

## 日本における有価証券管理ビジネスの新展開

1999年11月9日に大和銀行と住友信託銀行は共同で新信託銀行の設立を、同月29日には日本生命と三菱信託銀行が東洋信託銀行、明治生命、ドイツ銀行グループと共同出資で新信託銀行を設立するとの声明をそれぞれ発表した。新信託銀行は、日本版マスタートラスト業務だけでなく機関投資家向け有価証券管理全体を視野に入れており、信託銀行というよりはむしろ信託会社に近い。米国マスタートラスト最大手のステートストリートがビジネスモデルとするならば、今後は有価証券管理に加え、インデックス運用とセキュリティーズ・レンディング、為替取引業務についてどのような取り組みが行われていくのが注目される。さらに、今回の新信託銀行の設立は有価証券管理と運用、コンサルティング等の機能がパッケージ化された現状から欧米並みの機能分化への大きな第一歩と位置づけられる。

### 1. 新信託銀行（信託会社）の設立

1999年11月に、信託銀行・生命保険会社による新しいビジネス展開をにらんだ動きが相次いだ。11月9日に大和銀行と住友信託銀行（以下、大和銀行・住友信託グループと略称）は新たに信託銀行の設立を、同月29日には三菱信託銀行と日本生命（以下、三菱信託・日生グループと略称）が東洋信託銀行、明治生命、ドイツ銀行グループと共同出資で信託銀行を設立するとの声明をそれぞれ発表した（表1）。

大和銀行・住友信託グループは、両行50%ずつ出資で資本金500億円程度の新信託銀行を設立し、両行が顧客から受託した年金信託等を管理委託する仕組みを想定している。三菱信託・日生グループも同様に、三菱信託が43.5%、日本生命が33.5%、東洋信託と明治生命が10%、ドイツ銀行グループが3%ずつ出資し、資本金100億円程度の信託銀行を設立し、各銀行・生命保険会社が受託した資産を新信託銀行に管理委託する仕組みを構想している。

新信託銀行は、いずれも「日本版マスタートラスト」と機関投資家向け有価証券資産管理を主たる業務と位置付けている点で共通しており、その実態は信託銀行というよりもむしろ信託会社に近いと考えられる。事業開始時期は、関係当局の許認可を前提として大和・住友信託グループが2000年4月、三菱信託・日生グループが同年10月を予定している。なお、同年12月には大和銀行・住友信託グループの新信託銀行に中央・三井信託銀行も出資の方向で調整との報道がなされている。

表 1 新信託銀行（信託会社）設立の概要

大和銀行・住友信託銀行 <sup>(注1)</sup>		三菱信託銀行・日本生命
500億円程度	資本金	100億円(当初)
両行50%ずつ出資	資本構成	三菱信託銀行43.5%、日本生命33.5%、東洋信託銀行10%、明治生命10%、ドイツ銀行グループ3%
・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)、証券投資信託信託等に係る証券管理業務) ・カストディ、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	事業内容	①日本版マスタートラスト業務 ・有価証券管理の保管・決済、会計報告 ・資産の効率的な運用(証券貸付、余資運用等) ・高付加価値情報の提供(運用評価・リスク管理等) ②有価証券資産の管理業務 ・生保有価証券資産等の管理業務
管理委託見込額47.6兆円(1999年3月末時点)	事業規模	有価証券資産残高52.1兆円(1999年9月末時点)
2000年10月	事業開始予定 <sup>(注2)</sup>	2000年4月

(注1) 中央・三井信託銀行が参加の方向で調整と報じられている(日本経済新聞1999年12月10日)

(注2) 関係当局の許認可が前提。

(出所) プレスリリース等より野村総合研究所作成

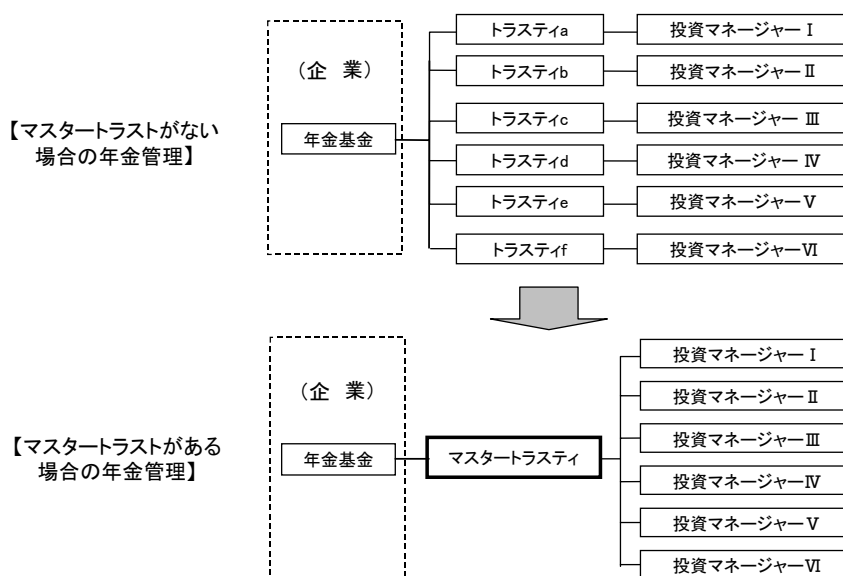
## 2. 新信託銀行（信託会社）の事業内容と設立背景

### 1) 事業内容

#### (1) 「日本版マスタートラスト」

従来日本では、信託銀行や生命保険などの企業年金受託機関は年金資産管理と資産運用、年金数理計算等のコンサルティング業務を全て手がけてきた。マスタートラストはこのうち年金資産管理のみをひとまとめに手がける仕組みであり、米国では年金基金の運営上

図 1 マスタートラストのメリット



(出所) 野村総合研究所

不可欠なインフラストラクチャーとして広く普及している。

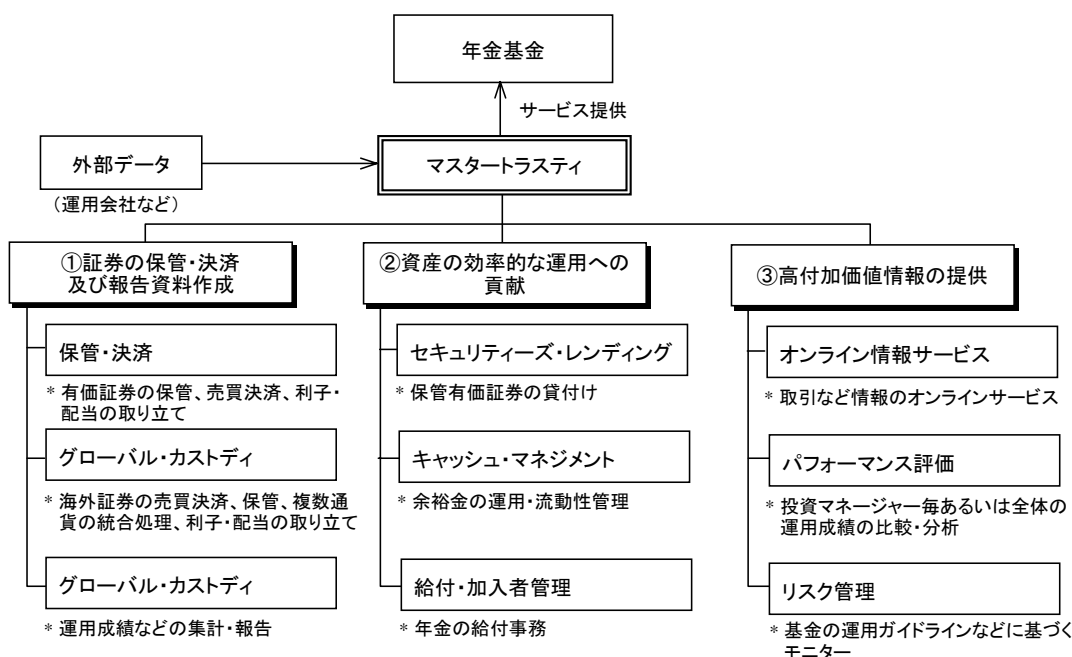
マスタートラストの仕組みがない場合、年金基金は投資マネジャーごとに年金資産の管理を行うトラスティ（受託者）を抱える形で運用を行う。この場合、基金が資産カテゴリーを増やそうとして投資マネジャーの数を増やすと結果としてトラスティの数も増え、基金にとって情報の入手や報告書の作成に手間がかかることになる（図1）。これに対し、マスタートラスティが年金資産をひとまとめに管理すれば投資マネジャーの数にかかわらず一つの信託契約を結ぶだけで済み、投資マネジャーの変更も容易に行うことができる。マスタートラストの存在により、年金基金は運営の効率化を図ることが可能になるのである。

新信託銀行（信託会社）がマスタートラストの提供に向けてどのような準備を行っているかプレスリリースでは正確に把握できないものの、米国では大きく分けて次のような三つのサービスが年金基金に提供されている（図2）。

①証券の保管・決済及び報告資料作成：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、マスタートラスティ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。

②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生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

図2 マスタートラストのサービス



(出所) 三菱龍・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

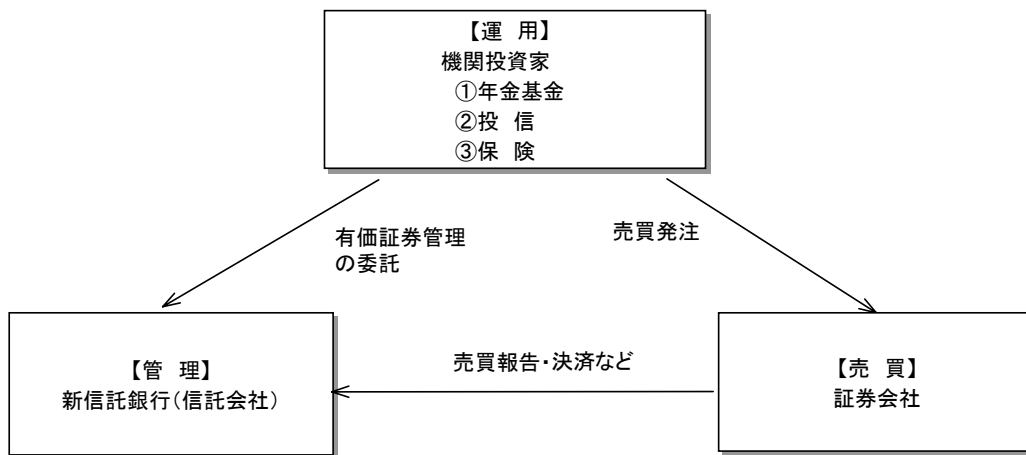
とめて運用し流動性管理を行うキャッシュ・マネジメントや、年金の給付事務としての給付・加入者管理も手がけている。わずか数ベースポイントでも資産の運用効率を高めた年金基金にとって、今や欠かせないものとなっている。

③高付加価値情報の提供：情報テクノロジーの発達を背景に、近年極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、投資マネジャー毎あるいは全体の運用成績の比較・分析、基金の運用ガイドラインに基づき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①や②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であるが、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を選ぶ際の事実上の判断基準になっているといわれる。

(2) 有価証券管理

両グループのプレスリリースによると、新信託銀行（信託会社）は企業年金の受託だけでなく機関投資家向けの有価証券管理を視野に入れている。中長期的にみれば、新信託銀行（信託会社）は運用者たる年金基金や投信、保険といった機関投資家が保有する有価証券の管理を受託し、売買を行う証券会社からは有価証券に係る取引の報告・決済などを受託するという役割分担が行われることになろう（図3）。

図3 証券市場における新信託銀行の位置づけ



(出所) 野村総合研究所

2) 設立背景

新信託銀行（信託会社）が設立される背景として、次の三つの要因があげられる。

(1) 米国のマスタートラスト市場の学習効果

マスタートラストは、膨大なシステム投資を継続的に必要とする一方で年金資産の一元的な管理という本来業務それ自体でほとんど利益が出ず、セキュリティーズ・レンディングの収入を年金基金とシェアすることでそれを辛うじてカバーしているのが現状である。このため、米国では過去有力銀行が参入したものの採算が見合わず、ライバル行に関連部門を売却し次々とマスタートラスト市場から撤退したという経緯がある。この結果、今や上位5行で全体の受託資産合計の8割近くを占めるという、著しく寡占化が進んだマーケットとなっている(表2)。

表2 マスタートラスト上位行の受託状況

順位	銀行名	(百万米ドル;%)	
		受託資産合計	シェア(%)
1	ステートストリートバンク&トラスト	1,099,700	(22.1)
2	メロン・トラスト	896,807	(18.0)
3	バンク・オブ・ニューヨーク	629,295	(12.6)
4	ノーザン・トラスト	617,600	(12.4)
5	ハンカース・トラスト	577,828	(11.6)
6	チェース	364,000	(7.3)
7	シティバンク	247,502	(5.0)
8	ノーウェスト	100,000	(2.0)
9	バンク・ワン	82,000	(1.6)
10	ワコーピア	72,435	(1.5)
	その他	372,688	(7.5)
合計		4,987,420	(100.0)
* マスタートラスト上位5行計		3,821,230	(76.6)

(出所) Pensions & Investments, October 31 1997より作成

日本の信託銀行・生命保険会社はこうした米国の買収・淘汰の歴史を見極めた上で、マスタートラストのビジネスを手掛ける段階で合従連衡を選んだといえる。

## (2) プライオリティの高い決済制度改革への対応

二番目にあげられるのが決済制度改革への対応である。自民党は売買契約の成立日(約定日)の翌営業日に決済を行う「T+1」決済を2002年度までに実現するという目標を掲げており、各金融機関はこの制度変更への対応を迫られることになる。特に、有価証券管理ビジネスを手掛ける信託銀行にとって決済制度の変更は他金融機関よりも重要性が高く、マスタートラストへの対応よりもむしろプライオリティが高いとすらいわれるほどである。このためのシステム投資額だけで数億円、グローバルカストディを含む場合の投資額は数十億円程度にのぼるといわれる。このため、各信託銀行と生命保険会社はシステム費用を共同負担する選択をしたと考えられる。

## (3) 寡占化しやすい企業年金市場

第三に、日本の企業年金マーケットが寡占化しやすいという点があげられる。データの

制約上厚生年金基金に限ってみると、資産規模 500 億円以上の基金が全体の 1 割を占め、100 億円以上の基金が全体の 5 割に達する（表 3）。このため、資産管理の一元化を前提とすると主要大手基金を早い時期に顧客として獲得した機関が勝者になる可能性が高く、寡占化しやすいマーケットであると考えられる。ちなみに、米国では確定給付型企业年金の数が 5 万を超え資産規模 50 億円未満の小規模基金が大半を占めているにも関わらず、マスタートラスト大手 5 行の寡占状態となっている。

表 3：資産規模別にみた厚生年金基金数

資産規模	基金数	累積度数(%)
1,000億円以上	75	4.0
500～1,000億円	109	9.8
100～500億円	735	49.0
50～100億円	428	71.9
10～50億円	498	98.5
10億円未満	29	100.0
合計	1,874	

(注) 1997年度末現在、時価ベース。

(出所) 厚生年金基金連合会ホームページより作成

### 3. ステートストリートにみる有価証券管理ビジネスの展開

新信託銀行（信託会社）の今後の展開については、プレスリリース以外に明らかにされていない点が多い。但し、日本版マスタートラストと有価証券管理ビジネスの今後を考えるにあたり、米国のステートストリートが一つのありうる姿と考えられる。というのも、同社はマスタートラストで業界トップであり、機関投資家向け有価証券管理をビジネスの中核に据えているからである。そこで、ステートストリートの有価証券管理ビジネスの展開について、アニュアルレポートを基に概観する。

#### 1) 機関投資家向けサービスに特化した「信託会社」

ステートストリートは 1792 年創業、ボストンを拠点とし 200 年以上の歴史を誇る会社である。1998 年末時点で従業員数は 1 万 7,000 人弱、自己資本は 21 億 6,000 万ドルである。同社は機関投資家向けサービスに特化しており、その姿勢はアニュアルレポートの「ステートストリートは世界中の機関投資家に対してサービスを提供するリーディングスペシャリスト (leading in serving institutional investors worldwide)」というコメントからも伺える。

ステートは、信託銀行というよりもその実態はむしろ「信託会社」に近い。収入構成をみても、カストディサービスや投資信託の基準価額計算、セキュリティーズレンディングなどの信託関連及び為替取引からの手数料収入が 20 億ドルと収入全体の 7 割以上を占め、いわゆる銀行業務による純金利収入は 3 割弱を占めるに過ぎない（1998 年時点、表 4）。

表 4：ステートストリートの経営状況

	(単位:百万ドル)		
	1998	1997	1996
手数料収入			
信託関連	\$ 1,504 (54%)	\$ 1,252	\$ 1,018
機関投資家向けサービス	1,024 (37%)	861	711
資産運用	480 (17%)	391	307
為替取引	289 (10%)	245	126
その他	204 (7%)	176	158
手数料収入計	<u>1,997 (71%)</u>	<u>1,673</u>	<u>1,302</u>
金利収入	2,277	1,799	1,480
金利費用	1,492	1,114	892
純金利収入	<u>785 (28%)</u>	<u>685</u>	<u>588</u>
貸倒引当	17 (1%)	16	8
収入計	2,765 (100%)	2,342	1,882
営業費用	<u>2,068</u>	<u>1,734</u>	<u>1,398</u>
税前利益	697	608	484
法人税等	261	228	191
税引利益	<u>\$ 436</u>	<u>\$ 380</u>	<u>\$ 293</u>
総資産	45,710	35,426	29,483
長期・有利子負債	867	717	213
自己資本	2,157	1,847	1,618
株主資本利益率(ROE)	20.2%	20.6%	18.1%
従業員数	16,816	14,199	12,792

(出所) アニュアルレポートより野村総合研究所作成

この機関投資家向け信託会社への特化という姿勢は、1999 年 10 月の商業銀行部門の売却で一層鮮明になった。1999 年 10 月 4 日、ステートは 24 億ドルの商業ローンと 11 億ドルの預金を含む商業銀行部門と関連 4 店舗のシチズンズ・ファイナンシャル・グループへの売却を完了したと発表した。シチズンズ・ファイナンシャル・グループは英国の大手商業銀行であるロイヤル・バンク・オブ・スコットランドの子会社である。ステートストリートの CEO（最高経営責任者）であるマーシャル・N・カーター氏は、今回の商業銀行部門の売却について「我々は、世界中の機関投資家向けサービスに一層注力し続けるために商業銀行の衣を脱ぎ捨てた」と語っている。

## 2) 投資信託の受託業務で 4 割のシェア

一般に、ステートストリートはマスタートラストの上位行というイメージが強い。確かに、表2にみるように1997年時点でマスタートラスト市場全体で2割のシェアを誇り、グローバルカストディアンとしての名声も高い。

但し、同社はそれ以上に米国最大の投資信託カストディアンとしての地位が高く、投信の時価総額の42%のシェアを誇っている。また、基準価額計算サービス提供機関としてウォールストリート紙で発表されている基準価額の27%を算出している。同社は、1998年末現在で253ファンドグループの投資信託について受託サービスを行っている。「一度顧客になると、まず他行へ移らない」という実績を誇っている。

このように、ステートストリートはマスタートラストでトップであるだけでなく、年金基金、投信、保険といった機関投資家を対象に有価証券管理サービスを提供する信託会社としてこれまでの日本の信託銀行にみられない業態であり、今回の新信託銀行（信託会社）の将来像をみる上で参考となろう。

### 3) 機関投資家向けにインデックス運用を提供

さらに注目すべきなのは、ステートストリートはインデックス運用を中心に資産運用サービスを機関投資家に提供している点である。ステート本体では資産運用を行っていないものの、運用子会社であるステートストリート・グローバルアドバイザーズ（State Street

表5：インデックス運用上位10社ランキング  
(1998年12月末現在、単位百万米ドル、%)

順位	運用会社名	運用資産計	シェア(%)
1	パーケイス・グローバル・インベスターズ	407,074	(30.8)
2	ステートストリート・グローバル	206,704	(15.6)
3	バンカーズ・トラスト	156,143	(11.8)
4	TIAA-CREF	96,193	(7.3)
5	メロンキャピタル・メロンボンド	68,374	(5.2)
6	バンガードグループ	59,575	(4.5)
7	ノーザン・トラスト・クオンティタティブ	41,320	(3.1)
8	フィデリティ	39,141	(3.0)
9	アライアンス・キャピタル	23,498	(1.8)
10	ディメンショナル・ファンド	20,363	(1.5)
	その他	204,118	(15.4)
合計		1,322,503	(100.0)
	* マスタートラスト上位4行運用子会社計	472,541	(35.7)

(注) マスタートラスト上位4行はステートストリート、メロン、ノーザン・トラスト、バンカーズ・トラスト。

(出所) Pensions & Investments, February 22 1999より野村総合研究所作成

Global Advisors; SSgA) を通じて資産運用サービスを提供している。SSgA はインデックス (パッシブ) 運用とクオンツ分析/ファンダメンタル分析に基づいたアクティブ運用を得意とし、手数料収入の大半はインデックス運用と債券運用から生じている。主にインデッ



クス運用に特化している理由は、ステート本体が有価証券管理を手掛けており、セキュリティーズ・レンディングを前提とするとインデックス運用を行いやすいためと推察される。

また、SSgA は 1999 年末時点でインデックス運用市場全体の約 16% のシェアを占め、パークレイズ・グローバルインベスターズに次ぎ第 2 位である（表 5）。同社のほか、バンカーズトラスト、メロンバンク、ノーザントラストといったマスタートラスト上位行が名を連ねていることから、有価証券管理とインデックス運用の間には何らかの関係があるように思われる。

#### 4) グローバル・カストディをベースとした為替取引業務

ステートは、グローバル・インベスター誌主催の為替取引サービスの世界ランキング「Best FX Service Overall 1998」で 2 位にランキングされたことをアニュアルレポートで高らかにアピールしている。為替取引における地位の高さは、海外証券の一括管理を行うグローバル・カストディを手掛けていることの影響が大きいものと思われる。同行の為替取引サービスの原動力は「ステートストリート・グローバル・リンク」と呼ばれる統合化された電子プラットフォームで、当行独自の為替に関するリサーチと取引執行能力を備えている。

### 4. 機能分化への大きな第一歩

以上から、ステートストリートの特徴は次の二点に集約されよう。第一に、マスタートラストティとして年金受託で首位にあるだけでなく、投資信託の受託で 4 割のシェアを占めるなど機関投資家（年金基金、保険、投信）向け有価証券管理サービスの大手である。第二に、インデックス運用を運用子会社である SSgA を通じ機関投資家に対して提供するほか、為替業務においても高い地位を固めつつある。この背景にはセキュリティーズレンディングとグローバルカストディがあると思われる。

仮にステートストリートが一つのビジネスモデルになりうるとするならば、大和銀行・住友信託グループ、三菱信託・日生グループが設立する新信託銀行（信託会社）においてもインデックス運用やセキュリティーズ・レンディング、為替業務について今後どう対応していくかが注目される。

既に述べたように、従来信託銀行は有価証券管理と運用、年金数理コンサルティング等の機能をパッケージとして提供してきた。また、生命保険会社も運用、保険、有価証券管理を一手に手掛けてきた。有価証券管理に特化した新信託銀行（信託会社）の今回の設立は、欧米並みの機能分化への大きな第一歩と位置づけられよう。

(片山 英治)