

欧州系機関投資家の日本株投資

代 田 純

1. はじめに

本稿ではイギリスを中心とした欧州系機関投資家の日本株売買を取り扱う。東京証券取引所が発表している海外投資家の地域別株式売買状況では、2001年に入ってから、海外投資家の売買代金合計のなかで、欧州系は3月が41%（米国系35.2%）、4月が35.3%（米国系40.6%）、5月が35.2%（米国系41%）となっており、やはり日本の株式市場において米国系と並ぶ大手の外国人投資家となっている。

表1は欧州系の大手資金運用グループを示している。近年、ヨーロッパの主要な資金運用機関は運用額をユーロ建てで計算しており、表1においてもユーロ建てで表示している。第1位はスイスのUBSグループであるが、運用額は1兆900億ユーロに達している。これは資金力としては、アメリカの最大手ミューチュアルファンド運用機関フィデリティの運用額が9800億ドルであり、これにほぼ匹敵しており、世界でも有数と言えよう。UBSグループには、アメリカのシカゴに拠点を置くプリンソン・パートナーズの運用額2820億ユーロ、イギリスの旧ブローカー系資金運用業者であるフィリップス&ドリュウの761億ユーロなどが含まれている。

次いで第2位はフランスのアクサグループであり、運用額は7810億ユーロである。アクサ全体の資金運用先は公表されていないが、アクサ・インベストメント・マネージャーの場合には運用額2380億ユーロのうち、ユーロ圏での株式とユーロ圏での債券に50%ずつ程度配分されている。為替リスク軽減のためにも、ユーロ圏内での運用が中心になっていると見られる。

第3位はイギリスのパークレイズ・グローバル・インベスターズであり、運用額は7790億ユーロである。同社は世界的にも最大手のインデックス運用業者のひとつであるが、運用先を見ると、株式がかなり多く、6000億ユーロ超が株式である。またその株式のなかでも外国株（表1のユーロ圏はユーロ参加国を意味し、非ユーロ圏とはEU加盟はしているがユーロには参加していない諸国を指す）が4900億ユーロと目立っている。同社は98年ランキングでは第4位であったが、99年には第3位に上昇しており、インデックス運用で新規に資金が流入したと見ら

表 1 欧州系大手資金運用機関

(単位: 100万ユーロ)

1998/1999	資金運用機関	総資産	株式		債券		その他		
			ユーロ圏	非ユーロ圏	ユーロ圏	非ユーロ圏		外国株	
1	UBSグループ(スイス)	1090,000	22,000	27,500	64,500	19,300	32,600	57,500	58,500
	プリンソンパートナーズ	281,900	6,800	37,800	7,500	3,800	8,900	4,500	6,800
	フィリップス&ドリュエ	76,100	2,283	1,276	10,723	17	29	161	464
	グローバルアセットマネージメント	14,953							
3	アクサグループ(フランス)	781,000	102,603			118,347			16,900
	アクサインベストメントマネージャー	237,850	3,094	31,526	4,669		21,551	1,018	4,312
	アクサインベストメント(イギリス)	66,172							
4	パークレイズグローバルインベストアース(イギリス)	778,836	37,509	93,897	490,044	4,078	30,224	65,630	57,452
2	クレディスイスグループ	735,258		265,441			248,617		221,201
	クレディスイスプライベートバンキング	297,219		102,188			87,234		107,796
	クレディスイスアセットマネージメント	264,818		126,489			114,650		23,678
	クレディスイス	87,857		15,578			5,608		66,672
	ウインターサー インスアランス	82,249		22,432			41,125		18,693
7	ドイツエバンクグループ	649,000		80,025	21,215	0	35,708	15,453	10,504
	ドイツエアセットマネージメント(イギリス)	162,905							
	ドイツエーゲゼルシャフト	83,200							
5	チューリッヒ ファイナンシャル サービス(スイス)	440,080	7,615	31,033	9,409		17,022	3,155	8,937
	スカダ - スレンドロ インベストメント	77,171							
6	アリアンツ グループ(ドイツ)	384,133	166,860			175,016			42,257
10	インバスコ アセット マネージメント	361,348	9,855	3,559	210,962	1,273	2,139	40,549	93,011
8	INGグループ(オランダ)	345,322	143,246			160,131			41,945
	INGインベストメントマネージメント(アメリカ)	146,110	56,006			90,104			
	バンク プリュウセル ランバード	56,181	23,702			20,800			11,679
	ペアリング	55,695	35,489			18,697			1,509
	ING ファーマン セルツ(アメリカ)	18,003	10,190			6,398			1,415
	ベルリン ハンデルス フランカルト バンク	17,939	9,007			3,256			5,676
9	フォर्टイス(ベルギー、オランダ)	278,206	34,410		4,522	43,551		5,114	9,733
	フォर्टイス インベストメントマネージメント	97,330							
18	イーゴン(オランダ)	257,800							
12	ドレスナーバンクグループ	257,200	57,500	29,400	55,800	58,300	9,800	18,300	28,100
15	シュローダー	228,846	32,010	82,169	76,486	4,155	14,774	10,041	9,211
	シュローダー-インベストメントマネージメント	155,236	17,577	76,668	32,878	3,282	14,505	3,510	6,816
11	メリリチンインベストメントマネージメント(イギリス)	208,494							
13	M&Gインベストメントマネージメント	207,000		118,200			59,400		29,400

(出所) Institutional Investor, November 2000

(注) クレディスイスグループおよびM&Gの株式、債券は合計額。

れる。

第4位はクレディ・スイス・グループであり、運用資産額は7350億ユーロであるが、株式全体で約2650億ユーロ、債券全体で2486億ユーロが運用されている。第5位はドイッチェ・バンク・グループで、6490億ユーロの運用をしているが、99年6月にバンカース・トラストを買収したことから、ランキングで98年の第7位から第5位に上昇している。

第8位には、イギリスの投資信託系であるインベスコが入っている。運用額は3613億ユーロであるが、2200億ユーロ以上が株式で運用され、かつ2100億ユーロが外国株で運用されている。債券の場合にも、多くは欧州圏以外で運用されている。また第13位には、同じくイギリスのマーチャントバンク系であるシュローダーが入っているが、運用額約2300億ユーロのうち1800億ユーロ程度が株式で運用されており、しかも765億ユーロが外国株で運用されている。シュローダーの投資銀行部門や証券業務部門は2000年5月にソロモン・スミス・バーニーに売却されており、資産運用部門だけがシュローダーに残っている。

以上、見てきたように、欧州系機関投資家の資金力を見ると、スイス系やドイツ、フランスの大陸勢が上位に来ることは事実である。上位10において、イギリス系業者はパークレイズとインベスコだけであるし、上位15に拡大しても、シュローダーとM&Gが入るといったところである。しかし外国株取引については、イギリス系業者が上位を占める。パークレイズが第1位で4900億ユーロ、インベスコが第2位で2109億ユーロ、第3位がシュローダーで765億ユーロとなっている。これは資金運用の歴史的背景に基づくと思われるが、イギリスでは株式組み入れ比率が極めて高く、またポンド安の進展から外国株投資が高い為替益をもたらしてきたことが大きいと見られる。大陸系の場合、もともと債券投資の比重が高く、また株式についてもユーロ圏が中心となっている。

したがって欧州系機関投資家としては、資金力としては大陸系が強いものの、日本株投資については、やはり今日でもイギリス系が最も中心と推定される。したがって日本株との関連では、イギリス系業者がイギリスの年金や投資信託から受託している資金が注目される。以下では、イギリスの年金基金と年金の運用を中心に対日株式投資を見ていきたい。

2．イギリスの年金税制

イギリスの年金基金は全体として、1999年現在、7770億ポンドの資産残高を有するに至っており、その資金力は大きなものになっている。このような規模にイギリスの年金が拡大した、重要な要因はひとつには私的年金への税制優遇が大きいからである。まずイギリスの年金税制から見ていきたい。

イギリスにおいては、職域年金に対しては拠出と運用に対しては非課税措置がとられている

し、個人年金についても公的年金の適用除外が認められている。アメリカでは401(k)等を除き、企業年金など私的年金についても、拠出局面でも課税されている。また日本でも適格年金には拠出局面で生命保険料控除しか認められていない。したがってイギリスで年金基金が巨大化した重要な要因は、税制優遇にあると見られる。

(1) 個人年金の税制

イギリスにおいて個人年金の税制優遇制度は1988年7月に導入された。個人年金は職域年金(イギリスでの企業年金であり、通常は確定給付型が中心)に加入できない自営業者や従業員のためにあるが、従業員は職域年金に加入せず(opt out)、88年以降も個人年金に加入することができる。89年4月から導入された、個人年金拠出の上限は、35才以下では収入の17.5%というものである。

通常、個人年金と職域年金の双方の加入者であることはできない。しかし適用除外(公的年金の加入を免除されること)されない職域年金の加入者が、個人年金をつうじて適用除外することはできる。また職域年金の加入者が、希望するならば追加の拠出をすることが認められている。そうした追加の拠出はAVC(Additional Voluntary Contribution)またはFSAVC(Freestanding Additional Voluntary Contribution)と呼ばれ、非課税の拠出はこうした追加部分を含め、職域年金については収入の15%である。

また個人年金の基金の投資所得やキャピタルゲインは非課税となる。個人年金の給付金は年金としては課税されるが、年金価値の25%までの非課税一時金として受け取れる。給付の受け取りは50~75才に限定される。

(2) 非課税職域年金への税制

非課税となる職域年金(Approved Occupational Pension Schemes)の拠出金については、まず従業員拠出は収入の15%まで非課税となっている。1989年以降の加入者については、1999年度現在で1万3590ポンドという上限も設定されている。事業主の拠出も、従業員所得としても課税されないし、控除可能な事業用費用である。年金基金の投資所得、キャピタルゲインは非課税である。また退職や死亡に伴う一時金は所得税非課税となる。ただし年金給付局面では課税される。

(3) 適格職域年金への税制

通常の適格職域年金(Unapproved Pension Schemes)は89年の改革によって、初めて現実性を持つようになった。89年以前には、事業主は非課税職域年金と適格職域年金の双方を同時に営むことはできなかった。いずれかの年金制度が適格年金と見なされれば、その企業年金全体

が非課税とならない適格年金とみなされ、税制優遇を受けることができなかった。このためすべての企業年金は非課税職域年金とされて営まれてきた。89年の財政法は非課税職域年金の拠出と給付について上限を設けたが、追加的に事業主に非課税職域年金と同時に適格職域年金を営むことを認めた。

適格職域年金への課税は、積立方式の場合、まず従業員の拠出金は課税後の所得から支払われる。事業主負担の拠出については従業員の所得として所得税が課税される。他方、事業主は事業用費用として非課税となる。年金基金の投資所得、キャピタルゲインは非課税となる。すべての給付を非課税の一時金として受け取ることはできる。要は適格退職年金では、従業員のための税控除は本人負担についても事業主負担についても認められていない。

表2は以上の非課税職域年金と個人年金について、非課税措置によって発生している税収の減収額について推計をしたものである。今日でも職域年金の優遇措置がやはり最大であり、従業員による職域年金への拠出による減収は95年における24億ポンドから99年には36億ポンドに増加し、また事業主による拠出分の減収は同じく48億ポンドから73億ポンドに増加してきた。

一方、個人年金も急増してきた。94年には契約件数は944万件であったが、98年には1108万件に達した。また拠出金額も増加し、個人年金への従業員の拠出は95年の22.7億ポンドから98年には30.8億ポンドへ、事業主の拠出も同じく6.6億ポンドから99年には17.2億ポンドへ増加し、

表2．イギリスの私的年金非課税による減収推計

（単位：100万ポンド）

	1995	1996	1997	1998	1999
従業員の職域年金への拠出	2,400	2,500	2,800	3,300	3,600
事業主の職域年金への拠出	4,800	5,400	5,900	6,800	7,300
従業員の個人年金への拠出	650	650	750	800	800
事業主の個人年金への拠出	190	230	350	440	450
従業員のFSAVCsへの拠出	210	220	230	250	270
自営業者による個人年金等への拠出	900	1,000	1,100	1,100	1,100
国民保険料のリベート	220	224	218	174	271
ファンドの投資所得	7,100	7,100	4,800	4,100	3,300
その他	400	300	300	300	300
年金支払い	-5,100	-5,500	-5,600	-6,000	-5,900
年金余剰の事業主への払い戻し	-16	-40	-20	-29	-25
合計	11,700	12,100	10,900	11,200	11,500

（出所）Inland Revenue

合計でも95年の36.6億ポンドから99年には56.2億ポンドへと増加した。こうした個人年金件数、拠出の増加によって、表2が示すように、税制優遇による減収額も99年現在には従業員、事業主分で12.5億ポンドに達している。またその他、自営業者分での減収が11億ポンドある。

また運用局面での投資所得非課税での減収分が96年には71億ポンドあったが、98年には41億ポンドに減少した。これは97年7月2日以降、イギリス株の配当については年金基金も課税されることとなったからである。

以上を合計すると、1995年には168.7億ポンドであったが、96年には176.2億ポンドに、そして97年以降やや減少し、98年には172.6億ポンドとなっている。97年以降、イギリス株の配当に関わる非課税が廃止されたことが影響している。こうした非課税措置による減収に対し、年金の給付局面では課税されるわけだが、その課税による税収が95年に51億ポンド、98年に60億ポンドある。

表2の「年金基金余剰による事業主への返還」とあるのは、年金基金の財政において余剰金が発生した場合、事業主への返還がなされれば、その返還分については課税されることを示している。その課税による税収は95年には1600万ポンドであったが、96年には4000万ポンド、98年には2900万ポンドとなっている。

日本とは異なり、イギリスの企業年金、特に非課税職域年金の財政状態は98年まではかなり良好な状態である。年金支払い債務に対して5%以上の余剰金が発生している年金基金は87～89年にかけては327基金であったが、91～93年には725基金、さらに96～98年には1,286基金に増加した。この余剰が発生している年金基金の総資産価値は96～98年において189億ポンドであり、年金支払い債務は同じく166億ポンドであり、差し引き23億ポンドの余剰金が発生している。この余剰金は年金支払い債務に対して14%に達している。ただ余剰金の年金支払い債務に対する比率は87～89年には28%であったが、96～98年には14%に低下している。また破綻した年金基金数も87～89年には43（累計、以下同じ）であったが、96～98年には234に増加している。したがって運用に成功して余剰金が発生する年金が多いものの、平均すると余剰の比率は低下しており、また失敗して破綻する年金基金も増加していることになる¹⁾。

やや年金基金余剰の説明が長くなったが、表2に戻ると、こうした年金基金余剰への課税を含めて、合計で96年に121億ポンド、98年にも112億ポンドの年金への非課税による減収が発生している。この金額は非課税措置による減収（Tax Expenditure）としては最大規模である。現在のイギリス税制の減免税措置としては法人税の資本控除（Capital Allowance）が98年現在で198億ポンドと最大であるが、これに次いで所得税の非課税職域年金への非課税額が98年で114億ポンドとなっている。なおこの年金への減免税措置の減収額推定にはキャピタルゲインは含まれておらず、実態は資本控除とも並ぶと見られる。

またこうした非課税による税収減収とならば、職域年金や個人年金が適用除外されることで

の、公的年金の保険料収入減収という問題もある。98年現在、職域年金が適用除外されることで、国民保険（公的年金はここに含まれる）保険料は59.6億ポンドの減収、個人年金の適用除外で同じく19.7億ポンドの減収とされている²⁾。これにはサッチャー政権による年金政策も一因となっている。1987年から1992年までの6年間について、適用除外による免除保険料率をさらに2%上乗せし、個人年金の普及をはかったのであるが、公的所得比例年金の加入者の脱退を招き、公的年金財政の悪化を招いたのであった³⁾。

イギリスの所得税収は98年で865億ポンドであり、非課税適格年金による減収額114億ポンドは所得税収の13%に達している。また国民保険の保険料収入は95年で408億ポンドであり、適用除外による保険料収入の減少額は80億ポンド程度に達しており、適用除外による減収はかなりの規模となっている。

日本の年金税制との比較を念頭に置いた場合、重要となる論点を三点指摘しておきたい。第一に、従来の日本の代行制度（厚生年金基金による厚生年金の代行）は返上される見込みとなったが、従来の日本ではインフレ調整、再評価分については、厚生年金基金が代行するものではなかったが、イギリスでの適用除外はこれを含んでいる。

第二に、日本では従来、代行制度のもとで厚生年金基金には税制優遇がはかられてきたが、イギリスにおいては職域年金への税制優遇の骨格は1952年と1970年の所得税法によって形成されており、職域年金への税制優遇と適用除外の導入（1978年）とは直接の関係はない。もともとイギリスにおいて年金基金への税制優遇が開始された時期は1920年代であった。第一次大戦後のイギリス税制において、所得税は依然として高額所得者課税という性格を持っていた。したがって当時の年金基金加入者の85%は所得税を支払っていなかった。しかしその非納税者の集合としての年金基金には課税されていた。この矛盾を解決するために、1920年の国立所得税委員会は年金基金の運用への非課税、拠出金非課税を勧告し、1921年財政法が法的根拠を与えたのであった⁴⁾。したがって年金基金への税制優遇が開始された時期は1920年代であり、それを1952年と1970年の所得税法が引き継いだのであって、適用除外の導入とは時期的にも大きく異なる。これはイギリスでは職域年金基金が歴史的に先行して発達し、公的年金の所得比例年金の導入は第二次大戦後であり、その時に私的年金との調整が必要になったという事情が影響している。

第三に、イギリスでは公的な所得比例年金への拠出金は所得控除されないが、非課税となる私的な職域年金（所得税法208条にもとづく年金）では所得控除される。一方、すでに見たように、日本では厚生年金など公的年金への拠出金が社会保険料控除され、さらには厚生年金基金など企業年金への拠出金も所得控除されている。

イギリスでは1961年に公的年金拠出金である国民保険料の所得控除が導入された。男性の従業員の場合、1961年に18ポンド（18才以下の場合には10ポンド）、63年に22ポンド（同12ポンド）

ド)であった。しかしイギリスにおいて社会保険料控除は1965年に廃止された。児童控除など人的控除が20ポンドずつ拡大されることを代替として、社会保険料控除が廃止された。そして今日でもイギリスでは公的年金拠出である社会保険料控除は存在せず、他方で私的年金基金への拠出は税制優遇されており、日本とは異なっている。

3. イギリスの大手年金基金と資産運用

表3は欧州の大手年金基金上位20を示している。これによると、欧州で最大の年金基金はオランダの公的年金基金ABPであり1478億ドルの資産額を有し、第二位はスウェーデンのやはり公的年金基金であるAPで1026億ドルを有している。アメリカ最大手のカルパースが1558億ドルであるから、ABPはカルパースに準ずる資産を有している。ただしオランダなど大陸の年金基金は債券による運用が中心であり、株式による運用は少ない。

表3 欧州大手年金基金上位20

(単位：100万ドル)

ABP	オランダ	147,820
AP	スウェーデン	102,605
PGGM	オランダ	50,641
BT	イギリス	47,922
CMT	イギリス	45,073
大学	イギリス	35,085
電力	イギリス	32,073
ATP	デンマーク	30,886
郵便職員	イギリス	24,869
ブリティッシュガス	イギリス	24,209
鉄道(レイルペン)	イギリス	22,644
BP	イギリス	20,103
ナショナルウエストミンスター銀行	イギリス	19,023
パークレイズ銀行	イギリス	18,718
シェル	イギリス	18,285
AP(第四部門)	スウェーデン	17,263
フィリップス	オランダ	17,145
金属	オランダ	16,914
ブリティッシュエアウェイ	イギリス	16,837
国民年金基金	ノルウェー	15,000

(出所) *Pensions&Investments*
September 18, 2000, p16 から作成

欧州の最大手年金はオランダ、スウェーデンであるが、全体としてイギリスが欧州最大の年金国である。ペンション&インベストメント誌の世界トップ300年金のランキングに入る年金基金数はイギリスが39年金で、その資産額は5439億ドルで欧州最大である。次いでオランダが11年金、3038億ドル、スウェーデンが2年金、825億ドル、スイスが7年金、613億ドル、ドイツが5年金、401億ドルとなっている⁵⁾。最大手年金こそオランダ、スウェーデンであるが、やはりイギリスが占める位置は大きい。

イギリスの年金基金では、旧国有化産業や旧国有企业の年金が大きい。BT（ブリティッシュテレコム）やCMT（石炭・鉱石労働者年金）、電力、郵便といずれも旧国有企業や旧国有化産業での年金である。他方、表3において純粋な民間企業の年金としてはナショナルウエストミンスター銀行やパークレイズ銀行だけである。これはもともとイギリスの年金基金は、19世紀初頭に公務員の汚職防止と老齢化防止のために開始されたという歴史的事情が反映している⁶⁾。

80年代におけるイギリス年金基金の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（内外株式の合計で65～70%）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インデックス国債（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」に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⁷⁾。

表4 イギリス年金基金の資産構成

(単位: 100万ポンド, %)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
現金	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%	20,895 3.2%	24,082 3.4%	14,683 1.9%
英国債	27,940 9.2%	24,041 7.0%	25,188 6.6%	34,279 7.1%	41,854 9.4%	52,659 10.4%	60,498 10.8%	80,534 12.3%	91,084 13.0%	82,181 10.6%
インデックス国債	9,780 3.2%	8,599 2.5%	10,841 2.8%	16,930 3.5%	20,341 4.6%	24,017 4.7%	28,968 5.2%	36,099 5.5%	43,766 6.3%	35,568 4.6%
長期国債	4,269 1.4%	2,799 0.8%	1,862 0.5%	2,446 0.5%	4,377 1.0%	4,706 0.9%	7,035 1.3%	13,268 2.0%	16,361 2.3%	14,765 1.9%
国内株式	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%	339,687 51.7%	334,648 47.9%	398,121 51.3%
海外株式	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%	104,187 15.9%	108,884 15.6%	121,514 15.6%
海外国債	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%	13,079 2.0%	15,493 2.2%	13,722 1.8%
国内不動産	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%	24,176 3.7%	24,355 3.5%	24,660 3.2%
合計	302,670	343,668	382,024	480,354	443,468	508,581	559,617	656,873	699,191	776,614

(出所) *Financial Statistics*, 各号

表4は年金基金の90年代における資産構成である。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きた。英国債の比率は92年には6.6%まで低下したが、98年には13%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92年には52.9%まで上昇したが、98年には47.9%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いる面もあり、全体の株式組み入れ比率は88年の67%に対して、92年には69.4%と上昇したが、99年には66.9%へやや低下した。こうした外国株も含めた、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年代前半に入り15~17%台へ上昇したが、90年代後半に入り15%台に低下した。

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14~15%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50%前後で推移しつつあるが、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変わりはない。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みられる。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⁸⁾。

年金の株式投資を別の観点から見てみよう。表5はイギリスの機関投資家による株式投資の売買回転率である。年金の国内株の場合には、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%前後で推移してきたが、90年代後半において50~60%へ上昇した。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。

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低かった。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。90年代に入り年金の売買回転率も落ち着きつつあるが、50~60%の水準であり、傾向としては上昇している。

他方、年金においても外国株の回転率は高い。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。97年には170%近くまで上昇した。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

表5 . イギリス機関投資家の売買回転率

(単位: 100万ポンド、%)

	1996	1997	1998	1999
年金基金国内株式				
売買代金	164,422	181,862	201,110	200,287
保有額	276,001	339,687	334,648	398,121
売買回転率	59.6%	53.5%	60.1%	50.3%
年金基金海外株式				
売買代金	120,873	175,485	135,982	163,060
保有額	84,163	104,187	108,884	121,514
売買回転率	143.6%	168.4%	124.9%	134.2%
生保国内株式				
売買代金	81,465	98,893	118,319	147,395
保有額	223,162	283,153	305,005	382,533
売買回転率	36.5%	34.9%	38.8%	38.5%
生保海外株式				
売買代金	55,991	71,390	84,323	112,010
保有額	59,371	68,763	73,426	98,327
売買回転率	94.3%	103.8%	114.8%	113.9%
ユニットトラスト国内株式				
売買代金	56,824	66,429	85,619	110,135
保有額	67,509	86,857	93,401	119,492
売買回転率	84.2%	76.5%	91.7%	92.2%
ユニットトラスト海外株式				
売買代金	72,344	78,472	90,000	110,977
保有額	47,346	42,931	51,119	70,256
売買回転率	152.8%	182.8%	176.1%	158.0%

(出所) *Financial Statistics*, 各号

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。

90年代後半に入り、生保の場合には、国内株は30～40%で推移してきた。ただし海外株式については、96年における94%から99年には113.9%まで上昇しており、99年には日本株も含めて、かなり海外株式の組み入れを高めたと見られる。ユニットトラストの場合には、国内株は80～90%と年金、保険に比べかなり高いが、海外株式についても160～180%とやはり高くなっている。ただしユニットトラストの海外株式回転率は97年から99年にかけて低下している。

4. イギリスにおける年金基金の運用競争

イギリスにおいては年金基金のなかで旧国有化企業や大学教職員などの職域年金の比重が高く、純然たる企業年金はさほど大きな比重を占めていない。この年金基金の運用においては、従来はマーチャントバンクが強みを発揮してきたが、最近変化が生じている。

表6は99年6月末現在でのイギリスを含む欧州における年金の運用機関ランキングを示す。イギリスでは最近までマーチャントバンクの雄であったS.G.ウオーバーク系であったマーキュ

表6. 欧州年金基金の運用機関別運用ランキング

（単位：10億米ドル）

1	パークレイズ・グローバル・インベスターズ	イギリス・アメリカ	106.99
2	シュローダー・インベストメント・マネージメント	イギリス	100.82
3	メリル・リンチ・マーキュリー・アセット・マネージメント	イギリス	100.4
4	フィリップス&ドリュウ	イギリス	72.1
5	エルメス・ペンション・マネージメント	イギリス	68.47
6	ドイッチェ・アセット・マネージメント	イギリス・ドイツ	59.49
7	Achmea・グローバル・インベスターズ	オランダ・ベルギー・ルクセンブルク	51.73
8	SPP・インベストメント・マネージメント	スウェーデン	46.23
9	ゴールドマン・サックス・アセット・マネージメント	アメリカ	40.15
10	スカンディア・アセット・マネージメント	スウェーデン	26.02
11	ドレスナー銀行グループ	ドイツ	25.77
12	コメルツ銀行アセット・マネージメント	ドイツ	25.3
13	INGインベストメント・マネージメント	オランダ	24.64
14	JPモルガン・インベストメント・マネージメント	イギリス・アメリカ	23.64
15	ヒル・サミュエル・アセット・マネージメント	イギリス	22.83
16	ロベコ・インスティテューショナル・アセット・マネージメント	オランダ	22.59
17	ダンスケ・キャピタル・マネージメント	デンマーク	21.87
18	ブルーデンシャル・ポートフォリオ・マネージャー	イギリス	20.86
19	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーUK	イギリス・アメリカ	19.82
20	SEBアセット・マネージメント	スウェーデン	18.26

（出所）<http://specials.ft.com>

リーアセットマネージメントが首位を走ってきたが、メリル・リンチに買収され、メリル・リンチ・マーキュリーとなって、欧州全体で第3位となっている。

イギリス一国内のランキングでは、1999年にはシュローダーが首位についたが、年金運用額は98年の1010億ドルから99年には988億ドル（イギリスでの運用受託）に減少した。マーキュリーは同じく1020億ドルから965億ドルに減少しており、マーキュリーの年金運用額の減少がシュローダーの減少よりも大きい、ということの結果である。さらにフィリップス&ドリューも870億ドルから700億ドルまで運用額を減らし、ランキングにおける順位も3位から4位へと低下させている⁹⁾。

マーキュリーとシュローダーはイギリスのマーチャントバンク系であり、フィリップスはイギリスのプロカー系であるが、いずれもアクティブ運用を売り物にしてきた。こうしたアクティブ運用系の運用機関は99年に軒並み年金運用額を減少させた。

他方、インデックス運用などパッシブ運用を強みとするパークレイズ・グローバル・インベスターズは630億ドルが730億ドルへと年金運用額を増加させ、イギリス一国内のランキングでも4位から3位へと上昇し、また表6が示すように、欧州全体での運用ランキングではトップとなっている。パークレイズはイギリスでは3位にとどまるが、ヨーロッパ全域では1070億ドルを運用する最大の年金運用機関となっている。98年から99年にかけて、ヨーロッパの年金総額のなかでパッシブ運用する年金の比率は15%から25%に上昇した。

したがって98年から99年にかけての、本当のランキング変動要因はインデックス運用に比較したアクティブ運用機関の低い利回りである¹⁰⁾。シュローダーの98年における運用利回りは11.1%、第2位のマーキュリーも12.4%、第4位のフィリップスも10.7%にとどまっている。

イギリスでは年金運用計測機関が発達し、定着しているが、表7は代表的な計測機関であるCAPSによる市場平均の個別運用型年金の利回りである。これによると、イギリスでは年金の運用資産のなかでイギリス株が54.6%を占め、また海外株式も17.8%を占め、合わせて株式は72%に達している。この他、内外債券が13%強あるが、株式の比率が極めて高い。最近1年間の平均の全体の運用利回りを見ると、12.4%である。また下位4分の1の平均利回りは11.2%である。したがってすでに見たように、シュローダーの11.1%、フィリップスの10.7%といった運用利回りは低い部類に属するわけである。またマーキュリーの12.4%といった利回りも平均程度に過ぎない。なおCAPSと並ぶ、年金運用評価機関であるWMによる平均の運用利回りは13.3%であり、WMの評価ではマーキュリーも市場平均を下回ることとなる¹¹⁾。またマーキュリーの運用利回りは97年に比べ98年には改善したとされており、97年はマーキュリーの利回りはより一層低かったこととなる¹²⁾。

ただし表7において注目されるべき点は、イギリスの年金基金は3年間平均でも12.8%、5年間平均でも10.5%という運用利回りをあげていることである（平均の合計欄）。日本の場合

表7 . CAPSによる個別運用型年金の利回り

（単位：％）

	資産構成	最近1年間			3年間平均			5年間平均		
		上位4分の1	平均	下位4分の1	上位4分の1	平均	下位4分の1	上位4分の1	平均	下位4分の1
イギリス株	54.60%	13.40%	10.40%	8.40%	17.90%	16.70%	15.10%	13.90%	13.10%	12.30%
海外株	17.80%	21.70%	19.40%	16%	12%	10.70%	6.90%	9.60%	8.50%	6%
イギリス債券	7.30%	23.30%	21.20%	19.10%	15.90%	14.70%	13.30%	10.60%	9.90%	9.60%
海外債券	6%	14.40%	11.90%	8.80%	5.40%	3.60%	3.10%	6.50%	5%	4%
インフレ連動債	2%	20.40%	18.30%	16.60%	13.50%	13%	13%	8.50%	8.20%	8.20%
不動産	2.60%	14.10%	12.90%	11.10%	15%	12.10%	11.10%	13.30%	11.10%	10%
合計	100.00%	14.50%	12.40%	11.20%	13.90%	12.80%	12.20%	11.20%	10.50%	10%

（出所）*Pension Management*, April 1999, p 31

には、信託銀行や生保の特約で4～5％、投資顧問で3％台後半であったから、イギリスに比べ極めて運用利回りが低い。特に顕著な相違となっている点は、債券の運用利回りであろう。株式については、野村などは13％台の利回りを出しているの、イギリスの運用機関に対抗できるが、債券についてはイギリスが市場平均で21％にも達するが、日本では2～3％である。もちろん金利水準のちがいもあるが、金利水準だけではこの利回りの違いを説明できない。日本の企業年金運用において英米の外資系のシェアが急伸していることから見ても、運用ノウハウ面で日本と英米の間には依然として格差があるとみられる。

議論をイギリスの年金運用に戻すと、マーキュリーをはじめとしてアクティブ運用機関は苦戦を強いられ、インデックス運用を得意とするパークレイズは急速に運用受託額を伸ばしていた。イギリスの年金運用でアクティブ運用からパッシブ運用に転換する資金は年間200～300億ポンドと言われている。年金のパッシブ運用大手はパークレイズであるが、イギリスにおけるパッシブ運用額は98年9月の379億ポンドから99年9月に508億ポンドまで34％増加した。イギリスにおけるパークレイズの年金運用額が733億ドルであるから、パークレイズでは年金がほとんどパッシブで運用されているとみられる。また生保系のリーガル・ゼネラル投資顧問もパッシブ運用の年金を98年の299億ポンドから99年には472億ポンドへと58％も増加させた。

民間企業の年金でますますインデックス運用へのニーズが強まっており、1998年のNAPF（年金基金連合会）のアンケートでインデックス運用していると回答した民間企業の年金は35％（回答523基金）であったが、1999年には43％（同507）に上昇した^{13）}。

パッシブ運用へのシフトが続く最大の理由は、コストと言われる。アクティブ運用よりも安いコストで運用利回りが達成されることが年金加入者にとり大きな魅力となっている。そして運用機関では、確定給付型年金から確定拠出型年金への転換が、パッシブ運用へのニーズをもたらすと見られている。イギリスにおいて従来の確定拠出型年金は、政府のステークホルダー

年金（簡単な個人年金で確定拠出型）導入で先行き楽観視されていない。ただしステークホルダー年金も確定拠出型であり、確定拠出型へのトレンドは一層強まると見られている。そして確定拠出型年金はリスクをとるため、加入者は利回りの確実性とコスト軽減のためパッシブ（インデックス）運用を必要とする、と言われる。実際、イギリスにおけるインデックス運用とアクティブ運用の運用利回りを比較すると、97年から98年にかけては大きく格差が開き、インデックス運用の利回りがアクティブの利回りを上回った。またインデックス運用が高い運用利回りのファンドと低い運用利回りのファンドの間で格差がほとんど発生しないのに対し、アクティブ運用では高い利回りのファンドと低い利回りのファンドの間で大きく格差が発生する。1999年の場合、アクティブ運用の「成功組」の平均では10%近い利回りとなったが、「失敗組」ではマイナス6%程度の利回りとなり、格差は16%程度となった。しかしインデックス運用では、「成功組」と「失敗組」の格差は小さく、90年代を通じて1%程度の格差であった。したがってアクティブ運用は「成功」と「失敗」の格差が大きいという意味でかなりリスクが高いことになるが、インデックス運用ではそうしたリスクは小さい。確定拠出型年金へのシフトは自己責任でリスクをとることを意味しており、できるだけリスクを小さくするという面でインデックス運用はこうしたニーズに適している。

イギリスにおけるパークレイズ・グローバル・インベスターズの機関投資家からのインデックス運用受託額は99年9月における3,440億ポンドから2000年9月には4,500億ポンドへと31%増となった。同じく保険系のリーガル・ゼネラル・インベストメント・マネージメントが472億ポンドから604億ポンドへ28%増、米系のステート・ストリート・グローバル・アドバイザーが2,400億ポンドから2,630億ポンドへ9%増となっている¹⁴⁾。

年金のインデックス運用機関はほとんどがインデックス運用のコストを公表していない。アクティブ運用と異なり、インデックス運用では運用コストしか他社との差別化ができないため、と言われる。しかし一部の業者（スタンダードライフ投資顧問）が公表しているコストでは、年間最低手数料は500ポンドとされており、インデックス運用の運用手数料がかなり安いことが推定される。

近年、イギリスの年金運用手数料をめぐる競争はかなり厳しくなっている。近年ではアクティブ運用の場合でも、個別運用型年金では運用成績に応じた手数料（Performance related fee）が主流になっている。ヒル・サムエルの場合でも、個別運用型年金の46.5%にあたる6億ポンドが運用成績に応じた手数料によって運用されている。ドイツ銀行系のモルガン・グレンフェルでも個別運用型年金の30%にあたる62億ポンドが運用成績に応じた手数料によって運用されている。運用成績が良好であった場合に特別手数料が課され、悪かった場合には手数料が割引されている¹⁵⁾。ドイッチェ・アセット・マネージメント（モルガン・グレンフェル）、ヒル・サムエルは運用受託額ランキングにおいて上昇していたが、運用利回りの好調に加え、こうしたパ

パフォーマンスに連動した手数料が一因と見られる。以上のように、運用手数料が大きな要因として、年金運用機関ランキングの変動に影響し、手数料が安いインデックス運用の運用機関は躍進していた。そしてインデックス運用増加の背景には、確定拠出型年金の増加があった。

表 8 は確定給付型年金と確定拠出型年金の双方を扱う運用機関について、現状の年金数と年金額をまとめたものである。イギリスにおいては90年代の前半に、確定拠出型年金の急速な成長が期待されたことがある。主として、雇用者が不確実な年金費用を抑制でき、将来の年金債務を削減できると考えられたことに起因していた。その後、確定拠出型年金のブームが去り、伸びは沈静化したと考えられてきた。しかし表 8 によると、確かに確定給付型年金の増加率（金額）が35%であるのに対し、確定拠出型年金は27%であり、確定給付型年金の増加率が高いのであるが、確定拠出型年金の伸びも小さくはないことがわかる。さらに確定給付型年金の伸びは、パークレイズやリーガル&ゼネラルのインデックス運用の成功に伴う、運用機関の変更を伴っているが、確定拠出型年金の増加は純然たる新規増加である、といった評価もある¹⁶⁾。

イギリスにおいて確定拠出型年金は、金融機関や新技術を有するベンチャービジネスにおいて普及しつつある。こうした確定拠出型年金の普及をもたらしている最大の要因は、コストのトランスペアレンシー（透明性）と指摘される。

確定拠出型年金の手数は最小規模の場合、0.25%（パークレイズのパッシブ運用、フィリップ&ドリユーのパッシブ運用）といった業者もあるが、同じパッシブ運用でも0.9%（ブルーデンシャル）といった業者もある。全体的にパッシブ運用である場合には、確定拠出型のアクティブ運用に比べて手数料は安くなっている。しかし確定給付型の職域年金の場合、1億ポンド程度であれば、年間手数料は0.23～0.42%と言われることから考えると¹⁷⁾、確定拠出型年金の手数は必ずしも安いとはばかりは言えない。

しかし確定給付型の職域年金の場合、先に指摘した運用成績に応じた手数料システムと並び、手数料のディスカウントが多く発生している。パークレイズやシュローダー、さらにはフィリップス&ドリユーなど多くの大手でディスカウントが実施されている。しかも手数料割引は0.25%から0.05%への引き下げ（フィディリティ）や0.2%から0.1%への引き下げ（フィリップス&ドリユー）などかなりの引き下げとなっている。こうした引き下げは受託額の増加、運用機関の親会社の所有権変化、低い運用成績など様々な理由で実施されている。

こうした手数料割引の発生は、年金運用という金融サービスへの手数料のわかりにくさをもたらしているかもしれない。したがって確定拠出型年金の手数がやや高いとしても、割引などわかりにくい面は少なく、しかもアクティブ運用以外のインデックス運用型では手数料も安く、株価指標をみていれば、ほぼ自分の年金資産の変化を理解できるというシステムは一定の評価を得るであろう。こうした側面からもインデックス運用の年金は増加している。

表 8 . 確定給付年金と確定拠出型年金の構成

(単位：100万ポンド)

	確定給付型 年金数		確定給付型 年金額		増減 (%)		確定拠出型 年金数		確定拠出型 年金額		増減 (%)	
	1999年6月	1998年6月	1999年6月	1998年6月	1999年6月	1998年6月	1999年6月	1998年6月	1999年6月	1998年6月	1999年6月	1998年6月
ベイリー・ギフォード	195	183	7	8,784	7,931	11	9	8	25	21	19	
バークレイズ	240	202	19	59,202	43,611	36	97	55	762	469	63	
ブリタニアAM	451	395	14	2,758	2,214	25	77	56	306	151	103	
フレミングIM	20	15	33	ND	ND	-	31	24	ND	ND	-	
フレンズ・アイボリー&サイム	139	137	1	1,094	921	19	33	33	161	147	10	
リーガル&セネラルIM	1,172	902	30	45,080	29,880	51	305	226	2,640	1,970	34	
マーキュリーAM	1,040	ND	-	65,673	ND	-	291	294	1,895	1,653	15	
ブルーデーションヤル	1,400	1,400	0	900	890	1	3,000	2,500	2,700	2,200	23	
ロイヤル&サン・アライアンスIM	103	92	12	4,494	4,178	8	6,000	5,700	750	675	11	
スコッチイシュ・イクイタブル	1,229	1,263	-3	511	415	23	3,024	3,069	747	589	27	
スコッチイシュ・ウイドーアIM	578	611	-5	3,248	3,273	-1	42	43	125	100	25	
合 計	5,527	5,200	6	126,071	93,313	35	12,909	12,008	10,111	7,974	27	

(出所) *Pensions Management*, November 1999, p 38

(注) NDは非公表

今後のイギリスにおける年金運用市場に大きな影響をあたえそうな改革が現在進んでいる。これは1998年12月に発表された年金改革案（グリーンペーパー）にもとづくものであり、2001年4月には改革の重要な柱であるステークホルダー年金がスタートすした¹⁸⁾。2002年4月には、現在の公的所得比例年金は廃止され、主として低所得者むけの公的第二年金が導入される予定である。この場合、中間所得者層には、ステークホルダー年金が想定されている。いわば、ステークホルダー年金とは中間所得者層むけの公的第二年金であるが、確定拠出型の個人年金なのである。

ステークホルダー年金は独立したトラスティーの信託下に置かれ、税制上の扱いは単純化される。税制上の優遇措置が現在の職域年金と同様に認められる、とされている¹⁹⁾。拠出の上限は年間3600ポンドか給与の全額か、いずれか低いほうである。給付はマネーパース（確定拠出型）であり、個人ベースで適用除外（Contract-out）できる。

このステークホルダー年金は今後、急速に普及し、従来の職域年金の加入者が頭打ちとなる可能性もある。すでに労働組合では3つの職域労働組合がステークホルダー年金の導入を、外部業者への委託も含めて、検討を表明している²⁰⁾。こうした動向を受けて、金融機関も13社が参入を表明している。生保系が中心であるが、フィデリティのような投資信託系や、ナットウエストのような銀行系も含まれている。ただ問題としては、どの金融機関も手数料を年間1～1.5%程度と高めに設定していることである。独立した信託が設定されるため一因となつてか、かなりコスト高となっている。しかしステークホルダー年金は今後の年金運用市場を再編する可能性を秘めていると見られる。

5 イギリス系機関投資家の対日株式投資

すでに表4によって説明したが、イギリスの年金基金の場合、外国株の組み入れ比率は90年代初頭から15～17%程度で推移してきている。株式の組み入れ比率が決定された後で、株式の地域別アセット・アロケーションの観点から、株式の内外比率が検討されている、と見られ

表9．イギリス年金基金の外国株保有の地域別構成

（単位：％）

	1996	1997	1998	1999	2000
アメリカ	23	24	25	24	28
欧州	39	44	48	41	40
日本	18	16	15	19	18
日本以外のパシフィック地域	18	13	11	13	13
イマージングマーケット	3	2	1	3	3

（出所）CAPS, Pension Fund Analysis

る。

表9はイギリス年金基金の外国株の地域構成を示している。これによると、日本株の比率は96年には18%あったが、98年にかけて15%まで低下し、99年に19%まで4ポイント上昇したが、2000年には18%へと低下した。

モルガン・スタンレーのMSCI指数によっても、世界の株式市場時価構成（ドルベース）において日本株は96年6月には22.3%あったが、97年6月には17.3%まで低下し、さらに98年に6月には9.9%となった。しかし99年12月には13.4%まで反転したが、2000年には10.7%に低下した。MSCIはイギリス株を含む構成比率であるが、基本トレンドはイギリス年金基金も同様と言えよう。

英インベスター・クロニクル誌によると、2000年12月現在で、MSCIにおいてイギリス株は9.1%に過ぎないが、イギリス年金のポートフォリオにおいては69.4%を占め、対照的にMSCIにおいてアメリカ株は51.6%に達するが、イギリス年金のポートフォリオにおいては8.6%に過ぎない。また同じく日本株もMSCIにおいては11.6%であるが、イギリス年金のポートフォリオにおいては5.5%である。そこで同誌はイギリスの投資家はもっと外国株投資を増やすべきだ、と主張している²¹⁾。

第一に、世界の株価指数とイギリス株の株価指数の相関性は下落局面において極めて高い、という。99年から2001年にかけて、フィナンシャルタイムスのイギリス株価指数と同世界株価指数の相関係数は1に近づいた。したがって外国株投資がリスクが高いとして、イギリス株投資の比率を上げて、下落局面ではあまり意味がない。第二に、イギリス企業が一層の多国籍化を進めており、FTSE100のうち18銘柄以上が売上高の8分の7以上を海外で挙げている。したがってイギリスの投資家はもっと外国株投資を拡大すべき、ということになる。実際、世界のGDPで6%しか占めないイギリス経済について、年金の株式投資ポートフォリオでは70%近くに達することは不自然とも言う。

こうしたなかで、2001年に入ってから、イギリスの年金基金のイギリス株投資の比率は低下しつつあり、逆にEUや日本株などの外国株の比重が上昇している、と言われる²²⁾。これはNAPF（イギリス年金基金連合）の調査によるもので、合計で9840億ドルの資産を有する850の年金基金からの回答を得ており、それらの年金基金のうちで28%がEUと日本の株式比率を引き上げた、と言う。

以下では年金運用の代表的業者を中心に日本株投資を検討していく。

(1) メリルリンチ・マーキュリー

もともとマーキュリーはマーチャントバンクの老舗S.G.ウオーパークの資産運用部門であった。1995年にウオーパークがスイス銀行に買収された際にマーキュリーは独立した資産運用会

社となった。しかし1997年にメリルリンチによって買収され、ロンドンではメリルリンチ・マーキュリーとなった。

ヨーロッパにおける個別運用（Segregated，オーダーメイドのポートフォリオ）型年金運用ではトップはバークレイズの1150億ドルであるが、これに次ぐ運用額を受託している業者がメリルリンチ・マーキュリーで966億ドルある²³。もともとマーキュリーはウオーバーク時代から個別運用には強く、トップの受託額を誇ってきたが、最近のインデックス運用の増加のなかで、トップの座はバークレイズに譲っている。

メリルリンチによる確定拠出型年金むけファンドのひとつであるメリルリンチ・確定拠出型年金・ジャパン・グロースは8480万ポンドの残高で、1998年3月から運用が開始されている。日本の上場企業を投資対象とし、長期的な成長を指向する、とされている。運用利回りは2001年3月現在で7.9%（年利回り，以下同じ）である。部品製造業の組み入れ比率が最も高く37.4%であるが、金融と素材加工業も11.5%ある。このファンドでは組み入れ上位の個別銘柄は公表されていない。

マーキュリー・セレクトイド・トラスト・ジャパンは1985年に設定され、残高は3億4130万ドルある。このファンドは2001年5月現在、設定以来の年率の運用利回りはマイナス1.7%で、指標としているTOPIX（1部）の利回りマイナス5.9%を上回っている。2001年5月現在、ファンドのパフォーマンスがインデックスを上回っている要因には、円安から海外での日本企業の売り上げが伸びていることがある。例えばリコーや帝人などがこうした例である。逆にパフォーマンスが悪い銘柄は、通信関係であり、KDDIなどがその代表である。上位の組み入れ銘柄としては、NTTドコモ6.2%、トヨタ5.5%、日産3.8%、キヤノン3.4%、リコー3%、富士フィルム2.8%、本田2.8%、野村2.8%、ソニー2.8%、武田薬品2.7%であり、上位10銘柄で合計35.8%となっている。

マーキュリー・セレクトイド・トラスト・ジャパン・オポチュニティーは残高7億2570万ドルで87年5月から設定されている。オポチュニティーというネーミングが示すように、このファンドは日本の時価総額が小さい企業に投資している。5年間平均の運用利回りは15.5%とかなり高く、指標としているTOPIX（二部）を大きく上回っている。96年5月を100とした場合、TOPIXは一部指数も二部指数もいずれも100を割り込んでいるが、マーキュリーのこのファンドは200近くになっており、そのため年平均の運用利回りで15.5%という水準にある。もちろんこのファンドの場合にも、株価調整の影響があり、99年後半の時点に比べ約20%程度低下しているのだが、それでも年平均の運用利回りは15.5%である。2001年5月現在のファンドマネージャーのコメントとしては、ゴールドクレスト（不動産，コード番号8871）とホクト産業（農業，1379）が高パフォーマンスに寄与している、という。

表10はこのジャパン・オポチュニティー・ファンドの上位10銘柄である。第1位はユニクロ

表10. マーキュリー・セレクト・ジャパン・オポチュニティーの上位10銘柄

	組み入れ比率 (%)	予想ROE (%)	予想EPS	予想1株あたり配当	予想経常増益率 (%)	外人持ち株比率 (%)
ファーストリテイリング (小売、9983)	4.7	6	1131円	120円	72	22
ゴールドクレスト (不動産、8871)	4.5	25.6	連480.7円	20円	47.9	11.2
サイゼリア (小売、7581)	3.8	14.7	142.3円	10～15円	24.5	19.6
バンダイ (その他製造、7967)	3.7	8.4	連 184円	30円	4	21.4
ホクト産業 (農林、1379)	3.6	18.9	160.3円	30～35円	25.7	16.2
加ト吉 (食品、2873)	3.5	21.8	連133.4円	30円	11.6	21.8
アデランス (その他製造、8170)	3.3	13.5	連201.4円	28円	2.9	14.6
スルガ (化学、7874)	3.3	5.9	連 96.9円	10～15円	16.6	18.2
ベネッセ (サービス、9783)	2.9	9.8	連156.1円	29円	-12.5	11.5
ワールド (繊維、3596)	2.9	4	連 98.7円	22円	20.4	14.7

(出所) <http://www.mlim.co.uk>および会社四季報2001年夏版

(注) 連は連結ベース

のファーストリテイリングであり、組み入れ比率は4.7%である。2001年8月期には営業利益が1000億円を超えると予想されており、予想ROEは60%に達すると見られている。いわば業績は絶好調と言えるが、このファーストリテイリングが組み入れ比率1位となっている。第2位のゴールドクレストは少数人数効率経営のマンション分譲会社で、社員数は55名にすぎない。総資産1114億円に対し、有利子負債は500億円程度で、株主資本比率も30%以上を維持している。ROEも25.6%と高く、会社設立から10年未満で急成長を遂げた。

この他の上位銘柄を見ても、共通する特質として、第一にROEが高い企業が多い。これはアメリカのフィデリティなどとも共通するが、表10においても上記2社以外でも、サイゼリア14.7%、ホクト産業18.9%、加ト吉21.8%、アデランス13.5%となっている。第二に、1株あたり利益が大きく、結果的に値がさ銘柄が多い。ファーストリテイリングも2001年7月現在で2万円を超える株価であるし、またゴールドクレストも7000円程度である。第三に、ベネッセなど一部の銘柄を除き、多くの銘柄は予想経常利益率も2桁のものが多く、かなり高い成長性を有している。第1位のファーストリテイリングが72%、第2位のゴールドクレストが47.9%とずばぬけた増益率を示している。

(2) JPモルガン・フレミング

2001年6月1日号のインベスターズ・クロニクル誌によると、ジャパンファンドの運用成績トップはJPモルガン・フレミングのジャパン・グロースであり、最近1年間の運用利回りはマイナス16.44%であるが、5年間の運用利回りは50.57%である。最近5年間の日経225種平均がマイナス39.11%であるので、極めて高い運用利回りと言えよう²⁴⁾。

JPモルガン・フレミングはJPモルガン・フレミング・インベストメント・マネージメントと

チェース・フレミング・アセット・マネージメントが合併して、2001年1月に誕生した。もともとは、イギリスのマーチャントバンクであったロバート・フレミングがアメリカのチェースに買収されて、チェース・フレミングとなった。

1988年設定のジャパニーズファンドの場合、通貨は米ドル建てであり、資産残高は11.4億ドルと比較的大きい。東証のTOPIX（1部）をベンチマークとしている。すなわちインデックス運用に近いファンドと見られる。2001年4月現在、業種別の組み入れ構成では電機が16.3%と最も高い。個別の組み入れ上位銘柄は2001年4月末現在、トヨタ自動車3%、武田薬品3%、富士フィルム2.6%、東燃ゼネラル石油2.5%、NTT2.5%、キヤノン2.5%、日産自動車2.4%、中部電力2.4%、NTTドコモ2.3%、松下電産2.2%となっている。

このファンドの場合も、3年間で利回りは90.8%（TOPIX 1部は19.5%）、10年間でみてもこのファンドは11.8%（TOPIX 1部はマイナス23.1%）となっており、ベンチマークを大きく上回るパフォーマンスを残している。

ついでジャパニーズ・スモラー・カンパニーズ・ファンドは1994年の設定で、米ドル建て、資産残高1億7550万ドル、TOPIX 2部をベンチマークとしている。業種別の組み入れ比率は製造業が19.2%、金融が19.2%、小売が18.8%（いずれも2001年4月末現在）となっている。個別の組み入れ上位銘柄はイオンクレジットサービス（その他金融、8570）7.3%、マブチモーター（電機、6592）5.6%、アイフル（その他金融、8515）4.6%、武富士（その他金融、8564）4.4%、ホシデン（電機、6804）3.8%、ミスミ（卸売り、9962）3.7%、ユニオンツール（機械、6278）3.6%、船井電機（電機、6839）3.5%、ネットワンシステムズ（卸売り、店頭、7518）3.4%、小林製薬（化学、4967）3.3%となっている。

表11はこれら銘柄の業績指標を示しているが、すべての銘柄に共通していることは、ROEが

表11. JPモルガンのジャパニーズ・スモラー・カンパニーズ・ファンドの上位組み入れ銘柄

組み入れ銘柄	組み入れ比率 (%)	予想ROE (%)	予想EPS	予想1株あたり配当	予想経常増益率 (%)	外人持ち株比率 (%)
イオンクレジットサービス (その他金融、8570)	7.3	18.4	252.3円	40～45円	13.1	10.5
マブチモーター (電機、6592)	5.6	10.8	連 499.2円	75円	-6	25.2
アイフル (その他金融、8515)	4.6	19.3	連 697.5円	50～60円	13	19.9
武富士 (その他金融、8564)	4.4	19.5	連 978.6円	100円	9.5	30.2
ホシデン (電機、6804)	3.8	11.7	連 103.1円	6円	30.2	30.3
ミスミ (卸売り、9962)	3.7	18.7	連 160.4円	31円	7.8	15.5
ユニオンツール (機械、6278)	3.6	11.9	連 142.9円	30円	-24.1	9.3
船井電機 (電機、6839)	3.5	14.2	連 436.7円	10～20円	26	13
ネットワンシステムズ (卸売り、店頭、7518)	3.4	14.3	連34,909円	1,000円	51.2	14.3
小林製薬 (化学、4967)	3.3	18.2	連 246.9円	12.5～18円	11.3	8.9

（出所）<http://www.jpmf.co.uk>および会社四季報2001年夏版

（注）連は連結ベース

高いことである。すべての銘柄で二桁のROEを示しているが、特にイーオン、アイフル、武富士、ミスミ、小林製薬などでは18～19%のROEに達している。また予想EPS（一株あたり利益）も大きく、ネットワンシステムズに至っては3万4909円という高水準にある。他方、予想経常増益率はネットワンシステムズのように50%を超える銘柄がある一方で、マブチモーターやユニオンツールのように減益見込みのものもあり、必ずしも一様ではない。また外国人の持株比率も、武富士やホシデンのように、30%程度の銘柄もあるが、他方で小林製薬や船井電機のように10%前後のものもあり、全ての銘柄で高いものではない。ただし、少なくとも表11からも言えることは、欧州系外国人投資家が小型株について投資する場合には、やはりROEが重視されている、ということであろう。

（3）ベイリー・ギフォード

ベイリー・ギフォードはイギリスで数少なくなった、独立系非公開企業の資産運用会社である。360人以上（その80%以上は40歳以下の若いスタッフ）の従業員を有し、86名のファンドマネージャーによって、208億ポンドの資産が運用されている。1986年に運用資産額は17億ポンドであったから、かなりの急成長である。2000年現在、その資産の内訳としては、イギリスの年金が102億ポンド、海外の年金が58億ポンド、インベストメント・トラスト（会社型投資信託）が27億ポンド、ユニット・トラスト（契約型投資信託）が20億ポンドとなっている。

インベスター・クロニクル誌では、ジャパンファンドの運用実績では、JPモルガン・フレミングに続いて、ベイリー・ギフォードのジャパニーズファンドを挙げており、日本株の運用では好成績を示している²⁵。

ベイリー・ギフォードはアクティブスタイルである。アナリストによる株式調査、株式選択、モデルポートフォリオの構築、投資政策の作成、アセットアロケーションといった流れのなかで株式投資が決定されていく。また同社は海外の年金など顧客に対応するために、日本では東洋信託銀行、アメリカではガーディアン生命、ドイツではマンハイマー生命と提携関係にある。

ベイリー・ギフォード・ジャパニーズ・エクイティー・ペンション・ファンド（ブルド・ファンド）の場合、資産残高は306万ポンドであるが、業種別組み入れ比率としては化学17.6%、電機16.2%、金融13.5%、商業12.2%などとなっている。組み入れ上位銘柄としては、NTTドコモ5%、プロミス2.9%、本田技研2.9%、ファーストリテイリング2.9%、ヤマダ電機2.9%、アイフル2.6%、武田薬品2.6%、野村2.3%、住友火災2.3%、日清食品2.3%となっている。このファンドの場合、NTTドコモや本田、武田などの外国人好みの国際優良株とファーストリテイリングやプロミス、アイフルのような成長株がミックスされている、と言えよう。

6 まとめに代えて

欧州系機関投資家の資金力はスイスやフランスなど大陸系が大きく、イギリス系はこれに次ぐものであった。しかし日本株を含む外国株投資については、今日でもイギリス系の業者が最大であり、この資金供給源としてはイギリスの年金基金や投資信託が中心であった。イギリスの年金基金が成長した大きな要因のひとつは、税制優遇にあった。

イギリスの年金は旧国有産業や企業において大きかった。その資産運用面では、90年代において内外株式が65～67%程度、外国株はうち15～17%程度であった。また外国株については、年金でも売買回転率は150%前後で推移している。

欧州全体の年金運用額としては、パークレイズが最も大きく、イギリスのマーチャントバンク系はシェアを低下させている。これはマーチャントバンク系が得意としてきたアクティブ運用へのニーズよりもインデックス運用へのニーズが強いためである。確定拠出型年金への移行により、リスクとコストを軽減し、しかも利回り向上が求められること、インデックス運用の低コストやコストのトランスペアレンシー（透明性）、インデックス運用では運用利回りの振れが小さい（成功と失敗の差が小さい）こと、などが背景にある。ステークホルダー年金導入でこうした傾向が続きそうである。

イギリス系ファンドの日本株保有銘柄を見ると、大型のインデックス運用型ファンドではトヨタ、キャノン、本田、ソニーなど国際優良株が多い。他方、小型のアクティブ運用型ファンドでは、高ROEの成長企業が多く、やはり調査力には強みがあると言える。

注

- 1) *Inland Revenue Statistics 1999*, HMSO, p74
- 2) *ibid*, p14
- 3) 斎藤美彦, 『イギリスの貯蓄金融機関と機関投資家』, 日本経済評論社, 1999年, 132ページ。
- 4) 拙著, 『ロンドンの機関投資家と証券市場』, 法律文化社, 1995年, 43ページ。当時の税制については, 拙著, 『現代イギリス財政論』, 勁草書房, 1999年, 第一章を参照されたい。
- 5) *Pensions & Investment*, September 18, 2000, p16
- 6) 拙著, 『ロンドンの機関投資家と証券市場』, 法律文化社, 1995年, 43ページ
- 7) この点, 詳しくは前掲拙著, 『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。
- 8) 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全面にでることは少なかったと言える。
- 9) *Pensions Management*, April 1999, p31
- 10) *Pensions Management*, May 2000, p13
- 11) *Pensions Management*, April 1999, p31

- 12) *Pensions Management*, May 1999, p 7
- 13) *Pensions Management*, January 2000, p34
- 14) *Pensions Management*, January 2001, p41
- 15) *Pensions Management*, March 1999, p28
- 16) *Pensions Management*, November 1999, p37
- 17) *Pensions Management*, September 1999, p25
- 18) *Pensions Management*, December 1999, p 4
- 19) *Pensions Management*, June 1999, p28
- 20) *Pensions Management*, March 1999, p16
- 21) *Investor Chronicle*, 2001, April 20, p82
- 22) *Pensions & Investments*, 2001, January 22, p16
- 23) *Pensions & Investment*, 2001, June 11, p16
- 24) *Investors Chronicle*, 1 June, 2001, p37
- 25) *ibid.* p37

The Japanese Stock Trading by the European Institutional Investors

This paper focuses on the Japanese Stock Trading by the European Institutional Investors, and especially on the Pension funds in the U.K. The share of foreign investors in the Tokyo Stock Exchange Japanese share trading increased to about 50% in 2001, and the European institutional investors are one of the biggest investors in Japanese stock trading.

However the Swiss and French investors' fund money is the largest among the European investors. The Swiss and French investors manage the money mainly through the bonds. In contrast, the British investors' stock ratio in their fund is approximately 70%, including the foreign stock. In addition, British investors' Japanese stock ratio among their foreign stock was 18% in 2000.

British investors as the index funds have the large Japanese stocks, like Toyota. And British investors as the active funds, including the small growing companies funds, have the growing Japanese stock, like First Retail.

(SHIROTA, Jun 本学部教授)