

2007年10月

米英蘭における確定給付年金の規制の変化と制度選択と資産運用

ニッセイ基礎研究所

臼杵政治

## 1. 問題意識

### (1) 2つの会計

確定給付型年金の資産・債務には2つの会計基準が適用される。1つが、スポンサー企業に適用される財務会計基準である。年金資産・債務が財務諸表に開示される。もう1つが年金基金そのものに適用される積立基準の会計である。

両者は目的が異なる。前者では財務諸表を利用する株主や債権者に対してある時点での企業の損益や資産・債務の状況を正確に開示することである。後者はさらに継続基準・非継続基準に分かれる。継続基準は年金制度が続くことを前提に、将来の給付を払う時に十分な資産があればよいという考えに立つ。現在の時点で資産の価値が債務の価値を上回っている必要はない。標準的な掛け金が将来の給付を払うのに不足する場合はその不足分を徐々に補填すればよい。

非継続基準は、現時点で年金制度が解散・終了した場合にも、これまでの勤務によって発生した年金債務（解散時債務）を払うだけの資産を維持することを求める。この解散時債務は、昇給などを見込んだ将来の給付の現在価値である。

### (2) 公正価値(時価)と数理的評価

日本を例にとると、会計基準には共通の特徴がある。それは、資産・債務が完全な公正価値(時価)<sup>1</sup>では評価されていないことである。

2001年に導入された退職給付に関する新会計基準は、2つの点で公正価値(時価)会計ではない。第1に年金債務にはその取引市場が存在しておらず、将来の給付を現在価値に割り引いて公正価値を計算することになる。ところが、その割引率として期間にかかわらず1つのレートを適用している。しかも、それは市場金利ではなく過去5年の長期債利回りを参考にして決められている。

---

<sup>1</sup> 資産・債務の公正価値とは取引市場があれば市場での時価(市場価値)であり、取引市場がない場合には、将来キャッシュフローの割引現在価値とされる。

第2に資産・債務の公正価値の変動をそのまま財務諸表に反映するのではなく、数理計算上の差異、過去勤務債務、会計基準変更時差異、はそれらが発生した会計年度だけではなく、その後長期<sup>2</sup>にわたって徐々に認識する。

他方、積立基準の会計のうち継続基準では、債務の割引率である予定利率は期間にかかわらず1本である上<sup>3</sup>、株式に投資している場合にはそのリスクプレミアムを債券金利に上乘せすることがある。資産についても時価評価せずに、短期的な変動を平滑化した値を選択することが認められている。

また、非継続基準においても、割引率は「過去5年間に発行された30年国債の利回りを勘案して厚生労働大臣が定めた率」を全期間の給付に適用する<sup>4</sup>。また、現在ではそうして計算された債務額に90%を乗じた額が求められる積立基準額となっている。

財務会計基準、年金積立の会計基準のいずれにおいても公正価値(時価)が反映されていない点は、日本だけの特徴ではない。先進各国の財務会計基準あるいは積立基準の会計のいずれにおいても公正価値(時価)そのものを評価に使ってはいない。

ところが、過去数年海外の先進国では2つの会計基準においてできるだけ公正価値(時価)を反映させるように基準を変更しようとしている。以下、本稿ではまず2.において米国・英国・オランダ<sup>5</sup>におけるその変更の内容について説明し、3.では各国の企業あるいは年金基金による対応、4.では日本における、年金基金の運営管理、基準の設定、への示唆について述べる。

---

<sup>2</sup> 数理計算上の差異及び過去勤務債務であれば従業員の平均残存勤務年数以内の一定の年数。会計基準変更時差異は15年以内の一定の年数。

<sup>3</sup> 厚生年金基金や確定給付企業年金では「10年国債応募者利回りの直近1年の率または5年の率の低い方」が下限、適格退職年金では10年国債応募者利回りの直近1年の平均が下限である。

<sup>4</sup> 実務上はその金利に0.8~1.2を乗じることが認められている。

<sup>5</sup> この3ヶ国に日本を加えた4ヶ国が、世界的に見て確定給付企業年金の規模がもっとも大きな国々といえる。OECD(2006)によると、先進国の中で私的年金の運用資産が最大であるのが米国(12.3兆ドル)、次いで英国(1.5兆ドル)、日本(0.9兆ドル)、オランダ(0.8兆ドル)となる。対GDPでみた年金資産の比率はオランダが最も高い(124.9%)。

## 2. 公正価値会計への動き

### (1) 米国

#### 財務会計

米国の確定給付企業年金には従来、財務会計基準 87 号( Financial Accounting Standard 87、以下 FAS87 とする )が適用されてきた<sup>6</sup>。この基準では期間にかかわらず 1 つの割引率<sup>7</sup>を使っている。また、資産・債務を評価する前提である予定利率などの基礎率の変更、あるいは運用利回りの実績と期待運用収益率との間の差額など実績と基礎率の差、などによって資産・債務の評価額が変動した場合に、その額(数理計算上の差異と呼ぶ)は従業員の残存勤務年数の間に徐々に認識すること(遅延認識)が認められていた。過去勤務債務についても従業員の残存勤務年数、会計基準変更時差異については 15 年または平均残存勤務年数のうち短い期間内に財務諸表に計上する遅延認識が認められていた。

ところが、2006 年 12 月 15 日以降の会計年度に適用されている新たな会計基準 FAS158 では、数理計算上の差異だけでなく、過去勤務債務や会計基準変更時差異もそれが発生した会計年度に全額をバランスシートに計上すること(即時認識)が求められるようになった。詳しく言えば、期間の純年金費用とは別に、包括損益計算書に上記 3 つの理由による年金資産・債務の評価額の変動を計上し、その結果、年金資産・債務評価額の変動により株主資本が増減することになった(図表 1)。

なお、FAS158 における債務の割引率は従来通り、全期間共通(優良債券の利回り)となっている。しかし、実際にはイールドカーブから導き出した期間毎の割引率を適用して債務額を計算し、最終的にはそれらを金額加重平均した金利を 1 つの割引率として表示している例もあるという。

エンロン事件を受けて制定されたサーベンスオックスレー法にもとづき、証券取引委員会(SEC)では 2005 年、5 つの分野<sup>8</sup>について開示の見直しを求める報告・提言を発表した。退職給付会計はその 1 つであり、A. 遅延認識のため資産・債務の実態がわかりにくい、B. 基礎率の設定について裁量の範囲が大きく恣意的になりかねない、C. 年金の資

---

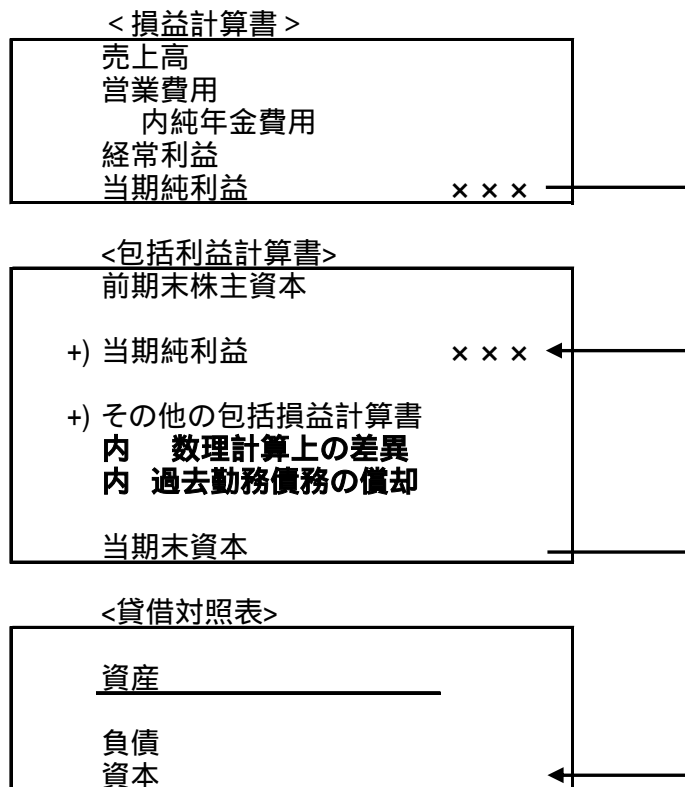
<sup>6</sup> 1985 年に FAS87 が制定された後、開示事項については 1998 年の FAS132 により拡充された。

<sup>7</sup> PBGC(年金給付保証公社)が公表する清算利率または給付支払期日までの優良債券の利回り。

<sup>8</sup> A. 連結対象とする事業体、B. 確定給付年金、C. リース、D. 金融商品、E. 開示の一貫性、の 5 点。

産・債務の差額をバランスシートに計上する扱いが、通常の連結子会社と異なる、などが指摘された。これを受けて財務会計基準審議会（FASB）は2005年末から退職給付会計に関する見直しプロジェクトを開始しており、今回のFAS158はそうした観点からの見直しの第1段階（フェーズ1）の産物である。今後は第2段階（フェーズ2）に進む。

図表1 米国FAS158下の財務諸表における年金資産・債務評価額変動の位置づけ



(出所)筆者作成

### 積立基準の会計

米国の積立基準会計は、2006年8月に制定された企業年金保護法によって改正された。単独事業主制度の積立基準では、第1に積立基準を非継続時（解散時）の積立基準に1本化した上で、債務の90%以上とされていた最低積立水準を債務の100%まで引き上げた。また、積立不足の償却期間を最長7年とした。従来の償却期間は、積立不足の発生事由により異なり、制度改定（給付の増額）を原因とする場合には30年間での償却が認められていた。

第2に積立基準における、資産・債務の評価を公正価格（時価）により近づけた。例えば、資産・債務とも従来は過去5年間の評価額を平均することが認められていた。しかし、

年金保護法ではこの平均(スモーキング)期間を2年間に短縮した。また、従来は最大20%まで許容していた資産の評価額と市場価格との乖離を10%に制限した。

第3に債務評価の基礎率をより実勢に近づけた。従来は全ての給付債務に対して期間30年の国債利回りを単一の割引率として使っていた。年金保護法では財務長官が定めた社債のイールドカーブから、給付開始までの3つの期間(5年以内、5年超15年以内、15年超)に対応した金利を導きだし、過去24ヶ月の平均を使用することとした。ただし、過去の平均ではなく、直近の数値だけを使うこともできる。死亡率についても財務長官が更新する数値を使う。

これらの規定の目的は、確定給付年金制度の積立状況を改善し、仮に事業主が倒産するような事態になっても給付を支払う財源を確保し、ひいては年金給付保証公社(PBGC)の負担を軽減することにある。積立基準における資産・債務の評価額が従来以上に公正価値(時価)に近づいていることは間違いない。

## (2) 英国

### 財務会計

英国では、年金基金の会計基準として1988年に制定された会計実務基準報告書第24号(Statement of Standard Accounting Practice 24、以下SSAP24とする)が適用されてきた。SSAP24では年金資産・負債の時価(公正価値)がバランスシート上の負債(引当金)に直ちに反映されてはいなかった。また、数理計算についても、裁量性が大きく、決算操作が容易であると批判されていた。

これに代わって、2005年から導入されたのが、財務報告基準書17号(Financial Reporting Standard 17、以下FRS17とする)である。この基準では、年金の債務と積立金との差額を負債(引当金)として認識するだけでなく、数理計算上の差異の遅延認識を認めない。損益計算書とは別に資本の増減を表す総認識利得損失計算書(米国の包括損益計算書とほぼ同じ位置づけ)という勘定で、その期に発生した数理計算上の差異を全て即時に認識する。

### 積立基準の会計

従来は1995年の年金法により定められた、最低積立基準(Minimum Funding Rule)が適用されていた。しかし、その基準では現役世代に対する年金債務の割引率として、国債利回りよりもかなり高い株式の期待収益率を使うことができたことから、債務の評価額が過小となった。実際に制度を終了してみると、年金を支払う資産が不足する例も少なく

なかった。

そこで、2004 年年金法では、年金保護基金（Pension Protection Fund）を創設して、支払保証制度を導入した。同時に積立基準に関しては受託者（trustee）が制度ごとの債務額（技術的準備金：technical provision と呼ぶ）を算出し、それに対して積立不足があれば掛け金拠出計画を作成し、それによる掛け金支払を母体企業に請求できることとした。

この技術的準備金の計算では、従来同様に債券利回りに株式のリスクプレミアムを上乗せした割引率を使うことができる。ただし、算出した技術的準備金の額が、FRS17 による債務や年金保護基金の積立基準（保険料を決める場合に考慮する債務額）よりも低い場合及び回復計画に現実性がない場合は、年金監督官(The Pension Regulator)が介入できる。

上述したように FRS17 による資産・債務の評価額は公正価値(時価)に近い。また、年金保護基金の積立基準額は、保険会社が年金債務を引き受ける際の評価額（Buy out cost という）を推定<sup>9</sup>した金額であり、推定された債務の時価に他ならない。

このように英国でも、財務会計・積立基準の両者ともに資産・債務の評価に時価あるいは公正価値を反映させる基準がとられつつある。

### (3) オランダ

#### 財務会計

オランダ企業では、欧州の上場企業の年金基金に国際会計基準 19 号（International Accounting Standard 19、以下 IAS19 とする）が適用された 2005 年以前から、IAS19 にもとづいて年金資産・債務を開示していた。IAS19 では債務の割引率として給付支払までの期間を債務額により加重平均し、それに相当する年限の優良な債券の利回り<sup>10</sup>を使う。割引率は全期間を通じて 1 つであるものの、社債のイールドカーブをある程度反映している。さらに米国同様、企業はイールドカーブ上の利回りを使って債務額を計算し、その平均を割引率とすることもできる。

さらに、2006 年からは遅延認識を選択肢として残したまま、数理計算上の差異の全額を「認識済損益計算書（Statement of Recognized Income and Expenses）」という財務諸表で、発生した時点で即時認識する扱いも選択できることとした。この選択をすれば、英国の FRS17 と同じく、毎期末の株主資本に年金の積立不足を全て反映する扱いになる。

---

<sup>9</sup> 割引率（利率）、死亡率、経費率、とも年金保護基金が市場実勢を参考に定めている。

<sup>10</sup> バランスシート基準日時点の優良社債または国債の市場利回り。

## 積立基準の会計

オランダでは 2007 年から nFTK と呼ばれる新しい積立基準が適用されている。これは非継続基準の 1 つであり、A．債務を市場金利（スワップレート）で割り引いて時価評価する（従来の割引率は 4.0%に固定）、B．資産内容を含めたリスクベースの積立基準である、という 2 つの特徴を持つ。

FTK では、まず、その時点での積立比率が 105%以上であることが求められ、それを割った場合には 1 年で 105%を回復することが求められる。同時に 1 年後に積立比率が 100%以下になる確率を 2.5%以内に抑えなければならず、それだけのバッファがない場合には 15 年以内にそのバッファを積み立てるための計画を示さなくてはならない。

さらに給付のインフレスライドについては、6 つの分類（無条件、条件付き、スライドなし、など）のどれに当たるかを当局と加入者に明らかにするように義務づけた。無条件でスライドする場合には実質金利で割り引かなくてはならないものの、条件付きのスライドであれば、インフレ分の負債は必要な積み立てからは除外される。

以上のようにオランダでも、財務会計における国際会計基準 IAS19 だけでなく、積立基準 FTK においても、資産・債務の時価（公正価値）が反映されるようになった<sup>11</sup>。

### 3. 年金基金への影響と対応

#### (1) 年金基金への影響

##### 企業会計基準の変更による影響

では従来の会計基準が資産・債務の公正価値（時価）をより明確に反映させるような会計基準に置き換えられた場合、どのような影響があるだろうか。

第 1 に債務の評価額が市場金利（イールドカーブにもとづいた割引率）に応じて常に変動する。しかも、期間ごとに異なるイールドカーブ上の金利が適用される。まさに長期の利付債券と同様の方法で評価される。そのため、市場金利の水準の変動や期間毎のイールドカーブの形状の変化によって債務額が直ちに増減する<sup>12</sup>。リスクを管理するためには、

---

<sup>11</sup>ただし、標準的なコスト相当の掛け金を計算する際には、期待運用利回りを割引率とする、10 年までの平滑化された金額を使う、ことが認められている。もっとも、積立基準を満たしていない場合には追加掛金を支払う義務がある。

<sup>12</sup>従来の積立基準の会計においては、期間に限らず予定利率によって債務額が増加した。

評価額の金利変動への感応度であるデュレーションだけでなく、デュレーションの金利変動への感応度であるコンベキシティまで考慮する必要がある。

第 2 に遅延認識によって価格（評価額）の変動が平滑化されることがなくなり、米国 FAS158 や英国 FRS17 の場合にはバランスシートの株主資本勘定、もしも評価額の変動が損益計算書にも反映されるようになれば純利益の変動が増幅されることになる。このように年金資産・債務が持つリスクが表出して、株主資本や利益の変動が増大することになれば、株価や格付けなど企業評価に影響が生じる。

例えば、Gold(2001)は、米国 FAS87 の下で高い期待運用収益率を設定し、実際の運用利回りとの差を遅延認識することで、財務諸表に現れる投資のリスクを小さく見せることができるという。バランスシートの脚注に開示されている実際の運用収益を確認すれば、リスクを把握することもできる。しかし、投資家の多くは損益計算書や貸借対照表の数字しか分析していない。そこに現れる純年金費用やその基礎となる期待運用収益だけから判断していると、リスクは本来の水準よりも過小評価される。リスクを抑えながらリターンをあげているようにみえるので、株価が過大評価されるとする。

また Coronado and Sharpe (2003) は、2000 年以降の株価下落局面において、FAS87 の遅延認識によって年金スポンサーの株価が過大評価されていると指摘した。2001 年に配当割引モデルから推計したところでは、期待運用収益率を高く設定することで、確定給付年金を持っている S&P500 の構成企業（時価総額平均）では、平均で株価が 5 % 過大評価され、特に激しい 1 割の企業では 20% 以上過大評価されていたという。

この 2 つの研究のように、FAS87 の下では高い期待運用収益率とその下で発生する数理上の差異を遅延認識するルールによって、リスクあたりのリターンが過大に評価され、年金基金のスポンサー企業の株価や格付けが楽観的に評価されていたことになる。

Grant et al.(2007)が指摘するように、少なくとも 2000 年以降は、実際の運用収益率が資産の期待運用収益率に達していない。FAS87 の下ではその不足分が遅延認識されているため、年金の積立余剰さらに貸借対照表での株主資本が公正価値よりも大きく計上された。

FAS158 により遅延認識が即時認識に改められれば、第 1 に資産や積立余剰の過大評価がなくなり、積立余剰が減少（積立不足が増加）したり、株主資本が減少する。その結果、債権者との間の財務制限条項に抵触することも考えられる。第 2 に株主資本や利益の変動を通じて、年金資産・債務の持つリスクが企業の財務諸表に反映され、それが投資家の目に晒される。この 2 つの理由で企業評価が低下すると考えられる。



## 積立基準の会計による影響

では積立基準、特に非継続基準において、資産・債務が時価（公正価値）で評価されることでどのような影響があるのか。資産・債務の時価の変動を積立基準上の評価額にそのまま反映するようになると、積立余剰・不足額は従来以上に変動する。3カ国では掛金額をある程度平準化して支払うことが認められているものの、その期間は短縮される傾向にある。掛金額は積立不足を補うように設定されるので、積立不足（余剰）の変動が拡大すれば、掛金額の変動も増幅される。

### (2) 企業及び年金基金の対応 = 制度設計・選択

こうした会計基準・積立基準の変更に対して、各国の企業年金基金やその母体企業ではどのような対応をとりつつあるのか。時価（公正価値）評価の進展に対しては、A．制度の設計・選択、B．資産運用の両面での対応が展開されている。以下、A、Bそれぞれについて国別に述べる。

#### 米国

米国の確定給付企業年金の制度設計・選択においてこの数年目立つのは、制度の終了（閉鎖）・凍結の動きである。確定給付年金制度を終了した場合には、それ以降の勤務によって給付が増加することはなく、終了時点で給付が確定する。その給付について生命保険会社から年金を購入して支給する。凍結の際には、新規加入や既存の社員の勤務による給付増加を認めない。年金基金は存続し、凍結された債務に見合うように掛け金が拠出され、資産が運用される。

凍結・終了の動きは従来から中小企業ではみられた。ただ、2000年以降大企業でもその動きが目立っている<sup>13</sup>。その原因は、2000年以降の株価の下落と金利の低下によって、積立状況が悪化したことにある。年金給付保証公社（PBGC）によると、単独事業主制度の積立比率は2000会計年度末の144%から2003会計年度末の84%まで低下した。遅延認識を認める従来の会計基準の下であっても、それは母体企業の財務指標を悪化させるとともに、掛け金拠出のための資金負担を増加させた。

これにより企業は確定給付年金制度が持つリスクを改めて認識した。その対応策として、

---

<sup>13</sup>IBM、ヒューレット・パカード、ベライゾン、デュポン、GM、フォード、フィデリティ、シティグループなど。

大企業でも制度の終了・凍結の動きが広がっている。制度の終了・凍結には、エリサ法の受託者責任の規定は適用されない。労使合意が必要になることはあるものの、終了・凍結は受託者としての判断ではなく、経営判断とされている。終了・凍結された制度の代償としては、新たに確定拠出年金制度を導入したり、既存の確定拠出年金制度へのマッチング拠出を増加させたりしている。

では、FAS158 や年金保護法の下での新しい積立基準会計によって、終了・凍結の動きが加速されるのだろうか。Employee Benefit Research Institute の調査 ( Issue Brief 307 号 ) では過去 2 年間に制度が終了あるいは凍結した確定給付年金が 27.7%、今後 2 年間で終了・凍結する計画の年金基金が 16.1% だという ( 図表 2 )。これらを合計すると 43.8% にのぼる。とはいえ、現時点で終了・凍結していない 72.3% の年金基金から見ると、凍結・終了する方針の年金基金はおよそ 2 割である。8 割の年金基金が終了・凍結する方針ではない理由の 1 つは労働組合や従業員との関係などの人事政策上、終了・凍結が困難なことである。また、株主資本や株式の時価総額からみて年金債務の割合が小さいなど、企業財務への影響が小さければ終了・凍結の必要性が低い。

図表 2 制度変更を実施または今後実施する計画の米国の確定給付年金の割合

	新規採用者への終了		全加入者への終了		終了または凍結		
	過去 2 年	今後 2 年	過去 2 年	今後 2 年	過去 2 年 または 今後 2 年	過去 2 年	今後 2 年
全平均	25.30%	17.40%	13%	18.50%	43.80%	27.70%	16.10%
国内従業員数別							
5000人未満	20.5%	15.7%	11.3%	15.3%	38.6%	22.7%	15.9%
5000～10000人	29.6%	26.3%	22.2%	14.2%	55.5%	33.3%	22.2%
10,001～24,999人	37.0%	17.7%	11.1%	4.1%	55.5%	40.7%	14.8%
25000人以上	25.0%	13.3%	10.0%	5.5%	35.0%	25.0%	10.0%

(出所) E B R I, "Retirement Income Adequacy After PPA and FAS 158",  
Issue Brief, July 2007 (No.307)

まとめるなら、年金資産・債務の規模の企業本体の資本や資産に対する比率が高く、企業財務が年金に振り回される状況であれば、終了・凍結を検討するだろう。それでも、人事政策上、終了・凍結しないと決断した場合には、後述する Liability Driven Investment などリスクを抑えた運用を試みることになるだろう。また、企業財務への影響が小さな企業では制度を維持することができよう。

## 英国

英国では、米国よりも早く FRS17 の導入が公表された 2000 年、さらに FRS17 にもとづいた財務諸表を企業が実際に公表するようになった 2002・2003 年頃から、確定給付年金制度の終了・凍結の動きが加速した。2006 年時点では、確定給付制度を継続している年金基金は全体の 31% であり、69% が終了・凍結をすでに実施している（図表 3）。英国でも確定給付年金の代替として導入されているのは、確定拠出年金である。また、年金監督官）によると、制度を継続している年金基金はそうでない年金基金よりも積立比率が高い。

図表 3 英国確定給付年金における制度の現状

新規加入を凍結	45%
閉鎖	1%
一部継続(新規加入を認める)	11%
全給付発生を凍結	12%
継続	31%

(出所) The Pensions Regulator *Purple Book*

(全体の 54% にあたる 5,772 の制度を対象)

ただし、加入者ベースでみると 43% が継続制度に加入している

## オランダ

オランダの確定給付企業年金において制度設計上の対応としてもっとも多いのが、給付算定方法の最終給与比例から平均給与比例方式への変更である。2000 年頃までは最終給与比例方式が主流であった。例えば 1998 年時点では、年金全体のうち確定給付が 87.3%、確定拠出が 3.9% であり、87.3% の確定給付のうち最終給与比例方式の制度が 61.4%、平均給与比例が 15.5%、両者の混合が 5.9%、定額制が 4.6% であった。

それが 2006 年には最終給与比例が 37.8% まで減少した一方で、平均給与比例が 33.7%、両者の混合が 15.3%、定額制が 2.1% となった。さらに図表 4 で現役加入者数でみるなら、最終給与比例の割合は 10.1% に過ぎず、特に規模の大きな制度では平均給与比例への移行が進んでいる。

給付水準が最終給与に比例する場合、毎年の昇給・昇格や賃上げ（ベースアップ）分が全額給付に反映される。平均給与に比例する方式なら昇給・昇格や賃上げがあっても、その時点より前の給与はそのままなので、給付水準は変わらない。昇給・昇格や賃上げが給付水準に反映されるのは、それ以降のことである<sup>14</sup>。

また、FTK では給付の賃金・物価スライドについて、「無条件スライド」から「スライ

<sup>14</sup> 平均給与の場合、過去の賃金を再評価しないかぎり給付が賃金にスライドするわけではない。

ドなし」に至るまで6つの類型を定め、それぞれについて必要な積立比率を定めている。無条件スライドであれば<sup>15</sup>当然、最低積立額が高くなる。最終給与比例方式であれば無条件スライドになるため、平均給与比例に変更し、積立比率が一定の水準を超えるという条件付きスライド方式にする例が多い。

図表4 オランダ企業年金制度の現状

制度数別	確定給付年金				確定拠出年金	貯蓄制度	その他	合計	<制度数>
	最終給与比例	平均給与比例	両者の混合	定額制					
1998	61.4	15.5	5.9	4.6	3.9	5.2	3.6	100.0	1,038
2003	48.2	22.7	14.5	2.5	5.0	3.7	3.4	100.0	921
2004	46.2	24.9	15.8	2.1	5.1	3.6	2.3	100.0	860
2005	41.2	29.4	16.0	2.0	5.5	3.2	2.6	100.0	831
2006	37.8	33.7	15.3	2.1	6.3	2.7	2.1	100.0	792
現役加入者数									<現役加入者数>
1998	66.5	25.0	6.0	1.7	0.5	0.2	0.2	100.0	482.2 万人
2004	12.0	72.6	8.6	1.0	2.3	0.8	2.6	100.0	605.2
2005	10.6	74.1	8.1	0.9	3.1	0.7	2.5	100.0	624.6
2006	10.1	76.0	7.1	0.9	3.6	0.6	1.7	100.0	621.7

(出所) DNB, *Pension Monitor*, T8-6

制度変更の第2の選択肢は確定拠出年金の導入である。ただ、オランダの確定拠出年金の割合は、1998年の3.9%が2006年に6.3%に増えたに過ぎない。現役加入者数でも3.6%に過ぎず、あまり普及していない。

注目されているのが、集団的確定拠出 (Collective Defined Contribution、以下 CDC とする) である。この制度は確定給付と確定拠出の中間的な存在である。確定給付としての特徴の1つは、給付水準が全加入者に対して画一的に決まる点である。例えば、平均給与の80%の老齢年金の支給に必要な準備をすることを目標とし、その目標に対する積立比率によって給付水準を決める。Volder(2006)では、積立水準が105%以下なら代替率を80%(目標)に積立比率/105%を乗じた水準とする、105%~140%であれば80%の代替率目標を達成した上に、給与に対するスライドを積立水準に応じて認める、140%超であれば現在の給与上昇に対して100%のスライドを認めた上で、過去の給与上昇にも遡及的にスライドする、という例を示している。

確定拠出年金としての特徴は、この例のように給付の水準が積立比率に応じて変動し、

<sup>15</sup> 最終給与比例方式であれば、条件付きスライドとしてもそれが意味を持つのは、支給開始時点以降である。

事業主に掛金を追加拠出する義務がない点である。その点を考慮して、財務会計上 CDC は確定拠出型とされ、バランスシートに債務を計上する必要がない。

オランダでは確定給付型を通じた世代間の連帯・リスク分担を重視する考えが強い。しかし、確定給付型では財務会計上のリスクが大きくなる。他方、老後の準備を個人の責任に委ねる確定拠出年金では、連帯あるいはリスク分担の機能に欠ける。そこで連帯・リスク分担の機能を活かしつつ、財務会計上のリスクを回避する目的で導入されたのが CDC である<sup>16</sup>。ただ、CDC の導入例はまだそれほど多くないようである。財務会計上、確定拠出に分類されるための具体的条件<sup>17</sup>や資産運用の体制などがまだ完全に詰まっているわけではない。しかし、公正価値（時価）を反映した会計基準に対応しつつ、確定給付年金のメリットを活かす試みとして注目される。

### (3) 企業及び年金基金の対応 = 資産運用

資産運用を通じた対応策の1つが Liability Driven Investment (債務にもとづいた運用、以下 LDI とする)である。LDI とは、時価でみた債務のリターンをベンチマーク（基準）とした資産運用である。年金債務と同じキャッシュフローを生み出す資産（ポートフォリオ）をリスクフリー資産と位置づける。そのリスクフリー資産に、年金債務からのリターンの乖離（トラッキングエラー）を持つ株式などの資産を組み合わせる。年金債務と同じキャッシュフロー（リターン）のポートフォリオからの乖離リスク（トラッキングエラー）と、その代償としての、資産の債務に対する期待超過リターンを管理する運用戦略である。

LDI と従来からの年金 ALM（資産負債管理）との最大の違いは、管理対象となる債務が完全に時価評価されている点である。従来 ALM では、PBO（Projected Benefit Obligation、予測給付債務）など会計上の債務や積立基準上の数理債務（責任準備金）を目標として積立不足（余剰）を管理するものであった。上述したようにこの2つは完全な時価ではない。これに対して、LDI の目標は時価評価された債務、つまり給付キャッシュフローを現在から支払時点までの市場金利で割り引いた現在価値である。

---

<sup>16</sup> その他、プロフェッショナルによる資産運用、運営上の規模のメリットの享受、などがメリットいえる。

<sup>17</sup> 掛金が長期的に確定していることが確定拠出となるための条件とされているが、その具体的内容はまだ流動的である。

また、LDIでは資産と債務の間のトラッキングエラーを管理する手段としてスワップやオプションなどのデリバティブを利用する。デリバティブは常に時価評価されている。そのため年金資産や債務が時価評価されていないと、両者の間のトラッキングエラーを管理するためにデリバティブを活用するのが難しくなる。その点からも公正価値（時価）を用いた債務を管理する方が望ましい。

LDIに類する資産運用面での対応として、資産・債務のリターンの相関を高めるために、A．資産配分に占める債券の割合を増やす、B．スワップなどを使って資産側のデュレーションを長期化し債務に近づける、などの動きがある。以下、3ヶ国について概観する。

#### 米国

英蘭と比べて、米国ではLDIへの関心が低かった。ただ、2006年に年金保護法とFAS158が制定されたことにより、急速に関心が高まり、普及しつつある。LDIの定義は明確でないものの、債務の金利リスクを全部あるいは一部ヘッジするための手段を講じている基金は着実に増加しており、ある調査では34%の基金が実施しているという。今後についても同様の意向の基金は少なくない。

LDIなどの債務ヘッジ型の運用手法への関心は特に規模の大きな基金や積立比率の比較的低い基金で高い。例えば、GMでは2006年に戦略的資産配分における株式の割合を49%から29%に減らし、代わりに債券への配分を32%から52%に増加させた。同社の年報などによると、年金保護法やFAS158に対応した動きだという。年金基金の中で、株式・債券市場におけるスポンサー企業の評価への意識が相対的に高い大規模基金をみると、特に国内株式から債券など他の資産へのシフトが進みつつある。ペンション&インベストメント誌が上位200の確定給付企業年金について調査したところ、国内株式への配分のピークは2000年（9月末）の49.1%であった。配分割合はその後大幅に減少し、2004年には43.3%となり、さらに2006年には38.5%となった。他方、債券への配分は増加の創世とは言えないものの、2006年には前年の23.6%から2.9%増加して26.5%となっている。

#### 英国

英国ではすでにFRS17の導入が発表になった2001年頃から、資産の80%近くを配分していた内外株式から債券（固定利付債券や物価連動債）へのシフトが起こっていた（図表5）。さらにFRS17導入、2004年年金法の制定を受け、LDIへの関心が高まった。特に英国で増加している制度の終了・凍結の場合には、制度を継続する場合のように新たな債務が発生しない。基準となる債務のキャッシュフローをより確実に予測できるので、LDI

の実施が容易になる。

インフレスライドする終身年金を支給する英国の確定給付年金では、LDI を通じて資産・債務のトラッキングエラーや積立不足（余剰）の変動を抑制するためには、金利リスクだけでなくインフレリスクや余命のリスクを管理しなくてはならない。実際、英国では金利スワップだけでなく、インフレスワップの市場も発展しており、リスクヘッジに使われている。残る余命のリスクのヘッジ手段は、一般の投資家が利用可能な状況ではないものの、研究開発されつつある<sup>18</sup>。

図表5 英国確定給付年金における資産配分の推移

	1997	2005
株式	73%	58%
債券	15%	21%
現金	4%	4%
その他	3%	} 17%
不動産	3%	
保険	2%	

(出所) The Pensions Regulator, PurpleBook

#### オランダ

オランダでは、株式への配分割合が、直近 10 年の最高であった 1999 年でも 45% と英米の 60~80% よりもかなり低かった。したがって、国際会計基準 IAS19 の適用あるいは FTK の制定によっても、資産配分はそれほど変化してはいない（図表 6）。

ただし、LDI への関心は高く、採用している大規模な年金基金が少ない<sup>19</sup>。例として、オランダ最大の年金基金（2006 年末の総資産 2,000 億ユーロ）である ABP では 2006 年に戦略的資産配分を見直し、運用資産を債務ヘッジポートフォリオ（全体の 40%）とその他の最適ポートフォリオ（全体の 60%）に分けた。債務ポートフォリオは物価連動債や固定利付債からなり、金利スワップを使って固定利付債のデュレーションを 5 年から 8 年に延長している。その他の最適ポートフォリオは内外先進国の株式だけでなく、エマージング諸国を含む株式、プライベートエクイティ、ヘッジファンドなどのオルタナティブを含んでいる。

<sup>18</sup> 元本と利息が人口動態によって変動する、長寿債（Longevity Bond）の発行が試みられた。

<sup>19</sup> ABP の他、PGGM、フィリップスなど。

図表6 オランダ確定給付年金における資産配分の推移

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
株式	36.4%	45.3%	41.1%	41.9%	34.9%	39.6%	39.6%	41.5%
債券	33.2%	29.8%	35.0%	35.9%	41.3%	39.3%	40.2%	40.0%
不動産(現物)	9.2%	9.2%	10.3%	10.8%	10.9%	10.0%	9.7%	9.7%
貸出	17.4%	11.9%	9.5%	7.9%	7.1%	5.3%	4.4%	3.3%
預金・流動性資産	1.2%	0.8%	1.2%	1.1%	2.7%	2.3%	2.6%	2.3%
その他	2.5%	3.0%	2.9%	2.5%	3.1%	3.5%	3.5%	3.2%
合計	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
資産合計(億ユーロ)	3,868	4,513	4,638	4,608	4,273	4,818	5,421	6,248

(出所) *Financial information on pension funds*, DNB

#### 4. 日本への示唆

以上、米英蘭の3ヶ国における、財務会計基準と積立基準における公正価値(時価)評価への動きと、それに対する年金基金の対応についてみてきた。これらの動きは日本にどのような示唆を与えるだろうか。年金基金の常務理事など年金の運営管理者への示唆、積立基準など会計基準の設定者への示唆、の順に考えてみたい。

##### (1) 年金運営管理者への示唆

年金運営管理者からみた場合、公正価値(時価)評価にもとづく会計基準が日本の財務会計や積立基準にも導入されるか、導入された場合に企業あるいは年金基金としてどのような対策を取りうるか、が問題になる。

##### 日本への波及可能性

財務会計基準の波及可能性について考えると、米国ではFAS158を発表した退職給付会計基準見直しプロジェクトのフェーズ1から、今後はフェーズ2に進む。フェーズ2では国際会計基準との間の統合を図るといふ。

フェーズ2の検討事項は、A.年金費用・収益の表示の方法、B.キャッシュバランスプランなどハイブリッドプランの会計、C.基礎率の設定方法、D.年金資産・債務の連結、である。A.の結論によっては、バランスシートだけでなく損益計算書においても資産・債務の変動を即時認識する可能性がある。また、D.の結果次第では、年金資産・債務の差額を引当金に計上するのではなく、資産・債務の総額をそれぞれバランスシートに計上するようになる可能性がある。

一方、IASBでは2006年7月から退職給付に関する会計基準見直しのプロジェクトをスタートさせている。その第1フェーズは4年間の予定であり、A.(コストなどの)表示と開示の方法、B.確定給付・確定拠出の定義とキャッシュバランスプランの扱い、C.



スムージング(平滑化)と遅延認識、D. 終了及び給付削減の扱い、をテーマとする。2007年10月までに何度かの議論があり、資産・債務評価額の増減は全額、包括損益計算書に計上することでは意見の一致を見ている。また、損益計算書における認識については3案<sup>20</sup>が提示されており、2008年の第1四半期にはディスカッションペーパーを刊行するという。このプロジェクトは、米国FASBとの間で統合(Convergence)の議題の1つになっており、2006年2月には両者の議論の進展を考慮しながら2008年までに統合の方向性を打ち出すことになっている。

さらに日本の企業会計基準委員会(ASBJ)はIASBと、2007年8月に2011年6月までの間に両者の会計基準の差をなくすことで合意している。また、FASBとも2006年5月から国際的な基準統合に向けた意見交換を開始している。

以上から考えると、各国の基準統合に向けた動きの中で日本の退職給付会計においても少なくともバランスシートの上では遅延認識から即時認識に移行するなど、公正価値(時価)会計を取り入れる可能性が高い。それによる企業評価、特に株価への影響は、臼杵(2005)に述べたように、即時認識された結果がバランスシートや包括損益計算書に留まるか、損益計算書(純利益)に反映されるかにより変わってくるだろう。

他方、厚生年金基金や確定給付企業年金の積立基準については、A. 債務を全期間共通かつ過去の一定期間の実績を平均した1本の利率によって割り引く、B. 資産・債務額の変動の平滑化を認める(継続基準の場合)、という基準が変更される要因は現状では見あたらない。

#### 企業・年金基金のとりうる対策

企業あるいは年金制度として、公正価値(時価)主義化の傾向に対してどのような対策をとりうるのだろうか。英米では年金制度の終了・凍結が1つの選択肢となった。しかし、日本で確定給付年金を完全に廃止するのは難しい。1つは英米で代替的に導入されている確定拠出年金において、掛金拠出上限が退職給付全額をカバーするのには不足するからで

---

<sup>20</sup> A. 全額を損益計算書に認識する、B. 勤務費用など労働の対価は損益計算書、利息費用と資産のリターン及び割引率の変更による債務の増減は包括損益だけに認識する、C. 勤務費用と利息費用、割引率の変更によらない数理計算上の差異、資産に割引率を乗じた運用収益は損益計算書、それ以外の資産・債務の変動は包括損益に認識する、の3案。

ある<sup>21</sup>。第2に人事・労務政策として、従業員の老後に企業が責任を持つことでモラルを向上させることができる、という考えがまだ強い。

このように確定給付企業年金を維持する場合には、時価でみた資産・債務のリターンあるいは評価額の変動を管理するLDIを活用することになる。その場合、財務会計基準が公正価値（時価）に近づいたとしても、積立基準の会計では依然として過去の平均にもとづいた1本の割引率を使用し、評価額の変動を平滑化する従来の基準を継続していると、資産・債務のリターンや評価額の変動の間に齟齬が生じる。ただ、従来の基準による積立不足（余剰）が、公正価値（時価）をもとにした積立不足（余剰）にいずれ追従するので公正価値（時価）でみた変動を管理すれば良いとも考えられる。この立場であれば、LDIによる積立不足（余剰）の管理が効果を発揮する。

## (2) 制度(積立基準)への示唆

では、日本の積立基準は現状のままで良いのか、米英蘭同様に公正価値（時価）に近づけるべきか。上述したように財務会計については、公正価値（時価）を財務諸表に反映させる方向にある。その際に、積立基準の会計が従来通りであると、年金の運営管理上、異なる2つの目標を管理しなくてはならない。

少なくとも非継続基準の会計については、時価でみた債務を基準とする選択ができるようにするべきであろう。非継続基準は年金制度が解散した際に、債務を上回る資産を確保するための基準である。したがって、本来時価を使うべきである。

30年国債の利回りの過去5年平均に0.8~1.2を乗じた数値を割引率に使っているなど、現在の非継続基準は完全な公正価値（時価）にもとづいてはいない。少なくとも財務会計基準上の債務を積立目標として選択できるようにするべきである。また、受給権保護の観点からも継続基準よりも、非継続基準を優先するべきであろう<sup>22</sup>。

---

<sup>21</sup> 現在の上限は月額4万6,000円である。掛金額を賃金の一定割合とした場合に、もっとも賃金の高い50歳代で4万6,000円（年額55万2,000円）とすると賃金の低い20歳代では1万円~1万5,000円（年額12万円~18万円）程度となる。そのため、2%~3%程度の利回りであれば、40年間積み立てても2,000万円足らずであり、大企業の大卒社員の平均的な退職金額（2,500~3,000万円）を完全にはカバーできない。

<sup>22</sup> OECDの*Recommendation on Core Principles of Occupational Pension Regulation* (2004)では、積立基準としては非継続時債務が望ましく、実際に積立不足を補填する際には柔軟なアプローチをとっ

### (3) 確定給付年金制度の安定的な運営のために

年金の会計基準において、遅延認識や平滑化を認めるか、公正価値（時価）を使用するかについては両論がある。財務会計基準で遅延認識や平滑化が認められた根拠としては数理計算上の差異のような変動はいずれ長期的に相殺される、それを即時認識すると非経常的・単発的事象により財務諸表が歪められる、という考えがあった。さらに、即時認識など公正価値（時価）評価を求めると、債務（資本）の変動が過大になり、年金制度運営に支障を来すという配慮があったと考えられる。積立基準の会計においても、短期的な価格変動をそのまま反映させることで、掛金負担が大きく上下するのは好ましくないと考えられたのではないか。

確かに、毎期末の資産・債務の公正価値（時価）を重視すると、行動経済学で近視眼的な損失回避（myopic loss aversion）と呼ばれる状況に陥る可能性がある。Benartzi et al.(1995)が指摘するように、結果に直面する頻度が高いほど人々はリスク回避的になる。その結果、年金資産運用ではリスクを避けて株式から債券に資産を移す傾向になる。筆者も臼杵(2003)でこのことを指摘した。

しかし、Waring et al.(2007)が指摘するように、金利リスクだけでなく、インフレリスクや余命のリスクまでヘッジすることのできる手段が市場で供給されている。そうであれば、公正価値（時価）評価された債務の方が管理しやすい。遅延認識されたり平滑化されたり、期間にかかわらず1つの金利で割り引かれた債務のリスクをヘッジする方法はないからである。公正価値（時価）で評価された債務の方が安定的な運営ができる。

英米では確定給付年金から確定拠出年金へのシフトが続いている。しかし、A．専門家による資産運用、B．加入者からみたコストの節約、C．終身年金の供給、など確定給付年金制度には確定拠出年金にないメリットがある。確定給付年金が確定拠出年金と併存することが望ましいとすれば、確定給付年金が持つリスクの管理をできるだけ容易にする必要がある。公正価値（時価）評価への転換は、その点から見れば望ましい動きともいえよう。

---

てよいとする（Core Principle 3）。

<参考文献>

Benartzi, S., and Thaler, R. (1995), "Myopic Loss-Aversion and the Equity Premium Puzzle," *Quarterly Journal of Economics*, vol. 110.1, pp. 73-92.

Coronado, J. L., and Sharpe, S. A. (2003), "Did Pension Plan Accounting Contribute to a Stock Market Bubble?", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1:2003

Gold, J. (2000), Accounting/Actuarial Bias Enables Equity Investment by Defined Benefit Pension Plans, *Working Paper*, Pension Research Council  
OECD (2006), *Pension Markets in Focus*, October 2006, Issue 3

Grant, T.C., G.H. Grant, and W.R. Ortega "FASB's Quick Fix for Pension

Accounting Is Only First Step", *Financial Analyst Journal*, Vol.63, No2, pp.21-35

Volder, Oscar (2006) 「集团的確定拠出年金（CDC）制度に関するオランダの事情」退職給付ビッグバン研究会、<http://www.ier.hit-u.ac.jp/jprc/soukai2006/volder-ppt.pdf>

Waring, B. M.(2004), "Liability-Relative Strategic Asset Allocation Policies", *Conference Proceedings*, CFA Institute

Waring, B. M. and L. Siegel (2007), "Don't Kill the Golden Goose! Saving Pension Plans", *Financial Analyst Journal*, Vol.63, No.1, pp.31-45

五十嵐則夫(2007)「年金会計の国際的動向について」『年金と経済』26巻3号、年金シニアプラン総合研究機構

小島孝一(2004)「負債の時価評価」、退職給付ビッグバン研究会原稿、<http://www.ier.hit-u.ac.jp/jprc/soukai2004/kojima-paper.pdf>

須田一幸(2007)「退職給付会計基準が企業経営と資本市場に与える影響」『年金と経済』26巻3号、年金シニアプラン総合研究機構

臼杵政治(2003)「企業年金に関する会計基準と資産運用・制度運営の関係について」『年金と経済』22巻2号、年金総合研究センター

臼杵政治(2005)「退職給付会計における2つの変化」『国際情報研究』第2号