

# パッシブ運用とアクティブ運用を巡るわが国の議論と年金基金が持つべき視点

2018年10月10日

村上 正人<sup>1</sup>

## 本稿の要旨および狙い

わが国の年金運用のあり方等を論じる委員会等の公の場では、パッシブ運用とアクティブ運用を巡る問題についてあまり掘り下げて議論が行われてきていない。このテーマ自体は、単に投資戦略の選択の議論に止まることなく、突き詰めていけば株式市場の機能等にも関わる重大な問題に繋がる可能性がある。

年金基金等のアセットオーナーの立場からすると、パッシブ運用は相対的にはコストも安く市場指数に劣後しない、ひとつの合理的な選択である。しかしながら、市場の多くの部分がパッシブ運用によって占められることで、証券価格の形成が歪められたり、ひいては効率的なリスク資本の配分が損なわれたりする恐れがあり、そのことは投資家のみならずわが国の経済成長にとってもマイナス要因となり得る。そのことが事実として認識され、年金基金等が積極的にアクティブ運用に取り組んでいこうとしたとしても、持続的によいアクティブ運用を行っていくことは容易ではなく、そこには専門家としての高い識見とスキルが必要となる。

本稿では上述の論点を整理しつつ、年金基金等でファンド選択に関わる人たちを第一に意識しながら、基本とすべき心構えや持つべき視点について論述する。さらに当課題と市場との関係について若干の考察を試みる。本稿が今後の市場関係者の議論の材料となれば幸いである。

## <目次>

1. はじめに
2. わが国における過去の公的年金運用等を巡るパッシブ／アクティブ議論の概観
3. 実際に超過収益は獲得できてきたか
4. 年金基金の運用担当者と市場全体の観察者の立場の相違から
5. 年金基金がアクティブ運用に立ち向かう際に持つべき視点
  - (1) アクティブ運用に立ち向かうことの難易度に関する認識
  - (2) 年金基金の知見・スキルとアクティブ運用の度合いに関する認識
  - (3) 過去のプラスの超過収益の実績を過大に評価する勿れ
  - (4) 年金基金の運用機関（ファンド）選択において重視すべきこと
  - (5) ファンド・オブ・ファンズの運用者としての年金基金
  - (6) マネジャーの選択と入れ替えについて
6. 公的年金運用にみるアクティブ運用のスタンスと年次報告書からのフォロー
7. まとめに代えて ～パッシブ運用とアクティブ運用を巡る問題を超えて

---

<sup>1</sup> 公益財団法人年金シニアプラン総合研究機構特任研究員。本稿は私見に基づくものであり、所属機関を代表するものではない。

## 1. はじめに

資産運用の分野で、バートン・マルキール、ジョン・ボーグル、チャールズ・エリスという3人の名前を聞けば、共通して連想されるのはインデックス運用であろう。この中でチャールズ・エリスは、昨年（2017年）、新たに“The INDEX REVOLUTION”を著し、わが国でも翻訳出版された（『チャールズ・エリスのインデックス投資入門』鹿毛雄二・鹿毛房子=訳；日本経済新聞出版社）。エリスのインデックス投資に関する主張は歴史的にも著名な論文『敗者のゲーム』（1975年）以来、一貫したものであるが、本書ではそれ以前——すなわち、50年以上昔に彼が資産運用の世界に足を踏み入れた当時の話から書き起こしているところは興味深い。

本書によると、彼が1960年代に *Institutional Investor* 誌において最初に発表した論文における主張は、機関投資家が高い運用成果を目指すなら委員会形式の閉ざされた意思決定方式から脱し、日夜、市場と競争相手に勝とうと奮闘する、リサーチ重視の若手ポートフォリオマネジャー主導の開かれた意思決定方式に変えるべき、というものであった。それは彼が「超一流のアナリストとポートフォリオマネジャーを集めれば、市場平均に勝てる」と考えていたことによる。しかしながら、学界・業界の論争や実際のパフォーマンスの観察を通じた洞察等を経て、彼がハーバード・ビジネス・スクールの講義中に、そうした考えは「間違っていた」と認めるシーンが描かれている。そして、それ以降、彼はインデックス運用の強力な支持者になっていくのである。

冒頭から引用の話が長くなったが、米国における資産運用の分野における議論は、歴史も長く、幅広く、奥深い。翻って、わが国では、本格的な資産運用ビジネスの歴史や厚みも薄く、学界と業界が論争するというようなこともほとんど起きていない。

本稿では、限られた中で、わが国の過去のいくつかの議論や簡単なデータを引用しながら、パッシブ運用とアクティブ運用を巡る問題にかかわる重要なポイントについての整理を試み、そのうえで年金基金等がどのようにアクティブ運用に臨むべきかについて論じてみたい。なお、本稿ではメジャーな市場指数への連動を目指すインデックス運用とパッシブ運用を同義のものとして扱っていくこととする。

## 2. わが国における過去の公的年金運用等を巡るパッシブ／アクティブ議論の概観

最初に、わが国の公的年金運用に関する政府の検討会等で、パッシブ運用とアクティブ運用に関し、どのような議論が行われてきたかについて簡単に振り返ってみたい。

まず、一時代前の自民党政権下で行われた経済財政諮問会議グローバル化改革専門調査会の第二次報告「公的年金基金運用の改革に向けて」（平成20年5月23日）をみると、ガバナンスを強化することで、より効率的な運用の追求が謳われているが、パッシブ／アクティブの問題についての具体的な記述はなかった。

次に、民主党政権下で行われた厚生労働省「年金積立金管理運用独立行政法人の運営の在り方に関する検討会報告」(平成 22 年 12 月 22 日)<sup>2</sup>によると、パッシブ/アクティブの問題については次のような両論併記ともいえる記述が最終報告に見られる。(なお、ここに記載のある GPIF とは、言わずと知れた年金積立金管理運用独立行政法人 Government Pension Investment Fund のことであり、以下、本稿でも GPIF と略記する。)

#### 5. 年金積立金の運用手法、運用対象等について

##### (2) 運用手法の在り方

- パッシブ運用は費用が低廉で透明性も高く、合理的であるという点については意見が一致した。
- 一方、アクティブ運用の評価については、
  - イ その平均的な収益はパッシブ運用に劣後していること、優秀なアクティブ運用機関の選択は非常に難しく、運用手数料も高いこと、また、GPIF の規模からは、アクティブ運用の余地は限られること等から、アクティブ運用の比率を下げるべきである、
  - ロ 過去のデータを見ても、アクティブ運用は意味がないというのは誤りであり、アクティブ運用は市場における資金配分を効率化するという観点から経済的に非常に意味がある、  
という両方の意見があった。

また、同報告書巻末に「検討会で出された主な意見」が収録されていて、次のようにある。

#### 4. 年金積立金の運用手法、運用対象等について

##### (1) 運用手法について

- ・ パッシブ運用については、費用が低廉で透明性が高く、パッシブ運用を多く使うことは合理的。
- ・ アクティブ運用の平均はインデックス運用に負けている。また、相対的に優秀なアクティブ運用機関を選択することは誰にもできず、費用も高いことから、比率を下げるべき。
- ・ GPIF の規模を考慮すると、実際問題としてアクティブ運用の余地は限られる。
- ・ パッシブ運用についても、運用機関のモニタリングなどの専門的な管理は必要。
- ・ 過去のデータを見て、アクティブ運用は、インデックス運用に勝っていないために意味がないというのは間違い。アクティブ運用により資金がきちんと配分されるといったことに経済的には非常に意味がある。
- ・ アクティブ運用については、市場指標に継続的に勝つことが非常に難しいことであることを認識した上、年金基金の側もそれなりの哲学や体制を構築し、検証結果に基づいた判断を行っていく必要がある。

<sup>2</sup> 筆者も本検討会の委員の 1 人であった

報告書の中ではパッシブ運用とインデックス運用という言葉が混在しているが、ここではほぼ同義に使われていると考えて問題はないだろう。

ここから、重要な論点のいくつかは垣間みることができるが、具体的な議論の深みについては何とも言い難い。

さらに、再び自民党政権下において、後に公的年金運用のリスクの取り方を大きく変えるもととなった内閣府「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議報告書」（平成25年11月）には、次のような記載がある。

### 3 ポートフォリオ（運用対象）

#### ② アクティブ比率

各資金とも、現状では、ポートフォリオにおけるアクティブ運用の比率は総じて低くなっている（例えば、GPIFの国内株式運用で約2割）が、各資金の規模・性格に応じて、アクティブ運用の比率を高めることについて検討を行うべきである（注3）。

なお、アクティブ運用においては、取引手数料、運用報酬等のコストが上昇し、パッシブ運用に比べてネットのリターンが必ずしも増加するかどうか明らかでない場合もある。ただし、規模の大きい運用機関であれば、必要な人員の確保や体制の整備に相応の時間を要するものの、自家運用により委託運用と比較してコストを抑えられる可能性がある。

こうした中、運用の機動性・柔軟性を高めつつ、リスク管理を効率的に実施する観点から、運用対象の多様化の一環として、アクティブ運用の一部をベビーファンド（Ⅱ3⑥参照）として特別に管理することも考えられる。

（注3）アクティブ運用比率を高めることは、市場の効率性の向上にも資するものと考えられる。

（注4）運用方法については、アクティブかパッシブかという観点のほか、自家運用か委託運用かという観点もある。各資金とも、現状では、資金運用の大部分を外部機関に委託しているが、自家運用を通じ、運用に関する知識・経験や市場情報の蓄積も期待できる。

本報告書では、アクティブ運用の比率を高める検討を行うべしとしているが、受益者の利益のためになぜそれが必要かという点についてはほとんど根拠が示されていない（市場の効率性についての議論は後ほど整理することとする）。

これらの報告書の表面的にしか触れられていない記述から推察されるように、わが国であるべき年金運用についての議論を行う際に、パッシブ運用とアクティブ運用を巡る問題はほんの触り程度または付帯的なものとして扱われてきた。そこにはあまり多くの時間が割かれておらず、理論的・実証的根拠に基づく突き詰めた整理は行われていないと考えた方がよいだろう。

もうひとつ勘繰れば、このテーマは議論の行方によっては資産運用のビジネス構造にも大きな影響を与える可能性があるため、市場のプレーヤーたちがあまり深めたくない領域ということも言えるのではないだろうか。

### 3. 実際に超過収益は獲得できてきたか

ここで、年金基金における実際のアクティブ運用の過去の成果がどうだったかということについて簡単な観察を行ってみたい。

昨年（2017年7月）に GPIF が公表した「平成 28 年度業務報告書」の「第 3 部 資料編」には過去 10 年にわたるさまざまなデータが掲載されている。その中から国内株式と外国株式の超過収益の状況について抜粋し、図表 1 の方にまとめた。（なお、報告書から当データは「運用手数料等控除前」のものとして読み取ることができる。したがって、実際に手にする収益率は、ここからさらに運用手数料等を差し引いたものとなる。）

図表 1 GPIFの株式アクティブ運用の超過収益率

(年率; %)

	国内株式			外国株式		
	時間加重 収益率	ベンチ マーク 収益率	超過 収益率	時間加重 収益率	ベンチ マーク 収益率	超過 収益率
2007年度	-28.09	-28.05	-0.04	-18.19	-16.92	-1.27
2008年度	-37.62	-34.78	-2.84	-42.86	-43.42	0.56
2009年度	31.90	28.47	3.43	44.00	46.52	-2.52
2010年度	-8.56	-9.23	0.67	1.65	2.27	-0.62
2011年度	0.31	0.59	-0.28	1.11	0.34	0.77
2012年度	22.19	23.82	-1.63	29.39	28.41	0.98
2013年度	18.48	18.56	-0.08	29.61	30.64	-1.03
2014年度	29.56	30.69	-1.13	22.59	23.03	-0.44
2015年度	-9.90	-10.82	0.92	-9.17	-9.26	0.09
2016年度	17.3	14.64	2.66	11.98	14.47	-2.49
直近5年間	14.66	14.43	0.23	15.90	16.48	-0.58
直近10年間	0.73	0.77	-0.04	3.76	4.24	-0.48

(出所) GPIF「平成28年度業務報告書」に公表されたデータより筆者作成

なお、アクティブ運用のみが対象

当データによれば、国内株式の直近 5 年間はようやくプラスの超過収益が得られているが、10 年通算では市場並みか若干のマイナス、また外国株式については直近の 5 年でも 10 年でもマイナスと、かなり苦戦している状況が窺い知られる。おそらく、わが国のアセットオーナーの中で、最も多くの人材が関わり、運用機関について広くリサーチを行い、コストと時間をかけてアクティブ戦略の選別を行っているのは GPIF であろう。その

GPIF に至っても、アクティブ運用で安定した超過収益が獲得できていない状況なのである。

もう1つ、企業年金連合会が毎年、厚生年金基金、確定給付企業年金基金（以前の税制適格年金を含む）へのアンケート調査によって集計して公表している「企業年金資産運用実態調査」から企業年金の株式運用の実績を時系列に並べて観察してみる。このデータは、1,000以上にのぼる企業年金の平均値であること、またアクティブ、パッシブ双方の運用が含まれた株式全体であることから、データとしての性質は先ほど示した GPIF のものとは異なる。ただし、パッシブ運用がほぼベンチマークと等しいと考えれば、乖離の大半はアクティブ運用に起因するものと推察される。そして、多くの年金基金のデータの平均値であることから、この数値以上に上手くいっている基金もあれば、下回っているところもある訳である。それがどのような分布になっているか、基金ごとに連続した複数年の分布でみるとどうなのか等は、公開されているデータだけでは明らかでない。ただし、企業年金の平均像として大まかな傾向をみておくことは意味があるだろう。

図表2 企業年金の株式運用の超過収益率

(年率; %)

	国内株式			外国株式		
	時間加重 収益率	ベンチ マーク 収益率	超過 収益率	時間加重 収益率	ベンチ マーク 収益率	超過 収益率
2007年度	-27.75	-28.05	0.30	-17.02	-16.80	-0.22
2008年度	-35.98	-34.78	-1.20	-42.82	-43.32	0.50
2009年度	30.01	28.47	1.54	45.01	46.75	-1.74
2010年度	-7.95	-9.23	1.28	2.13	2.41	-0.28
2011年度	0.44	0.59	-0.15	-0.79	0.5	-1.29
2012年度	22.51	23.82	-1.31	26.72	28.99	-2.27
2013年度	17.60	18.56	-0.96	28.38	32.43	-4.05
2014年度	29.86	30.69	-0.83	22.53	23.54	-1.01
2015年度	-8.21	-10.82	2.61	-8.55	-8.64	0.09
算術平均	2.28	2.14	0.14	6.18	7.32	-1.14

(出所)企業年金連合会ホームページ「企業年金資産運用実態調査結果の概要」

(2012～2015年度)にて一般に公表されたデータより筆者作成

なお、対象となっているのは連合会会員の厚生年金基金及び企業年金基金で各年のデータの母数は1,000件以上にのぼる

この企業年金の平均像によれば、公開資料でデータをみることができた9年間で、国内株式は超過収益がほぼ市場並みか若干のプラス、外国株式はマイナスとなっている。先ほどの GPIF と同様に、企業年金でも“平均的には”なかなか超過収益の獲得ができていな

い。また、双方とも外国株式は超過収益の獲得がより困難な状況であったことがみて取れる。先に触れたように個々の年金基金のばらつきは不明であるものの、企業年金は圧倒的に巨大な GPIF に比べて規模が小さくて意思決定も重層でないため、一定の期間を区切ればかなりの超過収益を得ている先もあれば、その逆もあることが想像される。だが、この平均値をもとに大まかな傾向を語れば上述のような状況であった。

データ取得の都合により、データの性質および両者の集計期間が異なるために比較が難しい面もあるが、国内株式の超過収益についてみると、GPIF は 10 年中 4 年しかプラスでなく、プラスのほとんどを 2009 年度と 2016 年度という、市場がまずまずの上昇を遂げた 2 年間で稼いでいる。これに対して、平均的な企業年金の場合は傾向として、市場の上昇時にプラスの超過収益が獲得できていることは少なく、下落時に超過収益を稼いでいる傾向にある。これは想像の域を出ないが、企業年金の一部では信託銀行に委託している合同ファンドの中にキャッシュが存在したり、ポートフォリオ・インシュアランスやヘッジファンド的な戦略も部分的に取り込まれたりしていることも、このような実績の傾向に顕れているのではないかと推察される。

外国株式をみると、市場上昇局面の大半の年度においては両者とも超過収益がマイナスの状況となっている。これは、よく業界内で先進国の外国株式は超過収益獲得が難しい市場であると言われることと合致しており、どのくらいアクティブ運用を行うべきか再考する際の材料となるだろう。なお、企業年金でベンチマークとの乖離が大きいのは、基金によって為替に対する政策が異なることも影響していると推察される。

#### 4. 年金基金の運用担当者と市場全体の観察者の立場の相違から

先に触れたように、国の年金運用に関するさまざまな委員会等では、実際の運用実績のデータ等を基礎資料として解析的に議論が行われなかったりもしいたため、抽象的、概念的な論争に終始していると思われる。今みてきた過去の実績については、ほんのさわりのデータであるものの、これだけが提示されたとしても考えさせられるところは多い。

年金基金の運用の責任者にかかわる受託者責任に照らして考えていけば、専ら受益者の利益を追求するためにできる限り勝算の高い戦略を選択していくことが求められている、といえるだろう。その中では、市場指数に負けないパッシブ運用も有力な選択肢である。一方で、アクティブ運用が凌ぎを削る市場となれば、より効率的な価格形成がなされ、それによりリスク（株式）資本の配分もより最適に行われるようになる帰結として、より大きな経済成長がもたらされるといった議論もある。これは重要な指摘ではあるものの、年金マネー、年金基金の行動の効果をマクロ的な視点でみたときの議論である。したがって、1つの年金基金がどのように行動すべきかを考える場合と、次元が異なる可能性がある。

例えば、仮に公的年金であれば、そのような連鎖によってどれだけ市場の効率性や資本の適正配分に寄与し、最終的に受益者である国民全体の利益にどれくらい反映されるかという命題を掲げることもあり得るかも知れない。その公共性や資金規模からして、市場および経済全体にどのように寄与すべきかも合わせて運用の目的とすべしというのであれば、公的年金資金の位置づけや市場全体での役割という観点から議論をやり直して広いコンセンサスを求めるべきであろう。そこには、受託者責任を果たしていくという命題についても、どのように整理されるかという論点も必要となろう。

公的年金、企業年金の統計データ全体を眺めてわかることは、平均的な基金において、国内株式のアクティブ運用の実績は市場並み、外国株式については超過収益がマイナスであり、さらにはそれらのことから推察して企業年金においてはベンチマーク並みを獲得できていない基金がかなり多そうであるという点である。単純な疑問としては、運用機関選択のためのコストまで含めて考えるとどうなるか、特に外国株式はアクティブにチャレンジすることが果たして受益者を利することになるのかどうかということにもなる。過去の実績がこのような結果になっている原因の究明と、関係者によるそうした認識の共有が必要である。本来であれば、そのような分析を通じて年金基金の行動が決められるべきであろう。

## 5. 年金基金がアクティブ運用に立ち向かう際に持つべき視点

単純な観察データからは上述のような点が指摘できるものの、本稿においてはアクティブ運用を頭から否定するような意図はない。大半の年金基金はパッシブ運用とアクティブ運用を併用しているという事実があるうえ、クオリティの高いアクティブ運用が多く出現することは市場経済全体にとってプラスであり、それは年金基金にとっても望ましいことである。

この章においては、年金基金がどのような思考やプロセスを有しながらアクティブ運用に臨んでいくことが必要かということについて整理していきたい。

### (1) アクティブ運用に立ち向かうことの難易度に関する認識

冒頭で引用した『チャールズ・エリスのインデックス投資入門』の中では、ミューチュアルファンドの例ではあるものの、長期にわたってインデックスに勝るファンドの割合が少ないことをさまざまなデータを用いて語っている。ただし、ジャンルにもよるが、10年でみて2割ないしは3割くらいのファンドはインデックスを凌駕していることも示されている。年金運用の分野に提供されるファンドのパフォーマンスの分布も同様なものであると仮定すれば、年金基金はその2割ないしは3割に該当する優良なファンドを選び抜き



えすればよいのである。ただし、そのことに対する難易度や、成功するための条件等については、アクティブ運用に立ち向かう際によくわきまえておく必要がある。

もう半世紀近く昔のことであるが、そのチャールズ・エリスは *Institutional Investor* 誌 1971 年 8 月号に掲載された論文「年金基金の資産運用に関する 16 の誤解」の中で、「真に優秀なマネジャーを選別するのは難しくない」ということを第 11 番目の誤解として挙げていた。その説明として語っている真実とは、「真に優秀な投資マネジャーの数は極めて限られているから」ということであった。（出所：『運用自由化時代の年金基金の資産運用』）

また、この分野の泰斗であるピーター・バーンスタインは、著書『アルファを求める男たち』（山口勝業訳、東洋経済新報社）の中で、歴史的な経済学者であるサミュエルソンが次のような趣旨のことを述べていることを紹介している。それは、この分野にもベーブ・ルースのように傑出した打者はごく稀にはいるが、問題はその特殊な能力を持つ人が誰かを見分けることができないし、仮に見つけることができたとしても、彼らの凄腕は安くは買えないうえ、血眼になって彼らを探すには大変なコストがかかる、ということである。

これらの指摘のように、優秀なマネジャー（運用機関）は少ないものの存在はする。それがアクティブ運用に誘う動機となろう。しかしながら、年金基金の側にそれを選び抜くための知見、方法論とスキルが備わっていることが肝要となろう。それを備えるのは容易なことではない。

浅野幸弘横浜国立大学名誉教授は、『年金情報』 2010 年 9 月 6 号のコラム「アクティブ能力はある」の中で、「実際、欧米での研究によると、他のマネジャーとは異なる独自のしっかりとしたアクティブリスクを取っているファンドはプラス  $\alpha$  を出し、持続性もあることが実証されている。わが国の年金運用でも同様の傾向が認められている」と語っている。これらのファンドを見極めていく能力が、年金基金に求められるところとなろう。

年金基金においてアクティブ運用を志向する場合、本当に身を入れた取り組みを行って当分野の知見を高めることが上手くいくための最低限の条件であるという点を、まずは心得ておくことが重要である。

## （2）年金基金の知見・スキルとアクティブ運用の度合いに関する認識

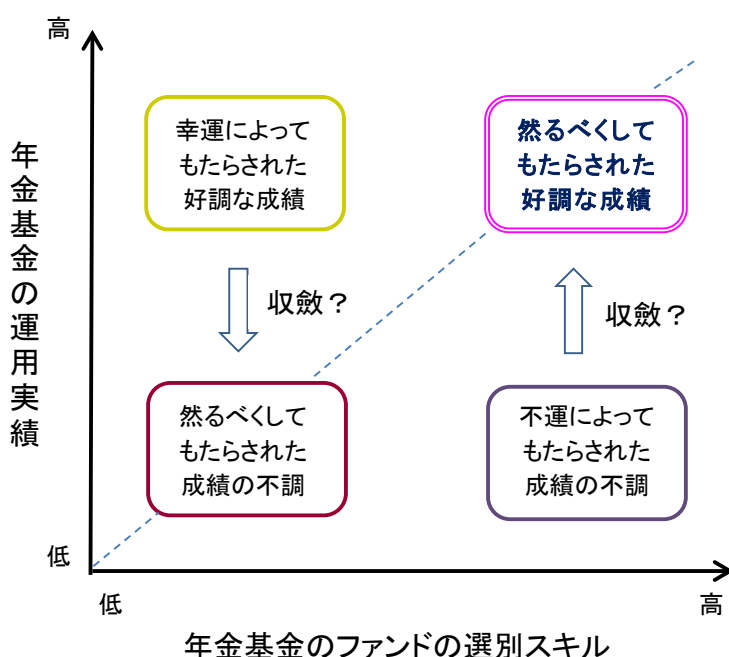
年金運用を長期的な視点で行うべきものとして考えれば、長期にわたり継続して超過収益を獲得する運用機関が存在するだけでなく、そうした運用機関を選び抜くための能力が年金基金に備わっていることが、アクティブ運用で成功するための必要条件となることは明白である。

このような点を解釈して、年金基金のファンド選別のスキルと運用実績の関係をイメージで表現したのが図表 3 である。この図の右上のブロックのところ、アクティブ運用の

採用を通じて然るべき実績を上げることを期待することができる年金基金である。すなわち、割合として少ないとされる長期にわたってインデックスを凌駕する運用機関もしくはファンドを見抜くスキルを身に付けないと、継続して良好な運用実績を残していくことはできないのである。そのところを選別して管理していくスキルがなければ、年金基金は自身がコントロールすることのできないリスクを背負込み、また実績もインデックスに劣る可能性が高くなる。

インデックスに勝るファンドを選びすぐっていくことは、場合によれば自ら銘柄選択を実施してアクティブ運用を行うのと同様か、それ以上に難易度が高いものかもしれない。運用機関の内部では、外部からではなかなかみることのできない意思決定が多く連続しているからである。それを評価して選別していくためのハードルについて、しっかりとした認識を最初におかないと、年金基金としてアクティブ運用で成功するプロセスは構築できない。

図表3 年金基金のファンド選別のスキルとアクティブ運用実績の関係（概念図）



### (3) 過去のプラスの超過収益の実績を過大に評価する勿れ

過去の運用実績というのは並べて比較することが容易である。それゆえ、そのデータを眺めていると、あたかも容易にファンドの選択ができるような錯覚に陥ることがある。し

かし、過去の運用実績がどれだけ将来と関係があるのかは、ファンド選択を生業とする年金基金はよく知っていなければならない。それは想像する以上に将来に対する説明力が乏しいかも知れない。

しかしながら、実務の世界ではその実際の説明力が十分に確認されることなしに過去のパフォーマンスが偏重されてしまう傾向がある。米国の事例であるが、実際の年金基金を対象とした研究結果が、前々節で引用したバーンスタイン著『アルファを求める男たち』の中で採り上げられている。それを要約して紹介すると次のようである。

エモリー大学のエミット・ゴヤールらは、数にすると約3,700、規模にすると総額7,000億ドルの企業年金基金について10年間（1994～2003年）のデータを通じて、彼らが外部の運用機関を選別する能力がどれだけあったかを調査した。これらの年金基金が採用した運用機関は採用された直前3年間に顕著にプラスの超過収益をあげており、逆に彼らが解約した既存の運用機関は解約に先立つ期間で市場平均を下回っていた。選別の結果としては、年金基金が解約した運用機関を仮に解約せずにそのまま委託しつづけているとしたら、新たに雇われた運用機関よりも超過収益はるかに大きかったし、入れ替え時のコストも節約できた、ということだ。

この事例からすると、年金基金がそのような事態を招いた要因は、過去の運用成果に引っ張られて運用機関を交替させた結果であると読み取ることができるであろう。そして、同様なことがわが国の年金基金においてもしばしば起こっているものと推察される。

また、同じバーンスタインの別の著作の中では、運用目的（投資スタイル）ごとにグループ化されたミューチュアルファンドの運用成績を10年間にわたり観察した結果として次のような記述がある。

……最初の期間に、平均より好成績を上げた三つのグループは、次の期間では平均より悪い成績に終わっている。最初の期間に平均より悪い成績だった三つのグループは次の期には平均より好成績を上げている。

「平均への回帰」に関するこの顕著な証拠は、運用マネジャーを頻繁に変えている投資家たちに貴重なアドバイスを与えている。すなわち、最も賢明な戦略とは、最近最も優れた成績を上げたマネジャーを解雇し、最悪の成績を示したマネジャーに資産を移すことである。この戦略は、最高値を記録した銘柄を売って、最安値を記録した銘柄を買うという方法と全く変わらない。もしこのような逆張り戦略をとることができなければ、同じ結果を得る別の方法がある。前向きに自らの自然な本能に従うことだ。不調なマネジャーは解雇して、常勝のマネジャーに資産を委ねるのだ。ただし、それを実行するまでに2年待つことだ。

出所：『リスク 神々への反逆』ピーター・L・バーンスタイン著、青山護訳  
(1998年 日本経済新聞社)

筆者がかつて、わが国の年金対象のファンド・ユニバースにおいて行った検証においても、過去の実績が将来とほとんど関係しないか、逆相関気味である結果が出ていた。（詳しくは拙著『年金基金が賢明な投資家であるために』を参照されたい。）

これらのことからすると、過去の運用実績が良かったからという理由で、新規に運用機関を選択したり、運用機関の功績に報いるために委託額を増やしたりするというのは愚かなことであることがわかるだろう。3年や5年といった限られた一定期間で超過収益が得られていたとしても、それが持続しない確率もかなり大きいものなのである。過去の運用実績の将来に対する説明力を超えて、過大に定量評価にウェイトを置くことは合理的な判断となり得ないし、専門家としての注意義務を欠いた行為である可能性もある。

#### （４）年金基金の運用機関（ファンド）選択において重視すべきこと

資産運用の委託先となる運用機関の選択においては、昔から“4つの「P」”＝〔Philosophy（運用哲学：付加価値獲得のための方法論）、Process（運用プロセス）、Person/ Professional（優秀な人材）、Performance（良好な成果）〕という視点が言われ続けてきた。しかしながら、この中でももっとも精査に時間をかけるべきはPhilosophyとProcessであり、残りの項目は従たる条件として考えられる。より具体的に表現すれば、アクティブ運用が成り立つには、運用機関が主張するところの超過収益獲得の機会が市場に存在し、運用機関がその機会を実際の運用において成果として反映できるスキルとプロセスを有していることが必要な要件となるだろう。

この市場の機会ということについては、継続的に与えられることについての根拠、理論的あるいは実証的な裏付けに説得力があり、それが普遍的なものとして説明されることが肝要である。選択する側の年金基金としては、それについて合意できるかどうか最も重要なポイントとなる。必要に応じ、このポイントの判断においてコンサルタントのアドバイスを求めることも考えられる。

それについて合意できれば、運用機関が市場の機会を活かし切って運用に具現化できる知識・スキルを有しているか、それが将来にわたって維持・向上されていくための経営トップの考え方や人材の層などの組織的土台や風土を備えているか、過去のパフォーマンスの良し悪しは運用機関が主張する超過収益の機会の動向と一致しているか等が確認のポイントとなる。すべては超過収益獲得の機会と方法論、すなわちPhilosophyとProcessを基軸として推し進めていけばよいのである。

このような表現はかなり教科書的であるため、実践する現場の立ち位置にもっと近い表現を試みる。噛み砕いていえば、例えば運用機関に委託しようとする際に、その運用機関の特性、何が期待できるかということ、長所・短所というものがきちんと捉えられて、信頼して委ねるに足る、委ねる側も確信がもてるというような状況になることである。運用機関が主張する超過収益の機会が市場に存在するにしても、それを、いつ、どのぐらい市場が提供

してくれるかは事前には分からない。しかしながら、市場がこのような変動になったときには、おそらくこの運用機関にはこのくらいの成績は期待できるであろうということや、この運用機関の投資戦略からすればこういった市場の価格形成はかなりアゲインストであるのでこのくらいのパフォーマンスしか上げられない可能性があるというようなことは予め把握することができる。むしろ、そのようなことが推察できていなければ運用戦略を理解したというのに及ばない。そのような把握ができたうえで、長期的にはいろいろな市場の局面があるものの、それらを乗り越えてプラスの収益を獲得してくれるだろうという具体的なイメージができることが重要である。すなわち、運用機関の投資戦略の短所・長所、言い換えればどのような市場のときに強くて、どのようなときに弱くて、どういうときにはこれくらいの収益を上げられるかということや、投資戦略の内容、チャレンジするターゲット、過去の実績などを通してあらかじめ推測できるということである。そのような理解の上にはじめて信頼して委託することができるということになる。

実際の現場のミーティングにおいては、運用機関がどのようなプロセスでポートフォリオを構築しているか、どのような基準で銘柄選択を行っているか等に長い時間が費やされ、超過収益の源泉について徹底的に納得できるまで議論が行われることが少ないことも多々あるのではないかと推察される。もしそうだとすれば、そこは改められるべきであろう。

繰り返しになるが、今まで述べたことを別の言葉で表現してみよう。運用機関が年金基金に対して売り込んでくるアクティブ運用は多種多様であるだろう。その超過収益源泉として掲げてくる市場のミス・プライシングやさまざまなファクターなど、そのようなものについて継続して市場が本当にそういう機会が与えてくれるのかどうかということを見極めることが、まず重要なことである。市場機会も過去にいろいろなものが注目されたが、薄れてしまったものも多く存在する。市場とはそのようなものであるという前提に基づいて、超過収益機会についてはその根拠や普遍性について、徹底的に追求することである。

それと同時に、そのような市場の機会を十分に活用して具現できる組織・体制・スキル、プロセスや方法論を運用機関がきちんと有しているかどうかの確認である。過去の定量的なデータというのは、むしろこのようなところを確認するために有用である。

コンサルタントを利用する場合は、上述のようなポイントについて、第三者的に意見してもらわないと活用価値が薄くなる。市場の機会の継続性の根拠や、それを体現する運用機関のクオリティについて客観的にレポートを求めればよい。

そのようにして選択された運用機関であれば、委託後も、このような市場環境の下ではきっとこれくらいの実績を上げているだろうということがかなりの確度で推測できるようになる。そのような期待を裏切らない運用機関が選ばれるべきで、年金基金の知見・スキルがこの点において発揮されなければならないのである。

## (5) ファンド・オブ・ファンズの運用者としての年金基金

金融商品取引法に照らせば、年金基金のほとんどは適格機関投資家ではない。しかしながら、年金基金の運用の責任者は、受託者責任を負うものとして社会的使命を帯びた資金全体の投資方針を決定し、それを実行していく立場であり、専門家としての注意義務が要求されている。アクティブ運用を行うにしても、職業人として運用機関・投資戦略の選定を行い、それらを管理していくことが求められるわけである。

このように、年金基金がアクティブ・ファンドを組合せて市場平均に立ち向かっていくとすることは、自らがファンド・オブ・ファンズの運用者もしくはマネジャー・オブ・マネジャーズの立場になることと、ほとんど変わりのないということを自覚すべきであろう。そこには、資産全体としてどのようにファンドをミックスして市場を凌駕していくかということに対する運用者としての明確なコンセプト、投資戦略、場合によっては哲学のようなものを持つ必要がある。それが説得力を有するものであることが必須になるのである。

そのいわば年金資金全体のアクティブ戦略にしたがって運用機関もしくはファンド選びを行っていくことが肝要である。運用会社や投資戦略を選択するという行為は、資産全体のパフォーマンスの行く方やリスクを決定づける極めて重大な「投資判断」であり、専門家としての慎重人原則にしたがった規律ある行動が求められるのである。

その実践に際して、年金基金はファンド・オブ・ファンズの運用者（もしくはマネジャー・オブ・マネジャーズ）として、自らの投資戦略実行のために信頼できる同志たるマネジャーを選別したという考え方に立つことが重要である。アクティブ運用で成功するか否かは決して運用機関の責務に帰する問題ではなく、むしろ選択者としての年金基金の比肩にかかっていると言っていだろう。年金基金はファンド特性について深く理解をしたうえで、運用機関を選んでいなければならないのである。それは、ひとつの目標を分担して達成していくためのパートナー選びということでも表現できるであろう。

情緒的、感覚的に運用機関選択を行うことは、慎重人原則やプロセス責任を求められる年金基金として避けるべきである。また、そうした運用機関選びをしては、年金基金としてなかなか継続的に超過収益を得ることが難しいであろう。

## **(6) マネジャーの選択と入れ替えについて**

年金基金は実務的には3年ないしは5年で委託している運用機関の見直しを行うことが多い。その時に、半数にも及ぶアクティブ運用機関を入れ替えなければならない事態に直面したら、そもそも運用機関の選択の判断自体が間違っていたか、そのための知見・スキルが足りていなかったのではないかという点について、よくよく総括する必要がある。同様の事態を繰り返さないためにも、そのような視点で、運用機関のウォッチと同時に年金基金自らについても振り返っていくことが大事である。

アクティブ運用機関選びの際に、運用機関が主張するところの超過収益の源泉についての検証とその具現化に向けたスキルについての精査がきちんと行われていたとすれば、経過的にある評価期間において超過収益が獲得できなかったのは、長期でみた場合と異なって、たまたまその期間は運用機関の投資戦略に対してアゲインストな市場であったという可能性も強いと考えられる。もともと、そのような超収益機会に賭けることが間違っていたり、運用機関のスキルを見誤っていたりしたとすれば、それは年金基金側の選択のミスである。また、もっと長期でみれば超過収益獲得の可能性が高いものの、評価期間の市場の価格形成の状況をよく分析しないで運用機関を交代させたりすれば、二重の過ちを犯すことになる。

先に述べた運用機関選択の考え方に沿えば、年金基金は様々な市場の局面を経たうえで最終的には超過収益が獲得できるであろうということについて、何らかの根拠を得て納得してその運用機関を採用した訳であるから、例えば1－2年の間、運用実績が不振であったとしても動じずに、採用当初の視点も持ち続けていくことが大事である。その投資戦略にとって強い局面、弱い局面や、起こるであろうベンチマークとの乖離は予め熟知していることが前提となっているのである。運用機関が責められるべきは、運用哲学や投資戦略で謳っている超過収益の機会があったのにもかかわらず、それが獲得できていない場合である。その投資戦略にとってアゲインストな市場であったのにファンド戦略の見直しや改善策を求めるのは、アクティブ運用に対する選択の視点や洞察方法が確立できていない年金基金の為せる業である。むしろ、超過収益に対する期待は変わっていないことに対する補強説明を求めて、そのまま継続して委ねることは理に適っていると言えよう。さもないければ、年金基金としてのファンド選択時の判断やプロセスが間違っていたことを認め、その見直しを行うことが必要になる。

## 6. 公的年金運用にみるアクティブ運用のスタンスと年次報告書からのフォロー

GPIFの「中期計画」によれば、各年度および中期目標期間における「運用の目標」を「各資産ごとのベンチマーク収益率を確保する」こととしているが、「運用手法」については次のような表現が見られる。

キャッシュアウト対応等の場合を除き、原則としてパッシブ運用とアクティブ運用を併用する。その上で、アクティブに取り組むことより超過収益の獲得を目指すものとする。ただし、アクティブ運用については過去の運用実績も勘案し、超過収益が獲得できるとの期待を裏付ける十分な根拠を得ることを前提に行う。

また、同じく「投資原則」には次のように書かれている。

パッシブ運用とアクティブ運用を併用し、資産クラスごとにベンチマーク収益率（市場平均収益率）を確保しつつ、収益を生み出す投資機会の発掘に努める。

この「中期計画」のアクティブ運用に対するスタンスの表現、すなわち「過去の運用実績も勘案し、超過収益が獲得できるとの期待を裏付ける十分な根拠を得ることを前提に行う」というのは、本稿で今まで述べてきた考え方と合致しているであろう。この文言からは、予めどれだけの量のアクティブ運用を行うかが決められているものではなく、何らかの根拠を持って超過収益が獲得できようというような、裏付けのある期待を持つことができるファンドが見出された場合に限定してアクティブ運用が選択されるとも受け取ることができるだろう。また、「投資原則」において、その発掘を目指すことも標榜している。すなわち、そのような考え方に基<sup>み</sup>づいてファンドを篩<sup>ふるい</sup>にかけてきた結果が現在のアクティブ比率に結びついているとも解釈することができる。

そのような運用を実践してきて得られた成果に対して、GPIFは毎年「業務概況書」等で公にしている。例えば直近の「平成29年度業務概況書」を読むと、国内株式のアクティブ運用の運用実績と市場指標との乖離に関するコメントについて、次のようなシンプルな表現がみられる。

アクティブ運用については、機械、サービス業及び精密機器セクターの銘柄選択等がプラスに寄与しました。

この表現は、「投資原則」の中でキーワードとして謳われているように、「収益を生み出す投資機会」をどのようなものとして捉え、それに対して年度の市場はどうであったのか、投資行動としてはどうであったのか、それが実績にどう結び付いたのかの説明には程遠く感じられる。すなわち、アクティブ運用全体としては、どのような源泉でどれくらい超過収益を目指す構造となっていたか、それに対して総括が語られるべきところである。法人の内部でどこまで子細な分析と議論が行われているのかはみることができないものの、国内株式のアクティブ運用全体として、セクターの中での銘柄選択に重きを置いたチャレンジの構造になっているのか、いないのか、その辺りから丁寧に説明されることが望ましい。そこには、世界最大の機関投資家たる GPIF としての識見が反映されていると注目されている訳であるから、一定期間で総括の核心のところを内外に示すことが相応しい行動であるだろうし、そのことは自らの投資のクオリティを上げていくのにも役立つはずである。

## 7. まとめに代えて ～パッシブ運用とアクティブ運用を巡る問題を超えて

最後に再び資本市場全体との関係について触れておきたい。



わが国では、長年にわたって資本コストをクリアできていなくても企業が生き延びてきた事実がある。市場参加者が投資家が資本のクオリティを適正に評価し、資本を選別・淘汰していく力が強く市場に働くことは、資本主義市場経済を標榜する国として、経済全体の成長のために重要なことであるだろう。

改訂版の「日本版スチュワードシップ・コード」(2017年5月)においては、特にパッシブ運用において株式売却の選択肢が限られることから、より積極的な企業との対話や議決権行使に取り組むべきことが謳われている。しかしながら、保有しながらにして企業に働きかけ、収益力を高めていくには限界があるのも事実であろう。

当初の「日本版スチュワードシップ・コード」に大きな影響を及ぼしたいわゆる「伊藤レポート」(2014年)においては、ROEが最低でも8%以上ということが謳われていた。だが、現在、我が国企業のROEの平均は8%をようやく超えたところにあると推察される。例えば、長年にわたり4%以下のROEに甘んじている企業がROEを倍増させることは、簡単なことではない。わが国経済全体のパフォーマンスを考えれば、過剰な資本、無駄な資本を引き上げ、他の分野で有効活用する必要がある。価値創造のできていない資本に投資をしない選択、浪費を続けている資本を市場から駆逐すること、そのためにアクティブ運用が果たす役割は大きい。

市場全体の観点からは上述のようなことが指摘できても、機関投資家としてアセットオーナーに該当する年金基金がアクティブ運用に立ち向かい、成功を収めるのは容易ではない。継続的に超過収益を得て成功をおさめるためには、卓越した知見とスキルが必要なことも事実であろう。もしも、投資戦略について十分な吟味ができていなかったり、過去のパフォーマンス等をその説明力以上に重視したりして冴えない結果を残せば、専門家としての注意義務を問われる可能性さえある。

年金基金は過去の運用実績等に惑わされず、運用機関が主張する超過収益の源泉を判断するための識見とスキルを養って、採用に至る運用機関に対しては揺るぎない信頼を寄せる根拠を持ち続けることが必要となる。年金基金が実際に行うべきことは、プロのファンド・オブ・ファンドの運用者とも大きな変わりはない。運用機関もしくはファンドを選択していくということは、達成すべき目標に向けて、信頼のおける同志やパートナーを探しに行くことにも似たような側面がある。

年金基金による厳しい運用機関の選別は、市場価格に対する運用機関の判断能力やスキルの強化につながるほか、スチュワードシップを意識した行動を運用機関に求めていくことが資本市場の効率性の向上に寄与すると考えられる。この意味で、年金基金が識見とスキルを高めていくことは、自らの年金資金の運用を良くするという範疇を超えた意義がある。

なお、本年(2018年)の英国のコーポレートガバナンス・コード改訂においては、労働者への配慮が色濃く出されたのが注目を浴びている。過去数十年にわたり均してみると、企業群がROE15%前後を達成してきた同国と、特にこの20余年の間はほとんど価値創

造ができなくて低迷を続けてきたわが国とでは、根本的に異なるところがあるとも考えられる。株主に支持されない経営を行っている企業の従業員は決して幸福にはならないであろう。企業がしかるべき利益を上げていなければ従業員も株主も共に不幸になるのである。

わが国において国民全体として幅広く共有しなければならないことは、限られた経営資源である資本というものを大切に最大限に活かしていくという思想である。資本を効率活用できていない企業は、社会の資源を無駄遣いしている、いわば社会に損失を与えている。その点を変革していかなければ市場経済の成長に悪影響を及ぼすという考え方が広く共有される必要がある。

結局、スチュワードシップで推し進めようとすることは、資本の生産性向上に端を發し、突き詰めていけばそのことだけに止まらず、人的資源の再配置や、国全体の産業構造の変革にも通じていくことにもなる。したがって、国民の間にそのようなコンセンサスが生じなければ、結局は緩慢な施策になってしまう恐れがあるのである。

その目指すところが実現すれば、アクティブ運用のクオリティが向上するだけでなく、パッシブ運用の絶対パフォーマンスも従来より一段上のものが期待できることになるろう。

#### [謝辞]

本稿を纏めるに当たり、遠山勳氏（米国みずほ信託銀行バイスプレジデント）、菅原周一氏（文教大学大学院国際学研究科教授）および杉田健氏（公益財団法人年金シニアプラン総合研究機構特任研究員）より大変有意義なコメントを頂いた。深く感謝申し上げる。ありうべき誤りは筆者の責に帰することは勿論である。

#### 《参考文献》

- ・『チャールズ・エリスのインデックス投資入門』チャールズ・エリス著、鹿毛雄二・鹿毛房子訳（2017年 日本経済新聞出版社）
- ・経済財政諮問会議グローバル化改革専門調査会の第二次報告「公的年金基金運用の改革に向けて」（平成20年5月23日）
- ・厚生労働省「年金積立金管理運用独立行政法人の運営の在り方に関する検討会報告」（平成22年12月22日）
- ・内閣府「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議報告書」（平成25年11月）
- ・年金積立金管理運用独立行政法人「平成28年度業務報告書」（2017年7月）
- ・企業年金連合会「企業年金資産運用実態調査」（ホームページ掲載の各年度）
- ・『運用自由化時代の年金基金の資産運用』厚生年金基金連合会編（1999年 東洋経済新報社）

- ・『アルファを求める男たち』ピーター・L・バーンスタイン著、山口勝業訳（2009年 東洋経済新報社）
- ・『リスク 神々への反逆』ピーター・バーンスタイン著、青山護訳（1998年 日本経済新聞社）
- ・『年金情報』コラム「アクティブ能力はある」浅野幸弘著（2010年9月.6日号）
- ・『年金基金が賢明な投資家であるために』村上正人著（2011年 中央経済社）
- ・年金積立金管理運用独立行政法人「中期計画」「投資原則」
- ・年金積立金管理運用独立行政法人「平成29年度業務概況書」（2018年7月）
- ・「日本版スチュワードシップ・コード（改訂版）」（2017年5月）金融庁ホームページより正式名『「責任ある機関投資家」の諸原則 ～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～』
- ・『月刊資本市場No.395』掲載「英国コーポレートガバナンス・コード改訂と日本への示唆」上田亮子著（2018年7月）