

アクティブ/パッシブ運用と付加価値

金融研究部門 湯前祥二

1. はじめに

金融自由化の文脈の中で、1,200兆円の個人金融資産の行方に関する議論が盛んである。銀行等の投信窓販は静かにスタートしたようだが、アセット・マネジメント・ビジネス（資産運用業）の将来性については、楽観的な見方も多い。

それでは、アセット・マネジメント・ビジネスの付加価値はどこで発生し、何がそれを決定しているのだろうか。本稿では「二つのマーケット」、「アクティブ/パッシブ・マネジメント」をキーワードに、この問題を考えてみたい。ここでの検討はサービス提供者の視点で行うが、サービスの利用者にとっても、おそらく参考になるものと思われる¹。

2. 「二つのマーケット」

右ページの図表 - 1 で示されているように、アセット・マネジメント・ビジネスは、金融商品販売マーケットと、資産運用マーケットとの「二つのマーケット」に挟まれている。

金融商品販売マーケットは、アセット・マネジメント会社が、投信等の販売によって、顧客に金融サービスを提供するマーケットである。他方、資産運用マーケットは、金融商品販売マーケットから集めた資金を、株式や債券などで運用するマーケットである。つまり顧客の運用資金は、金

融商品販売マーケットからアセット・マネジメント会社を経由して、資産運用マーケットに流れる仕組みになっている。

3. 「アクティブ/パッシブ・マネジメント」

資産運用には、アクティブ・マネジメントとパッシブ・マネジメントという二通りの方法がある。前者（アクティブ）は、市場平均を上回るリターンを狙うもので、後者（パッシブ）は、市場平均と連動するリターンを目標とするものである。

パッシブという言葉からは、否定的な響きを感じられるかもしれない。しかし投信を購入する顧客の立場からは、以下のように、パッシブ運用が有利な点も多い。

- (1) 「規模の経済」が働きやすいため、コストが低い。パッシブ運用は、調査・研究コスト、売買コスト面で、アクティブ運用に比べて有利である。
- (2) 多くの情報が公開される。アクティブ運用の場合は、市場平均を上回るリターンを生む源泉となるアイデアや技術は公開されないのが普通である。真似されるとビジネスが成り立たないからである。これに対しパッシブ運用は、公開情報による、ファンドの比較や選択が容易である。

4. 付加価値

アセット・マネジメント会社の内部構造は、(1)運用、(2)販売、(3)経営・ファンド管理等、の三つの部分に分けられる(図表-1)。このうち、「運用」が資産運用マーケットに対応し、「販売」が金融商品販売マーケットに対応している。

ところが、同じ内部構造の下で運用する場合でも、アクティブとパッシブでは、付加価値の面で大きく異なる。そこで、アセット・マネジメント会社の視点に立つと、以下の点が指摘できる。

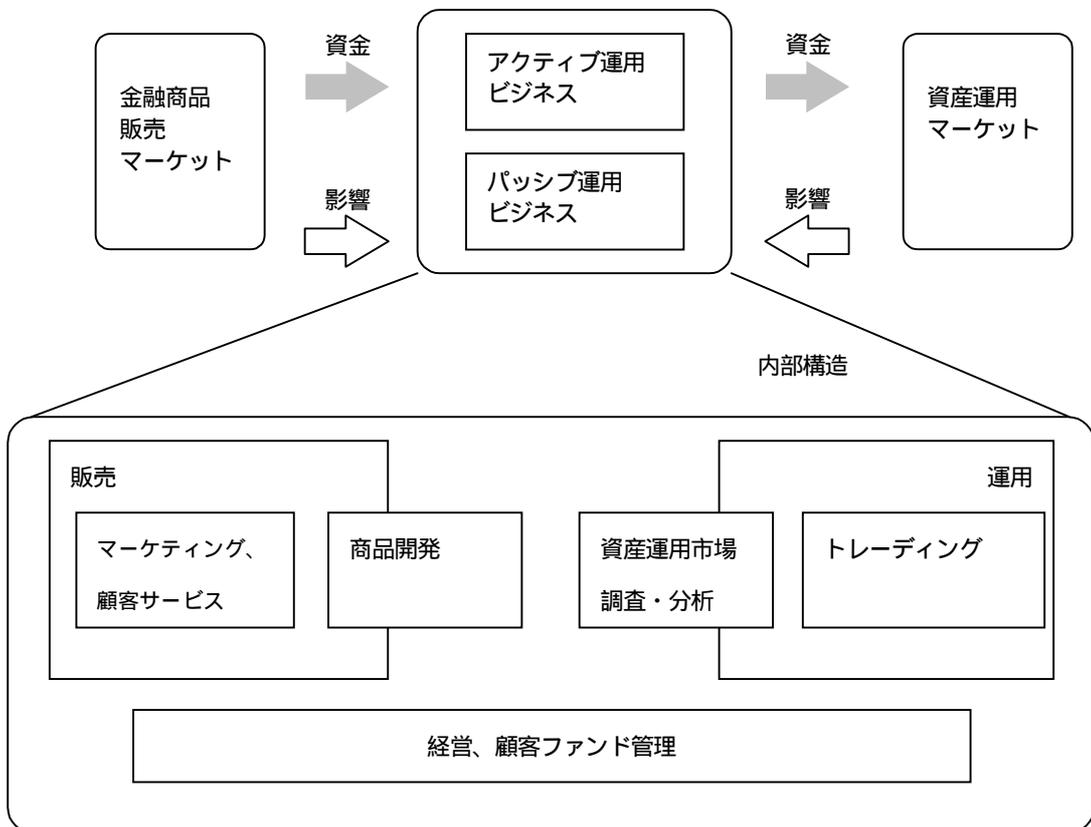
- (1)アクティブ運用は、高い手数料率を設定でき、単位運用資産当たりの付加価値は大きい。
- (2)パッシブ運用は、手数料率が低く、単位運用資産当たりの付加価値は小さい。

しかし、付加価値が小さいビジネスが、必ずしも悪いビジネスではない点に、注意が必要である。

アクティブ運用は、付加価値が大きい一方で、コストも高い。多くのアナリストやストラテジストを抱えて、調査・研究にコストをかける必要があるし、高い売買回転率もコストを上昇させる。コストをかければ、運用成績が向上するという保証はないし、手数料率が高くて、これらのコストを吸収できるかどうかは、別問題である。

一方、パッシブ運用は、付加価値が小さい代わりに、コストも低い。さらに、運用資金が大きくなるほどコストが下がる、「規模の経済」が働きやすい。「規模の経済」は、参入障壁にもなる。この点、米国でも、アクティブ運用会社の栄枯盛衰が激しいのに対して、大手のパッシブ運用会社の資産残高順位は、ほとんど変化がないという現実がある。インデックス・ファンドを中心にビジネス展開しているバンガード社は、パッシブ運用ビジネスの成功例である。

図表1 アセットマネジメントビジネスと二つのマーケット



5. 「二つのマーケット」に応じた戦略

「二つのマーケット」は、アセット・マネジメント・ビジネス全体の産業構造と、個々の企業に大きな影響を与えるであろう。

資産運用マーケットの状況は「市場を上回る可能性」（可と不可の二通り）を、金融商品販売マーケットの状況は「市場を上回る可能性に対する顧客の認識」（可と不可の二通り）を考える。両者の状況の組み合わせによって、適した戦略（アクティブとパッシブのどちらか）が変わり、企業の内部で付加価値が生じる仕組み（どこで付加価値が生じるか）が異なるのである。つまり、顧客が資産運用マーケットの状況と異なる認識を持つこともあり得るので、全部で四通りの組み合わせがあり、それぞれアセット・マネジメント・ビジネスの産業構造や企業の内部構造に与える影響を、図表-2と図表-3を眺めながら、考えてみることにする。

(1) 積極的アクティブ運用戦略(1)

資産運用マーケットが非効率な場合（図表-2の左半分）には、運用自体で市場を上回る、超過リターンを得ることが可能である。さらに、顧

客が超過リターンを期待していれば（図表-2の左上）、付加価値の大きいアクティブ運用へのニーズが高まり、金融商品販売マーケットでの収益拡大も期待できる。しかし、アセット・マネジメント・ビジネス産業全体でみて、アクティブ運用の割合が拡大すると、結果として、市場の効率性が高まり、超過リターンを得ることが困難になってしまうジレンマがある。

他方、企業内部では、運用と販売の両方で、付加価値が生じる（図表-3）。まず、運用面（資産運用市場調査・分析やトレーディング）では、超過リターンという形で、付加価値が生み出される。さらに、顧客が高い手数料率を容認するので、販売面でも付加価値が生まれる。この付加価値を生むために、運用力と販売の強化が重要課題になるが、そのためにはコストがかかる。調査・分析、トレーディングなど運用力強化コストは大きい。マーケティングや顧客サービスなど販売力強化が重要となる。過去の運用成績のトラック・レコードが販売を左右するので、少ない商品ラインに経営資源（ファンド・マネジャー、アナリスト、トレーダー、マーケッター、顧客サービスなど）を集中する戦略が適している（Kストラテジー²）。

図表-2 マーケットの状況に応じた戦略

		資産運用マーケットの状況	
		超過 収益可	超過 収益不可
顧客の認識	超過 収益可	I アクティブ運用. 運用力強化が重要.	III アクティブ運用. マーケティング, 営業が重要.
	超過 収益不可	II 顧客勘定は パッシブ運用. 自己勘定で アクティブ運用.	IV パッシブ運用.

(2) 自己勘定アクティブ運用戦略 (II)

資産運用マーケットが非効率的なのに、顧客が超過リターンを期待しない場合は、資産運用マーケットでの付加価値を自己勘定で狙うことになる。金融商品販売マーケットのニーズがパッシブ運用でも、資産運用マーケットで超過リターンが続けば、顧客のアクティブ運用へのニーズが次第に高まり、図表 - 2の左上(I)の状況にシフトすることが予想される。

企業内部では、自己勘定の運用（資産運用市場調査・分析やトレーディング）で、大きな付加価値が生まれる（図表 - 3）。しかし、超過リターンを期待しない顧客は、高い手数料率を認めないため、販売面で大きな付加価値を期待できない。そこで、運用面でコストをかける戦略に加えて、将来、顧客の認識が変わるのを見越し、販売面で先行投資する戦略も考えられる。

(3) 消極的アクティブ運用戦略 (III)

資産運用マーケットの効率性が高い（図表 - 2の右半分）場合には、いかに運用力強化策を施しても、超過リターンは期待できない。しかし、顧客の一部からでも非効率的に見える（図表 - 2の右上）場合には、金融商品販売マーケットで、ア

クティブ運用に対するニーズが生まれる。

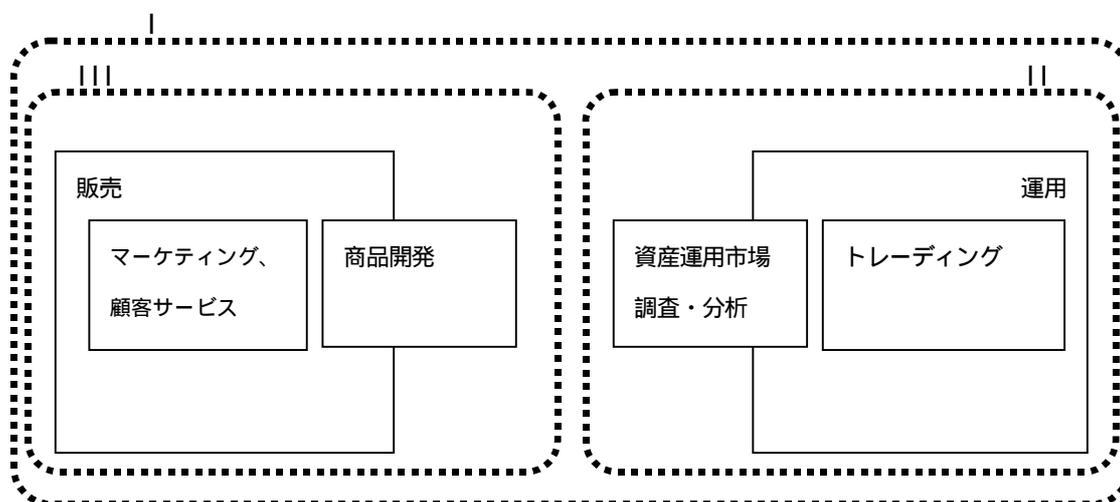
顧客が高い手数料率を容認するため、付加価値は、もっぱら金融商品販売マーケットから生まれる（図表 - 3）。しかし、顧客の認識に反し、運用面で付加価値が得られないため、運用には、販売に必要な最小限のコストしかかけられない。一方で、マーケティングや顧客サービス活動、商品開発が、重要な経営課題となる。厳しい競争に生き残るためには、多くの商品ラインを持つことが有利になる（rストラテジー³）。

(4) パッシブ運用戦略 (IV)

資産運用マーケットの効率性が高く、顧客（金融商品販売マーケット）もそのことを知っていれば（図表 - 2の右下）、アセット・マネジメント・ビジネスでは、市場平均と連動するリターンを目指すパッシブ運用が主流となり、ビジネスの付加価値は小さくなる。

企業は、「単位運用資金当たり付加価値」が大きくないので、「規模の経済」を追求することになる。運用・販売両面で、コスト削減が重要課題になる。

図表-3。 付加価値とコストの所在



以上をまとめると、超過リターンが資産運用市場で望めず、顧客も同じ認識を持つ場合（図表 - 2の右下）に、パッシブ運用が選択され、それ以外の三つのケース（図表 - 2の左上、左下、右上）の場合には、主にアクティブ運用が選択される。

超過リターンの可否に関する顧客の認識が、一致していない（金融商品販売マーケットに、両方の意見が混在する）との前提で考えると、

- (1) 資産運用マーケットで実際に超過リターンが得られるのであれば、主としてアクティブ運用が選択される。
- (2) 超過リターンが得られないような場合には、アクティブ/パッシブ両方の運用が選択されて、共存することになる。

このように、アクティブ運用ビジネスの存在価値を最終的に決めるのは、資産運用マーケットではなく、金融商品販売マーケットである。すなわち、資産運用マーケットの状況が効率的か否かに問わず、アクティブ運用に対するニーズさえあれば、それを供給するビジネスが成立するのである。

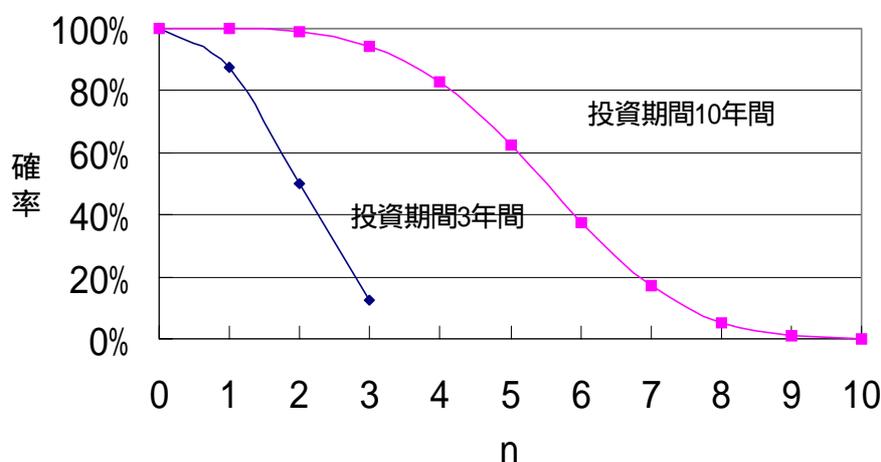
6. 効率的な資産運用マーケット下の戦略

アクティブ運用されている全てのファンドのリターンを、ファンドの大きさを加重平均すると、理論上、パッシブ運用のリターンを下回る。したがって、アクティブ運用は、業界全体のリターンが高いとの理由で評価されることはない。つまり、「一部の」成功例が、アクティブ運用に対するニーズを生み出しているのが現実である（しかし、大手年金コンサルティング会社のトップも言っているように、実は「過去の高いパフォーマンスが、将来を保証するものではない」。）

一部の成功例に注目すると、アクティブ運用ビジネスにとっては最も厳しい（資産運用マーケットが効率的な）場合でも、偶然に市場平均を上回るアクティブ運用ファンドが一定割合で存在するはずである。これを検証してみよう（図表 - 4）。

あるアクティブ運用ファンドについて、市場平均を上回る確率と下回る確率が、どちらも50%とする。1年毎に勝敗を判定して、3年後、または10年後にトータルの成績（勝った回数）を数え、3年間に2勝、または10年間に6勝した場合、成功（勝越）したと考える。計算結果をみると、全体の50%のファンドが3年間に 2勝以上という基準

図表-4 市場に n 回以上勝つ確率



をクリアし、全体の38%のファンドが10年間に6勝以上という基準をクリアする。ちなみに、10年間に10勝（全勝）するファンドは、全体の0.1%（1,000本のうち1本）で、おそらく「伝説のファンド」になるだろう。ただし、ファンドのコスト（株式売買手数料など）まで考慮すると、偶然に成功するファンドの比率はもう少し下がるであろう。

このように偶然成功したファンドの存在をうまく強調できれば、たとえ資産運用マーケットが効率的な場合でも、金融商品販売マーケットでアクティブ運用のニーズを喚起できるだろう。また、アクティブ運用会社は、運用ファンド数を増やすことで、生き残りの確率を高めることができる。エニス⁴は、一定の条件（投資期間を10年とするなど）の下で、「単独商品ラインの会社が市場平均を上回る確率は38%であるが、10個の商品ラインの会社が、そのうち3個の商品で市場平均を上回る確率は80%になる」と指摘している⁴。

7. おわりに

アセット・マネジメント・ビジネスで、最も興味深いパラドクスの一つは、市場平均を上回ることの困難さと、アクティブ運用の隆盛とが両立していることである。資産運用マーケットで超過リターンが望めない状況なのに、先に述べた偶然成功するメカニズムが働いて、アクティブ運用への需要が生じている可能性もある（図表 - 2の右上IIIに近い状況）。しかし、一貫して超過リターンを実現し続けるマネジャーが存在するのも事実である。

したがって、顧客も「二つのマーケット」の状況をよく吟味する必要がある。もし、見極めがつかないのであれば、まず、保守的（図表 - 2の下の状況）に考えるべきであろう。

というのは、資産運用は「プロにまかせておけ

ば安心」という訳にはいかないからである。顧客は、「二つのマーケット」を見極めて、「どのプロ」に「どこまで（アクティブ/パッシブ）」まかせるのか、判断する必要がある。さらに、まかせた後も目が離せない。ファンド・マネジャーが途中で交代したりして、運用方針が突然、変更されることもあり得るからである。

¹ ニッセイ基礎研究所のアセット・マネジメント・タスク・フォースは、先日「アセット・マネジメント・ビジネス近未来」（きんざい 1999.7）を上梓した。本稿は、筆者が執筆した同書の一部について、内容を加えながら書き直したものである。

² 「Kストラテジー」は、環境が生物の生存に有利な場合の適応ストラテジーで、少ない子供を産んで、手をかけて育てる戦略である。アセット・マネジメント・ビジネスでは、単独の商品ラインを設定して、資源を集中して運営する戦略に相当する。

³ 「rストラテジー」は、生存の厳しい環境下で生物が採る適応ストラテジーで、多くの子供を産んで、個々に対するケアを減らす戦略である。アセット・マネジメント・ビジネスに当てはめると、積極的な商品開発や合併によって、多くの商品ラインを設定し、経営資源も分散する戦略に相当する。松本忠夫（『生態と環境 生物科学入門コース 7』岩波書店、1993）によれば、 r 及び K は、個体数の増加を表す $dN/dt=rN(1-N/K)$ 式の r 及び K に由来する。 r は単位時間当たり個体数1当たりの増加率であり、 K はその環境下でとり得る最大の個体数である。

⁴ Ennis, Richard M., 1997, The structure of Investment-Management Industry : Revisiting the New Paradigm, *Financial Analysts Journal*, July/August 1997

・本レポート記載のデータは各種の情報源から入手、加工したものではありません。
・本レポート内容について、将来見解を変更することもあります。
・本レポートは情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、契約の締結や解約を勧誘するものではありません。なお、ニッセイ基礎研究所に対する書面による同意なしに本レポートを複写、引用、配布することを禁じます。

Copyright © ニッセイ基礎研究所 1996 All Rights Reserved