

4

インハウス運用と運用子会社 注目を浴びる年金運用の新しい選択肢

井瀉正彦 / 片山英治

インハウス運用とは、企業年金の運用を外部の運用機関に委託せず、年金基金が自ら行うことである。今年6月にインハウス運用にかかわる規制の緩和・撤廃が実施されたことから、日本企業の関心が高まっている。日立製作所やトヨタ自動車では、運用子会社設立の動きも出てきている。

一方、米国ではインハウス運用が珍しくなく、大手基金の2つに1つが実施している。実施の際は、外部運用会社並みの報酬体系を提供できるか否かが鍵である。運用子会社については、企業年金資産上位100社のうち16社が設立している。

日本企業に対する示唆として、「インハウス運用の実施や運用子会社の設立に至る前提として、充実した運用管理体制や洗練されたアセットアロケーション（資産配分）が確立していること」が重要といったアドバイスが聞かれた。

注目されるインハウス運用と 運用子会社

インハウス（自家）運用とは、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。わが国の企業はこれまで年金運用をすべて外部の運用会社に委ねてきたが、今年6月にインハウス運用にかかわる規制の緩和・撤廃が行われたことを契機に、インハウス運用への関心が高まっている。さらに、インハウス運用を

行うのにとどまらず、運用子会社を設立する企業も出てきている。

一方、米国ではインハウス運用の実施や運用子会社の設立は珍しいことではない。本稿では、日本企業がインハウス運用と運用子会社という2つの新しい年金運用の選択肢を検討するための手がかりとして、米国におけるインハウス運用と運用子会社の考え方について、実態を織り込みつつ述べる。最初に日本の現状を概観したうえで、米国のケースを取り上げたい。

図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】
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ジャー（経験3年以上）の設置 各基金が定める運用基本方針に加え、インハウス運用にかかわる事務処理体制や運用評価などの事項の規定	要件を満たさないと運用できないもの 有価証券（国債、地方債、CP、外債など）の売買 債券の貸し付け 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 要件を満たしていなくても運用できるもの 投資信託の受益証券の売買 コールの貸し付け、手形の割引 譲渡性預金

日本における現状

これまで、厚生年金基金がインハウス運用を行うには資産規模が500億円以上必要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、本年6月1日にインハウス運用に関連する規制の緩和・撤廃が実施に移された。

インハウス運用を行うための条件と運用可能な商品は、図1のように定められた。

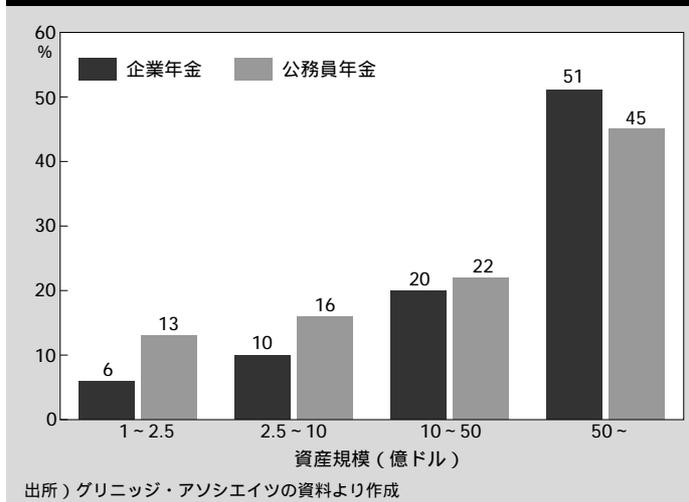
インハウス運用を行う年金基金は、通常の運用方針に加え、インハウス運用の事務処理体制や運用評価などについて別途定める必要がある。また、インハウス運用の責任者（運用執行理事）とファンドマネジャーを置かねばならない。後者は、各運用対象証券について、3年以上の運用経験を備えていることが求められている。

一方、インハウス運用の対象は、上記の条件を満たした場合、有価証券の売買や債券の貸し付け、株式のインデックス運用（市場インデックスと同じ効果を持つポートフォリオを構築して、市場平均に近い運用成果を目指す運用）などと選択肢が広がっている。また、条件を満たしていない年金基金でも、投資信託の売買などを行うこ

とができるようになった。

昨年以降、運用子会社設立の動きが一部大手企業でみられている。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（一定の限られた特定の投資家を対象とする投資信託）の運用などを始めている。トヨタ自動車も、今年6月に千代田火災海上保険の系列投資顧問会社に50%出資し、「トヨタアセットマネジメント」に社名変更、グループ企業の事業資金や中小年金基金の資産などを合同運用する方針を固めている。

図2 インハウス運用を実施している年金基金の割合（1998年）



米国におけるインハウス運用 と運用子会社の全体像

1 インハウス運用を行っている か否か

一般に、米国の大企業はインハウス運用を盛んに実施しているといわれる。コンサルティング会社のグリニッジ・アソシエイ

ツのデータによれば、インハウス運用を実施している企業年金の割合は、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（前ページの図2）。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、公務員年金にかかわらず、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。どちらかというところ公務員年金の方が、企業年金よりもインハウス運用を行う割合がやや高めである。

表1 米国の大手企業年金におけるインハウス運用の割合

順位	企業	(単位：百万ドル)		
		確定給付型資産	インハウス 運用額	インハウス 比率 (%)
1	GM (ゼネラル・モーターズ)	67,000	10,050	15.0
2	GE (ゼネラル・エレクトリック)	39,004	31,700	81.3
3	IBM	37,688	13,225	35.1
6	ボーイング	32,350	860	2.7
7	ベル・アトランティック	33,887	3,319	9.8
8	ロッキード・マーティン	22,866	2,287	10.0
10	デュボン	16,933	16,933	100.0
11	AT&T	18,446	33	0.2
12	ベルサウス	16,440	1,026	6.2
13	GTE	15,829	2,060	13.0
18	USウェスト	11,672	5,176	44.3
21	シェル石油	5,678	997	17.6
23	エクソン	3,759	1,592	42.4
24	シティグループ	6,800	3,000	44.1
25	アライドシグナル	8,000	1,500	18.8
27	デルタ航空	8,193	750	9.2
28	ブルデンシャル	8,210	8,210	100.0
29	USX	10,693	10,693	100.0
37	3M	5,727	710	12.4
54	ディア	5,632	2,487	44.2
55	アボット・ラボラトリーズ	1,993	236	11.8
61	イーライ・リリー	2,690	181	6.7
63	ベスレヘム・スチール	5,432	3,598	66.2
68	メットライフ	3,652	3,652	100.0
70	シアーズ・ローバック	1,785	533	29.9
71	エトナ	3,459	294	8.5
77	ユニオン・カーバイド	3,876	3,698	95.4
78	TRW	3,059	233	7.6
80	ナショナル・ルーラル・エレクトリック	3,050	1,099	36.0
81	テキサコ	1,700	155	9.1
85	コモンウェルス・エジソン	3,648	696	19.1
92	シグナ	2,405	2,110	87.7
94	ARCO	2,541	942	37.1
95	キンバリー・クラーク	2,695	525	19.5

注) 順位は企業年金資産の総額による
出所) ペンション&インベストメンツ紙 (1995年1月25日) およびS&P「マネー・マーケット・ダイレクトリー」1999年などより作成

2 インハウス運用対象の 資産割合

ただし、インハウス運用を実施している年金基金が、どこも年金資産の運用を全額手掛けているとは限らない。企業年金資産規模上位100社のなかでインハウス運用を実施しているところをみると、資産全体に占めるインハウス運用の割合は、表1に示すように100%のところから10%未満のところまでさまざまである。

3 インハウス運用の対象

また、インハウス運用の対象となっている資産の種類については、北米在住の年金コンサルタントのデータベース（分析対象は資産500億ドル規模の米国・カナダの超大型基金）に基づくと、国内株式と債券は大半がインハウスで運用している。

一方、外国株式や不動産、およびオルタ

表2 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	インハウス 運用比率 (%)	運用子会社
1	GM	15.0	GMインベストメント・マネジメント
2	GE	81.3	GEアセット・マネジメント [¶]
7	ペル・アトランティック	9.8	ペル・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	デュボン	100.0	デュボン・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	US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	ベネフィット・キャピタル・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) ペンション&インベストメント誌(1995年1月25日)「マネー・マーケット・ダイレクター」1999年、および「ネルソン・ダイレクター・オブ・インベストメント・マネジャーズ2000」より作成

ナティブ(従来の投資対象や運用手法とは異なる投資。ベンチャーキャピタルなど)に手を出している年金基金は少ない。

実際、年金基金の関係者によれば、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という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資産に限定されるという。さらに、インハウス運用の中身としても、キャッシュカインデックスが多いとの声が聞かれる。インハウススタッフは財務部でコーポレートキャッシュを運用した経験のある人間が多いためとされる。

4 運用子会社の実態

一方、運用子会社の全体像についてみると、表2に示すように、米国の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至っている事業法人は16社である。これら運用子会社の大半は母

体企業の年金資産運用を手がけるが、GE(ゼネラル・エレクトリック)、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にも運用サービスを提供している。

インハウス運用の考え方と実態

端的には、外部委託からインハウス運用に向かう真の動機は、「自分たちでもできる」という感触にあるともいわれるが、米国企業が一般にインハウス運用を検討するに際して、どのような点が考慮されるのだろうか。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当たり、基金は次ページの表3に示す7項目について検討すべきとされている。以下、このなかで特に注目すべき点として、1番、4番、7番の3つを取り上げる。

表3 インハウス運用の導入に際して基金が検討すべき点

- 1 委託運用に対してインハウス運用を行う利点は何か
- 2 投資マネジャーはどのような専門性を必要とするか
- 3 その専門性は組織内に存在するか
- 4 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 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 組織はファンド管理に必要な時間と労力を惜しまないか
- 7 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, *Managing Your Investment Manager*, Irwin 1992より抜粋

1 インハウス運用を行う利点

1 番目のポイントは「委託運用に対してインハウス運用を行う利点は何か」であるが、一般に次の3つがあげられている^{注1}。

第1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ベースポイント（1ベースポイントは0.01%）という設定になっている。このため、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して上昇する。これに対し、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。

第2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ない可能性がある。このため、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。

第3が「相乗効果とリスク分散」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。実際、ある年金基金の担当者は、インハウス運用を始めた動機として、「自ら運用を手掛けることで外部マネジャーをより良く理解できる」点をあげている。

2 スタッフの報酬体系

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)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。

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1の理由に掲げるところが多い。

ある公務員年金の担当者は、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をあげたうえで、「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支払えるわけがない」とコメントしている。

一方、インハウス運用を実施している年金基金のなかには、スタッフの報酬自体は他部門と同じ水準であるが、上乘せされるボーナスを年金資産の運用パフォーマンスと連動させることで差をつける、といったインセンティブ上の工夫をしているところがみられる。

3 インハウス運用のリスク

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。

たとえば、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などのインフラ投資が必要となり、外部委託運用だけ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、年金基金自らが運用を手掛けているため、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なる。

なお、インハウス運用を実施している年金基金では、マスタートラスト^{注2}のサービスを活用することでこうしたリスクに対応している。

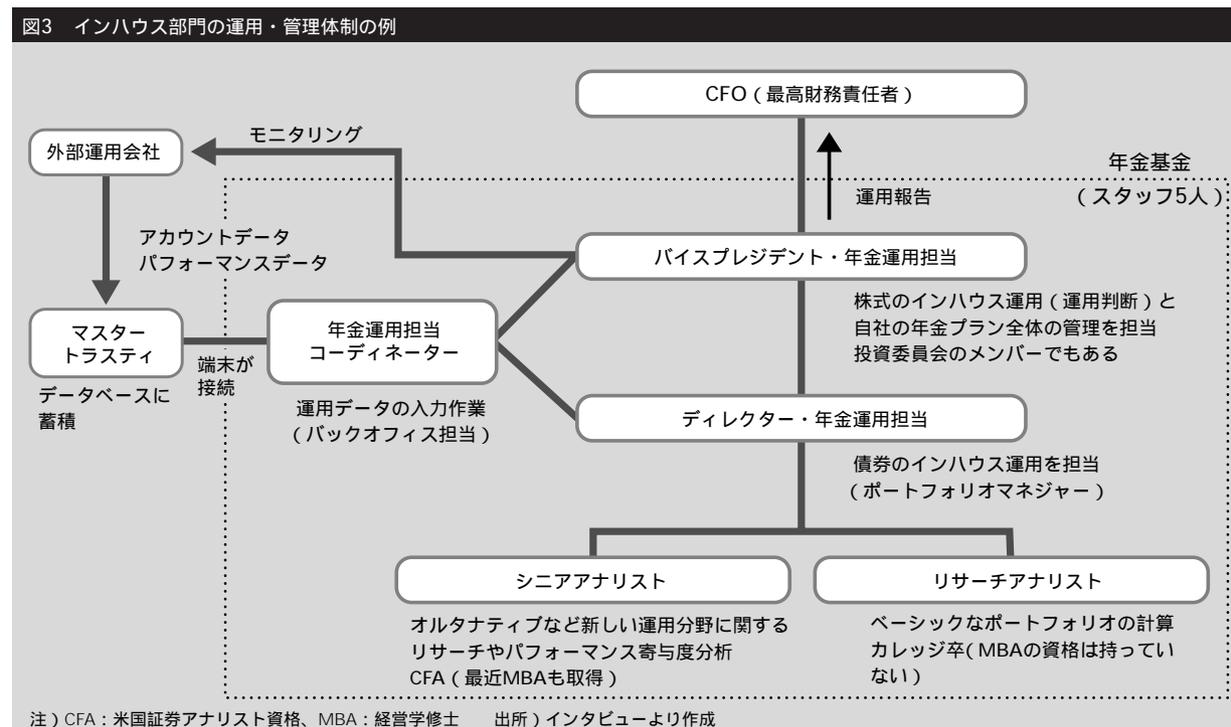
図3に、ある年金基金の運用管理体制を示す。インハウス運用を担当しているのはバイスプレジデントとディレクターの2人だが、彼らの運用判断に基づき実際のデータ入力などの作業をアシスタントたるコーディネーターが行っている。コーディネーターは、バックオフィスの役割も担ってい

る。そ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同社のインハウス運用部門のデータがマスタートラストに集まる仕組みになっている。

この年金基金のスタッフ数は5人であるが、これだけの人数で、インハウス運用だけでなく、同社の年金資産全体の運用管理まで行える背景としては、マスタートラストの存在が大きいといえる。

しかし、これらのリスクに加え、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解雇することができるか、という人事管理上の問題もある。

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、インハウス運用の利点を認めつつも、課題も少なくないことを、著書の中で次のように述べている^{注3}。



「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報酬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。…インハウスマネジャーの正味の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。はたして、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うえで十分な水準かどうか。…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しいタスクを背負わねばならない」

運用子会社設立の考え方と実態

1 運用子会社設立の利点

では、一步進んで、運用子会社の設立に至る背景には何があるのだろうか。経営学の考え方によれば、一般的な分社化の利点として次の3つの点があげられる^{注4}。

第1は、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提供することが可能になる。

第2は、事業リスクが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3が、新規事業そのものの収益性の追求が可能であり、事業の横展開が図りやすいという点である。

以上の点は、一般の事業会社が子会社を設立する場合の考え方だが、運用子会社の設立については特に、第1の「賃金体系を本社の他部門と別体系に」という点が重視されているようである^{注5}。

2 運用子会社の実態

ただし、こうした設立動機が必ずしも実現されているとは限らない。ある航空・宇宙大手の運用子会社は、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、わずか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1つは報酬体系にある。同社は、3つの目的をもって設立された。すなわち、通常の年金基金と違って、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、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、外部委託運用とインハウス運用を組み合わせたり、運用対象を絞り込んだりすることで、運用コストを外部運用会社に比べ安く上げられることである。

ところが現実には、せっ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。

対照的なのが、ある大手化学メーカーの運用子会社で、母体企業が有する41億ドルにのぼる確定給付型年金資産のほぼ全額に当たる98%を運用している。

同社の設立は1987年だが、設立時の2つの目的は現在まで堅持されている。1つは「できるだけ運用パフォーマンスを上げること」、もう1つは「運用コストを引き下げること」である。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み、今では保険会社や年金基金など5つの外部顧客にもサービスを提供している。

ただし、母体企業年金の余剰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、外部顧客を増やすことは考えていない。

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。たとえば、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。

同社が外部顧客の獲得にまで至った背景としては、高水準の報酬体系を維持していることだけでなく、母体企業の年金資産の大半を受託していることも大きい。しかし、前述した運用子会社の大半は、母体企業年金の一部運用受託にとどまり、外部顧客に運用サービスを行うには至っていない。

日本企業への示唆

以上、米国におけるインハウス運用と運用子会社の現状をみてきた。最後に、米国基金の担当者による次のコメントは、日本企業への示唆として参考になろう。

第1に、インハウス運用の実施や運用子会社の設立に至る前提として、「充実した運用管理体制や洗練されたアセットアロケーション（資産配分）」が確立していることが肝要である。

第2に、インハウス運用の可否を事前にシミュレーションで検討し、実施の際はキャッシュなど運用が容易な資産から徐々に手を広げていくことが望ましい。

注

- 1 厚生年金基金連合会・青砥政孝『年金基金の自家運用』東洋経済新報社、1999年
- 2 年金資産の一元管理を手掛ける信託銀行・信託会社。マスタートラストの概要については、井瀧正彦・片山英治「導入機運高まるマスタートラスト」本誌1999年9月号を参照。
- 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』ダイヤモンド社、1996年など
- 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

著者

井瀧正彦（いがたまさひこ）

資本市場研究部アセットマネジメント研究室長
専門は資産運用ビジネスの経営戦略など

片山英治（かたやまえいじ）

資本市場研究部主任研究員
専門は社会保障と金融サービス業に関する調査研究