

基礎研 レポート

企業年金の財政安定化に資する 積立剰余の活用について

金融研究部 上席研究員 梅内 俊樹
(03)3512-1849 umeuchi@nli-research.co.jp

1—はじめに

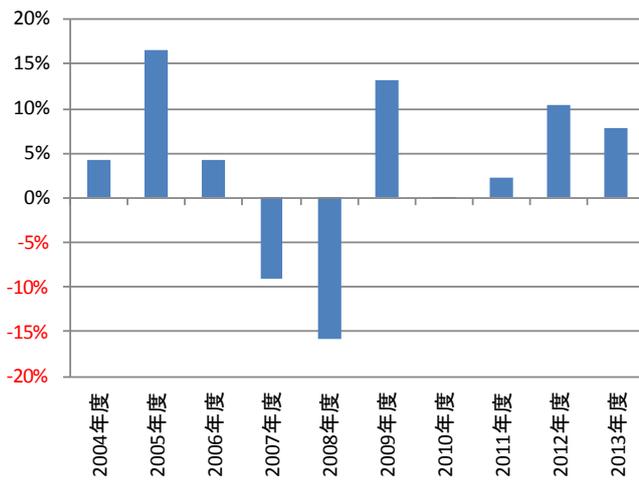
公的年金の減額・縮小が見込まれる中、民間サラリーマンの退職後の所得保障においては、資産残高 53 兆円と確定拠出年金の 7 兆円を大きく凌ぐ確定給付企業年金（以下、DB）の重要性が高まりつつある。この重要な役割を今後も長きにわたり DB が果たしていく上では、何よりも年金財政の健全性が維持され続けることが大前提となろう。ここ数年の良好な運用環境により最悪期を脱し、多くの DB で年金財政上の積立不足が解消された今は、DB の健全性を維持し、持続性を高めるための方策を検討する絶好のチャンスと言える。そこで以下では、積立剰余の主な活用法を概観した後、運用面に着目し、財政の安定性を高めるための積立剰余時の運用リスクの抑制方法を紹介したい。

2—積立剰余・不足の推移

DB の平均運用利回りは、世界的な金融危機に発展した 2007、2008 年度にそれぞれ、▲9.1%、▲15.8%と 2 年続けて大幅なマイナスに見舞われた。未曾有の運用環境の悪化により、積立金を大きく毀損した結果、2006 年度以前に大半の DB で積立金が負債を上回っていた積立状況は、DB 全体の 86%で積立金が負債を下回る積立不足に陥る事態を招いた。唯でさえ経営環境に恵まれず、十分な企業収益を確保することが難しい状況の中で、過大な積立不足の発生により追加的な掛金拠出を強いられるという極めて厳しい状況に、母体企業は立たされることとなった。

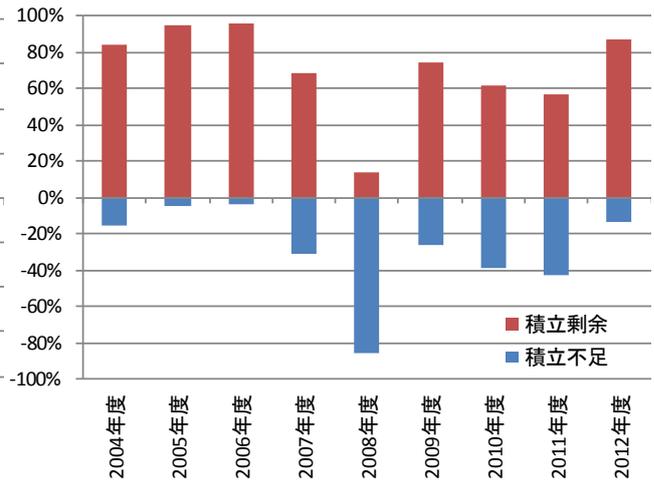
しかし 2009 年度に、世界的な金融危機の反動から運用利回りが大きく改善すると、多くの DB で積立不足を解消した。その後の 2 年間は、予定利率を上回る運用利回りを確保できなかったことから、積立剰余となる DB の割合は緩やかに減少した。ただ 2012 年度にアベノミクスへの期待感から市場環境が好転し、運用利回りが 10.5%に達すると、DB 全体の 87%が積立剰余を確保できるまでに至り、積立比率の平均も 112%にまで達した。2013 年度の調査結果は公表されていないが、運用利回りが DB 平均で 7.8%と予定利率を大きく上回ったことを受け、積立比率で 120%程度まで積立剰余が積み上

図表1 修正総合利回り(DB平均)の推移



出所)企業年金連合会より作成

図表2 積立剰余・不足のDB件数の割合



出所)企業年金連合会より作成

がるまでに、積立状況は更に改善しているものと推測される。

3—積立剰余の主な活用法

DB平均の積立比率で120%と、負債に対して20%の剰余が生じている足元の積立状況は、年金財政の健全性という観点からは極めて望ましい状況と言える。しかし、将来的にも健全な財政状況を維持し、DBの持続性を高めるためには、積立剰余を有効に活用することが欠かせない。以下では、積立剰余の活用法として主だったものを取り上げ、それぞれの特徴について概観する。

積立剰余は、積立金のうち負債を上回る額のことであり、現時点では必ずしも必要のない余分なお金と言っても良い。DBでは将来の給付を将来の掛金収入と積立金の運用収益により賄うことを原則としているため、余分なお金の使い道としては、掛金の引下げと運用利回り目標の引下げに大別できる。具体的には、①特別掛金の引下げ、②予定利率の引下げ（運用利回り目標の引下げ）、③運用リスクの抑制（運用利回り目標の引下げ）の3つを挙げることができる。

①は将来予定されている特別掛金の拠出を止めて、代わりに積立剰余を充てるといったものだ。DBでは、運用損失の発生等により積立不足が一定の水準を超えると、不足を補填するために追加的な掛金（特別掛金）の拠出が求められる。特別掛金の拠出期間は、法令により3～20年と定められているが、将来拠出が予定されている特別掛金は、積立剰余で肩代わりさせることが可能となっている。つまり、この活用法には、将来の一定期間における母体企業の掛金負担を軽減できるメリットがある。

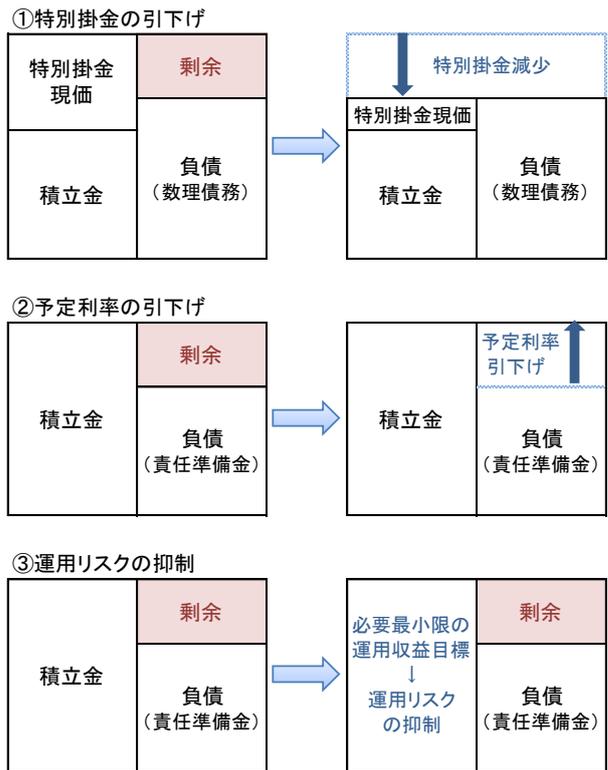
②は運用利回り目標となる予定利率を引下げて、将来の運用リスクを抑え、中長期的な財政運営の安定化を図ることを目的とした活用法である。予定利率を引下げると、給付水準が変わらなければ財政上の負債は拡大するため、負債の拡大分だけ新たに積立不足が発生することになる。こうして生じる積立不足は、掛金の引上げにより賄うのが原則となっている。ただし、新たに生じる積立不足の一部は、積立剰余で相殺することもでき、その場合には、掛金の増加を通常よりも抑えることができる。

③は掛金や予定利率は変えずに、積立剰余を考慮して運用リスクを抑えるというものだ。DBでは、

負債と同額の積立金に対して、予定利率と同等の運用利回りの確保が求められる。このため、積立剰余を含む積立金の全てを対象に予定利率と同等の利回りを目指すことは、必要以上の運用収益を追求することに他ならない。逆に言うと、積立剰余があるのであれば、運用利回りの目標を引下げても制度上求められる運用収益を確保することができるのである。運用収益目標を必要最小限に留め、運用リスクのより低い運用へと移行すれば、多大な運用損失を被る可能性を抑えられるため、財政安定化が期待できる。

上記3つの活用法は、いずれも母体企業にとって一定のメリットを見込むことができる。しかし、積立剰余を維持し、長期的な財政の安定化を図るという観点では、効果に違いがある。①の特別掛金の引下げは、一定期間の掛金引下げはできて、運用リスクを抑えることはできない。また、積立剰余をフルに活用すれば、その瞬間に積立剰余は無くなり、不足に陥るリスクは一気に高まることになる。このため、財政の安定化というよりはむしろ不安定化を招きかねない活用法と言える。②の予定利率の引下げでも、①と同様、積立剰余を使い切れれば積立比率が100%に低下し、短期的には積立不足に陥るリスクは高まる。しかし予定利率の引下げにより、運用リスクを抑えることができるため、①とは異なり、中長期的な財政安定化に一定の効果を期待することができる。③は運用面での工夫により運用リスクを抑える活用法であり、積立剰余が温存されるため、短期的に積立不足に陥るリスクは①、②に比べ低い。しかし、中長期的な財政の安定化という点では、②との優劣は容易には判断できない。積立剰余がどの程度あり、予定利率をどの程度下げられるのか、積立不足が生じる短期的なリスクが低いことが、中長期的な財政の安定化にどの程度寄与するかは、様々な前提条件によって異なるためである。しかし、②では一定程度の掛金の増加を避けられず、一方③は運用面の変更だけで

図表3 積立剰余の活用法(イメージ)



図表4 積立剰余の主な活用法と財政安定化への効果

活用法	特徴	掛金	予定利率	運用目標	積立比率
① 特別掛金の 引下げ	剰余を掛金の引下げに充当 短期的な不足発生確率は高まる 中長期的にも財政安定化は期待できない	○ 特別掛金 減少	変わらず	変わらず	× 低下
② 予定利率の 引下げ	剰余を予定利率の引下げに充当 短期的な不足発生確率は高まる 中長期的な財政安定化が期待できる	× 増加 (増加幅は 抑えられる)	○ 低下	○ 低下	× 低下
③ 運用リスク の抑制	剰余を考慮して運用リスクを抑制 短期的な不足発生確率を抑制できる 中長期的にも一定の財政安定化を期待できる	変わらず	変わらず	○ 低下	○ 剰余維持

実践できることから、取り組み易さには大きな格差がありそうだ。

4—積立剰余時の運用リスク抑制の重要性

1 | 積立剰余時のリスク抑制の必要性

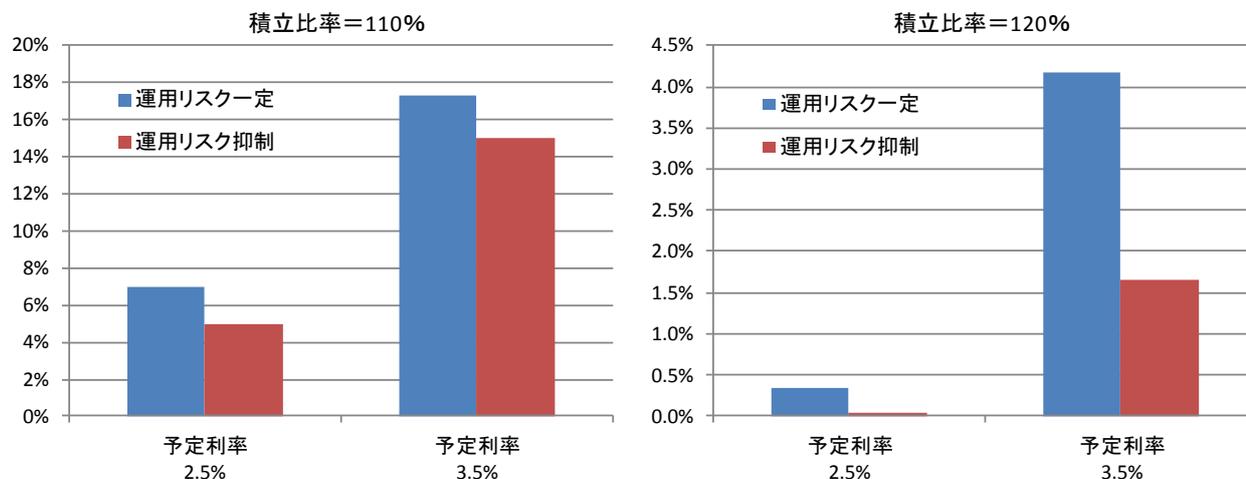
年金運用の目標は予定利率並みの運用利回りの獲得である。しかし、積立比率が異なれば、運用利回りが同じであっても、得られる運用収益は異なる。例えば、負債を100、予定利率を2.5%と仮定すると、積立比率が80%（積立金80）の時には予定利率と同水準の運用利回りで得られる運用収益は2（＝積立金80×予定利率2.5%）となるが、120%（積立金120）であれば3（＝積立金120×予定利率2.5%）となり、より多くの運用収益が得られる。制度上求められる運用収益2.5（＝負債100×予定利率2.5%）との比較では、80%時には運用収益が不足し、120%時には過剰となるのだ。

もっとも、積立不足が一定水準を超えると、追加的な掛金拠出により積立不足の補填が義務付けられている。このため、積立不足時に運用目標を上げる必然性は高くはない。しかしながら、積立剰余時には、過剰な運用収益を制御する仕組みはない。運用収益を期待通りに獲得できる前提であれば、過剰な運用収益を狙う運用を継続することに何ら問題は生じない。しかし、運用にはリスクが付き物であり、期待通りの運用収益が得られるわけではない。むしろ期待通りに行かないのが常である。過剰な運用収益を狙うことは、運用リスクを過剰にとっていることに他ならず、その過剰なリスクが裏目に出れば、折角の積立剰余を消失し、不足に転じる可能性も高まる。積立剰余時には、必要性を見極める必要はあるが、適宜、自発的に運用リスクをコントロールしなければならないのである。

2 | 積立剰余時のリスク抑制効果

積立剰余時の運用リスクを必要最小限に抑えた場合、どの程度の効果が期待できるのであろうか。ここでは、ポートフォリオをリバランスせず1年間持ち続けた場合に、運用リスクの抑制前と抑制後とで積立不足に陥る確率にどの程度の差が生じるかを試算することで、簡便的に効果を確認する。

図表5 1年後に積立不足に陥る確率の比較（運用リスク一定 vs 運用リスク引下げ）



注）“運用リスク一定”は、予定利率と同水準の運用利回りが期待されるポートフォリオのリスクに基づき、1年後に積立不足に陥る確率を試算

“運用リスク抑制”は、負債×予定利率と同等の収益が期待されるポートフォリオのリスクに基づき、1年後に積立不足に陥る確率を試算

図表5が試算結果である。図中の運用リスク一定（青棒）は、運用リスクを抑制せずに、予定利率と同水準の利回りを目指して運用した場合の積立不足の発生確率である。運用リスク抑制（赤棒）は、負債×予定利率によって計算される必要最小限の運用収益が期待できるリスク最小のポートフォリオで運用した場合の試算結果である。起点となる積立比率として110%と120%、予定利率は2.5%と3.5%のそれぞれ2通りのケースについて試算している。

積立水準や予定利率の前提によって、積立不足に陥る確率は大きく異なるが、いずれのケースにおいても、運用リスクの抑制により、積立不足に陥る確率が抑制されていることを確認できる。効果が限定的との見方もできるかもしれないが、1年後の小さな差が長期にわたる運用によって拡大する可能性もある。安定的に予定利率並みの運用収益を稼ぐことが決して容易ではない実情を踏まえると、決して無視することのできない差であると理解できる。

5—積立比率に応じた運用リスクの抑制方法

運用リスクの抑制は、制度面から要求される運用収益を確保できる範囲で行う必要がある。要求水準を満たせないほどリスクを下げれば、仮に期待通りの成果が得られたとしても、予定利率で増加する負債の増分を下回り、結果として積立比率が悪化するからである。あくまでも安定的な財政運営に資する運用リスクの抑制との観点からは、積立不足の発生を抑えることが必要であり、そのためには必要最小限の運用収益の確保が期待できる水準に運用リスクの抑制を留めることが重要である。

もう一つ考慮すべきことは、目標とすべき運用利回りは積立比率に応じて変化するという点である。目標運用利回りは、制度面から要求される運用収益（負債×予定利率）を積立金で割ることで求められるが、分母である積立金は変動する。積立金が増減すれば必ずと目標運用利回りも変化するのである。闇雲に運用リスクを抑えるのではなく、積立比率に応じて、目標とすべき運用利回り、ひいては運用リスクを機動的に調節することが求められる。

こうした考え方を実践するための方法として、まず思い浮かぶのは、積立比率に応じて資産構成割合を変更するというものだ。図表6のように、積立比率の水準ごとに、最適な資産構成割合を予め設定しておき、積立比率の変動に応じて機動的に資産構成比率を変更していくというものである。積立比率が高まり、目標運用利回りが低下すれば、債券重視のポートフォリオへと切り替え、逆に、積立比率が低下し、目標運用利回りが高まれば株式重視のポートフォリオへとシフトするという方法だ。効率的なリスク・コントロールが可能というメリットを期待できる。ただし、頻繁に資産構成比率を変えなければならず、実務負荷が大きいというデメリットがある。当該手法の導入にあたっては、実務負荷に耐えられる体制を整える必要がある。

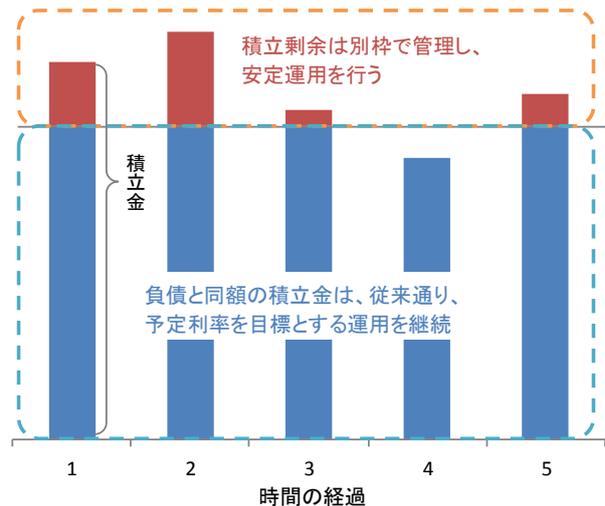
これとは別の実践方法として、分別管理を挙げることができる。積立金を、負債と同額の部分（以下、負債対応勘定）と負債を超える部分（以

図表6 積立比率に応じた基本ポートフォリオの変更（イメージ）

積立比率	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式
0%～100%	54%	17%	13%	16%
100%～110%	58%	16%	12%	14%
110%～120%	63%	14%	11%	12%
120%～130%	67%	13%	9%	10%
130%～140%	71%	12%	8%	9%
140%～150%	74%	11%	7%	8%

下、剰余勘定) とに分けて、それぞれ別々に管理・運用するという方法である(図表7)。負債対応勘定では制度面から要求される運用収益の確保を目指した運用を行い、剰余勘定では負債対応勘定で損失が生じた時に資金を補填することを目的とし、損失発生リスクの低い運用を行うというものだ。この方法では、負債対応勘定で、予定利率を利回り目標とする従来と同様の運用を継続できるところに最大のメリットがある。ただしこのメリットを享受するためには、負債対応勘定の積立金が負債と同額となるよう

図表7 積立剰余の分別管理・運用(イメージ)



に調節しなければならない。さもなければ期待運用収益に過不足が生じるためである。このため、負債対応勘定に損失が生じれば剰余部分から資金を補填し、負債対応部分に利益ができればその利益を剰余勘定に移換し、負債対応勘定の積立金が負債と同額となるようにコントロールする必要がある。

この方法でも、単一のポートフォリオを一定の資産構成比率に維持する従来の運用と比べると、分別管理という一手間が加わることになる。しかしながら、積立水準に応じて資産構成割合を変える方法に比べ、追加的な事務負担が小さく、導入に向けたハードルは低い。分別管理は、積立剰余時における現実的なリスク管理法と言えそうだ。

6—最後に

世界的な金融危機以降、予定利率の引下げが進められ、運用リスクは従来に比べかなり抑制されてきた。しかし、予定利率の引下げの過程で構成比率が高まった国内債券は、過去の金利低下局面で運用収益を押し上げ、積立状況の改善に大きく貢献したが、10年国債利回りが0.5%程度と予定利率を大きく下回る現在の超低金利環境では足かせとなる可能性も否定できない。利息収入は減少し、金利低下余地に限られる一方で、金利上昇を意識しなければならない状況にあるためだ。運用環境全般を見渡しても、不安材料は多岐にわたる。アベノミクスは過去2年の良好な運用環境を先導したが、デフレ脱却の道筋は依存として不透明であるし、海外に目を向けても地政学リスクが経済の成長を妨げる大きな要因となりつつある。予定利率の低下によって、表面的な運用リスクが低下したとしても、こうした新たな課題が浮上するなか、本質的なリスクは決して十分に低いとはいえない状況なのかもしれない。不確実性の高い運用環境が続くなかで、DBの持続性を高めるためには、貴重な積立剰余を如何に有効に活用するかという視点が欠かせない。

もっとも積立不足が生じても、母体企業が掛金引上げを容易に実施できる潤沢なキャッシュフローを見込むことができれば、積立剰余の確保に固執する必要はない。そうしたDBでは、積立剰余を担保に、高い運用リスクをとって積極的にリターンを追求することも選択肢となり得るだろう。しかし、積立不足に陥る局面では、往々にして母体企業の業績も悪化しがちであることも想定しなければならない。不安定化する昨今の経済環境を踏まえれば、運用リスクを可能な限り抑制し、積立不足となり

にくい運営を志向するに越したことはないのである。

積立剰余の重要性は、オランダで導入されているF T Kと呼ばれる財政運営基準からも読み取れる。この基準では、積立比率が105%を上回っていること、1年後の積立比率が105%を下回る確率が2.5%以下であること、が求められる。企業年金が従業員の退職後の貴重な収益源であることは今更確認するまでもないが、その受給権を保護する上では、何よりも積立剰余の状況を維持し続けることが重要との判断が、厳しい積立基準の導入の背景にある。負債の評価方法等で日本と異なるところもあるが、企業年金において受給権保護が大切である点では違いはなく、年金財政を運営する上での重要な視点を与える。

さて本稿では、3つの積立剰余の活用法を取り上げ、年金財政の安定化という観点から比較を行った。しかしながら現実的には、積立比率や予定利率の水準、制度の成熟度、さらには母体企業の財務体力や業績動向など、置かれた状況によって優先すべき選択肢は当然に異なり得る。このため、積立剰余の活用にあたっては、DBや母体企業の状況を把握し、いくつかの選択肢について比較分析を行うなど慎重さが求められる。それでも長期的なDB運営の目標が、財政の安定化であることには変わりはない。積立剰余が効果的に活用され、DBの持続可能性が高められることに期待したい。