

トランジション・マネジメント

三木 まり

1 はじめに

年金基金などが資産運用の配分を変更する際に、最小の執行コストで資産を移管できるよう支援するトランジション・マネジメントが、欧米をはじめとして国内でも拡大の兆しをみせている。これは、運用実績が低迷している基金の間で、執行コスト節約の要望が高まっているのに対応した動きである。また、株式持ち合い解消などで株式をまとめて売買する大口取引が増えるにつけ、持ち合い株を相場へ影響させずに売却したい金融機関や企業も、市場を介さない取引に関心を示している。

欧米においては一〇年ほど前からトランジション・マネジメントは利用されはじめた。一方、日本では、一九九八年春頃から一部の証券会社を中心にサービスタグが開始され、年金スポンサーや機関投資家の資産移管時における最良執行の具体的な方法の一つとなっている。

最良執行義務は、本来、年金プランスポンサーと各運用マネージャーに対して課された義務と考えられるが、通常の日本の年金では委託運用が中心であるため、各運用マネージャーにおける最良執行を指す場合が多い。ただし、大規模な資産移管（シェア変更、マニフェストの変更¹）では、各運用マネージャーの最良執行の観点が局所的であるのに対し、年金プランスポンサーの観点は資産全体を包括的に捉えている点異なる。以下では、年金プランスポンサーの資産移管時における受託者責任の最良執行義務（特に執行コストの低減）に着目し、トラン

ジョン・マネジメントについて紹介と検討を行う。

2 トランジション・マネジメントの実状

(1) トランジション・マネジメントの歴史

まず、一九八〇年代において、特化型マネージャーストラクチャー⁽²⁾が浸透し、この導入のコスト抑制手法としてトランジション・マネジメントが米国年金で活用されはじめた。また、トランジション・マネジメントは、証券会社数社によって、このサービスを提供された。一九九〇年代に入ると、パッシブ・マネージャーが台頭してきた。パッシブ・マネージャーが運営するクロストレードのマーケットをトランジション・マネジメントに開放することが考えられる。クロストレードに関するアメリカのERISAの個別適用除外例をみると、インデックスファンドとポートフォリオの再構築プログラムとの間でクロストレードが認められている。一九九〇年代後半になると、コンサルタントの同サービスへの参入がみられる。このころになると、大型年金のみならず、中規模基金においてもトランジション・マネジメントの利用が急増した。

ところで、トランジション・マネジメントのマーケット・サイズについては、年金単位、運用機関単位のトランジションの区別が必ずしも明確ではないため正確な統計データは存在しない。二〇〇一年では、複数運用機関の入れ替えの「まとまったトランジション」は年間一〇〇〇件以上、移管金額五〇兆円と推定されている⁽³⁾。

(2) 米国において拡大するトランジション・マネジメント

米国におけるトランジション・マネジメントの拡大の現状についてサービスを提供する各社の実績を見ること

によって確認していききたい。まず、フランク・ラッセル社の場合、トランジション・マネジメントの移管資産総額は、一九九九年と二〇〇〇年の平均で約六〇〇億ドルであった。⁽⁴⁾ ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ社の場合は、一九九九年において三〇〇億ドル、二〇〇〇年一六〇〇億ドル、二〇〇一年一〜三月期だけで五〇〇億ドルの移管資産を扱っている。⁽⁵⁾ 最後に、パークレーズ・グローバル・インベスターズ社の場合は、一九九六年一六二億ドル（一一五件）から二〇〇〇年には一七五〇億ドル（四三三件）に増大している。トランジション・マネジメントを使用した顧客のうち約半分が公的年金基金（扱った資産の八一％は確定給付型年金、そのほとんどが米国株）であった。同社の発表ではトランジション・マネジメントに回される外国株も一九九七年五五億株から二〇〇〇年には四六四億株に増加している。

外国株の量が増えるのに伴い、コンサルティング会社のトランジション・マネジメントを使う年金スポンサーが増加している。移管の際の複雑なプロセスを支援してもらうこと、エクスポージャーを最大にしトレーディング等の費用を最小に抑え、移管のベストタイミングを知り、移管のベンチマークを決めるのが目的とみられる。

一方、トランジション・マネジメントを提供する会社数も増加傾向にある。一九九六年は三丁四社だったが、一九九七年には七社、二〇〇〇年には二五社に増加している。トランジション・マネジメントに掛かる費用を担当のマネージャーから見積もってもらうことは、受託者責任の徹底からも望ましいと考えられる。

従来、米国でのトランジション・マネジメントは大きな資本力を持つ証券会社に限られていたが、このサービスへのパッシブ・マネージャーの参入によって大きな展開を見せ、過去数年、この手法で移管される年金資産は年率三〇〜五〇％の割合で急増している。この現象は、パッシブ・マネージャー自らの受託資産の獲得、解約のフローと、顧客の移管のフローとで、いわゆるインターナル・クロスのコスト削減効果によるところが大きいと

(3) トランジション・マネジメントとは

Transitionは「移管」の意で、資産移管に係わる管理、執行を指す。これを行うトランジション・マネージャはシェア変更等によって運用機関間に発生する資金移動について、最小コスト（取引コストやトラッキング・エラー）での移管を実現するために、執行計画の立案、運用機関・証券管理機関との交渉、証券会社の選択及び売買執行を行う。業務の執行にあたっては、バスケット取引（複数銘柄の同時集中発注）やクロス取引（売買の同時発注）などを駆使して、売買手数料、税金等の明示的コストやマーケット・インパクトや機会コスト等の暗黙のコストを抑制する。

ポートフォリオの構築・再構築における具体的な作業としては、マネージャーの交代、資産配分の見直し、運用手法の変更、投資形態・保管機関の変更、新規資金／資金の流出、合併等の組織の変更に伴うポートフォリオの変更が挙げられる。トランジション・マネジメントはこうした新しいポートフォリオの構築のコストを管理するものである。

(4) トランジション・マネジメントの基本的仕組み

従来、資金移管の内容が決定されると移管日の前に証券の現金化を行い、現金を移管した後で買い付けを開始するのが通常であった。トランジション・マネジメントの場合、新旧ポートフォリオ間で同一の投資銘柄がある場合には現物移管またはクロス取引を行う。一致しない銘柄については売却・購入が必要となるが、その場合

も取引コストを最小化できる取引形態の選択（例：バスケット取引や自己勘定取引）を行うだけでなく、移受管を伴う一時的なエクスポージャーの低下を避けるため先物への投資を機動的に行う。

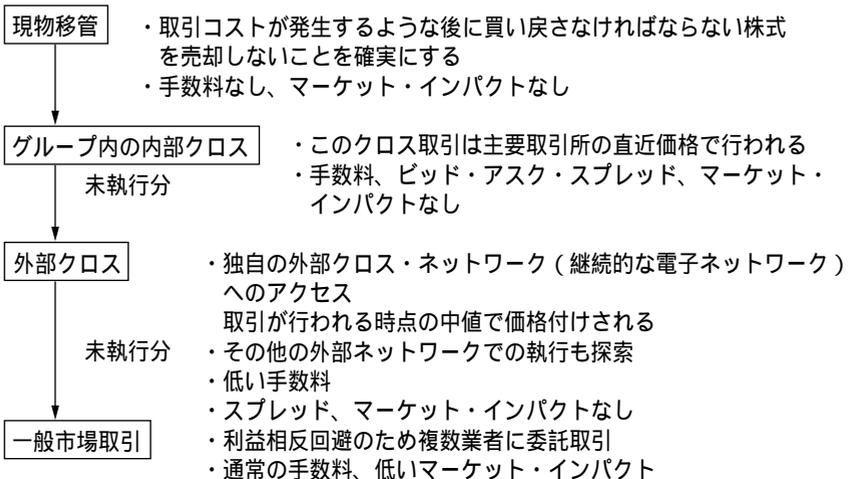
例えば、機会コストの削減のために、銘柄・セクター分析や国毎の分析を行い各レベルで売買戦略を最適化し先物オーダーイデヘッジを行う。

また、資産移管時における透明性の追求として、プレ・トレードにおける事前分析、取引執行中には、毎日進行状況をレポートし、ポスト・トレードには、執行結果の分析を行う。

(5) トランジション・マネジメントのスケジュール

トランジション・マネジメントのスケジュールを概観する前にトランジション・マネジメントの主要な参加者を確認しておきたい。トランジション・マネジメントの主要な参加者は年金スポンサー、グローバル・カストディアン、証券ブローカーの三者である。通常上記の三者でトランジション・マネジメントが行われるが、トランジション・マネージャーとして第三者が

図1 マーケット・インパクトと執行コストの削減例



（出所）ステート・ストリート証券資料に加筆。

コーディネーターするケースも海外ではある。

トランジション・マネジメントのスケジュールは、以下の七つの段階に分けられる。

事前の打ち合わせ

トランジション・マネジメントのアナウンス前にコーディネーターのトランジション・マネージャーがプランスポンサーと資金移管の計画を事前に打ち合わせ、全体のスケジュールを決定

トランジション・マネジメント・アナウンス

参加者全員を集めて年金スポンサーが各関係者にアナウンスするケースと書面にて協力を要請するケースがあり、アナウンス後は、トランジション・マネージャーが窓口となって各関係者との連絡をとる。

現状ポートのチェック

執行日に取り引可能かポートアクションなどの色々な角度から確認、必要に応じて執行日以前の売却を推奨

執行に関する最適シミュレーション

トランジション・マネージャーの最も重要な役割は売買ポートフォリオの分析を行い取引執行のための多種多様な執行方法を検討することである。取引が複数の資産クラスにわたる場合、一回だけの取引執行では最適な結果が得られな

表1 トランジション・マネジメントのスケジュール概要

移管日に対し	
2ヶ月前	トランジション・マネージャーの選定作業開始 この間、ブラインド・ベースなどでのコスト面での比較が望ましい
1ヶ月前	トランジション・マネージャー決定
2週間前	事前分析（トランジション・マネージャー） 提案の移管スキームの評価
1週間前	移管スキームの決定 移管スキーム最終確定（基金、運用機関、信託銀行、証券会社）
移管直後	事後分析

(注) 対象マネージャー数の多い場合、事前分析の期間を1 - 2週間長く要する場合もある。
(出所) 河野伊之「トランジション・マネジメント」経営情報研究会資料、2002年。

いことがある。ポートフォリオの分析のプロセスは、流動性、リスク特性、ボラティリティ、市場性などの要因毎に、ポートフォリオを分解して行われる。これらのシミュレーションとキャッシュフローをベースに目的にあった最適な取引戦略が年金プランスポンサーに提案され決定される。

執行日及び最良執行方法の決定

最終的な取引日・手法をすべての資産を含む全体での最適化のもとに決定

売買ポートフォリオの変更

売却予定資産は比較的早い段階で運用を停止し、予定執行日に何らかの理由で執行できないことが分かっている証券に関しては事前に売却を推奨する。買い付け予定銘柄のポートフォリオに関してはシミュレーション後の急激な市場変化に対しては運用者からの要請に応じて多少のポート変更を行う場合もあり得る。

キャッシュマネジメント

国内株式 転換社債では $t+3$ が通常の受渡日であるが、外国株式のセトルは各国で異なり、通常どおりのセトルで行うと売却代金の回収が購入代金の支払いに間に合わない（キャッシュショート）ことが起こりうる。このため、各証券の売買によるキャッシュフローを分析し、売買後セトルが完全に終了するまでの間でキャッシュショートすることがないようなセトル日に調整

3 マスタートラストとトランジション・マネジメント

マスタートラストは、一九七〇年代以降、米国で発展した信託サービスで、合併・買収の進展や従業員の職種に応じて企業内に複数の年金プランが並存するようになった企業の年金資産を、特定の信託銀行（マスタートラ

ステイ）が一元的に管理する仕組みをいう。これは、年金プラン管理のために、年金スポンサー（年金基金）とトラステイとの間で締結される単独信託契約の形態をとり、その結果として年金スポンサーが負う管理負担を大幅に軽減することができるものである。

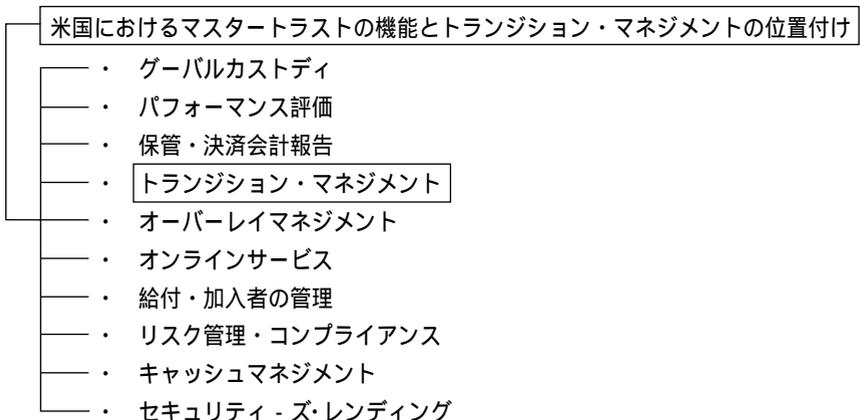
一般的にマスタートラストを「資産管理ビジネス」と捉える向きがあるがこれは一面的である。というのは、マスタートラストは「保管・決済」「会計・記録」という一連の業務で蓄えた膨大な資産管理データを集約・管理し、それを加工するところから始まる側面があるからである。

マスタートラステイの代表的なサービスとして、パフォーマンスの測定・分析がある。3年から5年にわたるパフォーマンスの測定の結果、そのシェア変更という大規模なポートフォリオの変更に際し、マスタートラステイは、コストを最小限にするための問題解決者として、トランジション・マネジメントを提供することになる。

つまり、米国のトランジション・マネジメントでは、マスタートラステイが効果的に機能を発揮しているといえる。

米国においては、マスタートラステイに資産管理を一元化するための枠組みが既に整備されている。しかし、日米両国における信託法制、金

図2 マスタートラストとトランジション・マネジメント



融法制、年金法制などの相違は大きく、米国のようなスキームを日本に導入するにはどのくらい時間を要するか予想がつかないのが実状のようである。

4 おわりに

米国のトランジション・マネジメントの場合、マスタートラスティやカस्टディ銀行においても、年金や投資信託といった資産管理業務を実際に行い、規模のメリットを追求し、十分なシステム投資を行ってきたからこそ、そのメリットを生かして資産管理業務を一層高度化してきた事実がある。

日本においては、近年の運用環境の低迷、受託者責任の厳正化の流れや、持ち合い株の解消などで株式をまとめて売買する大口取引が増えるにつれ、大口取引の執行技術が急速に進化してきている。技術の高度化には、社会的インフラとしてのRTGS化、DVP化、STP化といった決済機能の高度化、決済期間の短縮化への対応が求められており、そのためのシステム投資が迫られている。また、トランジション・マネジメントには、厚みのある自己資本が必要で、機関投資家向けの証券会社の勢力圏を塗り替える一因になるかもしれない。

また、米国におけるトランジション・マネジメントのサービスの現状を見ると、トランジション・マネジメント・サービスは、グローバルカस्टディ業務等と同様に、多大な設備投資、人的資源、経験、スキル等を必要とするサービスである。このような業務を継続的に行うための投資ができるサービス提供者は、寡占化される傾向にあるものと推測される。しかし、トランジション・マネジメント・ビジネスは、欧米からの趨勢として、また、持ち合い株を相場へ影響されずに売却したい金融機関や企業も関心を示す中、今後、将来的に成長の見込まれるビジネス領域であると考えられる。

注

- (1) バランス型から特化型、リバランスなどの色々なケースがある。
- (2) 資産運用機関を担う運用機関の構成。
- (3) Pension & Investment / ドイツ証券会社推計
- (4) フランク・ラッセル社は、二〇〇一年は一五〇〇億ドル規模になると予測している。
- (5) この時点で、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ社は、二〇〇一年は二〇〇〇億ドルになると予想している。

(みき まり・研究員)