

英米で拡大する年金バイアウト

神山 哲也、野村 亜紀子

■ 要 約 ■

1. 年金バイアウトとは、企業がプレミアムを支払い、確定給付型年金（DB）のリスクを保険会社等に移転する取引である。英国では 2005 年頃から始まり本格的な普及を遂げており、米国でも 2012 年に開始されている。
2. 英国で年金バイアウトが拡大した背景としては、長寿化等のマクロ環境変化、会計基準や年金規制の改正により、DB 維持に係る負担が増したことが挙げられる。2014 年には、年金バイアウト案件の金額は、過去最高の 130 億ポンドに達した。サービス提供者は、リーガル&ジェネラルなど大手保険会社から PIC やロスシー・ライフなど専業・新興保険会社まで様々である。保険会社にとってバイアウトの成否は運用成果に拠るところも大きい。
3. 米国でも、年金バイアウトへの注目度が高まっている。2012 年にゼネラル・モーターズ及びペライゾンによる大型案件が登場し、2015 年以降は年間 100 億ドル超の市場となっている。年金給付保証公社（PBGC）の保険料負担が増す中、今後も年金バイアウトへの関心は継続すると見られている。
4. 年金バイアウトは DB の縮小・消滅を意味し、企業年金の普及拡大を目指す観点からは否定的な評価となり得る。他方、保険会社にとっては新しいビジネス分野とも言えるものであり、年金給付の提供者の変更に過ぎない、と整理することもできよう。私的年金拡充策が求められる日本においても、年金制度をめぐるグローバルな動向の一環として、年金バイアウトの進展を注視する必要があるだろう。

I はじめに

確定給付型年金（DB）は、加入者・受給者にとって一定の年金給付の約束を得られるという利点がある一方で、制度を提供する企業にとっては、金利リスク、運用リスク、インフレ・リスク、長寿リスクなど、様々なリスクを負う側面もある。そこで、企業が一定のプレミアムを支払い、これらの DB 関連リスクを保険会社等の第三者に移転するのが「年金バイアウト」である。スポンサー企業にとっては、DB 関連リスクの削減策の中では最も徹底的なやり方と言える。

年金バイアウトは、英国で 2005 年頃に始まり、その後同国において本格的な普及を遂げた¹。さらに、2012 年には米国でも開始されるなど、グローバルに見て例外的手法とも言い難くなっている。本稿では、英国の年金バイアウトの基本的な仕組みと拡大の背景について概説し、米国の状況にも触れたうえで、両国における同市場の現状について紹介する。

II 英国における年金バイアウト市場の拡大

英国における年金バイアウトとは、保険会社等の金融サービス業者が DB のスポンサー企業から一定のプレミアムを受け取って、年金の資産・債務を引き継ぐスキームを指す。スポンサー企業としては初期にプレミアムを負担することによって年金リスクを他者に移転できる一方、保険会社としては DB 関連のリスクを負う代わりに、バイアウトの手数料収入に加えて新たな年金顧客を獲得することができる。

年金バイアウトは、スポンサー企業が DB のリスクを外部に移転する手段の一つに位置付けられる。上記の通り、DB の提供においてスポンサー企業は、様々なリスクを負う。例えば、退職後の年金受給者が想定以上に長生きすれば退職給付債務が増加し、積立状況が悪化することにより、スポンサー企業のバランスシート上の負債が増加する。あるいは、金利が低下した場合、退職給付債務の割引率が低下し、積立不足が拡大することにより、やはりバランスシート上の負債が増加することになる。こうした DB リスクを外部に移転する手法としては、年金バイイン（バルク・アニュイティ）や長寿スワップなど様々な手法がある（図表 1）²。その中で、最も大掛かりで、企業が全ての DB リスクを外部に移転できる手法が、年金バイアウトと言える。

図表 1 DB のリスク移転の手法

リスク移転の手法	概要
年金バイアウト	<ul style="list-style-type: none"> 年金資産とともに年金債務をプロバイダーに移転する。 年金資産、債務ともに企業のバランスシートから完全に分離。
年金バイイン	<ul style="list-style-type: none"> 年金債務をカバーするための年金保険を購入する。 年金資産、債務は企業のバランスシートに残る。
長寿スワップ	<ul style="list-style-type: none"> スワップ契約を締結し、カウンター・パーティに長寿リスクのみを移転。
年金移転	<ul style="list-style-type: none"> 年金基金の待機者（転職等で既に参加者ではないものの受給権を持つ人々）に対し、退職年齢に達する前に制度脱退の機会を提供。 その際、エンハンスト・トランスファー・バリュー（ETV）に基づき、本来の受給額に上乘せする。
DBベスティング	<ul style="list-style-type: none"> 退職年齢に達する人々に、随時、年金保険を渡していく。 年金バイインを分割で行っていることになる。

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

¹ 英国における年金バイアウトの経緯と概要については、神山哲也「英国における年金バイアウト・ビジネスの現状」『資本市場クォーターリー』2007年夏号参照。

² 長寿スワップについては野村亜紀子・服部孝洋「英国確定給付型企業年金で始まった『長寿スワップ』の活用」『資本市場クォーターリー』2010年春号、年金移転については神山哲也・富永悠「英国における『年金自由化』とその影響」『野村資本市場クォーターリー』2017年秋号（ウェブサイト版）参照。

1. 年金バイアウトの仕組み

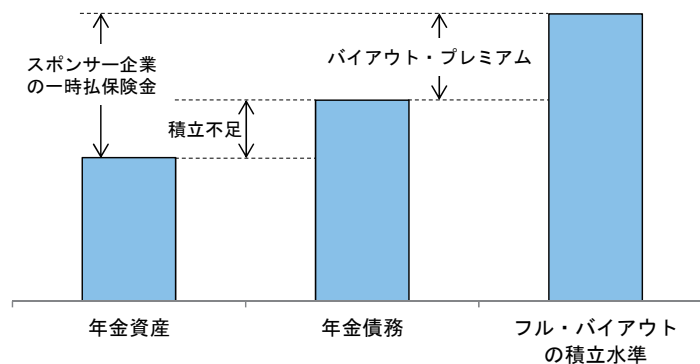
英国における年金バイアウトの最も基本的な仕組みは、以下のようになる。まず、年金バイアウトを行う保険会社がスポンサー企業と協議の上、年金基金の資産・債務や加入者の年齢構成等の査定を実施して、バイアウト・プレミアムを決定する。スポンサー企業は、バイアウト・プレミアムと、積立不足がある場合は積立不足との合計額を一時払保険金として保険会社に支払い³、保険契約を購入する（図表 2）。ここで購入する保険契約はバルク・アニュイティと呼ばれ、この段階で止まるのが年金バイインである。

年金債務とプレミアムの合計が、年金基金の資産・債務を全額売却する「フル・バイアウト」に必要とされる積立水準となる。英国の年金コンサルタントのレーン・クラーク & ピーコックによると、一般に、年金基金としては、フル・バイアウト水準比での積立比率 80%がバイアウトの検討が可能になる目安とされる⁴。積立水準が高いほど、スポンサー企業が負担するプレミアムを抑えられるからであり、十分でないと考えられる場合は、年金バイインなど他のリスク移転の手法を検討したり、追加拠出や運用利回り向上による積立比率引上げに注力したりすることが求められることとなる。

年金基金がバルク・アニュイティを購入（バイイン）した後の一定期間（通常は 2 年以内）、当該保険会社が年金基金を経由して年金給付を行う。一定期間の後、バルク・アニュイティが個々の年金加入者と保険会社との個人年金契約に置き換えられ、年金基金は清算される。これで、年金バイアウト案件が完了することになる。年金基金の一部（例えば受給者層）のみをバイアウトする部分バイアウトや、年金保護基金（後述する）が一部を保証して残りをバイアウトするパターンなどの派生形もある。

保険会社にとって、年金バイアウトのビジネスとしての成否は、バイアウトの資産運用に負うところも大きい。即ち、資産運用において、バイアウトの対象となった年金加入者

図表 2 年金資産・債務とバイアウト・プレミアム

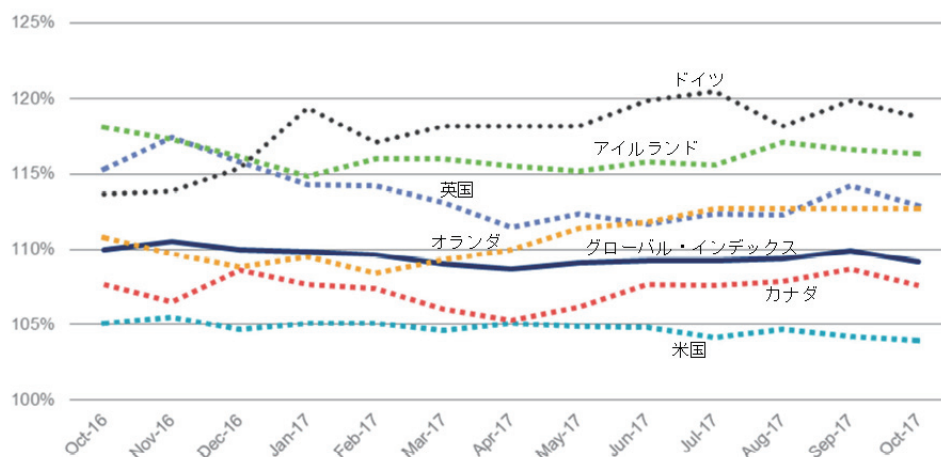


(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

³ 積立不足がない場合は、年金資産とフル・バイアウトの積立水準との差額がプレミアムとなる。

⁴ Lane Clark & Peacock, “LCP pensions de-risking 2016: Buy-ins, buy-outs and longevity swaps,” December 2016.

図表3 バイアウト・プレミアムの推移



(注) 縦軸は年金債務に対するバイアウト総額（年金債務+プレミアム）の比率。

(出所) Mercer, "Mercer Global Pension Buyout Index," December 2017

に約束された利回りを上回る運用成績を挙げられた場合は、収益増に寄与することになる。逆に、約束された利回りを下回った場合は、自社で不足分の穴埋めを負担しなければならず、その程度次第ではバイアウト案件ベースで採算割れを起こすこともあり得る。

なお、英米以外の諸国でも年金バイアウトは行われている。グローバルな年金コンサルタントのマーサーによると、年金債務に対するバイアウト・プレミアムは、6か国を総合したグローバルな平均では10%ほどとなっている。ただし、国によってバラつきがあり（図表3）、各国における年金バイアウト市場の競争環境や保険会社の財務状況、年金基金の積立状況などが背景にあるものと考えられる。図表3で英国のプレミアムが低下傾向を見せているのは、同国における年金バイアウト市場が最も歴史が古く、市場規模も大きいため、競争原理がより明確に働いたものと考えられる。

2. 年金バイアウト拡大の背景

英国において年金バイアウトのような思い切った制度変更への関心が高まった背景としては、まず、DBを巡るマクロ環境の変化が指摘できる。即ち、長寿化によって給付期間が長期化する中で、英国等のDBでは終身給付が一般的だったことから、年金基金の負担が増加した。また、金融危機後の超低金利により、退職給付債務の割引率が低下することで退職給付債務が増大、それに伴い積立不足が拡大することとなった。

会計基準・制度における改正も、結果的にスポンサー企業にとってのDBの維持に係る負担を高めた。まず、年金会計の考え方が時価主義にシフトしてきたことが指摘できる。例えば、英国で2005年から適用されている財務報告基準第17号（FRS17）では、積立不足を負債としてバランスシートに計上することが求められ、その金額を算出する際に「数理計算上の差異」を遅延認識することも認められない。また、2011年6月に改訂された

国際会計基準第 19 号（従業員給付）においても、年金関連の資産及び負債の即時認識が求められている。DB の積立不足が発生すると、スポンサー企業のバランスシートに、より直接的に影響することになるため、積立不足を抱える DB のスポンサー企業としては、バランスシートから当該基金の影響を除去するインセンティブが作用することになった。

また、英国では、2004 年年金法の影響も指摘できる。同法により、破綻企業における年金加入者への年金給付を保証することを目的とした年金保護基金（Pension Protection Fund、PPF）が設立されたが、その原資となる年金基金への課金は、積立不足額や年金債務が多いほど高くなるため、ここでも、積立不足が嵩んでいる DB を切り離すインセンティブが生じることになった⁵。

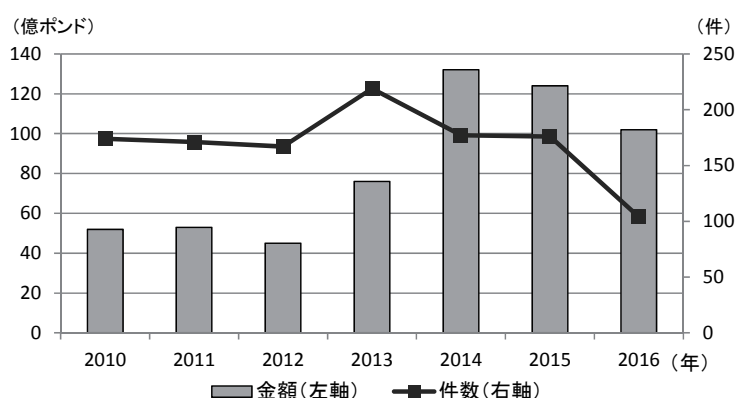
III 英国における年金バイアウト市場の拡大

1. 市場規模

英国では近年、年金リスクを移転するための年金バイイン／バイアウト案件が増加している（図表 4）。特に 2014 年は、リーガル&ジェネラルによる 30 億ポンドの ICI 年金基金のバイイン、同じくリーガル&ジェネラルによる 25 億ポンドの TRW 年金基金のバイアウトという過去最大規模の案件が実施されたことが金額ベースでの増加に寄与した。

背景としては、上記のようなマクロ環境や会計基準・制度上の背景と相まって、DB の積立状況が改善してきていることが挙げられる。即ち、英国 DB における平均積立比率（フル・バイアウトに必要な水準）は、2012～13 年にかけて 60～61%であったが、2014 年に 67%台となっている。そのため、スポンサー企業としてフル・バイアウトに際して

図表 4 英国年金バイイン／バイアウト市場規模の推移



(出所) Pension Protection Fund, “The Purple Book 2017,” December 5, 2017 より
野村資本市場研究所作成

⁵ 英国 FRS17 及び 2004 年年金法については、前掲脚注 2 論文参照。なお、年金バイインでは、年金基金のバランスシートに保険が資産として残るため、PPF の課金負担から免れることはできない。

保険会社に支払うプレミアムを抑えることができ、バイアウトを利用する環境が整ったものと言える⁶。

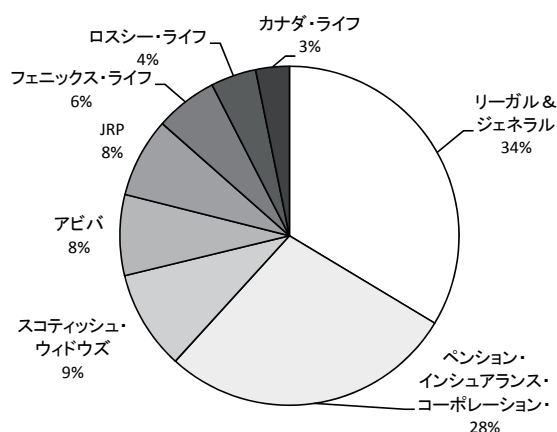
本稿執筆時点で 2017 年のバイアウト案件の統計は出ていないものの、2017 年 3 月末時点のフル・バイアウト水準比の積立水準は 67.7%となっているため、2017 年以降、再び増加に転じている可能性もある。

2. サービス提供者

英国年金バイイン／バイアウト市場におけるサービス提供者は、リーガル&ジェネラルやスコティッシュ・ウィドウズ、アビバといった伝統的な大手保険会社から、ペンション・インシュアランス・コーポレーション（PIC）やロスシー・ライフ（Rothesay Life）、パートナーシップ（Partnership）といった年金バイイン／バイアウト専門の新興保険会社まで様々である。そのうち近年、継続的に高いシェアを維持しているのが、リーガル&ジェネラルと PIC となっている（図表 5）。2005 年頃にはリーガル&ジェネラルとプルデンシャルのニッチな寡占市場であったが、その後、元プルデンシャル社員が設立したパタノスター、プライベート・エクイティ・ファンドが出資する PIC、ゴールドマン・サックスが設立・出資するロスシー・ライフなど、新規の業者が参入してきた。

しかし、2010 年代に入ってから退出する業者も増えており、パタノスター（2011 年）、ルシーダ（2013 年）、メットライフ（2014 年）、英国プルデンシャル（2016 年）が同市場から撤退した。パタノスターとメットライフの事業は、ロスシー・ライフが買収

図表 5 英国年金バイイン／バイアウト市場シェア（2016～17 年）



(注) 2017 年は 12 月 18 日時点で発表されている案件ベース。

(出所) Lane Clark & Peacock, “LCP pensions de-risking report: Buy-ins, buy-outs and longevity swaps,” January 2018 より野村資本市場研究所作成

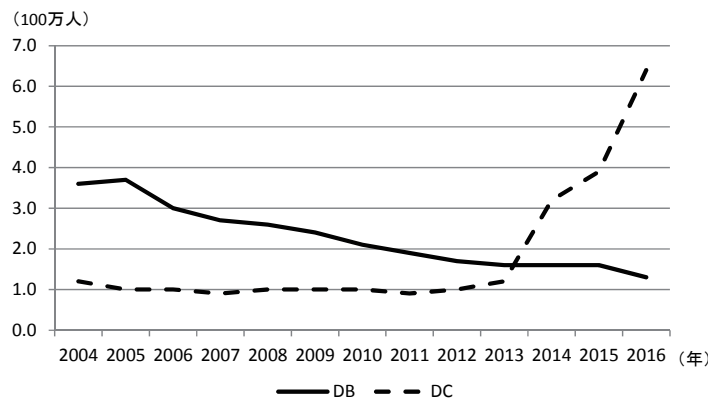
⁶ データの出所は Pension Protection Fund, “The Purple Book 2017,” December 5, 2017。なお後者は、年金保護基金のリスク・ベースの課金を決定するための評価方法について定めた 2004 年年金法第 179 条に基づく積立不足であり、通称 179 条債務 (section 179 debt) と呼ばれる。

している。また、ゴールドマン・サックスは 2013 年、2017 年と段階的に、ロスシー・ライフ株式をブラックストーン、シンガポールの GIC、マスマニューチュアルに売却しており、ジャスト・リタイアメントとパートナーシップは 2016 年に合併して JRP グループとなっている⁷。

こうした動きの背景としては、規制強化の影響が挙げられる。例えば、2016 年から適用されている欧州保険規制のソルベンシー II により、英国の保険会社が従来主力としてきたアニュイティ（終身年金）に係る資本賦課が高まることとなった⁸。英国プルデンシャルが 2016 年からアニュイティの新規契約を停止し、ひいてはバルク・アニュイティや年金パイアウトから撤退したのは、これが背景となっている。また、ゴールドマン・サックスによるロスシー・ライフの売却も、ゴールドマン・サックス本体に係る資本規制への対応と指摘されている。

また、前述の背景から DB 市場が中長期的に縮小していく中、DB を対象とする年金バイイン／パイアウトについても、中長期的な縮小が見込まれる点も、一部業者の撤退の背景として指摘できよう。実際、FTSE100 構成企業は全て新規採用者への DB の提供を取り止めており、英国全体で見ても、DB の現役加入者数は減少の一途を辿っている一方、スポンサー企業にとってリスク移転を必要としない確定拠出型年金（DC）の現役加入者数は 2014 年を境に DB を逆転している（図表 6）。DC 拡大の背景としては、特に 2012 年 10 月に大企業から段階適用が開始された、雇用主に年金制度の提供を義務付ける年金自動加入制度の影響も指摘できる⁹。今後も、年金自動加入制度の下、DC の拡大が進む一方、DB の縮小が続いていくものとみられ、年金バイイン／パイアウト市場の母集団も縮小していくものとみられる。

図表 6 英国 DB/DC の現役加入者数推移



(出所) Office for National Statistics, “Occupational Pension Schemes Survey 2016,” September 28, 2017 より野村資本市場研究所作成

⁷ ジャスト・リタイアメントとパートナーシップの合併については、医療証明付バイイン市場の限界（高コスト、市場規模）を指摘する向きもある。
⁸ 他方、ソルベンシー II の適用により保険会社への影響が明確化されたため、保険会社によってはビジネス獲得を積極化しているとの見方もある。
⁹ 詳細については、神山哲也「英国確定拠出型企業年金における自動化の取り組み—加入率の向上と運用の効率化に向けて—」『野村資本市場クォーターリー』2014 年春号参照。

他方、積立が停止されている加入者、給付を受けている受給者も合わせると、DB が 2,830 万人、DC が 1,090 万人と、依然 DB の方が規模が大きい（2016 年末時点）。年金バイイン／バイアウトは、将来的には市場の頭打ちが生じるとしても、当面の間は、DB を巡る困難な環境が続く中、需要の多い事業であると言えよう。レーン・クラーク & ピーコックは、株高や金利上昇を受けて DB の財務状況が改善し、企業がこの機会に年金バイアウトを利用するインセンティブが増しているため、年金バイアウトの金額が 2018 年に前年の 120 億ポンドから 25% 増加することを見込んでいているという。実際、スコティッシュ・ウィドウズやフェニックスは、年金バイアウトの陣容を強化している¹⁰。

3. 近年のディールと資産運用の特徴

図表 7 は、2007 年以降の年金バイアウト案件で 2 億ポンド以上のものである。大型案件では伝統的な大手保険会社のリーガル&ジェネラルが強みを持つ一方、案件数ベースでは、バルク・アニュイティ専業として 2006 年、2007 年に設立された PIC とロスシー・ライフが最も活発なプレイヤーであることがわかる。

図表 7 大規模年金バイアウト案件（2007 年以降、抜粋）

社名	業種	年月	規模 (100万ポンド)	業者	形態
TRW	自動車	2014年11月	2,500	リーガル&ジェネラル	部分バイアウト
フィリップス	テクノロジー	2015年11月	2,400	PIC	フル・バイアウト
EMI	音楽	2013年7月	1,500	PIC	フル・バイアウト
ターナー&ニューワール	エンジニアリング	2011年10月	1,100	リーガル&ジェネラル	PPF+バイアウト
ソーン	エンジニアリング	2008年12月	1,100	PIC	フル・バイアウト
ロールスロイス	自動車	2016年11月	1,070	リーガル&ジェネラル	フル・バイアウト
ユニク	食品	2011年12月	830	ロスシー・ライフ	PPF+バイアウト
リーマン・ブラザーズ	金融	2015年4月	675	ロスシー・ライフ	フル・バイアウト
NCR	テクノロジー	2013年11月	670	PIC	フル・バイアウト
デルタ	エンジニアリング	2008年6月	450	PIC	部分バイアウト
インターコンチネンタル	ホテル	2013年8月	440	ロスシー・ライフ	フル・バイアウト
パウエル・ダフリン	エンジニアリング	2008年3月	400	パタノスター	フル・バイアウト
アライアンス・ブーツ	薬局	2010年6月	320	PIC	フル・バイアウト
TKM	自動車	2015年11月	300	アビバ	フル・バイアウト
ウェスタン・ユナイテッド	食品	2014年6月	280	ロスシー・ライフ	フル・バイアウト
タレット・ブレボン	金融	2017年5月	270	ロスシー・ライフ	フル・バイアウト
ロー・ソサエティ	法務	2011年6月	235	メットライフ	フル・バイアウト
ゼネラル・モーターズ	自動車	2012年10月	230	ロスシー・ライフ	フル・バイアウト
レイランドDAF	自動車	2009年1月	225	PIC	フル・バイアウト
シーメンス(VAテック)	テクノロジー	2015年12月	210	PIC	フル・バイアウト
インベストテック・バンク	金融	2016年11月	210	アビバ	フル・バイアウト
SRテックニクス	航空	2012年4月	200	PIC	PPF+バイアウト
デンソー	自動車	2012年3月	200	PIC	フル・バイアウト

(注) シーメンスは子会社 VA テック従業員の年金を対象としたもの。

PPF+バイアウトは PPF の評価を経た上で PPF 保証以上の給付水準を実現するもの。

(出所) Lane Clark & Peacock, “LCP pensions de-risking report: Buy-ins, buy-outs and longevity swaps,” January 2018
より野村資本市場研究所作成

¹⁰ “Insurers target lucrative bulk annuity market,” *Financial Times*, February 5, 2018.

近年の年金バイアウト案件をみると、スポンサー企業によって、一部の年金加入者をDBに残す「部分バイアウト」を選択したり、PPFの評価期間を経た上でPPF保証以上の給付水準をバイアウトで実現するなどのバリエーションがある。また、バイイン／バイアウトの際に保険会社はしばしば再保険を利用し長寿リスク等に移転するが、ソルベンシーIIにより、長寿リスクに対する積立要件が厳格化されたため、保険会社にとっての再保険の重要性が上昇しているとの指摘もある¹¹。直近では例えば、スコティッシュ・ウィドウズのアニュイティ・ブックにおける長寿リスクを米プルデンシャル・フィナンシャルが請け負った再保険契約（2018年2月）や、PICがバイインした港湾労働者年金基金の長寿リスクをバミュダの再保険会社パートナーリ（PartnerRe）が請け負った再保険契約（2018年1月）などがある。もっとも、何れのディールも年金バイアウトのストラクチャー自体は、前記の仕組みに沿ったものとなっている。

なお、保険会社が、別の保険会社のアニュイティ・ブックを購入するというビジネスもあり、これはいわば保険会社間の年金バイアウトとも言える。2018年3月には、英国プルデンシャルが120億ポンドのアニュイティ・ブックをロスシー・ライフに売却している¹²。

前述の通り保険会社にとって年金バイアウトの収益性を左右する資産運用については、各社工夫を凝らしている。事例として、年金バイイン／バイアウト専業である大手2社のPIC（運用資産残高226億ポンド）とロスシー・ライフ（同240億ポンド）のアニュイティ・ポートフォリオをみると¹³、まず、両社とも年金給付の長期債務に投資対象資産のキャッシュフローを合致させるALM（資産・負債の総合管理）をベースとし、フィクスド・インカム中心のポートフォリオを組んでいる点は共通している（図表8）。

その上で、インフラ投資など、低金利環境にあつて、個別性の高い投資案件を相対交渉で発掘することにより、長期・安定的な利回りを追求する動きも見られる。PICでは総資

図表8 PIC、ロスシー・ライフのアニュイティ・ポートフォリオ

PIC		ロスシー・ライフ	
組入資産	保有比率	組入資産	保有比率
政府債	35%	英国債	39%
社債	56%	有担保住宅ローン	19%
流動性資産	5%	その他有担保ローン	15%
ABS	1%	準ソブリン・国際機関債	9%
その他	3%	インフラ	6%
		現金	4%
		その他	8%

（注） 2016年末時点。

（出所）両社の2016年度アニュアル・レポートより野村資本市場研究所作成

¹¹ 前掲脚注4資料。

¹² プルデンシャルは、①アジアや米国等の成長市場の保険事業に注力するプルデンシャル、②英国・欧州の保険事業及び資産運用事業に注力するプルデンシャルM&Gに分かれた上で、②が資本賦課の少ないビジネス・モデルに傾注していく戦略の一環で、アニュイティ・ブックを売却したもの。

¹³ 運用資産残高はいずれも2016年末時点。

産の約 30%がインフラに投資されており（大部分が図表 8 左表の社債に含まれる）、ロスシー・ライフでは有担保ローンとインフラへの投資が 40%を占めている点を特徴とする。PIC の場合、インハウス運用比率は 47%であるが、インフラ投資は大部分をインハウスで実施しており、住宅公庫や規制インフラ（水道・電力施設等）、道路・トンネル等に投資している。他方、ロスシー・ライフは全てインハウス運用であり、インフラでは主に規制インフラに投資しており、有担保ローンでは、例えば、ニューヨークやシドニーの商業用不動産等に投資している。

IV 米国でも始まった年金バイアウト

年金バイアウトは英国で発展・定着したと言ってよいが、DB 提供の負担軽減のニーズは、米国企業の間でも根強い。様々な方策が模索されてきたが、2012 年にゼネラル・モーターズ（GM）及びベライゾンによる年金バイアウトの大型事例が登場し、この方法に対する注目度が一気に高まった。

1. 米国の年金バイアウトの背景

米国企業は、様々な形で DB 提供のリスク抑制・軽減に努めてきた。英国と同様に、米国企業においても、運用リスク、長寿リスク等による DB 提供の負担感が増大し、企業年金の DB から DC へのシフトが進行した。DB を終了して DC に切り替える、最初から DC のみを提供する、DB と DC の両方を提供するなど、方法は企業により様々だった。大手企業においては DB・DC 併用が一般的とされたが、2005 年頃から、それら企業の間でも DB を「凍結」、すなわち、新規加入及び給付の積み上がりの停止を行い、DC へのシフトを加速させる動きが顕在化した。

DB を凍結すれば、既存加入者・受給者の年金給付を終えた時点で、DB プランは消滅する。ただ、この方法で企業が DB リスクから解放されるには長い時間がかかる。これに対し、年金制度の資産・負債を第三者に譲渡することができれば、企業は速やかに DB 運営から撤退することができる。英国で、2000 年代に入り年金バイアウトが登場・拡大していたこともあり、米国でも、同様な DB リスク移転の方法が模索された。

2. 米国年金バイアウトをめぐる規制

米国の企業年金は、包括的な企業年金法である従業員退職所得保障法（ERISA）の規制を受ける。ERISA の受給権保護規定は厳格で、受給権がすでに発生している年金給付については、年金受給者はもとより、現役世代であっても減額することは極めて難しい。受給権は、現役期間中に徐々に積み上がっていくことが規定されており、加入後長期間にわたり発生させないような制度設計は容認されない。

企業年金の破綻時には、年金給付保証公社（PBGC）による給付保証が行われる。ただし、積立不足を抱えたまま年金制度を終了するには、厳格な手続きが求められ、母体企業が実際に、あるいは事実上経営破綻していない限り承認されないと言ってよい。

他方、雇用主は、ERISA の規定する年金制度の「標準的終了」（standard termination）の手続きの下で、年金積立不足を解消の上、年金給付を保険会社の団体年金保険に置き換え、DB の提供を完全に終えることができる。この方法が、実質的に英国の年金バイアウト（フル・バイアウト）に相当すると考えられる。

全ての年金加入者・年金待機者（年金受給権は有するが、受給開始年齢に達していない元従業員）・年金受給者を対象とする標準的終了は、資金的にも労力面でも高コストで必ずしも容易でない。DB プランの一部を第三者に移転する方法も模索されたが、この可否については、2008 年 8 月に、内国歳入庁（IRS）が、母体企業の買収合併に付随するような状況を除いて、第三者への年金制度の移転は、DB の税制適格の喪失につながり得るという判断を示した。内国歳入法において、「税制適格年金は、加入者及びその受益者のみの利益のために運営される必要がある」とされており（exclusive benefit rule）、第三者への移転がこれに抵触すると判断された。要するに、雇用主以外の主体による年金制度の運営は、税制適格要件違反となるということだった。

これらの制約の下で実行可能な DB リスクの軽減・移転策として、①税制上の要件下の一時金選択肢（lump sum payment）を提供すること、②DB の一部を団体年金保険に置き換え、相当する年金資産・負債を保険会社に移転すること、③両者の組み合わせ、が考えられた（図表 9）。米国の年金バイアウトは、一般に、②の方法により、企業が保険会社に DB の一部を移転することを指す。英国の「部分バイアウト」が相当すると言ってよい。

図表 9 米国の DB のリスク移転の手法

リスク移転手法	概要
標準的終了 (standard termination)	<ul style="list-style-type: none"> 全ての加入者・年金待機者・受給者を対象に、団体年金保険商品を提供。全ての年金資産・負債を保険会社に移転。 標準的終了手続きに基づき、年金プラン終了。
年金バイアウト (pension buy-out)	<ul style="list-style-type: none"> 対象者（一般に、一部または全ての受給者）に団体年金保険商品を提供。相当する年金資産・負債を保険会社に移転。 年金プランは存続。
一時金選択肢 (lump sum payments)	<ul style="list-style-type: none"> 対象者（一般に年金待機者）に一時金を給付。相当する年金資産・負債が減少。 年金プランは存続。
＜参考＞ 年金制度設計の変更による リスク管理	<ul style="list-style-type: none"> 年金凍結 (pension freeze)：新規加入の停止、既存加入者の給付の積み上がり停止。 キャッシュ・バランス・プラン：給付算定式の最終給与方式から平均給与方式への変更、給付の一時金払いによる長寿リスクの削減。
運用内容の変更によるリス ク管理	<ul style="list-style-type: none"> LDI 戦略：年金資産を長期債等に変更し、給付キャッシュフローに近づける。積立状況の変動を抑制。

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

一時金選択肢の提供については、2015年7月、IRSより、受給者を対象にすることは不可である旨が打ち出された。元々、この選択肢は年金待機者が主な対象で、受給者に関する可否は法令上不明確だった。そもそもアニュイティの受給期間の変更は原則として不可とされており（内国歳入法 401 条(a)項(9)号）、すでに受給を開始している分を変更可とするのは法の趣旨に反するという判断だった¹⁴。

3. 米国年金バイアウトの実施状況

年金バイアウトにおいては、一般に、①対象者・対象債務の決定、②年金資産の準備、③保険会社の選定、④法務・規制対応、⑤管理運営（アドミニストレーション）の移転、⑥対象者等とのコミュニケーションといった事項が検討され、実行される（図表 10）¹⁵。

このような手順に基づき年金バイアウトが技術的に可能であるとしても、一般に、企業としては「第一号案件」にはなりたくない。どれだけ入念に準備したとしても、保険会社に対するプレミアム等のコストを株主が納得するか、受給者による訴訟の可能性はどの程

図表 10 年金バイアウトの検討事項

① 対象者・対象債務の決定	<ul style="list-style-type: none"> 全ての受給者、一部の受給者、待機者など対象の決定。年金バイアウトのみを実施するか、一時金選択肢との組み合わせ（待機者向けに一時金選択肢、受給者向けに年金バイアウト）で行うかの決定。
② 年金資産の準備	<ul style="list-style-type: none"> 保険会社への資産移転の準備。資産を流動化し団体年金保険の保険料支払いに備える。大手年金基金の場合、現物移管によるコスト効率の向上（取引コスト、再投資リスクの抑制など）を検討する。 年金資産の運用内容を調整し、保険会社の望むポートフォリオに近づけることで現物移管が容易になるが、バイアウト対象でない年金資産（DB プランに残される資産）の運用への影響も考慮する必要がある。 一般に長期債、高格付け社債などが保険会社の受け入れやすい資産であり、DB プランが LDI 戦略を採用している場合、相対的に調整が容易な可能性がある。
③ 保険会社の選定	<ul style="list-style-type: none"> 企業は複数の保険会社からバイアウトの提案を受ける。保険会社に対し、バイアウト・コストの算出に必要なデータ（制度設計、加入者等の年齢・性別等の属性など）を提供する。データが包括的であるほど、精確なバイアウト・コストの算出が可能になる。 企業は、提案を踏まえ、最適と思われる保険会社を選定する。
④ 法務・規制対応	<ul style="list-style-type: none"> 一般に企業がバイアウト取引に関する受託者責任を負う。大手企業の中には、独立受託者を雇用し、受給者等の最善の利益保護を強化するケースもある。保険会社との契約締結、規制当局の事前承認の取得などを行う。
⑤ 管理運営（アドミニストレーション）の移転	<ul style="list-style-type: none"> 保険会社による年金支払いの管理能力、受給者サービス等を評価し、管理事務の移転を行う。必要であれば試行期間を設定。
⑥ 対象者等とのコミュニケーション	<ul style="list-style-type: none"> DB プランの受給者、待機者、加入者とのコミュニケーションは極めて重要。企業はバイアウトの必要性や従前からの変更内容などを説明する。保険会社は企業や DB プランの業者と連携して、バイアウト手続きに関する十分なコミュニケーションを実施する。 企業は、株主・投資家に対するコミュニケーション戦略も別途策定する。

（出所）“Preparing for Pension Risk Transfer,” Prudential Retirement, 2016 より野村資本市場研究所作成

¹⁴ GM などは、一時金選択肢の対象者として受給者も含めたが、事前に IRS から個別のレターを取得し問題ないことを確認していたとされる。2015年7月以降、IRS は個別の相談には原則応じない旨を表明した。

¹⁵ Margaret McDonald and Scott Gaul, “Preparing for Pension Risk Transfer,” Prudential Retirement, 2016. (<https://www.prudential.com/media/managed/documents/rp/Preparing-for-Pension-Risk-Transfer.pdf>)

度かといった、「実施してみなければ分からない」ことが残るからだ。結局のところ、GM とベライゾンという大型の先行事例が出ることにより、後続が次々と登場する形になったと言える¹⁶。

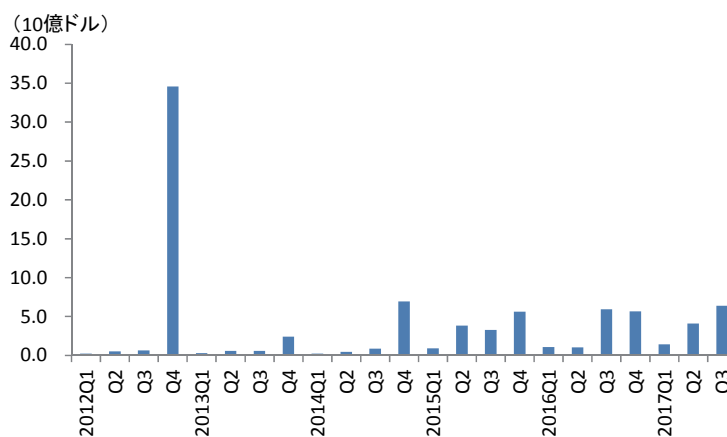
2012 年というタイミングは、背景に制度的な要因があったとも言われている。米国では 2006 年年金保護法により、一時金支給額算出金利に関する規制変更が行われた。従来 30 年国債利回りだったものが投資適格社債に変更されたが、この変更が完全施行されるのが 2012 年だった。一般に投資適格社債の方が国債より利回りが高いことから、企業が、年金バイアウトと一時金選択肢の組み合わせ方式を採用するのであれば、2012 年まで待つ方が合理的だったとされる。

米国の年金バイアウト推移は、図表 11 の通りである。2012 年の GM、ベライゾンで突出した時期を除けば、四半期に 2~70 億ドルのペースであり、2015、2016 年は年間 100 億ドルを超えた。2017 年は第 3 四半期までで 120 億ドルに達している。

主要な事例を見ると、図表 12 のようになる。退職者数千名を対象に年金債務を数億ドル規模で削減する事例が、2012 年以降も毎年出ていることが見て取れる。

大手企業は一般に、数年間かけて段階的に DB 制度の見直しを行っている。例えば、最近の事例としてインターナショナル・ペーパーを見ると¹⁷、同社は 2004 年に DB への新規加入を停止し、確定拠出型年金の拡充（企業拠出の引き上げ）を行った。2014 年には、給付の積み上がりを 2018 年末時点で停止すると公表し、DB を凍結した。さらに、2016 年に待機者に対し一時金選択肢を提示した上で、2017 年 10 月、給付が月額 450 ドル以下の受給者を対象にバイアウトを実施した。取引相手は米国プルデンシャル・ファイナンシャルで、これにより 13 億ドルの給付債務の削減を実現した。

図表 11 米国年金バイアウト（金額）の推移（四半期データ）



(出所) LIMRA より野村資本市場研究所作成

¹⁶ “An Insurer May Soon Handle Your Pension --- Companies with old-fashioned plans are shedding responsibility for them,” *Wall Street Journal*, March 13, 2017.

¹⁷ “International Paper takes calculated journey to annuity buyout,” *Pensions & Investments*, November 3, 2017.

年金バイアウトに関する企業の懸念のうち、バイアウトを不服とする受給者による訴訟の提起は、ベライゾンのケースで早々に現実のこととなった。ベライズンは2012年10月、約41,000人の受給者を対象に、米国プルデンシャルを取引相手とするバイアウトを実施したが、翌11月には、受給者による訴訟が提起された。原告は、以下の点についてベライズンがERISA違反を犯したと主張した。

- ① 年金規約文書において、保険会社への移転の可能性について開示されておらず同文書に関するERISAの規定（ERISA102条(b)項）違反。
- ② 年金バイアウトは受託者としての行為であり、標準的終了であれば適用され得たERISA上の手続きを回避することはERISAの受託者責任（ERISA401条(a)項）違反。
- ③ 一部の受給者が給付を受ける権利を妨げることは、受給に関する差別・介入等を禁ずるERISA規定（510条）に抵触。

原告は上記の主張に基づき、年金バイアウトの取引の差し止めを求めたものの、連邦地裁において、上記のいずれについてもERISAの規定違反は認められないという判決が下り、バイアウトは実行に移された。上告を受けた連邦控訴裁判所も、地裁の判断を支持した¹⁸。

年金バイアウト先の保険会社が万が一破綻した場合、州レベルの保険契約者保護機関に委ねられる。ベライゾンの訴訟で原告は、バイアウトによる年金保険の経済的利益が、従前の給付と同等な内容であるとしても、バイアウト対象受給者が、PBGCの給付保証を受ける権利を奪われた点が問題であると主張した。PBGCの給付保証に比べると保険会社の破綻時の制度は脆弱と考えられているからである。この論点は、ベライゾンの訴訟では直接取り上げられなかったが、年金バイアウトの主要な難点として認識されている。

米国生命保険業界の調査・分析機関であるLIMRA（Life Insurance Marketing and Research Association）によると、米国では15社が年金バイアウト・ビジネスに参入している。図表12の通り、米国プルデンシャル、メットライフ、プリンシパルなどが大型ディールに参加している。

中でも米国プルデンシャルは、GM、ベライズンを手掛け、最近でもユナイテッド・テクノロジー、インターナショナル・ペーパーのような大型ディールに参加し、米国年金バイアウトにおける存在感が大きい。同社は生命保険関連からリタイアメント関連へと、ビジネスのフォーカスをシフトする過程にあるとされる¹⁹。同社がGM、ベライゾンのディールを手掛けた2012年のアニュアル・レポートを見ると、「インカム・プロテクション、資産形成などのベビーブーマーのニーズが保険業界を牽引し続ける。リタイア

¹⁸ ベライゾンの事例では、年金制度に残された受給者も、米国プルデンシャルへの支払いに年金資産が使用されたこと等について訴訟を提起した。個別の金銭的な損害を被っていない受給者がそもそも訴訟を提起できるのが法律上の論点となり注目されたが、これも却下された。

¹⁹ “Banking & Finance: Prudential Shifts Focus to Retirement --- Firm, set to become top life insurer, gets bigger in annuities, asset management,” *Wall Street Journal*, March 17, 2017.

図表 12 米国年金パイアウトの事例

公表日	雇用主	影響を受ける退職者／従業員	保険会社	年金債務削減効果
2012/6/1	General Motors Co.	42,000名の退職者のうち、一時金選択をしなかった者	Prudential Insurance	260億ドル
2012/10/17	Verizon	41,000名の退職者	Prudential Insurance	75億ドル
2013/11/13	SPX Corporation	16,000名の退職者。別途、年金待機者7,500名には一時金等選択を提供	MassMutual	8億ドル
2014/2/26	Heinz	一時金等の選択肢提供、次いで選択しなかった対象者にパイアウト	—	—
2014/7/16	Visteon Corporation	時間給従業員。12年秋に年金待機者に一時金等選択を提供していた	Prudential Insurance	3.5億ドル
2014/9/25	Motorola Solutions, Inc.	30,000名の退職者。別途32,000名を対象に一時金等の選択を提供	Prudential Insurance	42億
2014/9/30	Bristol-Myers Squibb	8,000名の退職者	Prudential Insurance	14億ドル
2014/12/16	TRW Automotive Holdings Corp.	7,000名以上の退職者	MetLife	4.4億ドル
2014/12/17	NCR Corporation	4,500名の退職者。2017年8月、7,000人の待機者に一時金選択肢	Principal Life Insurance	1.6億ドル
2015/1/22	Timken Company	5,000名の退職者	Prudential Insurance	6億ドル
2015/2/23	Kimberly-Clark	21,000名の退職者	Prudential Insurance、 MassMutual	25億ドル
2015/8/19	Lincoln Electric Company	1,900名の退職者	Principal Life Insurance	4.25億ドル
2015/9/10	West Pharmaceuticals Services	1,750名の退職者	MetLife	1.4億ドル
2015/10/1	Philips Electronics North America Corp.	米国の元従業員17,000名及びその受益者	Prudential Insurance、 Banner Life Insurance (Legal & General Americaの子会社)、 American United Life Insurance (OneAmericaの子会社)	10億ユーロ
2016/2/22	Chemtura Corp.	5,000名の退職者	Voya Retirement Insurance and Annuity	3.5～3.75億ドル
2016/10/6	United Technologies	退職者36,000人。別途待機者10,000人に一時金選択肢	Prudential Insurance	17.7億ドル
2017/5/20	Sears Holdings Corporation	約51,000名の退職者	MetLife	5.15億ドル
2017/8/22	Ball Corporation	約11,000人の退職者	Prudential Insurance	2.2億ドル
2017/10/2	International Paper	約45,000名の退職者	Prudential Insurance	13億ドル

(注) 企業のプレスリリース等に基づく情報。

(出所) Pension Rights Center 及び企業発表資料より野村資本市場研究所作成

(<http://www.pensionrights.org/publications/fact-sheet/companies-have-transferred-pensions-insurance-companies>)

メント・セキュリティへの対応は米国の個人、金融機関の双方にとって最も重要な課題の一つであり、退職後の準備の責任は、政府・雇用主から個人へのシフトが続いている。生命保険の新規加入は50年来の低水準であり、他の金融面のニーズが優先されることが背景にある」と分析していた。同年以降、自社に対し「革新的な年金リスク移転ソリューションを企業に提供」、「年金リスク移転市場のリーダー的存在」といった自己規定を行っている²⁰。

²⁰ 米国ブルデンシャルのアンニュアル・レポートより。

4. 今後の展望

米国の年金バイアウトへの関心は、当面継続すると見られている。その背景要因として、PBGC 保険料の引き上げがしばしば挙げられる²¹。

米国で DB を提供する民間企業にとって PBGC の給付保証制度への加入は義務付けであり、保険料は企業負担増の一因である。PBGC 保険料には定額保険料（加入者・受給者の人数ベース）と、変額保険料（年金積立不足額ベース）の 2 種類があり、いずれについても引き上げが繰り返されてきた。最近も 2012 年の法改正により、2019 年にかけて段階的な保険料引き上げが決定された（図表 13）。定額保険料は、年金給付額などと無関係に人数ベースなので、1 人当たりの給付が少額の受給者の場合、負担感が相対的に大きく、年金バイアウトの合理性が増す。2016 年 10 月の、ユナイテッド・テクノロジーズの年金バイアウトでは、月額 300 ドル以下の受給者が、前述のインターナショナル・ペーパーでは月額 450 ドル以下の受給者が対象とされた。

今後、連邦準備制度理事会（FRB）の利上げにより市場金利が上昇すれば、年金債務の低下が見込まれる。企業にとっては、金利上昇を見越しての様子見が合理的な可能性もあるが、PBGC 保険料負担は、それを相殺するほど重いのではないとも言われている。

図表 13 PBGC 保険料の推移

(単位:ドル)

	定額保険料 (加入者等1人当たり)	変額保険料 (積立不足1,000ドル当たり)	加入者等1人当たり 上限
1974.9 - 1977	1	--	--
1978 - 1985	2.6	--	--
1986 - 1987	8.5	--	--
1988 - 1990	16	6	34
1991 - 1993	19	9	53
1994 - 1996	19	9	53
1997 - 2005	19	9	上限無し
2006	30	9	上限無し
2007	31	9	上限無し
2008	33	9	上限無し
2009	34	9	上限無し
2010 - 2012	35	9	上限無し
2013	42	9	400
2014	49	14	412
2015	57	24	418
2016	64	30	500
2017	69	34	517
2018	74	38	523
2019	80	42	523

(注) 2019 年の変額保険料及び加入者等 1 人当たり上限は物価調整に応じて修正される可能性あり。

(出所) PBGC より野村資本市場研究所作成

²¹ IRS から 2017 年 10 月 4 日に改定死亡表が公表された。年金待機者向けの一時金選択肢が、従来よりも相対的に高くなる可能性があるが、既に多くの DB プランが実施済みで、影響は限定的という指摘もある。

V おわりに

日本は、公的年金給付の役割縮小が不可避な中、DB、DCを問わず私的年金の重要性が一層増していく状況にある。経済協力開発機構（OECD）によれば、日本の私的年金資産残高の対GDP比は29%で、英国の95%、米国の135%には遠く及ばない²²。年金パイアウトはDBの縮小・消滅を意味し、日本の現状のように、企業年金の普及拡大を目指さなければならない観点からは否定的な評価となりうる。

他方、年金パイアウトは、保険会社にとっては新しいビジネス分野の登場とも言える。また、英米ではすでにDBからDCへのシフトが顕在化しており、その大きな流れの中にあって、年金パイアウトは年金給付の提供者の変更に過ぎない、と整理することもできよう。年金保険商品も含めた、私的年金拡充策を模索する中で、年金制度をめぐるグローバルな動向の一環として、年金パイアウトの進展を注視する必要があるろう。

²² OECD, *Pensions at a Glance 2017: OECD and G20 Indicators*, OECD Publishing, Paris, 2017. (http://dx.doi.org/10.1787/pension_glance-2017-en)