

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

2017年5月号

《目次》

《データで見る年金》 平成 28 年就労条件総合調査より	… 1
《DC法等の改正の概要について その7》 第4・5回 DCの運用に関する専門委員会の開催について	… 5
《誌上年金カレッジ「退職給付会計とは」 その2》 退職給付債務の概念と算出方法	… 12
《投資のホライズン その1》 長期投資家と長期投資 ①	… 19
《アドリブ経済時評》 何が一番怖いのか	… 24

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：<http://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/nenkin.html>

データで見る年金

平成 28 年就労条件総合調査より

「働き方改革」による生産性向上が大きな経営課題となる中、厚生労働省から今年 2 月 28 日に民間企業 4,520 社を対象に就労状況等について調査した「平成 28 年就労条件総合調査」が公表されましたので、その概要についてご紹介します。この「就労条件総合調査」は、常用労働者 30 人以上の民間企業を対象に、労働時間、賃金制度、定年制などの就労条件などを総合的に調査したものです。

労働費用に関して、現金給与額だけではなく退職給付の費用でも企業規模による格差があり、退職後の所得にも差が生じています。

1. 退職給付の費用は企業規模で格差

今回の調査では、労働費用の集計結果が公表されています。現金給与とそれ以外の給与に分けた結果を、図表 1 にまとめています。同種の調査を日本経済団体連合会（以下、経団連）が毎年実施しており、その結果も併せて表示しました。

労働費用総額のうち、現金給与額は企業規模が大きくなるにつれて増加しています。他の統計調査からも企業規模が大きい会社

ほど給与水準が高いという結果が示されています。経団連の集計結果は、従業員規模 1,000 人以上の企業をさらに大幅に上回る水準となっていますが、これは経団連調査の回答企業の平均従業員数が 4,583 人と大手企業を対象としたものであるためです。

また、現金給与以外も企業規模が大きくなるにつれ増加しています。

（図表 1）労働費用の状況

（単位：円、％）

	労働費用総額				
	現金給与額	割合（％）	現金給与以外	割合（％）	
合計	416,824	337,192	80.9	79,632	19.1
1,000人以上	481,077	375,888	78.1	105,189	21.9
300～999人	423,825	349,632	82.5	74,193	17.5
100～299人	374,117	309,853	82.8	64,254	17.2
30～99人	338,909	284,469	83.9	54,439	16.1
（参考）日本経団連調査	747,049	570,739	76.4	176,310	23.6

（出所）厚生労働省「平成 28 年就労条件総合調査の概況」及び日本経済団体連合会「2015 年度福利厚生費調査結果」より筆者作成

次に、労働費用総額のうち、現金給与以外の内訳についてみてみます。「法定福利費」は現金給与の一定割合を負担するものであり、現金給与額の増加額に応じて増加しますが、図表 2 では企業規模が大きくなっても法定福利費の対現金給与比率は 14%前後と変化していません。そのため、図表 1 で労働費用総額に占める現金給与以外の割合が企業規模に応じて上昇している要因は、法定福利費以外の費用増加によるものと考えられます。

法定福利費以外で最も対現金給与比率が高いのが「退職給付の費用」です。従業員 1,000 人以上の企業では退職給付の費用は 29,016 円、現金給与に対し 7.7%となってい

ます。99 人以下の企業の 7,797 円、2.7%に比べて金額では 3.7 倍、比率では 2.9 倍となっています。この格差は現金給与とは比較にならない大きさと言えます（なお、退職給付の費用は退職一時金の支払額、企業年金の掛金あるいは中小企業退職金共済の掛金等であり、現金支払いベースの数値です）。

退職後の所得という観点からは、現金給与の水準によって厚生年金の給付水準に差が生じるだけでなく、退職給付の水準でも差が生じています。この数値を見る限り、大規模企業と中小企業の従業員とでは給与の違いによる公的年金（所得比例部分）による差だけではなく、企業の退職給付の差はそれ以上に大きいことを示しています。

(図表 2) 現金給与以外の労働費用の内訳

(単位：円、%)

	法定福利費		法定外福利費	退職給付の費用		その他	合計
		対現金給与比(%)			対現金給与比(%)		
合計	47,693	14.1	6,528	18,834	5.6	6,577	79,632
1,000 人以上	53,254	14.2	9,237	29,016	7.7	13,682	105,189
300~999 人	48,216	13.8	5,858	17,792	5.1	2,327	74,193
100~299 人	43,641	14.1	4,953	12,712	4.1	2,948	64,254
30~99 人	41,349	14.5	3,883	7,797	2.7	1,410	54,439
(参考)日本経団連調査	85,161	14.9	25,462	56,514	9.9	9,169	176,306

(出所) 厚生労働省「平成 28 年就労条件総合調査の概況」及び日本経済団体連合会「2015 年度福利厚生費調査結果」より筆者作成

2. 有給休暇取得率は 50% 以下

本調査によると労働者 1 人平均の 1 日の所定労働時間は、企業規模（従業員数）に関わらず 7 時間 44~45 分と差はありません。

これに対して、休日に関しては企業規模による差が生じています。完全週休 2 日制の企業数は全企業のうち 49%ですが、1,000 人以上の企業が 69.1%であるのに対し、99 人以下の企業では 47.2%にとどまっており、大きな差となっています。労働者数ベース

では労働者数の 59.8%が週休 2 日制となっていますが、完全週休 2 日制が定着したとは言い難い状況です（図表 3）。

完全週休 2 日制であれば、祝日も含めて年間の休日数は 120 日程度になりますが、完全週休 2 日制となっていない企業も多く、1 企業平均の年間休日数は 108 日、労働者 1 人当たりでは年間の平均休日数は 113.8 日にとどまっています（図表 4）。

(図表 3) 週休制の形態別割合 (企業規模別、労働者数別)

(単位: %)

		週休1日又は 週休1日半	週休2日	完全週休2日よ り少ない制度	完全週休2日	完全週休2日 より多い制度	企業数 労働者の割合
企業 数の 割合	合計	5.6	88.6	39.6	49.0	5.8	100.0
	1,000人以上	1.6	89.6	20.6	69.1	8.8	2.2
	300~999人	2.2	89.7	29.8	60.0	8.1	6.7
	100~299人	3.9	87.8	38.1	49.6	8.3	20.9
	30~99人	6.5	88.7	41.5	47.2	4.8	70.3
労働者 数の 割合	合計	2.9	88.2	28.4	59.8	8.9	100.0
	1,000人以上	1.0	87.4	15.3	72.1	11.7	36.7
	300~999人	2.3	90.6	28.0	62.6	7.1	18.9
	100~299人	3.6	87.2	36.8	50.3	9.2	20.9
	30~99人	5.6	88.3	40.4	17.6	6.0	23.6

(出所) 厚生労働省「平成 28 年就労条件総合調査の概況」より筆者作成

(図表 4) 企業規模別年間休日数

(単位: %)

	79日以下	70~ 89日	90~ 99日	100~ 109日	110~ 119日	120~ 129日	130日以上	1企業平均 年間休日	労働者1人 平均年間休日
合計	5.0	7.0	10.3	32.0	15.2	29.6	0.9	108.0	113.8
1,000人以上	1.3	1.0	3.6	24.4	18.8	49.5	1.4	115.3	118.3
300~999人	2.2	2.4	5.5	25.2	20.9	42.2	1.6	113.4	115.1
100~299人	4.2	3.9	9.5	31.6	18.0	31.5	1.2	109.7	111.2
30~99人	5.6	8.5	11.3	33.0	13.7	27.2	0.7	106.8	108.0

(出所) 厚生労働省「平成 28 年就労条件総合調査の概況」より筆者作成

休日と労働時間に関する実態調査については、同じく厚生労働省が「毎月勤労統計調査」を実施しており、その数値とも比較してみます。同調査の平成 28 年計(月平均)では、全産業の総実労働時間は 1 カ月当たり 168.7 時間、うち所定内労働時間は 154.3 時間、所定外労働時間は 14.4 時間、出勤日数が 20.2 日となっています。所定内労働時間を出勤日数で割ると 7 時間 38 分(=154.3 ÷ 20.2) と就労条件総合調査と一致します。

また、出勤日数を年換算(12 倍)すると 242.4 日となります。平成 28 年はうるう年であり年間 366 日から差し引くと休日日数

は 123.6 日(=366-242.4) となります。

労働者の休日日数は平均休日数に有給休暇の取得日数を加えた日数となりますが、その有給休暇の付与日数は、就労統計調査で集計されています。企業規模で若干の差はありますが、年間 17~19 日となっています(図表 5)。取得日数は 8.8 日ですから、企業が付与する休日(113.8 日)と合わせて 122.6 日(=113.8+8.8) となります。これは、「毎月勤労統計調査」の休日日数とも一致します。今回の調査結果では、有給休暇の取得率は 48.7% となっており、取得率は女性の方が男性よりやや高く、企業別にみる

と、企業規模が小さくなるにつれて取得率は低下してきます。少人数で業務を遂行する中小企業においては、大企業よりも有給休暇を取得しにくいかもしれません。

(図表 5) 有給休暇の付与日数及び取得日数 (単位: 日、%)

	1人平均付与日数	1人平均取得日数	取得率(%)
合計	18.1	8.8	48.7
男	18.4	8.4	45.8
女	17.3	9.3	54.1
1,000人以上	19.1	10.4	54.7
300~999人	18.0	8.5	47.1
100~299人	17.7	7.9	44.8
30~99人	17.0	7.4	43.7

(出所) 厚生労働省「平成 28 年就労条件総合調査の概況」より筆者作成

日本の有給休暇の取得率は国際的に比較しても極めて低いとされています。独立行政法人労働政策研究・研修機構の「国際労働比較 2015」によると、有給休暇の付与日数は、フランス、ドイツは 30 日、イタリアは 28 日で、日本の 18.5 日より 10 日程度多い状況です (図表 6)。さらに、フランスやドイツでは、実際の取得率は 100%に近いとのことで、日本とフランス、ドイツ等の年間有給休暇取得日数は 20 日程度の差があるものと考えられます。1 カ月当たり 1 日半休みが多いただけと考えるとそれほどの差とは感じませんが、3 週間と考えると極めて大きな差と感じられます。

(図表 6) 有給休暇の取得日数の国際比較 (2013 年) (単位: 日)

	週休日	週休日以外の休日	年次有給休暇	年間休日数(計)
日本	104	15	18.5	137.5
イギリス	104	8	24.8	136.8
ドイツ	104	10	30.0	144.0
フランス	104	10	30.0	144.0
イタリア	104	9	28.0	141.0

(出所) 独立行政法人労働政策研究・研修機構「国際労働比較 2015」第 6-4 表より筆者作成

<参考文献>

- ・厚生労働省「平成 28 年就労条件総合調査の概況」(2017.2.28)
(<http://www.mhlw.go.jp/toukei/itiran/roudou/jikan/syurou/16/dl/gaikyou.pdf>)
- ・独立行政法人労働政策研究・研修機構「国際労働比較 2015」
(<http://www.jil.go.jp/kokunai/statistics/databook/2015/documents/Databook2015.pdf>)

年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野 正徳

DC法等の改正の概要について その7

第4・5回 DCの運用に関する専門委員会の開催について

平成28年6月3日に公布されましたDC等改正法に基づき、今後施行されるDCの運用改善等に関して、現在、「確定拠出年金の運用に関する専門委員会（以下、専門委員会）」にて政省令等に規定する事項の議論が行われています。4月の5日と18日に、第4回、第5回専門委員会が行われましたので、前号に引き続き、専門委員会での議論の内容についてお伝えします。

1. 専門委員会で議論されている項目

現在、専門委員会で議論されている主な事項は、今後政省令で定めることとされている「運用商品の提供数の上限」と、「デフォルト商品の基準」です。

「運用商品の提供数の上限」は、政令で

定める商品数の上限を何本と規定するのか、「デフォルト商品の基準の明確化」については、どのような基準がデフォルトファンドとして相応しいかの議論が行われていません（図表1）。

（図表1）専門委員会での主な議論のポイント

改正項目	従来の規定	改正後	論点
運用商品の提供数の上限設定	少なくとも3本以上（商品数の上限はなし）	（DC法23条第1項） 上限として政令で定める数以下で、かつ3本以上	商品数の上限を何本とするか
デフォルト商品の基準の明確化	法律上の明文化なし	（DC法23条の2の第2項） 長期的な観点から、物価その他の経済事情の変動により生ずる損失に備え、収益の確保を図るものとして省令で定める基準に適合するものでなければならない	デフォルトファンドとして認められる商品はどうような商品とするか

出所：官報「確定拠出年金法等の一部を改正する法律（号外第123号）」（H28.6.3公布）から筆者作成

2. 第4回専門委員会の内容

第4回の専門委員会では、関係団体からのヒアリングとして「運営管理機関連絡協議会（以下、運営協）」から業務運営の実態等に関するヒアリングが行われました。

ヒアリング内容は、「運用商品選定数や構成の決定にあたっての基準・考え方」と「デフォルト商品の選定にあたっての基準・考え方」についてです（図表2）。

(図表 2) 運用商品選定数や構成の決定にあたっての基準・考え方

ヒアリング項目	運営管理機関連絡協議会からの説明内容
ラインナップをどう選択しているか	元本確保型、国内株式、国内債券、外国株式、外国債券のパッシブ型ファンドとアクティブファンド、バランス型ファンドを中心に、新興国株式、新興国債券、国内外 REIT 等の中から事業主・加入者代表の意向等に基づき提示
運用商品の見せ方	投資対象別にカテゴリー分けをする 「パッケージタイプ」と「個別タイプ」に分けて提示
実際に提示している商品の実態	16～20 本が 36.7%、11～15 本が 28.9%、21～25 本が 15.5% 商品数の多寡による加入者の運用利回りの中央値に有意な差はない
同じような商品を複数並べる理由	定期預金は満期の違いやペイオフ対応のため 投資信託はベンチマークの違いや運用方針の違い、大型株・中小型株の投資対象の違い等による
運用商品追加手順	定期的モニタリング報告を通じて運用商品の追加可能性を議論、既存の商品とは特徴の異なる商品を中心に、最適な商品ラインナップとなるよう工夫
商品除外に関する問題点	除外通知、同意書発送・回収等事務手続きや加入者説明会等の事務負担コストが大きい 個人情報保護法により除外対象者を運営から事業主に開示できない点

出所：第 4 回「確定拠出年金の運用に関する専門委員会」資料 2 より筆者作成

運営協から次のような説明がされました。

- ✓ 商品選定数や構成の決定にあたっては、受託者責任に基づき、長期にわたる資産形成に相応しい商品を選定・提示しており、具体的な選定方法としては、法定要件である元本確保型商品、分散投資するための国内株式、国内債券、外国株式、外国債券のパッシブ型ファンド、さらにこれら 4 資産のアクティブ型ファンド、複数のスタイルの異なるバランス型ファンドを中心に、新興国株式、新興国債券、国内外 REIT ファンドを含め、この中から事業主や加入者代表の意向等に基づき選定している。
- ✓ 運用商品の提示方法としては、投資対象別にカテゴリー分けしたり、加入者が選択しやすいように、ひとつの商品で複数の

資産に分散投資できる「パッケージタイプ」と、自分で複数の商品を組み合わせて分散投資する「個別タイプ」に分けて提示するなどの方法を採用している。

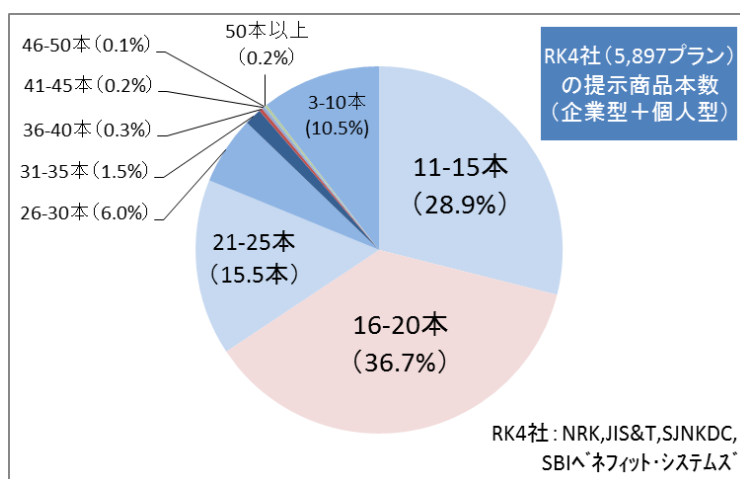
これに対して、委員からは「アクティブ商品を多くラインナップすることについて疑問がある」、「アクティブ商品が入ることによりラインナップが増えて加入者が選びにくくなるのではないか」、さらに、「DC の意義は資産運用の達人を作るのが目的ではなく、老後資産形成を合理的にできるようにすることであり、複雑な商品を入れることが本当に必要かどうか疑問がある」、といった意見が出されました。

続いて運営協から商品の実態調査に関して、企業型と個人型を含めた記録関連運営

管理機関（以下、RK）4社（NRK、JIS&T、SJNKDC、SBI ベネフィット・システムズ）の合計 5,897 プランについて、商品数別のプラン数比率の集計結果が示されました。これによると、商品数 16～20 本が 1 番多く 36.7%、以下 11～15 本が 28.9%、21～25 本

が 15.5%を占めており、商品数が 11～25 本の間で全プランの 81.1%を占めている結果が示されました（図表 3）。また、商品数の多寡により、加入者の運用利回り結果の中央値には「有意な差がない」ことが説明されました。

（図表 3）企業型・個人型 5,897 プランの提示商品数別プラン数比率（2016 年 12 月末）



出所：第 4 回「確定拠出年金の運用に関する専門委員会」資料 2、9 頁より筆者作成

商品ラインナップに同じような商品を複数並べる理由について、定期預金や保険商品については満期の違いやペイオフ対応のため、投資信託については、パッシブ型はベンチマークの違い、アクティブ型は運用方針の違い、大型株・中小型株の投資対象の違い等の理由のためと説明されました。（なお、提供する金融機関が破たんした場合は、1人1金融機関について元本 1,000 万円とその利息が保護されます。同じ金融機関で DC の他に預貯金を預けていた場合は、これらを合算した金額が保護されます。）

運用商品の追加手順については、プランの定期的モニタリング報告を通して、運用商品の追加の可能性を議論し、既存の商品とは特徴の異なる商品を中心に最適な商品

ラインナップとなるよう工夫していること、商品の除外に関して想定される問題点としては、除外通知、同意書の発送・回収および結果の通知等の事務手続き、加入者説明会や照会対応にかかる事務負担とコストが大きいこと、個人情報保護法の観点から除外対象者の情報を運営管理機関から事業主に開示できないことについて問題があることが説明されました。これに対して、委員からは、今般の DC 法の改正に伴う商品の除外要件の緩和に併せて、政省令等で情報提供ができるようにするなどの対応が必要ではないかとの意見が出されました。

次に、運管協から「デフォルト商品の選定にあたっての基準・考え方」について説明がなされました（図表 4）。

デフォルト商品の選定については、運用指図をしない加入者の受皿として、資産の名目価値を長期的に保持するため、元本割

れしづらい商品や、商品特性が加入前に既に理解されている商品等が選定されることが多いことが説明されました。

(図表4) デフォルト商品の選定にあたっての基準・考え方

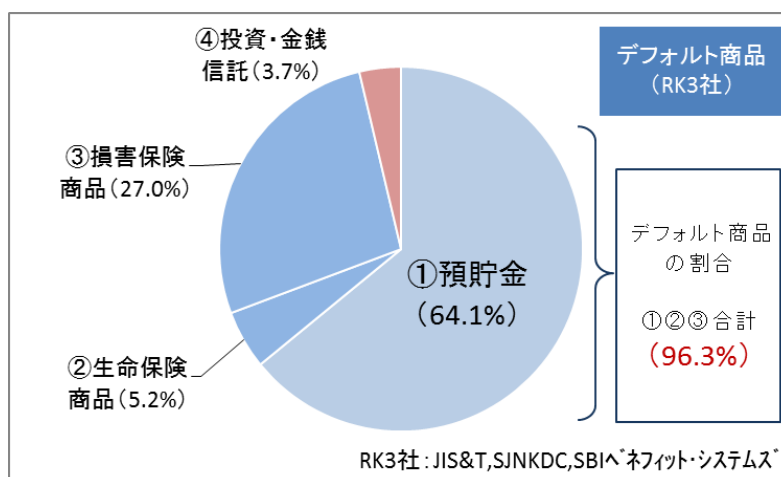
ヒアリング項目	運営管理機関連絡協議会からの説明内容
デフォルト商品の実態	元本確保型（預貯金、保険商品）が96.3%を占める
デフォルト適用になっている加入者に対する運営や事業主の働きかけ	新規加入時に配分指定書を紙で配布したり、半年毎に配分登録を促進するメールを配信するなどを実施
投資教育の効果検証	投資教育の成果は、分散投資が継続的に行われていることとあり、成果のひとつとして資産配分の変化がある

出所：第4回「確定拠出年金の運用に関する専門委員会」資料2より筆者作成

デフォルト商品の選定実態について、RK3社（JIS&T、SJNKDC、SBI ベネフィット・システムズ）の集計結果から、預貯金64.1%、生命保険商品5.2%、損害保険商品

27%で、これらの元本確保型商品をデフォルト商品としているプランは全体の96.3%を占める状況であることが示されました（図表5）。

(図表5) デフォルトファンドの商品別プラン数比率（2016年12月末）



デフォルト商品を選定している加入者に対する運営管理機関や事業主が行っている働きかけとしては、新規加入時に配分指定を紙で配布したり、半年毎に資産の配分登

録をしてもらうためのメールを配信および継続教育を通して指導していること、投資教育の効果検証結果については、継続教育の成果として資産配分の変化があることが

説明されました。

その他、委員からの主な意見としては、「そもそもの法改正の主旨を踏まえ、規制を緩め過ぎないようにすることも必要である」、「商品数の上限については基本的なラインナップにプラスしてどこまで余裕を持

たせるかが重要である」、「商品数の上限を法令で定めることとされていることを念頭に置き、投資教育のあり方も含めて議論していく必要がある」などの意見が出されました。

3. 第 5 回専門委員会の内容

第 5 回の専門委員会では、第 2 回から第 4 回までの関係団体ヒアリングを踏まえ、運用商品の上限数とデフォルト商品基準に

ついての議論が行われました。まず最初に事務局から次のような論点整理が行われました（図表 6）。

（図表 6）厚生労働省より示された運用商品選択への支援に関する論点の全体像

項目	論点整理の概要
①運用商品選択への支援	<p>加入者が継続的に選択をしやすいするための支援を行う必要があり、その観点から運用商品の上限を定めるとともに商品提示方法を工夫することが重要</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 政令で定める運用商品提供数の上限を何本とするか ・ 運用商品についてどのような数え方をすべきか ・ 運用商品除外の際に実務上留意すべき点はあるか ・ 運用商品の提供にあたって併せて講じる措置はあるか
②運用商品を選択しない者への支援	<p>DC 制度は本来、加入者自身で運用商品を選択し、運用を行うことが重要。運用商品を選択しない加入者については、適切な手続きを経てデフォルト商品での運用を継続。当該加入者に対しては自身の指図の運用に早期に切り替えるように働きかけ</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 指定運用方法の基準をどのように設定するか ・ 指定運用方法の適用に当たっての留意点はあるか（運営管理機関や事業主はどのような対応を行うべきか） ・ 運用の指図をしない者への継続的な働きかけをどのようにするか
③運用に関する支援	<p>加入者の主体的な運用を支援するため、労使や運営管理機関等の取組み方はどのようにあるべきか</p>

出所：第 4 回「確定拠出年金の運用に関する専門委員会」資料 1 より筆者作成

事務局から説明された論点整理は次の通りです。①「運用商品選択への支援」としては、加入者が継続的に選択をしやすいための支援を行う必要があり、運用商品の上限を定めるとともに商品提示方法を工

夫することが重要である。また、運用商品の数え方や運用商品除外の際に実務上留意すべき点や運用商品の提供にあたって、併せて講じる措置についての議論等が必要である。②「運用商品を選択しない者への支

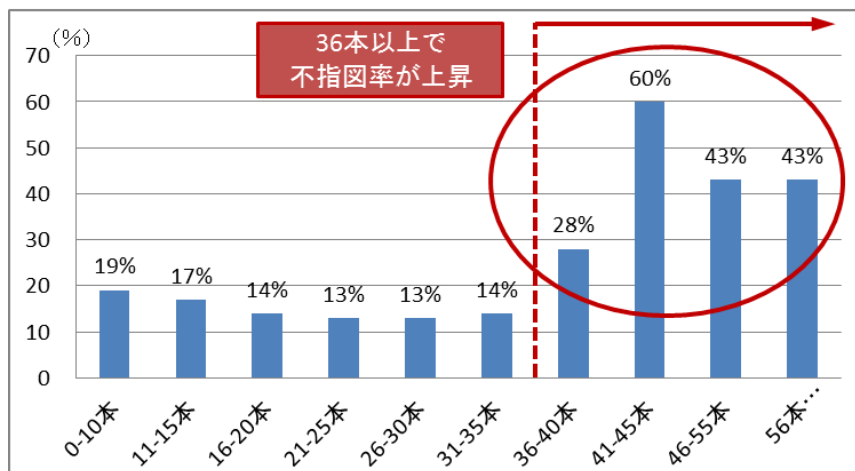
援」については、DC は本来、加入者自身で運用商品を選択し、運用を行うことが重要である。運用商品を選択しない加入者については、適切な手続きを経てデフォルト商品での運用を継続できる支援を行うと共に、当該加入者に対しては自身の指図の運用に早期に切り替えるように働きかけることが重要である。また、デフォルト商品の適用に際しては、運営管理機関や事業主はどのような対応を行うべきか、運用の指図をしない者に対して継続的にどのような働きかけをするかについての検討も必要である。

③「運用に関する支援強化」として、加入者本人の主体的な運用を支援するために、

運用商品数や具体的な選定、指定運用方法の設定、投資教育、運用指図をしない者への対応や運用商品除外等に関して、労使や運営管理機関等の取り組み方がどうあるべきかの議論が必要である。

また、事務局から運用商品の上限数について、RK3 社（JIS&T、SJNKDC、SBI ベネフィット・システムズ）の企業型 DC のデータを集計した結果として、運用商品提供数が 36 本以上になった場合に、自ら運用の指図を行わずにデフォルト商品が適用される加入者（不指図者）の割合が増加することが示されました（図表 7）。

（図表 7）運用商品提供数と不指図者の関係（企業型 DC）（2017 年 1 月時点）



出所：第 5 回「確定拠出年金の運用に関する専門委員会」資料 1、8 頁より筆者作成

これに対して委員からは、「事務局から提示された統計結果を踏まえ、運用商品の上限数は 35 から 40 本程度とするのがよいのではないかとする意見と、「40 本では多過ぎる、DC は一般の資産運用と異なり投資未経験者が多く、老後の資産形成を目的としている主旨を踏まえて、シンプルな商品数とするのがよい」とする両論の意見が出

されました。また、「商品数は少ない方が選びやすいという共通認識を持ったうえで、現状の商品数を考慮し、適正本数に対してある程度の余裕を持たせた上限数を設定するのがよい」等の意見も出されました。

デフォルト商品については、「本来は加入者自身が商品を選択すべきで、デフォルト適用者が多い状況は望ましいものではなく、

デフォルト商品で長期間運用されるべきものではない」、という意見と、「デフォルト商品は実際に商品を選択できない加入者に対して適正な商品を提示するもので、その様な加入者にふさわしい（無難な）商品とすべき」等の意見も出されました(図表 8)。

(図表 8) 第 5 回 専門委員会での委員からの主な意見

<運用商品の提供数の上限について>

- ▶ 運用商品の数え方については、ターゲットイヤー型投資信託はまとめて 1 本として数えるが、バランス型投資信託（株式 30%、株式 50%、株式 70%）などは、それぞれで 1 本として数えるべき
- ▶ 事務局から提示された統計結果を踏まえ、運用商品の上限数は 35 から 40 本程度がよい
- ▶ 40 本では多過ぎる、DC は一般の資産運用と異なり投資未経験者が多く、老後の資産形成を目的としている主旨を踏まえて、シンプルな商品数とするのがよい
- ▶ 当委員会では、投資リテラシーが低い加入者層を意識して議論をしていくべきであり、上限は 35 本程度と規定しても、通知等でより望ましい適正な商品数を示す方法もある
- ▶ 商品数は少ない方が選びやすいという共通認識を持ったうえで、現状の商品数を考慮し、適正本数に対してある程度の余裕を持たせた上限数を設定するのがよい
- ▶ 新規設立と既設制度で商品上限数を分けて考えられないか
- ▶ 加入者が選びやすくするための商品の提示方法の工夫も必要

<デフォルト商品の基準について>

- ▶ 加入者自身が商品を選択すべきでデフォルト適用者が多い状況は望ましいものではない
- ▶ デフォルト商品で長期間運用されるべきではない
- ▶ デフォルト商品は、実際に商品を選択できない加入者に対して適正な商品を提示するもので、加入者にふさわしい（無難な）商品とすべき

出所：第 5 回「確定拠出年金の運用に関する専門委員会」(H29.4.18) を傍聴して筆者作成

4. 今後の進め方

第 2 回から第 4 回専門委員会の関係団体ヒアリングを基に、今夏頃を目途に議論が進められ、具体的な「運用商品提供数の上限」と「デフォルト商品の基準」が確定する予定です。なお、事務局からは「運用商品提供数の上限が政令で規定された後、商品上限を超えている場合は、法施行後から 5 年を超えない期間内で運用商品提供数を上限以内に減らす必要があり、期限までに

減らせなかった場合は法違反となり、国からの指導等の対象となる」、「指導については、まず改善命令を行うことになり、悪質な場合には必要に応じて規約の承認取消等の処分を行うことがあり得る」旨の説明がなされました。

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。

年金コンサルティング部 リサーチグループ 菅谷 和宏

誌上年金カレッジ「退職給付会計とは」その2

退職給付債務の概念と算出方法

誌上年金カレッジ「退職給付会計とは」の2回目では、退職給付債務の概念と算出方法について解説します。退職給付に関する会計上の債務である退職給付債務は、現在までの勤務で発生した給付額の現在価値と定義されます。現時点で退職した場合に支払われる給付額（＝要支給額）とは異なり、算出にあたっては各年度で退職した場合に支払う給付見込額が基準となります。各年度で発生する給付見込額を期間按分する方法には、「期間定額基準」と「給付算定式基準」があり、割引率の設定方法には4種類あります。今回は、これらの計算方法について解説します。

1. 退職給付債務の算出の3ステップ

本誌前号で説明した通り、退職給付会計の目的は退職給付に関する資金の準備状況を外部のステークホルダーに開示すること、並びに退職給付に関する企業負担（コスト）を算出することにあります。この作業は退職給付債務と年金資産を基に行いますが、今回は、退職給付債務について解説します。

退職給付債務は、将来の給付見込額のうち、現在までの勤務期間に応じた額の現在

価値となります。

退職給付債務の算出手順については、①将来の給付見込額を算出する、②当該給付見込額のうち現在までの勤務期間で発生した額を算出する（これを「期間帰属計算」と言います）、③給付時点の価格で評価された給付見込額を現時点での価格に換算する（これを「割引計算」と言います）、という3つのステップで行います。

（1）給付見込額の算出

確定給付型の制度における給付額の算定方法は、給与比例制やポイント制などがありますが、給与比例制では退職時の給与と加入期間、ポイント制では獲得した累計ポイントを基準に給付額が算出されます。

規約で定められた給付の算定式を基に、

（2）期間帰属計算

退職給付会計では、従業員から提供された勤務の対価として負債や費用（退職給付費用）を認識します。そのためには、将来

過去の昇給あるいは従業員の在籍（退職）状況などを統計的に処理することにより、給付見込額を算出します。また、その支給条件（給付利率や終身年金の場合は死亡率）および年金（一時金）の選択率なども考慮して給付見込額を算出します。

の給付見込額のうち当期までの勤務期間と当期の勤務で発生した額を算出することが必要です。期間帰属計算はこの給付見込額

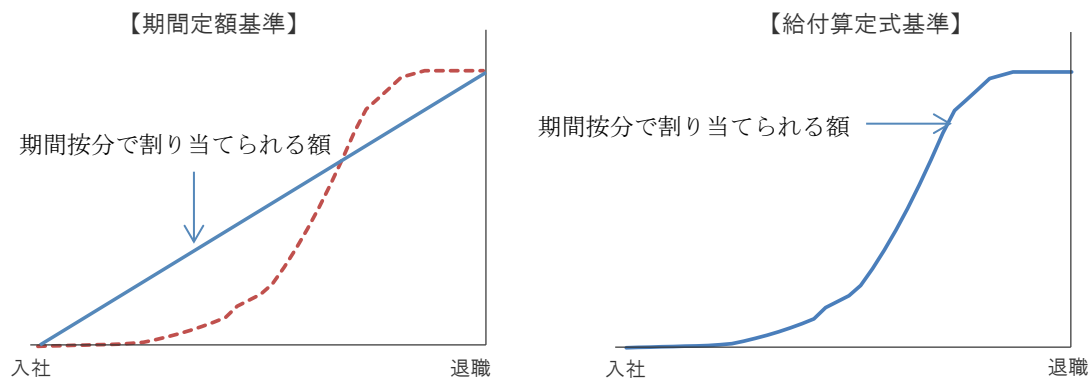
を勤務期間で配分する作業です。

日本の会計基準では、「期間定額基準」と「給付算定式基準」という 2 つの計算方法から選択します。なお、IFRS および米国基準では「給付算定式基準」を使用することとなっています。

「期間定額基準」と「給付算定式基準」の考え方は、図表 1 の通りです。「期間定額基準」は、勤務期間を通じて給付は一定額

ずつ発生するものと考えます。仮に、給付発生カーブが、図表 1（左側）の点線のように S 字カーブであったとしても、給付見込額は毎年一定額ずつ増加するため、給付見込額は直線的に増加していくことになります。一方、「給付算定式基準」は、給付算定式に応じて給付が発生すると考えており、給付カーブに合わせて給付見込額が増加していくことになります。

(図表 1) 期間定額基準と給付算定式基準 (イメージ)



(3) 割引計算

給付見込額あるいは期間帰属計算後の給付見込額は支払時点の価格で計算されます。このため時間的経過に伴う価値の差を調整する作業が必要となります。20 年後に退職金 1,000 万円を支払うためには、この間に

発生する利息相当額を差し引いた額を保有していればよいことになります。そのため、期間帰属計算後の給付見込額から給付までの期間の利息相当額を差し引いて、現在価値を算出する作業が割引計算となります。

2. 退職給付債務の算出例

次に、簡単な例を用いて「退職給付債務」と「勤務費用」の計算方法を説明します。

退職給付債務は当期末までに発生した将来の給付見込額の合計（現在価値）であり、勤務費用は今後 1 年間に発生する給付見込額（現在価値）です。勤務費用は退職給付費用の構成要素となります（退職給付費用については次号で解説します）。

算出に際して、簡単な制度を想定します。

給与比例制の制度で退職金算定給与と支給乗率は図表 2 の通りとして、5 年間の勤務終了後に一時金で受け取るものとします。算出するのは 2 年目終了時点の退職給付債務額と 3 年目の勤務費用です。

割引率は 2.0%、退職確率は 3 年目に 10%、4 年目に 10%、勤務が終了する 5 年目は、残りの 80%と想定します（図表 2）。前述の通り、期間帰属計算の方法には期間定額基

準と給付算定式基準があるため、それぞれ の計算方法について説明します。

(図表2) 想定した退職給付制度 (例)

(単位：円)

	1年目	2年目	3年目	4年目	5年目
退職金算定基礎給	100,000	110,000	120,000	130,000	140,000
支給乗率	1.0	2.5	4.5	7.0	10.0
期末要支給額	100,000	275,000	540,000	910,000	1,400,000

<期間定額基準>

退職給付債務は、①給付見込額の算出、②期間帰属計算、③割引計算という手順で行いますが、給付見込額は、期間定額基準でも給付算定式基準でも同様で、各年度の退職金算定基礎給に支給乗率を乗じて、期末の要支給額を算出します。これに各年度の退職確率を乗じて、各年度の給付見込額を算出します。

期間定額基準は勤務終了までの期間で均等に給付が発生する、つまり1年の勤務で給付見込額を全勤務期間で割った給付が発生します。2年間の勤務では2年分の給付が発生しますので、各年度で退職した場合の給付見込額(退職確率を勘案済み)のうち2年分が発生しているとみなします。「期末までに発生した額」が期間帰属計算後の給付見込額ということになります。

なお、2年目終了時点で退職している確率(退職確率)は0%であるため、2年目末退職時点の給付発生額は0(ゼロ)となります。次に「期末までに発生した額」の割引計算を行います。3年目に発生する給付は割引期間1年、4年目の給付は割引期間2年、5年目は割引期間3年を年率2%で割引きます。各年の合計額50万1,188円が退職給付債務となります(図表3)。

なお、5年目未満で中途退職しない(4年目までの退職確率0%、5年目100%)場合は、2年目終了時点での給付発生額140万円×(2/5)=56万円となり、退職給付債務は、これを割引いた現在価値(割引率2%、割引期間3年)であるため、56万円÷1.02³=52万7,700円となります。

(図表3) 「期間定額基準」による退職給付債務の算出(2年目終了時点の退職給付債務)(単位：円)

	退職金算定基礎給	支給乗率	給付額	退職確率	給付見込額	退職時の勤務年数	現在までの勤務年数	期末までに発生した額	割引現在価値
2年目	110,000	2.5	275,000	0.0	0	2	2	0	0
3年目	120,000	4.5	540,000	0.1	54,000	3	2	36,000	35,294
4年目	130,000	7.0	910,000	0.1	91,000	4	2	45,500	43,733
5年目	140,000	10.0	1,400,000	0.8	1,120,000	5	2	448,000	422,160
合計				1.0	1,265,000			529,500	501,188

次に、3年目の勤務費用を算出します。退職給付債務と同様に、各年で退職する場合の給付額を算出し、退職確率（3,4年目は各10%、5年目は80%）を織込んで給付見込額を算出します。翌年度1年間で発生する勤務費用を算出しますので、各年度の給付見込額のうち1年分を計算して、3年目までの割引期間を2%で割り引いて算出します。この結果、3年目の勤務費用は25万

5,606円となります（図表4）。

なお、5年目未満で中途退職しない場合は、1年間の勤務費用は5年目の給付額140万円を均等に5分の1した金額となりますので、3年目に発生する給付見込額は140万円×(1/5)=28万円となり、勤務費用は、これを割引いた現在価値（割引率2%、割引期間2年）であるため、28万円÷1.02²=26万9,127円となります。

（図表4）「期間定額基準」による勤務費用の算出（3年目の勤務費用）（単位：円）

	退職金算定基礎給	支給乗率	給付額	退職確率	給付見込額	退職時の勤務年数	当期の勤務年数	期末までに発生した額	割引現在価値
3年目	120,000	4.5	540,000	0.1	54,000	3	1	18,000	18,000
4年目	130,000	7.0	910,000	0.1	91,000	4	1	22,750	22,304
5年目	140,000	10.0	1,400,000	0.8	1,120,000	5	1	224,000	215,302
合計				1.0	1,265,000			264,750	255,606

<給付算定式基準>

「給付算定式基準」は、給付算定式に応じて給付が発生するとみなします。退職確率を見込んだ各年度の給付見込額は「期間定額基準」と同様ですが、期間帰属計算が異なります。2年目終了時点では将来発生する給付のうち支給乗率2.5分の給付が発生していると考えます。期間帰属計算後の「期末までに発生した額」は34万2,500円となり、割引計算を行うと退職給付債務は

32万4,500円となります（図表5）。前述の「期間定額基準」の算出結果（50万1,188円）と比べてかなり小さい金額となりました。なお、5年目未満で中途退職しない場合は、2年目終了時点での給付見込額は140万円×(2.5/10)=35万円となり、退職給付債務は、これを割引いた現在価値（割引率2%、割引期間3年）であるため、35万円÷(1.02³)=32万9,813円となります。

（図表5）「給付算定式基準」での退職給付債務の算出（2年目終了時点の退職給付債務）（単位：円）

	退職金算定基礎給	支給乗率	給付額	退職確率	給付見込額	退職時の支給乗率	現在までの支給乗率	期末までに発生した額	割引現在価値
2年目	110,000	2.5	275,000	0.0	0	2.5	2.5	0	0
3年目	120,000	4.5	540,000	0.1	54,000	4.5	2.5	30,000	29,412
4年目	130,000	7.0	910,000	0.1	91,000	7.0	2.5	32,500	31,238
5年目	140,000	10.0	1,400,000	0.8	1,120,000	10.0	2.5	280,000	263,850
合計				1.0	1,265,000			342,500	324,500

次に、3年目の勤務費用を計算します。各期末に退職した場合に支給される給付見込額に退職給付確率を勘案したうえで、当期の支給率の増加分（前期の支給乗率 2.5 から当期の支給乗率 4.5 へ上昇する分 2.0）が発生したとみなし、結果的に勤務費用は 26万 4,792円となります（図表 6）。

なお、5年目未満で中途退職しない場合は、2年目終了時点の給付見込額は、140万円×(2/10) = 28万円となり、勤務費用はこれを割引いた現在価値（割引率 2%、割

引期間 2年）であるため、28万円÷1.02² = 26万 9,127円となります（期間定額基準と同額となりますが、5年間の1年分と支給乗率 10倍のうち2倍と同じ配分率となったためです）。

当然のことですが、計算方法が異なるため期間定額基準と給付算定式基準での算出結果には差異が生じます。給付カーブや人員構成等の違いにより異なるため、両者の算出結果の大小は一概には言えません。

（図表 6）「給付算定式基準」による勤務費用の算出（3年目の勤務費用）（単位：円）

	退職金算定基礎給	支給乗率	給付額	退職確率	給付見込額	退職時の支給乗率	当期の支給乗率の増加率	期末までに発生した額	割引現在価値
3年目	120,000	4.5	540,000	0.1	54,000	4.5	2.0	24,000	24,000
4年目	130,000	7.0	910,000	0.1	91,000	7.0	2.0	26,000	25,490
5年目	140,000	10.0	1,400,000	0.8	1,120,000	10.0	2.0	224,000	215,302
合計				1.0	1,265,000			274,000	264,792

3. 4種類の割引率の計算方法

前述の退職給付債務の計算例では、割引率を 2%としましたが、実際には割引率は決算期毎に各々の会社で設定する必要があります。退職給付に関する会計基準では、「割引率に関して安全性の高い債券の会計期間末の市場実勢利回りを基準に設定すること」とされています。もっとも、債券利回りといっても、残存期間で利回りは異なる

ため、参照する債券の残存期間をどのように決定するかという問題があります。

退職給付会計基準では、給付までの期間と給付の見込額の双方を勘案して決定することが求められており、実務的には4種類の割引率の計算方法があります。4つの方法のうち、複数割引率による方法以外は、単一の割引率を使用します。

<複数割引率による方法>

給付までの期間と給付見込額の双方を反映する最も簡単な方法は、将来の各期間毎に発生する給付見込額を給付までの期間で割り引く方法です。つまり1年後に発生する給付額は残存期間1年の債券利回りで、

10年後に発生する給付見込額は残存期間10年の債券利回りをを用いるというように複数の割引率で割り引く方法です。イールドカーブ上の利回りで割り引くためイールドカーブによる方法とも呼ばれています。

<イールドカーブ等価アプローチ>

いったんイールドカーブを使用して退職給付債務を計算し、単一の割引率で同じ退職給付債務となる割引率を逆算して求める方法です。逆算した割引率に対応する期間が「平均期間」となります。この方法は「一回はイールドカーブを使用して割引率を計算する」ため、加重平均を行って単一の割引率を求めるメリットが感じられないかもしれませんが、実務上は次のメリットがあります。

退職給付会計の実務では、期末よりも前の時点で退職給付債務を計算しておき、期

末時点では経過期間の費用・給付等を調整し、期末時点の金利水準に応じて補整を行います。単一の金利に割引率が集約されていればこの補整計算を容易に行うことができます。また、利息費用の計算（前期末の退職給付債務に割引率を乗じて計算）も容易です。さらに、複数割引率で計算した場合には、開示では「単一の割引率に集約したら何%になるか」という数値が必要になり、いずれにしても単一の割引率を計算しておく必要があるため、イールドカーブ等価アプローチでの計算が必要となります。

<デュレーション方式>

退職給付債務のデュレーション（金利感応度）に応じた期間を平均割引期間として割引率を決定する方法です。退職給付会計の実務では、期末前の時点で退職給付債務を計算しておき、期末時点では経過期間の費用・給付等の調整と期末時点の金利水準に応じた補整を行います。その際、期末の

金利水準の補正を行うことを目的として「2通りの割引率」で退職給付債務を計算しておくことが通例です。2通りの割引率による退職給付債務の計算結果があれば次の算式でデュレーション（＝平均割引期間）を求めることができます（図表7）。

（図表7）デュレーション方式の期間算出式

PBO①：割引率 i で計算した退職給付債務
 PBO②：割引率 j で計算した退職給付債務
 $R = \text{PBO}① \div \text{PBO}②$ とするとデュレーション N は
 $N = \log(R) \div \{ \log(1+j) - \log(1+i) \}$ となります
 （注）「log」は数学の記号で「対数」を示します（関数電卓で計算可能）

<加重平均期間アプローチ>

加重平均アプローチは、期間帰属計算した退職給付の額で退職給付支払いまでの期間（一時金の場合は退職までの期間、年金の場合は年金支給期間を考慮）を加重平均

した期間を平均割引期間とする方法です（図表8）。給付の発生時期を把握できれば判りやすい考え方といえるでしょう。

(図表 8) 加重平均期間アプローチの期間算出式

平均期間を金額加重により計算 → 平均期間に対応する率をイールドカーブ等から抽出

$$\begin{aligned} \text{平均期間} &= \frac{(\text{支払い時期ごとの金額} \times \text{割引年数}) \text{の合計}}{\text{支払い時期ごとの金額の合計}} \\ (\text{平均割引期間}) &= \frac{(1 \text{年後の金額} \times 1 \text{年}) + \dots + (n \text{年後の金額} \times n \text{年})}{1 \text{年後の金額} + \dots + n \text{年後の金額}} \end{aligned}$$

4. 割引率の状況と重要性基準

退職給付債務の水準に最も大きな影響を与えるのは退職金水準や年金給付などの退職給付制度の内容ですが、制度変更はそう頻繁に行われるものではありません。また、在職者の離職率や昇給等も退職給付債務の変動要因ではありますが、特殊な状況を除いては重大な影響をおよぼす要因ではありません。一方、割引率の変動は退職給付債務の変動に最も大きな影響を与える要因であると言えます。

前述した 4 つの割引率の計算方法のうち、「複数割引率」と「イールドカーブ等価アプローチ」は、割引率を直接使用する（求める）方法で、「デュレーションアプローチ」と「加重平均アプローチ」は、対応する債券の期間を求める方法です。選択した方法に従えば、各方法で導かれた割引率そのまま設定されることになり、毎年、割引率を見直す必要が生じることとなります。

実際、日本の退職給付会計基準では、割引率は優良な債券の期末の利回りを基準に設定することになっています。しかし、当該基準では「各事業年度において割引率を再検討し、その結果、少なくとも、割引率の変動が退職給付債務に重要な影響を及ぼ

すと判断した場合はこれを見直し、退職給付債務を再計算する必要がある」とされています。この重要な影響とは、10%以上の変動があった場合とされています。

これが、「割引率の重要性基準」と呼ばれ、割引率を見直さなくてもよい判断基準ともなっています。つまり、「10%以上変動する場合は見直さなければならない」＝「10%以上変動しない場合は見直さなくてもよい」と解釈されているからです。割引率を変更して退職給付債務が増減すると、その増減額はその後に費用として処理することが求められており、退職給付費用の変動要因となります。このため、退職給付費用の変動の回避を目的に「重要性基準」を適用している企業が多いようです。「重要性基準」を適用した場合、小幅な変動では割引率を見直さないで、退職給付費用の変動を抑制することができます。一方で見直しが必要となった場合は、退職給付債務は 10%以上変動することになるため影響は大きいと言えます。なお、割引率の重要性基準は日本特有のものであり、IFRS や米国基準では「重要性基準」は存在しません。今回は退職給付費用について解説します。

年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野 正徳

投資のホライズン その 1

長期投資家と長期投資 ①

今回から、確定給付企業年金（以下、「DB」）の運用・管理に責任を持つ担当者（以下、「担当者」）の資産運用において共有されている基本方針といっても過言ではないと思われる「長期投資」と、これを実行する「長期投資家」を取り上げます。

「DB」は「長期投資家」であるから「長期投資」を行う、とよく言われますが、これはどういうことなのか、前提なしに受け入れるべきことなのか、等々を考えたいと思います。そのためには、投資信念、ガバナンス、投資成果の評価、給付（債務）、制度提供企業の財務状況、インベストメント（バリュー クリエーション）・チェーン（投資価値創造の連鎖）、会計・財政、規制等々、かなり広範囲の事柄を視野に入れる必要があります。

1. はじめに

2007 年の米国住宅バブル崩壊から連鎖的に発生した 2008 年のリーマンショックに象徴される一連の出来事がもたらした「世界金融危機」以降、主に国際機関や各国政府から、「長期投資（家）」が果たす役割の重要性が唱えられていることは、ご存じのとおりです注¹。

その主なポイントは、「長期投資（家）」は、① 金融市場の安定に資する、② 国民生活向上や経済発展のための社会資本整備等々の長期プロジェクトに必要な資金を供給する、③ 企業の成長に役立つ投資を取締役会・経営者に促す、等があります。

そして、上記に「ESG」という観点が組み込まれているのが、今回のバージョンの特徴と言えるでしょう。

このような主張が繰り返されるのは、たいていの場合、世界的に「長期投資が引っ込み、短期投資が跋扈(ばっこ)している」との思い（危機感？）が強まっている時です。（今回の議論が、前者は善玉、後者は悪玉、

との雰囲気醸成する類の、短絡的・紋切り型にならないことを期待したいものです。）

そして、このような主張において「確定給付年金基金（公的+私的）」は、「ファミリー・オフィス注²」、「大学基金」、「財団基金」、「ソブリン・ウエルス・ファンド(SWF)」、「生命保険会社」と並ぶ、「長期投資」を行い得る「長期投資家」の候補としてリストアップされるのが常となっています。

このこと自体は、従前から変わりがあるわけではないのですが、候補の一翼を担う「担当者」の「長期投資」に対する意識には、2008 年「世界金融危機」の「前」と「後」では、「微妙な変化」があるように感じられます。この意識の「微妙な変化」が、投資スタンスの単なる微調整なのか、あるいは投資パラダイムの変化に繋がる大きな転換の前兆となるのか、要注目だと考えます。

そこで、今回はこのような現状認識のもと、「DB」の資産運用の規範になっていると言っても誇張ではないであろう「長期投資」と

「長期投資家」について、先ず「おさらい」をして、次にその今日的意味と将来に繋がる示唆について検討し、「担当者」のご参考に供したいと思えます。

注1：世界経済フォーラム (World Economic Forum), “The Future of Long-Term Investing”, (2011年)、国際通貨基金 (IMF), “Procyclical Behavior of Institutional Investors During the Recent Financial Crisis: Causes, Impacts, and Challenges”, (2013年)、Focusing Capital on the Long Term (FCLT),

「Long-Term Portfolio Guide: Reorienting Portfolio Strategies and Investment Management to Focus Capital on the Long Term」(2015年3月)等を代表例として紹介しておきます。

注2：「欧米で発達した形態で、事業に成功した富裕資産家のファミリーが所有する事業や資産を積極的に経営・保全・運用し、現世代のリーダーシップ、役割分担や資産分配、未来世代への継承やその育成を行うことで、ファミリーの永続的な発展を目的として運営される、一種のプライベート組織体制を指します」(出所)「ファミリー・オフィスの重要性」、Family Business Network Japan、http://www.fbnj.jp/fb/family_office.html

2. 長期投資・長期投資家の特性

さて、前述項番1で『長期投資』を行い得る『長期投資家』と何気なしに書きましたが、そもそも「長期投資」・「長期投資家」とは、何を以て言うのでしょうか？

投資家、特に「長期投資家」として著名なウォーレン・バフェット氏に、この点についての知恵の拝借を願うことにします。

(ここでは例として、特にこの目的に参考となる、次の2つを引用します^{注3}。)

①「もしマーケットが10年閉鎖されたとしても、気にもせず、持ち続けることのできる銘柄のみを買いなさい。」

②「我々の好む保有期間は永遠です。」

これは氏の発言として最も有名なもの1つですが、「傑出した経営陣が経営する、すばらしい事業の一部を所有する場合」という前提付きであることは、あまり紹介されていないようです。

今回、改めて氏の言を読んで気づかされたのは、字面からイメージされる投資対象を保有する期間の単なる「長さ」、ということよりも、「長期投資」・「長期投資家」の特性についての認識に重要なのは、「持とうと考えれば持ち続けることができる」ということではないか、ということです。

従って「長期投資家」は、投資対象の保有を「長期間」(「長期投資」)にするのか、「短期間」(「短期投資」)にするのか、その中間(「中期投資」)にするのか、さらに、その各々の保有期間に相応しい投資手段(手法・商品)の組み合わせをどうするのか、というとても幅広い選択肢と高い自由度を手に入れている、と考えるべきなのです^{注4}。

当然ながら全ての投資家をこのような「長期投資家」と考えることは適切とは思えません。では「DB」ではどうなのでしょう？この回答を探るために、投資家をして「長期投資家」たらしめるものは何なのか、を考えてみたいと思います。

それは、「気合と根性」や「根拠のない妙な自信」とは無関係であることは確かです。

注3：“Only buy something that you’d be perfectly happy to hold if the market shut down for 10 years”

“When we own portions of outstanding businesses with outstanding managements, our favorite holding period is forever.”

出所：“107 Profound Warren Buffet Quotes”

<http://www.suredividend.com/warren-buffett-quotes/#long-term-investing>

注4：これは「短期投資家」にはない高い自由度です。「短期投資家」は「長期投資」という選択肢の持ち合わせはないからです。

3. 何が長期投資家たらしめるか

この主な要件として挙げたいと思うのは、相互に関連する次の4つの要素です。

- (1) 債務の状況
- (2) 投資の信念
- (3) リスクへの抵抗力
- (4) 意思決定の体制

そして、結論を先に言えば、投資家の特性決定に関して、この4つの要素が持つ関係は、次のようになると考えます。

$$\text{投資家の特性} = f[(1) + \lambda_2(2) + \lambda_3(3) + \lambda_4(4)]$$

注： λ_n は、ペアとなる要素の活用度を示す数値で、活用できているほど大きく、その逆であれば小さく、なります。
($-1 \leq \lambda_n \leq +1$)

上の式は、投資家の特性を決めるのには、(1)から(4)の要素が関わり、(1)の要素は100%反映される主要下地であり、(2)から(4)の要素はその活用次第で影響力が異なる、ということを表そうとしたものです。

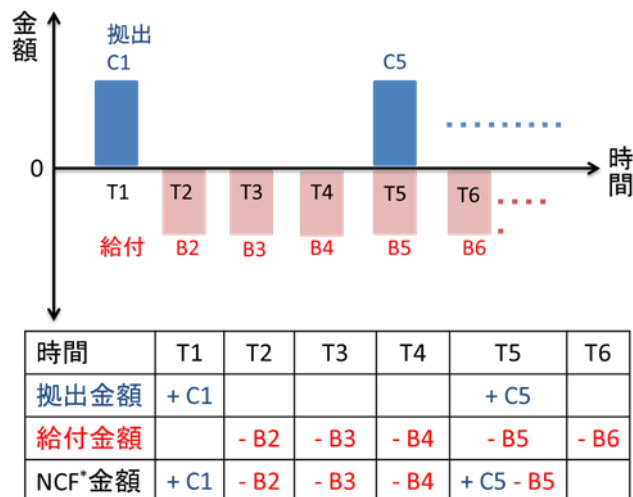
つまり、(1)で取り敢えず決められたコースを、いかに上手く走ることができるかが、(2)から(4)にかかっている、ということです。

このことは(2)から(4)の出来次第で、悪くすると、(1)で仮置きされたコースを変更せざるを得ないこともあり得る、ということです。

4. 債務の状況

「DB」制度のごく一般的な仕組みを使っ て考えてみます。図表1を参照ください。

(図表1) 給付・拠出とネット・キャッシュ・フロー (債務)



*: ネット・キャッシュ・フロー (= 債務)

(出所) 筆者作成

① 周知のとおり、「DB」制度は何十年にもおよぶ給付を約束します。

このことは、給付というお金の流出(キャッシュ・アウトフロー)が、継続的かつ長期

的にあることを意味します。

② 一方、「DB」制度では拠出というお金の流入(キャッシュ・インフロー)を長期にわたり見込みます。

③ ここで注目すべきは、給付と拠出を各々独立に、ではありません。注目すべきなのは、それらが発生する都度毎（タイミング）に金額をプラス・マイナス（給付はマイナス、拠出はプラス、同時発生の場合は 拠出 - 給付）して、統合的に捕捉していくネット・キャッシュ・フローです。

④ この将来にわたるお金の束であるネット・キャッシュ・フローを、本稿では「債務」と呼ぶことにします。（一般的に給付>拠出であるため、その合計金額がマイナスになるからです。）

この基本的な構図から浮かび上がるのは、年金資産の運用に極めて重要な示唆を与えるのは、単に「債務」が多いかどうかではなく、(i) その発生タイミングが時間軸上のどこなのか、(ii) その金額と資産額の釣合具合がどうなのか、ということです。

やや極端な「債務」の状況例を2つ挙げ、少し具体的にこのことを考えてみましょう。

⑤ 近い時期に発生する「債務」の金額が、資産額のかなりの割合を占める。

このような場合、給付資金に当てるために、近い時期にかなりの資産額の取り崩しを行う必要があります、「長期投資」に制約的に働きます。

⑥ 近い時期に発生する「債務」には、頭を悩ませる必要はないが、遠い時期に発生する「債務」の金額が資産額のかなりの割合を占める。

このような場合、給付資金に当てるために、遠い時期に、かなりの資産額取り崩しを行う可能性があるが、それまでの間は、「長期投資」に制約とはなりません。

周知のことですが、「DB」制度では、給付額やその支払い時期は約束されています。

例え、マーケットの状況等、何らかの理由で年金資産額が目減りしたとしても、その約束には何ら関係がありません。約束した日に約束した金額の給付を実行することは、妥協が許されない制度の大前提です。

従って、「担当者」は「給付できない」事態を起さないように（あくまで理屈上の仮定に止めるよう）、期日の到来する給付を賄う資金の準備に努めます。このためには、

⑦ 予め給付用の資金を、運用とは別に用意しておく、

⑧ 直ぐに現金化できる流動性の高い投資物を常時保有しておく、

⑨ 給付に間に合う回収日・償還日が設定された、長期あるいは短期の投資物に、予め投資しておく、という類の手段が想定されます。

しかしながら、これらは全て（⑨の長期の場合を除き）「長期投資」の範疇に入るものでないことは自明です。従って、これらに回す資金の年金資産総額に占める割合が高ければ高いほど、「長期投資」には制約となるのは当たり前のことです。

よく、「DB」制度は、長期に及ぶ給付を行うものであり、その資金性格上「長期投資家」なのであるから、「長期投資」を行うことは当然、というややストレートな主張を見かけます^{注5}。

しかしながら、「DB」制度は今見てきましたとおり、約束した給付の棚卸しを行えば、給付の大部分は、遠い将来のみで発生するわけではなく、現在から遠い将来にかけて間断（かんだん）なく発生する、ということを確認できるのが通常で、話しはそう簡単ではありません。

年金資産は給付を行うためのものであり、年金資産の運用は、資産それ自体の価値増殖

のみを目的とするものではない、という基本を顧みれば、「担当者」には「債務」と運用する年金資産への両にらみが要求されるのは、当然のことと納得がいきます。

すなわち、「DB」はその「債務」の状況から「長期投資家」の有資格者ではありますが、「長期投資」、「短期投資」、あるいは「長期投資+短期投資」（こちらが常態です）を行うかは、これまた「債務」の状況次第です。

野球に例えるならば、走者の進塁状況、アウト・カウント、投手の配給、野手の守備位置、イニング数等、次第でフェア・ゾーンのどの方向にもヒットが打てる「広角打法」が期待される打者が「DB」です。

このように、「DB」は「長期投資」のみを行う「長期投資家」ではないことは明らかです。以上は、「DB」を例に議論を進めました。基本的にはその他の形態のアセット・オーナーにも当てはまると考えます。今回は、「投資の信念」について考えます。

なお、本稿における意見にかかわる部分および有り得るべき誤りは、筆者個人に帰属するものであり、所属する組織のものではないことを申し添えます。

注5: 「長期投資」に100%をととは明言しませんが、であれば、どれ位の割合の「短期投資」を行うのか、その根拠は何か等についての言及は普通ありません。

年金運用部 顧問 大輪 秋彦

<コラム> アドリブ経済時評

何が一番怖いのか

「地震、雷、火事、オヤジ」という言葉があって、怖いものの順番を教えてくれる。ただ、この中の「オヤジ」というのは、大嵐（オオヤジ）のことであって、大雨や突風による台風のことだというのは最近知った。

あろうことか、最近、「脅威」の字が新聞の一面を飾ることが多い。

「過激派組織」「テロ」「核開発」「先制攻撃」「脅し（おどかし）」などという具体的なものから「ファシズム」「テロリズム」「ポピュリズム」などという抽象的なもの、いろいろな国、政治家の名前などが、あまりに入り乱れているので混乱してしまう。「地震、雷・・・」がないものかと思っていたら、なるほどと思うものがあつたので、まず、紹介してみたい。

ドミニク・モイジ氏というフランスの政治学研究者が、「ポピュリズムこそが脅威であり、目の前の脅威だけにとらわれて、ポピュリズムを頼りにすべきではなく、すべての脅威に同時に対処していかなくてはならない。それは歴史が教えている」と主張している。

なお、ポピュリズム（populism）とは、一般大衆の利益や権利、願望、不安や恐れを利用して、大衆の支持のもとに既存のエリート主義である体制側や知識人などと対決しようとする政治思想、姿勢のことである。

氏は、まず、IS（イスラーム過激派組織）によるテロは、ナチスが台頭して最先端の兵器を開発する技術と国力とを持っていたことと比べれば、対処できない脅威ではないという。

ポピュリズムの代表とされるナチスは、19世紀末の混乱期に合法的に生まれ育った。多くの欧州人が共産主義を恐れるあまり、ナチスと妥協したことがその背景にある。しかし、人々はすぐに、ナチスの本当の脅威を目の当たりにすることになったのである。

ポピュリスト的といわれる政治家がやっかいなことのひとつは、とかく人々の不安や不満に訴えるのは巧みであっても、現状を壊したあとの設計図をきちんと示せないことであろう。

しかし、もっと大きな脅威がある。本稿でも何度か書いたことだが、この地球は既に「定員」の1.4倍もの人間が暮らしていて、（そのため、人為的な）気候変動や生物多様性の喪失（絶滅）が酷く（ひどく）なりだしたことである。シリア内戦の原因は気候変動による大規模な干ばつにあるとの論文もあるのだが、これこそ、一番の脅威であるはずだと思う。

このままいけば今世紀末には、平均気温が4℃も上がり、風水害の規模は、毎年GDPの5%～10%にも及ぶという。人的な被害はとてつもなく大きなものとなる。

こうした「不都合な真実」から、どこの政府も目をそらし続けているが、軍備費を回せば解決できる。すべての国、あるいは宗教の共通の目標にもなれる。戦争をやることを考えればそんなに難しいことではない（嵐＝オオヤジは4番目）と思うのだが。

2017年4月27日

元青山学院大学教授 岩井 千尋

- 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、充分ご注意ください。
- 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、貴社顧問会計士・税理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、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。