

の制度的設計思想として採用することは、企業年金の設立を個別企業の任意としているなかで、より長く働ける社会を構築するという今後の経済・社会的な課題に照らし、問題が多い。退職者の長生きリスクをカバーしていくことは、引き続き企業年金の重要な課題となる。今後の企業年金では、少なくとも85歳～90歳以降の超高齢期において長生きリスクのプールを行うことを税制優遇の要件とするべきである。この仕組みにより、企業や従業員の実情及びニーズに対応する柔軟性を保ちながら、同時に従業員の老後所得保障機能をより強化することが可能となる。

本章第5節では、以上を踏まえて、給付段階の設計に係る年金政策のあり方について述べた。給付段階については、終身年金を提供する機能をすべての企業年金に求めることは難しく、したがって、終身年金を提供する側の環境整備は、今後の重要な政策課題となる。わが国の企業年金は、退職一時金制度の移行という位置づけが多数を占めるため、積立段階と給付段階を別にする構成が違和感なく受け入れられよう。コストの低減を図るためにも、中央年金化機関を設けて事務管理及びリスクプールを一元化するとともに、資産運用に関しては外部運用機関を利用した分散型とする政策オプションが推奨される。

参考文献

- Antolin, Pablo (2008), "Policy Options for the Payout Phase," *OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions*, No. 25, OECD Publishing.
- Antolin, Pablo (2008), "Ageing and the Payout Phase of Pensions, Annuities and Financial Markets," *OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions*, No. 29, OECD Publishing.
- Babbel, David F. and Craig B. Merrill (2007), "Rational Decumulation," Wharton Financial Institutions Center Working Paper No. 06-14, Wharton School, University of Pennsylvania.
- Bikker, J. A. and J. de Dreu (2007), "Operating Costs of Pension Schemes," in *Cost and Benefits of Collective Pension Systems*, pp. 51-74, Springer.
- Bodie, Zvi (2003), "Thoughts on the Future: Life-cycle Investing in Theory and Practice." *Financial Analysts Journal*, January/February 2003.
- Brown, Jeffrey R. and James Poterba, "Joint Life Annuities and Annuity Demand by Married Couples," *Journal of Risk and Insurance*, December 2000.
- Davidoff, Thomas, Jeffrey R. Brown, and Peter A. Diamond (2005), "Annuities and Individual Welfare." *American Economic Review*, December 2005.
- Department of Social and Family Affairs (2010), "*National Pensions Framework*," Government Publications, Government of Ireland 2010.

- Goodman, Benjamin and Michael Heller (2006), "Annuities: Now, Later, Never?", Trends and Issues, October 2006, TIAA-CREF Institute.
- Indecon and Life Strategies (2007), "Review of the Irish Annuities Market – Report for the Partnership Pensions Review Group."
- Kubo, Tomoyuki (2010), "Innovation of Pension Scheme --- Beyond DB v.s. DC," International Congress of Actuaries 2010 at Cape Town.
- Mitchell, Olivia S., James Poterba, Mark Warshawsky, and Jeffrey Brown (1999), "New Evidence on the Money's Worth of Individual Annuities," *American Economic Review*, December 1999.
- Milevsky, Moshe A. (2006), "*The Calculus of Retirement Income --- Financial Models fro Pension Annuities and Life Insurance*," Cambridge University Press.
- Milevsky, Moshe A. and Chris Robinson (2000), "Self-annuitization and Ruin in Retirement," *North American Actuarial Journal*, October 2000.
- Milevsky, Moshe A. and Chris Robinson (2005), "A Sustainable Spending Rate without Simulation," *Financial Analyst Journal*, November/December 2005.
- OECD (2007), "*Pension at a Glance --- Public Policies across OECD Countries*," 2007 Edition.
- Perun, Pamela (2004), "Putting annuities back into savings plans." Society of Actuaries Symposium on Managing Retirement Assets, April 1, 2004.
- Rocha, Roberto and Dimitri Vittas (2010), "Designing the Payout Phase of Pension Systems --- Policy Issues, Constraints and Options," Policy Research Working Paper 5289, The World Bank.
- TIAA-CREF (2010), "Re: Request for Information Regarding Lifetime Income Options for Participants and Beneficiaries in Retirement Plans (RIN 1210-AB33)," April 30, 2010.
- Webb, Anthony, Guan Gong, and Wei Sun (2007), "An Annuity that People Might Actually Buy," Brief No. 7-10, Center for Retirement Research at Boston College.
- Yaari, Menahem E. (1965), "Uncertain Lifetime, Life Insurance, and the Theory of the Consumer," *Review of Economic Studies*, April 1965.

第5章 終身年金商品市場のあり方について

本章では、英国における終身年金商品市場と日本における終身年金商品市場を取り上げ、両国の状況を踏まえ、日本における今後の終身年金商品市場のあり方を考察するものである。ここでいう終身年金商品とは、多くの加入者を集めることによって長生きリスクを集積・分散し、寿命が短かった人から寿命が長い人へ所得が移転できる機能を持つもので、主に保険会社が提供する終身年金を指す。

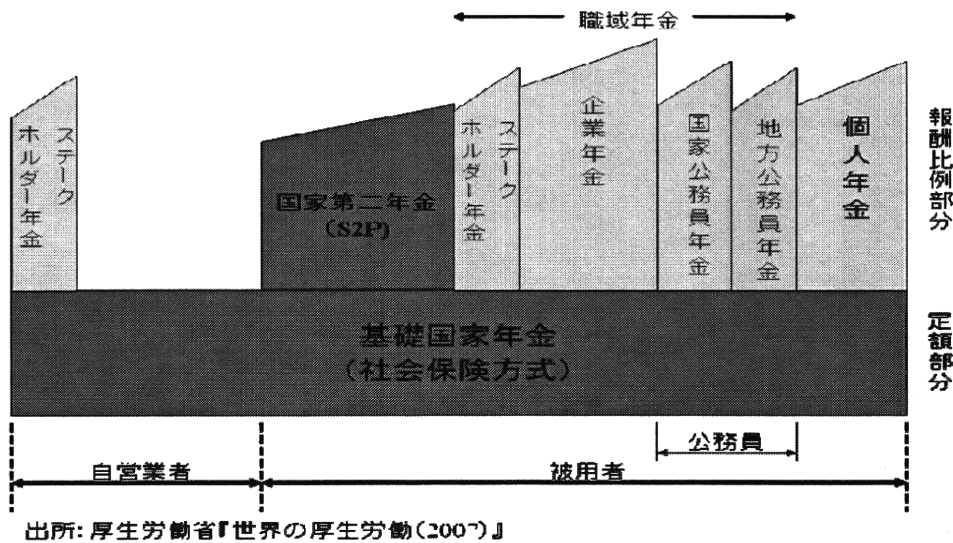
1 英国における終身年金商品市場の状況

1.1 英国の年金制度体系

英国の公的年金制度は、「基礎年金」と「付加年金」という2階建ての構造になっている。〔図表5-1〕参照。「基礎年金」部分は基礎国家年金(Basic State Pension)であり、職業や婚姻形態にかかわらず原則としてすべての英国人が強制的に加入することになる。なお最低所得額に満たない場合などは保険料の納付義務のない制度運営が行われている。年金の算定は拠出期間に比例し、満額年金は週あたり97.65ポンド(約13,000円)(2011年4月以降)である。毎年4月にインフレ率に応じて上昇することになっている。

「付加年金」とは国家第二年金(State Second Pension: S2P)のことであり、最低所得額以上の収入を得ている被用者は加入しなければならないことになっている。S2Pは低賃金労働者に対する所得再配分的な性格を有する制度で、給与所得の水準によって3つの所得帯に分けられており、低所得者帯ほど高い給付率を設定している。現在は最も低い所得帯の加入者で所得代替率40パーセントになるような設計が行われている。S2Pは年金額が低額であることから、中高所得者向けにはS2Pとは別に職域年金や個人年金が普及している。特に職域年金や個人年金の普及したのは、S2Pの前身の付加年金であり1975年に創設された国家所得比例年金制度(State Earnings Related Pension Scheme: SERPS)で適用除外制度が導入されてからである。適用除外制度とは中高所得者が強制加入のSERPS等の適用を除外(contract out)してもらい、公的年金の保険料の減額あるいは払い戻しを受け、独自に個人年金や職域年金に加入するものである。SERPSのもとで適用除外の範囲が徐々に拡大されたことで、SERPSの加入者は職域年金のない中小企業等の勤務者や個人年金に加入する余裕のない低所得者が多くなった。SERPSの適用除外制度は現行のS2Pまで引き継がれており、高齢期の所得格差の拡大という社会問題が顕在化している。

〔図表 5-1〕 イギリスの年金制度



ステークホルダー年金は、適用除外制度の対象年金として 2002 年から新たに導入された確定拠出型個人年金である。年金額は、拠出された年金保険料総額と保険会社の運用実績によって決定される。ステークホルダー年金には 1 パーセントの手数料規制が存在し、保険会社への支払いコストが低く抑えられている他、保険料の拠出を一時的に停止したり再開したりすることができるなどポータビリティにも優れている。

職域年金は様々なタイプのものが存在しているが、確定給付型と確定拠出型に大別できる。近年は確定拠出型が大多数となってきている。

個人年金は、被保険者が毎月払いまたは一時払いで保険料を支払うことができる。給付時には払込保険料の総額と運用益の 25 パーセントまでを一時金として受け取ることが可能で、この場合は残金の 75 パーセントを年金として受け取ることになる。一時金を受け取った残金は、年金原資として終身年金を購入することになるが、終身年金を購入できる保険会社は保険料を払い込んだ保険会社に限定されず、別の保険会社を選択することも可能である。

2008 年の Pension Policy Institute の資料によると、英国の年金受給者に占める職域年金・個人年金の受給者の割合は、職域年金が約 59 パーセント、個人年金が 13 パーセントとされており、英国における職域年金・個人年金の普及度合いは高くなっている。

1.2 英国の終身年金商品

英国の終身年金商品は、アビバ(Aviva)、プルーデンシャル(Prudential)、スタンダード・ライフ(Standard Life plc)およびリーガル・アンド・ジェネラル(Legal and General: L&G)などの保険会社によって提供されている。ここではインターネット等で公表されている資料が網羅的で分かりやすいという理由から、職域年金および個人年金の幅広い分野で商品提供の実績のある L&G の終身保険商品を取り上げる。

1.2.1 リーガル・アンド・ジェネラルの終身年金商品

英国において企業年金や個人年金は、一般に積立金を加入者が選択した投資信託ファンドで運用している。定年時に、この積立金の25パーセントまでを非課税一時金(Tax Free Cash)として受け取り、残りを終身年金として将来にわたって受け取る。また年金加入者は企業年金・個人年金において積み立ててきた年金積立金を原資としてアニュイティを購入することができる。どこの保険会社が提供するアニュイティを購入するかは加入者の判断に委ねられている。アニュイティの購入先については、年金積み立てを行ってきた企業年金・個人年金のスキーム提供者以外からの購入も可能になっている。

L&G の個人年金は 55 歳から年金給付金(Pension Benefit)を受け取ることができ、75 歳まで終身年金(annuity)を購入することができる。個人年金の場合、非課税一時金を受け取るタイミング、すなわち定年ということになるが、これを 55 歳から 75 歳の間で選択することができる。この 55 歳から 75 歳という期間は L&G のみならず、非課税一時金の適用が受けられる期間であり他の個人年金商品も一般に同様の設定となっている。

購入できるアニュイティの水準は次の要因によって異なる

- 1) アニュイティを購入する際の年金原資の規模
- 2) アニュイティを購入する時点でのアニュイティ・レートと市場環境
- 3) 年齢および性別
- 4) 選択した次のオプション
 - a) 年金給付金の支給頻度 (年 1 回/年 2 回/年 4 回/年 6 回)
 - b) 年金給付金の増加率 (固定、年 0.1%~年 10%または消費者物価指数連動)
 - c) 加入者死亡後に最終年金給付金を支給するか否か (死亡後に給付金の支給がない場合の方がそのアニュイティは安くなる)
 - d) 年金給付金に支払い保証期間を設定するか否か
 - e) 加入者の死亡後もパートナーに対して年金給付金の支給を続けるか否か
 - f) 保証期間中に加入者が死亡した場合、パートナーの年金と保証期間内の未支給の年金給付金を重複した期間で支給するか、保証期間終了後に支給するか
- 5) 健康状態やライフスタイル
 - a) 喫煙習慣
 - b) 糖尿病
 - c) 高血圧
 - d) 高コレステロール
 - e) 肥満あるいは痩せ過ぎ

L&G は、3 種類のアニュイティを提供している。(1) Pension annuity、(2) Enhanced annuity、(3) With Profit annuity である。このうち(1) Pension annuity と(2) Enhanced annuity は一般的なアニュイティ(Non Profit annuity と呼ばれる)であり、アニュイティ購入時に年金給付額が確定するタイプである。L&G の Enhanced annuity は、前述 5)の

a)から e)の健康状態やライフスタイルにある場合、一般的に提供される Pension annuity よりも手厚い年金給付が受けられる。With Profit annuity は、最低限の年金給付金の水準は確保されるものの、投資成果に応じた年金給付金が支給されることになるタイプである。

1.2.2 Pension annuity

L&G の Pension annuity はじめ一般的なアニュイティは加入者（あるいは被保険者）が積み立てた企業年金・個人年金を使って購入することができる。購入時には将来の年金額を固定したタイプかあるいは年々増加するタイプかを選択できる。保険会社はアニュイティを販売した時点の市場環境、被保険者の余命の推定および被保険者が選択したオプションに基づいて年金額を決定する。

Pension annuity の利点は、(1)将来にわたって年金額が減少しないことから老後の生活設計が立てやすいこと、(2)長生きすれば購入したアニュイティの価値以上の年金額が得られる可能性があることなどである。

一方 Pension annuity のリスクは、(1)被保険者がアニュイティ購入時に選択したオプションの変更ができないこと、(2)インフレにより年金の実質的な価値が減価する可能性があること、(3)早死にすれば購入したアニュイティの価値以下の年金額しか得られない可能性があることなどである。

英国では定年時までには積み立ててきた個人年金や企業年金のスキーム提供者に関係なく、アニュイティ・レートや商品性を比較し、新たに保険会社を選択することができる。そのような背景があり、インターネット等でもアニュイティを比較するサイトが広がっている。その代表的なものに Sharingpension.co.uk のようなサイトもある。

このサイトでは、アニュイティの種類ごとに最も条件がよい年金額が提示されている。このサイトで比較されているアニュイティ・レートは、一般的なアニュイティ(Standard single rates) (図表 5-2)、喫煙者向けアニュイティ(Smoker single rates) (図表 5-3)、夫婦加入のアニュイティ(Standard joint rates)、喫煙者夫婦向けアニュイティ(Smoker joint rates)などである。一般的なアニュイティ・レートは、次のような一覧で提示されている。なお L&G の Pension annuity はこの分類に入る。

〔図表 5-2〕 Standard single rates

アニュイティ・レート			
単身男性		単身女性	
55 歳	£5,511	55 歳	£5,316
60 歳	£5,944	60 歳	£5,718
65 歳	£6,590	65 歳	£6,228
70 歳	£7,470	70 歳	£7,058
74 歳	£8,494	74 歳	£7,921
アニュイティ・レート(10 年保証付き)			
単身男性		単身女性	
55 歳	£5,473	55 歳	£5,302
60 歳	£5,886	60 歳	£5,691
65 歳	£6,486	65 歳	£6,217
70 歳	£7,272	70 歳	£6,927
74 歳	£8,097	74 歳	£7,664
アニュイティ・レート(年 3%上昇)			
単身男性		単身女性	
55 歳	£3,627	55 歳	£3,360
60 歳	£4,112	60 歳	£3,787
65 歳	£4,739	65 歳	£4,374
70 歳	£5,594	70 歳	£5,182
74 歳	£6,618	74 歳	£6,061

出所 : (<http://www.sharingpensions.co.uk/>)

Last updated: 20 February 2011

ここでは、アニュイティの購入原資が£100,000-の場合に受け取れる終身年金額の水準が提示されている。60歳の男性が被保険者となる場合、£100,000- (£1=¥130として1,300万円)の原資で年額£5,944 (£1=¥130として772,720円)の終身年金を購入することができる。アニュイティの購入年齢が高くなれば余命が短くなることから年金額は増加し、男性に比べて女性の平均寿命の方が長いことから、女性の年金額は男性の年金額よりも少なくなるように設計されている。このサイトの一般的なアニュイティの一覧には、(1)保証期間はなく年金額が終身定額に設計されるもの、(2)年金額は終身定額ではあるが10年間の保証期間が付されるもの、(3)保証期間はないが年金額は年率3パーセントずつ上昇するものの3つのタイプが比較されている。保証期間のあるものは保証期間のないものに比べて、同じ原資で購入できるアニュイティの年金額は低くなる。また年率3パーセントずつ上昇するタイプは、定額のアニュイティよりも年金受給開始直後の年金額は低い。

また喫煙習慣のある被保険者の場合のアニュイティは、喫煙習慣のない被保険者に比べて年金額が大きくなるような設計になっている。

〔図表 5-3〕 Smoker single rates

アニュイティ・レート			
単身男性		単身女性	
55 歳	£6,283	55 歳	£6,082
60 歳	£7,006	60 歳	£6,728
65 歳	£7,891	65 歳	£7,597
70 歳	£9,077	70 歳	£8,804
74 歳	£10,454	74 歳	£10,231
アニュイティ・レート(10年保証付き)			
単身男性		単身女性	
55 歳	£6,219	55 歳	£6,047
60 歳	£6,874	60 歳	£6,622
65 歳	£7,608	65 歳	£7,381
70 歳	£8,458	70 歳	£8,323
74 歳	£9,345	74 歳	£9,220
アニュイティ・レート(年 3%上昇)			
単身男性		単身女性	
55 歳	£4,369	55 歳	£4,187
60 歳	£5,094	60 歳	£4,848
65 歳	£6,025	65 歳	£5,744
70 歳	£7,300	70 歳	£7,064
74 歳	£8,613	74 歳	£8,451

出所 : (<http://www.sharingpensions.co.uk/>)

Last updated: 20 February 2011

L&G での Enhanced annuity は、喫煙習慣がある場合も想定しており、[sharingpensions.co.uk](http://www.sharingpensions.co.uk) における喫煙習慣のある場合の分類に属することになる。L&G では、喫煙習慣の基準について 1 日 10 本以上あるいは 10 年以上の喫煙としている。

1.2.3 With Profit annuity

L&G の With Profit annuity は運用成果に応じて年金が支給される。アニュイティを購入した翌年から年金額が減額される可能性もあるが、最低水準が予め決められている。

With Profit annuity の利点は、最低限の年金額を確保しつつ将来の運用パフォーマンスの恩恵を受ける機会が提供されており、購入したアニュイティからより多くの年金を得られる可能性がある。一方 With Profit annuity のリスクは運用成果次第で年金額が期待を下回る可能性がある。

Axxis Financial Planning Ltd.が提供する annuitydiscount.co.uk というサイトでは、各保険会社が運用している With Profit annuity のアセットアロケーションを開示している（図表 5-4）。

〔図表 5-4〕 各保険会社が運用している With Profit annuity のアセットアロケーション (%)

	株式	債券	不動産	短期資金	その他
Legal & General	51.0	29.0	20.0	0.0	0.0
Liverpool Victoria	62.5	17.7	15.1	4.7	0.0
Aviva	53.0	20.5	21.0	5.5	0.0
Prudential	53.0	25.0	15.0	4.0	3.0
Scottish Widows	51.0	31.0	10.0	0.0	8.0

出所：(http://www.annuitydiscount.co.uk/Who_we_are.htm)

本表からは、With Profit annuity の株式比率がいずれも 50 パーセント超であり、一般の企業年金等に比べるとハイリスクハイリターンの運用となっている。L&G では、比保険者が With Profit annuity の購入を検討する場合は、ファイナンシャル・アドバイザーと事前に相談するように推奨している。

2 日本における終身年金商品市場の状況

2.1 日本における終身年金商品市場の動向

〔図表 5-5 日本における終身型個人年金保険の商品一覧〕は、年金シニアプラン総合研究機構で作成したものだが、実際の終身年金商品の販売動向は英国のような広がりがあるとは言い難い状況である。日本生命はじめいくつかの生命保険会社に終身年金保険の販売スタンスを確認したが、各社とも一様に消極的であった。商品のラインナップはあるものの積極的な販売は行っていないというのが実態のようである。この背景として終身年金商品を購入する購入者側と終身年金商品を提供する保険会社側の双方に、現状の金融環境や社会環境のなかでは終身年金商品に対して消極的なスタンスをとらざるを得ない理由が存在している。

まず終身年金商品の購入者側のニーズについてである。英国のアンニシティ同様、日本の終身年金商品についても、将来の年金額は終身年金商品購入時の金融環境によって決まってくる。すなわち終身年金商品購入時の長期金利の水準が終身にわたる年金額の算出に大きく影響している。このことは、長期金利が非常に低い状況にある現下の日本において、終身年金保険の購入を検討している個人が終身年金商品の購入に二の足を踏む原因となっている。昨今では日本においてもファイナンシャル・アドバイザーが独自にウェブサイトを立ち上げ、独自の視点から個人投資家にアドバイスを行っているが、多くのファイナンシャル・アドバイザーが超低金利下の終身年金商品に対して否定的なアドバイスを行っている。これは終身

年金商品という商品性そのものを否定するものではなく、終身年金商品は金利上昇を待ってからにした方がよいというのがそのアドバイスの背景にある環境認識である。

一方終身年金保険の供給者である保険会社においては、当該商品の販売を躊躇する理由が主に2つ存在する。1つ目の理由は、保険会社が日本人の長寿化により年金保険料支払いが増大するリスクに対して民間企業としては対応しきれないと考えていることである。ニッセイ基礎研究所が発行するジェロントロジージャーナル（2010年9月27日号）に「終身年金の憂鬱」と題する文章が寄せられている。このなかで日本の保険会社の終身年金保険商品に対する本音が垣間見えるので引用したい。「公的年金の年金額の減少を補うべく民間の保険会社が終身年金を提供することはなかなか難しい。保険会社は多くの加入者を集めることによってリスクを集積・分散し、早死にした人から長生きする人に所得を移転することはできるが、社会全体として長寿化が進み支給額が増大するというリスクは引き受けきれないからだ。安全を見込んで想定よりかなり低めに予定死亡率を設定するというのが教科書どおりの対応だが、掛け金が高くなりすぎて消費者が購入しにくくなってしまう。」

保険会社が終身年金保険の提供を躊躇する2つ目の理由は、被保険者の死亡を適切に確認把握することに難しさである。昨年、すでに死亡している高齢者の年金がその家族によって不正受領された事件をきっかけにして、行方不明高齢者の年金不正受給が社会問題化した。この問題に関して厚生労働省年金局は2011年8月12日報道発表資料の中で、全国の市区町村に対し市区町村が把握している行方不明高齢者の情報を日本年金機構に対して情報提供するように依頼を行ったと公表している。国が改めて市区町村の協力を借りて年金受給者の生存確認を行ったわけである。通常、年金受給者が死亡すると遺族は社会保険事務所等に受給者の「死亡届」を提出する。また仮にこの死亡届が提出されない場合であっても、国は住民基本台帳で生存・死亡を確認することができる。民間の保険会社の終身年金においてはこの生存確認がさらに容易でない。プルデンシャル生命は日本において外貨建て終身年金(Retirement Income)を販売しているが、同社に終身年金の被保険者の生存確認についてその方法を確認したところ、担当のライフプランナーが年一回確認を行うとのことであった。しかしながら一般的な傾向として保険会社の営業職員はターンオーバーの頻度が高く、被保険者の生存確認を数十年の超長期にわたり実施し続けることには大きな困難が伴う。実際には被保険者の現住所を正確に捕捉し続けることすらままならないのが現状のようである。一部の保険契約においては毎年住民票の提出を求めるものもあるようだが、この場合は被保険者の負担が大きくなる。

このように日本国内では終身年金保険商品が積極的に販売されているという状況にないが、昨年までウェブサイト上に終身年金の商品概要や掛金計算シミュレーションを掲載していたかんぼ生命の終身年金商品について採り上げたい。なお現在（2011年3月）のかんぼ生命のウェブサイトには終身年金商品は紹介されておらず10年の定期定額年金の紹介のみになっている。

〔図表 5-5〕日本における終身型個人年命保険の一覧

No.	会社名	商品種類及び商品名	支払い期間	支払い開始年齢その他
1	かんぽ生命	「新定額型終身年金保険」 「新増額型終身年金保険」	(55～65歳支給開始)15年保証終身年金 (70～75歳支給開始)10年保証終身年金	55歳～75歳選択、増額は毎年年利3%複利で増増
2	全労済	「個人年金共済 終身年金プラン」	10年、15年確定、10～15年保証(75歳まで保証)終身年金	55～65歳から選択(保証期間は75歳まで、但し50～59歳支給開始は保証期間15年)
3	JA共済	「予定利率変動型年金共済ライフロード」	5年、10年、15年確定 (50、55、60、65歳支給開始)15年保証終身年金 (70歳支給開始)10年保証終身年金	50歳、55歳、60歳、65歳、70歳から選択
4	日本生命	「個人年金保険 年金名人」他3商品	5年、10年、15年確定、10年保証終身から選択	60歳～65歳で選択、年金受取時に終身を選択可、その場合は「年金支払開始時」における予定利率、予定死亡率で年金額を計算。
5	明治安田生命	「個人年金保険 個人年金いきいき(一時払い)」	10年、15年確定、10年保証終身から選択	終身には定額型と増額型あり
6	第一生命	「個人年金保険 しあわせ物語」「予定利率変動型個人年金保険 ニューマイライン」	5年、10年、15年確定、10年保証終身から選択	55歳～70歳で選択、年金受取時に終身を選択可、その場合は「年金支払開始時」における予定利率、予定死亡率で年金額を計算。
7	第一フロンティア生命	「変額個人年金 プレミアセービング」他9商品	5年、10年、15年、20年確定、10年保証終身から選択	90歳までに選択、終身年金の保証期間は年金支払日時点の予定利率、予定死亡率等で計算。外貨建商品あり。
8	住友生命	「個人年金保険 たのしみVAプラス」	5年、10年、15年、20年、30年確定、終身から選択	85歳までに選択、終身年金の保証期間は年金支払日時点の予定利率、予定死亡率等で計算。
9	三井生命	「個人年金保険 アベニューR」	5年、10年、15年確定、10年保証終身、夫婦年金から選択	
10	大同生命	「個人年金保険」	5年、10年、15年確定、10年保証終身から選択	
11	太陽生命	「個人年金保険 BEST」	5年、10年、15年確定、終身から選択	
12	T&Dファイナンシャル生命 (旧東京生命)	「個人年金保険 ハッピーベル(一時払い)」「投資型個人年金保険 ライジングロード(一時払い)」	5年、10年、15年、20年、30年、36年確定、5年、10年、15年、20年終身から選択	80歳までに選択、終身年金の保証期間は年金支払日時点の予定利率、予定死亡率等で計算。
13	AIGエジソン生命(米) (旧東邦生命)	「変額個人年金保険 年金の夜明け」他4商品	5年、10年、15年確定、10年保証終身から選択	55歳～85歳選択、外貨建商品あり。
14	AIGスター生命(米国)	「個人年金保険 スリースターズ ネオ」他3商品	5年、10年、15年、20年、30年、35年、40年確定、5年、10年、15年、20年保証終身から選択	保険料及び年金支払いを米ドル建支払い選択可
15	アクサ生命(仏)	「変額個人年金保険 生涯年金NEO」他5商品	5年～40年確定(1年きざみ)、5、10、15、20年保証終身から選択	51歳～76歳選択
16	マニユライフ生命(カナダ)	「投資型年金保険 あしたの年金」他2商品	5年、10年、15年、20年、25年、30年確定、終身から選択	90歳までに選択
17	マスマニューチャアル生命(米国)	「積立利率金利変動型年金 アットウィル」他10商品	5年、10年、15年、20年、30年、36年、40年確定、終身から選択	90歳までに選択
18	ジブラルタ生命(米国)	「通算指定型個人年金保険 ハイ・カレンシー」他7商品	5年、10年、15年、20年、30年、35年、40年確定、5年、10年、15年、20年保証終身から選択	保険料及び年金支払いを米ドル、豪ドル、ユーロ建選択可
19	ブルデンシャル ジブラルタ ファイナンシャル生命(米国)	「通貨指定型個人年金保険 ハイ・カレンシー-NEO」他5商品	5年、10年、15年、20年、30年、35年、40年確定、5年、10年、15年、20年保証終身から選択	保険料及び年金支払いを米ドル、豪ドル、ユーロ建選択可

出所：各生命保険会社のホームページを参考に年金シニアプラン総合研究機構、作成(2011.1.21)

2.2 かんぽ生命の終身年金商品

かんぽ生命の個人年金分野の主たる商品は終身年金と定期年金の2つである。終身年金商品としては(1)新定額型終身年金保険と(2)新逓増型終身年金保険がラインナップされている。一方で定期年金の代表的な商品は新定期年金保険である。かんぽ生命では、毎月契約状況を開示しているが、以下が個人年金分野における契約状況である(図表5-6)。

〔図表 5-6〕 かんぽ生命保険の契約状況

(単位: 件、百万円)

	新規契約(2011年4月～12月)		保有契約(2011年12月末)		2011年度増加率	
	件数	金額	件数	金額	件数	金額
終身年金	3,467	27,908	13,912	110,395	33.2%	33.8%
定期年金	196,317	656,349	635,686	2,005,576	44.7%	48.6%

出所: 株式会社かんぽ生命保険の契約状況

この資料によると、かんぽ生命の個人年金分野における終身年金契約の割合は、契約件数ベースで2パーセント、契約金額ベースで5パーセント(いずれも2011年12月末時点)と小さな割合しかない。最近では営業面からも、終身年金ではなく定期年金の販売に注力する方向であることから、終身年金の割合はますます小さいものになるものと考えられる。

かんぽ生命の新定額終身年金保険は、毎年一定額の基本年金を生涯にわたって受け取れるものである。年金の受け取り開始は被保険者の年齢が55歳から75歳の間で決めることができる。基本的に15年間の保証期間が付与されるが、受け取り開始年齢を70歳以上とした場合は保証期間が10年間に短縮される。現下の金融環境の下では、ほとんどの場合、保証期間内に支払われる年金総額は払込保険料総額に比べて小さくなる。基本年金を契約上限の90万円、保険加入年齢を40歳、年齢支給開始年齢を60歳とし、60歳まで保険料を支払う場合の月額保険料は、男性が82,800円、女性が98,010円(2010年6月時点においてかんぽ生命ウェブページの保険料計算機能により算定)である。20年間で払い込んだ保険料総額を年金として受け取るのに要する期間は、男性が約22年、女性が約26年である。すなわち男性は82歳まで、女性は86歳以上に生きなければ、基本的に払込保険料を回収できない計算になる。

かんぽ生命の新逓増型終身年金保険は、基本年金が2年目以降毎年3パーセントずつ増加する設計になっているが、その他の基本スキームは新定額型終身年金保険と同様である。基本年金を契約上限の90万円、保険加入年齢を40歳、年齢支給開始年齢を60歳とし、60歳まで保険料を支払う場合の月額保険料は、男性が130,320円、女性が168,750円(2010年6月時点においてかんぽ生命ウェブページの保険料計算機能により算定)となる。

3 まとめ

日本において終身年金保険が一般化していくには、超低金利という金融環境の他に制度・体制面から乗り越えていかねばならない課題がある。それは終身年金という商品性であるが故の必然のようなものであるが、民間企業が被保険者の生存確認を如何に行っていくかという問題である。日本人の長寿化リスクへの対応については、一定程度の割り切りのもとで対応できたとしても、生存確認が取れないままに年金を払い続けなければならないというビジネス上のリスクは、孤独死などが社会問題化するなかで、保険会社にとって大きなビジネス上のリスクとなっていると考えられる。保険金振込口座が存在し続ける限り、保険会社としてはその指定口座に保険金を支払い続けなければならない状況が続く。保険契約者や被保険者の所在確認も保険金控除がある保険料の納付期間は容易かもしれないが、年金受給期間となった契約者の住所変更をどの程度捕捉できるだろうか。死亡保険金は死亡請求に基づいて支払が行われるが、終身年金は支払いのトリガーとなるのは年齢である。

こういった状況を踏まえると、公的年金・個人年金ともに受給者の生存確認が行える社会インフラの整備が必要になっている。

参考文献

- ・ ダン M.マックギル・ドナルド S.グラブス,Jr. (1989)『企業年金の基礎』ぎょうせい
- ・ 住友信託銀行年金信託部 (2004)『企業年金の法務と実務』金融財政事情研究会
- ・ 格付投資情報センター「年金情報」編集部 (2003)『企業年金の真実－超高齢化社会の「勝者」と「敗者」－』格付投資情報センター
- ・ 野村総合研究所 (2002)『2004 年公的年金改革～避けられない「報酬比例部分の個人口座化」～』野村総合研究所
- ・ 丸谷浩介 (2009)「イギリスの公的・私的年金制度改革」『海外社会保障研究』 Winter 2009 No.169
- ・ 明田裕 (2010)「企業年金の憂鬱」『ニッセイ基礎研究所ジェロントロジージャーナル』 No.10-009 27 September 2010

第6章 企業年金に求められる資産運用体制のあり方

1 はじめに

年金資産運用は長期的な給付に必要となる収益を確保しなければならない。確定給付企業年金法第67条では「政令の定めるところにより安全かつ効率的に行わなければならない」とされる。厚生年金保険法も同様である。よって望ましい資産運用体制とは運用の安全性と効率性を担保するものでなければならない。

確定給付企業年金法は事業主等に対して信託会社・生命保険会社等との間で積立金の管理および運用に関する契約の締結を定め、資金の分別管理を求めている。また基金の理事や資産管理運用機関等の行為準則を定めており、資産運用に対する忠実義務を求めている。法はさらに年金業務に関わる業務の概況を加入者に周知するよう事業主等に義務付け、ディスクロージャーを求めている。一方施行令では運用方法の特定、運用の基本方針の策定、分散投資業務および運用体制整備などが定められており、運用体制の基本的な枠組みが示されている。

年金運用の実務に目を向けると、そこには概ねコンセンサスの取れたフレームワークが確立されていると言える。まずは負債の分析に始まり、次にリターン目標の設定、リスクの選択と許容度の決定、年金ALMと政策アセットミックスの策定、マネージャー・ストラクチャーの構築、リスクモニタリングに運用評価というPlan⇒Do⇒Seeの流れである。

しかしこのような形式要件が整っても、年金運用が効率的であるかどうかは別問題である。望ましい運用体制とは、運用の効率化を推し進める「実践」が可能な体制を言う。それは経営学的アプローチを多分に含むものと考えられる。ではこの「実践」を推し進めるフレームワークは何に求めたら良いのであろうか。

結論から言えばそのフレームワークはコーポレート・ガバナンスに求めるべきである。ガバナンスと効率性は相対するものと捉えられ易いが、実はそうではない。コーポレート・ガバナンスの歴史を紐解くと、空前の架空取引や粉飾決算に見舞われたエンロンやワールドコム的事件をきっかけに、企業統治に関する様々な対応が1990年代後半からグローバルに展開されるようになった。「米国企業改革法(Sarbanes-Oxley Act / SOX法)」の成立や「COSO-ERMフレームワーク」の提唱など、コーポレート・ガバナンスは各国の企業経営に大きな影響を及ぼしている。この流れは当然企業活動のさまざまな分野に波及し、特にステークホルダーの利害関係が入り組む年金分野においては非常に重視されている。そして近年は、年金基金のガバナンスを高める上でベスト・プラクティス(最良執行)の議論が増えている。またコーポレート・ガバナンスと企業パフォーマンス、年金ガバナンスと運用パフォーマンス、それぞれの関係について実証研究も徐々に積み上がってきており、いずれもガバナンスとパフォーマンスには正の相関が見出されるという結論がもたらされている。

運用効率化の「実践」を推し進める体制整備に必要なもうひとつのポイントはディスクロージャーである。ディスクロージャーは言ってみれば外部環境整備であり、ガバナンスをサポートする大きな役割を果たす。但し、開示を強制する法的枠組みが必要となる。

そこで以下、最近のコーポレート・ガバナンスに関する日本での調査を整理し、次に海外の年金ガバナンスに関する最近の実証研究を見てみることにする。後半では年金のディスクロージャーに関して先進国である米国の流れを見て、わが国との比較を行う。最後にガバナンスとディスクロージャーが示唆する運用体制をまとめることにする。

2 日本のコーポレート・ガバナンス

2.1 財務省の調査

財務省財務政策総合研究所は2003年6月に『進展するコーポレート・ガバナンス改革と日本企業の再生』と題した調査レポートを発表した。日本の上場・店頭企業2577社に対して①株主総会の活性化、②取締役会の改革、③情報公開の取組みという3つのテーマを中心にアンケート調査を実施してガバナンスを推し進める企業の積極性を指標化（Corporate Governance Score / CGS）（CGSは26のコンポーネントから構成される）し、企業パフォーマンスとの関連性を調べた。その結果、CGSが高い企業群はROA（営業利益／資産額×100）が高く、またトービンのQ（株式価格×発行株式数+負債（簿価）／資産額（簿価））も高いことが示された。同じCGSの中では情報公開と企業パフォーマンスの関係だけが統計的に顕著で、株主総会の活性化や取締役会の改革では相関が見られなかったとしている。これは情報公開がエージェンシーコストを引き下げるからで、特に株主と経営者間でのエージェンシーコストの高いと言われるR&D志向型企業において顕著であったという興味深い発見を行っている。

〔図表 6-1〕 CGS26 のコンポーネント

株主の権利（株主との関係/株主の権利に関する施策）

A1	株主総会集中日を避けた総会の開催
A2	株主総会の土日開催
A3	株主総会通知書の早期発送
A4	株主総会での英語での同時通訳
A5	株主総会での質問数、時間、発言順の決定方法等のルール策定
A6	株主総会を短時間に終了させることなく、活発な議論を促す
A7	取締役の選任の際の累積投票の採用
A8	株主総会の招集通知の附属資料への丁寧な開示資料の添付
A9	電子メールによる株主総会の招集通知
A10	電子メールによる株主の議決権行使

取締役会(経営組織)

B1	取締役会における取締役の平均出席率【95%以上出席】
B2	定例の取締役会の年会開催数【13回以上開催】
B3	取締役会において社長(CEO)と議長は別の人間か
B4	取締役の業績を評価し、報酬を決定する明示的なシステムが存在するか
B5	社外取締役の導入状況
B6	執行役員制度の導入状況

ディスクロージャー&透明性(株主との関係/IRに関する施策の実施)

C1	事業報告書等の企業の主要な施設への常備
C2	アニュアルレポートのHP上の提供
C3	国内でのアナリストとの定期ミーティングの実施
C4	海外でのアナリストとの定期ミーティングの実施
C5	IR活動のコンサルティング
C6	IR担当部署の設置、専門部隊の配置
C7	株主懇談会の開催
C8	HP上での取締役の履歴の掲載
C9	英語版ディスクロージャー誌の作成
C10	取締役の報酬額の情報開示の状況。また、今後の検討状況

出典：財務省財務総合政策研究所（2003）『進展するコーポレート・ガバナンス改革と日本企業の再生』

しかし、ここにおける重要な示唆は、取締役会の組織体制（B1～B6）にみられるような形式要件よりは、ディスクロージャー&透明性（C1～C10）に記載されているように企業はステークホルダーといろいろな接点を持つほうが、企業のパフォーマンスにとって重要であるという点である。

2.2 日本経団連の調査と提言

日本経団連では2006年2月に経営法規委員会に参加する企業にアンケートを実施し、6月に「我が国におけるコーポレート・ガバナンスのあり方」に関するアンケートを取りまとめ、レポートを発表した。経団連はコーポレート・ガバナンスを「企業の不正行為の防止ならびに競争力・収益力の向上という2つの視点を総合的に捉え、長期的な企業価値の増大に向けた企業経営の仕組みをいかに構築するか」と定義している。そしてコーポレート・ガバナンスと企業業績とが相関関係にあることは証明されていないとしながらも、その有用性を説いている。それに先んじる2006年3月に発表された「企業価値の最大化に向けた経営戦略」においては、「優秀な人材の育成」、「中長期的な研究開発の推進」等に加え、コーポレート・ガバナンスの重要要素である「経営理念の明確化、企業倫理の徹底」、「IRをはじめ情報開示の推進」によっても企業価値のプレミアムがもたらされるという調査結果を出している。しかし各国におい

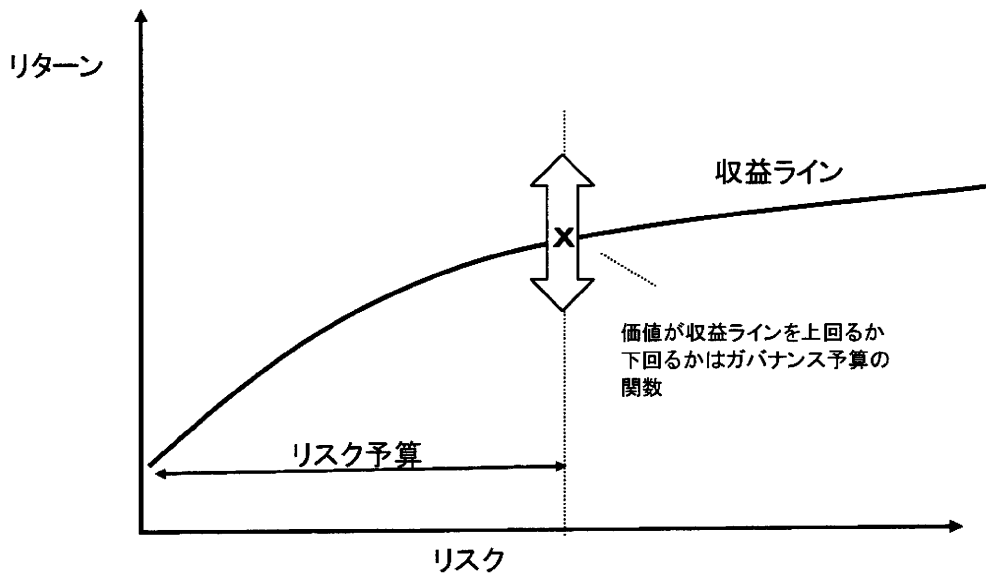
では、コーポレート・ガバナンスの強化に向けて様々な試みを実施されており、現状は実効性に関するコンセンサスが得られる普遍的な手法は存在しないとも指摘している。なお経団連では 2006 年の続編として 2009 年 4 月に「より良いコーポレート・ガバナンスを目指して【主要論点の中間整理】」を発表しており、内外の政府や機関投資家との対話を積極的に進め、企業価値を高める実質的なコーポレート・ガバナンスを進めてく必要性を説いている。

3 年金ガバナンスの実証研究

3.1 年金ガバナンスのベスト・プラクティスに関する経験則

Gordon L. Clark と Roger Urwin の二人は、US50 億ドルから US1000 億ドルまでの規模が異なる欧米やアジアにおける 10 の基金（非公開）において、年金ガバナンスと運用パフォーマンスの関係を調査した。その結果、基金のガバナンスが良いほど、長期にわたるリスク調整後収益が増加するという結論を導き出した。リスク量が決まって一定の期待リターンが定まるとすれば、次にガバナンスの良し悪しでその期待リターンが押し上げられたり押し下げられたりしている（図表 6-2）。

〔図表 6-2〕 ガバナンス予算とリスク予算の関係図



出典：Clark, Gordon and Roger Urwin (2008) “Best-practice pension fund governance” *Journal of Asset Management*, Vol.9, 1: 2-21 より筆者作成

二人の言う「ガバナンスが良い」というのは、ガバナンスのベスト・プラクティス(最良執行)が行われているということの意味する。そして基金の本質は明確に定められた運用目標に対してリスクテイクすることであり、その時ガバナンスに掛ける予算 (Governance budget) が高いほど、リスクテイクは慎重に考慮され、しっかり管理されるというのである。今回調査した

ベスト・プラクティス(最良執行)を実施する基金は、自らが目標とするインデックスを2%上回ったとされる。ただ、ここでは基金の数字が公開されているわけではないので、今後詳細なデータに基づく調査報告を期待したい。

さて、この調査を通じて二人は年金ガバナンスのベスト・プラクティスに関する12個の経験則を見出した。経験則は、(1)「組織の一貫性 (institutional coherence)」: 投資目的の絞り込みとその明確さに関する企業ないし組織の一貫性、(2)「人材 (people)」: スキルや経験などを踏まえた投資判断に関わる人材、(3)「プロセス(process)」: 投資判断がどのように立案され決定されるのか、のいずれかの属性に分類される。それでは12個の経験則を見てみよう。

(1) 組織の一貫性に関するベスト・プラクティス(Best-practice – Institutional Coherence)

① 経験則 1 明確な方針の存在(Mission clarity)

運用に関する基本方針の明快さ、ならびに制度に関わる関係者の基本方針に対するコミットメントが存在している、ということである。しかし一般的に基本方針は金科玉条且つ抽象的である。そのため一定のリスク許容度のもとで年金負債に見合ったターゲットリターンを策定してステークホルダー (利益関係者) 間でその目標をシェアする、というように具体的な方針が各基金で定められている。もちろんリターン以外にも複数の具体方針が関係者でシェアされている。日本の年金においても明確な方針は存在しており、当然二人の言う具体的な運用利回りの目標も定められている。したがって関係者がどこまでその目標にコミットしているのかが重要なポイントとなる。

② 経験則 2 投資執行役の存在(Investment executive)

明確な役割と責任分担を課せられた能力ある投資執行役が組織に存在している、ということである。組織内の権限や関係者の役割が明確に定められていて、組織に正式な綱領が存在し、ガバナンス行為ひとつひとつに職務や機能に関する指揮命令が定められているところもあった。調査したファンドはいずれも複数の運用執行役 (Investment executive) の存在を重視しており、中でも相当な権限を委託されている最高投資責任者 CIO (Chief Investment Officer) の存在が鍵である、としている。

③ 経験則 3 時間と経営資源の適切な配分(Appropriate time and resource budget)

組織が一貫性を維持していくためには、投資プロセスや種々のガバナンスに対する時間と経営資源の適切な配分が最も重要であると二人は挙げている。このような経営資源は組織の長期的な投資というよりはむしろ費用と看做されることが多い。しかし調査した基金では、適切な経営資源の配分が価値を生み出すことを十分に自覚していた。組織の一貫性を維持するためには相応の経営資源が必要になるということである。

(2) 人材に関するベスト・プラクティス (Best-practice—People)

④ 経験則 4 リーダーシップの存在 (Leadership)

リーダーシップの発揮、特に理事会における理事長のリーダーシップが、委託された職務や機能を通じて組織のパフォーマンスに強い影響を及ぼすとしている。調査した基金では、能力が高く人から尊敬される人物が理事長に選ばれており、その人物は理事会メンバー間に信頼感と責任感が醸成される環境作りの責を負っている。リーダーシップの重要性は基金のみならず組織一般に言えることだが、改めてトップの果たす役割は大きい。

⑤ 経験則 5 求められる能力 (Required competencies)

理事長ないし理事会がメンバーを選ぶにあたり、数学的素養、論理的思考、統計的にリスクを捉えることが出来るという三つの素養を求めている。調査した基金はこれらの能力が時間をかければ習得できるものとは考えておらず、それゆえに人選が重要であることを認識している。いわゆるオン・ザ・ジョブ・トレーニング等の経験値では対応できない部分、つまり本質的な素養が鍵だとしている。

⑥ 経験則 6 効果的な報酬体系 (Effective compensation)

ファンドの性質により戦略は異なってくるため、運用方針に則って動く層の厚い人材を求めるためには効果的な報酬体系が使われている。民間企業、公的機関、あるいはインベストメントバンクにおける人事と給与体系はそれぞれ異なり、特に良いコア・スタッフを集めるには基金はなかなか大変なようだ。しかし二人は運用方針と組織のパフォーマンスに成功報酬はリンクさせるべきであり、あるいは目的達成のために負うところの一般的な責任にリンクさせるべきであるとしている。基金は、外部に相当な報酬が払われているにもかかわらず、インハウスには限られた報酬しか払われていない矛盾を認識しているとのこと。良い人材を求めるとなると、相応の報酬が必要になるという指摘だが、現実的には人材の流動性(採用と解雇が容易)確保されている世界での話しになる。

(3) 投資プロセスに関するベスト・プラクティス (Best-practice—Process)

⑦ 経験則 7 強い信念と運用哲学の存在 (Strong belief and investment philosophy)

調査した基金は、自らの強い信念と運用哲学に立脚した投資プロセスを実践しており、オペレーション目標に沿うように、しかも投資判断が周知徹底されるように基金の幅広いサポートを求めている。見たところ基金は以下の4つの分野に焦点を当てていた。(一)資産クラスと資産価格について。価格に関しては投資機会における公正価値(フェア・バリュー)とは何か、何故ミス・プライシングが生じるのか、そのミス・プライシングがどの程度体系だったものなのか。(二)そのような投資機会を捉える基金の能力(あるいは比較優位性)。(三)基金の持つ投資哲学をもとに投資戦略をどう作り出すのか、ないしどう結びつけるのか。(四)ポートフォリオ全体を通じて、付加価値とリスク観点からこのような投資戦略は一体何をもたらすのか。この経験則は、基金自らが立てた運用哲学に照らして投資戦略が妥当であるかどうかの継続的な検証作業が行われているということである。

⑧ 経験則 8 組織の強み・弱みを知ること (Competitive positioning)

基金は投資判断をするうえで自らの比較優位、すなわち強み、弱みを考慮している。投資分野全般に明るい基金はそんなに多くはない。ここでのベスト・プラクティスは基金自らが自己の能力と限界をしっかりと認識し、それに基づいて行動することである。つまり権限をどこまでにするのか、自家運用はどこで、外部委託はどの分野なのか。調査された基金はどれひとつとしてインハウスで完結しているところはなかった。

⑨ 経験則 9 アルファとベータに対する理解とリスク予算 (Risk budget)

収益の源泉であるアルファとベータのしっかりとした理解に基づく運営目標に沿ってリスク予算が生まれ、投資プロセスが決められる体制となっている、ということである。多くの基金が絶対収益追求型の運用スタイルを取っており、基金全体のパフォーマンスに対するアルファとベータの相対的な貢献度に応じたリスク予算が組まれている。そして基金はポートフォリオにあるアルファとベータの透明性を高めることに傾注している。しかし大半の基金はベータの比率を下げアルファに移す (alpha-beta transport) ところまでは行っていない。つまり自分たちの目標に見合った形でのアルファとベータの組み合わせを管理していく姿勢が取られているということである。

⑩ 経験則 10 リアルタイムな投資判断 (Real-time decisions)

ベスト・プラクティスを実施する基金は、定例的な投資判断ではなく、リアルタイムで投資判断できる体制を整えている。理事会の監督の下、投資判断に関する権限が執行役や外部に委譲されているということである。しかし多くの基金では定例的な投資判断が一般的なので、リアルタイムで動く市場との調整をどう付けていくのかが問題となっている。

⑪ 経験則 11 外部マネジャーの選択 (Manager line-up process)

ベスト・プラクティスを実施する基金は目標に沿って外部マネジャーを効果的に使用できる体制となっている。外部マネジャーの選択にあたっては、基金の目的に適合しているかどうかという厳密な妥当性を求めた基準に基づいている。外部マネジャーの選択にはとりわけ (一) 投資効率、(二) 基金が持つ持続的なパフォーマンス目標との整合性、(三) 適切な投資プロセスの透明性(アルファやベータの評価を可能にする)などが確保されているかが重視されるとしている。

⑫ 経験則 12 学習できる体制 (Learning organization)

投資判断に関して、ありふれた常識にとらわれず、慎重ながらも変化とチャレンジを推し進めながら学習していく組織風土を持っていること。運用の世界における変化は早く、何が役に立ち、何が役に立たないのかという知識は非常に重要であり、それ自体も時間の経過とともに変化していく。したがって学習しながら変化に対応できる体制が重要である。