

三菱 UFJ 年金情報

Mitsubishi UFJ Pension Report

2022年3月号

《目次》

《企業年金・個人年金改革 その24》 DC 拠出限度額の見直しに関する関係省令・通知等の公布 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～②財政検証～ 年金コンサルティング部 リサーチグループ 中原 由紀子	…	7
《パーパス経営的人事考 その2》 人生100年時代、「年齢差別」は許容されるか 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	…	13
《年金運用》 プライベートアセット組入れにあたって 年金運用部 フェロー 阿久津 太	…	21
《時事のつぶやき》 モンティ・ホール問題 アナリスト 久野 正徳	…	30

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>

企業年金・個人年金改革 その 24

DC 拠出限度額の見直しに関する関係省令・通知等の公布

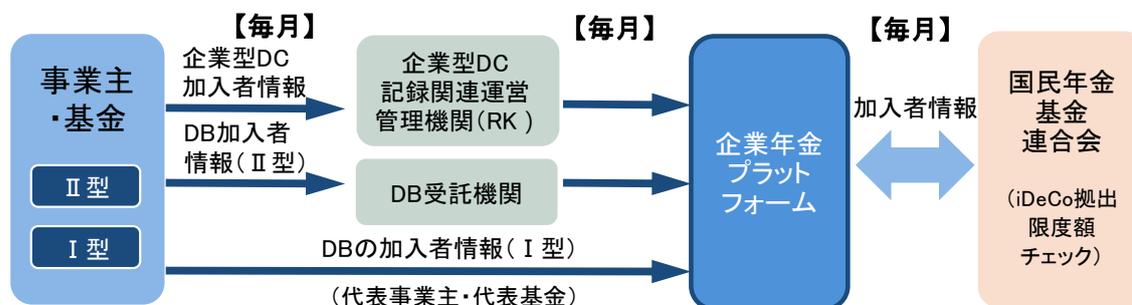
年金コンサルティング部 上席研究員 菅谷 和宏

2022 年 1 月 21 日に、「確定拠出年金法施行規則等の一部を改正する省令」が公布されました。これは、2024 年 12 月 1 日に施行される DC 拠出限度額の見直し等に伴う DC・DB 省令等の一部改正です。また、併せて厚生労働省通知も発出されましたので、本号および次号の 2 回に分けて、これらの改正省令・通知等の内容について解説します。

1. 企業年金プラットフォームへの DB 加入者の情報連携

企業型 DC の拠出限度額については、現在、DB 等の他制度相当分を一律評価（月額 2.75 万円）して決められていますが、加入者がそれぞれ加入する DB 等の実態を考慮し、2024 年 12 月 1 日以降は「月額 5.5 万円から DB 等の他制度掛金相当額を控除した金額」に変更されます。これに伴い、企業型 DC 掛金額および DB 等の他制度掛金相当額等の情報連携が必要となることから、関係機関による情報連携システムとして、新たに「企業年金プラットフォーム」が構築され、加入者情報が一元的に管理されます（図表 1）。

（図表 1）企業年金プラットフォーム



出所：筆者作成

本誌 2021 年 11 月号で解説しましたが、2022 年 10 月 1 日施行の iDeCo の加入要件拡大と iDeCo の拠出限度額の見直しに併せて、先に企業型 DC の情報連携が 2022 年 10 月から開始されます。なお、企業型 DC 事業主が企業型記録関連運営管理機関（以下、企業型 RK）に業務を委託している場合は、当該企業型 RK 経由でデータを送信することとなります（2021 年 9 月 27 日公布「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施行に伴う厚生労働省関係省令の整備等に関する省令」）（DC 法施行規則第 61 条の 2 の新設）。

続いて、2024 年 11 月までには、全ての DB 規約に他制度掛金相当額が規定されることとなります。企業型 DC 事業主が、毎月末日における企業型 DC 加入者情報を当該月の翌月末

日から起算して2営業日以内に企業年金プラットフォームを経由して国民年金基金連合会へ通知する事項について、今回公布の省令改正により2024年12月以降は、「DB 等他制度加入者の該当有無」に代えて、「DB 等他制度加入者に該当する場合は他制度掛金相当額」を通知することになります。

また、DB基金・事業主の側でも、毎月末日におけるDB加入者にかかる他制度掛金等の情報を翌月末日までに、企業年金プラットフォームを経由して国民年金基金連合会に通知しなければならないこと、及び、この通知については電磁的方法により行うこと等が新たに法令で規定されました(DC法施行規則第61条の2の改正)(2024年12月1日施行)(図表2)。

なお、加入者等に関する管理業務を委託(業務委託形態Ⅱ型)している場合は、当該DB受託機関を経由してデータを送信することとなります。このため、業務委託形態Ⅱ型のDB基金・事業主は毎月のDBの加入者異動等を速やかにDB受託機関に通知する必要があります。また、企業型DC・DB・iDeCoの加入者情報を突合する場合のKEY項目として、「基礎年金番号、性別、生年月日」が使用されますので、正しい情報を登録しておくことが必要となり、登録が一部でも未済の場合には、情報連携が始まる前までに正しい登録を済ませておく必要があります。

(図表2) 企業年金プラットフォームへの情報連携項目(DC法施行規則第61条の2の改正)

	2022年10月1日施行(2021年9月27日公布省令)	2024年12月1日施行(今回公布され省令た内容)
企業型DC	①【KEY項目】基礎年金番号、性別、生年月日 ②実施事業所の名称 ③企業型DCの事業主及び加入者掛金の状況 ④DB等他制度加入者の該当有無 ⑤iDeCo加入者となれない企業型DC加入者の該当有無 ⑥その他、iDeCo掛金額が拠出限度額内であることを確認するために必要な情報	①【KEY項目】基礎年金番号、性別、生年月日 ②実施事業所の名称 ③企業型DCの事業主及び加入者掛金の状況 ④DB等他制度加入者に該当する場合は他制度掛金相当額 ⑤iDeCo加入者となれない企業型DC加入者の該当有無 ⑥その他、iDeCo掛金額が拠出限度額内であることを確認するために必要な情報
DB		①【KEY項目】基礎年金番号、性別、生年月日 ②DB等を実施する厚生年金適用事業所又は事業主名称 ③他制度掛金相当額 ④iDeCo掛金額が拠出限度以内であることを確認するための情報

出所：「確定拠出年金法施行規則等の一部を改正する省令」等より筆者作成

2. DB基金における加入者異動の提出期限の見直し

既述のとおり2024年12月からは、毎月末日におけるDB加入者にかかる情報(基礎年金番号・性別・生年月日・他制度掛金相当額等)を翌月末日までに、企業年金プラットフォームへ情報連携する必要があります。そのため、DB基金(DB法第29条第1項に規定する基金型企業年金)に対して加入事業所の事業主が届け出なければならない加入者の資格取得又は喪失の届出期限について、現在の「当該資格取得(喪失)の日から30日以内」から、「当

該資格取得（喪失）の日から30日を経過する日又は当該資格を取得（喪失）した日の属する月の翌月14日のいずれか早い日まで」に変更されます（DB法施行規則第22条及び第23条）。

これに伴い、各DB基金では、事業主との間の加入者情報に係る報告・届出期限を見直す必要がありますが、特に業務委託形態Ⅱ型（加入者情報の管理業務を受託機関へ委託する形態）の場合は、翌月末までに企業年金プラットフォームへ遅滞なくデータ登録を行えるよう、受託機関との間でも事務手続き等の期限・内容について確認が必要です。

3. DB規約変更時の実施事業主への周知

2024年12月1日以降、DB等の他制度掛金相当額が導入されると、企業型DCやiDeCoの拠出限度額が変動することとなりますので、DB基金又は複数の事業所で構成されるDBの代表事業主は、DB規約を変更しようとする際、当該変更に係るDBの実施事業所の事業主に対して、遅滞なく当該変更の内容及び規約変更日に関する情報提供を行わなければならないことが法令で規定されました（DB法施行規則第85条の3）。

4. 変更日前のDB給付額を増額する場合の規約変更手続きの見直し

DB法施行規則第7条第1項第4号に規定する「その他の軽微な変更」から、「規約変更が効力を有する日前の期間に係る給付額を増額する場合の規約変更（事業主が企業型DCを実施している場合に限る）」が除外されることとなりました（DB法施行規則第7条）。

これは、2024年12月以降は当該変更がDB等の他制度掛金相当額に影響を及ぼす可能性があるため、手続きが簡素な「その他の軽微な変更」から除外されたものです。

5. 企業型DC事業主の他制度掛金相当額の企業型RKへの通知

DB等の他制度掛金相当額の管理が必要となることから、企業型DC事業主は、DC規約の承認を受けた際、企業型DC加入者が他制度加入者に該当するときはその旨、その資格を取得した年月日及び他制度掛金相当額等を企業型RKに速やかに通知することが法令で規定されました（DC法施行規則第10条）。

また、企業型DC加入者に係る他制度掛金相当額が変更された場合も同様に、企業型DC事業主は、速やかにその旨及び変更後の他制度掛金相当額を企業型RKに通知することが法令で規定されました（DC法施行規則第11条）（2024年12月1日施行）。

2024年12月1日以降、他制度掛金相当額により企業型DCやiDeCoの拠出限度額が変動することになるため、企業型RKへ速やかに通知することが法令で規定されたものです。

6. 企業型 DC 加入者が他事業主の DB 等他制度加入者である場合の申出

企業型 DC 加入者は、自らが加入している企業型 DC の事業主（以下、企業型 DC 加入事業主）以外の事業主にも使用される場合であって、DB 等他制度加入者に該当するときは、速やかに、他制度掛金相当額等を記載した申出書及び他制度掛金相当額を証する書類を企業型 DC 加入事業主に提出することとなります。また、企業型 DC 加入者は、他制度掛金相当額が変更された場合にも、速やかに変更後の他制度掛金相当額等を記載した申出書及び他制度掛金相当額を証する書類を企業型 DC 加入事業主に提出することが法令で規定されました（DC 法施行規則第 12 条の 2）（2024 年 12 月 1 日施行）。

従業員が他の事業主にも使用されている場合には注意が必要であり、当該従業員に対して DB 等他制度加入者に該当するかどうかの確認を行い、該当する場合には他制度掛金相当額を証する書類を提出するよう周知することが必要となります。

7. 企業型 DC で年単位拠出を適用している場合の取扱い

2022 年 10 月 1 日施行の iDeCo 加入要件の緩和に伴い、企業型 DC 規約に iDeCo 加入の旨の規定がなくても、加入者は任意で iDeCo に加入できるようになります。2016 年の DC 法等の改正により 2018 年 1 月 1 日から、任意に決めた月に 1 年分の企業型 DC 掛金をまとめて拠出（いわゆる年単位拠出）することが可能となりましたが、この年単位拠出を適用している場合には DB 等の他制度掛金相当額を考慮した DC 拠出限度額の管理が複雑になるとの理由から、企業型 DC の事業主掛金が各月の拠出限度額以内で各月拠出となっていない場合、当該企業型 DC 加入者は iDeCo に加入できない旨が法令で規定されています（DC 法第 62 条、DC 法施行令第 11 条の 2、第 34 条の 2、第 35 条及び第 36 条の 2）。また、企業型 DC の事業主掛金が各月の拠出限度額以内で各月拠出となっていない場合、DC 法第 3 条第 3 項第 7 号に掲げる事項として企業型 DC 規約に記載するとともに企業型 RK に通知することも規定されています（DC 法施行規則第 10 条及び第 11 条）（2024 年 12 月 1 日施行）。

今般、上記の場合は分かり易さの観点から、企業型 DC 加入者が iDeCo に加入できるか否かを企業型 DC 規約に定める等、加入者への周知に努めることと、通知（「年企発 0121 第 1 号」※1）で示されました。

8. 企業型 RK の WEB による DC 加入者等の情報開示

2022 年 10 月 1 日施行の iDeCo 加入要件の緩和及び iDeCo の拠出限度額の見直しに際し、企業型 DC 加入者等が iDeCo への拠出可能額を把握できるようにするため、企業型 RK 等は WEB サイト等において、iDeCo への拠出可能見込み額等を閲覧できる状態に置かなければならないことが法令で定められました（DC 法第 27 条第 2 項）。2021 年 9 月 27 日に公布された「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施行に伴う厚生労働省関係省令の整備等に関する省令」では、この閲覧項目として、図表 3 左側の項目が規定されています（DC 法施行規則第 21 条の 2）（本誌 2021 年 11 月号参照）。

今回公布された省令では、2024 年 12 月 1 日以降は、他制度掛金相当額が企業年金プラッ

トフォームへ情報連携されるようになることから、この企業型 RK の WEB での開示項目について、DB 等他制度加入者に該当する場合はその旨（該当の事実）に代えて、「他制度掛金相当額」を開示することになりました（DC 法施行規則第 21 条の 2 の改正）（2024 年 12 月 1 日施行）（図表 3）。

（図表 3）企業型 RK の WEB による DC 加入者等の開示項目

2022年10月1日施行(2021年9月27日公布省令)	2024年12月1日施行(今回公布された省令)
<p>【開示項目】(DC則第21条の2の新設)</p> <p>①企業型DCの事業主及び加入者掛金の拠出の状況</p> <p>②DB等他制度加入者に該当する場合はその旨</p> <p>③事業主掛金が各月の拠出限度額の範囲内で毎月拠出となっていない(iDeCo加入者となれない)場合その旨</p> <p>④企業型DC加入者が拠出できると見込まれるiDeCoの掛金額</p> <p>⑤その他iDeCo加入者掛金の拠出に関する情報</p>	<p>【開示項目】(DC則第21条の2の改正)</p> <p>①企業型DCの事業主及び加入者掛金の拠出の状況</p> <p>②DB等他制度加入者に該当する場合は他制度掛金相当額</p> <p>③事業主掛金が各月の拠出限度額の範囲内で毎月拠出となっていない(iDeCo加入者となれない)場合その旨</p> <p>④企業型DC加入者が拠出できると見込まれるiDeCoの掛金額</p> <p>⑤その他iDeCo加入者掛金の拠出に関する情報</p>

出所：「確定拠出年金法施行規則等の一部を改正する省令」等より筆者作成

9. iDeCo 加入者の事業主証明書等の廃止

現在、従業員が iDeCo に加入する場合、事業主は①iDeCo 加入資格の有無を確認し、国民年金基金連合会への届出書類に「事業主証明書」を添付する必要があります。また、事業主は、従業員が iDeCo 加入者である場合、②年 1 回、当該従業員の企業年金の加入状況を確認し、国民年金基金連合会に届出を行うこととなっています。

今般、企業年金プラットフォームの構築により関係機関の情報連携が可能となり、企業型 DC 及び DB の加入者の加入状況および企業型 DC 事業主掛金額、DB 等の他制度掛金相当額が国民年金基金連合会で確認できるようになることから、「事業主証明書」等の届出が廃止され、事業主の事務負担が軽減されます。

具体的には、①企業型 DC 事業主が提出する「企業型 DC の加入資格有無に関する事業主証明書」及び DB 事業主が提出する「DB の加入資格有無に関する事業主証明書」（厚生年金基金、私立学校共済、石炭鉱業年金基金、国家公務員共済、地方公務員共済も同様）が廃止されます（DC 法施行規則第 39 条）。また、②年 1 回、iDeCo の加入資格の有無に関する国民年金基金連合会への届出提出も不要となります（DC 法施行規則第 45 条）（2024 年 12 月 1 日施行）。

10. 企業型 DC 加入者及び DB 加入者への周知

2022 年 10 月 1 日からの iDeCo 加入要件の拡大と、2024 年 12 月 1 日からの DC 拠出限度額の見直しに伴い、企業型 DC 及び DB の加入者はそれぞれの加入状況、企業型 DC の事業主掛金額及び DB 等の他制度掛金相当額によって、2022 年 10 月 1 日以降と 2024 年 12 月 1 日以降で iDeCo への拠出可能額が大きく変わる場合があります。例えば、2022 年 10 月 1 日に iDeCo へ加入したものの、2024 年 12 月 1 日から DB 等の他制度掛金相当額が導入される

ことで、iDeCoに拠出できる金額が減少又は拠出できなくなる場合があります。そのため、厚生労働省は事業主に対して、iDeCo加入要件拡大の施行前までに、改正内容等を加入者等に周知するよう示しました。具体的には、DB制度を実施する事業主は、2022年10月1日までにDBの加入者に対して、他制度掛金相当額（受託機関から通知された金額）等を周知し、2024年12月1日以降、iDeCoに拠出できる金額が減少する場合や拠出できなくなる場合があることや、拠出限度額内に収まるようにiDeCoの掛金変更手続きが必要となることについて、必要に応じて周知することが示されています（厚生労働省通知「年企発0121第1号」第3.1.⑨※1）。

また、企業型DC事業主も同加入者に対して、2022年10月1日からのiDeCo加入要件の拡大に向けて、年単位拠出を適用している場合にはiDeCoに加入できないことや、前述のとおり2024年12月1日以降にiDeCoに拠出できる金額が減少する場合や拠出できなくなる場合があることなどを、必要に応じて周知することが示されています（厚生労働省通知「年企発0121第1号」第2.⑦※1）。

2020年年金制度改正法の付帯決議に明示された自助の推進への対応策として、2022年10月1日以降は加入要件の拡大によりiDeCoに加入しやすくなる一方、iDeCoの拠出可能額の正しい理解が必要となりますので、企業型DCやDBを実施する事業主から加入者に対して改正内容の周知が求められているものです。

2022年1月21日に公布発出された省令通知では、DC拠出限度額の経過措置の取扱いにかかる詳細も示されましたが、これは次号で解説したいと思います。

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

※1 「確定拠出年金の拠出限度額の見直しについて（通知）」（年企発0121第1号）
<https://www.mhlw.go.jp/content/12500000/000885588.pdf>

<参考資料>

- ・官報「確定拠出年金法施行規則等の一部を改正する省令」（2022年1月21日）
<https://kanpou.npb.go.jp/20220121/20220121g00015/20220121g000150001f.html>
- ・通知「「確定拠出年金法施行規則等の一部を改正する省令」の公布について（通知）」（年発0121第1号）
<https://www.mhlw.go.jp/content/12500000/000885324.pdf>
- ・三菱UFJ信託銀行「三菱UFJ年金ニュース No.532」（2022年1月25日）
https://safe.tr.mufg.jp/cgi-bin/houjin/jutaku/kgkaiin/login.cgi?file=nnews_2021_131.pdf&20220125
- ・三菱UFJ信託銀行「三菱UFJ年金情報 2021年11月号」（2021年11月1日）
https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/nenkinjoho/pdf/mutb_202111.pdf?20220201

誌上年金カレッジ

財政決算報告書の見方～②財政検証～

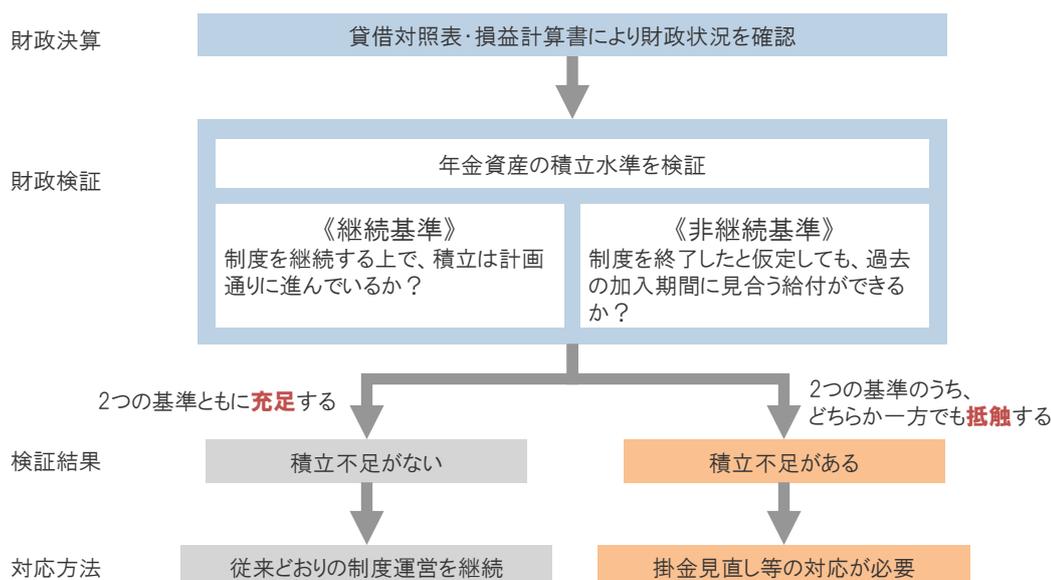
年金コンサルティング部 リサーチグループ 中原 由紀子

今回は、「財政決算報告書の見方」の第2回目として、「財政決算」の過程の1つである「財政検証」について、その仕組みや考え方を解説します。

1. 財政検証とは

財政検証とは毎年の財政決算において、受給権保護の観点から、財政決算基準日時点の年金資産の積立水準が十分か否かを検証するもので、継続基準・非継続基準の2つの判定基準があります（図表1）。継続基準は、企業年金制度を継続する上で、年金資産が計画通りに積み立てられているかを検証する基準です。一方、非継続基準は、基準日時点で企業年金制度を終了したと仮定し、加入者・受給権者にこれまでの加入者期間に応じた給付を行うための年金資産が積み立てられているかを検証する基準です。この2つの基準に基づき、積立水準の状況を検証し、その結果により掛金の見直し可否を判定します。いずれの基準も充足する場合は掛金の見直しは不要となり、従来通りの制度運営を継続することが可能となります。一方、2つの基準のうちどちらか一方でも抵触した場合は、掛金の見直し等の対応が必要となります。

（図表1）財政検証のステップ



（出所）弊社作成

2. 継続基準の財政検証

継続基準の財政検証は、積立目標額である「責任準備金」と、これまでに企業が拠出した掛金とその運用益の積み上げである「純資産額」を比較し、積立状況を検証します。

積立状況を3つのケースに分け、それぞれの財政検証の判定結果を説明します(図表2)。まず、純資産額が責任準備金を上回っているケースです(ケース1)。この場合、積立目標額に届いていることから、「継続基準を充足している」との判定結果になります。

続いて、純資産額が責任準備金を下回っているケースです(ケース2)。積立目標額に届いていないため、継続基準に抵触していることとなります。この場合は次のステップとして、許容繰越不足金を勘案した不足金解消要否の判定を行います。たとえ純資産額が責任準備金を下回っていても、数理上資産額に許容繰越不足金を加算した額が責任準備金を上回れば、「継続基準に抵触しているものの不足金の解消は不要」と判定されます。

なお、掛金見直し要否の判定には「純資産額」に代えて「数理上資産額」(掛金計算上使用する資産額)を使用することになってはいますが、多くの場合は数理上資産額として純資産額(時価評価)が使用されているため、この場合は同義と考えて差し支えありません。また、この判定結果は不足金の解消を行わずに繰り越しても良いという意味であり、財政上は不足金を解消するよう掛金等を見直した方が望ましいと言えます。

(図表2) 継続基準の財政検証

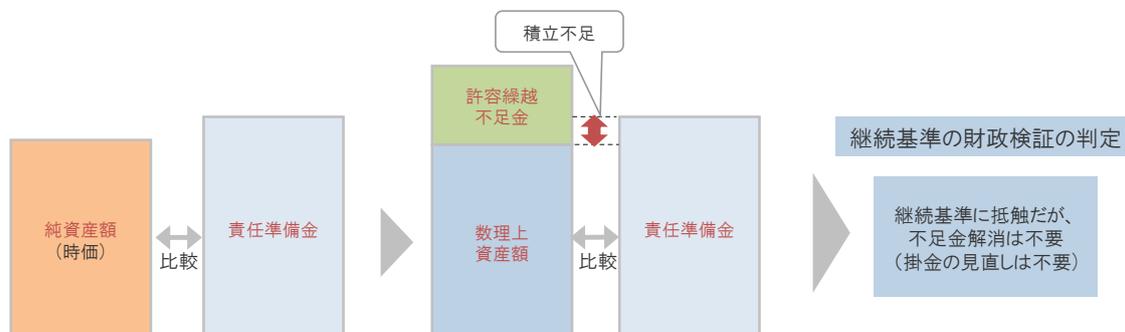
【ケース1】

純資産額 \geq 責任準備金の場合

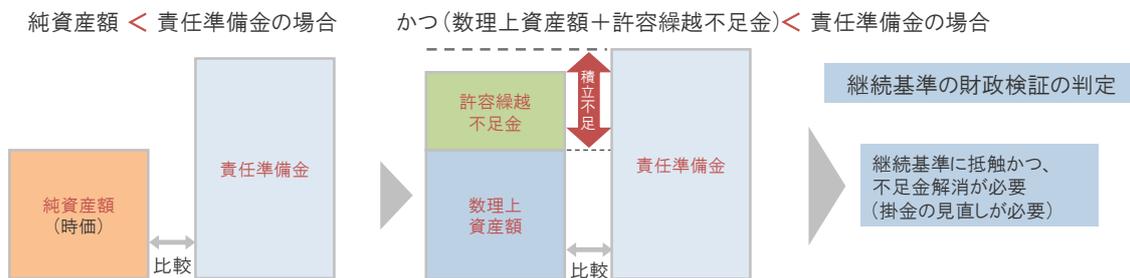


【ケース2】

純資産額 $<$ 責任準備金の場合 かつ (数理上資産額 + 許容繰越不足金) \geq 責任準備金の場合



【ケース3】



(出所) 弊社作成

許容繰越不足金とは、継続基準の財政検証において、繰越不足金として繰り越すことが許容される限度額を指します。算定方法は規約に定める必要があり、3通りの中から選択します。1つ目が20年間分の標準掛金額の予想額の現在価値に15%以下の規約で定める率を乗じて算定する方法、2つ目は責任準備金に15%以下の規約で定める率を乗じて算定する方法、3つ目は上述の2つの方法のうちいずれか小さい方を使用する方法です。原則として、1度算定方法を決めたら、変更することはできません。また、許容繰越不足金を大きく設定した場合、不足金発生時には掛金の見直し判定に抵触しにくいものの、判定に抵触した場合は掛金上昇幅が大きくなる傾向にあります。

最後はケース3のように、純資産額が責任準備金を下回っており、かつ、数理上資産額に許容繰越不足金を加算した額も責任準備金を下回っているケースです。この場合、「継続基準に抵触かつ、不足金の解消が必要」となり、不足金の解消のため特別掛金の設定等の対応が必須となります。また、不足金の解消額は積立不足と許容繰越不足金の差額ではなく、責任準備金と数理上資産額の差額（図表2 ケース3の「積立不足」全額）となります。

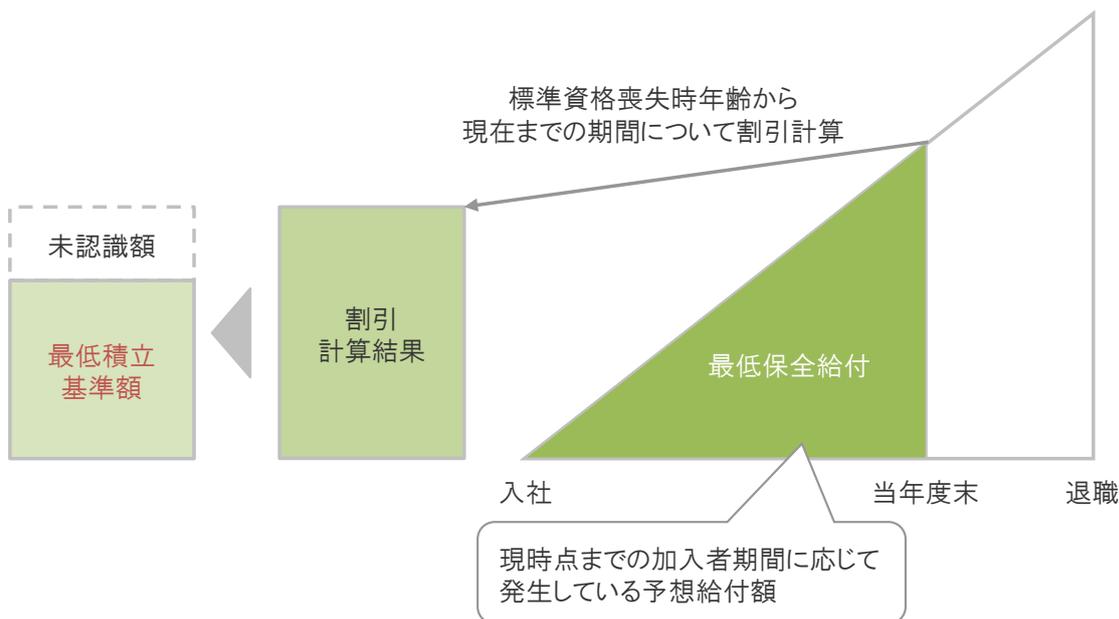
3. 非継続基準の財政検証

非継続基準の財政検証は、年金制度が終了したと仮定した場合の積立目標額である「最低積立基準額」と「純資産額」を比較し、積立状況を検証します。

最低積立基準額は、基準日時点までの加入者期間に対応する予想給付額として算定した最低保全給付を、標準資格喪失年齢など規約に定めた時点で給付を行うものとして、30年国債の直近5年平均利回りを基準に定めた利率で基準日時点まで割り引くことにより算定します（図表3）。この利率は基準となる率に0.5%を加減した率の範囲で定めることが可能です。

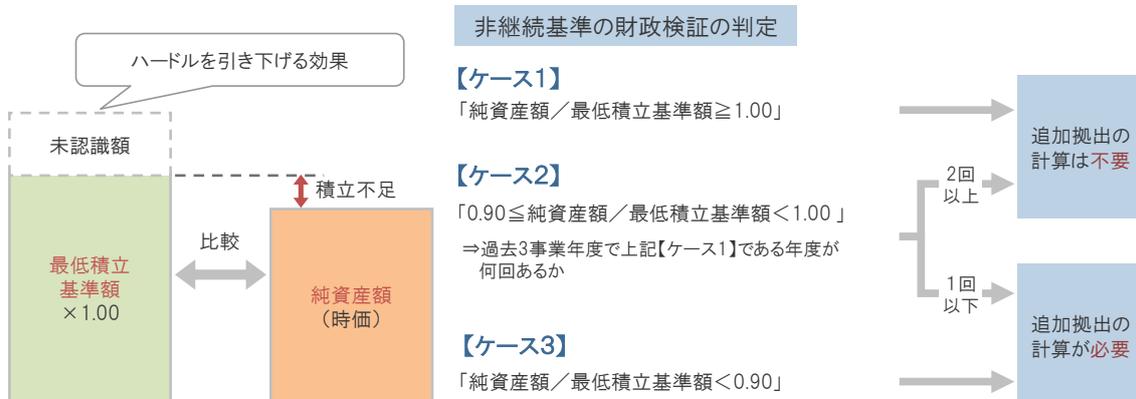
なお、給付改善等で急激に債務が増加した場合などは、一時的に積立水準が大きく低下するため、経過措置として債務の増加額を5年間で均等に減少させる形で「未認識額」を最低積立基準額から控除することが可能です。

(図表3) 最低積立基準額



(出所) 弊社作成

(図表4) 非継続基準の財政検証



(出所) 弊社作成

積立状況を3つのケースに分け、それぞれの財政検証の判定結果を説明します(図表4)。まず、純資産額÷最低積立基準額が1.0以上のケースです(ケース1)。この場合、積立目標額に届いていることから、「非継続基準に抵触していない」との判定結果になり、追加拠出の計算は不要です。

続いて、純資産額÷最低積立基準額が0.9以上1.0未満のケースです(ケース2)。この場合、追加拠出計算の要否は、過去3事業年度の財政状況によって異なります。過去3事業年度において、純資産額÷最低積立基準額が1.0以上のケース(ケース1)が2回以上あった場合は、追加拠出の計算は不要と判定されます。一方、過去3事業年度において、純資

産額÷最低積立基準額が1.0以上のケース（ケース1）が1回以下であった場合は、追加拋出の計算が必要になります。なお、ケース2で追加拋出の計算が不要とされた場合でも、積立不足解消のための追加拋出は可能です（財政上はその方が望ましい）。

最後はケース3のように、純資産額÷最低積立基準額が0.9未満のケースです。この場合は無条件で、追加拋出の計算が必要になります。

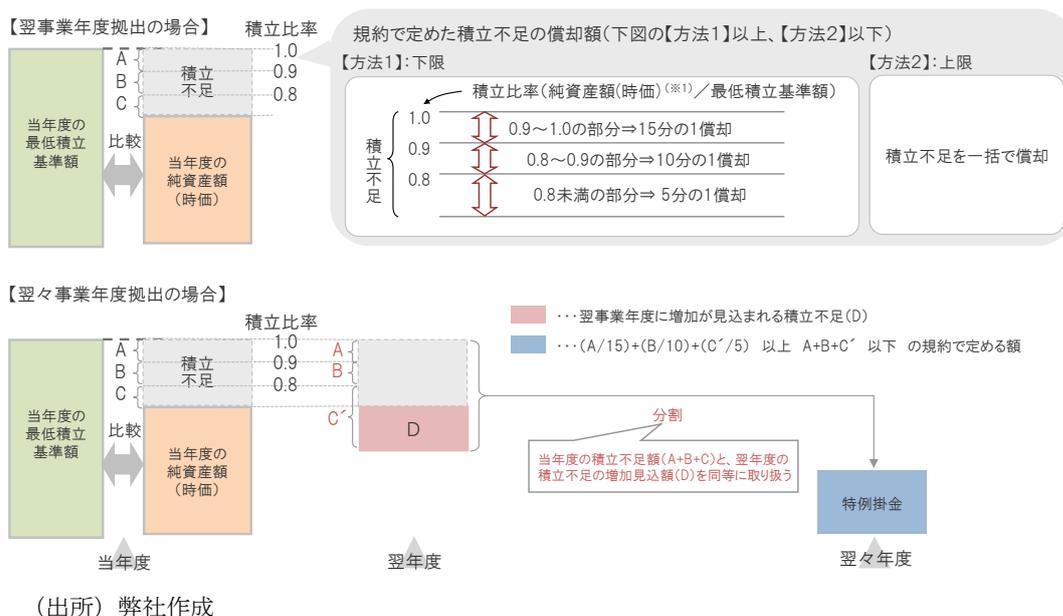
4. 非継続基準の財政検証～追加拋出額の計算方法～

非継続基準により追加拋出の計算が必要となった場合の拋出額の計算方法には、①積立比率に応じた方法と②回復計画を策定する方法の2種類があります。

①積立比率に応じた方法は、毎年、積立状況に応じて追加拋出額を算定する方法です。追加拋出の時期は、その財政検証の翌事業年度もしくは翌々事業年度とすることができます。また、拋出額は、下限～上限の範囲で任意に決めることができます（図表5）。下限額は、積立不足のうち積立比率が0.9～1.0の範囲（図表5のAの部分）についてはその額の15分の1を、0.8～0.9の範囲（図表5のBの部分）については10分の1を、0.8未満の範囲（図表5のCの部分）については5分の1の額を合計した金額となります。

例えば、純資産額を70、最低積立基準額を100とした場合、積立比率は0.7となります。翌事業年度拋出として追加拋出の下限額を計算すると、0.9～1.0の範囲の不足10については15分の1の0.67、0.8～0.9の範囲の不足10については10分の1の1.00、0.8未満の範囲の不足10については5分の1の2.00、となり、この合計額3.67が下限額になります。一方、上限は積立不足の全額である30となります。したがって、この例では、3.67～30の範囲で追加拋出額が設定可能となります。

（図表5）積立比率に応じた方法



翌々事業年度に拠出する場合は、追加拠出の開始が1年間遅れることによる積立不足の増加見込み額も勘案して拠出する必要があります。図表5の通り、当年度の積立不足額であるA～Cと、翌年度の積立不足の増加見込み額Dを合算し、追加拠出額を計算することになります。

①積立比率に応じた方法が毎年の積立状況に応じて翌事業年度（もしくは翌々事業年度）の追加拠出額を算定するのに対し、②回復計画を策定する方法は、将来複数年に亘る拠出計画をあらかじめ定め、計画通りに追加掛金を拠出する方法です。将来の積立水準をシミュレーションした結果、現行掛金の拠出を継続することで翌々事業年度から7年以内に積立水準が1.0まで回復しない場合は、積立水準が回復するような追加拠出を設定します。

なお、上記シミュレーションは、掛金計算のために使用する計算基礎率を用いて掛金収入・給付・運用収益等を予測するのが一般的です。

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。

パーパス経営的人事考 その2

人生100年時代、「年齢差別」は許容されるか

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

改正高年齢者雇用安定法の施行により70歳までの就業機会確保措置が努力義務化され、一年が経過しようとしています。65歳まではすでに雇用確保義務が課され、再雇用で対応する企業、定年延長に踏み切る企業と対応の仕方は様々です。

日本的経営の「三種の神器」とされてきた雇用慣行のうち、「終身雇用」や「年功序列型人事」は、年齢と密接な関係にあります。従って、日本企業は人事において「年齢」をよく活用してきたということもできます。

他方、欧米では「年齢差別」を法律で禁じている国が少なくなく、「年齢」に対するスタンスが日本とは異なっています。

本稿では、人生100年時代といわれる今、企業が「年齢」をどう考えていくべきか検討します。

1. 日本的経営と「年齢差別」

改正高年齢者雇用安定法が2021年4月に施行され、65歳までの雇用確保義務に加えて70歳までの就業機会確保措置が努力義務とされました。こうした中、定年延長や高年齢者処遇の見直しの動きが、より活発になっています。

定年延長と定年再雇用では従前の定年年齢を境にした従業員の位置付けが相応に異なりますが、今の日本の法制度は高年齢者の雇用確保を優先していますので、企業は何れの道も選択することができます。

他方、欧米では年齢差別を禁止する法整備が進んでいます。(図表1)

いち早く1967年に「雇用における年齢差別禁止法(ADEA: Age Discrimination in Employment Act)」を制定したアメリカでは、ADEA成立当初は保護対象者の上限年齢を65歳と定めていたものの、1978年には上限年齢は70歳に引き上げられ、1986年には上限年齢自体が撤廃されたことにより、定年退職が一部例外を除き違法となっています。

EUでも、2000年に「信条、障害、年齢、性的志向」について、「雇用と職業の均等待遇に関する一般的枠組みを設定する指令」が出されました。EU加盟国はこの指令を受け、自国の国情に合わせて雇用や職業における年齢差別を禁止する法整備を進めました。

振り返ってみれば、これまで日本企業は人事において「年齢」をよく活用してきました。日本的経営の「三種の神器」とされた雇用慣行のうち、「終身雇用」、「年功序列型人事」はその最たるものでしょう。

(図表 1)欧米における年齢差別禁止法制の整備

時期	米	欧
1960 年代	1967 年 雇用における 年齢差別禁止法(ADEA) 制定	
1970 年代	1978 年 保護対象年齢の上限を引上 (65 歳から 70 歳へ)	
1980 年代	1986 年 保護対象年齢の上限を撤廃 (定年制は違法に)	
1990 年代		1998 年 アイルランド 雇用均等法制定
2000 年代		2000 年 EU 雇用及び職業における 均等待遇の一般的枠組を 設定する指令 2006 年迄に各国にて法整備

(出所) 筆者作成

「終身雇用」は、新卒一括採用から定年までの長期雇用を指しています。例えば、新卒の 15 歳、18 歳、20 歳、22 歳、24 歳など基準となる年齢に基づく「学齢」を定義して人事管理に用い、定年年齢で卒業する、といったように、ずっと年齢が付いてまわります。

多くの企業が導入した職能資格制度は、「年功序列型人事管理」を体现することが少なく、人事管理の運用基準となるモデル昇格年齢が設定され、基本給には職能給とともに年齢給(本人給)が組み込まれる例もよくみられました。

日本では、雇用対策法の 2007 年改正によって採用募集時の年齢制限が原則禁止されている他は、雇用における年齢差別を禁止する法制度は見当たりません。この背景には「日本の経営の三種の神器」とされた日本の雇用慣行が成功体験としてポジティブに受け止められてきた経緯があるといえます。

一方、すでに「終身雇用」や「年功序列型人事」といった雇用慣行はずいぶん薄れてきていますし、必ずしも普遍性のある経営の強みとして捉えられるわけではなくなっています。

人生 100 年時代と言われ、70 歳まで現役で働くことが奨励されはじめたともいえる今日、日本の企業人事は「年齢」という要素をどう位置付けるべきでしょうか。

2. 「年齢」とは何か

そもそも「年齢」とは何でしょうか。誕生日から一年経過するごとに一つ年を取る満年齢を、私たちは当たり前に使って生活しています。学校教育や参政権、運転免許、飲酒や喫煙などのように、年齢を基準とした法制度や社会慣行も数多く、人間社会において「年齢」が

基礎的なインフラであることは間違いありません。公的年金や医療保険、介護保険も年齢を制度上の重要な要素としています。

しかし、一人ひとりの人間にとって、「年齢」は根本的には数的記号でしかありません。社会の中で自分を位置付ける際の数的記号ではあるけれども、「自分が何歳である」ということは腹の足しになりませんし、年齢自体が筋繊維でもなければ脳細胞でもなく、知識やノウハウでもありませんし、人脈でもなく、もちろん金銭でもありません。

つまり、年齢それ自体は人間が頭の中に作り出した概念です。一年という時間の経過を尺度として数値化することができる概念であり、数値化によって心身の発育や教育の進捗、社会性や生活力、仕事の習熟度、あるいは公的扶助の必要度などの目安に用いることがある程度可能なところに利便性がある数的記号です。

年齢が単なる概念、数的記号でなく、意味のあるものに見えることがあります。改めて考えてみると、それは年齢自体に意味があるのではないことが確認できます。

凡そ、生まれてから成長し、老いて死ぬまでの間の変化の何らかの要素(例えば経験、知識、体力など)を、年齢という数的記号に寄せて捉えているか、年齢を基準と定めた法令その他の社会的ルールによって意味付けているかのどちらかではないでしょうか。

一方、人の年齢を認識することは、単に数的記号を眺めるのとはわけが違います。私たち自身の内面において、他人を年齢に紐づけて人物認識したり、自身の年齢を自覚すると自己認識に影響を与えている面があったりします。

言い換えると、「年齢」自体は概念であり数的記号ですが、私たちの認識が「年齢」を「社会的現実(social reality)」にしている面があります。「社会的現実」は社会学や社会心理学で用いられる概念ですが、ここでは「(年齢に関する)常識や価値観」と捉えることにします。

私たちの「年齢に関する常識や価値観」は、時代とともに変わっていきます。社会的現実としての年齢は、変化していくものなのです。

今、高齢者雇用安定法の改正の流れを受けて、定年延長や高齢者の処遇についての検討が活発になっていますが、このような動きの中で「年齢に関する常識や価値観」は影響を受け、変わりつつあります。

その変化を先取りすることができれば、企業として採用その他の人材獲得競争で有利なポジションを構築したり、リスクに備えたりできる等のメリットが得られる可能性があります。他企業と一味違った、人に関するパーパスを設定することにもつながるはずです。

3. 日本の雇用慣行は「年齢差別」？！

「終身雇用」や「年功序列型人事」といった雇用慣行が薄れてきたといっても、多くの日本企業が今もなお、少なからず「年齢」を活用しています。

人事院「勤務条件制度等調査」(2017年)によると、定年制を敷いている企業が大半(99.2%)です。500人以上の企業では30.7%が役職定年制を実施しているといえます。

また、労務行政研究所「基本賃金の決定要素別構成」(2021年)では、回答企業全体の基本

賃金のうち、「年齢・勤続年数により決まる賃金」の金額が16%強を占めていると言います。

更に、三菱UFJ信託銀行と三菱UFJリサーチ&コンサルティングの合同調査(2018年)では、46.7%と半数近い企業が役職定年により何らかの賃金減額を実施しているという結果が出ています。

このような「年齢」を活用した人事制度は、年齢差別を禁止する法制度を整備している欧米では違法な人事制度となる可能性があります。定年制や、役職定年・再雇用等に伴う賃金減額などが「年齢差別」と定義される社会があるわけです。

もちろん日本で法令に反しているわけではありませんが、それらの国で年齢差別を禁止する考え方にどんな意味が込められているかを見ることが、これからの日本企業の参考になると思われます。いち早く整備したアメリカは、次のように年齢差別を禁止しています。

アメリカの「雇用における年齢差別禁止法(ADEA)」は、1967年に制定されました。

ADEAは、40歳以上の雇用に関する差別を禁止しており、採用、配置、昇進、報酬、環境、解雇に至るまで、職場において差別が想定され得るすべての場面に適用されます。

成立当初は保護対象者の上限年齢を65歳と定めていたものの、1978年には上限年齢は70歳に引き上げられ、1986年には上限年齢自体が撤廃され定年退職が一部例外を除き違法とされました。

ADEAは、人種差別等を禁止した公民権法(1964年)を源流としています。アメリカで雇用差別が禁止される主な要素は、人種、肌の色、宗教、性別、出身国(公民権法第7編)の他、年齢(ADEA)と、障がい(障がいを持つアメリカ人法、ADA: Americans with Disabilities Act, 1990年)です。

つまり「年齢」は、アメリカの雇用差別禁止法制の中核となる要素なのです。制定年代も早く、当初より雇用差別禁止の点で年齢の位置付けが高かったことが分かります。

年齢差別とは、年齢を理由として雇用に関して異なる取り扱いをすることです。年齢は数的記号でしかありませんから、年齢を理由として差異を設ければ差別ということになります。差別は偏見などの「色眼鏡」によって起こります。ADEA制定時に「40歳以上が色眼鏡で見られ易い」と位置付けたわけです。

アメリカは一方で企業の解雇権が強く、ADEAを含めた雇用差別禁止法制も、十分に合理的な理由による解雇を禁止しているわけではありません。解雇だけでなく、その他の雇用に関する取り扱いも同様です。

まとめると、ADEAは、次のようにメッセージを発していることとなります。

「アメリカ社会の年齢に関する常識や価値観をふまえ、雇用に関し色眼鏡で見えてしまい易い40歳以上の人を、意図せずとも色眼鏡で見えて雇用に関し差異のある取り扱いをしてはいけない。

もちろん、合理的に判断した結果として雇用に関し差異のある取り扱いをするのは、年齢にかかわらず当事者間の契約に従う限り自由だ。」

日本企業が参考にすべきは、雇用慣行において「年齢に関する色眼鏡」を明確に排除するスタンスではないでしょうか。

日本的雇用慣行では、「年齢に関する常識や価値観」が様々な形で人事制度に組み込まれていることが多いため、結果的に「年齢に関する色眼鏡」を制度化していることになりかねません。

歴史的経緯から日本的雇用慣行のポジティブな面があることも確かで、日本企業の雇用に「年齢」要素が入り込んでいるのはある意味で自然なことでもあります。

しかし、ADEAのような明確な枠組に照らすと「年齢差別」が浮かび上がるような人事が、たとえ意図したものでないとしても果たして今後も取り続ける道であるのか、考える時期に来ているのではないのでしょうか。

人生100年時代といわれる今日、「定年延長」や「70歳までの就業機会確保措置」等のテーマが浮かび上がっている今の状況は、企業自身が改めて「年齢に関する色眼鏡」を点検し、色眼鏡を外す意義や外し方等について考え、向き合うチャンスでもあるはずです。

4. 定年延長等の検討は「年齢差別」と決別するチャンス

日本型雇用慣行の「メンバーシップ型雇用」を基本にしている企業で、定年延長・再雇用や70歳までの就業機会確保措置を検討するとき、「ジョブ型雇用」が選択肢に上ることがあります。

本稿のテーマである「年齢」との関係で、「メンバーシップ型雇用」と「ジョブ型雇用」を整理すると、次のように対比できます。

「メンバーシップ型雇用」

- ① 職務、労働時間、勤務地等の労働条件が無限定で、異動等により変化する。
- ② 一律の新卒初任給でスタートし、定期昇給等により昇給する包括的な処遇。
- ③ 各社員の能力や取り組み姿勢など人に焦点を当てた評価で昇格する。
- ④ 人に焦点を当てた評価は難しい面があり、標準昇格年齢など「年齢」で代替することが管理上、合理的な面がある。
- ⑤ メンバーシップ型雇用の採用、配置、異動、昇格といった人事管理は、組織を構成する職位の編成とは別の仕組みであるため、特に新しいメンバーを新卒として迎え入れる上で、定年制等の年齢による人員管理を行う必要性が大きい。

「ジョブ型雇用」

- ① 職務、労働時間、勤務地等の労働条件が限定され、明確に定められている。
- ② 賃金等の処遇は上記の通り明確に定められた労働条件により設定するのが合理的。
- ③ 成長、キャリアアップは、職務を含めた労働条件のステップアップによる。
- ④ 労働条件および賃金等の処遇について「年齢」にて定めを行う必要性が小さい。

- ⑤ 組織を構成する職位に必要な人員の配置が、ジョブ型雇用と一致するため、定年制等の年齢による人員管理を行う必要性が小さい。

仮にメンバーシップ型のまま定年延長だけを行えば、人員管理に大きな影響を及ぼします。事業が拡大していて組織が大きくなり職位が増えているのでもなければ、メンバーシップ型のまま定年延長に踏み切るのは大変な決断が必要でしょう。

そこで、ジョブ型雇用が選択肢に上ります。定年延長等とともにジョブ型雇用に転換して、人員管理面の影響をできる限り小さくしようという発想です。

このとき、ジョブ型雇用を導入する範囲が問題になります。定年延長等を行うような高年齢層に限定してジョブ型にする方法と、従来の定年年齢前の世代までを含めてジョブ型にする方法の大きく二つの選択肢があります。後者は、従来の定年年齢前の世代について管理職層以上等、範囲を限定するか、新卒まで全体を対象とするか等も選択の分かれるところです。

【定年延長等に合わせてジョブ型雇用へ転換するパターン】

- ① 定年延長等の対象となる高年齢者層のみを対象にジョブ型に転換する。
- ② 従来の定年年齢前の世代までを含めてジョブ型に転換する。
 - (a) 管理職層以上等、範囲を限定してジョブ型に転換する。
 - (b) 新卒まで含め全体をジョブ型に転換する。

人事制度の設計や労使合意の取り易さ等の観点からすれば、①が進め易いでしょう。

しかし、①では、(旧)定年前の世代と高年齢者層との間に「(旧)定年年齢」によるメンバーシップ型とジョブ型の制度の境界線という形で、「年齢差別」が残ります。

これに対して、②(b)であれば全体がジョブ型になりますので、人事管理に「年齢」要素を残す必要は無くなります。

また、②(a)については、まず適切にジョブ型の範囲を設定することが重要です。その上で一部に残すメンバーシップ型の人事制度でも、「年齢」要素を制度設計に原則として採用しないよう留意すれば、「年齢差別」を排除した人事制度を構築することは十分に可能でしょう。

このように、定年延長等を検討することがあれば、それは「年齢差別」と決別できる絶好のチャンスです。よりよい定年延長や再雇用制度といった高年齢者雇用の仕組みを作る観点でも、「年齢差別」を脱した新制度を構築することが、よりよい企業人事のあり方ではないでしょうか。

5. パーパスに「年齢差別」を盛り込むことはありえない。ではどうする？

パーパス経営の観点からいえば、自社のパーパスに「年齢差別」の要素をわざわざ盛り込む企業はないでしょう。当たり前のことに思えます。パーパスとは、前号でとり上げた名和

高司氏によれば、企業の内発的なもの、内面から湧き出すものですから、そこに「年齢差別」の要素があって良いわけではありません。

しかし、日本的経営の延長線上にある多くの企業は、何らか「年齢差別」の人事制度を内在させている可能性があります。その内面から湧き出すものは、はた目にどう映るのでしょうか。

企業のパーパスに、本国の法制は関係ありません。グローバル企業であってもなくても、これに違いはないと考えるべきでしょう。仮に日本国内のみで事業を展開する企業であっても、人材市場はグローバル化してしまっています。

「年齢は数的記号でしかないが、私たちの認識が年齢を社会的現実に行っている」ということを述べました。今、私たちの年齢に関する認識自体が変化し、年齢についての社会的現実も結構なスピードで変化していると考えます。しかも、その変化のスピードは、ひょっとすると世界最速かもしれません。日本が高齢化の進展において世界トップであり、平均寿命でもほぼ世界トップであり続けている「課題先進国」であるからです。

日本的雇用慣行は、もちろん年齢差別を意図したものではありません。むしろ高度成長期に企業と従業員がともに成長発展する仕組みとして労使が作り上げたものとも言えます。会社ごとに詳細にみれば、能力(メンバーシップ型)の要素だけでなく、職務や役割(ジョブ型)の要素も組み合わせた様々な人事制度が、自在に構築され実践されてきました。そうした伝統を良い意味で受け継ぎ、自社にあった人事のあり方を、敢えて「年齢」要素を排除して再定義し直してみることが、いま意義を持つように思います。

キャリア教育の理論に「ライフキャリアの虹」という考え方があります。生まれてから死ぬまでの一生をライフキャリアとして、8つの役割:ライフロール(親、家庭人、配偶者、職業人、市民、余暇人、学生、子ども)と5つのライフステージ(成長、探索、確立、維持、下降)に分けて捉え、より豊かな人生を送るための準備をしようという考え方です。

1950年代にアメリカの研究者、ドナルド・E・スーパーがこの理論を発表した当時、アメリカの男性の平均寿命は60歳台半ば、女性も70歳台前半でした。

ライフキャリアの虹を描いて自分の人生を俯瞰しようとするとき、日時計のような虹の図の正午の位置は、40歳くらいにするイメージが一般的であったようです。仕事で言えば、働き盛りのホットタイムというわけです。

日本が「人生100年時代」に入ったとすると、正午は50歳から60歳くらいに置いてもよさそうです。すると、60歳から70歳は日の高い暑い盛りということになります。

そのようなライフステージの社員が少なからず働く時代であることを踏まえて、人に関するパーパスを設定する必要が出てきているのが「人生100年時代」の日本なのです。

もちろん、未来を創っていく若い世代が、成長や学びを得られる企業であり続けることも非常に重要です。同時に、若い世代も高年齢者層に自分の将来の姿を重ねることがある点も留意しておくべきでしょう。

これらの要素を合わせて、人に関するより良いパーパスを言語化する必要があります。

そして、言語化する際は、「色眼鏡」を外した状態で考えることがポイントです。

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>

マック・A・プレイヤー／井口 博 訳「アメリカ雇用差別禁止法」1992年／1997年

中窪裕也「アメリカ労働法」1995年

名和高司「パーパス経営」2021年

年金運用

プライベートアセット組入れにあたって

年金運用部 フェロー 阿久津 太

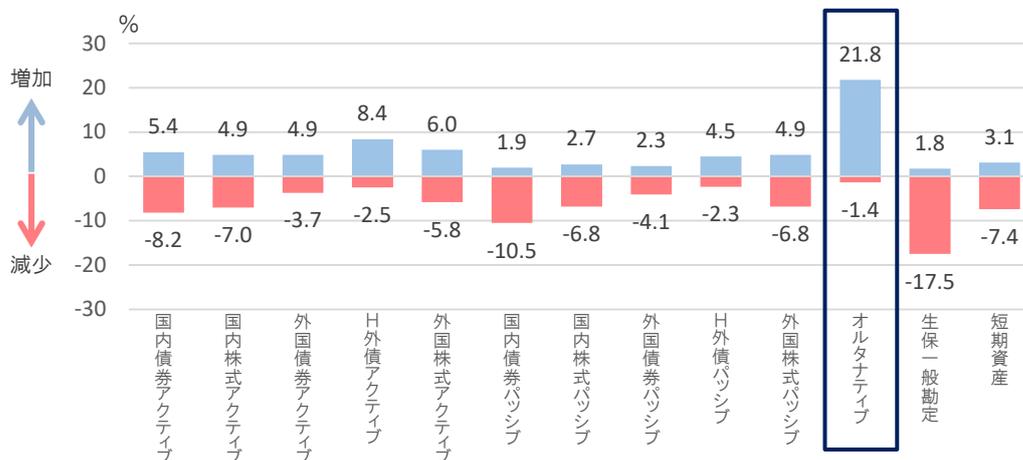
世界的な低金利等の厳しい環境が継続する中、年金運用においてプライベートアセットの存在感が高まっています。しかしながら、プライベートアセットは個別性が高く、投資期間が長期に亘るため、組入れにあたっては慎重な判断を要します。本稿では、プライベートアセット組入れにあたっての検討項目や着眼点について、その概要を解説します。

1. プライベートアセットへの関心高まる

伝統資産の期待収益低下、低金利といった厳しい環境を背景にオルタナティブ資産への投資が継続的に増加する中、足下ではプライベートアセットの存在感が高まっています。

図表1、2は、弊社が企業年金のお客様を対象として実施した年金運用アンケート結果です。まず、図表1は今後1年程度における資産配分の方向性です。生保一般勘定、国内債券パッシブの減少意向が多い一方で、オルタナティブの増加意向が顕著です。

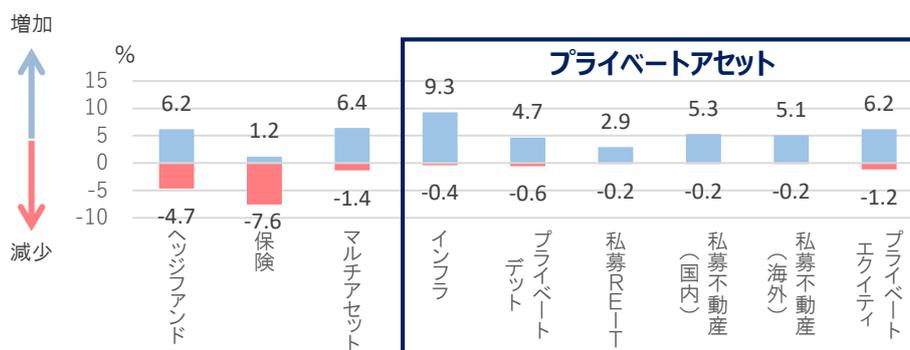
(図表1) 今後1年程度における資産配分の方向性 (増加・減少の件数比率)



(出所) 弊社年金運用アンケート (実施時期: 2021年7~8月、有効回答件数: 514)

次に、図表2はオルタナティブ資産に限定した資産配分の方向性です。オルタナティブ資産の中でも、インフラ、プライベートデット、不動産、プライベートエクイティといったプライベートアセットへの関心が高まっていることがわかります。

(図表2) 今後1年程度におけるオルタナティブ資産配分の方向性 (増加・減少の件数比率)



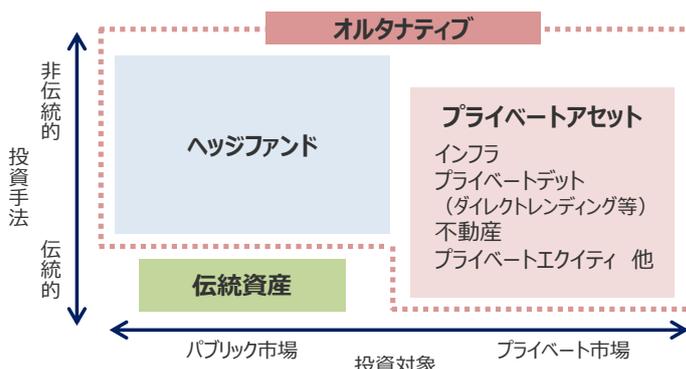
(出所) 弊社年金運用アンケート (実施時期: 2021年7~8月、有効回答件数: 514)

2. プライベートアセットとは

オルタナティブ資産とは伝統的な投資 (国内債券、外国債券、国内株式、外国株式等) 以外の投資を指し、図表3のとおり、非伝統的な投資手法を活用するヘッジファンド、プライベート市場に投資するプライベートアセットに大別されます。

プライベートアセットへの投資には図表4のように流動性をはじめとする様々な制約がありますが、制約を長期間受け入れることに対するプレミアムが期待されます。世界的に低金利環境が継続する中で、より高いリターンが期待されるプライベートアセットに注目が集まっているのです。

(図表3) プライベートアセットの位置付け



(出所) 筆者作成

(図表4) パブリック vs プライベート

パブリック		プライベート
市場取引		相対取引
低	個性	高
多	開示情報量	少
高	流動性/換金性	低
多	投資機会	少
小	最低投資金額	大

(出所) 筆者作成

代表的な戦略例は図表5のとおりで、投資対象や資本調達区分 (デット、エクイティ) 等によって収益源泉が異なります。一番左のインフラデットは投資スキームの借入部分への投資で、収益源泉は安定的なインカムゲイン (インフラ設備の利用料収入) です。一方、一番右のプライベートエクイティは未公開株式への投資で、収益源泉は主にキャピタルゲイン (企業の成長に伴う株式の値上がり) です。

(図表5) 代表的な戦略例・・・リターン水準やファンド期間はあくまで目安

	インフラデット	ダイレクトレンディング (プライベートデットの一部)	不動産エクイティ	プライベートエクイティ
主な投資対象	インフラ事業への融資	信用力が相対的に高い企業への融資	私募不動産スキームへの出資	未公開会社の株式
リターン水準 (IRR、現地通貨ベース、ネット)	5~7%	6~9%	4~7%	15~20%
ファンド期間	10年程度	10~15年	10年程度	5~15年
収益源泉	インカムゲイン		キャピタルゲイン	
	インフラ設備の 安定的利用料収入	相対的に高い利息収入 (担保で安全性確保)	実物不動産の 安定的利用料収入、 価格上昇	未公開企業の成長性 (経営に主体的関与)

(出所) 筆者作成

3. 組入れにあたっての検討項目、着眼点

プライベートアセットは、個別性が高いため、戦略や商品によって特性が異なります。組入れにあたっての検討項目、着眼点は多岐に亘りますが、概ね下表のとおりです。

検討の順番は、1→2→3（まず1で狙いを定め、戦略レベルで組入れ比率案を策定、2で問題の有無を検証した上で、最終的に3で商品を選定）、1→3→2（商品まで概ね選定した上で、問題の有無を商品レベルで詳細に検証）等、状況に応じて様々考えられます。また、これらの検討プロセスを何回か試行錯誤することもあり得ます。

No	主な検討項目	主な着眼点
1	狙い、戦略、比率 何のためにどの戦略にどれくらい	<ul style="list-style-type: none"> 狙い 投資対象、資本調達区分、収益源泉、組入れ比率 他
2	検証 問題ないか	<ul style="list-style-type: none"> 狙いどおりのリスク・リターン水準となっているか ポートフォリオ運営（給付等）に支障はないか 他
3	商品 どの商品/マネージャーに	<ul style="list-style-type: none"> 商品詳細 運用哲学、プロセス、組織、体制 他

本稿では、次章以降において、1→2の順番で検討する例（まず1で狙いを定め、戦略レベルで組入れ比率案を策定、2で問題有無を検証）を解説します。

4. 狙い、戦略、比率 ~何のためにどの戦略にどれくら

プライベートアセット組入れ検討にあたっては、狙い（何のために組み入れるのか？ポートフォリオのどこを改善、向上したいのか？）を定めた上で、その狙いに対応した戦略を選定することが重要です。例えば、ポートフォリオ全体のインカムリターンを改善したい場合には、同じインカム系資産の中で、債券からインフラデット等へ振り替えるのが一般的です。また、キャピタルリターンの向上を図りたい場合には、同じキャピタル系資産の中で、株式からプライベートエクイティに振り替えるのが自然です。

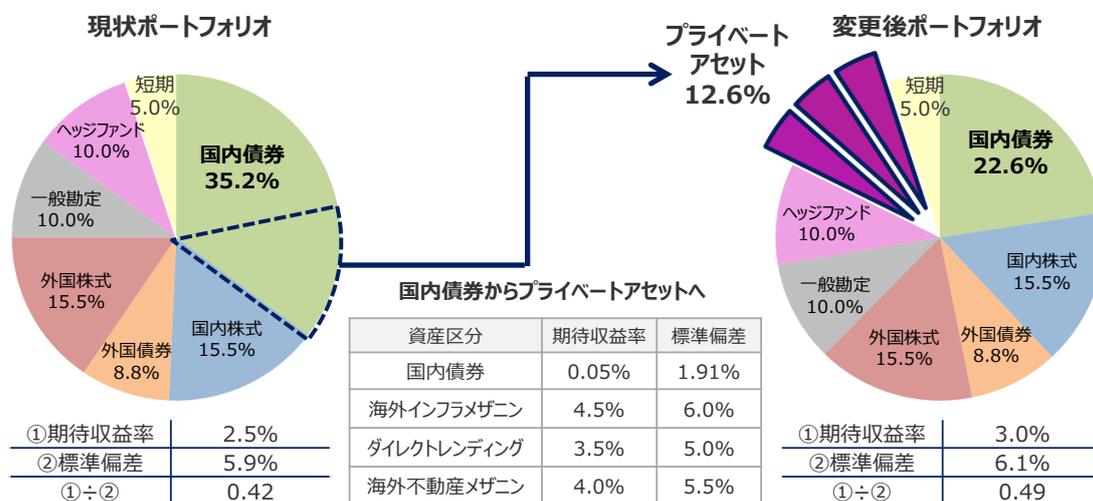
組入れ比率を合理的かつ定量的に算定するのは非常に困難で、伝統資産の配分決定にしばしば用いられる最適化手法も有効ではありません。また、プライベートアセットを一括りにして「プライベートアセットの比率」として考えるのか、戦略毎に細分化して「戦略毎の比率」として考えるのかについても様々な考え方があり得ます。

いずれにしても、何らかの基準により組入れ比率案を策定した上で、問題の有無（狙いどおりになっているか？ポートフォリオ運営に支障はないか？）を検証し、問題があれば案を修正するといったプロセスが必要になってきます。

図表6は、予定利率が2.5%の制度において、「ポートフォリオ全体の期待収益率を予定利率+コストとする」という基準で組入れ比率案を策定した例です。現状では、ポートフォリオ全体の期待収益率2.5% < 予定利率2.5% + コスト0.5%という関係にあり、年金財政上の恒常的な不足発生要因になっていました。そこで、インカムリターン改善を狙いとして、国内債券を12.6%減らし、プライベートアセットを12.6%（海外インフラメザニン、ダイレクトレンディング、海外不動産メザニンを4.2%ずつ均等に）組み入れた結果、変更後ポートフォリオの期待収益率は3.0%（=予定利率2.5% + コスト0.5%）となっています。

(図表 6) インカムリターン改善を狙いとして、プライベートアセットを組み入れた例

期待収益率 = 予定利率2.5% + コスト0.5% となるよう、国内債券からプライベートアセットへ12.6%振替
 プライベートアセットの組入れ比率 = 海外インフラメザニン4.2% + ダイレクトレンディング4.2% + 海外不動産メザニン4.2% = 12.6%



(出所) 弊社中期見通しに基づく期待収益率、標準偏差等を使用し、筆者作成

図表 6 の例ではプライベートアセットを 12.6%組み入れる案を策定しましたが、この案で問題はないでしょうか？狙いどおりのリスク・リターン水準になっているのでしょうか？給付の支払いをはじめとするポートフォリオ運営に支障はないのでしょうか？

第 5、6 章では、引き続き図表 6 の例を用いて問題の有無を検証します。

5. 検証1 ～狙いどおりのリスク・リターン水準となっているか

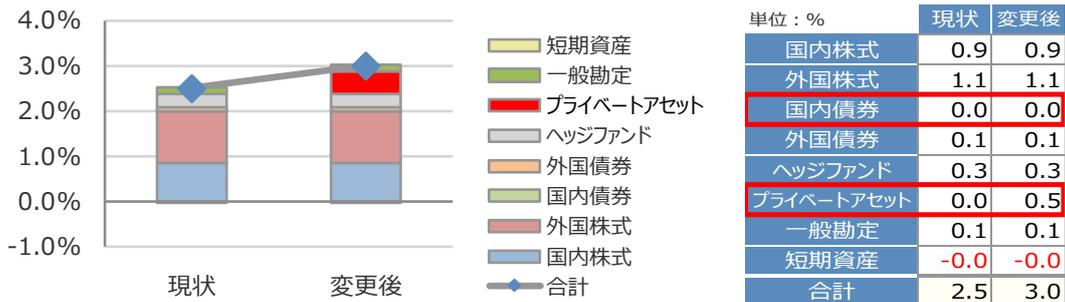
本章では、プライベートアセットを12.6%組み入れる案について、狙いどおりのリスク・リターン水準となっているかを検証します。

図表7は、ポートフォリオにおける資産別収益寄与度（ポートフォリオ全体の期待収益率を資産別に分解したもの）、資産別リスク寄与度（ポートフォリオ全体の標準偏差を資産別に分解したもの）を示したものです。現状と変更後と比較すると、狙いどおりインカムリターンが改善していることが確認できます。

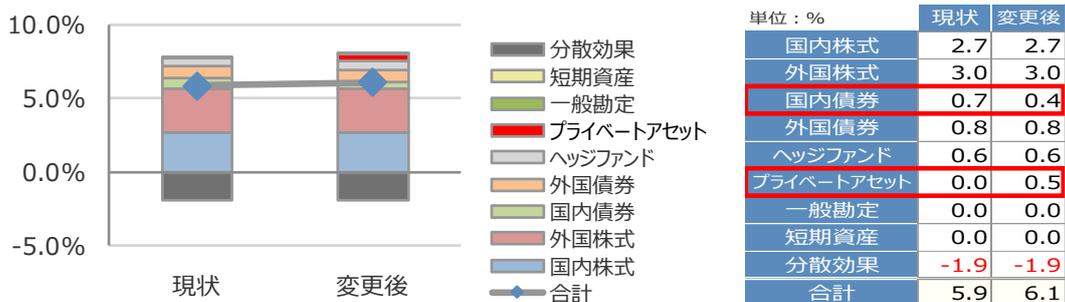
- ・期待収益率が増加し、予定利率+コストと一致
期待収益率 2.5%→3.0%（=予定利率2.5%+コスト0.5%）
- ・期待収益率の増加に伴いリスクも増加したが、運用効率は改善
運用効率 0.42（=2.5%÷5.9%）→0.49（=3.0%÷6.1%）

（図表7）プライベートアセット組入れ前後の資産別収益寄与度、資産別リスク寄与度

資産別収益寄与度



資産別リスク寄与度



（出所）弊社中期見通しに基づく期待収益率、標準偏差等を使用し、筆者作成

なお、プライベートアセットへ12.6%組み入れることを決定しても、実際の比率は12.6%まで直ちに増加するわけではありません。プライベートアセットの投資タイミングは限定的で、通常ファンドからの要請に応じて資金を拠出するため、実投資額は時間をかけて徐々に積み上がっていきます。そのため、ポートフォリオ全体の期待収益率も直ちに3.0%まで増加するのではなく、投資の進捗に応じて徐々に増加していきます。

6. 検証2 ～ポートフォリオ運営（給付等）に支障はないか

本章では、プライベートアセットを12.6%組み入れる案について、給付の支払いをはじめとするポートフォリオ運営に支障はないかを検証します。

検証方法には様々ありますが、ここでは1つの例を解説します。図表8は、プライベートアセットへの組入れ比率上限の算定例、ポートフォリオ運営上の支障有無の検証例をまとめたものです。なお、全体の年金資産額は1000億円とします。

- 検証の考え方
 - ・まず、組入れ比率上限を算定
 - ・組入れ比率上限 > 組入れ比率案 12.6%であれば支障なしと判断
- 組入れ比率上限の算定
 - ・資産全体からプライベートアセットに投資すべきでない/できない額を控除して算定
 - ・組入れ金額上限 = ①年金資産 1000億円 - ②給付超過見込額 300億円 - ③不測の事態発生に伴う時価消失額 250億円 - ④売買したくない/できない額 100億円 = 350億円
 - ・組入れ比率上限 = 350億円 ÷ 1000億円 = 35.0%
- ポートフォリオ運営上の支障有無検証
 - ・組入れ比率上限 35.0% > 組入れ比率案 12.6%
 - ・12.6%組み入れたポートフォリオは、給付等に支障をきたす可能性は低い

(図表8) 組入れ比率上限の算定例、ポートフォリオ運営上の支障有無の検証例

	金額	比率
①年金資産	1000億円	100%
②給付超過見込額	300億円	30.0%
③不測の事態発生に伴う時価消失額	250億円	25.0%
④売買したくない/できない額	100億円	10.0%
プライベートアセットへの組入れ上限 (= ① - ② - ③ - ④)	350億円	35.0%


 組入れ比率案  12.6%

(出所) 筆者作成

この検証例では、組入れ比率上限算定上、②給付超過見込額、③不測の事態発生に伴う時価消失額、④売買したくない/できない額を控除しています。次ページ以降で、これらを控除する理由、算定方法等について簡単に触れます。

②給付超過見込額

企業年金制度は、成熟度が高くなると給付超過状態（給付額＞掛金額）になります。給付超過になると、受け入れる掛金だけでは給付に必要なキャッシュが不足するため、投資中の資産をキャッシュ化する必要が生じます。そのため、給付超過見込額（＝給付額－掛金額）はいつでもキャッシュ化可能な流動性資産に投資しておくべき（プライベートアセットに投資すべきでない）と考え、組入れ上限算定上控除するのです。

この検証例では、給付超過見込額を今後10年間分見込むこととし、年間の給付超過見込額30億円×10年＝300億円と算定しています。なぜ10年なのか？再計算サイクルに合わせて5年では不適當なのか？保守的に30年とすべきでは？等色々な考え方がありますが、プライベートアセットは一旦投資すると資金回収まで概ね10年を要するので、上限算定にあたっては向こう10年程度を見通すのが適當と考えています。

なお、この検証例では通常の給付、掛金のみを考慮していますが、今後DC制度への移行に伴う資産移管を予定している、大量退職が発生する等、多額のキャッシュ流出が見込まれる場合にはそれを考慮する必要があります。

【ご参考】給付超過見込額の資産に対する比率

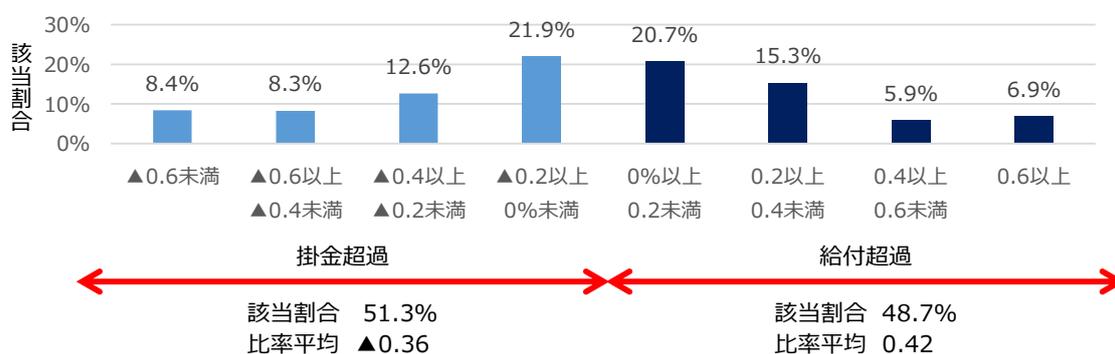
この検証例では、給付超過見込額の資産に対する比率は0.3（＝年間の給付超過見込額30億円×10年÷資産1000億円）です。この比率は一般にどの程度でしょうか？

図表9は、弊社総幹事DB年金のお客様を対象とした比率※の分布です。48.7%の制度は給付超過状態にあり、給付超過状態にある制度の比率平均は0.42です。

※比率＝（直近年度の給付額実績－直近年度の掛金額実績）×10年間÷純資産と算定しました。

直近年度は例年より一時金給付が多かった等、一過性の影響が含まれる点にご留意ください。

（図表9）給付超過見込額の資産に対する比率



（出所）弊社総幹事DB年金の直近財政決算データ917件（2021年3月末時点）より、筆者作成

③不測の事態発生に伴う時価消失額

不測の事態が発生すると、ポートフォリオ全体から相当程度の時価が消失してしまいます。この消失額はいずれの資産にも投資できなくなる（当然プライベートアセットにも投資できなくなる）と考え、組入れ上限算定上控除するのです。

この検証例では、不測の事態発生に伴う時価消失額を、図表10のとおり、サブプライム危機とリーマンショックを再現した場合の時価変動額＝サブプライム危機分80億円＋リーマンショック分170億円＝250億円と算定しています。ここではサブプライム危機とリーマンショックを連続して発生した一体のイベントとして捉えています。それぞれ独立したイベントと捉え、例えばリーマンショックのみを対象にすることも考えられます。

また、不測の事態発生に伴う時価消失額を算定する方法として、過去の市場急落イベントを再現したストレスシナリオによる方法ではなく、VaR（Value at Risk）やCVaR（Conditional Value at Risk）を用いる方法も考えられます。

（図表10）不測の事態発生に伴う時価消失額算定の例

資産額 100,000百万円（1000億円）		変動率	変動金額（百万円）	【参考】 主要指標の変動					
下落リスク分析	VaR(1年間99%)	-11.1%	-11,126						
	CVaR(1年間99%)	-13.1%	-13,111	円債	円株	外債	外株	10年国債金利	
スト レ ス シ ナ リ オ	ITバブル崩壊 '00/04-'01/03	0.3%	349	4.7%	-24.6%	26.3%	-6.4%	-0.5%	
	同時多発テロ '01/09-'01/09	-2.4%	-2,405	-0.1%	-6.9%	1.2%	-8.6%	0.0%	
	VaRショック '03/06-'03/09	1.6%	1,585	-3.3%	22.1%	-7.5%	-2.1%	0.9%	
	サブプライム危機 '07/07-'08/03	-8.0%	-8,002	4.2%	-30.6%	-3.7%	-26.1%	-0.6%	
	リーマンショック '08/09-'09/02	-17.0%	-16,989	1.7%	-39.1%	-14.9%	-49.9%	-0.1%	
	ギリシャ危機 '10/01-'10/05	-1.7%	-1,685	1.0%	-2.1%	-7.2%	-9.1%	-0.0%	
	東日本大震災 '11/03-'11/03	-0.8%	-809	-0.0%	-7.6%	2.1%	1.1%	-0.0%	
コロナショック '20/02-'20/03	-6.9%	-6,903	-0.8%	-15.7%	0.2%	-21.2%	0.1%		

（出所）弊社ポートフォリオ分析ツール『MiRAI』を使用し、筆者作成

④売買したくない/できない額

現状ポートフォリオの中で売買したくない商品や売買できない商品があれば、それらはプライベートアセットに投資しません/できませんので、組入れ上限算定上控除します。対象となる商品はお客様の意向や個別の商品特性等によって異なりますが、例えば安定収益が期待できる生保一般勘定、解約に制約のあるヘッジファンドです。

この検証例では、売買したくない商品や売買できない商品を、生保一般勘定100億円としています。

【ご参考】リバランスの考え方

DB年金運用にあたっては通常、政策アセットミックス（長期資産構成割合）に基づく運用を行いますが、実際の資産構成割合は日々の時価変動により政策アセットミックスから乖離していきます。乖離要因は他にもあります。例えば、給付を行うためのキャッシュ化です。給付を行うために流動性資産をキャッシュ化すると、徐々に流動性資産の割合が減少（相対的にプライベートアセットの割合が増加）します。

リスクコントロールの観点から見ると、乖離が一定水準を超える場合にはリバランスを行う（実際の資産構成割合を政策アセットミックスに戻す）ことが有効ですが、リバランスを行うためには予め一定程度の流動性資産を持っている必要があります。

本稿の検証例では、組入れ比率上限算定上、リバランスに必要な流動性資産額を考慮していません。多くの場合、プライベートアセットの組入れ比率はそれほど高くはないと思います。このため、プライベートアセットについて、政策アセットミックス上独立した資産クラスとしない（オルタナティブ等、他の資産クラスに含める）、リバランス対象から除外する等、柔軟に対応することが多いのではないのでしょうか？

いずれにしても、プライベートアセットを含むリバランスには下表のような論点があるため、リバランスに必要な流動性資産額の考慮の要否やその方法は、個別に判断するのが現実的です。

論点	補足
政策アセットミックス上、プライベートアセットをどう位置付けるか？	・独立した資産クラスとするか、他の資産クラスに含めるか
【政策アセットミックス上、プライベートアセットを独立させた場合】 プライベートアセットの割合が増加した場合どうすべきか？	・リバランス対象から除外するか？ ・リバランスに代わるリスクコントロール手法はあるか？
実際の資産構成割合を常に把握できるわけではない	・プライベートアセットの時価評価頻度は低い

7. 終わりに

プライベートアセットは非常に個別性の高い資産です。本稿では概要のみを解説しましたが、実際にはもっと詳細かつ専門的な内容が多々あります。Jカーブ効果、レバレッジ水準、ビンテージ分散、キャピタルコール等、お聞きになったことがあると思います。

また、プライベートアセットの投資期間は長期（概ね10年程度）に亘ります。ひょっとすると、資金回収を行う頃には年金制度運営に携わる関係者（基金の理事や代議員、母体企業の関係役員、資産運用委員会メンバー等）は交代しているかもしれません。

したがって、プライベートアセットの組入れにあたっては、必要に応じて専門家のサポートを活用しつつ、適切なプロセスを通じた組織的な意思決定を行い、考え方や判断基準を組織として引き継いでいくことが重要だと思います。

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。

＜コラム＞時事のつぶやき

モンティ・ホール問題

1月号で今年の目標を考えたいと書いたが、結局、“読書”に励むことにした。コロナで行動範囲が狭められていても、近所にある区立図書館を利用すればよい。図書館で借りればお金もかからず、何より知識を広げられるというメリットがある。数値目標としては1年間で100冊（週2冊）の読破を目指していくことにした。

好きな推理小説ばかり読んでタメにならないと思い、なるべく広範囲のジャンルに挑戦しようと努力している。そこで1月には統計学と宇宙に関する本を読んでみたのだが、偶然にも同じエピソードが取り上げられていた。ちなみに、統計学の本は正しいデータの分析法の解説、宇宙に関する本は宇宙人の存在について検証するという内容である。

2つの本で取り上げられていたのは、米国のTV番組の司会者の名前をとった“モンティ・ホール問題”というエピソードである。彼の番組では回答者に対し、3つの扉が用意され、その1つに当たりがある。回答者が最初に1つを選択した後、司会者は残る2つのうち1つを開くが、その扉ははずれである（司会者ははずれの扉を知っていて、はずれの扉を開いている）。その後、回答者に最初の選択を変更する権利が与えられるのだが、回答者は最初の選択を変更すべきか否かというのが、この問題である。

単純に考えると、残る2つのうち1つが当たり、つまり確率は1/2であり、変えても変えなくても同じと思ってしまう。しかし、実際には選択を変えたほうが当たる確率は高くなるようだ。理論的には事前確率と事後確率を説明する“ベイズの定理”というもので説明できるらしい。筆者は数学に疎いこともあり、その定理を完全には理解できていないが、以下の考え方であれば納得しやすいかもしれない。すなわち、A、B、C3つの扉があった場合、A、B、Cのいずれも当たる確率は1/3であり、必然的にBとCのどちらかに当たりがある確率は $1/3+1/3=2/3$ である。Bがはずれとわかった段階では、Cが当たりである確率は3分の2になるわけである。したがって、Aを選択していた場合、Cに変えたほうが当たる確率は高くなるという理屈である（なお、この間の事情を全く知らない第三者に対して残るA、Cの2つを選択させる場合には、当たる確率は1/2である）。

モンティ・ホール問題には狐につままれたような感が残っているが、与えられたデータや情報は正しく分析することが必要であり、データや情報を基に行動を変えることも重要であることを再認識した次第である。もっとも、それには与えられるデータや情報が正しいということが大前提である。したがって、国土交通省の建設受注データの不正やあさりの産地偽装などはあってはならないことである。特に、統計数値は経済やマーケット、政策にまで影響を及ぼすことを肝に銘じなければならない。一線は退いたものの、データ分析を行うアナリストを稼業としてきた者として、原因の解明や数値の修正等を望みたい。

2022年2月10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、充分ご留意ください。
- ▶ 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。