

経営的視点からみた年金制度運営

2005年1月25日

関根賢二

はじめに

1990年代に始まった年金資産運用に関する規制緩和、2000年に入ってから退職給付会計の導入、続く確定拠出年金やキャッシュ・バランス・プランの導入を始めとする制度設計の選択肢の拡大など、日本における企業年金を取り巻く環境は激変している。一方、国際会計基準の適用に見られる会計基準統一のグローバルな流れ、日本企業における外国人株主比率の増加などを受け、日本の経営者は、年金制度による企業財務への影響を、今まで以上に注意深く管理する必要に迫られている。このような環境下、企業経営者はどのような点に注目して年金制度を運営していけばよいのであろうか。米国での実践を参考に、経営者にとっての年金制度の運営方法を考えてみたい。

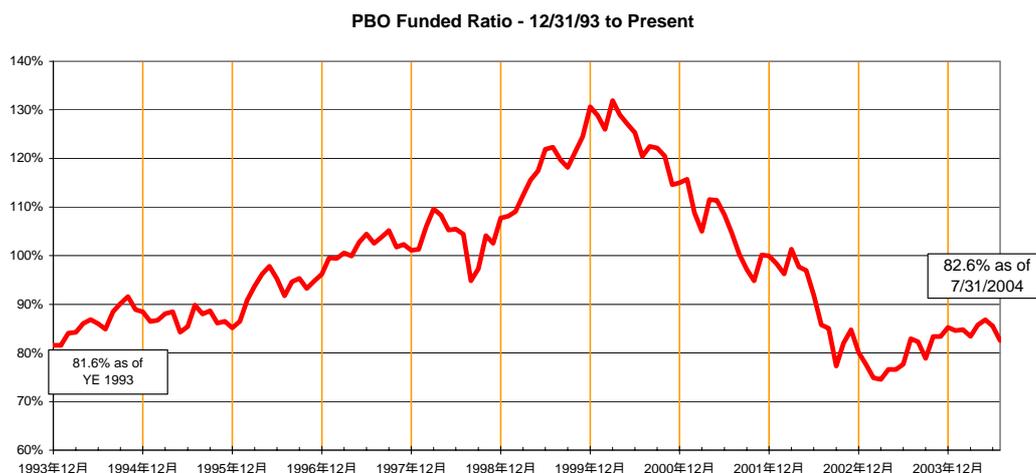
1. 米国年金制度の運営実態

1-1. 近年の米国年金制度の積立状況

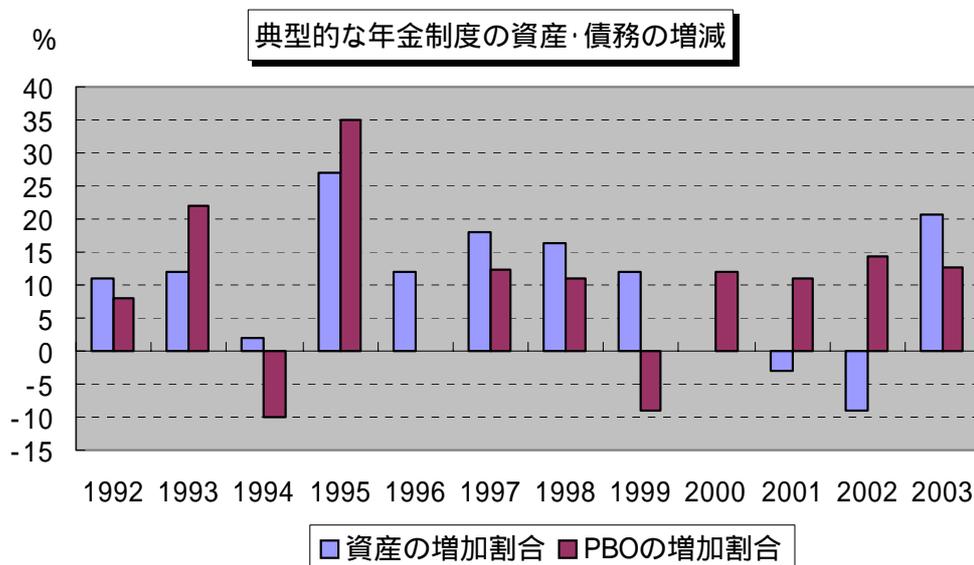
1990年代は米国年金制度にとってばら色の時代であった。年金資産運用のパフォーマンスは企業会計上の期待運用収益率や財政運営上（掛金算定上）の予定利率をはるかに上回り、会計上では年金利益を生み出し、税法上の掛金拠出においてはコントリビューション・ホリデーと呼ばれる掛金拠出を必要としない状況を多くの年金制度は体験した。ところが、近年、その状況は一変してしまった。図表1は、典型的な米国年金制度の過去約10年間にわたる年金債務（PBO¹）積立比率の変化をみたものである。この図表から、1990年代には非常に大きな剰余を保有していた年金制度が、2002年においては実に積立比率77.5%と過去最低の水準にまで落ち込んでしまっていたことがわかる。では、このような劇的な積立状況の悪化は何によってもたらされたのであろうか。図表2は、PBOおよび年金資産額の増減割合を示したものである。この図表をみると、2000年から2002年の3年間にわたって、「割引率の低下によるPBOの増加」および「運用環境の悪化による年金資産の減少」という2つの事象が同時に起こっていることがわかる。これは、1990年代には経験されることのなかった米国年金制度にとっての新たな困難であった。このような環境下、米国経営者の間でも、年金制度の財務状況改善のための様々な試みが行われてきているのである。

¹ Projected Benefit Obligation（予測給付債務）：米国および日本の会計基準等で採用されている年金債務。

図表 1：典型的な年金制度の積立割合の推移



図表 2：典型的な米国年金制度の資産・債務の変動割合



1-2. 米国における年金制度運営（ペンション・プラン・ガバナンス）

米国の年金制度の運営形態は、日本の税制適格年金に似ている。つまり、厚生年金基金のような特別法人をもたずに、企業の内部で人事部や財務部の年金担当者が（多くの場合、他業務の傍ら）年金制度の運営事務を行っていく。最先端の大規模年金制度の場合には、アクチュアリーや資産運用経験者などのプロフェッショナルを雇って年金運営チームを構成する場合もあるが、多くの一般事業会社の場合には、CFO（最高財務責任者）と人事担当役員を中心とする数名で構成されるペンション・コミッティーと、人事担当者2～3名程度で運営されることも珍しくない。

では、ペンション・コミッティーの組織や活動はどのようなものなのであろうか。通常、ペンション・コミッティーは、プラン全体の財政面を監督するCFOと給付設計等を監督する人事担当役員、それに加えて、会社の規模に応じて、CEO、企画部門や法務部門の担当役員などが加わった形で構成される。そして、その活動は、日々のオペ

レーションをチェックするというよりも、年金運営の重要事項の決定（制度設計の変更や運用方針・運用機関の決定、年金債務計算の前提の決定など）を行い、年金運営全体をモニターしていくという類のもので、通常は3ヶ月に1回程度の割合で開催される会議によって、4半期毎のレビューおよび今後の方針を決定していく。

ところで米国では、「ペンション・プラン・ガバナンス」という言葉をしばしば耳にする。これは、近年日本でも話題になっているコーポレート・ガバナンスに類似する概念である。つまり、コーポレート・ガバナンスが企業活動を管理運営していくためのシステムをどのように構築していくべきかという問題を考え、取締役会の組織形態、人選およびその役割の明確化等を論じると同様に、年金制度を効果的・効率的に管理運営していくためのシステムの構築および運営がペンション・プラン・ガバナンスである。企業経営において、株主の代表としての取締役会が会社経営の重要事項を決定し、そしてその執行をモニターし、執行役員および社員が決定事項の執行および実務を行っていくのと同様に、年金制度においても、年金受益者（年金受給者や加入員）の代表としてペンション・コミッティーが重要事項を決定し、そしてその執行をモニターし、ペンション・サブ・コミッティーや人事担当者レベルが実際の年金制度の運営および実務を行っていく。企業経営において取締役会の重要性は強調してもしすぎることはないが、これと同様のことが、年金制度におけるペンション・コミッティーにも当てはまる。つまり、効率的な年金制度運営は、ペンション・コミッティーの設立も含めた、自社にとってのペンション・プラン・ガバナンスに関する、十分な検討から始まるのである。

2．年金制度運営戦略

2-1．年金制度運営の包括的フレームワーク

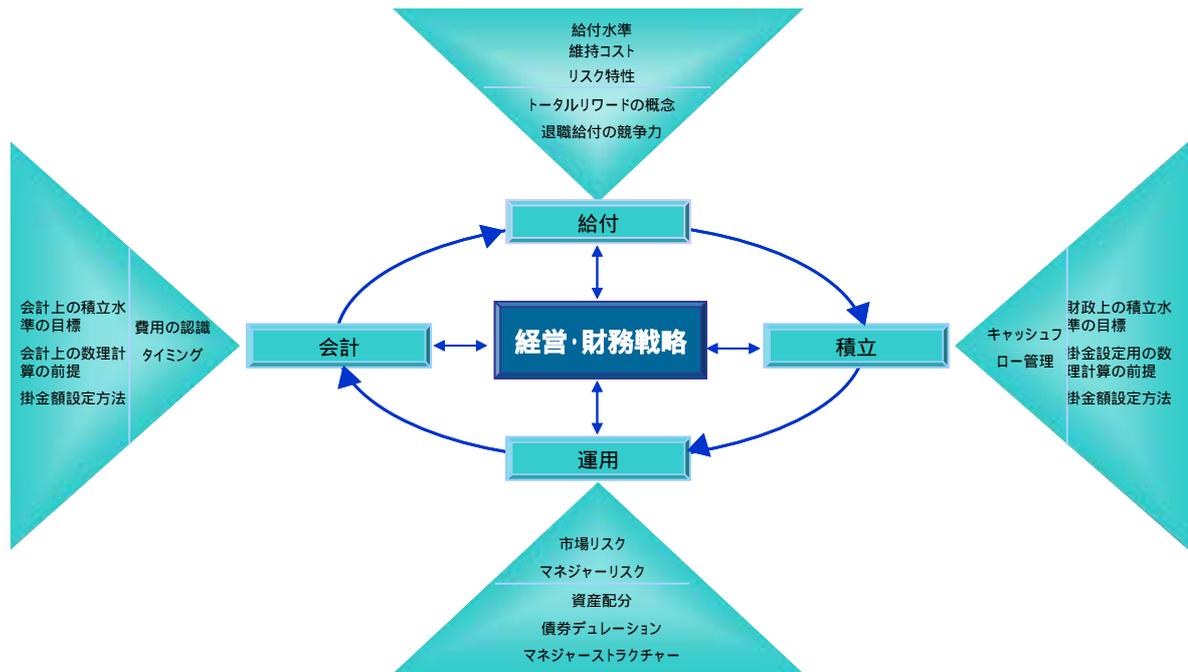
企業経営者が年金制度を効果的かつ効率的に管理・運営していくためには、人事戦略と財務戦略という2つの側面に注目する必要がある。人事戦略的な側面とは、従業員に対する報酬制度全体のパッケージを考えた場合、そもそも年金制度を保有すべきか、また、保有する場合には確定拠出年金と確定給付年金のいずれのほうが相応しいか、などを自社にとって必要とされる従業員像や業界他社の動向等を踏まえた上で、人事戦略の一環として決定するものである。雇用の流動性が高く、情報開示の進んでいる米国においては、競合他社と同様、またはそれ以上の魅力的な年金制度を提供することは強く意識されている。これに対して、財務戦略的な側面とは、通常の事業子会社を親会社が管理・運営していくのと同様に、年金制度といういわば金融子会社の収支を、財務会計及びキャッシュ・フローの観点から定期的にモニターし、そして企業全体の財務諸表にその結果を反映させていくといったものである。

この2つの側面を考えた場合に、企業経営者が念頭におくべき、年金経営の枠組みを整理したものが図表3である。まず、人事戦略的な観点から、年金制度の給付設計が決定され、ひとたびその給付設計が決定されると、それに対する掛金拠出を通しての積立、その資産運用、会計処理、といった財務的な側面の管理へと移っていく。経営者が年金制度を効果的・効率的に運営していくためには、人事戦略・財務戦略といった企業の戦略と整合的な形で、給付、積立、運用、会計、という4つの異なった、しかし互いに密接に関係している領域を包括的かつ効率的に運営していく必要がある。

さて、この4つの領域の効率的な管理・運営はいずれも同様に重要であるが、経営者にとって可能となる見直しの頻度や裁量の余地には大きな違いがある。例えば、「給付」は人事政策に基づくものなので頻繁に変更されるような性質のものではないし、仮に人事政策が変更されたとしても、年金という、従業員と会社との長期間にわたる約

束事を即座に変更するのは得策ではない。また、「会計」に関しては、そもそも会計は企業の財務状況を正しく開示するという目的をもち、企業の裁量で、これらの数値を操作できるような類のものではない。では、「運用」や「積立」はどうだろうか。実は、運用と積立という2つの領域は、会計や給付という2つの領域に比べて経営者の意思を反映し易く、年金制度の運営上は特に大切となる。これら2つの領域に関して、企業経営者の関わりを日米の比較を含めながら細かく見てみたい。

図表3：年金制度運営の包括的フレームワーク



2-2. 年金資産の「運用」への関わり方

一般に年金資産運用は、「政策アセット・ミックスの策定 マネジャー・ストラクチャー（運用機関構成）の構築 マネジャーの選定・採用 モニタリング」というプロセスで行われる。つまり、まず始めに、年金資産全体として、国内株式や国内債券、海外株式や海外債券などの各アセット・クラスに、どの程度の資産を配分するかといった政策アセット・ミックスを決定し、各アセット・クラス毎にどのような運用スタイルを用いた、どのマネジャーに資産運用を委託するのかを決定する。その後は、運用状況をモニタリングし、必要に応じて運用機関や資産配分の変更を行っていくのである。さて、このプロセスの中で、年金スポンサーが行うべき最も重要な事柄が政策アセット・ミックスの決定である。政策アセット・ミックスは、足元の市場動向ではなく中長期的な観点から、金利感応度などの年金制度の債務特性を視野にいれて決定される。以降で、政策アセットミックスを決定する重要な方法の一つである年金 ALM (Asset Liability Modeling) に関して、米国での発展の歴史や実情を鑑みながら、その内容を解説する。

米国における年金 ALM を大きく変貌させたのは、1985 年に制定された FAS87²の導入であろう。FAS87 導入以前（1980 年代前半）は、エリサによって明確化された分散投資義務や現代投資理論の理解の深まりを背景に、平均・分散理論に基づく最適化による政策アセット・ミックスが策定されるようになっていたものの、真の意味での年金 ALM は行われていなかった。というのは、年金債務を財務諸表に反映する必要がなかったことや、財政上の年金債務を決定する際の予定利率が市場金利に直接的には連動せず、半ば固定的に設定できることなどから、資産と債務の大小関係を強く意識したり、債務額の変動を考慮したりする必要が生じなかったのである。つまり、年金 ALM というよりも、純粋に資産サイドのみに注目して政策アセット・ミックスが決定されていた。

1985 年に導入された FAS87 は、年金資産運用に影響を及ぼす大きな変化を 2 つもたらした。第 1 に、PBO と年金資産の差額を貸借対照表上に開示することを求めたため、年金資産運用も必然的に、債務との相対で考える必要に迫られた。第 2 に、PBO を計算する際の割引率として市場金利を用いることになったため、金利水準という市場環境に応じて年金債務額が大きく変動することになった。そして、これら 2 つの変化に対応する形で、年金資産と債務の大小関係に注目する管理、つまり、サープラス（＝年金資産額 - 年金債務額）管理を主眼とした年金 ALM のフレームワークが確立された。ただ当時は、後述する技術上の制約から、サープラス・フレームワークに基づく年金 ALM は実践されなかった。

サープラス・フレームワークを実用化する際に何が困難だったのだろうか。それは簡単に言ってしまうと、債券価格のモデル化である。ここでいうモデル化は 2 つを意味する。1 つは、残存期間の異なったいくつかの債券価格の動きを統合的にモデル化すること。もう 1 つは、債券価格の変化を金利水準の変化に統合的に反映させてモデル化することである。サープラス・フレームワークの元では、年金債務の金利感応度と同じ特性をもった債券が最もリスクの小さな資産と捉えられる。つまり、平均・分散アプローチで一般的に行われているように「債券」という資産を 1 くくりにしてモデル化するわけにはいかず、「どのようなデュレーション（金利感応度）をもった債券か」ということが大切になる。ところが、よく知られているように、残存期間の異なる債券の価格はそれぞれ独立に決定されることはなく、お互いに密接な関係を保ちながら変化する（このような関係はイールドカーブの変動として表現される）。つまり、サープラス・フレームワークに基づく年金 ALM を行おうとすると、そのプロセスの中で、イールドカーブをモデル化した上でシミュレーションを行う必要が生じるのである。更にサープラス・フレームワークは、資産と債務の大小関係を管理しようというものであるから、資産額の変動と債務額の変動をできるだけ統合的にシミュレーションしなければならない。例えば、サープラス額のシミュレーションに際して、債務サイドで「金利（割引率）が 1% 下落する」という 1 つのシナリオを想定した場合には、それと同時に、資産サイドでは「20 年国債のリターンが 10 数%（20 年国債のデュレーション相当）上昇し、5 年国債のリターンが数%（5 年国債のデュレーション相当）上昇する」というシナリオを想定しなければならない。なぜならば、金利水準の上下動と債券リターンの上下動は同時に起こる事象で、切っても切り離せない関係にあるからである。このような複雑な関係を適切にモデル化し、さらには、数百～数千回にも及ぶ、資産額と債務額のシミュレーションに反映させていくということは、当時のコンピュータでは非常に困難であった。結局、実務的には、現在日本で「シミュレーション型年金 ALM」と呼ばれている年金 ALM が行われた。つまり、年金債務に関しては割引率を（例えば 5.0%と）固定した上で将来推計を行い、資産サイドに関してのみ確率的に将来のシミュレーション（モンテカルロ・シミュレーションとよばれる正規乱数を発生する単純なもの）が行われたのである。

² Financial Accounting Standards No. 87 : 米国の年金会計基準

このような技術的困難を乗り越え、サープラス・フレームワークが実用化されるまでには10年近くの歳月が必要であった。そしてようやく1990年代半ばになると、いくつかのコンサルティング会社においてサープラス・フレームワークに基づく年金ALMサービスが提供されるようになってきた。ところが、である。1990年代半ばになると、株価の上昇によって年金資産が大幅に増大し、殆どの年金制度においてサープラスがどんどん増加していった。そのような状況で、資産と債務の差額を精緻に管理しようとするサープラス・フレームワークに基づく年金ALMを行おうなどという姿は見られなくなってしまった。そして結局、1990年代の後半には、技術的にはサープラスフレームワークに基づく年金ALMは実践可能となったものの、年金ALM自体さほど注目を浴びなくなってしまったのである。

では、米国の現況はどうなっているのだろうか。1990年代後半とは反対に、ここ数年間の金利水準の低下による債務額の増大、運用環境の悪化による資産額の減少を通して、殆どの年金制度は積立状況の悪化に悩んでいる。そんな中、多くの年金制度では積立状況を改善すべく、そして安定化させるべく、サープラス・フレームワークに基づく年金ALMに注目し、そして実践し始めたのである。つまり米国においては、まさに今、サープラス・フレームワークに基づく年金ALMが実務の世界で展開され始めたのだ。

次に、年金ALMは、米国企業によってどのように活用されているのかを見てみよう。年金ALMの最終的な目的は、年金債務の特性に応じた政策アセット・ミックスの策定である。しかしながら、年金ALMによって導き出された政策アセット・ミックスが、事後的にみて最善のものとなりうるか、ということは誰にもわからない。また、わかるはずもない。なぜなら、将来の運用環境を完全に予測することは不可能だからである。では、年金ALMという分析はどのように利用されているのだろうか。米国の洗練されたスポンサーは、年金ALMを、単に政策アセット・ミックス策定のためのツールとは捉えていない。むしろ年金ALMを、政策アセット・ミックス、積立方法、会計へのインパクトを総合的にコントロールするためのツールと捉えている。

年金ALMを行う際には、将来の「サープラスの極大化」という目的を達成するための政策アセット・ミックスを導出するのであるが、このサープラス額は、運用成績によってのみ左右されるものではない。将来の追加掛金の拠出状況によっても変化する。よって、年金ALM分析によって決定されるべき内容には、政策アセット・ミックスのみでなく、積立に関する方針（例えば、どの程度の積立不足が生じた場合には一括拠出を行って、その不足を穴埋めするかなど）も含まれるべきで、その際には当然、それらの財務会計への影響も把握されるべきである。また、政策アセット・ミックスの決定に関しても将来を予測できない以上、将来の市場を“当てる”ことには主眼は置かれず、むしろ“不測の事態の把握と、その対処方法”に重点が置かれる。つまり、政策アセット・ミックスを決定し、将来の市場環境が予想通りに推移すればそれに越したことはないが、もしそうでなかった場合（予想に反して株価が下落した場合）にはどの程度の積立不足が発生し、その際には、どういうタイミングで、いくらの追加拠出を行えば企業財務へのインパクトを許容範囲内に収められるか、という点が入念にチェックされるのである。

近年の日本においても、年金会計の導入によって、多くの企業経営者が年金制度管理に注目するようになってきたことに加えて、キャッシュ・バランス・プランのような従来型の年金制度とは大きく異なった債務特性（非常に短いデュレーション）をもつような年金制度の導入が認められるようになった。年金ALMの分野でも、今まで以上の技術的な発展、および、経営者にとってのALM分析結果の正しい解釈、分析結果の活用方法を十分に理解・実践していく必要があるであろう。

2-3. 年金制度の「積立」への関わり方

今まで、「運用」に関して見てきた。ここでは、経営者の意思を反映しやすいもう一つの領域である「積立」に関して考えてみる。特に、積立に関する重要事項である、掛金拠出額と拠出タイミング（拠出をいつ行うのか）について、日米比較を交えながら考えてみたい。

まず始めに、厚生年金基金を例にとって、日本における拠出額の決定メカニズムを復習しておく。日本では、通常5年に一度、財政再計算とよばれる掛金額（掛金率）を決定するための数理計算が行われる。財政再計算においては、中長期的な観点から決定された、予定利率、昇給率、退職率などの基礎率（債務計算を行う際の前提）の妥当性を検証し、必要に応じて洗い替え、そして、今後5年間にわたり適用されるべき掛金率を決定する。この掛金には大きく分けて2種類存在し、1つは積立不足がない状況でちょうど収支が一致するように設定される通常掛金、もう一つは、財政再計算時点での積立不足を解消するために設定される特別掛金である。そして、この合計額が損金算入できる掛金額となる。財政再計算時点間においても、人員の大幅な増減や制度改革等があった場合には変更計算を行うことで掛金率を見直すことができる。ここまでの話は、いわゆる継続基準とよばれる年金制度の中長期的な継続を前提とした上で設定された掛金である。これに加えて、財政基準の厳格化以降、いくつかの追加的な掛金の拠出が義務付けられた。つまり、前述した継続基準に基づく財政状況のチェックに加えて、非継続基準に基づく財政のチェックを行い、この基準の下で積立状況が悪い場合には、その不足額を解消するために追加的な掛金拠出を行う必要が生じた。また、積立状況が非常に良好な状態においては、掛金拠出を停止することになった。つまり、かつてのように、原則として5年に一度だけ掛金率を決定できるというメカニズムから、毎年毎年の継続基準および非継続基準の2つの基準に基づいた積立状況に応じて掛金額を決定するようになったのである。

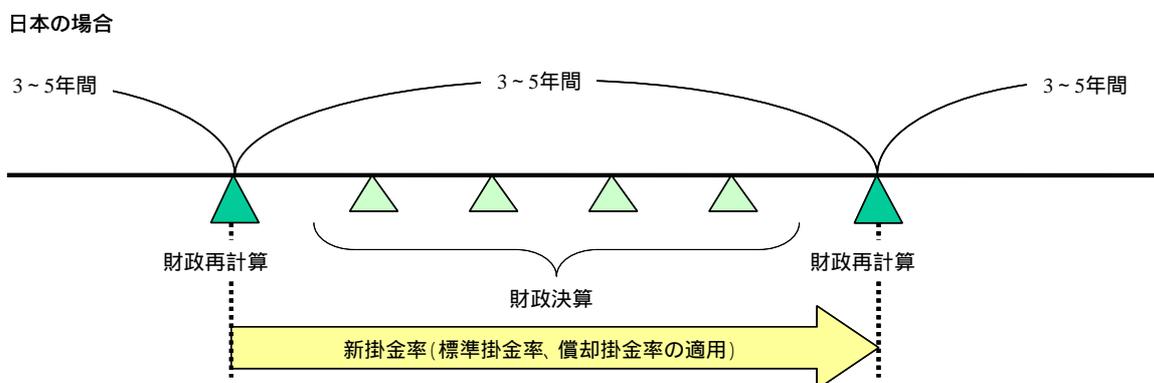
米国における掛金拠出額の決定メカニズムも、概念的には、日本とさほど変わらない。つまり、毎年積立状況を継続基準および非継続基準の2通りでチェックし、それに従って税法上拠出可能な掛金額の上限と下限を設定するのである（これらの金額は掛金率に変換されずに総額として把握される）。簡単にいってしまうと、非継続基準で積立不足が生じた場合には、それを一定期間以内に償却すべき掛金額が算定され、更には、継続基準による制約も加味された上で、掛金額の下限が設定される。反対に、掛金額の上限は、非継続基準の積立不足を一括拠出で解消できる水準として設定される。つまり、拠出額の決定に関しては「毎年の財政状況を、継続基準と非継続基準の2つの基準に基づいて計算し、そして拠出額の上下限を設定していく」という意味において、日本と米国のシステムは類似している。

では、拠出タイミングに関してはどうであろうか。これに関しては、日本と米国で大きな違いが存在する。図表4を見てほしい。これは厚生年金基金の一般的な掛金拠出の決定および拠出タイミングを表している。厚生年金基金においては、一般に、ある事業年度末（X年度3月31日）の財政状況に基づいた財政再計算がX+1年度の夏に行われ、その結果を受け、X+1年度の2月の代議員会の議決（予算申請）を経て、X+2年度の期初（4月1日）から新たな掛金が適用される。つまり、X年度末の財政状況に基づいた新たな掛金は、ちょうど1年を経たX+2年度の期初から適用される。これに対して、米国においては図表5に示しているように、X年度3月31日の積立状況を反映した掛金は、X+1年度の4月1日（つまり翌日）から適用できる。米国では、ある年金年度（Plan Year）の拠出額は、その年度の期始から約1年9ヶ月（年金年度と会計年度が異なる場合には1年7ヶ月）以内に拠出することになっている。例えば前述した例では、X年度3月31日の財政積立状況に基づいた掛金額は、X+1年度の4月1日～X+2年度の

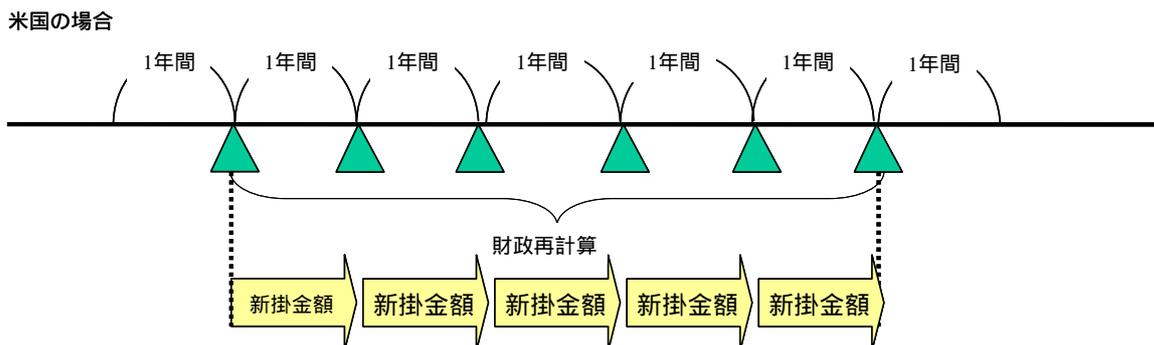
12月15日まで間、いつでも好きなときに拠出することが可能である。実は米国では、税法上適格な掛金額に関して、日本のように事前に認可申請する必要はなく、事後的に報告するだけでよいのである。

このスケジュールだと、日本では実現不可能なくつかの興味深い年金財務戦略が可能となる。例えば、前述した例で、X+1年度末の企業会計上の積立状況が非常に悪化し、経営者は何とかして、これを回復させたいと考えたとする。この場合には、X+1年度末の直前に、自分が目指す会計上の積立水準を達成すべく掛金を一括拠出することが可能なのである。もし仮に、その一括拠出したい金額が税法上の上限額によって制約をうけるような場合には、極端な話、X年度末の財政決算上の計算基礎率、例えば予定利率を低めに設定し直して（もちろん合理的な理由があればだが）X年度末の財政運営上の積立不足を故意に拡大させ、それに基づいてX+1年度の税法上掛金拠出額の上限を上昇させた上で多額の掛金を拠出し、X+1年度末の会計上の積立状況を改善することが可能である。

図表4：日本における掛金設定のスケジュール



図表5：米国における掛金設定のスケジュール



このような拠出タイミングにおける裁量の余地を上手に利用している例として、筆者が体験した、米國中堅企業の CFO とのやり取りを紹介したい。この企業は従業員規模1,000名程度で、典型的な最終給与比例の確定給付企業年金を有し、その年金資産規模は約50億円程度であった。そして、多くの他の年金制度同様、1990年台後半から2000年にかけて、企業会計上も年金財政上も十分な積立状況を保持し、コントリビューション・ホリデーとよばれる掛金拠出を必要としない状況を経験していた。しかし、2000年から始まった、金利水準の低下による年金債務額の増加、運用環境の悪化に伴う年金

資産額の減少を背景に、2001年、2002年と積立状況が急速に悪化した。そして、2002年度末にはついに ABO³ベースでも積立不足が発生し、このままでは資本の減少を招くというほどの状況に陥ってしまった。このような状況下、資本の減少だけはどうしても避けたいと CFO は考えた。そこで我々は、決算期末の1ヶ月半前から毎週電話会議を開き、1週間毎の運用実績を睨みながら、「翌週の運用実績が何パーセント悪化した場合には、年金制度へ即座にいくら拠出すれば、資本の減少を免れるか」を確認しあったのである。そして、この電話会議で話し合った方針に従って追加掛金をマネッジすることで、この企業は資本の減少を免れたのである。

掛金拠出タイミングに関しては、税法上の制約等が存在するために、上記同様のオペレーションが日本において実行できるわけではない。しかしながら、上記の例のように、会計上の積立状況の管理に主眼を置いて、経営者が積極的に、年金制度への積立額をコントロールしていくという戦略（枠組み）は、日本の経営者にとっても参考になるであろう。

まとめ

最後に経営者が何を意識して年金制度を運営していくべきなのかを復習しておきたい。まず、年金制度を設立・変更するにあたっては、主に人事政策的な観点から、どのような年金制度が会社にとって相応しいのかを判断することになる。ひとたび給付設計が決定されると、企業財務への影響を意識したオペレーションへと移っていく。より具体的には、年金債務や費用の安定化、および低減を実現するために、積立、運用、会計といった領域を管理・運営していくことになる。しかしながら会計に関しては、企業活動の結果を数値化しているものであって、自らの意思で変更できるようなものではないため、結局、財務状況の改善は、経営者の意思を反映できる積立と運用によって実現していくことになる。年金会計が導入されて未だ間もなく、また過去に存在した運用や積立に関する多くの規制のおかげで、自らの意思を年金管理に反映してこなかった日本の経営者にとって、いかに効率的かつ効果的に年金制度を運営していくのかは新しい課題となる。図表3に示されている4つの領域の包括的な管理運営のフレームワークに沿って、特に「積立」と「運用」に関して、自分が、いつ、何を決定すれば、何が改善されるのか、を事前にかつ具体的に把握しておくことが大切である。

< 参考文献 >

関根賢二「米国年金運営の実像」（年金情報、格付投資情報センター 2003年12月15日、2004年2月16日、2004年3月15日）

³ Accumulated Benefit Obligation（累積給付債務）：将来の昇給を見込まずに算定した年金債務のこと。米国会計基準では、PBOに加えて、ABOも計算し、年金制度がABOベースで一定以上の積立不足になると、資本の減少を認識する必要がある。