

# 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10月号

## 《目次》

### 《上場企業の退職給付の状況》

2017年度の退職給付の積立状況

年金コンサルティング部 リサーチグループ 橋本 千陽 … 1

### 《退職給付信託の現状》

2017年度の退職給付信託の設定状況

年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野 正徳 … 7

### 《公的年金改革 その2》

第3・4回 社会保障審議会年金部会の開催について

年金コンサルティング部 リサーチグループ 菅谷 和宏 … 14

### 《金融リテラシー1万人調査結果 その2》

投資経験の有無からみる投資家層拡大のヒント

MUFG 資産形成研究所 所長 正岡 利之 … 20

### 《投資のホライズン その16》

「長期投資家と長期投資」DB年金の運営主体に求められる資質

年金運用部 顧問 大輪 秋彦 … 26

### 《アドリブ経済時評》

温暖化・気候変動問題の解決はなぜ難しいか

元青山学院大学教授・経済学博士 岩井 千尋 … 31

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>

## 上場企業の退職給付の状況

### 2017 年度の退職給付の積立状況

年金コンサルティング部 リサーチグループ 橋本 千陽

弊社では、毎年上場企業の退職給付の状況を集計・分析しています。2017 年 4 月から 2018 年 3 月までに決算を迎えた上場企業（2,896 社）を対象に集計しましたので、その概要についてご案内します。

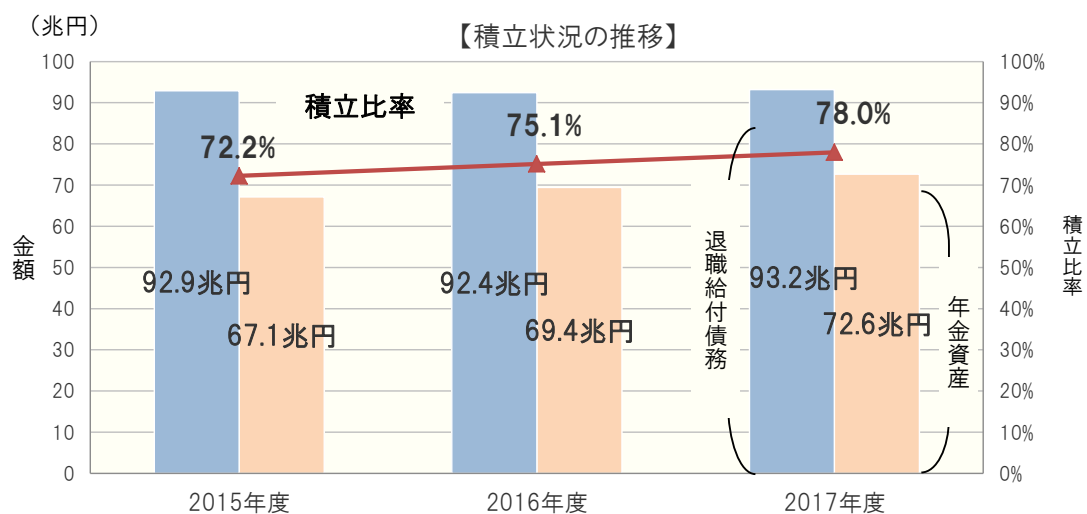
2017 年度は、割引率の低下が限定的であったこと、好調な運用環境が継続したこと等が寄与し、積立比率は上昇しました。なお、集計結果は、適用する会計基準の差異等により集計可能な数値が限定されるなどの事情があり、項目毎に集計対象数が異なっています。

#### 1. 積立比率が上昇

2017 年度の積立比率（年金資産÷退職給付債務）は 78.0%となり、前年度比 2.9 ポイント上昇しました（図表 1）。割引率の低下が限定的であったため（図表 2）、退職給付債務が前年度比 0.9%の増加にとどまった一方、好調な運用環境が継続し、年金資産は同 4.6%増加したためです。

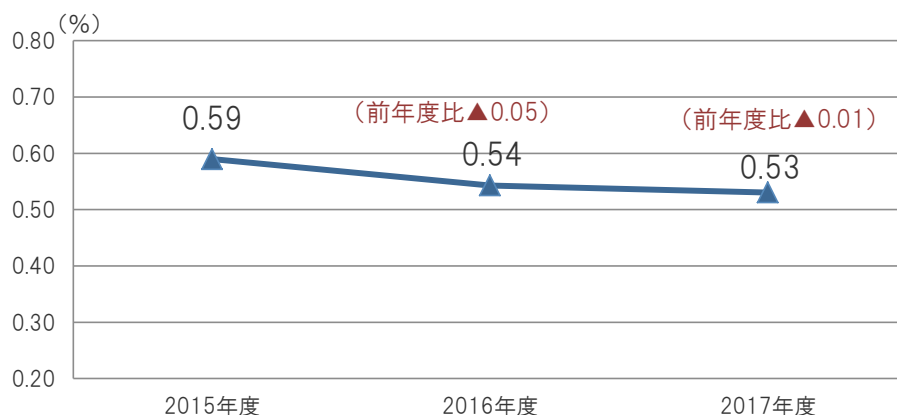
積立比率の変化に関しては、約 8 割の企業で積立比率が改善しました（図表 3）。反面、割引率を引き下げた企業を中心に約 2 割の企業は積立比率が悪化し、積立比率の改善状況では、ややばらつきがあるとも言えます。

（図表 1）積立比率の推移



（出所）日経メディアマーケティング株式会社のデータベース（日経 NEEDS データ）より弊社作成

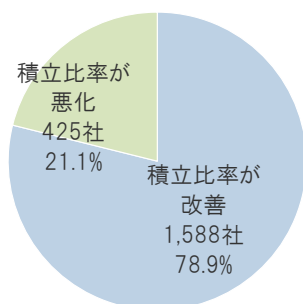
(図表 2) 割引率の推移 (2015~2017 年)



(出所) 日経メディアマーケティング株式会社のデータベース (日経 NEEDS データ) より弊社作成

(図表 3) 積立比率の変化の状況

【積立比率の変化の状況】



【積立比率の変動の状況】

	企業数		社数	
	社数	割合		
積立比率が改善	1,588社	78.9%	積立超過が拡大	298
			積立不足が縮小	1,212
			積立超過に転換	78
積立比率が悪化	425社	21.1%	積立超過が縮小	58
			積立不足が拡大	361
			積立不足に転換	6
全体	2,013社	100.0%		

(注) 集計社数の他、2016年度・2017年度ともに積立比率0%の企業(860社)、両年度の積立比率が同じ企業(1社)がある

(出所) 日経メディアマーケティング株式会社のデータベース (日経 NEEDS データ) より弊社作成

## 2. 積立型制度の積立比率

図表 4 では、積立型・非積立型の状況を示しています。積立型の積立比率は 100%と、フル積立てになっています。

図表 5 の積立型制度の積立比率の分布状況を見ると、4 割超の企業が積立比率 100%以上の積立超過となっています。

一方で、低位のゾーンに位置する企業も少なからずあります。企業年金では財政運営基準が求められており、ここ数年の好調

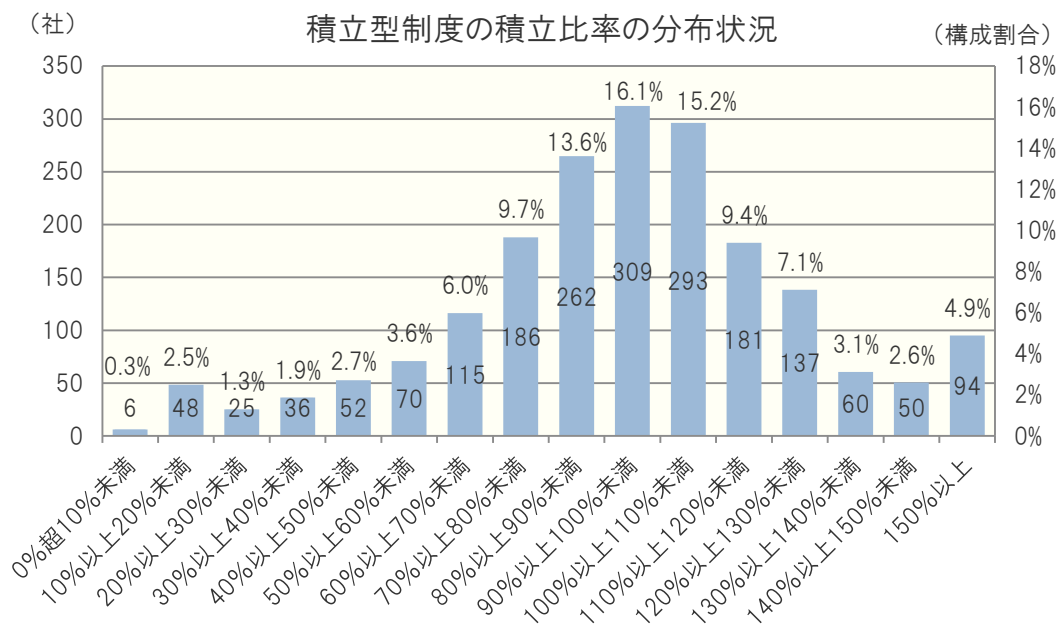
な運用環境を考えると、企業年金の積立比率が低いゾーンにとどまることは想定しにくいと言えます。低位のゾーンに位置しているのは、退職一時金制度に退職給付信託を設定したものの、十分にカバーできていない企業が多いのではないかと推測されます(退職給付信託を設定している退職一時金制度は積立型に分類されます)。

(図表 4) 積立型・非積立型の状況



(出所) 日経メディアマーケティング株式会社のデータベース (日経 NEEDS データ) より弊社作成

(図表 5) 積立型制度の積立比率の分布状況



(出所) 日経メディアマーケティング株式会社のデータベース (日経 NEEDS データ) より弊社作成

### 3. 割引率の変更状況

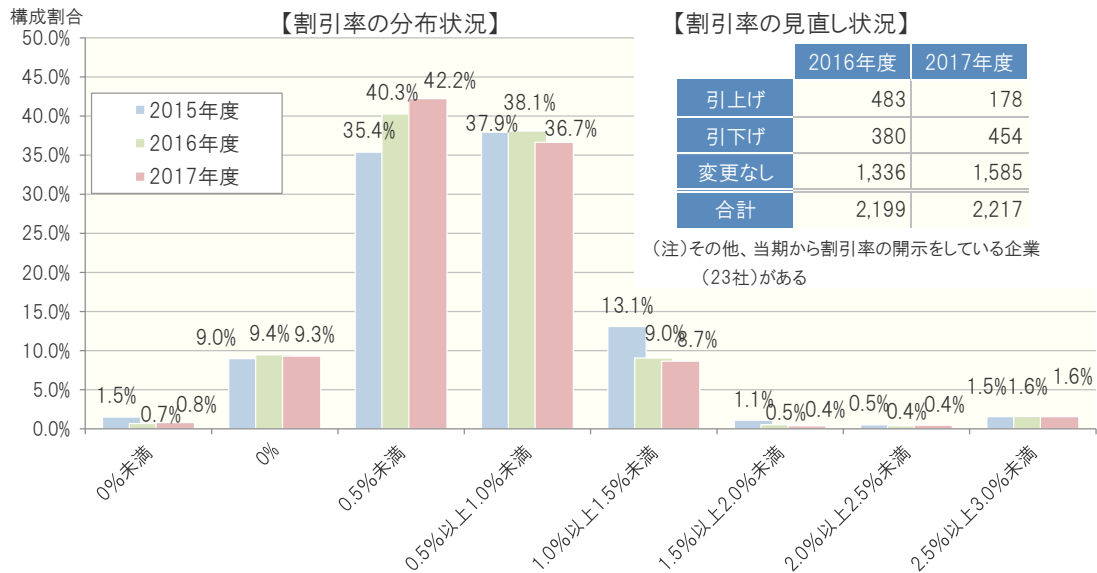
図表 2 で見たとおり、割引率 (開示数値に幅がある場合は下限の数値を集計) の平均は 0.53% となり、前年度 0.54% とほぼ同水準です。また、集計対象の約 8 割の企業が割引率を 0.0% 超～1.0% 未満で設定しています (図表 6)。

なお、割引率を 0% としている企業は 208 社、マイナスで設定している企業は 18 社ありました (割引率の決定基礎となる利回りがマイナスとなった場合は、割引率を 0% 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のいずれも選択可能です)。

前年度から割引率を変更しなかった企業が  
1,585 社(集計対象の約 7 割)を占めており、  
前年度 1,336 社よりも増加しています。

割引率を引き下げた企業は、集計対象の  
約 2 割 (454 社) でした。

(図表 6) 割引率の分布状況



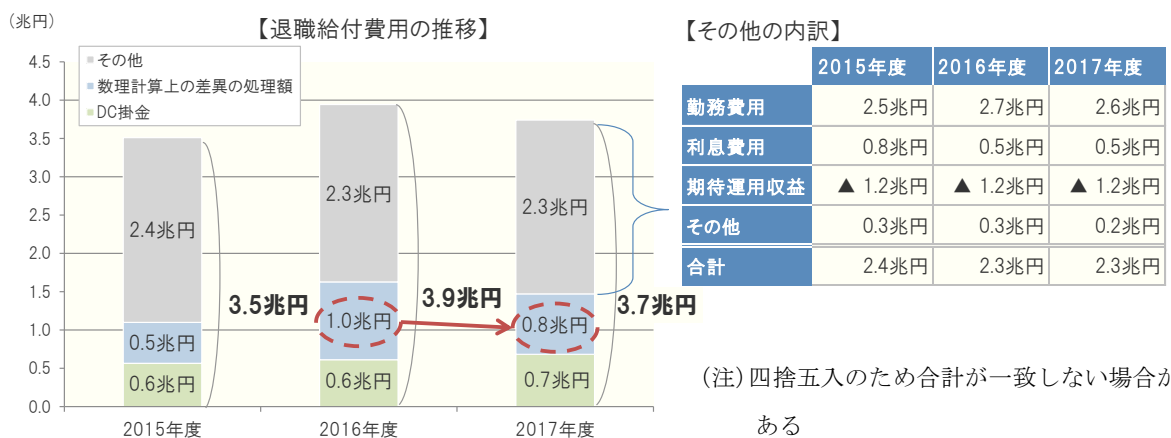
(出所) 日経メディアマーケティング株式会社データベース (日経 NEEDS データ) より弊社作成

#### 4. 退職給付費用と数理計算上の差異

次に、退職給付費用について見てみます。  
2017 年度の退職給付費用は 3.7 兆円、前年

度 (3.9 兆円) と比較して 5% 超の減少となり  
ました (図表 7)。

(図表 7) 退職給付費用の推移



(出所) 日経メディアマーケティング株式会社データベース (日経 NEEDS データ) より弊社作成

費用が減少した主な要因は、数理計算上の差異の費用処理額が減少（1.0 兆円→0.8 兆円）したことです。数理計算上の差異の費用処理は発生年度の翌年度から一定期間で処理することが一般的です。2016 年度は前年度の割引率引下げで発生した損失の処理で処理額が増加したのに対し、2017 年度

はその影響が顕在化しなかったと言えます。

なお、2017 年度の数理計算上の差異の変動を見てみると、退職給付債務から 0.5 兆円の損失、年金資産から 1.8 兆円の利益が発生しました（図表 8）。その結果、期末の数理計算上の差異の残高は 3.6 兆円となり、前年度比 37%と大幅に減少しました。

（図表 8）数理計算上の差異の変動

		2016年度	2017年度
数理計算上の差異の期首残高		7.7兆円	5.7兆円
当期の増減額	数理計算上の差異の当期発生額(A)+(B)	▲ 0.8兆円	▲ 1.2兆円
	(A)退職給付債務からの発生額	0.2兆円	0.5兆円
	(B)年金資産からの発生額	▲ 1.0兆円	▲ 1.8兆円
	当期の費用処理額(組換処理による残高の増減)	▲ 1.0兆円	▲ 0.8兆円
その他の増減		▲ 0.2兆円	0.0兆円
数理計算上の差異の期末残高		5.7兆円	3.6兆円

（注）正の値が不利差異（損失）、負の値が有利差異（利益）を示している

（出所）日経メディアマーケティング株式会社のデータベース（日経 NEEDS データ）より弊社作成

## 5. おわりに

2000 年に退職給付会計が導入されて以降、企業を悩ませてきた大きな要因のひとつは割引率の低下でした。図表 9 に示した長期推移のとおり、導入直後と 2012 年度以降の二度にわたって割引率が急低下したことが分かります。その結果、退職給付債務の大幅な増加に見舞われました。

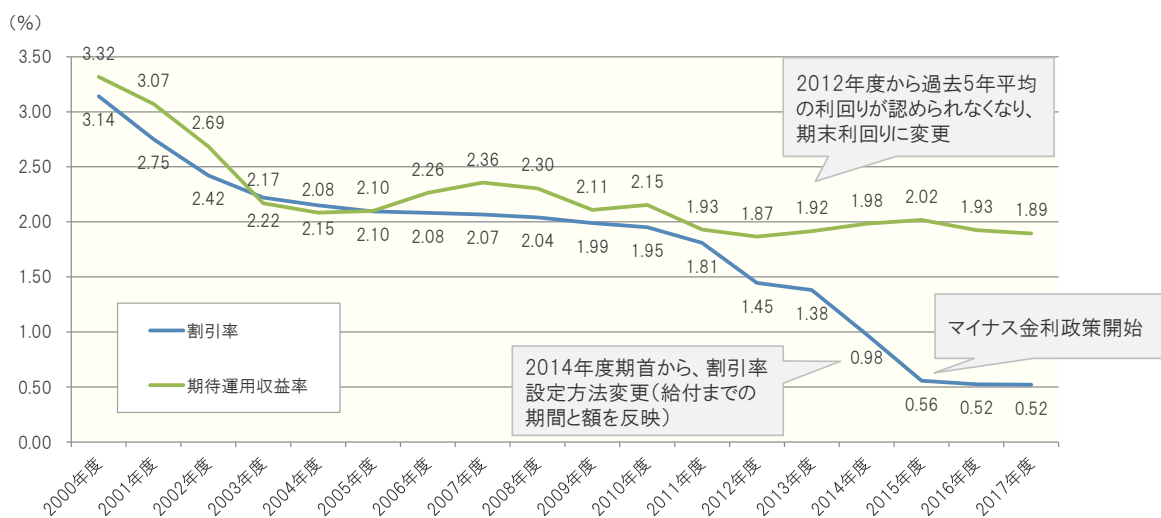
ただし、現在では割引率が 0.5%程度まで低下しています。割引率を 0%にとどめるとすれば、割引率の低下余地は狭まっていますし、仮に重要性基準を採用していれば今後引き下げる必要のない水準まできている可能性もあります。また、マイナス金利の副作用が言われる中、再度マイナス金利

に突入する懸念は薄らいでいます。そのため、退職給付債務のさらなる増大について、先行き不安は小さいのではないのでしょうか。

一方で、金利が反転し、退職給付債務が縮小に転じる気配も乏しいと思われます。積立型制度では全体でフル積立といっても、6 割弱の積立型制度では積立不足が残っているのが現状です。積立てによる給付原資の確保が求められ、積立型制度の積立比率向上および非積立型制度の積立型制度への転換が望まれます。

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9) 割引率・期待運用収益率の長期推移



(注) 集計対象は東証一部上場であり、図表2および図表6とは集計対象が異なるため数値に差がある

(出所) 日経メディアマーケティング株式会社のデータベース (日経 NEEDS データ) より弊社作成



## 退職給付信託の現状

### 2017年度の退職給付信託の設定状況

年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野 正徳

2012年の退職給付会計基準改正により、企業に対して「退職給付信託」の開示が要請されるようになりました。上場企業の2017年度決算における「退職給付信託」の設定状況をまとめましたのでご案内します。

「退職給付信託」を設定している企業は384社（全上場企業の13%）でした。退職給付債務が100億円以上の企業では、3社に1社が「退職給付信託」を利用しています。

「退職給付信託」は会計上の積立比率の改善に貢献し、退職給付費用の圧縮にも寄与します。しかし、「株式版退職給付信託」は株式の構成比率が高く、資産のボラティリティが高いという点が課題であり、中長期的には株式の売却等を通じて、資産分散と銘柄分散を考慮した「運用版退職給付信託」への切り替えが望まれます。

#### 1. 退職給付信託に関する情報開示

退職給付信託は会計上の年金資産と見なされるため、退職給付制度における資産増加策として利用されています。2012年の会計基準の改正により（2013年4月1日以降に開始する事業年度から適用）、退職給付信託に関する開示が要請され、退職給付信託の設定状況等を把握することが可能となりました。本稿では、決算開示データに基づく退職給付信託の現状をお伝えします。

なお、現行の会計基準では、退職給付信託についての開示は、「退職給付信託が設定された企業年金制度について、退職給付信託の額が年金資産の合計額に対して重要性が高い場合」に求められます。従って、退

職一時金に対して設定されたり、金額的に重要性が高くない場合には開示が省略されたりすることがあります。

また、国際会計基準（IFRS）や米国基準の適用企業は、当該基準の要請に基づく開示を行うため、必ずしも退職給付信託の開示を行っていない場合もあります（実際に、日本基準適用時に退職給付信託の開示を行っていた会社が、IFRS適用後は開示をしていない場合もあります）。このため、本稿での集計結果は日本企業が実施している退職給付信託の全てを網羅していない可能性があることを、予めお断りしておきます。

#### 2. 退職給付信託の設定状況

2017年度決算において、退職給付信託を設定している企業数は384社で、上場企業で財務諸表に退職給付に関する注記を公表している会社（2,896社）の13.3%となって

います。なお、東証1部上場企業に限ると、設定企業数は331社、18.4%で、東証1部上場企業では、約5社に1社が退職給付信託を設定しています（図表1）。



(図表 1) 市場別退職給付信託の設定状況

(単位：社)

市場	退職給付信託を設定		退職給付信託を未設定		合計
	企業数	構成比	企業数	構成比	
東証1部	331	18.4%	1,466	81.6%	1,797
東証2部	28	6.5%	402	93.5%	430
その他市場	25	3.7%	644	96.3%	669
合計	384	13.3%	2,512	86.7%	2,896

(出所) 日経メディアマーケティング株式会社のデータベース (日経 NEEDS データ) より弊社作成

東証1部上場企業は、他市場に上場する企業よりも企業規模が大きく、歴史が古い企業が多く、その結果として退職給付債務の残高が大きくなっているものと考えられます。そのため、給付には多額の原資が必要となるため、退職給付信託という追加的な積立を行っていると考えられます。

退職給付債務の規模別に退職給付信託の設定状況をみると、退職給付債務の残高が100億円以上では、設定割合が3割を超していました。

一方、退職給付債務が50億円未満の企業での設定割合は4.5%にとどまっています(図表2)。

(図表 2) 退職給付債務の規模別退職給付信託設定状況

(単位：社、%)

退職給付債務の規模	社数	設定社数	設定比率
1,000億円以上	170	53	31.2
500億円以上、1,000億未満	99	36	36.4
300億円以上、500億未満	116	44	37.9
100億円以上、300億未満	338	108	32.0
50億円以上、100億未満	300	58	19.3
50億円未満	1873	85	4.5
合計	2896	384	13.3

(出所) 日経メディアマーケティング株式会社のデータベース (日経 NEEDS データ) より弊社作成

また、退職給付信託の設定状況を業種別にみると大きな特徴があります。銀行・保険会社での設定割合が高く、上場している銀行87社中、44社(50.6%)が設定しており、保険会社でも9社中4社(44.4%)が設定しています。金融業では、ビジネス上の繋がりから株式を大量に保有するケースが多く、保有株式を拠出して退職給付信託を設定する機会が多いものと思われる。

さらに、最近では年金資産を積み増し、期待運用収益を増大させることにより退職給付費用を圧縮する目的で、金銭を拠出する「運用版退職給付信託」の設定が行われるようになってきました。

金融以外の業種では、企業の歴史が古い素材産業の「鉄鋼」「非鉄金属」「紙・パルプ」などでの設定割合が高くなっています(図表3)。

(図表 3) 業種別退職給付信託設定状況

(単位：社、%)

業種	設定		未設定		企業数計	業種	設定		未設定		企業数計
	企業数	構成比	企業数	構成比			企業数	構成比	企業数	構成比	
水産農林	0	0.0%	10	100.0%	10	輸送用機器	16	17.0%	78	83.0%	94
鉱業	0	0.0%	6	100.0%	6	その他製造	10	10.4%	86	89.6%	96
建設	26	16.3%	134	83.8%	160	卸売	24	8.2%	270	91.8%	294
食品	19	16.4%	97	83.6%	116	小売り	12	5.1%	223	94.9%	235
繊維	11	22.0%	39	78.0%	50	情報通信	18	8.7%	188	91.3%	206
紙・パルプ	8	30.8%	18	69.2%	26	サービス	12	4.8%	238	95.2%	250
化学	31	15.4%	170	84.6%	201	倉庫	6	16.2%	31	83.8%	37
医薬品	4	8.9%	41	91.1%	45	陸運	17	25.8%	49	74.2%	66
ガラス土石	8	14.3%	48	85.7%	56	空運	0	0.0%	4	100.0%	4
ゴム	2	10.5%	17	89.5%	19	海運	2	15.4%	11	84.6%	13
石油	2	16.7%	10	83.3%	12	不動産	4	6.0%	63	94.0%	67
金属製品	10	11.4%	78	88.6%	88	電力ガス	3	13.6%	19	86.4%	22
鉄鋼	16	34.0%	31	66.0%	47	銀行	44	50.6%	43	49.4%	87
非鉄金属	10	30.3%	23	69.7%	33	証券	2	7.4%	25	92.6%	27
機械	24	10.6%	202	89.4%	226	保険	4	44.4%	5	55.6%	9
電気機器	30	13.2%	198	86.8%	228	その他の金融	4	18.2%	18	81.8%	22
精密機器	5	11.6%	38	88.4%	43	その他	0	0.0%	1	100.0%	1
						合計	384	13.3%	2,512	86.7%	2,896

(出所) 日経メディアマーケティング株式会社データベース (日経 NEEDS データ) より弊社作成

### 3. 退職給付信託の設定効果

退職給付信託を設定する目的は、退職給付の原資を確保することにあります。給付原資を確保すれば、将来の退職給付の支払いの確実性が増し、従業員は退職給付制度に対する安心感を持つことができます。退職給付制度の安心感が醸成されれば労使関係が良好となり、労働意欲の向上等に繋がることが期待されます。

一方、財務面では、余剰となっている資金で将来の給付原資を確保し、積立不足を削減しておけば、企業経営において今後獲得するキャッシュフローの用途の自由度が高まります。さらに、財務の安定性の向上により格付け向上等も期待できます。

退職給付信託の総額は 7.6 兆円となっており、退職給付信託を設定している企業の

年金資産 24 兆円の 31.8%、さらに未設定企業の年金資産 48.6 兆円を加えた合計 72.6 兆円の約 10%を占めています (図表 4)。

また、退職給付信託を設定している企業の積立比率は 87.9%となっており、未設定企業の積立比率 73.8%に対して 14.1 ポイント上回っています。積立不足を削減することが退職給付信託の目的ですから、その目的を十分に達成していると言えます。

退職給付信託設定企業では、退職給付信託の残高は年金資産の 31.8% (2017 年) を占めており、積立比率を 28 ポイント引き上げています。仮に、退職給付信託が設定されていなかった場合、積立比率は約 60%にとどまっていることになり、その設定効果が表れているものと言えます。

(図表4) 退職給付信託の設定有無別積立状況

(単位：兆円)

	退職給付信託設定企業			退職給付信託未設定企業		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
退職給付債務 (A)	28.8	27.5	27.3	64.1	64.9	65.8
年金資産 (B)	22.8	22.9	24.0	44.3	46.6	48.6
うち退職給付信託 (C)	6.7	7.1	7.6			
退職給付信託の比率 (C)/(B)	29.2%	31.1%	31.8%			
積立比率 (B)/(A)	79.3%	83.2%	87.9%	69.1%	71.7%	73.8%
退職給付信託の効果 (C)/(A)	23.2%	25.9%	28.0%			

(出所) 日経メディアマーケティング株式会社のデータベース (日経 NEEDS データ) より弊社作成

次に退職給付費用への影響を検証します。積立スキームである退職給付信託が退職給付費用にどのような影響を与えているのかを、退職給付費用の勤務費用に対する倍率で見てみます。退職給付信託設定企業では、退職給付費用が勤務費用の1.06倍であるのに対し、未設定企業では1.35倍となってい

ます。過去3年の計測期間中はいずれも設定企業の方が低くなっています (図表5)。

勤務費用に対する倍率が低いということは、勤務費用以外の費用要素が少ないということであり、積立てや運用の成果が退職給付費用の削減に寄与していることが分かります。

(図表5) 退職給付信託の設定有無別退職給付費用の状況

(単位：億円、%)

	退職給付信託設定企業			退職給付信託未設定企業			
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	
勤務費用	10,441	10,542	10,427	17,682	18,365	18,231	
利息費用 (A)	2,890	1,886	1,911	5,138	3,491	3,662	
期待運用収益 (B)	▲ 5,150	▲ 4,796	▲ 4,893	▲ 7,211	▲ 6,729	▲ 6,654	
(A)+(B)	▲ 2,259	▲ 2,911	▲ 2,981	▲ 2,073	▲ 3,238	▲ 2,993	
数理計算上の差異の費用処理額	1,364	4,381	3,178	4,069	5,779	4,720	
退職給付費用(除くDC拠出金)	9,972	12,806	11,017	23,082	25,488	24,657	
退職給付費用/勤務費用	0.96	1.21	1.06	1.31	1.39	1.35	
百分比 (※)	勤務費用	104.7	82.3	94.6	76.6	72.1	73.9
	利息費用	29.0	14.7	17.3	22.3	13.7	14.8
	期待運用収益	▲ 51.6	▲ 37.5	▲ 44.4	▲ 31.2	▲ 26.4	▲ 27.0
	数理計算上の際の費用処理額	13.7	34.2	28.8	17.6	22.7	19.1
	退職給付費用	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

(出所) 日経メディアマーケティング株式会社のデータベース (日経 NEEDS データ) より弊社作成

また、退職給付費用の各費用要素を百分比で比較すると、設定企業は費用の減少要因となる期待運用収益が大きく、数理計算上の差異の影響度も大きくなっています。

これは、運用資産を多く保有することのプラスとマイナス両面の効果が出ていると

言えます。資産の大きさにより期待運用収益が大きくなる一方で、運用等で発生した数理計算上の差異の償却は大きくなります。なお、現況では資産を多く保有するプラス要因がマイナス要因に勝っている状況であると言えます。

#### 4. 退職給付信託資産の運用状況

退職給付信託設定企業と未設定企業の資産運用状況の差異を検証します。図表 6 では、期首年金資産 (A) と期待運用収益 (B) から期待運用収益率を算出し、さらに期待運用収益 (B) と数理計算上の差異 (C) を合計した実際の運用収益と期首年金資産から実際の運用収益率を算出しています。

期待運用収益率は、2015 年度を除くと退職給付信託設定企業の方がやや低めとなっています。「株式版退職給付信託」は、期待運用収益を 0% とするケースや配当利回りのみを見込むケースが多いため、率では低めになることが想定されます。もっとも、未設定企業との差はさほど大きいわけではありません。実際の運用収益率を退職給付信託設定企業と未設定企業とで比較すると、

運用パフォーマンスがプラスの場合は、プラス幅は設定企業の方が大きく、マイナスの場合のマイナス幅も設定企業の方が大きくなっています。すなわち、退職給付信託設定企業のボラティリティが相対的に高いということが言えます。期待運用収益率にさほど差異がないため、設定企業の方がより多くの数理計算上の差異が発生します。

これは、年金資産の資産構成比から容易に説明がつけます。退職給付信託設定企業の年金資産構成をみると、株式の構成比が未設定の企業と比べて約 20 ポイント高く 46.2% となっているからです。持合株式を抛出した「株式版退職給付信託」のウエイトが高いことが背景にあると考えられます (図表 7)。

(図表 6) 退職給付信託の設定有無別期待運用収益率および実際の運用収益率 (単位: 億円)

	退職給付信託設定企業			退職給付信託未設定企業		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
期首年金資産 (A)	235,754	217,595	226,756	453,441	451,820	463,654
期待運用収益 (B)	5,170	4,933	5,080	9,178	10,992	11,721
$(B)/(A) = \text{期待運用収益率}$	2.2%	2.3%	2.2%	2.0%	2.4%	2.5%
数理計算上の差異 (C)	▲ 12,198	7,718	11,213	▲ 9,196	8,716	10,315
$(B)+(C) = (D)$	▲ 7,029	12,651	16,293	▲ 19	19,708	22,036
$(C)/(A)$	▲ 5.2%	3.5%	4.9%	▲ 2.0%	1.9%	2.2%
$(D)/(A) = \text{実際の運用収益率}$	▲ 3.0%	5.8%	7.2%	▲ 0.0%	4.4%	4.8%

(出所) 日経メディアマーケティング株式会社のデータベース (日経 NEEDS データ) より弊社作成

(図表 7) 退職給付信託の設定有無別年金資産の構成割合

(単位：億円、%)

		退職給付信託設定企業			退職給付信託未設定企業		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
金額	株式	96,952	102,656	110,046	109,311	119,075	123,496
	債券	78,363	70,753	74,157	167,678	167,972	174,416
	一般勘定	19,672	18,347	18,052	62,159	65,362	66,019
	その他	31,445	35,328	35,924	99,801	109,239	118,195
	合計	226,432	227,084	238,179	438,949	461,647	482,127
構成比	株式	42.8	45.2	46.2	24.9	25.8	25.6
	債券	34.6	31.2	31.1	38.2	36.4	36.2
	一般勘定	8.7	8.1	7.6	14.2	14.2	13.7
	その他	13.9	15.6	15.1	22.7	23.7	24.5
	合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

(出所) 日経メディアマーケティング株式会社のデータベース (日経 NEEDS データ) より弊社作成

次に退職給付信託設定企業の退職給付信託以外の年金資産の構成比が、未設定企業と同じであったとして、退職給付信託で保有する株式の額を試算してみます。

具体的には、設定企業の年金資産 16.4 兆円 (図表 4 の年金資産 24 兆円 - 退職給付信託 7.6 兆円) が未設定企業の株式保有比率と同じと仮定すると、「年金資産 16.4 兆円 × 25.6% = 4.2 兆円」が株式の保有額となりますが、実際は「年金資産 24 兆円 × 46.2% = 11 兆円」程度の株式を保有しており、超過の 6.8 兆円を退職給付信託で保有しているものと推測されます。退職給付信託の残高は 7.6 兆円ですから、株式の保有比率は 9 割弱、株式以外の資産は 0.8 兆円となります。

9 割近くを株式で保有しているといっても、株式版退職給付信託の導入当初では、ほぼ 100% 株式であったことを考えると、株式の比率は低下していると言えます。その理由の 1 つとして、設定後 20 年近く経過

しており、退職給付信託で保有する株式の配当金や持合株式の解消により、換金された現金が信託資産内に滞留していることが考えられます。

株式の比率を引き下げるその他の要因としては、信託資産を給付に使用せず、滞留資金を資産分散・銘柄分散を考慮したうえで運用するケースや新規に現金を信託して、「運用版退職給付信託」を設定するケースも増加しており、弊社では約 200 件、6,000 億円程度の「運用版退職給付信託」の受託実績となっています。従って、株式の比率が低下している背景の 1 つは、「運用版退職給付信託」の拡大にあると思われます。

なお、IFRS や米国基準を適用している企業では、信託や投資顧問等で合同運用を行う資産をその他に分類しているケースがあります。この場合、合同運用で保有する株式や債券はその他に含まれることになり、株式や債券の比率が相対的に低めに出ている可能性があります。そうであれば退職給



付信託内の株式比率9割という試算結果はもう少し低くなり、運用版等への切り替え

## 5. 退職給付信託の課題

一般にはあまり馴染みがないかもしれませんが、退職給付信託は上場企業の年金資産の10%を占める大きな存在です。さらに、退職給付債務100億円以上の企業では3割を超す企業が設定しています。決して一部の企業のみが利用する特殊なスキームではありません。

また、退職給付信託の資産構成比は株式のウェイトが高く、ボラティリティが大きいという難点があります。直近では株式市場の活況で退職給付債務・費用の圧縮に貢献していますが、過去には収益の足を引っ張った時期もあり、ボラティリティをどのように抑制していくかは今後の大きな課題です。

今年6月に改正された「コーポレートガバナンス・コード（以下、CGコード）」では、上場企業はアセットオーナーとしての機能を発揮するよう求められています。給付を目的に設定された退職給付信託も年金資産であり、CGコードで要請される事項を満たすことが求められていると言えます。持合株式の保有を前提とした退職給付信託は、そうした要請を十分に満たせるものとは言い難く、長期的には「株式版退職給付

もより進展していると考えられます。

信託」の見直しが必要と考えられます<sup>注1</sup>。

最後の分析で指摘した通り、「運用版退職給付信託」への切り替えは徐々に進みつつあると言えますが、今後も中長期的な課題として取り組んでいくことが望まれます。

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。

注1：CGコードでは、政策保有株式を抛出した退職給付信託は政策保有株式として取り扱うとされ（金融庁「投資家と企業の対話ガイドライン」パブリックコメントに関するQ&A No.113 ご参照）、保有目的や保有に伴う便益等を検証し、その結果等を開示することになっています。しかし、政策保有株式と年金資産とでは根本的に相容れない部分があります。政策保有株式は目的を達成するためには継続的に保有する必要があるのに対して、年金資産は給付という目的を果たすには換価処分しなければなりません。こうした矛盾を解消するには、退職給付信託を解約して引き続き政策保有株式として保有するか、退職給付信託で保有する政策保有株式を売却する（売却後の資金は運用版の退職給付信託とする）ことが必要です。ただし、退職給付信託の解約は積立超過となる限られたケースしか実施できないため、保有する株式を売却し、運用版退職給付信託に切り替えることが現実的です。

## 公的年金改革 その 2

### 第3・4回 社会保障審議会年金部会の開催について

年金コンサルティング部 リサーチグループ 菅谷 和宏

現在、「持続可能な社会保障制度の確立を図るための改革の推進に関する法律（以下、社会保障制度改革プログラム法）」（平成 25 年 12 月 5 日成立）に基づき、社会保障審議会年金部会（以下、年金部会）で今後の公的年金制度改革の議論が行われています。

本誌、今年 5 月号では、公的年金制度改革に関する今までの検討経緯と今後の検討課題について解説しましたが、本号ではその後の年金部会での検討状況等について解説します。

#### 1. 年金部会での検討課題

社会保障制度改革プログラム法に規定された今後の検討項目は、(1)マクロ経済スライドの見直し、(2)短時間労働者に対する被

用者保険の更なる適用拡大、(3)高齢期の就労と年金受給の在り方、(4)高所得者の年金給付の見直し、の 4 項目です（図表 1）。

（図表 1）社会保障制度改革プログラム法に規定された今後の検討課題

項目	概要
(1)マクロ経済スライドの見直し	・デフレ経済下におけるマクロ経済スライドの在り方について見直しを検討 ・基礎年金と報酬比例部分のバランスについて検討 ・公的年金の給付を補うための私的年金支援を合わせて検討
(2)短時間労働者に対する被用者保険の適用拡大	・更なる適用拡大について検討
(3)高齢期の就労と年金受給の在り方	・支給開始年齢の在り方について検討 (先進諸国の実施事例を参考に、一人ひとりの人生や社会全体の就労と非就労のバランス、高齢者の働き方と年金受給の組合せについて検討)
(4)高所得者の年金給付の見直し	・高所得者の基礎年金について、その一部(国庫負担相当額まで)を調整する仕組みや、標準報酬の上下限の在り方、年金課税の在り方などについて検討

出所：「社会保障制度改革プログラム法」（平成 25 年 12 月 5 日成立、13 日公布）より筆者作成

#### 2. マクロ経済スライドの見直し

第 3 回年金部会（7 月 30 日）において、「年金額の改定ルールとマクロ経済スライドについて」の議論が行われました。

平成 16 年年金改正において、急速に進展する少子高齢化を見据えて、将来にわたって制度を持続的に安心できるものとするた

めの「年金財政フレームワーク」が導入されました。保険料の上限を固定化し、上限まで保険料を徐々に引き上げ（平成 29 年度までに引上げ完了）、それ以降は給付で調整する仕組みとしました。具体的には、現役世代の人口減少（労働力人口の減少）と平



均寿命の延びにより年金の給付水準を調整する「マクロ経済スライド」を導入しました。そして、概ね100年間で財政均衡を図り、財政均衡期間終了時には給付費1年分程度の積立金を保有する「有限均衡方式」としました。

しかし、マクロ経済スライドにおける年金額の調整に際しては、前年度の年金の名目額を下回らないようにする「名目下限措置」が保障措置として付けられたため、デフレ環境下において賃金・物価が下落する局面においてはマクロ経済スライドが実施されない状況が続きました（平成27年度のみ物価・賃金のプラスによりマクロ経済スライド△0.9%が実施された）。

そのため、平成28年12月14日「公的年金制度の持続可能性の向上を図るための国民年金法等の一部を改正する法律（以下、公的年金改革法）」により、マクロ経済スライドについて、①年金の名目額が前年度を

下回らない範囲で前年度までのマクロ経済スライドの未調整分を繰り越して調整する（平成30年4月施行）、②賃金・物価スライドについて、賃金変動が物価変動を下回る場合には賃金変動に合わせて年金額を改定する（平成33年4月施行）、とされました（図表2）。

マクロ経済スライドの調整が限定的となった場合、マクロ経済スライドの調整期間が長引き、将来の給付水準が低下する懸念があります。第3回年金部会においては、「デフレ環境下においてもマクロ経済スライドが行われることにより調整期間が短期化し、将来の給付水準が上昇する」との見通しが事務局から示されました。今後、年金部会において、デフレ環境下においてもマクロ経済スライドの調整機能がフルに発揮される仕組みとすることと、基礎年金と報酬比例部分の調整期間の乖離について検討が行われることとなります。

（図表2）公的年金改革法に規定されたマクロ経済スライドの改正概要

項目	施行日
① 年金の名目額が前年度を下回らない範囲で前年度までのマクロ経済スライドの未調整分を繰り越して調整	平成30年4月施行
② 賃金・物価スライドについて、賃金変動が物価変動を下回る場合には賃金変動に合わせて年金額を改定	平成33年4月施行

出所：「公的年金改革法」（平成28年12月14日成立）より筆者作成

### 3. 適用拡大の見直し

第4回年金部会（9月14日）では、「被用者保険の適用拡大」について議論が行われました。それまでの年金部会での議論では、適用拡大により報酬比例年金の受給者が増加し、低年金者の給付水準の引上げに繋がるとされ、基礎年金水準の確保にもプラスの効果が見られるとしています。また、

第3号被保険者の縮小、見直しについては、ステップを踏んで実施していくことが必要とされました。

このような考え方から、まずは「公的年金制度の財政基盤及び最低保障機能の強化等のための国民年金法等の一部を改正する法律（以下、年金機能強化法）」（平成24年

8 月 10 日成立) により、①501 人以上の企業を対象に一定の要件 (図表 3) を満たす短時間労働者に対して被用者保険の適用が拡大されました (平成 28 年 10 月施行) (図

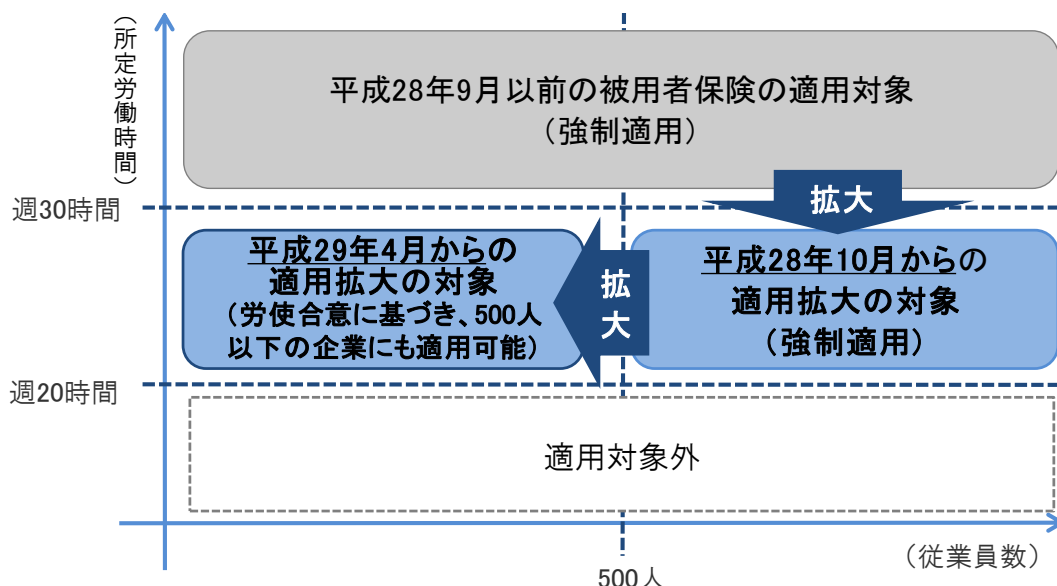
表 4)。特に、501 人以上という企業規模要件については、中小の事業所への負担を考慮して、激変緩和の観点から当分の間の「経過措置」として規定されているものです。

(図表 3) 適用拡大により被用者保険の対象とする要件および要件設定の考え方

項目	要件	要件設定の考え方
労働時間	週 20 時間以上	・被用者としての実態を備えているか判断する基準として一定の労働時間を基準とするもので、雇用保険法の適用基準の例を参考に設定
賃金	月額 8.8 万円(年収 106 万円)以上	・正社員とのバランスや国民年金の給付・負担とのバランスを図る観点から一定額以上の賃金を得ていることを基準とした (当初 7.8 万円とされていたが、三党合意により 8.8 万円に修正)
勤務期間	1 年以上	・短時間労働者の場合は比較的異動が頻繁であり、事業主の事務負担が過重にならないよう考慮して設定
学生	適用対象外	・短期間で資格変更が生じるため手続きが煩雑となることを考慮して設定
企業規模	従業員 501 人以上	・中小の事業所への負担を考慮して、激変緩和の観点から当分の間の経過措置として規定

出所：厚生労働省「第 4 回社会保障審議会年金部会」(平成 30 年 9 月 14 日) 資料 1,10~12 頁より筆者作成

(図表 4) 被用者保険の適用拡大について (平成 28 年 10 月施行、平成 29 年 4 月施行)



出所：厚生労働省「第 4 回社会保障審議会年金部会」(平成 30 年 9 月 14 日) 資料 1, 5 頁より筆者作成

さらに、「公的年金改革法」(平成 28 年 12 月 14 日成立) により、②500 人以下の企業についても、労使合意に基づき企業単位

で短時間労働者への被用者保険の適用拡大が可能となりました (平成 29 年 4 月施行) (図表 5)。

適用拡大については、「年金機能強化法」(平成 24 年 8 月 10 日成立)において、「政府は、短時間労働者に対する厚生年金保険及び健康保険の適用範囲について、平成 31

年 9 月 30 日までに検討を加え、その結果に基づき、必要な措置を講ずる」と規定されたため、現在、更なる適用拡大についての議論が行われているところです。

(図表 5) 短時間労働者における被用者保険の適用拡大

項目	施行日
① 従業員 501 人以上規模の企業で働く一定の要件(図表 4 参照)を満たす短時間労働者に被用者保険の適用対象とする 【年金機能強化法】	平成 28 年 10 月施行
② 500 人以下の企業についても労使合意に基づき企業単位で短時間労働者への被用者保険の適用拡大を可能とする 【公的年金改革法】	平成 29 年 4 月施行

出所：「年金機能強化法」(平成 24 年 8 月 10 日成立)、「公的年金改革法」(平成 28 年 12 月 14 日成立)より筆者作成

#### 4. 適用拡大の効果

適用拡大の結果、従業員 501 人以上の企業で 38.6 万人(30,231 事業所)、従業員 500 人以下の企業では 0.4 万人(3,078 事業所)、

合計約 39 万人が新たに厚生年金保険に加入したことが示されました(図表 6)。

(図表 6) 被用者保険の適用拡大における効果

項目	特定適用事業所数	短時間被保険者数
① 従業員 501 人以上の企業	30,231 事業所	386,039 人
② 従業員 500 人以下の企業	3,078 事業所	4,240 人

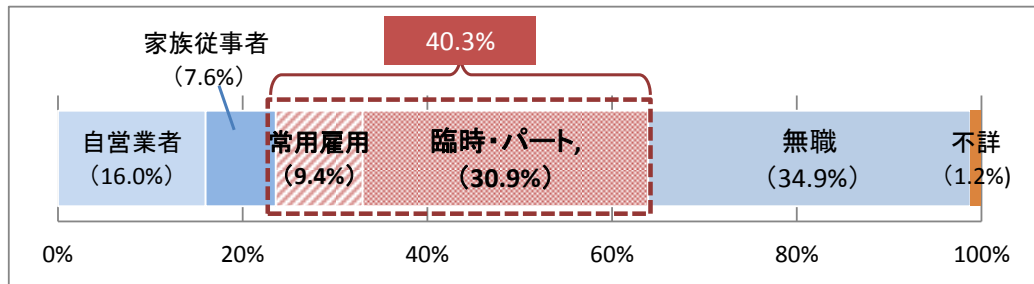
出所：厚生労働省「第 4 回社会保障審議会年金部会」(平成 30 年 9 月 14 日)資料 1,6 頁より筆者作成

また、パート労働者の年収 100 万円前後及び 120 万円台の者の半数程度が就業調整を行っています。今回(平成 28 年 10 月および平成 29 年 4 月施行)の適用拡大により働き方を変えた者のうち、所定労働時間を延長した者の割合は 54.9%で、所定労働時間を短縮した者の割合 32.7%より多い状況でした。さらに、標準報酬月額分布状況の変化でも、11 万円(年間 132 万円)以上の短時間被保険者の人数が増加しており、適用拡大により所定労働時間を延長する方向に向かい、その結果として賃金が増加していることが示され、将来受け取る年金水準の増加に繋がり、適用拡大による一定の

効果があったと言えます。なお、適用拡大によって被用者保険の適用となった元第 1 号被保険者の約 7 割は、世帯主の妻、未婚者、離婚・死別の女性が占めている状況でした。

一方で、国民年金第 1 号被保険者の内訳を見ると、常用雇用者が 9.4%、臨時・パートが 30.9%となっており、国民年金第 1 号被保険者の約 4 割を被用者が占めています(図表 7)。被用者でありながら被用者保険に加入していない人が、まだ多く残っており、今後の更なる適用拡大の必要性が示されました。

(図表 7) 国民年金第 1 号被保険者の就業状態 (2014 年)



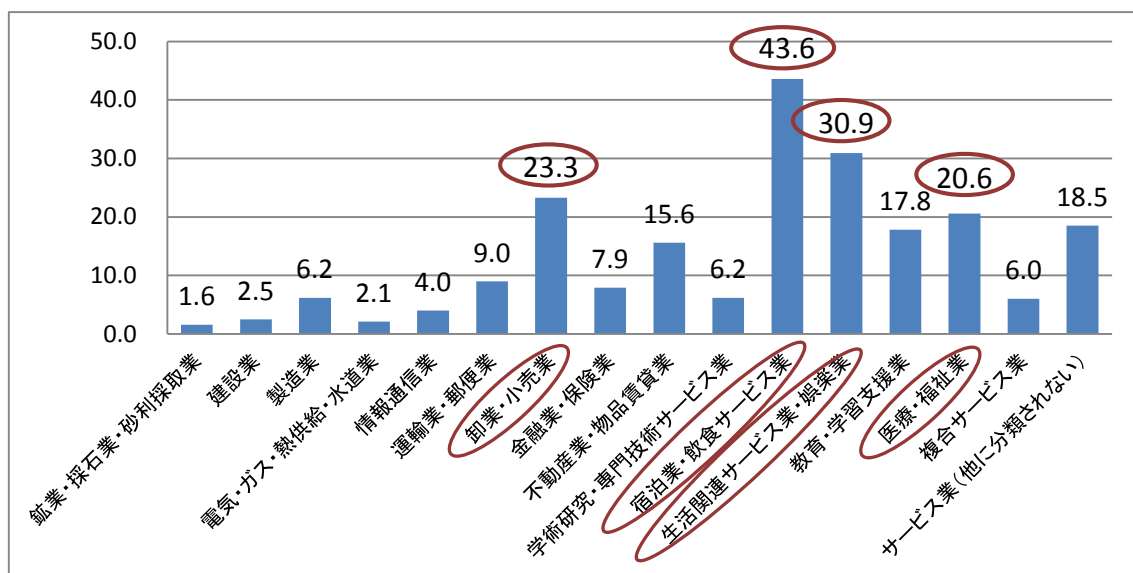
出所：厚生労働省「第 4 回社会保障審議会年金部会」（平成 30 年 9 月 14 日）資料 1, 17 頁より筆者作成

現在、被用者保険の対象者は、厚生年金保険法第 6 条に規定されており、常時 1 名以上使用される者がいる「法人事業所」および、常時 5 名以上使用される者がいる法定 16 業種（①物の製造、②土木・建設、③鉱物採掘、④電気、⑤運送、⑥貨物積卸、⑦焼却・清掃、⑧物の販売、⑨金融・保険、⑩保管・賃貸、⑪媒介・周旋、⑫集金、⑬教育・研究、⑭医療、⑮通信・報道、⑯社会福祉）に該当する個人事業所が強制適用

となり、これ以外については任意適用（労使合意により厚生労働大臣へ申請し適用事業所となることが可能）とされています。

特にパート労働者は「卸売業・小売業」、「宿泊業・飲食サービス業」、「生活関連サービス業・娯楽業」、「医療・福祉」といった一部の業種に偏在しており、これらの業種は、従業員に占める短時間労働者の比率が高いことが、第 4 回年金部会において示されました（図表 8）。

(図表 8) 業種別のパート労働者（週労働時間 30 時間未満）の比率



出所：厚生労働省「第 4 回社会保障審議会年金部会」（平成 30 年 9 月 14 日）資料 1, 45 頁より筆者作成

## 5. 今後の議論

第 4 回年金部会までに、4 つの検討課題のうち 2 つの課題についての整理と議論が行われ、各委員から図表 9 のような意見が出されました。今後、「高齢期の就労と年金受給の在り方」および「高所得者の年金給付の見直し」などについて議論が行われる予定です。また、平成 31 年財政検証に向けて、「年金財政における経済前提に関する専門委員会（以下、専門委員会）」で経済前提の検討が行われており、第 4 回年金部会に

おいて、専門委員会の中間報告がなされました。引き続き、専門委員会で経済前提の検討が進められ、来年春頃に専門委員会の議論のとりまとめが年金部会に報告される予定です。

なお、次回の年金部会の開催時期等については、明らかにされておりません。

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 9) 第 3 回・第 4 回年金部会における出席委員からの主な意見

### 出席委員からの主な意見

#### <第 3 回年金部会>

- 年金制度改正は国民の理解、信頼性が必要
- マクロ経済スライドの実施については、給付の十分性についても検討していく必要がある
- 若い世代ほどマクロ経済スライドの影響を大きく受けるため資産形成が必要となってくる
- マクロ経済スライドについて、下限率なども考えていく必要があるのではないか
- 高齢者雇用の増加や、雇用類似の雇用形態の増加が年金制度に与える影響についても把握することが必要
- 年金額が少額となるのは特に非正規労働者であり、これらの人への適用拡大が必要
- 年金の繰下げ制度などの周知も必要であり、ライフプランなどの自助努力への支援も必要

#### <第 4 回年金部会>

- 適用拡大により、国民年金被保険者 1・3 号⇒2 号を増やしていくことが必要
- 適用拡大については、現在、強制適用となる法定 16 業種についての拡大見直しも必要である
- 適用拡大により業種や企業規模による不公平感を無くして行くことが必要、どの業種で働いても、どのような企業規模で働いても、同じような社会保障が得られるようにしていくべき
- 適用拡大で就業調整をしなくなれば賃金が上がり、さらには 1 人 1 人の生産性拡大にも繋がっていくのではないかと
- 雇用類似の働き方や副業者・兼業者が増えている中、このような就業者に対する適用をどうするのかについても検討していくことが必要

出所：厚生労働省「第 3・4 回社会保障審議会年金部会」（平成 30 年 7 月 30 日・9 月 14 日）を傍聴して筆者作成

#### <参考資料>

第 3 回社会保障審議会年金部会に関する資料

[https://www.mhlw.go.jp/stf/shingi2/0000212815\\_00001.html](https://www.mhlw.go.jp/stf/shingi2/0000212815_00001.html)

第 4 回社会保障審議会年金部会に関する資料

[https://www.mhlw.go.jp/stf/shingi2/0000212815\\_00002.html](https://www.mhlw.go.jp/stf/shingi2/0000212815_00002.html)



## 金融リテラシー1万人調査結果 その2

### 投資経験の有無からみる投資家層拡大のヒント

MUFG資産形成研究所 所長 正岡 利之

前号では、投資を始めていない人たちの特徴を調査し、投資を始めるまでには「3つのハードル（意識・手続き・商品選択）」があることを述べました。「知識不足で損するのが心配、まとまったおカネがないと投資できない」など、投資は自分とは遠い存在という「意識のハードル」、また、口座を開設するための書類提出が面倒であるという「手続きのハードル」、そして、どんな投資商品を選んでいいかわからないという「商品選択のハードル」がありました。今回は、投資を始めている人たちの傾向を調査し、投資の背中を押すための対応策を考えます。

※本稿の調査結果レポート：[https://www.tr.mufg.jp/shisan-ken/pdf/kinnyuu\\_literacy\\_01.pdf](https://www.tr.mufg.jp/shisan-ken/pdf/kinnyuu_literacy_01.pdf)

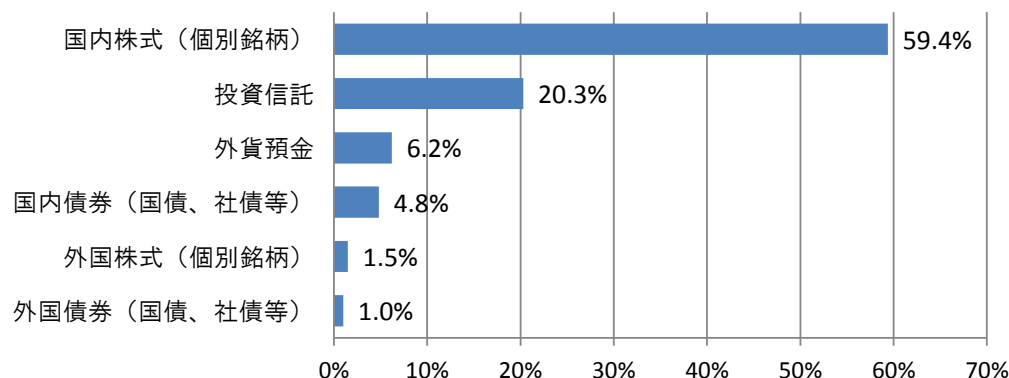
#### 1. 投資を検討または開始した動機

実際に投資をしたことがある経験者について、初めて投資した商品を調べてみると、1番多かったのは「国内株式」が59.4%を占めており、2番目に多かったのは「投資信託」でした（図表1）。

国内株式から投資を始める人が多い理由は、普段から企業名を目にして馴染みやすいから、あるいは、株主優待などで企業イメージを抱きやすく、より身近な投資商品として感じられるからではないでしょうか。

一方で投資信託は、リスクを低減させるため複数の企業の株式や債券などが組み込まれているため、投資対象先企業の具体的なイメージが薄くなってしまいます。また、リスクを低減するための投資信託の仕組み自体も幅広く認知されていない側面もあり、何だか難しい商品のように感じられ、さらには様々な種類の投資信託が発売されていることで、より近寄りたいたいものと感じているのではないかと思います。

（図表1）投資経験者が最初に投資した商品種類（単回答）



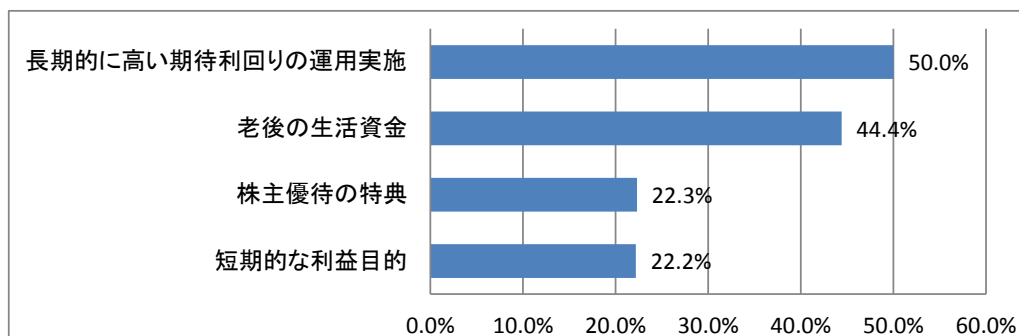
出所：MUFG資産形成研究所「金融リテラシー1万人調査の概要」（2018年8月）

次に、投資を検討したことがある人たちについて、投資を検討した目的を調べてみました（図表2）。その結果、「長期的な期待利回りの高さ」が50%、「老後の生活資金」が44.4%と、長期的な視点で将来の生活を

見据えた目的が高い傾向にありました。

一方で、「短期的な利益目的」や「株主優待の特典」など、現在の生活に直接結びつくことを目的とする割合も、それぞれ20%程度ありました。

（図表2）投資を検討した目的（複数回答）



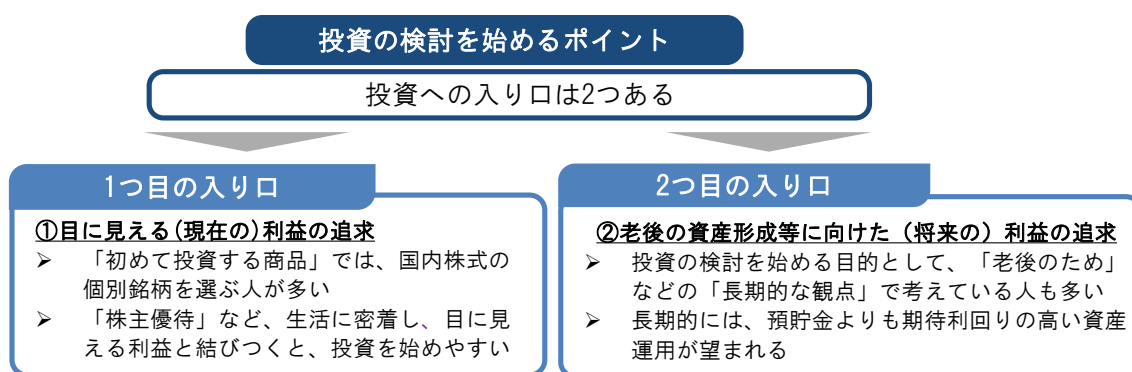
出所：MUFG資産形成研究所「金融リテラシー1万人調査の概要」（2018年8月）

長期的な将来の自分のライフプランを考えたり、株主優待などの現在の生活に対する利益と結びつけて考えたりする機会が、投資を始めるきっかけになると思われます。どちらにしても、自分に身近で生活に密接に結び付いたものとして投資を考えると、

投資を始める行動に繋がりがやすくなります。

投資を行うための入り口は、「目に見える（現在の）利益の追求」と、「老後の資産形成に向けた（将来の）利益の追求」の2つがあります。

（図表3）投資への入り口について



出所：MUFG資産形成研究所「金融リテラシー1万人調査の概要」（2018年8月）

## 2. ライフイベントと投資の関係性

自分の生活と結びつくと投資を始めやすいと考えられるため、まずはライフプラン

に着目して、投資との関係性を調べてみます。ライフプランの中で、「定年退職への備



え」についてみると、「定年退職に備えて」準備や対応を検討している人の方が、投資を検討または実施する割合が高くなります（図表4）。また、「子どもの教育・進学への備え」（図表5）や、「住宅の購入への備え」（図表6）などについても同様に、それぞれのライフイベントに備えて準備や対応を検討している人の方が、実際に投資を

検討または実施する人の割合が高くなっています。自身のライフプランを考えている人ほど、将来のライフイベントに備えて投資を検討または実施していることが分かります。このことから、将来のライフプランを考えることを「きっかけ」として、資産形成の実施に繋がっていくものと思われます。

（図表4）自身・配偶者の定年退職への備え（退職していない人が対象）（単回答）

自身・配偶者への定年退職への備え	投資を検討・実施した人の割合
金銭面での準備実施済みまたは対応検討済み	75.1%
金銭面での準備または対応を検討中	69.3%
金銭面での準備または対応を未検討	53.1%

出所：MUFG資産形成研究所「金融リテラシー1万人調査の概要」（2018年8月）

（図表5）子どもの教育・進学への備え（子どもの教育を経験していない人が対象）（単回答）

子どもの教育・進学への備え	投資を検討・実施した人の割合
金銭面での準備実施済みまたは対応検討済み	75.9%
金銭面での準備または対応を検討中	72.1%
金銭面での準備または対応を未検討	56.2%

出所：MUFG資産形成研究所「金融リテラシー1万人調査の概要」（2018年8月）

（図表6）住宅購入への備え（住宅を購入していない人が対象）（単回答）

住宅購入への備え	投資を検討・実施した人の割合
金銭面での準備実施済みまたは対応検討済み	79.1%
金銭面での準備または対応を検討中	73.4%
金銭面での準備または対応を未検討	52.5%

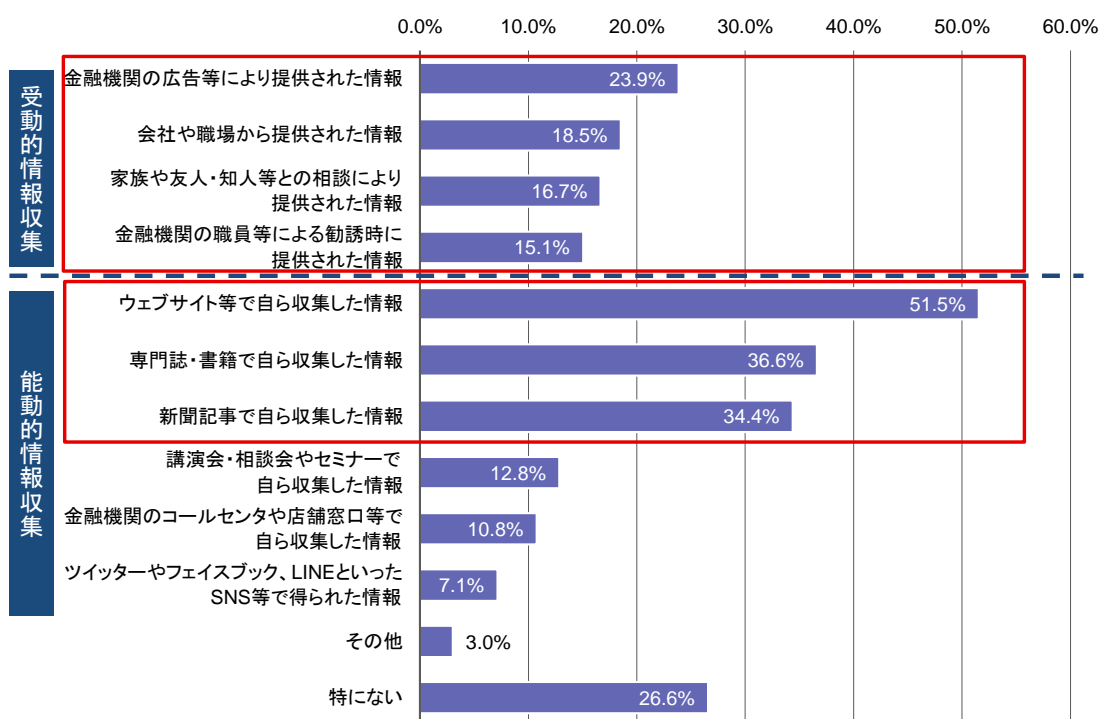
出所：MUFG資産形成研究所「金融リテラシー1万人調査の概要」（2018年8月）

### 3. 学習・情報収集と投資の関係性

次に、学習・情報収集と投資との関係についてみてみます。実際に投資をしている人たちに、投資をする際に重視する情報について聞いたところ、「ウェブサイト等で自ら収集した情報」が51.5%と1番多く、続いて「専門誌・書籍で自ら収集した情報」36.6%、「新聞記事で自ら収集した情報」34.4%といった「能動的情報収集」が上位を

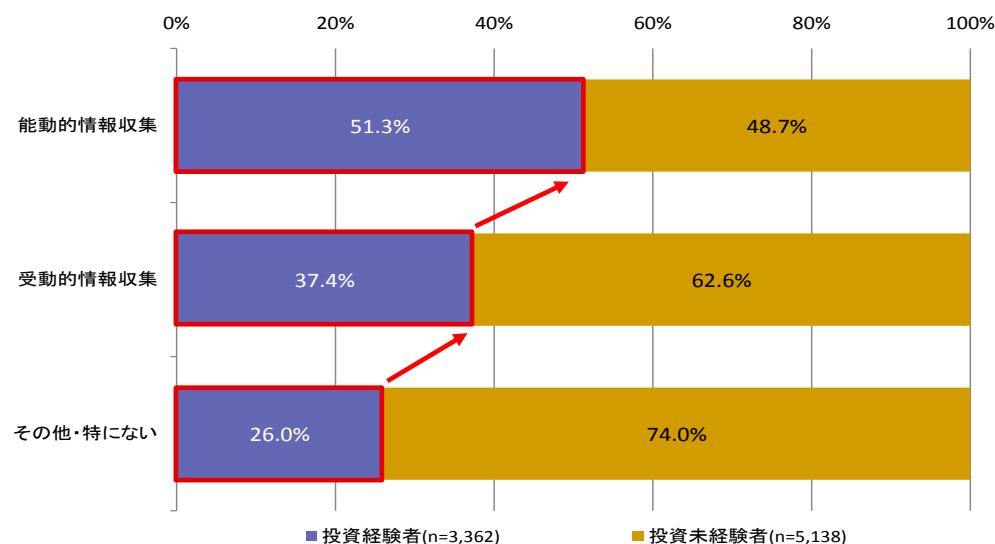
占めています。しかし、一方では、「金融機関の広告等により提供された情報」23.9%、「会社や職場から提供された情報」18.5%、「家族や友人・知人等との相談により提供された情報」16.7%、「金融機関の職員等による勧誘時に提供された情報」15.1%といった、「受動的情報収集」も投資商品の選定に参考とされている実態が分かります。

(図表 7) 金融商品を売買するとき重視する情報 (複数回答)



出所：MUFG 資産形成研究所「金融リテラシー 1 万人調査の概要」(2018 年 8 月)

(図表 8) 情報収集と投資行動 (単独回答)



出所：MUFG 資産形成研究所「金融リテラシー 1 万人調査の概要」(2018 年 8 月)

また、「能動的情報収集をした人」と、「受動的情報収集をした人」、「何も情報収集しない人」に分けて集計しところ、能動的に情報収集した人の方が投資に向かう傾向が

もっとも高く、また何も情報収集しない人よりは、受動的に情報収集した人の方が投資に向かう割合が高いことが分かりました（図表8）。そのため、受動的なセミナーであっても、セミナーに参加した「受動的な情報収集した人」は、何も情報収集していない人より、投資に向かう比率が高まると考えられます。セミナー等でライフプランの

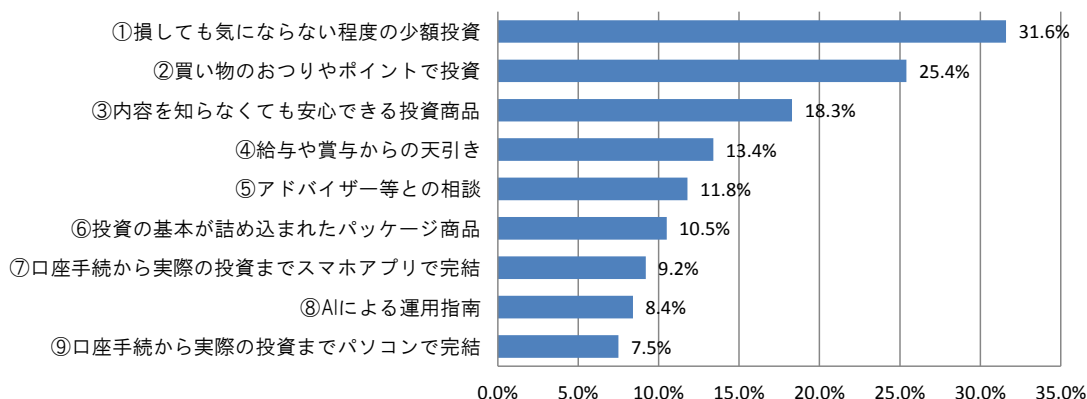
意識を高め、積立投資の有効性を認識してもらうことで、投資の背中を押すことに繋がるものと思われます。単に金融教育として投資の知識を習得するのではなく、自身のライフイベントとの結びつきを認識し、投資が生活と身近にあることを認識して貰い、「意識のハードル」を下げることで、投資家層の拡大に結び付くものと考えます。

#### 4. 投資を始めるための仕組み

では、どのような商品・仕組みがあれば投資を始められるのかについて考えてみます。「どのような商品・仕組みがあれば投資を始めますか」という質問に対して、回答結果をみると、(1) 損が気にならない程度

の少額で投資ができること(①②)、(2) 手続きが面倒でないこと(④⑦⑨)、(3) 安心できる商品であること(③⑥)、という3つに分類することができます(図表9)。

(図表9) どのような商品・仕組みがあれば投資を始めるか(複数回答)



出所：MUFG資産形成研究所「金融リテラシー1万人調査の概要」(2018年8月)

##### (1) 損が気にならない程度の少額で投資できること

多くの人が投資に対して感じていることは、損をするのが嫌だということでしょう。利益の機会を選好するよりも損失を回避する傾向は、人間が本来持ち合わせている損失回避行動と言えます。実際、回答の中で、「①損をしても気にならない程度の少額投資」が31.6%と1番多い回答でした。

投資はある程度まとまったおカネが必要という意識が強い中、少額での積立投資なら、損失回避の心理が和らぎます。積立投資を始めれば、自動的に・継続的に積立が行われるため、日々の生活とも密着し、おカネの置き場所の一部を投資口座にするだけという感覚となり、「意識のハードル」を下

げることができると考えられます。少額・積立投資の有効性を理解して貰い、少額からの積立投資を始めることが投資への第 1

### (2) 手続き面での簡便性

投資に至るプロセスの中で、2 番目の「手続きのハードル」については、「⑦投資までスマホアプリで完結できる」9.2%、「⑨投資までパソコンで完結できる」7.5%、などが望まれています。手続き面での煩雑さや分かりづらさを簡素化し、本人確認の厳格化は必要であるものの、書類のやり取りを極

### (3) 安心できるパッケージ商品

投資に至るプロセスの中で最後の「商品選定のハードル」について、「③内容を知らなくても安心できる投資商品」18.3%、「⑥投資の基本が詰め込まれたパッケージ商品」10.5%などが望まれています。信頼できる商品があれば、投資を始めやすいということです。資産運用に関する基本的な知識や理解があっても、実際に数多くの商品の中から自分に合った商品を選定することは、多くの人が難しく感じていると思われます。

## 5. おわりに

江戸時代には、「江戸っ子は宵越しの金を持たない」と言われていました。明治時代以降、国民に貯蓄を促す国の政策が進められ、今では誰も不思議とは思わないほどに貯蓄という習慣が生活に根づいています。

しかし、昨今の金融緩和政策による低金利下において、預貯金などの安全資産だけでは、将来の資産形成には繋がりません。高齢化を見据えた資産形成の観点から、ライフプランを計画的に準備し、低金利下で

歩となります。例えば、「確定拠出年金」や「積立 NISA」などを活用すれば、このような少額・積立投資が可能となります。

力少なくすることが必要です。パソコンやスマートフォンの活用が若い世代で浸透している現在、投資への手続きをパソコンやスマートフォンのアプリだけで簡単に済ませることができる仕組みができれば、「手続きのハードル」を下げることができ、投資へと繋がるものと思われま

自分に合ったポートフォリオを策定して商品を選択できることが望ましいことですが、まずは投資に触れてみることも大切です。例えば、「企業型確定拠出年金」であれば少額から毎月積立投資が可能で、手続きも事業主（企業）を通してできますし、バランス型やターゲットイヤー型投資信託などをデフォルトファンドとして設定することで、商品選択のハードルを解決することもひとつの方法ではないでしょうか。

も将来の資産形成に繋がるような長期の積立投資を若い頃から当たり前の習慣とする社会を実現し、豊かな人生を支援していきたいと思います。そのためには、誰でもができる簡単な投資の仕組みを、身近な生活の中での当たり前のこととして習慣化・定着化していくことが必要ではないでしょうか。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。

## 投資のホライズン その 16

### 「長期投資家と長期投資」DB年金の運営主体に求められる資質

年金運用部 顧問 大輪 秋彦

前号では、「インベストメント・チェーン」におけるDB年金の運営主体と「投資先企業」および「運用会社」との関係について考えました。

DB年金の運営主体が、「インベストメント・チェーン（価値創造の仕組み）」においてなりたいと望むのは、「心地よい」「物言わぬ」「安定株主」ではなく、良い緊張関係を保ち、経営規律の緩みを許さない株主です。なお、委託運用制においては、DB年金と投資先企業の経営者との「仲介者」である運用会社にその役割を託すことになるため、その目的に適合する「資質」を持つ運用会社を選定することが大切です。

しかし、忘れてならないのは、DB年金にも運用会社がその役割を果たすことを可能にするための「資質」が求められることです。

#### 1. DB年金の果たすべき役割

本稿では、「対話」とは投資先企業の経営陣・取締役会と、自先の売り上げや利益ではなく、継続的な「企業価値」の向上についての協議という大変重要な使命を持つものと捉えます。この使命が重要なのは、DBの運営主体が最重視する長期の投資リターン（結果）を導く、「企業価値」の継続・持続的向上（原因）に影響を与える、経営政策・施策・計画等の策定に直接関わるものだからです。

世のならいでは、このような重要事は、「他人」に任せるのではなく、「本人」自身が自ら行うのが「常」です。しかし、運用委託制を前提とするDB年金では事情が異なります。前号でも述べたように、DB制度では、本来であれば「投資家」（本人、DB年金）が果たす役割を、第三者（他人、外部の専門家）に任せること（概念的には機能の外部切り出しと言える）を求めるもの

だからです。そして、この「切り出し」には、「対話」も当然のこととして含まれます。

このようにDB制度では、「投資家」は、「アセットオーナー」（本人、DB年金）と「アセットマネジャー」（他人、外部の専門家）とに分化することになります。そして、それが故に、アセットオーナーのDB年金（本人）は、任せ先のアセットマネジャー（他人）の「仕事ぶり」をウォッチし、必要なアクションをとることが不可欠です。

ビジネスにおける「外部委託」と同様に「よきに計らえ」では済みません。この理由は明白で、資産運用業界でお馴染みの用語を使うならば、「利益相反」、「利害の不一致」、「エージェンシー問題」が生じる恐れがあるからです。（今月号ではこの点については、これ以上言及しません。詳しくは本誌2017年6・8月号をご参照ください）

上記の理由で必要となる一連の対応策を、



本稿では、「(アセット) マネジャー・マネジメント」と呼びます。今月号では、この

中でも、「対話」に関係するものに限定して、考えていきます。

## 2. アセットマネジャー・マネジメント

### (1) アセットマネジャーに求められる下準備

アクティブ運用、そしてインデックス運用であっても「市場基準」とは異なる何らかの基準でインデックス構成銘柄の母集団を選ぶ、マンドートのアセットマネジャーに銘記願いたいのは、ウォーレン・バフェット氏の発言として有名な金言<sup>注1</sup>で、  
①「もしマーケットが 10 年閉鎖されたとしても、気にもせずには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」の前提となる、「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 2 つの文言です。

このことは、本稿の今までの、そしてこれからの議論でも要件となります。このような土台があってこそ「対話」も生きてきます。それは、はるかに効率的・効果的に「対話」を進めることができると考えるからです。従って、アセットマネジャーには、このような条件を満足する銘柄群を見出すことを、先ずは要請したいと思います。

### (2) 「Plan I.」と「Do」のプロセス

DB 年金の運営主体が、「何を投資先企業の経営に望むか」をアセットマネジャーに明確に伝えると、アセットマネジャーは、その内容に対して専門家としてのアドバイスを行い、両者の協議を経て、「経営に望む基本方針」として合意を形成します（「Plan I. プロセス」）。

次の段階として、アセットマネジャーは、その「合意の精神」を映す、個々の投資先

企業の経営に適した、具体的・個別的な内容に仕上げ、個々の経営者と実際に「対話」を進めることとなります（「Do プロセス」）。

では、これで DB 年金の運営主体の「メッセージを投資先企業に届ける工夫」は完了となり、DB 年金の運営主体は責任の免除となるかということ、そうは問屋が卸さないのです。もう「一手間」が必要となります。

### (3) See / Check

ご承知のとおり、運用委託制の下では、アセットオーナーである DB 年金が、投資先企業との「対話」を実際に行うことはありません。

委託者 (DB 年金) に代わりアセットマネジャーが、「仲介者」としての機能を発揮して、投資先企業との「対話」を行うことが

プロセスとなります。(前号、図表 2「投資の類型②：委託型」ご参照)

従って、DB 年金の運営主体は、この「仲介者」としての任務を行うアセットマネジャーから、個々の投資先企業との「対話」の経過・結果などの「報告」を受け、「対話」が合意した方針に基づき進められているか

を、「報告」の分析と検討により、モニターすることが必要となります。(蛇足ながら、「報告」には議決権行使状況も含まれますが、本誌2018年3月号で取り上げた「フィ

ンク・レター」同様に、「株主総会」でのやり取りよりも、そこに至る恒常的な「対話」を関心対象としています)

#### (4) Action

DB年金の運営主体は、(1)の結果次第で必要とあれば、アセットマネジャーに説明または協議を求めるなどの行動を取ることになります。可能性は極めて限定的と思えますが、再三の警告にも関わらず、アセットマネジャーが、「合意」に違反する行動を取り続ける、または説明や協議依頼に応じないというような最悪の事態(信義にもとる行為)に対しては、通常の運用ガイドラインに対する重要な合意違反のケース同様、委託契約解除の検討に進むことが、DB年金の運営主体の責務となります。

DB年金の運営主体としては、上記のような最悪の場合を避けるという特殊限定的な目的ではなく、もっと広く一般的に、アセットマネジャーに対してしっかりとした「DB年金(委託者)の利益最優先の行動」を後押しする「仕掛け」に取り組むことになります。前号でも言及したように、運用委託制での役割分担(「分業」)による「協業」が上手く機能しない場合、困るのはアセットマネジャーよりも自分であるとの理解が、このことに取り組む必要性をDB年金の運営主体に強く認識させるのです。

#### (5) Plan II.

これは時系列・実務的には、(2)の「Plan I.」と同時並行的に取り組まれるべきものです。

「Plan I.」の目的は、「何を投資先企業の経営に望むか」というメッセージの内容を明確にすることです。これに対して、「Plan II.」の目的は、アセットマネジャーがそのメッセージを、投資先企業の経営陣・取締役会に届けることを確かなものにするということです。両者の目的は明確に異なります。

従って、DB年金の運営主体にとって「Plan II.」は、アセットマネジャーに、DB年金の利益ファーストの行動を取ることを促すための有効なツールとして機能する必要があります。そしてこのことは、あり得るアセットマネジャーとの「利益相反」の回避・軽減を目指す「仕掛」の工夫が求められるということでもあります。

### 3. アセットマネジャーの選定

スタートは、上場株式の投資マニフェストを委託するアセットマネジャーの選定となります。前述のとおり、投資先企業の「経営に何を望むか」というメッセージを、自分に代わり投資先企業の経営陣・取締役会

に届けるアセットマネジャーを選ぶことは、DB年金の運営主体にとって極めて重要な事です。従って、アセットマネジャーが、その重要と考える任務を担う適格性(意志・社内体制など)を備えているか否か、



を判断できることが必須となります<sup>注2</sup>。

それができないと、当初から「ボタンのかけ違い」のリスクが大きくなり、前述の「Plan I.」、「Do」、「See / Check」、「Action」の全てのプロセスが、徒労となります。DB 年金の運営主体としては、そしておそらくはアセットマネジャーにとっても、このような「ボタンのかけ違い」の後始末に貴重な時間を費やす余裕はないと思われます。

従って、DB 年金の運営主体は、次のような a)~n)の事項を（あくまで例です）、アセットマネジャーに確認した上で判断することが必要になります。

- a) 長期投資を指向しているか？ その理由は？（そうでない場合も、同様に理由を）
- b) 社内に長期投資を促進する仕組みは整備されているか？（運用信念・哲学、スタッフの評価・報酬制度などと整合性があるか？）
- c) ポートフォリオにおける、短期・中期・長期投資の重要性が占める割合は？（全部を足すと 100%）
- d) c) の区分定義は？（その区分定義と保有期間・売買回転率に整合性・合理性があるか？ ない場合、その理由は？）
- e) 銘柄選択に、c) の区分はどのように影響するのか？
- f) 投資額あるいは時価構成割合に、c) の区分はどのように影響するのか？
- g) アクティブ運用の場合、e)と f)について

の考え方と、提案ポートフォリオのアクティブ・シェアは整合的であるか？

h) 「対話」などの「投資先企業」への働きかけを、どのように行っているか？  
行っていない場合、その理由は？

i) h) の働きかけが長期の投資リターンに与える影響について、どのように考えるか？ その理由は？

j) 何に重点を置いて「対話」を行うか？（中長期の経営戦略・投資計画、人材投資、短期業績など）その理由は？

k) 「対話」の相手は誰か？（経営者・取締役・CFO・執行役員・IR 担当など）、なぜその相手と会うのか？

l) 「対話」に「資金委託者の意向」をどのように収集、反映させているか？（専門家的見地からのアドバイス・コンサルテーション等で付加価値を付けることや、合同運用と単独運用でのスキーム間の差異など）  
「資金委託者の意向」を収集・反映していない場合、その理由は？

m) 「委託者」に「対話」の経過・結果等をどのようにフィード・バックしているのか？

n) 円滑に「対話」を行うための社内のサポート体制はどのようになっているのか？  
それで十分か、改善点はないのか？

このように、アセットマネジャーの採用には、直ぐに思いつくだけでもかなり広範な事項の確認が必要となります。

#### 4. アセットマネジャーの良き協働者

さて翻って、アセットオーナーである DB 年金側には、アセットマネジャーが安心・信頼して協調行動をとることができる体制は整っているのでしょうか？ アセッ

トマネジャーに求めるばかりではダメで、アセットオーナーである DB 年金側にもしっかりと「意志・体制」がないと、運用委託制での役割分担（「分業」）による

「協業」が上手く機能しないであろうことは明らかです。これで困るのは、アセットマネジャーよりもDB年金自身ですから、謙虚に点検する必要があります。

例えば、「長期運用」を唱え、それに沿ったアセットマネジャーの採用を行いながらも、採用後は無意識に、短期時間軸での運用評価を行い、委託金額を増減したり、最悪の場合には委託契約を解約したりするような、残念なことを行ってはいないでしょうか？ 周知のとおり、一般的に「対話」の効果が出るまでには相応の時間を要します。(余談ですが、短期運用やHFT<sup>注3</sup>等の超短期運用では、自ら「対話」することなど考えなくても良いのかもしれませんが)

なお、本誌2018年6月号でも紹介しましたが、米国イェール大学寄贈基金(アセットオーナーです)CIOのスウェンセン氏は、この点に関して次のように述べています。

「市場性有価証券の運用機関は、委託者がパフォーマンスの悪化に対する忍耐力に欠け、期待を裏切る数字が出るとすぐに解約に走ることをよく理解している。<sup>注4</sup>」

ここで唐突ですが、荒唐無稽な想定を材料にした、「頭の体操」にお付き合いください。

今、アセットマネジャーが、自らの「会社理念」のみに従い、契約を望むアセットオーナーを選ぶ、という世界を想像(夢想?)してください。そこでは、アセットマネジャーが、協働できるアセットオーナーかを確認するため、RFP(Request For Proposal、「資金提供提案依頼書」とも言いましょう)のような質問状を送付してくるのです。

そして、資金を委託して運用してもらいたいアセットオーナーは、回答を記入して返送しなければならないのです。(無理な想定であることは、ご容赦願います。なにしろ「頭の体操」のためですから、寛大にお許しください。)

因みに、前述の a) から n) を回答しなければならないとしましょう。

この時、自分はいかに「長期投資」に相応しく、「対話」に前向きであるかをアピールし、是非、資金の委託をしたいと要望すれば良い、と思われるかもしれませんが。しかしDB年金の性格上からの長期投資やそのリターンの重要性の、そして、これらとの因果関連性(今月号の冒頭で言及)からの「対話」重視の、訴えかけは、たぶん応募した全てのDB年金に共通のことであり、自らの「会社理念」のみに従ってアセットオーナーを選ぶ、アセットマネジャーには、「違い」を印象づけることにはならないでしょう。

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: 本誌2017年5月号をご参照

注2: アクティブ・パッシブ両方のマンドートに共通します。もしも長期運用の前提と異なるであろう、HFT(超高速取引)等々のような、マンドートを採用するような場合には、“Comply or Explain”に基づきドキュメント化しておくことで、耐監査性の確保はできるでしょう。

注3: 「High Frequency Trading」の略で、取引手順などを組み込んだプログラムに従って高速、高頻度で自動売買を繰り返す高速高頻度取引。

注4: David F. Swensen, *Pioneering Portfolio Management, Fully Revised and Updated* (Free Press, 2009, p230)

<コラム> アドリブ経済時評

「温暖化・気候変動問題の解決はなぜ難しいか」

前々号で、気候変動問題について書いたが、この10月になっても強烈な台風が日本に襲来しようとしているし、11月になっても来るかもしれないというのだから、気が滅入る。

今回はなぜ、この問題の解決が難しいか、改めて考えてみたい。

(注：『気候変動クライシス』ゲルノット・ワイヤー、マーティン・ワイツマン、山形浩生訳を参考にさせて頂いた)

まず、第一に、世界的な問題だということである。被害は世界的に出ている、CO2を出している犯人は、世界の76億人の人間そのものに違いないということである。

以前、北京が冬の青空を取り戻したと書いたが、そんな地域的な問題とは全然異なる。

CO2排出を減らす義務を誰にどう割り振るか、あるいは税金などでどう埋めるかを200カ国以上の国や企業が絡む。経済学でいうフリーライダー（ただ乗り）問題が発生する。

第二の問題は、色々な現象や被害が出るまでには非常に長い時間がかかり、それを解消・回復することができるとしても、遥かに長い時間が必要だということである。

北極圏の氷は、あっという間に面積で2分の1となり、体積で3分の1となったが、それでも30年かかっている。議論の中心である気温上昇は「産業革命以降」という時計で計られている。そんな時計で政治はなかなか動けないことは容易に想像がつく。

第三の問題は、起こる現象が絶望的に不可逆的（元にもどれない性質）であり、対処不能とも思われてしまうことである。

もし明日、CO2排出をすべて止めたとしても何十年にもわたる温暖化や氷の融解、海面の上昇は、すでにロックインされていて、西南極氷床が完全に融けるのは止められないかもしれないといわれる。

さらに第四の問題は、不確実性ということであり、色々なことが確定的に解っている訳ではないということである。

平均気温の上昇幅も、今世紀末2℃で抑えたいとか、2060年には2℃上がってしまうだろうとか、極めておおざっぱにしか分からない。今世紀末に5℃上がるという予想は、確率50%だという。これではさっぱり説得力が持てない。

なにしろ、人類初めてのことで誰も経験がない。理論もないことばかりなのである。だから、経験にとられる人間の予想はどうしても数字が小さくなる傾向が出てくる。

ただし、色々な分野の科学者も様々なことを考えている。「成層圏に二酸化硫黄を(50年間)まいて太陽光を遮断して地球温暖化を防ごう」というオランダの学者の主張もあるようだが、急激な気候変化に生物は耐えられないという反論も無視できないだろうと思われる。

また、暗い時評になってしまった。

2018年9月27日

元青山学院大学教授・経済学博士 岩井 千尋

# MEMO

---

# 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、顧問会計士・税理士等にご確認くださいませ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。