

年金スポンサーの最良執行への関わり

近年、年金スポンサーの間で、運用機関に対して最良執行を求め、執行のモニタリング・評価を行う動きが見られるようになってきている。ただし、超過収益の獲得を目指すアクティブ運用では、表面的なコストだけでなく、投資アイデアの実現という、表面化しない機会コストにも十分な注意を払う必要があるだろう。

手数料の完全自由化、取引所外取引の解禁など、株式運用の取引制度改革が急進展する中で、資産運用における執行の重要性が、改めて認識されている。特に、受託者責任を負っている年金スポンサーは、「最良執行」に強い関心を持っている。

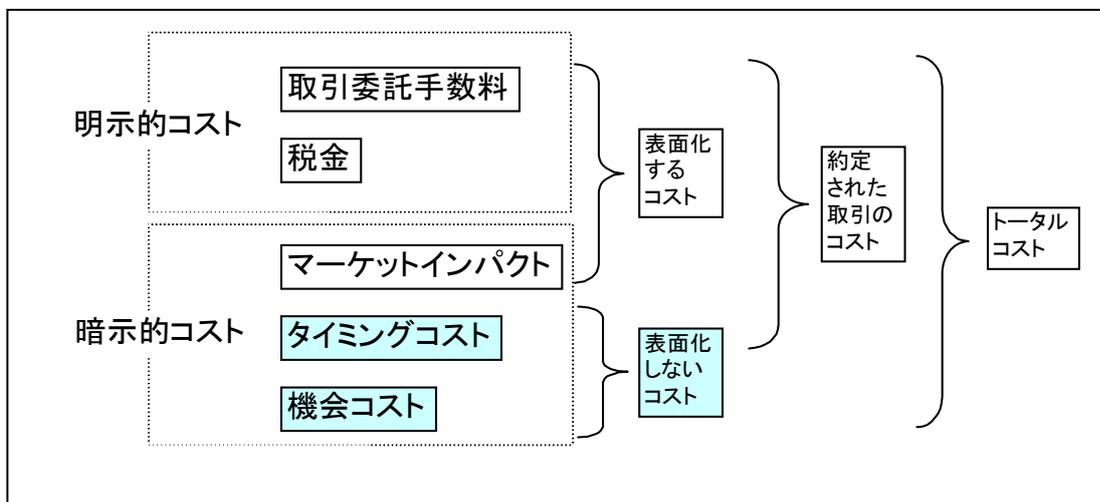
真に意味のある運用成果は、取引に要したコストを控除した後のネット収益であろう。ただ、運用方針によって、コストの位置付けが微妙に異なっている。パッシブ運用では、コストは収益のマイナス要素でしかなく、小さいほど望ましいのに対し、アクティブ運用では、超過収益さえ獲得できれば、表面的なコストが問題になることは余りない。

むしろ、アクティブ運用で問題なのは、表面的な取引コストを抑制した結果、貴重な投資アイデアの実現に失敗することである。極論すれば、表面的な取引コストは、取引を全く行わない場合に最小となる。しかし、コストを節約できても、取引を通じて投資アイデアを具現化（売買を執行）しない限り、価値が生み出されるチャンスを失うことになる。

こうした点を踏まえ、執行コストを測定・評価する際には、以下のように、「表面化しない部分」のコストまで含めて考えるのが、現在の主流となっている。

- ① タイミングコスト：執行を遅らせたことによる機会損失
- ② 機会コスト：執行を回避したことによる機会損失

図1 執行コストの内訳



(注) マーケットインパクト：自分の注文による価格変化

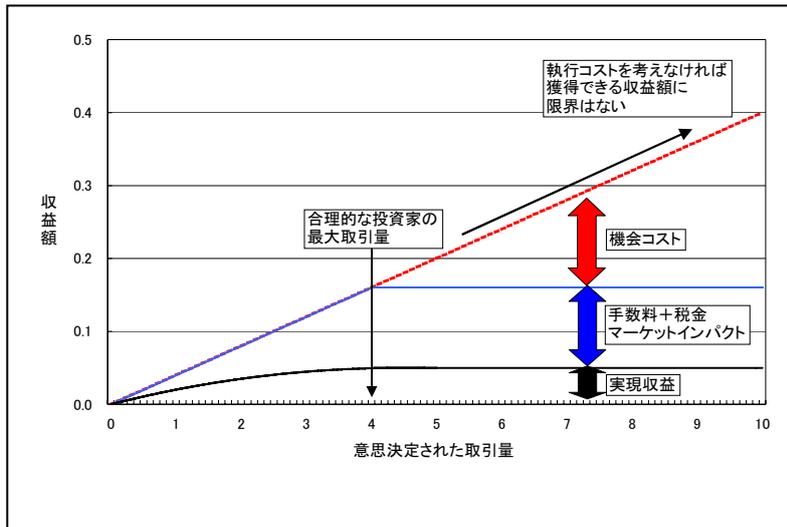
ところで、実際に売買執行できないスポンサーとしては、運用機関に対して最良執行を求めた上で、執行のモニタリング・評価を行うことが一般的な関わり方である。

(注) 例えば、厚生年金基金連合会は、運用基本方針の中で、「有価証券の売買執行を行う際は、連合会にとって何が最良執行なのかを常に念頭に置きながら総取引コストが最小になるように執行すること」と最良執行を要求している。

表面化するコストのみを、関心の対象とすれば、「最も有利な価格で約定し、総取引コストを最小化すること」が最良執行である。しかし、表面化しないコストまで含めれば、「投資の意思決定が持つ価値を、最大限に実現すること」こそが最良執行となる。

現実の取引を想定すれば、「取引量が増加するに従い、表面化するコストが大きくなる」ことは明らかである。したがって、運用機関が最良執行を意識した行動をとる場合には、「表面化するコスト（マーケットインパクト）」と「表面化しないコスト（機会コスト）」を比較した上で、実際の取引量が決定されることになるだろう。つまり、この取引量を超過した取引を意思決定しても、機会コストが拡大するだけで、収益には結びつかない（図2）。

図2 意思決定された取引量と収益額・機会コストの関係



(注) 取引量の増加に伴い、マーケットインパクトが増加する。このため、ある程度の取引規模で、追加的な費用が収益を上回り、これ以上の取引増加が、実現収益を減少させてしまう点に達する。

合理的な投資家であれば、この取引量を越えて、取引することはない。ただ、意思決定された内容を実行する必要があるれば、機会コストが嵩むだけのことになる。

アクティブ運用の投資候補銘柄には限りがあるため、運用資産規模の拡大につれて、ポートフォリオ全体でも、同じ問題が生じる。その結果、アクティブ運用の投資機会を失った資金は、パッシブ運用に向けられるであろうが、これは、アクティブ運用の機会コストに他ならない。

こうした機会コストは表面化しないため、スポンサーが認識することは難しいだろう。ただ、パッシブ運用なのに、アクティブ運用への対価（報酬）を支払っているのであれば、明らかに余計なコストである。このように、無視できない機会コストに対して、スポンサーは十分に注意を払う必要があるだろう。