



年金における長期運用のあるべき姿

遠藤裕明
日本CFO協会 主任研究委員

現在のトレンド

少子高齢化は、国家レベルの問題でもあるように、企業、そしてCFOにとつても大問題である。アメリカを代表する自動車会社GMがジャンク債に格下げされ、多くの米大手航空会社がチャプター11、米破産法申請に及んだことは記憶に新しいが、これには年金債務の負担の大きさも一因である。人口動態を改善することが本源的解決策なのであるが、その議論は他に譲り、ここでは運用内容の見直しに焦点を絞って年金問題を検討してみたい。

パッシブ運用とアクティブ運用

パッシブ運用は、TOPIX（東証株価指数）や日経平均等の指数に連動する運用を行うため、銘柄選択のための調査も必要なくコストが安い。これに対し、指数を上回るリターンを目指すアクティブ運用はコストが高い。コストが高くても、超過リターンを長期的に上げられる運用者がいればアクティブ運用の意義があり、実際にそのような運用者は存在する。

問題は、担当者の頻繁な入れ替えなどによって長期的な視野で運用者選択ができないことである。指数に対する超過リターンは当然市場環境で変動する。短期間の運用成果で運用者選択を行うと、その時に最も超過リターンの高い者を採用する結果、実際に運用が開始されてからはむしろ超過リターンがマイナスになることさえある。そこでまた短期的に超過リターンの高い運用者に入れ替えると同じことが繰り返される。往々にしてアクティブ運用悪玉論を生み出すのは、このような「超過リターンの高値買い、安値売り」である。

重要なのは、持続的に超過リターンを上げうる運用者を採用し、長期的に維持することである。そのためには、短期的ではなく長期的運用成果について、運用哲学、プロセス、人材という定性面での評価、分析が極めて重要となる。さらに指摘したい点は、指数どおりに投資することの是非である。指数は通常、時価総額の大きい銘柄ほど比重が高いため、パッシブ運用では「現時点で最も成功してきた企業」に多く投

資することになる。ここでITバブルを振り返ると、当時は多くのIT銘柄が指数の上位を占め、パッシブ運用ではそれらに重点的に投資することになる。結果論だがその後のバブル崩壊で、これらIT銘柄は大きく値を下げた。つまり、指数の構成は「過去の成功の反映」であり、今後の成長銘柄を必ずしも反映しない。もちろん、将来の成長銘柄を見出すことは容易ではないが、だからこそ、将来の資産成長に必要なアクティブ運用のコストであろう。

グローバル投資

もう一つの観点として、日本人だから日本株等に多く投資すべきだという考え方（ホームバイアス）がある。海外資産に投資する場合、為替変動リスク等があるが、それを上回る期待リターンがあれば許容されるべきである。日本市場と海外市場との相関の高まりを理由に海外投資を敬遠する向きもあるが、投資対象を日本に限らず世界中の市場に広げること、より成長の期待できる銘柄に投資するチャンスは広がる筈である。実際、中国やイ

ンド、ロシア等の新興諸国の台頭により、さまざまな産業において高成長企業は世界各国に分散した。例えば原油関連では、新興諸国から急増している需要に対応するための更なる油田探査、最新設備の導入、老朽化した既存設備の更新等、原油関連サービス企業に極めて大きな需要があり高成長が期待される。残念ながら、このようなセクターにおける高成長企業は日本にはない。また、携帯電話の普及率は日本ではかなり高いが、新興諸国では普及率が低い上に人口も多く、携帯電話サービスを展開している企業は高成長が期待される。グローバルに展開している企業では、むしろ海外からの収入の方が多くなっているケースもあり、今や企業の本社所在地の国で投資を判断するのではなく、グローバルな観点でビジネスを見る必要がある。

年金資産というのは、極めて長期の運用が可能な資産である。短期的な為替変動などにとらわれることなく、真に高い成長が期待できる銘柄に、グローバルな視点で投資していくことを期待したい。