

解題

証券アナリストジャーナル編集委員会

第三小委員会委員 野村 亜紀子 CMA

金融・資本市場や資産運用業界の健全な発展において、機関投資家の存在が重要であることは論をまたない。多額の資金の運用主体であり、専門性を生かしつつ、個人ではアクセス不能な運用手法やアセットクラスの活用が可能である。また、革新的、先進的な運用を最初にトライするのも、しばしば機関投資家であり、それが個人を含むより幅広い投資家へと拡散していくことも期待できる。

代表的な機関投資家の一角を占めるのが、年金基金である。年金基金は一般に長期投資家であり、他の短期・中期投資家の存在と相まって、資本市場の参加者に多様性をもたらす。また、例えば長期の成長資金ニーズが高まるような局面では、その供給主体として真っ先に期待されたりもする。もっとも、加入者・受給者の年金給付という目的から外れた運用は容認されず、厳格なフィデューシャリー・デューティーの下での資産運用を求められるのも、年金基金の特色といえる。したがって、年金基金の存在が資本市場の発展に及ぼす影響は、年金基金サイドからみればあくまでも「副産物」にとどめるべきものかもしれない。しかしながら、資本市場において大きな影響力を持つ以上、年金基金・年金資産の今後は、資本市場や資産運用業界の将来展望において欠かせない論点に

なると考えられよう。

大きければ良いというものではないものの、一定以上の存在感がないと資本市場の主要なプレーヤーにはなりにくい。日本の年金基金は、諸外国に比べてどの程度の規模なのかを年金資産の対GDP比で見ると、日本は57.1%と、OECD諸国平均の63.9%を下回った（注1）。『証券アナリストジャーナル』2021年7月号掲載の拙稿「海外との比較でみる日本の年金制度の課題と展望」でも言及したが、私的年金の対GDP比はさらに劣勢で、日本は28.3%で、OECD諸国平均は49.7%だった。

日本の年金資産に拡大の余地があるとしたら、私的年金であろう。公的年金積立金のGPIFはすでに世界最大の年金基金である。一般に、他の機関投資家と私的年金との主要な相違点は、なんといっても恒久的な税制措置を得ていることにある。典型的には、拠出時・運用時の課税を行わず、給付時まで繰り延べる措置だ。換言すれば、私的年金税制の整備は、私的年金拡大に向けた重要な必要条件ともいえる。では、日本の私的年金税制は、国際的にみてどう評価すべきなのだろうか。海外事例を確認し、可能な範囲で比較してみたいというのが、本特集を企画した際の思いだった。

谷内論文「私的年金税制をめぐる論点」では、海外の制度をみるに先立ち、年金税制について踏まえておくべき論点が整理されている。私的年金への税制優遇により、政府の税収は減少する。したがって、私的年金には、税収減に値するだけの公共性が求められ、公的規制の対象ともなる。筆者は、日本の私的年金税制は、優遇措置と公共性のバランスが十分に取れているかという論点を提示している。

私的年金の税制優遇は、拠出・運用・給付の3時点における税制上の扱いにより整理できる。通常の給与所得では、雇用主が個人に支払う際に課税されるが、私的年金では、雇用主の拠出がいったん年金制度に入り、一定の期間を経て年金制度から個人に給付されるので、拠出と給付のどちらか片方で課税される。ポイントは運用収益の扱いで、包括的所得税の下では運用収益も課税されるのに対し、支出税の体系下では課税されない。海外の私的年金税制を概観すると、支出税に基づく、拠出時・運用時非課税、給付時課税（EET）が主流といえる。ただし、筆者は各国の税制全体との調和やバランスを踏まえて捉えることが重要だと指摘する。

日本についてみれば、拠出時は非課税、運用時は特別法人税という積立金課税があり（1999年以降凍結）、給付時は公的年金等控除および退職一時金税制による優遇措置の適用がある。筆者は特別法人税の不合理性を鋭く指摘し、一定の水準を定めそれ以下は非課税とする、あるいは公的年金の補完に資する厳格な要件を定めて非課税を認める、といった考え方を挙げる。また、拠出限度額の引き上げについては、各種私的年金等に共通の非課税限度枠を設定するアプローチが、税制の

公平性、および、広く全国民に老後の資産形成への支援の道をひらく観点から望ましいと評価する。給付時課税については、拠出を充実するのであれば徹底・強化が必然となる。今後の方向性として、私的年金の税制優遇拡充が望まれるが、そのためには公平性・中立性を踏まえて、現行税制を再構築する必要があると指摘する。

岡田・中村論文「米国の私的年金税制」は、35兆ドルという巨大な年金市場を有する米国の税制について、確定拠出型年金（DC）を中心に概観する。同国の私的年金は、確定給付型年金（DB）からDCへのシフトが進んでいる。職域年金は401(k)プランが主流となり、個人型DCに当たるIRAは、資産移管の受け皿として着実に拡大している。税制は支出税であるEET型で、拠出限度額の高さが目を引く。職域DCの限度額は、加入者1人当たり最大年間5.8万ドルで、日本の企業型DCの66万円を大きく上回る。さらに、50歳以上の加入者は、キャッチアップ拠出と呼ばれる追加的な拠出枠も付与される。住宅購入や教育などの支出が一段落したタイミングで退職貯蓄を強化する個人の存在が想定されている。他方、給付時は、日本のような税制優遇は存在せず、通常の所得課税が行われる。また、72歳に達すると最低引出義務が適用され、毎年、平均余命に基づき算出される額をDC口座から引き出さなければならない。合理的な範囲で、本人が存命中に給付時課税が行われることを確保しているともいえる。谷内論文の指摘にもある通り、多大な拠出枠と厳格な給付時課税はワンセットであり、実際、米国ではその形で私的年金税制が整備されている。

足元では、中小企業従業員などを念頭においた

（注1） OECD [2019] *Pensions at a Glance 2019: OECD and G20 Indicators*, OECD Publishing, Paris.

私的年金加入拡大策、長寿リスク対応や引退後の資産の取り崩し（デキュレーション）の課題対応が進められており、米国の私的年金制度改善の取り組みは、さらなる進展をみせている。高齢化の進む日本においても、独自の創意工夫、大胆な施策が求められると筆者らは指摘する。

英国では、加入する年金制度の種類（DB、DC、職域年金、個人年金）、拠出源（雇用主、個人）にかかわらず、個人単位で共通の拠出枠を付与するという私的年金税制が導入されている。「年間非課税限度額」と「生涯非課税限度額」の制度である。佐野論文「英国の私的年金制度と税制」は、英国の年金制度を概観した上で、同国の私的年金税制について紹介する。英国では、公的年金の役割は最低限の所得保障にとどまり、多くの国民が私的年金を通じた資産形成を行うことが重要となっている。私的年金加入率の大幅な引き上げを目指し、2012年から、雇用主に対し従業員を適格な年金制度に自動加入させることを義務付ける制度が開始された。自動加入制度の受け皿としてNESTと呼ばれるDC制度が創設され、結果的にDC加入者数が急増している。

私的年金税制はEET型である。かつては加入する制度や加入時期により税制上の扱いが異なり複雑で、私的年金への加入意欲を損なっているともされていた。この対策として2004年の税制改革により、すべての制度共通の拠出枠である年間非課税限度額と生涯非課税限度額が導入された。年間非課税限度額は4万ポンド、生涯非課税限度額は107.31万ポンドである。筆者は、日本でも、企業単位か個人単位かで左右されず、DBとDCの公平な取り扱いも含めた「拠出限度額の均衡」を目指すに当たり、英国の私的年金税制は参考になるとしつつ、留意点も挙げる。一つは、公的年金

と私的年金の役割分担に関する国民の認識だ。英国の4万ポンドは日本のDCの拠出限度額をはるかに上回るが、日本で高水準の限度額を検討するには、公的年金制度のスリム化が不可避であるという冷静な認識と議論が必要となる。もう一つは、英国ではDBの発生済みの受給権が厳格に保護されるのに対し、日本のDBは給付減額が起り得る点だ。給付減額すると過去のDBの拠出額も減らさねばならず、拠出枠の使い残しが発生するという問題がある。英国の税制を参照する際には、これらの社会的背景や法的な相違点を踏まえなければならない。

実は英国よりも早く、個人単位で共通の非課税拠出限度額を導入していたのが、カナダである。多文化主義の国であるカナダは、多様性の負の側面である差別に対処するべく、雇用や老後の所得保障においても公平性を重視する。藤澤論文「カナダの私的年金と公平性のあり方」は、公平性の観点を基軸に同国の私的年金税制を概観する。

カナダの私的年金は、登録企業年金（DB、DC）と登録退職貯蓄年金（RRSP）に大別されるが、日本の個人型DCに相当するRRSPの加入者数が最も多い。私的年金税制はEET型である。公平な私的年金税制に向けた議論は1980年代に開始され、1990年に私的年金共通の非課税拠出限度額が導入された。その中心にあるのがRRSPのコントリビューションルームと呼ばれる拠出枠で、前年所得の18%と27,830カナダドルの小さい方である。個人が登録企業年金に加入していなければ全額をRRSP拠出に充てることができるし、加入していればその拠出を控除した残りがRRSPの拠出枠となる。筆者は、多様だからこそ公平性を追求するカナダという国の成り立ちを踏まえて私的年金税制をみる必要があると強調する。具体的

な内容は本文をみていただきたいが、カナダ・アクチュアリー会の「公平な引退貯蓄制度を検討する際の八つの視点」は示唆深い。

本特集の各論文で繰り返し指摘される通り、諸国の社会的背景や歴史的経緯を踏まえて年金制度を理解することが重要である。その上で、共通する部分も大いにあることが確認できたように思う。端的に言えば、私的年金の重要性が増しており普及・拡大に注力しなければならないことだ。そして、本特集の諸国は、一般的な給与水準では容易に達することのないような高い私的年金拠出限度額を設定し、潤沢な拠出機会を提供している。

税制措置の付与による機会の提供はすべての出発点である。そして多額の拠出機会を付与するのであれば、機会の利用に関する公平性の確保は欠かせない。いずれも日本に適用すべき考え方であろう。日本の人口高齢化は着実に進み、団塊ジュニア世代は50代に差し掛かっている。速やかな制度改善により日本の私的年金の拡充が進み、私的年金資産が蓄積され、多くの個人が十分な老後の所得確保を実現できるようになることを期待したい。それが結果的に、年金資産の運用ニーズの高まり、資産運用業界の活性化等につながることをなろう。