

G・ティモシー・ハイト／ステファン・モレル著
『アメリカの年金・資産運用』

(東洋経済新報社 1998年3月)

渡辺 幹文

この本は年金等のプラン・スポンサーのために非常に親切に書かれた運用ガイドブックである。本書ではスポンサーを「個人あるいはグループが所有する資産の運用方法を責任を持って企画、施行、改善、監視、評価を行い、加えてこれら一連のプロセスを維持管理する個人あるいは組織を指す」として冒頭で定義している。これらのスポンサーの役割をサポートするのが本書の目的なのである。初めに、章立てにしたがって構成を説明しよう。

第一章 スポンサー

米国におけるスポンサー、つまり資金を集めて運用管理を代行する財団や年金等の各種制度の紹介。

第二章 投資方針書

基本資産配分やベンチマーク等いわゆる運用基本方針書の説明。

第三章 運用監視

運用機関の運用スタイルの概要。株式だけでなく債券についても説明される。

第四章 代替的な投資対象

主要国内資産に替わる、派生的な資産や海外資産、不動産投資についての説明。

第五章 リターン計測

金額加重収益率や時間加重収益率等だけでなく、税金や実質リターン手数料等の計算方法の解説。

第六章 リターン・リスクの測り方

リスクを勘案したリターンの評価方法が中心。シャープ測度やトレーナー測度等。

第七章 ポートフォリオのパフォーマンス

複数資産ファンドのパフォーマンス評価の方法。ユニバース評価や要因分析。

第八章 株式のパフォーマンス評価

業種ごとのリターンの要因分解や、リスク調整済みリターン等を使った株式ファンドのパフォーマンス評価。

第九章 債券のパフォーマンス評価

金利やセクター等を用いた債券ファンドのパフォーマンス評価。

第十章 投資対象としてのミューチャル・ファンド

ミューチャル・ファンドの仕組み、選択方法、特徴等。

第十一章 ふさわしい運用機関を探す

運用機関の選択方法。特に採用する場合の具体的な手順の解説。

第十二章 投資委員会を開催する

投資委員会の運営方法。議題の設定や投資コンサルタントの活用方法。

次に、各章ごとに内容を説明し若干コメントも付け加えたい。

まえがき

本文の前書きで、「資金運用のプロ達のパフォーマンスを正当に評価するための道具、知識、情報について言及した本はまず見当たらない。本書は、プロの資金運用者達の仕事を正当に評価するための知識と道具を与えることを目的としている」と書かれている。事実その通りでスポンサーの立場にたった実務的な本は少ない。一方で本書はもっとトピックのカバーレージが広い。確かに運用評価が軸ではあるが、米国のさまざまな制度を理解することができるし、投資方針書の書き方や投資委員会の運営方法を学ぶことができる。

第一章 スポンサー

初めに投資委員会の構成要因について説明される。「個々の委員はそれぞれの任務を適切に遂行するための教育を受けたり、資産運用の経験を持っているべきである。特に資産運用、ポートフォリオ評価、経済分析、プランの運営といった分野に深い知識を持っていることが望ましい」とある。なぜなら、「運用状況を監督する役割を担う者は多大な責任を負うことになる。＝中略＝受託者責任を負う者として、運用がブルーデントに行われているかどうかを確認する義務を課せられている」からである。だが現実には転職の少ない我が国で、本格的な運用経験を持った人材を例えば企業の年金部門に確保することは容易でない。しかし、投資委員に対する目標値がいかに高く思われようとも、年金資産の大きさや使命を考えれば、その方策を考えなくてはならないだろう。なぜならいくら運用機関を信頼するとしても、結果を含めたすべてを委ねてしまうことはできないからである。なお、この章で紹介される米国の諸制度は、変革を余儀なくされている我が国の年金制度を検討する上で大変良い参考資料となる。各種の非課税制度、確定給付型年金と401Kプラン、利益分配プラン、中小向けの奨励型従業員退職貯蓄、個人退職勘

定等の確定拠出制度が分かり易く説明されている。その他公務員年金や課税団体についても課税のされ方を具体的に説明している。

第二章 投資方針書

「投資方針書 (Investment Policy Statement) は運用するポートフォリオの包括的な目標と、それを実現するために従うべきガイドラインを規定するもの」である。具体的には「投資方針書は投資哲学、投資目的、収益目標、そしてこれらに整合するリスク許容度を明確に述べているべきもの」で、「投資マネージャーに課せられる制約条件を明確にし、投資対象資産を特定し、その資産間のアセット・アロケーションのガイドラインを設定すべき」で、「アクティブやパッシブ、運用スタイル等の「投資戦略、あるいはポートフォリオの目的の達成のためにとり得るべき戦略」と、「投資マネージャーのパフォーマンス評価方法と頻度を定めておかなければならない」。この章では、証券の種類とリスク性格が本源的なレベルから説明されているし、それを踏まえて投資方針書に盛り込むべき要素について細かく言及されている。パフォーマンス評価に用いるベンチマーク・インデックスについても非常に詳しく述べられていて参考になる。興味深いのはベンチマーク・ポートフォリオとしてのカスタマイズ・ベンチマーク・インデックスやノーマル・ポートフォリオである。これらは、我が国ではまだ利用は希であると思われるが、将来はもっと活用されていくことになるだろう。章の終わりに添付された投資方針書のサンプルは大変詳細なものであり貴重な資料である。特に投資哲学への言及が深く具体性を持っている。我が国のそのようにリスクを抑えながら収益を追求するといった漠然としたものにはとどまっていないのである。

第三章 運用監視

この章では、委託する運用機関の投資方針や運

用スタイルについて説明されている。まずアクティブ運用とパッシブ運用の違いが定義された後、株式マネージャー各種の運用スタイルが過去のパフォーマンス・データを添付して詳細に説明されている。例えば企業規模別リターン、成長型インデックスと割安型インデックスのリターンが紹介され、さらに通常はあまり言及されない循環投資やマーケット・タイミング投資、業種別の投資、逆張りやエマージング市場を含めた国際分散投資までコンセプトとリターンが紹介されている。成長型スタイル・インデックスや割安型インデックスのPERやPBR、配当利回り、ROEなどの指標が示されているのも、これらのスタイルを理解するために有益である。なお添付された過去データによると、成長株も割安株もSP500を上回っているが、スタイルのためというよりはSP500自体が大型株ポートフォリオであるためであろう。債券については、信用リスクによる投資と残存期間構成による投資が示されている。我が国の運用機関はこれまで明確な運用方針を確立していなかったと言われる。確固たる投資方針と銘柄の選択基準があってこそ市場は効率的になり、上達者の間のゲームのように、基本的なスタイルのもとで、それぞれの独自性を競い合うことが可能になると思われる。

第四章 代替的な投資対象

代替的な投資対象(Alternative Investment Vehicle)は、「株式、債券、キャッシュといった伝統的な投資対象以外のもので、この投資によって、期待収益率やリスクの特性を高めること」や、「より有利な償還期限のマッチング、より好ましいキャッシュフロー、より広範な分散投資、より安い売買コスト」を実現できる。このような代替的な投資対象には、転換社債やワラントのようなハイブリッド証券、先物・オプションのようなデリバティブ、不動産、国際分散投資や貴金属やエネルギー関連産物のような商品や芸術品や骨董品のような収集品が含

められる。これらを投資対象とする場合には「(1) ファンドのために投資委員会が定めた収益目標に資するリターン・リスク特性を、代替的な投資対象が持っているか否か、(2) 投資委員会は、代替的な投資対象の特性に関する十分な知識を備えているかを検討する必要がある」としている。確かにこれらの投資はわかりにくいものであるし、リスク・ヘッジに使える反面で大きなリスクを抱えてしまう危険性がある。これらの投資に関する説明は簡潔であるが当を得ており参考になろう。国際分散投資のところで、ADRの活用のことまで触れているのも親切である。

第五章 リターンの計測

ここでは、基本的な金額加重収益率と時間加重収益率の説明から始められる。ただ、私としては若干この説明に不満が残る。金額加重収益率と時間加重収益率のそれぞれの意味が十分示されていない。金額加重収益率は運用資産額の大きい期間のリターンに強く引きずられる意味で金額加重であり、時間加重収益率は計算期間の長さにより収益率が直接反映する意味で時間加重である。また、たとえ金額加重収益率であっても事例のように途中キャッシュ・フローは無視されない。ディーツ法や内部収益率法等の説明や、それを月次でリンクさせる現実の計算方法も紹介されているほうが良かったように思われる。本書は全般的に非常に配慮の利いた説明になっているだけに、この章が意外にあっさりしているように感じられた。もっとも幾何平均と算術平均との関係、税金の影響、名目リターンと実質リターン、配当の再投資、運用機関への手数料などに言及しているところは親切である。幾何平均と算術平均の関係はもっと奥が深いのが分かり難くなるのでこのぐらいが適当であるかもしれない。

第六章 リターン・リスクの測り方

リスクはリターンの標準偏差であるが、その具体的な計算方法から説明がされている。また、複数資産ポートフォリオの全体のリスク方法が相関係数や共分散を使って述べられ、分かりやすい(ただし、相関係数の値の説明で一個所不正確と思われるところがある)。このリスクを勘案したリターンの計算方法としてジェンセン測度、シャープ測度、トレーナー測度等が説明される。これらは代表的なリスク調整済みリターンである。しかしながら、私には実務的に3年間程度の評価期間で測定されたトータル・リスクが真のリスクを表すとは言えないように思われるし、回帰式から求められたベータの信頼性はさらに低いように思われる。回帰式のY軸切片であるアルファも、回帰式の決定係数が低くなれば一般に大きくなるがそれはベータによる説明力は低いことを示しているのであって、銘柄選択能力の成果と単純に結論付けるわけにはいかない。パフォーマンスを評価する際に、リスクを勘案することはもちろん大切なことであるが、実務者にはこれらの理論的手法の限界のあることを指摘しなくてはならないだろう。

第七章 ポートフォリオのパフォーマンス

複数の資産で構成されるポートフォリオのパフォーマンスは、資産配分による成果の部分と個別資産における銘柄選択の成果に分けられる。本章では、その資産配分による成果と個別資産による成果を要因分解する方法が具体的な事例を用いて説明される。その説明の仕方は大変丁寧なので分かりやすい。ただ一般的に資産配分の効果は市場の上昇によって自然に生じてしまったものを含むから、短期的な変更の結果をもって運用能力と判断することは慎重にすべきだろう。例えば、ある期間の期末の資産配分と期初の資産配分のどちらが当該期のリターンが高いかを比較するやや皮肉な分析事例があるが、この方法では、その期の市場が

上昇した資産ほど期末のウエイトは上昇することから、どうしても期末の資産配分の方が勝ってしまうのである。また、弊社のユニバースを使って相对比较分析が紹介されている。このようなユニバース比較を長期間トレースしていくと、ベンチマーク・インデックス比較だけではわからない、大切な情報を得ることができる。例えば、短期的には運用機関の平均的な傾向が分かる。金利の低い状況では債券ポートフォリオの残存期間を短めにすることが多く、そこで金利が低下すれば運用機関の平均リターンは市場インデックスに劣後しやすい。また、長期的には運用機関の相対的なリターンの格差は小さくなるのがわかる。期間が長くなってもコンスタントに上位のグループに属している運用機関が、信頼性の高い運用能力を持っていると考えられるだろう。

第八章 株式のパフォーマンス評価

株式のパフォーマンスでは業種区分による要因分析が紹介されている。ファンドのパフォーマンスは業種配分によって左右される部分が大いからである。その上で業種ごとの銘柄選択効果を評価することも分析方法としては有効であろう。ただし、運用機関の運用哲学やポートフォリオ構築プロセスによって、その効果の表れ方は異なるものであるから、スポンサーはその分析を一つの参考資料として利用すべきだが、あまり重視しすぎてはならないと考える。また、時価総額、PER、PBR、ROE等を使った属性分析とユニバース比較が紹介されている。これらの典型的なスタイル指標を用いて分析することは、スポンサーが運用の実状を理解するのに非常に役に立つ。本書ではあまり触れられていないが、本来、運用機関の評価は定性面での評価を重視して行うべきと考える。そこで大切なのは運用機関の運用の実態を理解し、運用機関の説明の妥当性や運用の一貫性を判断することである。そのために、ここで示されるような要因分析や

属性分析を活用するのがよいだろう。

第九章 債券のパフォーマンス評価

株式のパフォーマンス評価に比べて、債券のパフォーマンスを分析する方法はあまり言及されることがない。その点、本書は初めにファボッチーの12種類のリスクを紹介し、その後、信用リスクが説明され、金利リスクの説明では価格式からデュレーションやコンベクシティーまで定義式から詳しく述べられている。AIMRのプレゼンテーションにおけるパフォーマンス計算基準を紹介しているのも適切である。また、債券のパッシブ運用はインデックス戦略とイミュニゼーション戦略であると説明し、債券のインデックス運用の問題点として、市場インデックスに含まれる債券銘柄が多いこと、その一部は流動性が低いこと、償還と新規発行のために常にポートフォリオのリバランスが必要になることをあげている。また、層化抽出法によるポートフォリオの構築方法が紹介されている。一方、アクティブ運用については一般的な運用スタイルの分類がないとしながらも、ウイルシャー・アソシエイツの定量的な分類方法を紹介している。欲を言えば、もう少し米国における債券マネジャーの分類やベンチマーク・インデックスについて述べてもらえれば大変参考になっただろう。

第十章 投資対象としてのミューチャル・ファンド(投資信託)

米国におけるミューチャル・ファンドは、「ここ10年間で2兆ドルもの増加を記録し1995年末時点では投資可能なミューチャル・ファンドの種類は7,000種類、総額2.5兆ドルにのぼる。1993年末時点では約40%が機関投資家によって保有されており、残りの60%が個人に所有されている」。我が国の年金でも投資信託を使うケースが増えつつあるが、本書では、特に規模の小さいスポンサーでは、コストの削減のために効果的であるとその活

用を薦めている。このようなミューチャル・ファンドを理解するのに本書は非常に役に立つ。まずファンドの設立形態について説明し、持ち株証券の所有権利や法制関係にも言及している。次にミューチャル・ファンドの種類と特徴を説明し、次にファンドの利点やリスクを述べている。また、ミューチャル・ファンドを選択する方法を説明し、モーニング・スター社が提供しているスタイル・ボックスと呼ばれるパフォーマンスや属性情報を求めた資料を添付している。著者の指摘するように、特に資産規模の大きくないスポンサーにとって、ミューチャル・ファンドの活用は運用機関のリスク分散のためにも有効である。我が国にも長期投資を前提とする投資信託の充実が期待されよう。

第十一章 ふさわしい運用機関を探す

運用機関の選択は投資委員会にとって重要な課題である。ここでは、運用機関選考委員会と称する下部組織を組成することを推奨している。実際に、例えば年金委員会を想定した場合、そこでの検討事項は、給付制度や財政運営、基本方針等と多岐にわたっており、運用機関の評価選択は専門の下部組織に任せた方が合理的と考えられる。新規採用する場合には、「インベストメント・マネジャーを分類するための基準作りからスタートする」。そして、スポンサーが設定する投資目的や収益目標、ベンチマークにそった運用機関を選択するプロセスに入る。マネジャーの数についてはコストを勘案した上で複数の採用が薦められている。採用の枠組みを決定した上で具体的な選考に入るが、最初に採用候補リストの作成方法が説明されている。「長い目で見れば選別基準としては結局サービスの質、投資哲学の適合性、信頼度合い、コミュニケーションの良さ」であるとしている。興味深いのは、そのコミュニケーションに関して、「運用機関のすべての部署が一貫して優れた業務成績を残さなければならない＝中略＝この業界はかつて嚴重

に規制に守られていたため、そのなごりでなかなかこういった運用機関は見当たらない」と不満を述べている点である。現状、我が国の運用機関がこの面で満足できる水準とは思われないが、一方できめ細かいサービスは本来得意分野であるように思われる。運用報酬についてもサンプルが紹介されている。そして表面に出てこない追加のコストに注意するように警告している。非常に本書らしいのは、運用機関のプロポーザル要求書や、ポートフォリオに関する質問状、面談通知のそれぞれの雛形まで添付していることである。これは大変役に立つであろう。また、AIMRのプレゼンテーションの際に提示するパフォーマンスの表示基準についても丁寧な説明がされている。まさに、我が国でも導入されようとしているところであり良いタイミングである。特に重要なのはコンポジットという仕組みであろう。運用機関は実際のファンドのデータを必ずどこかのコンポジットに含めておき、コンポジットから都合の良いデータだけをプレゼンテーションに用いないというルールである。

第十二章 投資委員会を開催する

最後に、投資委員会の運営について説明されている。これがまた大変懇切丁寧である。まず、開催通知や議事のリスト、運用ヒアリングのポイントがリスト・アップされている。思わず膝をたたいてしまったのは、開催準備として会議室やOHP等の備品だけでなく、それらの作動チェックをすることを推奨し、軽い食物の用意まで気配りしていることである。もう一つ適切なアドバイスであると思

うのは、委員会は前回の委員会の議事録を承認することから始まるべきとしているところである。

以上、章の順を追って述べたが、最後に全体を総括して感想を述べさせていただきたい。

- まず繰り返し述べてきたことだが、著者は実に丁寧にスポンサーに役立つ情報を提供している。すべてのトピックを基礎的なところから解き明かしており、実例がふんだんに盛り込まれている。各章の前書きや最後の要約があるのも親切である。
- そのサービス精神は翻訳者の方にも浸透している。文章の途中にも必要に応じて訳者のコメントが挿入されているが、すばらしいのは訳者の注である。適切であるし非常に分かりやすく書かれている。このような責任を持った翻訳は決して多くないのではないか。
- 不満を強いて言えば、やや定量評価に重点がかかりすぎていると思われる点である。前述したようにリスク調整済みリターンや要因分解等には限界がある。定性的な評価を軸にした総合評価であるべきと考える。またプラン・スポンサーがどこまで評価に手間やコストをかけるかも考えるべきだろう。費用対効果のバランスを考えて選択すべきである。

ともあれ、年金等のプランスポンサーにとって非常に役に立つ労作である。一読されることを推奨したい。

(わたなべ・みきふみ

フランク・ラッセル・ジャパン株式会社)