

## 最近のイギリス年金基金の動向

代 田 純

を考える場合にも重要な参考例となるだろう。

### 1 はじめに

本稿は90年代に入ってからイギリスにおける年金基金の動向を明らかにするものである。今日、イギリスにおける年金基金の資産残高は対GDP比でも80%程度あり、世界でも有数の年金先進国であるイギリスの動向は、わが国の年金問題を検討する場合にも重要な参考となるであろう。

まず本稿では90年代に入ってから税制、とりわけ所得税との関連で年金課税問題、換言すれば私的年金への税制優遇を明らかにする。そして税制優遇も一因となって、年金基金の残高は90年代においても年率換算10.8%で増加を続け、96年年末には5,600億ポンド(1ポンド=225円で約126兆円)に達した。イギリスの年金基金は80年代から株式組み入れ比率が高かったが、90年代においても同比率は65%前後で推移している。大手年金基金は旧国有化産業が多いが、ほとんどの基金の単年度収支は黒字で推移している。大手年金基金では自前の運用であるインハウスで運用されているが、銀行など専門的資金運用機関に外部委託される場合もある。専門的運用機関の運用利回りは株価指数の上昇率を上回り、16%台に達するケースもある。

イギリスにおける年金課税の在り方、ならびに資金運用規制の在り方はわが国における問題

### 2 所得税と年金課税

1990年代に入ってからイギリスにおける税収を見ると、1990年における1,406億ポンドから1996年には1,882億ポンドへと、年率5%程度の増加を続けている。周知のように、先進国のなかでは例外的にイギリスの景気動向は良好であり、失業率も低下を続けており、結果的に税収も比較的好調に伸びている。

しかし直接税の税収増加率はさほど高くはなく、90年における823億ポンドから96年に1,007億ポンドに増加したに過ぎず、年率換算では3.4%でしかない。したがって税収の伸びは主として間接税に起因している。間接税の税収は90年における553億ポンドから96年には833億ポンドと、実に年率7%で増加してきた。このため税制の直間比率における直接税比率は、90年の58.5%から96年には53.5%と5ポイント低下している。

イギリスの付加価値税の標準税率は91年3月に15%から17.5%に引き上げられた。したがって間接税の増収は景気回復に伴う自然増収だけではなく、政策的に間接税の増税が進められている、と言えよう。何故、間接税の増税が進められているのか？

現在、イギリスの財政赤字は戦後最大の規模

に達している。イギリスの財政収支は経常収支勘定（いわば一般会計）である統合基金収支と資本収支勘定（いわば財政投融资）である国家貸付基金から成っている。統合基金収支は戦後50年代から60年代にかけては黒字が続いたが、70年代に入りオイルショックを契機として赤字に転落した。しかし80年代においても統合基金の赤字額は100億ポンドを超えることはなかった。そして1988年には60億ポンドの黒字にすら転化した。しかし94年現在、統合基金の赤字は418億ポンドという規模に膨らんでいる。90年代に入って国家貸付基金においては急速に貸付が抑制された。これは国有企業の民営化等から貸付の対象が削減されたためである。こうした結果として国家貸付基金では90年代以降黒字化しているが、統合基金における赤字が大きいいため、総合収支の赤字は94年において400億ポンドに達している。これは戦後最大である。

このように財政赤字の規模が大きく、さらに既に指摘したように所得税を中心とした直接税の増収率が低いため、必然的に間接税への依存

が強まることとなる。まずイギリスにおいても財政赤字は大きく、税収確保のバイアスが強まっていることは確認されよう。

しかしそれでも私的年金への所得税による優遇措置は続いているし、増加すらしている。表1は所得税による私的年金への非課税措置による税収減少額を示している。これによると、私的年金（職域年金と個人年金の総称）のうち、職域年金（イギリスでは企業年金のみならず、地域単位の年金基金があるため、合わせて職域年金と呼ばれる）への非課税額は税収ベースで1991年における78億ポンドから96年には105億ポンドへと増加した。96年の場合、内訳を見ると従業員拠出金非課税が27億ポンド、雇用者拠出金非課税が43億ポンド、投資所得が79億ポンド、その他が4億ポンドであった。これらの金額にはキャピタルゲインは含まれておらず（推計が困難であり内国歳入庁も推計値を公表していない）、非課税となっているキャピタルゲインについても含めるならば、一層非課税額は大きくなる。

表1 私的年金非課税の税収効果

(100万ポンド)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996
職域年金						
非課税						
従業員拠出金	2,300	2,400	2,400	2,300	2,500	2,700
雇用者拠出金	2,600	2,500	2,700	3,100	3,700	4,300
投資所得	6,000	6,300	5,800	6,300	7,500	7,900
その他	500	550	500	450	400	400
課税						
年金支払い	3,400	3,800	4,200	4,700	5,100	4,800
年金基金余剰による 雇用者払い戻し	161	94	45	27	16	40
合計	7,800	7,800	7,100	7,400	9,000	10,500
個人年金	1,600	1,600	1,800	1,900	2,100	2,300

出所：Inland Revenue Statistics, 1997

他方、職域年金も支払い局面では課税されている。年金支払いへの課税額は96年には48億ポンドに達した。また職域年金において、受給者への支払い後余剰金が発生した場合には雇用者へに払い戻しされるが、この払い戻し金には課税される。この金額は96年には4,000万ポンドとなっている。こうした課税額は96年で合計48.4億ポンドであり、非課税額合計153億ポンドから差し引くと、105億ポンドとなっている。1996年度の所得税税収が689億ポンドであるから、税収ベースで105億ポンドの非課税措置は極めて大きいことがわかる。

こうした職域年金に加えて、個人年金への非課税も急速に増加してきた。表1においても、1991年における16億ポンドから1996年には23億ポンドへ増加してきた。もともと、イギリスにおいては私的年金による公的所得比例年金の代行（適用除外）が認められているが、これは職域年金のみならず個人年金についても認可されてきた。またイギリスの労働市場では転職が一般化しており、企業等を単位とした職域年金は転職が日常化した労働市場にそぐわず、個人年金が適していた<sup>1)</sup>。また近年、イギリスのブレア政権は公的な所得比例年金は縮小し、個人年金への加入を義務づける年金改革案を提示している<sup>2)</sup>。こうした事情を背景にして、イギリスでは最近個人年金が急成長している。個人年金への非課税措置23億ポンドと職域年金への非課税措置105億ポンドの合計は合計128億ポンドとなり、所得税税収の18.6%となる。

また財政論的には非課税措置は「租税による補助金（Tax Expenditure）」（非課税措置を取るとは、補助金を支出することと同じである、という立場）と言われるが、私的年金への非課税措置は公的年金の政府負担よりも大きくなっ

ている。公的年金がその一部を構成する国民保険の財政において、95年度現在、収入合計528億ポンド（前年度からの繰越を含む）に対し、支出合計は371億ポンドであり、基金残高（財政黒字の累積額）は804億ポンドとなっている。この収入合計528億ポンドのうち、国庫負担額は37億ポンドに過ぎず、収入の圧倒的部分は拠出金収入から成っている。したがって公的年金への国庫負担は37億ポンドであるが、私的年金への「租税による補助金」は105億ポンドということになる。財政赤字のもとで公的年金への財政負担は縮小傾向にあるが、私的年金へは間接的にせよ大きな財政負担がなされている。

### 3 大手年金基金の実態

税制上で大きな優遇措置を受けている年金基金であるが、その実態はいかなる企業や地域の年金であろうか。以下では職域年金を中心に、その実態を明らかにしたい。個人年金は現状ではデータなど資料が未整備であり、分析が困難である。

表2は大手年金基金のなかの上位10基金である。第一位はブリティッシュ・テレコム年金基金であり資産額は185億ポンド、第二位は石炭、鉱石労働者を中心としたCMT年金基金で資産額は181億ポンド、第三位は電力年金基金で資産額は147億ポンドとなっている。以下、大学教職員、郵便、鉄道、ガスと続いており、上位の年金基金はほとんどが旧国有企業や旧国有産業の年金基金である。純粋な民間企業年金としては、第八位のパークレイズ銀行、第十位のシェルだけである。このように公務員部門中心にイギリスの年金基金が形成されていることは、イギリスにおける年金基金と深い関わりがある。イギ

表2 大手年金基金

年金基金	資産額 (100万ポンド)	トラスティー	カストディアン	アクチュアリー	従業員数	年金加入者	年金生活者	運用
British Telecom plc	18,536	Sir James Spooner (chairman)		Watson Wyatt Worldwide	127,800	126,265	162,966	Hermes(シュローダー, マーキュリー)
C M T Pension	18,116	Mineworkers' Pension Scheme Trustee	Lloyds bank Chemical bank	C.D.Daykin	9,400	1,508	711	CIN
Electricity Pensions	14,681	Electricity Pension Trustee	Royal Bank of Scotland	Bacon & Woodrow		64,252	91,054	ESN
Universities Superannuation	12,087	Universities Saperannuation Scheme	Bankers Trust Chase Manhattan	William M. Mercer		74,700	24,200	インハウス, PDFM, シ ュローダー, Baillie Gifford
Post Office	12,000	Roy Chapman (chairman)		Watson Wyatt Worldwide	210,000	180,000	160,000	Hermes(シュローダー, マーキュリー, ラザ ード, ステート・ステー ツ, モーガン・スタンレ ー他)
Railway Pension	11,215	Railway Pension Trustee	S.G. Warburg UBS, Bankers Trust 他	Watson Wyatt Worldwide	120,000			マーキュリー, フレミン グ, モーガン・グレンフ ェル, PDFM 他
B G plc	9,731	G. Bateson D. Dewer	Citibank Royal Bank of Scotland	Watson Wyatt Worldwide	45,000			イン・ハウス (ラザード)
Barclays Bank	8,577	Bardays Pension Fund Trustees	Bardays Global Securities Services	Watson Wyatt Partners	65,000 (国内)	62,500	21,400	Barlays Global Investors
The British Petroleum	7,477	BP Pension Trustee	Bankers Trust	William M. Mercer	17,900	13,757	37,153	イン・ハウス
Shell	6,975	Shell Pensions Trust	Lloyds bank Chase Manhattan	Bacon & Woodrow	10,632	10,547	30,256	イン・ハウス

出所: Pension Funds and their advisers 1997 から作成

リスにおける年金基金は19世紀初頭に公務員の汚職防止, 老齢化防止のためスタートした, と言われる<sup>3)</sup>。

ついで年金基金には信託人(トラスティー)を置くことが通例である。トラスティーは委託者である事業主(企業)から掛け金を移転され, 資産運用し, 給付を行う。しかしイギリスにおいては従来, トラスティーの委託者(企業)からの独立性はかなり不明確であった。表2において上位年金のほとんどのトラスティーが, 当該企業の信託法人や会長で占められていること

にも象徴される。

こうした信託関係を背景として発生した問題が1991年のマックスウエル事件であった。「デイリーミラー」など有力紙を発行していたミラーグループの職域年金が会長ロバート・マックスウエルによって不正に運用され, 資産が消滅した事件であった。マックスウエル社の場合, トラスティーはマックスウエルの実子であり, 信託財産は自社株買いなどに流用されていた。マックスウエル事件を受けて, イギリスでは95年に年金法が成立した。年金法成立によって

OPRA (Occupational Pensions Regulatory Authority) が設立され、年金基金、特にトラスティーに対して監督することとなった<sup>4)</sup>。この場合、OPRA は年金基金のトラスティーに対して監督するわけだが、トラスティーが本来の機能にふさわしく年金加入者の利益に合致するように働いているか、チェックすることとなる。

つぎにイギリスの年金基金はカストディアンを有している。カストディアン業務とは、証券保管、決済、報告、利子・配当の受け取り等であり、国際分散投資の普及に伴う多様な事務処理代行業務とも言える。表2においても、大手年金基金はカストディアン業務を英系のロイズ銀行、ロイヤル・バンク・オブ・スコットランド、米系のケミカル銀行、バンカース・トラスト、チェース・マンハッタンなどに任せている。後述のように、79年の為替管理撤廃以降、イギリスの年金基金は海外証券投資を進めており、海外証券投資に伴う事務処理ニーズをかなり増加させてきたと見られる。

他方、銀行側では BIS 規制のもとでカストディアン業務はかなり重要な領域となっている。銀行にとってカストディアン業務による証券保管は自己勘定ではなく、BIS 自己資本の分母に入らないうえ、手数料ビジネスとして収益性が高いからである<sup>5)</sup>。カストディアン業務は80年代以降の米銀再建の重要な柱となっており、世界的に見てもカストディアン業務は米銀の独壇場となっている。

もともとイギリスでは95年年金法制定以前には信託関係があいまいであったこともあり、年金基金のファンドマネージャー自らがカストディアン業務を営むことが可能であり、ファンドマネージャーが貸し株業務を営めた。ロンドン証券市場では証券売買において「空売り」が盛

んであるが、「空売り」のためには株券の貸借が必要であり、年金基金のファンドマネージャーが手持ちの株券を貸してきたわけである。この場合、ファンドマネージャーには貸し株手数料が入るため、ファンドマネージャーにとって運用利回り上昇のため、貸し株業務は不可欠の手段となっていた。しかしマックスウェル事件において貸し株が年金の資産喪失の一因となったと言われており、95年年金法以降カストディアン業務は規制されることとなった。例えばカストディアンは貸し株において現金等の担保を取る必要があること、非銀行のカストディアンには最低必要資本が課されたこと等である<sup>6)</sup>。こうした動向のなかで年金基金はファンドマネージャー以外のカストディアン銀行を選任しはじめたと見られる。

95年年金法は年金数理人 (アクチュアリー) に関しても規定を置いた。第一に、アクチュアリーは年金基金のトラスティーを兼ねることはできない。第二に、トラスティーはアクチュアリーのアドバイスを考慮して掛け金を決めるが、その決定に関する責任はトラスティーにある。第三に、トラスティーはアクチュアリーが要求する情報を提供する義務を持つ。第四に、アクチュアリーは自己の権限以外ではトラスティーの指示に従い、事業主の指示に従ってはならない<sup>7)</sup>。要はアクチュアリーの独立性がトラスティー同様に定められた、と言えよう。表2のアクチュアリーを見ると、全ての年金基金がアクチュアリーを選任しているが、Watson Wyattが上位10基金のうち5基金で選任されており、かなりシェアが高くなっている。

各基金は従業員をほとんどを年金基金に加入させているが、年金加入者数を年金生活者数が超過している基金も少なくない。例えば最大手

のブリティッシュ・テレコムでは年金加入者12.6万人に対し、年金生活者は16.3万人である。この他、電力、BP、シェルの基金でこうした傾向が表2からも読み取れる。しかし現状ではこれらの基金を含め、上位の年金基金財政は健全である。最大手のテレコムでは、96年度において年金掛け金収入が4億ポンド、投資所得が7.7億ポンドあるため、年金給付10.5億ポンドを上回っている。

年金の運用については、大手の場合ほとんどが内部運用できる体制が取られている。大学教員年金、ブリティッシュガス、BP、シェルの場合などはいずれも自己内部で運用体制が取られている。しかし内部運用するためには、ファンドマネージャーやアナリストを育成する必要がある、コストが発生する。また内部で育成する場合には時間的にも長期間かかることとなる。このため通常は外部の専門的資金運用業者に委託されることとなる。ブリティッシュ・テレコム年金基金はシュローダー、マーキュリーに、郵便年金基金はシュローダー、マーキュリー、ラザードに、パークレイズ銀行年金基金はグループ企業のパークレイズグローバルインベスターズにそれぞれ委託している。運用機関については、後にやや詳しく触れるが、大手年金についてもマーチャントバンク系の投資顧問が優位に立っている。

#### 4 年金基金の資産運用

80年代における資産構成の特徴をまず振り返っておこう。80年代においては、第一に不動産に比べ証券の比重が高まったこと、第二に証券のなかでも株式の比重が高まったこと、第三に外国株を中心として海外証券投資が増加したこ

と、第四に証券の売買回転率が上昇しイギリス株の回転率も90%程度へ上昇したことなどであった。

株式が債券よりも選好された理由としては期待インフレ率が上昇したため、インフレヘッジ性において優れるとされる株式が注目されたことである。イギリスにおいては70年代の急速なインフレによって、債券への投資価値が著しく減価してしまい、年金のファンドマネージャーは手痛い経験をしているため、今日でもインフレ率の上昇もしくは期待インフレ率の上昇に対しては債券の組み入れ比率を引き下げ、株式の組み入れ比率を高めるという対応がなされている。株式は配当とキャピタルゲインによって総合利回りがインフレ率を超過してきたため、インフレヘッジ性が高いと考えられている。今日のイギリス年金基金の株式組み入れ比率は国際比較の観点からはかなり高いが、これは日本では理解されにくい、株式=インフレヘッジという運用哲学から来ている。また期待インフレ率は通常の国債利回りと同程度（物価上昇分だけ償還元本に上乘せする）利回りの利回り格差によって計測されている。

一方、売買回転率が上昇した理由は手数料など売買コストの低下、運用規制緩和に伴う短期的利回り競争の激化、先物など派生商品の増加などであった。売買コストが低下したことで売買がしやすくなったことは自明であるが、さらに年金運用機関の設立によって短期間に頻繁に運用利回りが比較されるようになり、年金ファンドマネージャーは短期的な運用利回り上昇を指向しやすくなった。また先物による裁定取引増加は「買い」と「売り」の期間が数秒間ということもあり、必然的に売買を頻繁にする<sup>8)</sup>。

表3は年金基金の80年代後半から最近に至る

表3 年金基金の資産構成

(100万ポンド, %)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
現預金	8,470 (4.3)	8,760 (4.1)	15,262 (4.5)	17,492 (5.8)	9,643 (2.8)	9,834 (2.6)	10,694 (2.2)	11,809 (2.7)	14,979 (2.9)	18,786 (3.4)
英国債(計)	29,166	27,083	31,894	27,940	24,041	25,188	34,279	41,854	52,659	60,498
インデックス債	5,770	6,005	11,688	9,780	8,599	10,841	16,930	20,341	24,017	28,968
5～15年債	13,322 (14.7)	12,610 (12.6)	12,481 (9.4)	12,673 (9.2)	11,833 (7.0)	10,801 (6.6)	12,907 (7.1)	14,993 (9.4)	19,032 (10.4)	19,296 (10.8)
15年以上債	9,615	7,905	6,764	4,269	2,799	1,862	2,446	4,377	4,706	7,035
普通株	104,621 (52.8)	115,455 (53.8)	157,784 (46.6)	142,147 (47.0)	173,592 (50.5)	202,148 (52.9)	243,347 (50.7)	219,189 (49.4)	256,625 (50.5)	279,707 (50.0)
その他企業証券	3,371 (1.7)	3,477 (1.6)	7,016 (2.1)	6,213 (2.1)	8,844 (2.6)	6,068 (1.6)	14,371 (3.0)	3,935 (1.0)	7,064 (1.4)	6,924 (1.2)
海外普通株	24,660 (12.4)	28,024 (13.1)	61,998 (18.3)	47,460 (15.7)	60,476 (17.6)	63,189 (16.5)	82,620 (17.2)	74,813 (16.9)	82,164 (16.2)	84,334 (15.1)
海外国債	1,094 (0.6)	1,019 (0.5)	3,437 (1.0)	5,442 (1.8)	9,162 (2.7)	10,529 (2.8)	11,044 (2.3)	11,092 (2.5)	11,712 (2.3)	10,607 (1.9)
イギリス不動産	15,878 (8.0)	18,164 (8.5)	26,959 (8.0)	26,363 (8.7)	24,527 (7.1)	19,914 (5.2)	21,932 (4.6)	24,353 (5.5)	21,317 (4.2)	24,021 (4.3)
純資産(計)	198,290 (100)	214,518 (100)	338,950 (100)	302,670 (100)	343,668 (100)	382,024 (100)	480,354 (100)	443,468 (100)	508,581 (100)	559,617 (100)

出所: *Financial Statistics*, 各号

注: カッコ内は構成比

資産構成である。第一に、英国債による運用は80年代後半には低下していたが、90年代に入り再び上昇している。英国債の比率は92年には6.6%まで低下したが、96年には10.8%まで上昇した。これは主として、イギリスにおけるインフレ率の低下に起因すると見られる。89年の消費者物価上昇率は7.8%であったが、96年には2.4%まで低下した。インフレによる債券減価で苦汁を舐めてきたイギリスのファンドマネージャーたちは、インフレ率の低下によって債券の比率を高めることとなった。

第二に、債券比率上昇の結果として、国内株式の比率は低下もしくは頭打ちとなった。国内株式の組み入れ比率は88年には53.8%まで上昇したが、89年には46.6%へ低下した。ただし後述のように、イギリス国内株式が低下した分は海外株式が増加しており、全体の株式組み入れ

比率は88年の67%に対して、89年には65%とさほど変化していない。こうした全体の株式組み入れ比率は90年代に入ってから65～67%程度で推移しており、ほぼ一定の水準で推移している。要は株式比率は一定として、株式の地域別アセット・アロケーションの観点から内外比率が変化させられている。

第三に、第二点においても指摘したように、海外株式比率は87年の12%台から90年代に入り15～17%台へ上昇しており、傾向的に海外株式の比率は上昇している。

第四に、株式の場合と同様に国債についても海外国債が増加している。80年代後半には1%以下であったが、92年には2.8%へ上昇し、90年代に入って2%程度で推移している。したがって内外の国債を合わせた比率は90年代初頭には9～10%程度であったが、90年代後半に入り12

%程度へと上昇してきた。

このように90年代に入り年金基金によるイギリス株式保有は年金基金の資産構成において低下しつつあるが、イギリス企業の株式保有構成において年金基金が最大の株主であることには変わりはない。表4はイギリスの株式保有構成を示している。イギリスにおける株式保有の特質は、第一に個人が傾向的に低下していることである。1963年には54%を個人が保有していたが、90年代に入り20%程度へ低下している。第二に海外投資家が急速に構成比を高めている。海外投資家は81年には3.6%であったが、94年には16.3%まで構成比を上昇させた。アメリカやドイツなどの機関投資家によるポートフォリオ投資や事業会社のM & Aによる株式取得が中心と見られる。第三に機関化が進展している。94年現在、保険、年金、ユニットトラスト、インベストメントトラストの機関投資家4主体の株式保有比率合計は60%に達している。第四に、機関投資家のなかでも年金基金が94年現在で28%の株式保有比率で最大の株主となっている。

92年から4ポイントほど低下しているが、最大の株主であることに変わりはない。したがって年金基金はイギリスにおけるコーポレート・ガバナンスにおいて主導的立場が求められることとなる<sup>9)</sup>。

年金の株式投資を別の観点から見てみよう。図1は年金による株式投資の売買回転率である。国内株の場合には、89年から90年にかけて売買回転率は80%近くへ上昇したが、92年に20%程度へ急落し、その後も40%前後で推移している。短期的な運用利回り競争が強まるなかで、売買回転率は上昇しがちであるが、80年代後半のやや過熱した状態から沈静化しつつある。もともと投資信託などの売買回転率が極めて高いのに対し、年金の回転率は比較的lowであった。したがって年金は機関投資家のなかでは比較的長期の株主であった。しかし80年代後半には、その年金すら売買回転率を80%近くまで上昇させたのであった。とはいえ90年代に入り年金の売買回転率も落ち着きつつある。

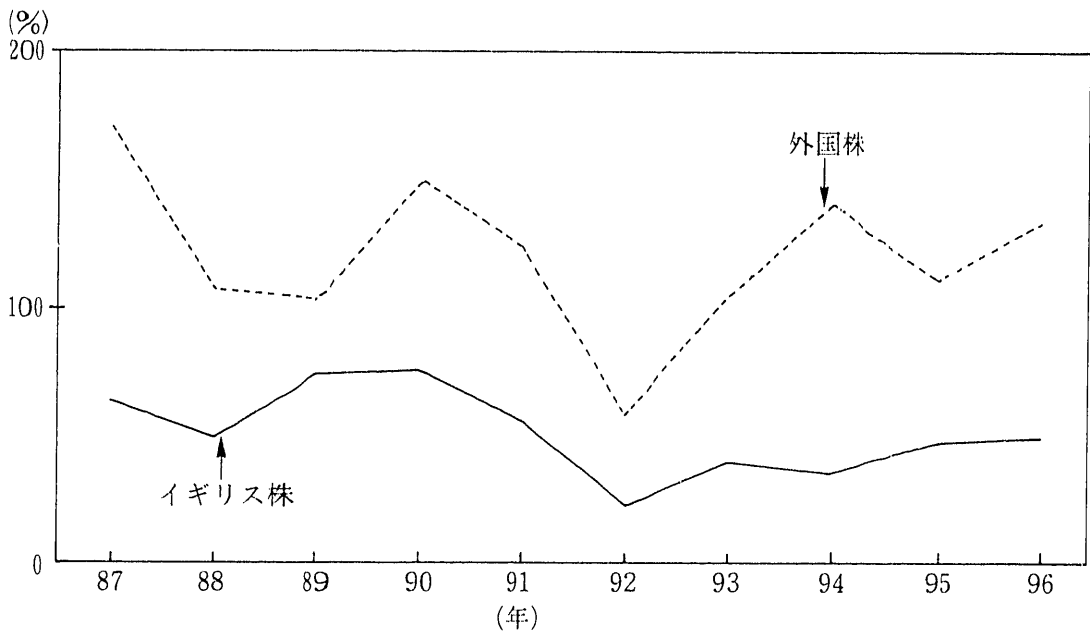
他方、年金においても外国株の回転率は高い。

表4 イギリスの株式保有

	1963	1969	1975	1981	1991	1992	1994
個人	54.0	47.4	37.5	28.2	19.9	20.4	20.3
その他個人 (慈善団体等)	2.1	2.1	2.3	2.2	2.4	1.8	1.3
公共部門	1.5	2.6	3.6	3.0	1.3	1.8	0.8
事業法人	5.1	5.4	3.0	5.1	3.3	1.8	1.1
海外	7.0	6.6	5.6	3.6	12.8	13.1	16.3
銀行	1.3	1.7	0.7	0.3	0.2	0.5	0.4
保険	10.0	12.2	15.9	20.5	20.8	19.5	21.9
年金	6.4	9.0	16.8	26.7	31.3	32.4	27.8
ユニット・トラスト	1.3	2.9	4.1	3.6	5.7	6.2	6.8
その他金融 (インベストメント・トラスト)	11.3	10.1	10.5	6.8	2.3	2.5	3.3
合計	100	100	100	100	100	100	100

出所：G.P. Stapledon, *Institutional Shareholders and Corporate Governance*, Oxford, 1996





出所：Financial Statistics, 各号から算出

注：売買回転率 = 年間売買代金 ÷ 年末時価

図1 年金基金の株式売買回転率

87年には外国株売買回転率は175%程度であったし、94年においても140%程度の水準にある。これは外国株の場合、年金も為替益に比重を置いた運用をしており、為替レートの変動に伴って活発に売買を繰り返すためである。売買回転率が200%という水準は、保有期間が1年未満であることを意味するが、年金による外国株売買の水準はそれに近く、年金によっても外国株は為替にらみで短期的に売買されている。また地域別のアセット・アロケーションを重視して運用する場合、「売り」は必然的に「買い」を伴うことが多い。すなわちイギリスのある年金基金がアジア株の組み入れ比率を10%で一定にしている場合、松下株を売却すればソニー株を買い付けなければならない。したがって地域別のアセット・アロケーションの視点からも外国株の売買頻度は高まりやすい。

さらにデータが公表されていないため、確定的には言えないが、90年代に入り年金による保

有が増加している外国国債の場合には、外国株式よりも一層年金による売買回転率が高いと見られる。

総じて90年代に入ってから年金基金の資産運用は、債券にせよ株式にせよ外国証券の比重が上昇しているが、94年のギリシャを最後にEU加盟国の為替規制は全廃されており、EU統合に伴う証券投資の自由化と共に今後もこうした傾向は続くであろう<sup>10)</sup>。

## 5 年金基金の資産運用機関

表2により年金の資産運用機関については簡単に触れたが、やや詳しく検討しておこう。まず80年代における年金基金の資産運用機関の上位10社を見ると、第一位はマーキュリー投資顧問、第二位はフィリップス・ドリュエ投資顧問、第三位はシュローダー投資顧問であり、表5における96年年末現在での上位3社は80年代から

表5 年金基金運用機関ランキング

	年金基金運用額 (100万ポンド)		個別運用型規模分布 (ポンド)							5年間平均運用 利回り(%)
	個別運用	合同運用	~100万	100万~ 999万	1,000万~ 2,499万	2,500万~ 4,999万	5,000万~ 9,999万	1億~ 4.9億	5億~	
マーキュリー	57,142	—	208	501	170	104	84	124	16	—
PDFM	51,314	5,188	0	13	41	98	91	121	13	15.3
シュローダー	43,200	2,000	1	10	61	88	65	82	15	15.2
ガートモア	42,325	1,592	3	12	46	50	38	62	8	15
パークレイズ	29,462	—	18	67	44	23	21	39	7	—
モルガン・グレンフェル	16,254	912	5	18	28	35	38	47	1	16.2
フォーリン&コロニアル	15,321	251	0	7	8	5	3	7	15	—
ブルーデンシャル	13,500	2,000	2	3	11	10	13	16	2	14.2
ヒル・サミュエル	10,990	40	2	15	9	11	2	8	2	14.5
ベイリー・ギフォード	6,492	655	0	1	13	18	15	18	1	—

出所: Pensions Management, 1997年6月号

不動であることがわかる。表5において第一位のマーキュリーはイギリスのマーチャント・バンクであるS.G. オーバーグ系であるが、個別運用型年金（個々の年金基金ごとにオーダーメイドのポートフォリオを組む）を571億ポンド受託している。個別運用型年金の規模分布を見ると、マーキュリーは100万~999万ポンドクラスの中規模の年金基金からも501件とかなり受託している。また第二位のPDFM（フィリップス・ドリュー・ファンド・マネージメント）は合同運用型年金（中小の年金を合わせて合同で運用する、レディーメイド型の運用）の受託に強く、52億ポンドほど受託している。

しかし80年代においては第四位はパークレイズ投資顧問、第五位はブルーデンシャル投資顧問、第六位はガートモア投資顧問、第七位はカウンティ・ナット・ウエスト投資顧問、第八位はフレミング投資顧問、第九位はベアリング投資顧問、第十位はロイズ投資顧問であった<sup>11)</sup>。し

たがって表5の90年代半ばにおけるランキングには80年代と比較して、いくつかの変動が発生していることがわかる。

第一に、イギリス商業銀行（イギリスにおいては預金銀行もしくは手形交換所加盟銀行と言われる）系が大きく後退したことである。パークレイズは80年代における第四位から第五位に後退したし、80年代においては上位年金運用機関に入っていたカウンティ・ナット・ウエスト、さらにはロイズなどイギリスの主要商業銀行系の投資顧問が姿を消した。

第二に、イギリスのマーチャント・バンク系は相次いでビッグバン以降欧州大陸系の金融機関に買収されたが、買収後比較的健闘している。まず第一位のマーキュリーももともとS.G. ウォーバーグ系であったが、ウォーバーグがスイス銀行に買収されたため、スイス銀行系となった。第二位のフィリップス・ドリューももともとはイギリスのブローカーであったが買収され

スイス・ユニオン銀行 (UBS) 系である。90年代において第六位に浮上したモルガン・グレンフェルもイギリスのマーチャント・バンクであったが、ドイツ銀行に買収された。モルガン・グレンフェルは5年間平均利回りが表5にあるように16.2%と運用成績を公表している機関のなかでは最高の利回りを達成しており、これが躍進の背景の一因と見られる。

もともとイギリスのマーチャント・バンクは運用ノウハウは優れており、その点が買収側金融機関にとって魅力のひとつであった。しかし証券市場が先物やオプションなど派生商品の時代を迎えた時、マーチャント・バンクの限定された資金力では対抗できなくなっていた。先物による裁定取引などは莫大な資金力を必要とするからである。したがって買収側の大手金融機関の有する資金力が、マーチャント・バンクの運用ノウハウに加わった時、再びマーチャント・バンクは復活する可能性を秘めていたと見られる。

第三に表5において第七位のフォーリン・コロニアルにも注目しておきたい。フォーリンはイギリスでは最古参の投資信託、厳密には会社型投資信託であるインベストメント・トラストである。したがって運用ノウハウは歴史的にも極めて蓄積されていると見られるが、ランキング第七位ながら5億ポンド以上の最大規模年金15基金から受託している。第六位のモルガンが5億ポンド以上の年金からは1年金の受託に過ぎず、また第八位のプルデンシャルも2年金からの受託に過ぎないことを鑑みると、フォーリンの動向は注目されよう。

## 6 まとめに代えて

年間の所得税税収が700億ポンド未満であるにもかかわらず、私的年金への税制優遇が税収ベースで100億ポンドを超えており、また株式保有構造における年金基金の保有比率が30%を超えているイギリス経済の姿は「年金資本主義(ペンション・キャピタリズム)」と命名するに値しよう。こうした年金資本主義化への傾向は今のところ逆転する兆しが見えていない。

保守党の一部が年金基金への税制優遇を廃止するように主張したことはあるが<sup>12)</sup>、労働党は従来からも年金基金への税制優遇を擁護してきた。さらにブレア政権になってから、既に指摘したように個人年金を軸として公的年金を縮小する方向での社会保障改革が予測されており、私的年金へのテコ入れには変化が発生しそうにない。当面はイギリスにおける年金資本主義は継続すると思われる。

### 注

- 1) イギリスの職域(企業)年金は1950年代の労働力の逼迫を背景に急速に普及しており、本来企業の労働力確保の一手段であった。この点については、代田純『ロンドンの機関投資家と証券市場』、法律文化社、1995年、47ページ以下を参照されたい。
- 2) 藤森克彦「英国の公的年金改革をめぐる議論」『企業年金』1998年1月、30ページ参照。
- 3) 前掲、『ロンドンの機関投資家と証券市場』、43ページ。
- 4) 坂本純一「英国の職域年金を基盤からかえるOPRAの機能」『企業年金』、1996年6月号、24ページ参照。
- 5) 代田純「ロンドンの日本株取引再論」『インベストメント』、大阪証券取引所、第48巻第4号、1995年8月、21ページを参照されたい。

- 6) Custodians face the regulatory pinch, *Pension Management*, July 1997, p 35.
- 7) 坂本純一「イギリスの1995年年金法について」『年金数理人』, 第14号, 1996年8月, 25ページ。
- 8) この点, 詳しくは前掲, 『ロンドンの機関投資家と証券市場』, 86~91ページを参照されたい。
- 9) 従来は年金基金の株式保有はノミニー(名義人)経由であることが多く, 年金自身がコーポレート・ガバナンスにおいて前面に出ることは少なかったと思われる。この点に関しては別稿を予定している。
- 10) A.F.P. Bakker, *The Liberalization of Capital Movements in Europe*, Kluwer, 1996, p 220.
- 11) 詳しくは拙著(注1), 93ページを参照されたい。
- 12) *Financial Times*, September 27, 1993.

#### 参考文献

- G.P. Stapledon, *Institutional Shareholders and Corporate Governance*, Oxford, 1996.
- David Blake, *Pension Schemes and Pension Funds in the United Kingdom*, Oxford, 1995.
- E. Philip Davis, *Pension Funds*, Oxford, 1995.
- Roger Self, *The Pension Fund Trustee Handbook*, Tolley, 1995.
- Harriet Dawes and Jane Samsworth, *Guide to the Pensions Act 1995*, FT, 1995.
- A. Dilnot and Paul Johnson, *Pensions Policy in the UK*, IFS, 1994.
- Richard Nobles, *Pensions, Employment, and the Law*, Oxford, 1993.
- Steven Nesbitt, *British Pensions Policy Making in the 1980s*, Avebury, 1995.
- (しろた・じゅん 立命館大学助教授)