

アクティブ運用のコストと有用性 ～英国地方公務員年金の改革に対する見解～

目次

- I. はじめに
- II. LGPS 改革の背景と経緯
- III. 政府によるコスト削減案
- IV. 提案に対するアバディーン社、ベイリーギフォード社の意見
- V. クローゼット・トラッカーの存在
- VI. 終わりに

三菱 UFJ ベイリーギフォード・アセットマネジメント 出向 大澤 祥平
アバディーン・アセットマネジメント 出向 西山 啓佑

I. はじめに

わが国同様、英国でも少子高齢化に伴う年金財政の持続可能性に対応すべく、年金の制度改革が取り組まれている。英国地方公務員年金(UK Local Government Pension Scheme、以下 LGPS)は、地方公務員を対象とした職域年金スキームであるが、イングランドとウェールズ地方では 89 基金から構成される加入者数 470 万人、運用資産残高約 1,800 億ポンド(約 32 兆円)¹に及ぶ欧州最大級の年金基金である²。LGPS の制度改革は政府主導で進められているが、運用コストの削減が重要課題のひとつとして認識され、2014 年 5 月には「上場資産に関わるアクティブ運用を廃止し、全てパッシブ運用へ移行する」改善案が提起された。この過激ともいえる提案により、現在英国では、その是非を巡って LGPS 傘下の基金のみならず資産運用業界を巻き込んだ議論がなされている。LGPS は現在、運用残高の約 5 割をアクティブ運用に充てているが、もし本提案が実施されることになれば、アクティブ運用の有用性を否定するアナウンスメント効果を生むと考えられる。

本稿では、アクティブ運用を廃止しパッシブ全面移行を促す政府提案の根拠を中心に、そこに至るまでの公務員年金改革の経緯と、政府提案に対するアクティブ運用会社からの反論として、三菱 UFJ 信託銀行の業務提携先であるアバディーン社及びベイリーギフォード社の主張を紹介し、アクティブ運用の在り方について再考したい。

¹ 残高は 2013 年 3 月末。為替レートは 1 ポンド 180 円で換算、以降も同レートを使用。

² 本稿では、以降 LGPS はイングランド/ウェールズ地方の LGPS を指す。

II. LGPS 改革の背景と経緯

1. LGPS 改革の背景

平均寿命の伸長により、LGPS を含む公務員年金では給付と掛金バランスの悪化が予想され、2010年には会計監査院より年金給付額と掛金収入額の差が今後4年間で倍以上に拡大するとの報告がなされた。穴埋めのための税金投入の増加を懸念した当時のキャメロン政権は、長期的に持続可能であり、加入者と納税者にとって公正な、且つ既得受給権の保全が図られた公務員年金への変革に着手、元労働党議員のハットン卿を議長とした独立委員会を設置し、制度の見直しを命じた。同委員会は2011年3月に最終報告をまとめ公表したが、そこでは以下の主要改善点が提示された。

- 給付額の決定方法を最終給与額から在職期間の平均給与額に変更
そもそも年金掛金は給与水準に応じて支払っていることから、退職時一時点の給与に基づき年金給付額を決定するよりも在職期間中の平均給与額をベースとした方が、負担と受益にかかる公平性の観点から望ましい。また、最終給与額に基づく決定方法は、転職をせずに一箇所に長期間勤める者に有利だが、働き方の多様化や流動化が進んでいる労働市場の現況にもそぐわない。
- 年金支給開始年齢の引き上げ
現在の60歳から公的年金支給開始年齢と同じ65歳に引き上げる。これは平均寿命の伸長により高まっている基金の長寿リスクに対応することを目的としている。
- ガバナンスの強化／包括的データの作成／基金間の協働の促進
これまで公務員年金では、制度を運営する者ときちんと運営されているか監視する者の区別がされていなかった。これを改め、企業年金と同様に理事会、政策委員会、代議員会などの各種組織を設置し、ガバナンスの強化を図る。また加入員に対しては定期的に基金の財政状況を報告し、情報開示を進める。運営効率化を図るため、運営事務の共通化を図り、小規模基金間での協働を促進するとともに、将来的な基金統合を視野に入れ、基金にかかる包括的なデータを作成し基金間での比較検証を可能にする。

上記提案に基づき、2013年に新たな公務員年金制度を定めた Public Service Pensions Act 2013(以下2013年年金法)が制定された。

2. LGPS 改革の経緯

政府はハットン報告と2013年年金法の内容を反映させるべく、以下の3点を中心にLGPS改革を進めている。

- 新スキームの策定(掛金/給付の仕組み)
 ハットン卿の提言に従い給付算定基準を最終給与から平均給与に変更。掛金に関しては、より低所得者層が有利となる設計(掛金の下限維持と上限引き上げ)に改めるほか、50/50 オプション(給付を抑える代わりに掛金も半額へ抑制可能)を導入する。新スキームは2014年4月1日に発効した。
- ガバナンスの強化
 2013年年金法は、各公務員年金基金に理事会やスキーム・アドバイザー・ボードを設置することを要請している。これを踏まえ2015年1月にLGPSへの適用ルールが決められ、傘下の基金は2015年4月までに必要な委員会を設置することになった。
- 積立不足の解消
 ハットン卿の提言の一つである「包括的データの作成」に従い、2013年にLGPS傘下の基金に関する正確なデータの収集に着手、同時に積立不足額の解消及び運用成績の改善方法に関する意見を各基金に募集した。そこでは不足額の解消及び運用成績の改善に直接的に結びつく回答は寄せられなかったが、コスト削減に関する意見が多数寄せられた。政府はこの状況を受け、コスト削減による運用残高の保全も積立不足の改善に寄与すると判断し、年金コンサルタントであるハイマンズ・ロバートソン社に収集したデータの分析とコスト削減策の検証を依頼した。そして同社の検証結果をもとに2014年5月、上場資産のアクティブ運用廃止を含むコスト削減策を提案、同提案に対する意見を広く募集した。現在寄せられた意見を考慮のうえ最終的な結論をまとめている最中であるが、作業は遅れており、当初2015年1月に予定していた結論は本稿執筆時点では出ていない。

図表1：LGPS改革の経緯

年	内容
2010年 6月	ハットン卿を議長とする独立委員会を設置、公務員年金の見直しを開始
2011年 3月	同委員会が政府に改革の推奨事項をまとめた最終レポートを提出
2011年12月	LGPSの改革方針を定めたプロジェクトを発足し、改革に着手
2013年 5月	公務員年金の新たな制度を定めたPublic Service Pension Act 2013を制定
2013年 5月	同法による要請事項をLGPSに反映させるため検討を開始
2013年 6月	傘下基金の財政・運用状況を把握するため正確なデータの収集を実施。コスト削減の可能性を探るためハイマンズ・ロバートソン社に同データの分析を依頼
2014年 3月	同社がコスト削減についてまとめたレポートを提出
2014年 4月	新スキームの適用開始
2014年 5月	ハイマンズ・ロバートソン社の調査結果に基づき、政府がコスト削減案を提案、関係者から意見を募集→本稿執筆時点も寄せられた意見を精査中
2015年 1月	理事会の設置等、ガバナンス向上に関するルールを策定

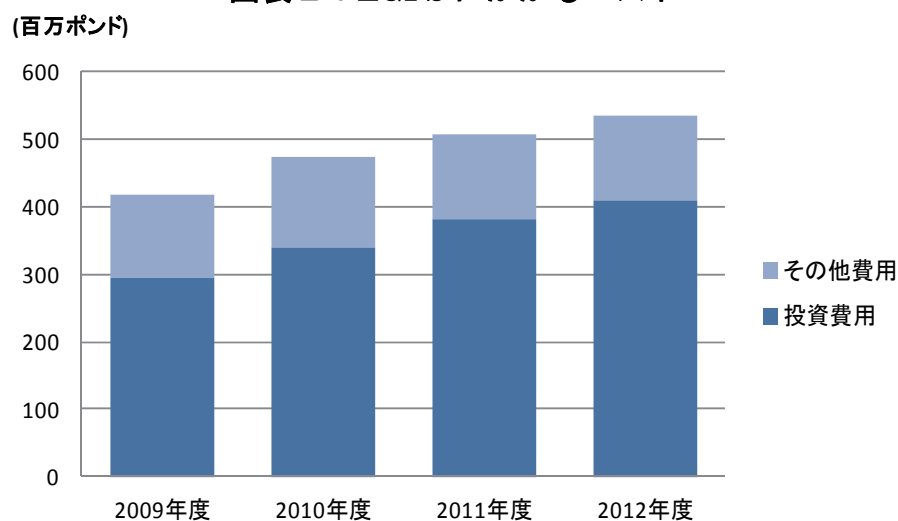
出所：各種資料より三菱UFJ ベイリーギフォード・アセットマネジメント作成。

Ⅲ. 政府によるコスト削減案

1. 運用コストの増大

政府の公式データによると、LGPSにかかる全体コストは2012年度で約536百万ポンド(≒965億円)であるが、このうち運用コストが約409百万ポンド(≒736億円)と、約8割を占めている。また、その他費用は2009年度比で約4%の上昇に留まるのに対し、運用コストの上昇率は約38%であり、年々増加傾向にある。

図表2：LGPSにかかるコスト



出所：英国政府データより三菱UFJバイリーギフォード・アセットマネジメント作成

また、より詳細なデータを利用したハイマンズ・ロバートソン社の分析では、2012年度にLGPSで発生したコストの全体額は、政府公表の536百万ポンドに対して790百万ポンド(≒1,422億円)であるという結果が出ている。また、同社の算出値には、オルタナティブ投資の成功報酬や運用会社による売買コストが含まれていないことから、実際のコストはさらに大きい値であるとの指摘もなされている。このような経緯により、運用コストの抑制が長期的に持続可能な年金制度を実現するための主要課題として注目されていくことになった。

2. LGPSの資産比率とコスト内訳

図表3にあるように、LGPSの運用資産比率ではアクティブ比率がパッシブ比率を上回る状況にある。

図表3：資産比率

株式		債券		不動産	オルタナティブ
アクティブ	パッシブ	アクティブ	パッシブ		
37%	29%	10%	8%	7%	11%

※小数点以下を四捨五入しているため、合計が100%にはならない場合があります。

出所：ハイマンズ・ロバートソン社資料より三菱UFJバイリーギフォード・アセットマネジメント作成。2013年12月時点。

運用コストはその大半がアクティブ運用から生じている。特にオルタナティブ資産は、構

成比率が約 10%に留まるものの、伝統的資産に比べ高い運用者報酬やファンド・オブ・ファンズ(FoF)スキームによるフィー二重化の発生により、運用コストの約 40%を占めるにいたっている。

図表 4 : 運用コスト内訳

資産クラス	資産配分 比率 (%)	アクティブ運用		パッシブ運用		手数料合計		手数料の 比率 (%)
		手数料 (千ポンド)	報酬率 (%)	手数料 (千ポンド)	報酬率 (%)	手数料 (千ポンド)	報酬率 (%)	
株式	65.8	256,963	0.39	31,103	0.06	288,068	0.24	38.5
債券/キャッシュ	17.6	54,535	0.31	7,141	0.05	61,674	0.20	8.2
不動産	6.8	97,996	0.81	0	-	97,996	0.81	13.1
オルタナティブ	9.8	300,883	1.73	268	0.22	301,151	1.72	40.2
合計	100.0	710,377	0.62	38,512	0.06	748,890	0.42	100.0

出所：ハイマンズ・ロバートソン社資料よりアバディーン・アセットマネジメント社作成。2013年12月。

3. 政府によるコスト削減案

ハイマンズ・ロバートソン社の調査結果を受け、2014年5月、政府はコスト削減案として以下の2点を提案。規模のメリットや運用報酬削減により、年間660百万ポンド(≒1,188億円)のコスト削減を見込んでいる。

図表 5 : 政府によるコスト削減案

削減案	年間想定削減額 (百万ポンド)
オルタナティブ投資用の共有投資ビークル(CIV)の設定とFoFの廃止	240
上場資産のアクティブ運用の廃止/CIVを通じたパッシブ運用への移行	420(※)

※パッシブ運用への移行による想定削減額420百万ポンドの内訳は以下のとおり。

- ・運用報酬の削減 : 230百万ポンド
- ・売買回転率低下による削減効果 : 190百万ポンド

出所：英国政府資料。

4. 共有投資ビークル(CIV : Common Investment Vehicle)の設定

現在LGPSを構成する基金では、アセットアロケーションを含め個別に運用に関わる意思決定と投資を行っている。89基金合算の運用資産は邦貨換算で32.4兆円と巨大であるが、33基金が10億ポンド(≒1,800億円)を下回る(うち6基金は500百万ポンド(≒900億円)以下)など、基金のサイズにはバラつきがあり、相対的に小規模な基金ではコスト面で規模の利益を十分に享受できていない状況にある。

ハイマンズ・ロバートソン社の分析によると、オルタナティブ投資用のCIVを設定し、FoFスキームを廃止することで、年間240百万ポンド(≒432億円)のコスト削減が可能になるとしている。また、CIVには受益権が設定され、基金間で発生する売り買いの受益権取引は相殺可能となるため、実資産の取引コストを抑制することも可能となる。

5. 上場資産のアクティブ運用の廃止／パッシブ運用への移行

ハイマンズ・ロバートソン社の分析では、アクティブ運用ではコストが増える一方、パフォーマンスは市場並みという結果が出ており、アクティブ運用そのものの有効性が疑問視された。LGPS 全体では長期的にみた場合、アクティブ運用が市場平均を上回るリターンを残しているという証左を得ることができなかったが、この結果が株式／債券の運用スタイルを全てパッシブへ切り替えることで全体のパフォーマンスを毀損することなく運用コストの節減が可能という、ある種過激ともいえる提言に繋がった。

具体的な効果としては、CIV を通じたパッシブ運用への移行によりマネージャーの運用報酬を抑制し、年間 230 百万ポンド(≒414 億円)の削減を見込んでいる。また、パッシブ運用はアクティブ運用に比べ売買回転率が低いことから、取引コストも年間190百万ポンド(≒342 億円)削減できるとし、これらの合計が420百万ポンド(≒756億円)にのぼると算定している。

図表 6 : LGPS の株式パフォーマンス

単位 : %

株式運用	英国	北米	欧州 (除く英国)	日本	太平洋先進国 (除く日本)	エマージング 国
FTSEインデックス	10.7	9.5	11.4	7.4	16.4	18.2
LGPS総合	10.8	8.4	11.6	7.5	17.3	17.1
超過収益	0.1	▲1.1	0.2	0.1	0.9	▲1.1

出所 : ハイマンズ・ロバートソン社。2013年3月までの10年間の年率リターンデータ。

6. 意見募集の実施

政府は上記コスト削減案を提示するとともに、同提案に対する意見を広く募集、意見がある場合は以下の質問に回答する形で提出するよう要請した。

< CIV の設定について >

- Q1 : 上場資産運用、オルタナティブ資産運用に CIV を活用することがコスト削減につながるという案に賛成か？
- Q2 : アセットアロケーションを決定する権限を各基金に維持させる案に賛成か？
- Q3 : CIV をいくつ設立すればよいか？また、利用すべきアセットクラスは？
- Q4 : CIV はどのようなスキームが最も効果があるか？

< 上場資産のアクティブ運用の廃止／パッシブ運用への移行について >

- Q5 : アクティブ／パッシブ運用について、以下の4つの選択肢いずれが適切であるか？
- ① 全基金がパッシブ運用への全額移行を行う
 - ② 具体的なパッシブ運用比率を定めるか徐々に比率を高める
 - ③ 「定められたパッシブ比率を遵守するか、しない場合は説明責任を果たす」の二択を各基金に課す
 - ④ 各基金がパッシブ運用のメリットについて検討するに留まる

IV. 提案に対するアバディーン社、ベイリーギフォード社の意見

1. 提案に対するアバディーン社の意見

(1) CIV の設定について

アバディーン社(ADN 社)の CIV 設定に対する意見は、CIV の設定はオルタナティブ投資において、特に小規模基金にとって魅力的な選択肢になり得るものの、活用の是非はあくまで各基金の判断に任せるべきというものである。ADN 社の回答要約は以下のとおり。

A1 : CIV の活用はコスト削減効果をもたらすものの、仮に LGPS の全ファンドが限られた数の CIV への投資を強制された場合、キャパシティの問題から投資機会は最も流動性のある戦略に限定されてしまう可能性がある。

オルタナティブ投資については、小規模基金が今までは投資額の問題等から投資できなかったような案件(プライベートエクイティ、インフラ、ヘッジファンドなど)にアクセスできるようになる点で、CIV は魅力的な選択肢となり得る。しかし、基金の運用状況や必要とされる投資戦略はそれぞれ異なるため、CIV の活用は強制されるのではなく各基金の判断に任せるべきと考えている。

A2 : アセットアロケーションの決定権は各基金が持つべきと考える。政府よりも各基金の方が、各々状況に応じて優れた意思決定を出来る点は政府自身が認めているところである。したがって、アロケーションにかかる権限を統合するのではなく、各基金がより優れたアロケーションを行えるための人材確保の方法や適切なストラクチャーの構築に関する議論を行うべきである。

A3 : 現時点で回答は不可能。株式では「先進国/エマージング」「大型株/小型株」「集中型/パッシブ」、債券では「ソブリン/クレジット」「金利リスク/インフレリスクヘッジ」など、各基金に必要な投資対象は詳細かつ多岐に亘る。

A4 : 具体的なスキームの特定は出来ないものの、Authorised Contractual Scheme³(ACS)の活用にはメリットがあると考えている。

(2) 上場資産にかかるアクティブ運用の廃止/パッシブ運用への移行について

ADN 社では、以下の理由により、④各基金がパッシブ運用のメリットについて検討するに留まる、の選択肢を支持している。

- 市場インデックスは必ずしも投資に適切ではない

インデックス構成銘柄のなかには、投資元本の損失回避を重視する年金運用では投資に相応しくない銘柄が存在する。ADN 社では、将来の収益見通しが不透明で元本損失の可能性が過度に高い銘柄への投資を避けており、この保守的なアプローチは年金基金にとって魅力であると考えているが、これはパッシブ運用による代替が不可能な手法である。また、債券についてもインデックス投資では年金負債とのマッチングが困難となる。

³ FCA(英国金融行為規制機構)が管轄する共有投資ビークルの一種

- アクティブ運用者を一括りにするべきではない

各基金のパフォーマンスにはバラつきがあり、中には付加価値をもたらす優秀な運用者の選定ができた基金も存在するが、パッシブ運用への強制的な移行はこれらの基金に不利益をもたらすこととなる。

所謂アクティブ運用者の中には、インデックスに類似したポートを保有しながら、高い運用報酬を課す「クローゼット・トラッカー」⁴も多く含まれる。これらの運用者は運用報酬控除前でマーケットと同程度のリターンしかあげられないため、運用報酬控除後ではベンチマークをアンダーパフォームする可能性が高い。一方、ADN 社のように集中投資型のポートを構築する運用者は、長期的には超過収益を獲得する傾向がある。事実、ADN 社が LGPS 傘下の基金より 2006 年の 12 月から受託しているグローバル株式ファンドでは、運用報酬控除後で年間 1.7%の超過収益を獲得している。

また、アクティブ運用は必ずしも高い売買回転率を伴うものではない。ADN 社では取引コストはファンドの経済価値を毀損する要因との認識のもと、バイ&ホールドすべき銘柄を選びぬくことにこそ、アクティブ運用の付加価値があると考えており、典型的な株式ポートフォリオの売買回転率は年間 10~20%の低水準に抑えられている。

- マーケットにおけるアクティブ運用の必要性

アクティブ運用はマーケットに価格発見機能と流動性をもたらす重要な機能を持っており、仮にアクティブ運用がなくなった場合、株価は目指すべき均衡点を失ってしまう。この観点からは、これまで LGPS はマーケットが円滑に機能することに寄与していたが、もし LGPS のアクティブ全廃に追随し、他の機関投資家もアクティブ運用から撤退するような事態に陥れば、マーケットに深刻な影響をもたらす可能性がある。

- 企業へのエンゲージメントを促す政府方針と反する

英国政府は、株主と投資企業の利益の一致を促すべく、投資家による企業活動へのエンゲージメントを奨励している。一方、パッシブ運用者は、ファンダメンタルズリサーチを行うアクティブ運用者と同程度に、投資企業のビジネスを理解するキャパシティを持ちあわせていない。したがって、パッシブ運用の促進とエンゲージメントの推奨は矛盾するものである。

2. 提案に対するベイリーギフォード社の意見

(1) CIV の設定について

ベイリーギフォード社(BG 社)の CIV 設定に対する意見は、留意すべき点はあるものの CIV の活用はコスト削減につながるというものである。BG 社の回答要約は以下のとおり。

A1 : CIV の活用は、規模のメリットを享受できるためコスト削減につながると考えてい

⁴ Closet Tracker。隠れた市場追随者の意味。

る。実際、BG社のグローバル株式ファンドに100百万ポンド(≒180億円)投資するとフィーは約0.485%かかるが、10億ポンド(≒1,800億円)の投資であると約0.36%まで減少する。こうした効果は特にオルタナティブ資産についてより大きな削減効果が期待できると考えている。

A2：各ファンドを運用する基金はアクティブかパッシブか、若しくはその組み合わせかの判断を含め、アセットアロケーションの決定に影響力を持つべきである。

A3：CIVをいくつ設定するべきか、数について言及することは難しいが、設定する際に考慮すべき点はCIVの規模と品揃えのバランスであると思う。ある程度の商品を揃えて選択肢に幅を持たせないと、CIVを活用せずに今まで同様、個別に投資する基金が増える可能性があるが、選択肢を増やすためにCIVを大量に設定すると規模のメリットが薄れるというジレンマがある。一方であまりCIVの規模が大きすぎると、効率的な投資を好む優れた運用会社に拒絶される可能性がある。以上の観点から、CIV活用のメリットが最も活かせるのはフィーが高く、投資に高い専門性が必要なオルタナティブ投資であると考えている。

A4：ACS(7頁参照)が一部免税を享受できることから最適であると考えている。

(2) 上場資産にかかるアクティブ運用の廃止／パッシブ運用への移行について

同提案に対しBG社は、コスト削減ではなくパフォーマンスの向上によりコスト削減と同様の効果を目指すべきであると述べ、④の「各基金がパッシブ運用のメリットについて検討するに留まる」選択肢を支持している。

● 運用に成功している基金から学びリターンの向上を目指すべき

ハイマンズ・ロバートソン社のレポートの中には、運用成績がトップ10に含まれる基金の共通点として、少数の運用会社に投資、アンダーパフォームしても採用を継続し長期運用を維持、株／債券／不動産を中心としたシンプルなストラクチャー、オルタナティブ投資は限定的、自家運用の活用があげられているが、BG社はこれらの投資方針に賛成である。他の基金にもこの共通点の採用を促し、パフォーマンスの向上につなげることができれば、年金加入者、納税者の双方に対して最も良い結果をもたらすと考えている。

● 優れたアクティブ運用者は超過収益を提供している

BG社のLGPS顧客のうち、5年以上運用委託を受けている基金に提供した付加価値は10億ポンド(≒1,800億円)を超えており、この数値は同期間のパッシブ運用のリターンを35%以上も上回るものである。アクティブ運用会社の中にはフィーに見合った結果を出せていない会社が存在するという分析結果に異論はないが、この結果をもって全てのアクティブ運用会社を同一視するべきではなく、パッシブ運用への移行の理由にするべきでもない。BG社の実績以外でも、多くの学術的研究にてアクティブ運用の有用性が示されている。

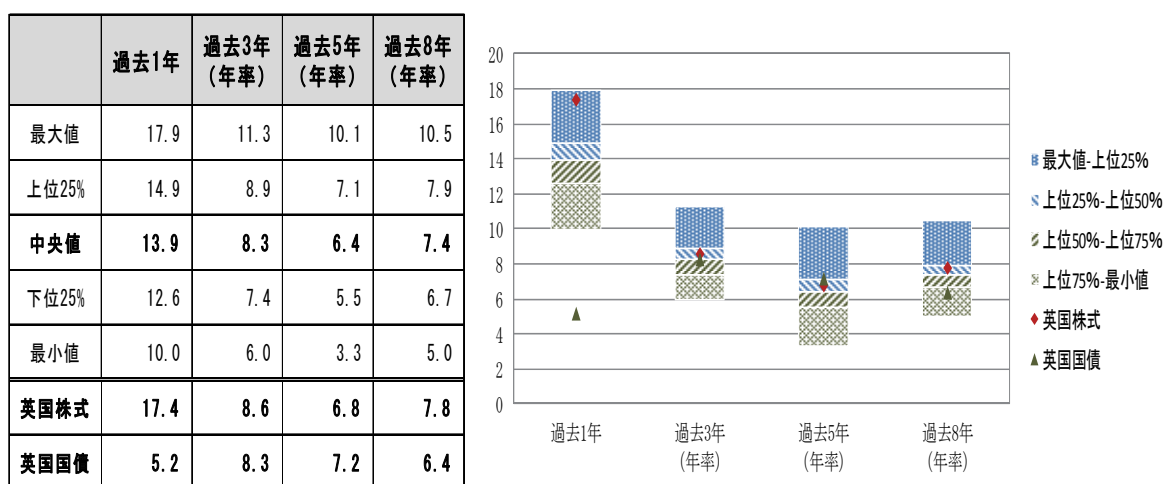
● 外部の意見を取り入れガバナンスを強化すべき

基金が運用会社の選定や戦略の見直しを実施する際は、金銭的なインセンティブが生じない独立した経験豊富なアドバイザーを活用すべきである。こうしたアドバイザーの長期的な関与が個々の基金のガバナンス向上につながり、パフォーマンス向上をもたらすとBG社では考えている。また、基金だけでなくコンサルタント会社にも運用成績の良い基金から投資方針を学んでもらいたい。コンサルタント会社の中には短期間アンダーパフォーマンスしただけで入替えを促したり、複雑でフィーの高い資産の組み入れを推奨したりするケースがある。運用に成功している基金の共通点として、高いリターンが期待されるオルタナティブ投資を制限している事実を認識すべきである。

● パフォーマンスの向上によりコスト削減と同様の効果は達成可能

図表7が示すように、8年間のLGPSのリターンの中央値は7.4%である。下位四分位のリターン(6.7%)が0.7%改善し7.4%となった場合だけでも、315百万ポンド(≒567億円)の収入増となる。また、プライスウォーターハウスクーパース(PwC)が2012年10月に大ロンドン地域自治体の年金について行ったコスト削減とパフォーマンス改善に関する分析では、パフォーマンス改善による付加価値はコスト削減による付加価値を上回ることが示されている。PwCの試算をLGPSに適用するとパフォーマンスの改善により年間630百万ポンド(≒1,134億円)の付加価値が生じることになる。

図表7：LGPS 構成基金のリターン



出所：ハイマーズ・ロバートソン社、2013年3月末基準数値の単位は全て%。
 左図は、LGPS 構成基金毎に資産全体のリターンを算出して基金間の順位付けを行ったもの。
 右図は左図のデータを基に作成した四分位グラフ。4つのボックスは上から順に、最大値～上位25%、上位25%～上位50%、上位50%～上位75%、上位75%～最小値のレンジを示す。英国株式、英国国債は比較の為の参考値。

● 長期投資により取引コスト抑制が可能

ハイマーズ・ロバートソン社は、株式運用をパッシブ運用に切り替えた場合、売買回転率が低下することにより年間190百万ポンド(≒342億円)の削減につながると推定しているが、長期投資家であるBG社の平均売買回転率20%を適用して試算すると、同様に年間140百万ポンド(≒252億円)の削減が可能である。つまりアクティブ運用を長期投

資に移行するだけで取引コストは抑制可能であり、しかもパッシブ運用以上の成績が得られる可能性を堅持することができる。

- アクティブ運用者は投資企業に対し、質の高いエンゲージメントが可能
基金の多くは国連の投資責任原則 (UNPRI) に署名しているが、UNPRI は署名機関に対し、投資の際には ESG も考慮することを促している。また、長期投資家であるアクティブ運用会社の方が企業のファンダメンタルズ分析を行っているため、投資企業に対して質の高いエンゲージメントが可能である。企業経営の質に対し運用会社が深いエンゲージメントを持つことを政府が薦めている点を鑑みると、パッシブへの移行推奨は矛盾しているともいえる。

V. クローゼット・トラッカーの存在

これまでみてきたとおり、政府提案に対するアバディーン社とベイリーギフォード社の見解は、概ね同じ方向性のものであるといえる。両社とも、CIV については設定自体に強く反対をしないものの、その活用については基金の自主性に任せるべきと主張し、パッシブ運用への移行については、優れたアクティブ運用者の存在／長期投資によるコスト削減／投資先企業へのエンゲージメントの観点から、アクティブ運用の有効性を主張している。

特にその中でも、運用報酬に見合う成果を挙げていないアクティブ運用会社の存在に言及している点は注目に値し、高額なアクティブ運用報酬を徴収する一方で、実際はインデックスと近似した運用を行っているクローゼット・トラッカーの存在を意識したものである。

英国では 154 本の国内株式投資信託のうち 36%⁵がクローゼット・トラッカーであるとの調査結果が出るなど、クローゼット・トラッカーに対する関心が高まりつつあるが、北欧では政府や規制当局が調査を開始し対応に乗り出すところまで問題意識が進んでいる。デンマークでは Finanstilsynet (デンマーク金融監督庁) が 2014 年 9 月に調査を実施し、国内株式ファンドの約 3 分の 1 にあたる 56 ファンドをクローゼット・トラッカーと断定したほか、スウェーデンでは同国 2 位の規模を持つ運用会社が、アクティブ運用の名のもとインデックスと大差のないファンドを販売したとして集団訴訟を提起され、問題を重く受けたとめた政府は 2015 年 3 月からクローゼット・トラッカーの正式な調査を開始している。更に、ノルウェーでは規制当局が同国最大の銀行 DNB に対し、同社運用ファンドの一つがアクティブ運用と呼ぶに相応しくないと勧告、報酬を削減するか、アクティブ運用の特性を備えさせるか対応するよう指示している。ESMA (欧州証券市場監督局) も事態の進展を注視する姿勢を示しており、他の欧州の政府／規制当局両者を巻き込みクローゼット・トラッカーを取り締まる動きが拡散／加速する可能性もある。

なお、クローゼット・トラッカーを認識する手段の一つとしては「アクティブシェア」という指標が活用されている。これはポートフォリオにおける銘柄の保有比率とインデックス

⁵ 2015 年 2 月 SCM Private 社調べ

における当該銘柄の構成比率の差から算出され、ポートフォリオとインデックスの乖離度合いを図る指標となっている。アクティブシェアは超過収益の獲得度合いを決めるものではないので、この指標のみで全てを判断することは出来ないが、運用報酬の水準や運用戦略と併せて、報酬に見合う成果を出しうる運用者か否か見極める際の判断基準のひとつとして活用されるようになっている。アクティブ運用者の中にはアクティブシェアを自主的に公表するもの出てきており、真のアクティブ運用者にとってはアピールポイントに、一方のクローゼット・トラッカーにとっては不利な判断材料になると考えられる。

このように、本稿で採り上げたアクティブ／パッシブ議論の際には、“アクティブ運用者”を一括りにすることのリスクも念頭に入れておくべきであろう

Ⅵ. 終わりに

アクティブ運用からパッシブ運用への移行は世界的トレンドの様相をみせており、PwCによるとグローバルの運用資産に占めるパッシブ運用の比率は2012年の11%から2020年には22%への倍増が予想されている。この根底にあるのはアクティブ運用に対する不信感であり、アクティブ運用の効用が確認できないのならば、より安価なパッシブ運用に切り替え運用報酬の節減を図ったほうが賢明ではないか、という理屈である。至極真つ当な理屈ではあるものの、アクティブ運用を一括りにした議論には注意が必要である。優秀な運用者を選定したことによってコストに見合う運用成績を享受したLGPS基金が存在することは、今回分析にあたったハイマンズ・ロバートソン社も認めるところである。ところが図表6にて行われたアクティブ運用の超過収益獲得に関する検証においては、成績の良い運用者も悪い運用者も一様に扱っており、その結果、アクティブ運用全体としては平凡な成績になってしまった可能性がある。従って、本来ならば図表6の検証に続き、長期的に勝ち続けるアクティブ運用者の存在有無の検証がなされるべきだったのではないかと考える。そして、そのような検証を経て、コストに見合うリターンを提供しうる優秀な運用者を選別するプロセスを確立することが、各基金の運用成果向上に加えて、クローゼット・トラッカーを市場から排除することにもつながるであろう。

運用コスト削減ニーズは今後も決して衰えることはなく、アクティブ運用会社にとって難しい選別の時代になっているが、裏を返せばそれだけ本物のアクティブ運用者に対する期待は大きくなっているともいえる。持続的な年金財政という命題に対し、運用コストの削減は確実な効果をもたらすが、運用パフォーマンスの向上こそが第一義的に求められている解決策だからである。従って、運用報酬に見合う収益を稼ぎだすことのできるアクティブ運用者には、退出を余儀なくされるクローゼット・トラッカーからシェアを奪う好機が訪れることだろう。そして生き残っていくアクティブ運用者にとって必要となるのは、良好なトラックレコードはもちろんであるが、顧客に対する説明力の高さも重要な要素となってくると思われる。自社の投資哲学の有効性を顧客にきちんと理解してもらい、短期的な市場環境によってぶれることのない長期の信頼関係を築くこと、これがアクティブ運用で成功する重要なカギになると考えている。

(平成 27 年 4 月 7 日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

【参考文献】

- Independent Public Service Pensions Commission: Final Report, 10 March 2011
- Department for Communities and Local Government: LGPS structure analysis, December 2013, Linda Selman, John Wright For and on behalf of Hymans Robertson LLP
- Local Government Pension Scheme: Opportunities for collaboration, cost savings and efficiencies Consultation, May 2014, Department for Communities and Local Government
- The Local Government Pension Scheme (Amendment) (Governance) Regulations 2014: Better Governance and Improved Accountability in the Local Government Pension Scheme Consultation, October 2014, Department for Communities and Local Government
- Local Government Pension Scheme (Amendment) (Governance) Regulations 2015 Local Government pensions – improving governance and accountability Government response to the consultation, January 2015, Department for Communities and Local Government
- Response to the DCLG's consultation on opportunities for collaboration, cost savings and efficiencies in the Local Government Pension Scheme, June 2014, BAILLIE GIFFORD
- The Local Government Pension Scheme 2014: Reconfiguring the London LGPS funds, Evaluation of options, October 2012, PwC
- Asset Management 2020 -A Brave New World-, PwC

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 受託財産企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）