

機関投資家の報酬（手数料）設計の見直し

金融調査部 主任研究員
鈴木 裕

短期の運用成果計測が長期投資を困難に

投資家が投資先企業と対話をしながら、企業価値の長期的な増大を実現することを長期投資とすると、その障害となるのは何なのでしょう。一つには、前回説明した四半期開示など短期的な情報開示が指摘されています。開示される情報の中に、短期に計測した情報があると、投資家側はその短期の情報を重視して投資するようになるし、企業側はそうした投資家の行動を読んで長期の業績を犠牲にして短期の業績をよく見せようとする、ということです。

しかし、どんな情報が与えられたとしても、その情報を活用する動機が無ければ、その情報は見向きもされないはず。長期投資の実現を訴える政策提言の多くは、長期投資の担い手になることを期待される機関投資家が、短期志向に陥っているのは、機関投資家側においても短期的な成果に重きを置くようにする方向での圧力が働いているからだと言っています。機関投資家が顧客に対して定期的に運用報告を行うのは当然です。その期間が仮に四半期とされていると、その期間で一応の数字を上げなければ、運用成果の評価でマイナス点がついてしまいます。年金基金等顧客の方は長期の運用成果を必要としていたとしても、短期で成果が出ていなければ、長期で成果を上げられるかどうかは怪しくなりますから、運用契約の解消につながりかねません。そのため、評価期間にあわせて、ある程度利益を確保することが、機関投資家にとって望ましい選択となるわけです。

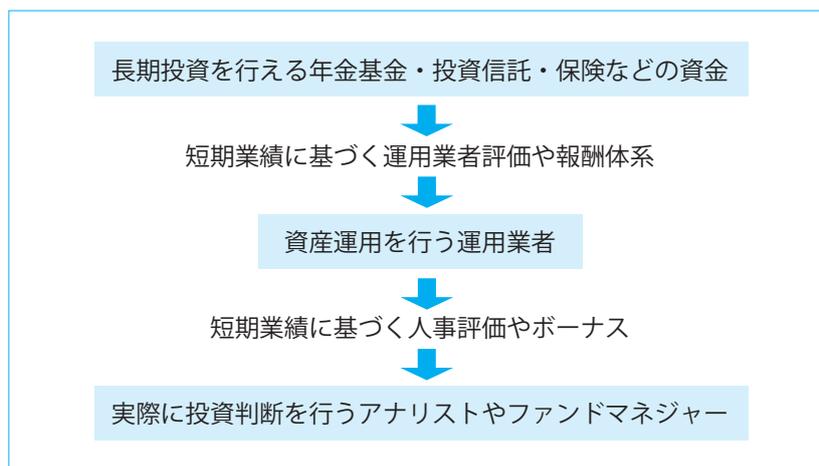
運用業者内部のミスマッチ

評価期間にあわせた行動は、組織としての機関投資家内部でも見ることができます。機関投資家という組織の中で実際に投資判断を下しているのは、アナリストやファンドマネージャーと言われる自然人です。この人は、普通のサラリーマンですから、定期的実績を評価され、給料や肩書が上下していきます。そこで、やはりある程度の期間に対応した人事評定のようなものを意識した投資判断が混入することになりかねません。

伊藤レポートでも「本来長期視点で投資収益性を見るべき年金基金が、月次や四半期等の短期実績でアセット・マネージャーを評価する傾向が見られる。」「国内のアセット・マネージャーは、金融機関系列が中心であり、ローテーション人事による長期経営や専門性確保のしにくさ、長期業績との連動が薄い報酬体系等が指摘されている。」¹との問題を指摘しています。

英国のケイレビューでは、「資産運用会社は、同社の利益がクライアントの利益と受託期間に応じて決まるよう、ファンドマネージャーの報酬体系を同様に構築すべきである。従って、金額は投資ファンドまた資産運用会社の短期的パフォーマンスに連動しない。長期パフォーマンスに基づくインセンティブは、ファンドの持分の形で（直接または資産運用会社経由で）付与するものとし、少なくともそのマネージャーがファンドの担当を交代するまで与えられないものとする。」²と解決策の方向を示しています。

図表 委託・受託の連鎖の中での短期志向の発生



(出所) 大和総研作成

運用成果の計測結果公表自体が問題との見解

機関投資家の運用成果を短期で計測し、これを開示すること自体が短期志向を産んでいるという見解もあります。

Dixon and Monk³によれば、長期投資を行うべきであっても、例えば1年ごとや四半期ごとの運用成果を開示するとすれば、運用期間もそれに合わせざるを得なくなるといいます。つまり、年金フ

1) 経済産業省「伊藤レポート『持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～』プロジェクト『最終報告書』を公表します」

<http://www.meti.go.jp/press/2014/08/20140806002/20140806002.html>

2) 経済産業省「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト資料「英国ケイ・レビューの要約」

http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyoukaikai/corporate/130716_IPJ_6_2.pdf

3) Dixon and Ashby Monk “Reconciling Transparency and Long-Term Investing within Sovereign Funds”
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2065542&download=yes

ンドや政府系ファンドが長期投資を求めたとしても、短期的に運用成果を評価される運用担当者にとっては、運用期間が短縮するというこのようです。

元米国副大統領アル・ゴア氏が創設メンバーとして参加している投資会社ジェネレーション・インベストメント・マネジメントは、温暖化対策への投資を標榜していることはよく知られています。温暖化対策投資を投資業界に広げる方策として、Dixon and Monk と同じく機関投資家側の情報開示制度の適正化を提唱しています。四半期ごとに行われる投資会社の運用パフォーマンス開示を廃止すれば投資判断は長期的なものとなるだろうとし、ファンドマネジャーの報酬も、長期的な実績に基づいたものとするべきであるとのことです⁴。

長期投資と人間の生活サイクル

長期投資が可能な年金基金等の資金の運用期間と、機関投資家・ファンドマネジャー等とのミスマッチを解消する手段として、報酬の算定や支払いを長期的なものにするという考え方が示されていることを説明してきました。たとえば、1年程度で高い運用成果があったとしても、それへの報酬をすぐには払わず、数年後までの運用成果を確認して払うということになります。あるいは、報酬と言うよりは、長期的な運用資産の持分を付与するという考え方もあります。こうすれば機関投資家・ファンドマネジャー等が運用資金の一部の持分権者となるのですから、その資金の運用を成功させようという動機になるからでしょう。

良さそうな解決策にも思えますが、報酬の後払いを是とする機関投資家・ファンドマネジャー等ばかりではないでしょう。短期で成果を上げたのにそれに見合う報酬が得られないとなれば、運用に対して真摯に取り組む意欲がそがれるかもしれません。また、短期で成果が上がらない場合には、次の機会に危険な賭けをすることで、運用成果を一気に引き上げようとする原因になりかねないことにも注意すべきでしょう。長期の運用期間のどこかの時点で優れた結果を出そうとするために、過度のリスクをとる行動を誘発する恐れも生じるのではないかとことです。

報酬体系の方が人間の生活サイクルと一致していない場合には、また別な問題が起こるのではないのでしょうか。

以上

4) Generation Investment Management "Sustainable Capitalism " (2012年2月)
<http://www.generationim.com/sustainability/report/>