

「短期志向」是正に向け年金基金に期待する世界的潮流

作成日 2017年6月30日

米国の基金では、バフェット流の5年累積リターンを目標基準に採用する動きもあります。

企業経営を歪める投資家の短期志向

- GPIF (年金積立金管理運用独立行政法人) は、昨年実施したJPX日経400採用企業を対象にしたアンケート調査結果の中で「回答企業の約6割が日本版スチュワードシップ・コード導入後の機関投資家の変化を認め肯定的にとらえる一方、投資家の短期志向(ショート・ターミズム)に対する懸念から中長期的な視点での対話を求める声も目立った」と指摘しています。
- 米国ではかねてより、「短期間で業績向上を求める市場の圧力で、企業経営者は設備投資や研究開発投資など長期的な企業価値向上につながる取組みに躊躇することがある」点が問題視されています。リーマンショック前には、「短期志向 (Short-Termism) 調査」(2008年5月)を米国証券アナリスト協会(CFA Institute)が実施しました。調査結果は、①セルサイド(証券会社アナリスト等)は年1回の期末決算等よりも四半期業績開示をより重視する傾向があること、②その背景は、1年ないし1年超のパフォーマンス連動の業績評価もあるバイサイド(機関投資家等)と比較して、セルサイドでは短期的な業績評価が多いため、と結論づけました。

市場を不安定化する投資家の短期志向

- リーマンショック後には、OECD(経済協力開発機構)が「年金基金に、長期投資家としての行動を促せば、国際金融システム安定化につながる」等との報告書をまとめました(「私的年金と金融経済危機への政策対応」2009年4月)。「長期的視点の投資家であれば、割高感が始めれば買い控えるので相場過熱を和らげる。逆に相場急落で割安感が出れば、買い手となり相場下落を和らげる」との発想のようです。年金基金の長期運用を、当局も期待するようになりました。

驚異的リターンをもたらす長期運用哲学

- 著名投資家W.バフェット氏の運用会社は、過去52年間の累積リターン(年率換算)が、ベンチマーク(配当込S&P500指数)の+9.7%に対し、+20.8%と驚異的です。運用哲学につきバフェット氏は、「概ね10年に一度、景気に暗雲がたちこめ“金の雨”を短期間降らす。どしゃ降りになった時、我われは屋外に飛び出して“金の雨”をかき集めた。ティースプーンではなく、風呂場の浴槽を持ち出して。今後もそうする」、「市場に広がった不安心理は、我われの味方である。割安な価格で買えるチャンスだからだ」と直近の年次報告書(注1)に記しています。

(注1) 2016 Annual Report Berkshire Hathaway Inc.

筆者：チーフストラテジスト 杉山 修司
 東京大学経済学部卒、ロンドン大学LSE修士
 日本銀行調査統計局、為替課勤務のち、格付会社S&P、ドイチェ・アセット・マネジメントを経て、2016年から現職

5年累積リターンを目標基準に採用する動き

- 米国の基金では、長期投資の理念を、運用実務に反映させる動きが出始めています。ハーバード大学基金の年次報告書(注2)には、各資産クラス毎に、当該年度の運用リターンと5年累積リターン(年率換算)が併記されています。運用実務の変更も記述があり、①長期投資の理念に照らし2年前に、5年累積リターンと10年累積リターンを目標基準として採用したこと、②単年度では2016年度のように目標基準を下回る年を容認すること、③運用担当者の報酬体系も長期投資の理念に沿った形で、2017年度以降は複数年にわたる(over multi-year period)業績評価とすること、等を説明しています。

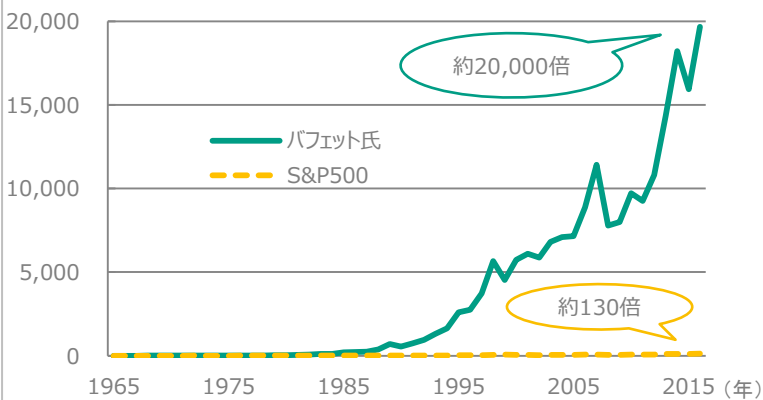
(注2) Annual Endowment Report September 2016, Harvard Management Company, Inc.

“金の雨”を待ち構える社債ファンドも

- 債券ファンドの中にも、長期的視点の運用に定評ある先は少なくありません。一例として、3年累積リターンを目標基準とする、英国保険会社傘下の運用会社(本拠地ロンドン)のグローバル社債ファンドがあります。その運用哲学は、かつて大暴落の直前までリーマン・ブラザーズに勤務した、クレジット戦略責任者の次の言葉によく表れています。「投資適格級のグローバル社債ではセクター間のばらつきは、過去7年間で最低水準まで低下している。これはセクター選択によっては、もはや運用パフォーマンス向上は殆ど期待できなくなったことを意味する。今の局面ではポートフォリオのキャッシュ比率(≒国債比率)を高めに保つことで、将来、他社ファンドが一斉に債券を売ってポジションを落とすリスク回避行動に動く局面で、割安となった銘柄をポートフォリオに組み入れることができる」と。

【図表】バフェット氏の運用リターンとS&P500 (1965年初を1とした累積リターン)

(期間：1965年初～2016年末)



注：Berkshire Hathaway社一株当たり時価と配当込S&P500指数で比較
 出所：Berkshire Hathaway Inc. 2016 Annual Reportより明治安田アセットマネジメント作成

●当資料は、明治安田アセットマネジメント株式会社がお客さまの投資判断の参考となる情報提供を目的として作成したものであり、投資勧誘を目的とするものではありません。また、法令にもとづく開示書類(目論見書等)ではありません。当資料は当社の個々のファンドの運用に影響を与えるものではありません。●当資料は、信頼できると判断した情報等にもとづき作成していますが、内容の正確性、完全性を保証するものではありません。●当資料の内容は作成日における筆者の個人的見解に基づいており、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。また予告なしに変更することもあります。●投資に関する最終的な決定は、お客さま自身の判断でなさるようお願いいたします。