

米国企業年金業界：2000年上半期の回顧

本稿では、米国企業年金と関連業界の動向について2000年1月から6月にかけて発表された統計や報道等に基づきまとめることとしたい¹。

1. プランスポンサーの動向

1) 全体像

まず、1999年のプランスポンサーの動向から概観する。「ペンション&インベストメンツ」紙に掲載されている資産残高上位200基金（公務員・企業両方含む）について、1999年9月時点の確定給付型の平均アセットミックスを1年前と比較した（表1）。株式については、米国株式が98年の45.6%から47.2%へと、外国株式が12.1%から14.2%へとそれぞれ2%前後上昇した。一方、債券は米国債券が30.6%から27.1%、外国債券が2.1%から1.9%へとそれぞれシェアを落とした。株式の伸びは、1999年の株式市場の活況を反映したものである。この他、プライベート・エクイティが2.3%から2.8%へと上昇している。

表1 年金資産上位200基金のアセットミックス

(単位:%)		
	1999年	1998年
米国株式	47.2	45.6
米国債券	27.1	30.6
外国株式	14.2	12.1
外国債券	1.9	2.1
キャッシュ	1.8	2.2
プライベート・エクイティ	2.8	2.3
不動産	3.2	3.4
モーゲージ	1.0	0.6
その他	0.8	1.1
合計	100.0	100.0

(注) 企業年金と公務員年金両方を含むベース

(出所) ペンション&インベストメンツ紙、2000年1月24日

¹ 本レポートは主に「ペンション&インベストメンツ」紙に依拠しつつ、確定給付型年金を取り上げる。確定拠出型年金におけるプラン加入者の動きについては野村亜紀子「米国投信業界の動向(2000年1-6月)」『資本市場クォーターリー』2000秋号を参照。

基金レベルでみた場合、特徴として指摘できるのが運用手法の拡大、特に①インデックス運用の拡大と②オルタナティブ投資の採用の増加、の二つである。表2は同じく上位200基金中、インデックスやベンチャーキャピタルといった運用手法を採用している基金数を示したものであるが、98年から99年の間に株式のインデックス運用を採用している基金数が119基金から133基金へと14基金増加している。さらに、ベンチャーキャピタルに投資している基金の数が70基金から89基金へと増加するなど、この1年の間にオルタナティブ投資を採用する大手基金が増加したことが分かる。次に、これら二点の特徴をとりあげる。

表2 運用手法を拡大する年金基金
(上位200基金)

	1999年	1998年
インデックス株式	133	119
インデックス債券	58	58
ベンチャー・キャピタル	89	70
破綻債券	24	18
石油・ガス	20	18
プライベート・エクイティ ^(注)	83	48

(注) 99年はバイアウトファンドを新たに含めたため、98年と単純比較できない。

(出所) ペンション&インベストメント紙、2000年1月24日

2) インデックス運用の拡大

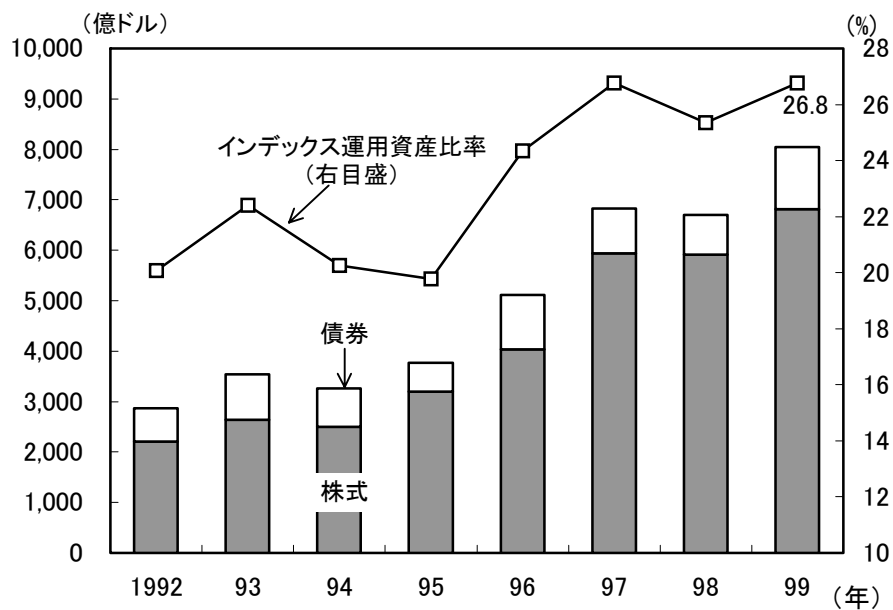
まず第一の特徴は、インデックス運用の拡大である。上位200基金をベースとしてインデックス運用資産の規模と全資産に占める比率の推移を92年からみると、99年時点で株式インデックス資産が6,800億ドル、債券インデックス資産が1,200億ドル、計8,000億ドル余りとなっている(図1)。確定給付型資産全体に占めるインデックス運用資産の比率は26.8%と過去8年中、97年に並ぶ高い数字である²。

特にエンハンスト・インデックスマネジャーが急成長を続けている。1997年末から99年末の2年間で米国株エンハンスト・インデックス資産は77%、外国株エンハンスト・インデックス資産は119%伸びたという。既存のインデックスマネジャーにとって、通常のインデックス運用の手数料に比べて高めのエンハンスト・インデックスを売り込んでいるのがその背景といわれている。

² このほかに、99年はエンハンスト・インデックス資産の数字が別枠で掲載されており、株式が800億ドル、債券が205億ドルとなっている。エンハンスト・インデックス資産を勘案すると、99年における年金資産に占めるインデックス資産の比率は、グラフの数字よりも高い可能性がある。

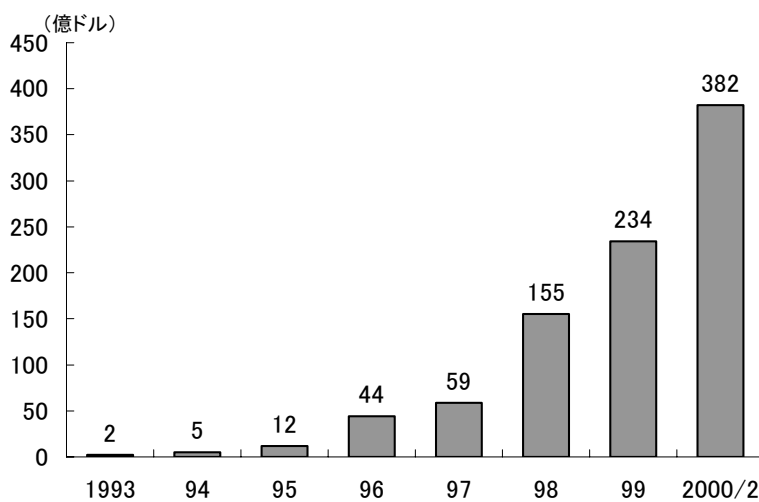
図1 インデックス運用資産と全資産に占める比率の推移

(上位 200 基金、確定給付型資産)



(出所) 「ペンション&インベストメント」紙、各年版より野村総合研究所作成

図2 ETFsの資産残高の推移



(出所) Cerulli Edge, June 2000

注目すべきは、ETFs（上場投資信託）が前年比2倍に伸びる勢いを見せている点であろう。ETFsとは取引所に上場されて売買されるインデックス・ファンドであり、通常の株式

のように取引時間中に取引所で決まる取引価格で取引できるといった特徴を持つ³。年金基金がどの程度 ETFs による運用を行っているか定かではないが、SSgA の関係者によると、同社が抱える 20 億ドルの ETFs の約半分が機関投資家向けであるという。セルリー・アソシエイツによれば、2000 年 2 月の時点で ETFs の資産残高は 382 億ドルと 1999 年の 1.6 倍に達している（図 2）。

3) オルタナティブ投資の組み入れによる分散投資の進展

第二の特徴は、オルタナティブ投資の組み入れによる分散投資の進展である。1999 年 9 月末時点で、資産残高上位 200 基金（公務員年金&企業年金）のうち、企業年金について確定給付型年金資産に占めるオルタナティブ投資の比率の高い上位 5 社を商品別にみると、石油・ガスや破綻債券などは高いところでも 3~4% 程度であるが、プライベート・エクイティやベンチャーキャピタルについては 1 割以上も組み入れているところがみられる（表 3）。

表 3 商品別オルタナティブ投資比率上位 5 社
（上位 200 基金、企業年金）

【プライベート・エクイティ】			【ベンチャー・キャピタル】		
順位	会社名	割合(%)	順位	会社名	割合(%)
1	テキサス・インスツルメンツ	15.5	1	エクソン	15.5
2	イーライ・リリー	13.4	2	ヒューレット・パッカート*	8.0
3	ジェネラル・エレクトリック	7.1	3	デア	7.6
4	グッド・イヤール・タイヤ&ラバー	7.0	4	ファイザー	6.8
5	ノースウェスト・エアラインズ*	6.8	5	シアーズ・ローバック	4.1

【石油・ガス】			【破綻債券】		
順位	会社名	割合(%)	順位	会社名	割合(%)
1	イーストマン・コダック	2.9	1	イーストマン・コダック	4.4
2	ITT インターストリス*	1.2	2	グッド・イヤール・タイヤ&ラバー	1.0
3	デルタ・エアラインズ*	1.2	3	ノースウェスト・エアラインズ*	0.9
4	アメリカン・エアラインズ*	1.0	4	デルタ・エアラインズ*	0.8
5	GTE	0.4	5	テネコ	0.5

（注）確定給付型年金資産に占めるオルタナティブ資産の占める割合の高い順。

（出所）ペンション&インベストメンツ紙、2000 年 1 月 24 日より作成

³ ETFs の仕組みに関する説明として、岩谷賢伸「注目が高まる ETFs（上場投資信託）」『資本市場クォーターリー』2000 年夏号を参照。

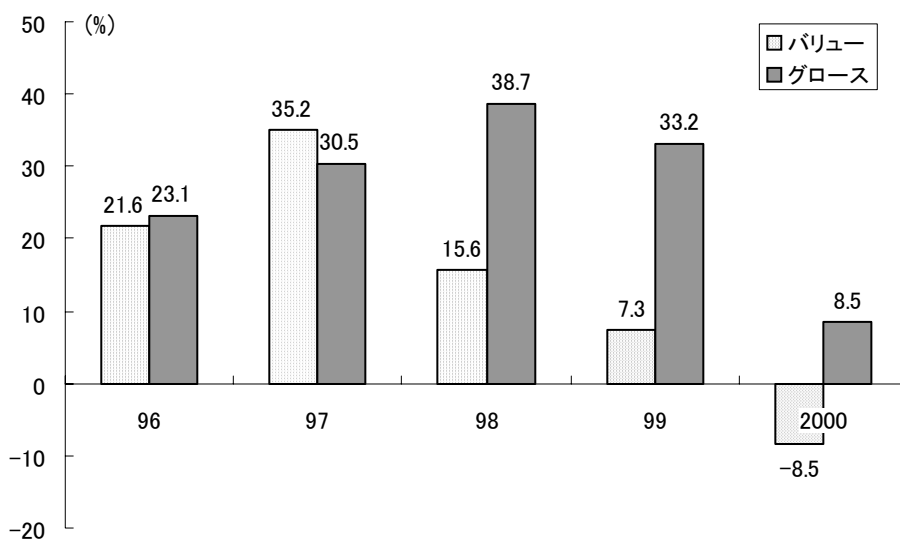
2000年に入ってからオルタナティブを投資対象として新規の組入れもしくは拡大を検討する基金が相次いでいる。例えば、確定給付型資産47億ドルを抱えるテキストロン社は、現在3.2%にとどまっているプライベート・エクイティの投資比率を7.5%まで引き上げるといふ。マーケットニュートラルの市場も1999年のパフォーマンスは大半の投資マネジャーがTB（政府短期証券）を下回るパフォーマンスしかあげられなかったといわれているにもかかわらず、ジェネラル・モーターズ社やインターナショナル・ペーパー社など分散投資が目的として新規採用を検討している大手基金が数多いという。

また、2000年4月3日にテクノロジー株を中心に株式相場の大幅な下落が生じた際も、ベンチャー投資を組み入れている年金基金の間では特に投資戦略の見直しの動きはみられなかったという。あくまで長期投資の対象としてとらえられており、一時的に生ずるボラティリティはやむを得ないとの見方が浸透しているためと見られる。

4) バリュースト対グロース

運用スタイルでみると、1999年は歴史的まれにみるほどバリューとグロースの格差が開いた年であった。1996年から2000年6月までのバリューとグロースのトータル・リターンを比較すると、96年はバリューが21.6%、グロースが23.1%で格差が1.5%、97年はそれぞれ35.2%、30.5%で格差は5%程度であったが、この格差は98年以降次第に開き、99年にはその差が25%にも開いた（図3）。2000年は1-6月のベースでみるとバリューのリターンはマイナスに転じ、依然17%の格差がある。

図3 グロースとバリューのトータル・リターン比較



(注) Russell1000 Value Index と Growth Index。2000年は1-6月の数字を年率換算。

(出所) フランク・ラッセル社より野村総合研究所作成

4月の相場的大幅下落が年金基金にもたらす影響については見方が分かれている。「プラン・スポンサー」誌は「ハイテク株に偏っているナスダック指数が1999年に比べ86%の伸びを示した際に、プラン・スポンサーはテクノロジー株の比率について再度見直すべきであった。この春相場が混乱した時に、彼らプラン・スポンサーはこのことに気付いたのだろうか。明らかにそうとは思えない」とコメントしている⁴。

一方で、同誌は同時に「グロース株とバリュー株をバランスよく保有してきた年金基金の大半は下落相場においてもそれほど影響を受けなかったらしい」という運用会社の投資責任者のコメントも紹介している。これは、「バリュー回帰」をにらみ、どちらか一方のスタイルの商品を中心に品揃えしてきた方針を転換しもう一方のスタイルの商品取扱いにも力を入れ始めた運用会社に共通した見方であると思われる。

2. 資産運用業界の動向

1) 淘汰が進む資産運用業界

一方、資産運用業界に目を転ずると、2000年に入ってから大型のM&A（合併・買収）が相次いでいる。チャールズ・シュワブが2000年1月にUSトラストを29億ドルで買収したのを皮切りに、5月にはイタリアのユニクレジット・イタリアーノ銀行がパイオニア・インベストメントマネジメントを12億ドルで、6月20日にはアライアンスがバーンスタインを35億ドルで、それぞれ買収することが発表された⁵。さらに、6月19日に南アフリカの大手生命保険・金融サービス会社であるオールド・ミューチュアルがユナイテッド・アセット・マネジメント社の買収を発表している（表4）。

表5は、「ペンション&インベストメンツ」紙における非課税資産の受託残高上位マネジャーのランキングを1999年時点と5年前の94年で比較したものである。95年時点では上位500社の受託資産合計に占める上位20社の受託資産割合は39%だったが、5年後の99年には49%と10%も上昇した。このことは、相次ぐ合併・買収により受託資産が次第に上位に集中してきていることを示している。同紙によれば、95年には上位100社中42社が独立系だったが、99年になると21社と半減したという。

しかし、過去に鳴り物入りで合併・買収しても必ずしも成功しているとは限らない。最近の例が、UBSであろう。同社はバリュースタイルが売り物の運用会社であるプリンソン・パートナーズ社を1994年に買収した。プリンソンの創業者であるプリンソン氏は現在米国プリンソン及びUBSの機関投資家運用部門の会長兼CIO（投資最高責任者）として運用に

⁴ “Raising the roof”, *Plan Sponsor*, June 2000.

⁵ アライアンスによるバーンスタインの買収については、井瀧正彦「アライアンスによるバーンスタインの買収」『資本市場クォーターリー』2000秋号を参照。

直接あたっているが、1999年のバリュートラブル相場低迷の影響で運用パフォーマンスが思わしくなく、カルパース（カリフォルニア州公務員年金）が10億ドルの運用資産を引き揚げるなど顧客離れが生じた。しかも、同じくUBSの傘下であるロンドンのフィリップス&ドリュエー社も同じバリュー・マネジャーとして運用成績が振るわなかったため、UBSは両社を統合するというリストラを迫られることとなった。統合が一段落するとみられる2000年末にも、プリンソン氏は引退する意向を表明している。

買収戦略が実を結ばなかった原因として、相場の変化にもかかわらずバリュースタイルに固執したこと、オペレーションを統一したにもかかわらず傘下の二社のブランドをそのままにしておいたこと、などが挙げられている⁶。

表4 米国資産運用業界・買収の動き
(1993年～2000年6月)

発表日	買収企業	被買収企業	買収金額	
			運用資産	買収金額
1993年 10月	ファースト・ユニオン(米)	リーバー(米)	33億ドル	1.3億ドル
	12月	メロンバンク(米)	800億ドル	17億ドル
1994年 6月	PNC(米)	ブラックロック(米)	750億ドル	2.4億ドル
	8月	SBC(スイス)	360億ドル	7.5億ドル
	11月	キーコープ(米)	30億ドル	N.A.
1995年 2月	トウェンティース・センチュリー(米)	ベナム・マネジメント・インターナショナル(米)	108億ドル	N.A.
	6月	モルガン・スタンレー(米)	330億ドル	3.5億ドル
		パークレイズ(英)	1,800億ドル	4.4億ドル
	10月	アライアンス・キャピタル・マネジメント(米)	100億ドル	1.4億ドル
	11月	ドレスナー(独)	RCMキャピタル・マネジメント(米)	250億ドル
1996年 6月	メリル・リンチ(米)	ホッチキス・アンド・ワイリー(米)	100億ドル	2億ドル
	7月	モルガン・スタンレー(米)	570億ドル	11.75億ドル
	9月	ファースト・ユニオン(米)	116億ドル	1.83億ドル
	11月	インベスコ(英)	580億ドル	16億ドル
1997年 6月	チュールリッヒ・グループ(スイス)	スカダー、ステューブンス&クラーク(米)	2,000億ドル	20億ドル
	7月	メロンバンク(米)	65億ドル	2.75億ドル
		JPモルガン(米)	600億ドル	9億ドル
	8月	フリート・フィナンシャル(米)	220億ドル	6億ドル
	11月	メリル・リンチ(米)	マーキュリアセットマネジメント(英)	1,770億ドル
1998年 7月	メロンバンク(米)	ニュートン・マネジメント(英)	200億ドル	2.8億ドル
1999年 2月	クレディ・スイス(スイス)	ウォーバーグ・ピнкаス・アセット・マネジメント(米)	220億ドル	6.5億ドル
	4月	AIG(米)	40億ドル	N.A.
	8月	バンク・オブ・ニューヨーク(米)	23億ドル	N.A.
	11月	アリアンツ(ドイツ)	2,500億ドル	33億ドル
		ブルデンシャル(米)	8,000万ドル	N.A.
	12月	ペインウェバー(米)	DSIインターナショナル・マネジメント(米)	50億ドル
2000年 1月	チャールズ・シュワブ(米)	USTラスト(米)	860億ドル	29億ドル
	3月	ネーションワイド(米)	850億ドル	10.3億ポンド
	5月	ユニクレジット・イタリアーノ(伊)	240億ドル	12億ドル
	6月	CDCアセットマネジメント(仏)	1,340億ドル	19億ドル
		オールド・ミュチュアル(南ア)	1,880億ドル	14.6億ドル
		アライアンス(米)	880億ドル	35億ドル

(注) 各ケースとも報道ベースによる。米国外の機関同士による合併・買収は除いた。

(出所) ウォール・ストリート・ジャーナル等各種報道資料より野村総合研究所作成。

⁶ “Can UBS revive its funds business?”, *Euromoney*, August 2000.

表5：米国運用会社の非課税受託資産ランキング：1994年と99年の比較

<1994年>			<1999年>		
順位	会社名	資産残高 (億ドル)	順位	会社名	資産残高 (億ドル)
1	ウェルズ・ファーゴ・ニコウ	1,438	1	ステートストリート・グローバル	5,386
2	ステートストリート・バンク&トラスト	1,413	2	ハークレイス・グローバル	4,904
3	バンカース・トラスト	1,268	3	フィデリティ	3,961
4	フィデリティ	995	4	TIAA-CREF	2,854
5	メットライフ	771	5	ノーザン・トラスト	2,009
6	JPモルガン	745	6	ドイチェアセット	1,927
7	アライアンス・キャピタル	570	7	ハンガード・グループ	1,767
8	パシフィック・インベストメント	526	8	PIMCO	1,636
9	ノーザン・トラスト	515	9	JPモルガン	1,437
10	プルデンシャル・アセット	461	10	プルデンシャル	1,326
11	アエトナライフ&カジュアルティ	444	11	アライアンス・キャピタル	1,320
12	プリンソン・パートナーズ	377	12	GMインベストメント	1,177
13	INVESCO ノースアメリカ	365	13	パトナム・インベストメンツ	1,173
14	キャピタル・ガーディアン	352	14	モルガン・スタンレー	1,171
15	シグナ・インベストメント	339	15	キャピタル・ガーディアン	1,110
16	プリンシパル・フィナンシャル	321	16	ジャナス・キャピタル	1,003
17	ネーションズ・バンク	300	17	INVESCO	839
18	GEインベストメンツ	298	18	プリンソン・パートナーズ	819
19	メロン・キャピタル	286	19	バンクワン・インベストメント	812
20	メロン・ホンド	285	20	キャピタル・リサーチ	770
上位500社受託資産合計に占める20社の割合		38.7%	上位500社受託資産合計に占める20社の割合		48.5%

(注) サブアドバイザーへの再委託分を含む。

(出所) 「ペンション&インベストメンツ」1995年5月15日号及び2000年5月1日号より野村総合研究所作成

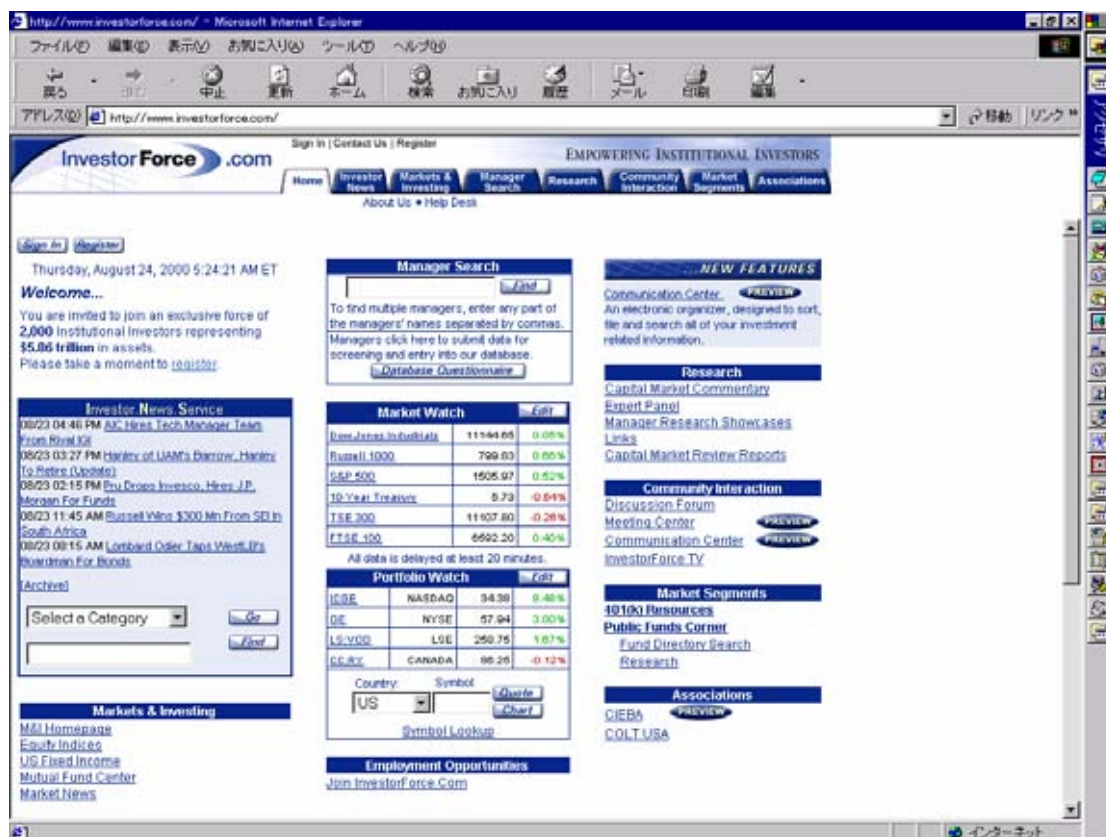
2) e-コンサルティング：RFP ポータルサイトの展開

運用会社と年金基金など機関投資家のニーズをウェブ上でマッチングさせる「e-コンサルティング」サービスを提供するプロバイダーが注目されている。その端緒を切ったのが、インベスター・フォース (InvestorForce) 社である。

同社は1999年6月に創業した。機関投資家の投資決定や情報交換を行える場をウェブ上で提供、バックアップすることを目的としている。年金基金など機関投資家は通常運用会社を採用する際に、雑誌等に RFP (マネジャー採用のための質問状) を掲載し、応募してくる運用会社に対し選考を行うというプロセスを経るが、同社のウェブサイトに掲載すれば費用はかからずに済む。また、運用会社側にとっても、機関投資家が集うポータルサイトに自社の情報を掲載すればマーケティング費用を節約できるというメリットがある。

図4は同社のホームページである。年金基金などの機関投資家はもちろんのこと、運用会社やコンサルティング会社の担当者も無料で会員登録ができる。登録を行うと、機関投資家や運用会社の動向に関するニュースを無料で閲覧できるほか、ウェブ上でのミーティングにも参加し情報交換を行うことができる。

図 4 インベスター・フォース社のウェブ画面



(出所) 同社サイト (<http://www.investorforce.com>)

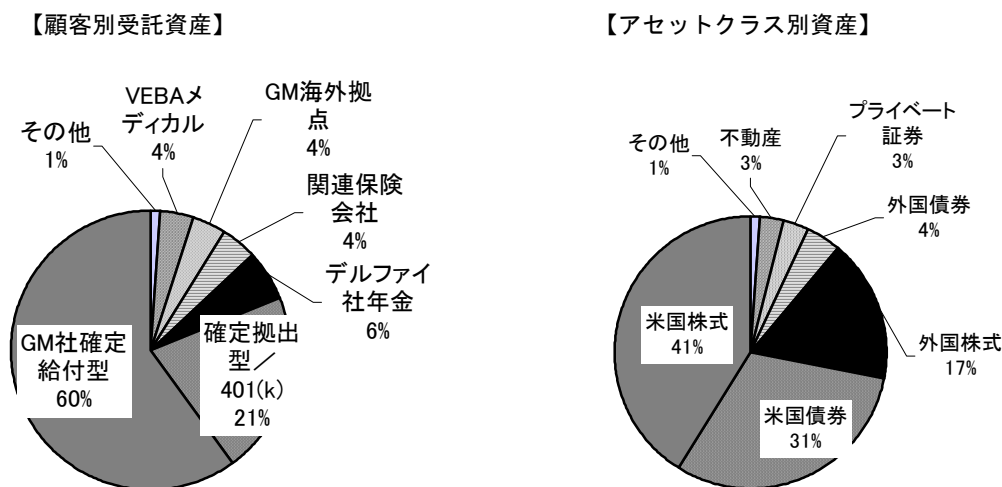
当社の現在の収入源は、運用会社の広告料である。同社はウェブに 30 の運用会社の「ショーケース」を掲載することで一件あたり 4 万ドルを徴収している。将来は 1,000 社の 3,000 以上の商品をデータベース化することで業界標準としての地位の確立を目指している。また、当初は基金側が RFP をウェブ上で掲載し、運用会社との間で契約が成立した場合、運用会社がこの勘定から得る 1 年目の収入の 5% を成功報酬として受け取る構想であったが、現時点では思うように収入に結びついていない。

こうした問題を抱えつつも、同社のサービスに追従する動きが相次いでいる。イー・フロンティア (eFrontier) 社が RFP のオンラインサービスを開始したほか、年金コンサルティング大手であるカラニアソシエイツ社もインベスター・フォース社等と同様のサービス (e-consultant) をウェブ上で提供することを検討している。同様に、ワトソン・ワイアット社から三人のコンサルタントが独立し、運用業界向けにウェブサービスを提供するポータルサイトを立ち上げるとも報じられている。コンサルティング業界がインベスターフォース社らの動きに反応したのは、顧客がマネジャーに関するデータベースをウェブ上で提供するよう要求するようになると予想していることが背景にある。

3) 外部顧客獲得に動き出す GM インベストメントマネジメント社 (GMIMCO)

米国最大の企業年金を抱えるジェネラル・モーターズ社の運用子会社である GM インベストメントマネジメント社が、外部顧客の獲得に向けて動き出した。同社は現在母体の確定給付型年金を 768 億ドル、確定拠出型年金を 268 億ドル、デルファイ・オートモティブシステム社の年金資産 76 億ドルなど計 1,280 億ドルを運用している (図 5)。

図 5 GM インベストメントマネジメント社の受託資産内訳



(出所) ペンション&インベストメンツ紙、2000年3月6日

同社はポートフォリオマネジャーを 31 名 (株式 20 名、バランス型 2 名、債券 9 名)、アナリスト 18 名、トレーダー 5 名など計 107 名を抱え大手運用会社並みの体制を誇るが⁷、今のところ外部顧客はデルファイ社ただ一社となっている⁸。同社社長兼 CEO のアレン・リード氏は、具体的な資産獲得目標を掲げていないものの、2000 年の第三四半期にはスケールメリットをセールスポイントに本格的に顧客を獲得していきたいと語っている。提供する運用商品として、GM 社の資産とコミングルにして運用する株式・債券ファンドやベンチャーキャピタル、バイアウトファンド、不動産や REITs などを予定している。

米国では GM 社のような大手企業が運用子会社を設立してはいるものの、自社年金資産の大半の運用を任せられ、かつ外部顧客の獲得にも成功しているところはそれほど多くはない⁹。しかし、圧倒的な資産規模をバックにした同社が顧客の獲得に成功すれば、既存の運用業界にとって脅威となる可能性もある。

⁷ Nelson's Directory of Investment Managers, 2000.

⁸ デルファイ社は 2000 年 5 月に GM 社からスピノフしたため、外部顧客ではないという見方もできる。

⁹ 米国における運用子会社の実態について、詳しくは井瀧正彦・片山英治「米国におけるインハウス運用と運用子会社の実態について」『資本市場クォーターリー』2000 年夏号を参照。

3. 「包括的退職保障・年金改革法」の動き

最後に、制度改革の動向を取り上げる。IRA（個人退職勘定）の拠出額上限の引き上げや退職給付プランの拠出・給付上限の引き上げなどを盛り込んだ「包括的退職保障・年金改革法（Comprehensive Retirement Security and Pension Reform Act of 2000; H.R.1102）」が2000年7月19日、下院を通過した。同法案は共和党のロブ・ポートマン氏らが中心となり、退職給付の充実を目的として提案された。改革内容はIRAと確定拠出・確定給付型プランに及び（表6）、同法案が成立した場合の税コストは5年間で170億ドルとされる。

表6 包括的退職保障・年金改革法の概要

✓IRAs(個人退職勘定):	拠出上限額を現行の2,000ドルから5,000ドルに3年かけて引き上げ
✓退職給付プランの拠出及び給付上限の拡大:	<ul style="list-style-type: none"> ・確定拠出型プランの拠出上限3万ドル(もしくは給与の25%の低い方)を2000年末より4万ドルに引き上げ ・確定給付型プランの給付額上限13万ドル(もしくは給与の最も高い3年平均)を2000年末より16万ドルに引き上げ ・50歳以上の加入者による「キャッチアップ拠出」を2000年末より上限5,000ドルまで認める
✓年金給付の保証:	<ul style="list-style-type: none"> ・積立比率の上限引き上げのスケジュールを前倒しし、現在の150%から2003年までに170%に引き上げた上で、2004年より上限を撤廃 ・積立比率の上限を超えて行われる企業拠出の損金算入を認める
✓その他規制の緩和:	<ul style="list-style-type: none"> ・ESOP(企業が従業員の退職給付を自社株で積み立てる仕組み)の配当を再投資可能にする

(出所) 同法案より野村総合研究所作成

このような包括的な年金制度の充実を求める法案が提出された背景には、IRA（個人退職勘定）の税前提出額は1981年から20年にわたり2,000ドルの水準に固定されたままであり、金融・証券業界などから拠出額の引き上げを求める声が高まっていたことなどがある。

しかし今回の前身にあたる法案は1999年も提出されたものの、クリントンが拒否権を行使して成立に至らなかった経緯があり、また税制優遇枠を拡大することで巨額の租税コストが発生することから成立を疑問視する声もある。本法案は2000年9月以降、上院で審議される見通しであり、今後の動向が注目される。

(片山 英治)