

ETFの多様化に伴うアルファとベータの境界線の曖昧化

資産運用業界においてスマートベータ型ETF及びアクティブ型ETFが注目されています。当該商品の普及は、アクティブ運用をETFの形で提供する、もしくは、従来のアルファの一部をベンチマークに組み入れる動きです。フィデリティ・インベストメンツやキャピタル・グループなど伝統的にアクティブ運用によって地位を築いてきた資産運用会社による当該商品の提供は、アルファとベータの境界線の曖昧化という潮流の一つの現れと言えます。

多様化するETF市場

2015年1月に公表された2020年のETF業界の見通しによると、現在の資産運用業界における新潮流として、スマートベータ型ETFとアクティブ型ETFを挙げることができます¹。

スマートベータとは、①ファクターへの投資、②非時価総額加重方式による指数の算出、③ルール・ベースの運用、という3つの特徴を有する運用手法を指し、具体的には、ファンダメンタル・インデックス、最小分散インデックス、高配当インデックス等が代表的な株式のスマートベータとして分類されます²。近年では、米国のカルパース、スウェーデンのAP2、オランダのPGGMがスマートベータ型インデックス運用を導入し、米国のオレゴン州公務員年金基金やカナダのCPPIBはアクティブ運用の位置づけでスマートベータを導入

しています³。

一方で、アクティブ型ETFとは、例えば日経平均株価や東証株価指数といったインデックスに連動する通常のETFとは異なり、あるアクティブ運用のポートフォリオに連動することを目指します。そして、通常のETFと同様に証券取引所に上場し、日々、保有銘柄の開示が義務付けられています。

スマートベータは、従来アクティブ運用がアルファと捉えてきたバリューやサイズといったファクターをインデックスに取り込む動きです。そして、アクティブ型ETFとは、ベンチマークを上回るリターンを追求するアクティブ運用を、インデックス運用を主眼としてきたETFの形で提供するものです。

つまり、スマートベータ及びアクティブ型ETFの台頭は、アルファとベータの境界線が曖昧になってきていることを示唆しており、現在の資産運用

¹ PWC “ETF2020 Preparing for a new horizon,” February, 2015.

² 岡田功太「世界の年金基金で進むスマートベータの導入」『野村資本市場クォーターリー』2014年夏号参照。

³ 各年金基金によるスマートベータの導入手法の詳細は脚注2論文を参照。

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されました御客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

業界における1つの潮流であると言えます⁴。

ETF化により投資家層が多様化するスマートベータ運用

1. スマートベータの発端

スマートベータは、時価総額加重方式の指数構築に対する疑問から、前述のように、欧米の主要な年金基金がポートフォリオに組み入れてきました。そして、日本においても2014年4月、年金積立管理運用独立行政法人が、国内株式運用受託機関選定の見直しを発表し、その中で従来の伝統的アクティブ運用と別枠でスマートベータ型アクティブ運用を採用しました。その後、2014年7月、地方公務員共済組合連合会及び国家公務員共済組合連合も、国内株式アクティブの選定結果を公表し、スマートベータを導入しています。

実務の世界において認知される以前に、実証研究として最初にスマートベータの概念を示したのは、2009年12月に公表された「ノルウェー政府年金基金グローバルのアクティブ・マネジメントの評価」と題された研究論文とされています⁵。同論文は、1998年から2009年における同基金のパフォーマンスは、ほぼベンチマークとファクターによって説明できることを明示しました⁶。その上で同論文は、ボトムアップによる銘柄選定による付加価値が計測されないため、トップダウンで

⁴ アルファとはベンチマークを上回る収益率(超過リターン)を得る源泉のうち、銘柄固有を分析することによって付加価値として得られる部分を指します。一方で、ベータとは超過リターンを得るための源泉のうち市場変動に基づく部分を指します。

⁵ Andrew Ang, Willian N. Goetzmann and Stephen M. Schaefer, "Evaluation of Active Management of the Norwegian Government Pension Fund-Global," December, 2009.

⁶ 同論文が用いたファクターは、バリュウ、サイズ、モメンタム、ボラティリティなど10種類ある。

ファクターに対するエクスポージャーをベンチマークに組み入れることを提案しました。これは、まさにスマートベータの導入を推奨しているものと言えます。

2. スマートベータ型ETFの台頭

前述の実証研究の結果を受け、ファクターをベンチマークに組み入れた商品として、スマートベータ指数に連動するスマートベータ型ETFが注目を集めています。スマートベータ型ETFは、2000年に登場し、運用資産総額(以下、AUMとする)は約3600億ドルに達し、米国ETF市場の約20%を占めています(2014年6月末時点)⁷。実際、スマートベータ型ETFに投資することで、様々なファクターにエクスポージャーを有する年金基金も登場しています。例えば、アリゾナ州公務員年金基金は、2013年10月、米国株のポートフォリオにおいて4つのスマートベータ型ETFに投資を開始しました。

また、スマートベータ型ETFは年金基金だけではなく、個人投資家にも普及しはじめています。現在、米国では個人投資家向けの資産運用サービス的一种であるセパレートリー・マネージド・アカウント(SMA)やファンドラップが台頭しています。これは、残高フィー型ビジネスと呼ばれ、個人投資家が売買することで収益をあげるコミッション型ビジネスとは異なり、個人投資家のAUMに応じて手数料を獲得するものです。残高フィー型ビジネスにシフトしている米国の金融機関は、顧客の資産の成長を実現し、かつ、自身の収益を最大化するべく、顧客にとっての最適なアセット・アロケーションに関する研究に凌ぎを削っています。そして、2008年の金融危機を経て、より安価で分散のきいたポートフォリオの構築を達成する

⁷ Morningstar, "A Global Guide to Strategic-Beta Exchange-Traded Products" September, 2004.

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

手法として多様なETFの活用が注目され、スマートベータ型ETFがSMAやファンドラップに組み入れられるようになったわけです。

積極化するアクティブ型ETFへの取り組み

1. アクティブ型ETFの概要

資産運用業界における2つ目のイノベーションとして、アクティブ型ETFが挙げられます。2008年に登場して以降、アクティブ型ETFのAUMは年率約60%で成長し、2014年9月末に約170億ドルに達しました。AUMが増加した主な要因として、2012年に米国の証券取引委員会（以下、SECとする）が、ETFによるデリバティブ取引の使用に関し規制を緩和したこと、PIMCOが旗艦ファンドであるトータル・リターン・ファンドのアクティブ型ETFを設定し、市場に参入したことなどが挙げられます。特に、PIMCOトータル・リターンETFは、スマートベータ型ETFと同様に、個人投資家向けのSMAやファンドラップに組み入れられることで、AUMを増加させました。

アクティブ型ETFは、前述の通り、通常のETFと同様に、日々、保有銘柄を開示することが義務付けられています。そのため、株式のアクティブ型ETFの場合、競合他社からアクティブ運用戦略を模倣される可能性があり、組成しづらい面があります。しかし、債券の場合はそのような模倣が株式に比べると容易ではないことから、結果的にアクティブ型ETFは、主に債券ETFで占められています。

2. 各資産運用会社の取り組み

急速に拡大するアクティブ型ETFですが、2014年9月、SECが、PIMCOのトータル・リターンETFがリターンを引き上げるために保有している債券等の資産を過大評価しているという疑い

で、調査を行っていることが明らかになりました⁸。具体的には当該ETFが保有し、取引量が少ないモーゲージ債等を評価するために、取引量が多い外部のモーゲージ債の資産プールを参照した結果、資産価値を過大に評価していると疑われたというものです。その後、本稿執筆時点においてSECによる調査結果は公表されていませんが、保有資産の評価方法が、アクティブ型ETFの一つの課題として浮き彫りになりました。

そのような課題はあるものの、2013年以降、主要な運用会社が次々とアクティブ型ETFビジネスに参入しています。バンガードなど従来からETFやパッシブ運用に強い運用会社だけではなく、フィデリティ・インベストメントのような伝統的なアクティブ運用で大手の地位を築いてきた会社もアクティブ型ETFの提供を開始している点は、注目に値します。また、アクティブ型ETFの商品ラインナップを強化するために、ジャナスやニューヨーク・ライフなどはETF提供会社の買収を行っています。

非開示アクティブ型ETFの登場

今後もより多様な投資家に活用されることを目指して、ETFをめぐる商品開発は続くと思われます。特に、2014年11月、SECが、ボストンに拠点を置くイートン・バンズが提供する非開示アクティブ型ETF(Non-transparent ETF)を承認したことは注目に値します⁹。当該商品はETMF(Exchanged Traded Managed Fundの略称)と呼称され、保有銘柄を開示しないタイプのアクティブ型ETFです。非開示アクティブ型ETFは、連動先のアクティブ運用のポートフォリオが1日1回算出する基準価額をもとに取引されます。したが

⁸ InvestmentNews, "Pimco Total Return ETF faces SEC investigation" September. 2004.

⁹ Wall Street Journal, "SEC Lets Eaton Vance Offer New Kind of ETF" November. 2014.

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されました御客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

って、非開示アクティブ型ETFは証券取引所に上場していますが、日中は価格変動しません。そのため、通常のETFとは異なり、保有銘柄を日次で開示する必要はありません。前述の通り、アクティブ型ETFは他社からの模倣を避けるために債券ETFが占める割合が高いですが、非開示アクティブ型ETFが承認されたことで、今後、株式の運用者もアクティブ型ETF市場に参入する可能性があります。事実、2015年2月4日、伝統的なアクティブ運用によって地位を築いてきたキャピタル・グループが、将来的に非開示アクティブ型

ETFを設定する計画があることを公表しました¹⁰。

このように、各資産運用会社が、スマートベータ型ETFやアクティブ型ETFなどの新たな商品を生み出すことで、従来のアクティブ運用をETFの形で提供することが可能となり、現在の資産運用業界におけるアルファとベータの境界線の曖昧化という潮流を生み出していると言えます。そして、年金基金をはじめとする投資家は、今後、どのような商品開発が実現するのか注視する必要があります。

弊誌の記事はバックナンバーも含めてホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次のURLにてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

編集: 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター、野村資本市場研究所、野村総合研究所

発行: 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター (年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2
アーバンネット大手町ビル

TEL: 03 (6703) 3991

FAX: 03 (6703) 3981

Email: nenkin@jp.nomura.com

— 次号のお知らせ —

次号は

3月9日(月)

発行予定です。

¹⁰ InvestmentNews, "American Funds to get approval to offer ETFs" February, 2015.

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されました御客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送を行わないようお願い致します。

野村証券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.404%(税込み)(20万円以下の場合は、2,808円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第142号

加入協会／日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会