

退職給付会計導入が我が国確定給付型年金運用に与えた影響 —確定拠出型年金を含む個人資産運用の在り方への示唆—⁽¹⁾

平 井 友 行

目次

1. 退職給付会計の導入
2. 退職給付会計と経営における年金運用問題
 - (1) 退職給付会計の導入と「会計基準変更時差異」
 - (2) 数理計算上の差異と年金運用
3. 確定給付型年金の現況とその課題
4. 基本政策アセット・ミックス
 - (1) 基本政策アセット・ミックスの前提条件
 - (2) 課題
 - (3) 最適化プロセスと負債サイドを意識した運用のあり方
5. 確定給付型年金運用と受託者責任
6. 今後の確定給付型年金運用のあり方
7. 確定拠出型年金運用を含む個人資産運用の在り方への示唆

1. 退職給付会計の導入

我が国では、2001年3月期、退職給付会計が導入された。それそのものは、会計ビッグバンともよばれる一連の会計基準制度変革の一つではあり、一種の「技術論」でもあるが、我が国企業に対しては、単に、年金の隠れ債務を顕現化させたということ以上に強いメッセージを与えるものであった。

年功序列賃金制度、終身雇用制度といった日本的経営の根幹をなす二つの制度の在り方を改めて問い直すこととなったし、退職後給付制度について、従前の確定給付型年金以外にも確定拠出型年金導入がはかられ、日本企業の中には、確定給付型年金制度を廃止するところもあった。

本稿では、退職給付会計の導入が、これまでの確定給付型年金運用の在り方に与えた影響について論じることとしたい。

(1) 本稿は、実務家の方々との議論がベースとなっている。また、作成段階では、多くの識者の方々からご批判やコメントをいただいた。特に、本年9月の日本FP学会では飛田公治大和総研執行役員には貴重なコメントをいただいた。また、加藤寛千葉商科大学学長には何時ものことながら、大変お世話になった。この場を借りて厚く御礼申し上げたい。

確定給付型年金運用の運用手法の変化のもつ本質的な意味は、その「対極」として導入されたかのように論じられがちな確定拠出型年金運用にあたっては、考慮されねばならぬ重要なものであり、今後の個人の資産運用にとって重要な役割を果たすFP及びその活動に対して、その意義を主張することが本稿の副次的な目的でもある。

2. 退職給付会計と経営における年金運用問題

(1) 退職給付会計の導入と「会計基準変更時差異」

1998年6月、企業会計審議会が「退職給付会計に係る会計基準」を公表し、1999年9月には、日本公認会計士協会が「退職給付会計に関する実務指針（中間報告）」を発出、2000年4月1日から、我が国において退職給付会計が導入された。

退職給付に係わる会計基準によって、従前は、退職給与引当金として計上されていた退職一時金も、外部積み立てとして掛金を企業外部に拠出していた厚生年金基金や税制適格年金も、一括して同一基準によって退職給付債務が計算され、貸借対照表上では、退職給付債務から会計上の年金資産を控除した額が退職給付引当金として計上されることとなった。

企業年金の債務計算において、我が国では長らく「予定利率5.5%」が使われていたが、退職給付会計導入以後の退職給付債務計算では「期末の適正な金利で割り引く」ことが求められることとなり、退職給付債務は、従前に比較すると非常に大きな水準になることが明らかになった⁽²⁾。

退職給付会計では、導入時の激変緩和措置として、従前の会計基準で会計処理された額と新たな退職給付会計基準で会計処理した額の差を「会計基準変更時差異」として15年以内の分割処理をみとめている。この差異がまさに、退職給付会計導入が決定された当時「年金の隠れ債務」とよばれ、日本企業全体で100兆円以上に至り、株価・格付などにも甚大な影響を与えるとされたものである。

(2) 数理計算上の差異と年金運用

我が国が退職給付会計を導入した直後の2000年度から2002年度までの三年間は、国内株式市場の低迷に相俟って、企業年金運用においてはマイナス・リターンが継続することとなった。

退職給付会計導入以前は、企業年金の積み立て不足は過去勤務債務の償却による掛金を増加させることによって長期間にわたって処理されていたが、退職給付会計導入後は、「年金資産の期待運用収益と実際の運用成果との差異、退職給付債務の数理計算に用いた見積数値と実績との差異及び見積数値の変更等により発生した差異」は「数理計算上の差

(2) 退職給付会計導入前後の我が国の10年国債の金利水準は歴史的に低位安定な時期でもあり、期末の一時点の金利水準で退職給付債務の割引計算を行った場合、余りにも巨額になることが考慮され、実務指針上では、割引率として「安全性の高い長期の債券利回り」の一定期間の利回りの変動を考慮して決定できるとされた。

異」として把握されることとなった。

「数理計算上の差異」は平均残存勤務期間内の一定期間において償却されることとされているものの、健全性の観点から、我が国企業においては5年程度以内の短期間で償却することを選択することが多い⁽³⁾。

結果として、年金運用のリターンが企業収益に直接的に影響することとなり、経営上のリスクの大きさが認識されるようになった。

特に、退職給付会計導入直後の三年間は、企業年金の運用がマイナス・リターンであったことから「数理計算上の差異」が毎年発生したことに加え、国債の金利水準が一貫して低下し、退職給付債務も増大する傾向にあったことから、確定給付型企业年金そのものを保有することがコストであると一方的に見なされ、退職後給付制度の中心に確定拠出型年金を据える企業も増加していった。

3. 確定給付型年金の現況とその課題

退職給付会計導入、運用パフォーマンス低調が継続する中であって、確定給付型企业年金の運用の在り方については、実務上、実に様々な工夫がなされた。

株式、債券を主たる投資対象としていたところから、代替（オルタナティブ）資産として、ヘッジファンド、プライベート・エクイティや不動産投資を増大させたりすることで「相場の上下に影響されずに」「絶対」リターンを確保しようとしたりすることもあった。

予定利率の引き下げや給付水準の引き下げを実施し、退職給付債務の減少を図るような、年金制度そのものを負債サイドから変更しようとするケースもあった。

様々な実務上の工夫がなされてきたものの、確定給付型年金運用の成果が企業本体の収益に強く影響を及ぼしてしまう現状はいびつであり、年金運用の在り方は未だに議論の途中にある。2003年度以降、年金運用のリターンはプラスに転じ、特に、2005年度の好パフォーマンスによって「年金問題は解決した」といわれることもあるが、このことそのものは、株式市場の変動に企業収益が影響を未だに受けているということであり、年金運用の基本的なフレームワークの見直しが進んでいるとはいえない。株式市場が低調になればまた「年金問題」が再び浮上することとなる。

退職給付会計導入によって、企業年金の所謂「隠れ債務」が明確になり、企業は年金制度を変更する等の諸施策を矢継ぎ早に打ったが、経営上の認識を越えてプラス・マイナスの経営の認識を超えた大きな「数理計算上の差異」が発生するリスクをおさえきれていない。

長期的な負債サイドを有する企業年金にあって、一会計年度を強く意識しすぎる必要はないが、三年間にわたってパフォーマンスが悪化することが、運用する以前に想定範囲内であったかはささか疑問である。

筆者は、想定している前提の置き方、具体的には、本来の年金運用の運用目標に照らして現状のアセット・アロケーション（基本政策アセット・ミックス）の決定方法に課題が

(3) 旭化成は「数理計算上の差異」を単年度一括償却することを選択しており、本業での収益以上に企業年金の運用成果が会社収支に及ぼす影響が強いことで注目されている。

あるのではないかと考えている。

従来の確定給付型年金の運用の基本的な考え方は、その戦術論に至るまで、非常に多くの論客・類書で論じられることが多いが、ここでは、特にそういった考え方の前提条件に着目しつつ概説する。

厚生年金基金、税制適格年金等の確定給付型企业年金の運用で最も重要なことは「運用の基本方針」を定めるということになる。「運用の基本方針」を策定することの目的は、デュレーションの長い負債サイドを有し、本来であれば、時間を見方につけなければならないであろうともいわれる年金資産運用にあつて、短期的な相場の上下変動に振らされ、相場の後を追うような事態に陥ることを回避することにある。そのいわば「技術」がアセット・アロケーション（基本政策アセット・ミックス）を如何に定めるかということになるが、この資産配分決定が、退職給付会計との関係においても重要な意味を持つことになる。

4. 基本政策アセット・ミックス

(1) 基本政策アセット・ミックスの前提条件

基本政策アセット・ミックスを策定するにあたっては、投資対象資産に関するリターン、リスク、投資対象資産間における相関係数を事前に設定しておかなければならない⁽⁴⁾。

基本政策アセット・ミックス策定段階で必要とされるリターンは、将来に向けての予測数値である。リスク・相関係数については、過去のヒストリカル・データを活用することが一般的だ。

一方で、リターン予測については、その予測精度を引き上げるべく、単に過去のリターンのデータセットを取り上げるだけではなく、様々な工夫がなされている。

マクロ経済状況から投資対象資産のリターンを予測する方法、投資対象資産にはそれぞれリスク・プレミアムが存在することを前提として、期待インフレを予測した上で、リターン数値の予想を実施する「ビルディング・ブロック方式」等である。

上記は、基本政策アセット・ミックス策定の前提条件を設定する一般的なプロセスであるが、ここまでの段階でも、退職給付会計が与えている経営・財務・本体収支への影響を考察する上で、その設定方法等に様々な課題があるといえる。

(2) 課題

まずは、投資対象期間の問題である。

資産運用のリターンの成果を得る時間は通常では数年（3年～5年）という期間を考えるが、退職給付会計導入後の企業経営者の単年度重視型思考には不具合を生じる。特に、数理計算上の差異を単年度償却する企業にとっては、年度初に置かれた基本政策アセット・

(4) モダン・ポートフォリオ理論において、リターンは、インカムゲインとキャピタルゲインを合計した収益率をあらわし、リスクはそのリターンの振れ幅、具体的には標準偏差という統計数値で表現することとなっている。

ミックス上の「期待」リターンが実現しないことに「期待外れ」な印象を有することも多いであろう。

例えば「期待リターン（収益率）5.07%，リスク（標準偏差）9.79%」という基本政策アセット・ミックスの意味するところは「単年度では-4.72%から14.86%というリターンに落ち着く可能性が68%程度で存在する」ということであるが、企業経営者はそのことをどれだけ理解しているであろうか？

仮に、年金の試算規模が5,000億円もあれば、68%程度の可能性で1,000億円弱のブレ幅が生じるのである。

もう一点は、過去のヒストリカル・データの問題である。リスク・相関係数などは過去のデータセットの平均値の年率換算であり「平均化」されているがゆえに、短期間あるいは単年度においては、それ以上のブレ幅が当然に現出するということである。その幅は、1,000億円弱どころではなく、全体資産の3割程度（この設営では1,500億円）の上下の振れ幅が存在することも十分にありうるのである。

筆者は、こういった年金資産のリターンが振れ幅を生じるということについて経営者の理解が事実認識としてないのではないかと思う。このような前提条件を設定した段階で当然にこのような振れ幅は存在するのである。

(3) 最適化プロセスと負債サイドを意識した運用のあり方

期待リターン、リスク、相関係数という前提条件からは、基本政策アセット・ミックスの集合群が導出される。これらは「同一の期待リターンで最もリスクが最小の資産配分」ともいえるし「一定のリスクで最大の期待リターンを有する資産配分」ともいえる。これらの一連の過程を「効率的フロンティアの導出過程」とか「最適化」とよぶ。

基本政策アセット・ミックスの集合群から一つを絞り込む過程では、年金の負債サイドのキャッシュ・フロー等にも配意した上で、企業年金の不足額を最小化させるべく、幾度と無く資産サイドとの突き合わせが実施される。

これまで基本政策アセット・ミックスの導出過程では、まずは、資産サイドを一旦最適化した上で、最後の段階で負債サイドを意識するというスタイルを取っている。

一方、最初の段階で負債サイドの特性を十分に意識した上で、資産配分を決定しようとする方法に「サープラス・マネジメント」手法というものがある。通常の政策アセット・ミックス策定過程と異なり、資産と負債の差額（剰余）をサープラスとよび、そのサープラスを出来る限り一定に保とうとするものである。金利上昇により資産が減少したとしても、同時に負債が減少することになれば、サープラスは一定となり、年金財政は安定しているといえる。

この場合、負債として認識するものを、年金財政上の負債である責任準備金ではなく、退職給付会計上の負債である退職給付債務とすることがある。

企業年金制度は大きく企業活動全体の中で維持されており、退職給付会計の影響を強く受ける場合にはその度合を最小にしたいという動機は、企業にとっては合理的行動といえる。

負債サイドを意識した運用の在り方の重要性については次項で企業年金運用の目的との

兼ね合いで論じたい。

5. 確定給付型年金運用と受託者責任

確定給付型企業年金は、掛金と積立資産の運用益によって将来の給付を賄うこととなっている。それゆえ、確定給付型企業年金の目的は、年々の給付の原資を確実に確保し、将来の年金債務に見合う積立金を確保することである。

退職給付会計の導入は、一連の確定給付型企業年金の目的を、母体企業及び企業年金の双方が、達成すべく努力する必然性を再認識させた。「運用は企業年金、拠出は母体企業」といったような二律背反的な整理ではなく、企業年金制度を維持すべく、給付の原資の確保にも将来の年金債務に見合う積立金を確保することにも企業自ら責任をもってあたらなければならないのである。「受託者責任」である。

それゆえに、負債サイドを意識したサープラス・マネジメントには、母体企業及び企業年金ともに、これまで以上に着目されてよい。企業年金運営の目的の原点は、まずは「給付を確実にする」ことだからである。基本政策アセット・ミックスは策定したが、市場環境がそれにマッチしなかったから「給付は出来ない」ということでは受託者責任を満たしているとはいえないのである。

6. 今後の確定給付型年金運用の在り方

退職給付会計導入は、母体企業にその年金運用の重要性を認識させた。しかし、その認識は、退職給付会計の煩瑣に加え、資産運用に対する経験不足から、退職給付債務を如何に切り離すかに終始した感が否めない。

本稿では、これまでの資産サイドからの政策アセット・ミックス策定過程で前提とされてきたことに一定の批判を投げかけるとともに、負債サイドを意識したサープラス・マネジメント手法の重要性を少しく触れた。しかしながら、これまでの基本政策アセット・ミックスの策定方法がすべて批判される必要は全く無く、むしろ、その巧拙を知るべきであろう。幾つかの前提条件については、その「予測性」が十分に意識されるべきだし、ターゲットとしている投資対象期間が異なることなども、母体企業及び企業年金双方に理解されるべきであると考ええる。そして、そういった理解の下で、基本政策アセット・ミックスが策定されることがより安定的な確定給付型企業年金の運営に繋がっていくものと考えられる。

退職給付会計導入後の2000年度からの三年間は株式市場の低迷も相俟って、企業年金（確定給付型年金）運用がマイナス・リターンとなり、既述の様な問題が顕現化した。一方で、2003年度以降の三年間はプラス・リターンが継続されたことにより、我が国退職給付型企業年金運用の世界では「年金は既に経営課題ではなくなった」という論調もある一方で、運用手法の持つ本質的な問題は解決していないといえる。

確定給付型企業年金は、終身雇用、年功序列賃金制度といった日本の経営の中で維持されてきた。目的とする人材を確保していく為に必要不可欠な制度であったといえる。確定

拠出型年金制度が今後拡大されていくと思われるが、それとて、必要な人材確保の一つの手段である。

確定給付型年金制度をすべて確定拠出型年金制度に切り替えればすべて問題が解決されるというのはあまりにも早計であろう。

確定給付型年金制度は退職給付会計導入によって、運用手法を含め様々な変革を迫られている。高齢化社会を迎える中で必要な人材確保は今後ますます難しい局面も予想されている。企業としては、このような企業年金運営にあっても多様で効率的な制度運営が不可欠であると考えられるが、本稿では特に、確定給付型年金の運用に対する「効率化」の在り方について論じることとなった。

7. 確定拠出型年金運用を含む個人資産運用の在り方への示唆

「貯蓄から投資へ」というながれのなかで、個人の資産運用に注目が集まっている。本稿でのべた確定給付型年金運用における負債サイドを意識した運用の重要性は、確定拠出型年金運用を含む個人の資産運用にも同様である。

確定拠出型年金導入は、企業サイドからすれば、運用成果に対するリスク及び退職給付債務を切り離すことが可能となる一つの「ツール」かもしれない。一方、個人にとっては自身の運用に関する裁量によって退職後給付を準備することとなり「自由度」が膨らんだように感じるところもあると思うが、運用には自ずと一定のルールがある。

個人の運用にあっても分散は重要であることに論を待たないが、これまで述べてきた確定給付型年金運用にかかわる「失敗」を個人運用にあっても繰り返すことがないようにすることが肝心である。

一般的には、ライフ・サイクルの各段階で資産配分（基本政策アセット・ミックス）をゆっくりと変化させることが基本であると考えられており、それそのものにあやまりはないが、注意すべきは、確定給付型年金運用がそうであるように、策定にあたっての前提条件を考えれば、個別資産には相応のボラティリティ（振れ幅）が存在し、単年度では相応の上下動を生じることとなる。運用姿勢としては、そういった資産サイドの上下動に一喜一憂することなく、基本政策アセット・ミックスを決定・維持していくことが重要である。

確定給付型年金運用においては、既述の通り、運用前に設定した年度「期待リターン」との乖離に目を奪われがちであるが、確定拠出型年金運用を含む個人資産運用においては、寧ろ、保有資産に加え、個人のライフ・サイクルのいずれの段階においていかなるキャッシュ・イン・フロー、アウト・フローが生じるかという負債サイドを常に正確に意識した上で、資産配分（基本政策アセット・ミックス）を考えていくことが重要であり、それが「運用の基本方針」であるといえる。資産サイドからのみ年度の「目標リターン」を設定するような愚はおかすべきではない。

個人が資産運用に入って間もない我が国にあって、こういったことを丁寧に個人にアドバイスしていくFPの活動はますますその重要性を高めていくものと思料される。

以上

参考文献

- 泉本小夜子 (2006), 『退職給付会計の知識』 日本経済新聞社
- 井出正介・飛田公治編著 (2006), 『企業経営と年金マネジメント』 東洋経済新報社
- 平井友行 (2005), 「書評：山口登編著『実務家が答える年金基金資産運用相談室』 (東洋経済新報社, 2005年)」 『証券アナリストジャーナル』 第43巻第10号, 2005年10月, pp.122-125
- 山口登編著 (2005), 『実務家が答える年金基金資産運用相談室』 東洋経済新報社
- Muralidhar, A, S. (2002), *Innovations in Pension Fund Management*, Stanford University Press (ソニーグローバルペンションマネジメント訳『年金マネジメント・イノベーション—プランスポンサーによる年金 ALM 退職給付会計の知識』 きんざい, 2005年)
- 企業年金基金連合会ホームページ <http://www.pfa.or.jp/>

〔抄 録〕

我が国では、2001年3月期、退職給付会計が導入された。退職給付会計導入は、母体企業にその年金運用の重要性を認識させた。特に、確定給付型年金運用の資産サイドにおける政策アセット・ミックス策定過程で前提条件については、その「予測性」が十分に意識されるべきであり、ターゲットとしている投資対象期間が異なることなども、母体企業及び企業年金双方に理解されるべきである。そして、そういった理解の下で、基本政策アセット・ミックスが策定されることがより安定的な確定給付型企业年金の運営に繋がっていくものと考えられる。一方、確定拠出型年金運用を含む個人資産運用においては、寧ろ、保有資産に加え、個人のライフ・サイクルのいずれの段階においていかなるキャッシュ・イン・フロー、アウト・フローが生じるかという負債サイドを常に正確に意識した上で、資産配分（政策アセット・ミックス）を考えることが重要であり、それが「運用の基本方針」である。確定給付型運用が陥った資産サイドからのみ年度「目標リターン」を設定する様な愚はおかすべきではない。個人が資産運用に入ってから間もない我が国でこういったことを丁寧に個人にアドバイスしていくFPの活動はますますその重要性を高めていくものと思われる。