

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

2018年2月号

《目次》

《調査研究》

超高齢社会時代における我が国の高齢期所得保障の再構築
～私的な備えを拡充するための3つの提言～

年金コンサルティング部 リサーチグループ 菅谷 和宏 … 1

《退職給付会計》

債券利回りマイナス下の割引率の取扱いについて

年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野 正徳 … 7

《誌上年金カレッジ「退職給付会計」その10》

IFRSの退職給付会計 ①日本基準との差異等

年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野 正徳 … 11

《投資のホライズン その9》

長期投資家と長期投資 ⑨運営主体の役割(続き)

年金運用部 顧問 大輪 秋彦 … 15

《アドリブ経済時評》

北京晴天！

元青山学院大学教授・経済学博士 岩井 千尋 … 20

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>

調査研究

超高齢社会時代における我が国の高齢期所得保障の再構築 ～私的な備えを拡充するための 3 つの提言～

年金コンサルティング部 リサーチグループ 菅谷 和宏

総務省「人口統計（2016 年 10 月）」によると日本の高齢化率は 27.3%に達し、厚生労働省「平成 26 年財政検証結果」では、マクロ経済スライドの給付調整が終了する 2050 年頃には公的年金の所得代替率が約 50%まで下がることが示されました。超高齢社会に向けて長生きリスクへの対応が求められており、高齢期所得保障の再構築が必要とされています。

三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング株式会社（以下、MURC）では、所得代替率の低下により、2050 年には 85 歳以上世帯の 48.8%で貯蓄が枯渇する恐れがあるとする試算を行い、これに対する 3 つの提言を行いました。本稿では、本調査研究の概要と 3 つの提言の内容について解説します。

1. 本調査研究の目的

わが国では平均寿命の延びと高齢化が進展する中、厚生労働省「平成 26 年財政検証結果」によると、公的年金の所得代替率は、マクロ経済スライドの実施による給付調整期間が終了する 2050 年頃には、現在の 62.7% から 50%程度まで低下する見通しが示されています（図表 1）。

政府は、2013 年に「社会保障制度改革国民会議報告書」を公表し、持続可能な社会

保障制度の確立のために、「自助を基本としつつ、自助の共同化としての共助（社会保障制度）が支え、自助・共助で対応できない場合に公的扶助等の公助が補完する仕組みとする」とし、「高度経済成長期の『1970 年代モデル』から、超高齢化や雇用環境の変化などに対応した全世代型の『21 世紀（2025 年）日本モデル』に再構築していくことが喫緊の課題」としました。

（図表 1）所得代替率の将来見通し（出生中位、死亡中位）

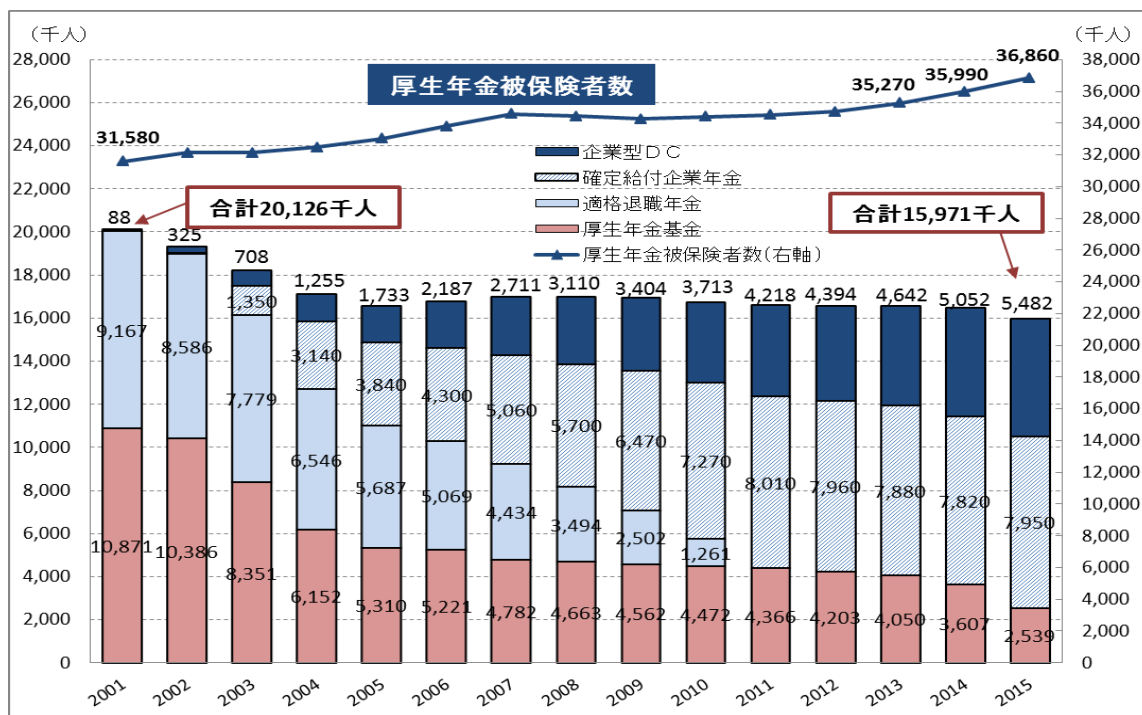
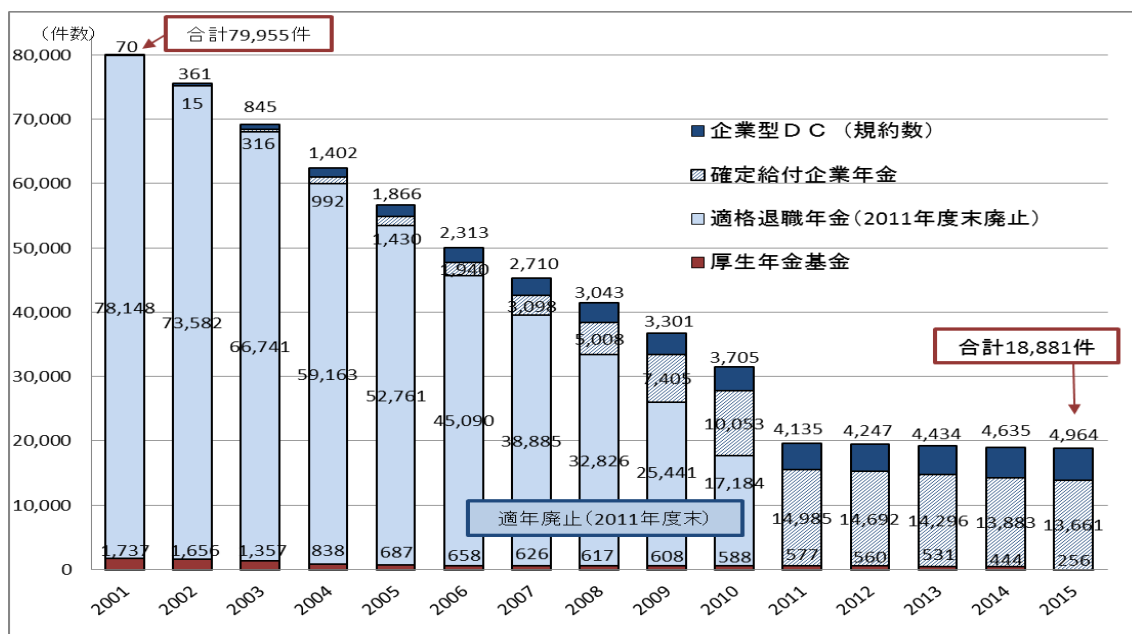
ケース	労働力率	全要素生産性 (TFP) 上昇率	物価上昇率	賃金上昇率 (実質<対物価>)	運用利回り		所得代替率 (調整期間終了後)
					実質 <対物価>	スプレッド <対賃金>	
A	労働市場への参加が進むケース	1.8%	2.0%	2.3%	3.4%	1.1%	50.9%
B		1.6%	1.8%	2.1%	3.3%	1.2%	50.9%
C		1.4%	1.6%	1.8%	3.2%	1.4%	51.0%
D		1.2%	1.4%	1.6%	3.1%	1.5%	50.8%
E		1.0%	1.2%	1.3%	3.0%	1.7%	50.6%
F	労働市場への参加が進まないケース	1.0%	1.2%	1.3%	2.8%	1.5%	45.7%
G		0.7%	0.9%	1.0%	2.2%	1.2%	42.0%
H		0.5%	0.6%	0.7%	1.7%	1.0%	39.0%

出所：厚生労働省「国民年金及び厚生年金に係る財政の現況及び見通しー平成 26 年財政検証結果ー」より筆者作成

公的年金の給付水準が低下していく中、公的年金を補完する私的年金等による自助が必要とされています。しかし、経済環境の低迷や受給権保護の強化等により、特に

中小企業に普及していた適格退職年金を中心に企業年金の実施件数が大幅に減少し、加入者数も減少傾向となっています（図表2）。

（図表2）企業年金の実施件数（規約承認数）および加入者数の推移（2001～2015年）



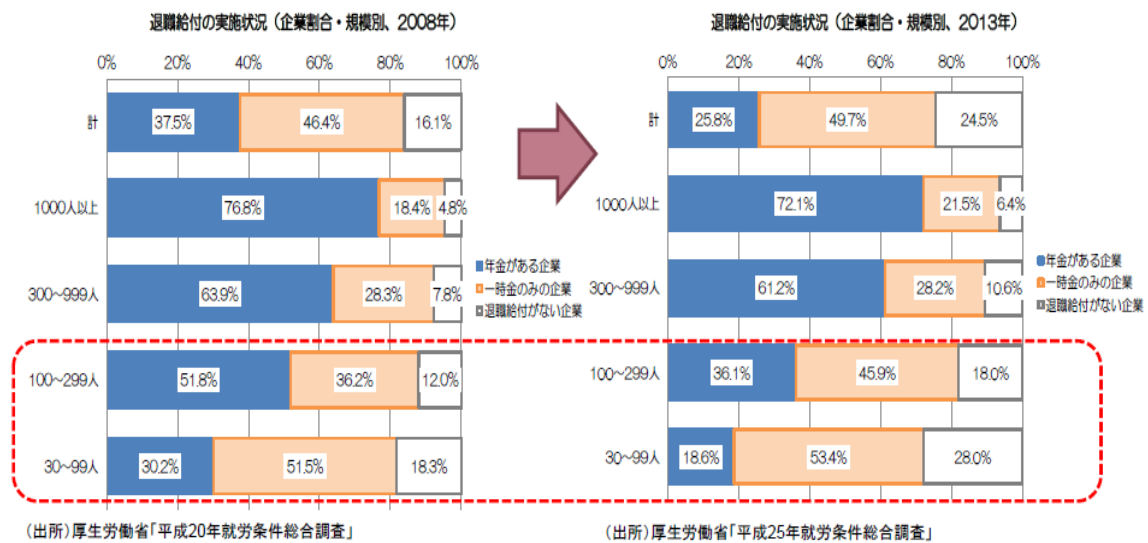
出所：厚生労働省「平成29年版厚生労働白書 資料編」「平成27年度厚生年金保険・国民年金事業の概況」、企業年金連合会「企業年金に関する基礎資料」より筆者作成

厚生労働省「就労条件総合調査」の2008年と2013年における退職給付制度の実施状況を比較すると、「退職給付制度がない企業」は、2008年の16.1%から2013年の24.5%に8.4%増加しており、「年金がある企業」は、2008年の37.5%から2013年の25.8%に11.7%低下し、退職給付制度や年金制度がな

い企業が増えています。

特に300人未満の中小企業においてこの傾向が強く、100~299人の企業で「年金がある」と回答した企業は2008年の51.8%から2013年の36.1%まで15.7%の大幅な減少となっています。(図表3)

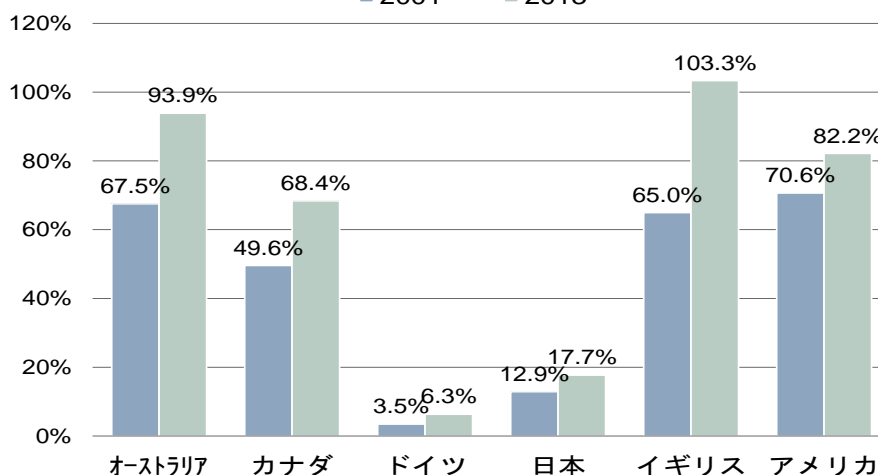
(図表3) 退職給付制度の実施状況 (2008年・2013年)



出所：新しい私的年金制度に関する研究会「超高齢社会時代における我が国の高齢期所得保障の再構築－私的な備えを拡充するための3つの提言－」より抜粋

(図表4) 私的年金資産の対GDP比の国際比較

(私的年金資産対GDP比) ■ 2001 ■ 2013



出所：新しい私的年金制度に関する研究会「超高齢社会時代における我が国の高齢期所得保障の再構築－私的な備えを拡充するための3つの提言－」より抜粋

また、私的年金資産額の対GDP比について、諸外国と比較してみると、2013年でイギリス103.3%、オーストラリア93.9%、アメリカ82.2%と比べて、日本は17.7%と非常に低い割合に留まっており、さらに2001年から2013年への資産額の伸び率も低い状況です（図表4）。

2. 85歳以上世帯における貯蓄の減少

研究会では、公的年金の給付調整期間が終了する概ね2050年頃の高齢者世帯（85歳世帯）における貯蓄額の推移を試算しました。厚生労働省「国民生活基礎調査（平成28年調査）」における60～64歳世帯の貯蓄額を65歳時点の資産とし、現役時（～59歳）の平均年間収入階層別に（～700万円）、65歳から85歳時点までの貯蓄額の推移をシミュレーションしました。

65歳以上世帯の収支（所得－支出）は、2014年でもマイナス（支出超過）となっており、65歳以降は基本的に貯蓄を取り崩す生活です。また、70～74歳以降では「その他可処分所得（企業年金、個人年金、その

このような課題認識から、MURCでは、神戸市外国語大学中嶋圭介准教授を座長とする「新しい私的年金制度に関する研究会（以下、研究会）」を2016年12月に立ち上げ（筆者もメンバーとして参加）、今年1月12日に厚生労働省記者クラブにおいて、本調査研究結果の公表を行いました。

他所得）」については、70歳未満と比べて減少しています。

さらに、65歳以降の公的年金はマクロ経済スライドによる給付調整により徐々に低下していき、世帯収支のマイナス額が現状より大きくなっていきます。

この結果、2014年時の85歳時点で貯蓄が枯渇する世帯の割合は36.9%ですが、2050年では48.8%まで増加するという試算結果が示されました（金利は年利率1.12%で試算）。さらに、90歳時点では、51.2%の世帯で貯蓄が枯渇する試算結果となりました（図表5）。

（図表5）85歳と90歳時点で貯蓄が枯渇する世帯割合（試算結果）

	公的年金給付調整期間終了前 （2014年時点）	公的年金給付調整期間終了後 （2050年時点）
85歳時点	36.9%	48.8%
90歳時点	39.1%	51.2%

出所：新しい私的年金制度に関する研究会「超高齢社会時代における我が国の高齢期所得保障の再構築－私的な備えを拡充するための3つの提言－」より抜粋

現役時（～59歳）の平均世帯収入（年額）を横軸に、65歳時点での貯蓄額を縦軸として、85歳時および90歳時に貯蓄が枯渇する世帯の状況を示したものが図表6です。図表の「A」の部分は、2014年時点の公的

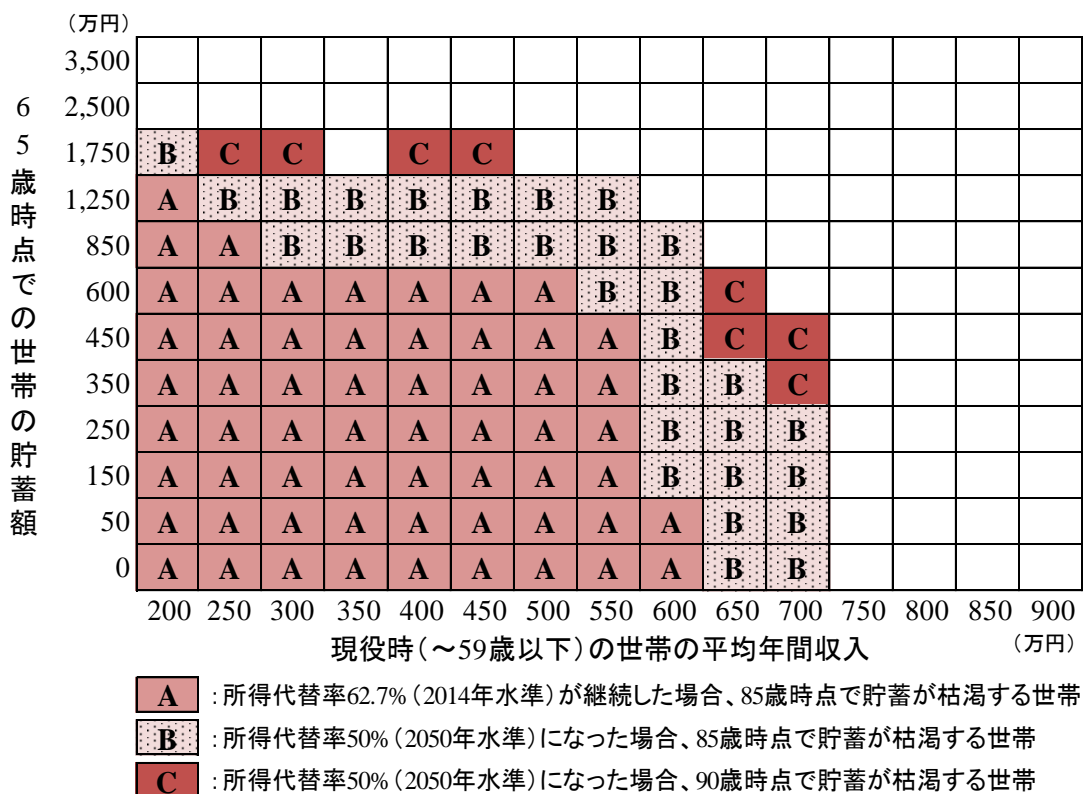
年金の所得代替率が維持された場合でも、85歳時点で貯蓄が枯渇する世帯です。現役時の所得が多ければ、厚生年金の給付額は多くなるため、貯蓄が少なかったとしても85歳時点で枯渇する割合は小さくなります。

一方で、現役時の収入が小さい世帯では、一定額の貯蓄がないと85歳時点で枯渇する割合が高くなります。図表の「B」の部分には、公的年金の所得代替率が2050年時点で50%程度の水準まで低下した場合に、85歳時点で貯蓄が枯渇する世帯です。これをみると、現役時（～59歳）の平均世帯収入がおよそ600万円以下の場合で、かつ65歳時点の貯蓄が850万円以下の世帯において、85歳時点で貯蓄が枯渇する試算結果となりました。さらに、図表の「C」の部分は、公的年金の所得代替率が2050年時点で50%程度の水準に低下した場合、85歳時点では貯蓄が枯渇しなくても90歳時点で枯渇する世帯です。これは、平均寿命の伸びにより

90歳まで生きる確率が高まっており、長寿リスクが強まることにより、貯蓄が枯渇する可能性が高まることを示しています。

厚生労働省「平成28年簡易生命表」によると、平均寿命は、男性80.98歳、女性87.14歳で、65歳の平均余命は男性19.55年（84.55歳）、女性24.38年（89.38歳）となっており、平均寿命が延びていく中、退職後の生活期間が長くなり、今まで以上に高齢期における健康の維持と生活資産の確保が必要となります。そのためには、高齢期までの資産形成はもとより、健康寿命と金融資産の寿命を共に延ばし、平均寿命とのギャップを埋める「金融ジェロントロジー（老年学）」が必要となります。

(図表6) 85歳時点および90歳時点で世帯の貯蓄額が枯渇する世帯の状況



出所：新しい私的年金制度に関する研究会「超高齢社会時代における我が国の高齢期所得保障の再構築－私的な備えを拡充するための3つの提言－」より抜粋

3. 高齢期所得保障のための3つの提言

本調査研究では、高齢期の所得保障を再構築するための3つの提言を行いました。

「提言 1」は、企業年金の適用率が減少傾向にある中、企業年金がないすべての被用者に対して、自動加入（オプトアウト可能）となる確定拠出型企業年金を導入するものです。諸外国では既に米国 401k や英国 NEST などの私的年金で自動加入（オプトアウト可）が実施されています。また、加入のインセンティブとして、現状の掛金のような所得控除方式ではなく、本人の年金口座に直接、税制優遇分の財政支援を実施する直接助成方式を提案しています。

「提言 2」は、早期に消費され想定外の長寿に備えられなくなることがないように、転職時等における退職一時金の受け皿として確定拠出型年金等への移換を可能とし、税制優遇により年金での受給を促し、高齢期の所得保障とする施策です。

「提言 3」は、公的年金の受給開始年齢を 70 歳以上に繰り下げた場合でも増額される仕組みに制度を拡充し、さらに就労状

況にあわせて公的年金の受給を一時的に停止したり受給金額を縮小したりできる柔軟な制度とし、高齢期の就労促進を図ることを提言しています（図表 7）。

提言 1 により、85 歳時点で貯蓄が枯渇する世帯について、仮に 30 歳時点から年間所得の 10% を毎年資産形成に回した場合、48.8% から 31.9% に約 17% 減少させることが可能となります。また、提言 3 で 65~74 歳の間での就労で、年間 100 万円程度の追加所得を得ることにより、85 歳時点で貯蓄が枯渇する世帯を 48.8% から 31.9% に約 17% 減少させることができます。これらの組み合わせにより、2050 年時において、85 歳時点で貯蓄が枯渇する世帯を 48.8% から 14.8% まで約 34% 減少させることが可能となります。次回は、この3つの提言内容について、詳しく解説します。

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 7）高齢期所得保障のための3つの提言

提言1	企業年金がないすべての被用者に対して脱退選択(オプトアウト)可能な確定拠出型企業年金を導入する。その際、本人の年金口座への直接的な財政支援を行う。
提言2	企業年金および退職一時金受取の年金化を促進する税制を目指すことにより高齢期所得に安定性をもたらす。
提言3	公的年金支給開始年齢のオープンエンド化と高齢就労促進によって、長寿リスクに備えるとともに高齢期所得保障に厚みをもたらす

出所：新しい私的年金制度に関する研究会「超高齢社会時代における我が国の高齢期所得保障の再構築－私的な備えを拡充するための3つの提言－」より抜粋

<ご参考> 本調査研究報告書の全文は、「三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング株式会社 HP」にてご覧頂けます。（http://www.murc.jp/publicity/press_release/press_180112）

- 新しい私的年金制度に関する研究会（2017）『超高齢社会時代における我が国の高齢期所得保障の再構築－私的な備えを拡充するための3つの提言－』

退職給付会計

債券利回りマイナス下の割引率の取扱いについて

年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野正徳

企業会計基準委員会（以下、ASBJ）は、2017年12月に、退職給付債務の割引率に関して「ゼロを下限とする方法とマイナスをそのまま利用する方法のいずれも認める」という現在の対応を、「2018年3月期決算以後も期間を明示せず継続する」という、実務対応報告公開草案第54号「実務対応報告第34号の適用時期に関する当面の取扱い（案）」を公表しました。

1. 2016年3月の対応

2016年1月に日本銀行が「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」政策を実施した結果、2016年2月には10年国債の流通利回りはマイナスに転じ、3月末もマイナス利回りが継続しました。退職給付債務等の算出のための割引率は、給付までの時期や給付額を勘案した債務の残存期間に対応する安全性の高い債券の利回りを基に企業が決定します。そのため、債券の利回りがマイナスとなった場合の取扱いが課題となりました。退職給付会計では、債券の利回りがマイナスになることを想定しておらず、その取扱いが明示されていませんでした。

マイナスの割引率を使用すると、現在の退職給付債務は将来の給付見込額を上回る額となります。企業が負う債務の現在額が将来の給付見込額を上回るということに

して、違和感を覚える方は少なくないと思います。そうした違和感に対して、さらには会計処理を行ううえでの混乱回避の観点から、割引率の取扱いを明確化すべきという声が上がりました。

多くの企業の決算が集中する2016年3月末までに対応方法について明示することを迫られたため、ASBJは定例開催されている委員会で緊急の議論を行い、委員会の議事概要という異例の形式で2016年3月9日に対応方法を公表しました。示された方法は、①マイナスをそのまま利用する方法、②ゼロを下限とする方法、いずれも認めるというものでした。なお、議事概要では、「2016年3月期決算においては」と記載されており、その後の処理については別途、検討されることが想定されていました。

2. 2016年3月以降の議論

前述の通り、2016年3月に示された方法は暫定的な対応であり、暫定期間後の処理方法を示す必要がありました。また、会計基準としては、どちらも認めるという取扱

いは適切とは言えません。そのため、どちらかに統一した恒久的取扱いを議論するために、2016年11月から議論が開始されました。しかし、意見の一致が見られなかった

ため、2017年3月29日に公表された実務対応報告第34号「債券の利回りがマイナスとなる場合の退職給付債務等の計算における割引率に関する当面の取扱い」では、2017年3月31日に終了する事業年度から2018年3月30日に終了する事業年度においては、①利回りの下限としてゼロを利用する方法、②マイナスの利回りをそのまま利用する方法、のどちらも認めるという内容となりました。この実務対応報告も期間を限定した取扱い方法を示したものでした。

その後、取扱いを統一し、恒久的な取扱いを定めるプロジェクトが2017年5月に再開されました。実務対応報告第34号の適用期限が切れる2018年3月までを目途に実務対応報告をまとめる作業が続けられてきましたが、ここでも意見の一致は見られませんでした。そのため、2017年12月7日に公表された実務対応報告公開草案第54号

「実務対応報告第34号の適用時期に関する当面の取扱い（案）」においても、「実務対応報告で認めたいずれの方法「①利回りの下限としてゼロを利用する方法、②マイナスの利回りをそのまま使う方法」によっても、退職給付債務の計算に重要な影響を及ぼさず、当該取扱いを変更する必要がない」と当委員会が認める当面の間、適用することとしました。

結果的にみると、どちらの方法にも決定することができなかつたため、期限を延長することで対応せざるを得なかつたこととなります。なお、今回の実務対応報告が確定するのは、公開草案に対する意見募集（締切日：2月7日）を経てからとなりますが、過去2年の実務で行われてきた2つの方法がともに認められ、公開草案と大差ない内容で確定すると思われます。

3. 下限ゼロおよびマイナス利回りとする論拠

過去の経緯から、下限をゼロとする方法とマイナスの利回りをそのまま利用する方法について、各々を支持する意見があり、議論は平行線を辿ったままです。

割引率をゼロとすると、「退職給付債務＝給付見込額」となります。これに対して、割引率をマイナスとすると、「退職給付債務＞給付見込額」となります。したがって、割引率の下限ゼロを支持する人は、「退職給付債務は給付見込額を超えるべきではない」と考え、マイナスの割引率を支持する人は「退職給付債務が給付見込額を超えることがあります」と考えていると言えます。

下限ゼロを支持する論拠は以下のようなものです。企業がパイアウト等により第三

者に債務を移転する場合は、給付見込額以上の資産を第三者に譲渡し、債務を引き受けてもらう必要があります。しかし、企業が自ら給付を行う（債務を履行する）場合には、規約で定められた金額以上の給付を行うことはあり得ません。この点からは、企業自身の債務である退職給付債務が給付見込額以上となることは現実的とは言えません。また、退職給付債務が給付見込額以上になると、超過部分はその後に利息費用のマイナス、すなわち収益として計上されます。現実的とは言えない給付額以上の債務（損失）をあえて計上したうえで、将来にわたって収益を計上していくことは、適切性に欠けるうえ、有用性もないという意

見があります。

これに対し、マイナス利回りをそのまま利用することを支持する人は、あくまで市場実績に委ねるべきという点を指摘します。また、利回りがプラスの場合とマイナスの場合の整合性についても指摘しています。つまり、プラスの場合だけ利息費用を計上し、符号が変わると利息収益を計上しない理由が明確でないという点です。

実務対応報告確定後のASBJの対応については現時点では不明ですが、金利は低水準が続いているもののマイナス状況は脱しているため、早急に対応をしなければならないことではありません。また、これまでの議論を見る限り、容易に意見がまとまると思えません。仮に、議論が再開されたとしても長い期間を要することが想定されます。

4. 2015・2016年度の割引率の設定状況

2015・2016年度の上場企業における割引率の設定状況を集計しました(図表1)。マイナス利回り(0%未満)で設定している企業は、2015年度で33社(1.5%)、2016年度で13社(0.6%)です。一方、0%で設定している企業は、それぞれ201社(9.0%)、212社(9.5%)です。0%で設定している企業には、ゼロを下限とした企業が含まれている

と考えられます。

また、2016年度にマイナス利回り(0%未満)で設定する企業が減少した理由は、2017年3月末以降の10年国債の利回りがプラスを維持しているためと思われる。最近の利回り状況から、これから迎える2017年度の決算でマイナス利回りを設定する企業は、さらに減少すると予想されます。

(図表1) 2015・2016年度の上場企業における割引率の設定状況

	2015年度		2016年度	
	社数	構成比	社数	構成比
0%未満	33	1.5%	13	0.6%
0%	201	9.0%	212	9.5%
0%超0.5%未満	794	35.6%	913	40.8%
0.5%以上1.0%未満	842	37.8%	847	37.8%
1.0%以上1.5%未満	289	13.0%	203	9.1%
1.5%以上2.0%未満	25	1.1%	12	0.5%
2.0%以上2.5%未満	11	0.5%	6	0.3%
2.5%以上	33	1.5%	34	1.5%
合計	2,228	100.0%	2,240	100.0%

(出所) 日本経済新聞社「デジタルメディア局データベース(2015および2016年度)」より筆者作成

5. 実務上の取扱い方法

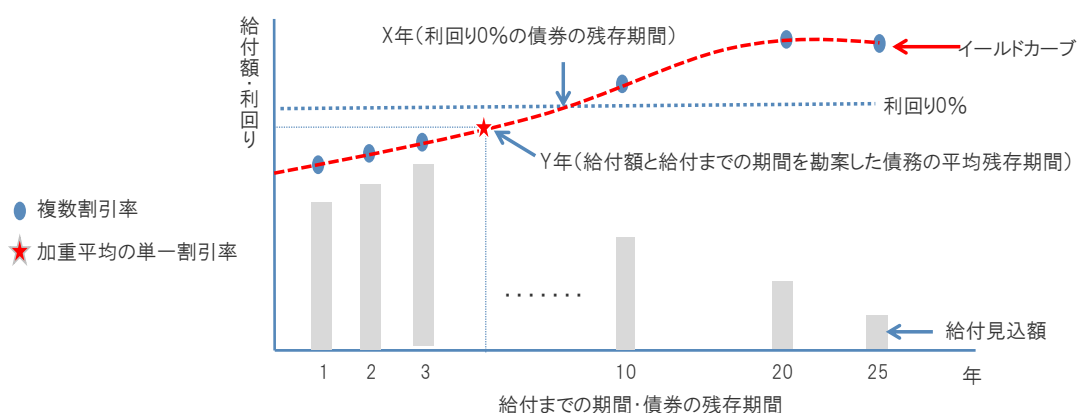
割引率をゼロとする方法とマイナスをそのまま利用する方法について、実際にはどのような取扱いを行うのか解説します。

割引率は、給付発生年度毎に複数の割引率を使用する方法「複数割引率」と退職給付債務の平均残存期間を算出し、その期間に対応する残存期間の債券の利回りを使用

する方法「単一割引率」があります。

図表2では割引率設定の考え方を示していますが、右肩上がりの太い点線が「イールドカーブ（利回り曲線）」で、水平の利回りゼロ（0%）となっている点線は残存期間X年の債券です。

(図表2) 割引率設定の考え方



(出所) 筆者作成

複数割引率を使う場合、割引率の下限をゼロとする場合には、X年未満で発生する給付については割引率を0%とし、マイナスを利用する場合にはマイナスの利回りで割引くこととなります。

一方、単一の割引率を使う場合、まず退職給付債務の平均残存期間を算出します。図表2では棒グラフで年度毎の給付見込額が示され、給付額と給付までの期間を勘案した退職給付債務の平均残存期間をY年とします。その場合、残存期間Y年の債券の利回りを割引率とします。割引率の下限をゼロとする場合、Y年の債券利回りがマイナスとなったら、割引率をゼロとします。

マイナス利回りをそのまま利用する場合は、Y年の債券のマイナス利回りで割引くこととなります。

この他に、割引率設定方法として、イールドカーブ等価方式があります。この方法は、複数割引率で計算した結果と同額となる単一の割引率を利用する方法ですが、複数割引率で計算した結果が、前述のとおり割引率の下限をゼロとするか、マイナスを利用するかによって、異なることに留意が必要です。

以上のように、割引率をゼロとするのかマイナスを利用するのかについて、その取扱いを含めて整理しておく必要があります。

誌上年金カレッジ「退職給付会計」その10

IFRSの退職給付会計 ①日本基準との差異等

年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野 正徳

2017年12月号では、国際会計基準「IFRS」の概要を説明しましたが、今回はIFRSの退職給付会計について、日本基準との差異等について解説します。

IFRSでは、IAS19号「従業員給付」で退職給付に関する会計処理を規定しています。日本基準とは、退職給付費用の算出や表示方法で大きな違いがあります。具体的には、①期待運用収益を計上しない、②費用を要素毎に分解して表示する、③その他包括利益に計上した再測定をその後の損益計算書に計上しない(ノンリサイクリング)、の3点です。

1. IAS19号とは

退職給付に関する会計基準は、IAS19号「Employee Benefit＝従業員給付」で規定されています。従業員給付とあるようにIAS19号は、報酬制度に関する総合的な基準であり、退職給付のみを対象とした基準ではありません。IFRS2号「株式に基づく報酬」の適用を受けるものを除くすべての従業員給付を対象とするもので、短期従業員給付、退職後給付およびその他の長期従業員給付および解雇給付の取扱いが定められています。短期従業員給付は、解雇給付以外の給付で勤務提供から12ヶ月以内に支払われる給付を対象とします。具体的には、給与、賞与および有給休暇ですが、給与・賞与については特に日本基準と相違する取扱いはありません。有給休暇は累積型制度(当年度の権利を行使しなかった場合に当該権利を翌年度以降に繰り越せる制度)と非累積型(権利を繰り越せない制度)に分け、累積型制度では、当年度の未取得分のうち翌年度に取得が見込まれる分を予測し、その費用を計上し、引当金として処理すること

が求められます。現状、日本では有給休暇の取得率が低いため、追加の負債計上はあまりないと考えられ、企業負担が大幅に増加する懸念は少ないとみられます。その他の長期従業員給付は長期勤続者に対する休暇制度が対象であり、解雇給付は解雇を条件に支払われる報酬が対象となります。

退職後給付は、雇用関係の終了後に支払われる給付であり、企業年金や退職一時金その他、退職後の医療給付や退職後の生命保険が対象となります。退職後給付には確定拠出制度と確定給付制度がありますが、IAS19号では、「確定拠出型制度は、企業の法的債務や推定的債務^{注1}が、企業が拠出することに同意した金額に限定される制度」、「確定給付型制度は、合意した給付を行う制度」と定義しています。

注1: 推定的債務は、規約等で定められていない非公式の慣行であったとしても、それを履行しないと労使関係等に重大な悪影響をもたらすことが予想されるものを言う。

2. 退職後給付の日本基準との差異

IAS19号と日本の退職給付会計（以下、日本基準と言います）とで大きく異なる点は、費用の算出及び計上方法です。具体的には、①期待運用収益を計上しない、②費用を要素毎に分解表示する、③その他の包

括利益（以下、OCIと言います）に計上した再測定（日本基準の数理計算上の差異に相当）をその後損益計算書に計上しない（ノンリサイクリング）、の3点です。以下、それぞれの違いについて解説します。

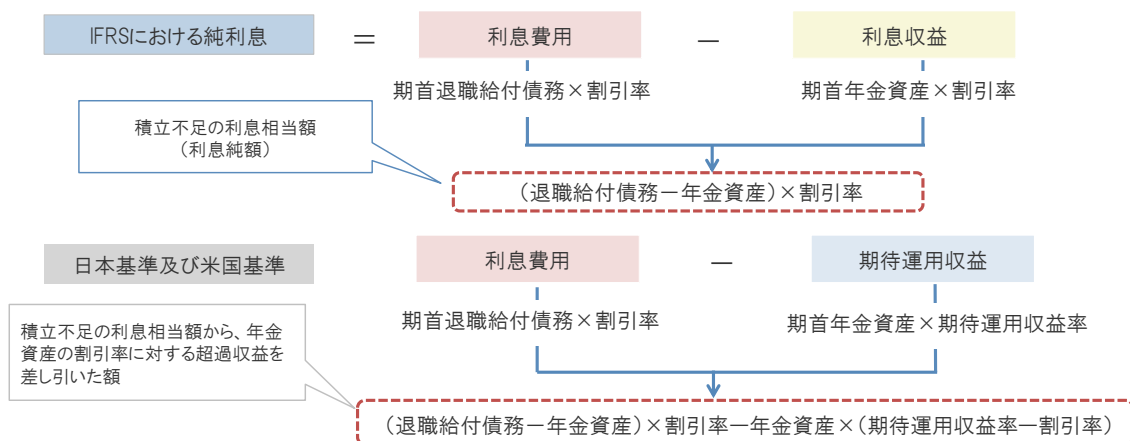
①期待運用収益の廃止

日本基準では、「期待運用収益（期首年金資産×長期期待運用収益率）」を退職給付費用の費用要素としています。IAS19号では期待運用収益ではなく、制度資産に係る「利息収益（期首年金資産×割引率）」を費用要素とする点が異なります。退職給付債務に係る利息費用を減少させる要素として日本基準では期待運用収益を差し引くのに対し、IAS19号では利息収益を差し引きます。利息費用と利息収益の差額は、退職給付負債の純額に係る利息純額（以下、純利息と言います）ということになります。

期待運用収益が廃止されたのは、期待運用収益は恣意性が入る余地があるためと言われています。期待運用収益率を高く設定して、退職給付費用を低く抑えようとする

会計操作を排除するためです。日本基準のように数理計算上の差異をその後の損益計算書で費用として処理するのであれば、実際の収益と期待運用収益との差額（数理計算上の差異）はその後償却され、事後的に当期損益に反映されることとなります。仮に、期待運用収益を過大に見積もったとしても、両者の乖離は最終的には当期損益で調整されることとなります。しかし、後述するようにIAS19号ではOCIに計上した再測定（日本基準の数理計算上の差異に相当）を損益計算書に表示しないため、その乖離は当期損益には反映されません。このことも恣意性を排除しなければならない理由だと思われま

（図表1）期待運用収益の廃止とその影響



図表1のとおり、純利息は「(退職給付債務一年金資産) × 割引率」という式で表すことができます。つまり、積立不足に対する利息です。これに対して、日本基準の「利息費用－期待運用収益」は、「(退職給付債務一年金資産) × 割引率－一年金資産 × (期待運用収益率－割引率)」という式で表すことができます。これは、積立不足に対する利息から年金資産の割引率に対する超過収益を差し引いた額と考えることができます。

なお、IAS19号の再測定(remeasurement)は日本基準の数理計算上の差異に相当しますが、年金資産から発生する額が日本基準とは異なります。日本基準では年金資産から発生する数理計算上の差異は、実際のパフォーマンスと期待運用収益との差額になりますが、IAS19号において年金資産から発生する再測定は実際のパフォーマンスと利息収益との差額になるからです。

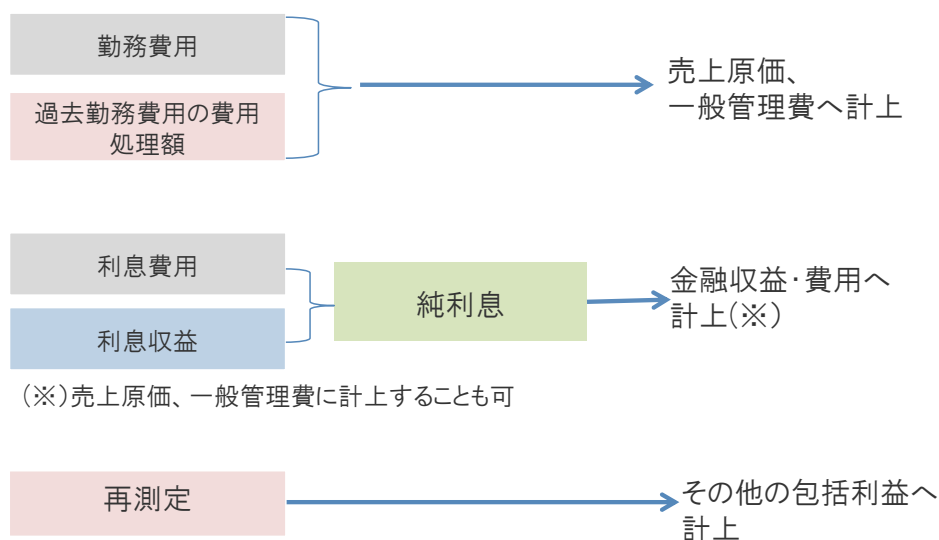
②費用の分解表示

日本基準は、各費用要素を加減して算出した退職給付費用を損益計算書(製造原価あるいは販売費および一般管理費)に総額で表示します。IAS19号では、勤務費用は営業に関する費用として売上原価あるいは販売費および一般管理費に、純利息は財務費用に計上します。さらに、再測定は包括利益計算書にOCIとして計上します。ただし、純利息に関しては営業費用に計上する

ことも認められます。また、IAS19号では制度変更による退職給付債務の増減、すなわち過去勤務費用は勤務費用に含めて発生時に一括して費用処理します。

なお、IFRSには特別損益という概念がないため、日本基準では特別損益に計上される終了に伴う損益(清算損益)も営業費用として計上されます。

(図表2) 費用の分解表示



③再測定 of ノンリサイクリング

日本基準(連結決算)では、発生した数理計算上の差異および過去勤務費用は、一度、包括利益計算書に OCI として計上し、貸借対照表にその累計額(退職給付に係る調整累計額)を計上します。さらに、その退職給付に係る調整は毎期、定期的に損益計算書で費用処理が行われ、当期純利益を通じて利益剰余金に反映されていきます。

一方、貸借対照表の純資産の部(その他の包括利益累計額)に計上した退職給付に係る調整累計額は、損益計算書に計上した額だけ残高を減少させる必要があります。実現損益として処理された額と同額の未実現損益を減少させなければ損益が二重計上されてしまうからです。この調整作業が、「組替処理(リサイクリング)」と呼ばれる処理です。

具体的には、損益計算書への計上額と同額の OCI(損益計算書に費用を計上した場合は利益、利益を計上した場合は損失)を包括利益計算書に計上します。結果的に、未実現損益(OCI)が実現損益(利益剰余金)に振り替わることとなります。

IAS19号では、確定給付制度の再測定をその後損益計算書に表示することを認めていません。IFRSでもOCIは原則として損益が実現した段階で組替処理を行いますが、一部に組替処理を認めない例外があり、退職給付制度の再測定はそれに該当します。日本基準では、発生から給付までの期間において差異が解消されるものと見なして、OCIを従業員の平均残存勤務期間で償却します。これに対しIAS19号は、「リサイクリングの時期や金額について適切な基礎を識別することが困難である」とい

う理由でノンリサイクリングとしています。

日本の会計基準の設定主体である企業会計基準委員会(ASBJ)は、OCIはいずれかの時点で必ず損益計算書に組み替えられるべきとして、エンドースメント(承認)作業を通じて作成される修正国際基準においても、従業員の平均残存勤務期間でリサイクリングすることを求めています。年金資産の運用状況等は、企業に経済的な利益または損失を与えていることは間違いなく、いずれかの時点で必ず損益が確定します。したがって期待運用収益と実際の運用収益の乖離は当期利益に反映されるべきという考えは納得できます。

一方で、損益が実現する時期や金額についてはIAS19号が指摘する通り、明確に判定することができないことも事実です。だとすれば過去に年金制度から発生した経済的得失について、その後の期間で規則的に実現するとみなして算出される期間損益が実態を表すとは思えません。リサイクリングの取扱いに関する差異は日本基準とIFRSの極めて大きな差異であり、今後も議論が続けられると思われます。リサイクリングの有無は、表示される会計数値に大きな影響を及ぼします。日本に退職給付会計が導入されて以降、多額の数理計算上の差異が発生し、その数理計算上の差異が会計数値にも大きな影響を及ぼしたことはよく知られており、結果的に年金の制度運営にも大きな影響を与えてきました。次号では、数理計算上の差異が与えてきた影響や日本基準とIAS19号のその他の差異について解説します。

投資のホライズン その9

「長期投資家と長期投資」⑨運営主体の役割(続き)

年金運用部 顧問 大輪 秋彦

今回は、「DBファンドの利害関係者」の果たす役割について解説しました。今回も引き続き、「インベストメント・チェーン（投資の連鎖）」において、DB年金（アセットオーナー）の運営主体が、その職責上果たすべき役割について考えます。

DB年金の運営主体を含む投資家・運用者が、投資先企業の経営者・経営陣に対して、どのようなメッセージを送ってきたのかを振り返り、「運用者（アセットマネジャー）との関係」のみでなく、「運用者と投資先企業の関係」にまでおよぶ役割を考える時、運営主体の持つユニークな立場が利点を持つ可能性について説明します。

1. タイプ(4)としてのアクティビスト

DB年金の運営主体の種類として、今回は、タイプ(1) ウォールストリート・ルールの実践派である運営主体、(2) 米国カルパースのようなパッシブ戦略を主な戦略とする運営主体、(3) 自己の短期的利益実現だけを目的とする運営主体について解説しました。今回は、タイプ(3)が40年の歳月を経て時代に合わせて変身してきた、(4) 物言う株主について考えます。

最近ではタイプ(3)の「アクティビスト」（「乗っ取り屋」）に代わり、マスコミなどで取り上げられることが多くなっている別種のアクティビスト、いわゆる「物言う株主」が出てきました。今では、アクティビストといえば「物言う株主」、むしろ物言う株主が「アクティビスト」との意味が定着

しているようです。DB年金についても、ヘッジファンドの運用の中で、間接的に、あるいは個別・直接的に、この「物言う株主」のファンドに投資している事例があるかもしれません。

さらに、最近では次のような新聞報道もありました。『物言う株主の活動が目立つようになったのは、1980年代の米国。当時は中堅企業の乗っ取りなどを目的とすることも多く、社会的に疎まれる（うとまれる）時期が続いた。しかし、昨年あたりからアップルやデュポン、マイクロソフトなどの米国を代表する大企業の株主として、「物言う株主」が相次いで登場。株式市場の傍流だったアクティビズムが本流のひとつへと一気に変わった^{注1}』

2. 「物言う株主」とは

このようにあたかも突然「市民権」を得たかのような感さえるタイプ(4)の「物言う株主」とは何者なのでしょう。ご

承知のとおり我々の周りには「何も言わない」安定株主、サイレントパートナー、友好的株主、「モノ言う」積極的株主などの

言葉があります。これらのお馴染みの表現から推し測ることができるのは、どうやら「物言う株主」とは、投資先企業の経営者・経営陣（以下、「経営者等」）に対して、「注文を付ける」株主を指す、ということです（本稿では「物言う株主」をこのままの意味でシンプルに考えます）。

ここで奇妙に思うのは（「不幸なこと」と言う方が適切かもしれませんが）、お金の出し手・引受け手である株主に、「物言う権利」を与えることは、資本主義の大前提のはずであるにも関わらず、また、先ほどのような報道にも関わらず、我々は（マスコミも含め）、「物言う権利」の行使を、何か「別扱い」している感が否めないことです。この原因は「物を言わないこと」、「サイレント」は良いことであり、「良い株主」とは「何も言わない株主」、そういう株主が企業の「パートナー」である、との「雰囲気」が社会的に（経営者等には当然のこと？）強いられているからなのでしょう。しかも面白いことに、この「雰囲気」は、その強弱は別にして、日本特有のものではなく、「資本主義本家」の米国でも同様であるということです。このような「別扱い」・「雰囲気」に、意図的かは別として、結果的にチャレンジしているのが、タイプ(4)の「物言う株主」であると考えられます。彼らは、タイプ(3)の「乗っ取り屋」と呼ばれた人達のメッセージの送り方が、この「別扱い」・「雰囲気」を醸し出すことに大きく影響した事実を教訓に、ただ「物言う権利」を振りかざすのではなく、大切なのは「物の中味」とその「言い方」（「注文」とその「付け方」）だという、ごく当たり前のことを理解している、あるい

は、理解する必要性を持っているかのようなです。（この点は、次項の「物言う株主」の特徴で解説します。）

このことが、タイプ(3)のイメージから「変身」を遂げたと言われる所以（ゆえん）なのでしょう。「物言う株主」が、安定株主、パートナー、友好的株主であることと、直ちには矛盾するわけではないと考えます。だからと言って彼らは、「何も言わない」サイレントパートナーや、タイプ(1)のウォールストリート・ルールの実践派であり得ないことは、言うまでもありません。

しかし、「注文とその付け方」次第では、投資先企業の経営者等に受け入れられた実例、受け入れられる可能性もあるのです。それでも、彼らの工具箱には常時「対決姿勢」という選択肢が入っていることも、彼らのやり方を見る上で忘れてはいけません。つまり工具箱から取り出すか否か、取り出すにしてもそこに至るまでのプロセスがあるということです。彼らが投資先とする企業は、その株価が彼らの分析による企業価値とは見合わない安値に放置された企業です。（当の企業の経営者等が同じ思いを持つことも少なくないかもしれません）

そして、投資先企業に何らかの行動を促すことで、埋もれた価値を具現化（unleash）し、株価が投資先企業「本来」の企業価値を反映して上昇した時点で、その株を売却して利益を得る、というのが彼ら戦略です。もともと、取得価格よりも高い価格で売却を目指すということ自体は、何もタイプ(4)に特有のものではなく、(1)～(3)の全てのタイプの投資家に基本的に共通なものと言えるでしょう。

ただし、そこに至るまでのプロセスの差異が、「タイプ」を分けることとなります(図表1)。

図表1では、売却基準は「基本無し」としました。タイプ(2)のパッシブ投資におい

ても、将来の年金給付等に充てるため、株価の増殖を目指して個々の投資先企業にメッセージを送るわけであり、取得価格を上回る評価額を目指すことは、共有されています。

(図表1) タイプ別の行動パターン

	タイプ(1)	タイプ(2)	タイプ(3)	タイプ(4)
取得基準	本来 > 株価	インデックス構成銘柄	本来 > 株価	本来 > 株価
働きかけ	無し	有り	有り	有り
売却基準	本来 = < 株価	基本無し	取得額 < 売却額	本来 = < 株価
保有期間	短・中期	長期	短期	中・長期

(注)「本来」: 投資家の分析による投資先企業の「本来価値」を反映した株価
「働きかけ」: 売却以外の方法で投資先企業経営者等にメッセージを送るか否か
「取得額 / 売却額」: 事業別に切り出すことがあるためこのように表現

(出所) 筆者作成

3. 「物言う株主」の特徴

タイプ(4)の「物言う株主」の特徴を簡単にまとめると、次のようになります。

<案件の特化>

何らかの行動を企業に促す働きかけ(メッセージを送る)を行うことで、実際に企業が動き、その結果企業価値が増大する可能性があると考えられる案件に特化します。この点は、タイプ(3)の「乗っ取り屋」と共通ですが、タイプ(1)の「ウォールストリート・ルール」のアクティブ投資^{注2}、やタイプ(2)のパッシブ投資とは明確に異なります。

<対話ファースト>

この点では、タイプ(3)とは対照的で、「対決姿勢」の強弱に明白な違いがあります。「対

決」というオプションを封じているわけではありませんが、まずは非公式の経営者等との面談や意見書の送付などにより、経営者等との対話で臨む姿勢がありきです(この「姿勢」の本気度が、タイプ(3)との違いを見分ける「リトマス試験紙」になると考えます)。

そして、それでも駄目な場合に、株主総会でプロキシファイト^{注3}などを行うという、2段階でのアプローチを取ります。

<少ない株式保有>

上述のアプローチがゆえ、投資先企業との強硬な「対決姿勢の貫徹」という摩擦の大変大きい仕事の遂行にひた走る、タイプ(3)とは異なり、「株式所有の力による企業経営への直接的支配」を目指すことはなく、大量の

株式を保有する必要はなくなります。そして、このことが、最近の米国の事例等でますます明らかになってきている次に述べる特徴をもたらすこととなります。

<この指止まれ>

少ない保有株式で目的を達成するためには、意見を同じにする仲間（投資家）を集め、「集団の力」を束ねる必要があります。しかも、仲間を多く集めるには、タイプ(4)の「物言う株主」だけではなく、より広範・多数の投資家の共感を得ることが求められます。これができるか否かで、投資が成功するか否かを決することになります。そのため最近は、「株主還元の増加」、「自己資本利益率 (ROE) の引き上げ」、「不採算事業のリストラ」等、「旧御三家」の短期的視点からの提案ではなく、他の一般的投資家からの賛同も得ることができるよう、「経営戦略の見直し」、「ブランド力の強化」、「研究開発の増強」等、本業の「稼ぐ力」に関わる、中長期的視点からの提案が目立つと指摘されています。

タイプ(4)の「物言う株主」は、タイプ(2)や、より広範な一般投資家が、株主価値の向上につながる合理的なものと判断できる提案を行うようになっており、投資家からの賛同を十分期待できるようになってきているのです。まさに「舞台は整った」のです。

このような変化が、米国社会に対して与えた衝撃の大きさを、次のニューヨーク・タイ

ムズ紙から伺い知ることができます^{注4}。

(記事の抜粋部分訳)

『今年、アクティビストはプロクター・アンド・ギャンブル、ゼネラルモーターズやティファニー等を含むいくつかの大企業に狙いを定めた。(中略) どのような尺度をもってしても、ADP 社^{注5}はアックマン氏^{注6}のターゲットとなりそうな会社ではなかった。アクティビスト投資家が狙いを定めるのは、業績の振るわない、そしてしばしば簡単に解体できる企業であることが典型的な例だからである。(中略) 結果がどうだろうと、今回のアックマン氏の運動から明らかになったことは、どのような企業、例え堅調な収益成長と健全な株価を誇る企業であっても、アクティビスト投資家の標的になり得るということである。』

なお、ADP 社の株主は、アックマン氏が提案した、氏を含む取締役候補 3 人を支持せず、同社経営陣が推薦する 10 人の候補者全員を承認した、と報道されています。

しかしながら、昨年、GE 社やプロクター・アンド・ギャンブル社のような巨大企業で、「物言う株主」が取締役に選任されたことが報道されました。このような、以前では考えられなかったことが起こっているのです。これが、米国で、たまたまのことなのか、米国限定で起きることなのか、日本でも起きるのか、そしてその時に「結集された仲間」には誰がいるのか、とても注目されるところです。

4. DB 年金の果たすべき役割

DB 年金が、自らの「メッセージ」を投資先企業に届くように送るために必要な工夫を講じる際の参考とすべく、DB 年金の運営主体を含む投資家・運用者が、投資

先企業の経営者等に対して、どのようなメッセージの送り方をしてきたのかについて述べました。

DB 年金は、その制度提供者が上場・店

頭登録企業である場合、投資家（アセットオーナー）であると同時に、責任を持つ対象である制度加入者が、他のDB年金（ばかりか、自ら）の投資先企業の一員となり得る、ということがあります。このことが、厄介な面を持つことは事実です。しかしながら、まさにこのユニークな立ち位置が、「インベストメント・チェーン（投資の連鎖）」において、DB年金（アセットオーナー）の運営主体が果たすべき役割を遂行する上での強みとなると考えます。

すなわち、このことが運用者（アセットマネジャー）との関係のみにとどまらず、「運用者と投資先企業の関係」にまでおよんで、役割を展望する時に大きな利点となる可能性があります。

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

注1: 「物言う株主の今 (1) 高まる存在感株式市場の本流に」日本経済新聞 朝刊 2014年8月12日

注2: バリュート投資、特に「ディープバリュート投資」とは、「特化」という点では共通点があるかもしれませんが。しかしながら、「働きかけ」という点で明確に異なります。

注3: プロキシファイト (Proxy Fight) とは、株主が株主総会において自らの株主提案を可決させるため、議決権行使にかかる他の株主の委任状を、会社の経営陣あるいは別の立場の株主と争奪する多数派工作のこと。

注4: “Bill Ackman’s Battle With ADP Is a Litmus Test for Activist Investing”, New York Times Nov. 3, 2017, (<https://nyti.ms/2iWm55N>)

注5: 上記記事によれば、「ADP (オートマチック・データ・プロセッシング) 社は、人事・給与計算等の管理業務サービスを手がける会社であり、2016年の計上売上は\$12.4billion (約1兆4,880億円)であり、売上げは何年にもわたり堅調に成長し、その株価は過去5年で倍になった」とのことです。

注6: 米国の投資会社「パーシング・スクエア・キャピタル・マネジメント」を率いる、著名アクティビスト投資家

<コラム> アドリブ経済時評

「北京晴天！」

今年の冬は寒い。東京が48年ぶりにマイナス4度という温度を記録したという。

そんな中、北京がいきなり青空を取り戻したというニュースに接して、目を疑った。

グリーンピースの報告によれば、北京と天津および26の周辺都市を含む地域で、健康に深刻なリスクを引き起こすPM2.5（微小粒子状物質）濃度が、2017年10-12月に前年同期比33%低下した。北京だけで見ると54%の急低下だという。

急速な経済発展を遂げた中国では、世界一の自動車大国となって道路が渋滞し、製鉄所や発電所あるいは一般家庭まで石炭を燃やしているというイメージが定着していた。

習近平国家主席の「われわれは『青空防衛戦』で必ず勝利する」という大号令の下、中国は大気汚染対策にアクセルを踏んだのである。政府は昨年、エネルギー源の「石炭から天然ガスへの切り替え」を、数百万に上る企業と家庭に「強制的に」求めたという。

抜き打ち調査を徹底し、これまで黙認されることもあった汚染物質の基準値を厳守させて、北京に隣接する河北省では昨年、7万カ所の工場が閉鎖されたとのことで、一般家庭にまで暖房用の石炭を使用することを禁じたというニュースもある。

さらに、風力や太陽光発電などの積極的な導入を進め、大都市では、ガソリン車の走行を規制する一方、充電スタンドの整備を推進して、100万円の補助金を支給しているというから、驚く。

テレビ映像で見た、ひどい喘息で苦しむ子供や年寄りは一良くなればいいな、と思う。

ただし、これほど急にコトを成し遂げられる政治体制は、少し恐ろしいとも思う。記述のように家庭で石炭使用を禁じられ、布団を被るしかないというテレビで見た年寄りは救済されるのかと心配になる。

日本の、一袋10円くらいまで下がった「使い捨てカイロ」はどうだろうとか、ムカシ懐かしい「炭団（たどん）こたつ」みたいな発明はないものかと、考えてしまう。

北京の空は、洋画家の梅原龍三郎が戦前に発表した「北京秋天」で有名になった。

政策は、世界への宣伝目的や一時的なものではなく、人民のために、きれいな空を取り戻したいというものであって欲しいと思う。

2018年1月28日

元青山学院大学教授・経済学博士 岩井 千尋

MEMO

MEMO

- ▶ 本資料は、お客様に対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ▶ 本資料に記載している見解等は本資料作成時における見解等であり、経済環境の変化や相場変動、年金制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがあります。また、記載されている推計計算の結果等につきましては、前提条件の設定方法によりその結果等が異なる場合がありますので、充分ご留意ください。
- ▶ 本資料は、当社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その内容の正確性・完全性を保証するものではありません。施策の実行にあたっては、実際の会計処理・税務処理等につき、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。