

米国で進むDB提供リスク回避と年金バイアウト

米国では、企業が確定給付型企業年金(DB)提供のリスクを回避するべく、1980年代後半以降、確定拠出型年金(DC)へのシフトが進んできました。ここ数年は、凍結したDBを保険会社に移転する「年金バイアウト」が注目されています。バイアウト対象となった受給者による訴訟などもありますが、中長期的に、DB提供企業によるリスク回避の追求が弱まることはないでしょう。

米国企業年金の現状

米国の企業年金は、加入者数、資産残高のいずれも、DCがDBを逆転しています(図表1)。様々な背景要因がありますが、端的には、将来の不確実性が増す中、多くの企業にとって、従業員に対する何十年にもわたる約束を提供するのが困難になった結果と言えます。

ただし、米国の場合、従業員退職所得保障法(ERISA)及び内国歳入法(IRC)の下、企業年金の受給権の保護規定が厳格で、受給者の年金給付はもとより、現役加入者であっても過去の勤務の対価に相当する年金給付の減額は、母体企業が経営破綻でもしない限り不可能と言っても過言ではありません。したがって、企業がDBを終了するには、給付減額を行うことなく、資産運用もしくは拠出により、積立不足のない状態を作り出す必要があります。

これは必ずしも容易なことではありません。現存するDBは、DBの長所を重視し前向きに提供し続ける企業と、将来的にはDB提供を止める方向だがすぐには難しいという消極的な理由で続

ける企業の両方が混在すると見て良いでしょう。

DB提供のリスク回避策

積極的提供・消極的提供のいずれの企業にとっても、可能な範囲でDB提供のリスクを回避することは重要です。しばしば登場するDB提供のリスク回避策を挙げると、図表2のようになります。

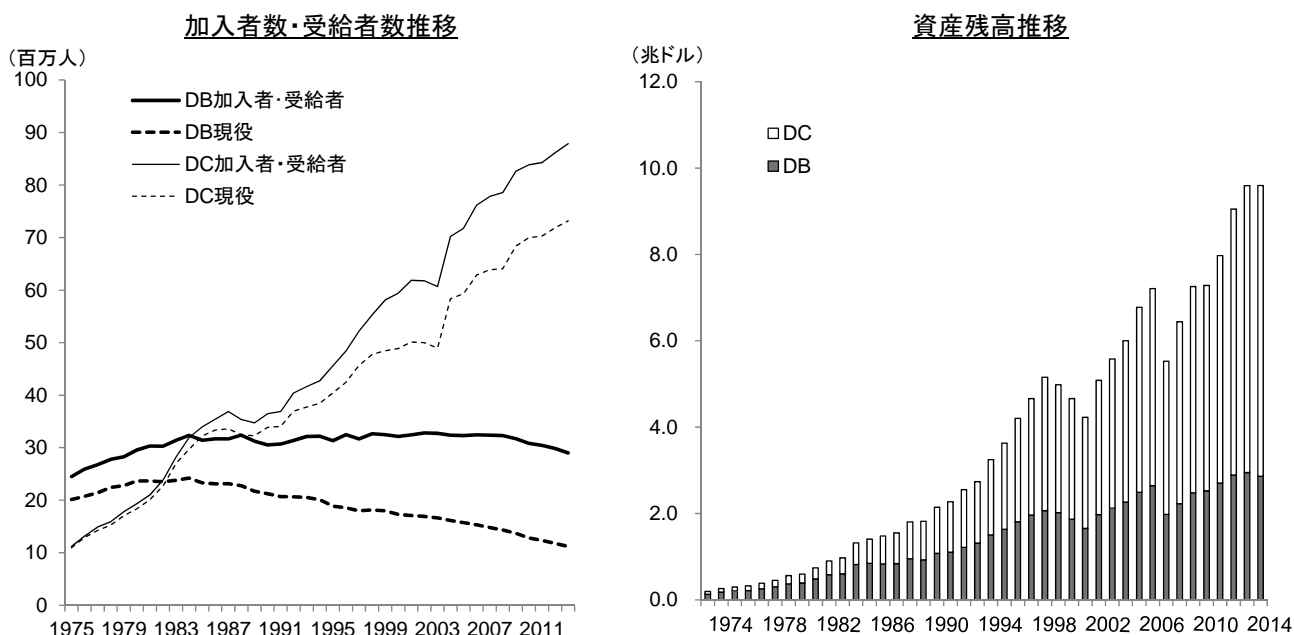
例えば、資産運用面でLDI(Liability Driven Investment)を採用したり、給付設計を伝統的方式からキャッシュ・バランス・プランに変更したりすることで、年金資産・債務のミスマッチを抑制することです。

あるいは、より踏み込んで、DBへの新規加入を停止する、既存の加入者についても給付の積み上がりを停止するといった形で、DBを凍結(freeze)してしまう方法もあります。その際は、しばしば、401(k)プランの強化も行われます。2000年代半ばに、経済環境、運用環境ともに好調だったにも関わらず、大手企業が相次いでDBの凍結を公表し、注目されました。後から振り返って

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。

図表1 米国企業年金の加入者数・資産残高推移



(注) 加入者数・受給者数推移はデータの定義変更により、2003年以前と2004年以降は不連続。DB現役はDB加入者・受給者の内数。DCについても同じ。

(出所) 米労働省、Investment Company Institute より野村資本市場研究所作成

みると、それらの企業は、2000年代初頭の株価低迷・低金利の厳しい環境から脱し、年金積立状況が改善した機会を捉え、思い切った制度変更を実施したのだと理解できます。

しかし、DBを凍結しても、企業がDB提供のリスクから解放されるには相当程度の時間がかかります。米国のDBは終身給付が原則ですので、最後の受給者の給付が終わるまで何十年にもわたり、運営を続ける必要があるからです¹。

そこで、企業が、凍結したDBを第三者に譲渡し、DB運営から撤退する方法が模索されました。それが年金バイアウトです。

年金バイアウトによるDBリスクの移転

年金バイアウトでは、企業が必要なプレミアム

¹ 図表1で、DB加入者・受給者の合計より、DB現役加入者の減少の方が顕著なのは、DBが凍結されると、現役の加入が止まる中で受給者は当面存続するという事情によるものです。

を支払い、年金資産・債務を第三者に移転します。2000年代後半に、英国で拡大しました。

米国では2008年、内国歳入庁 (IRS) より、受託者責任の観点から、母体企業の買収合併に付随するような状況を除いて、第三者への移転はDBの税制適格の喪失につながりうるという判断が示されました。これにより米国では、英国ほどの自由度はないものの、①税制上の要件を満たした上での一時的金選肢の提供、②凍結したDBの団体年金保険への移転、③それらの組み合わせ、を通じたDBリスクの移転が考えられることが明らかになりました²。米国の年金バイアウトは、主に②の方法により、企業が保険会社にDB提供のリスクを移転することを指しています。

² 米国における年金バイアウトをめぐる論点は、米国政府監査院 (GAO) の2009年の報告書で整理されています。(U.S. Government Accountability Office, "Proposed Plan Buyouts by Financial Firms Pose Potential Risks and Benefits," GAO-09-207, March 2009.)

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。

図表 2 米国企業による DB リスク回避策

資産運用の変更	・ LDI (Liability Driven Investment) の採用、資産運用の保守化
キャッシュ・バランス・プランへの制度変更	・ 最終給与方式から平均給与方式への変更による給付削減 ・ 資産・負債の変動の一致 ・ 給付の一時金払いによる終身リスクの削減
年金凍結 (pension freeze)	・ 新規加入の停止 (部分凍結) ・ 上記に加え、既存加入者の給付の積み上がり停止 (完全凍結)
一時金選択肢 (lump sum window) の提供	・ 年金待機者・退職者に対し、団体年金保険または一時金の選択肢を提示
年金バイアウト (pension buyout)	・ 凍結した DB の資産・債務を保険会社に移管し、団体年金保険を提供

(出所) 野村資本市場研究所

米国で年金バイアウトが注目されるようになったのは、2012年に2件の大型ディールが発生したのがきっかけです。まず同年6月、ゼネラル・モーターズ (GM) がプルデンシャル保険との間での年金バイアウトの実施を公表しました。11万8,000人の受給者が対象で、そのうち4万2,000人には一時金選択肢と年金バイアウトの両方が提示されました。一時金選択者以外に対する年金支払い義務はプルデンシャル保険に移転し、このディールによるGMの年金債務削減効果は260億ドルと見積もられました³。

次いで、同年10月にはベライゾンが4万1,000人の受給者を対象に、やはりプルデンシャル保険との間で年金バイアウトを行う旨を公表しました。それ以降も、モトローラ、キンバリー・クラーク、といった事例が続いています (図表3)

2012年が米国の年金バイアウト元年のように見られるのは、制度上の背景もあるとされています。2006年の「年金保護法」は、DB、DCの両方に係る包括的な企業年金改革法でしたが、その中に、一時金支給額の算出に用いる金利に関する規制変更がありました。同法による改正前は、30年国債利回りでしたが、改正後は投資適格債利回りをを用いることとなりました。当該改正は段

階的に導入され、完全施行が2012年でした。一般に、国債よりも投資適格債の利回りの方が高いことから、一時金支給額の減少が期待でき、企業にとっては、2012年まで待った上で、一時金選択肢と年金バイアウトを組み合わせる提示するのが合理的だった側面もあるようです。

年金バイアウトへの批判

年金バイアウトや一時金選択肢には、批判や慎重な見方もあります。

上述の、2012年のベライゾンの年金バイアウトでは、早々に受給者による訴訟が提起されました。プルデンシャル保険が提供する年金保険により、受給者は従前と同様な年金給付を受け取ることができます。しかしながら、将来、万が一プルデンシャル保険が破綻した場合、受給者保護は州レベルの保険契約者保護機関に委ねられます。一方、米国のDBには、年金給付保証公社 (PBGC) による連邦レベルの給付保証制度があります。PBGCに比べると、保険会社破綻時の受給者保護は脆弱と捉えられています。

ベライゾンの受給者は、年金バイアウトの公表後に差し止め請求を連邦地裁に出しましたが、認められず、バイアウトは実行に移されました。その後も訴訟は継続されたものの、地裁の判断が維持されています。ただ、その過程で、年金受

³ “GM Announces U.S. Salaried Pension Plan Actions,” General Motors Corporate News Room, 6/1/2012.

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。

図表 3 年金バイアウトの事例

公表日	雇用主	対象者	保険会社	年金債務削減効果
2/22/2016	Chemtura Corp.	5,000 名の受給者	Voya Retirement Insurance and Annuity	3.5~3.75 億ドル
10/01/2015	Philips Electronics North America Corp.	米国の元従業員 17,000 名及びその受益者	Prudential Insurance、Banner Life Insurance (Legal & General America の子会社)、American United Life Insurance (OneAmerica の子会社)	10 億ユーロ
09/10/2015	West Pharmaceuticals Services	1,750 名の受給者	MetLife	1.4 億ドル
08/19/2015	Lincoln Electric Company	1,900 名の受給者	Principal Life Insurance	4.25 億ドル
02/23/2015	Kimberly-Clark	21,000 名の受給者	Prudential Insurance、MassMutual	25 億ドル
01/22/2015	Timken Company	5,000 名の受給者	Prudential Insurance	6 億ドル
12/17/2014	NCR Corporation	4,500 名の受給者	Principal Life Insurance	1.6 億ドル
12/16/2014	TRW Automotive Holdings Corp.	7,000 名以上の受給者	MetLife	4.4 億ドル
09/30/2014	Bristol-Myers Squibb	8,000 名の受給者	Prudential Insurance	14 億ドル
09/25/2014	Motorola Solutions, Inc.	30,000 名の受給者。別途 32,000 名を対象に一時金選択肢を提供	Prudential Insurance	42 億ドル
07/16/2014	Visteon Corporation	時間給従業員。12 年秋に退職年齢前の元加入者に一時金選択肢を提供していた	Prudential Insurance	3.5 億ドル
11/13/2013	SPX Corporation	16,000 名の受給者。別途、退職年齢前の元加入者 7,500 名には一時金選択肢を提供	MassMutual	8 億ドル
10/17/2012	Verizon	41,000 名の受給者	Prudential Insurance	75 億ドル
06/01/2012	General Motors Co.	118,000 人が対象。うち、42,000 名の受給者は一時金選択肢も提示	Prudential Insurance	260 億ドル

(出所) Pension Rights Center、各種報道、企業のプレスリリースより野村資本市場研究所作成

給者が、本件のように明示的な個別の金銭的被害を受けていない場合に、受託者を訴えることができるかが一つの論点として浮上りました。これは2016年5月、最高裁より、高裁で再度議論するよう指示が下されており、訴訟が決着するには至っていません。

また、年金バイアウトとしばしば組み合わせで提示される一時金選択肢については、2015年7月、IRSより、受給者を対象とすることは不可である旨が打ち出されました。

元々、一時金選択肢は年金待機者が主な対象で、すでに年金の受取りを開始している受給者を対象とすることの可否は、法令上明確ではありませんでした。そのため、GMのように受給者を一時金選択の対象とした企業は、IRSから個別のレターを取得し、確認の上で実施してきたとされています。2015年7月のIRSの通知は、以後個別の可否判断の要請には原則応じず、受給者については不可とすることを明示するものでした。

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。

おわりに

今後、仮に連邦準備制度理事会(FRB)の利上げが実施されるなどして市場金利が上昇すれば、年金債務が減少し、その分、DB提供は楽になります。その結果、DBを維持する企業が増えるのか、あるいは逆に、積立状況の改善を好機として、さらなるDBリスクの移転が進むのかは、現時点では不透明です。しかし、訴訟や市場環境の変化などの影響を相応に受けつつも、年金バイアウトを含めた、企業によるDBリスク回避の

追求が弱まることはないでしょう。

その一方で、個人の終身給付に対するニーズは増します。上述のIRSによる受給者向け一時金選択肢の禁止は、米国の私的年金の政策課題において、終身給付確保の認知度が高まっていることの表れとも言えます。制度上の分類や業態に関わらず、いかにそのニーズを満たすのが、今後一層問われていくことになると思われます。

— 次号のお知らせ —

次号は

9月26日(月)

発行予定です。

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)(20万円以下の場合)、2,808円(税込))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

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会の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(野村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

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。