

# 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

2016年1月号

## 《目次》

《世界の主要企業の退職給付の状況 その1》 主要企業の退職給付の規模	… 1
《イギリスの私的年金改革の変遷と動向 その2》 イギリスの公的年金の歴史と一層型年金制度への変革	… 7
《アクティブ運用とパッシブ運用 その4》 アクティブ運用戦略について考える(1)	… 12
《退職給付制度設計のポイント その10》 グループ年金	… 17
《年金ALMの解説 その5》 負債分析① 成熟度	… 22
《年金運用の現場から ファンドマネージャーの四方山話》 相場格言	… 25
《アドリブ経済時評》 COP21、気候変動対策がやっと全員参加型に	… 27

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>

## 世界の主要企業の退職給付の状況 その 1

### 主要企業の退職給付の規模

我が国の DC は米国の 401(k) プランに倣ったものと言われ、早ければ来年度からの導入が見込まれるリスク分担型 DB はオランダの CDC(コレクティブ DC)を参考にしたものです。海外でこうした制度が出現したのは、企業収益や財政状況など企業経営面からの要請も強く影響したと思われます。そこで海外主要企業の退職給付の状況を会計数値から探ってみることにします。海外企業の状況を把握し、比較することは 2 つの点で意味があります。1 つは今後の制度運営等の参考とすること、もう 1 つは世界マーケットでのライバル企業のコスト、リスクの状況を知ることです。

#### 1. 海外企業の退職給付に係る潜在リスクは日本企業に比べ大

今回集計したのは、Forbs Global 2000 (米 Forbs 誌が毎年発表する世界の公開企業上位 2,000 社)にランクされている主に欧州、米国の上位企業 74 社の 2014 年度の実績です(集計値は円換算。換算レート及び対象企業の社名は本稿末に記載)。

図表 1 に、主要企業の退職給付債務と年金資産及び費用の状況、さらには BS、PL の主要項目をまとめています。退職給付債務の総額は 226 兆円、年金資産は 176 兆円となっています。集計した 74 社の退職給付

債務は我が国の東証 1 部上場企業(金融・証券・保険を除く)合計 73 兆円の 3.1 倍の規模となっています。

退職給付に関する費用は、DB 費用が 5.2 兆円、DC 費用が 2.3 兆円と、7:3 の比率となっています。東証 1 部企業の DB 費用:DC 費用は 8:2 ですから、海外主要企業の方が DC 依存度は高くなっています。なお、IT 関連は DC 費用が DB 費用を大きく上回っていますが、これは集計した 9 社中 5 社が DB を実施していないためです。

(図表 1) 海外主要企業の退職給付債務、費用等

(単位: 億円)

	退職給付 債務	年金資産	DB費用 (A)	DC費用 (B)	(A)+(B)	総資産	売上高	税引前 当期純利益
食品(10社)	162,623	135,734	3,964	1,076	5,109	798,441	499,520	73,639
医薬品(9社)	224,535	179,116	4,563	2,031	6,594	1,044,694	464,411	110,736
石油(4社)	245,137	199,722	4,675	2,425	7,100	1,503,528	1,728,296	116,143
製造業(素材型)(10社)	192,498	137,764	3,435	1,775	5,210	771,501	707,833	60,479
製造業(加工型)(14社)	577,457	463,297	13,276	4,080	17,357	1,617,687	828,250	87,389
自動車・部品(10社)	415,672	287,891	8,530	4,832	13,362	1,790,800	1,285,008	78,461
その他(3社)	38,202	27,962	887	662	1,549	332,328	173,201	34,525
通信(5社)	218,059	166,790	11,463	1,110	12,573	997,056	477,298	41,198
IT関連(9社)	184,047	159,765	1,074	4,643	5,716	1,679,896	1,152,020	237,958
合計(74社)	2,258,230	1,758,041	51,866	22,634	74,570	10,535,930	7,315,837	840,526
東証1部計(金融除く)	729,995	556,284	31,873	7,128	39,001	7,917,695	6,556,290	393,351

(図表2) 退職給付と経営指標との関連

(単位：%)

	積立比率	退職給付債務 ／総資産	退職給付債務 ／売上高	DB費用の 構成比	DB費用／ 税引前利益	DC費用／ 税引前利益	税引前利益／ 売上高
食品(10社)	83.5	20.4	32.6	77.6	5.4	1.5	14.7
医薬品(9社)	79.8	21.5	48.3	69.2	4.1	1.8	23.8
石油(4社)	81.5	16.3	14.2	65.8	4.0	2.1	6.7
製造業(素材型)(10社)	71.6	25.0	27.2	65.9	5.7	2.9	8.5
製造業(加工型)(14社)	80.2	35.7	69.7	76.5	15.2	4.7	10.6
自動車・部品(10社)	69.3	23.2	32.3	63.8	10.9	6.2	6.1
その他(3社)	73.2	11.5	22.1	57.2	2.6	1.9	19.9
通信(5社)	76.5	21.9	45.7	91.2	27.8	2.7	8.6
IT関連(9社)	86.8	11.0	16.0	18.8	0.5	2.0	20.7
合計(74社)	77.9	21.4	30.9	69.6	6.2	2.7	11.5
東証1部計(金融除く)	76.2	9.2	11.1	81.7	8.1	1.8	6.0

図表2では、退職給付債務や費用を各種指標と比較しています。積立比率(年金資産／退職給付債務)は77.9%となっており、東証1部平均とほぼ同水準です。日本企業は、かつては海外企業と比べ積立状況が見劣りすると言われてきましたが、財政健全化努力や最近の好パフォーマンスで、世界水準にキャッチアップしてきたと言えます。

興味深いのは、海外企業は総資産や売上高に対する退職給付債務の比率が日本企業と比べ非常に高いということです。総資産に対する退職給付債務比率は、東証1部平均が9.2%であるのに対し、海外主要企業は21.4%です。売上高に対する比率も東証1部の11.1%に対し、30.9%となっています。退職給付債務自体は簿外の債務ですが、実質的には企業の支払い債務です。一方、売上高に対する比率が高いことは、一定の売上高を確保するのにより大きな債務を抱えているということになります。

こうした点は次のような状況をもたらすと考えられます。そもそも企業のバランスシートに反映される債務は退職給付債務と年金資産との差額であり、相応の年金資産を保有していれば、支払いのための追加資

金負担が企業の資金繰りに著しく悪影響を与えるというわけではありません。ただ、債務・資産ともに変動リスクを抱えているため、簿外で抱えている債務・資産の変動リスクが極めて高いということになります。また、巨大な債務を抱えているからこそ、給付のために必要な資産を抱えなくてはならないとも言えます。その資産・負債の変動リスクは我が国の企業に比べても、相当大きいと判断されるわけです。

さらに、総資産に対する退職給付債務の比率について、階層毎に分布状況をまとめたものが図表3です。退職給付債務が総資産を上回る(100%以上の)企業が3社あり、90%以上の企業も3社あります。東証1部企業の平均は9.2%ですが、主要海外企業で10%を下回る企業はわずかです(DB制度のない企業5社は除きます)。東証1部上場企業は50%以上が3社あるのみで、20%を超える企業を合計しても1割に達しません。

集計対象とした海外企業は世界でも有数の巨大企業であり、IT関連の一部企業を除けば長い歴史を有する企業でもあります。それだけに、いわゆる“レガシーコスト(負の遺産)”が大きいという側面があると思

ます。

(図表3) 退職給付債務の総資産に占める比率の階層別分布状況 (単位:社、%)

	主要 海外企業	構成比	東証1部	構成比
100%以上	3	4.3	0	0.0
90%以上	3	4.3	0	0.0
50%以上	7	10.1	3	0.2
30%以上	13	18.8	18	1.2
20%以上	14	20.3	82	5.3
10%以上	21	30.4	358	23.1
10%以下	8	11.6	1085	70.1
合計	69	100.0	1547	100.0

## 2. 受給者を含めた退職給付債務の大きさが課題

もともと、日本も税制適格退職年金や厚生年金基金制度が導入された昭和40年頃から、50年程度経過しているわけですから、必ずしも“歴史が浅い”ために退職給付債務が小さいわけではないと考えます。海外企業の方が退職給付債務が相対的に大きい理由は以下のとおり、制度面にあると考えの方が自然です。

集計した企業は世界中で事業展開している企業であり、集計された退職給付債務には様々な国の制度が包含されていますが、主要拠点は欧州及び米国です。欧米といっても制度に関する規制は国によって様々ですが、日本の制度と異なる点として、①給付が一時金でなく、基本的には年金であること、②その年金の支給形態はもっぱら終身年金である、③給付の減額が認められないこと、さらに、④国によっては、給付のインフレスライドあるいは連生年金(受給者が死亡した場合に、その配偶者に終身年金が支給される)が実施されること、など

があります。

一方、日本では社内引当ての退職一時金制度がごく一般的に行われています。退職時に一時金を受け取れば、その時点で退職給付債務は消滅します。同様に企業年金制度で脱退一時金あるいは選択一時金を受け取っても、一時金支給時点で退職給付債務は消滅します。これに対し、年金で受給する場合は、年金受給者分の退職給付債務は支給が終了するまで残ることになるため、年金給付が原則の欧米では退職給付債務が大きくなる原因となります。

また、日本の場合は確定年金が主体で支給期間は20年以下となっています。長寿化が進み給付期間が延びる状況では、終身年金のほうが退職給付債務が大きくなります。なお、集計対象企業はIFRSを採用している企業も多く、IFRSでは予想される死亡率の改善を見込むことになっています。この点も退職給付債務を大きくする要因となります。さらに、インフレスライドがあれ

ば、それも退職給付債務の算出に織り込むため、退職給付債務が大きくなる要因となります。

以上の要因を裏付ける数値として、勤務費用と利息費用の関係があります。勤務費用は、当期の勤務で獲得した将来の給付見込み額（現価）ですから、現役の従業員にのみ発生します。利息費用は、期首時点の

退職給付債務の1年分の利息相当額ですから、現役の従業員だけでなく受給者及び待期者にも発生します。図表4では、勤務費用と利息費用の額と両者の比率を算出していますが、海外主要企業は利息費用が勤務費用を大きく上回っていることがわかります。

(図表4) 勤務費用と利息費用の状況

(単位：億円、倍、%)

	勤務費用 (A)	利息費用 (B)	(A)/(B)	退職給付 債務(C)	(C)/(A)
食品(10社)	3,119	6,251	2.00	162,623	52.1
医薬品(9社)	4,523	7,761	1.72	224,535	49.6
石油(4社)	5,094	9,570	1.88	245,137	48.1
製造業(素材型)(10社)	2,434	6,914	2.84	192,498	79.1
製造業(加工型)(14社)	9,378	22,292	2.38	577,457	61.6
自動車・部品(10社)	5,640	14,889	2.64	415,672	73.7
その他(3社)	716	1,424	1.99	38,202	53.4
通信(5社)	2,454	7,479	3.05	192,966	78.6
IT関連(9社)	1,347	6,527	4.85	184,047	136.6
合計(74社)	34,705	83,107	2.39	2,312,954	66.6
東証1部計(金融除く)	22,116	8,388	0.38	729,995	33.0

利息費用が勤務費用に対して相対的に大きくなる理由として、海外企業の割引率が日本より高いことが一因として考えられます(割引率の状況等については、次号以降で紹介しますが、日本に比べ高いことは事実です)。ただ、本質的な問題は割引率にあるのではなく、勤務費用が発生しない退職給付債務、すなわち受給者部分の退職給付債務が大きいことであると考えられます。

退職給付債務は、会計期間末までに発生した給付見込み額(従業員の現在までの勤務期間分と受給者及び待期者の給付見込み額)のうち利息相当額を控除した額(現在

価値=現価)です。つまり、給付見込み額と退職給付債務の差額は利息費用の累計額であり、確かに割引率が高ければ給付見込み額の現在価値である退職給付債務は小さく、通常、利息費用は大きく算出されることとなります。もっとも、海外企業は割引率が高い状況で退職給付債務が日本企業より大きいわけですから、すでに発生している給付見込み額自体が大きいことを示しています。しかも、その残高は勤務費用を発生させない部分が大きいと判断されます。なぜなら退職給付債務の勤務費用に対する倍率が日本企業に比べ高いからです。図表

4に示した通り、東証1部企業の場合、退職給付債務は勤務費用の33.0倍ですが、海外企業は平均で66.6倍と2倍の水準になっています。

なお、IT関連産業でこの値が133.6と突出して高くなっていますが、これは制度を

凍結（フリーズ）した企業を含んでいるためです。制度を凍結した場合、勤務費用が発生しない（あるいは一部の制度のみで発生する）のに対し、発生済みの給付は依然として大きい状況にあるため、数値は大きくなります。

### 3. 海外企業におけるDC移行の背景

企業年金は日本よりも欧米のほうが普及していることは周知の事実であり、企業会計上も日本以上に大きな影響を及ぼす可能性があるという認識は多くの方に共通するはずですが、その会計上のリスク等に関する日本企業との比較や差異については、十分に把握されてはいないようです。なぜなら、退職給付に焦点を当てて会計上の数値を集計したケースがあまりないからです。

今般、限定的とはいえ、主要企業について退職給付会計に関する数値を集計してみました。集計結果については、次号以降で引き続き紹介していきますが、第1回目となる今回の集計結果を基に指摘できることは以下のような点であると考えます。

まず、海外企業における退職給付に係る潜在リスクは日本企業に比べ相対的に大きいという事実です。そのため海外企業においてDC制度が導入され、その結果、退職給付の関連費用に占めるDCの割合は日本よりも高くなっています。そうした状況を後押しした要因としては、退職給付債務が相対的に大きく、債務の削減が急務であるという負債サイドからの要請が大きいように感じられます。制度の凍結やパイアウト

などが行われるのもそうした事情によるものと考えられます。

日本でもDCに移行するケースが増加していますが、日本の場合は、年金資産の運用リスクを回避したいという理由がDC移行を促す大きな要素になっていると思われる。これに対し、海外企業は運用リスク回避よりも負債のリスク削減が主眼であるように思われます。なぜなら、年金資産の構成比や設定されている期待運用収益率（これも次号以降で紹介します）を見ると、ある程度のリスクを負担して相応の収益を追求している企業が多いからです。

もっとも、ある程度のリスク負担は容認し、また、資産運用のリスクはある程度コントロールが可能だとしても、負債が大きいとそれに見合う資産を保有しなければなりません。結果的に資産サイドのリスクの総量も大きくなってしまいます。一方、長寿やインフレなどの変動は各企業で制御することが不能なリスクであり、しかも債務を増大させる方向に進むと予想されます。こうしたことから、債務の削減を重視して制度の見直しが進められているのではないのでしょうか。

<集計対象企業>

食品(10社)	Nestle、Coca-Cola、PepsiCo、Unilever、Mondelez、Kraft、General Mills、Kellogg、AB InBev、Heineken
医薬品(9社)	Pfizer、Novartis、Roche、Sanofi、Merck、Glaxosmithkline、Johnson&Johnson、AstraZeneca、Eli Lilly
石油(4社)	Exon Mobil、BP、Chevron、Royal Dutch Shell
製造業(素材型)(10社)	BASF、Riotinto、Bayer、Dow Chemical、E.I.du Pont、Monsanto、LyondellBasell Industries、Linde、Glencore International、Syngenta
製造業(加工型)(14社)	General Electric、Siemens、Boeing、United Technologies、Caterpillar、Honeywell、3M、Lockheed、Rolls Royce、Phillips、Raytheon、NorthropGrumman、Xerox、Volvo
自動車・部品(10社)	Volkswagen、General Motors、Ford、FCA、現代自動車、BMW、Daimler、Bosch、Johnson Controls、Continental AG
その他(4社)	P&G、Walt Disney、Time Warner
通信(5社)	AT&T、Verizon、Vodafone、Deutsche Telekom、BT
IT関連(9社)	Apple、Microsoft、IBM、Google、Intel、Hewlett-Packard、Cisco Systems、Ericson、Oracle

(注) 為替換算レートは、1ドル=120円、1ユーロ=135円、1ポンド=184円  
1スイスフラン=125円、1スウェーデンクローナ=14円、1ウォン=0.1円

年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野正徳

## イギリスの私的年金改革の変遷と動向 その 2

### イギリスの公的年金の歴史と一層型年金制度への変革

イギリスの公的年金は、1601 年の「エリザベス救貧法 (Poor Law)」を基礎とした総合的保険制度 (社会保障、社会福祉、公的扶助) として始まり、1908 年に租税による無拠出制の老齢年金制度「Old Age Pension」が制定されました。1942 年にイギリスのチャーチル首相により「ベヴァリッジ (Beveridge) 原則」が発表され、有名な「ゆりかごから墓場まで」というスローガンの下、イギリスに居住する全ての人に対して、必要最低限の生活を支える「ナショナル・ミニマム」原則が確立されました。その後、経済発展と高齢化の進展による国の財政負担増加への懸念から、1989 年にサッチャー政権は公的年金の国庫負担を廃止し、保険料による制度改革を実施しました。併せて、公的年金の 2 階部分を私的年金に委ねる「適用除外」制度を考案し、公的年金の国家への負担軽減を図りました。

しかし、このような改革をしてきたイギリスの年金制度は複雑な体系となってしまうました。そのため、年金制度を国民に分かりやすくし、国民自らが老後に備える意識を高めることを目的に、現キャメロン政権は 2013 年 1 月に公的年金改革を発表し、2017 年 4 月に現在の国家基礎年金と国家第二年金の 2 階建制度から、「一層型の定額年金制」への大改革を予定しています。これに併せて「適用除外」制度は 2014 年 5 月に廃止となりました。

#### 1. イギリスの年金制度の歴史

イギリスの公的年金制度は、1601 年のエリザベス救貧法 (Poor Law) を基礎とし、老齢、死亡、障害、出産、失業に対する総合的保険制度です。1908 年の「老齢年金制度 (Old Age Pension)」により、老齢による貧困を救済するため、租税を財源とする公的扶助として無拠出制の年金制度として始まりました。1942 年にはチャーチル連立内閣が「ベヴァリッジ (Beveridge) 原則」を発表し、有名な「ゆりかごから墓場まで」というスローガンの下、イギリス居住の全ての人を対象とし、必要最低限の生活を支える「ナショナル・ミニマム (国民最低保障)」原則が確立されました。「ベヴァリッジ原則」は、①基本的なサービスに対する社会保険、

②特別な場合における国家扶助、③これらに上乗せする任意保険、という 3 つの制度を組み合わせて社会保障制度を遂行しようとしたものでした。

1978 年に国家基礎年金「BSP (Basic State Pension)」と付加年金「SERPS (State Earning Related Pension)」による 2 階建ての公的年金制度が導入されました。同時に財政負担への懸念から国家の役割を縮小させるため、2 階部分の付加年金を職域年金で代替する「適用除外 (contract out)」制度が導入されました (適用除外制度は 1986 年には確定拠出年金と個人年金にも拡大されました)。これにより、国家の役割を一部、私的年金に委ねる道が開かれました。

しかし、経済発展とインフレ進行により給付水準の引き上げが必要となり、均一額給付均一額拠出という「ベヴァリッジ原則」は社会的適合が出来なくなりました。また、職域年金は大企業労働者を中心とし、中小企業労働者が十分にカバーされていなかった

ため、国家が保障する必要性が高まり、1961年に「等差年金(GP: Graduated Pension Scheme)」が導入され、所得に応じた拠出と給付へと変換し、完全に「ベヴァリッジ原則」から脱することとなりました〔図表1〕。

〔図表1〕 イギリスの年金制度の歴史

1601年	エリザベス救貧法「Poor Law」が制定
1908年	老齢による貧困を救済するため、租税による無拠出制の老齢年金制度「Old Age Pension (租税、無拠出制)」が制定
1942年	チャーチル政権が「ベヴァリッジ(Beveridge)原則」公表
1946年	国民保険法が成立し「ナショナル・ミニマム(国民最低保障)」原則と「均一額給付均一額拠出」原則を確立
1961年	職域年金が整備されていない中小企業労働者向けに「等差年金(GP: Graduated Pension Scheme)」を導入
1978年	国家基礎年金「BSP(Basic State Pension)」と付加年金「SERPS(State Earning Related Pension)」による2階建て公的年金制度を導入。併せて、2階部分の付加年金を職域年金で代替する「適用除外(contract out)」制度を導入。(1986年に確定拠出年金・個人年金に拡大)
1989年	公的年金財政負担増加懸念からサッチャー政権は公的年金の国庫負担を廃止
1925年	「寡婦・孤児および老齢者拠出制年金法(Widows' Orphans' and Old Age Contributory Pension Act)」により財政上の理由から拠出制へ変更
1998年	ブレア労働党政権が「福祉に関する新しい契約」を公表、低所得者層の給付拡充のため「最低所得保証制度(MIG: Minimum Income Guarantee)」を導入
2001年	ステークホルダー年金「Stakeholder Pension」(確定拠出年金)を導入
2002年	公的年金の2階部分に国家第二年金「S2P(State Second Pension)」を導入
2003年	年金生活者の貧困対策のため、60歳以上の低所得者の公的扶助制度として、「最低所得保証制度(MIG)」に代え年金クレジット制度「Pension Credit」を導入
2012年	国家雇用貯蓄信託「NEST(National Employment Saving Trust)」導入
2013年	イギリス雇用年金省(DWP)が「将来世代のための職域年金の再設計」発表
2014年	年金制度改革を発表、国家基礎年金と国家第二年金を定額制の一層型制度に変更(2016年4月施行予定)、併せて適用除外制度を廃止。満額年金の受給資格年数を35年に延長。支給開始年齢の67歳への引き上げを2026~2028年に8年前倒し実施。

出所：筆者作成

サッチャー政権は高齢化の進展による社会保障制度に対する国の財政増加への懸念

から、1989年に公的年金の国庫負担を廃止しました。併せて、中小企業労働者の私的

年金加入を促進するため、2001 年に確定拠出型の「ステークホルダー年金 (Stakeholder Pension)」を導入し、適用除外制度の対象として公的年金の財政負担軽減を図りました。また、低所得者層についての私的年金への

加入が進まないことから、2012 年には職域年金未加入者が自動加入 (任意脱退可) となる確定拠出型の「国家雇用貯蓄信託 (NEST)」を導入し、私的年金の充実を図りました。

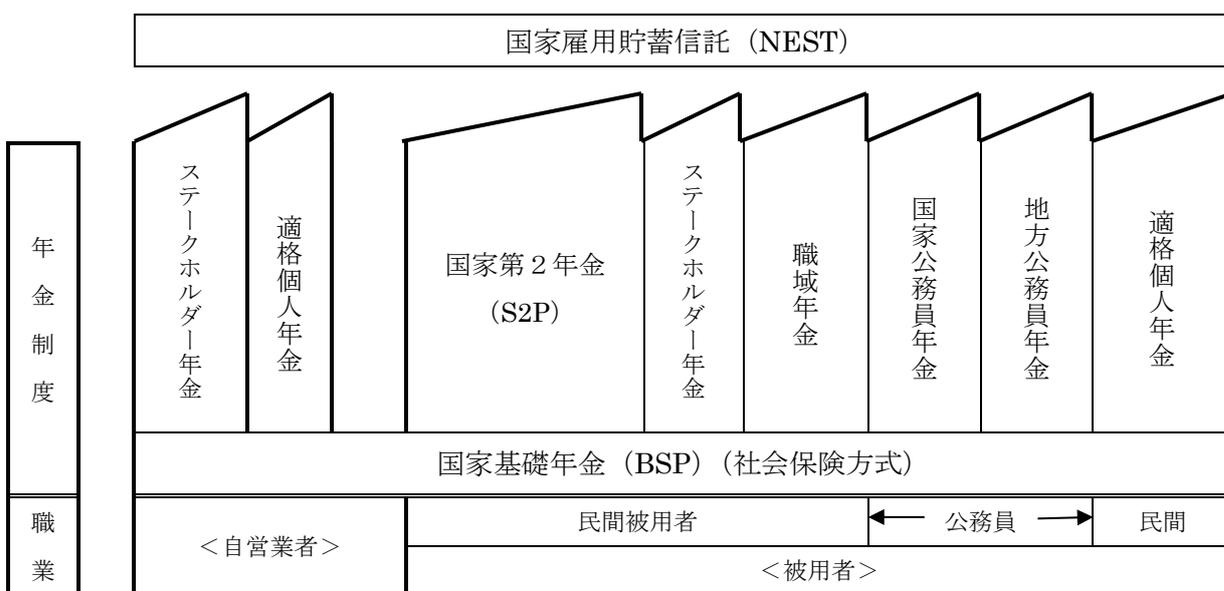
## 2. イギリスの公的年金制度の体系

イギリスの公的年金は、「国家基礎年金 (BaSic State Pension)」と「付加年金」の 2 階建の制度です。「国家基礎年金」は最低所得額以上の所得を有するイギリス居住者が

対象 (被用者、自営業者、任意加入者) となり、2 階部分の「付加年金」は公務員を含め被用者が強制加入となっています。

[図表 2]

[図表 2] イギリスの年金制度



出所：筆者作成

イギリスに居住する 16 歳以上の者が強制加入となり、財源は保険料 25.8% (被用者 12.0%、事業主 13.8%、なお、週 805 ポンド超の部分は 15.8%で被用者 2.0%、事業主 13.8%) (2014 年) で賄われており、国庫負担はありません。最低所得額 (週 111 ポンド) 未満の者は、保険料の支払いが義務付けられておらず、自営業者についても年間純利益が 5,885 ポンド未満であれば保険料

の支払い義務はありません。なお、保険料の支払い義務のない人でも、任意で加入することはできます。労働能力がない者、疾病給付・出産給付・障害介護手当てを受給している者は保険料が免除されています。保険料は、第 1 種保険料から第 4 種保険料まで分かれており、第 1 種保険料は被用者と事業主の保険料で、所得により保険料率が異なります。第 2 種保険料は自営業者の

ための定額保険料で、第 3 種保険料は最低所得額以下の低所得者が任意で加入する保険料です。第 4 種保険料は年間純利益が 7,225 ポンド以上の自営業者用の保険料です。第 1 種保険料は報酬比例であるのに対して基礎年金は定額給付であるため、所得再配分機能が行われることとなります。基礎年金の支給額は 30 年加入した場合、単身者の満額で週 113.15 ポンド (2014 年) が支給されます。専業主婦に対しては夫の年金額に週 61.20 ポンドが加算され、夫婦では週 174.35 ポンドが支給されます。保険料納付済期間と保険料免除期間が 30 年に満たない場合は、満たない年数に比例して支給額が減額されます。最低所得額以下で保険料を支払っていない人は、一定期間イギリスに居住していれば、80 歳から基礎年金満額の約 6 割が支給されます。

「付加年金」は、年収 4,524 ポンドから 34,840 ポンドまでの被用者を対象とし、「所得比例年金 (SERPS)」では所得代替率 20%

### 3. イギリスの年金制度改革の動向

このような年金改革により、イギリスの公的年金は複雑で国民に分かりづらい制度となっていました。そのため、国民に分かりやすい制度とし、将来受け取る年金額を認識でき、自らが老後に備える意識を高めることと、所得配分機能の強化および男女の格差是正のため、キャメロン政権は 2013 年 1 月に公的年金の大改革を発表しました。

2014 年の年金法により 2016 年 4 月から国家基礎年金と国家第二年金の 2 階建制度に代えて一層型の定額年金「国家年金」を創設し、2016 年 4 月以降に支給開始年齢に到達する者から新年金制度が適用されます。

を目標とされました。2002 年に所得再配分機能を強化し、所得代替率を 40% に設定した「国家第二年金 (S2P)」が導入されました。給付は一定の給付乗率に基づき被用者の所得に比例して算出されます。「付加年金」は、一定の要件を満たす私的年金 (企業年金、個人年金、ステークホルダー年金) に加入する被用者は、加入を免除する「適用除外」制度が設けられています。

低年金者における救済措置としての公的扶助は、1998 年に「最低所得保証制度 (MIG)」が創設されましたが、2003 年には資力調査 (ミーンズテスト) を伴う税を財源とする「年金クレジット」制度に置き換えられ、低年金生活者に対する最低所得保障が行われています。年金クレジットは最低所得基準 (単身者で週 137.35 ポンド、夫婦で週 209.70 ポンド) (2011 年) に満たない高齢者世帯に対して、年金額との差額が支給されるもので、これにより高齢者の貧困率低下に大きく寄与しました。

配偶者も自らの年金を受給できるようになります。基礎年金を満額受給するためには、保険料拠出年数と保険料免除年数の合計が、男女共に 30 年とされていましたが、2014 年の年金法により 35 年に延長されました。

新年金制度での満額の給付水準は、年金クレジットの最低所得保証基本額 (2014~2015 年は週 148.35 ポンド) となる予定です。

現在、公的年金の支給開始年齢は男女共に 65 歳 (女性は 2020 年にかけて 65 歳に引き上げ中) で、2024 年~2046 年にかけて男女共に 68 歳に引き上げられますが、今般の年金法により、67 歳への引き上げがさらに

2026～2028年の8年前倒しで実施されます。

「適用除外」制度については、2012年4月に個人年金、ステークホルダー年金、確定拠出型の職域年金が適用除外の対象外と

なり、2014年5月からは確定給付型職域年金も適用除外の対象外となり、公的年金の機能を一部代替してきた適用除外制度はその役割に幕を閉じることとなりました。

#### 4. イギリスの年金改革の基本理念とわが国への示唆

イギリス年金制度の基本理念は「ナショナル・ミニマム」原則を基礎とし、「個人責任の奨励」と「公正性」に貫かれています。

2014年年金法による一層型の定額年金への大転換は、国家の役割を必要最低限に留めるとともに、年金制度を簡素に国民に分かりやすいものとし、同時に老後所得保障に対する個人の責任を明確にすることにより、個人の自助を奨励するものとなっています。また、公的年金の男女および世代間の格差をなくし、1人1人に公平な制度とすることを目的としています。

今般のイギリスの年金改革は、今後の高齢化社会における高齢者の所得保障の充実並びに貧困高齢者の削減を目指し、国の財政負担の抑制と公的支出の削減を行いつつ、国民に対して老後所得保障の自助を促し、民間部門の活用により、公的年金とともに国民の老後所得保障を確立するものです。

日本政府は2015年12月18日に平成27年度補正予算（3兆3,213億円）を閣議決定しました。わが国でも高齢化の進展による社会保障費（年金・医療・介護費等）が増加し、平成27年予算96.3兆円の中で約3分の一の31.5兆円を占めています〔図表3〕。

社会保障費の財源確保のため、平成29年10月には消費税率を8%から10%に上げることが決まっています。平成26年6月に厚生労働省が発表した「公的年金の平成26年度財政検証」では、平成62年の所得代替率が現在の62.7%から約2割減少し39～51%（出生中位、死亡中位）となる見込みです。

公的年金の役割が縮小していく中、私的年金の拡大と推進が必要とされています。今回はイギリスの私的年金の歴史と動向について概観します。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ありません。

〔図表3〕平成27年度予算

一般会計	【歳出】 96.3兆円	地方交付税交付金等(15.5兆円)	国債費(23.4兆円)	社会保障関係費 (31.5兆円) (恩給費0.5兆円含む)	その他 (25.9兆円)
	【歳入】 96.3兆円	税金(54.5兆円)		特例国債(30.8兆円)	建設国債(6.0兆円) その他(5.0兆円)

(H27年度予算)

出所：財務省（2015）「日本の財政関係資料」（平成27年3月）より筆者作成

年金カスタマーサービス部 主任調査役 菅谷和宏

## アクティブ運用とパッシブ運用 その4

### アクティブ運用戦略について考える (1)

現在、年金ファンド運用では、アクティブ運用（含むスマートベータ運用）とパッシブ運用<sup>注1</sup>両手法の、資産クラス・運用戦略に応じた使い分けが、広く実践されている<sup>注2</sup>。

本シリーズでは、年金ファンドの運用担当者の方が、アクティブ運用戦略の拡充・採用を志向する際の参考としていただくよう、アクティブ運用が「割に合う」のはいかなる状態の時なのか、そして、その状態の出現に条件があるのであれば、それは何なのか、考えてみたい。

なお、当小論中の意見にかかわる部分、および、有り得べき誤りは、筆者個人に帰属するものであることを、予めお断りします。

注1： 当小論では、時価総額加重型のインデックスファンドによる運用を指すこととします。  
注2： どちらか一方の手法のみ、という場合もあります。

#### 1. はじめに

シャープ (William F. Sharpe) は著名な教科書の”Investments” で、「全てのアクティブ運用者は、一貫して有効に利用できる、証券のミス・プライシングが存在する、という基本的信念を共有している」と述べています<sup>注3</sup>。

筆者の考えでは、アクティブ運用を成功させている年金ファンド担当者（以下、「担当者」）と運用会社（以下、「運用者」）に共通する特徴は、シャープの言葉を借りて表現するならば、次のようになります。

- ① ミス・プライシングが存在するという「投資信念」(=利益源泉のアイデア)に「忠実」
- ② その投資信念に基づき、実際に利益を出す手段を考案・実現することへの「大いなる自信」

このことを委託・受託の文脈で言い換えると、担当者が運用者に期待することは、

- ③ ミス・プライシングの存在を確信し、
  - ④ それを見つけ出すことに、自信を持って取り組み、
  - ⑤ ③・④ を具現化した「アクティブ・シェア」(本誌 2015 年 10 月号で言及)の高いポートフォリオを構築する、
- ということになるでしょう。

そして、このプロセスの成否を分けるのは、ミス・プライシングの実践的理解です。これの理解レベル次第で、投資環境いかににより投資信念がゆらいだり、更に厄介なことに、利益を獲得するはずの投資戦略が機能しない、という事態を招くこととなります。

このようなことでは、アクティブ運用が「割に合う」ことは、とても望めません。「アニマル・スピリット」と「クールヘッド」の両者を持ち合わせて初めて、「必要かつ十分」なアクティブ運用の条件がそろ

うことになるのです。

注3: Sharp, William F, Gordon J. Alexander and Jeffery V. Bailey "Investments" International Edition, Six

Edition, Prentice-Hall International, Inc. 1999 PP  
99 (訳・傍点は筆者)

## 2. アクティブ運用のユニーク性

ファイナンス理論では、ミスマーケティングとは、(1) 証券が市場で取引されることにつく「市場価格」(謂わば、市場でのコンセンサス)と(2) 証券の「本来的な価値」<sup>注4</sup>に差があることを意味します。

しかしながら、実務では(2)を、運用者自らのアイデア・判断・分析に基づき算定した証券の妥当価格(運用者の「モデル」による価格=この運用者の考え)と置き換えた方が、実感に合うでしょう。

ここで押えておきたいのは、運用者により認識されるミス・プライシングには、2通りの解釈ができるということです。

### ① 収益機会の提供 (後述)

ただし、取引コストをかけてもお釣りの(利益)の出るような大きさと、出現の反復性が必要です。

### ② 運用者の価格算出モデルが不正確

自分の考える妥当価格が間違っているということです。これは、目に見えるわけではない理論上の(2)を、運用者のモデルによる価格に置き換えた瞬間から、常にあり得る可能性だと言えます。ただ実務的には、むしろ、乖離自体はやむを得ないとし、それが許容範囲か否か、を正確性の判断基準とすべきです。

目の前のミス・プライシングが、このどちらなのかを確かめる方法は、そのミス・プライシングにつけ込んで、実際に利益の獲得ができるのか、試してみることで、できるのであれば①、できないのであれば

②、ということになります。

ここでは先ず、担当者の関心が高いであろう、①のケースを考えます。

基本的にアクティブ運用は、自らのアイデア・判断に基づき算定した価格の方が、証券の本来的な価値をより良く反映した妥当な価格と考え(「市場は間違っている」、「自信家」)、市場価格との比較により売買取引を行う手法です。

従ってアクティブ運用は、「市場は効率的」(市場価格は当該証券の本来的な価値を表している)と考える「市場効率派」のパッシブ運用とは一線を画する、「市場の効率性(の程度)」に疑問を呈する「市場非効率派」の運用手法となります。

しかしながら、アクティブ運用が常に「市場非効率派」なのかというと、実は、そういうわけでもなさそうです。

確かにアクティブ運用は、ポジションを取る(買い・売り)時には、市場の非効率性を(割安・割高)捉えることを意図します。(①)ただ、ここで忘れてならないのは、この非効率性がいつまでも続いて、買った(売った)証券の価格が上がらない(下がらない)、あるいはもっと酷いことに、下がる(上がる)ことになれば、いつまでも利益を獲得できないばかりか、損失が出てしまうということです。

従って、原理的にアクティブ運用には、市場の非効率性を突いて買った(売った)証券の価格を、どこかの時点で市場が真実に評価すること(ミス・プライシングの

解消)、即ち、市場の効率性が必要になる  
のです。(両面性のある投資信念)

以上をごく簡単にまとめると、次の 1)  
と 2) のようになります。

1) ポジションを取る時

投資行動	買い (ロング)	売り (ショート)
証券への評価	割安	割高
市場への評価	非効率的 価格<価値	非効率的 価格>価値

2) ポジションを解消する時

投資行動	売り	買い
証券への評価	目標達成	目標達成
市場への評価	効率的 価格=, ≈ 価値	効率的 価格=, ≈ 価値

注:ここでは、「売り」「買い」の場合の価格>価値(価

格<価値)は、意図外のケースとして除外した。  
また、単なる買値<売値のケースは、価格が価値に  
近づいた場合(価格≈価値)に含めた。

アクティブ運用・パッシブ運用の両者と  
も、ポートフォリオ時価額の増加を期待す  
ることは同じです。しかし基本的に、ポー  
トフォリオに含まれる証券の価格評価に  
より、売買を行うことはないパッシブ運用  
とは異なり、アクティブ運用には、その行  
為が必然的なものとしてビルトインされ  
ているのです。

注4: 通常、当該資産を保有することにより、将来にわ  
たり得ると予想されるキャッシュフローを、評  
価時点の現在価値に割り引いた価値と定義され  
ます。

### 3. 売買機会への自然な疑問

さて、ここで担当者に自然に生じるのは、  
アクティブ運用の成功に必要な売買の機  
会が訪れるのは必然なのか、それとも何か  
条件があるのか、という疑問ではないでし  
ょうか?

証券の売買をイメージください。なにし  
る儲かるように、1) ポジション構築時  
には安く売ってくれ(高く買ってくれ)、2)  
利益を確定する際には高く買ってくれる  
(安く売ってくれる)、売買の相手方に登  
場してもらう必要があるのです。

そのように「好都合」な反対売買者が、  
誰であれ、見つかるものなのでしょう  
か? しかも、たまたまの単発的というこ  
とではなく、継続性と頻度が伴わないの  
であれば、アクティブ運用は「割に合  
う」ことにはなりません<sup>注5</sup>。

このことを一度意識すると、担当者は、  
この「モヤモヤ」の解消なしには、運用者

からのいくら「魅力的な」提案であつても、  
アクティブ運用の採用には、躊躇せざるを  
得なくなってしまうでしょう。

この直観的な疑問の答えを探るには、証  
券が取引される「市場」では、どのよう  
に証券の値付けが行われるかの思料が必要  
になります。

またこのことは、運用者にとつても同様  
です。なぜなら、2.で述べた「ミス・プ  
ライシングにつけ込んで、実際に利益を得  
ることができるのか」を確認する手法(ト  
レーディング戦略)の考案には、このこと  
の理解・洞察がどうしても必要だからです。

そこでまずは、「伝統的・オーソドック  
な考え」から、検討してみましょう。

注5: 当小論では、証券売買で利益をあげるためのト  
レーディング・スキルの重要性については、言  
及しません。

#### 4. 伝統的・オーソドックスな考え

筆者の理解する「伝統的な考え」の枠組みの主旨は、次のとおりです。

- 1) 若干の前提を置き、
- 2) この前提から想定できる投資家の行動を考え、
- 3) このような状況下では、どのような価格が証券につくかを考える。

1) では、全ての投資家に、次のようなことができるかと仮定されます。

- ① 将来に関する現在入手可能な「情報」の無コストでの入手。
- ② 優れた情報分析。
- ③ 市場価格への事細かな注意に基づく、保有証券の適切な調整。

2) では、1) により投資家が入手可能な全ての情報を正確に使う、つまり、何も見逃さず、解釈の誤りもなく、将来のリターン予測を行うものとされます。

3) では、1) と 2) から、そのような投資家が参加する市場では、証券に付けられた価格は、投資価値（「本源的価値」<sup>注6</sup>）と等しい（正確には、良い「推定値」）とされるのです。

つまり、知識豊かで熟練したアナリストにより、現在手にできる情報を全て用いて推定された投資価値ですから、現時点でこれ以上に信頼できるものはない、というわけです<sup>注7</sup>。そして、このように証券の価格付けがなされる市場のことを、「効率的市場」と呼ぶこととなります<sup>注8</sup>。

そして以後の話の展開にとっても重要な意味を持つのが、次の議論展開です。

4) 証券の価格が投資価値と大きく食い違うという「非効率」状態（投資家が、この状態を利用して、平均的に利益を獲得できるという意味にも解釈できます）は、起きるとしても一時的で長続きしない。

5) なぜなら、そのような「非効率」状態になると、市場には「フォースの覚醒」が起こるからである。

つまり、市場の一部には、常時このような利益を得る機会（＝市場の非効率な状態につけ入る）を狙う、とても抜け目がなくはしこい投資家が存在し、抜け目のなさやはしこさにおいて劣る他の投資家が気づく前に、彼らの利益獲得行動により市場の非効率（割安・割高）が是正される<sup>注9</sup>。

即ち、証券の価格はその将来の期待キャッシュフローの割引現在価値に見合うものに戻るといって、とても「美しい」議論です。

従って、このようなモデルのとおり、証券が市場で値付けされるのであれば、ミス・プライスを利用するアクティブ運用が、「割に合う」ことはなそうです。

注6： 注4を参照ください。

注7： 投資価値に影響を及ぼすような、新たな情報が出てくる都度、このプロセスが繰り返されると想定されます。

注8： 余談にはなりますが、入手可能な情報に何が含まれていると考えるかの違いで、かの有名な「ウイーク型」、「セミストロング型」、「ストロング型」という効率性の3類型に分かれることとなります。

注9： 割安なものは買い、割高なものは売る、という行動を取ることで、前者は値上がりし、後者は値下がりする、からというのが基本的なアイデアです。

## 5. 伝統的な考えへの最大の疑問

上記4. は非常に「エレガント」なモデルですが、かなり窮屈なものです。

直感的に感じるのは、1) の前提、一言で表現するなら、投資家の「合理性」の難しさです。(事実この点は、大きな議論を招いています。)

市場には、様々な投資家が様々な投資目的を持って参加していますので、その全て

に対して合理性を想定するのは、とても厳しいと考えます。

そこで今回は、合理的ではない投資家(投資目的)の存在があるとした場合の、アクティブ運用への示唆について考えてみましょう。

果たして、アクティブ運用は「割に合う」ことになるのでしょうか?

年金運用部 顧問 大輪秋彦

## 退職給付制度設計のポイント その10

### グループ年金

グループ会社が会社毎に年金制度を運営している場合、コストや効率面での課題が生じることがあります。また、グループ各社の退職給付制度に対し、統制をとることは、グループとして経営をするうえでの課題の一つです。今月号では、このような課題に対する方策として、グループでの年金制度運営（グループ年金）の活用について考えてみたいと思います。

#### 1. 個別に年金制度を運営する上での課題

グループ各社が別々に企業年金を管理運営していると、運営や管理を行うための機能が重複することになり、人的コストや制度管理コストの負担が大きくなります。また、グループ各社の年金資産規模が小さい場合は、運用コストが割高になり、運用の効率性が損なわれている虞があります。コスト以外の観点でも、グループ各社の年金制度が異なることで、グループ会社間で転籍などが生じた時に問題が生じるケースが

あります。例えば、転籍前後の勤続期間が退職給付額算定上通算できないケース（ポータビリティが確保できていないケース）等が該当します。これらの課題を克服するために、年金制度をグループで一括管理運営することが考えられます。コスト圧縮などの効率性の向上だけでなく、グループ内での人材活用を図るうえでの有効な選択であると言えます。

#### 2. グループ化の検討にあたって

何を目的とするかによって、グループ化（グループ年金制度）に求められる要件は異なってきます。以下、4つの観点での目的毎に、目的を達成するための要件や具体的方策・留意点を見ていきます。

##### （1）人事・労政的観点

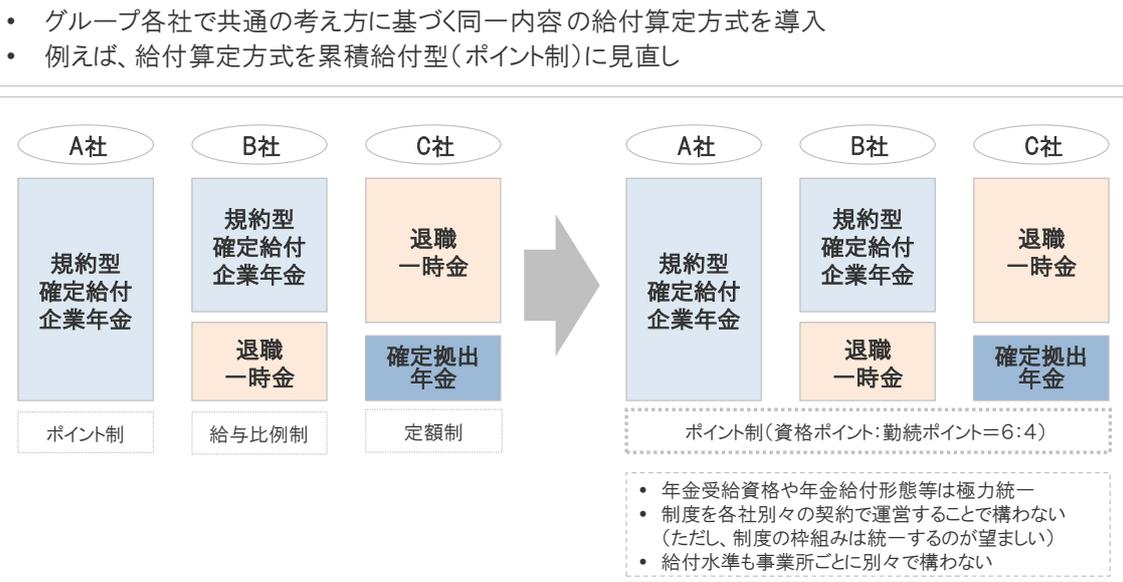
人事・労政的観点では、グループ内の処遇に統一感をもたせるといった目的が挙げられます。この目的を達成するためには、退職給付水準あるいは設計ポリシーに統一感があることが必要です。また、異動や転籍

があっても、退職給付額の算定上、不利とされないことも重要な要素です。これらの要件を実現するためには、グループ各社間で給付設計を統一することが得策です（図表1参照）。統一といっても、現行制度における各社制度の相違や各社業務内容の相違等を考え、全く同じ制度とすることは現実的には困難であるとする、例えば、ポイント制に移行し、ポイントの考え方を各社で共有する、といった方策が考えられます。また、異動や転籍対策としては、グループ

内の退職給付制度のポータビリティの確保（期間通算や資産移換のスキームの確保）が必要です（図表2参照）。給付設計上のポリシーが統一されていれば、制度の数に関

係なくグループとしての意識統一を図ることができると思われます。但し、程度の軽重はあるにしろ、各社の退職金制度を変更しなければなりません。

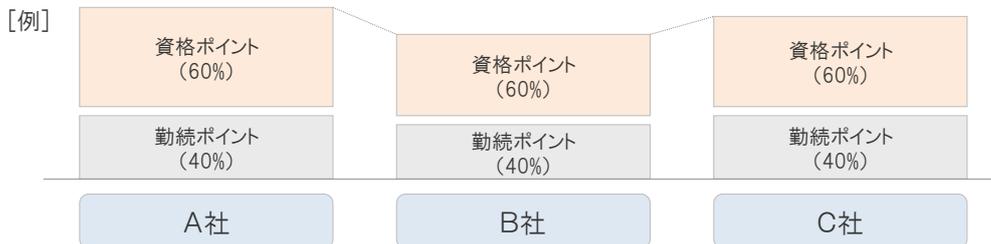
（図表1）処遇制度の統一感醸成を目的としたグループ年金事例



（図表2）人材の流動性確保を目的とした制度設計事例

- 人材の流動性の確保のために、給付額の通算と転籍時移換額の妥当性を重視することが必要
  - グループ共通の考え方※に基づく退職給付制度を導入
  - 会社間の給付額通算が行い易く、過去の労働との対価性が強い累積給付型（ポイント制、CB、DC）の給付設計とする

※ 共通の考え方とはポイント制への統一・ポイント種類の統一・各ポイント種類毎の給付額ウェイトの統一を指す（給付水準は問わない。なお、全く同じ制度であれば最終給与比例制等でも構わない）



## （2）財務的観点

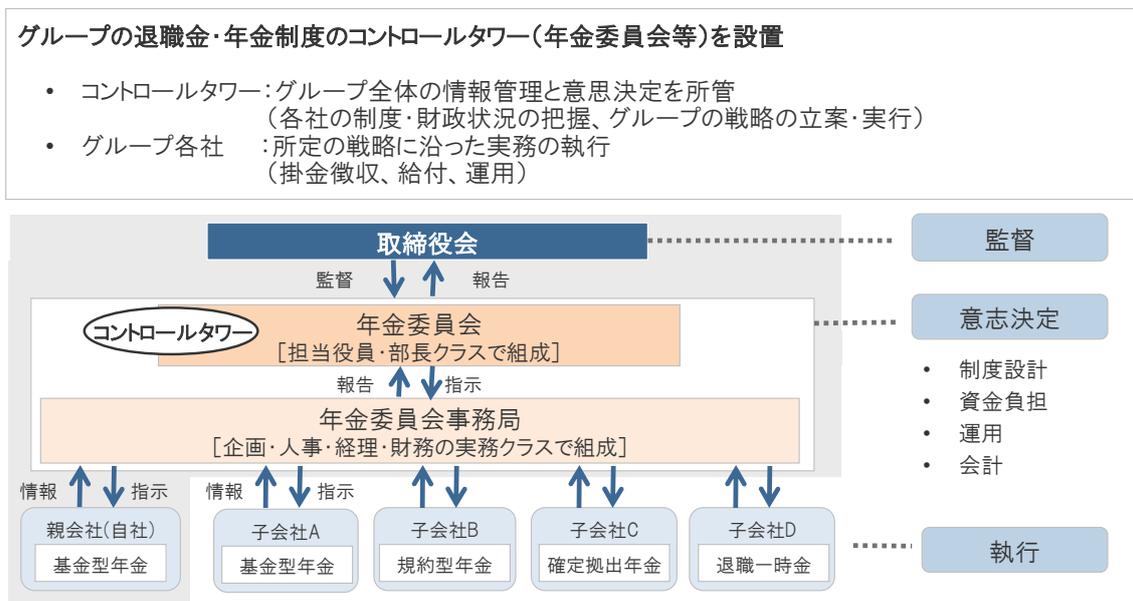
財務的観点では、連結決算を意識したグループ各社の退職金・年金制度の財政・会計状況を一元的に管理するという目的が挙げられます。この目的を達成するためには、

グループ各社の年金財政や退職給付会計の状況を集約することはもとより、グループ全体を意識した財務・会計戦略（掛金拠出や資産運用等）の立案と実行が必要になります。これらの要件を実現するために、年

金委員会などグループのコントロールタワーとなる組織を親会社に設置することが考えられます。そこで財政決算報告書や運用報告書、あるいは退職給付債務計算報告書等の情報を集約し、取締役会と連携した上で、グループとしての戦略を立案し、意思

決定を行うといったガバナンス体制の構築が重要な方策となります(図表3参照)。このようなケースでは、ガバナンス体制の構築が、目的達成のための重要な要素であり、各グループ会社の制度内容については、特に統一する必要はありません。

(図表3) グループ内における情報の一元管理(ガバナンス体制の構築)事例



### (3) 資産運用の観点

次に、資産運用の観点でグループ化を行うことを考えます。グループ全体で資産運用効率を引き上げるためには、資産をまとめて運用することによりスケールメリットを享受することが要件として挙げられます。具体的には、グループ各社の制度を統合し、資産を集約のうえ、共同設立で企業年金を運営するというスキームが考えられます

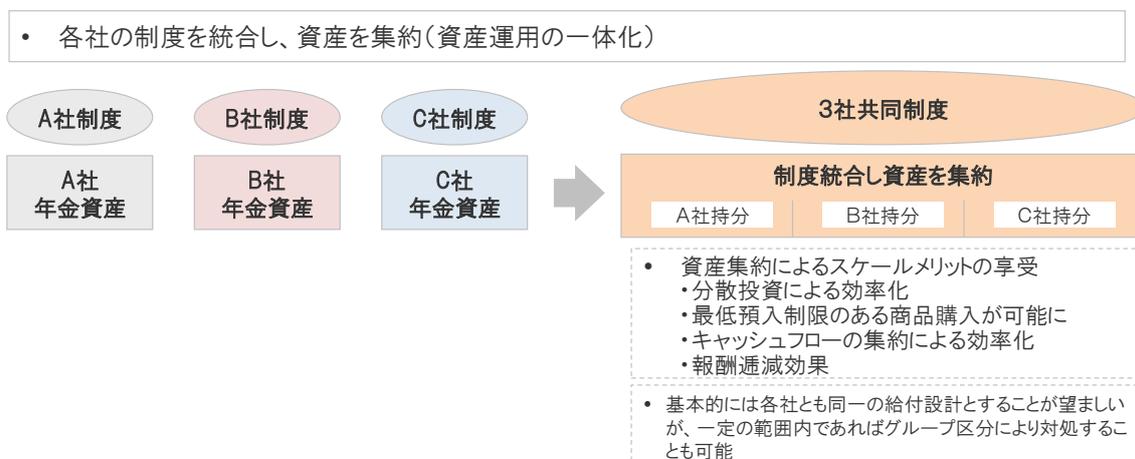
(図表4参照)。このスキームでは、グループ各社で運用する場合に比べ、資産規模が拡大するため、様々な分散投資手法が活用できます。また、運用報酬(手数料)の削減効果も期待できます。但し、制度統合を

伴うため、(同一の給付設計への変更が生じる等)各社の制度内容に一定の制約がかかる可能性があります。

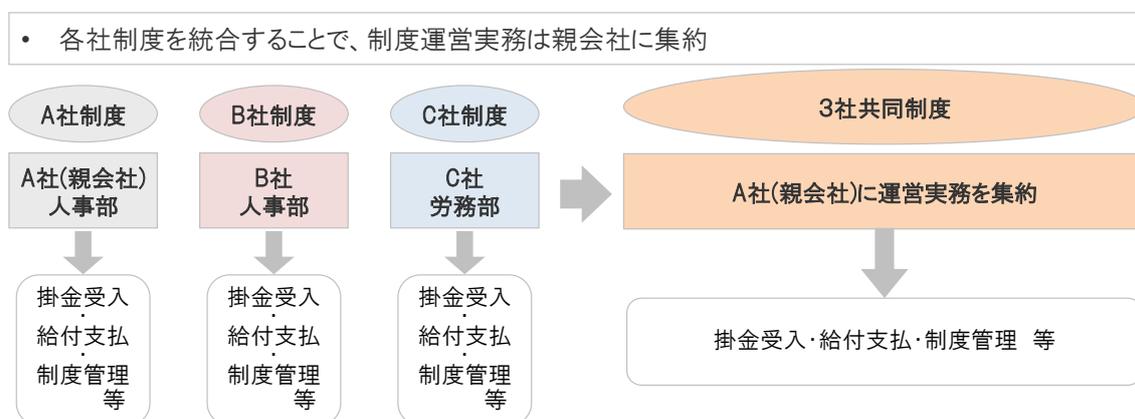
### (4) 制度運営実務の観点

制度運営実務の観点では、グループ各社の事務コストを抑制するという目的のために、グループ各社の事務セクションを集約するスキームが考えられます(図表5参照)。これにより、掛金納入や給付にかかる事務において発生する人件費やシステム運営費の低減が図れます。また、制度を統合すれば、行政宛の申請手続き等も効率化され、さらに基金型での設立形態とした場合は、意思決定の迅速化も期待できます。

(図表4) 資産の集約による資産運用の効率化事例



(図表5) 事務セクションの集約化による制度運営実務の効率化事例



### 3. 具体的な制度設計事例

最後に、グループ化に関するこれまでの検討を踏まえ、具体的（現実的）な制度設計事例を2つご紹介します。

まず、各社を給付水準毎に複数の集団に区分するグループ区分というスキームです（図表6参照）。ここでは、人材の流動性確保を念頭に、会社間の給付額通算が行いやすく、過去の労働との対価性が強い累積給付型の制度として、各グループともポイント制を採用しています。また、年金の支給形態や年金・一時金の支給要件を統一し、転籍者の納得感が得られやすい設計としています。なお、このようなグループ区分の設定を行う際は、「給付額に格差を付ける合

理的な理由＝労働協約等において退職金等の労働条件が異なること」が必要となることに注意が必要です。

もう1つは、「共通給付」部分と「独自給付」部分の2階建ての制度設計です（図表7参照）。この設計例でも、人材の流動性確保を念頭に、ポイント制の給付設計としています。また、「共通給付」部分をグループ共通の老後所得保障給付と位置づけ、「終身年金」を設定していることも特徴的です。なお、「独自給付」部分は、各社毎の給付水準を加味して、退職一時金制度で各社が運営することとし、事務コストの効率性よりも各社の給付水準の違いを重視しています。

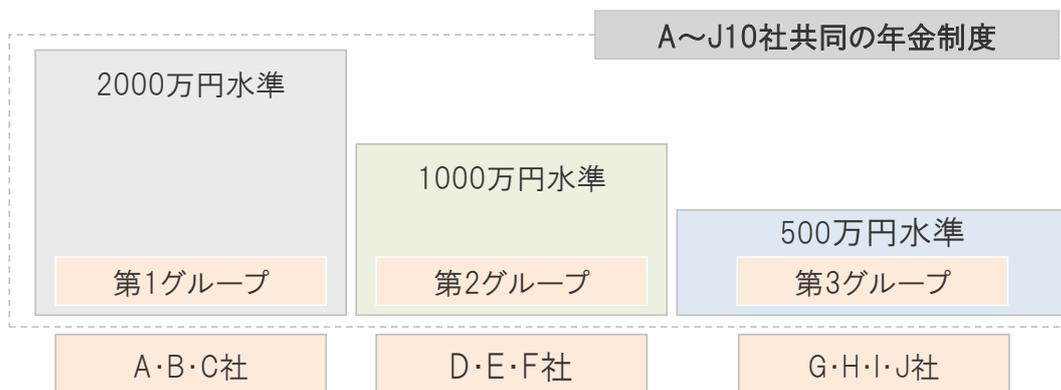
グループ年金化では、1つの解があるわけではなく、重視する目的に応じて適切な方策を選択することが重要です。今回は、共同制度設立の具体例をご紹介しましたが、共同制度の設立自体が、グループ化を推進する上での必須スキームというわけではあ

りません。但し、効率性を追求する上で高い効果があるとともに、処遇制度の統一感醸成や人材流動性確保、あるいはガバナンス体制の構築、といった要素においても有効なスキームといえると思います。

(図表6) 具体的なグループ年金化事例①

**【設計内容】**

- ・ 給付水準毎に「第1～3グループ(=グループ区分として管理)」を設定。
- ・ 給付算定方式は、ポイント制で共通。
- ・ 各グループとも、年金の支給形態は統一する。(例:20年保証終身年金60%、有期年金40%)
- ・ 各グループとも、年金・一時金の支給要件は統一する。



(図表7) 具体的なグループ年金化事例②

**【設計内容】**

- ・ 「共通給付」+「独自給付」の2階建て。
- ・ 給付算定方式は、ポイント制で共通。
- ・ 共通給付は、全社共通の老後所得保障給付と位置付け、勤続年数に応じた給付を20年保証終身年金として支給。
- ・ 会社毎の給付水準を加味して独自給付部分を設定、独自給付部分は退職一時金制度で各社が運営。



年金コンサルティング部 リサーチグループ 田尻一臣

## 年金ALMの解説 その5

### 負債分析① 成熟度

前回（2015年11月号掲載）までは、ALM分析に必要な前提条件の設定について解説してきました。今回は負債分析の内容と、分析結果を検討するために必要な「成熟度」の概念について解説します。

#### 1. 負債分析の流れ

負債分析では、以下の項目について将来予測を行います。

- ・人員構成
- ・キャッシュフロー（掛金額・給付額）
- ・責任準備金
- ・後発債務

具体的には、決められた前提条件に従って人員構成の変化を予測し、その結果をもとに将来のキャッシュフローおよび責任準備金を推計します。後発債務とは、年金財政計算において使用する計算基礎率と、ALM分析における将来予測計算の前提が異なることにより発生するものです。詳細は

次回解説します。

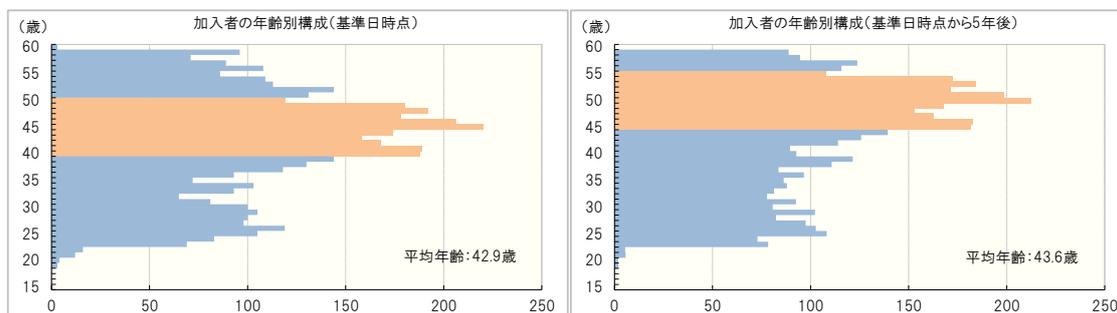
負債分析の結果は、年金資産や積立比率の将来予測分析にも影響を及ぼすため、そのベースとなる人員構成の推移については、内容を十分に確認し、設定した前提条件に問題がないか検討する必要があります。

図表1の例では、足元は加入者数の水準を維持するものの、中長期的にはバブル世代の退職による加入者数の減少を見込んでいます。一方で、選択一時金を取得する脱退者が多いため、受給者数の増加は緩やかとなっています。

図表1 加入者数、待期者数、受給者数の将来予測結果（例）



図表2 加入者の年齢別人員構成の推移 (例)



## 2. 人数ベースの成熟度

企業年金の制度発足直後は、年金受給者が少ないのが一般的です。時間の経過とともに受給者数が増加していくことを「成熟化」といい、その度合いを「成熟度」といいます。代表的な指標の一つとして、「人数ベースの成熟度」があります。この指標は、「1人の加入者が何人の受給者を支えているのか」という観点で年金制度の成熟度を

計るもので、加入者に対する年金受給者の比率(=年金受給者数/加入者数)によって算出・検証します。(図表3)

また、成熟度の推移を予測するには、全体の人数の変化だけではなく、年齢別構成の変化や平均年齢の変化(図表2)も把握することが重要です。

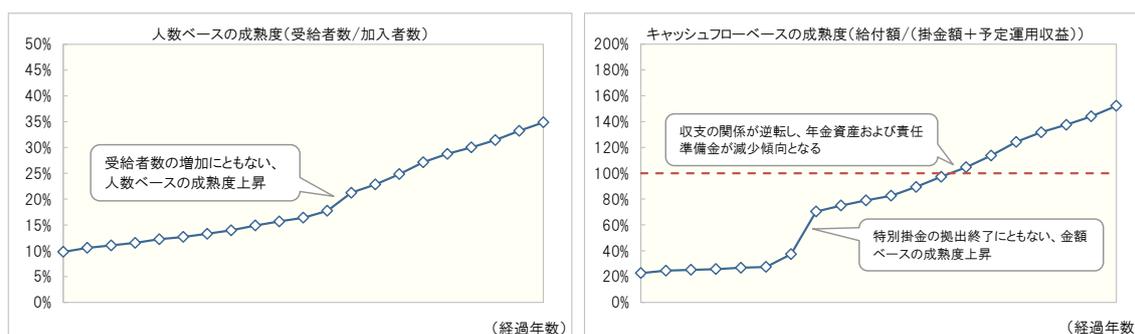
## 3. キャッシュフローベースの成熟度

ALM分析において、人数ベースの成熟度以上に重視されている指標が、「キャッシュフローベースの成熟度」です。算出方法は「給付額/掛金額」あるいは「給付額/(掛金額+運用収益)」が用いられ、収支の関係から年金資産および責任準備金の増加・減少の傾向を把握する判断材料となります。

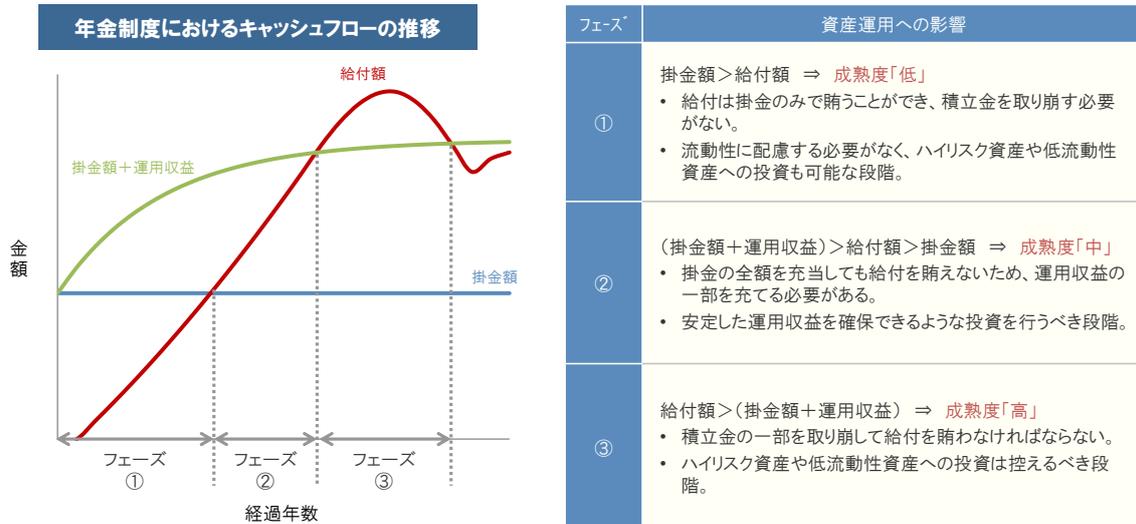
(図表3)

キャッシュフローベースの成熟度は、人員構成の変化の他に、特別掛金または特例掛金拠出のような一時的な掛金の追加拠出が完了するタイミングでも変動することがあります。

図表3 成熟度の推移 (例)



図表4 キャッシュフローベースの成熟度の推移と資産運用への影響



#### 4. 成熟度に見合った制度運営

成熟度の度合いによって年金制度のリスク許容度は異なり、資産運用においては様々な制約が課されます。

キャッシュフローベースで考えた場合、企業年金の成熟過程は3段階に分類することができます。各フェーズにおける資産運用への影響を表したものが図表4です。

掛金額が給付額を上回っている段階(フェーズ①)は、積立金を取り崩す必要がないことから、最も制約が小さい段階であると言え、低流動性資産への投資やリスクの高い運用も可能です。

年金受給者増加によって給付額が掛金額を上回る状態(フェーズ②～③)へと移行すると、運用収益や積立金で給付を賄う必要があるため、流動性への配慮やリスク抑制を念頭に置いた運用が求められます。さらに、給付額が「掛金額+運用収益」を大幅に上回る状態が続く場合には、今後3～5年

間で発生が見込まれる給付資金相当を予め分離し、短期資産のような極力リスクを排除した運用を行う等の工夫が必要になってくると考えます。

以上のように、負債分析の結果からは、政策アセットミックスを策定する上での検討ポイントも明らかとなります。今回ご紹介した指標以外にも、様々な観点から年金制度の成熟度を測定する指標が考案されていますが、いずれも絶対的な数値基準があるわけではありません。最適な政策アセットミックスを導き出すには、複数の指標を組み合わせて検討することや、時間の経過とともに変化する成熟度を定期的にチェックすることが必要であると考えられます。

次回は、負債分析②として、政策アセットミックスの目標収益率設定に影響を与える後発債務について解説します。

年金コンサルティング部 年金ALMグループ 林 辰幸

## 年金運用の現場から ファンドマネージャーの四方山話

### 相場格言

投資の世界では相場格言として昔から伝えられてきたものが多数ある。年金資産の運用は客観的情報に基づく合理的な行為でなければならないが、一方でこうした格言は運用に携わる者にとって（心構え的なものとして）非常に有用である。本日は、いくつかの格言を紹介してみたいと思う。

#### 相場格言の世界

「風が吹けば桶屋が儲かる」

誰もが知っている通り、物事は巡り巡って、いろいろなことが繋がっている。

12月に入りOPEC総会で原油の減産が見送られ、原油価格の長期低迷が現実視されているが、さて、原油が下がれば…

■新興国（特に産油国）の景気低迷…  
資産売却…株価下落…？

■ガソリン値下がり…車での外出増…  
観光関連人気化…？

相場の世界では、「相場格言」や「アノマリー」として昔から語り継がれてきたものがある。今日はそうしたもののなかからいくつかをピックアップしてみようと思う。

（\*以下の文中でカッコ付の言葉は一般的に相場格言と呼ばれるものである。）

私の好きな格言に「麦藁帽子は冬に買え」というのがある。

冬の最中には毛糸の帽子はあたりまえで、麦藁帽子をかぶっていたら、かなり目立つ。ただ、これは冬に麦藁帽子を使うということではなく、夏に備えて早いうちから麦藁帽子を準備しようということ（冬場はお店で売ってないという現実はあるが…）。

有名な逆張り戦略の格言である。投資の世界で言えば、あるテーマが話題にならないうちに買って、じっくり値上がりを待とうというものだ。例えば次のような話題が最近あった。

■爆買い…百貨店・小売り関連銘柄

■東京オリンピック…建設関連銘柄

「ニュースは出た瞬間に古臭くなる」ように、話題になってから買っても遅いことが多いが、「提灯（ちょうちん）をつける」人が多ければ、多少のチャンスはあるかもしれない。もっとも、大体はうまくいかない。「買い遅れるときは唯々買い場を待つべし」となる。

日本と中国との関係が緊迫し、中国関連銘柄が売られていたころ、「友無き方へ行くべし」と、今日の爆買いを予想して関連株を買った人はいかほどだろうか…

アベノミクスによる円安進行で来日観光客の増大は予想できたが、爆買いまで予想して百貨店を買った人は流石である。

出張族の私は大阪や福岡に頻繁に足を運ぶが、来日観光客増加で宿泊費は明らかに高騰している。高くても予約が取ればま

だ良しとしよう。予約が取れず電車で何駅も離れることもある。ホテル関連銘柄を買っていた人も流石である。

ただ、中心街を離れると意外な発見もある。「人の行く裏に道あり花の山」。初めての電車、初めての風景、初めての街、初めての飲食店、初めての料理、初めての地元の寺社仏閣・・・楽しいかと聞かれば、楽しい・・・ただ、なんとなく落ち着かないこともある。

投資となれば「遠くのもの避けよ」と言われる通り、身近なところにこそ投資のヒントは転がっている。あれこれ集めた情報は、新鮮さもあるが、加工食品であるとも言われる。「飛びつく魚は釣られる」ことのないようにしなければならない。

さて、運よくホテルの予約が取れても、最近のホテルの朝食会場は戦場である。スタート時間に行っても大行列ができていることも多い。ビュッフェ形式が多いが、システムに慣れていない団体観光客の方が多い時は混乱必至！席の確保も大変だ。

お皿の上には、そんなに食べられるの？と心配するほどの料理が盛られ、案の定、残り物も多く、やっぱり「売り買いは腹八分」だなと納得する。

そんな混乱を避け「人びと西に走らば我は東」と、最近では時間をずらして行くようにしている。落ち着いてゆっくり食事がで

きる。料理も入れ替えられているし、何より急かされずに落ち着いて選択ができる。

でも、出張族は同じようなことを考えるもので、「連れが出来たら儲からない」。結局いつ行っても混んでいる。そこで最近は、「強弱よりも運用を学べ」と、チェックイン時には翌日の朝食会場の混雑予想を聞くことにしている。戦略勝負というわけだ。フロントも心得たもので、聞かなくても教えてくれるケースも多くなった。

あまり長いと読み飽きる方も多いと思うので、最後は自分への戒めを。

「辛抱する木にカネがなる」「カネのなる木は水では生きぬ、汗をやらねば枯れて行く」何事も辛抱が大事だということだ。もっとも、ただ待っているだけではダメだ。今の時代、情報（水）は巷にあふれているが、本当に有益なものを選択・分析し（汗）、また自分自身の足でもいろいろと調査もし（努力）、最終的に自分なりの考えに従って投資、いや運用を行っていきたいと思う。（これはゴルフ界の名言だが）「自信ある自己流は確信なき正統派に勝る」と言う。

これで締めようと思ったら、近くのデスクから一言あった。

「国策には逆らうな」

アベノミクスの力は、どこまで株価を上げるか・・・「わからぬ時は休め」

#### 注意事項

相場格言には複数の解釈があったり、真逆のことを言う格言があったりもします。ここに記載の格言も、あくまでも一つの例としてお読みください。執筆者は記載の格言の意味合いを持って、市場に対する何らかの見解を表明するものではありません。

以上

<コラム> アドリブ経済時評

COP21、気候変動対策がやっと全員参加型に

パリで開かれていた COP21（国連気候変動枠組み条約第 21 回締約国会議）は、12 月 13 日、2020 年以降の地球温暖化対策の新たな枠組み「パリ協定」を採択した。

温暖化対策の国際的な枠組みがまとまるのは、先進国だけに削減を義務付けた 1997 年の「京都議定書」以来 18 年ぶりとなる。しかも今回は（やっとならぬが）途上国も含む全ての 196 カ国・地域が参加する枠組みが誕生する。米国も中国も参加するのである。

パリ協定の骨子は次のようなものである。

- a. (今世紀末の)産業革命前からの気温上昇を 2 度未満に抑える。1.5 度未満になるよう努力する（島しょ国など海抜が低い国は気温の上昇が 1.5 度を超えれば国土も生活も危機にさらされると主張）。
- b. できるだけ早く世界の温室効果ガス排出量を頭打ちにし、今世紀後半に実質ゼロ（海洋による吸収なども入れて）にする。
- c. 2023 年から 5 年ごとに世界全体の削減状況を検証する
- d. 全ての国に削減目標の作成と提出、5 年ごとの見直しを義務付ける。
- e. 温暖化被害軽減のための世界全体の目標を設定する
- f. 先進国に途上国支援の資金拠出を義務付けるが、他国も自発的に拠出することを勧める。
- g. 先進国は現在の約束よりも多い額を途上国に拠出する（目標額は盛り込まず）

問題もいろいろある。最大の問題は「目標達成の義務化」が見送られたことであろう。しかし、前回は米国が途中で脱退したということもあり、参加国を減らさないためには止むを得ないと思われる。

実現可能かという問題も大きい。国連や科学者によると、各国が現在検討している排出量の削減計画を実施しても、世界の平均気温は今世紀末までにおよそ 3 度上昇するとのことである。

米国のかつての副大統領で、温暖化の問題を訴えてノーベル賞をとったゴア氏の書いた本の題名は「不都合な真実」であるが、多くの政治化にとって、温暖化問題は相変わらず「不都合」な問題かもしれない。特に財政赤字が大きく、対策を打とうにもない袖は振れない国にとっては、そうであろう。

莫大な費用を要する戦争をやることと比べれば、よほど重要で易しい問題だと思うのだがどうだろうか。

【2015/12/22】

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、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。