

合理的資産運用の方法論は、こう発達してきた

岡本和久

合理的な運用手法とはどのようなものだろうか？
これを考える際、年金運用がたどってきた投資手法の変遷を見てみるのが役立つ。
運用パフォーマンスの競争は、すなわちコントロールできる要素とできない要素を明確にした、合理的運用手法の開発の競争だったといえる。

第二次世界大戦後に急拡大した 米国の企業年金

1940年代の終わり頃、つまり第二次世界大戦が終わって数年経った頃から、米国で労働組合の力が強まり、企業年金がブーム的に設立された時期がありました。

これはペンション・ドライブと呼ばれました。戦勝国としての明るいムードの中で、ニューヨーク株式市場は非常に堅調な動きを示し、年々株価上昇が続いていました。そしてこれが、ゴールデン・シクスティーズ、「黄金の60年代」へと続いていきます。

そこへ終戦後に大学を卒業し、ウォール街のニューブリードと呼ばれた「新人類たち」が成長株理論を振りかざして登場し、大活躍をしたのです。これが成長株ブーム、「ゴーゴー・ファンドの時代」などといわれた時期です。株式相場は上昇を続け、1960年代半ばくらいまでは非常に好調な動きでした。

このゴーゴー・ファンドの時代、ペンション・ドライブで設立された企業年金からの資金は市場へ流入する一方でした。そして、その中で株式市場が上昇を続けるという、非常に好ましい状態が続いていたのです。

しかし、当時は必ずしも合理的な形での運用がなされていたわけではありませんでした。年金資産の運用を担当する運用機関は少数の生保か銀行の信託部門に限られていました。かなり大規模な基金でも、銀行一行だけで全額を運用していることも珍しくなかったのです。

運用機関の選択も、学校の先輩のコネで選ばれることさえ珍しくなく「OBリーグ」などと呼ばれました。運用対象も地方の公的年金の場合など、その州の州債しか買わないということも多かったです。

パフォーマンスの評価もあまりなされず、資産価値の評価も不十分なものでした。

そのうち1965年からベトナム戦争が泥沼化し始め、一方で「偉大な社会」創造のために巨額な資金が福祉に使われるようになりました。

この頃から、株式市場はダウ平均工業株価でみて1000ドルを上限とするボックス圏の動き（長期間、一定の値幅で上下を繰り返す動き）となっていきました。

ボックス相場に入ると、「年金の運用はこのままで良いのだろうか」という見直し機運が幅広く出てくるようになりました。1960年代末から1970年代初めの「運用再検討の時代」です。

「リターンだけを追求するのではなく、リスクとリターンの両面から考えることが必要」とか「パフォーマンスの計測をより精緻なものにすべき」などということが提唱されるようになりました。

またこの頃、米国の証券取引委員会（SEC）などが盛んに、巨大化しつつあった年金などの機関投資家が市場に与える影響などについて、報告書を発表したりしています。

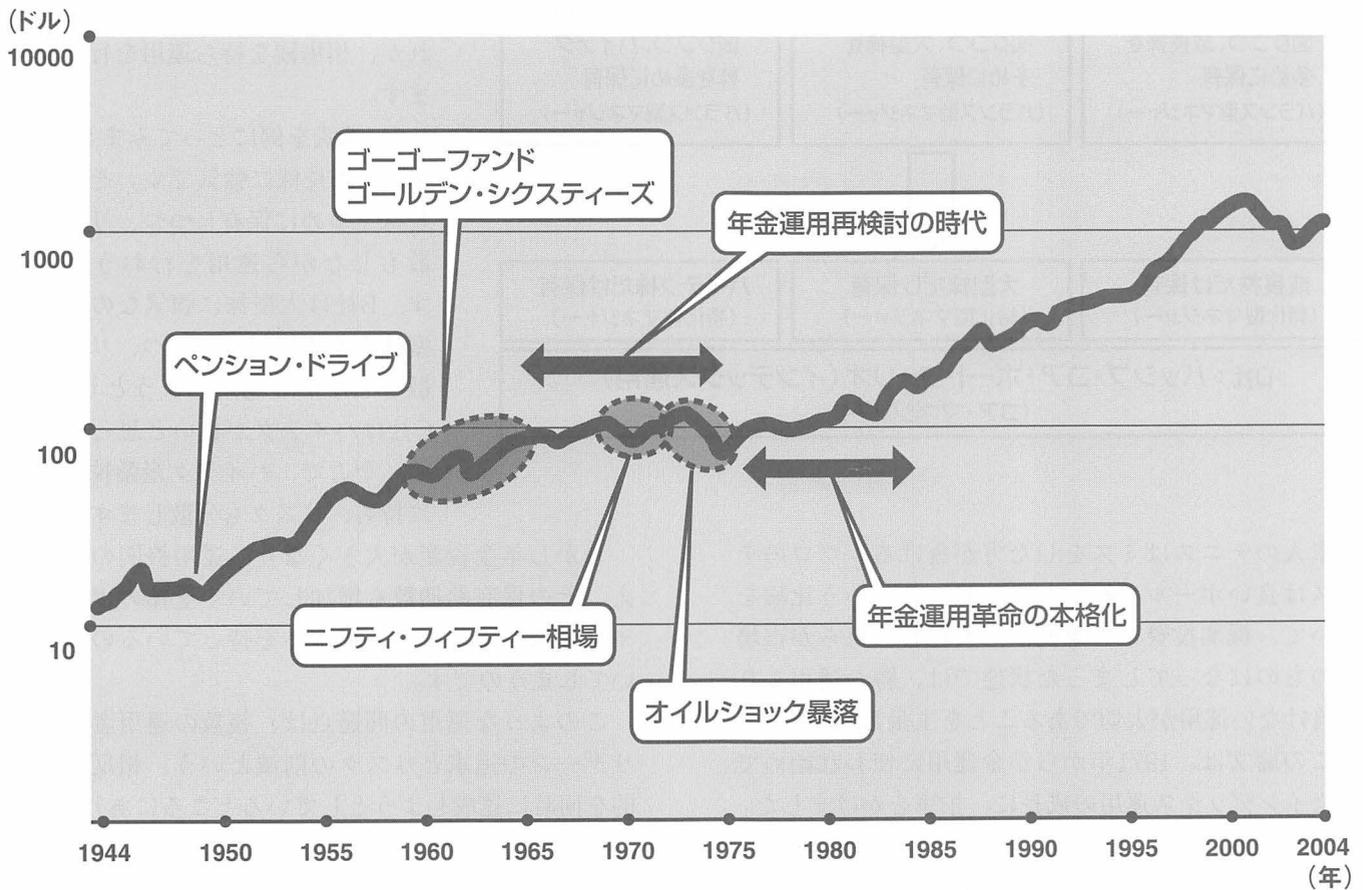
そのような背景の中で、1969年にフォード財団が「運用機関の拡大」の提唱を行ったのです。これを機として激烈な運用受託戦争が生保、銀行、証券、投信会社などの間で始まりました。

従来、閉鎖的で少数の運用機関がすべてを取り仕切っていた資産運用業界に、風穴が開いたのです。

しかし、この時は結局、銀行の信託部門を中心とする既存の運用機関が先発の利を生かし、かえってシェアを伸ばす結果となりました。

大手銀行の信託部門は年金資金の流入を受けて、市場性の高い一部の銘柄だけを継続的に買い付けました。その結果、ごく一部の銘柄のみが高騰を続け

【グラフ】 S&P500株価指数の推移に見る、年金運用の世界で起きた出来事



※株価は対数で表示

る一方、その他の銘柄は低迷することになり、二重相場と呼ばれる状況が起こったのです。これが有名なニフティ・フィフティ相場です。

「ニフティ・フィフティ」、つまり「かっこいい50銘柄」のみが大活躍した時代でした。

第一次オイルショックを機に起きた 米国発の年金運用革命

ところが、1973年に第一次オイル・ショックが起こり、米国の株式市場は半値近辺まで大暴落をしてしまいました。特にニフティ・フィフティ相場で買われていた銘柄の下落は大きく、これを集中的に保有していた企業年金は大きなダメージを受けました。

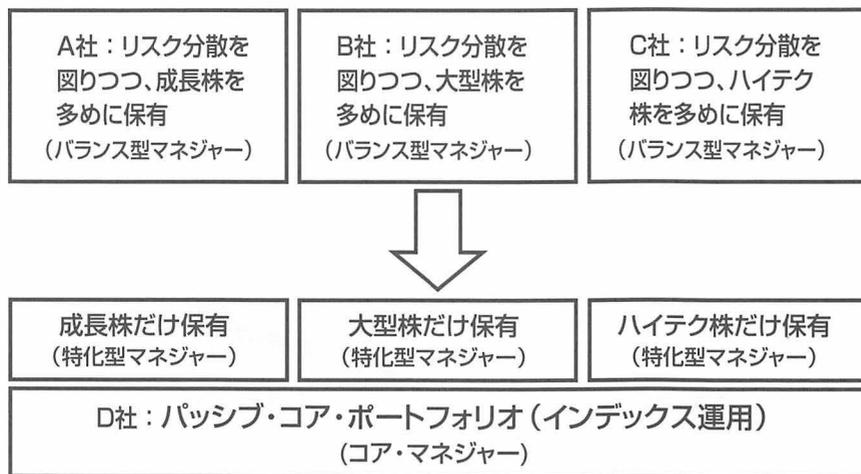
そこで、年金運用のあり方とその責任について、抜本的な見直しが始まったのです。

1974年には「エリサ法」が制定され、運用を受託する人の責任が明文化されました。これは忠実義務と注意義務を、運用受託者が負うべき責任として規定したとても重要な法律です。

1975年5月1日、「メイデー」と呼ばれる日からニューヨーク証券取引所の固定手数料制度が廃止されました。パフォーマンスが低迷するに従い、運用のコストが注目を浴びてきたのです。

また、同年にはチャールス・エリスという人が「敗者のゲーム」論を発表しています。この論文は、巨大化した年金など機関投資家時代の運用のあり方を問い直す上で、きわめて大きな意味を持ちました。

【図】 バランス型から守りと攻めの運用機関構成へ



「素人のテニスはミスをした方が負ける。プロのテニスは良いボールを打った方が勝つ」という比喻を用いて、機関投資家の規模が巨大化し、自らが市場そのものになってしまった状態では、勝つ運用よりも負けない運用が大切であることを主張したのです。

この論文は、1971年から年金運用に使われ始めていたインデックス運用の成長に、拍車をかけました。

このようにして、米国の年金では1973年のオイル・ショックの暴落を機に、運用革命が始まったのです。

運用の規模が大きくなると、ポートフォリオは市場全体に近づいてしまう

1970年代中頃から始まった米国の年金運用革命は、1980年代に入り州法レベルの規制緩和を反映して大きな進展を見せました。特に公的年金の運用規制が非常に幅広く撤廃されたことで、改革が加速したのです。

その運用革命は、およそ以下のようなものでした。

仮に、大きな年金が株式だけで運用を行っていたとしましょう。当時はバランス型と呼ばれる形式の運用が中心でした。つまり、ひとつの運用機関がそれぞれ独自の相場観に基づいて、株式や債券などを対象に運用していたのです。いってみれば、丸投げスタイルの「おまかせ」運用です。

そのようなバランス型マネジャーとしてある年金

基金から、A運用機関、B運用機関、C運用機関へ運用が委託されているとします（左図・上部参照）。

そしてA社、B社、C社のそれぞれが、相場観を持ち運用を行っています。

今、株式を例にとってみましょう。A社は成長株に強気です。そこで成長株を多めに保有しつつ、リスク分散もしながら運用を行おうとします。B社は大型株に強気なので、大型株を多めに保有しつつ、リスク分散もしながら運用しようとしています。C社はハイテクが良いと思っています。そこで、ハイテク産業株を多めに持ち、リスクも分散します。

しかし年金資産が大きくなり、運用機関の数が増え、その保有銘柄数も増加していく全体のポートフォリオは、限りなく市場全体を持っているのに近づいてしまうのです。

このような運用の問題点は、複数の運用者がミニリターンの追求とリスクの削減という、相反する目的を同時に達成しようとしているところにあります。

「攻め」と「守り」の二段構えの運用

そこで運用合理化革命の第一歩は、全体のポートフォリオを「攻めの運用」と「守りの運用」に分割する動きでした（左上図・下部参照）。

「守りの運用」というのはリスクを削減することで、つまり、分散投資を究極まで進めることを目的とし、その手段としてインデックス運用が採用されたのです。

このインデックス運用部分は、「パッシブ・コア」と呼ばれるようになりました。インデックス運用者は個別銘柄でリターンを取ることを行わず、ひたすら市場と連動したパフォーマンスを狙います。その分、運用報酬は低くなり、年金基金としてはバランス型運用の時よりもずっと安いコストで運用が可能となったのです。

一方、「攻めの運用」の部分では市場平均を上回るリターンを狙います。どのようなリスクを取ってど

のようなリターンを狙うのかを明確にして、その分野で特に優れた運用機関を採用して運用を委託するのです。

その結果、バランス型運用者の地位は凋落し、特定分野に特化した運用機関がそのパフォーマンスを競うという環境が生まれました。

このようなアクティブ運用機関は、特化型マネジャーと呼ばれるようになりました。こうして運用機関は自分の得意分野を明確にして、その分野で腕を競うようになったのです。

「おまかせ型」から「注文型」の運用へ

バランス型運用のもうひとつの大きな問題は、各運用機関が資産配分を自分の相場観で決めていたということでした。その結果、年金資産全体としての資産配分がコントロールできなかったのです。

資産配分はパフォーマンスを決定する一番大きな要因なのですが、年金全体としてそれができないのは致命的です。

そこで、年金自身が自分たちのあるべき資産配分を決めるようになったのです。これを「政策アセット・アロケーション」とか、「政策アセット・ミックス」と呼ぶようになりました（4ページから5ページのチャートを参照）。

そして、その政策アセット・アロケーションに基づいて、パッシブ・コアの運用機関と特化型のアクティブ運用機関を採用し、それらを組み合わせることで年金の長期的な目的を達成しようという体制が変わったのです。

つまり、おまかせで「よろしく頼むよ」と資金を預けていたのが、年金自らが精密な設計図を描き、その各部門を担当するベストの職人を選び、明確な仕様を与えて全体的なポートフォリオを構築し、管理する体制へと変化したのです。

もちろん、年金基金が自分たちだけでそれをするのは難しい場合も多く、たくさんの年金コンサルタントが出現しアドバイスを与えるようになりました。

単純化すれば米国の運用革命の三本柱は「パッシブ・コアの採用」「アクティブ運用の特化」「年金としての政策アセット・アロケーションの策定」であったといえるのです。

これはひとつ、面白い副次効果を生みました。このように年金資産の一部を明確なインデックス運用にしてみると「アクティブ運用はなかなかインデックス運用に勝てない」ということが明白になってきたのです。

そして、運用で成功するにはリスクとリターンを見るだけでなく「リスクとリターン、そしてコスト」を厳密にコントロールしなければならないという考え方が浸透するようになりました。

コントロールできる要素と、できない要素

運用にはコントロールできることと、コントロールできないことがあります。コントロールできないことの代表は「市場の動き」です。これがコントロールできれば苦労しません。

一方、コントロールできることには「政策アセット・アロケーションを決めること」「分散投資によるリスク軽減」「1分野に特化した運用機関を選ぶ」「運用コストを最小限にする」などがあります。

年金の資産価値が長期的に成長するために、「個別銘柄の一本釣りですぐ儲かるか」とか「市場が上がりそうだ」というようなコントロールできないことに賭けをするわけではありません。

コントロールできることを厳密に把握していくことが大きな意味を持つことが理解され、それが運用の体制の中に組み込まれていったのが年金の運用革命だったのです。

最近では、さらに新しい進化が始まっています。アクティブ運用は普通、市場全体のリターン、プラス・アルファを狙います。そこでこの市場全体のリターンと、プラス・アルファの部分を分離しようという動きが起きてきたのです。

前者はインデックス運用で用が足りません。後者はこの数年で急成長した「ロング・ショート戦略」や「マーケット・ニュートラル戦略」を用います。

これらは上がりそうな銘柄を買う一方、下がりそうな銘柄を売ることでより大きなアルファだけを狙おうという戦略で、ヘッジ・ファンドが良く活用する手法です。

いずれ個人が自分で行う年金（老後資金）運用にも、このような手法が組み入れられることになると

と思いますが、今の段階ではこのような動きが年金の世界であることを指摘するにとどめておきます。

日本にも波及する年金運用革命

米国における、こうした年金の運用方法の抜本的な変化が、1990年代中頃から日本にも波及してきました。

日本の税制適格年金制度は1962年に、厚生年金基金制度は1966年にそれぞれ創設されました。米国で企業年金の設立ブーム、ペンション・ドライブがあったのが1940年代の終わりから1950年頃ですから、日本は15年前後遅れてのスタートだったといえるでしょう。

米国は1970年のオイルショック暴落がきっかけになって、それまでの年金運用の仕方が大幅に見直され、1980年代に入ってから年金運用革命が本格化しました。

日本は1990年代に入ってバブルの崩壊が起こり、1990年代の中頃には年金運用の問題が表面化するようになり、多くの改革が始まりました。ここでもやはり、10年から15年ぐらいのタイムラグが続いているようです。

年金基金の母体となる企業にとっても年金資産の額が大きくなっているだけに、年金の財政状況が企業の資金調達コストに大きな影響を及ぼしたり、企業格付けやアナリストの株式評価を左右するようになりました。

こうした動きとともに、年金運用に課されていた種々の規制が大幅に撤廃されました。

従来は株式や債券などをどのような構成比で持つかなどが法律で定められていましたが、それが自由化されて、それぞれの基金の事情に応じて決めることができるようになりました。

また従来、年金資産の保有する有価証券が取得価格で評価されていたのが、直近時点の時価で評価されるようになっていきます。

その中でも特に規制緩和の影響が大きかったのは、運用機関の拡大でした。1990年に投資顧問会社が年金運用に参入することを許可されるまでは、運用はすべて信託銀行と生命保険会社が行っていました。

また投資顧問会社が参入を許可されてからも、

種々の規制が課され、投資顧問会社のシェアは微々たるものとどまっていた。

しかし、その規制はだんだん撤廃され、今日、投資顧問会社の企業年金の運用シェアは生命保険会社をしのぎ、信託銀行に肉薄する勢いです。

また、特筆されるのは外資系の信託銀行や投資顧問会社の活躍です。これら外資系の運用機関は概して明確な運用哲学を持ち、自分の得意分野に特化した運用を売り物にしています。これはいわば、運用の「専門店」です。

これに対して、国内系の運用機関はどちらかというと、「何でもあります」という「デパート」的な運用を行うところが多かったのです。

合理的な手法の追求が運用の成功をもたらす

現在、日本の年金運用は長期間の株価低迷もあり、非常に苦しい状況にあります。特に少子・高齢化という人口構成上の問題が重くのしかかっています。

たしかに、年金運用のあり方はこれまで不合理な点がたくさんありました。しかし、状況が苦しい中、かなり運用の体制は整備されてきていることを指摘しておきたいと思います。ほとんど、欧米の年金の運用体制に引けをとらないといってもよいでしょう。

つまり、年金自身が運用基本方針をきちんと作り、政策アセット・アロケーションを策定し、インデックス・コアと特化型アクティブ運用者に厳密な指示を与えて、ポートフォリオを構築するようになっていくのです。

また、パフォーマンス評価の厳密度、運用コストの管理などはすでに世界水準であると思います。

その意味では、15年前後遅れて始まった日本の年金運用革命は、ここにきて相当、欧米の年金に追いついてきたといっても過言ではないでしょう。

年金が行った運用革命、つまり運用の合理化は「重力の法則」のようなもので、これに逆らうことは不可能です。マネーは合理性を好むのです。合理性の高い方法を採用する人が勝者となるのです。

ですから、個人で自分の年金（老後資金）運用を行う際も、この年金運用革命から学べることはとても多いと思います。

（おかもと かずひさ 投資顧問会社経営）