

保険および私的年金に関する OECD 調査報告書
「私的年金と金融・経済危機への政策対応」

平成22年3月19日
大橋 善晃
(日本証券経済研究所)

保険および私的年金に関する OECD 調査報告書
「私的年金と金融・経済危機への政策対応」
(要約)

このたびの金融危機は、世界中の年金資産に大きな影響をもたらし、OECD の推計によれば、2008 年末時点で、およそ 5.4 兆ドルの年金資産が失われたとされている。これは、確定給付年金 (Defined Benefit plans, 以下 DB プラン) の積立てを圧迫するとともに、退職間近の確定拠出年金 (Defined Contribution plans, 以下 DC プラン) 加入者に深刻な一撃を与え、多くの国で DC 制度に対する信頼が失われている。

OECD はこのほど「私的年金と金融・経済危機への対応」と題する調査報告書を公表したが、金融危機への政策的な対応は、OECD 諸国においても、また、OECD 以外の国においてもきわめて多岐にわたっている。この調査報告書において、OECD は、国際的ガイドライン、最良執行 (ベスト・プラクティス)、私的年金設計を改善するための提言などに照らして各国の政策対応を分析し、11 項目に及ぶメッセージを提示している。

保険および私的年金に関する OECD 調査報告書

「私的年金と金融・経済危機への政策対応」¹

パブロ・アントリン、フィオナ・スチュアート²

日本証券経済研究所
専門調査員 大橋 善晃

はじめに

このたびの金融危機は、世界中の年金資産に大きな影響をもたらし、OECD の推計によれば、2008 年末時点で、およそ 5.4 兆ドルの年金資産が失われたとされている。これは、確定給付年金 (Defined Benefit plans, 以下 DB プラン) の積立てを圧迫するとともに、退職間近の確定拠出年金 (Defined Contribution plans, 以下 DC プラン) 加入者に深刻な一撃を与え、多くの国で DC 制度に対する信頼が失われている。

OECD はこのほど「私的年金と金融・経済危機への対応」と題する調査報告書を公表したが、金融危機への政策的な対応は、OECD 諸国においても、また、OECD 以外の国においてもきわめて多岐にわたっている。この調査報告書において、OECD は、国際的ガイドライン、最良執行 (ベスト・プラクティス)、私的年金設計を改善するための提言などに照らして各国の政策対応を分析し、以下のようなメッセージを提示している。

- 方針を維持する：退職に備えた補完的な私的年金は、今後とも必要である。
- 退職に備えた貯蓄は長期的なものである。
- 当局による監督は、バランスのとれた、弾力的な、リスクに基づくものであるべきである。
- DB プランの積立とソルベンシーに関する規則は、景気循環対抗型とすべきである。
- 退職後の所得が十分ではないという問題に対応するために、安全網を活用すべきである。
- デフォルト投資戦略など、DC プランの制度設計を改善すべきである。

¹ Pablo Antolin and Fiona Stewart, "Private Pensions and Policy Responses to the Financial and Economic Crisis", OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions No.36, April 2009. <http://www.oecd.org/dataoecd/37/54/42604323.pdf>
この報告書は、以下の資料に基づいて作成されている。

OECD, "OECD Strategic Response to the Financial and Economic Crisis, Contributions to the Global Effort", 2009.
当該資料は、OECD/IPOS の質問表に対する各国の規制・監督当局の回答に基づいて作成されたものである。回答を寄せた国を列挙すれば次の通り。アルバニア、オーストリア、オーストラリア、ベルギー、ブルガリア、カナダ (州レベル)、チリ、チェコ共和国、コロンビア、コスタリカ、エジプト、フィンランド、ドイツ、ギリシャ、香港、ハンガリー、アイルランド、ジャマイカ、日本、ケニア、韓国、リトアニア、FYR マケドニア、メキシコ、オランダ、ノルウェー、ポーランド、ポルトガル、ルーマニア、スロバキア共和国、スペイン、スウェーデン、スワジランド、スイス、タイ、トルコ、UK。

² 著者のパブロ・アントリンとフィオナ・スチュアートは、それぞれ、OECD 金融・企業局金融部の首席エコノミストと管理者 (アドミニストレーター) である。著者は、有用な助言を受けた、アンドレ・ラポール、ジュアン・イェルモ、私的年金に関する OECD 作業部会のメンバーおよび IOPS に感謝の意を表している。この報告書は、OECD 事務総長の責任の下に公表されたものである。すべてのエラーについての責任は著者に帰属する。

- ▶ 支払い局面におけるより高い柔軟性を許容し、市場の底での売却による実現損を回避せよ。
- ▶ 年金基金のガバナンスおよびリスク管理を改善せよ。
- ▶ 情報開示とコミュニケーションを強化せよ。
- ▶ 金融教育を改善せよ。
- ▶ 過度な規制は回避せよ。

以下、当該調査報告書についてその概要を紹介する。

I. 金融・経済危機のインパクト

金融混乱とそれに続く経済危機は、私的年金資産に重大な影響をもたらした。直近の OECD 統計によれば、現在の経済・金融危機は、退職に備えて蓄積された資産の価値を、平均しておよそ 20~25%減少させた。しかし、この状況は国によって大きく異なり、いくつかの国では、少ないながらもリターンを享受する一方、アイルランドや US のように 30% を超える資産の減少を被った国もあった。この多様性の原因の一部は、ポートフォリオ構成および規制環境の違いによるものである。さらに、失業の増加が、年金貯蓄額を減少させ、それが、将来の年金所得にマイナスの影響を及ぼすことになるかもしれない。

この危機は、また、投資家がより保守的な投資に向かうことによって、資産配分のパターンを変える契機となった。こうした傾向は、ノルウェー、スロバキア、スペイン、トルコなど OECD 諸国の年金監督当局によって指摘されている。この動きは、ポートフォリオの損失をあえて確定することになり、また、退職年金所得をもたらす資産の潜在力を損なうことになるかもしれない。長期的な観点から、監督当局は、2008 年に経験したような「悪い結果」(bad outcomes) を組み込んだ保守的な投資戦略が、短期というよりは長期的な戦略においてより重要になるだろうと見ている。

退職に備えて蓄積されている資産価値の低下は、一方においては、年金スポンサーのソルベンシー (solvency) と DB プランの積立水準 (funding levels) に大きな影響を及ぼす。他方において、それは、個人が退職に備えて DC プランに積立てた資金を減少させることになる。

確定給付年金を提供する年金資産の積立水準は、ほとんどの OECD 加盟国において 90% 以下に落ち込んだ。その結果、資産価値が年金債務をカバーできなくなっている。たとえば、US の企業は、年金資産の積立を 2008 年までに最低 92% とするよう求めた年金保護法を受けて、2007 年時点では、ほぼ 100% の積立水準を達成していた。しかし、危機に見舞われた結果、企業の積立水準は、この目標をはるかに下回らざるをえなくなってしまった。オランダの監督当局 (DNB) およびオランダ年金資産業協会 (VB) は、オランダのほとんどの年金資産のカバレッジ・レシオ (coverage ratio) が、最低基準の 105% を下回り、95%

未満に落ち込んでいると報じている。UKにおける積立水準は、2007年3月の約94%から、2008年3月末には85%に落ち込んでいる。その一方、ベルギー、フィンランドなどにおける積立は、昨年中に130%から115%程度に低下したとはいえ、依然として100%を上回る水準にある。長期的には、年金スポンサーがDBプランを閉鎖するという傾向を、この危機が一段と助長することになるのではないかという見方があり、確定給付保証がなくなった国の人々は、雇用者が倒産に追い込まれれば、退職年金所得を失うというリスクを抱えることになる。

DCプランに積立てられた資産の損失は、資産の売却によって顕在化する。重要な問題は、退職間近の労働者と積立残高を使って退職資金を賄っている退職者に関わる問題である。このグループの人々は、つい数ヶ月前に比べても、さらに少ない所得しか受け取れないという形で、損失を被ることになる³。こうした状況は、彼らの株式に対するエクスポージャーが相対的に高い場合にはさらに悪化する。それゆえに、この危機は、多くの国において、DC制度への信頼を極端に低下させている。

II. 危機への政策対応

危機への政策対応は、OECD諸国の間でも、また、非OECD諸国においても、きわめて異なっている。こうした対応は、国際ガイドライン、最良執行、私的年金設計を改善するための提言などに照らして実施されている。

➤ 方針を維持する：退職に備えた補完的な私的年金は、今後とも必要である

この危機は、均衡の取れた年金制度における私的年金準備（private pension provision）の重要性を損なうものではなかった。私的年金は退職所得の源泉の多様化のために必要なものであり、その意味で、公的年金を補完するものである。さらに、いくつかの国においては、公的年金が直面する持続可能性の問題が、依然として解決すべき課題となっている。近い将来に予想される公的年金支払いの大幅な増加の結果として、公的な源泉からの退職所得は引き続き減少するものと見られ⁴、所得代替率（income replacement rates）を上げるためには、私的年金をさらに拡大する必要がある（第1図参照）。

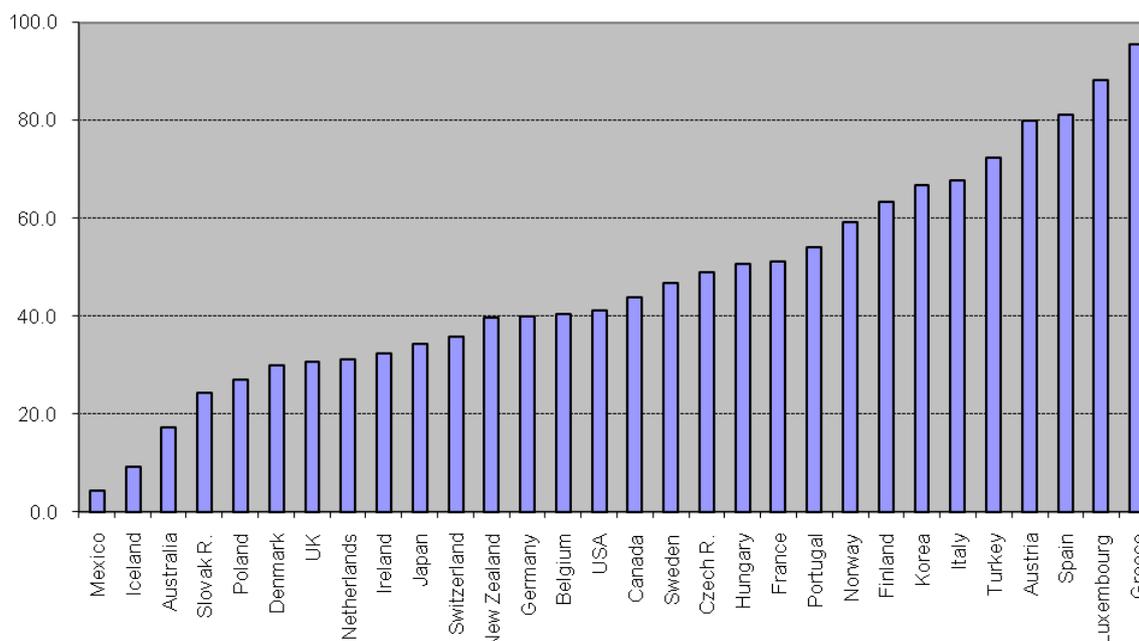
いくつかの国では、政府が、私的年金準備から撤退し、あるいは撤退するようプレッシャーを受けている。たとえば、アルゼンチンには、事実上国営の私的年金があり、いくつかの中央ヨーロッパおよび東ヨーロッパ諸国では、賦課方式（Pay as you go, PAYG）の公

³ 確定拠出年金の退職時期の影響に関する暫定的な結果が示すところによれば、DCプランからの代替率はきわめて変動的であり得るということであった。その上、2008年末におけるこうした退職は、同じ勤務年数であったとしても、それ以前の退職に比べて代替率が非常に低かった。

⁴ ほとんどの国では、人口高齢化にともない、今後4-50年にわたって、公的年金支出は大きく増加すると予測されている。

的年金に戻すことについての政策議論が行なわれている（個人が以前に決めた公的制度からの脱退を覆して、新たな個人勘定協定に参加することを許容する）。しかし、公的年金の持続可能性の問題は、これらの制度が、より多くの約束を引き受ければ、もっと悪化することになる。

図 1. 公的年金の所得代替率



出所： OECD Pension at a Glance, 2007.

注： 20歳で制度に加入し、平均賃金を得ている個人の国別の所得代替率を示す。

➤ 退職に備えた貯蓄は長期的なものである

OECD の定義によれば⁵、年金（退職所得）プラン（契約あるいは制度）とは、「明確に退職を目的とした法的に拘束力を持つ契約（あるいは、税金に関連した要件又は契約規定を満たすために、受給者が法定退職年齢を超えない限り、給付金全額を支払うことが出来ない、あるいは、ペナルティーなしで給付金を支払うことが出来ないもの）」である。

厳しい経済状況に直面する中で、年金資産に対する柔軟性（flexibility）と年金資産の利用（access）を求める声が出はじめていることは理解しうる。しかし、こうした悲惨な金融混乱（たとえば、失業）の中にいる者に対して、一時的に、あるいは、早めに私的年金資産の利用を許容する政策（オーストラリア、アイスランドではすでに採用、トルコでは検討中、オーストリアでは若干拡大）は、将来における適切な退職所得の確保を危険にさら

⁵ OECD, *Private Pensions : OECD CLASSIFICATION AND GLOSSARY*, 2005.
<http://www.oecd.org/dataoecd/5/4/2496718.pdf>

すことになりかねない。

さらに、個人勘定への拠出を削減するような政策措置もまた、将来の退職所得を恒久的に減少させる危険がある。雇用主に個人企業年金（personal occupational account）へのマッチング拠出（matching contributions）の停止を認めた国（たとえば米国）、拠出金額の申請による増額を廃止した国（ルーマニア）、あるいは、拠出総額の削減を決めた国（リトアニア）では、DCプランの積立資産が、適切な退職所得の支払に必要な積立を下回る危険がある。

公的年金資産のガバナンスと投資に関して、OECD は、こうした資産は、通常、一定期間にわたる収益率目標（rate of return objective）として定義づけられる明確な投資目標を持つべきであると提言している⁶。公的年金資産の目標は、可能な限り、将来の年金コストを、人口高齢化の結果もたらされる国家財政に見合うものにするということである。したがって、こうした資産を他の目的のために利用すること（たとえば、アイルランドにおける銀行資本再構築のための国民年金資産の利用など）は、たとえそれが金融危機によってもたらされたものであるとしても、こうした資産の目的に合致せず、また、将来における年金の約束（pension promises）の持続可能性を弱体化させる危険がある。

➤ 当局による監督は、バランスのとれた、弾力的な、リスクに基づくものであるべきである

危機への緊急対応として、世界各国で、年金監督当局は、年金資産の監視および監督活動を強化している。たとえば、ドイツ連邦金融サービス監督庁（BaFin）は、ストレス・テストを強化しており、大手保険会社および年金資産を中心に、流動性、（グループの）ソルベンシー・マージン、技術規定（technical provision）や重要なリスクをカバーする資産などに関する情報を毎週報告させている。ポルトガル、スロバキアの監督当局もまた、厳格なシナリオ・テストを導入した。タイやスペインの監督当局は、海外資産、オフショア投資、カウンターパーティ・リスクに焦点を当て、現地検査および現地以外での検査の双方を強化している。スウェーデンの監督当局は、ソルベンシーの分析回数を増やし、リトアニアでは、監督当局が、情報収集を援助するために、新 IT システムを導入し、2009 年にスタートしている。その間、コスタリカ、アルバニアでは、リスクに基づく監督方式が導入され、ポーランドおよびケニアでは、それが拡大されている。最後に、いくつかの国（カナダ、イタリア、タイなど）の監督当局は、危機の影響を評価するために、選抜された年金基金とのミーティングを開催している。

監督当局間の協調および年金業界との対話もまた、いくつかの加盟国で拡大している。たとえば、カナダのいくつかの州（アルバータなど）では、監督当局と年金基金の間のコ

⁶ Juan Yermo, "Governance and Investment of Public Reserve Funds in Selected OECD countries", OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No.15, 2008. <http://www.oecd.org/dataoecd/26/53/40194872.pdf>

コミュニケーションが増えている。スウェーデン金融サービス監督庁と業界および政策立案者の間も同様である。スペインでは、監督当局と業界代表者（たとえば、INVERCO や投資ファンドおよび年金資産協会）が、資産評価および流動性問題を含む直面する諸問題点について議論を続けており、その一方で、ノルウェーの金融サービス庁は、危機管理を成功に導くために、監督上不可欠であるとして、監視下にある団体や業界団体との緊密な対話を目指している。ブルガリアの金融サービス庁は、財務省およびブルガリア国立銀行のエキスパート・グループとのコミュニケーションおよび情報交換を実施しており、英国の年金監督当局もまた、担当省庁およびその他の監督当局の職員やスタッフと密接に連動し、協力している。金融監督機関の統合問題は、リトアニアにおいて提起されており、カナダではすでに、ナショナル・レギュレーター（national regulator）が設置されている。

世界中の年金監督当局が指摘したように、金融不安の時期における監視は強化される必要がある、その際、年金資産の受給者および年金制度そのものが直面する重要なリスクに焦点を合わせる必要がある。監督当局はまた、彼らの責任がバランスを取ることにあり、監督下にある団体や年金のスポンサーに高い責任を負わせることではない（それは、資産を閉鎖に追い込むというような逆効果のリスクをもたらす可能性がある）、ということを確認する必要がある。

年金監督者国際機構（International Organisation of Pension Supervisors, IOPS）は、年金の監督はリスク・ベースであるべきだと提言している⁷。当該原則はまた、年金の監督当局は、彼らの政策目的を完遂するために十分な資源と権限を持つべきであり、また、業界および他の監督当局と協調しながら、透明性を確保しつつ活動すべきであると指摘している。

➤ DB プランの積立とソルベンシーに関する規則は、景気循環対抗型とすべきである

積立と給付保証（benefit security）に関する OECD のガイドラインは、「法規定は、企業の拠出金の短期的な変動性を抑制しようとする積立方法を阻害するものであってはならない」と指摘しており、監督当局による一時的な減免を許容している（原則 3.4）。さらに、（原則 3.6）は、「積立規則は、市場の下降局面で積立金を構築するインセンティブを提供しつつ、景気循環対抗型（counter-cyclical）を目指したものでなければならない」としている。当該ガイドラインはまた、年金スポンサーが積立を考慮に入れることを認めている（原則 3.1）。

年金規制・監督機関は、積立要件等の規制を満たすための柔軟性を年金資産に許容するために、「景気循環増幅型の政策」（pro-cyclical policies）を回避するとともに、年金基金が長期投資家として活動し、国際金融制度における潜在的な安定勢力として行動することを

⁷ International Organisation of Pension Supervisors, *IOPS PRINCIPLES OF PRIVATE PENSION SUPERVISION*, August 2006. <http://www.iopsweb.org/dataoecd/59/7/40329249.pdf>

認めている。しかし、積立要件を満たすための柔軟性を認めるためには、スポンサーのキャッシュフローに及ぼす景気循環の一時的な影響と年金スポンサーを強化するための長期的な構造改革を区別することが重要である。長期的な積立水準を確保するためには、いくつかの異なる基準をもつことが適切であろう。好況期において、年金債務のカバレッジ・レートを100%超の水準にまで高めるために、積立水準の引き上げを狙ったソルベンシー・ルールもその一つとなりうる。好況期に引き上げられた積立水準は、不況期におけるバッファーとしての役目を果たし、一時的にカバレッジ・レートが100%を下回ることを可能にする⁸。また、雇用協定、保証制度など、制度の資産と加入者を保護するために設計されたさまざまな保障の仕組みも含まれるかも知れない。こうした多様な政策と柔軟性は、困難な財政状況に直面するスポンサーに大きなプレッシャーを与えないようにすることを狙いとしている。困難な財政状況は、年金資産の閉鎖をもたらす可能性があり、年金拠出への極端な要請に直面すれば⁹、スポンサーが倒産に追い込まれる可能性もある¹⁰。

積立およびソルベンシー規則を景気循環対抗型とすることによって、一貫性の問題が提起されることになるかもしれない。というのは、それらがステークホルダーの合意を必要とするからである。つまり、困難な市場状況における積立の柔軟性は、好況期における拠出の増加への合意に対応する。そして、それは、後になって、景気回復の障害、あるいは、賃上げを抑圧するものと受け取られることになるかもしれない。市場状況が好転するにつれて、積立とソルベンシーの拡大が生じない限り、DBプランは、積立不足の状態に置かれたままになるだろう。

IOPS 原則もまた、監督当局が、リスクに基づく（リスク・ベースの）方法で、バランスの取れた活動を行うよう提言し、柔軟な対応を強く促している¹¹。IOPS 原則 5.1 は次のように述べている。「年金監督当局は、重大な問題が起こる前にそれを回避し、出来るだけ早くバランスの取れた方法で介入し、望ましい監督結果をもたらす監督手法を見つけ出すために、前向き（proactive）でなければならない」。一方、原則 6.3 は次のように助言している。「監督権限を完全に発揮するために、監督当局は、必要に応じて、規制上の要件の順守を達成するような方法で、年金資産及び年金プランに柔軟性を付与すべきである」。

こうした文脈において、必要な柔軟性を導入しつつある最近の政策対応として、以下のような事例を挙げるができる。その一つは、オランダ政府によって認可された改善計画の提出期限の延長、年金資産の再建期間の3年から5年への長期化である。また、新たなUS法は、2004年年金保護法のもとでの雇用者がスポンサーとなっている年金プラン

⁸ とはいえ、IORP 指令によれば、EC 域内のクロス・ボーダー活動について言えば、年金基金は全額出資されていなければならない。

⁹ たとえば、カナダの州監督当局によれば、2009年に数理評価を行なうことになっている多くのカナダ企業は、100%から150%の拠出金の増額に直面している。

¹⁰ 年金スポンサーにとって妥当なことを理解することは大切であるが、全ての無担保債権者は平等に取り扱われなければならない。たとえば、スポンサーが株主に配当を支払うことを許容するために、年金制度が不利な状況に追い込まれることがあってはならない。たとえば、UKでは、こうした重要なバランスが、2009年2月における雇用者がスポンサーとなっている確定給付年金に対する注目を浴びた声明によって、認識されてきた。

¹¹ International Organisation of Pension Supervisors, "IOPS Principles of Private Pension Supervision", August 2006. <http://www.iopsweb.org/datapecd/59/7/40329249.pdf>

(employer-sponsored pension plan) の積立要件を暫定的に緩和している。カナダ政府は、ソルベンシーの積立期間を 5 年から 10 年に延長することを検討している。アイルランド年金委員会は、積立提案書の準備期間を一時的に延長する、積立計画の認可申請に出来る限り柔軟に対応する、適切と認められる環境において改善計画の期間延長を認める (10 年以上)、改善計画の承認に当たって自発的な雇用主の保証があるかどうかを考慮する、など多数の基準を採用している。ノルウェーの年金資産は、新たな死亡統計に基づき、保険料積立金 (premium reserve) を増やすための期間を 3 年としたが、現在の危機に照らして、これを 5 年に延長した。フィンランドでは、不利な市場状況の中で株式を売却することなく年金資産のソルベンシー要件を確保することを狙った新たな法案 (2008 年 12 月に可決) が提出されている。

英国の年金保護基金 (The Pension Protection Fund) は、給付金への課税の繰り延べを認めるかどうかを議論してきた。こうした柔軟性は、正当化されるかもしれないが、保証制度 (guaranteed scheme) に関する OECD の調査は、課税が、これらの資産を効率的に運営するために、適切にリスク・ベースとなっていることを確認する必要があるとしている¹²。ジャマイカでは、企業の倒産に関して、私的年金プランに優先債権者 (preferred creditor) のステイタスを付与するという修正法案が提出されている¹³。

さらに、積立及びソルベンシーの文脈の中で、会計規則についての議論が、危機を背景に再燃している。たとえば、チェコの当局は、現実に極めて大きなボラティリティを経験したために、時価評価の受け入れを延期したと述べている。一方、スペイン財務省は、時価の代わりに満期日を利用する満期保有の評価について検討を開始している。オランダ、スウェーデン、UK などでは、危機を背景として、割引率に関する議論が活発になっている。DB 年金基金の債務は、トリプル A 社債、国債、あるいはスワップ曲線の下落の結果として、大きな乱高下を経験した。逆に言えば、将来の金利上昇は、年金債務および関連する年金コストを減少させる可能性がある。

年金資産の資産管理に関する OECD のガイドライン¹⁴は、年金資産は、公平、透明、開示を基本として評価されなければならないと述べている。このガイドラインは、また、資産価格の補整 (smoothing) が行なわれるとすれば、規制当局、監督当局の担当官は、彼らがこうしたテクニクの影響について理解しなければならないということを認識する必要があると述べている。割引要因に関して、積立及び給付保証に関する OECD ガイドラインは、それらが、年金債務のリスク及び満期構成を考慮して慎重に選択されなければならないと述べている。

¹² 以下を参照されたい。Fiona Stewart, "Benefit Security: Pension Fund Guarantee Schemes", OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions No.5, January 2007. <http://oecd.org/dataoecd/38/63/37977335.pdf>

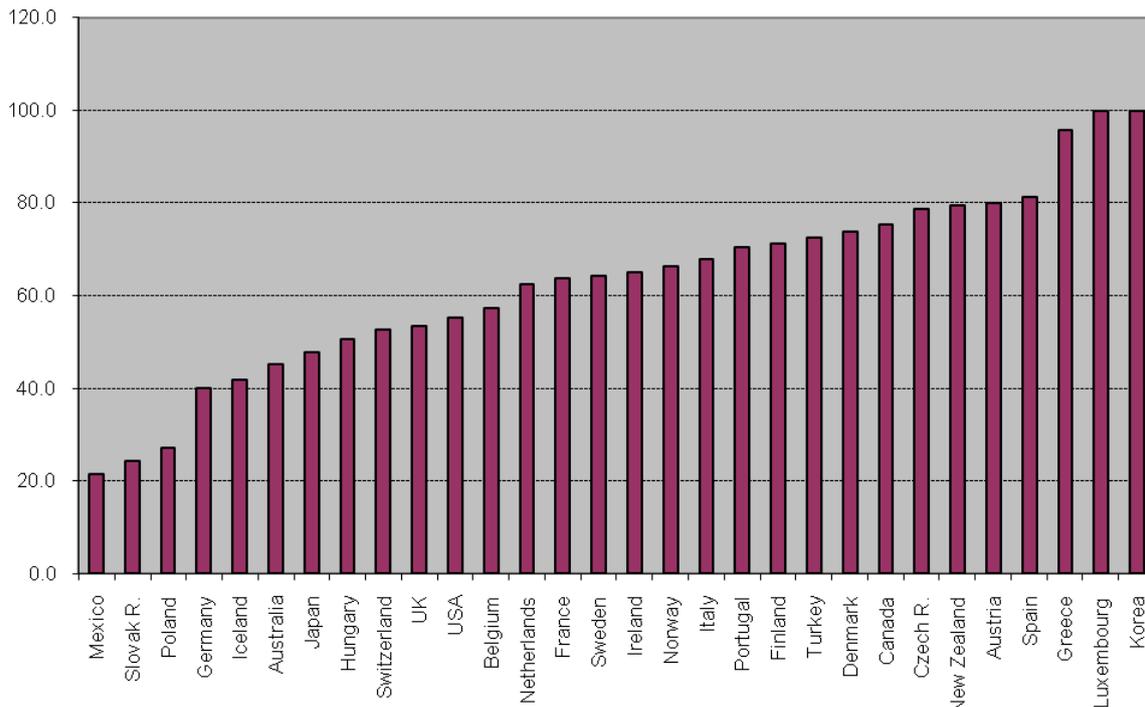
¹³ 倒産時における年金債権者の位置づけの議論については以下を参照されたい。Fiona Stewart, "Benefit Protection: Priority Creditor Rights for Pension Funds", OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions No.6, January 2007. <http://www.oecd.org/dataoecd/39/0/37977393.pdf>

¹⁴ OECD, "OECD Guidelines on Pension Fund Asset Management, Recommendation of the Council", January 2006. <http://www.oecd.org/dataoecd/59/53/36316399.pdf>

➤ 退職後の所得が十分でないという問題に対処するために、安全網を活用すべきである

現在の金融危機から発生した失業及び貧困に関連する問題に対して、各国は、まず、公的に構築した安全網（失業保険など）を通じて取り組む必要がある。OECD の *Pensions at a Glance*¹⁵は、いくつかの国において、高齢者の貧困のリスクが存在すると警告している（第2図参照）。そのため、いくつかの国の当局者は、国の安全網について見直しを行なっている。たとえば、フィンランド政府は、最低年金の保証を 2011 年から導入する予定である。メキシコ政府は、低所得労働者勘定（lower income worker's accounts）に国庫負担（government contribution）を再配分する改革を検討中である。チリでは、低所得階層への保護を提供する基盤（basic pillar）を導入するという包括的な改革が、危機に先立って承認されている。

図 2. 公的年金の所得代替率(低所得者:平均賃金の半分を得ている個人)



出所: OECD Pension at a Glance, 2007.

注: 20歳で制度に加入し、平均賃金の半分を得ている個人の国別の所得代替率を示す。

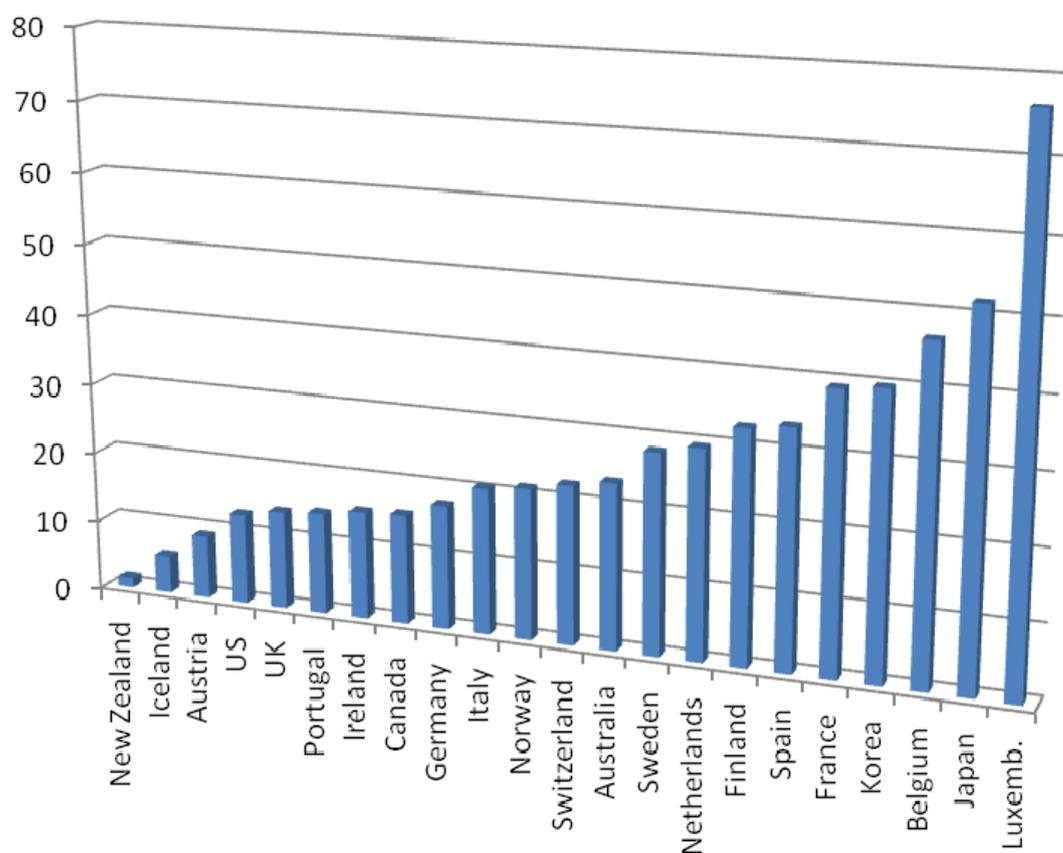
最近の DC プランの落ち込みに鑑みて、他の金融部門ですで見られるような、年金のための何らかの「救済措置」(bail out)あるいは、「補給」(top up)を政府に求める声が高まっている(たとえばイスラエル)。こうした要望は、安全網が整備されていない国の DC

¹⁵ OECD, *Pensions at a Glance*, 2007.

プランの加入者、とりわけ、退職を控えた加入者あるいはすでに退職して年金を受け取っている人々に焦点を当てている。しかし、そうした補給にはコストがかかり、公平な実施が難しく（すべての人々が補給を受けるのか、あるいは、退職直前の人々やすでに退職した人々だけが受けるのか）、制度にひずみをもたらす危険がある（たとえば、将来、過度にリスクな投資を促すことによって）。仮に、こうした政策が有効であれば、それは慎重に策定される必要があり、また、一度限りの、暫定的な基準であることを明確にしておく必要がある。

証券市場の落ち込みの結果として、積立てた資産の価値が触まれるのを見てきた人々は、適切な退職所得を確保するための資産の再構築を達成するために、退職を延期し、年金資産への拠出を継続する必要があるかもしれない¹⁶。各国政府は、税制優遇措置の拡大（トルコ）、拠出限度の拡大（DC プランについて日本で検討中）を認めたいと考えているようだが、早期退職のインセンティブ、退職延長のディスインセンティブが制度に組み込まれないように、慎重にその労働政策を検証する必要がある（第3図参照）。

図3. 退職のインセンティブ：5年間の定年延長の暗黙税



¹⁶ 退職延長に対するバリアーの除去は、人々が拠出を追加し、損失を取り戻す時間をもたらすことになる。こうしたバリアー（たとえば、年齢差別、労働の階層化）の除去は、労働者の繋ぎ止め政策と同じ様に、年金設計の範囲を超える幅広い課題を労働市場にもたらす。

出所： OECD Economic Studies No.37(2004), Chapter1.

注： 老齢年金制度における61歳から65歳までの5年間の定年延長にかかわる平均的な暗黙税率(average implicit tax rates)。平均的な生産労働者賃金を得ている労働者一人当たりの年間賃金に占める暗黙税の割合。いくつかの国では、最近、退職のインセンティブを弱める改正案が可決されている。そのため、OECD は、現在この数値の見直しを実施中である。

➤ デフォルト投資戦略など、DC プランの制度設計を改善すべきである

DC 制度における保護を拡大する方法の一つは、デフォルト投資 (default investments) および支払選択権 (payout options) の念入りな設計を行なうことである。こうした方法には、「ライフサイクル (life cycle)」ファンド (たとえば、退職が近づくにつれてより保守的な資産にシフトする) や退職間近の人々が、大きな株式のエクスポージャーの保有を回避するような投資政策が含まれる。さらに、現在の危機は、こうしたデフォルト戦略とそれに含まれるリスクを理解することの重要性を浮き彫りにしている。そうした政策の一つの事例は、イスラエルの前政権が、高齢労働者の年金貯蓄の投資のためのより保守的なシステムを義務付けるために、政策当局に対して、6ヶ月の猶予期間を与えたことに見ることが出来る。また、いくつかの国は、ライフサイクル・ファンドの導入あるいは促進に前向きであるように見える (たとえば US)¹⁷。しかし、ライフサイクル投資は慎重に実施されるべきである。なぜなら、こうした戦略であっても、タイミング・リスクを内包しているからである (あるポートフォリオから他のポートフォリオに移行する場合など)。

任意加入年金 (voluntary pensions) に関する規制は、年金制度全般に照らして検討されなければならない。たとえば、公的年金がすでに長生きリスク (longevity risk) からの保護と最低限の適正水準退職所得を提供している場合には、規制当局は、DC プランに積立てられた資産が退職所得の主たる源泉である場合に比べて、加入者が投資選択を行なう際に、より大きな柔軟性を認めることになるかも知れない。この場合、「最悪ケース」シナリオのリスクを減らすことに焦点を合わせたデフォルト選択権付きのライフサイクル・ファンドによる保護が必要であろう。

危機を背景として始まった議論の一つに、DC 勘定に保証 (guarantees) を導入すべきかどうかという問題がある。しかし、誰がそうした保証を提供するか、どのくらいコストがかかるか、そうした保証が保守的な投資を促すかどうか、という問題に取り組むことが必要になる。その上、保証は、限度がきわめて高い (無リスク収益率を優に上回る) 場合を除き、所得代替率 (replacement rate) の市場変動を取り除くことは出来ない。残念ながら、平均以上のリスクを負担しようとする保険者のみが、こうした高い収益率を保証することが可能であり、それは、カウンターパーティー・リスクの問題を引き起こすことになる¹⁸。

¹⁷ しかし、いくつかの国(たとえばハンガリー)では、現在の市場状況においては、ライフ・サイクル・ファンドの導入を延期せざるを得ないということが指摘されている。というのは、こうしたファンドがエクイティへの配分の下限を設定しているために、こうした商品はエクイティの比重を高めることになるからである。

¹⁸ Center for Retirement Research, "What does it cost to guarantee returns ?", No.9-4.

DC 制度内部のリスク・シェアリング拡大のためのメカニズムについても、より詳細な調査が必要である。たとえば、「集合 DC プラン (collective DC plans)」などの DB および DC のハイブリッド型商品がこれに当たる¹⁹。

➤ 支払い局面におけるより高い柔軟性を許容し、市場の底での売却による実現損を回避せよ

最近の OECD 報告書は、公的年金および DB プランによってすでに長生きリスクからの保護が提供されている場合には、DC 年金プランの支払い局面の設計において、もっと柔軟性（融通性）を認めるよう提言している²⁰。

こうした流れの中で、年金購入のタイミングにおける柔軟性を高める基準は、退職間近の加入者が損失を確定する（市場が低迷しているときに資産を流動化する）ことを回避し、金利の低いときに年金を購入する（積立資産で保険料の安い年金を購入する）ことを容認している。この動きは、年金化（年金払、annuitization）が強制されている国において顕著である。年金購入についてもっと柔軟なシステムを導入している国がある。たとえば、オランダでは、積立資産の半分を 5 年の即時年金（immediate 5-year annuity）の購入に充て、残った資産は、将来の年金購入に充当するために繰り延べることを認めている。

➤ 年金基金のガバナンスおよびリスク管理を改善せよ

世界各国の年金基金は資産の減少に見舞われたが、減少の一部は良好なガバナンスと強力なリスク管理システムを通じて回避されてきた。一部の基金は、彼らが完全に理解していないリスクを内包した商品を抱えていたように見える。現在の金融混乱は、従って、投資およびリスクをコントロールする適切なリスク管理システムの重要性を浮き彫りにすることになり、年金資産の健全なリスク構築こそが、金融システム全体の健全な運営と安定性に不可欠のものであるということが明らかにされた。年金基金のガバナンスに関する OECD ガイドライン²¹は、以下のように述べている。「監督機関（governing body）は、年

¹⁹ 以下の調査報告書でこの問題が取り扱われている。

Hans Blommestein, Pascal Janssen, Niels Lortleve, Juan Yermo, “Evaluating the Design of Private Pension Plans: Costs and Benefits of Risk-sharing”, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions No.34, March 2009.

Pablo Antolin, Sandra Blome, David Karim, Stephanie Payet, Gerhard Scheuenstuhl, Juan Yermo, “Investment Regulations and Defined Contribution Pensions”, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions No.37, July 2009.

²⁰ Pablo Antolin, “Policy Options for the Payout Phase”, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions No.25, September 2008. <http://www.oecd.org/dataoecd/39/2/41407986.pdf>

²¹ OECD, “OECD Guidelines for Pension Fund Governance”, June 2009. <http://www.oecd.org/dataoecd/18/52/34799965.pdf>
当該報告書の注釈 (Annotation to Guideline 4) に、次のような記述がある。「管理機関は、定期的に、集団としての一連の技術 (collective skill set) を見直し、それが適切であるかどうかを検討しなければならない。必要なら、年金団体の負担による適切なトレーニングを通じて、年金基金に関する集団としての知識を強化しなければならない。一般的には、トレーニングは、当初は指名により、その後は定期的に (少なくとも 2 年に一度) 行なわれることが望ましい。こうしたトレーニングは、年金基金の規制・監督機関の支援を受ける可能性がある (たとえば、無料のオンライン・コース、教育提供機関の教材あるいは認定を通じて)。もう一つの方法として、監督当局が適切なコースを指定し、認可することがあるかもしれない。管理機関に複雑な金融商品を完璧に理解させるためには、もっと高度なトレーニングが必要とされるかもしれない。」

金基金が果たすべきあらゆる機能について監督するために、また、こうした機能が委任されている代表者やアドバイザーを監視するために必要なスキルと知識を持つべきである。また、関連があるならば、適切なトレーニングを通じて、知識の強化に努めるべきである」。

年金監督当局は、この点において果たすべき重要な役割を持っている。年金基金のガバナンスとリスク管理は、監督当局による監視の強化を通じて改善することが出来る。年金基金の監督評価のための IPOS ガイドライン²²は、年金基金のリスク管理体制の点検が重要な監督目標であり、徹底した分析のために必要なものであると指摘している。たとえば、スペインにおいて、財務省は、年金機関の内部統制システム、行為規範およびリスク管理体制の監督を強化した。一方、ポルトガルの当局は、年金基金のリスク管理および内部統制（外部委託の問題を含む）に関する規制を強化する予定である。オーストラリアの監督当局は、退職年金資産の受託者によるリスク管理およびガバナンスへの継続的な取り組みの強化を期待している。また、カナダとポーランドの当局は、リスク管理とガバナンスが従来以上に重視されることを期待している。一方、UK は、インベストメント・ガバナンス・グループを通じて、年金基金による投資決定のガバナンスの見直しを行なっている。イタリアの監督当局（COVIP）は、分散投資原則の順守にかかわる点検と適切な基準の採用を要請している。

年金基金およびその他の機関投資家は、株主活動の拡大を通じて、将来的には、金融システムの安定に大きく貢献するのではないだろうか²³。

➤ 情報開示とコミュニケーションを強化せよ

最近の危機およびそれに関連するスキャンダルは、金融機関の信頼性への厳しい試練となった。年金基金は、この危機の原因でもなくそれを増幅するメカニズムでもなかったが、金融サービスに対する信頼の低下という動きから逃れることは出来なかった。その上、任意制度（voluntary scheme）への拠出金の減少も明らかになっている。こうした事実は、年金基金の信頼性回復がきわめて重要であること、そして、DC プランのもとで積立てられた資産を主たる財源として退職所得を賄っている人々のために、リスクおよび最悪シナリオの回避とより良いコミュニケーションが必要であることを明らかにすることになった。

こうした流れの中で、多くの国々（コスタリカ、ケニヤ、リトアニア、メキシコ、UK、トルコ）において、コミュニケーション戦略が策定されている。トルコの年金基金は、監督当局の支援を得て、TV を通じて、共同で、年金貯蓄の長期的なベネフィットを強調するためのキャンペーンを実施中である。メキシコでは、年金監督当局である CONSAR が、恒久的な損失（permanent loss）と時価の低下（mark-to-market drop）との違いを明らかに

²² IOPS, "Guidelines for the Supervisory Assessment of Pension Funds", December 2008.
<http://www.iopsweb.org/dataoecd/38/47/41042660.pdf>

²³ 以下を参照されたい。OECD, "OECD Principles of Corporate Governance", 2004.
http://www.oecd.org/document/49/0,3343,en_2649_34813_31530865_1_1_1_1,00.html

するための集中的なメディア・キャンペーンを実施した。CONSAR はまた、政治家から提起されている主要な問題は、移動性 (transitory nature) の問題であること、厳格な政策基準を大々的に適用するのは望ましいことではないということを説明するために、規制当局 (legislators) と連絡を取り合っている。IOPS 原則は、監督当局が透明なやり方 (transparent manner) で行動しなければならないとして、「(監督当局が) 定期的に、年金業界および一般大衆に、明確で正確な情報を提供し公刊すべきである。そうした情報には、金融業界の財務状況や年金部門における主要な出来事に関する所見などが含まれる」と述べている。

個人の効率的な選択を支援するために、ディスクロージャー要件もまた、いくつかの国において強化されている。トルコおよびスロバキアでは、年金ファンド管理会社に対して、受益者の権利、ファンド管理および成果に関して、従来以上に詳細な情報を提供するように求めた新たな規制を導入している。ハンガリーでは、HFSA が、乏しい成果の説明を含む 10 年間の投資成果の開示の重要性を強調しながら、新たなコミュニケーション戦略を導入している。UK は、現在の市場状況に対する彼らの一般的な立場 (general position) を提示しつつ、雇用主および受託者への一連の公式声明 (public statement) を通じたコミュニケーション活動を著しく強化してきた。IPOS の調査報告書²⁴は、DC プラン加入者に対する情報提供にかかわる国際的な体験について概説している。年金資産、受託者、スポンサー、とりわけ、年金資産加入者とのコミュニケーションは、不確実性を減らし、加入者の退職のための私的貯蓄へのかかわりと取り組みを維持するために役立つものと思われる。

➤ 金融教育を改善せよ

OECD の報告書は、さまざまなステークホルダー (政府、年金スポンサー、ソーシャル・パートナー、プロバイダーなど) がこのゴールを達成するために役割を果たしうることを強調している²⁵。たとえば、各国政府は、国民が確実に年金制度の本質とその改革の影響について理解できるように、全国的な啓蒙活動を始める可能性がある²⁶。

金融教育の強化は、退職後の所得保障を普及促進するために役立つと考えられる。適切な金融知識および自覚は、人々が退職に備えた貯蓄の長期的な性格を理解し、適切なレベルの退職所得を確実なものにするために年金プランへの拠出を継続することの重要性を理解する手助けとなる。さらに、年金の長期性をより深く理解することによって、市場低迷の時期に売却することによって被る大きな損失を回避することが可能となり、年金資産の

²⁴ IOPS, "Information to Members of DC Pension Plans: Conceptual Framework and International Trends", Working Paper No.5, September 2008. <http://www.iopsweb.org/dataoecd/7/16/41269701.pdf>

²⁵ OECD, "Recommendation on Good Practices for Financial Education Relating to Private Pensions", March 2008. <http://www.oecd.org/dataoecd/4/21/40537843.pdf>

²⁶ 2008 年10月にケニアで開催された私的年金に関する OECD/IOPS 国際フォーラムの報告書を参照されたい。OECD/IOPS, "Private Pensions and Government Information Campaigns: Lessons from OECD countries", October 2008. <http://www.iopsweb.org/dataoecd/53/16/42349127.pdf>

投資戦略の安定化機能への支持を高めることになるかもしれない。しかし、提供されるこうした基準および情報は、困難な金融状況の中で、過剰に否定的な反応をもたらさないように、慎重に作成されなければならない。

➤ 過度な規制は回避せよ

最後に、政府および年金監督当局は、現在の危機に関して、過剰な規制をもたらすことがないように努力すべきである。金融部門規制は、短期的な政策対応が安定と成長の間の適切なバランスを常にもたらすわけではなく、長期的には、予期しない結末をもたらすこともあるという経験を持っている。

企業年金規制に関する OECD コア原則²⁷第 1 条は、効率的な規制および監督の条件について、「私的年金の適切な規制の枠組みは、包括的で、力強く、柔軟な方法で（制度の複雑性を考慮しながら）、年金プラン加入者、受益者、年金プランおよび資産の健全性、経済全般の安定性の保護を確保するために、施行されるべきである。しかし、この枠組みは、年金市場、機関あるいは雇用主に過大な負荷を与えないようにする必要がある」と述べている。

したがって、規制の枠組みは、堅固で柔軟なものでなければならない。堅固というのは、加入者の主たる関心事、とりわけ、彼らの利益の保護に対処するという意味である。しかし、それは、積立問題に対処するために柔軟でなければならない、また同時に、支払い開始の時期と年金の購入時期について柔軟な規則を備えたものでなければならない。政府は、したがって、危機に直面して、あまりに多くの規制を導入することがあってはならない。あまりに多くの規制は、柔軟性を危うくするからである。業界団体も、また、責任ある自主規制を通じて、役割を発揮することができるかもしれない。

以上

²⁷ OECD (2004) : *Recommendation on Core Principles of Occupational Pension Regulation*, 2004.

年金基金の資産管理に関する OECD ガイドライン²⁸

1. 退職所得目的とプルーデント原則

- 1.1 年金基金資産管理の規制は、年金基金の基本的な退職所得目的 (retirement income objectives) に基づいたものでなければならない。また、それは、投資管理機能が、分散や資産負債のマッチングというようなリスク管理概念を活用しながら、安全性、収益性、流動性というプルーデント原則 (prudential principles) に沿って遂行されることを確実にするものでなければならない。

2. プルーデント・パーソン基準

- 2.1 年金プランあるいは年金資産の管理機関 (governing body)、又はその他の適切な団体は、「プルーデント・パーソン基準 (prudent person standard)」(慎重な投資運用受託者の基準) に従わねばならない。すなわち、年金資産の運用は、注意深く、専門スキルおよび慎重かつ不断の努力を伴って実施されなければならない。完全に情報に基づく意思決定を行なうための経験を欠いている場合には、管理機関およびその関係者は、外部専門家の支援を要請しなければならない。
- 2.2 年金プランあるいは年金資産の管理機関、又はその関係者 (appropriate parties) は、年金プランあるいは年金基金およびその加入者と受益者に対して受託者責任 (fiduciary duty) を負わねばならない。この責任は、管理機関又はその関係者が、年金資産の投資に関して、プラン加入者および受給者の利益を最大にするよう行動し、投資プロセスにおいて「デュー・ディリジェンス (due diligence)」を実施するよう求めている。
- 2.3 法規定 (legal provisions)²⁹は、年金プランあるいは年金基金の管理機関に対して、それによって投資活動が遂行される厳正なプロセスの確立を求めるものでなければならない。これには、投資管理プロセスの効率的な実施とモニターを行なうための適切な内部管理と手続きの確立が含まれる。

²⁸ OECD, "OECD GUIDELINES ON PENSION FUND ASSET MANAGEMENT, Recommendation of the Council", January 2006, pp6-8. <http://www.oecd.org/dataoecd/59/53/36316399.pdf>

²⁹ この報告書を通して、「法規定」は、広い意味で定義されている。「法規定」には、年金法の本体、関連法(たとえば信託法)、課税要件、年金および金融部門の監督当局によって設定された基準、専門団体(たとえば年金基金連合会)によって設定された行動規範、集合取引契約 (collectively bargained agreements)、あるいは年金書類(たとえば信託書類)などが含まれている。

3. 投資政策

- 3.1 年金基金の管理機関は、総合的な投資政策（overall investment policy）を文書で規定し、それを積極的に順守しなければならない。
- 3.2 投資政策は、年金基金のための明確な投資目的（investment objectives）を設定したものでなければならない。投資目的は、退職所得目的にかかわるものであり、したがって、年金基金の債務の特質、年金基金、年金プランのスポンサーおよびプランの加入者と受給者にとって受け入れ可能なリスクの範囲内に留まるものでなければならない。こうした目的を達成するための方法は、適切な分散とリスク管理、債券の満期構成（maturity of the obligations）、年金基金の流動性ニーズおよびポートフォリオ配分（アロケーション）に関する法的な制限などを考慮しながら、プルーフ・パーソン基準を満足させるものでなければならない。
- 3.3 投資政策は、最低限、年金基金の資産配分戦略（主要投資対象の長期的なアセット・ミックス）、年金基金の総合的なパフォーマンス目標、監視の手段、必要ならば、債務および市場の状況に照らした配分およびパフォーマンス目標の変更を確認するものでなければならない。投資政策は、また、戦術的な資産配分、銘柄選択、取引執行にかかわる幅広い意思決定を含むものでなければならない。
- 3.4 ポートフォリオのリスクを適切にコントロールするために、また、資産と負債を一貫して分かり易く、一体的なやり方で管理するために、適切なリスク管理プロセスが設定されなければならない。
- 3.5 加入者が投資決定を行なうための年金プログラムの投資政策は、デフォルト・オプションを含む適切な数の投資オプションを提供するものでなければならず、また、加入者が、投資決定を行うために必要な情報を入手できるものでなければならない。とりわけ、投資政策は、投資オプションを、加入者が負っている投資リスクに従って分類しなければならない。
- 3.6 投資政策の全体的実施に責任を持つ関係者が、投資管理プロセスの一部を担う重要な関係者ととも、特定されなければならない。とりわけ、投資政策は、社内のマネジャーあるいは社外のマネジャーを活用しているかどうか、その活動と権限の範囲、彼らが選任されるプロセスおよび彼らのパフォーマンスのモニターについて記載しなければならない。
- 3.7 管理機関やその他の責任者が、定期的に彼らの投資政策の有効性をレビューし、政策、実施手続き、意思決定体系、また、投資政策の内容、実施およびレビューにかかわる責任を変更する必要があるかどうかを決めるための手続きや基準がなければならない。

4. ポートフォリオの制限

- 4.1 法規定は、投資対象ごとの投資最高限度（上限）を含むものとなろう。当該限度は、投資される資産ごとに、安全性、収益性、流動性というプルーデンス原則に合致しそれを促進する範囲に設定されることになろう。法規定はまた、認可資産あるいは推奨資産のリストを含むということもあり得る。こうした枠組みの範囲内で、ある種の投資対象が直接的に制限を受けることがあるかもしれない。法規定は、例外的、一時的なものを除き、また、プルーデンス原則を強制するという理由を除いて、いかなる投資対象についても最低限度（下限）を規定すべきではない。
- 4.2 適切な分散を妨げ、あるいは、資産と負債のマッチングなどの広く受け入れられているリスク管理手法の利用を妨げるようなポートフォリオの制限（portfolio limits）は回避しなければならない。資産と負債の特性のマッチング（満期、デュレーション、通貨など）は非常に有用でありこれを妨げるべきではない。
- 4.3 法規定が投資対象ごとに上限を規定している場合、特定の期限内に超過分の是正を行なうための決められた手順がなければならない。
- 4.4 年金基金の投資管理を引き受けた機関による自己のための投資（self-investment）は、適切なセーフガード（予防手段）が存在しない限り、禁止され、あるいは、制限されるべきである。年金スポンサー、および、年金機関あるいは年金基金の管理会社の関係団体または系列団体の資産への投資は、禁止され、あるいは、直接的にプルーデントな水準（たとえば、年金基金の資産の5%）にまで制限されるべきである。年金スポンサー、年金基金、あるいは、年金基金の管理会社が同じグループに所属する場合には、同一グループに属する事業への投資も禁止されるか、あるいは、プルーデントなレベルにまで制限されるべきである。その限度は、前者よりも若干高くなる（たとえば、年金基金の資産の10%）かもしれない。
- 4.5 同一の発行者、あるいは同一のグループに所属する発行者によって発行された資産への投資が、年金基金を過度の集中リスクにさらすことになってはならない。
- 4.6 年金基金による海外への投資は、禁止されるべきではなく、リスクの中でもとりわけ、年金資産と負債の間で必要な通貨マッチングに配慮すべきである。
- 4.7 法規定は、その有用性と不適切な利用によるリスクの双方に配慮しつつ、デリバティブおよびその他類似の契約の利用に対処すべきである。無制限の契約を内包するようなデリバティブの利用は、禁止されないとすれば、直接的に制限されなければならない。
- 4.8 すべての法規定は、定量的なポートフォリオ制限が、望ましい投資戦略を実行するための年金基金のアセットマネジャーの能力を必要以上に抑制していないかどうかを見極めるために、定期的に査定し、そして、必要な範囲で修正すべきであるとしている。

5. 年金資産の評価

- 5.1 法規定は、年金資産の評価のための、適切で透明かつ開示された基準（basis）を設定しなければならない。
- 5.2 国の規則が時価あるいは公正価値方式での評価を要求していない場合、評価には、時価あるいは公正価値方式を用いて得られた結果の開示が添付されていることが望ましい。
- 5.3 法規定は、年金資産に対して、会計、記帳、年金数理、積立などの目的のために評価を受けるように要求しなければならない。理想的には、こうした目的のための認可された評価方式が存在することが望ましく、それが無い場合には、方式間の違いが明示される必要がある。それが適当な状況において、規則は、年金数理および積立の目的のために、短期的な価格変動を縮小するような方法を認めることになるかもしれない。
- 5.4 流動性に乏しい市場の証券および不動産のような資産の評価には、特別な方法が必要かもしれない。法規定は、そうした資産の評価のための特別な方式を提示するかもしれない。それは、流動性に乏しい市場に固有のリスクを出来る限り考慮したものになるだろう。
- 5.5 年金基金資産の評価に用いられる方式は、年金基金の管理機関、年金基金の投資管理プロセスに関与しているすべての人々、年金加入者および受給者にとって透明性の高いものでなければならない。

< 付属資料 2 >

企業年金の積立および給付保証に関する OECD ガイドライン³⁰

I. 企業年金の積立

- 1.1 企業年金（occupational pension plans）は、積立が必要である。
- 1.2 確定拠出企業年金（occupational defined contribution plans）は、年金基金の設立、年金保険契約、あるいは、金融機関から提供されているその他の公認退職貯蓄商品の購入を通じて積立を行なう必要がある。
- 1.3 確定給付企業年金（occupational defined benefit plans）は、通常、年金基金の設立

³⁰ OECD, “OECD GUIDELINES ON FUNDING AND BENEFIT SECURITY IN OCCUPATIONAL PENSION PLANS, Recommendation of the Council”, May, 2007. pp5-7. <http://www.oecd.org/dataoecd/3/22/38547978.pdf>

を通じて、あるいは、保険契約（またはこれらの仕組みの併用）を通じて積立がなされなければならない。追加的保護（additional protection）は、債権者権利の認識（recognition of creditor rights）を通じて年金基金ないしは加入者および受給者に提供され、場合によっては、年金スポンサーあるいは年金基金の支払不能（insolvency）というケースにおいて年金給付を保護する支払不能保証制度（insolvency guaranty scheme）を通じて提供されるかもしれない。

- 1.4 私的未積立年金（private unfunded plans）は、通常、禁止されている。支払不能保証制度の設立は、一般的に、簿価準備方式（book reserve system）を通じて資金を積立てる確定給付企業年金に必要とされたものであった。
- 1.5 支払不能保証制度は、リスク負担への不当なインセンティブ（モラル・ハザード）を回避するために、提供される保険の適正な価格設定を頼りにすべきである。保障される給付金のレベルもまた制限されるべきである。

II. 企業年金債務の測定

- 2.1 年金契約から生じる財政的責任あるいは義務に対応する企業年金債務の決定を求める法規定（legal provisions）³¹が整備されなければならない。継続債務（ongoing liability）は、通常、年金加入者および受給者の給付額確定済年金に対する権利（accrued benefit rights）であると定義される。給付額確定済年金給付は、将来勤務（future service）は除外するが、推定される定年退職、死亡、早期退職（加入資格の終了あるいは離職）パターンのもとで受け取る将来予想給付（projected benefits）を考慮に入れている。消滅債務（termination liability）は、当該プランが評価時に消滅したとした場合の給付額確定済年金給付（pension benefits accrued）を考慮に入れている。
- 2.2 継続債務および消滅債務の定義は、それがどのようなものであっても、法あるいは年金プランの条件によって定められたあらゆる給付指数化ファクター（benefit indexation factors）を反映したものでなければならない（無条件の指数化）。こうした給付指数化ファクターは、それが予測可能なものである場合には、加入資格又は年金プランの終了から年金支払いのスタートまで、場合によっては、年金支払いのスタート後まで適用される。こうした定義は、また、年金プランの終了に際して帰属する給付を反映したものでなければならない。
- 2.3 こうした法規定は、一般に認められた数理基準および方法に基づいた数理的な技術と償却規則を含む、適切な計算方式の利用を要請するものでなければならない。
- 2.4 これらの法規定は、（一般に認められた数理基準および方法を参照しながら）年金債務の計算上適切であると認められた慎重な数理的前提（prudent actuarial

³¹この報告書を通して、「法規定」は、広い意味で定義されている。「法規定」には、年金法の本体、関連法（たとえば信託法）、課税要件、年金および金融部門の監督当局によって設定された基準、専門団体（たとえば年金基金連合会）によって設定された行動規範、集合取引契約（collectively bargained agreements）、あるいは年金書類（たとえば信託書類）などが含まれている。

assumptions) を利用するよう求めるものでなければならない。こうした前提には、死亡率表（年金プランの債務を計算する時点の年金プラン加入者および受給者の予定死亡率を反映したもの）、死亡率の将来トレンド（年金債務が計算された後に生ずる死亡率の恒久的変化を反映したもの）、および、定年退職や早期退職の年次別のパターン（年金加入者の定年退職や早期退職の実際の動きに留意しながら）などが含まれる。

- 2.5 法規定は、（一般に認められた数理基準および方法を参照しながら）資産評価に用いられている方法と同様に、債務額（責任準備金）を決定するための慎重な割引率の利用など慎重な経済的前提を利用するよう求めるものでなければならない。こうした法規定（あるいはアクチュアリー）は、継続債務および消滅債務に適用する割引率を決定する際に考慮されるはずのファクターに関するガイダンスを提供すべきである。
- 2.6 年金債務の計算は、少なくとも3年に一度は行わなければならない。一方で、債務の修正結果、および、カバーされているリスクの変更についての証明書あるいは報告書の提出が計算期の間時点でも要求されなければならない。全ての数理的な評価は、アクチュアリーによって、あるいは、適切な教育を受け年金分野において経験を積んだアクチュアリーと同等のスペシャリストによって実施されなければならない。
- 2.7 積立政策決定プロセスの一部として、年金を所轄する政府機関は、年金債務の計算および年金水準の計算に利用する前提や方法に関して、アクチュアリーその他のスペシャリストの助言を得ることが求められる。

III. 企業年金／基金のための積立規則

- 3.1 法規定は、少なくとも、給付額確定済年金給付（accrued benefit payments）に見合うだけの十分な資産レベルの特定とその維持を求めるものでなければならない。目標とする積立水準は、継続債務および消滅債務に基づくものとなろう。また、積立不足時における拠出金の増額、退職年齢到達時における給付金の増額あるいは変更の可能性にかかわる年金スポンサーの能力およびコミットメント（関与の程度）にも、年金資産と年金債務の相互関係（link）と同じように注意を払うべきである。
- 3.2 継続債務のための認可積立方式（年金数理費用計算方式 actuarial cost method としても知られている）は、年金数理上の債務（ないしは給付額確定済年金債務）を年金加入者の将来のキャリア・パスにまで広げることによって、費用曲線の極端な上昇を回避するものでなければならない。受け入れ可能な積立水準を確保するため、継続積立方式は、将来の給与上昇、死亡率、就業不能、早期退職（離職）などのファクターも考慮する必要がある。
- 3.3 正常年金費用（評価期間にわたり加入者のために積み立てられた給付金の現在価格）に加えて、拠出金は、年金プランの開始前に、プランのもとでの給付積立が適切なものになるまで、過去のサービスに起因して債務の増加をもたらすプランの修正、前提値（経験値）と実際の結果との乖離、前提の変更の効果（数理的な利益と損失）など

他のファクターも反映するものでなければならない。こうした追加コストは、均等費用 (even currency units) として償却するか、少なくとも、人件費の一定割合 (even percentage of payroll) として償却すべきである。償却期間は、現在のプラン参加者がサービスを提供されると見込まれる期間を超えないようにすべきである。

- 3.4 法規定は、企業の拠出金の短期的な変動性を抑制しようとする積立方法を阻害するものであってはならない。補足的費用の償却は、より円滑な拠出計画の達成、より安定的な積立水準の達成に役立つことになろう。
- 3.5 これらの法規定は、積立不足の原因と積立不足の類型（継続中か終了時か）を考慮に入れながら、積み立て不足の状況を是正するための、種々の仕組みと修復期間を準備している。積立規則は、きわめて限定的な状況において、特定された限度まで、拠出義務に関する何らかの猶予を認めることになろう。拠出義務の一時的な縮小は、年金監督当局によって管理されている手続きの明らかな放棄であるとみなされるかもしれない。
- 3.6 積立規則は、市場低迷期に資金を積み上げるためのインセンティブを提供しながら、景気循環回避型 (counter-cyclical) を目指すべきである。積立規則は、また、一定の積立レベルに達している場合、拠出（あるいは税控除の可能性）を制限するに際して、市場の変動性も考慮に入れるべきである。税法は、不利な市場状況に耐えるための十分な準備金の積み上げを妨げるものであってはならず、また、継続又は消滅債務の満額積立を制限するものであってはならない。一時的な拠出停止は、大きな積立過剰（継続ベースで計算）という状況にある場合には妥当なものかもしれない。
- 3.7 積立規則は、年金基金それ自体が、年金債務に代表される契約内容に部分的あるいは全面的に直接の責任を持つ年金プランのスポンサーあるいは会員に対して、どの程度自立しているかを考慮する必要がある。年金基金自体が、スポンサーや会員からの保証を一切受けることなく年金債務を引き受けている場合には、年金制度終了方式 (plan termination basis) で、年金債務の完全積立に必要な資産の上に追加資産を保有すべきである。この必要資本 (capital requirement) ないしはソルベンシー・マージン (solvency margin) は、保有資産の特質と規模および年金基金の責任である支払債務 (liabilities due)、そして、給付が削減される程度を考慮して決定されなければならない。

IV. 解散

- 4.1 年金資産の分配および年金プラン終了に際して積立不足があった場合の責任の所在については、明確に設定されなければならない。年金制度終了方式で、約束した給付を上回る資産が積み立てられている場合には、超過積立ないし剰余の配分に関する規則が用意されていなければならない。資産が、約束した給付を満たすには不十分な場合には、給付金の配分に関する規則がなければならない。

- 4.2 年金給付がスポンサーである事業主によって保証されている場合は何時でも、年金プラン加入者および受給者の債権者としての権利（**creditor rights**）が、年金スポンサーの倒産の場合には、（直接的に、年金基金を通じて、あるいは、支払不能保証制度を通じて）認められなければならない。他の債権者に対する優先権は、少なくとも、未払い拠出金については、与えられるべきである。

<付属資料3>

年金基金のガバナンスのための OECD ガイドライン³²

I. ガバナンス体制（Governance Structure）

1 責任の特定（Identification of responsibilities）

年金基金のガバナンスにおける運営責任と監督責任は、明確に特定され、区分されなければならない。年金プラン／基金の加入者および受給者に代わって年金資産を所有する年金団体が設立される限りにおいては、こうした団体の法的な形態、その内部的なガバナンス体制、その主要目的が、定款、付随定款、契約あるいは信託文書、または、これらに類似する何らかの文書によって、明確に提示されるはずである。年金基金が金融機関の管理する分離勘定として設立される場合には、年金プランまたは年金スポンサー、加入者、受給者および金融機関の間で交わされた契約は、年金基金の管理に関して、後者の責任を明確に提示する必要がある。良好な年金基金のガバナンスとは、「リスク・ベース」のものでなければならない。責任の区分は、資産がもたらすリスクの性格およびその程度を反映したものでなければならない。

2 管理機関（Governing body）

すべての年金基金は、年金基金を運営する権限を与えられた管理機関³³を持たなければならない。そして、この管理機関は、取り決め条件の順守および年金加入者と受給者の利益保護を保証することに最終的な責任を持たなければならない。管理機関の責任は、退職所

³² OECD, “OECD GUIDELINES FOR PENSION FUND GOVERNANCE”, June 2009. pp5-7.

<http://www.oecd.org/dataoecd/18/52/34799965.pdf>

EU加盟国においては、このガイドラインは、次の指令の対象範囲に含まれない企業年金、私的年金、基金および機関には適用されない。Directive 2003/41/EC of the European Parliament and of the Council of 3 June 2003.

³³ 取締役会および監査委員会の並存など二重構造の役員会システムにおいては、戦略上の決定に責任を持つ機関（通常は取締役会）がガバナンス機関と看做される。

得の確実な源泉としての役目を果たすという年金基金の最も重要な目的と一致するものでなければならない。管理機関は、その一部の機能を外部のサービス・プロバイダーに委託する場合であっても、年金基金に対する最終責任を持つものでなければならない。たとえば、管理機関は、そうした外部のサービス・プロバイダーの監視および監督について責任を持たなければならない。適切な監督のメカニズムは、また、管理機関が営利団体である場合にも、確立されていなければならない。

3 説明責任 (Accountability)

管理機関は、年金プランの加入者および受給者、監査委員会（関係がある場合）および所轄官庁に対して説明義務を負う。プラン加入者と受給者に対する説明責任は、プラン加入者および受給者又は彼らの所属する組織による管理機関メンバーの指名を通じて遂行することが可能である。管理機関は、また、年金スポンサーに対して、給付提供者としての責任について相応の説明を行なう義務がある。管理機関の説明責任を保証するために、管理機関は、慎重さ (prudence) など彼らに課された義務に一致しないような行動について、法的な責任を負わなければならない。DCプランにおいては、説明責任は、管理機関の責任と義務をはっきりさせるセーフ・ハーバー規則 (safe harbour rules) を求めている。

4 適合性 (Suitability)

管理機関のメンバーシップは、年金基金のガバナンスにおける高い水準の誠実さ、力量、経験および専門性を確保するために、最少適合性基準 (minimum suitability standards) あるいは非適合性基準 (non-suitability standards) の対象とすべきである。管理機関は、年金基金によって執行されるすべての機能を監視するために、また、そうした機能を委託した委託先および助言機関を監視するために必要な技術および知識を集団として持つ必要がある。管理機関は、また、知識の強化に努めるべきである（必要ならば、適切なトレーニングを通じて）。ある個人について、管理機関への指名を不適格と看做す基準は、それがいかなるものであろうと、規制の中にはっきりと示されなければならない。

5 委託および専門的助言 (Delegation and expert advice)

管理機関は、小委員会 (sub-committees) の支援を受けることが可能で、年金団体の内部スタッフ、あるいは、外部のサービス・プロバイダーに機能を委託することも可能である。情報に基づく意思決定を行なうための十分な専門的知識が不足し、その責任を果たせない場合、管理機関は、専門的助言を求め、あるいは、ある種の機能を果たすために専門家を指名するよう、監督当局から要請されることもありうる。管理機関は、助言の質や独自性など受け取った助言について評価し、専門スタッフおよび外部のサービス・プロバイダーが適切なクオリティと経験を持っていることを確認する必要がある。

6 会計監査人 (Auditor)

年金団体から独立している会計監査人、管理機関、年金スポンサーは、協定の定めに従って定期監査を実施するために、適切な機関あるいは当局による指名を受けなければならない。全般的な監督の枠組みにもよるが、会計監査人は、業務遂行中に、財政状況あるいは年金基金の事務および会計組織に重大な悪影響を及ぼす要因に気付いたときは、即座に、管理機関に報告を行い、管理機関がなんらかの適切な是正行動をとらない場合には、監督当局その他の適切な人々に報告を行わなければならない。

7 年金数理人 (Actuary)

年金数理人 (アクチュアリー) は、年金基金を通じてファイナンスされる全ての確定給付年金のために、適切な機関あるいは当局によって任命されなければならない。年金数理人は、彼らの専門的・法的義務を遂行する上で、当該基金が法定の要件を満たすことが出来ず、あるいは満たすことが出来そうにもないことに気付いた場合は、全般的な監督の枠組みにもよるが、直ちに、管理機関に情報を提供し、管理機関がいかなる是正行動もとらないときには、監督当局その他適切な人物に、遅滞なく報告しなければならない。

8 カストディアン (Custodian)

年金基金のカストディアンは、年金団体、年金基金を管理する金融機関、あるいは、独立系のカストディアンによって行なわれる。独立系のカストディアンが、年金基金資産を保有し、その保管を確実なものにするために、彼らの管理機関によって指名される場合には、年金基金の資産は、カストディアン資産と法的に切り離されていなければならない。カストディアンは、それが保管している資産のすべて、あるいは、その一部を第三者に預けることによって、その責任を免除されることがないようにすべきである。

II. ガバナンスの仕組み (Governance Mechanisms)

9 リスク・ベースの内部管理 (Risk-based internal controls)

運営上、監視上の責任を持つすべての人々および機関が、年金団体の付随定款、定款、信託証書、あるいは、これらに類似した文書に記載された目的にしたがって行動するための、また、彼らが法律に従うための、適切な内部統制がなければならない。こうした統制は、組織上、管理上のすべての手続きを含むものでなければならない。年金プランの規模、複雑さにもよるが、こうした統制は、成果の評価、報酬体系、情報システムおよびプロセス、リスク管理プロセスとコンプライアンスなどを含む。管理機関は、また、行動規範および彼ら自身、年金団体のスタッフ、同様に、運営上の責任を持つすべての関係者のための利益相反方針を確立しなければならない。さらに、管理機関による意思決定の独立性お

よび公正性を高めるための、基金に関する微妙な情報の信頼性を確認するための、そして、特定の人しか知らない情報や極秘情報の不適切な利用を回避するための適切な統制がなければならない。

10 報告 (Reporting)

年金基金のガバナンスにかかわりのあるすべての人々および機関の相互間の報告チャンネルが、関連性のある正確な情報の効率的でタイムリーな伝達を確保するために、設定されなければならない。

11 開示 (Disclosure)

管理機関は、関連情報を、すべての関係者（年金プラン加入者および受給者、年金スポンサー、監督当局、会計監査人等）に、明確、正確、タイムリーに開示しなければならない。

(編集注)

本レポートは、OECDによって刊行された以下の英文の文書をもとに、OECDパリ本部の了承を得て、その一部（付属資料を除く部分）を翻訳したものである。

- Antolin, P. and F. Stewart (2009), “Private Pensions and Policy Responses to the Financial and Economic Crisis”, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No.36, OECD publishing, © OECD.

doi:10.1787/224386871887 (Annex non-included)

また、本レポート巻末の付属資料は、本来別々の文書として公表された下記文書のカッコ内のページを翻訳し、付属資料として掲載したものである。したがって、当該付属資料は、上記英文文書の付属資料として公表されたものではない。

- OECD GUIDELINES ON PENSION FUND ASSET MANAGEMENT, Recommendation of the Council (pp6-8)
- OECD GUIDELINES ON FUNDING AND BENEFIT SECURITY IN OCCUPATIONAL PENSION PLANS, Recommendation of the Council (pp5-7)
- OECD GUIDELINES FOR PENSION FUND GOVERNANCE (pp 2-4)

© OECD. 無断複写・複製・転載を禁ずる。

© 2010 (日本版について) 日本証券経済研究所

翻訳の質および原版との首尾一貫性についての責任は日本証券経済研究所に帰属する。