

# 個人のリスクテイクの増大と受託者の対応

上林, 敬宗 / KAMIBAYASHI, Takanori

---

(出版者 / Publisher)

法政大学経済学部学会

(雑誌名 / Journal or Publication Title)

The Hosei University Economic Review / 経済志林

(巻 / Volume)

67

(号 / Number)

2

(開始ページ / Start Page)

219

(終了ページ / End Page)

250

(発行年 / Year)

1999-11-30

(URL)

<https://doi.org/10.15002/00002689>

# 個人のリスクテイクの増大と 受託者の対応

上 林 敬 宗

## はじめに

欧米諸国を中心に、預金・貸出という伝統的銀行業務のウェイトが低下している。これは、金融仲介機能のアンバンドリングが進展しているなかで、個人資産蓄積の増加等により個人のリスクを負担する力が上昇する一方、老後に備えて、より高い期待リターンを目指して個人がリスクをテイクするようになってきたことによるものと思われる。

わが国では、これまで個人がリスクのある市場から遠ざけられてきたことから、リスクをテイクすることに慣れていないうえ、金融機関の破綻や株式市況の低迷などを映じて、最近はむしろ安全性指向がみられている。しかし、銀行の窓口を通じた投資信託の販売が高い伸びを示しており、確定拠出型年金の導入が検討されるなど、リスクを負担する商品の増大が予想されている。また、今年度の経済白書においても、経済の活性化のために、「家計がもう少し高いリターンと引き換えにもう少し大きなリスクをとる形での資金の流れ」が期待されている。

このように、リスク商品の増大とともに、個人が現在よりもリスクテイクする傾向に進むことが考えられるが、個人が実際にリスクをテイクしていくためにはそのための環境が整って初めて可能となる。

本稿では、米国におけるミューチュアルファンドや確定拠出型年金といった個人がリスクを負担する商品の好伸の背景等を分析し、わが国において

これまでリスクから遮断されていた個人が、リスクをテイクしていくうえで留意すべき点について取りまとめたものである。

## 1. 企業・個人の伝統的銀行業務離れ

### (1) 「銀行は衰退産業か」という議論

先進国を中心に、企業・個人の銀行業務離れが進んでいる。一般的に、資金は余剰主体である家計（個人）部門から不足主体である企業部門へ融通されるが、これまで、その融通は主として銀行を通して行われてきた。家計部門は預金という形態で資金を供給し、預金を受け入れた銀行は、企業部門に貸出という形態で資金を供給することが一般的であった。この「預金→貸出」による資金仲介のウェイトが減少し、銀行を経由しない資金の流れのウェイトが増加している。

米国の金融資産の中身を見ると、年金や 뮤チュアルファンドが増加している反面、銀行預金のウェイトが低下している（表1）。米国では早くから社債市場が発達していたこともあって、「預金→貸出」を通じた資金仲介のウェイトは日本に比べ小さかったが、1960年代頃までは個人の

表1 米国における金融機関別の金資産残高構成の推移

（単位：％）

	1960年	1970年	1980年	1990年	1994年	1995年	1996年
商業銀行	38.2	38.6	34.0	27.1	25.0	23.9	22.5
貯蓄機関	19.7	20.0	19.7	12.8	7.9	7.1	6.5
生命保険会社	19.4	15.0	10.6	11.1	11.4	11.1	10.7
年金基金	9.7	12.9	16.1	19.9	21.5	22.1	22.7
뮤チュアルファンド	2.8	3.5	3.2	9.0	13.2	14.5	16.2
金融会社	4.6	4.8	5.0	6.2	6.6	6.4	6.5
証券会社	1.1	1.2	1.0	2.1	2.7	3.0	3.0
その他とも計	100	100	100	100	100	100	100

（資料）FRB “Flow of Funds Accounts”

資金運用のほとんどを預金が占めていた。しかし、1970年代以降の新商品開発等から銀行のシェアが徐々に低下している。

このような状況を眺め、米国では「銀行は衰退産業か?」という議論が一時期盛んになされた。これに対し、Boyd & Gertler (1994) は、銀行のウェイトが低下しているのは単にオンバランス資産のみ比較しているからで、オフバランス業務の比率が上昇している状況下、オンバランス資産のみをとりあげた議論は意味がないと主張した。すなわち、近年増加をみているローンコミットメント、信用状、証券業務等オフバランス業務について一定の前提をおいて調整を行うと、銀行のシェア低下はほとんどみられていないと指摘した。また、Kaufman & Mote (1994) は銀行業の付加価値に注目して、対GDP比率は上昇していることを示した。また、グリーンズパンFRB議長はシカゴ連邦準備銀行主催のコンファランスにおいて、これら論文を引用したうえで、「銀行の提供する商品やサービスの内容は変化しつつあるが、銀行の基本的役割は不変であり、銀行業は衰退産業でない」と結論づけている(グリーンズパン(1994))。

## (2) 「預金→貸出」を通じた資金仲介ウェイトの低下

グリーンズパン議長の講演等にみられるように、米国において、銀行業は「衰退産業ではなく」、むしろ今後その重要性を一層増すものとみられているが、これまでの銀行業務の中核をなしていた「預金→貸出」を経由する資金仲介のウェイトが小さくなっているのは、事実である。

その原因をみると、資金の出し手側(家計)、借手側(企業)の双方の要因があるが、主として貸手側である家計(個人)の変化によるところが大きいと思われる。すなわち、借り手である企業にとって、銀行借入、社債といった形態の差は重要でなく、金利の安い方を好むという行動をとるが、この点については過去と変わっていない。これに対して、個人の資産運用のビヘイビアが変わりつつあるように思われる。

米国では、いわゆるベビーブーマー世代が退職年齢に近づきつつあり、そ

の世代を中心に、個人が老後に備えて資産運用を積極化、長期化するようになり、高利回り商品への要求が高まってきている。その一方で、金融自由化の進展や情報技術の進歩を背景に、金融の機能のアンバンドリングが実際に進展した。これにより、個人がその運用行動を変化させたといえる。

銀行の機能は、大きく決済機能と金融仲介機能に分けることができるが、このうち金融仲介機能は、①審査機能・監視機能、②信用リスク負担機能、③流動性保証機能に分けられる。審査機能・監視機能とは、貸出実行の事前審査として資金を必要としている企業に対し、その経営状態や資金使途、プロジェクトの収益見通し等から、資金を提供して問題ないか判断すること（事前審査）、また、融資実行後は事前審査で見込んだとおりの収益が上がっているか、貸付けた資金が当初計画された使途どおりに使われているか、経営状態は安定しているか等をモニタリングする（中間管理）機能である。信用リスク負担機能とは、資金を融通した企業が返済不能に陥った場合のリスクを負担する機能である。流動性保証機能とは、将来支払の必要が生じた際に、その資金を提供する機能である。

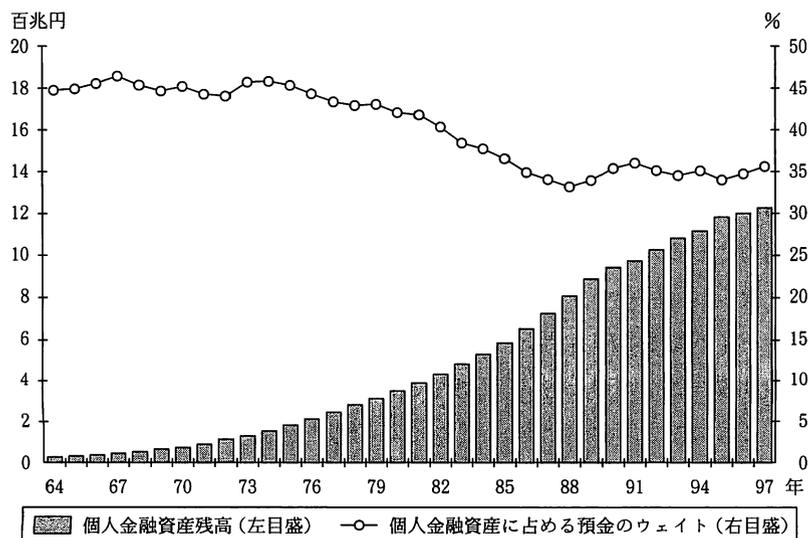
このような金融仲介機能については、これまでひとまとめにして銀行が担ってきた。これは技術的に機能を分解することが難しかったことや、まとめてサービスを提供した方がコストが安かったということもあった。しかし、これら機能が分解して提供されるようになってきた。①の審査機能・監視機能についていえば、格付機関による格付の普及や投資顧問会社の発達により、専門家に運用を任せてその果実を受け取るという商品が普及してきた。②の信用リスク負担機能については、個人の資産蓄積の増加によるリスク負担力の増大や、資産運用方針の長期化により、個人自らリスクを負担する割合が増加してきた。③の流動性保証機能については、公社債、株式の流通市場の整備により、流動性が確保できるようになってきた。

こうした金融仲介機能の分解がなされたことによって、個人は①および③の機能については銀行以外の機関を利用しつつ、②の信用リスク負担機能については自ら負うことによって、それに見合った高いリターンを得よ

うとしている。

元本が保証されかつ確定利付である（個人が運用結果にリスクを負わない）預金と、個人がリスクを負う金融商品を比較してみると、預金には決済機能を提供するためのコストや元本保証に伴うコスト（預金保険料）があることから、預金のコストの方が割高にならざるを得ない。すなわち預金者の受け取る金利は低くならざるを得ない。金融技術の進展により、金融仲介機能の分解が低いコストで可能となったうえで、個人のリスク負担能力が上昇すれば、個人はリスクを負担することによりそれに見合ったリターンを得ようとすると思われる。すなわち、現在進展しているのは、企業・個人の銀行業務離れではなく、「預金→貸出」を通じた「伝統的銀行業務」離れであると思われる。

欧米諸国では、この「伝統的銀行業務離れ」が着実に進展している。一方、わが国では株価の低迷等もあって個人には依然として安定性を望む傾向が強いが、個人資産の残高は1200兆円を超えるまで蓄積されており、



（資料）日本銀行「資金循環勘定」

図1 個人金融資産残高の推移と銀行預金のウェイト

個人のリスクテイクの力は高まっている。わが国には郵便貯金の増加という米国にはない要因もあるが、個人金融資産の増加に伴い、銀行預金のウェイトは趨勢的に低下している（図1）。

## 2. 伝統的銀行業務離れに対応した欧米銀行の業務戦略

資金余剰主体から資金不足主体への資金の流れについて、伝統的銀行業務である「預金→貸出」を通じた資金仲介ルートを経由するウェイトが小さくなっていくなかで、欧米の銀行はこれに対応して新たな収益機会を求めて業務内容を変貌しつつある。それは、おおざっぱに言えば、預金貸出業務の見直しと、新たな分野への進出である。業務の切り分けは各行で異なっているが、以下の3程度の部門に分け、各部門は独立性を保ちつつも、シナジー効果を高めることにより、収益をあげようとしている。もちろん、各個別行がすべての業務を行っているわけではなく、経営資源とシナジー効果を考慮しつつ、業務の取捨選択を行っている。

### (1) コマーシャルバンク

「預金→貸出」を通じた資金仲介のウェイトが減少してはいるが、この業務が全くなくなるわけではない。企業部門に関しては、中小企業向けと信用力のある大企業向けに分けて、その対応方法を異なったものとしている。大企業は信頼できる情報を貸手に安く提供できるため、銀行自身がリスクテイクする機能を縮小している。このため、大企業取引は資金を使って儲けるという業務は縮小し、投資銀行業務部門に移す動きが増加している。これに対し、中小企業は信頼できる情報を貸手に安く提供することができないため、情報生産コストの面で銀行が勝っている。このため、中小企業に対しては引き続き相対で取引を行う貸出が主流を占めている。そのなかで、ノンバンクとの競争もあって、効率的に資金仲介をするための施策がとられており、取引を本部や母店に集約する動きがみられている。

一方、リテール部門については、効率化を狙いとして、インフォメーションテクノロジーの活用によりコスト引下げが図られている。ローン業務をセンターに集中させるなど、フルバンキングの支店は減少し、インストアブランチに代表されるような業務内容を絞った小型店の出店が目立っている。このほか、PCバンキング、テレホンバンキングなどを利用して、コストを下げることに注力している。

## (2) 投資銀行業務

大企業など信用力のある企業は、信頼できる情報を資金の出し手に安く提供できるため、銀行自身がリスクをテイクする機能を縮小させている。大企業に対して銀行が提供すべきサービスとしては、個人等の資金提供者のリスクマネーをつなぐこと、企業の財務戦略への対応、情報提供があげられる。そういった点で、証券の引受や仲介、債権の流動化、M & Aなどの投資銀行業務の重要性が増している。

投資銀行業務は、時代とともに変貌が激しく、最も競争の激しい分野である。高度な専門性が要求され、巨額の投資、優秀な人材の確保が必要である。このため、欧米では、機能的補完や、顧客の補完を目的として、銀行間の買収や提携が盛んに行われている<sup>(1)</sup>。

## (3) 資産運用業務

個人の資産運用の変化に伴って、ミューチュアルファンドや年金資産等が増大しており、資産運用業務市場は一層の拡大が見込まれている。このため、各銀行も資産運用業務分野への取組姿勢を積極化している。資産運用業務は投資銀行業務と似通っているところもあるが、カルチャーが異なっていることを理由に投資銀行業務と独立させているところが多いようである。資産運用業務の分野も専門的なノウハウと顧客基盤の確保が重要で、この拡大を狙って積極的な買収、提携の動きがみられている<sup>(2)</sup>。

このように、伝統的銀行業務の縮小に対抗して、欧米の銀行は自らの特

徴を生かすよう、合併、提携等を通じてダイナミックな戦略をとっている。ここでは、銀行がみずからの資産を使いリスクをとって収益をあげるというのではなく、個人等のリスクマネーを借手につなぐ業務のウェイトが上昇しつつある。以下では、資産運用業務の中核をなしているミューチュアルファンドと確定拠出型年金の動向をとりあげる。

### 3. 個人のリスク負担能力の上昇とリスク商品の普及

#### (1) 米国におけるミューチュアルファンドと確定拠出型年金の好調

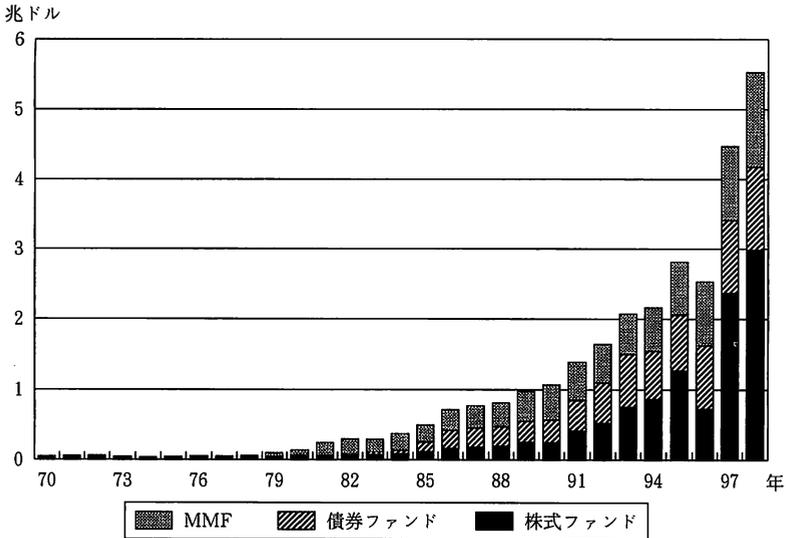
##### イ. ミューチュアルファンド資産拡大の背景

ミューチュアルファンドとはオープン型の会社型投信のことである。すなわち、ミューチュアルファンドは、証券投資等を経営目的とする株式会社として設立され、当該株式を投資家に販売することによって資金を調達する。一方、投資家は資産運用による利益を配当として受け取るとともに、株主として投資会社の取締役の選任や投資政策の変更について議決権を持っている<sup>9)</sup>。

ミューチュアルファンドは「一般投資家から小口資金を集め大きな資金として運用する」という理念に基づき、19世紀に英国において初めて設立され、米国では1924年から始まった。その後1920年代と1960年代にブームを経験したのち、1970年代末頃から急速に拡大、とくに1990年代以降、株価の上昇に伴う株式ファンドの好伸を主因に、高い伸びを示している(図2)。

ミューチュアルファンドの増大の背景としては次のような点が挙げられる。

- ① 小口の資金でも専門家に運用が委託でき、かつ分散投資が可能で、また流動性も高いというように、投資商品としての特性が優れている。
- ② 1980年代末からの株価の持続的な上昇により、ミューチュアルファンドの運用成績が良好であった。
- ③ ベビーブーマー世代が退職年齢に近づきつつあり、彼らを中心とし



(資料) ICI "Mutual Fund Fact Book" 1999

図2 米国のミューチュアルファンド残高推移

た退職準備目的の貯蓄意欲が高まった。1998年のミューチュアルファンド残高5.5兆ドルのうち、35%にあたる1.9兆ドルがIRA<sup>(4)</sup>や401(k)などの退職準備を目的とする資金である。

- ④ 確定拠出型退職貯蓄等の個人年金制度を通じた資金が流入した。すなわち、確定給付型年金は信託での運用が多いが、確定拠出型年金はミューチュアルファンドへの運用が多い。とくに最近残高が急増している401(k)では、プランスポンサーである企業に対し、提供する運用商品に関し厳しい責務を課しているが、ミューチュアルファンドを利用すれば企業の負担を最小限に抑えられるメリットがある。ちなみに、1998年における401(k)残高1兆4070億ドルのうち、5,850億ドルがミューチュアルファンドに運用されている(表2)。
- ⑤ 投資家の多様なニーズに対応して新たな商品が生み出されており、投資家がみずからの投資目的やリスク許容度に応じて、投資先を選定できる商品が整っている。

表2 401(k)の資産に占めるミューチュアルファンド残高の推移

(単位: 10億ドル)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
401(k) 残高 (A)	385	440	553	616	675	864	1,010	1,218	1,407
うちミューチュアルファンド(B)	35	46	82	140	176	258	343	482	585
(B)/(A) %	9.1	10.5	14.8	22.7	26.1	29.9	36.9	39.6	41.6

(資料) ICI "Mutual Fund Fact Book" 1999

⑥ SECにより、投資家がファンドを正確に比較できるよう目論見書(prospectus)に盛り込むべき内容(投資目的や過去のパフォーマンス等)が細かく規定されており、投資家が商品を選定しやすいようになっている。

#### ロ. 確定拠出型年金とくに401(k)の普及

従来、企業年金の分野では、一定水準の給付水準を前提とする確定給付型年金が主流であったが、最近は加入者の拠出額と運用実績によって給付額が決まる確定拠出型年金の増加が目立っている(表3)。年金が退職後の生活のための資金であることを考えると、生活設計のためには給付額が確定している方が望ましいといえるが、確定給付型年金にいくつかの問題点が明らかになってきた。

第1に給付のための積立金不足問題が顕現化したことである。確定給付型年金は退職者への年金支給額が決まっているから、運用不振等の理由により給付の際の所要額が不足した場合、企業が拠出額を増加させて不足額

表3 米国の年金残高の推移

(単位: 10億ドル)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
確定給付型年金	879	1,019	1,038	1,143	1,159	1,342	1,525	1,773	2,133
確定拠出型年金	730	888	972	1,109	1,193	1,413	1,629	1,933	2,199
401(k)	385	440	553	616	675	864	1,010	1,218	1,407

(資料) FRB "Flow of Funds of US" March 1999, ICI "Mutual Fund Fact Book" 1999

を補わなくてはならない。給付を受ける世代の増加等からこのリスクが顕現化してきたうえに、1985年に、財務会計基準審議会がFAS87を導入、これに基づいて、企業年金に係る債務の実態を把握し、確定給付型年金の未積立分について、バランスシート上に明示することが定められた。

第2に、年金給付保証公社 (Pension Benefit Guaranty Corporation) への支払保険料の増加によるコスト増である。米国では、労働者の年金受給権保護のため確定給付型年金に対して、年金給付保証公社の支払保証制度への加入を義務づけているが、1980年代半ばに積み立て不足に陥った事業主の制度終了が相次いで、年金給付保証公社の財政が大幅に悪化、保険料率の引上げが行われた。

第3に年金数理計算等の制度維持コスト負担である。確定給付型年金は、予定死亡率や予定運用利回り等から所要拠出額を算出するための年金数理計算を行う必要があるが、規模の小さい企業にとっては、このコストは相対的に高つく。米国の1980年代以降新たに創出された雇用は比較的従業員規模の小さな企業によるものが多く、これらにとっては確定給付型年金の導入コストは大きなものとなっている。年金数理計算やレコードキーピングに関するコストをみると、15人程度の規模の小さい年金ファンドにおいては、確定給付型年金は確定拠出型年金の2.2倍のコストとなっており、拠出額に占める管理コスト全体の比率も3.10%と確定拠出型年金の1.44%を大きく上回っている (表4)。

表4 年金管理費用コスト比較 (1996年)

(単位: ドル, %)

	年金数理・レコードキーピングに関するコスト (1社あたり)		管理コスト合計 (1社あたり)		拠出額に占める管理コストの割合	
	確定給付型	確定拠出型	確定給付型	確定拠出型	確定給付型	確定拠出型
15人規模	7,996	3,710	9,242	4,308	3.10	1.44
10千人規模	258,471	317,534	646,304	491,868	0.23	0.16

(資料) E. C. Husted "Trends in Plan Administrative Expenses" in Mitchell & Schiber *Living with Defined Contribution Pensions*, 1998

第4に雇用の流動性が高まるにつれ、短期間で企業を退職、転職してもそれまで加入していた企業年金の受給権を携帯して転籍したいという要求が強まったことである。確定給付型年金の場合、年金資産は企業のものであるから、転職した場合、受給権を次の企業へ引き継ぐことはできない。

このような確定給付型年金の問題点を補うために、最近増加しているのが確定拠出型年金であるが、この増加のかなりの部分を401(k)と呼ばれる年金(退職後資金の積立制度)が占めている。401(k)とは、一定の要件を満たすことにより、内国歳入法(Internal Revenue Act)401条(k)項により税制上の優遇措置を受ける企業単位で設立する貯蓄制度であるが、従業員個人々が個人口座を持っているところに特徴がある。

401(k)の特徴をやや詳しく述べると次のとおりである。

- ① 積立金の主たる財源が企業からではなく、従業員の給与から拠出される。そして、拠出額には上限がある(1998年は10千ドル/年)が、従業員がこの制度に拠出した金額は課税所得から控除され、従業員が年金あるいは一時金で給付を受けるまで繰り延べられる。
- ② 従業員が401(k)プランに拠出すれば、企業もその従業員のために一定金額を上乗せすることができる(これをマッチング拠出金——matching contribution という)が、この企業拠出金については企業は損金算入することができ、かつその年の従業員の課税所得とはされず、将来の給付金受取時まで繰り延べられる。
- ③ 拠出金の資産運用収益についても同様の扱いとなる。
- ④ 401(k)に積み立てている従業員の資産の運用先については、企業ではなく従業員自ら決定する。具体的にはあらかじめ企業が用意した複数の運用口座から従業員が選択する。退職後従業員がいくら資金を手に入れることができるかは、自らの拠出額と運用結果にかかっている。
- ⑤ 転職の際には、401(k)プランに貯蓄していた資産をそのまま移管することができ、勤務先が変わっても退職資産形成は中断なく続ける

ことができる。もっとも、企業拠出分については常に全額を移管できるわけではなく、勤続年数に応じて一定額が企業に没収される扱いとなっている。

- ⑥ 59.5歳になる前に資金を引き出すと、課税繰延分の税の支払と10%の罰則金が課せられるが、一定の条件の下では借入が可能であり、実質的に退職以前でも引き出しが可能である。その借入の際の金利は、プランが決定するが、概ね「市中金利+1%」程度となっており、その金利を上乗せして自分の口座に返済する。すなわち、市中金利+1%の「自分」という運用商品に投資していることとなる。

このように、401(k)プランは「年金」と呼ばれているが、実質的には給与天引の非課税貯蓄である。年金といわれるのは、積み立てた資金は原則として退職後に受け取ることが要件となっているためであるが、実際には借入れというかたちで引き出すことが可能となっており、実質的には「非課税貯蓄」——わが国でいえば給与天引で行う非課税の財形貯蓄や財形年金と同様のものである。米国では、貯蓄不足に悩んでおり、この解消のために一定の要件を満たせば非課税となる401(k)プランを導入したところ、これが奏効したものである。401(k)によって集められた個人資金が、ミューチュアルファンド等を通して株式市場へ流入し、これが株価の持続的上昇をもたらし、株価の好パフォーマンスを眺めて個人資金が更に株式市場へ流入するという、好循環をもたらしているといえる。ICIとEBRI共同の調査(ICI(1999))によれば、1996年の401(k)の平均的なアセットアロケーションをみると、株式ファンドに44%、自社株に19%、確定利付商品が15%、バランスファンド8%、債券ファンド7%、マネーファンド5%、その他2%となっている。

## (2) わが国における証券投資信託の不振

わが国において投資信託が金融商品としてスタートしたのは、「投資信託制度の制度を確立し、証券投資信託の受益者の保護を図ることにより、

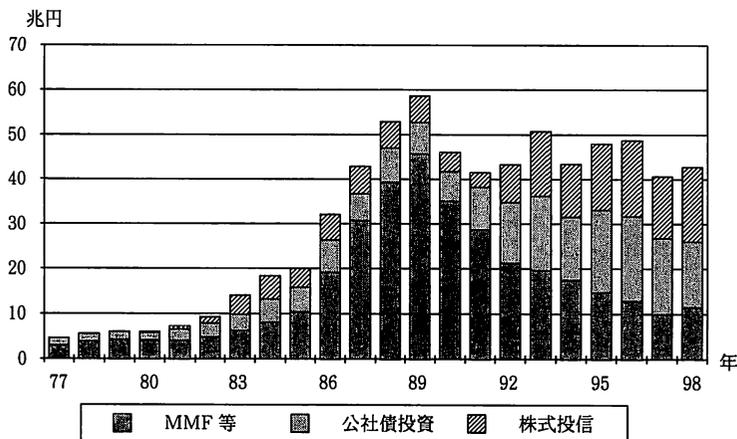
一般投資者による証券投資を容易にすることを目的」(旧証券投資信託法第1条)として、1951年6月に証券投資信託法が制定されて以降である。

証券投資信託は、発足当初はユニット型に重点がおかれ、順調なスタートを切ったが、1953年3月のスターリン暴落を機にユニットの額面割れ償還の問題がおこり、証券投資信託制度および証券投資信託法の改正が行われた。すなわち、額面割れユニットの償還期限延長、新規設定ユニットの期間の長期化(3年→5年)を実施したほか、委託会社の登録制から免許制への移行、大蔵省の監督強化などが行われた。

その後、わが国の高度成長、株式市場の好調を映じて証券投資信託は成長を遂げ、1961年末には投信の残高は1兆円を超えた。しかし、証券不況の影響から昭和39年以降投資信託の残高は減少し、1965年には1兆円を割り、1968年には5千億円近くまで落ち込んだ。そのような状況下、1967年10月には、委託会社の実質的独立、ユニット型の安定性向上等を柱とする、二度目の改正が行われた。その後の投信残高をみると、1980年の中国ファンドの誕生をはじめとして多くの商品が開発されたこと<sup>(5)</sup>や、1988年～1989年の株価の上昇を映じて、増加が続き、1989年には59兆円となったが、株価の低迷もあって減少を続け、1997年末には41兆円にまで落ち込んだ(図3)。その後は預金等の金融商品の低金利持続や株価の持ち直し等を映じて、残高は若干増加しているが、ピークに比べると1～2割程度の減少となっている。内訳をみると、MMFや中国ファンドの比率が上昇しているのに対し、株式投信の落ち込みが目立っている。

また、貯蓄商品として投信をどう評価しているかを、「貯蓄と消費に関する世論調査(1998年)」の「今後1年間でもっとも重視する貯蓄の種類」でみると、1.9%と預貯金(67.0%)、保険(11.3%)等に比べ大きく劣っている<sup>(6)</sup>。

わが国において、ここ10年来、証券投資信託が低迷している最大の要因は、株価低迷による投信のパフォーマンスの悪化であるが、これに加えて、次のような点が指摘されている。



(資料) 証券投資信託協会「投資信託」

図3 わが国の投資信託残高の推移

まず、投資家サイドからみると、個人投資家の根強い元本保証指向があげられる。「貯蓄と消費に関する世論調査(1998年)」によれば、貯蓄種類の選択基準について、「収益性」をあげているのが14.9%にすぎないのに対し、52.5%が「安全性」をあげている。また、米国と比較しても(貯蓄に関する日米比較調査<1995年実施>),貯蓄の際もっとも重視する点について、米国では収益性24.2%、安全性27.4%に対し、日本は収益性13.4%、安全性43.4%と、米国に比しかなり安全性を重要視していることがうかがわれる。

次に、業者サイドからみると、これまで販売手数料獲得を目的とした回転売買が行われてきたことや、証券不祥事により、証券会社に対する信頼が低下したことがあげられる。

第3にインフラ面からみると、ディスクロージャーの不足や客観的評価機関が未整備な点があげられる。わが国では投信協会により各投信の運用成績が公表されており、このほかいくつかの機関が評価を実施しているが、十分とはいえない状況である。米国では、ミューチュアルファンド専門の格付会社による格付が多く新聞に定期的に掲載されているほか、特定の

手投信会社に関するニュースレターの発行など、さまざまなメディアが投資家に情報を提供している。また、投信の商品も目論見書に投資目的や過去のパフォーマンスが示されているほか、投資家が自分のニーズに合った商品を選べる品揃えが充実している。これに対し、わが国の投資信託はこれまでバランス型が多く、商品の多様性という点でも劣っていたといえる<sup>7)</sup>。

このように、減少傾向を続けていた投信残高も1998年以降やや持ち直し傾向にあり、また、制度面でも、1997年10月から証券総合口座の導入<sup>8)</sup>、12月から銀行等の投信委託会社への店舗貸による窓口販売の解禁に次いで、金融システム改革法の制定により、1998年12月より、銀行等の本体による投信販売の解禁、会社型投信<sup>9)</sup>の導入、特定または少数の者を対象とした私募投信<sup>10)</sup>の解禁などの対応が行われ、投信の拡大へのフレームワークは整ったといえる。

### (3) わが国における確定拠出型年金導入の動き

わが国でも確定拠出型年金の導入が検討されている。厚生、大蔵、通産、労働の4省でつくる「確定拠出型年金制度準備会議」で検討が行われ、自民党私的年金等小委員会が1999年6月に確定拠出型年金の原案をまとめ、これをもとに4省で具体的な仕組みがまとめられ、同小委員会の了承を得た。現時点では、1999年末に行われる2000年度税制改正を経て最終案を固め、2000年秋の導入を目指している。

わが国には、6種類の公的年金があるが、高齢化の進展に伴う年金給付額の増加と労働人口の減少に伴う年金拠出額の伸び悩みにより、公的年金制度の改革は不可避の状況にある。厚生省は、厚生年金制度に関する「5つの選択肢」<sup>11)</sup>を提示したが、ここでは保険料の上昇抑制と給付の減少幅がセットで明示されており、保険料率の大幅な上昇（1995年時点の月収の16.5%から34.3%への引上げ）を行わないかぎり、給付額が減少することとなる。給付額が減額されれば、従業員は退職後の所得を十分確保することができなくなるため、公的年金改革に際しては企業年金の増加等何ら

かのかたちで給付削減分の穴埋めをしなければならない。

わが国の企業による退職後の給付制度は、退職一時金制度から発展してきており、現在でも退職一時金制度のウェイトが高い<sup>(12)</sup>。しかし、退職一時金制度は給付の原資が社外に確保されていない<sup>(13)</sup>といった問題がある。このため、退職一時金制度から退職後の資金を社外に積み立てる企業年金への移行が進んでいる。

このように、①退職一時金から年金に新規に移行する、②年金のウェイトを上昇させる、③退職給付制度を拡充させるなど、企業年金を新たに導入しないし年金のウェイトを上昇させようとしている企業は増加していくことが予想される。現行の確定給付型年金については、運用の悪化等から積み立て不足という後発債務が発生するリスクがある<sup>(14)</sup>ばかりでなく、2001年3月期から年金債務の開示が義務づけられること、債務が発生している場合は15年以内に費用処理することが定められた。このため、新たに年金制度を導入しないしは年金残高を増加させようとする場合、確定給付型年金の導入（ないし増加）といった方法は採用しにくい。この点、拠出額が最初から決められていて、拠出額と運用実績から給付額が決定される確定拠出型年金であれば、当然のことながら後発債務が発生するリスクはない。これが、企業サイドから確定拠出型年金の導入要望が起ってきただ<sup>(15)</sup>大きな理由である。

一方、従業員サイドからみても、確定拠出型年金は従業員個人個人に年金勘定（口座）を用意するため、個々人がどれだけ年金残高を保有しているかはっきりしている。このため、転職時に前の企業に勤めていた時代に積み立てた年金を新しい企業へ移管することができる——すなわちポータビリティの確保が容易である。確定給付型年金は終身雇用を前提とし、あるいは年金受給を見返りに労働力の長期確保が目的とされていた。しかし、終身雇用が崩れて雇用の流動化が進展している状況下、勤続年数が短く、従来の確定給付型年金の恩恵にあずかれない従業員にとっては、確定拠出型年金の導入はメリットがある。

また、中小企業など規模の小さい確定給付型年金については、年金数理コストの計算にかかるコストが相対的に大きく、中小企業とくに生命保険会社が行っている規模の小さい適格年金は、確定拠出型年金が導入されれば移行される可能性が高い。

このように、確定拠出型年金にはいくつかのメリットがあり、その導入要望が高まっているが、確定拠出型年金の有している問題点にも留意する必要がある。確定拠出型年金は、企業が資金運用のリスクから逃れるものであり、このことは資産運用のリスクを従業員が負うこととなる。リスク（不確実性）があるということは、運用結果が悪ければ退職後の年金原資が減少する一方で、よければ増加するということであり、一概に悪いというわけではないが、老後にいくら年金を受け取れるか確定しないので、生活設計がたてにくいという点がある。また、リスクを把握して、自分の資産の状況、自分の老後の生活設計にあったリスクをとるよう、みずから情報を集め、判断しなければならないという課題を背負うこととなる。

#### 4. リスクの個人への転嫁と受託者の対応

##### (1) 個人のリスクテイクする力の相対的上昇

欧米諸国では、個人が老後に備えて資産運用を長期化、積極化した結果、利回り選好が高まったことに加え、情報技術の進歩等を背景に金融機能のアンバンドリングが進展したことから、ミューチュアルファンドなど個人が高い期待利回りを得るかわりにリスクを負う商品が増加している。一方、わが国では株価の低迷等もあって、依然として安全志向が強いものの、定期預金等確定利付商品の金利低下の不満が強まっており、投資信託の銀行窓口販売、私募投信・会社型投信の導入や確定拠出型年金の導入検討など、個人がリスクを負う商品の増加が予想されている。

戦後の高度成長期、わが国金融の最大の課題は、いかにして安価な資金を安定的に基幹産業に供給するかということにあり、個人の資産運用とい

う点についてはあまり留意してこなかった。有効需要が大きく、個人の資産蓄積が少ない高度成長期においては、人為的低金利政策の結果資産運用による収益が多少小さくとも、低金利により設備投資が活発化し、生産が増加し、その結果所得が増加するというプラス効果の方がはるかに大きかったといえる。このことを考えれば、この時期採られていた政策は誤っていたと断言することはできない。

間接金融により資金の流れをコントロールするために、資金余剰部門である個人には預貯金中心の貯蓄奨励を行い、個人に安定的に資金を供給させるため、リスクのある市場から遮断してきたともいえる。リスク商品の代表的なものの一つといえる証券投資信託についても、発足当初は、償還まで追加設定が行われず、信託期間が有期限で、購入は額面価格で行われるという、預金と似たような仕組みの「ユニット型」に重点がおかれたほか、1953年のスターリン暴落、1962年以降の証券不況時においてはユニットの額面割れを防ぐための償還期限延長などの対応を行った。また、実績配当が建前の信託商品に、予想配当率という概念を導入し、確定利付商品とした貸付信託が大きな伸びを示した。

このように、資産蓄積の少ない個人をリスクから守るために、リスク市場から切り離すことにより対応をしてきたが、そのリスクは金融機関に負わせてきた。金融機関が体力以上のリスクをとることができたのは、高度成長によって企業の倒産が低く抑えられてきたことや、金利規制・業務分野規制など各種規制によって金融機関に一定の利鞘が確保されてきたことによる。しかし、自由化が進展したもとは、金融機関は、期待リターンに見合ったリスクしか負担できなくなっている。

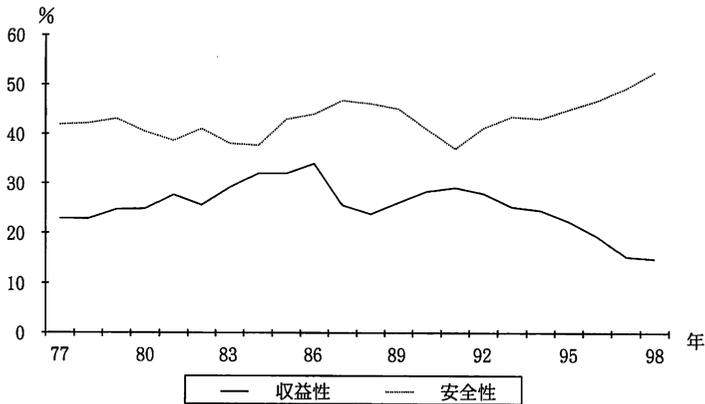
また、退職後の給付の変動という不確実性（リスク）については、企業が負ってきた。これは、年金がもともと退職金からの移行というかたちで発展したことから、給与の後払い的なものとして、企業が一定額を負担すべきものであるというビヘイビアがあったためと思われるが、このリスクを企業が負うことが可能であったのは、①高度成長や株価の上昇で、退職

給付の積立不足というリスクが顕現化しなかったこと、②企業が成長し、若い従業員のウェイトが高かったことから、年金給付額よりも年金拠出額の方が上回っていたことに加え、年金会計が原価法を採用していたことから年金積立不足が生じてもこれが顕現化することがなかったこと、などがあげられる。

高度成長が終焉し、会計基準が見直された現時点で、企業と個人のリスク負担能力を比較してみると、相対的に個人のリスク負担能力が上昇してきたといえる。すなわち、①個人の資産蓄積が進んだことに加え、②時価会計の採用、退職給付債務のバランスシートへの計上により、毎期の損益が開示される企業に対し、個人は時価会計が採用されておらず長期的に収益があがればよいこと、③個人については、薄れてきたとはいえまだ終身雇用がある程度維持されているため一定年齢までは収入がある程度保証されているほか、退職後も公的年金により一定の収入を得ることができること、を考えると企業のリスク負担能力が低下している反面、個人については相対的に上昇していると思われる。

以上のことを考慮すると、個人が期待リターンをあげるためにリスクのある商品へのウェイトを高めていく方向へ進むのは、自然の流れと言えるかもしれない。マクロ的にいえば、わが国の経済をより活性化するために、これまで企業や金融機関に過度に負担させていたリスクの一部を個人が代替するべきであるといえるかもしれない。しかし、リスクをテイクする力が上昇したことで、実際にリスクをテイクすることとは異なる。個人がリスクをとるためには、リスクをとることができる環境が用意されていなければならない。

これまで、わが国では個人をリスクの顕現化により損失を被ることから守るために、個人をリスクのある市場から遮断することにより対応してきた。すなわち、預金者保護と投資家保護の差を曖昧にしてきたといえる。投資家に正しい情報を開示し、そのもとでリスク負担させるのではなく、預金者と同じように一定程度（元本等）を保証するようになってきた。その



(資料) 日本銀行「貯蓄と消費に関する世論調査」

図4 貯蓄種類の選択基準

ような風土の中で、大手金融機関が破綻し、また他の状況を変えることなく「自己責任」のみ強調すれば、個人は必要以上にリスク回避的になるのは当然のことである。貯蓄種類の選択基準をみると、このところ「収益性」が大きく後退する一方で、「安全性」が上昇している（図4）。

## (2) 米国における金銭教育

金融審議会の中間報告をはじめ、多くの識者たちが投資教育の必要性を指摘している。わが国では、欧米諸国に比べ小・中学校をはじめとする学校での金銭管理についての基礎的な訓練が不足しているといわれている。金銭教育については、学校における教育と、貯蓄広報中央委員会<sup>(16)</sup>による広報活動などがある。貯蓄広報中央委員会の前身である貯蓄増強中央委員会は、戦後間もない1952年4月に、「経済基盤の充実発展を促進するためには、全国民が一致して勤儉貯蓄につとめ、資本の蓄積をはかることが喫緊の急務である。……貯蓄推進の先頭に立ち、さらに強力にこれを推進するため」（発足際の声明）、発足した。同委員会における当初の運動の重点は、①勤儉貯蓄の美風を興すこと、②正業の合理化を促進すること、③定期積金等集金制の預貯金の増強に努めること、④国民の貯蓄はわが国

経済再建の根底をなすものであることを啓蒙、認識せしむること、の4項目であった。

その後、貯蓄増強中央委員会は、「貯蓄増強」という言葉は現在の貯蓄運動にそぐわなくなってきたとして、1988年4月1日に名称を「貯蓄広報中央委員会」と変更した。そして、活動内容も「貯蓄それ自体の奨励」に重点をおいたものから「貯蓄に関する金融・経済情報の提供、合理的な生活設計の勧め、児童生徒に対する健全な金銭感覚」等を中心とする貯蓄広報活動に変わってきた。

このように、同委員会では貯蓄運動の一環として金銭教育の普及に注力しているが、その内容をみると、「勤労と清潔な金銭感覚」、「貯蓄と生活設計」、「節儉と資源愛護」といった題材に示されているように、節約・倹約しものを大切に、たとえば将来の不時の備えや老後の生活の保証等のために蓄えることを教えている。これは別に悪いことではなく、当然のことであるが、将来の老後の生活のために資産を運用して「殖やす」という発想はあまりないように見受けられる。

これに対して、米国の小学校の金銭教育のテキストをみると、お金を、「稼ぐ」、「使う」、「貯める」、「寄付する」、「借りる」、「殖やす」という項目に分かれており、資産運用が労働の対価としての報酬と同等に扱われている。そして、「殖やす——投資」の項では、貯蓄国債、株式、ミューチュアルファンド、債券について、それぞれの特徴を説明している。株式については、株主になることの意味や配当、価格変動のリスク、ブローカーへの手数料、株式を購入する会社の選び方などが説明されている。ミューチュアルファンドについては、①比較的リスクの低い配当収入重視のインカムファンド、②リスクは高いが値上がり益の期待できる成長株ファンド、③バランス型ファンドの3種類あり、若いうちは長期間の運用になるので、成長ファンドを利用した方がインカムファンドよりもより高い収入を得ることができるといった説明もなされている。また、新聞の金融面での株価やミューチュアルファンドの価格の見方が説明されている。このように、

働くことや資産を運用することにより収入を得て、生活設計を立てていく  
かについて子供の頃から学ぶ仕組みとなっている。

### (3) 米国における受託者責任

実際に個人がリスクのある商品への運用を行おうとする場合には、商品  
がどの程度リスクに晒されているかを知らなければならないし、またその  
リスクを回避しようとした場合の手段が用意されている必要がある。ビッグ  
バンと同時に制定された英国の金融サービス法や米国 SEC における規  
制など、各国では様々な投資家保護の対応がとられている。ここでは、従  
業員が自ら運用対象を決定し、運用の不確実性（リスク）により収益が変  
動する商品で、最近米国において残高を急増させている 401 (k) につい  
て、その受託者責任をとりあげる。

米国では、年金は従業員の老後の生活にかかわる重要な資金であるから、  
確定拠出型、確定給付型如何にかかわらず、ERISA 法において、年金の  
受託者<sup>(17)</sup> について次のような受託者責任を定めている。

- ① 受託者は加入者及び給付金受取人の利益のことだけを考え、彼らに  
給付金を提供するという唯一の目的のためだけに行動しなければならない  
（忠実義務）
- ② 受託者は、自己と同等の能力・資格を有し、かつ同様の性質と目的  
を有する事業に精通している思慮あるもの（Prudent man）がその  
事業の管理運用に際して用いるであろう注意（care）、技量（skill）、  
思慮（prudence）および勤勉さ（diligence）をもって、制度に関す  
る義務を履行しなければならない（プルーデントマンルール）

これが、受託者の基本的な義務であるが、これは非常に抽象的で、具体  
的にどの行動が受託者責任を満たしていないかを判定するのは難しい。  
ERISA 法の制定から 25 年を経て、判例の蓄積等もあって、徐々に具体化  
している状況である。

これは、従業員退職後の資金を扱う機関にとっての基本的なルールで

ある。401(k)の場合、受託者にはこのほかにもいくつかの責任が課されている。401(k)は従業員自らが運用対象を選択することとなっているが、すべての商品が運用対象となっているわけではなく、プランスポンサー（企業）が提供するいくつかの口座の中から、従業員が選択する仕組みとなっている。この場合、受託者の1人であるプランスポンサーは、従業員が偏った投資成果を受けないように、十分に広範囲な投資商品を提供する必要がある。そうでないと、従業員の判断を制約し、年金資産を毀損する可能性が高い。このため、ERISA法404条(c)およびこれに関する労働省規則では、プランスポンサーは、運用口座を選択するにあたって、次の3点を守るように定めている。

- ① 少なくとも3種類以上のリスクリターン特性の異なる資産を投資対象として提供すること。
- ② 加入者が少なくとも四半期に一度は投資対象資産を変更できるようにすること。
- ③ 加入者が健全な投資を行うために、投資にかかわる情報を十分に提供すること。

404条(c)は強制ではないが、逆にいえば404条(c)を遵守した環境整備を行っているのであれば、加入者の投資決定の結果もたらされる損失についての責任から保護される。ミューチュアルファンドは、投資特性の異なる多様な商品を提供しているほか、厳しい規制が敷かれていることから情報開示も充実しているなどの利点があるため、投資商品として選択すると、スポンサー（企業）の負担を低く抑えることができる。これが、401(k)のかなりの資金がミューチュアルファンドへ流入する要因となっている。

401(k)は、従業員が拠出し（企業がマッチング拠出というかたちで付け加えることもあるが）、その運用先を決めるものであるから、運用責任は従業員にある。しかし、いかに米国で投資家教育が進んでいるとはいえ、一般的な従業員は投資に対して知識の深いものは少ない。このため、401(k)のスポンサー（企業）には、ERISA法において、参加者（従業員）

に対し、資産運用に関する情報提供を行うことが義務づけられている。

従業員に対する教育が行われないと、長期的な視点を欠いたまま短期的に資金を移動させ手数料支出の増加等によりリターンを失うこともあるほか、リスクを過度に忌避するあまり十分なリターンを確保できなくなる。また、401(k)を導入しても、従業員が加入しない可能性もある。

このように、従業員とのコミュニケーション、従業員教育は重要な問題であることは明らかであるが、投資教育と投資アドバイスの違いについてはデリケートであり、これまで従業員教育については躊躇する傾向があった。従業員教育として情報を提供したことが投資アドバイスとみなされると、情報を提供した企業や受託金融機関は想定していなかったリスクを負うこととなる。すなわち、投資決定を左右することとなるアドバイスを提供しているとみなされると、投資結果に対して責任を負わされる可能性がある。また、ERISA法では受託者が利益相反取引を行うことが禁止されているが、投資アドバイスを行ったとされると受託者とみなされ、それが利益相反行為となる可能性が大きい<sup>(18)</sup>。さらに、投資アドバイスを行えるものは、SECに投資顧問業者の登録を義務づけられているが、これに違反するおそれもある。

投資教育と投資アドバイスの差については、これまで判例も十分でなかったこともあり、受託機関は、投資アドバイスとされるリスクをおそれ、従業員教育については消極的であった。

これに対し、1996年6月、労働省は投資アドバイスと投資教育とを線引きする基準を定めたガイドライン (Interpretive Bulletin) 「従業員に対する投資教育」を公表した。その概要は次のとおりである。

- ① 401(k)に加入することのメリット、退職する前に資金を引き出し  
てしまうことの退職資金への影響等プランに関する情報。
- ② 期待リターンを高くするためにはリスクを多くとらなければならない  
といったリスクとリターンの関係、分散投資の重要性、複利運用の  
効果、ドルコスト平均法<sup>(19)</sup>などの一般的な金融・投資情報。

- ③ 各加入者の退職までの期間と、その加入者がどの程度のリスクに耐え得るかといった従業員の特性に応じて、一般に受け入れられている投資理論に基づき、どのような投資対象をどのような比率で組み込むべきかを例示したアセットアロケーションモデルの提示。
- ④ 一般に受け入れられている投資理論に基づき、質問表やコンピュータソフトウェアを使って、異なるアセットアロケーションを使用した場合の退職後収入への影響などの提示。

このガイドラインの制定により、「投資教育」と「投資アドバイス」の差がかなり明確になり、スポンサーおよび受託金融機関による従業員教育が行われるようになってきたといわれている。

#### (4) わが国の個人のリスク負担の増大と受託者の役割

1999年度の経済白書は、「各経済主体がリスク回避的になるのはそれなりに合理的な理由があるが、経済全体でみた場合、結果的にリスクをとる行動が少なくなり、その結果として不況が深刻化してマイナス成長が続いてきた」と指摘し、「家計がもう少し高いリターンと引き換えにもう少し大きなリスクをとる形での資金の流れ」を期待している。

リスクを回避しようとする行動が経済を萎縮させているのは事実であると思われ、また、個人のリスクテイク能力が相対的に上昇していることは間違いない。しかし、個人がリスクをとるためには、その環境を整える必要がある。

その1つは、投資教育である。わが国の金銭教育は、勤労の大切さから始まり節約儉約というかたちで、資金を貯めるというかたちで行われてきた。節約儉約の大切さは言うまでもないことであるが、資金は蓄えるだけでなく効率的に運用するものであるということ、貯蓄と投資の差異、株式や債券などの商品に関する基礎知識、分散投資の考え方などについて基礎知識を提供するところが必要であろう。投資教育という観点からは、貯蓄広報中央委員会の役割は大きい。現在は、ややもすると節約儉約の大

切さと貯めること中心になりがちで教育をやや改め、将来（老後）の生活設計、そのための大切な資産の運用といった観点からの投資家教育についても充実させることが重要ではないかと思われる。

投資教育と並んで重要なことは、受託者（信託の意味での受託者ではなく広い意味での受託者）責任の明確化である。金融サービス法が制定されている英国でも確定拠出型年金の導入に伴う不正販売問題<sup>(20)</sup>が社会問題となったり、個人のリスク商品への投資の大きい米国でも ERISA 法の制定から 25 年の歳月を経て判例が少しずつ積み上げられてきたこと、わが国においても確定給付型の企業年金については 30 年を経て受託者責任の明確化がなされてきたことを考えると、わが国において早急に対応できるといえるほど容易な問題ではない。短期間にキャッチアップできるような事柄でないがゆえに、早くとり進めていかなければならない問題である。守るべき指針が曖昧であれば、「違反とされるリスク」をおそれ、受託者は消極的になりがちである。米国においては、労働省によるガイドラインの発出により従業員教育が進展をみたことを考慮すれば、ルールを明確化することが重要である。

2000 年秋導入を目指して調整中の確定拠出型年金は、企業に属するサラリーマンだけでなく、自営業者やサラリーマンの妻なども対象とされることが予定されている。これら個人についても、商品の概要、リスクとリターンの関係等を理解させる必要がある。企業の従業員についてはスポンサーである企業が投資教育を行う義務を負うこととなろうが、企業に属さないものの投資教育は受託金融機関が責任を負うこととなろう。このように、個人が自らのリスク負担の力に応じたリスクをとって期待収益をあげていくためには、企業や受託金融機関等の受託者の果たすべき役割は大きく、そしてそれが実際に意味のあるものとなるためには、受託者の役割と責任について事前的に明確にすることが重要である。

## 《注》

- (1) 投資銀行業務の強化を企図した買収は、大陸系銀行による英国マーチャントバンクの買収が多い。これは、大陸系銀行はEU統合による競争激化、通貨統合による外為収益の減少、国内預貸業務の利鞘縮小に伴うフィービジネス拡大要請などにより、投資銀行業務強化のニーズが強く、専門的なノウハウを獲得したいという意図がある一方、英国マーチャントバンクは米系投資銀行に対抗するため、資本力の増強が不可避であるという事情が並存している。たとえば、SBCによるSGウォーバークの買収(1995)は引受け、M & Aに関するウォーバークのノウハウを手に入れることを目的として、またドレスナーによるクライノートベンソンの買収は同社のM & A、株式引受、民営化ビジネスのノウハウを手に入れることを目的としたといわれている。
- (2) SBCが米国のプリソンパートナーズを買収(1994)、ドレスナーがRCMキャピタルマネージメントを買収(1995)するなど、運用ノウハウの取得、米国市場の将来的な規模の拡大を狙った欧州系銀行の米国中堅アセットマネージメント会社の買収が目立っているが、一方で、米国資産運用業者の欧州進出も本格化している。
- (3) 投資会社は法制上の業務主体(ペーパーカンパニー)で、実際の業務運営は①投資顧問会社(投資)、②保管会社(ファンド資産の管理)、③元引受会社(ファンドの投資家への販売)、④証券代行会社(株主の勘定管理、売買注文の処理等の事務処理)が行う。
- (4) Individual Retirement Account。個人が税制優遇を受け退職資産の貯蓄を行うため、1974年ERISA法によって創設された個人勘定。
- (5) 中国ファンド以降、投資信託は次のような新商品が開発された。
- 1980.11 中期国債ファンド
  - 1981.11 新国債ファンド(アキュムレーションを採用し高率の収益分配を狙う)
  - 1984. 4 内外債券ファンド(日本の長期国債と米国の中期国債、財務省証券を組入れ)
  - 1985. 6 インデックスファンド(日経平均採用銘柄の大半を対象)
  - 1986. 3 長期国債ファンド
  - 1987. 8 ミリオン(毎月の給与から天引した資金で株式投信を追加購入)
  - 1992. 5 MMF
- (6) 今後1年間で最も重視する貯蓄の種類についての設問における投資信託のウェイトは1986年の7.4%をピークに低下し、1995年以降は1~2%となっ

- ている。
- (7) 証券投資信託協会では、投資信託をリスクリターンの位置づけにより、①安定重視型、②利回り追求型、③値上がり益利回り追求型、④値上がり益追求型、⑤積極値上がり益追求型の5つに分類し、受益証券説明書に記載することを義務づけた。ただし、商品がどの分類に属するかは各証券委託会社が独自に定めることとなっている。
- (8) 顧客から受け入れた資金をMRF (Money Reserve Fund——従来のMMFに比べ運用対象をより流動性の高い資産に限定)で運用するとともに、当該顧客の株式、投信等の売買代金・利金を自動的にMRF口座から入出金するもの。また、資金はATMでの引き出しを可能とするほか、一部ではクレジット会社との提携によりMRF口座でのクレジットカードの決済サービスを提供しているところもある。
- (9) 投資家から集めた資金の運用を任される委託者と、委託者の指図に基づいて信託財産を管理する受託者が契約を結び、それに基づいて均等に分割された受益権を投資家である受益者が取得するかたちの投資信託を契約型と呼ぶ。これに対し、証券投資を目的とする会社をつくり、その会社が発行する株式を一般投資家が取得し、一般投資家は会社の運用収益を配当のかたちで受け取るものを会社型投信という。
- (10) 50名以上の者を相手方として取得の申し込みをする公募投信に対して、それ以外のものを私募投信という。旧証券投資信託法では、不特定かつ多数であることが投信の要件とされていたため、国内投信における私募投信は認められていなかった。
- (11) 厚生省は1997年12月に年金改革について次の「5つの選択肢」を提案している。

	保 険 料 率	給 付 水 準
A 案	月収の34.3% (ボーナスを含む年収の26.4%)	現行制度の給付水準や支給年齢を維持
B 案	月収の30%程度 (ボーナスを含む年収の23%程度)	2025年時点で支出総額を1割程度抑制することが必要。
C 案	月収の26%程度 (ボーナスを含む年収の20%程度)	2025年時点で支出総額を2割程度抑制することが必要。
D 案	現状程度 (月収の20%程度, ボーナスを含む年収の15%程度)	2025年時点で支出総額を4割程度抑制することが必要。
E 案	厚生年金は廃止し、民間の企業年金または個人年金に委ねる。	

- (12) 退職金制度のある企業のうち、退職一時金制度のみの企業が47.0%、一時金と年金を併用している企業が34.5%、年金制度のみの企業が18.6%となっている。
- (13) 退職一時金は退職給与引当金というかたちで社内留保することが可能であるが、中小企業はほとんど利用していない（資本金10百万円以下の中小企業では退職給与引当金を利用している先は1%程度）。また、制度を利用している先も、退職給与引当金は損金算入可能額が従業員の自己都合退職金の40%という上限があるため、全額を留保しているところは少ない。また退職給与引当金として社内留保されていても、実際には金融資産として留保せずに設備投資等に当てられている場合が多く、倒産等万一のことがあった場合、保全が十分とはいえない。
- (14) 日本経済新聞社が1999年5月に実施した調査によると、上場企業の年金・退職金の積立不足（退職給付債務に対し、年金資産と貸借対照表に計上された退職給与引当金の合計が不足している部分）は、主要65社で6兆2千億円に達している。
- (15) 確定拠出型年金導入の提言がみられるようになったのは1996年頃からである。経団連の「財政構造改革ビジョン」（1996/12月）、「企業年金制度の抜本的改革を求める——自由な人生設計と豊かな老後のために」（1997/12月）、日経連「今後の企業年金のあり方についての提言」（1998/5月）などで確定拠出型年金の導入が提言された。
- (16) 貯蓄の重要性を訴えつつ国民のより豊かな暮らしづくりを目指して幅広く活動する団体。学識経験者、婦人団体、報道機関、金融産業関係団体などの代表者により構成され、事務局を日本銀行が引き受けている。
- (17) 年金における「受託者」は信託の「受託者」よりも広い意味で用いられている。受託者とは何かということについても、ERISA法では条文だけでは明確でなく、実際に年金資産に何らかの損失が発生し訴訟がおこって、初めて誰が受託者かということが明らかになることもある。一般には、名目ではなく実質的に年金の運営や資産の管理処分に関わるもの、外部の受託機関、助言サービスを提供するものなどが対象になるとみられている。
- (18) たとえば、サービスを提供している金融機関が、従業員に対してその金融機関が運用しているファンドに投資するようアドバイスしたとみなされると、当該金融機関がその投資によって運用手数料を得ていることから、利益相反取引をしていることになる。
- (19) 定期的に一定の金額ずつを投資する手法をいう。マーケットの変動にかかわらず一定金額を投資していくため、投資対象の価格が高いときには少ない

数量を、低いときには多くの数量を買うこととなり、結果として平均コストが低下することとなる。

- (20) 確定拠出型年金に対する優遇措置の実施に伴って英国ではそれまでの企業年金から確定拠出型年金への移行が進捗したが、勤続年数が長くインフレ率連動などの点で条件のよい企業年金に属している個人にとっては、個人年金への移行はかえって不利な場合がある。そのことを個人に対し十分説明しなかったり、不利を知りつつ報酬目当てに売りこんだりした事例や、確定拠出型年金は運用成績により給付金額が左右されることを説明せずに販売した等により、苦情や訴訟が相次いだ。

#### 参考文献

- 伊藤宏一「従業員に対し老後資金についての十分な教育が必要」エコノミスト  
1999年5月10日号
- 植田兼司、川北英隆、高月昭年『21世紀日本の金融産業革命』東洋経済新報社、  
1999年
- 牛越博文『金融サービス法』金融財政事情研究会、1999年
- 浦田春河『401(k)プラン』東洋経済新報社、1998年
- 大路晃弘「高齢者の投資行動と投資信託——日米比較から——」『さくら銀行経済情報』1999年4月
- 金融審議会『金融審議会第一部会 中間整理（第一次）』1999年
- グリーンズパン、黒田見生監訳「新しい時代における銀行監督のあり方」『金融財政事情』1994年8月1日号
- 経済企画庁『1999年度年次経済報告』1999年
- 後藤俊夫「運用者の視点」『証券アナリストジャーナル』1996年1月号
- 田邊 昇「投資信託制度の本質」『フィナンシャルレビュー』1997年12月号
- 田邊 昇「投資信託の税制」『フィナンシャルレビュー』1997年12月号
- 中央信託投資調査部『401(k)プラン』東洋経済新報社、1998年
- 長銀総研「日本における確定拠出型年金制度導入の検討」『総研調査』83、1998年
- 貯蓄広報中央委員会『金銭教育の進め方』1990年
- 野村総合研究所『米銀の21世紀戦略』金融財政事情研究会、1998年
- フランクリン R. エドワーズ 家森信善、小林毅訳『金融業の将来』東洋経済新報社、1999年
- 宮本一子「経済のからくり見抜く金銭教育を」朝日新聞1998年8月28日
- 宮脇 卓「個人投資家の育成のためのインフラ構築、教育と、保護のあり方」『証券アナリストジャーナル』1998年11月号

山田正次「企業年金と個人投資」『証券アナリストジャーナル』1998年11月号

山本 平「資産運用業務が金融業務の大きな柱になる」投資信託事情 1999年5月号

Mitchell O. S. & Schieber S. J. *Living with Defined Contribution Pensions*, Pension Research Council Publications 1998

Otfinoski, S. *The Kid's Guide to Money*, Scholastic Inc., 1996

Sailisbuny, D. L. *Retirement Prospects in Defined Contribution World*, Employee Benefit Research Institute 1997

Investment Company Institute, *Mutual Fund Fact Book* 1999

Boyd, J. H. & Gertler, M. "Are Banks Dead? Or, Are the Reports Greatly Exaggerated?" *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of Minneapolis, 1994

Kaufman, G. C. & Mote L. R. "Is Banking a Declining Industry? A Historical Perspective" *Economic Perspective*, Federal Reserve Bank of Chicago, May/June 1994