

# 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

2020年6月号

## 《目次》

《企業年金・個人年金改革 その7》 特別法人税の凍結延長と年金課税の検討課題 年金コンサルティング部 リサーチグループ 西部 浩之	… 1
《年金 ALM 分析の活用戦略 その1》 年金 ALM 分析とは 年金コンサルティング部 ALM グループ 樋口 駿	… 7
《企業評価の観点から見た退職給付 その2》 負債及び資産の変動リスク 年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野 正徳	… 12
《海外年金の動向》 インドネシア共和国の年金制度について 年金コンサルティング部 上席研究員 菅谷 和宏	… 17
《ESG 投資の潮流 第3回》 ESG 投資の歴史 受託運用部 主席投資コンサルタント 岡本 卓万	… 24
《アドリブ経済時評》 元青山学院大学教授・経済学博士 岩井 千尋	… 30

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：<https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/nenkin.html>

## 企業年金・個人年金改革 その 7

### 特別法人税の凍結延長と年金課税の検討課題

年金コンサルティング部 リサーチグループ 西部 浩之

2020 年 3 月 31 日に公布された「所得税法等の一部を改正する法律」において、確定給付企業年金（以下、DB）や確定拠出年金（以下、DC）等の積立金に対する法人税（以下、特別法人税）の課税凍結期限が 3 年間（2023 年 3 月末まで）延長されました。

昨年 12 月に公表された与党税制改正大綱（以下、大綱）や「社会保障審議会企業年金・個人年金部会における議論の整理」（以下、部会報告書）からは、今後、拠出時の規制強化や給付時の課税強化、特別法人税の存廃等が総合的に検討されるものと予想されることから、本稿では特別法人税創設の趣旨や現状、そして拠出時・給付時の規制強化に関する最近の議論をご紹介します。

#### 1. 特別法人税の課税凍結期限の延長

2020 年 3 月 31 日に公布された「所得税法等の一部を改正する法律」により、租税特別措置法第 68 条の 5 に規定された特別法

人税の課税凍結期限が「平成三十二年三月三十一日」から「令和五年三月三十一日」に改正（3 年間延長）されました（図表 1）。

（図表 1）租税特別措置法第 68 条の 5（退職年金等積立金に対する法人税の課税の停止）

法人税法第八十四条第一項に規定する退職年金業務等（同法附則第二十条第二項の規定により退職年金業務等とみなされる業務を含む。）を行う法人の平成十一年四月一日から令和五年三月三十一日までの間に開始する各事業年度の退職年金等積立金については、同法第八条又は第十条の二及び同法附則第二十条第一項の規定にかかわらず、退職年金等積立金に対する法人税を課さない。

2019 年 8 月 30 日に公表された厚生労働省令和 2 年度税制改正要望では「企業年金等の積立金に対する特別法人税の撤廃又は

課税停止措置の延長」が挙げられていましたが、特別法人税の撤廃については引き続き検討される見込みです。

#### 2. 特別法人税の趣旨

##### (1) 特別法人税創設の経緯

企業が掛金を拠出する企業年金に関する税制は、基本的には(a)拠出時は非課税、(b)運用時は積立金に特別法人税を課税、(c)給

付時は課税、とされています。

(b)の特別法人税は 1962 年の適格退職年金の創設時に導入されました。「税制調査会

答申及びその審議の内容と経過の説明（1961 年 12 月）」（以下、61 年答申）によれば、掛金を拠出した時点では受給権がない者も想定されたことから、「所得税の課税は受給が確定するまで繰り延べることを適当と判断」したうえで、「受給時まで課税し

ないこととするときは、企業拠出部分及び運用益部分について非課税の『たまり』ができることとなる」ため、「税金の納付を延期するための利息に相当するものを、その年金基金に対し、特別の法人税として課税することが適当」とされました。

## (2) 特別法人税の税率

61 年答申では特別法人税の課税額について「従業員の所得に対する平均上積実効税率及び通常の利子率を基礎とし、個人所得課税の遅延利息に相応するものとして定める一定の税率で、年々課税」すべきとされました。

特別法人税の税率は現在 1.173%ですが、これは法人税率 1%に地方税率等を加えた率です。法人税率が現在の 1%に更新された際の計算式は図表 2 のとおりです。この式の「給与所得者の所得税の平均上積税率」とは事業主掛金相当額を給与に上乗せして

支給した場合の当該上乗せ額に対する平均的な適用税率のことで、「利子税率」とは税金の延納等の場合に通常の国税に合わせて納付すべき額を算出する際に用いる率です。

特別法人税率の計算式を見る限り、運用期間中の税制優遇は意図されていないものと思われます。61 年答申でも企業年金税制について、「厚生年金の発達の支障とならないようにする意味をも含めて、特別の優遇措置を講ずるという方向ではなく、…課税上の取り扱いを整備する方向で考えるべき」とされています。

(図表 2) 特別法人税の税率の計算式（法人税率部分）

給与所得者の所得税 の平均上積税率 ( 12% + 5%)	×	住民 税率	×	日歩 2 銭の 利子税率	×	法人住民税と 法人税の割合	÷	1.173	≒	1.0%
-------------------------------------	---	----------	---	-----------------	---	------------------	---	-------	---	------

(出所) 第 10 回企業年金研究会資料 2 (2007 年 7 月) を元に筆者作成

## (3) 厚生年金基金等に対する非課税措置

厚生年金基金は厚生年金保険と企業年金との調整を図る目的で創設され公的年金の代替としての性格を持つことから、国家公務員共済組合の給付水準までは特別法人税は非課税<sup>注1</sup>とされました。

適格退職年金においても、厚生年金基金

の設立が困難な中小企業が厚生年金基金に準じた要件を満たす場合には、「特例適格退職年金」として同様の非課税措置を受けることができました。

一方、DB や DC にはこのような非課税措置を受けられる制度はありません。

### 3. 特別法人税の現状

#### (1) 特別法人税の現状

特別法人税は金融市場の状況、企業年金の凍結されています。課税対象となる積立金の財政状況等に鑑み、1999 年度より課税がの状況等は、図表 3 のとおりです。

(図表 3) 特別法人税の概要等

特別法人税の考え方	事業主が掛金を負担している企業年金等の積立金に対して課税される法人税。掛金の拠出時点に給与所得として課税すべきところ、給付時点まで課税の繰延べを行うことに伴う利益に対し課税を行うというのが基本的な考え方。
課税額の算出方法	課税対象となる積立金に対して 1.173%の税が課される。
課税対象となる積立金の状況	DB：約 63 兆円（2019 年 3 月末） DC：約 14 兆円（2019 年 3 月末） この他、（一部の）厚生年金基金、勤労者財産形成給付金、勤労者財産形成基金、私立学校教職員共済の積立金、国家公務員等の退職等年金給付等も対象。
課税の凍結状況	金融市場の状況、企業年金の財政状況等に鑑み、平成 11 年度より課税凍結中。
課税された場合に懸念される事項	あらかじめ備える積立金が減少して積立状況の悪化につながり、制度の持続性・健全性が著しく損なわれる。 運用結果が赤字の場合にも課税されるため、年金資産の運用に著しい影響があることから、企業年金等の普及の大きな阻害要因となる。

(出所) 厚生労働省「令和 2 年度主な税制改正要望の概要」(2019 年 8 月) を元に筆者作成、DB・DC の積立金額については信託協会および運営管理機関連絡協議会発表数値

#### (2) 現時点における特別法人税率の水準の妥当性

各種調査によれば、企業型 DC 導入(設計)時に想定している利回りは平均 2%程度です。この場合、特別法人税率 1.173%は想定利回りの約半分と極めて高い税率となり、「国民の高齢期における所得の確保に係る自主的な努力を支援」という確定拠出年金法の目的に沿わない税率と思われます。

これは課税の繰り延べの利益を算出する際に用いている利子税率「7%」が大きく影響しているものと思われます。延滞税率は令和 2 年には 2.6%まで低下しています。また運用益を上回る課税が起らないようにするためには「7%」の代わりに「実際の運用利回り」を用いる方法<sup>注2</sup>も考えられます。

#### 4. 特別法人税と拠出時・給付時の規制のあり方（大綱等における検討）

##### (1) 企業年金研究会の報告書（2007 年）

2007 年に企業年金研究会が公表した「企業年金制度の施行状況の検証結果」では、給付時課税を徹底することにより特別法人税を撤廃する案や、厚生年金基金のように一定の基準（終身年金の支給等）を満たし

た企業年金について特別法人税を非課税とする案が検討されたものの、いずれも懸念される影響があることから、税制の抜本的改革が行われるまでの間は凍結措置を継続すべきとされました。

##### (2) 令和 2 年度与党税制改正大綱

2019 年 12 月 12 日に与党が公表した大綱では、検討事項として「年金課税については…諸外国の例も踏まえつつ、拠出・運用・給付を通じて課税のあり方を総合的に検討する。」とされており、前年の大綱にはなかった「諸外国の例」を踏まえる旨の記載が追加されています。

そして大綱の「私的年金等に関する公平な税制の在り方」では、諸外国の例（図表 4）等も参考に年金税制の検討を進めるとされ、特別法人税の撤廃を検討する際には、受給時の課税の強化や、DB に DC と共通の非課税拠出限度額を設けること等の要否も検討されるものと推測されます。

（図表 4）諸外国と日本の年金税制の違い

諸外国における年金税制の例	<ul style="list-style-type: none"> <li>・例えばイギリスやカナダにおいては、加入する私的年金の組み合わせにかかわらず同様の非課税拠出が行えるように、<u>各種私的年金に共通の非課税拠出限度額</u>が設けられている。</li> <li>・諸外国を見ると、日本の公的年金等控除のような、<u>年金収入に対する大きな控除はなく</u>、基本的に拠出段階、給付段階のいずれかで課税される仕組みとなっている。</li> </ul>
わが国の年金税制の特徴	<ul style="list-style-type: none"> <li>・給付が一時金払いか年金払いによって税制上の取扱いが異なり、給付のあり方に中立ではないという課題がある。</li> <li>・一時金払いの場合、<u>勤続期間が 20 年を超えると一年あたりの控除額が増加する</u>仕組みとなっており、転職などの増加に対して対応していないといった指摘もある。</li> </ul>

（出所）自由民主党 公明党「令和 2 年度税制改正大綱」を元に筆者作成

#### 5. DB 等への規制強化に対する企業年金・個人年金部会での議論

##### (1) 2019 年第 8 回社会保障審議会企業年金・個人年金部会

大綱の内容は 2019 年 9 月 26 日の政府税制調査会の答申「経済社会の構造変化を踏

まえた令和時代の税制のあり方」に沿った内容といえます。この DB 等への規制強化

の動きに関し、同年 10 月 9 日の第 8 回部会では注目すべき発言がありました。

厚生労働省の出席者からは、特別法人税の撤廃という税制上の優遇措置が認められるためには、制度の公益性を主張していかざるを得ないことに加えて、より具体的な退職一時金との差別化を図る方法として、(a)拠出限度額、(b)中途脱退（の制限）、(c)受給の形態（の制限）のうち(c)受給の形態で一時金を認めるとしたら、残されるのは(a)拠出限度額か、(b)中途脱退か、またはそ

の両方かということになるのではないかとの発言がありました。

また税制調査会等にも招かれている出席者からは、これまでと比較して税当局の動きが違うことや、DB は退職金、DC は年金に近い性格として扱うことが税制上の位置付けとして良いのかという意見が出てきていること、そのため税制上公益性等の説明をある程度考えていく時期に来たのではないか、といった発言がありました。

## (2) 社会保障審議会企業年金・個人年金部会報告書

2019 年 12 月 25 日に公表された部会報告書では、第 8 回部会で問題提起された(a)拠出限度額、(b)中途引き出しの制限、に対する反対意見（図表 5）が紹介されています。

そして「今後、特別法人税を撤廃して…拠出時非課税・運用時非課税・給付時課税

(EET) という税制上の措置が認められるためには、拠出限度額・中途引き出し・受給の形態といった拠出時・給付時の仕組みの在り方が改めて問われることから、税制との関係も含めて、引き続き丁寧な検討を継続していく必要がある」とされました。

（図表 5）部会報告書で紹介された DB の拠出限度額や中途引き出し規制への反対意見

拠出限度額	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ DB は退職給付由来であることから拠出限度額を設けることは適当ではない。</li> <li>・ 特に DB に拠出限度額を設けることは、DB を実施している企業に与える影響は大きい。</li> </ul>
中途引き出し	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 企業年金が退職給付由来であり労使合意に基づく制度であることを十分に留意する必要がある。</li> <li>・ 中途引き出しが可能であることを前提に企業の退職給付制度として設計されている現状や制度変更が与える影響の大きさには十分に配慮する必要がある。</li> <li>・ 制度の柔軟さが大幅に損なわれると企業年金制度自体の衰退を招きかねない。</li> </ul>

（出所）「社会保障審議会企業年金・個人年金部会における議論の整理」（2019 年 12 月）を元に筆者作成

## 6. 最後に

特別法人税の課税凍結期限が 3 年間延長されたことで、DB・DC 実施企業や加入者への当面の影響は回避されました。しかし今回の大綱では企業年金における検討事項がこれまでよりも具体的に記載されており、特別法人税の存廃は、今後は私的年金共通の非課税拠出限度額の要否や受給時課税の強化とあわせて検討されることが予想され

ます。このため 3 年後の次回凍結期限に向けて、いかに企業年金の公益性が認められるかが重要となるかもしれません。

本稿における意見にかかわる部分および有り得るべき誤りは、筆者個人に帰属するものであり、所属する組織のものではないことを申し添えます。

注 1：この水準は 1988 年（共済組合の給付水準変更時）、単に「望ましい水準」に変更されました。厚生年金基金における特別法人税の非課税水準は企業型 DC の拠出限度額の算出基礎としても用いられています（ただし DC の積立金は特別法人税の課税対象です）。

注 2：実際の運用利回りという案は、例えば企業年金政策研究会（2009 年）でも参加者から言及されています。

## 年金 ALM 分析の活用戦略 その1

### 年金 ALM 分析とは

年金コンサルティング部 ALM グループ 樋口 駿

2018 年 4 月より運用の基本方針とともに政策アセットミックスの策定が義務化され、その合理的な策定方法として年金 ALM 分析が活用されています。年金 ALM 分析は、資産 (Asset) と負債 (Liability) を総合的に管理 (Management) することで、年金制度運営上の様々なリスクを把握することができる分析手法であり、市場環境が大きく変化する現在の状況下、リスク水準の確認や将来的な制度運営の見直しにも有効であると考えられます。

本シリーズでは、年金 ALM 分析の概要から分析結果に基づく将来的な運用の考え方に至るまで、全 3 回にわたって解説していきます。

1 回目は、年金 ALM 分析の実施意義と、一般的な分析手法です。

#### 1. はじめに

現在、新型コロナウイルスが猛威を振っています。4 月 7 日には初の緊急事態宣言が発令されるなど、感染拡大に伴う実体経済への影響は発生初期段階での想定を遥かに上回っています。その影響は市場環境の変化にも表れており、それまで堅調に推移してきた株式市場も一転し、3 月には月次で日経平均株価が▲10.5%、NY ダウも▲13.7%と大幅に下落しました。

このような状況に直面した多くの個人投資家は、リスク回避の難しさを痛感していることと思います。これを機に、DC を含めた個人資産における株式比率の見直しや資

産構成比を再考した方も多いのではないのでしょうか。

同様に確定給付企業年金においても、リスク管理の重要性を再認識する機会となっています。個人投資家と企業年金とでは、前提とする運用期間等に違いがあるので一様に語ることはできませんが、企業年金においても資産構成比の見直しは一考に値します。そのような資産構成比の見直し、つまり、長期的な資産配分計画である政策アセットミックスを見直すにあたり、有効な分析手法の一つとして、年金 ALM 分析が活用されています。

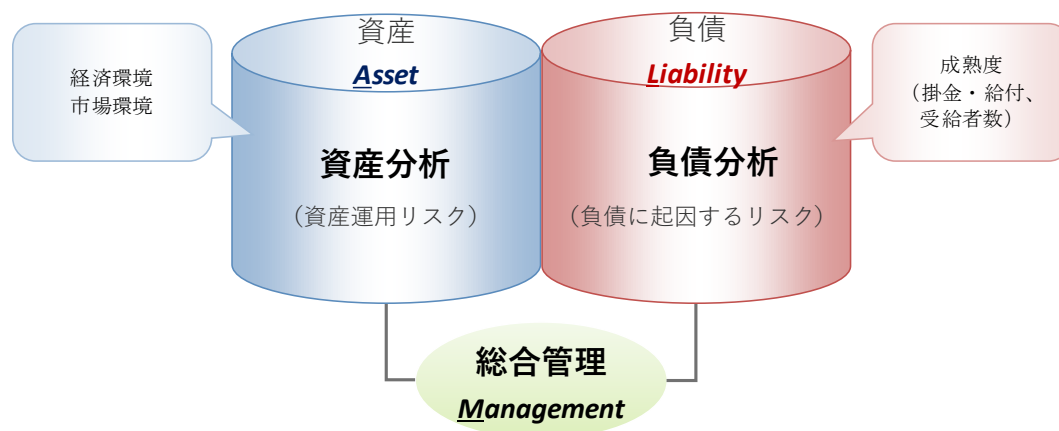
#### 2. 年金 ALM 分析とは

年金 ALM 分析とは、資産 (Asset) と負債 (Liability) の両面から総合的に分析を行い、長期的な視点で年金運営に相応しい政策アセットミックスを決定する手法です。資産だけではなく、負債も分析に織り込む

ことで、企業年金制度の長期的な財政安定性を評価することができます。企業年金制度の財政安定性向上はもちろんのこと、制度運営のガバナンス強化を目的とした活用も進んでいます。



(図表 1) 年金 ALM 分析とは



(出所) 筆者作成

分析の手順として、まず資産側で、投資対象（資産クラス）および、それぞれの合理的なリスク・リターン等の金融変数を決めます。この前提に基づき現状の政策アセットミックスおよび複数の変更案について、将来予測の前提となる年金資産全体のリスク・リターンを推計します（資産分析）。次に、負債側で、掛金・給付の見込みを推計し、これを前提に年金負債の将来推移を予測します（負債分析）。そして、資産・負債

双方の分析結果を用い、現状および複数の変更案について年金財政の将来をシミュレーションします。将来の積立比率の改善状況や不足金発生リスクを比較考慮し、いずれの政策アセットミックス案が望ましいのかを判断します。（図表 1）

今号では以下、資産分析と負債分析の実施意義と一般的な分析手法について、より詳しく見ていきます。

### 3. 資産分析

ここでは、政策アセットミックスを策定する意義と政策アセットミックス候補の作成方法について解説します。

図表 2 は年金運用のプロセスを表したものです。政策アセットミックスの策定は、一連のプロセス内では比較的上流に位置しています。実際の運営は、政策アセットミックスに中期的な視点も踏まえて調整を行った実践ポートフォリオでの運用となり、運用実績も四半期ごとに実践ポートフォリオ内の商品単位で報告されるケースが多い

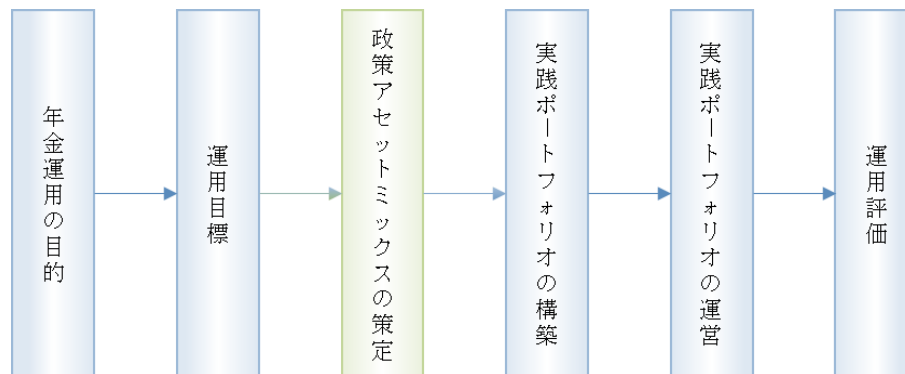
と思われます。そのため、政策アセットミックスが最終的な運用成績にどれだけ影響を与えるかについて、イメージがわからない方も多いのではないのでしょうか。かかるテーマについては、いくつか実証研究が行われています。

Brinson, Hood and Beebower [1986] は、米国にある年金ファンドの運用成績を分析し、リターン変動の約 90%は政策アセットミックスにより説明ができるとしています。また、企業年金連合会「厚生年金基金の資産

運用 - 資産運用実態調査の役割と実証分析  
-」(2001 年 8 月)は、同様の結果が日本

の年金ファンドにおいても観測されたと報告しています。

(図表 2) 年金運用のプロセス



(出所) 筆者作成

この両分析から、政策アセットミックスは最終的なリターンを決定づける重要な要素の一つであることが分かります。

政策アセットミックス候補を策定するにあたっては、一般的に平均分散法のもとで作成された効率的フロンティア上の資産構成比を使用します。

平均分散法とは、資産のリターンの期待値(平均)と分散(標準偏差の2乗)に基づいて資産配分を決定する考え方です。

この考え方では、同じリターンが期待される場合、分散(リスク)がより小さくなる資産配分のほうが望ましいとされます。リスクを、抽象的なものではなく定量的な収益率の振れ幅として評価できることから、実務においても広く用いられている手法です。ただし、資産のリターンは正規分布に従うことを前提としているため、リターン分布が複雑な資産(例えばロスカットルールのある商品等)は分析上組み込みにくいことに留意が必要です。

図表 3 の曲線は、伝統四資産を投資対象

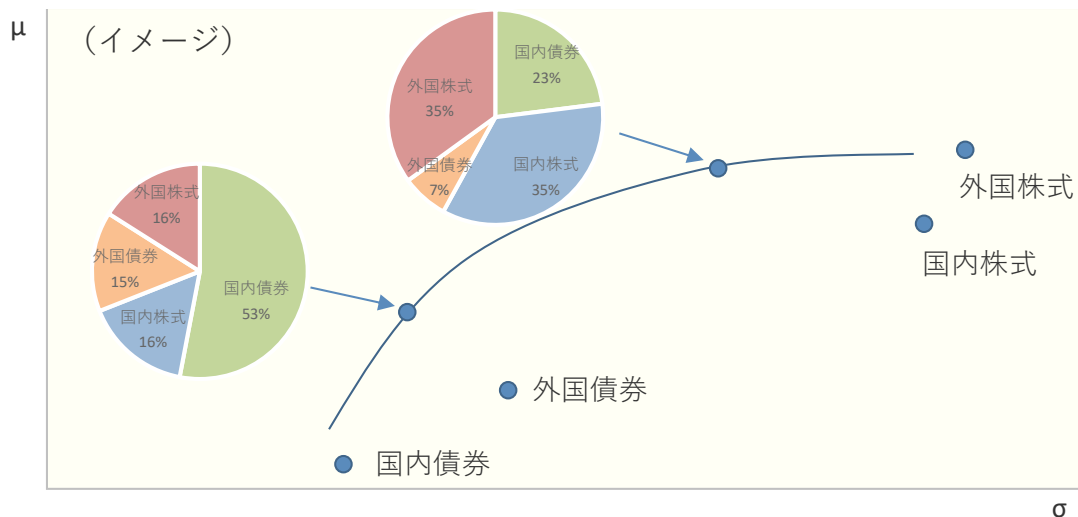
としたときの効率的フロンティアを表しています。効率的フロンティアとは、平均分散法のもとで同一のリターンに対して、リスク(=分散ですが、リターンと単位をそろえた方が分かり易いため、その平方根である標準偏差で表現しています)が最小となるような資産の組み合わせを表したものです。この曲線上にある資産構成は、一定のリターンに対して、リスクが最小化されているため、政策アセットミックスとしては望ましい効率性を有していますが、以下の2点に留意する必要があります。いずれも、推定値に基づいた定量分析には限界があるということです。

1 点目は、採用する資産数及び各資産の金融変数の前提によって、効率的フロンティアの形状が大きく変化する点です。

図表 3 は伝統四資産を投資対象としていますが、オルタナティブの新規組み入れや、各資産の前提とする金融変数(期待リターン、リスク、相関係数)に変化があった場合、効率的フロンティアの形状は連動して

変化します。このような特性を知った上で、分析対象とする資産クラスやその前提条件の信頼性を、よく吟味する必要があります。

(図表3) 効率的フロンティア (縦軸  $\mu$  は期待値、横軸  $\sigma$  は標準偏差)



(出所) 筆者作成

2点目は、資産ごとの組み入れ比率に対して、一定の制約を設けずに効率的フロンティアを作成した場合、一部の資産に偏りが生じうるとい点です。

例えばリターン・リスクの推計上の限界から効率が著しく高い(1リスクあたりのリターンが高い)資産があった場合、その資産に組み入れが集中してしまい、分散投資の観点では採用しにくい資産構成比が得られることがあります。そのため、実務上

では、各資産の上限値や下限値などの制約条件を設定して効率的フロンティアを作成します。

年金ALM分析では、これらの留意事項を踏まえ、事前に金融変数や制約条件を十分に協議した上で効率的フロンティアを作成し、政策アセットミックス候補の策定を行います。そして、これらの候補に基づき、複数の市場環境を想定した資産の将来予測につなげます。

#### 4. 負債分析

次に負債の分析方法について解説します。

負債の将来推移はキャッシュフローの見込み、つまり掛金及び給付の見込み額に基づいて作成されます。一般的に、負債とは、将来予定されている支出から収入の見込みを控除した額を現時点において評価したものです。そのため、将来発生するキャッシ

ュフローを予測することで、負債の将来推移を作成することができます。

ここでは、将来キャッシュフローを予測する方法として、2つの方法を紹介します。

1点目は人員構成の変化に着目してキャッシュフローを予測する方法です。

手順としては、現在の加入者、待期者、

受給者の人数、予定脱退率及び予定死亡率、並びに、今後の採用計画等に基づいた新規加入者数の見込みから、将来の人員構成を予測します。その上で制度情報に基づき、今後の掛金額及び給付額を予測します。

この方法は、人員構成の変化を確度高く予測できることから、精緻な分析を行うことが可能です。ただし必要となる情報が多いことから、主に年金制度の制度管理業務を受託する社が年金 ALM 分析を行う際に用いる分析手法となっています。

2 点目は過去実績からキャッシュフローを予測する方法です。

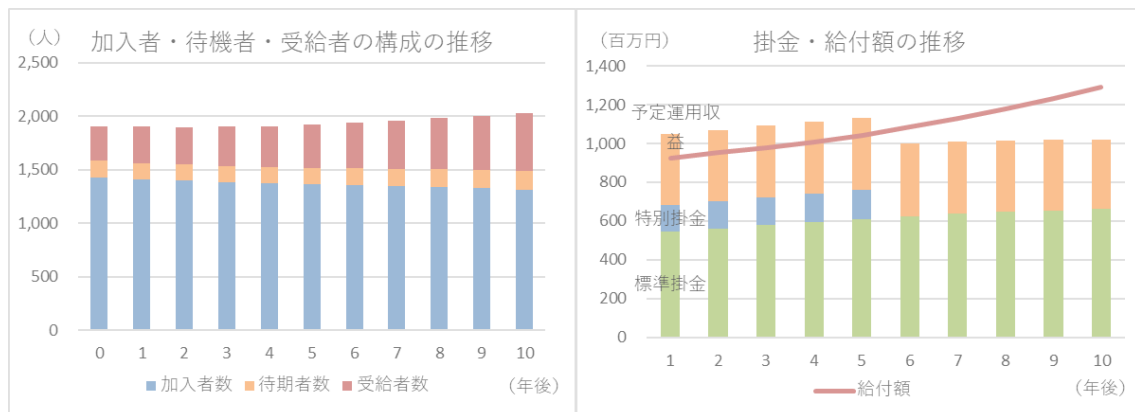
具体的には、標準掛金額及び給付額が直近の傾向を維持しながら推移することを前提とし、特別掛金やリスク対応掛金等の拠

出計画がある場合は、その影響を別途織り込んで予測します。

この方法の利点としては、詳細な人員データを必要としない点が挙げられます。一方で、毎年の掛金額もしくは給付額の変動が大きいと確度の高い予測が難しいという欠点もあります。例えば、受給者が年金ではなく一時金での受け取りを選択する傾向にある場合、退職者数に連動して毎年の給付額が大きく変動するので、過去実績から将来の傾向を予測することは難しいといえます。

得られるデータによって上記の方法を使い分け、キャッシュフローを予測することで、様々な制度における負債の将来推移を作成することが可能となります。(図表 4)

(図表 4) 将来キャッシュフローの推移



(出所) 筆者作成

次号では、資産と負債の分析結果を踏まえた年金財政の将来シミュレーションに基づく総合的な分析と、資産、負債分析結果の応用的な使い方を解説します。

なお、本稿における意見にかかわる部分および有り得るべき誤りは、筆者個人に帰属するものであり、所属する組織のものではないことを申し添えます。

## 企業評価の観点から見た退職給付 その2

### 負債及び資産の変動リスク

年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野 正徳

割引率を引き下げても給付額が変動するわけではないため、企業の負担は変わらないはずですが、会計処理のメカニズムにより、割引率を引下げた直後は費用が増大します。その結果、DCとの比較では費用が割高になるなど、財務的な評価が悪化する懸念があります。

また、確定給付型制度では資産運用リスクも事業主にとって大きな懸念材料ですが、非積立型制度では資産運用リスクはあまり意識されていないようです。

財務的評価では、営利を目的とする企業の経済的な側面のみを評価するわけですが、非財務的な側面からは異なる評価となる可能性もあります。

#### 1. 債務の変動リスク

確定給付型の制度には債務の変動リスクが存在します。退職給付会計では、年金財政と同様に給付見込み額を算出し、それを現在価値に換算して債務を算出します。様々な前提を置いて算出するため、前提を変更したり前提と実績が乖離すると、債務額が変動します。これが債務の変動リスクです。

債務が変動する原因は大きく2つに分けられます。給付見込み額自体が変動する場合と、給付見込み額の変動を伴わない場合です。前者には規約や規程を変更することによる増減も含まれ、退職給付会計ではこうした制度変更に伴う債務の増減を“過去勤務費用”として扱います。もっとも、制度変更は債務の増加あるいは減少を意図的に行うものであり、“過去勤務費用”はリスクに含めて考えるべきではないでしょう。

制度変更以外で給付見込み額が変動するのは、見込みの前提と実績が乖離する場合と、その見込み自体を見直す場合です。具

体的には、終身年金などで見込みより長寿となって年金支払額が増える場合や、死亡率の見込み自体をより新しいものに変更する場合があります。キャッシュバランス・プラン（CBプラン）の再評価率が見込みと異なったり、見込み自体の見直しによる給付額の増減も同様です。

さらには、制度からの脱退の見込み（予定脱退率）や昇給の見込み（予定昇給率）と実績の乖離、および見込み自体の見直しによる支払額の増減が考えられます。

これらの変動は確定給付型固有のリスクとそうでないリスクに分かれます。死亡率改善による終身年金の給付額増加などは、確定給付型固有のリスクと言えます。

また、CBプランの再評価率の変動も確定給付型固有のリスクではありますが、CBプラン自体は割引率変動による退職給付債務の変動を抑制（割引率の変動に再評価率の見込みも連動して相殺される）、すなわち、確定給付型固有のリスクを抑制するために

考えられた制度と言えます。

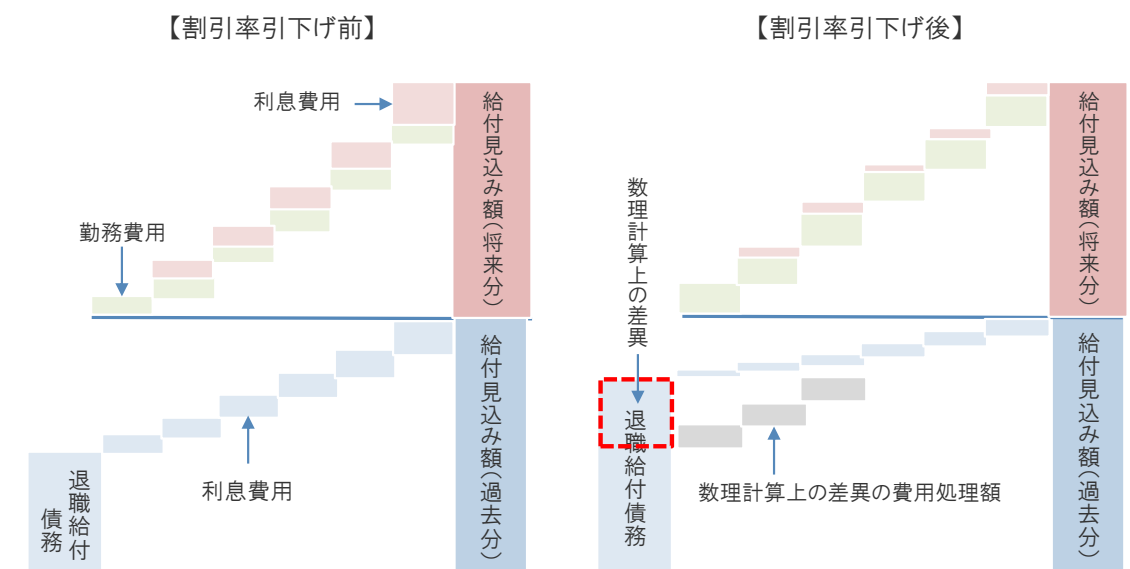
これに対し、予定脱退率や予定昇給率の変動などは、確定給付型固有のリスクというわけではありません。在職者が増加したり、予想以上に昇給・昇格すれば給与や賞与の支払い額は増加しますし、確定拠出年金も掛金が増加します。確定給付型制度の場合、予め勤務費用や利息費用を予想しているため予測値との差額が正確に把握されるだけで、人件費全般で同様の変動が起きているはずです。

過去の経験から言えば、債務額の変動に与える影響が最も大きいのは、割引率の変動による増減です。割引率が変動しても給付支払い額は変動しないため、他の要因、例えば運用収益が見込み通り確保できれば、企業のトータルの負担は増加も減少もしません。にもかかわらず割引率の変動が大きなリスクと捉えられているのは、会計数値に大きな影響を及ぼすためです。会計期間のある断面において大きな数値変化をもた

らし、会計数値を評価基準とする財務的評価への影響を懸念するからです。

割引率の変動が会計数値に影響を与える仕組みが図表1です。割引率引下げ前は現時点の退職給付債務と利息費用の合計が給付見込み額（過去分）になります。割引率を引き下げると退職給付債務が増加しますが、その増加分は数理計算上の差異として費用処理します。数理計算上の差異は割引率を引き下げなかった場合にその後の利息費用として計上される額と同額であり、給付見込み額に到達するまでの期間に費用処理する総額は変わりません。ただし、数理計算上の差異は従業員の平均残存勤務期間内の一定期間で費用処理するルールであるため、一般的には給付が行われる見込みまでの期間よりも前倒しで処理されます。その結果、割引率引下げ直後の費用負担が大きくなります。なお、数理計算上の差異の費用処理が完了すれば、利息費用の負担が減少します。

(図表1) 割引率引下げ前後の各種費用の状況



今後発生する給付見込み額（将来分）については、割引率を引き下げると勤務費用と利息費用の割合が変化します。具体的には、勤務費用で処理する分が増加し、その分だけ利息費用で処理する部分が減少します。これも、割引率引下げ直後は費用を増加させる方向に働きます。

この仕組みは、貯蓄のときに高金利時と低金利時とで、元本と利息の関係がどのように変化するかを考えると理解が容易です（貯蓄の利息は収益ですが、ここでは費用として自ら負担すると考えてください）。高金利時は、当初は元本（勤務費用）が小さくても、残高が増加するにつれて利息（利息費用）によって大きく増加していきます。これに対し低金利時には利息で増加する部分が少なくなるため、最終的に到達する水準（退職給付債務）を維持するためには早めに元本（勤務費用）を積み上げていかなければなりません。その結果、当初に元本（勤務費用）で大きく増加した分だけその後の利息（利息費用）は少なくて済みます。

このように、過去の発生分と今後の発生分のいずれもが割引率引下げ直後は費用が増加する方向に働き、利益を圧迫することになります。

退職給付会計が導入された 2000 年度以降は金利低下が続き、割引率を継続的に引き下げた結果、恒常的に債務が増大し費用を押し上げる状況が続いてきました。金利が上昇すれば逆の効果も期待でき、また金利が下げ止まれば一定期間を経て利息費用の減少というプラス効果も期待できますが、そうした経験がなかっただけに必要な以上に割引率の変動リスクが意識されたのだと考えられます。

現状、企業が採用する割引率の平均は 0.5%程度まで低下して、これ以上の引下げの余地は限定的です。仮に割引率がマイナスになったとしても、その水準には限度があるでしょうし、割引率は 0%を下限とすることも認められています。従って、今後は、利息費用の減少というプラス効果が期待できる局面も想定されます。

繰り返しになりますが、割引率が変動してもその他の要因（例えば年金資産の運用収益）が変わらなければ、当該企業のトータルの負担額は変わらないものの、一時点での財務的な評価に関して、特に他社との相対比較においては、無視できない影響を及ぼすことが懸念されます。同業他社と導入している退職給付制度が違えば、コスト面の動きが異なるからです。本稿前月号では、純粋に人件費を比較する場合には、給付見込み額の現価である勤務費用と DC 掛金を比較すべきとしましたが、勤務費用は割引率によって増減するため、現状のような低金利下では勤務費用 > DC 掛金となり、単純に両者を比較すると DB のコストが割高になってしまうように映ります。

退職給付制度を財務的視点からのみ捉えるのであれば、こうしたコストの大小は重要な評価ポイントとなります。評価する側は収益が悪化するより維持されるほうが好ましいと考え、評価される企業側はコストが安定的な DC を望ましいと考えて不思議ありません。しかし、退職給付制度は報酬制度であり、報酬制度としての効果を考えるのであれば、異なる見方もできます。非財務的な視点では株主以外のステークホルダー、例えば、従業員の立場からの評価も考慮するはずだからです。

## 2. 資産運用リスク

退職給付制度は退職時または退職後に金銭等を支給する制度ですが、費用は在職中の各期間で計上します。発生した費用は収益から控除されますが、費用発生時点では給付が行われなため、費用として計上された額に相当する資金は社内に滞留します。積立型制度の場合は掛金が社外に拠出され（DBの場合は費用と掛金の差額が貸借対照表に負債または資産として計上され）、資産となった資金は有価証券等で運用されます。運用リスクはDBであれば事業主、DCであれば加入者自身が負担します。非積立型の退職一時金制度も、社内に資金が滞留するため、給付までの期間は事業主が運用リスクを負担していると言えます。

資産を運用すると価格変動リスクが発生します。資産をキャッシュで保有する場合は価格変動リスクはないものの、実質的な価値の変動リスクにさらされます。現在のように物価がほとんど上昇しない状況であれば、実質的な価値の変動（下落）リスクは深刻ではありませんが、日本政府が目指す緩やかな物価上昇が実現するなら、キャッシュの実質的な価値は目減りしていきます。

退職給付制度で最も頭を悩ませるのが、こうした資産運用に関するリスクであると言えます。DBでは運用収益が低迷すれば企業負担（退職給付費用・掛金）が増加しますし、DCでは加入者が受け取る給付額が減少します。DBの場合、運用状況によって企業収益の変動につながるため財務的な評価に直結することになります。運用が好調であれば収益を押し上げる効果が期待できます。ただし、本業以外の要因で経営成果を

判定されることを好まない（とりわけ本業以外の要因で経営が悪化するの回避したい）という理由から、国内の企業は資産運用のリスクを抑制する傾向があるようです。

資産運用リスクの転嫁が可能になれば、これを検討する企業も出てくると思われますが、リスクを第三者に転嫁する場合はリスクに見合ったプレミアムを要求されるはずで、いずれにせよ、費用発生と給付までにタイムラグのある退職給付では、企業か従業員かのどちらか（あるいは双方）が資産運用リスクを負わなければならないことは事実です。事業主と従業員のどちらがリスクを負担すべきかは、当事者同士が決めるべき問題です。ただし、リスクを負担する主体が適正に対応する、または対応できる体制であることが求められます。

一方で、非積立型の退職一時金制度では、資産運用リスクはあまり意識されないようです。これは、留保した資金が他の資金と区別されず、何に利用されているかを把握できないため、リスクやリターンを特定できないからであると考えられます。年金資産であればリスクやリターンが明確に示されるため、運用の経過や結果に対する説明責任が生じるのに対し、退職一時金のために引き当てられた資金にはそうしたことは求められません。年金制度ではコーポレートガバナンス・コードにおいて、アセットオーナーの機能として対応状況を開示しなければならないこととは対照的です。

もちろん、企業はROAなど資産全体での成果や効率性についての説明責任が求められており、資金の投入や配分を適切に行うことに努めているはずで、この点について



では、企業の財務的な評価において極めて重要な要素になります。

財務的な評価は、営利追及を目的とする企業という主体を、経済的側面から評価していると考えられます。しかし、退職給付のために引き当てられた資金は効率性だけでなく、約束した給付を確実に行うための受給権の保護という重大な目的も求められるはずで、SDGs や ESG といった非財務的な評価においては、株主以外のステークホルダー、例えば従業員などとの適切な関係も重視しており、企業という主体を社会

との共生など、より包括的な観点から評価しようとしているのだと考えます。このため、報酬制度である退職給付制度に関しては、会計数値で示される財務的評価とは異なった視点で評価される余地があると考えられます。来月号では、そうした非財務的な視点から退職給付制度の評価について検討してみたいと思います。

なお、本稿における意見に関する部分は、筆者個人の見解であり、所属する組織のものではないことをお断りしておきます。

## 海外年金の動向

# インドネシア共和国の年金制度について

年金コンサルティング部 上席研究員 菅谷 和宏

インドネシア共和国（以下、インドネシア）は1万4千の島々からなる多民族国家です。社会保障制度は、公務員、軍人、民間被用者の制度に分立していますが、2004年「インドネシア国家社会保障制度に関する法律」（SJSN法、2004年第40号）の発布により、2029年を目途に、全国民を対象とする新しい社会保障制度（BPJS）の構築を目指しています。BPJSは、医療保障、労働災害補償、死亡保障、老齢保障（一時金）、年金保障（老齢年金・遺族年金・障害年金）を行う総合保険制度となっています。

日本の企業年金制度にあたる退職給付基金には、企業が実施主体となる確定給付型（EPF-DBプラン）と確定拠出型（EPF-DCプラン）があり、金融機関が実施主体で個人が任意で加入できる確定拠出型（FIFPプラン）があります。

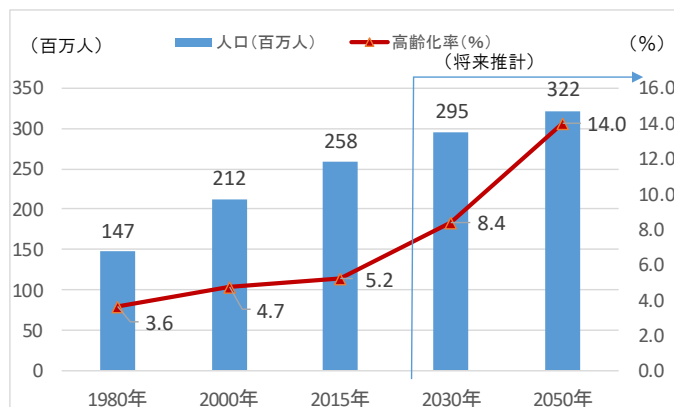
インドネシアの経済成長率は5%台で、今後も人口増加と経済発展が見込まれ、多くの海外企業がインドネシアに進出して「ASEAN経済大国」としての地位を確立しており、経済の発展とともに社会保障制度の整備が進められています。（2020年5月、1円=144ルピア）

### 1. 社会・経済情勢

インドネシアは世界第4位の人口規模、2億6千万人（2018年）を有し、合計特殊出生率は2.34（2017年）です。今後も人口増加が続き、独立行政法人労働政策研究・研修機構の推計では、2050年には3億2,200万人にまで達する見込みです。平均寿命は、

男性67.3歳（世界第119位）、女性71.4歳（世界122位）（WHO、2018年）で、今後高齢化率は徐々に上昇し、2015年の5.2%から2050年には14%に上昇する見込みですが、日本の27.5%（2018年）と比べても、まだ若い国と言えます。（図表1）

（図表1）インドネシアの総人口および高齢化率の推移



（出所）独立行政法人労働政策研究・研修機構「データブック国際労働比較2017」から筆者作成

近年、経済成長率は5%台で推移しており、国内総生産（名目GDP）は1兆1,117億USドル（世界第16位）で、今後も経済発展が見込まれています（図表2）。いわゆる「VIP（Vietnam、Indonesia、Philippine

＝ベトナム・インドネシア・フィリピン）」として注目され、多くの世界企業がインドネシアに進出し「ASEANの経済大国」としての地位を確立しています。

（図表2）インドネシアの名目GDP・経済成長率等の推移（2011～2019年）

	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
名目GDP(億ドル)	8,930	9,179	9,125	8,908	8,609	9,319	10,154	10,422	11,117
経済成長率(%)	6.2	6.0	5.8	5.6	4.8	5.0	5.1	5.2	5.0
物価上昇率(%)	3.8	4.3	8.4	8.4	3.4	3.0	3.6	3.1	2.7

（出所）外務省（2019）「インドネシア共和国基礎データ」等より筆者作成

## 2. 公的年金制度

インドネシアの社会保障制度は、現在、国民皆保険制度の構築に向けて大きな転換を行っています。従来は公務部門（公務員貯蓄保険：TASPEN、軍人保険：ASABRI）と民間部門（民間労働者社会保障：JAMSOSTEK）に分かれていました。

公務部門は退職後の老齢保障も充実している一方、民間部門の老齢保障は一時金を主体としてその機能が十分ではありませんでした。政府は経済危機がもたらす社会的弱者への経済的影響を緩和するため、2004

年に「インドネシア国家社会保障制度に関する法律2004年第40号」（Sistem Jaminan Sosial Nasional：SJSN法）を公布し、医療保障、労働災害補償、死亡保障、老齢保障について、公務員・軍人から民間労働者、自営業者、非正規労働者に至る全てのインドネシア国民を対象とする包括的な国民皆保険制度の創設を目的とした「社会保障実施機関法」（BPJS法、2011年第24号：Badan Penyelenggara Jaminan Sosial）を2011年10月に制定しました。

（図表3）インドネシアの年金制度

中央及び 自治区 公務員	州当局 職員	インドネシア 国軍（TNI・ POLRI） （1989年以前 の退役者）	インドネシア 独立軍・国家 委員の退役者 （PKRI・KNIP）	国鉄 職員 （KAI）	インドネシア国軍 （TNI）・ 警察官（POLRI）・ 防衛省職員（PNS） （1989以降の退役者）	一般被用者 （自営業者等は任意加入）
公務員、軍人・警察官（1989以前退役者） （TASPEN）					軍人・警察官等 （ASABRI）	一般被用者 自営業者等 （BPJS）

（出所）筆者作成

BPJS法のもと、医療保障を管轄する「BPJS Kesehatan（健康：Health）」と、雇

用保険と年金等を管轄する「BPJS Ketenagakerjaan（雇用：Employment）」のふ

たつの実施機関が設置され、最終的にはインドネシアの労働者1億2,814万人（2017年,ILO）とその家族が加入する大規模な国民皆保険の社会保障制度構築を目指しています。

2014年1月にJAMSOSTEKの医療保障がBPJS Kesehatanに移管され、2億2,238万人（2020年3月末）が加入し、全国民の85%

に適用されています。また、2015年7月にはJAMSOSTEKの労働災害補償、死亡保障、老齢保障がBPJS Ketenagakerjaanに移管され、現在、加入企業296,791社（2015年）、3,046万人（2018年）が加入しています。今後、公務部門のTASPEN、ASABRIが2029年までに順次移管される予定です。（図表3）

### 3. 社会保障制度（BPJS）の概要

#### (1) 保障の種類

BPJSでは、JAMSOSTEKの医療保障（JPK）、労働災害補償（JKK）、死亡保障（JKM）、老齢保障（JHT）の4つのプログラムに加えて、新たに年金保障（JP）の機能が加わりました（図表4）。

労働災害補償（JKK）は、労働者が業務上の事故等での精神的・肉体的障害や病気、死亡によって所得の一部または全部を失った場合の所得保障で、働けない間の所得保障も含まれます。通勤時の事故や業務上の職業病に対しても補償され、自分や家族に対する外来診療や入院費、手術費及びリハビリテーション費用、さらに業務上の事故等により手足等を失った場合の補助器具の費用も支払われます。死亡保障（JKM）は、労働者の遺族に対して葬儀費用や死亡給付

金が支払われます。老齢保障（JHT）は、労働者が障害や死亡または56歳で定年退職した場合に積立資産（保険料+利息）が一時金で支払われます。年金保障（JP）については、退職後死亡するまでの老齢年金、恒久的障害を負った場合の障害年金、労働者または受給者が死亡した場合の遺族年金の機能があります。医療保障、労働災害補償、死亡保障、老齢保障については、6カ月以上就労する外国人労働者や非正規雇用者を含む全ての労働者に加入義務がありますが、年金保障については外国人労働者には加入義務はありません。なお、現在、日本とインドネシアの間では、社会保障協定は締結されていません。

（図表4）BPJSの種類および加入対象者

BPJS		加入対象者
BPJS Kesehatan (Health:健康)	(1)医療保障 (JPK)	外国人労働者(6カ月以上就労)を含む全労働者が強制加入
BPJS Ketenagakerjaan (Employment:雇用)	(2)労働災害保険 (JKK)	
	(3)死亡保障 (JKM)	
	(4)老齢保障 (JHT)	
	(5)年金保障 (JP)	全労働者が強制加入(但し、外国人労働者は加入義務なし)

（出所）筆者作成

インドネシアの民間企業の定年年齢は、従来は55歳でしたが、徐々に引き上げられ

2019 年 1 月時点では 57 歳です。その後も、3 年毎に 65 歳まで 1 歳ずつ引き上げられる予定です。これに合わせて年金保障 (JP) の支給開始年齢も現在の 57 歳から引き上げられる予定です。年金保障 (JP) の受給資格は加入年数 15 年以上で、15 年未満の場合は定年年齢到達後の受給年齢時に積立金が一時金として支給されます。年金額については「 $0.01 \times (\text{加入年数} \div 12) \times \text{平均月額賃金} \times \text{インフレ率}$ 」で計算された金額 (最低月額 30 万ルピア～最高月額 360 万ル

ピアで前年のインフレ率に基づき毎年調整) が、本人が死亡するまで生涯にわたって支給されます。加入者が死亡した場合は配偶者、子、両親に寡婦年金または遺族年金として、配偶者の死亡または再婚まで、子が受給する場合は 23 歳または就労するまで、老齢年金の 50% が支給されます。また、BPJS の老齢保障 (JHT) は、定年退職時、死亡時、恒久的全身障害時に、保険料の積み立て分に運用益が加算された金額が一時金として支給されます。

## (2) 保険料

保険料は、事業主と従業員が負担します。労働災害補償は全額事業主負担で、業種による労働の危険度により 5 段階に保険料 (従業員給与月額額の 0.24%、0.54%、0.89%、1.27%、1.74%) が分かれます。死亡保障も全額事業主負担で、従業員給与月額額の 0.3% を支払います。老齢保障は、事業主が従業員給与月額額の 3.7%、従業員が 2% の合計 5.7% を支払います。年金保障については、国庫負担があります。保険料率は当初従業員給与月額額の 8% を予定していましたが、

事業主等の反発があり、大統領権限により当面は 3% (事業主 2%、従業員 1%) とされていますが、将来的には段階的に 8% まで引き上げられる予定です。年金保障については保険料算定のための従業員給与月額の上限額 8,094,000 ルピア (2018 年 4 月以降) が設定されています。なお、各従業員拠出については全額が所得控除 (PTKP) として取扱われます。老齢保障の加入者は 1,548 万人、年金保障の加入者は 1,185 万人 (2018 年) です。(図表 5)

(図表 5) BPJS の保険料および加入者数 (2018 年)

	BPJSの保険料		加入者数 (2018年12月末)
	事業主	従業員	
(1)医療保障(JPK)	4%(注1)	1%(注1)	2億2,239万人
(2)労働災害保険(JKK)	業種のリスク度合いにより5段階で設定 (0.24%, 0.54%, 0.89%, 1.27%, 1.74%)		3,046万人
(3)死亡保障(JKM)	0.3%	—	3,046万人
(4)老齢保障(JHT)	3.7%	2%	1,548万人
(5)年金保障(JP)	2%(注2)	1%(注2)	1,185万人
合計	業種により10.24～11.74%		4%

(注1) 保険料算定の給与上限額は8,000,000ルピア(2016年4月以降)

(注2) 保険料算定の給与上限額は8,094,000ルピア(2018年4月以降)

(出所) 保険料率は、厚生労働省「2018年海外情勢報告」、加入者数は OJK「Pension Fund Statistics」2018」より筆者作成

(3) 積立金の運用

BPJS Ketenagakerjaan（雇用）の総資産額は 364 兆 8,800 億ルピア（2 兆 5,339 億円）（2018 年）で、うち老齢保障（JHT）が 274 兆 7,800 億ルピア（1 兆 9,082 億円）と 75%

を占めています。積立金の運用については、政府保証債が約半分の 48% を占め、次いで、社債 19%、預金 12%、シャリア債 11%、投資信託 10% 等となっています（図表 6）。

(図表 6) BPJS（雇用）の保険種類別（左）・資産運用割合別（右）の資産額（2018 年）

(兆ルピア)			(兆ルピア)		
保険種類	資産額	(%)	投資商品	資産額	(%)
労働災害補償 (JKK)	28.88	8%	政府保証債	173.72	48%
遺族保障 (JKM)	10.38	3%	社債	67.66	19%
老齢保障 (JHT)	274.78	75%	シャリア債	40.17	11%
年金 (JP)	39.84	11%	投資信託	36.06	10%
事業費用	11.00	3%	その他資産	2.98	1%
(合計)	364.88	100%	預金	44.29	12%
			(合計)	364.88	100%

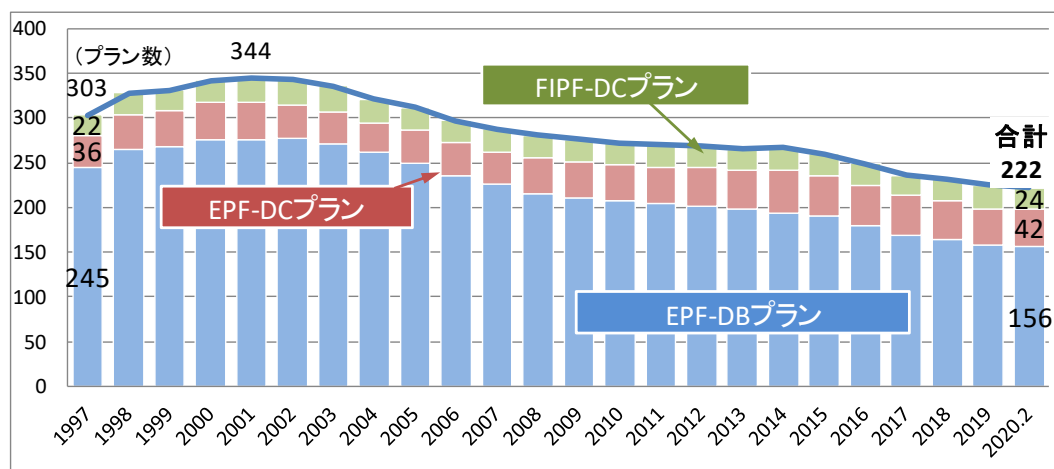
(出所) OTORITAS JASA KEUANGAN 「Statistik Dana Pensiun 2018」 p40 より筆者作成

4. 私的年金制度の現状

インドネシアの私的年金制度は、1992 年の年金法「the Pension Law Number 11」を根拠法とし、事業主が実施する EPF (Employer Pension Fund) と金融機関（銀行・生命保険会社）が実施する FIPF (Financial Institution Pension Fund) のふたつがあります。EPF は事業主が設立し当該企業の従業員が加入するもので、確定給付型 (EPF-DB : Defined

Benefit Pension Plan) と確定拠出型 (EPF-DC : Defined Contribution Pension Plan) の設立が可能です。FIPF は金融機関が設立したプランに個人が任意に加入するもので確定拠出型のみです。2020 年 2 月現在では EPF-DB は 156 プラン、EPF-DC は 42 プランで EPF-DB と EPF-DC の実施割合は、8 対 2 です。FIPF は全 24 プランです(図表 7)。

(図表 7) インドネシアの私的年金制度のプラン数推移 (1997~2020 年 2 月)



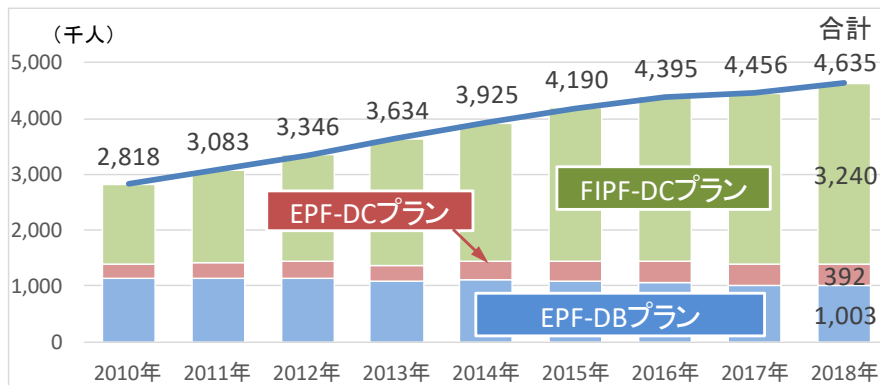
(出所) Indonesia Financial Services Authority 「Indonesia Pension Statistics Februari 2020」 より筆者作成

EPF-DB を設立した場合は、事業主は制度の積立状況等に関して、少なくとも3年に1度、金融監督行政に「年金数理報告書」の提出が義務付けられます。「年金数理報告書」には、①制度の積立状況（数理債務、積立資産、給付費、余剰又は不足額、積立水準、保険料等）、②基礎率（利子率、標準報酬の増加率、死亡率等）に関する事項、③積立に関する数理的損益の分析状況、④

負債の計算方法などを記載することとなります。

加入者数は、近年 FIPF が増加傾向にあり、2018 年では 3,240 千人まで増加して全体の 70% を占めます。EPF-DB は 1,003 千人（同 22%）、EPF-DC は 392 千人（同 8%）です（図表 8）。私的年金全体では 463 万 5 千人ですが、これはインドネシアの全労働者 7,714 万人のうち、6% に過ぎません。

（図表 8）インドネシアの私的年金制度の加入者数推移（2010 年～2018 年）

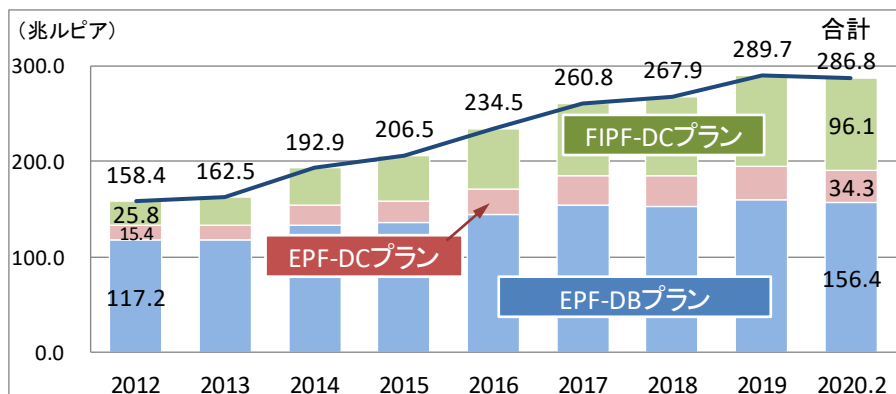


（出所） Indonesia Financial Services Authority 「Indonesia Pension Statistics Februari 2020」より筆者作成

私的年金の資産額については、2020年2月でEPF-DBは156.4兆ルピア（約1.1兆円）で全体の55%を占め、EPF-DCは34.3兆ルピア（約2,382億円）（同12%）で、EPF-DBとEPF-DCの資産額の割合はプラン数と同

様に約8対2となっています。FIPFの資産額は近年増加傾向にあり、96.1兆ルピア（約6,674億円）（同33.5%）まで増加しており、私的年金合計で286.8兆ルピア（約2兆円）となっています（図表9）。

（図表 9）インドネシアの私的年金制度の資産額推移（2012 年～2020 年 2 月）



（出所） Indonesia Financial Services Authority 「Indonesia Pension Statistics Februari 2020」より筆者作成

私的年金の積立金の運用については、預金 27.3%、政府保証債 22.9%、社債 22.2%、シャリア債 11.9%、投資信託 6.3%、その他 9.4%となっています。

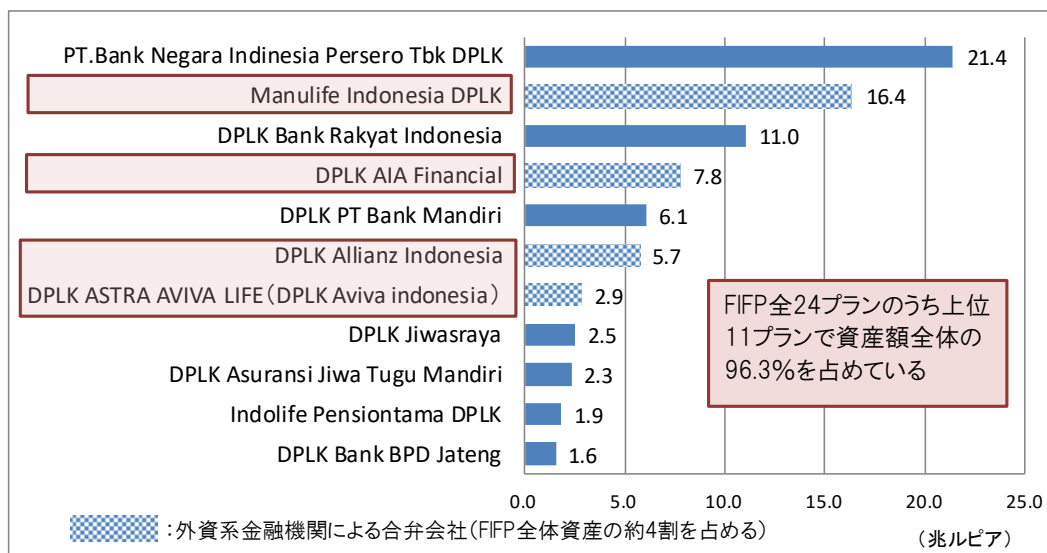
FIFP プランの設立金融機関については、インドネシア国内の銀行や生命保険会社が主流ですが、外資系のマニユライフ生命保険(カナダ)、エーアイエー生命保険(香港)、アリアンツ生命保険(ドイツ)、アビバ生命保険(イギリス)などが現地法人を設立してインドネシアの私的年金市場に参入しています。これら4社は受託資産額の上位11

社のうち、第2、4、6、7位にあり、FIFP資産額全体の約4割を占めています(図表10)。

今後も、経済発展とともに人口増加と高齢化が進んでいくインドネシアにおいて、全国民への社会保障制度の整備や拡充と併せて、私的年金の推進と拡大が必要とされています。

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。

(図表10) FIFPの受託資産額上位11社の各資産残高(2018年)



(出所) Indonesia Financial Services Authority 「Pension Fund Statistics 2018」より筆者作成

<主な参考文献>

- 厚生労働省 (2018) 「2018年海外情勢報告 第5章 第2節インドネシア共和国 (Republic of Indonesia)」
- 公益財団法人国際労働財団 (JILAF) (2019) 「インドネシアの基本情報」
- 菅谷和宏 (2018) 「インドネシアの年金制度」『年金と経済』Vol.137 No.2, 年金シニアプラン総合研究機構
- BPJS (2016) 「BPJS REPORT, Social Security Reform in Indonesia 2016」
- BPJS Ketenagakerjaan (2015) 「INTEGRATED ANNUAL REPORT 2015」
- Indonesia Financial Services Authority (OJK) (2020) 「Indonesia Pension Statistics Februari 2020」
- Indonesia Financial Services Authority (OJK) (2018) 「Pension Fund Statistics 2018」
- PT TASPEN (2018) 「ANNUAL REPORT 2018」
- PT ASABRI (2017) 「ANNUAL REPORT 2017」 -



## ESG投資の潮流 第3回

### ESG投資の歴史

受託運用部 主席投資コンサルタント 岡本 卓万

ESG投資への関心が高まっています。本シリーズではESG投資が拡大する背景、ESG投資の手法や進展の歴史を解説した上で、ESG投資と受託者責任の関係のほか、気候変動、インベストメントチェーンといった、関連する周辺の話題も取り上げます。

第3回では、ESG投資の歴史を振り返ります。宗教的倫理観から始まったESG投資ですが、長年にわたりニッチな位置づけにとどまっていた。現在のような広がりを見せるようになったのは、2006年に責任投資原則が制定されたことがきっかけでした。

#### 1. 宗教的倫理観から始まる

ESG投資という言葉は2000年代に入ってから生まれた新しい言葉です。しかしESG投資の源流は非常に古く、17世紀から18世紀頃までさかのぼります。20世紀になると、SRI（社会的責任投資）と呼ばれる投資が始まり、さらにESG投資という新たな名称を得たことで、広くアセットオーナーにも受け入れられるようになりました。今回は、こうしたESG投資の歴史を振り返ります。

ESG投資の萌芽と呼べるものは英国において17世紀、キリスト教の一派であるクェーカー教の創始者、ジョージ・フォックスが示した規範にあるといわれます。クェーカー教では、創立当初から戦争、暴力、武器を放棄せよという規範があり、平和主義を貫いています。

しかし、より社会に影響を残したといえるものは、1760年に同じく英国において、メソジストの創始者、ジョン・ウェスレーが残した説教集、「金銭の使い方」の中にあ

ります。この中でウェスレーは、「大いに獲得し、大いに節約し、大いに捧げなさい」と説きました。勤勉に働き多くのお金を稼ぎ、儉約に努めてできる限り蓄え、残ったお金はできるだけ貧しい人に与えよと説いたのです。その際、「大いに獲得」することを実践する前提として、他人の精神と身体を損なうギャンブルやアルコールによる金銭の獲得を、宗教的倫理観の立場から戒めたのです<sup>注1</sup>。

「金銭の使い方」は後になってマックス・ウェーバー（ドイツの政治学者・社会学者・経済学者）が引用するなど、歴史的にも重要な説教集となり、その考え方は欧米社会に大きな影響を与えました。メソジストは今では全米のプロテスタント教会で第2位の信徒数を誇ります。宗教的倫理観にもとる活動で金銭を獲得してはならないという考え方が社会に浸透し、その後のSRIにつながることになりました。

## 2. SRI（社会的責任投資）の登場

### 最初のSRI(社会的責任投資)

ウェスレーの「金銭の使い方」の考えが投資において実践されるようになったのは、20世紀に入ってからになります。米国のメソジスト教会が1908年に教会の年金資金の管理・運用機関(Wespath Investment Management)を設立し、聖書の倫理と社会的信条に基づく運用を開始しました。記録で確認できる限り、これが最初のSRI(社会的責任投資)となります。同様の動きは英国や欧州の教会にも広がっていきま

注1。  
1928年には最初の公募型SRIファンドが設立されました。米国で最初のオープン型投資信託の一つである「Pioneer Fund」です。アルコールやたばこといった「罪ある株(Sin stock)」を投資対象から除外しました。当時

米国は禁酒法の時代でしたから、こうした株式を「罪ある」と呼ぶのも理解できることではあります。とはいえ、このファンドは規模が小さく、翌年の大恐慌の影響もあり、SRIが投資家に広く受け入れられるようにはなりません。当時の投資家は宗教的倫理観を投資の世界に持ち込むことは好まなかったようです。

この二つの事例は特定の銘柄を投資対象から除外する手法を使っています。ESG投資のルーツは倫理観に基づくネガティブスクリーニングにあるということです。前回本稿で述べたように、現在でも欧米においては、ネガティブスクリーニングの割合が非常に多くなっていることは、このような歴史も影響していると考えられます。

### 株主行動としてのSRI

1960年代以降になると、SRIに新たな展開が生じます。米国での公民権運動や南アフリカ共和国のアパルトヘイト政策への反対運動、ベトナム戦争への反戦運動など、社会運動の一つの手法としてSRIが注目、利用されるようになったのです。

例としては、1969年にベトナム戦争で使われたナバーム弾を製造しているダウケミカル社に対して、製造中止を求める株主提

案が行われことや、1970年にGM(ゼネラルモーターズ)の株主総会で著名な社会運動家であるラルフネーダー氏が取締役の多様性の要求等を行ったことが挙げられます

(このことがきっかけでGMは取締役に黒人を加えました)。宗教基金に限らず、労働組合や年金基金の関心が高まったことに伴うこうした株主行動は、現在におけるエンゲージメントの端緒ともいえるでしょう注2。

### 環境問題やガバナンス問題への展開

1990年代~2000年代になりますと、SRIの対象テーマが環境問題やコーポレートガバナンスといった領域に拡大していきます。背景としては酸性雨やオゾンホール、地球温暖化など地球規模の環境問題が顕著とな

ったことや、米国のワールドコム事件・エンロン事件を背景としてコーポレートガバナンスの脆弱性が取り沙汰されるなど、環境問題やガバナンス問題などに世間の耳目が集まったことがあります。

企業活動を財務的側面だけで測るのではなく、環境的側面や社会的側面も加味した3つの側面から評価するべきとの考え方が現れたのもこの頃です。1997年に、ジョン・エルキントンが著書の中で、「トリプルボトムライン」の概念を唱えました<sup>注3</sup>。ここでいう三つの要素は「財務」「環境」「社会」ということですが、ESGの三つの要素のうち二つがエルキンントンの主張に含まれていることがわかります。これに、経営に規律をもたらす非財務要因であるガバナンスを加えたものがESGというわけです。

この時期のトピックとしては、環境問題に着目した「エコファンド」が登場したことが挙げられます。エコファンドは和製英語で、欧州では「グリーンファンド」と呼ばれました。1999年、日本で初のエコファンドである日興エコファンドが登場したほか、エコファンドが多数設定され、環境意識の高い個人投資家を中心に人気となりました。SRI投資のすそ野が、一般投資家への広がりを見せたのも、この時期の特徴といえるでしょう。(図表1)

(図表1) ESG投資の歴史

時期	できごと
17世紀	クェーカー教の規範(戦争、暴力、武器の放棄)
1760年	ジョン・ウェスレー「お金の使い方」(ギャンブル等での金銭獲得を戒め)
:	
1908年	最初のSRI投資(米国メソジスト教会の年金資金運用)
1928年	最初の公募型SRIファンド(Pioneer Fund)
:	
1960年~	社会運動(公民権運動、反戦運動)の一手法としてのSRI
1990年~	環境問題やコーポレートガバナンスの観点からのSRI
1997年	ジョン・エルキントン、「トリプルボトムライン」提唱
1999年	日本初のエコファンド登場
2006年	「責任投資原則」制定
2014年	日本版スチュワードシップコード制定
2015年	GPIFが「責任投資原則」に署名

(出所) 筆者作成

### 3. 責任投資原則 (PRI) による普及

#### SRIからESG投資へ

一定の広がりを見せてきたSRIですが、収益よりも社会的責任を優先するというイメージから、その位置づけは投資形態の一つとして認知されるにとどまっていた。これが投資のメインストリームに位置づけられるように大きく変わったのは、責任投資原則(PRI)がきっかけです。

責任投資原則 (PRI) は2006年に制定されました、当時のアナン国連事務総長の呼びかけで、世界の有力なアセットオーナーが中心となって、6つの原則からなる責任投資原則を制定しました。発足当初、原則に署名した機関は68機関で、アセットオーナーや運用会社を中心とした<sup>注4</sup>。

責任投資原則では“ESG（環境・社会・ガバナンス）”という言葉も前面に打ち出しました。原則1に「私たちは投資分析と意思決定のプロセスにESGの課題を組み込みます。」とうたわれました。投資家から敬遠されがちだった社会的責任投資（SRI）についてESG課題を組み入れた投資であると定義しなおすとともに、呼称も新たにESG投資としました。また、「投資プロセスにおいてESG要素を考慮することはリスクターンの向上にも有効である」<sup>注5</sup>と主張し、多くの投資家にESG投資の有用性を説くことに成功しました。これらは、責任投資原則（PRI）の大きな成果といえます。

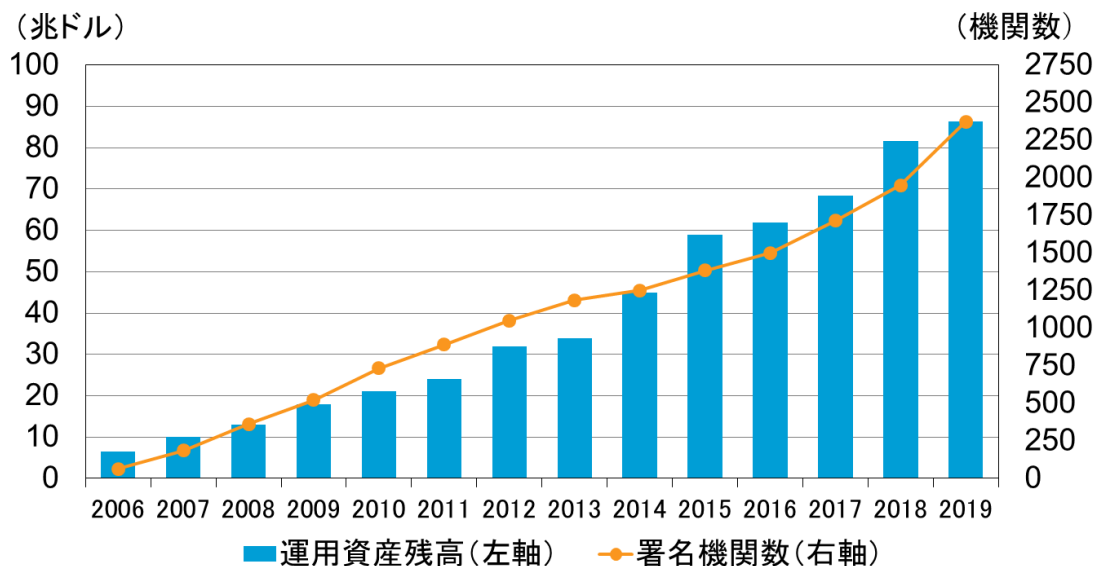
責任投資原則の制定当時、署名した日本の機関は3つで、その一つに弊社（三菱UFJ信託銀行）が入っています。筆者は当時、企業年金向けの運用コンサル業務を担当し

ていましたが、当時はESG投資がこんなに広がることは全く予想していなかったことを告白しておきます。

しかしその後を見ますと、気候変動問題や森林破壊といった環境問題、新興国における労働搾取の問題など、企業にとってのESG課題が次々と顕在化するとともに、これらESG課題をどう扱うかで企業価値が大きく変動する場面を目にするようになりました。ESGが企業の経営における重要課題であると認識されるようになったのです。

ESG投資は徐々に拡大し、責任投資原則（PRI）に署名する機関も増加していきました。当初68機関だった署名機関は2012年には1000を超え、2019年末には2,372機関を数えるようになり、それらの運用資産総額は86兆ドルを超えるまでになっています（図表2）。

（図表2）責任投資原則（PRI）署名機関数と運用資産残高



（出所）The PRI ホームページ

## 日本でのESG投資の加速

責任投資原則の制定以降、欧州では署名機関数、運用資産残高ともに順調に拡大していきましたが、日本ではESG投資が広まる動きはしばらく見えてきませんでした。日本企業の重要課題は欧米比で見て低いROEにあるとされ、ESGへの注目はそれほどでもなかったのでしょうか。

2015年にGPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)が責任投資原則に署名したことで、日本のESG投資は加速しました。本稿第1回でもご紹介しましたが、日本におけるESG投資額は2016年に56兆円だったのが、2019年には336兆円と、3年間で6倍にもなっています。

日本版スチュワードシップ・コードにおけるESG投資の扱いについて、ここで言及しておきます。日本版スチュワードシップ・コードは、投資家と投資先企業との「目的を持った対話」を通じて企業価値の向上や持続的な成長を促すことを目的に、2014年に制定されました。

2014年版のスチュワードシップ・コードにおいては、原則3の指針3-3において、「投資家は投資先企業のガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、リスク(社会・環境問題に関連するものを含む)への対応を把握すべきである」とされています。社会(S)・環境(E)要素についてはリスク面からという限定的な扱いながら、考慮するという記述になっています。

2014年版はいわゆるアベノミクスの日本再生戦略の中で、インベストメントチェーンを機能させ、日本企業のROE向上を促進しようとする動きの中で制定されました。そのため、スチュワードシップ・コードの

中でのESG要素への言及は限定的なものでした。

しかし、2020年3月のスチュワードシップ・コード改訂版では、ESG要素についての記述が強化されました。原則3の指針3-3は、「投資家は投資先企業のガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、事業におけるリスク・収益機会(社会・環境問題に関連するものを含む)およびそうしたリスク・収益機会への対応を把握すべきである」となり、ESG要素がリスクにも収益機会にもなり得ることが明記されました。また、「目的を持った対話」についても、ESG要素を含む中長期的な持続可能性を踏まえて行うべきことが明記されました。

このように、日本版スチュワードシップ・コードにおいてもESG要素の考慮が強く意識されるようになってきました。投資先企業とのエンゲージメント活動において、ESGに関する議論が行われることがますます増加すると考えられます。

今回はESG投資の歴史を振り返りました。ESG投資は歴史こそ古いものの、責任投資原則が登場するまでは、ニッチな領域にとどまっていました。責任投資原則がESG投資の拡大に果たした役割は非常に大きいものといえます。次回は、責任投資原則の内容を見るとともに、なぜ責任投資原則がESG投資普及の原動力になりえたのかについて探りたいと思います。

なお、本稿における意見にかかわる部分および有り得るべき誤りは、筆者個人に帰属するものであり、所属する組織のものではないことを申し添えます。

注1：小方信幸「我が国におけるESG投資の現状と展望」、リアルオプションと戦略2019年3月号

注2：河口真理子「ESG投資 倫理としてのSRIから企業価値評価の手段として」、大和証券調査季報 2014年春号

注3：岡本卓万、渡邊清香「ESGインテグレーションの現在」、三菱UFJ信託銀国資産運用情報2019年8月号

[https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201908\\_1.pdf](https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201908_1.pdf)

注4：The PRI ホームページ、「About the PRI」、<https://www.unpri.org/about-the-pri>

注5：The PRI ホームページ、「What is responsible investment?」

<https://www.unpri.org/pri/an-introduction-to-responsible-investment/what-is-responsible-investment>

<コラム>アドリブ経済時評

自粛要請

100年に一度の大事件、新型コロナは、我々にさまざまなことを考えさせ、教えてくれる。

5月25日に、緊急事態宣言がやっと解除され、自粛要請も緩和されることとなった。

世界の541万人の感染者と34万人の死者からいえば、確かにわが国の状況は優れている。外国の日本の対策の評価もいいだらうと思って見てみたが、WHOなどは、感染者や死者が少ないことで概ね称賛しているものの、イギリスのフィナンシャルタイムズは、日本人のマスクの習慣を評価し、政府の「お願い」に答えた国民の「自粛」の動きが成功につながったのだらうとしている。また、米ワシントンポストは、日本政府の対策は失敗したと批判したうえで「政府の命令がない中、国民は他人の目を気にするプレッシャーなどを背景に一定の成功を収めた」という評価をしている。

「自粛要請」という今回の政策のキーワードをちゃんと見ているなと思った。

そもそも、自粛というのは「自分から進んで、行動や態度を慎むこと」とあるから、それが外部から「要請」されたとたんに、前半の意味がなくなり、いぶかしい気分になってしまうのである。

だいたい、殊更にへんな言葉が政治で使われるとき、注意が必要だと思った方がいい。

筆者は、政策責任を逃れようとする、政治家の性（さが）を見る。

自粛は自縛に繋がり自己責任ともつながり新自由主義にまで頭に浮かぶ。

例えば、不要不急の外出自粛要請によって美術・演劇・音楽などのイベントが中止に追い込まれて、アーティストや関係者が損失を受けても、「自粛は保証とセットではない」からその保証はできないとなってしまった。同様に影響を受けているバーやクラブについても、個別に損失を補償することは難しいとの一言で片づけられている。今や4割にも達する非正規雇用者など「弱者」に対する救済の手も伸びそうにない。

一方で、真面目一方の国民は、お上の「お願い」は正面切って批判することはできないとされていて、自粛の効果はかなりなものとなった。それどころか「自粛警察」などという言葉まで話題になっている。

他の政策についても、政策マスクは置くとしても、PCR検査数が他国と比較して全然増えないとか、国民に支援金を配ろうにもマイナンバー制度が役立たないとか、学校のオンライン授業は未開国並みとか、政府の対策はもう悲しくなってしまう。

5月3日、憲法記念日のNHKスペシャルで、戦後すぐの動乱期に、真に弱い者を助けようとした政治家、鈴木ギダン（義男）さんのドキュメンタリーを見て感動した。GHQの憲法草案に対して、お上に声をあげられない民衆にも権利があることをを知らせたいと、他国の憲法条文にはなかった「生存権」などを、苦勞してわざわざ付け加えたのである。

焼け野が原となったわが国で、空腹をかかえて頑張ったギダンさんのような政治家の出現が待ち望まれる。

2020年5月27日

元青山学院大学教授 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、顧問会計士・税理士等にご確認くださいませ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。