

米国401(k)市場の産業構造と生保G I Cについて

辰 巳 憲 一

確定拠出 (DC, defined contribution) 型年金¹⁾は、自分の考えによって積立額が決められ、その運用した収益によって年金額が変わってくる方式を指し、資金運用が極めて重要になるだけでなく、様々な局面を持っている。米国の確定拠出型の代表である401(k)年金はその名前の由来となった内国歳入法401条(k)によって優遇税制が定められている。英国でも年金への不信から確定拠出型が増えている。その結果主要国の運用サービス業は大きく変わりつつある。

401(k)年金運用で注目されるのは投資信託²⁾と米国生命保険会社特有のG I C (guaranteed investment contracts, 利率保証口座と訳される)である。

年金に歴史があり、債券市場に厚みがあり、投資技術が飛躍的に発展している米国では、銀行一般の弱小性などの理由から、年金の確定利運用手段として生保のG I Cが活用されている。G I Cは債券等から組成されるデリバティブ商品である。本稿では、米国401(k)市場の産業構造と米国生保のG I Cをそれらの商品特性、運用技術と成果の観点から研究しよう。

1 米国401(k)市場の産業構造

(1) 業態間の盛衰

業態別401(k)資産運用業務シェアの推定値を示した表1によると、投資信託会社の隆盛と銀行、保険会社の衰退が明瞭である。1980年代後半には保険会社のシェアは1位で40%を超えていたが、最近時ではそれに代わるのが投資信託会社である。

(2) 401(k) サービス提供会社と保険会社

1997年時点の401(k)資産運用額ランキング (掲載していない) では投信会社、銀行、証券会社が上位を占める。第10位によくプリンシパル生命が現れる。

しかしながら、表2で見られるように、401(k)サービス提供件数では保険会社が圧倒的に上位を占める。保険会社が提供する401(k)サービスは極めて小口なのが見える。

(3) 401(k) 年金の業務内容

401(k)年金は主として4業務に分けられる。つまり、

コンサルティング業務 (設計, 設立, 内容変更, 従業員向け教育),

レコードキープ業務 (記録, 加入者・役所向け報告書作成, 照会対応などの情報処理・管理, そして口座管理)

信託業務 (拠出金収納, 給付金支払いなどの資金管理),

表1 401(k)資産運用業務シェア(%)

年	リッパー&セルリレポート				プリンシパル生命資料			
	保険会社	投信会社	銀行	その他	生命保険	投信会社	銀行	自家運用
1988	40	14	32	14				
1993	34	26	27	13				
1994					32	28	27	13
1995	30	37	25	8	29	33	24	14
1997	25	37	22	16				
1997年はUS Banker, "What Banks Can Learn From MF", から。					管理資産ベースの推定。			

注) 商品別シェアではない。

表2 401(k)サービス提供件数ランキング(1997年)

ランキング	会社名	業種	件数
1	プリンシパル	保険会社	26,445
2	エクイタブル	保険会社	21,077
3	ネーションワイド	保険会社	13,929
4	エトナ	保険会社	11,028
5	マニユライフ	保険会社	8,169
6	BISYS	事務代行	7,000
7	スカダー・ケンパー	投信会社	6,969
8	ADP	事務代行	6,800
9	ステート・ストリート	銀行	6,395
10	グレード・ウェスト	保険会社	5,749

出所) CFO publishing, "CFO magazine".

注) 2位のエクイタブル保険は1992年にアクサ保険(仏、なお1997年には英保険会社UPSと合併)に買収された。

表3 米国の年金取り扱い機関

【確定給付型】

	制 度 運 用					資産運用
	制度設計	記録管理	数理サービス	給付管理	情報提供	
生保会社	○	○	○	○	○	○
ミューチュアル・ファンド会社(注)	×	×	×	×	×	○
銀行	○	○	×	○	○	○
投資顧問会社	×	×	×	×	×	○
コンサルティング・アクチュアリー会社	○	○	○	○	○	○

【確定拠出型】

	制 度 運 用				資産運用 業務
	制度設計	記録管理	給付管理	情報提供	
生保会社	○	○	○	○	○
ミューチュアル・ファンド会社(注)	○	○	○	○	○
銀行	○	○	○	○	○
投資顧問会社	×	×	×	×	○
コンサルティング・アクチュアリー会社	○	○	○	○	○

注)ミューチュアル・ファンド会社とは、会社型投信のミューチュアル・ファンド会社である。

資産運用業務、

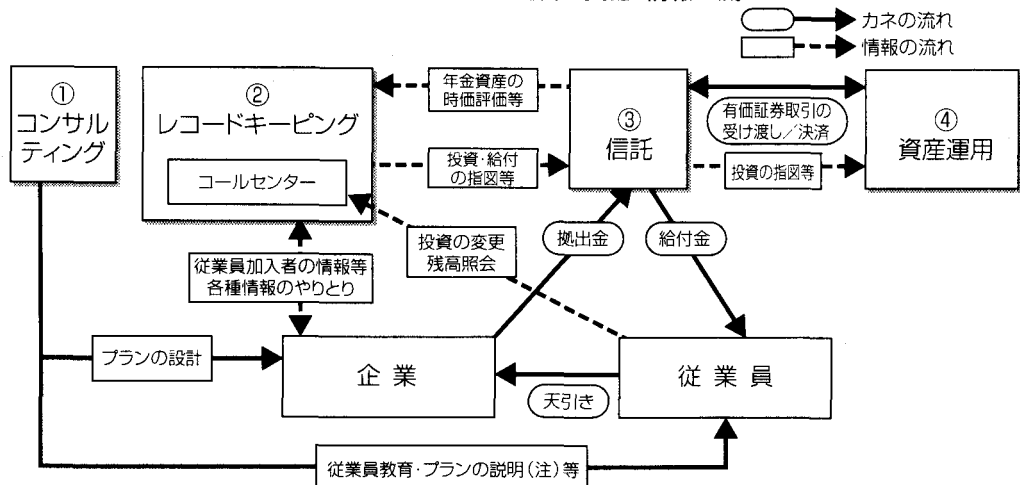
である。表3には、各業務の取り扱い可能機関（業態）を示した。特にアクチュアリー・コストがかからないため、401(k)運営費用は、確定給付型年金と比較して、低廉である。図1には、上記業務内容と業務間の資金・情報の流れを示した。

業者が年金基金との間で結ぶ契約には、4業務のうち1あるいは2業務（ふつうコンサルティング業務とレコードキーピング業務の組み合わせが多い）を提供するアンバンドル（unbundled）契約と4業務を一括提供するバンドル（bundled）契約の2つがある。

コンサルティング業務は年金の規模や設計によって費用は大きく異なる。

レコードキーピング業務は、ライセンスがいらないので、参入する企業は一時増えた。その後最近では、システム投資が大きく、W・M・マーサー社などの撤退が相次いでいる。法改正の度にシステムを変更する必要があるだけでなく、技術進歩が激しく、コスト負担は重いからである。それに代えてアウトソーシングが増加している。バンドル主力の有力証券会社のなかでは、メリ

図1 401(k)年金業務内容と資金・情報の流れ



注) 一般的な401(k)プランでは、平均8種類(利回り確定商品、MMF、公社債投信、株式投信、外債投信、外国株投信など)の運用商品が提示され、その中から従業員が複数選ぶ。

ルリンチはペイチェック社へ、モルガン・スタンレーはP A S社へレコードキーピング業務をアウトソーシングした。しかしながら、コスト・コントロールを徹底すればレコードキーピング業務単体でも収益化は可能と考える業者もある。

信託業務については、米国の場合銀行も信託部で行えるが、複数の会社・銀行に分かれているのは複雑になるためマスター・トラスティーが統括する方式が一般的になっている。

資産運用業務で特筆すべきは、業者が販売業者に資産額の0.25%を販売手数料として支払っている、レコードキーピング業者には資産額の0.15~0.3%をレバートとして支払っている、事実であろう。

(4) 顧客企業の実態

401(k)資産運用額のシェアを企業規模別運用機関別に見た表4から、保険会社は小規模企業に強い、投資信託は大企業に強いことがわかる。前者については、会社を設立すれば、火災保険、医療保険、トップマネジメントへの保険などが必要になり、保険会社との関係が必須になるからであろう。

また、次の表5からわかるように、中小企業になる程401(k)導入率は低くなる。

アンバンドル契約とバンドル契約の2つのうち、バンドル契約の方へ傾斜しつつある。最近時の調査(IOMA, "1998 DC Survey")では、従業員数1000人超の大企業ではアンバンドル契約をする比率は50%を越え、従業員数1000人未満の中小企業ではバンドル契約が50%を越えている。大企業はアンバンドル契約を、中小企業はバンドル契約を選んでいるのである。401(k)の隆盛は中小企業への普及を意味しており、バンドル契約の増加を生んでいる。

表4 企業規模別運用機関別401(k)資産運用額シェア(単位%、1997年)

従業員数	銀行	保険会社	ミューチュアル・ファンド	自社株等
100人未満	28	29	25	18
100~1000人	28	21	33	18
1000人超	19	25	41	15

出所) Access Research社調べ。

表5 企業規模別401(k)導入率(単位%、1997年)

従業員人数	~50	50~100	100~500	500~1000	1000~5000	5000~
導入率	11	26	34	70	81	100

出所) NYのS銀行調べ。

(5) 保険会社の戦略に大きな差異

401(k)戦略に保険会社の間で大きな差異がある。

米国最大手保険プルデンシャルは資産運用額のランキングでは、4、5位に位置するが、年金とりわけ401(k)運用では特に額は多くない。

もっとも力を入れているプリンシパルでは、顧客のほとんどに対して、バンドル・プランを提供しており資産運用のみの提供は少ない。そして、そのためもあって、自社投信以外に、他社の投信も運用商品として提供している。

年金業務が小規模のメットライフは、資産運用のみの提供がもっとも多く、レコードキーピングのみも次ぎに多い。従業員教育・投資アドバイスは、401(k)フォーマル社等にアウトソーシングしている。また1997年にはバンカース・トラストからレコードキーピング業務を買収した。

(6) 運用技術力と年金商品の品揃い

401(k)が米国企業に浸透するにつれて、競争力の決定要因は運用力にシフトした。その結果、資産運用業務では、寡占化が進展しつつあると言われている。1997年には上位5社シェアは47%、上位10社シェアは59%であるが、上位20社シェアは90%にもなっていると推計がある。

バンドル契約の増加もあって年金商品の品揃いが重要になった。他社投信の提供も増えた。投信信託自体には、周知のように様々なスタイルがあり、品揃いが豊富である。

(7) 手数料

401(k)の手数料構造と負担者の調査(Pension and Welfare Benefits Administration, "Study of 401(k) Plan Fees and Expenses")によると、手数料はコンサルティング費用を除くと資産額の1~2%である。コンサルティング費用を除いた総手数料の約80~90%を占めるのが、資産運用

業務であり、主として従業員が負担している。信託業務は同約4～5%、レコードキーピング業務は同約14～15%で、これらは主として企業が支払っている。

投資信託業界では401(k)加入者にとって手数料節約に役立つファンド・ファミリーと呼ばれる商品を作っている。ファンド・ファミリーとは複数の投資信託をセットにした商品で、ファミリー内の投資信託であればいつでも解約手数料なしで、投資対象を変更できる。

2 米国生保のGICの概要

2-1 GIC～問題提起

(1) GICの歴史と課題

米国生保のGIC (guaranteed investment contracts) は、金利上昇に対応するために旧来からあった生保年金商品の装いを新たにして1970年代前半に登場した新商品 (1973年にエクイタブル生命が最初に開発したといわれる) で、1970年代後半から1980年代前半にかけて高金利の追い風を受けて急伸し、ほかの確定利付き運用手段を圧倒した。確定拠出型年金の (あるべき) 資金運用方法のなかで生保GICを様々な角度から分析してみよう。

かつて、魅力的な確定利付運用手段を年金基金に提供できなかった生保が編み出すGICは、

図2 GIC資産残高の推移 (単位: 億ドル)

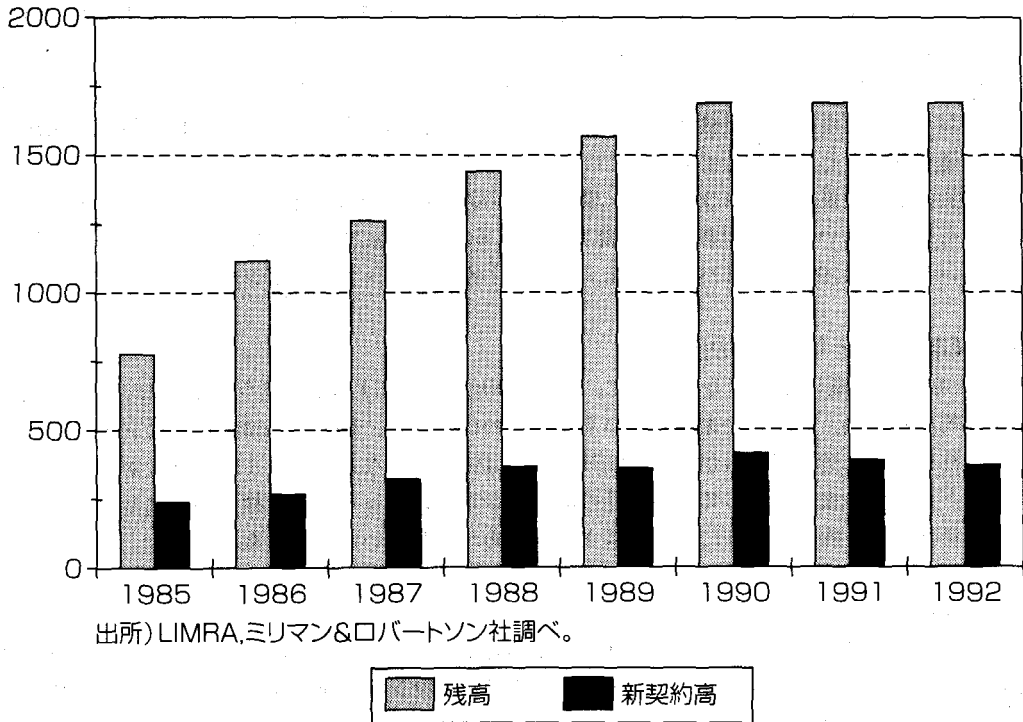


表6 米国年金の資産構成(単位%、1991年)

	401(k)年金	確定拠出型	確定給付型
国内株	38.4	42.4	48.9
外国株	0.7	1.1	6.6
債券	3.3	10.5	28.8
G I C	50.0	36.6	1.2
不動産	0.2	0.4	5.9
現預金	5.1	6.9	5.2
その他	2.3	2.1	3.4

出所) Greenwich Associates社調べ。

伝統的な債券投資技法だけでなく、スワップなどデリバティブを用いるハイテクでもある。それにもかかわらず、ある時期から投信に負け、比率を落としているのはなぜだろうか。組成方法などからその原因の実態に迫ろう。

(2) 企業年金の運用手段としてのG I C

G I C資産残高は図2のように1980年代に急増した。Towers Perrin社の1990年調査によると80%の企業はG I Cを投資対象としている。成長株、短期債を対象としている企業が13%、29%にすぎないのと比べて、この比率は極めて高い。また、Foster Higgins社調べによると、米国516基金のうち71%が従業員に利率保証商品を提供している¹³⁾が、国債は10%に過ぎない。

しかしながら、表6のように401(k)資産残高に占めるG I Cの比率はそれよりはるかに低く、1991年には50.0%に過ぎなかった。確定拠出型年金全体ではG I Cの利用度はさらに低い。401(k)を除いた確定拠出型年金では20%を下回ろう。確定給付型年金では実際上G I Cは利用されていないのに等しいと言える。

1980年代後半には受託競争が加熱し各社が高い保証利率を提示した。そのために、ジャンク債や不動産投資に過度に傾斜していった。それが、1990年代に入り、エクゼクティブ生命などがG I C運用とリスク管理の失敗により経営破綻した。そのため、G I Cに対する信用は失墜し、G I C資産残高は頭打ちになっている。

また、責任準備金の4割が一時G I Cであり、開発者であったエクイタブル生命はG I C市場から撤退したのをはじめ、後退傾向が出だしたと言える。図2のG I C資産残高を巻末付録表A1(4)カッコ内の401(k)年金資産残高で割ると、表7(a)のように、それが明瞭になる。最近時ではそれは24%まで低下していることが表7(b)からわかる。

ちなみに、G I C投資比率は会社、地域、業種によって様々である。例えばTexaco社では60%がMMFと自社株で、Xerox社では60%が債券に投資されている。また、地域や業種によってはG I C投資比率は極めて高い。例えば、米国中西部州が典型例として知られており、電力・ガス業では70%がG I Cに投資されているとする調査もある。これらに対しては低利回り投資対象に集中し過ぎているという批判もある。

表7(a) 401(k)資産残高に占めるGICの比率(単位: %)

1985年	1986年	1987年	1988年	1989年	1990年	1991年	1992年
75	74	66	63	58	57	49	41

表7(b) 401(k)の資産残高構成分布(単位: %)

ファンドのタイプ	1989年	1991年	1993年	1997年
GIC	32	31	27	24
自社株	29	25	24	42
株式	9	11	16	18
バランス	11	13	13	6
債券	5	5	7	4
その他	9	9	7	3
Money Market(注)	5	6	6	2
株式(除自社株)	15.6	18.8	23.8	

出所) 1993年まではAccess Research社調べ。1997年はWSJ、1997年9月。

注) WSJ調査は401(k)年金を導入している従業員数規模の大きい246基金に対する投資比率調査である。なお、この項目名はMoney Marketではなく現金cashである。

2-2 GICの商品特性

(1) GICの一般的な商品内容

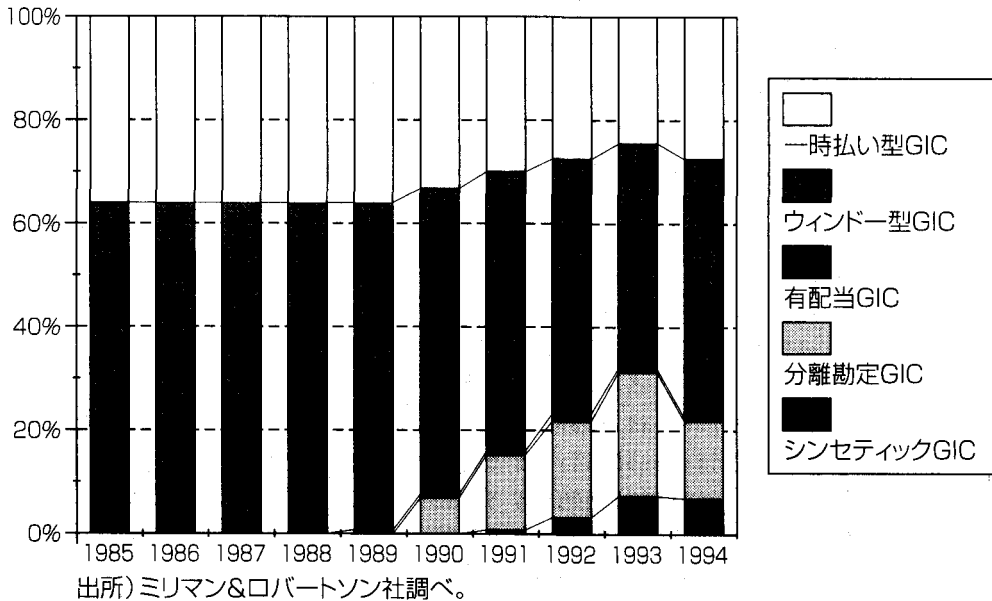
米国SECは、GICが1933年証券法で定める証券ではなく、発行登録は必要でない、との見解を1979年3月に出した。そして、財務報告は簿価ででき、元本は安定し、金利水準が変化しても価値の変動しない確定利年金商品なのである¹⁴⁾。

生保会社が年金基金から、ファンドの運用を一定期間(通常は2年~10年、20年物もある)元本および一定利率を保証して、受託する¹⁵⁾。保証利率は国債利回り+アルファで、利払いは満期一括が多いが毎年利払いされるものもある。中途解約は市場価格調整(MVA, Market Value Adjustment)でなされ、1~2割の減額になる。

それゆえ、年金基金のニーズにあわせたオーダーメイド商品であり、私募債に近いと言われるが、生保商品であり、団体年金契約の1つ(それは司法判断でも認められている)である。

様々な保険会社が様々な満期のGICを供給している。購入者側では、通常複数の異なる生保が発行するGICを、基金と契約したGICファンド・マネージャーが購入して組み合わせる。例えば、中途引き出し可能なGICを購入する一方、中途引き出しはできないが保証利率が高いGICを組み入れるなどGICポートフォリオを組成する。そして、加入者の保証利率

図3 G I C商品構成比の推移 (単位: %)



は複数のG I Cを単一化した混合レート (blended rate) になる。

(2) G I C契約の具体例

G I Cの種類としては、次のように、一時払い型G I C、ウインドー型G I C、有配当G I C、分離勘定G I C、シンセティックG I Cの5つがある。図3にはそれらの残高の推移を示した。

一時払い型G I Cは一定期間 (人気が高いのは3～5年物である) 利率保証するタイプで、契約時の市場金利を参考にレートが決められ、利息は契約時の利率で再投資され満期時に一括して支払われる、もしくは定期的に支払われる。預託金の払い込みは一括してなされ、ブリット (bullet) 型とも呼ばれる。

ウインドー型G I Cは、預託金の払い込みが一定期間内に分割してなされ、払い込み期間の終了後通常1～4年の保証期間が設定される。例えば、最初1年がオープン期間で、その間に払い込みが行われる。その後例えば4年間クローズになり保証利率が適用されるタイプである。保証利率は、契約時の利率が全期間採用されるものもあるが、オープン期間中の市場金利の平均に設定されるものもある。

有配当G I Cは運用利回りが保証利率を上回れば配当されるタイプだが、残高は極めて少ない。

分離勘定G I Cは、1990年前後に登場した新しい商品で、満期のない、保証利率は毎年更新されるタイプである。年金基金が更改された保証利率に満足しなければ、そこで契約は終了することになる。

シンセティックG I Cはデリバティブを使ったG I Cである。そのうち最近開発され注目されているのは、米国では、生保会社の破綻によって運用資産を失うリスクを防止するためのシンセティックG I Cである。これは、運用資産の所有権を契約者に残したまま、生保会社は利率保証

だけ提供するものである。

図3の残高推移から明らかなように、伝統的にG I Cといえばウィンドー型が中心であるが、最近では分離勘定G I CやシンセティックG I Cが増えてきた。

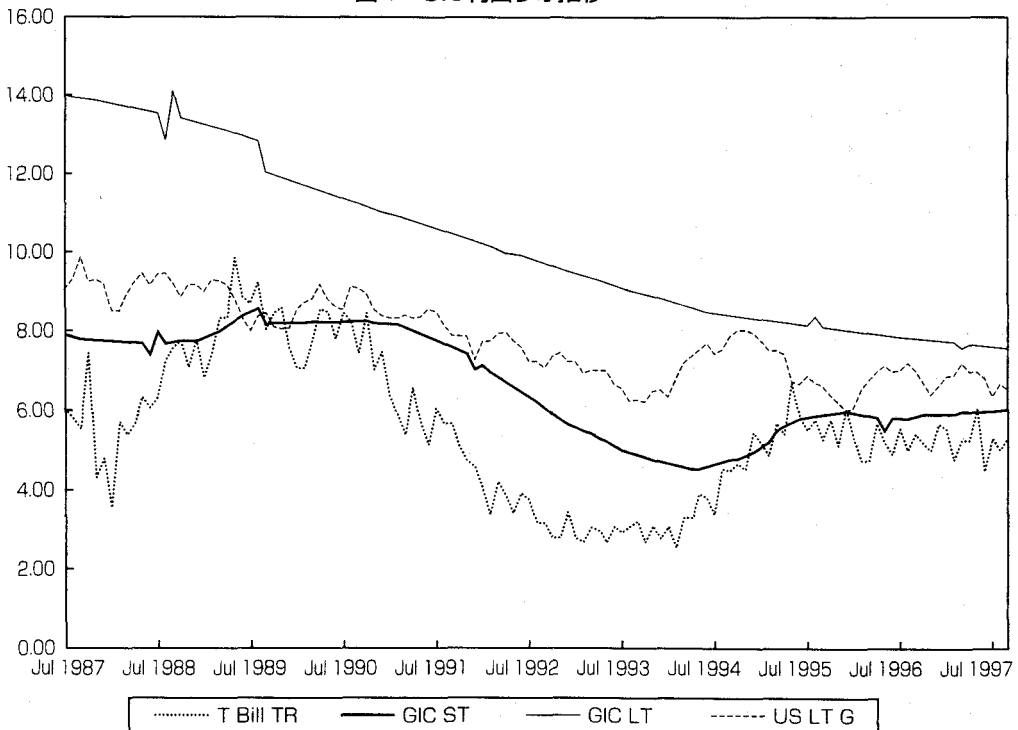
上記分類のほかに、担保付きかどうか、中途引き出しが可能かどうか、で区別する場合もある。当然、これらの場合保証利率は低くなる。また、単独ではG I C契約を結べないような中小企業の基金向けに、G I Cを組み合わせて投資信託にしたプールドG I Cファンド (Pooled G I C Funds) がある。

(3) 「保険」としてのG I Cとその他の預金、債券等との類似点・相違点

G I Cはいわゆる普通の預金ではない。あえて言えば、税優遇された、給付時払い戻し特権 (benefit liquidity) のある定期預金である。預金でない証拠に、銀行が提供するG I C類似のB I C (bank investment contracts) がある。これはG I Cの10分の1位の残高であると推定されている。銀行はB I Cを、資金調達手段あるいは負債の1つとして捉え、市場状況によって異なった対応をする。それに対して、保険会社は資金運用の側から捉え、G I Cレートに自社の取り分を上乗せした目標レートを設定し、運用をする、と言われる (Walker [4, P.15])。

隔週刊の業界紙では、生保会社等へアンケートし、中途払い戻し無し (non-benefit responsive) の一括預託金支払い (bullet) G I Cの複利レートが満期別金額別会社別に掲載している (表8参照)。一般に、満期が長くなる程、金額が多くなる程、レートは高くなる。これらの傾向程強

図4 G I C利回りの推移



くはないが、格付けが高い程レートが低くなる現象も見られる。

G I C レートを時系列的に他のレートと比較してみよう。信用リスクがなく、市場の下限レートとなっている国債イールドとの比較はどうだろうか。図4には、1987年7月から1997年7月までの長短期米国国債イールド（U S L T G = 財務省長期証券トータルリターン、T bill T R = 財務省短期証券30日物トータルリターン）と長短期G I C レート（G I C L T = Schmidt 長期G I C イールド、G I C S T = Schmidt 短期G I C イールド）を掲げた。長期については、G I C レートは国債イールドを大きく上回る。しかしながら、短期については違う。まず1989年から1990年にかけて、つぎに1994年から1995年にかけて、短期G I C レートは短期国債イールドを下回る時期があった。いずれも、イールドカーブがフラットあるいは右下がりになり、生保・金融機関破綻が続いた時期である。

2-3 G I C の投資

流動性が高く、信用リスクのない米国国債の満期は密に分布していないことは図5を見ればわかる。1年超は、近年は5年超については、特に薄い。それゆえ、様々な中長期の満期で、高利回りで、しかも中途売却が可能な運用手段が求められている。

(1) G I C の運用と運用対象

G I C の投資対象は基本的にすべて債券となっている。周知の通り、米国には、保有に関わる様々なリスクをプレミアム（スプレッド）として反映する債券の市場が充実している。

元本と一定の利回りを保証するG I C では、資産の価格変動を負債の価格変動にある程度連動させ、かつ安定的な利鞘を獲得することが可能なスプレッド商品の存在が必要不可欠であるといえる。G I C の解約控除として一般的になっているMVAも、G I C の資産が債券によって運用されているからこそ意味を持つともいえる。

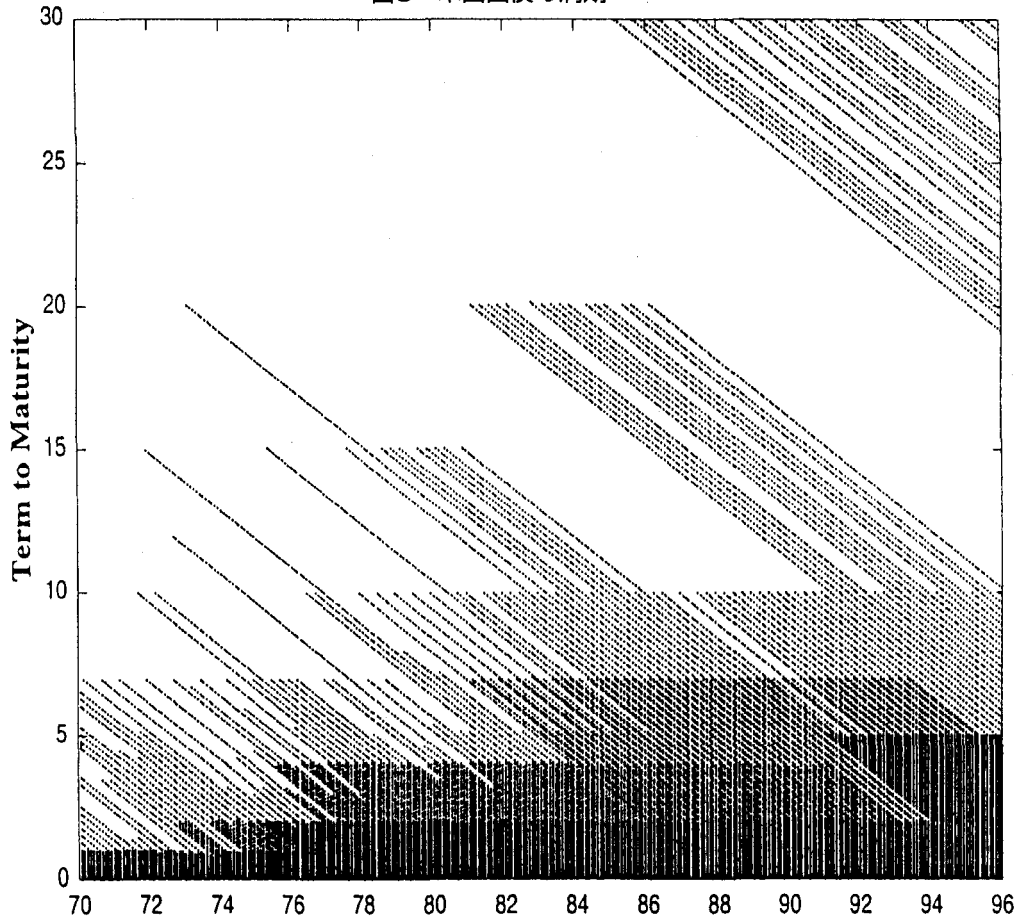
生保会社は、提供するG I C の商品性を確定した後、資産の運用目標として保証利率に一定の利鞘を加えた目標利回りを設定し、この利回りを達成するために必要な債券ポートフォリオを構築する。この際、ポートフォリオが被るリスクは大別して、信用リスク、流動性リスク、金利リスク（価格リスク）の3つになるのは一般の場合と同じである。

生保会社は、自社の持つ資産運用ノウハウと機能の制約の範囲内で、これら3つのリスクをバランスよく取りながら、スプレッドを最大化するポートフォリオを構築する。当然のことながら、高いリスクを取れば取るほど期待リターン（スプレッド）は大きくなる。しかし、高いリスクを取るには、リスクを管理する高度なノウハウが要求される。つまり、信用リスク、金利リスクが大きく、流動性の低いアセット・クラスほどより高度な運用ノウハウを要求する訳である。

G I C 資産の6～8割は、流動性が高く比較的運用の簡単な投資適格社債（BBB以上）あるいは単純なMBSで占められるとみられている。残りの2～4割は流動性が乏しい、または、金利・信用リスクの高い、証券に投入される。目標スプレッドを達成するために必要なアセット・クラスについての運用ノウハウが自社にない場合には、その分野において高度な運用ノウハウを持つ第三者に委託されることも行われる。また、こうした運用能力を十分に備えた生保がG I C 市場で競争力を保っている。

比較的大規模で、全国展開したローン・オフィスを持ち、不動産審査等にノウハウを有する生保会社では、コマーシャル・モーゲージ等の不動産関連抵当証券を組み込むことも広く行われて

図5 米国国債の満期



注) 満期前償還付き債とフラワー債(死亡時遺産として保有されておれば不動産税支払いにあたり額面で使えるようにした米国Treasury Bonds。最近のものの最後の満期は1998年であった。不動産見込債とも呼ばれる)を除いた Treasury-Bills, Notes and Bonds の残存年数分布である。

いる。また、十分な消化能力、充実した審査機能、ドキュメンテーション機能をもつ生保会社では、満期前償還(プリペイメント)リスクのない私募債をオリジネーティングから始め、G I Cポートフォリオに組み入れるケースも多い。

G I C投資商品を掲げた表9からわかるように、G I Cの投資対象には、投資適格債(BBB以上)だけでなく、ハイイールド債(BB以下、ジャンク債)、私募債が含まれる。また、MBS(居住用不動産の(プールした)担保証券)、CMO、ABS(カード・自動車ローン等の資産担保証券)、コマーシャル・モーゲージ・ローン(商業用不動産抵当ローン)、CMBS(コマーシャル・モーゲージの(プールした)担保証券)など、1990年代に増え出した証券化商品も多い。

表9 GIC 投資対象の特徴

投資商品	市場規模 (10億ドル)	期待スプレッド(bp) (対米国債)		主なリスク の大小	備考
投資適格債 (BBB以上)	820	5年物	A 40 BBB 65	信用 : 中 金利 : 小 流動性 : 小	AAA~BBBの信用リスク
ハイイールド (BB以下)	200	10年物	BB 220 B 410	信用 : 大 金利 : 小 流動性 : 中	BB~の信用リスク
私募債		10年物	BBB 140	信用 : 中 金利 : 小 流動性 : 大	信用リスク 中心はA~BBB 流動性リスク大
MBS (住居用不動産抵当) エージェンシー/民間発行	1,750	オプション調整後	50	信用 : 小 金利 : 大 流動性 : 小	プリペイメントと エクステンションの 金利リスクがある
CMO (エージェンシーMBS の変型)		5年	30~40	信用 : 小 金利 : 中 流動性 : 小	民間発行AAA~B エージェンシー物は政府 保証並みの信用リスク
ABS (カード・自動車ローン等)	53	5年	AAA 35	信用 : 中 金利 : 小 流動性 : 小	プリペイメントの金利リスク トランチ別にAAA~B 消費者信用リスク
コマーシャル・ モーゲージ・ローン (商業用不動産抵当)	1,000	10年	170	信用 : 中 金利 : 中 流動性 : 大	エクステンションの金利リスク 商業用不動産市況に 連動した信用リスクがある
CMBS (コマーシャル・ モーゲージのプール証券)	100	10年	AAA 90	信用 : 中 金利 : 中 流動性 : 中	エクステンションの金利リスク トランチ別にAAA~BBB

(2) GICのリスクの詳細

先に述べた信用リスク、流動性リスク、金利リスク（価格リスク）の3つをGICに即して説明しておこう。生命保険会社が被るGICリスクには、デフォルト・リスク、タイミング・リスク、再投資リスク、価格リスク、預託金リスク、引き出しリスクがある。

デフォルト・リスクは、運用した資産の元本償還や利払いが遅れたり、なされなくなるリスクを指す。

タイミング・リスクは、保証利率を顧客である年金基金に提示した時点から顧客基金からの資金が実際に投資先に投入される時点までに市場金利が変化（低下）するリスクである。

再投資リスクは、例えばGIC収益を満期に一括して支払う契約においては、再投資分についても契約時の保証利率が適用されるが、実際の運用利回りがそれを下回ると逆鞘になるリスクを指す¹⁶。

価格リスクは、運用資産の市場価格が簿価割れするリスクである。

預託金リスクは、預託金の集まり具合が変化するリスクであり、実際の預託金額が想定した預託金額と乖離することによって生じる。市場金利が低下してGIC保証利率の魅力が高まるとウィンドウ型GICでは予想外に預託金が集まる。その結果運用成果が悪くなる可能性があることになる。

引き出しリスクは、中途引出しが認められている場合に起こる同様なミスマッチである。

(3) GICのリスク管理

GICのリスク管理には、デディケーティッド戦略、イミュニゼーション戦略などの基本的な債券投資技法は当然ながら、もっと高度な技法が必要になる。そして金利イールドカーブ・モデルや債券市場モデルが前提になる。さらに、各種予測モデルが必要になる。

つまり、再投資リスクを回避するためには基本技法であるストリップング（stripping）やデュレーション（duration）マッチングが、タイミング・リスクにはオプションが、流動性リスクである預託金リスクや引き出しリスクにはデディケーティッド戦略が使えるが、事態は理論が前提するより複雑なのである。

上級ポートフォリオ理論、ALM（資産負債管理）、デリバティブ理論などの応用事例としては極めてタフである。様々なALM技法のうち、どのような技法がどう用いられているのか、またそれはGICの種類別にどうであろうか、などは判明していない。運用技法や、デリバティブ等利用法のさらに詳しい把握も残された調査・研究課題である。

GIC独自のリスク管理法もある。最初のオープン期間（例えば1年）に預託金の払い込みが行われるウィンドウ型GICにおいて、保証利率を当初から決めておくと、市場金利の推移によっては預託金が大きく変動する。そこで、オープン期間末に一定額に達しない場合、もしくは預託額が多すぎた場合は契約は不成立になるという条項をもうけているが多い。

市場価格調整（MVA）も独自のリスク管理法の1つである。MVAでなされるGICの解約には、適用事由が定められており、もっぱら中途払い戻しが当たり、退職や傷害・死亡などに伴うケースには適用されない。価格調整では、払い戻し要求時の市場金利と契約時の市場金利の差を勘案して一定%のペナルティが科されるが、具体的な方法は様々あり、これも検討・調査課題になる。

2-4 生保シェアやGIC投資比率の後退の理由

生保シェアやGIC投資比率が後退している最大の理由は、1990年以來の米国株式市場の好調と投資オプションとしての自社株の増加である。401(k)資産残高増加のはほとんどは株式や株式絡みの投資信託だったといえる。

そして、既述のように、保険会社の破綻もGICに対する信用を失わせる契機になった。

また既述した、年金商品の品揃い、手数料、運用技術力について、新しい論点を追加しておこう。

表10 提供される401(k)投資オプションの平均数

1993年	1995年	1997年
4.2	6.1	8.0

出所) Hewitt Associates社調べ、1998年。

表11 従業員が401(k)で資金移転可能な頻度

毎日(注)	毎月	四半期毎	その他
64%	17%	15%	4%

出所) Hewitt Associates社調べ、1998年。

注) 1年間に移転可能な総回数を制限しているのはうち22%である。

401(k)投資オプションの平均数が年々増加し、ここ4年に倍増し従業員の選択肢は8.0になっていることが表10からわかる。それは年金商品の品揃いが重要になっていることを意味している。投資信託のような様々なスタイルの品揃いが無い保険会社にとっては厳しい競争に晒されている。その結果他社投信の取り扱いも増えたわけである。

表11では401(k)の投資選択で資金移転可能な頻度を1998年時点で調査した結果を示した。過半数の401(k)年金が毎日資金移転を許している。

資金移転頻度が短期化していることもあって、401(k)加入従業員の関心は自身が負担する手数料の節約である。保険会社にとっては高度な運用技術とリスク管理技術が試されることになる。

3 日本でのG I C導入について

最後に、G I Cの日本への導入にあたっての問題点について簡単に述べておこう。

(1) 確定拠出型年金への日本の対応について

確定拠出型年金制度の例として日本では勤労者財産形成制度による年金、いわゆる財形年金がある。この確定拠出型年金の現状、加入者はこれまでどのような運用をしてきたのか、その成果はどうだったかさえ、確認されていない。特に、運用のほとんどが確定利付き商品に傾き、運用成果の点では大いに疑問がある¹⁷⁾。

(2) 本邦生保のG I C導入の動きについて

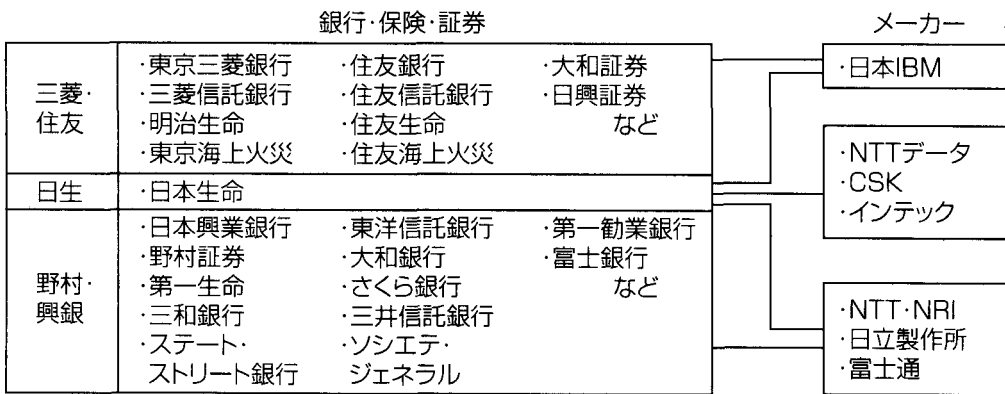
確定利金融商品を作る金融技術は既に相当程度確立しており、例えばリスク証券である株式銘柄のみから確定利付き商品の組成も可能である。それゆえ、銀行以外の各金融機関が確定利金融商品を導入できるか、するかどうかは、もっぱら技術要因による。

ちなみに、1990年代前半以前であったならば、預金類似商品ということで、開発・販売は不可能に近かったであろう。つまり、技術以外の要因が制約したであろう。

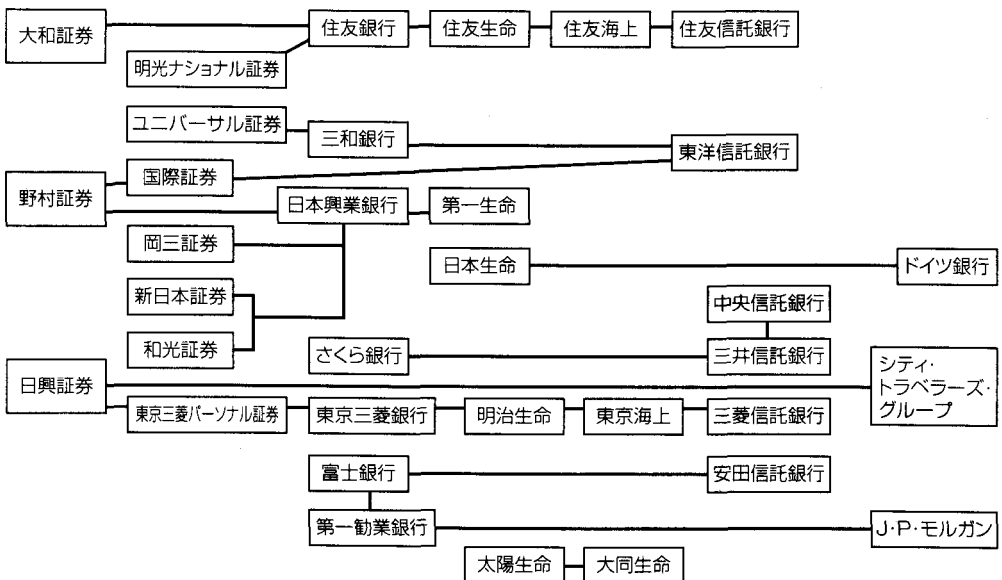
また、リスク管理面では、金利規制下で整備が遅れた債券市場をモデル化する作業も一筋縄にいかない。運用面では、証券化証券などのハイリスク・ハイリターンの新証券もようやく発行高が増えてきたところであり、今後とも課題は残る。

我が国では、生保各社は、子会社参入方式によって、個人顧客との対応カウンターを整備している店舗網を持つ銀行をもてる。そうでなくても、銀行と提携する方法がある。図6には1999年4月時点の連携を示した。連携は日々変化している。

図6 確定拠出型年金を巡る大手金融機関間、メーカーとの連携



1999年4月時点の金融機関の再編・提携



出所)『日本経済新聞』1999年4月10日など。

レコードキーピング業務は非常に高額なシステム投資が必要になるため、金融業態間の垣根を高くして決済業務を守り、情報通信インフラ整備に遅れをとった日本には、連携しか道が残されていない。

付録 米国401(k)年金制度の仕組み

1 401(k)年金制度とは

401(k)年金とは米国の確定拠出型年金で、その名前の由来は同プランにかかわる税制が定められた内国歳入法401条(k)から来ている。確定拠出型年金は、自分の考えによって積み立ての額が決められ、その運用した収益によって年金の額が変わってくる方式を指す。

401(k)年金制度が生まれたのは1978年であり、日本の財形年金貯蓄制度創設時点である1982年に近い。その起源はさらに古くからあるC O D A (cash or deferred arrangements)に遡る。1978年に内国歳入法401条(k)でC O D Aが満たすべき要件が厳密に定義されたわけである。1992年にはフィデューシャリー義務免責基準が制定され、401(k)年金制度はさらに普及した。

401(k)評議会によると、1996年の推計で加入企業数22万社、加入者数3200万人、401(k)資産残高1兆ドル(別の推計によると7000億ドル)であり、一本調子で成長してきた。

コンサルタントであるスペクトラム・グループの1997年末推計によると加入企業数は25万社に近く、加入者数は3000万人を突破、401(k)資産残高は9500億ドルである。そのうち、株式投信は33%、自社株は21%に昇り、株式による運用は54%になる。この比率は1991年には37%であった。

ネルソン・インフォメーション調べによると1998年10月15日には401(k)資産残高は1兆900億ドルで、1年前に比べて1300億ドル増えた。401(k)採用企業数は約27万社、従業員数2500万人以上であった。

2 401(k)が注目される米国の時代背景

米国では2007年頃から7600万人といわれるベビーブーマー世代の引退がはじまる。この世代は十分な老後資金を貯蓄しておらず、1990年代に入った頃からこの世代が退職後に備え始めた。彼らの関心が高く、中堅以上から有力大企業に人気なのが401(k)年金である。また、1990年以降の株式市場の好調もそれを押し上げてきた。株高が新たな資金流入を導く好循環になっている。

3 401(k)の基本的な仕組み

基本的な401(k)の仕組みは次の5つに要約できる。

(1) 投資は自己管理

自分の給料の何%(6%まで可能)を、天引きによって、積み立てるかを自身が決める。会社が用意する3つ以上(自社株は除かれる)の運用先の中から、加入者は自分自身の判断で好きな投資対象の組み合わせを選び、指定して、投資していく。

表A1 米国の確定拠出型年金と401(k)年金興隆の推移

年	(1) 確定拠出型の比率	(2) 401(k)の比率	(3) 401(k)の 平均的規模	(4) 401(k) 一人あたり資産額
1975	28			
1984				6.9 (55)
1985	34	34		10.5 (105)
1986	35	37	4.88	14.1 (155)
1987	37	41	4.78	15.8 (190)
1988	39	47	4.07	16.4 (230)
1989	41	52	4.29	18.0 (270)
1990	43	54	3.94	18.8 (300)
1991	43	53	3.95	20.3 (345)
1992	45	58	3.96	22.8 (410)
1993	46	58	3.99	23.8 (475)
1994				25.0 (525)
1995				30.7 (675)
1996				33.8 (810)
1997				39.4 (985)

- 1) 米国確定拠出型年金資産残高が米国企業年金資産残高に占める比率(%)。
 - 2) 401(k)年金資産残高が米国確定拠出型年金資産残高に占める比率(%)。
 - 3) 401(k)年金の平均的な規模。401(k)年金資産残高合計をそのプラン数で割った比率(万ドル)で計算した。少数点以下第3桁を四捨五入。
 - 4) 加入者一人あたり401(k)資産残高(千ドル)。カッコ内は401(k)資産残高(10億ドル)。
- 出所)(1)から(3)はEmployee Benefit Research Institute, "EBRI Databook on Employee Benefits", 1997. (4)はSpectrum Group調べ。

(2) 年金としての制約

加入者が59.5歳になるまで引き出しは不可能。59.5歳以降受給可能になり、積立金総額と運用収益は一時金あるいは分割して年金の形でもらうことができる。勤めを続けていればそのまま積み立てを続けることも可能である。

(3) 福利厚生と勤続意欲の向上

会社からは給料の何%かの補助(奨励金, matching)がある。この補助分と魅力的な401(k)プランを創ることが人材を集めるための福利厚生手段になっている。そして受給権(vesting)は勤続年数が長い方が高くなるように定められ勤続意欲を向上させるのが普通になっている。

(4) 税制上の優遇

積立金と運用収益は59.5歳以降受給時まで非課税で、加入者に税制上の優遇措置がとられている。会社から補助分は一定限度（加入全従業員年収の15%）まで損金処理でき企業にも税制上メリットがある。

(5) 資金移動が容易

積立金額の変更、運用先の変更は一定限度内で自由にできる。転職した場合容易に非課税で新しい会社に積立金を移すことができる。会社によっては転職後でも元の会社に積立金を残しそこで運用を続けることもできる。制度の運用・管理が会社を直接通さない仕組みになっているから、このようなことが可能になる。

4 401(k) 運用の実態

401(k)資産残高のうちには、投資信託の占める比率が高まっている。投資信託協会によると1990年末に12%であったが、1995年末には40%まで上昇した。株式投信は28%、バランス型投信は11%である。

I OMA (Institute of Management and Administration) 社によると、31%は自社株で、株式比率が高過ぎ、401(k)のリスク分散が不十分であると指摘される（日経新聞1998年3月1日）。

5 401(k) のメリットとデメリット

401(k)のメリット

- (1) 確定給付型年金と違って、年金負担、つまり将来の年金支払いの心配を減らすことができる。
- (2) 世代間の所得分配上から見て公平である。拠出と給付の不一致は、所得移転の不公平や制度運用の不備・失敗ではなく、自分の運用失敗、によって起こる。

401(k)のデメリット

- (1) 投資リスクがある。
- (2) 米国にあっても規制の整備がまだまだ課題である。自社株を運用選択肢にしている会社が倒産するケースも出ている。

6 401(k) 利用の実体

米国労働省が行った1994年調査によると401(k)加入者全体のうち2割は個人勘定を維持せず、在職中や転職時に積立を一時金として引き出している（日経新聞1999年2月21日）。この現象は老後の所得保障という年金本来の機能を401(k)は果たしていないという見方もされるが、401(k)は年金ではあるが59.5歳以降に受け取れる長期積み立て貯蓄でもあるという捉え方が正しいだろう。

また、401(k)残高を担保に低金利の借入れをする傾向も指摘されている。毎月の401(k)運用成績表を確認した上で、残高増加分の一定割合を借金し消費に回す（日経新聞1999年2月25日）傾向が1990年以来続く米国景気の拡大を支えているのである。

数十年先には確定給付型企業年金の破綻は予想されており、企業の適切な対応が叫ばれている。企業が、確定給付型企業年金から確定拠出型企業年金へ転換するには、すべてパイアウトしてし

まう方法、確定給付型年金制度の給付水準を低くして従業員に両者から選択してもらう形をとりながらも誘導する方法、などがある。

7 確定拠出型年金制度の種類と推移

エリサ法の施行以降米国の事業主は、基本的な退職金制度としてあるいは何らかの補助的な取り決めの形をとるにせよ、確定拠出型年金制度 (defined contribution plans) を選択し出した。その主なものは、(1) 事業主が毎年一定額を拠出するマネー・パーチェイス・プラン、(2) 事業主拠出額がある定められたプロフィット・シェアリング・フォミュラで決められたり、裁量的になされたり、する繰り延べプロフィット・シェアリング・プラン (deferred profit sharing plans)、(3) 企業の資金調達と絡んでおり税法上多くの規定がある、従業員に主として (primarily) 自社証券 (自社株などの employer securities) に投資させる従業員持株制度 (employee stock ownership plans, ESOPs)、(4) 小企業の私的年金採用を勧めるため事務量と規則を簡便化した簡易従業員年金 (simplified employee pensions, SEPs) など、である。

これらのうちにも、さらに様々なバリエーションがある。連邦税を課される当該年に給付を選ぶか、給付を将来時点に受け取り、その時点までその課税を繰り延べるかの選択を従業員ができる制度で、税法上特別の規定を満たすものがCODAs (cash or deferred arrangements) である。

CODAsは、まったく新しい概念ではなく、1950年代から存在した。しかし、1970年代中頃に立法上、法制上のあいまいさ・疑問が話題になった。1981年に発効した内国歳入庁の規制とともに、1978年歳入法がCODAsに道を開き、1981年以降CODAsの成長はめざましい。

401(k)は、ふつうCODAsを持つプロフィット・シェアリング・プランを指す。1986年租税改革法は401(k)に新しくより厳しい反差別的な要件を課し、選択的な税繰り延べ額を引き下げた。1995年からはGATT法によって401(k)のインフレ条項 (COLAs, cost-of-living adjustments) が制約された。しかしながら、401(k)は人気のある優れた退職貯蓄手段であり続けた。

脚注

* 資料示唆や提供に関して、大山英司氏 (住友銀行)、郷田慎一氏 (三和銀行)、津田真吾氏 (日本生命) から御世話になった。また簡易保険文化財団からの研究助成にも感謝したい。

“Industry Structure of US 401(k) Business and the GIC of Insurance Company”. 連絡先: 〒171-8588 豊島区目白1-5-1 学習院大学経済学部, DI: 5992-4382, Fax: 5992-1007, E-mail: Kenichi.Tatsumi@gakushuin.ac.jp

1) 年金基金の分類方法には複数あるが、支出する金額と受け取る金額の決められ方で分ける場合 (1) 確定給付型と (2) 確定拠出型の2つがある。

(1) 確定給付型 (DB, defined benefit) は、厚生年金基金など、退職後に頂ける金額があらかじめ決められている (と見なされている) 方式である。(2) 確定拠出型は、米国401(k)年金など、自分の考えによって積み立ての額が決められ、その運用した収益によって年金の額が変わってくる方式である。

確定拠出型年金の数字例を挙げておこう。月3万円を期間35年間年平均利回り10%で運用できる場合退職時の受給見込み額は107,325,650円になる。

- 2) 米国では、投資信託は評価会社・年金コンサルの監視の下激しい運用競争を繰り広げ、1997年末投信残高は33,700億ドルに達し、株高を支えている。1930年代大恐慌時代以降信頼性向上の仕組みを着々と築いてきた。投信の基本法を定めるのは1940年投資会社法である。株式会社として設立されたファンド（投資会社）が発行する株式を保有する投信投資家には、ファンドの組織と業務に関する重要事項の決定に参加する株主としての権利が保証される。ミューチュアル・ファンドの語源は、ミューチュアル・プライス（共同事業）からきているのである。
- 日本の証券投資信託法は受益証券の所有者に信託の元本償還と収益の分配を受ける権利とファンドの信託財産に関する帳簿書類閲覧を請求できる権利を定めているに過ぎない。
- 3) G I Cの流通市場は未発達であり、金利の上昇・下降に機敏に対応するタイミング投資は難しい。
- 4) 最近時も、表A2のようにその比率はほとんど変わらない。
- 5) G I C契約の手順は次のようになる。まず、年金基金は、通常複数の、保険会社に対して保証利率の提示を要求する。その際、年金基金は預託金額や預託期間のほかに、年金制度の概要、投資オプションの種類、預託金の引き出し規定、基金のキャッシュフローの過去の履歴情報などを保険会社に提供する。保険会社は、これらの情報を基に、契約にかかわるリスクの分析やあらかじめ仕込んである資産などの確認等を行って保証利率を提示する。年金基金は、競合する数社の保険会社から提示を受けると、保証利率、保険会社の信用度等を考慮して、預託先を選択する。ふつう複数の保険会社を選ばれる。いずれの場合も、年金基金（契約者）は短期間（1週間程度）で契約内容を理解し、保証利率を比較・評価して意思決定する必要がある。
- 6) また、G I Cが投資している証券化証券にはエクステンション・リスクがある。この延長可能債は、その保有者が満期に額面で償還を受けるか、事前に定められた期間だけ保有を延長す

表A2 提供される401(k)投資オプション(単位%)～ファンドの種類別

	1995年	1997年
Money Market	51	51
Stable Value Fund	55	66
Long Term Bonds	31	38
Balanced	66	76
Lifestyle Fund	9	19
Equity Index	45	49
Large Cap Equity	52	61
Mid Cap Equity	58	34
Small Cap Equity	40	41
Non U. S. Equity	36	47
Employer Stock	36	52

出所)Hewitt Associates社調べ、1998年。

るかを定められる。後者の場合国債イールドに依存する方式で利回りが調整される。

- 7) 退職後にいただける金額があらかじめ決められる確定給付型企業年金では企業の隠れた大きな簿外負債になっており、企業収益から補填するか、約束を反古にするしかない。また、日本は賦課方式（正確な名称は修正積立方式）の確定給付型年金制度を中心とする政策をとってきたのだから、その負担を小さくする方向に改革を進めるべきであろう。

参考文献

- [1] Allen, Jr., E. T., Melone, J. J., Rosenbloom, J. S., and Van Derhei, J. L., *Pension Planning*, Seventh Edition, Irwin, 1992.
- [2] Investment Company Institute, *Mutual Fund Fact Book*, 1996, 1997, 1998.
- [3] Towers, P., *The Handbook of 401(k) Plan Management*, Irwin, 1997.
- [4] Walker, K., *Guaranteed Investment Contracts*, Dow Jones-Irwin, 1989.