

確定給付企業年金（DB）制度の存在意義と可能性について考える

慶應義塾大学 柳瀬 典由氏
厚生労働省 前原 庸司氏
三井住友信託銀行 澤崎 勝

井出 それでは、時間になりましたので、セッション「確定給付企業年金制度の存在意義と可能性について考える～コーポレートファイナンスを中心として」を開始します。

司会を務めさせていただきます、三井住友信託銀行の井出と申します。よろしくお願いいたします。

企業の財務リスク軽減を背景に、DBからDCに移行する傾向についてはグローバルに指摘されていますが、近時の企業の内部留保の増加、それから超低金利の脱却、人的資本経営の傾斜といった大きな環境の変化を踏まえつつ、DB制度の存在意義について再考することを企図しています。企業年金の企業価値に与える影響について、コーポレートファイナンスの観点からの考察を中心にDB制度の可能性を探ります。

本日のスピーカーですが、お三方です。慶應義塾大学商学部教授の柳瀬典由先生、それから厚生労働省年金局企業年金・個人年金課基金数理室の前原庸司室長、三井住友信託銀行年金コンサルティング部の澤崎勝上席調査役をお願いしております。最初に、お三方から基調講演をいただきます。まず柳瀬先生からDB制度とコーポレートファイナンスのかかわりについて、実証研究をもとにお話させていただきます。

柳瀬先生は、2003年一橋大学博士後期課程を修了、博士を取得されたのち東京経済大学、東京理科大学での教職を経て、2019年より慶應義塾大学商学部教授として活躍されております。コーポレートファイナンス、リスクマネジメントや保険がご専門で、企業年金制度・保険市場の効率性、企業の財務意思決定など、幅広いテーマにおいて実証研究を展開されております。本日お話しいただく研究で、2024年にGPIFのファイナンスアワードを受賞されております。それでは、柳瀬先生、よろしくお願いいたします。

日本アクチュアリー会年次大会(2025年月11月7日)

企業年金とコーポレートファイナンス

柳瀬 典由
(慶應義塾大学 商学部 教授)

柳瀬 ただいまご紹介にあずかりました、慶応義塾大学の柳瀬と申します。よろしくお願いいたします。本日は、伝統ある日本アクチュアリー会の大会にお招きいただき、大変光栄でございます。また、保険数理のプロの皆様の前で私などがご報告させていただくこと、実は大変緊張および恐縮しております。それでは、よろしくお願いいたします。

アジェンダ

1. はじめに
2. 学術的背景 ～「労働経済学 × 金融経済学」
3. 人的資本経営とDB？
4. 企業の内部資源の配分問題(株主 vs. 従業員)
5. まとめ・展望

2

こちらが本日お話ししたいアジェンダになります。本セッション、今、井出様の方からご説明いただきましたとおり、特に2000年代に入って以降かと思われませんが、企業の財務リスク軽減などを背景に、DBからDCへの移行が進むように見える中で、ここでやはりDB制度の存在意義について幅広に考えてみたい、そのようなときにコーポレートファイナンスとしても多少有益かもしれないと思い、そのあたりの研究の動向、特に海外を中心としてですが、ご紹介させていただきたいと思います。

はじめに

- 本セッションのテーマ：
 - DB制度の存在意義と可能性について考える
- 視点
 - ① 加入者・受給者の「退職後所得保障」からの視点
 - ② 事業主(母体企業)の「企業価値向上」からの視点

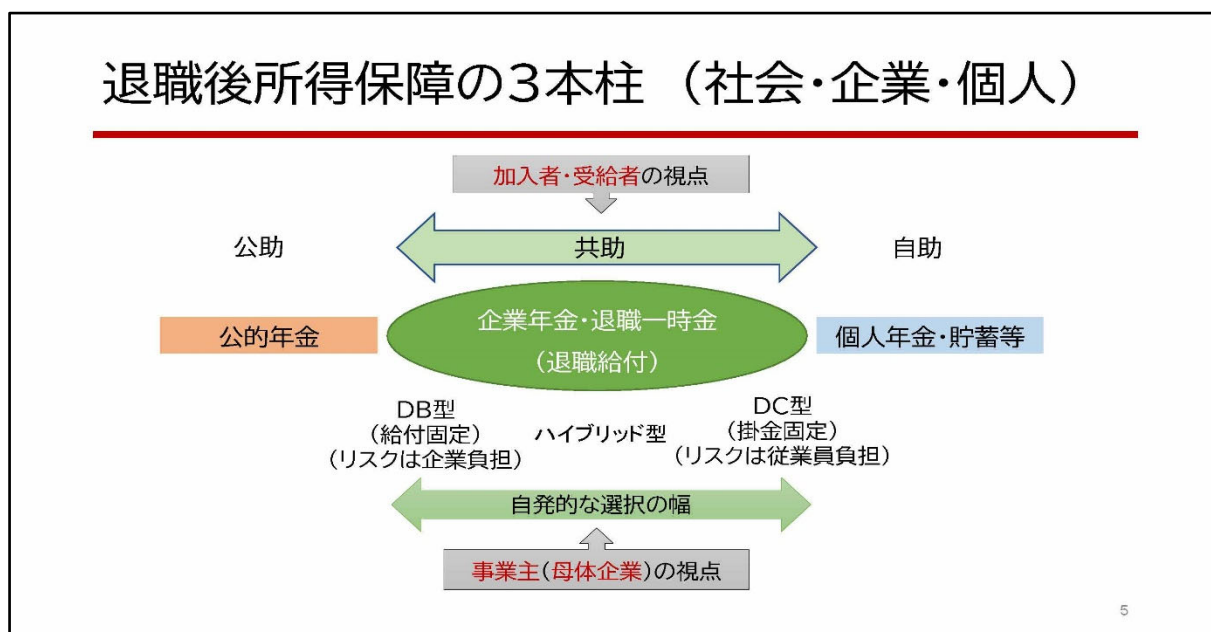
本報告

4

今申し上げましたとおり、DB制度の存在意義を考察するということに、結局誰の視点から議論するのかという視点、ここをはじめに定義しなければいけないと思います。概ね加入者・受給者、すなわち広く従業

員の視点というものもあれば、あるいは事業主、これあくまで企業年金は民間が設定するものですので、事業主である母体企業の視点から、それがどのような意味があるのかという視点もあると思われます。前者に関しては、広く社会保障制度全体の中の議論として、すでに多くの議論があるところかと思しますので、本日はそこを横に置いておきまして、DB制度の事業主である母体企業の視点から見たときにDB制度の存在意義は一体何なのだろうか、このあたりをファイナンス理論、特にコーポレートの分野から検討したいと思います。

具体的には、DB制度は、母体企業の財務リスクを高めるだけのネガティブな存在で切ってしまうのか、あるいは、企業価値を高める何らかのポジティブな側面も有する仕組みなのか、このあたりをコーポレートファイナンスの観点から考えてみたいと思っています。したがって、こちらが本日の報告の視点になります。



さて、こちらの図は、退職後所得保障の三つの柱を示しているわけですが、公助としての公的年金と自助としての個人年金が両極にあって、その両者の間に共助、具体的には民間企業が自らのインセンティブによって設ける企業年金などがあります。企業年金は給付固定、信用リスクを最終的には株主が負担するDB型と、拠出固定、信用リスクを従業員が最終的には負担するDC型の二つがあります。DB型においては企業や株主がリスク負担の役割を原則的には担うという意味において、ここにコーポレートファイナンスの接続点があるということになります。

企業年金政策 Corporate Pension Policy

・企業年金政策は企業経営における重要な課題

① 財務・投資政策(Corporate Finance) ← 「カネ」の側面

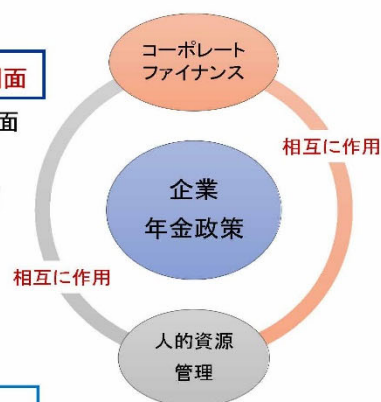
② 人的資源管理(労働生産性の維持・向上) ← 「ヒト」の側面

・企業年金政策は、企業(経営者)の「自発的」な意思決定

① 制度設計の問題(例:DB型 vs. DC型)

② 制度運営の問題(例:積立政策・資産運用)

経営者裁量



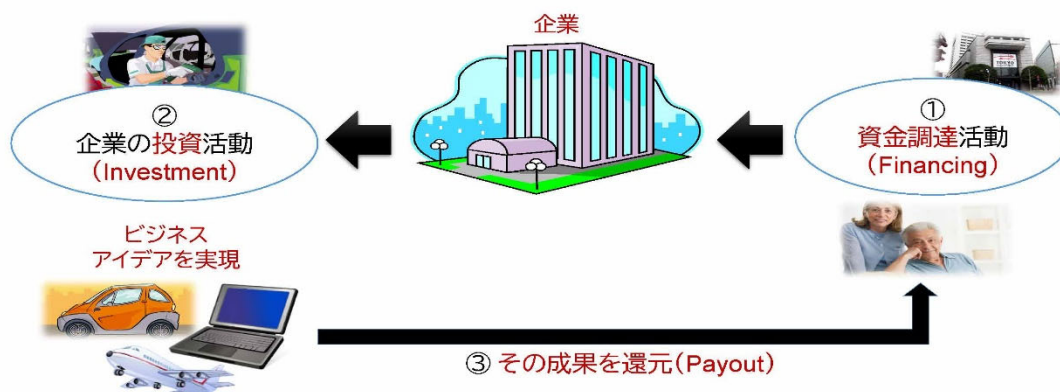
6

要約しますと、企業年金政策は企業経営上の二つの重要な側面である「カネ」の側面と、もう一つは「ヒト」の側面、この両方にかかる論点が交差する領域ということになります。そして、このような政策、これに関する意思決定は企業の自発的な意思決定に依拠していますので、そこに経営者の裁量の余地が意識的、あるいは無意識のうちに介在する余地があると考えられます。

例えば母体企業と加入者・受給者、すなわち従業員サイドとの間のリスク負担構造をどのように設計するのかという意思決定、例えばですけれども、制度設計の問題もあれば、あるいはDB制度の運営レベルでの問題、例えば積立水準をどの程度まで持っていくのか、あるいは資産運用に対してどのようなアロケーションを取るのかといった意思決定の問題もあるかもしれません。このようなことは、このような意思決定の背後にあるメカニズムを分析するうえで、コーポレートファイナンス、企業の財務に関する意思決定の枠組みは大変有益ではないかと考えられます。この経営者裁量、自発的な意思決定、これが一つのこの後のお話のキーワードになってまいります。

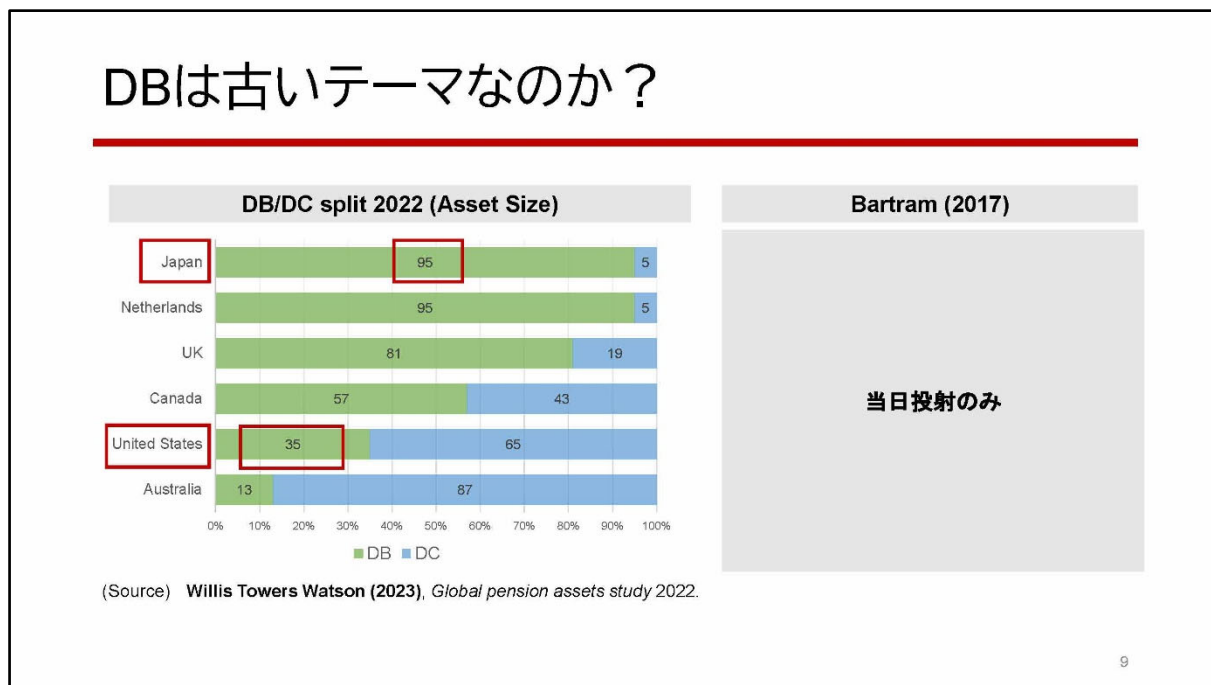
コーポレートファイナンス Corporate Finance

企業の資金調達と投資活動に関する意思決定(目的:企業価値最大化)を研究する学問



7

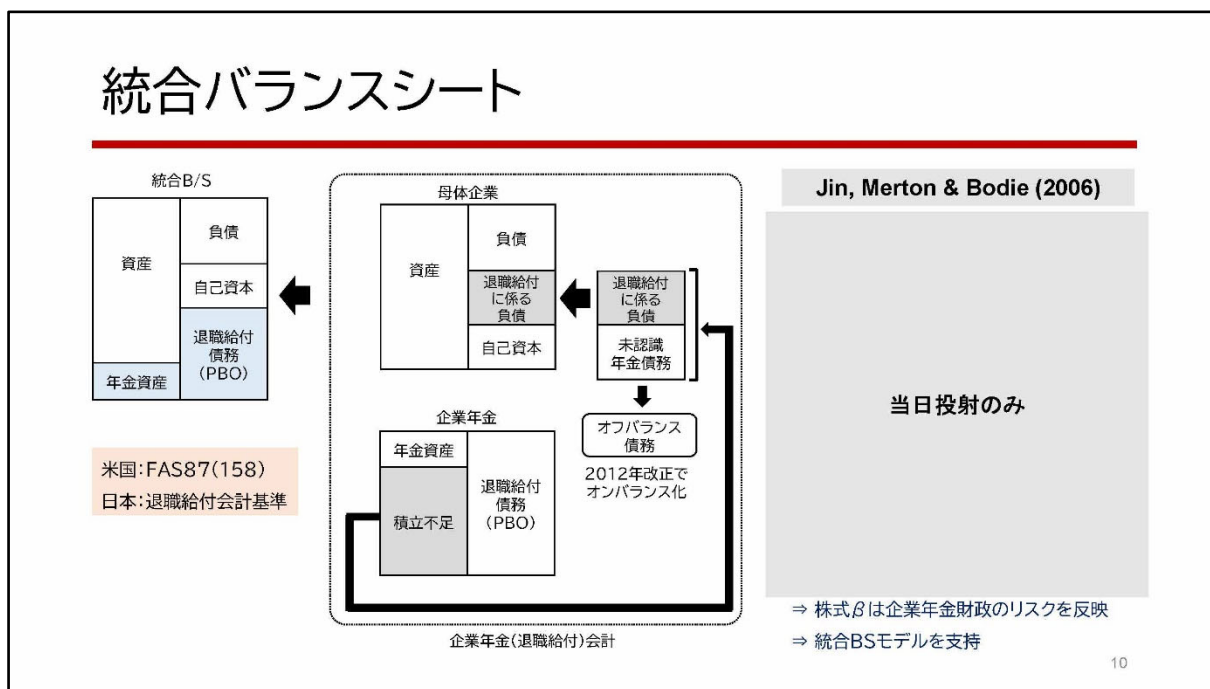
コーポレートファイナンスに関しましては、企業中心として企業の資金調達、ファイナンスの意思決定およびインベストメントの意思決定、そしてペイアウトの意思決定、この三つの三大領域があるわけですが、この意思決定の目的はステークホルダー全体の価値合計である企業価値、これを最大化というところに重きを置いている、これを研究する学問でございます。



そして、ここから2の学術的背景についてお話をしていきたいのですが、近年では、特に米国を中心としてDB制度への関心が低下しているように見えます。その一方で、こちらの左の図を見ていただきますと、これは、このデータがあくまでウイリス・タワーズワトソンのデータなので、いろいろご異論もあるかもしれませんが、年金資産額をベースとしたDB・DCのざっくりとしたシェアを各国別に示したものです。確かにDCへの移行が米国を中心に進んでいるものの、日本をはじめとする幾つかの先進国では、いまだDBのシェアが一定の存在感を示しているということも、一定確認できるかと思えます。

さらにこちらの右の論文、これはバートラムのマネジメントサイエンスの2017年の論文なのですが、これはグローバルデータを用いてDB年金と企業の投資政策、母体企業の投資政策の関係について探った最近の論文です。このイントロダクションにこう書かれています。黄色のところですが、DBは米国以外では引き続き重要性を持ち続けているので、それほど簡単に切り捨ててはいけなくと書いています。つまり、多くのファイナンスの研究は米国を中心にされていまして、米国が世界の中心のように検討されているのですけれども、世界を見るとそうでもないのではないかというところなんです。

統合バランスシート



それで、こちらは統合バランスシートです。DB年金を通じた企業の財務の意思決定、コーポレートファイナンスの意思決定を考えるうえで、広く皆さんご承知の年金体系、あるいは退職給付会計のルールが整備されてきたこと、これは特筆に値します。日本では、ご承知のとおり、2000年3月期以降の決算期から退職給付会計基準がスタートし、概ねその当時の欧米と同様のレベルの年金関係のディスクロージャーが始まりました。

左の図は、母体企業と企業年金の、それぞれのバランスシートがどのように統合されているのかを、端的に示したものです。例えば企業年金の資産が債務を下回った場合、その差額である会計上の積み立て不足は原則母体企業の負債として認識される。これは皆さんご承知のとおりです。これは各国の年金会計ルールにも、ほぼ同様の共通の考え方と言えるでしょう。

しかし、言い換えれば、ここに企業年金の財政の問題と、年金会計ルールを通じて母体企業の資本構成、つまり負債と自己資本の比率ですが、この非常に重要なコーポレートの問題に影響を及ぼし得るわけです。そしてこの情報は財務報告を通じて一定程度開示されているということになります。つまり、投資家とのコミュニケーションにも影響を与える問題となっているわけです。こうした企業年金財政を母体企業の財務と統合して考える視点のことを、一般にわれわれの分野では統合バランスシートの視点と呼びます。コーポレートファイナンスの分野でもしばしばこの研究所の関心事として、統合バランスシートの問題が取り上げられてきました。

例えばこの右の論文ですが、あの有名なオルバートマーティンの論文です。キャップエムのベータによって測定される米国企業の株式リスクが、このDB制度の財政、積立不足等を効率的に織り込んでいるのかどうかということを検証した論文です。彼らの論文によれば概ね織り込んでいる。つまり、統合バランスシートが、マーケットにおいても大体認識されているのではないのかというような検証結果を出しております。

多くの理論・実証研究

- **最適企業年金政策**
 - 保険効果: リスクシフト (e.g., Sharpe, 1976; Treynor, 1977; Goto & Yanase, 2013)
 - 税効果 (e.g., Black, 1980; Tepper, 1981)
 - 統合効果 (e.g., Harrison & Sharpe, 1983; Bicksler & Chen, 1985)
- **Pension reversion: リスクシフト** (e.g., Alderson & Chen, 1986; Petersen, 1992)
- **資本コスト** (e.g., Jin, Merton & Bodie, 2006; Shivdasani & Stefanescu, 2010)
- **株式リターン** (e.g., Franzoni & Marin, 2006; Franzoni, 2009; Goto & Yanase, 2016)
- **投資決定: リスクシフト vs. リスクマネジメント** (e.g., Rauh, 2006, 2009; Bartram; 2017)
- **経営者裁量** (e.g., Chaudhry et al., 2017; Bartram; 2018; Goto & Yanase, 2021)
- **コーポレートガバナンス・CSR** (e.g., Phan & Hedge, 2013; Anantharaman & Lee, 2014; Vafeas & Vlittis, 2018; Anantharaman, Gao & Manchiraju, 2022; Goto & Yanase, 2023)

11

さて、こうした統合バランスシートを先見的に仮定したうえで、最終的な意思決定主体である企業、さらに言うと経営者・株主の視点から、企業年金政策の最適な解がどこにあるか、このようなことを研究する論文はかなり昔からたくさんございまして、数を挙げればきりがないのですけれども、あとで紹介しますビル・シャープの1976年の論文をスタートとして、最近ではコーポレートガバナンスやCSR、あるいはESGと絡めた論文まで広く展開されているところでございます。

初期の研究 (株主から従業員へのリスクシフト)

Sharpe (1976)

当日投射のみ

**株主価値最大化の観点から最適な企業年金政策
(運用 and/or 積立)**

- 株主は、年金資産に対して書かれた**暗黙のプット・オプション**を事実上保有
- 破綻時には年金債務の価値に等しい行使価格で行使可能
- 破綻リスクが存在する場合、株主には、信用リスクを株主から従業員(制度受益者)に転嫁すること(**リスクシフト**)によって、**プット・オプションの価値を最大化**。

12

こちらの研究、このような一連の研究の火付け役になったのが、先ほど申し上げました著名なビル・シャープの1976年のこちらの論文になります。こちらの論文では、米国の、皆さんもご承知かもしれませんが、ペンション・ベネフィット・ギャランティ・コーポレーション、PBGC、この保険の存在を念頭に置いたうえで、母体企業の株主が年金資産に対して書かれた、インプリシットな暗黙のプット・オプションを事実上保有している、そのようなモデルをシンプルに構築しているわけです。破綻時には年金債務の価値に等しい行使価格、権利行使価格で行使可能であると解釈しています。

したがって、意思決定者である株主には、そのプット・オプションバリュー最大化のモチベーションからハイリスクな資産運用、そして正常の自由の範囲内における積立水準の最小化が、オプティマルな解であるということを示しております。

すなわち、こうした意思決定によって、企業年金の財務の健全性が結果的に低下し、企業年金制度における債権者である加入者・受給者に信用リスクを一定シフトするインセンティブが働く可能性を指摘した、最初の論文ということになります。要するにこれは、有限責任制度の下、株主・債権者間のエイジェンシー問題に起因して生じる、いわゆるアセット・サブституーション、資産代替と呼ばれる現象の一例というように解釈でき、これはコーポレートファイナンスでも非常に関心を持たれているトピックの一つということになります。

労働経済(ヒト) × 金融経済(カネ)

| | |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>Petersen (1994)</p> <div style="border: 1px solid gray; padding: 5px; text-align: center; margin-top: 20px;">当日投射のみ</div> | <p>upon the total contributions and investment performance of the assets. Since defined benefit and defined contribution pensions make different promises to workers, <u>the theoretical and empirical work on pension choice has focused exclusively on labor market considerations. The role of finance has been largely ignored. This paper attempts to fill the gap.</u> I first provide a theoretical explanation of why the financial side of the firm is important in its pension plan choice, and then present empirical evidence that supports this hypothesis.</p> <p style="color: blue; font-size: small;">(企業)年金選択に関する理論・実証研究は専ら労働市場の問題に焦点があてられてきた。ファイナンスの役割は大きく無視されてきたのである。本研究はこのギャップを埋めたい。</p> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; margin-top: 10px;"><p>企業年金研究:</p><ul style="list-style-type: none">⇒ 労働経済(ヒト)の論点としての研究の蓄積⇒ 金融経済(カネ)の論点としての側面が無視されてきた</div> |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

13

さらにこのように古くから、DB年金を観察対象としたコーポレートファイナンス上のさまざまな議論が展開されてきているのです。こちら私も好きな論文の一つなのですが、マイケル・ペターセンの有名な94年の論文です。こちらの中にも、このように面白い書かれ方がしています。「労働経済の論点としての研究は、確かにペンションの分野では蓄積されてきたが、ファイナンシャル・エコノミクスではまだまだだ。このレイバー・エコノミクスをファイナンシャル・エコノミクスのインターセクションとして、この現象は掘っていく価値がある」と書かれていて、非常に個人的には好きなフレーズの一つでございます。

人的資本経営

・ 人的資本経営

- ・ 人材を「資本」として捉え、その価値を最大限に引き出すことで、中長期的な企業価値向上につなげる経営のあり方(経済産業省)

・ 人的資本への投資と開示

- ・ 従業員の知識や能力を「資本」として捉える。
- ・ 人的資本の価値を最大限に引き出すための持続可能な経営。
- ・ 人的資本に関する情報の開示(2023年3月31日以降に終了する事業年度にかかる有価証券報告書から適用)

15

さて、少し話は変わりますが、本日のキーワードの一つと思われる人的資本経営でございます。経済産業省の定義によれば、人的資本経営とは、こちらにありますとおり、「人材を資本として捉え、その価値を最大限に引き出すことで中長期的な企業価値向上につなげる経営のあり方」でございます。そして、それに関する開示も、2023年3月31日以降の事業年度で開示が徐々にスタートしているところでございます。これがどのような方向に行くのかは、皆さん興味があるところかと思えます。

「株主第一主義」見直し？

米経済界「株主第一主義」見直し

当日投射のみ

(出典)日本経済新聞(2019年8月20日)

配当より雇用維持を

当日投射のみ

(出典)日本経済新聞(2020年4月27日)

16

さて、一方で、このような話、こちらは左の記事ですが、これは2019年8月のビジネス・ラウンドテーブル、アメリカの大企業の経営者の集まりです。こちらが、株主だけを重視するのではなく従業員等広範なステークホルダーとの対話を重視すべきだということを報じた記事でございます。右側は、今度は機関投資家

側です。世界の機関投資家が新型コロナウイルス感染拡大期の雇用不安の中、一定程度配当より雇用維持の重要性を指摘したことを報じた記事になっております。このような動きは、最近の人的資本に関する開示や人的資本を重視した企業への投資などに見られますように、短期的な株主利益、これはいわばショートターミズムとよく呼ばれるものですが、このショートターミズムに対する実務界からの懸念の声が、アメリカですら一定程度あったということが、その背景にあるのかもしれませんが。

すなわち、ショートターミズムの結果、能力のある従業員が実は離散してしまい、喪失してしまい、その結果、長期的な企業の競争力が低下してしまうということに対する懸念が、改めて経営者や、あるいは投資家の中で広がりつつあるのかもしれませんが。

Sとしての「従業員・人的資本」

- **PRI (国連責任投資原則)**
 - ① 労働条件(奴隷労働および児童労働を含む)
 - ② 地域コミュニティ(先住民コミュニティを含む)
 - ③ 健康および安全
 - ④ **従業員関係および多様性**
- **MSCI ESG RATINGS**
 - ① **人的資本**
 - ② 製造物責任
 - ③ 利害関係者の対立
 - ④ 社会的機会

17

そのような意味においては、ESGと最近よく言われていますけれども、ESGのSの中に例えばPRIの中でも従業員というキーワードが出てきますし、MSCIの方もESGレーティングでも四つの柱の一つのSの柱の一つに人的資本という言葉が出てきますように、実はこの人的資本の話や従業員の話や、あるいはこの後私たちがトピックとして見ていきたいDBというところは、ESGのSの中で議論できるトピックなのではないかと、昔から実は思っております。つまり古くて新しいテーマ、新しく古いテーマではないかと思われているところです。

従業員対応と企業価値・株主価値

- 労働投資効率
 - Cao and Rees (2020); Ghaly et al. (2020)
- 保守的な資本構造や積極的なリスクマネジメント
 - Bae et al. (2011); Ghaly et al. (2015, 2017); Huang et al. (2019); Baghai et al. (2021)
- 市場評価(株式リターン, 債券スプレッド)
 - Edmans (2011); 山田・臼井・後藤 (2017); Chen et. al (2019)

18

さて、そのような意味では、ペンションの話から離れますが、従業員に対する対応、従業員とのコミュニケーション、従業員への投資が企業の価値、あるいは株主価値とどう関係するのか、実はファイナンス分野ではここ10年ぐらいいかなり盛んです。学術面でもこのような実務界の動向と統合的な研究が次々と報告され始めています。これは実証研究が中心でございますが、例えば従業員対応が充実しているということが、特に熟練従業員や知的資本を有する人的資本集約的な企業で、従業員の労働投資効率を高めるということを実証的に示す研究などもあります。また熟練従業員を喪失するリスクをヘッジするために、企業は保守的な資本構想、例えば現金をたくさん持つ、負債比率を下げるなど、そのようなリスクをヘッジするような資本構成や、財務政策を取る傾向にあるということが報告される論文などもございます。さらに、従業員対応の充実と長期的な株式リターン、あるいは債券スプレッドの関係を分析する研究なども、徐々にですけれども、蓄積されております。

従業員対応の充実をどう測る？

- 長期継続的な「投資」
 - 「人的資本の蓄積」という「ストック面」での「成果」を期待するのであれば、その「成果」のために費やすべきは短期的な「費用」ではなく、**長期継続的な「投資」**
 - 従業員対応の充実との関連において、DB年金制度の充実にも目を向ける価値
- DB制度に関して企業が負担するコスト
 - 制度の設計や運営に関する経営者による裁量の余地 → 年金政策には企業間のバラツキ
 - 企業が負担するコストは会計基準の枠内で明確に**定量的に開示**
 - したがって、DB制度に対する企業の方針を観察することを通じて、「**中長期的な経営方針のもとで、企業が従業員との関係をどのように構築し、人的資本を蓄積しようとしているのか**」という経営者の「**動機**」を示唆する可能性

19

このように従業員対応の充実は、ペンションにかかわらず、DBにかかわらず、われわれにとって重要な研究テーマ、重要なトピックであるわけですが、その具体的な施策は例えばワーク・ライフ・バランスの導入など、多岐にわたります。しかしながら、よく考えてみますと、人的資本の蓄積というストック、フローではなくてストック面での成果を期待するのであるならば、その成果のために費やすべきは短期的な費用ではなく、長期継続的なやはり投資、インベストメントでなければならないと考えられます。その意味においては、改めてDB制度がどのような意味合いを持つのかということ、この点から考えてみる価値はあるのではないかと思います。

さらに、このようなDB制度に関して企業が負担する投資のコストは、既存の会計基準における定量的開示からもうすでに分析することが、ある程度できるわけです。したがって、DB制度を通じた人的資本のコスト負担、そのように例えば解釈するならば、それに関する企業の本音と申しますか、方針は、財務諸表開示を通じてある程度硬い情報、ワーク・ライフ・バランスが充実しているか否かというようなふわりとした情報というよりは、硬い情報として実は観察可能なのではないかと考えられます。

そのような意味では、最近の人的資本情報開示についても、その情報価値として評価が定まるまではしばらく時間を要するのではないかと考えられる中、このような退職給付や年金に関する会計によって開示されている情報を通じて、中長期的な経営方針のもとで企業が従業員との関係をどのように構築し、人的資本を蓄積しようとしているのか、その意識的、あるいは無意識のうちの気持ちをリビールされた情報として、いわば経営者の動機を浮き彫りにする可能性がある情報として、分析する価値があるのではないかと思います。

Motivation

- 価値創造の推進力としての「**コア従業員**」(無形資産)
 - 企業固有の人的資本 (FSHC) の蓄積(長期的投資のモチベーション)
 - 長期の固定債務の負担(退職一時金, DB[給付建て]企業年金)
- 企業の**内部資源の配分問題**(株主 vs. 従業員)
 - **DB年金制度(プラン)** = 従業員報酬の一部の支払いを将来に繰り延べる機能
 - 長期継続雇用の「**コア従業員**」= 暗黙の債権者 (e.g., Ippolito, 1985)
- DBプラン内における一定の**裁量権**(経営者)
 - DBプランへの拠出(積立)と母体企業の事業投資との間の**内部資金の配分**に影響

21

さて、ここまでお話ししましたところを、もう少し具体的に、株主・従業員間の資源配分問題という観点から踏み込んで議論を考えていきたいと思います。

先ほどご紹介しましたとおり、近年、従業員対応と企業価値、あるいは株主価値との関係を探ろうとする研究が蓄積されつつあるわけですが、ここでは、価値創造力、価値創造の推進力としてのコア従業員が、いわゆる企業固有の、これは重要なキーワードなのですが、企業固有の人的資本、これはファー

ム・スペシフィック・ヒューマン・キャピタルと言います。単なるヒューマン・キャピタルではなくて、特定のある企業との関係性においてだけヒューマン・キャピタルの価値が高まるようなもの、例えば特定の業界における特定の関係性における、その中で蓄積された技術などはそれに相当します。

このような企業固有の人的資本の蓄積の担い手となるべく長期継続的雇用の場を企業、突き詰めれば株主が長期的なコスト、あるいは長期的な投資として負担してでも、投資提供する可能性とそのメカニズムを理解する必要が出てきます。

そして、この点を分析する上で、実は退職給付、あるいはDBといったものは、注目に値するのではないかと考えております。なぜなら、DB制度を通じて企業の内部資源の株主・従業員間の実質的な、この後、具体的に議論しますが、配分問題を検討することができるトピックではないかと考えられるからです。

そもそもDBは給付額を事前に固定しておく仕組み、確定しておく仕組みであります。これは母体企業が長期の固定債務を負担するとともに、長期にわたってそうした資金形成のための資金運用リスクについても負担するということを意味しています。その覚悟を意味しているわけです。

その一方で、従業員の視点に立てば、DBを設置する企業がデフォルト等を起こさない限り、自らの報酬の一部の支払いを将来に繰り延べる機能を有しているというようになります。コア従業員、いわば企業にとっての暗黙の長期債権者であるこの従業員、これが重要な視点になってくるかと思えます。

それで、企業年金政策において重要なのは、経営者裁量というキーワードです。すなわちDBの財務健全性の観点から制度への拠出というものを、より積極的に行っていくのか、あるいはそのような拠出を法的なぎりぎりのところに抑えつつ、それを企業のコーポレートのインベストメントに使っていくのか、実はこの内部資金の配分問題は、実はDBの中身を見ることによって見られるのではないかと。つまり、そこに経営者の裁量の余地、そしてその裁量がどちらに向かっているのかを見るきっかけになるのではないかと。ということでございます。

Anecdotal Evidence

“Companies **cannot commit** to building **new** plants, launching new research projects or hiring new employees **if that cash is needed to fund pensions.**”

当日投射のみ

— Glen A. Barton, Chairman and CEO (Caterpillar Inc.)

(New York Times, 22 June 2003)

「企業は、企業年金への資金拠出のために現金が必要な場合、新規の設備投資や研究開発、新しい従業員の雇用にコミットすることはできない。」

22

分かりにくいかもしれませんので、これを理解するために、一つよく有名な引用される事例を紹介したいと思います。これは世界的な重機メーカーであるキャタピラーのCEOが、2003年次に『ニューヨークタイ

ムズ』にコメントを出した内容です。ここに何が書いているかという、企業は企業年金への資金、ここではDBですが、資金拠出のために現金が必要な場合、新規の設備投資や研究開発、新しい従業員の雇用にコミットできない。つまり、事業の投資に使えない、過去のレガシーにお金を使い続けなければいけないから。それは良くないことなのだとおっしゃっています。

つまり、DBプランが、企業の重要な資金制約と私たちの分野で言いますけれども、資金制約になってしまい、その結果、その資金制約があるがゆえに、過少投資、本来投資すべき投資が行われないう過少投資の問題、そしてそれが企業価値を下げってしまう、このような問題を危惧した発言と理解できます。

資金制約と過少投資

Rauh (2006)

当日投射のみ

強制的な追加**拠出**は、母体企業に対して、将来の魅力的な収益機会を見送らざるを得ないという**過少投資**の問題を誘発し、企業価値を低下させる原因となる。

The point estimates are of the order of a \$0.60-\$0.70 decrease in capital expenditures per dollar of mandatory contributions (MCs), compared to investment-cash flow coefficients of around \$0.10. I show that the investment

強制拠出1ドルの増加に対して、将来の**設備投資が0.6-0.7ドル低下**

23

ファイナンスの研究においては、例えばスタンフォード大学のジョシュア・ラオが有名な研究者ですが、彼がこの点を検証しています。彼はこの企業年金に対して、母体が追加拠出をしなければいけない可能性、財務健全性が低く、外部の資金調達コストが大きいような企業、そのような特性を持つ企業においては、将来の魅力的な収益機会を見送らざるを得ないという過少投資の問題の誘発確率を高めてしまうということ、米国のデータで実証しています。具体的には、強制拠出1ドルの増加に対して平均的に将来の母体のキャパックス、設備投資が0.6から0.7低下する、このような実証的な報告をしています。

このような資金制約は、将来の成長機会が大きいと思われる企業によっては、より深刻です。なぜかと言うと、そちらにお金が振り向けられないからです。というのも、この過少投資によって失われる成長機会の現在の価値が、そのようなタイプの企業、グロスポジションが大きい企業においては相対的に大きくなるからです。

ラオは次の論文でこの問題を掘り下げて、母体企業はDB制度の財務健全性を現時点において高めることによって、将来の強制拠出、あるいは追加拠出の可能性を減らす、ある種のリスクヘッジを行うことによって、外生的な将来のキャッシュフローショップ、ネガティブなキャッシュフローショップの可能性を低下させ、結果、過少投資問題を緩和し、企業価値を高め得る、これはリスクマネジメントモチベーションと言いますけれども、そのような経路があるのではないかということも、別の論文で論じております。

リスクマネジメントの動機

Rauh (2009)

当日投射のみ

- 母体企業には、企業年金の財務健全性を高めることによって将来の強制的な追加拠出の可能性を低下させ、**過少投資を緩和**しようとするインセンティブが生じる。
- **Rauh (2009)**は、これを企業年金政策における**リスクマネジメント**のインセンティブとよんでいる。

企業リスクマネジメントに関する一連の研究では、財務健全性が低く、期待倒産コストが高い企業において、その将来の成長機会に対する**過少投資問題を緩和**するべく、**リスクヘッジ(マネジメント)のインセンティブ**が相対的に高くなる(e.g., Froot/Scharfstein/Stein, 1993)。

24

ラオは次の論文でこの問題を掘り下げて、母体企業はDB制度の財務健全性を現時点において高めることによって、将来の強制拠出、あるいは追加拠出の可能性を減らす、ある種のリスクヘッジを行うことによって、外生的な将来のキャッシュフローショップ、ネガティブなキャッシュフローショップの可能性を低下させ、結果、過少投資問題を緩和し、企業価値を高め得る、これはリスクマネジメントモチベーションと言いますけれども、そのような経路があるのではないかということも、別の論文で論じております。

リスクシフト(移転)の動機

- 母体企業は、長期継続的に「**低コスト**」で従業員からの**借入れ**を行っていると解釈できるが、これは実質的には「内部負債(Inside Debt)」による資金調達(e.g., Ippolito, 1985)。
- 母体企業の経営者は**意図的に年金財政を積立不足状態**にすることで**実質的な投資可能資金を確保**(e.g., Chaudhry et al., 2017)。
- 世界金融危機のような大規模な景気後退期には、企業年金政策上の「**経営者裁量**」変数(例:期待運用収益率)を操作することによる、株主から従業員への**実質的なリスクシフト(移転)**を観察(e.g., Bartram, 2018)

当日投射のみ

25

その一方で、別の論文、一連の論文ではそうではないだろうという論文もあります。これは、企業はDBを用いることで、実は長期継続的に低コストで、かなり低い資本コストで、従業員から内部資金調達をしているのだという解釈。これは伝統的なイポリットの解釈ですけれども、労働経済学における、従業員から実

質的な内部負債による資金調達的手段として解釈をする、そのような一連の研究もご紹介します。

もう少し分かりやすく説明しますと、母体企業の経営者は意図的に年金財政を積立不足状態に——もちろん法的には問題ない範囲です、法的にも問題ないし制度的にも問題ない範囲で、意図的に積立不足状態にあえて置いておくことによって、実質的な投資可能資金を確保することができるという考え方です。積立不足であっても、規制上の自由の範囲においては、すぐにそれに対応する必要はありませんよね。したがって、そうであるならば、経営者はDBに拠出するはずの資金の配分について、一定程度、実は裁量の余地を持っているのだという解釈でのご紹介します。

このような裁量的行動の結果、例えば規制が許容する範囲内で最大限過少積立の状態にしたり、あるいは母体企業からの拠出を節約するために、年金資産に関する例えば期待運用収益率を無意識のうちに高めに設定することにより、株主から従業員への実質的なリスクのシフト、リスクの移転というものの可能性もこのような論文たちでは指摘されています。

これは先ほど、一番冒頭に申し上げましたシャープの理論モデル、理論的な論文のインプリケーションとほぼ同じ方向性に向いております。

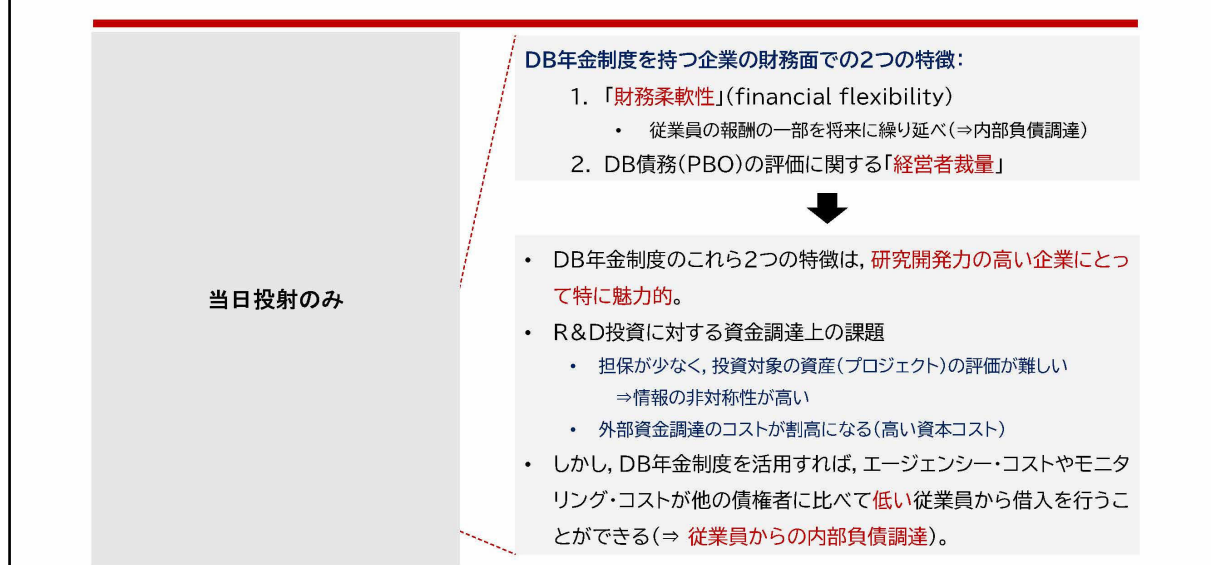
パイの奪い合いか？パイの拡大か？

- (従業員からの)内部資金調達(年金積立不足)は、株主から従業員へのリスクシフトを伴う。
- しかし、このようなリスクシフト(内部資金調達)は、資本市場の不完全性を克服し、企業の成長を促進することによって従業員に利益をもたらす可能性があるため、この経路は必ずしも株主と従業員の対立を深刻化させるものではない(e.g., **Cooper and Ross, 2002**)。
- 将来的な給与の増加は、経営者のリスクシフト行動によって従業員がさらされる追加的なリスクを補償する可能性がある。

26

ただ、このようなリスクシフトが仮に起きていたとしても、内部資金の調達は資本市場の不完全性を克服し、企業の成長、すなわちパイの拡大を促進する可能性もあります。これによって従業員に利益を、長期においてはもたらす可能性もあるため、実はこのような経路が必ずしも悪いもの、つまり従業員と株主の対立を深刻化させるものではないということを論じた、これは理論論文ですけれども、クーパー・ロスの労働経済学の論文などもご紹介します。例えば将来的な賃金、報酬への増加の期待があるような世界観においては、リスクシフトによって、そのリスクをあえて従業員が追加的に負担することのメリットもあり得るだろうと、このようなお話でのご紹介します。

R&D投資にとって魅力的なファイナンス手段？



最近では、こちらの論文、これも先ほどのバートラムの論文ですけれども、DB年金がR&D投資のような無形資産の投資、これは現代の社会においてはものすごく重要な無形資産投資ですけれども、これによって実は魅力的な資金調達手段、ファイナンス手段ではないかということをディスカッションで指摘している論文もあります。このような研究では、DB年金の持つ企業の財務面での二つの特徴、すなわち財務の柔軟性と経営者裁量、これこそが研究開発力の高い企業にとって、特に魅力的であることを主張しています。

すなわちR&D投資はそもそものような投資かということ、担保が目に見える形で取りにくいですね、有形資産投資と違って。その結果、投資対象の資産やプロジェクトの評価が非常に難しい、そのようなタイプの特徴があります。そのようなタイプの投資に関する資金調達は、極めて資本市場において高い資本コストをチャージされる傾向にあります。なぜかということ、資本市場での情報の非対称性、投資家と企業間の情報の非対称性が高いからです。つまり、疑心暗鬼のコストが乗っかってくるわけです、通常の資金調達以上に。

そうすると、何が起きるかと言うと、外部資金調達のコストが、企業が想定しているより割高になることが知られているわけですので、だったら、そのようなR&D投資のようなものに対応した資金調達源としては、今言ったような資本市場の情報の非対称性が低いような資金調達がよりベターということになります。具体的には内部資金調達です。つまり配当せずに内部留保をためておいて、その内部留保でとりあえず現金で持っておいて、タイミングが来たら投資をする。実際そのような企業、ご承知のとおり、アップルなどはものすごいキャッシュを持っていますね。あのようなハイテク企業、あるいは一種の現金を在庫として持っている、そのような解釈です。

そのような意味では、従業員からの長期の資金調達も一種の内部資金調達ではありますので、情報の非対称性のコストが非常に低い資金調達源と見ることもできます。そのような観点からバートラムも、実はDBの制度と企業のR&D投資のような現代社会において非常に重要な無形資産投資の相性は、ものすごくいいのではないかというディスカッションをしています。

Why Japan? – 日本の制度的特徴

- 積立規制 = 弱い遵守力
 - 「ルール」ではなく「**裁量**」(労使交渉が基本)
 1. 包括的な受給権保護法制の弱さ(縦割りで発展)
 2. 給付保証制度(保険)の不存在(米国: PBGC)
 3. 受給権付与済みの年金債務の減額(Pension Cuts)
- ⇒ 企業年金政策に関する「**経営者裁量**」が大きい(仮説検証を行うラボ・実験場として適当)

法律ごとに若干の差異はあるものの、わが国の企業年金制度の特徴の1つとして、退職給付制度の運営に関しては基本的に労使間の労働契約によって決定され、**総じて経営者の裁量の余地が大きい**(森戸英幸 [2003]『企業年金の法と政策』有斐閣)。この点、細かく「ルール」として規定されている米国のERISAとは対照的である。

28

そのような意味では、このようなことを議論するうえで、日本の制度的特徴はフィットしていないのか、しているのかと言うと、個人的には結果的にフィットしているのではないかと考えています。なぜかと言うと、今申し上げたように、統合バランスシート間の中で、母体企業的意思決定と、そして企業年金財政の意思決定が、比較的フレキシブルに融和し得るのは、やはり制度的な、いい意味での柔らかさがあるDB設計になっているかどうかだと思います。

そのような意味では、ざっくりとですけれども、例えば森戸先生の理論をお借りしますと、総じて日本は、特にアメリカなどと比べると、経営者裁量の余地が大きい制度設計になっている。つまり、ルールではなくて裁量による、すなわち労使交渉が基本となった制度設計になっている。ということは、従業員と経営者側がお互いある程度納得するのであるならば、片方だけがハッピーになるような意思決定ではない意思決定が、企業年金政策およびその母体の財務的意思決定の中で統合でき得る余地が、高いのではないかというようにも見ることができます。

まとめ

- DB企業年金制度は、人的資本の蓄積や無形資産価値の増大を通じて企業価値を**高める**方向で機能するのか、それとも、過少投資の誘発等に伴い企業価値を**低下**させるのか？

30

まとめに入っていきます。少しまとめが長いのですが、本日のタイトルにもあります企業年金のコーポレートファイナンスに関する最近の研究を、かなり駆け足で紹介してきましたが、DB年金が人的資本の蓄積や、あるいは後段にお話ししました無形資産価値の増大を通じて、そのようなものでの過少投資が起きにくい資金調達源として、もし活用されるならば、これは企業価値を大いに高める方向に作用する可能性はあります。

しかし、冒頭で申し上げましたキャタピラーのCEOがおっしゃっているように、いや、レガシーコストなのだ、企業年金は昔のコストの蓄積で、それがあから将来の、逆に投資を引っ張るのだ、資金制約なのだという議論もあります。両方の議論があるということです。そのような意味においては、これは根本的な問いになっているのではないかと私は考えております。

しかしながら、今のところ、では、この点に関して各国の実証研究を見る限り、明確にどちらが正しいのかということの結論が得られているというよりは、かなりミックスな状況です。したがって、まだ研究の余地はあるのかなというように思っています。

まとめ(cont.)

- 従業員とどのような関係を構築し人的資本を蓄積するのか、そしてそのためにどの程度の長期固定的費用を負担してもよいと考えるのかという企業(経営者)の「**動機**」は、中長期的な観点からの経営方針そのものであり、各企業によって異なる。経営者の心の中にある「**動機**」を映し出す「**鏡**」として**企業年金政策を観察**し、それと企業行動や企業価値との関係を分析することにより、上述の問いに一定の解答を与えることができる。 ➡ ESGの**S**の視点
- その際、母体企業の**コーポレートガバナンス**のあり方もまた重要な視点。
- 企業年金政策の本質は、企業年金の制度設計・制度運営に係る企業(経営者)による**裁量**が、**企業の内部資源を株主・従業員間でどのように配分するか**という問題に他ならない。

➡ ESGの**G**の視点

31

ただし、一つ言えることは、企業が従業員に対して負う年金債務が、単なる債務なのか、人的資本の蓄積や無形資産の増大によって企業価値を増大させるという便益を享受するための長期的、長期固定的なある種の投資コストだというような見方ができるのかということ、やはりそのような見方をすることもできるのではないかということです。

ここで留意すべきは、すべての企業にとってDBがいいということを言うつもりは全くなくて、ただ一方で、すべての企業にとってDBはやはり資金制約になっているので、レガシーコストなので、悪いということも一方で言えないのではないかと。つまり、十把一絡げで二者択一の選択のようにDBかDCかではなくて、どのようなタイプの企業のどのような投資に対する資金調達、あるいはその仕組みとしてDBはこのような部分においては意味がある、そのような二者択一的なシンプルな議論に矮小化しない方がいいのではないかと、私の基本的なスタンスでございます。

つまり、母体企業が従業員とどのような関係を長期的に構築し、長期固定的な費用投資コストをどこまで

負担してもよいのかという視点は、裏を返せば、企業が中長期的な経営方針として何を考えているのかという、まさにそれに他ならないのではないかとということも見ることができます。裏を返せば、年金政策に、もしかしたら意識的、あるいは無意識のうちに出ている企業の経営者、あるいは企業年金の取った行動を今後丁寧に観察していくと、それは、実は経営者が心の中に無意識に持っている将来の従業員との関係をどう構築し、それを企業価値にどのようにフィードバックしていくかということの、一種の本音のようなものを映し出す鏡かもしれないという見方もできるのかもしれない。

展望

- 21世紀に入って以降、日本企業の退職給付制度を取り巻く環境は大きく変化している。具体的には、退職給付会計の導入や企業年金制度改革により、企業価値や株主利益の観点から、**財務的負担が少ないDC型への制度移行等**、DB型企业年金体系の見直しが加速している。
- このようなDB型企业年金からの脱却(**デリスク化**)、つまり、株主・従業員間のリスク負担構造を変更する動きは、年金債務の存在が企業の収益力創出のためのリスクテイクやイノベーションにとっての阻害要因となっているのではないかと実務的な認識に基づいている。

32

ということを考えて、最後に展望としましては、このような研究が持ち得る社会的な意義がもしあるとするならば、今日の冒頭の井出様からのご紹介にもありましたとおり、特に21世紀に入って以降、日本の企業の退職給付制度を取り巻く環境は大きく変化して、どちらかと言うと、退職給付会計基準の導入や企業年金制度改革が、ずっと2000年代に入って続いてくる中で、企業の立場からすると、少なくとも短期的に財務的負担が少ないDC型のような制度に、どんどんシフトしているようにも見えます。それが全体のDB型企业年金体系の見直しにもつながってきているのかもしれない。

この動き自体を否定するつもりは全くないわけですが、ただ、一方で、このようなDB型企业年金からの脱却、海外の論文ではデリスク化、脱リスク化と呼びますが、デリスク化、つまり株主・従業員間の、今日の言葉で言いますとリスク負担構造を変更するという意思決定、この動きが企業年金、年金債務の存在が企業の収益力喪失のためのリスクテイクやイノベーションにとっての阻害要因になっているのではないかと、どちらかと言うと、レガシーコスト議論によって立った実務的認識なのかもしれません。

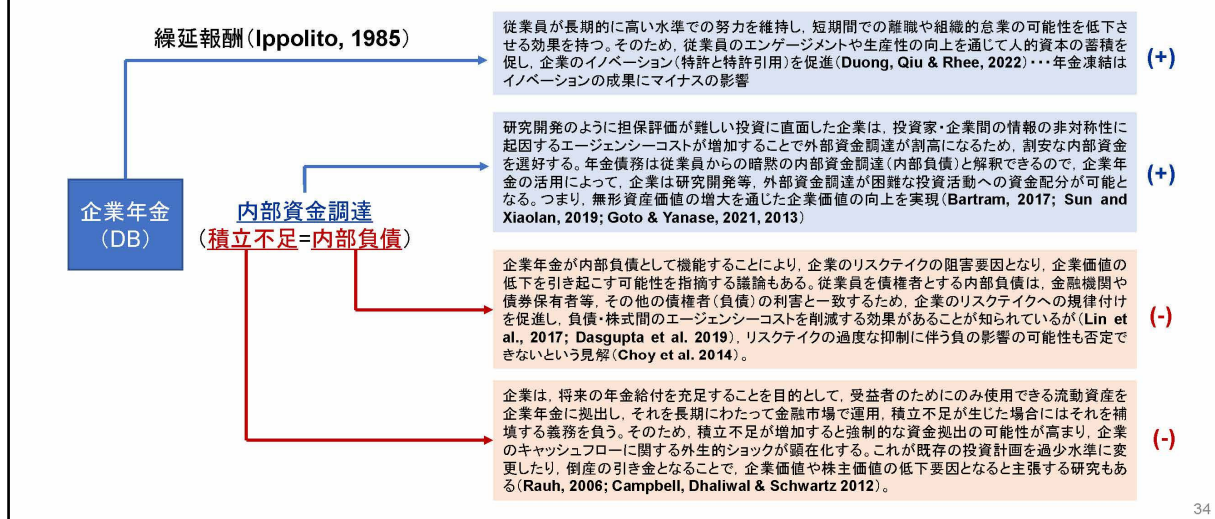
展望(cont.)

- しかしながら、学術的背景に鑑みれば、このような実務的認識に整合的な解釈を与える研究 (e.g., Rauh, 2006)がある一方で、必ずしも整合的ではない研究も多い(e.g., **Duong, Qiu & Rhee, 2022**)。【付録参照】
- これまでのわが国の退職給付制度の変化に関して、企業(経営者)や政策立案者が見落としているかもしれないDB型企业年金の意義を再確認することは、**市場経済システムを活用することで持続可能な老後所得保障の構築**を考える上でも、重要な課題。

33

しかしながら、最近の学術研究の中には、必ずしもそのような議論だけで閉じていない議論もあるということ、少し今日ご紹介させていただきました。そのような意味では、まだこの点に関しては、二者択一、もうDBは終わったということが、少なくとも私が見てきた研究動向、主に海外ですが、研究動向から見ると、少なくともコーポレートファイナンスの視点から見ても、それはやや短絡的なのかなという視点でこの問題を見ております。

【付録】DBプランとイノベーション・企業価値

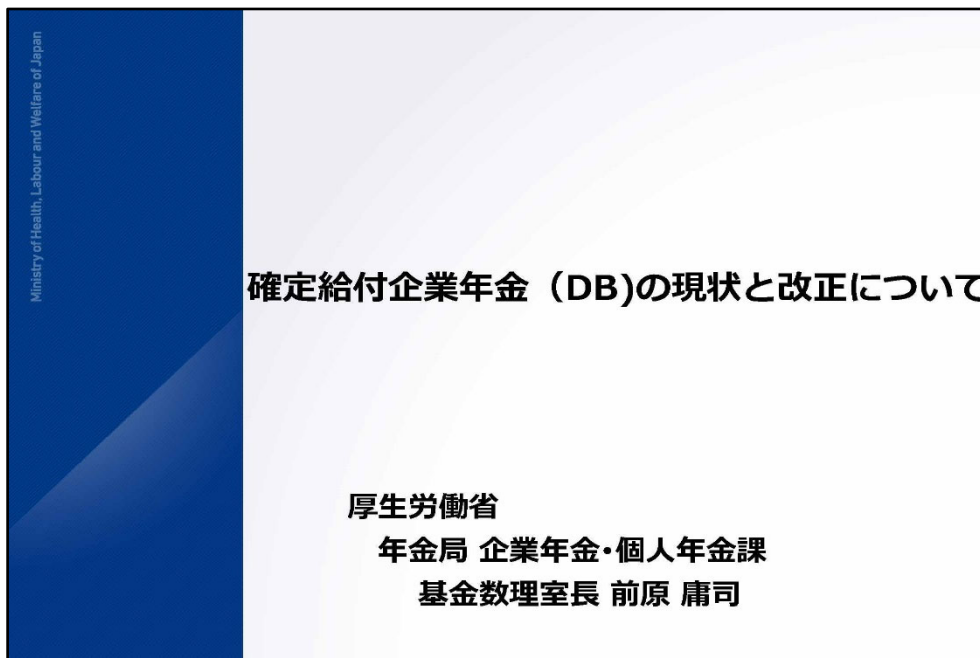


34

一応最後にご参考まで、私が調べた最近の論文でプラスストーリーとマイナスストーリーのお話を少しここに整理しておりますけれども、本日、私からのご報告は以上でございます。ありがとうございました。

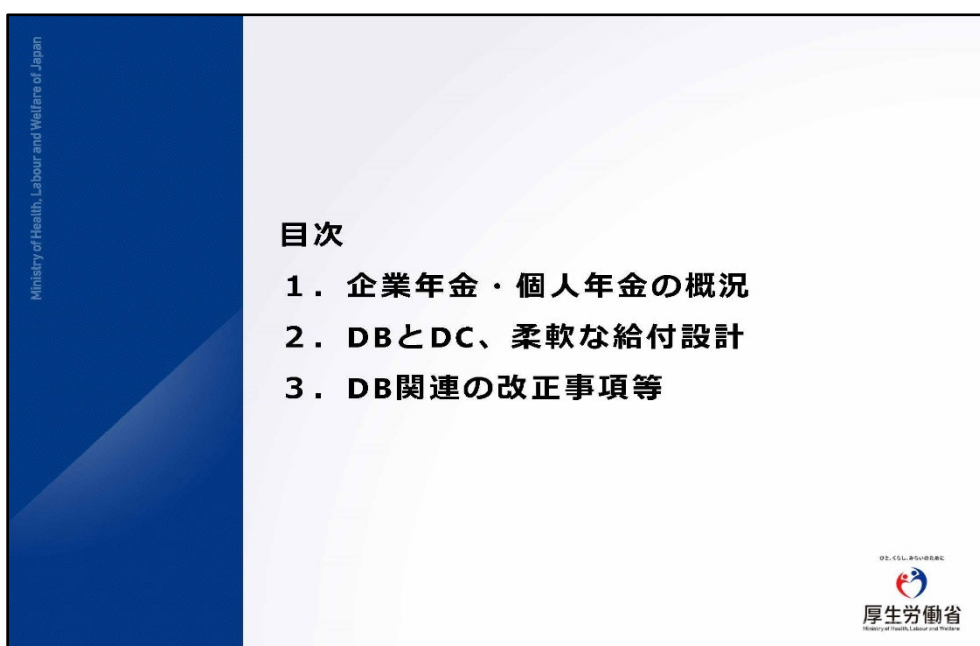
井出 どうも、柳瀬先生、ありがとうございました。

では、次に、前原室長から企業年金の現状とその特徴、最新の制度改正の取り組みについてお話しいただきます。前原室長は、2006年に厚生労働省に入省され、企業年金制度に係る企画立案や管理指導、各種統計調査などの業務をご経験の後、2025年より年金局企業年金・個人年金課基金数理室長を務められています。それでは、前原室長、お願いいたします。

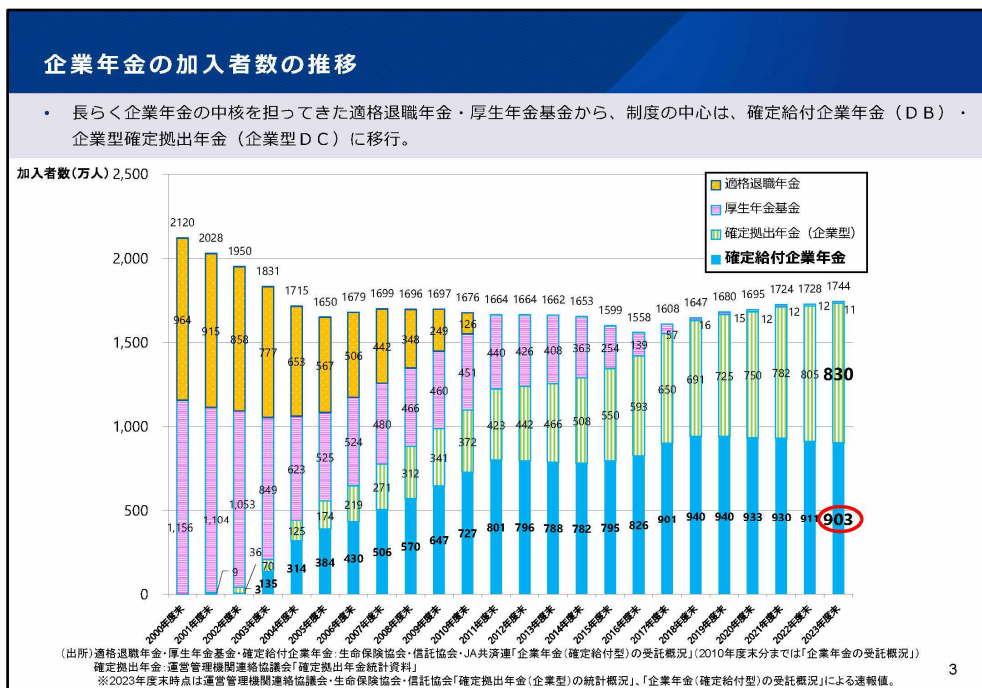


前原 ご紹介いただきました、厚生労働省年金局企業年金・個人年金課で基金数理室長をしております、前原です。よろしくお願いいたします。

私からは「確定給付企業年金 (DB) の現状と改正について」と題しまして、特に制度の所管官庁の立場から見てということにもなりますけれども、DB制度の現状や今後の改正事項、それからDB制度を取り巻く状況、そのようなものをご紹介したいと思います。



目次は以下のとおりですが、まず企業年金・個人年金の概況ということです。これは先ほどの柳瀬先生の紹介にも少し重なりますけれども、制度の加入者数や資産額といった基本的な情報です。まずここから少しお話をしたいと思います。



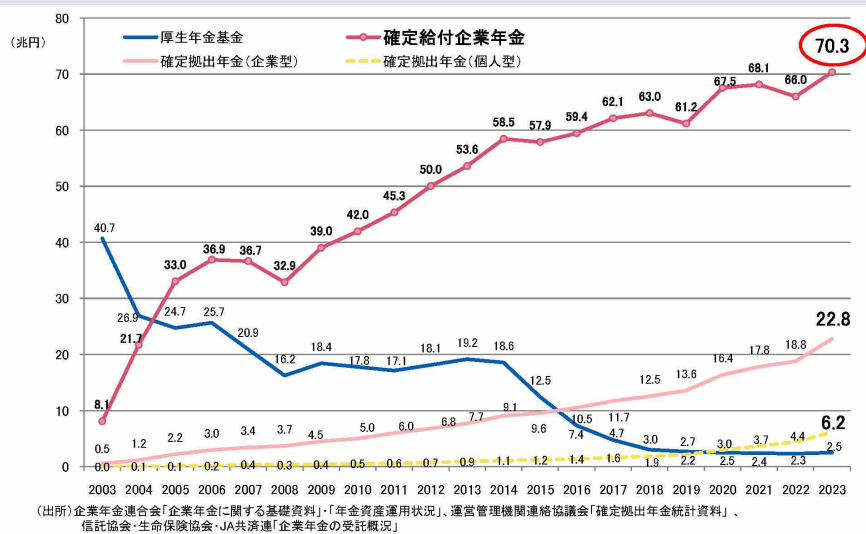
まず企業年金、DB・DCそれぞれの加入者数の推移というデータになります。長らく企業年金の中核を担ってきた適格退職年金、それから厚生年金基金から、制度の中心はDB・企業型DCに移行しているということです。このデータは、加入者数の推移を2000年度から長期で見たものですが、適格退職年金がオレンジのグラフのところ。それから、厚生年金がピンク色のところになりますけれども、2002年以降、DBが水色のところ。それから企業型DCというところに徐々に移ってきたということが見て取れるかと思えます。これが長期的な状況です。

それから、直近のこのデータは2023年度までですけれども、そこでデータを見ますと、全体の加入者数が延べで1,744万人ということで、横ばい、やや増加といったところが直近の状況かと思えます。そのうちDBが903万人、それから企業型DCが830万人ということで、DBの方が人数が多いですけれども、ここ数年の傾向としてDBがやや減少しているという一方、DCが増加をしているということかと思えます。これも先ほど少しお話しがありましたが、個別の事例を見てみますと、DBからDCに資産を移換して移行するといった事例も見られるというところでもあります。ただ、加入者数で見ますと、依然DBの方が若干多いというのが現状になります。

それから、一つ注意点として申し上げますと、この資料なのですが、ここでDBというのはDB法上のものということになりまして、DCはDC法上のものということになります。

確定給付企業年金（DB）・確定拠出年金（DC）の資産残高の推移

○ 確定給付企業年金（DB）の資産残高70.3兆円、企業型確定拠出年金（企業型DC）の資産残高22.8兆円、個人型確定拠出年金（個人型DC）の資産残高6.2兆円となっている。



4

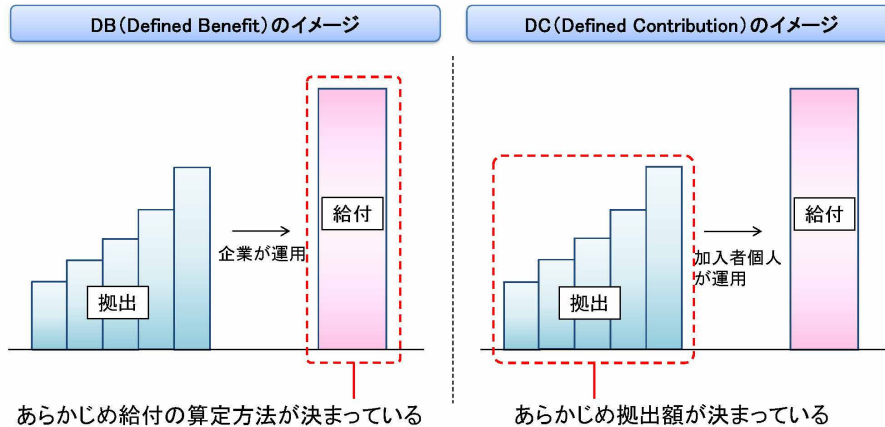
次に、資産残高の推移ということです。これも先ほど少しお話しがありましたけれども、DBの資産残高は70.3兆円、それに比べて企業型DCが22.8兆円、個人型確定拠出年金、iDeCoですね、これが6.2兆円という状況になっています。先ほどDBの加入者が減少傾向にあるというお話をしましたが、この70.3兆円、上の赤いグラフですけれども、これが資産残高、概ね増加傾向ということになっていまして、直近では70.3兆円に達しているということです。一方で、企業型DCですが、こちらも制度当初以来、一貫して増加しているということですが、残高で見ると直近22.8兆円ということになっています。

ここで、先ほどの加入者数と比べて見てみますと、加入者数はDBとDCがかなり近づいているということになりますが、資産残高という切り口で見た場合には、まだDBの方がかなり多いということになります。この点については、DBについては、厚生年金基金から資産を移換したのがあるということや、それからDBの給付建てとDCの拠出建てと制度の違いといったものも反映されていると思います。

次に、DBとDC、それから柔軟な給付設計ということで、本日はDB制度の存在意義と可能性について考えるということでもありますので、基本のお話ではあるのですが、改めてDBとDCということを少しお話ししたいと思います。

給付建て（DB）と拠出建て（DC）の基本的仕組み

- 給付建て（Defined Benefit, DB）は、あらかじめ加入者が将来受け取る年金給付の算定方法が決まっている制度。資産は企業が運用。
- 拠出建て（Defined Contribution, DC）は、あらかじめ事業主・加入者が拠出する掛金の額が決まっている制度。資産は加入者個人が運用。



給付建てのDBと拠出建てのDCの基本的な仕組みということで、一般にこのように比べられることがあります。給付建てのDBは、あらかじめ加入者が将来受け取る年金給付の算定方法が決まっている制度、資産は企業が運用するというものです。右側の拠出建てのDCですけれども、あらかじめ事業主・加入者が拠出する掛金が決まっている、資産は加入者個人が運用するというものです。左側がDBのイメージということで、給付建てということです。それから右側がDCのイメージということで、こちらは拠出建てで、あらかじめ拠出額が決まっていて、運用の結果として給付額が決まってくるという仕組みだということです。

ここで、このスライドを見ますと、あえて二つを対比させて同じように記載しているので、それぞれ同じような仕組みだと見えるかもしれませんが、実際にはDBの方が、給付の自由度が非常に高いというのはご案内のとおりかと思えます。例えば最終給与比例や平均給与比例、あとは累積給与比例、そのようなさまざまな退職金制度にも対応して、DBは給付の設計ができるということがあります。一方で、DCは、各個人が拠出を積み立てていて運用したものが給付になる、そのような仕組みということになります。

柔軟な給付設計① キャッシュバランスプラン

- キャッシュバランスプランは、あらかじめ定められた拠出額と指標による利息額との合計額を「仮想個人勘定」に累積し、それを原資として給付額が決まる仕組み。
- 確定給付企業年金制度に位置づけられているが、確定給付型と確定拠出型双方の特徴を併せ持つ。
- ※ 指標として「積立金の運用実績（ただし、拠出元本は保証）」も認められており、より確定拠出型に近い給付設計も可能となっている。

キャッシュバランスプランの仕組み(イメージ)

※指標としては、
 ・国債の利回り
 ・消費者物価指数
 ・賃金指数
 ・東証株価指数
 ・積立金の運用実績(2014年4月～)
 が認められており、
 どれを指標とするかは企業ごとに決める。

7

次に、柔軟な給付設計ということで、DB法上の制度を二つ紹介したいと思います。この柔軟な給付設計とは、DBとDCどちらかということではなくて、その中間的な制度も存在しているということです。一つ目は、キャッシュバランスプランということで、仮想個人勘定残高と呼びますが、各個人に仮想的に残高を割り振るといことで、DCのような給付設計が可能になっているという仕組みということになります。ただし、再評価の指標と運用実績が解離したときには、事業主はリスク、追加の掛金が発生する必要があるということで、運用がマイナスになると、事業主の追加拠出が発生する可能性も制度上はあり得るという仕組みになります。

ただ一方で、例えば資産運用を国債の満期保有など、そのような形式をとることによって、追加拠出のリスクをかなり少なくすることもできる設計ということになります。

こちらの制度はDB制度の創設時から導入されていて、現在も広く普及している設計かと思います。

柔軟な給付設計② リスク分担型企業年金

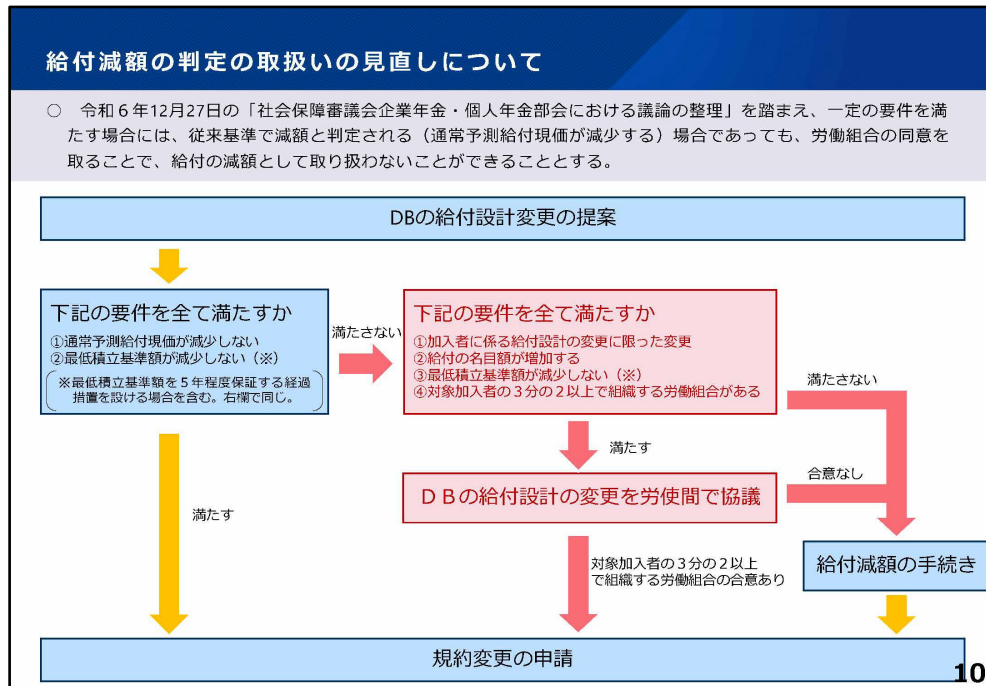
- リスク分担型企業年金は、あらかじめリスク対応掛金に相当する分を上乗せした固定の掛金を負担することにより事業主が一定のリスクを負い、一方で、財政バランスが崩れた場合に給付の調整を行うことにより加入者・受給者が一定のリスクを負うといった形で、労使でリスクを分け合う仕組み。

リスク分担型企業年金における給付調整の仕組み(イメージ)

8

次に、リスク分担型企業年金ということで、積立金の量に応じて給付が増減する仕組みというものです。ここで増減といったところが大事でして、増加の他、減少した場合、積立金が減少したときに給付が自動的に調整される仕組みということになります。これもDB法の中に位置づけられているということです。

今日はせっかくこのような場ですので、このような複雑な制度や計算の仕組みを関係者の方に分かりやすく説明するのなかなか難しいといいますが、重要なスキル、課題になってくるのではないかと考えています。特に制度を実施する方には、このような制度をよく理解したうえで実施してほしいと思っています。



最後に、DB関連の昨今の改正事項ということで、三つほど紹介したいと思います。一つ目は、給付減額の判定の見直しということで、少し細かくなりますが、この赤いところが今回改正して追加になった部分です。これは先月施行されたばかりなので、新しいものということになります。

従来、給付設計の変更についてはということで、左上の四角のところにもありますけれども、①の通常予測給付現価は減少しない、それから最低積立基準額は減少しない、この二つのいずれも満たす場合に、給付減額ではなく手続きが可能であったということでした。どちらか一つでも満たさない場合には、給付減額の手続きが必要であったということです。今回この要件を満たさなくても、赤字の真ん中のところですが、①加入者に係る給付設計の変更であること、②名目額が増加すること、③最低積立基準額が減少しない、それから④として対象加入者の3分の2以上で組織する労働組合がある、この4点を満たす。それからその下の四角のところですが、④の対象加入者の3分の2以上で組織する労働組合の同意があるといった場合に、給付減額にかかる手続きが一部緩和されるといったものになります。

この給付の減額判定というのですが、加入者・事業者の権利保護にかかるものでもありまして、DBが給付建てであることにも起因して、本質的な部分でもあるかと思っています。そのため慎重な取り扱いを要する中で、本件については労使間の合意と十分な話し合いを前提として認めるものということになります。この改正後も引き続き労働組合の同意が必要ということになるのですが、これは同意を取るときに、給付減額に該当するという説明が不要になることがありまして、無用の混乱を避けることができるということが、この見直しのポイントになるのではないかと思います。

このDBの給付減額というのは、なかなか理解が難しいところもあるのですが、これはDBがさまざまな設計が認められていることに起因するものということでもありまして、受給権保護の観点からも必要なものなので、そのようにご理解いただければいいかと思います。

企業年金の運用等の見える化（情報開示）に係る制度見直し

改正のねらい

- 現在の制度では、企業年金の情報は加入者などの本人に通知されているほか、企業年金の運営状況については厚生労働省への報告書の提出義務もありますが、一般には公開されていない状況にあります。
- このため、こうした企業年金の情報を一般に公開することで、他社との比較や分析ができるような環境を整え、企業年金を行う主体やその加入者などが、加入者等の最善の利益のために運営を改善できるようにします。

【見直しの内容】〈公布から5年以内の政令で定める日施行〉

- 企業年金の運用の見える化（情報開示）として、厚生労働省が当該報告書の記載事項のうち一定の事項を公開することとする。

```

graph LR
    A[企業年金実施事業主等] -- 報告書の提出 --> B[厚生労働省  
(企業年金総合情報管理システム)]
    B -- 運用等の状況の情報開示 --> C[企業年金の加入者、企業年金実施事業主等]
    
```

企業年金の運用等の見える化の開示方法・開示項目

企業年金の運用等の情報開示においては、次のような開示方法、開示項目が考えられる。

- DBの見える化
 - ・ 開示項目については、毎年の事業報告書・決算に関する報告書の報告項目をベースとする。（一部新規に報告）
 - ※ 運用状況（運用の基本方針等）や専門人材の活用に係る取組状況を含む情報については新たに報告が必要（事業報告書に追加）
 - ・ 開示の方法については、厚生労働省がDB別に公表を行う。
 - ・ 開示対象要件として規模要件を設ける。（個人情報保護の観点からの配慮も必要）
- DCの見える化
 - ・ 開示項目については、毎年の事業主報告書・確定拠出年金運営管理機関業務報告書の報告項目をベースとする。（一部新規に報告）（RK経由の報告を想定）
 - ・ 開示の方法については、厚生労働省が事業主・規約・運営管理機関別に公表を行う。
 - ・ 開示は全事業所を対象とする。（個人情報保護の観点からの配慮も必要）
 - ・ 上記に加えて、運用の方法の見える化については、運営管理機関等による取組の改善を促進する。

11

2つ目は、企業年金の運用の見える化、情報開示ということです。改正の狙いとして、現在の制度では、企業年金の情報が加入者本人に通知されている他、企業年金の運営状況については厚生労働省への報告書の提出義務はありますが、一般には公開されていないということで、この情報を一般に公開することで他社との比較や分析ができる環境を整え、企業年金を行う主体、それから加入者などが最善の利益のために運営を改善できるようにするというものになります。

改善の項目として、毎年DBから提出いただいている事業報告書、それから決算の情報をベースにしつつ、必要なものには今後追加していくということになります。この見える化ということなのですが、データベースを整理することが必要になってくるということで、報告書のデータ化が必須になってくるということです。それから、改めて申し上げますと、目的というところ、加入者、受給者、それから企業年金の担当者のためというのが非常に重要なところだと思っています。

この見える化ですが、実施に向けまして、厚生労働省でも、システム開発など、必要な準備を行っていくということになりますけれども、各DBや受託機関においても、データ化、システム化が必要になるということです。施行時期が真ん中ほどに5年以内と書いてあるのですがけれども、随時データの項目やデータ定義もお伝えしていった円滑に進めていきたいと思っています。

確定給付企業年金（DB）におけるインフレ抵抗力の確保について

「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画2025改訂版」（抄）（令和7年6月13日 閣議決定）

Ⅶ. 資産運用立国の取組の深化

5. 資産運用業・アセットオーナーシップの更なる高度化

② アセットオーナーシップ改革の更なる推進

確定給付企業年金（DB）について、アセットオーナー・プリンシプルの受入れを更に進めていく。また、給付のあり方等は労使で検討されるべきものであるが、加入者の退職後の生活におけるインフレ抵抗力が確保されるよう、DBの運用のあり方を含め、事例を整理・公表する。

DBにおけるインフレ抵抗力の確保にかかる対応として考えられる例

○ DB制度の枠組みにおいてインフレ抵抗力の確保にかかる対応としては、次のようなものが想定される。

① DB制度は、労使間の合意に基づいて給付の水準を決定する仕組みであることから、インフレ等の経済動向を踏まえて、労使間の合意の下で経済情勢に応じた給付水準を決定（改定）すること。
これには、次のような方法による給付の改善が考えられる。
- 給付額や給付額の基礎となる基準給与、支給乗率を引き上げること
- C B（キャッシュバランス）プランにおける拠出クレジットや、ポイント制におけるポイント単価を増額すること
- C Bプランの再評価の指標（又はその上下限）の率を引き上げること

② DB制度の給付設計として、標準報酬等の実際に支払った賃金を基礎とする平均給与比例、最終給与比例方式等を採用すること。
この場合、実際に支払った賃金に連動して給付額が変動することとなる。

③ C Bプランで、物価指数や国債金利等の経済指標を用いて再評価を行う仕組みを採用すること。
この場合、物価や金利等に連動して給付額が変動することとなる。

④ リスク分担型企業年金や運用実績を用いて再評価を行うC Bプランを採用すること。
この場合、運用実績に連動して給付額が変動することとなる。

※ DB制度が、各企業の退職給付制度の一部（内枠）として取り扱われている場合、DB制度の給付の増額等が必ずしも各企業の退職給付制度全体の増額にならない場合があることや、各DBにおける給付額の変動に伴って基本的に掛金額が変動する点には留意が必要。

事例の収集・整理の方法

○ 今後、上記の例に限らず、受託機関等とも連携・協力してDBにおける事例の収集・整理を行う。

最後に、DBにおけるインフレ抵抗力の確保について、ということでご紹介します。上に「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2025 改訂版」というところです。「給付のあり方等は労使で検討されるべきものであるが、加入者の退職後の生活におけるインフレ抵抗力が確保されるよう、DBの運用のあり方を含め、事例を整備・公表する」と書かれています。昨今いろいろな機関紙等でも、給付増額の事例が紹介されていることがあるかと思えます。

そのようなものもありますが、DBを実施している方の中には、増額を考えているのだけれども、これまで増額を行ったことがないので、どのように増額したらよいか分からない、前例がないので苦労しているといった声も聞くということです。そのような関係者にとって、この事例整理が何らかの役に立てばと思っています。ただ、DBにおける給付設計がいろいろであるということをお先ほど申し上げましたが、インフレ抵抗力の確保にかかる取り組みというの、多様な事例があると考えています。

ということで、その一例としまして、真ん中以降の四角のところ①から④で考えられる事例を挙げていきます。①は労使合意による給付水準を見直すということで、DBとしてはスタンダードといたしますか、従来からのやり方になるかと思えます。それから②として、平均給与比例や最終給与比例、賃金そのものに連動する給付設計ということで、これも比較的伝統的な退職金の支給方法によるものではないかと思えます。

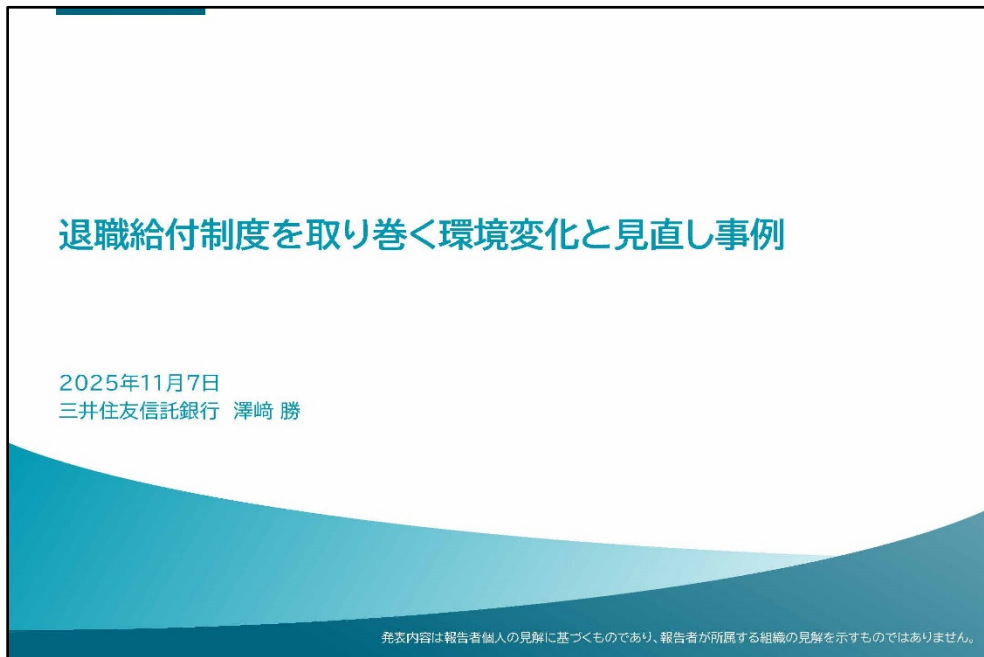
③として、DBの運用とも関連して、国債金利に連動するキャッシュバランスは多いと思えます。それから物価を直接参照するものは少ないかもしれませんが、物価に連動させる給付設計も制度上は可能になっているものです。それから④として、運用実績そのものに連動して給付を行うものということで、それほど件数は多くないですが、リスク分担型企業年金、先ほど紹介したのもこのような仕組みに含まれるということになります。

以上、ご紹介しましたが、このような見える化やインフレ抵抗力の確保といったものも、DBに対する皆さんの期待や社会的な要請の現れといったものもあるのだろうと思っています。

私からの説明は以上です。ありがとうございました。

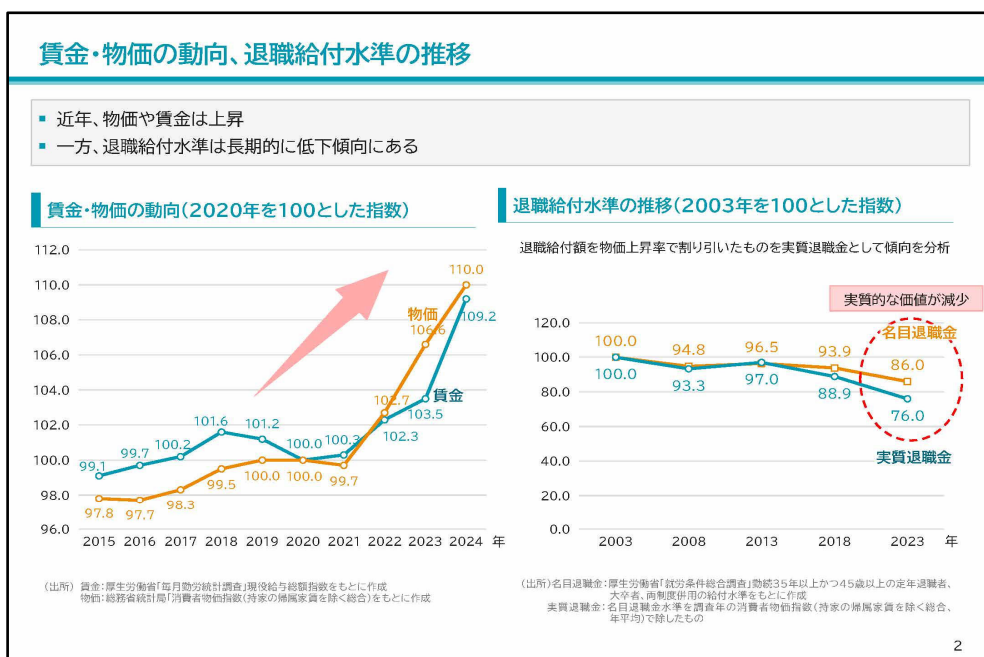
井出 前原室長、どうもありがとうございました。

では、最後に、澤崎上席調査役から、現在の環境変化を概観し、退職給付の課題と取り組みの実際についてお話しさせていただきます。澤崎上席調査役は、2001年に住友信託銀行に入社され、年金信託部で年金数理全般をご経験ののち、2021年から年金コンサルティング部でコンサルタントとして、企業のニーズを踏まえた年金制度の構築に活躍されております。2025年、今年から日本年金数理人会の理事につかれ、実務基準委員会の委員長として年金数理実務の総括をされております。それでは、澤崎上席調査役、よろしく願いいたします。



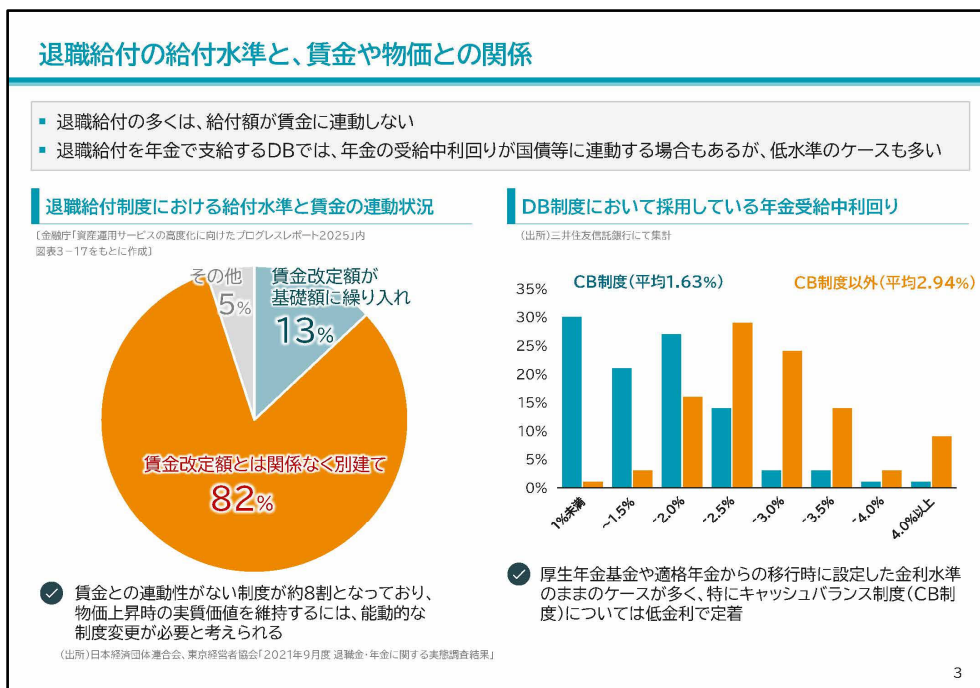
澤崎 今ご紹介いただきました、澤崎です。どうぞよろしくお願いいたします。

本日、私からは「退職給付制度を取り巻く環境変化と見直し事例」ということで、簡単に内容をご紹介させていただきます。



こちら左側、賃金・物価の動向ということで、2020年を100とした指数を掲載させていただいております。改めてご案内するところではございませんけれども、ご存じのとおり、賃金、物価とも大きく上昇しているというところです。特に物価の方が賃金の上昇率を上回っているということで、実質賃金が上がっていないという形で報道もよくされているところかと思えます。

一方、右側ですけれども、退職給付水準の推移ということで、こちらは2003年との比較を行っております。名目退職金自体も減っているところではございますけれども、先ほど申し上げました物価の上昇もありまして、実質の退職金はさらに減っているということがここからも確認できるということになります。



こちら左側は、退職給付制度における給付水準と賃金の連動状況です。円グラフで大きく82%を占めておりますところが、賃金の改定とは関係なく給付が決まる設計になっています。かつては最終給付比例や、あるいは平均給与比例で、給与が上がれば退職金額も上がるという設計もかつては多かったと聞いておりますけれども、足元では賃金の連動からは切り離された、例えばポイント制のような形、このような給付設計が大半を占めていることが確認できます。

右側ですけれども、こちらは年金受給中の利回り、DB制度における年金受給中の利息の分布を示したのになっております。CB制度、キャッシュバランス制度とそれ以外で色を分けております。特にキャッシュバランス制度の方ですけれども、金利がずっと低下してきたところもありまして、なかなか低い水準にとどまっているケースが多いということになります。CB制度以外の方につきましても、CB制度よりは高い傾向がありますけれども、かつては5.5%ありました給付率と比べると下がってきている中で、近年の物価水準を踏まえると十分かどうかということが検討課題になってくる、そのような水準にあるのかなと思っております。

世論調査にみる関心・不安

- 各年代ともに経済的な関心・不安が上位にあり、また他の項目と比べて上昇傾向が見受けられる
- 退職給付の水準低下は、これらの不安を高める可能性が考えられる

年代別の関心・不安(上位3つまでが白文字)

| | 経済的な観点 | | | 自分の健康 | 家族の健康 | 進学、就職、結婚、子育てなど家族の生活の問題 | 進学、就職、結婚、子育てなど自分の生活の問題 | 勤務先での仕事や人間関係 | 家族・親族間の人間関係 | 近隣・地域との関係 | 事業や家業の経営上の問題 | その他 |
|--------|----------|---------|--------------|-------|-------|------------------------|------------------------|--------------|-------------|-----------|--------------|-----|
| | 現在の収入や資産 | 老後の生活設計 | 今後の収入や資産の見通し | | | | | | | | | |
| 18~29歳 | 52% | 35% | 66% | 35% | 25% | 17% | 69% | 29% | 13% | 4% | 1% | 3% |
| 30~39歳 | 65% | 58% | 74% | 43% | 43% | 39% | 49% | 26% | 17% | 8% | 6% | 2% |
| 40~49歳 | 58% | 69% | 72% | 53% | 45% | 45% | 36% | 27% | 16% | 4% | 10% | 1% |
| 50~59歳 | 48% | 76% | 68% | 59% | 58% | 30% | 17% | 22% | 16% | 8% | 9% | 2% |
| 60~69歳 | 42% | 74% | 61% | 67% | 56% | 16% | 3% | 9% | 18% | 9% | 7% | 1% |
| 70歳~ | 31% | 56% | 34% | 77% | 59% | 11% | 2% | 3% | 16% | 9% | 4% | 1% |

各項目の経年変化(年数合計)

| | 現在の収入や資産 | 老後の生活設計 | 今後の収入や資産の見通し | 自分の健康 | 家族の健康 | 進学、就職、結婚、子育てなど家族の生活の問題 | 進学、就職、結婚、子育てなど自分の生活の問題 | 勤務先での仕事や人間関係 | 家族・親族間の人間関係 | 近隣・地域との関係 | 事業や家業の経営上の問題 | その他 |
|-------|----------|---------|--------------|-------|-------|------------------------|------------------------|--------------|-------------|-----------|--------------|-----|
| 2021年 | 41% | 59% | 55% | 61% | 52% | 24% | 21% | 20% | 14% | 8% | 6% | 3% |
| 2022年 | 44% | 64% | 57% | 59% | 52% | 23% | 18% | 17% | 15% | 7% | 7% | 2% |
| 2023年 | 47% | 64% | 60% | 59% | 51% | 26% | 23% | 17% | 16% | 8% | 7% | 2% |

関心・不安は高まりつつある傾向

(出所)内閣府「国民生活に関する世論調査」をもとに作成

4

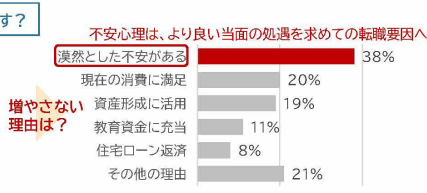
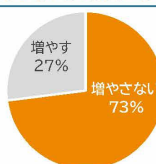
こちらは、内閣府の世論調査をもとに作成したのものになっています。世論調査に見る関心・不安ですけれども、縦軸に年齢を並べまして横軸に項目を掲載しています。見ていただきますと、各年代ともに経済的な関心・不安が上位にあって、かつ他の項目と比べると上昇傾向にもあることが確認できます。先ほど確認したような退職給付水準の低下が、このような不安をさらに高めていく可能性も考えられてくるということかと思っています。

将来の経済的な不安による影響

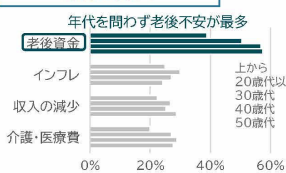
(出所)三井住友トラスト・資産のミライ研究所「住まいと資産形成に関する意識と実態調査」(2025年)をもとに作成

- 将来の経済的な不安は、消費意欲を阻害するだけでなく、人材定着の妨げとなる可能性がある
- 将来の経済的な不安は、企業経営において重要性を増すファイナンシャル・ウェルビーイング向上を妨げる要因にもなる

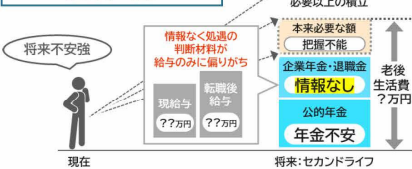
Q.手取り増で消費を増やす？



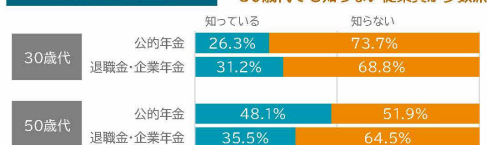
Q.何に不安？



従業員の現状



給付水準の認知度



5

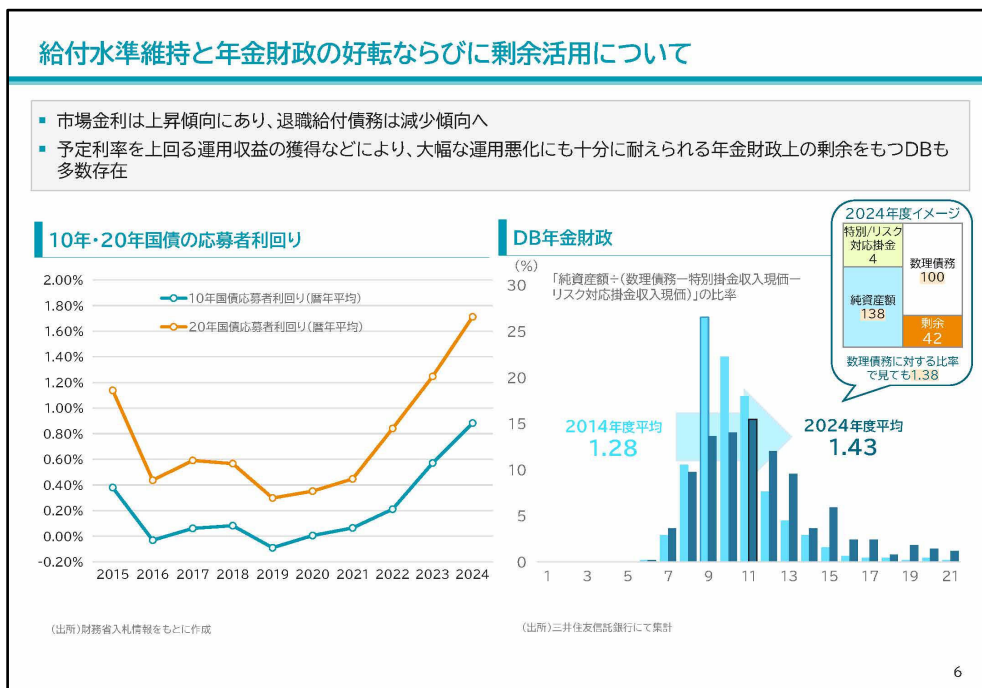
こちらは、三井住友トラスト・資産ミライ研究所の調査をもとに作成したものになります。上側の円グラフの結果なのですが、手取りが増えた場合に消費を増やすかどうかということで、4分の3ほどが増やさないというような回答結果になっています。その理由は、経済的な不安がかなり大きな割合を占めてい

るといような結果になっています。左側には、将来不安のところでは老後資金もありますけれども、このあたりの調査結果から分かれるところは、賃金を増やしても、それが将来的な経済不安がある限りにおいては消費意欲を阻害するというところで、実際、消費が増えていかないという結果もここから分かるようになります。

下側は従業員の現状ということで、給付水準の認知度は右側になりますけれども、公的年金、退職金の水準、認知度の調査を行っているものになります。30代と50代を取り上げておりますけれども、実は50代でも知らない方が大多数という結果にもなっております。50代といいますと、定年が60から65に上がってきている会社が多い中にはありますけれども、比較的老後が近い世代にはなっていますが、それでも認知度はさほど高まっていないということも見受けられます。

このようなものが、先ほど申し上げました将来不安、将来幾ら収入があるのか、退職金があるのか、このようなところが認知されていないがゆえの不安というものも、強まっているのではないかと想像されるようになります。一番下のグラフになりますけれども、退職給付の額を把握している人と把握していない人とで、報酬満足度も大きく変わってくるということも確認できています。

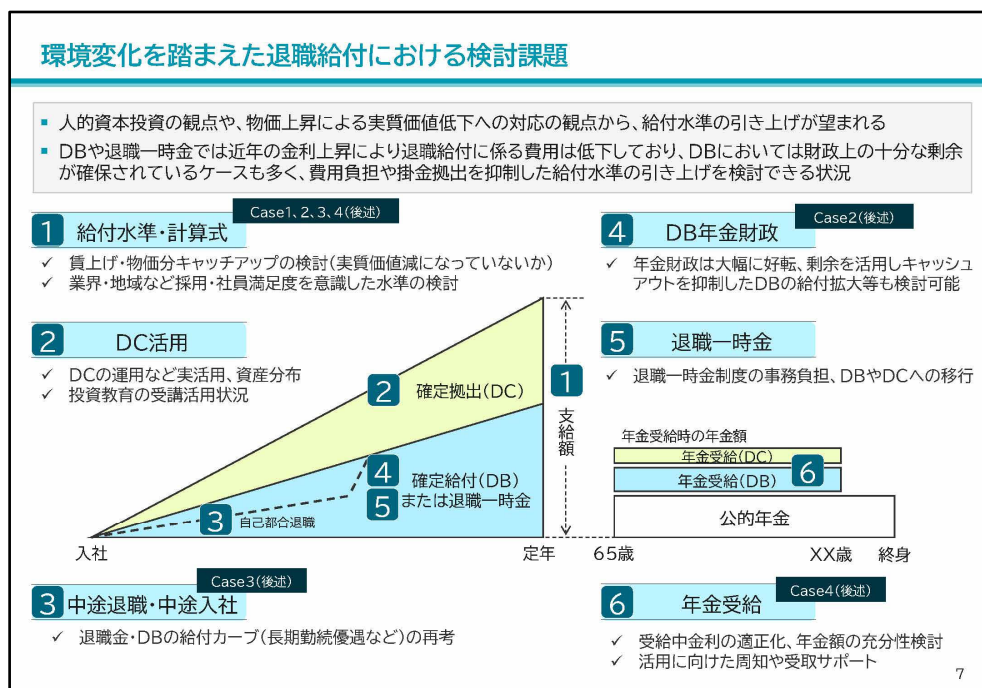
したがって、将来の経済的な不安は、そもそもの額の問題もあれば、将来のことがよく分からないという意味での不安、両方あるかと思えますけれども、このようなものが消費意欲を阻害するだけでなく、人材定着の妨げになっている可能性もある。また、このような不安が、企業経営において重要性を増すフィナンシャルウェルビーイング、FWBですね、このような向上を妨げる要因になっている可能性も考えられるということかと思っています。



こちらは、また少し毛色が違う話になります。左側、10年国債・20年国債の応募者利回りの推移を現しています。これもご存じのとおりかと思えますけれども、市場金利は上昇傾向にあります。したがって、退職給付債務は減少傾向にあるということが、ここからも想像できるということになります。

右側、DBの年金財政の積立状況を表しております。予定利率を上回る運用収益の獲得などにより、大幅な運用悪化にも十分耐えられる年金財政上の剰余を持つDBも、かなり増えてきていることが確認できます。

こちらは弊社での集計になりますけれども、10年前と比べますと積立比率が1.28から1.43で、必要額の43%増しということで、それこそリーマンショック級の運用環境になったとしても問題ないような、十分な水準が積み立てられている、そのような制度が増えてきていることが確認できます。



退職給付の増額事例

Case 1 実質価値回復+水準引き上げ

〔退職給付〕 DB+DC

- ▶ 金利に連動して積み上げるDBの給付水準が低金利の持続により伸び悩み、業界対比での給付水準の劣後を課題認識
- ▶ 退職給付を廃止して給与への加算も検討したが、労使ともデメリット多いと整理
- ▶ 給付額のメリハリも強め、付与ポイントを引上げ

Case 3 水準引き上げ+自己都合減額見直し

〔退職給付〕 退職一時金+DB+DC

- ▶ 業界対比での給付水準の劣後を課題認識
- ▶ 退職時給与に比例する給付設計からポイント制による給付設計に変更し、自己都合減額を廃止

Case 2 ポイント単価の引き上げ

〔退職給付〕 DB+DC(いずれもポイント制)

- ▶ DB年金財政の剰余を活用したDB給付増額を検討
- ▶ わかりやすさと物価上昇対応を重視し、DB・DC共通のポイント単価を1割引上げ(DCについては速やかに従業員へ改善が伝わる効果も期待)

Case 4 DB年金受給中利回りの引上げ

〔退職給付〕 DB+DC

- ▶ 賃金に連動して給付水準が増加するも、金利に連動するDB年金の受給中利回りが低位にとどまる状況
- ▶ 過去、DBの予定利率の引き下げと年金受給中利回りの引き下げ(給付減額)を実施した経緯あり
- ▶ DB年金財政が大きく改善し、一定の運用リスクを許容できる状況となったことから、過去に引き下げた予定利率と年金受給中利回りの一部を引き上げ

(出所)三井住友信託銀行での事例をもとに作成

8

こちらのページでは、四つ増額事例ということで記載させていただきました。簡単にご紹介させていただきますと、まずケース1です。こちらは実質価値の回復と水準の引き上げということで、いわゆるキャッシュバランスです。金利に連動して積み上げるDBの給付水準、このような設計を採用していたのですが、低金利が続いておりました、当初の想定よりも給付額が伸びていない中で、業界対比でも給付水準が劣後していることが課題として認識されていました。当初は、退職給付を廃止して給与に振り替えるという検討もあったのですが、労使ともデメリットが多いということで整理されまして、給付額の水準を上げ、かつメリハリも強めていくという形で給付増額を行った事例となります。

ケース2ですけれども、こちらはポイント単価の引き上げになります。DB、DCいずれもポイント制ということで、DBについては年金財政上の剰余がございましたので、これを活用して過去分を含めてDBの給付の増額を実施したということになります。実施については、当然ながら過去分の増額はできませんけれども、同じポイントを使っているということでDCの掛金を上げて、将来のDC掛金についても物価上昇に対応できる形にしたということになっています。

右上のケース3ですけれども、こちらの会社もケース1と同様、業界対比での給付水準が劣っているということでこれが課題認識としてありました。最終給与比例からポイント制に変更したうえで自己都合減額も廃止し、近年の人材の定着に合うような形で見直しを行ったという事例になります。

ケース4ですけれども、こちらは賃金に連動して給付水準が作られるという形で、先ほどの82%に入らない少数派の形で、水準自体は給与に連動するという形にはなっていたのですが、受給中の利回り、年金を受け取っている間の利息、こちらが金利に連動する形でございました。こちらも近年、利息が底辺にとどまっているという状況が、問題認識としてあったわけなのですが、かつて10年ほど前に、給付利率と予定利率をセットで引き下げて、それ以来、低迷していたという経緯がございました。今般、年金財政が大きく改善していること、あとは運用環境が好転していること、このようなことを踏まえまして、当時の給付減額した幅の全部ではなかったのですが、前回とは逆に、予定利率を上げて給付利率も上げるという形で、そのような意味では、年金財政上の企業の負担はなく、増額を行ったという事例になります。

退職給付の増額事例(プログレスレポートより)



定年延長等の退職給付制度自体の変更を契機に、給付改善を実施(202制度、約7割)



キャッシュバランスプランを採用しているDBの大半は付与される利息の計算に用いる指標に国債の利回りを選択しているため、これまでの金融政策の影響で国債の利回りの実績が低位で推移したことにより、当初想定した給付額を下回る給付が続いていることから、最低保証利回りの引き上げや、指標の消費者物価指数等への変更を実施



良好な運用実績等により積み上がった剰余金の使い道として、将来の運用実績悪化局面に備える他に、従業員への還元や物価高への対応として給付改善を実施



退職給付水準の引上げやインフレ対応について、DBに限らず株式報酬制度といったチャンネルにも裾野を広げ実施

給付改善を行う目的や実現方法は企業によって様々であると考えられるものの、政府において「物価高を上回る持続的・構造的な賃上げ」を目指す中、DB等の退職給付水準においても、物価上昇・賃上げの状況も踏まえた給付改善が期待されている。

(出所)「資産運用サービスの高度化に向けたプログレスレポート2025」をもとに作成

9

こちらのページは、プログレスレポートより増額事例ということで抜粋させていただいたものです。皆様もご確認いただいているところもあるかと思いますが、簡単に触れておきたいと思います。一つ目は定年延長に伴って給付改善をした事例、二つ目はキャッシュバランスの利息を増加させたような事例になります。三つ目は運用環境の好転を主因として、たまった剰余金を使って給付増額を行ったということになります。四つ目、こちらは少し経路が違いますけれども、DBに限らず、株式報酬制度といった別の手段を使って水準を引き上げたという例になります。

私からのご紹介は以上になります。

井出 澤崎上席調査役、ありがとうございました。

それでは、ディスカッションに入りたいと思います。まず今回のセッションの基本になる、先ほどご説明ありましたが、コーポレートファイナンスにおける企業価値の考え方について、柳瀬先生からおさらいをしていただいた後、いただいた新しい視点について、前原室長、澤崎上席調査役から質問、コメント等をお願いしたいと思います。それでは、まず柳瀬先生、お願いします。

柳瀬 ありがとうございます。先ほどの資料が少し多かったもので、端的にまとめますと、非常にシンプルに申し上げますと、伝統的に労働経済学などの分野で言われている考え方は、企業に相対的に長く勤めることによって、人の中に技術やノウハウがたまってくる。これをファーム・スペシフィック・ヒューマン・キャピタルと言う。企業のある種の関係性の中でのみ蓄積されてくるノウハウである。このようなものが、例えば経済学の分野で言うと、昔はすごく大事だと。このようなものを蓄積する器は人ですよね。その人は不安定な状況になると、それこそ人材定着率がどんどん低くなって、どんどん辞めていく。中途採用は中途採用の良さはあるのだけれども、それも回転率も高くなってくると、なかなかそこにたまってこない、今言ったようなヒューマン・キャピタルが。したがって、そこを担保するためには、やはり安心感を与える、そのような形で企業がDB型企业年金を設置する。これが恐らく古くから言われている一つの考え方かと思いま

す。

もう一つ、これがバートラムなどの最近の論文で議論されている、少しそこは違った視点です。よくよく考えてみると、これからの時代は無形資産投資が重要になる。実際に会計学の分野などでも、将来の企業価値の向上を誘発するような、それをドライブするような投資は何かと言うと、有形資産への投資ではなくて、物への投資ではなく、見えざる投資だと。無形資産への投資だと。もっと具体的に言うと、研究開発投資だと。あるいはM&A、そのようなものだ。

しかし、そのような投資は、これはコーポレートファイナンスの分野で昔から言われているのですけれども、企業、資金を提供する投資家の視点から見たときには、非常に担保が見えない、結論が見えない、非常に不安な投資に対する資金提供になってしまう。これを私は先ほど疑心暗鬼のコストと言ったのですけれども、学術用語で言うと、資本市場における情報の非対称性によって誘発される追加的コストということになります。これは資本コストという企業の資金調達コストに、アディショナルに追加されてしまうものです。

そのコストがあまりにも高かったら何が起きるかという、ネットプレゼントバリューがネガティブになるケースが次々と生じてしまう。本来価値の高い投資案件なのに、疑心暗鬼のコストが高すぎるために、企業が投資をためらってしまう。これを過少投資問題と言います。

では、この投資の重要性がますます高まる中で、そのような投資にフィットした資金調達、ファイナンスは何だろうと考えたときに、疑心暗鬼が生じない内部への資金調達だと。具体的に言うと、キャッシュジェネレートです。企業が毎年稼いだお金で配当せずに内部留保としてためておいて、それを、タイミングを持って出していく。これはアップルなどがやっているやり方ですね。

もう一つよく考えてみたら、これは労働経済学で昔から言われている考え方ですが、リチャードリポリットなどが言っている考え方ですが、よく考えたらDB、あるいはDB型の退職給付制度は、従業員と企業との長い関係性の中で、従業員から企業が借入れをしている状態だと、繰り延べだから、従業員の側から見ると。その借入れというのは、言ってみれば、内部の資金調達ですね。つまり疑心暗鬼のコストがほぼ発生しないコストですね。つまり、資本コストを低く抑えることができる資金調達源である。

だとするならば、そのコストを、実は戦略的に使って、その資金調達というものを無形資産投資とマッチさせることで戦略的に使っていくことは、実はそのようなことをしない企業、他の条件が一緒でその部分だけが違う企業と比較すると、過少投資の問題が実は緩和されて、最終的に将来の無形資産投資のためのキャッシュフローを大きくして、その結果、企業価値を大きくするという、そのようなパス、経路もあり得るのではないかということが、バートラムたちの議論になってきます。

まとめますと、企業価値とDBとの関係に関しては、伝統的なファーム・スペシフィック・ヒューマン・キャピタルへの投資の器、および今言ったような無形資産への投資とフィットした資金調達、ファイナンスの手法としてのバリュー、この二つの議論に集約されるのかなと思います。

以上でございます。

井出 ありがとうございます。それでは、前原さんから質問、コメントをお願いできればと思います。

前原 ありがとうございます。DBや企業年金の改正の議論を、特にわれわれ制度所管の立場から見ていると、受給者・加入者の権利保護や制度の持続性の確保が、大事なテーマとして挙がってくることが多いです。今回コーポレートファイナンスそれから企業価値という観点から、柳瀬先生からご示唆、問題提起をいただ

いたということかと思いました。改めて言うことでもないかもしれませんが、DBの企業年金を実施してもらおうということは、企業の皆さんから自発的に始めてもらうものなので、制度の普及や浸透していくために企業型のインセンティブが大事なのだと感じました。

一つ柳瀬先生にお伺いしてみたいのが、先ほど日本のDBの仕組みはいい意味で柔らかさがあるというコメントがあったと思うのですが、日本で企業年金制度は労使交渉が基本になっているということ、それからアメリカのようなP B G C、支払保証制度がないということもあるので、それはそうなのかなと思うのですが、裁量があるということ、それから特に減額がしやすいと言われていたりするのですが、減額しやすいということは、逆に言うと、給付の増額がしやすいということでもあるのではないかと思いますので、その点コメントやご示唆がもしあればいただけますでしょうか。

柳瀬 ありがとうございます。おっしゃるとおりでして、減額のしやすさと増額のしやすさ、つまり先ほどの私のプレゼンテーションで申し上げた従業員と企業、従業員グループと株主経営者グループとの間での内部の資金をどのように分け合うか、どのようにアロケートしていくかということに対する裁量の余地が、例えばP B G Cや、あるいは硬い制度と言われている他の国に比べると、あるとなると、増やす方も含めて、減らす方も含めて、裁量の余地があること自体が、いわゆる企業の価値を高める、要はインテグレイティッドバランスシートの中での最適な内部資金の配分問題を考えるための、言ってみれば、必要条件のようなものになっていると整理できるかと思います。

一方で、増やしたときにどのような話が出てくるか、今日の話では特に出てこなかったのですが、そこは少し考えてみたいと思います。裁量の余地があるということ自体が必要条件なので、それは増やす方向に行っても、それは裁量の価値があるという話の一環でございますので、私の中ではそれほど矛盾した話ではないのかなというように整理していますが、厳密なところは少し考えてみたいと思います。

井出 はい、ありがとうございます。それでは、澤崎さんからお願いできますか。

澤崎 柳瀬先生、講演、ありがとうございます。

伝統的な退職金制度を考えた場合に、功労報奨、賃金後払い、生活保障の三つの機能があるというような言われ方が一般的にはされています。この中でも賃金後払いや功労報奨、このような機能は、今日ご説明があったコーポレートファイナンスの概念に沿うものなのかと考えて、受け止めております。かつて資金需要が旺盛であった高度経済成長期には、このようなコーポレートファイナンスの概念が意識されていたかどうかはよく分かりませんが、退職金制度が普及して活用されてきた、コーポレートファイナンスの効用が活用されてきたのかなというように想像もしております。

その後、バブル崩壊もありまして経済が低迷している中で、近年また、先ほど無形資産への投資というところがクローズアップされてきているというお話がありましたけれども、そのような中でコーポレートファイナンスの観点で改めて意義を見出す、そのような可能性を探っていく研究であるというように感じたところでございます。

少し質問をさせていただければと思います。大きくくりにした退職金制度という中で、社外に積み立てを行わない退職金制度もあれば、積み立てを行っていくDB制度のようなものもございます。社外に積み立てを行わない退職金制度、これはキャッシュフローの観点で考えると、企業は従業員から退職時まで借入れを行っていると考えられることができるかと思っています。このとき、企業会計の観点では、退職金制度の場合、

退職給付債務として企業は認識しているわけですがけれども、これは、すなわち割引率を金利として従業員から借入れを行っているというような理解のしかたでよいのかどうか、少しご教示いただければと思います。

また、社外に積み立てを行うDBの場合、これは退職時までの借入れではなくて、これは定期的に掛金を拠出するためですがけれども、借入期間としては退職金制度よりも短い、借り入れたうえで分割返済しているような形と言い換えることもできるかもしれませんが、そのような少し違いがあるかと思っています。ファイナンスの観点では、社外に積み立てを行わない退職金制度の方が、長期に借り入れが行えるという言い方もできると思いますし、一方で、DB制度の場合は、年金資産を運用する自由度が経営者側にはありますので、そのようなメリット、両者合わせて退職金制度においても、DB型、社外に積立を行うDBにおいても、コーポレートファイナンスの観点ではメリット、優位性があるというような理解でいいのかなと思っていますので、この点についても少しご教示いただければと思います。

柳瀬 ありがとうございます。結論から言うと、そのような理解でよいと私も考えております。

割引率の方ですがけれども、おっしゃるとおり、特にアンファンディッドのもの、一時金のようなものに関しては、従業員からのまさに長期借り入れが一番分かりやすい形で見えているものですね。そうすると、借り入れの金利がどのように見えるのかということ。ただ、割引率に関してそのような観点から考えていくと、企業ごとに本来違うはずですね。割引率が国債に連動するというようなマクロのシステムティックな要因だけでなく、イデオククラティック、企業固有の要因によっても当然キャッシュフローのリスクは違うわけですので、本来違うべきだという議論も出てくるのかなというのが一つの、ただ、大きなフレームワークとしては同じです。

二つ目の、外出しであろうが、中出しであろうが、結局、退職給付の債務が固定されているという仕組みである以上は、あとはテクニカルな違いであって、基本的にはコーポレートファイナンスの見方からすると、同じものとして扱って分析をしているのが多くの研究かと思っています。ただ、海外に退職一時金、特にアメリカなど、退職一時金というものがそもそもないといいますが、そのような発想がないので、少し海外でプレゼンテーションするときは、これは何なのだという点に関する説明はしておりますが、そのときには、DB制度よりももっとフレキシビリティが高いものだというざっくりした説明で、大体納得してもらっているということです。ですから、分析のフレームワークの中で質的に違うものだという整理は、私もしておりますので同じ考えでございます。

以上です。

井出 はい。ありがとうございます。続きまして、環境変化、企業の内部留保の増加や金利の上昇、人的資本経営といった環境変化がコーポレートファイナンスの実証研究の観点からDB制度にどのような影響を与えているかという点について、まず柳瀬先生からコメントいただければと思います。

柳瀬 ありがとうございます。どんどん難しい質問になってきているのですが、私の今の理解の範囲でお話しさせていただきます。

冒頭のプレゼンテーションでも申し上げましたけれども、繰り返しになりますが、DB制度にしても退職一時金にしても、事業主が事業主にとって、要は企業にとって意味があるから設置するはずだし、設置していくというインセンティブが少なくとも中長期的にない限りにおいては、やめた方がいいという発想になっ

ても別に問題はない制度です。それを、例えば税制上のメリットを与えるなどして、一定程度、言葉は悪いですが、いい意味で延命するということもできますが、やはり本質的には企業にとって何かしらの意味がなければならぬと考えられます。それが一つはヒューマン・キャピタルであって、もう一つが資金調達源という話を先ほど申し上げたとおりであるわけです。

そのような中で、人的資本投資が重要になってきているというところとの関係性で言うと、正直、今、私の持論なのですけれども、人的資本に関してどれだけ企業が投資をしているのか、費用をかけたのか、研修にどれだけお金を使ったかなど、そのようなことが今出始めています。ただ、本当にそれが、人的資本投資をキャプチャーしている変数と言えるのかということに関しては、かなり私は懐疑的ですし、それよりはむしろ、長期に従業員との関係性にコミットするのだということ、むしろ退職給付債務の金額や、それを何かしらでスケリングした金額など、何かそのようなものの方が、実は従業員との関係性に長期にコミットしているということを通じて、実は、それは企業の経営者が将来の従業員との関係性の中で、企業価値を高めていく活動にコミットしているという、何かそのような、ノイズはもちろん大きい変数ですが、何かしらやはりそこに相関があるのではないかというように、実は薄々と前から思っています。

だとするならば、実は人的資本開示というもので研修費を開示しなさいなど、そのようなことをテクニカルに細かく追及していったら、開示コストがどんどん非財務の開示コストが高くなっていくよりは、先ほどの前原室長のお話もありますけれども、年金に対する情報開示を財務と結びつけていく、そのデータベースといますか、そちらのものがより充実し、そのことに対して外部の私たちの研究者、あるいは担当者が分析しやすいような状況になっていった方が、実は健全なのかなと個人的には思っています。

回答になっているかどうか分からないのですが、人的資本との関係においては、そのような開示の問題も少し私は念頭に置いております。

井出 ありがとうございます。この環境変化のところについて、前原室長からコメントをいただけますか。

前原 なかなか難しい話ですが、ヒューマン・キャピタルや人的資本経営という話、どのぐらい関連するか分かりませんが、先ほど見える化の話もあったのですが、もう一つインフレ抵抗力のDBということで、給付の増額事例の収集整理をするということに今なっているということです。このようなものを、従業員にとってはプラスになるだろうというものでもあるので、どの程度か分かりませんが、参考になればご活用いただければいいかと思いました。

以上です。

井出 はい。澤崎さん、どうでしょうか。

澤崎 今、前原さんからお話がありました給付増額の事例で、先ほど幾つか紹介させていただきましたが、もう少しだけ補足させていただきますと、先ほどのケースの中で、ポイント単価を1割引き上げましたという事例がありました。この前、1割という水準、いろいろこの実際にあった事例以外でも幾つか検討があった中で、他でも1割という数字があったのですが、一つは、近年の物価上昇率を踏まえて1割という考え方を取ったようなケースもありました。加えて、1割程度であれば今あるDBの剰余、そのような中で十分範囲が収まる、かつまだ剰余も十分に残るといった水準で決定したようなところもございました。これ

は一つのケースですけれども、このようなケースもありましたので、ご紹介しておきたいと思います。

あともう一つは、これも先ほどの事例で少し触れましたけれども、多くのDBは、過去に給付減額を行っているケースが多いのかなと思っています。代行返上のときに給付減額をしたなど、そのような意味では、20年ほど前からさかのぼれば、幾つか給付減額を行っているケースが大なり小なりあるかと思っています。当然、当時の制度に戻すということではないと思いますけれども、当時、一つ要因としては、経営の悪化ということに加えて、金利も低下してきていて給付額も下げるということもありましたので、そのような意味では、水準を上げる、給付設計の形を変えながらというのも含めて、利率や額自体を上げるという検討も、実際、先ほど挙げたように実現しているケースもございますので、このようなところが一つ事例としては増えてくるのではないかと考えております。

前原さんのコメントに対する説明になったかどうか、コメントさせていただきます。

井出 はい、ありがとうございます。それでは、ここまでの議論を踏まえて、コーポレートファイナンスの観点で、DB制度の意義を生かした普及促進について、皆さんからお考えをお聞かせいただけたらと思います。柳瀬先生から、いいですか。

柳瀬 とても難しい問題ではありますけれども、同じことを繰り返すようになって恐縮です。コーポレートファイナンスの視点からということで言うと、主語はあくまで事業主である母体企業であり、究極的にはその株主の目線であります。そのような観点から見たら、やはり私が整理してきた既存研究の交通整理で言うと、先ほどから申し上げている二つです。ファーム・スペシフィック・ヒューマン・キャピタルが、より必要性が高い業種、あるいは企業とそうでない企業で、当然DBの役割は違ってくるし、もう一つ、同じことかもしれませんが、どのような将来の企業価値向上のためのインベストメント、企業としての投資活動に重点が置かれているのか、例えば無形資産R&D、このようなものをより重視していくような事業を今後考えているのか、そのような企業と、いや、そうではなくて従来どおりの有形資産投資をベースにしながら、あとはそれを刈り取っていくことでいいと思っている、言ってみれば、成熟産業なのかということでしょう。その違いによっても、DBを使った資金調達との相性に関しても違ってくるでしょうし。

そのような意味では、みんながみんなDB、みんながみんなDCではなくて、今日、前原さんからのご紹介もありましたが、そのキャッシュバランスのような形で、実はDB、DCの間のような仕組みを柔軟に設計できる、そのようなものをもっていく連続的な形でそれぞれの良さをもっていく、そのような行動パターンが、より経営者の方がこれまで以上に何かしらの形で意識して意思決定していく、そのような時代が来るのかなと思っていますし、そうになっていくといいのかなとも思っています。

そうやってきたときに、そのような意思決定を、確かにそれはいい意思決定をした、企業価値を高めるという意味でいい意思決定をしたということ、投資家がそれなりに対話の中で評価ができるような、先ほどのご質問の回答にもなりますけれども、そのような情報、簡単に言うと開示ですね、そのような開示が年金の情報と財務の情報が、両方ひもづけた形で、いろいろ投資家が見ていけるような形で整備されていくと、さらにコーポレートファイナンスの観点でDB制度の、このようなタイプの会社には存在意義が高いのだというような評価をしやすいインフラが、整備されていくのかと考えています。

以上です。

井出 ありがとうございます。それでは、続いて前原さんからお願いできますか。

前原 コーポレートファイナンスという観点ということで、DBの仕組みを最後に一つだけ紹介させていただこうかと思います。

今日、リスク分担型企業年金の話をしましたけれども、そこで触れられなかったのですが、平成29年からリスク対応掛金という仕組みが導入されています。これは、あらかじめ将来発生するリスクを測定して、労使の合意によってその範囲内で掛金をあらかじめ拠出することができるという仕組みで、例えば景気変動や企業の業績の波に影響されずに、平準的に掛金が出せるという仕組みがあります。ファイナンスという観点でこのような仕組みも活用して、必要な財政運営をしていただけるといいと思いました。

以上です。

井出 ありがとうございます。それでは、澤崎さん、お願いします。

澤崎 社外への積み立てがない退職金制度だけではなくて、社外への積み立てがあるものを資産運用や掛金水準、給付カーブに一定の経営者裁量があるDB制度が、コーポレートファイナンスの観点で意義を見出す可能性があることを、今日改めて認識させていただきました。DC制度やリスク分担型、先ほどご紹介ありましたけれども、このようなものに比べると、退職金制度やDB制度は経営者裁量が非常に大きいということで、優位性があるということかと思えます。金利上昇によって企業会計上の退職給付費用は大きく減少する傾向にありまして、DBからDCへのシフトが進んだこの二十数年間と、ある種、全く逆の環境になってきているのかなと思っています。

そのような意味で、費用は減りますし、あとは物価上昇に合わせて、ある種、受け身の対応という意味での給付増額も必要になってくるのですけれども、今日お話があったようなコーポレートファイナンスの観点での優位性、メリットのようなものもあるということです。受け身ではない、さらにもう一步踏み込んだ積極的なDBの活用や給付増額、このようなものにつなげていくことができたらということで、今日のお話を聞かせていただきました。

柳瀬先生の実証研究のさらなる発展に期待させていただければと思います。ありがとうございました。

井出 ありがとうございます。司会の責任もあり、時間経過しておりますので、質疑はなしでお願いします。Slidoに入れていただければ、スピーカーの方には還元しますので、ぜひSlidoにコメントも含めて入れていただければと思います。よろしく願いいたします。

それでは、スピーカーの皆様には、お忙しい中おつきあいいただき、大変ありがとうございました。皆さんからもう一度大きな拍手をお願いいたします。

それでは、以上をもちまして、セッション「確定給付企業年金制度の存在意義と可能性について考える」を終了いたします。