

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2月号

《目次》

《世界の主要企業の退職給付の状況 その2》 数理計算上の差異等が財政状態に与える影響	… 1
《イギリスの私的年金改革の変遷と動向 その3》 イギリスの職域年金と個人年金について	… 5
《アクティブ運用とパッシブ運用 その5》 アクティブ運用戦略について考える(2)	… 10
《退職給付制度設計のポイント その11》 雇用延長と退職給付制度の見直し	… 14
《データで見る年金》 福利厚生費の最近の動向	… 18
《アドリブ経済時評》 逆石油ショック	… 22

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2

数理計算上の差異等が財政状態に与える影響

海外主要企業は日本企業に比べ事業規模等に対する退職給付の比率が高く、潜在的リスクは日本企業より大きいと考えられます。今回は当該リスクが企業の財政状態に与える影響を考えます。直近 2 年間でみると再測定や数理計算上の差異が自己資本に与える影響は日本企業より大きくなっています。これには退職給付債務や年金資産の残高が大きいことに加え、特に退職給付に係る債務・資産の変動可能性(ボラティリティ)が高いことも影響しているもようです。ただ、会計基準の差異によってリスクが顕在化する状況も多少異なっています。

1. 退職給付債務のボラティリティが高い海外企業

退職給付制度が財政状態に与える最大のリスクは退職給付債務及び年金資産の時価変動です。現在の会計基準では、退職給付債務・年金資産の予定外の変動はその他の包括利益(OCI)に計上し、自己資本に反映されるため、両者の変動は自己資本の増減に直結します。

図表 1 は、海外主要企業の再測定(IFRS の場合)・数理計算上の差異(米国基準の場合、以下、両者を数理計算上の差異等と言います)の発生状況と発生額の自己資本に対する比率をまとめたものです。海外企業は 2013 年が差益、2014 年は差損が発生しており、発生額の自己資本に対する比率は各々 3.9%、▲5.7%となっています。また、この 2 年間は、年金資産で発生する数理計算上の差異等よりも退職給付債務で発生する数理計算上の差異等のほうが多かったことがわかります。特に、退職給付債務による数理計算上の差異等に関しては、2013 年度の 11.6 兆円の差益から 2014 年度は 30 兆円の差損と大幅に自己資本の額を減少させ

ています(実際の自己資本への影響額は、発生額に税効果を勘案した額となります)。

一方、図表 2 は日本企業での数理計算上の差異等の発生状況を示しています。日本企業は、海外企業とは異なり、退職給付債務で発生した差損を年金資産の差益で吸収し、トータルでは差益となっています。また、自己資本に対する数理計算上の差異等の発生額の比率は、2014 年においては 0.5%と海外企業に比べ低い水準にとどまっています。

2014 年に海外企業で巨額の退職給付債務の数理計算上の差異等が発生したのは、年後半にかけ欧州を中心に金利が急落したことが影響しています。図表 1 で示した通り、割引率は 4.3%から 3.5%へ 0.8 ポイントも低下しています。日本企業の割引率も前年比 0.4 ポイントほど低下し、数理計算上の差異等が発生していますが、海外企業の方が日本企業よりも相対的に大きな数理計算上の差異等が発生しています。直近の状況だけで判断するのは早計かもしれませんが、

以下のような理由から、日本企業は海外企業に比べ構造的に退職給付債務のボラティリティが小さいと考えてよいのではないのでしょうか。

(図表1) 海外企業の数理計算上の差異等の発生状況 (単位: 億円、%)

		退職給付債務		年金資産		再測定・数理計算上の差異合計(A)	自己資本(B)	(B)/(A)
		期末残高	再測定・数理計算上の差異	期末残高	再測定・数理計算上の差異			
2013	IFRS	808,429	▲ 22,232	633,954	15,389	37,621	1,467,558	2.6
	米国基準	1,203,252	▲ 93,652	1,030,047	23,926	117,578	2,490,561	4.7
	合計	2,011,681	▲ 115,884	1,664,001	39,315	155,199	3,958,119	3.9
	日本企業	690,164		166,400.01		42,913	2,793,875	1.5
2014	IFRS	919,234	123,189	692,352	48,417	▲ 74,772	1,444,002	▲ 5.2
	米国基準	1,338,995	176,246	1,065,722	36,289	▲ 139,957	2,303,745	▲ 6.1
	合計	2,258,229	299,435	1,758,041	84,706	▲ 214,729	3,747,747	▲ 5.7
	日本企業	730,488		556,498		21,022	3,111,834	0.7

(注) 集計対象は、海外主要企業 74 社 (社名は本誌 2016 年 1 月号を参照ください)

(図表2) 日本企業の数理計算上の差異等の発生状況 (単位: 億円、%)

		退職給付債務		年金資産		再測定・数理計算上の差異合計(A)	自己資本(B)	(B)/(A)
		期末残高	再測定・数理計算上の差異	期末残高	再測定・数理計算上の差異			
2013	IFRS	138,822	▲ 428	109,337	5,490	5,062	466,705	1.1
	米国基準	144,211	▲ 273	109,591	5,487	5,214	512,174	1.0
	日本基準	457,794	▲ 1,254	394,431	20,297	19,043	2,631,059	0.7
	合計	740,827	▲ 1,955	613,359	31,274	29,319	3,609,938	0.8
	割引率・期待運用収益率	1.37		1.86				
2014	IFRS	150,595	▲ 11,038	122,430	11,011	▲ 27	520,181	▲ 0.0
	米国基準	152,770	▲ 9,272	119,625	8,981	▲ 291	561,177	▲ 0.1
	日本基準	544,340	▲ 19,812	439,544	39,003	19,191	2,999,081	0.6
	合計	847,705	▲ 40,122	681,599	58,995	18,873	4,080,439	0.5
	割引率・期待運用収益率	0.98		1.94				

(注) 集計対象は、金融を含めた全上場企業 2,905 社

前月号でも指摘した通り、日本の場合、一時金給付が多いため債務のデュレーションは短い(退職給付債務の金利感応度が低い)と考えられます。デュレーションが短いと、割引率を変更した際の債務の変動額は相対的に小さくて済みます。つまり、金利感応度が低いということです。

また、金利感応度とは関係ありませんが、日本の会計基準や金利の状況なども退職給付の変動幅を小さくする要素であるかもしれません。日本の会計基準には、退職給付

債務の変動額が10%以内であれば割引率を見直さないことができるという重要性基準があります。重要性基準があると見直さなければならない場合に発生する数理計算上の差異等の額は大きくなりますが、割引率が一定水準に収まり変更を要しない場合には、数理計算上の差異等はまったく発生しません。また、欧米に比べ金利の絶対水準が低いため、低下した場合も低下幅は小幅にとどまると考えられます。

このように考えると、日本企業の場合は

金利低下による退職給付債務の増大リスクは限定的と言えます。

一方、年金資産については、海外企業の期待運用収益率の水準が日本企業と比べて高いため（図表 1、2 参照）、本来であればボラティリティは海外企業の方が高いはずですが、日本企業は数理計算上の差異等の発生リスクについて、海外企業以上に大きいと感じているかもしれません。なぜなら、国内の金利水準が低く、インカムゲインがほとんど得られないため、収益はキャピタルゲインに依存せざるを得ないという状況にあるからです。結果的に期待収益率の割に収益の変動が大きくなる傾向にあります。さらに、株式版退職給付信託が存

在するという要因があります。期待運用収益を見込まないケースが多く、一方では分散投資が行われなかったためボラティリティは高いという性質があるからです。

前月号では、企業が退職給付制度のリスク削減を考える際、退職給付債務の変動リスクより年金資産の運用リスクを重視するのではないかと指摘しました。そうした企業行動はここで指摘した事項、すなわち日本企業の退職給付制度においては退職給付債務のリスクが相対的に小さく、逆に年金資産のリスクが相対的に大きい（あるいは大きいと感じている）ことに起因している可能性があります。

2. 会計基準により数理計算上の差異等の発生状況に違い

集計対象とした海外企業が適用している会計基準は、IFRS と米国基準のいずれかです。両基準は損益計算書に表示する費用の算出方法あるいは開示の基準で異なる点があるため、会計数値や分析可能な項目などで差異が生じます。そこで会計基準毎の数値の差異を分析することとします。

両基準では、前提条件と実績の差で発生する数理計算上の差異等の算出基準が異なります。IFRS の再測定及び米国基準の数理計算上の差異は、いずれも費用要素に織り込んだ予測値と実績（再計算）値との差異ですが、IFRS で費用要素とする利息収益は「年金資産×割引率」で求めるのに対し、米国基準で費用要素とする期待運用収益は「年金資産×期待運用収益率」で求めます。このため IFRS で発生する資産サイドの再測定は「実際のパフォーマンス－利息収益」であり、米国基準の数理計算上の差異は「実

際のパフォーマンス－期待運用収益」となります。

割引率は安全性の高い債券の期末の実勢利回りで決定されるため、通常は「割引率＜期待運用収益率」になると考えられます。このため、実際のパフォーマンスが同水準であれば IFRS の年金資産に関する再測定は、高パフォーマンスの時は米国基準の数理計算上の差異より大きく、逆に低パフォーマンスの際にはマイナスが小さく算出されることになるはずですが。

図表 3 では、会計基準毎に費用要素である利息収益、期待運用収益及び実際の収益等を表示しています。利息収益あるいは期待運用収益を期首年金資産で除した数値（ B/A ）は、割引率あるいは期待運用収益率となるわけですが、IFRS 適用企業は両年度とも 4%前後、米国基準適用企業は 7%程度となっています。年金資産の規模が大

きいだけに、3ポイントの差は大きな差異になります。

結果的にこうした会計基準の差異は退職給付費用の状況に差をもたらし、ひいては

年金資産運用の方法等にも影響を与えていると考えられます。これについては、費用の状況ともども次号で検討することにします。

(図表3) 会計基準別資産サイドの数理計算上の差異等の発生状況 (単位：億円、%)

		期首年金資産 (A)	利息収入 期待運用収益 (B)	(B)/(A)	実際の収益 (C)	(C)/(A)	再測定 数理計算上の 差異
2013	IFRS	604,306	23,329	3.9	38,718	6.4	15,389
	米国基準	982,925	67,455	6.9	91,487	9.3	23,926
	合計	1,587,232	90,784	5.7	130,205	8.2	39,315
2014	IFRS	633,954	26,431	4.2	74,848	11.8	48,417
	米国基準	1,030,049	71,710	7.0	108,131	10.5	36,289
	合計	1,664,002	98,141	5.9	182,979	11.0	84,706

(注1) 図表4とも集計対象74社中、IFRS適用企業は32社、米国基準適用企業は42社

(注2) (B)/(A)は逆算で求めた割引率、期待運用収益率であり、図表4の割引率とは一致しない

開示基準に関して、IFRSは退職給付の再測定を要素毎に開示することを求めています。具体的には、①人口統計上の仮定(死亡率や脱退率など)、②財務上の仮定(割引率や昇給率)、③その他という分類であり、なかでも最も大きな影響を与えるのが割引率などの財務上の仮定の見直しです。実際、図表4でみると2014年はIFRS適用企業の平均割引率が3.9%から2.9%へ1ポイント

低下し、11.4兆円の再測定が発生しています。

会計基準が異なると表示される会計数値も異なり、それが経営行動にも影響を及ぼす可能性があります。今回は、IFRSと米国基準で大きく異なる費用計上方法の違いによる数値の差異を分析し、それが資産運用等の制度運営に与えている影響を検討します。

(図表4) 会計基準別退職給付債務サイドの数理計算上の差異等の発生状況

(単位：億円、%)

		人口統計上の 仮定	財務上の仮定	その他	合計(A)	期末退職給 付債務(B)	(A)/(B)	(参考) 期末割引率
2013	IFRS	2,050	▲25,834	1,751	▲22,232	796,696	▲2.8	3.9
	米国基準				▲93,652	1,203,253	▲7.8	4.7
	合計	2,050	▲25,834	1,751	▲115,884	1,999,949	▲5.8	4.3
2014	IFRS	2,943	113,976	402	123,189	919,234	13.4	2.9
	米国基準				176,246	1,338,995	13.2	4.1
	合計	2,943	113,976	402	299,435	2,258,229	13.3	3.5

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 3

イギリスの職域年金と個人年金について

今月はイギリスの私的年金のうち、中小企業向けの職域年金と個人年金を中心に紹介します。イギリスでは高齢化の進展による公的年金の財政負担への懸念から、公的年金の機能を一部私的年金で代替する政策を進めてきました。その中でイギリス政府は中小企業従業員への職域年金への加入促進策として、確定拠出型の「ステークホルダー年金」を導入(2002年)し、5人以上の従業員を雇用し職域年金を実施していない雇用主に対し当該制度の実施を義務付け、職域年金の未加入者を自動加入とする(任意で脱退可)確定拠出型の「国家雇用貯蓄信託(NEST)」を導入(2012年)するなどにより、私的年金の加入促進を行ってきました。NESTは事業主と加入者の拠出を個人口座へ拠出する仕組みで、減税措置(税の還付)という恩典もあり、加入者数は2013年6月末の27.5万人から、2014年3月末には3.6倍の101万人、資産額は同じく11百万ポンドから11.2倍の124百万ポンドまで増加しました。このようにイギリスの私的年金は従来は確定給付型が大半を占めていましたが、新規加入の停止や給付発生の凍結が行われ、近年は確定拠出型の割合が増加しています。

1. イギリスの私的年金の概要

イギリスでは高齢化の進展による公的年金の財政負担増加への懸念から、公的年金の機能を一部私的年金へ代替する政策を強く進めてきました。職域年金等の加入者は公的年金の2階部分の加入を適用除外する「適用除外制度」を設け、職域年金と適格

個人年金への加入を促進してきました。民間被用者及び公務員等は任意で設立された「職域年金」に加入しますが、職域年金は主に①報酬比例型(確定給付)、②マネーパーチェス型(確定拠出)、③ハイブリッド型の三類型に分類されています〔図表1〕。

〔図表1〕 イギリスの私的年金制度

種類	制度
職域年金	確定給付型(報酬比例型)
	確定拠出型(マネーパーチェス型、ステークホルダー年金等)
	ハイブリッド型
個人退職勘定制度	国家雇用貯蓄信託(NEST: National Employment Saving Trust)
個人年金	適格個人年金(APP: Appropriate Personal Pension)
	非適格個人年金

(出所) 筆者作成

従来は、確定給付型が大半を占めていましたが、2001～2003年の株式市場の低迷により職域年金の運用利回りが低下したことで、確定給付型に対する事業主のリスク負担が増加することが懸念されたことから、新規加入者の停止や現行制度の加入者に対する新たな給付発生の凍結が行われ、確定給付型の加入者数は減少しています。近年では職域年金の新規加入者のほとんどが確定拠出型です。職域年金の適用率は、民間部門で約40%弱、公的部門で約70%強となっています。

イギリスは拠出時非課税、運用時非課税、給付時課税です。事業主掛金は全額が損金算入され、加入者掛金は年間で3,600ポンドまたは所得の100%のいずれか多い金額まで所得控除となります。加入者拠出分は個人所得の課税標準額からも控除されます。

事業主と加入者を合わせた拠出限度額は、年間拠出限度額（Annual Allowance）と生涯

退職貯蓄上限額（Life Allowance）が定められ、年間拠出上限額は当初25.5万ポンドでしたが、2013年に5万ポンド、2014年には4万ポンドに引き下げられ、生涯退職貯蓄上限額も当初180万ポンドから、125万ポンドに引き下げられました。年間拠出限度額を超過した金額には、40%の比例税率による年間控除超過税（Annual Allowance Charge）が課税されます。

運用収益は非課税で、給付時には資産積立額の25%までは、非課税で一時金での引出しが可能で、これ以外の積立金引出しには55%のペナルティタックスが課税されます。職域年金が税制優遇を受けるには、〔図表2〕の要件が必要で、設立形態は年金基金を設立して信託設定により、年金資産を他の資産と分別管理する「①信託型年金」と、小規模企業が保険会社と直接保険契約を締結し、保険会社が資産の管理・運用・給付を行う「②保険型年金」があります。

〔図表2〕 職域年金の税制適格要件

項目	税制適格要件
拠出	①事業主拠出が存在すること
	②被用者拠出を行う場合は給与の15%以内であること
受給権付与	③加入2年以上で受給権を付与すること
支給開始	④支給開始年齢は50歳以上75歳以下であること
給付	⑤退職年齢まで加入した場合の給付額の算定方法を同一とすること
	⑥年金額は支給開始年齢までの待期間を含めて5%以内の物価スライドを保障
	⑦年金額は被用者の最終所得の2/3を超えないこと

出所：企業年金連合会(2014)『新しい企業年金に関する基礎資料』（平成26年12月）より筆者作成

2. ステークホルダー年金（Stakeholder Pension）

株価低迷と景気悪化による職域年金の積立不足により、確定給付型の職域年金が減少したため、イギリス政府は2002年に民間金融機関（銀行および保険会社）と協力し

て、確定拠出型の「ステークホルダー年金」を創設しました。従来の職域年金は大企業を中心に、中小企業の被用者が加入できず、転職等にも不利であったため、ステークホ

ルダ一年金は少ない保険料で比較的手厚い給付を受けられるように設計され、手数料を低く抑え、拠出の中断・再開も可能として、中小企業の従業員が加入しやすい制度にしました〔図表 3〕。拠出は従業員が自ら行いますが、事業主も任意で拠出することが可能です。被用者が加入を希望した場合は、事業主が給与から掛金を天引きして保険会社等に支払い、加入者拠出分は所得控

除となります。年金額は運用実績により決定する確定拠出型で、60 歳から 65 歳までの退職時に受給できますが、在職中でも受取ることができます。国は職域年金を実施していない 5 人以上の従業員を雇用する雇用主に対してステークホルダー年金の実施を義務付け、職域年金またはステークホルダー年金のいずれかに加入させることを企業に求めました。

〔図表 3〕 ステークホルダー年金としての主な実施要件

項目	税制適格要件
拠出	①最低保険料を月額20ポンド以下とすること
手数料	②運用手数料を1.5%以下とすること
	③同年金を他年金に移転しても追加手数料は徴収されないこと

出所：筆者作成

3. 国家雇用貯蓄信託 (NEST : National Employment Saving Trust)

ステークホルダー年金が導入されたものの、低所得者層の私的年金への加入が思ったより進まず、老後に備えた個人の貯蓄不足が懸念されたため、2004年に低所得者層への私的年金加入を促進するための新たな個人退職勘定制度の導入が提言され、2008年年金法により職域年金の未加入者を対象とする確定拠出型の「国家雇用貯蓄信託 (NEST: National Employment Saving Trust)」が創設されました (2012年10月導入)。ステークホルダー年金では職域年金未加入の低所得者層の加入が進まなかったことから、職域年金未加入者の被用者を自動的に加入させることにより、低所得者の老後資金の積立促進を行うこととしました。

この自動加入の仕組みは、職域年金に加入していない 22 歳以上かつ公的年金支給開始年齢 (男性 65 歳、女性 60 歳) 未満の

被用者で、年間所得 10,000 ポンド超の人が、自動的に制度に加入し、任意で脱退 (オプトアウト) できる仕組みです。22 歳未満および年間所得 10,000 ポンド以下の人や自営業者は任意で加入できます。従業員と事業主がそれぞれ税引き後所得の 4%、3%を拠出し、国が減税措置 (tax relief) により 1%分を従業員の個人口座に還付します。最低拠出率は 2018 年 10 月以降に 8%となりますが、現在は経過措置により段階的に引き上げられています〔図表 4〕。なお、これを超えて事業主または従業員が任意で拠出することも可能ですが、個人口座への年間拠出限度額は 4,500 ポンドとなっています。また、老後資産形成を目的としているため、退職前の中途引き出しは原則としてできず、他の企業年金からの資金受け入れ、資金移換も禁止されています。

制度の管理・運営は、非営利信託機関の「NEST Corporation」（2010 年 7 月設立）により運営され、加入者の手数料により運営管理費、資産管理費、資産運用費用が賄われます。手数料は積立金額に対して年間 0.3%となっています。なお、政府からの融資を返済するまでの間、拠出金額に対して 1.8%の手数料が追加徴収されています。

資産運用は「NEST Corporation」が提供する商品の中から加入者が選択することで行い、デフォルトファンドとしてターゲット・デートファンドが設定されています。NEST の加入者は、2013 年 6 月末の 27.5 万人、資産額 11 百万ポンド から、2014 年 3 月末には 3.6 倍の 101 万人、資産額は 11.2 倍の 124 百万ポンドに増加しています。

〔図表 4〕 NEST の最低拠出率（対所得）の移行計画について

移行時期	事業主	従業員	国（所得税還付分）	合計最低拠出率
2012年10月1日～2017年9月30日	1%	0.8%	0.2%	2%
2017年10月1日～2018年9月30日	2%	2.4%	0.6%	5%
2018年10月1日以降	3%	4%	1%	8%

出所：筆者作成

4. 適格個人年金（APP : Appropriate Personal Pension）

私的年金の促進のため、1986 年社会保障法により導入された制度で、公的年金の付加年金の適用除外となるものを「適格個人年金」と呼びます。一定の要件を満たす私的年金加入者は、付加年金の加入を免除する「適用除外制度」が 1978 年に設けられ、1986 年にステークホルダー年金と適格個人年金に適用されました。なお、適用除外制度については、2017 年 4 月に公的年金の一層型年金制度への移行に際して、2012 年に個人年金、ステークホルダー年金が適用除外の対象外となり、2014 年に確定給付型が適用除外の対象外となりました。適格個人年金は加入者が毎月または一括で拠出した掛金を、加入者が選択した保険会社で運用する確定拠出型の制度で、税制優遇を受けるための要件が制定されています〔図表 5〕。

個人年金の年間拠出限度額は職域年金と合わせて、前述した年間拠出限度額と生涯

退職貯蓄上限額という税制優遇があり、拠出額は毎年変更することも可能です。また、税制優遇枠の範囲内で所得以外の預金などからの拠出も可能で、離職して所得がない場合は所得が停止した年度または直近 5 年の最高所得のいずれかを基準に、所得がなくなった年から 6 年間拠出ができます。拠出に対する減税措置は、税金を支払っていない人には「給付付き税額控除」の仕組みがあり、英国国税当局によると、本人は一旦所得控除なしで拠出を行い、本人拠出額（例えば 100 ポンド）に基準税率 20%を乗じた額（この例で 20 ポンド）を国税当局に請求することにより、拠出金額の 20%分が税の還付という形で個人口座に振り込まれます。税率が 20%より高い人は、確定申告により 20%超部分の控除申請が可能です。

50 歳から 75 歳までに受給が可能で、積立金の 25%まで非課税で一時金の引き出し

が可能です。積立資産額を年金原資として、保険会社が提供する終身年金を購入しますが、加入していた保険会社以外の終身年金

も購入できます。契約者が受給開始前に死亡した場合は遺族一時金が支払われます。

〔図表 5〕 適格個人年金としての主な要件

項目	税制適格要件
受給権付与	①加入2年以上で受給権を付与すること
給付	②5%以内での物価スライドを保障すること
	③給付額が拠出期間比例型となること

出所：筆者作成

5. 職域年金に対する受給権保護の強化策について

イギリス政府は、2002年に職域年金の改革のためのグリーンペーパー「簡素、安全、選択—退職に向けての労働と貯蓄」を発表しました。これに基づき職域年金の受給権保護の強化と、事業主の負担を軽くして従業員に職域年金を提供しやすくすることを目的に、職域年金の安全性と信頼性を高めるための規制として、「年金保護基金 (PPF: Pension Protect Fund)」の創設 (2004年) と、受給権保護のための監査実施機関として「年金監督庁 (Pension Regulator)」を新設

(2005年) しました。企業が意図的に積立水準を低くしたり、年金制度の債務を逃れるために企業を解散させるというようなモラルハザードに対して、または積立不足の制度に対してはより多くの保険料の支払い義務を課しています。また、実際の支払い時には、年金額算定基礎給与に上限を設け、役員や上級職員は解散が不利となるように設定されています。企業が倒産した場合には、年金保護基金から受給者に最大 100%、加入者に最大 90%の給付が行われます。

6. 職域年金改革の動向について

イギリスでは、公的年金を私的年金で代替する政策が進められてきましたが、近年、確定給付型の急激な減少とともに、確定拠出型についてもその不確実性が指摘されています。イギリス雇用年金省 (DWP) は 2008年に「リスク分担の協議 (Risk Shareing Consalitaion)」を発表し、確定給付型に内在するリスクについて事業主だけでなく従業員が共有する必要性を指摘しました。そ

の後、2013年に「将来世代のための職域年金の再設計」を発表し、職域年金の継続的維持と従業員の老後所得機能の充実を目的としたハイブリッド制度「DA: Defind Ambition」の提案を行いました。

今回は、この私的年金改革の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。

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5

アクティブ運用戦略について考える (2)

前号では、証券の市場価格の決定に関する「伝統的・オーソドックス」なモデルにおいては、基本的に全ての投資家（投資目的）に対する「合理性」が前提とされ、それゆえ市場の効率性、証券の価格＝証券の投資価値、が成り立つという論法であることに言及した。更にこのモデルでは、アクティブ運用が「割に合う」ことはない、との結論に帰結することを紹介した。そして、このモデルの根幹にある合理性の前提を、現実の世界にそのまま適用することには無理があるとの見解を示した。そこで本号では、このような「現実感」に基づき、「合理的ではない投資家（投資目的）」の存在をも考慮したモデルでは、アクティブ運用への示唆がどうなるのかを考えてみたい。

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。

6. 合理的ではない投資家の存在 (1)

直感的には、「合理的ではない投資家（投資目的）」^{注1}が存在する場合、直ちに「アクティブ運用に利あり」と結論づけることが、簡単にできそうに思えます。しかしながら、そう簡単には間屋が卸さないのが興味深いところで、「伝統的・オーソドックスな考え」が“Die Hard(なかなか死なない=しぶとい)”である所以と言えるでしょう。

「市場の効率性」の主張にはもう少し奥があり、この主張の信奉者は、「合理的な投資家」のみでなく、「合理的ではない投資家」が存在しても、市場の効率性が成立するメカニズムがある、と言うのです。もしもこの主張のとおりであるのなら、アクティブ運用が「割に合う」ことはなくなります。

そこで調べてみると、このメカニズムに関しては、少なくとも次の2つの仮説があるようです。一つ目は、「合理的ではない投資家」が市場でランダム（無相関）に取引するから、というものです。つまり、「合理

的ではない投資家」が多数存在し、そのような投資家の戦略（「考え」と呼ぶ方が適切かもしれません）が相関していない（ランダムな）場合、彼等の取引はお互い同士打消し合うことになるので、証券の市場価格は、その投資価値近辺になると考えることができる、というものです。

これは、「合理的な投資家」による合理的投資・価格形成があるので、相殺される「合理的ではない投資家」による取引は、結果的に価格形成に影響を持たない、との議論と理解できるでしょう。ここで気になるのは、この仮説は根本的に、「合理的ではない投資家」の戦略（考え）間に相関が無いことに、強く依拠しているということです。

しかし、「合理的ではない投資家」は、各々が独立した行動を取るというよりも、他の「合理的ではない投資家」（「合理的な投資家」から見れば「お互い同士」）の行動を見て（行動に合わせて）取引を行う傾向があ

る、と考えられます。つまり「お互い同士」、
相関のある投資行動を取る、と考える方が
現実的です。従って、当仮説が成立するケ
ースは限定的でしょう。

2つ目は、「合理的ではない投資家」の取
引間に相関があっても良い、という一つ目
の仮説とは正反対のもので、市場には「ビ
ルト・イン・スタビライザー（自動安定化
装置）」が存在するから、という主張です。
この仮説、特にビルト・イン・スタビライ
ザー、はアクティブ運用を考える際に、非

常に示唆に富むものと考えますので、節を
改めてしっかり検討したいと思います。

注1：「合理的ではない投資家」・「合理的な投資家」
との評価は、あくまで、ある論理・規範からの判断結果
です。何を判断基準とするかで、判断結果の異なること
は当然あり得ます。ある基準では非合理的と見えても、
他の基準では合理的なことがある、ということは否定で
きないでしょう。当小論では無用な「哲学的論争」を避
けるため、これ以上の言及は慎み、議論の便宜上、「経済
的な利益を追求するという目的のために、一般的に合目
的的とされる行動・手段をとる（ことのできる）投資家」
を「合理的な投資家」、そうではない投資家を「合理的で
はない投資家」、とします。

7. 合理的ではない投資家の存在 (2)

二つ目の仮説のロジックは、株式を例に
するならば、次のようになります。

① 市場のある株式が、「合理的ではない投
資家」の相関する買い（集団の力となる）
により、その投資価値以上に値上がりした
とします。このことを別の言い方で表現す
るならば、この株式が提供するであろう、
将来のキャッシュフローの適切な現在価値
以上の価格がついた、ということです。

② 従って、この株式の期待収益率は下が
ることとなり、この株式は買いの対象から
外れるべきものとなります。

③ すると前号4.の5)で言及した、「とて
も抜け目がなくはしこい投資家」が、この
オーバー・プライシングにいち早く気がつ
き、この株式を売る、あるいは、ショート
する、と同時に、この株式と「実質的に同
等」な「代替証券」^{注2}（後述します）を買
う^{注3}、という投資行動に出ます^{注4}。

④ この「とても抜け目がなくはしこい投
資家」による、オーバー・プライシングさ
れて割高な株式の売却が、その株式本来の
投資価値を反映した価格に戻す効果を発揮

することになります。（自動安定化装置）

⑤ この逆に、その投資価値以下に値下が
りした株式の場合についても、逆の方向で
の同様な議論ができます

⑥ （少し余談になりますが）割高な（割
安な）株式を売る（買う）と同時に、実質
的に同等な証券を安く（高く）買った（売
った）、この「とても抜け目がなくはしこい
投資家」は、利益を得ます。

如何でしょうか、とてもアピールするロ
ジックではありませんか？お気づきと思
いますが、これは正に、「アービトラージ（裁
定取引）」のロジックそのものあり、「とて
も抜け目がなくはしこい投資家」は、アー
ビトラージヤー（裁定取引者）のことです。

証券会社のプロップデスク（自己勘定裁
定取引）とヘッジファンドの様々なアービ
トラージ（アープ）戦略の執行者（トレー
ダー）を、裁定取引者の代表者例としてあ
げておきます。

さて、このアービトラージは、よく言わ
れるように絶対的なものなのでしょうか？
つまり、ロジックどおりに、いつも現実の

市場で首尾よく機能するのが、アクティブ運用の成否に関わる論点であるため、大変気になるところです。筆者は、アービトラージが効力を発揮するには、少なくとも次の4点の裏付けが必要だと考えています。

1) 「代替証券」の入手・作成・取引が可能であること。

2) 「裁定取引者」間で、高いリターン・大きな利益獲得の競争があること。そして、裁定取引(者)に儲けがあること。

3) 裁定取引者の行う裁定取引の規模が、裁定取引者全体の合計で、大きいこと。

4) 裁定取引者が裁定取引を行うためのポジションの構築・維持ができること。

4) -1 : 売りやショートのパフォーマンスを取れること、レバレッジができること等、制度・仕組みというテクニカルな面

4) -2 : 運用のお金を委託する年金ファンド等の投資家との関わり、「プリンシパル・エージェント関係」という面。

特に最後の点は、年金ファンドの担当者にも大いに関係があります。

上記の観点を確認していくために、一度、アービトラージのメカニズムに立ち戻ることをお許しいただきたいと思います。回りにくいと思われるかもしれませんが、我慢いただき、お付き合いをお願いします。

注2 : 株式一銘柄には限らず、株式のポートフォリオ、他の資産クラスの証券、あるいは、それらの混合ポートフォリオ、でも可です。ショートしたものと同等のキャッシュフローを原理的に提供するもの、ということです。

注3 : 当然のこと、「実質的に同等」な証券はオーバー・プライシングされていない、あるいは、そのような証券を見つける(合成する)、ことが前提です。

注4 : 裁定取引者が「売り」・「ショート」と「買い」の両建てでポジションを取るの、ヘッジ目的のためです。

8. 教科書の定義、それへの疑問

まずは、基本に忠実に教科書を見ますと、シャープ等の "Investments" では、アービトラージは次のように定義されています。

「同じ資産や証券の価格格差を利用し、無リスクで利益を得るプロセスのことである。広範に用いられる投資戦略として、ある証券の相対的に高い価格での売却、と同時に、同じ(あるいは、機能的等価な)証券の相対的に安い価格での購入が典型的に行われる。」また、巻末の用語集では、「同じ、あるいは、本質的に同様な、証券の2つの異なった市場での有利な価格差を利用しての購入と売却の同時実行。」^{注5}

また、Business Dictionary.com の昨年12月22日の"TERM OF THE DAY"では、「異なる市場における価格や利回りの格差から利益を得ること。裁定取引者はある場所で、

商品、通貨、証券、あるいは、他の金融商品を買ひ、その買ったものを、直ちにより高い価格で、他の場所の購入者に売却する。通常は数秒内で、この買ひと売りを完了する。アービトラージは洗練されたかたちでの、非投機的、無リスクの賭けである。なぜなら、この行動によるリターンと価格は確定、固定、そして、既知であるからである。」^{注6}とされています。

上記を「教科書の定義」と呼ぶことにするならば、そこでのアービトラージの特徴は、

- ① 同じ、あるいは、代替証券の活用、
- ② 上記証券の、異なる市場での価格格差の利用、
- ③ 買ひと売りの同時執行、
- ④ 無リスクで確定した利益の獲得、となるでしょう。

上記の教科書の定義は分かりやすいものですが（訳文の拙さはお許しいただくとし、少なくとも原文は、です）、少しのどか過ぎるように思えます。特に気になるのが、④の無リスクでの利益獲得です。

長期間では、損を出すよりも、利を得ることの方が多し投資戦略はあるかもしれませんが、常に利益獲得が保証された投資戦略や機会が存在するとは考えられません。少なくとも、一般的ではないでしょう。裁定取引者の代表として、ヘッジファンドのアーブ・トレーダーをあげましたが、以前あるトレーダーが、「我々は、フリーランチを食べているわけではない。」と言っていたことを思い出します。

教科書の定義にある、「同じ証券を、異なる市場での価格差を利用し、高い方で売り・安い方で買う」という無リスクのケースは、例えば、東京証券取引と名古屋証券取引所に重複上場の株式Aがあったとして、

その両証券所をついた価格が、取引コスト等を考慮してもなお、裁定取引で利益を産むほどの差があるような場合に限られます。

昔ならいざ知らず、交通・通信手段や情報処理能力が発展し、開かれた市場に多数の人が参加する、現在の金融の世界においては、無リスクでの利益獲得の機会は無条件で（何らかの制度的欠陥・理由で、このようなことが、ある程度の期間継続するような場合を含め）、メインシナリオとはなり得ません。業として裁定取引を行う者は、このような機会があれば逃しはしないでしょうが、「もっけの幸い」をただ「座して待つ」のでは、生き残ることはできないでしょう。

注5： Sharp, William F, Gordon J. Alexander and Jeffery V. Bailey “Investments” International Edition, Six Edition, Prentice-Hall International, Inc. 1999 PP 284 と PP 906 (訳・傍点は筆者)

注6：<http://www.business.dictionaty/definition/arbitrage.html> (訳・傍点は筆者)

9. 新しいアービトラージ像

現に、裁定取引者は生き残りを賭け、「無リスクで利益を得る（言葉の「あや」です）」かのようなポジションの構築を、いろいろに工夫することを余儀なくされ、今では、「ある証券」とペアで売買するのは、同じ「ある証券」ではなく、「ある証券」の「代替物」が主役となっています。この主役の交代、「代替物」の「発見」（作成）、はアービトラージの機会を拡げると同時に、リスク発生の源となり、「古き良き時代」の無リスク概念との決別を象徴しています。このことは、アービトラージが、「理論の世界」ほどには「現実の世界」では完全ではない

こと。即ち、証券の市場価格をその証券本来の投資価値を反映した価格に戻す効果の限界（アービトラージの不完全性＝アクティブ運用の可能性）、を示唆する一つの要因と考えられるでしょう。次号では、上記「アービトラージの限界」をもたらずと考えられる、他の有力な要因を紹介し、引き続き、アクティブ運用への影響を考えたいと思います。また、「アービトラージに限界があるからこそ、アービトラージの機会がある」ことにもなる、ということもご紹介できればと思います。

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11

雇用延長と退職給付制度の見直し

急速な少子高齢化の進行に対応するため、平成25年4月より公的年金の支給開始年齢が段階的に引き上げられ、併せて高年齢者雇用安定法の一部が改正されました。今回の「退職給付制度設計のポイント」では、改正による影響と退職給付制度の見直しにおける論点について考えていきたいと思えます。

1. 改正高年齢者雇用安定法

多くの企業では定年を60歳と定めています。これは、公的年金が60歳から支給開始されることに対応したものと考えられます。しかし、公的年金の支給開始年齢は今後65歳に引き上げられることになっており、このままでは定年退職後無収入になる人が出てきてしまいます。そこで、少なくとも年金受給開始年齢までは意欲と能力に応じて働き続けられる環境を整備することを目的として、改正高年齢者雇用安定法が施行されました。

改正のポイントとしては、以下の4つです。

- ① 継続雇用制度の対象者を限定できる仕組みの廃止
- ② 継続雇用制度の対象者を雇用する企業の範囲の拡大
- ③ 義務違反の企業に対する公表規程の導入
- ④ 高年齢者雇用確保措置の実施および運用に対する指針の策定

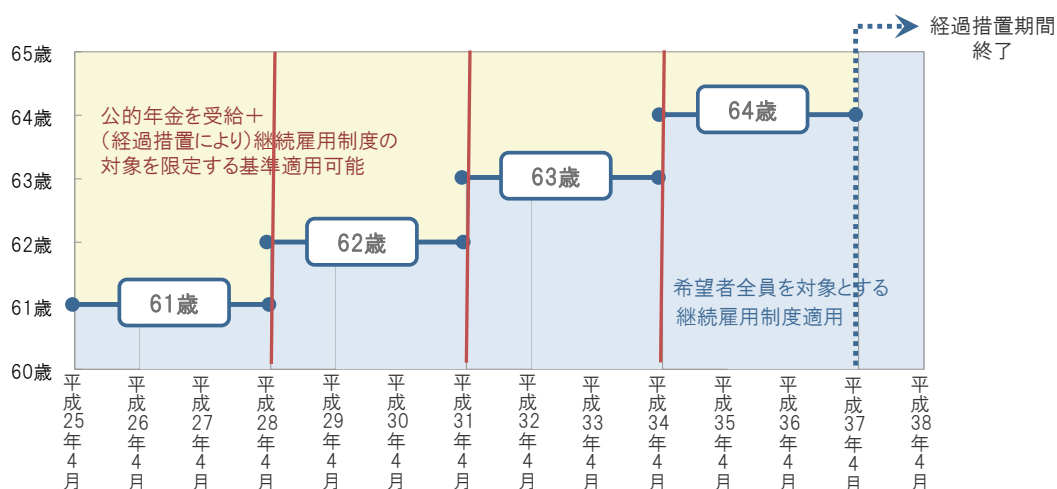
これまで65歳未満の定年を定めている事業主が継続雇用制度を導入する場合、継続雇用の対象者を限定する基準を労使協定で定めることができました。このため、希

望者全員を継続雇用の対象としないことも可能でしたが、今回の改正によって希望者全員を対象としなければならなくなりました。なお、雇用義務年齢を公的年金の支給開始年齢の引き上げにあわせて引き上げることを条件に、労使協定で基準を定めた場合には継続雇用の対象者を限定するという経過措置が設けられていますが、平成37年度には65歳までの希望者全員を雇用することが義務付けられます(図表1ご参照)。

今後、雇用延長の適用対象者・期間が拡大していくとともに人件費の総額は徐々に増加していくこととなります。一方で、雇用延長期間の給与水準は60歳前よりも低くなるのが一般的であるため、従業員のモチベーションは低下してしまう懸念があります。

事業主としては人件費の総額を抑制しつつ、従業員のモチベーションを維持・向上していくことが必要であり、そのためには、雇用や報酬制度を見直していくことが求められます。そして、直接的な給与・退職金・年金制度の見直しだけでなく、自助努力の支援等も重要になってくると思われます。

図表1 継続雇用義務年齢と経過措置



2. 企業年金の見直しのポイント

雇用延長に伴う企業年金の見直しを検討する場合、まず見直しを行うか否かを考えることが必要です。定年延長するにせよ、定年は60歳に据え置き再雇用で対応するにせよ、退職給付制度を変更しないことも可能であるからです。しかし、従来の退職金・年金制度は60歳定年を前提に構築されたものであり、65歳までの勤務が一般的となる中では、ゆくゆくは制度見直しが必要になるものと考えられます。

また、制度見直しを行う場合もマイナーチェンジにとどめる場合と抜本的に見直す場合が想定されます。どちらにするかは、定年延長をするか、継続雇用で対応するか等によって左右される可能性があります。

制度見直しを行う場合、以下の2つの視点が重要と考えられます。1つ目は、支給方法についてです。支給方法を変更することによって60歳から65歳までの時期の収入を本人の意思で「給与+年金」または「給与のみ」を選択することができるようになります。例えば、支給期間をいくつか設定

してその中から選択できるようにすることで個人の勤労状況に応じた柔軟な給付が可能となりますし、支給期間に応じて年金額に差を設けるような支給形態にすれば、時期によって給付の厚みを変更することも可能になります。このように支給時期や支給形態を選択できる制度設計にすることで、ライフプランの多様化に対応することが可能となります。こうした対応は、既存制度のマイナーチェンジで可能です。

2つ目は、加入期間の延長です。60歳前後で雇用形態が大きく変わらない場合には、雇用延長期間中における会社への貢献・評価を退職給付に反映させることに合理性があり、従業員のモチベーション維持にも効果的ですが、コスト高になります。ただし、終身年金の場合、支給開始年齢が引き上がることから給付水準が変わらない場合に給付減額となる可能性もあるので、留意が必要です。逆に、雇用延長期間中に給付額を伸ばさない場合はコストへの影響は少ないものの、従業員のモチベーション維持の効

果は小さくなります。なお、定年延長をした場合には、新しい定年年齢まで加入期間とするのが一般的と思われますが（旧定年年齢で資格喪失することも認められます）、60歳定年のままで雇用延長とした場合でも、延長期間中に加入することができます。

3. 自助努力の支援

長寿化→公的年金の財政悪化→公的年金スリム化→雇用延長という一連の流れの中で、自助努力による老後資金確保の重要性が認識されつつあります。企業にとってはコストを負担せずに、あるいは僅かな負担で従業員ニーズに応えることができる自助努力支援は費用対効果が大きいと言えます。

例えば、給与と企業年金との配分比率を各従業員が任意で選択できる仕組みを構築することが考えられます（このスキームの一例が、本誌2015年12月号で紹介したCODAプランです）。企業にとっては、支払う給与が減少するため社会保険料等の負担が減るといった副次的なメリットも期待でき

一方、65歳まで勤務することを前提に入社時からの給与体系を含めて報酬制度全般を抜本的に見直す企業も今後多くなると考えられます。この場合にも、上記2つの視点を含めた見直しが必要と考えられます。

ます。一方、長寿化の進展やライフプランの多様化の中で、従業員には労働の対価として得られる報酬に関して、現在受け取る額と将来受け取る額の比率を自ら決定したいというニーズがあると考えられ、そうしたニーズを充足できることとなります。また、最適な配分比率は、同一人物においても年齢や状況等によって変化する可能性があるため、比率を途中で変更できる選択制の制度とすることが効果的であり、こうすれば従業員の満足度は一層の向上が期待できると思います。こうした制度は、DB制度とDC制度いずれの企業年金制度でも実施することが可能です（図表2ご参照）。

図表2 給与と企業年金の選択制とする場合の比較

		給与とDBの選択制	給与とDCの選択制	
給与の取扱い		減額設定が必要		
退職給付債務の計上要否		計上必要	計上不要	
拠出限度額		拠出額に上限はない	拠出限度額あり※	
所得税 住民税	拠出時	課税対象外		
	運用時	非課税（特別法人税あり 凍結中）		
	（老齢）給付時	課税		
従業員社会保険料		社会保険料が減少 ※厚生年金保険のベースとなる標準報酬月額減少により、厚生年金の額が減少することになる		
事業主社会保険料		社会保険料が減少		
その他	運用収益の見込みと実績の差は事業主が負い、給付額には直接影響しない		運用収益の見込みと実績の差は個人が負い、給付額が変動する	
	一度DBに加入すると脱退できない （拠出額の減額は可能）		一度DCに加入すると脱退できない （DC拠出金は60歳まで停止できない。減額は可能）	
	残業手当が減少する場合がある（減少分を会社が別途補填することも可能）			
	給付区分の新設、持分付与額の変更等に伴い、制度が複雑化		DC拠出金の変更等、比較的柔軟に対応可能な年金受取り方法も従業員が任意で選択可能	

DBは上限額がないため、短期間で多額の年金原資を積み上げられるのに対し、DCは上限額があるため、長期にわたって年金原資を積み上げる必要がある

※他の企業年金がある場合：27,500円/月
他の企業年金がない場合：55,000円/月

4. 制度見直し時の留意点

高年齢者の労働力は、これからの日本経済を支えていくうえでなくてはならないものとなっています。年金の支給開始時期の引上げや高年齢者雇用安定法の改正等、企業は退職給付制度の見直しに迫られていま

すが、今後、高年齢者にどのように働いてほしいのか考え、より効果的に高年齢者の労働力を活用するために従業員のモチベーションを維持できるように退職給付制度の見直しを行っていく必要があります。

年金コンサルティング部 リサーチグループ 菊池 由梨奈

データで見る年金

福利厚生費の最近の動向

日本経済団体連合会（以降「経団連」）が毎年実施している福利厚生費調査結果の 2014 年版が公表されました。

少子高齢化による社会保障制度の負担増、雇用の流動化や非正規雇用の増加等により多様化するライフスタイル、従業員のニーズ等に伴い、福利厚生費の調査結果からも人事処遇制度を取り巻く環境の変化が見て取れます。

1. 福利厚生費とは

そもそも福利厚生費とは何か、その概念から確認していきます。福利厚生費は、法定福利費と法定外福利費に分類されます。法定福利費とは、福利厚生費のうち法律により資金の拠出が事業主に対して義務付けられている費用のことです。例えば、厚生年金保険料、健康保険料、雇用保険料、介護保険料といった社会保険料や、児童手当

拠出金等の事業主負担分を指します。一方、法定外福利費とは、企業が任意に行う従業員向けの福利厚生に要した費用のことを言います。つまり、企業が従業員のニーズ等に合わせて自由に設定が可能と言えます。具体的には、住宅手当や家賃補助、社員食堂、財形、保養所等の提供、健康診断、慶弔見舞等、その分野は多岐にわたります。

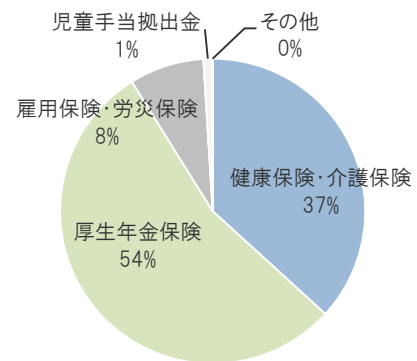
2. 2014 年度の福利厚生費の実態

では、経団連の「2014 年度福利厚生費調査結果の概要」で、直近の福利厚生費の動向について確認します。この調査は、福利厚生費の実態を把握し、今後の福利厚生を含む人事・労務管理に資することを目的としたもので、1955 年度から毎年実施されています。調査対象は経団連企業会員および同団体会員加盟の企業で、1 社あたりの平均従業員数は約 4,700 人、平均年齢 41.8 歳となっています。

図表 1 は、従業員 1 人 1 ヶ月あたりの現金給与総額、福利厚生費、法定福利厚生費をまとめたものです。福利厚生費の現金給与総額に対する比率は 19.2%となっており、前年度の 19.3%とほぼ横ばいとなっています。福利厚生費のうち、法定福利費が 8 割弱を占めており、前年度から 2.8%増加しています。その要因としては、健康保険・介護保険が同 3.4%増、厚生年金保険が同 2.6%増となっています。現金給与総額の増

図表1 従業員一人一か月あたりの法定福利費と構成割合

(円)			
項目	2013年度	2014年度	対前年度増減率
現金給与総額	551,441	563,942	2.3%
福利厚生費	106,265	108,389	2.0%
法定福利費	81,258	83,500	2.8%
健康保険・介護保険	29,708	30,710	3.4%
厚生年金保険	44,213	45,381	2.6%
雇用保険・労災保険	6,535	6,596	0.9%
児童手当拠出金	775	789	1.8%
その他	28	25	▲10.7%



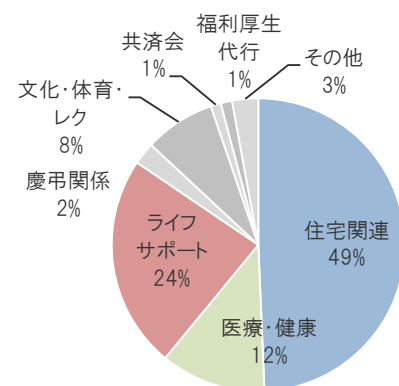
加率（前年度比2.3%）以上に増加しているのは、健康保険料率を引上げる組合が多かったことや、厚生年金保険料率の引上げ（平成29年度まで毎年0.345%ずつ引上げ）が影響したと考えられます。なお、法定福利費のうち、厚生年金保険が5割以上を占めています。

図表2は、従業員1人1ヶ月あたりの法定外福利費をまとめたものです。法定福利

費とは反対に、法定外福利費は前年度比0.5%減少となっています。項目の内訳を見ると全体的に抑制傾向にある中で、例えば福利厚生代行は対前年度比で14.3%と大幅な増加となっています。自社で運営するのではなくアウトソースすることによって費用の削減、運営の効率化を図る企業が増加していると考えられます。

図表2 従業員一人一か月あたりの法定外福利費と構成割合

(円)			
項目	2013年度	2014年度	対前年度増減率
現金給与総額	551,441	563,942	2.3%
福利厚生費	106,265	108,389	2.0%
法定外福利費	25,007	24,889	▲0.5%
住宅関連	12,225	12,278	0.4%
医療・健康	2,962	2,891	▲2.4%
ライフサポート	5,799	5,860	1.1%
慶弔関係	704	611	▲13.2%
文化・体育・レクリエーション	2,002	1,942	▲3.0%
共済会	270	279	3.3%
福利厚生代行サービス費	273	312	14.3%
その他	771	715	▲7.3%



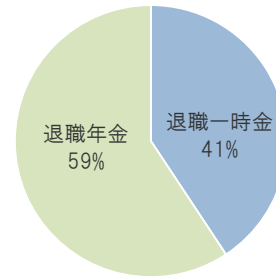
また、この福利厚生費調査では、総額人件費管理の観点から、退職金（一時金、年金）や通勤費用等についても示されています。ここで言う退職金とは、1年間の退職一時金と退職年金の支払い総額であり、退

職年金は企業年金へ拠出した掛金（会社負担分）を指します。図表3のとおり、退職金（退職一時金+退職年金）は1ヶ月1人あたり平均55,266円となり、前年度から5.3%減少しています。減少した要因としては、

近年の良好な運用パフォーマンスが寄与し、からの退職金支払が減少していることが考
企業年金への掛金拠出が減少していること、えられます。
あるいは退職者自体が減少し、退職金制度

図表 3 従業員一人一か月あたりの退職金（一時金・年金）

項目	(円)		
	2013年度	2014年度	対前年度 増減率
退職金	58,377	55,266	▲5.3%
退職一時金	24,382	22,492	▲7.8%
退職年金	33,995	32,774	▲3.6%

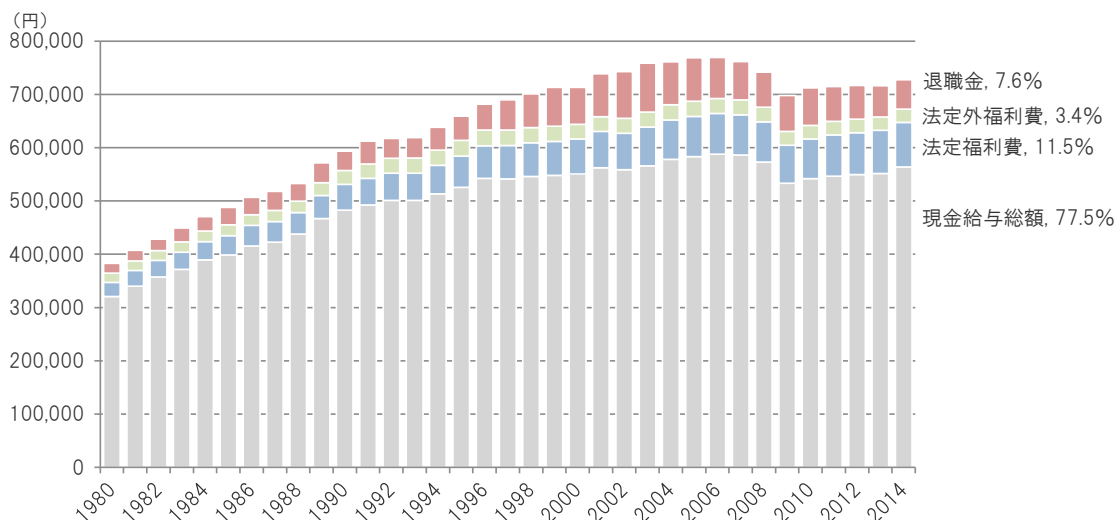


3. 福利厚生費を含む人件費の動向

次に、福利厚生費を含めた人件費（本稿では現金給与、福利厚生費、退職金（一時金・年金）を指すこととします。）の長期的な推移を確認します。図表 4 は、従業員一人当たり人件費を 1980 年からの推移で示したものです。人件費全体を見ると、2006 年をピークに徐々に減少し、2009 年度に大きく減少した後、近年再び増加傾向になっています。2014 年度における人件費では、現金給与 77.5%、現金給与以外は 22.5%、

内訳は法定福利費 11.5%、法定外福利費 3.4%、退職金は 7.6%となっています。現金給与以外の割合は 2003 年が 25.4%と最も大きく、近年は減少傾向にあります。そして、現金給与以外の項目を百分率で示したのが図表 5 です。調査開始以降初めて法定福利費の割合が 50%を超えており、企業の負担感が増していると言えます。また、退職金の割合を見ると 2003 年が最も大きく、当時 47.7%を占めていました。前述のとお

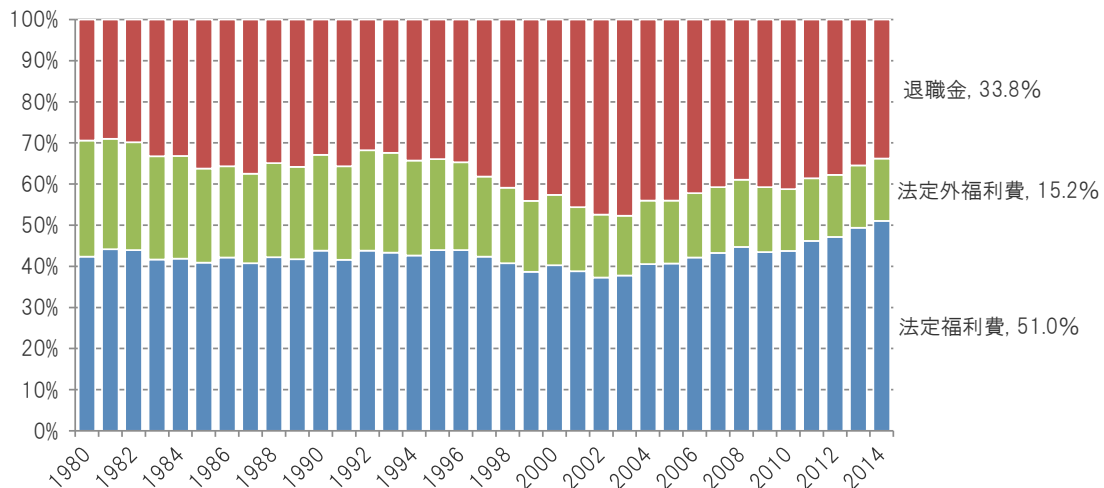
図表 4 人件費の推移



り、拠出額は運用環境に左右されるため、当時の運用パフォーマンスの不芳が影響していると思われます。このように、経済の回復が寄与してベースアップ等給与の引上

げを行う企業が増えているものの、企業の裁量で決定できない法定福利費の増加も影響し、法定外福利費の削減が進んでいると考えられます。

図表 5 現金給与以外の費用の構成比推移



4. 最後に

今後、短時間労働者への被用者保険の適用拡大が控えており、法定福利費は更なる上昇が見込まれます。一方で、一部の業界では人手不足感が強まっており、給与、福利厚生を含めた処遇制度の見直しを進める企業も増えてきています。昨今の景気回復による処遇改善が、給与だけでなく退職金

制度や法定外福利厚生の充実化に向かうかもしれません。

いずれにせよ、人事処遇制度を取り巻く環境変化や多様化する従業員ニーズ・ライフプラン等へ配慮し、人件費の適正な配分を検討していくことが必要と思われます。

年金コンサルティング部 リサーチグループ 橋本 千陽

<コラム> アドリブ経済時評

逆石油ショック

新年早々から株式が急落している。

昨年11月には2万円に乗せたかにみえた日経平均が先週には一時1万6千円になったから2割ほども下げたことになる。

下げた理由としては、中国の調子が悪いということと、原油価格が下げ止まらないということがあげられている。

その原油価格は、指標とされている米国のWTI（ウェスト・テキサス・インターミディエイト）が、'14年7月頃に100ドル超だったのが新年とともに40ドル台に下がったと思えば、最近ではこれでもかというように30ドルを割って推移している。3分の1どころか4分の1にもなるのかという下げである。

ほぼ半世紀前の1973年10月、原油価格は3ドルであったが、産油6カ国（OPEC：石油輸出国機構）が「団結」して、その価格を3ヶ月で4倍に上げた。これが第一次石油ショックであるが、その後、それを克服しようとして、北海油田を持つ英国やメキシコ、さらにはロシアなどの産油量が拡大したことにより、OPECの価格決定能力が徐々に減殺されることになった。今回の原油価格急落の最も大きな要因は、近年、米国のシェールオイル開発によって供給が大幅に拡大したことである。今や米国は、ロシアやサウジアラビアと並ぶ世界有数の産油国になっている。

供給サイドの構造が大きく変化したことによって、原油が今までのように、OPECのカルテルによって価格維持される「特別なモノ」ではなくなったのであろう。

半世紀続いた構造が変わったことになかなか気がつかないのかもしれないが、これは「逆石油ショック」と考えるほうが分かりやすい。

内閣府の試算によると、原油価格が昨年のピーク時から約50%下がったことで、わが国経済には年間約7兆円のメリットがもたらされている。足もとの価格水準が続くと、それだけでGDPを約1%以上押し上げる効果も期待できる。

しかし一方で、これだけ短期間に原油価格が大きく下落すると、ロシアなど産油国経済が受ける痛手は大きい。すでにロシア通貨ルーブルは大幅に下落し、それに歯止めをかけるためにロシア中銀が7%を超える金利引き上げを行っている。これはロシア国内の企業には大きなマイナスになる。また、輸入物価の上昇によってロシア国内の家計部門にはインフレというデメリットが波及している。

景気減速が続くブラジルとロシアについては、すでにBRICsから脱落する可能性も示唆されているが、急速な発展で企業も国民も借金を増やした中国もバブル崩壊が心配されている。BもRも、Cも尻に火がついている。

国際化が著しい世界の投資家はこれらのリスクに直面して、そのリスクから逃れようとし、利が乗っていた日本株も合わせ売っているのだろう。原油安で浮かぶ日本には、別の大波も襲っているのである。

【2016/1/26】

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。