株式相互持ち合いの解消と日本版401(k)の始動

代田　純

要　旨

2001年度に入り，日本の株式保有構造を象徴してきた株式相互持ち合いが急速に解消されている。従来，持ち合い解消といっても，コア部分の持ち合いは継続されている，といった議論が多かった。しかし近年ではコア部分の解消も進んでおり，株式相互持ち合いは「解消」といった次元から，「崩壊」と言える段階に入りつつある。

株式相互持ち合いが崩れつつあるなか，今後日本において注目される株主は，外国人投資家とならび，年金基金である。2001年6月には確定給付企業年金法と確定拠出年金法があいついで成立し，日本の年金基金をめぐる制度整備も進みつつある。

日本の企業年金が近年，財政的に逼迫してきたことは事実である。2000年度には厚生年金基金のうち，過去最高の29基金が解散した。ただし最近の厚生年金基金の解散には，退職金制度改定といった要因も関連している。

日本の企業年金をめぐっては，退職給付債務のオンバランス化が大きな課題となってきたが，この退職給付債務の圧縮のために，企業の持ち合い株式を退職給付信託に拠出する方法が多くとられた。また最大手の企業年金である日立が退職金制度の改革と関連して，確定拠出型年金導入を決定しており，今後年金が日本の株主として一層注目されよう。

目　次

Ⅰ．株式相互持ち合いの解消
Ⅱ．日本における年金税制
Ⅲ．日本における企業年金の財政問題
Ⅳ．日本における企業年金の運用
Ⅴ．年金積立不足問題と年金の株式保有増加
Ⅵ．日本版401（k）の導入

Ⅰ．株式相互持ち合いの解消

本稿では従来の日本の株式保有構造を象徴する株式相互持ち合いが近年解消しつつあり，その株式保有の受け皿として，日本版401（k）など年金基金が注目されることを明らかにする。

新聞報道によると，2001年3月末時点の金額ベースで，外国人による日本株保有比率は18.8％（前年同期比0.2％上昇）と過去最高に達した。他方で銀行の保有比率は10.1％（同1.3％低下）まで低下し，バブル崩壊後の10年間で銀行の保有は5.6ポイント低下したこととなる。また事業法人による保有比率も21.8％（同4.2％低下）に低下した。他方，個人は19.4％（同1.4％上昇），投資信託も2.8％（同0.6％上昇），年金信託も5.5％（同0.5％上昇）に上昇した[1]。いわば従来の株式相互持ち合いを支えてきた事業法人，銀行の保有が崩れ，外国人投資家，国内機関投資家，個人投資家が保有比率を引き上げたと言えよう。

事業法人や銀行による株式売却により，株式相互持ち合いはかなり解消しつつある。こうして売却された株式の受け皿としては，「銀行保有株式取得機構」（仮称）などが構想されている。しかし従来，持ち合い株式の受け皿としては外国人投資家がまず注目されてきた。また外国人投資家に次いで，国内の投資信託や年金信託が持ち合い株式の受け皿となってきた。年金については，少なからぬ日本企業が持ち合い株式を自社の厚生年金基金に発生した積み立て不足の穴埋めに拠出しており，持ち合い株式の受け皿としてすでに機能している。

本稿では以上の展開を踏まえ，株式相互持ち合いの解消の動き，厚生年金基金の積み立て不足とその穴埋め，そして日本版401（k）としての確定拠出型年金導入を踏まえ，日本の株式保有構造の変容を明らかにする。

大手銀行は2000年度に3兆1,000億円強の持ち合い株式を売却した。これに対し，2001年度には3兆7,150億円もの持ち合い株式の売却を計画している。表1は2001年度における大手銀行の持ち合い株式売却計画額である。2001年度に銀行が巨額の株式売却を進める背景のひとつは，持ち合い株式への時価会計導入が進んでい

表1　大手銀行の保有株売却計画

（単位　億円，簿価ベース，連結）

	2001年度売却額（前年度）	株式残高（倍率）
三井住友	6,700（ 4,000）	65,204（1.62）
UFJ	6,700（ 6,424）	61,122（1.54）
みずほ	5,700（ 9,300）	79,177（1.27）
三菱東京	5,550（ 2,334）	60,625（1.56）
あさひ	5,000（ 3,500）	17,598（1.29）
中央三井信託	3,000（ 1,500）	18,642（2.39）
住友信託	2,000（ 1,400）	12,510（1.64）
大和	1,500（ 1,015）	12,659（1.56）
安田信託	1,000（ 1,700）	6,958（1.91）
合　　計	37,150（31,173）	334,495（1.51）

（注）倍率は保有株式の自己資本に対する倍率。
〔出所〕日本経済新聞，2001年6月15日付

ることである。2001年度から有価証券の含み損益を株式資本に加減算し，含み損の場合には配当原資から引かれることとなった。90年代の後半，銀行は不良債権処理にあたり，クロス取引による株式売却益計上によって対応してきたため，保有株式の簿価が上昇してしまった。結果として，株価低下によって含み損が発生しやすい体質となった。上述の無配となるリスクが高まったと言えよう。また株価動向によって銀行の経営が左右されやすくなったため（含み損発生によって経営が不安定となるリスクが高まったため），株式保有を銀行の自己資本の範囲内に抑制する規制を課すことも検討されている。

株式売却に最も積極的な銀行はあさひ銀行と言われる。2001年3月末で1兆7,600億円の保有株式を5年間で6,000億円前後まで減らし，自己資本の50%以下にまで減少させる方向で，2001年度は5,000億円の売却を計画している[2)]。あさひ銀行が大きく保有株式を減少させている企業は，日産，東芝，富士通，コマツなどである。これらの売却によってあさひ銀行の保有株式の対自己資本倍率は1.29（2001年3月末）とかなり低くなっている。

三井住友銀行とUFJグループ（三和，東海，東洋信託）はともに3年以内で2兆円の株式を売却する計画で，2001年度は6,700億円を売却する予定である。この他の銀行も表1にあるように，いずれも2000年度に比較し，2001年度には株式売却を加速させることを計画している。みずほも2001年度は5,700億円にとどまる見込みであるが，2002年度には8,000億円を売却する見込みである。

あさひ銀行の場合で指摘したように，日産や東芝など歴史のある大企業で銀行による持ち合い株式売却が多く見られる。そこで日産自動車の場合をケースとして，銀行との持ち合い構造がどのように変化しているか，見ておきたい。表2は日産の株主構成と日産の持ち合い株式を示している。まず日産の株主構成としては，98年から99年にかけて最大株主であった第一生命が2000年には第4位株主に低下し，2000年には仏自動車のルノーが最大株主となった。いうまでもなく，日産はルノーの系列下に入り，ゴーン社長が送り込まれることとなった。また富士銀行，興銀，日本生命はいずれも株数のみならず，保有比率も低下させている。さらに住友銀行，東京三菱銀行はいずれも2000年3月期には大株主から姿を消している。半面，99年からはチェース・マンハッタンやステート・ストリート，2000年からはバンカースなどの外国人投資家のカストディアン銀行が株主として登場している。2001年夏号の会社四季報では，一層外国人保有比率が上昇しており，61.2%に達している。ルノーによる持ち株比率は36.8%であるが，ステート・ストリートやバンカースなどのカストディアン銀行の持ち株比率もそれぞれ2%を超えている。

他方，日産の保有株を見ると，98年3月以降恒常的に株式取得価額を貸借対照表計上額が下回ってきた。つまり株式保有に伴い大きく損失を被ってきたことになる。98年3月には株式取得価額合計3,503億円に対し，貸借対照表計上額は2,717億円で，およそ800億円の評価損等が発生していた。おなじく99年3月も，取得価額合計3,158億円に対し，貸借対照表計上額は2,376億円で780億円の損失，2000年3月でも2,706億円の取得に対し2,012億円で，損失は700億円近くなっている。このため保有有価証券の貸借対照表計上の合計額が1998年3月には2,717億円であったが，99年3月には2,376億

表2　日産の大株主と保有株式

（単位：1,000株）

日産の大株主							
1998年3月保有株数		保有比率	1999年3月保有株数		保有比率	2000年3月保有株数		保有比率
1	第一生命 140,371	5.59%	第一生命	127,006	5.05%	ルノー	1,464,250	36.82%
2	富士銀行 114,960	4.57%	富士銀行	114,960	4.57%	富士銀行	108,330	2.72%
3	興銀 107,242	4.27%	興銀	107,242	4.27%	ステートストリート	107,362	2.70%
4	日本生命 106,113	4.22%	日本生命	100,807	4.01%	第一生命	104,034	2.62%
5	あさひ銀行 74,404	2.96%	あさひ銀行	74,404	2.96%	日本生命	95,506	2.40%
6	住友銀行 74,224	2.95%	チェースマンハッタン	70,011	2.79%	興銀	86,690	2.18%
7	住友信託銀行 50,375	2%	住友信託	63,332	2.52%	バンカーストラスト	77,213	1.94%
8	日産火災 49,923	1.99%	ステートストリート	58,005	2.31%	あさひ銀行	74,404	1.87%
9	東京三菱銀行 49,275	1.96%	住友銀行	57,760	2.30%	日産火災	49,923	1.26%
10	安田火災 48,607	1.93%	日産火災	49,941	1.99%	東京海上	46,181	1.16%
日産の保有株								
1998年3月保有株数		貸借対照表計上額(100万円)	1999年3月保有株数		貸借対照表計上額(100万円)	2000年3月保有株数		貸借対照表計上額(100万円)
1	興銀 39,597	36,034	富士銀行	61,507	40,678	興銀	38,597	35,124
2	富士銀行 40,769	32,616	興銀	38,597	30,892	富士銀行	51,774	34,241
3	住友銀行 15,199	18,892	住友銀行	15,159	18,842	住友銀行	12,796	15,906
4	東京三菱 13,829	17,618	東京三菱	12,361	15,748	富士重工	24,932	13,465
5	三和銀行 10,015	11,919	富士重工	24,933	13,466	東京三菱	10,365	13,205
6	日立製作所 14,498	9,905	あさひ銀行	20,910	10,904	日立製作所	14,498	9,905
7	あさひ銀行 17,858	9,734	日立製作所	14,498	9,905	あさひ銀行	13,613	7,098
8	ゼクセル 27,544	8,980	三和銀行	5,611	6,677	クラリオン	17,922	5,514
9	日産火災 14,578	5,947	ゼクセル	27,544	6,641	その他	404,523	66,726
10	クラリオン 17,922	5,514	クラリオン	17,922	5,514			
合計		271,655			237,595			201,188

〔出所〕有価証券報告書等から作成

円，2000年3月には2,012億円と傾向的に減少してきた。資産の効率化の観点からは，運用利回りが低い株式は保有見直しの対象となるため，保有有価証券は減少させられてきた。つまり徐々に売却されてきた。

例えば2000年3月現在で，日産による富士銀行株の平均取得単価は907円（取得価額を保有株数で除した）であったが，富士銀行は7円配当であったため，日産にとっての配当利回りは0.77%であった。資産運用の利回りとして極めて低いことは明らかであるが，さらに1株あたり時価は660円程度であるため，損失が1株につき250円近く発生している。資産運用としてマイナスであったことは明白である。

こうした事情を背景に，日産も保有株の売却を進めてきた。表2においても，富士銀行株は1999年3月の6,150万株強から，2000年3月には5千万株強に減少した。このほか，住友銀行株も同じく1,516万株から1,280万株へ，東京三菱銀行株も98年3月における約1,383万株から2000年3月には1,037万株へ減少した。すでにあさひ銀行による日産株売却については指摘したが，日産によってもあさひ銀行株の売却が進められ，あさひ銀行株は99年3月の2,091万株から2000年3月には1,361万株に減少した。

また表2において日産による興銀株保有は99年から2000年にかけて，3,860万株で変化していないが，日産は興銀株を2001年3月ごろ半数売却した[3)]。日産のメインバンクとして興銀は強い影響力を有し，日産と興銀の株式持ち合い

表3　企業年金法の年金課税

	厚生年金基金（従来型）		基金型・規約型	税制適格年金(廃止予定)	確定拠出年金
掛け金	事業主	全額損金参入	全額損金参入	全額損金参入	全額損金参入（企業型のみ）
	加入者	社会保険料控除	生命保険料控除	生命保険料控除	所得控除（個人型のみ）
積立金	特別法人税課税（実質非課税）		特別法人税課税（実質課税）	特別法人税課税（実質課税）	特別法人税課税（実質課税）
給付金	公的年金等控除 退職所得課税		公的年金等控除 退職所得課税	公的年金等控除 退職所得課税	公的年金等控除 退職所得課税
支払い保証制度	あり		なし	なし	なし
積立金確保義務	あり		あり	なし	なし

〔出所〕年金情報，2001年1月22日号，3ページを参考に筆者作成

は象徴的存在であった。しかしゴーン社長は，事業の関係が深い4社を除き，その他の株式は銀行も含め売却する方針であり，その一環として興銀株も売却した。

さらに日産による日立株保有も，表2では1,450万株で99年から2000年にかけて変化していないが，2001年3月ごろほとんどを売却した。日産と日立は鮎川義介が創設した日産コンツエルンの中核企業として，長く持ち合いをしてきたが，これも日産は2001年3月に売却した。またこの新聞報道によると，2001年3月末で日産保有のみずほ株は5,489万株（前年同期比39.3%減），住友銀行株は654万株（同48.8%減），東京三菱は417万株（同59.7%減），あさひ銀行は1,153万株（同15.2%減）となった[4]。

ニッセイ基礎研究所が実施している，「株式持ち合い状況調査」（99年度版）によっても，金額ベースで集計した市場全体の持ち合い比率は10.87%となり，調査開始以来（1987年度以来）最低となった。1998年度の同じ持ち合い比率は16.02%であったから，1年間で5ポイント強も低下したことになる。この持ち合い比率は1987年度には21.47%，1995年度には20.32%であったから，ここ1～2年間で極めて早いペースで持ち合いが崩れていることになる。そのなかには，以上でみてきたような日産と興銀，日産と日立というような，いわば日本の企業集団の核心となる持ち合いも含まれている。

この崩壊する株式持ち合いに代わって，株主として今後注目されるのが，外国人とならび，日本の年金基金であり，導入が決定された確定拠出型年金（日本版401K）であろう。

Ⅱ．日本における年金税制

日本では，2001年6月に確定給付企業年金法と確定拠出年金法があいついで成立し，年金税制は大きく変化しつつある。まず確定給付企業年金法により，従来の厚生年金基金は，従来どおりの代行型の厚生年金基金，厚生年金基金から代行を除いた基金型企業年金，税制適格年金を改良した規約型企業年金に再編されることとなった。また同法案によって従来の税制適格年金は10年以内に廃止されることも決められた[5]。また確定拠出年金法も成立し，企業が導入する企業型と個人で加入する個人型が並存することとなった。

表3が現在の年金課税の骨格を示している。

掛け金拠出局面では，従来型の厚生年金基金については，事業主負担は損金算入，加入者負担は全額社会保険料控除がなされている。後述するように，従来型の厚生年金基金は厚生年金の一部を代行する等のため，公的性格を有しており，税制面でも公的年金に準じた措置を受けている。これに対し，新設される基金型企業年金（代行を返上）と規約型企業年金の場合には，加入者の掛け金は生命保険控除で年間5万円にとどまっている。廃止される予定の税制適格年金の場合には，加入者の掛け金は生命保険控除であり，基金型と規約型年金はこれに準じるものとなった。また確定拠出年金の場合にも，企業型については加入者掛け金の所得控除は認められていない。ついで運用局面での課税としては，従来型の厚生年金基金では「代行相当分の2.7倍に相当する水準を越える部分に1.173％の特別法人税を課税」となっている。この2.7倍水準を越える基金は1998年度で54基金であった。つまり財政状態が良好な大企業の厚生年金基金を除く，多くの厚生年金基金は実質的に特別法人税は課税されていない。一方，基金型，規約型においても「本人掛け金を除いた部分に1.173％の特別法人税」が課税されることとなっている。この点も税制制適格年金の取り扱いが踏襲された。さらに確定拠出型年金についても，1.173％の特別法人税が課税される。こうした運用局面での課税根拠としては，「企業が拠出した掛け金を従業員に対する給与と考え，その給与である積立金に対する所得税課税を給付時まで繰り延べ，その繰り延べの利子を特別法人税として徴収する」ということである[6]。ただし特別法人税は企業業績への配慮から，1999年度から特例として課税を凍結してきた。当初は2000年度までの2年間の凍結予定であったが，2000年12月になって2002年度まで凍結を2年間延長することとなった。2003年度以降は未定であるが，企業年金の普及に強く影響することは間違いない。企業年金法成立以降には，実質的に課税されない従来型の厚生年金基金と，代行の返上は可能となったが実質的に課税される基金型年金との課税不均衡は再び問題化する可能性がある（特別法人税の凍結が解除された場合）。

給付局面では，企業年金法の年金や確定拠出型年金で扱いはかわらないものの，65才以上と以下では扱いが異なる。65才以上では，夫婦か単身かにかかわらず，公的年金等控除は「年金額×25％＋75万円」もしくは140万円のいずれか高い額となる。65才以下では，夫婦か単身かにかかわらず，「年金額×25％＋37.5万円」もしくは70万円のいずれか高い額となる。

ついで税率であるが，課税所得が330万円以下であれば税率10％，330万円～900万円であれば税率20％であるが，税額控除が33万円認められる。さらに900～1,800万円で30％（税額控除が123万円），1,800～3,000万円で40％（同303万円），3,000万円以上で50％（同603万円）である。

年金掛け金（拠出金）への非課税措置による税収の減収額を新聞報道から推計してみた。厚生年金の事業主負担掛け金分で1.6兆円，加入者負担分で1兆円，合計で厚生年金の掛け金分だけで2.6兆円など，公的年金の掛け金分だけで3.2兆円の減収が発生している。また企業年金法成立前の厚生年金基金と適格退職年金で0.9兆円の減収であり，個人年金でも0.1兆円が減収となっている。公的年金，企業年金，個人年金を合計すると，4.2兆円となる。繰り返しになるが，これは掛け金（拠出金）への非課税

に伴う税収減収だけであり，これに運用局面での非課税や，給付局面での非課税も加わると，10兆円近い減収額に達するのではあるまいか。自由民主党の税制調査会も平成10年度の税制改正に関する答申で，「公的年金については，拠出段階が非課税であるとともに給付段階が実質的に非課税となっていますが，年金受給者の増加や年金所得の増大等，年金制度が成熟していくことを考えると，社会保険料控除及び公的年金等控除について検討する必要があります[7]。」と指摘している。いずれ給付局面での年金課税も見直しの対象とならざるをえないだろう。

企業年金法が成立した重要な意義のひとつは，基金型年金として，代行を返上できる企業年金を認めたことであった。企業年金法は代行の返上が可能な基金型年金を認めたという側面では，一定の解決方向を示したが，従来型の厚生年金基金には加入者掛け金に社会保険料（全額）控除を認めたものの，基金型年金には加入者掛け金に生命保険料控除（年間５万円）しか認めておらず，従来からも指摘されてきた代行制度と税制優遇の関係はいまだ解決されていない，と言えよう。

Ⅲ．日本における企業年金の財政問題

従来，日本の企業年金としては，厚生年金基金と適格年金が代表的な年金であった。前者は公的年金である厚生年金に代行し，かつ上乗せ部分を基金ごとに給付しているが，実施主体は基金自身であり，また人員規模は500名以上である。他方，後者の実施主体は事業主であり，かつ人員規模は15名以上であり，適格年金の加入者規模は100人未満のものが約80％となっている[8]。

表４　厚生年金基金の動向

	新設基金数	解散基金数	基金数
1991	120	0	1,593
1992	143	0	1,735
1993	69	0	1,804
1994	45	1	1,842
1995	38	1	1,878
1996	15	7	1,883
1997	5	14	1,874
1998	4	18	1,858
1999	0	16	1,835
2000	1	29	1,801

〔出所〕『年金情報』，2001年４月16日号から作成。

厚生年金基金は1966年施行の厚生年金保険法に基づいて開始され，1987年度には基金数は1,194件に達し，80年代後半から90年代初頭にかけて年率８％増を超過する増加率で基金数は増加した。このため92年度には基金数は1,735件に達した。しかし92年度以降には増加率は鈍化し，97年度には解散基金数が設立基金数を超過し，基金数は前年比で減少となった。基金の母体企業の倒産や基金の運用状況の悪化などが要因である。すでに平成６年（1994年）11月に日本紡績業厚生年金基金が紡績業の衰退に伴う加入者の減少に加えて，運用の悪化から解散した。さらに95年10月には兵庫県繊維産業厚生年金基金も解散した。株価低迷と低金利に伴い低下した運用利回りと予定利率5.5％の利回り差は「利差損」として，母体企業の負担となって跳ね返るが，負担しきれない場合，解散に追い込まれる[9]。こうした背景から，引き続き96年度には７基金が解散し，表４が示すように97年度には14基金の解散に増加した。

98年度以降も基金の解散は続き，98年年末には日本食堂厚生年金基金と十字屋厚生年金基金が解散した。日本食堂厚生年金基金はJRグループの飲食企業三社を母体とし，また十字屋

表5　日本の企業年金契約形態別資産残高　（単位：億円）

	厚生年金基金				税制適格年金			
	合計	信託	生保	投資顧問	合計	生保	信託	全共連
1992	299,932	187,800	112,132	−	15,035	8,477	6,434	125
1993	333,241	203,953	129,289	−	16,072	9,253	6,681	138
1994	361,303	218,129	143,174	−	16,961	9,964	6,849	148
1995	392,324	234,416	157,908	−	17,801	10,537	7,105	159
1996	420,630	265,645	154,985	−	18,466	10,758	7,538	170
1997	466,732	249,245	156,537	60,950	19,154	10,714	8,261	179
1998	494,603	253,272	151,838	89,493	20,008	10,367	9,449	192
1999	576,445	283,893	149,210	143,342	21,227	10,151	10,868	208

〔出所〕厚生年金基金連合会，『企業年金に関する基礎資料』，およびホームページから作成。

はダイエーグループの一部上場企業であり，一部上場企業の厚生年金基金としては初めての解散であった。両基金とも従業員（加入者）数の減少と受給者数の増加，運用利回り低下が解散の背景となった[10]。98年度を通じて，厚生年金基金の解散は過去最高の18に達し，新設はゼロとなった。日糧製パン，ヒラボウなどが解散し，また徳用シティ銀行，大倉商事のように母体企業の倒産で年金基金が解散となったケースもあった[11]。

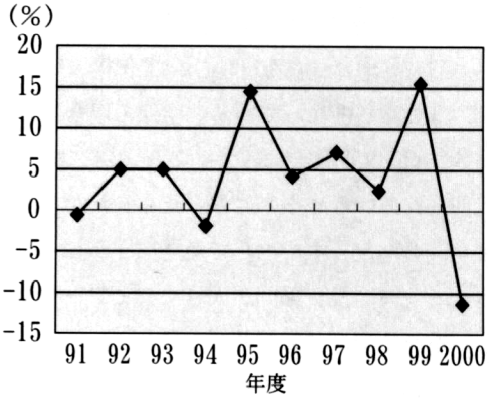
さらに2000年度には過去最高の29基金が解散となった。2000年度に入り，解散の背景としては，従来のように単純に基金の財政が厳しい，母体企業の倒産のため，といった理由だけではなく，退職金の改定に伴う解散や，退職給付債務の削減を狙った解散があった。

2001年3月21日に解散したエスラインの場合，解散の理由は基金による退職給付債務が企業業績に影響を与えるため，としている。また2000年9月29日に解散した岐阜銀行の場合，退職金規定を変更し，退職金を給与に上乗せして前払いするために，基金を解散した[12]。一方，2001年3月23日に解散したワールドは最近3年間の運用利回りが6.7%で，予定利率の5.5%を上回っていたが，解散した。財政が黒字でも解散した事例で珍しい。これは同社の場合，店頭販売員が多く，在職期間が短いため受給資格が得られるまで勤務しないことが多く，基金の意味が薄くなっていたためである。いわば雇用形態が基金設立時から変化したためといえよう。ワールドでは，今後は成果に応じて退職金を支払う制度に変更した[13]。

一方，適格年金は1962年施行の法人税法に基づき，99年度には8万1,605件と，前年度比3,442件の減少であった。適格年金の加入者数は95年度には1,078万人とピークを成したが，99年度には1,000万人となっている。適格年金の契約件数，ならびに加入者数の減少には，適格年金から厚生年金基金への移行等もあるものの，企業の倒産や資金繰りの悪化，人員未達や掛け金の未収などが影響している。

以上のように，近年，厚生年金基金数や適格年金契約件数，さらに加入者数は減少傾向にあるが，両者の資産残高は99年度末までは増加している。表5は企業年金資産残高の推移を示しているが，厚生年金基金の場合，90年度の24兆1,143億円から99年度には57兆6,445億円と増加し，また適格年金の場合でも90年度の13兆2,70億円から99年度には21兆2,270億円へと増加してきた。

図1　年金運用利回り



（注）同センター・ユニバース平均値
〔出所〕日本格付投資情報センター

すでに指摘したように，厚生年金基金数や適格年金契約数が近年において減少しつつある。同様に加入者数も減少しつつある状況にあるにかかわらず，日本の企業年金資産残高が増加していることは，主として依然として年金基金への拠出金が給付金を超過していることに起因する。ただし2000年度末に年金資産残高がマイナス運用のために減少している可能性がある（その集計結果は2002年8月である）。

企業年金資産残高の伸び率を考える場合，運用利回りが大きく影響するが，近年日本の企業年金運用利回りは大きく変化してきた。図1が示すように，94年度に企業年金の運用利回りはマイナス1.9%と低下し，その後95年度と99年度には14〜15%といった高い利回りを達成したが，2000年度には再びマイナス11.3%と大きく低下した。

こうした年金基金の運用利回りは個別基金にも大きな影響を与えている。すでに運用利回り低下が基金解散の重要な背景となったことは指摘したが，解散に至らぬまでも大企業の厚生年金基金にも暗い影を落とした。関西ペイントは2001年4月から厚生年金基金の予定利率を5.5%から4.4%に引き下げた。運用利回りの低下が主因だが，同社の退職給付債務の積み立て不足額は140億円程度であり，利率引下げによって40億円圧縮され，100億円となる[14]。

予定利率の引下げのみならず，厚生年金基金の退職者への給付額を引き下げた基金もある。日新製鋼厚生年金基金は受給権者の9割の同意を得て，2001年4月分から約15%のカットに踏み切った。これまでは平均で公的年金が20万円，企業年金が6万5千円であったが，企業年金部分が5万5千円となった。同基金の受給権者は3,800人であるが，現役社員は3,500人程度で，財政状態改善のためには，受給権者の協力が不可欠であった，という[15]。

こうした財政を打開するため，高利回りを狙って自家運用を開始する動きも出ている。2001年4月には松下電器厚生年金基金が日本の企業年金として初めて自家運用を開始した。同基金の資産残高は約8,500億円あるが，そのうちの350億円を自家運用として，国内株式のインデックス運用に投入した。残りの8,150億円は外部運用機関27社に委託されているが，こうした外部委託のコストを削減すると同時に，貸し株などで運用利回り向上を狙っている[16]。

全体として，日本の年金は財政状態改善のために，運用利回りの向上が指向されてきた。こうしたなかで厚生年金基金の資産構成には重要な変化がみられた。第一に，96年度における公社債比率は22.21%であったが，97年度には20.8%まで低下した。しかし99年度には21.5%まで再上昇した。第二に，生保の一般勘定は著しく低下した。一般勘定は生保資産との合同運用であるが，厚生年金資産のなかで96年度の30.66%から97年度には24.45%に低下し，さらに99年度には11.13%となった。第三に，国内株式については組み入れ比率が上昇しており，

96年度の14.05%から97年度には18.94%へと上昇し，さらに99年度には36.45%に達した。第四に，さらに外国株式についてもかなりの比率上昇がみられ，96年度の9.45%から97年度には14.04%へと上昇し，さらに99年度には18.03%となった[17]。概して言いうることは，生保の一般勘定が減少し，内外とも株式比率が上昇していたことであろう。

Ⅳ．日本における企業年金の運用

2000年度末における日本の企業年金受託残高80兆3,743億円（対前年度比5%増）を見ると，信託銀行が37兆4,840億円（受託シェアー46.8%，受託額の前年度比4.1%増），投資顧問（信託銀行受託の年金特金）が19兆5,413億円（同24.4%，17.7%増），生保が23兆1,135億円（同28.8%，3%減）となっている。生保の場合，第一特約では5.2%増となっているが，第二特約では28.9%という減少率になった。したがって生保が一般勘定を中心として受託額をかなり減少させる一方，投資顧問が大きくシェアーを伸ばし，信託銀行が堅調な伸びとなっている[18]。

さらに表6は大手の年金運用機関の受託額によるランキングを示している。第一位は日本生命で99年度末7兆3,495円（97年度比0.48%増），第二位は大和銀行で同じく6兆3,039億円（同2.4%増）でほぼ横ばいになっている。し

表6　日本の企業年金運用ランキング　（単位　億円，%）

		97年度末	98年度末	99年度末	増減率
1	日本生命	73,144	73,352	73,495	0.48%
2	大和銀行	61,552	61,633	63,039	2.40%
3	三菱信託	55,516	58,323	61,032	9.90%
4	第一生命	53,702	53,374	52,481	−2.30%
5	住友信託	50,753	50,256	52,316	3.10%
6	第一勧業富士信託	49,928	47,106	45,909	−8.05%
7	東洋信託	40,695	42,007	42,427	4.26%
8	三井信託	44,977	43,592	41,052	−8.73%
9	住友生命	36,575	34,163	30,473	−16.68%
10	明治生命	28,042	27,255	24,861	−11.34%
11	中央信託	20,368	19,360	18,614	−8.61%
12	興銀第一ライフ・アセット・マネジメント	3,312	5,806	14,852	338%
13	安田生命	13,351	13,094	12,680	−5.03%
14	朝日生命	16,071	14,799	12,423	−22.70%
15	野村アセット・マネジメント投信	6,278	9,352	11,605	84.85%
16	ニッセイアセットマネジメント投信	4,035	8,097	11,489	184.73%
17	日本信託	6,011	7,347	9,521	58.39%
18	メリルリンチ・マーキュリー投信投資顧問	4,179	7,069	9,476	126.75%
19	大和住銀投信投資顧問	−	−	9,355	−
20	シュローダー投信投資顧問	3,546	6,392	9,112	156.97%

（注）1）ニッセイアセットマネジメント投信の97年度はニッセイ投資顧問。
2）メリルリンチ・マーキュリー投信投資顧問の97年度はメリルリンチ投信とマーキュリー投資顧問の合計。
3）第一勧業富士信託の97，98年度は安田信託。
4）興銀第一ライフ・アセットマネジメントの97，98年度は第一ライフ投信投資顧問。
5）増減率は97年度比での99年度の増減率。

〔出所〕『年金情報』，98年10月19日，99年10月18日，2000年10月16日号から作成。

かし同じ業態でもかなりの格差が発生しており，以下で特徴を指摘していきたい。

第一に，投資顧問の著しい伸長である。第15位の野村アセット・マネジメント投信の場合で1兆1,605億円の受託で前年度比24％増となっており，投資顧問は全体として伸びが著しい。資産運用規制緩和による投資顧問活用，生保の一般勘定の保証利率引下げなどを背景として，生保から投資顧問への資金流入が増加してきた。

第二に，投資顧問もすべてにおいて受託額が増加しているわけではなく，外資系で受託額の伸びが著しい一方，地銀系などでは受託額の減少が発生している。98年9月末現在で，98年3月末比で受託額が50％以上増加した投資顧問は13社あったが，うち11社が外資系であった[19]。表6においても，メリルリンチ・マーキュリーやシュローダーなどが極めて高い増加率となっている。

第三に，生保は表6において受託額を減少させているが，系列の投資顧問で受託を増加させている場合もある。生保はすべて系列の投資顧問を抱えており，系列の投資顧問の受託額をみると，かなりの増加となっている。表6にも示されるように，ニッセイアセットマネジメント投信が16位にランキングされ，興銀第一ライフ投信投資顧問も12位で急速な増加となっている。したがって生保の本体のみならず，生保の系列投資顧問を含む，生保グループとしての受託額を見る必要がある。日本生命や第一生命はグループとしての受託額は増加している。

生保のグループとしての受託額格差に影響した要因としては，東邦生命の破綻問題が大きいと推測される。97年4月に大蔵省は日産生命に業務停止命令を，さらに99年6月に金融監督庁は東邦生命に業務停止命令を発動した。こうした生保の破綻を受けて，企業年金は破綻が懸念される生保への年金契約解約，シェアー見直しに動いた，と見られる。また含み益が大幅に減少した生保は，企業年金から経営的に厳しいと判断されて，年金契約の解約などがなされた可能性が高い，と見られる。

第四に，信託銀行は三菱信託や日本信託が好調に受託額を伸ばしている一方で，第一勧業富士信託（安田信託）が表6においても8.05％減，中央信託も8.61％減になるなど，二局化が鮮明になった。信託銀行は生保と異なり，系列の投資顧問もさほど大きくはない。信託銀行系投資顧問の年金受託額は100～200億円にとどまっている。したがって信託銀行本体の受託動向がグループとしての動向を示す，とみなして問題はない。信託銀行の二局化を説明するひとつの要因は，運用成績であろう。99年度末の信託銀行別の年金運用修正総合利回りによると，信託銀行の平均利回りは3年平均で7.03％であるが，信託銀行間で一定の利回り格差が発生している。最も利回りが高いのは日本信託であり，3年間平均で8.6％となっている。しかし運用利回りから受託額動向を説明できないケースもある。一部生保に見られたような含み益減少や格付け低下など全体的な信用不安が影響したものと見られる。

以上見てきたように，日本における金融機関による年金運用の特質としては，第一に投資顧問の伸長，第二に特に外資系投資顧問の伸長，第三に生保の系列投資顧問を含む展開と一部生保の経営破綻の影響，第四に信託銀行の二極化が指摘できる。

V．年金積立不足問題と年金の株式保有増加

以上で見てきたように，99年度は株式市場の回復が寄与して年金運用利回りは高かったが，2000年度には株式市場の調整が続き年金運用利回りはマイナス10％を越えた[20]。こうした運用利回りの低下も加わり，退職給付債務問題が2001年3月期には深刻化した。

国際会計基準への準拠の一環として，2000年度から新しい退職給付会計が導入された。この特徴は，第一に企業年金や退職一時金などすべての退職給付債務を同一の基準で評価すること，第二に退職給付債務を時価評価すること，第三に退職給付債務のオンバランス化であった。具体的には将来の年金支払額や退職金支払い額の合計を3％程度の割引率で現在価値に割り引く（これが退職給付債務，PBOと呼ばれる）。この退職給付債務から年金基金などの年金資産を差し引き（未積立退職給付債務と呼ばれる），さらにこれから従来の退職給与引当金を差し引いたものが会計基準変更時差異として，いわゆる積立不足額となった。この金額については15年以内に償却すればよい。またこれとは別に，確定給付型年金の運用が予定利率を下回った場合には，積立不足を従業員の平均残存勤続年数以内で償却することも義務づけられている[21]。

この償却方法としては，具体的には退職給付引当金の積み増し，もしくは企業が保有する株式を信託拠出する（退職給付信託）が中心となっている[22]。企業が保有する株式を拠出した場合，時価と簿価の差額である信託設定益が計上されれば，積立不足が相殺される。新聞報道では，2000年9月末現在の積立不足は主要上場企業230社で10兆円弱であり，退職給付信託を実施した企業は96社で，信託設定益の合計は2兆7,000億円に達した，という。富士通は積立不足6,600億円に対し，信託設定益を4,603億円計上，同じくトヨタは3,733億円に対し2,650億円，三菱重工は1,725億円に対し1,679億円を計上した[23]。

表7は上場企業1600社を対象とした別の調査で，退職給付信託の実施状況を調べたものである。1600社のうち，信託設定するとした企業は162社で信託設定金額は3兆3,627億円に達し，その積立不足は4兆4,977億円にのぼり，信託設定する企業は1社あたりの積立不足額が277.6億円と信託設定しない企業の53.7億円を大きく上回った。すなわち積立不足額が大きい企業が信託設定する傾向にあった，と言えよう。また企業規模別に積立不足を見ると，従業員数300人未満では従業員1人あたり積立不足が190万円であるが，従業員5000人以上では490万円に達することも明らかになっている。これは大企業ほど退職金水準が高いためと見られる。したがって大企業ほど積立不足額が大きく，大企業中心に退職給付信託が設定された，と言えよう。このため信託に拠出された株式は

表7　退職給付信託の実施状況　（単位　社数，億円）

	社数	設定金額	積立不足額	1社あたり積立不足額
信託設定する	162社	33,627	44,977	277.6
信託設定しない	1,438社		77,214	53.7
合計	1,600社	33,627	122,191	

〔出所〕『年金情報』，2000年12月18日号。

大企業の持ち合い株が中心と推定される。

こうした持ち合い株の信託方式による年金への拠出の場合，議決権は形式的には信託銀行に属し，株式保有は年金信託名義となる。このため年金への持ち合い株の拠出が進めば，事業法人や銀行（信託以外）の株式保有が減り，年金信託の株式保有比率が上昇することとなる。年金信託は日本における株式保有構造において，海外投資家とならび，注目される投資家となりつつある。

年金信託は従来の厚生年金基金と税制適格年金が信託銀行と投資顧問会社に運用を委託している資金であるが[24]，全国証券取引所協議会の平成12年度株式分布状況調査において，年金信託の株式保有は増加している。株数ベースにおいて，年金信託の持株数は前年度に比し733万単位（37.8％増）増加し，2,670万単位となった。このため持株比率は0.8ポイント上昇の4.3％となり，調査開始以来の最高となった。また時価による株式保有額においても，年金信託は19兆6,528億円（平成13年3月末現在）で，このため時価ベースでの株式保有比率においても5.5％に達し，前年における5％から0.5ポイントの上昇となった。株式保有単価をみると，年金信託は728.9円で，投資部門別において外国人の810.9円についで高い水準にある。これは年金信託が資金の性格からして長期的な投資家層であり，比較的「値がさ」株を多く保有しているためと推定される。

Ⅵ. 日本版401（k）の導入

日本において確定拠出型年金導入が検討され始めた背景には，第一に既存の確定給付型年金である企業年金の運用利回りが低下し，企業負担が増加するなかで，企業が年金負担の軽減を狙ったことがある[25]。第二に，企業会計において，2000年度から企業が退職給付債務の公表を義務づけられ，この処理に直面したことがある[26]。確定給付型年金では企業が年金の支払い義務を持っているが，確定拠出型年金では企業は掛け金支払い以上の義務はない。年金給付会計の導入による積立不足償却は，2001年3月期に主要な上場企業の連結税引き前利益を35％押し下げたとされるが[27]，こうした退職給付債務も確定給付型年金であるからこそ発生する。第三に，労働力の流動性を上昇させるため，転職に際してのポータビリティーが指摘されることがある[28]。日本では終身雇用制が前提となり，退職金や年金が設計されてきたため，転職すれば退職金や年金の受取りにおいて不利になる場合が多かった。同時に企業に対しては，非課税となる退職給与引当金の引当率は発足時には期末要支給額の100％であった。しかし同引当率は漸次的に引き下げられ，2003年度には20％にまで引き下げられる。終身雇用を支える税制が変化するなかで，労働市場の規制緩和が主張され，年金制度も転職に対応すべき，と論じられる。

第四に，経営状態が厳しいなか，銀行，生保，証券などが新たな収益源として，確定拠出型年金の手数料収入に注目したことがある[29]。ただアメリカの事例でも明らかなように，ブックキーピングなどのために，多額のシステム投資が必要とされるため，年金問題が金融機関の提携を促進した面があろう[30]。以上のような要因が相互に影響しあって，日本における確定拠出型年金の導入を促したと見られる。

日本における確定拠出型年金の導入にあたっては，導入時の制度設計をめぐって様々なプラ

ンが提案された。財形年金を所管する労働省は財形年金の401（k）タイプへの移行を主張し，自民党では労働部会がこれを受けて同じ方向性を目指していたが，勤労者拠出型年金小委員会の委員長太田誠一議員が総務庁長官に就任したり等の事情から，強い流れとはならなかった。その後，私的年金小委員会（津島雄二委員長）が自民党での推進母体となった。一方，厚生省は厚生年金基金での上乗せ年金としての確定拠出型年金を目指した。厚生省は自己の管轄下にある厚生年金基金を守りつつ，確定拠出型年金も管轄しようとした。一方，通産省は企業負担軽減を重視し，企業拠出を中心とした確定拠出型年金を提唱した。この通産省の立場は経団連など経済界の利害とかなり一致していた。既存の企業年金に上乗せという形であれば厚生省による規制が残る可能性があるために，経団連は厚生省の構想には反対していたからである。他方，大蔵省は確定拠出型年金への税制優遇が2～3兆円にも達すると見込まれる税収の大幅減少をもたらす懸念を持っていた[31]。

確定拠出型年金導入にあたっては，既存の厚生年金基金や適格年金との関連，既存年金からの移行方法が大きな論点となった。厚生年金基金からの移行については，積立不足がある場合には厚生省は認可しない方針である，と言われる。また厚生年金基金から確定拠出型年金へ移行しようとすれば，代行を返上するために，代行部分の資産を区分けし，この部分を国に返却することが必要となる。しかし区分けが難しいうえ，返却後には資産が残らない可能性がある，という[32]。したがって確定拠出型への移行は主として退職金制度からの移行が中心と見られている[33]。日本で最大の企業年金である日立（年金資産1兆1,500億円）が退職一時金の半分程度を確定拠出型年金に移行させ，代行部分の資産5,000億円を国に返上の方向である[34]。最大の年金の動きは他の年金にも影響しよう。

日本における確定拠出型年金は99年12月の自民党税制改正大綱において，一応大枠は決定し，2001年6月に国会で可決し，2001年10月施行の予定である。これによると，企業型年金と個人型年金の二種類とされ，企業型年金では企業の拠出だけが認められ，非課税での本人の拠出は認められなかった。厚生年金基金や適格年金など企業年金がある場合，企業の拠出金の損金算入は年間21万6,000円までとされ，企業年金がない場合には43万2,000円とされた。個人型年金の非課税枠については，自営業者は国民年金基金と合計で81万6,000円，企業年金がなくかつ確定拠出型の企業型年金も設立されない従業員は18万円とされた。給付時点では年金として受け取る場合には公的年金等控除が適用され，一時金として受け取る場合には退職所得課税となる。

今回の制度導入において，最大の難点は所得控除の上限が低いことに加え，マッチング拠出（本人負担の対応した雇用者負担）が認められなかったことと指摘される。企業型年金でも企業だけが損金算入を認められ，企業年金のない企業従業員だけが個人型年金で18万円まで認められた。大蔵省が税収確保や税制の公平性の観点から，強力に従業員の本人拠出への税制優遇には抵抗したと言われる。

しかし最大手年金基金の日立が，退職一時金からの確定拠出型年金への移行を決定したことに加え，松下電器厚生年金基金も自家運用を開始したが，これは確定拠出型年金導入に向けた財務戦略の一環である，という[35]。こうした大手年金基金の動向は日本の企業年金の多くに影

響しよう。当面，日本型401（K）の税制優遇は限定されたものとなった。しかし中長期的には，最大手年金が確定拠出型の導入へと動いており，退職給付信託による年金の株式保有増加とならび，今後株式持合いに代わる日本の株主として年金が注目されよう。

注

1）『日本経済新聞』2001年6月27日付
2）『日本経済新聞』2001年5月21日付，6月15日付
3）『日本経済新聞』2001年3月18日付
4）『日本経済新聞』2001年7月4日付
5）『年金情報』，2001年6月18日号，10頁。
6）『年金情報』，2001年1月22日号，3頁。
7）厚生年金基金連合会，『企業年金に関する基礎資料』，平成10年7月，120頁。
8）特に断らない限り，データは『企業年金白書』，各年版，ライフデザイン研究所による。
9）『日本経済新聞』1995年12月17日付
10）『日本経済新聞』1998年12月28日付
11）『日本経済新聞』1999年4月9日付
12）『年金情報』，2001年4月16日号，7頁。
13）『日本経済新聞』2001年4月4日付
14）『日本経済新聞』2001年1月10日付
15）『日本経済新聞』2001年6月15日付
16）『年金情報』，2001年4月16日付
17）『年金情報』，2000年9月4日号
18）『年金情報』，2001年6月18日号，22頁。
19）『年金情報』，1999年1月18日号，9頁。
20）『日本経済新聞』2001年3月31日付
21）『日本経済新聞』2001年6月5日付
22）『年金情報』，2000年5月22日号，8頁。
23）『日本経済新聞』2000年12月29日付
24）『日本経済新聞』1999年7月17日付
25）『日本経済新聞』1998年8月28日付
26）『日本経済新聞』1999年4月29日付
27）『日本経済新聞』2001年7月18日付
28）『日本経済新聞』1998年12月9日付
29）『日本経済新聞』1999年2月10日付，朝日新聞，1999年1月29日付
30）厚生省は運用の一括化により手数料率を引き下げる構想を提示している。
『日本経済新聞』1999年10月25日付
31）『年金情報』，1999年1月4日号
32）『年金情報』，2000年3月20日号
33）『年金情報』，2000年10月2日号
34）『年金情報』，2001年2月5日号
35）『年金情報』，2001年4月16日号

（立命館大学国際関係学部教授）