

アメリカにおける 投資会社と個人年金市場

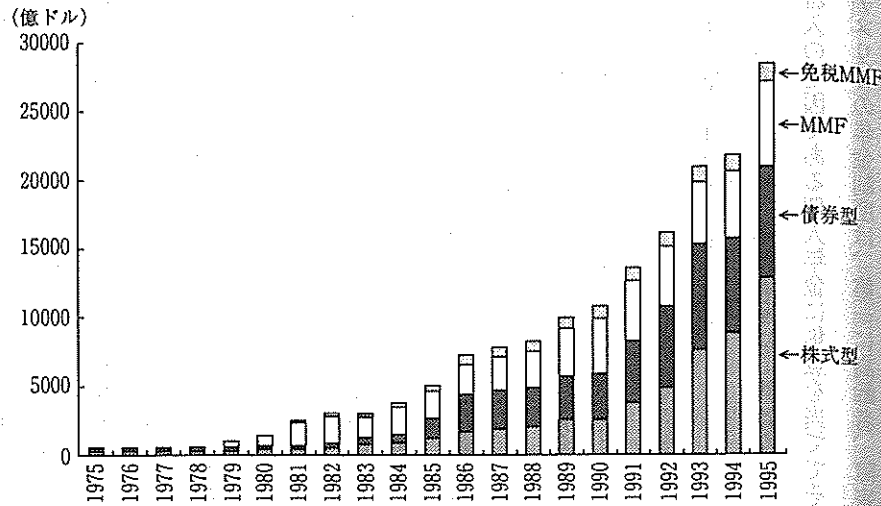
アメリカでは投資会社の成長が注目されているが、その一因として年金資金の流入が指摘されている。日本では、アメリカとは対照的にバブルの崩壊以降投資信託は停滞を続けており、むしろ個人金融資産の郵便貯金や銀行預金への流入が続いている。

とはいえアメリカでは年金資金の蓄積の背景にはいわゆるベビーブーム世代の退職が迫ってきたことが指摘されているため、高齢化の進展する日本とは類似した要因も存在するのも事実であるが、他方では税制、年金制度、投資信託制度等の制度面に着目してみると制度的環境の差も大きい。このため小稿では、両国の年金運用の比較検討への第一歩としてアメリカにおける投資会社と個人年金資産の関連を制度面に着目しつつ素描することにした。

1 投資会社の成長と年金資産

アメリカでは投資信託は著しい発展を見せており、その一因は年金資金が流入を続けていることに求められる。アメリカの投資信託は、会社型であるため正確には投資会社と呼ばれており、オープンエンド型のミューチュアルファンドとクローズドエンド型に分類できるが、大部分がオープンエンド型である。アメリカの投資会社は、一九四〇年投資会社法によって資産運用や販売方法を規制されており、さらに幾つかの要件を満たせば内国蔵入

図1 投資会社の型別に見た純資産の推移



[資料] Investment Company Institute, Mutual Fund Fact Book, various issues.

表1 投資会社の型別に見た純資産増加額への寄与率の推移

(単位, %, 百万ドル)

年	株式型	債券型	MMF	免税MMF	純資産増加額
1976	35.185	64.815	0.000	0.000	54
1977	-14.286	14.286	100.000	0.000	-24
1978	9.067	1.295	88.860	0.777	70
1979	21.092	2.233	72.705	3.970	386
1980	-2.439	-0.469	100.750	2.158	403
1981	22.061	16.998	44.665	16.275	1066
1982	11.856	18.428	60.696	9.021	553
1983	27.062	64.692	-1.761	10.008	-37
1984	20.208	57.902	9.425	12.460	776
1985	35.754	19.553	49.162	-4.469	1249
1986	34.901	10.891	43.564	10.644	2207
1987	31.625	15.900	50.320	2.155	537
1988	-3.892	21.108	66.038	16.745	404
1989	43.551	41.693	12.504	2.251	1717
1990	42.552	55.907	-0.395	1.936	848
1991	57.527	37.889	2.775	1.808	2799
1992	136.469	-89.547	44.715	8.362	2531
1993	60.945	17.557	19.520	1.978	4756
1994					861
1995					6624

(注) 1977年、1983年はマイナスのため寄与率を算出してない。

[資料] 表1と同じ。

法の準則Mによって適格投資会社として認定され二重課税を免除される。投資会社が、長期運用に適した会社型でありその上このような税制上の優遇措置を受けていることは今日の発展を理解する上で重要な制度要因である。

投資会社は一九八〇年代以降成長を加速しておりアメリカでは重要な金融仲介機関となりつつある。そこでその成長と地位を確認しておこう。図1は、投資会社の純資産額の推移を種類別に示している。この図によれば投資会社の資産額は、一九七五年の四五億ドルから九五年度の二兆八三九億ドルまで増加した。途中一九七七年と一九八三年に軽微な純資産減少があったが、これだけ長期間にわたって純資産の成長が続いたのは投資会社の歴史でも画期的な出来事である。純資産の成長は、投資会社の種類の多様化によって促進された。純資産増加に対する各型の寄与率を表1によって見ると、純資産が急増した一九七九年から八四年まではマネー・マーケット型が高い寄与率を見せており、長短金利の逆転を背景としたMMFの成長がその主因であったことを示している。また一九八五および八六年には債券型の寄与率が高まっており、金利低下にともなう債券相場の上昇や国債発行がこれを促進したと考えられる。最後に一九八〇年代末には再びマネー・マーケット型の寄与率が上昇しているが、株式型の寄与率も上昇しており、金利上昇による債券型の停滞をカバーしている。

投資会社の純資産の成長は、主として資金の新規流入によって生じている。米国投資会社協会の資料から投資会社の年末純資産増加額に対する新規流入および保有有価証券の資産価値増減が年頭純資産額に占める比率を計算してみると、一九七九年から八二年までは資産価値増加が成長に貢献したが、株式および債券型の純資産が急増する一九八〇年代中期には新規流入の重要性が増大した。新規流入額は、販売額と換金額の差額と定義されるため、新株販売が投資会社の成長の原動力であった。

このような成長の結果、投資会社の地位も上昇した。資金循環表によれば家計金融資産に占める投資会社株式のシェアは、一九七六年には一・一%であったがその後長期的に上昇しており一九九三年末には八・八%に達している。資金循環表の家計は、非営利組織を含んでいるため家計金融資産に占める比率はより高位であり、別の調査によれば一九九二年には家計金融資産の一三%が株式および債券型投資会社株式であった。また証券市場でも投資会社は、重要性を増している。投資会社は、一九九二年には、株式市場では最大の純買付け部門であり、社債市場では保険会社に次ぐ純買付け部門であった。⁽²⁾ 投資会社は、アメリカにおける重要な金融仲介機関としての役割を果たしているのである。このような投資会社の成長の一因は、年金資産の流入であった。連邦準備制度理事会のマックによれば一九八二年税制改正によって、個人は個人退職勘定 (IRAs) およびケオ勘定を開設することによってそれへの積立分について課税繰延を認められるというインセンティブを与えられた。このためこのような勘定は、それに組み入れられる投資会社株式等の投資手段への投資を促進した。このような優遇措置は、一九八六年税制改正によって制限されたが、その後転職やプラン終了に伴う被用者年金勘定の流動化のために再び増大しつつある。この結果投資会社株式に運用される各種退職プランの資産は、一九九四年には投資会社の資産額全体の三一%に達している。⁽³⁾

2 個人年金制度と資産の成長

ところでアメリカの年金資産は、複雑な制度的枠組みのもとで蓄積および運用されている。そこで投資会社への流入の主因である個人年金に焦点を当ててその制度的枠組みを見ておこう。

アメリカの年金制度は、第一に高齢者、障害者および遺族に対する公共部門による保障、第二に強制された貯蓄制度である企業年金や公共部門の年金制度、第三に私的な貯蓄という三層から構成されている。⁽⁴⁾ このうち個人年金といわれる部分は、第二および第三の領域に関連しており、いくつかの税制上の優遇措置によってセグメント化された市場を形成している。

一九七四年被用者退職所得保障法 (ERISA) は、企業年金制度における被用者の権利を強化したが、同時に企業年金によって保証されない被用者のために個人年金勘定 (IRAs) を導入した。その後、一九八一年経済再建租税法 (ERTA) は、IRAsの対象を全勤労者に拡大したが、一九八六年税制改正法 (TRA) は、IRAsを利用できる企業年金加入者の所得制限を行った。このため現在では税法は、七〇歳以下の給与所得者が個人退職金勘定 (IRAs) を開設し、それに対する年間二〇〇〇ドルまでの拠出を所得控除するとともにその積み立て分を課税繰り延べとする優遇措置を与えている。もともと所得控除が適用される金額には限度がある。雇用者の運営する年金プランに加入していない納税者は二〇〇〇ドル全額の繰り延べが認められるが、雇用者の年金プランに加入している被用者が全額繰り延べを受けるためには独身の場合には二五〇〇ドル、夫婦の場合には二人で四〇〇〇ドルという所得制限がある。課税繰り延べ措置の適用される金額は、独身の場合には所得が二五〇〇ドルから三五〇〇ドルまでの範囲で減少し消滅する。夫婦の場合にはこの金額は、四〇〇〇ドルから五〇〇〇ドルである。⁽⁵⁾

しかし小企業では、様々な費用負担の増大を恐れて退職年金基金の設置が進まなかった。このため一九七八年歳入法は、簡易退職年金 (SEPs) を導入した。このプランは、従業員のために雇用者が拠出を行ういわば集合的なIRAである。このプランでは、雇用者が三〇〇〇ドルまたは報酬の一五%のいずれか低いほうまでの金額を従業員のために維持されたIRAに拠出する。一九九四年から報酬のうち一五〇〇〇ドルだけが計算に

表2 家計金融資産に占める年金準備金

	金融資産総額		年金準備金		%		IRAおよびKプラン		(単位, 10億ドル, %)	
	金額	準備金	金額	準備金	金額	準備金	金額	準備金	計	%
1984	8542.20	1669.80	19.55	163.10	92.00	255.10	2.99			
1986	10680.20	2411.10	22.58	304.90	183.00	487.90	4.57			
1988	12345.60	2860.70	23.17	426.80	277.00	703.80	5.50			
1990	14029.40	3484.20	24.83	599.60	385.00	984.60	7.02			
1992	16468.50	4516.50	27.43	828.00	553.00	1381.00	8.39			
1994	18290.00	5017.00	27.43	1008.60	475.00	1483.60	8.11			

【出所】 Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts, Flows and Outstandings*, Sept. 1995; American Council of Life Insurance, *Life Insurance Fact Book*, various issues; U.S. Department of Commerce, *Statistical Abstract of the United States*, 1994; 「米国401 (K) プランの近況」 生命保険経営学会『生命保険経営』第64巻第3号, 1996年5月, 212-213頁。

給付型の年金プランを確定拠出型に切り替える傾向が強めてきた。このため確定拠出型である401 (k) プランは、最も普及した年金プランになりつつある。

このような税制上の優遇措置を制度的要因として、アメリカの年金資産は成長を続けてきた。表2に示されているように家計部門の保有する年金準備金は、一九八四年の一兆六九九八億ドルから一九九四年の五兆一七〇億ドルまで増大しており、一〇年間に約三倍となった。この間に家計金融資産に占める年金準備金の比率は、一九八四年の一九・五五%から一九九四年の二七・四三%まで上昇した。このことは家計金融資産の四分の一以上は年金資産となっていることを意味しており、その運用はますます重要性を増していることを示唆している。このうちIRA、ケオ・プランおよび401 (k) プランの資産額は、一九八四年の二五五億ドルから一九九四年の一兆四八三六億ドルまで増大しており、一〇年間に約五・八倍となった。この間に家計金融資産に占める比率は、二・九九%から八・一一%まで上昇した。このような値は、IRA、ケオ・プランおよび401 (k) プランが年金資産全体の増加率を上回るペースで成長していることを示している。

このような個人年金資産の蓄積を支えた要因としては、さらに次の二

いられるようになったため、最大拠出額は二二五〇〇ドルとなった。一九五八年の内国歳入法改正によって議会は非常利団体および公立学校従業員向けの節税年金制度を導入した。四〇三 (b) プランは、内国歳入法の四〇三条D項によって規定されており、従業員は節税年金への拠出を所得控除することができ、積立金の引き出しまで課税繰り延べが行われる。その限度額は個人の報酬の一五%または三〇〇〇ドルである。

一九六二年自営業者適格退職年金法は、自営業者が従業員と同様に税法上適格な退職年金制度に加入できることを目的としていわゆるケオ・プランを導入した。しかしこの法律は、自営業者の年間拠出限度を二五〇〇ドルとしており、従業員向けの年金制度と不公平であった。このため、一九七四年のERISAはこの限度を稼得所得の一五%か七五〇〇ドルかのいずれかの低い方で引き上げ、一九八一年には、この限度は一五%か一五〇〇ドルかのいずれかの低いほうまで引き上げられた。さらに一九八二年にはこの限度は法人の年金制度と同等に年収の二五%または三〇〇〇ドルのいずれかの低いほうに改定された。このため自営業者の拠出は、この範囲であれば所得控除される。

法人および非法人によって提供される適格退職プランは、四〇一 (k) プランである。一九七八年内国歳入法四〇一条K項は「現金または繰り延べ契約」によって従業員が給与の一部を年金制度に拠出する事を認め、これを課税前控除とみなすとともに引出まで所得税課税を繰り延べることを認めた。この年金制度には、従業員貯蓄制度、利益分配制度、独立型給与控除制度およびキャプテリア・プランが含まれている。掛け金の限度額は、従業員の給与控除額に事業主補助を加えて従業員報酬の二五%または三〇〇〇ドルの何れか低い方を越えてはならない。従業員は、しばしば拠出額を雇用者の拠出額と等しくしている。このプランについての規則が公表された一九八一年以降、企業は年金基金の管理の責任を従業員に引き渡すとともにその費用を抑制するために確定

点が指摘されている。第一に、アメリカでは、ベビーブーム世代が退職の直に接近し、しかも平均寿命の伸びが見込まれるため退職資産の運用に関心が集まっている。その関心の高まりは多方面にわたっており、消費の切り詰めを含むライフスタイルの見直しや貯蓄の奨励とやらんで年金資産の運用方法に注目が集まっている。第二に、企業サイドでも、従来主流であった確定拠出型は資産運用が悪化した場合には未積立て債務が累積し企業の拠出を求められるため確定給付型の制度へのシフトが進んでいる。このような部分は本来は企業年金の一部と理解されるべきであるが、この型を代表する四〇一Kプランの場合には資産運用が個人の指図によって行われるため個人年金と類似した形態をとっている。このため確定拠出型年金市場は、多方面からの注目を浴びている。⁽⁶⁾

3 個人年金資産の運用と個人年金市場

アメリカでは年金資産の運用について様々なアドバイスが行われている。ここではその代表的なものを要約しておこう。まず年金資産の運用目的は、所得だけではなく資本価値の増大におかれるべきである。これは平均寿命の延長とともに、アメリカの年平均インフレ率が過去の歴史的平均で三・一四%であったため、インフレヘッジを考慮すれば資産価値を増大させる事が欠く事ができないためである。フォーチュン誌の試算によると、年五〇〇〇ドルの収入が必要であるとすれば、退職者が六〇〇〇〇ドルを積立て課税前収益が五・五%の債券に運用して年三三〇〇ドルの収益を生み出したとしても、彼は一七〇〇ドルを毎年取り崩す必要がある。しかし年平均インフレ率が三・一四%であれば、六〇〇〇ドルは一四年で取り崩される計算となり、六〇歳で退職後の二〇年から二五年をまかなう事はできない結果となる。⁽⁷⁾

このため所得と資本価値の増大を目的とした投資戦略が必要であり、債券だけではなく株式に投資する必要がある。とはいえ株式はリスクも大きいため退職後にはリスクは少ないほうが望ましい。このため多くの専門家は、退職前の若年時には株式組み入れ比率の高いポートフォリオを組み、退職とともに株式組み入れ比率低め、七〇歳から八〇歳前半に債券だけを組み入れるという投資戦略を助言している。⁽⁸⁾ また同様な投資戦略を採用した退職資産向け投資会社株式も販売されている。このため多くの個人年金利用者は、安全性の高い資産から株式も含む多様な金融商品を組み合わせてポートフォリオを組んでおり、金融機関の年金商品と各種証券への直接投資が組み合わされている。

例えば、被用者退職所得保障法は、IRAsの積み立て手段として個人退職勘定、個人退職年金および個人米国退職債を認めている。このうち個人米国退職債は、一九八二年まで発行された政府貯蓄証券の一種である。また個人退職勘定は最も普及しており三種類の口座を含んでいる。信託および受託勘定は主として投資会社への投資に用いられる。銀行信託および受託勘定は主として銀行の利付き商品への投資に用いられ、商業銀行、相互貯蓄銀行、信用組合および貯蓄貸付組合によって提供される。株式ブローカーによって提供される信託勘定である自己勘定は、保有者が広範な株式、証券および投資会社から自由に選択できる。さらに個人退職年金は、通常保険会社によって販売される確定金額および変額の年金契約である。⁽⁹⁾ このため投資会社の対抗商品としては銀行の利付き商品、株式や証券および保険会社の年金契約があるが、このうちとりわけ退職金のために設計されているのは保険会社の商品であろう。

このような商品の筆頭は、保険会社の年金契約である。アメリカの生命保険会社は、保険商品市場はすでに成熟しているため拡大の余地は乏しいという観点から年金市場に積極的に関与してきた。事実アメリカ生保協会によれば一九八四年から一九九四年までの間に生命保険料収入は八八%増加したのに対し、年金の収入は二五九%

も急増したとされている。また一九九五年には一九〇万人であった退職者は二〇一〇年には三六〇万人に増加すると予想されている⁽¹⁰⁾。

生命保険会社の主力商品は、定額 (Fixed Annuity) および変額年金 (Variable Annuity) である。定額年金にはいくつかの種類があるが、現在最も普及しているのは保険料支払自在型据置年金または保険料支払自在型退職年金である。この契約は、契約者によって定められた将来において年金の給付を行うために資金を積み立てておく契約であり、この期間中は積立金に課税は行われないが、給付が行われた時点で課税が行われる。この契約は、保険料支払いも、毎月、毎年および随時支払いを選択することができる。変額年金 (Variable Annuity) は積み立てられた資産を分離勘定で運用し、その運用成果に連動した給付を行う商品である。この商品は、定額年金の場合に発生するインフレによる目減りを回避するために開発された。他の定額年金契約と異なり、この商品は利回り、最低年金額等の保証は行われず、投資に伴うリスクは契約者が負う仕組みとなっている⁽¹¹⁾。

元金・利回り保証投資契約 (Guaranteed Investment Contracts) は、保険会社が退職プランから特定の金額または全金額を受け入れ、これを特定の将来に返却する契約である。この間の利回りは、他の長期金利と競合できる水準に保証されており、定期的にまたは一括して支払われる。このような契約は、最近では年金基金に好まれる投資手段となっている⁽¹²⁾。

それに対し投資会社は、株式への分散投資の手段として勧告されており、また年金契約より手数料が低いことも注目されている。投資会社のうちには特別に退職資金の運用のために設計されたファンドもあるが、そうではない通常のファンドが投資対象として勧告されている。例えば、一九九四年末にIRAを勘定によって保有され

表3 IRA資産の種類別構成比と残高

(単位10億ドル, %)

金額	商業銀行	貯蓄貸付組合	生命保険会社	信用組合	投資会社	自己勘定	計
1989	98.9	97.5	37.8	26.2	111.8	82.0	454.2
1990	118.6	94.9	42.0	29.1	127.3	117.1	529.0
1991	134.4	91.1	49.7	32.3	169.1	180.6	657.2
1992	136.9	85.3	55.6	32.5	211.0	224.7	746.0
1993	134.1	76.6	69.5	32.4	283.9	271.0	867.5
1994	133.1	73.7	75.0	32.4	285.3	317.5	917.0
構成比 (%)							
1989	21.77	21.47	8.32	5.77	24.61	18.05	100
1990	22.42	17.94	7.94	5.50	24.06	22.14	100
1991	20.45	13.86	7.56	4.91	25.73	27.48	100
1992	18.35	11.43	7.45	4.36	28.28	30.12	100
1993	15.46	8.83	8.01	3.73	32.73	31.24	100
1994	14.51	8.04	8.18	3.53	31.11	34.62	100

[出所] Investment Company Institute, Mutual Fund Fact Book, various issues.

る投資会社の種類を見ると、MMFが十八・〇%を占めているが、それに成長型 (一五・〇%)、成長・インカム型 (一四・七%) および積極成長型 (八・一%) が続いている。MMFを除く型のファンドはいずれも株式ファンドであり、このことを裏付けている⁽¹³⁾。

とはいえアメリカの年金市場では、蓄積された退職資産をめぐって厳しい競争が行われている。アメリカの年金制度は、すでにみたように公的年金、私的だが集団的貯蓄制度である年金基金、および個人が積み立てる個人年金に三分類されるが、このうち投資会社が関与する分野は主として個人年金市場である。もっとも年金基金の資産も一部が投資会社に投資されているため、この部分も正確に言えば年金資産のうち投資会社に運用されている部分である。また年金基金においても最近では確定給付型から確定拠出型へのシフトが進行しており個人年金市場の拡大を促進する傾向が見られる。

このような市場のうち、ここではIRAおよび四〇一kプランに着目して各々の市場構造と競合商品を分析しよ

う。

まずIRAは表3に示されるように依然として成長を続けており、その資産額は一九八九年の四五四二億ドルから一九九四年の九一七〇億ドルへと増大した。この市場には、商業銀行、貯蓄金融機関、生命保険会社、信用組合、投資会社が参入しており、その外に従業員が自主的に運用している株式、債券およびCDが含まれている。各金融機関のシェアに着目してみると、商業銀行、貯蓄金融機関および信用組合がシェアを減らしているのに対し、生命保険会社はほぼ横ばいであり、投資会社および自主運用がシェアを伸ばしている。それに対しケオ・プランは、一九八二年以降重要性を増すようになったが、特定の人に給付を行うプランとみなされ一定の制限が課せられた。ケオ・プランについては生命保険会社と投資会社の保有額意外は不明であるが、生命保険と比較して投資会社の保有額が増大している。一九九〇年には生命保険の保有額は、五二億ドルであったのに対し、投資会社は一五二億ドルであったが、この値は一九九四年には六〇億ドルおよび三四八億ドルとなった。⁽¹⁴⁾

また四〇一Kプランは一九八四年には九二〇億ドルの資産を保有していたにすぎなかったが、一九九二年には五五三〇億ドルの規模に達していたと推定されている。その資産運用は、金融機関別では保険会社が三四%を占めていたのを始めとして、銀行が二七%、投資会社が二六%、その他の投資手段が一三%を占めていた。また投資手段別に見ると、投資保証勘定が二七%、自社株が二四%、株式一六%、バランス勘定一三%、マネーマーケットおよび債券ファンドがそれぞれ七%となっている。このうち投資保証勘定は、銀行預金証書、投資保証契約および、保険会社商品を含んでいた。このうち二三・二%を占める一一〇一億ドルが投資会社株式に投資された。⁽¹⁵⁾

むすびにかえて

以上の素描から明らかなように、アメリカでは個人による年金資産の蓄積に用いられる広範な積み立て手段に税制上の優遇措置が与えられており、個人はこのようなインセンティブによって個人年金資産の蓄積を進めている。また個人の資産運用については株式を組み入れたポートフォリオが勧告されており、個人もこのような考え方を受け入れている。さらに企業は確定拠出型の年金ヘシフトしつつある。このような環境の下で投資会社は、個人の年金資産運用に格好の手段を提供していると言えよう。

このことは今後急速に高齢化が進行する日本の個人年金市場にも税制の在り方、個人年金資産の運用、年金の積立方式等の点で多くの示唆を与えている。現在日本の個人年金市場は、資産規模二五兆円程度と推定されており、⁽¹⁶⁾この市場は今後急速な拡大が見込まれる。このため今後とも個人年金資産については多面的な検討が必要であろう。

(北條)

(注)

- 1 Investment Company Institute. *Mutual Funds Facts Book*. various issues : Investment Company Institute. *Trends in Mutual Funds Activities*. various years.
- 2 Board of Governors of the Federal Reserve System. *Flow of Funds Accounts : Flows and Outstandings*. various issues: Philip R. Mack. "Recent Trends in the Mutual Funds Industry." *Federal Reserve Bulletin*. November 1993. pp.1001-1012.

- 3 *Ibid.*,p.1006: Investment Company Institute. *Mutual Funds Fact Book 1995*.1995.p.68.
- 4 Bruno Stein. *Social Security and Pensions in Transition*. The Free Press.1980.
- 5 Employee Benefit Research Institute. *Fundamentals of Employee Benefit*. Washington D.C.,1987. pp.87-158.
- 6 Julie Rohrer. "Rediscovering Defined Benefit." *Institutional Investor*. June 1966. pp.51-58.
- 7 Richard D. Hylton. "Income Strategies for the Sunset Year." *Fortune*. July 24.1995. pp60-65.
- 8 *Ibid.*.pp60-61.
- 9 Kenneth Black. Jr. Harold Skipper. Jr.. *Life Insurance Eleventh Edition*. 1987. Englewood Cliffs. pp.499.
- 10 Ron Panko. "New Retirement Products Just in Time for Baby Boomers." *Bests Review*. May 1996. pp.31-35.
- 11 Kenneth Black et al. *op.cit.*. pp.100-107.
- 12 *Ibid.*.p.498.
- 13 Richard D. Hylton. *op. cit.*.pp.61-63:Investment Company Institute. *op. cit.*.p.72.
- 14 American Council of Life Insurance. *Life Insurance Fact Book*. various issues. Washington D.C..
- 15 U.S. Department of Commerce. *Statistical Abstract of the United States 1994*.1994. Washington D.C.,p.532.
- 16 日本銀行調査統計局「一九九五年の資金循環」『日本銀行月報』一九九六年七月掲載予定。