

# 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8月号

## 《目次》

### 《企業年金・個人年金改革 その9》

第11・12回 社会保障審議会企業年金・個人年金部会の概要

年金コンサルティング部 上席研究員 菅谷 和宏 … 1

### 《人事制度に関する解説》

年次有給休暇について

年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野正徳 … 7

### 《年金 ALM 分析の活用戦略 その3》

年金 ALM 分析の応用

年金コンサルティング部 ALMグループ 樋口 駿 … 14

### 《ESG 投資の潮流 第5回》

ESG 投資と受託者責任

受託運用部 主席投資コンサルタント 岡本 卓万 … 19

### 《海外年金の動向》

マレーシア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 … 25

### 《アドリブ経済時評》

「事実と科学」のクオモ知事

元青山学院大学教授 岩井 千尋 … 33

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 9

### 第 11・12 回 社会保障審議会企業年金・個人年金部会の概要

年金コンサルティング部 上席研究員 菅谷 和宏

2019 年 12 月 25 日公表の「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」（本誌 2020 年 3 月号参照）において、改めて検討していく必要があるとされた課題についての検討を行うため、2020 年 6 月 17 日に「第 11 回社会保障審議会企業年金・個人年金部会（以下、部会）」が半年ぶりに再開され、7 月 9 日には「第 12 回部会」が開催されました。

今後の検討課題として厚生労働省から現行の DC の拠出限度額以内で DB の仮想掛金額を算出し控除する案が提示されました。既存の DB や企業型 DC の拠出額への影響も考えられることから、第 11 回および第 12 回部会で示された今後の検討課題について解説します。

#### 1. 第 11 回部会の概要

##### (1) 2020 年改正法の対応範囲

第 11 回部会では、2020 年改正法の施行について改めて説明されました。2020 年改正法で対応した範囲は、①高齢期における多様な就労と私的年金・公的年金の組合せを可能にする環境の整備として「加入可能年齢、受給開始可能年齢の見直し等」、②従業員の老後資産の形成に向けた事業主の取組

を支援する環境の整備では、「中小企業への施策、柔軟で弾力的な設計、事務負担の軽減等」、③働き方や勤務先に左右されない自助努力を支援する環境の整備では、「iDeCo の普及・改善、ポータビリティの拡充等」となります（図表 1）。詳細は本誌 2020 年 7 月号を参照ください。

（図表 1）2020 年改正法（企業年金・個人年金）における主な改正項目と施行日

改正項目	改正概要	施行日
(1) 受給開始時期の選択肢の拡大	・DB 受給開始時期について規約に定めれば 70 歳まで可能	公布日 (2020 年 6 月 5 日)
	・DC 受給開始時期の選択肢を 60～70 歳⇒60～75 歳に拡大	2022 年 4 月 1 日
(2) DC 加入可能年齢の引き上げ	・加入年齢について、企業型は厚生年金被保険者(70 歳まで)、iDeCo は国民年金被保険者(65 歳まで)であれば可能に	2022 年 5 月 1 日
(3) 企業型 DC 加入者の iDeCo 加入要件の緩和	・企業型 DC 加入者の iDeCo 加入の要件緩和	2022 年 10 月 1 日
	・企業型 DC マッチング拠出と iDeCo 加入を加入者が選択可能とする	2022 年 10 月 1 日
(4) ポータビリティの拡充	・終了 DB⇒iDeCo、企業型 DC⇒企業年金連合会への資産移換を可能に	2022 年 5 月 1 日
(5) DC の中途引き出し要件の緩和	・DC 脱退一時金の支給要件に外国人材の帰国時を追加	2022 年 5 月 1 日
	・DC 脱退一時金の支給要件について、3 年以下⇒政令で定める期間(※1)に変更 (※1) 5 年以下となる予定	2021 年 4 月 1 日
(6) その他	・企業型 DC の軽微な規約変更の一部は届出を不要とする	公布日(2020 年 6 月 5 日)から 6 ヶ月以内で政令で定める日
	・中小事業主掛金納付制度(iDeCo プラス)および簡易型 DC の人数要件を 100 人以下⇒300 人以下へ変更	公布日(2020 年 6 月 5 日)から 6 ヶ月以内で政令で定める日

出所：厚生労働省「第 11 回社会保障審議会企業年金・個人年金部会」参考資料 1 より筆者作成

## (2) 引き続き検討が必要とされた課題

引き続き検討が必要とされた課題は、①高齢期における多様な就労と私的年金・公的年金の組合せを可能にする環境の整備における「拠出限度額」や「拠出時・給付時の仕組みの在り方」、②老後資産の形成・取り崩しに関する選択を支える環境の整備（運用方法等に関する情報提供や投資教育の充実等）、③企業年金・個人年金制度を安定的に運営するための体制整備（企業年金ガバナンスの確保、企業年金連合会・国民年金基金連合会等の基盤強化等）、です。

今までの議論の整理では、「DB は、適格退職年金や厚生年金基金を継承した給付建ての制度として創設され、両制度の受け皿として位置付けられ、両制度の性格を継承している制度である」とされ、「DC については、米国 401k を参考に、貯蓄との違いを考慮した拠出建ての制度として創設され、資産が老後所得となることを担保とするため、中途引き出しの原則禁止等の性格を持つ」とされました。このように、「DB と DC は、制度創設の経緯や期待されている役割は異なっており、拠出や給付の仕組みが異なっている」とし、「DB・DC の目的は、公的年金と相まって国民の老後所得保障を図

るものである」として「その役割をどう果たすべきかという視点から、拠出や給付の仕組みの在り方について検討する必要があり、検討に当たっては、DB と DC の整合性を確保すること自体を目的とするものではなく、社会・経済構造が変化の中で国民の老後所得保障を図るという両制度の目的を達成するために、どうあるべきかといった視点から検討していく必要がある」とされました。また、「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、給付時の在り方が問われることから、税制との関係を含めて、丁寧に検討を継続する必要がある」とされました。将来像の検討では、「人生 100 年時代において、働き方やライフコースが多様化しており、一人ひとりの個人が老後の生活に備えるための準備を公平に支援するための制度・税制の構築が求められている」として、「公平で分かりやすい制度に向けて、拠出、運用、給付の各段階を通じた適正な税負担の在り方について検討していく必要がある」と整理されました。

## (3) 引き続き検討が必要とされた課題の進め方

2020 年改正法が段階的に施行される際に併せて対応することが望ましい事項は議論の優先度が高いとされました。

具体的には、企業型 DC 加入者への iDeCo 加入要件の緩和について 2022 年 10 月の施行に際し、①現行の DC 拠出限度額以内において、iDeCo への拠出を公平に行えるようにする仕組み（いわゆる「穴埋め型」）と、

②見直し要望が強い第 2 号被保険者が iDeCo に加入する際に必要な事業主証明の発行の事務等の改善について、優先的に検討を進めるとしました。なお、毎年度の税制改正を見据え、拠出限度額をはじめとする拠出時・給付時の仕組みは制度面の視点から議論するとともに、「制度の在り方」と「制度運営体制の在り方」（企業年金連合会、

国民年金基金連合会等の基盤強化等) は一体で議論すべきとされました。

③企業型 DC のガバナンス (継続投資教育、運営管理機関等の評価、運用商品モニタリング、運用商品提供数、商品除外手続、指定運用方法の設定等) については、2016 年改正法の施行後の実態を把握・分析したうえで議論することとし、④意見が分か

れている検討項目 (リスク分担型企業年金の合併時・分割時等の手続きの緩和、定年延長等の雇用延長に伴う給付設計の見直しに当たっての手続きの緩和、支払保証制度、年金バイアウト等) については、それぞれの意見の考え方を整理した上で議論するとしました (図表 2)。

(図表 2) 引き続き検討が必要とされた課題の進め方

検討項目	検討内容	進め方
① iDeCoへの拠出を公平に行える仕組み (いわゆる「穴埋め型」)	企業型DC加入者へのiDeCo加入要件の緩和について、iDeCoの拠出を現行のDC拠出限度額以内において公平に拠出できる仕組みを検討	企業型DC加入者へのiDeCo加入要件の緩和の施行時期(2022年10月)に合わせて検討を進める
② iDeCo加入時の事業主証明発行事務等の改善	第2号被保険者のiDeCo加入時の事業主証明の発行事務等の改善を検討	iDeCoの加入申込み等のオンライン化の施行状況をモニタリングと合わせて検討を進める
③ 企業型DCのガバナンス	継続投資教育、運営管理機関等の評価、運用商品モニタリング、運用商品提供数、商品除外手続、指定運用方法の設定等について検討	2016年改正法の施行後の実態を把握・分析したうえで議論を行う
④ 意見が分かれている検討項目	リスク分担型企業年金の合併時・分割時等の手続きの緩和、定年延長等の雇用延長に伴う給付設計の見直しに当たっての手続きの緩和、支払保証制度、年金バイアウト等について検討	それぞれの意見の考え方を整理した上で議論を行う

出所：厚生労働省 (2020 年) 「第 11 回社会保障審議会企業年金・個人年金部会」資料 2 より筆者作成

## 2. 第 12 回部会の概要

### (1) 現状の DC の拠出限度額について

第 12 回部会では、第 11 回部会で示された進め方に基づき 2020 年改正法の施行に併せた対応が望ましい事項を優先的に議論すべく、最初に、2022 年 10 月施行の企業型 DC 加入者への iDeCo 加入要件の緩和に併せ iDeCo への拠出を公平に行える仕組み (いわゆる「穴埋め型」) についての検討が行われました。

企業型 DC の拠出限度額は、2001 年の創設当時に、厚生年金基金の望ましい給付水準 (公的年金と合わせて退職前給与の 6 割をカバー) を参考に設定されています。他の企業年金を実施していない場合、大多数

の民間サラリーマンをカバーする当時の標準給与 62 万円に厚生年金基金 (1,583 基金) の免除保険料率の中央値 3.5% を乗じ、さらに厚生年金基金の望ましい給付水準相当である代行部分の 1.7 倍を乗じた金額として、月額 3.6 万円とされました (図表 3)。

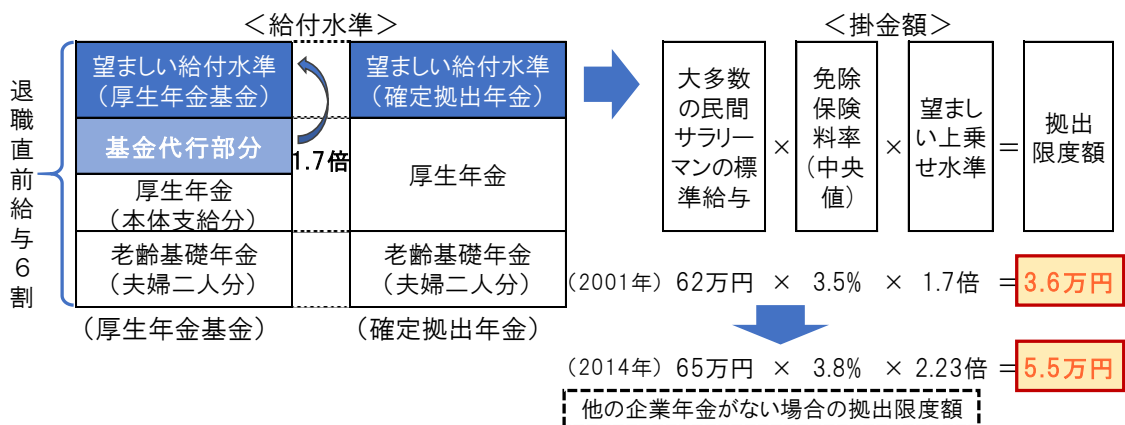
なお、他の企業年金に加入している場合は、企業年金に加入していない人との公平性の観点から、平均的な厚生年金基金の上乗せ部分の給付水準が、実際には「望ましい給付水準 (1.7 倍)」の概ね半分 (0.86 倍) であったことから、他に企業年金がない場合の半分の月額 1.8 万円とされました。ま

た、企業年金がない被用者は、大部分の厚生年金基金における上乘せ部分の掛金額の平均月額が 1.5 万円であったことから、均衡を考慮して月額 1.5 万円とされました。

国民年金第 1 号被保険者は、国民年金の上乗せとして、1991 年に国民年金基金が創

設され、厚生年金と企業年金を合わせた望ましい給付水準に合わせて掛金額ベースで月額 6.8 万円とされていたため、DC の拠出限度額は、国民年金基金と同水準とされ、国民年金基金の掛金額と合計で月額 6.8 万円と設定されました。

(図表 3) DC 拠出限度額の考え方



出所：厚生労働省（2020 年）「第 12 回社会保障審議会企業年金・個人年金部会」資料 1 を基に筆者作成

(図表 4) DC 拠出額の引上げ推移

	企業型年金		個人型年金	
	他の企業年金等を実施していない場合	他の企業年金等を実施している場合	第2号加入者	第1号加入者
2001年 (制度創設時)	36,000円 <sup>※1</sup> (※1) 3.6万円 = 62万円 × 3.5% × 1.7倍	18,000円	15,000円	68,000円 (国民年金基金の掛金額と合計で)
2004年10月	46,000円 <sup>※2</sup> (※2) 4.6万円 = 65万円 × 3.2% × 2.23倍	23,000円	18,000円	
2010年1月	51,000円 <sup>※3</sup> (※3) 5.1万円 = 65万円 × 3.5% × 2.23倍	25,500円	23,000円	
2014年10月	55,000円 <sup>※4</sup> (※4) 5.5万円 = 65万円 × 3.8% × 2.23倍	27,500円	23,000円	

出所：厚生労働省（2007 年）「第 6 回企業年金研究会」資料 2、（2020 年）「第 12 回社会保障審議会企業年金・個人年金部会」資料 1 および過去の DC 法改正情報より筆者作成

その後、2004 年の公的年金改正で、公的年金の給付水準適正化と運用利回りの低下を踏まえて厚生年金基金の望ましい給付水

準が代行部分の 1.84 倍から 2.23 倍に上げられたことに伴い、2004 年度税制改正（2004 年 10 月 1 日施行）時に、他に企業年金がな

い場合は月額4.6万円、DBを併せて実施している場合は月額2.3万円に上げられました。その後、2009年度税制改正(2010年1月1日施行)では、他に企業年金がない場合は月額5.1万円、DBを併せて実施している場合は月額2.55万円に上げられ、2014年度税制改正(2014年10月1日施行)では、他に企業年金がない場合は月額5.5万円に、DBを併せて実施している場合は月

額2.75万円に上げられました(図表4)。

また、2016年に企業型DC加入者も、企業型DC規約に定めればiDeCoに加入することが可能となりましたが、この際のiDeCoの拠出限度額は、マッチング拠出の実態の大半をカバーする水準を勘案し、他に企業年金がない場合は月額2.0万円、他に企業年金がある場合は1.2万円とされました。

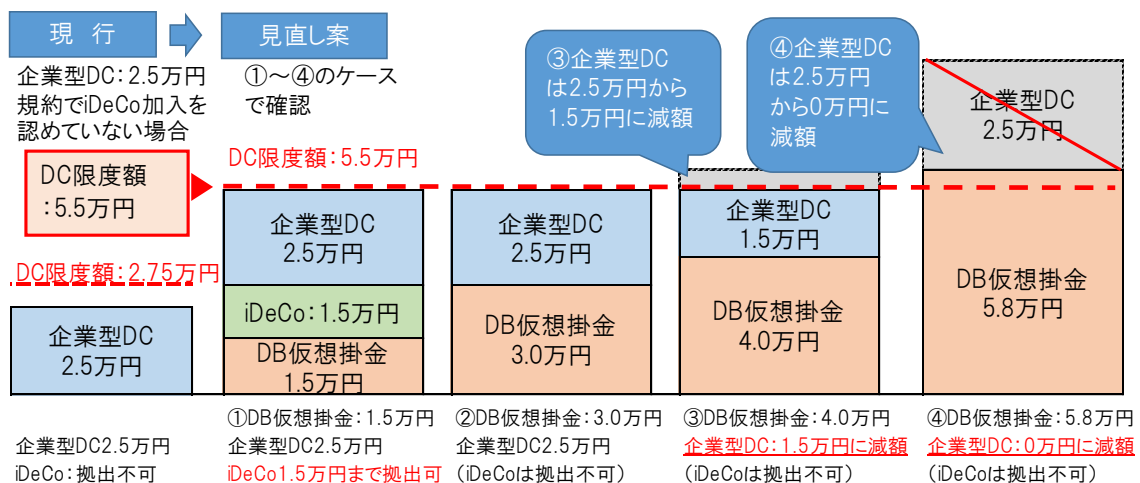
(2) DCの拠出限度額の見直し案について

現状、DBを併用する場合のDC拠出限度額は、DBがない場合の5.5万円の半分である月額2.75万円が一律適用されていますが、2015～2017年度のDB事業報告書(11,038件)で、DBの標準掛金が2.75万円以下のDB制度が全体の91.7%であることが分かりました。そのため、DBを併用する場合の企業型DCの拠出限度額については、月額5.5万円からDB制度毎の掛金額を算出し(以下、DB仮想掛金額)、このDB仮想掛金額を5.5万円から控除した残額をそれぞれ

の制度のDC拠出限度額とする案が事務局から提示されました。

見直し案では、企業型DC掛金額とDB仮想掛金額の合計が5.5万円を超えている場合は企業型DCの拠出減額が必要となり、DB仮想掛金額が月額5.5万円を超える場合はDCへの拠出は不可となる可能性があります。例えば、企業型DCの拠出月額が2.5万円の場合、DB仮想掛金額が3.0万円を超えると企業型DCの掛金減額の対象となります(図表5の③、④のケース)。

(図表5) DC拠出限度額の見直し案について



出所: 筆者作成

この事務局案に対して、委員からは、「DB・DC を併用している企業については DC 掛金額の減額や廃止となる先も発生し、何らかの対応や配慮が必要」、「労使合意に

基づく柔軟な制度の実現という観点も踏まえて慎重な議論が必要」、「DB の給付減額や退職金・給与への振替えが発生する場合もある」との意見が出されました。

### (3) iDeCo 加入時の事業主証明発行事務の改善等

現在、第 2 号被保険者が iDeCo に加入する場合には、事業主は企業年金加入にかかる事業主証明を発行したり、年 1 回の iDeCo 加入者の現況確認を実施する作業負担があります。2022 年 10 月から企業型 DC への iDeCo 加入の要件緩和が実施され、企業型 DC 加入者が規約の定めがなくても iDeCo に加入できるようになり、事業主の事務負

荷が増加することも考えられます。そのため、部会事務局から、事業主（DB 業務の受託機関）と国民年金基金連合会が情報連携を行うことで事業主証明書の発行と現況確認事務を廃止する案が提示されました。これに対して、委員からは、「事業主の負担軽減は歓迎、支持できる」との意見が出されました。

### (4) DB の掛金設定の弾力化について

現在、新型コロナウイルスの影響から、事業主による DB 掛金の拠出に支障が発生していると想定されます。2008 年の金融危機発生時には、経営状況の悪化により DB 掛金拠出に支障がある場合、掛金（標準掛金・特別掛金・特例掛金）の引き上げ猶予や、継続基準に抵触した場合に解消すべき

不足金から許容繰越不足金の全額又は一部を控除する取扱いが認められました。部会事務局からは、この時と同じような拠出の弾力化措置を認めることが考えられるのではないかとの案が示され、委員からも、「金融危機当時の弾力化措置と同様の取扱いが必要」との意見が出されました。

## 3. 今後の進め方

次回の部会では、関係団体から「穴埋め論」と「コロナ禍における拠出方法の弾力化」に関するヒアリングが予定されています。ヒアリング先は、全国銀行協会、日本損害保険協会、日本証券業協会、投資信託協会、全国証券取引所協議会、生命保険協会、信託協会、企業年金連絡協議会が予定

されています。今後、特に DC 拠出限度額の見直しは加入者にも大きな影響を及ぼすため、関係者の意見も十分に考慮した丁寧な検討が望まれます。

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。

<ご参考資料>

- ・第 11 回社会保障審議会企業年金・個人年金部会  
[https://www.mhlw.go.jp/stf/newpage\\_11903.html](https://www.mhlw.go.jp/stf/newpage_11903.html)
- ・第 12 回社会保障審議会企業年金・個人年金部会  
[https://www.mhlw.go.jp/stf/newpage\\_12308.html](https://www.mhlw.go.jp/stf/newpage_12308.html)

## 人事制度に関する解説

### 年次有給休暇について

年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野 正徳

労働基準法では、労働者に年次有給休暇を付与することを義務づけています。日本は諸外国と比べて取得率が低いこともあり、使用者が時季を指定して年5日は取得させることを義務づけるように法律が改正されました。また、日本では有給休暇に関して会計処理を定めていませんが、IFRSでは有給休暇についての会計処理が定められています。

#### 1. 年次有給休暇付与の法的根拠

労働基準法第35条では、使用者は労働者に対して毎週少なくとも1日の休日を与えなければならない（ただし、4週に4日以上上の休日を与える使用者には適用しない）と定めています。同じく労働基準法には、「使用者は1日8時間、1週間40時間を超えて労働させてはならない」という規定があるため、1日8時間勤務させる場合は、5日間しか勤務させることができず、週に2日の休日を与えなくてはなりません。週休2日制の企業の場合、週1日の休日は法定休日、それ以外の休日は法定外休日となります。

休日に関しては、就業規則で定めますが、多くの企業の場合は上記の法定及び法定外の休日を土曜日及び日曜日とし、さらに国民の祝日や年末年始、夏季休日あるいはその他会社が指定する日（創立記念日など）などを記載することになります。

さらに、法律では年次有給休暇を与えることを義務付けています。この年次有給休暇は業態・業種にかかわらず、また、正社員・非正規社員の区別なく一定の要件を満たした労働者に与えられます（労働基準法第39条）。“有給”ですから、休暇をとっても労働者に対しては給与が支払われます。

（図表1）通常の労働者への年次有給休暇の付与条件

継続勤務年月	6か月	1年6か月	2年6か月	3年6か月	4年6か月	5年6か月	6年6か月以上
付与日数	10日	11日	12日	14日	16日	18日	20日

出所：筆者作成

年次有給休暇が与えられるためには、雇い入れから6か月以上が経過し、その期間の労働日の8割以上勤務していることが必要です。与えられる日数は、継続して勤務

している年月により定められており、6か月の場合は年間10日、6年6か月以上の場合は同20日となっています（図表1）。所定労働日数が少ない労働者に対しては週及



び年間の所定労働日数と勤続年数によって付与日数が定められています（図表2）。これは最低限のルールですから、この規定を超えて付与してもかまいません。例えば、新規に雇い入れた社員に6か月の勤務経過

時ではなく、入社時点で年間10日の有給休暇を与えることは可能です。休暇の取得単位については、半日単位や時間単位での取得も認められます。

（図表2）年次有給休暇の付与日数（週所定労働日数4日以下かつ週所定労働時間30時間未満の労働者）

週所定労働日数	1年間の所定労働日数	勤続年数							
		6か月	1年6か月	2年6か月	3年6か月	4年6か月	5年6か月	6年6か月～	
4日	169～216日	7	8	9	10	12	13	15	
3日	121～168日	5	6	6	8	9	10	11	
2日	73～120日	3	4	4	5	6	6	7	
1日	48～72日	1	2	2	2	3	3	3	

出所：筆者作成

## 2. 年次有給休暇に関するその他のルール

年次有給休暇に関しては、取得タイミングや未消化部分の取扱いなどに関してルールが定められています。例えば、休暇は労働者から取得したいという申し出があった日に取得させる必要があります。ただし、同一期間に多数の労働者が取得を希望し、全員に休暇を与えると事業の正常な運営ができなくなるような場合には、変更できません。

与えられた年次有給休暇のうち未消化となった部分は翌年度に繰り越すことが認められます。ただし、未消化部分の請求の時効は付与日から2年、すなわち年次有給休暇の繰り越しは翌年度までとなります。

なお、未消化の年次有給休暇があった場合、本年度に付与された年次有給休暇と未消化部分のどちらを取得したとみなすかが問題となります。未消化部分は翌年度で請求の権利が消滅するため、未消化分から取得するとみなされる方が労働者にとって有

利であり、本年度分から取得するとみなされると不利益になります。法律ではどちらから先に取得すべきかを定めていませんが、当年度付与分から先に取得する場合には、就業規則にその旨を明記することが望ましいと思われれます。

海外では未消化の有給休暇を買取るケース（未消化の繰り越しを認めない代わりに金銭を支給することを含む）があります。日本では、年次有給休暇の買取りは認められませんが、時効により未消化として失効する部分や退職時に未消化となっている部分を買取ることは認められます。

さらに、法律では、年次有給休暇取得者に対して賃金の減額やその他不利益な取扱いをすることを禁じています。年次有給休暇の取得は、労働者に認められた正当な権利であり、その権利を行使することで不当な扱いをしてはならないことが明示されています。

### 3. 年5日取得させることを使用者に義務付け

日本の有給休暇取得率は、高まりつつあるとはいえ、50%程度と諸外国に比べ低い水準にとどまっています。そのため政策面でも取得率を高めようとする取組みが行われています。労働基準法が改正され、具体的には2019年4月以降、年10日以上の有給休暇が付与される労働者に対して、年次有給休暇の日数のうち年5日について使用者が時季を指定して取得させることが必要とされました。ただし、労働者が自ら申し出て取得した日数及び労使協定で時季を定めて与えた(計画的付与)日数については、

当該5日から控除することができます。日数の計算にあたっては、半日単位の取得を合計することは可能ですが、時間単位の取得を合計することは認められません。

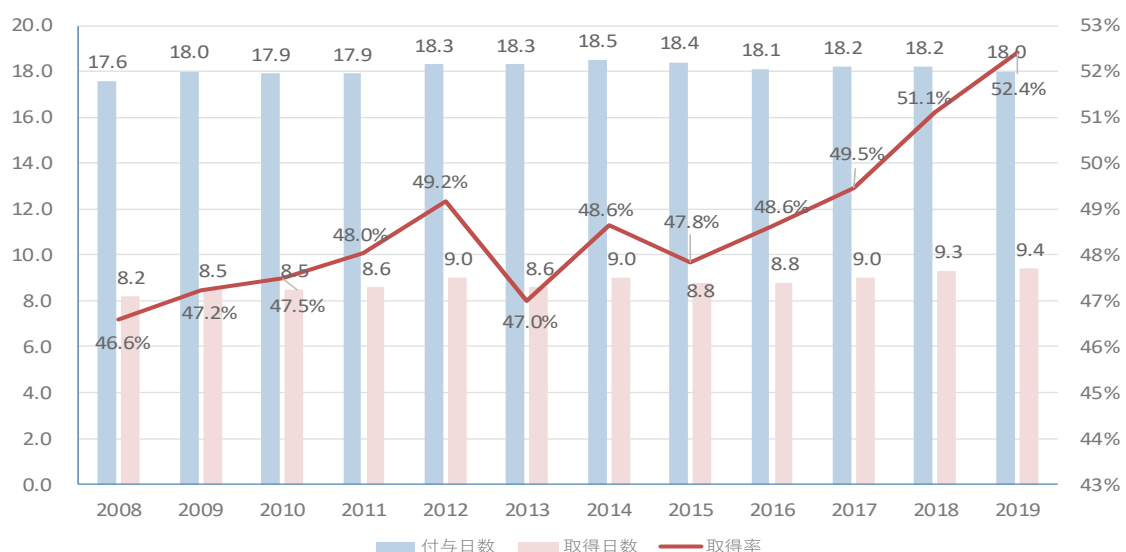
また、時季を指定する際は労働者の意見を聴取しその意見を尊重すること、さらに使用者は労働者毎に年次有給休暇管理簿を作成し、3年間保管することも義務付けられました。この管理簿は労働者名簿あるいは賃金台帳と合わせることも可能で、システムで管理することもできます。

### 4. 年次有給休暇の取得状況

年次有給休暇の取得状況については、厚生労働省が毎年実施している「就労条件総合調査」で集計されています。図表3では、2008年以降の付与日数と取得日数および取得率(取得日数÷付与日数)を示しています。付与日数は年間18日前後とほぼ横ばい

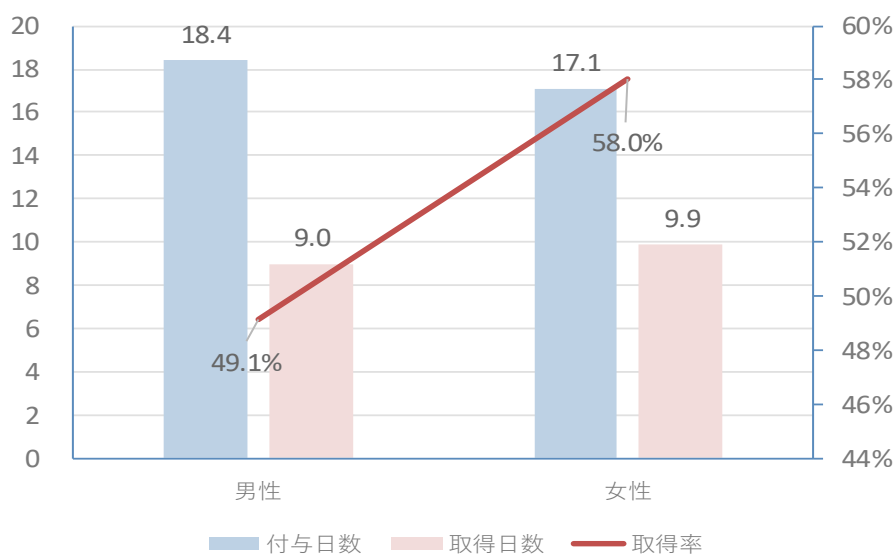
の推移ですが、取得日数はわずかに増加し、2019年は9.4日となり取得率も50%を超える水準に到達しています。取得状況を男女別、従業員規模別にみると女性の取得率が高く、人員規模の大きい企業ほど高いという結果になっています(図表4・図表5)。

(図表3) 年次有給休暇の付与日数、取得日数、取得率の推移



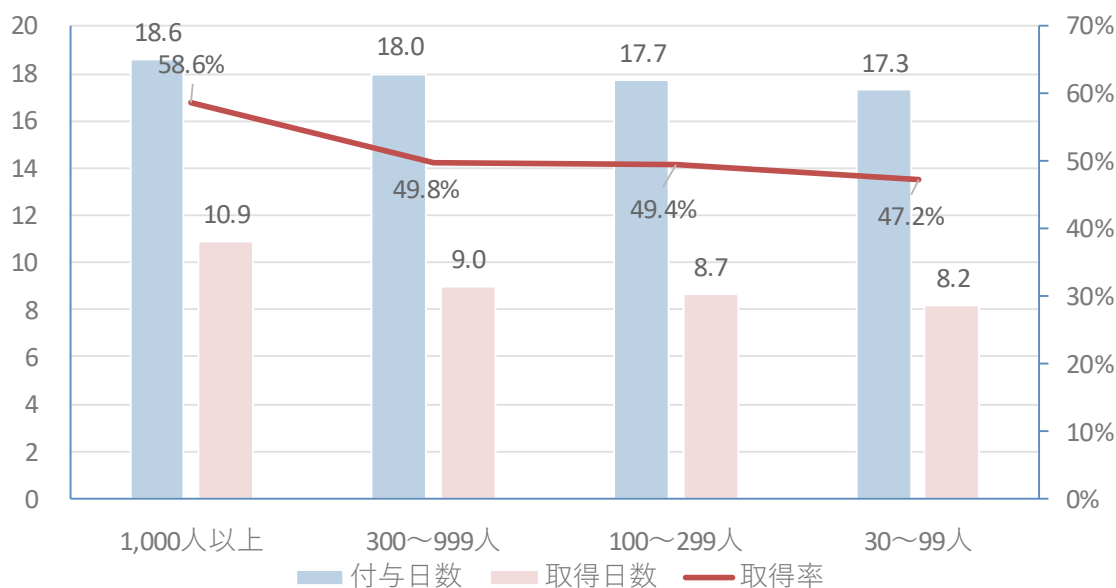
出所：厚生労働省「就労条件総合調査」(各年度の調査結果を集計)

(図表4) 男女別の年次有給休暇の付与日数、取得日数、取得率(2019年)



出所：就労条件総合調査(平成31年度版)

(図表5) 従業員規模別の年次有給休暇の付与日数、取得日数、取得率(2019年)

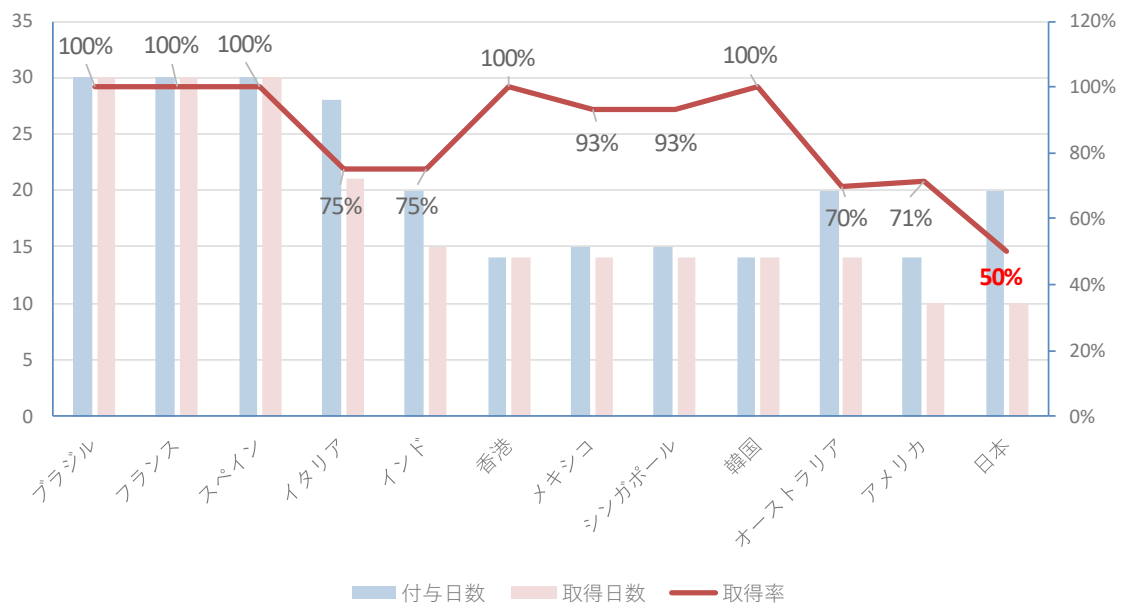


出所：就労条件総合調査(平成31年度版)

年次有給休暇の取得状況等を諸外国と比較したのが図表6です。日本の取得率は比較対象とした国の中で最も低くなっています。比較対象とした国のうち取得率100%

の国が5か国もあり、比較対象の11か国の平均は88%となっています。これに対し日本の取得率は50%ですから極めて低い水準にとどまっていると言えます。

(図表6) 有給休暇の取得状況等の国際比較



出所：エクスペディアジャパン「有給休暇国際比較調査（2018）」

過去10年余りの推移をみると徐々にではありますが、取得率が上昇してきています。特に、ここ2年で50%を上回ってきているのは、働き方改革が掲げられ労働基準

法が改正された効果なのかもしれません。しかし、海外の取得率との格差をみるとまだ改善の余地は大きいと言えます。

## 5. IFRSにおける有給休暇の会計処理

次に有給休暇の会計処理について説明します。有給休暇の会計処理といっても、日本の会計基準には特段の定めはありません。ここで紹介するのは、IFRSにおける取扱いです。日本での会計上の取扱いの定めがないこと自体が、年次有給休暇を労働債務や労働コストとして経済的な観点から捉えていないということの現れかもしれません。

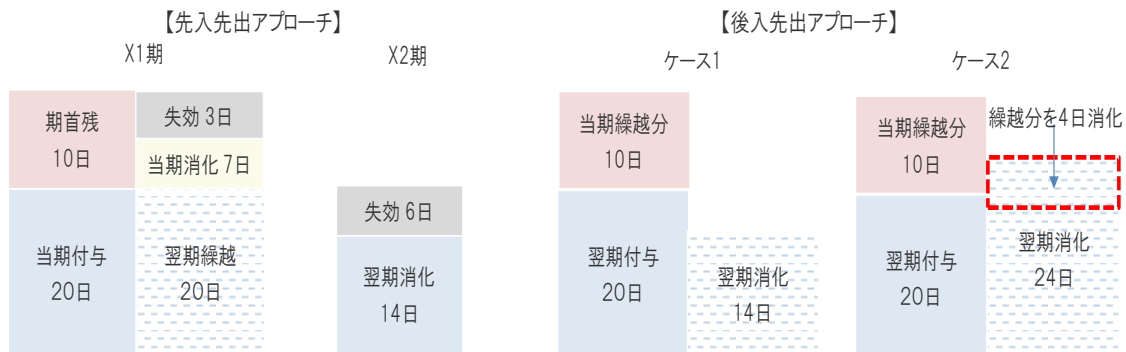
IFRSではIAS19号で有給休暇の会計処理を定められています。IAS19号については年金会計として認識している方が多いかもしれませんが、従業員への給付全般を取り扱う基準であり、退職給付のような長期給

付だけでなく、労務提供から1年の間に給付が行われる短期給付も扱います。短期給付の1つとして有給休暇があり、給与や賞与も短期給付の対象となります。

IAS19号では、「累積型の有給休暇制度(当期に休暇を取得する権利の全部を利用しなかった場合に、繰り越して将来の期間で利用できる制度)の予想コストを、報告期間の末日で累積されている未使用の権利の結果により企業が支払うと見込まれる追加金額として測定しなければならない」とされています。この測定方法に関しては、先入先出アプローチと後入先出アプローチとい

う2つの方法が想定され、すでにIFRSを任意適用している会社でも適用している方法は分かれているもようです。

(図表7) 先入先出アプローチと後入先出アプローチ



出所：筆者作成

先入先出アプローチでは、有給休暇繰越分のうち翌期消化が見込まれる分については当期に提供した勤務に基づいて付与されたものであるため、当期末に引当金を計上するという考え方です。

図表7の例では、X1年期首時点で未消化分10日を保有し、当期には20日付与されます。期中で7日消化し、年度末には未消化分のうち3日が失効すると翌期に繰り越される日数は20日となります。X2年度に、この20日のうち14日が消化されると見込まれる場合、14日分の債務を追加で処理します。1日当たりの給与が2万円であると14日×2万円=28万円を費用として処理し、有給休暇引当金を計上します。次年度も同様の方法で引当金を計上しますが、費用として処理される額(引当金の繰入額)は当期末引当金の残高と前期末引当金の残高の差額となります。

もう1つの後入先出アプローチは、当期付与された分については当期の労務費に織り込まれており引当金は計上せず、当期付

与分を超えて消化されるとみなされる部分についてのみ追加金額が発生するという考え方です。

図表7のケース1のように、翌期に消化が見込まれる日数が14日と翌期に付与される20日以内にとどまる場合には、費用処理(引当金計上)は行いません。ケース2のように翌期に消化が見込まれる日数が24日と翌期に付与される20日を超える場合、当該超過した日数分だけ費用の追加処理を行うこととなります。同様に1日当たりの給与を2万円とすると4日×2万円=8万円を費用として認識し、引当金を計上します。

2つのアプローチでは特に先入先出の場合に、企業にとっての影響は深刻ではないかと考えがちですが、毎年の費用は当年度と前年度の引当金残高の差額で求めるため、人員や取得状況に大きな変化がなければ大きな負担には繋がらないと思われます。新規にIFRSを適用する際にも、基準変更に伴う影響を利益剰余金で調整するため、損益への影響が直接発生するわけではありませ

ん。そもそも毎年付与される年次有給休暇が100%取得される状況であれば、どちらの方法であっても、費用の追加負担は発生しないはずです。

未消化の有給休暇を買い取る場合であれば、企業から資金が流失することから引当金を計上することに納得される方は多いと思います。しかし、例えば、勤務に対する報酬として提供されるストックオプションの会計処理（日本基準）では、企業から資金は流出しないものの、「資金の流出は費用計上の必須要件ではない」とされて、費用計上が求められています。

勤務というサービスを消費し、その対価として企業は従業員に対して報酬を支払います。その報酬は年次有給休暇がすべて取得されることを前提として決定されています。したがって当期の有給休暇が未消化ということは、企業からすると、報酬の支払

い以上に勤務（サービス）を受けたこととなります。翌期に繰り越され未消化の有給休暇が取得されると、逆に勤務（サービス）の提供を受けていないにも関わらず対価（報酬）を支払わなければならないこととなります。そう考えれば、資金流出額として当期と翌期で違いはないものの、未消化の当期に引当金を計上し、翌期消化されたところで取り崩す会計処理も納得できると思います。

日本基準に有給休暇の会計処理を導入すべきかどうかはともかく、未消化分が引当計上され当期費用が増加するという考え方が浸透すれば、企業は取得率の引上げに努め、従業員もより積極的に取得するようになるかもしれません。

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 ALM 分析の活用戦略 その3

### 年金 ALM 分析の応用

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環境下、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。

最終回となる今号では、退職給付会計の観点と、年金ALM分析を実施するタイミングについて解説します。

#### 1. 年金財政と退職給付会計の違い

前号までは年金ALM分析における資産・負債の分析方法や総合分析時の着眼点について解説しました。ここまで分析対象としていた資産や負債は、年金財政上の値を前提としていましたが、企業年金制度には年金財政とは別に、退職給付会計の評価対象としての側面があります。

年金ALM分析は年金財政上の分析だけでなく、退職給付会計の観点を取り入れた分析も可能です。以降、年金財政と退職給付会計の違いについて解説し、退職給付会計の観点を取り入れた年金ALM分析について紹介します。

##### 1- (1) 年金財政と退職給付会計 - 資産の測定

はじめに退職給付会計における資産について説明します。年金財政上の資産との違いは退職給付信託を資産として認識する点です。

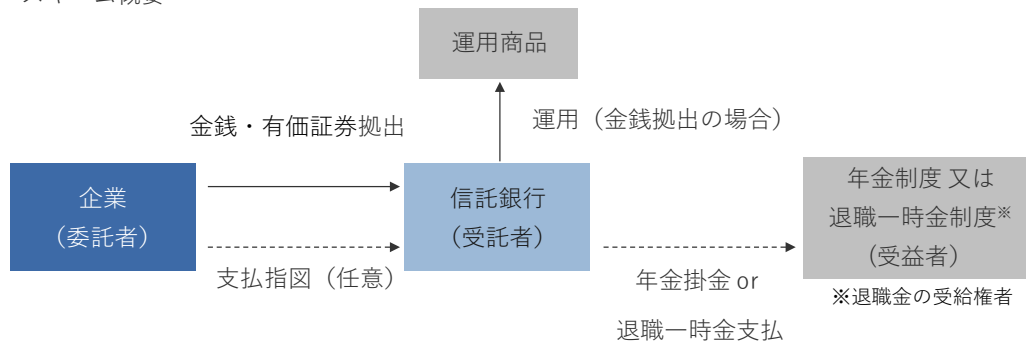
退職給付信託とは、退職給付会計上の負債を根拠として、従業員や退職者に対する退職給付や企業年金制度への掛金の支払いのために、金銭又は有価証券を信託の形で拠出し、その支払いに備えることを目的として設定されるものです(図表1)。

退職給付信託は企業から法的に分離され、用途が退職給付に限定されるなどいくつかの条件を満たすことにより、退職給付会計において年金資産として認識されます。

DB法令に基づく計画的な掛金拠出と異なり、退職給付信託は会計上の積立不足を速やかに圧縮することができるなど自由度の高い拠出が可能であり、多くの企業に活用されています。

(図表1) 退職給付信託の仕組み

－スキーム概要－



出所：筆者作成

### 1 - (2) 年金財政と退職給付会計 - 債務評価の違い

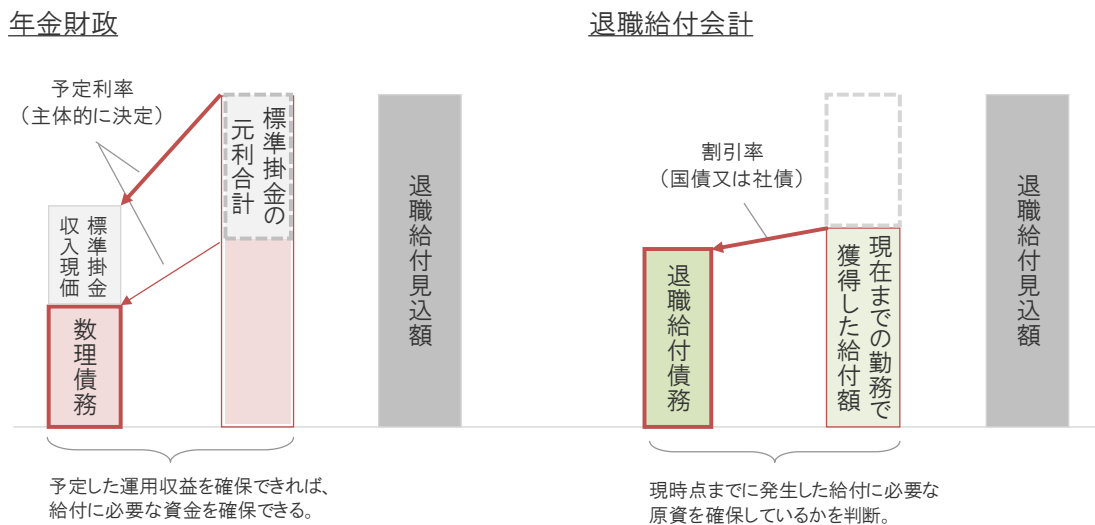
次に退職給付会計における債務評価方法について説明します。退職給付会計においては退職給付債務が用いられ、年金財政における数理債務とは算出方法が異なります。

数理債務は退職給付見込額の現在価値から、標準掛金収入現価を控除することで算出します(図表2左図)。現在価値の算出にあたっては予定利率を割引率として用います。すなわち、数理債務と年金資産が一致していると、将来的に予定利率通りの運用を想定したときに、既存の年金資産と標準掛金のみで退職給付を賄えることを意味しています。このことから、数理債務は現時点における積立目標値としての性格を有します。

一方、退職給付債務は退職給付見込額のうち、現在までに発生したと認められる給付額の現在価値を表します(図表2右図)。現在価値の算出にあたっては安全性の高い債券の利回りを用います。つまり、退職給付債務は現時点までに発生した退職給付にかかる企業の経済的な負担額を表していません。また、割引計算に用いる利率が一定の自由度のもとで設定可能な予定利率ではなく、市場で観測される国債や優良社債の利回りであることから、算出にあたっては恣意性が排除されています。このように、退職給付債務は会計基準が有すべき比較可能性を確保した数値であることがわかります。



(図表2) 年金財政と退職給付会計における負債の測定方法



出所：筆者作成

以上のように、認識される資産や負債における算出方法が異なるため、年金財政と退職給付会計では積立状況も相違します。近年の傾向として、年金財政の割引率にあたる予定利率の平均値よりも、退職給付会計の割引率にあたる国債や社債の利回りが低水準で推移していることから、数理債務

に比べて退職給付債務が大きくなっており、年金財政上と退職給付会計上の積立状況の差に繋がっています。

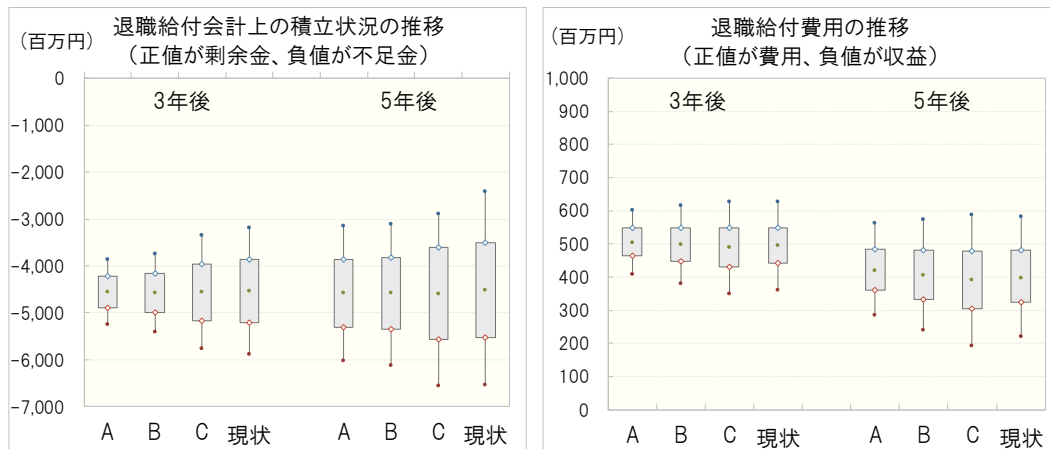
将来の積立状況を検証するにあたっては、年金財政・退職給付会計の両面でリスク分析することも有効と考えられます。

## 2. 年金 ALM 分析と退職給付会計

年金 ALM 分析において退職給付会計の分析を行う場合、会計上のリスク評価に着目することが一般的です。具体的には、政策アセットミックス候補は年金財政上の分析結果から作成し、作成した各候補について会計上の積立比率や退職給付費用の将来推移を予測することで、B/S や P/L への影響を検証します。

退職給付信託をポートフォリオの一部と考えて政策アセットミックスを検討することも可能ですが、企業年金制度において求められる運用目標もあるため、まずは制度資産内で検討することとし、退職給付信託をポートフォリオに組み入れずに分析することが一般的です。

(図表3) 年金 ALM 分析と退職給付会計



(出所) 筆者作成

その後、「会計上の分析結果」において、退職給付信託および退職給付債務の変動を分析に織り込み、企業会計上において課題がないかどうか確認します(図表3)

課題が認識された場合は、その解決を制度資産の政策アセットミックスに求めるのか、退職給付信託に求めるのかなど検討す

ることになります。

ステークホルダーに向けた情報開示の重要性が高まる昨今において、年金制度が企業会計に与える影響を把握し課題解決を図るために、多くの企業が退職給付会計の観点を取り入れた年金 ALM 分析を実施しています。

### 3. 年金 ALM 分析のタイミング

年金 ALM 分析における様々な分析手法や分析にあたっての着眼点を中心に解説してきました。続いて、分析を実施すべきタイミングについて説明します。

最も一般的な分析の実施タイミングは財政再計算時です。財政再計算では予定利率の水準や掛金の拠出計画の見直し、基礎率(昇給指数や退職率)の洗い替えが行われます。これらの見直しで、負債側ではキャッシュフローの推移、資産側では目標リターン水準が変化します。過去に年金 ALM 分析を実施している場合でも、時間の経過とともに前提となる人員構成や昇給・退職の傾向、各資産の金融変数が変化するため、

財政再計算を機に最新の前提に洗い替えることで、現状に即したアセットミックスを検討することができます。このため多くの年金制度では財政再計算とタイミングを合わせて年金 ALM 分析を実施しています。財政再計算は少なくとも5年に1度の実施が義務付けられているため、定期的な現状確認を目的とした年金 ALM 分析であると言えます。

また、様々な変化に対応するため、臨時的に年金 ALM 分析が実施されることもあります。負債側の変化としては、DC 移行や定年延長等の制度変更、財政決算時に掛金の追加拠出が必要になった場合がこれに該

当します。また、資産側の変化では、リーマンショックや足元のコロナショックのように運用環境を一変させる出来事が挙げられます。このような変化が起こると、財政状況やキャッシュフロー水準は大きく変動

するため、最適なアセットミックスを再検討する必要があります。かかる変化がもたらす中長期的な制度運営への影響を評価し、変化に応じたアセットミックスを選定するために、年金 ALM 分析が活用されています。

(図表 4) 年金 ALM 分析のタイミング



出所：筆者作成

#### 4. おわりに

元来は米国の商業銀行が主に金利変動リスクの管理を目的として用いていた ALM 分析でしたが、現在は年金制度における資産・負債を総合的に管理する方法としても広く活用されています。また、退職給付会計の導入後、退職給付債務の分析に応用されたように、環境のニーズに合った分析内容へと変化し続けています。

年金 ALM 分析の目的は、今後生じる可能性のある様々なリスクを具体的な数値で把握し、関係者（事務局や母体企業等）が協議・検討しながら、今後の制度運営について共通認識を形成することにあると考えら

れます。関係者の中で協議を繰り返しながら、リスク許容度を踏まえた最適な政策アセットミックスを策定し、制度運営のベースとすることができれば、年金 ALM はその目的を達したと言えるでしょう。

年金制度を取り巻く環境が大きく変動する中、安定した制度運営の一助として年金 ALM 分析をご活用いただければと思います。

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。

## ESG投資の潮流 第5回

# ESG投資と受託者責任

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も取り上げます。

第5回では、ESG投資と受託者責任について取り上げます。最近では受託者責任についての考え方も変化しています。ポイントとなるのは何が受益者の利益かということです。

### 1. ESG投資と受託者責任

企業年金などのアセットオーナーのほとんどが、実は自分のために運用しているのではなく、他人である受益者のために運用しています（なのにアセットオーナーとは不思議な呼び方ではありません）。自分以外の

誰かのために資産を運用している者は受託者責任を負っていますが、ESG投資を行うことが受託者責任に反するのではないかといった議論があります。今回はこの問題を取り上げます。

### ESG投資と忠実義務

受託者責任は、忠実義務と善管注意義務で構成されます。ESG投資を行う際に議論となるのは、主に忠実義務の方です。ESG投資に懐疑的な見方をする人は、「ESG投資は、社会便益の向上が目的であり、投資のリスク・リターンを低下させる恐れがある。これは受益者の利益への忠実義務に反するのではないか」と主張します。

この主張は、以前にSRIと呼ばれていた投資とESG投資とを混同しているくらいがあります。責任投資原則で定義されるESG投資は、「投資においてESG要素を考慮」することを指し、リスク・リターン向上を目的とする場合にも適用可能です（社会便益に配慮した場合は当然ポートフォリオも異なります）。

このような一種の誤解が生じているのは、

責任投資原則の制定時に「社会便益を追求する投資家」と「リスク・リターンを追求する投資家」の双方を包摂したことが遠因となっていると思われます。包摂したことで賛同する機関投資家を飛躍的に広げることになった一方、投資目的の異なるアセットオーナーが混在することになりました。

外部から見ると、責任投資原則への署名機関であるという以外に違いは見られません。一部の環境NGOなどは高炭素排出企業からのダイベストメント（投資引き上げ）を呼びかけています。しかし、受託者責任を負うアセットオーナーの立場とすれば、ダイベストメントがポートフォリオのリスク・リターンに与える効果を吟味して投資判断する必要があります。

## 2. 日本の現状

### 日本における ESG 投資と受託者責任

各国の法令で ESG 投資と受託者責任の関係は規定されています。まず、日本の現状をみていきます。

日本では 2018 年 4 月に「確定給付企業年金に係る資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドライン」<sup>注1</sup>（以下「DB ガイドライン」）が見直され、ESG 投資への取り組みの考え方が示されました。そこでは、「運用受託機関の選任・契約締結において、ESG に対する考え方を定性評価項目とすることを検討することが望ましい」とされました。

また、忠実義務における受益者等の利益とは何を指すのかということについては、DB ガイドラインの見直し議論の中で、「資産運用は加入者等の利益を目的とするが、その『利益』は経済的利益であることが前提」とされました。確定給付企業年金にお

いては、リスク・リターンの最大化により受益者の経済的利益を確保することが受託者責任を果たすことにつながると解釈されていると言えます（図表 1）。

なお、この 3 月に改訂された「日本版ステewardシップ・コード」<sup>注2</sup>においても ESG 要素の考慮がうたわれています。具体的には、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリティ（ESG 要素を含む中長期的な持続可能性）の考慮に基づく建設的な「目的を持った対話」を通じて長期的な投資リターンの拡大を図るべきとうたわれています。このことから、日本版ステewardシップ・コードへの取り組みも、受益者の経済的利益を確保することと整合的であることがわかります。

（図表 1）日本における ESG 投資の法的整理

2018年	DBガイドライン	3-(5)①運用受託機関の選任・契約締結(選任の基準) 運用受託機関の選任については、・・・定性評価を加えた総合評価をすることにより行うことが望ましい。また、運用受託機関の日本版ステewardシップ・コードの受け入れやその取り組みの状況、ESG(環境、社会、ガバナンス)に対する考え方を定性評価項目とすることを検討することが望ましい。
2020年	日本版ステewardシップコード	指針1-1 投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリティ(ESG 要素を含む中長期的な持続可能性)の考慮に基づく建設的な「目的を持った対話」などを通じて、企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、中長期的な投資リターンの拡大を図るべきである。

（出所）筆者作成

日本の ESG 投資の先頭を行くアセットオーナーである、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）はどう考えているのでしょうか。GPIF の令和 2 年度の計画案<sup>注3</sup>を見ますと、ESG を考慮した投資については、「被保険者の利益のために長期的な収益を確保する観点から」推進するものであるとして

います。ESG の考慮についての考え方は確定給付企業年金法の条文の考え方と同様だと言えます。受益者の利益について現状日本では、「受益者の利益＝リスク・リターン最大化」と整理されていると考えて良いでしょう。

### 3. 海外の状況

海外においては、「受益者の真の利益とは一体何か」というそもそも論に立ち返った議論が進みつつあります。受益者の利益はファンドの収益だけと考えるとよいのか。受益者の倫理的な意向として、特定の業種への

投資を避けたいといったことがある場合どう考えるべきか。あるいは企業活動による環境・社会への影響（いわゆる外部効果）も受益者の利益として考慮すべきではないかといった議論です。

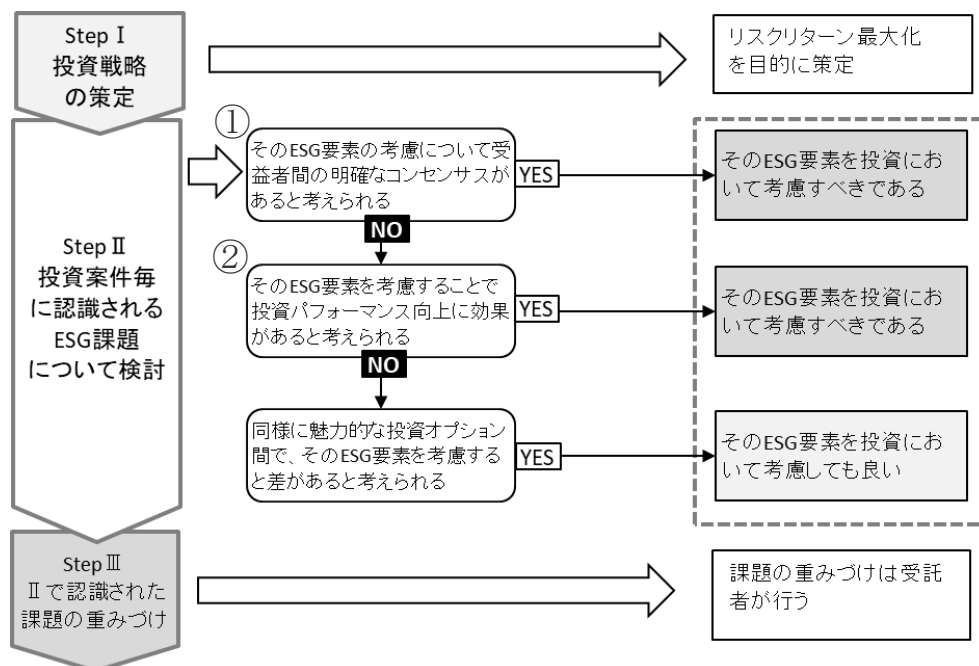
#### フレッシュフィールズ・レポート

受益者の利益が、単にファンドがもたらす経済的リターンに限定されないとする考え方が、前回（第4回）でご紹介した「フレッシュフィールズ・レポート」<sup>注4</sup>にも登場します。このレポートは2005年、国連環境計画金融イニシアティブ（UNEP FI）の資

産運用会社ワーキンググループの委託を受けた英国の法律事務所が出した報告書です。

この報告書では、投資プロセスにおいてどのような場合にESGの考慮を行うべきかを示しています（図表2）。

（図表2）投資プロセスにおけるESGの考慮



（出所）フレッシュフィールズ・レポートをもとに筆者作成

具体的には、リスク・リターン最大化を原則としつつも、①受益者間で明確なコンセンサスがある場合や、②投資パフォーマンス向上に効果があると考えられる場合に

は、そのESG要素を投資において考慮すべきであるとしています。注目されるのは、①のようにESG要素についての受益者の価値観を考慮して投資せよと言っていること、

しかもそれは投資パフォーマンスより優先して考慮すべきこととしていることです。例えば、受益者が二酸化炭素排出量の多い石炭火力発電には投資すべきでないという価値観をコンセンサスとして持っていれば、いくら儲かる投資だとしてもその業種には投資するべきではないとしているのです。2000 年代の半ばには、すでに受益者の利益は投資パフォーマンスに限らないという考え方が示されていたといえます。

ただし、受益者間で価値観のコンセンサスを得るには、実際には困難が伴うであろうことは容易に想像できます。人により価値観は様々だからです。報告書自体もその

ことを認めています。

受益者の利益は投資パフォーマンスに限らないというアイデアは、その後 PRI が中心となってまとめたレポート「21 世紀の受託者責任」<sup>注 5</sup>でも取り上げられています。同レポートは「受託者責任の概念は、社会の変化、とりわけ環境・経済・社会の調和の取れた持続可能な金融システムへの移行、という必要に迫られて進化し続けるだろう」、「受託者は、受益者にとって最善の利益とは何かという観点から、受益者の意見を考慮すべきである」と主張しています。受託者責任の考え方も時間を経て変化すると言えます。

### 英米当局のスタンスの変化

英米の法律上も受託者責任の考え方は時代を反映して変化していることがうかがえます。米国では、1974 年のエリサ法（従業員退職所得保障法）以来、投資プロセスにおける ESG 要素の考慮については消極的解釈がなされてきました（図表 3）。2008 年の

労働省（DOL）の解釈通達においても「投資のリスク・リターン以外の要因を考慮することはまれでなくてはならず・・・」と受託者責任の解釈にはほとんど変化が見られませんでした。

（図表 3）米国における受託者責任に関する議論の変化

1974年	エリサ法	従業員の退職所得を保障するための法律であり、企業年金の加入者保護の一環として年金制度の管理や投資に係わる者の義務や責任を厳格化
1994年	エリサ法の労働省解釈通達94-1	経済的目的投資（受益者の利益以外の経済的利益によって選択される投資）はリスク・リターンにおいて通常の投資手段と同等であれば許容される
1998年	カルバートレターに対する労働省回答	確定拠出型年金において社会や環境要因を考慮に入れた銘柄選択を実施するファンドを選択肢とすることはリスク・リターンにおいて通常の投資手段と同等であれば許容される
2008年	労働者解釈通達2008-1	受託者が投資判断において、投資のリスク・リターン以外の要因を考慮することはまれでなくてはならず、また、そのような場合にはERISA法の厳しい受託者責任の基準を遵守していることを書面で記さなければならない
2014年	労働者解釈通達2015-1	年金資産の受託者は、投資のリスク・リターンに影響する可能性がある要因を適切に考慮すべきであり、ESG問題が年金投資の経済価値に直接関係すると考えられる場合には、ESG問題は投資判断のための主要な分析対象となり得る

（出所）筆者作成

2015 年になり、それ以前（2008 年）の解釈が受託者の ESG 投資への考慮を過度に

抑制していたとして解釈通達を見直し、「ESG 問題が年金投資の経済価値に直接関

係すると考えられる場合には、ESG問題は投資判断のための主要な分析対象となり得る」との認識が示されました。

英国では、2000年に年金法が改正された際、年金基金の受託者が「投資対象の選択・保有・売却の際に社会・環境・倫理を考慮しているかを開示」する規定を設けました。投資パフォーマンス以外の要素を考慮することが想定されていたといえます。これ以降、英国のESG投資は急拡大したと言われています。

2012年のケイレビュー以降、運用基本方針の中にESGに関連する事項を定めるべき

かについて議論されるようになり、2018年の職域年金における投資規則等の改正において、「投資過程において財務的に重要と考えられるESG要素の考慮」が義務付けられるとともに、「財務的に重要ではないが加入者が同意する場合のESGの考慮」についても認められるようになりました。また、2019年には同国のスチュワードシップ・コードが改訂され、「気候変動を含む重要なESG要素を、スチュワードシップ責任を果たす際に考慮」することが期待されています(図表4)。

(図表4) 英国における受託者責任に関する議論の変化

2000年	年金法改正	年金基金の受託者は投資方針書で、投資対象の選択・保有・売却の際に社会・環境・倫理を考慮しているか、考慮しているならばどの程度かについて方針を開示することが義務づけられた
2012年	ケイレビュー	ESG投資に関連する運用基本方針の記載事項を規定した投資規則の改正を検討
2015年	労働年金省	受託者責任という観点で、投資方針書に記載する「社会・環境・倫理に関する考慮」に関する見直しを見送り
2018年	職域年金における投資規則等の改正	投資過程で財務的に重要と考えられるESG要素を考慮するよう求めることとなり、財務的に重要でない場合でも、加入者が同意する場合はESG要素の考慮を認める
2019年	スチュワードシップコード	署名機関は、スチュワードシップと投資アプローチを統合し、気候変動等の重要なESG要素をどのように考慮するかを明示しなければならない

(出所) 筆者作成

米国では、エリサ法制定以来、受益者の利益は「投資のリスク・リターン最大化」であると認識されており、その後ややニュアンスに変化がみられるものの、2014年の時点でも認識は堅持されていたとみることができます。その意味では日本での考え方と比較的近いといえるでしょう。これに対し英国では、2000年の時点ですでにリスク・リターン以外の社会便益要素を考慮できる(義務付けではない)とされており、その後の変遷を経て2019年には、投資においてESG要素をどのように考慮するか投資

方針書に明示しなければならないとされました。英国の方が受益者の利益をより広くとらえていることがわかります。

受託者責任の枠組みで、投資プロセスにおいてESG要素をどのように考慮するかについての法的解釈は、時代によって変化しながら現在の英米でもやや異なります。「財務的に重要ではないが加入者が同意する場合のESGの考慮」が認められるという意味で英国ではESGの考慮についてより踏み込んだ解釈がなされているのです。



#### 4. 「受益者の利益」の変化

今後日本においても英国のように、受託者の利益に投資リターン以外の要素（受益者の価値観や社会便益など）を含める方向に向かうのでしょうか。おそらく一筋縄ではいかないでしょう。

一つのハードルは、確定給付企業年金法との関係です。確定給付企業年金は「・・・公的年金の給付と相まって国民の生活の安定と福祉の向上に寄与する（確定給付企業年金法第1条）」ことを目的としており、その前提で税制上の優遇措置が設けられてい

ます。条文を読む限り、受益者の倫理観や社会便益の目的で運用することが法の趣旨に沿っていると解釈するのは難しいようにも思われます。

もう一つは受益者の合意形成です。倫理観は人によって異なって当然です。また社会便益をどのくらい優先すべきか、という考え方も受益者によって異なるでしょう。受託者としては、そのような意見の違いを束ねて一つの運用基本方針を策定する必要があります。

#### 新たな展開

2019年から、PRIは投資行動が社会のサステナビリティに与える影響を考慮することも受託者責任に含まれるのではないかとして、投資の社会へのインパクトを受託者責任上どう考慮すべきかを検討するプロジェクト（“A Legal Framework for Impact”）を立ち上げました。今年の後半には提言を出す予定で作業が進行しています。

社会に与えるインパクトも、巡りめぐって受益者に降りかかるという意味で受益者

の利益に関係するところから、社会へのインパクトの考慮も受託者責任の一環であるという理屈なのでしょう。どのような提言が出てくるのか注目されます。

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：厚生労働省、「確定給付企業年金に係る資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドライン」

<https://www.mhlw.go.jp/file/06-Seisakujouhou-12500000-Nenkinkyoku/0000183798.pdf>

注2：「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》（2020年3月24日）

<https://www.fsa.go.jp/news/r1/singi/20200324/01.pdf>

注3：GPIF 令和2年度計画案 <https://www.gpif.go.jp/operation/keiieinkai3902.pdf>

注4：、Freshfields Bruckhaus Deringer(2005), “A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment ”, [https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields\\_legal\\_resp\\_20051123.pdf](https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields_legal_resp_20051123.pdf)

注5：PRI, 「21世紀の受託者責任」 [https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/fiduciary\\_duty\\_21st\\_century\\_jp.pdf](https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/fiduciary_duty_21st_century_jp.pdf)

## 海外年金の動向

### マレーシア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

マレーシアは、マレー半島とボルネオ島に位置し、国土面積は日本とほぼ同じ大きさですが、人口は約3,200万人の国です。近年、経済成長率5%前後を維持しており、今後も人口増加が続き、「ASEAN 経済大国」として経済発展が見込まれています。

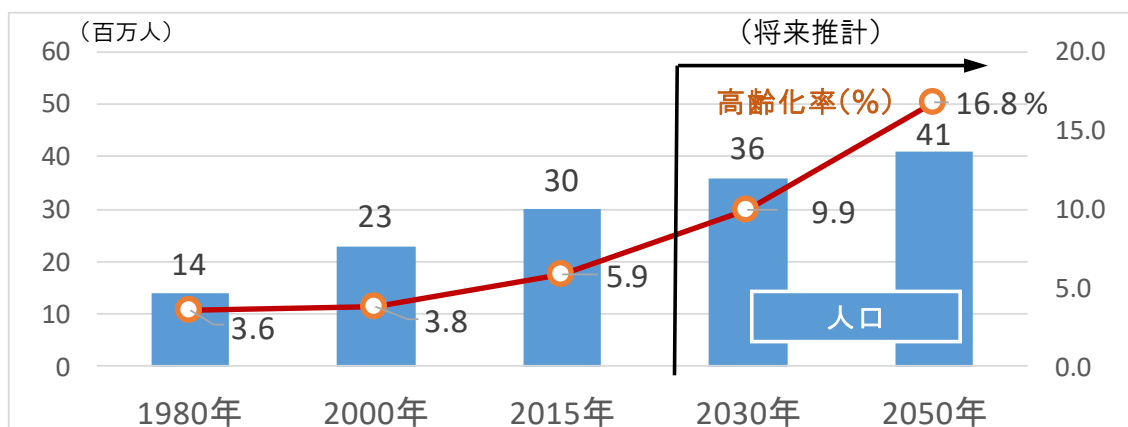
社会保障制度は、公務部門は国庫負担により本人負担はなく老齢保障年金が終身で受けられる一方、民間部門は事業主と従業員の保険料のみを財源としています（国庫負担なし）。加入者は民間労働者の約半数程度で、老後の所得保障が十分ではありません。そのため、政府は、2012年に確定拠出型で自ら商品選択を行う「民間退職年金スキーム」(PRS: Private Retirement Scheme)を開始し、個人の自助努力による老後資金形成を推進しています。(2020年5月、1リンギ=24.6円)

#### 1. 社会・経済情勢

人口は3,200万人(Malaysia 統計局 2017)で、平均寿命は男性 73.2 歳、女性 77.6 歳 (WHO 「World Health Statistics 2018 (世界保健統計 2018)」)まで延伸しています。一方、合計特殊出生率は1.97 (2015年)まで低下し、高齢化率は5.9% (2015年)まで上昇しています。「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」による国連の将来推計によると、人口は2050年に1.28倍の4,100万人に増加し高齢化率も2.8倍の16.8%まで上昇する見込みです。一方、合計特殊出生率は1.72まで減少し、今後、次第に少子高齢化に転じていくことが予想されています(図表1)。

(図表1) マレー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%前後で推移しており、2019年の国内総生産（名目GDP）は1兆5,267億リンギ（約37.6兆円、世界第

37位）で、今後も人口増加による経済成長が見込まれており、「ASEAN」での経済大国の地位を高めつつあります（図表2）。

（図表2）マレーシアの名目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(億リンギ)	8,853	9,419	9,867	11,065	11,569	12,295	13,534	14,469	15,267
経済成長率(%)	5.1	5.6	4.7	6.1	4.9	4.2	5.9	4.7	4.5
物価上昇率(%)	3.2	1.6	2.1	3.1	2.1	2.1	3.7	1.0	1.0

出所：外務省（2019）「マレーシア基礎データ」等より筆者作成

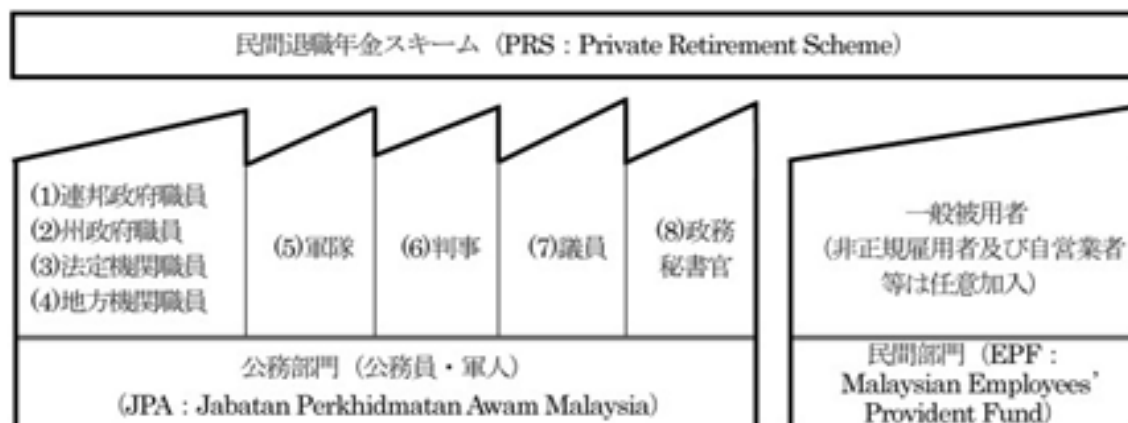
## 2. 社会保障制度の体系

マレーシアの社会保障制度は、公務部門と民間部門に分かれ、公務部門では老齢保障（老齢年金および退職一時金）から遺族年金、障害年金、医療保障、労働災害保障まで充実した保障を「公務員社会保障局」（以下、JPA：Jabatan Perkhidmatan Awam Malaysia）（マレー語標記KWAP）が担っています。JPAは、1980年の年金法（Pension Act 1980）を基本法とし、職域毎にそれぞれ年金法が制定され、職域毎に分立した制度体系となっています。

民間部門の老齢保障は「従業員積立基金」（以下、EPF：Malaysian Employees' Provident

Fund）（マレー語標記KWSP）が担います。EPFは1952年に創設され、1991年の「従業員積立基金法」（The Employees Provident Fund Act 1991, Act 452）により、民間部門の労働者は強制加入となっています。2010年には自営業者、家事使用人、非正規労働者、外国人労働者も任意で加入が可能となりました。なお、遺族年金、障害年金、医療保障、労働災害保障については「労働者社会保障機構」（SOCSO：Social Security Organization）（マレー語標記PERKESO）が担っています。（図表3）

（図表3）マレーシアの年金制度



出所：筆者作成

### 3. 公務部門のJPAの概要

JPAは、退職時に退職一時金と併せて老齢年金が終身で支払われる仕組みです。加入対象は、①連邦政府職員、②14州（含むクアラルンプール連邦直轄地）の政府職員、③法定機関職員、④地方機関職員、⑤軍人、⑥裁判所判事、⑦議員（連邦下院・上院・州議員）、⑧政務秘書官です。①～⑧の職域毎にそれぞれ制度が分立しており、①～④の間での転職はポータビリティが確保され、勤続年数が通算されますが、①～④とそれ以外の⑤～⑧の間での転職については、勤続期間の通算は行われず、それぞれの制度から給付が行われます。

JPAの財源は政府および地方機関が保険料を全額負担し（全額国庫負担）、本人負担はありません。連邦政府および州政府は職員給与の5%、地方政府およびその他の法定機関は職員給与の17.5%を「連邦統合基金（Federal Consolidated Fund）」に拠出します。財政方式は賦課方式（pay-as-you-go）で、拠出された資金は「連邦統合基金（Federal Consolidated Fund）」として、政府予算の中で財務省が管理します。

JPAの支給開始年齢は従来55歳でしたが、2012年1月1日に公務員の退職年齢が58歳から60歳に引き上げられたことに合わせて60歳支給開始となりました。

老齢年金の受給要件は、6～24カ月の試

用期間終了後、勤続3年経過後で60歳に達した場合（2012年1月1日以前は58歳到達時）、その他、健康上の事由や外国籍を取得した場合等で退任後60歳に達した場合です。また、勤続10年以上で40歳以上であれば任意退職でも老齢年金が60歳から支給されます。

退職一時金の算定方法は「7.5%×在職月数（上限なし）×最終給与」で、退職時に有給休暇が残った場合は150日を限度として、有給休暇1日あたり「1/30×月額報酬（賃金+諸手当）」が加算されます。

年金の算定方法は「1/600×在職月数（上限360カ月）×最終給与」で、年金額の計算時には財政上の理由から勤続年数については2009年1月1日より360カ月が上限とされ、年金額は最終給与の5分の3以下となるように上限が設けられています。年金額は25年以上勤務した場合には最低保障額として月額720リンギ（約17,700円）が支給されます。また、年金額は1980年に賃金の上昇に応じて毎年改定する仕組みが導入されましたが（過去10年間の平均賃金上昇率は2.6%）、年金額改定の煩わしさから、将来の経済成長率を見込んで2013年以降は毎年一定率（2%）で増額改定する仕組みに変更されました。

### 4. 民間部門のEPFの概要

#### (1) 制度の仕組み

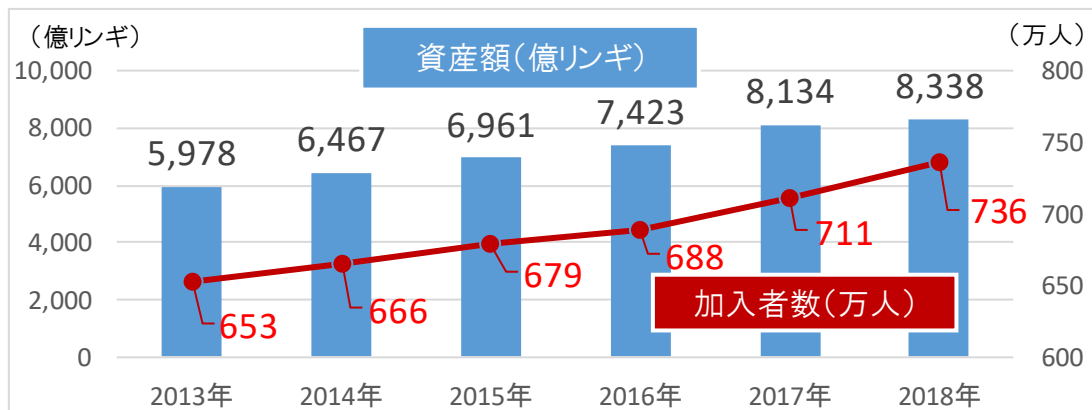
EPFは、確定拠出型の積立基金で、拠出された積立金に運用益を加算した金額が一括または毎月均等払いで支払われます。

加入対象者は、民間企業で働く従業員を対象として企業規模や労働時間に関係なく強制加入となります。自営業者や家事使用

人、外国人労働者等は任意で加入することができます。途中で転職した場合は、EPF番号が転職先に引き継がれ、積立資産が引き継がれます。2018年のEPFの加入者数は736万人、事業主数は50.7万社、資産額は

8,338億リンギ（約20.5兆円）に増加しています（図表1）。マレーシアの全労働人口1,528万人（2018年）のうち、公務部門労働者を除いた民間労働者のEPFへの加入割合は52.3%程度と推定されます。

（図表4）EPFの加入者数と資産残高の推移（2013～2018年）



出所：KWSP（EPF）「ANNUAL REPORT」（2013～2018）より筆者作成

## （2）口座の管理方法

EPFの拠出金は個人毎に、「勘定Ⅰ」と「勘定Ⅱ」の2つの個人貯蓄口座で管理されます。「勘定Ⅰ」は、60歳以降の老齢保障を目的とし、拠出金の70%が積み立てられます。55歳まで引き出しができず、55歳または退職時に積立金と運用益の合計額を①一時払い、②毎月均等払い、③両方の組み合わせから選択します。

「勘定Ⅱ」は、住宅の購入や子どもの教育費、医療費を目的として拠出金の30%が積み立てられ、これらの使用目的範囲内であればいつでも引き出すことが可能です。また、50歳になれば目的範囲外での引き出しも可能となります（図表5）。

「勘定Ⅱ」は、住宅の購入や子どもの教育費、医療費を目的として拠出金の30%が積み立てられ、これらの使用目的範囲内であればいつでも引き出すことが可能です。また、50歳になれば目的範囲外での引き出しも可能となります（図表5）。

（図表5）EPFの口座管理方法

種類	目的・使用用途	備考
勘定Ⅰ	60歳以降の老齢保障を目的として拠出金の70%を積立	55歳以降受給可
勘定Ⅱ	住宅購入、教育費、医療費を目的として拠出金の30%を積立	目的内の支払いはいつでも可

出所：筆者作成

## （3）保険料率

EPFは、事業主と従業員の保険料のみで賄われ、国庫負担はありません。保険料率は

は60歳未満と60歳から75歳までの2段階の拠出率が設定されています（図表6）。

事業主は従業員よりも高い拠出率としなければならず、事業主 13%（但し従業員の月収が 5,000 リンギを超える場合は 12%）、従業員 11%とされています（2012 年 1 月以降）。定年年齢以降の 60 歳～75 歳は、事業主 6.5%（但し従業員の月収が 5,000 リンギを超える場合は 6.0%）、従業員 5.5%です。

なお、従業員の拠出分は定められた金額以上の拠出も可能で、一般の生命保険の保険料と合わせて年間 6,000 リンギまで所得控除の対象となります。事業主の拠出分は

税控除の対象給与総額の 19%までの損金算入が認められています。自営業者等の任意加入者は、50 リンギから 5,000 リンギ（約 1,230～123,000 円）の範囲内で自由に拠出額を決めることができ、毎月拠出する必要はなく、いつでも好きな時に拠出が可能です。また、自営業者等への政府補助として、本人が拠出した金額の 10%相当額（最大で年間 120 リンギ）を政府が補助する措置が取られています。外国人労働者は任意加入ですが、本人が月給の 11%、事業主が月額 5 リンギを拠出することができます。

（図表 6）EPF の保険料率（2013 年 8 月 1 日以降）

区分	年齢	月額給与	事業主(政府)	従業員・本人	合計	
被用者	強制加入	60歳未満	5,000リンギ以下	13.0%	11.0%	24.0%
		5,000リンギ超	12.0%	11.0%	23.0%	
	60～75歳	5,000リンギ以下	6.5%	5.5%	12.0%	
		5,000リンギ超	6.0%	5.5%	11.5%	
外国人労働者			5リンギ	11.00%	11.00%	
自営業者	任意加入		政府が本人拠出額の10%を補助(最大120リンギ)	50～5,000リンギ以内の任意金額	-	

出所：厚生労働省「2018 年海外情勢報告 第 2 節マレーシア (Malaysia)」より筆者作成

#### (4) 積立金の運用

EPF は、2.5%の最低保障利率が付与され、積立金の運用益は非課税です。2018 年の資産額 8,338 億リンギ（20.5 兆円）はマレーシアの名目 GDP の 1 兆 4,469 億リンギの 57.6%に相当します。資産規模は、日本の GPIF（170 兆円、2019 年 12 月末）、韓国の国民年金基金（634 兆ウォン（51 兆円）、2018 年 5 月末）に次いで、アジアでは 3 番目に大きな年金ファンドです。

EPF の資産運用は積立金の保護が第一とされ、政府関連証券（MGS）を中心の低リ

スク運用が基本方針とされてきました。しかし、最近では投資範囲の拡大が進められ、貸付（ローン）、株式、金融市場、海外債券・株式・不動産、プライベートエクイティ等への分散投資が進められています。

さらに、2011 年に通貨変動への対応として海外資産投資におけるガイドラインを策定し、為替ヘッジ政策が導入され、海外資産への投資割合は 23%まで認められています。2015 年には日本の不動産への投資も開始されました。

2018年度の投資割合は、政府関連証券(MGS)27.9%、債券・貸付(ローン)22.4%、金融市場 5.8%、国内株式 39.1%、不動産 4.8%でした(図表7)。

投資リターンはマレーシアの堅調な経済成長を反映し、近年6~7%台で推移しており、2018年は6.57%でした。

(図表7) EPFの資産運用状況(2018年)

カテゴリー	資産額(億リンギ)	実際の投資割合	政策上の資産構成割合
政府関連証券(MGS)	2,325	27.9%	51%
債券・貸付(ローン)	1,867	22.4%	
金融市場	483	5.8%	3%
国内株式	3,263	39.1%	36%
不動産	399	4.8%	10%
(合計)	8,338	100%	100%

出所：EPF「ANNUAL REPORT 2018」より筆者作成

#### (5) 支給方法

民間企業の定年年齢は大部分の企業で55歳定年制を採用していたため、EPFの支給開始年齢も55歳でした。公務員の定年年齢が60歳へ引き上げられたことに伴い、民間企業も60歳定年を義務付ける「最少退職年齢法案」(Minimum Retirement Age Act 2012)が2013年7月1日に施行されましたが(同法施行前に55歳以上で退職しその後再就

職する者を除く)、EPFの支給開始年齢は、「勘定Ⅰ」は55歳、「勘定Ⅱ」は50歳のままとされました。

なお、加入者が死亡した場合および障害により働くことができなくなった場合は、積立資産にプラスして、死亡時に2,500リンギ、障害時に5,000リンギの付加給付金が遺族または本人に支払われます。

## 5. 新しい私的年金制度 (PRS)

EPFの加入者は民間労働者の53%程度(2018年)に留まっており、老後保障がない民間労働者が半数程度存在することになります。

政府は世界銀行の策定した「Multi-pillar Pension Framework」に基づき、「基本的社会保障政策(Pillar Zero Service)」として、2007年に「基礎貯蓄計画(Basic Saving Plan)」を策定し、55歳までに12万リンギ(約295万円)を貯蓄し、退職後には毎月700リンギ(約17千円)を平均寿命まで生活費とし

て使用できるよう個人資産の積立を推進しました。さらに、新しい積立制度として、2007年の「資本市場サービス法」(Capital Markets and Service Act 2007)に基づき、マレーシア証券委員会(The Securities Commission Malaysia)の下で、EPFを補完し証券市場の発展と個人の自助努力による老後資金の貯蓄を目的とした「民間退職年金スキーム」(以下、PRS: Private Retirement Scheme)を2012年12月に施行しました。

PRSは、18歳以上の全てのマレーシア国

民および外国人労働者が任意で加入できる確定拠出型の個人退職勘定制度で、事業主または個人が、政府証券局に認可されたPRS プロバイダーである民間金融機関と契約して口座を開設し、「民間年金管理機構」（以下、PPA：Private Pension Administrator）に登録します。PPAはPRSに関する情報を一元的に管理する機関で、PRSに関する登録情報や取引記録を管理し、民間プロバイダーの運営状況をモニタリングします。PRSへの管理手数料は低く抑えるよう指導され、PPAでの口座管理費は無料とされています。

PRSは、個人が任意で加入する他、事業主が従業員の福利厚生制度としても利用でき、事業主がPRSプロバイダーと契約を締結して事業主が拠出することや、事業主と従業員が合わせて拠出することが可能です。いつでも自由に拠出でき、本人拠出は年間3,000リンギ（約73,800円）まで所得控除の対象となり、運用益も非課税です。事業主拠出分は、税控除対象給与総額の19%までが損金として認められます。

PRSプロバイダーは、株式・債券・預金・投資信託・不動産などのリスク・リターン特性の異なる複数のタイプの投資商品を用

意し、加入者はその中から自分で自由に投資商品を選択して運用を行い、投資商品のスイッチング（預け替え）はいつでも可能です。自ら運用商品を選択する場合、複数のプロバイダーで運用することも可能でプロバイダー間の資産の移換も可能です。自ら商品選択をしなかった場合には、年齢に応じたデフォルトファンドで運用されます。デフォルトファンドには、年齢に応じて自動的にリスク許容度を変化させる「グライド・パス（Grade Path）」機能が付いています。

個人口座は2つに分かれ、拠出金の70%がA口座（sub-account A）に拠出され、55歳に達するか完全障害者になった場合または海外に移住した場合以外は引き出せません。残りの30%はB口座（sub-account B）に拠出され、年1回引き出すことができますが、中途引き出しの際には8%のペナルティ課税がなされます。なお、B口座からの引き出しについて、医療費（本人および家族）および自らの住宅の購入の場合はペナルティ課税が免除されます（図表8）。

55歳以降は、非課税で一括または分割での受け取りができ、加入者が死亡した場合には、遺族に積立金が支払われます。

（図表8）PRSの積立金口座管理方法

種類	目的・使用用途	引き出し要件
A口座	老齢保障を目的、拠出金の70%を積み立て	55歳以降、海外移住時引き出し可
B口座	拠出金の30%を積み立て	年1回引き出し可（但し8%課税）

出所：マレーシア証券委員会（The Securities Commission Malaysia）資料より筆者作成

現在、政府証券局に認可されているPRSプロバイダーは全部で8社で、国内系5社と外資系3社です。外資系では、AIAペン

ション&アセット・マネージメント（香港）、マニユライフ・インベストメント・マネージメント（カナダ）、プリンシパル・アセッ



ト・マネージメント（米国）が認可されています（図表9）。

なお、マレーシアでは、外国資本100%での会社設立が認められています。

（図表9）PRSのプロバイダー8社（2020年）

PRSプロバイダー会社名		投資商品数
国内系	Affin Hwang Asset Management Berhad	5
	Am Funds Management Berhad	9
	Kenanga Investors Berhad	7
	Public Mutual Berhad	9
	RHB Asset Management Sdn. Bhd.	5
外資系	AIA Pension and Asset Management Sdn. Bhd.	4
	Manulife Investment Management (M) Berhad	8
	Principal Asset Management Berhad (In alliance with CIMB)	10
（合計）		57

（注）Berhad(Bhd)とは、マレーシアにおける株式公開会社、Sdn Berhadとは株式非公開会社を意味する（出所）PRS Providers (<http://www.ppa.my/prs-providers/>) より筆者作成

マレーシア証券委員会へのヒアリングによると、PRSは、公務部門と比較して老後所得保障機能が十分でない民間部門の労働者と自営業者の年金制度を充実させると共に、マレーシアの証券市場を発展させようとする意図が含まれているとのこと。

マレーシアは、GDPの拡大や貿易黒字など経済状況が好調な一方、今後、出生率の低下と高齢化率の上昇が進んでいくことが見込まれています。公務部門での老後所得

保障機能が十分であるのに対し、民間部門労働者や自営業者等などの老後所得保障が十分ではなく、社会保障制度の整備・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。私的年金の推進策としてPRSの動向が注目されます。

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。

#### <主な参考文献>

- ・厚生労働省（2018）「2018年海外情勢報告 第2節マレーシア（Malaysia）」
- ・公益財団法人国際労働財団（2016）「マレーシアの基本情報」
- ・菅谷和宏（2018）「マレーシアの年金制度」『年金と経済』Vol.37 №2, 年金シニアプラン総合研究機構
- ・独立行政法人労働政策研究・研修機構（2018）「基礎情報 マレーシア」
- ・独立行政法人労働政策研究・研修機構（2017）「データブック国際労働比較2017」
- ・JPA\_HP（2020）(<http://www.jpa.gov.my/>)
- ・EPF（2018）「Annual Report 2018」
- ・PPA\_HP（2020）(<http://www.ppa.my/prs>)
- ・PRS（2016）「Annual Report 2016」(<http://www.ppa.my/prs/about-prs/overview/>)

<コラム>アドリブ経済時評

「事実と科学」のクオモ知事

新型コロナウイルスでは世界の感染者が1千6百万人、死者64万人になって、アメリカの状況がますます悪い。1日の感染者数が5月終わりには2万人を割っていたのが、6月下旬から再び増加し7月に入ってから6万人を超える日が多い。

そうした中、ニューヨーク州の健闘が素晴らしく、国とは逆行して収束の気配すらあるがそのリーダーがクオモ知事である。土日も休まずに毎日1時間もの会見で分かりやすく市民に語りかけ、大統領にまで嘯みついて頑張っている。

彼は1957年12月生まれの62歳、民主党員で、2011年からNY州知事を務めている弁護士であるが、その彼の信念であり、しょっちゅう口にする言葉が「事実と科学」である。

毎日の会見は、データの確認(事実)→科学を基礎にした知事の見解→質疑応答の3部になっていて、最初の部分はプレゼン形式で、ウイルスの特徴、感染者数の多寡が生じる理由とか、まるで学会報告のようでもある。事実や科学は、立場の違いによらない。誰もが認めるべき、基本前提である。そこから出てくる意見はぶれることも少ないと思われる。

マスクとウイルスの大きさ(事実)

さて、「事実」とは、良くも悪くもすでに起こったことで皆に認められていることである。今回のコロナのような初めてのウイルスの場合は歴史的なはなしがでてくることも多い。

科学というのは、正しい因果関係のことであり、本来は「摂氏0度になれば水が凍る」というように証明されていること、何千回繰り返しても起こること(再現性)をいうが、人間が絡む病気や人文社会になると、ある病気での致死率は30%であるとかいうように統計や確率などを使って複雑になることも多い。

トランプ氏が、独立記念日の7月4日、ホワイトハウスで開催した式典におけるスピーチで、「感染者の99%は全く無害」と発言したとき、クオモ知事は「事実をでっちあげ、科学をでっちあげている」と述べている。信念は付度より強い。

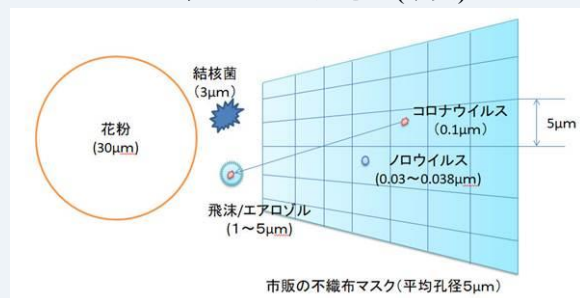
わが国では残念ながら、事実が誤って伝わりかねないデータが示されることも少なくないような気がする。

例えば、新規感染者の推移グラフが頻繁に出てくるが、PCR検査数が4月の時点と今とは5~10倍になっているというから、同じ陽性率なら激増しても何も不思議はない。人口が何十倍も違う都道府県の感染者数一覧表も、何を読み取ればいいのか分からない。

単に感染者が判明した地域が広がっているというところだけを国民の感情に訴えることでコロナ収束を狙ってるのでは、と勘繰りたくなってしまふのである。

国際化時代、クオモ知事をスカウトできないものか・・・。

国際化時代、クオモ知事をスカウトできないものか・・・。



2020年7月28日

元青山学院大学教授 岩井 千尋

# MEMO

---

- ▶ 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、顧問会計士・税理士等にご確認くださいませよう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。