

我が国資産運用業界の企業年金をめぐる動向 －変革の時代を迎えて－

我が国資産運用業界は、企業年金制度改革が進められる中で、激しい変革の時代に突入している。新しい年金制度である確定拠出型の導入、既存の年金制度の運営・管理に革新をもたらすマスタートラストの開始、全てを包括する企業年金法の議論などを取り上げ、変革の全体像を示す。

1. 変革期を迎えた我が国資産運用業界の企業年金ビジネス

我が国の資産運用業界は、企業年金をめぐる制度改革が次々と進められる中で、かつてないほどの変革期を迎えている。図 1 は我が国資産運用業界の企業年金ビジネスを取り巻く諸問題を鳥瞰したものだが、中でも画期的なのが確定拠出年金の導入である。確定給付型のみのが我が国企業年金に新たな選択肢を加えるという大型の制度改革であり、資産運用業界にとっては運用商品、サービスの提供といった新しいビジネス機会の到来を意味する。

同時に、既存の年金制度である確定給付型についても大きな変化が次々と起こっている。かつて我が国の年金資産運用は、受託機関を信託銀行と生命保険会社に限定した参入規制と 5:3:3:2 の資産配分規制により「誰が」「どのように」運用するのかが定められていた。これらの諸規制が 90 年代に入ってから順次撤廃されていくと共に、信託銀行、保険会社、投資顧問会社といった資産運用サービスを提供する金融機関が互いに競い合う環境が生まれた。このような中で、確定給付型年金をめぐる最近の顕著な動きとして、年金資産管理業務を革新するマスタートラスト導入の動きが挙げられる。

また、法制度面の動きとして、米国の従業員退職所得保障法 (Employee Retirement Security Act, ERISA) に相当する包括的な企業年金法の制定が制度改革の主要課題とされている。その中核の一つになると目される受託者責任については、様々な議論がすでに開始されている。

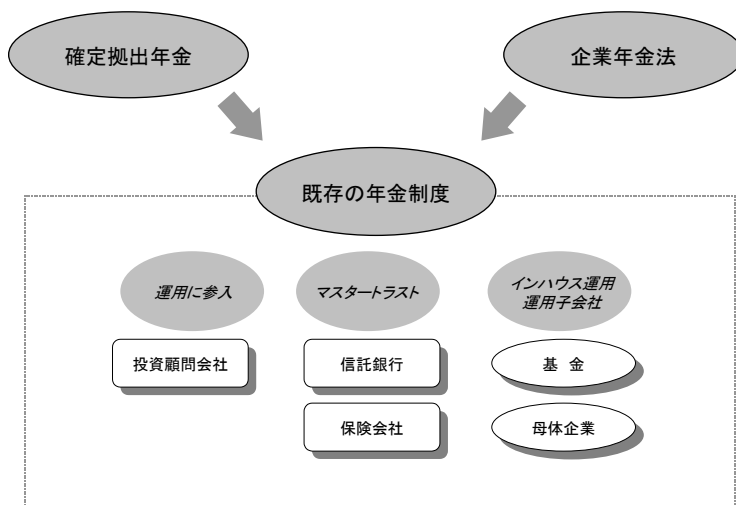
本稿では、このような変革期を迎えた我が国資産運用業界の動向について、次の 6 つのトピックを紹介する。変革の全体像を示すことが本稿の目的であり、個々のトピックの詳細については適宜参考文献を提示するのでそれらを参照されたい。

- ①確定拠出年金
- ②マスタートラスト
- ③インハウス運用と運用子会社

- ④受託者責任
- ⑤給付保証制度

また、本稿全体にわたって年金先進国である米国の経験との対比が行われている。それは、結論を先取りするならば、米国が1970年代に経験したことの多くが、今日、我が国の企業年金及び資産運用業界に起こっており、我が国は、米国が20年余りかけて達成したことの多くを今後数年間のうちに成し遂げられなければならないと考えられるからである。

図1 我が国資産運用業界の企業年金ビジネスをめぐる動向



(出所) 野村総合研究所作成

2. 確定拠出年金導入をめぐる動き

1) 確定拠出年金法制定に向けたスケジュール

現在、我が国には、将来の給付額が特定の給付算定式に基づき確定されている確定給付型年金しか存在しない。これに対し、加入者の個人口座ごとに年金積立を行い、将来の給付額はその個人口座資産の運用の成果次第で変動するというのが確定拠出型である。

我が国ではここ数年、確定拠出年金導入に向けた努力が進められてきたが、99年12月、自民党税制調査会の税制改正大綱に税制優遇措置の内容が盛り込まれたことにより、制度案が固められた。これを受けて2000年3月に確定拠出年金法案が国会に提出され、通常国会の会期内に成立させ2001年1月の施行とすることが目標とされた。ところが2000年4月に小渕恵三内閣総辞職と森喜朗政権の発足、6月に衆議院選挙という事態となり、確定拠出年金法案は予算関連法案等に比べると優先順位が低い、2000年秋の再提出でも2001年1月施行という目標には間に合うといった理由から、審議されないまま廃案とされた。

7月には衆議院選挙の結果を受けて第二次森内閣が発足した。予定通りに行けば、確定拠

出年金法案は秋の臨時国会で再提出され審議されることとなる。同国会中の成立が実現すればそれを受けて 2000 年末には関連の政省令が出され、2001 年 1 月に施行という運びになる¹。

表 1 確定拠出年金導入に向けたスケジュール（報道ベース）

99年12月	自民党税制調査会、税制改正大綱に確定拠出型への税制優遇を盛り込む
2000年1月	厚生、労働、大蔵、通産の4省、確定拠出型の導入時期を2000年秋から2001年1～3月に先送りを決定
2000年3月	政府、確定拠出年金法案を国会に提出。今通常国会での成立、2001年1月の施行を目指す
2000年4月	小渕恵三内閣総辞職、森喜朗政権の発足
2000年5月	確定拠出年金法案は廃案、先送り。
2000年6月	衆議院選挙
<i>(予定)</i>	
2000年秋	臨時国会で確定拠出年金法案を再提出、成立
2000年末	確定拠出年金法の政省令が出される
2001年1月	確定拠出年金法、施行

(出所) 野村総合研究所作成

2) 確定拠出年金制度案の税制優遇措置

ここで、確定拠出年金制度案に盛り込まれた税制優遇措置を紹介し、それらについて指摘されている問題点を挙げてみよう。確定拠出年金には、個人口座ごとに資産が積み立てられる、運用の指図は加入者自身が行う、企業は将来の給付の約束という責任を負わない、従業員が転職時に自分の口座資産を持っていけるといった数々の重要な特色があるが、企業にこの制度を導入したいと思わせる、あるいは自営業者にこの制度を利用したいと思わせるためにはどの程度の税制優遇が付与されるかが決定的に重要である。税制優遇は、①拠出段階、②運用段階、③給付段階の3通りが考えられるが、ここでは拠出段階（企業の損金算入、個人の所得控除が得られるか）と運用段階（運用益の非課税措置が得られるか）に注目する。

(1) 拠出時の税制

確定拠出年金制度は企業が実施し企業が拠出をする「企業型」と、国民年金基金連合会が実施し加入者自身が拠出をする「個人型」の2つのタイプから成る。拠出段階の税制優遇を、企業年金（厚生年金基金、税制適格年金）をすでに持っている企業の従業員の場合、企業年金を持っていない企業の従業員の場合、自営業者の場合に分けて整理すると、表2のようになる。

¹ この予定については、臨時国会では健康保険改革法案などが先に審議され、後回しにされた確定拠出年金法案の審議は2001年の通常国会までずれこむ可能性があるという報道もある。（2000年6月8日付け日本経済新聞）

表2 確定拠出年金案の税制優遇枠

<p><u>企業年金あり</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • 企業が拠出する「企業型」を設立できる • 拠出は従業員1人当たり年間21万6,000円が上限 • 従業員は拠出不可
<p><u>企業年金なし</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • 企業が拠出する「企業型」を設立できる • 拠出は従業員1人当たり年間43万2,000円が上限 • 企業が拠出する場合、従業員は拠出不可 • 企業が拠出しない(確定拠出年金制度を設立しない)場合、従業員は「個人型」に加入できる。その際の拠出上限は、年間18万円。
<p><u>自営業者</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • 「個人拠出型」に加入可。拠出上限は、国民年金基金の保険料と合わせて、年間81万6,000円

(出所) 野村総合研究所作成

企業年金のある企業の従業員は、企業が「企業型」を設立すればそのプランに加入することになる。米国の401(k)プランのように企業がプランを設立し従業員自身が加入するかどうかを選択するという仕組みにはなっていない。拠出は企業が行い、損金算入できる拠出の上限は従業員一人当たり年間21万6,000円とされている。企業が「企業型」を設立しない(確定拠出年金を導入しない)場合、従業員は「個人型」に加入することはできない。したがって、従来通り確定給付型の年金制度のみに加入することになる。

企業年金のない企業の従業員も、企業が「企業型」を設立すればそのプランに加入することになる。企業年金のある企業の従業員との違いは税制優遇枠の大きさである。確定給付型の提供を受けていないということで、損金算入できる企業拠出の上限は従業員一人当たり年間43万2,000円である。また、企業が「企業型」を設立しない場合、従業員は「個人型」に加入することができる点も異なる。この場合の従業員自身の拠出上限は年間18万円である。

最後に、自営業者は、国民年金の保険料を納付していることが条件だが、「個人型」に加入することができる。国民年金基金に加入している場合はその保険料と合わせて年間81万6,000円まで拠出を所得控除できる。

このような制度案の税制枠を、米国の確定拠出型の歴史と重ね合わせてみよう。

米国では、伝統的に企業年金プランの中心は確定給付型だったが、企業拠出のみの確定拠出型も古くから存在した。企業年金への税制優遇の歴史は古く、年金給付の損金算入は1913年の連邦所得税の導入当初から、社外積立基金への企業拠出の損金算入は18年から認

められ、21年に運用益の非課税も付与された²。これらが現在まで引き継がれている。その後、74年ERISAにより、自営業者や企業年金のない企業の従業員向けに個人退職勘定（Individual Retirement Account、IRA）が導入され、78年、確定拠出型企業年金の従業員税前提出が明確に認められ401(k)プランが誕生した。

我が国制度案の「企業型」は、企業拠出のみであるから、78年以前の米国の確定拠出型に近い制度と言え、「個人型」は米国IRAに近い制度とすることができる。したがって、確定拠出年金が導入されれば、我が国の私的年金制度は、米国の70年代後半、すなわち、IRAが導入され、企業の確定拠出型ではまだ従業員税前提出ができない頃の状況に置かれることになる。

(2)運用時の税制——特別法人税の撤廃はならず

現在、我が国の企業年金税制では「運用時非課税」が貫徹されていない。厚生年金基金については実質的に運用時非課税だが、適格年金については、資産残高に対して1.173%の特別法人税が課せられる。同じ企業年金制度でありながら適格年金のみに課税される点、国際的にも例のない税制である点などから、特別法人税は撤廃が強く求められてきたが、確定拠出年金の導入に際しては、撤廃は実現しなかった。したがって、確定拠出年金の資産残高には適格年金と同様に1.173%の課税が行われることになる。

伝統的な確定給付型年金では、加入者が年金資産の運用時の課税に対して関心を払うことはまずなかった。ところが、確定拠出年金は個人口座ベースの制度であり、課税は個人口座資産に対して行われるので、特別法人税の存在が加入者の目にも明らかになる。特別法人税は99年度と2000年度については凍結措置が取られており、確定拠出年金が予定通り2001年1月に導入されれば開始時点では課税されないが、2001年度以降は凍結が解除される可能性がある。しかも、凍結措置が適用されるのは「企業型」のみと考えられるため「個人型」は制度開始当初から課税が行われることになる。

特別法人税の撤廃は、確定拠出年金のみならず、わが国企業年金制度全体の課題と言える。

3) 確定拠出年金導入に向けた企業の動き

次に、企業が確定拠出年金導入に向けてどのような反応を見せているかをマスメディア等での報道レベルで捉えてみた。

大企業を中心にしてみると、税制優遇枠が当初の期待に比べて低く抑えられたこと³、法案成立の時期が不透明なことなどから、確定拠出年金の導入を明確に打ち出したと報じら

² Steven A. Sass, *The Promise of Private Pensions* (Harvard University Press, 1997)

³ 税制優遇が相対的に抑えられた「企業年金のある企業」は、大企業が中心である。また、確定給付型を確定拠出型へ移行させることを考えた場合に、この拠出上限では既存の年金制度と同等の退職所得の形成が難しいという指摘がなされ、大企業にとっては不十分な税制枠という報じられ方をした（日経金融新聞99年12月16日、他）。

れる企業はまだ数多くはない。リコー、日立製作所が「導入に向かう」と報じられ、田辺製薬、花王などが「検討中」などとされている。(表3)

表3 確定拠出年金導入に向けた企業の動き

<p><u>導入に向かう</u> リコー</p> <p>日立製作所</p>	<ul style="list-style-type: none"> 2001年4月にも、退職金制度を全廃し、毎月の給与に上乗せしての前払いか、確定拠出型年金の掛金として受け取るかを従業員が選ぶ。 退職金部分のみを移行という方法 従業員は、厚生年金基金(確定給付型)、確定拠出型、退職金の前払いの3つの方法を提供される。(日本経済新聞2000年4月7日) 制度解禁直後に導入する方針。約6万人の全従業員を対象に、退職金の一部を確定拠出型に移行し確定給付型と併用する。確定拠出型に切り替えられた部分は現役時代の毎月の給料に上乗せする形で一定額を個人口座に振り込み支給する。 関連法案が成立して省令で制度の細則が決まり次第、労組との協議に入る。(朝日新聞2000年5月23日) 法案成立時期が不透明だと「労組との協議に入れない」(日経新聞2000年6月8日)
<p><u>検討中</u> 田辺製薬</p> <p>花王</p> <p>住友商事</p>	<ul style="list-style-type: none"> 雇用の流動化が進むと、優秀な人材確保のために退職金・年金の制度にも複数の選択肢を用意する必要があると生じる。 退職金前払い制度とともに確定拠出型の導入も視野に入れる。二年ほど先には結論を出したい。 給付引き下げ、確定給付型と確定拠出型の併用などの年金制度改革の中で、何らかの形で確定拠出型を採用する方向。(日経産業新聞99年8月5日) 「導入時期を決められなくなった。」(日本経済新聞2000年6月8日) 将来的に確定拠出型年金の導入を検討。中途採用者が不利にならないために必要な制度。総合会社では人材の流動化が本格化する。運用リスクのすべてを従業員に負わせるわけにはいかないの、部分的な導入となるだろう。(日経新聞99年12月15日) 検討を先送り(日本経済新聞2000年6月8日)
<p><u>検討したが白紙</u> ウェルファイド</p>	<ul style="list-style-type: none"> 厚生年金基金及び適格年金から確定拠出型へ移行することで99年、労使が大筋合意。 しかし、国会に提出された確定拠出型年金法案の「企業型」の拠出上限が低すぎ、「導入するメリットはほとんどないと判断した。」 <p>(日経金融新聞2000年3月24日)</p>
<p><u>退職金前払い制度の導入</u> 松下電器</p> <p>ロックフィールド</p> <p>フレンドリー</p>	<ul style="list-style-type: none"> 98年4月から、新入社員を対象に、従業員の選択制で導入。40%を超える希望率だった。 産業界でも、他社に先駆けた大企業の動きとして注目された。 総菜大手の同社は99年6月に退職金制度を廃止し7月に前払い制度へ切り替えた。 全社員を対象とした点が珍しいとして注目された。 中堅ファミリー・レストランの同社は00～01年度に従業員の選択制で前払い制度を導入。 管理職からはじめ、順次拡大する予定。

(出所) 日経新聞、日経金融新聞、日経産業新聞、朝日新聞より野村総合研究所作成

ただ、確定拠出年金そのものではないが、退職金前払い制度の導入の動きにまで視野を広げてみるとどうだろうか。退職金前払い制度は、本来は退職時点で一時金として支払われるはずの退職金相当額が、毎月の給与あるいはボーナスなど在職中の報酬に上乗する形で支払われるというものである。大企業では、松下電器が98年4月から新入社員を対象に、従業員が従来の退職金制度と前払い制度のどちらかを選べる形で導入し、他社に先駆けた大手メーカーの動きとして注目された。また、総菜大手のロックフィールドが99年7月か

ら導入したが、こちらは選択制ではなく全社員対象とした点が注目された。この他にも退職金前払い制度を導入あるいは検討中と報じられる企業が出ている。

退職金前払い制度と確定拠出年金は、実はそれほどかけ離れた制度ではない。前払い額が現金給与として従業員に渡される代わりに、特別な個人口座に入れられ、退職年齢に達するまで引き出せないという制限の下で、会社が損金算入できると同時に従業員も課税所得に不算入という税制優遇が付けば、これは確定拠出年金の企業拠出の扱いと実質的に同じことになる。退職金前払い制度導入の動きからは、我が国企業の間で、年金、退職一時金を含めた退職給付制度の見直しが進められていることがうかがわれる。

4) 金融機関の動き

確定拠出年金導入に向けた金融機関の動きは活発で、制度開始に先だって顧客獲得に向けた競争が展開されている。レコードキーピング、運用商品、コンサルティングという分類で主立った動きを紹介すると表4のようになる。

顧客情報管理を個人口座レベルで行うレコードキーピングは、確定給付型にはない確定拠出型特有のサービスである。米国 401(k)プランの発展の歴史を振り返ると、レコードキーピング・サービスをいかに洗練させるかは、401(k)プラン・ビジネスをめぐる金融機関の競争において優劣を決する主要な要素の一つであり、90年代に入って投信運用会社が銀行や保険会社を制して台頭していった要因の一つでもあった。我が国においては、99年夏に、野村証券、日本興業銀行等が出資する日本インベスター・ソリューション・アンド・テクノロジー (JIS&T) と、東京三菱銀行、住友銀行等が出資する日本レコード・キーピング・システム (NRK システム) が確定拠出年金のレコードキーピング会社として発足した。出資金融機関を見ると双方とも銀行、証券会社、保険会社数十社から成る大金融機関連合であり、我が国確定拠出年金においては、レコードキーピング業務は「公共インフラ」的な存在になり、個別金融機関がこの分野で競争するという形にはならないことが明らかになった。

運用商品については、「確定拠出年金向けに」と銘打ったものが次々と出されている。その提供のために新会社を設立する、あるいはこれを機にグループ内の資産運用業務体制を再編するといった形で、各金融機関とも本腰を入れている様子が見られる。

確定拠出年金では、従業員自身が運用の指図を行うことから、どのような運用商品を従業員に提供するかについて工夫が必要とされる。我が国では、依然として個人金融資産の半分以上が預貯金で占められており、現在の米国のように、多くの従業員が投資信託に馴染みがあり、リスク資産への投資にも積極的という状況とは全く異なるためである。特に投資の知識を持っているわけではない一般企業の従業員が、過度に保守的な選択をすることなく、それぞれの年齢等に応じて適正な商品の選択をできるようにするためにはどのような運用商品を提供すればよいかということになるが、表4にあるように、すでにライフ

サイクル・ファンド⁴や米国の GIC (Guaranteed Investment Contract) タイプの元本保証商品等が確定拠出年金向けに出されている。

表 4 確定拠出年金導入に向けた金融機関の動き

運用商品など	企業コンサルティング、従業員教育など
<p><u>野村証券</u> 野村総合研究所と共同出資で野村ファンド・リサーチ・アンド・テクノロジーの設立を決定。 ファンド・オブ・ファンズを確定拠出型年金向けに出す また、従業員教育、運用商品プランの提示などを行う年金営業会社も設立</p>	<p><u>野村興銀インベストメント・サービス(NIIS)</u> 確定拠出型導入コンサルティング、従業員教育</p> <p><u>日本ペンション・プランニング</u> 三和銀・大同生命・東洋信託の合弁 確定拠出型の制度設計など導入コンサルティング</p>
<p><u>みずほフィナンシャル</u> 興銀、第一勧業銀行、富士銀行の年金営業の共同事業会社の設立を計画。第一生命や安田生命なども参加を検討中。 年金制度設計、従業員教育などの提案により企業の年金制度導入を支援、その上で参加金融機関の運用商品をパッケージ化して売り込む。</p>	<p><u>安田火災シグナ証券</u> 福利厚生コンサルティング、投信など運用商品の提供</p> <p><u>住友信託</u> インターネットや電子メールを使って導入企業の従業員向け投資教育</p>
<p><u>日本生命</u> 運用子会社のニッセイアセットマネジメントからライフサイクルファンドを出す。 特別勘定部門をニッセイアセットマネジメントに集約、人員・資産規模を拡充。 GIC型保険商品を団体年金向けに投入。確定拠出型の元本保証商品として銀行預金に対抗。</p>	<p><u>富士通</u> インターネットを使った確定拠出型教育システムを金融機関、確定拠出型導入企業向けに9月から提供の予定。</p>
<p><u>第一勧業富士信託</u> 確定給付型の資産と合同で運用する「確定拠出型年金信託ファンド」を予定。 インターネット上で将来の年金資産計算等を行う「積立プラン作成サポート」を今秋までに開始予定。</p>	<p><u>パソナ</u> ジャストシステムと組み、インターネット上で確定拠出型計算ツール提供を計画。</p>
<p><u>ソフトバンク</u> ソフトバンク・アセットマネジメントを設立、確定拠出型向けにファンド・オブ・ファンズなどを提供の予定。</p>	<p><u>レコードキーピング・システム</u> 日本インベスター・ソリューション・アンド・テクノロジー(JIS&T) 日本レコード・キーピング・システム(NRKシステム)</p>

(出所) 日経新聞、日経金融新聞より野村総合研究所作成

コンサルティングについては、確定拠出年金の導入を検討している企業向けに制度設計等をサポートする導入コンサルティング、導入時及びその後の従業員教育といったビジネスがすでに展開されている。インターネットを従業員教育に活用しようという動きも盛んである。米国では 401(k)プランの従業員教育とインターネットは最先端の話題だが、我が国においては制度開始当初からインターネットを通じた情報提供が行われることになりそ

⁴ ライフ・サイクル・ファンドは、複数の投資信託を組み合わせることで 30 代向け、40 代向け、50 代向けといった形で年齢階層ごとのパッケージ商品を作り、従業員は自分の年齢に応じたファンドを選ぶだけでよいというものである。米国 401(k)プランでも、投資の経験が浅い、あるいは関心の低い加入者等に向けて提供されている。

うである。

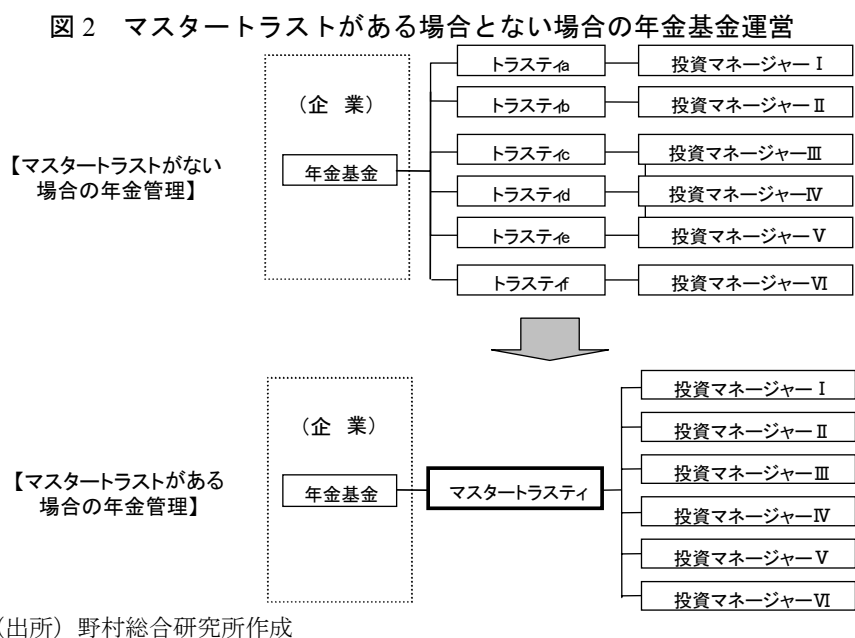
3. 確定給付型でも急激に進む変革

ここで確定給付型に目を転じると、我が国においては90年代に入ってから急速に企業年金の規制緩和が進められている。運用に関するものだけでも、投資顧問への運用委託を可能にした参入規制の撤廃、いわゆる5:3:3:2規制の撤廃などが順次進められてきた。規制緩和に伴い、確定給付型年金ビジネスをめぐる資産運用業界の動きもまた見逃せない様相を呈している。以下ではそれらを紹介するに当たって、基金の運営・管理をめぐる新しい動きとしてマスタートラストと、インハウス運用の拡大と運用子会社設立を取り上げる。

1) マスタートラストの導入⁵

(1) マスタートラストとは

年金運用の規制緩和により、基金は自らの意思決定によりアセット・クラスあるいは運用スタイルに応じて運用会社を選ぶ自由を得た。このような運用の分散・多様化が基金運営の面でもたらしたのが、マスタートラストの必要性である。以下では、我が国におけるマスタートラスト導入の動きについて、井潟・片山論文（脚注5）をベースで紹介する。



⁵ 井潟正彦、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」『資本市場クォーターリー臨時増刊』No.1、片山英治「日本における有価証券管理ビジネスの新展開」『資本市場クォーターリー』2000年冬号を参照。

マスタートラストとは米国で発展した年金基金運営・管理の仕組みである。米国のマスタートラストを定義すると、「商業銀行の信託部門・信託会社が単一の信託契約として基金の年金資産を受託し有価証券の保管や報告などの管理業務を行う仕組み」となる。年金基金運営上のマスタートラストの利点を図2を使って示すと、図2の上部分にあるように、マスタートラストがない場合は、投資マネージャー（運用サービスを提供）の数だけトラスティ（資産管理サービスを提供）が存在し、基金はそのそれぞれとのやり取りが必要になり管理が煩雑化せざるをえない。これに対し、マスタートラストが唯一のトラスティとして資産管理サービスを提供し、投資マネージャーとのやり取りも一手に引き受ければ、基金はマスタートラストとだけやり取りをすればよいことになり、管理が格段に簡素化されるのである。

(2)米国マスタートラストの発展史と我が国基金運営の現状

米国の年金基金運営では、マスタートラストの存在はすでに不可欠となっているが、米国といえども最初から現在のような年金基金運営がなされていたわけではない。表5は米国マスタートラストの発展の歴史を概観したものだが、例えば、60年代、年金の投資マネージャーは、米国といえども銀行、保険会社を中心だった。運用戦略も、当時はまだ分散投資の考え方が普及しておらず、様々な制約が課せられていた。カストディアンは運用機関が兼任しており、基金により意識されることのない存在だった。

表5 米国マスタートラストの発展の歴史

	60年代 【土壌の醸成期】	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) 野村総合研究所作成

70年代に入りマスタートラストが登場、普及した主因の一つとして、74年のERISAの制定が指摘できる。ERISAにより企業や運用機関の受託者責任が定められたが、受託者責任の一部を成す分散投資義務に後押しされる形で、基金が投資対象とするアセット・クラスが増加し、採用するマネージャー数も増加していった。マスタートラストのない時代であるからマネージャー数の増加はトラスティの増加を招き、基金は自らの資産の全体像を

把握するのが困難になっていった。ERISA はまた、プランの情報開示義務及び報告義務を強化したが、これによりマスタートラストによる情報管理の一元化に対するニーズがますます高まった。

現在、我が国の年金基金運営では、信託銀行あるいは生命保険会社といった受託機関が年金資産の運用、管理等を全て引き受けている。したがって、運用機関ごとに資産管理が別々に行われており、図2の「マスタートラストがない場合」の状態にある。しかし、運用に関する規制緩和が進んでアセット・クラスごと、あるいは運用スタイルごとといった形で運用機関の数が増加してくるとともに、この仕組みの非効率が顕在化してきた。我が国の現状は、まさに70年代の米国の状況に置かれていると言える。

(3) 「マスタートラスト銀行」の登場

我が国では厚生年金基金連合会が98年11月の「運用自由化時代の資産運用—資産運用研究会報告書」の中でマスタートラストを取り上げたことを一つの契機に、マスタートラストに対する関心が急速に高まったが、そのわずか1年後に「マスタートラスト銀行」の設立が相次いで発表された。

表6 マスタートラスト新銀行設立の動き

<p>【日本トラスティ・サービス信託銀行】</p> <p>◆出資者 ・大和銀行、住友信託銀行が50%</p> <p>◆事業内容 ・各行顧客より受託した資産等に関する管理業務(年金信託、単独運用指定金銭信託(指定単)、特定金銭信託(特金)、証券投資信託等に係る証券管理業務) ・カस्टディ、元利払い等の業務 ・日本版マスタートラスト等の新規業務 * 2000年10月事業開始予定</p>
<p>【日本マスタートラスト信託銀行】</p> <p>◆出資者 ・三菱信託銀行43.5%、日本生命33.5%、東洋信託銀行10.0%、明治生命10.0%、ドイツ銀行3.0%</p> <p>◆事業内容 (1)「日本版マスタートラスト」業務 ①有価証券の保管・決済、会計報告、②資産の効率的な運用(有価証券貸付・余資運用等)、③高付加価値情報の提供(パフォーマンス評価、運用モニタリング等) (2)有価証券の管理業務 ①生命保険会社の保管有価証券の管理、②株主生保の顧客向け確定拠出型年金制度における資産管理機関業務 * 2000年5月9日より営業開始</p>
<p>【みずほフィナンシャルグループ】</p> <p>◆みずほフィナンシャルグループと生命保険会社4社(朝日、第一、富国、安田)で資産管理業務に関して提携</p> <p>◆事業内容 1)マスタートラスト業務 2)証券管理業務</p>

(出所) 野村総合研究所作成

99年11月、大和銀行と住友信託が共同出資の日本トラスティ・サービス信託銀行の設立

を、次いで、三菱信託と日本生命が東洋信託、明治生命、ドイツ銀行と共同出資で日本マスタートラスト銀行を設立する旨、発表した。その後、2000年5月に日本興業銀行、第一勧銀、富士銀行のみずほフィナンシャルグループが、第一生命、朝日生命他の保険会社と共同でマスタートラスト業務に乗り出すと発表した。(表6)

制度面でも、2000年3月の年金改革関連法成立、6月のそれを受けた関係政省令の公布により再信託方式によるマスタートラスト業務が可能であることが明らかにされた。すなわち、基金の結ぶ信託契約を金銭信託(金銭で信託し、信託終了時は資産を金銭に換えて給付する)のみとする規制が撤廃され年金資産の現物移管が可能となり、運用機関が資産管理業務を再委託し基金の資産管理を一元化することが可能とされた。

急展開するこれらの動向の着目点としては、まず、我が国でマスタートラストへの関心が高まった98年末から、わずか1年余りの間のことであり、異例のスピードで意思決定が行われたということである。

次に、信託銀行業界と保険業界の大手同士がさらに手を組むという超大型の合従連衡だった点である。米国のマスタートラストの歴史は、同サービスを提供する金融機関の買収合併による寡占化の歴史でもあった。我が国のマスタートラスト銀行設立の背景として、このような米国の歴史の教訓を生かそうという意識が働いたと考えられる。米国では二十年以上をかけて淘汰が進められているが、我が国ではそのような緩やかな進化の過程はたどらず、一気に寡占化の極みへ飛躍しようとしているわけである。

さらに、従来、信託銀行や生命保険会社が一体のサービスとして提供してきた資産運用と資産管理の機能分化が明確に意識されたことである。日本マスタートラスト銀行、日本トラスティ・サービス信託銀行ともに、資産管理専門の銀行であり、運用サービスは提供しない。金融サービスのアンバンドルであり、マスタートラスト銀行の設立は、この点においても我が国金融サービス業の歴史上、一つの転換点として数えられよう。

(4) 決済制度改革のプレッシャー⁶

マスタートラストに関連する動きとして、我が国の決済制度改革を指摘しないわけにはいかない。我が国でも有価証券の決済を現状のT+3(取引日の3日後決済)からT+1(取引日の翌日決済)に移行するための動きが始まっている。信託銀行としてはこの動きへの対応は急務であり、マスタートラスト新銀行設立の一因としてこの決済改革の動きがあったとも言われている。

我が国では、99年8月に自民党金融問題調査会債券問題小委員会からT+1への移行の提案が出されたのを受けて、日本証券業協会に「証券受渡・決済制度改革懇談会」、大蔵省金融審議会第一部会に「証券決済システムの改革に関するワーキング・グループ」が設置され、決済制度改革に向けた動きが開始された。目標は2002年度内のT+1決済移行である。

⁶ 決済制度改革については、森早苗「米国におけるT+1証券決済に向けての動き」『資本市場クォーター』2000年冬号を参照。

2000年6月には金融審議会第一部会からワーキング・グループ報告書が出され、これに基づき目標達成のための法制整備に向けた作業が進められる模様である。

我が国でこのように決済改革が急がれる背景としては、米国で2002年6月をT+1決済への当面の移行目標として米国証券業協会（SIA）が運営委員会を設置するなど、決済期間の短縮化は世界的潮流と捉えられていることが指摘できる。

我が国信託銀行にとっては、T+1対応は決して避けて通れない問題である。そのためのシステム投資は最低限で数億円、グローバル・カストディ業務を視野に入れば数十億円の規模になると言われており、信託銀行はこの負担に耐えて自前で決済業務を行うか、アウトソースするかという決断に迫られることになる。信託銀行にとってはマスタートラストへの対応よりも決済制度改革への対応の方が急務とも言われている。

2) インハウス運用の拡大と運用子会社設立の動き⁷

年金基金の運用を外部の運用機関に委託するのではなく、他ならぬ基金自身が行うとするのがインハウス運用である。我が国でも、インハウス運用の規制緩和が実施され、インハウス運用に対する注目が高まっている。

インハウス運用は、これまでは資産残高500億円以上のみ可能とされ、投資対象も預貯金及び国債等の一部の債券に限られてきたことから、厚生年金基金連合会を除いて実施する基金はなかった。2000年3月の年金改革関連法成立、6月の政省令公布により規制緩和が実現し、500億円以上という資産規模規制が撤廃されると同時に、インハウス運用を行う責任者（運用執行理事）の設置、運用対象証券について運用経験のあるファンドマネージャの設置といったインハウス運用を行うための要件が明らかにされた。これらの要件を満たせば、有価証券（国債、地方債、CP、外債等）の売買、債券の貸付、株式のインデックス運用なども可能とされ、投資対象が大幅に拡大された。

また、日立製作所が99年8月、日立投資顧問を設立し、自社グループの年金運用を開始した。年金基金の母体企業である事業会社が、年金運用子会社を設立するという動きである。今後、大企業の中には追随するものも出てくる可能性があると考えられる。

インハウス運用や運用子会社による年金運用は我が国では新しいが、米国では、大規模基金を中心にすでに広く行われている。実態は、例えばインハウス運用と言っても年金資産全体を必ずしも運用しているとは限らないなど、基金によって様々であり一般化は難しいが、その点に留意しつつインハウス運用と運用子会社について米国の経験から得られる示唆は何か、以下で考えてみよう。

インハウス運用については、そもそも、外部の専門家である運用機関に委託してきた業務をなぜ内部化する必要があるのかが明確にされる必要がある。年金プランの運営は、究極的には全て加入者の利益のために行われなければならないので、インハウス運用が外部

⁷ インハウス運用及び運用子会社については、井瀉正彦・片山英治「米国におけるインハウス運用と運用子会社の実態について」『資本市場クォーターリー』2000年夏号を参照。

委託と比較して加入者の利益を高めるかどうかが問われることになる。

井潟・片山論文（脚注7）によると、インハウス運用のポイントとしては以下が考えられる。

- ・メリットとしては、①外部マネージャーに支払う運用報酬の削減、②外部マネージャーのモニタリング・コストに代表されるエージェンシー・コストの削減、③基金が運用のノウハウを得ることによるシナジー効果、が考えられる。
- ・資産残高数十億ドルといった大規模基金でないと効果が発揮されない。
- ・問題点としては、①コスト面で、良いマネージャーを雇おうとすると報酬が高いことと、運用管理システムの整備といったインフラ投資が必要とされること、②人事管理面で、マネージャーの成績が悪いと解雇の必要が生じるが、外部のマネージャーの解約に比べるとやりにくいこと、③法的側面で、基金としての受託者責任に加えてマネージャーとしての受託者責任も負うこと、が指摘できる。

運用子会社による年金運用についても、同様の問いを発することができる。すなわち、運用子会社という形態が加入者の利益を高めているかどうかである。井潟・片山論文（脚注7）によると、運用子会社の設立には、報酬体系を母体企業と別にすることで、運用業界水準の魅力的な報酬を提供し優秀なマネージャーを惹きつけることができる（上記インハウス運用の問題点①の前半部分を解消できる）点などが指摘できる。

これらの点を総合的に勘案し、外部委託よりも加入者の利益を高めると合理的に判断されれば、それがインハウス運用、あるいは運用子会社の設立を行う根拠となる。

4. 企業年金法に向けた議論

ここまで、確定拠出年金という新型の年金制度導入の動きと、マスタートラスト、インハウス運用、運用子会社といった既存の年金制度における変革の動きについて述べてきた。我が国企業年金をめぐる今ひとつの重要トピックとして、日本版ERISAとも言える企業年金法の制定がある。資産運用業界にとっては、言うなれば企業年金ビジネスというゲームのルールに当たるのが企業年金法であり、このルールがいかに定められるかは決定的に重要である。企業年金法制定に向けた議論の中では、受託者責任、給付保証制度といった論点が考えられる。以下で、これらに関する現状の議論を紹介する。

1) 重要性を増す受託者責任⁸

受託者責任は、90年代に入り年金運用の規制緩和が進むにつれて、基金関係者の間で重要性が強く意識されてきた問題である。橋本論文（脚注8）をベースに、我が国の受託者責

⁸ 受託者責任については、橋本基美「運用機関の受託者責任—受託者責任研究会の議論と成果を踏まえて—」『資本市場クォーターリー』2000年夏号を参照。

任をめぐるこれまでの動きを整理しよう。

まず、我が国には、ERISA の受託者責任規定のような形で、法令上、年金制度の運営に係わる者全てを包括して受託者責任を明記したものが存在しない。厚生年金基金の理事については、厚生年金保険法等により、加入者及び受給者に対して忠実義務と注意義務を負うとされている。また、運用機関については、信託銀行と投資顧問会社は、それぞれの業法等で受託者責任が規定されているが、生命保険会社の一般勘定についてはそのような規定はないという形で、業者ごとに異なる状態である。法規制の問題に加えて、受託者責任に関する判例の積み重ねがないこと、企業年金関係者の間で受託者責任に対する理解が不十分であることなども問題とされてきた。

厚生年金基金については、ERISA 的な法律のない現状なりの努力も進められてきた。97年4月、厚生省から厚生年金基金の資産運用に関する受託者責任ガイドラインが出され、98年3月に厚生年金基金連合会から、ガイドラインを事例集の形で分かりやすくした基金理事のための受託者責任ハンドブックが出された。

連合会からはさらに、2000年4月、運用機関のための受託者責任ハンドブックが出された。運用のプロセスに従い43にわたる項目を挙げて、運用機関として不適切な行動と期待される行動が具体的に例示されている。法的な強制力はないものの、初めて年金の運用機関全体を包括して運用機関の受託者責任に関する考え方と具体的な行為基準が示されたものであり、我が国運用業界に対して与える影響が期待されている。また、企業年金法制定に先立つ基金側からのアプローチであり、法制定の議論に与える影響が期待されている。

表7 確定拠出年金法案にみる受託者責任

<p>事業主の行為準則(43条) 事業主は、法令、法令に基づいてする厚生労働大臣の処分及び企業型年金規約を遵守し、企業型年金加入者等のため忠実にその義務を遂行しなければならない。 (中略) 3 事業主は、次に掲げる行為をしてはならない。 一 自己又は企業型年金加入者等以外の第三者の利益を図る目的をもって…運営管理業務の委託に係る契約又は資産管理契約を締結すること。 (中略) 4 事業主(運用関連業務を行う者である場合に限る。)は、次に掲げる行為をしてはならない。 一 自己又は企業型年金加入者等以外の第三者の利益を図る目的をもって、特定の運用の方法を選定すること。</p> <p>資産管理機関の行為準則(44条) 資産管理機関は、法令及び資産管理契約を遵守し、企業型年金加入者等のため忠実にその業務を遂行しなければならない。</p> <p>運営管理機関の行為準則(99条) 運営管理機関は、法令、法令に基づいてする主務大臣の処分及び運営管理契約を遵守し、加入者等のため忠実にその業務を遂行しなければならない。</p> <p>運用の方法の選定及び提示(23条) 企業型運用関連運営管理機関等は…運用の方法の選定を行うに際しては、資産の運用に関する専門的な知見に基づいて、これを行わなければならない。</p>
--

(出所) 野村総合研究所作成

受託者責任については、実は確定拠出年金法案に、事業主、資産管理機関、運営管理機関に忠実義務を負わせる規定と、ERISA のプルードント・パーソン・ルールに近い注意義務を求める規定が盛り込まれている（表7）。同法案はこれゆえに、企業年金法の先駆となる存在とも言われている。

これらの受託者責任条項を伴う確定拠出年金法が成立すれば、同法は、確定拠出年金の受託機関に対して一律に受託者責任を課す法律となる。確定拠出年金のみが対象とはいえ、この点は画期的である。また、確定拠出年金ビジネスに携わる金融機関等の業者の間では利益相反の問題に十分な注意が必要となろう。

2) 給付保証制度をめぐる議論⁹

企業年金法をめぐる議論では、我が国に米国型の年金給付保証制度を導入するかどうかも争点になると考えられ、これに対し、産業界は従来から反対の姿勢を表明してきた。（表8）

表8 年金給付保証制度に対する産業界の反対

支払保証制度は不要

受給権確保を目的に、企業年金に支払保証制度への加入を義務づけるべきとの議論がある。しかしながら、現在、厚生年金基金が任意に加入している支払保証制度でも、保証の対象となるのは代行の上乗せ部分であり、その上限も設けられている。また、適格退職年金については支払保証制度そのものが存在しない。企業年金はあくまで私的年金であり、その運営は自己責任原則を貫くことが不可欠である。支払保証制度を義務づければ、必ずモラル・ハザードの問題、不必要な所得移転が発生する。

従って、...支払保証制度は不要と考える。一方で、支払保証制度を不要とする以上、企業年金についての企業サイドの責任は重く、企業は制度の健全性を維持することに努め、従業員と投資家に対して積極的に情報を開示していくことが求められる。

（出所）経済団体連合会「企業年金制度の抜本改革を求める～自由な人生設計と豊かな老後のために～」（97年12月）

2000年6月時点で、厚生省は2001年通常国会に提出予定の法案において給付保証制度を盛り込まない方針であると報じられており¹⁰、この問題の今後の扱われ方は全く不透明である。とはいっても、ここでは、米国型の年金給付保証制度がたどってきた歴史を簡単に振り返り、我が国への給付保証制度の導入についてどのような点が議論されなければならないかを指摘する。

米国の年金給付保証公社（Pension Benefit Guaranty Corporation、PBGC）は、74年にERISAにより設立された。企業年金が破綻しても、年金給付は一定の上限までPBGCにより保証されることから、加入者の給付喪失は抑制されることとなった。ところが、給付保証を当てにして誠実な基金運営を行わず、積立不足のまま基金を終了してPBGCに責任を転嫁す

⁹ 野村亜紀子「米国企業の年金積立不足処理と年金給付保証公社（PBGC）の基金破綻予防活動」『資本市場クォーターリー』2000年冬号を参照。

¹⁰ 2000年6月4日付け日本経済新聞

る企業が出てきたため、PBGC の財政が設立直後から急速に悪化すると同時に、制度自体の健全性が脅かされる事態となった。

この対策として 80 年代後半から 90 年代はじめにかけて打ち出されたのが、次の 3 点である。

- ①給付保証発動の基準を厳格にし、原則、母体企業が倒産しており追加的な年金拠出が事実上不可能な場合のみ給付保証の対象となるとした。
- ②PBGC 財政の建て直しのために、保険料を値上げすると同時に、積立不足に比例して増加する変額保険料体系を導入し、積立不足に対する懲罰的な意味合いを持たせた。
- ③積立不足を抱える企業が、PBGC が「年金プランの健全性を損なう可能性がある」と判断する企業行動を取った場合に、PBGC が基金破綻の予防を名目に企業行動に干渉することもありうるとした。この企業行動には企業買収、スピンオフなども該当する。これらの点から得られる我が国への示唆としては、

- ・仮に給付保証制度を導入するなら、母体企業の倒産を条件とするなど、制度導入当初から給付保証の発動基準を厳格に設定する必要がある。
- ・最初から変額保険料を設定する。米国の経験から、変額保険料なしでは制度の維持は困難と考えられる。問題は、積立不足を抱える我が国企業がこれに耐えられるかどうかであり、本来、基金に拠出して積立不足解消に当てられるべき原資を保険料という形で納入させられることの是非は大いに問われなければならない。
- ・米国の例に倣い、基金破綻の予防活動も当初から行う。ただ、全国の基金及び母体企業を監視する活動を誰が行うのかという問題が生じる。有能な監視役を確保できないと、例えば企業買収等への不必要な介入といった事態も考えられ、今後企業リストラクチャリングが一層活発化すると予想される我が国において大きな障害となりうる。

5. 2000 年の我が国と 70 年代の米国

本稿では、資産運用業界の企業年金ビジネスをめぐる変革の全体像を示してきたが、そのポイントを要約すると次のようになる。

- ・我が国の企業年金制度の大型の改革項目としては、まず確定拠出年金の導入が挙げられる。確定拠出年金法案の税制優遇の内容を見ると「企業型」は従業員税前拠出が認められる前の米国確定拠出型、「個人型」は米国 IRA に類似の制度と言える。
- ・我が国金融機関が確定拠出型年金に寄せる期待は多大である。レコードキーピング会社の設立をはじめ、コンサルティング会社の設立、運用商品を提供する新会社の設立など活発な動きが展開されている。
- ・既存の年金制度である確定給付型をめぐる動きも見逃せない。運用の規制緩和と共にマスター・トラストの必要性が強く認識され、99 年には予想外の速さでマスター・トラスト

新銀行の設立が発表された。

- ・年金運用のあり方については、規制緩和を受けてインハウス運用に対する関心が高まっている。また、運用子会社を設立して年金資産運用を委託する事例も出始めた。
- ・企業年金法は我が国企業年金改革の次なる課題とされるが、その制定に向けた争点としては、受託者責任、給付保証制度といった事項が考えられる。これらの中で、給付保証制度については厚生省が法案には盛り込まない方針と報じられた。
- ・受託者責任については、厚生年金基金連合会から受託者責任ハンドブックが出されるなど、ERISA 的な法律不在なりの努力が進められている。また、確定拠出年金法案には受託者責任に関する規定がすでに盛り込まれており、同法案は企業年金法の先駆となるという一面も有している。

これらから浮かび上がってくるのは、我が国の現状は、70年代の米国の状況と重なり合う部分が多いという事実である。表9は我が国の現状と米国の70年代を対比したものであるが、確定拠出型の導入、マスタートラストの開始、企業年金法の制定と、我が国が現在直面している課題のそれぞれについて、70年代の米国ではIRAと401(k)プランの導入、マスタートラストの開始、ERISAの制定が起こっている。

表9 我が国資産運用業界・年金ビジネスの現状と70年代の米国

我が国 2000年代		米国 70年代	
制度	年金ビジネス	制度	年金ビジネス
00年 年金改革関連法	マスタートラスト開始	74年 ERISA ・受託者責任 ・給付保証 ・IRA	マスタートラスト開始
01年 確定拠出年金法制定(予定)	確定拠出年金開始		IRA開始
02年(?)企業年金法制定 ・受託者責任		78年 401(k)条項	401(k)プラン開始

(出所) 野村総合研究所作成

しかし、実際には、時代はすでに2000年である。我が国金融機関といえども、例えば情報テクノロジー面では現在の米国と同レベルのものを利用できる環境にある。米国という前例がすでに与えられていること、さらには技術革新の速さを勘案すると、我が国は米国が70年代から20年以上かけてたどってきた道のりを、今後数年といった短い期間に一気に駆け抜けなければならない状況に置かれていると言える。この変革期を乗り越え、我が国資産運用業界と企業年金ビジネスが発展の途につくことが期待される。

(野村 亜紀子)