

アクティブ運用会社の逆境と取り組み

神山 哲也

■ 要 約 ■

1. 近年、ETF・パッシブ運用の拡大とアクティブ運用の苦戦が顕著になっている。背景には、ETF・パッシブ運用の低手数料や、アクティブ運用のパフォーマンスに対する批判的な見方がある。
2. 欧州では、アクティブ運用に対する規制当局の風当たりも強まっている。例えば英国金融行為監督機構（FCA）は、アセットマネジメント市場のレビューにおいて、アクティブ運用が手数料分だけ不利との見解を示し、手数料開示規制の強化等を打ち出している。
3. アクティブ運用の手数料を取りつつインデックスへの連動性が高い「クローゼット・トラッキング・ファンド」の問題も指摘されている。北欧では、規制当局が個別のファンドを名指しする事態も生じている。
4. こうした逆風の中でも、投資家の支持を集めている資産運用会社もある。例えば、少数のファンドで長期・集中投資をするファンドスミスやリンゼル・トレイン、運用チームの独立性確保を通じてパフォーマンス向上を図るジュピターや JO ハンブロ、独自の運用体制と手数料体系で差別化を図るオービス、年金向けソリューション・ビジネスに強みを持つインサイトなどである。
5. 一言で「アクティブ運用」といっても、その運用体制や運用手法、パフォーマンスは多様であり、一括りにはできない。投資家の選択肢・投資機会を制限しないよう、その是非は市場原理に委ねられるべきであろう。投資家、販売会社、資産運用会社、規制当局の冷静な議論が求められる。

I ETF・パッシブ運用の台頭

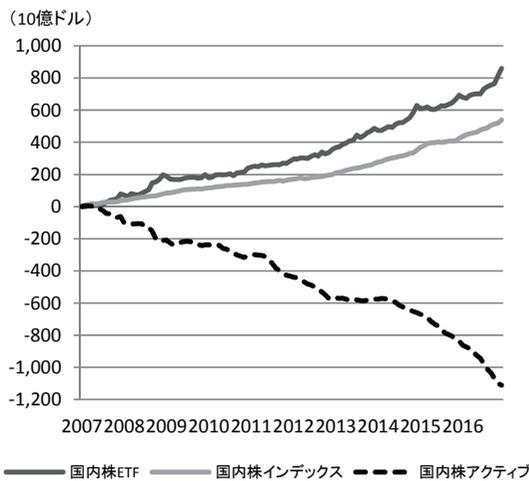
近年、グローバルに ETF・パッシブ運用への資金流入、相対的なアクティブ運用の苦戦が顕著になっている。ストックでみれば依然としてアクティブ運用の方が大きく、モーニングスターのグローバルな母集団では、2016 年末でアクティブ運用資産が 23.9 兆ドル、パッシブ運用資産が 6.7 兆ドルとなっている。しかし、2016 年中の増加率では、パッシブ運用が 18%とアクティブ運用の 4%を大幅に超過している¹。

¹ “Passive funds grew 4.5 time faster than active funds in 2016” *Financial Times*, February 12, 2017.

特に米国では、米株投信においてアクティブ運用からの資金流出とETF・パッシブ運用への資金流入が同比率で増加しており、アクティブ運用からETF・パッシブ運用へのシフトが見て取れる(図表1)。欧州でも、米国ほどではないにせよ、ETFの人気が高まっている(図表2)。英国資産運用業協会(Investment Association)によると、英国では2005年から2016年にかけてパッシブ運用の資産残高が5倍近く増加し、全体の23%を占めるに至っている。また、グローバルな資産運用会社ランキングにおいても、上位3社はいずれもETF・パッシブ運用を主力とする資産運用会社となっている(図表3)。

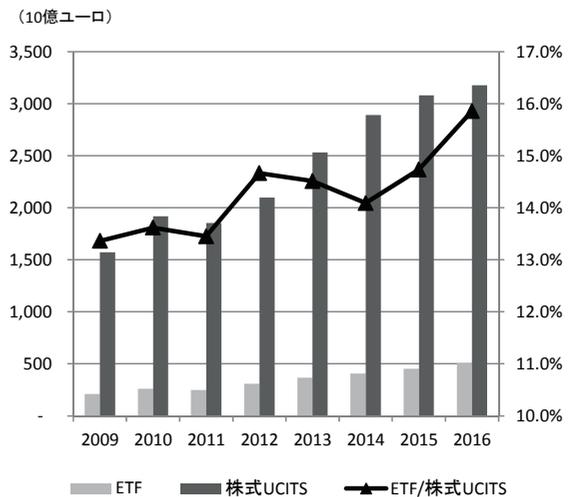
こうした現象の理由としては、ETF・パッシブ運用の低手数料が機関投資家、リテール投資家に支持されていることが挙げられる。また、規制当局の方向性も、そうした傾向を助長している側面もある。手数料の水準に殊更に焦点を当てた各種投資情報の媒体も一因として挙げられよう。むしろ、手数料の水準が低いこと自体は、投資家にとっての最終的

図表1 米国アクティブ/パッシブ・ETF
(累積フロー)



(出所) ICI より野村資本市場研究所作成

図表2 欧州株式投信/ETF
(ストック)



(出所) EFAMA より野村資本市場研究所作成

図表3 運用資産残高上位10社(2016年末時点)

順位	運用会社名	運用資産残高
1	ブラックロック	5兆1,479億ドル
2	バンガード・グループ	3兆9,650億ドル
3	ステート・ストリート・グローバル	2兆4,685億ドル
4	フィデリティ・インベストメンツ	2兆1,308億ドル
5	JPモルガン・アセット&ウェルス	1兆7,709億ドル
6	BNYメロン	1兆6,480億ドル
7	キャピタル・グループ	1兆4,785億ドル
8	ゴールドマン・サックス・グループ	1兆3,790億ドル
9	プルデンシャル・フィナンシャル	1兆2,638億ドル
10	アムンディ	1兆1,413億ドル

(出所) Pensions and Investments より野村資本市場研究所作成

な収益にはプラスに働くため、肯定的に評価されるべき要素である。但し、手数料の水準だけが投資商品の選定基準であって良いかという、決してそうではない。一方で、アクティブ運用の平均リターンがインデックス運用と同等もしくは下回る、といった指摘もある。しかし、後述するように、平均値のみで見ると、アクティブ運用の多様性を見過ごすことになる。

以下では、アセットマネジメント市場を巡る昨今の欧州規制当局の動向、その中でも活躍をみせるアクティブ運用会社の事例を紹介することとする。

II 欧州当局の動向

1. FCA のアセットマネジメント市場レビュー

英国金融行為監督機構（FCA）は 2015 年 11 月、アセットマネジメント市場レビューの実施及びその概要を公表した。この背景には、FCA が 2014 年 4 月より、金融市場について英国競争・市場局（CMA）と競争政策上の執行権を共管することとなったことがある。これを受けて FCA は、金融市場の各分野において競争が適切に機能しているか市場レビューを進めており²、アセットマネジメントの市場レビューも、その一環に位置づけられている。

1) 中間報告書

FCA は 2016 年 11 月、アセットマネジメント市場レビューの中間報告書を公表した³。中間報告書において FCA は、パッシブ運用がアクティブ運用より有利という姿勢を示している。まず、バリュウ・フォー・マネー（支出に見合った付加価値）を得られることが重要であり、わずかな手数料の相違でも長期投資では運用収益に大きな違いが出るとした上で、パッシブ運用とアクティブ運用の投資収益比較を提示する。そこでは、FTSE に 2 万ポンドを 20 年間投資し、運用収益がアクティブ運用とパッシブ運用で同じであった場合、パッシブ運用の投資家はアクティブ運用の投資家と比べて 9,455 ポンド（24.8%）多く得ることができ、ファンドの銘柄入れ替えによる取引コストを加味すると、差は 14,439 ポンド（44.4%）に拡大することが提示された（図表 4）。

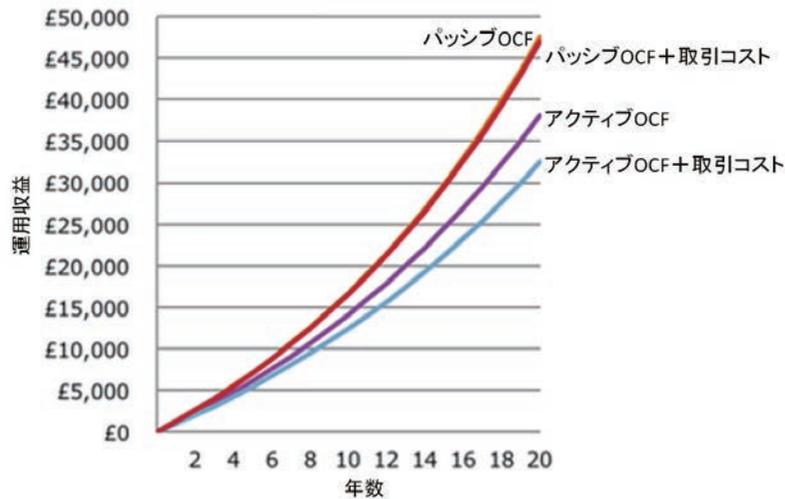
その上で FCA は、過去 10 年間において、パッシブ運用では継続手数料値（OCF）⁴ が約 0.8% から約 0.3% へ低下している一方、アクティブ運用では約 1.6% で不変であったこと、特に運用資産残高 1 億ポンド以上のファンドにおいて運用報酬が 0.75～1%

² 投資銀行市場に関するレビューについては、神山哲也「英 FCA による投資銀行業務に係る規制・監督の方向性」『野村資本市場クォーターリー』2017 年冬号参照。

³ FCA “Asset Management Market Study: Interim Report” November 18, 2016.

⁴ Ongoing Charges Figure. 運用報酬に加え、アドミニストレーション、レコード・キーピング、保護預かりなど全ての付随サービスを合わせた総コストの運用資産残高に対する比率の推計値。

図表 4 FTSEに20年間2万ポンドを投資した場合のパッシブ運用/アクティブ運用比較



(出所) 前掲注3資料より野村資本市場研究所作成

の間に集中していることを指摘し、アクティブ運用で価格競争が働いていないとする。

以上から FCA は、資産運用会社が投資家の最善の利益のために行動する義務の強化や、機関投資家向けのコスト・手数料に関する情報の透明性向上と標準化などの改善策を提案する。その中でも、特に市場参加者の中で議論を呼んだのが、全ての手数料・コストを合算した「オールイン・フィー」の導入提案である。FCA は中間報告書において、オールイン・フィーについて、以下の4案を提示する。

- ・ A 案：推計値である OCF を実績値とする。執行手数料等の取引コストは含まない。
- ・ B 案：A 案+取引コストの推計値を提示。
- ・ C 案：推計取引コスト（ファンド・レベルの売買執行手数料）を含む単一の手数料。但し、取引コストを超過するオプションあり（投資家への開示は必要）。
- ・ D 案：C 案、但し取引コストの超過は不可。超過する場合、運用会社が自己負担。

2) 中間報告書への反応と最終報告書

上記中間報告書に対しては、英国資産運用業界から厳しい批判の声が寄せられた。特に、前掲図表 4 のパッシブ運用/アクティブ運用比較を巡っては、両者のパフォーマンスが同じだとする前提が乱暴、その前提に立てば手数料分だけアクティブ運用の収益が劣るのは当然、アクティブ運用の多様性が考慮されていない、といった批判がある。中間報告書に関する FCA と資産運用業界との会合においても、時に感情的とも言える激論が交わされたようである。

そこで FCA は、最終報告書⁵において、そうした批判に配慮する姿勢をみせている。

⁵ FCA “Asset Management Market Study: Final Report” June 28, 2017.

最終報告書の冒頭部分において FCA は、中間報告書がパッシブ・ファンドの方がアクティブ・ファンドより好ましいものであることを示唆しているという認識があるが、それは該当しないと主張する。そして、投資戦略の優劣ではなく、投資家が投資するファンドの総コストや目的を理解することが重要だと指摘する。

しかし、最終報告書において FCA は、依然として、アセットマネジメント市場において価格競争が働いていないという認識を前面に打ち出しており、方向性は大きくは変わっていないと言える。こうした認識を前提として、FCA は最終報告書において、図表 5 の改善策を提示している。資産運用会社がバリュウ・フォー・マネーを提供できているか年 1 回以上のアセスメントを実施することや独立取締役を 2 名以上採用すること、機関投資家向けのコスト・手数料の情報開示テンプレートを策定することなどが打ち出されているが、最も議論されたオールイン・フィーについては、以下の通り、やや玉虫色の結論となっている。

FCA は最終報告書において、中間報告書で提示されたオールイン・フィーについ

図表 5 FCA アセットマネジメント市場レビュー最終報告書における改善策

- ◆資産運用会社が投資家の最良の利益のために行動する義務の強化
 - －バリュウ・フォー・マネーのアセスメント(年1回以上):規模の経済、手数料とコスト、シェア・クラス、サービスのクオリティ、透明性を検討。
 - －英国金融業者の経営幹部に係る規制(Senior Managers and Certification Regime)における運用会社幹部の責務として、投資家の最善の利益のために行為する義務の遵守確保を導入。
 - －独立取締役2名以上かつ取締役会の25%以上の採用。独立性の確保(職員ではない、過去5年間職員ではない・報酬を受け取っていないなどが条件)。
- ◆オールイン・フィーの導入
 - －Mifid IIにより、運用報酬、売買執行手数料、各種仲介機関への手数料等のあらゆるコストと手数料を開示することが求められる。
 - －開示の有効性改善の方途をテスト、2017年後半に市中協議。
- ◆機関投資家向けのコスト・手数料に関する情報の透明性向上と標準化
 - －業界・投資家によるテンプレートの作成を推奨、独立機関による同テンプレートの発展を依頼、他の措置が考えられないかFCAとして検討。
 - －一連の改善策をヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンドにも適用すべきか否かについては検討。
- ◆運用会社によるファンド売買仲介の公平性確保
 - －設定と解約の価額が異なるファンドにおいて、運用会社が自己勘定で設定・解約を仲介する(ボックス・マネジメント)場合で、解約に対応する設定がある場合、運用会社は得た利益をファンドに還元。
 - －目論見書でボックス・マネジメントのポリシー及び利益の扱いを開示。
- ◆リテール投資家が最良のファンドを探しやすくするための措置
 - －ファンドの目的の明確化についてワーキング・グループを創設。
 - －ベンチマークの適切な利用の明確化・強化、パフォーマンス報告については2017年後半に市中協議。
- ◆投資家がよりバリュウの高いシェア・クラスに移行することの容易化
 - －販売報酬支払いを停止したにも関わらず投資家の手数料水準を変更していない個人向け金融商品販売制度改革(RDR)前からあるシェア・クラスに留まっている投資家については一定の要件(※)を満たす場合は強制転換可。(※目論見書に記載、投資家通知にあらゆる手立てを尽くした、投資家に不利にならない、など)
 - －販売報酬支払いを停止していないRDR前からあるシェア・クラスに留まっている投資家については、販売報酬支払いの強制停止日の設定の是非について市中協議。
- ◆中小年金基金の運用集約化について労働年金省へ提言
- ◆年金コンサルタント市場に関する競争・市場局(CMA)への調査照会の是非について2017年後半に市中協議、9月に決定
- ◆年金コンサルタント市場をFCAの所管とすることを財務省へ提言
- ◆プラットフォーム市場調査を近々ローンチ

(出所) 注 5 資料より野村資本市場研究所作成

て、以下のコメントが寄せられたとする。

- ・ 単一のオールイン・フィーに取引コストを含めるのは高コストで実務上煩雑。また、取引コスト測定の標準化も必要。
- ・ 取引コストは性質上、運用報酬と大きく異なるものであり、事前に予見するのが困難。
- ・ 投資家に意味のある情報となるか疑問。
- ・ トレードするのが投資家にとっての最善の利益となる局面でもトレードしないインセンティブが働く。
- ・ 最も目立つ手数料がかさ上げされ、英国資産運用業界の競争力低下に繋がる。
- ・ 投資家が手数料控除後のパフォーマンスを意識している以上、資産運用会社にはコストを制御するインセンティブがあるため、オールイン・フィー自体が不要。

FCA によると、中間報告書の A～D 案について言及された回答の中では、B 案（OCF を実績値として取引コストの推計値を提示）を推す意見が最も多かったとのことであるが、FCA 自身は「引き続きオールイン・フィーの導入を支持する」と述べるに留まり、具体策は提示していない。しかし FCA は、最終報告書において、取引コストを含めたオールイン・フィーは、2018 年 1 月に適用開始となる第 2 次金融商品市場指令（Mifid II）によって、いずれにしても導入されることになるという。Mifid II では、投資サービス及び金融商品に係る全てのコストと手数料を合算した数値（投資家から要請があった場合はその内訳）を少なくとも年 1 回、投資家に提示することが求められている。その上で、下部規定⁶では、投資家に対して事前・事後に開示されるべきコスト項目の例の一つとして、ブローカー向けコミッションが挙げられている。

Mifid II が取引コストを含むとしている以上、FCA の A 案はなさそうであるが、B 案～D 案の何れになるかは必ずしも明確ではない。資産運用業界からは、B 案が妥当であり、提示された取引コストを超過する場合の措置も含む C 案・D 案では、Mifid II の要件を超えるとの主張が聞かれる。本件については、Mifid II を受けて FCA が明確化するのか、明確化する場合、上記 B 案～D 案の何れにするのか、その出方が注目される場所である。

なお FCA は、手数料やコストの情報が投資家に提示される方法によって、投資家の行動が左右されるとの認識に基づき、どのように投資家に情報を開示するべきかについて、2017 年後半に市中協議をすることとしている。

⁶ European Commission “Commission Delegated regulation (EU) .../... of 25.4.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purpose of that Directive” April 25, 2016.

2. クローゼット・トラッキング・ファンドを問題視する欧州当局

1) クローゼット・トラッキングとは

欧州で直近 2~3 年、アセットマネジメント業界で話題になっているのが、クローゼット・トラッキング・ファンド（ないしクローゼット・トラッカー）の議論である。アクティブ運用ファンドとして投資家に提供され、アクティブ運用の手数料を取りつつ、実際の運用成果ではインデックス連動性が高い、というものである。

FCA も、上記アセットマネジメント市場レビューの最終報告書において、ベンチマーク連動性が高いにも関わらず、パッシブ・ファンドよりも高い手数料を取るアクティブ・ファンドが純資産残高で 1,090 億ポンドほどであると指摘している。FCA の場合、この問題に対する直接的・強制的な措置は打ち出していないものの、前掲図表 5 の改善策「バリュー・フォー・マネーのアセスメント」や「ファンドの目的の明確化」が導出された背景の一つと位置づけられている。

クローゼット・トラッキングの判別で使われることが多いのが「アクティブ・シェア」の指標である。ファンドの保有ポートフォリオがベンチマーク・ポートフォリオからどれだけ乖離しているかを計測するものであり、2009 年の米国学術論文⁷から世に広がった。具体的には、ファンドのポートフォリオをベンチマークと合致する部分としない部分に分け、個々の銘柄でベンチマーク構成比率を上回る比率（ロング部分）と下回る比率（ショート部分）を合算して 2 で割ることで求める。例えば、S&P500 をベンチマークとするファンドにおいて、運用担当者が S&P500 構成銘柄のうちの 50 銘柄に集中投資する場合、アクティブ・シェアは 90%（ベンチマークとの重複は 10%）となる。

トラッキング・エラーが運用の結果に着目する指標であるのに対して、アクティブ・シェアはその結果が如何にしてもたらされたかに着目する指標と言える。近年では、年金コンサルタントやファンド・オブ・ファンズのファンド・アナリスト等により、ファンドのアルファ創出能力を計測するために利用されることが多い。

2) クローゼット・トラッキング・ファンドを「名指し」する北欧当局

クローゼット・トラッキング・ファンドについて、より明確に介入する姿勢を示しているのが北欧の金融監督当局である。スウェーデンではかねてより、クローゼット・トラッキング・ファンドの問題が指摘されていた。スウェーデン金融監督局（Finansinspektionen）は 2015 年 5 月に公表した金融消費者保護に関する報告書⁸において、資産運用会社においてクローゼット・トラッキング・ファンドの販売事例が見受けられたことを公表した。その中には、投資家に対してはアクティブ運用を謳いつ

⁷ K. J. Martijn Cremers, Antti Petajisto “How Active Is Your Fund Manager? A New Measure That Predicts Performance” International Center for Finance, Yale School of Management, March 31, 2009

⁸ Finansinspektionen “Consumer protection on the financial market” May 12, 2015.

つ、社内ルールでトラッキング・エラーを抑えることとしている運用会社もあったという。当時は、該当する資産運用会社の事業に悪影響を与えるとして、実名公表は控えていた。

しかしスウェーデン金融監督局は 2016 年 11 月のセミナーの場において、アクティブ・シェアが 60%未満のファンド 25 本及びその資産運用会社名、各々のアクティブ・シェアとトラッキング・エラーを公表した⁹。その中で、アクティブ・シェアが最も低いファンドは 28%であった。スウェーデン金融監督局は、アクティブ・シェア 60%未満のファンドを列挙しただけであり、それらがクローゼット・トラッキング・ファンドであるとは断じておらず、その後の具体的措置も講じていないものの、名指しされた資産運用会社としてはネガティブな影響が生じることには変わらない。

スウェーデンにおいて、かくもクローゼット・トラッキングに注目が集まった理由は、必ずしも明らかではない。スウェーデンでは 1999 年の公的年金改革により、公的年金の所得比例部分に確定拠出型年金が導入され、公的年金の加入者全員が個人勘定で投資信託等を購入していることから、消費者のファンド選定に係る意識が向上したとの指摘もある¹⁰。また、推進役としては、スウェーデン株主協会 (Aktiespararna) の役割が大きく、2014 年時点で大手行系運用会社のクローゼット・トラッキングを政府の仲裁機関に訴え出たり、2015 年の当局による事実認定に対して実名公表を求める訴訟を提起するなど、活発に動いていた¹¹。

ノルウェーでも、金融規制当局がクローゼット・トラッキングの問題に切り込んでいる。ノルウェー金融監督機構 (Finanstilsynet) は 2015 年 3 月、国内大手行のリテール投資家向けファンドについて、手数料を引き下げるか、アクティブ運用の特性に適した運用に切り替えるかを要求した。ノルウェー金融監督機構によると、当該ファンドの運用は投資家が期待させられたものから大きく乖離しており、ベンチマークに非常に近く連動していたにも関わらず、アクティブ・ファンドとしての手数料を伴い販売されていたという。なお、問題とされたファンドは、運用資産残高 80 億ノルウェー・クローネ (約 10 億ドル)、リテール投資家約 12.5 万人、年間運用報酬 1.8%というもので、その規模と消費者への広がりも問題視された一因だと当局は指摘する¹²。ノルウェー金融監督機構の要求を受けた銀行は、運用体制を変更し、手数料も引き下げている。ノルウェー金融監督機構は、同年 5 月にも、別の銀行に対して同様の要求をしている。こうした当局の動きを受け、ノルウェー国内では、消費者団体による損害賠償請求訴訟も生じている。

⁹ “Swedish regulator names closet-tracker funds” *Financial Times*, January 8, 2017.

¹⁰ “Closet tracking row boosts passive flows in Sweden” *Financial Times*, March 31, 2016. なお、スウェーデン公的年金改革の詳細については、野村亜紀子「諸外国における公的年金役割後退の対応策—中核を占める私的年金の活用—」『野村資本市場クォーターリー』2011 年春号 (ウェブサイト版) 参照。

¹¹ なお、いずれも訴えは退けられている。

¹² “Norway takes action against closet-tracking” *Financial Times*, March 15, 2015.

3) 欧州他国と欧州証券市場機構 (ESMA) の取り組み

上記スウェーデンとノルウェーの事例は、クローゼット・トラッキング・ファンドを実質的に名指しするものであり、一步踏み込んだ対応をしていると言える。欧州他国においても、スウェーデンやノルウェーほどは踏み込んでいないものの、クローゼット・トラッキングへの関心は高まっている。

例えばデンマークでは、デンマーク金融監督機構 (Finanstilsynet) が 2014 年 9 月、188 本の国内株式ファンドの 3 分の 1 近くがクローゼット・トラッキングに該当する可能性があるとして調査に乗り出した。2016 年 4 月に公表された結果では、アクティブ・シェア 50% 未満でトラッキング・エラー 3% 未満の事例が 22 件あったとされたが、名指しはせず、また、各社と協議した結果、措置は講じないこととした。但し、自主規制によって、アクティブ・シェアとトラッキング・エラーについて開示が求められることとなった¹³。

ドイツでは、連邦金融監督庁 (BaFin) が 2016 年 2 月にクローゼット・トラッキングに関する調査を開始し、同年 12 月に結果を公表した。そこでは、まず、アクティブ運用の手数料を取りながら完全にインデックスに連動する事例はなかったとされた。その上で、いくつかのファンドでインデックス連動に近い値動きをするものがあつたため、そうしたファンドの運用会社と協議した結果、問題のあるファンドは数件にまで絞り込まれた。それらのファンドは、アクティブ運用の中でも手数料水準が低く、かつ、既に積極的に販売されていないため、措置は講じないこととされた。他方、2017 年央から、株式ファンドについて、アクティブ運用かパッシブ運用か、ベンチマークは何かなど、運用目的の明確化に向けた開示を求めることとした¹⁴。

EU レベルでは、欧州証券市場機構 (ESMA) もクローゼット・トラッキングの問題に着手している。ESMA は 2016 年 2 月、クローゼット・トラッキングへの監督上の取り組みに関するステートメントを公表した¹⁵。その中で ESMA は、2012~2014 年の期間で 2,600 本の投資信託¹⁶を調査したところ、アクティブ・シェア 60% 未満、トラッキング・エラー 4% 未満のファンドが全体の 15% であることが示された。また、アクティブ・シェア 50% 未満、トラッキング・エラー 3% 未満で、かつ、決定係数 (R^2) ¹⁷0.95 以上のファンドは全体の 5% であつた。即ち、ESMA の母集団のうち、少なくとも 5%、最大で 15% のファンドがクローゼット・トラッキングに該当し得る、というわけである。こうした事実認定を踏まえて ESMA は、資産運用会社が投資家に明確でミスリーディングでない情報を開示する必要がある、引き続き各国当局と連携しつつ、より深くクローゼット・トラッキングの問題を精査していく必要があるとする。他方、この段階では具体的措置は講じず、また、ファンドないし運用会社の名

¹³ “Scandinavia raises pressure on Europe to tackle funds’ alleged “index hugging”” Reuters, January 12, 2017.

¹⁴ BaFin “BaFin completes closet indexing investigation” December 22, 2016.

¹⁵ ESMA “Statement: Supervisory work on potential closet index tracking” February 2, 2016.

¹⁶ 運用資産残高 5,000 万ユーロ以上、2005 年 1 月 1 日以前設定、運用報酬 0.65% 以上の UCITS 適格ファンド。

¹⁷ ファンド価格の変動がベンチマークの変動で説明できる割合。1 に近いほどベンチマークに連動。

指しもしていない。

消費者団体は、ESMA や各国当局が踏み込み不足だと主張している。例えば、英国金融消費者団体のベター・ファイナンスは 2017 年 2 月、165 本のファンドがクローゼット・トラッキングに該当する可能性があるとし、資産運用会社 80 社を名指している。

III 逆風下のアクティブ運用会社の取り組み

上記のように、規制当局も含めて、アクティブ運用への風当たりが強まる一方、投資家の支持を高めているアクティブ運用会社もある。以下では、筆者のヒアリング結果も含め、そうした運用会社の取り組みの一端を紹介したい。いずれも、ETF・パッシブ運用は行っておらず、アクティブ運用で勝負している英国の資産運用会社である（図表 6）。

1. 少数のファンドで長期・集中投資：ファンドスミスとリンゼール・トレイン

1) ファンドスミス

少数のファンドにおける長期・集中（ハイ・コンヴィクション）投資で他社との差別化を図っているのが、ブティック系運用会社のファンドスミスとリンゼール・トレインである。ファンドスミスは、2010 年に著名ポートフォリオ・マネージャーのテリー・スミス氏によって設立された。プロダクトは、運用資産残高約 118 億ポンドのグローバル株式ファンドと、同 3 億ポンドのエマージング株式ファンドの 2 種類のみとなっている¹⁸。いずれも、創業・オーナーCEO のテリー・スミス氏がポートフォリオ・マネージャーを担っており、長期・集中投資を特徴とする。

旗艦のグローバル株式ファンドでは、保有銘柄数は 29 銘柄となっている。同社によると、この前提にある考え方として、まず、最も魅力的な事業は公開されておらず、

図表 6 好調な英国アクティブ運用会社の事例

少数のファンドで長期・集中投資
ファンドスミス
リンゼール・トレイン
運用チームの独立性確保
ジュピター・アセット・マネジメント
JOハンプロ・キャピタル・マネジメント
独自の運用体制と手数料体系
オービス・インベストメンツ
年金向けソリューション・ビジネス
インサイト・インベストメント

（出所）野村資本市場研究所作成

¹⁸ 運用資産残高は 2017 年 7 月末時点。

公開されているのは投資魅力の劣る事業であるという。故に、ポートフォリオは自ずと選択的になり、世界中の上場企業から母集団を 70 銘柄ほどに絞り込む。その上で、最適な分散投資効果が得られるのは 25 銘柄ほどであり、50~70 銘柄を越えると市場リターンに近づいてしまうとの考えから、25~30 銘柄を選別して投資するという。

投資対象の選定に当たっては、借入の少なさと ROE の高さが一つの目安になっているという。セクター別では、生活必需品、ヘルスケア、テクノロジーで各々3 割弱となっており、地域別では米国が 60.4%、英国が 18.4%となっている。年間手数料は、同社の直販（オンライン）で 1.05%、アドバイザー経由で 1.54%、機関投資家向けで 0.95%であり、前者 2 つは最低投資額 1,000 ポンド、機関投資家向けは同 500 万ポンドとなっている。アクティブ・シェア比率は 93%であり、パフォーマンスは設立以来で 239.6%と、ベンチマークの MSCI ワールド・インデックスの 123.7%を大幅に超過している。

また、投資家向けサービスにも注力している。例えば、ファンド投資家向けの年次総会を開催しており、2017 年度は約 700 人が参加したという。これは法定されているものではなく、自主的に実施している。また、ファンド投資家に対して投資家心得マニュアルを配布しており、基準価額下落時の狼狽売りに警鐘を鳴らすなど、投資家の啓発活動にも積極的である。

2) リンゼル・トレイン

リンゼル・トレインは、2000 年にマイケル・リンゼル氏とニック・トレイン氏によって設立された。両名が同社株式の 72.5%を保有しており、残りは同社の従業員とファンドが保有する。また、両名は、ファンド・マネージャーの役割も担っており、顧客との利益一致のために、全てのファンドに自己資金を投資している。

運用資産残高は 108 億ポンドであり、うち投資信託が 70 億ポンド、一任運用が 38 億ポンドとなっている（投資信託には機関投資家向けとリテール投資家向けシェアあり）。投資信託のプロダクトは、英国株式ファンド、グローバル株式ファンド、日本株式ファンド、インベストメント・トラスト、グローバル株式 LLC となっているが¹⁹、主力は、運用資産残高 39 億ポンドの英国株式ファンドと同 27 億ポンドのグローバル株式ファンドとなっている²⁰。

運用の特徴は、何れのファンドにおいても長期・集中投資となっている。組入銘柄は何れも 20~35 銘柄となっており、回転率も非常に低い。例えば、グローバル株式ファンドでは、2011 年 3 月の設定来、2 つのポジションを組み換えたのみとなっている。これにより、キャッシュ・フローの再投資による複利効果を高め、また、トレーディング・コストを抑えることができるという。なお、設定来のパフォーマンスは、グローバル株式ファンドで 188.4%とベンチマークの MSCI ワールド・インデックス

¹⁹ インベストメント・トラストは同社株式を保有、グローバル株式 LLC は米国適格投資家向け。

²⁰ 運用資産残高は 2017 年 6 月末時点。

の 114.3%を超過しており、英国株式ファンドで 263.5%とベンチマークの FTSE オールシェア・インデックスの 97.6%を大幅に超過している。

リンゼル・トレインはブティック系運用会社でありながら、英国のプラットフォームからの評価も高い。プラットフォームとは、英国特有の業態であり、独立フィナンシャル・アドバイザーもしくは個人投資家に対して、様々な資産運用会社の投資商品のラインナップを提供するファンド・スーパーマーケットである。各プラットフォームでは、2,000~3,000 本ほどのファンドが取り扱われているが、プラットフォームによっては、プラットフォームのファンド・アナリストの評価に基づく推奨ファンドのリストを公開している。大手プラットフォームのフィデリティでは、英国株式ファンド、グローバル株式ファンドの両方が推奨リスト（セレクト・リスト）に掲載されており、同じく大手プラットフォームのハーグリーブス・ランズダウンでは、通常の推奨リスト（ウェルス 150）と、更に選りすぐりのファンドを絞り込んだ推奨リスト（ウェルス 150+）でも、両ファンドが掲載されている。

2. 運用チームの独立性確保：ジュピターと JO ハンブロ

1) ジュピター

運用チームの自主性・独立性を認めることで運用担当者の創意工夫を引き出そうとしているのがジュピター・アセット・マネジメントと JO ハンブロ・キャピタル・マネジメントである。特にジュピターは、昨今のアクティブ運用会社の苦境の中で好調が伝えられるアクティブ運用会社の代表格と言える。

ジュピターは、1985 年に設立された英国準大手の資産運用会社である。1995 年にコメルツ銀行に買収されたが、2007 年にマネジメント・バイアウトで独立し、2010 年にロンドン証券取引所に上場した。元々は英国リテール投資家向けの英国・欧州株式運用を中心としてきたが、近年は顧客基盤を機関投資家中心に国外に拡大しており、また、投資対象の地域及びアセットクラスも拡大している。

特に 2017 年上期は好調であり、純資金流入額は 36 億ポンド（前年同期 6 億ポンド）、運用資産残高は前年同期比 16%増の 469 億ポンドに達した。販売増は、好パフォーマンスに加え、2016 年のミラノとマドリードの拠点開設が寄与したという。運用資産残高 10 億ポンド超のファンド本数は 2016 年末から 2 本増え（絶対リターンとインド株式）12 本となり、そのうち、業界の同類ファンドでパフォーマンス上位 25%に 2 年連続で入るファンドは 8 本ある。2012 年末時点の運用資産残高 263 億ポンドと比べても、206 億ポンド増加している。その内訳は、投資信託への純資金流入が 94 億ポンド、運用益が 135 億ポンドとなっている²¹。けん引役は、柔軟な債券運用をするダイナミック・ボンド・ファンド（運用資産残高 91 億ポンド）と、元々同社の強みであった欧州株式ファンド（同 43 億ポンド）である。欧州株式ファンドは、投

²¹ 他方、同期間、一任運用からは若干の資金流出が生じている。

資対象を 34 銘柄に限定する長期・集中投資ファンドであり、直近 10 年間のリターンは 204.0%と、ベンチマークの FTSE ワールド・ヨーロッパ（英除く）の 89.3%を大幅に超過しており、同類ファンド 66 本中 4 位につけている²²。

運用面における最大の特徴は、運用チームへの権限移譲である。運用戦略毎に計 12 名の運用戦略ヘッドを配置しており、投資哲学と投資プロセスは彼らに一任されている。チーフ・インベストメント・オフィサー（CIO）は置いているものの、投資の中身については口出しせず、資源配分など運用部門の運営・管理を担っている。また、投資先企業へのエンゲージメントについても、各運用担当者に一任されている。ガバナンス・リサーチ・アナリストを 3 人配置しているものの、エンゲージメントに係る意思決定は運用担当者に一任されているため、運用担当者間で異なる議決権行使をすることもあるという。

運用担当者の報酬体系も、パフォーマンスと運用資産残高に応じたものとなっており、運用戦略ヘッドの間で差が生じていることに加え、運用戦略ヘッドの中には CIO よりも報酬の高い者もいる。また、10 万ポンド以上の賞与支給を 3 年繰り延べたり、総報酬の 20~30%を自社株とすることにより、優秀な人材の引き留め、運用担当者と会社との利害一致を図っている。

なお、ジュピターもプラットフォームからの評価が高い。フィデリティのセレクト・リストでは 3 本、ハーグリーブス・ランズダウンのウェルス 150 では 5 本、ウェルス 150+では 2 本、ファンドが掲載されている。

2) JO ハンブロ

JO ハンブロ・キャピタル・マネジメントは、2001 年に設立された資産運用会社である。元々は独立系であったが、2011 年にオーストラリアの上場運用会社 BT インベストメント・マネジメントに買収されている。運用資産残高は投資信託と一任運用を合わせて 292 億ポンドとなっている²³。プロダクトは、株式のロング・オンリーの運用に特化しており、主力の英国株式、欧州株式、グローバル株式運用が全体の 8 割ほどを占める。

JO ハンブロの運用の特徴としては、運用チームごと他社から引き抜き、彼らに権限移譲している点が挙げられる。同社によると、17 の戦略のうち 10 以上のチームが他社からの引き抜きだという。例えば、グローバル株式やエマージング株式の運用チームは、ベアリングスから採用している。投資哲学・プロセスは全て運用チームに一任されており、ハウス・ビューは持たず、CIO もいない。運用チーム間のアイデア共有はしているものの、定期的な投資委員会のようなものもない。アナリストも、中央化されたリサーチ部門は設けずに、各運用チーム専属となっている。例えば、エマージング株式運用では、ポートフォリオ・マネージャーが 2 名、アナリストが 1 名

²² 2017 年 7 月末時点。

²³ 2017 年 6 月末時点。

という体制を敷いている。また、運用担当者の報酬体系は、運用資産残高とパフォーマンス手数料²⁴の一部手取りという形としており、顧客との利害一致が図られている。

運用資産のキャパシティ管理も、運用チームに委ねられている。JO ハンプロの 17 本のオープンエンド・ファンドのうち、英国株式インカム、欧州セレクト・バリュー、グローバル・セレクト、日本株式の 4 本がソフト・クローズ（新規顧客受入停止）となっているが、いずれも社としての統一基準はなく、各々の運用チームにおいて、どの程度の資産規模であれば最適なポートフォリオ運用ができるか²⁵、といった判断がなされている。

また、運用戦略によっては、ハイ・コンヴィクション寄りの運用スタイルも見受けられる。欧州集中投資バリューでは 25 銘柄前後、英国オポチュニティでは 30～40 銘柄にほぼ同ウェイトで投資している。他にも、日本株式、アジア株式（日本除く）、グローバル・エマージング・オポチュニティ、グローバル中小型株式、米国中小型株式では、40～70 銘柄の保有となっている。ベンチマークとの連動性を低くすることで、差別化を図ったものといえる。

なお、JO ハンプロもプラットフォームからの評価が高く、フィデリティのセレクト・リストで 5 本、ハーグリーブス・ランズダウンのウェルス 150 で 3 本のファンドが掲載されている。

3. 独自の運用体制と手数料体系：オービス

オービス・インベストメンツは、創業者のアラン・グレイ氏が 1973 年に南アフリカに設立した資産運用会社アラン・グレイ・プロプライアタリー・リミテッドの成功を受けて²⁶、グローバル投資において同様の投資・組織の哲学を採用する資産運用会社として、1989 年に設立された。アラン・グレイ氏が設立したアラン・アンド・ジル・グレイ財団が最終的に両社を保有することにより、以下にみる同社の特長の維持が担保されている。

運用資産残高は 298 億ドルであり、大枠の投資戦略はロング・オンリー株式、マルチ・アセット、絶対リターンとなっている。そのうち主力は、ロング・オンリー株式に含まれるグローバル株式ファンドであり、運用資産残高は 190 億ドルとなっている²⁷。主要顧客は機関投資家であるが、グローバル株式ファンド及びグローバル・バランス型ファンドについては、主に英国のアドバイザー経由で個人投資家にも提供されている。

同社の投資哲学は、長期のファンダメンタル投資でコントラリアン²⁸な思考を採ること

²⁴ 投資一任契約以外のファンド全てについて、事前に設定された基準値（ハイ・ウォーターマーク）超過分 15% のパフォーマンス手数料が導入されている。

²⁵ 例えば、想定以上の資金流入に対応するべく、優先度の劣る銘柄に投資したり、キャッシュ比率が高まるといった事態を回避すること。

²⁶ アラン・グレイ・プロプライアタリー・リミテッドの運用資産残高は 2016 年末時点で 360 億ドルであり、南アフリカ最大の独立系・非上場運用会社となっている。

²⁷ 運用資産残高はいずれも 2016 年末時点。

²⁸ 「逆張り」と訳されることが多いが、ここでは、市場趨勢と投資判断は無関係である、というオービスの投資哲学を象徴するフレーズとして用いている。

にある。運用パフォーマンスは良好であり、全ての戦略においてベンチマークを超過している。設定来の年率グロス・パフォーマンスをみると、旗艦のグローバル株式では 14.2%・ベンチマーク 6.1%となっており、グローバル・バランス型では 10.4%・同 5.0%、日本株式では 11.0%・同 2.7%、エマージング・マーケットでは 9.7%・同 6.1%、絶対リターンでは 10.5%となっている²⁹。

こうした実績を可能たらしめているのが、スター・マネージャー制ともチーム運用制とも異なる、同社独自の運用体制である。例えば、旗艦のグローバル株式の場合、まず、運用の総責任者としてウィリアム・グレイ氏がおり、同氏の下に複数名のポートフォリオ・マネージャーがいる。銘柄選定者は、北米、日本、欧州、エマージング、グローバル・セクターとなっており、グレイ氏の役割は、ポートフォリオ・マネージャーの人選及び銘柄選定のモニタリングにある³⁰。同社は設立来、個人による銘柄選択を堅持しており、責任の所在を明確にしている。各銘柄選定者は、傘下に若手アナリストのチームを抱えているが、ここで特徴的なのが、各アナリストが仮想ポートフォリオを運用し、そこで長期にわたって優秀な成績を収めたアナリストのみが、顧客ポートフォリオの運用に選抜される仕組みである。これにより、自分のアイデアを運用担当者に売り込むことに長けたアナリストではなく、真の銘柄選定能力を持つアナリストを見極め、育成し、運用会社としての持続性を確保しているのだという。

こうした運用体制と共に、同社の特徴を成すのが運用報酬における払い戻し（リファンド）のメカニズムである。固定報酬の水準は低く（あるいはゼロに）抑え、ベンチマーク対比のパフォーマンスに連動させ、更に、アンダー・パフォーマンス期間が生じた場合は、アウト・パフォーマンス時と同じ料率で投資家に払い戻される、というものである。投資家との利益の一致を企図して設計された運用報酬体系である。機関投資家向けには主に 2 種類の運用報酬体系が用意されており、①投資額 2,000 万ドル以上の「コア」では、固定報酬 0.3~0.45%、リファンド対象のパフォーマンス料率 25%、②投資額 1 億ドル以上の「ゼロ・ベース」では、同 0.0%、同 33%となっている。また、リテール投資家向けの 2 本のファンドでは、固定報酬 0.0%、パフォーマンス報酬 50%となっている。

リテール投資家向けのシェア・クラスを例にとると、固定報酬はゼロで、アウト・パフォーマンスした時はベンチマークを上回った分の 50%を徴収し、アンダー・パフォーマンスした時はベンチマークを下回った分の 50%を払い戻すことになる。投資家とオービスとのパフォーマンス報酬のやり取りは、間にリファンド対象フィー・リザーブを挟んで行われ

²⁹ 各戦略の年率グロス・パフォーマンスは 2016 年末時点であり、戦略の代表口座に基づく。ベンチマークは、グローバル株式が MSCI ワールド・インデックス、グローバル・バランス型が MSCI ワールド・インデックス（配当再投資）60%、JP モルガン・グローバル・ガバメント・ボンド・インデックス 40%のコンポジット・インデックス、日本株式が TOPIX、エマージング・マーケットが MSCI エマージング・マーケット・インデックスとなっている。なお、絶対リターンでは、明確な単一ベンチマークは設定されていない。オービス SICAV エマージング・マーケット・エクイティ・ファンドは 2016 年 11 月よりアジア（除く日本）株式から運用戦略を拡大。本文中のリターンは 2006 年 1 月設定のオービス SICAV アジア（除く日本）エクイティ・ファンド及びそのベンチマークのリターンを含む。

³⁰ 他のファンドでも、ウィリアム・グレイ氏が総責任者となっており、その傘下に銘柄選定者、アナリストがいるという体制になっている。但し、他のファンドでは、銘柄選定者は一名となっている。

る。同リザーブに投資家から支払われたパフォーマンス報酬が留め置かれ、決められた計算式に基づき一定期間に一定比率がオービスに払い出される一方、投資家への払い戻しも、同リザーブから払い出される仕組みになっている。

このようにオービスは、運用体制、運用報酬体系の何れにおいても、結果に対して厳に責任を持つ仕組みを構築していると言える³¹。

4. 年金向けソリューション・ビジネス：インサイト

インサイト・インベストメントは、英銀 HBOS の運用子会社として 2002 年に設立された。2009 年に BNY メロンに買収され、現在では BNY メロンのマルチ・ブティック運用会社群の一角を占めている。運用資産残高は 2017 年第 1 四半期末時点で 5,470 億ポンドと、2010 年の 1,080 億ポンドから 5 倍以上増加しており、英国で最も急成長した資産運用会社とされている。

インサイトの投資戦略は、何れもアクティブ運用であり、フィクスト・インカム、マルチ・アセット、キャッシュ・マネジメント、通貨、農地、絶対リターンと多様である。しかし、インサイトのビジネス・モデルの特徴は、顧客の資産サイドに運用商品を部品として提供するに留まらず、負債サイドを考慮したソリューションを提供するところにある。運用資産の拡大も、近年の積極的な買収戦略が寄与した部分もあるものの³²、同社のソリューション・ビジネス、特にライアビリティ・ドリブン・インベストメンツ (LDI) の寄与度が大きい。実際、運用資産の 3 分の 2 ほどが LDI を中心とするソリューション・ビジネスとなっている。また、顧客も原則として年金基金を中心とする機関投資家となっている。

英国年金基金の間で LDI が普及したきっかけは、2002 年の財務報告基準第 17 号 (FRS17) の適用であった。これにより、企業年金の資産は時価評価、負債は AA 格社債の利回りでディスカウントし、積立不足をスポンサー企業のバランスシートで即時認識することが求められ、スポンサー企業は年金基金のリスク管理を強化する必要に迫られた。現在の英国 LDI 市場では、インサイトに加え、リーガル&ジェネラルやブラックロックが大手となっている。その中でもインサイトの評価は高く、グリニッジ・アソシエイツによる LDI 評価 (LDI クオリティ・インデックス) では 2016 年まで 6 年連続最高評価を受けている。

LDI に明確な定義は存在せず、各社の対応に相違もあるが、大枠としては、将来キャッシュ・フロー (年金給付) に対応するための資産運用を指す。概念としてはアセット・ライアビリティ・マネジメント (資産・負債管理、ALM) と似ているが、実態としては、ALM が将来キャッシュ・フローに適応したアセット・アロケーションに帰結するのに対

³¹ 役職員による運用ファンドへの自己投資も行われている。

³² 2003 年のロスチャイルド・アセット・マネジメント及びゲートハウス・インベストメント・マネジメントの買収に加え、より直近では、2013 年のパレート・インベストメント・マネジメントの買収、2015 年のカットウォーター・アセット・マネジメントの買収がある。

して、LDI では、それも含みつつ、デリバティブも用いて、金利や為替など負債サイドに影響するリスクのヘッジも行われる。インサイトでは、アセットクラスとしては、クレジットを中心に、証券化商品、株式、インフラ、農地などへの投資でアップサイドを狙いつつ、オーバーレイとして金利デリバティブや為替デリバティブを用いて負債サイドのリスクをヘッジしている。同社の場合は、デリバティブを用いたリスク・ヘッジに主眼が置かれているという。また、特に注力しているのが、ベンチマークからの乖離も含めて顧客から広範な裁量の余地を認められるディスクレショナリー・マンドートであり、複数のベンチマークを合成したコンポジット・ベンチマーク対比で直近 10 年度中 9 年度でアウト・パフォーマンスしている。

なお、インサイトのソリューション・ビジネスでは、LDI が大部分を占めるが、他にも、①再保険会社を使った長寿スワップの執行、②主に中小規模の年金基金にエクイティ・エクスポーチャーを提供するシンセティック・エクイティ戦略、③上下双方の急激・大幅な価格変動をスワップション³³でヘッジするテール・リスク管理、も提供している。

このようにインサイトは、資産運用ソリューションというよりは、デリバティブによるリスク・ヘッジを中心とした年金向け総合ソリューションのプロバイダーと位置づけることができよう。

IV おわりに

上記の資産運用会社の事例紹介からも明らかのように、運用モデルの良し悪しを単純に議論するのは適切でない。例えば、ハイ・コンヴェクション投資については、大幅にベンチマークを上回る可能性がある一方、その逆の可能性もある。投資家の中には、ある程度ベンチマークに連動しつつアルファを追求できるくらいがちょうど良い、というニーズを持つ者も多いはずである。また、スター・マネージャー制かチーム運用か、といった運用体制の議論も、資産運用業界では古くから行われてきたところであるが、正解があるわけではない。特に年金基金や、彼らにアドバイスを提供する年金コンサルタントの間では、CIO を頂点にした厳格なチーム運用による安定した運用体制を求める声も強いのが実態である。ここから言えるのは、様々な運用会社を「アクティブ運用」と一括りに議論することは危険であり、その多様性を前提に議論・評価するべきだということであろう。

実際、アクティブ運用について批判されている点の多くには両論がある。例えば、FCA の中間報告書にある、手数料控除後のアクティブ運用の平均パフォーマンスがインデックス運用の平均パフォーマンスに劣後する、といった議論は、バートン・マルキールの 1973 年の著作「ウォール街のランダム・ウォーカー (A Random Walk Down Wall Street)」などにおいて、かねてより指摘されてきたところである。平均としてみれば一理ある一方、あくまでも平均であるため、個々のファンドをみていけば、インデックス運用を上回るアクティブ運用も相当程度あることになる（例えば 55% のアクティブ運用がインデックス

³³ 権利行使日に一定の条件でスワップ取引を行う権利を原資産としたオプション取引。

に劣るのであれば 45%は勝っていることになる)。そこで一律に「アクティブはパッシブに劣る」としてしまうと、投資家がインデックスをアウト・パフォーマンスしているアクティブ・ファンドに投資する機会を逸失することに繋がりがねない。

クローゼット・トラッカーとアクティブ・シェアの議論も、確かにインデックスに連動するだけでアクティブ運用の手数料を徴収することは不適切だが、インデックスに連動しているか否かは、計測する期間・タイミングにもよる部分もある。また、どの程度のアクティブ・シェアであれば容認されるのか、という議論もある。欧州資産運用業協会 (EFAMA) も、前記 ESMA ステートメントに関する報告書³⁴において、アクティブ・シェア 60%未満で自動的にクローゼット・トラッキング・ファンドとされてしまうのは不当であり、ファンドを評価する際にはアクティブ・シェアやトラッキング・エラーだけでなく様々な指標をみる必要があると主張する。アクティブ・シェアで一律に線引きしては、やはり投資家にとっての投資機会の逸失に繋がりがねない。要すれば、手数料に見合う付加価値を提供できていないファンドは、市場原理で淘汰されるものと考えべきであり、その際、投資家がアクティブ・シェアを一つの尺度とすることは、理にかなっていると言えよう。

また、市場全体の効率性という観点からの議論もある。ETF・パッシブ運用が過度に増える事態になると、アービトラージを狙って取引をする主体が減少し、市場の流動性低下・価格形成機能の低下を招きかねない。結果、わずかなきっかけで価格が急落する「フラッシュ・クラッシュ」のような事態が生じる可能性が高まり、ETF・パッシブ運用も影響を受けることになる、という議論である。ETF・パッシブ運用は、アクティブ運用のトレードがあるからこそ成り立つ、という考え方も必要であろう。

最近では、アクティブ運用復権論もある。例えば米国では、米国大型株アクティブ・ファンドが 2017 年 7 月まで 5 か月連続してインデックスをアウト・パフォーマンスし、12 か月のうち 9 か月でアウト・パフォーマンスしている³⁵。フローでも、モーニングスターのグローバルな母集団において、2016 年はパッシブ・ファンドへの資金流入がアクティブ・ファンドの 5.1 倍に及んだが、2017 年上期はその差が 1.4 倍に縮小している。米国・欧州のアクティブ運用会社からも、強気な発言が聞かれるようになっている。例えば、中央銀行の利上げで債券のアクティブ運用への需要が高まる、パッシブ運用人気は金融危機後の株式市場の上昇に支えられてきたが今後の市場下落局面ではアクティブ運用が見直される、アクティブ運用からパッシブ運用へのシフトは一巡した、などである³⁶。

こうしたアクティブ運用の健闘とその再評価は、長期的なサイクルの一環とみることもできるが、ここで論じようとしているポイントは、アクティブ運用が多種多様なものであるが故に一括りにできるものではなく、投資家の選択肢ないし投資機会の制約に繋がらないよう、その是非はあくまでも市場原理に委ねられるべきだということである。投資家、販売会社、資産運用会社、規制当局の冷静な議論が求められる。

³⁴ EFAMA “EFAMA’s Report on ESMA’s supervisory work on potential closet index tracking” July 6, 2016.

³⁵ “Mutual fund hot streak has an actively managed asterisk” *Bloomberg*, August 8, 2017.

³⁶ “Active management stages a comeback” *Financial Times*, August 13, 2017.