

野村証券
 フィデューシャリー・マネジメント部
 高松 博之

ハイブリッド型企业年金に係る課題と論点

昨年9月の社会保障審議会企業年金部会において、DB制度の弾力化が提案されました。今後の活用が期待される仕組みですが、具体的に考えると論点が多くあります。今回の年金ニュース解説では企業年金部会への提案内容を確認し、どのような課題と論点があるかを考えてみます。

第16回企業年金部会での提案

昨年の9月11日に開催された第16回企業年金部会において、DB制度の弾力化について二つの提案がなされました(図表1)。

です。こういう仕組みを設けることで、労使でリスクを分け合うことを意図した制度と言えます。

以下では、提案内容を確認したうえで、どのような課題と論点があるかを考えます。

図表 1: DB 制度の弾力化(第 16 回企業年金部会での提案)

| 制度 | 特徴 |
|-------------|---|
| 掛金拠出の弾力化 | <ul style="list-style-type: none"> ・安定的なDB運営が目的 ・あらかじめ財政悪化時に想定される積立不足を測定 ・リスク対応掛金を拠出できる |
| 柔軟で弾力的な給付設計 | <ul style="list-style-type: none"> ・労使でリスクを分け合う仕組み ・リスク対応掛金の拠出が前提(事業主によるリスク負担) ・不足が生じた場合は給付で調整(加入者・受給者がリスクを負担) |

(出所) 第16回社会保障審議会企業年金部会資料より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

一つ目は「掛金拠出の弾力化」で、これは、「あらかじめ年金財政が悪化した際に想定される積立不足を測定し、それを基にしたリスク対応掛金を拠出できるというものです。二つ目は、「柔軟で弾力的な給付設計」で、これは事業主がリスク対応掛金を拠出する代わりに、年金財政上の不足が生じた場合は給付で調整するという仕組み

年金財政ルールと掛金拠出の弾力化

「掛金拠出の弾力化」が提案された背景は、現在の年金財政の仕組みに関する問題意識があります。今の仕組みでは、資産運用等が悪化したために年金財政上の不足金が膨らむと、財政検証や再計算の仕組みを通じて掛金を引き上げることとなります。しかしながら、一般に「年金財

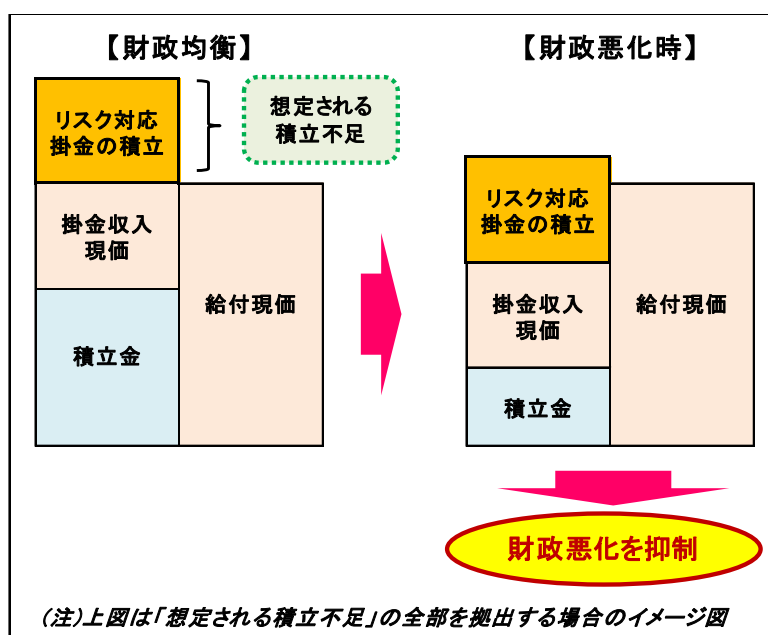
野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されました御客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

政が悪化する時というのは、「経済環境が悪く企業業績も厳しいことが多い」と言えます。つまり、今の仕組みは「企業にとって追加拠出の負担が重い時期に、掛金引上げが必要になる」仕組みであって、企業の掛金負担や年金財政の安定性の観点からは、改善の余地があるのではないかと思います。

従って、基本的には歓迎できる提案であり積極的に活用するのが望ましいと言えますが、具体的に考えるといくつか論点や疑問点があります。それらを以下で見していきます。

図表 2: 掛金拠出の弾力的な効果



(出所) 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

この問題に対応するために、今回提案されたのが「弾力的な掛金拠出」の仕組みです。これは、あらかじめ「財政悪化時に想定される積立不足」を何らかの手段で測定して、それに対応する掛金を積み立てるという仕組みです。こういう風にしておけば、実際に財政が悪化した場合でも、図表2のように掛金引上げを抑制できることとなります。

仕組みとしては合理的だと言えますし、年金財政の安定性を確保するためには有効な仕組みだと考えます。年金関係者の間では、以前からこのような仕組みが望ましいと言われていました。

「想定される積立不足」の測定方法

この仕組みを具体化するにあたって大きな論点となるのが、「財政悪化時に想定される積立不足」を、具体的にはどのように測定するかという点です。

企業年金部会の資料では、その点について20年に一度の損失にも耐えられる基準を、VaR(バリュアットリスク)や資産毎にリスク係数を設けるなどの方法で計算するという方法が例示されています。

しかしながら、さらに具体的に考えると、基金毎の資産構成の違いや予定利率の違い・用いて

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されました御客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

いる標準偏差などの違いをどのように反映させるのかという点が論点になります。というのも、あまりに個別基金の実情に基づくと、財政検証等の実務が複雑になるという懸念が生じるからです。

この点に関して、企業年金部会では、特に具体的な提案はなされていません。そこで、ここでは、昨年7月に年金数理人会が公表した提言を参考にして考えてみます¹。数理人会の提言では、積立不足の測定方法について、二つの例を挙げています。一つが予定利率に応じて上限を定める方法、もう一つが一律に定める方法です。

図表3が試算結果です。これを見ると、予定利率3%の場合で、VaRすなわち想定される積立不足は資産額の15%となります。

次に、予定利率によらず一律に上限を定める方法を用いた場合を考えてみます。企業年金全体の過去の修正総合利回り(1994~2013年度)とその標準偏差を基にVaR(95%)を計算すると、16.5%となり、図表3の予定利率3%の場合と似たような結果になりました³。

企業年金連合会資料によるとDB年金の足元の積立比率の平均は1.26です。つまり責任準備

図表 3: VaR(95%)を使用した想定積立不足の試算例

| 予定利率 (%) | 期待収益率 (%) | 標準偏差 (%) | 組入れ比率(%) | | | | | 信頼区間 | 係数 | 最大損失 (VaR) |
|----------|-----------|----------|----------|------|------|------|------|------|------|------------|
| | | | 短期資産 | 国内債券 | 国内株式 | 外国債券 | 外国株式 | | | |
| 1.50 | 2.0 | 4.4 | 4.0 | 94.8 | 1.2 | 0.0 | 0.0 | 95% | 1.64 | 7.3% |
| 2.00 | 2.5 | 4.7 | 4.0 | 71.8 | 10.4 | 13.7 | 0.0 | 95% | 1.64 | 7.7% |
| 2.50 | 3.0 | 6.6 | 4.0 | 47.3 | 18.2 | 30.4 | 0.0 | 95% | 1.64 | 10.8% |
| 3.00 | 3.5 | 9.1 | 4.0 | 25.2 | 24.4 | 44.0 | 2.4 | 95% | 1.64 | 15.0% |
| 3.50 | 4.0 | 11.9 | 4.0 | 4.9 | 29.2 | 55.3 | 6.5 | 95% | 1.64 | 19.5% |
| 4.00 | 4.5 | 14.9 | 4.0 | 0.0 | 28.5 | 44.7 | 22.8 | 95% | 1.64 | 24.5% |
| 4.50 | 5.0 | 18.3 | 4.0 | 0.0 | 25.9 | 27.2 | 43.0 | 95% | 1.64 | 30.2% |
| 5.00 | 5.5 | 22.0 | 4.0 | 0.0 | 23.3 | 9.6 | 63.1 | 95% | 1.64 | 36.2% |

(注) 期待収益率・標準偏差・相関係数は、GPIFの基本ポートフォリオ策定時のもの(市場基準ケース)

(出所) 年金積立金管理運用独立行政法人「中期計画の変更について」(2014年10月31日)より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

まず、予定利率に応じて定める方法で、想定される積立不足がどの程度になるかを試算してみましょう²。GPIFで用いている資産毎の期待収益率や標準偏差を基に、予定利率毎の最適ポートフォリオを算出し、それに対して95%水準のVaRを算出します。95%を使用するのは20年に1度の水準と考えられるからです。なお、最適ポートフォリオを算出する際の目標収益率は予定利率+0.5%と置きました。これはコストを考慮したためです。

金に対する超過積立率は平均で26%となっています。図表3の試算結果を超過積立率の26%と比較すると、想定積立不足はそれほど大きな水準にはならないと言えます。

資産ごとにリスク係数を乗じる方法

第16回企業年金部会資料では、想定積立不足の算出方法として、「資産ごとにリスク係数を乗じる方法」も挙げられています。

この方式の場合は、行政サイド⁴で資産毎の係数を設定して、すべての基金がそれを用いて想

¹ 日本年金数理人会「確定給付企業年金における掛金拠出の弾力化について(提言)」(2015年7月29日)

² 本試算では負債側の基礎率の変動等による損失については対象にしていない。

³ 過去の修正総合利回りの実績については企業年金連合会「企業年金における資産運用の状況」を参照した。

⁴ 企業年金の場合は厚生労働省になるものと思われる。

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送を行わないようお願い致します。

定積立不足を算出することになると思われます。

なお、この方式は保険会社のソルベンシー・マージン比率の計算で実際に採用されています。

るかが注目されます。つまり、大きな別途積立金がある場合でも、想定積立不足の積立が別途積立金の外枠で行えるかどうか注目されます。

図表4: 価格変動等リスクのリスク係数を用いた想定積立不足
(保険会社のソルベンシー・マージン比率算出用)

| リスク対象資産 | リスク係数 | 予定利率 (%) | 期待収益率 (%) | 組入れ比率(%) | | | | | 想定される 積立不足 |
|---------------|-------|-------------|--------------|----------|------|------|------|------|---------------|
| | | | | 短期資産 | 国内債券 | 国内株式 | 外国債券 | 外国株式 | |
| 国内株式 | 20% | 1.50 | 2.0 | 4.0 | 94.8 | 1.2 | 0.0 | 0.0 | 2.1% |
| 外国株式 | 10% | 2.00 | 2.5 | 4.0 | 71.8 | 10.4 | 13.7 | 0.0 | 5.0% |
| 邦貨建債券 | 2% | 2.50 | 3.0 | 4.0 | 47.3 | 18.2 | 30.4 | 0.0 | 7.9% |
| 外貨建債券・外貨建貸付金等 | 1% | 3.00 | 3.5 | 4.0 | 25.2 | 24.4 | 44.0 | 2.4 | 10.7% |
| 不動産(国内土地) | 10% | 3.50 | 4.0 | 4.0 | 4.9 | 29.2 | 55.3 | 6.5 | 13.3% |
| 金地金 | 25% | 4.00 | 4.5 | 4.0 | 0.0 | 28.5 | 44.7 | 22.8 | 15.2% |
| 商品有価証券 | 1% | 4.50 | 5.0 | 4.0 | 0.0 | 25.9 | 27.2 | 43.0 | 16.8% |
| 為替リスクを含むもの | 10% | 5.00 | 5.5 | 4.0 | 0.0 | 23.3 | 9.6 | 63.1 | 18.3% |

(出所)金融庁資料より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

図表4の左側は、保険会社が保有する資産の価格変動リスクを計算する際に用いられている係数で金融庁が設定したものです。なお信頼水準は95%ですので、20年に1度発生するリスクということになります。参考までに、この係数をそのまま使用して、図表3のポートフォリオを前提に想定積立不足を算出すると、予定利率3%の場合で10.7%となりました(図表4の右側)。先ほどのGPIFの基礎数値を用いた場合よりやや小さい結果です⁵。

ここまで、いくつかの方法で試算を試してみましたが、実際の算出方法は今後、政省令が出ればはっきりすると思います。どのような扱いになるかが注目されるところです。

掛金抛上の弾力化に係るその他の論点

掛金抛上の弾力化について、他にもいくつか論点があります。財政運営ルールについては、特に別途積立金との関係がどのように整理され

別途積立金もリスクバッファという性格がありますので、十分な別途積立金があれば想定積立不足の積立は不要のようにも思えます。しかし、仮にそういう仕組みにすると、今のDBの財政状況を前提にすると、活用できる基金が限られてしまうという問題がありますので、どのような判断になるかが注目されるところです。

また、掛金抛上方法については、恣意的な抛上とならないように何らかのルールが設けられると思います。この点については、現行の特別掛金と類似したルール⁶が考えられます。

次に、資産運用の観点では、想定される積立不足額に対応する資産の運用をどのように行うかが各基金にとっての検討課題になると思います。年金財政悪化時のバッファという資金性格を踏まえると安全性資産で運用するのが妥当だと考えられますが、あまり厳密に考えるとポートフォリオの管理が煩雑になる可能性があると思われます。

⁵ 図表4右側の積立限度の算出時に、分散投資効果は考慮していない(実際の保険会社のソルベンシー・マージン比率算出時は分散投資効果も織り込んでいる)。

⁶ 特別掛金の抛上方法には、均等抛上、弾力抛上、定率抛上、段階引上げ抛上の4通りがある。

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

リスク分担型DB

第16回企業年金部会では、ここまで解説した掛金拠出の弾力化の他に、DBとDCの中間的な制度、ハイブリッド型の制度であるリスク分担型DBも提案されました。

この制度の特徴は、事業主と加入者の双方でリスクを負担するという点です。従来のDBは、大きな不足が発生すると掛金や退職給付費用の増加という形で会社がリスクを負担します。一方で、DCの場合は運用損失が発生すると、それは従業員が負担します。つまり、DBは事業主がリスクを全面的に負担し、DCは従業員がリスクを全面的に負担しています。そこでDBとDCの中間的な制度として、労使でリスクを分け合う年金制度として提案されたのがこのリスク分担型DBという仕組みです。

ります⁷。

退職給付会計上の取扱い

リスク分担型DBに関する最大の論点は、退職給付会計上の扱いがDCとなるのかDBとなるのかという点です。この点について、昨年11月から企業会計基準委員会で議論が行われており、この3月末を目途に方向性が示される予定です。

今時点では企業会計基準委員会の議事録を読んでも、どういう方向になるかはまだ見えない状況ですが、DBかDCかを分類する上での最大の論点は、「この制度について、企業は追加的な拠出義務を負っていないと整理できるかどうか」と思われます。つまり、追加的な拠出義務を負っていないと整理できれば、会計上はDCと分類することが可能になると考えられます。

図表 5: 企業の追加的な拠出義務に係る論点(リスク分担型 DB)

| 論点 | 厚生労働省の見解 | 論点・疑問点 |
|--------------|--|--|
| 再計算時の掛金見直し | ・再計算時には「財政悪化時に想定される積立不足」を再測定するが、当初に規約に定められたリスク対応掛金の総額は見直されない。 ・リスク対応掛金の予定拠出期間終了後は、標準掛金のみが拠出される。 | ・退職率、昇給率などの基礎率が変更した場合でも見直しを行わないことが現実的に可能か？ ・仮に20年に1度程度の損失が制度の開始直後に発生したとしてもリスク対応掛金は見直さないのか？ ・複数事業主でこの制度を実施した場合に、ある事業主が脱退した場合でも、残った事業主に対して追加拠出負担は発生しないか？ |
| 労使合意による掛金見直し | ・新たな労使合意を形成し、掛金(リスク対応掛金を含む)を変更することができる。 | ・企業が、「将来に積立不足が生じたときに新たに労使合意を形成してリスク対応掛金を増加する」旨の意向を従業員に示していた場合、追加的な拠出義務を負っていると見なすかどうか？ ・「実際に給付を維持するための追加拠出を行った場合」や「継続的に、給付を維持するための追加拠出を行った場合」は、追加的な拠出義務を負っていると見なすかどうか？ |

(出所)「企業会計基準委員会議事録」(ASBJホームページ)より野村證券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

具体的には、事業主は通常掛金に加えて、将来の財政悪化に備えてリスク対応掛金を拠出します。これが事業主によるリスク負担になります。一方で、掛金を固定しますので、年金財政が大きく変動した場合には、給付を増減させることで、財政を均衡させます。給付が増減するリスクを負うのは加入者であることから、この制度は労使でリスクを負担する仕組みであると言えることにな

図表5は、企業の追加的な拠出義務について、具体的にどんなことが論点になっているかを、企業会計基準委員会の議事録から抜粋したものです。

まず、再計算時の掛金見直しですが、厚生労働省の見解では、再計算時でも掛金総額は見直さないということになります。それに対して、右側

⁷ リスク分担型DBの仕組みについては、第16回企業年金部会資料のp26~p28を参照

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村證券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

に記載してあるようないくつかの疑問が示されています。例えば、脱退率や昇給率が変わっても掛金を見直さないことが本当にできるのか、あるいは制度の開始直後に大きな損失が発生してリスク対応掛金を使ってしまった場合でも見直さないのかなどの疑問が示されています。

また、表の下にあるようにこの制度でも労使合意を結びなおせば掛金見直しは可能ですから、例えば、継続的にそのような取扱いをしている場合でも追加的な拠出義務を負っていないと整理できるのか、といった疑問がしめされています。

こういう状況ですので、結論の行方は今時点では不透明です。今後の議論が注目されます。

おわりに

第16回企業年金部会では、ここまで述べた新しい仕組みの施行時期について「最速、平成28年4月施行を目指す」と説明しています。しかしながら、リスク分担型DBの分類についての企業会計基準委員会の結論が出る時期がこの3月末の見込みであり、政省令が公表されるのはその後になるものと思われます。

従って、現時点では制度の詳細も明らかではなく、制度導入のメリットやデメリットの判断も困難な状況です。今後、新しい情報が判明した際には、改めて詳しい情報のご提供をしたいと考えています。

弊誌の記事はバックナンバーも含めてホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次のURLにてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

編集: 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター、
野村資本市場研究所、野村総合研究所

発行: 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター
(年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2
アーバンネット大手町ビル

TEL: 03 (6703) 3991

FAX: 03 (6703) 3981

Email: nenkin@jp.nomura.com

— 次号のお知らせ —

次号は

4月4日(月)

発行予定です。

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されました御客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送を行わないようお願い致します。

野村証券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.404%(税込み)(20万円以下の場合は、2,808円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第142号

加入協会／日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会