

# アメリカ企業年金政策の変質

—2006 年年金保護法の分析から—

吉 田 健 三

## 概 要

アメリカでは、企業年金の主要な形態は、確定給付型年金から 401(k)プランを中心とした確定拠出型年金へと移り変わってきた。この変化の重要な帰結の一つが、退職後所得保障の責任やリスクの雇用主から従業員個人への転嫁であることは広く知られている。実際に、アメリカでは、伝統的な確定給付型年金の縮小と 401(k)の普及に伴う個々人の退職後所得水準の多様化、すなわちリスクの拡大が注目され、その対処に必要な政策が議論されてきた。

本稿は、企業年金の変化がもたらした帰結が、新たな政策課題の出現だけではなく、政策が議論される枠組み自体の変化にもあったことを強調する。確定拠出型年金の普及に伴い企業年金政策の傾向は、規制の強化から緩和へと変化しつつある。その変化は、一方では単にアメリカにおける政治的変動の帰結であるが、他方では政策対象の性質自体によっても規定されている。2006 年年金保護法は、この関係が集約される重要な法律であった。同法では、ニューエコノミーの終焉という契機、また企業年金システムの強化という共通の目的のもと、確定給付型年金への規制強化と確定拠出型年金への規制緩和が同時に行われている。本稿は、両年金の改革の内容や、そこに至る経緯、政策過程の分析を通じて、政策対象の性質の相違と年金政策の内容との関連を考察する。

### キーワード

アメリカ、福祉国家システム、企業年金、年金保護法、年金政策

## I. 問題意識と課題

20 世紀末より世界各国では、福祉国家システムの再編が顕著となっている。アメリカ企業年金は、その原動力および帰結を考える重要な材料となる。第 1 に、それは福祉国家の構成要素である私的領域での成立条件を最も純粋に体現しており、その意味で普遍的だ

からである。この点については、吉田(2008)で詳しく検討した。第2に企業年金は、その私的性質の濃度を反映して、各国各種の制度の中でもとりわけ劇的な変化を経験している。いわゆる確定給付型年金から確定拠出型年金への転換である。注目すべきは、その変化は、必ずしも政策的意図や計画の結果ではないということである。

企業年金の変化は、福祉国家がいやおうなしに直面する圧力、またその先にある帰結の一側面をより純粹に示している。本稿では、そのうち変化の帰結に焦点を当てる。企業年金の変化がもたらした影響については、すでに多くの研究がある。例えば、退職後所得保障源としての両者の性質の相違や、労働市場および国民貯蓄や金融ビジネスの発展との関係などについてである<sup>1)</sup>。

確定拠出型年金の浸透に伴う最も明白な帰結は、退職後所得保障におけるリスクや責任の分担の変化である。個人勘定制度に類似した同制度は、退職資産の形成に関するリスクや責任を個人が担うため、雇用主が多くの責任を負う既存の確定給付型と比べ退職後所得源としての不安定性が高い。この問題は、アメリカでも広く指摘されており、必要な政策的対応が検討されている。現実の変化に対して適切な政策が構想されること自体は、建設的だと評価できる。ただ、問題の理解には、もう一段深く検討されるべき論点がある。それは、現実の変化に伴う政策の選択肢自体の変化である。

企業年金政策の傾向は、確定拠出型年金の普及に伴い明らかに変化している。ごく単純化していうならば、それは規制強化から規制緩和への転換である。こうした変化は、一方では新保守主義の台頭といった政治的な文脈から解釈できる。実際に、共和党と民主党、ビジネスと労働の力関係、またそれを反映したレーガン政権および1994年代共和党多数派議会の成立などの政治状況の転換が持つ意味は小さくない。だが他方で、政策対象自体の変化が持つ意味は軽視されるべきではない。確定給付から確定拠出への企業年金の重心変化は、年金政策をめぐる利害対立やその論理構造を変化させた。そのことは、政策選択において根源的な制約を与えている。

政策対象別の政策傾向の相違が最も鮮明に現れたのが、2006年年金保護法である。同法では、2000年代初頭における株価混乱といった契機が共有されながらも、確定給付への規制強化、確定拠出への規制緩和といった対象別に異なった政策対応が行われた。この明確な対照性から、同法は確定給付から確定拠出へのさらなる移行を促すものであるという評価がなされている<sup>2)</sup>。だが、すくなくとも名目において年金保護法は、移行の促進ではなく、両年金制度の退職後所得保障強化を目的としていた。契機と目的が共有される中で現れた政策的対応の明瞭な差異は、政策対象の変化が政策転換の要因たりうることを示

1) これらの研究の整理は、吉田(2006b)を参照。

2) これらの言説の簡潔な整理は、Warshawsky(2007)を参照。

唆している。

以上の問題意識に基づき、本稿では2006年年金保護法を対象として、企業年金の形態別での政策の相違を分析し、そこから企業年金の構造変化の意味について考察したい。第2節では、アメリカ企業年金と年金保護法の概要を紹介する。第3、4節では、確定給付型年金、確定拠出型年金それぞれの改革に至る歴史的な文脈、経緯を明らかにする。それを踏まえ第5節では、両年金改革の性質を分かち要因について、権利形態および政治的対立構造の点から分析する。最後に、この分析から得られる企業年金政策の展望と福祉国家研究に対する示唆の提示を試みたい。

## II. 2006 年年金保護法の内容

### 1. アメリカの企業年金

はじめに、アメリカの企業年金システムとその変化について簡単に説明したい。アメリカにおいて、公務員などを除く多くの国民にとって、公的な年金制度は社会保障年金の一層しか存在しない。同年金によって提供される給付は、特に中位以上の所得階層のものにとって必ずしも十分ではない<sup>3)</sup>。退職前の生活水準を維持する為に、国民の多くは貯蓄や年金保険の購入といった私的活動によって自らの退職に備える必要がある。企業年金は、こうした私的な退職準備の重要な部分を占める制度である。

企業年金は、1970年代末から大きな構造変化を経験した。すなわち、確定給付型年金から確定拠出型年金への転換である。

確定給付型プラン (Defined Benefit Plan; 以下 DB) は、勤続年数や平均給与などを変数とする一定の給付算定式に基づき、退職後の給付を決定する制度である。それはかつての標準的な年金形態であり、今日でも「年金」(pension) という単語は、多くの場合 DB を指す言葉として用いられる。

確定拠出型プラン (Defined Contribution Plan; 以下 DC) は、各従業員の口座に雇用主および従業員が資金を拠出し、その拠出額と資産の運用次第で将来の受給額が決定される制度である。それは、個人の貯蓄勘定に類似した枠組みであり、しばしば「貯蓄プラン」(saving plan) とも呼ばれている。

両者の最も基本的な相違は、年金給付のための資産形成の責任またはリスクを誰が負担

3) アメリカの退職後所得源の整理に関しては、吉田(2006a)を参照。

するかということにある。給付算定式に定められた給付額の支払いが行われる DB においては資産形成の責任は雇用主が負う。退職後の給付額が、個々人の資産形成努力や運用結果に反映される DC では、従業員が責任を負う。

また、本稿での分析にとって重要なもう一つの相違として、年金給付保証公社 (Pension Benefit Guarantee Corporation; 以下 PBGC) の存在が挙げられる。DB では、雇用主が資産形成の責任が果たさないこと、また資産運用のリスクを雇用主自身がカバーできないことがありうる。具体的には、年金支払いに十分な積立がなされない状態、すなわち積立不足状態のまま、雇用主企業が倒産するケースである。PBGC とは、こういった事態において、一定水準まで年金給付を保証する公的な保険制度である。主な財源は、雇用主から加入者単位で徴収する保険料である。それは、いわば DB において雇用主が抱えるリスクの一部を、DB 提供者全体で、また政府を含めて共有する制度である。一方で、リスク負担が原則として個人単位で細分化されている DC においては、こうした制度は存在していない。

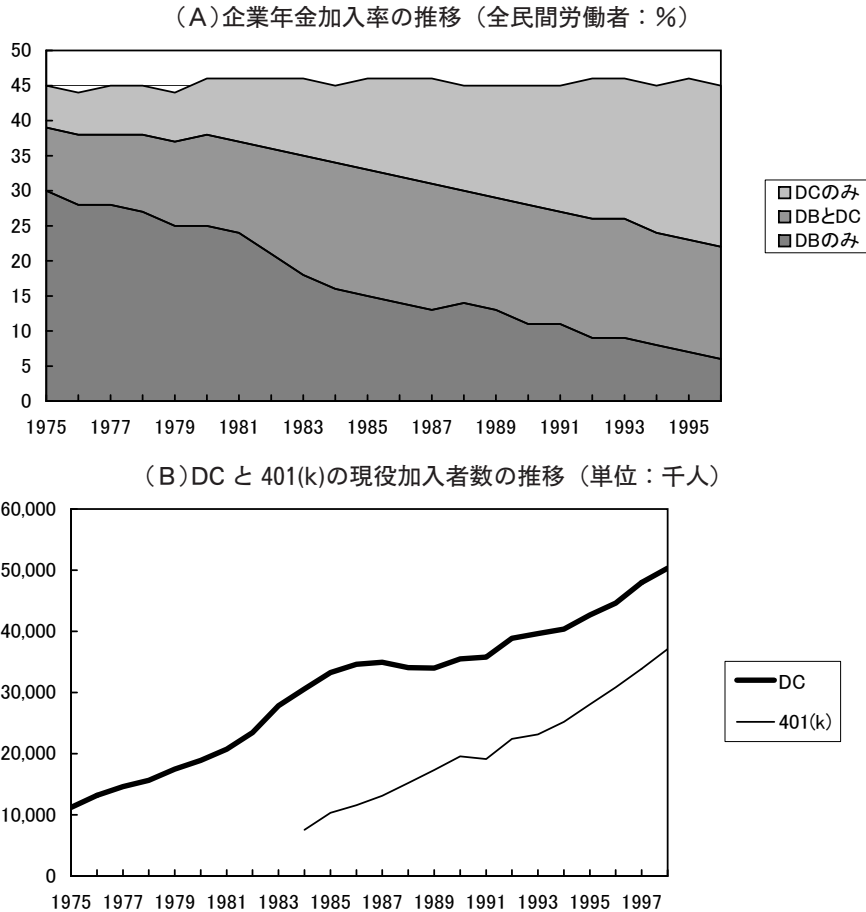
1970 年代までは、アメリカ企業年金の主流は DB であった。1975 年時点において民間正規従業員の企業年金加入率は 45% 程度であったが、図 1 (A) が示すように、彼らの 9 割近くに相当する 39% が DB の加入者であった。しかし、DB への加入率は、この後一貫して減少傾向にある。1990 年の加入率は 28%、1998 年には 22% となっていた。他方で、DC への加入者は、補足プランとしての DC の加入者を含め、1975 年の 15% から、1990 年の 34%、1996 年には 39% と増大した。今日では企業年金加入者の 9 割近くが何らかの形で DC に加入している。企業年金の中心的な存在は、この 20 年を通じて DB から DC へと移行したといえる。

DC プランの加入率拡大の中心的な位置にあったのが 401(k) プランであった。401(k) プランとは内国歳入法 401 条(k)項の解釈により、従業員拠出金に対する租税優遇措置を備えた特殊な DC である。それは、個々人の拠出を中心とした、貯蓄口座により近い形態でのプランの形成を促した。図 1 (B) が示すように、DC の急成長は主に 401(k) プラン加入者の増加による。DC の現役加入者は、1984 年から 1998 年までに約 3060 万人から約 5034 万人と 2000 万人近く増大しているが、同時期に 401(k) は 1984 年の 754 万人から 3711 万人と、3000 万人近く増大している。この間、401(k) 以外の DC 加入者はむしろ減少し、401(k) への代替が進行していた。DC の伸張の内実は、401(k) の成長であった。

## 2. 2006 年年金保護法

2006 年 8 月、ブッシュ大統領の署名により年金保護法が成立した。そのタイトルが示すように、同法はアメリカ年金システムの補強を名目としていた。それは、DB と DC の

図 1



出所) Department of Labor (2000) より作成.

双方の改革を含む包括性と長大な内容から、アメリカ企業年金法の主軸である 1974 年従業員退職後所得保障法 (Employee Retirement Income Security Act of 1974; 以下「エリサ法」) 以降の大改正であるともいわれている<sup>4)</sup>。30 年来の改正がこの時期に行われた背景には、「ニューエコノミー」と呼ばれる経済成長の失速があった。

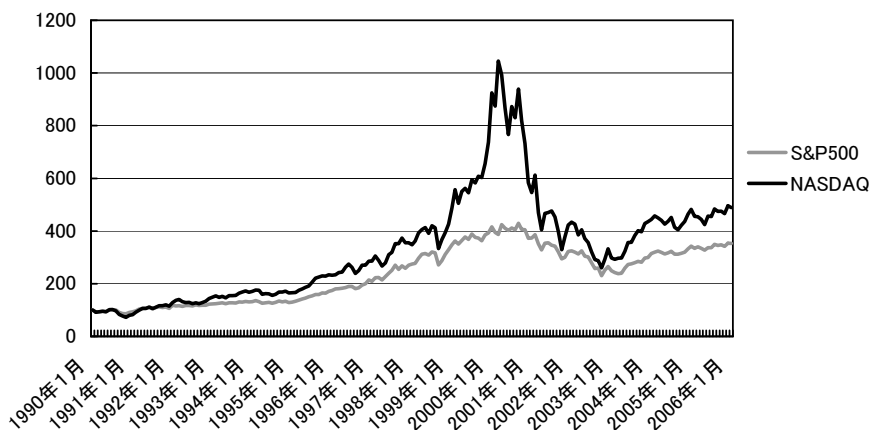
### (1) 成立の背景

アメリカ経済は 1990 年代を通じて長期的な経済的繁栄を享受していた。「ニューエコノミー」と呼ばれたこの経済成長の大きな特徴は、持続的な株価高騰である。図 2 (A) が示すように主要な株価指数の一つである S&P500 は、1990 年 1 月の 353.40 ドルから、2000 年の 9 月には 1517.68 ドルと 10 年で 4 倍以上高騰している。また、新興企業の株式

4) White House (2006).

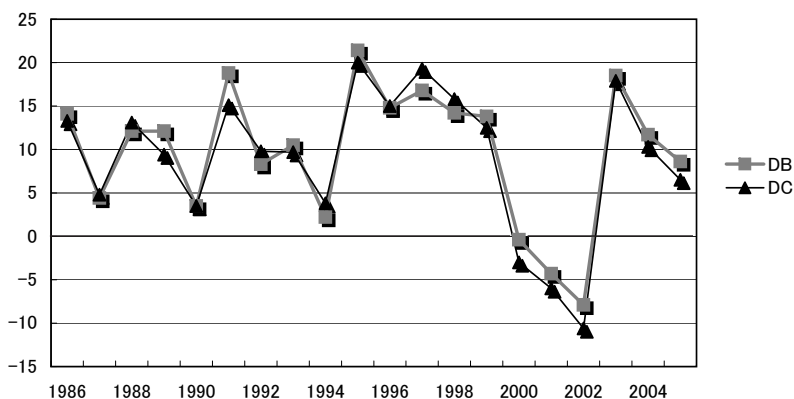
図 2

(A) 株価指数の推移 (1990=100)\*



※各月の始値。  
出所) Yahoo! Finance より作成。

(B) 年金資産の運用収益 (%)



出所) Department of Labor(2006)より作成。

市場である NASDAQ の株価指数は、1990 年 1 月の 452.90 ドルから 2000 年 3 月 4732.82 ドルと 10 倍以上に成長した。しかし、この活況は 2000 年には終焉を迎えた。株価は一気に下落に転じ、2001 年の 4 月には S&P500 は 1160.33 ドルと 2 割減、NASDAQ は 1835.22 と半分以下にまで値下がりした。下落傾向はその後もしばらく続き、2002 年の 10 月には S&P500 は 815.28 ドル、NASDAQ は 1180.28 となった。

DB および DC は、ともに将来の年金給付のために資産を積み立てる制度である。そのため両制度とも金融市場の状況に大きな影響を受ける。図 2 (B) が示すように 1990 年代は DB、DC とも良好な資産運用成績を上げていた。1990 年代後半にはほぼ 15% 前後の異例の好成績であった。しかし、2000 年からの株価下落以降は 3 年連続のマイナスを記録した。特に 2003 年には DB-7.9%、DC-10.6% と著しく低迷した。

資産運用成績の急速な悪化は、DB と DC で異なった形で現れる。DB においては積立不足、すなわち、約束された年金支払のための資産の不足の問題である。2004 年の時点では 3000 億ドルを越える年金積立不足が発生していた。それは、雇用主の負担を増加させ、また企業の破綻を通じた PBGC 財政の悪化をもたらすものであった。他方、DC における問題は個人の退職資産の減少である。各人が資産運用リスクを負う DC において、マイナスの資産運用は、退職後の生活の悪化に直結するものであった。

DB の積立不足問題、DC の退職資産減少といった問題は、またそれぞれの大規模な破綻事件によって象徴された。すなわち、多額の DB 積立不足を抱えたユナイテッド航空の倒産と、DC 資産を自社株に投資させていたエンロン社の破綻事件である。2006 年年金保護法への議論は、これらの事件を契機に加速した。

## (2) 法律の内容

年金保護法の主要規定は、次の通りである<sup>5)</sup>。

### ① DB に関する改正

DB に関する諸規定は、積立不足の解消を主眼としている。

第 1 に、最低積立基準の厳格化である。従来から、DB を提供する雇用主には、1974 年に成立したエリサ法に基づき、一定の積立基準およびそれを満たす為の年々の拠出義務が定められていた。しかし、最低積立基準は、年金債務の現在価値によって設定されるが、その算出には不確定な将来を処理するための幾つかの数理的仮定が用いられるため、操作の余地が残される。例えば、年金制度が将来永続的に継続する場合を想定する継続基準と、直ちに終了／清算される非継続基準では将来の年金給付の推定額は異なるが、現行法ではその 2 つの基準が併存する状況にあった<sup>6)</sup>。また、将来の年金額を更に現在価値に換算するには、架空の運用利率が用いられる。さらに、金融市場で運用され日々変動する年金資産の価値をどう評価するという点にも曖昧さが残される。これらの柔軟性は、雇用主が拠出負担を軽減するための抜け穴となりうる。

年金保護法では、こうした抜け穴を縮小する目的で、いくつかの基準が厳格化された。具体的には、年金債務の算出方式を非継続基準に近い「ファンディング・ターゲット」に一本化した。また、年金債務の現在価値を評価する割引率に関しても、基準の厳密化および

5) 同法の日本語での簡潔な紹介は、遠山 (2006)、深沢 (2006) を参照。またその概要は、White House (2006)。規定内容と意味についてのより詳細な内容は、CCH (2006)、および Joint Committee on Taxation (2006) を参照。

6) 年金の積立基準に関する各種基準については今福 (1996) を参照。

整理が図られた。最後に、資産評価の方式も、従来まで過去5年以内の平均値の使用が認められていたが、同法ではこれが2年に短縮され、より現在価値ベースに近いものとなった。

第2に、積立不足を発生させた雇用主の拠出義務の厳格化が図られた。まず、積立率が一定以下のDBの雇用主は、「At-risk ベース」と呼ばれる、より厳しい積立目標に基づく拠出義務が課されるようになった。また、従来も積立不足を抱えるDB雇用主にはその不足を償却するための追加拠出が求められていたが、その追加拠出額の算出方法は、採用される拠出基準により異なるものであった。特に、雇用主が継続基準の積立方式を採用していた場合、償却期間は積立不足の発生要因別に仕分けされる。それは非常に複雑であり、また積立不足DBを抱える雇用主に有利であった。「ファンディング・ターゲット」への基準統一は、こうした複雑性の解消を狙ったものでもあった。

さらに、継続基準を採用していたDBには、ファンディング・クレジットという措置が適用されていた。それは、早期拠出を促すため、積立最低額以上の拠出を行った企業に、拠出額義務の軽減措置を与えるものであった。それは後述のように積立不足に陥ったDBの拠出軽減手段として活用されていた。実際に、2004年に破綻したユナイテッド航空の事例では、この措置を活用することで、2003年に積立率が53%だと発表される直前の年まで最低積立基準上の積立超過状態にあり、3年もの間DBへの拠出を一切行っていなかった<sup>7)</sup>。年金保護法では、この措置の利用条件を著しく厳格化した。

第3に、PBGCの改革である。まず相次ぐ積立不足DBの破綻による財政悪化から、同法の成立過程でPBGC保険料の引き上げが議論された。その結果、年金保護法に先立つ2005年財政赤字削減法によって一人当たり保険料が19ドルから30ドルに引き上げられ、その後も賃金上昇と連動することとなった。また、2005年法では積立不足DBに対して課される変額保険料の適用条件も強化されたほか、DBの終了に伴い加入者一人当たり1250ドルの「終結保険料」が時限措置として設けられた。年金保護法はこの終結保険料の恒久化を決定した。同法は他に、積立不足の状況に応じてPBGCが負担する給付範囲を制限すると言った措置もとられた。PBGCの保証をあてに給与削減の代償として年金給付を増額するといったモラルハザードを防ぐ為である<sup>8)</sup>。これらは、積立不足DBへの罰則の強化であり、PBGC自体の財政問題への対応策でもあった。

以上のように、DBにとって年金保護法は、主に規制を強化することによって積立不足を解消するアプローチが取られている。それは総じてDBを提供する雇用主への負担強化を意味していた。ただ、他方で同法には規制緩和による積立不足問題へのアプローチや負担緩和措置も存在していた。第1に、雇用主の拠出金に対する租税優遇措置の拡大である。

7) ユナイテッド社の事例に関しては、三石(2005)を参照。

8) 深沢(2006a)。



従来までは、雇用主がDBを節税手段として過度に利用することを防止すべく、積立超過DBの拠出金に対する租税優遇措置に一定の制約を設けていたが、同法ではこれを緩和した。第2に、積立不足が顕著な航空会社に対する特例措置が取られた。

## ② DC に対する改正

DCに関する諸規定は、次のようなものである。

第1に、雇用主による自社株投資の強制に対する期限の設定である。DCを提供する雇用主は次のような方法で加入者に自社株投資を強いることがあった。DCには加入者と雇用主双方から資金を拠出されるが、雇用主の拠出金には現金ではなく、自社株が用いられることがある。この自社株拠出分の売却に、年齢および勤続年数といった条件を課すことで、加入者はDC資産の一部を自社株に投資することを強制される。自社株投資の強制は、資産運用の自由を原則とするDCの理念に反するだけでなく、分散投資の観点から望ましくない。その危険性は、2001年のエンロン社破綻事件によって世間に強力に印象づけられることとなった。こうした経緯から、年金保護法では、加入者は自社株拠出の3年後には自由に売却できるように法律が改正された。

第2の変更点は、加入者に対する投資アドバイス提供への規制の緩和である。DC制度においては、加入者により適切な資産運用を促すため投資教育が提供される。しかし、具体的な運用指示を含む投資アドバイスの提供には、法的な問題があった。なぜなら、投資アドバイスを提供する機関と金融商品を販売する金融機関との間に提携関係がある場合、自社の商品販売に有利なアドバイスが提供される可能性があるからである。そのためエリサ法は、こうしたアドバイスを利益相反取引として禁止していた。また、さらに提供された投資アドバイスが、加入者に不利をもたらした場合に、その会社の採用に関して雇用主自身の受託者責任が問われる恐れもある。2006年法では、投資アドバスの普及の障害となっていたこれら規制の緩和が行われた。

第3点は、401(k)への自動加入措置に関する規制緩和である。原則として401(k)への加入や資金の拠出は、加入者個々人の自発的意志に基づいている。自動加入措置とは、401(k)を提供する雇用主が自動的に加入者を参加させ、給与から一定の資金を拠出させる措置である。それは、直接に401(k)加入者を増やし、国民の退職準備資産の形成に寄与する方法であるとされた。しかし、同措置は雇用主にとって導入メリットが明瞭でないばかりでなく、また投資アドバイスの場合と同様に、余分な法的リスクを抱え込む恐れのあるものであった。また、2006年改革では、同措置に伴う雇用主の責任の範囲を明確化することで、彼らの抱える法的なリスクの除去が図られた。また、自動加入措置の普及促進のため、それを導入する雇用主には、401(k)を提供する雇用主に通常課せられる非差別テスト

と呼ばれる義務が緩和された<sup>9)</sup>。

第4点は、2001年減税の恒久化である。2001年に成立した経済成長・納税者救済リコンシレーション法では、DCや個人勘定のさらなる普及を目的とした減税が時限的立法として成立した。これにより、退職個人勘定（IRA）の年間拠出上限は2,000ドルから5,000ドル、401(k)の従業員拠出上限は10,500ドルから15,000ドルと大幅に引き上げられた。同時に退職年齢に近い国民の資産形成を促すため50歳以上の国民に「キャッチアップ拠出」と呼ばれる追加的な拠出枠が認められた。年金保護法では、2010年に失効予定であったこれらの措置の恒久化がなされた。

その他、2006年法における重要な変化としては、DCとDBの中間的な制度であるキャッシュバランスプラン改革が挙げられる。キャッシュバランスプランは、縮小するDBの新たなオルタナティブとして注目されてきたが、IBM社の導入事例に代表されるように、移行に伴う給付変更の合法性などに関する訴訟が相次いでいた。同法では、こうした法的障害の除去が図られた。それは、DBの再編や同制度の導入など今後の趨勢に関わる重要な変化ではあるが、DB改革とDC改革の比較を主眼とする本稿では、考察対象としない。

### Ⅲ. DB改革の背景と論点

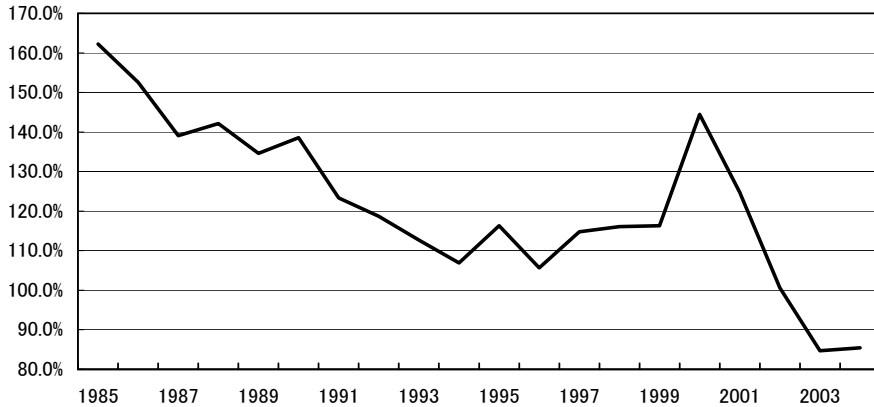
DB改革とDC改革の特徴をごく大雑把に捉えるならば、前者は規制強化、後者は規制緩和を中心としたものであると要約できる。同じ契機と名目を共有する両者に現れたこの明瞭な対照性を理解するには、それぞれの改革の歴史的経緯、争点の構図を検討する必要がある。ここでは、DB改革の背景と論点の整理から始めていきたい。

#### 1. 積立不足問題

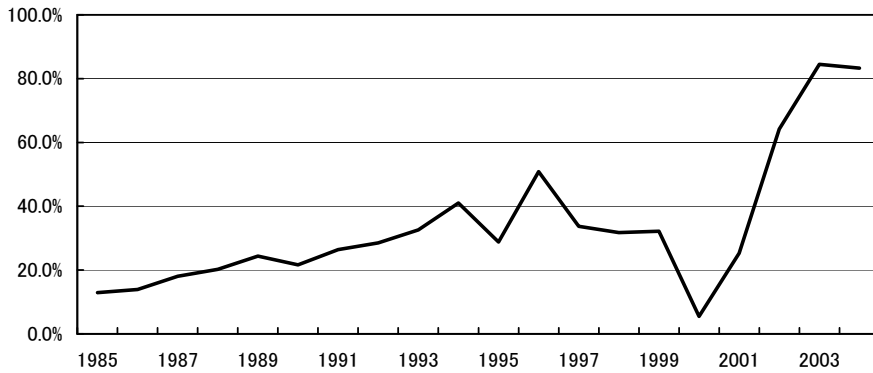
まず、2006年の年金保護法の焦点となっていた積立不足の経緯と内実について確認しておきたい。図3(A)は年金給付保証公社(PBGC)がカバーするDB全体での積立率の推移である。これによればDB全体での積立率は2000年の145%をピークにその後急落し2002年には102%、2004年には85%と積立不足に陥っている。また、図3(B)に見るように、積立不足状態に陥ったプランの割合は、2000年には5.5%であったものが2002年には64.2%、2004年には84.5%と急増している。同資料によれば、積立不足資産の総

9) Joint Committee on Taxation (2006), p.227, 228.

図3 (A)DBの年金資産積立率 (PBGCがカバーする単独雇用主年金)



(B)DBに占める積立不足プランの比重(負債ベース) (PBGCがカバーする単独雇用主年金)



出所) PBGC(2005)より筆者作成.

額は、2002年で1425億ドル、2004年で3217億ドルとなっていた。企業会計上においてはPBGC統計よりも問題の深刻さが早期に認識されている。2002年時点における年金規模トップ100社の年次報告書で計上された積立不足総額は、1510億ドルであった<sup>10)</sup>。また、Bear Stearns & Co. Inc. のレポートでは、S&P500のトップ100社の積立状況は、2000年の2150億ドル(23%)の超過から2002年には、2150億ドル(19%)の不足へ転落したと報告されている。

積立不足問題は、鉄鋼業など第一次金属や航空運輸などの産業において特に深刻であった。2006年の時点において、全体の積立率が85%である中、第1次金属は75%、ヘルスケア産業74%、航空運輸は59%ととりわけ顕著な積立不足状況にあった。積立不足問題は、主に伝統的に組合の交渉力が強く、斜陽化の著しい産業、企業に顕著に現れる。国際競争の劇化に伴い縮小していった鉄鋼産業、また規制緩和による新規参入企業と激しい競

10) 以下、DB拠出金と年金費用の数字は、*Pensions & Investment (P&I)*, July 11, 2005, *P & I*, November 24, 2003, p.7, March 31, 2003, p.20による。

争を強いられた航空運輸産業はその典型であった。積立率が106%と全体的に良好であった1998年においても第1次金属の積立率は82%、航空会社91%という状態であった<sup>11)</sup>。航空運輸についていえば、2001年9月11日の同時多発テロの発生による航空運輸業への打撃も、これらの企業の積立率の悪化に拍車をかけた。

以上のように統計から見れば、DBの積立問題は、2001年における株価の変調および所与の産業別特性といった、雇用主の行動にとって外部要因あるいは「自然」の結果であるような印象を受ける。しかし、実際には積立不足には、雇用主の拠出態度あるいはそれに関わる政策といった、より自発的、「人為的」な問題の結果という側面も持っていた。なぜなら、株価下落に伴う積立不足への転落は、一方では株価好調時における年金資産の緩慢な取り崩しの帰結でもあったからである。

年金資産の緩慢な取り崩しとは、具体的には拠出の抑制である。1990年代、株式市場が持続的に高騰し、運用パフォーマンスがかってない高水準である中で、多くの企業は年金資産の拠出を抑制した。中には、「拠出の休日」と呼ばれるゼロ拠出を行っていた企業も少なくない<sup>12)</sup>。図3(A)が示すように、1990年代後半の高い運用パフォーマンスにも関わらず、1990年代を通じてDB全体での拠出水準が低下しているのは、こういった拠出抑制の結果だと考えられる。

積立不足問題とそれによる企業への負担増は、一方ではこうした拠出の休日によって生まれた負債の返済という側面もあった。それは航空産業のような伝統的な積立不足企業でさえ例外ではない。前節で見たように積立不足企業であってもファンディング・クレジットの利用を通じた拠出抑制が行われていたからである。こうした点に着目するならば、DBの積立不足問題とは、拠出努力、積立率を長期にわたって均衡させる拠出態度の問題であり、またそれを規制する政策の問題でもあった。

## 2. 積立不足をめぐる政策の経緯

企業年金政策の歴史の大半は、積立不足問題を中心として展開されてきたといっても過言ではない。1974年に成立した初の本格的企業年金法、エリサ法に向けた議論は、1963年に発生したシュードベーカー社の工場閉鎖に伴う積立不足DBの劇的な破綻を契機に出発した。また実際の法案の内容も積立不足とそれによる給付破綻のリスクへの対処に大半の部分を割かれている。これほどに大掛かりな対処が必要であったのは、積立不足が、DBの本質的な機能に根ざした問題であったからである。

11) PBGC (2000), (2006) より。

12) 拠出の休日についての詳細は、吉田 (2001) を参照のこと。

第1に、企業年金は当面の賃金上昇圧力の緩和手段であった。雇用主は、現在の賃金を、不確かさの伴う将来の年金給付に繰り延べることで当座の現金支出を節約することが出来る。こうした機能は、労働組合の交渉力が強力である場合、またインフレ期など賃上げ圧力の強い時期に大きな意味を持つ。節約機能の定量的な測定は困難ではあるものの、企業年金が労務コスト、とりわけ当座の現金支出に量的な作用を果たす制度である点は確かである。もちろん、将来の年金給付に備えた完全な積立が行われるならば、この節約効果は限定される<sup>13)</sup>。しかし、1920年代頃に企業年金が普及された当時、年金資産積立の慣行は普及しておらず、まして完全な積立が行われることはほぼなかった。

第2に企業年金には、従業員と雇用主とを一種の利益共有者に変質させる機能がある。なぜなら、従業員への年金給付約束は、彼らを雇用主への債権者とするからである。この債権は直接的には年金基金に向けられる。年金基金の積立状態が完全ならば、雇用主は直接の債務保有者ではない。しかし、DBが積立不足状態にあるならば、雇用主が従業員に対し積立不足分の債務を直接に負った状態となる。このとき、加入者は雇用主に対する一種の債券保有者 (bond holder) となる。エリサ法成立以前では、雇用主が倒産した場合、この債券は無価値となるため、従業員は雇用主企業の長期的存続に関心を持たざるを得ない。このことから、Ippolito (1986) は、DBの積立不足状態には、労働組合に企業の長期的存続に利害関係を持たせる機能があった、としている。

雇用主にとっての企業年金の機能から見れば、DBの積立不足は一面で当然の帰結である。もちろん、積立不足が無条件に雇用主の利益であり、彼らが一方的に露骨な詐欺的行為や破綻政策を採用し続けるというわけではない。企業年金は、労働市場における労働力の誘因でもあり、また賃金を代替する付加給付としても提供されている。詐欺的な年金政策は、従業員にとって企業年金の信頼、およびそれによる本来の機能を大きく損なう。ただ、このことは逆に言えば、将来の履行確実性や制度に関する情報が不完全のもとでは、雇用主はDBを積立不足に止めおく一定の誘因がある、ということでもある。したがって、積立不足政策は、企業年金の本来の性質を制度的な強制力によっていかに抑制するか、という政策となる。

1974年に成立したエリサ法を初め企業年金政策の眼目は、まさに雇用主への規制によってDB積立不足をどう防止するか、という点に置かれていた。その具体的内容は、下記の通りである。

13) ただし、完全積立が行われる場合でさえ、節約機能は有効である。年金給付は労使の交渉事あるいは雇用主の雇用政策の問題であるから、将来1ドルの年金給付によって、現在の賃上げ圧力がどの程度相殺できるのかは明瞭ではない。しかし、仮に両者の実質価値が等価であるとするならば、完全積立が行われた場合でも、実質利回りの分だけ節約が可能となる。

第1に、雇用主による年金基金への拠出義務の強化である。エリサ法では、年金債務に基づく最低積立基準を設定し、それに基づく年々の拠出義務を設定した。また、積立不足状態にあるDBに対してその不足を償還する為の追加拠出ルールも設定して、年金財政の長期的健全性の確保を図った。また、こうした拠出および年金財政について過誤や不正を防止すべく、一定の書式に基づく労働省への報告義務、また従業員への情報開示義務を定めている。

第2に、積立義務に関連して、エリサ法では、年金終了時にDBの積立不足分に関する雇用主および株主の責任が強化されている。具体的には、企業が倒産する場合においても、企業資産の一定部分を上限として雇用主はDB積立不足分の清算に責任を負うようになった<sup>14)</sup>。

第3に、年金資産の管理・運用に関する義務を大幅に強化した。従来まで、年金給付の為に積立られた資産は誰のものであり、雇用主がその管理においてどのような責任を負うのかは明確ではなかった。エリサ法では、信託の概念を援用し、「年金資産は従業員のためのみのものである」という原則を確立し、雇用主が資産の受託者として遵守すべき行動規範、また禁止事項などが定められた。そのルールは、一般に「プルードントマン・ルール」と呼ばれる。

また、エリサ法では、雇用主に対する規制強化とは別に、DBの終了、特に積立不足DBが破綻した際の加入者への救済措置も設定された。すでに説明したPBGCの運営する年金終了保険がそれにあたる。

従業員に対する年金給付約束を、一種の債権として見るならば、これらの措置は、この債権の履行現実性を高める措置、破棄可能な恩恵的約束から破棄困難な所有権として確立する措置でもあった。言い換えれば、企業年金の機能の多くは、年金給付の権利としての性質の弱さを実体として成立しており、エリサ法は従業員の権利の保護を通じて、こうした機能の濫用を抑制する法律であった。また積立基準には、雇用主の拠出可能額を超えた給付約束を抑制することで、すなわち「できない約束はさせない」ことで、従業員の権利を現実性のある範囲に限定させる機能も持っていた。

ただし、エリサ法の成立は、従業員の権利の完全な確立を実現したわけではなかった。従業員の権利保護は、企業年金の本質的機能に関わる問題であるだけに、雇用主にとって無条件に受け入れられるものではなかった。雇用主の義務を強化するエリサ法が、雇用主の企業年金提供のインセンティブを著しく損なうという批判は法律の成立当初から今日に至るまで常に存在する<sup>15)</sup>。また、エリサ法成立時、すでに多額の積立不足を抱えていた企

14) エリサ法では、DBの破綻終了の際にPBGCは資本部分の30%を上限に債権の要求権を持つ。債権者としてのPBGCの権限は、1987年年金保護法で強化された。

15) これらの言説に関しては、吉田(2006b)で「政府規制説」として紹介されている。

業年金に、エリサ法の基準を直接適用することは、企業本体に多額の負担を課すものであった。これらの事情から、エリサ法には様々な妥協の痕跡が残された。

まず、第1にエリサ法の最低積立基準およびそれに基づく拠出義務は必ずしも厳格なものではなかった。上記のように、年金資産および債務の評価については、柔軟性あるいは解釈の余地が残されていた。また積立不足 DB の、特に既存分に関しては、長期の償却期間が設けられた。これらの規定から、雇用主は DB の積立不足の削減を先送りすることが可能であった。第2に、PBGC もまた積立不足 DB を抱える企業に有利な規定であった。なぜなら、その保険料は、積立率や破綻のリスクに関係なく一律、当時は一人1ドルに定められたものであったからである。PBGC 保険料は、保険の見地から積立不足 DB に有利であり、積立不足解消へのインセンティブを殺ぐものであった。

積立基準や PBGC の保険料体系が積立不足企業に寛容であるといった批判は、Ippolito (1986) をはじめとして以前からすでに存在していた。このことはエリサ法が、雇用主への義務や規制強化だけではなく、その妥協的性格、すなわち特定部門における DB の保護・救済の側面をも持ち合わせていたことを示唆している。渋谷 (1986) では、PBGC は積立不足 DB の加入者にとってこそ必要な制度であり、リスクに比べて割安の保険料の保証を与えるところにこの公的保険の意義があった、と指摘している。実際に、Wooten (2005) によればエリサ法の成立過程において、鉄鋼業界など積立不足の著しい部門の労働組合が、より厳格な最低積立基準に反対する一方で、PBGC の設置を強く求めていたといわれている。規制強化論が唱えるように PBGC 保険料に市場原理を導入し、リスクの高い DB から高い保険料を徴収することは、この文脈でのエリサ法の趣旨に沿わない。

このような規制強化と妥協の対立は、1980年代中盤にも再燃した。同時期には、LTV を初め大型の積立不足 DB の破綻が相次いだ時期であった。これらの積立不足 DB の PBGC への債務転嫁を契機に、積立不足規制に関するエリサ法の不完全性が改めて論点となった。その結果、1987年には、最低積立基準の強化および積立不足 DB に対する変動保険料などの措置が導入された。しかし、この時にも積立不足 DB への規制強化には反対意見が強く、鉄鋼業界には一時的な例外が認められた。変動保険料についても、対象となる債務の範囲や特例的な免除措置等の問題が残され、その機能は制限されたものであった<sup>16)</sup>。すでに見たように、2001年の株価下落時には、PBGC への債務転嫁を前提に、クレジットによる拠出抑制、破綻直前における給付増額などの積立不足 DB を抱える雇用主と労組によるモラルハザードが発生した<sup>17)</sup>。それは政策における妥協によって誘発されたともいえる。

16) 深沢 (2006a).

17) *P&I*, May 16, 2005, p.10.

### 3. 年金保護法における結着

2000年の株価下落を契機として加速したDB改革もまた、基本的には従来の積立不足問題と同様の構図で議論された。すなわち、一方では債務者としての雇用主の責任強化を求める意見と、他方での既存の積立不足DBに配慮した負担軽減を求める意見とが対立した。それぞれの立場は、DB積立不足の異なった問題を強調する。

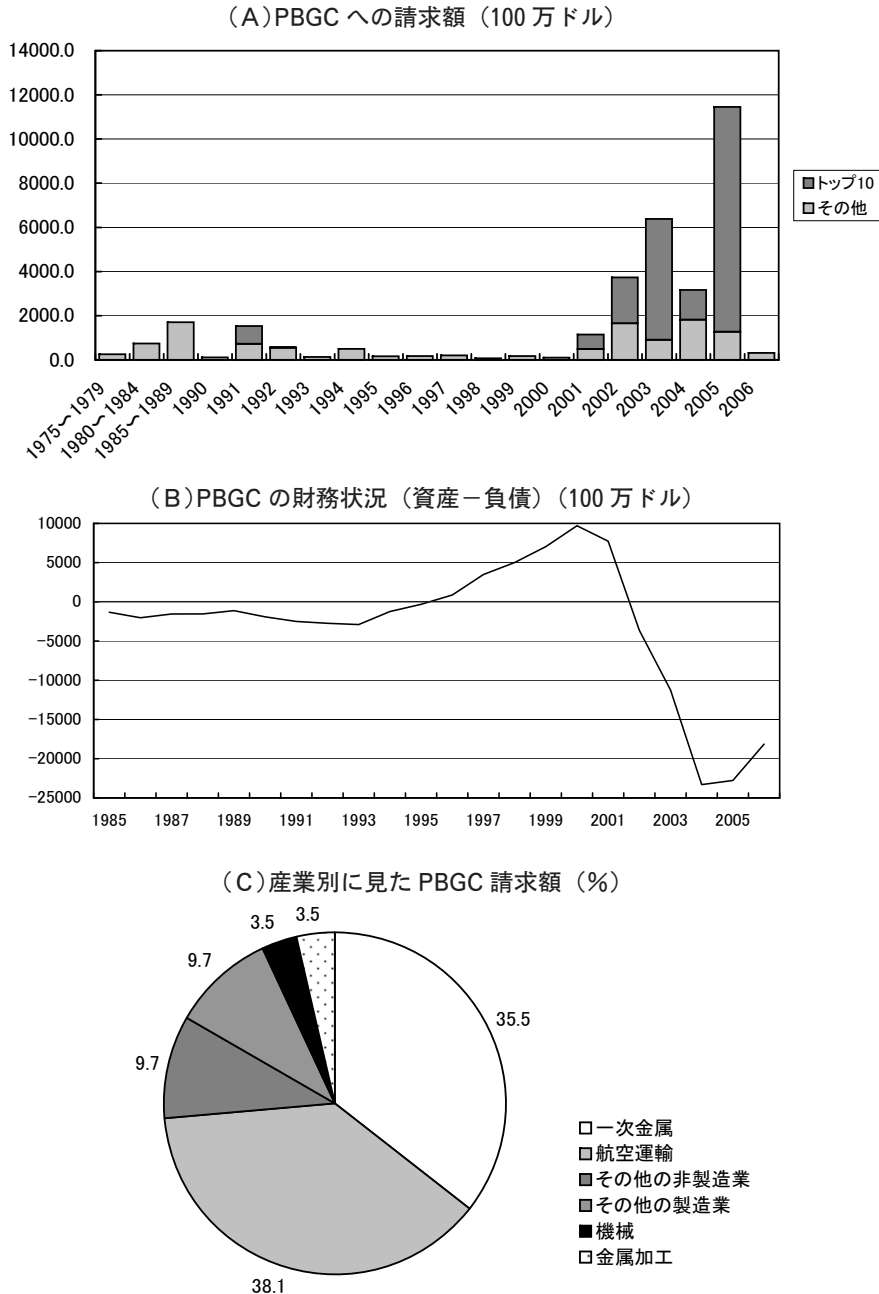
まず規制強化論において最も懸念されているのは、PBGC財政問題である。PBGCは、以前から保険料収入源であるDB加入者の減少、各種の年金数理上の前提の変化などによって財政収支の構造的悪化が危ぶまれていた。1990年代には、活況な株式市場の支えもありPBGCもまた資産超過の状態を達成していたが、2001年の株価停滞により資産運用パフォーマンスは悪化し、また図4(A)が示すように相次ぐ積立不足DBの破綻によってPBGCへの請求額も急増した。その結果、PBGCの財務状況は図4(B)が示すように一気に危機的な債務超過状態へ陥った。

PBGCの財政悪化の多くの部分は、伝統的な積立不足企業によってもたらされている。図4(C)は、破綻終了によるPBGCへの請求額を産業別に示したものである。これによれば、PBGC債務の転嫁元は、航空運輸産業で38.1%、これに次ぐ一次金属業の35.5%を併せれば全体の3/4である73.6%に達している。また、2006年時点でPBGCへ債務を転嫁した大型破綻企業はトップのユナイテッド航空、2位のベツレヘム鉄鋼をはじめ上位8位までが、鉄鋼と航空運輸で占められており、PBGC支払いは、これら特定部門の労働者に著しく偏る結果となっている。この文脈で見ると、PBGC財政問題は斜陽化の激しい産業の再編コストの公社への転嫁という面があったといえる。PBGC財政改善のためには、一般的な雇用主の義務強化に加え、彼らへの義務強化とモラルハザードの防止が重要な論点となる。

他方、負担軽減を求める立場では、積立不足による雇用主の負担の増加が懸念される。前項で見たように、1990年代の間は、多くの企業で「拋出の休日」を享受していたが、2001年を境に多額の拋出金を強いられるようになった。2003年におけるS&Pトップ100社の拋出金は516億ドルに達していた。IBM社は、1995年に6億ドルを拋出して以来、DBへの無拋出状態を継続していたが、2002年には、15億ドルを拋出した。またGM社も、2001年には無拋出であったが、2002年は22億ドルの拋出を行い、2003年に186億ドルと全米でも最大規模の拋出を実施した。また、積立不足は直接的な拋出負担だけでなく企業会計上の費用としてその収益を圧迫するようになった。S&Pトップ100社は2001年には130億ドルの利益、2002年には33億ドルの利益を計上していたが、2003年



図 4

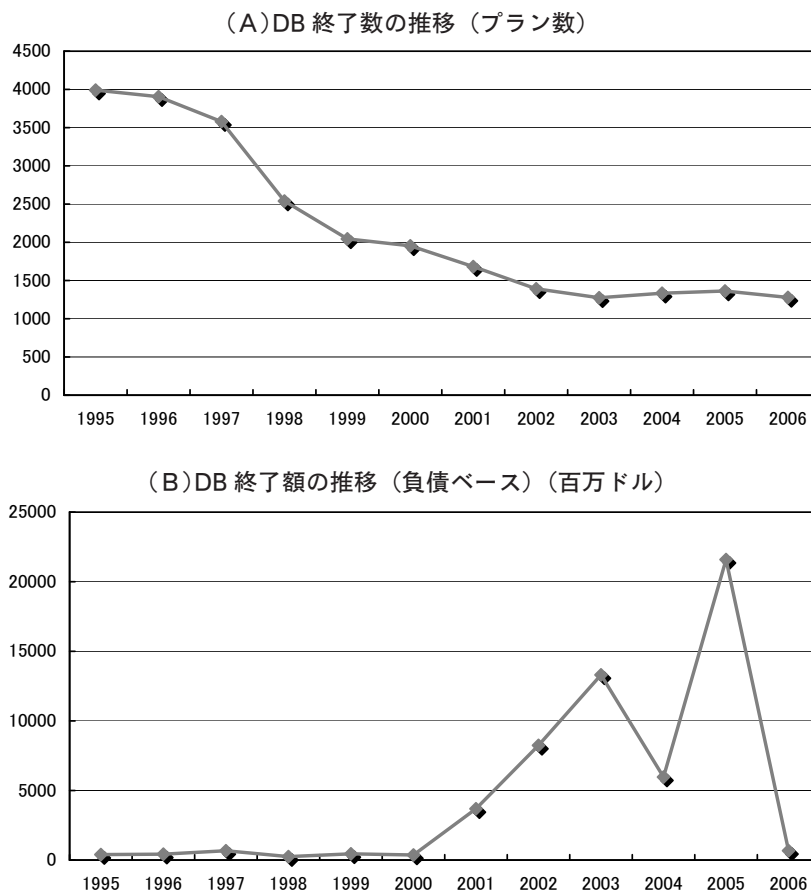


出所) PBGC(2006)より作成.

および 2004 年には 120 億ドルの損失を計上し、さらに 2005 年にもこの損失額は 110 億ドルに上ると予想された。

DB 積立不足による負担増加は、単に雇用主の損失の問題には止まらない。企業年金は原則として労使の任意で提供されるため、その負担増加は DB システムそのものの縮小を

図5



出所) PBGC(2006)より作成。

促す。2003年のPlan Sponsor誌の調査では、2000年の株価下落の直後、60%以上の雇用主がDB終了や凍結などは考慮していないものの、半数近いプランが、給付削減やプラン規定の変更などの再編を考慮している、という結果が出ている。図5(A)が示すようにDBプラン終了数は、2000年を契機に特に加速したとは言えない。しかし、負債ベースで見れば、2000年の3.6億ドルから2003年には13.3億ドル、2005年には21.5億ドルと終了の速度は加速しプラン終了の大型化が確認できる。また、凍結されたプランの割合も2003年から2005年にかけてプラン数で9.5%から14.1%、加入者ベースで見ても2.5%から6.1%と急増している<sup>18)</sup>。会計検査院の報告によれば、こういった凍結で現役加入者の20%が何らかの影響を受けているという<sup>19)</sup>。他方で、同じ雇用主提供年金である公務

18) なお、2003年度に凍結として報告されるプランのうち677プランが2004年度には報告されていない。そのいくつかは凍結後、終了したものと考えられる。PBGC(2006)。

19) GAO(1998)を参照。

員年金では、「納税者の論理」から負担の重い DB から DC への転換を促す圧力が高まっている<sup>20)</sup>。

積立不足への規制強化論と緩和論はそれぞれ独自の問題意識を抱えていた。しかし、それらは相互に無関係なものではない。例えば、PBGC 財政改善を急ぐ立場から、積立不足規制の強化が優先されれば、積立不足 DB を抱える雇用主企業自体の破綻を招き、PBGC への債務転嫁が更に加速するという事態は十分に可能性のあることであった。2001 年直後の状況は、強化論と緩和論の二者択一というよりは、短期的な DB 延命策と長期的な健全化との組み合わせが求められる政策的隘路に直面していた。

このような状況を踏まえて、2001 年後に最初に行われたのは、積立不足 DB を抱える雇用主への負担緩和策であった。それは、2004 年 4 月の年金積立均衡法 (Pension Funding Equity Act of 2004) という形で実現した。同法の第 1 の内容は、積立基準を計る年金債務の算定に使用される割引率の基準として 2 年間、30 年ものの国債から長期社債へと変更したことである。両者の利回りは、通例 1~2% ほどの開きがあり、また一般的に割引率の 1% の上昇は、年金負債を 20% 程度減少させる<sup>21)</sup>。この措置により DB 積立率は改善し、2 年間で 800 億ドルの拠出負担軽減が見込まれた<sup>22)</sup>。第 2 は、鉄鋼および航空運輸業の企業に対し、積立不足削減のための拠出業務の 2 年間猶予を認めた。これにより両業種の企業は、不足削減拠出の 80% に相当する 16 億ドルの負担を先送りすることができた。同法は、時限的に積立不足 DB を抱える雇用主への負担を緩和することで、その破綻を回避する緊急措置、当面の延命策という性格を強く持っていた。

DB の短期的な延命措置は、当然ながら、DB 財政の長期的な健全性を損ない、PBGC が引き受ける潜在的リスクを増大させる。また、不足削減拠出金の猶予措置は、航空業界の労使一体となった激しいロビー活動と事態の緊急性から盛り込まれた規定である。特定業界に対するこのような露骨な優遇政策は、年金政策の公平性を著しく損なうものだといえる。これらの点から、同法の成立には両党から反対の声が上げられ、PBGC 長期的な財政改善につながる積立不足規制の強化が求められた。

積立不足 DB に対する規制強化案は、2005 年 1 月にブッシュ政権によって提示された。その年金改革案は、①積立基準の厳格化、②情報公開の徹底、③PBGC 保険料の改定を 3 本の柱としている<sup>23)</sup>。積立基準の厳格化は、簡素化、正確化、安定化、弾力化などの原則のもと、積立ルールの本質化や債務計算の改訂、拠出義務の強化など年金保護法の基礎と

---

20) 遠山 (2005)。

21) 今福 (1996), p.19.

22) *P&I*, July 26, 2004, p.12.

23) Department of Labor (2005).

なる提案が盛り込まれていた。それは積立率や財務状況が悪化した雇用主の拠出義務を増大するものと要約できる。また著しい積立不足 DB 加入者への新規給付の凍結が盛り込まれていた。また PBGC 保険料に関しては、全体への一律の保険料を加入者一人当たり 19 ドルから 30 ドルへの増加、および積立不足 DB への変動保険料を増加させ、DB 破綻のリスクとの連動性の向上が図られている。

ブッシュ政権の提案は、積立のルールの明確化、また PBGC 保険料体系における市場原理の強化という点では、制度の合理化による DB 財政の健全化の試みでもあった。その試みの結実が、2005 年の財政赤字削減法と 2006 年の年金保護法であったといえる。それは、年金給付の安全性を強化するものとして関係者から高く評価され、また議会においても超党派的な支持があった<sup>24)</sup>。

他方、長期的な合理化を目的とした規制強化策は、雇用主にとっては更なる負担増加を意味するものでもあった。同法により 3 万もの企業が負担増大に直面するとの試算もある<sup>25)</sup>。特に、即時の合理化が困難な DB を抱える雇用主は大きな負担を抱えることになる。こうしたアプローチの適用は、積立不足負担による倒産を波及させかねない。また、全体的な保険料の増大や積立基準の増大は負担や不確実性の増加を回避する立場から雇用主の DB 離れを促す。こうした事情から、2006 年年金保護法にも、エリサ法と同様の妥協的な措置がいくつか盛り込まれる結果となった。例えば、AT-risk 判定において母体企業の財務状況が反映されず、同様に PBGC の変額保険料の適用基準においても母体企業の格付けが外され、また資産評価方法においても同様の後退があったとされる<sup>26)</sup>。何より目下の問題である航空機産業に対する特別措置は露骨な妥協であった。

#### IV. DC 改革の背景と論点

年金改革法における DB 改革は、年金数理および特例措置など非常に技術的で難解なものであったが、いずれも雇用主への積立義務の強化の程度という 1 論点で整理可能なものであった。これに対し、DC 改革の議論はより重層的であった。この議論の契機となった株価下落に伴う DC 資産の減少には、DC 資産による自社株保有という特殊な問題と、退職資産形成に関する一般的なリスクあるいは多様性の問題とが含まれていた。

24) 同法を高く評価する例として Warshavsky (2006) を参照。Washington Post (2006.08.17) では、民主党ケネディ上院議員による同法支持のコメントが掲載されている。

25) Washington Post (2006.08.17)。

26) 大統領提案と年金保護法の相違の簡潔な整理は、深沢 (2006a) を参照。

## 1. 自社株の強制所有問題

2001年以降のDC改革議論において、最も注目を集めたのは自社株保有の問題であった。DC資産の自社株での運用、またそれを事実上強制する措置は、すでに1990年代から問題とされてきた。この問題を、より劇的な形で社会を印象づけたのがエンロン社の破綻事件である。

エンロン社は、1985年にエネルギー会社として設立されて以降、デリバティブを組み込んだ革新的取引などにより著しい成長を遂げてきた<sup>27)</sup>。しかし、2001年8月の内部告発文書を契機に粉飾決済が露呈し、その後の決算修正にも関わらず、株価と格付けの下落は止まらず2001年の12月に米連邦破産法11条の適用を申請した。この事件は、取締役制度や監査法人、会計基準、オプション取引など、アメリカ企業や資本市場制度をめぐる数多くの問題点を浮き彫りにし、これらをめぐる政策論議を喚起した。DCによる自社株保有問題もそういった議論の一つであった。

エンロン社は、従業員が401(k)資産を自社株に投資することを強く奨励し、また部分的には強制もしていた。雇用主への401(k)資産へマッチング拠出は自社株で行われ、加入者は一定の年齢に達するまでこの自社株を売却することは出来なかった。こうした措置の結果、401(k)資産の60%程度に相当する約10億ドルが自社株に投資されていた<sup>28)</sup>。また、個人別で見れば401(k)資産の90%以上を自社株に充てていた従業員も数多く存在した。彼らは、エンロン社の破綻に伴って職と同時に、年金資産の大半を失う結果となった。例えば、「あと6ヶ月で退職予定だった59歳のエンロン社員の、61万5000ドルの401(k)資産が1万1000ドルにまで減少した」という例が報じられた<sup>29)</sup>。

以上の事件が持つ問題は、政策的対応を呼び起こした。そこで問題になった議論は、次の3層に分けることができる。

第1は、ブラックアウト期間の存在である。ブラックアウトとは、プランサービスを提供する業者の変更に際して発生する取引停止期間のことで、エンロン社の場合は、2001年10月16日の決算修正の直後、10月19日から破綻前月の11月13日まで、自社株売却を含む401(k)取引の一切が停止した。このため、この期間の従業員は401(k)資産で保有する自社株の価値が暴落するのを傍観するほかなかった。ブラックアウト自体は、401(k)においてもサービス業者を切り替える際には必ず発生する技術的な問題であり、これ自体を禁

27) こうしたエンロン社に関する税制面からの検討は、渋谷、渡瀬編(2006)、第4章を参照。

28) <http://www.enronsuit.com>

29) 淵田康之・大崎貞和(2002)、p.196。

止することはほぼ不可能である。エンロン社事件で問題となったのは、資産の多くが自社株投資であるにもかかわらず、その株価に大きく影響を与える決算修正という行為の直後にこの期間に入ったこと、また特に退職した加入者に対する事前のアナウンスが不徹底であったこと、などである。また、この期間中、最高経営責任者や福利厚生担当役員などの幹部は、この期間にも 401(k)外で保有していた自社株を売り抜けていたことも問題となった。

第2は、自社株の売却制限である。ブラックアウト期間の如何に関わらず、そもそもエンロン社の多くの従業員は、自社株を売却することはできなかった。なぜなら、すでに述べたように、エンロン社では雇用主が拠出した自社株に関しては、一定の勤続期間・年齢に達するまで売却することが認められなかったからである。こうした規定は、エンロン社の特殊事例というわけではない。フィデリティ社の調査では、投資オプションに自社株を組み入れている企業のうち、34%が売却禁止の規定を持っていた。またワールドダットワード社の調査では調査対象となった 401(k)の 56%が自社株の保有期間に制限がかけられていた<sup>30)</sup>。こうした売却制限は、マッチング拠出を自社株で行う企業ではより顕著に行われており、事件後に行われた EBRI の調査では、自社株拠出を行っている DC の 90%がその売却に制限をかけていた<sup>31)</sup>。

第3の論点は、401(k)による自社株投資自体の是非である。そもそもエンロン社の破綻が 401(k)問題に結びついたのは、同社の資産の多くが自社株に集中していたからである。401(k)資産の一定割合を自社株で保有している企業は数多い。グニッジ・アソシエイツ社の調査では、1999年の時点で資産の 29.6%が<sup>32)</sup>、また企業 DC の資産規模最大 50 プランでは 43.8%に自社株に投資されていた。また 2001年の時点で 80%を自社株に投資している加入者は全体の 30%に上るといわれている<sup>33)</sup>。GE、プロクター&ギャンブル社、マクドナルドなどでは、DC 資産の 70%以上が自社株投資されている<sup>34)</sup>。これは、一方で加入者側の選択の結果であったが、他方では上記の自社株売却制限および後述する「慣性的投資態度」が、組合わさった結果でもあった。

こうした自社株偏重の投資は、当然ながら分散投資の観点から好ましくない。DB の場合は、エリサ法によって年金資産の 10%以上を自社株に投資することが禁止されている。DC にも、年金資産の 90%を雇用主の資産に投資していたカラータイル社の 1996年に破綻を契機に、1998年納税者救済法において自社株投資を制限する条項が追加された。しかし、この規制は雇用主の拠出金を適用除外としており、また加入者自身の任意による自

30) 淵田康之・大崎貞和 (2002), p.211.

31) みずほ総合研究所 (2002), p.154.

32) *Employee Benefit Plan Review*, August, 2001, p.35.

33) Munnell & Sunden (2004).

34) *P&I*, August 23, 1999, p.22. Wolman & Colamosca (2003), p.218.

社株投資は禁止されていないため、実効性には乏しかった。

以上、3層の問題はいずれも、DCにおいて、雇用主が加入者に何らかの形で自社株保有に影響力を発揮しているということであった。このことは、自由な資産運用を前提とした自己責任、というDCの名目的な原則を損ないかねない問題であった。したがって、そこでの政策的な問題は、資産運用の自由という原則から、自社株保有に対する雇用主の強制力をどの層において、どれだけ規制するか、という点にあった。

## 2. 一般的な資産の問題

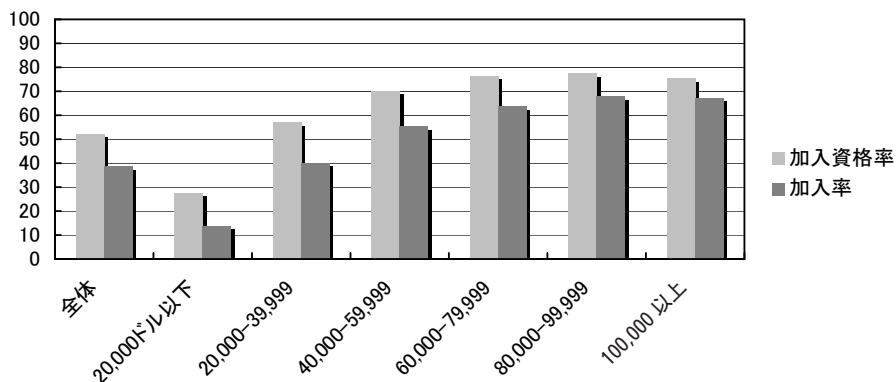
一般に知られるように、DCによる退職準備は、リスクあるいは結果の多様性が発生する。それは、安定した退職資産形成を脅かしかねないものであった。エンロン社の破綻事件も、相当に特殊な事情があるとはいえ、部分的にはこうした一般的な問題の現れでもあった。こうしたリスク、あるいは多様性の要因は、主に次の2層に分類できる。

その第1の要因は、金融市場の環境の変動である。1980年代以降、2000年に至るまで401(k)加入者の多くは、十分な運用利回りを確保した。しかし、金融市場が生み出す利回りは、本来は時期ごとに大きく変動する。特に、1980年から2000年は、S&Pインデックスは、この20年で18.41倍にまで膨張するなど、株価上昇の速度と持続性において歴史的に特異な時期であった。金融市場の環境が変化すれば、401(k)の利回りは、当然ながらマイナスとなるリスクを抱えている。実際に2000年の株価停滞期において、401(k)の利回りは大幅にマイナスとなった。個々人の401(k)勘定の資産は、平均値で1999年の55,502ドルから、2000年には49,024ドルまで11.7%下がっている。また、中央値で見ると15,246ドルから13,493ドルまで11.5%も減少している。なお、こうした下落率は、この時期の一般的な家計資産の平均下落率5%よりも高い<sup>35)</sup>。Burtless (2002)は、こうした期間の相違による結果の分散を実際の金利や株式市場のデータをを用いて歴史的に検証している。例えば、401(k)のような個人勘定の制度のもと総ての資産を株式市場へ投資する戦略を想定した場合、他の想定が同じ場合でも退職年度により所得代替率が20%以下から100%まで大きく変化することを示している。こうした変化は、資産にリスクフリーの債券を組み込むことで縮小するが、その場合にはこの制度から得られる所得代替率は全体的に低下する。

401(k)の結果の分散を生み出す第2の、そして何より大きな要因は、個々人の行動の多様性である。401(k)加入者は、必ずしも平均的なモデルに従い均一に行動しているわけで

35) Economic Policy Institute (2001), *Issue Brief*, No.156. EBRI (2001), p.15.

図6 年間所得階層別 401(k)の加入資格と加入率 (%)



出所) Munnell and Sunden(2003)より作成。

はない。まず、彼らは雇用主に 401(k)を提供されていても、加入しない場合もある。たとえば、2001 年の消費者財力調査 (Survey of Consumer Finance; SCF) の統計では、401(k) 加入資格を持つ従業員のうち、25.9%が実際には加入していない<sup>36)</sup>。また、年収 20,000 ドル以下の場合ではこの数字は、50.1%まで上昇する。図が示すように、401(k)の提供率もまた所得の低下とともに減少するため、結果として低所得者の多くは 401(k)に未加入の状態となっている。2001 年の株価混乱期以降は、401(k)全体としての加入率も停滞傾向にある。従業員給付研究所の調査では、2002 年の加入率は、30.9%であったものが、2004 年には 30.2%となっている<sup>37)</sup>。また、401(k)に加入した場合でも、拠出率も個人によって異なり、多くのものが十分な拠出を行っていない。彼らは、また 401(k)資産を、現役時に引き出し、あるいは借り入れすることもありうる。ボストン大学退職研究所のマネルによれば、近年の経済状況の悪化を反映して、401(k)加入者のうち借り入れを利用するものの割合は、2005 年の 9%から 2007 年には 18%に増大したという<sup>38)</sup>。

また、401(k)へ加入し、十分な拠出を行ったとしても、加入者の多くは資産運用に対する態度や知識を十分に備えているとは言いがたい。メリル・リンチ・アセット・マネジメント・グループの調査では、1998 年から 1999 年にかけて、401(k)加入者のうち資産構成の変更を行ったものの割合が 50%から 90%に増加したとしているが、逆に 1997 年にはわずか 26%しか資産変更を行っていない<sup>39)</sup>。全米投資信託協会 (ICI) の調査でも、1998 年の時点で加入以来資産構成を変更させたものの割合は、40%に過ぎず、拠出ではなく積立

36) Munnell & Sunden (2004), p.56, p.60, p.129.

37) EBRI (2007).

38) *Workforce Management*, March 20, 2008.

39) *P&I*, February 7, 2000, p.6, May 15, 2000, p.47.



資産そのものを変更させたものは25%しかいない<sup>40)</sup>。1997年から1998年の間では81%が資産を変更させていない。また401(k)に類似の教職員向けDCであるTIAA-CREFでも、75%の加入者が10年間資産配分を変更しなかったという調査が報告されている<sup>41)</sup>。401(k)加入者の投資行動は「慣性」(inertia)によって大きく影響されている。彼らはリスクに応じて資産を調整する「合理的な投資家」では必ずしもない。

また、401(k)加入者はそもそも資産運用に関して十分な知識を持ち合わせていないという点も、各種の調査によって指摘されている<sup>42)</sup>。加入者の資産運用・形成の力量の現状は、単にその運用結果の分散を拡大させるだけではなく、その平均的結果の低下をも招く。実際にDC加入者の投資運用成績はプロの運用するDBのそれより低い水準にある。1986年から2000年までの平均運用成績は、DBの7.9%に対し、DCは7.1%であった<sup>43)</sup>。また、Hamilton and Burns (2001)では金融機関で提供されているDCでさえ、1995年から1998年までのデータをもとに平均的な資産構成から得られるリターンより3%-10%程度下回るという試算を提示している。またGreenwich社の調査によれば、DCの資産構成はDBのそれよりもリスクのバランスの悪いとの結果も出ている<sup>44)</sup>。また、従業員給付資産投資委員会の調査によれば、2000年の株価停滞期における年金資産の減少率は、DBの3%に対し、DCは8%であった<sup>45)</sup>。

これら多様性の二つの要因のうち、政策的な議論の対象となったのは、主に後者の加入者の行動の多様性、特に加入者本人の知識不足による問題であった。そこでは、一方において加入者本人の知識不足を改善する投資アドバイスが、他方において知識不足を前提とした自動加入措置が注目された。

まず、投資アドバイスについて見ていきたい。投資アドバイスの必要性を求める意見が、2000年の株価下落を契機に活発となった。そこでは、DC加入者がプロフェッショナルによるアドバイスのもと適切な投資を行うことができれば、株価下落時の衝撃を緩和し、より高い運用パフォーマンスを得ることができる、といった論理が唱えられてきた。この投資アドバイスの普及に当たって、エリサ法に定められた利益相反取引の規定、および雇用主の受託者責任が法的な障害であることはすでに触れた。アメリカ利益分配制度・401(k)会議 (Profit Sharing/401(k) Council of America; 以下PSCA)の調査によれば、雇用主が「投資アドバイスを提供しない理由」(複数回答)として、上位に「損失発生責任」(93.1%)、

40) ICI (2000), p.37, 38.

41) *Employee Benefit Plan Review*, August, 1999.

42) 吉田 (2006b) を参照.

43) Munnell & Sunden (2004).

44) リターンとリスクの効率性フロンティア分析から。EBRI (1997c), p.112.

45) *P&I*, November 26, 2001, p.1.

「アドバイザー選択責任」(91.1%)、「アドバイザー監視責任」(90.2%)、「アドバイザーの利益相反の責任」(83.8%)などが並んでおり、「アドバイスコスト」(68.7%)や「アドバイスの要望がない」(34.3%)を大きく引き離している<sup>46)</sup>。また、コンサルタント会社のIOMAの調査でも、アドバイスを提供しない89%が、受託者責任を懸念していることが理由であると答えている<sup>47)</sup>。

次に、自動加入措置について検討したい。それは、従業員を自動的にDCに加入させる措置である。それは、DCの意志を事前に問わないことによってDCの加入率を上げることを狙った枠組みであった。もちろん、DCの加入自体はあくまで自己責任で決定されるべき事項であるため、自動加入後の脱退は自由である。また加入者は自動加入後一定の期間まで遡って加入を取り消すこともできる。

自動加入措置には、次の2点において投資アドバイスより有効性がある。第1は、その実際性である。それはDC加入者の「慣性的」態度の改善ではなく、むしろその活用を志向する。この点では国民の退職資産形成に関する現実的で効果的な枠組みではあった。Hewitt(2006)では、自動加入が68%から90%まで上昇させるとの調査結果を提示している。第2に、それは加入率の特に低い階層に直接働きかける制度であるということである。投資アドバイスは、主に高所得者によって活用されており、問題の中心である低所得者の状況改善への有効性には疑問があった<sup>48)</sup>。例えば、Agnew(2006)によれば、投資アドバイスを利用するものの平均所得約4.2万ドルは、そうでないものの約2万ドルの2倍となっている。これに対し、図7が示すように自動加入措置による加入率の改善は、低所得者においてより顕著であるという研究もある。

雇用主は、しかし、必ずしも自動加入の導入に積極的ではなかった。それは、制度を提供する雇用主にとってメリットが明快でなく、むしろ余分なリスクを抱え込む制度だからである。自動加入の実施に際しては、雇用主側が拠出率や資産運用のデフォルト(初期設定)を決めなければならないが、この資産運用の選択過程や結果について、雇用主は法的責任、より具体的には訴訟のリスクを抱えるおそれがあった。また、年金保護法成立以前においてアメリカの32の州において従業員の同意に基づかない自動的な給与天引き行為は違法とされていた。こういった様々な懸念から2006年時点においては、自動加入を導入するプランは全体の10.5%、50人以下のプランではわずか0.9%という状況であった<sup>49)</sup>。

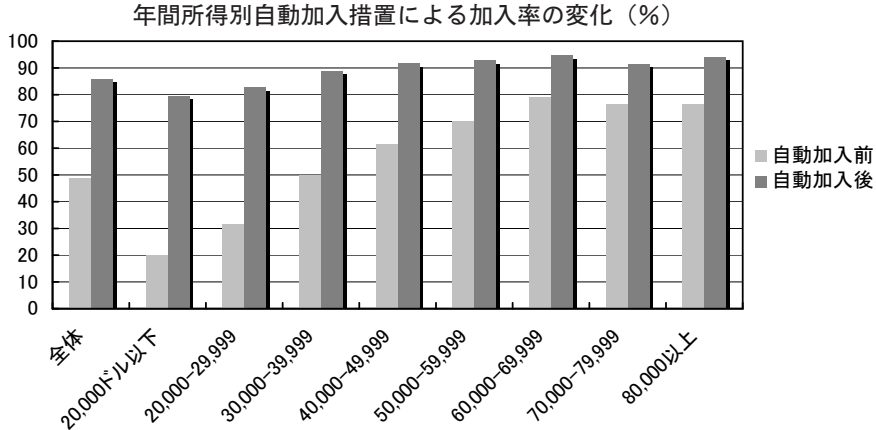
46) みずほ総合研究所(2002), p.161. *P&I*, March 4, 2002, p.12.

47) Committee on the Education and Workforce(2003).

48) 森(2006), p.92.

49) これら年金保護法以前の自動加入措置の問題に関しては森(2006)で簡潔に整理されている。

図 7



出所) Madrian and Shea(2001)より作成.

こうした直接的な制度の整備に加え、DC 改革議論においては加入者の加入や拠出の促進する誘因も着目された。特に、ブッシュ減税の恒久化が課題とされた。同法では、退職年齢の近い加入者が退職資産を急速に積立てることを可能とするため、5000ドル程度のキャッチアップ拠出が定められていた。

### 3. 2006 年法に至る経緯と帰結

#### (1) 自社株保有問題

雇用主による、加入者への自社株投資の事実上の強制、促進の問題に関していえば、最も直接的な論点であるブラックアウト問題と、最も根本的な問題である自社株保有比率の問題については、2006 年法に先立ち、すでに政治的な決着が付けられていた。

まず、ブラックアウト問題に関しては、すでに規制強化が実現していた。議会では民主党・共和党の双方から規制強化の提案がなされ、その結果、2002 年 7 月に成立した企業改革法、いわゆるサーベインス・オクスリー法に次の規定が盛り込まれた。まず、3 日以上のブラックアウトの実施に際しては、加入者に対して 30 日以前に通知を行うこと、会社役員はブラックアウト期間中での自社株の取引が禁止され、同時にその違反に対する罰則も強化された。

逆に、401(k)の自社株保有そのものの制限については、すでに成立の見込みが乏しくなっていた。民主党側は、エンロン社事件の直後に、401(k)にも DB と同様に自社株投資を 10%ないし 20%に制限する法律を提出した<sup>50)</sup>。それは、一般的な投資枠制限という意味以上

50) みずほ総合研究所 (2002).

に、従来まで雇用主による自社株抛政策に大きな見直しを迫るものであった。しかし、こうした提案には 401(k)を提供する雇用主団体である PSCA やアメリカ給付協議会 (American Benefit Council; 以下 ABC) から強力な反対意見が提出されていた。その論拠の中心は、401(k)に対する自社株保有規制を強化することは、雇用主の 401(k)提供やマッチング抛出へのインセンティブを損ない、労働者の 401(k)へのアクセスを損なうものであるということにある<sup>51)</sup>。こうした雇用主側の意見を反映して、共和党側から提出された大統領案やボーナー案には、自社株保有規制は盛り込まれなかった。

2006 年法の成立過程で、議論の対象となったのは、中間的な問題、すなわち雇用主の抛出する自社株の売却制限であった。この点に関しては、民主党・共和党両党からの規制強化の提案がなされてきた。両者の相違は、規制の厳格さにあった。大統領やボーナー議員を中心とする共和党案では加入 3 年後の売却を雇用主に認めさせるというものであった。これに対し、ボクサーやコーザインを中心とした民主党案では、自社株取得後の 90 日経過で売却できるとしていた<sup>52)</sup>。しかし雇用主団体である ABC は、こうした制限は雇用主のマッチング抛出の減少を導くものだとして反対していた<sup>53)</sup>。両者の決着は、2002 年の企業改革法の成立時には、いったん先送りされた。2006 年法で実現した規制強化は、より寛容な共和党案をベースに成立したものであった。

## (2) 加入者の行動の多様性に関する論点

2002 年の企業改革法成立以降、投資アドバイスに関する議論は多くの注目を集めた。

投資アドバイスの規制改革に関しては、最も積極的な提案は、共和党のボーナーによって提出された。その内容は、利益相反に関する一定の情報公開基準を満たせば、年金の制度運営を行っている金融機関自らの投資アドバイスを認めるというものであり、事実上の投資アドバイスの全面解禁案であった。この内容は、雇用者団体の PSCA やファンド会社の業界団体である ICI などによって、加入者の投資アドバイスへのアクセスを向上させるものとして支持されてきた。しかし、労働組合の AFL-CIO や全米退職者協会 (American Association of Retired Persons; AARP) などは利益相反可能性を理由に反対している。その意向を受け、民主党側はこの提案に反対し、雇用主の受託者責任の緩和を通じた別の投資アドバイス活性化策を提出していた。ボーナー案は、共和党主導の下院を幾度か通過したものの、2006 年法以前に上院で可決されていない。このように、この論点をめぐっても議会の勢力は分割され、結論には至らなかった。

51) みずほ総合研究所 (2002), p.156. Committee on Governmental Affairs (2002) p.133.

52) みずほ総合研究所 (2002).

53) Committee on Governmental Affairs (2002), p.133.

投資アドバイスの緩和に関しては、当時上院に勢力を占めていた民主党と、下院との間で対立点があった。ただし、その対立は必ずしも決定的ではなかった。両案ともに、投資アドバイスを活用するという点に関しては異論がなく、論点は非常に技術的で微細な点となっていた。また、この投資アドバイスの解禁は、エンロン社事件の渦中である2001年9月にすでに労働省の規制文書により相当緩和されていた。この規定は、一定の条件下で401(k)サービスを提供する金融機関自身の投資アドバイス提供を認めるものであり、事実この規定を契機に401(k)における投資アドバイス提供比率は今日著しく上昇している。1999年の時点では、投資アドバイスを提供する企業の割合は、大規模なプランで13%であったが<sup>54)</sup>、Plan Sponsor誌の調査では、この数字は2002年に37.1%、2004年には49.0%と増大しつつある。投資アドバイスの普及の障害除去という点では、両党の対立点は實際上、比較的瑣末な論点となりつつあった。こうした対立の中、2006年年金保護法は、共和党案に近い形で利益相反に関する禁止規定を大幅に緩和する方向での投資アドバイス緩和策の実現を意味していた<sup>55)</sup>。

自動加入措置に関する規制緩和については、投資アドバイス以上に明確な議論の対立がなく、非論争的な規定であったとさえされている<sup>56)</sup>。他方、2001年減税の恒久化に関しては、低所得者への加入促進に関する効果の疑問が提示されていた<sup>57)</sup>。そもそも同減税全体は、高所得者優遇税制として民主党が批判の対象とし、ブッシュ政権は恒久化の断念を余儀なくされていた。しかし、DCやIRAに関する減税は退職後所得保障の促進という観点から例外的に恒久化された。

## V. 政策的対立軸の対比

年金保護法の成立過程における、DB・DCそれぞれの改革議論の最も鮮明な相違は、雇用主の責任強化を論点とするかどうかであった。

DBに関する企業年金政策は伝統的に、債権者としての加入者の権利を強化することで、権利の曖昧さに基づく企業年金の機能が雇用主によって濫用されることを防ぐ枠組みである。他方、この政策に対する批判は、権利の確立のための過度な規制や責任の強化は、企業年金を提供する雇用主の意欲を減退させ、企業年金自体の衰退を招くという論理からな

54) 沼田(1999), p.23.

55) *P&I*, September 18, 2006., p.1. *New York Times*, August 13, 2006, p.9.

56) *P&I*, December 12, 2005., p.10.

57) GAO(2002)を参照.

されてきた。その対立構造の基礎は、DBをめぐる労使の利害対立にある。年金保護法もまた、こうした伝統的な対立軸のもとで議論され、一定の責任の強化が成立した。

DC改革において、同様の対立構造が見られるのが、自社株問題の領域である。ここでは、加入者の自由な資産運用に関する権利を確保するという観点から、雇用主の自社株保有の強制、促進を抑制する規制強化が求められ、他方では、過度な規制はDCの成立基盤を脅かすと言った反論が行われてきた。自社株投資問題の類似性は、政策対立の構図だけではなく、政策範囲においても現れている。マッチング拠出を自社株で行う企業のほとんどすべては、同時にDBを提供する大規模企業であった<sup>58)</sup>。

政策範囲の重複は、自社株保有問題が、DC加入者層の一部に関わる問題でしかなかったことをも意味している。34,000の401(k)プランのうち、自社株を投資オプションしているものは6%程度の2,000程度であり、自社株に投資している加入者の割合は、全体の15%程度である<sup>59)</sup>。エンロン社の破綻という劇的な事件を契機としていたことから、自社株保有を巡る問題は、DC改革の中でも当初最も注目され、激しく議論された領域だといえる。しかし、DC全体において見れば、自社株の問題は一部の加入者のみに関わる問題であった。

DC改革の、より一般的な論点は、資産形成および運用結果の多様性、特に加入者の行動の多様性に基づく不十分な資産形成の問題であった。この問題においては、DBや自社株問題に見るような労使の利害対立に基づく政策軸が形成されることはほとんどなかった。問題は雇用主に対する規制の不足ないし欠如ではなく、むしろ強すぎる規制が加入者全体としての十分な資産形成を妨げる一因となっているという認識から、規制緩和が実施された。

繰り返し述べるように、年金保護法に包括されたDB改革およびDC改革は、その契機および理念を共有するものであった。しかし、その政策的結果、また何よりそこに至る政策対立の構図は、大きく異なるものであった。この差異は、まず政策対象となるDBおよびDCの権利構造の相違に応じたものと理解することができる。

DBにおいて、加入者に約束された年金給付は、雇用主を最終的な債務者として一種の債権として理解できる。ただ、この債権は、現在価値が確定しておらず、またその履行に不確実性の伴うものである。いわばそれは不完全な債権である。雇用主にとっての企業年金提供のメリットは、多分にこの不透明性、不確実性に依拠しているが、その濫用は企業年金制度そのものの信頼を損なうこととなる。伝統的な企業年金の枠組みは、この不完全

58) このことを以て、ABCは自社株投資規制の強化に反対する論拠としている。Committee on Governmental Affairs (2002).

59) *P&I*, June 24, 2002, p.1.

な債権をより完全なもの、より履行の確実なものへと接近させる努力に集約されるといえる。それは、雇用主の債務履行を確実にするとともに、加入者の財産である年金資産の使用に関する雇用主の恣意の排除である。

他方、DCにおける権利は、債権ではなく所有権により類似している。個人口座に積み立てられる年金資産に対応した所有権は、原則として雇用主の支払い能力とは独立に存在し、彼らの恣意的介入に脅かされる余地も少ない。言い換えれば、DCにおける雇用主の役割は債務者ではなく、彼らの権限や責任は、原則として年金資産体制の整備等に限定され、資産運用結果には及ばない。ただ、雇用主には雇用主拠出金分の受給権付与基準を設定することで機能をもたせるほか、積み立てられた資産の運用、使用について恣意的に干渉する可能性は存在する。自社株保有の強制は、その典型である。しかし、エリサ法下でのDCにおいては総じて雇用主の恣意に委ねられる余地は非常に少なく、したがって雇用主の責任強化によって解決される問題の範囲は非常に限定される。

所有権の原則のもとでは、対雇用主に限らず、規制強化そのものが困難である。401(k)をはじめとするDCの問題の多くは権利の不完全さのためではなく、権利の完全さに起因している。一般の資産所有者と同様に、個々人が不安定な金融市場に相当の自由と裁量権を持って年金資産を形成すること、それ自体が結果の多様性やリスクを生んでいる。それだけに規制強化による解決は、加入者の所有権自体の制限が必要となる。それはDCのあり方そのものを問い直すことでもある。

DCの一般的なリスク問題への対処のための規制強化の議論が行われなかったわけではない。AFL-CIOや年金権利研究センターは、エンロン社事件を401(k)にとってのエリサ法の契機となった「スチュードベーカー社事件」として訴えている<sup>60)</sup>。今世紀に入り規制強化によるDC改革のアイデアもいくつか提出された。例えば、租税優遇措置を通じてデフォルト設定を変更させる案、年金給付保障公社(PBGC)の仕組みを401(k)にまで拡大させる案、401(k)で認められた従業員拠出の租税優遇措置をDBにまで拡大する案などである。またAARP公共政策研究所は、拠出額の調整によって雇用主に最低限のリターンを保証させるDCを、また401(k)の生みの親とされるテッド・ベナ氏も一定の条件下で401(k)サービス提供者にリターンを保証させる新型のDCを、それぞれ提案している<sup>61)</sup>。しかし、これらの多くの提案はアイデアの段階に止まり、政治的な支持を得ることはなかった。唯一、DB規定の拡大を通じて年金保険を401(k)資産の一部まで拡大する案が議会で提出されたが、これもほとんど政治争点化しなかった<sup>62)</sup>。

60) P&I, February 4, 2002, p.1.

61) Levitt (2002), 邦訳 p.359.

62) P&I, February, 4, 2002, p.1.

DCの不安定さを強調するリベラル系の論者の多くも規制強化によるアプローチを志向しているとは言いがたい。例えば、現行の401(k)による所得保障の不安定性を提起しているMunnellもまた、PBGC的な制度を401(k)に適用することに関しては、「ばかげている」と評価し、401(k)に対する直接的な規制には批判的である<sup>63)</sup>。彼女の提案は、租税優遇措置のインセンティブを通じた運用のデフォルト設定など、間接的な誘導にとどまっている。一方、Hacker(2006)でも、同様に401(k)普及に伴う国民の退職後所得のリスク増大が大いに批判され、その改革案として「ユニバーサル401(k)」が提案されている。そこには自社株投資の規制や退職年齢時の保険商品化などの点で政府の役割拡大が志向されてはいる。しかし、その提案の要旨は雇用主に対するインセンティブ強化を通じた401(k)普及拡大策であり、規制緩和アプローチに区分されうるものであった。現行の401(k)のあり方に否定的な論者であっても、所有権に類似した401(k)のあり方に必ずしも根本的に批判的というわけではない。

個人の資産所有における自由と自己責任への制約を与えるのであれば、どのような基準で何を、またその際に発生する責任はどこが担うのか、といった論点が浮上する。逆に自己責任の制約にまで踏み入らないのであれば、強化されるべき規制は限定されたものになる。すなわち、自己責任を前提とするならば、政策の選択肢は所有権を持つ個人の「支援」といった論点に自ずと限定される。年金保護法の過程で議論された各種の支援措置は、権利の性質の自然的な帰結でもあった。

DBとDCの相違は、権利の相違によって単に政策的選択肢を論理的に制約するだけではない。それは、権利のあり方と関連して、政治的対立のあり方の変化ももたらすものであった。その最も直接的なものは労使関係のあり方であった。DBとDCにおける雇用主と従業員の利害対立の相違は、権利形態の説明においてすでに触れた通りである。DBとDCにおいては、労使以外の利害関係にも大きな違いがあった。

第1に、連邦政府の置かれる立場である。1974年エリサ法でのPBGCの成立は、単に雇用主の加入者の年金給付を保証する保険の登場を意味するだけではなかった。政治的な文脈から見れば、PBGC成立は、政府をDBへの利害関係者とし、彼らがDBの財政状況へ関与せざるを得ない状況の創出という意味を持っていた。なぜなら、PBGCは独立した財源を有してはいるものの、政府機関の一つである公社であり、その財政悪化は一般財源の投入など政府の財政赤字の悪化につながる恐れがあるからである。それゆえDBの積立不足問題は、単に加入者の給付保護の立場だけでなく、「小さな政府」の立場から見ても看過できない問題となる。ブッシュ大統領は、年金保護法成立時には、「納税者が追

---

63) 筆者ヒアリング。



加の支払いを要求される」事態を避けるという観点から、同法の重要性を強調した<sup>64)</sup>。

DB への規制強化には、財政赤字の悪化を懸念する納税者の論理が背景として存在していた。それは、もちろん加入者の利益と完全に一致するものではない。給付増額の凍結や保証上限の厳格化など、そこには加入者の利益の制約も含まれる。しかし、少なくとも発生済みの年金給付約束の確保に関しては、雇用主の責任強化と年金財政の安定という点における両者の利害は一致していた。PBGC を持たない DC においては、こうした財政赤字を懸念する立場からの改革圧力は皆無である。すなわち、DB から DC への移行は、雇用主の責任の加入者への転嫁だけではなく、政府の責任の空洞化をも意味していた。

第 2 は、金融機関の置かれる立場である。退職資産の形成を行う企業年金制度は、DB と DC の相違に関わりなく、資産の管理・運用のために金融機関が関与する。ただし、そのビジネスの性格は若干異なる。ごく大雑把に言えば、DB においては機関投資家として雇用主を顧客とする大口ビジネスであるのに対し、DC においては個人投資家としての加入者個人を対象とする小口ビジネスであり、雇用主はその仲介者の立場にある。

雇用主を顧客とする DB においては彼らの責任強化は、金融機関の活動の活性化に結びつく。なぜなら、それは彼ら自身により高度な金融商品・サービスの利用を促すからである。実際、エリサ法による責任強化は、資産管理や運用に関する金融サービスの発展と連動したものであったとされている<sup>65)</sup>。

2006 年の年金保護法にも同様に、年金資産の運用の変化をもたらす効果が期待されている。その最大のもは、ヘッジファンド利用の増大である。年金保護法および同時期に成立した会計制度基準の改正は、年金基金運営において年金資産の不安定性に対する関心を高め、彼らを株式投資から債券投資へとシフトさせるとされている。その際、債券シフトによる収益低下を補う受け皿としてヘッジファンドの利用が有力な選択肢となる。また同法は、従来ヘッジファンドによる年金資金の受け入れを制約していた「25%ルール」の適用基準が緩和された<sup>66)</sup>。同法成立後には各年金基金の全体的な投資戦略の再編成が行われ、その過程でヘッジファンドの利用割合が増加している<sup>67)</sup>。

雇用主を仲介者とする DC においては、状況は逆転する。彼らに課せられている責任は、金融機関の新しいビジネスの展開の障害となる。なぜなら、エリサ法の規定のもとでは仲

64) White House (2006). また、成立当日のニューヨークタイムズにおいても、同様の論説が掲示された。*New York Times*, August 13, 2006, p.9.

65) 雇用主の責任強化と金融ビジネスの発展との関係に関しては、吉田 (2007) を参照。

66) ヘッジファンド等の非公開会社が保有する資産が 25% を越えた場合は、資産全体が年金資産と見なされ、エリサ法に定められるルール下に置かれる。これは年金基金へのヘッジファンド販売の抑制要因となっていた。詳しくは、深沢 (2006b) を参照。

67) 年金保護法の影響によるヘッジファンド資産の増大については、*P&I*, December 11, 2006 p.1, January 21, 2008, p.16 など参照。

介者である雇用主にも新しい商品やサービスの利用によって生じた責任が問われるからである。この責任が、投資アドバイスや自動加入措置の普及の妨げとなっていたことは、すでに見た通りである。これらのサービスは、彼らの追求するビジネスモデルの発展に沿ったものであった。投資アドバイスは、それ自体手数料の収入源となりうるだけでなく、より積極的な資産運用を加入者に促すことも可能である。自動加入装置による加入率の増大効果は、直接に彼らの受託する資産の増大を意味している。また、自動加入措置は、ライフサイクルファンドと呼ばれる新しい高付加価値商品の利用を促す効果があると期待されていた<sup>68)</sup>。

2006年の年金保護法で行われたDC改革は、加入者の退職資産形成の支援であると同時に金融サービス業の支援をも意味していた。投資アドバイスや自動加入などのサービスの障害の緩和に熱心であったのは、雇用主自身よりもむしろ金融サービスの提供者であった<sup>69)</sup>。同法の成立過程においては、投資信託協会(Investment Company Institute)をはじめとする業界団体の強いロビー活動の存在が指摘されている。また実際に同法の成立後にはライフサイクルファンドの成長が加速した。ニューヨークタイムズは、同法が可決された際、投資アドバイスに関する利益相反の禁止規定が大幅緩和されたことについて、金融機関への大幅譲歩であると批判する論説を掲載している。

年金保護法の契機となった、株価の下落やエンロン社事件は、一面では金融サービスを軸とした退職後所得資産形成のあり方そのものの不安定性が露呈した結果であった。しかし、現実の政策は、こういった不安定さを抑制する規制強化ではなく、むしろサービスのさらなる利用を促す為の緩和の必要性が唱えられた。金融サービス業者からすれば、DCの問題の露呈は彼らのビジネスにおける蹉跌ではなくむしろ拡大の好機であった。こういった政策議論の展開もまた、所有権に似たDCの権利のあり方に深く関わるものであるようにも思われる。

## VI. むすび

401(k)を中心としたDCの普及は、資産運用リスクの雇用主から加入者への転嫁として注目され、そこから新たな課題に対処するための政策が議論されてきた。本稿の強調点は、

68) 年金保護法の影響によるライフサイクルファンド資産の増大については、*P&I*, April 28, 2008, p.13., May 26, 2008, p.1 など参照。

69) 遠山(2006)を参照。また拋出負担増大の点から雇用主が必ずしも自動加入措置の導入に積極的でないという点については、*P&I*, August 6, 2007, p.21。

401(k)の浸透は、政策の課題だけではなく、対立の構図そのものをも変化させたという点にある。企業年金政策の規制強化から緩和への傾向の変化は、単なる政治的な変化だけではなく、政策対象の変化によっても規定されている。2006年年金保護法は、DBとDCにおける政策的議論や結果の対照を最も明瞭に示すものであった。

本稿の結論は、もちろんDCの規制緩和が「必然」であるとか、優れた政策であるというものではない。政策に関する価値判断をいえば、2006年年金保護法には論理的な飛躍があり、安定した退職後所得保障の観点から適切な政策であったかどうかは疑問である。下院において指摘されたように、エンロン社事件や株価急落による退職資産の減少は、投資アドバイスなどで回避できた問題では到底ない<sup>70)</sup>。401(k)の資産運用態度や運用収益への批判は、多くの場合に株式への消極的投資への批判を基にしている。投資アドバイスやライフサイクルファンドがその解決だというなら、それは安定した退職後所得の保障と必ずしも一致せず、むしろ問題を悪化させる恐れさえある。また、金融機関との利益相反可能性の問題も軽視されるべきではない。投資アドバイスに限らず、手数料の問題においても、年金加入者は金融サービス業者との利害の対立に直面しつつある。本稿の強調点は、こうした飛躍や問題点にも関わらず規制緩和が現実的な問題の解決策として実現するDC政策、さらにいえば年金における所有権の枠組み独自の構造である。それは、規制強化アプローチが直面せざるをえない困難である。

本稿の背景にあった関心事は、福祉国家再編のより深刻な原動力であった。人口の高齢化やポスト工業経済化がもたらす変化は、福祉国家研究においても論点とされてきた。比較研究においては、それは労働市場や家族制度などの福祉レジームの変化がもたらす新しい社会問題、新しい課題として議論されつつある。本稿が、政策課題だけではなく政策的対立の変化を、またそこにおける「所有権」概念の独自の作用を主張してきたのは、こうした議論の状況を念頭においてのことである。福祉国家の再編の圧力は、彼らが想定する以上に根深いように思われる。

アメリカ企業年金は、いうまでもなく一国の特殊な制度の一つである。そこには一定の普遍性があるものと私は考える。しかし、その経験から得られる示唆を、公的年金を含む他の制度へ、また国際的に敷衍するには、当然ながらその特殊性についての十分な注意が必要である。この特殊性に留意した普遍性の検証は、今後の研究の課題としたい。

---

70) Committee on Education and Work force (2003).

参考文献

- 今福愛志 (1996), 『企業年金会計の国際比較』, 中央経済社.
- 渋谷博史 (2005), 『20世紀アメリカ財政史〈1〉～〈3〉』, 東京大学出版会.
- 渋谷博史・中浜隆編 (2006), 『アメリカの年金と医療』, 日本経済評論社.
- 渋谷博史, 渡瀬義男編 (2006), 『アメリカの連邦財政』, 日本経済評論社.
- 渋谷博史 (1986), 「アメリカの企業年金～財政金融面からのアプローチ」, 『証券資料』No.93.
- 遠山勲 (2005), 『米公務員年金に DC プラン化の動き』, みずほ年金レポート 9, 10月号.
- 遠山勲 (2006), 「米国年金保護法の成立とその影響 ～米国企業年金改革法案レポート (その3)」, 『みずほ年金レポート』, 2006年9月10日.
- 沼田優子 (1999), 「米国における 401(k)プランの従業員向けコミュニケーションの実態」, 『FUND MANAGEMENT』, 1996年秋季号.
- 深沢寛晴 (2006a), 「米国で企業年金の改革法成立へ ～企業年金はどうなる?」, 『DAIWA 年金ニュースレター』, 2006年11月号.
- 深沢寛晴 (2006b), 「米国年金改革法がヘッジファンド投資を後押し」, 『DAIWA 年金ニュースレター』, 2006年11月号.
- 淵田康之・大崎貞和 (2002), 『アメリカの資本市場改革』, 日本経済新聞社.
- みずほ総合研究所 (2002), 『エンロン社・ワールドコム・ショック』, 東洋経済新報社.
- 三石博之 (2005), 「アメリカ企業年金の最新動向～最低積立基準の抜け道」, 『海外社会保障研究』, 2005年夏号. No.151.
- 森祐司 (2006), 「アメリカ 401(k)プランの『加入自動化』」, 『DAIWA 年金ニュースレター』, 2006年9月号.
- 吉田健三 (2001), 「金融収益部門としてのアメリカ確定給付型企業年金 ～1980年代リバージョン問題を起点に」, 『証券経済研究』, 第29号.
- 吉田健三 (2006a), 「確定給付型の企業年金 ～受給権の財産化の限界」, 渋谷博史・中浜隆編(2006).
- 吉田健三 (2006b), 「確定拠出型の企業年金 ～受給権の財産化の帰結」, 渋谷博史・中浜隆編(2006).
- 吉田健三 (2007), 「オーナーシップ社会の経済的基盤 ～年金「所有権」の確立過程の分析から」, 『社会政策学会誌』, 第18号.
- 吉田健三 (2008), 「比較福祉国家研究を超えて ～アメリカ福祉国家研究の位置」, 『社会科学研究』, 第59巻, 5, 6号.
- Agnew, J. (2006), "Personalized Retirement Advice and Managed Accounts: Who Use them and How Does Advice Affect Behavior in 401(k) Plans?", Retirement Research at Boston College, *CRR Working Paper*, Center for, No.2006-9.
- Burtless, G. (2000), "Social Security Privatization and Financial Market Risk", *Center on Social and Economic Dynamics Working Paper*, No.10.
- Hamilton, B. and S. Burns (2001), "Reinventing Retirement Income in America", National Center for Policy Analysis, *Policy Report*, No.248.
- CCH (2006), *Legislation 2006, Pension Protection Act of 2006: Law, Explanation and Analysis, 2006*.
- Committee on Governmental Affairs, Senate (2002), *Retirement Income Security: 401(k) Crisis at Enron*, S. Hrg. 107-378, 107th Congress 2nd session.
- Committee on the Education and Workforce, House (2003), *MINORITY VIEWS, H.R. 1000, the "Pension Security Act of 2003"*, Thursday March 13, 2003.
- Department of Labor (2000) (2006), *Pension Plan Bulletin; Abstract of 1996 Form 5500 Annual Reports*.
- Department of Labor (2005), *Strengthen Funding for Single-Employer Pension Plans*.
- Employee Benefit Research Institute (EBRI) (1997), *Retirement Prospects in a Defined Contribution World*.
- EBRI (2007), "401(k) Type-Plans and Individual Retirement Accounts (IRAs)", *EBRI Notes* Vol.28 No.2.
- Gale, W., J. Iwry, and P. Orszag, (2005), "The Automatic 401(k): A Simple Way to Strengthen Retirement Savings", *The Retirement Security Project*, No.2005-1.
- General Accounting Office (GAO) (2002), *Private Pensions: Improving Worker Coverage and Benefits*, April 2002.

- Government Accountability Office (GAO) (2008), *Defined Benefit Pensions: Plan Freezes Affect Millions of Participants and May Pose Retirement Income Challenges*.
- Hacker, J. (2006), *The Great Risk Shift*, Oxford Press.
- Hewitt (2006), *How Well Are Employees Saving and Investing in 401(k) Plan: 2006 Universe Benchmark*.
- Investment Company Institute (ICI) (2000), *401(k) Plan Participants—Characteristic, Contributions and Account Activities*.
- Ippolito, R. (1986), *Pensions, Economics and Public Policy*, Dow-Jones Irwin.
- Joint Committee on Taxation (2006), *Technical Explanation of H.R.4, The “Pension Protection Act of 2006,” as Passed by the House on July 28, 2006, and as considered by the Senate on August 3, 2006*, JCX-38-06, August 3, 2006.
- Levitt, A. (2002), *Take on the Street*, Pantheon Books. (小川敏子訳 (2003), 『ウォール街の大罪』, 日本経済新聞社.)
- Madrian, B. and D. Shea (2001), “The Power of Suggestion: Inertia in 401(k) Participation and Saving Behavior”, *The Quarterly Journal of Economics*, No.116(4).
- Munnell, A. & A. Sunden (2004), *Coming Up Short -The Challenge of 401(k) Plans*, Brookings.
- Pension Benefit Guarantee Corporation (PBGC) (2000) (2006), *Pension Insurance Data Book 97*, 1998, 2005.
- Warshawsky, M. (2007), “The New Pension Law and Defined Benefit Plans: A Surprisingly Good Match”, *Pension Research Council Working Paper*, No.2007-6.
- White House (2006), *Fact Sheet: Pension Protection Act of 2006, Ensuring Greater Retirement Security for American Workers*.
- Wolman, W. & A. Colamosca (2003), *The Great 401(k) Hoax*, Perseus Publishing.
- Wooten, J. (2005), *Employee Retirement Income Security Act of 1974: A Political History*, University of California Press.

