

ヨーロッパの確定拠出年金

平成 20 年 5 月 22 日

杉田浩治

(日本証券経済研究所)

ヨーロッパの確定拠出年金

—要約—

確定拠出（Defined Contribution、略称 DC）年金について米国の状況は良く知られているが、欧州の情報は少ない。そうした中で欧州投信・投資顧問業協会が欧州の DC 年金に関するレポートを発表した。

欧州では DC 年金についての拒否反応もあるためか、本レポートはまず制度加入者にとっての DC の長短所を確定給付（Defined Benefit、略称 DB）制度と比べて整理し、DC は DB のリスクを補える面があることを示している。

また DC の投資リスクは元本確保商品の保有などにより軽減できるが、それは利益の喪失に結びつくことを指摘したうえで、過去 105 年間のデータ分析から株式の長期実質リターンが債券より安定的であることを提示して、年金積立のような長期運用にあつての株式の優位性を強調している。

さらに EU 主要国の職域年金 DC 化の状況を紹介して、その程度・様相・速度は国によって大きな差があること、今後 DC 化がすすめば保険会社より資産運用業者の役割が増すことなども述べている。

ヨーロッパの確定拠出年金

日本証券経済研究所
専門調査員 杉田浩治

はじめに

確定拠出年金について米国の状況は良く知られているが、欧州の情報は少ない。そうした中で欧州投信・投資顧問業協会(European Fund and Asset Management Association、欧州各国の投信・投資顧問業協会および有力資産運用業者で組織する団体)は、英国のシンクタンク Oxera Consulting Ltd.に委託して作成したレポート「確定拠出年金制度—職域年金制度のリスクと長所 (“Defined-Contribution Pension Schemes : Risks and Advantage for Occupational Retirement Provision”)」を去る 1 月に発表した¹。

高齢化が進む中で、勤労者の退職後の所得を如何に確保するかは欧州でも重要な政策課題となっている。そこで勤労者の退職準備資産の形成を充実することが一つの解決策として認識され、EU 財務相会議でも取り上げられているとのことである。

本レポートは関係者の政策議論に供するため、確定拠出年金制度の長短所の整理から始めて、欧州諸国の企業年金の確定拠出化の状況、過去 105 年間にわたるデータを使って検証した株式と債券のリスク・リターン特性など興味深い内容を盛り込んでいる。

欧州における確定拠出年金をめぐる議論、主要国の DC 化の実態等を知る貴重な資料であるので、そのポイントを抜粋して紹介したい。

1. 要旨

EU 諸国における企業年金は明らかに確定拠出 (DC) 型に移行しつつあるが、移行の様相・程度・速度は国によって異なっている。

人々の認識と事実の違い

DC 年金への移行は様々な批評や批判を伴いながら進んでいる。しかし、そうした批評や批判の背景にある人々の認識と経済的実態はしばしば食い違っている。少なくとも次の 3 点を強調しなければならない。

① (DC に移行すると年金が減るとの認識があるが) 拠出水準が問題なのである。

DC への移行が、総体的な年金拠出の削減を伴う場合には退職給付の低下につながる。しかし、それは DC への移行が原因である訳ではない。拠出が減れば年金給付も当然減るの

¹ <http://www.efama.org/05Home/news/dcreport>

であって、それはDB（確定給付）だろうとDCだろうと同じである。ただ（“free lunch”）の年金はないのである。

② （DCはリスクがあるとの認識があるが）あらゆる年金にリスクはある。

異なる年金制度間の基本的相違は、当事者間のリスク分担に関連している。DC制度の下では個人にとっての主たるリスクは投資リスクである（DB制度では投資リスクをスポンサーである企業主が負っている）。しかしDB制度の下では個人は別のリスクに晒されるのであって、そのリスクは過小評価されることが多い。

DC制度における投資リスクは安全資産への投資または他の機関（たとえば元本保証を提供する金融機関）へのリスク転嫁により軽減できる。しかしリスク・リターンはトレード・オフの関係にあり、上記のリスク転嫁はコストを伴う。

③ DC制度の下では、拠出金は個人口座に振り込まれ、退職後の年金を生むために長期間にわたって投資される。そして拠出金と同じであるなら退職後の富の大きさは口座の純投資実績—すなわち投資パフォーマンスの累計によって決まることになる。

したがってDC制度の核心は長期の貯蓄・投資手段であるという点にある。言い換えれば保険の要素が入っていても良いのである。保険は、企業年金が第三者（たとえば保険会社）による何らかの保証を受ける場合、あるいは年金支払を退職時において予め定めた金額で確定させる場合には明らかに選択される。しかし、如何なる保証の必要もない時に積立段階で保険が選ばれる理由は、保険と投資物件との間の基本的な商品差異によるというよりも、税制・規制・あるいは歴史的な前例にあるように思われる。

DC制度における長期積立プランという特徴に鑑みると、積立段階における重要な機能は投資・アドバイス機能であり、リスク管理・リターンの最大化・資産分散などに必要とされる投資技術の提供である。これらの機能は（保険ではなく）資産運用者が持つ技術分野である。

投資のフレームワーク：数量分析が示す証拠

過去の資産別収益率データおよび異なる投資戦略のもとでの年金資産積立シミュレーション結果は次の事実を物語っている。

—政府債などの安全資産は、リスクは低い平均リターンも低い。代わりに年金資産積立段階で（あるいは退職の数年前まで）株式を多く保有していると、退職資産は非常に大きくなる。すなわち年金積立のような長期の投資期間を与えられた場合には、株式投資は比較的lowリスクのもとで高リターンを生む。

—最低リターンの保証を得ることは、個人にとって市場変動がもたらす「目標に達しなくなるリスク」を低減させるが、しかし同時に上昇利益の享受をも制限することになる。この得べかりし利益を失うこと—したがって退職時点における富が小さく止まってしまうというコストは、特に積立段階の全期間または殆どの期間にわたって最低保証を利用した場合に大きい。

DC年金の投資は、広範なリスク・リターン領域の中で構築することができる。DC年金の投資手段は既に市場で開発されており、それは「ライフサイクル投資法」から「個人別の資産目標額に沿った個別運用」まで多岐にわたっている。

個人のリスク選好や退職時目標資産額の以前の問題として、投資リスクを効率的に管理するために、効率的分散を可能とするような投資の枠組みが必要である。特定の資産クラスへの投資を厳しく制限するような規制は、リスク・リターンを最適化しないし、年金加入者の最良の利益に結びつかない可能性がある。これは欧州レベルの「企業退職規定に関する機関の活動と監督に関する指令」(Directive on the Activities and Supervision of Institutions for Occupational Retirement Provision(IORP))で規定する受託者責任原則の面からも問題である。

個人の責任と選択

DC年金制度は、個人に退職設計に関する責任をより多く負わせる。逆に言うと、個人が自らのニーズや選好に沿って年金を修正できる柔軟性や選択可能性の面で大きな長所がある。しかし一方で、個人が本当に正しい決定を行えるかという個人の能力についての懸念がある。

個人の能力の解決策として下記の二つの方法があり、現存するDC制度では普通、この二つがセットで採用されている。

- ①個人の選択範囲を変更または制限する→たとえば個人が選択できる投資オプションの範囲をあらかじめ決めておく、または自ら選択できない・あるいは選択する意思のない個人のためにデフォルト・オプション(受け皿となる投資対象)を決めておく方法。
- ②個人の選択能力を向上させる→たとえば情報検索ができるようにすること、投資アドバイスの提供、コンピューター・ソフトを活用した意思決定ツールの提供、広範な金融教育プログラムの実施など。

個人の意思決定能力の向上は今後も主要な政策目標となろう。

制度のガバナンスの重要性

DC年金制度は最良のガバナンスをもたらすよう構築することが可能である。DC制度のガバナンスとは、「加入者に最良の利益に沿って年金資産の保全と投資を確保する」ための仕組みとプロセスを生み出すことに関する全ての事柄である。すなわち意思決定責任の明確な分担、業務および投資機能の監視、資産配分、そして透明性とディスクロージャーなどの要素である。

現存するガバナンスの方法は国によりまたプランによりまちまちである。すべての状況にマッチする唯一の方法というものは存在しない。むしろガバナンス方策は、個々の制度の枠組み、個々のDC制度およびその設計の中から生まれ、またそれらに適合させる必要があると言えよう。

コストの問題

DC年金の費用効率を高める方法は、各基金の業務執行、資産運用、商品分売機能において規模のスケールメリットを生かすことに見出せる。特に企業レベルの年金は事務的及び商品分売面のコスト節約を通じ個人年金より高い効率を産み出すのである。こうした集団的特性があるにも拘らず、企業年金はかなり個人化された年金システムを構築することが可能である。

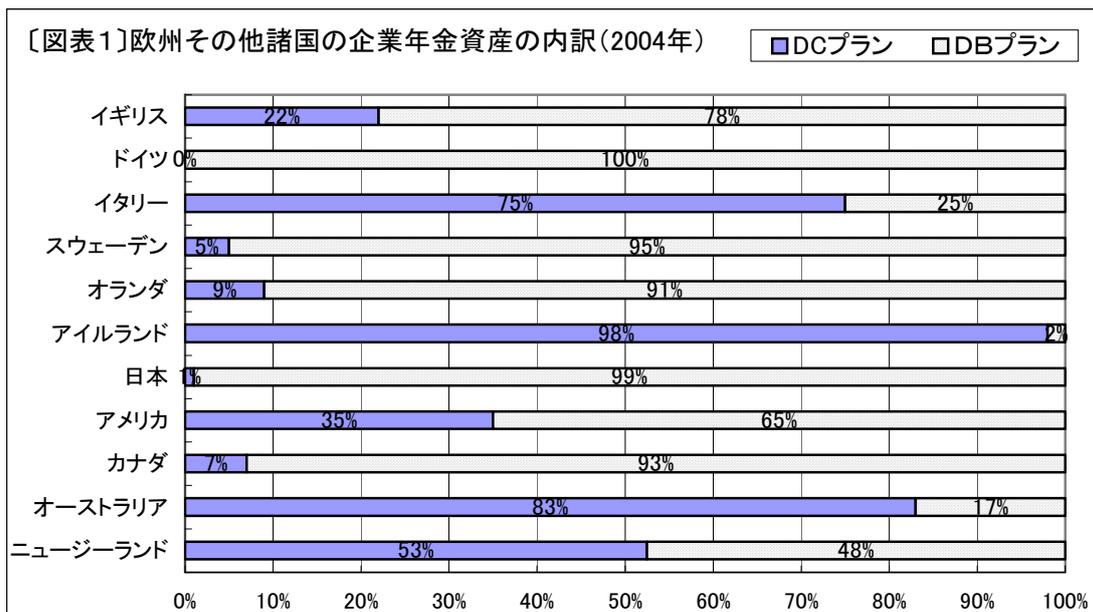
政策論議への情報提供

年金制度の効率性と全体的な適正性を促進することは引き続き重要な課題である。本レポートは、DC制度の役割についての体系的分析データを提供するとともに、個々のDCプラン加入者のリスクとメリットを明らかにすることにより、政策論議に貢献することを意図している。本レポートは、EU加盟国中の7カ国（フランス、ドイツ、イタリア、オランダ、ポーランド、スウェーデン、イギリス）におけるDC制度の成長と構造の実態を分析して、効率的な企業年金制度を確保するための鍵ともいえる4つの側面からDC制度を検証している。その4つとは、年金資産の投資の枠組み、個人の選択と意思決定を容易にするために導入された方策、制度のガバナンス、そしてコスト効率性の側面である。

2. 欧州の企業年金のDC化の実態

(1) 主要国の状況

企業年金のDC化は明らかに進んでいるが、その程度・様相は国によって大きな差がある。欧州および日・米等のDC化の状況を比較すると図表1のとおりである。



〔出所〕 OECD (2006)

(筆者注：レポートは Watson Wyatt Worldwide (2007)のデータを用いて、一部の国について 1997 年と 2006 年の DC 化率を載せている。それによると、イギリスは 4% (1997 年) →33% (2006 年)、オランダ 1%→1%、スイス 50%→54%、日本 0%→1%、アメリカ 47%→54%、カナダ 10%→19%、オーストラリア 73%→91%となっている。)

(2) 年金制度の種類と欧州諸国の採用状況

年金制度は純粋 DB と純粋 DC の間に幾つかの段階があり、図表 2 のように描くことができる。

一方の端にあるのが伝統的な純粋 (最終給与連動) DB プランであり、これは従業員の最終給与・勤務年数等に応じ給付額を保証しているものである。他方の端にあるのが純粋 DC プランで、これは給付額が拠出水準と資産の投資収益により変動するものである。実際には二つの特徴を組み合わせている年金プランが多い。

〔図表 2〕年金制度の種類

純粋 DB (最終給与連動)	平均給与連動 DB	種々の 混合型	保証付き DC	リターン目標 設定 DC	純粋 DC
-------------------	--------------	------------	------------	-----------------	-------

年金制度の変更は図表 2 に示す種類間のシフトの形で起こっている。すなわち既存の DB の再編または新しい DC 制度の導入、あるいは両者の組み合わせなどの形が採用されている。

—欧州の中ではオランダとイギリスが図抜けて企業年金が発達しており、2005 年現在、企業年金資産の GDP に対する比率はオランダが 130%、イギリスで 90%に達している。

—オランダは最終給与連動 DB から平均給与連動 DB へのシフトが顕著に起きている (1998 年には加入者の 66%が最終給与連動であったが、その比率は 2006 年には 10%に減少した)。一方、純粋 DC は未発達であるが、混合型は増えている。

—イギリスでは DB 年金を新規雇用者には適用しない、あるいは DC または混合型の要素を取り入れるなどの形で DC への転換が進んでいる。また 2001 年に新しく創設された契約ベースのステークホルダー年金が企業年金・個人年金の両面で伸びている。これは完全な DC である。

—DC への移行は法制によって促進されている面も大きい。たとえばイタリアではオープン型そしてクローズド型の年金ファンドを設立する法が導入された。これはすべて DC であり、かつての DB、DC、混合型を置き換えることとなった。その他の例としては、フランスの PERCO 制度設立、イギリスのステークホルダー年金、ポーランドの従業員年金制度などがあり、これらは全て明確な給付保証のない DC 型である。ただし、これらはオ

プションとして保証を付けることも可能であり、退職時の目標額設定投資プランへ投資することもできる。

—DC への移行は一方で法規制により制限されている場合もある。たとえばドイツでは年金スポンサー企業は、少なくとも制度への拠出額水準を保証することが義務付けられている。したがって純粋の DC プラン採用は不可能であり、最大限できることは最低保証付の DC タイプ制度である。

—企業主の最低保証により投資リスクの一部を負担する代わりに、あるいはそれに加えてそのリスクを金融機関に転嫁する取り決めも可能である。保険会社が運営する企業年金は最低リターン保証付である場合が多い。これは DC プランである。何故ならリターンの下方リスクを（そして値上がり利益をも）抑えるけれどもパフォーマンスは依然として投資実績により変動するからである。

—スウェーデンやポーランドでは、DC への移行が年金の 1 階部分への強制拠出制度の導入によって明示されている。これは個人に対し給与の一定部分を DC 方式で資産蓄積する個人口座へ拠出することを義務付けるものである。イギリスでも強制的個人口座制度を導入する計画がある。

—DC 年金への移行は資産運用業者をふくむ金融仲介業者の役割を変貌させる。資産運用業者は DB 年金の場合と同様に伝統的役割を果たし、またスポンサーあるいは統治機関の指示のもとに投資・アドバイスという中核機能を遂行することができる。加えて資産運用業者は商品の提供者としての重要な役割を担うこともできるのである。したがって資産運用業者は、次のことができる。

—スポンサーまたは統治機関の指示および委託により行動する外部資産運用者の役割。そして、あるいは (and/or)

—企業年金に対する商品供給者の役割。これには年金資金の投資対象である公募および私募ファンドの設定、複数商品のパッケージングが含まれる。そしてこれら商品は種々の年金商品または組み合わせ商品に取り入れる形で供給することもできるし、保険会社など他の業者が運営する年金サービス制度を通じて間接的に販売することもできる。また一方で資産運用業者は、商品を企業年金の事務管理など他のサービスとセットにして企業主あるいは従業員に販売することもできる。

資産運用業者が DC 年金に直接販売する例としてはイタリアのオープン年金、フランスの PERCO のケースがあり、これらの場合、資産運用業者は商品提供に加え、個人口座の管理者にもなっている。

—契約にもとづく企業年金は保険会社が提供する場合が多い。企業年金が第三者の何らか

の保証にもとづいて運営される場合、あるいは確定年金給付をおこなう場合には、明らかに保険商品が用いられる。しかし何ら保証のない場合には、積立段階の DC 年金は個人の長期貯蓄であり投資手段であってそれ以上のものではない。したがって保険である必要はない。積立段階でも保険が利用されることはあるが、その理由は税、規制、前例などに関連しており、保険と投資物件との商品の相違によるものではないように思われる。

〔図表 3〕 欧州における DC 年金への移行の状況（パターン別にみた要約）

既存 DB 制度を新規加入者へは適用しない	イギリス：多くの伝統的 DB は新加入者に対してクローズド、代わりに信託または契約ベースの DC 年金を提供
	ドイツ：多くの伝統的な引当金制度を新加入者に対してクローズド
	イタリア：以前に存在していた年金ファンド（DB,DC,混合型）は新加入者に対してクローズド、代わって新しい年金ファンド（DC のみ）を導入
DB 制度から DC 制度へ再編	スウェーデン：SAF-LO（全国的なブルーカラー向け制度）が DC タイプに完全再編、ITP（全国的なホワイトカラー向け制度）の一部が既に再編済み、DC タイプが 1979 年以降生まれの勤労者向けに誕生
伝統的な引当金制度からの転換	ドイツ：伝統的な引当金制度を新加入者に対してクローズド。中小企業については保険付き報酬後払い制度を導入。大企業については信託契約を活用して簿外計上制度を導入、これは新加入者向けであり DC 型（ただし企業主の最低保証付き）が多い。
最終給与連動 DB から平均給与連動 DB および混合型への変更	オランダ：大部分の最終給与連動 DB は平均給与連動 DB および混合型（条件付 DB、「コンビネーション・混合型」、集合 DC など）へ転換
法規制にもとづき新しい DC 制度を導入	フランス：PERCO および PERCOI（2003 年から）
	イギリス：ステークホルダー年金（2001 年から）
	ポーランド：従業員年金プラン（1999 年から）
企業年金に関する新法実施	イタリア：新しいクローズドおよびオープン年金ファンドを設立、TFR は 2007 年 6 月までに上記の新年金へ転換
強制拠出個人口座の導入	スウェーデン：700 本のファンドから選べる全国民共通に近い PPM を導入（2003 年から）
	ポーランド：15 のオープン年金ファンドから選べ、労働人口の半分以上をカバーする強制拠出制度を導入（1999 年から）

〔出所〕 Oxera

3. DC年金のリスクと長所

—DC制度についての批判の多くは、異なる年金制度を比較するにあたって全体像を見ることなく特定の問題点だけを取り上げている。DC制度は多くの長所を持っており、それはDCとDBの経済的特性を比較した多くの学術研究によっても明らかにされている。

—もしDCへの移行が拠出総額の減少を伴うならば、退職時の年金資産が低くなるのは当然であり、それはDC年金それ自体の問題ではない。

すなわち年金制度にフリーランチはないのであって、異なる年金制度を比較するときは、一定の年金コスト、すなわち同一の総拠出額のもとで比較すべきであることは当然である。

【図表4】年金制度への拠出率(給与に対する%)—イギリスの2005年の例

年金の規模 (加入者数)	DB制度			DC制度		
	加入者	企業主	合計	加入者	企業主	合計
10,000人以上	4.0	16.5	20.5	2.8	6.8	9.6
5,000~9,999	4.7	16.9	21.6	1.7	6.5	8.2
1,000~4,999	5.1	13.2	18.3	3.0	5.0	8.0
100~999	5.0	15.7	20.7	3.1	6.2	9.4
12~99	4.3	19.8	24.1	3.9	5.9	9.8

〔出所〕GAD(2006)

—DBとDCの基本的相違は、関係者間のリスク負担の違いにある。DCプラン加入者の主たるリスクは投資パフォーマンスであり、確定拠出金のもとでどのくらい資産を蓄積できるかは、金融市場の動きと投資選択次第である。DBプランにおいてはこのリスクは企業主が負担し、企業主は投資実績に応じ拠出水準を変更しなければならない。

—DCプランは投資リスクを個人に負わせるが、個人にとってDBプランよりもリスクが大きいとは必ずしも言えないし、DBプランはリスクはないとも言えない。何故ならDBプランのもとでは個人は他の種類のリスクに曝されるからであり、DBプランの危険性はしばしば過小に見積もられている。

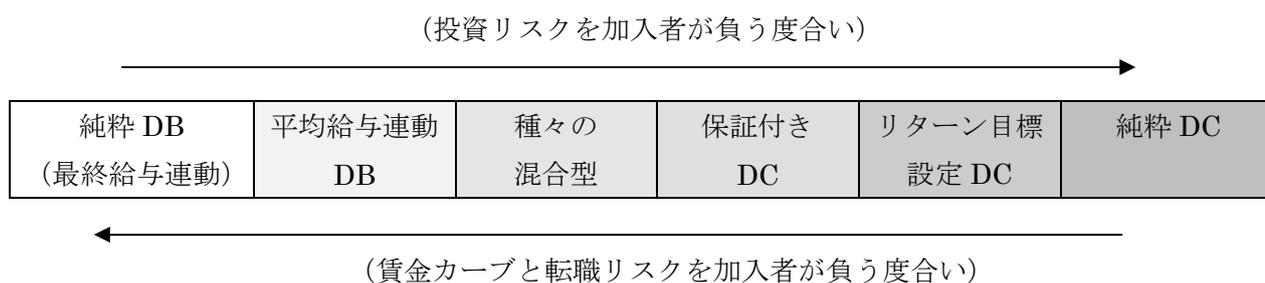
—DBプランのもとでは、給付額が最終年度の給与に連動するので、従業員は賃金の変化および転職に関するリスクに曝される。一方、DCプランは拠出額が生涯賃金を反映すると共に、受給権の持ち運び可能性（ポータビリティ）が大きい。したがって職業の流動性が高まるにつれ（拠出と給付の相対関係からみて）DCの価値が高まることになる。また企業主が事後的に給付を削減する（たとえば企業倒産の場合）リスクを考えるとDCの相対的価値はさらに大きい。

—DCプランはまた、個人が年金資産の支配権を持っていて、各人のニーズや選好に応じて柔軟性や選択自由度を持つという点でも優れている。反対にDBプランは個人に対して後払い生涯年金の形でのみ年金を蓄積することを要求するので、個人のリスク・リターン選択を制約している。

〔図表 5〕 DB 制度と DC 制度の積立段階におけるリスクの種類と分担

	DB	DC
投資リスク	スポンサー負担、間接的にリスクは加入者の生年別グループ間で分担される場合がある。	加入者負担、ただしコントロール可能。
長生きリスク	スポンサー負担、間接的にリスクは加入者の生年別グループ間で分担される場合がある。	加入者負担。保険会社の終身年金への加入で移転可能（年金転換リスク有り）。
賃金カーブリスク (勤続年数が長くなってから賃金が上昇するメリットを取れないリスク)	加入者負担。	リスクは少ない、なぜなら拠出は加入者による拠出に基づくので生涯賃金に依存する。
転職リスク	加入者負担。	DC はポータビリティが有るのでリスクは少ない
勤務先倒産リスク	(リスクとコストが第三者に転嫁される保険制度がなければ) 加入者負担。	(年金資産を自社株に投資していなければ) 加入者のリスクなし。加入者の資産が分別・安全に管理されていれば年金提供者の倒産リスクもない。

〔図表 6〕 年金制度の種類とリスク負担の関係



4. 投資リスクを管理する方法

- DC 年金への移行は投資リスクを加入者に転嫁する結果を生む。投資リスクは①安全資産への投資、または②リスクの第三者への移転（DB プランにあっては企業主であったが、DC プランにあっては保証を提供する金融機関への移転）により軽減することができる。
- 上記①、②の両方の方法とも個人に対し投資および退職時の資産価値について一種の確実性を与える。しかし、両方ともコストがかかる。
- リスクと（平均）リターンは一般的にトレードオフの関係にあるので、リスクの減少は通常（平均）リターンの減少を意味し、それは退職時の資産額に大きな影響を与える。
- 本レポートの中で示されるシミュレーションは、年金積立段階において（あるいは退職の数年前まで）ポートフォリオの中に相当程度株式を保有することにより、（長期投資により達成される比較的 low リスクのもとで）退職時の資産をかなり増大させることができることを示している。
- 株式は平均的に債券より高いリターンをもたらす、長期で見るとある時期の低リターンは別の時期の高リターンによってバランスされる。したがって保有期間が長くなればなるほど株式保有によって悪い結果をもたらす可能性は小さくなる。
- 最低リターンの保証は、個人勘定の退職資産の積立段階での得べかりし利益を失う形でのコストを負荷することになる。言い換えれば最低リターン保証は、金融市場の変動から生じる不足リスクを抑える一方で、市況上昇の利益を得る機会をも制限してしまう。このコストは積立段階の全期間にわたって保証を付けた場合に特に大きい。
- DC 年金の投資は広範なリスク・リターンの領域の中で設計することができる。資産運用者の役割は、各個人の異なるリスク選択に応じて最大のリスクリターン・パフォーマンスを実現する投資方法を開発することである。すなわち典型的ライフサイクル投資から各人の退職時目標に応じる個別設計型まで多様なプランを提供することである。したがって DC 年金投資が如何にして各個人の退職ニーズを満たすよう個別設計できるかを研究することや、新商品開発も必要となろう。
- 投資リスクを効率的に管理するためには効率的なポートフォリオ分散を可能とする骨組みが必要である。年金投資を厳格に制限する規制は、リスク・リターンが最適化されていないポートフォリオ構築を強制し、年金加入者の最良の利益をもたらさない可能性がある。そうした規制は個人資産のリスク面だけを過大に重視してしまい、ポートフォリオ・レベルでは分散によりリスクを減らせる事実を無視する傾向がある。
- 投資の枠組みを制限することは、「企業退職規定に関する機関の活動と監督に関する指令」（Directive on the Activities and Supervision of Institutions for Occupational Retirement Provision(IORP)）の実施を通じて、欧州レベルで支持されている受託

者責任原則にも抵触することになる。受託者責任原則の下で認められる制限はスポンサー企業の発行証券など特定の分野への投資制限である。

〔参考—株式と債券のリスク・リターンの関係（105年間のデータ分析から）〕

① 株式のリスクプレミアム

図表7は欧州6カ国と世界全体について1900年から2005年に至る105年間の株式と債券（政府債）の物価上昇修正後の年平均実質リターンと、その振れ具合を示している。

平均してみると、株式の高実質リターンは高リスク（リターンの標準偏差によって計測している）を伴っていることは明らかである。反対に債券の低リスクは平均リターンが低いことを意味している。このように1年という短期のリターンでみると明らかにリスク・リターンのトレードオフ関係が見られる。

図表7はまた株式のリスクプレミアム（株式と債券の実質リターンの差、以下ERP）を示している。ERPは6カ国の間でフランスの3.9%のからスウェーデンの5.3%まで差があり、世界平均では4.1%である。ERPは投資家が債券の代わりにリスクをとる株式に投資することに対する補償リターンを表すものである。言い換えればこの105年間、投資家は債券に投資することにより年平均4%の得べかりし利益を失っていたことを示している。

〔図表7〕株式と債券の年平均収益率と標準偏差(1900-2005年、単位%)

	株式		債券		株式の超過 リターン(ERP) (A-B)
	実質リターン 平均(A)	標準偏差	実質リターン 平均(B)	標準偏差	
フランス	3.6	23.2	-0.3	13.2	3.9
ドイツ	2.9	32.6	-1.8	15.8	4.7
イタリア	2.5	29.1	-1.8	14.4	4.3
オランダ	5.3	21.3	1.3	9.5	4.0
スウェーデン	7.8	22.6	2.5	12.6	5.3
イギリス	5.5	20.0	1.4	13.9	4.1
世界全体	5.7	17.2	1.6	10.6	4.1

(注)世界全体は主要17カ国についてアメリカの投資家から見たリターン

〔出所〕Dimson, Marsh and Staunton

図表8は1950年から2000年までについて10年ごとに区切った期間、2000年から2006年、および1950年から2006年まで通算56年間の年平均ERPを示している。10年ごとの期間の殆どのケースについて殆どの国で、また56年通算では全ての国で株式のリターンが勝っており、1950年から2006年の世界平均では年平均ERPは4.4%であった。

2000年から2006年の期間は、その初期に株価急落に見舞われ、ERPはマイナスであった。債券リターン控除前の株式実質リターンそのものも(-)1.2%であった。しかし後に議

論するように一時的な振れは長期の時間軸では均されて株式実質リターンは1990年～2006年では年平均4.4%、1980年～2006年では7.8%となった。

〔図表8〕株式の債券に対する年平均超過収益率(1950-2006、単位%)

	1950-60	1960-70	1970-80	1980-90	1990-2000	2000-06	1950-2006
フランス	13.8	-0.9	-2.8	6.2	3.4	-8.8	2.4
ドイツ	27.5	0.8	-4.4	9.3	4.0	-10.2	4.9
イタリア	17.0	-0.8	-7.2	11.9	-3.1	-5.9	2.1
オランダ	17.2	6.4	-1.7	10.4	11.1	-10.9	6.2
スウェーデン	15.8	4.3	0.6	19.0	3.6	-6.8	6.7
イギリス	16.4	8.1	3.1	7.3	1.7	-4.8	5.8
世界全体	18.5	4.8	-0.7	6.6	1.1	-6.9	4.4

(注)世界全体は主要17カ国についてアメリカの投資家から見たリターン

〔出所〕Dimson, Marsh and Staunton

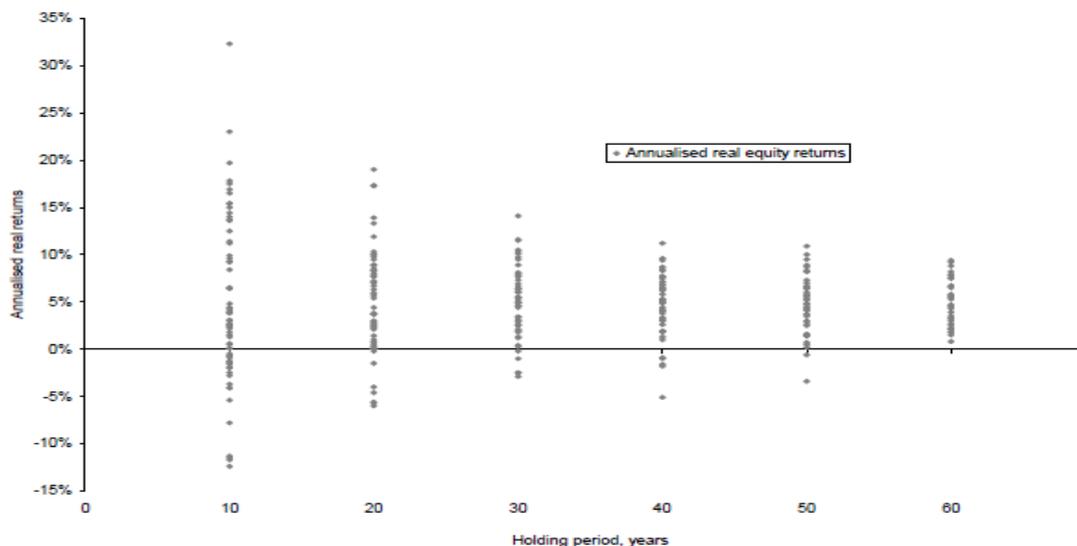
② 投資期間との関係

投資期間の長さは異なる資産のリスク・リターンに大きな影響を与える。年金積立資産は保有期間が40年以上にも及ぶので期間の要素は特に重要である。

図表9は株式について、投資期間別の実質リターンのばらつき具合を示している。これは1900年から2006年までの期間を対象に、10年間から60年間まで10年間単位で区切った保有期間ごとに、フランス、ドイツ、イタリア、オランダ、スウェーデン、イギリスの6カ国の株式の実質リターンをプロットしたものである。たとえば保有期間10年について言えば、1900年～1910年、1910年～1920年、・・・と取っていき、2000年～2006年のケースまで、それぞれ6カ国の数字をプロットしている。10年については重なる期間はないが、20年以上については1900年～1920年、1910年から1930年というように重なる期間が用いられている。

図表9に見るとおり、保有期間10年の場合には年平均実質リターンは-12.4%から32.3%の間でばらついている、保有期間が長くなるほど、年平均実質リターンのばらつきは小さくなり、30年では-2.9%から14.1%の間に収まり、60年ではさらに小さくなる。

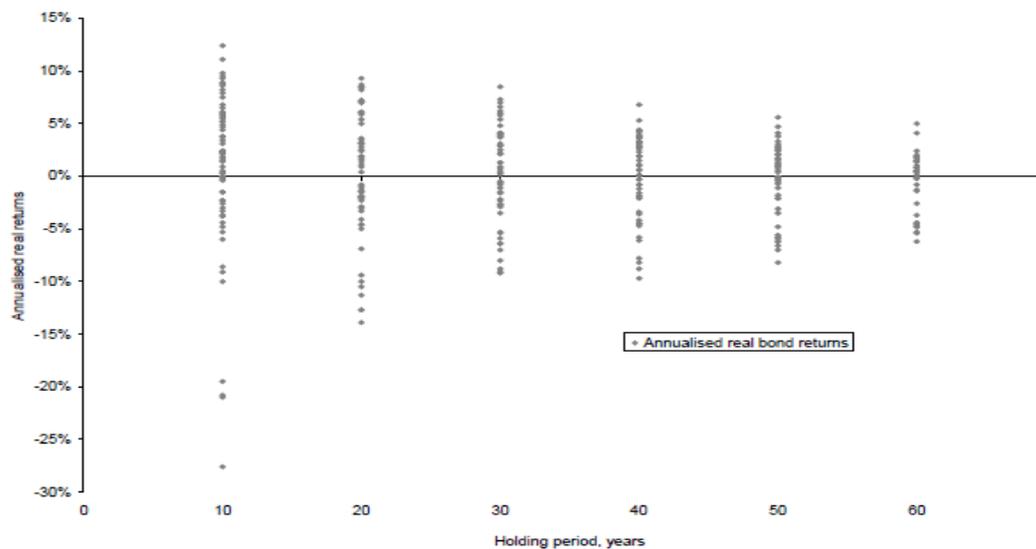
〔図表 9〕 保有期間別（横軸）に見た株式の年平均実質リターンのばらつき



〔出所〕 Dimson, E., Marsh, P. and Staunton, M. (2006), 'Global Investment Returns Yearbook 2006', ABN Amro. に基づき Oxera 作成、図表 10、11 も同じ。

図表 10 は債券についての同様のデータである。やはり保有期間が長くなるほど、ばらつきは小さくなるが、期間 60 年の場合でも -6.2% のケースがある。

〔図表 10〕 保有期間別（横軸）に見た債券の年平均実質リターンのばらつき

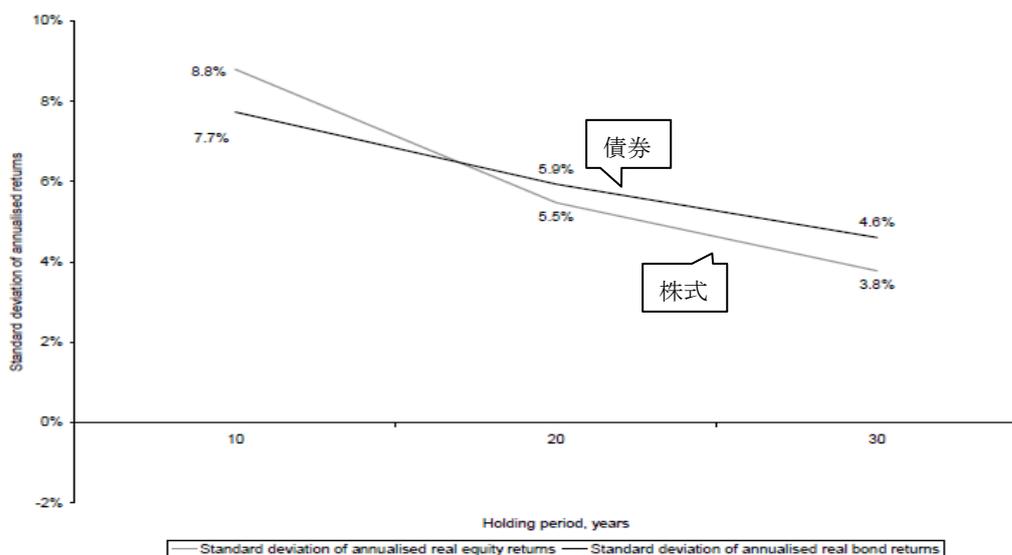


次に図表 11 は、保有期間別に株式と債券のリターンのばらつき（標準偏差）を比較している。期間が長くなるほど両者とも標準偏差は小さくなる。期間 10 年では株式の実質リターンの標準偏差は 8.8% で、債券の方が 7.7% と低い。しかし 20 年以上では債券の標準偏差

の方が高くなる。たとえば期間 30 年では株式の標準偏差は 3.8%で債券のそれは 4.6% である。

以上のように歴史的に年平均実質リターンのばらつき（標準偏差）でリスクを計測した場合、期間 20 年以上では、株式の方が債券よりリスクが小さいことが分かる。

〔図表 11〕 保有期間別に見た株式と債券の年平均実質リターンの標準偏差



(注意) 債券の実質リターンはインフレの影響を直接的に受けていることを断っておく。すなわち債券の実質リターンが低いことは予期せざる高インフレのせいかもしれないし、債券の実質リターンの高ボラティリティは予期せざるインフレ率の大変化によっているのかもしれない。将来、インフレ率が低位で安定すれば債券の魅力がないとは言えない。加えてインフレ連動政府債も存在している。また債券リターンは毎年の価格変化を織り込んだデータを見ており、満期まで保有すればリスクが低下することは考慮に入れていない。

しかしながら結論的に言えることは、

- ① 株式と債券の年平均実質リターンは短期より長期の方が安定する、
- ② 株式の年平均実質リターンは長期の場合、債券より安定的であったということである。

5. 個人の選択：問題点と現存する解決策

省略（要旨は 4 頁「個人の責任と選択」に記載）

6. 年金制度のガバナンス

省略（要旨は 4 頁「制度のガバナンスの重要性」に記載）

7. 年金のコスト

省略（要旨は 5 頁「コストの問題」に記載）

(付録) 国別の確定拠出年金化の状況

(1) イギリス

職域年金および私的年金はイギリスでは相対的に重要である。すなわち職域年金および私的年金は退職後所得の30%を占め、被雇用者の43%は職域年金に拠出している。

職域年金には二つのタイプがある。信託に基づく制度と契約に基づく制度である。後者にはグループ個人年金とステークホルダー年金制度が含まれる。

—信託型プラン

信託法のもとで、1人または複数の雇用者によって被雇用者の利益のために設立される職域年金制度である。公務員年金と企業年金とがあり、公務員年金はすべてDBタイプで内容は法によって規定されている。本レポートは企業年金に焦点を当てている。

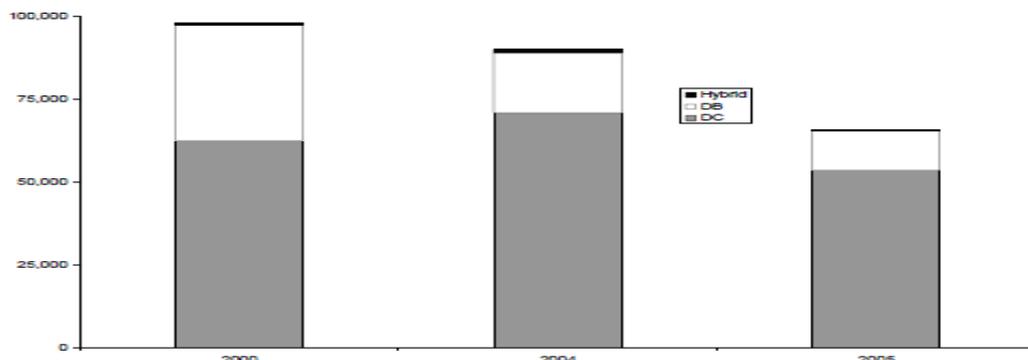
GAD(Government Actuary Department)によれば2004年現在、約500万人が公務員年金および企業年金制度の加入者となっている。

GADによれば2005年現在で66,000の民間の職域年金プラン(=企業年金プラン)があり(清算中のものを含めれば69,000)、その約80%は加入者数が12人未満である。また400プランは複数企業主が共同設立したものである。一般的に言えば規模が大きいプランはDB型またはハイブリッド型であり(2005年現在で、加入者数5,000人超のプランの86%はDBまたはハイブリッドである)、一方、小規模プランは大部分がDCタイプである(2005年現在、加入者数12人未満のプランのうち91%にあたる48,000プランはDCである)。

図表12は信託型の職域年金プランの数について二つの傾向があることを示している。第一に民間の企業年金プランの数は減少傾向にある(2000年の約98,000から2005年には66,000に減少)ことである。なお加入者数で見ると減少傾向はもっと著しく、1991年の650万人から2004年には480万人に減っている。第二にDC型プラン数が増加しており、そのシェアは2000年の64%から2005年に81%に高まっている。DC型の成長は主に小規模企業による採用増によっている。なお民間企業年金の加入者数で見ると、DC型のシェアが2000年の16%から2005年には22%に高まっている。

〔図表12〕 イギリスの信託型企業年金プラン数のタイプ別内訳、2000～05年

(注) 棒グラフの下からDC,DB,ハイブリッド



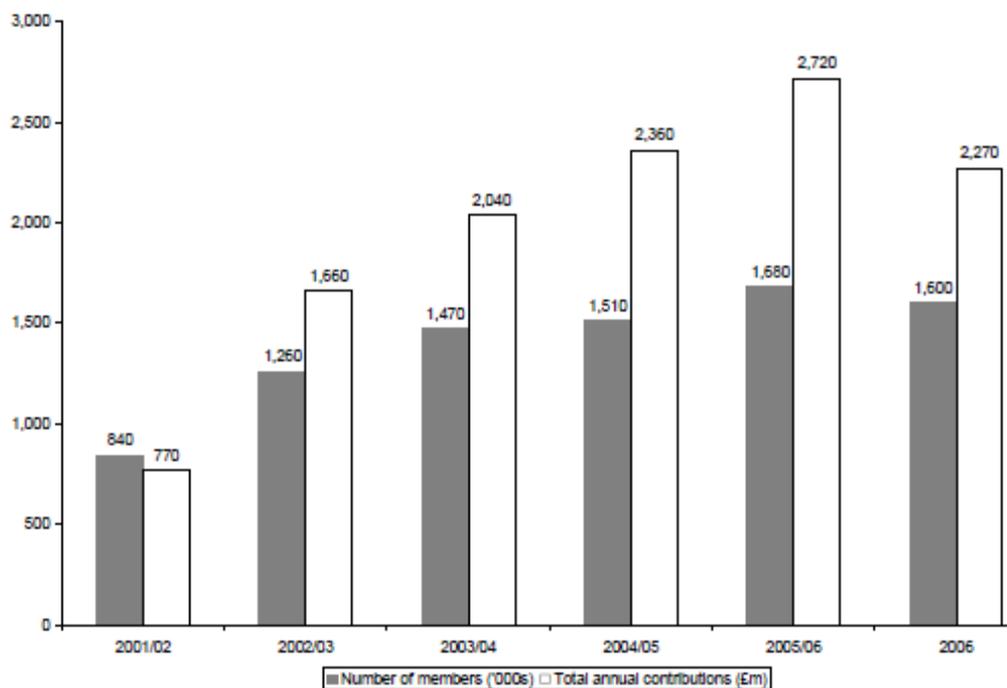
—契約型プラン

ステークホルダー年金は2001年4月6日にスタートした。大部分が保険会社によって運営されており、企業主とプロバイダー（保険会社など）の間の契約に基づいている。ステークホルダー年金はすべてDC型である、2007年3月現在、45のプランが登録されている。

図表13はステークホルダー年金の加入者数および年間拠出額の推移を示している。当初は、企業主が信託型を閉鎖して契約型に転換したことによりステークホルダー年金が成長したが、最近、転換はスローダウンし（転換に伴う旧資産の取り扱いの難しさ、転換がプラン加入者の最良の利益になるかについての受託者の懸念などによる）、代わりに新規プランの設立による増加が目立っている。特にステークホルダー年金は小企業や、特殊分野（プロのサービス業など）の企業に人気がある。

〔図表13〕 イギリスのステークホルダー年金の加入者数と年間拠出額

（注）網掛け棒が加入者数（千人）、白い棒が年間拠出額（百万ポンド）、2006年は9月までの数字



イギリスの年金市場におけるDC化は、個人が2012年から積立てる強制的個人口座の導入によって加速する。このプランのもとでは、従業員は自動的にプランに加入し、給与の最低4%を支払い、企業主および政府から併せて個人拠出額と同額のマッチング拠出を受ける。個人口座の投資については、運用方法を選択しなかった従業員向けのデフォルト・ファンドの提供を含めて個人の選択が可能となる。

(2) フランス

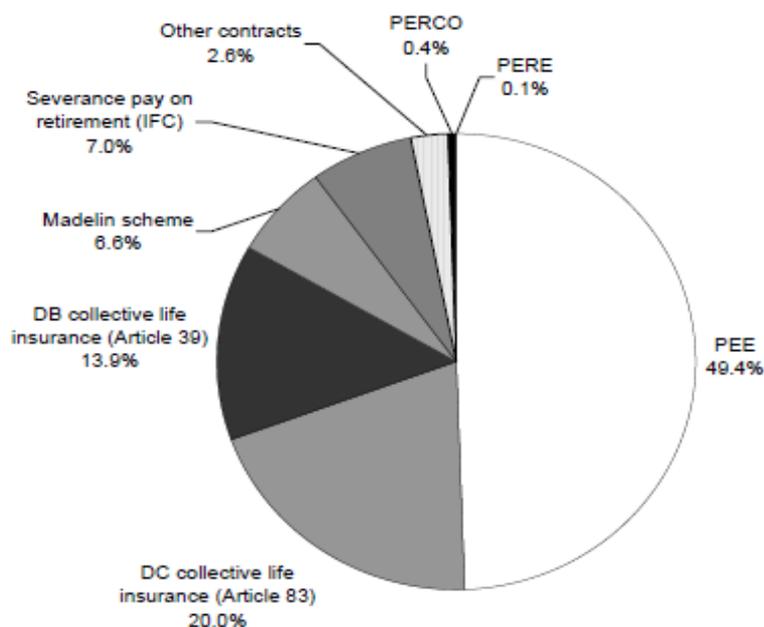
年金制度における第二の柱としての企業年金市場はまだ相対的に小さい。その理由は国家年金が手厚いことと、AGIRC-ARCCO（被雇用者対象の法定上乘せ年金）など法定賦課年金の存在にある。企業年金の主たるタイプは保険付終身年金と企業の貯蓄プランである。一保険付企業年金はDBプラン(法 39 条プラン) と集会的 DCプラン(法 83 条プラン) から成り、優遇税制がある故に特に役員など高給取りに人気がある。

一企業貯蓄プランは、主に PEE (Plans d'epargne enterprise) と PERCO (Plans d'epargne retraite collectif) から成っている。1967 年にスタートした PEE は短期の貯蓄プランであり、年金類似商品と見られている。これは従業員が年間純収入の 25%以内の金額を投資できるもので、対象は投信または株式、投資期間は 5 年以上である。

2003 年に Fillon Law によって創設された PERCO は PEE と似ているが、退職時まで投資するものである（早期引き出しも可能）。

図表 14 は 2005 年末現在の企業年金資産総額 1,400 億ユーロのタイプ別内訳を示している。PEE が最も大きく 49.4% を占め、集会的生保プラン（DC、DB 併せて 34%）が続いている。PERCO は発足後日が浅いことから金額はまだ小さい。

〔図表 14〕 フランスの企業年金資産の内訳



本レポートは PERCO 制度（および複数企業向け PERCO である PERCOI）に焦点を当てる。何故なら 2006 年末までに 37,000 社以上（パリ取引所 CAC40 株価指数採用銘柄の

約半分を含む) が採用するなど成長が著しいからである。PERCO は巨大な任意型企業年金に成長する潜在性があると見られている (特に、国家年金の手厚さがこれから更に減退することを考慮すると PERCO の成長性は高い)。

図表 15 は 2003 年 8 月に PERCO が創設されて以来の成長を示している。

〔図表15〕フランスPERCOの成長(2004-06)

	2004年末	2005年末	2006年末	2007年6月末
PERCO資産額 (百万ユーロ)	77	329	761	1,210
PERCO採用会社数	4,134	23,200	37,359	45,346
PERCO加入 従業員数	n/a	100,576	201,367	286,350

〔出所〕 AFG (2007), 'PERCO: multiplication par plus de deux des encours et du nombre d'adhérents en 2006', press release, February 28th. AFG (2007b), 'Le PERCO confirme son succès', press release, September 12th. Direction de la Recherche des Études de l'Évaluation et des Statistiques(2006)

PERCO は、労組代表との交渉を経て 1 企業または複数企業内に導入される。一旦導入されれば当該企業の全従業員に提供されなければならない。しかし従業員にとっては加入は任意である。PERCO は 120 万人以上の従業員をカバーしているが、実際に稼働している (拠出金を支払い、投資の意思決定をしている) 従業員は 2006 年末現在で約 20 万人に過ぎなかった。PERCO の総資産は 2007 年 6 月末現在で 12.1 億ユーロであったが、その 46% が株式に、27% が債券に、27% が短期資産に投資されていた。

PERCO 資産は少なくとも三つの、異なる投資特性を持つ投信 (FCPE s) に投資可能であり、それぞれのファンドにおいて自社株投資は 5% 以下に制限されている。また FCPE *solidaire* と呼ばれる集合投資ファンドも提供されなければならない。会社と労組代表が資産運用会社 (複数も可)、事務代行者、個別口座の保管人を選択するが、事務代行者・保管人は資産運用会社の兼任も可能である。制度の監視・ガバナンス機能は従業員代表から構成される FCPE の監視評議会によって遂行される。

会社および従業員の拠出額は当初の会社と労組の交渉によって決定される。拠出は次の形を取ることができ、大きな税優遇措置がある。

- ・会社の利益分配制度から従業員へ支払われる金額
- ・従業員拠出 (年収の 25% まで)
- ・PEE からの資産移管
- ・会社からの追加的任意拠出 (従業員拠出額の 3 倍以内でかつ年間 4,600 ユーロ以下)

従業員は PERCO に蓄積された資産を、退職時に年金保険、または及び (and/or) 一括払いの形で受け取る。PERCO 資産の早期引き出しは、主たる居住用住宅の購入に当てる場合、または特別の場合 (長期失業、廃疾など) に可能である。

(3) ドイツ

ドイツの年金制度については近年多くの改革が実施されてきた。その中には2001年のリースター改革(“Riester reform”)が含まれており、これによりDCタイプ(ただし最低保証付き)企業年金の成長に拍車がかかった。

現在、ドイツの企業主は年金拠出について次の5つの形態の中から選択することが可能である。

- ・ **引当金計上(直接年金債務)** 依然として最も一般的な拠出形態であり、企業年金市場の半分以上を占めている。以前は年金債務は会社の資産全般を裏付としていたが、最近では年金目的に特別の資産勘定を設けそれを外部投資する形をとる企業が増えている(これについては後述する)。

- ・ **直接保険制度** 企業が従業員に代わって生命保険契約を結び保険料(通常、給与の一定率)を支払う形である。大部分の場合、保険料に対して一定の利率(ふつう3-4%、2004年1月1日以降の契約については2.75%)が保証されるが、退職給付にあたっては利益分配およびボーナスが加算されることが多い。

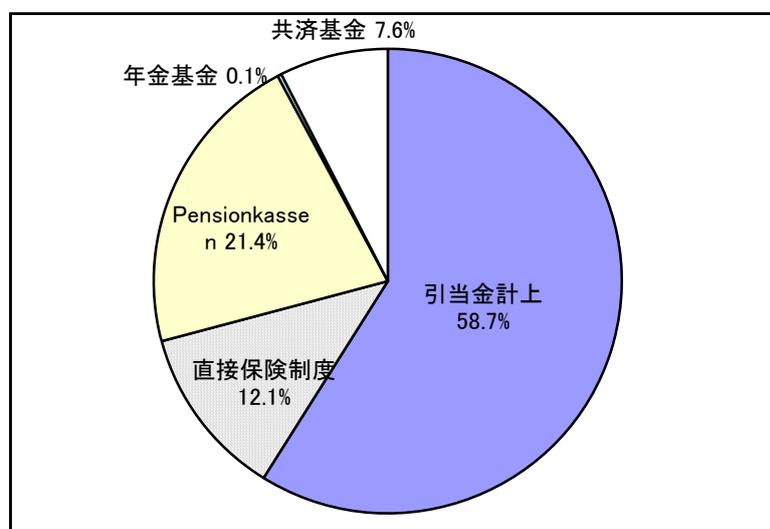
- ・ **Pensionkassen** は、1社または数社の年金債務に適応するために相互保険組合または共同保険会社として設立される特別保険会社である。その構造は直接保険制度と類似している。

- ・ **年金基金(pensionsfonds)** は2001年以降から利用可能となっており、1企業、金融サービス提供者、または企業主および組合によって運営される産業ベースの年金制度によって設立できる。年金基金の法的形態は共同資本株式会社(joint-stock company)または相互年金基金組合(mutual pension fund association)である。年金基金は一般的にはDCタイプであるが、最低保証付きであり、拠出額から一定の事務コストを控除した額以上を払い戻さなければならない。

- ・ **共済基金(support funds(Unterstützungskassen))** は企業から法的に分離された主体(組合形式が多く、一部に有限責任会社または財団の場合もある)である。単一企業主によって設立されるか、または複数企業によって利用される共済基金として設立される。従業員は共済基金自体に対して請求権はなく、スポンサーである企業主に対して請求権を持つ。年金債務を保険付きでカバーしている共済基金については税優遇があるので、多くはその形を採用している。共済基金は歴史的には最も古い企業年金の形であるが、市場での重要性は低下している。

図表16は総額3,661億ユーロ(2003年現在)の企業年金資産についての5形態別内訳を示しており、引当金計上が半分以上を占めている。

〔図表 16〕 ドイツの企業年金資産の内訳（2003 年現在）



〔出所〕Arbeitsgemeinschaft für betriebliche Altersversorgung (2005).

2001 年のリースター改革の後、企業年金の成長と、伝統的 DB プランから柔軟な DC タイプ制度への移行が進んでいる。しかしドイツでは純粋な DC プランは許されておらず、下記のように企業主は法的に最低年金保証を義務付けられている。

— 第5の拠出形態である年金基金の創設に加え、リースター改革はDCタイプのプラン (Beitragszusage mit Mindestleistung) を導入した。このタイプと純粋DCプランの違いは、企業主が拠出総額から一定の事務コストを差し引いた金額の給付を保証しなければならない点である。このDCタイププランは年金基金、Pensionkassenまたは直接保険契約を通じて拠出可能である。また退職時において総拠出額の支払いが保証されるならばユニット（投信）リンク保険商品の提供も可能である。

— 従業員は報酬後払い制度（報酬の一部の受け取りを年金受給と引き換えに退職時まで繰り延べる制度）に参加する法的資格を与えられた。加えて、企業年金制度、特にDCタイプのプランを魅力的にする幾つかの変更が実施された。その中には例えばPensionkassen、年金基金および直接保険への拠出額について金額制限付きであるが税の繰り延べ措置が入っている。

— 2001年改革はまた、税の恩典がついた付加的年金である個人向けリースター年金を導入した。これにより個人は完全に個人ベースで、あるいは企業主の提供する企業年金を使って付加年金を追加することが可能となった。

ドイツの企業年金制度において近年もっとも注目すべき出来事は、企業資産全般を裏付とした直接DB年金制度からの離脱が進んでいることである。企業年金を導入している中小企業の間では新規採用従業員にはDB引当金を適用せず、代わりに保険商品を通じて報酬後

払い制度を導入することが一般的に行われている。

大企業の多くは年金資産を自社のバランスシートから切り離して、信託契約(Contractual Trust Agreements, CTAs)に基づき受託者に移管している。受託者は資産を保管するが、年金債務を満たす責任は引き続き企業主にある。帳簿資産は年金基金に移管することもできるが、CTAsが依然として一般的であり、DAX指数（ドイツ株価指数）銘柄の3分の2はこの方法を採用している。

既存の年金加入者についてはDBタイプが引き続き適用されるが、新規加入者に対しては企業主はDCタイプを提供している。ただし拠出額を返還する最低保証付きである。新しいDCタイプ制度のもとで企業主は、従業員個人ごとに設定され第三者機関が管理する口座に資金を拠出する。資産をどう運用するかは従業員より企業主によって選択される傾向がある。投資はふつう保険契約でなく、スペシャルファンド（単一または少数の機関投資家向けの集合投資手段）または通常の投信への投資によって行われる。この企業年金資産の外部移転は資産運用業界に大規模かつ継続的な資金流入をもたらしている。

以上をまとめれば、法的改革および伝統的な引当金プランから外部への拠出増加などによりドイツの企業年金制度はDCタイプに移行しているということである。しかし企業主が最低保証を義務付けられていることから、現在のところ純粋なDCプランはドイツに存在しない。

最後に、年金制度の第2の柱としての企業年金ではないが、タイムアカウント(Zeitkonten)の発展と成長を指摘しておきたい。タイムアカウントはドイツ独特の制度で、従業員に対し給与（残業手当をふくむ）の一部分を個人口座に積み立てることを認める制度である。この積立資産は早期退職および退職後の付加収入として使える。タイムアカウントは報酬後払い制度として認められ、最低保証なしの純粋DCタイプの形をとることができる。この資産は企業主が選んだ少数の投資ファンドの中から従業員が選択して投資することが一般的である。

(4) スウェーデン

スウェーデンの大部分の被雇用者は、年金制度の第2の柱である職業年金によってカバーされている。この職業年金は、経営者連盟と労働者との間の全国団体協約にもとづいており、被雇用者の90%は団体協約の中に決められたいずれかの年金協約によってカバーされている。そのうち四つの大きな協約はホワイトカラー、ブルーカラー、地方政府勤務者(local government employees)、そして公務員(civil servants)のそれぞれをカバーするもので、被雇用者の80%をカバーしている。従来はDBプランが支配的であったが、近年、DCタイプへの移行傾向が顕著である。

— **SAF-LO**（スウェーデン経営者連盟（SAF）とブルーカラーのスウェーデン労働者連合（LO）との協約に基づく年金制度）は、民間ブルーカラー従業員のための統一的制度で約180万人をカバーしている。

昔はDB制度であったが、2000年（1996年制度変更後の4年間の移行期間終了時）以降、全被雇用者を対象としてDCタイプで運営されている。拠出金は保険会社での配当付き据置年金契約あるいはユニット（投信）リンク契約に払い込まれる。ユニットリンク契約が選ばれた場合、被雇用者はファンドのタイプを選ぶことができる。被雇用者が運用対象を選ばなかった場合に自動的に投資されるデフォルトオプションは、最低リターン保証付の伝統的保険であり、中央年金コーディネーター（central pension coordinator）が複数の保険会社を市場から選択する。

— **ITP**（スウェーデン経営者連盟（SAF）とホワイトカラーの労働組合（PTK）との協約に基づく職員退職年金制度）は、民間ホワイトカラーのための統一的制度で約150万人をカバーしている。これは労働力人口の約3分の1にあたる。

ITPもかつてはDBプランであった。それは給与の5-7%を拠出し、加えて特別早期退職DCプラン（ITPK）へ給与の2%を拠出できること、超高額所得者については脱退も可能というオプションが付いていた。

ITPもSAF-LOと同様に最近DCタイプに転換したが、1979年以降生まれの被雇用者のみを対象にしている。その結果、若い被雇用者は今やユニット（投信）リンクおよび伝統的保険契約のどちらかを選択できる。しかし、SAF-LOが完全に選択可能であるのに対し、ITPは拠出金の50%以上を伝統的保険契約（税および経費控除前で3%の最低リターンを保証）に払い込まなければならない。SAF-LOと同様に中央年金コーディネーターが保険会社を複数選択し、個人はそこから保険会社を選ぶとともに、ユニットリンク保険契約（およびどの投信）にいくら払い込むかを選択する。デフォルトオプションは最低リターン保証付の伝統的保険契約である。

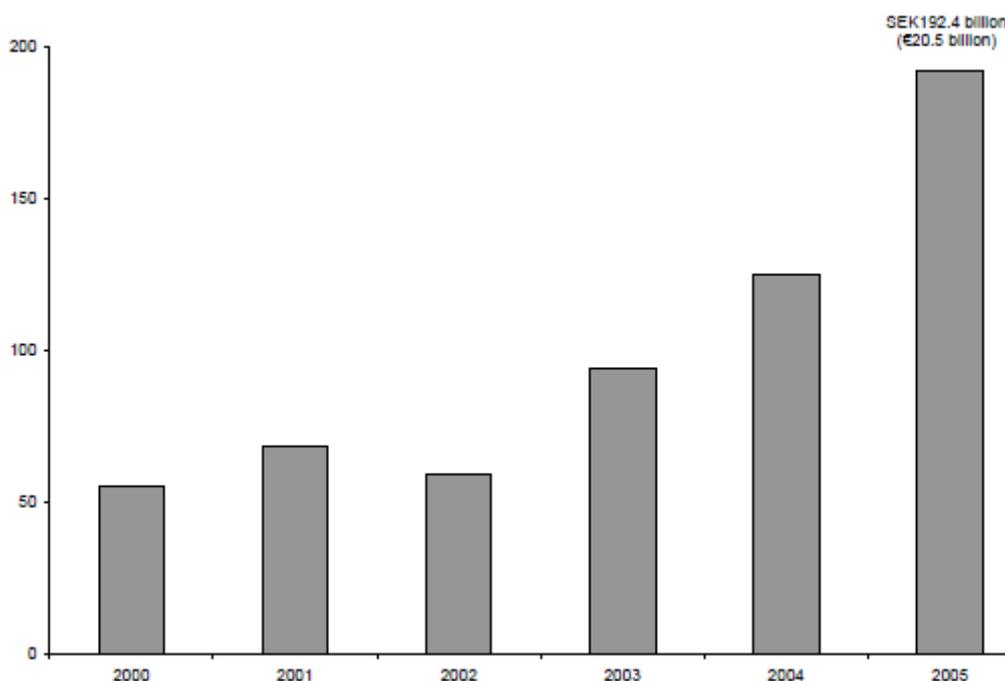
SAF-LOと同様に、この制度は純粋DCプランではない。何故ならポートフォリオの全部または一部である伝統的保険のリターン保証に加え、企業主が少なくとも拠出金額を保証しているからである。

民間部門の制度に加え、公共部門（地方政府勤務者のためのPFAと公務員のためのPA03）もSAF-LOと同様の動きをしており、DCタイプの年金給付の方向に転換するか、または受給権の一部をDC化する混合システムを導入している。

スウェーデンの年金制度のDC化は、公的年金の第2の柱であるPPM（強制的個人積立口座）への拠出金の流入および残高の増加にも示されている。1998年に導入されたPPMはPremium Pension Authorityによって監視されている。第2の柱の職域年金ではないが、

PPMのもとで個人は自分の給与の2.5%を個人口座に拠出でき、それは投資ファンドに投資される。2005年末に82の民間資産運用会社が705本のファンドを提供しており、個人はその中から5本までのファンドに投資できる。自らファンドを選択しなかった加入者の拠出金はAP7（政府によって設立された第7国家年金ファンド）によって運用される。PPMの受給権は61歳から引き出し可能で、終身年金の形で受け取るか、またはその口座残高を残して引き続き証券ファンドに投資することも可能である。PPMへは定期的に資金拠出されるので、ファンドの総資産残高は図表17のように大きく成長し、2005年末には1,924億スウェーデンクローネ（205億ユーロ）に達している。

〔図表18〕 スウェーデンのPPM資産残高（時価ベース、単位：十億スウェーデンクローネ）



〔出所〕 PPM 年次報告および Statens Offentliga Utredningar(2005)

- (5) イタリア
省略
- (6) オランダ
省略
- (7) ポーランド
省略

(以上)