

## エリサ法の成立と展開<sup>1</sup>

みずほ年金研究所 研究理事 小野正昭

### はじめに

本稿では、米国の企業年金制度の展開を確認し、これを参照しつつ発展してきた我が国企業年金制度について、歴史的な背景を踏まえて若干の考察を加える。まず、第1節の「問題意識」では、企業年金制度のあり方に関する筆者の疑問を提示する。次に第2節の「エリサ法の議論以前の労働政策・税制と年金ビジネス」では、米国の企業年金の生い立ちと初期の展開を明らかにする。第3節の「エリサ法施行以降の展開」では、エリサ法の施行以降の同法を巡る展開を明らかにする。最後の第4節「考察」では、以上を踏まえつつ日本の企業年金について、評価を行なう。

なお、本論文と参考文献1との関係では、第2節が参考文献1の第1章、第3節が同じく「おわりに」を一部参照している。本論文中で言及していないエリサ法成立過程における議論の展開については、参考文献1およびその日本語訳書を参照されたい。また、第2節の多くは、参考文献2にもとづいていることも、あらかじめお断りする。

### 1. 問題意識

#### (1) 金融経済危機による年金財政の悪化

2007年秋以降、米国のサブプライムローン問題に端を発した金融危機が実体経済に影響を及ぼし、給付建て年金制度の運営は危機に直面している。今回の経済危機は、世間では「百年に一度」と言われているが、企業年金の世界では2000年から2002年までの3年間を「パーフェクト・ストーム」と称しており、日本でもこの間、企業年金の積立金が約3割目減りした。今回は、2007年度から2008年度にかけての2年間で平均的な年金制度の積立金は同程度の目減りを被っている。

格付投資情報センター(R&I)の推計によると、2008年度の企業年金基金の運用利回りは-17.02%(推定値)と過去最低水準を記録した<sup>2</sup>。同推計は、R&Iが約140の年金基金についてデータを集計・算出したものであるが、集計データの平均時価構成比は2月末時点で、国内株が19.2%、国内債が32.9%、外国株が13.1%、外債が10.8%、オルタナティブが5.6%等となっている。なかでも注目されるのは、調査対象基金のうち総合型厚生年金基金の運用利回りが-21.30%となり、その他厚生年金、企業年金基金、税制適格年金等の-15.92%を5%以上も下回ったことである。総合型は内外株式を合わせた構成比が昨年2月末時点で約5割に及ぶなど相対的にリスク性資産の比率が高いとされる。

結果的に厚生労働省は、昨年度に続き今年度も、財政運営に関する「弾力化措置」を規定し

<sup>1</sup> 本論文中の意見にかかわる部分、および有り得べき誤りは、筆者個人に帰属する。

<sup>2</sup> 2009年4月6日付ロイター日本語ニュース

た省令および通知の発出に追い込まれている<sup>3</sup>。「パーフェクト・ストーム」の影響は、確定給付企業年金におけるリスク資産比率の低減として一定程度現れているものの、全体としては従来型の規制の枠組みおよび制度運営が継続しているものとも評価される。ここで、米国の企業年金の運営を意識しつつ、筆者なりの疑問点を、以下のとおり提示したい。

- 約束を守るべき企業年金は何故「保険」のフレームワークで運営されないのか？
- 企業年金は何故リスク資産(株式等)に投資するのか？
- 給付建て年金制度を金融商品とみるべきか？

以下、疑問の背景を説明する。

#### ① 約束を守るべき企業年金は何故「保険」のフレームワークで運営されないのか？

図表1は、任意設立の職域年金(企業年金)制度の導入形態を国別に表わしている<sup>4</sup>。日本の場合、導入形態は信託、保険の他、法的主体である年金基金によるとされており、これらは、厚生年金基金、確定給付企業年金、および適格退職年金の状況を反映しているものと考えられる。

この表で注目したいのは、「信託」という実施形態である。日本の年金制度は長年の間、信託法理で運営されている米国の企業年金の運営実態を手本として、受託者責任論などを中心に企業年金の運営が信託の概念を基礎として展開されてきたと考えられる。しかし、信託方式を取り入れている国は意外に少なく、それらの国々は、いわゆるアングロサクソン諸国と言われる英語圏の国に集中していることがわかる<sup>5</sup>。特に、大陸欧州の各国にとって、「信託」という導入形態は馴染みが薄い。

信託の概念を通じて年金制度を実施している国には米国をはじめ英国や日本があるため、規模の点では同方式はいわゆる世界標準のように思えてしまう。しかし、信託という概念は、分かりにくいことも事実である。むしろ企業年金を信託以外の方式で導入している国の方が多数派であるという事実を、我々は認識すべきと考える。

#### ② 企業年金は何故リスク資産(株式等)に投資するのか？

企業年金は長期の制度であるから、積立金の運用も長期運用を前提とすべきである、との意見が多い。この議論から、短期的には変動が大きくても高いリターンが期待でき、収益率変動の時間分散効果や分散投資によるリスク低減効果を前提に、株式などのリスク資産への一定程度の投資が常識とされている。また近年、海外の有価証券への投資も常識となっている。一方、同じ長期の制度であっても、保険会社はリスク資産への投資を一定程度制限されている。

米国では1950年、GMのウィルソン社長が全米自動車労連(UAW)に対して行った従業員

<sup>3</sup> この種の対応は日本に限ったものではなく、例えば米国でも昨年、「2008年労働者、引退者、事業主再生法(WRERA)」が成立し、2006年年金保護法にもとづく積立基準の適用を繰り延べる等の改正が実施されている。2009制度年度の対応に関しても、本稿執筆時点では下院教育労働委員会が積立基準の緩和措置を含む法案を上程、下院歳入委員会でも検討中とされている。

<sup>4</sup> 義務的な制度の国においても信託や保険を利用していることが考えられるが、ここでは対象外である。

<sup>5</sup> これらの国には、発展の段階で米英の方式を導入した国もあると考えられる。たとえば中国は、拠出建てではあるが、信託方式による職域年金制度を導入している。

のための年金基金の創設提案において、同時に株式投資も提案したとされる。「それまでの年金といえば、生命保険会社を通して国債や抵当証券などの負債証券に100%投資しているにすぎなかった。これに対してウィルソンは、専門の運用管理者を通してアメリカ経済の成長そのもの、つまり株式中心に投資することを提案した。ウィルソンは、今後飛躍的に拡大する年金の財務的基盤を、負債である債券や確定利付証券にのみ投入することは非常に不健全だと考えたのである。また、そうなれば結果的に、国も企業も過大な負債の発行に依存するようになる危険があると指摘した。大規模な年金制度はアメリカの生産手段、つまり経済そのもの、あるいはアメリカの生産と成長の能力そのものに対して投資すべきであるというのがウィルソンの主張であった。」と指摘されている<sup>6</sup>。

長期的な制度ゆえに、企業の運営あるいは生産の原動力となる資本を提供し、その価値創造を期待して果実と一緒に享受していくことで資本市場の健全性も維持されることが期待できるという点で、年金と企業とは良きパートナーであろう。しかし近年、企業会計基準の見直しや、内外株式等における景気下降局面でのリスク分散効果への疑問、さらには経済が悪化したときに掛金を上げるといったプロシクリカルな対応に対する批判的評価によって、リスク資産への投資の実践が困難になりつつあることも事実であろう<sup>7</sup>。

### ③ 給付建て年金制度を金融商品とみるべきか？

企業年金制度には、社会保障法、労働法等、様々な側面からのアプローチが必要となる。その中で最近議論となるのは、「金融商品としての企業年金」であろう。たとえば、欧州における規制・監督機関や会計基準設定機関等では、「保険」との関係において給付建て制度を論じることが多くなっている。もし年金制度の約束が保険給付と本質的に大きく異ならないならば、両者の基準は収斂していくであろうし、異なる基準を温存すると、結果として裁定の機会を提供することにもなる。

たとえば図表2は、OECD および IOPS(年金監督者国際機構)<sup>8</sup>の加盟各国から選択された国における年金監督機関の構造を示している。年金監督機関を専門化監督機関、少なくとも保険と年金が統合された準統合化監督機関、および証券や場合によっては銀行を含む統合化監督機関の3つの形態に分類している。専門化監督機関としては、米国の労働省および年金給付保証公社、英国の雇用年金省、年金規制機関、年金保護基金、および日本の厚生労働省が挙げられる。また、統合化監督機関の代表はオランダのオランダ銀行(DNB)であろう。参照した図表が掲載されたレポート<sup>9</sup>は形態による監督機能の優劣には結論を出していないが、特に欧州で統合化監督機関への明確な潮流があることが指摘されている。企業

<sup>6</sup> 井手正介著「アメリカのポートフォリオ革命」(1986年9月、日本経済新聞社)

<sup>7</sup> 本来、企業のリスクの引受け手は個人であり、企業年金資産は個人の引退後資産の集積と考えれば、リスク資産への投資は正当化される。企業年金資産がリスクの引受け手の候補から脱落した場合、誰がリスクを引き受けるのか、課題は残る。

<sup>8</sup> 執筆日現在59の国および地域の年金監督機関が加盟しているが、日本、米国、スウェーデン等の国は加盟していない。

<sup>9</sup> IOPS Working Paper No.1, "A Review of the Pros and Cons of Integrating Pension Supervision with that of Other Financial Activities and Services", 1. August, 2007

年金が金融行政の一環として整理された場合、自らその運営も変質する可能性がある。

## (2) 日本における企業年金制度導入当時の議論

日本の企業年金の議論は1950年代から開始したと考えられる。1952年に導入された退職給与引当金は期末要支給額の100%までを損金処理することを認めたものであるが、1956年には同50%に引き下げられている。こうした中、外部積立による企業年金制度の導入が望まれ、1957年には日本経営者団体連盟(日経連)から「企業年金の課税政策に関する要望(32・8)」が提出されている。また信託協会(1957年)も同様の要望書を提出している。

これらの要望書は、多分に米国における信託型の企業年金制度の発展を意識していることが窺える。たとえば信託協会の1957年の要望書<sup>10</sup>には、「夙に米国に於いては諸奨励策の下に退職年金信託が退職年金制度の主流となって大いに発展しつつある前例にも鑑み、此の際我が国に於いても本助成措置の実現により退職年金信託の普及、発達を図り、之により国家、社会に一層貢献致したく本要望に及ぶ次第である。」といった記述が見られる。また、日経連の1957年の要望書では、掛金の損金算入に関連して、退職年金課税制度に対する要望事項のうち法人税について、「当該事業年度における制度運用上の正常原価(制度運用のために必要な積立額)に制度実施前勤務に対する所要醸出額(不足責任準備金)の10%を加算した額」を限度として損金算入を認める、といった主旨の記述が見られる。これは、損金算入の限度額を標準費用に未積立債務の1/10に相当する額を加えた額に設定することを意味すると考えられるが、後述するように、米国が1942年歳入法により導入した損金算入の限度額と一致している。

当時の米国の企業年金は、経営幹部の課税回避手段として、また、労働組合との団体交渉の主要テーマとして1940年代から1950年代前半にかけて、いわゆる「ペンション・ドライブ」を経て一定の体系を形成しつつある時期であったと考えられる。ある意味で、確立されつつある制度を手本としたわけであるが、米国においてこのような体系に至った経緯を再度確認することは、今後の日本の企業年金制度の運営(ガバナンス)のあり方について有益な示唆を与える可能性がある。

以上の観点から、次節では米国の企業年金制度に関する歴史的経緯を、特にエリサ法の導入の検討が始まる前の時代を中心に確認してみたい。

## 2. エリサ法の議論以前の労働政策・税制と年金ビジネス

### (1) 労働政策上の主要イベント

1929年の大恐慌以降、1930年代および1940年代の米国は、約20年にわたりフランクリン・ルーズベルト、ハリー・トルーマンの二代の民主党大統領を戴き、議会多数党も概して民主党であった。そしてこの間は、企業年金制度が普及した背景のひとつとして挙げられる労働組合の発展の時期でもあった。

1886年に米国労働総同盟(AFL)が結成されたが、労働組合の活動が正式に認知されたのは、ルーズベルト大統領によるニューディール政策の一環とされる1935年の全国労働関係法

<sup>10</sup> 「退職年金制度に関する要望」社団法人 信託協会、昭和32年9月12日

(通称「ワグナー法」)の成立による。この法律には、団結権、団体交渉権、団体行動権が明記され、不当労働行為が禁止され、その規制監督の機関として、全国労働関係委員会(NLRB)が設置された<sup>11</sup>。

米国労働総同盟に加盟する労働組合は、伝統的に職業別組合主義を政策の中心に置き、技能を通じて獲得した優越性を守ることが最も効果的な方法と考えていた。熟練労働者の場合、労働規則の施行、徒弟制の支配、非熟練労働者の排除等を通じて、労働上の支配権を維持することを目指したとされる。例えば建設業においては、大工、左官職人等、それぞれの職能を持ち寄って案件を遂行することが通常であり、労働者は案件を取り仕切る企業よりも、自己の属する職能団体への帰属意識が高かったと考えられる。代表的な職業別組合で企業年金制度の展開に大きな影響を及ぼしたのが全米トラック運転手組合(チームスター)である。

一方、当時は鉄鋼、自動車等の資本集約的産業の展開に伴い、大規模な生産ラインで労働力を提供するタイプの労働者が増加した。産業別組合会議(CIO)は、1932年に炭鉱労働組合のジョン・ルイス会長が提唱し1935年にAFL内に結成、1938年に分離した産業別労働組合の連合であり、こうした労働者を代表する組織であった。産業別組合の支持者は、職業別組合は鉄鋼や自動車などの産業では機能せず、ひとつのプラントで働く労働者を職業別に分割することは、交渉力を弱めると考えたのである。CIOはAFLと比較すると攻撃的であり、指導者は若く、過激な戦略を採った。代表的な組合として、鉄鋼労連や自動車労連が挙げられる。

企業年金との関係では、まず1947年に共和党が多数党である議会において労働関係法(通称「タフト-ハートレー法」)が成立し、組合行為が規制される。この法律により年金基金に関しても、組合年金基金管理の不正行為防止を意図した、年次監査、資産の分離、受認者義務違反への罰則等が規定される。しかし、企業年金の促進という観点から特筆されるのが1948年の第7連邦巡回裁判所の示した判決(インランドスチール対全国労働関係委員会)であり、これによって年金が労使の団体交渉の主題となった。この判決がCIO加盟労働組合を中心とした年金制度の導入交渉を後押しし、1950年代前半の「ペンション・ドライブ」につながる。

AFLとCIOは最終的に1955年に統合するが、この頃には分裂の原因となった産業別組合主義に関する対立は、なくなっていた。労働組合が中心となって設立された年金制度は団体協約制度であるが、AFLの組合は職能横断的な多数事業主制度を、CIOの組合は企業単位の単独事業主制度を設立していった。そして、どちらの制度も有名なスキャンダルを巻き起こす<sup>12</sup>。

## (2) 課税政策の変遷

<sup>11</sup> 藤原清明、「US Labor Market and Employee Benefit ～Overlook～」,2002年4月30日による。

<sup>12</sup> 単独事業主制度ではスチュードベーカー・パッカーの年金破綻が有名である。多数事業主制度では、チームスターの年金基金をめぐる組合幹部の一連の不正行為が挙げられる。

企業年金制度の普及は、同制度に対する課税政策のあり方と密接に関連する。そもそも所得税は、大多数の者に課税するものではなかったばかりか、戦争の影響が強く、税率も時代と共に変動した。例えば 1861 年から 62 年にかけて最初の連邦所得税が設定されたが、この時期には南北戦争が起きている。内容は、800 ドルを超える所得に 3%、1 万ドルを超える所得に 5% を課税するものであった。税率は 1864 年に引き上げられたが、1872 年に廃止、さらに 1894 年に復活している。

1913 年には、アンダーウッド-シモンズ関税法により 3 千ドルを超える所得に 1%、50 万ドルを超える所得に 6% の付加税が課された。その後、米国が第一次世界大戦参戦を表明した翌年の 1918 年、百万ドルを超える所得に対する税率が 77% に上昇した。その後、税率は 1922 年に 58%、1925 年に 25%、1929 年に 24% に低下した。

年金給付の原資確保に関しては、1919 年に内国歳入局が年金引当金への積増し額の課税控除不可を規定した。1928 年には、既存の引当金を信託または保険に移行する場合の税制上の優遇措置が規定され、原資確保の手段としての税制上の引当金制度は消滅した。

信託への掛金は、その信託が「企業から完全に分離され区別されて組織されており、自身の帳簿を持ち、自身の投資を行い、自身の費用を支払うものであって、その法的所有権が企業に残らない」場合に限定した上で、1919 年に課税控除可能となった。ただし、当時の信託は「取消可能」でも認められており、「取消不能」が税制上の要件として規定されたのは 1938 年のことであった。1921 年には、拠出建て制度において資産が「分配されるか利用可能になる」まで課税されないことが規定された。1926 年には年金信託を非課税とするよう、税法が改正された。これにより、事業に課税される保険と比較して、信託は税制上の優位性を確保した。

この後、大恐慌を経て第二次世界大戦に向かって税率が上昇する。1932 年には、最高の限界税率が 63% に上昇した。1935 年から 36 年にかけて、所得税率の引き上げと企業の未分配利益に対する課税が強化された。

1942 年は年金制度の普及にとって画期的な年であった。まず、安定化法が制定され労働者の報酬等が統制の対象となったが、年金の費用支出は統制の対象外とされた。そして、1942 年歳入法によって所得税率が引き上げられる(最高限界税率が個人で 94%、企業で 85.5%)とともに、課税ベースが拡大した。その結果、国民の 6% 程度しか納税していなかった 1939 年に対し、1945 年には 75% が納税することとなった。

これらの政策は、企業年金を魅力的な課税回避の道具にした。特に、企業経営者を含む企業幹部が自らの節税対策として年金制度を導入することが多く、特に小規模な企業における年金制度の設立が目立った。この時期の制度の数は、1941 年末の 1,850 から 1945 年末の 6,550 へと増加したと見積もられているが、多くは小規模な企業の企業幹部向けの制度であったとされる。

この時期に経営幹部向けの制度が導入されたことの背景には、1935 年に導入され 1939 年に現在の制度の骨格が確立されたとされる社会保障制度(老齢遺族保険)の存在がある。同制

度の導入により、老後所得保障が義務化されたが、一般労働者への影響が大きかった。社会保障制度によって一定程度の給付が提供されるのであれば、その部分は企業年金制度で提供する必要がなくなる。公的年金との合計で一定の老後所得水準を確保できるように設計するインテグレーションの考え方が広まったばかりか、所得の高い経営幹部のみを対象とした制度導入も目立った。当時、このような年金制度は合法的であり、課税上の恩典を受けることができた。しかも、給付額に関して税法上の上限が設定されていなかったため、限界税率の上昇と相俟って法外な所得が年金制度に流れ、政府が想定したほどの増収が確保できなかったとされる。

1942年歳入法は、こうした状況を踏まえ、税制適格な年金制度に関して過去税務当局が立法化を試みては失敗した要件のいくつかを導入した。第一に、最低積立基準を導入した。この最低積立基準は、標準費用を拠出することを求めることで賦課方式や退職時積立方式を否定した。しかし、未積立債務を償却する場合は数理的に計画することを求めるだけであり、償却そのものを求めるものではなかった。未積立債務の利息を標準費用に含めることとすることにより、最低限の基準として凍結初期債務方式といわれる財政運営を認めた。第二に適用範囲を拡大し、常勤従業員の70%等の数値要件を課し、企業幹部のみを加入者とするのを禁止した。一方、即時全額を受給権付与や、年7,500ドルの給付上限の設定の提案は否定された。

### (3) ペンシルバニア鉄道の年金制度の帰趨と積立の実態

米国の企業年金の嚆矢とされるのは、アメリカンエクスプレス社が1875年に導入した制度であるとされる。同制度は、勤務20年以上の回復不能の障害にある労働者に給付を提供した。企業年金が急速に普及したのは、同社を初めとする運輸部門であった<sup>13</sup>。

特に、草創期の企業年金は鉄道部門が中心であり、1920年までに適用率が80%に達している。ペンシルバニア鉄道の年金制度は同部門の先駆けであり、1900年1月1日に設立された。制度の概要は、以下のとおりである<sup>14</sup>。

- ◆ 制度導入と同時に70歳以上の労働者950名に年金支給を開始する
- ◆ 制度導入に伴って採用時の年齢制限(35歳以下)を導入する
- ◆ 受給資格は70歳での引退とし、65歳かつ勤務30年以上の者が肉体的に欠格となった場合にも同額を支給する
- ◆ 年金額は、直近10年間の平均給与×1%×勤務年数 とする
- ◆ 年間の支給総額30万ドルを上限に引退者に年金を終身支給し、上限を超えた場合には年金額を調整する

このうち最後の年金額調整条項は、実質的に意味をなさなかったと考えられる。同社をはじめとして、鉄道各社の年金制度は賦課方式で運営された。その結果、同社の年間の給付支出は、1900年に20万ドル、1911年に100万ドル、1921年に290万ドル、さらに1931年には790

<sup>13</sup> 同社は、荷馬車により高級貨物を運ぶ運送業者として、1850年に創業した。その後、郵便為替業務を開始したことで、同社の主事業となる金融業に参入したとされる。

<sup>14</sup> “Railroad Pension System”, New York Times, Dec. 18, 1899 より

万ドルに膨れ上がった<sup>15</sup>。

ところで、この時代の企業年金のほとんどが積立不足であった。従って、企業倒産に伴って年金の支給が反故になる事例は、スチュードベーカー事件を待つまでもなく発生していた。例えば、モリス・パッキング社(食肉加工業)は、次のような事例を提供する。

同社は、引退した従業員本人に対して55歳から「最終10年平均給与×2%×勤務年数」を、遺族にはその半額の年金を支給する拠出制(従業員が所得の3%を拠出)の制度を導入し、給付原資として1909年から年25,000ドルの拠出を約束した。1923年に同社が清算した時、加入者3,500名、受給者400名を擁する年金制度の積立金は必要額の1/4に相当する150万ドルのみであった。拠出制であったことから現役従業員が年金基金から引き出しを行なった結果、残った資産は僅か14か月分の年金に相当する額のみとなり、年金受給者は給付の支給を求めて同社を提訴した。この訴訟における裁判所の判断は、現在もあてはまる米国の企業年金制度の構造的問題を指摘している。即ち、「加入者は制度には請求できるが、提供者(企業)には請求できない。提供者(企業)は制度に対して年25,000ドルの拠出義務を負うのみであり、加入者の期待は法律上の根拠がない」というものである。

このような事例と制度の成熟化に伴う年金の支払費用の増大とが相俟って、社会的に不安が広がる。ペンシルバニア鉄道の場合、前述の金額ベースの支出を総賃金に対する比率に直すと、当初2年間は0.5%、1917~1921年も概ね0.6%程度であり、意外に安定していた。これには、企業買収による事業拡大やインフレによる年金の実質価値の減少が寄与していた。しかし、1920年代終盤には、年金支出は総賃金の2%にまで増大する。

給付の増大を憂慮し、同社は対応策を検討した。例えば、1927年には、支給開始年齢引上げ、支給率の引下げ(1.0%→0.9%)、障害基準の厳格化等を検討したが、社内から反対が続出し現状維持を決定した。前年の1926年には、同社の弁護士に年金給付の義務について検討を依頼し、「年金受給者の支払い停止は不能(契約上の債務)」と判断している。そこで、年金受給者の債務分の原資を確保するために、今後の受給者に対して一時払い即時年金の原資相当の費用支出を検討し、これを州際通商委員会に諮問した。同委員会は、同社を含む鉄道会社全社に適用することが困難なために提案を否定した。その結果、同社は賦課方式による制度運営の継続を余儀なくされた。

その後1931年、大恐慌に伴う財政問題で労使協議が行なわれたが、年金問題の結論は先送りとされた。一方で、労働者が鉄道従業員全国年金協会(RENPA)を結成し、議会に対して支給開始年齢の引下げ(70歳から60歳に)、給付の増額、政府の債務引受けを要求し、年金を社会問題化した。政府の債務引受けとは、民間企業である鉄道会社の職域年金を公的年金化することを意味する。1935年には最高裁判所が「連邦政府は産業年金制度の運営や鉄道会社の雇用の促進を行なう憲法上の権限を持たない。」と判じ、法案を覆した。しかし、ルーズベルト政権が強力に推進した結果、労使の妥協が成立し、1937年に鉄道引退法が成立した。

<sup>15</sup> 1931年の債務残高は2億3,100万ドルと見積もられている。

一方、AT&Tは別の対応を選択した。鉄道会社よりも若い企業であるAT&Tは、自社でアクチュアリーを雇用し、従業員の在職期間にわたる積立を最初に採用した企業のひとつである。同社は1927年、在職中も含めた積立を州際通商委員会に諮問した。委員会は、積立てが電話料金引上げの理由になることを警戒したが、年金を契約上の債務とすること、および受認者を經由して外部に積み立てること、という条件を付して最終的に請願を認めた。ただし、当時のAT&Tの制度は実質的にすべての従業員に適用されるものの、受給権付与の条項はなく、積立金は全額事業主証券に投資されていた、とされる。

このように、一定の危機意識が醸成され、年金の給付原資確保への取組みは1920年代中盤から大企業を中心に始まったが、全体的には極めて不十分であった。図表3は、1929年当時の年金制度の原資確保への対応を示している。352制度のうち45制度が鉄道会社の年金制度であり、これらはすべて賦課方式(非積立)の制度である。それを除くと、 $2/3(=194/307)$ の制度が積立方式を採用している。そのうち保険を利用している制度が2割強で、残りは保険以外の方法で準備している。保険以外の方法には「信託」への拠出の他、「引当金」も含まれている。しかも、「信託」は大半が取消可能であり、前述のAT&Tの例のように事業主証券への投資も多かった。

問題は積立の水準であるが、著名なアクチュアリーであるマレー・ラティマーの推計によると、1932年における企業年金制度の未積立債務の合計は約20億ドルであり、これは米国の国内総生産の2%、企業が発行した有価証券の総評価額の1%に過ぎず、年金資産の合計は、引当金や事業主証券への投資を含めても、債務の15%に満たなかった。

#### (4) 企業年金ビジネスの展開

##### ① 生命保険会社の参入

米国の給付建て年金制度の展開には、数理的技術が求められるようになる。1920年台にペンシルバニア鉄道が停滞している間、改革の動きは政府、コンサルタント、慈善基金、および保険会社から始まった。これらの集団は、英国の先進的な年金技術を吸収し、「科学的な」年金専門家のグループを形成した。彼らは、年金制度の運営の基準を「健全性」、即ち事業主および従業員の双方から不確実性のリスクを排除すること、に置いた。

例えば、著名なアクチュアリーであるジョージ・バックは、健全性の概念を基礎としつつ、拠出制、衡平性、安全投資の原則の下、ニューヨーク市の職員引退制度を設計した。また、1905年に鉄鋼王アンドリュー・カーネギーが設立した大学教員向けの年金基金は、1918年にニューヨーク州保険局が監督する教職員保険年金協会(TIAA)に統合され、初めての「保険型」年金制度となった。こうした年金制度の健全化への動きが民間企業に及ぶのは、1920年代に入ってからである。

1910年代の団体生命保険の普及によって、企業が生命保険会社に運営中の企業年金制度にかかる将来のコストについて助言を受けることは極めて自然なこととなった。このため、メトロポリタン生命は、団体生命保険の顧客企業宛のサービスとして、年金支出の将来推計の提供を始めるとともに、年金ビジネス算入のために英国の革新的な年金の文献を研究

する。前述の年金専門化の考え方に同意した保険会社のコンセプトは、「各世代が現役労働者である45年間に所得を得て自身の年金に拠出すべきであり、健全な制度は契約にもとづき、拠出制であり、満額積立である」というものであった。ニューヨーク州保険局が主要な数理的仮定を特定し、積立基準を設定し、「地味で実直な」投資のみを認めたため、保険会社の価格設定は保守的なものになったと考えられる。

メトロポリタン生命が公式に年金ビジネスに参入したのは1920年であるが、同社は団体保険をベースに「Pension Bonds」という名称の、65歳支給開始、中途換金不能、取消不能の一時払い据置年金契約(SPDA)を提唱した。従業員は、この年金を勤務の各年に買い増すことで、適切な給付水準の年金を提供されるが、価格は従業員の年齢とともに上昇する。当時、高齢労働者の引退後の貧困が社会問題化しつつあったため、同社は企業がこのような保険を提供することを義務化するよう、政府に望んだ。同社は1923年、主要な企業が参加する年金会議で、その正当性や利点を強調した。しかしながら企業側は、趣旨には賛同するものの、企業の多様性を考慮すると普遍的な年金制度は現実的ではないとの理由で否定した。義務化に失敗したPension Bondsには募集費用が加算されることとなり、商品としての魅力も低下した。

同社は1924年、Western Clock社の制度導入にあたり、中途退職者に関して企業拠出分の保険料は企業に返還するなどの改良を行った。これは、通常は長期勤務が期待される幹部従業員に対する給付を提供する一方で、短期間で退職する者が多い一般の従業員には給付を提供したくない企業側の意向を反映したものである。

その他にも商品設計として企業のニーズを満たさない、いくつかの点が指摘された。まず、SPDAは「現在の」給与の一定割合を積み増す設計であり、給付算定式としては全期間平均給与比例である。引退前収入の一定割合を保障することを設計の主旨とした場合、全期間平均給与比例の給付は在職中の賃金上昇次第では、当初の目的に合わないという問題がある。次に、事業主への返還があるとはいえ、それまでの賦課方式による運営に対して当初の費用が高くなる。さらに、事業主は拠出制を嫌う、等である。結果的に生命保険会社が提供する年金保険は、1930年代以降の経営幹部の節税対策も相俟って、コンサルティング・アクチュアリーを雇えない中小零細企業を中心に普及することとなる。

## ②年金コンサルティング会社の展開

1926年の年金信託が非課税とされ、1938年に税制優遇される信託の要件に「取消不能」が規定されるなど、信託型の企業年金制度の運営環境が整備されてきた。これを受けて信託型制度が普及するわけだが、1940年代から1950年代にかけては、コンサルティング会社が大きな役割を果たす。以下、コンサルティング会社の展開と、年金制度の財政運営に関する変化について確認する。

米国におけるコンサルティング会社の草分けは、ジョージ・バックが率いるバック・コンサルタンツである。前述のとおり、バックはニューヨーク市の年金制度の再構築にあたり、最終平均給与、拠出制、衡平性、安全投資を旨とする個人平準保険料据置年金契約(LPDA)

等を提案し、社会的な評価を得た。その後、1920年から公私年金顧客への数理助言サービスを開始した。バックの業績は同社の評価を高め、特に積極的なマーケティングを行わなかったようであるが、1949年のUSスチールに対する年金導入の助言をはじめ、アルコール、ガルフオイル等を獲得していく。

一方、保険のブローカレッジ・ビジネスから成長したコンサルティング会社も多い。彼らは企業の年金設計を支援し、策定した年金制度を引き受ける保険会社を募集、交渉することで収入を得る。代表的なコンサルティング会社がTPF&C (Towers, Perrin, Foster & Crosby)であり、同社は1950年当時、最大の保険ブローカーでもあった。1929年にイーストマン・コダックの団体保険をメトロポリタン生命に仲介したが、その後、ロッキード等の大企業を獲得していく。当初は制度設計と保険会社の入札による仲介手数料をビジネスモデルとしていたが、信託型の制度の普及とともに、1950年代には設計・分析・助言を中心としたモデルに移行していったとされる。

ワイアット社はBirchard Wyattが1943年にTPF&Cから独立して設立したコンサルティング会社であるが、当初から信託型制度に注力した。彼自身はアクチュアリーではなかったが、Dorrance Bronsonをはじめとする優秀な人材獲得、ワシントンに本部設置し行政上の情報をいち早く取得、顧客の近くにコンサルタントを配置、等の卓越した戦略により急拡大していく。

シーガル社は、この分野では特徴のあるコンサルティング会社である。Martin Segalによって1939年にメトロポリタン生命保険代理店として設立された同社は、1950年代に多数事業主制度の労使年金委員会を中心にサービスを提供し、現在でも同分野のコンサルティング会社として大きな存在感を保っている。

ところで、これらのコンサルティング会社が信託型の制度の財政運営に与えた影響は大きい。冒頭の疑問で提示したとおり、信託型の年金制度の進展とともに積立金を株式等のリスク資産に投資する運営が普及してきたが、一方で保険会社による制度は、州の保険監督のもとに保守的な投資に限られていた。

保険会社の制度と信託型制度とにおける財政方式と基礎率の設定は、大きく異なった。信託型の制度においてアクチュアリーが提示した財政方式は、加入年齢方式が多かったとはいえ多様であり、未積立債務の償却は最短で税法限度の10年、最長の場合は初期債務のうち利息のみを償却する「凍結」さえもあり得た。また、税法で許容される基礎率の範囲内でもコストが2倍程度違うとされており、信託型の制度は総じて楽観的な仮定を採用した。一方、保険会社の保険料率の設定には柔軟性がなく、基礎率も保険監督当局が設定する標準死亡率、障害率、保証利率の適用を求められ、退職率は不使用であった<sup>16</sup>。

年金制度の運営にかかわるアクチュアリーの考え方も、保険会社と信託型を助言するコンサルティング会社とでは大きく異なった。保険会社のアクチュアリーは、「株式が引退制度にとって信頼できる資産を提供できる」との考えに疑問を呈し、コンサルタントが「掛金を

<sup>16</sup> 受給権が付与されていない退職者の分は返還

引き下げるために健全性を犠牲にしている」と主張した。一方、コンサルタントの主張は、「保険会社は、投資が退屈で希望がない、アクチュアリーに想像力がない、経営者が強情」というものであった。

企業側も、大企業を中心として、相次いで信託型制度を採用した。例えば、フォードは1946年に月給従業員(ホワイトカラー)のための年金制度を団体保険制度として導入した。しかし、1949年に時間給労働者(ブルーカラー)のための団体協約型の年金制度導入を決めた際、先に導入した制度を含め、両制度を信託型とすることも、合わせて決定した。理由としては、信託資産から高い収益が期待できること、コンサルティング・アクチュアリーが保守的でない仮定から低いコストを算出すること等が挙げられた。

信託型制度の場合、保険型制度のように給付の義務が保険会社に移転するわけではない。また、年金制度が保険会社のように規制されているわけでもないので、担保となる信託資産の確保には事業主の意向も反映された、と考えられる。Wyatt社の著名なアクチュアリーであるフランク・グリフィンによる、「企業の強化、時折の財政危機の克服、競争への対応に導く行動指針が、全体としての従業員の保障を向上させる。それは、適正な基礎率の枠組みの中での年金掛金の水準への当面の影響にはよらない。企業の長期目標に最もよく適合する数理的費用方式を選択することが、全体として妥当である。」との指摘は、当時の実態を巧みに描写していると考えられる。

## (5) 小括

以上、エリサ法の議論が始まる以前の米国の企業年金制度の実態を概観してみた。この節を終わるにあたり、ポイントとなる点を指摘しておきたい。

### ① 企業年金制度の資金準備の実態

鉄道会社を中心とした草創期の企業年金制度は、賦課方式で運営される例が多かった。1919年に引当金の税制優遇が否定されたが、多くの企業で事前準備の検討を始めたのが1920年代であり、賦課方式で運営してきた企業が積立方式に移行する場合に発生する「二重の負担」を考慮すると、資金準備の状況は極めて不十分であったと想像される。しかも、当時は事業主証券への投資に制約がなかった。1942年には実質的に賦課方式が否定され、企業は資金を外部に積み立てることになるが、それとても未積立債務の償却が要請されているわけでもなかった。1950年代には団体交渉型の年金制度を中心に未積立債務の償却を交渉する例が出てくるが、満額積立を目指した積立基準の法定は、エリサ法まで待つことになる。

いまひとつ指摘すべきことは、信託型による外部積立が本格化する1940年代から1950年代にかけて株式等への投資が一般化したことである。冒頭に指摘したとおり、企業に資本を提供し価値創造による果実を享受するという考え方も一定程度の説得力を持つであろう。しかし、株式を含む制度資産の期待収益率を財政運営に組み込むことにより、結果として「健全性」を犠牲にし、保険制度との比較で相対的に当初の費用を低く抑えた信託型制度の運営は、手元にキャッシュを確保したい経営者にとっては魅力的に見えたことも事実であ

ろう。

## ②信託型の制度における給付の約束

事業主が信託を設定して企業年金を導入する場合、法的には制度が給付義務を負うことになることは、モリス・パッキング社の例でも明らかである。年金制度に関する事業主の義務は、定められた掛金を拠出することである。スチュードベイカー・パカード社の制度終了に関しても、この点が指摘されている。筆者は、このような法的構造は意図せずに構築されたとは考え難い、と思っている。この事業主と年金制度との微妙な関係が長らく維持され、今日に至っている。

保険型を採用する場合、理屈としては、まず事業主が給付の義務を契約として引受け、その義務を保険購入により保険会社に移転することになる。事業主としては、給付の義務を契約上の義務とすることに抵抗があったとも思われる。

事業主の拠出義務と年金制度の給付義務との関係に齟齬をきたさないためには確実な財政運営が求められるわけであるが、①で指摘したとおり、初期の企業年金には数理的な概念すらなく、外部積立が始まった時期でさえ、財政上の健全性に対する優先度は低く、満額積立も求められなかった。

## ③企業年金制度の分化

当初、企業年金制度は純粋な労務管理の手段として誕生した。そもそも企業としては、優秀な幹部従業員を繋ぎ止めることを期待して年金制度を導入するのであるから、一般の労働者や短期間で退職する幹部従業員に対する給付を提供する動機がなく、高齢で円満に引退する従業員のみ年金を支給する制度を設計する。それが転機を迎えるのが、相次ぐ税制改正と労働組合の隆盛である。

まず税制面では、1930年代から1940年代にかけて課税回避の手段として、特に中小零細企業における経営幹部のみを対象とした制度が普及する。ピーク時94%という限界税率の前では、ある程度コストのかかる制度でも十分に節税効果が得られるため、この分野では保険型制度が急速に広まる。公的年金の導入により一定程度の所得までの引退後収入が確保されたことも、高収入の幹部従業員のみを対象とした制度の導入に拍車をかけた。経営幹部の年金であれば、積立基準や受給権付与基準なども、さしたる問題にならなかったと考えられる。一方で、著しく限定された適用範囲や法外な課税繰延が問題となる。1942年歳入法は、適用範囲を拡大する一方で中途退職者に年金を支払いたくない大企業の意向が反映したと考えられる。これらの経緯からすると、事業主が提供する制度において、大企業を中心とする信託型の制度と中小零細企業を中心とする保険型の制度とは、互いに異質なものであったと想像される。

次に、労働組合の影響である。ワグナー法で存在を認められた労働組合が年金の交渉を始める契機は、1940年代の社会保障年金制度の目減りと、1948年の第7連邦巡回裁判所の示した判決である。1950年代前半には、企業と労働組合との団体協約にもとづく年金制度が爆発的に普及する。団体交渉型の年金制度は、まず鉄鋼や自動車等の大企業のブルーカラ

一向けの単独事業主制度が普及し、次に伝統的な AFL 傘下の職能組合を中心とした多数事業主制度がこれに続く。単独事業主制度と多数事業主制度とは、例えば事業主の倒産と年金制度との関係など、制度運営に大きな差がある。そこで、この2つの形態の制度も互いに異質なものとなる。

従って、当時の企業年金を大雑把に分類すると、ア. 大企業の事業主が提供する信託型制度、イ. 中小零細企業が主体の保険型制度、ウ. 大企業のブルーカラー向けの団体協約型制度、およびエ. 多数事業主制度、の4グループになり、エリサ法の議論ではイを除く各グループが、経営者、労働者それぞれの立場から、利害得失を主張することとなる。

### 3. エリサ法施行以後の展開

前節では、スチュードベーカー事件を初めとしたエリサ法制定の議論に入る前の米国の企業年金の実態を概観した。このような実態を前提に、様々な関係者間の利害を整理し包括法を制定するという試みは、実に壮大な挑戦であった。エリサ法制定の経緯に関しては、参考文献1およびその日本語訳書に詳述されているので、本稿では割愛する。本節は、参考文献1の「おわりに」と重複する部分もあるが、エリサ法制定後の展開について概説する。

Wooten は、エリサ法制定後の展開を、ア. 保護政策の展開、イ. 引退制度に対する課税政策の展開、ウ. 私的年金制度の展開、およびエ. エリサ法と健康保険制度の展開の4つに整理したうえで評価している。本節では、アとの関係で受給権付与と積立基準の問題を、エとの関係で受認者義務と専占の問題を取り上げる。

#### (1) 受給権付与の要件の展開

Wooten は、参考文献1で「最近の30年間以上に亘り、連邦議会はエリサ法の保護の目標を実現する条項を純化または拡大するために、多くの機会にエリサ法を改正した」と指摘している。このことは、エリサ法制定時に「立法者達は必要以上に大きく踏み出すことを回避しようとした」との指摘と裏腹である。事実、独立系自動車会社の再編時期に給付を反故にされたことへの教訓として、既に自動車労連は1950年代に受給権付与規定を勝ち得ている。

エリサ法制定当時の受給権付与基準は、段階付与基準(勤務5年の後に25%付与、以降6年から10年まで年5%ずつ加算、11年から15年まで年10%ずつ加算して15年で100%付与)、一括付与基準(勤務10年の後に100%付与)、ウ. 規則45(年齢と勤務年数の合計が45になると50%付与、以降年10%を加算)、のいずれかを満たせばよいこととされていた。現在の受給権付与基準である、段階付与基準(勤務3年の後に20%付与、以降4年から7年まで年20%ずつを加算して7年で100%付与)と一括付与基準(勤務5年の後に100%付与)に変わったのは1989年のことである。その意味では、保護政策の一環である受給権付与基準は、現実的な条件でスタートし漸進的に強化している、と言える。

最近では、規制緩和等に伴って、個別の制度類型で更に強化されている。例えば2002年から、401(k)制度のマッチング掛金(企業負担)部分では、段階付与基準で付与割合が1年前倒し(勤務2年の後に20%付与、以降3年から6年まで年20%ずつを加算)となり、一括付与基準では2年前倒し(勤務3年の後に100%付与)となっている。また、2006年年金保護法

の成立に伴って2008年から、キャッシュバランス制度などを念頭に置いた適格給付建て制度について一括付与基準を2年前倒し、自動加入の401(k)制度では3年前倒しとしている。

## (2) 積立基準の展開

積立基準の展開は、純粋な保護政策の推進以外に、連邦の財政事情を反映した課税政策や、金融資本市場の変動の影響緩和を求める経済界等の動向などにより、必ずしも一貫したものとはなっていない。図表4は、エリサ法制定から2006年年金保護法成立の直前までの積立基準の変遷を示している。

単独事業主制度に関しては、1987年までは実質的に積立基準の変更はなく、継続基準による積立のみであった。実はこの積立基準も、既に1950年代に自動車労連が勝ち取っていた程度のものであることが、参考文献1で指摘されている<sup>17</sup>。1987年の完全積立限度の導入は、課税強化策とされている。一方、1994年の引退保護法は、非継続基準の導入による保護施策の推進である、と評価される。その後、減税施策により1997年、2001年の2段階で完全積立限度が廃止される。2002年と2004年の改正は、いわゆるパーフェクト・ストームによる年金財政悪化への対応であり、積立基準の緩和である。

ここまでの財政運営基準の詳細については別稿<sup>18</sup>に譲るが、2006年年金保護法制定の際に議論となったことのひとつに、それまでの積立基準が必ずしも厳格ではないことがあった。その原因は、「クレジット勘定」の存在と、その運営方法である。クレジット勘定とは、実際に年金基金に拠出した掛金のうち最低積立基準にもとづく拠出すべき掛金の下限を上回る額を年度毎に算出し累計したものであり、いわば過去の蓄積である。エリサ法では、クレジット勘定に金額がある限り、現在の積立状態に関わらず、これを取り崩すことで当該年度に必要とされる掛金に充当して拠出したものと見做す取扱いが認められていた。鉄鋼会社や航空会社がこの基準を利用し、財政が悪化しているにもかかわらず掛金を拠出せず、結果として連邦破産法の申請に伴って年金制度も積立不足のまま終了、年金給付保証公社(PBGC)が巨額の債務を引き受けることとなった。

2006年年金保護法は、上記の反省を踏まえ、特に単独事業主制度について、期間構造を考慮した市場金利に近い利率によって債務を評価すること、積立不足は原則として7年で解消すること、積立状態が悪化した場合にクレジット勘定の使用制限、給付発生や一時金選択等の制限を課すなど、全体として積立基準の強化に舵を切った<sup>19</sup>。中でも本稿との関係で筆者が特に指摘しておきたいのは、新基準にもとづく積立目標に対して、その150%までの積立を認める規定である。従来、積立基準は積立目標である数理債務を目標としていたため、資産運用の結果で積立水準が100%を超えることはあっても、100%を超える水準まで掛金を拠出することは認められていなかった。この規定は、利用は任意ではあるものの、

<sup>17</sup> ただし団体協約制度の場合、年金制度は勤務年数や労働時間あたりの定額制度であることが多く、3年から4年毎の団体協約の改定交渉にて年金受給者を含む定額単価が改定され、その都度追加債務の償却計画を作成するため、いつまでたっても満額積立には到達しないという構造的問題がある。

<sup>18</sup> 拙稿「米国給付建て制度の積立基準の現状と課題(その①)」、みずほ年金レポートNo.67(2006年5/6月号)

<sup>19</sup> 詳細は、拙稿「同前(その③)」、みずほ年金レポートNo.72(2007年3/4月号)、「同前(その④)」、みずほ年金レポートNo.74(2007年7/8月号)を参照。

年金制度が資本を保有することを認めるものと解することができ、重要な展開と評価される。

さて、2006年年金保護法の規定が本格的に適用されようとしていた矢先、今般の金融経済危機が発生し、年金基金の財政状態は著しく毀損した。これを受けて、同法に規定する積立基準の適用を延期する応急的措置を規定した「2008年 労働者、引退者、事業主再生法」が2008年12月に成立した<sup>20</sup>。この法律は時限措置が多く、積立基準に関しては適用を1年延期することとしていたため、連邦議会では、今後の扱いが議論されている。二度目のパーフェクト・ストームに対しても、積立基準緩和で臨まなければならないのが米国の現状である。

これらの経緯を見ていると、保護政策は無理のない水準からスタートして徐々に強化していくこととなり、受給権付与に関しては概ね一貫した強化となっているものの、積立基準に関しては政治・経済情勢の変化とともに必ずしも一貫した方向性を示せていない、と評価できると考えられる。

### (3) 受認者義務

#### ① 導入の経緯

エリサ法のもうひとつの重要な分野は、報告・開示および受認者義務(受託者責任)である。仲介機関としての年金基金は、その資金をもとにした不適切と思われる様々な行為が問題となる。この点に関しては、税務当局も当初から問題を意識しており、1940年代に事業主資産への投資の報告、年金信託に排他的利益のための運営を要求している。また連邦議会は1954年、禁止取引の規則を採用することにより排他的利益の要件を補強した。この規則は、年金信託に対等取引で得られるよりも不利な条件で制度提供者のような「関係者」と取引することを禁じた。しかし、例えば1955年、企業が合併目的で他社の株式を取得する際に年金基金の資金が利用されたケースが連邦議会で問題となる。

実は、こうした不適切行為の多くは多数事業主制度において発生した。労使分野における不適正行為に関する上院特別委員会(マクレラン委員会)は1957年、全米トラック運転手組合(チームスター)における組合幹部の不正行為等について公聴会を実施し、1958年に多数事業主制度における「多くの乱用と問題」指摘する中間報告を提出した。チームスターに関しては、1964年にもホッフア委員長による年金基金からの詐取容疑がシカゴで提訴された。

これらの一連のスキandalに対して、政府および議会は当初、連邦法による報告・開示の規定で臨んだ。それは1958年に成立した福祉および年金制度開示法の議論の際、ダグラス・アイブス・マレー法案の共同提案者であるポール・ダグラスの「日光はすばらしい消毒剤である」との発言に端的に現れている。しかし1961年には、通貨信用委員会が情報開示以外には訴訟に依存せざるを得ない開示法の欠陥を指摘し、年金資産を投資する役職員に対する行為基準を確立し強制する権限を連邦の機関に与えることを連邦議会に要求した。ケネディ政権は1962年、開示法の改正に取り組み開示改正法を成立させたが、その過程で

<sup>20</sup> 詳細は、拙稿「同前(その⑤)」みずほ年金レポート No.83(2009年1/2月号)を参照。

議会が規制を拒絶し実効性を損ねた。その後も1965年、マクレラン委員会が資産の流用を暴き、マクレランが受認者基準の法案提出し、マクレラン上院議員が政府に受認者と開示の問題に取り組むべきことを指摘している。1967年、大統領府が受認者と開示の法案を提出したが、1968年に廃案となっている。エリサ法における報告・開示および受認者義務の分野の立法は、時に単独の法案として加入・受給権付与・積立の基準、および制度終了保険の分野の立法に脅威を与える場面もあったが、最終的には両分野を統合した包括的な立法が実現することとなる。

## ②受認者義務に関連した規定

周知のとおり、エリサ法は、第3条(21)号にて受認者を、制度資産に対する権限を持つ者または支配する者、制度管理に対する裁量的な権限を持つ者または支配する者、および有料で投資助言を提供する者と規定している。信託は受託者に関して法人としての組織要件を課さないため、受認者は個人の肩書きでなく、前記の機能を担った者が受認者とされる。受認者義務には、第404条に規定されており、忠実義務(排他的目的遂行義務)、慎重人原則、分散投資義務、および制度規定順守義務がある<sup>21</sup>。

受認者義務の免除規定として、指名受認者に指図権がある場合の信託受託者(第403条)、投資マネージャーが任命されている場合の信託受託者(第403条)、加入者等が個人勘定資産を支配している場合の受認者(第404条(c))が、該当部分の義務を免れる。さらに、禁止取引として、受認者、利害関係者と制度との取引禁止(第406条)、事業主証券の取得・保有制限(第407条)、および禁止取引の法定適用除外、労働長官の承認による適用除外が規定されている(第408条)。

受認者義務に関するポイントは2つある。ひとつは受認者の定義であり、もうひとつは利害関係者との取引である。これらは1974年当時、両院協議会に持ち込まれた上院案と下院案で異なった。受認者の定義に関しては、制度資産に対する何らかの権限あるいは支配に関わる人とした上院案に対し、下院は年金資産を管理する者だけでなく、制度管理に関する裁量的権限を持つ者にも範囲を広げた。現在の規定は、下院案を採用しているが、年金制度における給付の裁定、健康保険制度における保険適用の可否判断等に関して受認者義務が適用される。

利害関係者との取引に関しては、「日常的取引への免除を伴う自己取引の一般的禁止」とする上院案と、自己取引を禁止せずに「十分な考慮のない場合に自己取引を禁止」とする下院案、つまり原則禁止と原則許容とが厳しく対立した。最終的には、下院の法案の規制基準が既に税法にあるにもかかわらず不正行為を防ぐほどには厳密でないことを論証した上院議員ジャビッツ等の主張により、上院案が採用されるとともに、多くの免除規定が設けられた。

## (4)エリサ法の訴訟と専占

さて、エリサ法における受認者義務では、訴訟との関係を確認する必要がある。というの

<sup>21</sup> これらの規定から明らかなおとおり、受認者義務は、制度管理運営上の義務である。

は、エリサ法に関連する訴訟のほとんどが受認者義務違反を争点のひとつとして争われるからである<sup>22</sup>。

エリサ法の成立過程では、連邦法が州法に優先する「専占」の概念が大きな役割を果たした。エリサ法成立直前においても、連邦議会における労働関係委員会(労働省)と財政関係委員会(財務省)との管轄問題、経済団体と大部分の労働組合の消極姿勢があり、法案の成立は不透明な状況にあった。しかし当時、一連の年金キャンペーンに触発された州政府に企業年金を規制する立法の動きが始まった。この規制が無定見であり、また、州毎に一貫しない規制が適用されることは、企業にとって極めて不都合なことであった。従って、経済界は連邦法の制定を是認するわけであるが、その際、労働委員会の影響力が増した。

州間通商を規制する憲法上の力に由来する民間部門の雇用に関する権限を持つ労働委員会の法案は、法令基準の遵守を命じることが可能である。一方で、憲法上の課税権限にもとづく法案に管轄権を持つ財政委員会の法案は、遵守した企業や制度に税制優遇を与える。このことは、税法として連邦法を制定しても、税法を越える基準を制定する州立法府の動きを封じることができないことを意味する。従って、労働法としての連邦法の規定が専占の効果を十分に発揮し得るため、労働委員会の交渉力の増大することになる。「専占」は、エリサ法成立の推進力のひとつともいえる。

合衆国憲法は、合衆国憲法および連邦法は州法に優越し、州の連邦との競合を禁止し、裁判は連邦法に敬意を払う、と規定する。従って、連邦法には特段の専占規定は不要と考えられるが、エリサ法には専占条項(第 514 条)が存在し、原則的にエリサ法の制度に「関係する」州法は専占される、保険を規制する州法を専占から留保する(留保条項)、留保条項の適用にあたりエリサ法の制度は保険会社ないし保険事業に関与していると見做してはならない(見做し条項)、と規定する。このような複雑な規定の背景には、州法で規制される保険業とエリサ法の制度とが類似していることがあると考えられる。例えば、自家保険型の健康保険制度や前払い弁護士費用制度といった制度は特に団体協約制度において実施されていたが、このような制度が保険当局の管轄下に置かれることを労働組合が嫌ったことが指摘されている。結果として、年金制度ほどは検討されなかった制度がエリサ法の規制を受けることとなったが、これらの制度はエリサ法上も救済規定が不十分である一方、専占条項によって州法その他の救済が受けられないという矛盾を生み出してしまった。

エリサ法の訴えによる救済の規定は、図表5に示すとおりである。エリサ法は信託法理にもとづいているため、基本は衡平法上の救済が中心になる。これは主に不当利得の返還等の原状回復であり、不当利得がなければ救済は受けられないことになる。制度の救済かつ受認者の違反行為からの救済に限って損害賠償が発生する。これらの規定とともに、最高裁判所がエリサ法の下で利用可能な救済を狭く解釈してしまったことで、以下のような不都合が発生する。

---

<sup>22</sup> 例えば、“ERISA LITIGATION STUDY”, Pension Governance Incorporated and The Michel-Shaked Group, April 15, 2009 を参照。

例1：エリサ法による健康保険制度において利用検証協定における供給者(受認者)の不当な判断により適切な医療を受けられなかった場合、個人の救済なので訴権のないまま見捨てられてしまう。

例2：非受認者(医師、年金数理人、会計士等)の過誤により損害を被った場合、被告が非受認者であるため第409条の損害賠償は適用されない。

例3：401(k)制度において受認者が加入者の運用指図の処理を怠った場合、例1と同様に個人の救済なので、衡平法上の救済に限られ損害賠償は適用されない。

これらの不合理を踏まえて近年、エリサ法の専占条項の解釈が変わってきている。具体的には、エリサ法による救済を受けられない場合、州法による救済(例えば州法にもとづく損害賠償)が認められる、との判断が相次いでいる<sup>23</sup>。

#### (5) 小括

「晩年における個々人の経済保障が、このような脆い基礎に頼るものであり、このような『もしも』や『たぶん』の信じられない一覧表により危険に晒されることは、我々のような豊かな社会においては、とても正当化できないものである」とは、1968年の上院公聴会における企業年金の現状を評した労働省幹部トーマス・ドナヒューの言葉である。エリサ法の成立には、このような公務員達の信念が欠かせなかった。しかし一方では、年金研究会のジョージ・テイラーが1963年に「不確実に過ぎない給付の資格を持つ従業員は、(彼らの)制度の限界について十分な助言を受ける(べきである)」と指摘した、企業年金の構造的問題<sup>24</sup>には、大きな変化がない。

Wooten はエリサ法の保護政策について、「様々な規制上の問題について、・・・連邦議会は本来よりも厳しくない対応策を選択した。1974年以来、連邦の政策は、概して労働者保護理論によって描かれた方向に沿って展開した。保護手段は費用を増加させ、事業主を制度の閉鎖ないし給付の削減に導いた。同時期に連邦政策は、年金制度は果たせない約束をすべきでないという見解に傾斜していった。2000年に始まった景気停滞は、この二律背反を特に抗し難いものにした。」と指摘している。

エリサ法の施行後、保護政策に関する規制は総じて強化されているが、一方で経済変動に直面した結果、同法が目指す労働者の老後所得保障という目的達成には、なお課題が多いと言わざるを得ない状況が続いている。

一方、受認者義務に関しては、米国独特の連邦法と州法との関係(専占)や社会経済状況の変化により、運営に不合理が発生した。これらの問題には、裁判所の判断の変化(専占)、労

<sup>23</sup> 参考文献3によれば、例1について「管理医療供給者の法的責任を維持するために州が外部検証手続を創設することはエリサ法の専占を免れる」(最高裁判所、2002年)、「エリサ法は診断や処置に関して判断する利用検証者に対する州法の請求を専占しないことを示唆」(最高裁判所、ペグラム対ヘルドリック事件、2000年)、例2について、年金数理人の業務過誤によって制度に損害を与えたとして訴えた事例で「エリサ法による救済方法がない場合にはエリサ法によって専占されることなく州法が適用され州法の救済が認められる」(Gerosa v. Savasta & Co., Inc. 2nd Cir. May 19, 2003)、また、例3について「401(k)の個人勘定を制度と見做して「制度の救済」が適用され、損害賠償も認められる」(LaRue v. DeWolff, Boberg & Associates, Inc. February 20, 2008)といった主旨の判決が下されている。

<sup>24</sup> 年金制度が給付義務を負い、制度提供事業主は年金基金への法令上の拠出義務を負う、という構造。

働省規則の改定による禁止取引の免除基準の変更(金融技術の進歩)等で対応している。

その他、エンロン問題やDC制度の運営上のニーズに対応した法律改正(2006年年金保護法)<sup>25</sup>があるが、労働者保護政策に比べると受認者義務への対処に関しては、エリサ法の基本構造は安定していると評価できる。ただし、今回の金融経済危機を受けて資産運用の業界に対する批判も強く、開示やDC制度におけるデフォルトファンドの基準見直し等が議論されている。

#### 4. 考察

米国における草創期の企業年金事情、およびエリサ法成立後の展開を概観したが、ここで日本の企業年金について若干の考察を加えたい。米国の事例は、日本にとって有用なもの、国情の違いとして整理すべきものがある。これを混同すると、かえって混乱を持ち込むことになるため、留意が必要である。

##### (1) 企業年金の統治(ガバナンス)

米英のように企業年金の設立が任意の国では、企業年金の形態や制度設計は企業の経営戦略の一翼を担う。従って、企業年金の運営には、常に企業の関与が付きまとう。米英は、この問題を「信託」という器の設定と、「制度設定機能」と「制度管理運営機能」とを峻別することで整理した。制度設計や掛金拠出義務の履行(拠出額の決定)といった制度設定機能を制度提供者である事業主に帰属させる一方、給付の裁定や積立金の管理運用といった制度管理運営機能は受認者の機能とした。そもそも受認者義務の根拠となる信託関係は、制度提供者が指名受認者に対して制度の管理運営を委託するところから始まる。指名受認者は会社の役員であってもかまわないが、有名な「二つの帽子」の議論に従って、受認者義務は彼が果たす機能ごとに判断される。また、受認者が法人として一定の組織や役員を整えておく必要もない。

日本の企業年金には、事業主が実施主体となる規約型と、法人格を持つ企業年金基金および厚生年金基金(以下「基金」という)がある。信託関係は、規約型の事業主と受託機関である信託銀行との間、および企業年金基金と信託銀行との間に存在するが、例えば年金制度を導入した事業主と基金との間には存在しない。基金はそれぞれの法律にもとづく法人であるが、実質的には社団に整理される。従って、法人としての登記に際し役員を登録する必要がある。なお、規約型の実施主体となる企業も営利を目的とする社団である。

基金の社団としての構成員は、重要事項を審議決定する議決機関である代議員会を構成する代議員の選出母体である事業主と加入者である。一方、理事会は基金業務の執行機関である。従って、基金の理事は基金に対する忠実義務等を負う。そして、基金業務の監査機関である監事が置かれている。米国と異なるのは、年金規約の変更、合併・分割、解散といった制度設定機能を含む法人としての自己決定機能を持っていることである。しばしば、

<sup>25</sup> エンロン事件の際、DC制度におけるレコードキーパー変更時に一時的に加入者が運用指図できなくなる期間(いわゆる「ブラックアウト期間」)が発生するが、この期間における受認者義務の整理が行われた。また、自動加入やデフォルト投資、プロバイダーによる投資教育等と受認者義務との整理等も法律に盛り込まれた。

基金の理事が給付設計の変更(特に給付の引下げ)に関連して訴訟リスクに晒されることを懸念する声を聞くが、代議員会で決定した規約変更にもとづき業務を執行する立場の理事に、規約変更そのものの責任が問われることは考えにくい。また、規約変更を含む重要事項の決定は、構成員の代表者からなる機関である代議員会で正当な手続きを経た上で、かつ法令で定められた要件を満たせば、法律上、何ら問題は発生しないと考えられる。ただし、現状の代議員会の構成を考慮すると、退職した受給権者や受給権のある遺族は基金の構成員とは整理できない可能性がある。従って、彼らへの給付の変更に関しては、基金との関係を構成員としてではなく債権債務関係として整理した方が良いのではないかと考える。債権債務関係であれば、給付の変更は当事者同志の個々の合意によることになる<sup>26</sup>。

規約型の制度の場合、実施主体は事業主である。実際の年金制度の運営は、社内組織で行なうことになるという点で米国の制度と類似しているが、法律上の「受認者」という規定がないままに「二つの帽子」を被ることになり、かつ「加入者等」に対する忠実義務を課される点で、基金型ほどの厳密性はない<sup>27</sup>。給付の引下げに関しては、そもそも加入者は株式会社の構成員ではなく事業主とは労働契約を通じた関係であり、年金規約は就業規則ないし労働協約として位置付けられるので、不利益変更に関しては、法令要件と共に労働条件の不利益変更に関する判例法理が適用されると考えられる。ただしこの場合も、退職した受給権者や受給権のある遺族には雇用関係が存在しないため、事業主との債権債務関係と整理した方が良いと考えられる。

このように考えると、現在よく指摘される、基金の理事に関する権限と責任との不均衡の問題は、言われているほど深刻ではないと考えられる。

## (2) 資産運用と年金財政

1962年に導入された税制適格年金の予定利率は、通知上は年5.0%を下回らない一定利率とされていたが、1997年まで長らく年5.5%に固定されていた<sup>28</sup>。一方、厚生年金基金は、予定利率を通知により年5.5%と定めていた。この年5.5%という水準は、企業年金制度導入当時の定期預金金利であるとの指摘があるが、いずれにしても金利もの資産の収益率が基準となっていたと考えられる。

ところで図表6に、1975年以降の年金信託のポートフォリオを、5年毎に掲げた。当初の運用は、企業への長期貸付金、長期保有を前提とした国債、地方債、また政府保証債や特別法人債等が中心であった。つまり、金利もの資産が中心であり、かつ、それでも年金制度を維持していくのに必要な利回り(年5.5%+コスト)が確保できる時代であった。

このようなインカム収入主体の運用に大きな転機が訪れたのが1980年代の後半である。図表6によると、1985年の時点の年金信託の運用は、国内株式と外貨建ての債券・株式への投資は全体の2割程度、国内債券と貸付金等で約8割を占めていた。当時の債券は満期

<sup>26</sup> ただし、情報の非対称性や個人の立場の弱さ等に配慮した合意のプロセスの適正性について、一定の担保が必要であろう。

<sup>27</sup> 忠実義務が課されたことをもって実質的に信認関係が成立した、との考え方もあろう。

<sup>28</sup> 導入当初は、年5.8%等の申請例もあった。

までの保有を前提とし、ポートフォリオ全体として金利収入に依存していた。しかし、1990年時点では国内株式や外貨建ての債券・株式への投資比率が倍増して4割以上を占めるようになる。また債券運用は市場指標をターゲットとしてインカム+キャピタル益の総合収益を狙うポートフォリオ運用へと変化した。従って、1990年の時点では8割以上が有価証券によるポートフォリオ運用となった。当時わが国は、巨額の貿易黒字等を背景に世界の中で大債権国に浮上し、かつて経験したことがなかった円高、カネ余り、金利水準の低下という状況が生まれ、従来の金利収益依存型の運用では年金制度を維持するのに必要な収益が確保できなくなったことが背景にある。この流れに並行して年金資産の運用規制の緩和が進行し、21世紀に差しかかる頃に主だった規制は撤廃され、現在では年金基金は自らの責任においてほとんど制約なしに投資政策を組み立てることが可能となる。

一方、年金財政に関しては予定利率の弾力化が実施されたのは1997年のことであるが、既に当時、長期金利は年3.0%を切る水準であった。つまり、制度導入当時は金利もの資産の収益率であった年5.5%という予定利率は、規制緩和が実現した時点では金利もの資産の収益率を大きく上回る水準になっていた。現在の予定利率の設定基準は、「積立金の運用収益の長期の予測に基づき合理的に定められるものとする。」とされており、かつての位置付けから大きくシフトしている。

後講釈との批判を省みずに指摘するなら、有価証券によるポートフォリオ運用が拡大していく1980年代後半に運用リスクとの関係で財政運営の枠組みを検討していれば、別の展開もあったかもしれない。昨今の金融危機により積立金が大きく毀損してしまった企業年金にとっては特に厳しいことではあるが、市場金利によって年金債務を評価することは、自らのポジションを確認し、資産運用を再考する上でも意義のあることと考える。

ところで、企業年金の積立基準の設定を事業主と年金制度(米国の受認者に相当)との交渉に委ねる英国のようなやり方は、現実的でないと考える。今回の金融経済危機でわかったことは、会計基準にもとづく損益が重視される昨今でも手元資金の余裕の差が企業の命運を決めることも有り得る、ということである。資金流出に気を遣う企業が必要最小限の掛金を上回る拠出を行なうことは、常に期待できることではない。積立基準は法令に定めることはもちろんであるが、その強度は、ある意味で国の政策事項になるかもしれない。

### (3) 結語

年金制度には各国様々な経緯があり、決して理路整然と展開されてきたわけではない。そのことは、米国の企業年金の展開とエリサ法の検討過程、成立後の展開を見れば理解できる。偉大な法律ではあるが、様々な不具合を抱えて走り続けていることも事実である。諸外国の例を参考にする際には、現在の事情のみならず、そこに至るまでの経緯、背景といったものを合わせて理解しないと、我が国に思わぬ混乱を持ち込む危険がある。筆者のような調査業務にあたる者は、このことを肝に銘じたい。

最後に、企業年金制度の今後についてコメントしたい。現在、米英を中心に給付建て制度の終了、凍結が広まり、給付建ての企業年金の適用を受ける労働者の割合は低下しつつあ

る。また、拠出建て制度においても、401(k)制度における企業拠出を停止する例が増加している。企業年金全体として適用率が低下すれば、税制優遇の根拠がぐらつく。日本でも、適格退職年金の移行が進まずに終了してしまうと、適用率が大幅に低下する懸念がある。企業年金の適用率を拡大させる両極端の施策としては、企業年金を義務化すること、企業年金の要件を可能な限り緩和すること、が考えられる。

企業年金の義務化に関しては、パーフェクト・ストームの頃の英国でも議論があったが、米国はさらに遡り、1979年にカーター大統領が設置した年金政策に関する大統領委員会でも議論された経緯がある。1981年にまとめられた最終報告では、重要な勧告として、すべての従業員が拠出建て年金制度に最低掛金以上を拠出することを求める義務的な普遍的年金制度の導入を求めた。しかし現在に至るまで、議会は義務的制度の提案を採用していない。日本でも、この種の議論は実現が難しいと思われる。

一方、企業年金の要件を可能な限り緩和する戦略は、例えば確定拠出年金制度の脱退一時金の要件緩和等が該当するのではないかと考える。こちらは、貯蓄との差別化を求める税務当局との厳しい交渉が予想される。要件を緩和することは制度の質を落とすことにつながるが、「無いよりはマシ」な年金制度を普及させることが公益に適うか、疑問ではある。一定の質を確保した年金制度が普及するよう、更なる工夫が求められている。

以上

図表1 任意の補足的および私的年金制度の導入方式

国・地域	年金基金		保険 <sup>a</sup>	信託	引当金	サポート 基金	公的主体
	法的主体	非法的主体					
<b>アフリカ(2005年1月1日現在)</b>							
ボツワナ	○						
ケニア <sup>f</sup>				○			
南アフリカ	○ <sup>b</sup>						
チュニジア							○
ザンビア				○			
ジンバブエ	○ <sup>b</sup>						
<b>アメリカ(2005年7月1日現在)</b>							
ブラジル	○		○				
カナダ			○	○			
米国			○	○			
<b>ヨーロッパ(2006年1月1日現在)</b>							
オーストリア	○		○		○	○	
ベルギー	○		○				
デンマーク	○		○				
ドイツ	○		○		○	○	
アイルランド				○			
イタリア <sup>f</sup>	○ <sup>c</sup>	○ <sup>c</sup>					
ルクセンブルグ	○		○		○		
モルドバ	○						
オランダ	○		○				
ポルトガル		○	○				
スロバキア			○				
スロベニア		○					
スペイン		○	○		○ <sup>d</sup>		
スウェーデン	○		○		○		
英国 <sup>f</sup>				○			
<b>アジア・太平洋(2006年7月1日現在)</b>							
バングラデシュ				○			
香港			○	○			
インドネシア	○						
イスラエル		○ <sup>b</sup>	○				
日本	○		○	○			
マレーシア			○	○	○		
ニュージーランド				○			
タイ	○ <sup>e</sup>						

脚注:

- a: 制度が保険契約を通じて直接的に実施される。
- b: 年金とプロビデント基金の両方が存在する。
- c: 閉鎖年金基金は独立した法主体であるが、開放年金基金はそうではない。
- d: 引当金方式は、1999年12月より前に加入した加入者のための以降期間を通じて、銀行、保険会社、その他の金融仲介機関に限定されている。
- e: プロビデント基金
- f: 2003年1月1日現在の情報

出所: Complementary and Private Pensions throughout the World 2008 (OECD)の表2

図表2 選択されたOECDおよびIOPSの加盟国における年金監督の構造

専門化監督機関	準統合化監督機関 最低限 年金+保険	統合化監督機関 年金、保険、証券、 場合によって銀行
チリ	ベルギー	オーストラリア
コスタリカ	フィンランド	オーストリア
香港	フランス	ブルガリア
インド	ヨルダン	カナダ
アイルランド	ルクセンブルグ	クロアチア
イタリア	ポルトガル	チェコ
日本	スペイン	デンマーク
ケニア	トルコ	ドイツ
メキシコ	ザンビア	ハンガリー
ナイジェリア		アイスランド
英国		イスラエル
米国		ジャマイカ
		カザフスタン
		コンボ
		韓国
		モーリシャス
		ナミビア
		オランダ
		ノルウェー
		パキスタン
		ポーランド
		スロバキア
		南アフリカ
		タイ
		トリニダード・トバゴ

出所：IOPS Working Paper No.1 (“A Review of the Pros and Cons of Integrating Pension Supervision with that of Other Financial Activities and Services”, 1. August, 2007)の表2

図表3 米国およびカナダにおける1929年の年金の積立

積立状態	制度数	同左割合	鉄道を除く割合
積立制度	194	55%	63%
非保険制度	148	42%	48%
非拠出制	104	30%	34%
拠出制	44	13%	14%
保険制度	46	13%	15%
非積立制度	158	45%	37%
合計	352	100%	100%

注：鉄道産業を除くと307制度があり、積立が194、非積立が113であった。

出所：Murray Latimer, *Industrial Pension Systems*, 表 72, IV, 75.

図表4 エリサ法施行以降の積立基準の変遷

年	法律	内容
1974	ERISA	制定。
1980	Multiemployer Pension Plans Amendment Act of 1980	多数事業主制度の積立基準の強化(未積立債務の償却期間の短縮)。
1987	Pension Protection Act of 1987 (OBRA 87)	現在債務の計算の基準として30年債の利回りに対する許容範囲90-110%の設定、最低積立基準の増額、現在債務の150%という完全積立限度の導入。
1994	Retirement Protection Act of 1994	現在債務の計算における利率の許容範囲の縮小(30年債の加重平均の90~105%)、および死亡率の標準化による積立要件の強化。積立基準に現在債務の90%という下限を設定。
1997	Taxpayer Relief Act of 1997	現在債務を基準とした積立上限を、1999年に開始の制度年度は155%、以降2005年に170%へ段階的に上げる。
2001	The Economic Growth and Tax Relief Reconciliation Act of 2001	160%の完全積立限度の引上げ計画を加速させ、2004年以降にはじまる制度年度から廃止。
2002	The Job Creation and Worker Assistance Act of 2002	2002年からの2年間に始まる年度について、現在債務の計算における利率の許容範囲を30年債利回りの加重平均の90-120%に一時的に拡大。
2004	Pension Finding Equity Act of 2004	2004年から2年間、現在債務の利率を長期の優良社債の複合インデックスにもとづく利率に置き換え、その4年加重平均の90%から100%を適用。当初2年間は鉄鋼・航空会社等は、不足削減掛金の条件が緩和。

出所: GAO-04-90、Appendix IIを参考に筆者が作成。

図表5

エリサ法の訴えによる救済(第409条および第502条)



出所: 石垣修一、「企業年金運営のためのエリサ法ガイド」(中央経済社、2008年9月)の図12-2

図表6 年金信託のポートフォリオの変遷

～貸付金や債券の金利収入中心の運用の時代から、  
有価証券のポートフォリオによる時価増殖を目指した運用の時代へ～

(単位: %)

	1975/3末	1980/3末	1985/3末	1990/3末	1995/3末	1998/3末
国内株式	10.9	11.4	12.7	26.7	27.4	35.7
国内債券	32.5	46.1	54.7	39.4	41.8	39.4
外貨建資産	0.0	0.0	8.3	16.4	16.9	18.4
貸付金 他	56.6	42.5	24.3	17.5	13.9	6.5

注)「国内債券」については1985年頃を境に、満期まで継続保有して金利収入を得るのが主体の運用時価増殖を目指したポートフォリオ運用へと内容自体が変化すると推測される。

「外貨建資産」については、外貨建ての株式・債券がほとんどで、「外貨建証券」と読み替えられ

〔データ出所〕(社)信託協会公表データより、みずほ年金研究所加工

なお、年金信託には厚生年金基金と適格退職年金が含まれる

参考文献

1. James A. Wooten, “Employee Retirement Income Security Act of 1974 -A Political History-”, University of California Press, January 24, 2005  
日本語訳：みずほ年金研究所監訳、「エリサ法の政治史 ー米国企業年金法の黎明期ー」、中央経済社、2009年2月
2. Steven A. SASS, “Promise of Private Pensions -The First Hundred Years-”, Harvard University Press, July 31,1997
3. 石垣修一著、小櫻純監修、「年金資産運営のためのエリサ法ガイド」、東洋経済新報社、2003年7月
4. 石垣修一、「企業年金運営のためのエリサ法ガイド」、中央経済社、2008年9月
5. Roger Lowenstein 著、鬼沢 忍訳、「なぜ GM は転落したのか-アメリカ年金制度の罫-」、日本経済新聞出版社、2009年2月
6. Donald S. Grubbs, Jr., “The Public Responsibility of Actuaries in American Pensions”, North American Actuarial Journal, Volume 3, Number 4, 1999