

## 米国企業年金の新たな制度的バランスに向けた議論

野村 亜紀子

### ■ 要 約 ■

1. 米国の企業年金は、金融危機の影響下で、資産残高が 2007 年 9 月～2008 年 9 月の 1 年間で 1 兆ドル減少した。ネットバブル崩壊時を上回るスピードでの資産急減が続いている。
2. 確定給付型年金では積立比率の悪化、拠出額の増加が予想されている。株式比率の引き下げや LDI（年金債務に連動する投資）の採用で対応する動きが進むと見られる一方で、年金プランの凍結に踏み切る大手企業も出ている。
3. 401(k)プランでは加入者が資産を株式投信から GIC（利率保証型の保険商品）のような安全資産へとシフトさせる中で、ライフサイクル・ファンドへの投資比率が上昇する傾向も見られ、今後定着するのか注目される。
4. 短期的な制度面の対応としては、確定給付型年金に対して 2006 年の企業年金改革で厳格化された積立基準を、時限的に緩和する措置や、70.5 歳に達すると年金資産の引出を義務付ける「最低引出義務」の一時凍結が実施されることとなった。
5. さらに、今回の危機を契機に、米国における老後の所得保障のあり方をめぐる議論が喚起されている。中央的な機関による保証付きの確定拠出型年金など、革新的なアイデアも注目を集めるようになっており、8 年振りの民主党政権下での制度改革論議の活発化が予想される。

### I はじめに

金融危機による市場環境の悪化は、米国の年金運用に多大な影響を及ぼしている。ボストン大学退職研究センター（Center for Retirement Research at Boston College）によると、2007 年 10 月 9 日から 2008 年 10 月 9 日の 1 年間で、年金資産と家計の保有する株式の価額は 7.4 兆ドルの下落を記録し、そのうち 1.9 兆ドルが企業及び公務員の確定給付型年金、2 兆ドルが 401(k)プランと個人退職勘定（IRA）、3.6 兆ドルがそれ以外の資産の減少だった<sup>1</sup>。

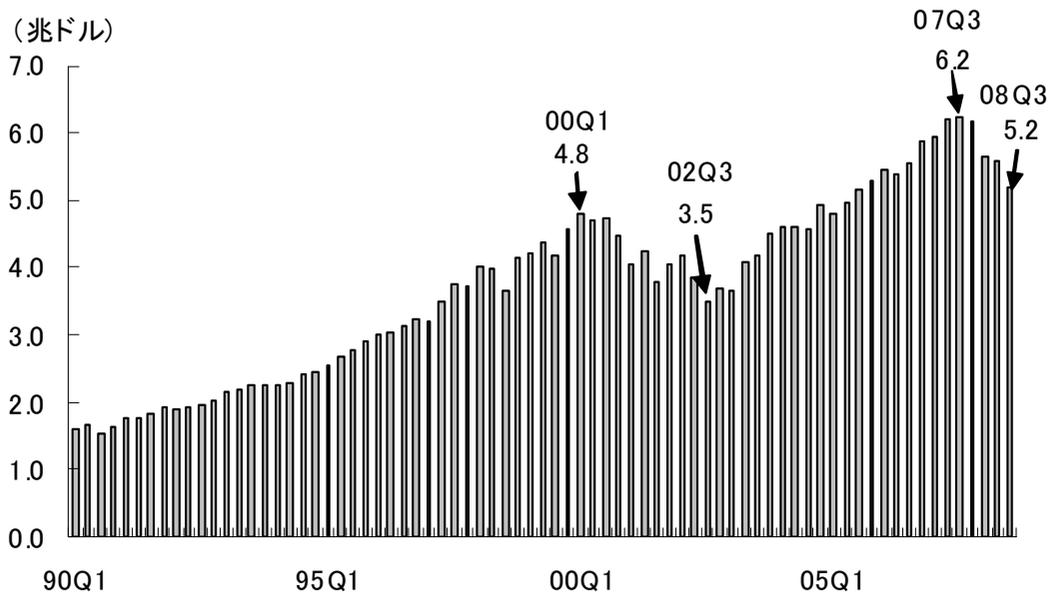
<sup>1</sup> A. H. Munnell and D. Muldoon, “Are Retirement Savings Too Exposed to Market Risk?” Issue Brief, Center for Retirement Research at Boston College, No. 8-16 (Oct. 2008). なお、2008 年 10 月 9 日以降、11 月 20 日には S&P500 指数がわずか 6 週間でさらに 17% の下落を記録し、その後年末にかけて若干の回復を見せた。

企業年金のみを見ても、図表 1 にあるように、最大の 2007 年第 3 四半期 6.2 兆ドルから直近の 2008 年第 3 四半期 5.2 兆ドルまで 1 年で 1 兆ドルの減少（17%減）だった。ちなみに、ネットバブル崩壊時は 2000 年第 1 四半期のピーク 4.8 兆ドルから 1 年間で 15%減、2002 年第 3 四半期のボトム 3.5 兆ドルまで 2 年半で 27%の下落だった。

確定給付型年金の場合、年金資産と年金債務の比率（積立比率）が重要だが、2008 年 11 月半ば時点で、S&P500 企業の積立比率が 2007 年末の 108%から 86%に低下し、これら企業の 2009 年の拠出額は 400 億ドルに達する可能性も報じられている<sup>2</sup>。また、企業年金においては加入者数、資産残高ともに確定給付型年金を上回る 401(k)プランについても、相場の急変が加入者の運用指図に与える影響が注視されると同時に、拠出の中断や困窮時引き出しの増加が指摘されている。

さらには、市場変動の影響を緩和する措置の必要性や、資産形成期のみならず資産の取り崩し局面も含めた課題について、より抜本的な年金制度改革を見据えた議論も始まっている。ネットバブル崩壊時と今回の、年金制度を巡る環境の質的な違いとして、7800 万人と言われるベビーブーマー世代（1946～64 年生まれの世代）の第一陣が、60 代に入り退職を明確に意識し始めた矢先だったことが挙げられる。以下では、金融危機を受けた米国の企業年金制度をめぐる足下の議論を概観する。

図表 1 米国企業年金資産残高の推移



(出所) FRB, Flow of Funds より野村資本市場研究所作成

<sup>2</sup> “Hey buddy, can you spare \$40 billion?” *Pensions & Investments*, 11/24/2008. 11 月の金利急落により年金債務が増加し、典型的な企業年金の積立比率が 1 ヶ月で 13.4%低下したという報告もある。（“Corporate Pensions Slammed by Downturn in November,” Plansponsor.com 12/9/2008.）

## II 確定給付型年金をめぐる議論

### 1. 拠出増加の可能性：2006年年金保護法の適用延期をめぐる議論

上述のように、確定給付型年金を提供する企業は、キャッシュフローがタイトな中で年金拠出が増加する可能性に直面する。この状況にいわば追い打ちをかけようとしているのが、2006年の企業年金法改正である。同年に成立した年金保護法には、以下のような、確定給付型企業年金の積立基準を厳格化する規定が含まれた<sup>3</sup>。これらの適用が2008年から開始されるのである。

- ① 危険域プラン（at-risk plan）カテゴリーの新設：積立比率が80%未満等のプランは危険域プランとなり、必要拠出額が増加する。
- ② 償却項目の一本化：複数あった償却項目を「積立不足償却」に一本化し、償却期間を7年とする。
- ③ 要積立額：年金債務の100%。ただし、2008年は92%、2009年は94%、2010年は96%で可とする移行措置を設ける。
- ④ 年金資産の即時認識の強化：年金資産の平準化期間を5年から2年に短縮し、許容範囲も時価の80～120%以内から90～110%以内に縮小する。
- ⑤ 年金債務の算出方法変更：割引率を、30年国債の4年間の加重平均利率から、高格付け社債のイールドカーブに基づき、給付開始までの期間に応じた3種類に変更。
- ⑥ 積立比率が60%未満の場合、給付の積み上がりを停止する。

2008年11月、300社を超える確定給付型企業年金の提供企業等が合同で、年金保護法の一部条項の適用をめぐり、時限的な緩和措置を求める書簡を、連邦議会の年金及び税法を管轄する委員会に宛てて送付した。拠出額の急増が本業の厳しい状況下でキャッシュフローの逼迫を招くこと、年金保護法制定時には、現在のような市場の急変は全く想定されていなかったことが指摘された。年金関連の業界団体、産業界、年金問題を中心に活動する消費者団体からも類似の主張がなされる中、2008年11月20日、年金保護法に技術的修正を行う法案に追加する形で、時限的な救済措置規定を含む「労働者・退職者・雇用主回復法案」が議会上院に出された。急な救済措置付与への異論も出され、いったんは頓挫しかかったものの、法案は2008年12月23日に大統領の署名を得て成立した。技術的修正事項及び後述する「最低引出義務の一時凍結」に加えて、下記が含まれた<sup>4</sup>。

- ・ 上記③の移行措置に関して、当初の規定では、2008～2010年に移行措置で必要とされる積立比率を達成できないと、要積立額が年金債務の100%に引き上げられるとされていた。これを改め、移行措置の要積立額を達成できなくても（例えば2008年の

<sup>3</sup> 2006年年金保護法については、野村亜紀子「米国の企業年金改革法について」『資本市場クォーターリー』2006年秋号を参照のこと。

<sup>4</sup> Worker, Retiree, and Employer Recovery Act of 2008 (HR 7327).

場合 92%を達成できなくても)、即座に 100%の積み立てを求められることはない旨が明確化された

- ・ ⑥の給付の積み上がり制限に関して、2008年10月1日～2009年9月30日に開始の会計年度については、前年の積立比率の使用が認められるとされた(例えば2009年の積立比率として2008年1月1日の数値を用いることができる)

法案の成立は歓迎されているものの、上記には、産業界などが主張していた、資産価額平準化に関する規制緩和(年金保護法は時価の90～110%以内に厳格化したが、現行の80～120%以内も厳しいので、2009、2010年は時価からの乖離幅に関する制限を撤廃する)は含まれなかった。産業界や年金業界関係者からは、当面の危機を乗り切るためには、さらなる緩和措置が必要であるという主張がなされている。

## 2. 高まる LDI (Liability Driven Investment) への注目

激しい市場環境の変化が、長期の機関投資家と言われる年金基金の投資行動にどのような影響を及ぼすのかも重要な論点である。

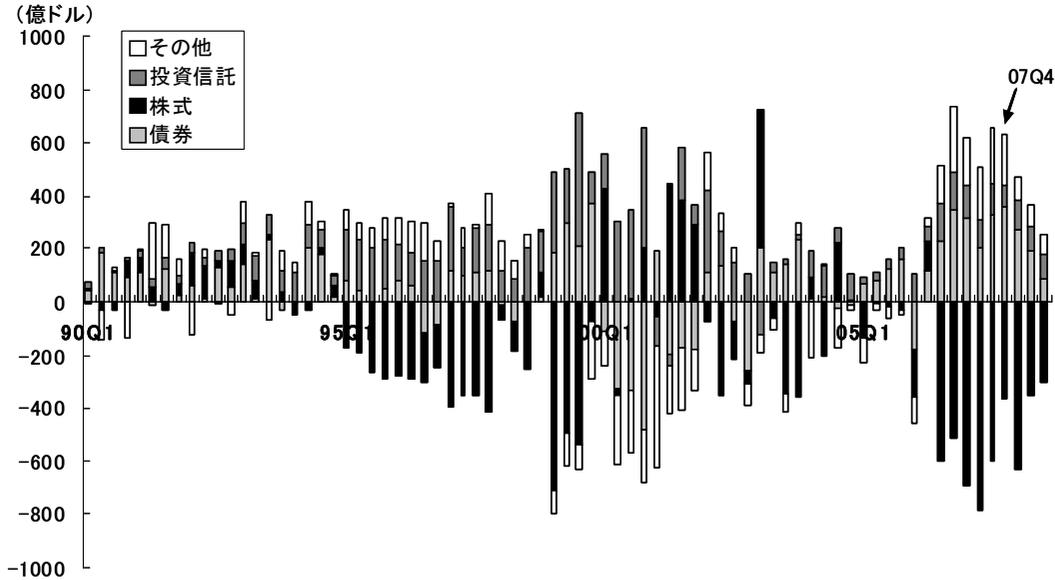
図表2は連邦準備理事会(FRB)による企業年金の純資金流入データである。四半期毎のデータは企業年金合計しか取れないが、401(k)プランの加入者による運用は投資信託が中心と考え、企業年金合計における株式の純流出入は確定給付型年金の投資行動に起因する部分が大きいと仮定すると、株価が下落に転じた2007年第4四半期以降も、株式から多額の純流出が継続している点が目を惹く<sup>5</sup>。また、確定給付型年金のアセット・アロケーションはすでに、株式が2004～2006年の61%から2007年に53%に低下し、債券は2006年の19%から2007年に23%に転じた。マクロ・レベルの話ではあるが、企業年金をめぐる資金フロー動向からは、確定給付型年金における株式から債券へのアロケーション・シフトは継続していると推測される。

これがどの程度まで進むのか、同時にリターン確保策としてどのような運用手法やアセット・クラスが新たに追求されるのかが注目されるが、目下のところ明らかなのは、LDI (Liability Driven Investment、年金債務への連動を重視する運用手法)への関心の高まりである<sup>6</sup>。年金保護法及び年金会計における即時認識の強化という制度的背景により、米国でも債券運用へのシフトやLDIの採用が進むのではないかという指摘は2年前から行われていたが、欧州諸国に比べるとまだ話題の域を出ない感が強かった。これが金融危機により変化し、LDIの採用企業が増えるだろうという予想が高まっている。ただ、LDIという言葉の使われ方には幅がある点は注意を要する。債券ポートフォリオのデュレーション長期化、金利スワップ等のデリバティブの活用など、LDIを採用すると言っても具体的な内容は年金基金により異なると思われる。

<sup>5</sup> 2008年第1四半期627億ドル、第2四半期351億ドル、第3四半期303億ドルの純流出だった。

<sup>6</sup> “Asset Mix: Seismic Shifts,” *Plan Sponsor*, Dec. 2008を参照。

図表 2 企業年金の資金流出入



(出所) FRB, Flow of Funds より野村資本市場研究所作成

### 3. 年金プランの凍結

確定給付型年金の提供そのものが困難と企業が判断した場合に、一つの選択肢とされるのが年金プランの凍結である。一般に、新規加入の停止にとどめるパターンと、さらに踏み込んで既存の加入者についても将来の給付の積み上がりを停止する（過去分については退職年齢到達時に給付する）パターンがある。

米会計検査院（GAO）が 2008 年 7 月に公表した調査結果によると<sup>7</sup>、確定給付型年金の現役加入者の 21%に相当する 330 万人がすでに凍結されたプランの加入者であり、調査時点で確定給付型年金の凍結は珍しい事象ではなくなっていた。また、凍結された時期の分布を見ると、半分強が 2005 年以降と、比較的最近だった。凍結の理由は、①積立基準を満たすための拠出コストとキャッシュフローへのインパクト（72%）、②必要な拠出の不確実性・ボラティリティ（69%）が筆頭だった。

2005 年頃から、IBM、ベライゾンなど、年金積立状況も母体企業の財務状況も決して悪くない企業の間で、確定給付型年金が凍結されるようになり、注目されていた。最近では、2008 年 12 月、モトローラが確定給付型年金の凍結を公表している。GAO 調査にもあるように、拠出の不確実性など確定給付型年金の本質的な特性が主因とされるものの、今回の市場の急変の中でもう一段踏み込んだ年金保護法の見直しなどが行われなければ、さらなる事例が出るだろうという指摘もある。

<sup>7</sup> “Defined Benefit Pensions: Plan Freezes Affect Millions of Participants and May Pose Retirement Income Challenges,” GAO-08-817, July 2008.

#### 4. 年金給付保証公社 (PBGC) の問題

米国には、確定給付型企業年金の破綻時に一定の上限まで給付を保証する年金給付保証公社 (PBGC) が存在する。PBGC の給付保証プログラム (単独事業主向け) は 2008 年度末 (2008 年 9 月) 時点で資産 630 億ドル、債務 741 億ドルで、112 億ドルの積立不足だった。同プログラムは、合理性を欠く保険料率の設定やモラル・ハザードの発生を許す制度上の不備を抱えてスタートしたため、長年にわたり積立不足が続き、度重なる保険料引き上げや制度改正が奏功して 1996~2001 年によく積立超過に転じたものの、2002 年以降、再び積立不足に転じて現在に至る。

今後、米国の景気後退が深刻化し、確定給付型年金を持つ企業の破綻が増加すれば、中長期的に PBGC の財政負担が増加する可能性が高まる。歴史的に、PBGC の財政は少数の大型基金の破綻に大きく左右されてきた。この観点から、1 社で年金資産 1041 億ドル・年金債務 853 億ドル (2007 年末) と、PBGC を凌駕するゼネラル・モーターズ (GM) の年金基金の動向は気になるところである。同社は 2007 年末時点で積立超過であり、また、ネットバブル崩壊後の大幅な年金プランの見直しの中で運用内容を保守化させ、2007 年末時点の株式比率は 26% だったことから、平均的な確定給付型年金に比べると株価急落の影響は限定的との見方もある。とはいうものの、同社の追加的な年金拠出の余力はきわめて乏しく、PBGC にとっての不確定要素であることに変わりはない<sup>8</sup>。PBGC によると、過去に、自動車部品会社等について、企業が連邦倒産法の適用を受けても年金プランを終了させずに済ませた事例などもある<sup>9</sup>。GM については母体企業の今後を睨みつつ、通常とは異なる手法が適用される可能性もあると思われる。

PBGC はこのような給付保証業務の課題に加えて、2008 年 2 月に行った運用戦略の見直しが不適切ではないかという指摘も得ている。4 年前に採用した LDI を改め、株式及びオルタナティブ資産への配分を増やし積立不足解消の確率を高めるという内容だったが、GAO から、運用リスクを増加させるのであれば、より強固なガバナンス体制が必要であるとの指摘を受け、議会下院教育労働委員会の公聴会でも取り上げられていた。このように、本来、セーフティネットであるべき PBGC が、自らの破綻回避も含めた難しい制度運営を余儀なくされ、米国確定給付型年金制度の不確実性を高める要因の一つになっていると言わざるを得ない。

<sup>8</sup> “G.M.’s Pension Fund Stays Afloat, Against the Odds,” *New York Times*, 11/25/2008 参照。なお、2007 年末時点でフォードも積立超過にあり、米国年金資産の年金債務に対するボラティリティを縮小するべく、アセット・アロケーションを保守化させる途上にあった (2007 年末の株式比率は 51.3%)。クライスラーは 2007 年にサーベラス・キャピタルがダイムラーから 80.1% を取得する事業再編が行われたが、その際、PBGC がサーベラス及びダイムラーと交渉し、①法律上の必要額を 2 億ドル上回るプランへの拠出、②以後 5 年間にわたり、プランが終了した場合はダイムラーが 10 億ドルに上る保証を行うこと、を取り付けている。

<sup>9</sup> 会社更生手続き中も年金プランへの拠出を継続させた。ミラード PBGC 長官による下院教育労働委員会公聴会での証言より (2008 年 10 月 24 日)。

### III 401(k)プランをめぐる議論

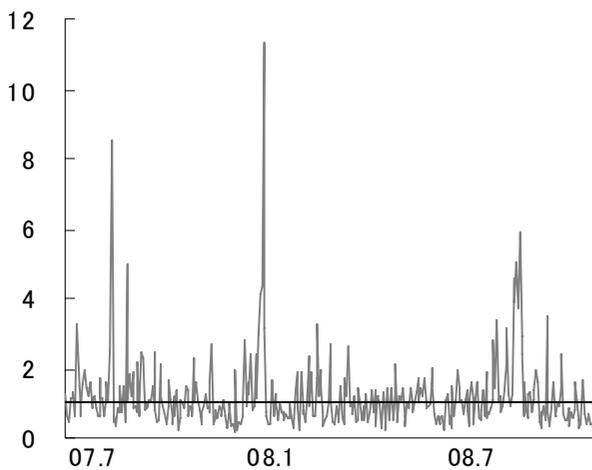
#### 1. 加入者の行動

金融危機発生後、401(k)プランをめぐり注目されている点の一つが、拋出、運用、引き出しに関する加入者の行動である。

運用については、加入者が株価急落に反応して株式投信から安全資産にシフトするだろうという見方がある一方、近年指摘されてきた加入者の「惰性」の観点から、多くの加入者は良くも悪くも何もしないだろうという指摘もなされている。網羅的なデータはないが、一つの手掛かりとして大手運営管理サービス業者ヒューイット・アソシエーツの「ヒューイット 401(k)指数」を見てみると、図表 3 のようになる。同社は 10 年以上にわたり自社の記録管理する加入者による運用商品の乗り換え（既存の投資先の変更）を指数化して公表している<sup>10</sup>。これによると 2007 年 7 月～2008 年 12 月の間で、過去 1 年間の平均を超える規模（金額ベース）の乗り換えがあったのは、378 日中 169 日だった。特に動きの大きかった 2007 年 8 月 16 日（平均の 8.56 倍）、2008 年 1 月 22 日（同 11.33 倍）、同年 10 月 10 日（同 5.93 倍）を見ると、いずれも株価が急落し、事後的に見ると 1 回底を打った前後である点が、共通していた。乗り換えの方向性は、全般的に、自社株及び内外株式ファンドから GIC（利率保証型の保険商品）への流入だった。

他方、月々の加入者拋出の投資先を見ると、図表 4 のように、安全資産に分類される

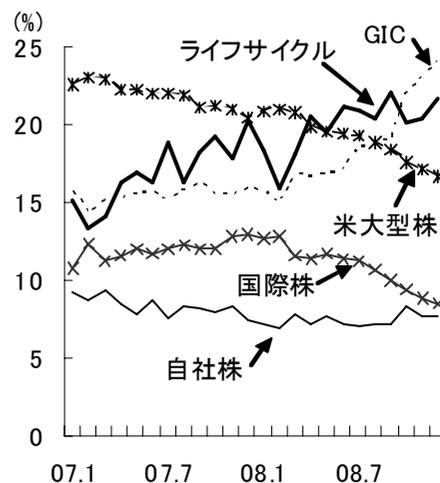
図表 3 ヒューイット 401(k)指数の動向



(注) 過去 1 年間の平均=1.0。2.0 は平均の 2 倍の乗り換えがあったことを示す

(出所) Hewitt Associates より野村資本市場研究所作成

図表 4 加入者拋出の投資先



(注) 13 の運用商品カテゴリー中、比率の高い 5 つを表示

(出所) Hewitt Associates より野村資本市場研究所作成

<sup>10</sup> 1 日の乗り換え金額を過去 1 年間の移動平均値と比較し同額なら 1.0、倍額なら 2.0 などと表示する。データは <http://www.hewittassociates.com/> より取得可能。

GICに加えて、ライフサイクル・ファンドへの拠出もシェアを伸ばしている。このカテゴリーには、ターゲット・イヤー・ファンドや、ターゲット・リスク・ファンドが含まれる。

商品の乗り換え動向からは、相場が大きく動けば、行動する加入者も増えることと、株価下落時に株式ファンドから撤退し安全資産に待避する傾向が見て取れた。この点及び、加入者拠出の投資先の保守化は、ある程度予想の範囲内と言っても良い。他方、ターゲット・イヤー・ファンドのような、「運用の作業を専門家に任せるタイプ」の商品が、この環境下で、加入者の投資先として徐々にシェアを伸ばしている点は注目に値する。このような運用環境ゆえに「運用は専門家に任せたい」と考える加入者が増えていると見てよいのか、年金保護法による自動加入の促進や「適格デフォルト商品」の効果が現れは始めているのか<sup>11</sup>、といった観点からも、今後の動向が興味深い。

投資会社協会（ICI）と従業員福利厚生研究所（EBRI）が毎年共同で行う 401(k)プラン加入者運用状況調査の 2007 年版では、初めてターゲット・イヤー・ファンドを独立カテゴリーとして抽出した調査が行われた。それによると、加入者の 25.1%がターゲット・イヤー・ファンドに投資しており残高の 7.4%を占めた<sup>12</sup>。同ファンドが、若年層や新規加入者を中心に定着に向かっている可能性もある。

運用以外の拠出、引き出しといった加入者行動については、加入者拠出の中断と、困窮時引き出し（経済的困難などを理由に制度上認められている）や、401(k)プラン・ローン（自分の 401(k)プラン口座から借入れを行う）の増加が懸念されている。バンク・オブ・アメリカによると、同社の退職資産形成サーベイでは、18%が 401(k)プラン資産の早期引き出しを行ったと回答し、その主な理由はクレジットカードの支払い（25%）、住宅ローンの支払い（22%）、失業（22%）だった<sup>13</sup>。ただ、全体に占める比率は未だ限定的との指摘もあり、ICIによると 2008 年に拠出を停止したのは 3%にとどまり、困窮時引き出しを行ったのは 1.2%だった。ローンの動きを見ると、15%が未返済ローンを有しており、過去に比べて著変はないとのことだった<sup>14</sup>。

## 2. マッチング拠出の縮小・一時停止

企業のマッチング拠出にも、縮小・一時停止が出始めている。例えば 401(k)プランの加入率が 70%程度でマッチング拠出が給与の約 3%とすると、マッチング拠出の停止により給与の 2%強のキャッシュが手元に残ることになり、キャッシュフローがタイトな企業にとって助けになることは確かである。前述のモトローラの確定給付型年金凍結では、凍結

<sup>11</sup> 年金保護法は、401(k)プランの自動加入措置をめぐる法制上の不確実性を除去すると同時に、デフォルト商品（加入者の運用指図が行われない場合に拠出が投資される商品）としてリスク性商品を事実上指定しやすくする規則制定を、労働省に対して命じた。2007 年 12 月に発効した労働省規則では、「適格デフォルト商品」の要件が示され、同商品の一類型としてターゲット・イヤー・ファンドが含まれた。

<sup>12</sup> “401(k) Plan Asset Allocation, Account Balances, and Loan Activity in 2007,” *ICI Research Perspective*, Dec. 2008.

<sup>13</sup> The 2008 Bank of America Retirement Savings Survey に関するバンク・オブ・アメリカのプレスリリース（2008 年 12 月 4 日付け）より。

<sup>14</sup> “Retirement Saving in the Wake of Financial Turmoil,” ICI, December 2008.

の典型的なパターンである代替措置としての 401(k)プラン拡充ではなく、マッチング拠出の一時停止が行われ、過去のプラン凍結の事例と一線を画した。同社以外にもフェデックス、ユニシス、シアーズといった大手企業が次々とマッチング拠出を停止する旨を公表している。

マッチング拠出の縮小や停止は、景気後退期にはある程度発生するものだという冷静な見方もある。例えば、運用会社大手のバンガードによると、2001～2002年の景気後退期に、同社の 401(k)プラン顧客の少なくとも 5%が、マッチング拠出を縮小もしくは停止した<sup>15</sup>。景気後退が長引けば、今後も増加するだろうと見られており、停止や縮小を行った企業では加入者向けのコミュニケーションなどを的確に行い、加入者の反発を鎮める必要があることなどが指摘されている<sup>16</sup>。

### 3. 最低引出義務の一時凍結措置

確定給付型年金に対し、限定的ではあるが積立基準の緩和を容認した「労働者・退職者・雇用主回復法」には、年金資産の「最低引出義務」を 2009 年は凍結するという条項も含まれた。

401(k)プランや IRA の場合、退職後の給付の受け取り方は、受給者本人が決めることができる。ただ、税制優遇を与えて年金資産形成を促進するそもそもの目的は、人々が退職後に資産を取り崩して消費し、充実した生活を送れるようにすることにある。例えば、いたずらに給付開始を先延ばしし、結果的に資産の大半が遺産と化すのは必ずしも制度の趣旨に合致しているとは言えない。そこで、70.5 歳以降は、毎年、口座残高を内国歳入庁 (IRS) の発表する統一生命表 (Uniform Lifetime Table) で除した金額を、最低限引き出すことが義務付けられる。違反すると、引き出しの不足分に対し 50%のペナルティ課税が行われる。これが最低引出義務である。

例えば、2008 年末時点で 10 万ドルの IRA 資産を保有する退職者が、2009 年に 72 歳になるとする。統一生命表によると 72 歳の引出期間は 25.6 年なので、当該退職者の 2009 年の最低引出義務は 3,906.25 ドルとなる (10 万ドル÷25.6 年=3906.25 ドル)。

しかし、金融資産の価値が急落する中で、この規定が結果的に、人々に対し不本意な価格での資産売却を強制することになるという批判が強まった。この件については民主・共和両党議員の幅広い支持もあり、「労働者・退職者・雇用主回復法」により 2009 年の 1 年間、引出義務は課されないこととなった。なお、2008 年については、財務省の権限内で何らかの緩和措置が講じられないかという期待が寄せられていたが、2008 年 12 月 17 日、財務省より、そのような措置は採られるべきではないと考える旨の書簡が関係議員に送付された。

<sup>15</sup> Vanguard Center for Retirement Research の Stephen Utkus 氏のコメント。“GM puts brakes on salaried 401(k) contributions,” *Pensions & Investments*, 10/23/2007 より。

<sup>16</sup> “Rough Cuts,” *Plan Sponsor*, Dec. 2008 を参照。

## 4. 401(k)プランの手数料問題

401(k)プランの資産価値が減少している現状は、プランの運用商品品揃えの適切性が、改めて問われやすい環境とも言える。その際、一つのポイントとなっているのが、運用商品の手数料及び手数料に関するディスクロージャーである。

長期投資においては、僅かな手数料の違いが最終的な資産形成に大きな違いをもたらす。また、短期的なパフォーマンスを以て商品の優劣を論ずることはできないが、同一カテゴリーに属する投信同士での手数料比較は常に可能である。このような商品選定における手数料の重要性もさることながら、米国 401(k)プランにおいて手数料が注目される背景要因として、商品・サービスを提供する業者間で、受取手数料の配分調整を行う「レベニュー・シェアリング」と呼ばれる慣行の存在がある<sup>17</sup>。

レベニュー・シェアリングについては、事業主の直接負担する運営管理手数料の引き下げを可能にし、中小企業の 401(k)プラン普及を促進したという功績も指摘されているが、事業主や加入者による 401(k)プラン手数料の把握を困難にする側面もあった。そのような中、2006 年秋以降、大手企業の 401(k)プラン手数料に関する訴訟が次々と申し立てられ、手数料問題への注目度が高まった<sup>18</sup>。

制度の透明性を重視してレベニュー・シェアリングを禁止するという考え方もあり得たが、最終的には事業主及び加入者向けのディスクロージャーを強化する方策が採られた。米労働省は、①事業主から加入者向け、②商品・サービス提供業者から事業主向け、③事業主から労働省及び一般向け、の 3 方面について、手数料情報の開示を強化する規則改正を進めている。

パフォーマンス低迷期が長引くほど、401(k)プランの手数料が意識されるのは不可避と言える。上記のような経緯があるだけに、手数料ディスクロージャー強化の動きは続くと思われる。

## IV 本格的な制度改正論

### 1. 401(k)プランに代わる制度の提案

以上の確定給付型企业年金及び 401(k)プランをめぐる動向は、その多くが、金融危機により突然出現したのではなく、近年提示されてきた課題が金融危機を契機に一層明確になった、あるいは、動きに拍車がかかったものと言って良い。例えば、確定給付型年金における LDI の採用やプラン凍結の動き、401(k)プランの手数料問題がこれに該当する。

<sup>17</sup> 401(k)プランの手数料及びレベニュー・シェアリングについては、野村亜紀子「米国 401(k)プランの手数料をめぐる議論」『資本市場クォーターリー』2007 年夏号を参照。

<sup>18</sup> その後、401(k)プラン手数料訴訟をめぐることは、一部で企業側の形勢有利が報じられている。“Companies faring well in 401(k) fee suit,” *Pensions & Investments*, 11/24/2008 を参照。

他方、今回の金融危機は、米国における老後の所得保障のあり方について、本格的な議論を喚起する契機ともなった。401(k)プランにも、近年、自動加入の導入やターゲット・イヤー・ファンドの活用など、いわゆる「自動化」を進める変化が起きており、退職後の終身給付確保策の模索も始まっている<sup>19</sup>。しかし、ベビーブーマー世代の第一陣が60代に入ったこのタイミングで、激しい市場変動が起きたことにより、従来アプローチの延長で大丈夫なのか、という意識が高まったといつてよい。

例えば、ボストン大学退職研究センターでは、資産形成期のリターン保証や受給期の給付保証のコストの試算が行われた<sup>20</sup>。すなわち、3%の保証レートで運用した場合と、ターゲット・イヤー・ファンドで運用した場合について、退職時に購入できるインフレ調整付きアニュイティの所得代替率を比較すると、1925～2008年の平均は、3%保証付きが15%、ターゲット・イヤー・ファンドが28%だった。ただし、ターゲット・イヤー・ファンドの所得代替率には退職年によって大きな違い（最大で32%ポイントの違い）が出るのに対し、保証付き運用ではそのような変動は大幅に抑制された。

さらに抜本的なアイデアが、2008年10月、議会下院教育労働委員会の「金融危機が労働者のリタイアメント・セキュリティに与えるインパクト」と題する公聴会では議論された。中でも、New School for Social Research 経済学部の Teresa Ghilarducci 教授が、401(k)プランに対する税制優遇を削り、これを財源にして「保証付き退職勘定」（GRA、Guaranteed Retirement Account）を導入するという提案を紹介して注目を浴びた。GRAは、伝統的な確定給付型年金加入者を除く全労働者が対象となる。年間5%の拠出が労使折半で行われ、政府が600ドルの税額控除を付与する。運用は政府機関により中央一括で行われ、実質3%のリターンが保証される。給付は終身年金である。教授はまた、短期的な対策として、401(k)プラン加入者が、例えば2008年8月時点の時価で口座資産をGRAに交換できるようにすることを提案した。

GRA提案に対する事業主や業者の反応は、「支持があるとは思えない」というものだった<sup>21</sup>。広く普及している401(k)プランの税制優遇を減らすという提案でもあり、公聴会での議員の反応も冷やかだった。ICIは10月21日、「過去の相場下落を乗り越えてきた現行制度を、今回の金融危機を理由に分解するというのは大きな間違い」という声明を出し、年金業界誌のプラン・スポンサーは2008年12月号に「401(k)を殺す策略」と題する特集記事を掲載した<sup>22</sup>。

公聴会について報じたロサンゼルス・タイムズ紙の記事は、「このアイデアが議会で真剣な聴聞対象となったという事実が、今回の金融危機がいかに401(k)プラン・アプローチ

<sup>19</sup> 401(k)プランの自動化については、野村亜紀子「主たる企業年金となった米国401(k)プランの課題と対応」『資本市場クォーターリー』2005年秋号を参照。退職後の収入確保策をめぐる運用業界や保険業界の活発な商品開発については、野村亜紀子「米国の退職層向け金融サービスをめぐる動向」『証券アナリストジャーナル』2008年10月号を参照。

<sup>20</sup> A. Munnell, A. Webb and A. Golub-Sass, "How Much Risk is Acceptable?" Issue Brief, Center for Retirement Research at Boston College, No. 8-20, Nov 2008.

<sup>21</sup> "401(k) plans could be facing a total revamp," *Pensions & Investments*, 10/27/2008.

<sup>22</sup> "The Plot to Kill the 401(k)" *Plan Sponsor*, Dec. 2008.

に対する信頼感を大きく揺さぶったかを示している」と評した<sup>23</sup>。確かに、GRA 提案については 2007 年 11 月に論文も公表されており<sup>24</sup>、今回の公聴会で急遽出されたものではない。また、確定拠出型年金に自動化の要素を取り入れると共に、運営・運用を集約することにより、現行制度の問題を解消すべきだといった主張は、例えば、世界的に著名な年金コンサルタントのキース・アムバクシア氏がその著作等で行っており<sup>25</sup>、詳細は主張者により異なるものの、GRA が極端に斬新というわけでもない。

その意味では、GRA 提案の内容そのものよりも、今回の公聴会を受けた同提案への反応の大きさの方が印象的であり、何らかの見直しが必要だという米国民の認識の表れと捉えることもできる。上述のプラン・スポンサー誌特集で、Ghilarducci 教授は、自らの提案を挑発的と認めつつ、そのような提案を行うのが学界に身を置く者として適切であると述べた。今後、様々な見地からの制度改革論が活発化すると思われる。

## 2. 民主党政権への移行

米国の企業年金改革の議論においては、401(k)プランを厳しく批判する立場からですら、伝統的な確定給付型年金への回帰を主張する意見は聞こえてこない。公的年金であるソーシャル・セキュリティと 401(k)プランという組み合わせを認め、401(k)プランを手直しする方法を考えるというアプローチには、ほぼコンセンサスが形成されている感がある。その手直しの内容に、従来以上の幅が生じているというわけである。保証のコストを認識した上で、運用リスクの抑制をどう考えるのか、中央・一括型の運用のアプローチがどこまで支持を集めるのかなど、今後の議論が注目される。

その上で、2009 年からの大きな環境変化として忘れてならないのは、8 年ぶりの民主党政権への移行である。オバマ新大統領は、大統領選で年金制度について次のように述べていた。

- ・ 公的年金改革関連：ソーシャル・セキュリティの民営化には反対。年収 25 万ドル超の国民に対し、2~4%（労使折半）のソーシャル・セキュリティ税引き上げを提案。
- ・ 確定給付型企業年金関連：連邦倒産法を改正し、年金受給権を強化する。加入者に対し、年に 1 回、年金基金の運用内容を完全に開示することを義務付ける
- ・ 確定拠出型年金、IRA 関連：「自動加入職域年金プラン」を導入する。職域年金がない場合、事業主は従業員を給与天引き IRA に加入させなければならない。従業員は非加入を選択できる。中低所得層の加入率を現在の 15%から 80%程度に引き上げる

<sup>23</sup> “Calls grow to overhaul 401(k) retirement plans,” *Los Angeles Times*, 11/16/2008.

<sup>24</sup> T. Ghilarducci, “Guaranteed Retirement Accounts: Toward retirement income security,” Economic Policy Institute Briefing Paper, Nov. 2007.

<sup>25</sup> アムバクシア氏の提唱する TOPS (The Optimal Pension System) は、①自動化措置（自動加入、拠出率の自動設定、投資の自動化、自動的な給付の年金化）、②非営利の協同組合による運営（個人口座を設定するが長生きリスクの分散に足る規模の経済を確保し、アームス・レングスの関係によりエージェンシー問題を解消する）、を特徴とする。K. Ambachtsheer (2007), *Pension Revolution* (邦訳は野村総合研究所/野村証券/野村アセットマネジメント共訳『年金大革命』金融財政事情、2008 年 11 月)を参照のこと。

と推計される。また、中低所得層向けに、政府によるマッチング拠出を導入する。年収 7.5 万ドル未満の世帯向けに、本人拠出 1000 ドルまで政府が 50%（半額）のマッチング拠出を付与する。

- ・ 年金給付時課税：年収 5 万ドル未満の受給者に対する所得税を免除する。700 万人の受給者に対し、平均 1400 ドルの減税になる。

国全体の年金政策の観点からは、企業年金を強化するだけでは十分とは言えない。米国の民間サラリーマンの企業年金カバレッジは半分程度であり、企業年金を提供されない従業員に対する、効果的な退職資産形成策が必要となる。その背景には、「IRA のような制度の活用を呼びかけるだけでは、行動しない人が取り残される。それを自己責任として切り捨てるのは適当ではない」という考え方がある。

オバマ氏の掲げた自動加入年金プランは、「ユニバーサル IRA」とも呼ばれており、民間シンクタンクのブルッキングス研究所やリタイアメント・セキュリティ・プロジェクトから提案されてきた。401(k)プランのような本格的な企業年金の提供は負担が大きすぎるという中小企業の従業員であっても、何らかの職場経由の退職資産形成が行えるようにするのが目的で、①中低所得加入者向けの政府からのマッチング拠出、②中小事業主のコスト負担を軽減するための時限的な税制優遇、③事業主の企業年金提供意欲を削がないための配慮（②の税制優遇はあくまでも企業年金に対する優遇措置よりも小さくとどめる）、といった特徴を持つ。民主党政権下の年金制度の議論では、中小企業従業員も含め、1 人でも多くの国民を年金制度の対象に含めようとする、「ユニバーサル」が 1 つのキーワードとなると思われる。