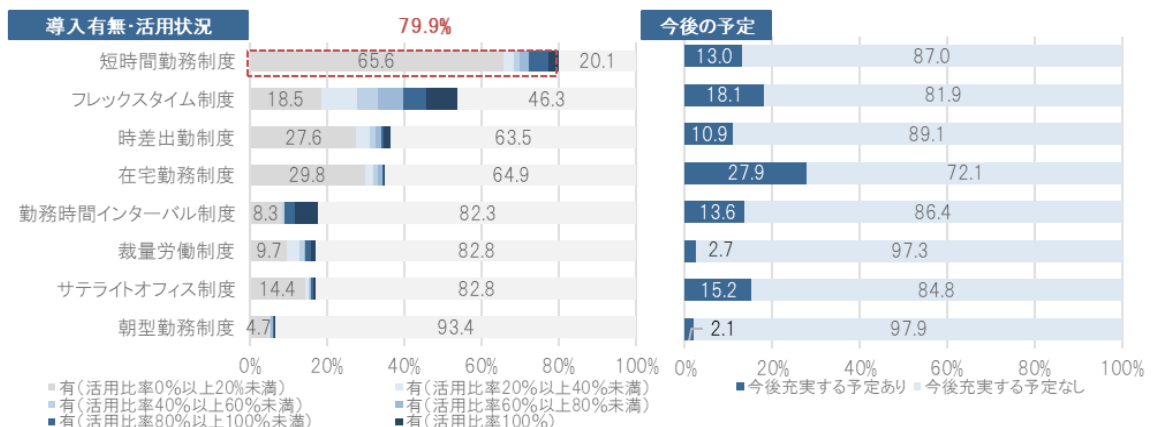
短時間勤務制度等の人事関連施策では、多くの施策について、導入している企業が多いにも関わらず、導入企業の半数以上が「利用率 20%以下」と回答しており、利用率の向上が共通の課題となっています (図表 5)。

導入率では、「短時間勤務制度」を導入する企業の割合が 79.9%と最も高く、「フレックスタイム制度」「時差出勤制度」「在宅

勤務制度」が続きます。また、活用率では、「フレックスタイム制度」「勤務時間インターバル制度」が高く、制度の特性もあって、活用比率 100%と回答する企業も相対的に多くなっています。

今後充実する予定がある制度としては、「在宅勤務制度」の割合が最も高く、「フレックスタイム制度」「サテライトオフィス制度」が続きます。

(図表 5) 人事関連諸施策の導入状況

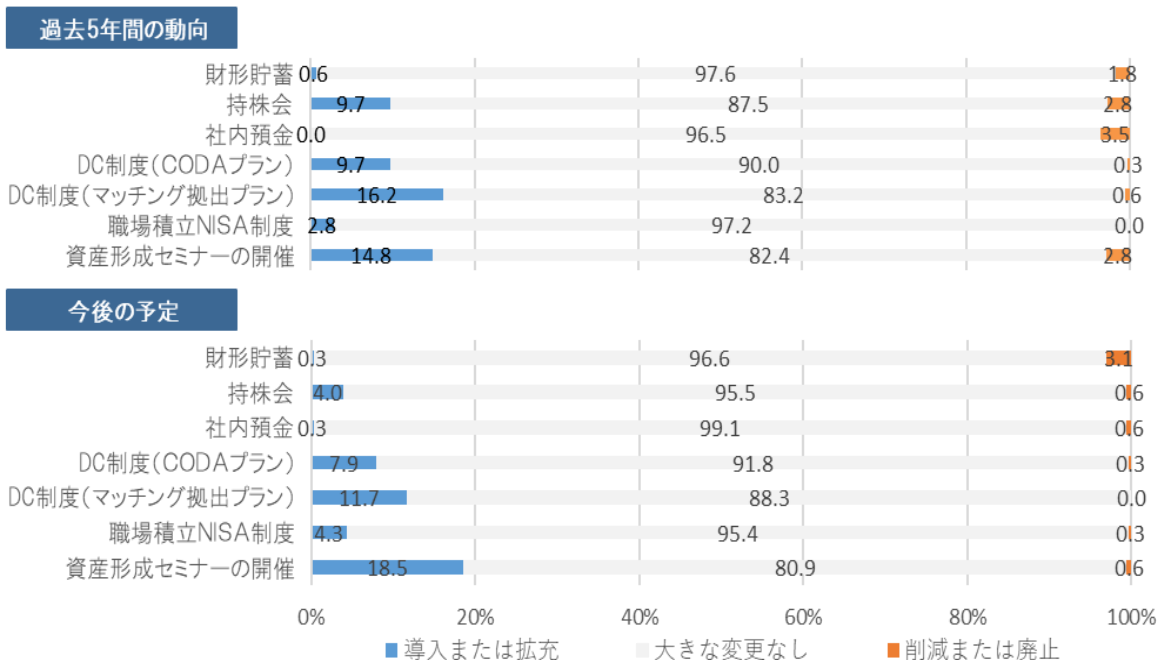


出所：三菱 UFJ 信託銀行&MURC「人事・退給一体サーベイ (働き方改革・福利厚生編)」

(4) 資産形成支援施策

資産形成支援施策では、「財形貯蓄」「社内預金」に削減・廃止する動きが見られる一方で、「DC制度」(CODAプラン・マッチング拠出プランとも)や「資産形成セミナー」(図表6) 資産形成支援施策の導入状況

一」には、導入を検討する企業が増える傾向が見られます。(図表6)



出所：三菱UFJ信託銀行&MURC「人事・退給一体サーベイ（働き方改革・福利厚生編）」

4. アンケート調査結果より

2020年3月には70歳までの就業機会確保を努力義務とする法律が成立、同年4月(中小企業は2021年4月)には「同一労働同一賃金」が施行、さらに今国会には「年金改正法案」や「公務員定年延長法案」が提出されるなど、人事・退職給付制度を取り巻く環境は大きく変化しつつあり、各企業では人事・退職給付制度の見直しの検討が必要になっています。

弊社およびMURCでは、今後も人事・退職給付制度に関するアンケート調査を継続

して、シニア活用・働き方改革・福利厚生をはじめとする、各企業の人事ご担当者様の関心の高いテーマに関して有益な情報を提供して参ります。

本稿調査結果の詳細版のご要望や、人事・退職給付制度の変更、投資教育方法の見直しなどをご検討される際には、是非、弊社およびMURCまでご相談ください。

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。

企業評価の観点から見た退職給付

DB と DC のコスト比較

年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野 正徳

企業の評価には財務的評価と非財務的な評価があり、退職給付は財務的評価の対象となってきましたが、ESG や SDGs など非財務的な評価を行う動きが高まるなかで、退職給付は非財務的な評価の対象となる可能性があります。

財務的な評価の大きな要素はコストですが、DB と DC という異なる制度でコスト比較を行う場合には勤務費用と DC 掛金を比較することが妥当です。また、退職給付のコストの大小は給付水準に依存するため、理論的には DB と DC という財政方式によってコスト格差は生じないはずですが、しかし、運用主体が企業と個人という違いがあり、リスク許容度の差異によって DB のコストが低くなる可能性が指摘できます。

はじめに

企業を評価する要素には、財務的な評価と非財務的な評価の 2 つがあります。財務的な評価は、会計数値を基にした分析であり、定量評価と言えます。これに対して非財務的な評価は定性評価に相当し、最近では ESG や SDGs といった視点で捉えることが多くなっています。

退職給付制度は人事面や財務面を通じて企業経営に大きな影響を与えるため、企業を評価する際の重要な要素になると考えられます。退職給付会計導入以前の退職給付に関する情報は、税制上の引当金を中心に不統一な基準による限定的なものであったことから、ほとんど評価の対象外でした。退職給付会計が導入されて以降は、もっぱら財務的な側面から評価が行われてきたと言えます。

退職給付会計は、“退職給付という金融事業を母体企業に連結する処理”と考えることができます。退職給付は約束した給付義務を履行するために資金を調達し運用する

という点で金融事業と類似しており、退職給付会計はそうした経済実態を母体企業の財務諸表に反映（連結）する処理と考えられます。

また、退職給付会計の導入によって退職給付制度が母体企業の財務状況に極めて大きな影響をもたらしていることが判明した結果、退職給付は企業評価の重要なファクターになりました。退職給付会計は、単に退職給付のコストやリスクを表面化させたにすぎませんが、客観的かつ定量的な情報が開示されず企業の評価に織り込むことができなかった退職給付会計導入以前と比べると、大きな進歩と言えます。

退職給付会計の導入で退職給付制度のリスクが表面化したことは、退職給付制度そのものにも大きな変革をもたらすことになりました。退職給付の状況が財務的視点から重視されるようになり、退職給付債務や年金資産の変動リスクを企業から切り離したいというニーズが高まり、代行返上や DC

移行を促したと考えられるからです。

一方で、最近では企業評価において非財務的な要素を重視する動きが活発化しています。例えば、ESG は環境 (Environment) と社会 (Social)、ガバナンス (Governance) ですが、少なくとも社会やガバナンスに関しては人事的な視点も強く問われるようになってきています。従業員の処遇や人的投資などが企業評価の対象になるのであれば、退職給付の制度内容や運営状況等も評価対象になると考えるべきでしょう。

企業を構成する「ヒト」、「モノ」、「カネ」のうち、「モノ」と「カネ」はバランスシートに反映され、財務的な評価の対象となりますが、「ヒト」についてはコストには反映されるもののバランスシートに資産として計上されるわけではありません。ただ、企業の成長を支えるのは「ヒト」であり、それは AI の時代になっても変わらないはず

です。それだけに、非財務的な評価においては、「ヒト」は極めて重要なポイントになる可能性があります。

本稿では、企業を評価する視点から、退職給付制度をどう捉えるべきかを考えます。企業を評価する証券アナリストや格付けアナリストは財務分析には精通していますが、年金制度の仕組みや特性等について理解不足や誤解があるかもしれません。また、制度を提供する企業が必ずしも年金制度の本質を正確に捉えているとは限りません。本稿では企業年金制度の経済実態を正確に捉えることによって、企業評価あるいは制度運営にあたって年金制度をどう判断するかを考えていきたいと思えます。

今号は、確定給付型と確定拠出型という異なる制度間のコストの相違をどう考えるべきかについて、主に財務的な視点から見えていきます。

1. 人件費コストの比較はどうあるべきか

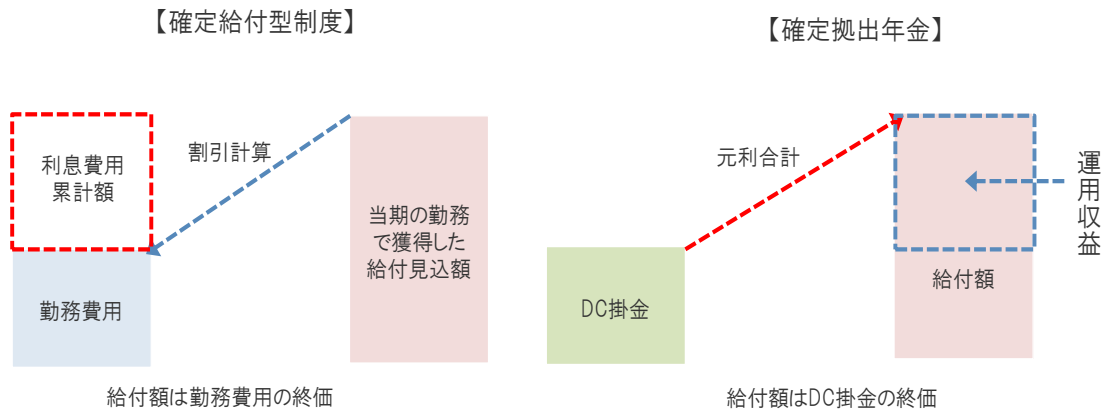
退職給付会計では、確定給付型制度のうち積立型制度 (確定給付企業年金制度=DB、退職給付信託が設定された退職一時金制度) のコストを「勤務費用+利息費用-期待運用収益」、非積立型制度のコストを「勤務費用+利息費用」で算出します。各費用要素は予測計算に基づくため、計算誤差である数理計算上の差異等の処理額を加減するルールがあります。一方、DC の場合は、支払われるべき掛金^(注1)を費用とします。

各費用要素のうち勤務費用は、当期の勤務で獲得した将来の給付見込み額を現在価

値に割り引いた額です。したがって、当期の勤務費用に給付までの期間の利息を加えた額が給付 (見込み) 額になります。一方、DC のコストとなる掛金は、その元利合計が給付額となります。

年金数理の用語を借りると、勤務費用は当期の勤務で発生した給付額の現価であり、給付額は勤務費用の終価です。これに対し、DC 掛金はその終価が給付額であり、結果的に掛金は給付額の現価と言えます。このように、両者は費用としての性格が極めて類似しています (図表 1)。

(図表 1) 勤務費用、DC 掛金と給付額との関係



出所：筆者作成

利息費用や期待運用収益は、負債を引き受け資産を運用するという金融事業のコストとみなすことができます。この考え方に基づけば、同費用（収益）は本来の人件費とは性格が異なります。したがって、確定給付型と確定拠出型の異なる制度の人件費コストを同じ尺度で比較するのであれば、勤務費用と DC 掛金とを比較するのが妥当と言えます。米国基準や IFRS において、費用を要素毎に分解表示する^(注2)のは、こうした理由によるものと考えられます。

確定給付型（積立型）の制度では、年金資産運用の成果も企業のコストを決定する大きな要素であり、許容できるリスクの範囲で最大のリターンを追及します。このような金融活動も企業が負担するコストを変動させる要素ではありますが、資金の拠出タイミングや運用戦略に左右されるため、本来の人件費とは別に評価すべきです。真の人件費の水準を比較するのであれば、運用成果を除外した方が適正であると考えま

す。

多くの企業は数理計算上の差異の費用処理によって、退職給付費用が変動することを経験してきました。しかし、給与などの人件費が每期大きく増減することは通常では起こらないはずで、財務分析等で、人件費を固定費として取り扱うのは、生産量や市況など外部変数の影響を受けにくく、安定的であるからです。そうした人件費の中で、長期間の勤務に対する報酬である退職給付の費用が、決算期毎に大きく変動するのはむしろ不自然です。しかも、その変動が金融収益によるものであれば、企業の収益力を正確に評価できなくなる恐れがあります。

年金資産のパフォーマンスは本来の収益力を比較するうえでのノイズであり、このノイズを排除する意味でも、人件費コストの比較は、勤務費用と DC 掛金で行うことが望ましいと言えます。

2. DB と DC のコスト比較

退職給付のコストを決定する最大の要素が給付水準であることは間違いありません。そこで同程度の給付水準を設定したときに、確定給付型 (DB) の制度と確定拠出型の制度 (DC)、採用する制度が異なった場合、

どちらの方のコストが高くなるでしょうか。制度の違いによるコストの差について考えてみます。

コスト比較を行う前提として、3 つの条件を前提とします (図表 2)。

(図表 2) DB、DC コスト比較の前提条件

①	DB、DC両制度ともに労働に対する対価が同水準かつ的確に反映される制度設計である すなわち、DBは労働の対価が給付額に反映、DCは労働の対価が掛金に反映される (DB、DCとも一時金での給付を行う)
②	給付までの運用パフォーマンスはDB(企業が運用)、DC(個々の加入者が運用)とで同一である⇒運用の巧拙には差がない
③	キャッシュフロー(掛金投入)のタイミングは考慮しない

出所：筆者作成

3 つの条件を満たす場合、以下のような結果が想定されます。

まず、DB、DC ともに給付額＝掛金＋運用収益であるため、②の条件である「DB の運用収益＝DC の運用収益」を満たすと、DB の掛金＝DC の掛金となります。DB、DC という制度の違いではコスト差を生じないという当たり前の結果が導き出されます。

ここで問題になるのが②の前提です。実際には DB の運用収益が大きいケースもその逆もあり、運用の巧拙についてどちらが優れていると断定することはできませんが、リスクとリターンを考えると、より大きなリスクを負担する運用者がより大きなリターンを得ることになるはずで

DB は加入者等の給付原資を一体で運用しますが、DC は個人の資産を各個人が運用するという違いがあります。個人の運用は

各個人の加入から退職までの期間内で行う必要があります、この期間の制約がリスク負担に影響を及ぼすと考えられます。

加入者が合理的に行動すると仮定すると、退職時期が迫り給付が間近に迫ってくる段階では、運用損失で給付額が目減りするのを回避するためにリスクを抑制した運用に切り替えることが想定されます。この時期は資産も積み上がっているため、リターン低下が運用収益に与える影響が大きくなります。これに対して、DB ではそうした期間の制約を受けることはなく、一定のリスクを継続して負担できるため、相対的に運用収益率が高くなると考えるのが自然です。

一般的にリスク許容度は個人よりも企業の方が高いと考えられます。企業も個人も各々のリスク許容度に応じて適正なリスクを負った運用を行うという前提に立てば、DB の運用収益は DC の運用収益を上回る可

能性が高いと言えます。その結果、同じコストであればDBの方が給付が高く、同じ給付であればDBの方がコストが低くなると考えられます。また、相対的にリスク許容度が低い個人が運用するDCの場合、制度導入時に事業主は加入者からリスクプレミアム（より低い運用収益を前提としたより高い掛金水準）を要求される可能性があります、これに応じた場合はコストがさらに高くなります。

ただし、コストの高低だけが制度の選択理由ではないため、コストが高くてもDCを選択することが十分に想定されます。その理由の一つは、DBと比べてDCの方が、コストが安定的であるという点です。

本稿では、真の人件費の水準を比較するには、DBの勤務費用とDCの掛金を比較すべきであると述べましたが、勤務費用は割引率の変動によって増減します。つまり、DBとDCのコスト比較においては、金利(割引率)という要素も介在することになりま

す。勤務費用だけでなく退職給付債務も割引率の変動で増減し、この債務の変動リスクもDBのリスクとして会計数値に影響を与えることとなります。さらには、資産運用リスクも存在します。次号では、このような制度の違いによるリスクへの影響についても考えてみたいと思います。

なお、本稿の意見に関する部分はあくまで筆者個人の見解であり、所属する組織の意見ではないことを申し添えておきます。

(注1) 企業会計上、当期の費用は支払われた掛金ではなく、支払うべき掛金(要拠出額)です。DCの掛金は当月分を翌月に拠出するため決算期末には未拠出分がありますが、この未拠出額も含めて費用となります。

(注2) 米国基準は勤務費用を営業費用に、それ以外の費用要素は営業外費用に計上することを義務づけています。また、IFRSは前号でご紹介した通り、2019年12月に公表されたIFRS1号の改正案の中で、勤務費用を営業費用、利息の純額(利息費用-利息収益)を財務費用として計上することを提案しています。

ESG投資の潮流 第2回

ESG投資の手法

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。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、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ーンといった関連する周辺の話も取り上げます。

第2回では、ESG投資の様々な手法を紹介するとともにその活用を考えます。

1. ESG投資の手法

前号（第1回）で、ESG投資は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つつあることの現れであり、避けて通ることはできないと述べましたが、そもそもどのような投資手法があるのか、イメージがつかめていない方も多いのではないのでしょうか。今回はESG投資の手法についてご紹介します。ESG投資の手法には実に様々なものがあり、複数のESG投資の

手法が組み合わされることも珍しくありません。また、どんなESG投資手法が採用されているかは国・地域によっても異なることから、その理由を考えたいと思います。

ESG投資手法の分類方法はいくつかありますが、ここではESG投資の推進団体の一つであるGSIA(Global Sustainable Investment Alliance)の分類定義に基づいて説明します。

(図表1) ESG投資手法

	投資手法	概要
1	ネガティブ・スクリーニング (Negative/Exclusionary screening)	特定のESGの観点に基づき、一定の業種、企業、活動について投資対象から除外する 例) 酒、タバコ、ギャンブルの除外、宗教的理由での除外
2	ポジティブ/ベストインクラス・スクリーニング (Positive/Best-in-class screening)	同業種の中で相対的にESG評価の高い業種、企業、活動を投資対象として組み入れる
3	規範に基づくスクリーニング (Norms-based screening)	国連、OECDなどが策定する国際的な規範の観点で最低限の基準を満たさない企業を投資対象から除外する 例) 児童労働、強制労働、規制が議論されている兵器
4	ESGインテグレーション (ESG integration)	財務分析において、ESG要素を体系的かつ明示的に意思決定プロセスに組み入れる
5	サステナビリティ・テーマ投資 (Sustainability themed investing)	持続可能性に関する特定の資産やテーマに投資する 例) クリーンエネルギー、グリーンテクノロジー、持続可能な農業
6	インパクト投資 (Impact/Community investing)	社会問題や環境問題の解決や地域開発を目的とした投資
7	議決権・エンゲージメント (Corporate engagement and Shareholder action)	投資先企業との対話、議決権行使、株主提案の実施を通じて、ESGへの取り組みを促すなど企業行動に影響を与える

出所：GSIA, “Global Sustainable Investment Review 2018”をもとに筆者作成

図表1の通り、GSIAではESGの投資手法を7つに分類しています^(注1)。それぞれの手法について解説していきます。

ネガティブ・スクリーニング

ESGの観点から問題のある業種や銘柄を投資対象から除外する方法です。具体的な例としては、タバコやギャンブルといった事業にかかわる銘柄の除外があげられます。

ネガティブ・スクリーニングは、ESG投資手法の中で最も古いものに属します。その源流は18世紀英国のメソジスト創始者ジョン・ウェスレーの「金銭の使い方」で、ギャンブルとアルコールによる金銭の獲得を戒めたことにあるといわれ、20世紀に入って教会の資産運用において、こうした教義に反する業種・銘柄を投資対象から外すことが行われるようになりました。

宗教倫理的な動機から始まったネガティブ・スクリーニングですが、今ではESGの観点から問題のある企業を除外する手法が広く含まれます。例えば、気候変動問題を背景に、石炭火力発電、化石燃料といった業種が除外の対象になり、資金が引き上げられるダイベストメントなどはネガティブ・スクリーニングの一つの例だといえます。

ポジティブ/ベストインクラス・スクリーニング

前者の戦略とは逆に、ESG評価の高い業種、企業を投資対象に組み入れる手法です。特にベストインクラスという手法では、同業種の中で相対的にESG評価の高い銘柄を選別してポートフォリオを構築します。この狙いは、ESG評価の高い銘柄群を組み入れることで、ポートフォリオのリターンの改善やリスクの抑制に資することにあります。

規範に基づくスクリーニング

国連のグローバルコンパクトやOECDガイドラインのような国際的な規範に照らして、最低限の基準を満たさない企業を投資対象から除外する方法です。具体的には、規制が議論されている兵器の製造企業や、児童労働に加担する企業の除外などがあげられます。

ネガティブ・スクリーニングに似ていますが、世の中で一般に認められる基準を用いるのが規範に基づくスクリーニングだといえるでしょう。

ESG インテグレーション

投資判断において、ESG要素の考慮を体系的かつ明示的に組み入れる手法です。

企業情報は大きく分けて、財務諸表等から得られる財務情報とそれ以外（経営理念、経営戦略、ガバナンスなど）から得られる非財務情報に分けられます。財務情報が主に過去の結果を示す情報であるのに対して、非財務情報は将来を予測するための情報が多く含まれ、長期投資家にとっては非財務情報の重要性が高いと考えられます。

ESG要素は非財務情報に分類されますが、前号にご紹介のように、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いては、ESG要素が将来の企業価値を左右する重要な情報であることは論を俟ちません。

また、ファンドマネジャーの側から見れば、これまでも投資判断において財務情報と非財務情報を吟味しており、非財務情報にESG要素を加えることは、これまでのプロセスを大きく変えることなく実現できると考えられます（むしろこれまでもESG情報を利用してたと主張するファンドマネジャーが多いでしょう）。

こうした理由から、ESG インテグレーションは、既存の投資プロセスとの親和性が高く急速に広がっています（既存の投資戦略がESG インテグレーションに衣替えているということでもあります）。JSIF（日本サステナブル投資フォーラム）の調査では、日本におけるESG インテグレーションの残高は2019年3月時点で約43兆円^(注2)に達しています。

サステナビリティ・テーマ投資

サステナビリティ（持続可能性）に関する特定の業態やテーマに焦点を当てて投資するものです。代表的な例としては、グリーンボンドに特化したファンドがあげられます。こうしたテーマ型の投資は、個人向けの投信などで実績があるのですが、企業年金の立場からすると、投資領域を限定してしまうことから、対市場でのリスク・リターン改善の蓋然性確認が難しいという意味でやや手を出しづらいかもかもしれません。

インパクト投資

社会問題解決を目的として投資を行い、社会的成果と投資リターンの両立を目指す投資です。他の6つの分類とはやや趣が異なり、投資手法の範疇を超え社会にポジティブなインパクトを与える目的をもっていきます。

社会へのインパクトと投資リターン獲得とのそれぞれの目的にどの程度重点を置くかは様々です。上場株式を投資対象とするインパクト投資では、通常のアクティブ運用ファンドと同水準の超過収益獲得を狙うものが多く見られる一方、地域開発等を目的としたインパクト・ボンドでは、投資家に支払われるリターンが目的の達成度合いに依存するといったケースがあります。

議決権・エンゲージメント

議決権行使とエンゲージメント（投資先との目的をもった対話）を通じて企業のESGへの取組みを促す投資家行動です。これらは、日本版スチュワードシップ・コードでもスチュワードシップ責任を果たす重要な柱と位置付けられており、アクティブ・オーナーシップを発揮する主要な機会だといえます。2020年3月にはスチュワードシップ・コードが改訂され、投資家はESGに関する課題を考慮することが明記されるようになりました。

ESG課題に着目したアクティブ・オーナーシップの発揮は、パッシブ運用においても重要な役割を果たします。年金基金などのパッシブ投資家たちは、総体として市場全体を輪切りにした部分を所有している状態です（ユニバーサルオーナー）。このような投資家にとっては、一部の企業が他を顧みず（例えば公害をまき散らすなどして）利益を上げても、それが社会に悪影響を与え市場全体の利益が下がるようなことになると、ポートフォリオ全体ではパフォーマンスを引き下げてしまいます。このような現象を負の外部性といいます。ある企業の行動がその企業の外部である社会に悪影響を与え、社会全体のパフォーマンスを引き下げてしまう現象です。E（環境）やS（社会）は負の外部性の問題が現れやすい領域であり、市場全体を買うパッシブ運用は負の外部性の影響を受けやすいのです。

したがってパッシブ投資家にとって、ESG課題に焦点を当てた企業とのエンゲージメントや議決権行使を行うことが、負の外部性を抑制する意味で重要になってきます。パッシブ投資にESG要素を組み入れる

ことで、パッシブという言葉とは裏腹に、アクティブにエンゲージメントや議決権行

使を行っている。これがパッシブ投資の実態です。

2. ESG投資手法分類のバリエーション

ここで、GSIA以外のESG投資手法の分類をみてみます。ESGという言葉の生みの親とされる「責任投資原則」(注3)(PRI:Principles for Responsible Investment)は

2006年に策定され、これまでに世界中で2300以上の機関投資家が署名しています。その「責任投資原則」とGSIAの定義を図表2で比較してみます。

(図表2) ESG投資手法の分類比較

GSIA	「責任投資原則」(PRI)
ネガティブ・スクリーニング (Negative/Exclusionary screening)	ネガティブ・スクリーニング (Negative screening)
ポジティブ/ベストインクラス・スクリーニング (Positive/Best-in-class screening)	ポジティブ・スクリーニング (Positive screening)
規範に基づくスクリーニング (Norms-based screening)	規範に基づくスクリーニング (Norms-based screening)
ESGインテグレーション (ESG integration)	インテグレーション (Integration)
サステナビリティ・テーマ投資 (Sustainability themed investing)	テーマ投資 (Thematic)
インパクト投資 (Impact/Community investing)	インパクト投資 (Impact investing)
議決権・エンゲージメント (Corporate engagement and Shareholder action)	エンゲージメント (Engagement)
	議決権行使 (Proxy Voting)

(出所) GSIA, “Global Sustainable Investment Review 2018”、および「責任投資原則」より筆者作成

両者を比較しますと、ESG投資全体の範囲としてはどちらも同じ範囲を網羅していますが、細かな分類の仕方はやや異なります。GSIAの分類での議決権・エンゲージメントは、PRIの分類では二つに分かれています。逆にGSIAでは独立した分類であるインパクト投資は、PRIではテーマ投資に含まれています。このようにESG投資手法の分類といっても定義が微妙に異なることには留意が必要です。

以上、様々なESG投資の手法をご紹介します。

ました。実務では複数のESG投資の手法を組み合わせることも珍しくありません。むしろごく普通に行われています。ネガティブ・スクリーニングで投資対象の絞り込みを行い、インテグレーションでESG要素を考慮した銘柄選択を実施し、投資後はエンゲージメントを通じ企業価値の底上げをはかるというように、一つのファンドでも様々なESG投資手法を組み合わせで使用しています。

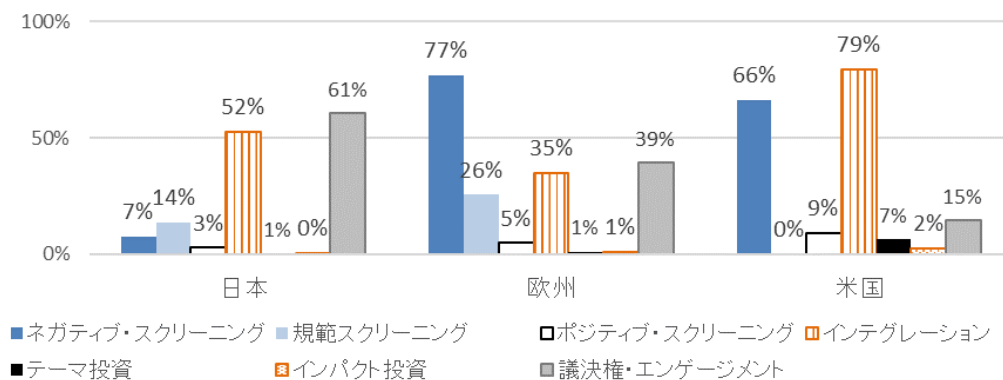
3. 国・地域別の手法の違い

どんなESG投資手法が多く採用されているかは、国・地域によって違いがあります。その違いが生じる要因にはESG投資への考え方や歴史的経緯が関係しています。

図表3はESG投資手法の分布を日本、米

国、欧州で比較したものです。既に述べた通り、一つのファンドで複数のESG投資手法が用いられているため、各ESG投資手法の合計割合は100%にはならないことをお断りしておきます。

(図表3) 国・地域別のESG投資手法の採用率 (2017年末)



(出所) GSIA, “Global Sustainable Investment Review 2018” より筆者作成

日本では、インテグレーションと議決権・エンゲージメントの2つがESG投資の主流となっています。日本のESG投資は、2015年のGPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)による「責任投資原則」への署名を境に急激に伸びてきました。その際、全く新たにESG投資ファンドを組成するのではなく、実績のある既存の投資戦略を改良するアプローチとしてインテグレーションが多く採用されることになったと考えられます。また、2014年に導入された日本版スチュワードシップ・コード(注4)において、スチュワードシップ責任を果たすための投資先への関与の手段として「目的をもった対話」(エンゲージメント)と議決権行使が掲げられ、多くの機関投資家取り組みを強化した時期と重なったことも影響してい

るといえます。

欧州を見ると、ネガティブ・スクリーニングや規範的スクリーニングが多いことがわかります。欧州のESG投資は宗教的倫理観に根差していることが推察されます。ただしここ数年間でいいますと、日本と同様にインテグレーションや議決権・エンゲージメントが大きく伸びています。

米国は、インテグレーションが非常に多いことが特徴です。ESG投資を通じたパフォーマンス改善効果への期待が強いものと思われます。またネガティブ・スクリーニングも欧州と同じくらい多く採用されています(規範スクリーニングはネガティブ・スクリーニングに含まれていると思われます)。欧州と同様に宗教的倫理観がESG投資を牽引してきた歴史がうかがえます。一

方、エンゲージメント・議決権行使の採用率はそれほど高いとは言えません。

今回は、ESG投資の手法を分類・整理し、各手法がどのような目的で使われるかについてご説明しました。また後半では、国・地域ごとに採用されるESG手法が異なること、その背景としてESG投資の発展の経緯が異なることを述べました。

今後採用する投資戦略において、あるいは既に採用済みの投資戦略において、どのようなESG投資手法が組み入れられている

か、確認してはいかがでしょうか。組み入れられているESG手法が投資目的に整合的であることが重要です。

次回はESG投資の歴史を振り返り、現在のように盛り上がりを見せるようになった背景を考えます。

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：GSIA, “Global Sustainable Investment Review 2018”,

http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/06/GSIR_Review2018F.pdf

注2：JSIF（日本サステナビリティ投資フォーラム）, 「サステナブル投資アンケート2019調査結果」

<https://japansif.com/archives/674>

注3：「責任投資原則」は2006年に国連が主導し、アセットオーナーや金融機関が加わって策定された行動原則です。2019年3月現在、署名機関数は2372機関、運用資産額は86兆ドル超となっています。

「責任投資原則」の内容は、UN-PRI ホームページで見ることができます、<https://www.unpri.org/download?ac=6300>

注4：スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会「責任ある投資家の諸原則：日本版スチュワードシップ・コード」（2020年3月24日）<https://www.fsa.go.jp/news/r1/singi/20200324/01.pdf>

海外年金の動向

2019年米国私的年金改正法の施行について

年金コンサルティング部 上席研究員 菅谷 和宏

米国では高齢化の進展に伴い、退職後生活のための資産積み立てを推進するため、2019年12月に「退職貯蓄制度強化法」(SECURE法)が上院で可決、施行されました。これにより、民間企業事業主は従業員に対して401kなどの退職プランの提供を増やし、従業員がこれらの利用を拡大することにより退職貯蓄を促すことを目的としています。

日本でも、DB・DC法等の改正案が2020年通常国会に提出され、高齢化社会に対応した私的年金関連法の改正が行われる予定ですが、米国ではさらに一歩先を行く改革が実施されています。本稿では米国で実施された「退職貯蓄制度強化法」の中から特に退職貯蓄プランに関する改正概要をご紹介します。(本稿中は1ドル=108円で換算、2020年4月8日)

1. 米国の社会保障制度

米国の社会保障制度は「自由の理念」と「自助の規範」による自己責任を原則とし、ヨーロッパにおける社会保障とは異なる考え方で発展しました。公的年金は財政負担の影響を抑えるため、給付水準は必要最低限度(現役所得の約4割で平均月額約15万円)とし、老後所得保障は公的年金だけではなく、私的年金や個人の貯蓄等によって補完するべきものとされています。

しかし、高齢化が進展する中、国民が退職後生活に必要な資産を十分に積み立てられていないとの懸念(Retirement income Crisis)があり、米国下院議会は、退職貯蓄制度(401k、IRA等)の拡充措置が必要であるとして、2019年に「退職貯蓄制度強化法」(SECURE法: Setting Every Community Up for Retirement Enhancement Act of 2019)を提出しました。2019年5月に米国下院議会で圧倒的な超党派支持を得て可決され、上院に送られましたが、上院では審議が停

滞。ようやく、2020年会計年度(2019年10月~2020年9月)予算案(FY2020 Domestic Spending Bill)の採決とともに、2019年12月19日に米国上院議会で可決、施行されました。可決されたSECURE法は、雇用主が退職プラン(401k・IRA)の提供を増やし、従業員がこれらのプランを利用しやすくすることを目的としています。

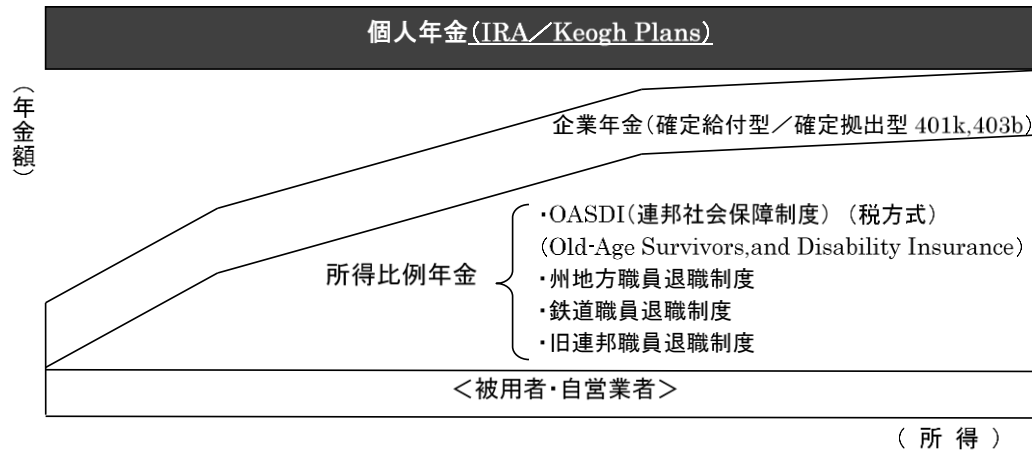
米国の年金制度は、①公的年金(社会保障制度)、②企業が任意で提供する企業年金(DBや401k等)、③個人の自助努力としての個人年金(IRA等)の3階層です。公的年金は保険料のみを財源とし、拠出を根拠とした給付に限定し、一般租税に頼らない仕組みです(国庫負担なし)。65歳以上の収入に占める公的年金の割合は39.5%で、私的年金19.7%と、資産収入等11.8%で補っている状況です。

公的年金は、一定の所得のある被用者・連邦政府職員(1984年以降の採用者)およ

び年収 400 ドル以上の自営業者が加入する「連邦社会保障制度 (OASDI : Old Age Survivorship Disability Insurance)」と、それ

ぞれの「州および地方職員退職制度」「鉄道職員退職制度」「旧連邦職員退職制度」に分かれています (図表 1)。

(図表 1) 米国の年金制度



出所：筆者作成

2. 米国の私的年金

米国の企業年金は 19 世紀後半から 1940 年代までは確定給付型の DB が主流でした。1964 年にスチュードバーカー社の倒産事件が発生し、加入者に十分な保障が支払われなかったことを契機として、企業年金の受給権を明確化し、従業員の退職給付の保護を目的とした「従業員退職所得保障法 (以下、エリサ法) (ERISA : Employee Retirement Income Security Act of 1974)」が 1974 年に創設されました。また、このエリサ法では、国民の自助努力による老後の資産形成を促進するため、個人が任意で退職後の資産形成を行う仕組みとして個人退職勘定制度 (IRA : Individual Retirement Account) が創設されました。米国では公的年金の補完として自助が推進され、IRA の資産規模は 2007 年に DC の資産規模を超える水準まで増加しました。

IRA は日本の個人型 DC (以下、iDeCo)

の参考とされた制度で、年間 6,000 ドル (2019 年) (約 65 万円)、50 歳以上ではキャッチアップ拠出として 1,000 ドルがプラスされて年間 7,000 ドル (約 76 万円) までの拠出が所得控除として非課税となります。

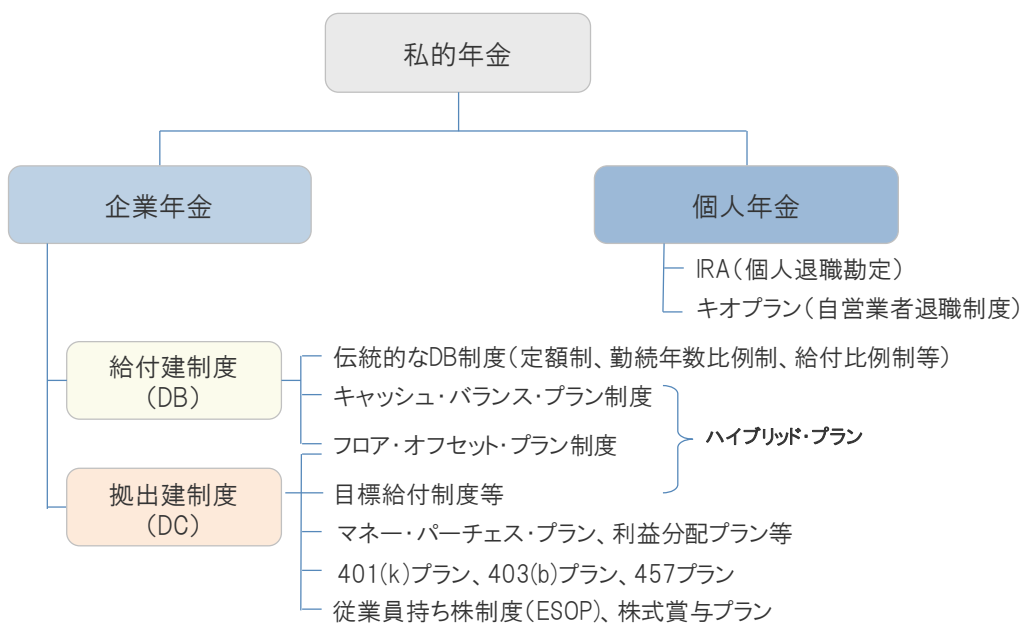
一方、確定拠出型の DC は事業主拠出による従業員のための貯蓄プランとして 1900 年代初頭に発足しました。「マネー・パーチェス・プラン」は、日本の企業型 DC と同様に、事業主が一定の金額を加入者の個人勘定に拠出する仕組みです。その後、自助による資産形成を推進する目的から、1978 年の米国内国歳入法 (IRC : International Revenue Code) の改正により、401 条 (k) 項の規定要件を満たすことにより、従業員の拠出を所得控除として非課税とする 401k プランが創設されました。401k では、年間 19,000 ドル (約 205 万円)、50 歳以上ではキャッチアップ拠出として 6,000 ドルがプ

ラスされて年間 25,000 ドル (約 270 万円) までの拠出が所得控除として非課税となります。401k プランは民間企業の従業員向けですが、非営利法人、公立学校、病院、教会等の従業員向けに 403b プラン、州政府・郡・市の職員向けの 457 プランがあります。

また、401k の加入率と拠出率向上を目的として、2006 年 8 月「年金保護法」が成立し、401k プランに対して企業が任意で、「自

動加入方式 (オプトアウトは可能)」と、従業員の拠出率を自動的に引き上げる「自動拠出率引き上げ方式」を選択できるようになりました。自動拠出率引き上げ方式は給与の一定率 (デフォルト・レート) を拠出 (例えば、1 年目 3%、2 年目 4%、3 年目 5%など) するもので、この拠出率は最低 3% 以上でかつ 10%を超えない範囲とされていました。(図表 2)

(図表 2) 米国の私的年金の体系



出所：筆者作成

401k プランに加入している被用者が会社を辞めた場合などでは、401k などの積立資金を IRA に非課税で移換 (ロールオーバー) することが可能です。IRA の引き出し可能年齢は 59.5 歳から 70.5 歳の間と規定され、70.5 歳に達した年の翌年 4 月 1 日までに引き出しを開始することが義務付けられていました。

また、401k・IRA は退職後の資産形成を

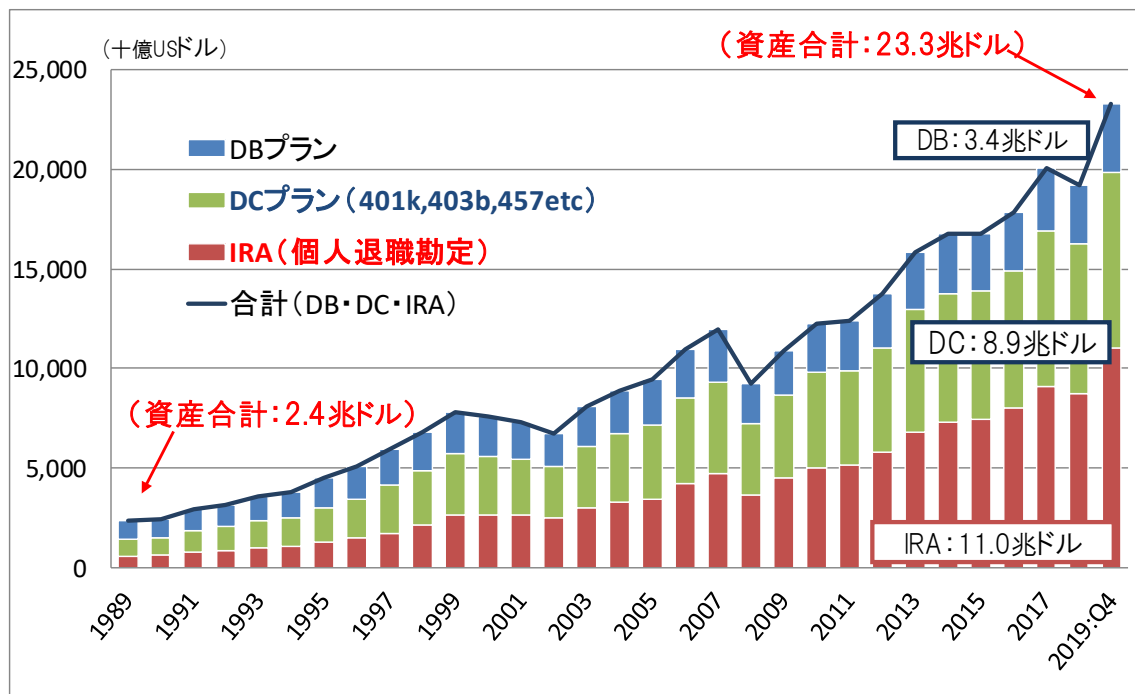
目的としたものであるため中途引き出しが制限され、59.5 歳よりも前に引き出した場合には一定の要件に該当する場合を除き、通常の課税に加えて 10% のペナルティ課税がなされます。その要件とは、「恒久的な障害を負ったとき」、「収入の 7.5% を超える医療費を払う場合」、「長期にわたる失業の際に医療保険を払う場合」、「自分自身もしくは家族が最初の家を買う場合 (\$10,000 ま

で)、「自分自身もしくは家族の高等教育費を払う場合」です。(IRAの詳細については、本誌2017年1月号「IRAの仕組みと日本への示唆」参照)。

米国投資信託協会(ICI)の「US.Retirement System Market Fourth Quarter 2019」によると、1989年にDB・DC・IRA合計の資産残高が2.4兆ドル(約260兆円)であった

ものが、2019年第4四半期には23.3兆ドル(約2,516兆円)まで約10倍の規模に増加しました。その内訳は、DBプラン3.4兆ドル(約367兆円)、DCプラン8.9兆ドル(約960兆円)、IRA11.0兆ドル(約1,188兆円)と、DCプランとIRAの資産残高が大きく増加しています(図表3)。

(図表3) 米国のDBプラン・DCプラン・IRAの資産残高推移(1989-2019:Q4)



出所：ICI (2019) "The U.S. Retirement Market, Fourth Quarter 2019 (Table 1)" より筆者作成

3. SECURE 法による改正内容

(1) 退職貯蓄制度の拡大と保護について

① 複数事業主制度 (Multiple employer plans) への加入要件の緩和 (第101条)

米国の退職給付制度では、単一の事業主プラン以外に、日本の総合型制度のような「複数事業主制度」があります。この複数事業主制度については、加入要件として同一業種など「共通の利益を有する」ことが内国歳入法 (IRC : Internal Revenue Code)

で規定されていました。これに対して、2019年12月31日以降に始まる年度からは「共通の利益を有しない」異なる業種等であっても、複数事業主制度への参加が可能となりました。

② 自動加入方式における拠出下限率の引き上げ (第103条)

401kでは、事業主が任意に従業員に対し

て自動加入方式 (Automatic enrollment) を適用した場合、従業員の拠出率を自動的に引き上げる「自動拠出率引き上げ方式」を適用することが可能です。これまで、拠出下限率は最低 3%以上とされていましたが、2019年12月31日以降に始まる年度から拠出下限率は4%に変更されました。

③ 自動加入方式における拠出上限率の引き上げ (第102条)

401kの自動拠出率引き上げ方式において、これまで拠出上限率は10%を超えない範囲とされていましたが、2019年12月31日以降に始まる年度から、15%を超えない範囲に変更されました。拠出下限率と拠出上限率を引き上げ、より従業員拠出を増やす狙いがあります。

④ IRAの拠出可能上限年齢の廃止

IRAはこれまで、70.5歳になると拠出を停止しなければなりませんでした。本改正法により拠出可能年齢の制限が廃止されました。2019年12月31日以降に始まる年度から適用されます。平均寿命が延び高齢期が長期化する中、年齢に関係なく拠出と運用を可能とし、積立資産の増加を促すものです。(第107条)

⑤ 401kおよびIRAの引き出し開始上限年齢の引き上げ (第114条)

401kおよびIRAについては、59.5歳～70.5歳に達した年の翌年4月1日までの間に積立資産からの引き出しを開始しなければなりませんでした。引き出し開始上限年齢を72歳までに引き上げました。改正法の施行日以降に70.5歳に達する受給権者に適用されます。

⑥ 401k等に対するクレジットカードやその他ローンによる融資の禁止 (第108

条)

401kおよびIRAに対するクレジットカードやその他のローン等への信用情報としての適用が禁止されます。本法律の施行日以降に行われたローンに適用されます。

⑦ 他の退職プランへのポータビリティ期間の拡充 (第109条)

従来から、401k等から他の401kやIRAへの資産移換について、60日以内であれば非課税で移換することが可能でした。本改正法により、他の退職プランに非課税で資産移換できる期限が90日以内に延長されます。2019年12月31日以降に始まる年度から適用されます。

⑧ 401k・IRAからのペナルティ課税なしの引き出し要件の追加 (出産・養子縁組) (第113条)

従来、401kおよびIRAは、59.5歳以前の中途引き出しについては一定の要件(1軒目の自宅購入資金、多額の入院費用、障害となった場合等)を除き、ペナルティ課税がなされる仕組みでした。本改正法により、経済負担が大きい「出産」または一定の要件を満たす「養子縁組(18歳未満の者や心身の問題で自立できない者との養子縁組)に要する費用」については、最大5,000ドルまでペナルティ課税なしの中途引き出しが可能となりました。出産および養子縁組から1年以内の引き出しが対象となり、2019年12月31日以降に始まる年度から適用されます。

⑨ 長期パートタイム従業員への401kの適用拡大 (第112条)

401kの加入対象については、年間1,000時間未満で働く長期パートタイム従業員(Long-Term, Part-Time Worker)を除外する

ことが可能ですが、3年連続して年間500時間以上働く長期パートタイム従業員に対しては401kプランの提供が義務付けられました。2020年12月31日以降に開始する年度から適用されます。なお、2021年1月1日より前の期間への遡及適用はありません。

⑩ 小規模事業主が401kを開始する際の税額控除枠の拡大（第104条）

100人以下の中小企業が401k等を導入した場合、導入費用（管理費、加入者に対する投資教育費用）として、導入した年から3年間にわたって、年間500ドルまたは導入費用の50%のいずれか少ない金額の税額控除が認められていました。これに対して、2019年12月31日以降に始まる年度から、

(2) 制度管理上の改善策について

① 企業が提出する「退職貯蓄プラン年次報告書」の統合（第202条）

企業が提出する内国歳入法第6058条に基づく財務省あて年次報告書と、エリサ法第104条に基づく労働省あて年次報告書について、双方の要件を満たしていれば、どちらかの年次報告書のみを提出すればよいこととなります。なお、適用は2021年12月31日以降に開始する年度からです。

② 加入者向け「年金給付明細表」へ年金月額項目を新設（第203条）

従来、401kプランの事業主は加入者に対して、少なくとも四半期に1回、積立資産額を記載した通知書を提供していました。本改正法により、積立資産額を基に加入者が将来にわたって月々受け取れる年金額を、年1回は通知書に表示するよう変更されました。この変更は、国務長官による法令通

税額控除枠が次のアまたはイのいずれか大きい金額までに拡大されます。

ア 年間500ドル

イ 従業員1人あたり250ドルまたは5,000ドルのいずれか少ない金額

⑪ 小規模事業主が自動加入方式を実施した場合の税額控除枠の拡大（第105条）

中小企業による自動加入方式の導入を推進するため、2019年12月31日以降に始まる年度から、小規模事業主が新たに自動加入方式を実施、または、既に実施している401kに自動加入方式を追加する場合は、実施した年から3年間にわたって、年間500ドルを税額控除する措置が追加されました。2019年12月31日以降に始まる年度から適応されます。

知の発行日から12か月以後に提供される年金給付明細書から適用されます。これは、加入者に対して将来受け取る年金額を表示することによって、自らの更なる資産形成を促すものです。

⑬ 401kにおける生命保険商品「保証付き退職所得契約」の取扱い変更について（第204条）

401kにおける生命保険商品「保証付き退職所得契約」の事業主の責任範囲が明確にされます。これは、加入者（受益者）の終身にわたって毎年1回（またはより頻繁に）保証された給付を提供する年金給付商品（annuity）について、事業主が保険会社を選定して年金支払いを行う場合、保険会社が契約上の支払いが不能となったとしても、特定の手続きに従っていた事業主は、

本契約に起因する損失が加入者（受益者）にもたらす結果に対して、責任を負わないこととされました。これにより、事業主は

生涯にわたる年金給付商品（annuity）の提供が容易となり、加入者に対して年金での受取りを推進することにもなります。

4. 日本への示唆

米国では、平均寿命が延び、高齢期が長期化していく中、私的年金による国民の老後所得保障の機能強化を進めています。

高齢化では諸外国よりも先を行く日本においても、公的年金の見直しとDB・DCの見直しが検討されていますが、本稿で紹介した米国の私的年金の拡充策は日本でも参考となります。

日本の企業型DCの加入可能期間は60歳時と同じ事業所であれば65歳まで、iDeCoは60歳までですが、現在検討されている改正法では、企業型DCは年齢要件と同一事業所継続使用要件を撤廃して、厚生年金被保険者であれば加入可能とし、iDeCoについては、年齢要件を撤廃して国民年金被保険者であれば加入可能となる予定です。

いずれにしても、高齢期の生活期間が長期化していることから、高齢期においても抛出と運用を続けながら資産を取り崩せる仕組みが必要と考えます。生命寿命の延びに合わせて、資産の枯渇リスクを抑制するためには、資産寿命を延ばしていくことが重要となります。

また、中小企業を中心に企業年金の実施割合が減少している中、「自動加入方式」や「自動抛出率引き上げ方式」のような仕組みを検討する余地もあるのではないのでしょうか。日本においても、更なる私的年金の推進が必要とされています。

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

<参考文献>

- ・ ”SETTING EVERY COMMUNITY UP FOR RETIREMENT ENHANCEMENT ACT OF 2019”
([https://appropriations.house.gov/sites/democrats.appropriations.house.gov/files/BILLS-116HR1865SA-RCP116-44%20\(1\).PDF](https://appropriations.house.gov/sites/democrats.appropriations.house.gov/files/BILLS-116HR1865SA-RCP116-44%20(1).PDF)) DIVISION O, pp1532-1615
- ・ 全米確定拠出管理者協会（NAGDCA：National Association of Government Defined Contribution Administrators）HP News
(<https://www.nagdca.org/senate-sends-fy20-domestic-spending-bill-to-the-president-s-ecure-act-hitches-a-ride/>)
- ・ ICI ”The U.S. Retirement Market, Fourth Quarter 2019: U.S.Total Retirement Market Assets”
(<https://www.ici.org/research/stats/retirement/>)

分散投資の再考 その13

マルチ「運用者」制と「過剰分散」②

年金運用部 顧問 大輪 秋彦

いかに良い「処方箋」であっても、「薬の与え方」を誤れば、効果をなくすどころか、仇をなすこともあるでしょう。

前号では、正にそれに当たるマルチ「運用者」制ポートフォリオに潜む“Over-diversification”（「過剰分散」）を紹介しました。そして、第一の問題かつ最大の問題とされる「包括的リスクへの集中」が、投資・運用の世界で唯一の「フリーランチ」とされてきた分散投資を、「高いランチ」に変えてしまうことを見ました。

本号では、このことが実際の投資・運用の世界でどのように具現化されているかの研究例を紹介した後、第二の問題とされる「レバレッジの誘惑」を考えます。そして次号では、第三の問題とされる「合成の誤謬」を取り上げ、正しい「薬の与え方」を考えることをもって、昨年2月号から続けてきた「分散投資の再考」を終えたいと思います。

1. 包括的リスクへの集中の問題点

前号の2つの図表の数値は、(1)「包括的アイデア」によるリターンは完全相関（相関係数+1）であり、(2)「独立したアイデア」によるリターンは無相関（相関係数0）であるという仮定を置いて算出したものです（注1）。つまり、運用者間でのリスク分散が(1)では働かず、(2)では働くとの想定だということです。

このように述べますと、「(2)で分散が働くと想定できるのなら良いではないか」と思われるかもしれませんが。しかしこの一見「良い」と思われることが、「思わぬ結果」を生み出すのです。すなわち、前号「8.『担当者』への示唆」で述べましたように、「担当者」が、特色ある「独立したアイデア」を持つ別々の「運用者」から成るマルチ「運用者」制ポートフォリオを組み立てると（それができたとしても）、以下のような意図しない問題を発生させてしまうのです。

- (a) 分散効果の享受という「担当者」の意図に反する「独立したリスク」の減少、総リスクに占める「包括的リスク」の割合増加（「包括的リスクへの集中」化）。
- (b) この結果として、トータル・ポートフォリオのレベルでのアクティブ・リスク/リターンへの過剰な報酬。
- (c) (a) のもう一つの帰結であるトータル・リスクの減少（トータル・リターンの減少と同義）と、(b) の過剰な運用報酬のシナジー効果による、目標である運用報酬控除後のリターン獲得の難易度上昇。

これでは、ファイナンスの世界で唯一の「フリーランチ」と言われてきた分散投資が、「高いランチ」になってしまいます。このようなことが起こる根本的な原因は、「包括的リスクへの集中」であることは明白です。しかしながら、「担当者」などの実

務家が本当に知りたいのは、これまで述べてきた仮定に基づく論理的帰結が、現実の

投資・運用の世界で実際に起きているのか、です。

2. 実世界での実証的証拠 (1)

まず、参考文献 (1) (以下、GKS) における検証結果を紹介します。

GKS は、Fama-French の 3 ファクターモデルと Carhart の 4 ファクターモデルで取り上げられた、マーケット・ベータ、サイズ、バリューとモメンタムという 4 つの「包括的アイディア」を使い、以下のとおりの手順で分析を行います。

- (1) 対象：862 本の米国大型株ロングオンリー・アクティブ・ファンドの月次リターン
- (2) 期間：2011 年 1 月から 2013 年 12 月
- (3) 862 本のファンド個々のアクティブ・リターンを、4 つのファクターでどの程度説明できるかを回帰分析により確認。
- (4) 次に、862 本のファンドから無作為に 5 本を選び、等金額ウェイトで 1 組のマルチ「運用者」制ポートフォリオを組成。
- (5) この作業を 1,000 回繰り返し、1,000 組のマルチ「運用者」制ポートフォリオを組成。
- (6) この 1,000 組のマルチ「運用者」制ポートフォリオの一組一組と、それを組成する 5 本の「個々つぶつぶ」のファンドの平均とでリスク特性を比較した、1,000 個の差異データを作る。

GKS は、以上から得た分析結果は「おおむね、理論と一致している」と評価します。

マルチ「運用者」制ポートフォリオは、それを構成する 5 ファンドの平均に比べて、マーケット・ベータでは 1.8 倍、サイズでは 2.1 倍、バリューでは 1.3 倍、モメンタム

では 1.5 倍のリスク・エクスポージャーを持つとの結果を得たことで、前者は後者よりも多くのリスク分量を、「包括的アイディア」に充てている（集中させている）ことを確認したからです。

すなわち、4 つのファクターの全てに対し、5 本のファンドから成るマルチ「運用者」制ポートフォリオで「包括的リスクへの集中」が進むことが確認できたのです。

4 つの「包括的アイディア」の中でサイズが最も大きい倍率を示すのは、ロングオンリー・アクティブ・ファンドの大部分が小型株をオーバーウエイトしているからであり、バリューが最も小さいのは、数多くあるグロース・ファンドがバリュー・ファクターの影響を相殺しているからであろうと GKS は説明します。

さらにGKSは次の2つの「発見」を付け加えています。

- a) 市場ボラティリティ時には、マルチ「運用者」制ポートフォリオは、それを構成する「個々つぶつぶ」のファンドよりも大幅にリスクが増大する。なぜなら、個々のファンド自体のリスクが上がるだけではなく、個々のファンド間の相関も高まるからである。
- b) トータル・リスクと「独立したリスク」の双方ともが時間とともに変動するが、前者は後者よりも変動が大きく、市場のボラティリティが極めて高い時に大きな異常値 (outliers) が観察される。

GKSが観察した事象の背景にある、市場スト

レス時にジャンプする傾向を持つ「包括的リスク」が、マルチ「運用者」制ポートフォリオのリスクの大部分を占めるようにな

るという事実は、銘記しておきたいものです。

3. 実世界での実証的証拠 (2)

上記は研究事例の一番多い株式を対象としたものでしたが、以下に「オルタナティブ」資産クラス・投資戦略の研究からの指摘を簡単に挙げます。

ファンド・オブ・ヘッジファンド(FoHF) (注2)

- a) FoHFでは、組入れ対象の個々のファンド数があるレベル以上になると、デューデリジェンスのコストが重大な障害となるため、必要十分なデューデリジェンスが行われず、潜在的なテール・リスクを持つファンドが検知されないまま、ファンドに組み込まれる可能性が生じる。
- b) 多くのFoHFは25以上の構成ファンド数となっているが、概して構成ファンド数が10から20以上になると、分散の効果が消える。
- c) 過剰な分散はテール・リスクを増加させ、単純に個々の構成ファンドを等分(1/N)にする方が、一般的に市場ストレス時の「テール・プロテクション」にすぐれている。
- d) 多くのFoHFは低流動性をリターン・プレミアムとしているため、おそらくはリターンのスムージング処理により短期的には低いボラティリティを示す傾向があるが、その裏でドローダウンのリスクは著しく増加する。

プライベート・エクイティ、インフラストラクチャー・ファンド (注3)

- a) ますます分散投資の対象となってきたこれらの資産クラスは、高い運用報

酬を考慮すると分散投資のメリットは急速に失われる。

- b) 一般的に、オルタナティブ資産クラスの追加的リターン・プレミアムの大部分は、高い運用報酬に食われてしまう。

「オルタナティブ」投資では、その各々の投資対象の持つ多様性という分散投資にとっての大きなメリット特性ゆえに、「包括的アイデア」から生まれる「共通ファクター」を、上場株式投資なみに特定・抽出するのが難しそうなことは容易に想像できます。

そのためか前述の研究事例では、もっぱら高いコスト(運用報酬)に焦点が当てられています(もちろんこの観点からの考察も大変重要なものです)。投資の分散という観点からも昨今注目を集めている、プライベート市場や低流動性の投資対象をポートフォリオに組み入れる際には(既に投資している場合も含め)、中・長期的に取るリスク、かけるコストに見合う対価としてのリターンを期待できるのか、個々のファンド・ベースではなくトータル・ポートフォリオ・ベースでの確認作業を怠ることはできないということを認識したいと思います。

「実世界での実証的証拠(1)・(2)」で取り上げたのは少数の研究例ですが、「過剰分散」の影響に関する研究は無視し得ない数に上っており、しかも増加中であるとの印象があります。「担当者」などの実務家

は自らのポートフォリオの見直し・構築の際には、「包括的リスクへの集中」だけに止まらず、指摘されている「過剰分散」の様々な負の側面についての真剣な検討が求

められます。

ここで「包括的リスクへの集中」を終え、2つ目の指摘の「レバレッジの誘惑」に移りたいと思います。

4. 指摘 2. レバレッジの誘惑

これは、マルチ「運用者」制ポートフォリオでは、低いリスクと高いインフォメーション・レシオ(IR)の組み合わせが多く見られますが、この高いIRに意を強くし、リターンを高めるためレバレッジを用いる誘因が働くとの指摘です。

この指摘のポイントは、「なぜこの誘惑が働くのか」ですが、その答えは、「リターンが目標に届かない」ということだと考えます。

そうであるならこの指摘は自分たちとは無関係、と「担当者」は思うかもしれませんが、DB年金では、リターンが足りない時は、拠出金を増やすか、(不承不承であっても)資産配分・投資戦略でリスクを多く取るかという「地道・愚直な」選択を慣行とするからです。

意図的・明示的にレバレッジをかけてリターンを引き上げるといふ、「小賢しい・小利口な」手段には違和感を覚えるということの方が一般的かと思います。

しかし、既に採用している、あるいは採用を検討することがあるかもしれない、外部提供のFoHF、マルチアセット・ファンド等のマルチ「運用者」制ポートフォリオに付随する、明示的・非明示的なレバレッジについてはどうでしょうか？

当たり前ですが、レバレッジを失敗すると思っ用いることはないでしょう。提供者は、万全なリスク・マネジメントを実施しているとの確信に立って提供しているはずで

す。しかし「担当者」としては、いかに信頼できる提供者であったとしても、自らがそのメリット・デメリットを得心できていることが職責上求められます。「指摘2」はその際の参考になると考えますので、以下に検討したいと思います。

蛇足ながら、レバレッジは実業の世界でも普通に利用されているものであり、決してファイナンスの世界に特殊なものではないことを付け加えておきます。

5. レバレッジ

まずは、以下に挙げる例で(明示的な)レバレッジをおさらいします。

- i) 全て自己の資金で資産への投資金額を賄う場合、バランスシートは 資産 100 / 自己資金 100 となります。
- ii) 一方、借入を行って投資する場合、資産 120 / 自己資金 100 + 借入金 20 となり

ます。

- iii) この時、資産の価値が 10%上がったとします。i) では 資産 110 / 自己資金 100 + 収益 10 になり、収益率は $(10 \div 100) \times 100 = 10\%$ となります。ii) では資産が $120 \times 1.1 = 132$ になりますので、資産 132 / 自己資金 100 + 収益 12 + 借入金

20になり、収益率は $(12 \div 100) \times 100 = 12\%$ になります。

ii)の例では、レバレッジ比率が 0.2 倍と慎ましかったので僅かな違いしか出ませんが、ヘッジファンドの平均的レバレッジ比率と言われる 2 倍で計算しますと、資産 300 / 自己資金 100 + 借入金 200 となり、資産の価値が 10%上がり $300 \times 1.1 = 330$ になりますと、資産 330 / 自己資金 100 + 収益 30 + 借入金 200 で、収益率は $(30 \div 100) \times 100 = 30\%$ になります。(以上の例の計算では簡素化のため、借入金のコスト等は考慮していません。)

ちなみに、我が国では優良とされる企業の自己資本比率は 50% 超とされるようです。この 50%で計算してみますと、資産 200 / 自己資金 100 + 借入金 100 でレバレッジ(財務レバレッジと言われる)の比率は 1 倍となります。このようにレバレッジは、決して投資・運用の世界に特殊なものでは

ありません。また、上場株式運用の投資対象である株式自体、このような形でレバレッジを内包しているわけです。

以上は、レバレッジというコインの表の面でしたが、注意を要するのは裏の面です。

vi) i) では資産の価値が 100%下がった時に、資産 0 / 自己資金 0 + 収益 0 となり自己資金がなくなることは明らかです。

vii) ii) では資産の価値が約 83%下がった時に、資産 20 / 自己資金 0 + 収益 0 + 借入金 20 となり自己資金を失います。

vii) ヘッジファンドの平均的レバレッジ比率では資産の価値が約 33.3%下がっただけで、資産 200 / 自己資金 0 + 収益 0 + 借入金 200 となり自己資金がなくなります。

このようにレバレッジは、プラスにもマイナスにも影響を増幅する効果を持つということの再認識が必要です。

6. リスク・リターン・IR

リスク

i) マルチ「運用者」制ポートフォリオでは、トータル・リスクは組入れポートフォリオ数の増加に連れて低くなります(前号図表 2.)。これは完全に相関しない(相関係数 < 1) リスクを集めた場合(単に集めただけ)、その集合体のリスクはそれを構成する個々のリスクの金額加重平均より低くなる、という周知の理論と符号しています。

ii) このことを、資産 A と資産 B の 2 資産ポートフォリオという最も単純なケースで確認します。(資産数が増えても確認するポイントは同様に成り立ちます。) 今、

資産(A, B)のリスクを(R_a, R_b)、構成割合を(W_a, W_b)、2 資産間の相関係数を CR_{ab} 、そしてポートフォリオのリスクを R_p と表しますと、ポートフォリオのリスク(分散)は、 $R_p^2 = (R_a W_a)^2 + (R_b W_b)^2 + 2 (R_a W_a R_b W_b) CR_{ab}$ となります。これは 2 資産リスクの金額加重平均(DW)の 2 乗、 $DW^2 = (R_a W_a + R_b W_b)^2 = (R_a W_a)^2 + (R_b W_b)^2 + 2 (R_a W_a R_b W_b)$ と第 3 項に CR_{ab} が乗じられていない点が相違します。

iii) かくてポートフォリオのリスクが、2 資産の加重平均よりも小さくなるのは、 $CR_{ab} < 1$ の時となります。これは i) で

述べた「完全に相関しない（相関係数＜1）リスクを集めた場合」に該当します。現実の投資・運用では、投資対象が完全

相関とはなり得ないため、投資実務上の課題はリスクをどのレベルに設定するかです。

リターン

- i) マルチ「運用者」制ポートフォリオのリターンの方は、資産Aと資産Bのリターンを RT_a と RT_b としますと、ポートフォリオのリターンは $RT_p = RT_a W_a + RT_b W_b$ となり、正に2資産の金額加重平均です。
- ii) この式から、同じ期待リターンを集めることができれば、その集合体の期待リターンは集められた個々の期待リターンと同じになる、ことが見て取れます。しかしここで、ポートフォリオの構築に「ある程度の数の資産クラス・投資戦略を集める」という「数の条件」を考えると、「リターンにはバラツキつきがある」という現実が制約となり、都合よく高いリターンだけをそろえることは難しくなります。さらに、リスク水準・相関関係・

キャパシティ・流動性等々の投資実務上の条件を加味しなければならないため、難易度はさらに上がります。

- iii) 従って、同様の期待リターンの投資対象の数が多く、中～低リターン（リスクも同様）のゾーンが「スイート・スポット」となる傾向が強まります。

海外の年金に比べて、一般的にリターンの要求水準が低い我が国のDB年金用には、さらに「穏やかな」リターンの投資対象が選ばれることは不思議ではありません。また、相対的な意味で「高め」よりは「低め」のリターン獲得の精度は高くなるので、提供者にとってはポートフォリオ組成上の難易度も低く、マーケティングもしやすいかもしれません。

IR

IRは、リターン（正確には超過収益）をそのリスクで除した商であり、リスク単位を取ることによって獲得するリターンの量を示すものです。従って、必ずしも「高いIR＝高いリターン」ではありません。分母のリスクが低いと、分子のリターンが低い場合でも（このように考える方が自然です）、IR

は高くなり得ます。

投資・運用で「IRを食べることはできない」と言われる所以です。IRは、「効率的な超過収益獲得の腕前」を示すもので、「高い超過収益獲得の腕前」を示すものではありません。

7. 指摘 2. レバレッジの誘惑 (2)

何らかの理由で、例えば、「担当者」の要求する目標リターンの水準に達しない、他社との競合の必要上、等々でリターンが

欲しい場合、ソリューションの一つがレバレッジです。レバレッジは、原理上IRを変えることなく（影響を最小限に止めて）、望

むりターンが期待できる水準までリスクを引き上げるために利用できるからです。

【IR=リターン÷リスク】を【リターン=IR×リスク】と変形し、これにレバレッジをかけて【リターン=IR×リスク×レバレッジ】とする発想です。

高いリターンの期待できる資産クラス・投資戦略で適切な分散を図るためには、市場での品ぞろえが不十分な場合、「効率的な超過収益獲得の腕前」をアピールできる高いIRはポートフォリオ提供者の強みになります。効率的にリターンを獲得する腕前があるのですから、レバレッジを使えば望むリターンの獲得ができる可能性が高いというわけです。

材料の少ない高いリターン分野で無理をするのではなく、より材料の豊富な中・低位分野で勝負できるからです。

しかしながらこのことは、本稿2月号まで議論してきた「市場の状態の混在」や、市場ストレス時に相関やリスクがジャンプするという現実を考慮すると、突如レバレッジがかかりすぎるオーバー・レバレッジ状態や想定以上のリスク負担になる可能性を、事前にしっかりと検討しておく重要性が高いと言えます。特に、投資対象に組み込まれ通常時には姿を現さない非明示的なレバレッジの影響に十二分な注意を払うことが求められます。

このように大きな負荷がかかることから、

「担当者」の求める解決策として、レバレッジの活用に疑問が呈されているのも事実です。

では、レバレッジを使わず、かつ拠出金を増やすことなく、資産配分・投資戦略でのリスクの取り方を工夫するという解決策、「薬の与え方」が考えられるのかは、次号への宿題としたいと思います。

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、予めお断りします。

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.
- (3) Brown, Stephen J., Greg N. Gregoriou, and Razvan C. Pascalau. "Diversification in Funds of Hedge Funds: Is It Possible to Overdiversify?" 2011, SSRN-id1436468
- (4) Jennings, William W., and Brian C. Payne. 2016. "Fees Eat Diversification's Lunch." *Financial Analysts Journal*, 2016 vol. 72, no. 2 (March/April): 31-40.

注1：その他の想定を含め、前号の注5を参照ください。

注2：参考文献(3)

注3：参考文献(4)

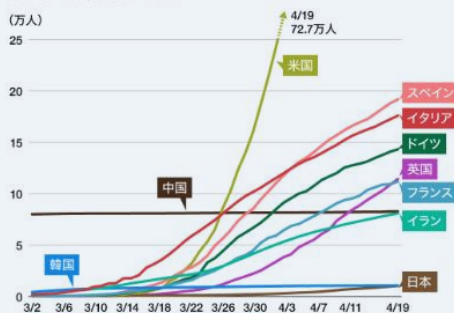
<コラム>アドリブ経済時評

トイレはフタを閉めてから流そう

新型コロナウイルスの感染者は300万人に迫ろうとしていて、死者も20万人を超えた。毎日の、医療従事者の方の献身的な活躍にはいくら感謝してもし尽くせないと思う。

さて、PCRの検査数が少ないとか、いろんな反論はあるかもしれないが、今まで、日本の被

各国の感染者数の推移



害は凶(感染者数、一番下の線が日本、CSSE集計)のように国際比較では格段に少ない。なぜか。

BCG接種のせいであるとか言われているが、筆者は、日本だけで普及しているウオッシュレットにあるのではないかと考える。

ウェブ検索すれば、ウオッシュレットには外国人の称賛が山のように出てくるが、なによりもお尻が洗えるということは、感染を相当少なくしているこ

とは間違いない。

ただし、そのことに安心してか、我々日本人はトイレ感染のもうひとつの脅威、エアゾル感染を忘れているのではないかとも思える。

まず、「大」「小」とも、排泄物にコロナ菌が含まれていることは、早くから中国でも認められている。そして、研究者によると、トイレの水を流す際には1回あたり最大80万個に及ぶウイルスを含む飛沫が空气中に吹き上がるとのことであり、一度ばらまかれたウイルスや細菌は90分以上も空气中を浮遊し、次にトイレを使用した人へ二次感染を引き起こすというから恐ろしい。

ただ、別の研究者によれば、ふたを閉めてから流すようにすれば8割方被害を防げるという。もちろん窓を開ける、空調をつけるのも有効に違いない。

これは習慣の問題であるから、家庭の中から習慣化すべきではないだろうか。

公衆トイレではフタのないものもある。長距離バス、列車など乗り物、レストラン、劇場、学校などすべての公共のトイレも改善が必要かもしれない。

ウオッシュレット開発者には、底を深くするとか水流の強さを抑える研究をお願いしたい。そして、困難もあろうが、世界中に輸出してほしい。

政治家の方には4番目の「密」密室=トイレを加えて欲しい。そうでないと「アタマ隠して尻かくさず」になるのではないかとすら思うのだが。

2020年4月27日

元青山学院大学教授 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。