

# 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

## 《目次》

《上場企業の2011年度退職給付の状況 その2》 割引率、期待運用収益率と数理計算上の差異	P1
《有識者会議に関連して》 有識者会議の検討事項が確定給付企業年金に与える影響	P8
《海外年金制度の動向》 東南アジアの年金制度について (フィリピン・インドネシア・マレーシア)	P14
《海外年金制度の動向》 FTSE100社の退職給付制度の財務に与える影響(2012)	P18
《年金運用の“常識”を見直す》 リスク選好の季節変化の証拠と原因	P23
《データでみる年金》 中小企業退職金共済制度の現況	P26
《アドリブ経済時評》 自然の価値を金額で測る	P30

ホームページアドレス：<http://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/nenkin.html>

**2012年  
10月号**



三菱UFJ信託銀行

## 上場企業の2011年度退職給付の状況 その2

### ～割引率、期待運用収益率と数理計算上の差異～

#### 《要約》

利息費用と退職給付債務から逆算して割引率を算出すると、市場実勢と比べやや高めの水準となっている感があります。今般の会計基準改正で割引率の設定の考え方が変更されるため、新基準が適用されると割引率は現状の水準より低くなる可能性があります。

一方、過去10年程度の間には発生した数理計算上の差異は年金資産による部分（期待運用収益率と実際収益との差）がほとんどだったと考えられます。この数理計算上の差異の処理額は企業業績にも影響を与えるため注意が必要です。ただ、即時認識後は債務や資産の変動が企業価値に速やかに反映されるとすれば、過去のパフォーマンスが企業業績に与える影響については排除して考えるほうが適切な投資判断ができると考えられます。

今月も2011年度の上場企業の退職給付関連データを基にした考察です。割引率と期待運用収益率、さらに両者に関連して発生する数理計算上の差異について考えてみます。

#### 1. 会計数値に反映されている割引率の実態

退職給付債務の計算結果は割引率によって大きく変動するため、設定される割引率の水準は、収益や財政状態に大きな影響を与えることとなります。したがって、退職給付に関する会計数値において、割引率は重要な要素となります。

ある会計期間に使われる割引率は2つあります。当期の退職給付費用の構成要素となる勤務費用及び利息費用を算出する割引率と、期末の退職給付債務を計算する割引率の2つです。米国基準では、損益計算書に反映される割引率と貸借対照表に計上される退職給付債務（期末値）を算出した割引率の両方が開示されますが、日本基準では期末の退職給付債務を算出した割引率のみが開示されます。もっとも、分析上はこれで問題はありません。なぜなら前期末の退職給付債務の計算に使われた割引率が当期の勤務費用、利息費用を算出した割引率になっているからです。

なお、割引率は同一会社であっても退職一時金と企業年金の制度毎に、あるいは親子会社間で異なる数値を設定することがあり、このようなケースでは〇%～〇%というように幅を持たせた数値で開示されます。したがって、財務諸表の数値に反映されている実際の割引率の水準は別途検証することが必要です。ちなみに、前月号では2011年度の割引率について、平均1.92%、前年度は1.97%と記載しましたが、これは上記のように幅を持たせた開示をしている企業については下限値を用い、各社の割引率を単純平均した集計結果です。そのため、この数値は、実際に各企業が退職給付債務や勤務費用、利息費用を算出し

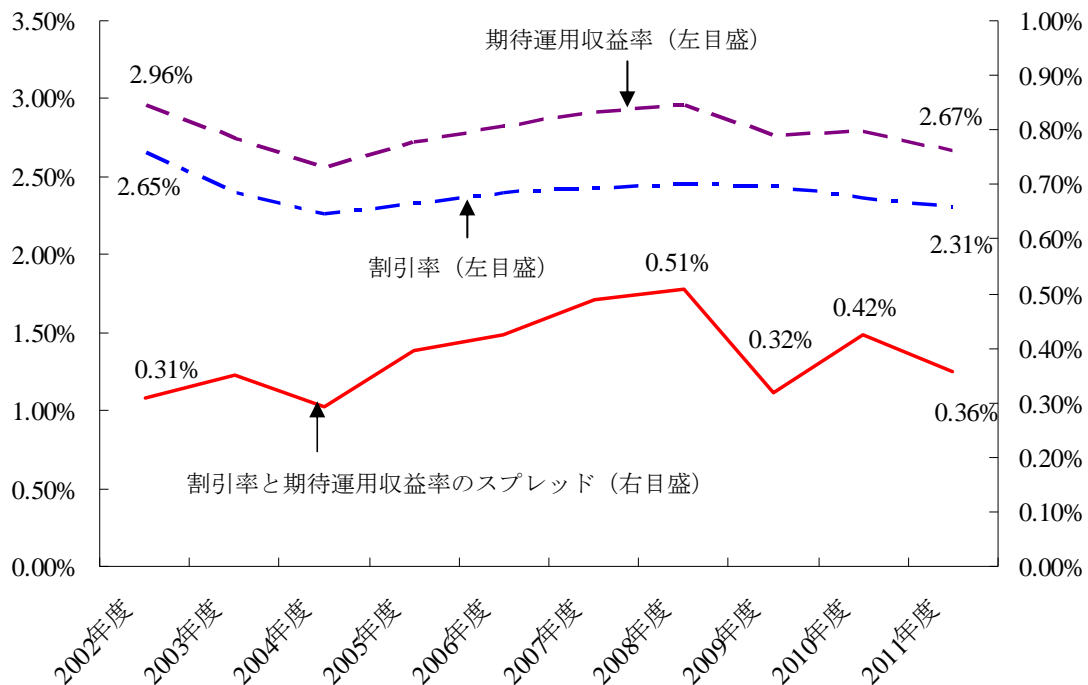
た割引率と完全に一致するわけではありません。

会計数値に実際に反映されている割引率の水準は、当期利息費用÷前期末（＝当期期首）退職給付債務で求められるはずですが、もともと利息費用は、「期首退職給付債務×割引率」で算出された額ですから、逆算で割引率を求めればよいわけですが、ただし、簡便法を利用している場合は利息費用を算出しないため、多少の誤差（＝利息費用が計算されない分だけ逆算で求められる割引率は低くなる）が発生する可能性があります。

第1図はその方法で、過去に遡って割引率と期待運用収益率を算出した結果です。ちなみに、簡便法では期待運用収益を算出しないことに加え、運用実績を反映した実際の年金資産を基に会計処理を行ないます。したがって、割引率同様、期待運用収益率においてもこの方法では誤差が発生することになります。

算出結果をみると、加重平均の割引率は2011年度で2.31%となっています。簡便法の影響による誤差は不明ですが、簡便法を採用する会社は小規模の企業であり、発生する誤差はさほど大きくないと考えてよいでしょう。また、退職給付債務には海外制度のそれも含まれるため一概には言えませんが、2.31%という水準（2010年度末の期末退職給付債務の割引率や2011年の利息費用を算出する割引率）は国内の金利水準と比較すると多少高めであるという印象があります。

（第1図）割引率と期待運用収益率の長期推移



（注）集計対象はPBO上位500社のうち、金融を除き、継続的に数値が入手できる396社（出所）日経デジタル・メディア社データを基に三菱UFJ信託銀行作成（以下、図表も同じ）

一方、割引率と期待運用収益率の差は、期待運用収益率が割引率を0.3~0.5%程度上回る水準で推移しています。2003年度から2006年度にかけては企業年金資産の平均収益率が期待運用収益率を上回る水準が続いたため（第2図参照）、期待運用収益率の水準が徐々に上昇し、両者のスプレッドは拡大しました。その後、企業年金の実績パフォーマンスが悪化するにつれ、期待運用収益率の水準が低下し、結果的にスプレッドがやや縮小するという動きになっています。

## 2. 新基準適用に伴う割引率、退職給付債務への影響

現在適用されている会計基準では、割引率は給付までの期間を勘案して設定することになっています。実務上は従業員の平均残存勤務期間を基準とすることが多いようですが。上記の考え方に基くと、年金制度では残存勤務期間だけでなく年金の支給期間を考慮して割引率を設定することも想定されます。その場合、従業員の平均残存勤務期間以上の期間に対応した割引率が設定されると考えられます。

ただ、新基準では給付の支払見込み期間と支払見込み期間毎の金額を反映した単一の加重平均割引率、あるいは退職給付の支払見込み期間毎に設定された割引率を使用することになっています。従来のように単に受給完了までの期間が長いからといって、その期間に対応した割引率を設定するという考え方ではなくなります。

例えば、20年の確定年金制度において、各年次に受給者が平均的に存在し、各受給者の年金額が同じとすれば、給付額と給付期間を勘案した平均残存期間は10年です。これまで従業員の平均残存期間を20年程度として割引率を設定していたのであれば、受給者部分については割引率の水準は大きく低下することになります。冒頭に指摘したとおり、現状では現役の従業員も受給者もともに2%を上回る割引率を用いているという事実があります。加重平均の割引率もしくは給付支払時期毎の複数の割引率で割引くことになる新基準では、計算結果は変わってくる可能性があります。

その影響の簡単なシミュレーション結果が第1表です。20年確定年金の制度で各年齢に同数の受給者が存在し、毎年100ずつ給付が発生するとします。上記のとおり、この場合、給付見込み額と支払いまでの期間を勘案した平均期間は10年となります。この加重平均の残存期間10年に対応する債券の利率で割引くケースと複数の割引率で割引くケースとを考えてみます。残存期間10年の債券（国債）の利率は平成24年8月末現在で0.83%であり、各年の給付支払い額を0.83%で割引いて算出される退職給付債務は1,836となります。一方、各年度に発生する給付を給付発生までの期間に対応した金利で割引く（複数割引率）と、算出される退職給付債務は1,784となります。この制度を、現在使われている平均的な割引率2.0%で算出すると1,635となります。割引率2.0%の算出結果と比べると、単一割引率の場合で12%、複数割引率で9%、退職給付債務は増加することになります。

現役従業員については残存期間が長くなる人も短くなる人も存在します。ただ、年齢の低い人は給付発生時期までの期間は長くなる一方で、給付発生見込み額自体は小さいはず

です。したがって、低年齢の加入者が極端に多くなければ、退職給付債務残高に占める割合が小さく、割引率が上昇してもその影響は相対的に少ないと考えられます。また、現在の金利水準は残存期間 30 年の国債利回りで 1.9% ですから、40 歳の従業員で年金支給期間を加味しても、現在設定している割引率の水準を低くしなければならない可能性があります。新基準適用時の金利が現状程度の水準だと、受給者の多い制度あるいは年金選択率の高い企業では割引率をより低く見積もることが必要となる可能性が高いと考えられます。

(第 1 表) 受給者に設定される割引率と退職給付債務の関係

給付終了までの 年数	給付額	割引額 (割引率 2.0%)	割引額 (割引率 0.83%)	複数割引率	
				当年度 割引率	割引額
1	100	98.0	99.2	0.10%	99.9
2	100	96.1	98.4	0.10%	99.8
3	100	94.2	97.6	0.10%	99.7
4	100	92.4	96.7	0.16%	99.4
5	100	90.6	96.0	0.24%	98.8
6	100	88.8	95.2	0.35%	98.0
7	100	87.1	94.4	0.47%	96.8
8	100	85.3	93.6	0.60%	95.3
9	100	83.7	92.8	0.73%	93.7
10	100	82.0	92.1	0.84%	92.0
11	100	80.4	91.3	0.94%	90.2
12	100	78.8	90.6	1.04%	88.3
13	100	77.3	89.8	1.15%	86.2
14	100	75.8	89.1	1.25%	84.0
15	100	74.3	88.3	1.35%	81.7
16	100	72.8	87.6	1.41%	79.9
17	100	71.4	86.9	1.47%	78.0
18	100	70.0	86.2	1.53%	76.1
19	100	68.6	85.5	1.59%	74.1
20	100	67.3	84.8	1.65%	72.1
合計	2000	1635.1	1835.8		1783.9

### 3. 数理計算上の差異の処理に関する考察

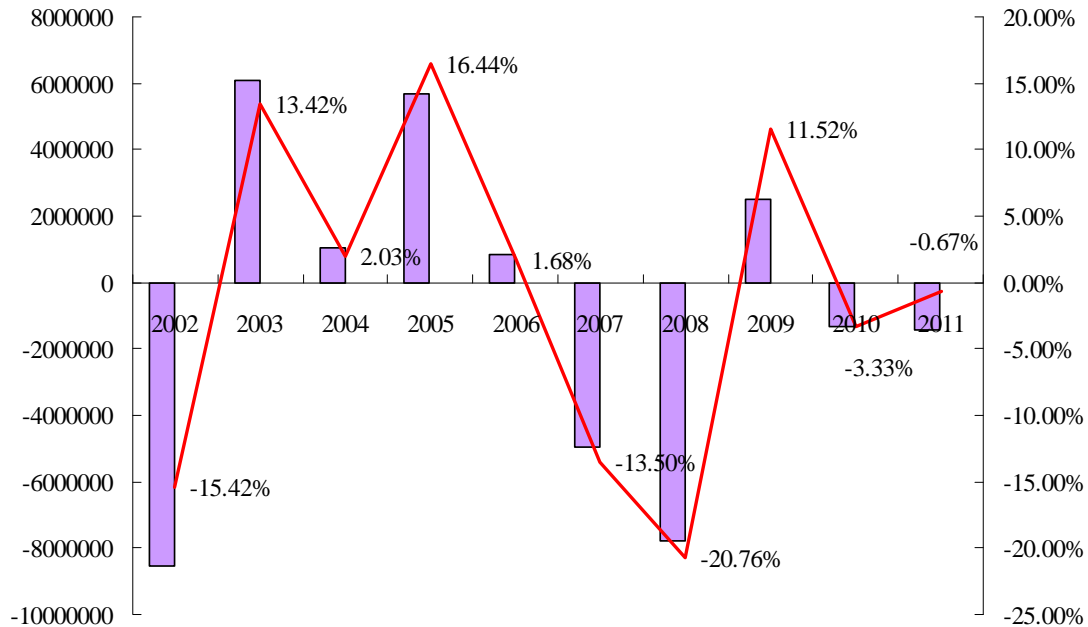
長期推移を見る限り、割引率はこの間大きく変動していません。したがって、この間に発生した数理計算上の差異は、もっぱら年金資産の時価変動によるものと考えられます。

第 2 図で期待運用収益率（上記の逆算で求めた数値）と企業年金連合会調べの企業年金の平均的なパフォーマンスとの差と数理計算上の差異の当期発生額の推移を比較していますが、きれいな相関をみてとることができます。また、期待運用収益率と実際の運用パフォーマンスとの差をみると、10 年間のうち 6 回は 10% を超す差異となっており、発生する

差額はプラスであれマイナスであれ、決して小さくない額であったこともわかります。

(第2図) 実際の収益率と期待運用収益率のスプレッドと発生した数理計算上の差異

(単位：百万円)



(注) 実際のパフォーマンスは企業年金連合会 HP 掲載の企業年金平均パフォーマンス

日本基準では、発生した数理計算上の差異を一定期間で損益へ反映するため、数理計算上の差異の処理額が損益に与える影響はある程度平準化されます。とはいえ、数理計算上の差異の費用処理額が退職給付費用の変動については利益の増減へ少なからず影響を与えていることは事実ですし、企業活動とは無関係に定期的に償却されるため、企業活動の実態を判断するうえでは注意が必要です。

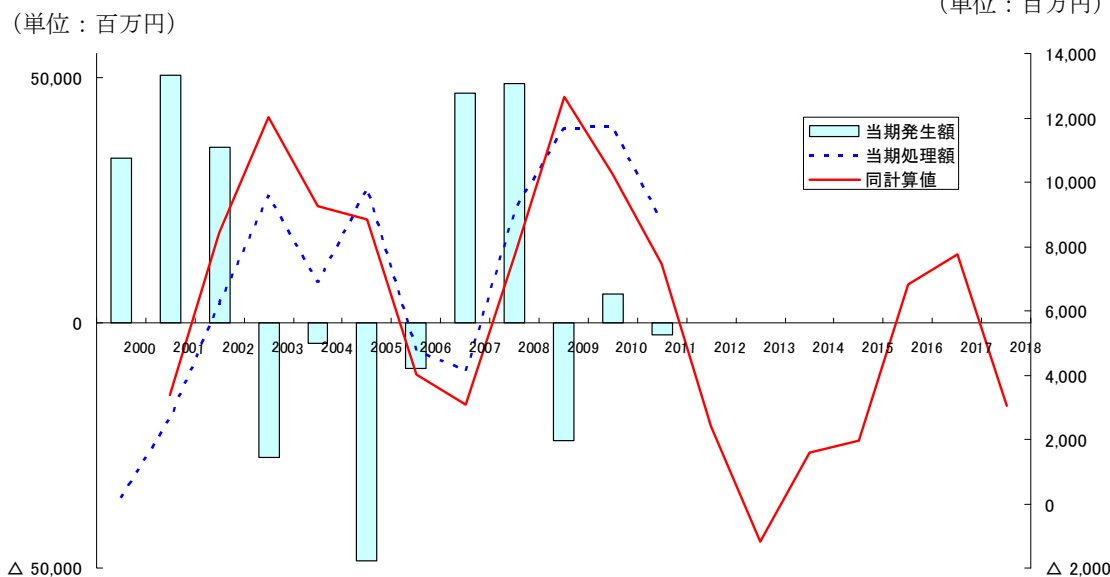
第3図は、ある会社の過去の数理計算上の差異の発生額と各年度の実際の処理額及び計算上の処理額（各年度の発生額を処理年数で割り、発生年度毎の処理額を算出し、それを合計したもので、既に発生した額に基づき今後の処理見込額も算出）を図示したものです。計算値と実績値が乖離するのは、実績値には制度終了時の数理計算上の差異の一括償却（代行返上やDC移行など）や連結会社の異動等が反映されるためです。この会社の場合、2000年代前半にやや乖離がみられたものの、その後は計算値と実績値はほぼ一致しています。

今後の処理額をみると、2012～2013年度は収益にプラスの影響（処理額の減少）を与え、その後は収益にマイナスの影響（処理額の増加）を与えるという結果がでています。同社は発生した数理計算上の差異を10年で処理するため、3年連続マイナスとなった2000年～2002年にかけての低調なパフォーマンスの影響が2012～2013年に向け一巡し、その後は2004年以降の好パフォーマンスの影響が反映されなくなることがその背景です。つまり、

本業の企業活動に関わらず、この処理額が企業業績に影響を与えることになります。なお、同社の営業利益は毎年かなり変動しますが、過去 10 年間では平均すると 1000 億円程度であり、数理計算上の差異の処理額が毎年数十億円変動すれば相応のインパクトがあると言えます。

こうした状況については、過去に遡って詳細分析を行えば事前に掴むことが可能です。逆に言えば、過去に遡って詳細な分析を行わなければ、今後の業績に少なからず影響を与える事項を見逃してしまうことになります。投資の判断を行う際には、本業の活動とは直接関係のない過去の運用パフォーマンスの影響を受けて企業業績が変動していることを認識しておく必要があります。

(第 3 図) ある企業の数理計算上の差異の当期発生額と処理額



数理計算上の差異の費用処理は、発生した数理計算上の差異が従業員の平均残存勤務年数で実現していくとみなして費用配分するという発想です。これと同じように、その後の期間に費用を規則的に配分する会計処理はこの他にもあり、その 1 つに減価償却があります。減価償却の場合は、すでに確定している取得額を当該設備の耐用年数に応じて各期に費用配分するものであり、それによって適正な期間損益の算出が可能になるという考え方には十分な説得力があります。これに対して、発生した数理計算上の差異は確定した損益ではなく、あくまでも評価損益であり、その後も変動を続けるという性格があります。また、現役従業員だけでなく受給者が存在し、制度全体で資産運用が行なわれている実態等を考えると、従業員の平均残存勤務年数で損益が実現していくとみなすことが合理的な方法であるかという問題もあります。上記で示したとおり、不規則な費用の増減は本業の活動とは無関係に発生するため、かえって適正な損益計算を妨げるのではないかという疑義も残ります。したがって、投資判断にあたっては、この収益変動をどう考慮するかを整理

することは重要です。

退職給付制度の債務、資産の時価変動は企業価値（時価総額）には影響を与えますが、企業の付加価値獲得能力には影響を与えません。これは、債務、負債の変動は、その後のキャッシュ・フローの獲得能力（キャッシュ・インフロー）を変化させることはないものの、キャッシュ・アウトフローは給付や掛金負担分だけ増減し、株主に帰属するキャッシュ・フローに影響を与えるということです。問題は会計数値を通じて、この事実が企業価値にどのように織り込まれるかです。

今般の会計基準の改定では、その他の包括利益を通じて時価変動は貸借対照表に即時に反映されることになりました。したがって、基準改定後は会計数値の変動を通じて、債務、資産の時価変動の影響は速やかに企業価値に織り込まれると考えることが常識的だと思います（市場が効率的（注）であると考えるのであれば、これまでの会計基準でも発生した数理計算上の差異は開示されていたため、企業価値には織り込まれていたと考えることができます）。だとすれば、過去のパフォーマンスに伴う収益変動の影響は排除して考えることが的確な投資判断につながるようになります。なぜなら、株主に帰属するキャッシュ・フロー減少の影響が、すでに企業価値に織り込まれているのであれば、キャッシュ・インフローの獲得能力に注目すればよいからです。

（注）情報が株価等の価格に反映されるのが効率的な市場。完全に効率的な市場では、あらゆる情報を瞬時に織り込んで株価等が形成されるため、情報格差で利益を得ることはできないと考えます。

年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野正徳



## 有識者会議に関連して

### ～有識者会議の検討事項が確定給付企業年金に与える影響～

#### 《要約》

いわゆる“有識者会議”では、厚生年金基金について議論されましたが、運用規制の問題や財政運営に関しては、少なからず確定給付企業年金にも影響を与えると思われます。

代行を行なわない確定給付企業年金では運用規制は馴染まないという考えが示されましたが、資産運用リスクの管理という観点では共通すると考えられます。財政運営に関しては、検討事項がすでに意見募集という形で反映されています。具体的には予定利率引下げを促進する措置（最長償却期間の引上げ）や給付減額基準の明確化などです。

「厚生年金基金等の資産運用・財政運営に関する有識者会議（以下「有識者会議」という）」は、資産運用の手法の多様化・複雑化、金融市場のボラティリティ増加、代行割れ基金の増加等の様々な問題点を検討するため、平成24年4月13日から平成24年6月29日までの約2ヶ月間にわたり計8回開催されました。

有識者会議の議論の行方については各種報道等により案内されていますが、もともと厚生年金基金のための会議であったこともあり、確定給付企業年金に対する影響という観点から言及されることは多くありません。そこで本稿では有識者会議での検討事項が確定給付企業年金に与える影響を整理することにします。

有識者会議における主要論点は以下の3点が挙げられます。具体的には、①運用規制の在り方、②財政運営の在り方、③厚生年金基金制度等の在り方、です。

「運用規制の在り方」以外の、「財政運営の在り方」及び「厚生年金基金制度等の在り方」の一部については、確定給付企業年金へも影響を与えると思われますので、今回、その概要をご案内します。なお、「運用規制の在り方」に関しては、法令等の改正対象が厚生年金基金に限定されるため、確定給付企業年金への実務上の影響はありません。ただ、法令等の改正の考え方は確定給付企業年金にも通じるとされるため、以下では当該部分も含めご案内することとします。

#### 1. 運用規制の在り方について

運用規制の対象については厚生年金基金に限定しています。AIJ投資顧問の被害を受けた制度は厚生年金基金だけにとどまりませんが、結果的に規制の対象は異なるものとなっています。その理由は代行部分の有無であると考えられます。代行部分がある厚生年金基金の場合、解散時の年金資産が代行部分の債務である最低責任準備金に満たなければ、当該不足部分を厚生年金本体から補填することが必要になる可能性があります。そうしたリス

クがある以上、年金資産運用において規制強化が必要であるというものです。一方、代行部分を持たない確定給付企業年金は、労使自治のもと運営されるべきであり、規制強化の対象とはしないという整理がされたものと思われま

具体的運用規制の在り方ですが、主な検討項目は以下の3点とされました。

- (1) 受託者責任の明確化
- (2) 基金の資産管理運用体制の強化
- (3) 外部の専門家等による支援体制や行政等による事後チェックの強化

(第1図) 有識者会議報告における資産運用規制の在り方

検討項目		改定の方向性
受託者責任の明確化	分散投資の徹底	・政策アセットミックスの策定義務化・運用基本方針の届出義務化等
	忠実義務の徹底	・役職員の職務に関する倫理規程を制定
基金の資産管理運用体制の強化	運用受託機関の選任・評価	・運用ガイドラインへの追加「定性評価における投資方針」「組織・人材、運用プロセス等に関する着眼点」「オルタナティブ商品選定時に運用受託機関へ説明を求めべき事項」など
	基金のガバナンス・情報開示	・代議員会等に説明すべき事項の例示を運用ガイドラインに追加 ・基金の監事監査規程を修正(監査におけるチェックリストに改定後のガイドラインの内容を反映) ・監査結果等について代議員会への報告を義務化
	資産管理運用業務に携わる役職員の資質向上	・連合会等の研修受講を義務化し、代議員会等にその取組状況を報告する等、積極的な取組みを促す
外部の専門家等による支援体制や行政等による事後チェックの強化	資産運用委員会	・資産管理運用業務に関連する専門的知識・経験を有する者を構成員に加えることを努力義務化 ・資産運用委員会の議事等の概要を代議員会へ報告、事業主や加入員等にも周知する
	運用コンサルタント	・今後は金融商品取引業法上の投資助言・代理業者の登録を行っていることを契約の要件とし、他の運用受託機関との関係で利益相反がないかどうかについて確認
	行政による事後チェックの強化	・厚労省が策定する監査要綱を見直して改定後のガイドラインの内容を反映したチェックリストを作成 ・基金は監査結果を代議員会へ報告することとし、今後の基金の資産管理運用業務に適切に反映

「受託者責任の明確化」には“分散投資の徹底”と“忠実義務の徹底”が検討項目として掲げられており、“分散投資の徹底”には政策的資産構成割合(政策アセットミックス)の策定義務化等が盛り込まれました(第1図)。もちろん、政策アセットミックスは策定すれば良いというものではなく、策定した政策アセットミックスに基づく運用・モニタリング・評価を行い、運用リスク管理を強化することが重要であると考えます。

「基金の資産管理運用体制の強化」には“運用受託機関の選任・評価”、“基金のガバナンス・情報開示”、“資産管理運用業務に携わる役職員の資質向上”が検討項目として掲げられました(第1図)。役職員の資質向上については、一部委員から運用執行理事は証券アナリスト等の運用関連資格や一定の実務経験を必要とすべきとの意見がありましたが、役職員が資産運用のプロとなる必要はなく、運用受託機関の選択においてプロであればよいという意見が多数を占めました。こうした議論を通じて、運用受託機関の定量評価においては、リターン水準だけでなく、リスクに照らした評価が必要であることが明示されました。また、定性評価について具体的なチェック項目が詳細に示される等、その重要性が強調されました。

「外部の専門家等による支援体制や行政等による事後チェックの強化」には“資産運用委員会”、“運用コンサルタント”、“行政による事後チェックの強化”が検討項目とされまし

た（第1図）。“資産運用委員会”については、資産管理運用業務に関連する専門的知識・経験を有する者を構成員に加えることを努力義務化する旨が盛り込まれましたが、この専門的知識・経験を有する者が具体的にどのような者を指すのかは盛り込まれませんでした。

なお、上記内容に沿う形で運用ガイドライン（通知）等の見直しが平成24年9月26日付で実施されました。

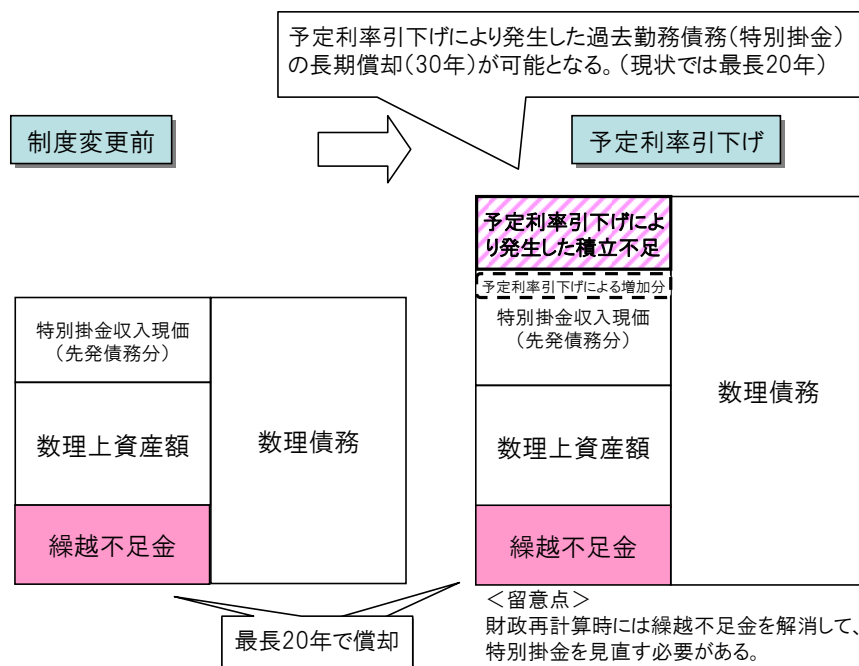
## 2. 財政運営の在り方について

財政運営の在り方に関する検討項目は確定給付企業年金にも影響すると考えられますが、当該部分については平成24年9月26日付で省令通知が改定されました。新たに導入または変更される部分は以下の2点となります。

- (1) 予定利率の引下げを促進する措置の導入
- (2) 給付減額基準の明確化等の変更

「予定利率の引下げを促進する措置の導入」は、予定利率の引下げにより発生した積立不足を最長30年間で償却することを可能とするものです。現行法令では最長の償却期間は20年ですから、予定利率を引下げた際の特別掛金の上昇を抑制することが可能となります。ちなみに予定利率3%の場合、30年償却の特別掛金は20年償却に比べ約20%低く算出され、掛金負担の増加抑制につながります。

### （第2図） 予定利率引下げと償却期間長期化のイメージ



ただ、留意すべきポイントが3点あります。具体的には、①予定利率を引き下げると標準掛金も上昇すること、②予定利率引下げ前に繰越不足金がある場合は、当該繰越不足金は現行通り、最長20年の償却期間の範囲内で償却する必要があること、③特別掛金の償却方法が定率償却の場合は当該措置は適用されないこと、です。ちなみに、定率償却は財政決算時の積立不足に対して一定率を償却する方法であり、そもそも償却期間という考え方が馴染まないうえ、定率償却を採用しているケースも少ないため、今回の措置では対象外とされたものと思われます。

「給付減額基準の明確化等の変更」は、以下のような影響が考えられます。

#### ①給付減額の理由要件の一本化と明確化

給付減額を行う際には一定の理由（理由要件）を満たした上で加入者等の同意を得る（手続要件）必要がありますが、この理由要件の一部が統合されました。理由要件には（ア）会社の労働協約等の変更による給付減額、（イ）確定拠出年金への移行に伴う給付減額、（ウ）経営状況の著しい悪化による給付減額、（エ）給付減額をしなければ掛金負担が困難となることを見込まれるために行う給付減額、等がありますが、前記の（ウ）と（エ）が統合され一本化されました。ただ、これは、従来の趣旨が大きく変更されたものではありません。

もともと、その内容は一部緩和されています。具体的には、従来は前記（エ）の理由による給付減額の際には「直近の給付水準の変更から5年以上経過していること」という付帯条件が付されていましたが、今回の変更で「直近の給付改善の規約変更から5年以上経過していること」とされています。つまり、従来は（エ）の理由で給付減額を行う場合は直近の給付減額から5年以上経過している必要がありましたが、「直近の給付改善」からに変更されたため、給付改善が行われていなければ5年以内の給付減額が可能となります。

また、従来は前記の理由要件を満たすための判断基準は厚生労働省の内規で定められ、オープンにされていませんでしたが、今回の変更で明示されました。具体的には、以下のいずれかに該当すれば「給付設計の変更をしなければ掛金負担が困難になる等、給付設計の変更がやむを得ない」と判断されるとのことです。

- (i) 過去5年間の過半数以上の期において当期利益が赤字であること  
(複数事業主制度の場合は全事業所の概ね5割以上がこれに該当)
- (ii) 給付減額をしない場合の掛金増額が当期利益の過去5年程度の平均の概ね1割以上であること  
(複数事業主制度の場合は全事業所の概ね2割以上がこれに該当)

なお、受給権者等に対して給付減額を行う場合には前記の「ア. 会社の労働協約等の変更による給付減額」や、「イ. 確定拠出年金への移行に伴う給付減額」等の減額理由は適用できないため、上記の基準をクリアする必要があることに留意が必要です。

#### ②新たな減額選択肢の追加（緩和措置）

現行の給付に対して減額となる新たな給付の選択肢を追加する場合（15年保証終身年金

に5年確定年金の選択肢を追加するなど)、従来は追加する選択肢が現行の給付に対して等価以上とするよう行政指導が行われていました。

しかし、今回の変更で追加する選択肢は等価以上である必要はなくなりました。通知では、新たな給付の選択肢を追加する場合で、数理計算上において給付減額に該当しない場合(変更前後の総給付現価が減少しない、一部の加入者または受給権者等の変更前後の給付現価が減少しない、各加入者または受給権者等の変更前後の最低積立基準額が減少しない)には給付減額としない旨が明示されました。通常、数理計算においては最も高いコストとなる選択肢が選択される前提で計算するため、現行の給付よりコストが低い選択肢を追加しても結果的には給付減額に該当しない取扱いになります。

もっとも、数理計算において新たに追加する減額選択肢が一定程度選択されるという前提で数理計算を行うのであれば給付減額となることに留意が必要です。また、コストの低い選択肢を追加しても、数理計算で追加する選択肢の選択を見込まなければ掛金の抑制には繋がりません。掛金の抑制につながるのは、追加した選択肢が実際に選択され、以後の財政決算で差益要因になる場合に限られます。

#### ③受給者減額時の一時金選択肢の追加(バリエーションの追加)

従来より受給権者等の給付減額を行う場合には、受給権者等が希望すれば減額部分等の最低積立基準額を一時金として給付する選択肢を提示する必要があり、この要件が受給権者等の給付減額を行う上でひとつのネックとなっていました。つまり、給付減額の同意を取り付けたとしても、受給権者等が希望すれば最低積立基準額を一時金として給付しなければならず、年金資産の流出・更なる財政悪化に繋がる可能性があるからです。

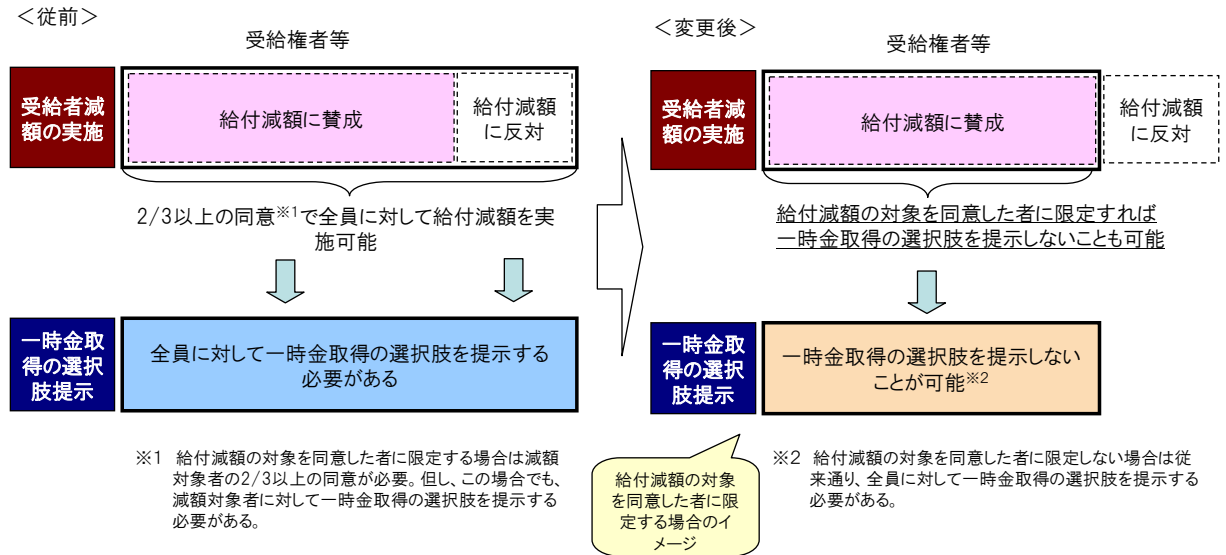
今回、一時金受給を希望する者へ提示する選択肢に「給付利率で算定した給付現価」、「選択一時金」を追加できることとなりました。ただ、あくまで“追加”であり、最低積立基準額を選択肢を除外することはできません。したがって、最低積立基準額を受給権者等が選択してしまえば従来と同じ結果となるため、実質的な効果は望めないともいえます。ちなみに、弊社では上記の最低積立基準額を選択肢付与要件について、信託協会を通じて行政宛に一定の受給権の保護を前提とした廃止について要望しています。当該要件の存廃については、今秋以降の社会保障審議会年金部会等において検討されると考えられます。

#### ④減額対象者の全員が給付減額に同意している場合の取扱い

上記の最低積立基準額を選択肢付与要件ですが、選択肢を提示しなくて済む例外が1つだけ設けられました。それは、「給付減額対象者の全員が給付減額に同意している場合に限り、一時金の選択肢を不要」とするものです。実際は、多数の給付減額対象者が存在する場合にその全員から給付減額の同意を取り付けることは非常に困難なことです。ただし、「給付減額の対象者を減額同意者に限定する」ことにより、「給付減額対象者の全員が給付減額に同意している場合」とすることは可能です。もっとも、この場合は給付減額の対象

を同意者に限定するため、給付減額の効果が薄れることに留意が必要です。

(第3図) 受給者減額の取扱い



3. 厚生年金基金制度等の在り方

最後に、厚生年金基金制度等の在り方については、有識者会議報告において、厚生年金基金制度の存廃や最低責任準備金の算出方法、特例解散制度の在り方等の厚生年金基金制度の根幹に係わる部分について一定程度は方向性が示されているものの、詳細は今秋以降の社会保障審議会年金部会において検討される見込みとされています。

確定給付企業年金に関係する可能性がある検討項目は、中小企業の企業年金の在り方の中で給付設計の弾力化や制度運営コストの低減を図るための規制緩和等の検討が必要とされています。これらの点も今秋以降の社会保障審議会年金部会において検討される見込みで、議論の行方を注視してゆく必要があるでしょう。

年金コンサルティング部 リサーチグループ 野田 彰一

## 海外年金制度の動向

### ～東南アジアの年金制度について～ (フィリピン・インドネシア・マレーシア)

#### 《要約》

東南アジアは人口が多く、生産拠点としてだけでなく市場としても魅力があるため日本企業が多く進出しています。年金制度は公的年金が中心で、公務員年金の他、民間労働者には、日本の厚生年金のように労使双方が拠出する仕組みとなっています。年金資金は、設備投資などを通じて産業基盤の整備などに使われています。

一方、伝統的に家族扶養が重視されていることもあり、私的年金はあまり発達していませんでした。しかし、経済成長に伴う生活水準の向上につれて、公的年金だけでは老後資金が不足するとの認識が高まりつつあり、労使拠出による企業年金や任意の積立制度の導入・拡充の動きがあります。

本誌では、過去、東南アジアの主要国の年金制度のうち、シンガポール、タイの年金制度をご紹介します（注）。東南アジア諸国は、人口が多いため豊富な労働力が期待できる生産拠点として活用でき、さらに経済成長率が高く市場としても有望であること、などが特徴点として挙げられます。年金制度は、労使拠出による公的年金が中心です。

本号では、家族扶養の慣習が残り、海外で働く人が多いフィリピン、人口が多くイスラム教国であるインドネシア、アジアの国に多く導入されているプロビデント・ファンド（強制的に労使が拠出し、老後資金の積立をする制度）を持つマレーシアの年金制度についてご紹介します。

（注）三菱UFJ年金情報2007年1月号「シンガポールの年金制度について」、2008年10月号「台湾・タイの年金制度について」をご参照

#### 1. フィリピン

人口は、9,401万人（2010年）。65歳以上の労働力人口比率は、7.7%とアジアの中でも低く、一方、出生率はアジアの中でも高いため（2010年3.1）、年齢構成が若い国といえます。経済成長率は7.6%（2010年）と今回ご紹介する3カ国の中で最も高くなっています（2011年）。多くの労働者が海外にいるため、諸外国との社会保障協定締結には積極的です。日本とは、協定締結のため、お互いの社会保障制度の情報を交換する予備協議中です。



### (1) 公的年金

年金や健康保険といった社会保険制度は政府関係機関によって運営され、主な公的年金制度として民間企業等で勤務する者を対象にする制度と公務員を対象とした制度があります。前者は、社会保障機構 (Social Security System, 以下、SSS という)、後者は公務員保険機構 (Government Service Insurance System, 以下、GSIS という) が運営しています。

加入対象は、60歳以下の被用者および月収1,000ペソ (1ペソ=1.88円) 以上の自営業者で、海外で働くフィリピン人、配偶者は任意加入です。SSSからの年金給付は、退職年金、遺族年金、障害年金からなります。退職年金は、保険料を120カ月以上納付した60歳以上の退職者に支給され、120カ月に満たない場合は、保険料の元利合計 (年利6%) を一時金で支給します。65歳以上になれば、在職していても120カ月の納付要件が満たされていれば年金が支給されます。

年金給付は以下の3通りの内、最も高い額が支給されます。(A: 平均報酬月額: 退職前60カ月の単純平均または全加入期間の単純平均の高い方)

a.  $300 \text{ ペソ} + 0.2 \times A + 0.02 \times A \times (\text{加入期間が10年を超える年数})$

b.  $0.4 \times A$

c. 加入期間が10年以上20年未満の場合: 1,200ペソ、20年以上の場合: 2,400ペソ

毎年12月にボーナスとして1か月分の年金を加算し、遺族年金、障害年金は36カ月以上の保険料納付で受給が可能です。給付額は、退職年金と同様です。

拠出金は、事業主が月収の3.33%、被用者が7.07%を負担、自営業者は10.4%全体を負担します。標準報酬は、上限15,000ペソ、下限1,000ペソで29段階あります。

### (2) 私的年金

2階部分に、労働者退職金という一時金制度があります。60歳に達し、5年以上勤務した従業員には、勤続年数1年あたり最低1/2ヶ月分の給与に相当する退職金を支払う必要があります。企業年金、個人年金は大企業や一部の高所得者層のみで、家族による扶養の伝統が強いようです。

## 2. インドネシア

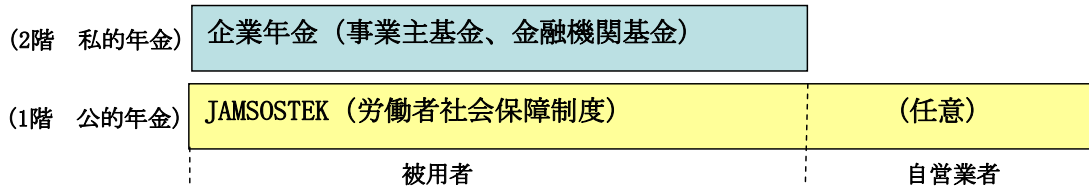
人口は、2億3760万人 (2010年)。65歳以上の労働力人口比率は、11.3%と3カ国の中で最も高く、出生率は比較的 low (2010年2.1)、今後、高齢化が急速に進むと予想されています。資源も豊かで、経済成長率は6.5% (2011年) と高く、今後の成長が期待されます。人口の9割はイスラム教徒の国で独特の文化を持っています。

### (1) 公的年金

全国民を対象とした社会保障制度はなく、職業により異なる制度となっています。つまり、労働者向けには労働者社会保障制度 (JAMSOSTEK)、他に公務員年金保険 (TASPEN)、軍人社会保険 (ASABRI) と様々です。2011年10月に社会保障制度を統一し、全国民を対象とした制度にするため、社会保障実施機関法案が国会で可決し、施行に向けた準備が進む予定です。







公的年金である労働者社会保障制度の運営は、国営企業のPT.JAMSOSTEK社が行います。従業員10人以上の企業または月100万ルピア（約1万円、1ルピア=0.01円）以上の賃金を支払う企業は強制加入ですが、保険料未納が多いようです。

老齢給付は、個人勘定のある確定拠出型で、引き出しは老齢時（55歳以上）、障害、死亡、離職時、国外移住などの際に認められます。給付内容は、一時金または5年以内の有期年金もしくはその組み合わせです。55歳以前での引き出しのためには、5年以上の拠出が必要で、口座残高が一定額以下、老齢、障害以外の事由の場合は、一時金以外の選択はありません。

財源は、拠出金と積立金の運用益のみで国庫負担はありません。拠出率は、事業主3.7%、被用者2.0%と事業主負担の割合が高くなっています。労働移住省が行政監督を行っていますが、2004年4月には、外国人に対して労働者社会保障制度への加入が義務付けられました。12月にはこれを緩和し、同様の社会保障に加入している外国人には加入が免除されることになりました。

## (2) 私的年金

企業年金として労使拠出による事業主基金と金融機関基金があります。前者は、単一企業や金融機関に委託して設立し、DB制度とDC制度を提供しています。国営企業が多く、DB制度が主力です。後者は、DC制度のみを提供しています。民間の銀行や保険会社が運営しています。企業年金の導入は、一部の企業に限られており、労働力人口の3%未満と言われますが、大企業や外資系企業を中心に徐々に普及しているようです。

## 3. マレーシア

人口は、2,840万人（2010年）。65歳以上の労働力人口比率は、7.3%とアジアの中で低く、年齢構成が比較的若い国といえます。経済成長率は、5.1%（2011年）とアジア主要国の中で中程度の高さです。55歳が一般的である民間の定年年齢を見直して、業界ごとの交渉で、60歳に延ばす動きがあります。

### (1) 公的年金

社会保険制度は、民間被用者、公務員を対象とする制度が並存しています。



公的年金では、民間被用者は従業員積立基金 (Employees Provident Fund :EPF) に加入し、外国人は加入が任意です。公務員でも自己の選択により加入可能です。1991 年従業員積立基金法に基づき運営され、財務省が所管します。財源は事業主が 13%、被用者が 8%を拠出 (2012 年 2 月～) し、自営業者は任意拠出です。確定拠出型で配当とあわせ支給されます。2 つの個人貯蓄口座があり、第一口座は拠出・配当額の 70%が積み立てられ、第二口座は残りの 30%が積み立てられます。前者は退職時のためのもので、55 歳時の選択で一時払い、毎月均等払いまたはその組み合わせでの給付が可能です。残高が 5 万リンギット (1 リンギット=25.44 円) 以上の場合、それを超える分の 20%は自己による資金運用が可能です。第二口座は、住宅購入、教育、医療等に使われます。

これまでの取り組みとして、積立の促進と一時金払いにより短期に積立金が消費されることを防ぐため、引き出し方法の多様化 (一括または分割)、資金運用の制限 (一部を加入者が運用可)、拠出期間の延長 (55 歳以降の拠出を義務化) などの見直しが行われました。

## (2) 私的年金

大企業や外資系企業を中心に私的年金が存在していましたが、2012 年 7 月から EPF を補完するものとして、税制優遇のある新しい企業年金 (Private Retirement Scheme: PRS) が始まりました。この制度は、老後資金積立が目的で、確定拠出型で任意加入、事業主の拠出も可能です。ロイター社のニュースによると、2020 年には 730 億リンギットの資産規模になると予想されています (EPF の資産は 4,885 億リンギット、2012 年 3 月末現在)。受託機関として、金融機関 8 社が政府から指定されており、本年 9 月には実際に始まるようです。

ここまで 3 カ国の公的年金制度を中心に見てきましたが、経済成長の原資となる強制の公的年金から、それを補完し老後の生活資金となるように、私的年金の充実が求められており、企業年金の普及が予想されます。

以上

年金コンサルティング部 リサーチグループ 遠藤忠彦

### <主な参考資料>

- 厚生労働省 「2010～2011 年 海外情勢報告」 (2012 年 5 月)  
<http://www.mhlw.go.jp/wp/hakusyo/kaigai/12/>
- 年金シニアプラン総合研究機構 HP 「世界の年金情報」 (2012 年 4 月)  
<http://www.nensoken.or.jp/>
- JETRO (日本貿易振興機構) HP <http://www.jetro.go.jp/indexj.html>



## 海外年金制度の動向

### ～FTSE100 社の退職給付制度の財務にあたる影響（2012）～

#### 《要約》

英国のコンサルティング会社 Lane Clark Peacock 社による FTSE100 社の 2011 年度財務報告書に基づく退職給付制度の影響に関する調査が公表されました。

当該調査によると、FTSE100 社は 2011 年度中に 169 億ポンドの掛金を支払ったにも関わらず、積立不足は 400 億ポンドにも上るようです。また、IAS19 号改正に伴う純利益への影響も大きいようです。

また、DB 制度の閉鎖・凍結やインフレ・長寿化といったリスクをヘッジする保険商品の購入など、企業の財務リスク軽減への取組みは益々活発化しているようです。

2012 年 7 月に英国のコンサルティング会社 Lane Clark Peacock 社から、FTSE100 社を対象とした退職給付に関する調査報告書「Accounting for Pensions 2012」が公表されました。

この調査は、同社が企業の財務報告書に基づいて分析を行なったもので、FTSE100 社のうち、財務上重要な給付建制度を持たない 17 社を除いた、83 社の 2011 年度財務報告書の開示情報を使用しています（2010 年度財務報告書に基づく分析は三菱 UFJ 年金情報 2011 年 10 月号でご紹介しています）。

公表された財務報告書に基づく調査のため、一定の限界はありますが、英国主要企業の退職給付に関する財務状況や対応方針などを知る上で興味深い資料です。

#### 1. 英国における給付建制度の状況

英国では伝統的な給付建制度（「年金額＝最終給与×1/60×加入年数」、給与にベア等を反映）の減少が進んでいます。2011 年度中に、Royal Dutch Shell が最終給与比例給付建制度を、BAE Systems はハイブリッド制度（最終給与比例給付建制度＋拠出建制度）をそれぞれ閉鎖（新入社員には適用しない）し、FTSE100 社で最終給与比例給付建制度を閉鎖・凍結（既存従業員に対して受給権を発生させない）せずに維持している企業は皆無となったようです。

また、給付建制度を閉鎖した企業による凍結の動きも続いており、Kingfisher、Severn Trent、Inter Continental Hotels Group の 3 社が 2012 年 1 月から制度を凍結することを表明しており、Inter Continental Hotels Group は凍結による利益が 28 百万ポンド（約 35 億円：£1＝125 円で換算、以下同様）に上る模様です。

閉鎖・凍結以外にも、閉鎖された最終給与比例制度を全期間平均給与比例制度への切替、年金額算定給与の上限設定、キャッシュバランス制度への切替、などの動きがあります。

給付建制度を閉鎖・凍結した後は拠出建制度が導入されますが、その場合、従業員が長寿リスク・市場リスクなどを全て負担することになります。このような傾向に対して、英国政府は「Defined Ambition Plan」という名称のハイブリッド制度の導入を提唱しています。詳細な説明はありませんが「事業主と従業員が退職給付制度の維持にかかるリスクを分担する制度」と定義されています。

2013年からMorrisons社は、ア) 企業は予め定められた基準で従業員の勤務期間に応じて退職時の一時金額を約束、イ) 従業員は支払われた金額を元に年金保険を購入する、という「Cash-Balance Plan」を導入することを公表していますが、この制度は「Defined Ambition Plan」に該当するという事です。この制度におけるリスク分担は、積立段階における運用リスク等は事業主が、受給段階における年金化リスクを従業員が、それぞれ負うこととなります。

## 2. 給付建制度の積立状況

退職給付に関する国際会計基準IAS19号ベースでの2012年5月末の財務状況は、退職給付債務4,470億ポンド(約55兆8,750億円)、制度資産が4,060億ポンド(約50兆7,500億円)、積立不足410億ポンド(5兆1,250億円)と推測されるということです。2010年12月末の退職給付債務3,980億ポンド(49兆7,500億円)、制度資産3,790億ポンド(47兆3,750億円)、積立不足196億ポンド(2兆4,500億円)と比較して悪化しています(2011年6月時点の積立不足は190億ポンド=2兆3,750億円)。

イギリスでは物価スライドが義務付けられているため、退職給付債務を算定する際、インフレ率の見込が必要になります。なお、2010年7月から、法定のインフレ率が小売物価指数(Retail Price Index: RPI)から消費者物価指数(Consumer Price Index: CPI)へと変更されました。通常、CPIはRPIよりも低いいため将来給付される年金額が低く評価されることとなり、物価スライドの基準をRPIからCPIへ変更すると企業会計上は剰余金が発生する要因となります。物価スライド基準の変更に伴う影響額はHSBC社が最大で5億8,700万ポンド(733億7,500万円)に上るとのことで、企業財務への影響はかなり大きいと思われます。

英国や欧州の制度では終身年金が基本であり、死亡率の見込みが退職給付債務に大きな影響を与えます。調査の対象となっている企業では、男子の65歳時点での平均余命は87歳(平均)としているようです。平均余命は毎年伸長していますが、2011年度ではそのペースが若干鈍ったようです(平均余命の伸びの鈍化による影響を開示しているNext社は14百万ポンド(17億5千万円)の剰余要因)。

このように、物価スライド基準の見直しや平均余命の伸びの鈍化といった剰余要因があったのも関わらず、積立不足が悪化した理由は割引率の低下(平均で1%低下)と株式市場の不調が原因です。LDIを行なっている企業もあるようですが、多くの企業は十分な水準の債券を保有していないため、金利低下に伴う退職給付債務の増加をカバーできなかったよ

うです。

2011年中の年金制度への掛金は169億ポンド（2兆1,125億円）と2010年の拠出額170億ポンド（2兆1,250億円）とほぼ同水準ですが、このうち不足金償却のための掛金は110億ポンド（1兆3,750億円）と年間掛金額のほとんどを占めているのが実情のようです。2010年度同様、掛金拠出額が株主への配当金を上回る企業は、BAE Systems、Barclays、など10社に上るそうです。

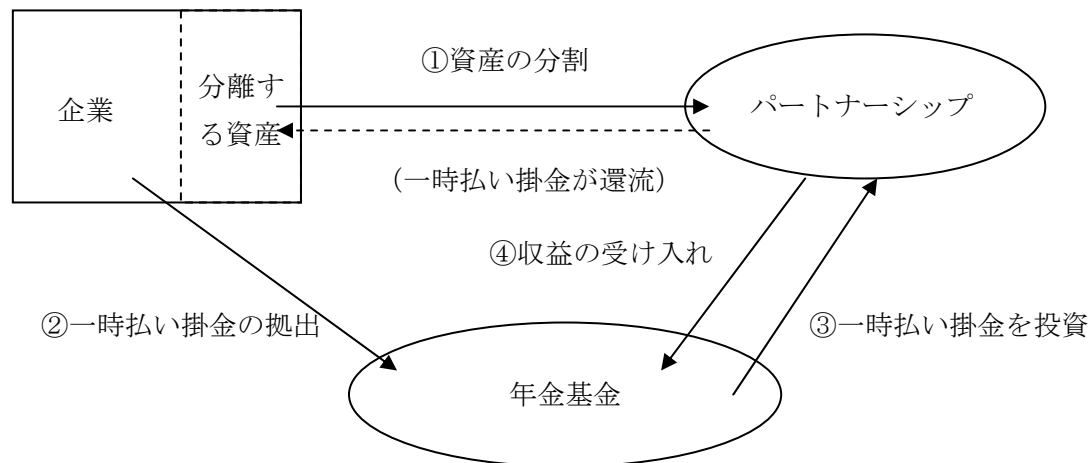
また、2012年から職域年金制度への自動加入措置が導入<sup>(注)</sup>されますが、この自動加入措置の導入に伴う掛金増加額は260億ポンド（3兆2,500億円）程度になる模様です。

(注) 職域年金制度に従業員を自動加入させる措置が2012年から企業規模に応じて順次導入される。自社の職域年金制度に加入させるか、国の実施する拠出建制度（NEST）のいずれかに自動加入。NESTの場合最低掛金率は、企業3%、従業員4%、国1%（税額控除）。

昨年同様、①積立金が不足した場合に給付金支払を会社が保証する（British American Tobacco など8社）、②企業倒産などに備えて予め第三者に掛金を拠出しておく（万が一の場合は第三者から年金制度へ掛金を拠出。AstraZenaca など7社）、③会社資産を担保として年金基金の信用供与を行なう（例：International Airlines Group は航空機を担保にした275百万ポンド（343億75百万円）の信用状を年金基金に供与）、などの方法で年金基金の支払能力を一定の範囲で保証することも行なわれています。

また、三菱UFJ年金情報2011年10月号でご紹介したパートナーシップ（図表1参照）を用いる手法は10社が引き続き採用しているとのこと。

（図表1）パートナーシップの基本的な仕組



この方式のメリットとしては、年金基金にとっては「定期的な掛金収入の確保」です。一方、企業のメリットは、ア）一時払い掛金を拠出することによって将来の掛金拠出が不要となる、イ）掛金の分割払い（＝パートナーシップから払われる収益に相当）よりも早期に損金を計上できる（一時払い掛金の拠出時に損金処理）、ウ）不足金の償却期間を実質的に長期化できる可能性がある、エ）剰余金が年金基金に滞留しないようなスキームを構築

できる、オ)積立状況が改善できるため年金給付支払保証制度への拠出金の軽減が可能、といった点です。

実際の事例では、一時払い掛金が企業に還流するため税務上の疑義が指摘されていましたが、2012年3月に英国歳入庁は既存のパートナーシップに限り認める方針を出したとのことです。なお、今後とも認められるか否かに関しては不透明な状況のようです。

### 3. リスク削減の状況

2011年度においては、年金資産運用リスクを引き下げる動きが顕著だったようです。全体的な傾向としては、株式比率を引下げ（2010年12月末42.5%⇒2011年12月末34.8%）、債券およびその他の比率を引き上げ（債券：40.6%⇒45.7%、その他：16.9%⇒19.5%）ています。個別の会社では債券比率を15%～20%引き上げるといった極端な事例もあるようです。一方で、Carnival社のように株式を34%から44%へと10%引き上げた事例もあるようです。

また、2011年度は平均余命の伸びが鈍ったとはいえ、長寿リスクを軽減するために、Rolls-Royce社他2社が新たに保険会社と「長寿スワップ」契約を結んで将来の負担増かりスクをヘッジしたとのことです。

さらに、長寿リスク以外の年金リスクを保険会社に移転する「buy-in」や「buy-out」の動きも継続しているとのことで、2011年度ではSmith社が1億47百万ポンド（183億75百万円）の年金受給者の債務をbuy-inの手法で保険会社に移転（年金受給者に係る長寿リスク・運用リスク・インフレリスクをヘッジ）した他、Legal & General社・Resolution社も新たに発生した年金受給者の債務にbuy-inの手法を適用（既発生受給者はbuy-inでヘッジ済）したとのことです。しかし、従業員を含む全ての対象者にbuy-outの手法を用いてリスクを解消するためのコストは高止まりしている状況のようです。

このような状況の中で、①退職者に対して年金額の割増や追加的な一時金の支払を条件に企業年金制度から離脱（他制度へ移換）する、②獲得済の年金額の増額と引き換えに将来発生する受給権を放棄、といった新たなリスクヘッジ手法が考えられ実行されているとのことです。事例として、Man社では退職者のうちの36%が上記①の方法に応じ、29百万ポンド（36億26百万円）の会計上の債務削減を行なうことができたようです。

しかし、この方法に対して「たいした見返りも提供せずに貴重な年金受給権を放棄させている」という批判があるようです。2011年10月に年金担当大臣が「不公正な状態になっているか否かを調査する」と表明し、2012年2月には調査の第1段階として「年金受給権の移転取引に関する金融アドバイザー規制の強化」が行なわれ、2012年6月にはさらに「金融アドバイザーの倫理規範」が公表されてさらに規制が強化されたとのことです。

今月は、FTSE100社の財務報告から得られる情報を分析した「LCP Accounting for Pensions 2011」の概要をご紹介します。

英国では「伝統的な給付建制度（最終給与比例の制度）」が減少しており、FTSE100社では伝統的な給付建制度を新入社員にも適用している企業は皆無となり、また、年金運営上のリスク（長寿リスク・年金資産運用リスク・インフレや昇給リスク）回避の動きが益々盛んになっているようです。また、公的部門においては伝統的な給付建制度を新規雇用者に対して適用している例は多いようですが、予算上の制約から全期間平均給与比例制（英国ではこの制度はハイブリッドの範疇に入ります）への移行や拠出建制度への切替も検討されているようです。

また、イギリスでは公的年金の見直しも検討されており、報酬比例部分の廃止（公的年金水準の引下げ）、年金支給開始年齢の引き上げ（平均余命の伸びに連動して自動的に引き上げ）といった提案が行なわれています。

このような状況で給付建の職域年金制度の閉鎖・凍結がこのまま進んでゆくとすると、将来世代の老後生活は悲惨なものとなる可能性があります。従って、自助努力の必要性が高まることは自明ですが、収入が少なく自助努力の余地が限られる低所得層は公的年金のみに頼らざるを得ず、貧困生活に陥る可能性が高いと懸念されています。

わが国においても、昨今「自己責任重視」の名の下に「リスクの企業から従業員への転嫁」が行なわれています。もちろん、世界的な競争の中で企業が従業員の生活全般を保証することは困難でしょうし、老後への備えに関する自助努力は必要でしょう。

しかし、わが国においては老後所得保障の三本柱である「公的年金（国）・企業年金・自助努力（個人）の役割分担」の関係が明らかでなく、政策的な議論も公的年金に偏ったものとなっています。財政的な制約から公的年金の適正化は避けて通れないことを考えれば、一国も早く「三本柱」の役割分担を冷静に議論し、将来のあるべき姿とそこにいたる道筋を明らかにすることが非常に重要であると思います。

（参考資料）LCP Accounting for Pensions 2012 by Lane Clark & Peacock LLP

年金コンサルティング部 佐野邦明



年金運用の“常識”を見直す

～リスク選好の季節変化の証拠と原因～

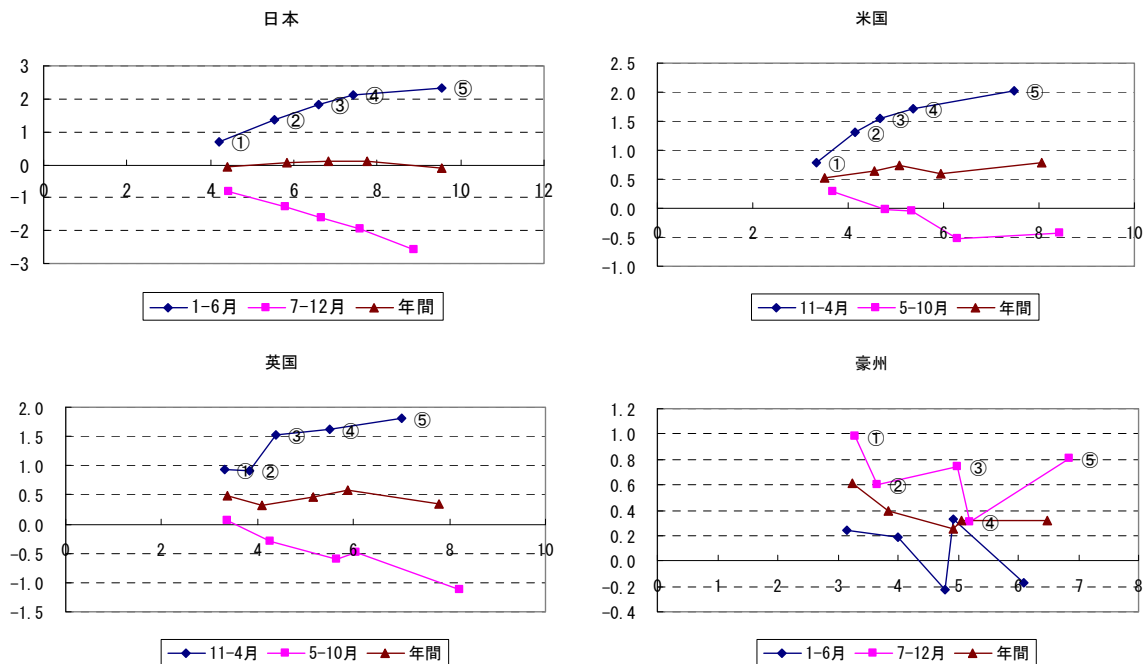
《要約》

人々のリスク選好は季節で変化していて、冬から夏にかけてリスクをとることを好み、夏から冬にかけてリスクを回避する傾向がみられます。この原因は、冬至から夏至、夏至から冬至に至る日の長さの変化にあると思われます。

1. 季節性の様々な証拠

まず前回の補足として、外国株式を含めた株式市場の季節性の証拠を示します。図表1は過去のボラティリティ（事前のリスク認識）に基づく5分位ポートフォリオ（①が低リスク、⑤が高リスク）の運用結果を上昇期、下落期、年間に分けて示しています。上昇期は日本の場合1～6月、米国と英国は11～5月、豪州は7～12月（日本と逆であることに注目）で、残りの月は下落期です。そして、上昇期はハイリスク・ハイリターン、下落期はハイリスク・ローリターンであることが確認できます。したがって、この季節性に注目すれば上昇と下落の時期は事前に予想可能ということになります。

(図表1) ボラティリティ5分位ポートフォリオのリターンと標準偏差



\* 縦軸は月平均超過リターン (%)、横軸は標準偏差 (%)、①～⑤は分位。



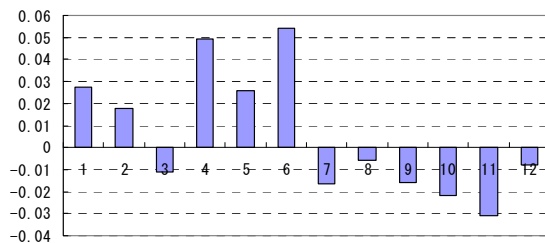
1693～2009年の英国株式の季節性を調べた研究は、図表1に示された英国の季節性パターン（Sell in May 効果）は頑健であり、冬のリターンは一貫して夏のリターンよりも高く、そして夏のリスクプレミアムはマイナスであったと報告しています。

さらに、季節性は株式リターンだけに現れるわけではありません。図表2に示したのは株式リターン以外で見られる季節性の証拠です。(A)では日本で信用取引をする投資家は上半期は買いを増やし、下半期は減らしていることがわかります。(B)では6月から12月にかけて米国の株式投信から資金が流出しています。(C)は日本の国債と社債の利回りスプレッドを月別に分析したもので、1～8月のスプレッドの低下は信用リスクの追求を、そして9～12月の上昇はリスク回避を示しています。(D)はパチンコホールの月別売上高を1日あたりに換算して年間の平均と比較したもので、上半期のギャンブル選好、下半期のギャンブル回避の傾向が観察されます。

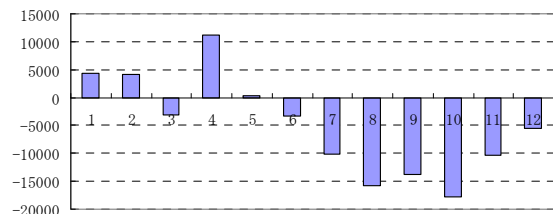
4カ国の株式リターンを分析した図表1、そして株式リターン以外の証拠を示した図表2から、人々は冬から夏にかけてリスクをとることを好み、夏から冬にかけてリスクを回避する傾向を強めているように見えます。つまり、人々のリスク選好（リスクを好むか嫌うか）は季節で変化しているのです。

(図表2) 季節性の様々な証拠

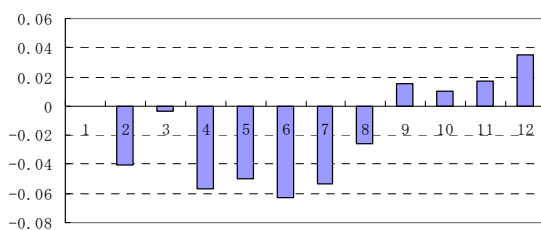
(A)信用買い残高の平均変化率



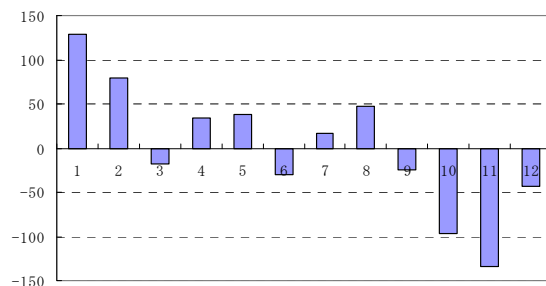
(B)米国株式投信の資金純増額



(C)社債スプレッドの前月比変化幅



(D)パチンコホールの売上高



(注) 単位は(B)が百万ドル、(C)は%、(D)は百万円

## 2. リスク選好が季節で変化する原因

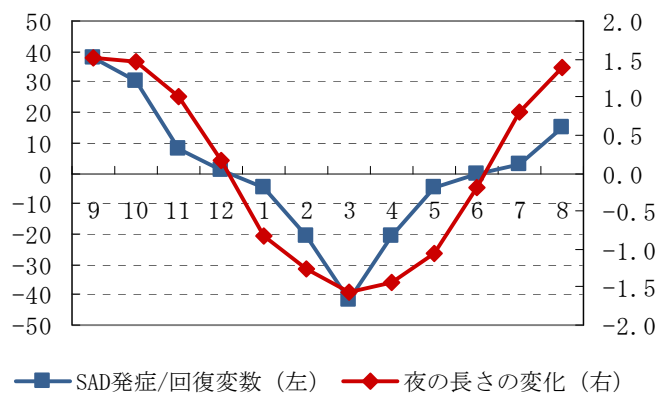
それではこのような季節変化はなぜ起きるのでしょうか。

今までの研究は株式市場で見られる季節的なパターン（1月効果や週末効果など）を、決算期や税の申告期限といった経済的な根拠の有無、特に毎年決まった時期に下落することにファンダメンタル上の理由があるかどうかといったアプローチで説明しようとしてきました。しかし、決算期や申告期限が一時的なのにくらべてこの効果は半年続くこと、そしてファンダメンタルが大きく変化しているにもかかわらず長い期間ほぼ毎年繰り返されていることを踏まえると、こういった経済合理性ではうまく説明できるとは思えません。しかも、季節性がマイナスリターンを事前に示唆することは伝統的な経済理論に対する挑戦でもあるのです。

経済合理性によらないアプローチの中で有力なのはSAD（季節性感情障害。日の長さの変化によるホルモン分泌の変化が有力な原因。日照時間と気温も影響）および冬季うつによる秋季と冬季の極端なリスク回避を原因と考える説です。図表3をみれば、SAD患者数の変化と夜（日）の長さの変化に

(図表3) 夜の長さの変化と季節性感情障害の関係

は強い関係があることが分かります（夜の長さそのものではなくその変化であることに注意）。しかし、SADは冬季のうつ症状に特徴がありこれは冬季のリスク追求と矛盾します。また、米国のSAD患者は10百万人、冬季うつは15百万人と推定されていて、この患者だけのリスク選好の変化で市場全体に影響を与えられるのかなどSAD説には疑問も多いのです。



ところが、1年を通した日の長さの変化、つまり冬至から夏至にかけて日は長くなり人はリスク追求的になる、夏至から冬至にかけて日は短くなり人はリスク回避的になると考えると、リスク選好の季節変化は説明できます。病気を前提にしなくても、程度の差はあれすべての人のリスク選好が季節によって変化するために市場全体が影響を受けると考えるのです。

実は、この考え方はファイナンス分野はもちろんのこと（時間）生物学分野でもまだ唱えられたことがないまったく新しい仮説です。しかし、ここに挙げたようにリスク選好の季節変化を示す証拠は豊富に存在するので、仮説が成立する可能性は十分にあると思います。

年金運用部 角田康夫

## データで見る年金

### ～中小企業退職金共済制度の現況～

#### 《要約》

中小企業退職金共済は廃止された適格退職年金制度の受け皿の1つとなりましたが、実施事業所に相当する共済契約数はむしろ減少傾向にあります。被共済者数（加入者数）は本年7月現在で330万人となっており、共済契約数とは逆に増加しています。これは、加入者規模の大きい適格退職年金からの移行によるものと考えられます。

月額掛金は1人当たり約1万円、平均的な給付額は135万円程度となっています。

中小企業退職金共済制度（以下、中退共といいます）は、昭和34年に国の中小企業対策の一環として制定された「中小企業退職金共済法」に基づいて設けられた制度です。中小・零細企業では、単独で退職金制度を持つことが困難であることなどを想定し、相互扶助の精神と国の援助で退職金制度を確立し、中小企業の従業員の福祉の増進等を図ることを目的としています。同制度は廃止となった適格退職年金の受け皿となった制度の1つでもあり、その現状についてデータで検証してみます。

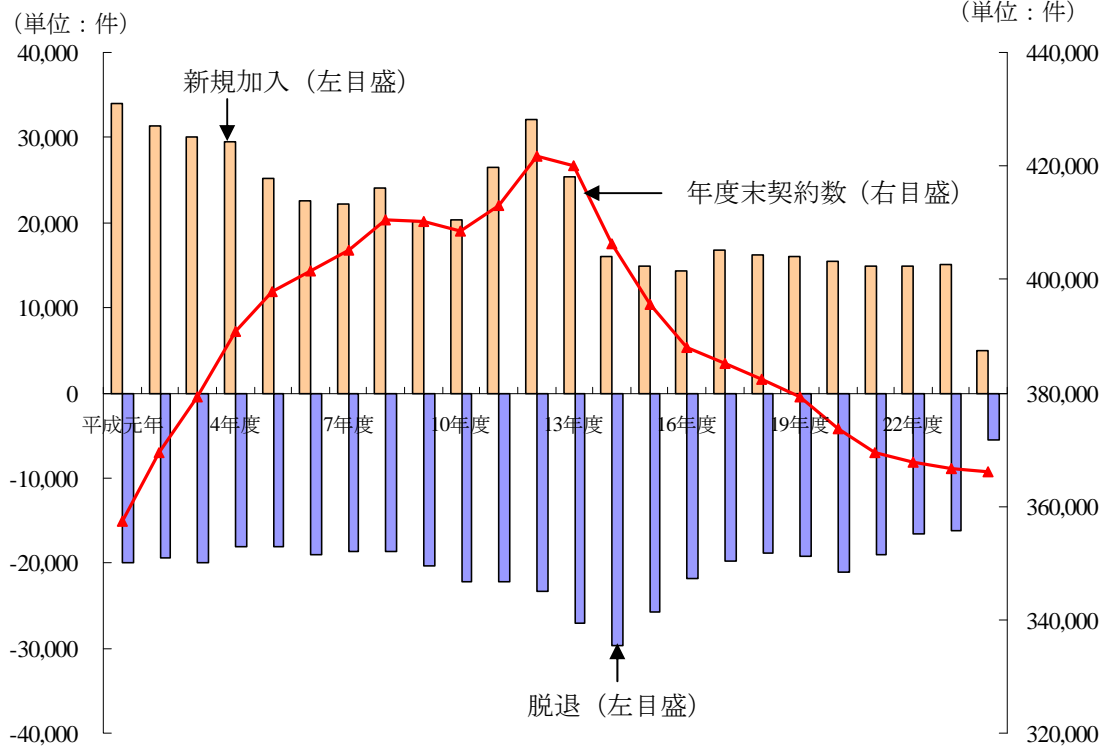
#### 1. 共済契約者数は減少傾向が続く

本誌7月号で企業年金制度の現況をご紹介しました。企業年金制度の制度数、加入者数、資産残高のデータを各々紹介しています。中退共は、事業主が雇用する従業員を対象に中退共と「退職金共済契約」を締結するもので、共済契約者数がいわゆる実施事業所の数と考えることができます。

その共済契約者数は、平成24年7月末現在で36万6000件となっています。平成元年以降の共済契約者数の推移をみると平成12年度にピークをつけた後、減少傾向にあります。適格退職年金からの移行はあるはずですが、この推移を見る限りでは適格退職年金からの移行が寄与し、契約者数が増加したという事実はありません。第1図では、増減の内訳として新規の加入と脱退とを図示していますが、平成13年度以降は新規加入より脱退のほうが多くなっているため、契約者数が減少を続けていることがわかります。国内景気が容易に上向かない現状で経営に行き詰る企業が多いことが原因であるのかもしれませんが。

そうでなくとも、経営基盤が安定しない中小・零細企業では倒産による脱退と新規の設立による加入は常態的に発生する傾向があると推測されます。実際、数値をとった平成元年以降の新規加入、脱退は各々年間2万件程度あります。残存契約数が30数万件であることを考えると単純計算ではこの間に契約者はすべて入れ替わっていることとなります。

(第1図) 共済契約数の推移 (新規加入、脱退及び年度末契約数)



(注) 平成24年度は7月末現在

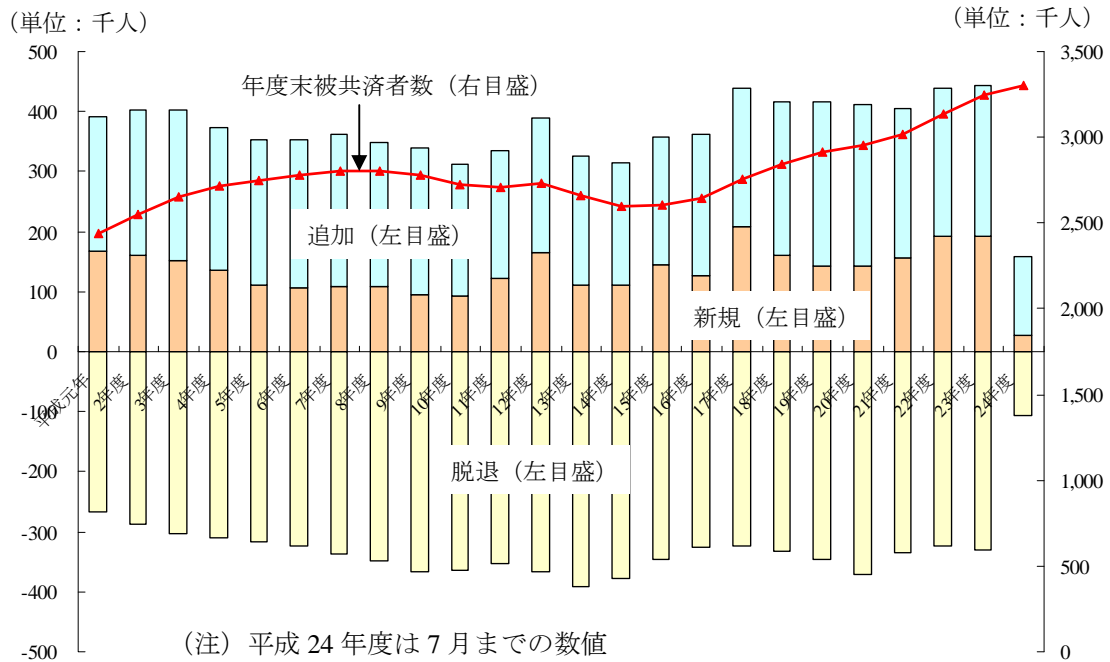
(出所) 中小企業退職金共済事業本部 HP のデータを基に作成 (以下、同じ)

## 2. 平成24年7月末現在の加入者数は330万人

平成24年7月末現在の被共済者数 (以下、加入者数といいます) は330万人となっており、加入者数については増加傾向にあります。適格退職年金は、厚生年金基金と比べると規模的には小さい制度でしたが、それでも1制度当たりの加入者は100人強と中退共の1共済契約当たりの加入者よりも相当大きいため、加入者数に関しては適格退職年金からの移行の影響が大きく出ていると考えられます。ちなみに、7月末現在の加入者数360万人を共済契約者数36.6万件で割ると、1共済契約者当たり9.8人に過ぎません。それでも、平成元年当時の6.8人 (加入者数244万人、共済契約者数は35.7万件) と比べると大きくなっています。

もっとも、適格退職年金からの移行が一巡する平成24年度は、加入者数の増加は一巡する公算が大きいと考えられます。実際、7月までの新規加入者 (4ヶ月で2万7000人) は前2年度のペース (年間19万人) と比べてスローダウンしています (第2図)。なお、図中の新規は新規共済契約加入に伴う増加、追加は既共済契約締結事業所での加入員追加、脱退は退職及び共済契約解約に伴う減少) 今後については、大きく増加する要因はないと考えられ、大きな増減はないと考えられます。

(第2図) 被共済者(加入者)数の推移



### 3. 月額掛金は1万円見当

中退共で給付される退職金は、掛金月額と納付月数に応じて給付額が法令で定められている「基本退職金」と運用利回りが予定利回りを上回った場合に上積みされる「付加退職金」の2本建てとなっています。掛金月額は5000円以上、3万円までで16パターンから従業員毎に選択できます(5000円から1万円までは1000円きざみ、1万円超は3万円まで2000円きざみの計16パターン。なお、短時間労働者については、2000円から4000円までの3種類の掛金も選択可能です)。さらに、新規加入の際には、加入後4ヶ月目から1年間、国が掛金の一部を助成します。助成期間中は掛金月額の2分の1(上限5000円)を助成します。また、新しく制度に加入する企業は加入前の勤務期間分についても掛金(過去勤務掛金)を納付できる通算制度があります。

上記のとおり、基本退職金は掛金月額と納付月数で決まっていますが、月額1万円の掛金で納付年数20年の場合、266万6600円、納付年数40年では591万7900円となっています(掛金月額の倍率に応じて給付額は比例して増減します)。なお、給付は一時金のほか、一定の要件を満たせば5年あるいは10年の分割払いを選択することができます(分割払いの場合は、年1%プラス厚生労働大臣が定める率で利息が付利されます)。

こうした制度概要を踏まえて、掛金や給付のデータをみてみます。平成23年度の掛金は、助成金や過去勤務掛金を含め3613億円となっています。同年度末の加入者数が324万8000人ですから、1人当たり年間掛金は11万1200円となります。月額にすると1万円を若干割る水準となります。この水準は、ここ数年大きく変化していません。

これに対し、平成23年度に支払われた退職金は3657億円です。支払件数が27万件ですから、1件当たりの支払額は135万円になります。中退共のHPで公開されているパンフレットに掲載された基本退職金表にあてはめると、月額1万円で135万円が給付されるための納付年数はおよそ11年ということになります。

(第1表) 掛金額とその内訳

(単位：百万円)

	本体掛金	(うち助成金)	過去勤務掛金	合計
平成17年度	309,074	5,869	6,489	315,563
平成18年度	320,306	5,898	6,362	326,668
平成19年度	329,325	6,055	6,222	335,547
平成20年度	335,679	6,031	6,080	341,759
平成21年度	335,945	5,322	5,247	341,193
平成22年度	344,490	5,769	4,857	349,347
平成23年度	356,332	5,956	4,945	361,278

(第2表) 退職金給付額と解約手当金

(単位：件、百万円)

	退職金		解約手当金		合計	
	件数	金額	件数	金額	件数	金額
平成17年度	249,920	321,325	13,358	11,821	263,278	333,146
平成18年度	259,594	339,511	10,607	9,430	270,201	348,941
平成19年度	271,742	383,206	10,914	11,253	282,656	394,460
平成20年度	297,247	415,992	12,341	11,040	309,588	427,032
平成21年度	285,554	412,664	14,265	12,720	299,819	425,384
平成22年度	263,842	368,594	10,736	9,804	274,578	378,398
平成23年度	270,609	365,677	11,295	9,833	281,904	375,510

(注) 解約手当金は共済契約が解除されたときに被共済者に支払われる

かつては、厚生年金基金で1200万人、適格退職年金で1000万人、合計で2200万人の加入者がいた企業年金ですが、現在は厚生年金基金、確定給付企業年金、確定拠出年金合わせても1700万人を割る水準になっています。本稿でみたとおり、中退共の加入者数は増加しているとはいえ、適格退職年金の減少分をカバーするには至っていません。公的年金のスリム化が進む中で、退職後の所得を確保する制度のカバレッジが低下しているのは懸念材料といえるでしょう。

年金コンサルティング部 リサーチグループ



## <コラム> アドリブ経済時評

### 自然の価値を金額で測る

故郷である高知を出てもう40年以上になるが、その後、最後の清流といわれる四万十川や足摺岬のある西土佐が気に入って、ほぼ毎年のように通っている。

今年も四万十川のすぐ西の小さな河原に連日通った。戦後しばらくは特別天然記念物ニホンカワウソが棲んでいたという小さな川で、川をせき止めて天然のプールになっていて頭上に少し大きな橋がかかっている日差しを遮る場所があり、河原を渡ってくる風が涼しくて心地よく、灼熱地獄の都会と比べると天国のように感じた。

ところが東京に帰ってしばらくして、環境省が、絶滅の恐れがある野生生物を分類したレッドリスト改訂で、そのニホンカワウソを絶滅種に指定したと聞いた。もう30年も見かけたものがないということで、名実ともに滅びてしまったのである。

剥製でしか知らないが、カワウソはクリッとした目の愛嬌のある動物であり、その川で泳いだことに少し罪悪感を覚えるとともに、なんとかならないかと悲しくなった。

動植物の絶滅のスピードが今、過去の総平均の1,000倍も速くなっているという。

そうしたとき、生態系や生物種などに値段を付けることによって、絶滅防止に繋げようという努力がなされている。

例えば、UNEP(国連環境プログラム)は全世界の食料の3分の1が動物や昆虫による受粉に依存しており、このサービスの価値は年間2千億ドルに上ると推測している。そうすると、一部の国で既にCO2の排出を規制してペナルティー価格の計算がなされているように、蜂などを絶滅に追い込む行為にも代償価格計算が可能となり、それをその行為の先にある製品に表示することにすれば、消費者に生物多様性の重要性を訴えることができる。

「また、カネか」という声が聞こえてきそうだが、経済学でいえば、CO2排出や自然を壊すといった「外部不経済」の価格を計算し、これを「内部化(コストとして乗せる)」する、あるいは、分かりやすく表示して消費者の注意を促すという解決法である。

世界銀行も2011年に発表した「変わりつつある国富」というレポートで、地球上の全ての自然資源の価値を44兆ドルと見積もり、うち29兆ドルが途上国に属するとした。

価値が計算できれば、今やコンピューターや通信の技術が十分に進歩しているので、製品価格に乗せる、あるいは製品に注記してビジネスに入り込むことが非現実的でもなくなってきたと思われる。

もちろん、あとは人間の「やる気」の問題が残るとは思うが、UNEPは昨年「2050年頃には乱獲と海洋汚染が原因で、鯉クラス以上の大型魚が消滅すると推測している。

もう少し皆が必至にならないと、人間そのものが絶滅危惧種になってしまわないかと心配である。

【2012/8/27】

青山学院大学社会情報学部教授 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。