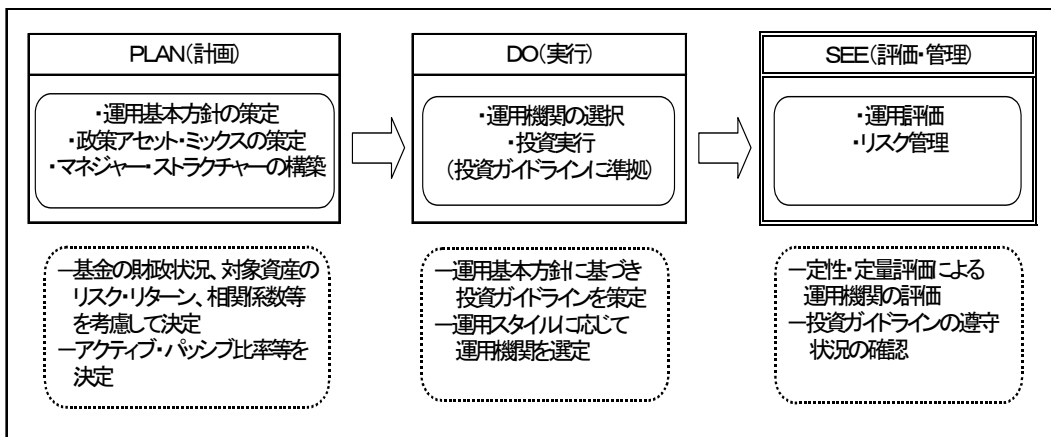


万人のための年金運用入門（8）－運用評価（上）

運用評価は、年金基金の資産運用プロセスであるPlan（計画）-Do（実行）-See（評価・管理）のSeeの部分にあたります。運用評価を行うにあたっては、リスクやリターンなど定量評価だけでなく、あわせて運用機関の投資方針、組織体制など定性評価が重要です。

年金基金の資産運用は、Plan-Do-Seeというプロセスで行われます。まず、「Plan（計画）」では、運用基本方針に基づき運用目標やリスク許容度などを決定し、政策アセット・ミックスを策定します。また、資産内の運用スタイル構成比も決定し、それに応じたマネジャー・ストラクチャーを構築します。次に「Do（実行）」では、具体的に運用機関を選択し、運用機関は提示された投資ガイドラインに基づいて運用を行います。さらに「See（管理）」として、運用結果の分析・評価を行うとともに、運用環境の変化などを加味して、Plan（計画）へのフィードバックが行われます（図表1）。

図表1 年金資産運用プロセス



運用評価は「See」の部分にあたり、「定性評価」と「定量評価」に区分されます。評価ポイントとして「5つのP」とよく言われますが、定量評価は「パフォーマンス」のみで、他4項目は定性評価となります（図表2）。特に、アクティブ運用では、各運用機関が専門スキルに基づいてベンチマークを上回ることを目的として運用を行います。後述するように、投資哲学や運用体制などの定性評価も重要といえるでしょう。

運用評価のポイントの中で、「投資哲学（Philosophy）」は最も重要とされます。各運用機関の投資哲学は、運用の基本を示すもので、長期的に一貫性があるか、基金の運用目的と一致しているかなどが評価の基準となります。「Portfolio（ポートフォリオの構成）」については、投資目的に見合ったポートフォリオが構築されているか、投資哲学と整合性があるかなど、ポートフォリオの内容の評価が重要です。

次に、「運用プロセス（Process）」としては、たとえば、株式のアクティブ運用の場合、銘柄選択に関するルールやプロセスの合理性、一貫性などが重要とされます。また、市場が急落した場合に予め対応策を設けているかなど、リスク管理の観点も考慮すべきでしょう。

「People（運用体制）」については、アクティブ運用の例では、投資規模に見合った情報収集に必要な人数のアナリストが確保されているか、その情報をもとに投資判断・実行する組織体制が整備されているかなどが評価ポイントとなります。また、有能な人材を確保していても、頻繁な転職は望ましくなく、ある程度の平均勤続年数も必要でしょう。

運用評価といった場合に最も一般的な「Performance（パフォーマンス）」は、運用利回りが何%であったか、ベンチマーク対比でどうであったか、とるべきリスク量は適正であったかなどが評価されます。パフォーマンスの定量評価は、数値で示されるため客観的で、また分かりやすいというメリットがあります。しかし、過去の実績は将来の結果を保証するものでなく、短期的な運用結果は市場環境にも左右されやすいなどのため、長期的な評価という観点からは、むしろ定性評価が重要といわれています。

図表2 運用評価における「5つのP」

定性 評価	Philosophy (投資哲学)	投資哲学の一貫性 基金の運用目的との整合性
	Portfolio (ポートフォリオの構成)	投資哲学との整合性 投資目的との合致
	Process (プロセス)	個別銘柄選択までのプロセス 損切りルールなどリスク管理プロセス
	People (運用体制)	有能な人材の確保 組織的な運用体制 平均勤続年数
定量 評価	Performance (パフォーマンス)	複数の指標でみた運用成績

注) 「資産運用の基礎」(厚生年金基金連合会)をニッセイ基礎研究所にて加筆訂正。

加えて、厚生年金基金連合会では、「株主議決権行使に関する実務ガイドライン」を策定し、加入者の利益向上の観点から、運用機関に対し株主議決権を適切に行使するよう求めています。上記4つの定性評価に加え、運用機関の株主議決権行使に関する取組みも、定性評価の一要素として考慮するとされています。

以上のとおり、運用評価を行うにあたっては、定量評価のみに注目するのではなく、定性評価をあわせて行うことが重要です。定量評価に際しては、評価基準として、シャープ・レシオやインフォメーション・レシオ、トラッキング・エラーなどの指標(次号詳述)が用いられます。一方、定性評価においては、上記4点について、専門スタッフの充実度など具体的な評価項目を設定し、運用機関へのヒアリング、担当者との継続的な連携などによる情報収集に基づいた評価を行うことになるでしょう。

定性評価には客観的な基準がなく、主観的な判断に頼らざるを得ませんが、運用評価の重要性が高まる中で、コンサルタント会社などの外部評価機関を活用することも考えられるでしょう。

※次回は、定量評価の具体的な指標などについて紹介します。