

# アメリカの401(K)とミューチュアル・ファンドの 対日株式投資

代 田 純

## 1. はじめに

日本の証券市場における外国人投資家としては、アメリカの年金基金やミューチュアル・ファンドが大きな比率を占めている。本稿では、アメリカの年金基金、とりわけ401(K)の現状を示し、また401(K)の対日株式投資の重要な手段となっているミューチュアル・ファンドについて検討する。

アメリカにおける機関投資家としては、年金基金と投資信託（ミューチュアル・ファンド）が大きく、日本における外国人投資家としても大きな役割を果たしている。すなわち年金基金がミューチュアル・ファンドを購入しており、ミューチュアル・ファンドが日本株に投資するという図式が成り立っている。まずアメリカにおける年金基金を取り巻く環境から明らかにしよう。

## 2. アメリカにおける年金の現状

アメリカにおける公的年金の受給者数は1980年の1958万人から1998年には2751万人に増加した。アメリカの居住人口は約2億7000万人（1998年）であるから、公的年金の受給者は全人口の10.2%にあたる。また65歳以上の人口は3440万人であり、全人口の12.7%にあたる。これはEU主要国や日本に比べると、低い水準である。同時に、65歳以上人口の約80%が公的年金を受給していることとなる。

一方、公的年金給付額の月額額は80年における341ドルから98年には780ドルに上昇してきた。アメリカにおける全家計の平均年間所得は3万7000ドルであるから、月あたりでも3080ドル程度の所得が得られている<sup>1)</sup>。したがって月あたり780ドルという年金給付額は決して高い水準とは言い難い。このため、アメリカにおいて公的年金を補完するためにも、私的年金が重要な

位置を占めることとなる。資金循環表での家計の資産構成においても、年金基金（Pension Fund Reserves）は1980年の14.7%から1998年には29.1%へと上昇している。

アメリカにおける私的年金としては企業年金など年金基金が大きい。企業年金は大きく二種類に分かれ、31～60才の民間労働力の60%が企業年金に加入している<sup>2)</sup>。ひとつは伝統的な確定給付型（Defined Benefit Scheme）であり、事業主は給付支払いに責任を持っているが、従業員が拠出する必要はない。これは従業員への福利厚生の一部なのである。

確定給付型年金への税制を見てみる。後述するように、確定拠出型年金については手厚い税制優遇が施されているが、確定給付型年金についても事業主の拠出金は全額損金に算入される。ただし従業員の拠出金がある場合には課税される。通常、事業主による拠出は従業員の給与の5%であるが、投資利回りが実質ベースで3%以上となるならば、拠出率は5%以下となる。アメリカの年金数理人は確定給付型年金の実質割引率（予想運用利回りと言え）を3%としていることが多い。年金の投資所得にも所得税は課税されない。また401（k）など確定拠出型を含み、アメリカの企業年金では、給付時点でも本人の課税所得を控除した後の金額に課税される。

しかし確定給付型の場合、事前積み立て方式の採用が義務づけられ、厳しい最低積み立て基準が設けられている。また年金基金が解散した場合、従業員の年金受給権の最低限を保証する制度（制度終了保険）はエリサ法によって規定されており、解散後は年金給付保証公社に資産が移管され、支払い責任が引き継がれる。

もうひとつの私的年金のタイプが確定拠出型（Defined Contribution Scheme）である。この制度では、事業主と従業員の双方が拠出する。従業員は必要に応じて資金を取り崩すことが可能である。このため従業員が企業を退職する時、積立金は現金化され、新しい年金プランに再投資されるか、ペナルティーの課税がなされる。

アメリカでは1974年従業員退職所得保障法が制定される以前から確定拠出型年金が存在していた。今日、利益分配等と呼ばれる制度である。78年に利益分配をめぐる論争に決着をつけるために内国歳入法に401（k）条項が設けられた。これは「Cash or Deferred Arrangement」と呼ばれ、企業からの分配金を即座に受け取るか、退職後に年金として受け取るかの選択を可能にした。80年代に入り、この401（k）条項が拡大解釈されて、従業員が課税前の所得から資金を拠出できる年金プランが生み出された<sup>3)</sup>。

確定拠出型年金では従業員にとっての税制優遇が大きいので、確定拠出型年金がますます増加してきた。確定給付型では従業員の拠出金は非課税とならないが、確定拠出型では9500ドル（1996年）まで従業員の拠出も非課税となる<sup>4)</sup>。また1974年従業員退職所得保障法（ERISA）によって確定給付型年金への規制が強化され、確定給付型年金のコンプライアンスコストが上昇し、年金保証の保険料支払いの必要が高まったことが、確定拠出型年金の増加を促した。

アメリカの401(k)とミューチュアル・ファンドの対日株式投資(代田)

1997年現在、確定給付型年金では、年金保証公社に保険料として19ドル(1人あたり年額、さらに未積み立て債務額に応じて、34ドル以下の追加を公社から請求される)を支払わねばならない。このため確定拠出型年金の管理費用は確定給付型年金の3分の2程度となった。

1975年には約400万人の従業員が確定拠出型年金(企業年金の基本システムが確定拠出型であるもので、補足的に確定拠出型に加入するものを含まない以下同じ)に加入していたが、1993年にはおよそ5倍になり2000万人に達し、企業年金加入者全体の45%が確定拠出型年金加入者となった。この間、従業員100名以下の小企業では、確定給付型年金は著しく減少し、1993年には小企業の年金の90%が確定拠出型年金となった。大企業については、確定拠出型の成長はゆるやかであり、1993年でも大企業の年金では確定拠出型年金が約3割にとどまっている。表1が示すように、確定拠出型年金は中小企業でより広範に普及しており、大企業では従業員数ベースで20%以下にとどまっている。

確定給付型年金の加入者であっても、補足的な確定拠出型年金にも加入する従業員が著しく増加した。1985年から1992年にかけて、確定給付型年金に加えて、401(k)プランも提供する大企業の比率は13%から38%に上昇した。しかし確定拠出型年金の普及にもかかわらず、退職後に向けた貯蓄を形成する従業員の比率にはさほど変化がなく、民間従業員の43%で推移している。つまり中小企業において確定給付型から確定拠出型へのシフトが進んでおり、全体と

表1 従業員規模別の年金プラン構成

(%)

従業員規模	1985		1993		確定給付型の シェア変化
	確定 給付型	確定 拠出型	確定 給付型	確定 拠出型	
2 - 9	29.3	70.7	10.8	89.2	- 18.5
10 - 24	25.9	74.1	8.8	91.2	- 17.1
25 - 49	31.0	69.0	11.6	88.4	- 19.4
50 - 99	39.8	60.2	18.4	81.6	- 21.3
100 - 249	53.0	47.0	27.5	72.5	- 25.4
250 - 499	69.1	30.9	40.7	59.3	- 28.5
500 - 999	73.3	26.7	51.8	48.2	- 21.6
1,000 - 2,499	75.3	24.7	60.5	39.5	- 14.8
2,500 - 4,999	79.6	20.4	68.7	31.3	- 10.9
5,000 - 9,999	82.1	17.9	75.1	24.9	- 7.1
10,000 - 19,999	85.7	14.3	81.9	18.1	- 3.8
20,000 +	89.1	10.9	83.9	16.1	- 5.2
合計	71.9	28.1	55.9	44.1	- 15.9

出所: OECD, OECD ECONOMIC SURVYS 1998-1999, United States, P125

注: 従業員ベースの分布であり、それぞれの合計が100%となっている。

しての企業年金加入者の比率は高まっているわけではない。

制度面から確定拠出型と確定給付型を比較しておこう。確定拠出型年金は457,403 ( b ), 401 ( k ), 利益分配, 従業員持株, マネーパースなどのプランからなる。457プランは中央, 地方政府, 非課税団体の従業員むけ, 403 ( b )プランは非課税団体と公立学校の従業員むけである。401 ( k )は中央, 地方政府を除く従業員むけで, 給与の現金受給または課税繰延利用の選択制度に基づく税制適格の拠出建て制度の別称で, 内国歳入法401条 ( k )項に規定されていることで, そう呼ばれる<sup>5)</sup>。利益分配制度はすべての従業員むけで, 企業収益に応じて企業拠出額が決定され, 個人勘定に積み立てられる。従業員持株プランは企業の拠出金で自社株を購入し従業員に割り当てる。この持株制度は従業員の福利厚生という観点だけではなく, 企業買収防止といった財務上の観点から実施されることもある<sup>6)</sup>。マネーパースは企業が従業員の給与の一定部分を個人勘定に積み立てる制度である。

非課税での拠出金の上限額は457プランが7500ドル, その他の確定拠出型はすべて3万ドル (1997年現在の上限で, インフレ調整される。また雇用者分と従業員分の合計。)である。一方, 確定給付型の場合には, 税制優遇の上限としては, 給付額の上限が定められており, 年間12万5000ドルとなっている。給与に対する拠出比率の上限は, 457プランが33.33%であり, 他の確定拠出型は25%である。確定給付型の場合, 給付は給与の100%を超えてはならない (中央, 地方政府職員を除く)。雇用者の拠出上限は, 457プランで, 従業員拠出金を差し引いた, 7500ドルか給与の33.33%の低い方, その他の確定拠出型では, 同じく従業員拠出金差し引き後で, 3万ドルか給与の25%の低い方である。また従業員の拠出額上限は, 403 ( b ), 401 ( k )では9500ドル, 利益分配制度や従業員持株プランでは401 ( k )プランが上限に達しないならば, 課税後でのみ拠出されている。401 ( k )プランでは平均すると, 従業員は給与の5.5%程度を拠出金として積み立てている。

401 ( k )への拠出金には4つのタイプがあり, 第一には従業員の課税前拠出であり, これは所得から控除される。第二に, 企業のマッチング拠出と呼ばれるもので, 従業員の課税前拠出への企業による追加的拠出である。第三に, 任意の企業拠出である。第四に, 従業員の課税後拠出であり, 通常の税制適格拠出と同じ扱いとなる。

401 ( k )では, 積み立てた資金を60才前に転職や解雇で引き出しをする場合, 所得税に10%のペナルティー課税が加算される。中途転職する場合には, 個人勘定の本人持ち分を転職先企業の401 ( k )に移し替える, あるいは個人退職勘定 ( I R A )に移行できる<sup>7)</sup>。個人退職勘定 ( I R A )とは, もともと1975年のエリサ法によって創設された制度で, 企業年金に未加入の従業員むけの課税繰り延べ制度である。しかし現在では企業年金に加入する従業員も個人退職勘定 ( I R A )に加入している。

401 ( k )でベスティング ( vesting )と呼ばれる受給権の確保については, 従業員拠出分に

アメリカの401(K)とミューチュアル・ファンドの対日株式投資(代田)

については、拠出時に100%の受給権が確保される。また雇用者拠出分については、加入後3年で20%が確保され、段階的に7年で100%の受給権が確保されている。もともとエリサ法が受給権保護を目的として施行されており、受給権保護の課題はアメリカでは十分に認識されてきた。一方、401(k)での運用については、従業員持ち分については本人が運用を選択し、雇用者拠出分については従業員が選択する場合と全額を自社株に投資する場合がある。

### 3. アメリカにおける確定拠出型年金と401(K)

Pensions & Investments誌によれば、大手1000の年金資産残高は96年9月には3兆3910億ドルであったが(前年同期比8.4%増)、97年9月に4兆1023億ドル(同21%増)、98年9月に4兆3924億ドル(同7.1%増)、99年9月には4兆9589億ドル(同13%増)に達した。97年における20%を超える伸び率から沈静化してきたものの、依然として高い伸び率が続いている。うち確定給付型は96年9月における2兆6586億ドル(構成比78.4%)、98年9月3兆3465億ドル(同76.2%)から99年9月3兆7850億ドル(同76.3%)へと増加し、確定拠出型は96年9月における7324億ドル(構成比21.6%)から98年9月に1兆459億ドル(同23.8%)、99年9月には1兆1739億ドル(同23.7%)に増加した。近年、やや確定拠出型年金の伸びが低下してきた<sup>8)</sup>。この傾向は上位年金では一層顕著であり、上位200年金の401(k)と457タイプの残高は98年の3235億ドルから99年には3104億ドルへと低下してさえいる。上位年金では確定給付型年金は根強く、上位200年金についてみると、99年現在確定給付型年金は資産残高の81%を占め、確定拠出型は19%にとどまっている<sup>9)</sup>。

99年現在での資産構成については、基本的にいずれも株式の組み入れ比率が高くなっている。資産残高で上位200の年金のうち、確定給付型については、国内株式組み入れ比率が47.2%、国内債券が27.1%、外国株式が14.2%となっており、98年との比較では株式組み入れ比率はそれぞれ2%程度上昇している。一方、確定拠出型では一層株式比率が高く、株式が69.2%、債券が8.1%、現金が7.2%となっている。

個別の年金で見えていくと、最大手はカリフォルニア州公務員年金基金であり、資産残高は1558億ドルであるが、確定給付型が1557億ドルと圧倒的に多い。確定給付型年金の資産構成は国内株が43.9%、国内債券が23.2%、外国株が19.7%となっている。昨年、同年金もヘッジファンドへの出資を株式の25%以下の範囲内でおこなうこととした。しかし現状では5%以下にとどまっている。

第二位はニューヨーク州地方年金基金であるが、1113億ドルのすべてが確定給付型年金となっている。資産構成において、株式は50.2%、国内債券が30.3%となっている。資産運用については、カリフォルニア州公務員年金基金も同様であるが、領域別に運用委託している。

表2 アメリカの大手確定拠出型企業年金

	確定拠出型年金名	資産残高 (100万ドル)	プラン数	401K残高 (100万ドル)	投資 オプション数	加入率 (%)	有資格 従業員数	自社株組み 入れ比率(%)	マッチング 拠出	日々の残高 ・投資転換
1	GE	25,632	1	25,632	7	85	138,000	73	現金	転換のみ
2	GM	23,619	6	0	-	-	-	-	-	-
3	ルーセント・テクノロジー	21,318	2	20,048	13	78.2	122,918	44.5	現金・自社株	
4	ボーイング	20,913	1	0	11	-	-	17.0	-	-
5	フォード	20,798	1	0	-	-	-	-	-	-
6	プロクター・ギャンブル	20,387	8	291	7	100	35,500	95.7	-	-
7	IBM	20,077	1	20,077	11	90.0	141,000	18.0	現金	
8	ペル・アトランティック	15,988	3	15,988	11	85.0	113,000	54.3	自社株	
9	デュ・ボン	13,351	5	0	30	83.0	60,574	19.0	現金	
10	ロッキード	11,585	10	11,585	10	83.4	125,000	17.1	-	-
11	SBCコミュニケーションズ	11,433	6	11,433	6	73.0	87,081	67.0	自社株	
12	ATT	11,012	5	11,012	10	76.0	101,053	28.0	現金	
13	ペルサウス	10,378	3	0	11	81.0	75,463	63.1	自社株	
14	エクソン	10,300	1	0	-	-	-	-	-	
15	シェル石油	9,875	2	1,825	15	80.0	22,500	19.0	-	
16	シティ	9,353	2	9,353	-	84.6	106,000	47.0	現金	
17	ユナイテッド・テクノロジー	8,607	4	8,607	16	73.0	64,799	32.7	自社株	
18	アメリカテック	8,448	2	8,448	8	72.0	70,337	72.0	-	-
19	ヒューレット・パカード	8,352	3	0	-	-	-	-	現金	
20	シェブロン	8,048	1	8,048	10	97.0	23,243	81.0	-	-

出所：Pensions & Investments, August 23, 1999, March 9, 1998から作成

注：1999年6月30日現在。 - は不明

例えばニューヨーク州地方年金基金の場合、国内株式についてはアライアンス、オッペンハイマー、外国株についてはBGI、ベイリーギフォード、エマージングマーケットの株式についてはキャピタルガーディアン、テンプレートン、不動産についてはエトナ、アポロといったように委託している。

第三位はカリフォルニア州教員年金基金であり、やはり984億ドルのほとんどが確定給付型年金となっている。資産構成については、国内株式が42.8%とやや低めであるが、外国株については25.1%とやや高めになっており、合計の株式組み入れ比率は70%に近くなっている。同年金基金の場合、全体的なポートフォリオ構成はバークレイズ・グローバル・インベスターズが組んでおり、この下で国内株や外国株といった領域別に運用がその他の業者に委託されている。

大手年金基金のうち、確定拠出型年金の上位は、表2にも示されるように、第一位は連邦退職貯蓄組合投資委員会で確定拠出型年金の資産額853億ドル、第二位はGEで263億ドル、第三位はGMで215億ドル、第四位はルーセント・テクノロジーで212億ドル、第五位はボーイングで204億ドル、第六位はIBMで195億ドル、第七位はSBCコミュニケーションで193億ドルである。この他、表に掲載されていないものでは、第八位がプロクター&ギャンブルで185億ドル、第九位がフォード自動車で178億ドル、第十位がベルアトランティックで170億ドルである<sup>10)</sup>。

これらの大手の確定拠出型年金の資産構成を見ると、民間企業では極めて自社株の比率が高くなっている。GMの場合には資産構成を公表していないが、GEの401(k)、457プランでは自社株比率は72%に達し、IBMでも18%、ボーイングでも16%である。さらにプロクター&ギャンブルでも確定拠出型年金資産の96%が自社株、ベルアトランティックでも59%の高い比率に達している。

このように、アメリカの大手年金基金を見ると、第一に公的部門(公務員年金等)で最大手の年金基金が多く、そこでは確定給付型年金が現在でも主流であること、ただし資産構成では内外株式が60~70%に達していること、第二に民間企業の年金基金で確定拠出型が多く見られるが、民間企業の上位年金基金について見ると、確定拠出型は資産残高の20~30%程度であること、確定拠出型年金の資産構成については自社株が高い比率に達している等がわかる。すでに検討したように、アメリカの確定拠出型年金では企業が年金拠出金を非課税で負担しており、資産構成で自社株が多いことを併せ考えると、401(k)などには従業員の福利構成だけではなく、企業の財務政策の性格も併せ持つと見られる。

ペンション&インベストメント誌の調査によると、上位50社の確定拠出型年金の資産構成は、自社株43.8%、国内株(自社株を除く、しかしミューチュアルファンド経由を含む)30.2%、生保の利率保証契約などの安定運用商品13.9%、国内債券4.8%、外国株2.3%などとなってい

る。表2においても、第一位のGEで自社株は73%に達するほか、第六位のプロクター&ギャンブルで95.7%、第十一位のSBCコミュニケーションズで67%とかなり高い比率になっている。

自社株組み入れ比率が最も高い年金は、プロクター&ギャンブルであるが、同社の確定拠出型年金では401(k)プランが少なく、利益分配型が中心である。この利益分配型では従業員の拠出の有無にかかわらず、企業は拠出している。一般的な傾向としては、企業のマッチング拠出が自社株で実施されていると、自社株比率が高くなる傾向にある<sup>11)</sup>。

大手の確定拠出型年金は表2にあるように、401(k)が中心であるが、401(k)以外のプランも多く、GM、ボーイング、フォードなどの上位年金でも401(k)や利益分配型以外のその他タイプのものが中心である。投資オプション数では、上位50の年金で平均12のオプションが用意されている。最もオプションが多いのは、第31位のイーストマンコダック(資産額57億ドルで、表2の欄外)であり、投資信託(ミューチュアルファンド)や年金専用の合同運用ファンド(Commingled Funds)が合計36ある。ついで表2で第九位にランクされるデュボンが、投資信託、合同運用ファンドに加え、生保などの分離勘定(Unitized separate accounts)などから30のオプションを提供している。

加入率(有資格従業員数に対する実際の加入者の比率)が最も高いのは、モトローラ(資産額64億ドルで第29位、表2の欄外)やプロクター&ギャンブルの100%であるが、これらの企業では有資格の従業員は自動的に加入する制度である。うちモトローラでは本人が希望すれば脱退できる制度を2000年7月から開始する予定である。

拠出金額が最も大きい年金基金はIBMであり、97年9月現在、年間の拠出額は事業主が2億3300万ドル、従業員が6億8500万ドルで合計9億1800万ドルである。同時期の資産残高が140億6500万ドルであり、残高の6.5%程度の拠出金が収入として入っている。同社の場合、加入者数は11万8000人であり、平均で年間5800ドル程度の本人負担が拠出されている<sup>12)</sup>。

上位50の確定拠出型年金のうち、加入者に投資助言を提供しているのは、第15位のシェル石油と第25位のフィリップモリス(資産額74億ドルで表2の欄外)だけである。投資助言は後述するように、最近導入されたものである。シェル石油はアメリカンエキスプレスと契約し、従業員に対し個人別のコンサルティングを提供している。コストは従業員が負担するが、アメリカンエキスプレスは一般的な運用方針を示すだけで、個別の投資推奨はしていない。年金専門家は従業員むけに個別の投資教育が一層重要である、としている。

興味深いことに、シェルとフィリップモリスではいずれも自社株比率は19%、29%と高くはなく、逆に他の企業において投資助言の不足が自社株比率の高さにつながっている可能性がある。投資教育や投資助言が不足していると、従業員は投資助言を暗黙に企業に求め、企業がマッチング拠出を自社株でしていると、従業員は他に情報がないため自社株にますます投資する、

という見方もある<sup>13)</sup>。表2が示しているように、企業のマッチング拠出は現金による場合と自社株による場合とで、ほぼ半々になっている。

こうした自社株による企業のマッチング、および資産構成における自社株比率の高さは、時として運用利回りの低下に結び付く局面がある。例えばコカコーラ社の場合、24億ドルの確定拠出型年金残高を有するが、1998年の高値と株価が低下した同年11月10日の間で時価にして19%、約4億1900万ドルが損失となった。同時にロックウエル社の場合も自社株組み入れ比率は66%であったが、損失は資産時価の25%に達した<sup>14)</sup>。

表2にあるように、確定拠出型年金の多くでは、毎日の残高報告や投資の転換が可能になっている。つまり制度的には自社株の株価が暴落した場合、自己の残高を即座に知ることができ、かつ投資の指示も可能になっている。しかし問題は加入者が投資判断が可能な水準にあるか、否かであろう。

ペンション&インベストメント誌によれば、1998年までは確定拠出型を含む年金基金は投資教育を認められているが、投資顧問法における投資助言は認可されていなかった。ところが

表3 確定拠出型年金プロバイダー

	プロバイダー	加入者数	年金基金数
1	フィディリティ	6,200,000	19,484
2	ヒューイット・アソシエイツ	4,300,000	160
3	メリル・リンチ	3,500,000	16,000
4	ステート・ストリート	2,800,000	165
5	メトラライフ	2,702,772	5,353
6	TIAA-CREF	2,107,568	8,822
7	バンガード	1,900,000	997
8	プリンシパル・ライフ	1,856,265	32,892
9	ノーザン・トラスト	1,579,000	253
10	プライスウォーターハウス	1,400,000	260
11	エトナ	1,254,783	26,541
12	パットナム	1,243,186	2,275
13	バリック	1,226,000	27,350
14	タワーズ・ベリン	1,200,000	86
15	ドレイファス・バック	1,174,429	762
16	T・ロー・プライス	1,106,000	890
17	コーブランド	1,060,500	8,600
18	シグナ	983,179	2,626
19	ブルーデンシャル	869,000	7,613
20	アメリカン・エクスプレス	860,298	266

出所：Pensions & Investments, April 5, 1999から作成。

1998年後半に、アメリカ労働省はTCWグループに例外的に投資助言することを認可した。これを受けて基金の20%が許可があれば、サービスプロバイダーに投資助言を認めることを検討しはじめた<sup>15)</sup>。このことは逆に、加入者が従来は専門家の助言なしに自分の判断で、自社株を含む株式投資に参加していたことを示す。

表3は確定拠出型年金の大手プロバイダーを示す。プロバイダーは年金関連サービスの提供者をさす。このプロバイダーはアメリカの確定拠出型年金において不可欠な機能を提供している。エリサ法（従業員退職所得保障法）のセクション404(c)において、プランスポンサー（企業）は広範な投資オプションの提供、投資ファンド間での資産移動の保障、十分な投資情報の提供などが義務づけられ、これら事項を遵守すれば、加入者の投資による損失についての法的責任を免れる。この場合、従業員の投資教育がかなり重要になるが、多くのスポンサーは外部のプロバイダーに委託している<sup>16)</sup>。しかし投資教育は投資助言を含んでいなかった。投資助言をすれば、結果について責任をとらねばならないからである。しかし投資教育と投資助言は区別があいまいなグレーゾーンとして今日に至っている<sup>17)</sup>。

この他、確定給付型を含む年金プラン設計に関するコンサルティング、個々の勘定を管理し残高照会などに応じるレコードキーピング、プランの信託受託者として資産を管理するカスタディサービス、資産運用としてのアセットマネージメント、拠出金の給と天引きなどの給と計算などがプロバイダーの業務を構成する<sup>18)</sup>。レコードキーピングなどは個々の勘定の管理であるため、システム構築が決定的に重要になる<sup>19)</sup>。

プロバイダーサービスには一連のサービスを1社が一括して引き受けるバンドル型サービス（98年現在、プランの6割程度）、スポンサー企業の社内部門と外部プロバイダーの混合であるアンバンドル型サービス（同、35%程度）などがある<sup>20)</sup>。近年ではバンドル型が増加している。

80年代前半の401(k)プラン導入当初は、プロバイダーは生保や銀行が優勢であり、アンバンドル型が中心であった。しかし80年代後半からミューチュアルファンド（以下、MF）会社が台頭してきた。MF会社ではMFの直販のためにシステムインフラの整備が進んでおり、従来生保や銀行では実施できなかったデイリーバリュエーション（日々の時価評価）や投資転換をフリーダイヤルなどで行うことができた。表3の第一位にはMF会社のフィディリティーがランクされ、生保系のメトライフより上位となっているが、こうした事情を反映している。フィディリティーは加入者数で620万人とぬきんでている。このほか、第七位のバンガード、第十二位のパトナム、第十五位のドレイファス、第十六位のロープライスもMF会社である。第二位のヒューイットはコンサルティング業者で、資産運用などは通常行わないが、大企業では年金コンサルティングへのニーズが強く、アンバンドル型では強みを発揮している。第十四位のタワーズペリン、第十七位のコーブランドなどもコンサルティング業者である<sup>21)</sup>。

表4 確定拠出型年金の運用受託残高

(100万ドル)

順位	社名	合計	投信	分離勘定	変額保険	その他
1	フィデリティ	287,000	248,400	0	0	38,600
2	TIAA-CREF	245,177	0	1,954	145,992	97,231
3	ステート・ストリート・グローバル	134,100	-	-	-	-
4	パークレイズ・グローバル	78,300	0	4,700	0	73,600
5	バンガード・グループ	67,468	54,801	1,354	0	11,313
6	ブルデンシャル保険	57,600	29,900	8,200	1,700	17,800
7	ドイツ銀行	43,575	0	17,977	0	25,598
8	キャピタル・リサーチ	42,834	42,834	0	0	0
9	メトロポリタン生命保険	40,000	-	-	-	-
10	メリルリンチ	39,100	-	-	-	-
11	プリンシパル・キャピタル	39,068	135	47	0	38,886
12	アメリカン・エクスプレス	38,518	-	-	-	-
13	パトナム・インベストメンツ	36,300	31,400	2,600	0	2,300
14	T・ロー・プライス	34,022	25,708	5,873	2,441	0
15	INVESCO	31,100	6,900	19,200	0	5,000
16	エトナ	30,364	1,319	2,681	20,272	6,092
17	アメリカン・ゼネラル	26,224	0	0	26,224	0
18	アメリカン・センチュリー	20,314	20,314	0	0	0
19	CIGNAリタイアメント	18,000	0	18,000	0	0
20	ジェイナス・キャピタル	17,435	14,381	395	2,659	0

注：対象は米国非課税法人資産で運用再委託分を除く。- は内訳不明。98年末現在。

出所：Pensions & Investments, July 26, 1999, P.27から作成。

プロバイダー業務に資産運用が含まれるため、確定拠出型年金の資産運用ランキングはプロバイダー業務のランキングにかなり似たものとなる。表4は98年年末現在での確定拠出型年金の運用受託ランキングである。ペンションズ&インベストメント誌によると、98年年末現在で確定拠出型年金の運用残高は1兆7925億ドルで前年同期比18%増となった。第一位はプロバイダー業務と同じく、フィデリティで2870億ドル(前年同期比29%増)、第二位はTIAA-CREF(全米教職員年金基金)で2452億ドル(同15%増)、第三位はステート・ストリート・グローバルで1341億ドル(同49%増)であった。これら上位三位までの年金運用業者は、プロバイダーとしても上位にランクされる業者であり、運用受託にはレコードキープなどプロバイダー業務が重要になっている。

ただし近年まで急速に増加してきたミューチュアルファンド(投資信託)はやや伸びが鈍化し、投資信託以外の伸びが目立っている。97年において投資信託は66%増となったが、98年においては16%増に低下し、代わって生保などが複数の年金資産を合同運用する分離勘定や年金

むけの合同勘定が増加してきた。表4において、プロバイダー業務を手がけず、上位にランクされている業者はパークレイズやドイツ銀行であるが、これらは投資信託を手がけず、分離勘定や合同勘定を主たる業務としている。分離勘定や合同勘定は投資信託に比べ、コストが低くなっている。

とはいえ、確定拠出型年金の運用のなかでミューチュアルファンドが高い比率を占めていることも事実である。表4においても、上位20の確定拠出型年金運用業者のなかでも、投資信託（ミューチュアルファンド）による運用残高は4760億ドルに達する。したがって上位20の業者による投資信託による運用額だけでも、確定拠出型年金残高の27%程度にあたる。やはりミューチュアルファンドは確定拠出型年金の主要な運用手段なのである。

アメリカにおける動向の最後に、最近、確定拠出型年金見直しの気運も生じていることに触れておこう。アメリカの年金コンサルタントは、伝統的な確定給付型年金の人気の盛り返しつつある、と指摘する。ベビーブーム世代がいずれは確定給付型に注目するとみているためである。ましてや株価が暴落すれば、一層こうした傾向が強まるであろう<sup>22)</sup>。すでにコカコーラなどで自社株中心に運用していて、大きな損失が98年11月に発生したことも指摘した。こうした状況のなかで、確定給付型と確定拠出型の中間に位置する、キャッシュバランスプランなどが注目されている。

キャッシュバランスプランは確定給付型の一種であるが、確定拠出型に似た特徴を持つ。拠出金は企業が負担し、従業員別の口座に積み立てられる。口座の積立金には長期金利程度の利子がつく。すなわち、国債で運用されることに等しく、401(k)のような高いリスクはない。転職や退職にあたっては、口座残高を転職先のプランやIRA（個人退職勘定）に移管できる。401(k)では年金給付支払公社の対象とならないが、キャッシュバランスは対象となる。一方、通常の確定給付型年金の年金給付額は、退職直前の給与に連動する、「最終平均給与方式」である。これに対し、キャッシュバランスプランの年金給付額は勤続期間中の給与平均にもとづく、「在職平均給与方式」である。したがって転職が不利にならない。キャッシュバランスプランは確定給付型でありつつも、確定拠出型の利点も取り入れた性格を持っている<sup>23)</sup>。ペンションズ&インベストメント誌によると、全米で325社がキャッシュバランスプランをすでに採用し、資産額は3340億ドルに達している、という。このように、アメリカでも401(k)プランだけが急拡大を見込まれているわけではなく、確定給付型やキャッシュバランスタイプも注目されている。

以上見てきたように、アメリカの年金基金でも大手では確定給付型が中心であり、また民間企業の年金基金では確定拠出型が近年増加してきたが、資産構成においては自社株の比率がかなり高かった。同時に、投資信託としてミューチュアルファンドのシェアもやはり高いものであった。自社株の組み入れ比率が高い年金では、局面によってはかなりの損失が発生した場

合もあつた。また確定拠出型年金では近年まで年金スポンサー(企業)やプロバイダーによる、投資顧問法にいう投資助言は禁じられ、年金加入者は自己判断で投資を決定してきた。このため投資教育が重要な課題となってきた。加入者への投資教育が不十分、もしくは投資情報が不足するもつで、自社株投資が支配的となつた傾向もあるとみられる。また同様の背景から、確定拠出型年金の加入者が個別の証券投資に関する判断に不十分であり、このため運用委託として、投資信託が高いシェアを獲得するに至つたとも理解できよう。以下では、確定拠出型年金、特に401Kの運用手段として高いシェアを有するミューチュアルファンドとその日本株投資について明らかにしていこう。

#### 4. アメリカにおけるミューチュアル・ファンドと日本株投資

投資信託は1920年代にアメリカに導入されるまでは、オランダを例外として、イギリスにおいてのみ存在していた<sup>31)</sup>。アメリカにおける最初の投資信託としては、1921年に生まれたThe International Securities Trust of Americaが最初のもつと言われる。このファンドは伝統的にイギリスに存在したクローズド・エンド型であつた。その後、1924年に初めてのミューチュアル・ファンド(オープン・エンド型で、かつ会社型のもの)として、Massachusetts Investors Trustが誕生した。オープン・エンド型とは、投資家が買い取りを求めた場合に、時価での資産価格で買い取りに応じるタイプのものである。また会社型とは、一般の企業と同じく、会社法にもとづき組織される株式会社である。アメリカにおいて誕生したミューチュアル・ファンドは1930年代にイギリスに逆輸入され、イギリスにおけるユニット・トラストが誕生した。

1929年世界恐慌によつて、欧米における投資信託は大きな打撃を被ることとなつたが、アメリカでは1940年に投資会社法が制定され、アメリカにおける投資信託、特にミューチュアル・ファンド発展の基礎が置かれた。投資会社法は1970年代に改定されたが、第二次大戦後ほぼ一貫してミューチュアル・ファンド資産残高は増加し、1990年には約1兆ドルであつたが、1999年には約7兆ドルに達している。

アメリカにおけるミューチュアル・ファンドのうち、株式ファンドの資産残高は1999年には約4兆ドルで、前年比36%の増加となつた。この資産残高の増加額約1兆ドルのうち、1,880億ドルが新規のキャッシュ・フロー(98年のキャッシュ・フローは1,570億ドルで、98年比20%増)で、残りの約8,000億ドルが実に資産運用による増加であつた。99年におけるミューチュアル・ファンドの投資収益率は80%という極めて高い水準にあつた。この他、債券ファンドの資産残高が約8,000億ドル(前年比3%減)、ハイブリッドファンド(債券と株式の混合)が約3,800億ドル(同5%増)、マネーマーケットファンドが約1兆6,000億ドル(同19%増)となつている<sup>32)</sup>。

株式ファンドの資産残高は約4兆ドルであったが、国内株式ファンドへの新規流入資金は1,760億ドルであった。この国内株式ファンドの場合には、かなり特定のファンドに資金が集中して流入した。集中したファンドはいわゆるIT関連であった。国内株式ファンドの平均投資利回りはS & P 500指数の利回りを超えたが、新規流入資金の多くはIT関連のファンドに向かった。

他方、国際ファンド（International Fund、外国株専門ファンド）やグローバルファンド（Global Fund、国内株と外国株の混合ファンド）など外国株を含むミューチュアル・ファンドの資産残高は1999年現在5,850億ドルで、前年比49%増となった。99年における新規キャッシュフローは110億ドルで、資産増加のほとんどは運用の成功によるものであった。新規キャッシュフローの鈍化は97年におけるアジアなどの新興市場の不振以来、継続していた。しかし2000年において、外国株関連ファンドへの資金流入は急速に盛り返し、新規キャッシュフローは500億ドルに達した（90年代を通じ、外国株関連ファンドへの流入最高額は96年における480億ドルであったため、2000年は過去最高となった）<sup>33)</sup>。

表5 外国株ファンド（米ミューチュアル・ファンド）の資金流入

(10億ドル)

	新興市場	グローバル	インターナショナル	リージョナル	合計
1995	0.8	4.4	6.4	- 0.1	11.5
1996	3.3	16.3	25.0	2.9	47.5
1997	3.8	16.1	20.1	- 2.2	37.8
1998	0.1	4.3	0.8	2.3	7.5
1999	0.8	3.1	6.0	1.4	11.2
2000	0.1	22.8	31.5	- 4.5	50.0
2000					
1月	0.3	5.8	7.2	- 0.1	13.2
2月	0.5	7.3	11.0	0.3	19.1
3月	0.1	4.9	3.0	- 1.2	6.8
4月	0.1	2.0	3.1	- 0.5	4.7
5月	0.1	1.4	2.7	- 0.3	3.9
6月	0.1	1.5	0.1	- 0.3	1.4
7月	- 0.1	0.3	1.5	- 0.4	1.5
8月	- 0.2	1.0	2.9	0.0	3.7
9月	- 0.2	0.0	2.1	- 0.2	1.7
10月	0.0	0.3	0.1	- 0.5	- 0.2
11月	- 0.3	- 1.4	- 3.1	- 1.1	- 5.9
12月	- 0.3	- 0.2	1.1	- 0.3	0.3

出所：http://www.ici.org

表5は日本株など外国株を組み入れるファンドである、インターナショナルファンドとグローバルファンドへの新規流入資金である。2000年を通じ、外国株関連ファンド(インターナショナルファンドとグローバルファンドの合計、以下同じ)の資産残高は430億ドル減少し、5,420億ドルとなった。新規流入があったにもかかわらず、資産運用の低迷が主たる原因である。

表5に示されるように、外国株関連ファンドへの資金流入は2000年の1～4月に集中しており、グローバルファンドへ200億ドル、インターナショナルファンドへ243億ドルそれぞれ1～4月に流入している。1～4月だけで両ファンドへ443億ドルが流入しており、年間の資金流入500億ドルのほとんどが1～4月に流入したことになる。

2000年第一四半期に外国株関連ファンドに資金が流入した背景には、1999年にアジアやラテンアメリカにおいて株式市場が回復したことにあり、と言われている。アメリカの投資会社協会(ICI)によると、アジアの場合には、特に日本の株式市場回復が大きかった。また外国株関連ファンドの好調は、2000年の第一四半期にアメリカと同様、アジアやヨーロッパにおいて、IT関連の株式が上昇したことが寄与している。結果的にファンドのポートフォリオ構成はIT関連に比重がかかり、外国株関連ファンドへの新規資金流入の30%強がIT関連であった。

アメリカのミューチュアル・ファンドによる対日株式投資の全体像は必ずしも明らかではない。しかし99年の11月時点におけるジャパンファンドの動向などが明らかにされている。表6はアメリカの投資信託専門誌であるバロンズが資産額をベースとして、運用成績も加味しつつ、99年11月の時点でピックアップした、ジャパンファンドの上位10である。これによると、99年時点ではジャパンファンドの運用利回りは極めて高かった。第一位のフィディリティー・ジャパン小型株は資産額が11.75億ドルで、過去3年間の平均リターン(年率ベース、以下同じ)は39.1%、99年の年初来のリターンは実に229.1%であった。第五位のウオーバーク・ピнкаス・ジャパン小型株は過去3年間の平均リターンが44.1%、年初来のリターンは263.7%であった。また第六位のウオーバーク・ピнкаス・ジャパン成長株も過去三年間平均リターンは44.1%であった。

これらのジャパンファンドはNTT、NTTドコモ、NEC、日立など大型ハイテク株を共通銘柄としていたが、二部や店頭の中小型株の寄与率が大きく作用している。二部や店頭企業の場合にも、情報、通信、流通などの企業がポートフォリオに組み入れられている、と見られる。

以上のファンドの販売手数料はフィディリティーが3%、AIMジャパン成長株が5.5%、WEBSジャパン・ファンドが0.01%徴収しているが、それ以外はノーロード(販売手数料はゼロ)となっており、こうした低コストも投資家からの人気の一因と見られる。

99年以降、アメリカのミューチュアルファンドがどの程度日本株投資を行ったか、は確証できるデータが存在するわけではない。しかし表5のグローバルファンドとインターナショナルファンドへの資金流入が500億ドル程度であること、モルガンスタンレーの世界株式時価構成指数(MSCI AC World Free ex-US)で日本株は20%程度であること、から2000年における新規買い増しだけで100億ドル程度に上ったと見られる。これは日本市場において、約1兆円の買い主体たることを意味するわけで、アメリカのミューチュアル・ファンドが2000年の日本株の主要な買い手であったことが再確認されよう。以下、個別でミューチュアル・ファンドを見ていくこととする。

(1) フィデリティ

表6に挙げられているファンドの多くは、フィデリティによる設定のファンドである(運用は他の業者に委託されているものもある)。

表6で第三位にランクされるフィデリティ・ジャパンの場合、投資信託の運用評価会社であるリップperによると、1年間の運用では53ある日本ファンドのうち38位、5年間の運用では19ある日本ファンドのうち2位の評価になっている。また同じ投資信託の評価会社であるモーニングスターの外国株ファンドの格付けでも、フィデリティ・ジャパンは全体として4つ星、3年間では5つ星のランクになっている。

運用利回りは先に指摘したように、1999年には146%(手数料未調整)と高い水準に達した。しかし2000年にはマイナス36.5%に低下し、このため1999年年末には12億ドルに達した純資産も2000年年末には約5億ドルまで減少した。

表6 ジャパン・ファンドトップ10

		(100万ドル)
	ファンド名	資産額
1	フィデリティ・ジャパン小型株	1175
2	ザ・ジャパン・ファンド	1120
3	フィデリティ・ジャパン	889
4	WEBSジャパン (パークレイズ・グローバル・アドバイザーの運用)	827
5	ウォーバーグ・ピンカス・ジャパン小型株	818
6	ウォーバーグ・ピンカス・ジャパン成長株	522
7	T・ロウ・プライス・インターナショナル・ジャパン	514
8	MSDWジャパンB	229
9	DFAグループ・ジャパン小型株	153
10	AIMジャパン成長株	112

出所: BARRON's, November 29, 1999から作成

アメリカの401(K)とミューチュアル・ファンドの対日株式投資(代田)

このファンドでは、ポートフォリオのなかで、株式が97~99%を占め、また同じく日本が98%、アメリカが1%となっている。業種別のポートフォリオ構成をみると、2000年7月末ではIT関連が27%であったが、同12月末には22.7%、2001年1月末には24.6%に低下してきている。他方、消費関連(Consumer Discretionary)は2000年7月末には24.1%であったが、同12月には32.1%、2001年1月末には32.4%となった。2000年年末時点での組み入れ上位銘柄は、コナミ、武田薬品工業、NTTドコモ、日産自動車、トヨタ自動車、スタンレー電気、NEC、三洋電機、パンダイなどであった。以上の企業で時価の35.9%を占めている。

表6で第一位にランクされるフィデリティ・ジャパン小型株はファンドの65%程度を日本の小型株に投資し、長期的な資産成長を目指している。ここで言う小型株とは、ジャスダック指数や東証二部株式指数を構成する企業と同様の時価を有する企業株式である。フィデリティ・ジャパン小型株ファンドもモーニングスターから3年間の運用については5つ星の評価を得ている。3年間の平均運用利回り(年率)を見ると、同ファンドは34.37%であり、東証二部指数の16.79%を18ポイントも上回っている。

しかし1999年に運用利回りは237.4%と驚異的な水準まで上昇したものの、2000年にはマイナス50.2%まで低下し、このため純資産も1999年年末には21億ドルまで増加したものの、2000年年末には4億ドルまで減少した。

同ファンドも株式組み入れ比率は97~99%で、しかも地域構成比率で日本の比率も97%となっている。業種構成では2000年7月にIT関連が24.9%であったが、同12月末には20.8%に低下した。また消費関連は2000年7月に29%であったが、2001年1月末には25%へ低下した。組み入れ比率が上昇した業種は素材(Material)、ヘルスケアなどで、素材は2000年7月の4.3%から2001年1月に7.6%へ上昇、ヘルスケアも同じく6.5%から9%へ上昇した。組み入れ上位銘柄は表7が示しているが、2000年年末でホギメディカル(2001年第2号の会社四季報のホギ

表7 フィデリティ・ジャパン小型株の組み入れ上位銘柄

企 業 名	予想ROE (%)	予想一株 あたり利益(円)	同前期比 増加率(%)
ホギメディカル	9.6	198.90	15
ヤマダ電気	9.9	324.20	20.9
コーセル	17.4	140.80	30
フジインコーポレーテッド	7.5	166.60	12
カップ・クリエイト	24.8	137.40	2.5倍
スミダ・コーポレーション	15.1	210.90	29
船井電機	12.5	311.90	-
日東工器	7.4	97.50	93

出所: <http://www.fidelity.com>および会社四季報 2001年2集から作成

メディカルの大株主欄に第6位にフィディリティーの名義が登場し、43万株を保有している。ホギメディカルの予想ROEは2001年3月期で9.6%、予想一株あたり利益は198円90銭で前期比15%増)、ヤマダ電機(同じくROEは2000年3月実績で10.1%、2001年3月の予想ROEは9.9%、予想一株あたり利益は324円20銭で前期比20.9%増)、コーセル(同じく会社四季報で第6位株主として、フィディリティーは71万株保有。2001年5月期の予想ROEは17.4%、予想一株あたり利益は140円80銭で前期比30%増)、フジインコーポレーテッド(同じく第6位株主として、フィディリティーは49万株保有。2001年3月期の予想ROEは7.5%、予想一株あたり利益は166円60銭で、前期比12%増)、カッパ・クリエイト(同じく第三位株主としてフィディリティーは36万株保有。2001年5月期の予想ROEは24.8%、一株あたり利益は137円40銭で前期比2.5倍)、スミダコーポレーション(同じく第四位株主としてフィディリティーは34万株保有。予想ROEは2001年12月期で15.1%、予想一株あたり利益は210円90銭で前期比29%増)、船井電機(2000年6月期の実績ROEは12.5%、2001年3月期の予想一株あたり利益は311円90銭)、日東工器(2001年3月期の予想ROEは7.4%、予想一株あたり利益は97円50銭で前期比93%増)等となっている。以上の銘柄でポートフォリオの34.8%を占めている。

このようにフィディリティー・ジャパン小型株の場合、組み入れ銘柄はほぼ一貫してROEが10%程度と高水準であり、一株あたり利益が大きく、また前期比でも大幅増益と業績が良好なものであった。

## (2) バンガード

バンガードはインデックス運用のミューチュアル・ファンドについてはトップに位置している。代表的な外国株ファンドとしては、インターナショナル・グロース・ファンド純資産83億ドル(2001年2月末現在、以下同じ)、インターナショナル・バリュア・ファンド同8億ドル、タックス・マネージド・インターナショナル同3億2150万ドル、トータル・インターナショナル・ストック・インデックス同28億ドルなどがある。

最も純資産額が大きいインターナショナル・グロース・ファンドは1981年9月の設定で、設定以来の平均運用利回りは14.03%となっているが、2001年3月末現在での最近1年間の運用利回りはマイナス24.14%である。運用の地域構成は2001年2月末現在、欧州が78.5%、パシフィックが15.9%、エマージングが5.56%となっている。同ファンドの場合、国別の構成で日本は2000年1月末に19%あったものの、2001年2月末には10.8%まで低下した。このため、個別の組み入れ上位銘柄にも日本株は入っておらず(2001年2月末)、欧州株が中心となっている。

ついでインターナショナル・バリュア・ファンドの場合にも、1983年5月に設定されており、設定以来の平均運用利回りは11.31%であるが、最近1年間ではマイナス13.8%となっている。

また株式の国別構成においても、日本は2000年1月末には25.4%あったが、2001年2月末には14.8%まで低下した。またタックス・マネージド・インターナショナルの場合にも、日本株の比率は同じく28.3%から23.1%へ低下した。ただ同ファンドの場合、個別の組み入れ上位銘柄の第四位にトヨタ自動車が入っている。

トータル・インターナショナル・ストック・インデックスの場合には、設立間もないファンドであるが、運用の内訳として、欧州インデックスファンドが62.7%に対し、パシフィックインデックスファンドは26%となっている。

以上のように、バンガードのようなインデックス運用を得意とする業者の場合、日本株を組み入れる場合には、トヨタ自動車のような大型株で指数構成銘柄が中心になると見られる。

### (3) パットナム

アメリカのミューチュアル・ファンドの運用機関として第四位(運用額2530億ドル)<sup>34)</sup>、また海外資産運用機関としても第五位(同335億ドル)<sup>35)</sup>であるパットナムも対日株式投資を活発に行っている。その代表的なファンドのひとつはパットナム・パシフィック・バージン・コア・エクイティーである。同ファンドは1991年7月の設立で、設立以来の運用利回りは年率平均で7.4%であり、MSCIなどの指標の利回り1.13%を大きく上回っている。1999年には年間の運用利回りは110.59%と極めて高い水準に達し、ファンドの資産額も98年の3.3億ドルから99年には10億ドルに増加した。しかし2000年に入ると、運用利回りは-42.8%に低下し、資産額も4.6億ドルに減少した。

同ファンドが指標としている指数はMSCI(モルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナル)日本が50%、MSCIアジア・パシフィック・フリー(日本を除く)が50%である。したがって指標からは日本の組み入れ比率は50%となるのであるが、このパットナムによる日本の組み入れ比率は46.8%と-3.2%のアンダーウエイトとなっている(2000年12月31日現在)。逆に香港/中国が14.2%の指標に対し、19.4%と5.2%のオーバーウエイト、オーストラリアも13.2%の指標に対し、15%と1.8%のオーバーウエイトとなっている。

業種別の構成は、金融が23.6%、消費(Consumer Cyclical)が15%、テクノロジーが12.8%と大きなセクターであるが、オーバーウエイト(指標以上に買い増し)となっているセクターはヘルス・ケアが5.5%(指標は3.4%)、食品が8.5%(同7%)などである。日米の株価調整を背景に、全体としてディフェンシブストック中心のポートフォリオが組まれている。

個別の組み入れ銘柄のなかで日本株は第二位に武田薬品(ポートフォリオの2.8%)、第三位にトヨタ自動車(同2.8%)、第四位にNTT(同2.7%)、第10位にセブン・イレブン・ジャパン(同1.8%)となっている。全体のポートフォリオ構成がディフェンシブ・ストック中心となっているので、日本株についても武田薬品が組み入れ比率が高くなっている。ただトヨタ、

N T T など国際優良株も中心銘柄となっている。

この他、パットナム・インターナショナル・アグレッシブ・グロース・エクイティ（2000年年末資産額12億ドル、日本株比率14.4%）がポートフォリオの3.2%（組み入れ銘柄第五位）をN T T ドコモで、2.9%（同八位）を武田薬品で保有している。またパットナム・インターナショナル・ラージ・キャップ・グロース・エクイティ（2000年年末資産額8750万ドル、日本株比率17.2%）もN T T ドコモをポートフォリオの2.7%（組み入れ銘柄第七位）保有している。

以上、アメリカのミューチュアル・ファンドによる日本株投資の特徴をまとめておけば、小型株投資の場合には今後中長期的に成長が見込まれる分野で、R O E が高水準で、業績も2ケタ以上の増益が見込まれる企業が多い。大型株の場合には、トヨタ自動車などの国際優良株が多い。同時に、不況期ということもあり、薬品業界の組み入れが多く、特に武田薬品のように業績好調な企業が投資対象になっている、ということであろう。

## 5 . ヘッジ・ファンドの動向

ミューチュアル・ファンドと密接である資金として、ヘッジ・ファンドがある。その動向は公表されていないので、日本株との関係も明らかではないが、そのアウトラインに触れておこう。

まずアメリカの連邦証券規制において、ヘッジ・ファンドがどのように位置づけられているか、見ておこう<sup>36)</sup>。第一に、ヘッジ・ファンドはアメリカのS E C に登録されておらず、そのために情報開示の義務が免除されている。これはヘッジ・ファンドへの出資が私募への投資とみなされるからである。つまりヘッジ・ファンドは証券法上の私募証券である。ミューチュアル・ファンドは公募証券であり、私募であるヘッジ・ファンドと異なる。

第二に、ヘッジ・ファンドは1940年に制定された投資会社法で言う投資会社ではない。所有が100名以下の者によって所有され、かつ証券の公募を行っていない場合は投資会社にならない、と同法は規定している。これは私募投信ということになるが、アメリカでは私募投信は投資会社（投資信託）ではない、とされている。

ミューチュアル・ファンドなど投資会社は会社であり、会社として統治機構を備えなければならない。投資会社法では取締役の40%は投資会社と利害関係のない者で構成されなければならない、としている。しかしヘッジ・ファンドは、リミテッド・パートナーシップの形態が多く、リミテッド・パートナーですら運用に口を出すことはできない。ヘッジ・ファンドは会社ではなく、この点もミューチュアル・ファンドと異なる。

ヘッジ・ファンドはリミテッド・パートナーシップの形態を取っている。これはパートナー

が契約を結び、パートナーシップ証明書を州当局に登録することで設立される。ヘッジ・ファンドがパートナーシップの形態を取るのには、課税対策であり、これによってファンドレベルで法人課税を回避できるからである。

第三に、ヘッジ・ファンドは投資顧問法で言うところの投資顧問ではなく、したがってファンドマネージャーへの報酬規制を受けない。1940年投資顧問法によれば、203条において、顧客数が15名以下であり、一般に対し投資顧問であることを明らかにせず、投資会社に対し投資顧問としての業務を行わないものは、投資顧問としての登録を免れている。このためヘッジ・ファンドは登録投資顧問ではない。

登録投資顧問であれば、ファンド・マネージャーは報酬規制を受ける。投資顧問法205条はパフォーマンス報酬を禁止しているからである。一般に、アメリカのミューチュアル・ファンドはパフォーマンス運用をしていると理解されているが、それは投資顧問法で言うパフォーマンス運用ではない。投資顧問法では、株価指数との相対的な比較で更改される残高ベースの報酬を禁止しておらず、ミューチュアル・ファンドはまさにこうした報酬をファンド・マネージャーに支払っている。しかし、ヘッジ・ファンドでは相対的な比較ではなく、絶対的な利回りをもとにしたパフォーマンス報酬を支払っており、これは投資顧問法でいう登録投資顧問ではできず、未登録投資顧問であるからこそ可能である。

歴史的にはヘッジ・ファンドの第一号は1949年のジョーンズファンドであった、と言われる<sup>37)</sup>。空売りによるヘッジ(割安銘柄の買いに対し、割高銘柄を空売りし、ヘッジする。実際はリスクヘッジというより、効率的運用に近い)、レバレッジ(信用取引によって、自己資金の数倍の資金力を有した)、リミテッド・パートナーシップなどを特徴とした。しかし1970年の株価下落でヘッジ・ファンドは壊滅的打撃を受けた。80年代に入り、ソロスやタイガーファンドの登場によりヘッジ・ファンドは二度目の拡大期を迎えた。

90年代を通じて、ヘッジ・ファンドはさらに増加した。IMFの報告書によれば、世界のヘッジ・ファンドの残高は1980年に1億9300万ドルであったが、1990年には71億9300万ドル(ファンド・オブ・ファンドを含まない)、さらに1995年には440億ドル(同じく含まない)、そして1997年になると890億ドル(同)にまで達した<sup>38)</sup>。したがって主として90年代に入って、急速にヘッジ・ファンド残高は増加した、と言えよう。

表8は1997年現在でのヘッジ・ファンドの居住地別、運用スタイル別の分布を示している。グローバルとは、エマージング(新興)市場への投資、世界のある特定地域への投資を行うファンドであるが、表8においても309億ドルに達している。グローバルでは株式投資をする場合には、個別銘柄の選別に力点が置かれる。ついでマクロとは、株価、通貨、金利に影響するグローバルな経済状況(マクロ)の変化に応じてポジションを取るもので、表8のなかでもグローバルについて運用スタイルとして残高が多く、298億ドルに達している。マクロの場合、

表8 ヘッジファンド：居住地別運用資産（1997年）（100万ドル）

グローバル	マクロ	マーケット・ ニュートラル	イベント ドリブン	セクター	ショート・ セールス	ロング・ オンリー	ファンド・ オブ・ ファンド	合計
（単位 = 百万ドル）								
オーストリア	0	1	0	0	0	0	0	1
バハマ	977	16	241	207	0	28	1	2,649
バミューダ	3,427	119	1,531	17	451	0	0	6,602
英領バージン諸島	6,259	2,494	1,421	2,045	15	116	0	15,801
英領西インド諸島	0	0	308	0	0	0	0	308
カナダ	0	0	0	19	0	0	0	255
ケイマン諸島	4,186	7,525	4,440	997	12	121	87	17,440
チャンネル諸島	0	0	0	372	0	0	0	372
キュラソー	0	4,000	0	0	0	0	0	4,000
ガーンジィ	1,083	0	0	0	0	0	0	1,723
香港特別区	0	2	0	0	0	0	0	2
アイルランド	89	5	11	0	0	0	0	223
マン島	0	0	0	0	0	0	0	110
ルクセンブルグ	304	0	1,292	0	0	0	0	1,597
オランダ	30	0	24	0	0	0	0	54
蘭領アンチル島	5,196	14,045	0	787	0	0	0	26,576
タークス及びカイコス	0	0	0	0	0	0	0	33
英国	0	0	42	0	0	0	0	42
米国	9,311	1,554	8,663	4,158	1,257	273	289	31,792
合計	30,862	29,759	17,970	8,602	1,752	538	376	109,575

出所：『ヘッジファンドの素顔』、シグマベイスキャピタル，1999年，112ページ。

株式投資を行う場合、個別銘柄よりも株価のマクロ動向に力点が置かれる。マクロのなかでは、居住地としては、やはりオランダ領アンチル島が140億ドルと最も多く、ついでケイマン諸島が75億ドルとなっている。

マーケット・ニュートラルとは、ショート（売りポジション）とロング（買いポジション）を相殺することで市場リスクを減少させることを目指すファンドである。転換社債と原株のポジションを相殺するコンバーティブル・アービトラージ・ファンド、株式と株式指数のアービトラージを行うファンドなどがある。表8でも残高は180億ドルに達し、居住地としてはアメリカが多い。

イベント・ドリブン・ファンドとは何らかの出来事（イベント）を利用したファンドで、例えば再建中や倒産会社の株式に焦点を絞るディストレスド・ファンドや買収企業の株式買いと被買収企業の株式売りを同時に行うリスク・アービトラージファンドなどがある。表8でも残高は86億ドルに達しており、居住地としてはやはりアメリカが多い。

アメリカの401(K)とミューチュアル・ファンドの対日株式投資(代田)

ファンド・オブ・ファンドとはヘッジ・ファンドのためのファンドであり、これも表8では197億ドルと大きくなっており、オランダ領アンチルやアメリカが居住地としては多くなっている<sup>39)</sup>。

以上、ヘッジ・ファンドの動向や種類を見てくると、日本の株式市場においても、ヘッジ・ファンドが売買している可能性は極めて高い、と言えよう。マクロスタイルが株価の動向に注目して運用されており、先物と現物の裁定取引にも関わっている可能性が高く、マーケット・ニュートラルが日本企業の転換社債と原株を売買している可能性も高いからである。ミューチュアル・ファンドに加え、ヘッジ・ファンドもアメリカからの日本株投資の一部を成している、と言えよう。

## 6. まとめて代えて

アメリカの機関投資家としては、年金基金が大きな比重を占めているが、大手では確定給付型年金の比重が高かった。しかし確定拠出型年金の採用が中小企業を中心にかなり近年増加してきたことも事実であった。確定拠出型年金のなかでも、401Kの場合、運用手段としては自社株とならび、ミューチュアル・ファンドが大きな割合を占めている。ここには従来、年金の加入者に対し、投資助言が禁じられてきたことが影響している、と見られる。投資教育を十分に受けていなければ、加入者は十分に考慮せずに自社株に投資したり、専門家による投資信託などでの運用に頼る傾向があろうからである。

アメリカのミューチュアル・ファンドのうち、日本株投資を含む外国株ファンドは1999年現在、5850億ドルで、前年比49%の大幅増加であった。また2000年1～4月に440億ドルが新規に流入し、日本の株式市場においても、主要な買い手になったと推定される。

フィデリティの小型株ファンドの場合には、ROEが高く、予想1株あたり利益が大きく、また2ケタの増加率となっている企業に投資している場合が多い。

ヘッジ・ファンドも97年現在900億ドルもの残高に増加しており、日本株市場で重要な投資主体となっていると推定される。

### 注

- 1) *Statistical Abstract of the United States*, 1999, p391
- 2) 企業年金に関する制度的な説明は、OECD ECONOMIC SURVEYS 1998-1999, United State, p113～127に主として基づく。
- 3) 『年金情報』、日本格付投資情報センター、98年7月20日号、p24
- 4) 厚生年金基金連合会、『海外の年金制度 日本との比較検証』、東洋経済新報社、1999年、179ページ。

- 5) 401 ( k ) の制度については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, p247
- 6) 厚生年金基金連合会, 前掲書, 206ページ
- 7) もともと, 1978年にアメリカの高消費・低貯蓄のもとで老後の貯蓄を増加させる必要性からボーナスの一部を内国歳入法401条k項で非課税とすることが始まった。そして81年からは月々の給与にも認可された。日本経済新聞社, 『激変 年金マネー』, 1999年, 45ページ。
- 8) *Pensions & Investments*, January 26 1998 p25  
January 25 1999 p25
- 9) *Pensions & Investments*, January 24, 2000, p25
- 10) *Pension & Investments*, January 24, 2000, p38
- 11) *Pensions & Investments*, August 23, 1999, p21
- 12) *Pensions & Investments*, March 9, 1998, p23
- 13) *Pensions & Investments*, August 23, 1999, p19
- 14) *Pensions & Investments*, November 16, 1998 p1
- 15) *Pensions & Investments*, March 9, 1998, p19
- 16) 『年金情報』, 98年8月3日号, p23
- 17) 『年金情報』, 98年8月17日号, p23
- 18) 『年金情報』, 98年10月5日号, p20
- 19) 『年金情報』, 98年10月19日号, p19
- 20) 『年金情報』, 98年11月16日号, p23
- 21) 『年金情報』, 98年12月7日号, p24
- 22) *Pensions & Investments*, August 24, 1998,
- 23) *Pensions & Investments*, May 31, 1999, p20
- 24) 日本経済新聞, 1998年8月28日付
- 25) 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, 149ページ。
- 26) 『年金情報』, 1999年10月18日付
- 27) 日本経済新聞, 1999年4月29日付
- 28) 『年金情報』, 1999年7月19日付
- 29) 日本経済新聞, 1998年12月9日付
- 30) 日本経済新聞, 1999年2月10日付, 朝日新聞, 1999年1月29日付
- 31) 『現代証券事典』, 日本経済新聞社, 252ページ参照。1920年代前後のイギリスにおける投資信託については, 拙著 『ロンドンの機関投資家と証券市場』, 法律文化社, 1995年, 11ページを参照されたい。
- 32) *Mutual Fund Fact Book*, 40th Edition, ICI, 2000, p7
- 33) *Mutual Fund Fact Book*, 41th Edition, ICI, 2001, <http://www.ici.org>
- 34) *Pensions & Investments*, May 1, 2000, p56
- 35) *Pensions & Investments*, July 10, 2000, p15
- 36) 伊豆久, 「ヘッジファンドと証券規制」, 『証研レポート』, (財)日本証券経済研究所, 98年9月, 20ページ参照。
- 37) 伊豆久, 「ジョーンズファンドとブームの破綻～ソロス以前のヘッジファンド～」, 同, 98年11月,

13ページ参照。

38) 『ヘッジファンドの素顔 IMF報告書』, 松崎 延寿訳, シグマベイスキャピタル, 1999年, 32ページ。

39) 同上, 105ページ。

(追記) 本稿は(財)学術振興野村基金による研究助成の成果の一部である。

## The Japanese Stock Trading by the Defined Contribution Pensions (401K) and the Mutual Funds in the U.S.

This paper focuses on the Japanese Stock Trading by the American institutional investors. The foreign investor's share in the Japanese stock market is increasing during the 1990's. The foreign investor's share in the Japanese stock holding increased from 10% in 1998 to 12.4% in 1999. The foreign investor's share in the Japanese stock trading value increased from 10.5% in 1990 to 25.5% in 1999 (on sales only). The biggest foreign investor in the Japanese stock trading in 1999 was the American investor. I estimate the American investor is the Defined Contribution Pensions, especially 401k, and the Mutual Funds in the U.S. In the 1990's the Defined Contribution Pensions and the Mutual Funds grew rapidly, because the stock price in the U.S. increased and middle-aged (about 50-year old) people's saving ratio increased. The Defined Contribution Pensions, especially 401K and the Mutual Funds in the U.S. bought the Japanese stock rapidly in the 1999. However, they sold the Japanese stock in the first half of 2000. As a result, the Japanese stock price decreased in the year 2000 rapidly.

(SHIROTA, Jun 本学部教授)