

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

1. 我が国でも注目されるインハウス運用と運用子会社

1) インハウス運用の解禁

本年6月よりインハウス運用（自家運用）に係る規制の緩和・撤廃が実施に移されたことから、インハウス運用に関する我が国企業の関心が高まっている。

インハウス（自家）運用は、企業年金の運用を外部の運用機関に委託せずに基金内部で行うことを指す。これまで厚生年金基金がインハウス運用を行うためには資産規模が500億円以上必要とされるなどの制約があったため、実施に踏み切る民間基金はゼロであった。このため、今年3月28日にインハウス運用の規制緩和等を盛り込んだ年金改革関連法案が成立し、6月1日よりインハウス運用関連の規制緩和・撤廃が実施に移された。内容は、次のように主にインハウス運用の要件と運用対象の二つが定められている（表1）。

表1 インハウス運用の要件と運用対象

【インハウス運用の要件】	【インハウス運用の対象】
<p>* インハウス運用を行う責任者（運用執行理事）の設置</p> <p>* 運用対象証券について運用経験のあるファンドマネジャー（経験3年以上）の設置</p> <p>* 各基金が定める運用基本方針に加え、インハウス運用に関わる事務処理体制や運用評価などの事項の規定</p>	<p><u>要件を満たさないと運用できないもの</u></p> <ul style="list-style-type: none"> □ 有価証券（国債、地方債、CP、外債等）の売買 □ 債券の貸付 □ 債券先物、債券オプション □ 先物外国為替、通貨オプション □ 株式のインデックス運用 □ 株式指数先物、株式指数オプション <p><u>要件を満たしていなくても運用できるもの</u></p> <ul style="list-style-type: none"> □ 投資信託の受益証券の売買 □ コールの貸付、手形の割引 □ 譲渡性預金

（出所） 諸資料より野村総合研究所作成

インハウス運用の要件についてみると、インハウス運用を行う年金基金は通常の運用方針に加え、インハウス運用の事務処理体制や運用評価等について別途定める必要がある。

また、インハウス運用の責任者（運用執行理事）とインハウス運用のためのファンドマネジャーを置かねばならない。後者は各運用対象証券について3年以上の運用経験を備えていることが求められている。

一方、インハウス運用の対象は先に述べた要件を満たした場合、有価証券の売買や債券貸付、株式のインデックス運用など選択肢が広がっている。要件を満たしていない基金でも、投資信託の売買などを行うことができるようになった。

こうした規制の緩和・撤廃が実施されたことで、インハウス運用に従来から関心のあった基金にとってインハウス運用の環境が整ったといえる。

2) 運用子会社設立の動き

さらに、ごく少数ではあるが、一部の大手企業では運用子会社を設立するところもある。例えば、日立製作所は昨年8月に「日立投資顧問」を設立し、自社グループを対象にした年金資産の運用を開始すると表明、すでに私募投信の運用などを始めている。数多くのグループ企業を抱える大企業で同様の動きが相次ぐ可能性があるだろう。

2. 米国のインハウス運用・運用子会社の鳥瞰図

一方、米国では基金によるインハウス運用や事業会社による運用子会社の設立は珍しくない。こうした米国の実態は、今後の我が国におけるインハウス運用の定着や運用子会社の設立を考える上で大いに参考になろう。まず統計からうかがえる全体像について述べる。

1) インハウス運用を行っているか否か

一般に、米国の大企業ではインハウス運用が盛んに実施されているといわれているが、グリニッジ・アソシエイツのデータによれば（表2）、インハウス運用を実施している米国企業年金の割合は1998年時点で資産規模が50億ドルを超える基金で51%である。一方、米国の公務員年金では50億ドルを超える基金で45%である。すなわち、米国では企業年金・公務員年金に関わらず、資産規模が50億ドル超の基金では2つに1つがインハウス運用を実施していることになる。それ以下の資産規模の基金では企業年金・公務員年金いずれについても規模が小さくなるほどインハウス運用を行っている基金の割合が減少し、10～50億ドルでは5基金につき1基金、10億ドル未満では10基金につき1基金となる。どちらかと言うと公務員年金の方が企業年金よりもインハウス運用を行う割合がやや高めと言えよう。

表2 インハウス運用を行っている基金の割合

	1996	1997	1998
企業年金			
50億ドル～	35%	45%	51%
10～50億ドル	20	21	20
5～10億ドル	13	8	11
2.5～5億ドル	11	11	10
1～2.5億ドル	9	9	6
公務員年金			
50億ドル～	51%	58%	45%
10～50億ドル	17	23	22
2.5～10億ドル	18	18	16
1～2.5億ドル	12	11	13

(出所) グリニッジ・アソシエイツ社資料より野村総合研究所作成

表3 米国・大手企業年金のインハウス運用・資産割合

(単位:百万ドル)

順位	企業名	確定給付型 資産	インハウス		順位	企業名	確定給付型 資産	インハウス	
			うちインハ ウス額	ス比率(%)				うちインハ ウス額	ス比率(%)
1	ジェネラル・モーターズ*	67,000	10,050	15.0	29	USX	10,693	10,693	100.0
2	ジェネラル・エレクトリック	39,004	31,700	81.3	37	3M	5,727	710	12.4
3	IBM	37,688	13,225	35.1	54	デーア	5,632	2,487	44.2
6	ボーイング	32,350	860	2.7	55	アボットラボラトリーズ*	1,993	236	11.8
7	ヘルアトランテック	33,887	3,319	9.8	61	イーライ・リリー	2,690	181	6.7
8	ロッキート・マーティン	22,866	2,287	10.0	63	ペンズレムスチール	5,432	3,598	66.2
10	デュポン	16,933	16,933	100.0	68	メットライフ	3,652	3,652	100.0
11	AT&T	18,446	33	0.2	70	シアーズ・ローバック	1,785	533	29.9
12	ヘルサウス	16,440	1,026	6.2	71	アエトナ	3,459	294	8.5
13	GTE	15,829	2,060	13.0	77	ユニオンカーバイト*	3,876	3,698	95.4
18	USウェスト	11,672	5,176	44.3	78	TRW	3,059	233	7.6
21	シェル石油	5,678	997	17.6	80	ナショナル・ラールエレクトリック	3,050	1,099	36.0
23	エクソン	3,759	1,592	42.4	81	テキサコ	1,700	155	9.1
24	シティグループ*	6,800	3,000	44.1	85	コモンウェルスエジソン	3,648	696	19.1
25	アライト・シグナル	8,000	1,500	18.8	92	シグナ	2,405	2,110	87.7
27	デルタ航空	8,193	750	9.2	94	ARCO	2,541	942	37.1
28	フルデンシャル	8,210	8,210	100.0	95	キンバリー・クラーク	2,695	525	19.5

(出所) "Pension & Investments" January 25 1999 及び S&P "Money Market Directory1999"等より野村総合研究所作成

2) インハウス運用対象の資産割合

次に、インハウス運用を行っている基金では、年金資産全体のうちどれくらいの割合を

対象にしているのだろうか。残念ながら公務員年金については詳しい統計が入手できなかったが、大手企業年金の一部についてはペンション&インベストメンツ紙と S&P のマネー・マーケット・ダイレクトリーで把握できる。表 3 に示すように、資産全体に占めるインハウス運用の割合は 100%のところから 10%未満のところまで様々である。

3) インハウス運用の内容

また、インハウス運用の対象となっているアセットクラスについては、北米在住の著名年金コンサルタントであるキース・アムバクシア氏のデータベース（分析対象は資産規模 500 億ドル規模の米国・カナダの超大型基金（公務員年金と企業年金両方を含む、サンプル数は 20））に基づく（表 4）、国内株式及び債券には大半が手を出している。一方、外国株式や不動産、ベンチャーキャピタルには 3~4 基金につき 1 基金の割合しか行っておらず、TAA や LBO ファンド、プライベートエクイティなどに至っては、大半が手を出していない。

実際に、我々が米国で実施したインタビューでも「一口にインハウス運用といっても、実際に自分たちで運用しているのは年金資産全体のごく一部だけのところがほとんどで、しかも運用対象は運用が比較的容易なアセットクラスに限定される。」や「米国でインハウス運用をある程度実施しているのはキャッシュかインデックスだ。インハウス・スタッフはコーポレート・キャッシュを運用した経験がある人間が多いからだ。年金基金でもキャッシュの運用は容易にできる。」「我々は外国株式の運用は手がけない。カレンシー・マーケットに関する専門性を持っていないからだ。」という声が聞かれた。

表 4 インハウス運用実施基金数の比較

アセットクラス	北米500億ドル規模年金 (20基金中)	
	パッシブ	アクティブ
国内株式	11	14
外国株式	5	6
債券	6	16
TAA	/	3
不動産		6
ベンチャーキャピタル		5
LBOファンド		3
その他プライベート・エクイティ		3

(出所) キース・アムバクシアのデータベースより野村総合研究所作成

4) 運用子会社の設立

ところで、米国における企業年金資産規模上位 100 社のうち、1998 年末時点で運用子会社の設立にまで至っている事業法人は 16 社である（表 5）¹。これら運用子会社は原則、母体企業の年金資産運用を手がけるが、ジェネラル・エレクトリックとアメリカン航空、ユニオンカーバイドの運用子会社 3 社は、それにとどまらず外部顧客向けにも運用サービスを提供している。

表 5 企業年金資産上位 100 社が設立している運用子会社

順位	企業名	インハウス運用 比率(%)	運用子会社
1	ジェネラル・モーターズ	15.0	GMインベストメントマネジメント
2	ジェネラル・エレクトリック	81.3	GEアセットマネジメント
7	ベル・アトランティック	9.8	ベルアトランティック・アセットマネジメント
8	ロッキード・マーティン	10.0	ロッキードマーティン・インベストメントマネジメント
10	デュポン	100.0	デュポン・キャピタルマネジメント
11	AT&T	0.2	AT&Tインベストメントマネジメント
13	GTE	13.0	GTE サービス
18	US ウェスト	44.3	USウェストインベストメントマネジメント
29	USX	100.0	U.S.スチール&カーネギー・ペンションファンド
31	アメリカン航空	N.A.	AMRインベストメントサービス
35	キャタピラー	N.A.	キャタピラー・インベストメントマネジメント
36	GM-ヒューズ エレクトロニクス	N.A.	ヒューズ・インベストメントマネジメント
70	シアーズローバック	29.9	シアーズ・インベストメントマネジメント
77	ユニオンカーバイド	95.4	ユニオンカーバイド・インベストメントマネジメント
78	TRW	7.6	TRWインベストメントマネジメント
94	ARCO	37.1	ARCOインベストメントマネジメント

(注) 事業法人の運用子会社のみを掲げた。¶印は外部顧客向けにも運用サービスを提供している会社。

(出所) "Pension & Investments", January 25 1999, "Money Market Directory1999"及び"Nelson's Directory of Investment Managers 2000"より野村総合研究所作成

3. インハウス運用・運用子会社の考え方

1) インハウス運用の選択

本来であれば、外部の投資マネジャーに全て運用委託すれば済むにも関わらず、インハウス運用を一部ないし全面的に行う背景にはどんな考え方があるのだろうか。端的に言えば、

¹ "Pension & Investments"、"Money Market Directory"、"Nelson's Directory of Investment Managers"で確認できた会社のみが含まれている。

外部委託からインハウス運用に向かう真の動機は「自分達でもできる (We can do as well as those guys)」という感触とも言われているが、例えば、米国の年金運用に関する標準的なテキストによれば、インハウス運用の導入にあたり基金は、表6に示す7項目について検討すべきであるとされている。

表6 インハウス運用の導入にあたり基金が検討すべき点

1. What are the advantages of internal versus external investment management?
(委託運用に対してインハウス運用を行う利点は何か)
2. What expertise does investment management require?
(投資マネジャーはどのような専門性を必要とするか)
3. Does this expertise exist within the organization?
(その専門性は組織内に存在するか)
4. If not, do budgetary considerations permit hiring people with the necessary qualifications?
(存在しない場合、必要な技能を持った人を雇うだけの予算があるか)
5. Can senior officials of the organization properly supervise the activities of an investment manager?
(組織の上司は投資マネジャーの活動を適切に指導できるか)
6. Is the organization willing to expend the time and effort required to manage investment funds?
(組織はファンド管理に必要な時間と努力を惜しまないか)
7. Is the Organization willing to accept the risk associated with this function?
(組織はインハウス運用機能を備えることから生じるリスクを許容できるか)

(出所) Arthur Williams III, *Managing Your Investment Manager*, Irwin 1992 より抜粋

とくに注目すべきなのは、まず「委託運用に対してインハウス運用を行う利点は何か」である。メリットについては、一般に次の三点があげられている²。

第一に「運用報酬の削減」である。外部委託の運用報酬は運用資産に対して何パーセント・ポイントという設定になっているため、企業年金資産の残高が増大するにつれて運用機関に支払う運用報酬もほぼ比例的に上昇する。これに対して、インハウス運用の大部分は固定費的な性格を有するため、規模の経済が働いて外部委託運用よりも運用報酬が低くなるという。ただし、この点については「資産規模 200 億ドル・クラスの年金基金なら規模の経済が働くから内部でインデックス運用を行うことにも意味があるだろう。」とあくまでも大規模な基金を前提とする意見があった。

第二が「エージェンシー・コストの削減」である。外部運用機関に運用を委託した場合は、年金基金が委託者で運用機関が受託者であるが、委託者と受託者の間で利害が一致し

² 厚生年金基金連合会・青砥政孝『年金基金の自家運用』1999年、東洋経済新報社

ない可能性がある。このためにモニタリング・コストに代表されるエージェンシー・コストが発生するが、インハウス運用の場合は実質的に年金基金自身が委託者でもあり受託者でもあるという関係になるため、このコストが最小限に抑えられるという。

第三が「シナジー効果とリスク分散」である。インハウス運用と外部委託運用を併用すれば、年金基金にとって外部運用機関の運用ノウハウを吸収することで相乗効果が期待できるとされる。

次に注目すべきは、4番目の「(専門性を有する投資マネジャーが)もし存在しない場合、必要な技能を持った人を雇うだけの予算があるか」であろう。実のところ、我々が米国でインハウス運用を行っていない基金に「実施していない理由」をインタビューしてみると、企業年金も公務員年金も「外部運用会社並みの高額な報酬を提供できない」を第一の理由にあげていた。

例えば、ある公務員年金基金はインハウス運用を実施していない理由として「まず、報酬体系だ。ここの地方公務員で最も高い報酬を受け取っているのは警察のトップで年収 20 万ドルだ。その次に高いのが水道&電気局のトップで 15 万ドル、次いで空港オペレーションのトップだ。これでは高い報酬をスタッフに支払えるわけがない。他の公務員年金でも事情は同じで、給与が高い方のある公務員年金基金ですら、退職したトップマネジャーの給与が 30 万ドル・プラス・ボーナスだった。外部運用会社の投資マネジャーなら優れたパフォーマンスを上げ続けている限り、大切にされる。私は、今まで成功したインハウスの投資マネジャーが同じ公務員年金にとどまり続けた例を知らない。外部運用会社の 1 年分の報酬をもらうのに公務員年金では 10 年かかる。これは大きな違いだ。」と述べている。

さらに 7 番目の「組織はインハウス運用機能を備えることから生じるリスクを許容できるか」も慎重な検討を要する。例えば、インハウス運用を始める場合、ある程度の情報機器や運用管理システム等のインフラ投資が必要となり、外部委託運用のみの場合に比較してそれなりの運用体制の整備が必要とされる。加えて、基金自らが運用を手掛けているために、基金自身が背負う受託者責任だけでなく、外部委託運用すると運用機関が背負う受託者責任まで負うことにもなる。

こうした点について、インハウス運用を本格的に展開している基金によっては「ゼロからスタートした当時は確かに大変だったが、始めると意外と簡単だった。テクノロジーを活用できるのがその理由だ。…外部の運用会社を採用しても、彼らに年金運用を委託する決定は自分の責任で行うので、モニターする義務は依然として残る。したがって、結果としてインハウス運用でも外部委託運用でも背負う責任は同じになる」と述べることもある一方で、インハウス運用を行わない理由としてかかげる基金もあった。また、インハウス運用のために投資マネジャーを一度雇ってしまうと、パフォーマンスが思わしくない場合に外部マネジャーの場合のように簡単に切ること（この場合は解雇）ができるか、という問題もある。

インハウス運用のメリットを認めつつも、課題も少なくないことをイーストマン・コダ

ックで約30年にわたり年金基金運営に携わってきたラッセル・オルソン氏は著書³の中で、次のように述べている。

「年金基金の多くは、年金資産の全部もしくは一部をインハウス運用している。資産の売買を行うスタッフを基金内部に抱えることで外部マネジャーへの高額なフィーの支払いを避けているわけである。基金の資産規模が十分大きい場合、この方法は理にかなっているのだろうか。

ここで、我々のもともとの目標（アセットクラス毎に最も優秀なマネジャーを採用する）に立ち戻ってみよう。インハウスマネジャーのネットパフォーマンスが外部マネジャーのそれを上回ると確信できるのであれば、インハウス運用は最善の選択といえる。

しかし、インハウス運用には厄介な難問が待ち受けている。果たして、自分の基金の報酬体系が最も優秀なマネジャーを引きつける上で十分な水準かどうか。仮に内部で優秀な若手を採用し、優秀なマネジャーに育ったとしてつなぎ止めておけるかどうか。彼らは一般的に自分達で会社を経営したいという起業精神が旺盛なものである。他社内部部門から隔離できたとしても、こうしたマネジャーを雇い入れたり引き留めたりできるというのは現実的な話だろうか。

さらに、インハウスのスタッフが外部マネジャー並みの運用成績をあげられないとすれば、解雇という、外部マネジャーの解約よりもっとうっとうしいタスクを背負わねばならないのである。」

2) 運用子会社の設立

さて、インハウス運用にとどまらず運用子会社の設立にまで至っている事業法人もあることはすでに述べた。経営学の考え方に基づくと、まず一般的な分社化のメリットとして次のような三つの点があげられている⁴。

第一が、賃金体系を本社他部門と別体系にできるという点である。母体が本業と異なる事業への進出を考えた場合、優秀な人材を採用するためにはその事業分野の業界の水準並みかそれ以上の報酬が必要となる。しかし、母体企業で働いている従業員の給与を他部門と大きな差をつけるのは難しい。一方、子会社形態にすれば母体と異なる賃金水準にしても大きな違和感も生じず、かつその業界で競争的な報酬をオファーすることが可能になる。

第二に、事業リスクが当該子会社への投下資本の範囲に限定されるという点である。

第三が、新規事業そのものの収益性の追求が可能であり、事業のヨコ展開が図りやすいという点である。

以上の点は、一般の事業会社の子会社を設立する場合の考え方であるが、運用子会社の設立については特に、第一の「賃金体系を本社他部門と別体系に」が重視されているよう

³ Russell L. Olson, *The Independent Fiduciary*, John Wiley & Sons, 1999

⁴ ダイヤモンド・ハーバードビジネス編集部編『持株会社の原理と経営戦略』1996年等

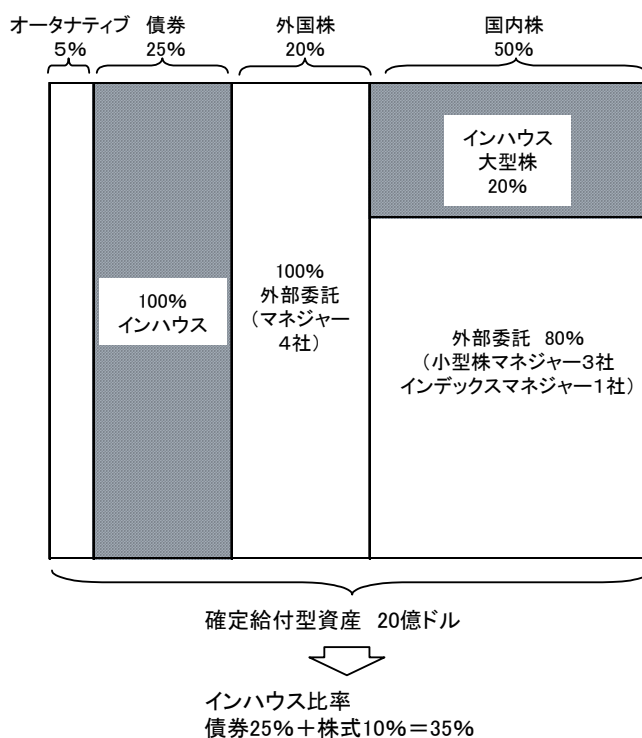
である⁵。

4. 米国におけるインハウス運用－ケーススタディー

では、米国の企業年金と公務員年金は具体的にどのようなインハウス運用を行っているのでしょうか。以下に、企業年金と公務員年金の実例をとりあげてみたい。

1) 企業年金：製薬会社A社

図1 A社のアセットミックス



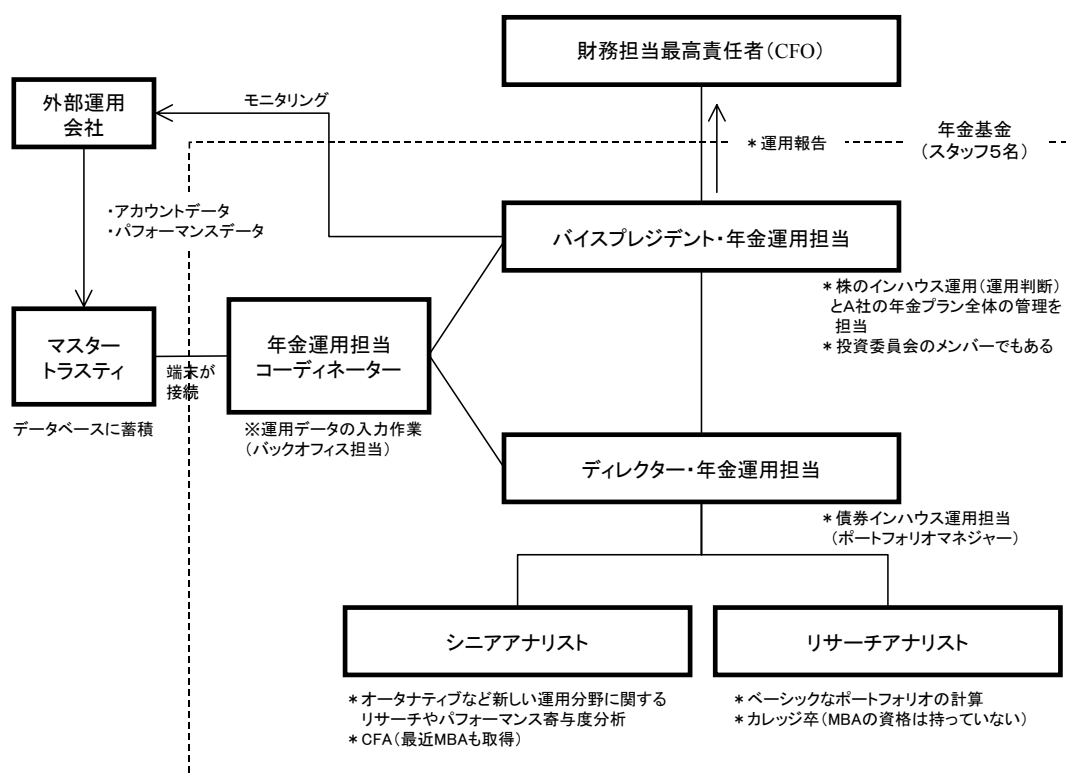
(出所) インタビューより野村総合研究所作成

A社は製薬会社大手であり、確定給付型年金の資産規模は20億ドルである。このうち、インハウス運用の対象になっているのは国内株式でも大型株の部分（資産全体で5割を占める国内株式の20%にあたる）であり、債券については全面的にインハウス運用（債券は資産全体の四分の一を占める）を行っている。従って、インハウス比率は全体の35%となっている（図1）。

⁵ 厚生年金基金連合会「米国における企業年金の資産運用の現状－訪米視察団報告書」1990年4月

A社の運用管理体制をみるとスタッフ数は5人である(図2)。バイスプレジデントは株式のインハウス運用だけでなく、同社の年金プラン全体の運用管轄を担当しており、財務担当最高責任者(CFO)に運用報告を行う。債券運用はディレクターが担当しており、二人の運用判断に基づき実際のデータ入力等の作業をアシスタントたるコーディネーターが行う。コーディネーターはバックオフィスの役割も担っており、コーディネーターの端末がマスタートラストに直結しており、外部運用会社のデータとA社のインハウス運用部門のデータがマスタートラストのところに集まる仕組みになっている。

図2 A社のインハウス運用・管理体制



(出所) インタビューより野村総合研究所作成

債券は1981~2年頃からインハウスで運用を開始したが、運用スタイルは当時から現在まで一貫して保守的である。デュレーションを現在の退職給付債務の水準にマッチさせ、投資する債券も政府債に限定している。スタッフの投入時間から判断して運用コストは2~3bp程度ではないか、とのことである。

一方、債券とはほぼ同時期にインハウス運用を始めた株式についても、運用スタイルはガイドラインで厳しく規定(ディシプリン)している。ポートフォリオには40社程度しか含まれていない。計量的アプローチによるガイドラインで厳しくターゲットを規定していることを繰り返し強調していた。

インハウスで運用を始めた理由として、外部のマネジャーをよりよく理解するという点をあげていた。例えば「1999年第4四半期にバリューマネジャーはアンダーパフォームしたが、インハウス運用を経験していればなぜ彼らがアンダーパフォームしたか本当の理由が分かる。彼らは自分達がアンダーパフォームした理由を説明するだろうが、それが本当か嘘かが当方でチェックできる。」

報酬については運用子会社の形態をとっているわけではないため、原則として他部門と同じ水準である。但し、これに上乘せされるボーナスは他部門と異なり、ボーナスの30%についてはインハウス運用部門のパフォーマンス、残り70%については当社の年金資産全体のパフォーマンスが各々ベンチマークとなっている。

一般にインハウス運用のデメリットとされる「受託者責任がインハウス運用を行わない場合よりも重い」という側面については「仮にインハウス運用を行ってなくても年金基金の受託者責任は十分重い」と認識していた。

良好なパフォーマンスが続いている点が、母体企業がインハウス運用を評価している背景になっているようである。

2) 公務員年金：B退職基金のケース

大手公務員年金B退職基金の場合、確定給付型の資産規模は約850億ドルに達する。このうち、資産全体の三分の二を占める国内株の88%と資産全体の2割弱を占める債券、同じく1割弱の不動産・モーゲージをインハウスで運用している。資産全体に占めるインハウス運用比率は83%と高い。

国内株のインハウス運用はすべてインデックス運用で、83年から開始した。当時のターゲットはS&P500だったが、94~95年にRussell3000とRussell1000に切り替えている。

組織体制は、運用部門としてスタッフ11名を抱える。報酬水準は福利厚生部門と同じ体系で、とくにインセンティブやボーナスはない。

イーストマン・コダックのラッセル・オルソン氏が著書で「インデックス運用はインハウスでお金をかけずに行えるが、外部マネジャーのインデックス運用報酬も低いので、基金内部で行うのは正当化できない」と述べている点については、「外部マネジャーと交渉すれば確かにインデックス運用報酬は10bp未満、具体的には外国株インデックスなら5bp、国内株インデックスなら3bp程度に押えられるであろう。したがって、小規模基金は内部でインデックス運用を行わないで外部マネジャーとインデックス運用契約を結べばいいだろう。但し、我々のような大規模基金では規模の経済が働くので内部で行っている。インデックス運用でかかっている運用コストは1bp未満だと思う」と述べていた。

図3 B退職基金のアセットミックス

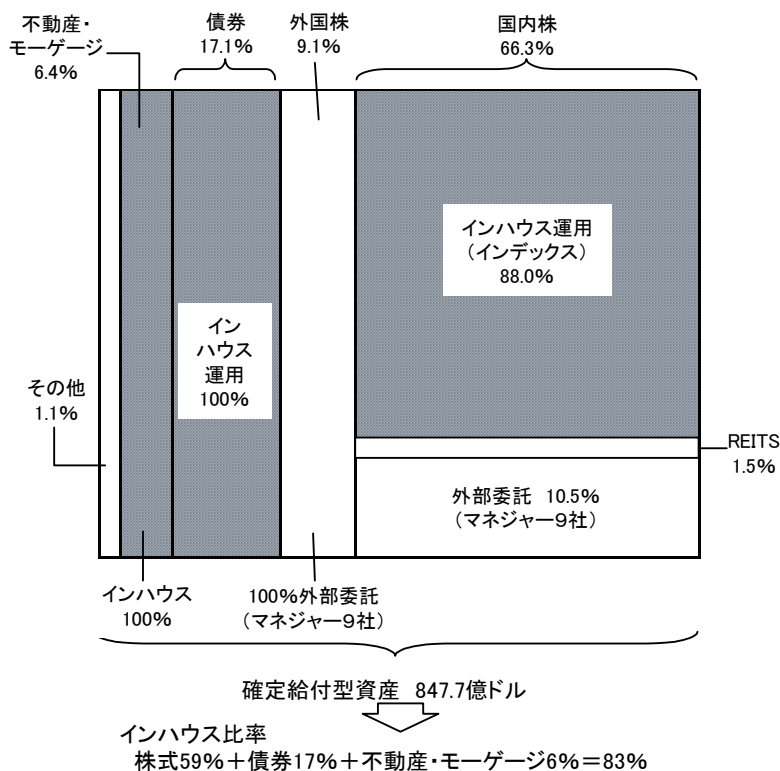
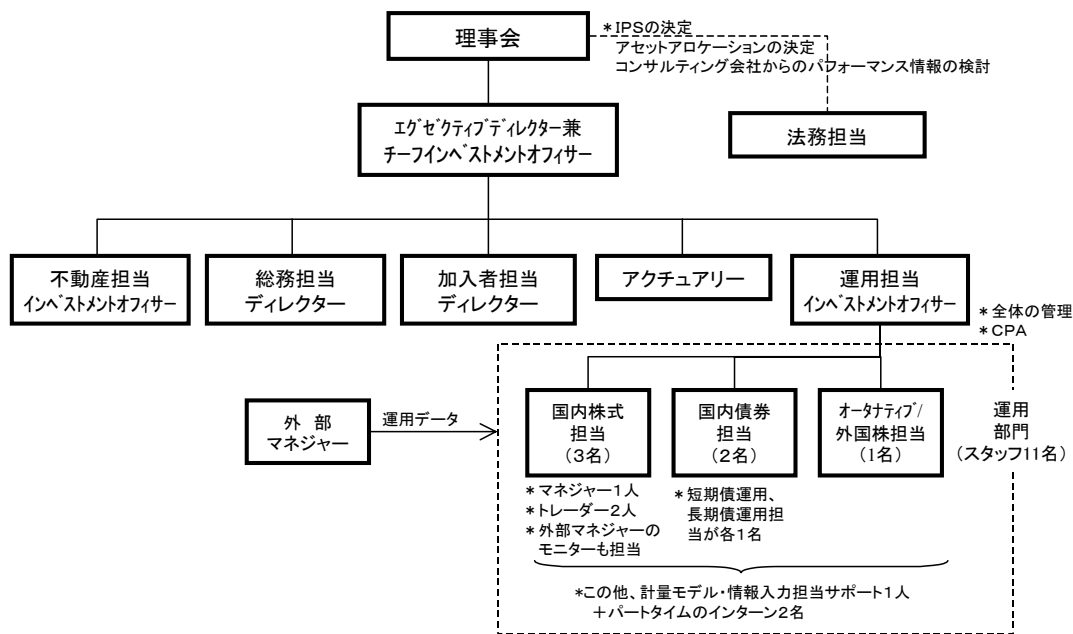


図4 B退職基金の運用管理体制



(出所) インタビュー及びアニュアルレポートより野村総合研究所作成

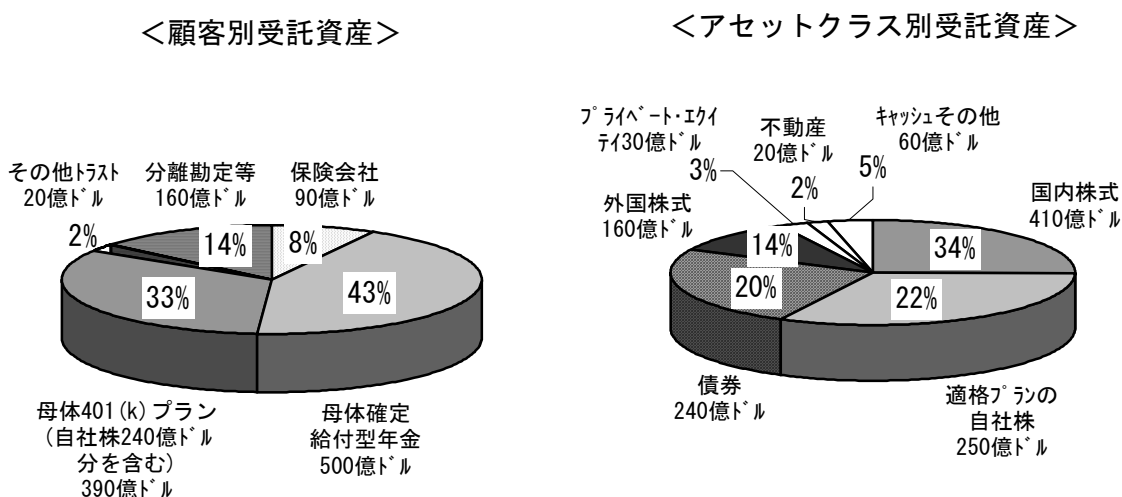
5. 米国運用子会社のケーススタディ

米国における運用子会社の実態については、大きく分けて母体年金資産の大半を運用受託している場合と母体年金資産の一部受託にとどまっている場合の二つがある。

1) 母体企業年金の大半を運用受託するケース

C社は大手総合電機メーカーの運用子会社であり、運用受託資産は1999年末で1千億ドル以上にもなる。このうち、母体企業の確定給付型年金資産を500億ドル、確定拠出型年金資産（自社株ファンドを含む）を390億ドル受託しており（母体企業・年金資産の9割）、合わせて同社の運用受託資産全体の76%を占める。

図5 C社の受託資産内訳



(出所) 同社資料

1920年代から母体企業の年金運用を行ってきたという長い歴史を誇る。80年代に入ってから外部の顧客向けにも運用サービスを開始した。その理由として、第一に「60年という歴史の中で運用ノウハウに大きな自信を持ったこと」、第二に「母体企業の年金基金が積立超過になりコントリビューション・ホリデーになったこと」、の二つをあげている。ニューマネーを求めて、かつ優秀なインハウスマネジャーを内部に引き留めておくために外部顧客の資産も受け入れる必要があった。現在、世界中に200の機関投資家を顧客として抱えている(表7)。

表7 C社の主要顧客リスト

ダムラークライスラー	フォード・モーター
ニューヨーク市退職基金	GEキャピタルフリートサービス
ニューヨーク市教職員退職基金	ジェネラルダ임イクス
NCR	ジェネラルエレクトリック
パッテルメモリアルインスティテュート	ジョージア・パシフィックグループ
ミート	グレートリバー・エナジー
コンステレーションエナジーグループ	ジョン・A・ハートフォード財団
エア・カナダ	イーライ・リリー
ブラウン&ウィリアムソンタバコ	マサチューセッツ州工科大学
カンザスシティ(MO)警察退職基金	ニューヨーク証券取引所
ウイトコ	3M
フラワー	オリオン
アセア・ブラウン・ホベリ(ABB)	ヒールズベリ
ヘルザウス	スタンフォード病院
カーネギー・メロン大学	スワースモア大学
チャンピオンインターナショナル	O. C. タナー
シカゴ大学	ユニシス
クラウンコーク&シール	ユナイテッドウェイ
ドレイファス慈善財団	ゼロックス

(出所) "Nelson's Directory of Investment Managers 2000"

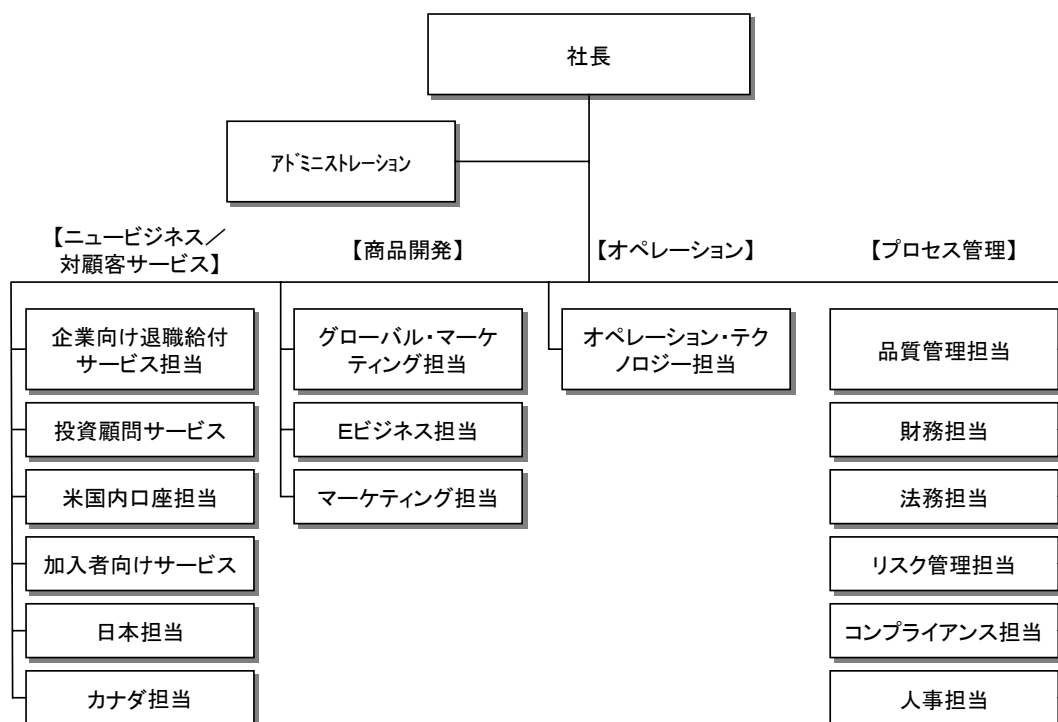
表8 C社の歴史

1927	最も古い企業年金の1つとして設立
1935	最初の従業員向けミューチュアルファンドを設定
1953	年金基金として初めて不動産投資を実施
1975	年金基金として初めてベンチャーキャピタルに投資
1978	地方債ファンドを設定
1981	年金基金として初めて直接プライベート・エクイティに投資
1982	年金基金として初めて外国株に投資
1988	外部顧客向けに運用サービスを提供開始
1989	初めて不動産パートナーシップを設定
1991	初めて私募パートナーシップを設定
1996	ライフスタイルストラテジーファンドを設定
1997	機関投資家向けファンドを設定
1998	日本拠点をオープン

(出所) 同社資料

C社の歴史と組織・人員構成を図6と表9に示したが「事業法人の運用子会社」と言うよりは「先進的な運用会社」として語っても決してひけをとらない実績と規模を誇っている。米国・関係者の間でも同社は「事業法人の運用子会社」としては希有な存在であり、容易に真似できるものではないという評価がなされている。

図6 C社の組織



(出所) 同社資料

表9 C社のスタッフ構成

株式ポートフォリオマネジャー	15人
債券ポートフォリオマネジャー	15人
株式アナリスト	24人
債券アナリスト	2人
株式トレーダー	6人
オペレーション/アドミ	105人
その他	21人
合計	188人

(出所) "Nelson's Directory of Investment Managers 2000"

むしろ、事業法人の運用子会社として現実的かつ理想的な姿を示しているのは、大手化学メーカーの運用子会社 D 社であろう。母体企業の確定給付型年金資産規模 41 億ドルのうちほぼ全額にあたる 98%を運用している。

同社は 1987 年に設立されているが、その設立目的は現在まで堅持されており、一つが「できるだけ運用パフォーマンスをあげること」、もう一つが「運用コストを引き下げること」、の二つである。その後、パフォーマンスが母体企業に対してアピールできたら外部顧客にもサービスを開始するというステップを踏んで、現在では保険会社や年金基金、寄付基金など 5 つの外部顧客にもサービスを提供している。

但し、母体企業年金のサープラスを増やすために良いパフォーマンスをあげ、その結果として母体の財務基盤を堅固なものとするのをあくまでも優先し、収益を無理にあげる必要はないとの方針から、外部顧客の拡大は考えていない。

スタッフは総勢 20 名（表 10）で、バックオフィス機能はマスタートラストティであるチェーンにサポートしてもらっている。報酬体系については親会社よりもかなり高い水準に設定し、優秀なスタッフの引き留めに努力している。例えば、ボーナスをパフォーマンスと連動させインセンティブにしている。

表 10 D 社の人員構成

① CEO: 1人
② 株式ポートフォリオマネジャー: 2人
③ 株式トレーダー: 2人 (うち②と③兼任が1人)
④ 債券ポートフォリオマネジャー兼トレーダー: 2人
⑤ REITs マネジャー: 1人
⑥ アクチュアリー: 1人
⑦ ベンチャーキャピタル担当: 1人
⑧ マーケティング担当: 1人
他に秘書やバックオフィス担当などのサポートスタッフ

(出所) インタビューより野村総合研究所作成

2) 母体企業年金の一部運用受託にとどまるケース

しかし、全ての運用子会社が母体企業から年金資産の大半の運用を受託し、外部顧客向けに運用サービスを提供しているわけではない。むしろ母体年金の一部運用受託にとどまり、外部顧客向けの運用サービスには至っていないケースが大半である。

航空・宇宙大手の運用子会社 E 社は、母体の確定給付型年金資産が 250 億ドルにのぼるにもかかわらず、僅か 9% の 20 億ドル程度しか運用を任されていない。

母体企業からの年金運用受託が一部にとどまっている理由の一つは報酬体系にある。当社は三つの目的をもって設立された。第一に「通常の年金基金のように財務部門のスタッフが片手間に運用を行うというようなこともなく、スタッフは運用に専念できること」、第二が「プロフェッショナルな報酬をスタッフに提供できること」、第三が「外部委託運用とインハウス運用を組み合わせたり運用対象を絞り込むことで、運用コストを外部運用会社に比べ安く上げることが出来ること」、であった。

ところが現実には、せつかく子会社の形態にしたにもかかわらず母体の報酬体系を引きずっており、良い報酬を運用スタッフに提供できていない。このため、優秀なスタッフを採用することができず、結果として良いパフォーマンスをあげられないために母体企業が年金資産の運用を自らの子会社に大幅に任せられない、という悪循環に陥っているのである。

また、石油会社大手の運用子会社 F 社は、母体企業が米国の石油業界でも大手ということもあり、かつてはスタッフ数 34 名を数える大所帯であった。しかし、母体企業が同業他社に買収されリストラが相次いで実施されたことにより従業員数がかなり減少し、退職者の多くが年金の一時金給付を選択したために年金資産の多くが流出した。このため、F 社では 34 人もものスタッフを抱える体制を維持することができず、一挙に 10 人にまで減らした。それに加え、株式の運用パフォーマンスが思わしくなかったため、運用するポートフォリオは債券のみ (4.5 億ドル、母体企業・年金資産の 18%) となり、スタッフ数を今後さらに減らす計画とのことである。

6. 我が国企業への示唆

以上、米国におけるインハウス運用／運用子会社の実態について、簡潔にまとめた：

- ① 米国では、資産規模 50 億ドル以上の大規模基金（企業年金と公務員年金）で過半数がインハウス運用を採用している。資産規模 10～50 億ドルでは 5 基金につき 1 基金、10 億ドル未満では 10 基金につき 1 基金と、中小規模の基金では盛んではない。
- ② ただし、大規模基金でインハウス運用を行っていると言っても、資産全体に占める割

合は100%~10%未満まで様々である。アセットクラスは国内株式（大型株、インデックス）や債券が中心とされる。また、マスタートラスティをバックオフィスとして活用することでスタッフ人員を節約している。

- ③ 米国における企業年金資産規模上位100社のうち、運用子会社を設立している事業法人は16社である。うち3社が外部顧客にも運用サービスを提供し、大半は母体企業・年金基金だけの運用を行っている。母体企業・年金資産の運用割合が高いところが外部顧客の獲得にも成功しているようである。一方、母体の年金資産の一部運用にとどまっている場合、資産規模が小さいことから運用パフォーマンスも思わしくなく、優れた報酬体系が提供できないことから優秀な人材も確保できない、という悪循環に陥っているところもある。
- ④ インハウス運用を選択するメリットとして、運用報酬の削減やモニタリングコストの削減、シナジー効果などがあげられる一方、運用体制の整備が必要な点や優秀なマネジャーを採用する上で外部運用会社並みの報酬体系が必要といった点が指摘されている。インハウス運用を実施していない基金は、不実施理由として外部運用会社並みの報酬体系を提供できないことを理由にあげるところが多かった。
- ⑤ 運用子会社の設立については、賃金体系を本社他部門と別体系にできる、事業そのものの収益性の追求が可能でありヨコ展開が図りやすい、などのメリットが考えられる。

最後に、我々が実施した米国における大手基金を対象にしたインタビューでは、我が国企業に対する米国の経験から得られる示唆として、次のような意見が聞かれた：

- ◆インハウス運用が年金財政状況の改善策にはならないと思う。むしろ母体企業のシニアマネジメント層が年金運用の分野に十分通じた優秀なスタッフを基金に送り込むことが重要ではないか。但し、運用子会社を設立すると、母体と切り離して報酬体系を作れるため、より優れたスタッフを確保し、結果としてファンドのパフォーマンスの向上につながるというメリットがあると思う。
- ◆資産規模が十分大きいのならインハウスを始めればよいが、その前にしっかりとアセットアロケーションのスタディを行った方がいい。米国では公務員年金も企業年金もインハウスでアクティブ運用を行っているところが少ない。
- ◆一度に全てをやろうと思わないことだ。積立不足を減らすためには、まず洗練されたアセットアロケーションを確立する。次に優れた運用会社を選出し、彼らとの間で信頼関係を築くことが大切だ。アグレッシブなインハウス運用は行わない。これで5年から15年うまく機能させることができれば、運用子会社の設立を考えると良いだろう。我々もインハウス運用を開始してから長い歴史がある。短期間で飛躍しないことだ。

- ◆ステップ・バイ・ステップが大切だ。まず1つのアセットクラス、例えばキャッシュ、次に債券、そして株式と進むと良いだろう。規模も始めは小さく、経験を積んでから徐々に増やしていけばよい。
- ◆まず前提として、グッド・ディシプリンとグッド・プロセスが必要だ。実際に始める前にペーパー・ポートフォリオを作り、シミュレーションを行ってみることを勧めたい。我々も始めた当時は、前もって6~8か月間、様々なパターンでシミュレーションを行った。
- ◆確かに資産規模は良い運用パフォーマンスをあげる重要なファクターであり、資産規模が大きく良いガバナンス（年金基金運営）を行っているところがインハウス運用も積極的に行っている。しかし、良いガバナンスが実施されていれば、インハウス運用のみでも外部委託運用のみでも（あるいはその両方でも）良いパフォーマンスをあげることができる。

（井潟 正彦、片山 英治）