

(年金制度)：企業年金の運用に対して必要な規制を考える

日本の企業年金の運用配分に関しては、運用基本方針の下、ほぼ各年金の裁量に任せられている。果たして、このままで良いのだろうか。海外の年金に対する運用規制の事例を参考にしつつ、今後の企業年金運用と制度の枠組みについて、受託者責任を意識しながら考えてみたい。

日本の企業年金の運用に関しては、1997年にいわゆる5：3：3：2規制が廃止された結果、実質的には何らの規制もなくなっていると言って良いだろう。A I J事件で明らかになった特定ファンドへの集中投資といった現象も、規制緩和の弊害と見ることが可能である。同事件を踏まえた対応策を検討する中で、企業年金に対して何らかの運用規制を課すべきかという検討もされたが、多数の反対意見によって打ち消された形になっている。しかし、翻って銀行や証券に対する自己資本比率規制や、保険会社に対するソルベンシーマージン規制の世界的動向を考えると、国民経済・生活に影響を及ぼすような経済主体に対して、何らかの規制を課すことは一般的な動きである。規制を頭から否定すべきではない。例えば、2010年から格付会社に対してもグローバルな観点での横並びより厳しめの監督・規制が導入されており、導入以前には強い反発も見られたが、結局、金融商品取引法の改正により証券取引等監視委員会の監督に服している。改めて、企業年金の運用に対する規制のあり方を考える時期ではないか。

保険会社に対する規制では、欧州委員会の提案するソルベンシーⅡが、世界的にも進んだものとみなされている。欧州のソブリン危機問題もあって、未だに完全な実施とはなっていないが、日本の既存のソルベンシーマージン規制より厳しいものであるだけでなく、同時に、年金に対しても類似の規制を課すことが提案されている。欧州においては保険と年金の監督機関が同一（欧州保険年金監督機構：**European Insurance and Occupational Pension Authority**）となっているためもあるが、年金関係者からの反発は強く、現在までのところ、年金に対するソルベンシー規制の導入は具体化していない。一方で、オランダやスウェーデン等既に企業年金に対し同種の規制を導入している国がある。実際に、オランダの企業年金関係者は、日本の一部の企業年金にあるような、利回り等を求めて大きなリスクを取った運用は採用し得ないと語る。

図表1：オランダの年金財務評価フレームワーク(FTK)のポイント(2007/1)

1) 年金債務の評価利率に市場実勢を反映

固定利率からスワップ市場の実勢に基づいたイールドカーブに変更

→2012/10より実勢の把握し難い20年超についてUFR (Ultimate Forward Rate) 採用

2) 積立基準の検証

・年金債務の105%を超える積立率が確保できるかの検証

・1年後の積立率が105%を下回る確率が2.5%以下という検証

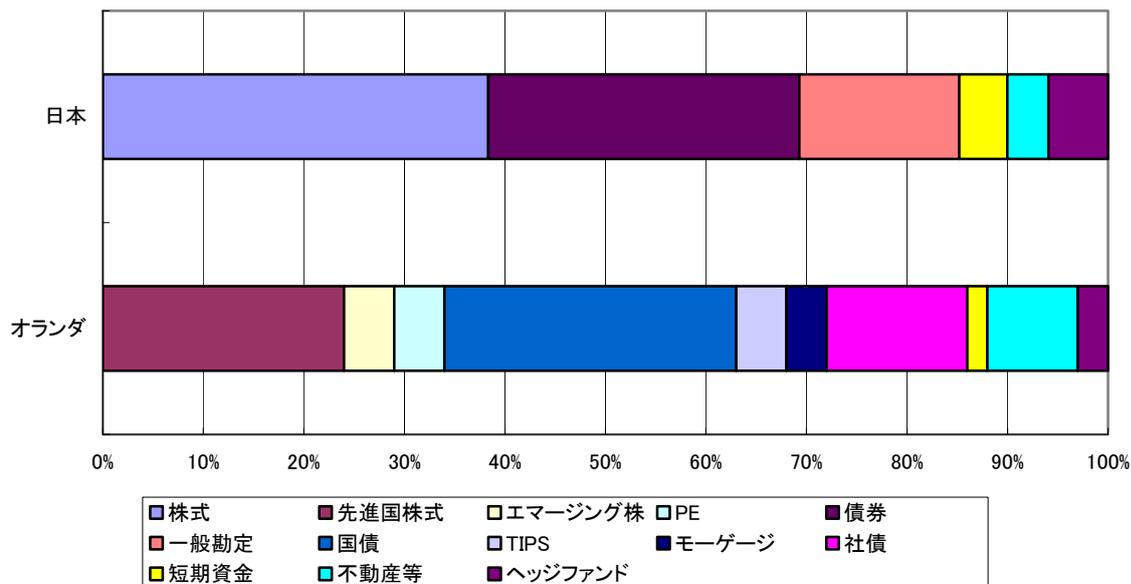
→リスクシナリオに際しても、十分な積立率があることの検証

想定するリスクシナリオ：金利の上下変動、株式や不動産・為替の下落、信用スプレッドの拡大、死亡率の改善等

これまでの日本の企業年金にとって運用規制を再導入する必要がなかったのは、リスクを取った運用が失敗し積立不足が生じて、中期にわたって分割償却することが可能であり、また、場合によっては、母体企業による特別掛金の拠出によって補填することが可能であったからではないか。ところが、退職給付会計基準の変更によって積立不足の即時認識が求められるだけでなく、母体企業の財政状況が厳しい現在では、企業年金運用そのものが、母体企業の経営リスクとなっている。そして、同時に、年金運用の失敗の有無によって、従業員及び年金受給者の給付金額が大きく左右される状態となっているのである。企業年金の受託者責任を考えると、過大なリスクテイクが許容されないことは言うまでもないだろう。

最近の日本の企業年金の資産構成と、年金に対するソルベンシーマージン型の規制を課しているオランダの企業年金の資産構成を対比すると、実は必ずしも大きな差はない。なお、オランダの場合、年金資産の債務に対する積立比率を105%以上に維持することが必要で、下回る場合には回復計画の提出が義務付けられており、これまでの日本のように大幅な積立不足を継続することは許されない（なお、オランダでは、昨年10月より残存20年以上のイールドカーブの引き方を変更した結果、積立比率が従来の基準よりも数%上乘せされている）。

図表2: オランダと日本の企業年金資産ポートフォリオ比較



(資料) オランダは2012年6月値Putnam社提供・日本は2012年3月値企業年金連合会統計を筆者グラフ化

欧州においても、企業年金に対するソルベンシーマージン規制の導入は実現していないが、仮に日本で導入する場合には、資産内容に応じたリスクウェイトを求めるだけでなく、母体企業の経営余力や個々年金の成熟度を反映することも考慮すべきだろう。加えて、A I J事件等を受けて修正されたガイドラインの趣旨に沿うように、外部有識者を含めた資産運用委員会を定期的に開催しているかどうか、外部のコンサルタントを採用しているか、また、年金そのものが十分な運用経験を有する理事・職員を採用しているか、といった定性的要素をも反映することによって、A I J事件以降強く求められている企業年金運用及び制度全般の見直しに対する一つの回答になり得る可能性があるのではないかと。

(徳島 勝幸)