

第4回 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	資料2
平成22年2月22日	

平成 22年 2月22日

第4回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 資料

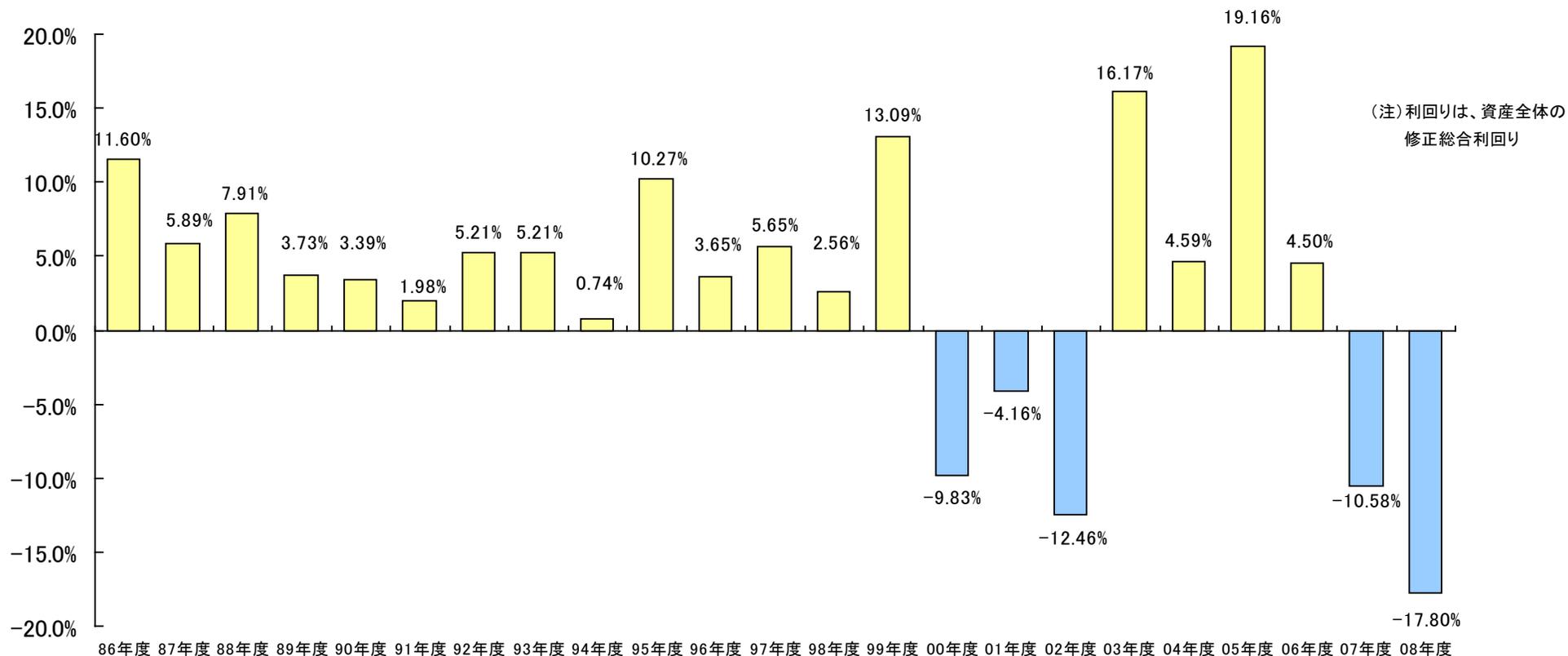
企業年金基金との 投資管理の向上に関する最近の対話から

株式会社 みずほ年金研究所

村上 正人

本資料については説明者の個人的見解であり、所属する組織を代表するものではありません。

わが国の企業年金における平均的な運用パフォーマンスの推移



(出所) 企業年金連合会資産運用実態調査を元に 加工。2003年度までは厚生年金基金、2004年度以降は確定給付企業年金のうち、制度移行後1年以上経過し、かつ、決算月が3月の制度が対象。2005年度以降は適格退職年金を含む。なお、調査対象からの回答数は2008年度で1,307件。

ほぼ、運用規制が撤廃されてからの10年間

上掲の利回りの期間通算
(過去23年間)の平均値

3.06%



上掲の利回りの過去
20年間の平均値

2.25%



上掲の利回りの過去
10年間の平均値

0.27%

過去の企業年金においてアクティブな戦略がリターンに及ぼした影響の確認(1)

■ 過去10年の企業年金の平均的な資産構成の推移

(単位: %)

	国内株式	外国株式	国内債券	外国債券
1999年度	36.5	18.0	38.2	7.4
2000年度	34.0	18.1	37.6	10.3
2001年度	32.0	19.6	38.2	10.2
2002年度	25.9	16.0	46.2	11.9
2003年度	28.2	15.1	46.4	10.3
2004年度	26.8	16.5	44.7	12.0
2005年度	30.8	18.3	39.2	11.7
2006年度	28.0	18.8	40.6	12.5
2007年度	23.5	16.2	47.2	13.1
2008年度	20.3	13.3	53.1	13.3
平均	28.6	17.0	43.1	11.3

(a)

(データ出所) 企業年金連合会ホームページ「資産運用実態調査」より筆者加工
 便宜的に生保一般勘定、転換社債、短期資産、ヘッジファンド等は
 国内債券に含めて計算

■ 過去10年間の市場騰落率の推移

(単位: %)

	国内株式	外国株式	国内債券	外国債券
1999年度	35.5	3.4	2.1	-17.9
2000年度	-24.6	-6.4	4.7	26.3
2001年度	-16.2	3.9	1	8.4
2002年度	-24.8	-32.4	4.3	15.5
2003年度	51.1	24.7	-1.7	0.2
2004年度	1.4	15.7	2.1	11.3
2005年度	47.9	28.5	-1.4	7.7
2006年度	0.3	17.9	2.2	10.2
2007年度	-28.1	-16.8	3.4	0.5
2008年度	-34.8	-43.3	1.3	-7.2
平均	0.8	-0.5	1.8	5.5

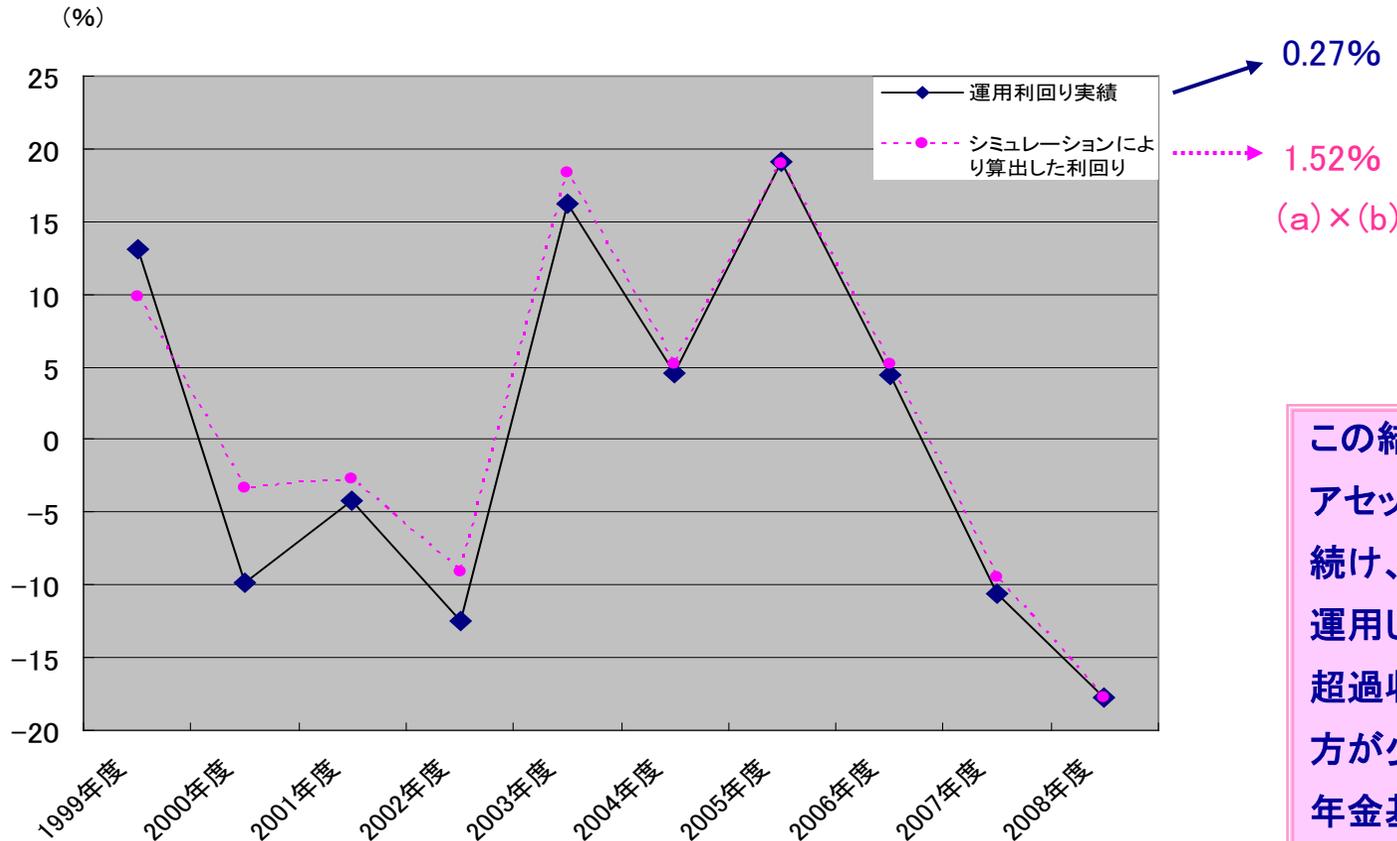
(b)

(データ出所) 下記データに基づき加工
 国内株式: 東証株価指数TOPIX(配当込)
 外国株式: MSCI-KOKUSAI(配当込・円ベース)
 国内債券: NOMURA-BPI(総合)
 外国債券: シティグループ世界国債インデックス(日本を除く)
 ※平均値は算術平均
 ※外国株式、外国債券は為替ヘッジなし

アセットミックスを上掲・左表の10年間の資産構成の平均値(a)で固定し、各年度は資産ごとに右表の市場騰落率(b)どおりの成果が得られたと仮定したら、その結果(c)はどうであったか ⇒ 次頁へ

過去の企業年金においてアクティブな戦略がリターンに及ぼした影響の確認(2)

過去10年間の企業年金の運用利回り実績とシミュレーションによる利回り



各年金基金は、以下のような「アクティブな戦略」を採用して様々な努力を行ってきた

- ① 戦術的アセットアロケーション
- ② 個別資産ごとのアクティブ運用
- ③ 伝統的な4資産に対する代替投資など

この結果から見る限り、10年平均の資産ミックスをコンスタントに持ち続け、各資産においてはパッシブに運用したと仮定した収益率に対して、超過収益を獲得できていたところの方が少ないようである。

年金基金が相当の苦心をしてにもかかわらず、結果としてはあまり報いられていないことが窺われる

年金関係ファンドの過去のパフォーマンスの観察から(1)

- 格付投資情報センター(R&I)社のユニバースにより、年金向け国内株式ファンドのパフォーマンス・データを用いて整理
- 2004年度より2008年度までの5年間の運用報酬控除前データが存在する168本のファンドを対象とした

《対象ファンド 168本の内訳》

- ・アクティブ・ファンド(エンハンスド・インデックスを含む) 149本
- ・パッシブ・ファンド 18本
- ・絶対リターン戦略 1本

～アクティブ運用への期待と現実～

■ ベンチマーク比 プラス/マイナスそれぞれのファンド数 (各年および5年間通算;アクティブ・ファンド 対象149本)

対ベンチマーク	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度
プラス	113 75.8%	115 77.2%	61 40.9%	57 38.3%	35 23.5%
マイナス	36 24.2%	34 22.8%	88 59.1%	92 61.7%	114 76.5%

5年間通算
73 49.0%
76 51.0%

TOPIX (配当込み)	1.42%	47.85%	0.29%	-28.05%	-34.78%
--------------	-------	--------	-------	---------	---------

ファンドのパフォーマンス 単純平均	4.81%	53.73%	-2.76%	-28.31%	-36.87%
-------------------	-------	--------	--------	---------	---------

-6.73%

-6.83%

→ ほぼTOIXと同水準
(僅かに劣後)

(データ出所)原データはR&I社ユニバース、加工はみずほTBとの共同研究にて作成、以下同様

年金関係ファンドの過去のパフォーマンスの観察から(2)

パッシブ／アクティブ戦略ごと、およびアクティブの規模別パフォーマンスについての比較統計データ

■ 5年間通算のファンドのリターンの平均と「散らばり」(＝標準偏差)について

(単位: %)

アクティブ・ファンド (149本)	平均	散らばり
	-6.83	2.22

TOPIX (配当込み)	-6.73
--------------	-------

パッシブ・ファンド (16本)	平均	散らばり
	-6.46	0.15

1000億円以上 (24本)	平均	散らばり
	-6.68	1.43

1000億円未満 (125本)	平均	散らばり
	-6.86	2.34

- ・ この結果で見ると、アクティブ・ファンドがパッシブ・ファンドに勝つのはなかなか難しい状況である
(このデータが運用報酬控除前であることにも注意)
- ・ アクティブ・ファンドのサイズが小さければ、平均の水準には大差なく、リターンの散らばりが大きくなる
(ファンド間の較差が大きくなる)傾向である

年金関係ファンドの過去のパフォーマンスの観察から(3)

5年間の通算成績が上位だったファンド／下位だったファンドはどのような経緯を辿ってきたか？

■ 5年間通算のパフォーマンスが上位のファンドは各年度の順位はどうだったか？

通算順位	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度
No. 001	81	168	117	1	1
No. 002	5	165	134	10	3
No. 003	53	166	118	3	2
No. 004	16	4	94	36	64
No. 005	17	162	3	21	4

TOPIX (配当込み)	1.42%	47.85%	0.29%	-28.05%	-34.78%
--------------	-------	--------	-------	---------	---------

■ 5年間通算のパフォーマンスが下位のファンドは各年度の順位はどうだったか？

通算順位	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度
No. 164	8	155	165	164	23
No. 165	23	167	142	149	89
No. 166	32	68	167	150	90
No. 167	27	94	168	168	19
No. 168	24	91	166	160	154

- ・ どのファンドもリターンが常に上位、常に下位ということはない。
- ・ いずれにしても、各ファンドを評価するためには、運用戦略内容や市場環境等を合わせて分析し、定性評価を重んじることが重要となる。

注) 上表はパッシブ・ファンドも含む全168ファンド中の順位

年金関係ファンドの過去のパフォーマンスの観察から(4)

5年間の最初の2-3年の成績が上位/下位だったファンドは、次の2-3年でどうなったか？

■ 最初の3年間通算のパフォーマンスでファンドを選択すると、次の2年間は……

ファンドのパフォーマンス 単純平均	2004-06年度 (3年間)	⇒	2007-08年度 (2年間)
上位10ファンド	22.20%		-33.50%
※TOPIX (配当込み)	14.57%		-31.50%
下位10ファンド	8.17%		-27.84%

・ 2-3年の収益率の良し悪しだけを見て、ファンドを入れ替えても上手くいかない可能性が高い。

⇒ 場合によっては最悪の
選択となる可能性がある

■ 最初の2年間通算のパフォーマンスでファンドを選択すると、次の3年間は……

ファンドのパフォーマンス 単純平均	2004-05年度 (2年間)	⇒	2006-08年度 (3年間)
上位10ファンド	38.79%		-26.02%
※TOPIX (配当込み)	22.45%		-22.22%
下位10ファンド	19.04%		-19.50%

このように、「過去のパフォーマンスは必ずしも将来のパフォーマンスを保証するものではない」

注)これは、過去に良好な運用成果を収めたファンドであっても、その数値を見ただけで、将来についてどうなるのかを判断することが不可能であることを意味している。3年くらいの実績数値だけで判断するのは極めて危険な行為である。

年金基金におけるアクティブ運用の成功のための条件を考える(1)

年金基金の運用の管理者の専門家としての役割

- ・ 企業年金においては、年金基金の運用の管理者は、「社会通念上要求される程度の注意」を払っただけでは足りず、「管理運用業務に精通している者が、通常用いるであろう程度の注意」を払うこと、すなわち**専門家としての注意義務**が求められている
- ・ 「過去のパフォーマンスが必ずしも将来を保証しない」ことは常識であるとした場合、過去の運用実績数値のみの理由で運用会社やファンドの採用を決定することは、その注意が欠落していたということにもなりかねない
- ・ それゆえ、運用機関選択のためには、**運用実績(Performance)**以外に、**運用哲学(Philosophy)**(付加価値獲得のための方法論)、**運用プロセス(Process)**、**人材(Person/ Professional)**の定性面を合わせた総合評価が重要といわれている ⇒「4つの‘P’」と言われる

・具体的にはどのような視点で吟味することが必要となるか 【例示】

- ① **《市場の機会》** その運用会社がターゲットとしている(超過)収益を得るための市場の機会が継続して与えられ続けるか否か？ それは普遍的なものか？ 理論的、実証的根拠は？ また、リスクは？
- ② **《運用会社の要件》** ①の市場の機会を活かしきって運用成果に具現できる知識・スキルを組織的に有しているか？ 経営者から第一線の担当者までを評価して、それが長く維持され続けるための組織的風土があると判断できるか？

年金基金におけるアクティブ運用の成功のための条件を考える(2)

■ 年金基金として認識しておくべきこと

(概念として)



サミュエルソンの究極の結論は古くから言われているものである。彼はいまでも「幅広く分散投資したポートフォリオを保有しておくことは、夜安心して寝るための良い方法だし、その人のライフサイクルを通じて堅実に貯蓄をする術である」と信じている。……<略>……サミュエルソンは言う。「もちろんベーブ・ルースのように傑出した打者はごく稀にはいる。同じように、長期間にわたって市場平均に勝ち続けるトレーダーもごく稀に、極めて稀にいる。だが、問題は、私もあなたも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、ということだ」。でも、もし見つけることができたなら？「彼らの凄腕を安くは買えない。それに、血眼になって彼らを探すには大変なコストがかかる」。

出所文献)『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(東洋経済新報社)

注)下線は講演者にて記入

エモリー大学のエミット・ゴヤールとスミール・ウォーハルは、およそ3700の企業年金基金について1994年から2003年までの期間で、彼らが外部の投資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。この調査対象となった期間では、その3700基金は総額7000億ドルにのぼる資金を外部の運用機関に委託していた。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。

これらの結果は、オディーンとバーバーの調査でみた個人投資家の場合と本質的には同じであった。「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が実際にもたらした超過収益よりもはるかに大きかったはずだ」。しかも、運用機関の交替に際してかかったブローカー手数料を節約できたはずだ。

「価値を創造する投資」(1)

◎2つの異なる投資スタイル

われわれは、ジョン・メイナード・ケインズの『雇用・利子および貨幣の一般理論』の第12章『長期期待の状態』へ賛辞を寄せてきた。ケインズはこの章で、まったく異なる2つの投資スタイルを明確に区別した。1つは真正の長期投資、すなわち価値を創造する投資であり、新しいテクノロジーとイノベーションを具現化し、新規雇用と新しい富を生み出すものである。もう1つは短期の“美人コンテスト”投資であり、すでに存在している富の一部を、疑うことを知らない大衆の懐から営利の金融サービス業界の手へと、高い手数料という形で移転させるものである。ケインズの40年後、ドラッカーは『見えざる革命』のなかで、ケインズと同じ見解を示している。

今日、この“美人コンテスト”投資は30年前あるいは70年前と同じように健在である。これは、営利の金融サービス業界がもつ影響力とマーケティング力を反映したものである。過去30年の間に、機関投資家(年金ファンドなど)市場のシェアが幾分低下した一方、リテール(ミューチュアルファンドなど)市場が爆発的な成長を遂げた。そのため、伝統的なゼロサムゲームの“アクティブ”運用サービスは引き続き十分に割の合うビジネスであり続けている。

……<以下、略>……

出所:キース・P・アムバクシア著、野村総合研究所・野村証券・野村アセットマネジメント共訳『年金大革命』(きんざい) 注)下線は講演者にて記入

「価値を創造する投資」(2)

～過去20年間の市場騰落率の推移～

■ 主要資産の過去20年間のベンチマーク騰落率推移

(単位: %)

	国内株式	外国株式	国内債券	外国債券
1989年度	-23.1	43.1	-4.2	32.0
1990年度	-10.9	-2.7	8.6	1.3
1991年度	-27.4	3.4	12.0	5.1
1992年度	1.9	-4.6	9.9	-2.8
1993年度	10.1	-0.9	7.5	-6.2
1994年度	-15.6	-5.2	6.7	-7.4
1995年度	26.0	56.7	6.5	35.3
1996年度	-15.4	39.5	6.7	21.6
1997年度	-8.0	51.8	4.7	15.5
1998年度	2.2	0.1	2.9	-3.6
1999年度	35.5	3.4	2.1	-17.9
2000年度	-24.6	-6.4	4.7	26.3
2001年度	-16.2	3.9	1.0	8.4
2002年度	-24.8	-32.4	4.3	15.5
2003年度	51.1	24.7	-1.7	0.2
2004年度	1.4	15.7	2.1	11.3
2005年度	47.9	28.5	-1.4	7.7
2006年度	0.3	17.9	2.2	10.2
2007年度	-28.1	-16.8	3.4	0.5
2008年度	-34.8	-43.3	1.3	-7.2
平均(直近20年間)	-2.6	8.8	4.0	7.3
平均(直近10年間)	0.8	-0.5	1.8	5.5

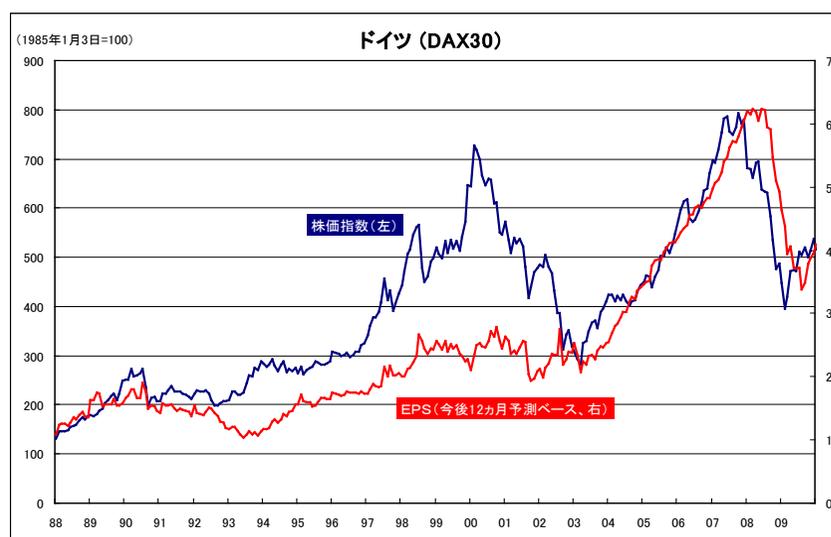
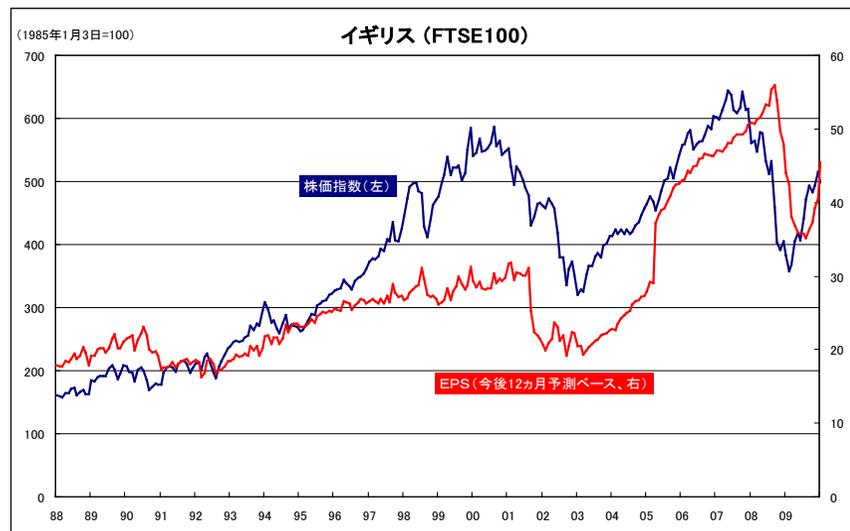
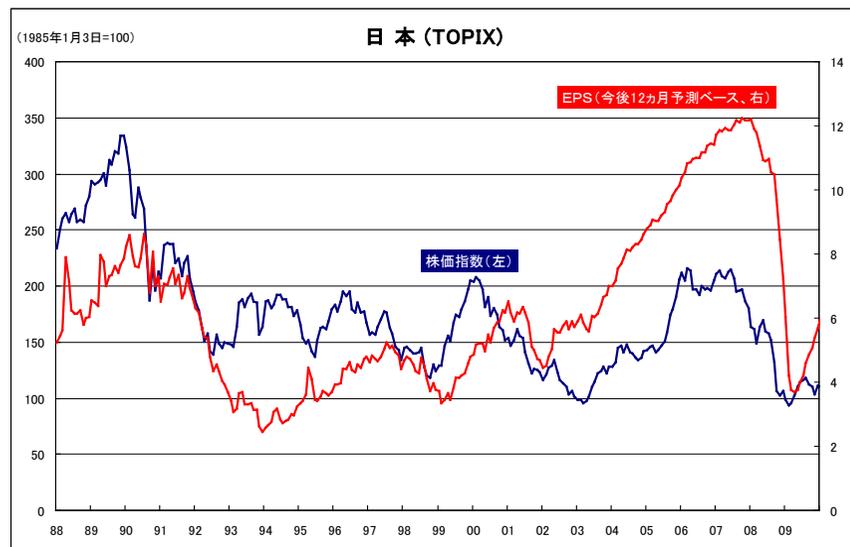
◎ 株式投資は、本来はリスク資本の提供にあたり、それによって価値が創造される投資であると考えられるが.....

公的年金、企業年金とも本格的な有価証券運用を始めて20余年になるが、その間、わが国の株式市場はその投資に全く報いて来なかった

→ なぜ、わが国の株式市場が20年以上にわたって投資家にリターンをもたらしてきていないのかの認識を共有しておくことは、今後の投資を考える上でも重要。

(データ出所) 下記データに基づき加工
 国内株式: 東証株価指数TOPIX(配当込)
 外国株式: MSCI-KOKUSAI(配当込・円ベース)
 国内債券: NOMURA-BPI(総合)
 外国債券: シティグループ世界国債インデックス(日本を除く)
 ※平均値は算術平均
 ※外国株式、外国債券は為替ヘッジなし

企業ファンダメンタルズと株式投資収益率(1) ~過去約20年間の予想1株あたり利益(EPS)と株価



注) 利益はIBESによるアナリスト予想のコンセンサスを使用

企業ファンダメンタルズと株式投資収益率(2)

■ 2009年12月末と21年前(1988年12月末)との株式関連指標の比較 ~先進4か国

~

	日本		アメリカ		イギリス		ドイツ	
	1988年12月	2009年12月	1988年12月	2009年12月	1988年12月	2009年12月	1988年12月	2009年12月
株価	1.00	0.40	1.00	4.26	1.00	3.03	1.00	3.17
EPS (1株あたり利益)	6.04	5.68	15.26	43.35	17.83	40.55	13.64	39.58
同 '88年比(倍)	—	0.94	—	2.84	—	2.27	—	2.90
PER (株価収益率)	46.30	19.63	10.46	15.68	9.12	12.70	13.01	13.59
同 '88年比(倍)	—	0.42	—	1.50	—	1.39	—	1.04
PBR (株価純資産倍率)	4.72	1.24	1.88	2.21	1.80	2.16	2.21	1.65
ROE (株主資本利益率)	10.19	6.34	17.99	14.11	19.72	16.99	16.99	12.15

【日本】

$$0.40 = 0.94 \times 0.42$$

注1) 株価については1988年12月末=1として指数化。(配当は含まず)

用いた株式ユニバースは、日本:TOPIX、アメリカ:S&P500、イギリス:FTSE100、ドイツ:DAX30。

注2) 利益についてはIBESデータによるアナリストの12ヶ月予想値のコンセンサス。

【留意事項】 ・ ①**株価(の変化) = ②EPS(の変化) × ③PER(の変化)**

⇒ PERが安定していればEPSの増加率によって株価上昇率がほぼ決定

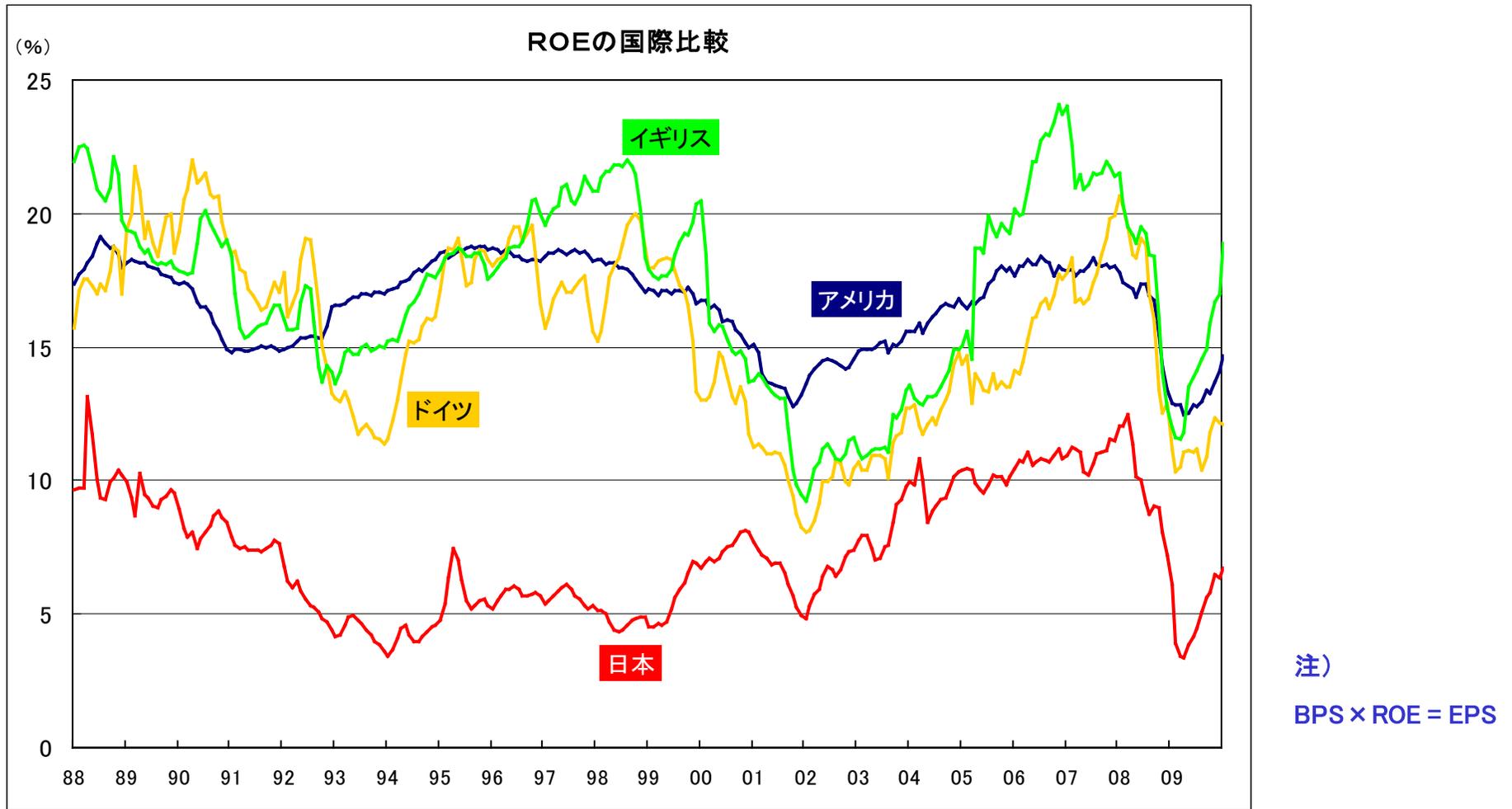
・ わが国の株式市場に期待が持てるようになるためには、企業群の資本効率の向上が必須

⇒ 国の経済政策やコーポレート・ガバナンスの議論とも深く関連

→ 上場企業群が国際競争力を高め、資本効率を向上させるための戦略を打ち出せるか

企業ファンダメンタルズと株式投資収益率(3)

■ 過去20余年の株主資本利益率(ROE)の推移比較 ~先進4か国~



注) 利益はIBESによるアナリスト予想のコンセンサスを使用

企業ファンダメンタルズと株式投資収益率(4)

■ 日本市場における株式のリターンとリスクの観察

TOPIX銘柄を、リスク*が低かった方から順に並べ(毎月並び替えてリバランスを実施)、銘柄数で5分位に分けていった時、それぞれの分位ごとの約15年間のリターン実績

注)*みずほTBのファクターモデルによる推計リスク(BARRAと類似)

	(年率:%)				
	分位1	分位2	分位3	分位4	分位5
実績リスク	11.9	< 16.6	< 20.2	< 24.8	< 34.2
実績リターン	1.5	< 2.2	< 3.1	> 2.0	> 1.5

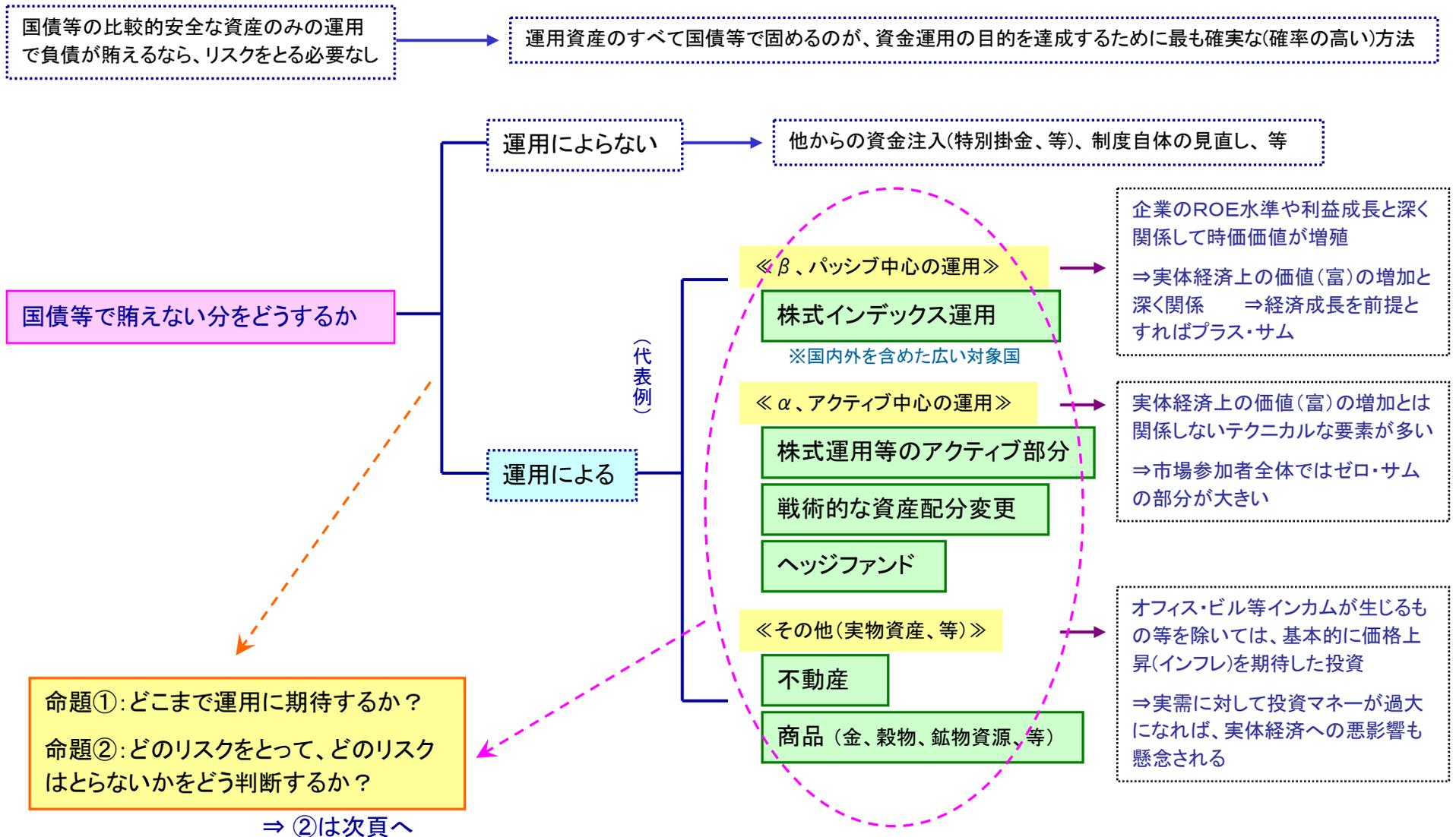
データ)1994年3月~2009年10月の月次リターンにより作成

【期待と異なり、リスクに見合うリターンをもたらさなかった銘柄が多かった分位】

このゾーンの銘柄を観察すると、以下のような銘柄の比率が相対的に多い

- ①上場期間(10年以内)の短い銘柄
- ②実績ROEが▲20%未満の銘柄
- ③今期の予想ROEが50%以上の銘柄

基本ポートフォリオの意思設定をサポートするためのチャート ~合意形成を導くために~



前頁の補足説明

◎前頁の運用による部分の選択については、次のような点を勘案の上、行っていく必要があると思われる

《基本的な視点》

年金基金の運用業務に携わる理事等に求められている専門家としての「注意義務」に照らして考察したとき、リスクに見合うリターンが期待でき、運用目的の達成可能性をより高めるのはどのような方法か（選択および組合せ）。それをどのような根拠を持って語れるか。

※ さらに留意点を具体化してみると……

- ① そのプラスのリターンを期待している投資方法が、理論面、実証研究面および実践面からして、普遍性ないしは再現可能性の高い方法であることを、根拠を持って説明できるか
- ② 事前および事後にリスク、コストの詳細を把握しながら運営することが可能か
- ③ 巨額で社会的・公共的性格を有した資金としての社会的責任や諸制約をクリアできる投資方法か
- ④ その投資方法を成功させる可能性を高めるために年金基金側に必要な組織・体制・人材等を揃えられるか
- ⑤ リスク負担者および年金関係者の理解およびコンセンサスが得られるか

企業年金基金との対話から（1）

【1】世の中の経済的価値（富）の増加と関係する投資／関係しない投資

- ・ 伝統的資産のアクティブ運用や、ヘッジファンドにおける裁定やマーケット・タイミング等を利用した戦略は、基本的にゼロサム・ゲームである要素が大きい
- ・ 裁定取引等のアクティブな運用は、資本市場の適正な価格付けに貢献すると考えられるが、取引量が過大になりすぎると市場のボラティリティを増加させる要素となる
- ・ 新分野、新商品については、それが価値またはキャッシュフローを生む源泉は何か、どのように伝統的資産の分野とは異なったリスクを有しているか、またそれをどのように管理できるか等を全て明らかにした上で、投資の是非を判断していかななくてはならない

◆ [ご参考] 投資リターンのもとの源泉についての概念的な整理

投資対象	収益の源泉	備考
・ 株式投資の基本部分	企業活動による経済的価値創造	・ 長期的には投資先企業の利益成長等に見合ったリターン
・ 債券投資の基本部分	予め約束された元利金の支払い	・ 債券の発行体が約束した元利金のキャッシュフローがベース
・ 株式・債券投資等におけるアクティブ部分 ・ ヘッジファンドの大部分	運用戦略、技法（裁定、タイミング、等）による[超過]収益の獲得 → 運用のアルファ(α)追求部分	・ 運用会社やマネージャーの技量等によるもの → 実体経済上の価値創造とは無関係なものが大部分
・ (建物を除く)土地 ・ 原油、貴金属、等	希少性および需給バランスの変化	・ 経済が成長していれば、それに見合って価格の維持・上昇が見込まれる可能性が高い(但し、代替が進む財もあり)

企業年金基金との対話から（2）

【2】国内株式への投資を今後どう考えていくか

- ・ 株式投資の基本的な部分は、投資家が資本市場を通じてリスク資本を提供することにより、それが企業によって活用され、世の中で新たな価値の創造が行われるのに貢献するはずの投資である
- ・ わが国の年金が株式投資を本格化して20年以上になるが、この間、全く国内株式への投資が年金運用の利回りに寄与してこなかった要因を冷静に考えて、これからの判断に活かすべき
- ・ 株式投資においてホームカントリー・バイアスの是正が議論になっているが、特に将来的な見通しとしてわが国企業群の資本効率が上がらないならば、より調整を考える必要性が増してくる
- ・ コーポレート・ガバナンスの議論で、個々の議案への賛否がどのように企業価値・株主価値の向上に結びついていくのかを判断するのは大変難しいことであるが、わが国の企業群に対して資本効率向上を求めるメッセージは発していく必要があるのではないか。それでない、株価上昇は見込めず、年金財政は苦しいままで、年金加入者・受給者も報われない可能性がある

企業年金基金との対話から（3）

【3】年金基金がアクティブ運用で成功するためには

- ・「年金基金としてのアクティブ運用の成果」は、「年金基金におけるファンド選択の成果」×「ファンドの運用成果」であることをよく認識する必要がある。
- ・運用報酬控除後で、アクティブ運用がパッシブ運用に勝つ確率はかなり低い。そのことは、ファンド規模等にも関係なく共通である。
- ・過去のパフォーマンスは必ずしも将来のパフォーマンスを保証しない。そのために、ファンド（運用会社）選択時には定性評価を合わせて行うことが大事とされているが、それを合わせた総合的な評価でファンドを選び抜くことも、極めて専門知識が必要で大変難易度の高いことであることを認識してかかる必要がある。
- ・年金基金がアクティブ運用で成功するためには、年金基金の側もそれを選択・採用し運用管理を行っていくのに相応しい説明可能な考え方（哲学・理念）、組織体制、意思決定プロセスおよび管理手法等を確立していかないと難しいと考える。いずれにしても、難しいことにチャレンジして可能性を高らしむるような説得力のある備えをすることが重要である。

企業年金基金との対話から（４）

【４】年金基金が受託者としての責任、専門家としての注意義務を果たしていくためには

- ・ 年金基金が充実した投資管理を行っていくために、前提として重要なことは、安全資産への運用だけでは年金制度の要求する収益水準に不足が生じる部分について、どのようなリスクを覚悟してやっていくかを、年金関係者が共有しておくことである。特に、リスク負担者との認識が一致していることが大切である。そうでないと、適正な評価・議論が行われなくなる可能性が大きくなる。
- ・ アクティブな運用を行うことは、勝算が悪いことへのチャレンジになるので、その勝算を高くするための合理的な仕掛け（前述【３】参照）が必要である。そのような備えをせずに、その時々感覚や雰囲気だけで徒にアクティブ運用を行うことは、場合によっては受託者としての責任も問われかねない。
- ・ 年金基金が専門家としての注意義務を果たさなければならないことを法令上求められていることに照らせば、年金基金自身が個々のアクティブ戦略の理論的な根拠や実証検証結果、および運用会社の年金資産運用に臨む姿勢等をよく吟味し、それらに照らして運用戦略の普遍性やパフォーマンスの再現性をどのように判断したか等について記録を残していく必要があるのではないか。
- ・ 上記のことが年金基金として確立できなければ、次善の策としてはパッシブ運用の選択となろう。

企業年金基金との対話から（5）

【5】ベンチマークの見直し余地や国内株式の投資ウエイトについて

- ・ 国内株式のベンチマークとしてTOPIXが偏重されているが、果たしてそれでよいか。もっとベンチマーク同士が切磋琢磨していく状況を作り上げた方が良いのではないか。
- ・ 世界的な経済のグローバル化、企業のグローバル化が進展している現在、新興国を含めたワールド・ワイドなベンチマークを採用して、それを基準に各国への投資を考えていくべき時期に指し掛かっているのではないか。
- ・ 現在、「ホームカントリー・バイアスの見直し」という国内と海外の投資比率の問題が議論となっているが、わが国をワールド・ワイドな基準に対してオーバーウエイトしておくためには、それなりの合理的な理由が必要となるだろう。期待リターンの上からのみ言及すれば、わが国企業群の資本効率（資本利益率やEPS成長率など）が世界の平均以上になる見通しがなければ、オーバーウエイトする理由が乏しいということになる。
- ・ 一方で、海外の株式投資、特に新興国への投資については、わが国や他の先進国にないリスクが存在する可能性があることも、よく認識してやっていく必要がある。

企業年金基金との対話から（6）

【6】その時々「相場観」「市場見通し」等に流されて雰囲気判断してしまうことリスク

- ・「経済見通し」の結果に対する実証的検証からすると、政府や各経済研究所等の専門機関の見通しも、長期的にはなかなかそれらの全機関の見通しの平均値に勝てていないという結果が出ている。特に景気の転換点や急な回復・落ち込み時期は外れてしまう傾向にある。そのような将来の経済見通しを前提として「株式市場見通し」を行うと、さらに複雑なことになる。
- ・現在の市場価格には、市場参加者の将来に向けた期待（リターンおよびリスク）のコンセンサスが相当程度、反映されていると考えられる。将来、その期待されていたことがそのまま起きただけでは市場は大きな反応を示さず、むしろ現在予期できていなかったことが将来起こることによって市場参加者のコンセンサスが変化するとき市場が大きく変化すると考えるべきではないか。
- ・現在において、新興国のPBR等の指標が先進国に対して非常に高いのも、それらの国々の将来の成長に対する投資家のコンセンサスがかなりの程度、既に市場価格に織り込まれていると考えられると理解できる。

※MSCI All Country World インデックス(新興国を含む45か国が対象)ベースのPBR:全体平均1.9倍、中国2.7倍、インド3.8倍(2009年12月末時点)

企業年金基金との対話から（7）

【7】責任投資原則(PRI)についての考え方

- ・ 当原則の冒頭では、機関投資家が「受益者のために長期的視点に立ち最大限の利益を追求する義務」を負った存在であることを認め、「受託者責任に反しない範囲」で当原則へコミットしていくことを謳っている記述がある。このことからして、投資によって将来期待されるキャッシュフロー見通し等の経済的利益と、EGSの観点との両面からの吟味が重要になると考えられる。
- ・ 年金資産全体の中で部分的にSRIファンドのようなものを採用することが、必ずしも当原則の主旨に適っているとは言えず、むしろ年金資産全体の運用方針や委託する運用会社が個別銘柄の選択をする企業評価の意思決定プロセス全般の中に、EGSの観点が要素として盛り込まれていることの方がより大切であると考ええる。
- ・ 当原則の趣旨を踏まえた上で、年金基金が効率運用を行って可能な限り健全な財政運営を目指すことは、その社会的責任からしても重要なことである。さもないと、年金受給者・加入者からの負託に応えることができなくなる。

- ◎ 前頁まででご紹介した最近の企業年金基金との対話【1】～【7】においても、GPIFも共通に課題にすべき点が多く含まれていると考えている。さらに、国家的でより公的な性格に鑑み、次のような点も課題となると思われる。
- (a) 現在の年金基金としての体制は、国民からの大きな負託に応えるのに十分な体制か。受託者責任、専門家としての注意義務を果たし切れる体制かということに対して、吟味が必要。その上で、より積極的に運用市場の拡大や運用戦略を拡大を行っていくためには、類似のことを行っている諸外国の公務員年金等の運用体制を参考に、それに相応しい体制の充実を行うべきであろう。体制充実と運用拡大は不可分の議論である。もしも、十分な資源投入なくしてGPIFにそれを求めれば、受託者責任、注意義務に反することを強いることにもなりかねない。
 - (b) 運用に関わる重要事項を審議する運用委員会の委員の方々が、多忙な外部者の構成でよいか。専門家が四六時中、携わっていても難易度の高いことを行っている訳だから、常勤の専門家中心に委員会運営は行い、必要に応じて特定の案件について外部有識者に意見を聞く仕掛けとする方が、より相応しいのではないか。
 - (c) 一定割合を株式等に運用しているので、単年度の決算においてはマイナスとなる年度が出現することも必然的に起きることであり、そのような変動があっても確率的にみて中長期的には年金制度の要求する収益率が確保できる可能性が高いアセットミックスを選択していることを、予め分かり易く、広く国民に説明してコンセンサスを得ておくべきではないか。単年度の説明は、想定されるブレの範囲に収まっている点をよく説明することが重要となる。そのようなことが世の中に広く理解されないと、さらなる積極運用でリスクをとっていくことが適わなくなる。

- (d) 最終的なリスク負担者は国民になるのであるから、より積極的な運用を行っていくためには、リターンへの期待だけでなく、①それがどれだけ難しいチャレンジであるのか、②そのために追加的に受け入れる具体的なリスクの種類や大きさやそれらへの対処法 ③GPIFがそのようなことにチャレンジをして勝算がある可能性、根拠、前提 ④想定範囲を超えて悪い結果に終わった場合の、GPIFにそのようなことを求めた側と運営した側の具体的な責任の取り方、等々を国民に予め説明してコンセンサスの得られるものでなくてはならないのではないかと考える。
- (e) 過去20年以上にわたって年金の利回りに寄与してこなかった国内株式への投資を今後どう考えておくかは大きな課題と思われる。これは、どのように上場企業群に資本効率の向上を強く求めていくか、またグローバルな観点を含めてわが国の企業群が生き(勝ち)残っていけるような環境をどう整えていくかという、コーポレート・ガバナンスの問題や国としての経済政策の問題とも大いに関係する課題である。わが国の企業群の資本利益率やEPSが改善していかないのであれば、株価上昇は見込めず、わが国企業群は、ますます他国の企業群とのリターン較差や時価総額較差が大きくなため、年金も必要以上に国内株式にウエイトをかけておく必然性が乏しくなる。このまま投資を続けていても年金財政が苦しくなる他、マクロ的に見れば国全体の富の増加もあまり期待できず、(法人)税収も増えず、個人所得も伸びず、という何重苦にも及ぶ事態となる。このことは、大きな課題として広く共有して検討していく必要があると思われる。

(f) 株式投資については、ワールド・ワイドなインデックスを基準とした運用を検討する時期にさしかかっていると思われる。新興国への投資についても all or nothing の議論ではなく、投資対象となる候補は広くリサーチした上で、各市場に対する期待リターンとリスク、あるいはコスト、インフラ等の多面的な検討を行って、リスクや投資管理上も許容できる範囲内で効率的なポートフォリオを選択していくような意思決定を行えばよいのではないか。その際、例えば、MSCI All Country World インデックスで見ると、過去9年間の新興国の月次リスク(標準偏差)は先進国の6割以上大きな水準 (BRICs平均 36.1%、日米英独仏平均 21.9%; 年率) であり、リターンが高い代わりに短期的にはそれだけブレを許容しなければならないことには注意を要する。他でリスクを抑えることなく新興国投資を増やせば、従来以上に単年度決算のブレを増加させる要因になり得る。また、先進国にはない制度的なリスクや、有事の資産保全の問題等についてもどのように対処するのかの整理・合意形成が必要と思われる。

ご参考資料：GPIFと平均的な企業年金の資産ミックスとの属性比較

■ 過去20年間の市場騰落率 <A>

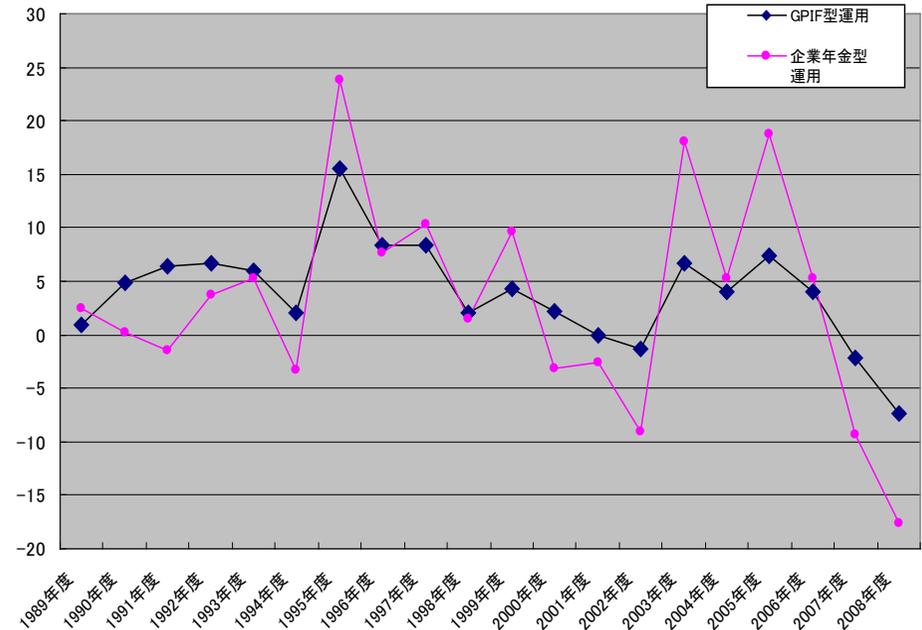
(単位: %)

年度	国内株式	外国株式	国内債券	外国債券
1989年度	-23.1	43.1	-4.2	32.0
1990年度	-10.9	-2.7	8.6	1.3
1991年度	-27.4	3.4	12.0	5.1
1992年度	1.9	-4.6	9.9	-2.8
1993年度	10.1	-0.9	7.5	-6.2
1994年度	-15.6	-5.2	6.7	-7.4
1995年度	26.0	56.7	6.5	35.3
1996年度	-15.4	39.5	6.7	21.6
1997年度	-8.0	51.8	4.7	15.5
1998年度	2.2	0.1	2.9	-3.6
1999年度	35.5	3.4	2.1	-17.9
2000年度	-24.6	-6.4	4.7	26.3
2001年度	-16.2	3.9	1.0	8.4
2002年度	-24.8	-32.4	4.3	15.5
2003年度	51.1	24.7	-1.7	0.2
2004年度	1.4	15.7	2.1	11.3
2005年度	47.9	28.5	-1.4	7.7
2006年度	0.3	17.9	2.2	10.2
2007年度	-28.1	-16.8	3.4	0.5
2008年度	-34.8	-43.3	1.3	-7.2
算術平均	-2.6	8.8	4.0	7.3
標準偏差	25.4	26.2	4.0	14.0

■ シミュレーションで求められた収益率 <C>

(単位: %)

年度	GPIF型運用	企業年金型運用
1989年度	0.9	2.5
1990年度	4.9	0.3
1991年度	6.3	-1.5
1992年度	6.7	3.7
1993年度	5.9	5.3
1994年度	2.0	-3.3
1995年度	15.5	23.9
1996年度	8.4	7.6
1997年度	8.4	10.3
1998年度	2.1	1.5
1999年度	4.3	9.6
2000年度	2.2	-3.1
2001年度	0.0	-2.6
2002年度	-1.3	-9.0
2003年度	6.6	18.1
2004年度	4.0	5.3
2005年度	7.4	18.8
2006年度	4.0	5.2
2007年度	-2.1	-9.4
2008年度	-7.4	-17.6
算術平均	3.9	3.3
標準偏差	4.8	10.0



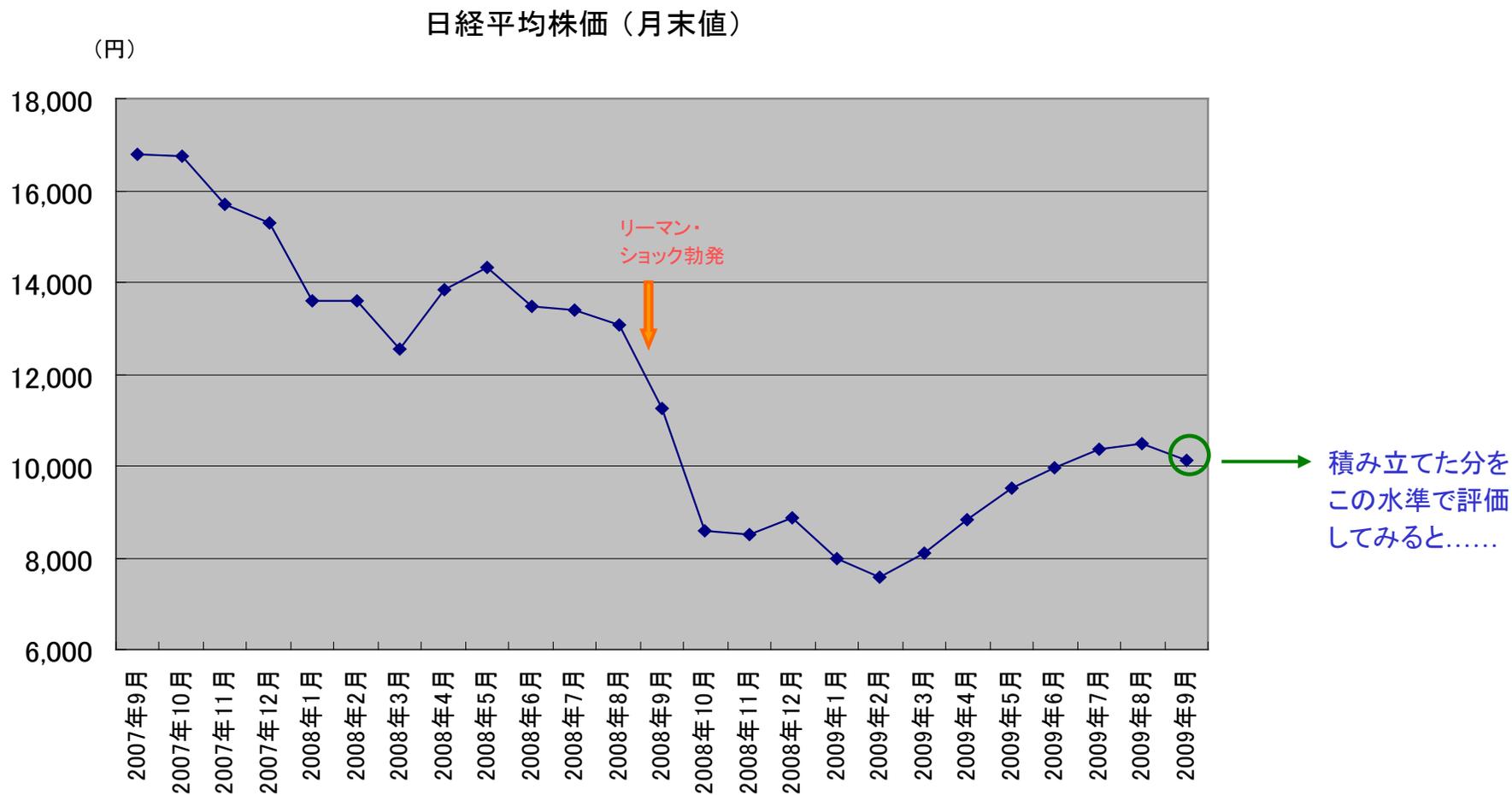
■ アセットアロケーション

(単位: %)

	国内株式	外国株式	国内債券	外国債券
GPIF型	11.0	9.0	72.0	8.0
企業年金型	28.6	17.0	43.1	11.3

事例研究:ドルコスト平均法による積み立てのシミュレーション①

【例題】DCのように毎月コンスタントな積み立てを行っていた場合、リーマン・ショックを挟んだ前後1年の2年間で、(A)株式投資を継続した場合 と (B)新規積立を一時的に定期預金に避難した場合では、結果はどうなったか。



事例研究:ドルコスト平均法による積み立てのシミュレーション②

<シミュレーション前提条件>

- 2年間にわたり毎月末に1万円を積み立てる
(2007年9月～2009年8月)
- 積み立て方法は次の2とおりのパターン
 ケースA: 国内株式インデックス・ファンドに
2年間継続して投資
 ケースB: 最初の1年目はケースAに同じ。
リーマン・ショック勃発後の2年目
からは積み立の対象を定期預金
(年利率0.36%)に変更。
- 運用手数料等のコストは無視する
- 2つのケースによる財産額を、2009年9月末
時点で評価する

時点(月末)	日経平均株価 (円)
2007年 9月	16,785.69
2007年 10月	16,737.63
2007年 11月	15,680.67
2007年 12月	15,307.78
2008年 1月	13,592.47
2008年 2月	13,603.02
2008年 3月	12,525.54
2008年 4月	13,849.99
2008年 5月	14,338.54
2008年 6月	13,481.38
2008年 7月	13,376.81
2008年 8月	13,072.87
2008年 9月	11,259.86
2008年 10月	8,576.98
2008年 11月	8,512.27
2008年 12月	8,859.56
2009年 1月	7,994.05
2009年 2月	7,568.42
2009年 3月	8,109.53
2009年 4月	8,828.26
2009年 5月	9,522.50
2009年 6月	9,958.44
2009年 7月	10,356.83
2009年 8月	10,492.53
2009年 9月	10,133.23

◇ (ご参考) 平均株価
 前半 '07/9～'08/8 14,362.70
 後半 '08/9～'09/8 9,169.94
 通算 '07/9～'09/8 11,766.32

(単位:円)

積み立て額	ケースAの シミュレーション	ケースBの シミュレーション
10,000	6,037	6,037
10,000	6,054	6,054
10,000	6,462	6,462
10,000	6,620	6,620
10,000	7,455	7,455
10,000	7,449	7,449
10,000	8,090	8,090
10,000	7,316	7,316
10,000	7,067	7,067
10,000	7,516	7,516
10,000	7,575	7,575
10,000	7,751	7,751
10,000	8,999	10,036
10,000	11,814	10,033
10,000	11,904	10,030
10,000	11,438	10,027
10,000	12,676	10,024
10,000	13,389	10,021
10,000	12,495	10,018
10,000	11,478	10,015
10,000	10,641	10,012
10,000	10,176	10,009
10,000	9,784	10,006
10,000	9,658	10,003

⇒評価時点

合計
240,000

毎月ごとに積み立てた1万円が
いくらになったかを総合計したも
のが評価時点での資産時価額

◆ 2009年9月末時点

資産時価額	219,847	205,628
評価損益率	-8.4%	-14.3%

◎ ケースAは日経平均株価が11,060円になれば評価損を解消。ケースBの損益分岐点はそれよりずっと高い。

◎ DB年金で基本アセットミックスに対してリバランスを行ったかどうかで、限界的には本例のケースA or ケースBと同類の効果が生じている可能性あり。

ご参考資料：所有者別持株比率の推移(日米比較)

◆ 日本 ⇒ どのようなセクター将来のリスク資本を担うようになるのか？

(単位:社、%)

年度	政府・地方公共団体	金融機関	都銀・地銀等	信託銀行		生命保険会社	損害保険会社	その他の金融機関	証券会社	事業法人等	外国人	個人・その他	
				投資信託	年金信託								
													1986
1991	0.6	44.7	16.3	9.7	3.2	1.0	13.2	4.0	1.6	1.5	24.5	5.4	23.2
1996	0.5	41.3	15.1	10.8	2.0	2.3	10.9	3.4	1.0	1.1	23.8	9.8	23.6
2001	0.4	36.2	9.4	16.6	2.7	4.9	6.7	2.7	0.7	0.8	23.2	13.7	25.9
2006	0.2	24.6	3.7	14.4	4.0	2.9	3.8	1.7	1.0	1.8	23.6	25.4	24.4

(注)1996年までは単位株ベース。2001年からは単元株ベース。

注)日本の場合、「年金」は信託銀行や生命保険会社等の名義に混在

(出所) 東京証券取引所

◆ 米国 ⇒ 印を合計すると 90.7%

(単位:%)

年末	地方政府	銀行等	投資信託	年金	保険会社	証券会社	外国人	家計
1986	0.0	0.3	6.3	25.1	5.1	0.7	6.8	55.7
1991	0.1	0.3	6.8	24.8	4.7	0.3	6.0	56.9
1996	0.5	0.2	14.8	22.1	5.4	0.4	5.7	51.0
2001	0.6	0.2	19.3	21.0	6.4	0.6	9.4	42.5
2006	0.5	0.3	26.4	22.5	7.6	0.9	11.7	30.1

(出所) FRB: Flow of Funds Accounts

表題の式は、わが国の過去20余年の株式市場の推移をシンプルに表現したものである。これについての解説に入る前に、わが国の年金運用の歴史について触れておきたい。

わが国の企業年金は長期国債利回りが初めて6%を下回った1985年頃を境に、貸付金や長期保有の債券中心の運用から、国内外の株式・債券を中心としたポートフォリオ運用へと転換した。また、同じ時期である1980年代後半に公的年金の市場運用も開始され、この市場運用部分については企業年金と類似のポートフォリオを組むようになっていった。すなわち、企業年金も公的年金も有価証券運用を本格的に始めておおよそ四半世紀の時を経たことになる。しかしながら、この間、最も期待をかけて相当なウエイトを投資し続けてきた国内株式は、通算するとゼロまたはマイナスの寄与しかしてこなかった。結果的には、年金資産全体の何割かの部分は無駄な投資に終わったのである。いったい、何故、そのような事態が長く続いてきたのであろうか。

「株価」は、「1株あたり利益(EPS)」と「株価収益率(=株価÷1株あたり利益;PER)」の積に分解される。これは非常に単純な恒等式である。そして、「株価の変化」は、「EPSの変化」と「PERの変化」で説明されるということになる。(但し、配当はこの中には含まれていない。)

ここで、表題の式に戻って解説することにしたい。式にある3つの数値は、左から順に1988年12月末=1とした時の、2009年12月末の株価、EPS、PERの値を表している。(ここで用いたEPS、PERの利益データは巷のアナリストたちによる1年先までの予想の平均値を用いているが、予測値を使うにしても実績値を使うにしても説明の流れは変わらない。)本来は21年前との比較で企業の1株利益がどれだけ成長し、それが株式市場の上昇にどのように寄与したかを説明する基本式であるはずのものが、わが国ではなぜこれだけ大きく下落したのかを説明することになってしまう。

すなわち、わが国上場企業群の1株あたり利益(EPS)の水準は0.94倍ということで、21年前と比べて成長していないばかりか、むしろマイナスとなっている。EPSが増えないのだから、株価が上がらなくても当然と言えば当然である。ちなみに、他の先進国のEPSは同じ期間で、アメリカ2.84倍、イギリス2.27倍、ドイツ2.90倍というように、おおよそ2.3～2.9倍となっていて、株価もそれにつれて上昇している。また、一方のPERについては、21年前の先進国が10倍前後の水準であったのに対し、わが国は50倍近くの際立って高い水準にあった。それが大きく調整を続けてきて、ようやく先進国並みの水準に近づいたのが0.42という数値に表されている。このEPSとPERという2つの要因で、現在の株価が21年前の4割程度の水準にしかないことが説明されてしまうのである。

そのような過去の投資の結果については取り戻せるものではないが、その要因を把握して冷静に受け止めておく必要がある。それが、投資にとって最も肝腎な将来のことを考えるのに結びつくからである。わが国の株式市場が上昇するのかどうか。それは、相当程度の調整が行われてきたPERが安定するという前提で考えれば、今後はEPSの伸びにかかってくるのが、先ほどの恒等式からして明白になろう。すなわち、わが国の上場企業群が資本効率を高めて1株あたり利益を増やしていくことができるかということである。

現在、長期にわたり人口減少が見込まれる中で、わが国の将来の成長を疑問視する声が多くなっている。しかしながら、企業活動は国境の無いものであり、新聞報道等でも主要上場企業が国内で上げている利益は全体の中でも一部分であることが窺い知れる。世界に眼を向ければ、そこには20億の人口増加見込みと、暮らし向きを向上させたい多くの人々のエネルギーがある。

いつの時代にも、国の将来が明確に見えていたことはない。ただ、わが国が直面している大きな課題のひとつが、企業群の資本効率の向上にあることは明確である。これが達成できなければ、年金財政が苦しくなるばかりか、法人税収も伸びず、所得水準も上がらず、世界におけるわが国の経済的地位はますます低下し、今までのような豊かさを感じることもできなくなるであろう。そのような事態を回避するためにも、資本主義市場経済において価値創造を行う主体は企業であるという視点から、国民が問題の在り処を共有し、課題克服へ向けた効果的な取組みが迅速に行われていくことが望まれるのである。