

## 「ベンチマーク至上主義」の弊害—長期運用への世界的潮流

作成日 2017年11月15日

長期リターン寄与は $\alpha$ 要因1割、 $\beta$ 要因9割とされ「 $\alpha$ 至上主義」は顧客本位でないかも知れません。

## 運用現場での違和感

- 「スチュワードシップ・コード(「責任ある機関投資家」の諸原則)はなぜ必要か?」。この問いに答えられる方は、果たしてどの程度いるのでしょうか。かつて筆者は、好パフォーマンスゆえ残高を集めた、ある株式投信の運用関連業務の経験があります。株価上昇した銘柄に利食い売りを出し、下落したら下値拾いを繰り返す運用手法でした。当時の筆者には、せいぜい数ヵ月間しかポートフォリオに組み込まれない銘柄の発行企業に対して、なぜ議決権行使やその開示が必要なのか、理解できませんでした。
- この問いに対する答えの手がかりが、ある一冊の洋書(注1)にありました。「より良い企業統治には株主監視が必要だが、相対リターン向上を行動原理とする機関投資家にとっては株主監視の誘因がない」と。なぜなら、ポートフォリオの中で経営難の兆候が判明した銘柄があれば、「長期保有の株主として監視を強める」のではなく、逆に「いち早く売却する」ことで、ベンチマーク対比での月次/四半期パフォーマンス低下を回避する保全行動をとるからです。

(注1) “What They Do With Your Money”, Davis, Lukomnik, and Pitt-Watson, 2016年、イエール大学出版会, pp.48-50

## 長期的視野での責任ある機関投資家の行動

- 議決権行使・開示に対し運用現場で感じた違和感は、筆者の勉強不足という訳ではなく、むしろ世界的な課題のようです。英国下院は、より良い企業統治を通じ長期的な企業の成長を促すため、機関投資家に責任ある長期的視野での行動を求める報告書(Kay Review、注2)を公表しました。冒頭で「過去50年間、機関投資家の影響力増大により、株式は保有対象“owning”から売買対象“trading”へ変化した」と、報告書作成のきっかけを記しています。また英国イングランド銀行(中央銀行)高官は企業統治をテーマにした講演(注3)で「英国及び米国では、株式の平均保有期間は1950年時点で6年間程度だったが現在では6ヵ月未満」と述べ、機関投資家の短期志向(short-termism)に警鐘を鳴らしました。かつて運用現場で筆者が感じた実情そのものです。

(注2) “The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making”, Third Report of Session 2013-14, House of Commons Business, Innovation and Skills Committee

(注3) “Who owns a company?” Andrew G Haldane, Chief Economist, Bank of England, 22 May 2015

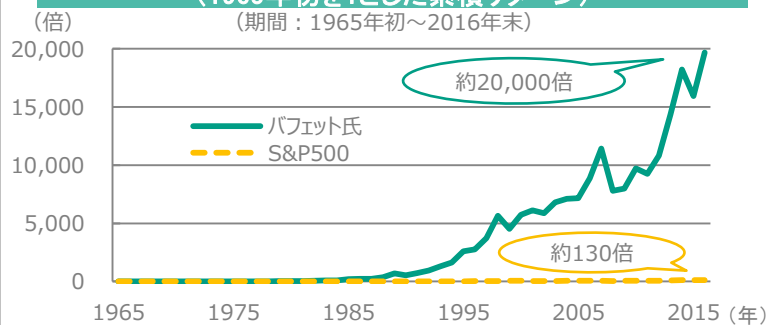
筆者：チーフストラテジスト 杉山 修司  
 東京大学経済学部卒、ロンドン大学LSE修士  
 日本銀行調査統計局、為替課勤務のち、格付会社S&P、ドイチェ・アセット・マネジメントを経て、2016年から現職

長期リターンは $\alpha$ 要因1割、 $\beta$ 要因9割

- 前述の洋書は、「相対リターン向上という機関投資家の行動原理は、短期志向であり、顧客本位ではない」との問題提起をしています。運用リターンを要因分解すると、ポートフォリオに起因する $\alpha$ (アルファ)要因と、ポートの銘柄群も含んだ市場全体——すなわちベンチマークに起因する $\beta$ (ベータ)要因で構成されます。相対リターンとは、いかにベンチマークを上回るか?という $\alpha$ 部分のリターンを指します。例えばベンチマークのS&P500指数が10%下落した局面で、ポートフォリオを9%下落で食い止めた運用会社は「ベンチマークを上回った」と評価され、投資資金が集まります。しかし、老後生活に備えた長期資金を預かる年金基金や長期資金の資産負債バランス管理をする保険会社など顧客にとって「9%下落」は許容しがたいはずで。逆にS&P500指数の10%上昇に対しポートフォリオが9%上昇にとどまったら、顧客には「9%上昇」は有難いのですが、「ベンチマークを下回った」として運用会社は評判を落とし淘汰されかねません。年金基金など顧客にとっては、長期的視点による絶対リターンがより重要なようです。
- こうした「運用パフォーマンスを相対リターンで測るのは顧客本位ではない」との問題提起の根拠として、この洋書は「ポートフォリオの長期リターン平均において $\alpha$ 要因は1割に過ぎない」として1980-90年代の研究結果(注4)を挙げます。長期リターン平均の9割を左右する $\beta$ 要因を向上させた成功例としては、著名投資家W.バフェット氏を挙げています。今後、どれだけ運用会社各社が顧客本位に歩み寄れるか、日本だけでなく世界的な課題のようです。

(注4) “Determinants of Portfolio Performance II: An Update” Brinson, Singer, and Beebower, Financial Analysts Journal May/June 1991, “Determinants of Portfolio Performance” Brinson, Hood, and Beebower, Financial Analysts Journal July/August 1986

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



注：バフェット氏の運用リターンはBerkshire Hathaway社一株当たり時価で作成。当資料中の個別銘柄への言及または提示は推奨または投資勧誘を目的としたものではありません。

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。●当資料に指数・統計資料等が記載される場合、それらに関する著作権等の一切の権利は、それらを作成・公表している各主体に帰属します。各主体は、当ファンドの運用成果等に関し、一切責任はありません。