運用能力と年金のマネージャー選択

伊　藤　俊　之
福　田　　徹

要　旨

これまで，実際の運営を任されている会社・基金事務局関係者が，基金財産の運用を委託するにあたって，適切なマネージャー選択を行ったかについて，不透明であることが多いと考えられて来た。しかしながら，過去3年間の厳しい運用状況と代行返上の進展は，年金基金を取り巻く情勢を大きく変化させ，そのような行動を是正させるきっかけになっているかもしれない。

本稿では，対象となる年金基金のマネージャーを信託銀行，生命保険を除く純粋な投資顧問会社に限定し，計量的な手法を用いて年金基金のマネージャー選択を示すデータとマネージャーの運用能力を表す指標の関連性を，主に2001年以降のデータを利用して検証している。つまり，前述した年金基金を取り巻く情勢の変化が，マネージャーの運用能力と契約資産残高の増減の間の関係に影響を与えたかについて計測することを目的としている。

検証結果は，ここ3年間の会社・基金事務局関係者のマネージャー選択が，運用能力を重視するものであったと解釈される。これは，日本の年金市場，資産運用市場が系列等の旧来の特別な関係を重視する行動様式から抜け出し，本格的な自由・競争時代へ移行し始めていることを示唆していると言えるだろう。

目　次

Ⅰ．はじめに
Ⅱ．利用したデータ及び検証方法
　1．年金基金のマネージャー選択を示すデータ
　2．マネージャーの運用能力を表す指標
　3．R&I 評価と実際の年金運用実績との関連性
　4．R&I 評価の継続性
　5．検証方法
Ⅲ．契約資産残高増減額と運用能力を表す指標との関連性
　1．代行返上期における関連性
　2．全ての検証期間おける関連性
　3．代行返上期における契約資産残高増減額と運用実績との関連性
　4．代行返上期における契約資産残高増減率とR&I 調査との関連性
Ⅳ．結　論

Ⅰ．はじめに

ここ数年，急速に年金に関する議論が盛り上がってきた。新聞，テレビあるいは雑誌等で年金のことを聞かない日はない。今までは他人事のように無視していたのに何で急に…という観もあるが，恐らく近年の先行きに対する不安の高まりを反映しているのであろう。

ところでこれらの議論で取り上げられていない素朴な疑問がある。「年金はいったい誰のものか，誰の為に存在しているのか？」ということである。あまりに自明すぎて「何を言っているのか？」と思われるかもしれない。しかし疑問は疑問として存在しているのである。

そもそも確定給付年金には大別して4種類の利害関係者が存在する。その一は言うまでもなく受益者，企業の厚生年金で言えば基金加入員（以下，特別の言及が無い限り受給者，待機者を含む）であり，掛金を払ってきている会社員である。第二はその給付に財務上責任のある企業本体，すなわち会社である。積立金の運用が予定利率に満たない場合，企業にはその不足分を埋める責任がある。その意味で企業は間違いなく利害関係者である。第三は狭義の年金基金事務局構成員である理事長・常務理事・事務長，資産運用委員会の委員等である。実際の基金運営はほとんど彼等が決め，遂行している。最後が厚生年金を含めた制度全体を設計している国，厚生労働省である。支給される年金には国庫負担分も含まれており，その意味からも日本政府は利害関係者である。

もちろん，カストディアン業務を営む銀行，資産運用会社等も広義では関係者であろう。しかし彼等は派生的な外部の利害関係者にすぎないため，ここでは除いて考える。

上記のうち，国・会社・基金事務局関係者は年金と深い利害関係にある。深い利害関係にはあるが，彼等は最終的な年金の保有者ではない。あくまで最終的な保有者は受益者である加入員である。従って基金運営は最終保有者である加入員の利益確保を目的として運用されるべきである。しかしながら，大半の年金は過去において加入員の利益を第一に行動してきたのであろうか。例えば，年金基金はその運用会社選択に当たって，母体企業の取引銀行，株主である生保・信託あるいは会社・基金事務局関係者と親密な運用会社を選択してきたようなこともあったのではないかとする意見もある。

基金財産は本来，加入員の利益の確保を第一義と考えて運用されるべきである。国・会社・基金事務局にとってもそれなりの利害関係があり，その年金資産運用に対しても一定の発言権があることは否定しない。しかしながら，それが基金加入員の利益に反するものであってならないことは自明であろう。そうでなかったとするなら，それは善管注意義務，プルーデントマン・ルールに反しているし，基金加入員を含めた世の中全般の年金に関する関心が低かったことの結果と言えるかもしれない。

過去3年間の厳しい運用状況と代行返上の進展は年金基金を取り巻く情勢を大きく変化させた。多くの基金財政は破綻の危機に瀕し，母体企業はその積立不足の負担を迫られた。さらなる将来負担を避けようとすれば，基金を解散ないし上乗せ部分の大幅削減を選択せざるを得なくなる。解散，大幅削減のいずれであっても基金加入員の利益は大きく削がれることになる。

加入員の利益を守る為には何が出来るのか，解散・大幅給付削減を極力避けるためにはいか

なる努力をすべきなのか。国家負担分の1/3から1/2への引き上げ[1]，あるいは会社負担の増加等も検討課題になるのかもしれない。

しかし最も現実的，かつ喫緊の課題は運用成績の向上である。これまでも努力してきたはずではあるが，本当に基金加入員利益を第一に考えて最善の運用マネージャー選択をしてきたであろうか。運用成績の良いマネージャーよりも会社，基金関係者等と縁の深い運用会社を優先して採用してきたのではないか。

もしそうであれば良い運用成績は期待しづらい。もともと日本の株式市場は非常に競争的で高度に効率的である。従って，一生懸命に努力する運用マネージャーでも市場平均を上回る成績をあげるのは難しい。まして悪しき意味でのサラリーマン・ファンドマネージャーがローテーション人事の一環として配属されて良い成績をあげられるはずもない。そうした人事を行う運用会社が採用されてきたのかもしれない。

繰り返しとなるが，会社・基金関係者ともに主として近年の株式市場大幅下落による年金財政の悪化によって，これまでの行動を改めざるを得ない状況に直面している。それが加入員利益を考えたものであれ，自分たちの利害を考えたに過ぎないにしても，危急存亡の時との危機感を抱いた年金基金が数多くあるのは間違いない。本稿の目的はそうした危機意識が実際により優秀な，運用能力を有するマネージャー選択につながったかどうかを検証することにある。もしそうであるとするなら，冒頭述べたような年金への関心の高まりをも追い風として勘案すれば，これが日本の年金市場，資産運用市場の本格的な自由・競争時代の始まりとなるのかもしれない。系列・談合という言葉に代表される日本の非自由競争的・不効率な側面を残している資本市場が欧米並みに変わる契機となるかもしれないという意味でも重要である。

Ⅱ．利用したデータ及び検証方法

本稿では，計量的な手法を用いて年金基金のマネージャー選択を示すデータとマネージャーの運用能力を表す指標の関連性を検証している。以下では，利用したデータの内容及び検証方法について詳述する。なお，検証の対象となる年金基金のマネージャーは，信託銀行，生命保険を除く純粋な投資顧問会社のみである。

1．年金基金のマネージャー選択を示すデータ

年金基金のマネージャー選択を示すデータとして，日本証券投資顧問業協会が作成する投資顧問会社別の契約資産残高を利用する。なお，契約資産残高は，投資一任契約，投資助言契約に大別され，それらがそれぞれ国内資産，海外資産に分けられる。さらに，国内資産の部分は，特定金銭信託契約，公的年金，私的年金の三つに分類されている。本稿では，投資一任契約を結んでいる国内資産の私的年金分及び公的年金分を用いている。つまり，マネージャーを投資顧問会社と考え，それらに対する契約資産残高の増減を，年金基金によるマネージャー選択の変更と捉える訳である。また，検証期間内において，いくつかの投資顧問会社間の合併があった。よって，合併前のものについて合算を行い，最新のデータとの継続性を確保している[2]。加えて，契約資産残高は，株式のみならず債券など他の運用資産が含まれていることにも留意していただきたい。

2. マネージャーの運用能力を表す指標

マネージャーの運用能力の客観的評価，定量化は困難な作業である。本稿ではそうした試みをする意図は全く無い。多くの年金基金関係者に知られ，かつ客観的と認識されているR&Iの運用委託機関顧客評価調査（以下では，R&I評価と省略する），年金資金運用基金及び厚生年金基金連合会の実績データをマネージャーの運用能力を表す指標としてそのまま利用する。

まず，R&I評価とは，格付投資情報センターが発行する『年金情報』誌上で1995年以降年一回の割合で掲載される，アンケート調査に基づくリポートのことである。具体的には，格付投資情報センターが厚生年金基金及び主要企業に対してアンケートを8月中に送付し，運用委託機関に関するいくつかの項目について回答してもらった後，回収，集計すると言うプロセスによって作成され，11月に発表されている。なお，実際のアンケートの内容は図表1の通りであり，この検証で利用した2001年以降においてデータの定義に大きな変更は無い。発表形態であるが，アンケート結果は運用委託機関ごとに集計され，回答数上位30社について，各評価基準に基づいたランキング表が作成されている。この検証では，図表1のアンケートのQ1，Q2に対応する全体評価，運用能力の定量評価，運用能力の定性評価を利用している。また，2003年の調査によると，アンケートを送付した厚生年金基金数，会社数は，それぞれ1663件，3881件であり，回収率は，それぞれ41.8%，7.3%となっている。よって，厚生年金基金の意向がより強く反映したアンケート調査と考えることが出来よう。

続いて，年金資金運用基金及び厚生年金基金連合会の実績データについて解説する。まず年金資金運用基金の実績データであるが，年金資金運用基金『平成14年度資金運用業務概況書（参考資料）』に掲載されている運用受託機関別運用実績一覧表上の2000年4月から2003年3月に至る3年間の国内株式アクティブ運用に関する実績（投資収益率）とインフォメーション・レシオを利用する。このデータは，公的年金による運用能力評価の一つと見なせるだろう。次に，厚生年金基金連合会の実績データであるが，2002年度の『厚生年金基金資産運用実態調査』[3]に記載されている2000年3月末から2003年3月末までの国内株式アクティブ運用についての時間加重投資収益率である。これは，私的年金に対する運用能力評価の一つと考えられよう。

なお，この検証では，R&I調査の運用能力評価を重視する。いくつかの理由を以下で提示する。最初に挙げられるのは，より多くの運用委託機関の評価データが得られると言う点である。また，R&I調査が株式だけでなく全ての資産に対する能力評価を表していることも，他に対する優位性と言える。加えて，他の調査が，過去の実績のみに基づくものであるのに対して，R&I調査は，今後のそれを予想し，運用委託機関を選択するために必要とされる多様な情報も含まれていると考えられる。一方，アンケートの性格上，現在利用している運用委託機関のみを評価しているため，年金基金のユニバース及び委託している運用資産の性格に左右される（各基金が全ての運用機関を評価していないため偏りが生じる，ブティック型の運用委託機関は当該商品だけで評価される）等の問題点を指摘する声もある。しかしながら，前述し

た利点に加え，他に代わりうるほどの有力な客観評価が他に存在しないと考えられるため，R&I 調査を利用せざるを得ないと結論付けられよう。

図表1　R&I 評価のアンケート調査の内容

2003年　運用委託機関の年金顧客評価調査〈アンケート内容〉

Q 1．運用委託先に対する全体評価

Q 2．運用機関の運用能力

・運用実績からみた定量評価

・運用体制，投資哲学などの定性評価

・委託先の運用能力に対して定量面と定性面を評価する割合

Q 3．年金基金に対するアドバイス・コンサルティング面での対応

・情報開示（ディスクロージャー）

・運用についてのアドバイス・提案力

・制度・財政運営に関するアドバイス・コンサルティング

Q 4．運用委託機関の伝統的資産の資産別運用能力

Q 5．今後のシェアと新たに採用したい金融機関

Q 6．運用委託機関のオルタナティブ投資の商品別運用能力

Q 7．上記質問項目で下した評価の理由および委託先への要望など（自由回答）

Q 1～4，6は年金基金が運用を委託している機関を5段階評価で採点してもらい（下表参照），回答全年金基金の単純平均をその機関の評価とした。このため，年金基金の資産規模や委託期間，運用スタイルなどは考慮していない。

Q 3の「制度・税制運営に関するアドバイス・コンサルティング」は総幹事会社に対して年金基金が相談を持ちかけた場合のみの回答とした。

なお，Q 2（定量評価と定性評価）とQ 3（情報開示と運用アドバイス）およびQ 5は，生保の一般勘定と特別勘定を区分して尋ねた。

原則として回答後の運用機関の合併，社名変更，業務提携ほか経営方針の変更などは集計結果に反映されていない。

5段階評価の基準

5	非常に優れている・非常に満足
4	優れている・満足
3	優れているとも劣っているともいえない
2	劣っている・不満
1	非常に劣っている・非常に不満

〔出所〕格付投資情報センター『年金情報』2003年11月17日号。

3. R&I 評価と実際の年金運用実績との関連性

ただ，R&I 評価が実態と大きくかけ離れたもので無いことを確認するために，実際の年金運用実績との関連性を調べておく。実際の年金運用実績としては，前述した『平成14年度資金運用業務概況書（参考資料）』に掲載されている実績とインフォメーション・レシオ，『厚生年金基金資産運用実態調査』の時間加重収益率を利用する。なお，関連性を探る方法として，R&I 評価の各基準と実際の年金運用実績についての相関係数を計測する。安定的な関係を推し量るために，この計測を行うためのデータはそれらと対応する3年間の平均値を利用する。本来的には10～20年間の長期間データでの検証が望ましい。しかしながら，後述するように，継続性の観点から以上のような期間をとらざるを得なかった。また，実際の年金運用実績を入手出来る運用会社数が少ないため，これら相関係数の計測に用いたサンプル数が，それぞれ6個と極端に小さいことにも注意されたい。

この計測の結果は，図表2にまとめてある。これによると，ごく一部を除いて，R&I 評価の各基準と実際の年金運用実績の間に高い相関性があることがわかる。加えて，この表からいくつかのの特徴を指摘することが出来る。一つは，R&I 評価と「厚生年金基金資産運用実態調査」の時間加重収益率の相関性が高いことである。これはR&I 評価を作成する際に行われるアンケート調査の対象が，主に厚生年金基金であるためであろう。もう一つは，R&I 評価のうちで，運用能力の定性評価と実際の年金運用実績の相関性が高いことである。この理由としては，運用実績は偶然の産物ではなく，運用哲学，運用手法によってもたらされることを基金等の担当者が理解しているためであると思われる。

4. R&I 評価の継続性

運用能力の格差の継続性が認められることは，年金基金のマネージャー選択を行う必要条件と言えるだろう[4)]。つまり，ある運用会社による継続的な超過収益の存在は，アクティブ運用の調査と存在意義につながる。換言すれば，年金基金は運用実績を上げるために優秀な運用会社を探し出す誘因を得るのである。

具体的な方法としては，この検証で主に利用するR&I 評価の基準それぞれについて，2001年と2002年，2002年と2003年の相関係数を計測している。なお，これら相関係数の計測に用いたサンプル数は，12～16個である。これについても，10～20年間の長期間データでの検証が望ましいが，後述する継続性の問題により以上の

図表2　R&I 評価と実際の年金運用実績の相関係数

	全体評価*	運用能力の定量評価*	運用能力の定性評価*
年金資金運用基金国内株式アクティブ運用実績（2000/4～2003/3）	0.70	0.66	0.84
年金資金運用基金国内株式アクティブ運用インフォメーション・レシオ（2000/4～2003/3）	0.59	0.51	0.85
厚生年金基金国内株式運用実績（2000/4～2003/3）	0.83	0.85	0.81

（注）＊2001年～2003年調査の平均値

図表3　R&I 評価の時系列相関

	全体評価	運用能力の定量評価	運用能力の定性評価
2001年　対　2002年	0.86	0.72	0.76
2002年　対　2003年	0.84	0.80	0.89

ような期間をとらざるを得なかった。

この結果は，図表3にまとめてある。いずれも0.7以上であり，高い相関性が認められる。特に全体評価の相関性が高く，運用能力の定量評価のそれが相対的に低いことが特徴的である。これは，運用実績が直接関係する定量評価に若干の継続性の低さが窺えるものの，アンケートの回答者は中長期的な観点から運用会社を採点しており，それが全体評価の相関性の高さにつながっていると解釈されよう。

5. 検証方法

まず，検証期間であるが，2000年3月末～2003年12月末までとした。検証期間としては短いが，本稿の目的は，株式市場下落から代行返上に至る流れの中で，マネージャー選択を真剣に考え始めた直近の動向を探ることである。さらに以下で述べるデータ上の制約があったことも理由として挙げられる。それらは，①2000年以前には運用会社の合併が相次いだため，運用スタイルの変化等により合併前の運用実績と合併後の基金獲得の因果関係が不明確，②検証に利用したデータの定義が変化した，あるいは長期間のデータが無い，③長期間では継続して存在し続けた運用会社数が減少する，④1998～2000年のIT相場の影響が大きいため，その期間を除外するとかく乱要因が減少すると考えられる等である。

次に検証方法であるが，マネージャーの運用能力に基づいた年金基金の選択の有無を確かめることを目的としている。具体的には，年金基金のマネージャー選択を示すデータとマネージャーの運用能力を表す指標の相関係数の計測及び後者を説明変数とし，前者を被説明変数とした回帰分析を利用する。なお，年金基金のマネージャー選択を示すデータとしては，投資顧問会社別の契約資産残高増減額，マネージャーの運用能力を表す指標としては，前述したものをそのまま利用する。それぞれのデータを比較するタイミングについてはいくつかの方法を試みており，次章において検証結果と併せて説明する。

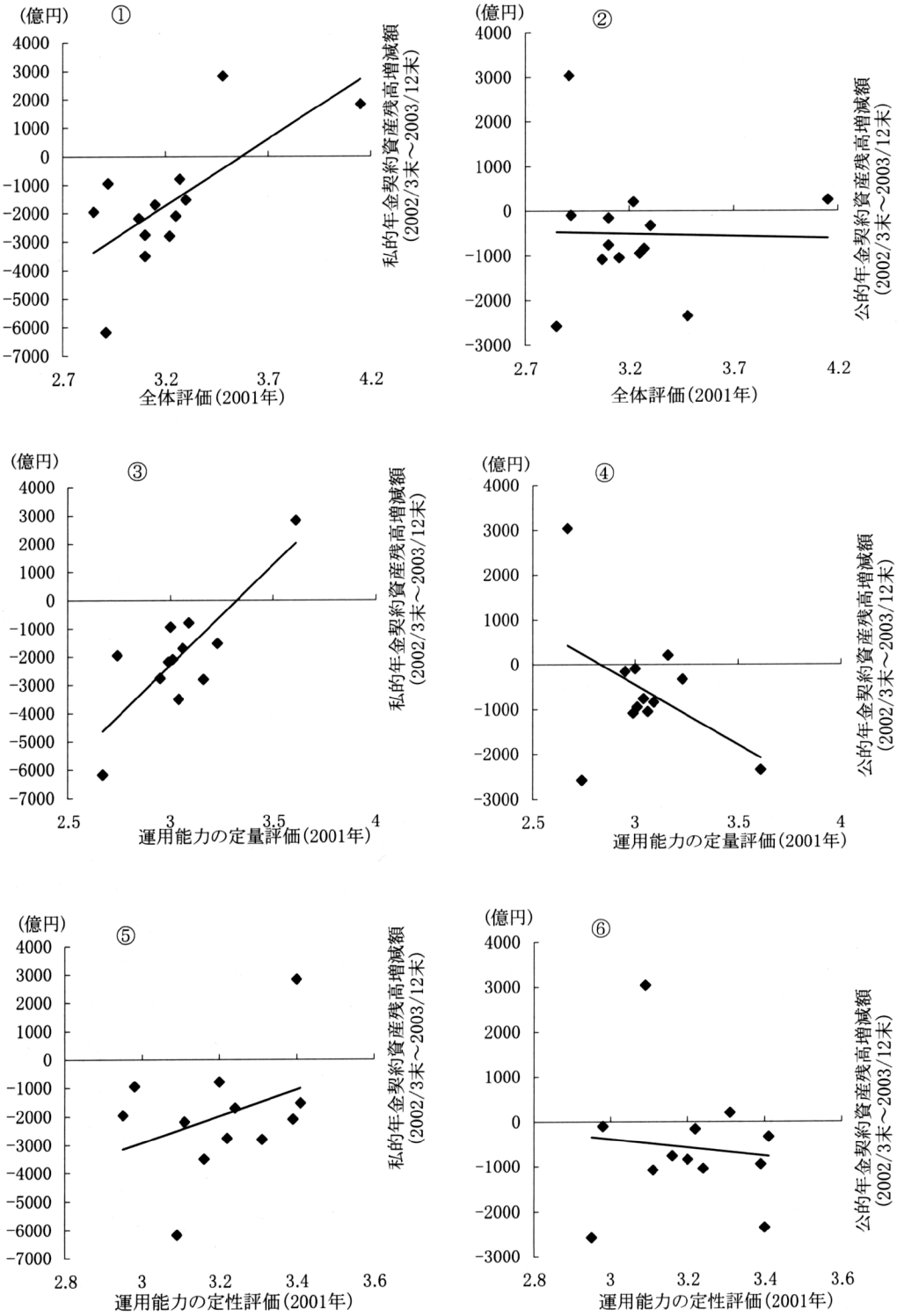
Ⅲ. 契約資産残高増減額と運用能力を表す指標との関連性

もし，会社・基金事務局関係者が真に加入員利益を第一義に考えているのであるなら，当然彼等は優れた運用能力を有する運用会社を選ぶものと想定される。そして，これが証明したい仮説である。仮に過去において会社・基金関係者と特別な関係を持つ運用会社を優先的に採用していたとしても，2000～2002年度の3年間にわたった急激な株価下落とそれに続く代行返上は事態を一変させ，運用実績重視のマネージャー選択になったと期待される。

1. 代行返上期における関連性

図表4の①は，横軸（説明変数）に2001年11月の『年金情報』に掲載されたR&I調査にお

図表4　代行返上期における契約資産残高増減額とR&I調査を基準とした，各運用会社の散布図



図表5　図表4の各種統計値

	回帰直線の傾き	傾きのｔ値	決定係数	相関係数	順位相関係数	サンプル数
①	4677.7	3.17**	0.48	0.69	0.59	13
②	−106.0	−0.08	0.00	−0.03	0.06	13
③	7087.2	4.38**	0.65	0.81	0.53	12
④	−2677.7	−1.58	0.20	−0.45	−0.12	12
⑤	4662.6	1.18	0.12	0.35	0.27	12
⑥	−934.9	−0.33	0.01	−0.10	−0.03	12

（注）＊は5％水準で有意，＊＊は1％水準で有意

ける全体評価を，縦軸（被説明変数）に代行返上が始まり出した2002年4月から直近データである2003年12月末までの私的年金の契約資産残高増減額を取り，各運用会社をプロットした散布図である。年金基金関係者は2001年11月の『年金情報』に掲載されたR&I調査を参考にしてマネージャーの評価を行い，それに基づいて翌年4月からのマネージャー構成の変更（代行返上時に行われることも多い）に反映させたのではないかと考えたのである。

図表4の①を見ると両者の間に正の相関関係が成立していることが見てとれる。図表5によると，①の回帰直線の傾きのｔ値は3.17となっており，1％水準で有意である。そして，相関係数は0.69となっている。不十分と解釈されるかもしれないが，通常，年金基金は運用会社の運用実績を少なくとも3年間くらいは観察する，すなわち3年に一度程度しかマネージャー見直しをしないということを勘案するならば，両者間に正の相関関係の存在が十分に立証されたと考えられよう。

この関連性を運用能力の定量評価，定性評価との関係で見たのが図表4の③，図表4の⑤である。傾きのｔ値はそれぞれ4.48（1％水準で有意），1.18，相関係数はそれぞれ0.81，0.35になっており，前者にのみ正の相関関係が存在していると言えよう。ちなみに定量評価の方が定性評価よりも相関の程度が高いのは，直感と合致する。つまり，運用の説明の上手下手，顧客対応の善し悪し等も重要ではあるが，それよりも定量の方を重視，換言すれば「花より団子」と言うことになるのだろうか。

また，上記の関係について順位相関係数も計測している。これを見ると，順位相関係数は，総じて相関係数より水準が低いことがわかる。これは，R&I調査における各運用会社に対する評価自体が，平均値あたりに集中しているため，年金基金がそれらの順位付けに十分な意味を見出していないと想定されよう。つまり，運用能力の評価値が，マネージャー選択に影響を持つと言うことである。よって，以降の検証においては，順位相関係数の計測を行わない。

なお，公的年金についても同様の分析を試みている。図表4に散布図，図表5にそれらの傾きのｔ値等を示しているが概して両者の相関性は非常に低い。代行返上に晒されていないなど各種の原因が考えられるが何れも十分に説得的とは言い難い。納得性のある推論は，以下の通りである。一般的に公的資金の株式運用は，コアパッシブの採用に動いている。金額が大きく超過収益を生み出すことが難しいこと，アクティブ運用業者の選択が困難であることなどに

よるものであろう。そして，この行動は，アクティブ運用能力とは関係の無いパッシブ運用の増加に結びついて契約資産残高増減額に対して多大な影響を与えているものと考えられ，それらを除外すれば私的年金と同じ傾向が出るということかもしれない。いずれにしても公的年金にのみ競争原理が働いていないとは考えにくいのでもう少し詳細な分析が必要であると考える。

2. 全ての検証期間おける関連性

代行返上期に限定せず，もう少し長い期間で見たらどうだろうか。説明変数であるR&I調査の総合評価は2001年～2003年の3年間平均とし，被説明変数は2000年3月～2003年12月末までの年金の契約資産残高増減額とした。つまり，評価の時期とマネージャー選択の時間的因果関係をもう少し曖昧にかつ広げた場合を考慮する。各年の運用能力評価にそれなりの安定性が存在し，かつマネージャー変更がゆっくりとしたプロセスであるとする仮定を置くことにより，行なう検証である。

検証結果を示す図表6における傾きのt値等から判断すると，図表5と異なり，マネージャーの運用能力に基づいた年金基金の選択が行われていないことを示唆している。また，定量，定性評価の場合においても，ほぼ同様である。これは，代行返上が顕在化した2002年3月以降において，年金基金のマネージャー選択が，運用能力を評価する方向へ急速に変化したことを意味するかもしれない。但し，IT相場の影響がマネージャーの運用能力の評価に不連続性を与えている可能性も考えられる。なお，公的年金の契約資産残高増減額と定量評価の関係であるが，傾きのt値が5％水準で有意となっている。しかしながら，この二つは逆相関の関係にあり，前述したようなかく乱要因の影響によるものと考えるべきであろう。

3. 代行返上期における契約資産残高増減額と運用実績との関連性

日本の年金で金額的に最も大きな，あるいは最も大きな影響力をもつ年金基金及び基金の連合体は，年金資金運用基金及び厚生年金基金連合会である。運用会社としてのサンプル数は限定されることになるが，それぞれが公表しているマネージャーの運用実績と契約資産残高増減額の関係を見てみよう。具体的には，説明変数として前述した『平成14年度資金運用業務概況書（参考資料）』に掲載されている実績とインフォメーション・レシオ，『厚生年金基金資産運用実態調査』の時間加重収益率を利用する。

図表6　全検証期間のデータを利用した各種統計値

被説明変数	説明変数	回帰直線の傾き	傾きのt値	決定係数	相関係数	サンプル数
私的年金	全体評価	6588.7	2.16	0.32	0.56	12
公的年金	全体評価	−3688.7	−1.61	0.20	−0.45	12
私的年金	定量評価	5770.3	1.40	0.17	0.41	12
公的年金	定量評価	−6776.7	−2.58*	0.40	−0.63	12
私的年金	定性評価	7767.9	1.31	0.15	0.38	12
公的年金	定性評価	−9649.3	−1.73	0.22	0.47	12

（注）＊は5％水準で有意，＊＊は1％水準で有意

図表7　代行返上期における契約資産残高増減額と運用実績との関連性についての統計値

被説明変数	説明変数	回帰直線の傾き	傾きのｔ値	決定係数	相関係数	サンプル数
私的年金	年金資金運用基金－実績	612.7	3.63**	0.62	0.79	10
公的年金	年金資金運用基金－実績	－86.2	－0.82	0.08	－0.27	10
私的年金	年金資金運用基金－インフォメーション・レシオ	3251.1	4.94**	0.75	0.87	10
公的年金	年金資金運用基金－インフォメーション・レシオ	－208.8	－0.40	0.02	－0.14	10
私的年金	厚生年金基金－実績	748.7	3.37*	0.74	0.86	6
公的年金	厚生年金基金－実績	－355.8	－1.67	0.41	0.64	6

（注）＊は５％水準で有意，＊＊は１％水準で有意

被説明変数としては2002年３月～2003年12月末までの年金の契約資産残高増減額とした。これは大半の年金基金がこれら年金基金及び基金の連合体が公表する運用成績を注視している，換言すれば『年金情報』に掲載されたR&I調査と同じくらいあまねく周知された情報であり，マネージャー選択の参考にするとの仮説に基づくものである。

検証結果は図表７に示されている。被説明変数が私的年金の場合，傾きのｔ値は，１～５％水準で有意，相関係数は0.79～0.86の範囲である。R&I調査と比較してほぼ同等の説明力があると言え，十分に正の相関関係が成立している。これはR&I調査での評価とこれら年金基金及び基金の連合体での運用実績に高い相関関係が存在していることから十分に想像された結果であるかもしれない。確かに，統計的な因果関係から当然との解釈もありえようが，むしろ会社・基金事務局関係者が運用会社の評価に当たって，複数の指標により総合的に判断した結果と考えることも出来よう。

また，公的年金との関係も検証してみた。R&I調査の場合と同じく両者の関係はさほど明瞭ではない。恐らく前述したような理由によるためであって，本来的には競争原理が働いているのであろう。公的年金に占める年金資金運用基金のウェイトが高く，運用資金が巨額であることを考えると，他者からの情報ではなく自らの情報によって判断している可能性も指摘出来よう。

4. 代行返上期における契約資産残高増減率とR&I調査との関連性

これまでと同様の検証を契約資産残高増減率との関連性について行った。これは，年金基金のマネージャー選択を行った上での行動が，金額でなく伸び率ベースで行われているかを調べるためである。具体的には，説明変数として2001年12月の『年金情報』に掲載されたR&I調査の評価を，被説明変数として2002年４月から直近データである2003年12月末までの契約資産残高増減率を用いている。

検証結果を示す図表８における傾きのｔ値等から判断すると，被説明変数が私的年金で説明変数が総合評価の場合１％水準で有意，説明変数が定量評価の場合５％水準で有意となる。また，私的年金では，相関係数が0.47～0.79の範囲となる。増減額を被説明変数に用いたものと比較すると，この検証結果は若干の説明力の減少があると言えるかもしれない。これは，マ

図表8　代行返上期における契約資産残高増減率とR&I調査との関連性についての統計値

被説明変数	説明変数	回帰直線の傾き	傾きのｔ値	決定係数	相関係数	サンプル数
私的年金	全体評価	48.0	4.26**	0.62	0.79	13
公的年金	全体評価	−51.1	−2.17	0.32	0.56	12
私的年金	定量評価	48.1	3.06*	0.48	0.70	12
公的年金	定量評価	−48.2	−3.02*	0.47	0.69	12
私的年金	定性評価	50.0	1.71	0.23	0.47	12
公的年金	定性評価	−33.5	−1.05	0.10	0.31	12

（注）＊は5％水準で有意，＊＊は1％水準で有意

ネージャー選択が，金額の絶対額の変動を念頭に置いて行われる割合が高いことを示唆するものと言えよう。なお，公的年金においては，運用資産額の場合と同様，逆相関の場合が部分的に計測されたものの，説明するに値する関係はみられなかった。

Ⅳ．結　論

年金基金の資産は誰のものかという問いに対しては，当然，誰もがそれは加入員のものであると答えるであろう。言葉の定義の問題はあるにせよ，それが常識である。問題はそれが現実の行動の中で実行されてきたか否かである。基金関係者は受益者たる加入員のために何をなすべきか，当然，加入員の利益の最大化を図るべきであり，その目的のためには運用能力の高いマネージャーを選択すべきである。しかるに会社・基金事務局関係者が基金財産の運用に関して，取引先及び同一グループの運用会社等を優先してきたのではないかという疑問があった。

本稿ではその疑問に対して直接的には答えていない。しかし2000年2月から2003年4月までの株式市場の暴落及びそれと密接に関係する代行返上は，基金の在り方そのものを問うことになり，その危機意識が引き金となってマネージャー再編へつながったのではないか，すなわち旧来のマネージャー選択に対する考え方は崩壊し，新しい競争時代が始まったのではないかと言う疑問に答えることは，不十分ながらも本稿において達成されたと考える。

代行返上にあたっては，全額解約，部分解約など会社の事情を考慮しても，検証の結果，2000年以前はどうであったにせよ，少なくとも過去2～3年の間，年金基金は運用能力の高い運用会社を選択し採用していることが示されたと言えよう。この事実は，その誘因がなんであるにせよ，年金基金がその加入員利益を第一義として考えて行動するという当然のことが行われている，あるいは始まっていることを意味している。

また，この状況をマクロ経済の上で論じるならば，資本市場の重要な担い手である企業年金と資産運用会社の世界において透明性の高い競争が始まっており，それが一層効率的な資金配分が促進されると考えられ，日本経済に与える好影響は決して小さくないと言えるだろう。

注

1）　平成15年10月3日経済財政諮問会議における坂口臨時議員提出資料。

2）　UFJアセットマネジメント株式会社の2000，2001年3月末のデータは，三和アセットマネジメント株式会社，東海投信投資顧問株式会社のそれを合算したものである。三井住友アセットマネジメントの2000，2001年3

月末は，さくら投資顧問株式会社，三井生命グローバルアセットマネジメント，住友ライフ・インベストメント株式会社，三井海上アセットマネジメント株式会社，住友海上アセットマネジメント株式会社のそれを合算，2002年3月末のデータは，最初の三社と三井住友海上アセットマネジメント株式会社のそれを合算したものである。

3) 50基金以上と契約している運用会社が対象となっている。出所は，格付投資情報センター『年金情報』2003年8月18日号。

4) 見方を変えると，この検証は市場の効率性仮説に関連していると考えられる。もし，市場が効率的であった場合，各運用会社のアクティブ運用の能力を調査してもその費用に見合うリターンが得られない，従って年金基金は収益の得られない努力をせずに，アクティブ運用を避けてパッシブ運用を採用することになる。反対に，継続的な超過収益があれば，仮説成立が否定され，かつアクティブ運用の能力の存在を意味し，当然それは運用実績の継続性をも認めることになる。

参考文献

格付投資情報センター『年金委託機関の年金顧客評価調査』2003年11月17日号，2003年8月18日号，2002年11月18日号，2001年11月19日号

厚生年金基金連合会［2003］，『厚生年金基金資産運用実態調査（2002年度）』

田中周二［2004］，「（年金運用）：アクティブ・マネージャーの選択：サイエンスかアートか？」，ニッセイ基礎研究所，年金ストラテジー2004年4月号

年金資金運用基金［2003］，『平成14年度資金運用業務概況書（参考資料）』

Malkiel, Burton G.［1990］, *A RANDON WALK DOWN WALL STREET 5th Edition,* NORTON.

（伊藤俊之　多摩大学経営情報学部非常勤講師）

（福田徹　当研究所主任研究員）