

米国年金業界の動向（2000年7～12月）

米国の企業年金業界では、2000年第1四半期に年金資産残高が4.8兆ドルに到達した後、第2四半期には株式相場の低迷を受けて減少に転じている。本レポートでは、2000年7-12月における米国年金業界の動向と主要トピックについて紹介する。

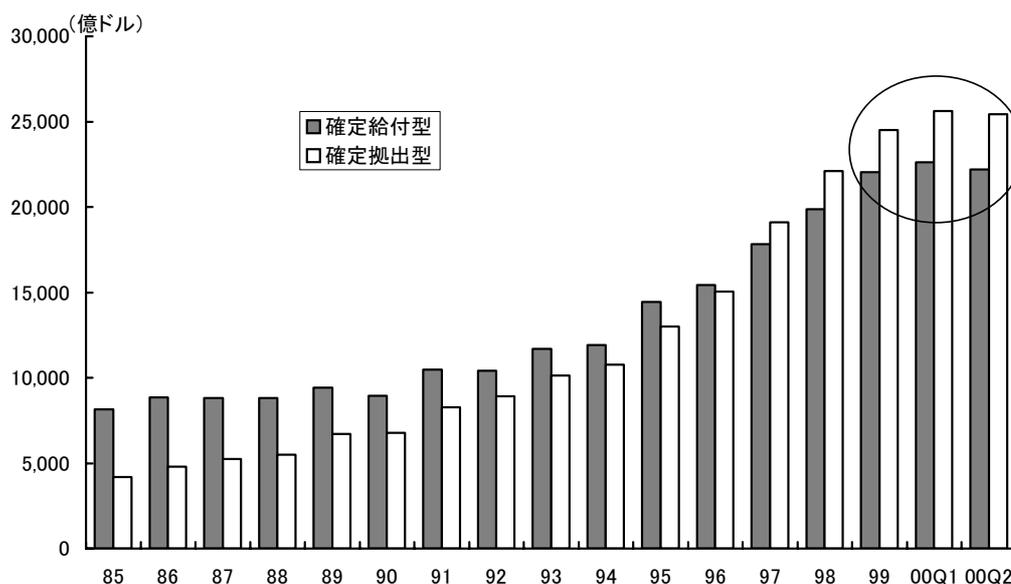
1. 資産残高が減少に転じた米国の企業年金

1) 企業年金業界全体の動向

まず米国の企業年金について2000年の全体像をみてみよう。EBRI（Employee Benefit Research Institute）のデータによれば、米国の企業年金資産残高は2000年第2四半期で4兆7,600億ドルに達した。内訳は確定給付型年金が2.2兆ドル、確定拠出型年金が2.5兆ドルとなっている（図表1）。1990年から99年にかけて確定給付型年金は年率10.5%で成長したものの、確定拠出型年金は15.4%と確定給付型を上回るペースで伸びを続けた。このため、97年には確定拠出型年金の資産残高が確定給付型を上回っている。

しかし、2000年に入ると株式相場の低迷を反映して企業年金の資産残高の伸びが鈍化し、

図表1 企業年金資産残高の推移



（出所）EBRI, *Pension Investment Report*, December 2000 より野村総合研究所作成

第2四半期には残高が減少した。EBRIベースでみた第3・4四半期の数字は不明だが、「フロー・オブ・ファンズ」のデータから判断すると2000年末時点の残高は確定給付型・確定拠出型ともに前年比で減少に転じた模様である。

2) 確定給付型年金の動向

では、確定給付型年金のアセットアロケーションに変化が生じているだろうか。「ペンションズ&インベストメンツ」紙が毎年大手基金を対象に行っている調査によれば、2000年9月末時点の上位200基金（企業・公務員年金双方を含む）のアセットミックスを99年と比較すると、プライベート・エクイティの組み入れ比率の上昇が目立つ程度でほとんど変化がみられない（図表2）。

図表2 年金資産上位200基金のアセットミックス
(単位:%)

| | 1998年 | 1999年 | 2000年 |
|-----------------------------|-------|-------|-------|
| 米国株式 | 45.6 | 47.2 | 47.4 |
| 米国債券 | 30.6 | 27.1 | 26.5 |
| 外国株式 | 12.1 | 14.2 | 14.1 |
| 外国債券 | 2.1 | 1.9 | 1.5 |
| キャッシュ | 2.2 | 1.8 | 1.8 |
| プライベート・エクイティ ^(注) | 2.3 | 2.8 | 3.9 |
| 不動産 | 3.4 | 3.2 | 3.1 |
| モーゲージ | 0.6 | 1.0 | 0.8 |
| その他 | 1.1 | 0.8 | 0.9 |
| 合計 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |

(注1) 企業年金と公務員年金両方を含むベース

(注2) 98年のプライベート・エクイティにはパイアウト・ファンドを含まない

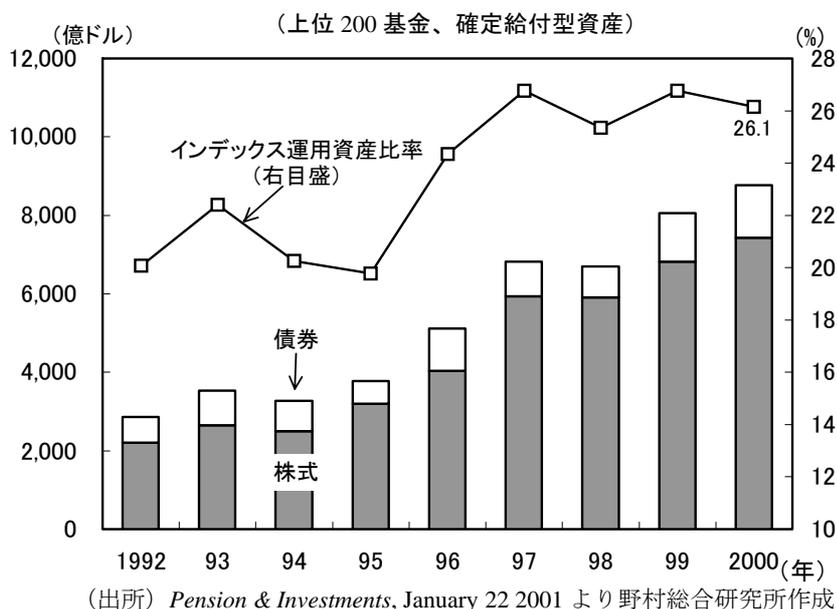
(出所) *Pensions & Investments*, January 22 2001 より野村総合研究所作成

債券への大幅シフトも生じていない。個別商品として、97年に導入されたインフレ連動債（TIPS）が注目されている程度である。TIPSはボラティリティが伝統的な債券とわずかにマイナスの相関にあるといわれており、保守的な投資家の間で注目を浴びているようである。

インデックス運用はどうか。上位200基金（企業・公務員年金双方を含む）ベースのインデックス運用資産の規模は株式インデックス資産が7,428億ドル、債券インデックス資産が1,351億ドル、計8,779億ドル（2000年9月末）に達しているが、確定給付型資産全体に対する割合は近年26%前後の水準で安定して推移しており、コアとしてのポートフォリオへの組み入れも一段落した感がある（図表3）。

なお、エンハンスド・インデックスは高い伸びを示しており、同じ200基金ベースにおいて99年の1,005億ドル（内訳：株式800億ドル、債券205億ドル）から1,307億ドル（株式969億ドル、債券338億ドル）へと成長している。特に株式エンハンスド・インデックスは200基金中3分の1にあたる73基金が組み入れている（図表4）。

図表3 インデックス運用資産と全資産に占める比率の推移



図表4 運用手法の拡大 (上位200基金)

(単位:%)

| | 1998年 | 1999年 | 2000年 |
|-----------------------------|-------|-------|-------|
| インデックス株式 | 119 | 133 | 135 |
| ベンチャー・キャピタル | 70 | 89 | 90 |
| プライベート・エクイティ ^(注) | 48 | 83 | 81 |
| エンハンスト・インデックス株式 | - | 64 | 73 |
| インデックス債券 | 58 | 58 | 60 |
| 破綻債券 | 18 | 24 | 23 |
| 石油・ガス | 18 | 20 | 20 |
| エンハンスト・インデックス債券 | - | 16 | 18 |

(注) 98年のプライベート・エクイティにはパイアウト・ファンドが含まれない。

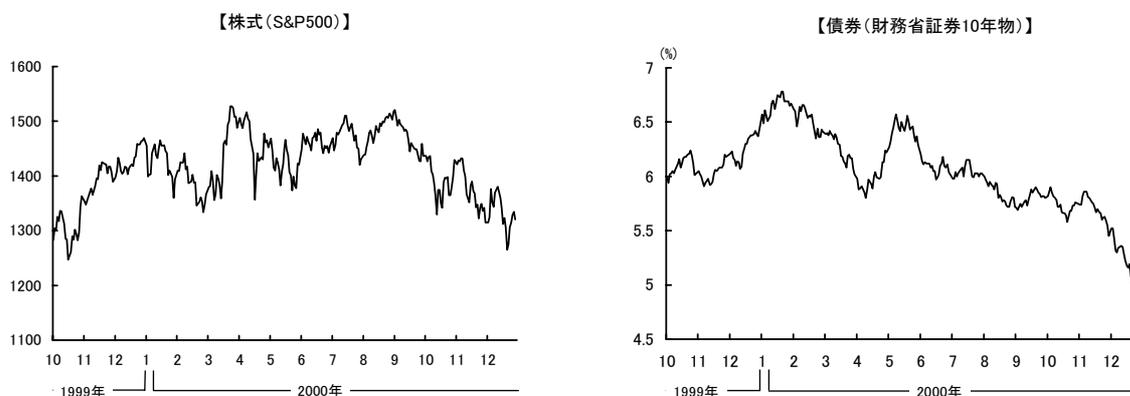
(出所) Pensions & Investments 紙各年版より野村総合研究所作成

このように、現時点では確定給付型年金におけるアロケーションに大きな変化はなく、今回の株式相場下落への対応を判断するにはもう少し時間を要すると思われる。

3) 確定拠出型年金の動向

年金・福利厚生コンサルティングサービスのプロバイダー大手・ヒューイット・アソシエイツ社のデータによれば、401(k)プランの資産残高構成は2000年7-12月平均でみて米国株式が35.3%、自社株が27.3%、GICと元本重視型が17.6%となっている(図表5)。前年同期に比べ、資産構成にそれほど大きな変化はみられない。新規拠出金の投資配分については株式相場の下落にもかかわらず株式へのアロケーションはやや増えており、加入者の株式への投資意欲は衰えていない。

図表5 2000年の株式・債券相場と401(k)プラン投資配分の推移



【401(k)プランの資産残高構成と新規拠出金の投資配分】

| | (単位:%) | | | | | |
|--------------|----------------|----------------|------|----------------|----------------|------|
| | 資産残高構成 | | | 新規拠出金の投資配分 | | |
| | 1999年 7-12月 | 2000年 7-12月 | 変化幅 | 1999年 7-12月 | 2000年 7-12月 | 変化幅 |
| 米国株 | 34.6 | 35.3 | 0.6 | 41.6 | 43.5 | 1.8 |
| うち大型株 | 28.1 | 27.4 | -0.7 | 34.0 | 33.7 | -0.4 |
| 中型・小型株 | 6.6 | 7.9 | 1.3 | 7.6 | 9.8 | 2.2 |
| 自社株 | 25.4 | 27.3 | 1.9 | 21.0 | 21.2 | 0.2 |
| GIC、元本重視型 | 20.5 | 17.6 | -2.9 | 20.5 | 18.1 | -2.4 |
| バランス型 | 10.6 | 9.9 | -0.6 | 11.7 | 10.6 | -1.1 |
| 債券投資商品、キャッシュ | 4.3 | 4.6 | 0.2 | 4.9 | 4.9 | -0.1 |
| 国際投資型 | 4.0 | 4.1 | 0.1 | 4.6 | 5.4 | 0.8 |
| その他 | 0.7 | 0.9 | 0.2 | 0.3 | 0.8 | 0.4 |

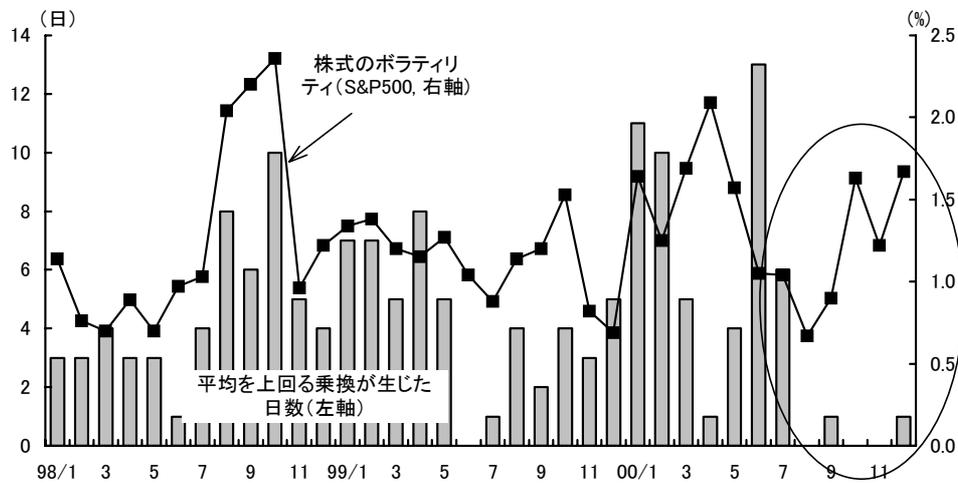
(出所) Hewitt Associates 社より野村総合研究所作成

また、401(k)プランの一部の加入者の間ではこれまで短期的な市場の変動に敏感に反応する動きがみられた。ところが、2000年下半期は相場の変動にもかかわらず401(k)プラン加入者の資金移転がほとんどみられず、むしろ相場変動への加入者の短期的な反応は薄らいできている。

図表6は、株式相場のボラティリティと、各月における401(k)プラン加入者の乗換が前月までの1年間に行われた乗換金額の平均を上回る日数の推移についてみたものである。1998年から99年にかけては、株式相場が大きく変動する時に乗換の度合いも大きくなるという関係がみられたが、この状況は2000年に入ってから大きく変わった。2000年4月の株価急落の際には、401(k)プランの加入者が平静を保ち口座資産の配分を大きく変更するような行動をとることがなく¹、これを契機として相場変動と乗換の規模の間には直接の関係がみられなくなった模様である。特に8月以降、過去の平均を上回る過剰な乗換はほとんど生じていない。401(k)プランの従業員向け教育の普及などを通じ、長期的な投資の重要性が加入者の間で次第に浸透しつつあることのあらわれかもしれない。

¹ 2000年4月の株価急落時の401(k)プラン加入者の行動については、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年秋号を参照。

図表6 株式相場の変動と401(k)プラン加入者の乗換の推移



(注) 株式のボラティリティは月次偏差をとったもの。
 (出所) Hewitt Associates 社データより野村総合研究所作成

以下では、2000年7-12月に話題になったトピックの中から、プランスポンサーと資産運用業界の動向について一つずつ取り上げる。

2. プランスポンサーの動向：州・地方公務員向け確定拠出型年金の導入

確定拠出型年金の導入は、企業年金にとどまらず公務員年金へと広がりを見せており、導入論議が活発になっている。まず州・地方公務員年金の全体像をみた上で、確定拠出年金の導入論議が高まっている背景とフロリダ州公務員年金のケースを紹介する。

1) 大手公務員年金にも広がる確定拠出型プラン

米国における州・地方政府 (State & Local Government) の公務員年金の資産残高は、2000年末で3.1兆ドル (約320兆円) と、企業年金の4分の3程度に達する²。

1999年時点で、州・地方公務員年金の9割が確定給付型年金のみを抱えている (図表7)。加入者数や資産規模別にみると、加入者5万人未満、資産規模10億ドル (約1,000億円) 未満の中小基金では確定拠出型年金のみのプランもある。また、加入者数5～10万人、資産規模10～100億ドル (約1,000億円～1兆円) 規模の基金では1～2割が確定給付型と確定拠出型の双方を採用している。しかし、それ以上の大規模プランでは併用しているところが少なく、

² FRB, *Flow of Funds Accounts of the United States*, March 9, 2001 による。

図表7 確定拠出型年金を採用している州・地方公務員年金の割合

| (%) | | | | |
|-----------|---------|---------|------------|-------|
| プランのタイプ | 確定給付型のみ | 確定拠出型のみ | 両タイプの組み合わせ | 合計 |
| 加入者数 | | | | |
| 1,000人未満 | 91.1 | 6.0 | 3.0 | 100.0 |
| 1,000～5万人 | 91.9 | 3.4 | 4.7 | 100.0 |
| 5～10万人 | 82.6 | 0.0 | 17.4 | 100.0 |
| 10万人超 | 93.8 | 0.0 | 6.3 | 100.0 |
| 資産規模 | | | | |
| 1億ドル未満 | 89.7 | 8.2 | 2.1 | 100.0 |
| 1～10億ドル | 93.9 | 2.6 | 3.5 | 100.0 |
| 10～100億ドル | 88.3 | 0.0 | 11.7 | 100.0 |
| 100億ドル超 | 94.1 | 0.0 | 5.9 | 100.0 |
| 加入者のカテゴリー | | | | |
| 一般地方公務員 | 86.8 | 7.5 | 5.7 | 100.0 |
| 教職員 | 95.5 | 0.0 | 4.5 | 100.0 |
| 警察、消防 | 96.0 | 0.8 | 3.2 | 100.0 |

(出所) GFOA Research Center, 2000 Survey of State and Local Government Employee Retirement Systems, 2000 より野村総合研究所作成

確定給付型のみのプランが多い。

ところが近年、州の年金基金のような大手基金の間でも確定拠出型年金を採用する機運が高まっている。その大きな要因の一つは、労働力流動化への対応である。確定給付型の公務員年金はERISAの適用を受けないため、受給権を得るまでの年数が10年など長いものが多いが、それよりも短い年数で中途退職すると全く退職給付を受けられないことになる。これに対し、確定拠出型プランでは1年など短期間で受給権を獲得することができる。また、プランの設計によってポータビリティも確保できる。自治体といえども、優秀な人材を確保するためには民間企業と同様魅力的な報酬の提供とあわせて退職給付の充実も図る必要に迫られているともいわれる。

さらに、確定拠出型プランのタイプも従来とは異なってきているようである。確定拠出型といえば401(k)プランが真っ先に思い浮かぶが、公務員向けの確定拠出型プランの中心は401(k)プランではない。公務員に401(k)プランを提供しようとしても、401(k)プランの新規設立は古くからあるプランを除き税法上認められていない。

401(k)プランを代替するものとして公務員（その他非営利団体の一部も含まれるが）に提供されてきたのは、457プラン（税法457条に基づく）といわれるものである。これは一定額まで公務員が所得控除で拠出でき、運用益非課税、給付時課税という点で401(k)プランによく似ている。ただ、457プランは401(k)プランに比べていくつかの欠点がある。まず、従業員の拠出上限は8,500ドルと401(k)プラン（1万500ドル）に比べて低く定められており、雇用主がマッチング拠出を行うと従業員の拠出分とあわせた合計分に拠出上限が適用されるため従業員が拠出可能な分がそれだけ減ってしまう。しかも、IRA（個人退職勘定）にロールオーバーすることができない。特に雇用主のマッチングがやりにくい点で加入者にインセンティブを与えにくく、実際457プランの加入率はあまり高くないといわれる。このよ

図表8 米国の州・地方公務員年金のタイプ別加入者数（1998年）

(単位:万人)

| | 加入者計 | ホワイトカラー (教職員除く) | 教職員 | ブルーカラー |
|----------------------|-------|--------------------|-----|--------|
| 年金プラン計 | 1,407 | 589 | 374 | 445 |
| 確定給付型 | 1,298 | 531 | 352 | 415 |
| 確定拠出型 | 690 | 306 | 171 | 213 |
| 雇用主拠出のみ | 194 | 89 | 41 | 64 |
| 従業員拠出のみ | 314 | 132 | 94 | 88 |
| 雇用主マッチング拠出 +従業員拠出 | 182 | 85 | 37 | 61 |

(注) 確定給付型と確定拠出型を両方抱える公務員年金があるため、合計は確定給付型と確定拠出型の合計に一致しない。

(出所) Department of Labor, *Employee Benefits in State and Local Governments 1998*, December 2000 より野村総合研究所作成

うに、457プランには401(k)プランに比べ使い勝手が悪いという問題点がある。

このため、457プランの欠点を補いたいと考える基金の間で401(a)プランで対応しようという動きが広がっているといわれる。401(a)プランとは税制適格のプランであり、運用益は非課税などの税制優遇措置が得られるが従業員拠出は課税繰り延べできないものである。401(a)プランの雇用主拠出分はIRAにロールオーバーすることが可能である。図表8では確

図表9 米国の公務員年金における最近の確定拠出型年金導入の動き
(1998年以降)

| | |
|----------------|--|
| ◆メイン州(1998年): | 既存の高等教育一部職員向け確定拠出型プランの適用範囲を拡大 |
| ◆バージニア州(98年): | 人口20万人以上の郡・市の学校長及び州公選職員向けに確定拠出型年金を導入 |
| ◆バーモント州(98年): | 州幹部向けに確定拠出型年金を提供開始(一般職員向けには導入せず) |
| ◆ワシントン州(98年): | 学校職員(教員除く)を確定給付型のみ的一般公務員年金(PERS)から確定拠出型を含む学校職員退職基金(SERS)に移すことで確定拠出型の選択を可能にする さらに一般公務員向けに確定拠出型年金を拡大(2000年) |
| ◆モンタナ州(99年): | 一般公務員向けに導入 |
| ◆アリゾナ州(99年): | 州幹部職員向けに導入 |
| ◆ルイジアナ州(99年): | 州幹部職員100人を対象に導入 |
| ◆ノースダコタ州(99年): | 高等教育分野の幹部を中心に導入。一般公務員向け退職基金(PERS)の加入者は99年末までに確定拠出型プランに加入するかどうかを決定 |
| ◆フロリダ州(2000年): | 州退職基金の加入者全員が既存の確定給付型年金にとどまるか新設の確定拠出型年金への移行を選択可能 |
| ◆ユタ州(2000年): | 州の知事スタッフと法務局スタッフに限定し確定拠出型年金を導入 |
| ◆オハイオ州(2000年): | 州教職員退職基金向けに確定拠出型年金を導入 |

(出所) National Council on Teacher Retirement 資料等を基に野村総合研究所作成

定拠出型のタイプ別内訳について具体的にプラン内容が明示されていないものの、「従業員拠出のみ」は457プラン、「雇用主拠出のみ」は401(a)プラン、「従業員拠出+雇用主マッチング」は457プラン+401(a)プランが中心ではないかと推察される。

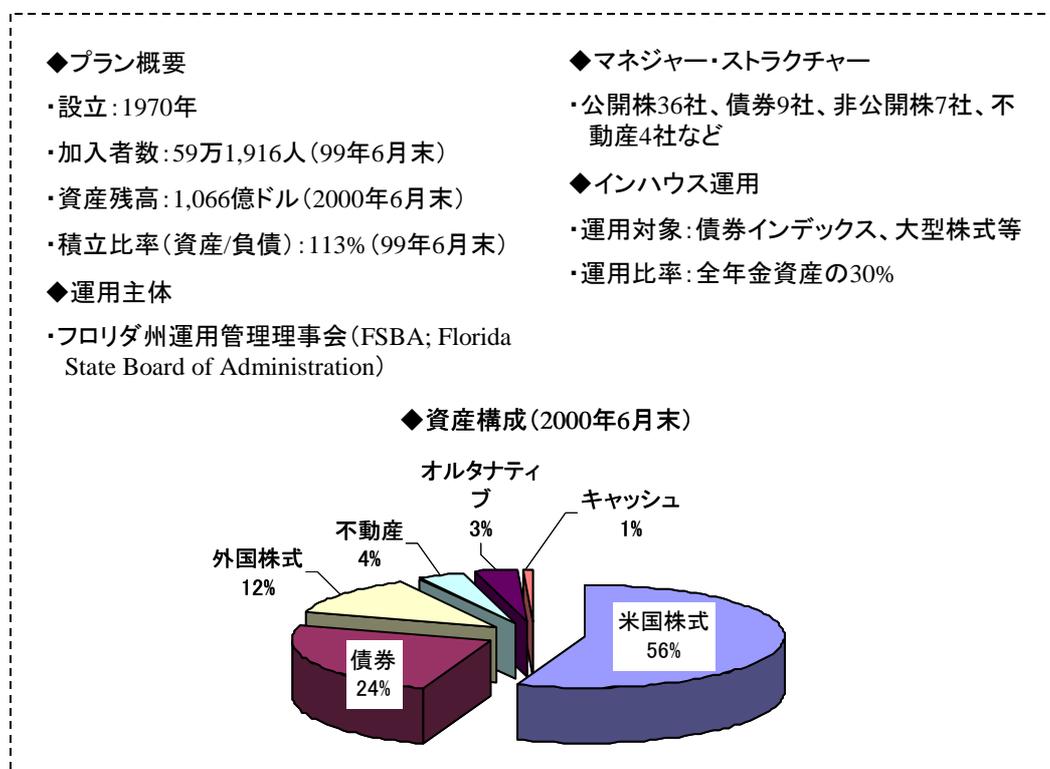
2) フロリダ州の確定拠出型年金導入の試み

確定拠出型プランを採用する州の年金は増えてきているが、図表9のように適用対象は一部の役職や新規採用職員に限定されている場合が多い。しかし、対象を広げるところが、徐々にではあるが出てきている。たとえば、モンタナ州は郡や市も含む公務員を対象とした一般公務員に確定拠出型のオプションを渡している。ワシントン州は、教職員のみを対象に導入した確定拠出型年金を一般公務員にも拡大する法律を2000年に可決している。この中で、現在最も注目されているのがフロリダ州年金である。同州では、2000年5月に確定拠出型年金法案が成立し2002年6月からの導入を予定している。

(1) フロリダ州退職基金：現行制度の概要

フロリダ州公務員年金はフロリダ州退職基金 (FRS; Florida Retirement System) と呼ばれ、1970年に設立された加入者数約60万人、資産残高1,066億ドル (約11兆円) と全米第5位 (「ペ

図表 10 フロリダ州退職基金 (Florida Retirement System) の概要



(出所) FSBA, 1999-2000 Investment Report, January 2001, FRS, Annual Report 及び Nelson Information 's Directory of Investment Managers 2001 より野村総合研究所作成

ンションズ&インベストメンツ紙」2001年1月22日号の企業年金・公務員年金双方を含むベ-ース)の確定給付型年金である(図表10)。確定給付型の公務員年金では加入者抛-出のあるところが少なくないが、フロリダ州では雇用主による抛-出のみである。但し、受給権が発生するためには10年以上の加入が必要である。30年勤続の場合、最も給与が高かった5年間の平均給与の48%の額が年金として支給される。

(2) 改革の概要

同州による確定抛-出型年金導入の試みが全米の注目を集めているのは、その導入規模の大きさにある。図表9のように、各州における確定抛-出型年金の導入はこれまでごく一部の幹部クラスの公務員や教職員に限られていたが、フロリダ州では原則として60万人の加入者全員を対象としている点で、他の事例と大きく異なる。

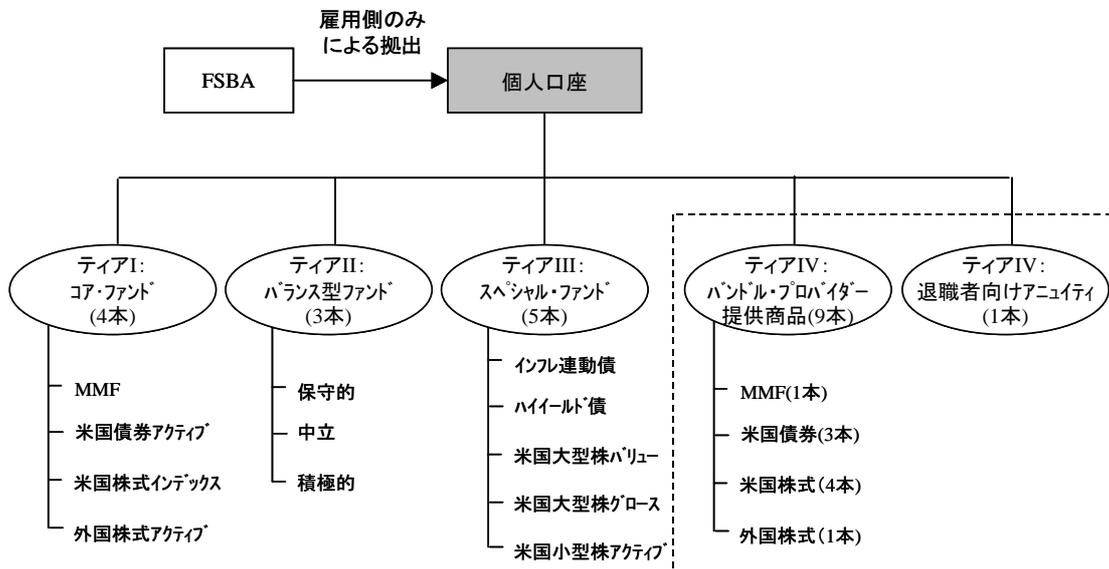
導入される確定抛-出型年金は401(a)プランであり、公務員選択的退職プログラム(PEORP; Public Employee Optional Retirement Program)と名付けられている。PEORPは当局により「選択的(optional)」と説明されているように任意加入の確定抛-出型年金であり、加入者はPEORPに移行せずに従来のFRSにとどまってもよい。導入時期は州職員が2002年6月1日、区教育委員会職員が同年9月1日、地方政府機関職員が同12月1日とされている。

PEORPは雇用主のみによる抛-出であり、例えば一般職員では給与の9.0%を州が抛-出する。加入者は金融機関が提供する投資選択肢の中から選び、自己責任で運用を行う。FSBAが従来からのFRSに加えPEORPの運営も手がける。受給権は1年で発生する(あわせてFRSの受給権の発生に要する期間も10年から6年に引き上げられる)。加入者は州が実施する投資教育を受けたのち、90日以内に移行するかしないかを決定する。移行を選択した場合、FRSにこれまで積み上げられてきた資産を自分の口座に振り替えるか残しておくかについても本人が選択できる。ワトソン・ワイアット社が法案成立前の時点でFRS加入者を対象に行ったサーベイによれば、加入者の半分がPEORPへの資産の移し替えを考えているという結果が得られている(「ペンションズ&インベストメンツ」紙、2000年5月15日号)。

しかし、プランの大枠は固まったものの課題も残されている。なかでも最も大きな論議を巻き起こしたのが、PEORPの投資選択肢である。2000年7月にFSBAが公表した投資方針案では、運用サービスと加入者教育、レコードキーピングをそれぞれ別の業者がアンバンドルの形で手がける姿を想定しており、加入者に提供される投資選択肢も一般向けのミューチュアルファンドではなく、機関投資家向けのファンドを提供することとなっていた。具体的には、MMFを含むベーシックなコアファンドからなるティアI、バランス型ファンドからなるティアII、そしてインフレ連動債やハイイールド債、小型株も含む一歩進んだティアIIIと合計12本のファンドである(図表11)。アンバンドルサービスを志向した理由として、FSBAの関係者は「手数料が低い」とこと「加入者は投資に慣れていないため選択肢の数はあまり多くない方がよい」という二つの点をあげている(「プラン・スポンサー」誌、2000年12月号)。

図表 11 PEORP の投資選択肢

(2001年2月27日時点)



(注) 点線部分は後で新たに付け加えられた部分

(出所) FSBA, *Investment Policy Statement Adopted by the Trustees on February 27, 2001* より

野村総合研究所作成

ところが、TIAA-CREFなどバンドルサービスを手がけるプロバイダーは名の通ったファンドがなければプランの魅力が薄れると攻勢をかけ、バンドル型プロバイダーが提供する投資商品とアニュイティを選択肢に追加する形で投資方針の修正を要請した。この結果、本年2月27日に公表された修正版の投資方針は、バンドル・プロバイダーが提供する9種類の投資商品と退職者向けアニュイティが新たに加わる複雑な内容となった（アニュイティは確定給付型年金と類似の給付形態を提供するため）。背後には、フロリダ州の改革により確定拠出型公務員年金市場が一気に拡大するとの期待が高まる中で、プロバイダー間のシェア獲得競争が激化しているという事情がある。やや複雑化した選択肢の中で、あまり投資に慣れていない加入者がどのような選択を行うのかに業者の関心が寄せられている。なお、レコードキーピング業者としては、シティストリートとノーザントラスト、フィデリティの名前が候補としてあがっている模様である（「ペンションズ&インベストメンツ」紙、2001年1月22日）。

この改革案に対して、公務員組合はPEORPの導入が金融サービスプロバイダー側によって主導されたという見方をしており、仮に多くの加入者がPEORPに移行してしまうと「PEORP自体が成功をおさめる反面、従来からの確定給付型年金に悪影響が出るのでは」と心配しているという（「プラン・スポンサー」誌、2000年12月号）。いずれにせよ、今回のフロリダ州における「実験」は、今後の米国において確定拠出型公務員年金が普及するかどうかの試金石となる。

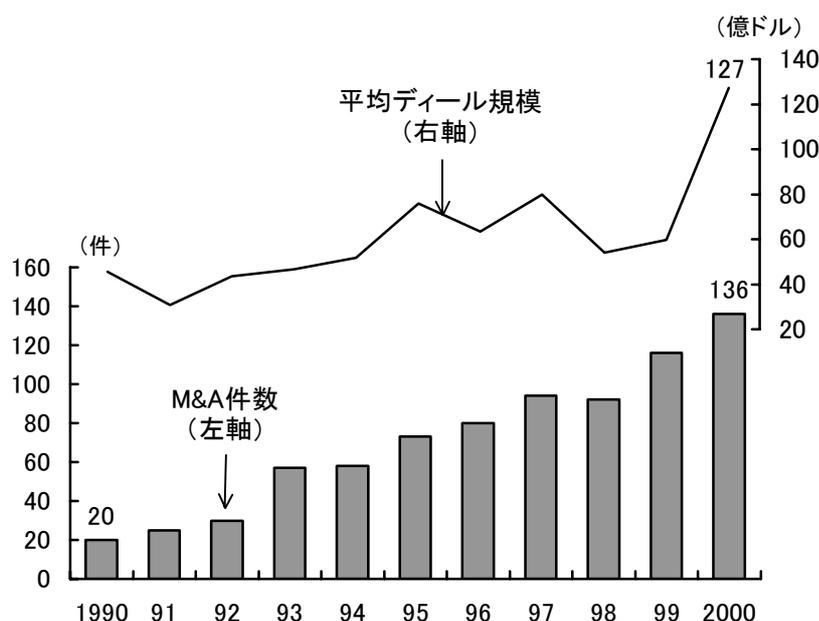
日本を振り返れば、現在国会で審議中の確定拠出年金法案において公務員は適用外となっている。年金にポータビリティを持たせることで労働力の流動化を支えるという確定拠出型年金導入の本来の趣旨に鑑みれば、我が国においても公務員年金への確定拠出年金の導入は検討の余地がある。この点でも、フロリダ州公務員年金の今後の動向を見守りたい。

3. 資産運用業界の動向：「統合化」に向けて活発化する運用会社のM&A

1) 空前の規模に達した2000年の運用会社M&A

2000年は、米国の資産運用業界において合併・買収・再編の動きが例年になく活発化した年となった。運用業界の報酬・経営コンサルティングなどを手がけるインベストメント・カウンセリング社の調査によれば、2000年のM&A件数は136件に達し、1990年からの10年

図表 12 M&A 件数及び平均ディール規模の推移



(注) ディール規模は運用資産規模
(出所) Investment Counseling より野村総合研究所作成

で7倍近くにまで増加している（図表12）。また、件数だけでなく個別の合併・買収案件の規模が大きくなっているのも特徴である。2000年の1件あたり平均ディール規模（運用資産残高）は127億ドル（約1兆3,000億円）となり、99年に比べ2倍以上の規模に膨れ上がった。買収価格も高騰しており、キャッシュフローの20～30倍に達するケースが散見された。

ディールの内容をみると、米国内のM&Aに加えいわゆる「クロスボーダー・ディール」も90年代後半以降、増加基調にある。最近の資産運用業界のM&Aをみると（図表13）、ド

イットの保険会社・アリアンツによるピムコの買収（99年11月）やイタリアの銀行ユニクレジット・イタリアーノによるパイオニア・インベストメントマネジメントの買収（2000年5月）、南アフリカの保険・金融サービス会社オールド・ミューチュアルによるユナイテッド・アセットマネジメントの買収（2000年6月）といった、米国外（特に欧州）の金融サービス会社による米国の資産運用会社の買収が目立つ。一方、メリル・リンチによる英国の運用会社大手マーキュリーの買収（97年11月）やネーションワイドによる英国の運用会社ガートモア・インベストメントマネジメントの買収（2000年3月）など、米国大手による欧州の運用会社の買収も少なからずみられる。

2) M&Aブームの背景

(1) クロスボーダーM&Aの背景

クロスボーダーM&Aのうち、中心となっている欧州の金融サービス会社による米国資産運用会社買収の動きの背景をみると、第一に米国の確定拠出型年金・IRA（個人退職勘定）マーケットの急成長がある。「プラン・スポンサー」誌（2000年9月号）は、「米国の確定

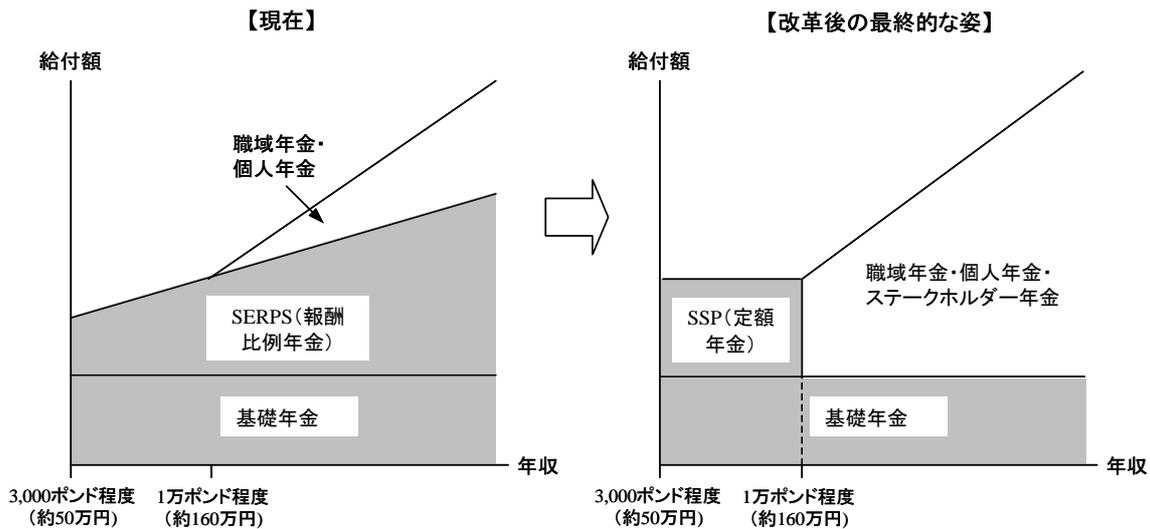
図表 13 1990年代後半の資産運用業界 M&A
(1996年末～2000年)

| 発表日 | 買収企業 | 被買収企業 | 運用資産 | 買収金額 |
|-----------|---------------------|-----------------------------|----------|----------|
| | | | | |
| 1996年 11月 | インベスコ(英) | AIMマネジメント・グループ(米) | 580億ドル | 16億ドル |
| 1997年 | 6月 チューリッヒ・グループ(スイス) | スカダー、ステイーブンズ & クラーク(米) | 2,000億ドル | 20億ドル |
| | 7月 メロンバンク(米) | ファウンダーズ(米) | 65億ドル | 2.75億ドル |
| | 8月 JPモルガン(米) | アメリカン・センチュリー(米) | 600億ドル | 9億ドル |
| | 8月 フリート・フィナンシャル(米) | コロンビア(米) | 220億ドル | 6億ドル |
| 11月 | メリル・リンチ(米) | マーキュリーアセットマネジメント(英) | 1,770億ドル | 53億ドル |
| 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) | ウーバー・グ・ピンカス・アセット・マネジメント(米) | 220億ドル | 6.5億ドル |
| | 4月 AIG(米) | ジョン・マクスティ・インベストメント・カウンセル(米) | 40億ドル | N.A. |
| | 8月 バンク・オブ・ニューヨーク(米) | エスタブルック・キャピタル・マネジメント(米) | 23億ドル | N.A. |
| | 11月 アリアンツ(ドイツ) | ピムコ(米) | 2,500億ドル | 33億ドル |
| | 12月 ベインウエバー(米) | アホロ・オハラ・トラ(メキシコ) | 8,000万ドル | N.A. |
| 12月 | ベインウエバー(米) | DSIインターナショナル・マネジメント(米) | 50億ドル | N.A. |
| 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) | ガートモア・インベストメント・マネジメント(英) | 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) | パイオニア・インベストメント・マネジメント(米) | 240億ドル | 12億ドル |
| 6月 | CDCアセットマネジメント(仏) | エヌベスト(米) | 1,340億ドル | 19億ドル |
| 10月 | オールド・ミューチュアル(南ア) | ユナイテッド・アセットマネジメント(米) | 1,880億ドル | 14.6億ドル |
| | アライアンス(米) | サンフォード・C・パーンスタイン(米) | 880億ドル | 35億ドル |
| | バンク・オブ・アメリカ(米) | マーシコ・キャピタル(米) | 159億ドル | 9.5億ドル |
| | アリアンツ(ドイツ) | ニコラス・アップルゲート(米) | 450億ドル | 20.8億ドル |
| | ABNアムロ(オランダ) | アリガニー・アセットマネジメント(米) | 450億ドル | 8.3億ドル |
| | フランクリン・リソーシズ(米) | フィデュシアリー・トラスト(米) | 500億ドル | 8.3億ドル |

(注) 米国機関が関係する買収・合併のみを取り上げている
(出所) 野村総合研究所

給付型年金へのキャッシュフローが徐々に縮小する一方で、1999年の1年間で確定拠出型年金資産は14%増加し、IRAのロール・オーバー・マーケットは20%以上もの成長を遂げており、こうした要素が買収価格の急騰にもかかわらず、米国外金融機関の米国市場への参入意欲を駆り立てている」とコメントしている。

図表 14 英国の年金改革：報酬比例部分を確定拠出型年金で代替

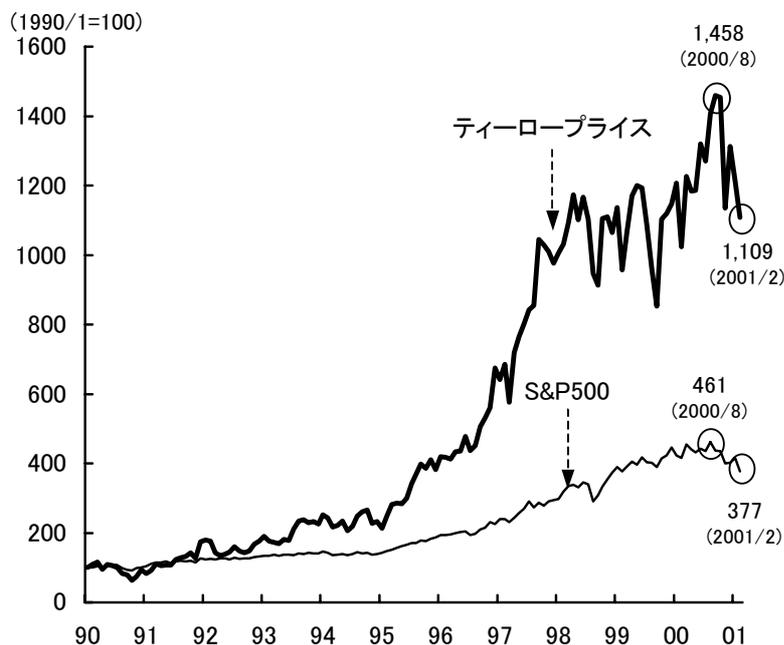


(注) 影のついた部分が公的年金。年収は大まかな目安。1ポンド=160円で換算。
 (出所) 野村総合研究所

第二は、欧州における資産運用ビジネス強化のニーズである。欧州各国では高齢化や国家財政の改善を背景とした公的年金改革が進展しつつある。例えば、英国では中所得層向けの確定拠出型年金であるステークホルダー年金が2000年4月からスタートしている。これは公的年金改革の一環としての導入であり、中長期的には公的年金の報酬比例部分の代替としての役割が期待されている(図表14)。スウェーデンやドイツなど大陸諸国で見られる改革も含め、欧州における公的年金改革はいずれも確定拠出型の導入・移行を志向している。こうした動きは、民間の資産運用ビジネスの拡大につながる。欧州の金融サービス会社は、従来の元本保証型商品に加えて変額保険やミューチュアルファンドといった商品を揃えることで、自社の資産運用ビジネスを拡大する必要性に迫られることとなった。

しかし、欧州の金融サービス会社は資産運用ビジネスの重要性に気づきつつも、資産運用のノウハウを持たない点がネックとなっている。例えば、「ペンションズ&インベストメント」紙(2000年1月10日号)は、「欧州の保険会社は、名声のある運用会社を手に入れることで元本保証商品の供給業者から資産運用マネジャーへとシフトを図る必要に迫られている。・・・しかし、彼らの大半は自分の資産の運用しか手がけたことがない」とコメントしている。これが、欧州の金融サービス会社を米国進出に駆り立てる理由の一つになっていると思われる。近年の欧州の金融サービス会社による米国機関の買収対象の多くが

図表15 ティーロープライスの株価の推移



(注) 1990年1月末の株価及び指数を100に指数化
 (出所) Bloomberg 他より野村総合研究所作成

運用会社であったことが、その証左であろう。

一方、買収される側である米国の運用会社はどうか。米国では、従業員が自社株を保有している運用会社が多いといわれる。こうした中で、資産運用会社の株価は市場全体よりも大幅に上昇している（図表15、ティロープライスの例）。これが、上昇相場の中で自社の価値の高いうちに売却したいというインセンティブにつながっている可能性がある。

「ペンションズ&インベストメンツ」紙（2000年10月30日号）は、「今が運用会社の売り時だ。・・・買収に意欲的な企業群に（自社が）いつ高値で売れるかを待っているのだ」というコンサルタントのコメントを紹介している。

(2) 米国内M&Aの背景

米国内でM&Aが活発化する背景には、新興富裕層向けビジネスへの進出をねらいとした買収がある。チャールズ・シュワブによるUSトラストの買収（2000年1月）やアライアンスによるバーンスタインの買収（2000年6月）³、フランクリン・リソースによるフィデュシアリー・トラストの買収（2000年10月）が代表例である。確定給付型市場の伸びが頭打ちになる中で、富裕層市場は株価長期上昇の恩恵を受けて豊かになったいわゆる「新興富裕層」の世帯数の増加を背景に、投信と並び今後も成長が見込まれる市場である。中には

³ アライアンスによるバーンスタインの買収について詳しくは、井瀨正彦「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年夏号を参照。

年率14%もの成長を見込む向きもあるほどである。

もともと富裕層向けビジネスは信託銀行が強い分野で、人によるきめ細やかなサービスが重視されるために新規参入は困難といわれていた。ところが、新興富裕層は資産の保全よりも積極的な運用によるパフォーマンス向上を重視し、プロバイダー側に資産運用を委ねずに自ら意思決定に関わろうとする、などといった特徴がある⁴。このため、資産運用会社など新しいプレーヤーが参入する余地が生まれている。

3) 買収側が目指すもの：ブランド・組織の「統合化」

米国の資産運用業界で合併・買収が相次いだ結果起きていることは、運用会社の組織や商品ブランドの「統合化」といえよう。買収した側が買収された会社の組織を解体し自らの組織の一部にしたり、商品名を買収側のブランドで統一したりする。さらに、自社の商品に被買収側の商品を加えることで扱う商品の種類を増やし、顧客が他の運用会社に行かずに済むようにする「ワン・ストップ・ショッピング化」である。こうした動きは、バランス型マネジャーから特化型マネジャーへとシフトが生じたかつての80～90年代（及び現在の日本で起こっていること）と全く逆の方向である。

こうした統合化の動きが今後一層本格化するのか、それとも単なる一時的なブームにとどまるのか、今後の動向が注目される。

(片山 英治)

⁴ 富裕層向け金融サービス市場の現状については、沼田優子「プライベート・バンキングからウェルス・マネジメントへー米国富裕層向け金融サービス市場における業態を超えた覇権争いー」『資本市場クォーターリー』2000年夏号を参照。