

(補論) 米国マスタートラスト制度

1. 注目浴びるマスタートラスト

最近、マスタートラストという言葉が新聞などで頻繁に目につくようになった。その1つのきっかけとなったのが、98年11月に厚生年金基金連合会が公表した『運用自由化時代の資産運用 資産運用研究会報告書』である。

報告書は、マスタートラストを年金基金の資産管理や運用の効率化を図るために非常に重要なサービス業務形態と位置づけたうえで、「わが国においても、経営戦略上マスタートラストを重視しそれに優先的に資源配分を行い高度のサービスを提供する能力と自信のある信託銀行が、マスタートラストの導入に向けた積極的な取り組みを進めることが期待される」と述べている。

また、一部の大手基金からもマスタートラストの導入を求める声があがっている。厚生省も、99年3月に公表した年金制度改正案大綱の中に、年金資産の運用と管理を分離し、年金資産全体の一元的な管理を可能にするなどの内容を盛り込んでいる。

本稿では、最初に日本の企業年金の現状と課題を整理したうえで、米国のマスタートラストとはどんなものであり、米国の年金基金の運営の高度化にどのような形で貢献しているかについて述べる。最後に、日本への導入について触れることにしたい。

2. 日本の企業年金の現状と課題

(1) 厳しい状況に直面する年金基金

現在、企業年金をめぐる環境は厳しい状況にある。1990年以降の株式市場の低迷を主因として、年金基金の財政状態が悪化している。このため、年金基金の解散が近年相次いでいる。1991年度以降の厚生年金基金の新設と解散の推移をみると、従来はほとんど見られなかった基金の解散が96年度以降急速に増加している(表1)

表1 増大する年金基金の解散

| (年度) | 合計 | 新設 | 解散 |
|------|-------|-----|----|
| 1991 | 1,593 | 120 | 0 |
| 92 | 1,735 | 142 | 0 |
| 93 | 1,804 | 69 | 0 |
| 94 | 1,842 | 45 | 1 |
| 95 | 1,878 | 38 | 1 |
| 96 | 1,883 | 15 | 7 |
| 97 | 1,874 | 5 | 14 |
| 98 | 1,858 | 4 | 18 |

(出所) 厚生年金基金連合会

特に、1998年度は18と過去最高を記録した。基金の新設が減少の一途をたどっているのと対照的である。基金のなかには、必ずしも極度な支払い不能状態でなくても、将来の給付負担を考慮して解

て解散に踏み切る事例も出てきており、今後も基金の解散が相次ぐ可能性がある。

さらに、企業年金の積み立て不足が深刻化している。米国のFAS（財務会計基準）に基づいて情報を開示している企業23社の平均年齢を考慮し、各社の公表ベースの割引率を基に金融業を除く東証一・二部上場企業の積み立て不足額を推計すると、約40兆円と見積もられる。

一方、国際・米国会計基準並みの企業年金財政のディスクロージャーが、日本でも2001年3月期より導入される。

年金債務は原則として、将来、企業が従業員に払わねばならないものであるため、資金の外部流出を伴う。このため格付機関は、債務の元利返済が滞る可能性につながるとして積み立て不足を注視しており、場合によっては積み立て不足が格付け引き下げの主要な要因となりうる。

また、積み立て不足は株価にも影響を及ぼす。現在、投資家の間で広く普及している株価指標にはPER（株価収益率）、PBR（株価純資産倍率）、フリー・キャッシュフロー・バリュエーションの3つがあるが、退職給付引当金の計上により利益、純資産は減少する。このため、いずれの株価評価尺度によっても、積み立て不足は株価にネガティブに反映されることになろう。

（2）進展する規制緩和と残された課題

一方、企業年金の運用に係る規制は、1990年の投資顧問会社の新規参入を皮切りに、94年にニューマネーとオールドマネーの区別の撤廃、95年に投資顧問会社への運用拡大部分に係る資産配分規制の撤廃と、相次ぎ緩和・撤廃されてきた（表2）。1997年12月には資産配分に係る「5:3:3:2規制」（資産配分比率を安全性資産50%以上、国内株式と外貨建て資産を30%以下、不動産を20%以下としなければならない規制）の撤廃に至っている。

表2 90年以降の厚生年金基金に係る規制緩和

| 年月 | 規制緩和の内容 |
|-------|---|
| 90.4 | ・企業年金の一部の投資顧問への運用委託が解禁（総資産の1/3） ・運用拡大部分の資産配分「5:3:3:2」規制、運用機関ごとに安全性資産50%以上 ・自家運用（資産規模500億円以上、債券・預貯金のみ） |
| 93.7 | ・投資顧問会社への最低委託額が1億円に引き下げ |
| 94.11 | ・ニューマネーとオールドマネーの区分撤廃（運用拡大の資産要件は総資産の1/3） |
| 95.4 | ・運用拡大部分について、運用機関ごとの「5:3:3:2」規制撤廃 ・運用拡大認定要件について「設立後8年以上」から「3年以上」に緩和 |
| 96.4 | ・運用拡大資産要件について1/3から1/2に緩和 ・従来運用部分について、運用機関ごとの「5:3:3:2」規制撤廃 ・一定要件を満たす基金及び連合会の「5:3:3:2」規制の撤廃 |
| 96.7 | ・掛金シェア・給付シェアの自由化 |
| 97.12 | ・「5:3:3:2」規制の完全撤廃 |
| 98.1 | ・予定利率の一律適用の撤廃 |
| 98.3 | ・運用拡大認定要件のうち「設立後3年以上」が撤廃 ・財投協力義務の廃止 |
| 98.4 | ・厚生年金基金の自主運用の上限撤廃 |
| 99年度 | ・年金信託及び指定単契約についての現物移管の解禁（予定） ・従来運用と運用拡大の区分の完全撤廃（予定） |

（出所）野村総合研究所

運営に係る分野では、予定利率はそれまで一律5.5%だったが、1996年度から年金基金による弾力的な設定が可能になった。また、1997年度から基金の数理基準に時価基準が導入され、将来の給付に必要な積み立てがなされているかどうか、現在までに受給権が発生しているとみなされる給付に見合った積み立てがなされているかどうかという観点から行われる年金資産の積み立て水準の検証(財政検証)に解散基準が追加された。

このように規制緩和が急速に進展した現在、残った主な規制は、自家運用規制、証券現物移管に係る規制の2つといわれている。しかし、これらの規制も99年3月に公表された年金制度改革案の対象となっており、国会で成立すればほぼ完全に撤廃されることになる。

こうした環境変化のなかで、年金基金運営の高度化と受託機関のサービス向上が残された課題として浮上してきた。

まず、運用側についてみると、年金運用に係る規制緩和の進展によって基金側の運用に関する裁量が増大したが、これは基金にとって、自己責任の確立と運用に関する高度かつ広範な知識が求められるようになることを意味する。

一方、受託機関側は、運用スタイルなどの点で明確に差別化を打ち出す必要に迫られるほか、年金資産管理や運用情報をひとまとめにして報告するニーズにも応えねばならなくなるなど、従来にも増して基金運営をサポートするサービスの充実を迫られることとなる。

米国に目を向けると、年金基金は一般に高度な運営を行っているといわれるが、その運営を支えているのがマスタートラストである。マスタートラストとは、商業銀行の信託部門や信託会社が、年金資産の管理だけを一手に引き受ける仕組みであり、事実上のインフラとして広く普及している。これが、日本でもマスタートラストの導入が求められている理由である。

3. 米国のマスタートラストの歩みと現状

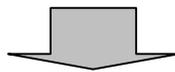
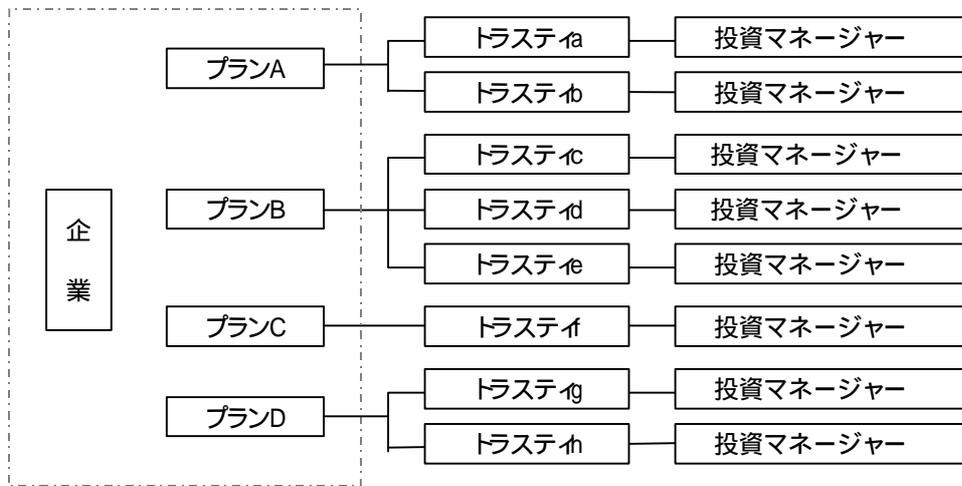
(1) マスタートラストとは何か

では、米国のマスタートラストとはどんなものであり、どのような背景で普及したのであろうか。

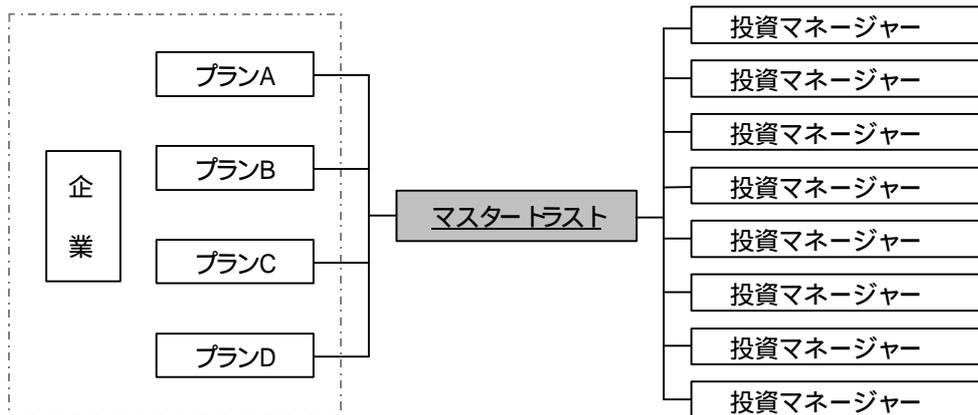
かつてマスタートラストがない状況では、米国の年金基金は投資マネジャーごとに年金資産の管理を行うトラスティ(受託者)を抱える形で年金管理を行っていた(図1)。この場合、基金が資産カテゴリーを増やそうとして投資マネジャーの数を増やすと、結果としてトラスティの数も増え、基金にとって情報の入手や報告書の作成に手間がかかることになる。

図1 マスタートラストのメリット

【マスタートラスト普及以前の年金管理】



【マスタートラスト普及以後の年金管理】



(出所)野村総合研究所

これに対し、マスタートラストが年金資産をひとまとめに管理すれば、投資マネージャーの数にかかわらず、1つの信託契約を結ぶだけで済み、投資マネージャーの変更も容易に行うことができる。マスタートラストの存在により、年金基金は運営の効率化を図ることが可能になるのである。

(2)マスタートラストの普及と発展

しかし、今でこそマスタートラストが普及している米国でも、昔から年金資産の運用と管理がはっきり分かれていたわけではなく、その経緯は1960年代にさかのぼる(表3)

表3 米国マスター・トラストの沿革と主体別に見た発展

| | 60年代 【仕壊の醸成期】 | 70年代 【確立期】 | 80年代以降 【発展期】 |
|--------------|--|--|--|
| 年金 スポンサー | 年金運用への関与は限定的、 人事部の責任 パフォーマンス向上への関心 が生じる | 基金に受託者責任 資金コントロールが基金に移行 基金運営が人事部から財務部 の管轄下へ 運用情報の要求高まる | 国際分散投資の開始 積立不足のディスクロージャー 情報 報告を分析 コスト意識の出現 |
| 投資 マネージャー | 制約条件に縛られた運用戦略 銀行 保険会社を中心 | パフォーマンスに集中 専門化が進む | グローバル投資の促進 パフォーマンス競争の激化 |
| カスト ディ | 運用機関が兼任 基金に意識されない 標準化されないサービス | マスター・トラストサービス開始 統一された経理報告を提供 基金による採用 | グローバル・カストディ コミュニケーション・テクノロジー の向上 バックオフィス・サポート |

(出所) 中村博「マスター・トラスト機能と日本への適用」『証券アナリストジャーナル』1995年12月、十菱龍・山本誠一郎「年金基金が
変える資産運用ビジネス」1998年12月などより野村総合研究所作成

1960年代当時、年金資産運用の主な担い手は生命保険会社と商業銀行の信託部門であり、カストディ(資産保管)業務も運用機関が兼任していた。独立した業務として年金基金からみなされては
いなかったのである。ところが、1960年代後半になると、いわゆる「ゴーゴー時代」に入り、運用パフ
ォーマンスに対する意識が高まったのに伴い、資産管理を行わず運用サービスだけを手がける投
資顧問会社が台頭してきた。これにより、年金資産の管理に対する潜在的なニーズが生じた。

こうした状況は、1970年代に入るとさらに大きく変貌を遂げる。そのきっかけが、1974年のエリサ
(ERISA: 従業員退職所得保障法)の導入である。エリサ制定の契機は、スチュードベーカーという自
動車会社が1963年に工場を閉鎖し、大半の労働者が年金給付を受けられなくなった事件にあると
いわれる。

エリサが定めた受託者責任^{注1}は、基金と運用機関双方にさまざまなインパクトをもたらした。年金
基金と運用機関は、運用結果の合理的な説明責任(アカウンタビリティ)の確立を求められた。たと
えば、分散投資の規定により、基金は投資対象別に有能な投資マネジャーを選定する必要に迫られ
た。加えて、企業のなかには地域や職種ごとに異なる年金プランを設立するところも現れた。マネジ
ャーや年金プランの数が増えれば、資産管理もますます複雑になる。そこで、年金資産を一括管理し、
統一した形で経理報告を行うマスター・トラストに対するニーズが高まり、広く普及することとなったの
である。

その後、1980年代に入ると、81年に年金基金によるセキュリティーズレンディング(保有有価証券
の貸し出し)が認められたほか、80年代半ばには、ドル高の是正とともに年金基金の国際分散投資
への選好が強まり、グローバルカストディへのニーズが生じた。さらに、1987年には財務会計基準書
87号(FAS87)により、企業年金の積み立て不足を開示しなければならなくなった。

こうした環境・制度の変化のなかで、マスタートラストに求められる役割は、1970年代の単なる「資産の一元管理を行う金庫」から、「システム技術を駆使した情報の一元管理」へと、次第に変質していった点が特色としてあげられる。

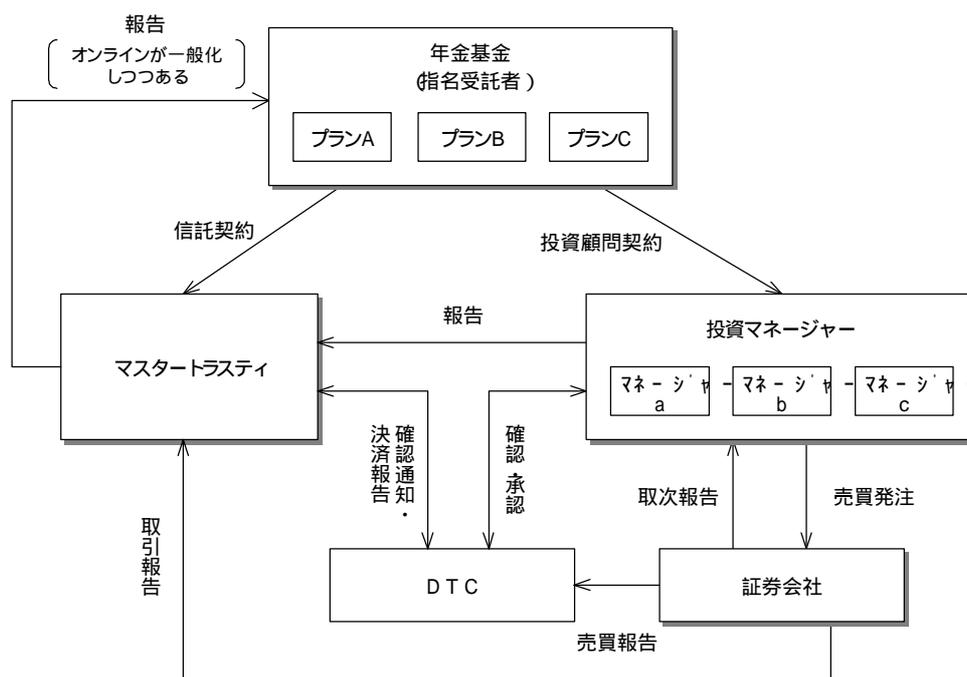
1990年代に入ると、確定拠出型年金が大幅な伸びをみせるのとは対照的に、確定給付型年金の伸びは頭打ちになり、マスタートラストの受託をめぐり金融機関側の激しい競争・淘汰の時代を迎えることになる。

(3) マスタートラストの仕組み

マスタートラストの基本的な仕組みをお金と情報の流れからみると、図2のようになる。年金基金は、資産管理を行うマスタートラストと信託契約を、資産運用を行う投資マネジャーと投資顧問契約をそれぞれ結ぶ。

マスタートラスト(マスタートラストのサービスを提供する商業銀行の信託部門もしくは信託会社)の役割は、年金資産を一括して管理し、各投資マネジャーが行う日々の売買取引などのデータを取引報告に基づいて会計処理して、統合した基準で報告する点にある。

図2 マスタートラストの仕組み



(出所) 信託,150号等に野村総合研究所加筆

具体的なプロセスは以下のとおりである。投資マネジャーは、証券会社に証券の売買発注を行うと同時にマスタートラストに報告を行う。証券会社は証券の保管振替業務を行うDTC (Depository Trust Company)^{注2}に通知する。DTCでは、取引内容に誤りがないかどうか確認のうえ、証券の現物を移動させることなく、コンピュータ内のブックエントリー(記帳)により自動的に証券の決済(保管・受け渡し)と代金の支払いを行う。また、DTCはマスタートラストに取引報告を行う。

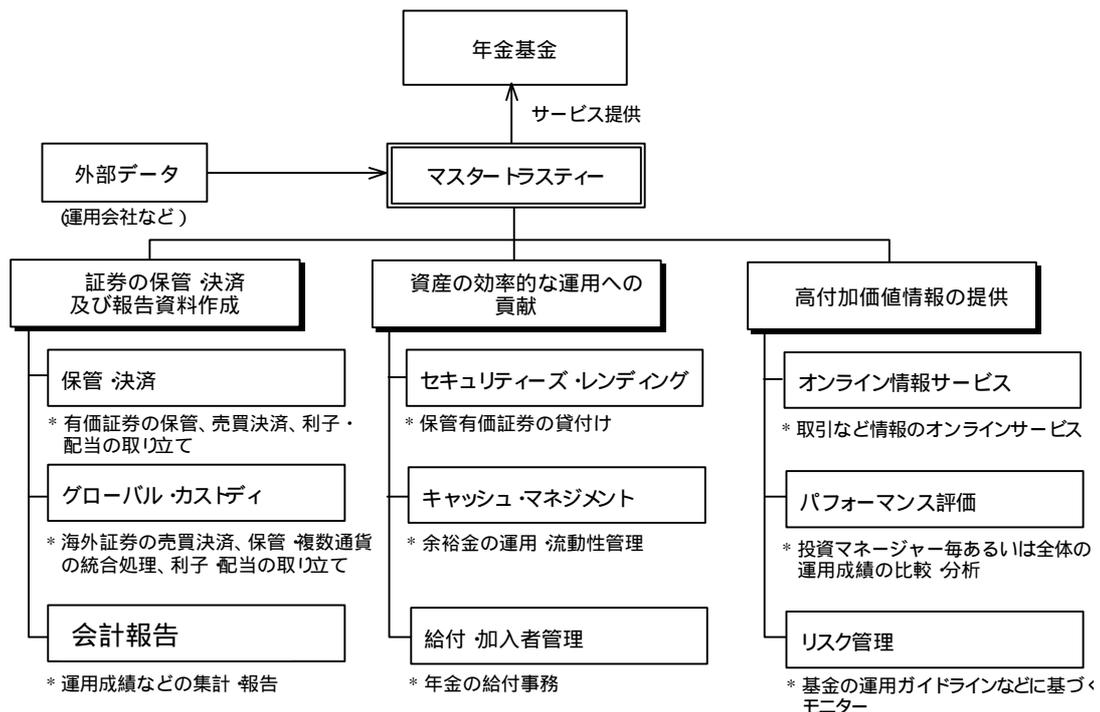
こうしてマスタートラストは、投資マネジャーとDTC双方からの報告を取りまとめたうえで、基金側に伝える。この報告は、今ではオンラインによって行われるのが一般的になっている。

(4) マスタートラストのサービス

1) 情報のウェイトが高まるサービス

では、マスタートラストのサービスにはどんなものがあるだろうか。現在は大きく分けて、証券の保管・決済および報告資料作成、資産の効率的な運用への貢献、高付加価値情報の提供の3つがある(図3)

図3 マスタートラストのサービス



(出所) 三菱 山本誠一郎 『年金基金が変える資産運用ビジネス』その他各社資料より野村総合研究所作成

証券の保管・決済および報告資料作成

資産の一元管理というマスタートラストの性質そのものに付随した基本的な業務である。有価証券の保管、売買決済、利子・配当の取り立てなどを行う。最近では、海外証券の売買決済や、保管・複数通貨の統合処理を行うグローバルカストディ業務の重要性が高まっており、マスタートラストとしての評価がグローバルカストディの能力で測られることも少なくない。この他に、運用成績などの集計・報告といった会計報告を行う。報告の形態も、年金基金の要求ニーズに応じてかなりカスタマイズされたものとなっている。

資産の効率的な運用への貢献

基金の年金資産を一手に引き受けているメリットを活かしたサービスである。セキュリティーズレンディングのサポートのほか、余裕金をまとめて運用して流動性管理を行うキャッシュマネジメントや、

や、年金の給付事務としての給付・加入者管理も手がけている。わずか数ベースポイント(1ベースポイントは 0.01%)でも資産の運用効率を高めたい年金基金にとって、今や欠かせないものとなっている。

高付加価値情報の提供

情報技術の発達を背景に、近年きわめて重要性が高まっているサービスである。オンラインによる情報サービスや、投資マネジャーごと、あるいは全体の運用成績を比較・分析するサービス、基金の運用ガイドラインに基づいて投資マネジャーをモニターし、基金のリスク管理をサポートするサービスなどがあげられる。もともとは や のサービスを前提とした付随的なサービスとして開始されたものだが、今ではこのサービスの水準がどの程度かが、基金がマスタートラストティを選ぶ際の事実上の判断基準になるほどである。

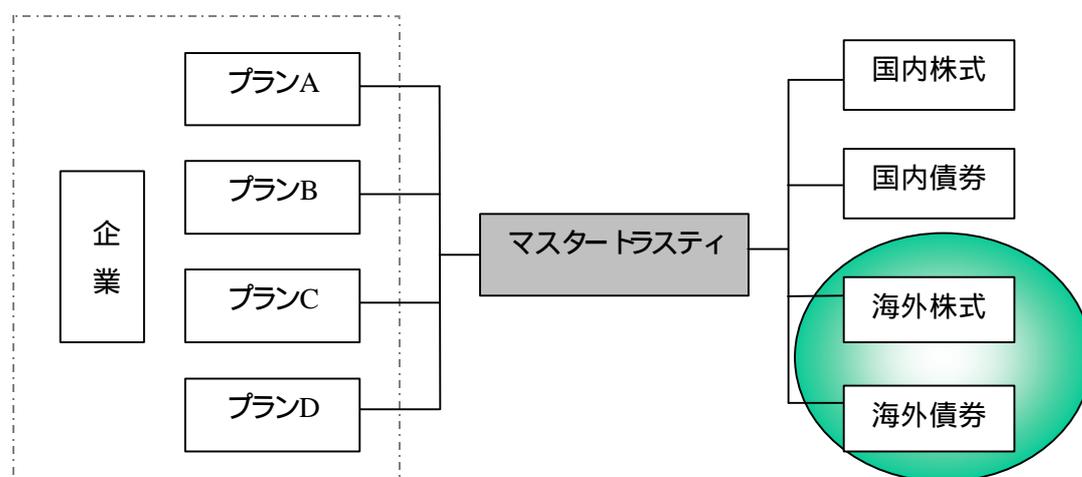
サービス競争の流れを歴史的に見ると、マスタートラストが普及した 1970 年代は金庫としてののサービスが主体であった。それが、1980 年代に のサービスが加わり、現在ではその中心は に移ってきているといえる。

以下、個別のサービスを、基金の運營業務にふれつつ具体的に述べることにする。

2) グローバル・カストディ

グローバルカストディは、年金基金などの機関投資家に対し、海外資産の保管・決済や保管証券の報告を一括して行うサービスであり、マスタートラストティにとって売り物の一つである(図4)。1980 年代の半ばにドル高が是正されると共に、国際分散投資が活発になり、このサービスに対するニーズが高まった。グローバルカストディの仕組み自体は、国内のカストディ業務と基本的には大差はない。

図4 グローバル・カストディ



(出所)野村総合研究所

しかし、自国通貨建て以外に他通貨建てによる報告が必要になったり、決済制度など国による制度の違いを解決するなどのノウハウが必要とされる。

マスタートラストは、現地で証券の受け渡しや保管・決済を行うために、各国市場にサブカストディアンを設置している。上位トラストの場合、世界中に自前のサブカストディアン・ネットワークを持ち、米国本体とコンピュータネットワークで接続している点が強みである。カストディに関連する現地のさまざまな情報も、現地のサブベンダーと契約しているため、何かイベントが生じたときの情報を基金は素早く入手できる。

たとえば、ある大手銀行信託部門では、世界中に約 3000 の顧客を抱え、112 のサブカストディアン・ネットワークを持ち、87 の市場に係るサービスを顧客に提供できる能力を備えている。また、ニューヨーク、ロンドン、ブリュッセル、シンガポールで 3000 人のスタッフがこのサービスのインフラをサポートしている。

マスタートラストは一定の基準に従ってサブカストディアンを選ぶが、必ずしも自行の支店を選ぶとは限らないといわれる。ある大手銀行は、選出基準として基本的な保管・処理能力に加えて、市場での経験、成熟度やコスト効率、システム技術の水準をあげている。

また、サブカストディアンを選出した後も任せきりにせず定期的に面談を行い、セキュリティ管理や保管などについて詳細な質問項目を埋めていく。また、サービス項目ごとに毎月チェックを行ったうえで、定期的にサブカストディアンにフィードバックを行っているという。

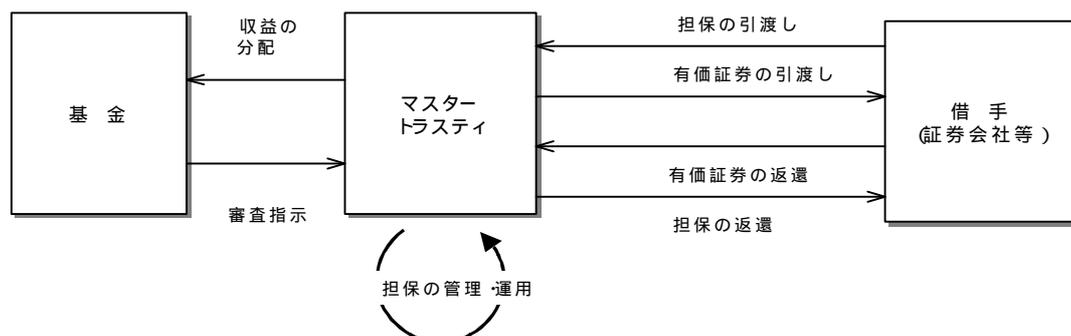
このように、グローバルカストディはマスタートラストにとって、各国のカストディアンに任せきりにすることなく、こまめなチェックとサポートを行うことが必要なサービスなのである。

3) セキュリティーズ・レンディング

年金基金によるセキュリティーズレンディングとは、基金の保管有価証券を証券会社などに貸し出す仕組みである。日本でも昨年 12 月より貸株取引が本格的に開始され、注目を集めている。そこで、ここでは貸株(ストックレンディング)の仕組みについて単純化して説明する。

レンディングのプロセスは、図5のようになっている^{注3}。

図5 セキュリティーズ・レンディングの仕組み
(マスタートラストが代理人(エージェント)として関わる場合)



(出所)野村総合研究所

まず、基金は借り手に関する審査のサポートをマスタートラスティに依頼する。貸出先が決まるとマスタートラスティは保管有価証券を先方に引き渡し担保を受け取る。担保には主に現金とTB（財務省短期証券）があるが、現金の場合はマスタートラスティがMMF（マネー・マーケット・ファンド）などの短期金融商品に再投資を行う。貸し付け終了時には担保を先方に返還し、有価証券を受け取る。再投資で得られた収益は、基金とマスタートラスティとで分配する。分配の比率は、基金とマスタートラスティの交渉によって定められる。

このように、基金はレンディングのあらゆるプロセスにおいてマスタートラスティからサポートを受けることができる。

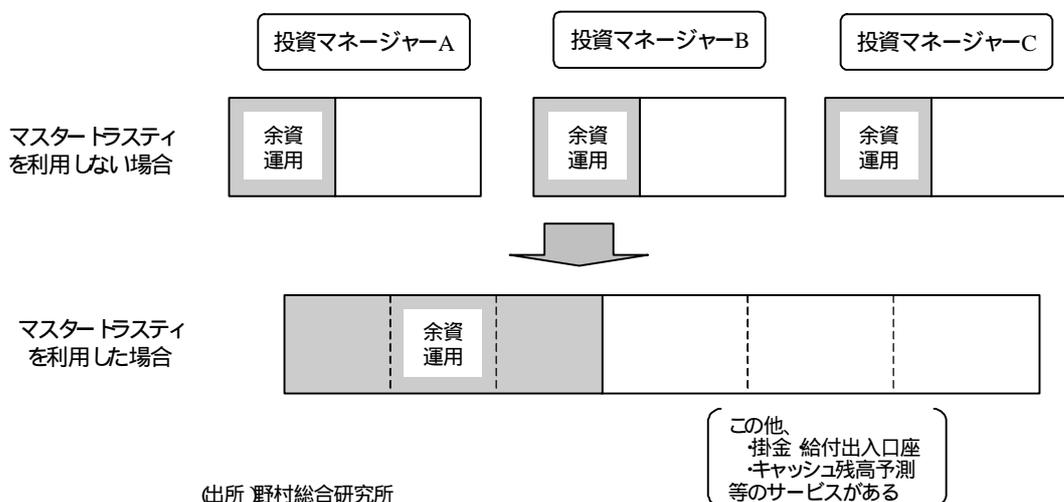
では、基金にとってレンディングを行うインセンティブは何であろうか。それは、運営コストの削減である。基金はレンディングから収入を得ることができ、しかもこの収入は、基金の資産規模が大きいほど多くなる。このため、基金はマスタートラスティに支払う信託報酬をレンディングの収入で賄うことができる。

しかし、マスタートラスティの観点からみれば、その背景には、マスタートラスティ間の受託獲得競争が激しくなるなかで、手数料の引き下げ圧力が強く、トラスティの手数料自体ではほとんど利益が出ないため、レンディングの収入で賄わざるをえないという厳しい現実があるのである。

4) キャッシュ・マネジメントと加入者管理

キャッシュマネジメントは、各投資マネジャーに分散して保有されている流動性資金を一元管理し、効率的に運用するものである（図6）。このサービスには、取引から発生する余裕金、利子・配当の受取金や給付金の返却金などを毎営業日の終了時に集めたうえで、マスタートラスティが現金残高を残さずに短期資金運用を行うスウィープなどのサービスが含まれる。これにより、各投資マネジャーは本来の年金資産運用に専念することができる。

図6 キャッシュ・マネジメント



（出所）野村総合研究所

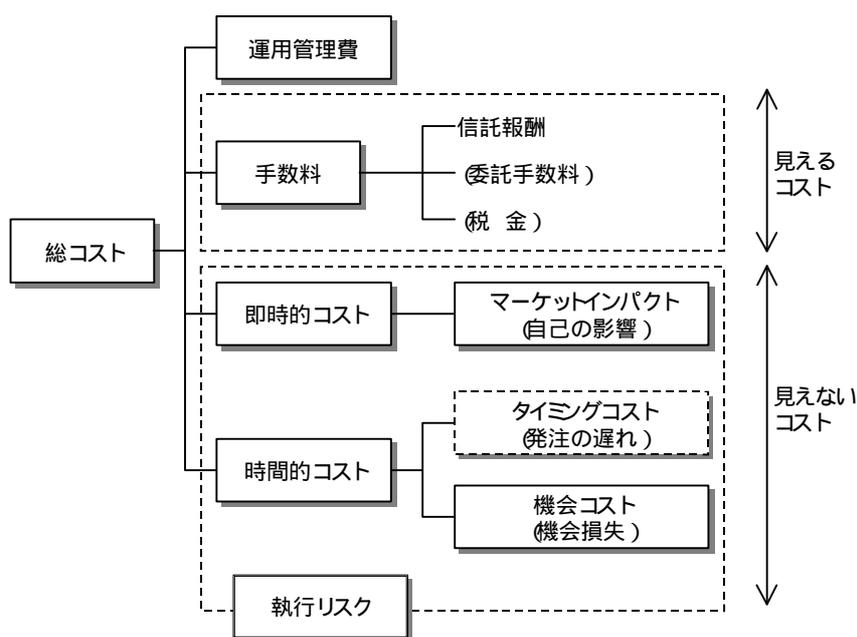
給付・加入者管理は、年金加入者や受給者の記録を行ったり年金の給付をひとまとめに手がけたりするサービスである。このサービスがあると、受給者は退職時に複数の金融機関からバラバラに年金を受け取るといった不便さを被ることなく、マスタートラスティ1行から年金を受け取ることができる。

5) オンライン情報提供サービス

年金基金の運營業務の1つに、最良執行の監視がある。最良執行とは、総取引コストを最小化することを指すとされる。最良執行には2つの側面がある。1つはエリサに定める受託者責任の1つである「善管注意義務」としての最良執行義務の順守であり、もう一つはコストの管理を通じたパフォーマンスの向上である。

年金基金は、運用機関が最良執行を追求しているかどうかを監視しなければならないが、その際に、信託報酬や委託手数料、税金といった見えるコストの他に、マーケットインパクト(自己の取引が市場価格に及ぼす影響)や発注の遅れなどのタイミングコスト、取引に失敗したときの機会損失など、見えないコストも考慮する必要がある(図7)

図7 年金資産管理から見た運用コストの分類



(出所)野村証券金融研究所

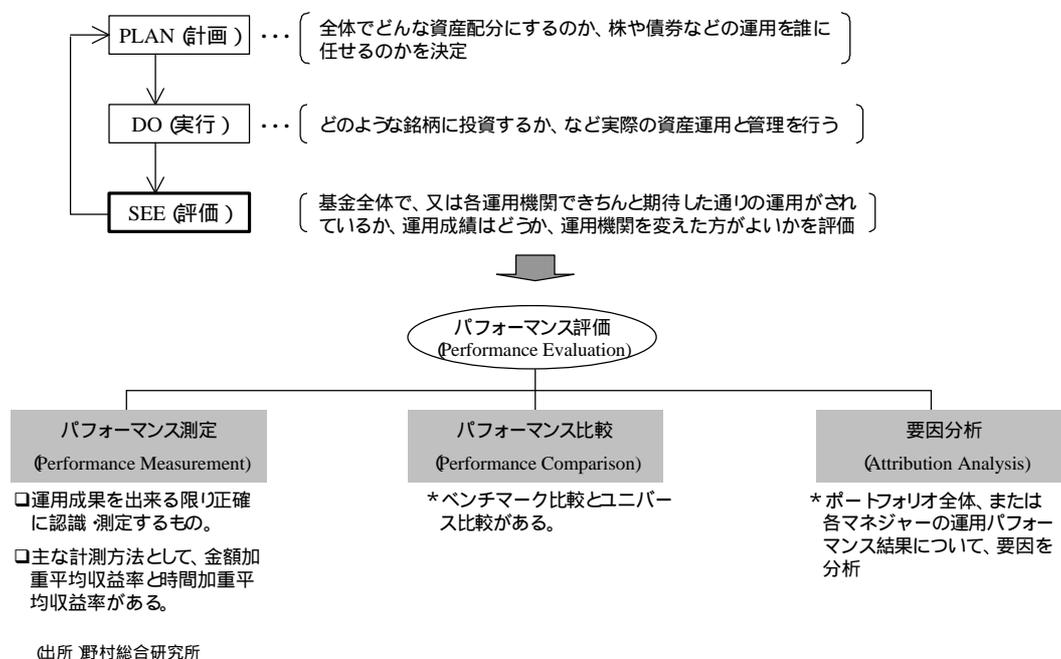
マスタートラスティは、オンラインサービスを提供することによって、運用コストのより容易なチェックを可能にしている。基金のスタッフは、オンラインを通じて直接マネージャーごとの勘定を見たり、プラン全体のベースに統合して見たりとさまざまな見方ができるほか、ブローカーに支払われている手数料をチェックするのも可能になっている。

このオンライン情報サービスは、今や当たり前のサービスとして定着しつつある。

6) パフォーマンス評価

年金基金の運営に当たっては、一般の事業活動と同様に、PLAN (計画) DO (実行) SEE (評価) の3つのプロセスを繰り返す(図8)

図8 年金基金の運営プロセスとパフォーマンス評価



PLANでは、全体でどんな資産配分にするのか、株や債券などの運用をだれに任せるのかを決定する。DOとは、どのような銘柄に投資するかなど、実際の資産運用と管理を行う。SEEとは基金全体で、または各運用機関で期待した通りの運用がきちんとされているか、運用成績はどうか、運用機関を変えた方がよいかを評価する。これに該当する作業がパフォーマンス評価であり、一定の基準に基づいて運用実績を測定したうえで分析を行い、判断・評価しようとする。

パフォーマンス評価は、基金スタッフが定期的に行う業務として最も重要な位置を占めるものである。

基金側は、パフォーマンスデータの分析を年金コンサルティング会社に委託することが多いが、大手基金では内部で評価を行う場合もある。運用パフォーマンスは、個別の投資マネジャーが基金にそれぞれ報告しているが、大手基金になると、数十もの投資マネジャーに運用を委ねているため、たとえば投資マネジャーから提供される債券に関する時価データの基準がバラバラだと、基金自らが基準を統一・整理する作業を行わねばならない。そこへ、統一した基準でデータが提供されると、基金にとって手間が省けることになる。このサービスを提供しているのが、マスタートラストティである。

ある大手基金が大手マスタートラストティから提供してもらっているパフォーマンス評価ツールは、データの抽出・照合の機能を持つ。投資マネジャー各社が年金基金に送付する四半期ごとの運用

報告とマスタートラストのデータを比較し、両者の数字が異なっていた場合は、マスタートラストがその原因を投資マネジャー側に問い合わせるという仕組みになっている。

マスタートラストのパフォーマンス評価上の役割は、主に統一基準によるデータの提供にある。サービス内容は必ずしも年金コンサルティング会社と同等のものではないが、トラストとして豊富なデータを持っているメリットを活かし、適切なタイミングで基金に提供するところに付加価値がある。

7) リスク管理

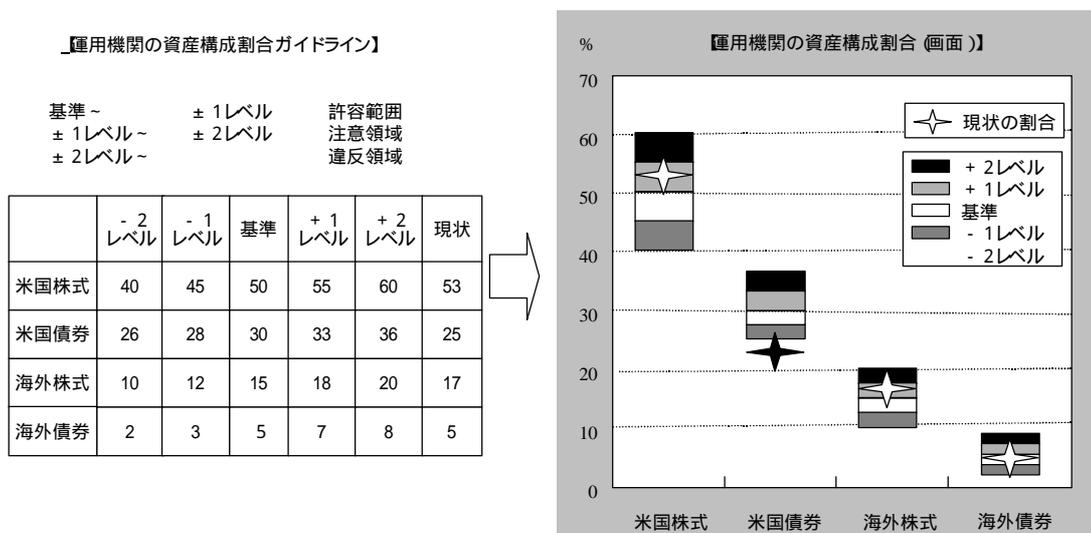
リスク管理サービスは、年金基金の定める投資ガイドラインをプログラム化し、投資マネジャーが順守しているかどうかのチェックを行うサービスである。エリサの定める受託者責任には、忠実義務と善管注意義務(ブルーデント・パーソン・ルール)があるが、後者には文書順守義務、すなわち基金は自らが定める投資ガイドラインを投資マネジャーが守っているかどうかをチェックしなければならないという義務が含まれている。

投資ガイドラインとは「投資目的を明確にしたうえで、投資可能な資産を特定し、それぞれの資産への許容する配分幅を明確に定めたもの」である。ガイドラインには、「1銘柄の普通株式の保有は普通株の社外株式総数の4.8%までとする」とあるように具体的に数値で目標を定める場合と、「環境を破壊するような企業の株式は保有しない」という具合に定性的側面を定めた場合がある。

投資ガイドラインは、資産配分の対象の制限や各株式の保有上限などを事細かに規定しているため、大手基金のように数十もの投資マネジャーを抱えていると、各投資マネジャーがガイドラインを順守しているか否かのチェックだけで大変な労力を要する作業となる。

マスタートラストは、基金の投資ガイドラインをプログラム化し、投資マネジャーがガイドラインを破った場合にはオンラインで警告を出すサービスを提供している。基金スタッフは机のOA端末の前に座り、このオンラインサービスを通じてガイドラインが破られたことを知ると、破った投資マネジャーを呼び出し、なぜ破ったのかを問いただすというプロセスを踏むだけで済むため、運営コストを削減することができる。

図9 リスク管理の例 :ステート・ストリート信託銀行の顧客向けシステム(「イン・サイト」)



(注) 注意領域、違反領域の場合は認識しやすいようにカラー表示される
(出所) 厚生年金基金連合会「運用自由化時代の資産運用 - 資産運用研究会報告書」1998年11月

図9は、マスタートラスト業界大手のステート・ストリート社の「イン・サイト」と呼ばれる顧客向けシステムの例である。運用機関の資産構成割合ガイドラインが、米国株式50%、米国債券30%、海外株式15%、海外債券5%と設定されており、現状がそれぞれ53%、25%、17%、5%だったとする。このシステムでは、商品ごとに基準値、許容範囲(-2%~+2%)が棒グラフで示され、現状の値が星印で示される。もし、この数値が許容範囲を超えると、星印が反転する形で警告が発せられ、一目でわかるようになっている。

もう1つ例をあげると、ある大手メーカーの基金では、デリバティブ(金融派生商品)についてマスタートラストから同様の警告サービスを受けている。この基金では、各マネジャーが活用できるデリバティブの種類を制限しており、マネジャーがこの限度を超えた場合にはトラスティが警告を与えるという仕組みになっている。

4. 基金運営に不可欠なマスタートラスト

(1) 基金に不可欠とされる背景

以上の内容から浮き彫りになるのは、マスタートラストが提供するサービスが、年金基金が行わねばならない業務の大半をカバーしているという事実である。マスタートラストの存在は、基金の運営上もはや不可欠な存在になっている。

それでは、基金運営になぜマスタートラストが欠かせないのであろうか。次のような2つの背景がある。

第1に、エリサの定める受託者責任がある。たとえば、分散投資義務によってポートフォリオ管理が複雑化したり、文書順守義務によって投資ガイドラインを定め、投資マネジャーが順守しているか

どうかのチェックが必要になった。また、政府への報告が義務づけられたことにより、大量の文書処理が発生した。このような要因により、マスタートラスティを活用して基金スタッフの事務負担を軽減する必要が生じた。

米国の年金基金のスタッフは、定期的な報告を母体企業に対して行うだけでなく、何か市場で起こった場合には経営陣から随時報告を求められる。この要求は「基金に関する情報は今手元にありません、と答えれば即解雇を意味する」ほど厳しいといわれる。このため、オンラインサービスなどマスタートラスティが提供する高付加価値情報サービスが必要とされている。

第2は、米国企業による競争力強化の動きである。年金基金運営の基本的な考え方は、単純化すると次の式で表される。

$$\text{従業員への年金給付額} = \text{企業側の拠出総額} + \text{運用収益}$$

左辺を一定とした場合、運用収益が上がれば企業側の拠出は少なくて済み、逆に運用収益が減少すると企業側の拠出を増やさねばならない。拠出額の増加は企業の競争力低下をもたらすことになる。

もともと年金基金の運営は、母体企業からみれば本業ではないため、単なるコストセンターとして見られがちである。しかし、プロフィットセンターとまではいかななくても、なるべくコスト面で母体企業の本業の妨げとならないような運営が求められる。

1990年代前半に景気後退に直面した米国企業は、競争力維持のためにダウンサイジングを行い、年金基金もスタッフの人数を大幅に削減せざるをえなかった。そこで、運営のサポート役としてマスタートラスティが求められた。そして、景気後退期を脱した後も、米国企業はリストラの手を緩めず、少人数による基金の運営体制が今日まで続いている。

たとえば、世界的な多国籍企業のある大手メーカーの基金は、70億ドルの確定給付型年金と50億ドルの確定拠出型年金、それに米国外20か国の拠点の年金資産20億ドル、あわせて140億ドルの規模の年金資産を抱えているが、わずか6人のスタッフで運営に当たっている。

(2) 米国の基金の運営体制にみる特徴

こうした歴史的経緯を経て、米国の年金基金の運営体制の特徴として、次の2つが指摘できよう。

1) 財務部門との密接な協力体制

日本では、年金基金が福利厚生や労務問題として扱われることが多いが、米国では財務部門の管轄問題としてとらえられる。先にみたように、年金基金の運営結果はそのまま母体企業の競争力に影響を及ぼすため、運営計画は企業の経営・財務戦略の一環として財務部門との密接な協働のもとに策定される。

現在、米国の年金基金の財政状況は日本に比べて良好といえるが、かつては積み立て不足に陥った基金もみられた。

ある大手金属メーカーでは、手厚い給付設計やリストラの際に導入した早期退職者向け追加給付が原因で、多額の積み立て不足を抱えた時期があった。そこで同社は、最低拠出義務を上回る拠出を行うとともに、CFO(最高財務担当責任者)と緊密な連絡を保ち、積み立て不足解消を会社の財務戦略上の課題として位置づけた。そして、年金のALM(資産・負債総合管理)の手法を導入して2年ごとに年金コンサルタントに分析を依頼するなど、さまざまな方策を打ち出すことによって積み立て不足をほぼ解消したのである。

2) 高度な知識・経験を持つ基金スタッフ

年金基金のスタッフは、年金運用にとどまらない幅広い知識と実務経験を持っている(表4)

表4 基金スタッフに要求される主な知識

| |
|--|
| 受託者責任(エリサに規定) |
| ・アセット・アロケーション |
| ・パフォーマンス評価 |
| ・コーポレート・ファイナンス |
| ・ALM(Asset Liability Management 資産・負債の統合的管理) |
| 会計 税務 法務 |
| 債券格付け |
| 金融商品 |
| 外部機関(マスタートラスティなど)の提供サービス内容 など |

(出所)野村総合研究所

まず、エリサに規定される受託者責任に関する知識が最も重要である。違反すれば、訴訟問題に発展することも少なくないためである。また、資産配分やパフォーマンス評価など年金運用に関する知識があげられる。

さらに、基金運営と母体企業の経営・財務戦略をリンクさせるうえで、コーポレートファイナンス(企業金融)の知識が不可欠である。具体的には、母体企業の設備投資や研究開発投資などの投資決定に関する基本的な考え方、資金調達と資本構成、短期の資金繰りといった内容である。これに関連して、ALMの知識や債券格付け、および会計、税務、法務の知識も必要となる。加えて、マスタートラスティなどの外部機関が提供するさまざまなサービス内容についても正確に理解しておかねばならない。

このように、年金基金スタッフには年金の資産運用だけでなく、さまざまな関連分野に関する豊富な知識が求められる。

実際にスタッフのキャリアをみると、州立大学クラスでMBA(経営学修士)を取得して卒業し、就職

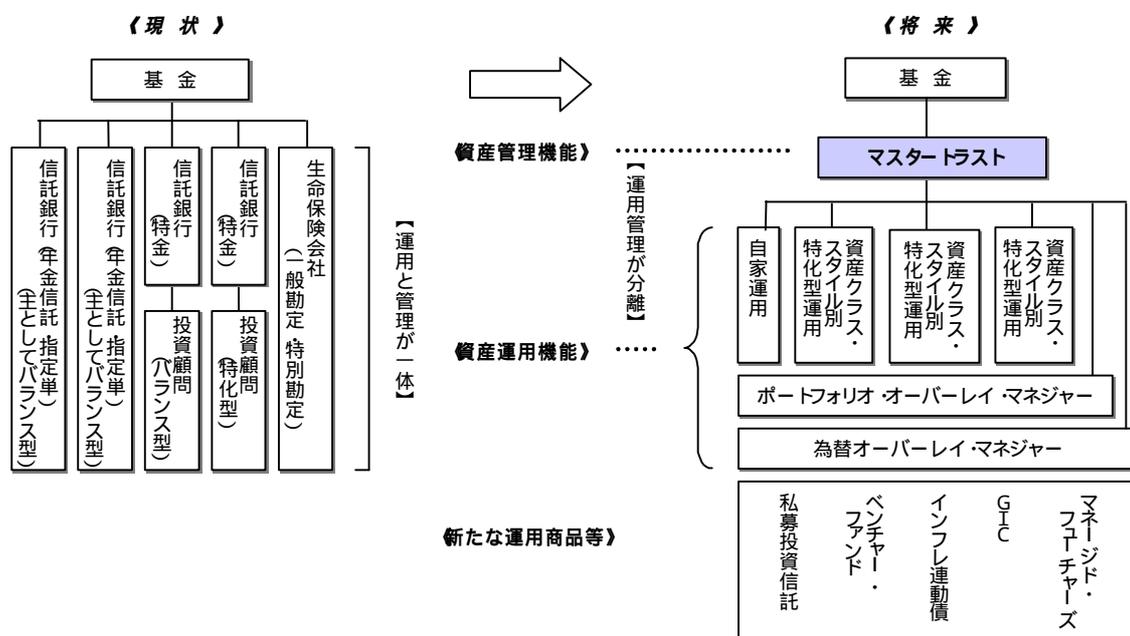
後に財務部門で4～5年のファイナンスの実務経験を積んでいる場合が多い。なかには、CPA（米国公認会計士）や弁護士といった専門資格を持っているスタッフもいる。

5. 求められる積極的な導入への動き

これまで米国の年金基金業務の高度化に貢献しているマスタートラストの実態をみてきたが、この仕組みが日本に導入されるとするならば、前述した厚生年金基金連合会の報告書が提示した姿が1つの将来像となろう(図10)

そこでは、年金資産の運用と管理がはっきり分離していない日本の現状と対比させる形で、将来はマスタートラストに資産管理機能をすべて委ね、運用機関はより専門性の高い運用に特化するというイメージが描かれている。

図10 基金の資産運用の将来像 (イメージ)



(出所)厚生年金基金連合会「運用自由化時代の資産運用 - 資産運用研究会報告書」1998年11月に野村総合研究所加筆

では、実現へのプロセスにおいて必要なのは何であろうか。最近、「マスタートラスト解禁」などといった論調が目立つが、導入に当たって制度的な障壁は存在しないとされる。真に求められるのは受託機関側のサービス提供努力と基金側による受託機関への積極的な働きかけであろう。

<注>

- 1 企業年金に係る受託者(年金基金と銀行、運用機関、コンサルティング会社など)が受益者(年金加入者など)に対して負う責任。主に忠実義務と善管注意義務(プルーデント・パーソン・ルール)の2つがある。忠実義務とは、受益者の利益のためだけに行動しなければならないことを指す。善管注意義務はプルーデント・エキスパート・ルールとも呼ばれ、資産運用に際して、投資の専

専門家と同等の注意が払わねばならないことを定めている。このほか、分散投資義務(運用の損失リスクを最小にするように年金基金の資産を慎重に分散投資する義務)と、文書順守義務(年金基金の定めた文書や投資ガイドラインを順守する義務)も、広い意味で善管注意義務に含まれる。

- 2 DTC とは、1973 年に設立された証券の保管振替業務を行う仕組みであり、日々の証券取引に係る決済は DTC において口座の振替によって決済される。参加者は証券会社、銀行、投資会社、保険会社、年金基金などである。証券会社と銀行は DTC 内に自分名義で口座を持つ直接会員となっており、投資会社、保険会社、年金基金などは直接会員を通じて決済を行う間接会員となっている。マスタートラストが提供する報告サービスは、DTC に依存するところが大きいといわれる。
- 3 この例では、マスタートラストが代理人(エージェント)として取引にかかわる場合を示している。