

米国確定給付型企業年金の直面する課題

野村 亜紀子

要 約

1. 米国の確定給付型企業年金は現在、制度のインフラ的な部分で、様々な課題に直面している。具体的には、①企業の年金プランへの拠出義務に関する規制の見直し、②年金給付保証公社（PBGC）の財政難、③キャッシュ・バランス・プランの先行き、④年金会計に対する批判が挙げられる。
2. これらのうち、①～③については、ブッシュ政権が、2006 年度予算案の中に対策を盛り込んでいる。拠出義務の強化や PBGC 保険料の引き上げが含まれており、企業のキャッシュフローに影響を及ぼしうる内容である。
3. 年金会計をめぐるのは、年金資産や年金債務の変動が財務諸表に過度な影響を与えないようにする、いわゆる平準化の措置が、企業利益の嵩上げにつながったのではないかという批判がなされており、財務会計基準審議会（FASB）の動向が注目されている。
4. 制度改革が与えるインパクトとしては、資産運用面で、株式から債券へのシフトの可能性が指摘されている。また、確定給付型年金提供の負担感が増して、結果的に、企業が同プランを提供しなくなる可能性も看過できないとされている。

I. 制度改革の必要性

米国では現在、確定給付型企業年金の制度的なインフラ部分で、様々な課題が浮上している。（図表 1 を参照）

一つ目が、拠出義務の計算方法である。確定給付型企業年金を提供する企業は、従業員退職所得保障法（ERISA）及び内国歳入法により、年金プランに対して毎年、一定の拠出を行い、一定以上の積立比率（年金資産と年金債務の比率）を維持することが義務付けられている。この拠出義務を算出するための前提条件の一つとして割引率があり、従来、30 年国債利率の加重平均の 90～105%を用いることとされてきた。

ところが、2001 年 10 月に 30 年国債の発

行停止が決定されたため、法改正による対応が必要となった。暫定的に、2002～2003 年は現存する 30 年国債利率の 90～120%、2004～2005 年は高格付社債利率の加重平均の 90～100%とされたが、恒久的な措置が必要とされている。

二つ目が、年金給付保証公社（PBGC）の財政難である。PBGC は、確定給付型年金の破綻時に、現役加入者及び退職者に対し給付を保証する。PBGC は、設立以来の債務超過から 96 年度にようやく脱したものの、鉄鋼会社や航空会社の大型破綻が相次ぎ、2002 年度には再び債務超過に逆戻りした。2004 年度の債務超過額は 233 億ドルに上り、対策が急務とされている。

三つ目が、キャッシュ・バランス・プラン（CB プラン）である。同プランは確定給付

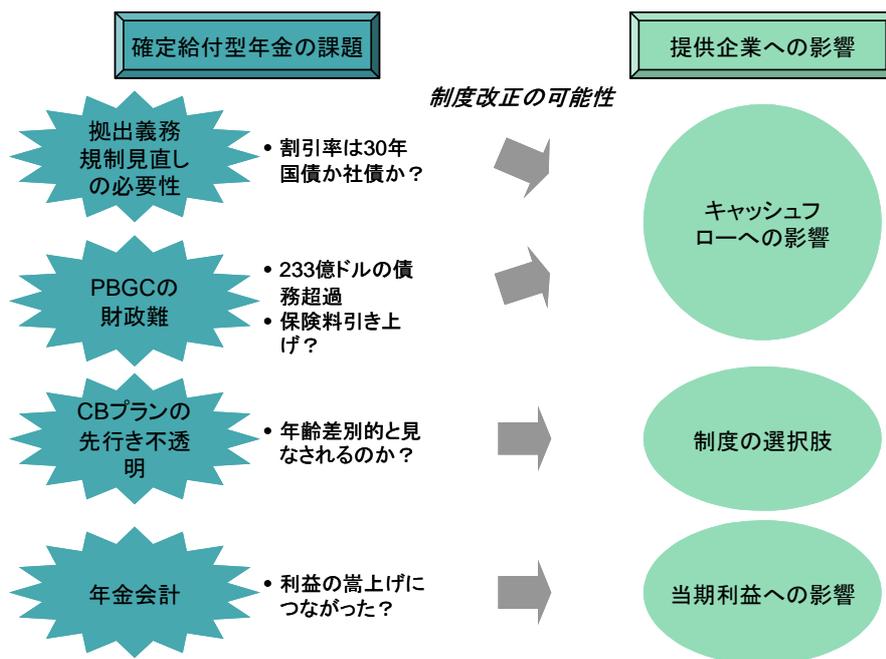
型年金であるが、退職時に受け取る年金の現在価値を、仮定の「個人勘定残高」の形で加入者に提示する。わが国企業の間でも採用が進んでいるが、本家本元の米国ではここ数年、従来の確定給付型プランからの制度変更が年齢差別的であるといった理由で、訴訟の対象となっていた。中でも、IBM の従業員による訴訟の判決は、CB プランとしてはごく一般的な制度設計が年齢差別的と見なされたことから、注目を浴びた¹。一方で、財務省が、一定の条件を満たせば CB プランは年齢差別的ではないとする規則案を出して事態の収拾を図ると、議会在高年齢の加入者に不利であるとして阻止するなど、司法、行政、立法を巻き込む混乱に発展していた。

四つ目が、年金会計、すなわち、企業が財務諸表において、確定給付型企業年金について開示する際の会計基準である。米国の年金会計は、年金という長期の負債が、毎年の財務諸表に過度な影響を与えることのないよう、

様々な「平準化」の措置を認めている。この平準化措置が、結果的に、前提条件の恣意的な設定を許し、企業利益の嵩上げにつながったのではないかという指摘がなされているのである。2004年10月には、年金会計上の前提条件の適切性について、証券取引委員会（SEC）が大手企業数社から情報収集を行ったと報じられた²。

以上はいずれも、確定給付型プランを提供する企業にとって看過できない問題である。拠出義務に係る規制は企業のキャッシュフローに影響を及ぼしうる。PBGC の問題も、企業が PBGC に支払う保険料引き上げの可能性を孕んでいるので同様である。他方、CB プランの先行き不透明により、企業は確定給付型プラン提供の選択肢が狭められている。そして、年金会計は、企業の当期利益に直接影響を与える問題である。

図表 1 米国確定給付型企業年金の課題と企業への影響



(出所) 野村資本市場研究所

II. ブッシュ政権の提案

ブッシュ政権は、上記のような課題への対策を、2005年2月7日公表の2006年度予算案の中で示している。(図表2)

1. 社債イールドカーブの適用

まず、2005年末の時限措置の期限切れ前に何らかの対応が必要な割引率については、社債イールドカーブの適用が提案された。

割引率をめぐっては、以前から、発行量の減少・停止に伴い、利回りが低下した30年国債をベースにするのは、不適切であるという指摘がなされていた³。現行の時限措置に、高格付社債の利率が採用されたのは、そのような意見が取り入れられた結果でもある。

拠出義務の計算のためには、年金債務を算出する必要がある。将来の給付の現在価値である年金債務は、割引率が高いほど小さくなるので、拠出義務も小さくなる。企業としては、現行の高格付社債利率の適用が時限措置で終わるのか、恒久化されるのかは大いに注目される点だった。

今回の政権案は、高格付社債の利率には違いないが、単一の割引率ではなくイールドカーブを用いるというものだった。支払いのタイミングが近い年金給付には、短い年限の利率を、遠い給付には長い年限の利率を適用するという方法である。順イールドであれば、高年齢の従業員や退職者の給付については低い割引率が適用され、若年の従業員の給付については高い割引率が適用されることになる。

また、現行の割引率は、過去4年間の利率の加重平均が用いられているが、提案では、90営業日の平均イールドを用いるとされた。イールドカーブは、財務省が、満期30年以下の固定利付社債で一定の条件を満たすものを使い、作成・公表する⁴。平準化された単一の利率を用いる現在の方法と比べて、90

日平均のスポット・イールドカーブを用いる方が、より正確に年金債務や拠出義務を計算できるという考え方に基づいた提案である。

2. 企業の財務状況を反映した拠出義務

さらに、今回のブッシュ政権案には、拠出義務の計算に企業の財務状況を反映させるという改革案が盛り込まれた。

現行の制度では、まず、従業員の勤務の対価としての年金債務増分(ノーマル・コスト)と償却額との合計が、最低限の拠出義務として規定されている。年金債務のうち、一定の要因によるものは全額を拠出義務の対象とするのではなく、複数年にわたって徐々に積み立てることが認められており、上記の償却額とは、今年の積立分である。具体的には、過去勤務債務(償却期限30年)、予測と実績の差異(同5年)、年金数理上の前提条件変更により生じた差異(同10年)といった償却項目がある⁵。また、積立比率が90%を下回ると、追加的な拠出義務が発生する。

上記の拠出義務は、企業の財務状況との関連付けなく規定されている。これに対し、ブッシュ政権案では、財務状況の良い企業に比べて、良くない企業の拠出義務の金額が増額される。財務状況の良くない企業とは、投資不適格債の発行企業である。

本来、年金債務とは、企業の従業員に対する負債であり、年金資産は、将来の負債返済のための資金である。ブッシュ政権案の考え方は、財務状況の劣る企業に対し、より多くの資金をあらかじめ積み立ておくことを求めるというものである。

また、上記のように複数ある償却項目を、積立不足の償却に一本化することが提案されている。償却年限は7年である。

図表 2 ブッシュ政権の制度改革案

項目	内容
1. 拠出義務の改正 ・社債イールドカーブの適用 ・企業の財務状況を反映した拠出義務 ・積立不足プランの拠出義務 ・好業績時の拠出枠の拡大 ・積立不足プランの給付引き上げ等に対する制約	◆ 複雑化した現行の積立義務を代替する規定の導入 ・割引率は高格付けのゼロクーポン社債のイールドカーブに基づき決定。スポット・イールドの 90 営業日平均値を使用。給付の支払い開始時期に応じて使用する割引率が異なる ・財務健全性の高い企業は「継続債務」(ongoing liability) を、低い企業(投資不適格債を発行)は「アット・リスク債務」を用いる ・継続債務は、加入者の勤務の対価として将来支払い義務の生ずる給付の現在価値 ・平均余命は財務省の公表する生命表を使用。離退職率は合理的に設定する。一時金支払いの可能性も加味する ・アット・リスク債務は、継続債務と同じ算定方法だが、退職率と一時金支払いの可能性を悲観的に設定する。さらに、プラン終了時の団体年金購入のコストを想定して、追加要素(\$700×加入者数+追加要素を除くアット・リスク債務の4%)を加味する ・債務が資産の時価を上回る場合、その年の拠出義務は、ノーマル・コスト(債務のその年の発生分)と積立不足の償却額との合計。毎年この計算を繰り返し、その年の償却額を決定。積立超過の年には償却額はゼロで、過年度の分もリセットされる ・償却項目は積立不足償却に一本化し、償却年数は7年 ・積立超過の場合、最大控除可能額を上限に、任意の追加的拠出が可能 ・最大控除可能額は、債務+ノーマル・コスト+バッファ額。バッファ額は、債務の30%と、将来の昇給を反映させた場合の債務の増分との合計 ・積立比率80%以下の場合、給付引き上げは企業が債務の増分を一括拠出しない限り不可 ・積立比率60%以下、または財務健全性が低く積立比率80%以下の場合、一時金支払いまたは給付の前倒し不可 ・財務健全性が低くかつ積立比率60%以下、または企業が破産しており積立比率100%未満の場合、プランを凍結しなければならない ・工場閉鎖等の偶発事象に基づく給付提供の禁止。PBGCの保証対象からも外す
2. PBGCの財政再建 ・リスクを反映した保険料体系 ・企業破産時の保証給付凍結 ・PBGCの先取特権強化	◆ 保険料の引き上げ・計算方法の改正 ・定額保険料は、1991年に加入者及び受給者1人当たり19ドルとされたが、社会保険庁の平均賃金指数で調整すると改める。調整後の2005年の保険料は30ドル ・変額保険料(積立不足額1000ドルにつき9ドル)をリスク・ベース保険料に改める。同保険料は、継続債務またはアット・リスク債務を用いて算出する。保険料率はPBGCが定期的に見直す ・企業の破産時点でPBGCの保証給付を凍結し、破産からの回復後も2年間は凍結を継続する ・破産法を改正し、企業の未払拠出(合計100万ドル超)に対するPBGCの先取特権を行使可能にする
3. CBプラン ・高年齢の加入者に対する公平性 ・年齢差別か否か ・利息付与率の規制	◆ CBプランの制度的な先行き不透明感を払拭 ・CBプランへの変更後5年間は、全加入者に対し、旧制度での給付の積上りと同等以上を確保することの義務づけ。旧制度ベースで見た給付の積上りの一時停止も禁止。違反するとペナルティ課税の対象となるが、加入者に旧制度への残留の選択肢を与えていれば免除される ・高年齢加入者に対する拠出付与方法が若年加入者を下回らなければ、年齢差別的でないことの明確化 ・現在、CBプランの利息付与率が、一時金の法定最低額算出に用いる割引率を上回ると法律違反の可能性があるが、違反でないことを明確にし、より高い利息付与率設定を可能にする
4. 開示制度の改正 ・PBGCに対する積立不足報告 ・プラン年次報告書、加入者向け要約年次報告書	◆ 情報開示の強化・迅速化 ・現在、一定以上の積立不足プランはPBGCに対し財務状況の報告が義務づけられているが、当該情報は一般からの請求があっても開示されない。これを改め、開示可能とする ・加入者向けの要約年次報告書の提示期限を、現行の年次報告書の提出後2ヶ月以内から、同15日以内に短縮する ・プラン年次報告書の付属資料B(年金資産、債務情報)の提出期限を、現行の年度末より7ヶ月以内から、同2ヶ月後に短縮

(出所) 米国財務省、労働省資料等より野村資本市場研究所作成

3. PBGCの財政難への対処

PBGCの財政難への対策としては、保険料の引き上げが提案された。ただ、単なる引き上げにとどまらず、拋出義務と同様に、企業の財務状況を反映した保険料体系の導入が提案された。

現在、確定給付型企業年金はPBGCに対し、現役加入者及び退職者1人当たり19ドルの定額保険料と、積立不足1000ドルにつき9ドルの変額保険料を支払っている。

これに対し、ブッシュ政権案には、定額保険料を賃金上昇率連動とし、当面一気に1人当たり30ドルに引き上げることと、変額保険料を「リスク・ベース保険料」に改め、リスク・ベース保険料の算出には、拋出義務と同様に、母体企業の財務状況を加味することが盛り込まれた。

さらに、PBGCの「保身策」の強化が提案された。現在は、企業の破産後も、年金プランが終了するまでPBGCの保証対象となる給付が増え続けるが、これを改め、企業破産時点でPBGCの保証対象給付を凍結する。

また、現在ERISAにより、PBGCは、企業のプランに対する未払拋出が合計100万ドルを超えた場合、当該企業の破産時に、未払拋出に対する先取特権を有するとされている。ところが、実際には、連邦破産法の自動的停止（automatic stay）が優先されていることから、先取特権を十分に行使できない状態にある⁶。そこで、ブッシュ政権は、連邦破産法を改正して、PBGCの先取特権を自動的停止の適用除外とすることを提案している。

4. CBプラン問題への対応

CBプランをめぐっては、CBプランが年齢差別的でないことを明確にし、制度としての先行き不透明感を払拭するための提案がなされた。

一般に、従来の確定給付型プランをCBプランに移行すると、高年齢で勤続年数の長い

従業員の、給付の現在価値が低下する。そのため、多くの企業では、CBプランへの移行に当たって、一定年齢以上の従業員に旧制度への残留の選択肢を与えるなどの措置を自主的に講じている。今回のブッシュ政権案では、移行後5年間は旧制度と同等以上の給付の積み上がり確保するなど、何をすれば年齢差別的と見なされないかが具体的に提示された。

また、CBプランでは、加入者の仮想の個人勘定に対して、毎年、給与の一定比率といった形の拋出付与が行われるが、ブッシュ政権案では、高年齢の加入者に対する拋出付与が若年の加入者を下回るようなことがなければ、年齢差別的ではないことを明確化としている。

III. 年金会計

年金会計については、ブッシュ政権から上記のような形で提案がなされているわけではない。他方、英国で2005年1月から全面適用となった新会計基準の影響を受けて、米国年金会計が、平準化を容認する現行の考え方から、「即時認識」を原則とする考え方に転換される可能性が取り沙汰されている。

1. 米国の年金会計の特色

米国の年金会計は、財務会計基準審議会（FASB）のFAS87により規定されている⁷。その概要は、以下の通りである。

- ・ 年金債務が年金資産の公正価値（フェア・バリュー）を上回り積立不足が発生している場合、積立不足を企業の貸借対照表に計上する。
- ・ 年金費用は、ノーマル・コスト（年金債務の今期の増分）に、今期の償却額等が加算される⁸。この年金費用から年金収益（年金資産の運用益）を差し引いた純年金費用を、企業の損益計算書に計上する。

財務諸表への過度の影響を抑えるための平準化は、以下の形で行われている。(図表 3 参照)

- ・ 過去勤務債務や予測と実績の差異などは、発生年度に一括計上するのではなく、複数年度にわたる償却が認められる。
- ・ 予測と実績の差異が、年金資産または債務の大きい方の 10%を上回るまで、償却の対象としなくてもよい。10%を上回ると、超過額が償却対象となる。これは「回廊アプローチ」と呼ばれる。
- ・ 年金収益は、(年金資産) × (収益率) で算出されるが、その際、資産の「市場連動価額」と「長期期待収益率」を用いる。市場連動価額は、公正価値または 5 年以下の期間にわたって公正価値の変動を調整した価額のいずれかである。長期期待収益率は、過去の投資実績及び今後の予測に基づき設定される。

2. 英国年金会計と国際会計基準

英国では 2005 年 1 月より、新しい年金会計基準である FRS17 の全面適用が開始された⁹。FRS17 は、米国年金会計とは対照的に、即時認識を徹底している点が大きな特徴である。すなわち、過去勤務債務、予測と実績の差異とともに、償却等の措置を経ずに、発生年度の企業の財務諸表に反映される。(図表 3 参照)

この FRS17 が、国際会計基準審議会 (IASB) と FASB との連携を通じて、米国に影響を及ぼす可能性が注目されている。IASB は、退職給付会計の収斂を目指すプロジェクトを 2002 年 6 月に開始しており、2004 年 4 月には、FASB との合同会議で、退職給付に関する包括的な共同プロジェクトに合意した。一方、従業員給付に関する国際会計基準 (IAS19) では、従来、予測と実績の差異について米国と同様な回廊アプローチが取られてきたが、2004 年 12 月、FRS17 と同

様な即時認識も選択肢として認めるという修正が公表された。今後、いっそう、即時認識の考え方に傾く可能性も指摘されている¹⁰。

また、冒頭で述べたように、米国では現在、年金会計の平準化の難点が問題視されており、そのような中で、FASB が FRS17 の登場をどう受け止めるのかを、米国企業も意識せざるを得ない状況にあると言える。

IV. 制度改正のインパクト

ブッシュ政権の提案をめぐっては、2005 年 3 月に議会公聴会が開催され、政権外からは、米国数理人学会 (American Academy of Actuaries) 代表、全米商工会議所等の複数の団体代表、全米自動車航空宇宙農業機器労組 (UAW) 代表などの証言が行われた¹¹。

公聴会では、好況期の追加的な拠出枠の拡大、CB プランの制度的安定の確立、一定の状況下での給付引き上げの制限、ディスクロージャーの充実については、概ね支持が表明された。一方、以下で紹介するように、拠出義務でのイールドカーブの使用、企業の財務状況の反映については、反対意見が強かった。

図表 3 米国 FAS87 と英国 FRS17 の違い
(予測と実績の差異の扱い)

<ul style="list-style-type: none"> ● 年金債務の実績が予測よりも 100 大きかった <ul style="list-style-type: none"> ➢ 年金債務予測 800 ➢ 年金債務実績 900 ➢ 年金資産 800 ➢ 平均勤続年数 10 年 	
<p>FAS87</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ 債務 900 > 資産 800 ✓ 差異 100 > 90 (債務 × 10%) ✓ 超過分 100 - 90 = 10 ✓ 償却額 10 ÷ 10 年 = 1 ✓ 損益計算書に反映する純年金費用に、1 算入 	<p>FRS17</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ 総認識利得損失計算書に計上する費用に、100 算入

(出所) 野村資本市場研究所

1. 拠出義務の変動拡大と債券へのシフト

ブッシュ政権案の 90 日間平均イールドカーブを使用する方法は、4 年間の加重平均利率を用いる現行の方法に比べて、年金債務の市場金利動向による変動が大きくなる。したがって、拠出義務の金額についても、将来の見通しが立てにくくなる。また、高年齢の従業員及び退職者の多いプランでは、年金債務が大幅に増加する可能性がある¹²。

企業の財務状況すなわち格付と、拠出義務とを関連づける提案も、経営環境悪化により格下げされると、年金の拠出義務増につながるという二重苦になる。経営難の時に厳しいという点では、PBGC 変額保険料の改正案も同様である。また、定額保険料を 19 ドルから一気に 30 ドルに引き上げる提案は、多くの企業にとって確定給付型プランの提供を困難にし、場合によっては急激なキャッシュフローの制約による破産にもつながりうると指摘された。

拠出義務の変動増加への一つの対処方法と考えられているのが、イミュナイゼーション戦略の活用である。加入者のために、退職までの年数と同じ満期の債券を購入する方法と言え、年金資産と年金債務の動きが一致するので、拠出義務や PBGC 保険料計算における変動が抑制される。イミュナイゼーションの重視は、自ずと債券運用へのシフトを示唆する¹³。

実は、年金会計における即時認識へのシフトについても、同じような指摘がなされている。企業会計上の年金の扱いが、平準化の施されない時価評価に移行すれば、年金資産と債務の市場動向に合わせた変動が大きくなり、企業の財務諸表に与える影響も大きくなりうる。この影響を抑制するには、年金債務と一致した値動きをする資産、すなわち長期債への投資を増やせばよいというわけである。

実際、株式への投資比率引き下げを予感させる調査結果もある。従業員給付資産投資委

員会 (CIEBA) が、会員企業の CIO に対して行ったアンケートによると、FASB が予測と実績差異の平準化措置を撤廃した場合は 9.0%、イールドカーブ提案が導入された場合は 8.1%、株式へのアロケーションが減少するという回答だった¹⁴。

2. 確定給付型年金の縮小

一方、ブッシュ政権案の影響は、アセットアロケーションの変更により吸収しきれれるものではなく、最終的に、確定給付型年金を終了・凍結する企業が増えるという指摘も行われている。プランの凍結とは、新規加入者の受け入れ停止及び既存加入者の給付の積上がり停止を指す。米国では規制上、積立不足のまま年金プランを終了することは、企業が破産した等の場合を除いて認められない。そのため、積立不足プランを抱える企業が、確定給付型の提供をやめたい場合、しばしば凍結という方法が採られる。正確な統計はないが、残高 20 億ドル超の大手基金の 18%がすでにプランを凍結済みという調査結果もある¹⁵。

年金会計の改正も、企業による確定給付型年金提供の意思決定に重要な影響を及ぼす可能性がある。年金業界誌のプラン・スポンサーとフィデリティが共同で行った調査で、「確定給付型プランの直面する最大の脅威」が問われたところ、回答頻度として 2 番目に多かったのが、年金会計の即時認識へのシフトだった¹⁶。

本稿で紹介した動向は、一つ一つは細かく技術的な面もあるが、総じて見ると、米国確定給付型年金の長期的な方向性を決定づける要因となりうる。企業経営への影響も看過できない。翻って、わが国でも確定給付型年金は、依然として様々な課題を抱えている。米国の今後の議論の展開を注視していく必要があるだろう。

¹ CB プランの基本的な特徴と、IBM の訴訟については、野村垂紀子「IBM のキャッシュ・バランス・プランをめぐる判決」『資本市場クォーターリー』2004 年春号を参照のこと。

² “Pumped-Up Pension Plays?” *BusinessWeek*, Oct. 25, 2004. “Ford and GM Get SEC Request on Pension Accounting Practices,” *Wall Street Journal*, Oct. 20, 2004.

³ 例えば、産業界を代表してデュボンの Global Benefits Director が 2003 年に行った議会証言。

(Testimony of Kenneth W. Porter, before a Joint Hearing of the House Ways and Means Subcommittee on Select Revenue Measures and the House Education and Workforce Subcommittee on Employer-Employee Relations, US House of Representatives on Pension Security and Defined Benefit Plans: the Bush Administration’s Proposal to Replace the 30-Year Treasury Rate, July 15, 2003.)

⁴ 年 2 回利払い、格付 AA、発行残高 2.5 億ドル以上といった条件を満たす社債のデータが用いられる。1 年未満については FRB 公表の CP のデータを使用し、30 年超の部分については推計値を算出する。

“Creating a Corporate Bond Spot Yield Curve for Pension Discounting,” Department of Treasury Office of Economic Policy White Paper, Feb. 7, 2005.

⁵ 過去勤務債務とは、制度導入・変更などにより生じた年金債務の増減を指す。予測と実績の差異は、期待収益率に基づき想定していた年金資産の運用益と実績値の差異などを指す。年金数理上の前提条件変更による差異は、例えば割引率の変更による年金債務の増減を指す。

⁶ 自動的停止とは、債務者による破産裁判所への破産申立て時点をもって、債権者の債務者資産に対する活動を差し止める措置を言う。

⁷ Financial Accounting Standards Board, Statement of Financial Accounting Standard 87, Employers’ Accounting for Pensions, Dec. 1985. なお、FAS87 の財務諸表での開示方法に関する部分は、FAS132

(Employers’ Disclosures about Pensions and Other Postretirement Benefits) により代替されている。

⁸ 基本的に、前出の拠出義務と同じ考え方だが、今期の拠出額の計算と、財務諸表に反映するための費用計算という用途の違いがあり、両者の額は必ずしも一致しない。

⁹ Accounting Standards Board, Financial Reporting Standard 17, Retirement Benefits, Nov. 2000.

¹⁰ Douglas Fore, “Changes in Accounting Practices Will Drive Pension Paradigm Shift,” Pension Research Council Working Paper 2004-8.

¹¹ “Financial Status of PBGC and the Administration’s Defined Benefit Plan Funding Proposal,” US Senate Committee on Finance, March 1, 2005, “Hearing on the President’s Proposal for Single-Employer Pension Funding Reform,” US House Committee on Ways And Means Subcommittee on Select Revenue Measures, March 8, 2005.

¹² 確定給付型プラン全体についても、退職者 1 人に対する現役の人数は、1980 年の 3.8 人から 99 年には 1.2 人へと、一貫して低下しており、高齢化が進んでいる。

¹³ ただし、年金債務と完全に一致する債券は存在し

ないので、イミュナイゼーション戦略には限界がある。また、債券へのアロケーションを増やすことにより、株式投資から得られる追加的なリターンを放棄しているという問題もある。

¹⁴ 同アンケート結果は、James F. Moore, “Pension Update: Treading Water Against Currents of Change,” PIMCO Publication, Feb. 2005 より引用。

¹⁵ “Is Rome Burning?” *Plan Sponsor*, Dec. 2004.

¹⁶ “Funding Drives,” *Plan Sponsor*, Feb. 2005.