

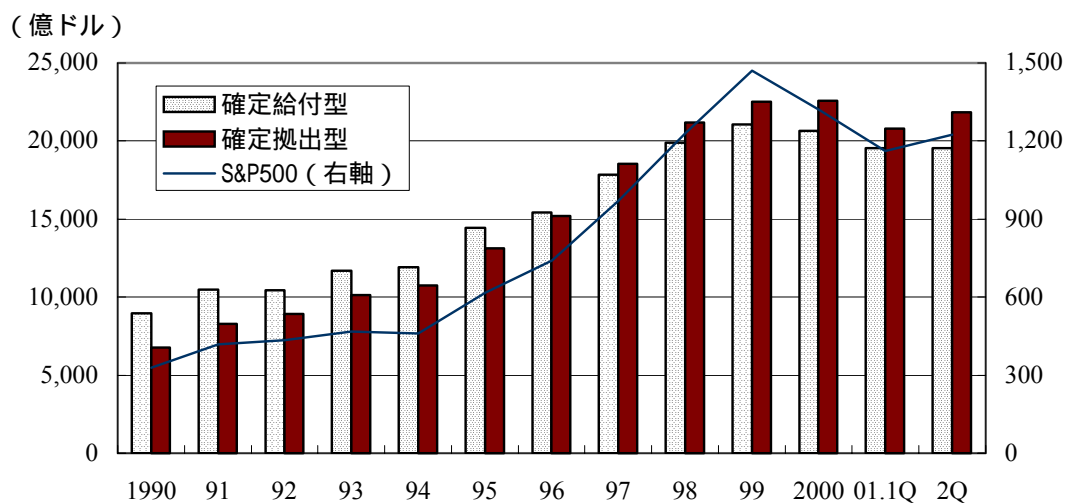
2001年の米国年金プラン・投信信託をめぐる動向

2001年は、年金プランも投資信託も株式市場低迷の影響を受け、残高を減少させる結果となった。年金プランにおいては、その株価の下落がきっかけとなり訴訟も起こされている。本レポートでは、米国アセット・マネジメントの主翼を担う年金プラン、投資信託の2001年の動向を振り返りたい。

1. 米国年金プランの動向

EBRI (Employee Benefit Research Institute) の調査によると、確定給付型 (DB)、確定拠出型 (DC) 年金プランの資産残高はいずれも 2001 年に入り減少している。DB プランの 2001 年 6 月末の資産残高は 2000 年末比 5.4% 減の 1 兆 9,540 億ドル (約 254 兆円)、DC プランは 3.3% 減の 2 兆 1,840 億ドル (約 284 兆円) となった。両プランとも株式への投資比率が高く、図 1 に示すように株価指数に連動するように残高を減少させている。DB プランと DC プランの残高減少率の違いは、2001 年の第 1、第 2 四半期の DB プランの純資金流入がマイナス 616 億ドルに対し、DC プランはマイナス 238 億ドルと半分以下にとどまっており、この差、すなわち DC プランには安定した拠出が行われている分の差が現れた形となった。

図 1 米国年金プランの資産残高の推移



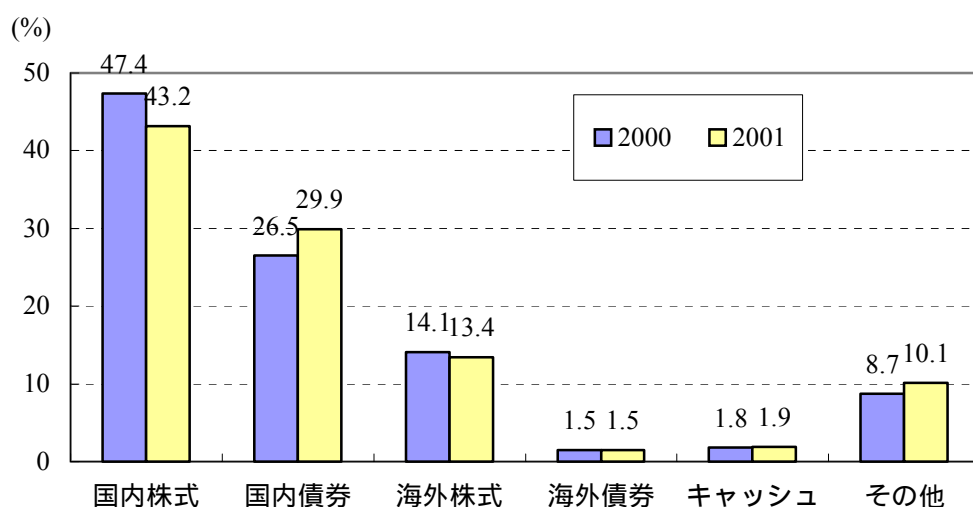
(出所) EBRI の資料より野村総合研究所作成

1) 確定給付型年金の動向

2001 年の DB プランは、資産配分において国内株式への投資比率が減少し代わりに国内債券比率が増加した以外には特に大きな動きは見られなかった。株式投資比率の減少も株式市場の下落率からすれば小さく、短期的な市場の動きに左右されずに投資方針で定めた資産配分に沿って運用が行われていると推察される。

ここ 5 年間の動きを見ると、自家運用に関して面白い動きが見られる。Pensions & Investments 紙の調べによると、DB プラン上位 200 基金¹の全資産に占める自家運用の割合は幾分減少傾向にあり、1996 年 9 月末の 37%から 2001 年 9 月末は 32.6%に下げた。こうした中で、債券インデックス運用では自家運用の比率が 35.7%から 60.9%に上昇している。債券インデックス運用の比率が高い基金ほど自家運用比率が高い傾向にあり、自家運用で蓄積されたノウハウがより高度になるに従って、債券インデックス運用を実践する機会が増えていると思われる。

図 2 DB プラン上位 200 基金¹の資産配分 (各年 9 月末)



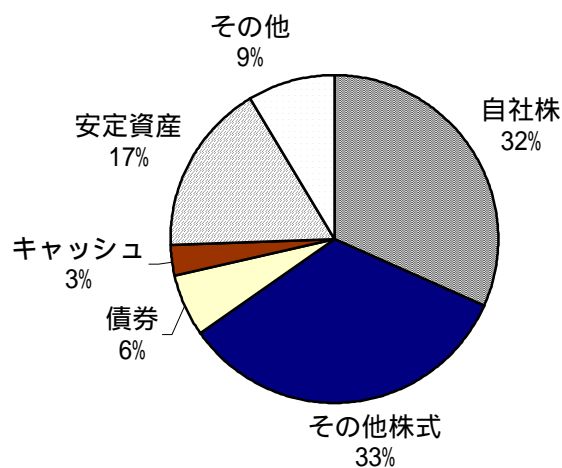
(出所) Pensions & Investments 紙より野村総合研究所作成

¹ DB プラン及び DC プランの資産額の合計値が上位 200 のプラン。数値は、それら 200 プランのうち DB プランにかかるもの。

2) 確定拠出型年金の動向

Pensions & Investments 紙の調べによると、2001年9月末におけるDCプランの株式への投資比率は平均で65.3%となり、依然として高い比率であることが分かった。2001年9月末までの1年間で、S&P500が27.5%の下落を見せていることから、株式市場の不調による影響は大きいはずであるが、2000年9月末における70.3%よりは低下したものの高い比率を維持している。また、自社株への投資比率は2000年9月末の30.2%から2001年9月末には31.7%と微増している。

表1は資産残高が上位10プランの資産配分を示したものであるが、自社株への投資比率を公表している6プラン中4プランが60%を超える投資比率を示しており、一資産に偏った運用が目をひく。ただし年金プランによっては、企業が拠出した自社株を自由に別の金融商品（以下、投資オプション）に変更することができないような規約を設けているところもあり、それが自社株比率が高くなっている一因とも言えよう。とはいえ自社株を換算しなくても株式への投資比率は高く、資産配分に大きな変動が見られない理由としては、今後株価が回復するという期待感が強いから、という意見も聞かれる。

図3 DCプラン上位200プランの資産配分比率²

(出所) Pensions & Investments 紙より野村総合研究所作成

² DBプラン及びDCプランの資産額の合計値において上位200プランのうち、一般企業のDCプランにおける資産配分比率。

表 1 DC プラン上位 10 プランの資産配分構成

(単位：百万ドル(資産額)、%)

	資産額	株式	(自社株)	債券	その他
Federal Retirement Thrift	93,328	49	n.a.	9	42
General Electric	25,669	83	68	12	5
Boeing	20,250		n.a.		
Verizon	19,594	81	56	3	16
IBM	18,577	62	15	5	33
General Motors	17,900	63	22	2	35
Exxon Mobil	14,740	80	64	15	5
SBC Communications	14,635	79	64	2	19
Ford Motor	14,000		n.a.		
Lucent Technologies	12,467		n.a.		

(出所) Pensions and Investments 紙, 2002 年 1 月 21 日より野村総合研究所作成

3) 集団訴訟が続く 401(k)プラン

一般に、401(k)プランでは、プラン参加者が選択した投資オプションの運用結果は、選択した本人がその責任を負うことになっており、提供者である会社は受託者責任を負わないとされている。しかし、その前段階である 401(k)プランに提示する投資オプションの選定には会社が受託者責任を負うことになっており、パフォーマンスの悪い投資オプションを提供した会社の受託者責任を問う訴訟が相次いでいる。

(1) 投資オプションに絡む訴訟

ファースト・ユニオンは、1999 年に 401(k)プランの投資オプションに絡んで 2 件の訴訟を起こされた³。1 件目は、ファースト・ユニオンが 1997 年に買収したシグネット・バンク出身の従業員が提訴したもので、「会社は、シグネット・バンク時代に 401(k)プランで提供されていた投資オプションから強制的にファースト・ユニオンが提供する投資オプションに切り替えさせた。またこれはプラン参加者が望んでいない投資オプションへの乗り換えにもかかわらず、高い手数料を徴収されたのは不当である」とするものである。また、もう 1 件(1999 年 9 月 7 日)は、現職社員及び退職者が提訴したもので、ファースト・ユニオンが提供する 401(k)プランの投資オプションが、すべてその子会社の投資信託であることに対して、「ファースト・ユニオンは、パフォーマンスが決してよいとはいえない投資信託を高い手数料で 401(k)プラン参加者に提供した。また、401(k)プラン参加者がそれらの投資信託に投資することによって資金規模を拡大させ、それをマーケティングに利用したことは受託者責任に反する」というものである。

³ 詳しくは、沼田優子「米国 401(k)プランの運用に関わる従業員向けコミュニケーション」『資本市場クォータリー』2000 年夏号を参照。

2001年3月に、ファースト・ユニオンが に対して1,000万ドル、 に1,600万ドルを支払うことで和解が成立した。この莫大な額は、401(k)プランのスポンサー企業に、投資オプションの選定、及び選定後においても常に投資オプションのパフォーマンスを注意深く調査しなければ、受託者責任を厳しく問われるという教訓を与えたと言える。

更に、ファースト・ユニオンは、3大コンサルティング会社の中から1社を選び、フィナンシャル・アドバイザーとして契約することに同意した。アドバイザーは、ファースト・ユニオンが401(k)プランで提供する投資オプションの選定にも関与することになっている。もし、ファースト・ユニオンの401(k)委員会が、そのアドバイザーの意見を受け入れない場合には、プラン参加者に対してアドバイザーが選定した投資オプション一覧を示すとともに、採用しない正当な理由を示すことになっている。

(2) 自社株に絡む訴訟

様々な方面にその破綻の影響を及ぼしているエンロンであるが、401(k)プラン参加者も被害を受けた一組織であり、会社に対して「簿外取引での損失を明らかにせず、従業員に自社株投資を推奨したのは年金の受託者としての責任を怠った」として訴訟を起こしている⁴。

エンロン事件によって、自社株投資への問題が大きく取り上げられたが、この事件が生じる前に、既に401(k)プランにおける自社株投資に疑問を投げかける動きがでていた。

2001年7月25日、ルーセント・テクノロジー（以下、ルーセント）の従業員はニュージャージー地方裁判所にルーセントとその401(k)プランの管理者に対して訴訟を起こした。

ルーセントでは、会社からの401(k)プランへの拠出分（マッチング拠出）を自社株で行っていた。また、401(k)プラン参加者が独自に選ぶ投資オプションの中にも自社株が含まれていた。訴状は、「ルーセントと会社幹部は、ルーセントがビジネス上多くの重大な問題をかかえていることを知悉していながらマッチング拠出を自社株で行い続けただけでなく、401(k)プランの投資オプションから自社株を取り除くことなく、自社株の投資を可能にし続けたことは受託者責任に反している」、としている。

401(k)プランにおいて企業によるマッチング拠出が自社株で行われると、プラン参加者は自社株への投資が年金プランにおける投資商品として最も適したものという印象を受け、自社株拠出をしていない企業よりも自社株比率が高くなる傾向があるとされている。ルーセントにおいても、この傾向を代弁するかのよう自社株への投資比率は48.1%⁵という高い比率を示していた。

ルーセントでは業績悪化に伴い人員削減を行っており、2001年の上半期で1万人以上を削減している。また下半期にも更に2万人を削減することを公表しており、リストラの対象者にとっては職を失うだけでなく、価値を失った自社株が半分を占める401(k)資産が残

⁴ 詳しくは、淵田康之「エンロンの破綻と米国資本市場の課題」『資本市場クォーターリー』2002年冬号を参照。

⁵ Nelson Information's Directory of Plan Sponsors 2002 による

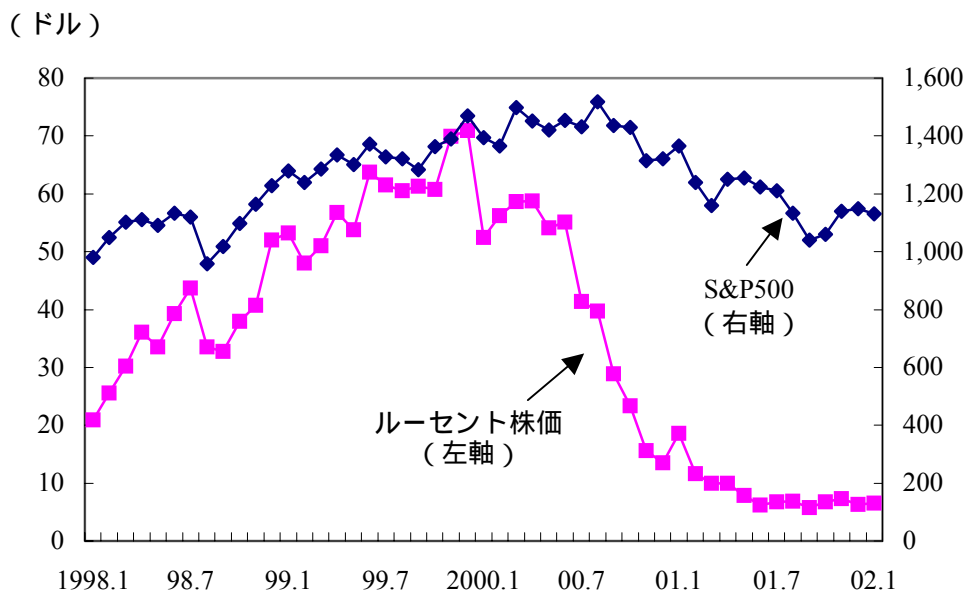
るだけとなってしまった。

2001年12月28日に公表されたルーセントの年次報告書によれば、まだ訴訟は初期の段階にあり解決の目処はたっていない。

また、自動車部品メーカー、フェデラル・モーグルは、ルーセント・テクノロジーの集団訴訟を重く受け止め、2001年7月に401(k)プランに自社株を拠出するのを中止するとともに、投資オプションから自社株をはずした。フェデラル・モーグルはその後10月に、破産裁判所に破産申し立てを行った。

当初から自社株を投資オプションに加えていないプランは多数存在するが、既に提供しているプランがその投資オプションから自社株をはずしたケースはフェデラル・モーグルが初めてと言われている。ルーセント、エンロンの訴訟の判決はまだ下されていないが、今後、自主的に自社株を投資オプションからはずす企業は続くと思われる。

図4 ルーセントの株価とS&P500の推移



(出所) Aurora、Bloomberg より野村総合研究所作成

4) エンロンをきっかけとした自社株に関する規制法案

エンロンの破綻が 401(k)プランに及ぼした悪影響の最大の原因は、その自社株投資比率の高さにあった。米国議会では、エンロン社員の悪夢を繰り返さないための方策として、自社株規制に絡む法案が複数提出されている。

エンロンの 401(k)プランでは、会社のマッチング拠出が自社株で行われていただけでなく、50歳になるまで会社が拠出した自社株の売却は禁止されていた。そのため、従業員であるプラン参加者の自社株への投資比率は66%に達していた⁶。更に、エンロンがSECからの捜査を受けていることを発表した日から3週間にわたってブラックアウト⁷が行われた。エンロンの破綻によって、社員は職を失っただけでなく退職後の貯蓄である401(k)プランの資産も大半を失うことになってしまったのである。

現行法のもとでは、DBプランに対しては自社株への投資に対して10%の上限が課されているが、401(k)プランを始めとしたDCプランに関しては分散投資を原則としていながら

表2 401(k)に関する最近の法案

【下院】

法案番号	法案名	提出日	提出者	内容
H.R.3463	Pension Protection Act	2001/12/12	Mr. Deutsch	・自社株の投資比率は、10%を上限とする ・取得した日から3年以上経過すれば売却可能
H.R.3509	Retirement Account Protection Act of 2001	2001/12/18	Mr. Bentsen	・ブラックアウトを行う場合には、90日前には通知すること
H.R.3640	Pension Protection and Diversification Act of 2002	2002/01/29	Mr. Pascrell	・自社株の投資比率は、20%を上限とする ・受給権を100%獲得している場合には、取得後90日を経過すれば売却可能
H.R.3657	Employee Pension Freedom Act of 2002	2002/01/29	Mr. Miller	・ブラックアウトを行う場合には、30日前には通知すること ・ブラックアウトの期間は10日を超えてはならない
H.R.3692	Pension Protection and Diversification Act of 2002	2002/02/07	Ms. Jackson-lee	・自社株の投資比率は、20%を上限とする ・受給権を100%獲得している場合には、取得後90日を経過すれば売却可能

【上院】

法案番号	法案名	提出日	提出者	内容
S.1838	Pension Protection and Diversification Act of 2001	2001/12/18	Mrs. Boxer	・自社株に限らず、1つの証券への投資上限を20%とする ・90日間保有すれば売却可能にする
S.1921	Pension Plan Protection Act	2002/02/07	Mrs. Hutchison	・各四半期末の自社株の保有比率が25%を超える場合には、報告書上で注意を喚起するとともに分散投資の必要性をとく ・受給権を100%獲得している場合には、取得後90日を経過すれば売却可能

(出所) 下院のウェブ・サイトより野村総合研究所作成

⁶ Nelson Information's Directory of Plan Sponsors 2002 による

⁷ プラン参加者の勘定が凍結されること。例えば401(k)プランに金融商品等を提供している金融サービス会社を変更する場合、一時的に勘定が凍結され、その期間プラン参加者は資産配分の変更等ができない。

も自社株への投資制限は設けられていない⁸。今回の事件を受けて、下院、上院の両院において、自社株投資を規制する法案が複数提出されている。例えば、2001年12月12日に Deutsch 下院議員によって提出された法案は、「自社株の投資比率を10%に制限する」、「自社株を取得した日から3年以上経過すれば売却を可能にする」といった規定を設けている。また、12月18日に Benten 下院議員によって提出された法案は、「ブラックアウトを行う場合には、プラン参加者に対して90日前に通知しなくてはならない」としている。表2に示した法案は、提出された法案の一部であり関心の高さがうかがわれる。

このように複数の法案が提出される中、この問題を重要視していたブッシュ大統領は401(k)プランを始めとした年金プランを保護するための法案を早急に成立させるよう議会に求めた。また同時に、閣僚レベルの委員会で検討してきた保護案について承認を行い、実質的に大統領案として提案された。

2002年2月1日に公表された大統領案は4つのポイントからなる。

プラン参加者に対して、分散投資及び自らの年金勘定の管理に高い自由度を与える。

現行法のもとでは、会社側はプラン参加者に対して自社株の保有を強制することができる。大統領案はこの点に着目したもので、会社がマッチング拠出に自社株を用いることを認めるものの、プラン参加者がその自社株をその後どのように投資するかは自由裁量にまかせるべきとしている。具体的には401(k)プランに参加して3年を経過している者は、自社株を売却して他の金融商品へ乗り換えてもよい、と提案している。

下院議員、上院議員によって提出されている法案には、自社株の投資比率を具体的な数字をもって制限する内容を盛り込んでいるものが多いが、大統領案では比率自体への制限は求めている。

ブラックアウトの期間は会社役員にも株式売却に制限を課す。また、その期間は会社側が受託者責任を負う。

エンロン事件で問題になった一つは、401(k)プラン参加者がブラックアウトのために自社株を売却できない期間に、エンロンの幹部が401(k)プランの勘定外で保有している自社株を売り抜けていたことである。そこで大統領案では、このような不公平を避けるために、プラン参加者が自社株の取引ができない期間は会社役員も自社株の売却を禁止するとしている。

また、現行法のもとでは、プラン参加者が選択した金融商品は、プラン参加者自らがその投資結果の責任を負うことになっているが、大統領案では加入者の利益を考えてブラックアウトをしたのではない場合、ブラックアウトの期間は会社側が全面的に受託者責任を負うとしている。

⁸ 厳密には、401(k)プランにおいて、プラン参加者である従業員が拠出する分を従業員の意志に関わらず、企業の指示によって自社株投資が行われる場合には、1999年以降の従業員拠出分の元本及び運用益の10%以上は自社株に投資することはできない(10%ルール)。すなわち、従業員の意志で自社株に投資する分には制限はない。

更に、ブラックアウトの期間を設ける場合には、その前にプラン参加者に投資の変更を考える期間を十分に与える必要があるということで、30日前には告示しなくてはならないとしている。

プラン参加者には毎四半期、各人の投資状況及び分散投資の権利を説いた報告書を提出する。

現行法では、会社に対して年次ベースの運用状況報告書の作成を求めているが、大統領案ではそれを四半期ベースとして報告の頻度をあげるとともに、内容には各人の個人勘定、資産価値、分散投資の権利、分散投資の必要性についての情報を盛り込むことを提案している。

投資アドバイスの手段を拡充する。

2001年11月15日に下院を通過した「退職勘定における証券投資アドバイス法(Retirement Security Advice Act of 2001 <H.R.2269>)」を上院でも通過させることを求めており、実質的に、金融サービス会社による401(k)プラン参加者へのアドバイスの解禁を容認している。

そもそもこの法案は2001年6月21日にBoehner議員が下院に提出したもので、投資信託会社、証券会社、生命保険会社など401(k)プランに金融商品を提供している金融サービス会社が「投資アドバイザー」として、401(k)プラン参加者にアドバイスの提供を行うことを認めるとした内容である。投資アドバイス業務の発展には、401(k)プランの発展に貢献してきた金融サービス会社がアドバイスもできる体制にすることが不可欠とした意見が法案提出の背景にあるとされる⁹。

この法案は超党派の圧倒的多数で下院を通過したものの、上院での審議が行われておらずペンディングの状態にあったが、ブッシュ大統領の提案によって実現の可能性が一挙に高まった。

なお、大統領案を受けて、下院では2002年2月14日にBoehner議員が、上院では2月26日にHutchinson議員が、その内容を盛り込んだ法案(H.R.3762、S.1969)を提出しており、年金資金の保護に向けて迅速な対応がなされている。

⁹ 2000年にも同様の法案が提出されている。詳しくは、沼田優子「米国401(k)プランの運用に関わる従業員向けコミュニケーション」『資本市場クォーターリー』2000年夏号を参照。

2 . 投資信託の動向

米国資金循環勘定の統計によると、2001 年 9 月末時点における投資信託（MMF を除く）全体に占める家計の保有分は 68.7%となっている。また、全米投資会社協会の調べによると、2001 年 5 月時点で全家計の 52%に相当する 9,330 万人が投資信託を保有しており、更に保有者の 69%は DC プラン以外においても保有している。これらの数値は、投資信託が個人にとって身近な金融商品として浸透していることを示唆していると言えよう。

1) 資産タイプ別投資信託の動向

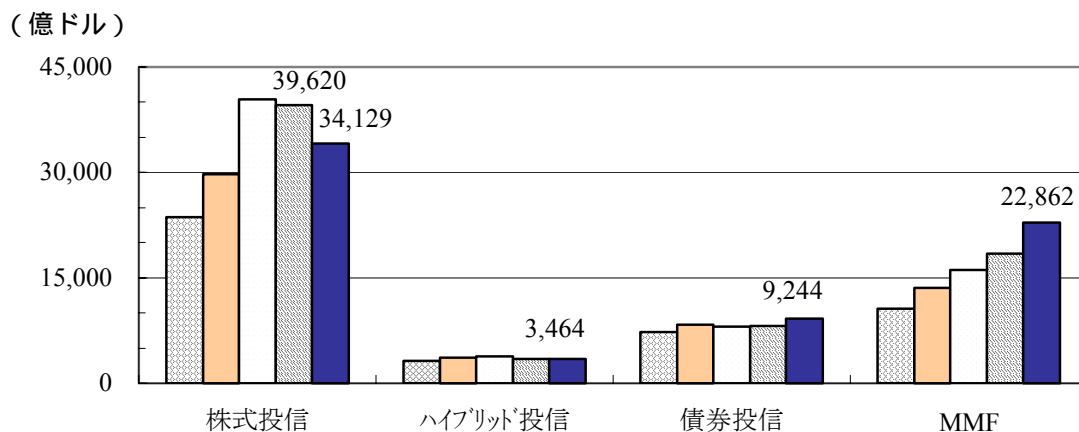
2001 年の米国の投資信託の動向をみると、株式投信、ハイブリッド投信といった株式市場の低迷の影響が大きいと思われる投信の純資産残高が減少し、債券投信、MMF が残高を伸ばした。トータルではほぼ横ばいの前年末比 0.08%増の 6 兆 9,700 億ドル（約 906 兆円）となった。

株式市場の低迷に伴い、株式投信への資金流入は 2000 年下期から鈍化する傾向にあったが、2001 年に入り流出超を示す月も現れ、2001 年通期ではかろうじて 332 億ドルの流入超を示したものの前年の流入額の 10 分の 1 という規模であった。株式投信における 2001 年の解約額は 2000 年の 1 兆 427 億ドルよりも少なく 8,923 億ドルであった。しかし、新規の販売額、他ファンドからの乗り換え額が 2001 年は 2000 年よりも小さく、これが純資金流入額の減少につながった。純資金流入額はプラスを確保したが、純資産残高は前年末比マイナス 13.9%の 3 兆 4,129 億円（約 444 兆円）に減少しており、株式市場におけるパフォーマンスの悪さが残高の減少の最大の要因となっていることが分かる。

2001 年 12 月末の MMF 残高は前年末比 23.9%増の 2 兆 2,862 億ドル（約 297 兆円）となった。株式市場が不透明さを増す中で、投資先を決めかねている機関投資家の資金が MMF へ向かった結果と思われる。わが国では、エンロン債を組み入れていた MMF（Money Managed Fund）が元本を下回ったことで大量の解約をみたが、米国における MMF（Money Market Fund）は、その名の通り、短期金融商品に投資する商品であり運用対象に厳格な規制が設けられていたため¹⁰、基準に不適合であったエンロン債は組み入れられておらず、わが国のような事態は生じなかった。

¹⁰詳しくは、大崎貞和、平松那須加「米国の MMF（マネー・マーケット・ファンド）とその規制」『資本市場クォーターリー』2002 年冬号を参照。

図5 米国投資信託の純資産残高の推移（各年末）

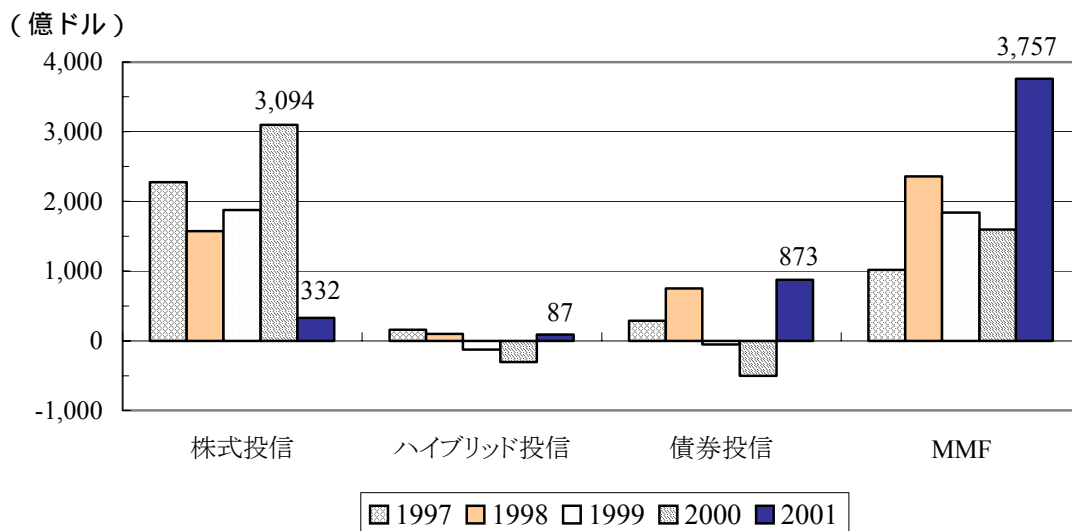


(単位：億ドル)

	合計	株式投信	ハイブリッド投信	債券投信	MMF
1995	28,115	12,668	2,048	5,870	7,530
1996	35,263	17,261	2,529	6,454	9,018
1997	44,682	23,680	3,171	7,242	10,589
1998	55,252	29,782	3,647	8,306	13,517
1999	68,463	40,419	3,832	8,081	16,131
2000	69,647	39,620	3,463	8,111	18,453
2001	69,700	34,129	3,464	9,244	22,862

(出所) 全米投資会社協会の資料より野村総合研究所作成

図6 純資金流入額の推移



(出所) 全米投資会社協会の資料より野村総合研究所作成

図7 株式投信の動向

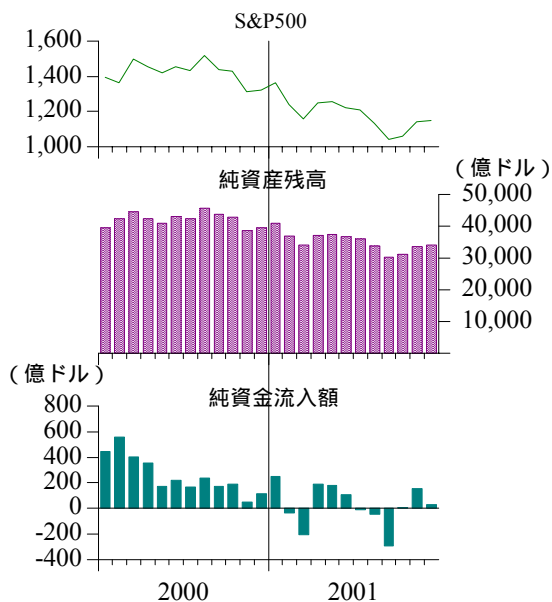


図8 MMFの動向

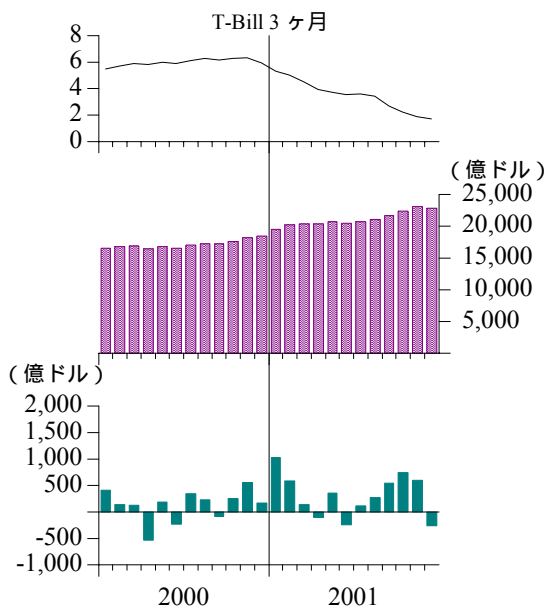


図9 ハイブリッド型ファンドの動向

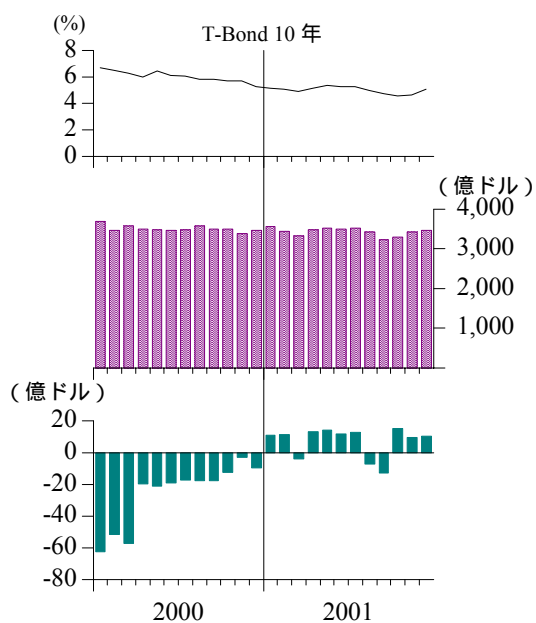
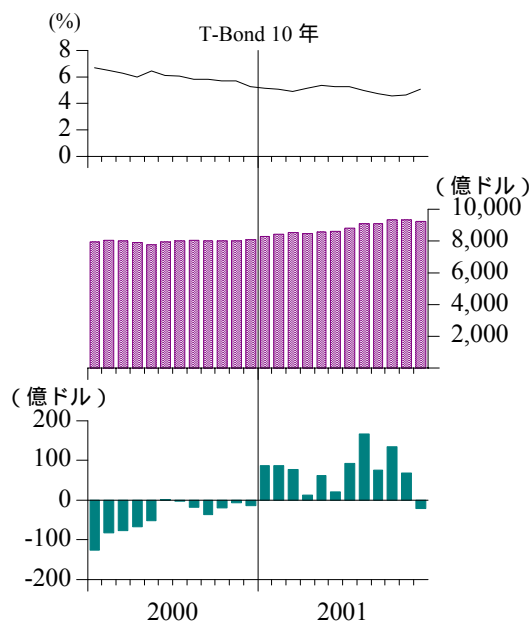


図10 債券ファンドの動向



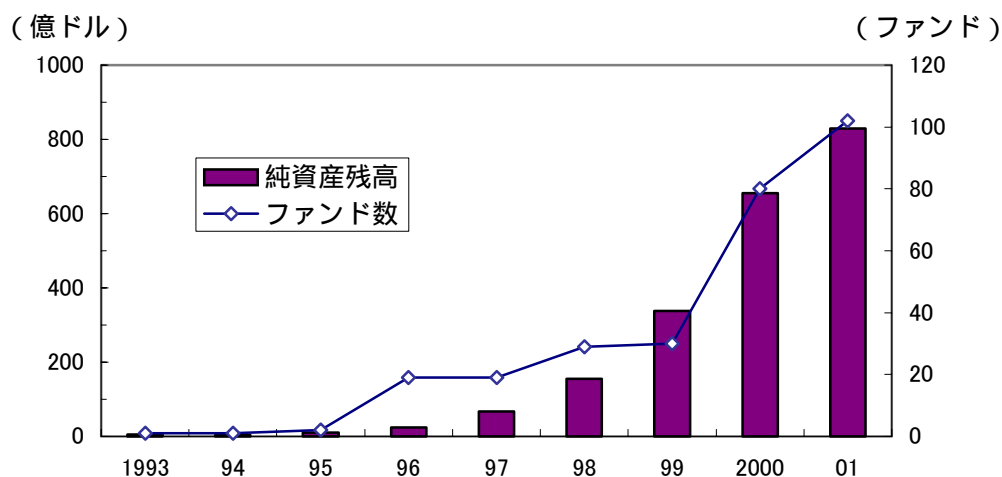
(出所) Aurora より野村総合研究所作成

2) ETFの動向

株式投信の純資産残高が減少する中で、ETFは2000年に引き続き残高を伸ばした。2001年末の残高は、前年比26.6%増の830億ドル(約11兆円)となった。またファンド数も80ファンドから102ファンドと1年間に22ファンドが新規設定された。

この好調さは、ニューヨーク証券取引所(NYSE)に大きな決断をさせた。NYSEにおける初めてのETFは、2000年12月に上場した「iShares S&P Global 100」である。その後、2001年7月31日に、DIAMONDS、Nasdaq-100、SPDRsの3本のETFの取引を開始した。この3本は、元々はアメリカン証券取引所(AMEX)に上場されていたETFであり、NYSEはSECから非上場取引特権¹¹の適用を受けNYSEでの取引を実現させた。地方証券取引所の多くの銘柄がこの非上場取引特権を利用して取引銘柄の数を確保しているが、NYSEではこの3つのETF以前には非上場取引特権の適用を受けて取引を行っている銘柄は1銘柄もなく、全てNYSEに上場している証券を取り扱っている。すなわち、この非上場取引特権は地方証券取引所のための制度といえよう。NYSEがその非上場取引特権を利用してまで、AMEXの主力ETFの取引を開始したことは、今後の株式市場においてETFが重要な役割を果たすことを暗示しているといえよう。

図11 ETFの純資産残高の推移(各年末)



(出所) 全米投資会社協会の資料より野村総合研究所作成

¹¹他の取引所に上場されている銘柄を、新たに自取引所に登録、上場させずに取引を行うこと。詳しくは、清水葉子「アメリカの地方証券取引所と非上場取引」『証研レポート』1999年11月を参照。

更に米国では、インデックスに連動した ETF の快進撃を受けて、アクティブ型 ETF の創設を望む声がでている。米国証券取引委員会（SEC）においてもアクティブ型 ETF の検討を開始し、2001 年 11 月 18 日に出したコンセプト・リリースにおいて、アクティブ型 ETF に関する一般からの意見を求めている。アクティブ型の場合には、ポートフォリオの変更が頻繁であり予知できないため、どのように投資家にイントラデイの変更を知らせるか、あるいはそもそも知らせるべきか等解決しなければならない問題が多い。SEC では投資家保護の観点から、仮に導入した場合には新たな規制が必要なのか、必要であればどのような規制を課すべきかを検討している模様である。

（ 銭 谷 馨 ）