

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7月号

《目次》

《年金改正法 その1》 年金改正法の成立・公布について 年金コンサルティング部 上席研究員 菅谷 和宏	… 1
《企業年金・個人年金改革 その8》 改正 DC 法解説① 企業型 DC 加入者資格(法9条) 年金コンサルティング部 リサーチグループ 西部 浩之	… 10
《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結果(続編) 三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社 組織人事戦略部 チーフコンサルタント 三城圭太 アソシエイト 加藤瑛里子	… 18
《年金 ALM 分析の活用戦略 その2》 総合分析とリスク評価 年金コンサルティング部 ALMグループ 樋口 駿	… 24
《企業評価の観点からみた退職給付 その3》 非財務的評価からみた退職給付 年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野 正徳	… 29
《ESG 投資の潮流 第4回》 責任投資原則(PRI) 受託運用部 主席投資コンサルタント 岡本 卓万	… 33
《分散投資の再考 その14》 マルチ・アセットマネジャ制と「過剰分散」③ 年金運用部 顧問 大輪 秋彦	… 39
《アドリブ経済時評》 危機の名言 元青山学院大学教授 岩井 千尋	… 48

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>

年金改正法 その1

年金改正法の成立・公布について

年金コンサルティング部 上席研究員 菅谷 和宏

2020 年 6 月 5 日に「年金制度の機能強化のための国民年金法等の一部を改正する法律」（以下、年金改正法）が公布されました。今後、各施行日に合わせて、政省令の公布および通知が発出される見込みですが、本稿では公布された年金改正法で規定された改正項目に絞って解説します（今後、政省令等で規定される改正項目は含めていません）。

なお、国会での決議に際し、今後検討すべき事項が「検討条項」として年金改正法の附則に規定されました。今後の検討事項については、引き続き社会保障審議会等での検討が行われる予定です。

1. 今回の年金法改正の概要

今回の改正項目については、昨年の社会保障審議会年金部会（以下、年金部会）および社会保障審議会企業年金・個人年金部会（以下、企・個部会）」でまとめられた、「議論の整理」（公的年金は本誌 2020 年 2 月号、私的年金は本誌 2020 年 3 月号ご参照）に基づくものです。

平均寿命が延伸し、多くの人がより長く多様な形で働く社会へと変化していく中、

今回の年金改正では、長期化する高齢期の経済基盤の充実を図ることを目的としています。主な改正項目は、短時間労働者に対する被用者保険の適用拡大、在職老齢年金の見直し、受給開始時期の繰下げ年齢の拡大、DBDC の支給開始時期の選択肢の拡大、DC の加入年齢の見直し等です（図表 1）（図表 2）。

（図表 1）公的年金に関する主な改正項目

改正項目	改正概要	施行日
(1)被用者保険の適用拡大	・短時間労働者の適用について企業規模要件を500人超⇒100人超へ変更	2022年10月1日
	・短時間労働者の適用について企業規模要件を100人超⇒50人超へ変更	2024年10月1日
	・短時間労働者の適用について勤務期間要件を1年以上⇒2か月超に変更	2022年10月1日
	・適用事業所について、「土業」を追加	2022年10月1日
(2)在職老齢年金の見直し	・60～64歳（低在老）の支給停止基準額を28万円⇒47万円に変更	2022年4月1日
	・65歳以上（高在老）について「在職定時改定」を導入	2022年4月1日
(3)年金の受給開始時期の拡大	・受給開始時期を60～70歳⇒60～75歳に拡大	2022年4月1日
	・70歳以降請求時の「5年前時点での繰下げ制度」の新設	2023年4月1日

出所：厚生労働省「年金制度の機能強化のための国民年金法等の一部を改正する法律の概要」より筆者作成

(図表 2) 企業年金・個人年金に関する主な改正項目

改正項目	改正概要	施行日
(1) 受給開始時期の選択肢の拡大	・DB受給開始時期について規約に定めれば70歳まで可能	公布日 (2020年6月5日)
	・DC受給開始時期の選択肢を60～70歳⇒60～75歳に拡大	2022年4月1日
(2) DC加入可能年齢の引き上げ	・加入年齢について、企業型は厚生年金被保険者(70歳まで)、iDeCoは国民年金被保険者(65歳まで)であれば可能に	2022年5月1日
(3) 企業型DC加入者のiDeCo加入要件の緩和	・企業型DC加入者のiDeCo加入の要件緩和	2022年10月1日
	・企業型DCマッチング拠出とiDeCo加入を加入者が選択可能とする	2022年10月1日
(4) ポータビリティの拡充	・終了DB⇒iDeCo、企業型DC⇒企業年金連合会への資産移換を可能とする	2022年5月1日
(5) DCの中途引き出し要件の緩和	・DC脱退一時金の支給要件に外国人材の帰国時を追加	2022年5月1日
	・DC脱退一時金の支給要件について、3年以下⇒政令で定める期間※1に変更 (※1) 5年以下となる予定	2021年4月1日
(6) その他	・企業型DCの軽微な規約変更の一部は届出を不要とする	公布日(2020年6月5日)から6ヶ月以内で政令で定める日
	・中小事業主掛金納付制度(iDeCoプラス)および簡易型DCの人数要件を100人以下⇒300人以下へ変更	公布日(2020年6月5日)から6ヶ月以内で政令で定める日

出所：厚生労働省「年金制度の機能強化のための国民年金法等の一部を改正する法律の概要」より筆者作成

2. 公的年金の主な改正項目

(1) 被用者保険の適用拡大

短時間労働者への適用拡大については、2016年10月に、一定の要件（①従業員500人超、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）を満たした場合に被用者保険の強制適用となりました（2012年8月「年金機能強化法」）。また、2017年4月に、従業員500人以下の企業について労使合意を得て短時間労働者の適用が可能となっています。

これについて、企業規模要件が2022年10月から100人超へ変更され、さらに2024年10月から50人超に変更されます。企業規模要件の人数については、同一の法人番号を有する全事業所で雇用される（適用拡大以前の）通常の被保険者のみとし、短時

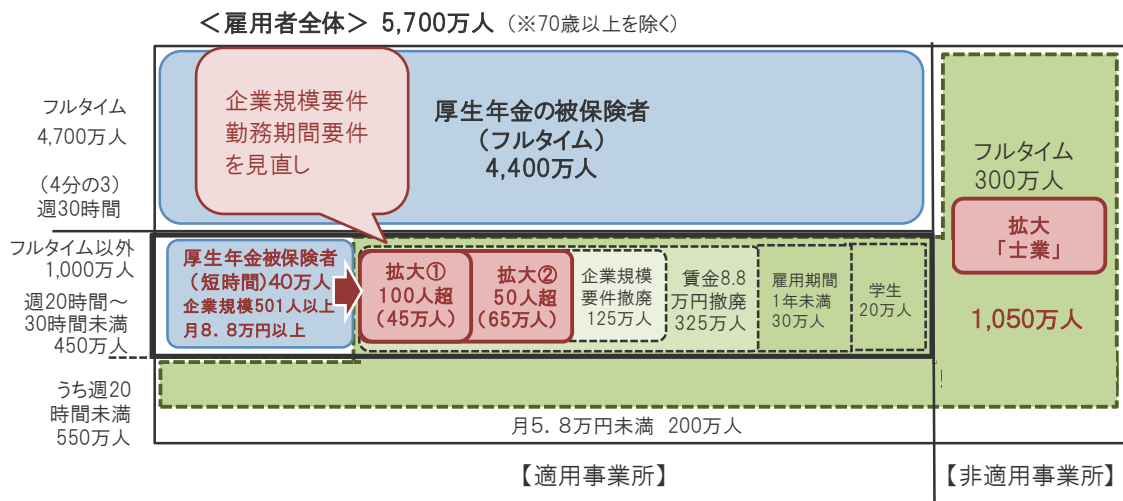
間労働者等は含みません。また、人数は月ごとに数え、直近12カ月のうち6カ月で適用基準を上回った場合に見直されます。

勤務期間要件については、2022年10月以降、1年以上から2カ月超に短縮され、大企業でも短時間労働者を雇用している場合には影響が生じます。

その他、労働時間要件、賃金要件、学生除外要件については変更ありません。

また、現在、全ての法人事業所および法定16業種で常時5人以上の従業員を使用する個人事業所が強制適用事業所となりますが、法定16業種以外のうち、「士業」（弁護士、司法書士、行政書士等）について、2022年10月から適用業種に追加されます（図表3）。

(図表 3) 被保険者の適用拡大について



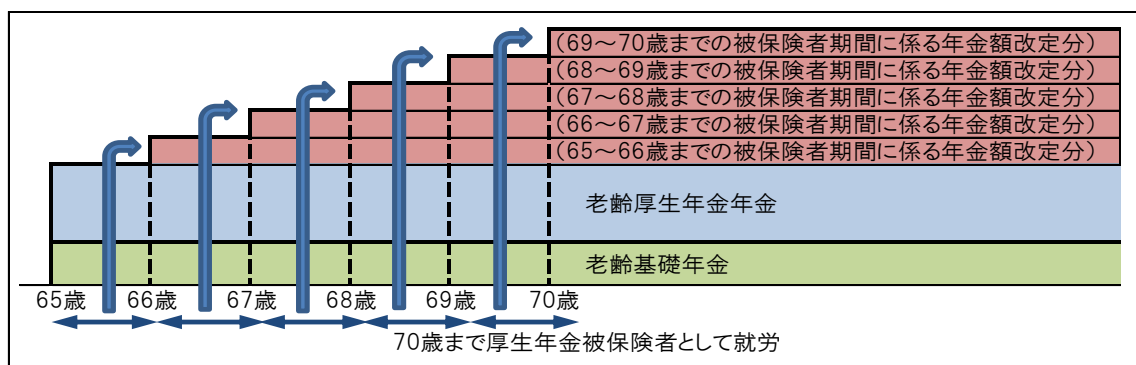
出所：厚生労働省「年金制度の機能強化のための国民年金法等の一部を改正する法律の概要」より筆者作成

(2) 在職老齢年金の見直し

60～64歳の在職老齢年金(以下、低在老)の基準額は現在28万円ですが、2022年4月から47万円に引き上げられます。なお、特別支給の老齢厚生年金の支給開始年齢は生年月日に応じて段階的に引き上げられており、男性は2025年度、女性は2030年度に、低在老の支給対象者はゼロとなる予定

です。65歳以上の在職老齢年金(以下、高在老)については、老齢厚生年金受給権者に対して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」が2022年4月から新たに導入されます(図表4)

(図表 4) 在職定時改定の仕組み



出所：厚生労働省「年金制度の機能強化のための国民年金法等の一部を改正する法律の概要」より筆者作成

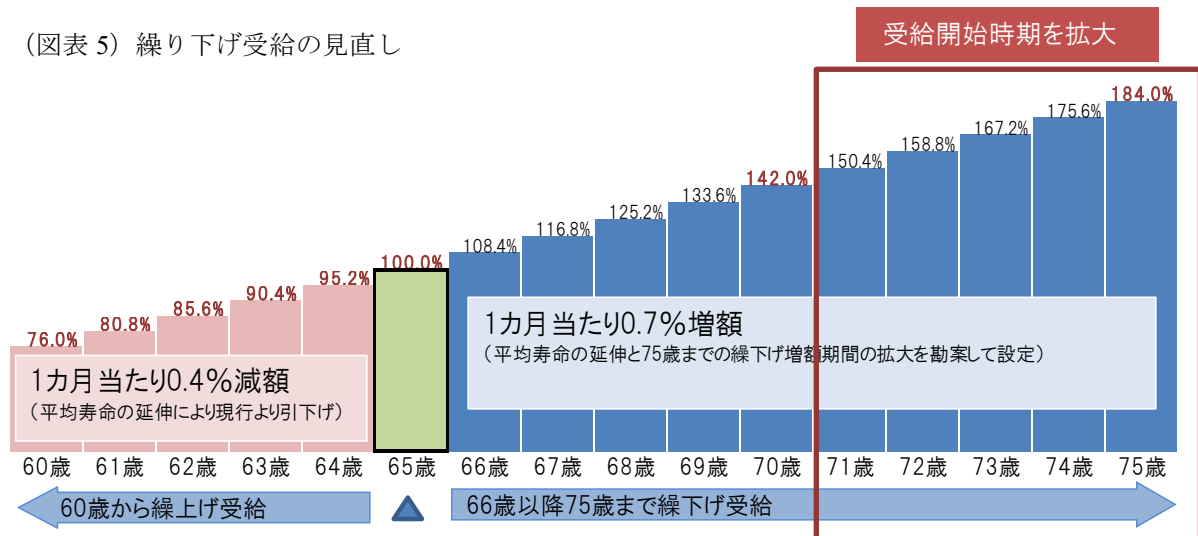
(3) 年金受給開始時期の拡大

老齢厚生年金の支給開始年齢は、本人の選択で60歳までの繰上げ受給(1月あたり

0.5%減額) または 70 歳までの繰下げ受給 (1 月あたり 0.7%増額) が可能ですが、これについて、2022 年 4 月から 75 歳までの繰下げ受給が可能となります。繰上げ減額率は 1 月あたり 0.4%に変更、繰下げ増額率は 75 歳まで 1 月あたり 0.7%となります。(図表 5)。また、この繰下げ年齢の引き上げに伴い、現在、70 歳以降で繰下げを選択

せずに申請をした場合は、過去 5 年以前の受給権は時効で消滅してしまいますが、これについて 5 年前時点で繰下げ申し出があったものとして取扱う「5 年前時点の繰下げ制度」が 2023 年 4 月に新設されます。これにより、申請が遅れたとしても受給権が時効で消滅せず給付がなされることとなります(図表 6)。

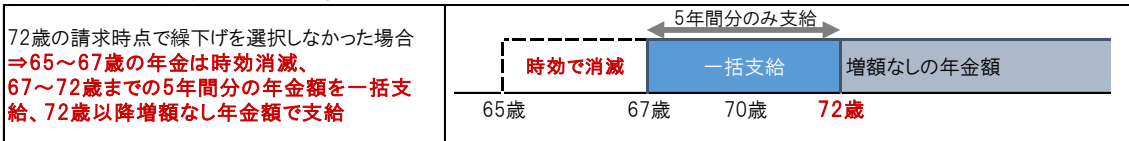
(図表 5) 繰り下げ受給の見直し



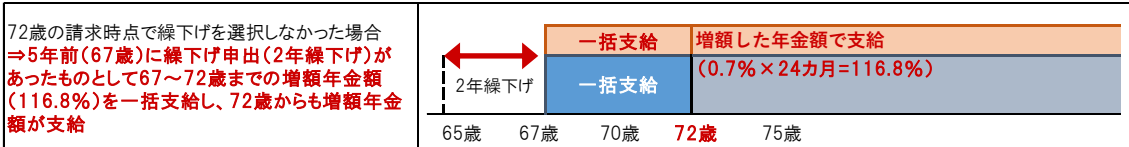
出所：厚生労働省「年金制度の機能強化のための国民年金法等の一部を改正する法律の概要」より筆者作成

(図表 6) 70 歳以降に請求する場合の 5 年前時点の繰下げ制度の新設

現行【70歳以降に請求を行った場合】



改正後【70歳以降に請求を行った場合】



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) その他の改正項目

その他の改正項目としては、①国民年金 手帳から基礎年金番号通知書への切替、②

未婚のひとり親等の申請全額免除基準への追加、③短期滞在の外国人に対する脱退一時金制度の支給上限年数の3年から5年への見直し、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と改定時期の変更、⑤児童扶養手当と障害年金の

併給調整の見直し、⑥2カ月を超えて雇用が見込まれる者の被用者保険の早期加入措置、⑦日本年金機構の調査権限の法整備、⑧年金担保貸付事業の廃止のための法整備、が行われます（詳細は「三菱UFJ年金ニュース No.497」をご参照ください）。

3. 企業年金・個人年金の改正項目

(1) 受給開始時期の選択肢の拡大

DBについては、2020年6月5日の公布日から、現状の65歳以下の規約に定める年齢から70歳以下の規約に定める年齢に拡大されました。

企業型DC・個人型DC（以下、iDeCo）については、60～70歳の間から60～75歳までの間で受給開始を選択できるように2022年4月から変更されます（図表7）。

(2) DC加入可能年齢の引き上げ

企業型DCの加入可能年齢は原則として60歳未満ですが、規約に規定すれば60歳前と同一事業所で継続して使用される場合に限り、65歳未満の者を加入者とすることができます。これに対し、年齢要件と同一事業所継続使用要件が廃止され、厚生年金被保険者であれば企業型DCの加入者とするよう変更されます。また、iDeCoについ

ては、60歳未満の年齢要件が廃止され、国民年金被保険者（第1号被保険者は60歳未満、第2号被保険者は65歳未満、第3号被保険者は60歳未満、任意加入被保険者は保険料納付済期間等480月未満で65歳未満）であれば加入可能となります。施行日は共に2022年5月です（図表7）。

（図表7）受給開始時期の拡大と加入可能年齢の引き上げ

	20～59歳	60～64歳	65～69歳	70～75歳
DB	加入期間	(注1)		
	受給開始	受給開始時期 延長		
企業型DC	加入期間	(注2) 延長		
	受給開始	受給開始時期 延長		
個人型DC	加入期間	延長		
	受給開始	受給開始時期 延長		

（注1）厚生年金被保険者（現行70歳未満）を加入者とすることができる。なお、20歳未満についても、適用事業所に使用される場合は被保険者となり、20歳未満の厚生年金被保険者は私的年金に加入可能

（注2）企業型DCについて、規約で60歳以上65歳以下の一定年齢に達したときに資格喪失することが定められており、60歳前と同一の実施事業所で継続して使用される加入者は、60歳以降も当該規約で定める年齢に達するまで企業型DCの加入が可能

出所：厚生労働省「年金制度の機能強化のための国民年金法等の一部を改正する法律の概要」より筆者作成

(3) 企業型DC加入者のiDeCo加入要件の緩和

現在、企業型DC加入者がiDeCoに加入できるのは、企業型DC規約の定めがあり事業主掛金の上限を引き下げた企業に限られますが、企業型DC規約の定めや事業主掛金の上限の引き下げがなくても、2022年10月からiDeCoに加入できるようになります。企業型DC加入者は、拠出限度額の範囲内(企業型DCの拠出上限額月額5.5万円(DB併用先は月額2.75万円)から実際の事業主拠出を引いた残額と月額2.0万円(DB併用先は月額1.2万円)のどちらか低い金額まで拠出可能)で、任意にiDeCoへの加入が可能となります。

この拠出限度額の確認は企業型DCの記録関連運営管理機関とiDeCoの掛金を管理する国民年金基金連合会で情報連携して対

応するとしており、記録関連運営管理機関のWebサイト上で各個人のiDeCo拠出可能額(見込み)を表示するとしています。

また、マッチング拠出を導入している企業型DCの加入者は、現状ではマッチング拠出有無に関らずiDeCoに加入できませんが、加入者自身がマッチング拠出かiDeCo加入かを選択できるように2022年10月から変更されます。

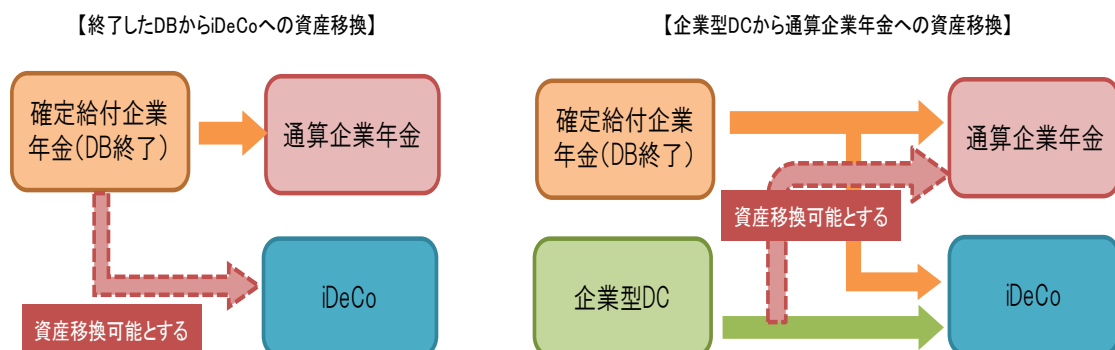
そのため、企業型DCの実施企業では、加入者に対して企業型DCとiDeCoの違い(手数料や商品ラインナップ等)を説明することや、iDeCoと併用可能となるに際して、企業型DCの掛金額は現状の水準で良いのか、企業型DCの掛金増額の必要性はないのか等を検討していただく必要があります。

(4) ポータビリティの拡充

制度間ポータビリティの選択肢として、2022年5月以降、制度終了したDBからiDeCoへの資産移換および企業型DCから企業年金連合会の通算企業年金への移換が新たにできるようになります(図表8)。

現状でも、事業主は加入者に対して、資産移換の選択肢を説明することが求められていますが、その選択肢に今回追加された選択肢を追加して説明することが求められます。

(図表8) ポータビリティの拡充



出所：厚生労働省「年金制度の機能強化のための国民年金法等の一部を改正する法律の概要」より筆者作成

(5) DC の中途引き出し要件の緩和

前述の公的年金の改正で、2021年4月から、外国人労働者が帰国する場合の脱退一時金支給にかかる加入年数が3年以下から5年以下に拡大されます。これに併せて、DCの脱退一時金についても加入期間要件が2021年4月以降、3年以下から「政令で定める期間以下（政令では公的年金に合わ

せて5年以下とされる予定）」となり、さらに2022年5月以降、DCの脱退一時金の支給対象者に外国人労働者で帰国する者が追加されます。外国人労働者を雇用している企業では、DCの加入対象とすかどうかの新たな検討材料となります。

(6) その他

企業型DCの規約変更手続きに際して、DBと同様に軽微な変更については届出が不要となります。

また、「簡易型DC」「中小事業主掛金納付制度（iDeCoプラス）」については、企業規

模要件が従業員100人以下から300人以下に拡大されます。施行日はどちらも、公布日（2022年6月5日）から6ヶ月以内の政令で定める日とされています。

4. 検討条項および附帯決議事項

(1) 検討条項

本年金改正法は、今年3月3日に衆議院に提出され、衆議院厚生労働委員会で5月8日に承認された際、法律附則の「検討条項」の一部追加と、本改正の実施に際して検討すべき「附帯決議」が付されました。

「検討条項」とは、本法律改正後に速やかに検討すべき事項を法律の附則条文に明記するものです。「検討条項」には次のような項目が記されました。

一つめは、公的年金制度を長期的に持続可能な制度とするため、社会経済情勢の変化に対応した社会保障機能を強化し、世代間及び世代内の公平性を確保する必要があるとし、「社会保障制度改革プログラム法」に掲げる検討事項（①マクロ経済スライドの在り方、②被用者保険の適用範囲の拡大、③高齢期の職業生活多様性に応じた年金受給の在り方、④高所得者の年金給付を含め

た年金制度の所得再分配機能及び公的年金等控除を含めた年金課税の在り方）について、引き続き検討することが必要であるとしました。

二つめの被用者保険の適用範囲については、更なる拡大の検討が必要とされました。年金部会の議論の整理においても、「引き続き、適用拡大に取り組んでいくことが求められる」とされ、今後、企業規模要件の撤廃や適用業種の拡大等が議論になると思われます。

三つめは、国民年金第1号被保険者の育児休業期間中の保険料の在り方について財源を含めて検討を行うことが示され、四つめには、国民の高齢期における所得確保のための自主努力の支援を検討することが必要とされ、iDeCoや国民年金基金の加入要件等について、税制上の措置を含めて検討を行うと記されました（図表9）。

(図表 9) 年金改正法附則の検討条項の概要

項目	検討条項より抜粋
① 社会保障機能の強化と持続可能な公的年金制度の推進検討	・政府は、本法律施行後速やかに、法律の施行状況等を勘案し、公的年金制度を長期的に持続可能な制度とする取り組みを進め、社会経済情勢の変化に対応した社会保障機能を一層強化し、世代間及び世代内の公平性を確保する観点から、「社会保障制度改革プログラム法」に掲げる検討事項及び公的年金制度の所得再分配機能の強化その他必要な事項について検討を加え、必要な措置を講ずる
② 被用者保険の適用範囲について更なる拡大検討	・政府は、本法律施行後に実施される財政検証結果を踏まえ、厚生年金保険及び健康保険の適用範囲について検討を加え、必要な措置を講ずる ・上記は、基礎年金の調整期間の長期化と所得代替率の減少を踏まえて行うこととする
③ 国民年金第1号被保険者の育児休業期間中の保険料の在り方検討	・政府は、国民年金第1号被保険者に占める雇用者の割合の増加状況、雇用によらない働き方をする者の就労状況及び育児の実態を踏まえ、国民年金第1号被保険者の育児期間に係る保険料負担に対する配慮の必要性並びに財源確保の在り方等について検討を行う
④ 国民の高齢期における所得確保のための自主努力の支援検討	・政府は、国民が高齢期における所得確保に係る自主努力を行うに当たり、これに対する支援を公平に受けられるようにする観点から、個人型確定拠出年金及び国民年金基金の加入要件等について、税制上の措置を含めて検討を行い、必要な措置を講ずる

出所：「年金制度の機能強化のための国民年金法等の一部を改正する法律」附則第2条より筆者作成

(2) 附帯決議事項

2020年5月8日の衆議院厚生労働委員会での承認に際し、今後検討を行うべき事項の「附帯決議」が付けられました。この「附帯決議」とは、改正法条文(附則)ほどの執行力はないものの、本改正に際して、政府が検討すべき事項となります。

初めに、検討条文にも記された被用者保険の撤廃に向けた議論とともに、今回実施される適用範囲の拡大に際しては、中小企業への支援措置等を講じることが記されました。

二つめは、2019年財政検証結果で示されたように、今後、特に基礎年金部分の所得代替率が長期にわたって低下していく中で、国民年金の加入期間について財源の確保を検討した上で、現行の40年から45年へ拡大を検討することが明記されました。

三つめは、今回の改正の中で、公的年金の受給開始時期を75歳まで繰下げを可能とすることについて、繰下げを実施すると加給年金や振替加算を受給できない場合が

あることや、所得税、住民税、社会保険料が多くなること等のデメリットを、国民に説明することが必要とされました。

四つめは、年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)における積立資産の運用については、長期的観点から適切なリスク管理を行うことと、ストレステスト等の中長期的リスク状況等について、少なくとも年1回は公表することが記されました。

五つめは、検討条項にも記載されましたが、国民の高齢期における所得確保のための自主努力の支援が必要であるとして、iDeCoの加入要件緩和とDC拠出限度額の引き上げ等に向けて、必要な税制上の措置を含めて検討を行い、iDeCoへの加入促進を図ることが必要としました。

その他、年金生活者支援給付金の在り方等の検討や国民健康保険の育児休業期間中の保険料の在り方の検討について記載されました(図表10)。

(図表 10) 年金改正法にかかる付帯決議事項の概要

項目	付帯決議事項より抜粋
① 被用者保険の適用拡大	・被用者保険の適用範囲について、企業規模要件の撤廃に向けた検討を進めること ・被用者保険の適用拡大の2022年10月及び2024年10月の施行に向けて、事業主負担に関して中小企業への支援措置等を講じること
② 社会保障機能の強化と持続可能な公的年金制度の推進	・基礎年金の所得代替率減少を踏まえて、今後の年金改正の検討を進めること ・国民年金の加入期間について、財源の確保を検討した上で、加入期間45年への拡大検討を行うこと
③ 国民への周知	・年金の繰下げについては、加給年金や振替加算が受給できないケースや、所得税、住民税、社会保険料が多くなることなどのデメリットを、国民に説明すること
④ 資産運用の在り方	・年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)における積立資産の運用については、長期的観点から適切なリスク管理を行うこと ・また、ストレステスト等の中長期のリスク状況等について、少なくとも年1回は公表すること
⑤ 国民の高齢期における所得確保のための自主努力の支援	・自主努力を図る観点から、個人型確定拠出年金及び国民年金基金の加入要件の緩和、確定拠出年金の拠出限度額の引き上げ、中小事業主掛け金納付制度(iDeCoプラス)等の企業規模要件の緩和に向けて、必要な税制上の措置を含めて検討を行うこと ・高齢期の経済基盤の充実を図るため、国民年金基金や個人型確定拠出年金 iDeCo への加入促進を図ること ・個人型確定拠出年金の加入者手数料等の透明性を確保するため、国民年金基金連合会等に対し、手数料の算定根拠に関する情報公開を定期的に行うよう促すこと
⑥ その他	・年金生活者支援給付金について、低所得者への給付の在り方等を総合的に検討すること ・国民健康保険の育児休業期間中の保険料の在り方について検討を行うこと

出所：衆議院厚生労働委員会（2020年5月8日）等から筆者作成

5. さいごに

今回の改正は、これからの超高齢化社会に対応するための第一歩でしかありません。平均寿命の延びにより高齢期は長期化し、少子高齢化の進展により、公的年金の給付水準（所得代替率）は徐々に低下します。公的年金と併せて、就労の延長や企業年金と自助努力の資産形成による高齢期の所得確保が必要となります。

政府は 70 歳までの就業機会確保措置（2021 年 4 月から努力義務化）を企業に求め、これに併せて、公的年金では在職老齢年金の見直し、75 歳までの繰下げ、DB では受給開始時期の 70 歳までの拡大、企業型

DC では加入期間の 70 歳までの拡大と受給開始時期の 75 歳までの拡大が行われました。企業では 70 歳までの就業機会の確保措置と年金改正法を受け、人事制度と退職給付制度の見直し検討が求められることとなります。

さらに、検討条項と付帯決議に記載された検討課題については、引き続き社会保障審議会等での検討が行われる予定です。

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。

< 主な参考資料 >

- ・厚生労働省「年金制度の機能強化のための国民年金法等の一部を改正する法律の概要」
(https://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/0000147284_00006.html)
- ・厚生労働省「年金制度の機能強化のための国民年金法等の一部を改正する法律案」
(<https://www.mhlw.go.jp/stf/topics/bukyoku/soumu/houritu/201.html>)

企業年金・個人年金改革 その8

改正DC法解説① 企業型DC加入者資格(法9条)

年金コンサルティング部 リサーチグループ 西部 浩之

2020年6月5日に「年金制度の機能強化のための国民年金法等の一部を改正する法律」(以下、年金制度改革法)が公布され、確定拠出年金法(以下、DC法)等が改正されました。この改正により2022年5月以降は厚生年金保険の被保険者(民間被用者または私学共済の加入者たる私立学校教職員に限る、以下同じ)であれば原則として年齢によらず企業型DCの加入者となることが可能となりました。ただし制度設計によっては加入資格が制限される者や老齢給付金の受給状況によって加入できない者もいます。本稿ではDC法9条を中心に、そこから読み取れる改正内容や留意点を解説します。

1. 加入者資格要件変更の概要

年金制度改革法により、2022年5月以降は企業型DC実施事業所に使用される厚生年金保険の被保険者は原則として企業型

DCの加入者となるため、一般には70歳まで(最高75歳まで)加入できる見込みです。改正前との主な違いは図表1のとおりです。

(図表1) 雇用期間と企業型DCの加入期間

年齢		～59歳	60～64歳	65歳～
雇用期間		雇用期間継続中		
企業型DCの加入期間	改正前	加入者資格喪失年齢(60歳～65歳)まで加入		
	改正後 2022年5月～	厚生年金保険の被保険者であれば65歳以降も加入可能※		
雇用期間		雇用期間継続中		
企業型DCの加入期間	改正前	× 60歳以降の新規加入「不可」		
	改正後 2022年5月～	60歳以降の新規加入「可」		

※ 75歳又は老齢給付金の受給開始以降は加入不可。
職種や年齢等の「一定の資格」(施行日までに見直される見込み)を満たす者のみ加入者としている場合は、当該資格を満たさなくなった時点で加入者の資格を喪失します。

出所：改正法を元に筆者作成

2. DC法における企業型DC加入者資格の規定

企業型DCの加入者資格の要件は主にDC法9条～11条で規定されています。各条で規定されている内容と2022年5月の改正有無は図表2のとおりです。以下、各条の変更内容から読み取れる影響を解説していきます。

(図表2) DC法9条～11条の規定内容と改正有無

9条	1項	原則として企業型DC加入者となる者	改正あり
	2項	例外として非加入者となる(できる)者	改正あり
10条		企業型DCの加入者資格取得の時期	改正なし
11条		企業型DCの加入者資格喪失の時期	改正あり

出所：筆者作成

3. 原則として企業型DC加入者となる者(DC法9条1項)

(1) 概要

加入者資格についてはこれまで、年齢や勤務履歴等による制限がありましたが、法改正により、厚生年金保険の被保険者であれば、年齢や勤務履歴、DC加入履歴に関わらず、原則として企業型DCに加入できるようになります。

(2) 65歳以上の厚生年金保険の被保険者の企業型DCへの加入

DC法9条1項は図表3のとおり改正されました。これまでではただし書きにおいて、60歳以上65歳以下の企業型DC規約に定める年齢に達した場合に加入者の資格を喪失する旨規定されていましたが、それが削除されたことで、65歳以上の厚生年金保険の被保険者も企業型DCに加入できることになりました。一方で、制度運営上、年齢による喪失要件を継続したいニーズもあり、その対応の可否は項番4-(3)において説明しますが、「一定の資格」として年齢要件での喪失が認められるか否かによると考えられます。

(図表3) 改正前後のDC法9条1項

改正後	改正前
実施事業所に使用される第一号等厚生年金被保険者は、企業型年金加入者とする。	実施事業所に使用される第一号等厚生年金被保険者は、企業型年金加入者とする。 <u>ただし、企業型年金規約で六十歳以上六十五歳以下の一定の年齢に達したときに企業型年金加入者の資格を喪失することを定めたときは、六十歳に達した日の前日において当該実施事業所に使用される第一号等厚</u>

	<p><u>生年金被保険者であった者で六十歳に達した日以後引き続き当該実施事業所に使用される第一号厚生年金被保険者又は第四号厚生年金被保険者であるもの（当該一定の年齢に達していない者に限る。）のうち六十歳に達した日の前日において当該企業型年金の企業型年金加入者であった者その他政令で定める者についても企業型年金加入者とする。</u></p>
--	--

出所：筆者作成

なお、改正前は DC 法 9 条 1 項のただし書きを適用しなかった場合の加入者資格喪失年齢は「60 歳」となります。これは「第一号等厚生年金保険被保険者」の定義（DC

法 2 条 6 項）において、「60 歳未満」との要件があるためですが、今回併せて見直され削除されています。（図表 4）

（図表 4）改正前後の DC 法 2 条 6 項

改正後	改正前
<p>この法律において「第一号等厚生年金被保険者」とは、厚生年金保険の被保険者のうち厚生年金保険法第二条の五第一項第一号に規定する第一号厚生年金被保険者（以下「第一号厚生年金被保険者」という。）又は同項第四号に規定する第四号厚生年金被保険者（以下「第四号厚生年金被保険者」という。）をいう。</p>	<p>この法律において「厚生年金保険の被保険者」とは、六十歳未満の厚生年金保険の被保険者をいい、「第一号等厚生年金被保険者」とは、厚生年金保険の被保険者のうち厚生年金保険法第二条の五第一項第一号に規定する第一号厚生年金被保険者（以下「第一号厚生年金被保険者」という。）又は同項第四号に規定する第四号厚生年金被保険者（以下「第四号厚生年金被保険者」という。）をいう。</p>

出所：筆者作成

（3）60 歳以上で企業型 DC 加入者となるための継続勤務要件等の撤廃

60 歳以降に企業型 DC の加入者となるためには、現在の DC 法 9 条 1 項では「六十歳に達した日以後引き続き当該実施事業所に使用される」および「六十歳に達した日

の前日において当該企業型年金の企業型年金加入者であった者その他政令で定める者」という要件がありましたが、今回撤廃されました。

4. 規約で加入者から除くことができる者(DC法9条2項1号)

(1) 「一定の資格」による加入者からの除外(DC法9条2項)

企業型DC規約で加入者となる「一定の資格」を定め、加入者の範囲を制限することについては、DC法9条2項(改正後は同項1号)で認められています。(図表5)

(図表5) 改正前後のDC法9条2項(1号)注1

改正後	改正前
<p>次の各号のいずれかに該当する者は、前項の規定にかかわらず、企業型年金加入者とし<u>ない</u>。</p> <p>二 実施事業所に使用される第一号等厚生年金被保険者が企業型年金加入者となることについて企業型年金規約で一定の資格を定めた<u>場合における</u>当該資格を有しない者</p> <p>二 (略)</p>	<p>実施事業所に使用される第一号等厚生年金被保険者が企業型年金加入者となることについて企業型年金規約で一定の資格を定めたときは、当該資格を有しない者は、前項の規定にかかわらず、企業型年金加入者とし<u>ない</u>。</p>

出所：筆者作成

(2) 規約で定めることができる「一定の資格」

現在、規約で定めることができる「一定の資格」としては、「一定の職種」「一定の勤続期間」「一定の年齢」「希望する者」の4種類が年金局長通知(法令解釈)により認められています。この「一定の資格」の要件については、企業型DCと確定給付企業年金(以下、DB)で図表6のような違い

がありますが、2019年12月に公表された「社会保障審議会企業年金・個人年金部会における議論の整理」(以下、部会報告書)では、企業型DCをDBに合わせることを基本的な方針として整合性を図るべきとされています。

(図表6) 企業型DCとDBそれぞれの通知における「一定の資格」の違い(現在)

	企業型DC	DB
一定の職種 ^{注2}	「一定の職種」に属する従業員のみ企業型年金加入者とする。	「一定の職種」に属する従業員のみ加入者とする。
一定の勤続期間	実施事業所に使用される期間のうち、「一定の勤続期間以上(又は未滿)」の従業員のみ企業型年金加入者とする。 なお、見習期間中又は試用期間中の従業員については企業型年金加入者とし <u>ない</u>	見習期間中若しくは試用期間中であること又は労働協約等に定める退職金の算定対象期間に含まれていない期間中であることなど加入者とし <u>ない</u> ことに合理的な理由がある場合であって、「一定の勤続期

	<p>ことができるものであること。</p>	<p>間」以上の従業員のみを加入者とする こと。<u>5年以上の勤続期間を有する従業員 については、少なくともこれを加入者と するものであること。</u></p>
一定の年齢	<p>実施事業所において企業型年金を実施するときに、「一定の年齢未満」の従業員のみ企業型年金加入者とする（合理的な理由がある場合に限る。）。</p> <p>（注）一定の年齢で区分して加入資格に差を設けることは、基本的には合理的な理由がないと考えられることから認められないが、<u>企業型年金の開始時又は企業型年金加入者の資格取得日に50歳以上の従業員は、自己責任で運用する期間が短く、また、60歳以降で定年退職してもそのときに給付を受けられないという不都合が生じるおそれがあることから、50歳以上の一定の年齢によって加入資格を区分し、当該一定の年齢以上の従業員を企業型年金加入者とせず、当該一定の年齢未満の従業員のみ企業型年金加入者とする</u>ことはできるものであること。</p>	<p>労働協約等に定める<u>退職金の算定対象期間に含まれていない期間中であること</u>など加入者としないことに合理的な理由がある場合にあつて、「一定の年齢」以上若しくは以下の従業員のみを加入者とする こと。</p> <p>「一定の年齢」以上の従業員のみを加入者とする場合にあつては<u>30歳以上の従業員</u>について、「一定の年齢」未満の従業員のみを加入者とする場合にあつては<u>50歳未満の従業員</u>については、<u>少なくともこれを加入者とするものであること。</u></p>
希望する者	<p>従業員のうち、「加入者となることを希望した者」のみ企業型年金加入者とする こと。</p>	<p>従業員のうち、「加入者となることを希望した者」のみを加入者とする こと</p>
休職等期間中 ではない者	<p>(規定なし)^{注3}</p>	<p>従業員のうち、「休職等期間中の者」について、「休職等期間の全部又は一部」が労働協約等に定める<u>退職金の算定対象期間に含まれていない</u>など加入者としな いに合理的な理由がある場合にあつては、当該「休職等期間の全部又は一部」に該当する従業員以外の従業員のみを加入者とする こと。</p>

出所：DC・DBの法令解釈通知を元に筆者作成

(3) 「一定の年齢」到達による加入者資格喪失の可否

企業型 DC の現在の「一定の年齢」要件は、50 歳以上での加入可否のみを定めることができ、年齢到達による加入者資格の喪失は認められていません。しかし今後は、DB と同様に「加入者としな

いことに合理的な理由がある」年齢に到達した場合は加入者資格の喪失が認められるものと予想されます。ただし、今のところ「合理的」の解釈が示されておらず、具体的な検討は現時点では難しいと思われ

5. 企業型 DC に加入できない厚生年金保険の被保険者 (DC 法 9 条 2 項 2 号)

(1) 老齢給付金の請求と加入可否に係る改正

今回の改正により 60 歳以上の厚生年金保険の被保険者は原則として企業型 DC の加入者となることができますが、DC 法 9 条 2 項 2 号により企業型 DC の老齢給付金の受給権を有する者 (であった者) は企業型 DC に加入できません。(図表 7)

この号にある「受給権を有する」という用語は、他の場面で請求可能な未請求者 (未裁定者) を含む意味で用いられる場合もありますが、法の主旨から考えると、ここでは未請求者 (未裁定者) は含まない意味で用いられているものと推測されます。

(図表 7) 改正前後の DC 法 9 条 2 項(2 号)

改正後	改正前
<p>次の各号のいずれかに該当する者は、前項の規定にかかわらず、企業型年金加入者とし</p> <p>ない。</p> <p>二 (略)</p> <p>二 <u>企業型年金の老齢給付金の受給権を有する者又はその受給権を有する者であった者</u></p>	(略)

出所：筆者作成

なお、改正前の DC 法 9 条にはこれに相当する規定はありませんが、厚労省 Q&A No. 102-8 によれば、企業型 DC で老齢給付金を一時金で受給済みの者は企業型 DC に再加入できないものの、老齢給付金を年金として受給中の者の再加入は認められてい

ます。法改正 (2022 年 5 月) 後は年金受給中の者の再加入も認められなくなりますが、法改正時に年金受給中の加入者については、引き続き年金を受給しながら加入を継続できます (年金制度改正法附則 29 条)。

(2) 老齢給付金請求に係る留意事項 (法施行前から留意すべき事項)

60 歳に到達し加入者資格を喪失している

者は老齢給付金を請求できますが、60 歳以

降も継続して雇用されていたり、転職により他の企業型 DC 実施企業で雇用されていれば、法施行により企業型 DC に再加入が可能となる場合があります。この場合、法施行までに老齢給付金を受給すると再加入できなくなるため留意が必要です。なお「一定の資格」によっては、厚生年金保険の被

保険者であっても再加入の権利が得られない場合もあります。

反対に、老齢給付金を請求せずに企業型 DC に再加入した場合、再度加入者資格を喪失するまでは企業型 DC で老齢給付金を請求できないため、状況によっては再加入前の老齢給付金請求が必要かもしれません。

6. 企業型 DC の加入者資格喪失要件の変更 (DC 法 11 条)

(1) 改正前後の DC 法 11 条

DC 法 11 条(資格喪失の時期)は、図表 8 のとおり改正されました。

(図表 8) 改正前後の DC 法 11 条

改正後	改正前
<p>企業型年金加入者は、次の各号のいずれかに該当するに至った日の翌日（その事実があった日に更に前条各号のいずれかに該当するに至ったとき、<u>第五号に該当するに至ったとき（厚生労働省令で定める場合に限る。）</u>又は第六号に該当するに至ったときは、当該至った日）に、企業型年金加入者の資格を喪失する。</p> <p>一～四（略）</p> <p>五 企業型年金規約により定められている資格を喪失したとき。</p> <p>六 <u>企業型年金の老齢給付金の受給権を有する者となったとき。</u></p>	<p>企業型年金加入者は、次の各号のいずれかに該当するに至った日の翌日（その事実があった日に更に前条各号のいずれかに該当するに至ったとき、又は第六号に該当するに至ったときは、当該至った日）に、企業型年金加入者の資格を喪失する。</p> <p>一～四（略）</p> <p>五 企業型年金規約により定められている資格を喪失したとき。</p> <p>六 <u>六十歳（企業型年金規約において六十歳以上六十五歳以下の一定の年齢に達したときに企業型年金加入者の資格を喪失することが定められているときは、当該年齢）に達したとき。</u></p>

出所：筆者作成

(2) 年齢到達による加入者資格喪失と喪失日

DC 法 9 条等において加入者資格喪失年齢がなくなったことから、現在の DC 法 11 条 6 号はなくなります。ただし改正後も「一

定の資格」として「一定の年齢」を規約に定めることができた場合には、同条 5 号により年齢到達による資格喪失が起きます。

加入者資格喪失日は、改正前の年齢到達者(6号)は「当日」、5号該当者は「翌日」とされていましたが、改正後は年齢到達に

よる資格喪失が6号から5号になることを受けて、5号のうち省令で定める場合には「当日」に喪失することとなります。

(3) 老齢給付金の受給による加入者資格喪失

企業型DCの加入者である間は老齢給付金を請求できない(DC法33条)ため、老齢給付金の受給(改正後のDC法11条6号)による加入者資格喪失は原則として起こり

ませんが、加入者として75歳に到達した場合にはDC法34条(改正後)により老齢給付金の裁定が行われ、加入者の資格を喪失します。

7. 最後に

今回の法改正により2022年5月以降は65歳以上の厚生年金保険の被保険者も企業型DCを活用して老後資金を準備することが原則としてできるようになります。しかし各企業が定める「一定の資格」によってはそれができない場合もあります。

企業が改正後の制度のあり方やコストの見通しを立て、従業員も高齢期の資金計画の見直しができるよう、「一定の資格」に係る具体的な審査基準や非加入者への「代替

措置」の要件など、制度設計に不足している情報が早期に示されることが期待されます。現時点では政省令や通知の改正内容が明らかになっておらず、本稿に記載した内容と実際の改正内容が一致しない可能性があることにご留意ください。

本稿における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: 改正前後の比較表(DC法9条)における傍線は、法案の新旧対照条文とは異なる基準で筆者が付したものです。

注2: 非正規雇用労働者については部会報告書において、「同一労働同一賃金ガイドライン」(厚生労働省告示「短時間・有期雇用労働者及び派遣労働者に対する不合理な待遇の禁止等に関する指針」)の基本的な考え方を踏まえた取扱いがなされるべきとされています。加入者としなない場合には代替措置の有無や水準についてガイドラインに沿ったものとする必要があると思われませんが、その判断基準については今後の裁判例等を踏まえ具体化が進められるものと予想されます。

注3: 休職中に事業主掛金の拠出を中断することについては、厚生労働省ホームページ「確定拠出年金Q&A」No.71で「給与が支給されておらず、合理的な理由があり、かつ、労使合意のうえ規約に明確に規定されているのであれば中断も可能」とされています。

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結果(続編)

三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社 組織人事戦略部
チーフコンサルタント 三城圭太 アソシエイト 加藤瑛里子

本稿5月号に引き続き、人事・退職給付一体サーベイ（働き方改革・福利厚生編）の結果概要についてご紹介いたします。5月号のレポートに未掲載の調査結果について、MUFGのシンクタンクである三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社の視点で解説いたします。

1. サーベイ実施の趣旨・概要

(1) 本サーベイの趣旨・実施概要

三菱UFJ信託銀行と三菱UFJリサーチ&コンサルティングでは、再雇用制度・定年延長に対する各企業の動向を調査すべく、2018年度に「人事・退職給付一体サーベイ（シニア活用編）」を実施しました。2019年度は、定年延長に対する各企業の動向を引き続き調査するとともに、新たに働き方改革・福利厚生の観点から、「人事・退職給付一体サーベイ（働き方改革・福利厚生編）」を実施しました。

【サーベイの実施概要】

■実施時期:2019年11月1日～12月30日
■対象企業:三菱UFJ信託銀行年金業務取引先

■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) 参加企業の内訳(業種/従業員数)

本サーベイ参加企業のうち、非製造業は201社(54.0%)、製造業は171社(46.0%)となっています。従業員数別にみると、1,000人以下の企業が204社(54.3%)と過半数を占めており、1,001人以上～3,000人以下の企業が98社(26.1%)、3,001人以上の企業が74社(19.7%)と続いています。

2. 主な調査結果

本稿5月号のレポートに未掲載の調査結果の中から、特に企業の人事企画立案の観点で参考にしていただきたい内容をご紹介します。

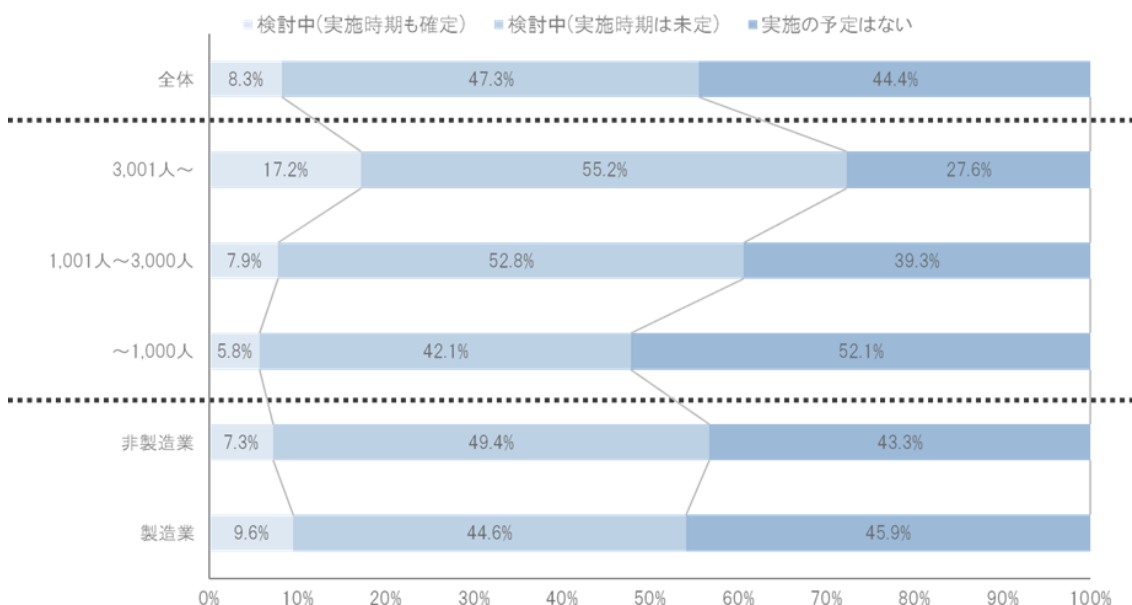
(1) 定年延長の検討状況

定年年齢65歳未満の企業のうち、定年延長を「検討中」の企業が全体の55.6%と過半数を占め、「実施の予定はない」企業も44.4%と拮抗しています。2018年度調査では、定年延長を「検討中」の企業が全体の

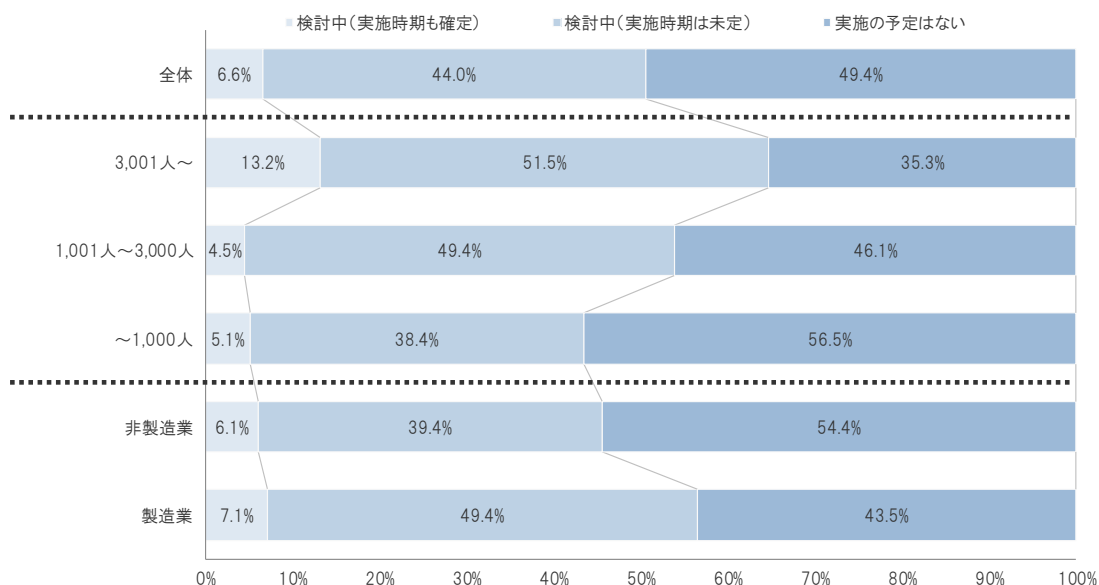
50.6%であったことから、「検討中」の企業は増加していることが分かります。また、定年延長の実施時期を確定した企業は全体

の8.3%に留まっていますが、2018年度調査の6.6%と比較すると微増傾向となっています。(図表1・図表2)

(図表1) 定年延長の検討状況 2019



(図表2) 定年延長の検討状況 2018



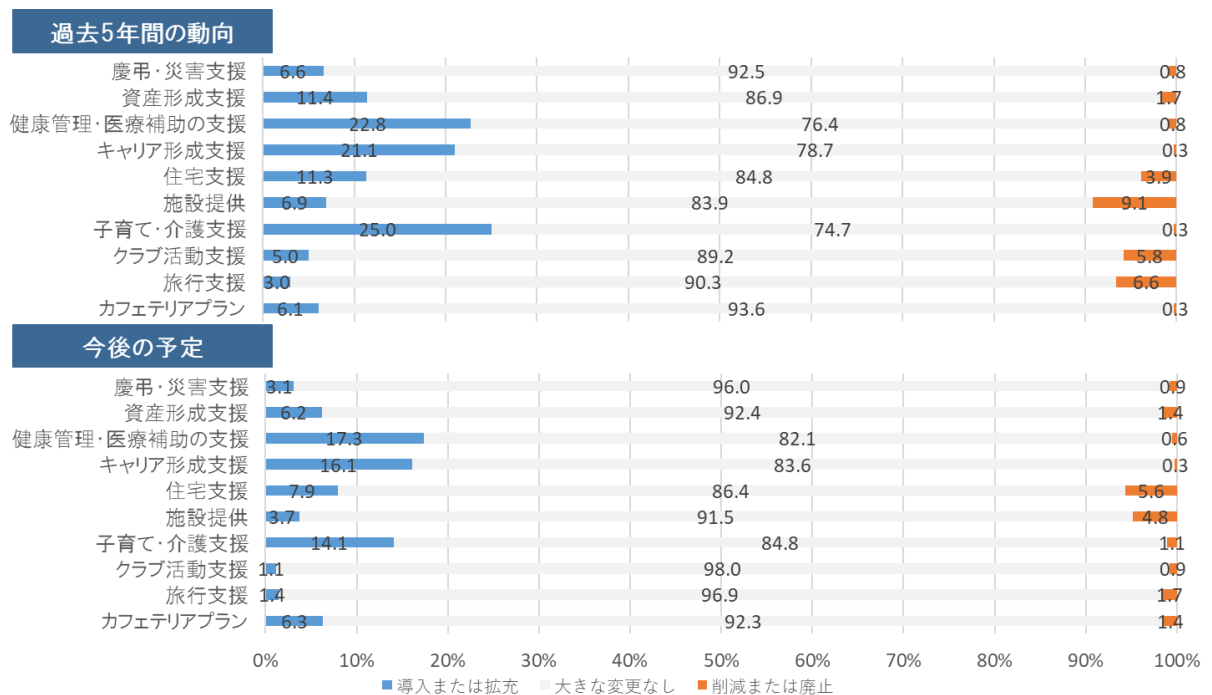
出所：三菱UFJ信託銀行&MURC「人事・退給一体サーベイ」（シニア活用編および働き方改革・福利厚生編）より抜粋

(2) 福利厚生施策の導入状況

福利厚生施策の導入・見直し状況を見ると、過去5年間の動向ではいずれの施策も「大きな変更なし」が多いですが、「子育て・介護支援」「健康管理・医療補助の支援」「キャリア形成支援」の各施策を拡充した企業は、他の施

策と比して多くなっています。今後の予定も過去5年間の動向と同様、いずれの施策も「大きな変更なし」が多いですが、上記施策を拡充する予定の企業が、他の施策と比して多い傾向が見られます。

(図表3) 福利厚生施策の過去5年間の動向(上)、今後の予定(下)



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

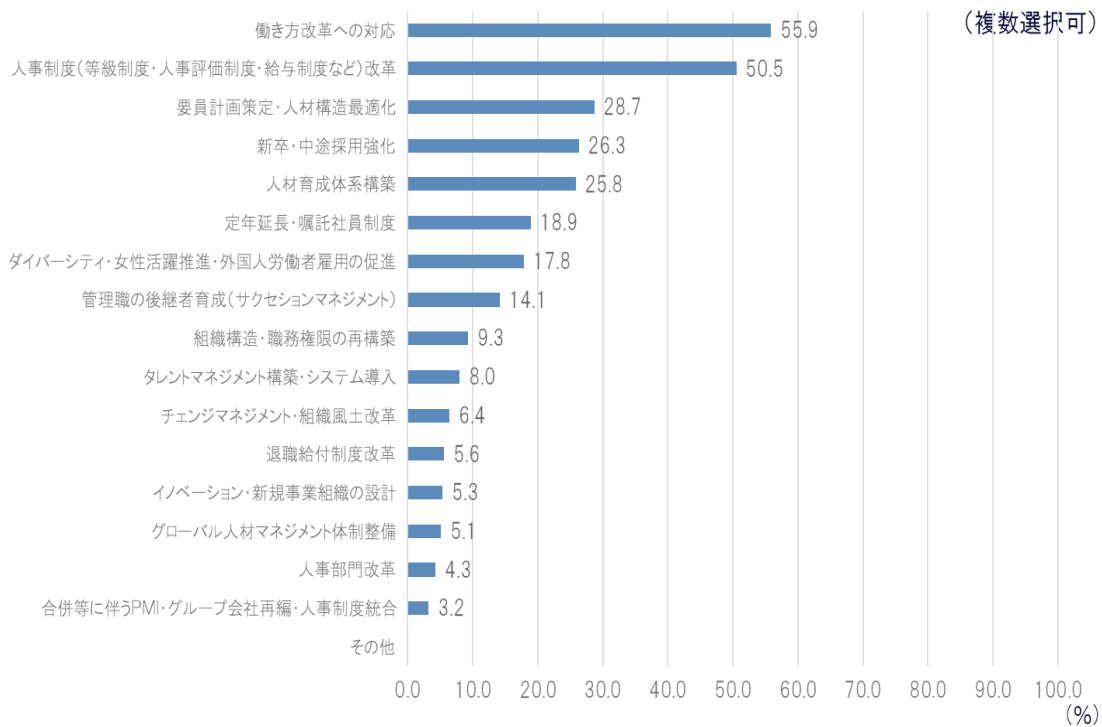
(3) 人事部門が重視する施策

人事部門が重視する施策をみると、足元、政府主導で進められている「働き方改革への対応」や「人事制度改革」を重視する割合が最も高く、次いで「要員計画策定・人材構造最適化」「新卒・中途採用強化」「人材育成体系構築」が続いています。

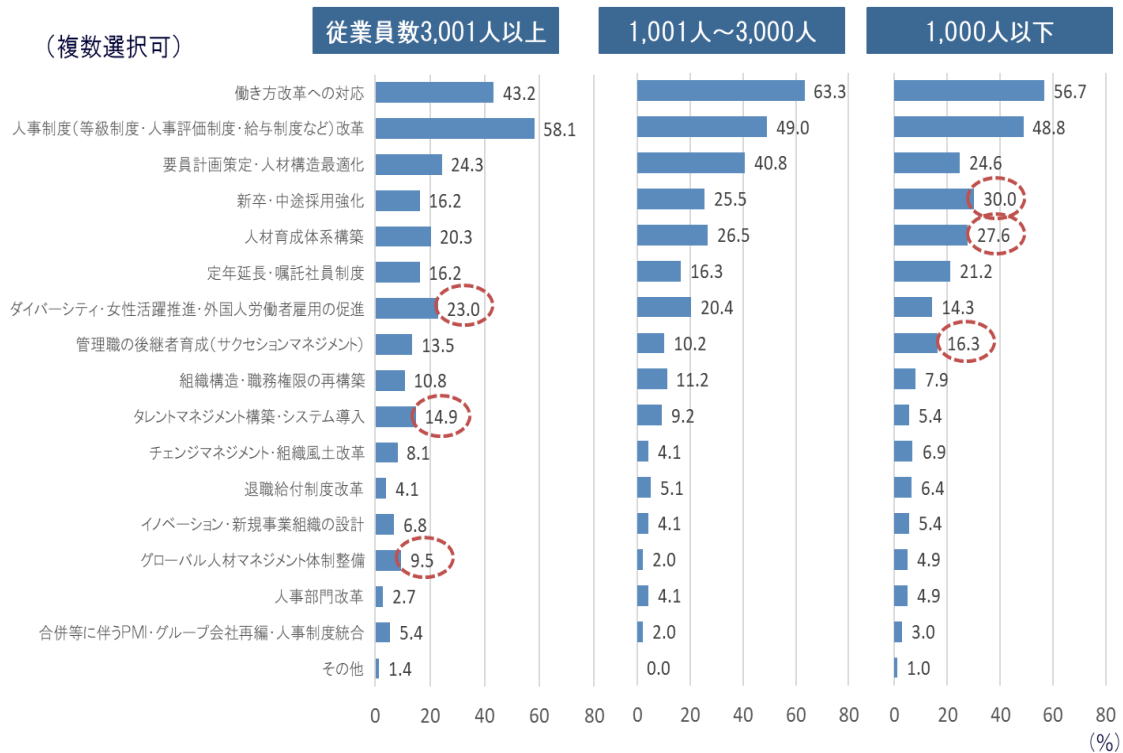
また、回答者数を従業員数別にみると、従業員数が多い(3,001人以上)の企業では、

「ダイバーシティ・女性活躍推進・外国人労働者雇用の促進」「タレントマネジメント構築・システム導入」「グローバル人材マネジメント体制整備」を重視する割合が相対的に高くなっています。一方、従業員数が少ない(1,000人以下)の企業では、「新卒・中途採用強化」「人材育成体系構築」「管理職の後継者育成(サクセッションマネジメント)」を重視する割合が相対的に高い状況です。(図表4・図表5)

(図表4) 人事部門が重視する施策



(図表5) 人事部門が重視する施策～従業員数別～



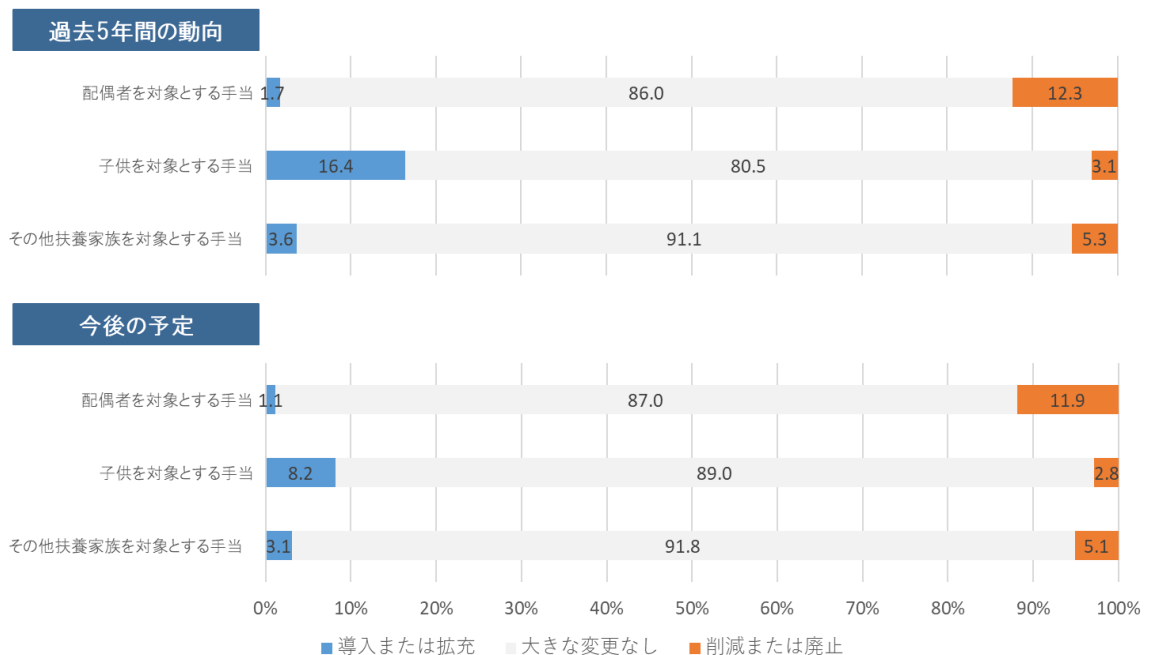
出所：三菱UFJ信託銀行&MURC「人事・退給一体サーベイ」(働き方改革・福利厚生編)より抜粋

(4) 家族手当の導入状況

家族手当の導入状況を見ると、過去5年間はいずれの手当も「大きな変更なし」が多いですが、「配偶者」を対象とする家族手当は導入・拡充に比して縮小傾向（削減または廃止）であるのに対し、「子供」を対象とする家族手

当は削減・廃止に比して拡充傾向（導入または拡充）にありました。共働き世代が増え、配偶者に対する保障が必要とは限らない家庭が増える中、今後も「配偶者」を対象とする家族手当は縮小、「子供」を対象とする家族手当は拡充する動向が続くと推測されます。（図表6）

（図表6）家族手当の導入状況



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）より抜粋

3. サーベイの総括と今後の動向予測

過去2回のサーベイの結果を振り返ると、定年延長の導入に関する企業の動向がこの1年で目覚ましく変化したわけではありませんが、「導入済」「検討中」の割合が若干増加しているなど促進の動きがみられました。今回の調査では、具体的な施策を「導入済」という回答こそ少なかったですが、今後は行政の動きをうけて70歳までの雇用確保に向けた施策について企業の着目度が上がると考えられます。

また、人事部門が重視する施策として「働き方改革への対応」の優先順位が高い一方で、

本サーベイ期間のデータでは、柔軟な勤務制度の導入・活用が進んでいる状況ではありませんでした。しかし、昨今の報道で話題になっているとおり、2020年2月以降の新型コロナウイルスの流行により、特に在宅勤務制度（テレワーク）の導入や積極活用に踏み切った企業が急増しています。この機運については新型コロナウイルスの収束後も逆戻りせず、大企業を中心に柔軟な勤務制度の導入が積極促進されると推察されます。一方、「急場しのぎ」でテレワークを導入した企業では、「在宅勤務の環境

で組織マネジメントや人事評価をどのように実施すべきか」について十分に検討できていないという課題も生じています。こういったケースも含め、柔軟な勤務制度を導入する際は、就労管理ルールの見直しに合わせた評価・処遇方法の見直しが求められます。具体的には、業務の遂行プロセスを客観的に観察できない場合でも公正・公平な評価を実施するために、業績指標やマネジメントルールを整備のうえ、パフォーマンス重視の評価・処遇に転換する企業が増えるのではないかと考えられます。

なお、「福利厚生充実」は、給与・賞与などの金銭的な報酬に加えて企業への就業の

魅力度を上げる効果があり、企業と社員との信頼関係を強くする手段として有用です。なかでも「子育て・介護支援」「健康管理・医療補助の支援」「キャリア形成支援」については、調査項目のなかで企業の関心が高い状況が見られました。今後の世情の機微に即して、古い制度を見直しながら新たな福利厚生施策を拡充することで、社員の帰属意識や仕事へのコミットメントを高めることが見込めると考えられます。

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。

年金 ALM 分析の活用戦略 その2

総合分析とリスク評価

年金コンサルティング部 ALM グループ 樋口 駿

2018年4月から、運用の基本方針とともに政策アセットミックスの策定が義務化され、その合理的な策定方法として年金ALM分析が活用されています。年金ALM分析は、資産(Asset)と負債(Liability)を総合的に管理(Management)することで、年金制度運営上の様々なリスクを把握することができる分析手法であり、市場環境が大きく変化する現在の環境下、リスク水準の確認や将来的な制度運営の見直しにも有効であると考えられます。

本稿では、年金ALM分析の概要から分析結果に基づく将来的な運用の考え方に至るまで、全3回にわたって解説していきます。

2回目は、資産と負債の分析結果を踏まえた総合分析について解説します。

1. 総合分析

前号では年金ALM分析の一般的な分析手法について、資産分析と負債分析に分け、資産分析では効率的フロンティア(=同一のリターンに対しリスクが最小となる資産の組み合わせ)の作成方法、負債分析では掛金額・給付額と負債額の将来予測方法や、予測にあたっての留意点を解説しました。

総合分析では、資産・負債双方の分析結果を用い、現状および複数の政策アセット

ミックス変更案について年金財政の将来をシミュレーションし、将来の積立比率の改善状況や不足金発生リスクなどを比較考慮します。さらにいくつかの評価基準によるリスク検証を行い、総合的な観点でいずれの政策アセットミックス案が望ましいのかを判断します。これら一連の分析工程のうち特徴ある部分についてその内容をご紹介します。

2. 目標リターンの決定

政策アセットミックスの変更案の選出に際し、最初に年金制度の長期的な安定運営に必要なリターン水準を把握し、目標リターンを設定します。

目標リターンの設定には予定利率を用いることが最も一般的です。予定利率は保有資産の長期的な期待リターンやリスクを考慮して決定されるため、多くの企業年金が

予定利率をコスト控除後の目標リターンとして設定しています。

ただし、年金財政の状況によって、必要なリターン水準を考慮するにあたり予定利率以外の要素を検討することも必要です。以下では予定利率以外に検討すべき2つの観点を紹介します。

2 - (1) 成熟度の観点

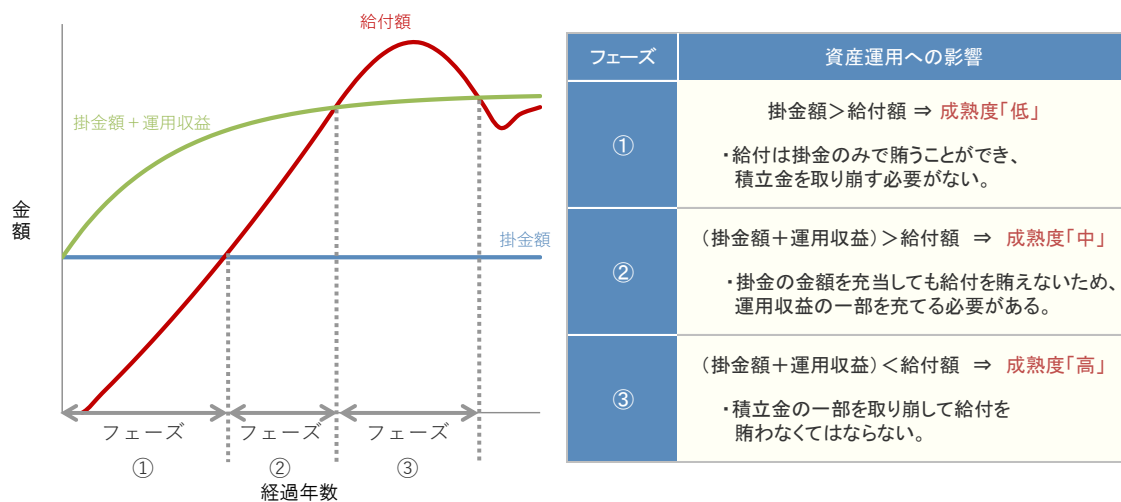
1 点目は成熟度の観点です。企業年金制度は、発足時点で現役従業員を加入者として積立てを行っていきませんが、加入者が退職し受給者が発生し増加していくことで徐々に成熟段階を迎えます。成熟度は、このような過程の中で年金制度が現在どの位置にあるかを示す指標の一つです。

成熟度を測定する方法として、加入者数に対する年金受給者数の割合（人数ベースの成熟度）、年間の掛金総額に対する給付総額の割合（金額ベースの成熟度）、責任準備金に対する年金受給権者責任準備金の割合（債務ベースの成熟度）などが用いられます。

必要リターン水準を検討する場合、キャッシュフローバランスから年金運用のリスク許容度を測ることが可能なため、金額ベースの成熟度が有効です。

個人の資産運用ではライフステージに応じてリスク資産割合を調整することが理想とされますが、企業年金の運用においても同様の考え方が成立します。高齢になり収入が減少するにつれて守りのポートフォリオが志向されるように、成熟度の高い年金制度ではリスクを抑制した運用が志向される傾向にあります。以下、図表1を用いて説明します。

(図表1) 成熟度



出所：筆者作成

図表1ではキャッシュフローの推移によって年金制度の成熟度を3パターンに分類しています。フェーズ①は掛金額 > 給付額となる場合です。給付を掛金のみで賄えるため、運用環境の悪化により年金資産が一時的に毀損しても、取り戻すための時間的

な余裕があります。フェーズ②は給付額 > 掛金額となっているものの、運用収益を考慮するとキャッシュフローが黒字となる場合です。運用収益が下振れると積立金から給付を拠出することになり資産が減少するため、安定した収益の獲得が望まれます。

フェーズ③は給付額 > (掛金額 + 運用収益) となる場合です。積立金を取り崩しながらの運営となるため、過度なリスクをとらないように注意する必要があります。また、

流動性への配慮も重要になってきます。

このように成熟度に応じてリスク許容度が異なる点を踏まえ、必要となるリターン水準を確認することが重要です。

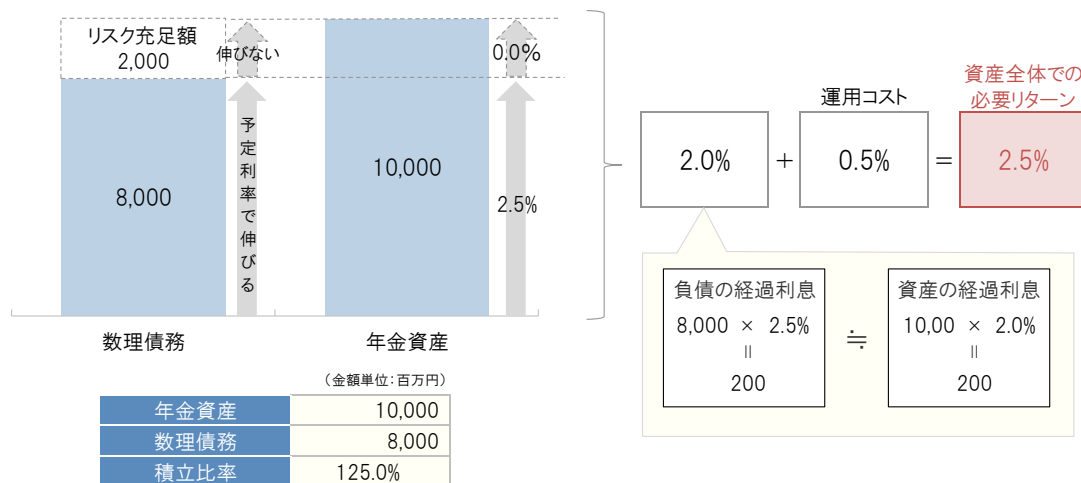
2 - (2) 剰余金活用の観点

2 点目は実質的な剰余金を活用する観点です。本誌 2020 年 1 月号掲載のレポート「新財政運営基準の意味」でも紹介していますが、実質的な剰余金であるリスク充足額がある場合、目標リターン（コスト控除後）を予定利率から引き下げることができます。

図表 2 の数値を用いて説明します。特別掛金やリスク対応掛金の拠出予定がないと仮定し、数理債務 8,000 百万円に対して年金資産 10,000 百万円と積立が超過している場合、数理債務は予定利率 2.5% で経過利息

が計上されるため 1 年間で 200 百万円増加するのに対し、年金資産が同額の収益を得るために必要なリターン水準は 2.0%（コスト控除後）と予定利率より低くなります。このように実質的な剰余金があると、予定利率以下の水準で運用したとしても負債と資産の増加額をバランスさせることができ、年金財政上の不足金の発生を抑えることができるため、目標リターン（コスト控除後）の引き下げを検討できます

(図表 2) 実質的な剰余金の活用



出所：筆者作成

このような 2 つの観点を踏まえ、年金 ALM 分析では、目標リターンを適切な水準

に設定し、将来的に安定した財政運営が可能なアセットミックス案を選択します。

3. リスク分析

目標リターンを決定し、アセットミックス案の選択を終えた後に、将来の積立比率の予測や様々な手法を用いたリスク分析を行い、アセットミックス案ごとに結果を比

較検証します。代表的なリスク分析の方法として、VaR（バリューアットリスク）とストレステストを紹介します。

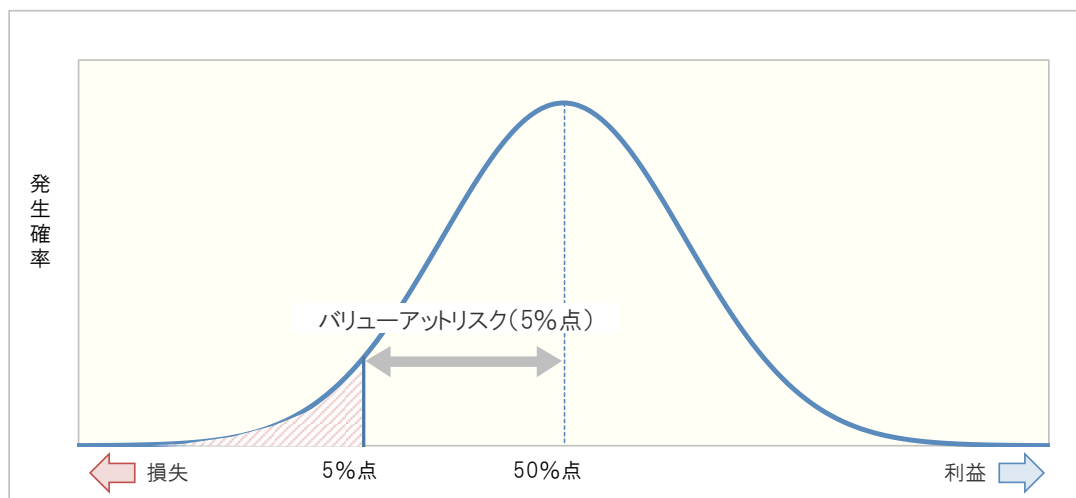
3 - (1) VaR

VaR は一定確率の範囲内（信頼区間）において発生し得る最大損失額を表した指標です。市場リスクを金額で把握できることから、年金 ALM 分析に限らず様々な場面で活用されています。各アセットミックス案における VaR の水準を年金財政の状況と照らし合わせて確認することで、市場の下振れリスクに耐え得るか判断することができ

ます。

図表3はVaRのイメージを表しています。VaRの算出には信頼区間を設定する必要があります。図表3では信頼区間を95%に設定した場合を想定していますが、これは発生する損失額がVaRを超える確率が5%（100%-95%）であることを意味します。

(図表3) VaR（バリューアットリスク）



出所：筆者作成

定量的なリスク評価が容易な VaR ですが課題もあります。VaR は一定の発生確率（上図においては 5%）における損失額について検討をしますが、市場においては想定した発生確率を超えた非常に大きな損失が発

生することがあります。たとえばリーマンショックがこれにあたります。このリスクをテールリスクと呼び、テールリスクに対する耐性は VaR では十分に考慮できません。このような不足している情報を補うため、

次のストレステストが活用されています。

3-(2) ストレステスト

ストレステストは、株価の暴落や金利の急騰などのリスクシナリオを作成し、発生し得る損失額を測定する手法です。通常の市場環境では考えられないような大きなリスクを評価に織り込むことができるため、VaR で捉えられなかったテールリスクについても定量的な評価が可能です。

リスクシナリオの作成には大きく分けて2通りの方法があります。1つ目は過去のショック時のデータを利用する方法です。ブラックマンデーやリーマンショック時の変動データ等が利用されます。実績値を用いることからシナリオ作成を客観的に行えるメリットがあります。2つ目は将来起こりうる変動を予測する方法です。株価が20%下落した場合や金利が1%上昇した場合等、柔軟にシナリオが作成されます。過去データにとらわれないことから、経験のない大きなリスクまで評価できるメリットがあります。

以上のような複数のリスク分析手法を用いることで、長期的な年金財政の安定性を評価し、各年金制度に相応しいアセットミックス案を判断することができます。

次号では、年金ALM分析における退職給付会計の視点と、年金制度の総幹事受託機関が年金ALM分析を行う際の着眼点について解説します。

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。

企業評価の観点からみた退職給付 その3

非財務的評価からみた退職給付

年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野正徳

非財務的な企業評価においては、DB や DC といった制度の形態ではなく、実施している制度の内容や制度運営が評価対象になると考えられます。一方、非積立型の退職給付制度は受給権の保護が積立型の制度に比べて一般的に十分ではないため、非財務的な評価ではマイナスになる懸念があります。SDGs や ESG といった観点も含めた非財務的な評価では、企業を構成する「ヒト」「モノ」「カネ」のうち、バランスシートに反映されない「ヒト」の評価も織り込むことになるのではないのでしょうか。

1. DB と DC のコスト差

前月号で検討したとおり、DB 年金の勤務費用と DC 年金の掛金との大小関係は、金利水準によって変化します。勤務費用が金利水準により変動するのに対し、DC 掛金はその影響を受けないからです。勤務費用は給付見込み額の現価であり、裏返せば給付見込み額が勤務費用の終価となります。つまり、現価である勤務費用と終価である給付見込み額の差額が利息費用であり、金利低下で勤務費用が増加するとその分将来の利息費用が減少するわけです。したがって、給付までの期間全体で考えれば、金利水準の低下は直接的にコストを引き上げる要因とはなりません（前月号で指摘したとおり、給付までの期間の勤務費用と利息費用の内訳が変化するだけです）。

にもかかわらず、金利水準の低下による DB のコストアップを懸念するのは、運用収益の減少を想定しているからです。資産の期待運用収益率＝リスクフリーレート＋各資産のリスクプレミアムだと考えれば、この想定は間違っているわけではありません。

仮に金利が低下しても運用収益が従前通り確保されるのであれば、DB のコストが増加することはないはず（給付額－運用収益＝コストであるからです）。

一方、DC 掛金はその終価が給付額となります。金利低下によって運用収益が減少するのであれば、DC の給付額も当然、金利低下前よりも減少することになります。DC においては金利低下前に期待していた給付額を確保するには運用収益が減少しないということが前提となります。

このように考えると、金利低下によって DB のコストアップが懸念されるのは、DB は運用収益が減少した場合でも給付額が維持される制度であるからと言えます。財務的な評価では、この点がマイナスに評価される可能性があります。これに対し、DC のコストは維持されるため、財務的な評価でマイナスの影響を被ることはありません。運用収益の減少で給付額が実質的に切り下がる懸念はありますが、この点が財務的な評価では考慮されることはありません。

財務的な評価において、その時点の経済環境が考慮されるのは当然です。また、金利の影響に関しては相対的なものであり、金利が反転して上昇すると関係が逆転することになります。したがってDBとDCのどちらが制度として優れているという問題ではありません。確かに、DCが登場してか

らの期間を振り返ると金利低下傾向が継続しており、相対的にDBのコストは上昇しましたし(=DBの給付水準維持)、コストが一定のDCは給付水準が低下した可能性があります。しかし、長期の期間で運営される退職給付制度では、将来こうした関係が逆転しても不思議ではありません。

2. 非財務的な視点での評価

非財務的な視点から企業を評価する場合、評価する対象は企業が実施している制度内容や制度運営の適正性になると考えます。

制度内容の適正性の視点では、報酬制度としての適正性、例えば、DBであれば勤務の対価として適正な給付水準か、DCであれば適正な掛金水準であるか、などが考えられます。さらに、DB、DCを問わず労働市場との適合性や従業員の自立支援、老後の所得保障などの観点から、加入者あるいは受給者の利益にかなった制度であるか、なども評価の対象となりえます。

もっとも、制度内容を外部から評価するにしても入手可能な情報が限定されており、客観的に評価することは困難です。最近では、統合報告書などで“人的投資”に触れられることも多く、外部の評価機関はそうした情報から判断することになりそうです。

制度運営の適正性という視点では、コーポレートガバナンス・コードに「原則2-6. 企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮」が追加され、適切な資質を持った運用人材の計画的な登用・配置など、その取り組み内容の開示が求められました。資産運用は制度運営の要ともいえるべき事項であるため、これらの開示は重要な判断基準となりそうです。

加入者自らが運用を行うDCでは、各自が運用商品の選択を主体的に行えるように投資教育や情報提供の体制を整えることが重要と考えられています。原則2-6は確定給付型の制度を主要な対象としたものではありませんが、パブリックコメントへの回答では、DCでも適切な対応が期待されるとしています。現状は原則2-6の報告でDC実施企業がその運営状況についてコメントしている例は多くありません。DC制度の運営状況が評価できるよう、情報開示が積極的になされることが望まれます。

非財務的な評価は、人によって評価の視点や各評価項目のウエイト付けが異なる可能性があります。例えるならば、運用パフォーマンスの評価において、財務的な評価に相当する定量評価に関しては、数値に基づいた客観的な評価手法があるのに対し、非財務的な評価に相当する定性評価では評価の視点や各評価項目のウエイト付けで定まった評価方法がないことと似ています。

制度内容の適正性を具体的に考えてみると、老後所得の確保という観点では給付額が保証されるDBの方が高い評価を受けやすいとか、従業員の自立支援という観点では投資教育の充実を条件にDCが優位になる傾向はあるかもしれません。ただし、こ

うした点も評価する人・組織によって差があるでしょうし、絶対的なものでもありません。

制度を提供する側は、制度を通じて企業

価値の向上が図られる制度を提供し、制度運営を適正に行っていくことが求められますし、評価する側では、情報を十分に吟味して判断することが必要です。

3. 非積立型制度の評価

前月号では、運用リスクの視点から積立型と非積立型の制度を比較しました。積立型はDBとDCとで運用リスクを負担する主体は異なるものの、給付資金の運用リスクとリターンが明確に把握されるのに対し、非積立型は運用リスクとリターンが明示されない指摘しました。結果、非積立型制度では給付資金の運用に関する説明責任を十分に負っていないと考えます。説明責任を負っていないければ対応がおろそかになる懸念はぬぐえません。

欧米諸国では、非積立型の制度を実施する国は多くありません。欧米諸国で非積立型の制度が実施されないのは受給権の保護が重視されるためと考えられます。主要国ではドイツでいわゆるブックリザーブ（引当金）方式の非積立型制度が運営されていますが、そのドイツでは給付を保証する保険制度が適用されます。給付原資を確保していなければ給付が支払われない可能性が当然高まりますが、例外であるドイツでは給付が確実に行われるように保険制度が準備されています。

日本でも賃金確保に関する法律で退職金の原資を確保することが義務付けられていますが、努力義務であるため対応していない会社も珍しくありません。それでも労使関係に悪影響を及ぼさない点は、ある意味で日本の労使関係の素晴らしい点であるとも言えますが、受給権が保全されないこと

は決して望ましいことではありません。

非積立型制度では給付のために留保されている資金の運用にも問題があると言えます。給付のための原資は企業内の他の資産と区別なく一体で事業用資産として利用されることが多く、給付資金の運用リスクの方向性が事業リスクと同じになってしまいます。したがって経営状況が悪化すると給付原資の確保に不確実性が増してしまいます。万が一、経営が破綻した場合には、給付資金の倒産隔離がなされていないため、退職金が支給されないという事態が起こりかねません。退職金を含めた賃金は他の債権より優先的に弁済されるとはいうものの、全額が保証されるわけではないからです。

このように考えると、非積立型制度は非財務的な視点からは評価されにくいと言えます。財務的な評価だけで言えば、潤沢なキャッシュフローを生み出している会社あるいは豊富に現預金を有している会社であれば、退職金の支払いに支障が生じることはなく、非積立型制度であっても評価を下げる要素にはなりにくいでしょう。しかし、資金的に余裕がある企業であればあるほど、積立原資を確保しない理由が希薄になります。将来の給付原資を確保した方が従業員のためになるからです。さらに、給付債務の利息を賄う運用をした方が財務的にも効率性は高まります。

非積立型の課題は報酬制度としての内容

ではなく、非積立型というシステムそのものにあります。投資家や債権者等から評価される立場にある上場企業であれば、努力義務であるからといって、退職金の資金を確保しないことが好ましいこととは言えません。特に、企業の評価にSDGsやESGといった視点が重視されつつある現状であればなおさらです。また、欧米の投資家は給付のために事前積立を行うことを常識と考えているのだとすれば、非積立型制度に関してネガティブな評価を与える可能性があ

ります。

自主的に積立型へ移行すれば、そうしたネガティブな評価を回避することが可能です。実は、積立型へは容易に移行できます。年金制度へ移行するのは制度設計や労使合意などの手続きが必要ですが、退職給付信託の設定であれば、資金があればすぐに実現できるからです。退職給付信託は、これまで財務的な視点から議論されることが多かったと思いますが、非財務的な視点からも検討余地は大きいのではないのでしょうか。

最後に

3回にわたって財務・非財務の両面から退職給付制度をどう評価するかについて検討してきました。退職給付会計導入後に新たな基準で財務的評価にさらされて、「企業は本業のリスクに特化し、その他のリスク負担は回避すべき」としてDCを志向した企業は少なくないですし、その考え方は今でもあると思います。

一方で、「人的投資のために負担すべきリスクは負担する」という考え方もあります。SDGsやESGが重視されるのは、単に財務的な効率性のみを評価する時代ではなくなってきた表れであり、人的投資に前向きな経営が支持を集めてくる可能性は大きいと思われま

す。本稿の第1回(5月号)でも触れましたが、企業を構成する要素は、「ヒト」「モノ」「カネ」と言われます。しかし、「モノ」と「カネ」だけあったとしても企業は全く機能しません。「ヒト」が働いてこそ収益が生み出されるのであり、企業の将来の成長も「ヒト」が担っているはずで

す。なっても、この構造は変わらないはずで

す。一方で、客観的な数値で表示可能な「モノ」と「カネ」はバランスシートに反映されますが、「ヒト」に関して数値が表示されません。損益計算書に人件費は表示されますが、企業が抱える“資産”としての「ヒト」は数値で表示されることはありません。

非財務的評価では、こうした「ヒト」の価値を企業評価の1つの要素として織り込んでいく可能性があります。採用や研修に加えて、適正な報酬を提供することによる必要な人材の確保や労働意欲の向上などが「ヒト」の価値を上げ、それが企業価値の向上につながっていくはずで

す。企業はそれを目指し制度の設計や運営を進めていくことが望まれますし、企業を評価する側では企業が抱える「ヒト」がいか

ESG 投資の潮流 第 4 回

責任投資原則(PRI)

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。

今回は責任投資原則について解説します。責任投資原則の制定によって ESG 投資は広く普及することとなりましたが、その背景についても解説します。

1. 責任投資原則 (PRI) の内容

2006 年に制定・公表された責任投資原則 (PRI: Principles for Responsible Investment) は、国連グローバルコンパクト (UN-GC)^{注1}と国連環境計画・金融イニシアチブ (UNEP-FI)^{注2}のパートナーシップにより制定されました。当時のアナン国連事務総長から機関投資家への呼びかけで始まり、原則の草案作りには年金基金を中心とする有力なアセットオーナーが参画し、運用会社なども加えた 68 の機関が発足時の署名機関となりました。

責任投資原則は図表 1 にあるように 6 つの原則から成り立っています。まず原則 1

と原則 2 で ESG 投資の方法について触れています。投資分析や意思決定あるいは投資先へのエンゲージメントといった投資のプロセスにおいて ESG 課題を組み入れよ、という内容です。原則 3 は投資先企業への ESG 情報開示の働きかけ、原則 4 は資産運用業界に ESG 投資の促進を働きかけるというものです。原則 5 は ESG 投資に関して情報面での連携や課題解決で協同することを指しています。最後の原則 6 は ESG 投資の取り組み状況を開示するというもので、原則の署名者は定期的に ESG 投資への取り組み状況を報告することになっています。

(図表 1) 責任投資原則

原則1	私たちは、投資分析と意思決定のプロセスに、ESG課題を組み入れます
原則2	私たちは、活動的な所有者となり、所有方針と所有習慣にESG課題を組み入れます
原則3	私たちは、投資対象の企業に対し、ESG課題についての適切な開示を求めます
原則4	私たちは、資産運用業界において、本原則が受け入れられ実行に移されるよう働きかけを行います
原則5	私たちは、本原則を実施する際の効果を高めるために協同します
原則6	私たちは、本原則の実行に関する活動状況や進捗状況に関して報告します

出所：責任投資原則より筆者作成

署名者のとり纏めを行っているのが、PRI Association という組織です（責任投資原則も英語の頭文字は同じ PRI となります。本稿では、原則の方を「責任投資原則」、組織の方を「PRI」と表記して区別することになります。）。PRIはESG投資の調査・研究やケーススタディなどについて情報発信を行い、ESG投資の普及を推進しています。また、

年に一度、「PRI in Person」と呼ばれる定期的なカンファレンスの開催も行っています。今年（2020年）は10月に東京で開催予定でしたが、残念ながら新型コロナウイルス感染症の流行により1年延期となってしまいました。PRIは現在、国連の支援を受けるものの国連とは独立した組織として活動しています。

2. 署名機関の義務

署名機関の義務

責任投資原則に署名した機関については、資産規模に応じた年会費を支払うことと、ESG投資の活動報告を一定様式でPRIに対し報告することが義務付けられます。この報告内容はPRIホームページで公開されます。6つの原則の順守状況が十分でないとみなされると、除名されることもあります。

署名機関の自己報告に基づいて、PRIは6つの原則に対する対応状況を（A+, A, B, C,

D, E）の6段階で評価し、活動状況のアセスメント結果がフィードバックされるようになっています（これは署名者のみにフィードバックされ、自動的に公開されることはありません）。図表2にアセスメント結果の見本を示しますが、総合評価と各分野別の評価がそれぞれ6段階で行われることとなります。

（図表2）PRIアセスメント結果見本（抜粋）

Summary Scorecard



出所：PRIホームページより筆者作成

署名することのメリット

さて、責任投資原則に署名をしなくても、ESG投資を行うことは可能です。それでもあえて署名機関となることのメリットは何でしょうか？

運用会社やサービスプロバイダにとっては、署名しアセスメント結果を公表することで、自らの取り組みを広くアピールする効果があります。公的な性格を持つアセットオーナーにとっても、ESG投資への取り組みを広く一般にアナウンスするといった意味があるでしょう。

一方で企業年金のような比較的小規模なアセットオーナーにとっては、どんなメリットがあるのでしょうか。一つは、署名することにより、責任ある投資への取り組み

を公に示すことができる点です。母体企業の経営戦略としてESGへの取り組みを強化する場合に、企業年金側でも責任投資原則への署名を行う場合などで、相乗効果が狙えるでしょう。

もう一つは、ESG投資を推進するグローバルなコミュニティへの接点を作ることができる点です。責任投資原則署名には世界の主要なアセットオーナーの多くが参加し、活発に活動し情報発信しています。こうした活動や情報に触れることで、ESG投資の動向をいち早く見極めることができ、ESGへの取り組みの高度化にも繋がると考えられます。

3. 責任投資原則普及の要因

署名機関の増加

責任投資原則発足時点での署名数は68機関、署名機関の運用資産額は6.5兆ドルでした。その後署名機関は広がりを見せ、2019年3月時点で、署名機関数は2,372と発足時の約35倍となり、その運用資産残高は86兆ドルを超えるまでになりました。署名機関に年金基金と資産運用会社の両方が入るダブルカウントがあるとは思われますが、MSCI-Worldの時価総額である約400兆ドルと比較しても、市場に一定の影響力を

持つ大きな割合だと考えることができます。

日本においては2015年にGPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）が署名したことを契機に年金基金にも署名が広がりました。署名機関数は2019年時点で82機関、その内訳は運用会社が49、年金基金、生命保険会社などアセットオーナーが23（うち企業年金は4）、サービスプロバイダが10となっています。

責任投資原則によるESG投資普及の要因

ESG投資の普及という意味で、責任投資原則の果たした功績は非常に大きいといえます。ではなぜ責任投資原則によってESG投資が世に広まることになったのか、その理由を考えることにします。

第一の理由は、投資家の多数派を取り込むことに成功したことです。図表3に示すように、投資家を投資目的によって二種類に分けるとします。つまり、「リターンを追求する投資家」と「社会便益を追求する投

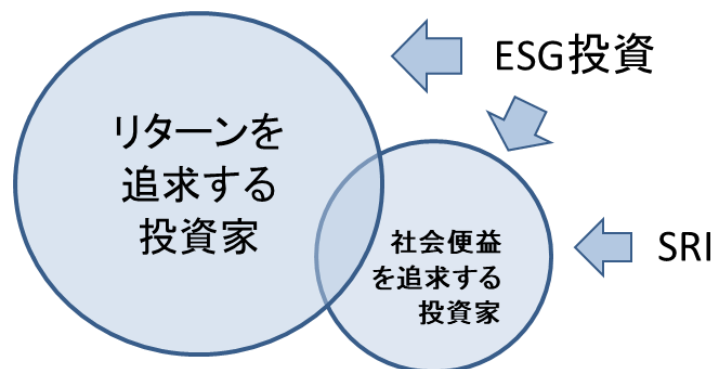
資家」です^{注3}（両方を目的とする投資も考えられるので、図には重なり合う部分も残してあります）。前者が圧倒的に多数派で、後者は少なくともこれまでのところは少数派と考えられますので円の大きさを変えています。

PRIがESG投資という言葉进行全面に打ち出す前、この種の投資はSRI（社会的責任投資）と呼ばれていました。当時SRIは「社会正義の実現を主眼とする投資である」と受け止められる傾向にありました。そのため、慈善基金のような社会便益を追求するアセットオーナーのニーズには合っていたのですが、世の中の大勢を占める年金基金

のようなリターンを追求するアセットオーナーにとっては受け入れづらいものでした。また、米国などでは「社会的責任」という言葉が社会主義を連想させ、投資家からあまり良いイメージを持たれなかったということもあるようです。

PRIはSRIに代わって、「E（環境）S（社会）G（ガバナンス）の要素を考慮する投資」という新たな定義を行い、これにESG投資という呼称を付けました。SRIにまつわりついていた「特殊な投資」というイメージを払拭し、ESGという誰もが受け入れやすいキーワードで投資コミュニティに訴求したのです。

（図表3）目的の異なる投資家とESG投資



出所：筆者作成

その上で「リターンを高め、受託者責任を全うするためにも、ESG投資が有効である」とPRIは主張しました。責任投資原則制定に先立つ2004年、国連環境計画・金融イニシアチブ（UNEP-FI）の運用会社ワーキンググループによる調査レポート「株式評価における社会・環境・コーポレートガバナンス課題の重要性」^{注4}で、ESG評価は株主価値に影響するという調査結果が公表されています。運用業界の専門家からESG

要素は企業財務にとって重要なリスクや収益機会となり、投資リターンを左右するという調査結果が出たのです。

さらにその翌年、このワーキンググループの委託を受けた大手法律事務所が、「フレッシュフィールドズ・レポート」^{注5}と呼ばれる見解を提出しました。ESG投資が受託者責任に合致するかについて、欧米先進国（日本も含みます）の法制度を比較調査したうえで、「財務パフォーマンスの予測信頼性を

高めるために、投資分析においてESGを考慮することは、いずれの国においても明らかに許容されるばかりか、むしろ要請されるべきことである。」と結論付けています。リターン追求のためのESGの考慮は受託者責任上も求められるとしたのです。

このように、UNEP-FIは責任投資原則制定に先立ってESG投資とリターンや受託者責任の関係について専門家も交えた綿密な調査を行っていました。その上で「リターンを高め受託者責任を全うするためにもESG投資を行うべきだ」と主張したのです。

(すべてのESG投資手法がリターン向上につながるというわけではないことにご注意ください。社会便益追求を目指すESG投資手法もあれば、リターン追求を目指す手法もあります。投資目的に合わせた手法の選択は必要です。)

ESG投資普及の第二の理由として、責任投資原則は投資のアプローチについては限定しなかったことがあげられます。責任投資原則におけるESG投資の定義は「投資のプロセスにESGの要素を考慮すること」というだけで、具体的にどのような投資手法を用いるかについては言及していません。

投資には様々なアプローチがあります。例えばESG状況の悪い企業に対して、投資しないことで損失を避けるという考え方があります。一方で逆に、ESGの改善余地が大きいと考えて、投資後のエンゲージメントを通じた改善を行うことでリターン獲得を目指すという考え方もあります。一見真逆に見えるアプローチのどちらも正解になりうるのです。様々な投資戦略が考案され競争が促される効果もあります。どんな投資アプローチを採用するか制約を設けな

ったことで、多くの投資家がこれを受け入れ、結果的に現在のESG投資の隆盛につながったと考えることができます。

第三の理由として、早い段階から有力なアセットオーナーを巻き込んだことが挙げられるでしょう。「責任投資原則」の草案策定には、米国、カナダ、英国、フランス、オランダ、ノルウェーなど欧米の年金基金、保険会社など有力なアセットオーナーが参加しました。その中には20世紀初頭に最初のSRIを開始したメソジスト教会の年金理事会も含まれます。その後運用会社などにも呼びかけ、原則制定時には68の機関が署名を行いました。

当初から、有力なアセットオーナーや運用会社といった当事者を巻き込み、アセットオーナーたちが自ら旗振り役となってその普及に向けて取り組むようにしたのです。国連(UN-GCとUNEP-FI)はずいぶん周到的な準備をしたものだと感心させられます。余談ですが、同じく国連が推進する、SDGs(持続可能な開発目標)においても、当事者である民間企業や消費者による自発的な取り組みを促す手法がとられています。

以上、責任投資原則によるESG投資普及の要因を考えてきました。責任投資原則の制定にあたっては、幅広い投資家に受け入れられやすいESG投資の定義、投資の自由度の維持、当事者を巻き込むという、周到的な準備があったといえます。

責任投資原則はESG投資の拡大に多大な貢献を果たしましたが、その一方で目的の異なる二つの投資家を包摂したために、同じESG投資でも「社会便益の向上」と「投資リターン向上」という異なる目的のもの

が混在している状況を許容することになりました。このことが、「ESG投資は受託者責任に反するか否か」というテーマについて誤解も含まれた議論が続く要因になっているのではないかと筆者は考えます。今回は ESG 投資と受託者責任について、より詳しく

掘り下げることにします。

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：国連グローバルコンパクト（UN-GC）は、国連の呼びかけによって始まった、企業等による自発的なイニシアチブで、営利活動に人権、労働、環境、腐敗防止に関する10原則を組み入れ、持続可能な成長の実現を目指す取り組みです。

注2：国連環境計画-金融イニシアチブ（UNEP-FI）は、国連の補助機関として地球環境問題に専門的に取り組む国連環境計画と、世界各地の金融機関（銀行、保険、証券会社）とのパートナーシップで、経済発展とESGへの配慮を統合した金融システムへの転換を図ることを目的に活動しています。

注3：ノースウェスタン大学教授の Schanzenbach 氏らは、ESG投資を『社会便益追求型のESG投資(Collateral Benefits ESG)』、『リスクリターン追求型のESG投資(Risk Return ESG)』に分類しています。

Max M. Schanzenbach, Robert H. Sitkoff, "Reconciling Fiduciary Duty and Social Conscience: The Law and Economics of ESG Investing by a Trustee", Harvard Law School discussion paper, [2019]

注4：UNEP Finance Initiative Asset Management Working Group (2004), "The Materiality of Social, Environmental and Corporate Governance Issues to Equity Pricing",

https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/amwg_materiality_equity_pricing_report_2004.pdf

注5：Freshfields Bruckhaus Deringer(2005), "A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment"

https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields_legal_resp_20051123.pdf

分散投資の再考 その14

マルチ・アセットマネジャ制と「過剰分散」③

年金運用部 顧問 大輪 秋彦

本稿では、最初にマルチ「運用者」制ポートフォリオに潜む“Over-diversification”（「過剰分散」）の第三の問題とされる「合成の誤謬（ごびゅう）」を取り上げます。

そして次に、良い「処方箋」が効果を発揮できるための正しい「薬の与え方」と考える「過剰分散」の悪影響を回避する方策である「トップダウン型のリターン源泉別ポートフォリオ」を推奨し、分散投資を実践する従来の「やり方」を克服する観点として、(1) 実践のための推定作業、(2) (1)の無限定一律適用、(3) 複数のアセットマネジャー採用の3つを取り上げた、2019年2月号からの「分散投資の再考」を結びます。

1. 合成の誤謬

「過剰分散」の第三の問題とされるのが「合成の誤謬（ごびゅう）」です。

これはもともと経済学で、「ミクロ（個々・部分）の世界では合理的・正しい行為・行動であっても、それら一つ一つが合成されたマクロ（全体）の世界では、必ずしも合理的・正しい結果を得ることになるとは限らない」ことを表現する用語です。

本稿の文脈では、ポートフォリオ・マネジメントにおける次のa・bのような「残念な」状態を指すものとして用います。

a) 採用されている個々のアセットマネジャー（以下、「運用者」）は、受け持つ

ポートフォリオ（これは、アセットオーナーにとっては、多数あるポートフォリオの一つ）で最適と考える（分散）投資を、自分に与えられた裁量（責任）の範囲で追及する。（ミクロ：「個々ポートフォリオ」レベルの行為・行動）

b) しかしこのことにより、企業年金などのアセットオーナー（以下、「担当者」）の最重要関心事である全ポートフォリオにおける最適な（分散）投資が、保証されるわけではない。（マクロ：「トータル・ポートフォリオ」レベルでの結果）

「5-3-3-2 ルール」と呼ばれた年金資産の運用規制の撤廃後に主流となった、欧米流の現行「特化型運用者」制に基づくマルチ「運用者」制ポートフォリオは、この「合成の誤謬」の「たね」を内包していた、と言えるでしょう^{注1}。そしてこの仕組みを用

いる「担当者」と、「担当者」から委託される「運用者」の「行動原理」は、洋の東西を問わず、概ね次のとおりと考えて大きな誤りはないでしょう。

「担当者の行動原理」： マルチ「運用者」制ポートフォリオに「担当者」が期待する

のは、与えられた役割を「運用者」が果たす過程で、互いに（あるいはベンチマークと）競い合うことで、ミクロ（個々の「運用者」ポートフォリオ）のより良い運用成果を実現し、それが最終目的であるマクロ（「トータル・ポートフォリオ」）のより良い運用成果をもたらすことである。従ってその実現のためには、成果の芳しくない「現役」には退出願ひ、有望な「新人」（この段階では、あくまで「期待」）を加えて戦力を補強する、“Hire and Fire”を辞さない。

「運用者の行動原理」：理想は、「委託者」（本質的には、その背後に存在する「受益者」）のために、与えられた裁量範囲で最善を尽くすことである。しかし、残念なことに現実とは異なる。各々の「運用者」は「担当者」の行動原理を観察し、自らが競い合いに「生き残る」ための合目的・最適化行動をとる。すなわち、「解約されることを避けるためには十分な程度に、そして、卓越した成果を得るには絶望的なほど、市

場ベンチマークに追従する^{注2}」のである。

現状の「運用体制」の設計者である「担当者」は、自らの目指すものが「部分最適」ではなく「全体最適」であることを考えた時、上記のような「担当者」・「運用者」の行動原理を生む「現体制」が、目的達成のためには最善であると胸を張ることは難しいでしょう。

以上で、マルチ「運用者」制ポートフォリオに指摘される“Over-diversification”（「過剰分散」）に伴う問題点である、(1)「包括的リスクへの集中」、(2)レバレッジなしでは低く過ぎる感のあるトータル・ポートフォリオ・レベルのリスク、(3)「合成の誤謬」という「全体整合性の欠如」の全てに言及し終えました。次は、これらにどう対処するか番です。

2. 課題対処の方向性

その実践が容易かどうかはひとまず措くとして、これまでの議論から明らかになっている対処の方向性を整理しておきます。

- (a) 「独立したアイディア」に傾注する。
- (b) それを源泉とするリターン（純粋なアルファ）の獲得を増やす。
- (c) そのリターン獲得に必要なリスク（「独立したリスク」）の引受け量を、レバレッジを使わずに増やす。
- (d) (a)～(c) のミクロ（個々の「運用者」）レベルの勢いを、マクロ（ポートフォリオ全体）レベルに遺漏なく伝える。

この一連の作業を自動車に例え、個々の

「運用者」を「エンジン」、リターンを「エンジン」で作られた「動力」、ポートフォリオ全体（マルチ「運用者」制ポートフォリオ）を「車輪」とするならば、この作業をやり遂げるのに役に立つのは、「動力」を「車輪」に伝える「駆動装置」が、資産運用では何に当たるかイメージすることから取り掛かることです。

そして本稿では、これを「ポートフォリオのフォーメーション」と考えます。ただし、ここでの「フォーメーション」はエンジンで作られ出された「動力」を受動的に「車輪」に伝える車の「駆動装置」とは異なり、

能動的に資産・リスクの配分量を調整することで、伝達するリターン・リスクの中身を事前に工夫する機能を備えるものと捉えます。従って、この装置の性能の良し悪しが、(1) ロスなく「動力」を「車輪」に伝えることができるか、あるいは、(2) せっかく個々の「運用者」が創出した貴重なリターン（純粋なアルファを考えています）がポートフォリオ全体に届いたとき、劣化・変質を懸念する残念な結果になるか、を別けることとなります。

3. トップダウン型アプローチ

「合成の誤謬」で強く気づかされたことは、「受益者」そして結果的には「制度提供者」に、現在より改善した「個」と「全体」の関係を届ける「全体最適」を目指すために、ポートフォリオの隅々まで「全体像からの視点」を徹底することの絶対的必要性です。

それゆえその実現には、「個」の最適化を極めることにベクトルが自然に向く現行「ボトムアップ型」アプローチから、全体最適化重視を貫きやすい「トップダウン型」アプローチへの、ポートフォリオ・マネジメントの仕組みの転換が求められます。

現行「ボトムアップ型」では、個々の「運用者」は投資ガイドラインで合意した任務内容を全うするために、全力で運用する自らのポートフォリオこそが全てです。他のことに目を向けるなどしたら、それこそ責務違反となります。このようなシステムでは、「右手（他の「運用者」）のすること（運用の内容・中身）を左手（自分）は知らず、その逆もまた然り」という状態に置かれることが常となります。その状態は上述の「運

従って、この「フォーメーション」という「個」と「全体」を繋ぐ「駆動装置」の再設計こそが、「担当者」の仕事の大本命になると考えます。そして本稿は、現行のポートフォリオ・マネジメントから180度の発想転換となる、「トップダウン型」アプローチの分散投資に「リターン源泉別」運用ポートフォリオを組み合わせる、「トップダウン型のリターン源泉別ポートフォリオ」を、この「フォーメーション」として推したいと思います。

「合成の誤謬」を生み、マイクロ（個々の「運用者」）から自然発生的に”For the Team”、”One Team”精神の発露を期待することは、理に適いそうにありません。

「合成の誤謬」を避け「全体最適」を目的とする、新たな「分業を通じての協業」体制のデザインが求められる時、その任に当たることができるのは全体像を俯瞰する立場にいる「担当者」だけです。制度の持続・安定的な運営のために、現行「ボトムアップ型」のデザイナーである「担当者」に求められるのは、既存の枠にとらわれない柔軟な発想です。そして恐らくこの目的達成の「駆動装置」としては、「ボトムアップ型」よりも「トップダウン型」の方が適しているとの考えに異論はないことでしょう。

次に、この「トップダウン型」アプローチという「駆動装置」に備えるもう一つの「仕掛け」である、伝達するリターン・リスクの内容を事前に工夫する機能を考えます。

4. リターン源泉別ポートフォリオ

「トップダウン型」アプローチという「駆動装置」の性能が良いと、個々の「運用者」が創出した貴重なリターン（純粋なアルファ）が劣化・変質なしで、そのまま「トータル・ポートフォリオ」に効率良く伝わるようになります。すると今度は情報技術分野で言うところの「ガベージ・イン・ガベージ・アウト」（Garbage In Garbage Out、ゴミを入れるとゴミが出る）、「無意味・不正確なデータを入力すると、無意味・不正確な結果が出力される」が、保証されることになります。運用者選定以前に欲しいリターンを慎重に定め、「ガベージ・アウト」（想定外のリスク・リターン）とならないように「ガベージ・イン」をしないことが、今まで以上に重要になります。

このための方策として良い仕組みは、運用者のリターンを3つに分類する^{注3}考えに基づく、「リターン源泉別」運用ポートフォリオ体制です。

まず、「運用者」が創出するリターンには、1)「包括的アイデア」源泉の時価総額荷重の市場インデックス、2) 同源泉のスマートベータ・ファクター（静態的）、そしてこれらとは一線を画す3)「独立したアイデア」源泉の「純粋なアルファ」^{注4}の3つの要素があると認識し、原則これら3つのリスク・リターン毎にポートフォリオを用意します。こうすることで、アクティブ「運用者」のリターンに混在する（その構成割

さて上述のとおり、「混乱」を避けるため「切り分け」体制を実践するとなると、次に考えるべきは、3つのカテゴリーに資産

合は個々に異なるでしょう）3種のリターンを、マルチ「運用者」制ポートフォリオのトータル・ポートフォリオ・レベルという「一鍋」で「ごった煮」する事態を、意識して避けることが可能となります。この無意識や無自覚な「ごった煮」こそが、最大の問題とされる「包括的リスクへの集中」を必要以上に複雑にする元凶であり、狙ったレベルのトータル・ポートフォリオのリスク（特にアクティブ・リスク）未達の原因でもあったわけです。

そこで後々のポートフォリオ・マネジメント、すなわち3要素の構成をマネジメントすることで、リスクとリターンの構成割合の変更が可能となるように、前掲きとしてシンプルかつ効率的な構造のデザインとするわけです。

さらにこのことは、リターン源泉別で切り分けようが分けまいが、結局マルチ「運用者」制ポートフォリオというトータル・ポートフォリオのレベルでは同じではないか、という見方に対する回答でもあります。

以後、本稿はポートフォリオをリスク・リターンの源泉別に分けますが、簡単化のためリスク・リターンの1)を「パッシブ」、2)を「スマートベータ」、3)を「純アクティブ」と称します。アセット・クラスでの「大分類」としてイメージいただければと思います。

をどう「切り分け」るか、すなわち配分となります。

5. 理論のアドバイスと気づき

「担当者」には自明ですが、a) 何に（資産クラス・投資戦略・ファクター・リスク等々）どれ位の資産金額を割り当てるかという配分割合の策定は、通常、b) 年金制度の財政状態や制度提供会社の掛金の拠出能力・制度へのコミットメントの強弱等々に左右されることとなります。そして実務では「魔法の杖」があつて振るえばたちどころに適切な資産配分が決まるわけではありません。a)と b)の間を地道に何度も往復しながら、「落としどころ」を決めていきます。とは言っても、全くファイナンス理論を無視して使わないというわけではなく、資産構成割合の候補を導出するツールとしての利用は普通です。

そこで、「最適資産配分」について役に立つようなアドバイスを理論に探り、気づかされたことを以下にまとめます。

- (1) 全ての投資家（「担当者」と「運用者」）は自らのリスク選好に関わらず、「最も高いIR = 最も高い価値」を認めることになる。従って、自らのリスクを嫌う度合の高低に関わらず、最高のIR値の運用者・ファンドを探すことは合理的な行為である。
- (2) 注意を要するのは、最も高いIRに感じる「心地良さ」の程度は、投資家ごとに異なることである。これは投資家ごとにリスク回避度が異なるためである。
- (3) このことは、「トービンの分離定理」の「マーケット・ポートフォリオ」（市場で取引される全てのリスク資産の時価総額構成比率ポートフォリオ）と「無リスク資産」に投資する割合は、投資家のリスク回避度に依存するという主

張を彷彿させる。

- (4) つまり本稿の文脈では、投資家ごとに、最も高いIR「運用者」とインデックス・ファンド（アクティブ・リスクが無い）への資産配分割合が異なるということである。

有り体に言えば、「誰かにとってピッタリの資産配分が、別の誰かにとっては的外れである可能性は高い」のである。

- (5) 最適な資産配分は、各運用者のIRをリスクで除した「商」に比例するように行う。

これは同時に、リスク配分はIRに比例させて行うことを意味する。この資産配分にリスクを乗じた値（「リスク・アロケーション」）は、個々の運用者のマルチ「運用者」制ポートフォリオへの「リスク寄与」を測るモノサシとして使える。

- (6) (5)が興味深いのは、通常の複数の「運用者」を前提とする場合、最も高いIR=最高の「運用者」であっても、全資産・リスクの「一人取り」は許されないことである。

つまり他の“N-1”人の「運用者」にも資産・リスクは配分されるのである。重要なのは、これはどうしてかであるが、本稿は、理論は「保険をかける」ことを推奨していると解釈する。なぜなら、誰（どの「運用会社」）が実際（事後）に最高の実績をあげるかは、資産を配分する時点（事前）では知る術などないからである。（資産配分の判断に用いるIRは、あくまで期待値の「事前IR」であることに注意を要する。）

それでは今までの議論を参考に、「ポートフォリオのフォーメーション」と考える、「トップダウン型のリターン源泉別ポート

フォリオ」とその資産配分イメージを検討します。

6. 3 源泉ポートフォリオの例

図表1は「超過収益率 / アクティブ・リスク」平面での3つのリターン源泉の相対的位置関係イメージ図です。「5. 理論のアドバイスと気づき」の冒頭に述べた、各年金制度の個別事情を考慮のうえ当初の「3資産」の配分が決定されたとして考えていきます。また、配分決定には最初にアクティブ（純アクティブ + スマートベータ）とパッシブの割合を決め、次に純アクティブとスマートベータの割合を決めるという「2ステップ・アプローチ」もありでしょう。

なお数値は全て、「考え方」を示すための仮置きであることを、初めにお断りします。

Case1は、アクティブ（純アクティブ + スマートベータ）vs. パッシブ = 5 : 5、純アクティブ vs. スマートベータ = 3.5 : 1.5、運用者はそれぞれ1名から始めます。この時の全体の期待超過収益率、アクティブ・リスクは0.85%と2.16%となります。IRは、アクティブが0.33、スマートベータが0.29、全体が0.39です。

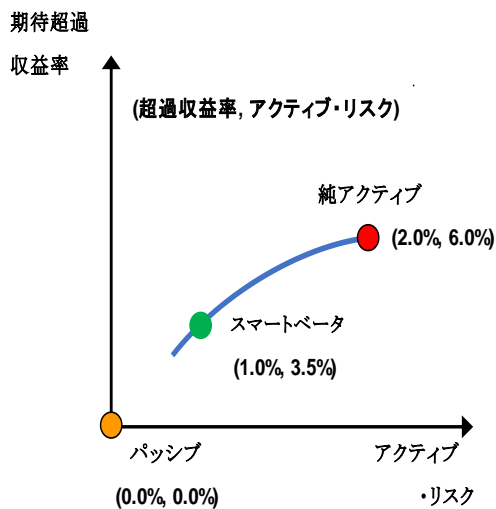
「リスク・アロケーション」は、アクティブが210.0、スマートベータが52.5、全体で

262.5となります。

次に何らかの理由で、例えば分散を図るために、運用者・運用戦略数を増やすことを考えたとします。

「包括的アイディア」源泉のスマートベータとパッシブには変化はありませんが、「独立したアイディア」源泉の純アクティブには、本稿4月号で言及しましたとおりリスクに変化が生じます。例えば、運用者数を5名にした場合、期待超過収益率は2.00%のままリスクは2.68%に減るため、IRは0.75に上がり、「リスク・アロケーション」は93.8に下がることとなります。この結果、リターン源泉の構成比が不変のため、全体の期待超過収益率は0.85%のままですが、リスクが1.08%に減るため、IRは0.79に上がり、「リスク・アロケーション」は146.3に下がることとなります。「担当者」は意図する分散が与えるリスクの変化で、計画した0.85%の超過収益率の達成が現実的か、そのためのIR0.79が達成可能か、すなわち上昇したIRが見かけだけになっていないか慎重な検討が必要となります。

図表1. 有効曲線 (イメージ図)



出所：筆者作成

Case2は、Case1よりも高い超過収益率を得るために、アクティブ（純アクティブ + スマートベータ）vs. パッシブ = 6 : 4、純アクティブ vs. スマートベータ = 5 : 1に設定する場合です。この最初の諸数値に当初は納得できたとして、その後 Case1と同様に分散を図ろうと運用者・運用戦略数を増やすと、数値がどのように変化するかを確認

Case 2 :

	アクティブ	スマート	パッシブ	全体
超過収益率	2.00%	1.00%	0.00%	1.10%
配分割合	50.00%	10.00%	40.00%	
運用者数	1	1	1	
リスク	6.00%	3.50%	0.00%	3.02%
IR	0.33	0.29	-	0.36
リスクアロケ	300.0	35.0		335.0
運用者数	3	3	5	
リスク	3.46%	3.50%	0.00%	1.77%
IR	0.58	0.29	-	0.62
リスクアロケ	173.0	35.0		208.0
運用者数	5	3	5	
リスク	2.68%	3.50%	0.00%	1.39%
IR	0.75	0.29	-	0.79
リスクアロケ	134.0	35.0		169.0
運用者数	10	3	5	
リスク	1.90%	3.50%	0.00%	1.01%
IR	1.05	0.29	-	1.09
リスクアロケ	95.0	35.0		130.0

出所：筆者作成

Case 1 :

	アクティブ	スマート	パッシブ	全体
超過収益率	2.00%	1.00%	0.00%	0.85%
配分割合	35.00%	15.00%	50.00%	
運用者数	1	1	1	
リスク	6.00%	3.50%	0.00%	2.16%
IR	0.33	0.29	-	0.39
リスクアロケ	210.0	52.5		262.5
運用者数	3	5	5	
リスク	3.46%	3.50%	0.00%	1.32%
IR	0.58	0.29	-	0.64
リスクアロケ	121.1	52.5		173.6
運用者数	5	5	5	
リスク	2.68%	3.50%	0.00%	1.08%
IR	0.75	0.29	-	0.79
リスクアロケ	93.8	52.5		146.3
運用者数	10	5	5	
リスク	1.90%	3.50%	0.00%	0.85%
IR	1.05	0.29	-	1.00
リスクアロケ	66.5	52.5		119.0

いただければと思います。

Case3は、Case2よりはおとなしめで、アクティブ（純アクティブ + スマートベータ）vs. パッシブ = 6 : 4ですが、純アクティブ vs. スマートベータ = 3.5 : 2.5 に設定されています。先の2例と同様の要領で数値を確認ください。

Case 3 :

	アクティブ	スマート	パッシブ	全体
超過収益率	2.00%	1.00%	0.00%	0.95%
配分割合	35.00%	25.00%	40.00%	
運用者数	1	1	1	
リスク	6.00%	3.50%	0.00%	2.28%
IR	0.33	0.29	-	0.42
リスクアロケ	210.0	87.5		297.5
運用者数	3	5	5	
リスク	3.46%	3.50%	0.00%	1.50%
IR	0.58	0.29	-	0.64
リスクアロケ	121.1	87.5		208.6
運用者数	5	5	5	
リスク	2.68%	3.50%	0.00%	1.28%
IR	0.75	0.29	-	0.74
リスクアロケ	93.8	87.5		181.3
運用者数	10	5	5	
リスク	1.90%	3.50%	0.00%	1.10%
IR	1.05	0.29	-	0.86
リスクアロケ	66.5	87.5		154.0

以上に見ていただいたとおり、この「ポートフォリオのフォーメーション」のモデルでは実際の投資検討対象の数値を使い、ポートフォリオ全体像のおおよそが容易に把握できます。このような大枠での数値把握を繰り返すことで3源泉の構成割合の変更に伴う影響の傾向が把握でき、どこでリスクを取るようになるか等を明確に認識・

覚悟することができます。このことは、許容拠出金額や退職給付会計上の関心事項等々との摺合せを繰り返す苦痛の軽減効果もあると思われます。そして何よりも重要なことは、結果的に過大とならない、現実的な「期待値」形成に資することが望めることです。

7. GKSの示唆

前節のシミュレーション例で慎重な検討が必要と述べたとおり、3つのリターン源泉の合計となる必要収益率の確実な達成には、「純アクティブ」のリスク水準維持がやはり必要であろうと考えます。

しかしながら従前から、ポートフォリオの保有資産・銘柄・ポジションの全てが「アクティブ・ベット」ではないことは広く知られています。例えば、典型的な株式ポートフォリオでは、実に3分の2あるいはそれ以上が、「アクティブ・ベット」ではないと言われています。これは、トラッキング・エラー制約を遵守するための保有などが理由とされます。厄介なのは、これらがベンチマークの時価総額割合と異なる場合、「アクティブ・シェア」として計算されてしまうことです。これに加え、見かけは「アクティブ・ベット」に見えても、他の「アクティブ・ベット」と相互依存関係にない投資判断に基づく「独立アクティブ・ベット」の数は、さらに少なくなることでしょう。

このようなハードルに満ちた「純アクティブ」ですが、参考文献(1)(以下、GKS)は実証的検証に基づき、そのリスク水準を

高める工夫について以下のような大変興味深い知見を述べます。(詳細は参考文献(1)を参照ください。)

- (1) 運用会社は「包括的アイディア」を避けるべきビジネス上の動機がある。
なぜなら、「包括的アイディア」へのアクセスを低い運用報酬で提供するスマートベータ運用商品が広まってきているため、競合上、アクティブ運用会社は「包括的アイディア」の提供にアクティブ運用報酬を課すことが難しくなるからだ。
- (2) 個々の運用者・ファンドは、投資ポジションの「集約化」によりトータル・ポートフォリオのリスク量を魅力的な水準にまで増やすことができる。このことで個々の運用者・ファンドの「効率性」は低下しても、肝心のトータル・ポートフォリオは、それを構成する個々の運用者・ファンドを上回る「効率性」の達成が可能である。
- (3) (1)と(2)の努力は、市場危機時におけるトータル・ポートフォリオのリスクの急上昇を和らげる効果を生む。

拠出金との兼ね合いで決まる年金資産運用の要獲得リターンが、「パッシブ」だけで賄いきれない場合、「担当者」はその程度に応じて「スマートベータ」と「純アクティブ」を視野に入れざるを得なくなります。また、「パッシブ」には重きをおかず「スマートベータ」と「純アクティブ」中心に賄

うという場合もあるかもしれません。そのような時、2019年2月号から本稿で考えてきた「分散投資の再考」が、少しでもご参考になればと願います。

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) Grinold, R.C., and R.N. Kahn. *Active Portfolio Management*. New York, NY: McGraw-Hill, 2000
- (4) Swensen, D.E. *Pioneering Portfolio Management*. Free Press, 2009
- (5) Clarke, R., H. Silva, and S. Thorley. "Portfolio Constraints and the Fundamental Law of Active Management" *Financial Analysts Journal*, 2002, 58, pp. 48-66

注1：本稿は、「特化型運用」やマルチ「運用者」制ポートフォリオを否定するものではなく、逆に利点を認めるがゆえに、「さらに恩恵を得るために改善できる点はないか？」という問題意識に立つものです。

注2：参考文献(4) P260

注3：当誌4月号を参照ください。

注4：アクティブ・リターンは、「包括的アイディア」源泉のスマートベータ・ファクターからの（静態的な）リターンと「独立したアイディア」源泉の「純粋なアルファ」に分解されます。

<コラム>アドリブ経済時評

危機の名言

新型コロナは、世界の感染者が9百万人を超え、死者が50万人に迫っている。ブラジル、アフリカでも猛威を振るい、アメリカでも再び感染が増加している。

何か役にたてることを書きたいと思い、ジム・ロジャースの「危機の時代」を読みながら「危機」という単語を中心にウェブ徘徊をしていたら、偉人達の思わず唖ってしまうような危機の中での「名言」に出会い、感動して、メモがたくさん増えたので、ご紹介したい。英語にも強くなれるので皆さんもぜひ検索してほしい。

チャーチル

- ・楽道家は、困難の中にチャンスを見出す。悲観論者は、チャンスの中に困難を見る。
- ・勇気がなければ、他のすべての資質は意味をなさない。
- ・偉大さの代償は、責任である。
- ・過去をより遠くまで振り返ることができれば、未来もそれだけ遠くまで見渡せるだろう。
- ・もしも地獄の真っ只中にいるのなら、そのまま突き進むがいい。
- ・愉快なことを理解できない人間に、世の中の深刻な事柄がわかるはずがない。
- ・完全主義では、何もできない。
- ・統計とは、街灯の柱と酒を飲むようなもの。照明というより、支え棒としてのほうが活用されている。

ジョン・F・ケネディ

- ・中国語で書くと、危機という言葉は二つの漢字でできている。ひとつは危険、もうひとつは好機である。

松下幸之助

- ・困難な仕事を避けてはいけない。困難な仕事に立ち向かい克服してこそ、真の経営者といえる。

ジョン・ミルトン

- ・心は地獄を天国に変え、天国を地獄に変える。～～

坂村真民

- ・危機の中で人は成長し、危機の中で人は本物になる

佐々淳行

- ・危機管理の基本は、悲観的に準備し、楽観的に対処すること。

ドラッカー

- ・やたらに危機感を煽(あお)ったり人を無理やり牛馬のように駆り立てるマネジメントはだめだ。

このような言葉を言える政治家、リーダーが出てきて欲しいと心の底から思う。

2020年6月26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。