

三菱 UFJ 年金情報

Mitsubishi UFJ Pension Report

2022年2月号

《目次》

《調査レポート》

2021年度「人事・退職給付一体サーベイ(人事変革編)」の調査結果について

年金コンサルティング部 上席研究員 菅谷 和宏 … 1

《誌上年金カレッジ》

財政決算報告書の見方～①財政決算～

年金コンサルティング部 リサーチグループ 中原 由紀子 … 9

《パーパス経営的人事考 その1》

女性活躍推進への「男性差別」批判をどう考えるか

年金コンサルティング部 チーフコンサルタント 若山 秋雄 … 15

《年金運用マネジメント》

リバランスの必要性と効用

受託運用部 フェロー 岡本 卓万 … 22

《時事のつぶやき》

人生の勝ち負け

アナリスト 久野 正徳 … 32

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>

調査レポート

2021 年度「人事・退職給付一体サーベイ(人事変革編)」 の調査結果について

年金コンサルティング部 上席研究員 菅谷 和宏

弊社と三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング株式会社（以下「MURC」）は、2021 年 10 月から 12 月にかけて「第 3 回人事・退職給付一体サーベイ(人事変革編)」を実施しました。

今回の調査では、「With & After コロナの対応」「人事部門改革の状況」「70 歳までの就業機会の確保措置に向けた取り組み」について、弊社の企業年金お取引先 293 社の回答結果を集計しました。

新型コロナウイルス感染症への対応により雇用形態の多様化が定着し、一方では高齢者の就業機会の確保措置が求められています。このような状況下、企業における人事制度および退職給付制度の現状と今後の方向性について、アンケートの集計結果を基に解説します。

1. 今回の調査概要

新型コロナウイルスの発生拡大から 2 年が経過しましたが、引き続き警戒が必要な状況が続いています。感染拡大防止のための労働環境の提供が必要となる一方で、少子高齢化の進展に伴う労働力人口の減少や、働き方・価値観の多様化への対応も求められています。さらに、政府は 2021 年 4 月から、「70 歳までの就業機会の確保措置」の努力義務を各企業に求めました。近年では、生産性向上のための業務の IT 化や「デジタルトランスフォーメーション（以下、DX）」^{注1}が進められています。

また、雇用形態が多様化し働き方への意識が変化する中、各企業の人事部門では、人材を資源とする「人的資源 (human resource)」の考えから、「ヒト」を経営に必要な資本と考え、「ヒト」への投資が「ヒト」による価値創造を最大化する「人的資本 (human capital)」戦略が求められるようになっていきます。そのための人材マネジメントとして人事データを活用した「アナリティクス」^{注2}や、戦略的な人件費の配分を考える「トータルコンペーション」^{注3}、さらには人的資本の透明性を高めるために公表された「人的資本に関する情報開示ガイドライン (ISO30414)」^{注4}への対応も必要です。

このような状況下、今回の調査では次の 3 つのテーマでアンケートを実施しました。

- ① 「With & After コロナの対応」新型コロナウイルスの影響が継続中での業務状況と今後の対応
- ② 「人事部門改革の実施状況」新しい人事戦略への取り組み方針
- ③ 「70 歳までの就業機会の確保措置に向けた取り組み」定年延長や就業機会の確保措置、退職給付制度の見直しへの取り組み状況

【アンケート調査概要】第3回人事・退職給付一体サーベイ「人事変革編」

- 実施期間：2021年10月28日～12月7日
- 対象企業：弊社の企業年金お取引先
- 回答企業：293社
- 実施方法：Web アンケートへの回答
- 設問数：31問（業種・従業員数等の基本属性の設問を含めて）

2. アンケート参加企業の概要

本アンケートにご回答いただいた企業（293社）の内訳は、①非製造業171社（58.4%）、製造業122社（41.6%）、②上場企業127社（43.3%）、非上場企業166社（56.7%）、③従業員数3,001人以上が48社（16.4%）、1,001人以上3,000人以下が71社（24.2%）、1,000人以下が174社（59.4%）でした（図表1）。

（図表1）アンケート回答企業の内訳

従業員数	上場企業		非上場企業		合計	
1,000人以下	57社	19.5%	117社	39.9%	174社	59.4%
1,001～3,000人以下	36社	12.3%	35社	11.9%	71社	24.2%
3,001～10,000人以下	29社	9.9%	9社	3.1%	38社	13.0%
10,001人以上	5社	1.7%	5社	1.7%	10社	3.4%
合計	127社	43.3%	166社	56.7%	293社	100.0%

出所：三菱UFJ信託銀行&MURC「第3回人事・退職給付一体サーベイ（人事変革編）」

3. With & After コロナの対応状況

新型コロナウイルスの発生から2年が経過してテレワーク等の環境整備が進む中、現在の業務状況（With コロナ）と、After コロナを見据えた対応方針について聞きました。

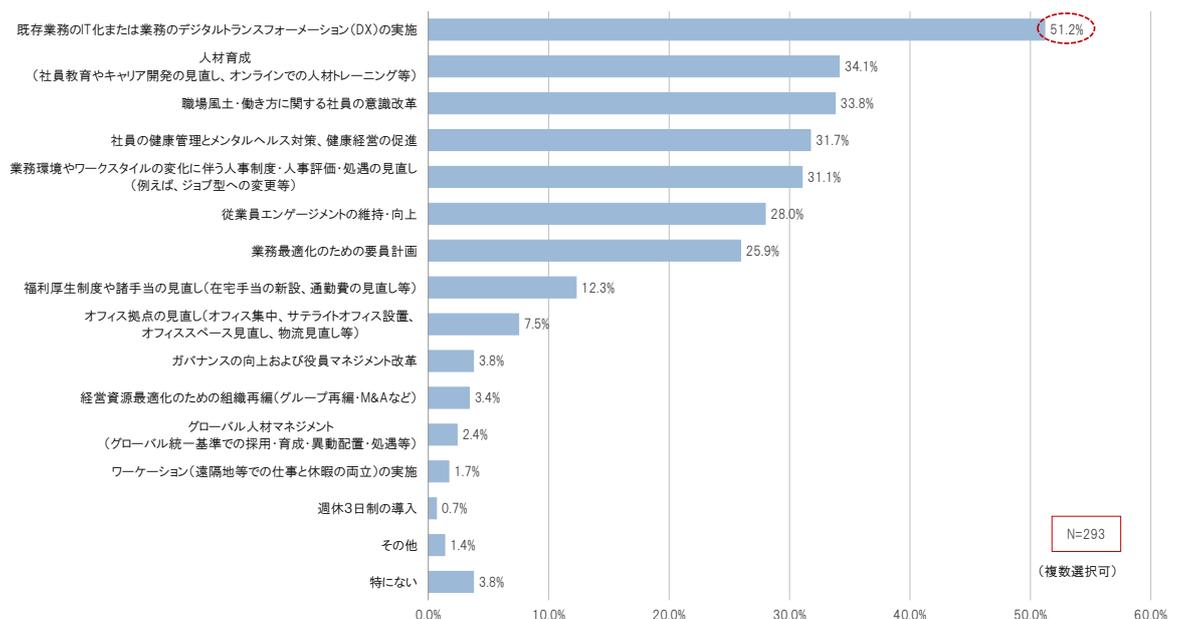
アンケート実施時点では、コロナの第5波が収束して全国的に感染者数が抑えられている状況下（図表2）、約8割の企業がテレワークを導入しているものの、実際の実施割合は20～40%の企業が半数以上を占めていました。調査当時の感染状況から、業務活動を再開する企業が多い状況であったと推測されます。With コロナ下での課題は、「業務のIT化と社内システム環境整備の困難さ」が最も多く、業務特性によりIT化やテレワークが困難な場合があるためと考えられます。With コロナ下で検討が必要な人事施策についても「既存業務のIT化または業務のDXの実施」の割合が約半数強と最も高いことが示されました（図表3）。

(図表 2) 新型コロナウイルス新規感染者数推移 (日別)



出所：厚生労働省「新規陽性者数の推移 (日別)」より筆者作成

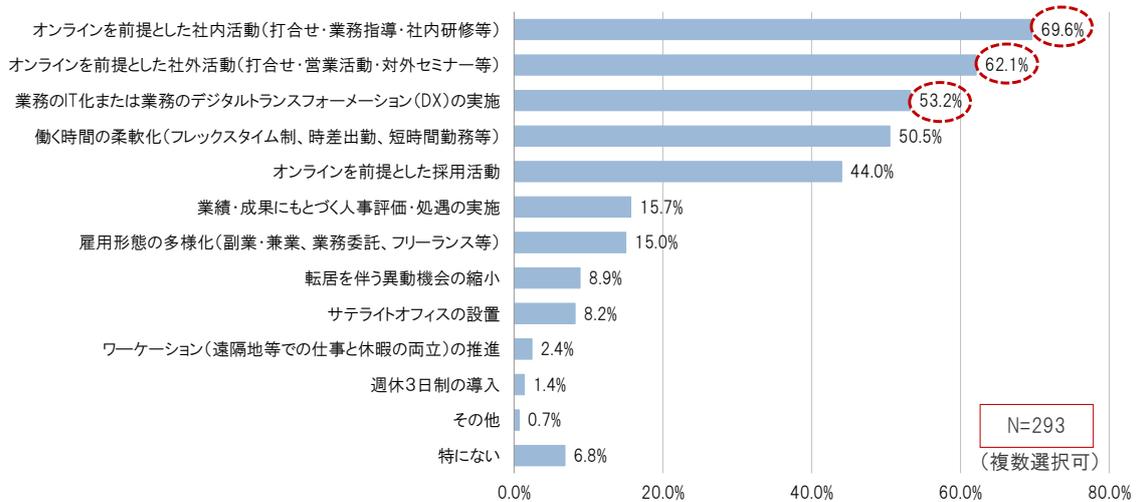
(図表 3) With コロナ下で検討が必要な人事施策



出所：三菱 UFJ 信託銀行&MURC「第3回人事・退職給付一体サーベイ (人事変革編)」

After コロナで変わると思われる事項としては、「オンラインを前提とした社内活動・社外活動」や「業務のIT化または業務のDXの実施」が高い結果となりました(図表4)。コロナ禍を契機として、業務の効率化と生産性の向上のため、既存業務を含む業務のIT化とDXの推進が欠かせない状況となっています。社内打合せや社内研修のみならず、セミナーや営業活動もオンライン化が進むものと推測され、人材育成や社内教育等を含めて人事施策としても更なるオンライン化の推進がキーワードになると考えられます。

(図表 4) 今後の After コロナで変わると思われる事項



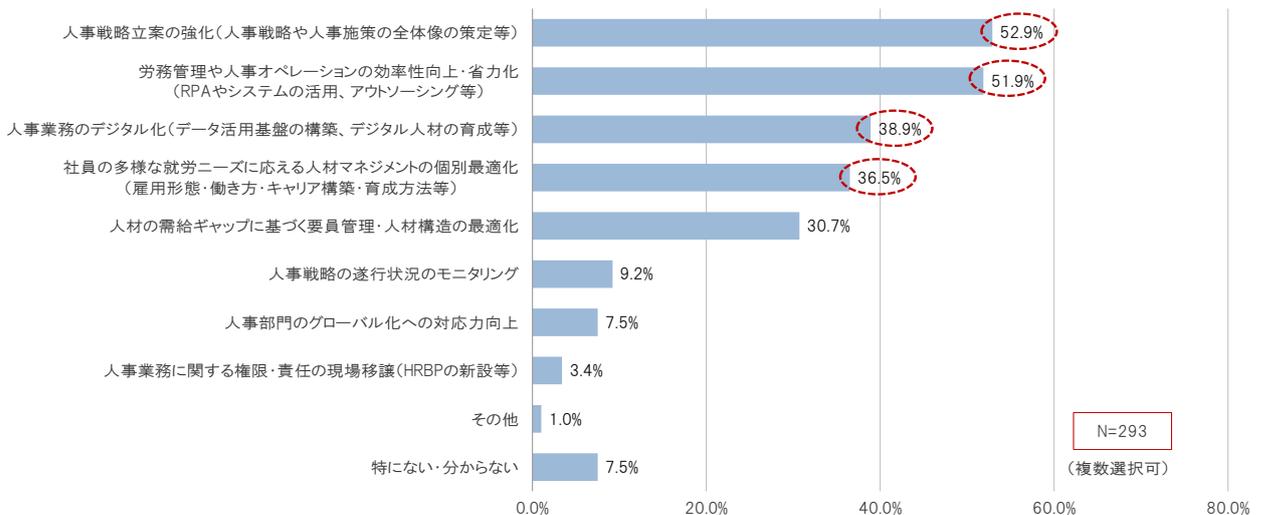
出所：三菱 UFJ 信託銀行&MURC 「第 3 回人事・退職給付一体サーベイ (人事変革編)」

4. 人事部門改革の状況

経営環境が大きく変化する中、人事部門では人的資本の側面から企業変革をリードすることが求められるようになってきています。今回は、人事部門の改革事項とともに、人事部門に求められる取組みとして「アナリティクス」「トータルコンペンセーション」「人的資本に関する情報開示ガイドライン (ISO30414)」の対応状況について聞きました。

まず、人事部門自身の改革では「人事戦略立案の強化」「労務管理や人事オペレーションの効率性向上・省力化」の割合が最も多い結果でした。やはり、人事戦略と企業経営を密接に結びつけて考えている結果と言えます。(図表 5)

(図表 5) 人事部門自身の改革事項



出所：三菱 UFJ 信託銀行&MURC 「第 3 回人事・退職給付一体サーベイ (人事変革編)」

次に、人事部門に求められる取り組みの実施状況ですが、人事データを活用する「アナリティクス」は「導入済」と「導入していないが既存データを分析して人事戦略に活用している」を合わせても 4 割強に留まり、人事データの活用についてはまだ道半ばであることが明らかになりました。

給与・賞与以外の退職給付や福利厚生・諸手当等もコストとして総合的に捉える「トータルコンペンセーション」については、「戦略的に人件費の配分を実施している」と「戦略的な人件費の配分ができておらず今後の課題と考えている」を合わせて 6 割強であり、トータルコンペンセーションの考え方が普及しつつある状況が明らかになりました。限られた人事コストをどこに優先的に配分するかは企業によって異なりますが、コストの最適化の検討は必要です。

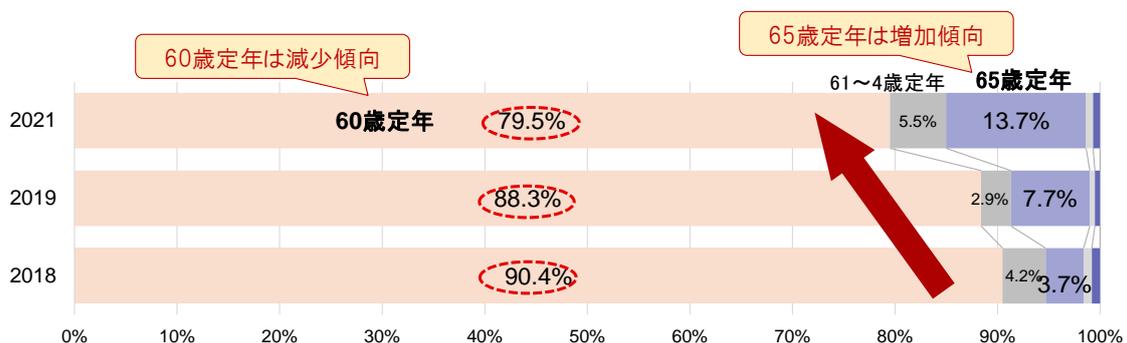
「人的資本の情報開示への対応 (ISO30414)」については、「対応をする予定はない」と「内容を把握していない (分からない)」の合計が約 7 割を占めました。今後、政府主導で開示ルールの明確化が図られると想定され、情報開示への対応が進むことが期待されます。

「ヒト」を資本として位置付ける施策の実現のためには、「ヒト」をデータ化して最適化する「アナリティクス」の整備や、戦略的な人事コスト配分の考え方である「トータルコンペンセーション」等が重要になってきます。いかにして「ヒト」による価値創造を最大化していくかが、これからの人事戦略に求められるものと考えます。

5. 正社員の定年延長

今回の調査結果でも、定年年齢は 60 歳との回答が約 8 割を占めていましたが、前回・前々回調査と比較して徐々に減少傾向にあります。一方、65 歳定年は 1 割強に増加しており、前回・前々回調査と比較して増加傾向にあります (図表 6)。

(図表 6) 現在の定年年齢 (2018~2021 年)

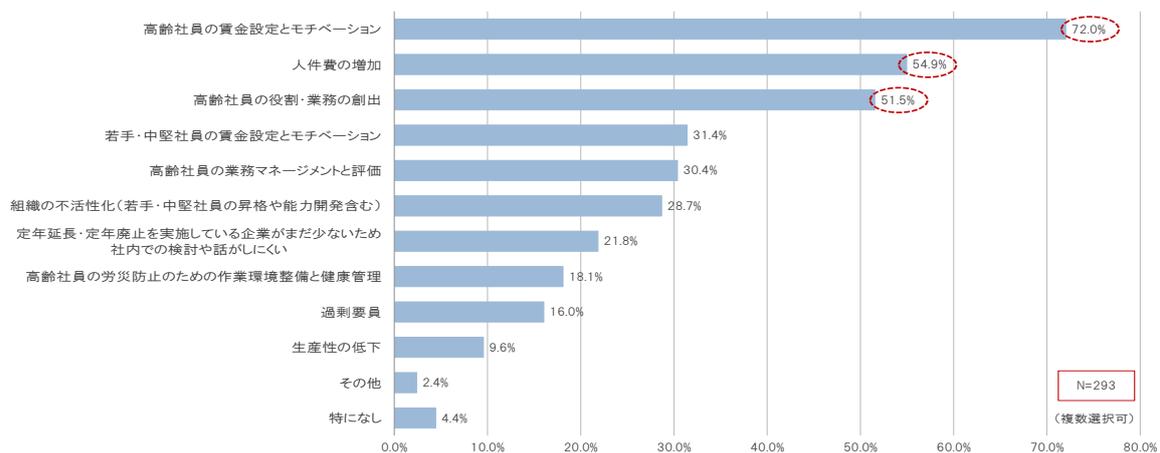


出所：三菱 UFJ 信託銀行&MURC「第 3 回人事・退職給付一体サーベイ (人事変革編)」

また、定年延長等を実施する際の課題としては、「高齢社員の賃金設定とモチベーション」が約 7 割と最も多く、次いで「人件費の増加」、「高齢社員の役割・業務の創出」が挙げら

れています（図表 7）。定年延長を検討する際には人事コストに加えて、高齢社員のモチベーションを更に高めるための、役割・業務をどのように設定するのが重要であると考えられます。

（図表 7）定年延長等を実施する際の課題



出所：三菱 UFJ 信託銀行&MURC 「第 3 回人事・退職給付一体サーベイ（人事変革編）」

6. 70 歳までの就業機会の確保措置

政府は 2021 年 4 月 1 日より、「70 歳までの就業機会の確保措置」を企業の努力義務としました。65 歳から 70 歳までの就業機会を確保するため、以下①～⑤のいずれかの措置を講ずる必要があります。

【70 歳までの就業機会確保措置】

- ① 70 歳までの定年引上げ
- ② 70 歳までの継続雇用制度の導入（特殊関係事業主に加えて他事業主によるものを含む）
- ③ 定年廃止
- ④ 70 歳まで継続的に業務委託契約を締結する制度※1
- ⑤ 70 歳まで継続的に社会貢献事業に従事できる制度※2

【注】雇用以外の措置（上記④及び⑤）による場合は、労働者の過半数を代表する者等の同意を得た上で導入する必要あり

※1 雇用する高年齢者が新たに事業を開始する場合の継続的な業務委託契約等の締結

※2 社会貢献事業に継続的に従事することにより就業機会を確保する次の措置で、役務提供等の対価として金銭を支払う有償のものに限る

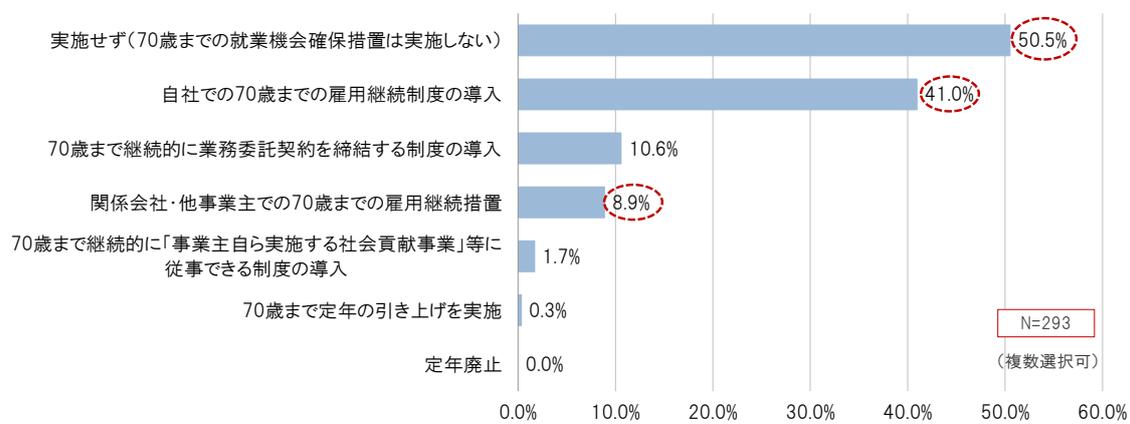
（ア．事業主が自ら実施する事業、イ．事業主が委託、出資（資金提供）等する団体が行う社会貢献事業）

今回の調査結果で対応方法としては、「自社での 70 歳までの継続雇用制度」が約 4 割と最も多く、「関係会社・他事業所での 70 歳までの継続雇用制度」約 1 割と合わせると、半

数が「70歳までの継続雇用制度」を採用する方向性のようです（図表8）。一方で「実施しない」が約5割あり、努力義務から義務化のタイミングで検討すると考えている割合が高い結果となりました。

政府は2025年以降に義務化の検討を実施するとしていますので、当面は他社動向含めて様子見という企業が多いものと思われます。しかし、少子高齢化が更に進むと新規採用者の確保が徐々に困難になっていくと想定されるため、早目に将来設計の検討に着手すべきと考えます。

（図表8）70歳までの就業機会確保措置の検討状況



出所：三菱 UFJ 信託銀行&MURC「第3回人事・退職給付一体サーベイ（人事変革編）」

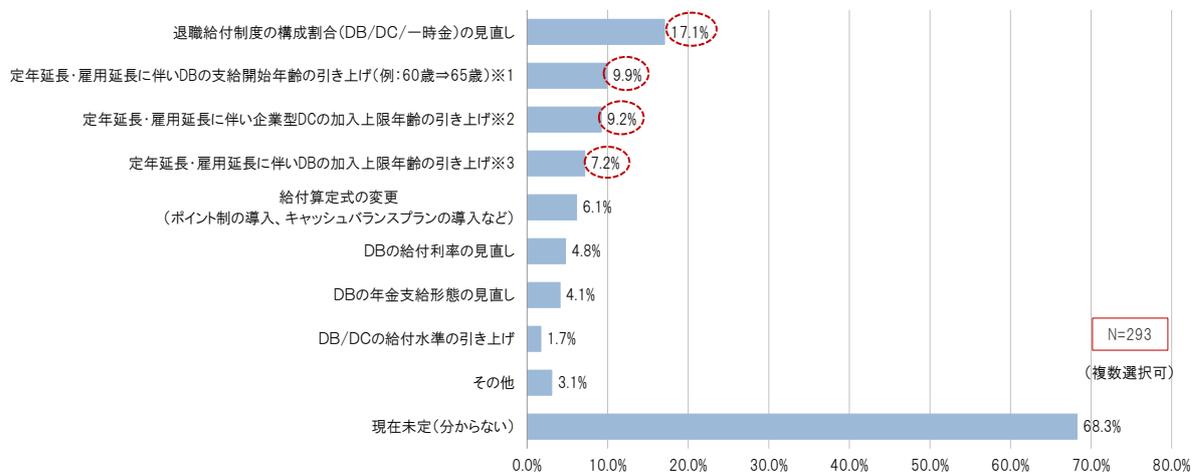
7. 今後の退職給付制度の見直し

定年延長等の実施に伴う退職給付制度の見直し方針としては、「旧定年までは従来通りの給付水準とし、旧定年で頭打ち（旧定年で資格喪失し、新定年まで支給繰下げ）」とする割合が最も高い結果でした。

また、定年延長等の実施に伴うDB・DCの見直し方針については、「退職給付制度の構成割合（DB・DC・一時金）の見直し」が2割弱で最も多く、定年延長等を機に、退職給付全体の制度構成を検討する意向と考えられます（図表9）。

「定年延長・雇用延長に伴いDBの支給開始年齢の引上げ」「定年延長・雇用延長に伴いDBの加入上限年齢の引上げ」「定年延長・雇用延長に伴い企業型DCの加入上限年齢の引上げ」もそれぞれ1割弱ずつありますが、これは2020年の年金法改正により、DBの支給開始年齢が従来の65歳から70歳に引上げられること（2020年6月5日施行）や、厚生年金被保険者であれば企業型DCに70歳まで加入可能（2022年5月1日施行）になること等を踏まえて、定年延長・雇用延長に合わせてDB・企業型DCの制度設計見直しを行う方針であると考えられます。

(図表 9) 定年延長等の実施に伴う DB・企業型 DC の見直し方針



出所：三菱 UFJ 信託銀行&MURC「第3回人事・退職給付一体サーベイ（人事変革編）」

新型コロナウイルスの影響はまだしばらく続きそうですが、そのような状況下であっても企業には業務継続と生産性向上が求められています。「70歳までの就業機会の確保措置」や「年金法改正」の内容を踏まえつつ、「アナリティクス」の仕組みや「トータルコンペンセーション」の考え方を取り入れ、人的資本を有効に活用しその価値の最大化を図っていく必要があります。

また、より長く働き、集積した知識と経験を社会に還元していくことは、今後の日本の超高齢化社会への対応策ともなります。企業にはそのための人事制度・退職給付制度の見直しの検討が求められています。

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。

注1：デジタルトランスフォーメーションとは、生産性を向上させるため、デジタル技術を活用して、組織体制、ビジネスモデル、従業員の働き方等を抜本的に変革すること

注2：アナリティクスとは、蓄積されたデータを分析、収集し活用のための知見を得る技術のこと

注3：トータルコンペンセーションとは、給与・賞与以外に退職給付や福利厚生・諸手当等もコストとして総合的に捉える総合報酬戦略のこと

注4：国際標準化機構（ISO）は2018年12月に世界で初めて網羅的・体系的な内部及び外部のステークホルダーに対する「人的資本に関する情報開示のための指針（ガイドライン）」を発表

誌上年金カレッジ

財政決算報告書の見方～①財政決算～

年金コンサルティング部 リサーチグループ 中原 由紀子

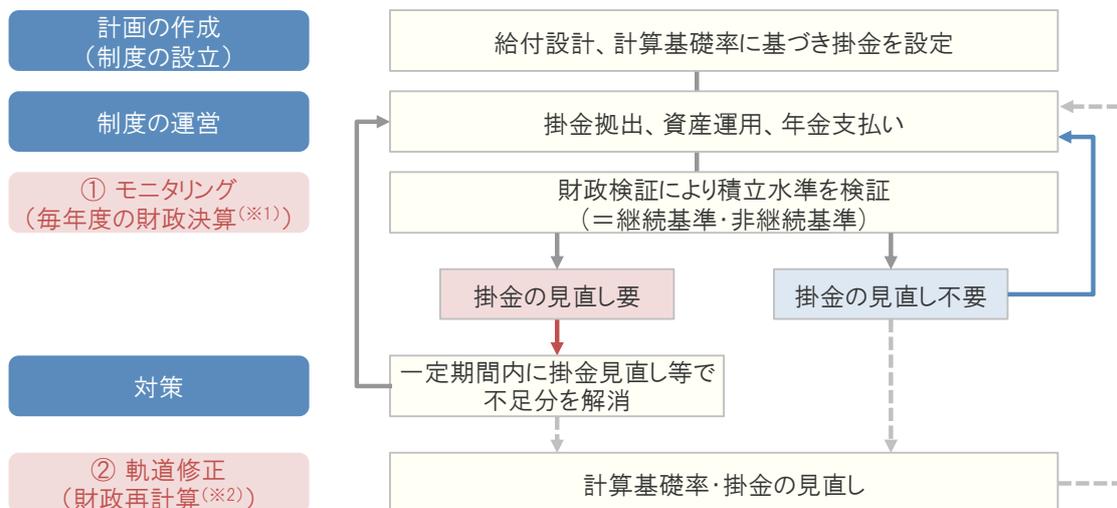
今回は、「財政決算報告書の見方」の第1回目として、企業年金の1つである確定給付企業年金の財政運営において基本となる「財政決算」について、その仕組みや考え方を解説します。

1. 年金財政運営の仕組み

確定給付企業年金（以下、DB）では制度設立時に給付を設計するとともに、その制度から将来どのように給付が発生し、その給付を賄うためにどのように年金資産を積み上げて行くのか、将来を推計するための「計算基礎率」に基づいて財政の計画を立てます。計算基礎率とは、運用利回りの見込みである予定利率、掛金・給付の算定の基礎となる給与の予想昇給率、制度からの脱退時期を推計する予定脱退率など、財政計画の前提を指します。

制度設立後は、実際に掛金を拠出し資産を運用し、年金等の給付支払いを行います。DBでは将来の給付を賄えるよう、事前に年金資産を積み立てることが特徴の1つです（詳細は2021年7月号をご参照）。そのため、制度運営の中で年金資産が予定通り積み立てられているか、定期的に確認する必要があります。その確認方法が、制度運営の中で年に1度実施される「①モニタリング（以下、財政決算）」、少なくとも5年に1度実施される「②軌道修正（以下、財政再計算）」です（図表1）。

（図表1）年金財政運営の仕組み



（出所）弊社作成

財政決算は年に1度、年金決算月において貸借対照表・損益計算書を作成して財政状況を確認し、積立水準を検証（財政検証）します。

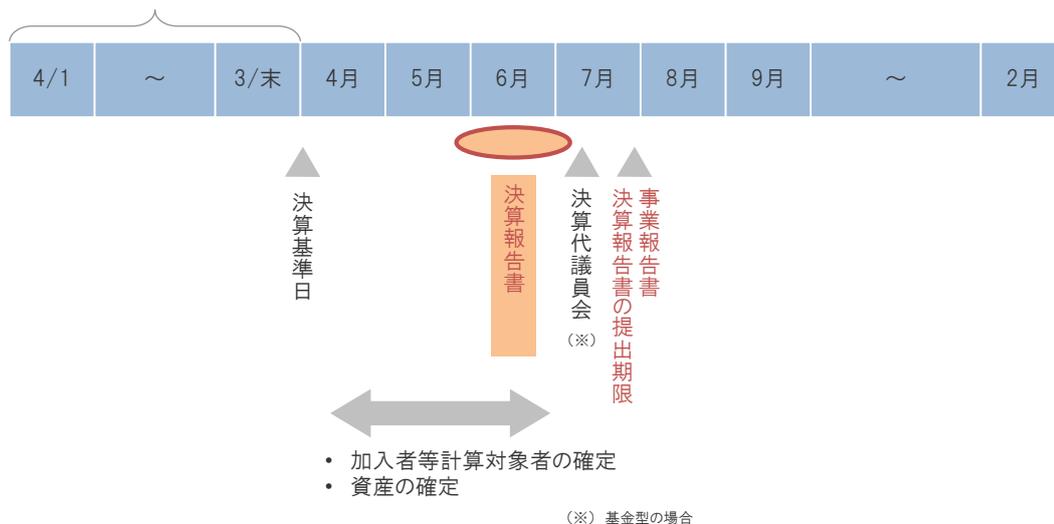
一方、財政再計算は少なくとも5年に1度、財政計画の前提である計算基礎率を見直します。掛金はこの計算基礎率を前提に算定しますので、財政再計算では計算基礎率の見直しを行うと同時に、掛金も見直すことになります。

2. 財政決算とは

財政決算とは、毎事業年度末において年金資産の積立状況を確認することで、年金財政が予定どおり推移しているか、つまり、年金資産がその年の目標額に達しているか、過不足を把握することを指します。なお、財政決算における事業年度は、企業の事業年度とは異なる場合もあります。

(図表2) 財政決算のスケジュール

事業年度が「4月～翌年3月」の場合



(出所) 弊社作成

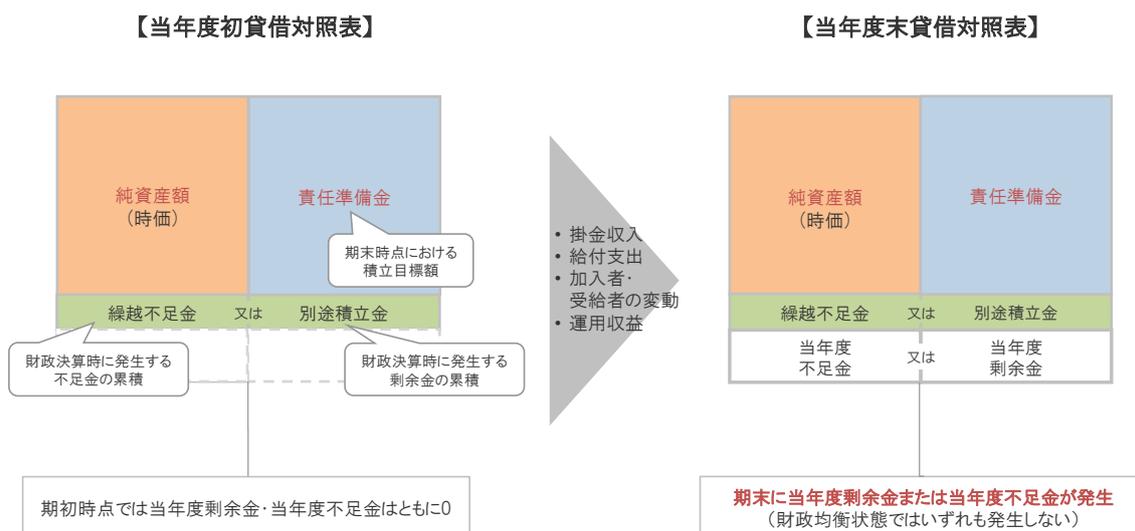
3月決算の場合を例に、財政決算のスケジュールを説明します(図表2)。積立状況の確認を行う決算基準日は3月末日になります。決算基準日までの1年間の加入者・受給権者の異動、資金の異動の情報や基準日時点の年金資産残高に基づき、債務および年金資産を確定し、それらの情報をもとに決算作業を行います。

そして、決算基準日から3ヶ月後の6月頃、決算報告書が完成します。この決算報告書により、企業や企業年金基金は財政状況を確認します。また、企業等は、事業年度終了後4ヶ月以内に、厚生労働大臣宛てに「事業及び決算に関する報告書」を提出する必要があります。特に、基金型の場合は、報告書の提出前に決算代議員会の決議等も行う必要があります。

3. 貸借対照表

財政決算における貸借対照表は、決算基準日における年金制度の積立状況を表すものです。具体的には、今年度までに積み上げた純資産額と今年度の積立目標である「責任準備金」を比較することにより、積立状況を把握します。

(図表3) 貸借対照表



(出所) 弊社作成

ある決算年度初の貸借対照表上、純資産額と責任準備金と同額であったと仮定して、1年間の貸借対照表の動きを説明します(図表3)。年度初に純資産額と責任準備金と同額であったとしても、年度途中の掛金収入や給付支出、運用収益などにより、年度末の積立状況は変化します。財政決算はこの変化を把握することが一つの目的となります。

仮に、1年後の年度末で純資産額が責任準備金を上回った場合、この上回った額は財政上の剰余として認識され、当年度剰余金と呼びます。発生した当年度剰余金は決算にて処分され、剰余金の累積である別途積立金に組み込まれ(もしくは繰越不足金と相殺され)ます。

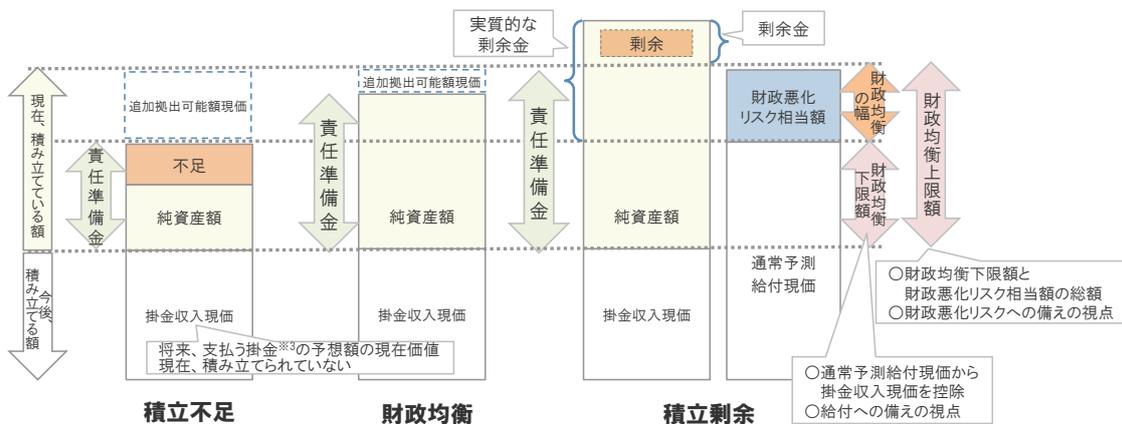
一方、1年後の年度末で純資産額が責任準備金を下回った場合、この下回った額は財政上の不足として認識され、当年度不足金と呼びます。発生した当年度不足金は、剰余金と同様に決算にて処理され、不足金の累積である繰越不足金の中に組み込まれ(もしくは別途積立金と相殺され)ます。

4. 財政決算基準日時点の財政状況

次に、財政決算時に純資産額(「別途積立金」がある場合は当該額を控除した額、以下同じ)と比較する責任準備金について説明します。責任準備金は財政均衡状態と密接に関連します。DBの積立状況は一定の金額を境に剰余不足を判定するのではなく、一定の幅をも

って判定します。「財政均衡」とは、純資産額がこの一定の幅に納まっている状態を言い、一定の幅の下限を「財政均衡下限額」、上限を「財政均衡上限額」と言います（図表 4）。DB 法上、「財政均衡」の状態であれば、積立目標である責任準備金を確保できているとされ、責任準備金と純資産額は同額となります。つまり、責任準備金の額は掛金・給付の見込みから計算した債務額だけではなく、純資産額の水準も考慮して算定されるということです。なお、純資産額が財政均衡下限額を下回ると積立不足（図表 4 左側）となり、財政均衡上限額を上回ると積立剰余（図表 4 右側）となります。

（図表 4） 財政決算基準日時点の財政状況



- ・通常予測給付現価 …将来、受け取る給付の予想額の現在価値
- ・財政悪化リスク相当額 …将来において20年に一度程度発生する損失。この額の範囲内で任意に拠出できる掛金をリスク対応掛金という
- ・責任準備金 …法令上、制度が確保しなければならない資産額（財政均衡下限額～財政均衡上限額の値をとる）
- ・追加拠出可能額現価 …「リスク対応掛金」として追加することが可能な掛金の額を現価換算したもの（ただし、実際掛金を設定する場合は他の条件あり）

（出所）弊社作成

財政均衡下限額は、「通常予測給付現価」から「掛金収入現価」を控除した額です。通常予測給付現価は、将来受け取る給付の予想額の現在価値を指し、掛金収入現価は標準掛金、特別掛金等の掛金額の現在価値を指します。財政均衡下限額は、給付への備えとして必要な額の基準であり、これを下回ると将来の給付が危ぶまれるラインと言えます。つまり、財政均衡下限額が確保されていれば、将来の給付への備えは賄えていると考えられるため、財政均衡下限額を超える純資産額（別途積立金を含む）を「実質的な剰余金」と呼んでいます。

一方、財政均衡上限額は、財政均衡下限額に財政悪化リスク相当額を加算した額です。財政悪化リスク相当額は、20年に一度程度発生すると想定される損失を考慮した額であり、純資産の額が財政均衡下限額を上回っていても、財政均衡上限額を下回っていれば「リスク対応掛金」を拠出することが可能とされています。リスク対応掛金は給付に備える掛金とは異なり、財政悪化リスクという発生が確実ではない将来の事象への備えであるため、財政悪化リスク相当額の範囲内で任意に設定することが可能です（リスク対応掛金を拠出しないという選択も可能）。財政均衡上限額は、給付への備えに加えて将来の財政悪化リス

クへも備えるために設けられた額とも言えます。

なお、通常予測給付現価と財政悪化リスク相当額の合計額に掛金収入現価と責任準備金の合計額が満たない部分については、リスク対応掛金が設定できる余地があるという意味で、追加拠出可能額現価を計上します（図表4の青い点線で囲まれた部分）。追加拠出（＝リスク対応掛金）を設定するかどうかは任意であり、また、実際に掛金設定する場合は、別途積立金額を控除して算定するなど、他の掛金計算上のルールにも留意が必要です。

5. 当年度発生の実質的な剰余金・不足

財政決算において、当年度に発生した剰余金、不足金の額は、貸借対照表で把握します。しかし、財政均衡の状態にある場合は責任準備金が純資産額と連動して変化するため、当年度剰余金、当年度不足金が発生しません。前年度と比べて財政状況がどのように変化したのか、当年度剰余金、当年度不足金を見ただけでは把握できないことになります。従って、財政均衡下限額に対する剰余金（実質的な剰余金）を把握する必要があります。財政均衡下限額は純資産額の変動とは独立して算定されるため、前年度からの実質的な剰余金・不足金の発生状況から財政状況の変化を把握できます（図表5）。

（図表5）当年度剰余金・不足金の内訳

（金額単位：百万円）

要因		影響額 ^{※1}	
①	時価に基づく利差	300	
	当期の時価ベース利回り ^{※2} 2.90%	財政運営上の予定利率	1.50%
②	前年度の実質的な剰余金・不足金にかかる利息	52	
③	諸経費	△ 10	
④	他会計との収支	0	
⑤	特例掛金元利合計	0	
⑥	特別・リスク対応掛金収入見込差	4	
⑦	新規加入差	△ 5	
⑧	将来加入者の見込差	0	
⑨	昇給差	2	
⑩	標準掛金にかかる適用掛金差	0	
⑪	その他	57	
小計（当年度の実質的な剰余金・不足金）		400	
⑫	追加拠出可能額現価の増減額	△ 400	
合計（当年度剰余金・不足金）		0	

※1 プラスの数値は剰余金、マイナスの数値は不足金であることを表します。

なお、内訳の把握が不可能な項目は「-」としています。

※2 時価ベース利回りは年金信託決算報告資料における「修正総合収益率」とは異なります。

（出所）弊社作成

図表5の「小計」が当年度に発生した実質的な剰余金・不足金の額であり、①～⑪がその内訳です。

例えば、①時価に基づく利差は年金資産の運用利回りについて、予定（予定利率）と実績（時価ベース利回り）との差により生じる差損益です。制度からの給付額は掛金とその運用収益で賄うこととなりますが、資産の利回り目標である予定利率と実際の運用利回りが乖離すると、予定していた収入に過不足が生ずるため、財政上の剰余や不足が発生することとなります。時価に基づく利差は時には大きなものとなり、当年度の実質的な剰余金・不足金の大部分を占めることもあります。

また、その他の項目の差異は、①時価に基づく利差に比べると変動の幅が小さいことが通常ですが、毎年一定方向に差損益が続くような場合は、その差損益を生じる原因となっている計算基礎率の見直しを検討してもよいかもしれません。

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。

パーパス経営的人事考 その1

女性活躍推進への「男性差別」批判をどう考えるか

年金コンサルティング部 コンサルティング&ソリューション推進室
人事コンサルティンググループ チーフコンサルタント 若山 秋雄

女性活躍推進法が2015年に成立して6年が経過しようとしています。いまや女性活躍推進に取り組むことは、企業にとって当たり前のこととなりました。2021年6月に改訂公表されたコーポレートガバナンス・コードでは「管理職における多様性の確保(女性・外国人・中途採用者の登用)」についての考え方と測定可能な自主目標の設定、及びこれらの開示が求められています。

このように女性活躍推進に対する社会的な要請が強まり、企業が積極的な姿勢に転ずると、「(行き過ぎた)女性活躍推進は男性差別だ」という声なき声も生じかねません。

本稿では日本企業において、このような「男性差別」批判に人事がどのようにこたえるべきか、企業の存在意義としてどう認識すべきか、考えます。

1. 米国で提示された「男性差別の実態」

世界経済フォーラムが2021年3月に発表した「ジェンダーギャップ指数2021」で、日本は156か国中120位となり、主要先進7か国では引き続き最下位でした。企業経営に関係する分野では、「管理職に就いている男女の差」が139位と大きく足を引っ張りました。

2021年に改訂されたコーポレートガバナンス・コードにおいては「管理職における多様性の確保」の対象として、真っ先に「女性」が掲げられました。いまや上場企業において「女性管理職を増やす数値目標」は、経営陣が対外的にコミットすべき最も重要な目標のひとつです。

ところで「ジェンダーギャップ指数」のジェンダーとは「社会的・文化的な性差」のことですが、このジェンダーという概念は、1960年代のアメリカ社会で固定的な性役割に異議をとなえた女性たちがはじめた「女性学」から生まれたとされています。

アメリカは「ジェンダーギャップ指数2021」では30位ですが、当時のアメリカは現在よりもずっと男社会でした。女性たちが声を上げ始めたのと前後して、男女同一賃金法が1963年に成立します。アメリカにおける様々な雇用差別禁止法制の発端となった法律です。やがて女性や人種的マイノリティの雇用機会増加への取り組み「アファーマティブ・アクション」を企業に義務付ける大統領令が発出されます。

日本の女性活躍推進法の成立が2015年ですので、アメリカでは半世紀以上前から「女性活躍」に取り組んできたこととなります。

そのアメリカで、やがて「男性学」が生まれます。「女性学」が社会的な女性の課題に取り組んだように、「男性学」も社会的な男性の課題に取り組むものです。1970年代には運動が始まり、1980年代に学問として成立していたとされています。日本の女性活躍推進法成立から数えると、ちょうど始まりは今頃にあたります。

そして1993年、当時のアメリカ社会における男性差別の実態を世に問うた「男性権力の神話(原題”The Myth of Male Power”)」がベストセラーになります。著者のワレン・ファレルが「ガラスの地下室」と呼び指摘した「男性差別の実態」は、例えば次のような衝撃的なものでした。

- 男性の平均寿命は女性の平均寿命よりも6.9歳短い。1920年には差は1歳であったので、生物学的な差とは考えにくい(バングラデシュも差は1歳)
- 9歳までの男女の自殺率はほぼ同じだが、10～14歳では男子は女子の2倍、15～19歳で4倍、20～24歳で約6倍となる。男子が男性の性役割によるプレッシャーを受けると自殺率は大幅に増加する。85歳以上の自殺率は、男性は女性の13.5倍高い
- 世帯主である女性の資産額(支払い義務差し引き後)は、世帯主である男性の1.4倍
注)上記の数値はいずれも同著による

このように、同著では「男性の性役割は、男性の寿命を女性よりも明らかに縮め、得られる富や幸福を女性よりも明らかに少なくしている」との論旨が展開されています。

2. 「社会的な男性の課題」に向き合う企業の責任

フェミニズム(女性差別撤廃の思想・運動)やマスキュリズム(男性差別撤廃の思想・運動)の議論に踏み込むことは本稿の目的ではありませんが、アメリカ社会における30年前のワレン・ファレルの指摘は、今日の日本企業が女性活躍推進につき、これから何を目指すべきか、より本質的に考えるきっかけを与えてくれます。

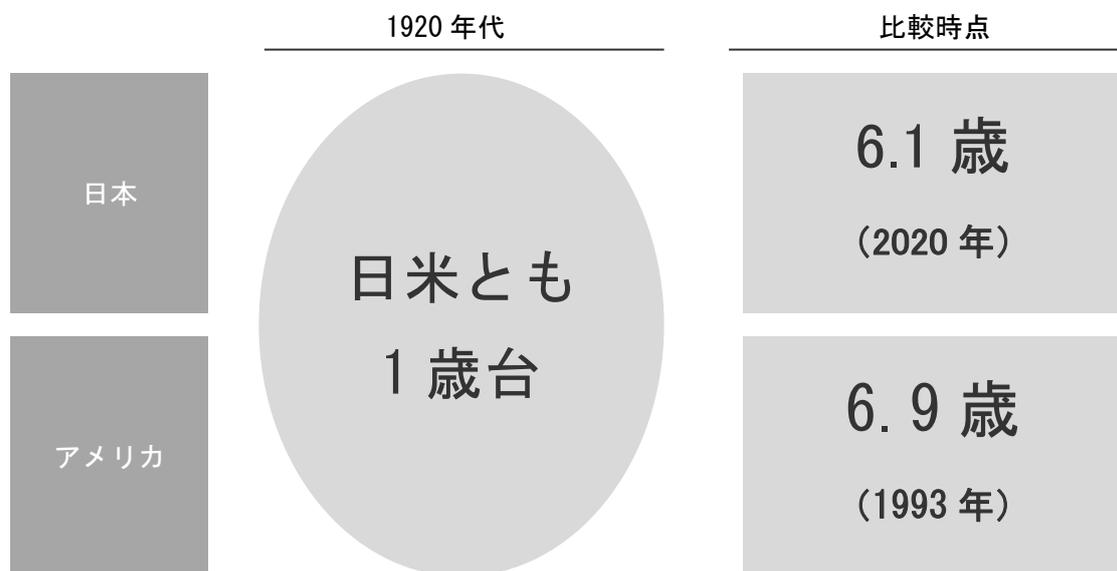
当時のアメリカと今日の日本には、相通ずる部分があります。政治や企業経営などの領域において女性活躍推進が課題であること、そして、実は男性も社会的に深刻な課題を抱えていることです。

2020年の日本人の平均寿命は、男性は女性より6.1歳短く、自殺率は、男性は女性の2.1倍という統計があります。平均寿命については、アメリカ同様に1920年代は男女差が1歳台であったということです。これら2020年の日本の男性のおかれた状況は、1993年にファレルが指摘した当時のアメリカの男性の置かれた状況と似ています。そして、当時のアメリカ、今日の日本のいずれの男性も、社会・文化的な性役割を求められることがストレスとなり、女性よりも寿命を縮めているものと考えられています。

日本企業の経営、とりわけ人事の責任者は、これらをどう捉え、自社としてどう向き合うか、考え決断する責任を問われているといえるのではないのでしょうか。

言い換えれば、「女性活躍推進」は、男性側への配慮も必要な施策として捉える必要がある、ということになります。

(図表1) 男性の平均寿命が女性より短い年数



(出所) 厚生労働省「令和2年簡易生命表」2021年

綿引信義 西田茂樹「わが国の平均寿命の男女格差について(2)男女格差の推移について」1996年
ワレン・ファレル著/久米泰介訳「男性権力の神話」1993年/2014年をもとに、筆者作成

3. 「社会的な男性の課題」に向き合う企業の責任

企業が取り組むべき「社会的な男性の課題」とは、どのようなものになるでしょうか。

まず、企業における「社会的な女性の課題」への取り組みである女性活躍推進とは、課題そのものの位置づけがやや異なります。

企業において女性活躍推進の課題解決は、大きく捉えると次の二つの施策によってなされています。

【女性活躍推進の課題解決策】

① 両立支援

男性に比べて活躍余地(就業できていない時間)のある女性が、育児などの時間制約と折り合いをつけて仕事を続けることができるようにする施策

② 仕事の機会均等化

採用・配置や昇格・昇進などにおいて、男性と同じように機会が得られるようにする施策

両立支援は、男性も利用することができる施策ですが、実態として女性がより多く利用しており、女性活躍推進施策の一部とみなしている企業が多いと思われます。

仕事の機会均等化は、特に女性活躍が進んでいない企業において、男性にすでに与えられている参加機会に近づけるため、積極的に女性に機会を与える施策です。

このように、企業における「社会的な女性の課題」は、女性の活躍の幅や機会が制限されていたので広げよう、というものです。広げうる幅や機会を選択するかどうかは、基本的に個々の女性にゆだねられる構図にはなりますが、元々活躍の幅や機会を広げたいと意識している女性は自分の意志で選択することが可能です。

これに対して「社会的な男性の課題」のうち企業に属する課題は、「企業において就業し活躍すべきことが当然視されている、または自分でそう思い込んで自身を縛っている男性の課題」として捉えることとなります。

女性活躍推進の「①両立支援、②仕事の機会均等化」に対比して整理するならば、企業における「社会的な男性の課題」への対応は、次のように表現できるのではないのでしょうか。

【社会的な男性の課題解決策】

① 解放支援

女性に比べて就業や活躍に対する強迫観念のある男性が、考え方やスタンスを切り替えることを支援する施策

② 探索の機会均等化

仕事以外の人生の充実を図るための時間や機会の確保、行動を後押しする施策

女性活躍推進における「両立支援」が、時間制約などの就業に対する制約への対処であるのに対し、「解放支援」は、企業における就業や活躍を自身に課す心理的な制約への対処です。

また、女性活躍推進の「仕事の機会均等化」が仕事の機会を男性と均等に近づける取り組みであるのに対し、「探索の機会均等化」は、男性が自分らしく生きるために仕事以外の価値観や生き方を探索する機会をつくり増やす取り組みです。

これらは女性活躍推進に対して、「男性解放推進」とでも呼べるのではないのでしょうか。

ところで、既に日本企業において行われている施策の中に、例えば男性の育児休業取得を奨励する取り組みがあります。

男性育休には、「パパママ育休プラス」や、「くるみん」の認定基準の一つとなっていること等、法制の後押しもあります。女性活躍推進における一般事業主行動計画においても重視される要素です。

さて、この施策は、男性解放推進の施策といえるのでしょうか。

もちろん、育児に向き合う期間をしっかりとることは、その男性にとって人生の探索になる可能性があるでしょう。しかしながら、例えばその男性が仕事を離れることに後ろめたさを感じてしまうような環境であるならば、その男性育児休業は、パートナーの女

性活躍推進を助ける取り組みになりえるとしても、男性解放推進の取り組みとは言えないのではないのでしょうか。

ここに男性解放推進の難しさ、捉えづらさがあります。そもそも、就業すること、活躍することを否定する必要はまったくありません。本人が真に生涯を通じて望むならば、仕事漬けの人生こそ最も本人の幸せが実現できているといえるかもしれません。

問題は、そうした考え方が暗黙のうちにその人自身を縛ってしまうことです。この問題の源泉は、本人の中にも、環境としての企業の中にもあります。そして、この問題へのアプローチを個人に任せるだけでは、企業は男性側にも配慮した「女性活躍推進」を行ったことにならないのです。

4. 「女性活躍推進」と「男性解放推進」を企業のパーパスに引き寄せる

女性活躍推進法に基づき一定基準を満たして「えるぼし」の認定を受けた模範的な企業 156 社に聞き取りを行った結果、「女性活躍の行動計画の達成割合は4割にとどまっている」との記事が 2022 年 1 月 20 日の日本経済新聞に掲載されました。記事の内容から、女性の管理職などへの登用目標が未達であったようです。

筆者は、リーマンショック後の 2009 年、「いま、女性活躍推進が企業の戦略として非常に重要だ」との論考を公表したことがあります。女性活躍推進法が成立する 6 年ほど前のことです。

当時は、女性活躍推進が現在ほど世間で重要視されることになるとは、ほとんど思われていませんでした。

実際、筆者の主張に理解を示し共感してくださる方は少なからずいたものの、企業のアクションとして女性活躍推進に火が付いたのは、女性活躍推進法の成立(2015 年)の、さらにしばらく後のことでした。

女性活躍推進は、とても時間のかかる取り組みです。仮に企業の多くが 2010 年から女性活躍推進に取り組んでいれば、そのころ入社し退職した新卒女性社員達の一部は仕事を辞めずに続けられ、2022 年のいま、管理職やリーダーのポストに就いていたかもしれません。

いま、企業が「男性解放推進」に向き合うことの重要性をうったえるのは、かつて「女性活躍推進こそが企業の将来性を決めるのだ」とうったえたときに似ている気がします。

しかし、当時とは異なる背景もあります。SDG's や ESG 投資などの外部要因が、企業の行動に非常に大きな影響を与えるようになっていることです。

SDG's や ESG などの切り口で、企業は様々なステークホルダーからより信頼され共感される存在となることを求められるようになっています。

従業員ももちろん重要なステークホルダーであり、企業が従業員とどう向き合っているかは、企業の「人」に対する根源的な姿勢として見られます。このため、「男性解放推進」は、女性活躍推進とともに企業のパーパスに引き寄せてとらえるべき時代になってきているのではないのでしょうか。

多くの企業で、自社の存在理由であるパーパスを定義する動きがみられます。「パーパス経営」の著者である名和高司氏によれば、「ミッション」が「企業が神から与えられた指示であり、外発的なもの」であるのに対して、「パーパス」は「企業の内から湧き出してくる、内発的なもの」と位置付けられます。

つまり、パーパスとは、いわば「企業の内面、本音、意思」であり、企業がパーパスを定め公表することは、「企業が自分の内面を見つめ、本音を開示すること」を意味します。

女性活躍推進も「男性解放推進」も、企業が自らの一部である従業員にどうあってほしいかを突き詰めて見つめなおし、自社のパーパスの一部として言語化して初めて、真にキックオフできるのだ、と言ったら厳しすぎるでしょうか。

言い換えれば、本来、女性活躍推進だけをとっても、企業のうちから湧き出してくる内発的なものとして定義されるべきであったのです。しかし外圧としての女性活躍推進法に背中をおされる形で、女性活躍推進に取り組んだ日本企業もあるのではないのでしょうか。

それらの企業が「自社の女性に関する社会的な課題」について「内省する」機会を得たのだとすると、あわせて「自社の男性に関する社会的な課題」についても内省してとらえることで、人に関する内部から湧き出した理念の言語化を、より大きく進めることができるはずです。

5. 心理的両性具有な組織文化はユニコーンを生む！？

どのような言語化を行うかは、企業ごとに異なってしかるべきですが、すべてのステークホルダーが最終的には「人」であることから、企業の存在意義を考える上で、その企業が従業員にどのように相対する姿勢をとっているかは、ますます注目されていくでしょう。

心理学においては、「男性性、女性性の特徴を双方持ち合わせた、心理的に両性具有な方が、認知の柔軟性や社会的能力、精神面の強さに優れ、高い創造性を発揮しやすい」とされています。女性活躍推進や「男性解放推進」をパーパスに取り込むことを通じて、組織としての心理的両性具有化を進めることは、企業の組織力を高めるのではないのでしょうか。

もちろん事業を持続させ発展させることと両立しなければなりませんから、まったく容易なことではないように思えます。

ただし、実現不可能な絵空事ではありません。完全ではありませんが、すでに女性活躍推進と「男性解放推進」を、それなりに実現している成功事例があるからです。

先進国の中で平均寿命の男女差がおしなべて小さいのは北欧諸国です。北欧諸国の中でも先進的な工業国である点が日本に似ているスウェーデンは、男性の平均寿命の方が短いものの、差は2020年の統計で3.69歳にとどまっています。

このスウェーデンは「ジェンダーギャップ指数2021」で156か国中5位に入っていることからわかるように、ジェンダー格差が特に小さな先進国の一つです。ジェンダーギャップが小さく、男女の寿命の差も小さいのです。

それに加えて、経済規模や社会保障をはじめとした国情が日本やアメリカと異なるもの

の、人口一人当たりのユニコーン数で、首都ストックホルムはシリコンバレーに次いで世界2位なのです。先進的な技術やサービス、優れたデザインなどを生み出しているスウェーデンは、「ヨーロッパのシリコンバレー」であるとか、「ユニコーン・ファクトリー」ともいわれます。

「内向的な国民性が日本人と似ている」といわれるスウェーデンの企業が、いまから10年後に女性活躍推進と「男性解放推進」を成し遂げた後の日本企業の姿を示唆しているとイメージしてみましょう。そのとき、日本には多くのユニコーン企業が生れているのかもしれない。

スウェーデンの社会文化的なキーワードに「ラーゴム」があります。「ほどほど」とか「ちょうどよい」といったニュアンスの言葉で、スウェーデンでは「ラーゴムが一番よい」とよくいわれるそうです。

日本語で近いニュアンスの言葉を探すなら「腹八分目に医者いらず」でしょうか。男女を問わず、人間尊重の本質をパーパスに込めようとする、案外、このようなやわらかな感性がキーワードになるのかもしれない。

最後に、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>

世界経済フォーラム「ジェンダー・ギャップ・レポート2021」2021年
伊藤公雄、樹村みのり、國信潤子「女性学・男性学」2019年
ワレン・ファレル著／久米泰介訳「男性権力の神話」1993年／2014年
名和高司「パーパス経営」2021年

年金運用マネジメント

リバランスの必要性と効用

受託運用部 フェロー 岡本 卓万

年金運用におけるリバランスの目的は、ポートフォリオと政策アセットミックスの資産構成の乖離リスクを管理することです。本稿ではリバランス戦略の違いが政策アセットミックスとの乖離リスクにどう影響するかを議論します。適切なリバランス戦略がリスク管理上有効なだけでなく超過リターン獲得の面でも効用があることについても説明します。

1. リバランスとは

年金運用においてはリスク許容度等に応じて政策アセットミックス（長期の資産構成割合）を定め、これに基づいて運用を行うのが一般的です。ところが運用を続けていくと、市場騰落の影響によりポートフォリオの資産構成割合が、当初の割合から次第にずれていくことが起こります。その結果、いつの間にか運用基本方針で想定していたリスクと実際のポートフォリオのリスクに乖離が生じてしまうことになります。

この乖離が大きくなりすぎないように調整するのがリバランスです。すなわち、リバランスとは、資産構成割合が政策アセットミックスから一定程度乖離した場合に、ポートフォリオのリスクを当初想定していた状態に戻すように資産配分を行うことです。

年金運用に携わったことのある方は、リバランスの目的についてはよくご存じのことと思います。本稿では、リバランスを行わず放置していると、どの程度のリスクが生じるのか、それを踏まえどの程度の資産構成の乖離が生じたらリバランスを行うべきなのかを定量的な分析も交えて検討します。一定のルールに基づくリバランスを徹底することで、リスクコントロールに資するとともに、政策アセットミックスに対して超過収益獲得の可能性があることをご説明したいと思います。リバランスの重要性やリバランスの方法についてご理解が深まれば何よりです。

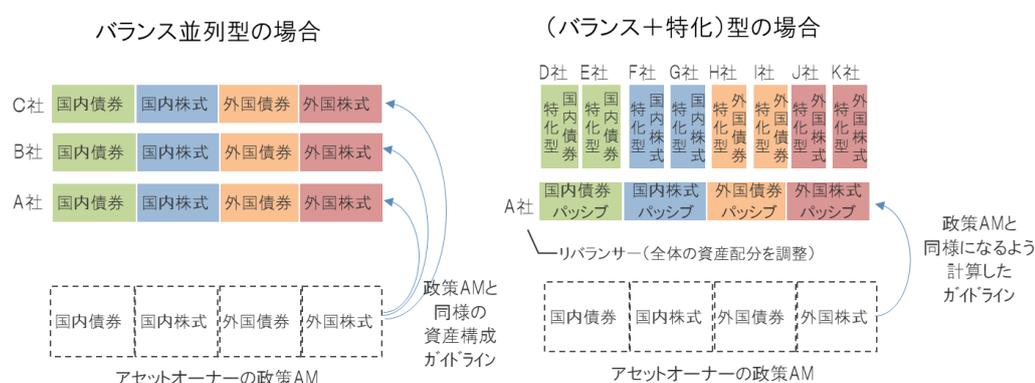
さて、日本の年金運用は原則外部のマネジャーに運用を委託しており、アセットオーナー（プランスポンサー）は自ら投資行動を起こすことはあまりありません。その中でリバランスはアセットオーナー（年金基金）側が主体的に実施しなければならない行動の一つです。というのは、複数のマネジャーに委託している場合、各マネジャーはアセットオーナーの資産全体での配分がどうなっているか知りうる立場にないからです。

アセットオーナーが具体的にどのようにして資産構成割合をコントロールするかは、採用するマネジャーストラクチャーに左右されます。図表1左のように、バランス並列型のストラクチャーを採用している場合には、それぞれのマネジャーに対し政策アセットミッ

クスと同じ資産構成割合としたガイドラインを通知すれば良いでしょう。ガイドラインにおいて、許容乖離幅（資産構成の許容されるずれ）を規定しておけば、各マネジャーが許容幅を逸脱しないように資産構成割合をコントロールします。一度ガイドラインを出しておけば、ポートフォリオ全体でも許容乖離幅以上に資産構成がずれることはないでしょう。

ところがバランス+特化型のストラクチャーを採用している場合は、運営が複雑になります。アセットオーナー側でポートフォリオ全体の資産構成割合を把握したうえで、リバランサーと呼ばれるバランス型マネジャーに対し、全体の資産構成割合が政策アセットミックスと一致するように計算したガイドラインを通知する必要があります。また市場が大きく動いて全体の資産構成が当初から乖離する度にこの作業を行う必要があるのです。

(図表 1) リバランス指図方法のイメージ



(出所) 筆者作成

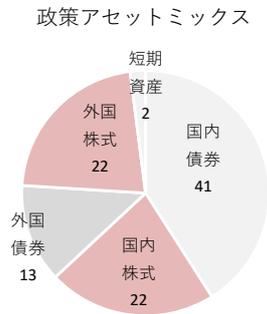
2. リバランスしない場合のリスク

リバランスの重要性は比較的良く理解されていると思われませんが、リバランスによってどのくらいリスクが抑制されているかについて、イメージがわからない、あるいは考えたことがないという方もいらっしゃるのではないのでしょうか。ここでは、そのイメージを少しでも持っていただくために、仮にリバランスをしないとどの程度のリスクを抱えることになるかを示したいと思います。

図表2は、年度初に政策アセットミックスに合わせて運用を開始（各資産はパッシブ運用とします）したときに、年度末に政策アセットミックスからの資産構成の乖離がどの程度になるか分析したものです。2001年度から2020年度までの20回の結果を資産別に示しました。なお、前提となる政策アセットミックスについては、企業年金における平均的な資産構成割合の例として弊社でC型と呼んでいるポートフォリオを使用しました。

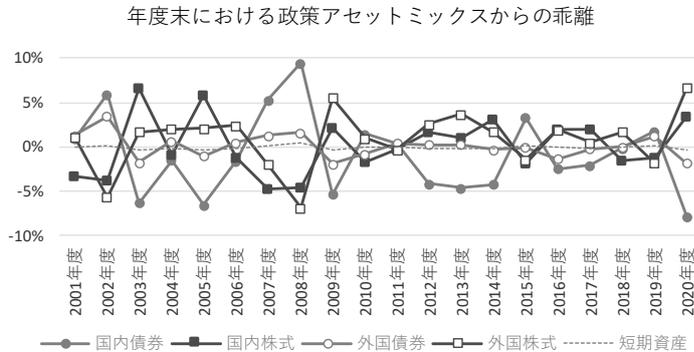
(図表2) 1年間で生じる資産構成の乖離

【年度末の乖離幅とリスク量(標準偏差)】



政策アセットミックスのリスク
標準偏差 8.00%

(出所) 筆者作成



これを見ると、年度末の乖離幅がいずれかの資産で5%を超えたケースが20回中7回あり、3%を超えたのは20回中12回でした。また、2000年代と2010年代を比較すると、2010年代の方が年度末の乖離が小さい年が多くなっています。2010年代の方が全体的に穏やかな市場の推移が続いていることが要因でしょう。ただし、2020年度はコロナ渦からの回復により市場が大きく動き、年度末の乖離幅が大きくなりました。

資産別に見ると面白いことがわかります。分析期間を通じて最も大きな乖離幅を記録しているのは、実は国内債券なのです(2008年度に、+9.4%を記録しています)。変動性の小さい資産である国内債券が、資産構成の乖離で見ると大きくなっているのは不思議な気がしますが、これは資産構成の乖離幅は相対的な動きの違いで決まるものであり、その資産の収益率変動が大きくなっても別の資産の変動が大きいと影響を受けてしまうためです。

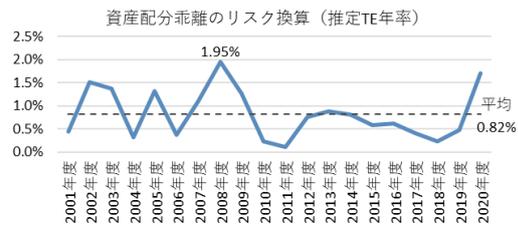
次に、これら年度末における資産構成の乖離から推計されるリスク(推定トラッキングエラーとも言います)を計算します(図表3)。各資産の資産構成の乖離幅に対し各資産のリスク(標準偏差)や資産間の相関を加味して算出できます。なおここでは各資産のリスク・相関については過去20年間の実績から算出したものを使用しています。

(図表3) 資産構成の乖離によって生じるリスク(TE)

各資産のリスク・相関の前提

	標準偏差	相関係数				
		国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
国内債券	1.9%	1.00				
国内株式	17.4%	Δ0.33	1.00			
外国債券	9.3%	Δ0.04	0.42	1.00		
外国株式	19.1%	Δ0.22	0.73	0.59	1.00	
短期資産	0.0%	0.10	Δ0.21	Δ0.07	Δ0.16	1.00

(出所) 筆者作成



これを見ると年度末における資産構成の乖離から算出される推定トラッキングエラーは年度によってまちまちな結果であることがわかります。最大値は2008年度の1.95%です。この年はリーマンショックがあり、市場が大幅な下落を記録したため、年度末の乖離が非常に大きくなりました（国内債券が9.6%のオーバーウエイト、内外の株式が5%ないしは5%超のアンダーウエイトとなりました）。一方で2010年度、2011年度、2018年度などは市場が安定していたため、年度末のトラッキングエラーは0.3%以下でした。各年度の乖離リスクを平均すると、0.82%のトラッキングエラー（年率）となりました。

この0.82%という数字はどのように評価すれば良いのでしょうか。政策アセットミックスのリスクが8.0%（図表2をご覧ください）ですが、これは長期的な収益源泉として意図してとっているリスクといえます。これに対し、政策アセットミックスを1年間放置したことによるトラッキングエラーは意図せざるリスクということですから、政策アセットミックスのリスクと比較して十分に小さくしておきたいところです。乖離リスクが政策アセットミックスのリスクの約1割であるというならば、許容レベルに収まっているといえるかどうかといったところでしょう（ただし最大値である1.95%に着目すると、リスクが大きいという判断になるのではないのでしょうか）。

もう一つ資産構成の乖離リスクの比較対象となるのが、個別資産の運用から生じるリスクです。ポートフォリオ全体での個別資産運用リスクの総計は各資産の個別資産運用リスクを反映します。一般に株式運用の個別資産運用リスクは大きく、資産単位では1.0%~3.0%といったところでしょう（アクティブ運用の組み入れ比率や採用するアクティブマネジャーによって異なります）。債券運用の個別資産運用リスクは比較的小さく、0.2%~1.0%といったところでしょう。これをもとにポートフォリオ全体の個別資産運用リスク総計を計算（かなり粗い計算ではありますが）したのが図表4です（資産構成割合は図表2の政策アセットミックスを使用、また異なる個別資産運用リスクの資産間での相関はないものとしています）。

（図表4）個別資産運用リスクの試算

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
資産構成	41%	22%	13%	22%	2%
各資産の個別資産運用リスク	0.2% ~1.0%	1.0% ~3.0%	0.2% ~1.0%	1.0% ~3.0%	-

→

ポートフォリオ全体の 個別資産運用リスク 0.32% ~1.03%
--

【計算式】全体の個別資産運用リスク = $\sqrt{\sum_i (w_i^2 \sigma_i^2)}$ 、 w_i ：資産iの構成割合、 σ_i ：資産iの個別資産運用リスク

（出所）筆者作成

計算するとポートフォリオ全体での個別資産運用リスクは、0.3%~1.0%となります。意図してとったリスクである個別資産運用リスクがこの水準だとすると、資産構成の乖離リスクが0.82%（1年間リバランスせず放置した場合）というのはやや大きいといえるのではないのでしょうか。

しかも個別資産運用リスクについてはマネジャー選定など、基金内でそれなりの時間と資源をかけて吟味されているのと比較して、資産配分戦略の検討に割いている時間や資源は少ないのではないのでしょうか。リスクの大きさとしては同程度に大きいわけですから、同程度の時間、資源、慎重さをもって管理するのがあるべき姿といえるでしょう。次の章ではリスク管理のためのリバランスルールについて検討します。

3. リバランス戦略の検討

資産配分戦略にはアクティブな戦略とパッシブなリバランス戦略があります。アクティブな戦略は、市場の予測も交えて機動的な資産配分を行う戦略です。

バランス型のストラクチャーを採用する場合は、採用するマネジャーにアクティブな戦略かパッシブな戦略かどちらかを指図することができます。一方で特化型のマネジャーストラクチャーを採用する場合、アセットオーナーが資産配分戦略を主導する必要があります。年金基金のようなアセットオーナーにとっては、市場の予測や機動的な資産配分を行うための専門性や体制が整っていないのが普通です。そのためパッシブなリバランス戦略を採用することがほとんどでしょう（運用機関等との間で投資助言契約を結び資産配分に関する意思決定機能をアウトソースする場合はこの限りではありません）。

さて、パッシブなリバランス戦略とは、一定のリバランスルールを決め、そのルールに基づいた資産配分を行うことを指します。リバランスルールの要素としては、モニタリングの頻度、許容乖離幅、リバランス目標（リバランス後における乖離幅の設定）などがあります。これら要素をリバランスルールとして定め、粛々とリバランスを行うわけです。

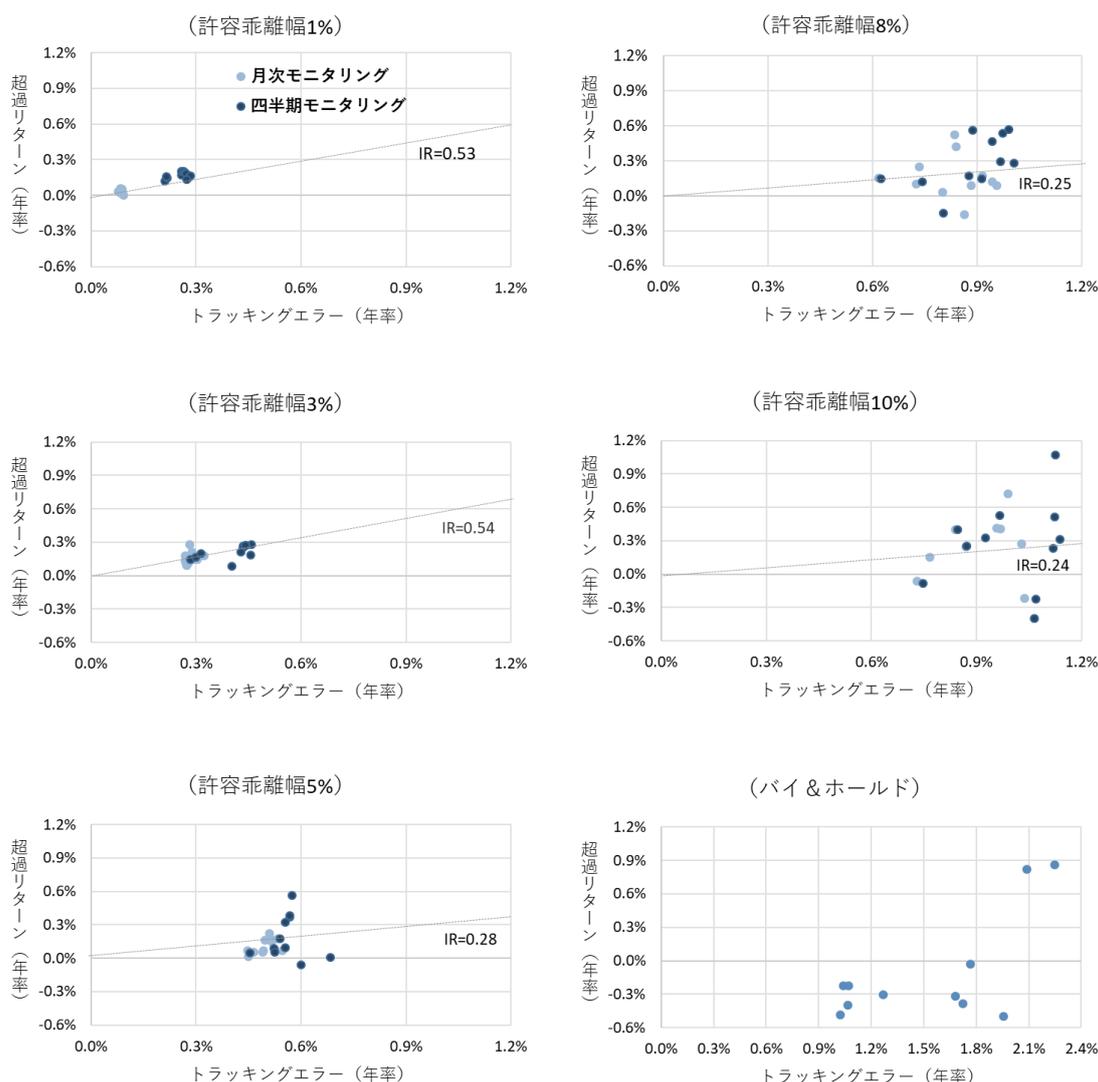
一定のリバランスルールに基づき、10年間運用を実施（個別資産についてはパッシブ運用とします）したときに政策アセットミックスに対するトラッキングエラーや超過リターンがどのようになるかシミュレーションをしてみます。政策アセットミックスについては図表2と同じものを使用し、これと一致する資産構成割合で運用をスタートします。リバランスルールとしては、許容乖離幅を1%、3%、5%、8%、10%の5通り、モニタリング頻度は毎月、四半期の2通りとします。リバランス目標についてはリバランスの都度政策アセットミックスまで完全に戻すことにします（リバランス後に一定の乖離を残す方法もありますが今回のシミュレーションでは行いません）。合計10のルールについてシミュレーションを行い比較することにします。

シミュレーションで使用する資産収益率のデータについては代表的なインデックスの実績値を使用します。10年間の連続した期間の実績を使用する必要があり、しかも結果の偏りを少なくするために様々な異なる市場局面でのシミュレーションをいくつも行う必要があります。本シミュレーションでは、2001年度～2010年度、2002年度～2011年度、・・・、2011年度～2020年度と、開始時点のタイミングをずらしながら11回のシミュレーションを行うことにしました。

リバランスの際の取引コストについては、弊社のパッシブ運用の合同口の信託留保金を

参考に一定の水準を加味しています。シミュレーションの結果を図表5に示します。グラフは10年間リバランスルールに基づく運用を行った結果をプロットしたもので、横軸に政策アセットミックスに対するトラッキングエラー、縦軸は政策アセットミックスに対する超過リターンとなります。一つのグラフには同一の許容乖離幅でリバランス頻度が異なる二つのルールについて各々11通りのシミュレーション結果をプロットしています。

(図表5) リバランスルールの違いとリスク・リターン (シミュレーション)



(出所) 筆者作成

図表のうち左上のグラフが許容乖離幅1%としたときの結果です。毎月モニタリングの場合、トラッキングエラーは0.1%を下回ります。意図せざるリスクを極力負わないという意味で優秀な結果だと言えますが、一方でこの方法では1か月から2か月に一度リバランス

を行うこととなります（グラフでは示されていません）。四半期モニタリングとした場合、トラッキングエラーは0.3%をやや下回る水準となります。リバランス回数は平均して年に3回程度です（そもそも年に4回しかモニタリングしないので、そのうち3回はリバランスを行う計算となります）。

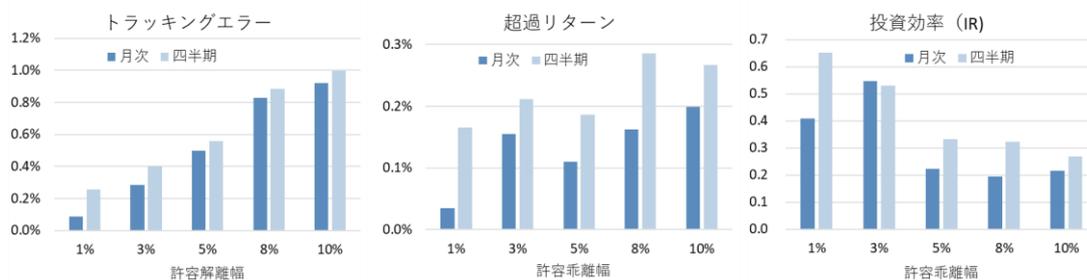
興味深いのは、11通りのシミュレーションのいずれもが超過リターンをあげていることです。超過リターンの平均をトラッキングエラーの平均で割ると投資効率（インフォメーションレシオ：IR）に相当するものが算出できますが、0.53と計算されます。一般にアクティブマネジャーの超過収益獲得能力の目安としてIR=0.5と言われておりますが、それに並ぶ水準と言えます。

その下、許容乖離幅3%としたときの結果をご覧ください。トラッキングエラーの水準が0.3%（毎月モニタリング）～0.4%程度（四半期モニタリング）に上昇しています。いずれも超過リターンはプラスであり平均で年率0.18%、超過リターンをトラッキングエラーで割った投資効率IR=0.54と、これもなかなか良い成績といえます。グラフでは表示していませんがリバランスの頻度は年におおよそ1～2回でした。

許容乖離幅5%になりますと、トラッキングエラーが0.5%～0.6%、超過リターンの平均は0.18%となりますが結果にばらつきが出てきます。またIR=0.28とやや低下が見られます。許容乖離幅をさらに大きくしていくとトラッキングエラーがさらに拡大し1%近くになってきます。個別資産運用によるアクティブリスクに匹敵あるいは上回る水準となります。超過リターンがマイナスになるケースも出てきます。リスク管理としてあまり良い状況とは言えません。さらに10年間リバランスを一切行わない（バイ&ホールド戦略と呼びます）場合、トラッキングエラーは1～2%超、超過リターンも△0.5%～+0.9%までばらつきが非常に大きくなってしまいます。

図表5のシミュレーションの結果からトラッキングエラー、超過リターンについて各パターンの平均値を取り出して整理したのが図表6です。

（図表6）リバランスルールの違いとリスク・リターン（平均値）



（出所）筆者作成

トラッキングエラーは許容乖離幅にほぼ比例して増加しており、許容乖離幅を10%とした場合はトラッキングエラーが1%近くまで拡大することがわかります。前に述べた通り、個別資産運用によるリスク（トラッキングエラー）は0.3%~1.0%程度ですから、（個別資産運用戦略のようなリスク分散がリバランス戦略では図られていないことを勘案すると）これより抑制して運営したいところです。となると許容されるトラッキングエラーは0.3%~0.5%が上限で、許容乖離幅は3%ないし5%とするのが適切といえるのではないのでしょうか。

一方で超過リターンについては、許容乖離幅の違いによる大きな違いがみられず、ばらつきがありますが平均して年率で0.15%~0.3%の超過リターンが獲得できたという結果になりました。ただし、許容乖離幅1%で月次モニタリングとした場合だけは超過リターンがほとんど獲得できていません。

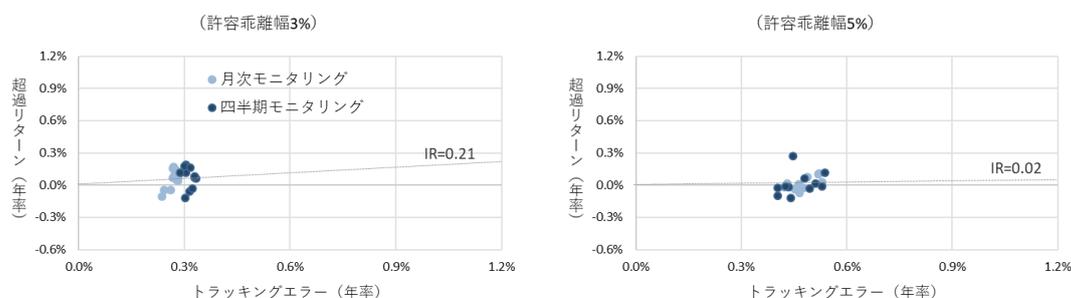
リターンをリスクで割った投資効率で見ると、許容乖離幅3%以内であればIRは平均で0.5程度を達成する結果となりました（許容乖離幅1%、月次モニタリングの場合はやや低い）。許容乖離幅を広げると、IRは低下し超過収益の安定性が低下する傾向となりました。

これらを総合すると、今回シミュレーションを行った10パターンのリバランスルールのうちでは、許容乖離幅3%とするルールが比較的トラッキングエラーと超過リターンのバランスが取れているという結果になりました。なお、政策アセットミックスが変わるとこの結果は変わりますので、本結果は一律適用できないことにご留意ください。

このようにリバランスルールを適切に定めることで、リスクをコントロールできるだけでなく超過リターンの獲得につながることをお示しました。

ところで、こんな単純なルールで超過収益が出るという結果を不思議に思われる方もいらっしゃるでしょう。実は、超過収益が観測できるのは実際の市場データを使ったときだけで、人工的に発生させた収益率データを使ってシミュレーションをしても、超過収益は発生しないのです。図表7はその人工的なデータによるシミュレーションの結果です（各資産のリスクと相関は図表3の前提と同じです）。ここでは許容乖離幅を3%のとき、5%の時のみ掲載していますが、超過リターンがほとんど観測されず、IRもゼロに近い値にしかありません。

(図表7) 人工的なデータによるシミュレーション結果 (例)



(出所) 筆者作成

実際の市場のトラックレコードで行ったシミュレーションでは超過収益が発生するのに、それを模した人工的なデータでは超過収益が発生しないというのは、どう考えたらよいでしょうか。理由は解明できていませんが、実際の市場においては収益率にトレンドが出現しやすい（データに自己相関性が見られる）ことなどが何らかの影響を与えているものと思われる。

4. リバランスの実践

さて、これまで述べたようなリバランスルールは一貫して適用することが重要です。当たり前の様に聞こえますが、実際の市場においてリバランスは市場の方向に逆バリする方向での取引となるため、すんなりと実施できない可能性があるのです。

過去の例をあげますと2008年9月のリーマンショックによる市場の急落時があげられます。株式市場の急落により、多くの基金で株のアンダーウエイト（債券のオーバーウエイト）が生じ、許容乖離幅を上回ってしまいました。リスク管理上はここで債券を売却し株式を購入するというリバランスを行うべきなのですが、多くの基金がリバランスを停止してしまいました。株式市場はその後回復し2009年度は大幅なプラスとなりましたが、リバランスを行わなかった基金は市場の戻りを十分にとれない結果になりました。

市場の急変時には誰もが恐怖を感じます。そのために本来とるべき行動がとれなくなってしまうのです。これを防ぐためにはリバランスの有効性について普段から組織内での共通認識をしっかりとっておくことと共に、あらかじめリバランスルールを明文化しておき、いざというときにルール通りに粛々と対応ができる体制を整備しておくことが有効です。市場が急変してから意思決定のための会議を招集していると時間もかかりますし、市場急変時における議論はしばしば恐怖に支配され冷静な意思決定ができないものです。

具体的な解決策としては、リバランスのルールと執行権限者を基金の運用基本方針あるいは運用規程にあらかじめ定めておくことが考えられます。図表8にリバランスルールの規程（例）をお示ししておきます。本例では権限者は理事長としていますが、理事長とする必要があるわけではなく、運用執行理事が権限者になっているケースも実際にあります。

この様にリバランスをルールとして明文化しておくこと、市場急変時においてもオペレーションとして粛々とリバランスを行うことができます。2020年2-3月に新型コロナウイルスの感染拡大に伴い市場が急落し、4月には全国に緊急事態宣言が発令されました。そのような未曾有の混乱の中でも、リバランスルールが規定されている基金では、そのほとんどがルール通りにリバランスを実施した模様です。後で振り返ると市場は3月に底をつけており、結果的に利益をもたらすことになりました。市場急変時に生ずる思惑（相場観）、意思決定先送りの誘惑といった人の心理の弱さに打ち勝って行動するためにルール化は効果的だと言えます。

(図表 8) リバランスルールの規程 (例)

<p>【リバランス規程】</p> <p>1. リバランス・ルール策定の目的</p> <p>(1) 実際の資産構成割合を、政策アセットミックスから期待収益率およびリスク許容度の両面において、大きく乖離させることが無いように維持すること。</p> <p>(2) リバランス実施に係る、具体的対応手順を予め明確に定めておくこと。</p> <p>2. リバランス方法</p> <p>(1) 資産構成割合の確認頻度</p> <p>毎四半期末(6月、9月、12月および3月)の時価残高構成比を基に、実際の資産構成割合と政策アセットミックスとの乖離状況を確認し、予め定めた各資産の許容乖離幅を超過している場合に、リバランスを実施する。なお、資産構成割合の確認基準日から時価の把握までの間の市場指標の動きを勘案し、リバランスの実施を見送る場合もある。</p> <p>(2) リバランス実施要領</p> <p>各資産の実際の資産構成割合が、予め定めた各資産の許容乖離幅を超過している場合、政策アセットミックスに基づく資産構成割合になるように、リバランスを実施する。</p> <p>なお、リバランスの実施は一度に行うことを原則とするが、異動する金額が大きい場合には、取引コスト等を考慮し、複数回に分けて行うことも検討する。</p> <p>また、運用受託機関に対するリバランス指示から売買に係る約定および決済に至るまでの期間に発生する時価変動による資産構成割合の変化を許容する。</p> <p>(3) リバランスの責任と権限</p> <p>リバランスの内容は、当基金の常務理事の起案ならびに理事長決裁により決定されるものとし、その結果についてはリバランス実施後に初めて開催される資産運用委員会に報告するものとする。</p> <p>3. リバランス・ルールの変更</p> <p>本リバランス・ルールは、資産運用委員会での承認を以て変更されるものとする。</p>

(出所) 弊社資料を基に筆者作成

5. まとめ

本稿ではリバランス戦略についてお話ししました。リバランス戦略によって生じるアクティブリスクは、個別資産運用から生じるアクティブリスクを上回るほど大きいリスクになりえます。また特化型マネジャーストラクチャーを採用する場合、そのリスクは基金が主導して管理する必要があります。

リバランスの目的は政策アセットミックスに対するリスク管理ですが、適切なルール設定により超過収益を獲得できる可能性があります。ルールに基づいた一貫したリバランス戦略を実践することは相応に効果的です。

本稿で紹介したリバランスルールは比較的単純なものです。より実践的にはリバランス目標(リバランス後における乖離幅)をどうするか、流動性の低い資産の扱いをどうするかなど他の要素についても検討の余地があることにご留意ください。

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。

<コラム>時事のつぶやき

人生の勝ち負け

今とは違ってTVゲームがなかったため、子供の頃はボードゲームでよく遊んだものだ。特に、「モノポリー」や「人生ゲーム」などを好んでプレイしていた。ともに双六のようにサイコロの目でコマを進めながら、富を蓄積していくゲームである。いずれのゲームでも勝敗を決するのは、ゲーム終了までに獲得した富である。より多くのお金を獲得した人が勝つのである。

こうしたゲームは、囲碁や将棋と異なり、サイコロの目などの運に勝ち負けが大きく左右される。運次第では大金持ちになれるし、破産する場合もある。もちろん、勝ち負けはゲームの中での話であり、次のゲームではまた異なる結果が出る。これに対し、実際の人生はゲームとは違い、富の獲得だけを目指すわけではない。もちろん経済的な成功を最優先する人もいるだろうし、精神面での充足を求める人もいるだろう。求めるものが各人各様な中で、経済的な面だけで他者との比較を行うことに意味はないはずだ。人生終了時に保有資産残高で勝ち負けを判定するのは、“モノポリー”や“人生ゲーム”などボードゲームの世界だけであるべきだ。

しかし、最近は人生を収支で判定し、しかもそれを他者と比較するような風潮が強くなっていくように感じられる。例えば、“勝ち組”“負け組”という表現に象徴されるように、人生における勝者と敗者とを区別するという考えである。勝ち負けの基準は客観的な数値に委ねられ、もっぱら経済的な富裕度で計られることになる。かつて一億総中流という意識が強かった時代にはこうした言葉が使われることはなかったので、格差拡大が生んだ言葉であると考えられる。

昨年は“親ガチャ”という言葉が流行した。子供は親を選べないということだが、生まれつき格差があり、その格差は継続してしまうという諦めが含まれているのだろう。これも格差が拡大した社会で生まれた言葉かもしれない。京王線列車内傷害事件や大阪のビルクリニック放火など、人生を悲観した者が事件を起こす例が相次いでいるが、これも格差社会が一因となっている可能性がある。

格差が広がると富裕層と貧困層の分断を招き、社会を不安定にさせる懸念があるため、行き過ぎた格差を是正することは必要であろう。現在の格差の拡大を招いた要因の一つが新自由主義にあるといわれているが、岸田内閣は路線をやや修正し、成長と分配の好循環を謳う新しい資本主義を標榜しているようだ。低所得者の底上げによって格差が是正されることを期待したい。

2022年1月18日
アナリスト 久野 正徳

- ▶ 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、企業動向の変化や相場変動、労働法制、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、充分ご注意ください。
- ▶ 本資料は、弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。その内容の正確性・完全性を保証するものではありません。施策の実行にあたっては、実際の会計処理・税務処理等につき、顧問会計士・税理士・社会保険労務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、弊社は一切責任を負いません。
- ▶ 本資料の著作権は三菱 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。