

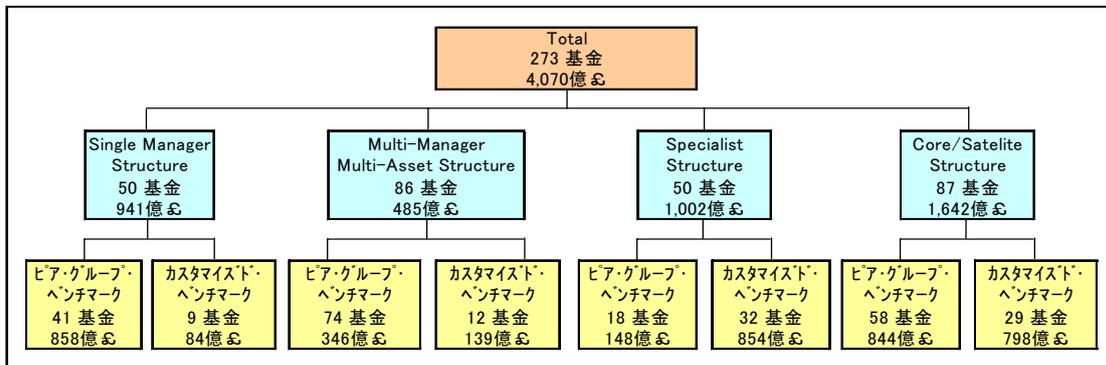
マイナース・レポートに見る年金基金運用の課題

イギリスでは、2001年3月に「Institutional Investment in the United Kingdom: Review（いわゆるマイナース・レポート）」が公表された。同レポートは、年金基金を中心に、機関投資家の運用に関して様々な提言を行っており、政府もこれを支持する方向で、改革に着手する模様である。同レポートの論点のいくつかを取り上げ、その概要を紹介する。

イギリスでは、財務大臣の諮問を受けたガートモア・インベストメント・マネジメント会長の Paul Myners 氏が資本市場の改革案をとりまとめた。マイナース・レポートと呼ばれる同氏の提言は、ほとんどが年金基金運用に関するもので全12章、200頁にも及ぶ膨大なものである。そもそも、イギリスでは、米国に比べてプライベート・エクイティ（裏表紙注1）への投資が活発でないため、ベンチャー投資に関する調査が主な目的であったが、レポートはそれに止まらず、広範な分野について提言を行った。

イギリスの年金基金が資産運用の委託を行う際に、特化型（Specialist Structure）を採用する基金を除き、基金独自のカスタマイズド・ベンチマークよりも、ピア・グループ・ベンチマークを採用するところが多い（図表1）。これは、ピア・グループ（同種のグループ）の平均的なリターンをベンチマークとし、運用マネジャーは平均値をアウトパフォーマンスしたか、上位1/4に入ったかなどによって評価される方法である。

図表1 マネジャー・ストラクチャー別のベンチマーク採用状況



出所) マイナース・レポート

特化型の運用が増加するのに伴い、ピア・グループ・ベンチマークを採用する年金基金は減少傾向にあるが、レポートでは、各社のアセット・アロケーションをはじめ、運用が横並びになってしまうため、同方法は不適當としている。したがって、年金基金自身がアセット・アロケーションを決定することが重要となってきている。

レポートでは、アセット・アロケーションを重視すべきとするとともに、年金債務のカバーを目的とした投資方針をはっきりと示すこと、ファンド・マネジャーに対して運用方針に基づいた運用目標を示すこと、運用の意思決定を行う者を明確にするとともに、意思決定が専門的な

知識や情報に基づくものかどうかを確認すること、年金加入者への一定の基準に基づく情報公開による資産の健全性を確保すること、などを提言している。

ファンド・マネジャーに関する提言部分である第5章の要旨は図表2のとおりである。下記③は、米国労働省が1994年に公表した「議決権行使方針またはガイドラインを含む、投資方針の文書による表明に関する解釈通達」で、エリサ法の受託者責任との関係を示したものである。エイボン・レター等で示された年金基金の議決権行使に関する見解を整理するとともに、費用対効果を考慮して、外国株にも議決権行使を求めた。

図表2 ファンド・マネジャーに関する提言（要旨）

①Index benchmarks	設定したベンチマークが適切かどうか、アクティブあるいはパッシブのどちらの運用を選ぶのかなどについて十分検討し、アクティブ運用を行う場合には、目標とするリターンおよびリスクを定め、あとは十分な自由度を与えるべき。
②Time Scales	特別な状況が生じない限り、ファンド・マネジャーの評価にはある一定の期間を設け、その評価期間を契約で保護すべき。
③Shareholder activism	すべての年金基金は、コーポレート・ガバナンスに関して、米国労働省の解釈通達(1994年)の原則をファンド・マネジャーとの契約に定めるべき。
④Broking commissions	外部のリサーチや情報あるいは取引にかかるコストは、マネジメント・フィーに含める方が機関投資家にとって望ましい。

出所) マイナーズ・レポート

レポートの内容については、上記④を除き、概ね好意的に受けとめられているようである。売買手数料も運用報酬に含めて、ファンド・マネジャーに手数料引下げのインセンティブを与えるべきだとするレポートの指摘に対して、厳しい運用競争の中では、パフォーマンスの悪化要因である取引コスト引下げのインセンティブが十分に働いているとする反論もある。ただ、イギリス政府はレポートの内容を評価しているため、ソフト・コミッション（証券会社からリサーチ資料や情報などを無料で受け取ること）の廃止について、何らかの規定が設けられる可能性も高い。

1995年に導入されたMFR（Minimum Funding Requirement：最低積立要件、裏表紙注2）の廃止を求め、これに代わって、資産や運用状況、将来の掛金、今後の資産配分および期待リターンの正当性の説明など、年金制度の運営方針公開による基準策定を提言している。積立に関する追加基準であるMFRは、年金支給開始前は株式の、支給開始後は債券の割引率で評価される。このため、年金基金の資産運用が上場株式と国債中心になりがちであり、国債への需要集中、プライベート・エクイティへの投資阻害などの歪みをもたらしたと指摘している。提言を受けたDSS（社会保障省）では、MFRに代わる規制が検討されている。

以上のとおり、売買手数料の問題以外は大きな批判もなく、マイナーズ・レポートの提言に沿う形で規制の見直しが行われつつある。また、コーポレート・ガバナンスや運用報酬のあり方などは、わが国の年金運用にとっても参考になることから、今後の取り組みが注目される。

注1) プライベート・エクイティ :

未公開企業を対象とする投資手法の総称。投資形態として大きく分けて以下の2つがある。

① LBO/コーポレート・ファイナンス

比較的規模が大きく成熟度が高い企業をM&AやLBO(敵対的買収)等により買収し、その後経営に積極関与して企業価値を高め、再びM&Aや株式公開等により外部へ売却して利益を得る

②ベンチャー・キャピタル

比較的規模が小さく未成熟だが、将来性の高い企業へ分散投資するための資金プール。投資先企業が、確立した経営手法やマーケティング力を持っていない場合、経営に関するサポートも行い、株式公開等により利益を得る

注2) MFR (最低積立基準) :

1995年年金法により、職域年金制度の信頼性を高めるため、常に年金債務に相当する資産の保有が義務づけられた。税制適格の要件を満たすためにも、積立水準が90%に未満の場合は、原則1年以内に90%まで引き上げ、90~100%の場合は、原則5年以内に100%に引き上げる必要がある。

【お知らせ】

新刊紹介「会社なき時代の退職金・年金プラン」(2001年7月発売)

臼杵 政治 著 東洋経済新報社

A5版 250頁 定価 3,200円(税込)

(問い合わせ: 電話 03-3597-8649 担当: 鈴木)

新刊紹介「失敗しないための資産運用基礎知識」(2001年6月発売)

山本 信一 著 財経詳報社

A5版 195頁 定価 2,300円(税込)

(問い合わせ: 電話 03-3597-8649 担当: 鈴木)

発行: ニッセイ基礎研究所

〒100-0006 東京都千代田区有楽町1-1-1 日本生命日比谷ビル内

TEL: (03) 3597-8644 FAX: (03) 5512-7160

本誌記載のデータは各種の情報源から入手、加工したものです。その正確性と完全性を保証するものではありません。本誌内容について、将来見解を変更することもあります。本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、契約の締結や解約を勧誘するものではありません。なお、ニッセイ基礎研究所の書面による同意なしに本誌を複写、引用、配布することを禁じます。