

負債構造の変化と年金資産運用

目 次

- I. はじめに
- II. 厚生年金保険法の改正による財政の中立化
- III. 代行返上
- IV. キャッシュバランス型制度の導入
- V. 退職給付会計の観点
- VI. おわりに

年金コンサルティング部 部長 佐野 邦明

I. はじめに

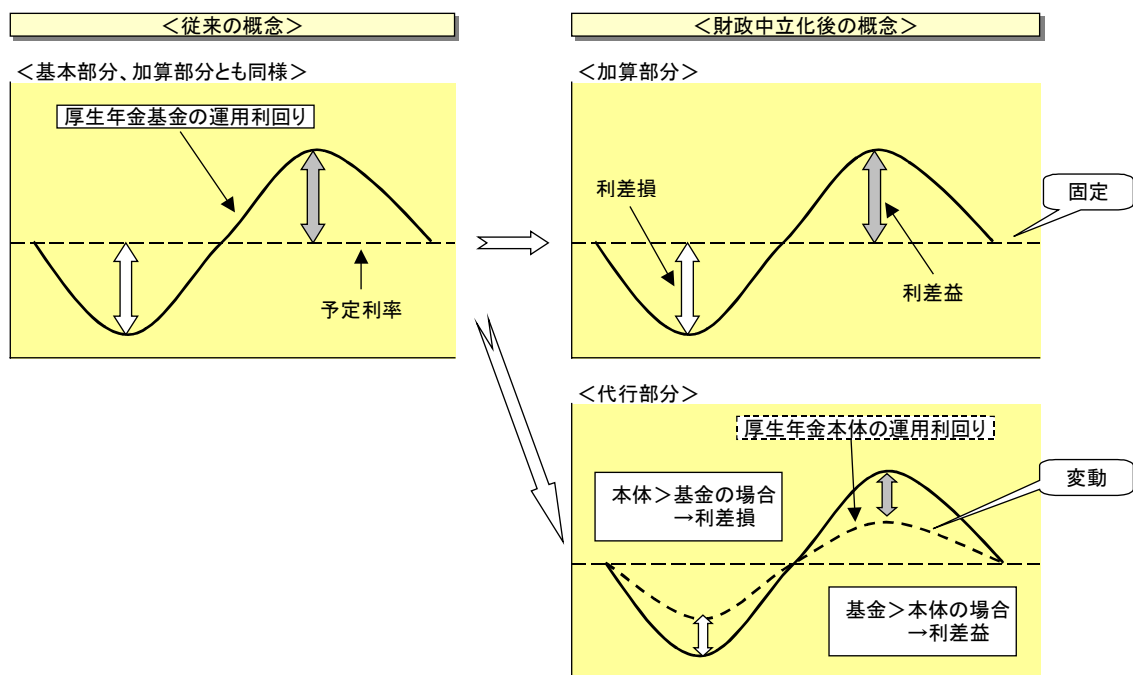
企業年金制度は現在変革期を迎えている。平成 16 年年金制度改正に伴い、今般、企業年金について公布(発出)された厚生年金保険法の改正により、厚生年金基金の代行部分について財政の中立化がなされる。また、企業年金の動向に関する最近の特徴として、代行返上、キャッシュバランス制度の導入の 2 つが挙げられる。他にも、確定給付企業年金への移行、など、企業は様々な選択ができるようになった。一方、退職給付会計の導入により企業財務面においても年金に対する関心が高まっている。このような負債構造の変化に対し、リスク管理の観点から資産運用をどのように考えていけば良いかについて、次の 4 つの項目に重点を置き、述べていきたい。

1. 厚生年金保険法の改正による財政の中立化
2. 代行返上
3. キャッシュバランス型制度の導入
4. 退職給付会計の観点

Ⅱ．厚生年金保険法の改正による財政の中立化

今回の年金制度改革法案の中で、企業年金関係では厚生年金基金の代行部分と厚生年金保険本体との「財政中立化」^{注1}の実現が最大のポイントである。代行部分の年金債務は、「最低責任準備金」(厚生年金基金が代行返上・解散した場合に国または厚生年金基金連合会へ納付する額)であることが明確化される。最低責任準備金は、「過去法」が採られ、免除保険料相当額^{注2}と代行給付相当額を用いて厚生年金本体の運用実績を基準として利息を加える所謂「ころがし方式」で算定される。したがって、厚生年金基金の債務は、①代行部分は「最低責任準備金」、②それ以外は「予定利率で割引いた現在価値」という2層構造となり、従来とは異なる負債構造となる。この変化が財政面に与える影響について考えてみたい(→図表1)。

図表1：厚生年金保険法改正による利差損益の概念図



注1 厚生年金基金制度における代行部分は、免除保険料と最低責任準備金制度を通じて厚生年金本体と財政上結びついている。したがって、これらの仕組みのあり方によっては基金加入と基金非加入の両者間で負担の不均衡が生じる。この問題を解決するための基金の代行部分と厚生年金本体との財政的中立性を確保する措置が財政中立化で、財政中立化がなされれば、基金の設立が厚生年金本体の財政に影響を及ぼすことを回避できる。(「最新 年金用語辞典」ダイヤモンド社より)

注2 厚生年金基金を設立した場合に、従来、国へ納付していた厚生年金保険の保険料のうち基金が代行する給付を賄うために国への納付が免除される保険料を免除保険料という。(「最新 年金用語辞典」ダイヤモンド社より)

従来は、基金の運用実績が予定利率を上回れば利差益が生じ、下回れば利差損が生じる構造であった。ところが、財政の中立化が実現すると、プラスアルファ部分や加算部分については従来と変わらず、市場環境に関わらず固定的な運用目標を達成することが課題である。一方、代行部分については、厚生年金本体の運用利回りの実績に対して、基金の運用実績が勝てば利差益となり、負ければ利差損となる。即ち毎年市場環境の影響を受けて変動する厚生年金本体の利回りが運用目標となる。従って、財政の中立化が実現すると、市場環境が悪化しても、厚生年金本体の運用利回りが厚生年金基金と同様に低下することが想定され、代行部分に関しては、利差損が生じ難くなる可能性が高い。しかし、市場環境が良い場合には、厚生年金本体の運用利回りも厚生年金基金と同様に良くなると思われるため、利差益が生じる可能性も低下する。つまり、代行部分の利差損益は市場環境の好不調との連動性が低下することとなる。

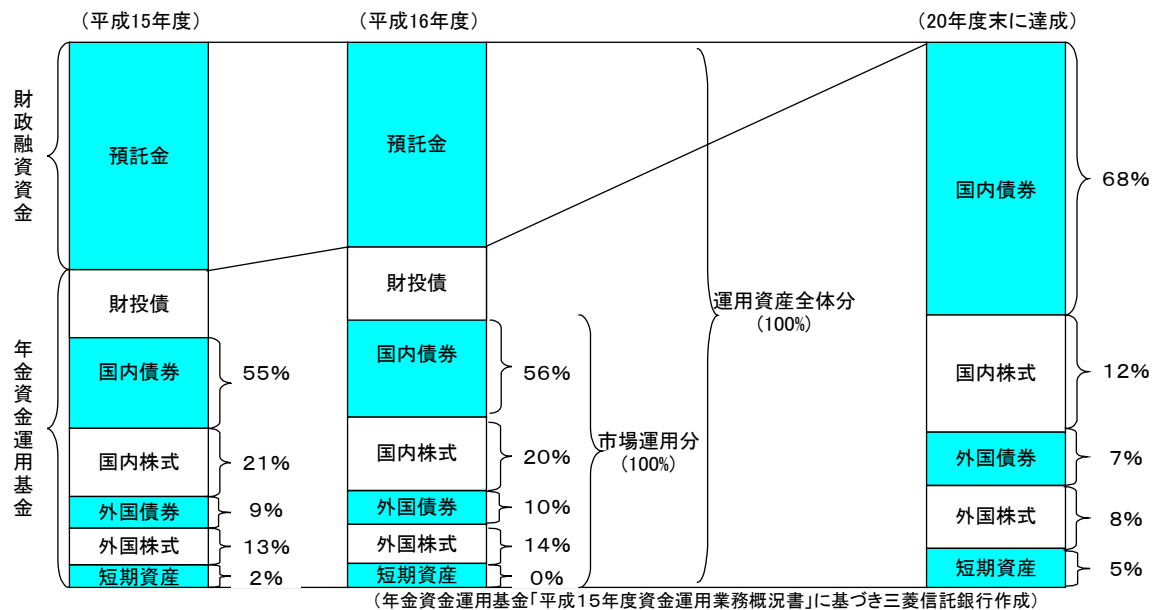
このように、この財政中立化が実現すると代行部分に対して市場環境の影響が少なくなり、基金の運用リスクは軽減される。一方、実際の年金資産運用という切口から考えると、多少難しさがでてくる。

国の年金資産は16年3月末で総額が約147兆円あり、その内訳は財政融資資金で約93兆円、残り約54兆円を年金資金運用基金で運用している。年金資金運用基金ではその前身である旧年金福祉事業団からの継承分を合わせた約70兆円を、財投債で22兆3千億円、国内債券で25兆2千億円、国内株式で12兆円、外国債券で4兆円、外国株式で5兆9千億円、その他で1兆円を運用している。そして、財政融資資金は毎年約20兆円ずつ償還され、平成20年度には図表2のとおり、全て市場で運用される。

財政中立化が実現した場合、年金財政上の利差損益を生じさせないためには、厚生年金基金が国と同じ運用を行なえばよいと思われるが、現実には利差損益の発生が避けられない部分が残る。影響の大きい項目として、財政融資資金の問題と期ズレの問題が挙げられる。財政融資資金は国に対する貸出しのことであるが、民間の厚生年金基金からは国への貸出しができない。民間企業への貸出で代替した場合でも、貸出条件や償還スケジュールなどを考慮した場合、同じ融資を行なうことは不可能といえる。財政融資資金は今後、徐々に償還され、平成20年度末には残高がなくなるものの、現在の構成比率が大きく、当面は影響が軽視できないことに注意が必要である。

期ズレの問題については以下のとおりである。最低責任準備金に付与される利率は、厚生年金本体の運用実績であるが、今年の4月から翌年3月末までの運用実績は、翌々年の1月から12月の評価に使われる。つまり、負債と資産の評価に1年9ヶ月の期ズレがあるため、国とまったく同じ運用が出来たとしても、単年度毎の最低責任準備金に付与される利率との関係で言えば、利差損益の発生は避けられない。ただし、長期的にみれば、期ズレの部分は最終的には相殺されるため、短期的な評価上の問題と考えることもできる。

図表2：ポートフォリオの段階的移行イメージ



それでは、厚生年金基金の資産運用についてどのように考えれば良いであろうか。負債構造の変化により、代行部分とそれ以外の部分で運用目標が2つに分かれたが、現実には2つを分けて運用・管理・運営するわけではない。従って、代行部分とそれ以外の債務の影響度を考えた上で、どちらに軸足を置くかを考えることになる。

一般論で言えば、総合基金はプラスアルファが通常あまり厚くないため、代行(変動)部分に軸足を置き、逆に単独・連合型基金ではプラスアルファが厚いケースが多いため、加算(固定)部分に軸足を置くことが合理的であろう。

また、代行部分の運用については、①「本体とまったく同じポートフォリオを組み厚生年金本体並みの運用収益を確保する方法」と、②「本体よりプラスアルファの収益を狙うポートフォリオを組む方法」の2つがある。

国の運用はその規模が100兆円を越えるため、規模が大きいことによる制約が生じる。例えば、資金配分の変更を行なった場合、市場に与える影響が大きく、資産配分の機動的な変更が難しい。資産の1%を国内株から国内債券へ移す場合、約1兆5千億の資金が、株式市場から逃げて、債券市場へ流れ込むことになる。東証1部市場の1日の平均売買金額が1兆円程度であることを考慮すると、その市場インパクトの大きさは容易に想像できる。つまり、厚生年金本体の資産を全額アクティブで運用することは現実的には不可能であり、ほとんどの部分をパッシブ運用とせざるを得ない。従って、運用スタイルに制約が生じるため、超過収益の獲得が困難となる。

一方、厚生年金基金では規模の制約が少ないため、アクティブな運用が可能である。もちろん、アクティブ運用を行なうことでリスクが生じるが、国よりもプラスアルファの運

用成果を狙うことができる。

従って、代行部分に軸足を置く場合でも、代行以外の部分に軸足を置く場合でも、基本的には②のようなアクティブな運用を行なっていくほうが、厚生年金基金にとってより好ましいものであると考える。

III. 代行返上

10月現在、将来分の代行返上を実施した厚生年金基金の数は既に800を越えている。代行返上をおこなった場合、運用方針の決定に際しては次の3点に留意する必要がある。

1つめは、多くの厚生年金基金で予定利率が低下する可能性があることである。弊社が総幹事をしている単独・連合型の厚生年金基金のうち、約半数が、基本部分の予定利率は5.5%としているが、加算部分の予定利率は基本部分より低く設定している。話を単純化するため運営コストはないものとするれば、代行返上後の運用目標は、加算部分の予定利率となり、運用目標が低下する。従って、運用リスクの引き下げが可能となる。

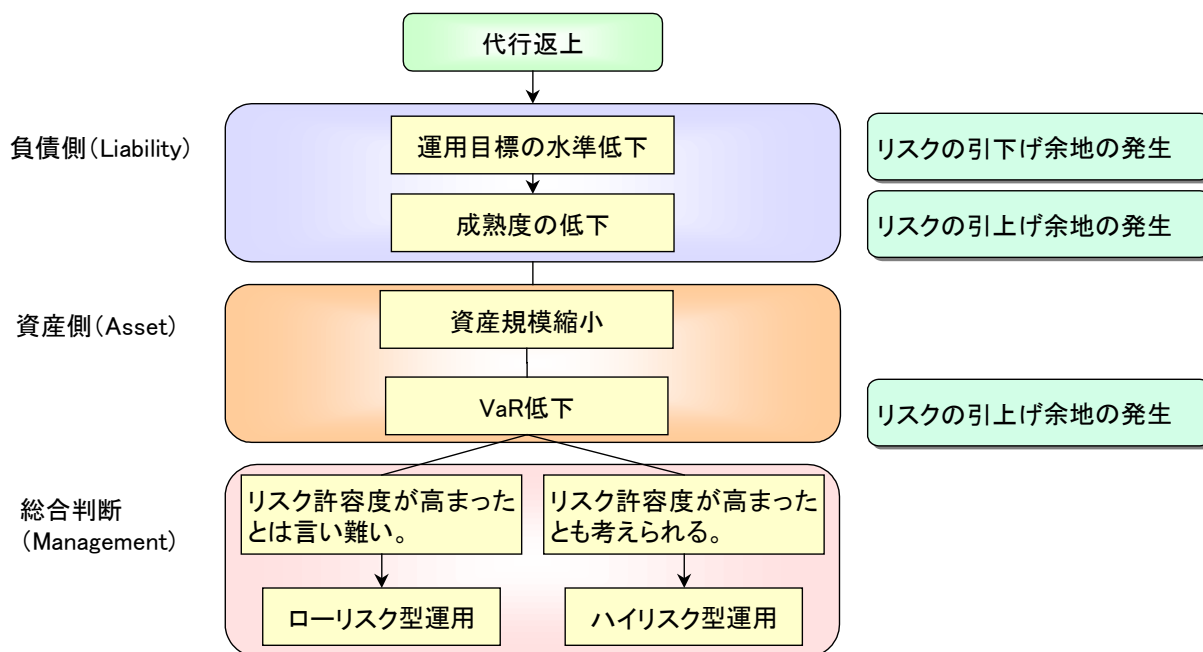
2つめは、成熟度やキャッシュフローなどの負債特性が変化することである。成熟度については、代行返上後に低下する可能性が高い。成熟度指標の例として受給者対加入者の債務の比率を考えてみたい。基本部分は100%年金支給であるが、加算部分は受給者が一時金を選択することが可能なため、一時金については給付債務が清算される。従って、加算部分は基本部分に比べて受給者の債務の比率が小さくなり、成熟度が低下するケースが多いと考えられる。年金ALMの観点から言えば、成熟度の低下によりリスクを高める余地が生じることになる。ただし、キャッシュフローの観点からは、一時金給付のウエイトが高まる場合、毎年の給付額の変動が大きくなることに注意が必要である。オルタナティブ等の流動性の制約がある資産に多くを配分している場合には、大量の一時金給付が発生した場合、ポートフォリオの構成を変更してキャッシュ化しなくてはならないことも起こり得る。資産の運用方針の決定に際しては、こうした成熟度やキャッシュフローなどの負債特性の変化を考慮する必要がある。

3つめは、資産規模の縮小の影響である。代行返上によって資産が減少するため、代行返上前と同じ資産配分を維持した場合でも、資産運用に失敗した場合の最大損失予想額(バリューアットリスク: VaR)は小さくなる。企業のリスク許容度が代行返上の前後で変わらないとするならば、最大損失予想額が小さくなることで新たにリスクを取る余地が生まれ、より多くのリスクを取ることができると考えられる。

個々の年金基金(制度)により状況は異なるため、一概には語れないものの、代行返上をおこなう場合には、予定利率の水準の変化や、代行返上後の成熟度やキャッシュフローの変化、そして資産規模の縮小の影響などについて検証をおこない、運用リスクに対する影

響を総合的に勘案した上で、資産運用や運用ストラクチャーを検討することが必要である(→図表3)。

図表3：代行返上後のリスク許容度に応じた運用方針策定の検討例



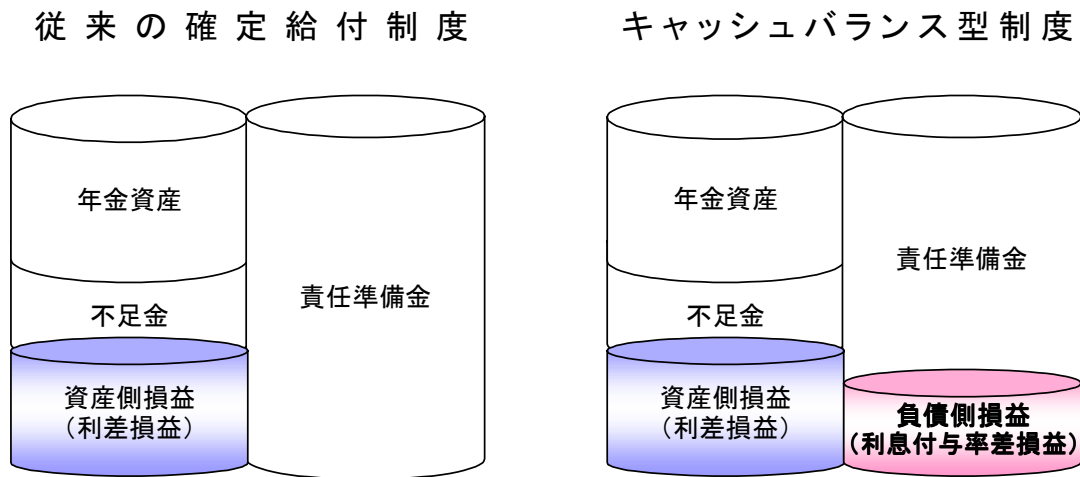
IV. キャッシュバランス型制度の導入

最近、キャッシュバランス型制度^{注3}の導入がかなり一般的になってきた。弊社の年金コンサルティング部が制度変更のコンサルティングを実施した企業のうち、6割以上がキャッシュバランス型制度を導入している。単独・連合型の厚生年金基金のみならず、総合型の厚生年金基金にも、少しでも安定性を高めたいとして、加算部分にキャッシュバランス型制度を導入する動きがある。

それでは、キャッシュバランス型制度の資産運用に関してはどのような点に留意する必要があるだろうか。従来の確定給付制度では、資産運用の好不調のみが剰余・不足金を生じる最大の要因であった。キャッシュバランス型制度では、掛金計算上に設定した利息付与率と、実際に付与される利率が異なる場合、年金債務側にも剰余・不足金が生じる(→図表4)。例えば、掛金計算上(債務評価上)の利息付与率(以下、計算上の利息付与率という)を3.5%

^{注3} 確定給付型年金制度と確定拠出型年金制度の中間に位置する両制度の特徴を備えたハイブリッド(混合)型年金制度の中核をなす制度で、一定の算定式による給付の支払いを保証しつつ、確定拠出型の特徴である個人ごとの勘定の形態を取り入れた新タイプの確定給付型年金制度。日本では確定給付企業年金法施行により導入され、平成14年4月から厚生年金基金でも実施可能となった。(「最新 年金用語辞典」ダイヤモンド社より)

図表 4：従来の確定給付制度とキャッシュバランス型制度の損益発生のかみ



とし、実際に付与する利率を 20 年国債などの市場実績から 2.0%とした場合、実際に付与される利率が小さいため、3.5%と 2.0%の差額分の 1.5%に見合う部分が剰余となる。このように、キャッシュバランス型制度では、剰余・不足金発生の大きな要因として、資産側のみならず債務側の要因(財政上の差損益)も存在する構造となる。

こうした特性をもつキャッシュバランス型制度には、運用目標の考え方が 2 つある。1 つは、①予定利率と運用コストと財政上の差損益の 3 つを加味して運用目標を決める考え方であり、もう一つは②予定利率と運用コストの 2 つを加味して運用目標を決める従来型と同じ考え方である。

①の考え方においては、先ほどの例では負債側で利息付与率 1.5%の差に見合う金額の剰余が生じるため、運用目標をその分引き下げることができる。②の考えでは、足元の低金利環境下では剰余金が発生するが、将来、金利が高くなると不足金が生じる。つまり、キャッシュバランス型制度の計算上の利息付与率は、財政再計算ごとに中長期的な観点で見直されるため、短期的には剰余・不足金が発生しても、長期的にみれば財政上の差損益は相殺されるはずである。従って、財政上の剰余・不足金の要因は考慮せずに、従来の確定給付制度と同じに設定する考え方である。

どちらの考え方を取るかは個別の事情により分かれるが、①の考え方をとる場合には注意が必要である。キャッシュバランス型制度を導入する場合、受給権者まで含めて、制度を移行することは、あまり一般的ではない。受給権者は、従来の給付制度を引継ぐため、運用目標を従来と同様に設定せざるを得ず、現役の加入員だけが運用目標に①の考え方を採用することができる。つまり、受給権者の多い年金基金(制度)では、キャッシュバランス型制度へ移行した場合でも、当面は従来通りの運用に軸足を置かざるを得ない。そして年数の経過と共に既存の受給権者の比率が低下し、キャッシュバランス型制度対象者の比

率が増加した時に、運用の軸足を①の考えに移すことができる。

このように、キャッシュバランス型制度の運用目標を定めるには、こうした既存の受給権者の問題も含め、債務特性の変化を具体的に検証する必要がある。

代行返上にしてもキャッシュバランス型制度の導入にしても、何をリスクとして考えるかによって、様々な結論がでるものと思われる。いずれにしても、負債構造が変化した場合には、負債特性がどの様に変化し、リスクの所在がどこにあるかについて検証をおこなったうえで、資産配分や運用ストラクチャーを検討することが大切である。

V．退職給付会計の観点

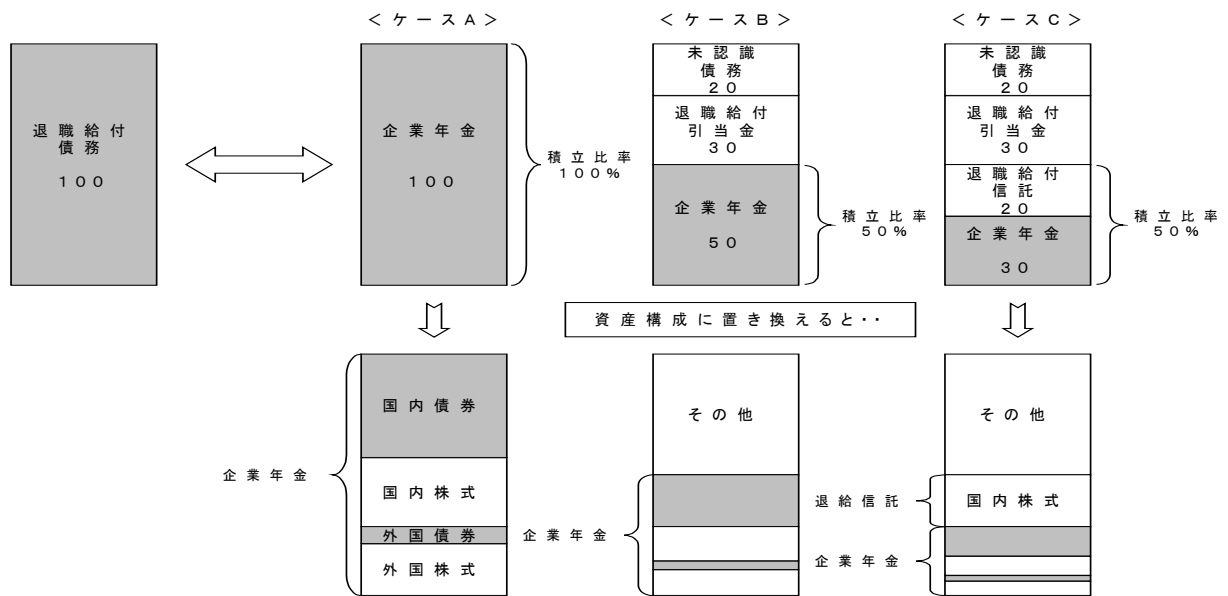
近年、退職給付債務の金利変動リスクを回避するために、負債と資産の金利感応度を揃えるいわゆるデュレーションマッチングという運用の必要性がいられている。ただ、その際にいられている負債は、年金制度だけにとどまっていることに注意が必要である。実際の退職給付制度には、年金制度以外に退職金制度があり、また会計上の資産には退職給付信託^{注4}を設定している場合も多い。退職金制度や退職給付信託を含めた退職給付制度全体のリスク管理については、どのように考えればよいのであろうか。

結論を先に述べると、退職給付制度全体のリスク管理を考えるならば、退職金制度や退職給付信託を止め、全部を年金制度に移行することが、より合理的なリスク管理手法なのである。冒頭述べたように、退職給付債務の金利変動リスクは、年金資産でデュレーションマッチングを行うことでリスク管理をすることが可能である。一方、退職金制度や退職給付信託がある場合にはリスク管理が難しくなる。従って、企業会計上のリスク管理をおこなうためには、退職給付債務に対する年金の移行割合を高め、デュレーションマッチングが可能な年金資産を持つことが有効なのである。

具体的な例を挙げて考えてみたい(→図表5)。非常に単純化した例として、退職給付債務(以下 PBO)100 に対し、ケース A は退職給付制度が企業年金制度のみから構成され、PBO に応じた年金資産が確保されており、積立比率が 100%のケースである。ケース B は退職給付制度が企業年金制度と退職金制度から構成され、企業年金制度への移行割合が 50%のケースである。年金資産の積立比率は企業年金制度に対しては 100%であるが、PBO 全体に対しては 50%であり、不足分について未認識債務と退職給付引当金を計上している。ケース C はケース B と同様に企業年金制度への移行割合が 50%のケースであるが、年金資産の不足を補うべく退職給付信託を設定し、PBO 全体に対する積立比率を 50%として

注4 事業主が保有する有価証券等を拠出し信託目的を退職給付に限定した他益信託を設定することにより、退職給付会計上、企業年金資産とみなされる信託商品。(「最新 年金用語辞典」ダイヤモンド社より)

図表 5：移行割合および退職給付信託設定による影響



いる。これら3つのケースについて考える。

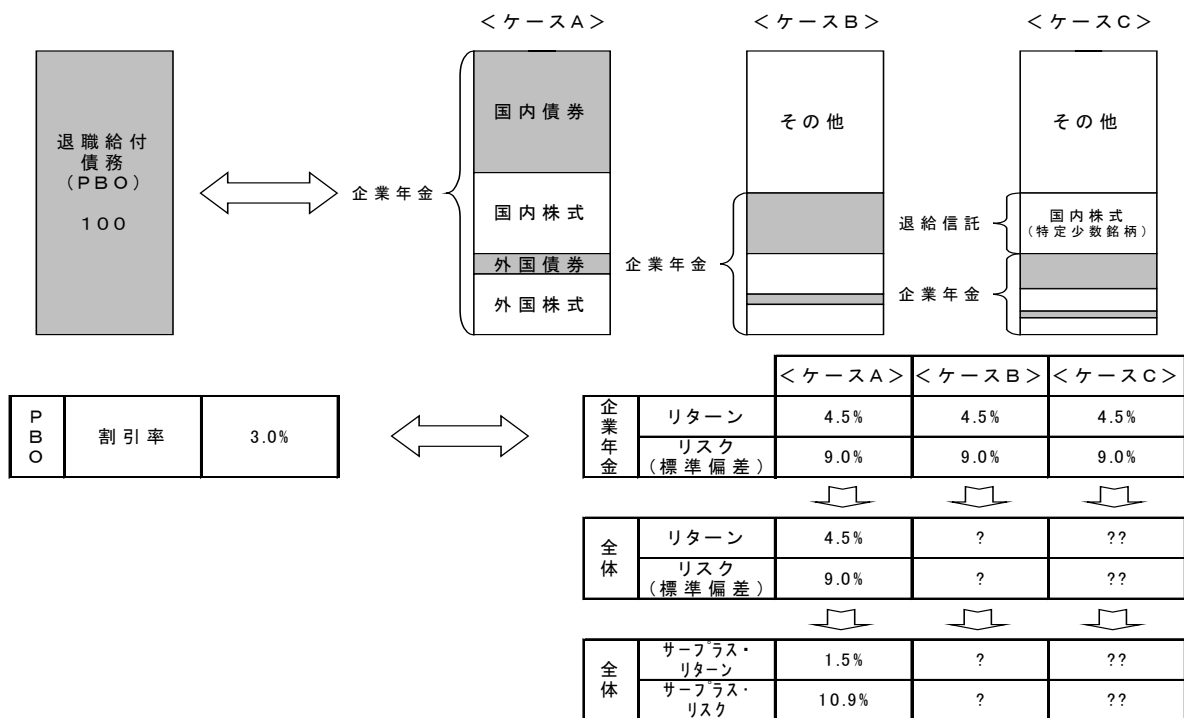
今、退職給付会計上の割引率を3.0%とし、年金資産のリターンを4.5%、リスクを9.0%とする(→図表6)。ケースA、ケースB、ケースCのそれぞれについてみた場合、企業年金の資産だけで考えれば、企業年金部分の資産配分が同じならば、リスク・リターンは全て同じである。

では次に、退職給付引当金と退職給付信託のリスク・リターンを考えてみたい。ケースBの退職給付引当金は会計の帳簿上だけに計上された引当金である。引当金のリターンはどのように見込めば良いのであろうか。現在、引当金に対するリスク・リターンの一般的な定義はない。仮に、企業の持つ総資産利益率(ROA)をリターンとした場合、リスクの計測方法はどのようにすれば良いのであろうか。様々な議論の余地があり、現状では退職給付引当金のリスク・リターン特性を特定することは困難である。

続いて、ケースCの退職給付信託について考えてみたい。例えば、保有資産が特定の株だけであった場合、特定の株式だけを保有する退職給付信託のリスク・リターン特性を、単純に国内株式のリスク・リターン特性と同じとすることに問題がないと言いきることは難しい。このように、退職給付引当金や退職給付信託がある場合には、それらについてリスク・リターン特性を定義することは、非常に難しいと言わざるを得ない。

さらに、退職給付制度全体のリスク・リターンについてはどうであろうか。制度全体の資産と負債の差額であるサ surplus について、リスク・リターンを考えてみたい。ケースAの場合は、サ surplus リターンは、4.5%マイナス3.0%から1.5%と算出できる。また、サ surplus リスクは年金資産や年金債務の標準偏差と相関係数を考慮して、10.9%という

図表 6：退職給付引当金および退職給付信託に対するリスク・リターン特性



数字が算出できる。ところが、ケース B やケース C のように引当金や退職給付信託がある場合はどうであろうか。結論を先に言えば、制度全体についてのサープラスリスクとリターンは、個別に考えた場合と同様に計測が不可能となる。リスク・リターン特性がわからないものを含めて考えた瞬間に、全体のリスク・リターン特性は計測不可能となるからである。

また、ケース B、C の様に企業年金制度への移行割合が 50%であった場合、PBO 全体に対して、リスク・リターン特性の測定できる資産を積み立てることは、現実的に不可能である。

計測が不可能ということは、リスクコントロールができないことを意味する。つまり、退職金制度から年金制度への未移行部分が残っている場合は退職給付引当金を積みざるを得ず、また退職給付信託を設定せざるを得ないため、退職給付会計のリスク管理が不可能となる。退職給付引当金や退職給付信託を設定することで、企業会計上では、未認識債務が縮小し、企業財務が健全化されたようにみえるのだが、退職給付債務の変動リスクについては手当てがされず、放置されたままの状態となっているのである。

従って、退職給付会計全体のリスク管理を行うには、退職金制度を全面的に企業年金制度へ移行した上で、退職給付引当金や退職給付信託を使わずに、年金資産を PBO に対し全部積み上げることで、リスク管理を行うことが望ましい。現実的にはなかなか難しい面があると思われるが、リスク管理という観点から考えた時には、合理的な手段である。

そして、PBO に対して年金資産の積立比率を高め、制度全体のリスク管理を考慮した上で、改めて年金資産の運用を考えていく必要がある。

VI. おわりに

負債構造の変化に応じた資産運用のあり方について述べてきた。少なくとも負債構造が変わるという事象に対して、今までの運用の考え方一本槍では、なかなかリスクコントロールや収益の獲得が達成できる状況ではなくなってきた。また、退職給付制度の企業財務への影響が増大している情况进行ると、負債構造の変化を年金 ALM 分析を通じて計量的に把握し、あるいは既存の制度の枠組を超えた退職給付会計全体を考慮したリスク管理を行うことなどの対応が必要となってきたと考えている。

(10/20 記)