

年金運営の新潮流を読み解く⑤

2 会計の時価主義化、運用変革で対応した米英蘭

確定給付年金制度の存続は可能

昨今、日本の年金基金運営に携わる人々の口の端に上っている話題として、財務会計基準の即時認識への移行がある。その対象は数理計算上の差異だけでなく、米国のように年金資産・債務のすべての価格変動に広がろうとしている。ただ、筆者が強く注意を促したいのは、即時認識にみられるような時価主義的な会計基準への動きが、財務会計だけではなく積立基準の会計にもみられることである。では、時価主義的な会計基準に年金制度としてどう対応できるのだろうか。本稿では、世界的に見て確定給付企業年金の運用資産規模が最も大きな米国、英国、オランダに絞って、まず財務会計基準、次いで積立基準の会計における時価主義化の動き、さらに、3カ国の企業年金が特に資産運用面でどのように対応してきたかを紹介し、結びとして日本への示唆を簡単に述べる。

財務会計の時価主義化

即時認識と期間ごとの割引率

先進国の会計では従来、日本だけでなく英米の基準、あるいは国際会計基準でも積み立て不足（余剰）額の変動を長期間にわたって認識する遅延認識が認められていた。遅延認識であれば、年金資産・債務の時価（公正価値）の変動が直ちに財務諸表には反映されない。

例えば、年金資産が100あるとする。資産の期待運用収益率が年率4%であれば4の運用収益を生み出すことが予定されている。ところが、ある年の実際の運用収益がマイナス6であり、100の資産が94に減ったとする。この場合、損益計算書には4の運用収益が計上され、実際のリターンとの差額10については、従業員の平均残存勤務年数の間に少しずつ財務諸表に認識することが認められている。平均残存勤務年数が10年であれば、毎年1ずつ退職給付費用として計上され、それだけ（正確には税

効果分を除いて)株主資本を減らすのである。

ところが、2003年に導入された英国の財務報告基準17号(FRS17)および06年末に施行された米国の財務会計基準報告158号(FAS158)では、この差額10をその年1年で、貸借対照表上の積み立て不足として認識することになった。これが即時認識である。即時認識になると、運用損益や割引率の変化による年金資産・債務額の増減や、その差額である積み立て不足(余剰)額の変動が毎年の財務諸表に全額反映される。

オランダで適用される国際会計基準19号(IAS19)では依然として遅延認識が認められている。しかし、06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を選択できることとした。さらに、米国との間で会計基準の統合を進めていることから、IAS19でもFAS158同様に即時認識が原則となる可能性が高い。

遅延認識とともに、各国の財務会計上の年金債務が時価(公正価値)評価された債務と異なる点は、給付が支払われるまでの年限(期間)にかかわらず、共通の割引率(金利)を使って現在価値に換算されていることである。FRS17やFAS158における債務の割引率は従来通り、全期間共通(優良債券の運用利回り)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ごと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実例もあるという。そうした点からも、債務の評価が時価に近づいているのである。

積立基準でも時価主義化

債務評価軸に公正価値へ

積立基準の会計(いわゆる制度会計)は、年金制度が続くことを前提に将来給付を払う際に十分な支払準備資産を確保する「継続基準」と、現時点で制度が解散・終了しても、その時点までに発生した年金債務(解散時債務)を払うだけの資産を維持することを求める「非継続基準」に分かれる。

従来、米英蘭ともこの両基準において、年金債務は時価評価されていなかった。継続

基準では、債務の割引率である予定利率が期間にかかわらず1本である上、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した利率を使うことができた。非継続基準の債務の計算でも、全期間の給付に共通の1本の割引率が適用されていた。

ところが、積立基準の会計においても債務の時価（公正価値）を反映させようとしている。米国では06年8月に制定された年金保護法によって積立基準が改正され、資産・債務の評価を時価（公正価値）により近づけるようになった。特に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のを、財務長官が定めた社債のイールドカーブから、給付年限ごとにそれまでの期間に対応した金利を導きだして使用することとした。

英国でも、04年年金法により、各年金基金が積立目標となる債務額をFRS17による債務や年金保護基金の積立基準額（保険料を決める場合に考慮する債務額）以上に保つよう求められた。FRS17による資産・債務の評価額は時価（公正価値）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（バイアウトコスト）を推定した金額であり、債務の時価の見積もりにほかならない。積立基準の年金資産・債務の評価に時価（公正価値）が反映されつつあるわけだ。

オランダでは07年からFTKと呼ばれる新しい積立基準が適用された。非継続基準の1つだ。積立比率が105%以上であること、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。FTKの基準としては、将来の給付をその年限の市場金利（スワップレート）で割り引いた現在価値を使う（従来は割引率は、4.0%の固定）。

このように財務会計だけでなく、積立基準においても資産・債務、特に債務の評価額がこれまで以上に公正価値（時価）に近づいている。

資産運用における対応

LDIと運用多様化が浸透

財務と積み立てという2つの会計基準に時価会計が取り入れられたことに対応し、年金基金の資産運用にも大きな変化がみられる。第1は債務を基準とする資産運用（いわゆるライアビリティ・ドリブン・インベストメント：LDI）が広がってきたこと、

第2が上場株式や債券など伝統的な資産への投資から運用対象・運用手法が多様化してきたことである。

LDIとは、時価で見た債務の変動（リターン）に年金資産の変動をできるだけ合致させながら、より高いリターンを目指す運用手法を指す。資産・債務を時価でとらえる点に従来の資産負債管理（ALM）との違いがある。上述したように、財務会計・積立基準の会計がともに年金資産・債務の時価（公正価値）をより忠実に反映するようになると、両者の変動をできるだけ合致させて、積立不足・余剰の変動を抑えることが重要になる。

債務の変動要因には、①金利（割引率）②余命（終身年金の場合）③インフレ率（物価スライドする場合）—の3つがあり、これらの3つのリスクを管理できるLDIへの関心が米英蘭で急速に広がりつつある。

取り組みが最も早かったのがオランダであり、FTKの導入が発表された05年頃から、世界最大の企業年金基金ABPのほか、フィリップスなど大企業の年金基金を中心にLDIの採用が増加した。

また、英国では01年ごろから、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た（表2）。さらにFRS17の導入、04年年金法の制定を受け、LDIへの関心が高まった。

英国の確定給付年金はインフレスライドする終身年金を支給するので、積立余剰・不足額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。LDI採用の狙いは、これらのリスクからの脱皮（デリスキング）にある。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年金のリスクヘッジに使われているほか、余命リスクのヘッジ手段の開発も進展しつつある。

米国ではLDIの採用が最も遅れていた。しかし、06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っている。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、ある調査では年金基金全体の34%に達する。Pensions&Investments誌による上位200の確定給付年金への調査では、00年（9月末）に49.1%であった国内株式への配分割合はその後大幅に減少し、04年には43.3%、さらに06年には38.5%となった。他方、債券への配

分は趨勢（すうせい）的な増加ではないものの、06年には前年の23.6%から2.9ポイント増加して26.5%となっている。

LDIなど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不足の大きな基金で高い。ゼネラルモーターズ（GM）では06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。同社の年報によると、年金保護法による積立基準やFAS158に対応した動きだという。

運用面での第2の対応が、上場株式や債券など伝統的資産からの運用対象・手法の拡大である。エマージング株式・債券や不動産、コモディティ、インフラストラクチャーなどへの投資によるベータの多様化や、同じ株式投資でもプライベートエクイティやヘッジファンド投資などを通じたアルファ獲得の試みが好例である。

これらの運用対象・手法の多様化は直ちに年金資産・債務の時価評価への対策になるわけではない。しかし、債務からの乖離（トラッキングエラー）をできるだけ抑えつつ、債務よりも高いリターンをあげるため、言い換えると運用効率化のためには、上場株式へのロングオンリー投資など伝統的な運用手法にとらわれず、あらゆる機会を活用することが不可欠になった。LDIといえども、債務に完全にマッチしたポートフォリオを組むとは限らず、リターンを得るために多様な資産に投資する手法を活用する。

一例として、オランダ最大の年金基金（06年末の総資産2000億ユーロ）であるABPは06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。債務ヘッジポートフォリオは物価連動債や固定利付債から成り、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商品から構成される。

特にヘッジファンドやプライベートエクイティ投資では、マネジャー間の運用成績の格差が、上場株式のアクティブファンドに比べて格段に大きい。言い換えると、「リターンの変動の90%以上が（戦略的）資産配分によって決まる」とはいえない。そこで、オルタナティブに投資する際には、戦略的資産配分の決定よりも、①ヘッジファ

ンドなどにおける運用スタイルの選択・配分②マネジャーに対するデューデリジェンスや選択・評価、③個別マネジャーのリスク管理、など戦略決定後の実行過程がより重要な課題とされている。

日本への示唆

非継続基準の債務をより時価に

07年8月、日本の企業会計基準委員会（ASBJ）は国際会計基準理事会（IASB）と11年6月までに両者の会計基準の差をなくすことで合意した。また、米国FASBとも06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。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でも、少なくとも貸借対照表の上では遅延認識から即時認識に移行するなど、時価（公正価値）会計を取り入れる可能性が高い。

ただ、上述した各国の対応からわかるように、時価主義あるいは即時認識が取り入れられたとしても、LDIなど資産運用面の対策をとることで対応することができる。必ずしも確定給付年金制度の終了につながるわけではない。むしろ、LDIを進めていく上では、債務が時価評価されていた方が都合は良い。遅延認識などのために年金資産・債務評価と時価が異なると、せっかく、資産・債務の時価の変動を合致させていてもその効果が失われてしまうからである。

とはいえ、困るのが財務会計だけに時価評価が取り入れられていて、積立基準の会計はそうでない場合である。年金資産の時価を異なる2つの債務に合致させることは不可能である。そう考えると、日本の年金基金としても積立基準、特に非継続基準の債務評価をより時価に近づけるようにすることを考慮すべきであるように思われる。

（年金制度研究会 ニッセイ基礎研究所
臼杵政治）