

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7月号

《目次》

《DC等改正法の概要について その1》 DC等改正法の検討経緯と基本理念	… 1
《退職給付会計に関する話題》 リスク分担型企業年金の会計上の取扱い	… 7
《オランダの私的年金改革の変遷と動向 その3》 オランダの職域年金と財政評価フレームワーク	… 11
《企業年金の半世紀を振り返る その4》 規制緩和の時代②～運用規制の緩和	… 15
《誌上年金カレッジ》 財政再計算① 財政再計算とは	… 19
《年金運用の現場から ファンドマネージャーの四方山話》 初めてのインフラ投資	… 22
《アドリブ経済時評》 イギリスのEUからの離脱	… 25

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>

DC等改正法の概要について その1

DC等改正法の検討経緯と基本理念

今年 6 月 3 日に、「確定拠出年金法等の一部を改正する法律（以下、DC等改正法）」が公布されました。本法は、昨年（平成 25 年）の第 189 回通常国会に提出されたものの会期終了に伴い継続審議扱いとなり、今年（平成 26 年）の第 190 回通常国会で 5 月 24 日ようやく成立したものです。

平成 22 年 12 月に当時民主党政権下で始まった「社会保障・税一体改革」により、わが国の社会保障制度の新たな考え方が示されました。これに基づき企業年金の課題と施策について、社会保障審議会年金部会と同企業年金部会で議論が重ねられ、今回の改正法に至りました。「社会保障制度改革国民会議報告書」で示された新たな「21 世紀（2025 年）モデル」の社会保障制度では、従来型の社会保障制度から転換し、新たに自助を基本とし、負担能力に応じて全ての人々が加入できる仕組み作りを基礎としています。

今回より DC 等改正法の概要について連載します。第 1 回目は、法改正に至るまでの検討経緯と法改正の基本理念について解説します。

1. DC 法等の改正の概要

今般公布されました DC 等改正法の項目は、社会保障審議会年金部会で示された、現状のわが国の企業年金に対する課題に沿った次の 3 つの施策です。具体的には、①既存の企業年金（DB・DC）の運営改善、②企業年金制度の普及・拡大のための施策、③ライフコースや働き方の多様化への対応策です（図表 1）。特に③は、「社会保障制

度改革国民会議報告書」で示された、わが国の社会保障制度を新たな「21 世紀（2025 年）モデル」へと変換していくための施策とされています。従来の共助を基本とする社会保障制度から、自助を基本とし、負担能力に応じて全ての人々が参加する仕組み作りを目指すものです。DC 等改正法の個別項目については、図表 2 を参照ください。

（図表 1）企業年金部会で示された企業年金の課題に対する今回の DC 等改正法のポイント

①既存の企業年金制度の運営改善	・ DB から DC への資産移換における同意要件の緩和 ・ DC 運用商品の除外条件の緩和等
②企業年金制度等の普及・拡大のための施策	・ DC 掛金の拠出限度額および拠出時期の年単位化 ・ 中小企業向け DC 制度の創設等
③ライフコース多様化への対応	・ 個人型 DC の加入者範囲の拡大 ・ DC から DB へのポータビリティの拡充等

出所：筆者作成

(図表 2) DC 等改正法の項目と施行日

制度	項目	施行日
DB	DB の実施事業所の減少にかかる手続きの見直し	平成 28 年 7 月 1 日
	DB から DC への資産移換における同意要件の緩和	
	DB 間での権利義務の移転・承継手続きの緩和	
	DB から脱退一時金相当額の移換をできる中途脱退者要件の緩和※	
DB DC	ポータビリティの拡充	公布の日（平成 28 年 6 月 3 日）から 2 年以内で政令で定める日（※一部平成 28 年 7 月 1 日施行）
DC	個人型 DC の加入者範囲の拡大	平成 29 年 1 月 1 日
	個人型 DC の脱退一時金支給要件の変更	
	DC 掛金の拠出限度額および拠出時期の年単位化	平成 30 年 1 月 1 日
	継続投資教育の努力義務化	公布の日（平成 28 年 6 月 3 日）から 2 年以内で政令で定める日
	運用商品の提供数の上限設定	
	運用商品の除外条件の緩和	
	運用商品提供規制の変更	
	デフォルト商品規定の法令化	
	デフォルト商品の基準の明確化	平成 28 年 7 月 1 日
	企業年金連合会への投資教育の委託	
	運営管理機関の委託にかかる事業主の努力義務	
	中小企業向け『個人型 DC への中小事業主掛金納付制度』の創設	
中小企業向け『簡易型 DC 制度』の創設		

出所：国立印刷局（2016）「平成 28 年 6 月 3 日官報（号外第 123 号）」から筆者作成

2. 社会保障改革の経緯

今回の法改正はどのような経緯で、どのような考え方に基いて行われたのでしょうか。わが国は少子高齢化が進展し、社会保障費は年々増加傾向にあります。そのため、社会保障制度の安定化と国民が安心して生活できる仕組みとするための社会保障改革が緊急の課題でした。平成 22 年 12 月に当時の旧民主党政権は「社会保障の機能強化」とこれを支える「財政の健全化」の

達成のために、「社会保障改革の推進について」を閣議決定しました。

この閣議決定を受け、平成 23 年 8 月に「第 1 回社会保障審議会年金部会」が立ち上げられ、「社会保障・税一体改革案」が閣議報告されました。この中で、社会保障改革を行うに際して、社会保障改革に関する有識者検討会報告で示された 3 つの理念、「①参加保障、②普遍主義、③安心に基づく活力」

と 5 つの原則「①全世代対応、②未来への投資、③分権的・多元的供給体制、④包括的支援、⑤負担の先送りをしない安定財源」を踏まえ、「中規模・高機能な社会保障」を前提とし、国民生活の安心を確保する全世代対応型の社会保障制度の構築を目指すとされました。そして、負担能力に応じて社会保障の負担を分かち合う仕組みとすることにより、世代間・世代内の公平性を確保しつつ給付水準に見合う負担を国民全体で担うという考え方が示されました。

平成 24 年 2 月 17 日に、自由民主党、公明党、旧民主党の三党合意に基づき「社会

保障・税一体改革大綱」が閣議決定され、消費税を段階的に 10%に引き上げる税制改革関連法案および子ども・子育て支援関連法案、年金関連法案等を成立させました。その中で消費税（国・地方、現行分の地方消費税を除く。）については、社会保障の財源とするとともに、消費税増収分の活用として、子ども・子育て支援の拡充を図ること、年金分野においては基礎年金の国庫負担割合を 3 分の 1 から 2 分の 1 に引き上げること、低所得者に対する福祉的給付などの措置を講じるとされました（図表 3）。

（図表 3）社会保障制度改革の検討経緯

平成 22 年 12 月 14 日	「社会保障改革の推進について」閣議決定（旧民主党政権） ⇒「社会保障の機能強化」と「財政の健全化」の達成を目標とする
平成 23 年 8 月 26 日	第 1 回社会保障審議会年金部会開催（⇒社会保障・税一体改革案の検討実施）
平成 24 年 2 月 17 日	「社会保障・税一体改革大綱」閣議決定（⇒「中規模・高機能な社会保障」を前提とし、全世代対応型の社会保障制度を目指す。より負担能力に応じて社会保障の負担を分かち合う仕組みとし、給付水準に見合う負担を国民全体で担う考え方が示された）
平成 24 年 8 月 22 日	「社会保障制度改革推進法」が成立し、「社会保障制度改革国民会議」を設置
平成 25 年 8 月 6 日	「社会保障制度改革国民会議報告書」 （⇒自助を基本とした「21 世紀（2025 年）モデル」への転換を促す）
平成 25 年 10 月 29 日	第 1 回社会保障審議会企業年金部会開催 （⇒今後の企業年金制度等についての基本的なあり方について検討実施）
平成 25 年 12 月 5 日	「持続可能な社会保障制度の確立を図るための改革の推進に関する法律（社会保障改革プログラム法）」成立、「社会保障制度改革推進会議」設置。
平成 26 年 8 月 20 日	「第 23 回社会保障審議会年金部会」 （⇒企業年金制度の 3 つの視点と 3 つの課題を提示）
平成 26 年 10 月 14 日	「第 10 回社会保障審議会企業年金部会」 （企業年金制度の課題に対する施策案を提示⇒今回の DC 法等の改正に繋がる）
平成 27 年 1 月 14 日	「平成 27 年税制改正大綱」⇒企業年金制度等の見直しに伴う税制上の措置 （個人型 DC 加入範囲拡大、拠出の年単位化、個人型 DC への事業主掛金納付等）
平成 27 年 4 月 3 日	「第 189 回通常国会」に「確定拠出年金法等の一部を改正する法律案」が提出 （9/3 衆議院可決後、参議院に回付されるも会期末で継続審議）
平成 28 年 5 月 24 日	「第 190 回通常国会」で施行日等一部修正のうえ成立

出所：筆者作成

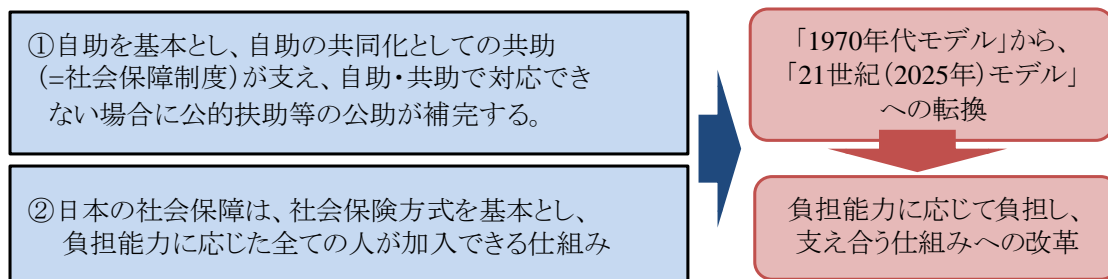
3. 新たな 21 世紀型社会保障制度への変換

平成 24 年 8 月 22 日に「社会保障制度改革推進法」が成立し、有識者による「社会保障制度改革国民会議」を設置、平成 25 年 8 月 6 日に「社会保障制度改革国民会議報告書」がまとめられました。同報告書では、わが国の新しい社会保障制度の基本的な考え方として、(1)自助を基本としつつ自助の共同化としての共助 (=社会保障制度) が支え、自助・共助で対応できない場合に公的扶助等の公助で補完することおよび、(2)日本の社会保障は社会保険方式を基本とし、負担能力に応じた全ての人々が加入できる仕組みを示しました。そして、その考え方は高度成長期に豊富な財政を背景として確立した共助を中心とする「1970 年代モデル」

の社会保障制度から、超高齢化の進行、非正規労働者の増加等雇用環境の変化等に対応した自助を基本とした「21 世紀 (2025 年) モデル」の社会保障制度への転換を促し、負担能力に応じて負担し、支え合う仕組みへと大きく変換するものでした (図表 4)。

この審議の結果を踏まえて、平成 25 年 12 月 5 日に「持続可能な社会保障制度の確立を図るための改革の推進に関する法律 (社会保障改革プログラム法)」が成立、加えて平成 37 (2025) 年を展望し、中長期的に受益と負担の均衡が取れた持続可能な社会保障制度の確立を図るために「社会保障制度改革推進会議」が設置されました。

(図表 4) 社会保障制度改革国民会議報告書で示された新たな社会保障制度の考え方



出所：厚生労働省 (2013) 「社会保障制度改革国民会議報告書」資料より筆者作成

4. 企業年金制度改革に向けて

このような中、今後の企業年金制度の基本的なあり方についての検討を行うため、平成 25 年 9 月 25 日に開催された第 26 回社会保障審議会において、公的年金制度のあり方の議論を踏まえつつ、今後の確定給付企業年金や確定拠出年金制度等の企業年金制度全般のあり方等について専門的な見地から議論を進めていく必要があるとし

て、同審議会傘下に「企業年金部会」が設置されました。平成 26 年 8 月 20 日に開催された「第 23 回社会保障審議会年金部会」では、働き方の多様化が進む中で、個人のライフスタイルに合わせた老後の生活設計を支える仕組みが必要とされ、諸外国での公的年金の財政的課題や働き方の多様化に対して公的年金と私的年金を組み合わせ

老後の所得確保を図る方向での制度改革を行う流れを参考に、わが国でも企業年金 2 法（DC 法、DB 法）の成立時からの状況変化等を踏まえ、社会情勢の変化に対応すべ

く全体的な見直しを行う時期であるとし、企業年金制度等に関する 3 つの視点（図表 5）と、3 つの検討課題（図表 6）が示されました。

（図表 5）企業年金制度等に関する 3 つの視点

(1) 働き方の多様化が進む中で、個々人のライフスタイルに合わせた老後の生活設計を支える仕組みが必要。
(2) 諸外国では、公的年金の財政的課題や働き方の多様化に対し、公的年金と私的年金を組み合わせることで老後の所得確保を図る方向で制度改革を行う流れ。
(3) わが国でも、企業年金 2 法成立時からの状況変化、厚生年金基金制度の見直しを踏まえ、社会情勢の変化に対応すべく、全体的な見直しを行う時期。

出所：厚生労働省（2014）「第 23 回社会保障審議会年金部会」資料より筆者作成

（図表 6）企業年金制度等に関する 3 つの検討課題

(1) 企業年金等の普及・拡大	①一般企業向けの取組 （DB・DC 制度間のイコールフットINGの確保等） ②中小企業向けの取組 （中小企業の負担を軽減した新たな仕組み）
(2) ニーズ多様化への対応	①柔軟で弾力的な制度設計 （DB・DC 両制度の特徴を併用する制度設計等） ②ライフコースの多様化への対応 （ポータビリティの拡充、個人型 DC の適用範囲等）
(3) その他	①現行制度の改善 （個々人のニーズを踏まえた適切な DC 運用資産選択に資する措置等） ②公的年金制度や税制等との関係

出所：厚生労働省（2014）「第 23 回社会保障審議会年金部会」資料より筆者作成

5. 企業年金制度改革の方向性

年金部会で示されたこれらの課題に対して、平成 26 年 10 月 14 日の第 10 回社会保障審議会企業年金部会において、次のような施策案が示されました（図表 7）。企業年金の普及・拡大のための施策として、(1)一般企業向けの取組、(2)中小企業向けの取組、(3)柔軟で弾力的な制度設計、(4)ライフコース多様化への対応です。この中で、(2)中小企業向けの取組としては、米国の SEP-IRA

や SIMPLE-IRA を参考に「中小事業主掛金納付制度」と「簡易型 DC 制度」の創設が示されました。また、ライフコースの多様化への対応としては、個人型 DC の加入者範囲の拡大と、ポータビリティの拡充が示されました。現在、企業型 DC 加入者が、DB の実施企業へ転職したり、第 3 号被保険者になった場合等、個人型 DC に加入出来ないケースがあります。

個人型 DC の加入者範囲の拡大は、個人型 DC に全ての人が加入できる仕組みとすることで、自助を推進するものです。「確定拠出年金をはじめとする企業年金制度等は、公的年金を補完する老後の所得確保の仕組みとして重要であり、国民の老後所得の充実

を図るため、中小企業を中心に企業が企業年金をより実施しやすくするための仕組みや、働き方が多様化している中で個々人のライフコースに合わせて生涯を通じて老後に自ら備える仕組みの整備（自助の推進）が必要である」としました。

(図表 7) 企業年金制度の課題に対する施策

(1) 一般企業向けの取組	「DB・DC 制度間のイコールフットingの確保」 ①DB と DC を一体的に合わせた拠出限度額の設定 ②DB と DC で異なる支給要件等を統一化等
(2) 中小企業向けの取組	①個人型 DC への中小事業主掛金納付制度の創設 ②簡易型 DC の創設
(3) 柔軟で弾力的な制度設計	①リスク対応掛金 ②DB と DC を組み合わせた新ハイブリッド年金(リスク分担型企業年金)
(4) ライフコースの多様化への対応	①個人型 DC の適用範囲の拡大 ②拠出限度額の設定単位を月単位から年単位へ変更 ③ポータビリティの拡充 (DC から DB への移換を可能とする) 等

出所：厚生労働省（2014）「第 10 回社会保障審議会企業年金部会」資料より筆者作成

そして、この基本概念を基とした DC 等改正法が、平成 27 年の第 189 回通常国会に提出されました。9 月 3 日に衆議院で可決後、参議院に回付されましたが、安保法等の審議に時間を取られ、9 月 27 日会期末により継続審議となりました。今年 1 月 4 日から開始された第 190 回通常国会において、施行日等を一部修正のうえ 4 月 15 日に参議院で可決、再度、衆議院に回付され、5 月 24 日に衆議院で可決・成立し、6 月 3 日に公布されました。公布された DC 等改正法の施行日は、早いものは今年 7 月 1 日から、遅いものでは公布日（平成 28 年 6 月 3 日）から 2 年以内で政令で定める日とされました。今後、施行に向けて政省令等の整備がなされる予定です。

今回公布された DC 等改正法は、前述の「社会保障制度改革国民会議報告書」で示された、従来型の社会保障制度から新たな「21 世紀型社会保障制度」へと転換していくものです。既存の企業年金制度の運営改善を図りつつ、柔軟な制度設計を可能とし、さらには自助を推進するための仕組みを取り入れ、公的年金の補完を進めていこうというものです。今回の DC 法等改正には、このようなわが国の社会保障制度を変換していく意図が込められています。次回は、今回公布された DC 等改正法の各項目について解説していきます。

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ないことを申し添えます。

年金コンサルティング部 リサーチグループ 菅谷 和宏

退職給付会計に関する話題

リスク分担型企業年金の会計上の取扱い

新たに導入が予定されている「リスク分担型企業年金」の会計上の取扱いに関する公開草案が公表されました。当初定められた掛金以外の追加の掛金負担を求められない同制度は会計上、DCとして分類されることになり、制度移行時の取扱いや情報開示について示されました。会計上、DCとして取り扱われることとなり、新制度に対する関心は一層高まる可能性があります。

1. リスク分担型企業年金の会計処理（案）が決定

新たに導入が予定されている「リスク分担型企業年金」は、事業主は標準掛金・特別掛金に加えて将来の財政悪化リスクに対応した掛金を支払い、財政状態が悪化した場合には給付額の調整を行うという制度です。事業主と加入者等でリスクを分け合う制度であり、これまでの確定給付型制度とは異なり、積立不足になっても不足を解消するための掛金の拠出義務を負わない仕組みです。

新制度に関しては、会計上の取扱いが大きな焦点となることが想定されました。DCが普及している理由の1つは、企業会計上の債務認識が不要であることと言われており、新制度の普及も会計上の取扱いが大きな鍵を握ると見られていたからです。このため、厚生労働省では、会計基準の設定主体である企業会計基準委員会（ASBJ＝

Accounting Standards Board of Japan）に対し、このリスク分担型企業年金についての会計上の取扱いを検討するよう要請しました。

要請を受けた ASBJ では、平成 27 年 12 月からこのテーマについて検討を始め、今年 6 月 2 日に「リスク分担型企業年金の会計処理等に関する実務上取扱い（案）（以下、実務対応報告）」等（※）の公開草案を公表しました。結果は以下に記載のとおり、リスク分担型企業年金は、会計上は DC として分類されることになりました。会計上、DC として取り扱われることとなったため、新制度に対する関心は今後一層高まるものと思われま

す。なお、公開草案に対する意見募集の締め切りは 8 月 2 日で、寄せられた意見を集約したのち、基準が確定することになります。

（※）実務対応報告「リスク分担型企業年金の会計処理等に関する実務上の取扱い（案）」の公表に加えて、当該制度に関連して修正が行われたため、「退職給付に関する会計基準（案）」、「退職給付制度間の移行等に関する会計処理（案）」が公表されています。

2. 会計上はDCに分類

リスク分担型企業年金の会計上の取扱いに関して論点となったのは、①会計上の取扱い(DB、DCのどちらとして処理するか)、②DCとして処理することとした場合、既存の確定給付型制度からの移行時の会計処理、③どのような開示を要請するか、の3点でした。もっとも、移行時の会計処理や開示情報は、DCとして取り扱うこととなった場合に付随して発生する問題であると言えます。

会計上の取扱いに関しては、「実務対応報告」において、「リスク分担型企業年金のうち、制度の導入時の規約に定められた標準掛金、特別掛金、リスク対応掛金の拠出に限定され、当該掛金の他に拠出事務を実質的に負っていないものは確定拠出制度に分類する」とされました。本来、リスク分担型企業年金は、標準掛金、(移行時に未拠出

となっている)特別掛金およびリスク対応掛金以外に追加掛金負担は発生しない制度ですが、掛金の追加負担を約束しつつ、会計上はDC扱いとするような基準逃れができないようにするため、基準では制度導入時にDCとして取り扱うことができるかどうかを判定することを求めています。さらに、制度導入後に新たな労使合意に基づき、規約変更を行った場合には、会計上の退職給付制度の分類について再判定を行うこととされています。

確定拠出制度と分類された場合の会計処理については、「予め定められた各期の掛金の額を各期において費用として計上する」とされています。要するに要拠出額を費用とするDCと同様の処理となります(DCと同様に債務は認識されません)。

3. 移行時は制度終了会計を適用

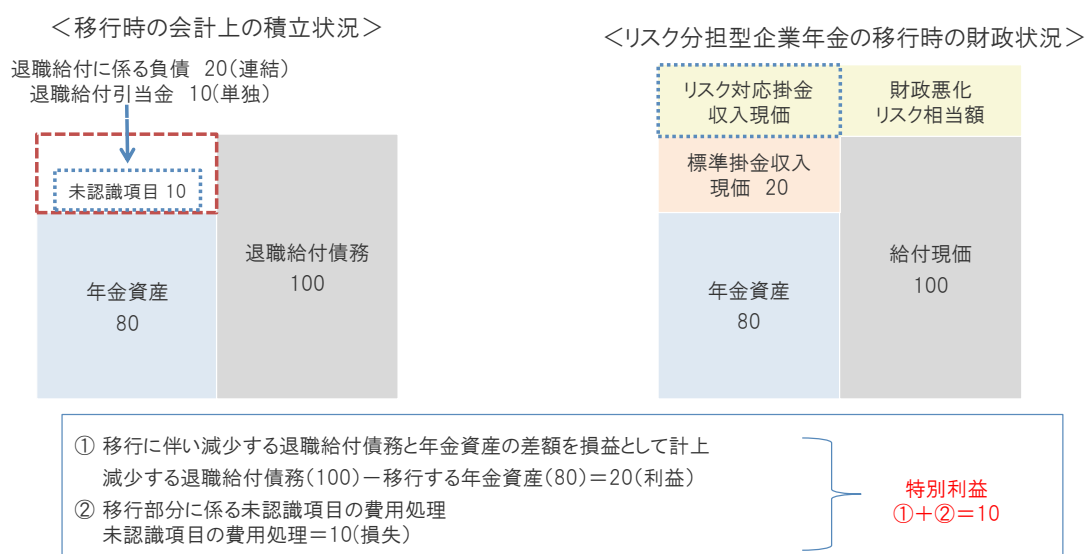
退職給付制度を他の制度に移行する場合の会計処理は、「退職給付制度間の移行等に関する会計処理」で定められています。リスク分担型企業年金は、会計上DCとして取り扱われるため、既存の確定給付型の企業年金あるいは退職一時金制度をリスク分担型企業年金に移行する場合、過去分を含めてDCに移行する場合の会計処理に準じて制度終了の会計処理が行われることとなります。

制度終了の会計処理は、①移行に伴い減少する退職給付債務と年金資産の差額を損益として処理し、②移行部分に係る未認識項目を一括して費用処理(連結の場合は組替処理)することになります。なお、移行

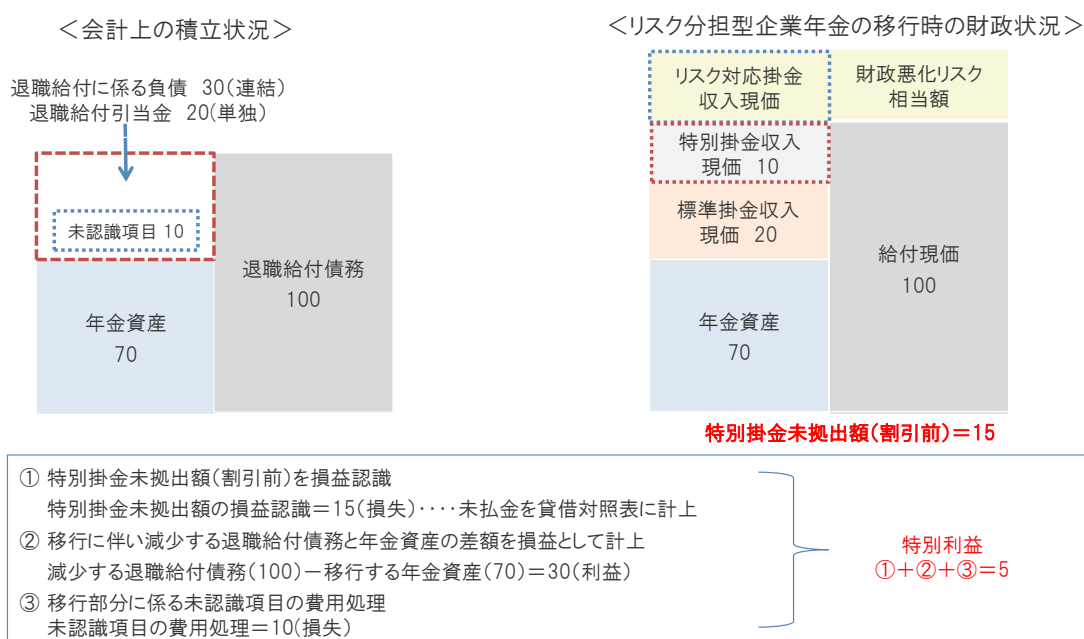
時に特別掛金の未拠出額がない場合とある場合とで処理が異なるため注意が必要です。

図表1は、特別掛金がない場合の処理です。移行前の会計上の積立状態は20の積立不足(退職給付債務100-年金資産80)であり、未認識項目(未認識数理計算上の差異等)は10(損失)とします(連結貸借対照表では退職給付に係る負債が20、単独貸借対照表では退職給付引当金が10計上されています)。移行時点で財政上の積立不足はないという前提です。この場合、減少する退職給付債務と年金資産の差額20が利益となる一方、未認識項目10を費用処理するため、差引き10の特別利益が発生します。

(図表1) リスク分担型企業年金移行時の会計処理 (特別掛金がない場合)



(図表2) リスク分担型企業年金移行時の会計処理 (特別掛金がある場合)



これに対し、図表2は特別掛金がある場合の処理です。移行前の積立状態が30の積立不足(退職給付債務100－年金資産70)で、未認識項目が10(損失)であるとし、まず(連結貸借対照表では退職給付に係る負債が30、単独貸借対照表では退職給付引当

金が20計上されています)。

年金財政では特別掛金収入現価が10存在し、特別掛金の未拠出額の総額(割引前)は15であるとし、この場合、まず特別掛金の未拠出額15を損失として処理し、貸借対照表に未払金を計上します。そのうえ

で特別掛金がない場合と同様に制度の終了処理を行います。結果的に特別利益 5 が計上されます。

退職一時金制度を過去分を含めてリスク分担型企業年金に移行する場合、移行時点

では積み立てた資産がないため、積立不足（過去勤務債務）を特別掛金で償却していきます。したがって、退職一時金から移行する場合は、特別掛金の償却が完了するまで未払金が計上されることになります。

4. リスク分担型企業年金の開示項目

リスク分担型企業年金を実施している場合の開示に関しては、基本的に3つの情報を開示することが要請されます（図表3）。

1 つめは制度概要です。本制度は新しい制度で、制度に対する投資家の認知度が十分でないとして要請されている事項です。具体的な記載例としては、①標準掛金相当額に加え、リスク対応掛金相当額があらかじめ規約に定められていること、②毎事業年度の財政状態に応じて給付額が増減し、年金財政の均衡が図られることなどです。

2 つめは費用の開示です。費用の開示に関しては、要拠出額を費用とする他の確定拠出制度、すなわち確定拠出年金を実施し

ている場合に当該制度との合計額を開示すればよいこととされています。もちろん、DCの要拠出額とリスク分担型企業年金の要拠出額を分けて開示することも可能です。

3 つめは、制度の最大の特徴といえるリスク対応掛金に関連する情報開示です。具体的には、翌期以降に拠出されるリスク対応掛金相当額とその残存年数です。

リスク分担型企業年金は確定給付企業年金法に基づき実施される制度ですが、実施により事業主のリスクは軽減されることになります。情報開示では、こうした点を投資家に伝えることが重要と考えられます。

（図表3）リスク分担型企業年金に関して要求される情報開示

項目	内容
制度概要	企業の採用するリスク分担型企業年金の概要 例えば、下のような内容を記載 ① 標準掛金相当額に加え、リスク対応掛金相当額があらかじめ規約に定められること ② 毎事業年度における財政状態に応じて給付額が増減し、年金財政の均衡が図られること
要拠出額	要拠出額を表示。確定拠出年金との合計額を開示（別途開示することも可）
その他（リスク対応掛金）	翌期以降拠出することが要求されるリスク対応掛金相当額及び当該リスク掛金相当額の拠出に関する残存年数

年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野 正徳

オランダの私的年金改革の変遷と動向 その 3

オランダの職域年金と財政評価フレームワーク

オランダでは、早くから同一労働・同一賃金原則が確立され、政府と企業と労働者が連携して社会保障制度の見直しを進めてきました。その結果、公的年金制度は正規雇用者、パート労働者、公務員、自営業者の区別なく全ての就労者に公平な仕組みとなっています。

公的年金と職域年金を合わせた給付水準は、現役世代の平均報酬の 80%という高い目標水準とされ、職域年金のカバー率は公務員を含めて被用者の 88%という高い割合となっています。また、オランダの職域年金は公的年金と同様に終身年金を基本として物価スライドおよび賃金スライドが適用されます。

オランダでは早くから職域年金の安定化のための議論が行われ、2002 年に EU が IFRS（国債会計基準）の導入方針を決めると、会計基準の厳格化のため 2007 年に年金規制の枠組みである財務評価フレームワーク（FTK）を制定し、DB については年金債務の 105%以上の資産を保有すること、DB 制度のリスク量に応じた十分なリスクバッファを持つことが義務付けられました。この財政評価フレームワークを参考に、日本でも新たに「リスク対応掛金」が導入されることとなりました。今回はオランダの職域年金の変遷と財政評価フレームワークについて解説します。

1. オランダの職域年金制度の変遷

1836 年に国家公務員年金（ABP）、1845 年には最初の企業年金である鉄道職員年金が設立、1846 年には一般公務員年金が設立されました。職域年金を監督するために、1923 年に保険庁（Verzekeringkamer）が設立されました。当初、職域年金は恩恵的な制度と考えられており、規制・監督の対象ではありませんでしたが、1936 年に企業年金の破綻をきっかけに包括的な職域年金規制の必要性が認識され、1952 年に「年金・貯蓄基本法」が成立しました。保険庁は 1992 年に独立行政法人となり、2001 年には年金基金への関与を明確にするために、PVK（Pensioen-Verzekeringkamer : Pension and Insurance Supervisory Authority）に改名され

ました。PVK は 2004 年 10 月 30 日に、オランダ中央銀行（DNB : De Nederlandsche Bank）と合併し、銀行・保険・年金の 3 分野における共通規制を導入し、銀行、証券、保険、年金、投信等の金融業務全般に対して監督することとなりました。オランダ中央銀行には、銀行監督・保険監督・年金監督の各監督局が設置され、銀行に対する監督局と同等に保険監督局と年金監督局が配置されました。

オランダの職域年金は公的年金（老齢年金等）を補完する第 2 階層として位置付けられ、保険料方式かつ積立方式となっています。保険料は企業と被用者が負担し、掛金率は報酬の 17.6%（雇用主 11.3%、被用

者 6.3%) です。職域年金は強制ではなく労働協約に基づいて企業の任意で設立されますが、オランダでは公務員を含む被用者全体の職域年金の加入率は 88% という非常に

高い水準となっています。さらに、オランダの職域年金は、公的年金と同様に終身年金を基本とし、物価スライドおよび報酬スライド (Indexation) が適用されています。

(図表 1) オランダの職域年金の変遷

1836 年	国家公務員年金 (ABP) 設立
1845 年	最初の企業年金である鉄道職員年金が設立
1846 年	一般公務員年金が設立
1923 年	職域年金を監督する保険庁 (Verzekeringkamer) が設立
1952 年	職域年金を規制するための「年金・貯蓄基本法」が成立
2001 年	保険庁は PVK (Pension and Insurance Supervisory Authority) に改名
2004 年	PVK はオランダ中央銀行と合併し年金監督局が配置 年金貯蓄基金法 (PSW) により集団型 DC (CDC) が創設
2007 年	会計基準の厳格化により職域年金に対する金融資産法「FTK (Financial Assessment Act, 2007)」が制定、DB 年金に対する積立基準が義務化
2012 年	職域年金のための新たな基本方針「September Pension Package」および「金融資産法 II (FTK II)」を発表
2014 年	4 月に FTK II 修正案が公表され 12 月に FTK II が制定 (2015 年 1 月施行)

出所：筆者作成

2. オランダの職域年金制度

オランダの職域年金の設立形態は、①企業単位で設立する「企業単位の年金基金 (Single-employer funds)」、②産業別に設立される「産業単位の年金基金 (Industry-wide funds)」、③医師や弁護士などの専門職種のための「専門職単位の年金基金 (保険会社

との契約) (professional groups)」の 3 種類があります。プラン数は、①企業単位型が 354 基金、②産業型が 67 基金、③専門職型が 12 基金、合計では 459 基金 (2011 年)、加入者数は約 6 百万人となっています (図表 2)。

(図表 2) オランダの職域年金の概況 (2011)

設立形態	プラン数	加入者数
① 企業単位の年金基金 (Single-employer pension funds)	354	60 万人
② 産業単位の年金基金 (Industry-wide pension funds)	67	500 万人
③ 専門職単位の年金基金 (professional pension funds)	12	5 万人
(合 計)	433	565 万人

出所：「Netherlands pension summary」(2015) より筆者作成

2000 年には、「部門別年金基金強制加入法 (Wep Bpf,2000 : Wet verplichte deelneming in eenbedrijfstakingpensioenfonds 2000)」が成立し、産業単位年金基金からの申請により、年金基金への強制加入を義務付けることが可能となりました。これによりオランダ職域年金のカバー率が高くなったと考えられます。オランダの職域年金で最大規模の基金は、最初に設立された職域年金である「オランダ公務員年金 (ABP)」で、資産額は約 2,810 億ユーロ (2013) (33 兆 1580 億円,1

ユーロ=118 円換算,2016.6.20) です。

制度体系は、確定給付型制度が 79%と多くを占め、確定拠出型制度が 9%、DB/DC 混合型が 12%となっています (2015 年) (図表 3)。受給権は即時または加入後 1 年経過日と規定されています。税制については、拠出時と運用時は非課税、給付時は課税で、保険料は労使で折半となっており、所得控除が受けられます。40 年加入で公的年金と合わせて最終給与の 80%程度を目標給付水準としています。

(図表 3) オランダ職域年金における DB/DC 制度の比率 (2015)



出所：DNB (De Nederlandsche Bank Netherland pension summary) HP (2015) より筆者作成

3. 財政評価フレームワーク (FTK)

2000 年の IT バブル崩壊に伴い、オランダでは会計基準の厳格化が図られ、2002 年に EU が IFRS (国際会計基準) の導入方針を決めると、オランダは 2007 年に「年金・貯蓄基本法 (PSW :Pension and Saving Funds Act)」を 50 年ぶりに改定し、新たな職域年金規制の枠組みである「財務評価フレームワーク (FTK:Financieel toetsingskader : Financial Assessment Framework Act,2007)」を制定しました。この財政運営基準により DB 年金については、①最低でも年金負債準備金 (PPL : Provision for pension liabilities) の 105%以上の積立資産を保有すること、②DB 制度のリスク量に応じた十分なリスクバッファー (1 年後の積立率が 105%を下回る確率が 2.5%以下とする) を持つことが義務付けられました。なお、①の規制につ

いては、最低積立基準が年金負債額の 105%であることを意味します。そして、これらの条件を満たせずに年金資産 (時価換算) が積立基準を下回った場合には、一定期間 (①は 3 年以内、②は 15 年以内) に積立基準を達成させる回復計画を監督官庁 (オランダ中央銀行) に提出することが義務付けられています。回復計画では、①掛金の増額、②物価スライドおよび賃金スライドの停止、③年金額の削減のいずれかにより積立水準を確保することが求められます (図表 4,5)。これにより、職域年金の年金債務リスクを軽減させるため、従来の最終給与比例制から平均標準報酬制への移行が進み、現在では DB の 76% (2015) が平均標準報酬を採用しており、インフレリスクからの負担軽減を図っています。

(図表4) 財務評価フレームワーク (FTK) の概要

条 件	積立基準抵触時の回復計画の提出
①105%以上の積立水準を確保 ②DB制度のリスク量[*1]に応じた リスクバッファの確保	3年以内に105%の積立 水準を回復させる計画 を監督当局に提出 <ul style="list-style-type: none"> ①掛金の増額 ②物価・賃金スライド停止 ③年金額の削減

出所：筆者作成、[*1]各資産のリスク量については（図表5）参照

(図表5) 財務評価フレームワーク (FTK) における資産毎リスク量 (標準モデル)

	株式・不動産の価格リスク				為替リスク	コモディティ の価格リスク
	先進国	エマージング	PE	不動産		
リスク量	25%	30%	30%	15%	20%	30%

出所：筆者作成

4. 新財政評価フレームワーク (FTK II)

2008年の世界的金融危機によりオランダの職域年金の積立比率は95%まで低下しました。さらに高齢化の進展による長寿化リスクへの対応の必要性から、オランダ中央銀行は2011年にFTKの見直し案「FTK II」を提案しました。2012年に職域年金のための新たな基本方針「September Pension Package」が発表され、①年金債務計算に使用する超長期金利（20～60年）の見直し、②2013年度に限り積立不足の追加拠出の見送り、③給付水準の引き下げを行う場合は最大で7%とし、複数年での実施を可能とすることを提示しました。2014年4月には「FTK II」の見直し案を公表し、同12月に成立、2015年1月から施行されました。

FTK IIの基本的な考え方は、突然の大幅な給付削減は避け、年金基金の財政運営を安定化させるため、金利変動が財政評価フレームワークに影響を与えないようにし、高い水準のリスクバッファを保持すべきというものです。具体的には積立不足時の

回復計画は10年間とし、回復計画期間中にリスクを高めることはできず、5年以上積立不足が継続した場合は1回に限り、給付減額または掛金の増額を行うこととしました。また、給付スライドは積立比率が110%以上のときにのみ可能としました。

オランダの職域年金は財政評価フレームワーク (FTK) という厳しい積立基準が適用され、105%以上の積立水準を確保することなど、その安定性が求められます。日本でも新たに導入される「リスク対応掛金」は、このようなオランダの財政評価フレームワークを参考としており、将来の財政悪化に備え、事前の積立水準を十分に確保し、DB制度の安定運営を図るための施策です。

今回は、これから日本で導入される「リスク分担型企業年金」の検討の基となったオランダの集団型DC (CDC) について解説します。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ないことを申し添えます。

年金コンサルティング部 リサーチグループ 菅谷 和宏

企業年金の半世紀を振り返る その4

規制緩和の時代②～運用規制の緩和

年金資産に関する規制としては、「資産配分規制」と「資産の移受管等に関する規制」に大別されます。資産配分規制は、規制の存在が運用のスキルやノウハウの向上を妨げた可能性があります。また、年金資産を簿価で評価していたことが資産内容を一層悪化させてしまった可能性があります。掛金・給付シェアに関する規制も資産配分規制や資産の時価評価が進むにつれ意味のないものになったと考えられます。こうした規制緩和の進展は受託者責任の強化等と歩調を合わせて行われたことに留意することも必要です。

1. はじめに

本稿のタイトルは、「企業年金の半世紀を振り返る」ですが、この半世紀の前半は年金資産の運用に関して様々な規制が課せられていました。規制に関しては全てが悪いと言うつもりはありませんが、規制が弊害をもたらし、効率性を阻害する可能性もあります。また、状況の変化とともに、規制自体が時代にそぐわないものとなる場合があります。資産運用規制に関しても実際にそうした点があったと言えます。今回は、年金資産運用の規制と規制緩和の動きについて振り返ります。

資産運用に関する規制は、「資産配分に関する規制」、いわゆる「5:3:3:2 規制」とシェア変更などに代表される「資産の移受管・管理等に関する規制」に大別されます。一連の運用規制緩和は、1990年の投資顧問の参入からスタートしましたが、2000年に完全に撤廃されるまで10年以上かかることとなります。図表1は、厚生年金基金における主要な規制緩和を時系列にまとめたものです。運用に関する規制緩和は厚生年金基金で先行して実施され、適格退職年金が後を追う形で進められてきました。

2. 資産配分規制と規制がもたらした影響

「5:3:3:2 規制」と言われる資産配分規制は、安全性の高い資産を5割以上確保しなければならず、株式は3割以下、外貨建て資産も3割以下、不動産は2割以下に制限するという規制です。読者の中には、この規制は、分散投資に加え安全性の高い資産の確保を義務付け、さらに一定の資産構成を維持して運用することを求める合理的な規制と考える方がいるかもしれません。

しかし、一律に定められた資産構成比は、各基金の実情を反映した資産配分ではなく、各資産のリスク・リターンを考慮した最も効率的なポートフォリオでもありません。

一方で、規制が存在することで各基金は「規制の範囲でアロケーションを決定すればよい」という思考停止状態に陥ってしま

う可能性もあります。定型的に定められた資産構成の規制がある中では、スポンサー（母体企業）のリスク許容度を勘案し、許容できるリスクで最大のリターンを追求することが難しくなります。結果的に、資産配分規制の存在が、基金の資産運用に対するスキルやノウハウの向上を妨げた面があったと言っても過言ではないと思います。

(図表 1) 厚生年金基金における資産運用規制緩和の推移

年月	規制緩和の内容
平成2年4月	自家運用の解禁（500億円以上の積立金を有し、一定の運用体制を備えた基金のみ）、掛金シェアと給付シェアの分離（運用拡大対象基金のみ）
平成7年4月	運用拡大部分の資産配分規制の撤廃 設立3年を経過した基金について掛金シェアと給付シェアの分離可能にシェア変更手続きの簡素化（時期を年1回に緩和、認可制から届出制に） 運用基本方針の策定義務化 従来運用部分の信託銀行ごとの資産配分規制の撤廃 十分な運用体制の整っている基金への資産配分規制適用除外の認定 分散投資義務の全基金への拡大
平成9年4月	「厚生年金基金の資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドラインの策定」、資産配分規制の時価基準による四半期ごとの確認 生保資産の5:3:3:2規制への取り込み
平成9年6月	シェア変更の時期及び給付シェアの自由化
平成9年12月	資産配分規制の完全撤廃 政策アセットミックス、運用執行理事の設置等
平成10年3月	財投協力の廃止 時価基準による資産評価への移行
平成11年4月	従来運用・運用拡大の区分の撤廃
平成12年6月	信託契約における金銭信託の制限撤廃 年金資産の一元管理（マスタートラスト）の解禁

(出所) 企業年金連合会「企業年金に関する基礎資料」等より作成

資産配分規制は各運用機関毎の規制となっており、ある運用機関で特定の資産の運用を行うことは認められませんでした。これも運用の自由度を阻害していたと言えます。資産配分規制は徐々に緩和されたものの、運用パフォーマンスは資産構成でほとんどが決まると言われているため、ある運用機関あるいは一定部分のみ資産配分規制が解除されても資産全体に大きな効果を及

ぼすことにはなりません。

直接的には運用に関する規制ではありませんが、財政運営上の年金資産の評価が簿価（取得価格）であり、資産配分規制も簿価ベースであったことは、資産運用にも影響を与えたと考えられます。簿価ベースでは運用収益は実現収益（インカムゲインおよびキャピタルゲインは実際の売却益のみカウント）であるため、運用行動に大きな

影響を与えることになるからです。

もっとも、こうした資産配分規制や簿価による財政運営は、バブル崩壊までは年金財政等にマイナスの影響をもたらすことはありませんでした。高金利下で安全性の高い資産のみで予定利率を上回る収益が確保できるうえ、株式市場も基本的に右肩上がりで含み益が存在していたからです。

ただし、バブル崩壊後、とりわけ1990年代中盤以降は状況が一変します。特に長期におよぶ株価下落が大きなダメージを与えることとなります。前述のとおり、当時の年金資産の評価は簿価であり、運用パフォーマンスは実現損益のみカウントされます。予定利率を上回る収益を確保するには、利益の出るファンドを売却し、損失の出るファンドは価格が上昇するのを待つという投資行動をとります。その間に株価が戻れば事なきを得ますが、株価下落傾向が継続したため、ますます時価ベースの資産内容が悪化してしまいました。

平成9年（1997年）末に、資産配分規制は完全撤廃され、翌年には財政運営基準が時価ベースになります。結局、資産配分規制は基金の自主性を損ない、スキルやノウハウの向上を妨げる要因になってしまった

3. シェア変更等のその他の規制

もう1つの規制が「シェア変更に関する規制」です。かつては掛金、給付および残高のシェアを一致させる運営が求められていました。全ての運用機関に給付シェアが課されると各運用機関は給付のために一定のキャッシュを留保しておかなければならず、運用の効率化が妨げられます。また、シェア変更の頻度にも一定の制限が課せら

と言えます。また、簿価ベースでの財政運営がバブル崩壊後の状況では財政悪化に拍車をかけることになったとも考えられます。

資産配分規制に関して批判的なことを述べましたが、厚生年金基金は国の年金を代行するという役割を担っているため、一定の規制が必要であったという背景は理解できます。極端にリスクを負担せずとも予定利率を確保できる経済状況下で、安全性に軸足を置いた運用を求めたと考えられるからです。

また、簿価による財政運営が運用面でのマイナスの影響を与えたことは事実ですが、当時は企業会計も簿価ベースであり、バブル期には「含み益」が企業評価の大きなポイントとなっていたという事実があります。簿価による評価は、時価が簿価を上回る状況では、むしろ保守的な評価であると言えますし、当時としてはさほど違和感のあるものではなかったはずですが。ただし、その後、企業会計の世界では、「誰が保有していても同じ価値である有価証券は時価で評価する」という考え方が定着しました。加えて、年金の場合は給付が現金で行われるため、資産はその時点での換金可能な額＝時価で評価することが当然となっています。

れ、シェア変更の時期や頻度も自由ではありませんでした。

前述のとおり、年金資産運用では資産配分規制があり、しかもその資産配分規制は各運用機関毎に守る必要がありました。さらに、運用パフォーマンスは実現収益に基づいていました。こうした条件下では、各運用機関の運用パフォーマンスに大きな差

は生じないと考えられます。なぜなら資産配分が各社概ね同様であるうえ、実現損益で表示される運用パフォーマンスは調整が可能であったからです。予定利率をベースとして収益が不足する場合には含み益のあるファンドを売却して調整することが可能です。逆に、自然体で一定の運用収益が確保されれば、含み益を吐き出してまで高パフォーマンスを追求する必要はありません。その結果、各社の運用収益が横並び状態であるならば、給付シェアや掛金シェア、残高シェアを分離する必要は感じられないと思います。

ただし、資産配分規制が徐々に緩和され、さらには年金資産の評価が時価ベースになれば、運用の巧拙が運用パフォーマンスに如実に反映されるようになります。シェア変更の時期も自由度が求められますし、給付シェア、掛金シェア等の分離も必要になります。給付・掛金・残高のシェアを分離することで、給付を 1 社に集中し、他の運用機関はフルインベストメントするといった効率的な運用が可能となりました。

この他、平成 12 年（2000 年）に「信託契約における金銭信託の制限撤廃」が行われました。金銭信託というのは信託資産として受け入れる資産が金銭であるという契約です。つまり、この制約が撤廃される前

は、シェア変更等をする際には旧受託機関で保有する資産を売却し、現金化したうえで新受託機関に預け替えることを必要としていました。つまり、この規制撤廃で現物の資産で預け替える「現物移換」が可能となったわけです。ただし、年金資産の評価が簿価の時代は、売却して損失が発生する資産の売却をためらうという事情がありました。時価評価になるとそうした事情はなくなります。また、現物移換された移管先の運用機関が当該資産を継続保有するかどうか不明です。したがって、現物移換が実現したこと自体は、大きな効果をもたらしたわけではありません。

同時期には年金資産の一元管理も実現しました。日本の場合、信託銀行・生命保険は各社ごとに資産を管理しているため、完全な一元管理とはならないケースがほとんどです。ただし、運用規制緩和の締めくくりとして資産管理の分野にも波及することとなりました。

資産運用に関する規制緩和の推移をたどった図表 1 では、一方で運用基本方針の策定や受託者責任の強化に関する事項なども求められています。年金基金あるいは規約型制度を実施する事業主は自由な運用ができることと引き換えに重大な受託者責任を有していることを認識する必要があります。

年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野 正徳

誌上年金カレッジ

財政再計算① 財政再計算とは

確定給付型の年金制度は、将来の給付に必要な原資を事前に積み立てますが、積み立てる掛金は様々な前提を置いて計算されます。将来の給付に向けての積み立てが計画通りに行われているかは、毎年実施する財政決算で確認しますが、さらに一定期間毎に積み立て計画の再検証を行います。経済変数や加入員の状況等の前提条件を見直して、掛金の再算定をする作業を「財政再計算」と言います。

1. 財政再計算とは

企業年金制度では、掛金を拠出し、将来の給付に必要な原資を事前に積み立てていきます。その掛金の算出は、様々な前提を置いて行うこととなりますが、掛金算出の前提とした様々な前提条件は時間の経過とともに変化することがあります。このため、一定期間ごとに掛金算出の前提条件を見直すとともに掛金を洗い替える作業を行いま

す。これを「財政再計算」と呼んでいます。

財政再計算は、少なくとも5年に1回は実施しなくてはなりません。さらに、将来の見込の前提が大きく変わる場合に行う必要があります。少なくとも5年に1回定期的に行う財政再計算以外で、財政再計算を行う必要がある場合は、図表1に記載の通りです。

(図表1) 財政再計算を行う場合

少なくとも5年毎に行う定期的な財政再計算に加え、以下に該当する場合にも財政再計算を行う必要がある。

(法第58条、則第50条)

- ① 基金型企業年金の合併・分割
- ② 規約型企業年金・基金型企業年金相互間の移行
- ③ 以下の場合で掛金額が変更となる場合
 - ア. 前回の財政計算の基準日から、加入者数が著しく増減した場合
 - イ. 加入者資格又は給付設計を変更する場合
 - ウ. 事業所の給付の支給に関する権利義務を移転又は承継する場合
 - エ. 過去勤務債務の予定償却期間を短縮又は償却割合を増加させる場合
 - オ. その他当該確定給付企業年金に係る事情に著しい変動があった場合

また、継続基準の財政検証により積立不足を解消するときにも財政再計算を行う必要がある。

(法第62条、則第57条)

2. 主な計算基礎率とその変動の影響

財政再計算では将来を見込むための前提条件の見直しが最も重要な作業ですが、この前提条件を「計算基礎率」といいます。

計算基礎率には経済環境や運用市場の状況などマクロ的な前提条件と、脱退率、昇給率、死亡率など「ヒト」に関する前提条

件があります。また、企業が主体的に決定すべきものと、客観的なデータに基づいて設定するものがあります。主な計算基礎率について、その内容と作成方法について、まとめたのが、図表2です。

(図表2) 主な計算基礎率

計算基礎率	内容	計算基礎率の作成方法	
経済環境、運用環境を踏まえて企業が主体的に決定	予定利率	掛金算定時等に前提とする予想運用利回り 将来の給付・掛金収入などを現在の価値に換算するために用いる利率	積立金の長期期待運用収益率を勘案し、下限予定利率(※)以上で各企業や基金が主体的に設定
	再評価率 指標利率	キャッシュバランスプランにおける給付の再評価に用いる指標の見込み等	規約に定める指標の実績、見直しに応じて、各企業や基金が主体的に設定
企業固有の人的変化を実績として決定 (死亡率を除く)	脱退率	加入者がどのような割合で制度を脱退していくかを年齢別に定めたもの	計算基準日前3年間(以上)の退職実績から年齢別に算定統計データの偶発的な歪みを是正し、安全性または将来の動向などを勘案して必要な補正を行う
	昇給指数	加入者の給与が毎年どの程度昇給するかを想定したもの	計算基準日における年齢別の平均給与の実績等に基づき算定統計データの偶発的な歪みを是正し、安全性または将来の動向などを勘案して必要な補正を行う
	死亡率	死亡による制度の脱退や終身年金等における給付の見込みを予測するために用いる率	一般的に、厚生労働大臣によって定められた率(基準死亡率)を使用する

(※)10年国債応募者利回りの直近1年平均と5年平均のいずれか低い率を勘案し厚生労働大臣が定める率

前提条件のうち、事業主(あるいは基金)が主体的に決める必要があるのが予定利率です。予定利率は年金資産の予想運用利回りですので、年金資産の運用方針と一体で検討する必要があります。決定に際しては市場環境や負担可能なリスク水準を考慮しなければなりません。また、予定利率は掛金の水準にも大きな影響を与えます。予定利率を高く見込むと掛金は小さく、逆に低く見込むと掛金は大きく算出されます。ただし、予定利率を高く設定し、年金資産のリスク・リターン水準を高めると、資産の変動可能性(ボラティリティ)が高まることに留意が必要です。

また、キャッシュ・バランス・プラン(擬

似キャッシュ・バランス・プランを含む)を実施している場合、再評価率に用いる指標(国債利回り等)の予想が必要です。

金融変数的な前提条件以外の「ヒト」に関する前提条件は、過去の実績など客観的なデータを基に決定します。脱退率、昇給率は、実施事業所の加入者状況に基づき、死亡率については、原則として厚生労働大臣が定める基準死亡率を使用します。

前提条件の見直しが掛金に与える影響ですが、上記のとおり予定利率を引き下げると掛金率は上昇します。脱退率が低下することは長期勤続者が増加することを意味します。勤続期間が延びると給付見込額は増加するため、一般的には掛金率は上昇しま

す（脱退率が上昇すると、その逆になります）。昇給率については、給付見込額と掛金収入見込額との兼ね合いがあるため、上昇・下落に関しては一概に言えません。給与が上昇すると、給付見込額が増加しますが、一方で「給与×掛金率」で算出される掛金収入見込額も増加するからです。

なお、死亡率はもっぱら終身年金を実施している企業年金に影響を及ぼします。死亡率が低下し、保証期間を経過して生存する人が増加することは掛金の上昇要因となります。終身年金を実施していない企業年金の場合、死亡率変動の影響は軽微です。

2. 主要な基礎率とその変動の影響

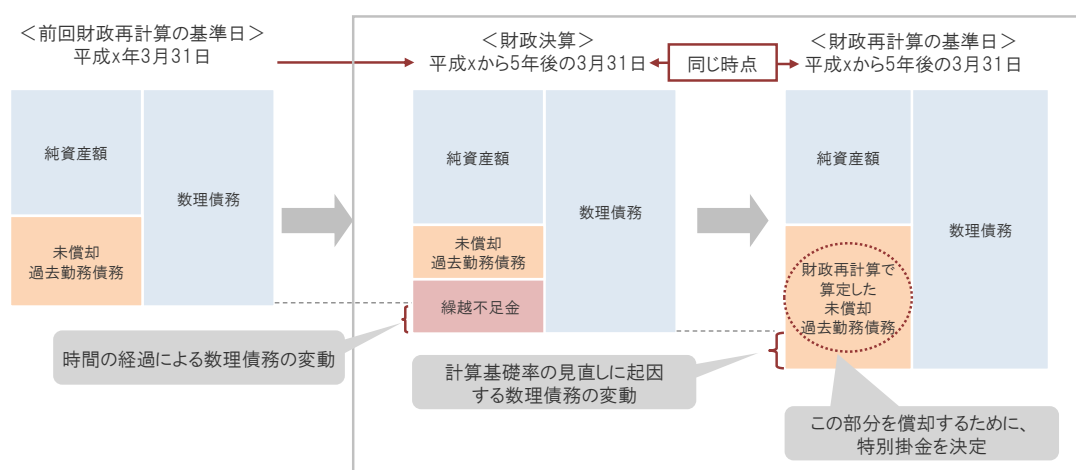
新しい計算基礎率が確定すると、数理債務および標準掛金が確定することになります。なお、図表3で示したように、財政再計算の基準日時点の財政決算で繰越不足金があったとしても、財政再計算の基準日時点では繰越不足金を解消します。再計算後の数理債務は再計算後の「給付現価－標準掛金収入現価」で算出され、純資産額（年金資産額）との差額が過去勤務債務となるからです。再計算後の過去勤務債務に、再計算時点で未償却となっていた過去勤務債務および繰越不足金が含まれることになり

ます。

財政再計算で算定された過去勤務債務は、特別掛金によって償却し、この特別掛金は、事業主の負担能力に応じて、法令の範囲内で償却方法を選択することになります。

一方、別途積立金がある場合は、その取扱いを検討することが必要になります。別途積立金の全部または一部を取り崩して、特別掛金の上昇を抑制したり、給付の改善に充当することができます。一方、別途積立金の全部または一部を留保して将来の運用不振などの事態に備えることも可能です。

(図表3) 財政再計算時の債務の動き



年金コンサルティング部 リサーチグループ 菊池 由梨奈

年金運用の現場から ファンドマネージャーの四方山話

初めてのインフラ投資

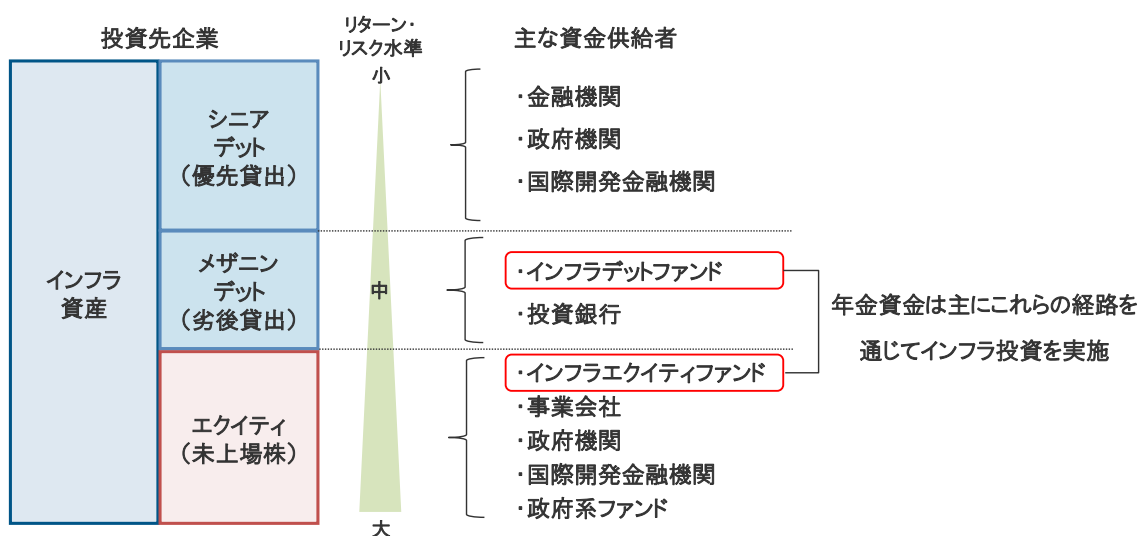
足元の運用環境は、マイナス金利導入を受けた利回り低下によるインカム面の収益性低下や、政治イベントおよび為替相場に左右されて、株式市場のボラティリティが高まるなど、厳しい局面が続いています。伝統資産運用の代替としてオルタナティブの活用を検討される場合も多いと思いますが、今回は、「金利」も「株式」もリスクを取れない状況下で、「流動性」のリスクに活路を見出し、インフラ投資について考えてみたいと思います。

1. インフラ投資とは

一般的にインフラとは、空港、電力等の経済インフラや、医療施設、学校等の社会インフラのことを指します。これらの公共性の高いインフラを対象に長期投資に取り組むことは、受給者・加入者に対して長期の給付を行うことを目的とする年金にとっても親和性が高いと思われ、相応の意義があると考えます。年金運用におけるインフラ投資では、主に未上場の経済インフラ(イ

ンフラ設備・資産のほか、インフラを提供・運営する事業会社を含む)に対して、デット(貸付)あるいはエクイティ(未上場株式)の形態で投資します。収益性の面ではエクイティの方が期待値は高いものの、その分リスク水準も高くなることから、初めてインフラ投資を検討する場合は、リターン・リスク水準が相対的に控えめなデットの方が入りやすいと思います(図表1)。

図表1 インフラ投資の形態(イメージ図)

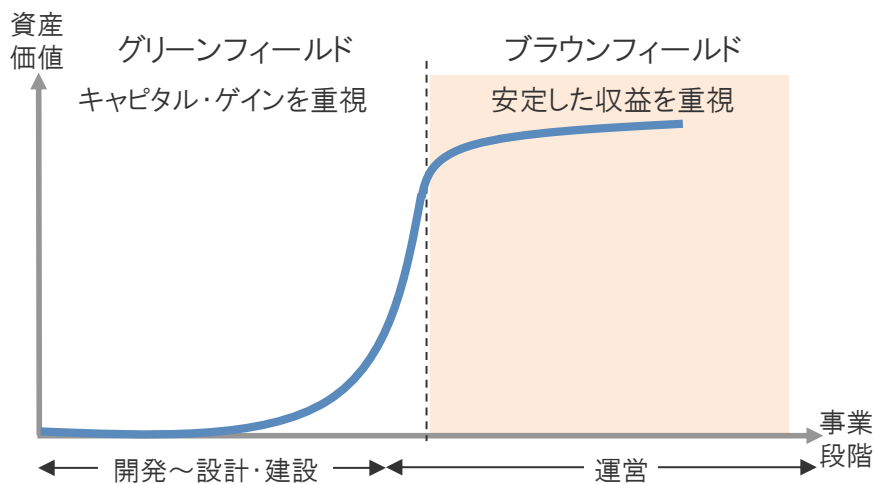


また、インフラ投資では開発段階によって、グリーン・フィールドとブラウン・フィールドに区分されます（図表2）。グリーン・フィールドは、インフラの設計、計画、資金調達、建設を開始する段階を指し、ブラウン・フィールドは、インフラの建設が終了して、規制当局の許認可を取得し、既に運営、営業されている段階を指します。

農作物の収穫をイメージすると分かりやすいと思います。野原を耕して種をまき、水や肥料を蒔いて農作物を育てることは、時間も労力もかかりますが、元手に対して

大きな収穫が得られます（不作であれば収穫は乏しい）。一方で、実を結び始めた畑であれば、生育状況などを確認した上で作物を買い付けられるので外れは少ないですが、収穫量の目星が付くため、元手も相応のものが求められ、大きな費用対効果は望めません。上記の例示の前者がグリーン・フィールドであり、後者がブラウン・フィールドです。インフラ投資を初めて行うのであれば、相対的に安定感のあるブラウン・フィールドを対象とするインフラ投資の方が参入しやすいと思います。

図表2 インフラ資産価値の推移（イメージ図）



2. インフラ投資の魅力（インフラデットファンドの場合）

次に、ブラウン・フィールドを主な投資対象とするインフラデットファンドを想定して記載します。インフラ投資の魅力としては、まず初めに、①安定的なインカム収入が挙げられます。投資先からファンドが定期的に配当金を受領し、四半期等のタイミングで投資家に分配されるため、安定的

なインカム投資と言えます。

空港施設の使用料や発電された電力の売却といったインフラ投資の収益源からは、長期にわたる安定的な収益の獲得が予想できます。加えて、インフラは政府の規制等で参入障壁が高い業種であることから、容易には代替されにくいと考えます。

2 つめに、②伝統資産運用との低相関が挙げられます。未上場のインフラ投資は、金利や株式のような市場変動には左右されにくいと考えます。また、時価評価に馴染みにくい資産特性から、取得原価ベースで評価されるならば、投資期間中の時価変動についても左右されにくいと考えられます

(但し、投資期間終了時の出口や後述する為替リスクなどに留意が必要)。

なお、想定されるリターン水準について、ご参考までに記載すると、報酬控除後の円ヘッジベースのIRR(内部収益率)で5~6%といった目線が挙げられます(弊社にて提供する商品の事例)。

3. インフラ投資のリスク(インフラデットファンドの場合)

インフラ投資のリスクについては、まず初めに、①長期投資の裏返しとして、流動性が犠牲となることが挙げられます。定期的に分配金を受け取ることで、投資金額の一定程度は段階的に回収されるものの、投資期間は概ね10年程度と長期にわたります。インフラ投資に取り組む場合は、年金資産全体で許容し得る投資金額を十分に検討することが求められます。

2 つめに、②投資先の情報が十分に得られない可能性が挙げられます。未上場のインフラへの投資となると、情報源はインフラファンドの運用会社に依存する部分が大きく、運用会社の情報開示レベルには注意が必要です。そして、インフラ投資の対象は、米国、欧州、豪州、新興国などの海外

が中心となるため、為替リスクを伴います。安定的なインカムを期待して投資を行ったにも関わらず、為替動向によって右往左往することになっては本末転倒になりかねません。為替ヘッジの仕組みが整っているか、予め確認することが重要です。

上記のように、インフラ投資特有のリスクはあるものの、それぞれ確認、検討すべきポイントをしっかり押さえれば、運用難に苦しむ昨今、解決策の1つになるのではないのでしょうか。

今回で、「年金運用の現場から ファンドマネージャーの四方山話」は、一旦終了とさせていただきます。

長い間のご愛読ありがとうございました。

<コラム> アドリブ経済時評

イギリスのEUからの離脱

6月24日、まさかの、イギリスの欧州連合（EU）からの離脱が、国民投票によって僅差（51.9対48.1）で決まった。投票率は72.1%という非常に高い数字であり、イギリス国民の関心の高さが伺える。

EUは第2次世界大戦後、1952年にフランス、西ドイツなど6カ国が欧州石炭鉄鋼共同体（ECSC）を設立して以来、徐々に回りの国々を巻き込み、93年には現在の欧州連合（EU）となって、現在の28カ国、5億人にまでになった。2001年に流通が始まった共通通貨ユーロは、17カ国に広がっている。

近年、ギリシャ危機などがあって、小国のギリシャが離脱するのではないかとの観測があったものの、当初からのリーダー格であったイギリスが真っ先に出ていくことになったから、世界中に衝撃が走っているのである。

加盟国の便宜は、「ヒト・モノ・カネ」の自由な往来である。

一方で、近年の紛争地域からの少なからぬ難民の移入、加盟負担金の重さには、西欧先進国を中心にEU懐疑論が強まっていた。

イギリスは難民には大人気の国であった。正式に受け入れられれば、福祉手当がつき、無料で医療施設を利用でき、住居が与えられるなどの恩典があるからである。

受け入れる側は、税負担、失業のリスクが増加し、治安の悪化、古来の文化を喪失するという危機感までもが叫ばれるようになっていた。

今回の離脱劇は「Britain（イギリス）」の「Exit（離脱）」であることから「Brexit（ブレグジット）」と呼ばれているが、これにならってEU先進大国の頭文字にxitをつけた「Frexit, Itaxit, Gerexit」などという言葉が出回り出したという。

このまま、EU先進国の離脱が進めば、半世紀以上かけて培ってきた国際協調の流れが逆転して、かつて個人においていわれた「ミーイズム」の国家版がすすみ、社会、経済、政治の協力関係が壊れていくという心配がある。

まだ、あまり言われていないが、温暖化・気候変動対策などの環境面では、国際協力がないと対策が一步も進まなくなる恐れがある。今年も、九州や広島、海の向こうのフランスや米フロリダなど、世界のあちこちで、びっくりするような大洪水が起きだしている。

こちらは、長期的に50億人しか住めない地球に70億を超える人間が住んでいて、その排出するCO2などを原因として起こっていることと考えられ、このままいけば、今世紀中にGDPの10%もの損害がでるようになるとの計算もあるような大問題である。

知性の先進国であるヨーロッパがEUの理念を放棄して、ミーイズムに陥るようなら、世界の将来は危うい。そんな気持ちになってしまうのは悲観的すぎるのだろうか。

【2016/6/27】

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。