

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6月号

《目次》

《データで見る年金》

民間の退職金・企業年金の実態調査(平成 28 年度)

年金コンサルティング部 リサーチグループ 奥宮 隆太 … 1

《DC法等の改正の概要について その8》

第 6・7 回 DCの運用に関する専門委員会について

年金コンサルティング部 リサーチグループ 菅谷 和宏 … 5

《誌上年金カレッジ「退職給付会計とは」その3》

退職給付費用の概念と算出方法

年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野 正徳 … 12

《年金ALMの解説 その13》

目的別ポートフォリオの構築事例

年金コンサルティング部 年金ALMグループ 林 辰幸 … 16

《投資のホライズン その2》

長期投資家と長期投資 ②投資の信念

年金運用部 顧問 大輪 秋彦 … 20

《アドリブ経済時評》

なりたい職業は、ユーチューバー(YouTuber)？

元青山学院大学教授 岩井 千尋 … 26

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

民間の退職金・企業年金の実態調査(平成28年度)

年金コンサルティング部 リサーチグループ 奥宮 隆太

平成29年4月19日に人事院から発表された「民間の退職金及び企業年金の実態調査の結果」についてご紹介します。企業規模50人以上の民間企業4,493社の集計結果です。

主な結果としては、退職給付制度があると回答した企業は全体の92.6%(平成24年3月の前年比 Δ 0.9%)で、そのうち企業年金制度を実施していると回答した企業は51.7%(同 Δ 8.2%)で、企業年金の実施状況は厚生年金基金の縮小により減少しています。

また、企業年金制度の内訳を見ると、確定給付企業年金が53.4%(同+6.8%)、次いで確定拠出年金(企業型)が37.7%(同前年比+13%)とそれぞれ増加しています。

1. 退職給付制度の実施状況

今回の調査は、層化無作為抽出法により抽出した企業規模50人以上の民間企業7,355社に対して調査を実施し、4,493社の回答結果を集計したものです。

退職給付制度があると回答した企業は全体の92.6%で、約9割の企業で退職給付制度が実施されています。企業規模別には、従業員1,000人以上の大規模企業では、98.3%で退職給付制度を実施しているのに対し、50人以上100人未満の小規模企業では87.1%の実施状況でした。

退職給付制度があると回答した企業のうち、企業年金制度を実施していると回答した企業は51.7%でした。企業規模によってかなり差があり、従業員1,000人以上では87.3%が実施しているのに対し、50人以上100人未満の企業では33.8%にとどまっています。企業年金制度がない中小企業等に対して、どのようにして企業年金制度の導入を促していくかが、求められています。

一方で、退職一時金制度については、企

業規模が小さくなるにつれて実施割合が上がります。退職一時金制度と企業年金制度を併用するというのが一般的ではありますが、企業規模の大きい企業は企業年金のみ、逆に小さい企業では退職一時金制度のみというケースが多くなっています(図表1)。

次に、企業年金制度の種類別の採用割合について見ると、確定給付企業年金が53.4%(前年比+6.8%)と最も高く、次いで確定拠出年金(企業型)が37.7%(前年比+13%)、厚生年金基金が19.4%(前年比 Δ 9%)となっています(図表2)。

平成23年調査と比較して、確定給付企業年金と確定拠出年金(企業型)の採用割合が増加する一方で、厚生年金基金は減少しています。背景としては、平成26年4月に厚生年金保険法等の一部改正が施行され、厚生年金基金については、他の企業年金制度への移行等が順次行われているためです。

(図表1) 退職給付制度の普及状況 (企業規模別)

(単位: %)

	合計	1,000人以上	500人以上 1,000人未満	100人以上 500人未満	50人以上 100人未満
退職給付制度がある	92.6	98.3	96.6	94.9	87.1
退職一時金制度がある	88.0	80.1	80.6	86.3	93.6
退職一時金制度のみ	48.3	12.7	23.3	44.6	66.2
退職一時金制度と企業年金制度を併用	39.6	67.5	57.3	41.8	27.4
企業年金制度がある	51.7	87.3	76.7	55.4	33.8
企業年金制度のみ	12.0	19.9	19.4	13.7	6.4
退職給付制度がない	7.2	0.7	2.6	5.1	12.4
不明	0.2	1.0	0.7	-	0.4

出所：人事院「民間の退職金及び企業年金の実態調査の結果（平成28年度）」より筆者作成

(図表2) 企業年金制度の種類別状況 (企業規模別)

(単位: %)

	合計	1,000人以上	500人以上 1,000人未満	100人以上 500人未満	50人以上 100人未満
企業年金制度がある	47.8	85.9	74.1	52.6	29.5
確定給付企業年金	53.4	73.5	64.9	53.2	39.6
確定給付企業年金（規約型）	42.4	44.6	51.4	44.8	30.4
確定給付企業年金（基金型）	12.0	30.0	14.3	9.6	10.1
確定拠出年金（企業型）	37.7	55.7	43.6	36.2	31.5
厚生年金基金	19.4	8.3	11.4	19.4	28.1
自社年金	0.5	1.3	0.7	0.3	0.5
その他	7.8	5.1	5.3	8.4	8.4
不明	2.1	1.7	2.1	1.7	3.7
企業年金制度がない	52.0	13.2	25.2	47.4	70.1
不明	0.2	1.0	0.7	-	0.4

出所：人事院「民間の退職金及び企業年金の実態調査の結果（平成28年度）」より筆者作成

2. 企業年金制度の導入原資の状況

日本の企業年金制度の特徴として、退職一時金制度を原資としているケースが多いことがあげられます。今回の調査結果でも、企業年金制度を新規に設立した際にその原資が何であったかという質問に対して、

58.9% は退職一時金制度であったと回答しています。この中には退職一時金制度の一部を充当するとともに新たに原資を追加したというケースも含まれていますが、17.4%にとどまっています（図表3）。

(図表3) 企業年金導入時の原資の状況 (企業規模別) (単位: %)

		規模計	1,000人以上	500人以上 1,000人未満	100人以上 500人未満	50人以上 100人未満
退職一時金制度の原資の	全部又は一部を充当した	41.5	47.9	46.8	43.5	30.7
	全部又は一部を充当するとともに新たに企業年金用の原資を拠出した	17.4	18.9	19.1	17.2	16.4
新たに企業年金用の原資を拠出した		22.1	17.6	20.3	22.3	24.1
不明		19.0	15.6	13.8	17.0	28.9

出所：人事院「民間の退職金及び企業年金の実態調査の結果（平成28年度）」より筆者作成

3. 選択一時金制度の状況

前述のとおり、日本の企業年金制度は退職一時金制度を原資としているケースが多く、ほとんどの制度で給付に関しても選択一時金での受取りを認めています(図表4)。

給付金の受取り形態については、老後所得保障としての役割の観点から、選択一時金より年金での給付形態の方が望ましいと

思われます。

しかし、一方では、公的年金の支給開始年齢の引上げや雇用延長などにより高齢者のライフプランが多様化しており、給付形態の選択肢（年金、一時金、部分選択、支給開始の繰下げ等）を多く設定しておくことにも、一定の意義があると思われます。

(図表4) 企業年金の種類別の選択一時金制度の状況 (単位: %)

	制度あり		制度なし	不明	
	全額のみ	一部可			
全ての種類の企業年金	69.7	35.7	34.0	14.3	16.0
確定給付企業年金(規約型)	88.6	52.9	35.7	1.8	9.6
確定給付企業年金(基金型)	85.3	39.9	45.5	2.3	12.3
確定拠出年金(企業型)	62.2	17.3	44.9	12.3	25.5
厚生年金基金	48.0	21.2	26.8	27.9	24.0

出所：人事院「民間の退職金及び企業年金の実態調査の結果（平成28年度）」より筆者作成

4. 退職給付額の給付水準

退職一時金制度と企業年金制度の給付現価額を合わせた定年退職時の平均退職給付額について、企業規模別、勤続年数別に比

較した図表5を見ると、従業員1,000人以上の大規模企業では、新入社員が定年退職まで37年間勤務した場合で31,072千円、

500人以上1,000人未満の企業では同21,958千円、100人以上500人未満の企業では同16,150千円、50人以上100人未満の小規模企業では18,116千円で、企業規模により、退職給付額に差があることが分かります。

そのため、特に中小企業従業員に対して、

退職後の老後所得保障を強化するために、NISAや平成29年1月から適用範囲が大幅に拡大されたiDeCoなどを活用して退職後に向けた資産形成を行うことが望まれます。

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。

(図表5) 企業規模別、勤続年数別平均退職給付額(定年退職)

(単位:千円)

勤続年数	1,000人以上	500人以上 1,000人未満	100人以上 500人未満	50人以上 100人未満
20年	9,338	7,335	6,090	4,846
21年	10,356	9,218	6,881	5,205
22年	11,890	9,480	6,898	5,071
23年	13,109	9,048	6,843	5,648
24年	14,088	10,066	6,868	7,298
25年	14,611	10,544	8,254	8,016
26年	15,255	11,005	10,241	8,631
27年	15,829	10,427	10,757	7,618
28年	17,335	10,447	10,886	8,706
29年	17,702	13,639	9,808	7,429
30年	17,724	14,815	11,138	8,082
31年	19,141	15,897	11,148	6,993
32年	22,585	16,132	12,771	9,022
33年	26,528	17,814	12,438	9,991
34年	27,579	19,781	13,707	11,120
35年	29,526	21,350	14,064	14,484
36年	30,990	21,770	15,224	17,338
37年	31,072	21,958	16,150	18,116
38年	30,595	21,578	16,604	18,553
39年	27,441	20,746	17,106	17,597
40年	26,153	19,192	16,981	16,466

出所: 人事院「民間の退職金及び企業年金の実態調査の結果(平成28年度)」より筆者作成

DC法等の改正の概要について その 8

第 6・7 回 DCの運用に関する専門委員会について

年金コンサルティング部 リサーチグループ 菅谷 和宏

平成 28 年 6 月 3 日に公布されました確定拠出年金等改正法（以下、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、「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）」で政省令等に規定する事項の検討が行われています。5 月 10 日の第 6 回専門委員会では、今までの議論を踏まえて運用商品の上限数を「35 本」とすること等の事務局案が提示され、5 月 19 日の第 7 回専門委員会では、本委員会の「報告書案」が事務局から提示されました。次回専門委員会で報告書を確定させて終了となる見込みです。

1. 専門委員会での議論のポイント

専門委員会では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」についてです（図表 1）。

今までの関係団体からのヒアリングや実際の商品の選定状況などを踏まえて議論が行われ、第 7 回委員会では、事務局から「報告書案」が提示されました。

（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 <u>政令で定める数以下</u> 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 <u>省令で定める基準</u> 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の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. 運用商品提供数の上限について

事務局からの説明では、「運用商品提供数と不指図率（指図をしない割合）の関係について、商品提供数が 36 本以上になると不指図率が急上昇する」との調査結果が示され（図表 2）、これを基に報告書案において、

「企業型 DC の商品提供数の上限は「35 本」とすることが適当である」ことに加え、「個人型 DC についても加入者が提示された商品から選択するという点では共通であるため、企業型 DC を参考に、上限を 35 本とす

ることが適当である」、と示されました。

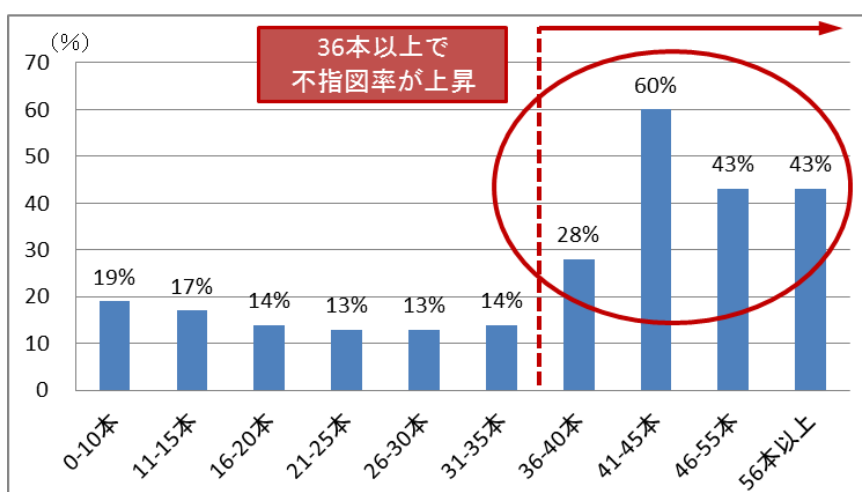
さらに、「法令上、運用商品提供数の上限が設定されても、上限一杯まで設定することではなく、加入者が真に必要なものに限って設定し、また見直していくことが求められるものであり、この旨を周知する」、ことも併せて提示されました。

運用商品の数え方に関しては、「運用の指図を行う対象ごとに運用商品提供数を数えるのが適当である。一方、加入者ごとにその年齢に応じて選択するものが一意に決ま

るターゲット・イヤー型に限っては、まとめて1本と数えることが適当である」、とされました（図表3）。

第6回専門委員会に提示された、記録関連運営管理機関（以下、RK）3社（NRK、JIS&T、SJNKDC、SBIベネフィット・システムズ）の平成29年1月時点のデータによると、現在、運用商品提供数が36本以上のプランは全11,414プランのうちで、73プラン（全体の0.6%）となっています。

（図表2）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6回「確定拠出年金の運用に関する専門委員会」資料1、5頁より筆者作成（RK3社（NRK、JIS&T、SJNKDC、SBIベネフィット・システムズ）の提供データ）

（図表3）運用商品提供数の上限について

項目	報告書案の内容
運用商品の上限数	<ul style="list-style-type: none"> 企業型DCの上限を「35本」とすることが適当である 個人型DCについても上限を「35本」とすることが適当である 法令上、運用商品提供数の上限が設定されても、上限一杯まで設定することではなく、加入者が真に必要なものに限って設定し、また見直していくことが求められるものであり、この旨を周知する
運用商品の数え方	<ul style="list-style-type: none"> 加入者ごとにその年齢に応じて選択するものが一意に決まるターゲット・イヤー型に限っては、まとめて1本と数えることが適当である

出所：第7回「確定拠出年金の運用に関する専門委員会」資料より筆者作成

なお、運用商品提供数の上限については、DC改正法で経過措置が設けられ（附則第5条第3項）、「施行日から5年間に限り施行日時点の商品数を上限として運営することが可能」となっています。そのため、35本を超えていたとしてもすぐに政令で定める

商品上限数以下にする必要はなく、施行日から5年間に限り施行前の商品数を上限とすることが可能です。ただし、施行日以降は上限数を超えるものは提示商品から外す必要があり、施行日前に納付された掛金の運用商品については制限対象外となります。

3. 運用商品除外の際の留意事項と運用商品の提示にあたって講じる措置

今回のDC改正法では、「商品の除外手続きの要件緩和」が行われています。従来は、商品を除外しようとする場合には、除外する商品を保有する加入者および運用指図者全員の同意が必要でしたが、施行後は運用商品選択者の3分の2の同意で商品除外が可能となります。さらに、商品を除外する旨を通知してから3週間以上で規約に定める期間を経過してもなお同意・不同意の意思表示がない場合には、同意したとみなすことができるものとされました。これによ

り従来よりも商品の除外が行いやすくなったと言えます。なお、施行日前に提供された商品の除外については、従前通り全員の同意が必要です。

商品の除外の際に実務上留意すべき事項として、報告書案では「除外する商品を決する考慮要素（信託報酬の水準、運用成績、商品除外後の運用商品全体構成、手数料、当該商品の指図者数等）に留意し、加入者へ必要な周知を行っていくことが適当である」、と示されました（図表4）。

（図表4）運用商品提供数の上限について

項目	報告書案の内容
運用商品除外の際に実務上留意すべき事項	<ul style="list-style-type: none"> ・ 運用商品の除外の方法等について、除外する商品を決する考慮要素（信託報酬の水準、運用成績、商品除外後の運用商品全体構成、手数料、当該商品の指図者数等）に留意し、加入者へ必要な周知を行って行くことが適当である
運用商品の提示にあたって併せて講じる措置	<ul style="list-style-type: none"> ・ 加入者が運用商品の選択をしやすくするために、運用商品の提示方法について、個々の運用商品の選定理由に加え、運用商品の全体構成に関する説明を行うことが適当である ・ 運用管理機関において、次のような提示の工夫を促すことが適当である <ol style="list-style-type: none"> ① 一般的な指数によるパッシブ運用の投資信託を一括りにして『基本的な運用商品』等、アクティブやオルタナティブを一括りにして『応用的な運用』等と示す ② 投資信託の種類（伝統的4資産等）、パッシブ・アクティブの区分を示す ③ 運用商品の一覧表の中において、手数料（投資信託の販売手数料率、信託報酬率、信託財産留保額等）を示す

出所：第7回「確定拠出年金の運用に関する専門委員会」資料より筆者作成

また、加入者が運用商品の選択をしやすくするため、運用商品の提示にあたって併せて講じる措置として、「運用商品の見せ方が重要であり、個々の商品の選定理由に加え、運用商品の全体構成に関する説明をすることが適当である」。また、「運営管理機関において、提示の工夫を促すことが適当である」、ことが示されました。

運用商品の提示方法については、例えば、「投資信託の種類（伝統的4資産等）、パッシブ・アクティブの区分を示す」、「一般的な指数によるパッシブ運用の投資信託を一括りにして『基本的な運用商品』等、アクティブやオルタナティブを一括りにして『応用的な運用』等と示す」、「運用商品の一覧表の中において、手数料（投資信託の販売手数料率、信託報酬率、信託財産留保額等）を示す」、などが例示されました（図表4）。

4. デフォルト商品の基準について

デフォルト商品の基準について、まず今回の改正法における、デフォルト運用の位置付けについて事務局から次の通り説明がなされました。

「DC制度は、加入者が自己の責任において運用を行い、その運用結果に基づいた給付を受ける制度であり、運用の指図は加入者自身が行うことが想定されている。しかしながら、現実には、加入者による運用指図が行われない場合があり、そうした加入

者が一定期間運用の指図を行わないような『例外的な場合のために』、加入者の指図と見なす効果を有する指定運用方法を法律上位置づけたものである」。また、「指定運用方法の基準について定めた改正法第23条の2第2項（図表5）は、DC制度の本旨に則った、高齢期の所得確保に資する運用として、指図しない加入者に適用しても適切なものとなるよう、指定運用方法が目指す『目的』を定めたものである」。

（図表5）DC改正法第23条の2第2項

指定運用方法は、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、収益の確保を図るためのものとして厚生労働省令で定める基準に適合するものでなければならない。

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

その上で、省令で定める基準については、「長期的な観点から、物価、為替相場、金利その他経済事情の変動（価格変動リスク、信用リスク等）」により生ずる損失に関し、考慮がなされているものであること」などが示されました。また、デフォルト商品の

選定・提示にあたっては、「労使や運営管理機関等において、法の目指す目的を踏まえ、加入者集団のリスク許容度や期待収益等を考慮・検討しながら、ふさわしい商品を選定することが適当である」、とされました（図表6）。

(図表6) デフォルト商品の基準について

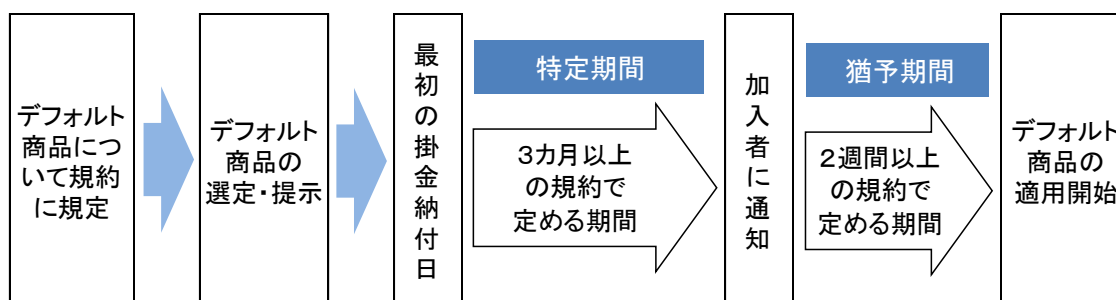
項目	報告書案の内容
デフォルト商品の基準について	<ul style="list-style-type: none"> ・DC制度は、加入者が自己の責任において運用を行い、運用の指図は加入者自身が行うことが想定されている。しかし、現実には加入者による運用指図が行われない場合があり、そうした加入者が一定期間運用の指図を行わないような『例外的な場合のために』、加入者の指図と見なす効果を有する指定運用方法を法律上位置付けたものである
デフォルト商品の選定方法	<ul style="list-style-type: none"> ・デフォルト商品の選定・提示にあたっては、労使や運営管理機関等において、法の目指す目的を踏まえ、加入者集団のリスク許容度や期待収益等を考慮・検討しながら、ふさわしいデフォルト商品を決定することが適当である

出所：第7回「確定拠出年金の運用に関する専門委員会」資料より筆者作成

なお、今回の改正法においては、加入者の運用指図権を保護し、加入者が自ら運用指図を行うことを促す観点から、加入者が最初の掛金納付日から起算して3か月以上の規約で定める期間「特定期間」を経過しても運用指図を行わない場合、当該加入者

に対してデフォルト商品を選択したとみなす旨を通知し、特定期間を経過した日から2週間以上の規約で定める期間(猶予期間)を経過しても運用指図がなされない場合は、自動的にデフォルト商品での適用を開始する手続き規定が設けられました(図表7)。

(図表7) DC法改正後のデフォルト商品の適用スケジュール



出所：筆者作成

5. 加入者への情報提供について

デフォルト商品が適用された後、運用の指図をしない者への継続的な対応として、「デフォルト商品が適用された後においても、継続投資教育等あらゆる機会を利用して、デフォルト商品を変更して運用の指図をおこなうことができることなどについて、

加入者に継続的な情報提供や働きかけを行っていくことが適当である」ことに加え、「デフォルト商品が適用されたとしても、個々の加入者が、自身の資産形成状況やライフプラン等に合った投資選択となっているか確認し、自身に適さない商品であれば

他の商品を選択することが重要である」ことが示されました。

また、運営管理機関は、デフォルト商品の選択により運用の損失が生じた場合には、その責任を加入者本人が負う旨に加え、デフォルト商品によっては、収益の機会損失が生じる可能性があることや、インフレ時に実質価値を維持できない可能性がある旨についても加入者へ情報提供することが適当である」、と示されました。

なお、DC 改正法第 24 条の 2 において、「指定運用方法に係る情報の提供」が規定

され、「デフォルト商品に関する利益の見込み及び損失の可能性」等について、厚生労働省令で定めるところにより、加入者に情報提供しなければならないとされました。そのため、報告書案では、「運営管理機関は、デフォルト商品の選択により運用の損失が生じた場合には、その責任を加入者本人が負う旨に加え、デフォルト商品によっては、収益の機会損失が生じる可能性があることや、インフレ時に実質価値を維持できない可能性がある旨についても情報提供することが適当である」、と示されました(図表 8)。

(図表 8) 加入者への情報提供について

項目	報告書案の内容
加入者への情報提供	<ul style="list-style-type: none"> ・デフォルト商品適用後もデフォルト商品を変更して運用の指図を行うことができることについて、継続的な情報提供や働きかけを行うことが適当である ・個々の加入者が、自身の資産形成状況やライフプラン等に合った投資選択となっているか確認し、自身に適さない商品であれば他の商品を選択することが重要である ・運営管理機関は、デフォルト商品の選択により運用の損失が生じた場合には、その責任を加入者本人が負う旨に加え、デフォルト商品によっては、収益の機会損失が生じる可能性があることや、インフレ時に実質価値を維持できない可能性がある旨についても情報提供することが適当である

出所：第 7 回「確定拠出年金の運用に関する専門委員会」資料より筆者作成

6. 各委員からの主な意見

第 6・7 回専門委員会における、各委員からの主な意見は次の通りです(図表 9)。

「商品提供数が 36 本以上になると運用不指図率が増えるとの調査結果があることから、上限を 35 本とすることには一定の妥当性がある」という一方で、「法令上の上限は 35 本としても、35 本に近づくにつれて加入者は商品の選択がしづらくなる。厚生局長通知等で望ましい基準等を提示することも必要ではないか」との意見も出されま

した。また、「商品ラインナップについては、商品の『質』が重要であり、商品の質を確保するために一定の基準を設けることも必要ではないか」という意見も出されました。

デフォルト商品については、「DC 加入者が自身で運用する場合においてもインフレリスクを考慮する必要があり、物価上昇を上回る運用を行うことが求められる」、「商品の選定理由や、デフォルト商品の選定に際しても、加入者に対する忠実義務の観点

から、その理由等をきちんと説明する義務がある」、などの意見が出されました。

(図表9) 第6・7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>

- ▶ 商品提供数が36本以上になると運用不指図率が増えるとの調査結果があることから、上限を35本とすることには一定の妥当性がある
- ▶ 企業型DCと個人型DCの目的は同じであり、個人型DCも企業型DCに合わせた基準でよい
- ▶ 商品ラインナップについては商品の質が重要であり、商品の質を確保するために、一定の基準を設けることも必要
- ▶ 商品全体のラインナップの考え方や商品の選定理由などについては、加入者に対する忠実義務の観点からもきちんと説明されるべきであり、加入者に提示すべきこととして明確に明示すべき

<デフォルト商品の基準について>

- ▶ DC加入者が自身で運用する場合においてもインフレリスクを考慮する必要があり、物価上昇を上回る運用を行うことが求められる
- ▶ デフォルト商品の選定に際して、事業主と運営管理機関は加入者に対する忠実義務の観点からも説明義務があるため、義務についてはきちんと明文化すべき

<その他>

- ▶ 労使が成すべき内容を明確にして明記すべき
- ▶ 当専門委員会の議論の方向性及び方針のまとめを報告書の最後に記載すべき

出所：第6・7回「確定拠出年金の運用に関する専門委員会」(H29.5.10、5.19)を傍聴して筆者作成

7. 今後の予定

今年2月14日に第1回専門委員会が開催されてから、3カ月半が経過し、報告書のとりまとめがされています。第2回から第4回専門委員会で関係団体ヒアリングを基に議論が行われ、第6回専門委員会で事務局案の提示、第7回専門員会で報告書案の提示がなされ、「運用商品提供数の上限」と

「指定運用方法の基準」が示されました。

次回の専門委員会で、報告書が確定される予定で、その後、報告書を基に政省令が公布される予定です。

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。

誌上年金カレッジ「退職給付会計とは」その 3

退職給付費用の概念と算出方法

年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野 正徳

誌上年金カレッジ「退職給付会計とは」の 3 回目では、退職給付費用の概念と算出方法について解説します。退職給付費用は、当期の退職給付債務の増加額から当期の運用収益を差し引いた額、具体的には「勤務費用+利息費用-期待運用収益」で算出します。

しかし、各費用要素はいずれも理論値であり、誤差が発生します。その誤差を費用に反映する手法として、一定期間で費用に織り込む「遅延認識」という手法が使われます。「遅延認識」は、制度改正に伴う退職給付債務の増加または減少（＝過去勤務費用）の費用処理にも使われます。

1. 退職給付費用の算出方法

企業が退職給付に対して負担する額（費用総額）は、給付額から運用収益を差し引いた額です（資産を積み立てない退職一時金の場合は運用収益がないため、給付額が企業の負担額となります）。従って、給付額から運用収益を差し引いた額（退職一時金の場合は給付額）を各期に配分すれば、「当期に負担すべき額＝費用」が算出できます。

この考え方に従えば、当期に負担すべき額、すなわち当期の費用は、当期に増加する給付額から当期の運用収益を差し引けば算出できるはずですが、ちなみに、当期に増加する給付額は「勤務費用」と「利息費用」の合計です。勤務費用は前号で説明した通り、その年の勤務で獲得する将来の給付見込額（現在価値）で、利息費用は前年度末（＝期首）の退職給付債務に対する利息です。退職給付債務は将来の給付見込額から

給付までの期間に発生する利息相当額を控除した額ですから、期首から期末にかけて 1 年分の利息が発生することになります。

差し引く運用収益は当期の実際の運用収益ではなく、期首の年金資産に長期期待運用収益率を乗じて算出した額（期待運用収益）で、長期期待運用収益率は、制度が保有している実際の年金資産の資産構成比や過去の運用実績、市場環境等を考慮して設定します。従来は期待運用収益率と呼ばれていましたが、給付が終了するまでの長期的な期間を想定するという考え方を明確化するために、平成 24 年の改正基準で新たに長期という表現が加えられたものです。

以上をまとめると、退職給付会計における退職給付費用は、基本的には以下の数式によって算出されることとなります。

$$\text{退職給付費用} = \text{勤務費用} + \text{利息費用} - \text{期待運用収益（未認識項目を除く）}$$

2. 数理計算上の差異とは

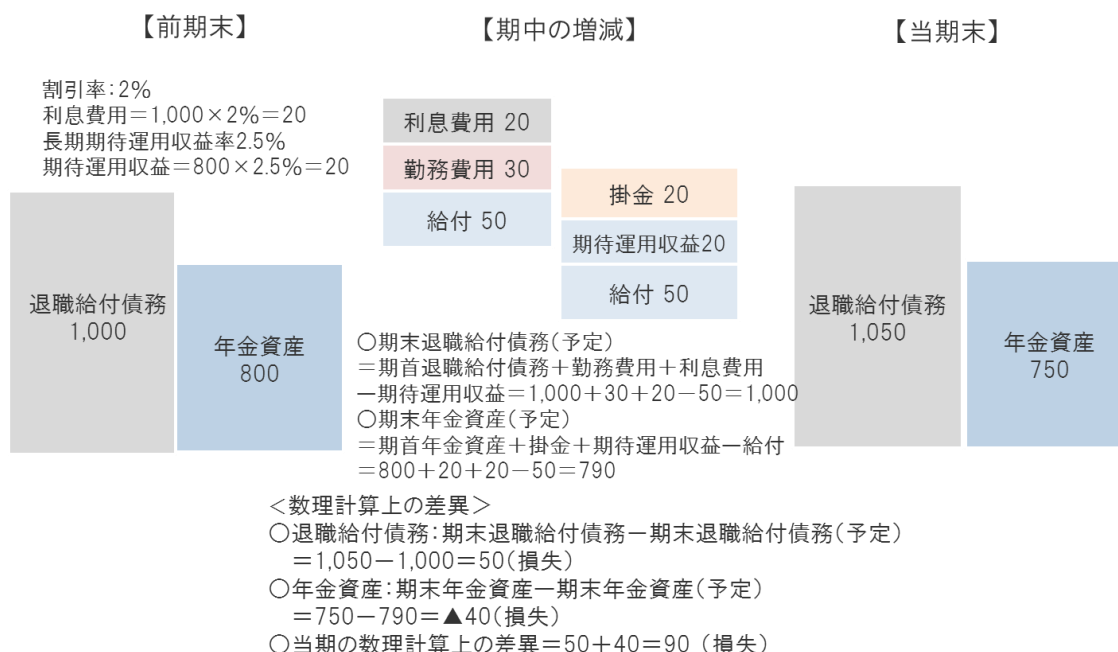
退職給付費用の算出要素、すなわち勤務費用、利息費用、期待運用収益はいずれも計算によって求められた数値です。もっとも、その計算は過去の実績等に基づいて設定された前提条件で算出されたものであるため、見込み違いや誤差が発生します。

例えば、有価証券での運用を行っている限り、期待運用収益が実際の運用収益と一致することは考えられません。また、期首の退職給付債務に今期の退職給付債務の増減を反映すれば期末の退職給付債務になるはずですが、期末に退職給付債務を再計算した結果とは差が生じることになります。予め予測した脱退率や昇給率なども実績とは乖離しますし、期末に退職給付債務を再計算する際に割引率を変更すれば、給付見込額の現在価値である退職給付債務の額も変動します。このような見込み違いや誤差を「数理計算上の差異」と呼びます。数理

計算上の差異の算出については、数値例で説明します（図表1）。

数理計算上の差異は、退職給付債務と年金資産の両方で発生しますが、退職給付債務については期末に再計算された退職給付債務の値と期首からの積上げにより期末に予想される額との差額が数理計算上の差異となります。具体的には、期末退職給付債務－（期首退職給付債務＋勤務費用＋利息費用－当期の給付額）で、図表1では期首の退職給付債務1,000に対し、勤務費用30、利息費用20の合計50が増加要因となります。退職給付債務の減少要因は給付額の50で、期末に予想される退職給付債務の額は1,000となります。しかし、期末に退職給付債務を再計算した額は1,050となったため、50増加していますので、この差額50が数理計算上の差異で、債務の予想を上回る増加であるため損失ということになります。

（図表1）数理計算上の差異についての算出事例



年金資産も期末の年金資産の時価と予想値との差額が数理計算上の差異となります。期末の資産残高は予定通りであれば、期首の年金資産に対し掛金と期待運用収益の額だけ増加し、給付額だけ減少するはずですが、期首年金資産 800、掛金 20、期待運用収益 20 であり、給付額 50 ですから、期末の年

金資産の予定値は 790 (=800+20+20-50) です。しかし、期末の年金資産の時価は 750 ですから 40 だけ時価が下落したことになります。つまり、数理計算上の差異は 40 (損失) です。結果的に当期発生した数理計算上の差異は負債と資産合計で 90 (損失) ということとなります。

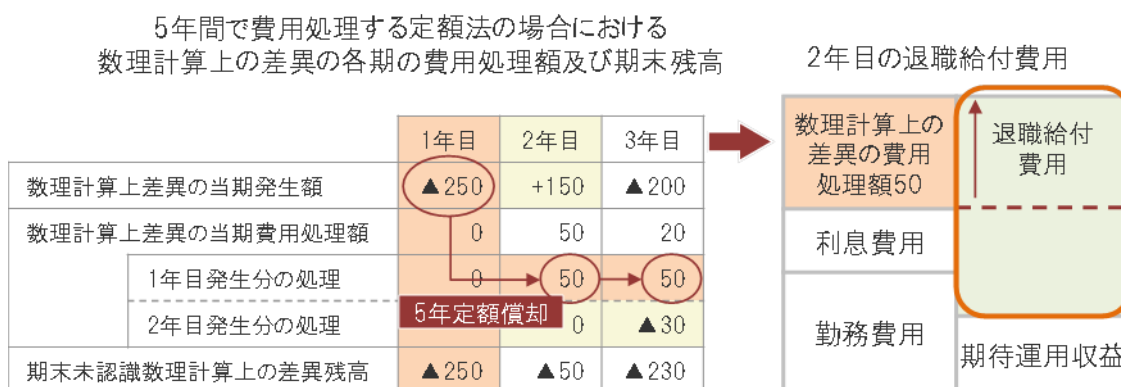
3. 数理計算上の差異の遅延認識

数理計算上の差異は、負債および資産の増加あるいは減少であり、当然、退職給付費用に織り込むことが必要です。しかし、退職給付会計では、数理計算上の差異について発生時点でその全額を費用として処理することを求めておらず、発生した年度もしくは翌年度から一定期間で定期的に費用として処理することを認めています。このように徐々に会計数値に織り込んでいく手法は「遅延認識」と呼ばれています。なお、一定の期間とは、従業員の平均残存勤務年数以内の一定期間となっています。遅延認識を認める背景としては、①数理計算上の差異が必ずしも確定した損益ではなく、将

来解消される（発生した損失がその後の利益で相殺される）可能性があること、②発生した損益は、給付までの期間に徐々に実現していく、などが考えられます。

数理計算上の差異の費用処理についても数値例で説明します（図表 2）。1 年目末時点で 200 の数理計算上の差異（損失）が発生したとします。この 200 を翌年度から 5 年間の定額で処理することとしますと、各年度の費用処理額は、 $200 \div 5$ (年) = 40 になり、2 年目は勤務費用 + 利息費用 - 期待運用収益で算出された額に、この 40 を加えた額が退職給付費用となります。

（図表 2）数理計算上の差異についての費用処理「遅延認識」事例



次に 2 年目には数理計算上の差異 150 (利益) が発生したとします。この 150 を翌年

度から 5 年間で費用に織り込んでいきます。2 年目に発生した数理計算上の差異は利益

ですから、退職給付費用から減額することになりますので、2年目に発生した額は3年目から費用処理が開始され、 $150 \div 5$ (年) = 30 を費用から控除します。1年目に発生した額の処理と合わせて、3年目の数理計算上の差異の費用処理額は10(費用の増加) (=40-30) となります。

なお、数理計算上の差異の費用処理は定額法その他、定率法で処理することも認められています。定率法は、未処理となっている数理計算上の差異の残高に一定率を乗じて処理額を求めますが、その一定率は、例えば5年の場合は0.369、10年の場合は0.206となっています。

数理計算上の差異の費用処理に関しては、ほとんどの企業が発生年度の翌年度から処理する方法を選択しています。多くの企業

が翌年度からの処理を選択しているのは、数理計算上の差異の処理を翌年度からとすると、当年度の退職給付費用が期首時点で確定することになるからです。勤務費用や利息費用、期待運用収益という他の費用要素は全て期首時点で計算済ですので、数理計算上の差異の費用処理を翌年度からとして、数理計算上の差異の費用処理額も期首時点で確定させれば、当期の退職給付費用は変動することはありません。逆に、数理計算上の差異の償却を当期からとすると期末の退職給付債務や年金資産の状況次第で退職給付費用が増減し、企業業績を変動させる要因となってしまいます。企業としては、当然に業績変動の要因を排除する方が望ましいと考えます。

4. 過去勤務費用と費用処理

数理計算上の差異と同様に、遅延認識により費用処理されるものに「過去勤務費用」があります。過去勤務費用は、制度改正に伴う退職給付債務の増加または減少のことで、遅延認識する費用項目ではありますが、費用処理を開始する時点が異なります。数理計算上の差異は発生年度または翌年度から費用として処理するのに対して、過去勤務費用は発生時点から費用として処理する

ことが求められています。

過去勤務費用についても遅延認識を認めています。その根拠は数理計算上の差異とは多少異なっています。過去勤務費用は、(主に給付の増額改定による労働意欲の向上等を想定し) 給付増額が勤務意欲を向上させるなどの効果はその後の勤続期間を通して発揮されるという点にあると言われています。

年金ALMの解説 その13

目的別ポートフォリオの構築事例

年金コンサルティング部 年金ALMグループ 林 辰幸

前回（2017年4月号）では、年金ALM分析における資産分析の最新トピックスとして、新たな政策アセットミックスの構築方法である「目的別ポートフォリオ」について紹介しました。今回は目的別ポートフォリオの考え方や構築手法について、具体的な事例を交えて解説します。

1. 投資目的／資産クラスの定義

従来の年金運用では、最終的な目標が「中長期的な給付原資の確保」であることを大前提としてきました。その一方で、近年では、この大前提のみを意識すると柔軟性に欠けるのではないかという考え方、すなわち、大前提を意識しつつも、足下の個別状況に応じた投資目的の設定が必要ではないかという意見も出てきています（図表1）。

そこで、多種多様な年金制度の個別状況（財政状況や成熟度等）を考慮して投資目

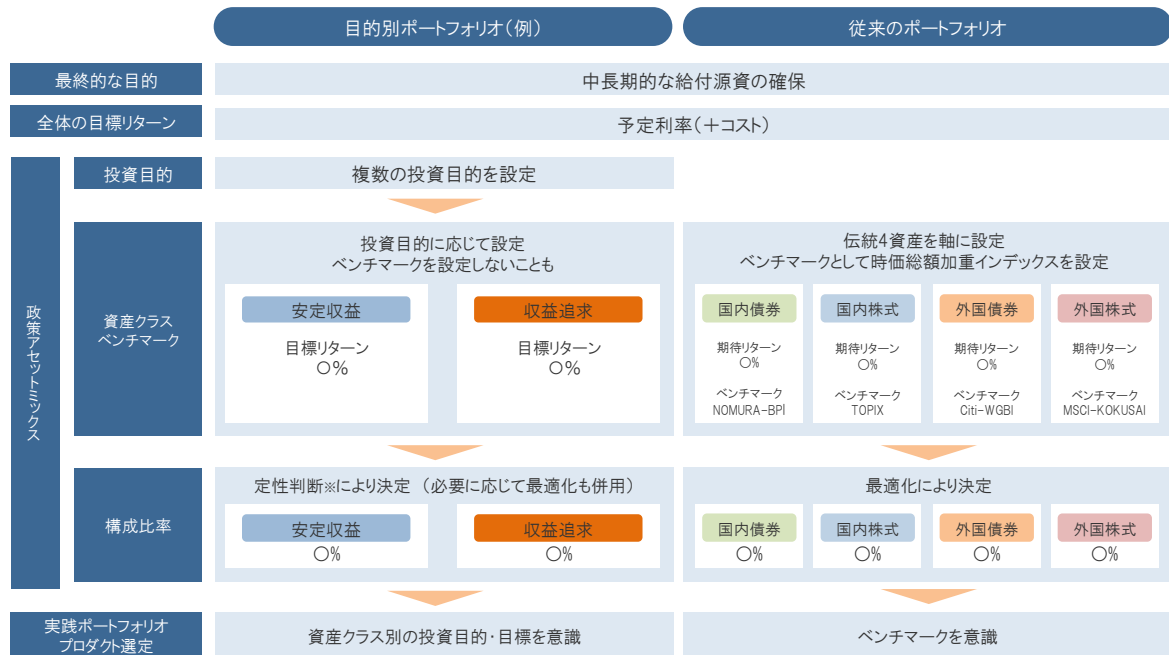
的を細分化し、目的毎に各資産クラスを対応させることで柔軟に運営を行う手法、いわゆる「目的別ポートフォリオ」に注目が集まっています。

目的別ポートフォリオにおいては、「投資目的によって資産クラスが定義される」「構成比率を最適化分析によらず、定性判断によって設定」など、従来のポートフォリオ構築とは異なる考え方を導入しています（図表2）。

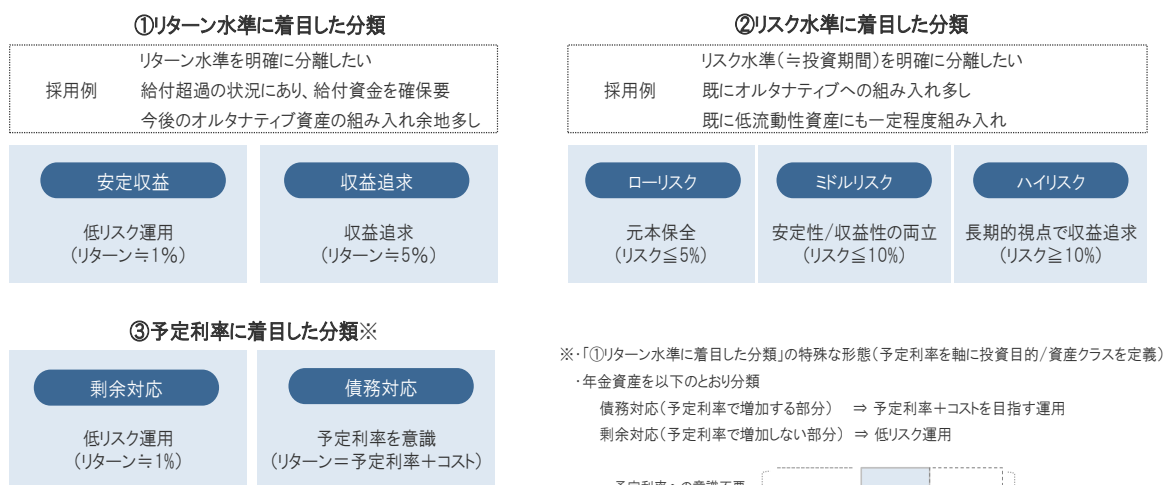
（図表1）年金制度の個別状況に応じた投資目的の論点（例）

個別の状況例	論点
多様な戦略が存在している	伝統4資産という資産クラスに直接的に紐づけなくてもよいのでは？ リターンあるいはリスクに応じた資産クラス分けも有効では？
給付超過（給付＞掛金）の状態である	「短期的な給付資金の確保」という投資目的が存在するのでは？
低流動資産が多い	「低流動性を前提とした長期的な投資」という投資目的が存在するのでは？
年金財政上、積立剰余の状態である	「債務の伸びを意識（予定利率を意識）」という投資目的が存在するのでは？ <div style="text-align: center;"> </div>

(図表2) 目的別ポートフォリオの概要



(図表3) 投資目的別の資産クラス分類例



目的別ポートフォリオの代表的な例として、リターンやリスクの水準に応じた資産クラスの分類を行うものがあります。リターン水準に着目する場合は「安定収益部分」と「収益追求部分」、リスク水準に着目する場合は「ローリスク部分」「ミドルリスク部

分」「ハイリスク部分」といった分類です。また、年金財政上の債務を超える資産がある場合には債務の伸び(予定利率)を意識した「債務対応部分」と「剰余対応部分」という資産分類を行うものがあります(図表3)。このほかに、近年増加傾向にある給

付超過（給付額＞掛金額）の状態の年金制度においては、短期的な給付資金確保を重

視した「給付対応部分」を設定し、リスク抑制型の運用とすることもあります。

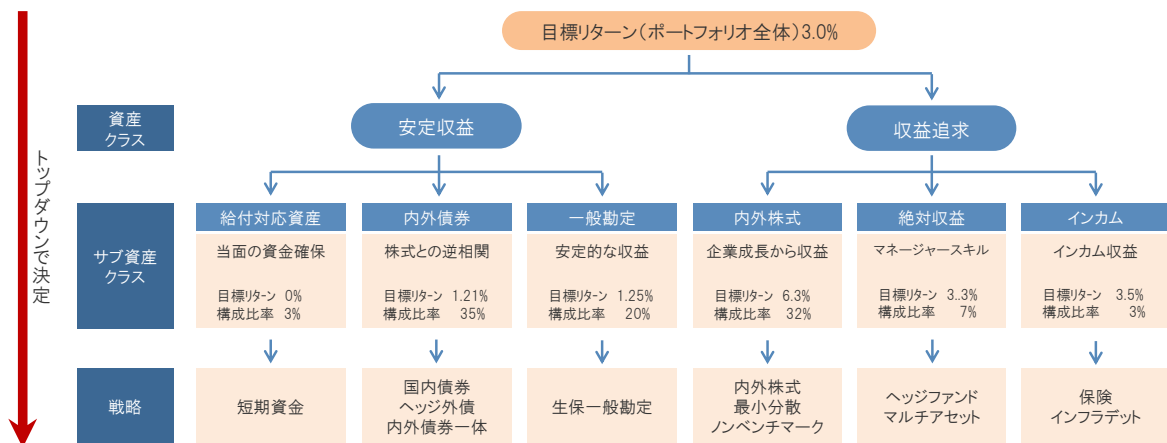
2. 目的別ポートフォリオの構築と検証

ここでは、実際に目的別ポートフォリオを構築し検証する手順例をご紹介します。

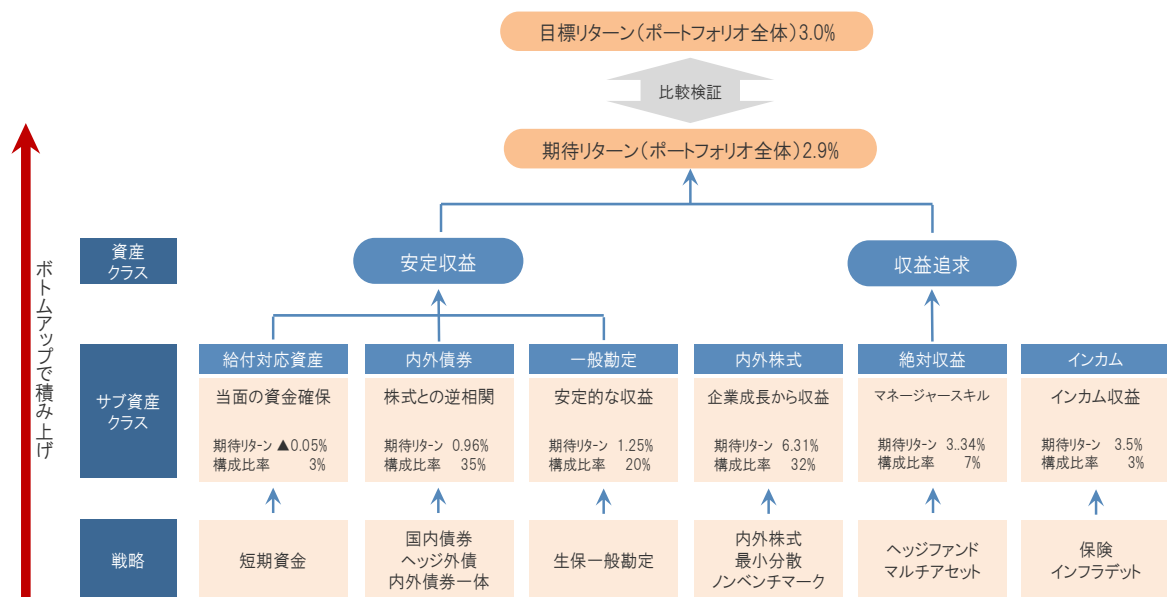
図表4の構築フローはトップダウン方式と呼ばれているものです。トップダウン方式では、まず年金資産全体の目標リターンを決定します。目標リターンの水準は、「予

定利率＋コスト」に設定することが一般的ですが、年金制度の財政状況や成熟度、負債から生じる後発債務（差損益）を考慮することで、より適正な水準に設定することが可能です。

(図表4) 目的別ポートフォリオの構築事例（トップダウン方式）



(図表5) 目的別ポートフォリオの検証方法（ボトムアップ方式）



次に、投資目的に応じた資産クラスを定義します。図表4の例では、「安定収益部分」「収益追求部分」に分類しています。その後、各資産クラスの下にサブ資産クラスを定義し、それぞれについて目標リターンや想定リスク、構成比率を決定し、具体的な運用戦略を検討していきます。こうして構築した目的別ポートフォリオに対し、図表

5のように、今度は個別戦略毎の期待リターン、構成比率を基にボトムアップ方式でポートフォリオ全体の期待リターンを算定し検証をしていきます。トップダウン方式で想定していた目標リターンとボトムアップ方式の積み上げによる期待リターンを比較検証し、乖離がある場合は実際のプロダクト選定において調整することとなります。

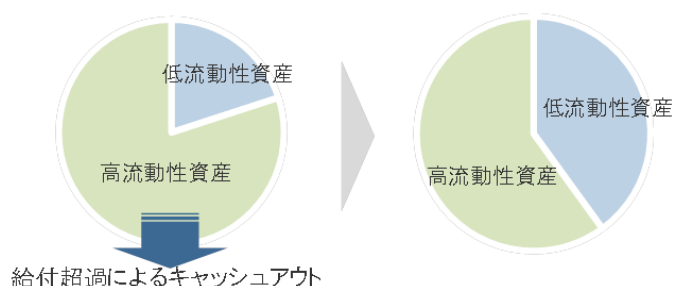
3. 目的別ポートフォリオ運営上の課題

目的別ポートフォリオ構築において流動性の低い運用戦略を組入れる場合、時価変動によって資産配分比率が中心値から乖離した際に、その調整（リバランス）が難しいという課題があります。特に給付超過の制度では、キャッシュアウトフローを流動性の高い運用戦略の取り崩しによって賄うことになるため、構成比率が減少し、相対的に流動性の低い運用戦略の構成比率が増加することで政策アセットミックスの許容乖離幅（上限）を上回る可能性があります（図表6）。対策としては、各資産クラスに流動性の高い運用戦略を一定割合確保するか、リバランスにおける許容乖離幅を予め拡大しておくことが考えられます。

目的別ポートフォリオは、従来の画一的な資産分類と比較して自由度が増し、多様な運用戦略の組み入れが可能となった分、構築・運営にあたっては決定プロセスやリスク管理がより重要となります。

目的別ポートフォリオは、新たな年金運用ストラクチャーとして企業年金の間で導入検討が少しずつ広まっています。マイナス金利や株式相場のボラティリティの高まりといった運用面、給付超過や新財政運営ルール（2017年2月号にて紹介）の導入といった制度面の双方の環境変化を受け、年金運用の投資目的は何かということを改めて見つめなおしたときに選択肢の一つとなるのではないのでしょうか。

（図表6）高流動性資産と低流動性資産のバランスの変化



投資のホライズン その2

「長期投資家と長期投資」 ②投資の信念

年金運用部 顧問 大輪 秋彦

今月号では、「長期投資家」の中で投資家の特性を決める要素の二番目として、「投資の信念」を取り上げます。

「投資の信念」は、確定給付企業年金（以下、「DB」）を含め、資産運用・投資のプロセスにおける様々な意思決定（投資哲学の設定、資産配分・投資戦略の選定等々）を左右する重要な役目を果たします。「投資の信念」についていくつかの視座を考え、米国カリフォルニア州職員退職年金基金（以下、カルパス）の「投資の信念」を「試験紙」に、それらの現実への適用状況を調べてみます。

1. 投資の信念

「投資信念」(Investment Beliefs)^{注1}の根本は、アセット・オーナーやアセット・マネージャー（以下、「投資家」）が、「金融・資本（市場）の機能をどのように理解しているか」を示すものです。「市場は効率的である」、「市場はかなり効率的である」、「市場は効率的ではない」等々が、それに当たります。

従って、「投資信念」は、①どの市場で超過収益の獲得が狙えるのか、狙えないのか、②どのような方法で超過収益を獲得したら良いのか、について「投資家」を首尾一貫して齟齬なくガイドします。すなわち、「投資信念」は「投資家」の戦略的意思決定の枠組みとなる考え方なのです。

このように「投資信念」は、資産運用・投資の一連のプロセスにおける最「前工程」に位置し、それ以降に続く工程（投資哲学、資産配分、投資戦略、ガバナンス等々）の方向性を左右するがゆえに、「投資家」の属性を定める役割を果たすのです。

「DB」資産運用を含む「運用・投資の世界」では、「投資家」は、正にその「入り口」で、

これから自分が働きかける対象である市場についての「解釈」の表明を求められます。そして、考えてみれば奇妙なことに、「入場」してみると、その「世界」には様々な「解釈」の「共存」が広がっているのを目にします。

このことは、「担当者」の現場である市場では、物理学などの「ハードサイエンス」（自然科学）とは異なり（少なくとも、同じ意味で正しいとされる）、「客観的法則性」が存在しないという現実を反映している、と理解すべきなのであろうと考えます^{注2}。

すなわち、市場においては、全ての「投資家」が一致して従う、あるいは、そうせざるを得ない、「唯一無二の理」は無い、との示唆だということです。そもそも、この「信念」(Beliefs)という言葉自体が、端的にそのニュアンスを示しているではありませんか。

さて、この「投資家」が絶対的な安心感を抱き得る拠り所が無いという現実の帰結は、各々の「投資家」レベルで、

① 市場のメカニズムやそこで生じた様相

の観察結果についての解釈・理解

- ② 市場で起こるであろうことの予測
 - ③ それらに基づき、自らの固有な事情・制約を勘案しての意思決定・行動
- という一連のプロセスを、規律に基づく反復可能性を有するものとして構築することが必要になるということです。

そして、そもそもこれらの作業は、従うべき「客観的法則」がないことに起因するので、それらが上手く機能するという保証は、当然のことながら何らありません^{注3}。

それゆえ、世界中の「投資家」は、これらの一連のプロセスが現実的に上手く機能することで、投資・運用目的達成の蓋然性を少しでも高めようと、プロセスの要となる「投資信念」の検討・設定に鋭意励むのです^{注4}。

さて、「投資信念」が、その要としての役目を果たすためには、それが組織的（外部委託先運用会社含め）に共有される認識・判断基準であることが絶対的に不可欠です（必要条件です）。しかしながら、既に述べましたように「投資信念」は、正しいと完全に証明できる性格のものではありません。だからといって、根拠のない全くの絵空事に過ぎないものでは、当然のこと、共有されることは望むべくもないでしょう。

注1：「投資信念」に関する参考書として、Koedijk, K. and A. Slager (2011), "Investment Beliefs" Palgrave Macmillan があります。この本の翻訳書を出そうと、有志で出版社に交渉しましたが、残念ながら不調に終わったことを思い出します。

注2：ファイナンス・経済学などを含む「ソフトサイエンス」（社会科学）分野一般に妥当すると言えましょう。

注3：カナダのオンタリオ州教職員年金基金（Ontario Teachers' Pension Plan）は、その「投資信念」に「我々は謙虚でありたい。我々の意思決定の全てが成功するわけではないことは承知している。」と述べています。

(<https://www.otpp.com/investments/performance/investment-strategy/our-beliefs>)

また、それは「もともとそこにある何か」、という所与のものではなく、「投資家」自らが主体的に考え出すことが必要なものです。

従って、「投資信念」は学術論文・研究・経験等々に裏打ちされた、集団的プロフェッショナル・ジャッジメント（専門家の判断）という性格のものとならざるを得ません。そして、「投資信念」はあくまで「判断」であり、「法則」ではない以上、常に不完全であろうとの健全な恐れ・認識を堅持し、それが組織として容認できる健全な根拠に立脚していると信じ得るか否かを、継続的に「理論（仮説）」やその時々で入手可能な「証拠」により検証し、必要であれば調整を行い、レベルアップを図らなければなりません。（十分条件です。）以上の「必要にして十分な条件」が揃うことで、「投資信念」がその役目を果たすことができるのです。

また、このような認識に立ち、組織的・体系的に築かれた「投資信念」には、市場動揺時に「投資家」が平静さを失うことなく対処するための指針となり、「担当者」等を不要なプレッシャーから守るという副次・派生的な効果も期待できます。これが「担当者」等の実務者にとり大変ありがたいものであることは、一経験者として断言できます。

注4：「投資信念」の実例として、注3のカナダのオンタリオ州教職員年金基金の他、次の2つを挙げておきます。
・米国カリフォルニア州職員退職年金基金（The California Public Employees' Retirement System, CalPERS）

(<https://www.calpers.ca.gov/docs/forms-publications/calpers-beliefs.pdf>)

・オランダ公務員年金基金（ABP）「Statement of Investment Principles 2010」

これら3つの「投資信念」を比較していただくと、各々の基金の固有事情から生じる独自性と、それにも関わらず、「長期投資家」を自認することから生じる共通性に、気づかされ、ご参考になるものと思います。

2. 投資家の特性を決める経路

さてここで、「投資信念」が投資家の特性を決める経路とはどういうものなのか、前月号の式を使って考えてみます。

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。
($-1 \leq \lambda_n \leq +1$)

(1) は前月号で言及した「債務の状況」、(2) は今月号で取り上げた「投資の信念」です。ある「投資家」が、「(1) 債務の状況」から「長期投資」を行い得る「長期投資家」たり得る、との認定を受けたとしましょう。

仮にこの「投資家」の「投資信念」が、「長期投資」に全く信を置かないのであれば、 $\lambda_2 = -1$ になり、(1)の特性を弱める方向に働くこととなります。理屈上は、「長期投資」をしない「長期投資家」になり得るのです。

逆に、絶対の信を置いているというのであれば、 $\lambda_2 = +1$ になり、(1)の特性を強める方向に働くこととなります。

このように、「投資家」が実際に「長期投資」を行う「長期投資家」となるためには、

「債務の状況」に加え、「長期投資は報いられる」との強い「投資信念」を持つ必要のあることを、前述の式は示しています。

百聞は一見に如かず。以上で述べてきた観点が、実際の「投資信念」にはどのように織込まれているのか、いないのか、また他のどのような観点が盛込まれているのか、注4にも挙げた、カルパースの「投資信念」で簡単に見てみます^{注5}。

カルパースの10項目の「投資信念」各々には、「投資信念」を実践に移すという観点で、複数のサブ「信念」が付随しています。また、彼らの運用は、イン・ハウス運用（株式の約8割、債券の約9割）と外部委託運用の二頭立てであること、しかも、前者部分の方が圧倒的に大きいことを念頭に、以下をご覧願います。

注5：ここでカルパースの「投資信念」（抄訳）を使うのは、あくまで検討題材とするためであり、彼らの「投資信念」の共有を推奨するためでは、一切ありません。

3. カルパース (CalPERS) の投資信念

①投資信念1：債務は資産構成に反映されなければならない。

約束された給付等の現金流出を有する制度では、資産運用の「基本中の基本」です。
(観点) 投資家の特性決定の「債務の状況」

②投資信念2：長期にわたり投資を行うことは、責務であると同時に強みでもある。

ここで云う「責務」とは、カルパースの行動が将来世代の加入者や納税者に与える影響を考慮することです。投資先企業や外部委託先運用会社に、自らの行動の長期的帰結

を考えるように促すことをも含めています。
(観点) 「エンゲージメント」

また「強み」として、「長期投資」の投資対象資産・戦略・ファクターの優位性、資産価格とリターンのボラティリティへの耐性、について言及しています。

(観点) どこに収益機会があるか (p20 項番 1. ①)、いかにそれを獲得するか (p20 項番 1. ②)。長期投資家の要件である「リスクへの抵抗力」にも関わります。「長期投資」の「強み」は今後の本稿において「短期の投資期間・短期投資」のそれと比較検討します。

③投資信念3：カルパースの下す投資判断は、加入者や受益者に対する受託者責任に反することがない限り、より広範な利害関係者の意見を反映することができる。

誰に対し「受託者責任」を持つかに加え、主な「利害関係者」として加入者・受益者、カリフォルニア州、州納税者と定義します。彼らこそが、カルパースの投資判断の経済的帰結を負うからです。

(観点)「利益相反」。投資・運用の世界では「利害関係者」の多さもあり、避けては通れません。特に「長期運用」では、次第に「利害関係者」間の利害不一致が顕在化し、利害調整が難しくなる可能性は否めません。「長期運用」の成功には、この問題の存在を直視しての対策が必要で、長期投資家の要件である「意思決定の体制」と、今後の本稿のインベストメント（バリュークリエーション）・チェーンの中で考えたいと思います。

④投資信念4：長期の価値創造には、そのための3つの源泉の効果的なマネジメントが必須である。その3つの源泉とは、人・物・金である。

ガバナンスは、カルパースとのお金の運用者（内部運用者、投資先企業、外部委託先運用会社）の利益を一致させる主要手段と述べた後、投資先企業における効果的ESGマネジメントは、投資先企業の長期にわたる良好な業績やリスクへの効果的対処の蓋然性を高めるとします。さらに、投資先企業や外部委託運用会社自身のESGに関するエンゲージメントを彼らとの間で進めるとします。

(観点)投資信念3の観点で述べた点に関するカルパースの考えです。

⑤投資信念5：カルパースは、投資の目標と成果の査定基準を明瞭にするとともに、その達成に対する明確な説明責任を負わなければならない。

投資プログラムの成功判断基準は、主に長期目標リターンを達成したかだとします。そしてファンドと内外の投資者（会社）との利害調整が、「長期投資」をする上での課題となると続けます。そして、内部投資者の処遇について言及します（外部委託先投資会社については、投資信念8で言及）。

(観点)ここでも、利害調整について述べます。「長期投資」の達成に、いかに重要な問題と考えているか、が窺（うかが）えます。

⑥投資信念6：戦略的資産配分はポートフォリオのリスクとリターンの最大の決定要因である。

「戦略的資産配分」の重視という、「長期投資家」としての典型的な「信念」が吐露されます。本稿の重要な関心点ですので、4つ全てのサブ「信念」を紹介します。

- カルパースの戦略的資産配分プロセスは、要求リターンをスタッフがマネージする市場エクスポージャーに変換するものである。
- カルパースはその全ポートフォリオを、リターン・ドライバーである複数の明瞭なリスク・ファクターに、横断的に分散することを目指す。

(観点)異なる複数の資産クラスを寄せ集めた次善の分散投資＝「資産分散」ではなく、異なるリターン源泉となるリスクを組み合わせる真の分散投資＝「リスク分散」を目指すとの宣言です。また、一つ目とともに、「(3) リスクへの抵抗力」に関わります。

- カルパースは規律ある動的な資産配分プロセスにより、「平均回帰」のような、超過収益の獲得機会を追求する。このプロセスには、正に、投資期間や資産規模といったカルパースの特質が活かされことになる。

(観点) 主要な論点は、筆者が傍点を施した箇所にあるのですが、敢えて、収益機会 (p20 項番 1. ②) として「平均回帰」を例示しています。「平均回帰」の想定は、ある程度の長さの投資期間を有する「投資家」に特徴的です。「回帰」を待つことができるには、時間の長さが必要です。後段で「長期投資」の「強み」を検討する際に言及します。

- カルパースはポートフォリオのリスクとリターンに重要・必須なインパクトを与える可能性がある投資戦略を考える。

(観点) ファンド・マネジメントにおける費用 (機会発掘のためのリソースの投入) 対効果 (明確なリスクとリターンの改善) と「(3) リスクへの抵抗力」に関わります。

⑦投資信念7: カルパースは報いられると強く信じる場所のみでリスクを取る。

リターン・プレミアム獲得にはリスクを取る必要があると述べ、その取ったリスク当りのリターン最大化を目指すとします。続けて、「市場は完全には効率的ではないが、コスト控除後で非効率性に乗じて超過収益を獲得することは難しい。従って、アクティブ運用で付加価値を獲得できる確信がない、または、証拠を示すことができないところでは、インデックス連動戦略を用いる」と言います。

(観点) 極めて明快な主張展開です (p20 項番 1. ①、②)。

⑧投資信念8: コストは重要であり、効果的にマネージされる必要がある。

投資者 (会社)・投資戦略を選ぶ際や評価する際には、リスク、リターンとコストのバランスを考えるとします。

また、パフォーマンス・フィーやインセンティブ報酬は、カルパース、内部運用者、外部委託先運用会社の利害の一致を図ることが期待できると述べます。

(観点) またも利害調整の話です。

⑨投資信念9: カルパースにとってのリスクは多面的であり、ボラティリティやトラックキング・エラーといった物差しでは十分に捉えきれない。

新たな投資の物差し (歪度、尖度、セミ・バリエーション、C-VAR 等々) という限定的レベルの話ではなく、運用面のみならず数理面も意識しての広範なリスク把握手段と明確なリスク・マネジメントのプロセスを開発するとします (リスクの多面性を考えれば、ここでの限定列挙には無理があります)。

(観点) 「リスクへの抵抗力」

そして「長期投資家」としてカルパースが考慮すべきリスク・ファクターの例として ESG をあげます。

(観点) ESG は長い間に徐々に現れ、投資先企業やカルパースのポートフォリオ・リターンに、重大な影響を及ぼす可能性があるからです (p20 項番 1. ②)。

⑩投資信念10: カルパースの目標と目的を達成するためには、強固なプロセスとチームワーク、深みある人材が必要である。

カルパースの成功条件として、確固としたガバナンス、効果的・明瞭なプロセス、最も

高い価値をもたらす活動へのリソースの集中配分、良く設計された報酬体系によるウィン・ウィン（利害一致）の仕組みの構築、考えを共有する優れた人材（=人財）の雇用を挙げます。

（観点）これも、p20 項番 1. ②の議論です。

本稿は、「長期投資」が「短期投資」よりも「上に立つ」という価値観を持つものではないことを明記しておきたいと思えます。むしろ前月号で述べたように、「長期投資家」には、状況に応じた使い分けが必要であり、また、その贅沢が許される条件がある

と考えます。その点、注4ではあくまで「投資信念」の書きぶり等々を参考にして頂くべく例を挙げました。結果的に、「長期投資」の優位性にウエイトを置く「投資信念」のみになってしまいましたが、これは情報入手の利便性のみが、その理由です。次回は、長期投資家の要件として、3つ目の「リスクへの抵抗性」について解説します。

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

<コラム> アドリブ経済時評

なりたい職業は、ユーチューバー (YouTuber) ?

「男子中学生が将来なりたい職業」という記事を見ていたら、3位に「YouTuberなどの動画投稿者」(4月ソニー生命保険調査)とあって、びっくりした。ちなみに、1位は「ITエンジニア・プログラマー」、2位は「ゲームクリエイター」であった。

“Tube”とは、ブラウン管であるから、“YouTube”とは「あなたのテレビ」、すなわち動画の投稿サイトであり、2005年に米カリフォルニアで、友人にパーティーの動画を配布するために考案された。また、翌2006年にはGoogleに買収されて検索機能がつき、爆発的に普及した。

利用者数は、PCとスマホを合わせて、日本では約5千5百万人、米国では約2億7百万人(2015年9月)となっていて、他の動画サイトを圧倒している。

筆者も、好きなジャズを頻繁に検索、視聴しているし、投稿したこともある。もちろん、全て無料であり、今ではほとんどの動画機器からアップロードが可能である。

さて、そうした動画投稿が収入につながったのは、2011年4月にGoogle社がその収益化プログラムを一般公開したからであり、すぐに“YouTube”で収入を稼ぐ、“YouTuber”が現れたのである。そして今や、世界のトップ“YouTuber”ともなると広告収入だけで年収10億円を超えられているし、日本でもすでに1億円プレイヤーがいるらしい。

契約は簡単で無料、内容は「〇〇をやってみた」系で面白さを狙うもの、「レシピ付きの料理の実演」、「趣味の紹介」など何でもよく、そうした動画の前や途中に広告を入れて、視聴回数にしたがってGoogle社から料金が支払われる仕組みである。

その仕組みはPCで“Google AdSense”を検索すれば簡単に出てくる。そこには、次のような文言が踊っている。

「大好きなことを収益に。AdSense は、自分のウェブサイトに広告を掲載するだけで収益が得られる無料のサービスです。」

「サイトの月間ページビューが 30 万超なら導入サポートが受けられます。」

「200 万人に選ばれている AdSense。それには理由があります。」

「関連性の高い広告を掲載します。2015 年、Google がサイト運営者様に収益としてお支払いした総額は約100 億ドル (1.1兆円) です。」等々。(本原稿作成時の表示より)

そこで、日本で超人気の若い“YouTuber”の面白系サイトを覗いてみた。

内容自体は、まあ学会のドタバタにしか見えないし、自室での自撮りである。筆者は、「見られる側」の経験としては、大学の講義や講演、ライブハウスでのジャズ演奏くらいしかないが、人気“YouTuber”のしゃべり方や編集には、物凄く神経をつかった工夫があり、多分膨大な時間をかけて努力している。また、確かになんらかの代えがたい魅力がある。

この世界にも、証券投資などと同様に、「フリーランチ=濡れ手に粟」はないと思われる。

2017年5月25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。
- 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。