

2015年1月23日

# 協働運用型 DC 制度のガバナンスとライフプラン教育

年金シニアプラン総合研究機構  
特任研究員 三木隆二郎 (CFA) \*

## 1. 確定給付年金の年金ガバナンスが注目される背景

コーポレート・ガバナンスについてはアベノミクスの成長戦略でも取り上げられ、その言葉自体が従来以上に数多くのメディアでも使われるようになった。また会社法改正に織り込まれた社外取締役導入の強化策、日本版スチュワードシップコードの作成、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）の改革や東京証券取引所ルールの強化など、コーポレート・ガバナンスへの取組みが本格的に動き出し、企業の側でも業績回復を背景に株主還元姿勢を強めたり、社外取締役の導入に動き出し、コーポレート・ガバナンスに対する社会全体の考え方に変化の兆しが表れてきた

また企業が企業価値最大化という本質的な経営目標に向かって動き出すもう一つの契機は、2014年の夏、経済産業省から出された伊藤レポートである。そこでは資本コストを上回る ROE を生み出すためには企業と投資家による高質の対話が必要であり、年金基金などアセットオーナーは投資顧問などのアセットマネジャーに対して短期主義に陥ることなく企業との対話の質を高めるべく努力すべきと提唱された。

では投資対象としての企業に対してアセットマネジャーを経由し間接的とはいえガバナンス改革を含む対話を求めるアセットオーナーとしての年金基金のガバナンスとコーポレートガバナンスとはどのような関係にあるのであろうか。

年金基金のガバナンスとは「企業価値向上にはコーポレートガバナンスの推進が有効であるという考え方を企業年金に応用したもの」（注 1）と言われるように、国際会計基準によって今や確定給付年金のパフォーマンスは母体企業の財政状態に大きな影響を及ぼす時代になっている。

本論で定義する確定給付年金の「年金ガバナンス」とは「約束した年金給付が加入者・受給権者に長期安定的に履行されることを目的として利害関係者間でリスク負担を調整した上で、取りうるリスクのもとで運用利回りを高めるよう年金基金を運営する仕組み」のことで、結果的に母体企業の企業価値向上に資するものである。

つまり「年金ガバナンス」の概念は母体から独立した組織としての「年金制度ガバナンス

ス」と「年金運用ガバナンス」という二つの要素があると解されるべきであろう。前者は確定給付年金の制度設計としての受給権付与方式や利害関係者間でのリスク負担方法など各国および各年金基金の受給権に関する考え方の相違を反映し個別性が強いが、後者は独立した企業年金としての価値増大のためにリスク許容度を設定した上でどのようにリターンを上げるかという万国共通のテーマであり、とりわけ資本市場に対する深い理解と運用についての専門性が必要とされるのが特色である。

尚、OECD が発表した年金ガバナンスのうち、議決権行使などの株主行動については株主による外部統制活動でありまた、母体企業による年金基金に対する内部統制もコーポレートガバナンスの一環と見做し本論では年金基金のガバナンスとしては論じず、受給権保護に留意した上での年金資産価値向上のためのガバナンスのみを考察の対象とする。

ではなぜ年金ガバナンスが注目されるのか、Chief Investment Officer Europe 誌 2014 年 12 月号が発表した「CIO が選んだ最も影響力のあるコンサルタント 2014 年度トップ」に選出された K アムバクシアによるとそれは「優れたガバナンスと経営品質の潜在価値は、年率 3%にも達するのではないかと考える。」(注 2) からである。

## 2. 確定拠出年金のエージェンシー問題とガバナンス

ここまでは確定給付年金の年金ガバナンスをコーポレートガバナンスとの比較で考察してきた。確かに 2012 年度末の確定給付年金の占率は厚生年金基金制度と確定給付企業年金制度を合わせると 74%であり、確定拠出年金制度の 26%に比し圧倒的に多いが近年急速に確定拠出年金へのシフトが起きつつある。(注 3)

ところが確定拠出年金の先進国ともいべき米国では、その普及の上で「エージェンシー問題」が大きな課題として議論されてきている。

「エージェンシー問題」とは米国のバーリーとミーンズの 1930 年代の古典的名著『近代株式会社と私有財産』に描かれた企業論だが、企業において所有者と経営者の利害が対立するという詳細な調査を行った結果として、多数の株主を有し所有と支配とが分離した近代企業では、経営者が株主利益から遊離して自らの利益追求に走ると指摘したのである。

そこから依頼人 (P)と代理人 (A)の間で利害が対立し易いことを株式会社 (P=株主、A=経営者) だけでなく広く一般的に指し示す理論として、依頼人は代理人に自己の利益にかなう十分な努力水準を求めるのに対し、代理人は自己の利得を高めることを第一義的な目的として自分に望ましい努力水準を選択するという事象を「エージェンシー問題」と呼ぶようになったのである。

エージェンシー問題は情報の問題と密接につながっている。株主が経営者行動を外部から直接監視できないので経営者に関する情報は質的量的に不十分である。そのような状態を経済学で「情報の非対称性が存在する」というが、エージェンシー問題はこの「情報の非対称性」によって引き起こされていると解釈できる。そこで利害不一致が顕在化しないように事前に解決するために社会的に最適な努力水準を導くような詳細な契約を「完備契約」というが実際には現実的ではなく、したがって、「情報の非対称性」と「契約の不完備性」により「エージェンシー・コスト」と呼ばれる社会的資源の浪費が生じることになる。

このエージェンシー問題が米国の確定拠出年金ビジネスでも起きており、「情報の非対称性」のために加入者は高いコストを支払わされており、「業者主導確定拠出年金ビジネスモデルでは加入者利益最優先の視点を欠いた投信会社が富を搾取する」（注 4）と言われている。もっとも中には加入者本位の確定拠出年金である TIAA-CREF のように、経営者と加入員との利益が合致しており投資選択肢は多くないもののコストは低く加入者の利益に資する監督が行われているところもある。（注 5）

では確定給付年金と比した確定拠出年金における年金ガバナンスとは何であろうか。確定拠出年金における年金ガバナンスでは、約束された給付の履行を目的にリスク負担を利害関係者で調整するのではない。それは「企業が定められた掛金を拠出するだけでなく、加入者が取りうるリスクのもとで運用利回りを高められるよう加入者等向けにライフプラン教育も行いながら経費が割高にならないように年金運営する仕組み」である。

### 3. 企業年金連絡協議会の提案する協働運用型 DC 制度とは

今後、我が国で確定拠出年金制度を更に発展させていく上で改善が望まれる点は数多いが本論では企業年金連絡協議会が今年の 6 月に厚労省社会保険審議会企業年金部会に提出した協働運用型 DC 制度について検討することとする。

企業年金連絡協議会は「企業年金制度を将来にわたって持続させ魅力ある制度とし確実な給付を行うため、規模の大小や業界を問わず企業年金にかかわる問題を取り上げ、知りたい・交流したい・発信したいという会員に情報提供・相互研鑽の場を提供する」（企業年金連絡協議会 HP より）組織で 1973 年以来活動している。

企業年金連絡協議会が考える企業年金制度の普及・発展を図る上で重要と考える「6つの観点」は以下のとおりである：

- ① 公的年金の補完的役割を意識した制度
- ② 唯一無二の制度を目指すのではなく、各企業の様々な事情を勘案して選択できるよう制度選択肢の多様化を図る

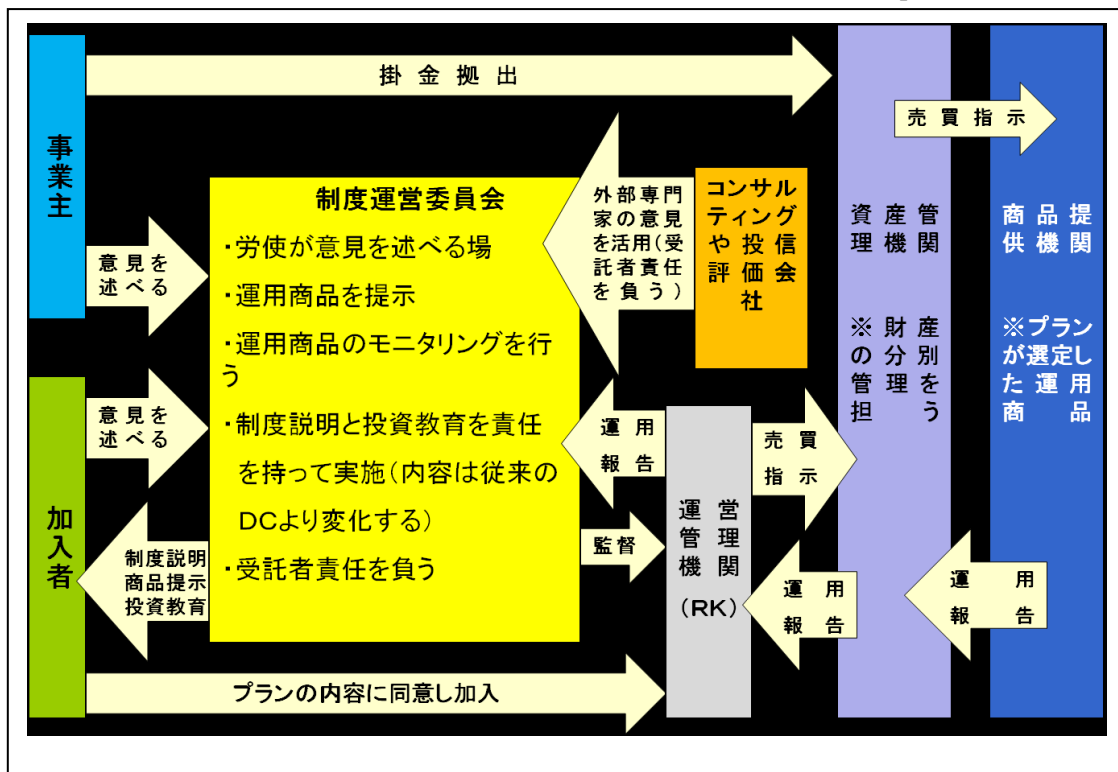
- ③ 従業員・事業主の両方で許容できるリスクシェアを図り、様々な環境変化にも維持・持続可能な柔軟な制度
- ④ 従業員個々人の多様なニーズ・ライフスタイル・価値観に、より応える事ができる制度
- ⑤ 制度提供企業・加入者数の規模に係わらず導入可能な制度
- ⑥ ガバナンスの効いた制度

企業年金連絡協議会が捉える現状認識としては i)企業年金制度実施率が低水準、ii)中小企業中心に実施率低下に拍車がかかる可能性大、iii)今後の老後所得に不安要素大、である。

現行の確定給付年金（DB）と確定拠出年金（DC）は従業員か事業主のどちらか片方にリスク負担が集中してしまうので、先に引用した 6 つの観点から提案したのが「協働運用型 DC 制度」である。

以下は協働運用型 DC 制度の概要に関する企業年金連絡協議会資料からの抜粋である（注 6）（尚、本論では元本保証を付した提案は考察から除いている）：

協働運用型DCイメージ...企業年金連絡協議会「新ハイブリッド提言」p9 より 図 1



1) 制度概要

- ① 確定拠出型の年金制度とし、運用については、労使が共同して単一の商品（ポートフ

ォリオ)を設定(事業主だけでなく従業員の意思を運用商品の選定に反映)する。第三者的な機関の活用をする等の方法を取り入れることにより、従業員側にスタンスを置いた商品設定が可能になり、従業員の納得も得られやすい。制度発足にあたり、商品設定に関する指針を策定し、指針に基づいたものであるかをチェックする方法も考えられる。運用結果の責任は商品設定に関与した事業主・従業員代表とも負わない。投資方針、投資戦略、商品選定、P D C Aサイクルのモニタリング、運用商品の見直し等のプロセス、その開示および加入者への説明についてのみ責任を負う。運用結果は、制度加入を選択した加入者(傍点筆者(i))の自己責任となる。なお、商品設定の他、労使が共同して加入者のために協働運用型D Cを管理運営する制度運営委員会等の組織を組成して制度を運営することが望ましい。(いわゆる「トラスティ」による制度運営)。

- ② 選べる商品(ポートフォリオ)は単一であり、加入者が他の商品(ポートフォリオ)を選択する必要はない。
- ③ 運用報酬の低減と運用商品の多様性を享受するため、選定する商品にはD B等で利用される商品を取り入れることも可能とする。
- ④ 単独の事業主だけでなく、複数の事業主が合同して制度を設立することも可能(総合型)。
- ⑤ 協働運用型D Cのポートフォリオ運営を工夫することで、退職時の相場変動によるタイミングリスクを回避するため、従業員の年齢に応じて運用商品の構成割合を決定するライフサイクルファンドを導入することが可能。すなわち、各人のライフサイクルに合わせて債券や株などの比率を個別に設定しリスク量をコントロールするが、運用は合算し、全体を協働運用型D Cとして効率的に運用するアイデアも実現できる。
- ⑥ 従業員が協働運用型D Cへの加入是非を判断するために、公的年金制度・協働運用型D C制度・現在の確定拠出年金制度に関する教育(生活設計教育)が必要。(傍点筆者(ii))

原則加入で、加入しない選択肢を設ける(オプトアウト)。その場合既にD Cがあればその選択を、無ければ他の制度(例えば、個人型D Cなど)または一時金ないし給与に加算することを可能とする。

- ⑦ 制度発足後は、制度運営状況(各個人ごとの勘定残高や運用実績など)に関して労使で検討し、必要に応じて運用商品の再設計等を行う。

労使で、制度運営委員会を設置する等の方法で、定期的に運用状況のチェックを行う。労使協議の仕組みについては、確定給付企業年金制度の枠組み(規約型・基金型)の意思決定システムを参考に、従来以上に従業員等の利益に資する仕組みを労使が協働して構築していく必要がある。その際、運営状況や将来の見通しなど、制度の現状に関する従業員

の理解が深まるような開示を行うとともに、従業員の意思を的確に反映できるガバナンス体制を構築することが重要であると考えられる。

- ⑧ 給付段階においては、協働運用型DCの枠内で行う他、年金給付専用口座（「Ⅲ. 退職給付の年金専用口座」の項参照）への移換も考えられる。

## （2）導入効果

- ① インフレ時や低金利環境下で従業員が有効な運用指図を行わず、意図しないまま元本確保型商品に放置してしまうことによる老後の資金不足懸念が軽減される。
- ② 必要な場合専門家の意見を利用するなど、集団で知を結集することで効率的に加入者の利益に資する資産運用が期待できるため、個別運用商品選択に関する知識教育が不要となる。年金制度全般、資産運用全般、老後の生活設計等の教育は従来制度以上に充実させる(傍点筆者(iii))が、運用主体としての教育は不要となるので、事業主の時間的・精神的な投資教育負担は軽減される。
- ③ 労使で協働して従業員の利益を第一にした運用であるという、シンプルな制度であるため、DC導入がし易い。総合型での設立も可能であり、中小企業にも導入がし易い。
- ④ 確定給付企業年金制度向けの商品活用も可能とすることから、運用コスト低減が図れるとともに、多様な運用商品を利用（リスク分散、リターン効率の向上効果）することもできる。

## 4. 協働運用型DC制度に対する慎重論

この提案に対して現時点では必ずしも賛成意見が多いというわけではない。むしろ金融関連業界団体からは慎重論が聞こえてくる。

たとえば「日本証券業協会は投資信託協会とともにDCの運用は個々人が自らの責任で対応するという従来の考え方を強調し、共同化案をけん制する。」（注7）とのことであり、日本証券業協会の稲野和利会長による年金情報のインタビュー記事の中でも「共同運用型はアイデアとしては否定しないが、意思決定やガバナンスの在り方を考えると、運営は相当難しいと思う。勤務する会社の業態や、給与水準が違う人たちを合わせるのだから。資金規模を拡大すれば運用コスト上は確かに有利だが、運用方法の合意をとるのも容易ではないだろう。」（注8）と語っている。

『確定拠出年金(DC)制度改革の好機到来』（野村資本市場クォーターリー2014Autumun）の中で野村資本市場研究所の野村亜紀子氏は「選択肢の拡大は多様化への対応の一つのアプローチではあるが、懸念されるのは、ただでさえ複雑と批判されることの多い我が国の年金制度が、さらに複雑化し、結果的に使い勝手の悪くなることだ。」と述べている。整理すると以下のようなになるだろう。

### ① 集团的運用におけるガバナンス確保が課題

制度運営委員会（仮称）における従業員関与確保が困難として、制度を提供する企業の思いだけでなく従業員も参画しコンサルタントなど第三者の助言を得る「労と使がしっかり参加する体制」が作れるか、疑問視する声がある。

つまり集团的に運用するならガバナンスを担保することは必須であり加入者の運用リスクについてきちんと管理し運用マネジャーもしっかり選ばなければならない。しかしそのためには大企業であれば「年金委員会」のような意思決定機関を作ってガバナンスを確保できようが企業年金連絡協議会からの案で主たる対象となっている中小企業の年金維持を特に意識した場合、中小企業にとってきちんとしたガバナンス確保のための仕組みは実現性が低いのではないか、という趣旨である。

### ② 制度が複雑化し結果的に運営コスト増という懸念

また「選択肢を増やす」為に複雑化し人手かかることを懸念し、特に中小企業にとってきちんとしたガバナンス確保のための仕組みは複雑で負担が大きいのでは、という意見もある。

当然、ガバナンスを整えるためには人の手当てで費用がかさむし、委員会の運営にも手間はかかる。すなわちこの協働運用型 DC 制度案は「選択肢を増やす」ということだがその分さらに複雑化してしまうジレンマがあるのではないかと、という懸念である。

### ③ 「運用リスクを負う加入者に運用に関する選択肢を渡さないのは無理」との意見

投資に関心のない若者が、入社時点で選んだかどうかの記憶も定かでない中で協働運用型DC制度に入っていた場合、定年を迎えた際に結果が悪いと管理者のせいにするのではないかと心配をする声もある。

運用商品を選択する権利を全う出来ない人に対してもデフォルトで元本確定商品を選んだのは「自己責任」と放置してよいのかという問題意識からデフォルト商品が存在するということは理解できるがだからといって、最初から全く選択権を与えず運用商品を選ぶ選択権も与えないということは問題だというわけである。

ではガバナンス確保という問題解決に資するような海外における参考事例がないか、年金先進国と言われるオランダのケースを見てみよう。

## 5. 海外の事例...「オランダは世界で一番の年金先進国」

先にも紹介したように世界の年金に影響力の強い識者として著名なアムバクシアが生まれたのはオランダで、小さい頃カナダに移住し現在でもトロントを拠点にオピニオン・リーダーとして世界中を飛び回っている。その彼がその著書『年金大革命』の中で自分の出自に触れながらも「世界一の年金先進国」としてのオランダに一章を割いている。（注9）

曰く、オランダの年金プランは実質的に強制加入(労働人口の9割が加入)で年金ファンドは法的に分離された独立主体となっており、単一目的の独立したエージェントとして活動している結果、各ステークホルダーからみた「正当性」が高まっている。

またその年金契約は「誰が給付の責任を引き受けているか」を明確にし、条件付き年金請求権の定義とその価値評価に近代金融経済学の原理を取り入れて再構築されつつあって透明性・公正さ・持続性の達成度が高く資産運用でも高い能力がある。そこでは事前に決められた手続きにより外部環境変化により給付、掛金、さらには運用方針が自動的に調節される仕組みになっている。つまりスポンサーの責任が無限ではないが物価上昇に給付が追従する「条件付インデクセーション」の確定給付である。さらにオランダの年金は新たな投資機会を追及するリーダー的存在である。インフラ投資、グリーン投資、株主アクティビズム、絶対リターン型戦略など幅広い分野で知識に長けた投資家として尊敬を集めている。

このようなオランダの年金制度が進化してきたのはアムバクシアによると、オランダの①カルチャー：複数の専門領域の知見を組み合わせようとする意識や能力が高いこと、②コンパクト：小国であるがゆえに年金問題を担当しているのは中央政府のみ、③リーダーシップ：規制当局が公正価値で実質的に積み立て不足を指摘(2002)したのを受け労働組合は最終給与比例のインフレスライド型年金を目標とはするものの、インフレスライドのない平均給与比例ベースの年金は最低限のフロアとして確保するという妥協案で合意し、学界・実務者はDBとDCハイブリッド型年金の福利・効用測定基準が標準的な確定給付年金や確定拠出年金を上回るという報告書(『積立型年金スキームにおける世代間リスク分担』)を2006年に出すといった具合である。

## 6. ABN AMRO 年金基金(以下アムロ)のケース

ここでは2010年欧州最優秀年金基金(Invest and Pensions Europe)に選出されているオランダのABN AMRO(以下アムロ)をガバナンスの優れた事例として取り上げる。2011年7月にBNP Paribasの招きでCEOのCees Dert氏が来日し東京でのセミナーで「ABN AMRO 年金基金の運用意思決定プロセス・運用戦略およびその成果」という題名で講演したが、その際の資料(注10)と翌年アムステルダムに出張した際のインタビューから以下の情報はまとめている。

アムロの組織体制であるが理事会構成メンバーはスポンサー、加入者等から各5名である。加入者等の内、受給者が2名、加入者が3名である。我が国同様、理事会メンバー全員が運用専門家ではないので理事のうちの3名と投資専門家3名からなる投資諮問委員会を作ってそのアドバイスを受けている。投資自体は30人からなる年金事務局(内、投資プロ



は6人)が外部の運用機関にアウトソースしている。

アムロの投資方針では各ステークホルダーに公正なリスク・リターンの分担を図るため、二元化ポートフォリオを採用している。「マッチング・ポートフォリオ」のベンチマークは名目負債リターン、「リターン・ポートフォリオ」のそれは名目負債リターンより高水準となっている。物価上昇率に対応する為、上場している流動性の高いものに限定しており、先進国株(70%)・新興国(10%)・社債(10%)・不動産 REIT(10%)で構成され、先進国株式ベンチマークは割高株のオーバーウェイトになる時価加重指数でなく、いわゆるスマートβと呼ばれるものである。

加入者と雇用主との間で公正なリスク分担を目指している理事会では二元化ポートフォリオの各々について年次で見直しを行いマッチング・ポートフォリオとリターン・ポートフォリオそれぞれの資産配分をレビューする。

第一に ALM 分析に用いる前提条件が理事会で決定される。次に年金事務局は投資諮問委員会に対して投資政策の選択肢を幅広く提示するよう求める。

そこで運用専門家からなる投資諮問委員会から7個の投資政策オプションが理事会に提示されるが、「革新的な意思決定プロセス」と呼ばれるのは、資産配分案のリスクやリターンを議論するのではなく、各戦略を取った場合に想定されるステークホルダーへの単長期の影響が公正に説明される点である。

例えば積立比率、運用利回り、掛け金、インデクセーション比率、会計上の費用等について1年後と15年後の影響がどうなるかをパーセンテージや絶対金額で考察するのである。

こうすることによって投資政策の選択肢とその前提に関する議論を分離し、金融市場、投資対象、投資政策種類に関するテクニカルで主観的な意見を議論から排除し共通の土俵での議論ができるので、理事会ではすべてのステークホルダーの立場に立ったトレードオフを勘案し、もっとも公正な投資政策を取るという意思決定が可能になるのである。

結果的に新しい手法を選択するケースもあって、理事が選んだ投資政策の裏にあるのは下方リスクを低減するためのオプションやスワップションを大胆に使ったダイナミック・アセット・アロケーションだったりという斬新な案も採用されている。

ABN AMRO の DB 年金の理事会資料（イメージ）  
投資政策の年次見直しを前提とした基準

表 1

		1	...	4	5	7
当局 規制 対応	①1年後期待名目積立比率	107%	...	109%	109%	110%
	②1年後期待実質積立比率	74%	...	76%	76%	76%
	③1年後規制上最低積立比率下回る確率	31%	...	34%	34%	33%
	④1年後規制上必要積立比率下回る確率	44%	...	69%	69%	70%
ス ポ ン サ ー	⑤規制対応③を下回った場合の3年間平均追加拠出額	0	...	45	90	150
	⑥規制対応④を下回った場合の15年間平均追加拠出額	10	...	35	40	45
	⑦国際会計基準準拠の負担額	300	...	190	170	255
加入者 と 受給者	⑧1年後期待運用利回り	0.7%	...	2.3%	2.5%	2.6%
	⑨長期的インデクセーション見込み	24%	...	80%	90%	47%
	⑩積立比率下限値での同上見込み	91%	...	86%	84%	83%

ケース・ダート「ABN AMRO 年金基金の運用意思決定プロセス・運用戦略およびその成果」から筆者作成

表 1 を見ると戦略 7 はマッチング・ポートフォリオに過半の 58% の資産が投入された静的な資産配分案だが、レバレッジもデリバティブもないので、加入者に関わる⑨をみると加入者にはインデクセーションという点で非常に不満が残る 47% となっているのが問題である。

逆に戦略 1 はマッチング・ポートフォリオが 100% だがレバレッジを効かせてリターン・ポートフォリオを 20% 上乗せしている一方、下方リスク縮減のために株のプットを購入した静的な資産配分案である。従って規制当局の基準クリアではたとえば④の「1 年後に規制上の必要積立比率を下回る確率」は 44% と他よりもずいぶん低い。またスポンサーにとっても⑤の追加拠出額もゼロである。しかし他方、⑧1 年後期待運用利回りは断然低い結果となる。

中を取った戦略 4 はマッチング・ポートフォリオの一部をスワップションで代替したダイナミック・アセット・アロケーションのポートフォリオでマッチング・ポートフォリオの占率は 70-80% となっている。株のプットを購入して下方リスクに配慮しているが、インデクセーションは 80% である。戦略 5 は更に多くリターン・ポートフォリオに配分してい

るので 1 年後期待運用利回りがやや高く、両者を見比べるとスポンサーにとっては⑤にある 1 年後規制上最低積立比率下回った際の追加拠出額は 45 百万ユーロに対して 90 百万ユーロと大きいものの加入者等にとって⑨の長期的インデクセーション見込みが 80%vs90%と高い。

15 年間投資政策不変を前提とした場合の基準

表 2

		1	...	4	5	7
当局 規制 対応	①15年後の平均名目積立比率	107%	...	121%	126%	126%
	②名目積立比率が15年間にわたり 規制上最低積立比率を下回る確率	39%	...	25%	22%	21%
	③実質積立比率が15年間にわたり 規制上最低積立比率を下回る確率	98%	...	86%	82%	85%
	④名目積立比率が15年間にわたり 規制上必要積立比率を下回る確率	48%	...	47%	43%	47%
スポン サー	⑤給与に占める平均拠出額	31%	...	32%	32%	33%
	⑥前年比での平均的掛け金変動	5%	...	7%	7%	8%
加入者 と 受給者	⑦今後15年間平均的に付与される インデクセーション率	66%	...	79%	83%	84%
	⑧15年後の年金給付期待購買力	89%	...	93%	94%	95%
	⑨15年後の年金給付期待購買力の 95%信頼区間の下限	63%	...	67%	68%	71%

ケース・ダート「ABN AMRO 年金基金の運用意思決定プロセス・運用戦略およびその成果」から筆者作成

15 年間投資政策不変と前提した場合の期待運用利回りがやや戦略 5 の方が高いことから表 2 にある通り①15 年後の平均名目積立比率や⑦今後 15 年間平均的に付与されるインデクセーション率で戦略 5 の方が有利な結果となっている。こうして分析した結果、様々なステークホルダーの利害を総合的に考えて戦略 5 の方がよいだろうというのがここでのアムロの結論だと説明された。

2012 年 1 月に CEO の Cees Dert 氏をアムステルダムに訪ねた際に「2010 年欧州最優秀年金基金に選ばれた理由は？」と聞くと「理事会が採用したユニークな意思決定プロセスだ。理事会は運用戦略の隠された 7 つの戦略をとった場合のステークホルダー各々に対する影響だけを見て意思決定をしている。こうすることで理事会はテクニカルな詳細は抜きにしてリスク・リターンへのトレードオフに集中できる。オランダ年金法で定められたことを忠実に形にした結果ではあるが、あるステークホルダーに良いことが別のステークホル

ダーには悪いというトレードオフをよりはっきりさせることで、理事会出席メンバー全員が問題の所在をより深く共通認識としてもてるのだ。」との答えであった。

また「なぜ毎年戦略見直しをするのか？」という問いには「外部環境の措置で積み立て比率も刻々変化するので、あるステークホルダー（例 スポンサー）にとって許容範囲すれすれになってくることもあり得るからだ。」とのことで、一旦決めたらそのまま放置するのではなく、外部環境変化で長期的な目標との首尾一貫性を維持できるか、将来の見込みに変化がないかをモニタリングすることで受託者責任を果たそうという強い意志を感じた。このような意思決定プロセスを踏むことで年金基金のステークホルダーのそれぞれの立場に立ったらどうい影響が出るだろうかという見通しが付くので、年金基金全体として矛盾なく統合された投資政策が必然的に選択されるのだろう。

## 7. オランダの状況（アムロのケース）から学べること

最も大きな示唆は年金ガバナンスを「年金制度ガバナンス」と「年金運用ガバナンス」とに分解して実践している、という点ではないだろうか。つまりアムロ理事会で議論しているのは主としてはリスクの負担をどうするかという年金制度ガバナンスであり、結果的に投資政策の選択によって資産配分案は決まってくるが、年金運用ガバナンスについての主役は投資諮問委員会というように役割分担しているとみてよいだろう。

つまり理事会には運用専門家ばかりではない、というのは我が国も共通の悩みだが、そこに外部運用機関から資産配分の提案をされても運用についての共通の理解が前提になっていない理事の間の議論では、資産運用の専門用語に不案内な人もいて、細かくテクニカルな点でデッドロックに陥りやすい。

投資政策としての資産配分案がステークホルダー各者にとりどのような意味合いを短期的・長期的にもたらすのかを判断出来るよう、アムロのように年金事務局が投資諮問委員会と理事会の橋渡しをしてうまく資産配分案を翻案して影響度合いを平易なパーセンテージ表示や絶対額で理解し易い形にすることで理事会では全体を俯瞰した大局的な議論に集中できるのである。

また投資諮問委員会では最先端の年金監督基準に適合すべき確固たる投資信念があるともいえる。そこには理事会という経営のリーダーが重複して入っていることにより戦略それぞれに投資信念が込められたポートフォリオ構築となっており、そのプロセスの中にスキルを持った外部のインプットも入っていることで個々のステークホルダーから見た優劣のついた将来予測の確度が上がっているといえよう。

従って理事会での議論はどの戦略を選んだとしても単長期のリスク管理が出来ていることが前提となっているが、そのリスク管理とは「二元化ポートフォリオ」をベースに「下方リスク管理」を単長期のタイムホライズンでとらえていくもので、そこには派生証券を使い積立比率を見ながら資産配分を動的に変更するというかなり高度なものとなっている。

つまり年金運用ガバナンスを徹底するためには「決められたリスク水準下でリターンを向上させる」ことを可能にするための年金事務局が必要であり、アムロの30人の事務局には外部の運用機関を単に管理するだけでなく表1, 2をまとめあげるだけの力量を持ったスタッフが存在するというのが重要な点である。

これは年金規制当局の積立比率基準やリスク管理規制が厳格化していることと表裏をなしているが、年金負債を測定日の市場金利で割り引いて評価する負債の「公正価値」に対して資産のVaRによるリスク管理、名目値だけでなくインフレ追随をする実質価値による評価、さらには所定のイールドカーブの変動や株価・不動産の下落などからなるストレスシナリオを組み合わせた手法、積立比率に未達の場合の明確な適正化ルールなど、金融工学に長けた優秀なスタッフが必要なのは明らかである。

アムロは確定給付年金として規制当局の厳しいチェックを受けた上でスポンサーにとってどうか、加入者と受給者それぞれにとりどうかを議論するという点では確定拠出年金よりもはるかに利害調整は複雑を極めている。

## 8. 企業年金連絡協議会の「今後の課題・留意点」検討

ここではアムバクシア/エズラの著した『エクセレントな年金経営の条件』にある、年金基金の受託者であればだれでも知っておかなければいけない「七つの原則」を踏まえた上で、企業年金連絡協議会の提案「『新ハイブリッドプラン提言』～企業年金持続可能性のさらなる追求のために～」(2014.6.30) p14の「今後の課題・留意点」について検討する。

年金基金の受託者であればだれでも知っておかなければいけない「七つの原則」：

- ① プルーデンスというのはプロセスである
- ② 誰がステークホルダーか、そして年金契約の本質を理解する
- ③ 給付のほとんどを運用のリターンが生み出すことを認める
- ④ リスクのないところにリターンの機会もない
- ⑤ 基金の資産配分に関する意思決定は、実際、最も重要な運用上の意思決定である
- ⑥ 規模の拡大は運営費用の低減をもたらす
- ⑦ 投資における自分にとっての付加価値の創造とは何かを定義づける (注 11)

## (1) 運用責任

企業年金連絡協議会の主張の趣旨は「協働運用型 DC 制度の運用の責任のうち、結果責任は負わないがプロセス責任を負う」というものであるがアムバクシアの原則①がそのまま関連している。

米国の ERISA 法において受託者に課されるブルーデンス基準の基礎は「同じ能力を持ち、資産運用に精通している慎重な人間が、同様の特質と同様の目的を持つ機関で行動する場合に、直面している状況の下で払うであろう注意と、用いるであろう技術、新調査、勤勉さを持って果たす義務」とされ「ブルーデントマン・ルール」と呼ばれている。これは日本語では「思慮深い投資家の原則」としてよく知られたものである。(傍点筆者)

もし受託者が十分な知識を持っておらずエキスパートからの知識が得られる場合には、ブルーデントな受託者はその助言に従うものとされており、それは「ブルーデント・エキスパートルール」と言い習わされている。従って意思決定の際にエキスパートからの助言を得られなかったから結果が悪かったという言い訳はできないのである。

つまりもし資産運用に精通していない年金基金の理事や労働者代表が協働運用型 DC 制度の運用商品について議論する場合に「ブルーデントマン・ルール」を満たしていても「ブルーデント・エキスパートルール」を満たしていない場合、もし米国であれば加入者等から訴えられるリスクを排除できないと思われる。企業年金連絡協議会もこのプロセス責任とは何か我が国の法令等で明確にしておくことが望ましい、と付言しているがまさにエキスパートのインプットを取り入れることを義務化するかどうかは大きな争点になりうるであろう。

また、受託者は自分達意思決定に至る考慮の過程を証明する書類を残す義務があることにも注意が必要である。従って協働運用型 DC 制度の制度運営委員会（仮称）において労使代表が議論して何らかの結論を得ていく過程でどのような関連意見や事実を参考にしたのかについては記録することにも留意すべきである。

## (2) 商品選定

アムバクシアの七原則の③、④、⑤、⑥に関わる最も将来のリターンに直接的な影響を持つ意思決定である。米国における典型的な年金基金にとり年金基金の富の 20%が掛金によって作り上げられるが残り 80%が投資リターンによるものとされていて給付のほとんどは運用次第とされている。

また「安全でかつ高いリターンを得られるような投資機会はない」というのは「リスク

のないところにリターンの機会もない」ということで運用経験者には自明のこのように思えるが、一般には納得して頂くまでにかなり説明に手間取るところでもある。

投資の意思決定とは様々なリスクとリターンの機会を勘案して、その両者のバランスで最も居心地の良いポートフォリオを作っていくことである。その際に運用資産をどのように組み合わせるかが資産配分と呼ばれるわけであるが、この資産配分に関する意思決定が最も重要な投資の意思決定であるというのは今まで積み上げられてきた投資理論の研究によって既に認められている。

しかしその資産配分意思決定を導き出すためには負債をよく理解しなければいけない。さらに投資目的、リスク許容度、市場見通しなどがインプット項目であるが、資産配分は他の投資意思決定（例：アクティブかパッシブか、バランス型か特化型か、運用委託先はどこか、銘柄選択はどうするか等）を圧するほど重要なもので複雑なものである。

企業年金連絡協議会の挙げた課題・留意点でこの「資産配分」を誰がどう決めるかという極めて重要な点が欠落しているのは大変大きな問題である。コスト対比で専門家の積極的活用を検討するとはいえ、必ずしも運用専門家でない可能性が高い「従業員代表がより主導権を持って商品選定を行う必要があるかもしれない。」というのは先の「ブルーデント・エキスパート」ルールに沿った意思決定とは必ずしも言えないだろう。

またもう一つの問題は規模の点である。現在の企業年金連絡協議会の構想ではこの協働運用型 DC 制度は中小の厚生年金基金が今後解散していく中で受け皿として構想されている訳だが、そもそも我が国の総合型厚生年金基金の約半数が10人未満の加入事業所であり、基金として小規模のところが多いので労使ともに年金資産運用の専門性が高いとは言えない。規模の拡大は運営費用の低減をもたらすわけだが、そのような小規模の総合型厚生年金基金で第三者的な専門機関のアドバイスを受けるなどということは必ずしも現実的ではないだろう。

### (3) 「投資教育」から「ライフプラン教育」へ

この点については企業年金連絡協議会の述べている「協働運用型 DC 制度に参加するか否かを判断することや他の制度との比較、毎年の実績、老後の生活資金のための一般的な資産運用の考え方、ライフプラン教育等の幅広い教育が必要となる一方で、投資の専門家的知識レベルまでは必要とされないと考えられる。」には同感であるがその場合は「投資教育」ではなく、「ライフプラン教育」と改名した方がよいであろう。

「NPO確定拠出年金教育協会の「確定拠出年金加入者の投資運用実態調査（201

1年3月)」では、「確定拠出年金に対して興味・関心が持てない」とする回答が49.9%、「会社から強制的に確定拠出年金に加入させられ、面倒だと感じている」とする回答が46.5%となっており、ほぼ半数は無関心層となっている。」(注12)

従来の確定拠出年金制度での投資教育とは「加入者が主体的に投資判断をし、運用指図を行うための教育」だったが、これは教育する側と受ける側との間の明らかなミスマッチだった。今後の重点は「協働運用型 DC 制度への加入是非」を自己責任で判断できるようにすることを最低限の目的にした「ライフプラン」の生涯教育であり、ここは証券業協会とも意見の一致するところではないだろうか。

ただ、関連したテーマで企業年金連絡協議会の提言の中に抜け落ちているのが制度運営委員会（仮称）メンバーの専門性をどう向上させるかという点である。メンバーは労使を代表して選出される訳だが必ず任期があり次々に交代することが予想される。従ってメンバーについては企業年金連絡協議会の枠組みの中で必ず年金ガバナンスに重点を置いた教育をすべきであろう。

#### (4) 退職所得の年金給付専用口座の種類と年金期間

ところで協働運用型 DC 制度とは別に企業年金連絡協議会から出されたもう一つの重要な提言は退職所得を取りまとめる年金給付専用口座の創設で日本版 IRA を意識したものである。

案では三種類の口座を用意し、選択により指定できるものとする、とされている。これはライフサイクルを考えた場合、運用リスクを取れない定年を迎えた加入者等にとって十分な老後準備資金がもし積みあがっていれば運用リスクを取る必要がないのだがまだ不足という場合に、リスクを取り続けた専用口座を用意するものである。

ただ、「安定型年金給付専用口座」以外の年金給付専用口座ではリスクを取り過ぎて暴落した場合には取り返しがつかない危険性と裏腹でありその選択については十分、労使で話し合う必要があるだろう。また、企業年金連絡協議会の案では年金給付専用口座に移管された年金資産は退職時に終身年金化されると書かれているが、公的年金の補完ということであれば平均余命までの有期年金でよいという考え方もあろう。

### 9. 協働運用型 DC 制度に対する慎重論についての検討

#### 1) ガバナンス確保

制度運営委員会（仮称）メンバーは労使を代表していても必ずしも運用の専門家ではなく、また運用責任者が不在だからガバナンス確保が難しい、という第一の論点の内、専門家でない理事がいるというのは北米や欧州の事例でもよくある点である。それは「専門性



と代表性」の相克というユニバーサルなテーマである。

運用専門家が理事の中におらず、運用責任者不在という問題をどのように考えるか、それを解決するヒントがアムロ型的意思決定プロセスではないだろうか。つまり年金ガバナンスを「年金制度ガバナンス」と「年金運用ガバナンス」とに分解せずにそれらをいっしょくたに制度運営委員会（仮称）で議論しようとするれば、統治機関としての役割を確かに果たせない恐れはあろう。従って制度運営委員会（仮称）で議論すべき運用関連の投資政策については外部のエキスパートの力がどうしても必要になると考えるべきであろう。

従ってそのような運営のために必要なのは、制度運営委員会（仮称）メンバーが協働運用型 DC の加入者等にとっての健全性や収益性を大局的に議論できるような仕組みである。アムロ型意思決定プロセスと協働運用型 DC 制度との大きな相違点はアムロが確定給付年金であるのに対し協働運用型 DC 制度は確定拠出年金であって、意思決定で考慮すべき点はアムロ型と比しそれほど複雑ではないという点に留意しなければいけない。

むしろ制度運営委員会（仮称）で議論すべき点はガバナンス確保に深いかかわりを持つ「エージェンシー問題」が起きていないかどうか、という点であろう。いわゆる米国のいわゆる「業者主導確定拠出年金」になっていないか、というチェックは労使双方で十分議論されてしかるべきである。また、ライフプラン教育で情報の非対称性を軽減させることが出来ているかどうか、というのもエージェンシー問題を考慮した場合に重要な議題であろう。

## 2) 複雑化した制度の運営コスト増

確定給付年金と確定拠出年金とでリスクが偏在していることを是正するための選択肢を増やすために複雑になって使い勝手が悪くなるという第二の論点は、確定給付年金側からハイブリッド型として出された運用指標連動型確定給付制度（BR 制度）やキャッシュバランス制度（CB 制度）で市場のニードが満たされたと見做すことに他ならない。この両者と協働運用型 DC 制度との大きな違いは企業会計における債務計上の有無である。また協働運用型 DC 制度の特色である退職給付債務の計上がない、債務の後処理負担や投資教育負担の軽減に魅力を感じる企業もあろう。

現状放置はこのままデフォルト商品が元本確保型の DC 資金が大量に蓄積されることにより、定年を迎えた加入者等が年金生活で直面する困難に目をつむるといっていることにつながりやすい。個人個人に投資リテラシーを上げるための投資アドバイスを、という考えはもちろん大事なことはあるが、今まで投資に興味関心がないといていた加入者等が証券会社による「投資アドバイス」サービスの導入によって急に運用に目覚めると

いうことはにわかには考えにくいのではないだろうか。

また副次的な話ではあるが、確定拠出年金の加入者等が元本確保型商品にデフォルトで寝かす資金により資本市場にリスクマネーは入ってこない状態は、アベノミクスが標榜する成長路線にとって大いなる機会損失であるともいえよう。

### 3) 運用に関する選択肢

協働運用型 DC 制度に対する慎重論の第三の論点は「運用リスクを負う加入者に運用に関する選択肢を渡さないのは無理」という点である。これはある意味ではもっともな点で、自分で運用商品を選ばずにデフォルト商品にするかどうかについては、**協働運用型 DC 制度があくまで確定拠出年金であるかぎりはその加入者による自らの意思決定を明確に証跡として残しておかないと受託者責任を問われかねない**だろう。

協働運用型 DC 制度に参加しない従業員にも他の選択肢としての自分で運用商品を選ぶこともできるということを理解した上で協働運用型 DC 制度に加入させるべきである。このことは興味がない加入者だけでなく興味関心の高い加入者に対しても必要な手続きであろう。

「興味ないから投資教育を受けるのも不要」という従業員が元本確保型商品に預けたままに置いて定年を迎えてから慌てても困らないようにすることが最も大事だがどうしても、どのタイミングで協働運用型 DC 制度のリスク資産を積み上げいくか、その期間の市況によって、有利不利は免れない。従ってその点も予め協働運用型 DC 制度に加入する前のライフプラン教育で徹底しておくべきであろう。

今後、年金の情報開示が進んだ場合、エージェンシー問題をもたらす「情報の非対称性」を解消させる為にも、加入者等が年金基金や母体の財務状況を理解することが重要である。

## 10. 協働運用型 DC 制度三木私案

最後にここまで述べてきたことを踏まえて、あるべき協働運用型 DC 制度として拙論を述べることとする。

### (ア) 年金ガバナンス構造の抜本的見直し

企業年金連絡協議会が考える企業年金制度普及・発展を図るうえで重要と考える 6 つの原則にもある通り、まず「**ガバナンスの効いた制度**」である必要があるだろう。その点で現在の協働運用型 DC 制度の制度運営委員会（仮称）の提案よりもガバナンスをもっと強固なものにする必要がある。

特に必要なのは「年金ガバナンス構造の見直し」である。先に述べたように年金ガバナンスを「年金制度ガバナンス」と「年金運用ガバナンス」と 2 つの要素に分けて考え、前者については代議員会を最高意思決定機関とした労使半々の理事会による構成をベースにする一方、後者の年金運用ガバナンスについては現在の我が国の年金基金の平均資産額は余りにも小さく運用効率が悪いということの解決を同時に考えて、**最初からオールジャパンの大規模な運用合同機関にアウトソースする方策**を考えるべきである。

その大規模な運用合同機関とは**加入者本位の独立して強力な日本で唯一の組織**であり、内部に有能な運用専門家を抱え、協働運用型 DC 制度の掛け金をすべて一括して運用する体制を作るのである。そのことによって年金資産運用の専門家でない従業員代表が投資政策の意思決定を行うという精神的な負担を強いることなく、相場環境激変があってもプルーフ・エキスパート・ルールに照らしもおかしくない運用が出来る体制を作ることができる。

また、米国で言われるような業者主導確定拠出年金というビジネスモデルに陥ることなく、**依頼者と代理人が同じ方向性を持ちエージェンシー問題を回避**できるのである。また巨大資金を極く少数の優秀なスタッフによって、DB 運用で使われるような ETF などの流動性の高い商品で運用することにより、**規模の拡大によるスケールメリット**を十分に享受できることになる。運用ガバナンス向上の観点からその運営費用についての透明性を高め、また世界の運用機関とのベンチマークのために海外のデータベースを参照することで「**運営費用のベストプラクティスとのベンチマークを加入者等に開示する仕組み**」をビルトインすべきである。(注 13)

またその資産運用においては運営の効率化と費用縮減のため「**リスクポートフォリオ**」と「**リスク最小化据置年金ポートフォリオ**」を二つのみ用意し、加入者の年齢に応じてこの二つの選択肢の割合を自動的に調整する「**自動パイロット投資方針**」を採用することとする。これによってライフプランの成熟度が増すにつれてリスク最小化据置年金ポートフォリオの占率が増えていき、最終的には定年時になると 100%が安定型年金給付専用口座に振り込まれることとして希望の支払い開始時から平均余命までの有期年金が支払われることとする。

しかし各協働運用型 DC 制度の個別の制度運営委員会（仮称）で労使が合意するならば、この両ポートフォリオの**配分割合**については一定の許容限度範囲内で幅を持たせることを認めるものとし、それによって各企業や労使の意向を勘案する柔軟性を一定程度もたせることとする。

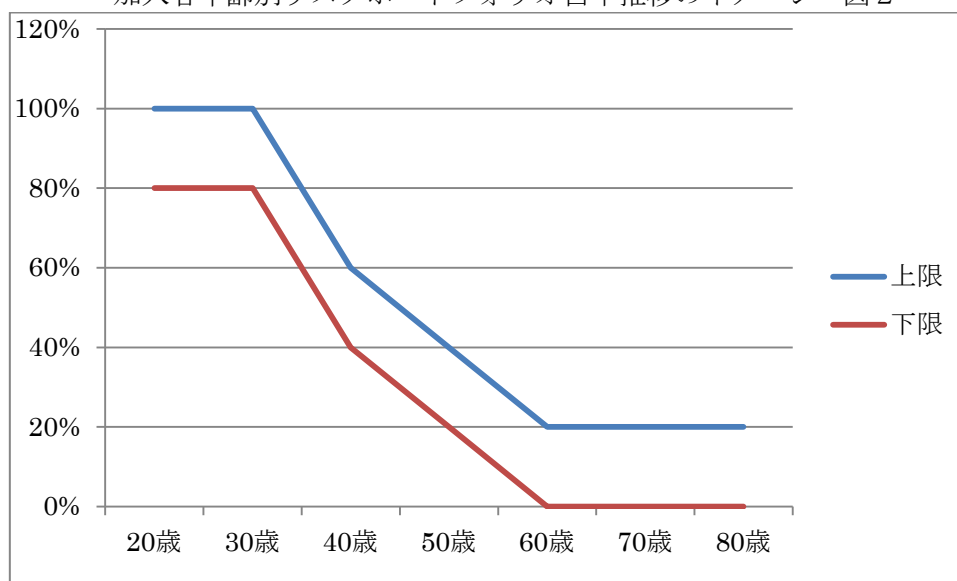
また、理事選出母体を代議員に限定せずもっと幅を広げて運用機関出身者など、**数理や運用の専門能力を有する人材を活用出来る道を開く**一方、基金の代議員や従来型の理事は労使代表として年金制度ガバナンスが効いて、加入員等の意向を踏まえた費用効率の良い制度運営がなされ、また実効性の高いライフプラン教育がなされているかのチェックに専念すべきである。

そのリスクポートフォリオの運用にあたって年金運用ガバナンスで最も大切な**資産配分**については現代投資理論で一般的に使われている手法、すなわち、期待収益率・分散共分散行列から投資効率が最も良いリスクポートフォリオを**大規模な運用合同機関が設定**することとする。

総務省の平成 25 年度家計調査結果を使った企業年金連絡協議会による資産によると、老後準備資金の平均値と公的年金からの受給額の差を不足金とした場合、中小企業で約 1600 万円の不足、大企業で約 1000 万円と試算されている。(注 14)

この差を少しでも埋めるために米国で一般的になりつつある **3 つの自動制度①制度加入の為の教育機会を設けても意思表示しない場合、一定期間経過後に不加入という明確な意思表示をしなければ「自動加入」、②給与増加に合わせて掛金率も引き上げる「掛け金自動増額」、③投資対象を選択しなければ「デフォルトファンド自動選択」をビルトインする。**

加入者年齢別リスクポートフォリオ占率推移のイメージ 図 2



\* 確定年金の受取額を増やす為最初はかなりリスクポートフォリオに投資するが、年金開始までの年数に応じてリスクポートフォリオの占率を減少させ据置確定年金資産を増やす  
 \* 加入者の年齢に応じた掛金配分比率の上下限を決定して労使がその中から設定する

このように高度な運用スキームはこれまでのように小規模な年金基金が分立する状態では個々の年金基金では実行出来なかったアイデアだが、協働運用型 DC 制度創設により、広く普及する契機となろう。単に厚生年金基金の受け皿として中小企業が制度導入しやすいコスト負担の小さい制度であるだけでなく、従来「運営費用が高い」、「従来の投資教育では加入者等が元本確定型商品をデフォルトに選んでしまう」といった悩みを抱えていた大企業でも制度提供企業や加入者数の規模に拘わらず、この協働運用型 DC 制度は導入可能である。

### (イ) 継続的なライフプラン教育の実施

協働運用型 DC 制度への加入是非を自己責任で判断できるようにすることが、入社してすぐの教育では最低限必要な目標だが、本来望ましいのはそれを投資教育として単独で行うのではなく加入員等の為の継続的ライフプラン教育として行うべきである。

その際に参考になるのが従来から当機構で実施されている PLP (ペンション・ライフ・プラン) (注 15) である。PLP に組み込み、入社時のみでなく 30 代、40 代、50 代に継続実施することが望ましい。というのも若いころに老後準備資金がいくら必要かと聞いても実感がわからないが、ライフプラン教育の一環として定年を迎えた際に平均ではこれだけ資金が不足するということが分かれば、貯蓄目標を具体的に立てることができ、ただ単に預金していただくだけでは足りない部分は「長期のタイムホライズンを持ち、分散したポートフォリオによって一定のリスクを取ってリターンを狙っていく」ということの重要性を理解することが出来るのである。

長寿社会を生き抜くための「お金・健康・生きがい」の必要性は定年前の 50 台半ばで初めて知るよりも若い時から心の準備をしておくとその効用は高い。特にライフプラン教育においては長期的に家計 (お金) を豊かに支える為の教育は情報の非対称性の解消、ひいてはアベノミクスで強調される成長のためのリスクマネーの提供につながるわけである。

アムバクシアはその著書で理事の質の高さがガバナンスに大きく反映されると述べている。従って協働運用型 DC 制度の文脈で制度運営委員会 (仮称) メンバーの選出基準も持つべきであろう。アムバクシアの理事選出基準は以下の通り：

- ① 適切なスキル・知識があること
- ② この仕事の重要さを認識していること
- ③ 建設的な行動をとれること
- ④ 戦略的かつ論理的思考能力があること (注 16)

オールジャパンの大規模な運用合同機関では制度運営委員会 (仮称) メンバーに対する

教育も行うこととすべきである。特に「年金ガバナンス」と「リスク管理」教育を必須条件とすべきである。

海外ではこうした理事など受託者責任をボードメンバーに対するエグゼクティブコースが大学に設けられているところもあり、世界中から集まった理事たちが小グループでケーススタディを議論し全体の前で発表するといった教育機関が既に存在している。(注 17)

こうして加入者や制度運営委員会（仮称）メンバーが年金ガバナンスやリスク管理について理解すればモニタリング能力が向上し、ひいては自分の所属する年金に対する「エージェンシー問題」を避ける上でも有効な方策となろう。

### 11. 終わりに

このような協働運用型 DC 制度構想を発足させるためのハードルは法改正を含めかなり多い。しかし昨年の財政検証結果を見ても企業年金制度が公的年金を補う必要性が高まる可能性は高く、また、中小企業で企業年金制度から零れ落ちつつある加入員を救うためには抜本的な改革を今、構想しないと将来に禍根を残すことになる。またこの確定拠出年金制度は自助努力の一環という現在の位置づけから発展させ、公的年金に次ぐ二本目の柱という位置づけにするためには正規、非正規に拘わらず職域で働く全員が強制加入で勤続期間の制約なく受給権が付与されるような確定拠出年金が必要であろう。その際に確定拠出年金に特有の構造を踏まえた年金ガバナンスの確保が重要である。

その実現によってはじめて「公的年金の補完的役割」としての協働運用型 DC 制度の意義を一層輝かせることが出来よう。このような形で老後準備資金を協働運用型 DC 制度で用意できるようになれば、さらに上乘せする余裕のある人にとっては、個人年金のような上乘せ部分が年金ライフプランにおける「夢資金」となるといった具体的な目標も立てやすくなる。

以上

\* 本稿は私見にもとづくものであり、所属機関を代表するものではない。

#### <注>

注1) 山口修、田川勝久「受託者責任と企業年金ガバナンス」『年金と経済』年金シニアプラン総合研究機構（2011年4月30日）p24

注2) K アムバクシア『年金大革命』野村総合研究所、野村証券、野村アセットマネジメント共訳、金融財政事情研究会刊（2008年）p166

注3) 厚生労働省 社会保険審議会企業年金部会 第2回配布資料より

注4) K アムバクシア『年金大革命』p94

- 注5) K アムバクシア 『年金大革命』 p25
- 注6) 企業年金連絡協議会「新ハイブリッド提言」(2014年6月30日) p8
- 注7) 格付投資情報センター (R&I) 「年金情報」 655号 (2014年8月18日号) p5。  
同社の許諾を得て使用。
- 注8) 格付投資情報センター (R&I) 「年金情報」 661号 (2014年11月3日号) p14。  
同社の許諾を得て使用。
- 注9) K アムバクシア 『年金大革命』 p54
- 注10) ケース・ダート「ABN AMRO 年金基金の運用意思決定プロセス・運用戦略およびその成果」BNP PARIBAS インベストメント・パートナーズ株式会社主催セミナー (2011年7月26日)
- 注11) K アムバクシア/D エズラ 『エクセレントな年金経営の条件』 三木隆二郎訳、金融財政事情研究会刊 (1998年) p35
- 注12) 企業年金連絡協議会「新ハイブリッド提言」(2014年6月30日) p16
- 注13) アムバクシアが共同創設者として名を連ねる **Cost Effective Management** という会社は世界の年金基金から年金運営経費のデータを集めてベンチマーク出来るデータベースを使った評価サービスを提供している
- 注14) 企業年金連絡協議会「新ハイブリッド提言」(2014年6月30日) p24
- 注15) PLP(Pension Life Plan)とは「セカンドライフの不安を解消するための定年後の“ライフプラン”作りを中心としたセミナー」。通常は定年前の50台半ばで実施されることが多い。年金シニアプラン総合研究機構は年金分野の専門調査研究機関としてPLPセミナーを30年近くにわたり開催してきた実績を持つ。  
<http://www.nensoken.or.jp/>
- 注16) K アムバクシア 『年金大革命』 p114
- 注17) カナダのトロント大学ロトマン ICPM では年金基金理事の為の1週間の短期集中型コースがあるが、残念ながら日本からの参加者はまだないとのことである。  
Executive Education at Rotman ICPM (International Centre for Pension Management)  
Board Effectiveness Program For Pension and Other Long-Horizon Investment Institutions  
<http://www.rijpm.com/link/executive-education>

<参考文献>

三木隆二郎著『確定拠出型年金制度の金融ビジネス・フレームワーク』金融財政事情研究会刊 (2000年)

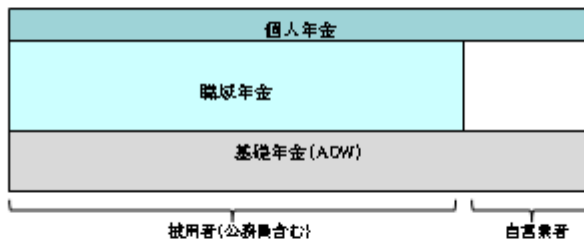
K アムバクシア/D エズラ著『エクセレントな年金経営の条件』三木隆二郎訳、金融財政事情研究会刊 (1998年)

K アムバクシア著『年金大革命』野村総合研究所、野村証券、野村アセットマネジメント共訳、金融財政事情研究会刊 (2008年)

## 1. オランダの年金制度の概要

- ▶ オランダの年金制度は「基礎年金」+「職域年金」+「個人年金(自助努力)」の三階建て
- ▶ 「職域年金」制度は実質的に強制適用(91%の被用者が職域年金制度の対象となっている)
- ▶ 職域年金制度はDBが中心(職域年金制度の加入者のうち93.5%がDBの加入者)

(オランダの年金制度)



【基礎年金制度のポイント】

- ▶ 年金額 ⇒ 単身者: 年額€13,713.54(被用者の平均賃金の30%相当) 夫婦: 年額€19,130.75(最低保証賃金水準)
- ▶ 保険料 ⇒ 上限18.25%で毎年変動(2012年は17.9%, 不足分は一般会計から補填)
- ▶ 支給開始年齢 ⇒ 65歳 ただし、2023年に67歳となるよう段階的引上げ、その後は平均寿命の伸びに合わせて引上げの予定 なお、2021年に支給開始年齢を67歳とすることが提案されている。

- Page 1 -

## 2. オランダの職域年金制度

- ▶ オランダの職域年金制度はDBがほとんどを占める
- ▶ 一定の職種に従事する被用者を対象とした巨大な年金基金が存在(例:公務員年金ABP)
- ▶ 職域年金の年金資産残高はオランダのGDPの160%程度

(DBの給付)

- ▶ 年金額=最終給与×1.75%×加入月数 ⇒ 40年加入で最終給与の70%を支給
- ▶ 昇給リスク軽減のため「最終給与比例」から「全期間平均給与比例」への切り替えが進む  
⇒ 「年金額=全期間平均給与×2%×加入月数」として算定(給与は再評価後のものを平均)  
⇒ 基本的には退職時の給与の70%が年金額の目標水準

※年金支給開始後は報酬または物価スライドにより年金額を改定

(DBに関する財務規制:FTK)

- ▶ 常に発生済債務の105%以上の積立水準を維持すること  
⇒ 抵触した場合は3年以内に積立水準を回復すること  
(積立水準の回復方法は、①増金の引上げ、②給付の調整・引き下げ、①と②の組み合わせ、など労使協議で決定)
- ▶ 1年後の積立水準が97.5%以上の確率で105%の積立水準を維持できること(積立水準130%程度が目安)  
⇒ 抵触した場合は15年以内に積立水準を回復できるよう計画を策定・実施  
(積立水準の回復方法は、①増金の引上げ、②給付の調整・引き下げ、①と②の組み合わせ、など労使協議で決定)

※物価資金スライドの一部(または全部)凍結 or 年金額の引き下げ(両方の措置とも加入者はもちろん受給者も対象)

- Page 2 -