

米国マスタートラスト制度の導入と 日本証券市場への影響

山 本 信 一

要 旨

本稿では、米国におけるマスタートラスト制度の状況を紹介し、マスタートラスト制度導入が日本の証券市場に与える影響を検討する。

米国では、1974年のエリサ法導入以降、団体年金市場へ投資顧問会社が参入し、シェアを拡大していった。これは、ブルーデントマンルールに基づき受託機関の能力と分別が厳しくチェックされ、運用機関が何を得意とするかが重視された結果である。さらに、従来、定年直前の名誉職であった年金資産管理者に、資産運用経験がないものの最先端の理論を好む若手MBA等が殺到するようになった。こうした中で、効率的でタイムリーな運用報告を行う運用管理機関としてマスタートラストが誕生した。

マスタートラスト導入前、年金スポンサーは、複数のカストディから、様々なフォームで毎月末終了後15～45日に運用報告を受けていた。しかし、マスタートラスト導入により、すべての運用機関のカストディを1つのマスタートラスト機関が引き受けることになり、年金スポンサーは、すべての運用報告を、同一基準・統一フォームでマスタートラスト機関から受けることになった。これによって、事務の効率化のみならず、客観的運用評価やコンプライアンスチェックが容易に行えるようになった。

また、すべての資産管理が同一マスタートラスト機関で行われる中、売買およびマーケットインパクトによる取引手数料を節約するものとして、インベントリーファンドが導入されるケースも80年前後には、多く見られた。インベントリーファンド（在庫ファンド）とは、株式のパッシブファンド（例えば、S&P500種のうち時価総額の94%を占める250種を所有する）のことで、同一のマスタートラスト機関における株式運用の例えば20%を引き受けるものである。残りの80%の株式運用を行うアクティブファンドは、原則として、市場との売買を回避し、インベントリーファンドを相手に売買を行い、取引手数料を激減させるものであ

る。しかし、80年以降の株式相場上昇の中で、インベントリーファンドが外部との売買で他のアクティブファンドのパフォーマンスを下回ったので、インベントリーファンドにより株式全体のパフォーマンスが向上しているはずであるにもかかわらず、年金スポンサーは、インベントリーファンドの採用を急減させていった。それに代わって、インデックスファンドのパッケージポートフォリオをマスタートラスト機関内で、内部取引するマスタートラスト機関も登場した。

こうしたマスタートラスト制度が、どのような形で日本に導入されるかは未だに明確ではないものの、導入による日本の証券市場への影響が大きいことも予想されうる。将来的には、厳密な運用評価とコンプライアンスモニタリングにより、売買手数料・回転率と売買によるマーケットインパクトの分析が進み、パッシブファンドが増加する可能性がある。これにより、証券市場の効率化が期待されるとともに、証券会社等にとっては、今なお課題とされる売買手数料依存経営の改革が一層求められることになるだろう。

目 次

- | | |
|---------------------------------------|----------------------------------|
| I. 米国マスタートラスト制度の形態 | VII. マスタートラスト制度導入による手数料変化 |
| II. 米国マスタートラスト制度を巡る状況 | VIII. マスタートラストのその他代表的サービスと受託資産推移 |
| III. 米国マスタートラスト制度の誕生 | IX. マスタートラスト制度導入による日本証券市場への影響 |
| IV. 1970年代の米国における年金制度を巡る環境と銀行の対応 | |
| V. マスタートラスト制度導入のメリット | |
| VI. インデックスファンド・インベントリーファンドとマスタートラスト制度 | |

I. 米国マスタートラスト制度の形態

一般的に、資産管理の方式としては、次の4つがあげられる。まず、第一にあげられるカストディは、「銀行が他の受託者の代理人として資産管理を行う最も簡単な形態」である。第二にあげられるトラスト（信託）は、「受託者（通常は銀行）が、法的資格に基づき、他者の利益

のために資産管理を行う形態（通常は投資行動を伴う）」である。第三にあげられる指図されたカストディは、「受託者が、信託受益者のために取られる投資行動について、他者からの明確な指図に基づき資産管理を行う形態」である。第四にあげられるマスタートラストは、「年金スポンサーが複数のファンドを管理するにあたって使用する信託形態」である。

最初の3つは単純な形態であり特に説明を要

さないが、マスタートラストは、1970年代中頃以降様々な意味で使われている。マスタートラストは、従業員年金制度管理を行うにあたっての決まり文句になっており、複数ファンドを1つの資産管理者の下で取り扱うものの総称である。また、マスタートラストの証券市場での意義は、公正な役割である。この役割は、投資信託で株式を購入することに似ているが、会計手続きや保存される投資情報のレベルがはるかに複雑である。

マスタートラストとは、「信託業務を行う銀行が提供する、一元的な年金資産の管理サービス等」と言われている。マスタートラストでは、このような管理サービスを行うために必要となる取引データ管理・会計記帳・時価評価・報告を行うのが中心的業務となっている。

図表1の左側は、米国型マスタートラスト導入前の概念図である。この年金スポンサーでは、1970年代前半以前、2つの年金制度（制度の開始時期が異なる）を持っていた。この年金スポンサーの資産管理者は、運用報告を信託銀行4社と生命保険1社から受けねばならなかった。そして、信託銀行A・生命保険Aが資産運用とカストディを兼ねているのに対し、信託銀行B・C・Dはカストディのみであった。投資顧問A・B・Cは資産運用のみを担当していた。運用報告は、5通りのフォームで毎月末終了後15日から45日で、不統一に行われていた。

この状態は、明らかに、年金スポンサー側にとって、手間と時間がかかっていた。カストディ手数料・運用手数料についても、第Ⅶ章で説明するように割高であった。

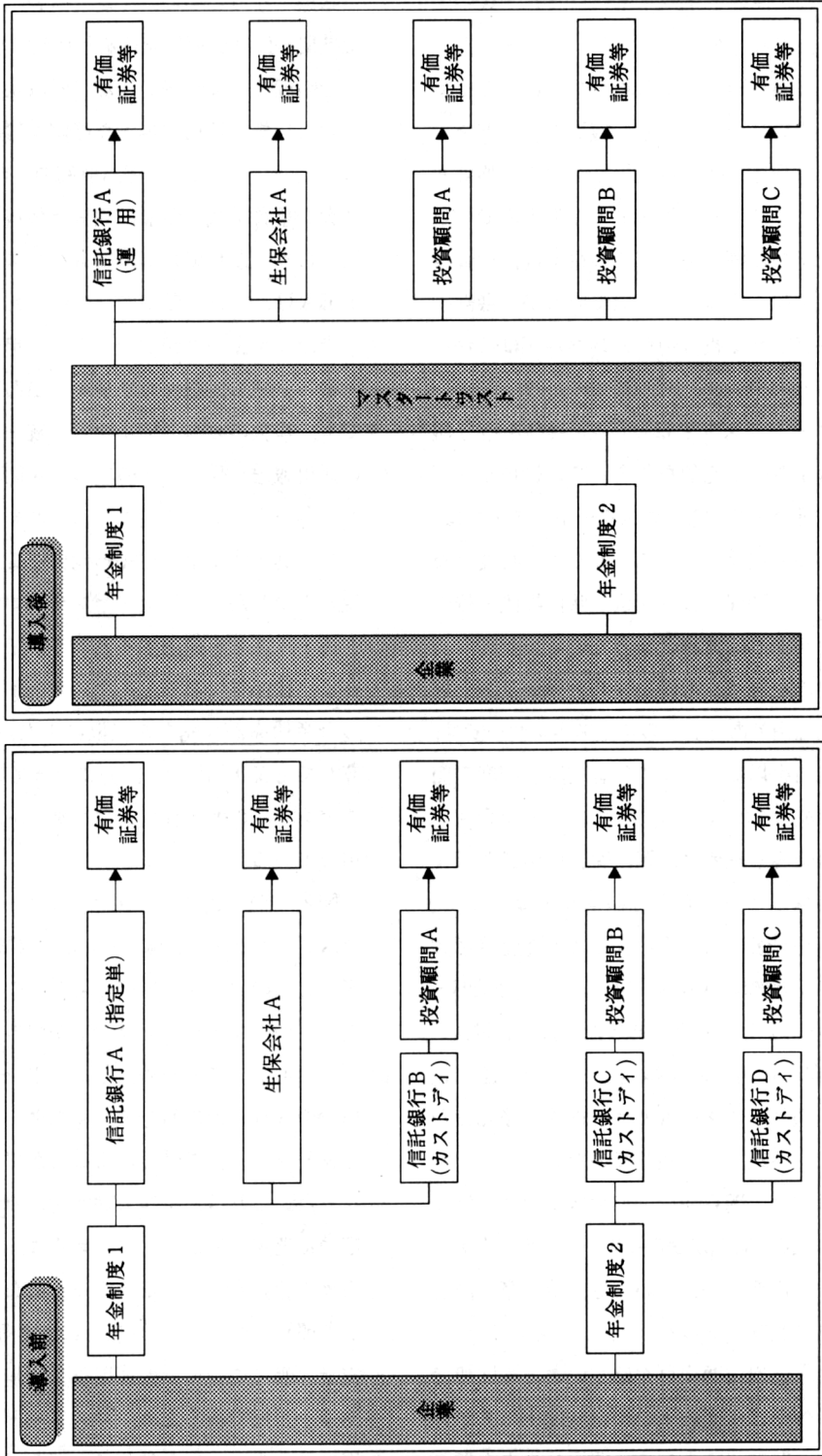
さらに、運用機関変更が難しいことも問題であった。例えば、図の中の年金制度1は若年者が多くなり財政状態も良く、運用リスクを取れ

る状態となったのに、インカム資産運用に優れた機関が保守的運用を行なう状態になっており、年金制度2は高齢者が増加し財政状態も悪化したのに、株式運用が得意な機関が積極的運用を行っていたとしても、運用機関の入れ替えには、莫大な事務手数料と多額の売買手数料を必要とした。こうした状態の解消にも、マスタートラスト導入は、非常に効率的な方法であった。

また、年金制度が1つしかない年金スポンサーにとっても、様々なメリットがある。最低限でも、複数のカストディから、統一性が全くない運用報告を受け、その内容の質問にあたって、各カストディへ聞くと言った非効率がなくなる。具体的には、1980年代になると、年金制度が1つしかない年金スポンサーですら、マスタートラストを採用するところが増加した。さらに、1996年になると、マスタートラスト機関の資産残高が5兆ドル（仮に1ドル110円で換算しても550兆円）と巨額に上っており、年金スポンサーの99%程度がマスタートラストを採用している。

図表1の右側は、年金スポンサーが単純に、マスタートラストを採用した場合である。まず、変化したのは、すべての運用機関のカストディを、1つのマスタートラストが引き受けていることである。このため、年金スポンサーは、運用機関5社の運用報告を、マスタートラストから統一フォームで受け取ることができるようになった。これは、事務の効率化のみならず、客観的な運用比較が容易に行えるようになり、運用効率化にも大いに資することになった（図表2参照）。マスタートラストによる運用評価は、定量評価については、運用コンサルタントより迅速・正確であるため、マスタートラストは運用コンサルタントの業務の一部を代替すること

図表 1 米国におけるマスタートラスト導入前後の概念図



図表2 レポートイメージ

4. ベンチマーク

	国内株式	国内債券	米国株式	米国債券	欧州株式	欧州債券	合計
個別資産リターン	14.00%	7.00%	15.00%	-10.00%	-5.00%	-8.00%	7.60%
ベンチマークウェイト	30.00%	52.00%	5.00%	5.00%	5.00%	3.00%	100.00%
ベンチマークリターン(ア)	4.20%	3.64%	0.75%	-0.50%	-0.25%	-0.24%	7.60%
基金ウェイト	30.90%	45.96%	11.20%	8.30%	1.32%	2.32%	100.00%
基金リターン(イ)	3.20%	3.81%	2.36%	-0.47%	0.05%	-0.20%	8.76%
ベンチマーク比較(イ-ア)	-1.00%	0.17%	1.61%	0.03%	0.30%	0.04%	1.16%

5. ベンチマーク対比収益要因分解

	国内株式	国内債券	米国株式	米国債券	欧州株式	欧州債券	合計
〇〇生命保険	0.00%	-0.10%	0.42%	0.02%	0.08%	0.00%	0.42%
××生命保険	0.02%	0.32%	-0.10%	0.02%	0.03%	-0.01%	0.28%
〇〇信託銀行	-0.81%	0.57%	0.36%	0.05%	0.00%	0.00%	0.17%
××信託銀行	0.06%	-0.19%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.13%
〇〇投資顧問	-0.40%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.40%
××投資顧問	0.00%	0.00%	0.00%	0.28%	0.00%	0.00%	0.28%
運用機関合計(ア)	-1.13%	0.60%	0.68%	0.36%	0.11%	-0.01%	0.62%
アロケーション(イ)	0.13%	-0.42%	0.93%	-0.33%	0.18%	0.05%	0.54%
合計(ア+イ)	-1.00%	0.17%	1.61%	0.03%	0.30%	0.04%	1.16%

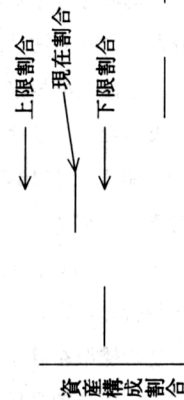
1. 配分金額

	配分金額	特徴	評価損益	運用利回り
〇〇生命保険	10,000	バランス型	910	9.1%
××生命保険	8,000	バランス型	740	9.2%
生保合計	18,000		1,650	9.2%
〇〇信託銀行	15,000	バランス型	1,620	10.8%
××信託銀行	10,000	バランス型	670	6.7%
信託合計	25,000		2,290	9.2%
〇〇投資顧問	5,000	特化型	500	10.0%
××投資顧問	2,000	特化型	-60	-3.0%
投資顧問合計	7,000		440	6.3%
基金合計	50,000		4,380	8.8%

2. アロケーション

	国内株式	国内債券	米国株式	米国債券	欧州株式	欧州債券
××生命保険	20.0%	25.0%	30.0%	10.0%	5.0%	10.0%
〇〇生命保険	15.0%	66.0%	10.0%	5.0%	2.0%	2.0%
〇〇信託銀行	45.0%	38.0%	12.0%	5.0%	0.0%	0.0%
××信託銀行	5.0%	95.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
〇〇投資顧問	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
××投資顧問	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%	0.0%	0.0%
基金合計	30.9%	46.0%	11.2%	8.3%	1.3%	2.3%
投資金額	15,500	23,000	5,600	4,200	700	1,200

3. 運用ガイドライン



国内株式 国内債券 米国株式 米国債券 欧州株式 欧州債券

になった。すると、一部の運用コンサルタントはマスタートラストを評価するようになった。なお、もう1つの変化は、2つの年金制度がいずれの運用機関を採用することもできるようになったことである。

Ⅱ. 米国マスタートラスト制度を巡る状況

米国のマスタートラスト制度誕生を述べるに先立って、年金ファンドの運用状況を辿ることにする。従業員年金ファンドで株式が初めて購入されたのは、戦後1950年代になってからである。これは、株式の債券に対する超過収益が注目されたのが1950年代後半から1960年代であったからである。1960年代は、年金ファンドにとって良い時代であり、普通株式の高騰により、アクチュアリーが未実現利益により給付を増額することを可能にした。1970年代は、不幸にも、普通株式の下落により、未実現利益を未実現損失の補填に使うことになった。もっとも、1970年代には、金利の上昇により、新規購入債券のインカム収益が増大したことから、年金制度全体の運用状況にとっては、必ずしも悪くなかった。

こうした中、1974年にマスタートラスト制度拡大に大きな影響を与えることになるエリサ法が制定された。エリサ法は、数個の簡単な規定から始まり、立法上の規定を経て成長し、包括的な規定となった。エリサ法は、適格要件・最低積立基準・給付と拠出の制限・制度破綻保険・受託者責任・ディスクロージャーについて規定している。さらに、税制取扱にも言及し、資産管理・執行を規定し、年金数理計算についても、ある種の標準を確立した。

エリサ法は、受託者責任を規定したことによ

り、画期的な規制となった。エリサ法制定後、年金スポンサー・弁護士・アクチュアリー・コンサルタント・資産管理者は、巨額の年金資産・負債の管理にあたって、資産運用・資産管理・制度設計で、訴訟をおこされるリスクに常にさらされることになった。こうした責任を問われかねない状況の下で、彼らは、自分たちを守る方法を探求していった。

他方で、従業員福祉分野でも劇的な変化が起こるであろうと予想された。ブルーデントマンールの確立は、多くの人に、最も保守的なブルーチップ投資が増えると考えさせた。別の多くの人々は、独立系投資顧問の死を予想した。また、多くの人は、確定給付年金がエリサ法の厳しい規定のいくつかのために不人気になると考えた。確定拠出年金は、拠出額をコントロールし易く、さらに良いことに、一旦、企業が拠出した後は、企業に責任がなく、運用パフォーマンスが悪くても追加拠出の必要がないことから、人気が出ると考えられた。

1974年のエリサ法制定以降、一時的に大変保守的な動きが広がった。ある年金スポンサーは、高利回りで有名な4投資顧問の契約を打ち切った。しかし、市場は、まもなく、エリサ法への回答が保守主義だけではないことに気付いた。結局、高利回りを獲得することが必要であり、市場にうまく対応する方法の1つは、短いサイクルの相場変動で収益をあげることであった。投資手法は、常にある程度循環的に流行するものであり、今後もそう考えられる。

独立投資顧問会社は、市場から締め出されるどころか、むしろ、エリサ法制定以前よりシェアを拡大していった。信託銀行は、シェアをこうした投資顧問会社に取りられていった。生保業界は、不動産や貸付のような得意とされる分野

で魅力的な商品を提供して、生き残りを図った。1974年以降、年金スポンサーが一定期間利回りを固定できるGICが生保主力商品となった。

最後に付け加えると、エリサ法の管理責任厳格化の下でも、決して、確定給付年金が減少することはなかった。

エリサ法制定により引き起こされた大きな変化の1つは、特化運用の普及である。この傾向は、プルーデントマンルールの解釈に大きく影響されている。受託者責任の明確化により、受託機関の能力と分別を厳しくチェックするようになった。多くの機関の中で、その運用機関が何を得意とするかが重視されることになった。

結果として、信託銀行や生保は、サービスを分解していった。これは、信託銀行が、エリサ法制定以前すべての業務を行うことを好んだことからすれば、革命的なことであった。例えば、エリサ法制定以前、ある信託銀行が自社で資産管理せずに、資産を運用することなど考えるはずもないことであった。生保も、従来は考えられないような行動を採ることになった。例えば、生保は、長期所得補償保険や健康保険などを単品で販売するようになった。

投資スタイルについて言えば、成長株や景気循環株に特化した投資顧問会社が出現した。債券アクティブ運用も、別のスタイルの特化運用であった。一方、安全な長期固定金利投資に特化した運用機関も出現した。

もう1つの主要な変化は、現代ポートフォリオ理論の普及である。この理論は、株式が一方的に上昇した1960年代にはそれほど注目されなかったが、1970年代に入り株式相場が下落する中で、リスクを認識するものとして使われた。

エリサ法により、年金スポンサー側でも、アクティブな資産管理者が誕生することになった。

もはや、年金資産管理者は定年直前の名誉職ではなくなった。この職業は、企業福祉に大きな影響を持つものとなり、高度な技能を有し、大変意識の高い個人が従事する重要な仕事になった。

最後の大きな変化は、資産管理に特化した銀行（マスタートラスト）の出現である。マスタートラストの出現により、年金資産管理者は、細かい事務管理に煩わされることなく、実質的な業務に専念できることになった。

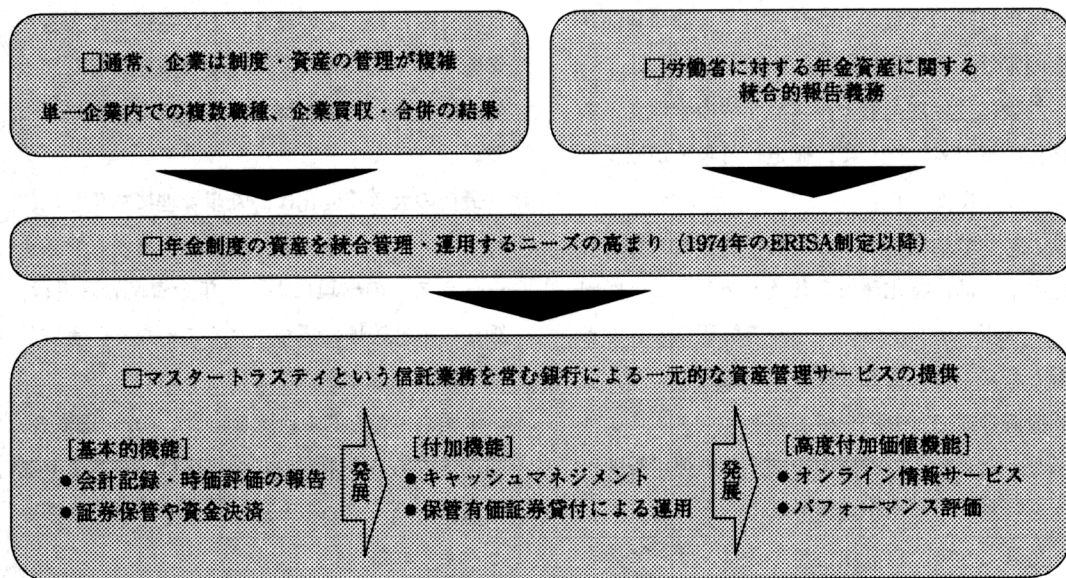
米国の年金を巡る状況を記したのが、図表3、図表4である。米国の年金市場は、日本より20年以上も進んでいると思われ、学ぶことも多いと考えられる。

Ⅲ. 米国マスタートラスト制度の誕生

前述のように、マスタートラストは、1企業の年金制度あるいはグループ企業の年金制度をまとめて管理するものであるが、最初に、グループ企業の複数年金制度が合同で資産管理されたのは、1950年に、International Harvester Companyにおいてである。その当時、2つの年金制度が同じカストディにおいて管理されることが開始された。しかし、このケースでは、2つのポートフォリオ（資産構成は同じ）が維持されており、拠出や給付のタイミングが違ったため、2つのポートフォリオの収益率が若干異なっていた。

当時の年金資産管理者たちは、「収益率に差があるのは、間違っている。この収益率格差をなくす方法を探すのが望ましい」と考えた。もっとも、この収益率格差をなくすことは、会計上、間違っていたのであるが、当時は、このことが理解されていなかった。

図表3 米国におけるマスタートラストサービス

図表4 米国におけるマスタートラストの発展
—米国に20年以上遅れる日本の資産運用・管理の現状—

	1960年代	1970年代	1980年代
年金 スポンサー	○運用過程に関与せず ○運用のコントロールなし ○パフォーマンス向上への関心の萌芽	○受託者責任の負荷 ○資金コントロールの主体的運営 ○運用情報の要求	○国際分散投資の開始 ○積立不足のディスクロージャー ○情報の分析 ○コスト意識の高まり
投資 マネージャー	○制約条件に縛られた運用戦略 ○銀行・保険会社为中心	○パフォーマンスに集中 ○運用技術の高度化・専門化の進展	○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 ○年金スポンサーは無意識 ○非標準化サービス	○マスタートラストサービスの開始 ○標準化された経理報告等	○グローバルカस्टディ ○コミュニケーションテクノロジーの進化 ○運用機関のコンプライアンスチェック

出所：「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1995.12）」に加筆

そこで、彼らは、2つの制度の資産を合同で運用しようとした。これは、その後のマスタートラスト活用が理由が、合同運用のためではなく、合同管理を主たる理由としているのと比べると奇異である。多くの人は、マスタートラスト制度が有意義である理由に、合同運用があることを無視していると考えられる。

この2つの制度の資産を、1つのポートフォリオで管理するためには、合同運用ファンドを作る必要があった。グループ企業の複数制度を同一ファンドで資産運用することになったのは、初めてのことであった。株式持分を管理するものとして、ユニット価格制度の形態が使われた。ユニット価格は、四半期毎に計算され、その期

間の運用成果を反映したものであった。そして、様々なキャッシュフローにより、ユニットを買ったり売ったりすることが行われた。このように、マスタートラスト制度のコンセプトは、1950年に遡るが、マスタートラスト制度が本当に導入されるには、非常に長い時間を要した。なぜならば、1950年代は、団体年金分野で、銀行と生保が主要な管理者で、その能力が疑われたことはなかった。拠出金が、銀行や生保に預けられるのは当然と考えられており、それ以外の資産運用機関が採用されることは稀であった。それ故に、独立した投資顧問の成長は遅々としたものであった。

しかし、1960年代になると、次のような変化があらわれはじめた。第一に、投資顧問会社がかなり成長してきたため、銀行と生保だけが、団体年金分野のプレーヤーではなくなった。第二に、当時、投資信託が人気となり、投資信託業界に若い有能な人が入社し、こうした人が新しい投資顧問会社を次々に設立することになった。第三に、60年代の優良株相場で、投資信託がこうした有能な人たちにより素晴らしい運用成果を上げたことも影響し、企業の財務担当者が積極的な株式運用を行うようになった。第四に、銀行・生保の年金資産のトータルリターンは、1950年代に購入した低金利インカム資産の影響で低かったため、銀行・生保の利回りは、投資顧問会社の利回りに比べて見劣りするものであった。第五に、いろいろな実務的な問題で、銀行・生保の不動産投資や合同運用信託の利回りも低かったことから、当然のことながら、年金スポンサーの不評を買った。第六に、銀行・生保の経営者は、現実には起こっていることを正しく認識できず、自分たちの経営スタイルを変えなかったにもかかわらず、年金スポンサーの

銀行・生保支持を期待していた。

このような1960年代の変化は、銀行・生保による年金市場支配をゆるがす可能性を秘めていたが、さらに、1970年代になると、次のような決定的変化がおこった。1つは、金融環境が1969年から悪化し、1973・74年の第一次石油ショックで危機を迎えたことである。成長株神話を長年にわたって信じていた銀行などが破滅を迎えた。第一次石油ショックが起こるやいなや、成長株投資なканずく小型成長株の投資パフォーマンスが急降下した。もう1つの大きな変化は、従来、定年直前の名誉職であった年金資産管理者に、資産運用経験はないものの、最先端の理論の好きな若手MBAが殺到することになったことである。彼らは、投資顧問会社などの運用専門機関を多く採用するとともに、正確でタイムリーな運用報告を求めた。そして、彼らは、正確性に欠ける時価を、月末終了後20日も経って報告する銀行・生保などに我慢できなくなった。そこで、効率的でタイムリーな運用報告を行うのに最も適した運用管理機関としてマスタートラストが誕生することとなった。

IV. 1970年代の米国における年金制度を巡る環境と銀行の対応

さらに、1970年代の年金制度を巡る環境をやや詳細に分析するとともに、そうした環境がどのようにして、年金制度に革命的变化をもたらしたかを考えてみたい。年金制度を巡る環境は、次の3つに分類される。

①年金スポンサー側の要因

第一に、複数の投資顧問を年金スポンサーが使うことが当然のこととなった。年金スポンサーが銀行に預けてきた巨大なポートフォリオの

分散投資をしなかった場合、無分別ではないとしても、少なくとも怠慢と考えられた。第二に、年金スポンサーが運用機関を増やすに従い、運用機関に付随する資産管理機関も増えていった。また、各銀行が従来運用してきた資産がすべて投資顧問会社に移管された場合、銀行にとっては、その資産管理業務だけでも受託できれば、シェアアウトされた痛みがある程度、緩和された。その結果、1つの年金スポンサーが、複数の資産管理機関を採用することも普通になっていた。第三に、複数の年金制度を年金スポンサーが採用するケースが多かった。かなりの会社で、業務の多様化により、職種により複数の年金制度を採用している場合があった。同一職種であっても、確定給付と確定拠出のように、複数の年金制度を採用することもあった。

②制度的要因

第一に、エリサ法によるディスクロージャー要請強化があげられる。1940年代から、様々な従業員年金プランは、個人の受取人に対して、何らかの報告を行っていたが、エリサ法が制定されると、年金スポンサーや受託機関がディスクローズをどの程度行う必要があると思うかにかかわらず、極めて詳細なディスクロージャーが強制された。第二に、エリサ法による合併関連規定は、合併により、個々従業員の年金権利が侵されることを禁止していた。第三に、ワシントンを始めとする年金市場一般では、年金制度をなるべく定型化することが求められた。

③市場の要因

第一に、不安定な金融市場が影響したと考えられる。1960年代終わりまで、NYダウ平均の1日の価格変動率は、1%未満であることが普通であった。ところが、1970年代になると、NYダウ平均は、1日で10~15%変動することが異

常とは言えなくなった。多くの従業員にとって、株価の激変は無視できず、特に、運用結果が給付に直接反映される確定拠出年金にとっては、運用の巧拙が大問題であった。第二に、同一市場でのパフォーマンス格差が目立ったことがあげられよう。急落した市場の下でも、すべての運用機関が同様であったわけではない。例えば、NYダウが下落した1973年については、運用機関ごとの下落率は、10%であったり35%であったり、区々であった。

上記のような環境の下で、年金管理者は、長く親密な関係にあった銀行・生保との関係を必ずしも考えずに、資産運用をどうするか、それに伴い資産管理をどうするかを、合理的に考えるようになっていった。

こうした環境の変化にさらされ、さらに、1973~74年の弱気な市場環境の下でも、ほとんどの銀行は資産管理ビジネスに特化することなど考えてもみなかった。これは、資産運用の方が、資産管理より格が上のビジネスであると考えられていたからである。多くの銀行は、投資パフォーマンスが良ければ、年金スポンサーは、報告が遅いとか不正確であるとか言わないと考えていた。

しかし、こうした態度は、比較的短い期間で変化した。なぜならば、1974~76年に多数の運用専門機関が参入し、競争が激化したためである。その結果、銀行は進んで運用サービスと管理サービスを分離し、資産管理特化業務を喜んで引き受けるようになった。

次に、高度で教養のある資産管理者は、従来より、高度な資産管理ビジネスを要求した。

市場が、信託銀行業務と商業銀行業務を分けて見るべきであると言う合理的態度をとるようになったので、多くのマスタートラスト契約が、特に強い融資関係のない銀行と年金スポンサー

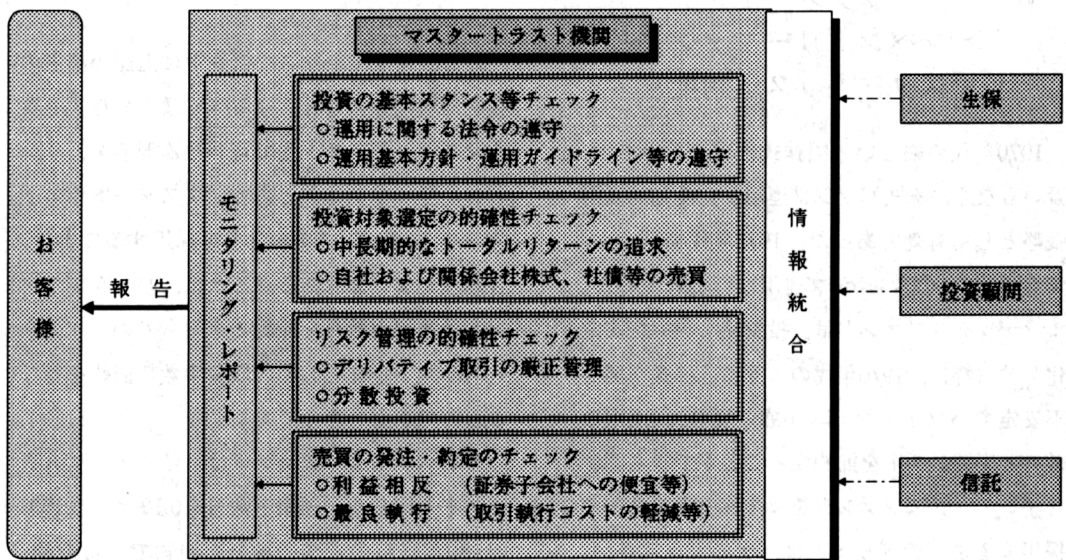
の間で締結された。こうした時代が到来すると、強力な企業融資関係があっても、信託部門が質の高い業務を行っていないければ、資産管理業務を維持できなくなり、資産管理業務がマスタートラストに集中していった。

V. マスタートラスト制度導入のメリット

米国で導入されたマスタートラスト制度の基本的メリットとして、以下の点が指摘できる。第一に、資産管理の一元化があげられよう。年金スポンサーは、マスタートラスト導入以前は、複数の資産管理機関と接触しなければならなかったが、マスタートラスト導入により、マスタートラスト機関一社との折衝を行えば良くなった。第二に、標準化されたコミュニケーションがあげられよう。マスタートラスト導入により、資産運用報告の精度・即時性を向上させつつ、統一フォームで行うことができるようになった。

さらに、従来、年金スポンサー各部門・コンサルタントなどが、資産運用報告について、様々な問い合わせをどこへおこなって良いか迷うこともあったが、マスタートラスト機関に尋ねればすべて分かるようになった。第三に、エリサ法に基づく報告書への対応があげられよう。マスタートラストは、エリサ法に基づく詳細な報告書への対応でも、大きな役割を果たしている。例えば、同一銘柄への投資が、その銘柄の時価総額の一定割合を超えた場合、報告しなければならないという規定に対応する場合、複数の投資顧問で保有している同一銘柄の時価を集計するのは、一般的に膨大な作業が必要である。ところが、資産管理をマスタートラストで一元的におこなっており、個別銘柄の売買・保有状況が分かるようになると、こうした分散投資規制への対応を容易にできるようになった（図表5参照）。第四に、全資産を同一価格で評価することのメリットも大きい。従来、資産管理機関

図表5 コンプライアンスモニタリングサービス
—運用機関のコンプライアンスチェック—



毎に、時価の把握手段が異なっていた。さらに、会計報告においても、現金ベース・受け渡しベース・約定ベースが混在しており、運用パフォーマンス比較の制約となっていた。これが、マスタートラスト導入にあたり一元化され、正確な運用状況比較が可能になった。第五に、シェア変更が容易になったこともプラスである。従来、シェア変更にあたっては、一般的に資産管理機関を変更する必要がある、資産移管に、長時間を要し、大きなコストがかかっていた。マスタートラスト導入後は、合同運用ファンドに委託している場合を除き、資産管理機関の変更は不要となり、年金スポンサーが望めば、円滑なシェア変更が可能になった。第六に、コストの削減が図られたことがあげられよう。上記のように、サービスの質的向上もあり、コスト削減が必ずしもマスタートラストの導入の大きな理由とは言えない。但し、サービス水準を一定とすれば、資産管理の一元化・運用評価会社に依頼していたパフォーマンス評価料削減・会計検査容易化によるコスト削減が期待できる。

VI. インデックスファンド・インベントリーファンドとマスタートラスト制度

1970年代の厳しい米国株式市場においては、疑いもなく、株式パッシブ運用が、受動的運用戦略として有効であった。1970年代初頭から、年金ファンドでパッシブ運用が行われ始めた。インデックスファンドは、投資リターンを安定化させ（特に、1970年代のように、株式市場が不安定でパフォーマンスが悪い場合）、運用手数料と売買コストを節約することができる。

インデックスファンドをマスタートラストで採用することのメリットは、次のように多い。

第一に、投資リターンが安定し、執行コストが大幅に削減されるメリットがあげられよう。第二に、確定拠出年金の株式ファンドにおいては、特に手数料削減のメリットが大きい。第三に、インデックスファンドがマスタートラストにある場合、同一マスタートラスト内のアクティブファンドは、多くの場合、インデックスファンドを売買相手に選ぶことができる。これは、売買手数料とマーケットインパクト（かなりの量の株式を年金ファンドで購入する場合には、市場価格を上昇させてしまい、当日の高値での購入となることが多い。一方、かなりの量の株式を年金ファンドが売却する場合、当日の安値での売却となることが多い。）を回避できる。第四に、シェアアウトしたいアクティブ運用機関にパッシブ運用を任せれば、既存の運用機関との関係を保ちつつ、運用改善を図れる点があげられよう。第五に、流動性の高い銘柄で主として構成されるパッシブファンドは、キャッシュフローの変化による売買を容易に、低コストで行えることがある。第六に、パッシブファンドは、銘柄分散・業種分散により、リスクを軽減できるメリットもある。

他方、インデックスファンドに上記の第三の在庫的機能を持たせ、なるべく多くの株式売買をマスタートラスト内で行わせる形態を、インベントリーファンドと言う。マスタートラストで単なるパッシブファンドを採用することは、合理性を欠く面もある。これは、パッシブファンドは運用手数料を節約できるものの、マスタートラスト全体としての取引手数料節約を行うことができないからである。

インベントリーファンドは、インデックスファンドと同じく、運用手数料を0.1%から0.15%（1980年当時の米国の場合）節約できるため、

一時流行した。インベントリーファンドが一定比率以上あれば、同一マスタートラスト内のアクティブファンドが、市場相手でなくインベントリーファンドを相手に売買を行っても、インベントリーファンドの銘柄構成を大きく変化させなくても済む。

インベントリーファンドで節約できる取引コストを定義するのは、比較的簡単である。実際の売買コストとマーケットインパクトである。マーケットインパクトは、株式を年金ファンドで買おうとすれば価格が上がってしまい、株式を年金ファンドで売ろうとすれば、価格が下がってしまうことである。売買コストは小さいが、マーケットインパクトは、推定に差違があるものである。Wilshire Associatesによれば、合計取引コストは、アクティブマネージャーの場合、1.5%程度、パッシブマネージャーの場合0.5%程度とされている。シティバンクでは、証券会社が売買手数料の安いパッシブファンドの取引を余り好まないで、結果的に両者とも0.75%程度としている。

マスタートラストの株式運用のうち何割をインベントリーファンドにするのが効率的かは、①アクティブファンドがインベントリーファンド（パッシブファンド）の収益率をどれだけ上回るか。②取引コストが、アクティブファンドとパッシブファンドでどれだけ違うかによって、かなり違ってくる。

これについて、シティバンクで行われた研究¹⁾では、以下の結論を導き出している。第一に、パッシブファンドを採用するのであれば、マスタートラスト内で株式売買の多くを行うインベントリーファンドとして採用するべきである。第二に、パッシブファンドの全株式ファンドに対する望ましい占率は20%程度であるとしてい

る。

但し、近年の株式相場上昇下でのアクティブファンド隆盛の中で、株式ファンドの一部をインベントリーファンドにしておくと、インベントリーファンドの収益率が市場との売買により、ベンチマークを下回るため、インベントリーファンドの採用は激減していった。インベントリーファンドの採用で株式運用全体のパフォーマンスは良くなっている可能性が高くとも、インベントリーファンド自体のパフォーマンスが低いことを、年金スポンサーが看過できなかったからである。もっとも、株式の弱気相場が1970年代のように出現すれば、この傾向も変わるかも知れない。なお、インベントリーファンドに代わって、インデックスファンドのパッケージポートフォリオを、同一マスタートラスト機関内で内部取引する方法が、かなりのマスタートラスト機関で行われるようになった。

VII. マスタートラスト制度導入による手数料変化

マスタートラストにはコスト節約効果がかなりあるにもかかわらず、エリサ法によるデイスクロージャーのメリットが強調され過ぎているため、コスト削減効果が忘れられているようである。米国の1980年までの事例でも、マスタートラストの構築により大幅な手数料削減が図られたケースがいくつかある。この例については、この後で紹介するが、マスタートラストによる手数料節約は、マスタートラストのメリットのごく一部であることは事実であると考ええる。マスタートラストの最大のメリットは、非常に柔軟で将来にわたって年金制度全体のコスト増加を押さえっていくための投資手段かつ経営情報システムであることであり、将来的に年金制度全

体のコスト増加を押さえていくものである²⁾。

マスタートラストを構築する場合、手数料を節約できるかは、次の7つの要因に依存している。第一に、採用しているポートフォリオ数が多いほど、統合による手数料削減が大きい。第二に、運用機関も統合し、運用手数料の超過低減度合が大きい方が手数料を節約できる。第三に、カストディー手数料の超過低減度合が大きいほど、手数料を削減できる。第四に、運用評価手数料が、既存のコンサルタントより安ければ、全体手数料を減らせる。第五に、会計検査費用が、既存の委託機関より安ければ、全体手数料を削減できる。第六に、インデックスファンド等の活用をうまく行えば、実質的な手数料(売買手数料+マーケットインパクト)を節約できる。第七に、単独運用の占率が高い方が、統合による手数料削減が大きいことがあげられよう。

マスタートラスト導入による手数料変化を例示したのが、図表6である。これは、図表6の左上にある前提のフィー体系の場合についてのシミュレーションである。マスタートラスト導入前は、図表6の左下のように、全体の手数料率は0.30%であった。

まず、単純に運用受託機関数を減らすとともに、合同運用資産から単独運用資産(運用評価やコンプライアンスモニタリングをマスタートラストで十分に行える)へ移管すると、単独運用の手数料率の高さが影響して、全体の手数料率は、図表6中央のように、0.33%に上昇してしまう。

次に、上記変更に加え、アクティブファンドの半分をインデックスファンドに移し、合同運用ファンドも増額すると、全体の手数料率は、図表6の右のように、0.24%へと削減できる。

マスタートラスト制度は、全体としての年金制度の合理化を目指すもので、けっして単なる表面上の手数料率削減を目指すものでないもの、この例のように、使い方次第では表面上の手数料率を削減できる場合が多いと考えられる。

VIII. マスタートラストの その他代表的サービスと 受託資産推移

マスタートラスト制度の代表的サービスで、ここまであまり取り上げていないものには、以下がある。

1. セキュリティレンディング(有価証券貸付)

有価証券貸付は、米国では以前から行われていたが、1960年代の損失補填からイメージダウンした。しかし、株式等を貸し付け、利息を得ることにより超過収益を確保できることは事実である。また、貸付ける有価証券を多量に保有しているのは、巨大な資金を管理しているマスタートラスト機関であることから、米国では有価証券貸付が、年金スポンサーとマスタートラスト機関の貴重な収益源になっている。但し、マスタートラストを始め、多くの市場参加者が有価証券貸付を行うようになると、貸出料率が下がるとともに、貸し出している期間が短くなり、収益が減少することになる。

2. グローバルカストディ

年金スポンサーが海外投資を行う場合、マスタートラスト機関は、グローバルカストディとして大きな役割を果たす。例えば、米国からドイツ・日本に投資する場合、海外での証券保管・利子受取り・為替変換などをマスタートラスト機関は効率的に行える。グローバルカストディを得意とするマスタートラスト機関

図表6 米国におけるマスタートラスト採用による運用委託機関の再構築事例
～「MASTER TRUST -Simplifying Employee Benefits Trust Fund Administration 1980年発行」から編集～

【フィー体系】

Investment adviser fees	≡ 投資顧問手数料	0.30%
Directed trustee fees	≡ カストディ手数料	0.10%
Bank manager/trustee fees	≡ 指定単手数料	0.20%
Bank commingled fund fees	≡ 合同運用口手数料	0.16%

※簡単のため、資産規模に応じた通減率は採用していない。

【現在の全体コストとその内訳】

	Asset Value	Fee Rate	Annual Cost
投資顧問A	13.4 ^{億円}	× .30%	= 4,020 ^{万円}
信託銀行A(カストディ)	13.4 ^{億円}	× .10%	= 1,340 ^{万円}
投資顧問B	10.0 ^{億円}	× .30%	= 3,000 ^{万円}
投資顧問C	7.3 ^{億円}	× .30%	= 2,190 ^{万円}
信託銀行C(カストディ)	23.3 ^{億円}	× .10%	= 2,330 ^{万円}
投資顧問D	15.0 ^{億円}	× .30%	= 4,500 ^{万円}
信託銀行E(カストディ)	15.0 ^{億円}	× .10%	= 1,500 ^{万円}
信託銀行A(指定単)	6.6 ^{億円}	× .20%	= 1,320 ^{万円}
信託銀行B(指定単)	10.0 ^{億円}	× .20%	= 2,000 ^{万円}
信託銀行D(指定単)	13.5 ^{億円}	× .20%	= 2,700 ^{万円}
信託銀行E(指定単)	15.0 ^{億円}	× .20%	= 3,000 ^{万円}
Sub Total	96.8 ^{億円}		29,700 ^{万円}
信託銀行C(合同運用口)	3.2 ^{億円}	× .16%	= 512 ^{万円}
Total	100 ^{億円}		30,212 ^{万円}

全体コスト 30,212^{万円} ÷ 100^{億円} = 0.30%
(カストディフィー除きでは25,042^{万円} ÷ 100^{億円} = 0.25%)

*1原書の1億\$を、1\$ = 100円で換算した。
(なお、1980年の為替レートは255～210円/\$で推移)

【変更ポイント】

- ①運用受託機関を10から5機関へと半分に整理
- ②信託銀行A(指定単)の6.6億を信託銀行C(合同運用口)に統合
- ③指定単運用から投資顧問運用へ18.5億移管
- ④合同運用以外の資産をマスタートラストに統合して委託

→③により、運用フィーが0.25%から0.27%と0.02ポイント上昇したことを主因として、全体コストは0.30%から0.33%へと0.03ポイント上昇。

	Asset Value	Fee Rate	Annual Cost
Manager I ^{※2}	25.1 ^{億円}	× .30%	= 7,530 ^{万円}
Manager II	25.1 ^{億円}	× .30%	= 7,530 ^{万円}
Manager III	20.0 ^{億円}	× .30%	= 6,000 ^{万円}
信託銀行B(指定単)	20.0 ^{億円}	× .20%	= 4,000 ^{万円}
マスタートラスト機関	90.2 ^{億円}	× .07%	= 6,314 ^{万円}
信託銀行C(合同運用口)	9.8 ^{億円}	× .16%	= 1,568 ^{万円}
Total	100 ^{億円}		32,942 ^{万円}

全体コスト 32,942^{万円} ÷ 100^{億円} = 0.33%
(マスタートラスト管理フィー除きでは26,628^{万円} ÷ 100^{億円} = 0.27%)

*2Manager I～IIIは、投資顧問、信託銀行、生保が受託する。

【変更ポイント】

- ①Manager IIのアクティブファンドをインデックスファンド化し、手数料を1/3に削減^{※3}
- ②Manager IIIを解約して信託銀行C(合同運用口)へ移管することにより、手数料を1/2程度に削減→これにより、全体コストは0.33%から0.24%と0.09ポイント減少。

	Asset Value	Fee Rate	Annual Cost
Manager I	25.1 ^{億円}	× .30%	= 7,530 ^{万円}
Index fund	25.1 ^{億円}	× .10%	= 2,510 ^{万円}
Manager III	0.0 ^{億円}	× .30%	= 0 ^{万円}
信託銀行B(指定単)	20.0 ^{億円}	× .20%	= 4,000 ^{万円}
マスタートラスト機関	70.2 ^{億円}	× .07%	= 4,914 ^{万円}
信託銀行C(合同運用口)	29.8 ^{億円}	× .16%	= 4,768 ^{万円}
Total	100 ^{億円}		23,722 ^{万円}

全体コスト 23,722^{万円} ÷ 100^{億円} = 0.24%
(マスタートラスト管理フィー除きでは18,808^{万円} ÷ 100^{億円} = 0.19%)

*3フランクラングセル等の年金コンサルタント会社では、バッシブコア構築によるコスト削減提案の事例が多く見られる。

の場合、世界の二十数ヶ国以上でカストディ業務を効率的に行っている。

3. キャッシュマネージメント

マスタートラスト機関は、全体の資産管理を行う中で、キャッシュポジションを少なくし、短期資金をCP・政府短期証券などで効率的に運用している。

4. 為替オーバーレイマネージメント

マスタートラスト機関は、資産全体の為替ヘッジ率を調整することにより、為替リスク管理を行える。もっとも、為替の予測は政治的要因・投機的要因などがあり、極めて難しいため、為替オーバーレイを中心に行う専門的な会社も出現している。

5. トランジションマネージメント

従来、シェア変更による資産移管は、市場で現金化して行っていたが、マスタートラスト機関内での現物移管や、インデックスファンドを活用したクロス取引により、取引手数料を節約できる。

次にマスタートラスト機関の受託資産を、1996年と1984年で比較したのが、図表7である。

マスタートラスト機関の受託資産が急増して

おり、1996年では、マスタートラスト機関の受託資産残高は5兆ドル（仮に、1ドル110円で換算しても550兆円）に達している。現在では、年金スポンサーの99%程度がマスタートラストを採用している。

1996年では、上位2社で市場の40%、上位5社で市場の77%を占める寡占市場となっている。これは、マスタートラスト業務には、膨大な資本投資が必要である一方、熾烈な手数料引下げ競争の結果、寡占化が進んだものと考えられる。こうした中で、すべての規模の年金ファンド受託を目指すマスタートラスト機関もあるが、全米で1万ほどあるうちの超大型で高度な数百の年金ファンドのみの受託を目指すマスタートラスト機関も現われている。

IX. マスタートラスト制度導入による日本証券市場への影響

マスタートラスト制度の導入が日本でも検討されている。米国型マスタートラスト制度がそのまま日本へ導入されることは法制上の問題もあるため考えられないが、何らかの修正が加えられた上で、導入されることは十分予想される。その場合に、証券市場への影響が予想される点を、最後に指摘しておく。

図表7 米国マスタートラスト機関上位7社（1996年）（参考：1984年資産額）億ドル

	マスタートラスト機関	マスタートラスト資産残高	マスターカストディ資産残高	資産合計(96年)	シェア(96年)	(参考)資産合計(84年)
1	State Street	4,811	6,186	10,997	22%	710
2	Mellon Trust	4,785	4,182	8,968	18%	408
3	The Bank of New York	2,033	4,259	6,292	13%	243
4	Northern Trust	2,851	3,325	6,176	12%	629
5	Bankers Trust	3,336	2,441	5,778	12%	684
6	Chase Manhattan	2,070	1,570	3,640	7%	101
7	Citibank	282	1,192	1,475	5%	45

(*) Pension & Investments 1997年10月号, 1985年6月号

マスタートラスト：年金資産の信託受託者、ERISA法上の年金受託者責任を負う

マスタートラスト：年金資産の保管者、ERISA法上の年金受託者責任を負わない。

第一に、運用評価の厳密化により、売買手数料・市場インパクトへの関心が高まるにつれて、年金ファンドは売買手数料の安い証券会社への発注を増やすと考えられ、取引手数料引下げ圧力が一層強まると考えられる。第二に、コンプライアンスモニタリングにより、中長期リターンが重視され、売買回転率が下がることも考えられる。また、デリバティブ商品への投資が厳正に管理され、これに伴い、証券会社の手数料収入が減少することも予想される。同じく、売買の発注・約定のチェックによる取引透明化により、証券会社が顧客により厳しくチェックされる可能性もある。第三に、インデックスファンド等が増加すると、売買回転率が減少するとともに、さらにマスタートラスト内取引が増加し、市場売買が減少すると予想される。

上記3点の変化によって、証券市場の透明化が期待される一方、マスタートラスト制度導入によって売買手数料の一層の引下げ圧力がかかるため、売買手数料依存の証券経営に対しても、少なからず影響が出てくると考えられる。このことは、証券業界が以前から取組んでいる売買手数料依存経営からの脱却努力を一層促す

ことになろう。(文中、意見に関わる部分は、筆者の個人的見解である。)

注

- 1) 参考文献1のp109参照。
- 2) マスタートラストを構築すると手数料が増加するケースがあるが、それは次の2つの場合である。1つは、年金スポンサーが採用している運用機関が1社である場合である。運用機関が1社の場合、カストディ業務を統合しても超過低減料率のメリットを享受できず、ましてや小規模年金資金が合同運用ファンドのみを採用している場合には、投資顧問の単独運用に変更すると、合同運用の規模のメリットを放棄し、手数料が増加することになる。もう1つのケースは、年金スポンサーが、カストディーフィーと運用手数料を分離することを拒否する銀行を採用している場合である。この場合には、カストディの統合が不可能であり、エリサ法のためのディスクロージャーサービスコストが上乗せされる結果、手数料が増加する。

参考文献

1. Michael L. Costa, "MASTER TRUST—Simplifying Employees Benefits Trust Fund Administration—", A Division of American Management Associations, 1980年
2. 井舘正彦, 片山英治, 森早苗, 『米国の年金基金運営とマスタートラスト』, 野村総合研究所, 1999年
3. "Special Report Master Trust / Global Custody", *Pension & Investments*, Crain Communications INC., 1997年10月, 1985年6月

(ニッセイ基礎研究所 主任研究員)