

(年金運用) : アクティブ・マネジャーの選択 : サイエンスかアートか ?

年金運用では、運用基本方針、政策アセットミックスの決定と並んで、マネジャー・ストラクチャーの決定、特にアクティブ・マネジャーの選定が運用執行理事の重要な業務となっている。ところが、アクティブ・マネジャーの能力を見極めることはそれ自体、不確実な情報の下での意思決定という困難な課題を抱えている。解答は、決して一通りではない。

ようやく日本株のパフォーマンスが上昇してきたとはいえ、2000年度から2002年度にかけての3年間にわたる歴史的な株安ショックの傷は癒されていない。もう日本株を見るのも嫌だという反応は理解できるが、日経平均7,000円台で株を売りきった基金は、今度は2003年度のアップサイドを獲得できなかったことになる。改めて、運用基本方針の重要性が理解されよう。

さて、この間、TOPIXをベンチマークとするマネジャーに委託している基金の中には、大きな失望を味わった基金も多い。ダウントレンドのTOPIXを更に下回る運用パフォーマンスしか上げられなかった運用機関が数多くあり、それならパッシブ運用やエンハンスド・インデックス運用の方が良かったのでは、などとあれこれ悩むことになったからである。

そこで、今回は、改めて「能力のあるアクティブ・マネジャーは本当に存在するのか」、「存在するとしたら、どうやってそのマネジャーを発見したらよいか」を考えてみよう。わが国で日本株のマネジャーは120社前後と言われるが、最近では運用パフォーマンスのデータ(過去3年間以上のトラックレコード)を持たない業者は、そもそもリストアップされない。通常、運用評価機関は定量評価を実施し、既存マネジャーの時間加重収益率の相対比較、TOPIXベンチマークとの勝敗、超過収益率()やトラッキング・エラー(TE)、インフォメーション・レシオ(IR)などを計測する。中でも、アクティブ・リスク調整後の超過収益()を表す指標が重視されている。

$$IR = \text{超過収益率} \div \text{超過収益率の標準偏差} ()$$

複数の運用機関を利用している年金基金の場合、一部の運用機関の運用成績が何期にもわたり悪いときに、解約を考えることが多い。この場合、IRのような定量評価によって即断してよいのだろうか。スパゲッティ・チャートという言葉があるように、米国や日本において、「過去のパフォーマンスと、その後のパフォーマンスとの間にはほとんど相関関係がない」という実証研究が多い。過去良好だったマネジャーが勝ち続ける保証はないのである。

このことは、チャールズ・エリスの「敗者のゲーム(新版)」(日本経済新聞社,2003年12月)でも、一貫して主張されている。米国ではすでに70年代にプロの運用機関の熾烈な競争によって、相場に勝つことが難しくなっていたが、現在、その傾向は益々強まっているという。定量評価では、事後的(ex-post)なIRから、事前的(ex-ante)なIRが予測できるかどうかのポイントとなるのである。

ところで、Grinold and Kahn の著書 "Active Portfolio Management" (Probus, 1995) によれば、IR は以下のように分解されると主張している。

$$IR = IC \times BR$$

IC (Information Coefficient) は、事前予測的中率

BR (BReadth) は、アクティブな決定を実行した数

すなわち、IR を高めるには、アクティブなベット（賭け）の成功率を高める（play well）とともに、測定期間内のアクティブな決定の数を増やす（play often）必要がある。つまり、アルファの源泉となる銘柄選択やマーケットタイミングその他の有効で質の高い情報収集について卓越した能力があるだけでなく、その能力を発揮する機会が多く、しかもチャンスを見逃さないことが必要である。このため、運用評価ではアルファの源泉にまで立ち入ったマネジャーのスキル（能力）の判定が必要なはずである。ところが、定量評価で得られるデータは通常、月次で3年から5年分程度であり、標本数が不十分である（統計的に有意とされる t 値で 2 以上を得るためには 10 数年が必要とされる）。また、長期間にわたってアクティブ・マネジャーの能力が均一であるとは考えられない。結論的には、定量評価だけでスキルのあるマネジャーの発見は極めて困難であるばかりか、ミスリーディングの恐れがあるということである。

そこで、定性評価が重要になってくる。運用評価機関は、定性評価の重要性を強調しており、詳細な調査票を作成し、4 半期ミーティングで継続的に報告内容のトレースを行っている。しかしながら、定性評価にはどうしても主観的な判断が紛れ込む可能性があり、しっかりした評価基準を確立するためには、各社のノウハウ蓄積が必要とされる。債券の信用格付けと同様、定性評価の質の向上のためには、運用パフォーマンスに影響を及ぼさずであろう調査項目の選定と重み付けなどが重要となる。評価項目への採用は難しいが、トップ・マネジメントの経営方針や指示、マネジャーの情熱や士気なども大きな要因である。このような努力を行っても、アクティブ・マネジャーの運用成果が高い能力を有していたためなのか、単なる幸運なのか識別し難いようである。ある米国のコンサルタント会社の 10 年間の実績では、上位 4 分位のマネジャーを事前に識別できた事前確率は 20 ~ 30% に過ぎなかったという報告もある。

以上のように、アクティブ・マネジャーの選定は、サイエンスではなくアートの分野であり、相当の時間とコストをかけたからと言って期待した成果があがるとは限らない。競争の激しい市場であればあるほど、アクティブ・マネジャーが勝つ確率は低下するし、それを発見する確率も下がる。欧米の基金では、同じ時間とコストをかけるなら、高い IR を得られる可能性の高い運用対象（小型株、プライベートエクイティ、低格付け債、ヘッジファンド、エマーGING証券など）に集中してアクティブ運用を委託する運用基本方針を掲げるところも多い。しかし、世界的な株価下落によって、運用パフォーマンスが悪化した欧米でも、積立不足に陥る基金が増えている。パッシブ運用だけでこの難局を乗り越えられないため、否応なくアクティブ運用に対する期待は高まっているが、優れたマネジャーや運用評価機関の発見は、それほど容易ではない。解答は一通りでないことを肝に銘じ、多くの経験を積んでゆくことが、道は遠いようだが、結局は成功への近道なのかもしれない。

（田中 周二）