

講 演 録

「ファイナンス理論と実践」

—投資信託にスターは存在するか、資産運用における行動ファイナンスの限界—

文教大学 国際学部 菅原 周一

みずほ年金研究所の菅原でございます。今から30分ほどお時間をいただきまして、日本の機関投資家の運用が海外の機関投資家と比較して劣るのかどうかという話と、投資信託のパフォーマンスについてお話させていただきます。

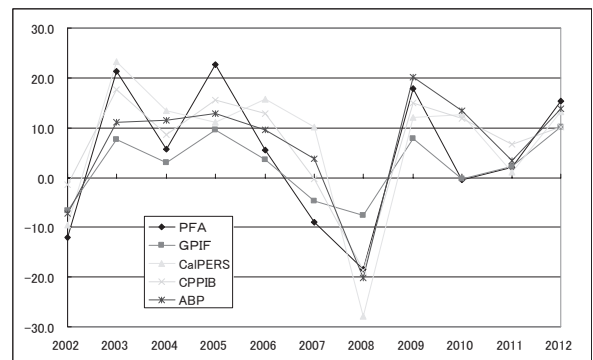
この2点につきましては、前々から吉野先生に日本の機関投資家の運用が上手くない、どうにかできないのかというご指摘を頂いておりました。私も長い期間、資産運用の仕事をしておりまして関係で、ご指摘を受ける度に悔しい思いをしておりました。本日の話を結論から先に申し上げますと、やっぱり日本の機関投資家の運用は決して上手くないということですが、ただ、世の中一般でいわれているような運用の下手さのどこが問題なのかということに関しては、どうも論点がずれているということです。

あと時間の関係で今日、残念ながらお話できないと思いますが、つい最近、新しいベンチマークが東証さんと日経さんから発表されました。その指標に関しては非常に注目されていて、採用されているところが増えていますが、理論面、実証面から考えて若干問題点があると考えています。本来はさらに工夫すると、もっと良い指標になったのという思いがありますので、ご紹介をできたらしたいと思っております。

これらの話は主に、昨年9月に公的資金運用に関する有識者会議で報告した海外の運用動向と、昨年、キース・カットバートソンという先生が書かれた本を吉野先生に監訳していただき、出版することができましたので、その本を参考にして、まとめたものです。それでは本題に入りたいと思います。

まず1点目の日本の機関投資家の運用は海外の機関投資家の運用に比べて劣るのかという点ですが、4つの観点からお話をさせていただきたいと思っております。まず1点目ですが、実際のパフォーマンスはどうであったかということです。ここに、5つの運用機関（PFA、GPIF、CalPERS、CPPIB、ABP）が並んでいます（資料1）。日本

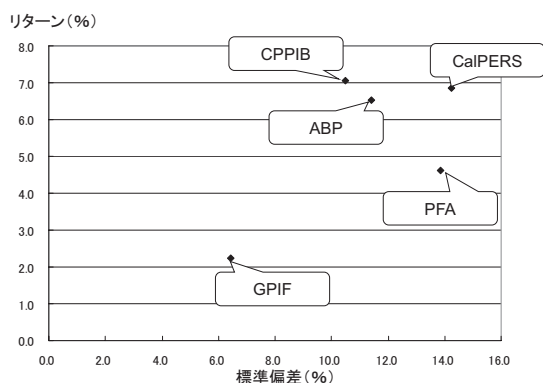
を代表する2つの機関投資家と海外を代表する3つの機関投資家です。資料1に、これら5つの機関投資家の2002年から2012年までの11年間のパフォーマンスを示しています。特徴として、日本の機関投資家のリターンの平均値が海外の機関投資家と比較して低いことがわかります。日本の機関投資家の運用が下手であると言われる理由の1つがこのことです。



(資料1) 内外の代表的な機関投資家の運用パフォーマンス

GPIFの平均のリターンが2.2%であるのに対して、例えばCPPIB（カナダの基金）は7.1%で、3倍以上のリターンを上げていることになるわけです。ただし、リターンだけを見てはいけないということは、みなさんご存知のとおりだと思います。当然、リスクを見なければいけないこととなります。リスクを見ると、年次での11個のリターンデータだけから計算しているため、目安ということで見ていただきたいのですが、リスクはだいぶ違って小さいことがわかります。これを、リスクとリターンを平面上にプロットすると、GPIFのリターンは低い、リスクも低いことが確認できます。ただし、シャープレシオで考えてみると、日本の機関投資家のパフォーマンスは良いとは言えないという話になります。しかし、本当にそうなのでしょうか。

先日の日経新聞の記事に債券が多過ぎるとい



(資料2) 代表的な機関投資家のリスク
リターンの分布

指摘があるという紹介がされていました。日本の機関投資家、特にGPIFがターゲットになっていますが、あまりにも国債、債券の運用に偏った運用をしている。それが問題でリターンの低さの原因になっているということです。しかし、GPIFの債券の保有割合を大きくしたのは、明確な理由があるわけです。運用を考える際には当然のことですが、まず負債の特性を考えるわけです。負債のことを考えた上で、配分をどうするかということを考えるわけです。GPIFの債券が多いのは、その大半が負債のヘッジのための資産になっているわけです。負債のヘッジをしなくてもいいというのであればそれはそれでかまわないですが、負債のヘッジができないとどういうことになるのかということは、過去に苦い経験があるわけです。一時期は株式の比率が高過ぎて、GPIFの運用が問題視されたこともあるわけです。負債ヘッジの必要性があるということで債券の比率が増えていったわけです。

そうするとやはりGPIFを代表とする公的年金の優先の課題は、債券を減らすことではないということになるわけです。今は債券を減らして株式を増やしましょうということになっていますが、株式のエクスポージャーを増やすのは株式のリスクを非常にとるということになって過去の失敗を繰り返すことになりかねないわけです。

それでは、日本の運用の本当の課題は何かということになりますが、それは日本の資本市場、特に株式市場のリターンの低さにあり、これが結果的には日本の機関投資家の運用パフォーマンスを大きく低下させていると考えることができます。

過去の事実として、日本の投資家は日本の株式、日本の債券の比率が高いことが一般的に行われてきました。これは日本だけでなく、海外の国々でも見られる現象で、Home Asset Bias (HAB) と言われている現象です。Home Asset Biasを解消

して自国資産に偏重しないような配分比率を考えれば良いのですが、日本の公的資金が日本株式を大量に売却することはできないことになります。そうすると、日本の株式のリターンを高めることを考えなければいけなくなるのです。

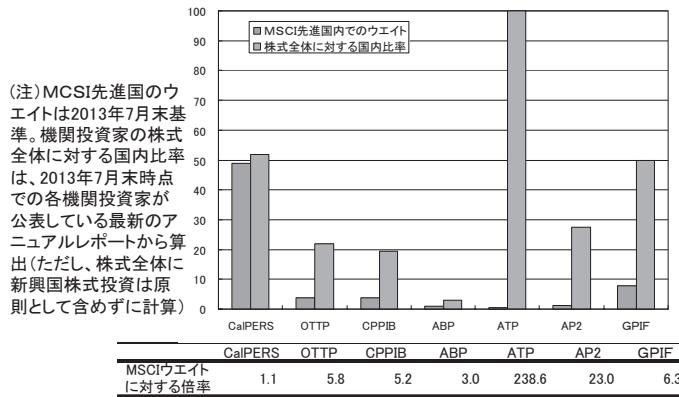
それでは、高まらない原因が何かということになりますが、それはまず、一義的には当然、日本の企業経営者の問題があります。さらに、これも非常に責任が大きいと考えますが、大株主である機関投資家が、企業経営者に株主価値最大化の経営というものを要求してこなかったことが上げられます。コーポレートアクションについては、公的な機関投資家はあまり積極的に行っていなかったのだと思います。企業経営者にしてみれば株主総会以外に怖いものはないわけですから、牽制機能の働かない経営が許されていたというのが日本の今までの現状だったと考えて良いと思います。

それでは、資本市場のリターンの違いがどの程度、機関投資家の運用に影響を与えていたのかというのは、簡単に確認できます。例えば、株式と債券のリターンは、1992年から2012年までのデータの平均を見ると4.55%と1.52%程度です。これをもし仮に半分半分持っていたとするとリターン3.04%にしかならなかったということになります。

これに対して、例えば米国では、株式のリターンが9.78%で日本の倍以上、債券のリターンも4.83%で日本の3倍近くあったことになります。米国株式と債券を半分半分持っていれば、それだけで7.31%のリターンが得られたということになります。例えば、ノルウェーは株式で19.44%、債券で5.44%、半分半分持っていれば12.44%のリターンが得られたことになります。

通常、どこの国の投資家にも言えることですが、自国の資産の保有割合が圧倒的に高いわけです。日本の投資家であれば日本の資本市場の比率が高い。米国であれば米国の市場の保有割合が高いというのは仕方がないことであると考えて良い（ただし、HABの正当性を示す明確な論拠は示されていない。しかし、負債が自国の金利等に左右される場合は自国債券のHABは正当化されると考えられている）でしょう。そうすると、必然的に自国の資本市場のリターンに縛られてしまうことになるわけです。

日本の投資家がどう頑張ったとしても、3.04%にどれくらい上乗せできるかということになります。そうすると、日本の資本市場のリターンが上がらない限りは日本の機関投資家は厳しい状況が続くことになります。ですから、はじめから非常に大きなハンディキャップを背負っているという



(資料3) 主要機関投資家の株式の
ホームアセットバイアス

のが日本の機関投資家で、この資本市場のリターンが低いことが日本の機関投資家のリターンが低い一番大きな理由になっていると考えられます。

ここで、主要な機関投資家がどの程度ホームアセットバイアスを持っているのかというのをまとめたのが(資料3)です。例えばMSCIのベンチマークを基準にしたときに、その国の株式の比率がどれくらい持てばいいのかというのを示したのが赤いバーです。それに対して、それぞれの機関投資家がどれくらい自国内の株式の比率を持っているのかというのを比較したグラフです。

したがって、赤のバーに近いとホームアセットのバイアスが小さいということになります。赤のバーに対して上に大きく離れていれば自国に偏重していることになります。ホームアセットバイアスが大きい投資家であるということが分かるようになっていますが、これを見ると、当然、GPIFのホームアセットバイアスが大きいことがわかります。MSCIの比率で考えると8%ぐらいの比率が妥当な水準となりますが、実際にはその比率が50%近くになっています。内株と外株を比較すると半々ぐらいになっているので、かなりホームアセットバイアスがあると言えます。

しかし、それは日本だけではなく、他の国も同じような傾向が見られます。米国の場合は米国の株式市場というのが世界全体の株式市場の比率で見るとかなり高いので、それほど差が出ていないですが、他の国はかなりホームアセットバイアスが大きなものになっているということが理解していただけたと思います。日本の機関投資家としては、資本市場のリターンが低いことがパフォーマンスが低い最大の原因になるのです。

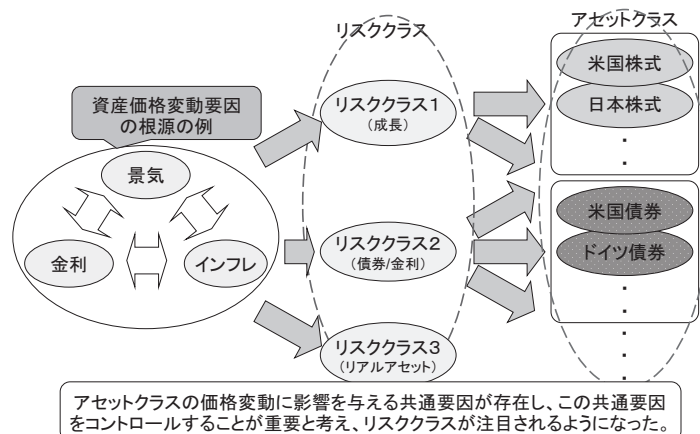
それでは、この理由だけですべて説明できるのかというと、そうは言いきれなく、他にも問題があると考えています。一般に指摘されている点とは異なる点で、日本の機関投資家は改善すべき問

題があると考えています。

それは、有識者会議の議論の中に、機関投資家、例えばGPIFの日本の株式のウエイトをコントロールしてリスク量を減らすために、動的なアロケーションをすべきであるという意見が出ました。しかし、動的なアロケーションを海外の規模が大きい機関投資家は行っていないのです。少なくとも規模の大きな機関投資家はそんなことは考えていないのです。

それでは、欧米の機関投資家が何を行っていたかということ、彼らは自分たちが持っている最も基本となるアセットミックスのクオリティを上げようとしているのです。まず始めに、資産配分に関しては、資産クラスを基本として、相関係数を考えて配分比率を決定するという方法を取っていましたが、彼らは資産クラスの根底にあるリスクをうまく捕まえることができないので、資産クラスという分類を捨てたわけではありませんが、その前段で真の意味でのリスク分散をするために新しいリスククラスという考え方を導入しました。(資料4)にあるようなリスククラスという新しいリスクの概念を導入することで、このリスククラスをベースに資産配分することを考えています。

このリスククラスは、いくつかの資産クラスのリスクの根源は同じだという考え方です。彼らは4つから5つぐらいのリスクの根源があると考えています。そのリスクの根源を分散させて配分するというのを考えておけば、従来のリスク配分よりも優れたリスク配分ができるのだということを考えています。実はこれらの考え方は、サブプライムローン問題が発生したあとに彼らは気がついたもので、このような配分の方法を2010年ぐらいから、ここに挙がっているような洗練された代表的な機関投資家が行っているのです(資料5)。



(資料4) なぜリスククラスなのか

リスク/資産クラス	CalPERS 2950億米ドル	OTPP 1726億カナダドル	CPPIB 2191億カナダドル	ABP 2999億ユーロ	ATP 2396億DKK	AP2 2647億SEK
1	成長(63.1%)	株式(35.9%)	株式(48.7%)	株式(34.7%)	株式(21.9%)	株式(51.1%)
	上場株式 PE	外国株式 カナダ株式	グローバル先進国株式 カナダ株式 新興国株式	先進国株式 新興国株式	上場株式 PE VC	スウェーデン株式 外国株式
2	リアルアット(10.2%)	リアルアセット(17.9%)	リアルアセット(17.7%)	オルタナティブ(25.0%)	コモディティ(3.2%)	オルタナ投資(16.0%)
	不動産 インフラ 森林	不動産 インフラ 森林	不動産 インフラ	不動産 PE インフラ コモディティ オポチュニティファンド ヘッジファンド	コモディティ連動債 原油	不動産 PE
4	インカム(17.7%)	債券(33.0%)	債券(33.5%)	債券(30.8%)	金利(15.7%)	債券(32.9%)
	債券	カナダ債券 インフレ連動債	カナダ債券 海外ソブリン債	オランダ債券 社債	デンマーク債券 モゲージ債	スウェーデン債券 外国債券
3	インフレ(5.4%)	コモディティ(6.2%)		インフレ(8.3%)	インフレ(40.2%)	
	インフレ連動債	エネルギー 農産物		インフレ関連債	インフレ連動債 不動産 インフラ	
5	流動性(1.9%)			オーバーレイ(1.2%)	クレジット(19.4%)	
	キャッシュ			通貨ヘッジ 金利ヘッジ キャッシュ	低格付国債 低格付社債	
その他1	絶対リターン他(1.7%)					
	絶対リターン マルチアセット					
評価時点	2014年9月末時点	2013年12月末時点	2014年3月末時点	2013年12月末時点	2013年12月末時点	2013年12月末時点

北米圏

欧州圏

[注] 各基金のアンニュアルレポートおよびHPより作成

(資料5) 洗練された機関投資家のリスク配分

- (注1) CalPERS：カリフォルニア州職員退職年金基金 (The California Public Employees' Retirement System) の略称
 OTPP：オンタリオ州教員年金基金 (Ontario Teachers' Pension Plan) の略称
 CPPIB：カナダ年金基金投資委員会 (Canada Pension Plan Investment Board) の略称
 ABP：オランダ公務員総合年金基金 (Algemeen Burgerlijk Pensioenfonds) の略称
 ATP：デンマーク労働市場付加年金 (ArbejdsmarkedetsTillægspension) の略称
 AP2：スウェーデン第2公的年金基金 (Allmänna Pensionsfonden) の略称
 なお、当資料においては、以降、上記の略称で表記。
- (注2) OTPPは、短期金融市場からの借入 (402億カナダドル) を行っている。また、ATPは、負債の金利リスクをヘッジするためのヘッジポートフォリオ (派生商品等を主に利用) とリスクを取ってリターンを獲得するための投資ポートフォリオの2つを完全に分離、独立させている。

根本にあるリスクを資産クラスではなくてリスククラスで効率良く配分をしましょうということをするので、リスク管理をさらに高度なものにしている訳です。決して動的なアロケーションで、マーケットが下がったらリスク資産のウエイトを下げるために、リスク資産を売ってしまいたいというようなことは基本的には考えていないのです。

もちろん動的なアロケーションをしようとする、実は大変です。簡単に想像できることだと思いますが、例えばGPIFが彼らの大規模な資金を、株式市場が下がったからといって、株式を売ろうとすると、規模が大きいので、スパイラル的に株価は暴落してしまう可能性が高いのです。ですから、欧米の代表的な機関投資家は、そんなことは全然考えていません。それよりも、市場が下落してから行動を起こすのではなく、その前の事前のリスク管理をしっかりしていこうと考えているのです。

なかなかこういう本質を見据えた発想というのは日本の機関投資家にはないのです。本当は、こういった考え方を日本の機関投資家が先導してできることが理想なのですが、なかなかそのレベルに達していないのです。そういう意味では日本の機関投資家は問題があると言えます。まだまだ改善をしなければいけないのではないかと思います。

2つ目のテーマは、これも日本の機関投資家のファンドのリターンが低いというご指摘を受けたものです。確かにアクティブファンドというのはベンチマークに勝てないというのは事実だと思います。これはあくまでも平均的な話です。ファンドによっては高いリターンを上げているファンドがあるかもしれません。ただ平均値で見ると間違いなくベンチマークを下回るようなリターンしか上げられていない。期間の問題もありますけれども、ある程度の期間をとれば間違いなくそういう事実があるのだと思います。

それでは、このことが日本の機関投資家だけのことなのかということになるのですが、たまたま先ほどご紹介した翻訳本（ファイナンス理論と実践）の中に、英国と米国の投資信託のパフォーマンスを分析した結果が紹介されていたので、その内容について簡単にご紹介をさせていただきます。（資料6）に英国の投資信託のパフォーマンスに関する研究成果の一覧表が示されています。

研究	期間	ファンドの種類	収益率のリスク調整	取引コスト調整	生存バイアス調整	パフォーマンス持続性
Allen and Tan (1999)	1989-1995	131 のインベストメントトラスト	あり	なし	間接的な検定あり	上位と下位の両方であり
Blake and Timmermann (1998)	1972-1995	2,375 のユニットトラストを 20 のセクターで分類（持続性の検定には、855 の英国株ファンドを利用）	あり	なし	あり	あり
Fletcher (1997)	1980-1989	101 のユニットトラスト（グローバル株、インカム株、普通株）	あり	なし	収益率データが 2 年以上あるファンドを利用	なし
Leger (1997)	1974-1993	72 のインベストメントトラスト	あり	なし	なし	なし
Lunde, Timmermann and Blake (1999)	1972-1995	Blake and Timmermann (1998) と同じ	あり	なし	あり	あり
Quigley and Sinquefeld (1999)	1978-1997	752 のユニットトラスト（グローバル株、インカム株、普通株、小型株）	あり	部分的にあり	あり	悪いパフォーマンスは持続し、良いパフォーマンスは持続せず
WM Company	1979-1998	英国のファンド（インカム株とグロース株）	なし	なし	なし	なし

ファイナンスの基礎理論 (2013) P172 表6-1 「英国投資信託のパフォーマンスに関する研究」

(資料6) 英国の投資信託のパフォーマンス

この資料から分かることとして、ファンドの手数料控除後でのベンチマークに対してプラスのリターンが確保できたファンドが存在したとは言えないといことがまず1つ。それから過去にパフォーマンスがよかったファンドがその後、パフォーマンスがもし良いということであれば、そのファンドを買えばいいが、実際にはそうなくて、その後のパフォーマンスが良いとは言えないということを示して、パフォーマンスに持続性がないという結果になっています。

それでは、悪かったほうはどうかというと、パフォーマンスが悪かったファンドに関しては持続性があることを示しています。悪いファンドはやはり悪いという結果ですし、ファンドの手数料控除前にマイナスのリターンしか上げられなかったファンドが存在するかどうかということが統計的に言えるとしています。パフォーマンスの悪いファンドはその後パフォーマンスが悪いということが過去の実証を見る限り、言えるということを示しています。

まとめると、どのファンドを避けるべきかについてのわずかな判断材料は過去のパフォーマンスを見ると得られる。しかし、わずかな情報でしかないということです。それでは、どのファンドを選ぶべきかということに関しては判断材料がほとんどないというのが、英国の投資信託に関する実証分析の結果です。

同様に米国についても紹介がされていて、同じように結果をまとめたものが(資料7)です。結果はほとんど同じです(若干米国の投資信託のパフォーマンスは良いかもしれませんが)。実証してみると、統計的にはプラスのリターンを確保できたファンドが存在するという結果も報告されていますし、存在していないという結果も存在し、両方の実証結果が存在し、どちらが事実なのかを判断ができない結果になっています。

研究	期間	ファンドの種類	収益率のリスク調整	取引コスト調整	生存バイアス調整	パフォーマンス持続性
Carhart (1997)	1963-1993	米国のすべての株式投資信託	あり	あり	あり	悪いファンドであり、上位ファンドでなし
Chen, Jegadeesh and Wermers (2000)	1975-1995	米国のすべての投資信託 (主に株式ファンド)	あり	グロス収益率を利用	あり	あり。ただし選定能力ではなくモーメントによる ¹
Christopherson, Ferson and Glassman (1998)	1979-1990	273の米国株式年金基金	あり	運用手数料差引き, 管理費込み	なし	悪いファンドに集中的にあり
Elton, Gruber and Blake (1996)	1977-1993	188の米国株式投資信託	あり	あり	あり	あり
Fletcher (1999)	1985-1996	米国へ投資する85の英国ユニットトラスト	あり	販売手数料込み, 管理費差引き後	あり	なし
Goetzmann and Ibbotson (1994)	1976-1988	728の米国投資信託	あり	なし	なし	あり
Grinblatt and Titman (1992)	1975-1984	279の米国投資信託	あり	あり	なし	あり。悪いファンドで最も強い証拠が得られた
Hendricks, Patel and Zeckhauser (1993)	1975-1988	ノーロード, グロース志向の米国株式投資信託	ランク付け期間ではあり, 評価期間ではなし	管理費差引き	あり	短期であり。悪いファンドでより強力な証拠が得られた
Malkiel (1995)	1971-1991	米国のすべての株式投資信託	あり	あり	あり	1970年代にあり, 1980年代にはなし
Volkman and Wohar (1995)	1980-1989	332の米国投資信託	あり	あり	あり	あり

注:

この研究は各ファンドの「買いと売り」を検証している。その結果によると、勝ち組ファンドがパッシブ手法で(ある期間か次の期間へと)買い持ちした銘柄は、負け組ファンドがパッシブ手法で買い持ちした銘柄をアウトパフォームしている。しかし、勝ち組ファンドが新たに買い入れた銘柄は、負け組ファンドが新たに買い入れた銘柄をわずかしアウトパフォームしなかった。このことから、銘柄選定の能力よりもモーメントが持続性を説明していると言える。

ファイナンスの基礎理論 (2013) P175 表6-2 「米国投資信託のパフォーマンスに関する研究」

(資料7) 米国の投資信託のパフォーマンス

・ファンドの手数料控除後にプラスのリターンを確保できたファンドが存在するとは言えない。
 ・過去にパフォーマンスが良かったファンドのその後のパフォーマンスは良いとは言えない(持続性が乏しい)。

・過去にパフォーマンスが悪かったファンドのその後のパフォーマンスは良くない(持続性がある)。
 ・ファンドの手数料控除前にマイナスのリターンしか上げられなかったファンドが存在すると言える。



ファンドパフォーマンスの持続性に関する分析から得られた示唆は以下の2点。
 ①どのファンドを選ぶべきかについての(わずかな)判断材料
 ②どのファンドを選ぶべきかについては判断材料とならない

(1) 英国の投資信託のパフォーマンス

・ファンドの手数料控除後にプラスのリターンを確保できたファンドが存在する結果と存在しないとする結果の報告があり、結論は得られていない。
 ・過去にパフォーマンスが良かったファンドのその後のパフォーマンスは良いとは言えない(持続性が低い)。

・過去にパフォーマンスが悪かったファンドのその後のパフォーマンスは良くない(持続性がある)。
 ・ファンドの手数料控除前にマイナスのリターンしか上げられなかったファンドは存在する。



ファンドパフォーマンスの持続性に関する分析から得られた示唆は以下の2点。
 ①どのファンドを選ぶべきかについての(わずかな)判断材料
 ②どのファンドを選ぶべきかについては判断材料となるとする結果とならないとする結果が報告されていて、明確な結論は得られていない

(2) 米国の投資信託のパフォーマンス

(資料8) 英国と米国の投資信託のパフォーマンスに関するまとめ

しかし、持続性は英国とまったく同じです。過去良いものは将来も良いとは言えないということです。パフォーマンスの悪いほうは持続性があります。手数料控除前でもマイナスのリターンしか上げられなかったファンドというのは明らかに存在しているという結果です。

この分析は投資信託に限っていますが、この結果を見ますと英国も米国も、日本と同様になかなかベンチマークに勝てていないということが分かります。投資信託以外のファンドに関してもだいたい似たようなものだと思います。(資料8)にこれらをまとめてありますので、確認していただければと思います。

この本では、若干ヘッジファンドに関する紹介もあり、同じような結果で、あまりパフォーマンスは良くないという結果になっています。

時間になってしまったので、本日お話をさせていただいたことをまとめますと、日本の機関投資家の運用は下手かどうかということに関しては、私自身もファンドの運用者でしたので、私自身の評価にもなると思いますが、やはり決してうまくないということです。改善の余地があるということです。それでは、ファンド(投資信託)のパフォーマンスに関して、日本の機関投資家だけがベンチマークを上回れていないかということ、必ずしもそ

うではないということです。英国の機関投資家も米国の機関投資家も与えられた目標であるベンチマークを上回るような成果を上げられていないというのが現実であるということが確認できました。

ちょうど時間になりましたので、私の報告はこれで終わりにさせていただきたいと思います。ご清聴、どうもありがとうございました。

(参考文献・参考資料)

ABPホームページ(2013)アニュアルレポート。
 AP2ホームページ。
 ATPホームページ。
 CalPERSホームページ(2013)アニュアルレポート。
 CPPIBホームページ(2013)アニュアルレポート。
 GPIFホームページアニュアルレポート。
 キース・カットバートソン、ダーク・ニッチェ
 吉野直行監訳(2013)「ファイナンスの基礎理論-株式、債券、外国為替」慶應義塾大学出版会。
 企業年金連合会ホームページ。
 みずほ年金レポート(2013)「リスククラスによる資産配分戦略に関する検討(1)」(107)夏季号:6-19
 OTTPホームページ。
 菅原周一・豊島裕樹(2010)「グローバル投資再考」『みずほ年金レポート』7/8:43-65。