

三菱UFJ 年金情報

Mitsubishi UFJ Pension Report

企業年金関係者のための月刊総合情報誌

《目 次》

《上場企業の 2011 年度退職給付の状況 その 3》 積立比率の階層別の分析	P1
《海外年金制度の動向》 年金バイアウトの動向	P7
《IFRS の退職給付会計に関する話題》 キャッシュバランス制度の債務評価に関する議論	P11
《企業年金資産運用の変遷》 1990 年代以降の年金資産運用の規制緩和について	P16
《退職給付会計に係る話題》 財務諸表等規則等の改正について	P20
《年金運用の現場から ファンドマネージャーの四方山話》 低収益率・高変動性の市場への対応	P23
《データでみる年金》 中小企業退職金共済及びその他の勤労者退職金共済の現況	P25
《アドリブ経済時評》 マネーにお任せ？	P29

ホームページアドレス：<http://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/nenkin.html>

**2012年
11月号**



三菱UFJ信託銀行

上場企業の2011年度退職給付の状況 その3

～積立比率の階層別の分析～

《要約》

退職給付の積立比率（年金資産／退職給付債務）は、実施している制度の内容の他、年金制度への掛金拠出や運用結果などで差が生じます。実施する制度内容に関してDCの実施状況と積立比率の関係をみると、積立比率の低い企業でDCの実施比率が高いという結果がでています。積立比率の低い企業は従業員規模でも小さい会社が多くなっています。

退職給付会計導入後は、年金資産のパフォーマンスが低迷したため、積立比率が高く、年金資産を多く保有している企業の費用が相対的に大きくなったと考えがちです。ただ、積立を行うことによる期待運用収益の確保と数理計算上の差異の償却のプラス・マイナスを比較するとマイナスだったという結果とはなっていません。むしろ、積立比率の高い企業は運用でのリスク抑制、低い企業ではリスク自体を圧縮した効果が発揮されています。

上場企業の退職給付の状況の分析は、今月で3回目となります。今月は、積立比率の分布状況とその積立比率の階層毎に各種の分析を行なってみます。

1. 積立比率の平均は65.8%

退職給付制度は退職後の給付支払いを約束して、そのための資金を外部への積立てや内部留保で準備します。退職給付会計の新基準では、退職給付債務と年金資産との差額がそのまま貸借対照表に反映されることとなりますが、積立不足の場合に計上される“退職給付に係る負債”は将来の資金流出（キャッシュアウトフロー）を意味します。したがって、積立不足の額（退職給付債務－年金資産）や積立比率（年金資産／退職給付債務）は企業経営にとって重要な指標といえます。

積立状況は様々な要因で差が生じます。まず、実施している制度によって積立状況に差異が生じます。確定給付型の制度では積立型の制度か非積立型の制度かによって差が生じます。また、積立型と非積立型の複数制度を実施していれば、制度の組み合わせによって積立比率に差異が生じることとなります。なお、非積立型である退職一時金制度は、本来は積立比率0%ですが、退職給付信託を設定して積立型とすることもできます。DCは退職給付債務、年金資産ともに認識しないため、積立比率には中立です。

積立状況の差異は、制度の違いだけでなく、企業の財政状態や制度運営方針によっても異なってきます。例えば、資金負担能力に余裕がなく積立比率が低水準にとどまっている場合もありますし、優先順位が高い他のプロジェクトに資金を投入するため、積立ての改善が後回しになっているケースがあるかもしれないからです。退職給付信託の設定も企業

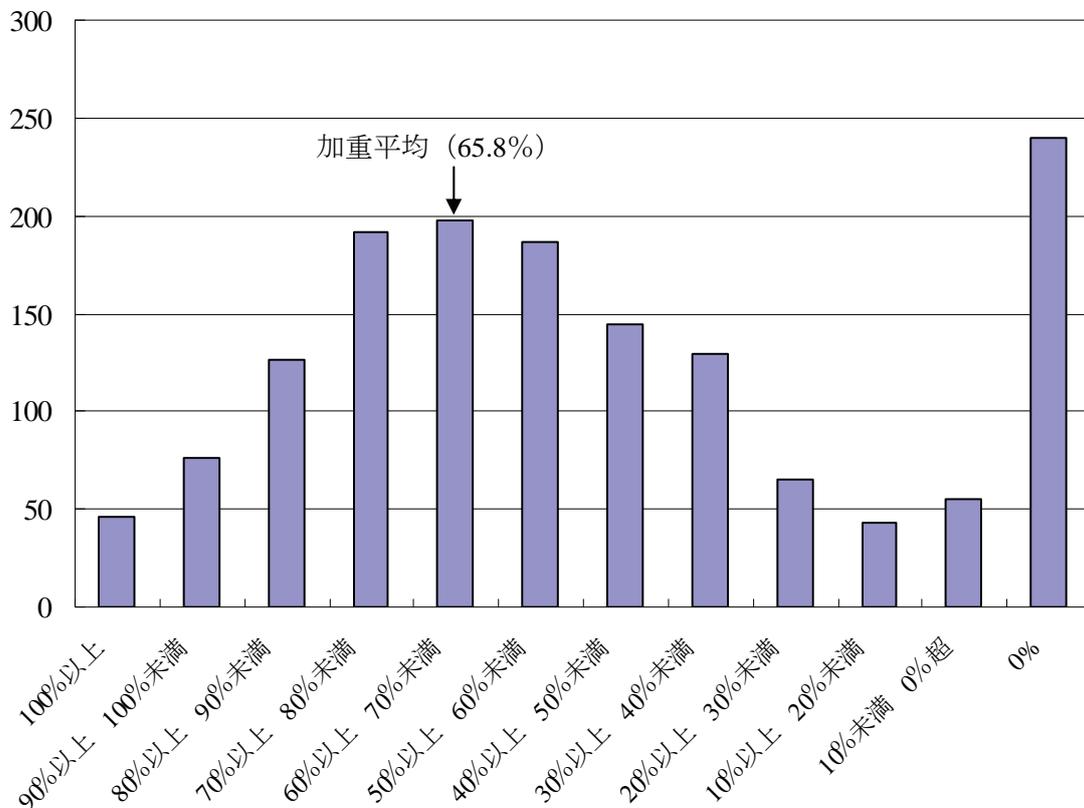
の給付資金の準備についての政策的な判断に基づくものといえます。

積立比率は必ずしも低いから好ましくないというわけではありません。積立型の制度に関しては積立比率が高いことが望ましいことは言うまでもありませんが、非積立型の制度は、給付を賄うだけの資金的余力やキャッシュフロー獲得能力があれば良いからです。もっとも、キャッシュフロー獲得能力が高い（＝企業業績が好調である）といっても将来もその状態が約束されているわけではありませんし、資金的余力が十分にありながら給付原資を確保しない場合は、資産効率の観点から好ましくないといえます。退職給付費用の構造から明らかなおと、退職給付債務は相対的に高い利子をもたらす有利子負債であり、有利子負債とあまり利息を生まない余剰資金とを両建てで保有することになるからです。

ちなみに、東証1部上場企業の2011年度の積立比率（加重平均）は65.8%です。積立状況を階層別に分類した結果は第1図に示したとおりですが、100%以上の積立てを有している会社が46社（構成比3.1%）、逆に積立比率0%の会社が240社（同16.0%）となっています。なお、積立比率の単純平均は49.5%であり、単純平均を上回っている会社は516社（下回っている会社は985社）です。

（第1図）東証1部上場企業の積立比率（年金資産／退職給付債務）の分布状況

（単位：社）



（出所）日経デジタルメディア社データを基に三菱UFJ信託銀行作成（以下、同じ）

2. 積立比率が低く、従業員規模の小さい会社で DC 実施率が高い

実際に制度の差異が積立比率にどのような影響を及ぼしているか考えてみます。本来であれば、年金への移行状況（退職一時金と企業年金制度）による影響を分析する必要がありますが、現状の開示基準では積立型と非積立型の制度毎の状況は開示されていません。新基準では開示が要請されることが決定しているため、その分析は将来行なうとして、DCの実施と積立比率との関係を考えてみました。なお、DCの実施状況は有価証券報告書に有価証券報告書の提出企業もしくは連結子会社でDCを実施していると記載している企業を集計したものです。したがって、DCへの移行の割合は考慮していないこと、さらに連結子会社でのみ実施しているケースなど積立比率にそれほど影響を与えていない場合も含んでいる点にご留意ください。

DC実施比率は、東証1部全体で41.1%となっています。積立比率の階層別には、積立比率0%超10%未満及び0%の階層でDCの実施比率が高いことが見てとれます。その他の階層では特に平均との乖離は目立っていませんが、強いて言えば、積立比率30%以上～50%未満の階層の実施比率が30%程度と相対的に低くなっています。

第1表では、積立比率の階層別のDC実施比率に加え、退職給付債務の平均残高を示しています（第1表では平均PBOと表記）。これをみると、DC実施比率の高い積立比率0%の階層の退職給付債務は平均18億円と規模が小さいことがわかります。また、DC実施比率が最も高い積立比率10%未満の階層は退職給付債務の平均値が370億円と大きくなっていますが、この階層には極めて退職給付債務の規模が大きい企業4社（鉄道会社3社と電力会社1社）が含まれています。当該企業を除いた1社平均の退職給付債務は66億円となり、この階層も退職給付債務の残高規模は小さいことがわかります。

（第1表）積立階層別DC実施状況

（単位：社、%、百万円）

積立比率	2011年度				2010年度	
	社数	DC実施企業	実施比率	平均PBO	DC実施企業	実施比率
100%以上	46	18	39.1%	32,533	15	32.6%
90%以上 100%未満	76	31	40.8%	101,553	28	36.8%
80%以上 90%未満	126	57	45.2%	51,342	54	42.9%
70%以上 80%未満	192	71	37.0%	92,442	66	34.4%
60%以上 70%未満	198	77	38.9%	64,860	72	36.4%
50%以上 60%未満	187	77	41.2%	87,927	63	33.7%
40%以上 50%未満	144	43	29.9%	30,756	33	22.9%
30%以上 40%未満	129	42	32.6%	22,819	36	27.9%
20%以上 30%未満	65	26	40.0%	12,109	24	36.9%
10%以上 20%未満	43	16	37.2%	10,151	15	34.9%
0%超 10%未満	55	35	63.6%	37,057	31	56.4%
0%	240	124	51.7%	1,774	99	41.3%
合計	1,501	617	41.1%	49,177	536	35.7%

退職給付債務の残高規模が小さい企業でDC実施比率が高い理由として、DCに移行した結果、残存する退職給付債務が小さくなった（すべてDCに移行したケースでは、年金受給者や移行しなかった従業員あるいは子会社の退職給付債務が残っている）ことが考えられます。さらに、もともと従業員規模が小さい会社がDCを導入した結果である可能性も考えられます。DC導入によるリスク削減ニーズは規模の大小を問わないと考えられ、実際、他の階層でも相応に導入されています。ただ、DCを実施することとした場合、従業員の少ない会社は複数の退職給付制度を運営するのは効率的ではないと考える可能性があります。特に、確定給付型の年金制度を実施していた場合には、一部移行ではなく全部移行を選択するケースが多いかもしれません。

一方、積立比率が30%以上～50%未満の階層でDC実施比率が相対的に低いことについては、次のような考えができるのではないのでしょうか。そもそも積立比率が低い理由としては、①非積立型の制度を実施し、その比率が高いこと、②積立型の制度の積立比率が低いこと、が考えられます。DCに過去分を含めて移行する場合には、退職一時金の場合には要支給額を4年から8年で分割移管し、確定給付型の年金の場合は移行する人の移行部分の積立不足を解消するために掛金を一括拠出する必要があります。したがって、積立比率が低い会社が移行するためには、資金負担が相対的に大きくなることとなります。会社によっては、DC移行を検討したものの、当該資金負担の捻出が困難で実現には至らないという企業があるかもしれません。その意味で積立比率の高い企業は、そうした懸念は相対的に少ないといえます。逆に、非積立型あるいは企業年金からDCに移行した結果、積立比率が高まったケースがあるかもしれません。

3. 積立水準が退職給付費用に与える影響

積立状況は運用方針に影響を及ぼすでしょうし、資産運用結果を通じて退職給付費用にも影響を与えます。仮に、積立状況の差異が制度の実施状況によるものであっても、積立型制度（企業年金制度及び退職給付信託を設定した退職一時金制度）の積立状況によるものであっても、結果的には退職給付費用に影響を与えることには変わりありません。

通常であれば積立比率は高いほうが退職給付費用は低く算出されるはずですが。利息費用から差し引かれる期待運用収益が大きくなるからです。ただし、積立額が大きくなればなるほど年金資産に係る運用リスクが大きくなり、より多く数理計算上の差異が発生し、その処理費用も嵩むと考えられます。もちろん、数理計算上の差異がコストへ与える影響は、費用が増加する方向になるとは限りませんが、少なくとも退職給付会計導入後はコストを押し上げる要因となっていたことは間違いありません。この他、DCへの移行による積立比率の変化も、結果的にコストには影響を及ぼします。移行前後で給付水準が同程度であったとしても、コストは従前とまったく同じにはならないからです。

こうした事実を認識したうえで、積立比率の階層別にコスト面での差異とその背景について分析してみます。分析にあたっては、勤務費用を100としてその他の要素を勤務費用

に対する比率で表示することとしました。確定給付型制度で発生する給付コスト（当期に発生した将来の給付額の現価）である勤務費用を基準として、その他の費用要素が勤務費用に対してどの程度の水準になっているかをみることにしたものです。勤務費用以外の費用要素について、利息費用－期待運用収益を「財務コスト」とし、勤務費用、財務コスト及び数理計算上の差異以外の費用を「その他の費用」としています。したがって、その他の費用にはDC掛金が含まれます。なお、この分析では金融機関を除いて集計しています。これは、金融機関は規模が大きく、平均値が大きく振れるため、この影響を排除するためです。

利息費用－期待運用収益で算出する「財務コスト」は、当然のことながら積立比率が高いほど小さく、積立比率が低下するほど大きくなっています。事実、積立比率10%未満の階層で勤務費用に対する割合が最大となっています。積立比率0%で低下しているのは、DCに全面的に移行し、利息費用自体の水準が極めて低いケースが多いからかもしれません。

（第2表）勤務費用に対するその他の費用の比率

積立比率	勤務費用	財務コスト	数理差異	財務コスト+数理差異	その他	合計
100%以上	100.0%	5.2%	20.4%	25.6%	43.1%	168.7%
90%以上 100%未満	100.0%	-0.3%	58.5%	58.1%	18.2%	176.4%
80%以上 90%未満	100.0%	3.8%	69.2%	73.0%	42.3%	215.3%
70%以上 80%未満	100.0%	8.5%	69.8%	78.3%	3.6%	181.9%
60%以上 70%未満	100.0%	18.6%	63.3%	81.9%	17.7%	199.5%
50%以上 60%未満	100.0%	22.0%	56.2%	78.2%	8.3%	186.5%
40%以上 50%未満	100.0%	21.2%	46.0%	67.2%	6.6%	173.8%
30%以上 40%未満	100.0%	22.9%	55.7%	78.7%	30.3%	209.0%
20%以上 30%未満	100.0%	28.0%	53.6%	81.6%	56.4%	238.0%
10%以上 20%未満	100.0%	29.8%	24.9%	54.7%	61.7%	216.4%
0%超 10%未満	100.0%	37.9%	9.0%	46.8%	25.1%	171.9%
0%	100.0%	18.6%	18.2%	36.7%	80.4%	217.1%
合計	100.0%	16.2%	58.0%	74.1%	16.8%	190.9%

数理計算上の差異は、100%超の階層を例外として、積立比率の高い階層で比率が高くなっています。本誌10月号で指摘したとおり、過去の数理計算上の差異は、年金資産サイドの要因で発生したと考えられるため、保有する年金資産の大きい高積立比率の企業で相対的に大きなマイナス影響を受けたと考えられます。

さらに、運用リスクとリターンを合わせた影響度を比較するため、財務コストと数理計算上の差異とを合計した額を見比べてみます。これをみると階層別に極端な格差は発生していません。つまり、積み立てることのプラス要素とマイナス要素を勘案すると、結果的に資産を保有したことがマイナスになったという結果にはなっていません。むしろ、積立水準で80%以上と平均をかなり上回る階層、あるいは極端に低い階層において、この部分の負担が平均より低いという結果が出ています。一方で、平均並みの積立比率の企業において、

どちらかといえばややリスクが勝っているという結果になっています。高積立比率の企業は財務コストを軽減し、合わせて運用リスクを抑制することで、一方、積立比率の低い会社はリスク自体を圧縮した効果が発揮されていると考えられます。その間の階層は、財務コストとリスクの両者の管理が効果的には行えなかったのかもしれませんが。

最後にその他の費用をみてみます。積立比率の低い階層で、その他の費用が大きくなっていることが注目されます。確定給付型の制度で計上される勤務費用を基準に倍率を算出しているため、DC制度が中心であれば勤務費用は小さく、逆にDC掛金は相対的に大きくなるのが理由と考えられます。

結果的に各要素を合計した数値をみると、積立比率が低めの階層で勤務費用に追加されるコストが大きいことがわかります。積立比率が低いと財務コストの負担が大きいうえ、数理計算上の差異も相応に発生するため、その処理コストの負担も影響しているわけです。年金資産を多く保有すれば運用リスクが増大するため、積立水準の引き上げには消極的な考えの人もいるかもしれません。確かに、退職給付会計導入後は低パフォーマンスが続いてきたため、年金資産を保有することで期待した効果は得られなかったことは事実です。ただ、そうした非常に厳しい環境下であっても、年金資産を保有しないほうが有利であったという結果が出ていません。このことは、通常の場合であれば年金資産を保有するほうがコスト面では有利であることを示しているといえます。

年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野正徳

海外年金制度の動向

～年金バイアウトの動向～

《要約》

英国の企業年金の給付は終身で、しかもインフレスライドがあります。このため、企業はインフレ並びに長寿リスクを回避するため、確定給付型（DB）から確定拠出型（DC）への移行を活発化すると共に年金支払いの債務及び資産を保険会社に譲渡する年金バイアウト取引を行っています。最近では、債務及び資産をすべて状とするバイアウト取引は伸び悩んでいますが、類似のバイイン取引や長寿スワップ取引が急拡大し、全体としてバイアウト市場は大きく拡大しています。日系企業の英国法人の制度にも、バイアウト取引が広がっていることが新聞等で報じられました。

2012年に入り、米国のGM社が年金受給者・待期者の債務・資産をプルデンシャル社に売却すると発表しています。米国でもバイアウト取引が活発化する兆しが出ています。

年金バイアウト取引は、DB制度の資産・債務（一般的には年金受給者・待期者分）を保険会社が引き受け、給付支払いの責任を企業から保険会社に移す仕組みです。

バイアウト市場は、資産の一部を債務にマッチした保険契約に移すバイインや長寿リスクをヘッジするためのキャッシュフローの交換取引である長寿スワップを含めるのが通常です。伝統的なバイアウトは、それほど増えていませんが、バイイン、長寿スワップは急成長しています。

本号では、英国におけるDB制度移行の状況と、移行後の受け皿の1つになっているバイインや長寿スワップを含む年金バイアウト市場、米国での年金バイアウトの状況をご紹介します。

1. 英国職域年金の状況と年金バイアウト

① DB制度移行の状況

英国のDB制度での給付は、物価スライド（上限あり）の付いた終身年金で、しかも本人が死亡した後に配偶者がその半分あるいは3分の2を受け取ることができる連生年金です。したがって、企業はインフレリスクと長寿リスクの両方を負っています。また、数理上の差損益の即時一括認識を必要とする会計基準の導入や財政運営の規制が一段と厳しくなっていることなどで、DB制度を凍結したり、バイアウト取引を利用して年金債務を削減する動きが盛んになっています。

企業年金の監督機関であるThe Pension Regulatorの2011年調査をもとに英国でのDB制度の凍結・閉鎖の状況をみると、DB制度を持つ民間企業の58%は既存社員のみ将来給付

を発生させ（新入社員へはDB制度を提供せず）、新入社員にDB制度を適用している企業は16%、既存社員に対して将来給付を発生させない制度が24%（残り2%は清算中）となっています。

また、2011年に英国コンサルティング・アクチュアリー会が中堅・大手企業を対象に行った調査では、91%の企業がDB制度を新入社員には提供していないとしています。既存社員の将来分の給付を凍結した企業はその内の37%でした。DB制度の凍結・併催は大企業でより顕著になっているようです。なお、2011年末には、ロイヤル・ダッチ・シェル社がDB制度を新入社員に提供しないことを決定し、これで、FTSE100社で新入社員にDB制度を提供する企業は皆無となったようです（注1）。

（注1）三菱UFJ年金情報2012年10月号「FTSE100社の退職給付制度の財務にあたる影響」参照

② 年金バイアウトの仕組み

新入社員に対して閉鎖するのをソフトクローズ、既加入者も将来債務を発生させないものをハードクローズと呼びます。後者がバイアウトの対象となり、年金受給者・待期者の資産・債務を保険会社に譲渡します。保険会社は、個人年金を受け皿とします。保険会社が買い取るときのコストは、債務にプレミアムとして予定利率や死亡率での安全率の見込みや利益分を追加します。プレミアムは、需給やマーケット状況で変わります。

実行のためのプロセスは、受託機関の選定、規制当局の承認、制度の凍結、積立不足の解消、解散と進みます。まず見積もり依頼をして、委託機関を選定します。それから加入者への説明などの導入プロセスとなります。制度の変更を含むかどうかで変わりますが、半年から1年半かかると言われます。保険会社からの支払いになることに関して、加入者の同意は不要のようです。受託機関は、既存の保険会社から専門会社まで幅広く存在しますが、保険会社の免許が必要となります。

保険会社に売却するのではなく、基金を買収して金融機関が年金基金の運営を行う事例もあります。具体的には、年金基金を持つ特別会社を設立し、その特別会社を買収するという方法で、金融機関であるシティグループが実施しました（注2）。この取引のメリットは、①保険契約ではないため、自己資本比率規制など保険会社に対する規制を受けないこと、②積立超過状態（年金資産>給付債務）で引き受けるため、その後の運用次第で収益が期待できること、などです。また、企業にとっては保険会社との取引より引取価格を抑えることができるというメリットがあります。

（注2）三菱UFJ年金情報2007年12月号「英国での年金バイアウト」参照

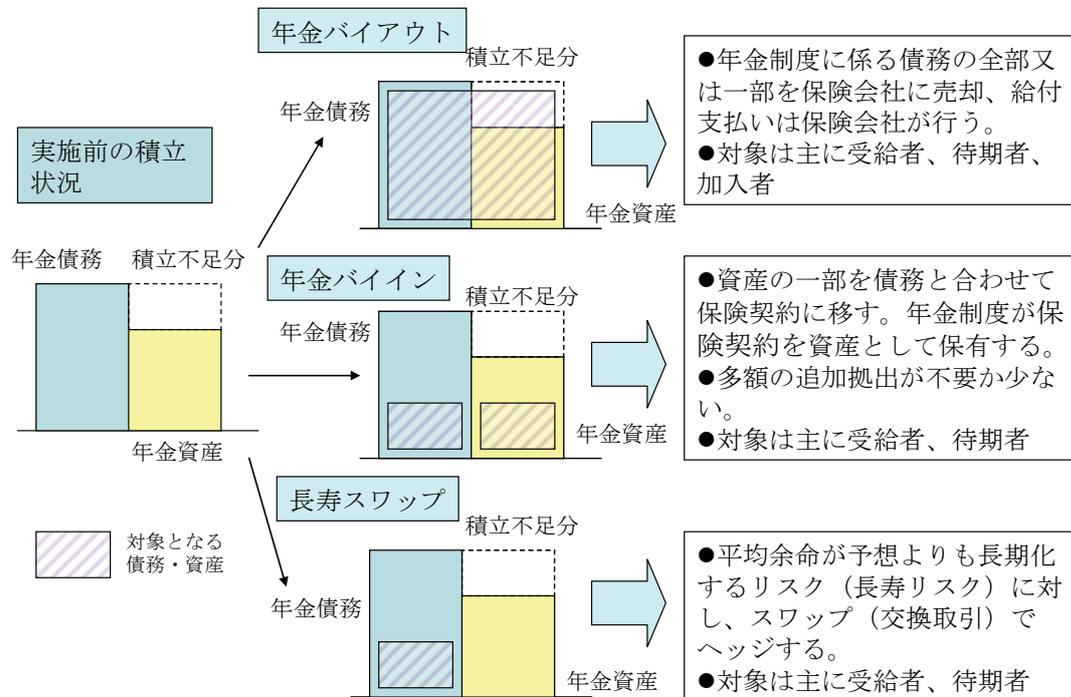
2. 年金バイアウトの動向

2011年は、対象年金債務総額が123億ポンド（約1兆5千億円）のバイアウト・バイイン・長寿スワップの取引が行われました。バイアウトの統計は、これらの合計として表されます。なお、伝統的なバイアウトは伸び悩んでおり、バイインや長寿スワップが急激に伸びています。2010年は、取引の対象債務額が総額83億ポンドでしたので、5割近く伸び



ました。2011年現在、バイアウト・バイインの対象は、約55万人の加入者、受給者でした。

(図1) バイアウトとバイイン、長寿スワップの違い (バランスシートのイメージ)



① バイアウトとバイイン・長寿スワップの違い

バイアウトは前述のとおり、保険会社に資産・債務の譲渡を行い、給付支払いの責任は保険会社に移ります。バイインは、あくまで基金による支払いは変わらず、資産の一部を使って債務のリスクをヘッジするものです。

長寿スワップは、金利スワップ (固定金利と変動金利によるキャッシュフローの交換取引) のように、基金が金融機関とスワップ契約を結び長寿リスクを持つ債務を対象に、固定のプレミアムを払いながら、長寿の場合に必要なキャッシュフローを受け取るものです。バイイン、長寿スワップでは、対象債務・資産のバランスシートへの計上が必要です。

② 日系企業の対応

日本企業が、海外現地法人の年金制度の一部を保険会社に売却する動きがあり、これまで20社以上が導入したと新聞で報じられました。その中には、①英国の一部の子会社の制度の内、受給者、待期者分を保険会社に売却、②英国子会社の制度を清算して、保険会社にバイアウトした、③具体的な仕組みは不明ですが、将来給付を発生させたままバイアウトしたものなどがあります。

③ 米国の年金バイアウト

米国では、保険会社が消極的なことや積立不足解消が前提のため、年金バイアウトは活発ではありませんでした。しかし、2012年に入り、自動車最大手GM社が年金バイアウトを発表し、活性化する可能性が出てきました。これは、ホワイトカラーの年金受給者、待

期者の年金債務 260 億ドル相当を、保険会社のプルデンシャル社に売却するというものです。まずホワイトカラーの退職者 11.8 万人の内、最近 15 年に退職した 4.2 万人に対し、一時金受け取りの選択肢を与え、それ以外について 2013 年から、プルデンシャル社による終身年金支払いが開始される予定です。対応方法として、積立不足を解消した上で、約 10% のプレミアムを含めて、290 億ドルをプルデンシャルに支払います。GM 社の積立不足は 40 億ドルですから、GM 社が負担する資金は 70 億ドルに達することになります。

最近では、2012 年 10 月にベライゾン・コミュニケーションズ社が新入社員には DB 制度を閉鎖し、401 (k) プランを提供し、退職者や遺族 41,000 人分の年金債務をプルデンシャル社に売却すると発表しています。

3. 日本への適用

日本の DB 制度では、終身年金が少なく、長寿リスク、インフレリスクは限定的で、普及は限られると考えられます。年金制度の運営上のリスクでは、金利リスクと資産運用リスクをどのようにコントロールするかが重要となります。これらのリスクの軽減のためには、現実的には、DC、CB プランの導入や LDI(Liability Driven Investment)の活用、予定利率の引き下げなどがリスクの抑制に役立つと考えられます。

以上

年金コンサルティング部 リサーチグループ 遠藤忠彦

<主な参考資料>

- PPF/Pension Regulator, “Purple Book 2011” (January, 2012)
- 「英国 DB 年金とバイアウトの動向」(三菱 UFJ 年金情報 2010 年 1 月号)
- 「英で「年金分離」相次ぐ」(2012 年 4 月 7 日付日本経済新聞)
- 「惑う欧米年金マネー (中)」(2012 年 10 月 12 日付日本経済新聞)
- Lane Clark & Peacock, “Pension Buy-ins, Buy-outs and Longevity Swaps 2012” (April, 2012)

IFRS の退職給付会計に関する話題

～キャッシュバランス制度の債務評価に関する議論～

《要約》

2011年6月に退職給付に関する国際会計基準IAS19号が改正されましたが、その際、2008年に公開された討議資料で言及されていた「拠出ベース約定 (contribution-based promise)」に関しては改正の対象外とされました。

一方、欧州各国では元利合計を給付する制度 (日本のキャッシュバランスも該当) に関する債務評価が従前から課題となっていました。これに関しては、IAS19号の改正の際に検討されることと整理されていましたが、2011年改正では対象外とされたため、IAS19号の解釈指針で取扱いに関する検討が開始されました。

解釈指針の公開草案は2013年春頃に公表される予定です。

2011年6月に退職給付に関する国際会計基準IAS19号が改正され、2013年1月以降に開始される事業年度から適用されることとなりました。

IAS19号2011年改正は、①遅延認識の廃止 (退職給付債務・制度資産の変動の即時認識)、②退職給付に関する費用の分解表示 (勤務費用を営業費用・純利息費用を財務費用として当期利益に表示、その他の変動は再測定としてその他の包括利益に表示)、③制度運営に関するリスクの開示の充実、が主なものでした。

一方、欧州の関係者から要望があった、元利合計を給付する制度 (ただし、確定拠出制度やキャッシュバランス制度、全期間平均給与比例制度なども含むかなり広範な制度を想定) である「拠出ベース約定 (contribution-based promise)」に関する債務評価方法の変更 (退職給付債務をPBOではなく「公正価値 (Fair Value)」で評価) に関しては、IAS19号の根本的な見直しに通ずることから2011年改正の対象外とされました。

しかし、欧州では以前から「元利合計を給付する制度」の会計処理について明確化を求める意見がありました。今般、国際会計基準審議会の解釈指針委員会 (IFRS Interpretations Committee ; IFRIC) で本件に関して審議が開始されました。

1. 過去の経緯 ～ IFRIC-D9 の公表 ～

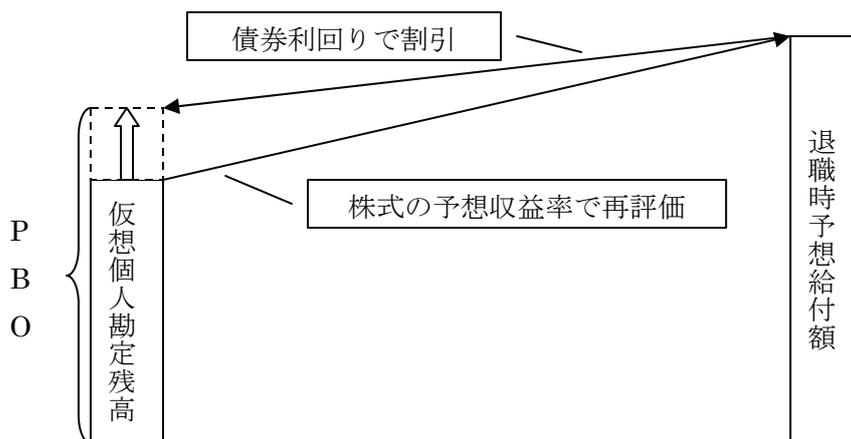
IAS19号における債務評価は、決算時点における発生済給付を給付算定式に基づいて算出し、実際の給付支払時点と決算時点の時間的な相違を調整 (割引計算) するという手法で行なうこととされています。発生済給付の算定にあたっては、将来の昇給や年金支給期間の見込など、経済的前提や人口統計的前提に基づいて推計することとされています。この債務評価方法は「年金額=退職時の給与×一定率×勤務年数、年金は終身支給でインフレ

スライドあり」といった伝統的な給付建制度における債務・費用を合理的に測定することを念頭においています。

しかし欧州では、一定の利回りを企業が保証する拠出建制度や給付額を株式インデックスや物価指数などを指標として給付額を再評価する制度（日本におけるキャッシュバランス制度に相当）など、元本に付利・再評価を行った累計額を給付する制度が普及しています。そのような制度の債務評価を行う場合、「年金資産の運用利回り」や「株式インデックス・物価指数の水準」を「経済的前提」として見込み、発生済給付を計算して時間的な相違を調整（割引）して退職給付債務を算定します。従前から、欧州の関係者からは「このような債務評価方法が経済的実態を正しく表現しているのか？」という指摘があります。

例えば、キャッシュバランス制度で再評価の指標を「株式インデックス」とする場合を考えてみましょう。株式インデックスの予想収益率は債券の予想収益率（利回り）より高くなります。従って、そのような制度では、計算時点の仮想個人勘定残高よりもPBOが大きくなります（図表1）。

（図表1）株式収益率による再評価と債券利回りによる割引の関係



しかし、仮に計算時点で退職した場合の給付額は仮想個人勘定残高と一致するため、計算時点で退職した場合には「 $PBO - \text{仮想個人勘定残高}$ 」の「益」が必ず発生するという不自然な結果になります。その理由は「株式インデックスの予想収益率 > 割引率 (= 債券利回り)」であり、経済的前提に根本的な原因があります。

このような不自然な結果を回避するため、IFRICは2004年に「IFRIC Draft D9 Employee Benefit Plans with a Promised Return on Contributions or Notional Contributions（公開草案D9掛金または仮想掛金に対して一定の収益を付加する従業員給付制度）」を公表しました。

D9の対象とする制度は、「実際に拠出される掛金と実現した運用収益の元利合計（ただし、最低保証利回りあり）を給付する制度」と「仮想掛金（日本のキャッシュバランス制度の持分付与額に相当）にあらかじめ定めた指標に基づく再評価率（利息付与額に相当、最低保証利回りあり）の元利合計を給付する制度」です。

最低保証が一定率（ex.2.5%）の場合には、退職給付債務はIAS19号の給付建制度の処理（将来の掛金（or 仮想掛金）に一定率の収益を加えて退職時予想給付額を算出し、給付算定式基準に基づいて期間帰属させて割引計算を行い、PBOや勤務費用などを算定する）を行なうこととしています。

最低保証が変動（ex.債券利回りを保証）の場合には、「年金資産または仮想個人勘定残高（最低保証反映後）」の公正価値を退職給付債務（割引計算は行わない、退職給付費用は「予定収益」と「数理上差異」の2種類のみ）としています。

最低保証が固定と変動の組合せの場合は、制度を「固定部分」と「変動部分」に分解し、それぞれ「固定の場合」と「変動の場合」の処理を行うことを提案していました。

D9には様々な意見が寄せられ、IAS19号の基本的な債務測定と異なる考え方の導入（債務を資産の公正価値とする点など）が問題となりました。その後、IAS19号の債務測定の考え方と一定の整合性を保つため「給付建・拠出建・保証部分の三要素へ分解した会計処理」なども提案されましたが、IAS19号の見直しがスケジュール化されたため、2006年11月にD9の検討は中断されました。

2. IAS19号2011年改正時の議論 ～ 拠出ベース約定 ～

2008年3月に、IAS19号改正の論点整理を目的として、国際会計基準審議会（IASB）は討議資料「Preliminary View on Amendments to IAS19 Employee Benefits（IAS19号改正に関する予備的見解）」を公表しました。

その中で、前節で述べた退職給付債務算定上の問題点を解決するため「Contribution-Based Promise（拠出ベース約定）」の概念が導入されています。「拠出ベース約定」とは「拠出に資産・資産の組合せ・指標の変動から得られる収益を加算して給付する約定」のことでかなり広範な制度がこれに分類されます。具体的には、拠出建制度、全期間平均給与比例制度、累積給付制度（日本のポイント制が該当）、勤務年数に関わらず一定額を給付する制度など、最終給与比例給付建制度以外のほとんどの制度がこれに分類されます。

拠出建制度に分類された場合、退職給付債務は「Fair Value（公正価値）」で評価され、退職給付債務の変動は全て当期純利益で認識されるという従来の枠組みとは大きく異なる会計処理が提案されました。

討議資料に寄せられた意見は「拠出ベース約定の提案には反対」というものがほとんどでした。その理由は、①給付建制度から拠出ベース約定に分類される制度がかなり多いこと、②それらの制度は会計処理が根本的に変更されるため非常に影響が大きいこと、③IAS19号の枠組みを大きく変更するものであること、でした。

IASBは議論の結果、急いで改正する必要がある部分（退職給付債務の即時認識・退職給付費用の分解表示・制度運営リスクに関する開示の充実）を優先的にとりあげ、「債務とは何か？」という根本的な問題に関連する可能性のある「退職給付債務の測定方法」については検討時期を先送りすることとしました。

この結果、IAS19号2011年改正ではIFRIC-D9で提起された問題は未解決のまま放置されることとなりました。

3. IFRICでの審議状況

IAS19号2011年改正では債務評価が従前のおりとされたため、「掛金（仮想掛金）と収益の元利合計を給付する制度（IFRICの資料ではContribution-Based Promiseと記載）」の会計処理の明確化を求める要望が寄せられ検討が再開されました。

2012年5月のIFRIC会議では、2011年改正を受けてIFRICに寄せられた要望（IFRIC-D9以外にも2011年改正で導入された「risk-share」の取扱いの明確化も要望あり）の内容、IFRIC-D9の内容の確認、2008年に公表された討議資料の「Contribution-Based Promise」に関する部分の確認が行なわれました。

その結果、後日のIFRIC会議でIFRIC-D9の内容（対象とする制度の範囲・債務測定方法）に関して検討を進めることとなりました。

2012年7月に開催されたIFRIC会議では検討対象とする制度の範囲を「IFRIC-D9」で対象とした制度とするか、IAS19号見直しの討議資料で対象とした「Contribution-Based Promise」まで拡大するののかについて議論が行われました。

具体的には、会議ではIAS19号改正の際に「Contribution-Based Promise」の考え方が討議資料の段階では導入され、公開草案の段階では先送りされた理由を確認しました。また、解釈指針IFRIC-D9が公表された際に寄せられた意見に関しその内容分析を再確認し、併せて（最終的には確定しなかった）債務評価方法に関する検討状況を分析しました。

その結果、検討対象とする制度の範囲をIFRIC-D9で検討した制度（ただし、表現の明確化等により曖昧さを出来る限り排除する）に限定することとし、債務評価方法に関しては9月のIFRIC会議でさらに検討を重ねることとしました（退職給付のみでなく長期勤続給付（long-term benefits）も検討対象となった）。

9月のIFRIC会議では、IFRIC-D9で想定した制度のパターンに関する調査結果（各国の会計基準設定主体や監督当局などから21通の回答があった）に関して事務局から報告が行なわれました。これは、「Contribution-Based Promise」に含めた広範な制度に関して検討する必要性の有無を再確認するために実施されたものですが、各国の制度には（例えば、政府、労働者及び事業主の三者によって最低保証利率が決定されるスイスのキャッシュバランス制度や、退職時点で最低保証の適用の有無が判定されるドイツ・ベルギーの確定拠出制度など）見かけ上は様々な制度が存在するものの、実態を分析するとIFRIC-D9で想定した範囲内で債務評価方法を検討すれば問題を解決できることが確認されました。

また、調査の過程において、IFRIC-D9は2004年に公開草案として公表されただけであるにも関わらず、あたかも確定した内容であるかのように債務評価を行っている事例や内容を拡大解釈している事例が散見され、債務測定に関して混乱が見られたようです。

このため、IFRICは会計上の取扱い方法を明確化する議論の対象として、以下の五つの条

件のいずれかに該当する制度とすることを決定しました。

- ① IAS19号で定義される給付建制度（最低保証なし）
- ② 元本として給付に反映される掛金が仮想掛金である制度
- ③ 事業主掛金（仮想掛金）に付与される収益に最低保証がある制度
- ④ 給付に将来の事象（ex.昇給・受給権付与・人口学的な仮定変動リスク）が反映されない制度
- ⑤ 制度資産の価格を基準として最低保証が行なわれる制度

また、今後検討される新たな解釈指針の公開草案における検討対象となる制度は、「十分な資産を保有しない場合、事業主が追加掛金を拠出する法的または慣習的な義務を負う従業員の現在および過去の勤務に応じて発生する給付を支払う制度であって、以下の①または②の条件に該当する制度」です

- ① 掛金または仮想掛金の収益に事業主が保証を行う制度
- ② 掛金または仮想掛金に関して年金資産価格に関連する何らかの保証を事業主が行う制度

表現はIFRIC-D9とは異なりますが、実質的には同一の制度について、今後検討が加えられることとなります。

なお、2012年11月のIFRIC会議で債務測定方法と財務諸表への表示方法が検討され、2013年1月のIFRIC会議で新たな公開草案が検討される予定です。

今月は、2011年IAS19号改正の関係で一時中断していたIFRIC-D9の検討再開の状況に関してご紹介しました。

日本の制度では「キャッシュバランス制度」が該当します。最終的にどのような結論になるかは（現時点では）不明ですが、IFRIC-D9の方法となった場合には「仮想個人勘定残高＝退職給付債務」となると思われます。しかし、制度が終身年金の場合には、仮想個人勘定残高では終身部分の債務が計上不足となります。仮に、「退職給付債務＝公正価値」となった場合には、従来の退職給付債務とは全く異なった数値となることが予想されます。

日本の退職給付会計基準は現在のところ見直しの動きはありませんが、IFRSの債務測定方法が変更されれば、日本基準にも影響を与えることが考えられます（IFRSを任意適用している企業には直接的に影響が及びます）。

いずれにしても、今後の動向を注視していく必要があるでしょう。

（参考資料）IFRIC Update：2012年5月・7月・9月

IFRS Interpretations Committee Meeting AGENDA：2012年5月・7月・9月

年金コンサルティング部 佐野邦明



企業年金資産運用の変遷

～1990年代以降の年金資産運用の規制緩和について～

《要約》

年金資産運用にかつて存在した規制は、1990年代に緩和され、最終的には撤廃されました。一連の規制緩和は選択肢を広げ機会利益の提供する一方で、自己責任を求めるものであったといえます。

AIJ投資顧問による年金資産の消失問題は、運用規制の在り方にも一石を投じることになりましたが、9月に公表された新ガイドラインは運用の選択肢を狭めるような内容とはなっていません。受託者責任の明確化や基金の資産管理運用体制の強化を求めています。これは規制緩和で求められた自己責任を改めて確認するものといえます。

AIJ投資顧問による企業年金資産の消失問題に端を発し、「厚生年金基金等の資産運用・財政運営に関する有識者会議」でも年金資産運用の規制の在り方について議論されるなど、年金資産の運用に関しては従来にも増して注目が集まっています。

年金資産運用についての規制のあり方を考えるには、かつて存在した運用規制の内容と規制緩和の動きについて、その背景等を考える必要があるのではないのでしょうか。1990年代の運用規制時代からこれまでの企業年金資産運用の歴史を、簡単に振り返ってみたいと思います。

1. 日本における年金資産運用規制とその変遷

かつて、日本の企業年金資産の運用には二つの規制が存在しました。運用機関の選択に関する規制と、実際の運用にあたっての規制です。当時、規制緩和は日本全体の大きな課題となっていました。年金分野においては、これらの規制緩和をバブル崩壊後の運用環境悪化を解消する手段の一つとして期待されていたこともあり、その動きはかなり急でした。

① 運用機関に関する規制

1990年代初期までは運用機関は信託銀行と生命保険に限定されていました。適格退職年金や厚生年金基金制度が発足した1960年代には、そもそも投資顧問業という業態がなかったこともあり、制度導入時に運用機関として指定された2つの業態が資産運用を担当する状態が継続していたわけです。

その後、日本においては投資顧問業者など、年金資産運用ビジネス参入に意欲を持つ業態が新規参入を求め、その動きは国内の業者だけでなく、外資企業からも活発化しました。



そうした動きを受けて、1990年4月に運用方法が拡大され、一定要件を満たす厚生年金基金に、積立金の一部の運用について、投資顧問会社の投資一任勘定の採用が認められました。これと同時に信託銀行には年金指定単、生命保険には第二特約という新しい運用方法が認められるようになりました。なお、当時は新規に認められた運用方法を運用拡大、それまで行われていた運用方法を従来運用と呼びました。

こうした規制緩和の狙いは資産運用に競争原理を導入することによって運用効率の向上を図り、同時に資産運用に関する年金基金の主体性を高めることを意図したものでした。ただし、運用拡大を実施するためには一定の要件を満たした上で厚生省の認定を受けるという規制があり、また運用拡大に投入できる資金は運用拡大の認定を受けた後に徴収した掛金（これをニューマネーと呼び、これに対して認定以前に徴収した掛金をオールドマネーと呼びました）に限定し、しかも総資産の3分の1までという規制も存在しました。その後、1994年11月にオールドマネー、ニューマネーの区分が撤廃され、1995年4月には運用拡大の認定に必要な設立後8年の要件が3年に短縮されました。

② 資産運用規制

一方、運用方法に関する規制の代表的なものが、資産配分規制です。厚生年金基金規則第41条の2では、いわゆる5:3:3:2規制と呼ばれる資産配分の上下限（安全性の高い資産を5割以上、株式等および外貨建て資産は各3割以下、不動産は2割以下）を定めていました。この5:3:3:2規制は、もともと運用機関ごとにこの配分枠で運用することが義務付けられていましたが、1995年4月からは、運用拡大部分については個別機関ごとの枠が外され、運用拡大部分全体での配分規制となる等、規制緩和が実施されました。

2. 規制緩和の狙いと限界

さらに1996年度からの規制緩和について振り返ってみます。新しい運用方法が認められた後も、従来運用と運用拡大とは同じ年金資産運用でありながら、法的には区別されてきました。これは、運用拡大を実施すると運用機関の増加につながるため、これに見合う十分な選択眼や管理能力を持つ年金制度のみに認めるという趣旨からであったと言えます。そのために運用拡大を実施できるのは認可を受けた年金基金のみ（注）となっていました。ただし、1996年度からは信託銀行ごとの資産配分規制が撤廃され、生命保険の運用商品を別にすれば従来運用と運用拡大における実際の運用方法の違いはなくなりました（保険業法により、3:3:2規制が敷かれていた生命保険についてはこの後も従来どおりでした）。例えば、信託銀行の年金信託と運用拡大の運用商品を比較すると、合同運用か単独運用かという差こそあるものの実績配当で、年金制度サイドからの投資方針の提示が可能であるという点では同じです。したがって、従来運用と運用拡大の両者を区別する意味はほとんど失われていたといえます。これに追随するように区分は撤廃され、認可も不要となったのです。同様に運用規制が課されていた適格退職年金でも規制が撤廃されました。



(注) なお、適格退職年金については1997年から投資顧問の参入と資産配分規制の撤廃が認められ、それ以前は厚生年金基金と同様の規制が課せられていた。

年金を巡る規制緩和とその内容

時期	規制緩和の項目	具体的内容等
1990年4月	運用拡大の開始	従来運用以外での運用の認可
1994年11月	オールドマネー、ニューマネーの区分廃止	運用拡大が可能な資金の区分撤廃
1995年4月	運用拡大の運用機関ごとの資産配分規制の廃止 運用拡大認定要件である設立8年後を3年後に短縮	特化型運用が可能に 運用拡大を実施可能な年金制度が増大
1996年4月	従来運用でも運用会社ごとに付与していた運用規制を撤廃 運用拡大部分の上限引き上げ	運用機関ごとに資産配分を指示 総資産の1/3から1/2に引き上げ
1999年4月	運用拡大と従来運用の区分撤廃	運用機関の選択肢拡大

規制が緩和されていったのには、時代の要請や背景があったといえます。運用機関選択の規制緩和については、運用を業とする専門機関の参入で選択肢を広げるという意味がありました。5:3:3:2規制については、その規制自体が理論的根拠のあるものではないことに加え、逆に規制がもたらす弊害も指摘されました。例えば、5:3:3:2という限られた中での選択であっただけに、年金制度サイドで裁量の働く余地は少なく、かえって「この規制を守りさえすればよい」という責任回避や受託機関への「お任せ感」を生むこととなり、かえって制度運営を阻害する要因になったこと等です。規制緩和は、このような中で受託機関同士の競争を促進し、年金制度サイドでの選択肢を広げることによって機会利益を提供し、受益者の利益を増進させようとするものでありました。

規制緩和では、恩恵を受ける受益者もまた規制緩和に対応して変化する必要がありました。一連の規制緩和は、運用機関の選択肢を広げ、また資産ごとに、より優秀な運用機関を選択することを可能とし、より効率的な運用を期待するものでありました。ただし、選択の枠が広がることは選択する能力が必要とされ、何より選択したことに対する責任が重くなることでもあります。つまり、優秀な運用機関を選択する能力が問われ、同時にその選択結果に対して責任を負うことになりました。運用規制の撤廃を機に年金制度は自主性を回復し、同時に自己責任を十分に認識する必要性が生じたわけです。

3. 今後の対応

運用規制撤廃後の年金資産運用は、一段と舵取りが難しくなる方向に向かいました。期



待リターンは低下し、変動性の高まるマーケットで伝統的な運用では安定した収益を得にくくなっている上、それをカバーするための新しい商品や運用手法が登場してきたためです。そうした中で AIJ 投資顧問による年金資産の消失問題が起こり、運用規制のあり方などが議論されることになったわけです。ここで振り返った過去の規制と規制緩和の動きからは、理論的裏づけのない規制は、かえって年金制度や母体企業の自立や能力向上に支障を及ぼす可能性があることが窺えます。9月に公表された新ガイドラインは運用の選択肢を狭めるような内容とはなっていません。受託者責任の明確化や基金の資産管理運用体制の強化を求めています。これは一連の規制緩和で求められた自己責任を改めて確認するものといえます。

年金コンサルティング部 リサーチグループ 田原 香織

退職給付会計に係る話題

～財務諸表等規則等の改正について～

《要約》

金融庁は9月21日付けで財務諸表等規則等の改正を発表しています。これは、5月の退職給付会計基準の改正等を反映するための手続きです。退職給付会計の適用指針などで示されていた開示が金融商品取引法で求める法定開示で義務付けられたこととなります。

本年5月に会計基準委員会で決定された「退職給付会計に関する基準」に関連して、9月21日に財務諸表規則等の改正が行なわれています。

1. 財務諸表等規則等が改正へ

日本では、個別の会計基準の作成は会計基準委員会（公益財団法人「財務会計基準機構」の中の組織）が行なっています。民間団体である会計基準委員会で作成した新しい基準を公正妥当な基準であると認め、金融商品取引法に基づく法定開示書類の作成に使用する基準として指定するためには一定の手続きが必要です。さらに、用語や様式、作成方法についても定めることになっています。これは新しい基準の策定や改正が行なわれる都度行われることとなります。なお、現在、国内企業に対してはIFRS（国際財務報告基準）の任意適用が認められていますが、国際会計基準委員会（IASB）が作成する基準についても新しく作成された基準を追加で指定する手続きが行なわれます。

ちなみに、こうした手続きは日本独自のものではありません。例えば、ヨーロッパではIFRSが強制適用されていますが、IFRSで開発された基準はそのまま自動的に適用されるのではなく、EFRAG（European Financial Reporting Advisory Group）で個別の基準について適用の是非を検討することになっています。

退職給付に関する会計基準に関しては、本年5月に会計基準委員会で改正基準が確定しました。これを受けて、金融庁では7月6日付で『「財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則等の一部を改正する内閣府令」（案）等の公表について』という意見募集を行っていました。寄せられたコメントの概要及びそれに対する金融庁の考え方が示され、9月21日に「財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則等の一部を改正する内閣府令」が公表されました。合わせて同日付けで、『「連結財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則に規定する金融庁長官が定める企業会計の基準を指定する件」等の一部を改正する件について』が公表されています。前者は開示内容を定めるものであり、後者は改正後の基準を公正妥当な会計基準として認めるための手続きです（注）。

（注）「財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則」には、単独決算を対象とした規則の他、連結、



中間、四半期、さらにはガイドラインがあります。

会計基準委員会で決定された会計基準は、これまでもすべて公正妥当な基準として認められてきましたが、今回は退職給付会計に加えて、「貸借対照表の純資産の部に関する会計基準（改正）」、「資産除去債務に関する会計基準（改正）」、「包括利益の表示に関する会計基準（改正）」、「四半期財務諸表に関する会計基準（改正）」など、本年6月30日までに改正となったすべての基準が追加されています。内閣府令では、「一般に公正妥当な企業会計の基準として連結財務諸表の用語、様式及び作成方法に関する規則第1条第3項に規定する金融庁長官が定める企業会計の基準は、公益財団法人財務会計基準機構が設置した企業会計基準委員会において作成が行なわれた企業会計の基準であって、平成24年6月30日までに企業会計基準委員会の名において公表が行なわれた別表1に掲げるものとする」となっています。

さらに、前記のとおり、任意適用する国際会計基準の内容についても規定しており、その記載内容にも変更が加えられています。国際会計基準に関しては、「国際会計基準は、国際財務報告基準財団が設置した国際会計基準審議会において作成が行なわれた企業会計基準であって国際会計基準審議会の名において公表が行なわれたものとする」とされ、次条において、「指定国際会計基準は、前条に規定する国際会計基準であって平成24年6月30日までに国際会計基準審議会の名において公表が行なわれた、別表2に掲げるものとする」とされています。IFRSの退職給付会計については、平成23年6月に確定していますから、日本で国際会計基準を用いて財務諸表を作成する場合には、新基準での作成を行なうこととなります。

2. 法定開示の内容が確定

一連の改正や意見募集について、再度整理すると以下の通りとなります。財務諸表規則等では個別の会計基準の処理方法について定めるものではなく、使用する基準についてどの基準を使うかを定めます（実際は、会計基準委員会で作成された基準はこれまですべて承認されています）。したがって、今回の措置で金融商品取引法に基づいて財務諸表を作成するための基準として認められたこととなります。

一方、開示に関しては、会計基準委員会が作成した適用指針（退職給付会計に関する適用指針）で注記等が例示されていますが、これには法的拘束力があるわけではありません。適用指針における開示例は、「参考」としての扱いであり、適用指針にも「次の開示例は、適用指針で示された内容について理解を深めるために参考として示されたものであり～以下略～」と記載されているからです。これに対して今回の財務諸表等規則等の改正で定められた開示は、法的に定められた開示ということになります。内容的には適用指針で示されたものと同じではありますが、法的拘束力があるという点が大きな違いです。今回、意見募集が行なわれていたのは、この開示内容等に関する部分です（個別の会計処理に関し



ては、設定主体が会計基準委員会であり、すでに決定された基準ですから金融庁が意見募集する対象とはなりません。

なお、今回の開示省令及び寄せられた意見に対する回答でいくつか確認できた事項があります。例えば、退職給付債務や年金資産の調整表においては、開示が求められる項目以外は「その他」として表示することが認められています。ただし、「その金額に重要性が乏しいと認められる場合を除き、当該名称を付して掲記しなければならない」とされています。例えば、M&Aなどで企業を取得し、退職給付債務が増加した場合などでその増加の影響について重要性があると認められる場合は、「企業買収による退職給付債務の増加」など適切な名称を付してその額を記載することが求められることになります。

また、確定拠出制度に基づく退職給付に関する注記として、確定拠出年金に関しても採用している制度の概要を記載することを求めています。退職給付会計の適用指針に示された開示例では、確定拠出年金の制度概要の記載例は示されていませんが、開示省令で開示が義務付けられました。ちなみに、意見募集で確定拠出年金の制度概要の記載は必要かという質問がありましたが、必要である旨の回答がなされています。

年金コンサルティング部 リサーチグループ 久野正徳

年金運用の現場から ファンドマネージャーの四方山話

～低収益率・高変動性の市場への対応～

《要約》

市場の変動性が高まるなかで、政策アセットミックスを長期に固定する従来型の運営には限界が来ている可能性がある。こうした環境の下でのリスク管理として、状況に応じて機動的にアセットミックスを変更する動的管理の導入が必要ではないだろうか。

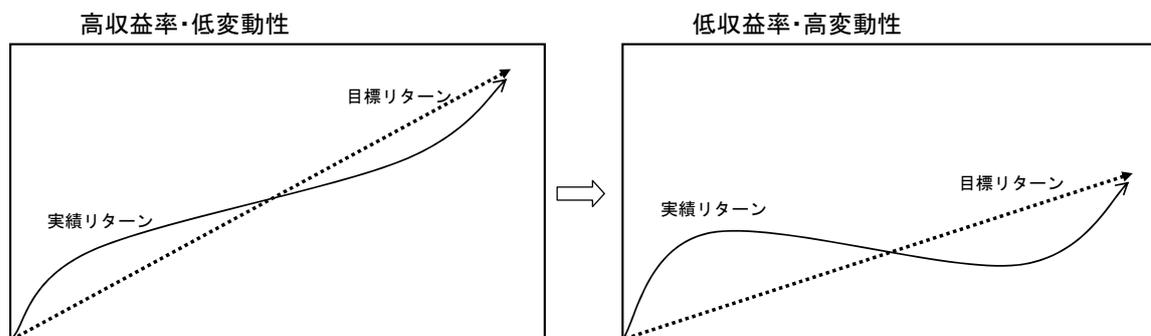
1. 従来型年金運用の意義とその限界

一般的に政策アセットミックスは、「目標リターンを、もっとも低いリスクで達成する資産構成割合」として策定される。許容リスクを確認しつつ、年金財政上の予定利率と運用コストなどを考慮して目標リターンを決定することになる。

この最適化プロセスでは目標リターンを構成する各資産の期待収益率の設定が重要である。ところが、残念なことに最近では国内株式の期待収益率を中心に想定を下回る結果が続いており、それが年金財政の圧迫要因となってしまっているのが現実である。

長期の観点を重視する従来型年金運用では、一旦決めたアセットミックス（資産構成割合）は市場動向などによらず、長期に渡って堅持することが推奨される。言うまでもなく市場の上昇や下落のタイミングを予測することは非常に難しいため、市場の長期的なリスクプレミアムを確実に獲得するには、一旦決めた資産配分を維持することが得策であるという考え方である。このプロセスに必要な戦略は資産配分を維持するためのリバランス戦略である。資産構成割合の乖離修正は、相対的に上昇した資産の売却と下落した資産の購入という逆張り戦略による付加価値も期待できるわけである。

しかしながら、昨今は先進国の成長率が大きく低下する一方、市場のグローバル化による連動性が一段と高まっている。結果的に、過去に経験がないような低い収益率となり、同時に高い変動性を示している。



2. 市場変動への対応策としての動的管理

市場の変動性がここまで高まってくると、アセットミックスを長期に渡って堅持することで長期的なリスクプレミアムを獲得できるのか疑問に感じている向きが多いかもしれない。一方で、毎年決算において一定の積立水準をクリアしていかなければ、基金の持続可能性にも影響を及ぼしかねないという事情も存在する。

また、リターン水準の大幅な低下は、市場変動に伴うインパクトを長期化させてしまう可能性を高くしている。具体的には、株式変動によってもたらされたポートフォリオ全体への影響を債券等の安全資産の収益で補うための期間が長くなるということである。

こうした中、従来型のアセットミックス（資産構成割合）の固定運営に限界が来ている可能性があるかもしれない。確かに、政策アセットミックスの決定は最も重要な投資の意思決定ではあるが、市場変動性が増大する環境においては、積立水準などをモニタリングしながら、状況に応じて資産構成割合を変更することが必要ではないだろうか。いわゆるアセットミックスの動的管理であり、積立比率の水準変化に応じて資産構成割合を柔軟に変更することを事前に決めておくことになる。これは条件付資産配分変更であり、「決定の選択権」を有効に活用するものである。例えば、株式が大幅に上昇して積立水準が大きく改善した場合はアセットミックスを変更（株式比率の引き下げ）して、目標リターンを引き下げれば、将来の市場変動時の影響を回避することができる。

市場の変動性の高まりに応じて、積立水準の変動性も上昇しており、「決定の選択権」の価値も上昇している。従来の固定運営では「決定の選択権」を放棄していることになるが、この「決定の選択権」を活用できる仕組みとしての動的管理を導入する意義は高まっていると考えられる。

以上

データで見る年金

～中小企業退職金共済及びその他の勤労者退職金共済の現況～

《要約》

中小企業退職金共済をはじめとした各種の退職金共済事業の資産運用は、基本的にリスクを抑制した運用となっています。積立不足となっても追加掛金が支払われるわけではないため、給付額の算定基礎とする利率を達成可能な収益率とし、資産運用も当該水準の着実な達成を目指していると思われま

先月は中小企業退職金共済（以下、中退共といいます）について、被共済者（加入者）や給付の状況を紹介しました。今回は、中退共の資産運用の状況及びその他の勤労者退職金共済についてみていくことにします。

1. 中退共の資産運用

中小企業退職金共済事業は、昭和34年に設立された中小企業退職金共済事業団によって運営されてきました。その後、平成10年4月に建設業・清酒製造業・林業退職金共済組合（注）を統合して勤労者退職金共済機構となり、平成15年の独立行政法人勤労者退職金共済機構設立後は同機構の中小企業退職金共済事業本部で運営されています。

（注）建設業退職金共済組合（昭和39年設立）、清酒製造業退職金共済（昭和42年設立）が昭和56年に統合。翌昭和57年に林業退職金共済事業を開始することに伴い、名称を建設業・清酒製造業・林業退職金共済組合と名称変更

同機構のホームページでは、中退共の他、建設業、清酒製造業、林業の各退職金共済の運用状況などが開示されており、それを基に資産運用の動きをみていきます。

各退職金共済の中で最大の規模となっているのが中退共です。資産残高は、平成23年度末で3兆7774億円となっています。運用は自家運用と委託運用があり、自家運用が5割強、委託運用が5割弱という比率になっています。自家運用は債券運用と預金を中心に運用され、ごく一部不動産を保有しています。委託運用は信託銀行、生命保険、投資顧問会社へ委託しており、国内外の株式、債券での運用を行っています。

基本ポートフォリオは第1表のとおりです。国内債券が77%、国内株式及び外貨資産で23%と、一般の企業年金資産の基本ポートフォリオと比べるとリスクを抑えた運用であることがわかります。期待リターンについて機構側では明示していませんが、このポートフォリオだと1%台と考えられます。前月号で紹介したとおり、利率1%の元利合計が基準の給付額であるため、その水準を大きく上回る利回りを追求する必要はありません（ただし、運用が予定利回りを上回った場合に付加退職金が上乘せされます）。また、基本ポートフォ



リオと時価資産残高の許容乖離幅を各資産毎に2~5%としています。2011年度末でみると実際のポートフォリオとの乖離幅は債券の0.7%が最大であり、ほとんど乖離はみられません。

(第1表) 運用資産の構成状況 (中退共) (単位: 百万円、%)

	基本ポートフォリオ	許容乖離幅	資産額	資産構成比	乖離状況
国内債券	76.9	±5.0%	2,931,653	77.6	0.7
国内株式	7.7	±3.0%	279,813	7.4	△0.3
外国債券	7.7	±2.0%	287,855	7.6	△0.1
外国株式	7.7	±3.0%	278,099	7.4	△0.3
合計	100.0		3,777,420		

(出所) 以下の図表とも独立行政法人 勤労者退職金共済機構 HP より作成

過去5年間のパフォーマンスは、第1図のとおりです。2007、2008年度と2年連続してマイナスパフォーマンスとなりましたが、以後はプラスを確保しています。企業年金の平均パフォーマンス(企業年金連合会調べ)に比べると、変動幅は相当少ないことがわかります。これは、上記の資産構成比で見られるとおり、リスクを抑制した資産構成であることが理由と考えられます。

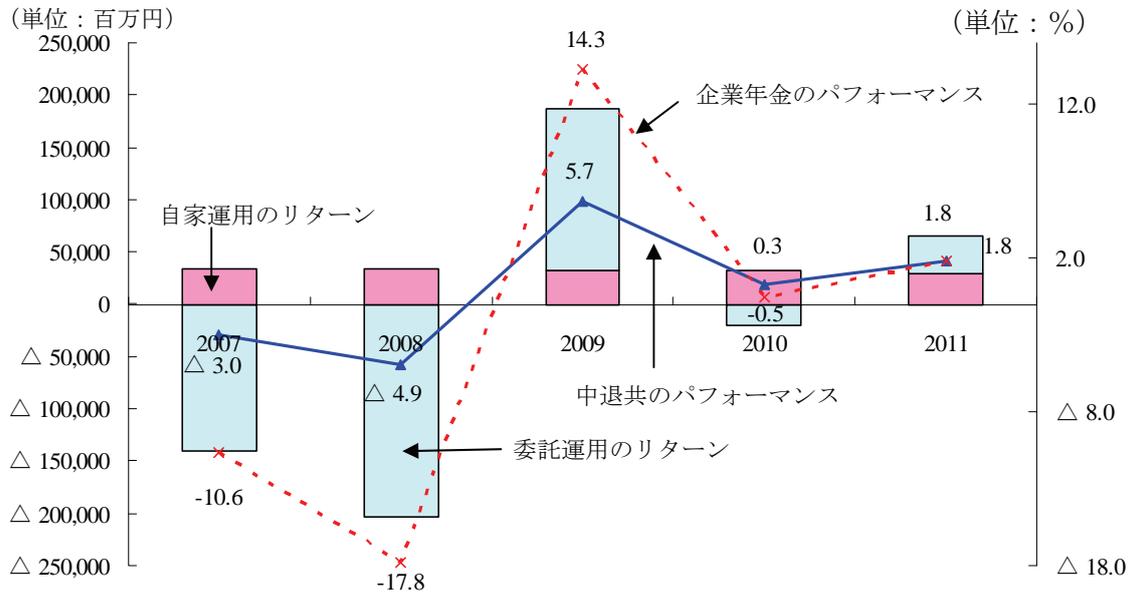
ちなみに、第1図では時価運用と委託運用のリターンを表示していますが、債券(円貨建外国債券を含む国内債券)で運用する自家運用はマイナスリターンを計上しておらず変動も少ないのに対し、株式及び外貨建て資産を含む委託運用のリターンは大きく変動しています。委託運用部分の2011年度末の資産残高の構成比は第2表に掲げたとおりであり、この部分だけでみれば企業年金のポートフォリオと大きく乖離していません。結局、5割強を占める自家運用部分を低リスクの債券ファンドとしていることがリターンの安定性に寄与していることとなります。

(第2表) 委託運用部分の資産運用状況 (単位: 百万円、%)

		資産額	構成比	構成比 (生保資産含む)
金 銭 信 託	国内債券	614,705	42.1	36.7
	国内株式	279,813	19.2	16.7
	外国債券	287,855	19.7	17.2
	外国株式	278,099	19.0	16.6
	小計	1,460,473	100.0	87.3
生命保険資産		213,202		12.7
合計		1,673,675		100.0



(第1図) 中退共の過去5年間の運用収益推移



2. その他の退職金共済事業の資産運用

勤労者退職金共済機構では、中退共以外の3つの退職金共済の運営についても各共済事業本部にて運営しています。各退職金共済の資産について、基本ポートフォリオ、資産残高等をまとめたのが第3表です。

建設業に関しては8000億円を超える運用資産がありますが、清酒製造業、林業の資産残高はそれほど大きな規模ではありません。各事業とも、中退共と比べてさらに低リスクの運用となっていることがわかります。具体的には、建設業の基本ポートフォリオでは、国内債券が86%、林業では国内債券の比率が95.6%であり、国内株式と外国債券で残り4.4%という構成比となっており、外国株式の組入れはありません。

(第3表) その他の退職金共済事業の資産運用状況

(単位: %, 百万円)

	建設業			清酒製造業			林業		
	基本ポートフォリオ	資産残高	構成比	基本ポートフォリオ	資産残高	構成比	基本ポートフォリオ	資産残高	構成比
国内債券	86.2(±7.0)	712,890	86.2	91.9(±4.0)	4,326	89.1	95.6(±2.0)	12,947	95.0
国内株式	5.3(±2.2)	44,797	5.4	4.1(±2.0)	262	5.4	2.6(±1.0)	400	2.9
外国債券	2.6(±1.3)	21,867	2.6	2.0(±1.0)	124	2.6	1.8(±1.0)	283	2.1
外国株式	2.6(±1.3)	21,667	2.6	2.0(±1.0)	125	2.6			0.0
短期資産	3.3(±3.0)	25,970	3.1						0.0
合計	100.0	827,191	100.0	100.0	4,857	100.0	100.0	13,630	100.0

(注) 基本ポートフォリオの()内は許容乖離幅

過去5年間のパフォーマンスを振り返ると、中退共よりもボラティリティが小さく、リスクを抑制した運用の効果が発揮されていることがわかります。中でも最もリスク抑制的

な林業退職金共済はマイナスパフォーマンスとなった年度が2008年だけで、しかもわずかなマイナスにとどまっています。3者の中では、相対的にリスクの高い建設業退職金共済のボラティリティが高くなっていることも理論が示す通りの結果といえます。

(第4表) 各退職金共済の過去5年間のパフォーマンス推移 (単位: %)

	2007	2008	2009	2010	2011
建設	△ 0.56	△ 2.33	4.08	0.76	1.77
清酒製造業	△ 0.14	△ 1.88	3.15	0.62	1.52
林業	0.97	△ 0.12	2.21	1.02	1.95

先月、今月と2回にわたって中退共の状況を見てきました。退職後の給付を約束し、給付に向けて資産の管理運用を行う点は企業年金と同じです。ただ、構造は同じでも異なる点があります。企業年金は、年金資産が給付に必要な額に満たない場合は事業主が追加負担することになります。これに対して、中退共等では給付に必要な額に満たない場合でも契約者である事業主に追加負担を求める仕組みにはなっていません。そのため、給付額の算出に使う利率はリスクを負担しなくても達成可能な水準とし、実際の運用も超過収益の追求より目標水準の着実な達成を重視していると考えられます。基本ポートフォリオの内容や許容乖離幅の設定状況さらには許容乖離幅と実際の資産構成との乖離状況をみると、そうした運用姿勢が十分に表れているといえます。

企業年金(確定給付型)でも、中退共のような考え方で収益の変動を圧縮することは可能です。ただし、それには掛金負担や会計上の費用負担の大幅な増加を覚悟する必要があります。営利追求を目的とする民間企業では、可能な範囲でリスクを負担し、コストを削減するという要請があります。同じ退職給付の資産運用でも、運用姿勢には大きな違いがあるといえそうです。

年金コンサルティング部 リサーチグループ

<コラム> アドリブ経済時評

マネーにお任せ？

水道のコントロール・センターをテレビの教育番組で見たことがある。

水圧が低過ぎると水道の出が悪くなり、高すぎると水漏れが起こったりするというので、センターでは地域のイベントなどにも合わせて水圧コントロールを行うと言っていた。

普段何気なく使っている水道の仕掛けを聞いて、それはそうだなと納得したが、日銀（中央銀行）のマネー・コントロールも似たようなところがある。

暮れのボーナスの時期などは、一斉に現金が必要になるということで、日銀が銀行の持っている国債などを買い取って、銀行の、ひいては市中の現金を増やす。景気が悪くて倒産が心配されるようなときは、同様にして銀行の日銀口座の残高をできるだけ増やしておいて、対処できるようにしておく。このときも銀行から国債などを買い上げる。

一方で、国は国債を発効してお金を調達し、財政政策を実行する。このとき、日銀が引き受ける（直接買い取る）ことは、戦時中など各国が行なってインフレになった経験から、固く禁止されている。日銀は日銀券（お札）を印刷できるのだから当然である。

ところが近年、欧州もアメリカも、日本の後を追うようにゼロ金利になってきて、もう金利を下げるというカードを切ることができなくなり、金融政策はこうした「マネー供給」しかなくなってきた。

ヨーロッパでは、ギリシャが財政破たんして金利が一時（年）30%以上に上がり、スペインも危ういということで、これを助けるために、欧州中央銀行が無制限にそうした国の国債を市場から買い取っている。

アメリカも、2008年のリーマン・ショック後、景気が悪いので、連邦準備銀行がQE（Quantitative Easing 量的緩和の意）を2回行なって2.3兆ドルもの国債や住宅担保証券を購入した。小さな国なら猛烈なインフレになる金額である。問題は、どこまでなら大丈夫ということが分からないのと、それゆえに歯止めがかからないということである。

景気が良くなれば治るというつもりかもしれないが、最近、日米欧のみならず新興国の景気まで減速していて、経済は世界的に悪化してきている。

当然、「副作用」が出てくる。株式市場にお金があふれ込んで活況を呈するのはまだいいかもしれないが、新興国に向かってバブルを起こし、また、マネーが日本を逃げ場にするから円高が収まらない。日銀もマネーをジャブジャブにするよう追い込まれている。

こんなことがいつまでも続く訳がない。世界を被っているのは、こうした不安である。

世界も日本も、気がついたら水浸し、ということにならなければいいのだが・・・。

【2012/10/28】

青山学院大学社会情報学部教授 岩井千尋



- 本資料は、お客様に対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における見解等であり、経済環境の変化や相場変動、年金制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがあります。また、記載されている推計計算の結果等につきましては、前提条件の設定方法によりその結果等が異なる場合がありますので、充分ご留意ください。
- 本資料は、当社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その内容の正確性・完全性を保証するものではありません。施策の実行にあたっては、実際の会計処理・税務処理等につき、貴社顧問会計士・税理士等にご確認くださいようお願い申し上げます。
- 本資料の分析結果・シミュレーション等を利用したことにより生じた損害については、当社は一切責任を負いません。
- 当レポートの著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料及びリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客様向け資料をよくお読み下さい。

