

アクティブ運用のコストと存在意義

2008年6月、トロント大学ロットマン年金経営国際センターでディスカッションフォーラムが開催され、米国株式市場全体でアクティブ運用はパッシブ運用に比べ平均して0.6%近くリターンが劣後しているとの調査結果が発表された。高いコストに見合うアクティブ運用はどのような役割を果たすべきか、実例を交えて考察する。

アクティブ運用とパッシブ運用のコスト比較

米国ダートマス大学のKenneth French教授は、米国株式市場全体で、運用に必要なコスト¹⁾を時価総額比での大きさとして計測、その値をアクティブ運用とパッシブ運用に区分した分析を行った。この発表はカナダのトロント大学ロットマン年金経営国際センター²⁾のディスカッションフォーラムで行われた。

投資家がすべての株式を売買せずに保有し続ければ、株式市場全体のリターンをコストなしで獲得することができる。しかし、個人が途中で売買したり運用会社などに運用委託することで、運用報酬や取引手数料分だけ、リターンが悪化する。アクティブ運用はパッシブ運用に比べ運用報酬率が高く売買回転率も高いことが多いため、株式市場全体で見ればコストの差分だけ必ずパッシブ運用に対しリターンが劣後する。French教授はこの

大きさをできるだけ正確に測定した。

French教授によると2006年の時点で、パッシブ運用のコストが9bp³⁾であるのに対し、アクティブ運用のコストは66bpと、アクティブ運用がパッシブ運用に60bp近く劣後している(図表1)。多くの識者⁴⁾が指摘している通り、アクティブ運用はパッシブ運用に対して高いコスト分だけリターンが劣後することが、French教授の調査によって明確な数値として示されたのである。

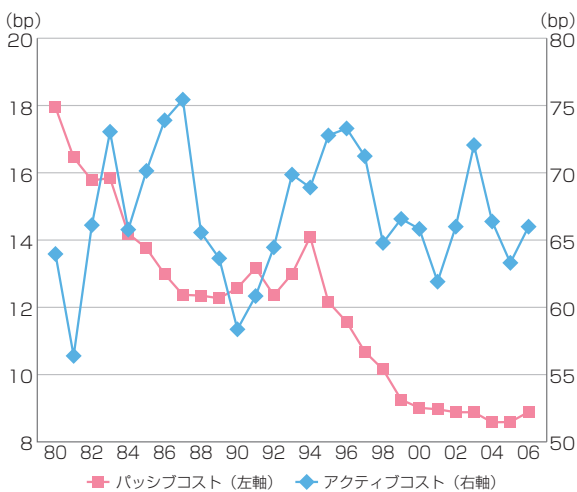
しかし、社会全体で見てコストが高いからアクティブ運用の存在価値がないと考えるのは短絡的である。アクティブ運用にはそのコストに見合う役割があると言われているからである。

アクティブ運用の存在意義はどこにあるのか

アクティブ運用の代表的な役割は、「価格発見機能」と「効率的な資金配分機能」である。「価格発見機能」は、企業に対する様々な異なる投資見直しをもとに市場に流動性を提供することを意味する。アクティブ運用は短期的な視点での売買が増え、株式市場の売買回転率は上昇している。企業に対する見方が一方に偏り公正な価格形成に支障をきたしているとの指摘もあるが、アクティブ運用がこの機能に大きな役割を果たしているのは明らかである。

「効率的な資金配分機能」は、将来見込みのある企業に資金供給することで事業拡大をサポートし、そうでない企業には資金を提供せず市場からの退場を促すことである。これがうまく機能すれば、株式市場全体の時価総額を向上させる効果がある。パッシブ運用は、時価総額比率で保有するだけで、公正な株価形成機能や資金配分

図表1 アクティブ/パッシブ運用コストの比較



(出所) Kenneth French, 「The Cost of Active Investing」、トロント大学ICPMディスカッションフォーラム、2008年6月

NOTE

- 1) ここでいうコストとは、各投資家が運用委託を行う際に支払う運用報酬と、運用委託を受けた運用機関が株式売買の際に証券会社に支払う取引手数料の合計として計算している。コストに含まれるのは、投資家が運用会社に支払う運用報酬、証券会社に支払う取引手数料などで、株式取引に関わる市場インパクトのコスト、税金、証拠金に掛かる金利、ヘッジファンドが支払っているプライムブローカーレージ手数料などは含まれていない。
- 2) 2005年に年金コンサルタントであるKeith Ambachtsheerが中心となって創設された、世界の年金運営に関する課題解決を目的とした調査センターである。世界で先進的な運営を行っている年金ファンドが参加し、具体的なソリューションを見いだしていく実践的な活動を行っているのが特徴であり、野村総合研究所も2008年から調査パートナーとして運営に参画している。
- 3) ベーシスポイントの略で、1bpは0.01%を表す。
- 4) これらの指摘をした人としては、Burton Malkiel、William Sharpe、John Bogleなどが知られている。
- 5) サステナビリティ投資については、「サステナビリティ投資はメインストリーム化するか？」(金融ITフォーカス2008年8月号)を参照のこと。
- 6) 環境、社会責任、ガバナンスの頭文字をとったもの。

機能をあまり持たないため、アクティブ運用の存在がなければ株式市場全体のリターンが低下する懸念がある。

しかし、効率的な資金配分機能をアクティブ運用が本当に果たしているか、最近疑問を呈する見方が増えている。四半期や年といった短期のリターンを追い求めるあまり、長期の企業価値向上の視点が欠け、長い目で見ると企業価値を毀損しているとの批判が多いのである。

さらに、パッシブ運用は長期保有を前提として、Engagement活動を通じ企業価値向上に寄与する面が評価され始めている。Engagement活動とは、株式所有者による企業への関与を指し、議決権行使にとどまらず、投資家から企業経営者に対する企業価値向上を目的とした働きかけを含む概念として認識されている。

パッシブ運用が、これまでアクティブ運用の役割と考えられてきた企業価値向上という機能の一部を代替しはじめ一方、過度な短期売買により、公正な株価形成という面でもアクティブ運用に対し疑問が投げかけられる中、アクティブ運用がその存在意義を示すには、アクティブ運用本来の役割を果たすことが必要となる。

図表2 アクティブ運用とパッシブ運用の比較

	パッシブ運用		アクティブ運用	
	なし	有り	なし	有り
Engagement	なし	有り	なし	有り
主たる活動	なし	議決権行使	売買	銘柄選択、経営陣との対話、議決権行使等
保有期間	長期		短期	中長期
流動性供給	低		高	低～中
リターン源泉 (株式ベータ以外)	Engagementによるベータ向上		売買による短期アルファ	Engagementによるベータ向上+銘柄選択と中長期保有による長期アルファ

(出所) 野村総合研究所

サステナビリティ投資⁵⁾はそれを実現する可能性のある運用戦略である。サステナビリティ投資とは、いわゆるESG分析⁶⁾と伝統的な株式分析を統合した、長期の株式リターン最大化を目的とした運用スタイルの一つである。この運用は、長期保有を前提に、割安な価格で長期的に高いキャッシュフローを生み出す企業に集中投資する機会が多く、優れた銘柄選択による効率的な資金配分というアクティブ運用が持つ本来の機能を徹底している。さらに積極的にEngagement活動も行うという意味で、「アクティブなアクティブ運用」と呼べるものである。長期の視点にたった集中投資を徹底した銘柄選択と、Engagement活動を通じた経営規律の強化により、パッシブ運用よりも優れたリターンを獲得しようとする。図表2に、パッシブ運用とアクティブ運用をより細分化したケースを示したが、サステナビリティ投資は、一番右に位置する運用戦略の一例である。

しかしこのような運用戦略の実行には様々な課題が存在する。運用委託を受けた運用会社には、長期の投資視点の維持、企業経営への関与などが必要とされるとともに、投資家も長期評価を行なうことを前提にしなければ、この運用戦略は普及しない。アクティブ運用が存在意義を問われる中、その生き残りには難しい課題克服が必要であることを再認識すべきである。

Writer's Profile



堀江 貞之 Sadayuki Horie

金融市場研究室
 上席研究員
 専門は資産運用関連の先端動向調査・研究
 focus@nri.co.jp