



かもめサーチ&コンサルティング

東京理科大学大学院「代替投資と現代経営」 年金運用における代替資産投資と企業経営への示唆

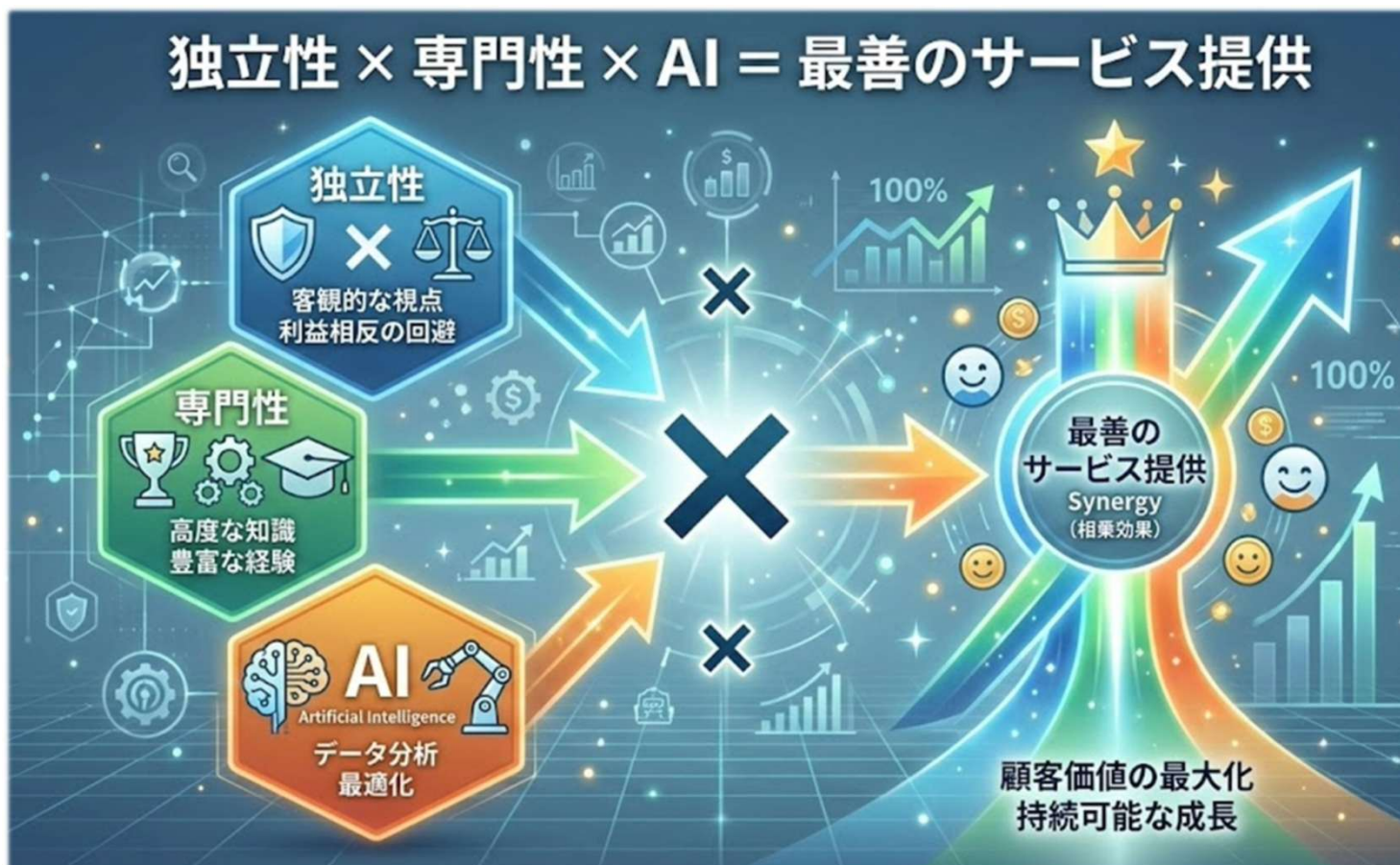
かもめサーチ&コンサルティング株式会社 代表取締役社長 木須 貴司

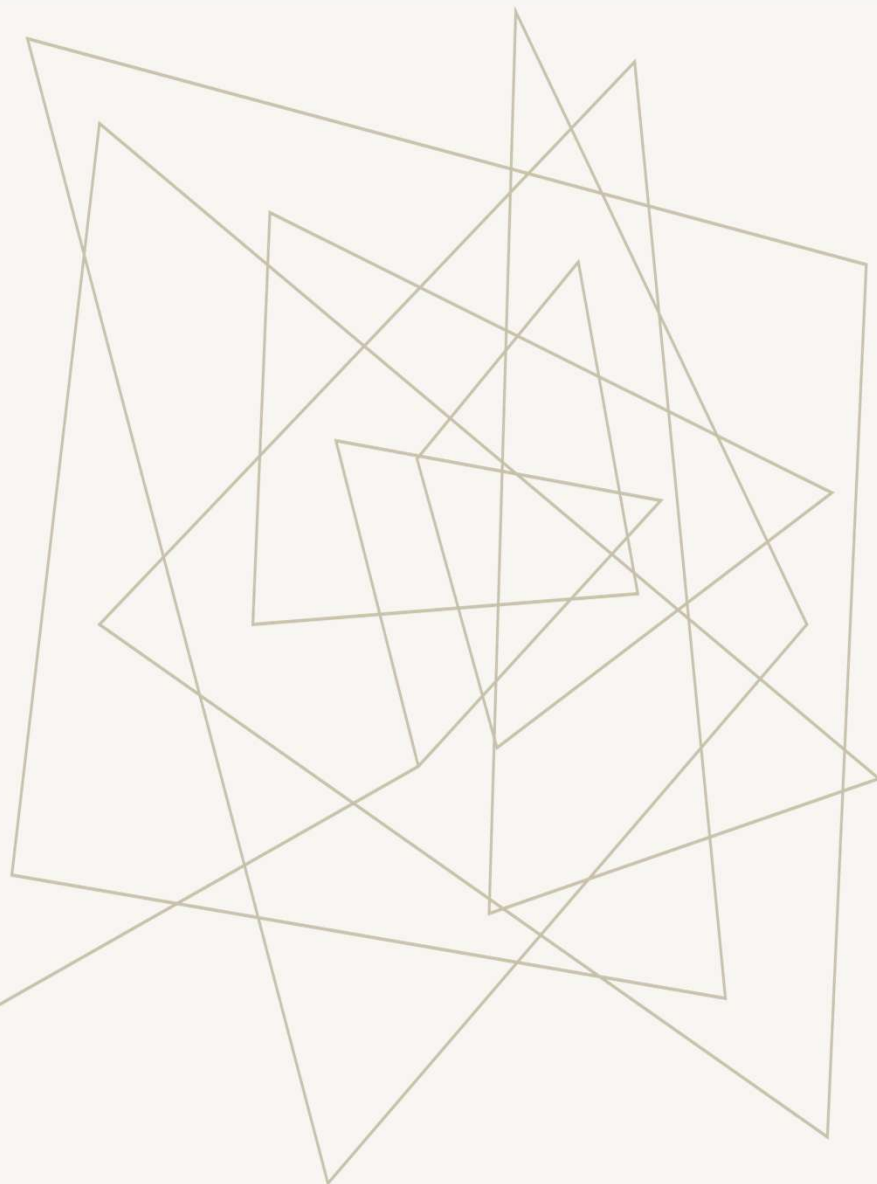
2026年5月1日

当社について

かもめリサーチ&コンサルティング株式会社は、2025年8月に設立された資産運用や企業年金に関する調査・コンサルティング会社です。

「独立・中立性」、「専門性」、「AI利用を含む先進性」を武器にお客様に最善の利益を提供することをミッションとしています。





1. 我が国の年金制度

わが国の年金制度～3階建て

3階部分(私的年金)

個人型確定拠出年金 (iDeCo) 328万人

企業型確定拠出年金 830万人

確定給付企業年金 903万人

その他

2階部分(公的年金)

国民年金基金
33万人

厚生年金保険
4,672万人
(うち民間被用者4,211万人、公務員など461万人)

1階部分 (公的年金)

国民年金 (基礎年金)
6,745万人

第1号被保険者
(自営業者)

第2号被保険者
(民間会社員・公務員)

第3号被保険者
(第2号被保険者の被扶
養配偶者)

公的年金と企業年金（DBとDC）制度の基本

- 運用パフォーマンスがDBの年金受取額に直接的に影響を与えるわけではない。運用が良くても悪くても、給付は変わらず、それを保証する義務は事業主にある
- 一方、DCは運用の結果が直接、加入者・従業員に影響を与える

	公的年金 (厚生年金)	DB(Defined Benefit) 確定給付企業年金	DC(Defined Contribution) 確定拠出年金
掛金	平均標準報酬月額× 保険料率	予定利率等に応じて変動	固定
給付	報酬比例部分は標準報酬月額×給付乗率×加入期間	固定	運用成績に応じて変動
運用が失敗した場合の影響	GPIFが積立金を運用、賦課方式であり、短期的には影響なし	掛金増加、企業の人件費・退職給付費用が増加	受取る年金積立額が減少

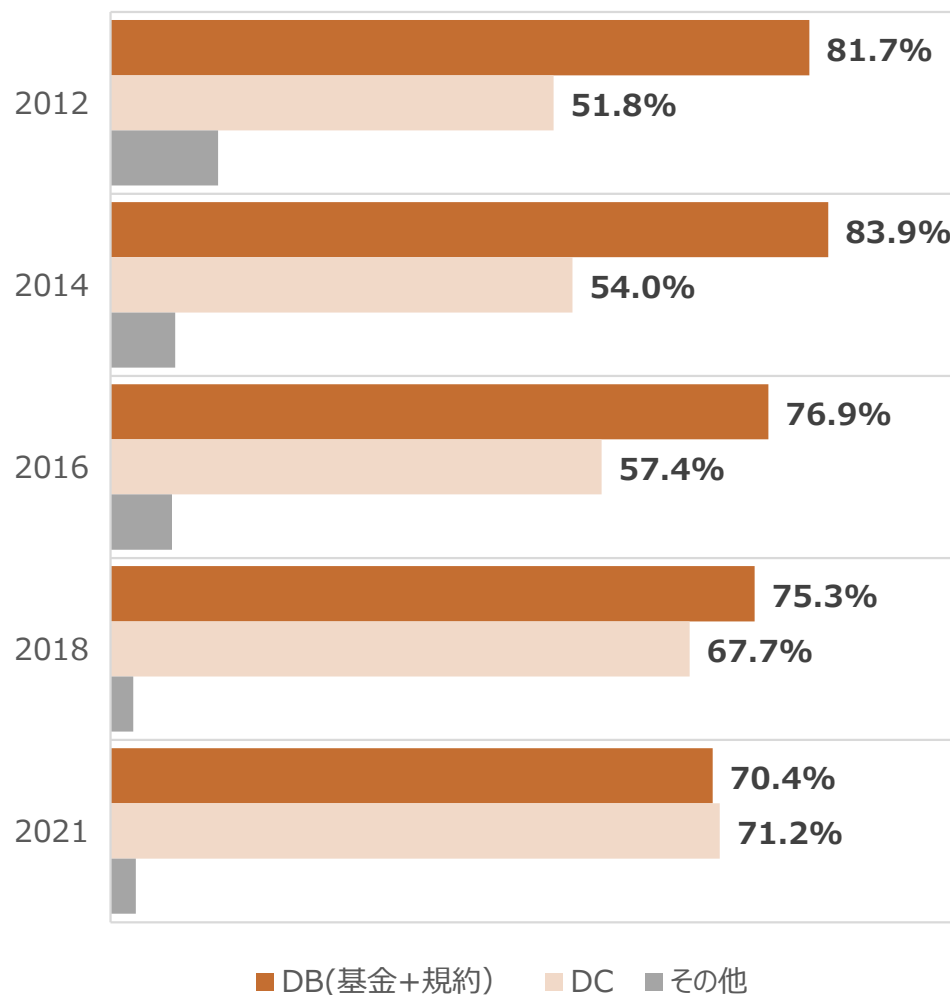
企業年金制度のトレンド

- 3階部分の私的年金制度は、確定拠出年金（DC）が中心となりつつある

確定給付企業年金と確定拠出年金の概要

- **確定給付企業年金（DB）**
 - 企業が給付の内容をあらかじめ約束し、従業員は、退職後、その給付を受けとる
 - 年金の運用は企業が一括して行う
 - 企業にとっては負債であるため、退職給付債務をバランスシート上、認識する必要がある
- **企業型確定拠出年金（企業型DC）**
 - 企業が拠出する掛金は確定している年金制度
 - 給付額は、資産運用の結果次第。資産運用は、従業員が自身で行う
 - 企業は、負債を認識する必要がない（掛金は損金算入可）
- **個人型確定拠出年金（iDeCo）**
 - 個人が掛金を拠出し、個人が自身で資産運用を行う年金制度

経団連企業会員の導入年金制度（複数回答可）



企業年金を取り巻く環境変化

政策の変化

- 資産運用立国
- DC/iDeCoの拡充

経済・市場環境の変化

- デフレからインフレへ
- 国内金利の上昇

経営・マネジメントの変化

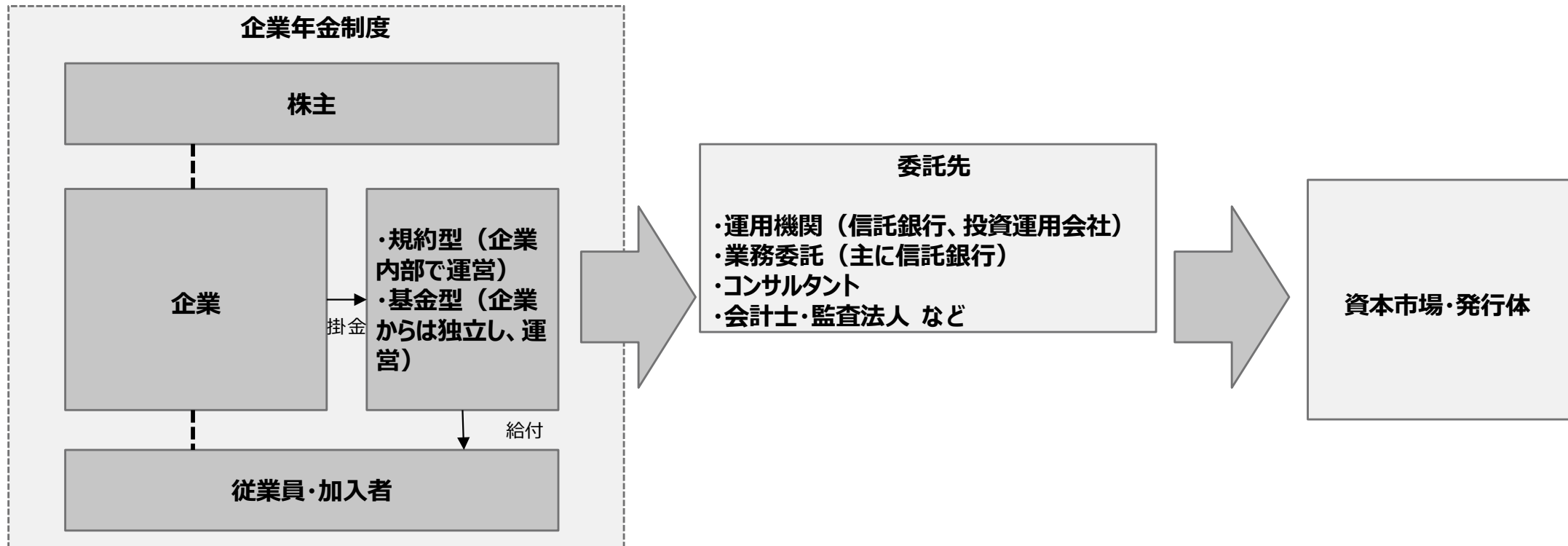
- 人的資本経営
- ファイナンシャルウェルビーイング

働き方の変化

- メンバーシップ型からジョブ型へ
- 働く期間の長期化（定年延長）

企業年金（DB）の運用体制

- 企業年金の運営は、規約型の場合は企業内部で、基金型の場合は企業から独立した組織として運営される（なお、退職一時金制度とは違い、年金資産自体は分別管理される）
- 運用方法は基本的には委託運用で、信託銀行・投資運用会社への信託契約、投資一任契約を通じて資産運用が行われる



企業型DCの運用状況

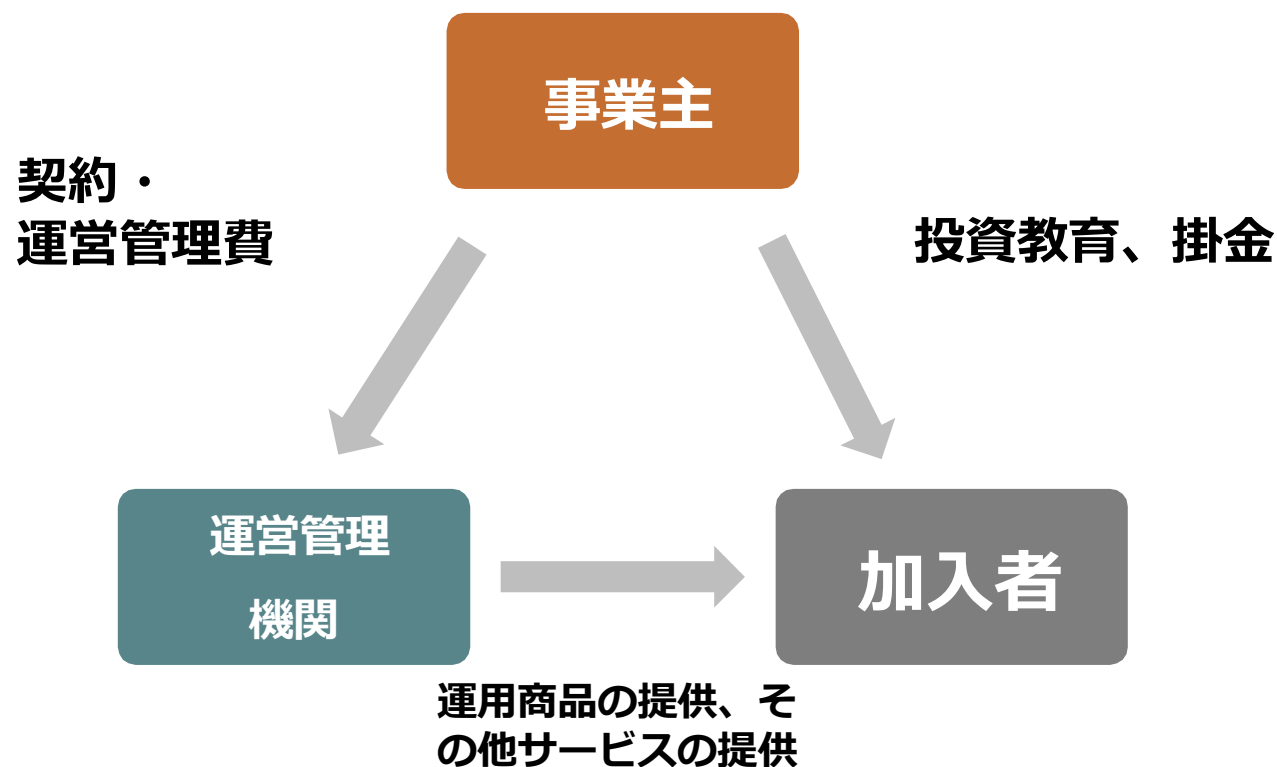
- 3割程度の確定拠出年金の資金が依然として元本確保型（預貯金・保険）に向けられている
- ただし、若年層を中心に投資信託の利用率が近年高まっている

企業型DCの資産配分



企業型DCの構造・運営体制

- 確定拠出年金の運営は、運営管理機関（運用関連運営管理機関と記録関連運営管理機関がある）に運営が委託され、運用商品の提示は、運営管理機関が行う
- なお、法令上はDC運営の責任は、事業主にあるとされ、運営管理機関のモニタリング、加入者への投資教育などが努力義務となっている



DBの負債・財政運営基準

	財政運営基準	退職給付会計
目的	以下の二つの基準に従って積立水準が十分かを検証 継続基準：将来の給付支払原資を平準的に事前積立 非継続基準：制度清算時に所要額が確保されているか	企業が負っている従業員の退職後の支給義務を企業の財務諸表に適切に反映させる
債務の定義	継続基準：責任準備金（将来の支給額を予定利率で割り引いた現在価値） 非継続基準：最低積立基準額（制度清算価値）	退職給付債務（将来の支給額を割引率で割り引いた現在価値）
積立水準の変化の影響	積立比率が悪化すると追加掛金拠出	計算基礎率（割引率など）の変化、実際の運用収益と期待運用収益の差異が数理計算上の差異としてPL/BSに影響

ご参考：退職給付会計について

	国内基準	米国会計基準 (US GAAP, FAS 87)	国際会計基準 (IFRS, IAS 19)
割引率	安全性の高い債券（国債、優良社債）の利回り	年金給付の清算利率 （市場金利などをベースに算出されるPBGC利回りなど）	優良社債
重要性基準	あり 10%以上の変化がない場合は、据え置くことが可能	なし	なし
退職給付見込額の期間帰属	期間定額基準 あるいは給付算定式基準	給付算定式基準	給付算定式基準
期待運用収益率	保有している年金資産から合理的に期待される収益率	同左	廃止 （期待運用収益率＝割引率）
リサイクル（遅延認識）の有無	OCI（その他包括利益）から一定期間内で償却し、純損益に振り替え	同左	なし
アセットシーリング	なし 年金資産＞退職給付債務の場合、超過額をBS上に資産計上	なし	あり 年金資産超過額の資産計上には制限がある

財務戦略・人事戦略としての企業年金

- 年金制度は、財務戦略の面だけでなく、人事戦略として考慮すべき課題

	退職給付債務の認識	ポータビリティ	加入期間	エンゲージメント向上効果	想定される働き方
退職一時金	必要	×	-	◎	メンバーシップ型
DB	必要	△	中長期 (20年超の設定は不可)	十分な認知がされていれば◎	メンバーシップ型
DC	不要	○	- (ただし受け取りは60歳以降)	○	ジョブ型

予定利率、給付利率、運用成績が財政・会計に与える影響

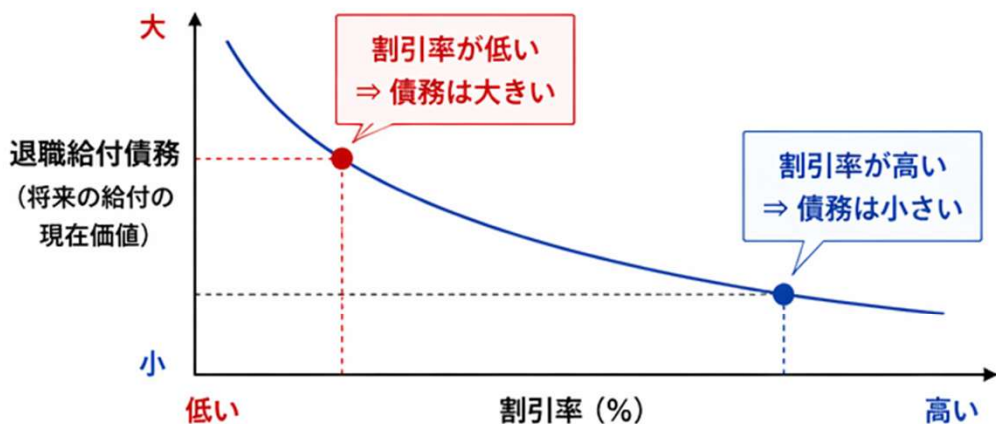
	DB	DC
予定利率 +/-	掛金低下/上昇 (年金財政上) 負債減少/増加	DC単独： - DBと併用の場合：掛金上限上昇/低下 (掛金上限は5.5万円 -1人当たり DB掛金となるため)
給付利率 +/- (年金で受け取る場合の利息)	給付増/減 負債増/減	-
再評価率 +/-	- (CBPの場合) 給付増/減	-
割引率 +/-	(企業会計上) 負債減少/増加 数理計算上の差異 +/- (一定期間内で 償却、未償却部分はOCI)	-
期待運用収益率 (国内基準・米国基準) +/-	退職給付費用 減少/増加 (数理計算上 の差異の発生確率増/減)	-
運用成績	年金財政上→剰余増加 企業会計上→正の数理計算上の差異	運用成績>想定利回りの場合はDB の時よりも給付増 運用成績<想定利回りの場合はDBよ りも給付減

ご参考：割引率と退職給付債務の関係

1. 割引率と退職給付債務の関係（基本的な関係性）

将来支払うと見込まれる退職給付（将来キャッシュフロー）を、割引率で割り引くことで、現在価値（退職給付債務）を算定する。

割引率が高いほど、現在価値（退職給付債務）は小さくなる
（反対に、割引率が低いほど、現在価値は大きくなる）



$$\text{退職給付債務 (将来の給付の現在価値)} = \sum \frac{\text{将来の給付見込額}_t}{(1 + \text{割引率})^t} \quad \begin{array}{l} t: \text{将来の期間} \\ \Sigma: \text{すべての期間の合計} \end{array}$$

2. 金利の上昇・下落が退職給付債務に与える影響

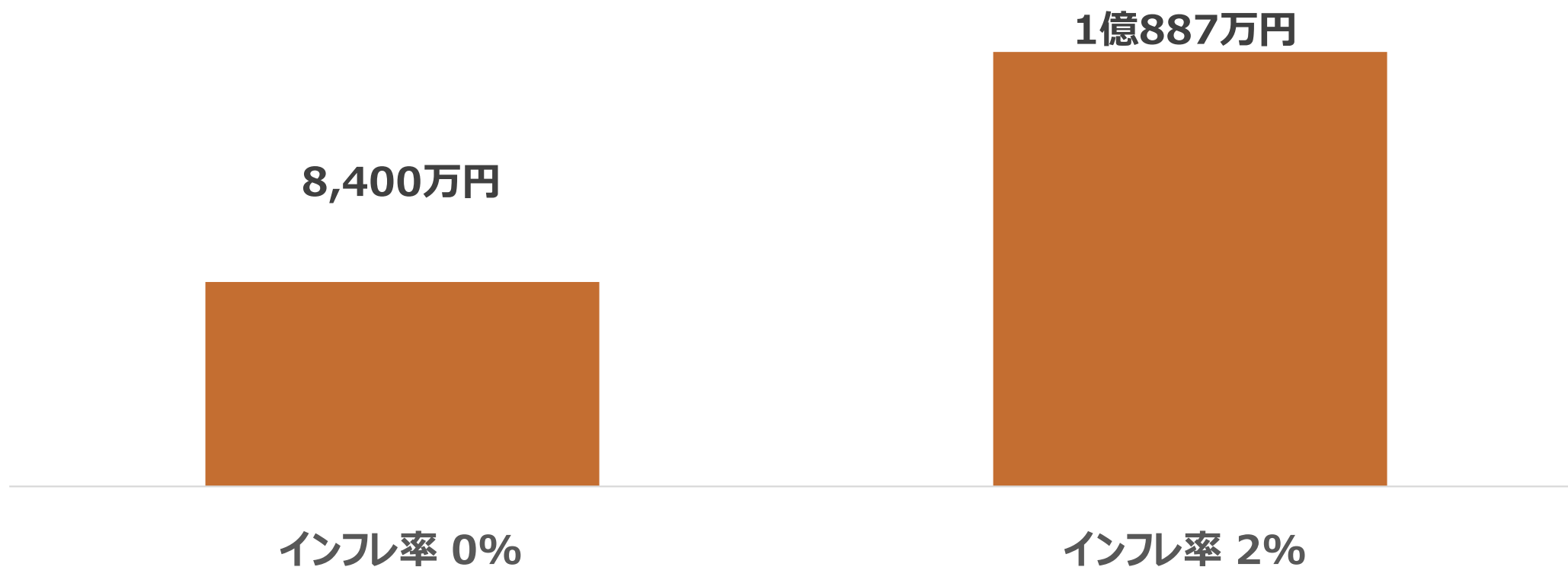
割引率は、一般的に債券利回り（国債の利回りなど）に連動するため、金利の変動は退職給付債務に反対方向の影響を与える。

金利の動き	割引率の変化 (一般的な傾向)	退職給付債務への影響	イメージ図
金利の上昇 	割引率の上昇 (高くなる)	退職給付債務は 減少する 将来の給付をより高い率で 割り引くため、現在価値が 小さくなる。	
金利の下落 	割引率の下落 (低くなる)	退職給付債務は 増加する 将来の給付をより低い率で 割り引くため、現在価値が 大きくなる。	

インフレと老後の資産形成

- インフレ率が上昇すると将来の支出が上昇するため、より老後に備えた資産形成が必要になる
- 公的年金はインフレ・賃金上昇により給付が調整されるが、DBに関しては、多くの場合、そのようなインフレ調整機能はない
- DCについては、投資教育を通じてインフレに対応した資産運用を意識してもらう必要がある

65歳～90歳の累積生活費



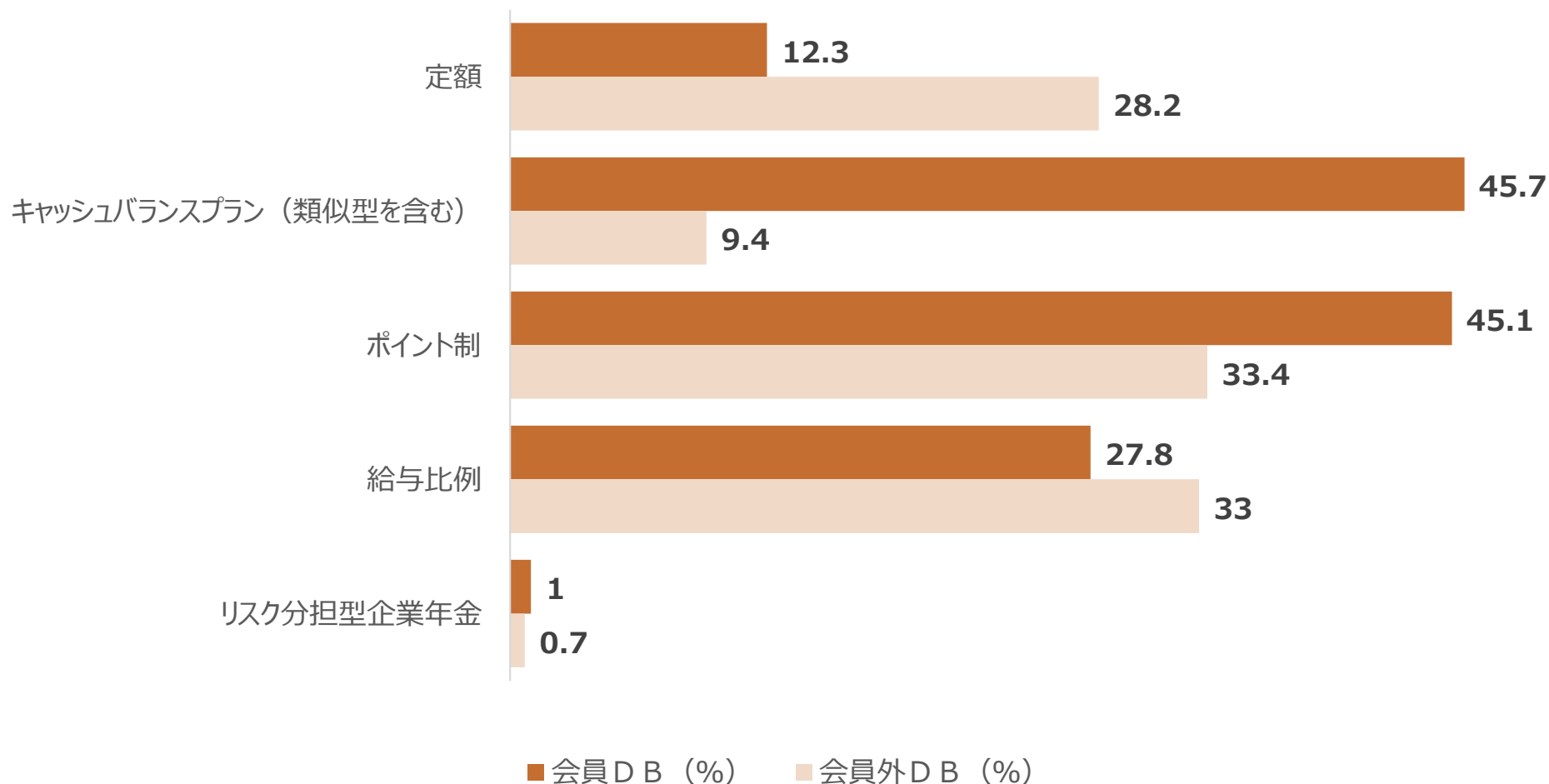
注1：65歳以降の月々の生活費が28万円として90歳まで生存すると仮定して算出

注2：DBの給付額が最終給与比例方式の場合などで、賃金に応じて調整されることもありうる

出所：各種資料よりかもめリサーチ作成

DBの給付算定方式

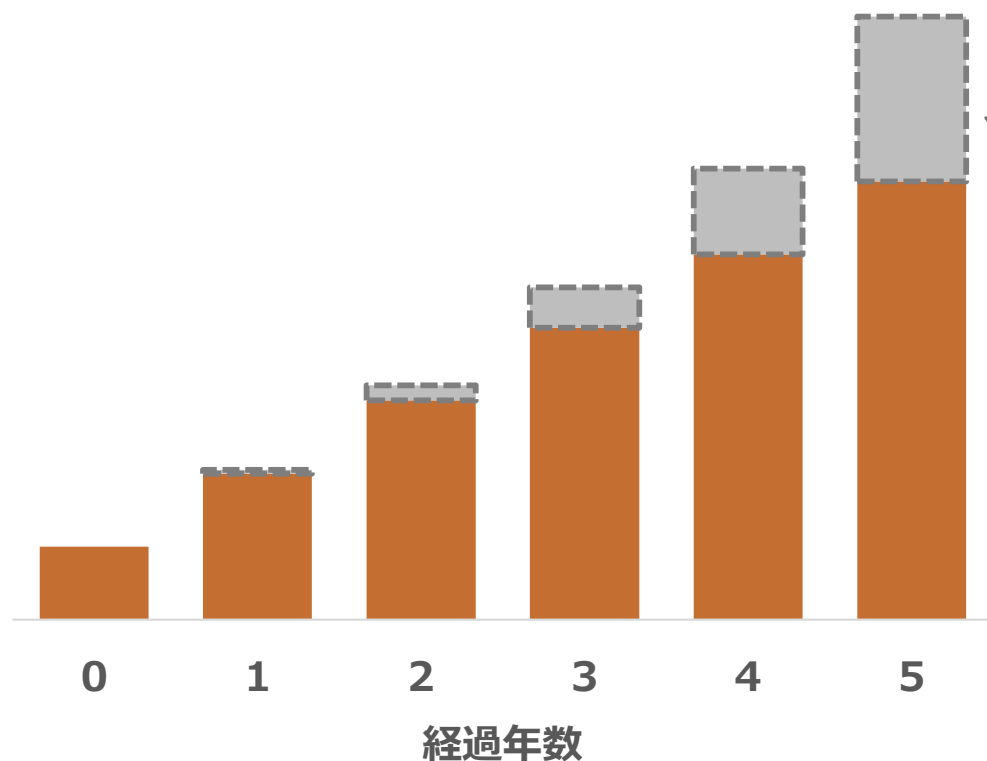
- DBの給付算定方式は、現状では直接的な給与比例方式は少数派となっており、必ずしも給与とは連動しなくなっている



キャッシュバランスプラン～直接的にインフレ対応しているわけではない

- キャッシュバランスプラン（CBP）は、給付が再評価率に連動して変動する企業年金制度
- 再評価率には金利が利用されていることが多く、インフレ率に対して直接的に対応しているわけではない

仮想個人別勘定残高のイメージ



金利が上昇すると利息部分が増加し、年金額が増加
ただし、
金利（再評価率）≠ インフレ率
である点には留意が必要

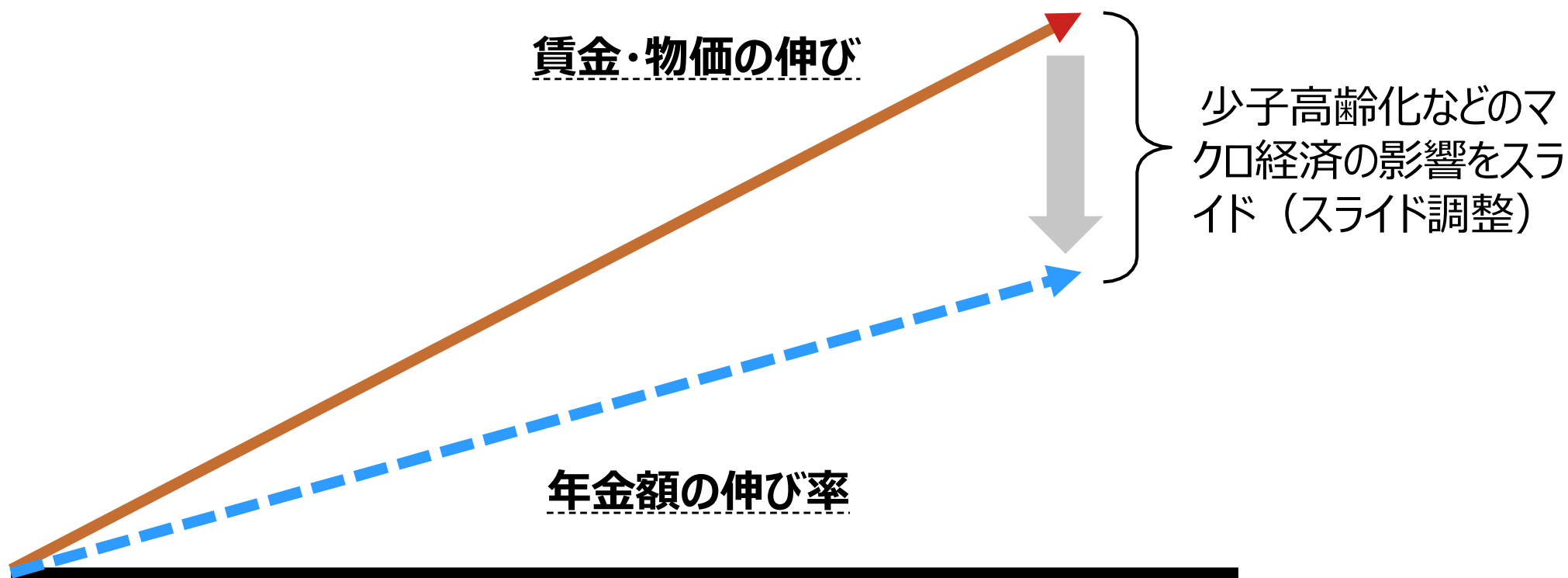
■ 利息部分（インタレスト・クレジット）

■ 持分付与額（ペイ・クレジット）

ご参考：物価スライド・マクロ経済スライドについて

- 公的年金は、賃金・物価の変動に応じて年金額が改定される
- しかし、少子高齢化の影響などにより、調整される

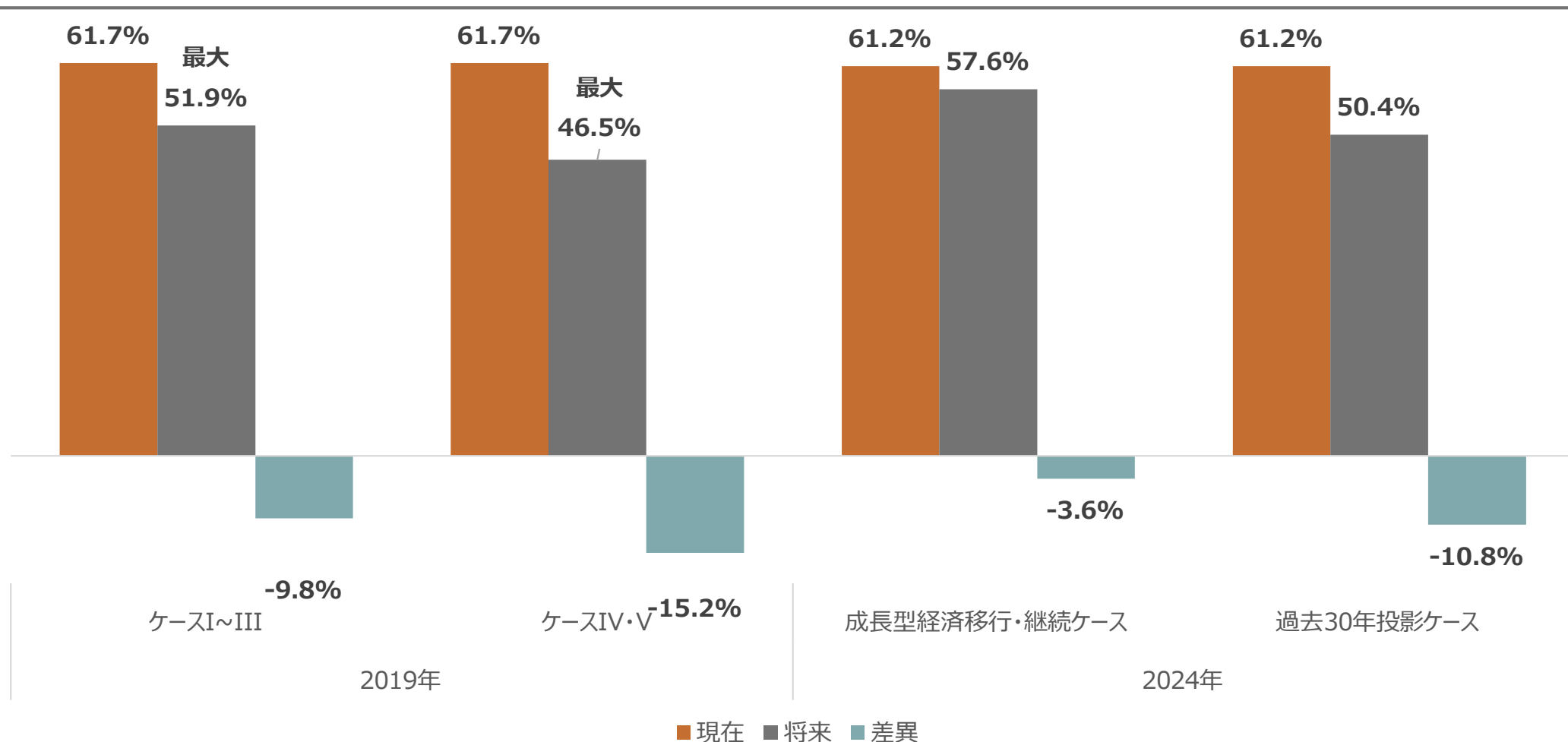
マクロ経済スライドのイメージ



2024年財政検証について

- 2024年の公的年金の財政検証結果は、GPIFの好調な運用実績や、労働参加率の上昇を背景に、前回検証時と比べて改善

所得代替率の変化

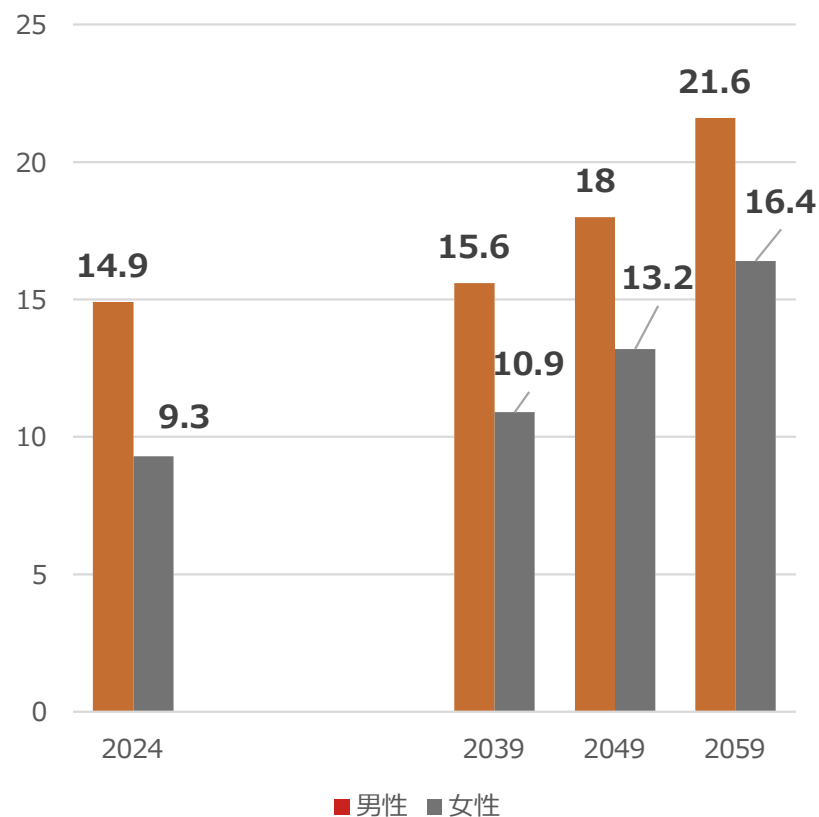


注：2019年に関しては、差異は最小ケースを用いて算出
 出所：第16回社会保障審議会年金部会などよりかもめリサーチ作成

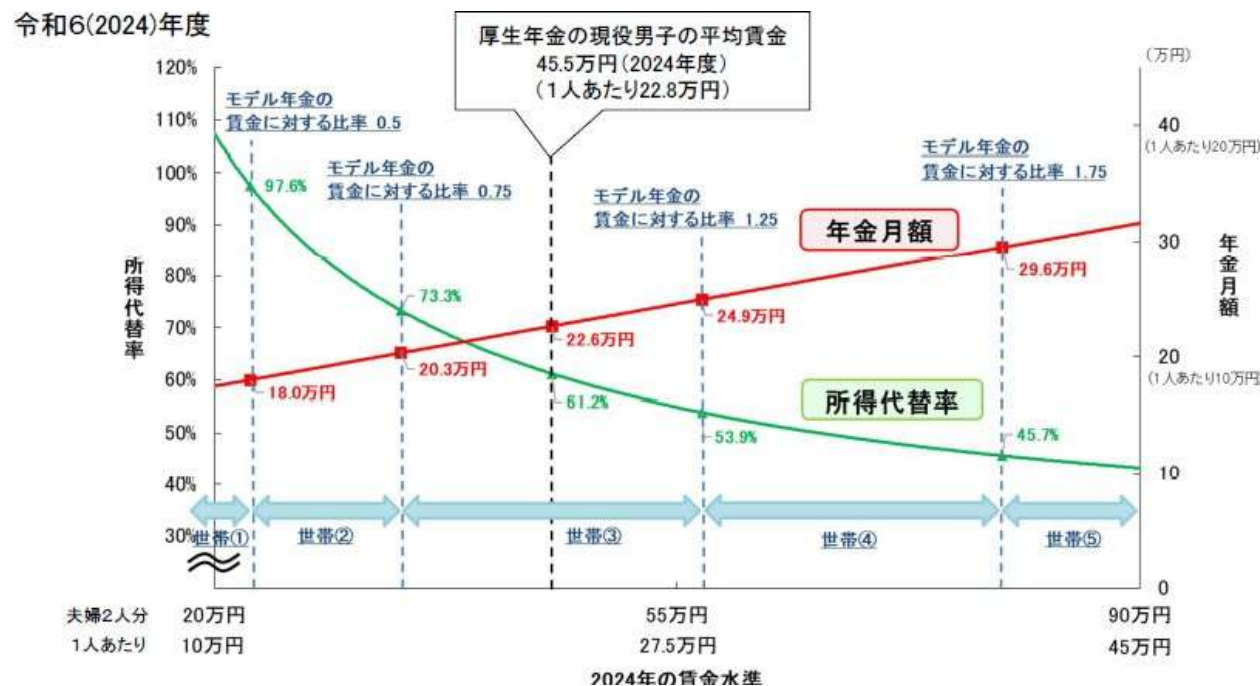
ご参考：受け取れる公的年金の見込み


- 所得代替率は、少子高齢化の影響により低下するが、受け取れる年金額が低下するわけではない
- 賃金水準が低い場合は、所得代替率が高まるなど公的年金には所得再分配機能がある

受け取れる年金額の推移(65歳時点の一人当たり年金額)



賃金水準と将来の年金の所得代替率のイメージ





2. 年金運用とオルタナティブ 投資

オルタナティブ投資とは？

投資対象の違い

投資手法の違い

投資手法：伝統的 投資資産：伝統的

→株式

→債券

→パブリッククレジット

投資手法：非伝統的 投資資産：伝統的

→ヘッジファンド

→株式ロングショート

→グローバルマクロ

→マルチストラテジー

→アクティビスト

投資手法：- 投資資産：非伝統的

→プライベートエクイティ

→不動産・インフラ

→プライベートクレジット

→森林・農地

→航空機

→ファインアート

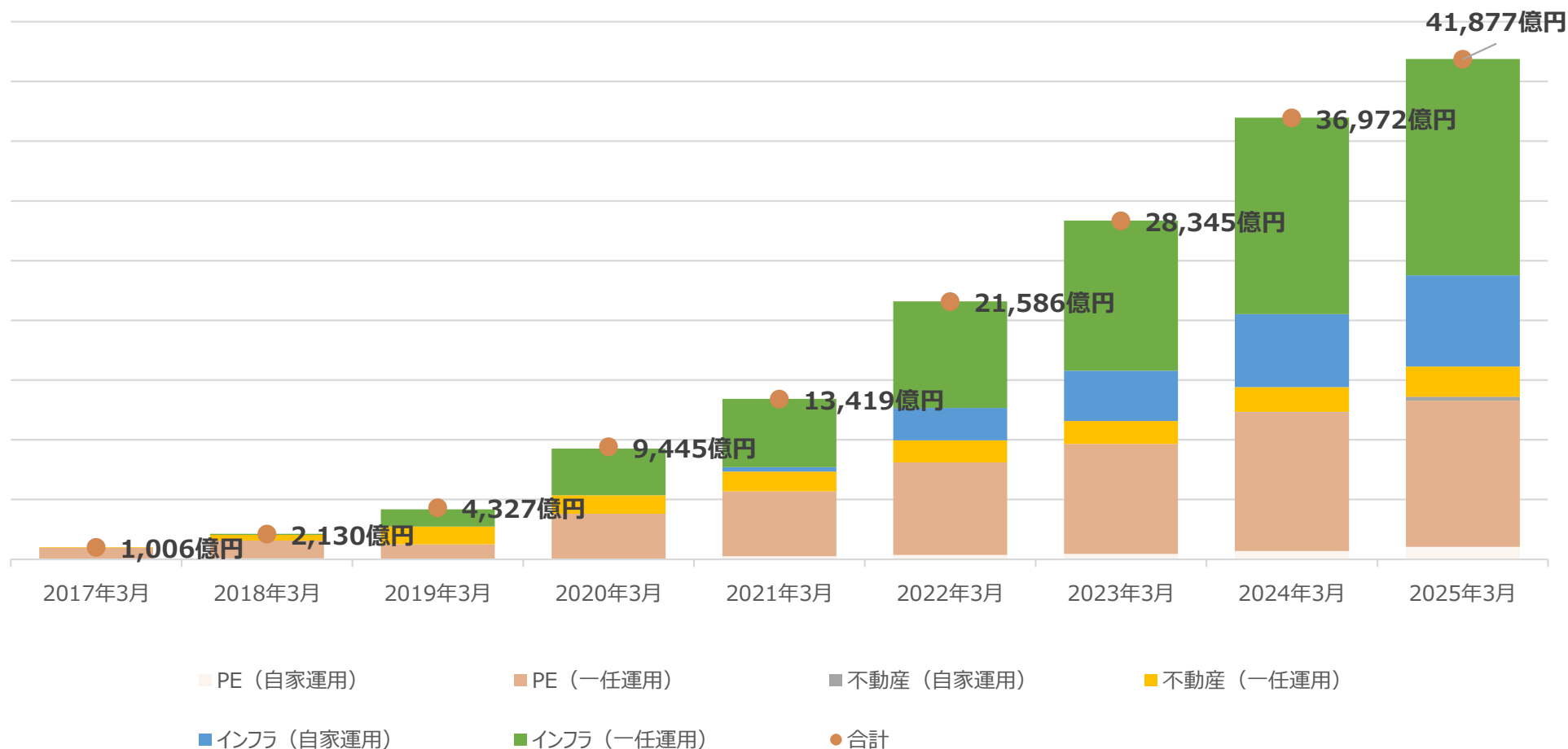
→訴訟ファンド

→暗号資産

etc

公的年金（GPIF）のオルタナティブ投資

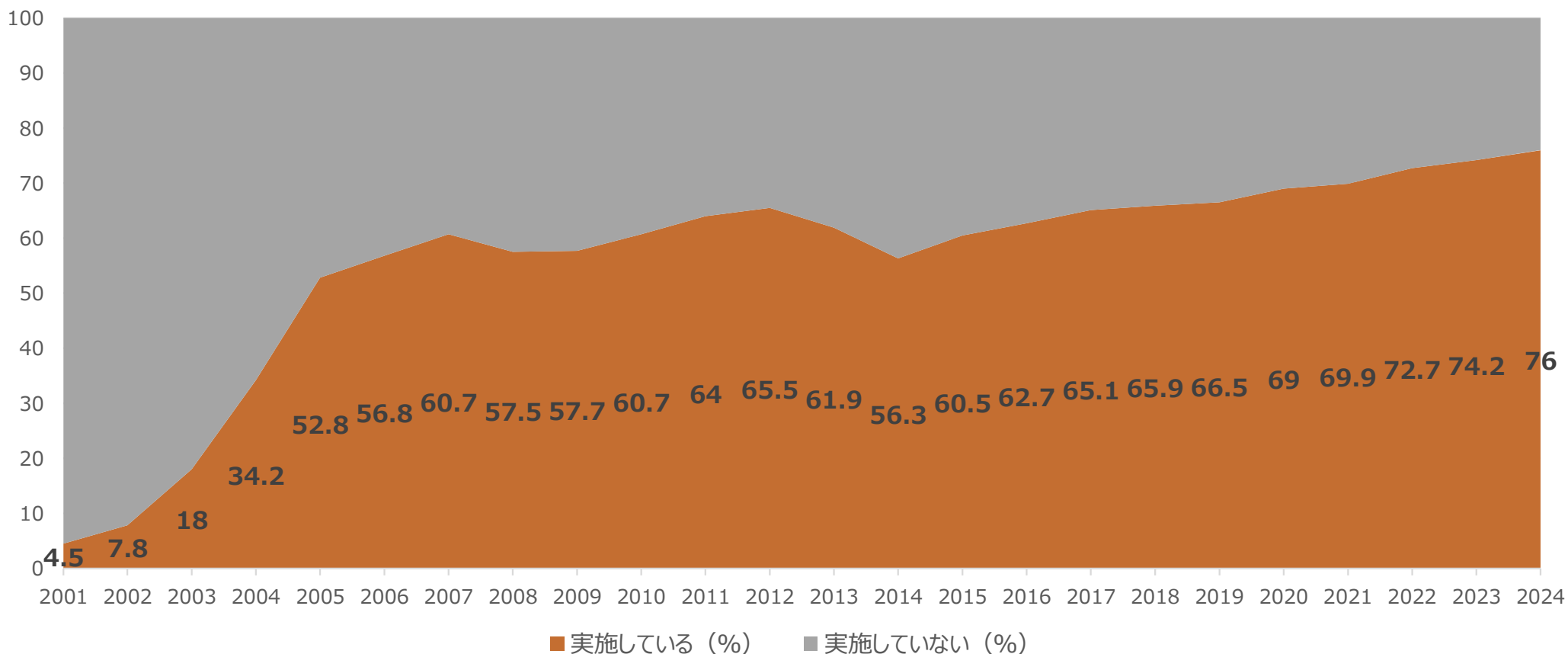
- 公的年金はプライベートアセット中心にオルタナティブ投資を実施している
- 資産規模が大きいため、全体に占める構成比は限定的



企業年金とオルタナティブ投資～すでに必要不可欠

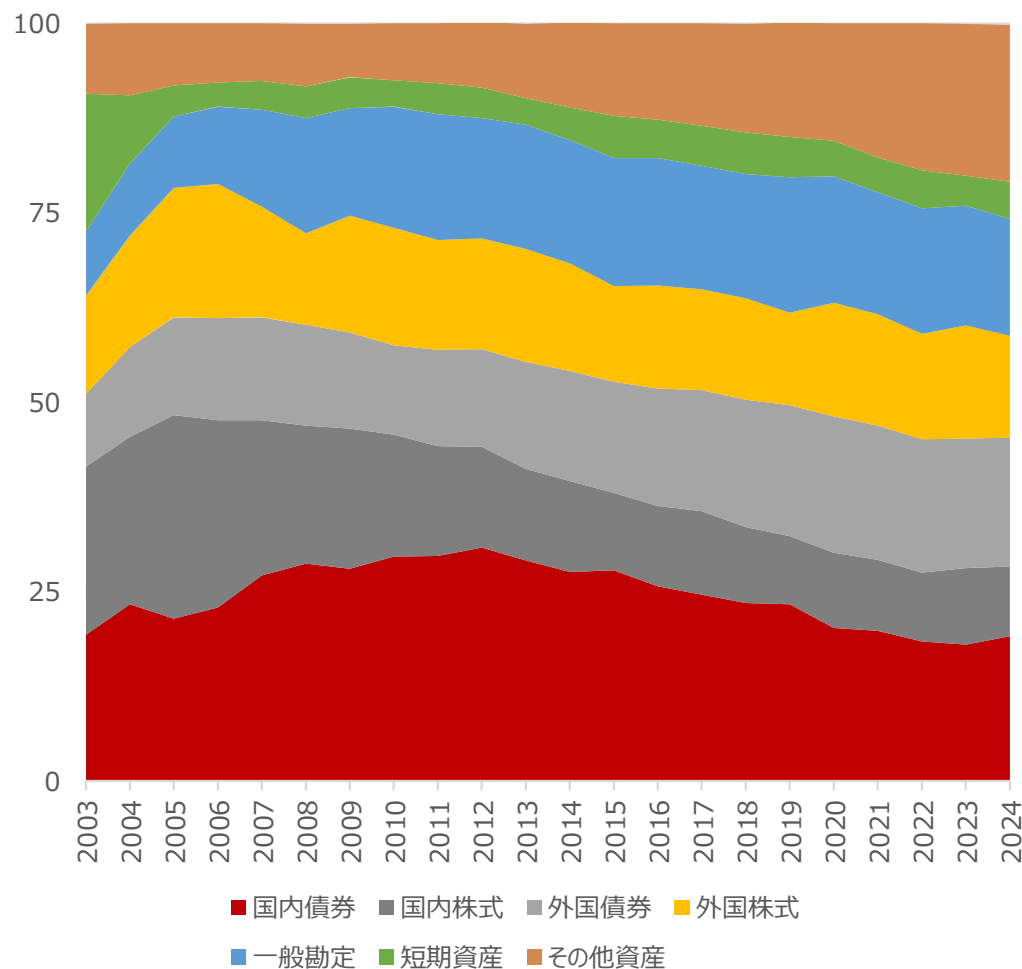
- 企業年金によるオルタナティブ投資の取り組みはAIJ事件（2012年に発覚）時に一時的に落ち込んだが、低金利による運用難を受けて、増加傾向にある

オルタナティブ資産の導入比率（単位：％）

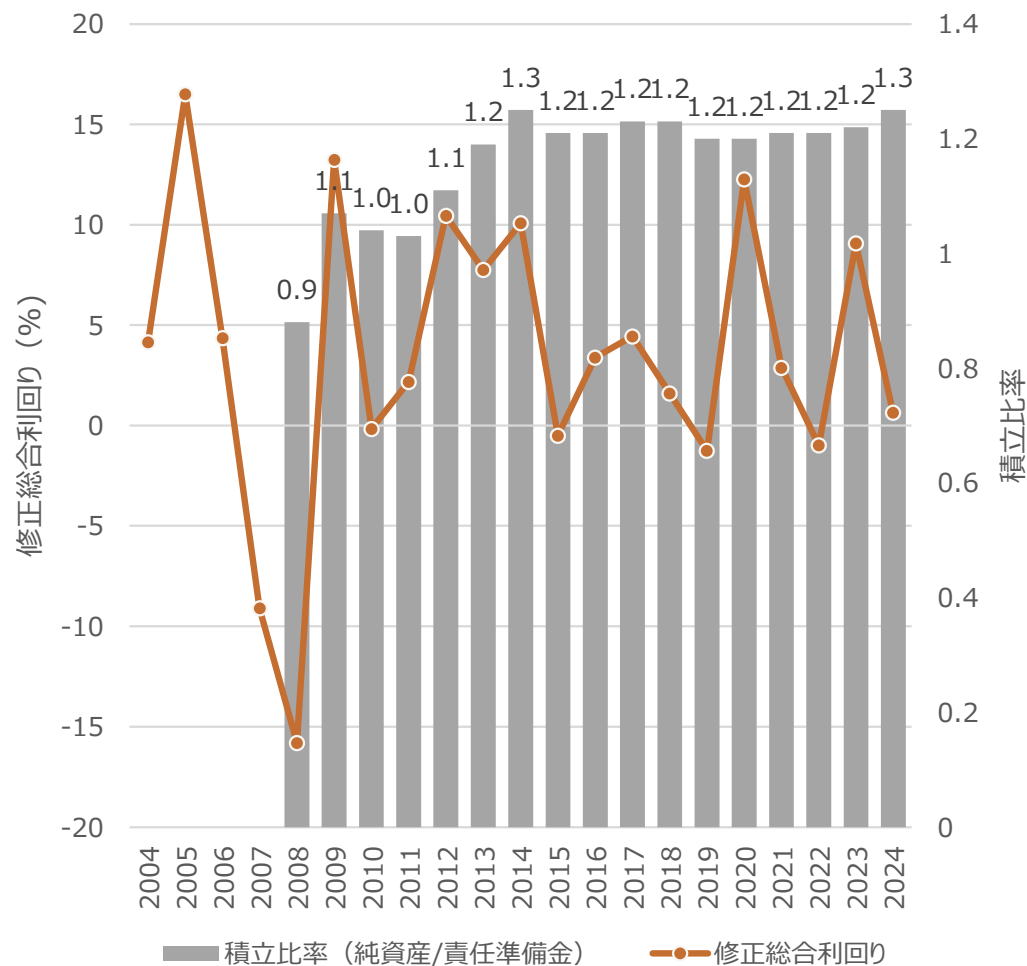


DBの資産配分・運用状況

資産配分の動向



積立水準・運用利回り



企業年金（DB）と流動性リスク

- 年金制度の変化、高齢化などの影響を受け、企業年金は掛金に対して給付が1.4倍程度となっており、成熟度が上昇している

考慮すべき事項

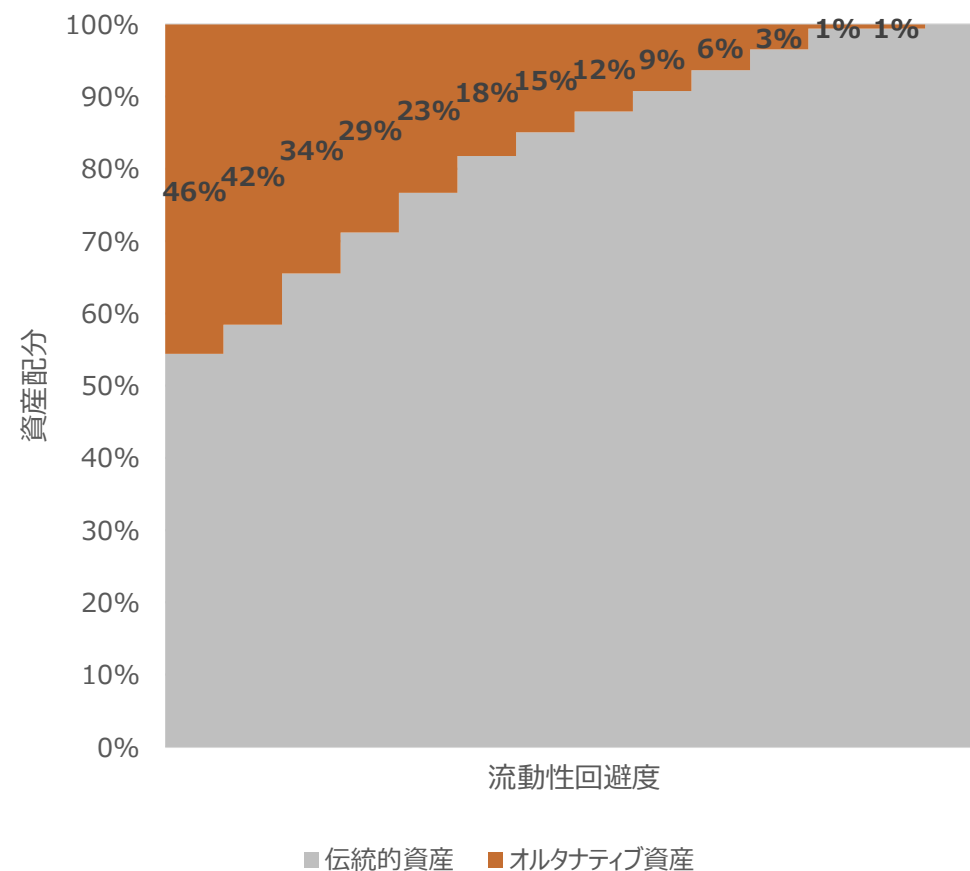
負債側

- 現時点のキャッシュフロー（掛金・給付等）の見込み
 - 給付超の場合、一定期間分の支払い準備金が必要
- 年金制度の変更への備え
 - DBから他制度への移行リスクに伴うキャッシュアウトへの対応
- 計算基礎率の誤差、母体企業のイベントリスク
 - 母体企業のクレジットイベントやM&A、退職者の増加など

資産側

- 時価下落による年金資産の毀損
- デリバティブやヘッジのための証拠金

流動性を考慮した最適化計算結果の例



ご参考：基本的な資産配分のプロセス

全体のプロセス



オルタナティブ資産の資産配分モデルの例

ファクターモデルを利用～Pedersen, Page and He(2014)

- 低流動性資産をファクターで分解し、資産配分を考慮
- ファクターモデルの誤差や流動性制約を考慮できない点が課題

ポアソン分布を利用し、流動性の不確実性を表現～Ang et al.(2014)

- 売買の可能性をポアソン分布で表現し、CARA型目的関数を利用し最適化
- 実務上は、必要なパラメーターが多く、利用しづらい

流動性コストを追加～Hayes et al. (2015)

- 期待リターン、共分散行列に加えて、ファンドストラクチャーに応じた低流動性コストを追加

キャッシュフローなども考慮した最適資産配分を考慮～Aliaga-Diaz et al.(2022)

- 売買時のコストやキャッシュフローの発生の方などを考慮した資産配分モデル
- 資産数が2-3であれば計算可能だが、それ以上になると算出が困難になりやすい

企業年金のオルタナティブ投資に係わるガイドライン (厚生労働省通知)

確定給付企業年金ガイドライン オルタナティブ投資関連規定

定義

株式・債券等の伝統的資産以外への投資、またはデリバティブ等の伝統的手法以外を用いる投資

① 運用の基本方針に定める事項

ア 投資を行う目的

何のために行うかを明示

イ 政策的資産構成割合での位置付け

配分割合も併せて規定

ウ 固有リスクの留意事項

流動性リスク等、伝統的資産と異なるリスクを特定

② 運用受託機関選任時の留意事項

ア 組織体制

- ・組織概況、意思決定プロセス
- ・コンプライアンス、内部統制
- ・監査体制、認証取得状況

イ 財務状況等

- ・財務状況の推移
- ・運用受託実績の推移
- ・格付機関等による評価状況

③ 運用戦略について確認すべき事項（共通）

ア リターンの源泉 / イ リスク / ウ 時価算出根拠・報告方法 / エ 情報開示の態勢 / オ 運用コスト

④ 個別運用戦略ごとの確認事項

ア 海外ファンド（外国籍私募投信等）

ファンド監査の有無／関係機関との人的・資本関係

イ デリバティブ活用戦略

レバレッジによるリスク

ウ 証券化手法

仕組みと内在リスク

エ ファンド・オブ・ヘッジフ

各戦略の相関関係

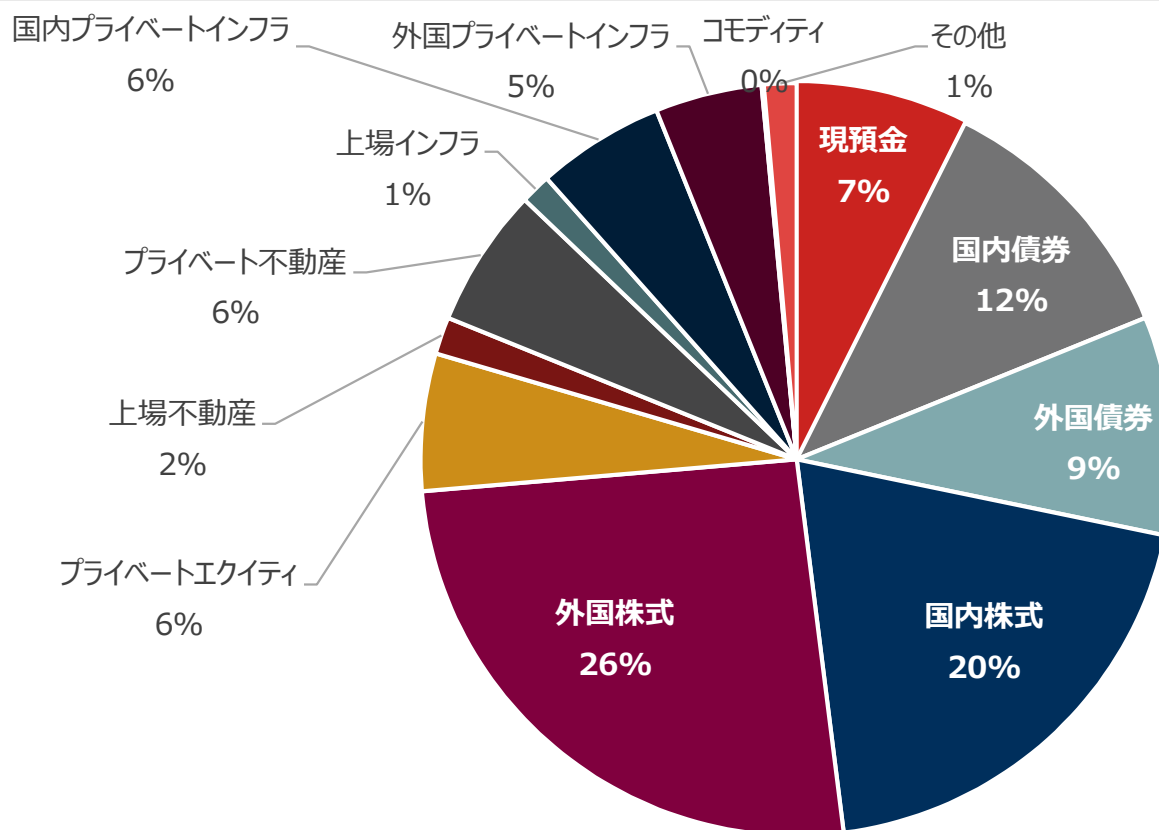
オ 未公開株式・不動産等

換金条件等の流動性

企業型DCとオルタナティブ投資

- DCでは、現状は日次流動性がある追加型投資信託が中心となっている
- DC法上、「少なくとも3カ月に1回の運用指図の機会」を提供することが要請されているため
- オーストラリアのスーパーアニュエーションのようにDCであっても流動性が低い資産を組み入れている例もある（本来60歳超まで受け取れないDCの方が流動性リスクを取れると考えられる）

オーストラリアスーパーアニュエーション(業界ファンド)の資産配分(2023年9月末時点)





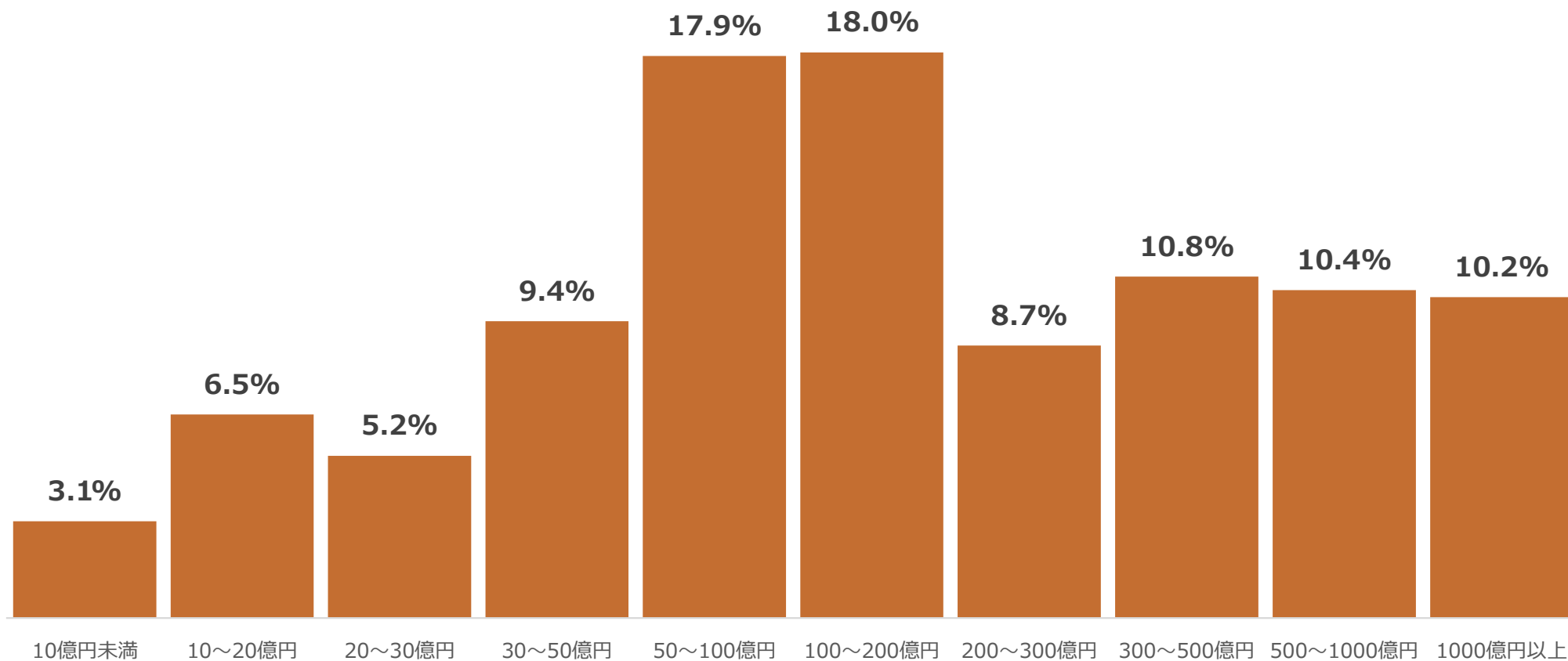
かもめリサーチ&コンサルティング

3. 我が国の年金運用の課題と企業経営

企業年金（DB）の規模・運用担当者の問題

- 企業年金は、小規模なものが多く、十分な運用リソースを内部に持つことができないことが多い
- ほとんどの企業年金の専任運用担当者は0~1名程度

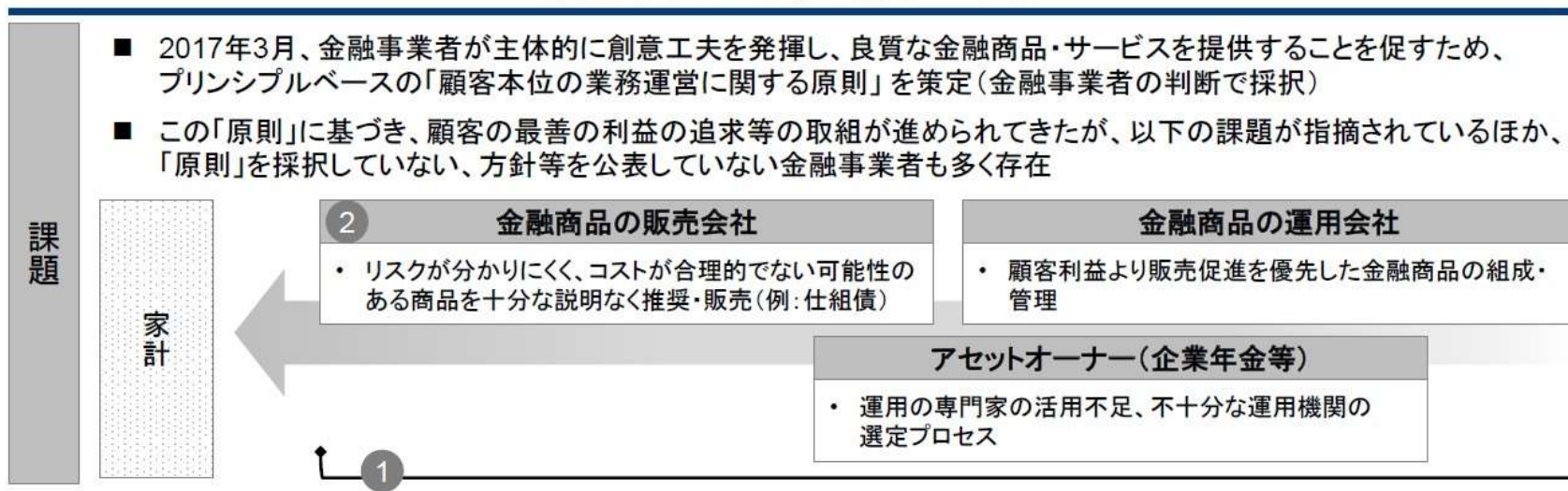
企業年金の資産規模の分布



金融サービス提供者としての企業年金

- 2024年に改正された金融商品取引法では、企業年金も金融サービス提供者として、「顧客本位の業務運営」が求められることとなった

顧客本位の業務運営の確保



① 最善の利益を考えた業務運営の確保

- 顧客等の**最善の利益**を勘案しつつ、**誠実かつ公正に業務を遂行すべき**である旨を**金融事業者や企業年金等関係者一般に共通する義務として法定**することで、顧客本位の業務運営の一層の定着・底上げと横断化

対応

対象

金融商品取引業者	銀行	信託銀行	保険会社
資金移動業者	貸金業者	企業年金	...

② 顧客への情報提供の充実

- 金融商品取引業者等が、契約締結前に顧客の知識や経験等に応じて、契約内容の**説明を行う義務を法定**
 - 金融商品取引業者等が、デジタルツールを効果的に活用して充実した情報提供を行うことを促すため、書面を原則としていた規定について、顧客のデジタル・リテラシーを踏まえつつ、**書面とデジタルのどちらで情報提供することも可能とするよう見直し**
- (注)見直しに際しては、顧客がその必要に応じて書面を求めることができる規定も整備[内閣府令改正事項]

資産運用立国実現プランと企業年金

- 資産運用立国実現プランにおいても「企業年金の改革」が標榜されている

アセットオーナー・プリンシプルの策定

- 幅広いアセットオーナーが共通して求められる役割として、「運用・ガバナンス・リスク管理に係る共通の原則」を策定

企業年金の改革

- DBについて、加入者の最善の利益を達成するため、運用委託先の定期的な評価、必要に応じて運用力次第で委託先を変えるなどの見直しを促進
- 小規模DBの企業年金連合会の共同運用事業を活用促進
- DCにおいて、運用方法の適切な選択がなされるよう指定運用方法、運用商品の構成等に係る情報の見える化、取組事例の横展開を促進
- 企業年金（DB・DC）の運用状況等を含む情報の他社と比較できる見える化

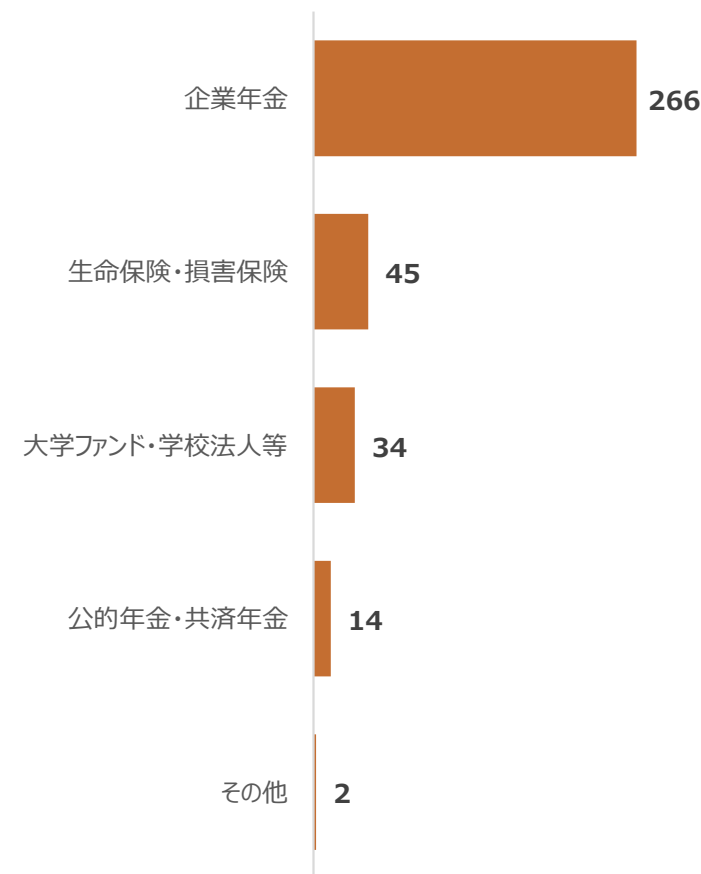
アセットオーナープリンシプル（AOP）の内容と受け入れ状況

- アセットオーナーの行動様式を変えることを目的としてAOPが策定された

AOPの概要

項目	主な内容
背景及び目的	アセットオーナーは、受益者等の最善の利益を追求する観点から、（中略）投資先企業や委託先金融機関を厳しい眼で見極めることで、受益者等に利益をもたらすとともに（中略）委託先金融機関の健全な競争による運用力向上にもつながっていくことなどが期待される
アセットオーナーの範囲	公的年金、共済組合、企業年金、保険会社、大学ファンドのほか、例えば資産運用を行う学校法人など幅広く、その規模や運用資金の性格等は様々
原則主義	アセットオーナーがそれぞれの置かれた状況に応じて受益者等に適切な運用の成果をもたらすことができるよう、アセットオーナー共通の原則を定め、それに対して受入れを求める、原則主義（いわゆる「プリンシプルベース・アプローチ」）を採用
法的拘束力	法令とは異なり、法的拘束力を有さず、一律に対応を求めるものではない。各アセットオーナーは、本プリンシプルについてその趣旨を確認し、十分に検討した上で、その趣旨に賛同し、本プリンシプルを受け入れるかどうか判断することが期待される
コンプライ・オア・イクスプレイン (Comply or Explain)	原則を実施するか、実施しない場合には、その理由を説明するか、の手法を採用
受入表明	本プリンシプルの受入状況を可視化するため、本プリンシプルを受け入れるアセットオーナーには、自らを所管する関係省庁へ受入れの旨を表明することを期待する。
見直し	内閣官房及び関係省庁は、本プリンシプルについて、今後、社会情勢等を踏まえ、必要に応じて見直しを検討するなど、適切なフォローアップを行うこととする

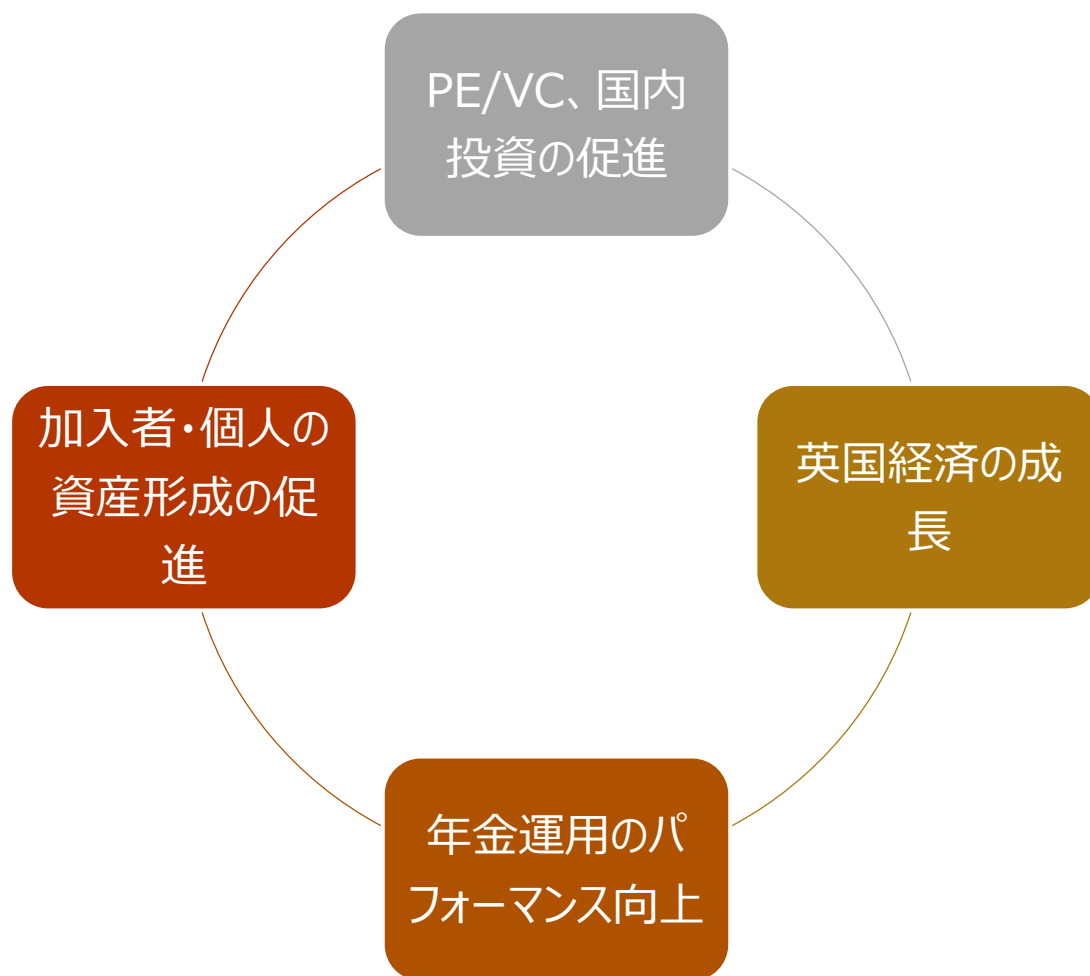
現在の受け入れ件数(2026年3月末時点)



経済成長に対する原動力としての年金資金の役割 ～英国マンションハウス協定

- 英国ではDC制度の改革が取り組まれており、その中の一つがDC年金による非上場株式投資などを含めた成長投資の促進（マンションハウス協定と呼ばれる）

マンションハウス協定の狙い



以下の年金プロバイダーが協定に署名
(デフォルトファンドなどでPE投資を行う)

- ✓ Aegon
- ✓ AON
- ✓ Aviva
- ✓ Legal & General
- ✓ M&G
- ✓ Mercer
- ✓ Natwest Cushon
- ✓ Nest
- ✓ Phoenix
- ✓ Scottish Widows
- ✓ Smart Pension

企業年金の投資行動の決定要素

- 企業年金の投資行動は、年金制度や会計基準だけで決定されていない。失敗を回避しようとする企業文化、人事評価制度、専門人材の有無など、さまざまな要素が積み重なって形成されており、その結果として過去の意思決定や組織慣行に影響されやすい「経路依存的」性格を有する



ありがとうございました

＜本資料に関する問い合わせ先＞

かもめリサーチ&コンサルティング株式会社

木須 貴司

takashi.kisu@kamomeresearch.com

ディスクレームー（免責事項）

本資料は、情報提供のみを目的として作成されたものであり、特定の金融商品の勧誘・推奨を意図したものではありません。

投資に関する最終的な意思決定は、ご自身の判断と責任において行っていただきますようお願いいたします。

本資料に記載された情報は、信頼できると判断した情報源に基づいて作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
市場環境や法令等の変更により、内容が変更される場合があります。
本資料の内容については、事前の予告なく変更または中止する場合があります。