

書 評

Stephen Davis, Jon Lukomnik, David Pitt-Watson 著 [2016]

What They Do With Your Money

(Yale University Press)

渡 部 亮

本書は、退職年金などの運用を担う受託運用機関（アセットマネジャー）の投資行動を分析している。3人の共著者は、英米のビジネススクールのコーポレートガバナンス研究者やアクティビスト投資家である。

ドラッカー流に言えば、年金基金および年金を積み立てる労働者（将来の年金受給者）は資本家であり、その資金を運用するアセットマネジャーは、年金受給者に対して受託者責任を負っている。しかし現実には、長期的な投資視点や投資先企業のガバナンスへの関与が欠如し、アセットマネジャーを含む金融サービス業自身の利益向上だけに腐心しているようにみえる。

本書は、こうした状況を様々な個別問題を取り上げることによって具体的に解明しており、金融規制問題を考察するうえでもヒントが多い。受託運用機関の受託者責任の欠如、数学的モデルへの過度の依存に対する批判といった点では一貫しているが、3人の著者の専門領域が異なることもあって、やや焦点が拡散しているという読後感を持った。

1. システムの失敗

第1章では、まず貯蓄や投資の目的が論じら

れる。それは言うまでもなく、貯蓄者からみれば資産の保全や増殖であり、資金を調達する企業（株式や社債などの発行会社）からみれば、時間のかかる迂回生産のために必要な投資資金の調達である。調達企業は貯蓄者に対して資金の使途や投資目的などを説明する責任を負う。社債の場合であれば、資金返済計画、追加的資金調達の条件などが債務契約証書（indenture）に明記される。通常、貯蓄者と調達者の間には銀行、証券会社、生命保険、年金基金などの金融機関が介在し、貯蓄者に対する調達者の責任や義務の徹底、リスク管理、受渡しや決済といった業務を行う。加えて年金基金が株式に投資する場合には、アセットマネジャーが実質的な所有者として投資先企業の取締役選出や利益分配に関して議決権を行使する。

しかしこうした資金仲介業者や受託運用機関（アセットマネジャー）の行動は、貯蓄者の長期的利益保全、リスク管理などの諸点において多くの欠陥を持っている。特に大きな問題点として第2章で提起されているのは、資金仲介にかかわる諸コストが低下していないことである。つまり貯蓄者が、金融サービスに対して支払う手数料が、お金の価値（value for money）に見合っていないことである。これは鍋の中に

入れられた蛙が茹でられるのと同じ状況で、貯蓄者を始めとする非金融部門の利益が徐々に蝕まれることを意味する。その実証的な証左として、あげられているのが下記の先行研究である。

Thomas Philippon [2012] *Has the U.S. Finance Industry Become Less Efficient? On the Theory and Measurement of Financial Intermediation* NBER Working Paper 18077

Philippon の研究によれば、資金仲介額（貯蓄額ないし調達額）に対する金融サービス関連費用の比率は、1880年以来一貫して2%程度であり、その間のコンピュータの計算処理速度向上など技術革新を反映していないという。技術革新によって金融サービス業者のコストが低下したはずだが、その分はそれら業者の利益になっている。

金融サービス業が、鉄道や資源開発、電気機械や輸送機械の革新を資金面から支援した時代は過去のものとなり、いわば金融サービス業者だけが利益を得る時代になった。実際米国のGDPに占める金融サービス業の利益の割合は、1950年の4%が2010年には8%に上昇した。これはシステムの失敗であるというのが本書の主張である。

各種の金融サービスは分業化されており、個別業務はそれぞれに競争的である。分業が競争的に行われれば、アダム・スミスの指摘を待つまでもなく、商品やサービスの価格は生産費に近い水準に低下するはずだが、市場構造があまりにも複雑になると、最終消費者（資産投資の場合は貯蓄者）にとっては不透明性が高まり、価格低下圧力をかけにくくなる。そうした意味で金融サービスの価格（手数料）には下方硬直性がある。

資金の出し手（貯蓄者）と取り手（資金調達企業）が単純に結びついていた時代には、各種の補助的なサービスも限定的だったし、透明性も高かったが、金融取引が金融業者相互間で活発に行われるようになると、各種補助的サービスが重層的に積み上がる。フィナンシャリゼーションによって資本がコモディティ化し、低金利を利した金融機関が負債を発行し、その負債資金を使って証券業務やトレーディング業務を遂行して利益を高めた。その利益が主に金融サービス業者およびそれに付随する各種の補助的サービスの提供者に配分された。

2. 通説の陥穽

資産運用の分野では、たとえば統計学に基づく確率分布モデルの使用が常道（ガルブレイス流に言えば conventional wisdom）となっている。しかし確率分布モデルを信頼しすぎると、標準偏差の何十倍といった確率でしか起きない事象（いわゆる long tail）が頻発して落とし穴に陥る。過去30年間を振り返っても、1987年のブラックマンデー、1994年の債券相場急落、1997～98年年のアジア通貨危機とヘッジファンド LTCM の破綻、2000年のネットバブル崩壊、2007～08年のリーマンショック、その後もフラッシュクラッシュ（2010年5月6日）、ロンドンの鯨（2012年）といったように、確率的には何百年に一度しか起きないとされてきた危機的事象が頻発した。

また分散投資は、個別銘柄に固有なリスク（idiosyncratic risk）を中和するといわれているが、分散投資ばかりが横行すると、かえってシステミックリスクが高まる。たとえばS&P500構成銘柄のうち、アップルのような時価総額の大きい銘柄のウェイトに比べると、499

番目や500番目の銘柄のウェートは指数全体の1000分の1以下のウェートしか占めない。したがって株価指数をベンチマークとした分散投資は、かなりの程度で集中投資になっている。

また分散投資の有効性は、個別銘柄のリスクとリターンを見極めるアクティブ運用の投資家、たとえばウォーレン・バフェットのような投資家がたくさん存在することを前提としている。そして相互に独立したアクティブ投資家が、投資先企業の所有者（株主）として存在することが、分散投資の有効性やシステミックリスク軽減の前提である。しかしインデックス投資の流行はそうした前提を覆すものである。

サブプライムローン危機も、この分散投資のロジックが濫用された結果であった。NINJA (No Income, No Job, or Assets) ローンと呼ばれる信用リスクの高い個人向けの住宅担保ローンが、ひとつのパッケージとして束ねられ、それが証券化された。個別ローンのリスクは高くても、それを束ねれば分散投資と同じ理屈によってリスクが低下するという想定があった。信用度の低い借り手向けのローンが「安全な」証券に変換されたわけである。貸し手側の銀行も、ローン総額や住宅担保証券の規模拡大によって収益が増加する仕組みとなっていたので、個別ローンの安全性に顧慮する動機が働かなかった。

3. 視野の短期化

一般的な個人投資家の投資や貯蓄の目的は、将来の住宅購入や老後の生活などへの長期的な備えである。また各種の財団や年金基金の場合にも、永続的な長期運用を目的としている。特に年金基金の場合には、将来にわたり長期間に発生する生活関連の支出を支弁するために、資

産の絶対額が安定的に増加することを望む。しかし年金積立者ないし貯蓄者の資産を運用する受託運用機関（アセットマネジャー）は、その運用成果をS&P500のようなベンチマークや競争相手との比較で評価される。絶対的な運用成果がマイナスでもベンチマークの下落幅よりも小さければ、アセットマネジャーには相対的に芳しい評価が与えられる。

しかもアセットマネジャーの評価の時間軸は、四半期とか1年とかいったように短い。たとえていえば、100メートル競争で何回優勝したかがアセットマネジャーの評価基準となる。それに対して、最終投資家や貯蓄者はマラソンを無事に完走することのほうに関心がある。著者は「注意散漫で落ち着きを欠いた衝動的な行動に走る症候群」を意味するADHD (attention deficit hyperactivity disorder) という心理学の概念を援用して、短期指向の弊害を論じている。

ニューヨーク証券取引所に上場された株式の平均保有期間は、1930年代には約10年であったが、2010年には6ヵ月に短縮した。これは超高速取引の発達（現在では市場取引の半分近くを占めると推定される）にもよるが、アクティブ運用のファンドでも、平均保有期間は1年にすぎないという。ファンダメンタル価値の評価よりもモメンタムを重視した投資手法が流行し、Buy and Hold is Dead（長期投資の死）といった題名の本やコメントが多出している。これは金融危機の頻発によるものでもあろう。

キャッシュフローの流利を割引いてファンダメンタル価値を算出する場合、30年以上先のキャッシュフローは無視され、しかも高目の割引率が適用される。そのためファンダメンタル価値の算出結果が大きく変動する。年金運用や

公共インフラ投資にとって30年は短期であり、そのような短期的視野では投資採算が成り立たない。

4. 所有権の概念が形骸化

投資の視野の短期化は、所有権概念の形骸化ないし希薄化を生んでいる。これが第3章のテーマである。

資本主義は、私的財産権（所有権）と貨幣を媒体とした市場取引に立脚している。資産の所有者が資産の維持管理を放棄したら、資産価値は棄損するであろう。資産の維持管理を第三者に委託する場合には、委託者は受託者がその責任（受託者責任）を全うすることを確認する必要がある。

しかし分散投資を行うアセットマネジャーは、投資先企業のガバナンスに関する関与の度が低い。低い利益率の企業に対して意見（voice）を述べるよりも、株式を売却（exit）することを優先しがちである。コーポレートガバナンスへの関与よりもトレーディングが優先する。そうしたことが所有権の形骸化を引き起こし、アセットマネジャーの経営監視（いわゆるスチュワードシップ）も充実しない。アセットマネジャーの時間軸は精々3～5年であり、老後の生活に備えて貯蓄する年金受給者などの時間軸と比較して短い。

アセットマネジャーの短期指向は、経営者報酬の中にストックオプションを含める慣行の普及を通じて、経営者（CEOを頂点とする経営執行者、以下では経営者と略す）にも伝染した。米国ではこの慣行が、当初の政策意図に反して予期せぬ形で展開した。「当初の政策意図」とは、1990年代末にクリントン大統領の公約を受けた税制改正を指す。この改正によって、

100万ドルを超える経営者報酬は法人税の課税対象とされ、費用参入が否認されるはずだった。しかしこれには「株主が承認した企業利益に関する成果目標を、経営者が達成した場合を除く」という例外規定が挿入された。そのため成果報酬型のストックオプション交付が損金算入を認められ、盛んに実施されるようになった。折から勃興したハイテク企業のように、足元の利益が少ない場合には、このストックオプション交付が有能な社員を繋ぎ止めるための有効な手段とされ、流行を加速させた。

成果型報酬は、株主利益と経営者の動機付けとを一致させるようにみえたが、実際には経営者報酬が株価の短期的上昇にリンクする形で自動的に増加することになった。その結果、経営者は長期的に偉大な会社を構築するよりも、短期的な株価上昇を目指すようになった。著者によれば、経営者が株式市場をゲームセンターのようにみなしているという。弊害を防止するため、ストックオプションの行使時期を繰り延べるとか、成果目標が未達成の場合には剥奪するとか、さまざまな仕掛けが考案されたが、いずれも有効には機能していないというのが著者の判断である。

短期業績指向を高めた経営者は、設備投資や研究開発投資を敬遠するようになり、株主の長期的利益を損なうことになった。経営者報酬は同業他社との比較で決められ、投下資本利益率が資本コストをどの程度上回ったか、市場シェアは拡大したか、新製品開発や知的資産は構築されたかといった成果はあまり考慮されない。

本書の著者は、株主と経営者の利害を一致させるには、経営者を雇用者（employer）ではなく、被雇用者（employee）と位置付ける必要があるという。産業革命時に工場労働が始

まっところの労働者報酬は、一つ一つの仕事を単位として給料を支払う成果給制度 (piecemeal system) であった。しかしこの方式は次第に日給や週給といった固定給制度 (measured day work system) に変わっていった。前者の制度では、労働者の側に情報優位や情報操作の可能性があるが、後者の制度だと労働者の会社や職場に対する忠誠心が高まる。それと同様に経営者の報酬体系も、一定期間内の固定給制度に近づけるべきだとする。

5. 代理人資本主義

株主の所有権が形骸化したもう一つの理由は、最終貯蓄者 (年金積立者) と投資先企業の間に多数の代理人が介在することである。衣食住にかかわる業務の場合にも仲介業者は存在するが、一度買い取ってしまえば、仲介業者との関係は薄れる。しかし株式投資の場合はそうではない。特に最終的な受益者である退職年金の積立者 (労働者) と投資先企業の経営者との間をつなぐ鎖 (investment chain) は長い。

最終的な貯蓄者をプリンシパル (主人公) とすれば、アセットマネジャーや金融サービス業者はそのエージェント (代理人) である。しかし現実にはエージェントがプリンシパルの地位を占拠する代理人資本主義 (agency capitalism) が出現している。証券取引業務や資産運用業務には、それに付随して証券の受渡しと資金決済の照合、投資対象企業や投資環境の調査、証券保管、時価による値洗いやその記録など、様々な補助的サービスが発生する。さらに企業年金の場合には、積立者に投資信託などの商品を推奨するフィナンシャルアドバイザー、積立者とフィナンシャルアドバイザーの間を斡旋する人事部職員、投資信託や受託運用機関の

運用担当者、議決権行使の助言を行うプロクシーコンサルタントなどが含まれる。同様に住宅担保ローンの証券化にも、不動産鑑定士や司法書士の仕事に始まり、債券格付けや信用保証、元利金支払いの照合など各種補助的サービスが付随する。

こうした補助的サービスには手数料が掛かるが、その手数料の大半は最終投資家ないし貯蓄者 (年金の積立者) へ付け替えられる。手数料は運用成果に関わらず、運用資産の規模に比例して増加し、しかもその手数料に関する透明性は低い。

一般論としていえば、株主には取締役の選任に関する議決権がある。しかし取締役および取締役によって選任される経営執行役は、受託者責任 (会社法上は信託義務) を果たすかぎり、ビジネスジャッジメントルールに基づく自由裁量が認められる。そうした経営判断を克明に監視し、受託者責任に関して疑義が生じたような場合にそれを糾弾し、さらに最終的にその取締役を解任するというのは容易なことではない。著者が米国の主要10社のアセットマネジャーに関して調査した結果によれば、各社には平均4人の議決権事項の専門調査員がいるという。しかしこの10社の投資対象企業は5,000社に達し、この5,000社には各社平均で10人近い取締役がいる。ということは5万人の取締役の行動を4人の調査員でカバーするわけだから、一日当たり50人の取締役の行動を調べなければならない計算になる。(5万人 ÷ 4人 ÷ 250日 = 50人)

6. 説明責任の溝 (accountability gap)

第4章は、退職年金の積立者と、退職年金基金の受託運用機関 (アセットマネジャー) との

間に存在する情報の非対称性、著者のいう「説明責任の溝 (accountability gap)」を問題としている。アセットマネジャーの投資先企業に対するガバナンス面での関与は高まったが、アセットマネジャー自身のガバナンスが問われているのである。なお著者が「説明責任」というときには、情報開示責任とガバナンス責任の双方を含んでいる。

先に述べたように、資産運用業務には多種多様な補助的サービス業者が介在し、そうした補助的サービスにかかる費用がわかりにくい。退職年金の大半が確定給付型であった時代には、スポンサー企業が年金の自主管理を迫られたし、スポンサー企業による年金会計の情報開示も行われた。しかし確定拠出型年金の増加に伴って、年金積立者自身の自己責任が高まったのだが、それに応じた情報開示がまだ不十分である。

本書で引用されている研究によれば、401 (K) プランに採用されている投信の運用先企業を調べると、そのプランのスポンサー企業自身が当該投信の運用先企業となっているケースが多い。(当該投信を401 (K) プランの対象としない企業の証券に対する投資に比べて相対的に多い)。スポンサー企業では、最高財務責任者や人事担当役員などが401 (K) プランを管理する立場にあるが、かれら (trustee) のアセットマネジャーの行動に対する監視も有効には行われていないという。かれら (trustee) の報酬体系も、監視責任を全うするような形での動機付けが行われていない。

こうした状況を打開するには、まず規制監督当局が行動しなければならない。しかし米国の場合、企業年金の監督責任は労働省にあり、投信の監督責任は証券取引委員会 (SEC) にあ

る。後者は企業年金に固有の問題に特化しているわけではない。そのほか保険会社の監督責任は各州の保険当局、銀行は連邦準備制度、通貨監督官、連邦預金保険制度などにまたがっており、監督責任が分断化している。

アセットマネジャー自身の自己監視や自主的なガバナンスレビュー、外部の第三者機関による監査 (fiduciary audit) も必要である。たとえばカリフォルニア州の職員年金カルパスは、適正な運用を行っているかどうかに関して、みずから2年に1度の頻度で外部機関による審査を受けているという。

また近年の動向として注目されるのは、受託者責任の中に、単に運用成果の向上だけではなく、投資先企業の環境、社会、ガバナンス (ESG: environment, social, and governance) 要因を含める投資手法である。具体的に、環境 (E) 要因とは温暖化ガスの排出、社会 (S) 要因とは会社役員の多様性 (特に女性の役員数)、ガバナンス (G) 要因とは高額の経営者報酬を念頭に置いているようだ。そして環境、社会、ガバナンスを高めるには、単に規制監督当局や受託運用機関だけでなく、年金積立者、投資先企業の商品を購入する消費者、一般市民といった広範囲の利害関係者による監視活動が必要になる。本書では、ソーシャルメディアの発達がそうした監視を可能にするとされ、ソーシャルメディアの活用事例が具体的に紹介されている。

7. 金融規制のあり方

「規制のあらたな幾何学」と題する第5章は、リーマンショック以降の金融規制強化を踏まえて、金融規制のあり方を考察している。従来の金融規制は、現実起きた危機や不祥事に対して対処療法的に対応するものが多かった。

それは、金融システムの中の最も脆い結節点 (weakest link) を、いわばパッチワーク的に補強することに終始してきた。著者はこれを「分子化規制 (atomized regulation)」と呼び、こうしたパッチワーク的規制がシステム全体の有効な機能を損なうという問題 (合成の誤謬) を引き起こしているとする。

規制は競争制限という意味でコストを高めるので、市場の失敗が起きたから規制強化するというのではなく、金融システムが全体として安全かつ有効に機能するように準備することが肝要である。「有効に機能する」とは「良好な結果を出す」という意味であり、薬品業に例えれば、たくさんの薬を売るのではなく、病気を治すことが目的である。そして金融業の場合に「良好な結果を出す」とは、最終的な貯蓄者にとって、リスクとリターンバランスを考慮したうえで、良好な資金運用成果をあげるとともに、最終的な資金調達者にとって低コストの資金を供給することである。そのためには、説明責任 (情報開示とガバナンス) の明確化や決済・受渡し・保管などの安全性が維持されなければならない。

市場の失敗が起きないようにして、なおかつ良好な結果を出すことを目的とする規制を、著者は holistic regulation ないし systemic regulation と命名する。それは投資憲法ともいえるもので、その中核は受託者法制である。

<受託者法制>

著者の問題意識は、年金積立者と受託運用機関 (アセットマネジャー) との間の利益相反の解消にある。両者の関係は狭義の契約関係というよりも、年金積立者をプリンシパル (本人)、アセットマネジャーをエージェント (代理人) とする信認関係とみなせる。アセットマ

ネジャーは、最終投資家 (年金積立者) の資金を管理する執事 (stewards of investor money) といえる。

契約関係の場合には、個別の問題に関して詳細な条項が明記されるが、信認関係は包括的な信認関係である。信認関係であるにもかかわらず、忠実義務と注意義務が損なわれ、典型的なプリンシパルエージェント問題が起きているのが現状だという。

もともと銀行をはじめとする金融機関は、相互会社や協同組合、パートナーシップからスタートしたので、利害関係者全員の間で利得が共有されていた。こうした形態の金融機関が機関独自の利益を追求するといった事態は想定されていなかった。しかし受託運用機関自身もその多くが株式会社化し、利益相反が起きるようになった。

信認義務や受託者責任の訴追およびその判断は裁判所に委ねられる場合が多く、法的解釈はやっかいだが、著者は環境、社会、ガバナンス (ESG: environment, social, and governance) といった投資判断要因を受託者責任の基準に含めることを提唱する。

8. 経済学の観点

第6章は、現代の金融規制問題を経済学の歴史のなかに位置付けている。アダム・スミスは「道徳感情論」によって指導者の倫理問題を論じたが、その後に上梓した「国富論」では、自己利益の追求と分業が費用と価格の低下を通じて経済的利益を生み出すことを主張した。倫理問題から離れて、経済学独自の論理領域を構築したわけである。そして19世紀の中葉にはレオン・ワルラスが、価格決定には科学的な根拠があるはずだという想定のもとで純粋経済学を構

築し、古典派経済学の基礎を築いた。それよりも少し前の時代、カール・フリードリッヒ・ガウスが物理的現象の測定誤差に正規分布を適用した確率統計学を提唱し、推計誤差やリスクの可測性といった考え方が出来上がった。

こうした先学の業績の上に、合理的期待や効率的市場を中核とする現代ファイナンス論が開花した。そこでは市場の完全性を前提としたうえで、市場が失敗した場合には、政府当局が規制によって失敗を補正することが可能だとされた。しかし金融危機によって市場の失敗だけでなく、政府の失敗も存在することが明らかになり、前述のパッチワーク的規制(微分子化規制)への反省が起きた。換言すれば、パッチワーク的規制の発想は、市場の完全性を前提とするものであり、かりに市場が失敗した場合には、政府当局の規制により失敗を修正すればよいと考えられた。

しかし近年、市場の失敗も政府の失敗も、人間行動に共通の習性や癖に起因することが指摘されるようになった。人間行動に影響を与えるのは、社会的、文化的、政治的、道徳的、心理的、技術的な、多種多様の要因であるが、そうした人間行動の習性や癖を解明しようというのが行動経済学である。著者は、この行動経済学の知見を金融規制にも援用すべきだとする。

従来の規制は費用対効果を勘案した規制が多かった。たとえば意図的な違反や不正行為が発覚した場合の罰金と、発覚しないで済んだ場合の利得の大小比較である。それよりも事前に規制の実態を市場参加者に学習させること、利益相反行為や同業者との過当競争を煽るような金銭的動機づけをやめることの必要性があげられる。

民主国家の憲法が国民の行動を細かく規制す

るものではなく、むしろ国民各人の義務や責任を明記しているのと同様に、投資憲法も市場参加者や金融業者の責任ある行動や中立な情報提供などに立脚すべきである。それに加えて著者は行動経済学の知見を援用して、市場参加者や金融業者が陥りやすい誤りを事前にチェックするための予防的規制や監視が必要だとしている。

9. 理想的年金

7章は貯蓄者にとって「理想的年金 (People's Pension)」や「良識ある銀行 (Commonsense Bank)」のあり方を論じている。理想的年金の原型は、18世紀のスコットランドで牧師やその家族の互助組織として生まれた年金保険である。

もちろんその後20世紀に至るまでの経済構造の変化によって、年金や保険も荒波にさらされてきた。しかも国によって制度上の相違や運用成果の差が生じた。本書の序章で、三つ子の姉妹がそれぞれ米国、英国、オランダに別れて住むようになったという架空の話が紹介されている。三姉妹とも同じ所得で、その所得に応じた年金積立額も同額であったにもかかわらず、退職後に三人が受け取る年金受給額には大きな差が生じたという。著者によれば、理想的年金に一番近いのはオランダ型だという。

具体的には、三人とも25歳から65歳までの勤続40年間に、企業年金に毎年6,000ドルを積み立てたのだが、管理手数料や運用報酬の差が複利で増殖し、結果的に退職後に受け取る金額に大きな差が生じた。ここで各国の年金制度を詳細かつ正確に叙述する余裕はないが、本書に書かれていることを要約すると以下のとおりである。

まず米国では401(K)プランに加入し、年間5%の投資リターンが生まれ、計算上は40年後に72.5万ドルの額になる。しかし積立額の1.5%の管理手数料に加えてその他の費用が徴収されるため、現実には65歳の退職時点で50.7万ドルしか手元に残らない。66歳から85歳までの20年間にわたって年金を受給することになるのだが、95歳まで延命することも考慮して、20年間の受給額の一部をさらに積み立てたとすると、年間の受給額は27,600ドルにしかない。

英国では企業年金が終身年金となっており、延命を想定した退職後の積み立ての必要ないが、その分手数料率が高い。また終身年金の性格上、運用対象は安全第一の優良債券に限定される。その結果退職後の受給額は年間31,000ドルと計算される。一方オランダの企業年金は、集散的互助的な共済年金(確定給付型)であり、手数料率も0.5%と低い。その結果退職後の受給額は年間49,400ドルと計算され、米英の約1.5倍相当の金額になる。

20世紀中葉までは、三カ国とも同じような企業年金制度だったが、80年代になって変化が生じた。米英ではグローバル化の影響を受けた企業がダウサイジングやオフショアリングを実行し、企業による年金積立てがむずかしくなった。しかも英国では企業経営が好調だった時代に年金積立ての休止(ペンション・ホリデー)が行われた。また米国では企業会計上、過剰な積み立てが課税対象とされるとともに、積立不足が生じた場合の年金債務の開示義務が強化され、確定給付型から確定拠出型への移行が行われた。

10. 結び

「所有者(年金積立者)のマニュアル」とい

う副題がついた第8章(最終章)では、受託運用機関(アセットマネジャー)の受託者責任の徹底、独立取締役を構成員とするアセットマネジャーの役員会設置、管理報酬の透明性向上など、6章までの議論を踏まえた内容が繰り返し強調される。要点は、①積立者が理解できないような投資商品には投資してはならない、②アセットマネジャーの短期的利益ではなく、受益者(積立者)の長期的利益を重視せよ、③管理手数料を始めとする手数料体系に目配りせよ、といったことである。

本書評でこうした諸点を詳述すると、冗長のそしりを免れないであろう。したがって企業年金問題の専門家の読者には、本書の5章、7章、8章を熟読することをお勧めしたい。評者としては、年金基金が株式投資を行う場合には、年金積立者自身が投資先企業の最終的所有者であり、したがって投資先企業のガバナンスにまで関与する権利と義務を持っているという点が新鮮であった。冒頭でドラッカーの所論を引用したが、この点に現代の理想的年金の鍵があるのであろう。

本書は米国の企業年金を主たる分析対象としている。従来から金融市場における革新や規制改革では米国が先行し、それを欧州やアジア諸国が追随する形で展開してきた。しかし現在では、欧州市場における新たな規制改革が世界標準となり、それが米国市場へ影響を与えている。

EU(欧州連合)では、2018年1月以降、第二次金融商品市場指令(Mifid II: Markets in Financial Instrument Directive II)が実施され、その一環としてアセットマネジャー(バイサイドの投資家)と投資銀行(セルサイドの証

券業者)との間の利益相反回避および投資者保護のための措置が導入される。また各種の補助的なサービスの内訳明細の公開が義務付けられる。そして株式売買の委託手数料は最良執行を基準に設定される。株式取引に比べて透明性の低かった債券取引にも、取引情報の開示義務が強化されるであろう。

高齢化と投資リターンの低下によって年金財政が悪化するなかで、最終投資家(積立者)の費用負担は限界にきている。本書で「理想的年金に一番近い」とされたオランダでさえ、最近では政府が確定給付型年金の見直しを検討しているという。

英国でも資産運用業務(投資サービス業務)における競争政策に関して、金融行為監督機構(FCA: Financial Conduct Authority)が、2017年6月28日に調査結果およびそれに基づく意見を公表した。調査対象期間(2010年から2015年)における資産運用会社の営業利益率は36%で、継続的に高い利益を達成したが、個人投資家向けアクティブファンドの運用成果(運用手数料控除後)は市場のベンチマークを下回っ

た。また手数料の高低と運用成果の高低との間に相関関係がみられないことも指摘されている。成功報酬型手数料(performance fee)の設定方法が不明確なファンドもあるという。

FCAの提言としては、運用手数料に関する情報の透明性向上と標準化、手数料設定における競争原理導入などに加えて、ファンドのガバナンス強化(資産運用会社が投資家の最良利益のために行動する義務の強化)があげられた。具体的には、二名以上の独立取締役の採用、運用費用と運用成果に関する年一回以上の検証作業実施などである。

今後はアセットマネジャー相互間の競争激化とともに、セルサイドの証券会社が提供する各種の調査の価格破壊も起きるであろう。それはちょうど、マスメディアの地位をデジタルメディアが脅かしたのと似ている。インターネットの普及によって、金融仲介業者の効率性向上が問われる。

(法政大学経済学部教授・
当研究所客員研究員)