

英国機関投資家運用の問題点

－マイナーズ報告書の要点－

2001年3月、英国大蔵大臣からの諮問を受けて、英国の機関投資家運用の課題について調査を行ってきたマイナーズ氏が、最終報告書を提出した。年金基金を中心とする機関投資家の資産運用について、様々な角度から問題点を探しその解決策を提言したもので、200ページにわたる大部なものである。

1. マイナーズ委員会の概要

1) 大蔵省の問題意識

英国のブラウン蔵相は、2000年3月に行った2000年度予算演説の中で、機関投資家の運用に関する制度上の問題点がないかを明らかにするための調査を、英国大手ファンド・マネジメント会社であるガートモアのポール・マイナーズ会長に諮問したことを明らかにした¹。

大蔵大臣がこのような調査を諮問した背景には、英国において、機関投資家によるベンチャー投資が活発でないという認識があった。ブラウン蔵相は、1997年に就任して以来、英国における生産性の向上と雇用の拡大を訴え、そのために中小企業の成長や起業の促進が必要であると主張してきた。そのためにブラウン蔵相は、ベンチャー投資に関するキャピタル・ゲイン課税の軽減、中小企業向け法人税率の引き下げ、ストック・オプション制度の見直し、地方のベンチャー企業に投資するためのベンチャー・キャピタル・トラストの立上げ、などをこれまでにやってきた。また、英国大蔵省が1999年に、クルックシャンク氏を委員長とする委員会に、英国の銀行間競争が十分であるか調査することを依頼したのも、中小企業が不当な高コストを強いられていないかという問題意識からであった。

年金基金や生命保険会社といった機関投資家が、ベンチャー投資に向ける資金が少なすぎるのではないかという問題意識も、以上のような文脈から生まれたものである。ブラウン蔵相は、年金基金や生命保険のベンチャー・キャピタル投資残高は、米国で総資産の5%

¹ ガートモアは、機関投資家向け預かり資産、投資信託預かり資産残高で共に国内第5位の大手ファンド・マネジメント会社。以前は、英国4大銀行の一角であったナショナル・ウェストミンスター銀行の傘下にあったが、ロイヤル・バンク・オブ・スコットランドが同行を買収した際に、米国のネーションワイド・ミューチュアル保険に売却された。

に上るのに対し、英国では総資産の 0.5%程度に留まっていると指摘した上で、英国での起業を促進するためには、機関投資家によるプライベート・エクイティ投資拡大が重要であるとして、そのための障害を明らかにするために、今回の調査を諮問したのである。

2) コンサルテーション・ペーパーの範囲

英国の機関投資家の運用については、他にも議論の対象となっている点が数多くあった。例えば、NAPF (National Association of Pension Funds) と ABI (Association of British Insurers) は、昨年からの一部の上場企業の経営者に対する報酬が大きすぎる場合、株主総会で議案に積極的に反対投票するべきであるとして、加盟する年金基金や生命保険会社に対し、アドバイスの提供を始め、コーポレート・ガバナンスのあり方に一石を投じた²。

運用面では、グロース型運用とバリュー型運用のパフォーマンスが、1年のうちに大逆転し、スタイル別の運用のあり方が問われた。

さらに、証券会社のアナリストの質が、投資銀行業務への関与の高まりから低下しており、ファンド・マネジメント会社としての対応を求められた。

2001年4月からは、中所得層向けの確定拠出型年金であるステイクホルダー・ペンションが導入されたという制度的な変化もあった。

このため、マイナーズ氏の調査対象は、大蔵大臣の当初の問題意識を受けたベンチャー投資に留まらず、他にも機関投資家の運用に何らかの「歪み (distortion)」を生じさせている要因を、この際にできるだけ多く取り上げようとした野心的なものとなった。新聞報道では、この報告書はソフト・コミッションの廃止を提言したもののように伝えられているが、それだけではなく、機関投資家の資産運用に関する問題点を包括的に取り上げ、それに対する改善策を提言したものとなっている。

諮問を受けたマイナーズ会長は、早くも5月にはコンサルテーション・ドキュメントを公表した。この調査の対象となる機関投資家は、年金基金、生命保険、投資信託である。年金基金のトラスティーやファンド・マネージャー、アクチュアリー、証券会社など、多くの関係者から200を超える意見が寄せられた。

3) 報告書の構成

マイナーズ報告書は、本編全12章と付録2章から成り、200ページにわたる大部なものである。第1章で英国の機関投資家の現状を総括した後、第2章から第10章と第12章の各章では、章ごとに特定の項目について、現状を分析し、コンサルテーション・ペーパーに対して得られた回答を検討した上で、提言を行っている。また、第11章では、機関投資

² 例えば、2000年7月のボーダフォンのジェント会長へのボーナスや、2001年3月のRBSの4執行役員へのボーナスなど、大型合併を成功させたことに対する追加ボーナスが批判の対象となることが多い。

家はその運用方針として明らかにすべき点を列挙している。

付録 2 章は、年金基金のトラスティーに関するアンケート調査の結果と、地方公共団体年金に関する実態調査結果である。

2. 英国機関投資家の現状

1999 年末の英国の年金基金、生命保険、投資信託の運用資産は、合計で 2 兆ポンド（約 350 兆円）に達する。

中でも特徴的なのが、英国では、積立型の年金が普及していることである。このため、年金基金資産は、賦課方式を中心とする他の欧州諸国に比べ極めて大きい（表 1）。また、年金基金のポートフォリオに占める株式の比率が大きいことも、重要な特徴である（図 1）。このことが、規模が大きく流動性も高い英国の株式市場を支えている。規模が大きく、株式投資に対する比重の高い年金制度を持っていることが、国際金融センターであるロンドンにとっての重要な「資産」であり、その運用について制度的な問題があれば、それを解決することは、英国全体にとって重要な影響を持つと報告書は主張している。

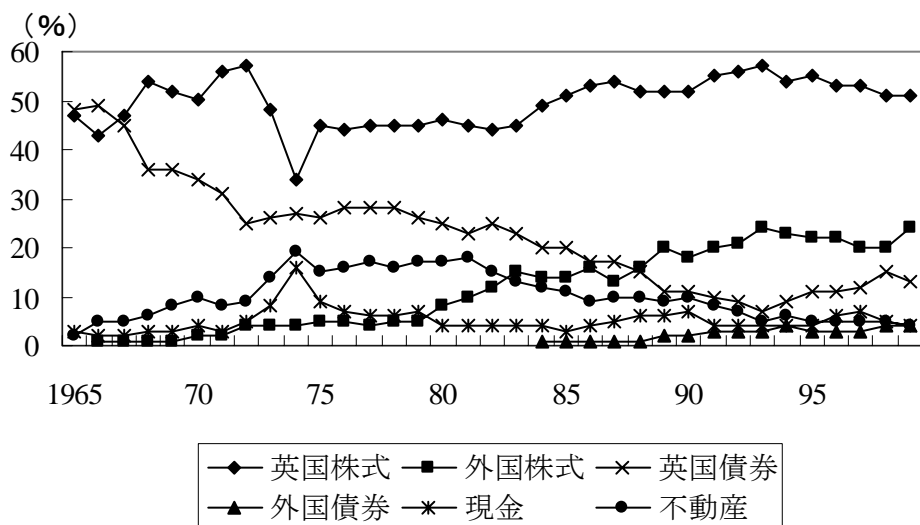
表 1 欧州各国の年金資産残高と対 GDP 比率（1999 年）

（10 億ドル、%）

	年金資産(A)	GDP(B)	A/B
英国	1,330	1,431	92.9
オランダ	435	371	117.3
スイス	306	241	127.0
ドイツ	294	1,989	14.8
スウェーデン	271	229	118.3
イタリア	250	1,093	22.9
デンマーク	187	163	114.7
フランス	64	1,351	4.7
フィンランド	60	121	49.6
ノルウェー	50	147	34.0
アイルランド	46	85	54.1
ベルギー	33	232	14.2
スペイン	29	556	5.2
ポルトガル	12	102	11.8

（出所）Phillips & Drew, “Pension Fund Indicators”

図1 英国年金基金の資産構成の推移



(出所) Phillips & Drew, "Pension Fund Indicators"

年金基金、生命保険、投資信託とも、残高は年々増加している。このため、株式分布状況を見ると、英国でも機関化が進展し、1990年代半ばには、機関投資家の株式保有シェアは60%を超えた。その後、機関投資家の保有比率は低下しているが、その分は外国人投資家のシェアが増加しており、個人投資家の比率はほぼ一貫して低下している(表2)。

表2 英国の投資家別株式分布

	(%)								
	1963	75	81	89	94	97	98	99	
機関投資家	30.3	48.0	57.9	58.5	60.2	56.3	52.9	51.9	
年金基金	6.4	16.8	26.7	30.6	27.8	22.1	21.7	19.6	
生命保険	10.0	15.9	20.5	18.6	21.9	23.5	21.6	21.6	
投資信託	12.6	14.6	10.4	8.6	10.1	10.6	9.0	9.7	
銀行	1.3	0.7	0.3	0.7	0.4	0.1	0.6	1.0	
個人	54.0	37.5	28.2	20.6	20.3	16.5	16.7	15.3	
公的機関	1.5	3.6	3.0	2.0	0.8	0.1	0.1	0.1	
事業会社	5.1	3.0	5.1	3.8	1.1	1.2	1.4	2.2	
海外	7.0	5.6	3.6	12.8	16.3	24.0	27.6	29.3	
その他共合計	100	100	100	100	100	100	100	100	

(出所) マイナース報告書(原典はONSのShare Ownership Survey)

3. 報告書の内容

マイナース報告書は、200ページにわたる大部なものであり、取り上げた問題点や改善提

案は多数に上る。その内容を見ると、生命保険会社、投資信託には、それぞれ 1 章ずつを割いただけで、具体的な提言も少ない。報告書の提言のほとんどは年金基金の運用に集中している。本レポートでは、年金基金の運用に関するものを取り上げ、それ以外の章の内容は、最後に要約を添付することとする。

年金基金の運用に関して報告書が取り上げた問題点は、①トラスティーに関するもの（第 2 章）、②運用に関わる意思決定に関するもの（第 3 章）、③アクチュアリーに関するもの（第 4 章）、④ファンド・マネージャーに関するもの（第 5 章）、⑤MFR に関するもの（第 8 章）、の 5 つに大別することができる。

1) トラスティーに関するもの

この報告書が最初に問題として取り上げたのが、トラスティーの専門的能力の低さやその投資決定プロセスに対する関与の浅さである。トラスティーは、年金基金の運用について最終的な責任を負うにも関わらず、その運用に関する知識が不十分で、また運用に費やす時間が少なすぎるという点が問題として指摘された。マイナーズ委員会が行ったトラスティーに対するインタビュー調査では、トラスティーの 62%が運用に関連する資格を何も持っていない、69%がトラスティーになった時に 2 日以下しか研修を受けていない、54%が内部の運用専門家や投資委員会を持っていない、44%がトラスティーになってからの 1 年間以内に研修コースに参加していない、などといった結果が得られた。

英国の年金法では、プルードント・マン・ルールを定めてはいるものの、トラスティーに投資に関する専門的な知識までは要求していない。今回の報告書でも、その点について見直しを求めているわけではないが、プルードント・マンとしての判断を行うための努力は必要であるとして、以下のような内容を提言している。

報告書は、トラスティーについて、①改めてトラスティーとして求められている任務を着実に果たしているかどうかを見直すこと、②トラスティーが何らかの意思決定を下す場合に、その件について十分な知識がないトラスティーは、必要とされる知識を備えた人にアドバイスを求めることを法的に義務付けるべきであること、③運用方針に記述する内容を充実させること、④運用方針の中で特定の商品への投資を禁止するような内容は外すこと、⑤年金基金やそのスポンサーはトラスティーの研修に力を入れるべきこと、⑥スポンサー企業はトラスティーが利用できる社内スタッフを十分に確保するべきこと、⑦トラスティーに一定の報酬を支払うことも検討すべきであること、を提案している。

2) 運用に関わる意思決定に関するもの

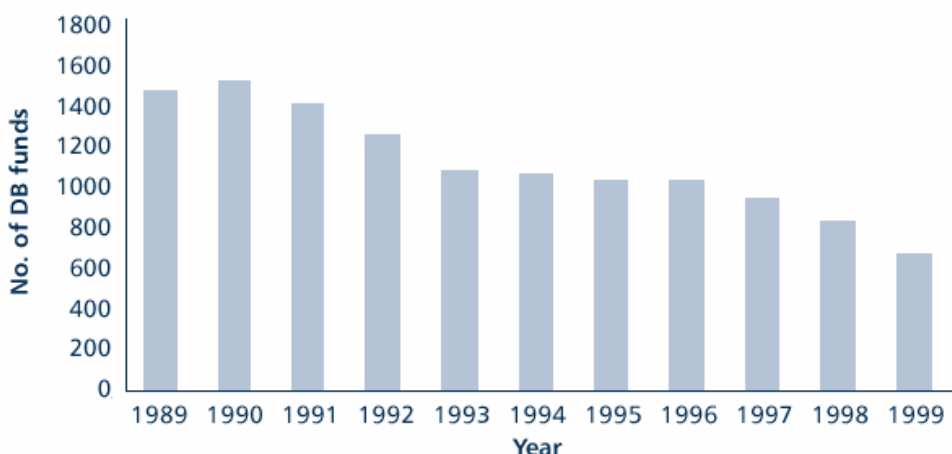
英国では、ファンド・マネージャーを選定する際に、1 社または複数のファンド・マネージャーに、アセット・アロケーションも含めた資産運用を委託し、同種の (peer group) フ

ファンド・マネジメント会社と運用成績を比較し、中央値をアウトパフォームすること、あるいは上位4分の1に入ることを求めるという方法が中心となってきた。この方法を、ピア・グループ・ベンチマークと呼ぶ。

この方法は、ファンド・マネージャーの運用内容が横並びになること³、運用の目的が年金債務を満たすことではなく、他のファンド・マネジメント会社に劣らないパフォーマンスを上げることになってしまうこと、の2点から不適當であると、報告書は指摘している。

この方法によるファンド・マネジメント会社の選定は、年々減少している（図2）。その理由は、一ファンド・マネジメント会社が、あらゆる分野、手法の運用に優れているわけではないということが明らかになり、スペシャリスト型のファンド・マネジメント会社が求められるようになってきているためである。

図2 ピア・グループ・ベンチマークを採用している年金基金の数



(出所) マイナーズ報告書

スペシャリスト型のファンド・マネジメント会社に運用を委託しようとする、アセット・アロケーションは年金基金が自ら決めなくてはならない。しかし、前述したとおり、年金基金のトラスティーには十分な知識がなく、内部の運用チームも充実していないことが多いので、アセット・アロケーションは、運用コンサルタントによって提供されるケースが多く、トラスティーはこれを鵜呑みにすることが多いのが現状である⁴。

報告書は、ここに2つの問題があると指摘している。まず、運用コンサルタントには、アセット・アロケーションに関する法的な責任がないことである。法的責任を負わない主体の判断を、トラスティーが安易に採用している現状では、年金加入者の権利が十分に守られているとは言えないと指摘している。

³ ファンド・マネージャー間の運用パフォーマンスの格差は年々小さくなっている。ファンド・マネージャーに関する項参照。

⁴ アンケート調査では、回答したトラスティーの78%がアセット・アロケーションに関するアドバイスをそのまま受け入れたと回答した。

もう一つの問題点は、アセット・アロケーションをアドバイスする運用コンサルタントが得られる収入が少ないことである。ある調査によれば、ファンド・マネジメント会社が、27 ベーシス・ポイントの手数料を取るのに対し、コンサルタントは 1.5 ベーシス・ポイントに過ぎない⁵。このため、アセット・アロケーションのアドバイスに特化した業者はほとんどなく、アクチュアリー会社が兼務していることが多い。アセット・アロケーションの方が、個別銘柄の選択よりも運用パフォーマンスに大きな影響を与えるという学術的な研究結果もあることも指摘した上で、アセット・アロケーション軽視は見直されるべきであると主張している。

報告書は、①年金債務をカバーするために、どのような運用をすべきかを明確にすること、②ファンド・マネージャーに対してその運用方針に基づいた運用目標を提示すること、③運用について誰が意思決定を行ったかを明らかにし、その際に専門的な知識やアドバイスに基づいてその意思決定がなされたかを確認できるようにすること、④アセット・アロケーションを重視しその質を十分に評価すること、を求めている。

3) アクチュアリーに関するもの

英国のアクチュアリーを見ると、大手4社の寡占状況となっている(表3)。特に規模の大きい基金に対するアドバイス業務では、大手4社が圧倒的なシェアを持っている。また、他のアクチュアリー会社への乗り換えもほとんど行われておらず、20年以上も同じアクチュアリー会社を利用している年金基金も多い。

表3 英国におけるアクチュアリー会社の市場シェア

(%)

	運用資産規模						
	10億£以上	2.5-10億£	1.5-2.5億£	0.75-1.5億£	0.25-0.75億£	0.1-0.25億£	0.1億£未満
ワトソン・ワイアット	43.3	29.0	21.9	21.2	15.6	13.0	3.8
ウィリアム・マーサー	15.8	23.9	24.8	32.4	27.7	28.5	34.6
ペイコン・アンド・ウッドロー	16.7	15.4	19.0	17.3	12.4	10.6	3.8
ハイマンズ・ロバートソン	9.2	9.7	6.7	2.8	1.5	2.4	0.0
大手4社計	85.0	78.0	72.4	73.7	57.2	54.5	42.2
エイオン	4.2	5.8	4.8	7.3	10.6	9.2	8.7
レーン・クレーク・アント・ピーコック	1.7	3.1	4.8	4.5	2.1	1.9	1.0
タワーズ・ベリン	0.0	1.9	6.7	3.4	2.1	2.4	0.0
KPMG	0.0	0.0	0.0	0.6	0.9	1.9	1.0
プライス・ウォーターズ・クーパース	0.0	0.4	0.0	0.6	0.9	1.9	1.9
その他	9.2	10.8	11.4	10.1	26.3	28.0	45.2

(出所) マイナーズ報告書

しかし、このような寡占化の問題は、競争がほとんど行われていないためではないというのが、報告書の結論である。アクチュアリーは、専門的な知識を持つ有能な人材を多く

⁵ ワトソン・ワイアットによる調査結果。資産残高が2億ポンド程度の基金を想定。

必要とするにも関わらず、前述の通り手数料率が低いため、新規参入が難しいのが原因であると結論している。

このような寡占化の影響は、決して小さなものではない。まず、アクチュアリー会社間でのサービスに大きな差異がなく、また、イノベーションも起こりにくい。分野ごとに専門性の高い投資コンサルタントがいないため、プライベート・エクイティなど特殊な投資に関するアドバイスの質が低いという問題もある。ファンド・マネージャーの中には、マネージャー選定に関するアドバイスの質が低すぎるという不満を漏らしている者も多い。アクチュアリー会社は、ファンド・マネージャーごとの運用成績について、統計的な分析をほとんど行っておらず、マネージャー選定による付加価値の向上をほとんど意識していないとの指摘もある。

報告書は、このような問題について、アクチュアリー・サービスの受け手である年金基金側に、意識改革を求めている。まず、アクチュアリー会社のサービスの質を十分に吟味し、それが運用成績の向上に貢献しているならば、それに見合った手数料を支払うべきであることを提言している。また、運用アドバイスに関しても、アクチュアリーがある分野について、専門知識を持っていない場合には、部分的にでもその点について専門的な知識を有する業者を利用すべきであると提言している。

4) ファンド・マネージャーに関するもの

まず、報告書は、ファンド・マネージャー間の競争が不十分で、年金基金が不利益を被っていないかを検証している。その結果、手数料は他の国に比べて高くないこと、大手ファンド・マネージャーの寡占度は高くないこと⁶、ファンド・マネージャーの切替えも行われていること、フィデリティのように新規参入して成功している事例もあることなどを挙げ、競争は十分に行われていると結論付けている。

報告書が主に問題にしているのは、①運用スタイル、②評価期間、③コーポレート・ガバナンスに関する関与、④証券会社に支払う売買手数料、の4点である。

(1) ベンチマーク運用の問題

報告書は、ある指数をベンチマークとすると、ファンド・マネージャーの個別銘柄に関する判断に関係なく、必然的に組み入れなくてはならない銘柄が出てくるという問題点があることをまず指摘している。特に、ベンチマークからの乖離を厳しく制限すると、ベンチマークとなる指数における構成比が高い銘柄は、ほぼ自動的に組み入れられることにな

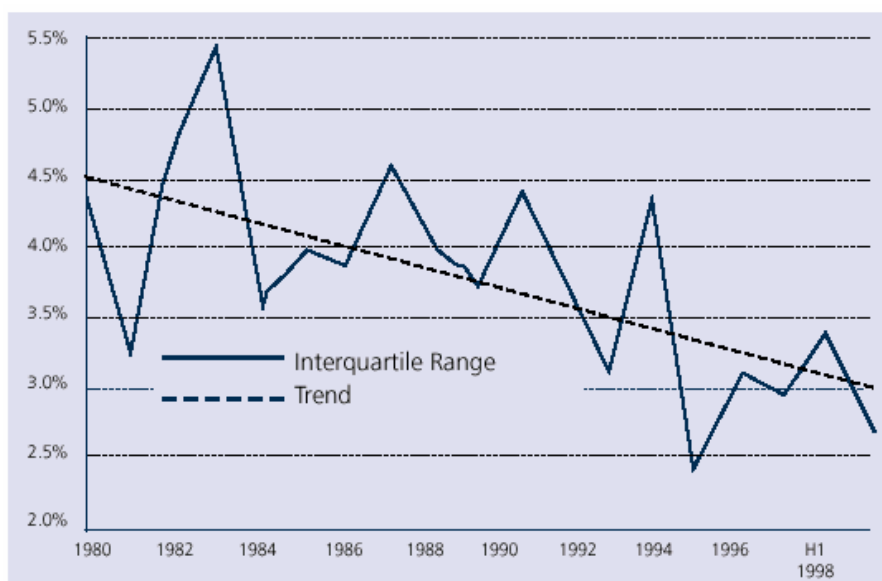
⁶ 各社のシェアを2乗して足し合わせることによって計算するハーフィンダール・ハーシュマン指数を、ファンド・マネジメント会社の年金運用について計算すると、約650となる。この指数は、1社が独占している場合10,000、100社が1%ずつのシェアを持っているとすると100となる。この指数が1,000を超えるかどうかを、寡占状態になっているかどうかの一つの目安とするケースが多い。

るし、構成銘柄や構成比率が見直されるだけで、ポートフォリオを見直さなければならなくなる。

アンケート調査では、多くのファンド・マネージャーが、アウトパフォーマンスして新規契約が取れる可能性よりも、アンダーパフォーマンスして契約を失う可能性の方が高いと考えている。このような現状では、運用が横並びになる傾向が強い。1980年以降のアクティブ運用のパフォーマンスを4分位で比較したときに、最もパフォーマンスの高かったものと低かったものの差は年々低下傾向にある（図3）。アクティブ運用と称して高い運用手数料を取っていながら、実態はパッシブ運用に近い運用を行っているというケースもあると警鐘を鳴らしている。

報告書では、①ベンチマーク運用を行う場合は、何をベンチマークとするかを十分に検討すること、②各アセット・クラスについて、アクティブ運用とパッシブ運用のどちらを選ぶかを十分に検討すること、③アクティブ運用を選んだ場合には、真の意味でのアクティブ運用が行われるように、目標とするリスクとリターンを示すようにし、インデックスからの乖離に厳しい制限を加えることはなるべくしないこと、を提言している。

図3 ファンド・マネージャー間のパフォーマンス格差の推移



(出所) マイナーズ報告書

(2) 評価期間

運用の評価期間に関する問題点も指摘されている。年金基金の資産運用は短視眼的になるべきではない。しかし、トラスティーとファンド・マネージャーが四半期ごとにミーティングを持つため、ファンド・マネージャー側は、1度でも四半期のパフォーマンスが大幅

に悪化すると、ファンド・マネージャーの切換えが行われる恐れがあるので、なるべくインデックスに近い運用をしてしまう。これに対し、トラスティーは四半期ごとのパフォーマンスはチェックするものの、1四半期、または数四半期のパフォーマンスだけで、ファンド・マネージャーを切り換えることはないと主張する。両者間に意思疎通が十分でないことがこのような問題の原因となっていることが明らかであるから、報告書は年金基金に、運用に関する評価期間をファンド・マネージャーに伝え、よほどのことがない限り、その期間は守るべきであることを提言している。

(3) コーポレート・ガバナンスに関する取組み

コーポレート・ガバナンスに関する取組みについても、報告書は注文を付けている。

英国では、ファンド・マネージャーが議決権を行使するケースが、増えてきているとはいえまだ少ない⁷。また、ほとんどが議題に賛成するものである。この点について、ファンド・マネージャーからの反応は、①既に投資対象である企業への訪問は行っており、ガバナンスに関与している、②もしその企業の経営に問題があれば、その企業の株式を売ればよい、③もし経営に干渉するとインサイダーとなり、当該企業の株式を自由に売買できなくなる、の3点に集約された。

これに対し、報告書では、①ただ企業訪問するだけでは、十分なガバナンス上の責任を果たしたことになる、②売りたいくても、ターゲットとしているインデックス内での構成比が高いなどの理由で売れないことも多いし、マーケット・インパクトを与えてしまうケースも考えられる、③経営方針について議論しても、必ずしもインサイダー情報入手することになるとは限らないし、短期的に売却しない株式について、その企業のパフォーマンス向上を後押しするような行動を取ることも可能である、と反論している。

報告書では、議決権行使比率が低い本当の原因は、①ファンド・マネージャーが、前述の通り四半期ごとのパフォーマンスによって評価されると考えている以上、ガバナンスに積極的に関与して、中長期的に成果を上げようというインセンティブが働かないこと、②金融界には、企業と対立したり、対立していると外部から見られたりすることを嫌う傾向があること、③ファンド・マネージャーが、当該企業の年金の運用を任されていたり、金を借りていたりすることによる利益相反があること、の3点であると指摘している。

その上で、ファンド・マネージャーが意を払わなければならないのは、あくまでも年金基金のパフォーマンスであり、そのためには、ガバナンスへの積極関与が不可欠であると主張している。具体的には、米国労働省が1994年の解釈通達によって示した内容のガバナンス関与を、ファンド・マネージャーとの契約に盛り込むことを求めている⁸。

⁷ NAPFの調査によれば、議決権行使率は、1990年の20%から、1999年には50%にまで上昇した。

⁸ 米国労働省が1994年に発行した議決権行使に関する解釈通達は、議決権は年金基金の資産であるとして、これを行使してその結果を文書にして年金加入者に報告することを求めた。

(4) 売買手数料

最後に、運用に関わる売買手数料についても触れられている。年金基金は、ファンド・マネジメント会社に対して、運用報酬を支払うのとは別に、運用に関する売買のコストを負担している。運用報酬については毎年交渉が行われ、合意の上で決められているのに対し、証券会社に支払う売買手数料は交渉の対象にならないし、ファンド・マネジメント会社がどの証券会社を通じて売買を行うかについて、干渉することはない。

マイナーズ報告書では、この証券会社に支払うコストを、ファンド・マネージャーが年金基金に対して請求する運用報酬の中に含めることを求めている。そうすれば、交渉して決めた運用報酬から、証券会社に支払う手数料を下げれば、その分ファンド・マネージャーの利益が多くなるので、手数料をなるべく引き下げようというインセンティブが働く。ただ、その一方で売買手数料の削減にのみ意を払えば、得られるリサーチ情報が減り、運用パフォーマンスが低下する恐れもある。このようなトレード・オフは健全で、望ましいものであると報告書は主張している。また、運用報酬に含まれる以上は、毎年の交渉事項になる。そうなれば、何のためにどれだけのコストがかかったかがこれまで以上に明確になる。このような要請が実行されれば、ソフト・コミッション制は廃止される可能性が高い。

この提案に対しては、反論も多い。売買委託手数料がファンドから直接支払われるという現状でも、手数料の水準がファンドのパフォーマンスに直結することに他ならず、既にファンド・マネージャー側には、手数料を厳しく管理するインセンティブが働いているという主張が最も強い。また、現在のような手数料徴収体系では、ファンド・マネージャー側に、リサーチなどの様々な機能を証券会社に任せてしまうインセンティブが働くと報告書は指摘しているが、実際には、最近、英国のファンド・マネージャーは社内リサーチの強化に動いている。証券会社のアナリストが、投資銀行業務への配慮から公平なリサーチ情報を提供できていないと感じているためである。

5) MFR の撤廃

MFR (Minimum Funding Requirement) とは、1995 年の年金法改正によって導入されたもので、確定給付型年金基金の資産の価値が年金債務の額を下回らないことを求めたものである。

MFR は、企業経営者が自社の従業員の年金資産を不当に流用したマクスウェル事件を受けて、年金加入者の保護を強化することを目的としたものである。しかし、報告書は、この MFR が、①資産運用に関して望ましくない制約を加えていること、②年金加入者の権利保護に十分役立っていないこと、の 2 点を問題視している。

MFR では、年金債務を「全加入者が現時点で中途退職したとして、将来の年金支払いに必要な額」としている。これを計算する際の割引率には、年金受給者については国債

の利回り、現役加入者については上場株式の予想リターンを用いる。これは、国債と上場株式による運用を義務付けるものではもちろんないが、MFR からの振れを小さく抑えようとすると、ポートフォリオが英国国債と上場株式に偏ることになる。この結果、財政収支が黒字化し、国債の発行残高が減少に転じている中で、年金基金による国債投資需要が高まり国債の価格が上昇していることや、ベンチャー企業など非上場企業への投資が進まないこと、といった問題が発生していると言うのである。

それでも、MFR が年金加入者の保護に役立っているのであればよいが、それも果たされていないというのが、報告書の主張である。この報告書が問題視しているのは、MFR が、年金加入者の人数や、現役加入者と年金受給者の比率など、各年金基金の属性を考慮することなく、画一的な計算方法を適用している点である。

報告書では、MFR を撤廃する代わりに、年金基金に対して毎年、その資産状況、運用状況、将来の投資リターンの予測値とその根拠、アセット・アロケーションとその配分にした根拠、などを毎年平易な文章で示すことによって、正しい判断が行われているかどうかを明らかにするという方法を提案している⁹。

4. プライベート・エクイティ投資

1) 年金基金によるプライベート・エクイティ投資の実態

この報告書では、そもそもの問題意識にあったプライベート・エクイティについて、最後の第 12 章で分析を行っている。

英国では、プライベート・エクイティ投資額は年々増加している。1995 年には独立系投資ファンドが調達した資金は 7.5 億ポンドであったのに対し、99 年には 58 億ポンドの資金を調達している。しかし、この資金の出所は主に海外からで、BVCA（英国ベンチャー・キャピタル協会）会員が調達した資金の実に 70% が海外投資家からのものである。英国の年金基金は、1996 年以降、プライベート・エクイティへの投資額を減らしている。

ゴールドマン・サックスとフランク・ラッセルが行った調査によれば、米国の企業年金は総資産の 6.6% をプライベート・エクイティ、うち 1.3% をベンチャー・キャピタルに投資し、公的年金は総資産の 4.8% をプライベート・エクイティ、うち 1.0% をベンチャー・キャピタルに投資している。これに対し、英国の企業年金のプライベート・エクイティへの投資額は総資産の 0.5%、公的年金の投資額は総資産の 0.8% に過ぎない。

報告書は、米国の年金基金の方が規模が大きいためリスク許容度が高いことや¹⁰、米国の

⁹ MFR の廃止はすでに DSS に対して、最終報告書の発表に先駆けて行われた。DSS はこの提案に同意し、現在 MFR に変わる規制の検討が進められている。

¹⁰ 例えば、総資産が 150 億ドルを超える年金基金が、米国には 65 あるのに対し、英国には 15 しかない。

方がプライベート・エクイティ市場が発達していることを考えると、単純な比較は難しいとしながらも、英国の年金基金によるプライベート・エクイティ投資が不十分であると結論付けている。

この報告書が、英国機関投資家のプライベート・エクイティ投資を妨げている問題点として挙げた点を整理すると、①パフォーマンスに関する信頼できる中立的なデータがないこと、②プライベート・エクイティ投資のコスト、の2点に集約される。

2) パフォーマンス情報の不備

英国のプライベート・エクイティ投資のパフォーマンスは、1980年代後半から90年代前半まで、非常に悪かった。1988年から93年まで6年連続で、プライベート・エクイティ投資のパフォーマンスはFTSE全株指数のそれを下回った。このため、年金基金のトラスティーの中には、プライベート・エクイティ投資に対してよいイメージを持っていない者が多い。

また、プライベート・エクイティ・ファンドの運用会社があまり知られていない上、トラック・レコードに対する不信感も強い。例えば、トラック・レコードがトップ20%に入っていると主張しなかったファンド・マネージャーは誰一人としていないというインタビュー結果が得られている。比較可能性があり、いつでもアクセスできるパフォーマンス・データがないことがその一因となっている。

さらに、ファンドの種類がまちまちで、ジェネラリスト・ファンドと言いながら実質はアーリー・ステージのファンドであったりすることや、パフォーマンスに関する情報開示はあくまでも任意で、しかも、その会計監査も十分に行われているかどうか不確かであることに対する批判も見られた。

報告書は、以上のような批判はもっともであることを認め、BVCAを中心に、①プライベート・エクイティに関する認知を広め、これまでのマイナス・イメージを払拭し、その成果や社会的なインパクトなどを訴えていくこと、②BVCAがすでに定めている資産評価に関するガイドラインに関する認知を進め、評価方法によるパフォーマンス結果の差異などを的確に説明すること、③プライベート・エクイティ・ファンドが行った投資について、独立した機関による包括的なパフォーマンス評価がBVCAのガイドラインに沿って行われ、それがファンド側のマーケティングにも投資家側の投資判断にも利用できるようにすること、④中立な評価機関によるパフォーマンス評価の普及を促進すること、を求めた。

3) コスト

プライベート・エクイティ投資については、上場株式や債券投資に比べて運用手数料が高くなるということも、障害となっている。特に、これまでプライベート・エクイティ投

資を行ってこなかった小規模な基金などは、ファンド・マネージャーに対する報酬体系が不透明で、ファンド・マネージャー側の都合がいいように設定されるという恐れも持っているようである。

このような問題を克服するため、報告書では、契約は原則として相対の交渉で決めるものであると断りながらも、BVCAが中心となって契約内容の雛型を作り、運用手数料や報酬体系の標準的な水準を示していくような努力が必要であると主張している。

終わりに

マイナース報告書が年金基金の運用について行った提言の柱は、年金基金は規模や加入者の構成などがそれぞれ異なるので、それに合った運用を行っていかなければならない、という点である。そのためには、あらゆる年金基金の運用を一律のルールで縛ることは止めるべきだし、横並びになりつつある運用スタイルも見直す必要があると主張している。そして、そのための前提条件として、トラスティーを始めとする関係者の専門性を高めること、各年金基金が決めた運用方針や運用結果について、なぜそのようにしたかを判断した材料や分析過程を明らかにすること、その結果についての責任の所在を明らかにする体制を作ること、を求めたのである。

このようなことを実現するには、これまで慣行となってきたファンド・マネージャーの選び方や運用方法の決め方、証券会社への手数料支払方法など、様々な見直しを伴うことになる。今のところ、売買手数料の支払方法の見直しを除いては、強い批判を浴びている内容はない。しかし、この報告書が提言している内容を具体的に実施に移すとなると、例えばアクティブ運用の際に、ベンチマークからの乖離に関する制限を緩めた場合、どのようにリスクを制限するかなど、実際的な問題が色々と出てくる可能性もある。マイナース報告書の提言内容を実施していく上で、どのような変化が起きるかが注目される。

我が国でも、年金基金の運用規制が撤廃され、公的年金の自主運用が始まるなど、運用の自由度が増している。運用に関する専門性を確保し、その判断に関する透明性の向上、最終的な責任の所在を明らかにすることは、我が国においても重要なことである。また、コーポレート・ガバナンスに対する取組みや、ソフト・コミッションに関する今後の議論など、我が国の年金運用について参考になる点も多いと思われる。

(落合 大輔)

付表 本文で取り上げなかった章の要旨

	明らかになった事実	提言内容
確定拠出型年金について (第6章)	<ul style="list-style-type: none"> ・英国では、確定拠出型年金はさほど普及していない。 ・しかし、次第に確定給付型の年金が減っており、将来的には確定拠出型年金が主流となると見られる。 	<ul style="list-style-type: none"> ・実態を把握するため、NAPFは、確定拠出型年金に関する情報を集めるべきである。 ・確定拠出型で選択できるファンドの種類を決める際に、拠出者の選好や、運用目標を十分に考慮すべきである。 ・投資対象は、可能な限り広くするべきである。 ・政府は、確定拠出型と確定給付型で雇用者の拠出分が異なるかどうか、十分に監督すべきである。
年金基金の剰余金について (第7章)	<ul style="list-style-type: none"> ・年金基金の剰余金に関する権利が誰に属するかが明らかになっていない。 	<ul style="list-style-type: none"> ・剰余分を雇用者に払い戻す場合の税率を、最高でも法人税並に下げるべきである。 ・剰余分の権利が誰に帰属するかの解釈について、法律で明らかにするべきであるかどうかを検討するべきである。
生命保険について (第9章)	<ul style="list-style-type: none"> ・リミテッド・パートナーシップへの出資制限は、これまでの所、制約になっていない。 ・とはいえ、パートナーシップ形態での不動産投資が増加しているので、出資制限が今後制約になる可能性がある。 ・リンク保険については、流動性のある資産への投資を義務付ける規制があり、これがプライベート・エクイティ投資を妨げている。 	<ul style="list-style-type: none"> ・FSAは、生命保険によるリミテッド・パートナーシップへの出資制限を見直すべきである。 ・FSAは流動性基準 (readily realizable rule) の部分的適用除外を前向きに検討することを明らかにすべきである。 ・生命保険商品については、契約者である個人の商品性に関する理解が十分とはいえないので、FSAは個人貯蓄商品に関して、正しい情報伝達が行われているか、手数料体系が適当か、などの諸点について、別途見直しを行うべきである。
集合投信商品について (第10章)	<ul style="list-style-type: none"> ・最も大きな問題となるのはコストである。マーケティング費用なども、直接投信などの運用ファンドから引かれるケースも見られ、このことが適切に投資家に説明されているかは不明である。 	<ul style="list-style-type: none"> ・生命保険の項で提案した、個人貯蓄商品に関する見直しでは、投資信託 (契約型、会社型共に) も対象に含めるべきである。

(出所) 野村総合研究所作成。