

英国における年金バイアウト・ビジネスの現状

神山 哲也

■ 要 約 ■

1. 英国では、企業の年金に関する財務戦略として年金バイアウトが注目されている。年金バイアウトとは、確定給付型企业年金の資産・債務を保険会社が引受け、以後、保険会社が年金運営を行うプロセスを指す。
2. 年金バイアウトが注目されるようになった背景として、2004年年金法の導入や会計基準の変更、年金加入者の平均余命の伸びにより、確定給付型企业年金に係る負担が増したため、企業が企業年金をオフバランス化するニーズが生じたことが挙げられる。
3. 年金バイアウトでは、保険会社が年金給付を行うために必要な水準まで企業が年金資産を積み立てる。保険会社はバイアウト後の運用パフォーマンスや加入者の推定平均余命からバイアウト・プレミアムを算出し、それが保険会社にとっての利益の源泉となる。
4. 現状では、バイアウト・プレミアムが企業にとって高すぎるなどから、英国年金バイアウト市場は活況を呈しているとは言えない。しかし、2006年に新規参入業者が増加したことや、バイアウト・プレミアムの減少傾向が見られるなど発展の兆しも見せており、今後の動向が注目される。

I はじめに

英国では、企業の年金に関する財務戦略として年金バイアウトが注目を集めている。年金バイアウトとは、企業がスポンサーを務める確定給付型企业年金の資産と債務を保険会社が引受け、以後、保険会社が年金受加入者に年金を支払う一連のプロセスを指す。保険会社にとっては、バイアウト後の運用パフォーマンスや年金加入者の平均余命の推定に基づくバイアウト・プレミアムが利益の源泉となる。他方、スポンサー企業にとっては確定給付型企业年金から生じる運用リスクや加入者の長生きリスクをヘッジすることができる。

年金バイアウトは、かつては専ら破綻企業の年金加入者の年金給付を確保する手段として用いられてきた。ところが近年、英国における確定給付型企业年金の維持・存続に係る負担の増加を受け、経営危機に瀕していない企業による年金バイアウトが増えてき

ている¹。

本稿では、英国における確定給付型企業年金に係る近年の制度改正や会計基準の変更などについて概観した上で、年金バイアウト・ビジネスの実態について述べることとする。

II 英国における確定給付型企業年金の現状

英国の確定給付型企業年金は一般的に、最終給与に基づいて給付額が決定される最終給与方式（ファイナル・サラリー・スキーム）であり²、年金規制機関（The Pensions Regulator）によると基金数は 10,800、UBS グローバル・アセット・マネジメントによると運用資産残高は 7,470 億ポンドとなっている³。

英国では近年、企業にとっての確定給付型企業年金を維持する負担が増大している。これは、以下に見る制度改正や会計基準の変更、年金加入者の平均余命の長期化に起因する。

1. 2004 年年金法の導入

2004 年年金法は、1995 年年金法の改正法であり、同法に基づき年金基金の規制・監督を行う年金規制機関が 2005 年に発足した。2004 年年金法は 325 条の条文と 13 の付則からなる膨大な法律であるが、以下の点で確定給付型企業年金を持つ企業にとっては負担が増加する内容となっている。

まず、2004 年年金法により、企業が確定給付型企業年金を取りやめる場合、積立水準が「フル・バイアウト」の水準にあることが求められるようになった。詳細は後述するが、「フル・バイアウト」とは、年金給付を保険会社に委ねるために必要な積立額であり、これにより、受託者として年金基金の運営に責任を持つトラスティは、フル・バイアウトの水準に積立が達していない状況で確定給付型企業年金を取りやめることができなくなった⁴。

また、2004 年年金法により、年金保護基金（Pension Protection Fund）が設立された。年金保護基金は、破綻企業の年金加入者の年金給付を保証することを目的としたものであり、国からの資金拠出は受けず、年金基金への課金（levy）から成り立っている。年金基金が支払う課金のレベルは、単純化すれば、積立不足額（リスク・ベースの課金）と年金債務（スキーム・ベースの課金）によって決定されるため、積立不足額や年金債務の多い年金基金ほど課金水準が高くなり、企業にとって確定給付型企業年金を維持するコストが高まることになる。

¹ リーガル&ジェネラルによると、近年の年金バイアウトの約 30%が非破綻企業による自発的なものである。

² 最終給与方式に対し、従業員の現役時の平均給与に基づき給付額を決定する仕組みは平均給与方式（キャリア・アベレージ・サラリー・スキーム）と呼ばれ、英国保険大手のロイヤル・サン・アライアンスなど一部の英国企業が給付額の減少・年金債務の削減を目的に導入している。

³ 何れも 2005 年末時点。

⁴ 従来は、年金基金にとってより有利な割引率を用いた最低積立基準（Minimum funding requirement）が用いられていた。

2. 退職給付会計基準 FRS17 の導入

上記 2004 年年金法と並び、確定給付型企業年金の維持に係る負担が増加した要因として、退職給付会計基準として従来の SSAP (Statements of Standard Accounting Practice) 24 に代わり、2005 年から FRS (Financial Reporting Standard) 17 が英国企業年金に適用されたことが挙げられる⁵。

FRS17 の導入により、企業は貸借対照表に年金資産と給付債務との差額を計上しなければならなくなった⁶。即ち、年金基金が積立超過にある場合は資産の部に、積立不足にある場合は負債の部に年金基金の状況が反映されることとなる。年金規制機関によると、2005 年末時点で 83%の確定給付型企業年金が積立不足にあり⁷、これら年金基金のスポンサー企業にとっては、2004 年年金法に基づく年金給付債務のオンバランス化により、財務体質が悪化することになる。

また、FRS17 が適用されたことにより、年金資産については時価評価が導入された一方、年金給付債務については、AA 格の社債と同等の割引率が用いられることとなった。一般的に、従来用いられてきた期待収益率の方が AA 格の社債の利回りと比べて高いため、従来と比較して将来給付債務の現在価値が高まることになり、企業にとって確定給付型企業年金を維持する負担が増加した。

年金コンサルタントのレイン・ピーコック & クラークによると、2005 年末時点で FTSE100 構成企業のうち 94 社が積立不足にある。ブリティッシュ・エアウェイズでは、企業本体の時価総額に対する年金負債の比率が 400%を超えており、積立不足の比率が 50%を超えているなど、確定給付型企業年金がスポンサー企業の財務の健全性への脅威となっている実態が垣間見える (図表 1 参照)。

3. 長生きリスク

更に、企業年金にとって潜在的な負担増の要因となるのは、年金加入者の平均余命の延びである。これにより、年金給付が終身の場合、年金給付期間が長期化し、年金給付債務が増加することになる。

図表 2 は英国年金数理人協会 (Actuarial Profession) が発表している各年代の死亡率の低下率であるが、これによると、1925 年～1945 年に生まれた世代は「健康世代 (Healthy Cohort)」と呼ばれ、死亡率は平均約 3%低下している。即ち、ある年の 70 歳がその年に死亡する確率は前年の 70 歳が前年に死亡する確率より 3%低いことを示している。

⁵ SSAP、FRS は何れも英国の GAAP (Generally Accepted Accounting Principles) であり、英国会計基準審議会 (Accounting Standards Board) が策定する。

⁶ SSAP24 では、財務諸表の注記に記載することとされていた。

⁷ 年金保護基金のリスク・ベースの課金を決定するための評価手法について定めた 2004 年年金法第 179 条に基づく積立不足 (通称「179 条債務 (section 179 debt)」と呼ばれる)。

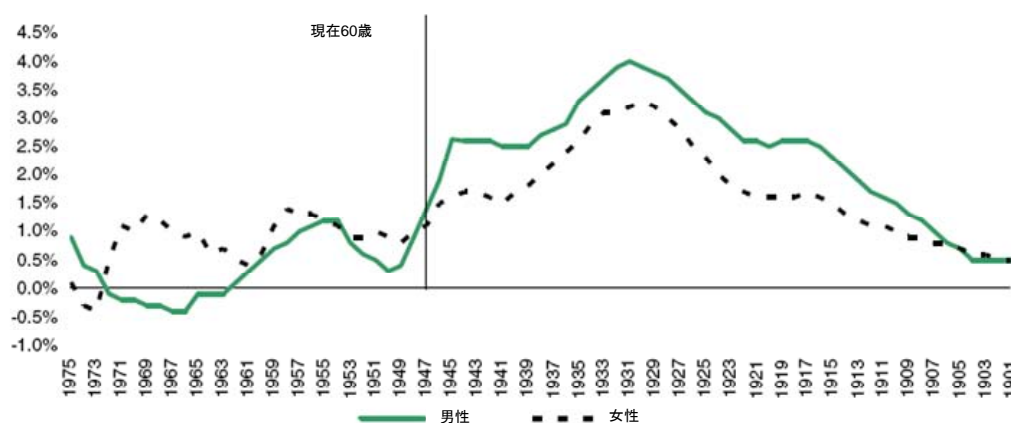
図表 1 FTSE100 構成企業における年金債務と積立不足の時価総額に占める割合

FTSE100構成企業の年金債務/時価総額ワースト5				
	業種	年金債務 (億ポンド)	時価総額 (億ポンド)	年金債務/ 時価総額 (%)
ブリティッシュ・エアウェイズ	航空	121.3	28.6	424
ICI	化学	96.8	39.6	245
BTグループ	通信	343.6	175.8	195
ロイヤル&サンアライアンス・インシュアランス	保険	53.9	36.6	147
BAEシステムズ	航空・防衛	177.7	122.6	145
ナショナル・グリッド	ガス・電力	156.4	151.6	103

FTSE100構成企業の積立不足/時価総額ワースト5				
	業種	積立不足 (億ポンド)	時価総額 (億ポンド)	積立不足/ 時価総額 (%)
ブリティッシュ・エアウェイズ	航空	15.3	28.6	54
BAEシステムズ	航空・防衛	53.1	122.6	43
ICI	化学	14.9	39.6	38
BTグループ	通信	47.8	175.8	27
ロールス・ロイス・グループ	自動車	13.9	75.2	19
レクサム	包装	5.1	28.1	18

(出所) Lane Clark & Peacock “Accounting for Pensions UK and Europe, Annual Survey 2006”、各社ホームページより野村資本市場研究所作成

図表 2 各年代別死亡率の低下率



(注) 横軸は各年代の生まれ年、縦軸は各年代の死亡率の低下率を表す

(出所) Bernstein Research “UK Pension Liabilities: How much longer will market ignore the exposure?”
(原典は Actuarial Profession)

後述するように、英国における確定給付型企業年金のトラスティの多くは、年金加入者の平均余命の伸びについて十分に保守的な推計を行っていないと見られるため、実際の年金給付に必要な額は現在価値に割引いた将来給付債務よりも大きくなる年金基金が多いと見られている。

この点に関して年金規制機関は 2006 年 9 月、幾つかの年金スキームでは加入者の平均余命を過小評価しているものと思われ、平均余命が 1 年延びると 3%~4%の年金債務が増加するため、英国企業年金の年金債務の合計が約 8,000 億ポンドであることを鑑みると、その影響は甚大なものとなり得る、と警告を発している⁸。

⁸ The Pensions Regulator “Underestimate life expectancy at your peril, warns Pensions Regulator” September 25, 2006

III 年金債務のオフバランス化

上記のように、企業にとって確定給付型企業年金を維持する負担が増加していることを受け、如何に確定給付型企業年金に係るリスクを回避し、負担を軽減するかが喫緊の課題となった。

年金給付債務を完全にバランスシートから外す手法として最も一般的なものは確定拠出型企業年金への移行である。英国国家統計局（Office of National Statistics）によると、英国における確定給付型企業年金の基金数は2000年の34,700から18,100に減少している。とりわけ新規加入を受け入れている基金数の減少が多く、2000年の17,900から2004年には6,300にまで減少している。他方、確定拠出型企業年金は増加しており、2000年の62,600から2004年には70,900となっている（図表3参照）。

ここに見られる確定給付型企業年金の減少と確定拠出型企業年金の増加は、①確定給付型企業年金を採用する企業の倒産及び確定拠出型企業年金を採用する企業の創設、②確定給付型企業年金を採用していた企業による確定拠出型企業年金へのシフト、が考えられるが、後者のケースが多いものと思われる。英国年金基金協会が2003年に行ったアンケート調査によると、約7割の企業が確定給付型企業年金の縮小・廃止を検討しており、代替の年金制度として半数以上が確定拠出型企業年金の導入を検討しているという（図表4参照）。

確定給付型企業年金から確定拠出型企業年金へのシフトに加え、もう一つ、年金債務を

図表3 英国確定給付型企業年金、確定拠出型企業年金の増減

	確定給付型企業年金		確定拠出型企業年金		合計	
	2000年	2004年	2000年	2004年	2000年	2004年
継続	17,900	6,300	43,700	46,800	62,100	54,000
閉鎖	11,200	8,700	17,700	10,700	29,000	19,500
凍結	5,600	3,200	1,200	13,400	6,800	16,600
合計	34,700	18,100	62,600	70,900	97,900	90,100

(注) 閉鎖は新規加入を受け入れていない年金プラン、凍結は新規加入を受け入れておらず、かつ既存加入者の給付の積み上がりも停止している年金プランを指す

(出所) Office of National Statistics “Pension Trends (2005 edition)”より野村資本市場研究所作成

図表4 英国企業年金スポンサー企業動向調査

過去12ヶ月間のスポンサー企業の行動	
新規従業員の確定給付型年金への加入停止	41%
行動は取っていないもののスキームの再検討はした	33%
確定給付年金を凍結	7%
雇用主拠出を増額	5%
確定給付型年金への新規加入を停止した場合の代替制度	
確定拠出型年金	52%
ステークホルダー年金	30%
団体扱い個人年金	11%

(注) 2003年4月から過去12ヶ月間の動向を調査したもの

(出所) National Association of Pension Funds より野村資本市場研究所作成

オフバランス化する手段として注目されているのが、以下に見る年金バイアウトである。

IV 年金バイアウト・ビジネス

1. 年金バイアウトの仕組み

1) 年金バイアウトの基本形とバイアウト・プレミアム

年金バイアウトの仕組みの最も基本的な形は至ってシンプルである。まず、年金バイアウトの対象となるのは、新規加入者の受入れを停止しており、既存加入者の給付の積み上がりも停止している確定給付型企业年金となる（図表3の凍結された基金）。スポンサー企業は、1995年年金法第75条⁹に定められる「フル・バイアウト」の水準まで積み立てた上で、保険会社が年金資産及び年金債務を引受けることになる。

フル・バイアウトの積立水準は通称「75条債務 (section 75 debt)」と呼ばれ、バイアウトの対象となる確定給付型企业年金で加入者に約束された給付額を保険会社が支払っていくために必要とされる積立水準を差す。保険会社の年金債務の推計は年金基金が行う推計と比較して、加入者の平均余命などに関して保守的に見積もることや、保険会社にとっての運営コストなども含まれるため、FRS17に基づく年金債務を上回ることになる。年金規制機関は、FRS17とフル・バイアウトとの使い分けについて、スポンサー企業がゴーイング・コンサーンとして継続することに疑いの余地がない場合はFRS17を、スポンサー企業の財務状況に問題が生じた場合¹⁰はフル・バイアウトの積立水準を適用するべきであるとしている。このFRS17に基づく年金債務とフル・バイアウトの水準との差額がバイアウト・プレミアムとなり、スポンサー企業が一時払い保険金として支払うことになる（図表5参照）¹¹。

年金バイアウトにおける最大の焦点は、バイアウト・プレミアムの水準がどの程度になるか、ということにある。年金規制機関が5,772の確定給付型企业年金を対象に行った調査によると、年金資産の時価合計は6,355億ポンドであり、FRS17に基づく合計年金債務を7,240億ポンド、フル・バイアウトの合計積立水準を1兆758億ポンドと推計している。これによれば、バイアウト・プレミアムは48.6%となる。他方、各種新聞・雑誌記事やバーンスタイン・リサーチなどによると、市場でのバイアウト・プレミアムは30%~40%といったところがコンセンサスとなっているようである¹²。

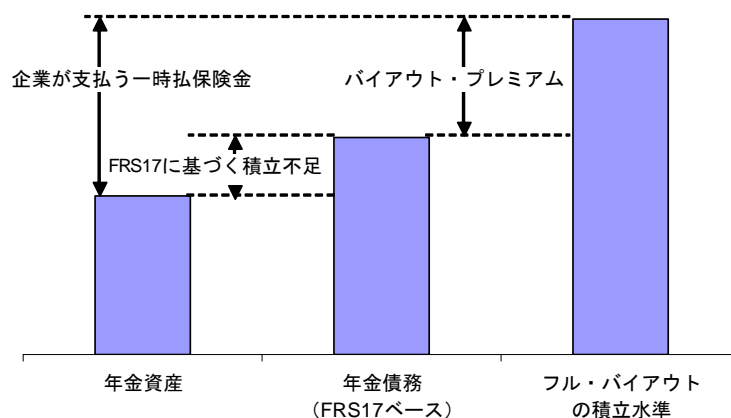
⁹ 2004年年金法により一部改正。

¹⁰ 例えば、レバレッジ比率の高いプライベート・エクイティ・ファームがスポンサーとなった場合など。

¹¹ 実際には、保険会社はFSA規則に基づき、年金ポートフォリオに対して一定の積立金を求められるため、年金バイアウトによって年金資産・債務を獲得した場合、一定の投下資本が必要となる。しかし、これはバイアウト後の運用パフォーマンスが当初予定通りであれば、回収することができる。

¹² 筆者ヒアリング調査、Bernstein Research “UK Pension Liabilities: How much longer will market ignore the exposure?”, “Private equity clears pension hurdle” *Financial Times*, September 11, 2006, “Insurers’ pension buy-out costs could kill business” *Financial Times*, March 26, 2007

図表5 バイアウト・プレミアム



(注) 積立不足がない場合は、積立額とフル・バイアウトの積立水準との差額がプレミアムとなる
 (出所) 野村資本市場研究所作成

2) 年金バイアウトのプロセス

年金バイアウトのプロセスは、主に5段階に分けることができる。第一段階では、保険会社が年金基金に対してバイアウト・プレミアム案を提示する。第二段階では、保険会社がバイアウトの対象となる年金基金のデューデリジェンスを行う。ここで、年金資産・債務、加入者の状況（人数、年齢構成等）を確認し、場合によっては当初提示していたバイアウト・プレミアムを修正する。第三段階で、年金基金のトラスティが保険会社と保険契約を交わす。これは「バルク・アニュイティ」と呼ばれるものであり、当該保険契約が年金基金の資産となる。第四段階で、これまで雇用主がスポンサーとなっていた確定給付型企业年金に加入していた者は、保険会社の個人年金に加入することになり（即ち、団体扱い個人年金となる）、バルク・アニュイティは消滅する。最後に、第五段階で年金基金が解散される。

3) 保険会社にとっての年金バイアウトの利益の源泉

年金をバイアウトする保険会社にとって、リスク・リターンの源泉は運用パフォーマンスと加入者の平均余命である。バイアウト後、運用パフォーマンスと加入者の平均余命が完全にバイアウト時に想定していた通りであれば、最後に生残している加入者が死亡した時点で年金資産は若干のプラスとなり、これが当初予定していたバイアウトの最終的な利益となる。即ち、①運用パフォーマンスが当初予定を上回った場合、②加入者の平均余命が当初の推計を下回った場合は、バイアウトした保険会社に追加の利益が出ることになる。逆に、①運用パフォーマンスが当初予定を下回った場合、②加入者の平均余命が当初の推計を上回った場合は、保険会社は当初予定していた利益を得られない（場合によっては損失を被る）ことになり、バイアウトは失敗したことになる。

しかし、後述するように、バイアウト後の資産運用は英国債や社債を中心として保守的に運用されることが多いようである。そのため、現実には、一般的な年金バイアウト・ビジネスにおける利益の源泉は、如何に年金加入者の平均余命を見積もり、バイアウト・プレミアムを年金基金にとって高すぎず、かつ保険会社にとって利益の出る水準に設定するかにあると言える。特に英国では、移民の増加による人口構成の多様化や、現在の若者が前記の「健康世代」ほど長生きしないのではないかと見られているなど複雑な事情があるため、長生きリスクの見積もりが年金バイアウト・ビジネスにおいて、とりわけ重要な差別化要因となっている。

2. 年金バイアウトのプレイヤー

英国における年金バイアウト市場は、2005年まではプルデンシャルとリーガル&ジェネラルの寡占状況にあった。レイン・クラーク&ピーコック及びバーンスタイン・リサーチによると、2001年から2006年にかけて英国における年金バイアウト市場の規模（バイアウト案件の合計金額）は、毎年10億ポンド～20億ポンドの水準で推移してきており、2005年におけるプルデンシャル及びリーガル&ジェネラルのバイアウト案件の合計金額はそれぞれ8.9億ポンド、5.6億ポンドであった。それが2006年に入り、前年の2004年年金法の施行やFRS17の適用に伴う確定給付型企業年金のスポンサー企業の負担増を受け、複数の保険会社が年金バイアウト市場に参入している（図表6参照）。

2006年に英国年金バイアウト市場に新規参入した業者は、AIG ライフやノーウィッチ・ユニオンなど既存の保険会社のほか、年金バイアウト・ビジネスに特化した新設ブティックであるシネシス・ライフ、パタノスター、ペンション・インシュアランス・コーポレーションなどがあり、ゴールドマン・サックスも年金バイアウト・ビジネスを目的とした保険子会社を設立している。また、2007年には、UBSも保険会社のエイゴンと提携して年金バイアウト市場に参入している。これらの保険会社のうち、筆者はプルデンシャルとシネシス・ライフにインタビューを行った。

1) プルデンシャル

プルデンシャルでは、年金バイアウト・ビジネスをホールセール・リスク・マネジメントと呼ばれる部署で行っており、そこには本稿で扱う確定給付型企業年金のバイアウトを行うチームと、他の保険会社のアニュイティ・ポートフォリオをバイアウトするチームがある¹³。両チーム合わせて総勢100名以上の陣容で年金バイアウト・ビ

¹³ 本稿では詳述しないが、年金バイアウトには企業年金をバイアウトするものと他の保険会社のアニュイティ・ポートフォリオをバイアウトするものがある。後者は一般的に「保険会社間のバイアウト (Insurer to insurer buy-out)」と呼ばれ、新規加入者の受け入れ及び既存加入者の積立を停止した年金商品を対象にしたものである。アニュイティ・ポートフォリオを引渡す保険会社にとっては、年金加入者の長生きリスクをヘッジすることを目的とし、引受ける保険会社にとっては規模の経済を生かしつつ、資産運用と年金加入者の平均余命の見積もりにより、バイアウト・プレミアムから利益を生み出すことを目的とする。2005年までの年金バイアウトのほとんどは保険会社間のバイアウトであったとされる。

図表 6 英国年金バイアウト市場のプレイヤー

既存大手	プルデンシャル	年金バイアウト・ビジネスで20年以上の実績を有する。リーガル&ジェネラルと比較して大型案件を対象とする。過去の英国年金バイアウト市場で最大規模の案件を三件手掛け、うち二件では5億ポンド超のプレミアムを得ている。全ての評価機能、アドミニストレーション機能はインハウスの専門チームで行っている。資産運用は傘下のM&Gインベストメンツに委託している。最近では年金バイアウトの人材流出に見舞われている。
	リーガル&ジェネラル	年金バイアウト・ビジネスで20年以上の実績を有する。プルデンシャルと比較して小規模案件を対象とする。2006年前半で150件超の年金バイアウト案件を成立させた。その平均規模は300万ポンド、最大の案件は8,700万ポンドであった。全ての評価機能、アドミニストレーション機能はインハウスの専門チームで行っている。
既存保険会社による新規参入	AIGライフ	評価機能、アドミニストレーション機能は外部委託、加入者の死亡率の推計、資産運用、プライシングはインハウスで行っている。
	ノーウィッチ・ユニオン	アビバ（時価総額ベースで英国最大の保険会社）の子会社。外部年金コンサルタントと提携し、2007年に年金バイアウト・ビジネスの拡大を図る。
	その他、カナダ・ライフ、スコティッシュ・エクイタブル、ウェスリアン・アシュアランスなど	
新設ブティック	シネシス・ライフ	元プルデンシャルのイザベル・ハドソン氏が設立。ロイヤル・バンク・オブ・スコットランド、JPモルガン、ウォーバーク・ピнкаスの出資を受けており、中期的に70億~100億ポンドの年金債務を引受けることが可能。年金給付のアドミニストレーションはキャピタに委託する。
	ペンション・インシュアランス・コーポレーション	プライベート・エクイティ・ファームのデューク・ストリート・キャピタルの創設者であるエドモンド・トリュエル氏が設立。再保険のスイス・リなどの出資を受けており、100億ポンド~200億ポンドの年金債務を引受けることが可能。資産運用の戦略はインハウスで立案し、アドミニストレーション機能は外部委託している。
	パタノスター	元プルデンシャルのマーク・ウッド氏が設立。新設のブティックでは最も活発にビジネスを展開しており、2006年中に少なくとも5件の年金バイアウトを成立させており、合計規模は約25億ポンドと見られている。ドイツ銀行などの出資を受けており、50億ポンドの年金債務を引受けるキャパシティを有する。評価機能、アドミニストレーション機能の一部は外部委託している。
	ルシーダ	元プルデンシャルのジョナサン・ブルーマー氏がサーベラスの出資を得て設立。
異業種からの参入	ゴールドマン・サックス	年金バイアウトを目的とした保険子会社を設立。ゴールドマン・サックスのデリバティブ部門出身のアディ・ルディアディス氏が社長を務め、同社のデリバティブ及び年金アドバイザー機能を活用する。将来的にはゴールドマン・サックス本体に吸収すると見る向きもある。
	UBS	UBSの資産運用部門であるUBSグローバル・アセット・マネジメントと蘭保険会社エイゴンが提携し、UBSが資産運用とリスク・マネジメント、エイゴンが長寿リスクの管理とアドミニストレーションを行う。3億ポンド以上の案件を狙う。

(出所) Lane Peacock & Clark “New opportunities in the buyout market”、各社ホームページ等より
野村資本市場研究所作成

ビジネスを行っているが、その大部分はオペレーション担当であり、年金加入者の推定平均余命や配偶者の有無など、様々な要因から将来キャッシュフローを計算し、バイアウト・プレミアムの算定を行っている。プルデンシャルによると、この部分が同社の年金バイアウト・ビジネスにおける最大の強みであり、生命保険の大手として膨大な年金加入者のデータベースを持っているため、他社よりの確かな平均余命の見積もりを行うことができるという¹⁴。

バイアウトした年金資産の運用はグループ運用会社である M&G インベストメンツに委託しており、サードパーティーの運用会社は用いていない。バイアウト後のアセット・アロケーションは、一般論としてはバイアウト前より保守的になる、即ち、英国債や社債のウェイトが高まるという。しかし、複数の年金の資産・債務を引受け、

¹⁴ プルデンシャルによると、英国国家統計局の平均寿命に関するデータの 1/3 は同社が提供しているという。

一括して運用する年金バイアウトでは、本来様々な運用手法を検討しても良いはずであるため、将来的にはヘッジファンドや不動産への投資も検討するとしている。

2) シネシス・ライフ

シネシス・ライフは、2006年5月にプルデンシャルで年金バイアウト・ビジネスを担当していたイザベル・ハドソン氏によって設立された。現在の社員数は15名であるが、今後30名~40名規模に拡大するという。社内体制は、①マーケティング及び顧客管理を行うビジネス・デベロップメント・チーム、②バイアウト・プレミアムなどバイアウト案件のストラクチャーを立案・実行するコーポレート・デベロップメント&アクチュアリー・チーム、③オペレーション・チームからなる。これまでのところ成立したバイアウト案件はないが、大型案件をターゲットにしているという。

同社は少人数でビジネスを行うブティックであるため、アウトソーシングを多用している。年金給付業務については、英国におけるビジネス・プロセス・アウトソーシング最大手のキャピタと業務委託契約を交わしている。また、資産運用については、F&C インベストメンツと運用委託契約を交わしている。投資戦略の立案はシネシス・ライフで行うが、個別銘柄選定は F&C インベストメンツで行うこととなっている。F&C インベストメンツとの契約上、他の運用会社を排除することにはなっていないが、今のところ他社を用いる予定はないという。また、社内の年金数理人もいるが、年金コンサルタントのワトソン・ワイアットの助言も得る。

バイアウト後のアセット・アロケーションについては、バイアウト前のものから変更する可能性が高いとのことであった。即ち、①保険会社としての強みを生かして精緻な ALM 分析を行い、運用と年金給付との最適化を図ること、②年金基金サイドで FRS17 適用前のエクイティ・バイアスが依然残っていることから¹⁵、バイアウト後のアセット・アロケーションにおいては、英国債や社債のウェイトが高まるという。

3) ゴールドマン・サックス

筆者が直接ヒアリングを行ったものではないが、ゴールドマン・サックスは投資銀行として、他社とは異なる年金バイアウトの仕組みを持っている。ゴールドマン・サックスは、これまでのところ成立した年金バイアウトの案件がなく、ビジネスの概要も明らかにしていないため詳細は不明であるが、凡そ以下のような仕組みを考えているものと見られる¹⁶。

まず、保険会社と同時に企業年金のスポンサーになることを目的としたコーポレート・ビークルを設立する。バイアウトの対象となった企業年金の加入者は、当該コーポレート・ビークルがスポンサーとなる企業年金に加入する。他方、保険会社は当該

¹⁵ FRS17 適用で将来給付債務の割引率として AA 格の社債利回りが用いられることとなったことにより、英国企業年金は現在、ポートフォリオを債券にシフトしている最中である。

¹⁶ 筆者が他社に対して行ったヒアリングに基づく。

企業年金の資産となるバルク・アニュイティを提供する。バイアウト後の一定期間（2～3年）、一時金の支払いや、加入者が自発的に脱退することを促す条件を提示することなどによって年金債務を制御する。この期間が終了した後、残りの年金加入者及び年金債務は保険会社に引き継がれ、バルク・アニュイティは保険会社と年金加入者との間の保険契約に切り替わる。同時に、コーポレート・ビークルがスポンサーとなる企業年金は消滅する。

ゴールドマン・サックスが検討している年金バイアウトの仕組みは、バルク・アニュイティを提供する前にコーポレート・ビークルが新たな企業年金を提供する点で他者のものと異なっている。このような仕組みを用いることにより、コーポレート・ビークルによる企業年金が存続する期間中、年金債務を制御する一方、同社の資本市場関連業務の専門性（デリバティブ商品開発、金利リスク管理、インフレ・リスク管理など）を活用して運用パフォーマンスを向上させることにより、他社との差別化を図ろうとしているものと思われる。

3. 年金バイアウト市場の伸び悩みと今後の課題

レイン・クラーク&ピーコックによると、新規参入業者の増加により、2006年の英国年金バイアウト市場における供給サイド（保険会社）のキャパシティは400億ポンドと推計されている。しかし、年金バイアウト市場は2006年中の相次ぐ新規参入にも関わらず、期待されたほどの拡大は見せていない。案件規模は1億ポンド～5億ポンドのものがほとんどと見られており、大型案件の発表もこれまでのところ見受けられない。この理由としては、第一に、FRS17ベースの年金債務に対して30%～40%とされるバイアウト・プレミアムが高すぎるため、年金債務をオフバランス化することへの潜在的ニーズは多いものの、スポンサー企業が躊躇していることが挙げられる。ワトソン・ワイアットによると、英国企業の約25%が今後5年間でバイアウト・プレミアムが大幅に減少すれば年金バイアウトを検討するとしている一方、現在のバイアウト・プレミアムで年金バイアウトを行っても良いという企業は4%に留まっている¹⁷。

他方、最近ではバイアウト・プレミアムが減少傾向にあると見る向きもある。新規参入業者のパタノスターが2007年5月に行ったプレス・リリースによると¹⁸、2006年から2007年にかけて、現在の年金受給者のバイアウト・プレミアムは6.5%、現役年金加入者のバイアウト・プレミアムは11%超減少したとしている。この背景として同社は、債券のイールド上昇により将来給付債務の割引率が上昇し、計算上の年金債務が減少していることを挙げている。また、それ以外の理由としては、①年金基金のトラスティが年金加入者の平均余命の伸びをより考慮するようになってきていること、②新規参入業者の増加により競争が促進されていること、が考えられる。

¹⁷ "Insurers' pension buy-out costs could kill business" *Financial Times*, March 26, 2007

¹⁸ Paternoster "Cost of defined benefit pension scheme buy-out falls"

英国年金バイアウト市場が伸び悩んでいるもう一つの背景として、確定給付型企業年金の負担が大きい企業の株価パフォーマンスが堅調なことが挙げられる。バーンスタイン・リサーチのアナリストであるブルーノ・ポールソン氏によると、英国における確定給付型企業年金は近年、①ボラティリティの高い株式市場と実効金利の低下、②英国国民の平均寿命の伸び、③2004年年金法の導入、④FRS17の適用、という難題に同時に直面しているにも関わらず、株式市場はそれを無視している。1997年時点のFTSE100構成銘柄のうち、年金加入者の長生きリスクに対するエクスポージャーが最も高い企業20社の1997年来の株価パフォーマンスをFTSE100のパフォーマンスと比較すると、前者が54%増であるのに対し、後者は53%増であり、ほぼ完全に連動している。そのため、それらの企業にとっては、確定給付型企業年金を手放すインセンティブが働かない、というわけである¹⁹。

V 終わりに

英国年金バイアウト市場は、新規参入組を含めた多くの業者が少ない案件を巡って競争している供給過剰の状態にあると言える。リーガル&ジェネラルでアニュイティ・ビジネスを担当するジョン・ポラック氏によると、新規参入業者は年金バイアウト市場に着目したまでは良かったが、今のところ彼らの実績はそれだけであり、現在の英国年金バイアウト市場は「机上の市場 (theoretical market)」だと述べている²⁰。このように、現時点では英国における年金バイアウト市場は活況を呈しているとは言えない。

しかし、年金バイアウト市場のポテンシャルは極めて高いものと思われる。年金規制機関によると、英国確定給付型企業年金の年金債務合計はフル・バイアウト・ベースで1兆758億ポンドであり、仮にそのうち1%のみがバイアウトされたとしても、100億ポンド超の市場となる。

年金バイアウト・ビジネスは、保険会社から運用を受託する運用会社にとっては新規案件獲得の機会になり得るものである。また、ゴールドマン・サックスのように投資銀行が資本市場の知識・経験を生かして参入している事例もあり、保険会社のビジネスの枠組みに捉われない可能性を秘めている。英国における年金バイアウト市場は未だ萌芽の段階にあるものの、本稿で見たように、新規参入業者の増加やバイアウト・プレミアムが減少傾向にあるなど発展する兆しも見せている。また、プライベート・エクイティによる企業買収が増加している中、対象企業が買収の足枷となる企業年金を切り離す手段として年金バイアウトに期待する向きもあり²¹、今後の動向が注目される。

¹⁹ Bernstein Research “UK Pension Liabilities: How much longer will market ignore the exposure?”

²⁰ “New entrants fail to make their mark” *Financial Times*, May 23, 2007

²¹ 2004年年金法により、スポンサー企業に財務上の懸念がある場合、積立不足分をスポンサー企業が即時に穴埋めしないことについて年金規制機関の承認 (clearance) を得なければならない。そのため、レバレッジ比率の高いプライベート・エクイティ・ファームが積立不足を抱える確定給付型企業年金を有する企業を買収しようとする場合、事実上年金規制機関が買収の可否を判断する権限を有することとなり、プライベート・エクイティ・ファームの企業買収の潜在的な阻害要因となっていることが指摘されている。