# はじめに

　LDIとは、Liability Driven Investment の略であり、年金運用における負債を意識した運用戦略のことである。従来の運用戦略においては、年金資産のみに着目し、リスクを低減しつつ高収益を狙うものであった。これに対しLDIでは、期待収益率を高める点については従来の運用戦略と同様ながら、年金負債評価額の変動にマッチングさせた年金資産を保有することで、年金負債対比での年金資産額の変動の低減が試みられている。

このLDIは欧米で急速に広まったものであり、その主な要因として、各国の年金制度上の積立基準や企業会計規則において、時価に基づく評価が急速に進展したことが指摘されている。

デンマークの年金監督ルールでは、評価日時点のイールドカーブを用いて負債を計算する公正価値測定が2002年から導入された。また、オランダにおいても2007年から保険・年金分野で新財務規制（FTK：Financieel Toetsingskader）が導入され、スワップレートから算出された各年限の割引率を用いて負債を時価評価することになった。

　会計ルールの面では、英国で資産・負債の差額を遅延認識せずに貸借対照表で全額即時認識する会計ルール（FRS17：Financial Reporting Standard No.17）が2005年から導入された。国際会計基準（IAS19：International Accounting Standard No.19）も歩調を合わせ、同様の即時認識を認める選択肢を用意している。また、2006年末から適用されている米国の財務会計基準（FAS158：Financial Accounting Standard 158）では、数理計算上の差異だけでなく、過去勤務債務や会計基準変更時差異などを含むすべての年金遺産・債務の評価額の変動をそれが発生した期末の包括損益計算書や貸借対照表に認識することになった。

　これらの制度変更を受け、LDIが各国で広まっている。英国および米国の例を、＜＞、＜＞に示す。＜＞は監査、税務、アドバイサリー等を専門とするグローバルファームであるKPMGが、英国にてLDIの調査を行った結果を示したものである。ヘッジ対象となる負債の想定元本が2011年から2016年の5年間において倍増しており、日本円換算で（1ポンド≒150円）約60兆円から135兆円ほどと非常に大きな金額となっていることがわかる。また、＜＞は米国最大級の資産運用会社Vanguardによる米国のDBプランを持つプラン・スポンサー（母体企業）向けのアンケート調査の結果である。2015年に178の企業から回答を受けた結果、LDIを採用している企業が80%と2012年調査の68%から増加していることがわかる。

　日本においても、国際的な会計基準とのコンバージェンスを図る観点から、「退職給付に関する会計基準」および「退職給付に関する会計基準の適用指針」が2012年に公表され、平成25年4月1日以後開始する事業年度の末日から、「未認識数理計算上の差異」および「未認識過去勤務費用」を貸借対照表の純資産の部で「退職給付に係る調整累計額」として認識することとされた。また、国際的な会計基準との適合に向け、今後更なる法改正が行われる可能性も考えられる。

　これらの背景により、今後日本においてもLDIが発展を遂げることは想像に難くなく、第一生命は年金基金向けにLDIのコンセプトを用いた商品の第一弾として、2017年4月より「年金債務対応総合口」の販売を開始している。これは、顧客の資金をまとめて運用する合同口の商品となっており、標準的な企業年金の負債属性を前提とした商品設計となっている。しかしながら、年金基金によりそれぞれの持つ負債の特性は異なるため、現在、大口年金基金向けに個社カスタマイズ型LDI商品の開発を検討している。

　は、からの依頼を受け、この個社カスタマイズ型LDI商品に対し技術的なサポートを行っている。

ファンドセパレーションの話はどうする？？

本稿では、個社カスタマイズ型LDI商品の要となる、年金負債評価額の変動に対するヘッジ手法として、キーレート・デュレーション・マッチングを用いた負債ヘッジポートフォリオ構築手法についての検討を行う。

# LDIにおける負債ヘッジポートフォリオの整理