

平成23年8月30日

各位

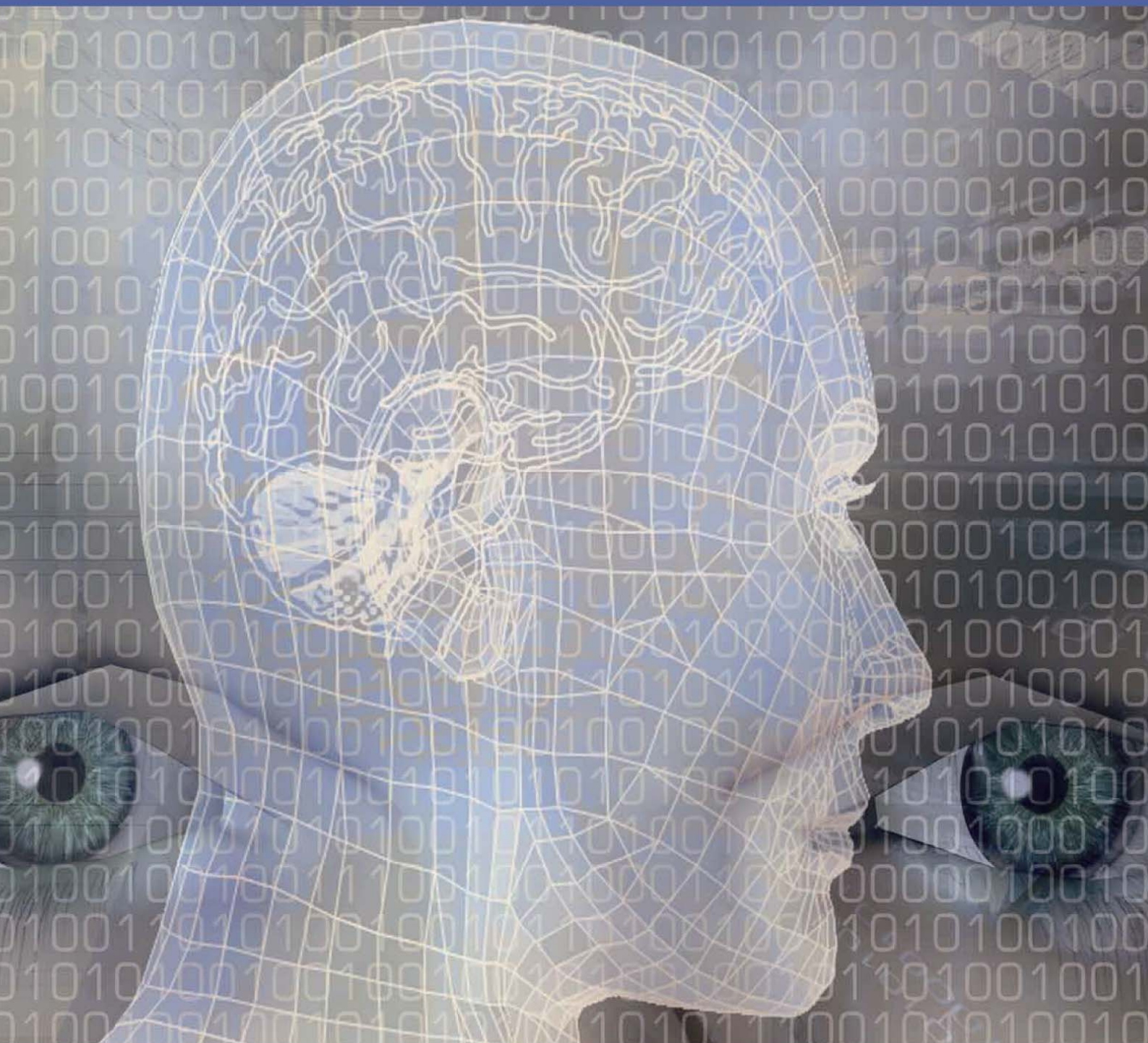
社団法人 日本証券投資顧問業協会

CREATE-Research 社による投資イノベーションに関する報告書
(日本語版)

このたび、平成23年7月14日にホームページに掲載しましたCREATE-Research社の”Investment Innovations: raising the bar”と題する調査報告書の日本語版をホームページに掲載しました。資産運用業に携わる方々にとって役立つものとなれば幸甚です。

以上

投資イノベーション： 引き上げられる要求水準



著者：アミン・ラジャン教授

2011 年初版

発行元：CREATE リサーチ(CREATE-Research)

英国

TN4 OXD

タンブリッジ・ウエルズ

ボックスホール・レイン

(Vauxhall Lane

Tunbridge Wells TN4 OXD

United Kingdom)

電話： +44 1892 526 757

ファクシミリ：+44 1892 542 988

Email: amin.rajan@create-research.co.uk

© CREATE Limited, 2011

無断復写・転載を禁ず。本報告書は著者の事前の同意なく、発行時以外の製本または表紙を用いて、いかなる形でも、貸与、賃貸、またはその他何らかの売買を目的として処分してはならない。

本報告書に記述された調査結果や見解はシティ・グループおよびプリンシパル・グローバル・インベスターズ社の見解を反映したものではありません。CREATE リサーチは情報の検証のために万全を尽くしましたが、シティ・グループもプリンシパル・グローバル・インベスターズ社およびその関連会社も当該情報の信憑性について第三者に対していかなる責任もしくは義務を負うものではありません。

序文

アミン・ラジャン氏と CREATE リサーチ社によるこの新しい調査報告書の発行にあたり、共同協賛社として参画できたことはプリンシパル・グローバル・インベスターズ社にとって喜ばしいことです。

イノベーションは、過去数年にわたり多くの市場関係者によって論評されてきた極めて重要な論題ですが、これまでの論評は混乱を招くものでした。

金融危機が発生するまでは、提供される「イノベーション」の多くは基本的にレバレッジの高い運用手法であり、市場環境が悪化した時には結果として極めて危険であることが分かりました。しかしながら、新興国市場や確定拠出年金 (DC) プラン向けのライフサイクル・ファンドのようなもっと価値のある革新的な運用商品もあります。

これらの商品を活用すれば、投資家は目標を達成し、リスクを抑制することができます。

この調査結果を見ると、こうしたイノベーションに対して投資家がより思慮深く対応していることが明らかになり、この変化の時代において多くの投資機会が存在することが浮き彫りになります。



プリンシパル・グローバル・インベスターズ
最高経営責任者
ジム・マコーガン

謝辞

この報告書は 2011 年の年次グローバル調査の結果を取りまとめたものです。

過去 10 年間に約 35 件のイノベーションが広範囲にわたり採用されました。この報告書では、どの運用商品や運用手法が成果を出したか、成果を出さなかったか、その理由は何かといったことについて現実に照らし合わせてチェックを行っており、この種の初めての報告書といえます。

過去 10 年間に起きた衝撃的な出来事を振り返って見ると、イノベーションはメディアに酷評されてきました。従って、資産運用業界が厳しい将来に直面する中で私たちに協力して過去から学んだ重要な教訓を明示してくれたことは、世界全体の資産運用業界にとって貴重なことです。

最初に感謝の気持ちを表したいと思う協力者は、二つの独立した調査に参加していただいた 108 の年金基金と 396 の資産運用会社、年金運用コンサルタント、管理代行業者、販売会社ならびに事実確認のためのインタビューに応じていただいた方々です。

これらの企業や個人の大多数はこのシリーズが始まった 2000 年以来私たちの調査に常時参加していただいた方々です。資産運用の優れた手法の普及を促進するために、これらの方々や他の協力者には信頼性の高い中立的な調査プラットフォームの構築に協力していただきました。



CREATE リサーチ (CREATE-Research)
プロジェクト・リーダー
アミン・ラジャン


また、本報告書の調査結果にいかなる影響力も与えず、本報告書発行の共同協賛社になっていただいたシティ・セキュリティーズ・アンド・ファンド・サービシーズ社とプリンシパル・グローバル・インベスターズ社に対しても感謝の気持ちを表したいと思います。両社の協力を得られたことは誠に光栄なことです。

今回は、両社のアジア太平洋地域における優れた人脈が、この活気あふれる地域における資産運用ビジネスの将来的な原動力を理解する上で大いに役立ちました。

メディア業界のパートナー企業になっていただいたフィナンシャル・タイムズ社と IPE 社に対しても特に感謝の気持ちを表したいと思います。本報告書を裏付ける二つの調査を実施する上で、両社にご助力をいただきました。

最後に、調査のあらゆる作業段階で変らぬ情熱と勤勉さで労をとってくれた私の同僚に対しても感謝の意を表したいと思います。彼らは、ナズ・ラジャン、エリザベス・グッデュー博士 (Dr. Elizabeth Goodhew)、リアヌ・ペリー (Leanne Perry)、そしてカースティ・ラングレー (Kirsty Langley) です。

今回は以前よりも多くの人々からご助力をいただきました。それでも、本報告書に誤りや脱落がありましたら、その責任はすべて私が負うものです。



「発見とは、誰もが見ていることを見て、
誰も考えないことを考えることである。」

アルベルト・セント・ジェルジ

目次

序文	I
謝辞	II
1 エグゼクティブ・サマリー	1
2 報告書の概要	3
3 偏見のない心 年金基金はどのように考えているのでしょうか？	17
4 改善の余地 資産運用会社はどのように考えているのでしょうか？	29
5 アイデアがアイデアを生む 資産運用会社はどのような方法で今後、実績を高めていくのでしょうか？	41

1 エグゼクティブ・サマリー

1980 年以降登場した投資イノベーション(革新的な運用商品や運用手法)は次の 5 つのクラスターに明確に分けられます。

- 新たな資産クラス
- 新たな資産配分手法
- 新たなリスクヘッジとリターンを向上させる手法
- 新たなテーマ型ファンド
- 新たなビジネスモデル

これらの運用商品や運用手法は異なる時期に導入されましたが、2000 年～2002 年の弱気相場を経験した後本格的に使用され始めました。

本報告書では、過去 10 年間に注目して、世界的規模で実施した二つの調査に基づき、イノベーションの影響を分析・評価したいと思います。

調査の一方は、世界の 108 の年金基金を対象として実施され、もう一方は 396 の資産運用会社や年金運用コンサルタント、管理代行業者、販売会社を対象として実施されたものです。調査対象国は 30 カ国に及びます。

両調査の対象となった運用資産規模の合計は約 29 兆米ドルでした。

我々の調査結果から次の四つの重要なテーマが浮かび上がりました。

1. 投資のイノベーションはそれらの限界を理解して初めて成果が出る。

欧米諸国では過去 10 年間に上記の 5 つのクラスターが採用され、こうしたイノベーションが著しく影響力を増しました。

しかしながら、2008 年の信用危機はこうしたイノベーションの影響力を圧倒しました。

ボラティリティを利用した利益戦略、具体的にはヘッジファンドや通貨ファンドですが、いずれの運用も奏功しませんでした。こうした戦略特有のリスク管理手法はシステミックリスクの波に飲まれてしまいました。

それでも、次の 5 つのイノベーションは最も有益でした。

- 新興国市場の株式
- 新興国市場の債券
- ハイ・イールド債
- 負債管理型投資
- 上場投資信託(ETF)

これらの運用商品や運用手法から恩恵を受けた年金基金は、その成功理由としてイノベーションの本源的価値に対する強い投資信念や、売買取引に対する規律正しいアプローチ、先行者優位を追求する基金体制を挙げています。

これらの年金基金はタイミングも良かったといえます。

最も有益でなかったイノベーションには次のようなものがあります。

- レバレッジ
- 仕組商品
- ポータブル・アルファ
- 通貨ファンド

敗者となった年金基金は、失敗の理由として本源的価値の欠如や群集心理、資産運用会社との希薄な関係を挙げています。

これらの年金基金は(食品等)に書いてある、いわゆる「健康へのご注意」に相当するリスクについての注意事項に留意しなかったのです。

また複雑でリスクの高い商品や手法を取り扱うスキルや管理体制もなかったのです。

2. 資産運用会社は新しいものを創造する前に古いものを改善すべきである。

年金基金が資産運用会社に望んでいることは、最新のイノベーションの成果を高める可能性があると思われる次の4つの施策を講ずることです。

- もっとバランスのとれた運用報酬体系の中でリスク1単位当たりのリターンの向上を図ること。
- 運用資産の本源的価値がデリバティブやレバレッジ、ショートポジションなどの手法により隠されないように透明性を高め、単純化を図ること。これらの手法によって、商品管理の実態を隠すのではなく、商品管理の徹底化を補完すること。
- リスクモデルや運用プロセスでは人間の判断に基づく強力なオーバーレイ戦略を構築すること。
- 「誤ったタイミング」での運用リスクを最小限度に抑えるために顧客との距離をもっと縮めること。

3. イノベーションというボートがあまりにも遠くまで押し出されるようなことはないだろう。

いくつかのイノベーションが開発中です。今後3年では、これらの商品や手法の影響力は大きくはないと思われませんが、10年を展望するとその影響力は高まっていくと考えられます。

これらの運用商品や運用手法の当面の目的は、前述の商品性の特徴を改善することになるでしょう。

時間の経過とともに、次の4つのイノベーションが結果として既存のビジネスモデルに特に破壊的な影響を与えることになりそうです。

- 欧州とアジアにおける個人投資家向け手数料廃止の可能性

- 絶対リターン運用におけるハイ・ウォーター・マーク方式の報酬体系の導入
- 年金運用における確定拠出年金(DC)向け商品の変貌
- 運用管理における最先端技術を用いたデータ・ウェアハウスの出現

4. イノベーションと顧客のニーズの間に明確な照準線がなければならない。

年金基金はイノベーションが反復可能な成果をもたらすものではないことを理解しています。また、年金基金にとってイノベーションがなくてもよいというわけでもありません。

年金基金の現在の損失規模とこれを解消するために求められるリターンの水準の両方を勘案すると、年金基金が抱えている問題は、現在のように低リターンの投資環境では依然として気が遠くなりそうな難題です。

従って、年金基金が資産運用会社に確約してほしいことは、資産運用会社が商品管理の徹底化やプロセスの厳格化、オペレーションの卓越性、顧客との利益の整合性を通じて、「最善の努力」の成果を追求することです。

次の条件をクリアできれば、こうした成果が得られる可能性は高まるかもしれません。

- ファンダメンタルズを無視したリスク選好やリスク回避の動きが突発的に起きるようなランダム・ウォークが支配している昨今の市場環境の下では、運用面で可能なことと不可能なことについての見込みをつけることができることにとどまらず、それと同じくらい新しいアイデアを追求できるような体制作りのために顧客側の関与を強めていくこと。
- イノベーションは、純然たる市場のオプチュニズムとは異なる、運用会社のコアスキル(本来持つ能力)に由来するものであること。

- イノベーションは、資産運用会社の収入源となると同時に顧客にとって信頼できる投資機会を提供できるものでなければならないという微妙なバランスの上に成り立つものである。

今後10年にわたり投資のバリューチェーンは、イノベーションと同じ程度に自らを見つめなおすことによっても際立ってくると考えられます。

2 報告書の概要

「今こそ資産運用業界を改造すべき魔法の瞬間ではないか？」

過去 10 年を振り返って見ると、それ以前に熱狂的な上昇相場の波に乗り多くの利益をあげてきた投資家の心を捉えたのは、市場サイクルとは相関関係がない絶対リターンの魅力でした。

数多くのイノベーションがしかるべく採用されましたが、全く新しい手法もあれば、旧来の手法が改良され復活したものもありました。

この間、新たな資産クラスが登場しました。あるものは買って持っているだけのファンドの派生商品であり、また他のものは純然たるオルタナティブ投資商品でした。

新たな資産配分手法も開発され、戦略的資産配分を重視する動きが一段と活発化しました。

機関投資家向け市場では新たなリスクヘッジやリターンを向上させる手法が同時に開発されました。

最後に、個人投資家の多様なニーズに応えるために、新たなテーマ型商品が導入されました。

1980 年以降の 20 年間に少しずつ導入されていた新たなテーマ型商品は、2000 年～2002 年の下げ相場により投資家が多大な損失を被った結果、本格的な導入が加速化しました。

こうした流れを受けて、相対リターンから絶対リターンに投資家の関心が移りました。即ち、主流の資産クラ

スからオルタナティブ商品へ、資産の投資から負債（調達）マッチへと関心が移ったのです。

その影響を分析・評価するために、エグゼクティブ・サマリーで概要を説明したように、我々は資産運用業界のファンドの購入側と販売側に分かれる 2 つのグループを対象に世界的な規模で 2 つの調査を実施しました。

これらのグループに対して我々の調査にとって中心的なテーマとなる次の 4 つの質問をしました。

・どのようなイノベーションが成果を出したのか、どのようなイノベーションで成果が出なかったのか、そしてその理由は何か？

・どのような改善策が不可欠なのか？

・向こう 3 年間にわたりイノベーションの主眼となるのは何か？

・どのような具体的な方策が求められるのか？

資産運用会社や年金運用コンサルタント、管理代行業者、販売会社を対象とする後者の調査では、資産運用会社からの回答が大部分を占めました。したがって、簡略にするために、本報告書では後者の調査を「資産運用会社の調査」と呼びます。

各調査の対象となった国の詳細および資産規模の範囲は下表に記載されています。

調査の対象となった企業/機関の所在国と運用資産規模

オーストラリア
オーストリア
バーレーン
ベルギー
カナダ
中国
デンマーク
フィンランド
フランス
ドイツ

香港
インド
アイルランド
イタリア
日本
クウェート
ルクセンブルグ
マレーシア
オランダ
ノルウェー

サウジアラビア
シンガポール
南アフリカ
韓国
スペイン
スウェーデン
スイス
台湾
英国
米国

運用資産残高（単位:兆米ドル）

資産運用会社
27.6

年金基金
1.75

出典：シティ／プリンシパル／CREATE 調査報告書 2011 (Citi/Principal/CREATE Survey 2011)

この調査に続き、世界の 12 の主要ファンド市場で運用している 90 社／機関の経営者との体系的なインタビューが実施されました。

インタビューに応じてくれた人々が話す言語は多岐にわたるため、本報告書の本論のケース・スタディで述べられた彼らの見解は必然的にわかりやすく言い換えたものとなっています。

イノベーションの採用

過去 10 年間に約 35 件のイノベーションが大幅に採用されました。そのうち 29 件はリターンの上昇を図ることを目指した顧客志向の運用商品や運用手法でした(下図の外側の四つの円)。そして 6 件が業務の柔軟性の向上を目指した代行業者向けのビジネスモデルでした(内側の円)。

ほとんどの場合、米国が主要な革新者であり、しかも初期の段階からイノベーションを採用した国でした。

その背景として、起業家精神が旺盛な米国の伝統的な文化が一つの要因となっています。もう一つの要因としては、同国の懐の深い年金市場が挙げられます。現在、同国の年金資産は世界全体の年金資産約 27 兆米ドルの 58% を占めています。

英国や欧州大陸は遅れてイノベーションを採用した国々ですが、過去 10 年の半ばまでにほとんどのイノベーションを受け入れました。しかしながら、負債管理型投資については欧州が他国に先駆けて採用しました。

これと際立った対照をなしているのは、中国や日本、韓国などの他の

大規模な年金市場で、これらの市場は依然として自国市場や債券市場に偏った運用を選択しており、横並び志向が強いといえます。

ところが、年金債務の支払い期日の到来が迫っており、これらの国々の年金市場は一段と革新的なソリューションに目を向けざるを得なくなってきました。また、遠からず時価会計制度の導入もこうした革新的なソリューションの採用を推進するもう一つの原動力になるでしょう。

こうした状況を背景にして、次の 2 ページでは本調査で取り上げた 4 つの主要な問題点に関する我々の調査結果の重要な部分についてさらに解明したいと思います。その後、そこから浮かび上がった核心となるテーマについて述べたいと思います。

2000 年代にどのイノベーションが広く採用されましたか？そしてどの国が先駆者でしたか？



出典:シティ/プリンシパル/CREATE 調査報告書 2011 (Citi/Principal/CREATE Survey 2011)

インタビューからの引用:

「2007 年までには資産運用は投資銀行業務に似たものになりました。すなわち、とてつもない異変が起こる瞬間まで商品を製造し続ける機械のようなものです。」

「我々のイノベーションは数ではますます増加しましたが、その効果は大きくはなりません。」

「複雑な商品を敬遠したアジアの投資家は洗練されていなかったのでしょうか、それとも賢明だったのでしょうか？」

運用実績スコアカード

2008年の危機はほとんどのイノベーションを圧倒しました。経験豊富な投資家でさえ度肝を抜かれたのです。

しかし、過去10年間全体で見ると、5つのイノベーションが最も有益だったことがわかりました(下図)。それらは、新興国市場の株式(その運用成果は際立っていました)、新興国市場の債券、ハイ・イールド債、負債管理型投資、そしてETFです。

これらの運用商品や運用手法から恩恵を受けた年金基金は、その成功理由として3つの要因を挙げています。

第1に、運用商品や運用手法の選択指針となった明確な投資信念を持っていたことです。第2に、行動ファイナンスという非合理的な先入観に基づく行動を最小限に抑えるような売買取引に対する規律正しいアプローチです。3番目は、先行者優位を通じて本

源的価値を追求するスキルや管理体制があったことです。

最も有益でなかったイノベーションには、レバレッジや仕組商品、通貨ファンド、ポータブル・アルファなどがあります。それらはある投資家にとっては有効でしたが、他の投資家にとっては有効ではありませんでした。

それ以外のイノベーションは項目3と4に示されているように、2つの両極端の間に位置しています。

敗者となった年金基金は敗因として3つの要因を挙げています。

第1に、バリューのないところからバリューを引き出そうとする金融工学に依存したことです。第2に、押し目買い(上昇トレンドにある銘柄が少し下がった時点で購入する方法)を妨げる群集心理をししばしば助長するような外部の助言に依存したことです。

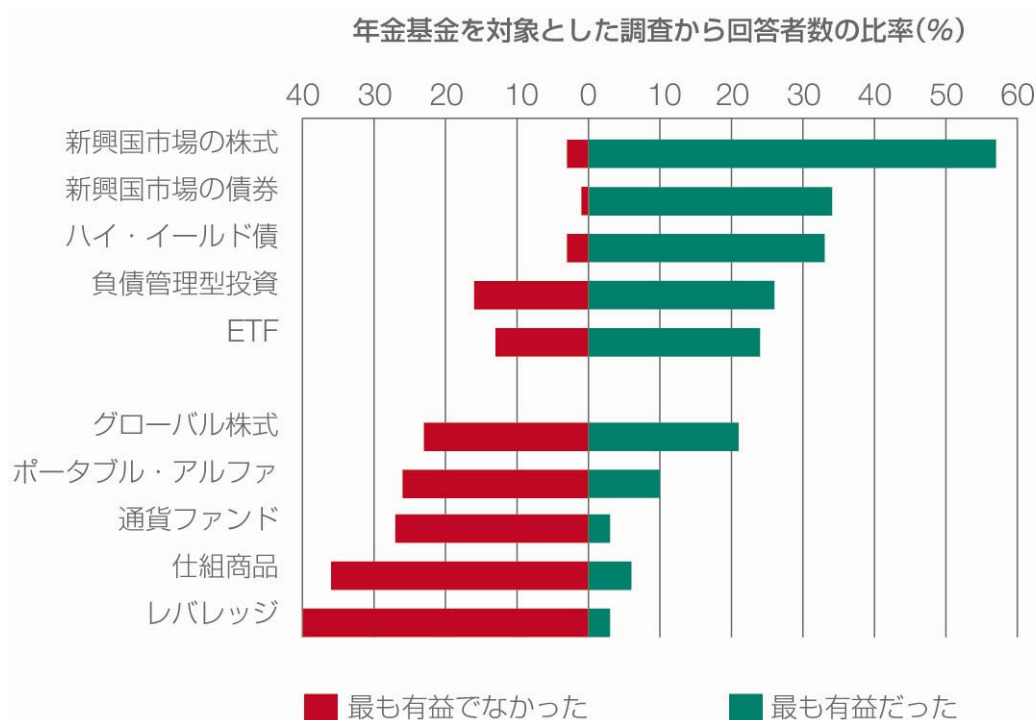
3番目は、資産運用会社との関係が希薄であったためイノベーションが成果を上げる条件をよくは知らなかったということです。

年金基金によるこの評価は資産運用会社の評価とも当然一致していますが、一つだけ注意点があります。即ち、イノベーションは(食品等)に書いてある、いわゆる「健康へのご注意」に相当するリスクに留意していれば、本来不健全なものではなかったということです。

顧客は1つの教訓を学びました。それは、ファンド商品には、自動車やコンピュータのように反復可能な成果や明確な有効期間がないということです。換言すれば、タイミングと市場環境がものをいうのです。

したがって、イノベーションについて言えば、角を矯めて牛を殺すようなことをすることは賢明ではありません。

過去10年間、最も有益だったイノベーションと、最も有益でなかったイノベーションはそれぞれ何でしたか。



出典:シティ/プリンシパル/CREATE 調査報告書 2011 (Citi/Principal/CREATE Survey 2011)

インタビューからの引用:

「どの資産運用会社がアップルのように歴史的な大成功を収めてきたと言えるのでしょうか?」

「ほとんどのイノベーションは有名になっても、直ちに忘れられてしまいます。重要なことは、こうしたイノベーションをいかにして利用するかということです。」

「最良のイノベーションとは、投資家の弱点を最小限にとどめるものであり、かつ時宜を得たものなのです。成功には『何』と同じくらい『いつ』が大切な要因となるのです。」

改善のための課題

過去 10 年間に、株式リスク・プレミアムがなくなるにつれて、負債(調達)マッチが極めて重要になりました。その後の変遷に年金基金がうまく対応できるように資産運用会社も年金運用コンサルタントも力を貸すべき立場にあったわけですが、どちらもこの点で高い評価を受けていません。これは、旧来の弱点であるとともに、新たな喫緊の課題でもあります。全体的に見て、資産運用会社の評点が相対的に高かったといえます。

年金基金に対して約束することは簡単でしたが、約束を守ることは困難でした。しかし、3 つの変化が将来役に立つでしょう。

第 1 に、年金基金は最終損益に直接影響を与える運用商品の 2 つの特徴、すなわちリスクとリターンの特長とトレードオフおよび運用報酬と費用という課題を改善できる将来のイノベーションを必要としています。すべての運用資金が旧来の資産クラスに閉じこめられている間は、新たな資産クラスが登場しても役に立ちません。

第 2 に、世界経済が依然としてシステミック・ショックにさらされているだけに、年金基金は人間の判断に基づく強力なオーバーレイ戦略をリスクモデルや投資プロセスに組み入れてほしいと考えています。投資家はもはやバックミラーに映った過去の光景にこだわっている余裕はないのです。

3 番目は、アジアの年金基金はさらに先を行っているということです。つまり、中国が世界経済を作り変え、ファンドのスーパーパワーとして台頭する中で、アジアの年金基金は自分たちの運用会社に同地域で強力な存在感を發揮してほしいと考えています。近距離にあることが分散化およびバイ・アンド・ホールド投資の文化を促進するために極めて大切なことなのです。

将来のイノベーション

向こう 3 年間にわたり、イノベーションは商品ラインナップの拡大と商品の深化を通じて 3 つの明確な変化を打ち出すことを目指すと考えられます。つまり、新しいものを創造する前に古いものを改善することになるでしょう。

顧客からの圧力が 1 つの要因になるでしょう。もうひとつの要因は四つの原因から生じる新たな逆風です。即ち、銀行による商品のコモディティ化、徐々に強化される当局規制、世界経済の不確実性、そしてこの不確実性を逆手に取るために必要な新たな見識と直感力を持った人材の不足です。

かつてないほどに、人材が同業他社との差別化の重要な鍵を握ることになります。新たな世界経済のダイナミクスや金融市場へのその影響を理解している人材が不足しているのです。

エグゼクティブ・サマリーで強調したように、一部のイノベーションが結果として既存のビジネスモデルに特に破壊的な影響を与えることになりそうです。

いずれにしても、既に確立されたトレンドは続くと考えられるため、既存のビジネスモデルは変わるようになるでしょう。

特に、マルチ・ブティック型運用は特定の地域での存在感を求めて欧米諸国からアジア諸国に広がるでしょう。一方で、オペレーションの卓越性を追求する中でアウトソーシングはバックオフィスからミドルオフィスに広がるでしょう。

たとえ新規運用資金の主な流入源がアジア諸国になっても、米国は新たなイノベーションの先駆者および初期採用者としてその優位性を維持すると考えられます。

結論

投資家も資産運用会社もいくつかの教訓を学びました。

年金基金は資産配分が究極的なアルファの追求であることを学びました。

つまり、強い投資信念や売買取引に対する規律正しいアプローチ、リスクの高い商品を理解するスキルがなければ、根本的に新しいものを採用していけないということです。したがって、管理体制の改善を図るとともに、こうした必要条件となる資質やスキルを磨くための様々な努力がなされています。

資産運用会社は 2 つの教訓を学びました。

第 1 に、イノベーションはもはやライバル企業が互いに相手を出し抜くというものではなくになりました。

むしろ、イノベーションとは、新しいアイデアを生み出す厳格なプロセスを経て商品を創り出し、それを分析・評価し、目的に適したものに変わった上で「最善の努力」の成果を追求することなのです。今では、このようなプロセスは定着しつつあります。

第 2 に、管理代行業者だけではなく顧客もイノベーションのパートナーとして関与する必要があります。

したがって、顧客の関与度が高まっています。

管理代行業者もまた商品管理を確実なものにするコア機能を發揮することによって投資のバリューチェーンの向上を進めることが急務となっています。

2008 年の危機が投資のイノベーションの歴史の幕を閉じました。発明の母よりも自らを見つめ直すことが求められる時期ではないでしょうか。顧客もわかっています。資産運用会社は自分たちが出せる具体的な成果について新鮮な口調で語り始めました。

これらの資産運用会社の現在の努力が旧世代の資産運用会社より優れた成果に結びつくかは、時間が経ってみないとわかりません。

本項目の後半では我々の 2 つの調査から浮かび上がった核心的テーマを詳述することにより前述の調査結果を掘り下げていきたいと思えます。

テーマ 1: 膨らみ過ぎる期待を最小限に抑えるために顧客の関与が高まっている

新しい商品を導入する際に年金基金に関与を求める資産運用会社は、全体の 3 分の 1 未満に過ぎません。

逆に、3 分の 1 の資産運用会社は、ほとんど顧客に意見を求めません。

一般的に、顧客が関与することにより新しいアイデアが生まれ、期待をうまくコントロールし、関心を高めることができます。

顧客の関与の影響力は一見小さいように見えますが、実際には明らかにプラスの効果があります。

5 年前、資産運用会社が運用コンサルタントを通して確定給付年金 (DB) や確定拠出年金 (DC) の資産運用を行うことが多かった頃は、顧客の関与は今よりもさらに希薄でした。

その結果、顧客との間に溝が生じ、顧客は付加価値を生む様々な投資活動において、資産運用会社や年金運用コンサルタントをあまり評価しないようになりました。

しかし、金融危機の発生により、資産運用会社は年金基金のニーズを理解、予想し、そしてニーズを満たすために、これまで以上に協力する必要性に迫られています。

このような協力は、市場反応を議論する通常のフォーカスグループ・ディスカッションや運用会社に対する意識調査であるパルス・サーベイ、非公式の接触、新商品の導入時の協力を通じて行われています。

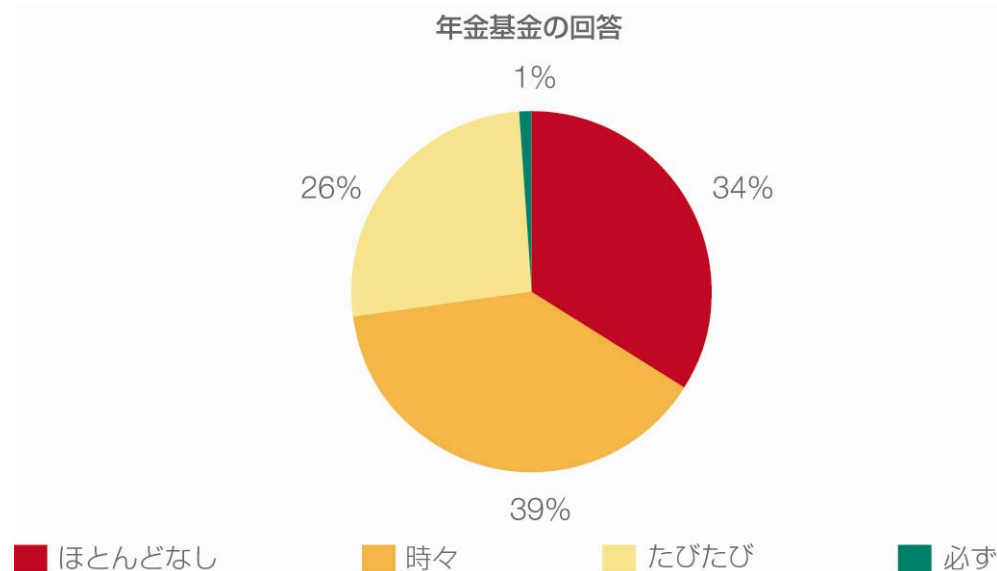
顧客は、革新的な運用方法や手法が予測可能な成果を生むものではないことに気づかされつつあります。

革新的な運用方法や手法とはむしろ、資金の運用により一定の範囲内で成果を上げるものです。この範囲に含まれる成果はいずれも保証されたものではなく、信念に基づくものです。

異なる角度からリスクを見る曖昧さに対する高い許容度がなければ、正規分布よりも裾野が広がったファット・テール・リスクですら管理することはできません。

今や顧客の関与を高めない限り、顧客の期待が希望を上回ることはないことは周知の事実です。

図 1.1 資産運用会社が貴基金に新しい商品を導入する際に、どの程度貴基金の関与を求めますか？



出典:シティ/プリンシパル/CREATE 調査報告書 2011 (Citi/Principal/CREATE Survey 2011)

インタビューからの引用:

「非常に多くの年金基金がうまくいっていないのも無理はありません。基金や市場ベンチマークには成果に対する説明責任がないのですから。」

「マドフ(元 NASDAQ 会長で史上最大級の詐欺事件の犯人)が誰かから金を騙し取っていることは知っていましたが、まさか自分が騙されているとは思いませんでした。」

「リアルタイムで反応する現代の世界では、ミスが絡み合うのは一般的なものです。群集心理によって市場サイクルが増幅されるためです。」

テーマ 2: 規制の厳格化がイノベーションの速度を遅らせる

年金基金と資産運用会社の 40% 超は、金融危機後は「商品」から「ソリューション」への転換の加速と新たな規制の影響という 2 つの要素がイノベーションの速度と内容に影響すると考えています。

確定給付年金 (DB) においては、負債管理型投資が「商品」から「ソリューション」への転換を主導するでしょう。これは時価評価ルールの使用が欧州から米国、カナダ、韓国へと広がっているためです。

確定拠出年金 (DC) においては、投資助言組み込み型商品がこの転換を主導し DB プランや投資信託型の DC プランからの資産の移動が進むと考えられます。

もう一つの重要な要素は規制です。銀行や保険会社と異なり、資産運用会社が受ける規制は、EU のオルタナティブ投資ファンド運用者 (AIFM) 指令や改訂金融商品市場

指令 (MiFiD)、米国のヘッジファンド登録義務、オーストラリアの退職年金基金検査、アジアのミューチュアル・ファンド (投資信託) の厳しい監督程度で、それ以上に厳格な規制は予想されません。

それでも、規制が徐々に厳格化されているという事実は、資産運用会社に自らを見つめ直すことを迫っています。

米国のドッド・フランク法 (金融規制改革法) により、銀行傘下の資産運用会社はシステミックリスクの低減を伴わない、大きな負担のかかる監督と運転資本を要求されるでしょう。

そのほかにも、EU のソルベンシー II 規制により、保険会社は将来的に高リスク資産の処分を余儀なくされるとみられ、株式は今後息を吹き返すのかという疑問がさらに膨らむでしょう。

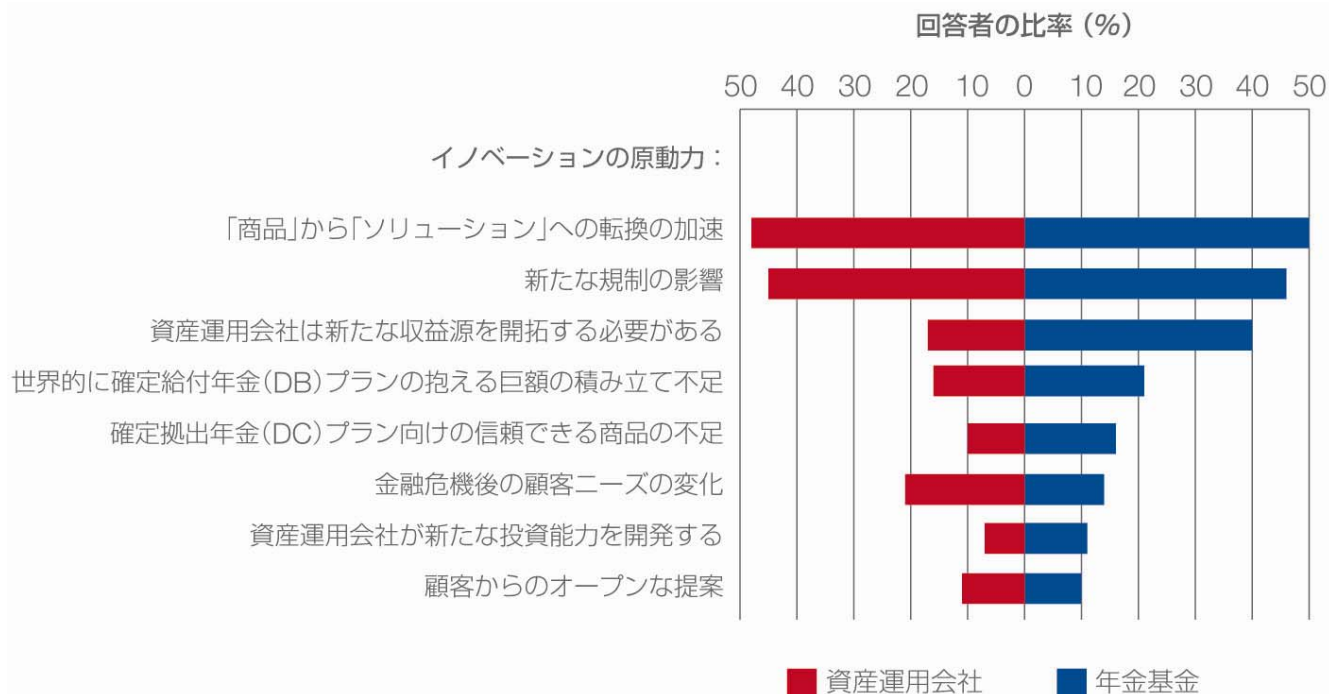
また、規制当局が古い規制を解釈し直すことで予想外の影響も生じています。

例えば、オランダの年金基金は非流動資産の保守的評価を義務づけられた結果、金を金融資産から除外せざるを得なくなっています。北欧の一部の年金基金は新興国市場への投資を差し止められています。

さらに言えば、日本のように 20 年にわたる経済のフラット化もあり得ないことはありません。このことは、特に最近 S&P が米国債の格付け見直しを引き下げて以降、現実味を帯びてきています。

イノベーションの原動力なるものが明らかになったとしても、それを真似るだけでは上手くいく可能性は低いといえます。

図 1.2 向こう 3 年間でグローバルな資産運用におけるイノベーションの原動力となるのは何だと考えますか?



出典: シティ/プリンシパル/CREATE 調査報告書 2011 (Citi/Principal/CREATE Survey 2011)

インタビューからの引用:

「20 年経ち、DC プランの平均残高は英国で 4 万 5,000 ドル、米国で 5 万 8,000 ドル、オーストラリアで 11 万 9,000 ドルになっています。年金基金は何を買えばいいのでしょうか?」

「ミューチュアル・ファンド・モデルは欠点だらけです。『売り』推奨はほとんどなく、隠れた費用が存在し、必要な時にはろくに換金できないのですから。」

「ソルベンシー II とバーゼル III によって高リスク資産への関心は薄れると思います。今から 5 年後に一体誰が株式を買うでしょうか?」

テーマ 3: 今後のイノベーションの特徴は商品ラインナップの拡大と商品の深化である

2008 年は分水嶺となりました。この時期を境に、商品を積極的に売り込むプッシュ戦略から投資需要に基づき商品が売れるプル戦略へと、明確な転換が余儀なくされました。金融危機以前には、主としてセールス部門や商品開発部門から新商品のアイデアが生まれていました。顧客や投資担当者は重要視されていなかったのです。しかし、現在はそれが逆転しています。このことは、投資のイノベーションはそれらの限界を理解して初めて成果が出る、という重要なテーマを物語っています。市場は制御可能だと錯覚するからこそ、問題が生じるのです。

このような背景の中、資産運用会社の 88%は向こう 3 年間に商品のイノベーションが進行すると予想しています。このうちの 52%は、「段階的」にイノベーションが進展すると予想しています。これらのイノベーションは、新商品の開発よりもむしろ既存の商品特性の改善を目指すでしょう。また、36%の資産運用会社は「大規模」なイノベーションを予想しています。

確定給付年金 (DB) 向けのイノベーションでは、農業、二酸化炭素排出権、知的財産権、キャットボンド (大災害債券)、運送契約、風力発電所といった資産が対象となるでしょう。確定拠出年金 (DC) 向けには、動的な長期的資産配分計画、ストップ・ロスの仕組み、収入の減少と年金を組み合わせた退職ソリューションへのスムーズな移行などにより、既存の商品特性を大幅に改善するようなイノベーションが予想されます。

ビジネスモデルの側面では、「段階的」なイノベーションでは確立したトレンドの継続が予想され、「大規模」な変化ではイノベーションの加速が予想されます。

ビジネスモデルのイノベーションには、より強固で安定した商品を生み出すためのミドルオフィスやバックオフィスのアウトソーシング、販売提携、マルチ・ブティック・モデル、顧客サービスモデル、イノベーションの新しいプロセスのうち、いずれか一つ以上が伴うでしょう。

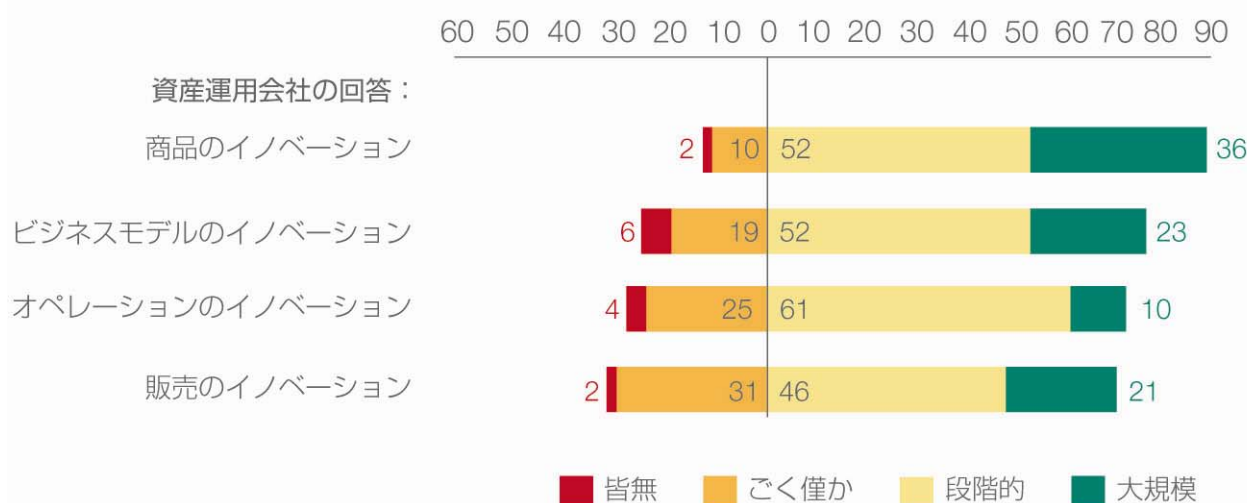
同様に、オペレーションのイノベーションとしては、ファンド再構築の改善、データ・ウェアハウスの活用、新しいテクノロジーとリスク分析が見込まれます。

最後に、販売面でのイノベーションとしては、サービスモデルや販売経路の「段階的」改善と、運用報酬体系の「大規模」な変更が予想されます。後者は販売時手数料、年間手数料、解約手数料という従来の手数料体系の廃止によるイノベーションで、特に欧州とアジアでは当局の圧力を受けてこれが進展する可能性があります。

これらの業務におけるイノベーションの中でも、手数料の段階的廃止、ハイ・ウォーター・マーク方式の報酬体系の導入、DC 向けの新商品、最先端技術を用いたデータ・ウェアハウスの出現、イノベーションのツールの 5 つが今後 10 年間、最終顧客に特に利益をもたらす可能性があります。

図 1.3 貴社の業務において、次の 4 種類のイノベーションは向こう 3 年間にどの程度進むと思いますか？

資産運用会社を対象とした調査より累積回答 (%)



出典:シティ/プリンシパル/CREATE 調査報告書 2011 (Citi/Principal/CREATE Survey 2011)

インタビューからの引用:

「本当のイノベーションには非常に長い時間がかかるでしょう。物理学でアルキメデスからニュートン、アインシュタインと進んだように。」

「投資助言組み込み型商品と顧客の教育が次のイノベーションの波を左右するでしょう。」

「アジアのマルチ・ローカル・モデルは欧米のマルチ・ブティック・モデルの形態を探るでしょう。域内重視色の強いビジネスモデルになると思います。」

テーマ 4: 年金基金は今後のイノベーションに対して心を開いている

向こう 3 年間について、商品のイノベーションが進むことによって最終顧客に真のバリュー・フォー・マネー（今までと同じ水準のサービスをより低いコストで提供すること）を提供できるかどうかを質問したところ、年金基金の回答は、「できる」が 39%、「できない」が 32%、「わからない」が 29%でした（右下のグラフ）。これに対し、資産運用会社の回答は明らかに楽観的です（左下のグラフ）。

年金基金は際立ったプラス効果をもたらすような画期的なイノベーションを期待していません。

現在、世界全体の確定給付年金（DB）の 60%は、法律で定められた積立水準を下回っています。このうちの 70%は積み立て不足を解消するためには年 6%を超える利回りが必要です。現在の低リターンの投資環境下では、まさに「ミッション・インポッシブル（不可能な任務）」と言える数字です。

このため、現在は投資と投資以外の両面で解決策が進展しています。

投資面では、欧州を中心に負債管理型投資が急速に広まっており、米国でも徐々に広がっています。

負債管理型投資のポートフォリオでは、リターンを高めるためにハイ・アルファ戦略から低コストのベータ戦略まで複数の投資戦略が用いられます。積み立て水準が改善するにつれ、この柔軟性の高い戦略は次第にリスク抵抗力を発揮します。負債管理型投資を監視するためには、イノベーションの一環としてリターン、費用、流動性、拡張性それぞれの透明性が必要です。これは株式 60:債券 40 の旧来型のポートフォリオとは全く異なるもので、これを洗練させたリスク・パリティ・ポートフォリオのようなものとも全く異なります。

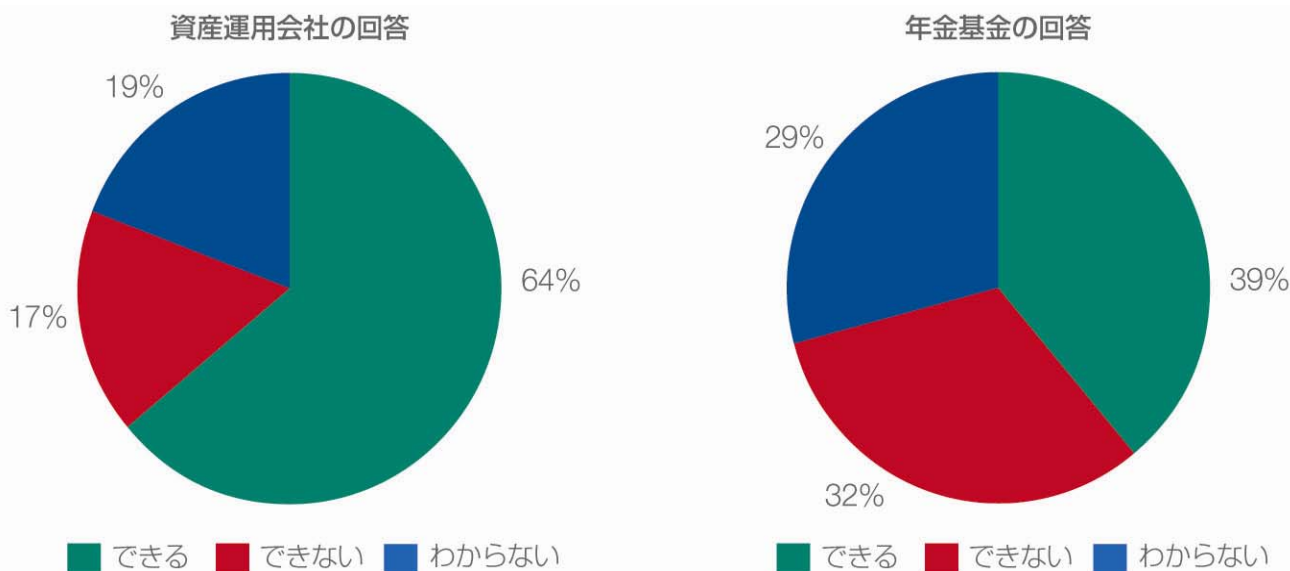
投資以外の面では 2005 年以降、DB プランの新規加入の停止をはじめ

めとして、一連の変革が段階的に実施されています。

これらの変革には受給開始年齢の引き上げや掛け金の引き上げも含まれます。従来の年金給付額は最終勤務年度の給与をベースとしていましたが、現在は勤務期間の平均給与ベースに変更されつつあります。また、可能な場合には任意の物価スライド制を一時停止しています。これらの変革は厄介な訴訟や断片的な譲歩を重ねながらも、民間の年金と公的年金の双方で実施されるに至っています。

カナダ、アイルランド、英国、米国では、民間の DB の大半が 2020 年までに既存加入者分についても廃止され、積立残高が確定拠出年金（DC）プランに移行する可能性があります。5 年前には想像すらできなかったことが、今から 5 年後にはごく普通のことになっているかもしれません。

図 1.4 総合的に見て、向こう 3 年間に商品のイノベーションが進むことによって、最終顧客に真に求められる価値を提供できると思いますか？



出典: シティ/プリンシパル/CREATE 調査報告書 2011 (Citi/Principal/CREATE Survey 2011)

インタビューからの引用:

「5 年前には発売から 3 年未満の商品が当社の新規ビジネスの 70%を占めました、今は 25%に過ぎません。」

「この結果は投資のイノベーションが失敗する不吉な前兆などではなく、単に新しい一章の最初の一行に過ぎません。」

「アジアでは資金が積み上がり続けており、この金額が責任をもって活用されないことが心配です。」

テーマ 5: 年金基金の要望する「最善の努力」の成果を目指す仕組みを確認する

ほとんどのイノベーションは過去の経験や経緯に縛られているため、しばしば想定外のことが起こります。2000年代にはレバレッジがアウトパフォーマンスの主たる源泉でしたが、永久には続きませんでした。レバレッジはアルファの希少性、持続性、拡張性を隠蔽し、投資家の欠点と相まって問題が生じました。痛目にあうことで、教訓を学びました。

我々が実施した世界の年金基金へのインタビューの中で、次のイノベーションの波の特徴を質問したところ、主に 8 つの回答が得られました。商品に関するものと、ビジネスモデルに関するものがそれぞれ 4 つずつを占めます(下図を参照)。理由はそれぞれ異なりますが、回答は地域ごとに見事に一致していました。

これは、欧米の年金基金が支払能力を維持するためにイノベーションを必要としている一方で、アジアの年金基金は信用力を維持するためにイノベーションを必要としているためです。

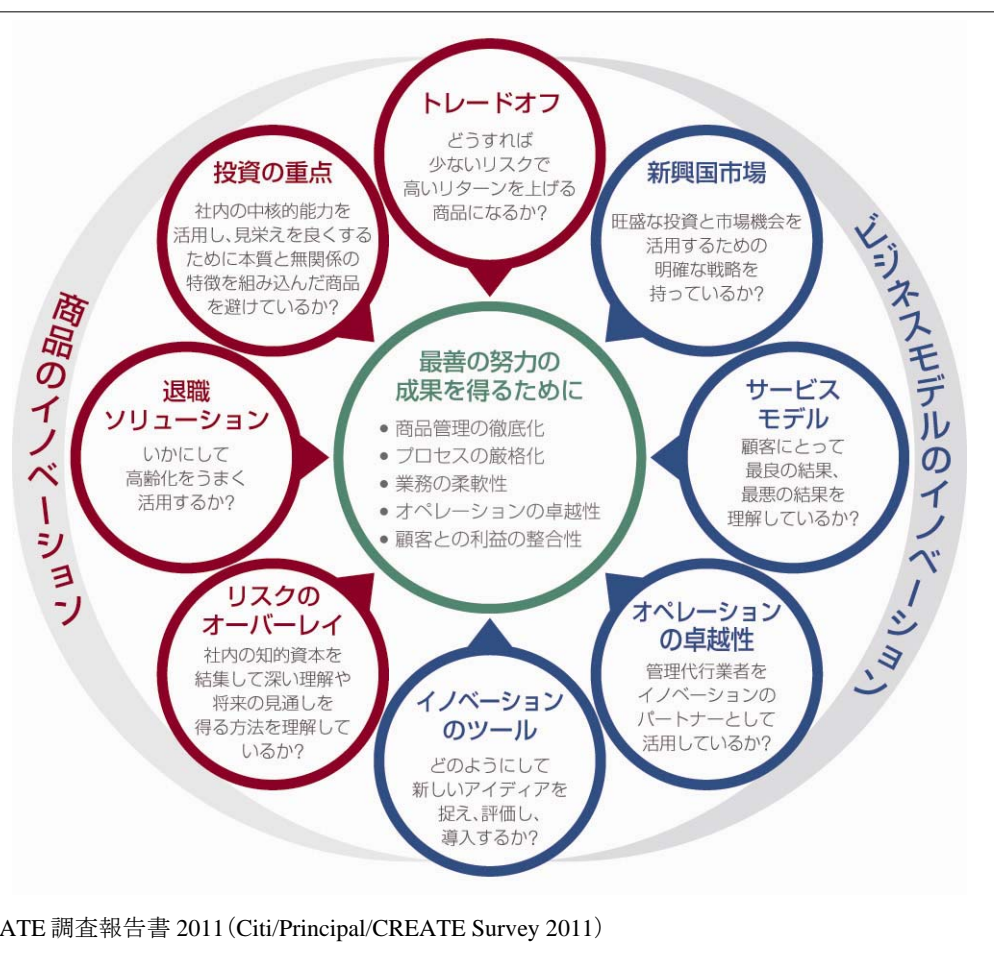
しかし、イノベーションによって予測可能な成果が得られない限り、少なくとも「最善の努力」の成果を求めべきである、と年金基金は力説しています。

「最善の努力」の成果を得るためには、商品管理の徹底化やプロセスの厳格化、業務の柔軟性、オペレーションの卓越性、顧客との利益の整合性を基本としなければなりません(下図の内側の円を参照)。

資産運用会社はこれらを通じて「注意義務」を果たし、下図の外側の円に示した 8 つの問いに答えることで目的に合致した商品を開発する必要があります。この 8 つの問いのうち、トレードオフ、投資の重点、リスクのオーバーレイ、新興国市場、オペレーションの卓越性の 5 つは、顧客と資産運用会社の双方が等しく満足するために極めて重要だとみなされます。

以下で、このそれぞれを順に検討します。

図 1.5
資産運用会社は「最善の努力」の成果を提供するために、どのような問いに答えるべきですか?



出典:シティ/プリンシパル/CREATE 調査報告書 2011 (Citi/Principal/CREATE Survey 2011)

インタビューからの引用:

「この 10 年間、資産運用会社はあらゆる心配に多くの時間を費やしていましたが、顧客のこっちは心配していませんでした。」

「市場は制御可能だと錯覚するからこそ、問題が生じるのです。」

「そろそろ新商品を開発するのではなく、既存の商品を改善するときです。」

テーマ 6: 年金基金は、質に十分見合った運用報酬体系の中でのリスク/リターンのトレードオフの改善を望んでいる

年金基金からは、改善を要する上位 5 項目として以下の内容が挙げられました。

年金基金の 60%は様々な資産クラスのリスク/リターン特性の改善を望んでいます。新商品も極端なシナリオ下でのストレステストが必要です。

51%は、運用報酬と費用を顧客と資産運用会社の利益の整合性の基本とすべきだと考えています。実力主義のインセンティブ体系は、世界的に見て未だ実現していません。最低の運用実績の資産運用会社が最も安い運用報酬を取っていても、最高の運用実績の資産運用会社が必ずしも最大の運用報酬を取っているわけではありません。

年金基金の 43%は投資プロセスと成果の透明性の改善を求めています。多くの年金基金は、外部機関が運用実績を投資技術、運、市場のモメンタム、産業、成長などの要因別に分析することを望んでいます。

また、33%は商品設計やマーケティング、アフターサービスをより分かりやすくすべきだと考えています。

23%は商品設計やポートフォリオのフォローアップ・レビューで顧客の関与を高めるべきだと考えています。

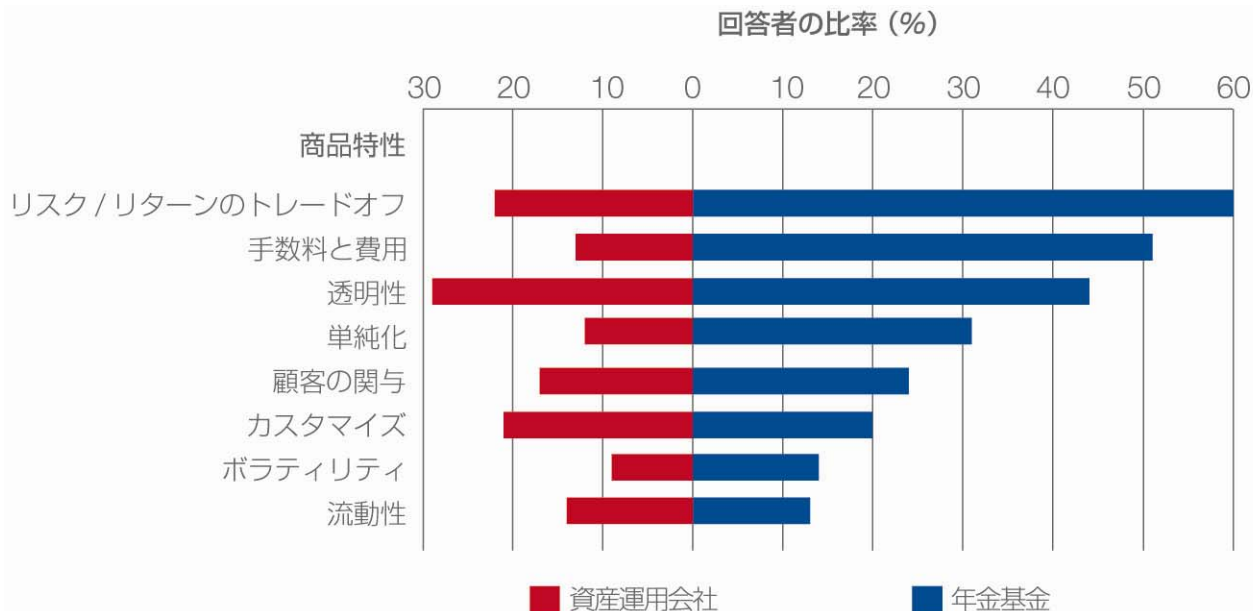
注目すべきは、これらの各分野で改善が必要だと考える資産運用会社は、年金基金に比べてはるかに少ないという事実です。この認識の

違いは特に「リスク/リターンのトレードオフ」、「運用報酬と費用」で顕著であり、この 2 項目は顧客の最終損益に直接影響を及ぼします。

資産運用会社はこれらの必要性を認識しながらも、多くは今後 3 年間で実現することに懐疑的です。リスクとリターンのトレードオフは人間の創意工夫次第であると同程度に、市場次第でもあります。資産運用ビジネスは人材を重視するために固定費負担が大きく、市場が低調でも固定費を削ることはできないため、運用報酬と費用の調整は難しいといえます。また、透明性を改善すると競争力が損なわれる可能性があります。

それでもやはり、変化の風が吹いていることは明白です。

図 1.6 ファンドの次の商品特性のうち、今後 3 年間で最も改善が必要なものはどれですか？



出典:シティ/プリンシパル/CREATE 調査報告書 2011 (Citi/Principal/CREATE Survey 2011)

インタビューからの引用:

「ハイ・ウォーター・マーク方式の報酬体系は、この 10 年で最大の破壊的な影響力を持つイノベーションとなるでしょう。130/30 戦略 (130 ロング/30 ショート戦略) の多くはこれで壊滅しました。」

「オーストラリアの退職年金基金はリターンが振るわず、運用報酬を削減してリターンを改善せよという圧力を受けています。」

「リターンが改善しなければ、確定拠出年金 (DC) プランも確定給付年金 (DB) プランと同様に、消滅への道を進むことになるでしょう。」

テーマ7: アジアの年金基金は一連の異なるスキルに根差したイノベーションを求めている

日本ではデュレーションが 20 年のゼロクーポン債がごく普通に見られます。年金資産の約 80%はパッシブ・ファンドで運用されており、資産配分は法律で定められているか、または他の年金基金に倣っています。また、債券中心と国内中心がはっきりと謳われています。これら全部をつなぎ合わせるとわかることがあります。アジアの機関投資家はきわめてリスク回避的なのです。

しかし、年金債務の支払期日の到来が迫っており、年金基金や国の社会保障、保険会社は現在、7 種類の異なる商品領域に様々な興味を示しています(下図を参照)。

ただし、これらの顧客が満足するのは、これらの商品領域のイノベーションが資産運用会社のコアスキルに

根差している場合です。ロング・オンリーの運用戦略をとる資産運用会社の一部が 2004 年以降にヘッジファンドに参入した際に、あたかも独自のスキルを求めないことが流行であるかのように、純然たるオポチュニズム(機会主義)に走りましたが、イノベーションはこれとは全く別物です。

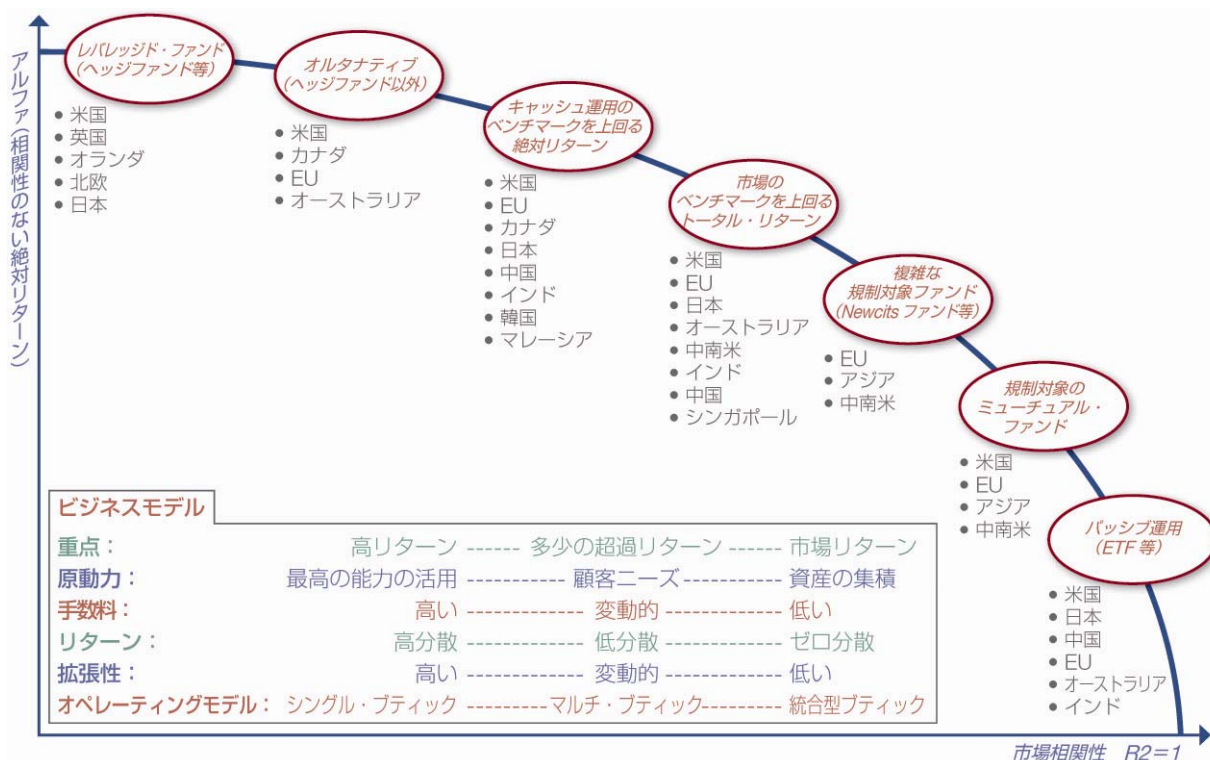
また、これらの顧客は、各商品領域の提案している価値が明確で、その内容が資産運用会社のビジネスモデルと整合性が取れていることを要望しています(下図の枠内を参照)。

例えば、資産運用会社が各商品領域の期待リターンと実際のリターンの差を最小限に抑える真の能力を備えていることが、ビジネスモデルによって保証されるべきです。各商

品領域の付加価値を反映した運用報酬体系がビジネスモデルによって保証されるべきです。また、資産運用会社は拡張性のないファンドを閉鎖できることが、ビジネスモデルによって保証されるべきです。さらに、各商品領域のオペレーティング・モデルがその商品領域の提案する価値に最も適したものであることが、ビジネスモデルによって保証されるべきです。

これらの要望が各商品領域の下に示した様々な国の機関投資家からも寄せられていることは、注目に値します。これらの機関投資家はソリューション(目的)重視で投資しており、必要な成果目的のために、異なる複数の商品に依存しています。

図 1.7 次のイノベーションで、各国の顧客が自社の資産運用会社に望む強みの活かし方



出典:シティ/プリンシパル/CREATE 調査報告書 2011 (Citi/Principal/CREATE Survey 2011)

インタビューからの引用:

「絶対リターンは精神的な概念です。本当に信じない限り収益をあげられません。自分の持つ銘柄を好きになっているようじゃいけません。」

「イノベーションは資産運用会社の中核能力に根差したものでない限り、うまくいきません。アジアの投資家は変わったものを求めています。」

「外部機関による運用実績の要因分析で、アルファ戦略の資産運用会社の化けの皮がはがれています。」

テーマ 8: 並外れた危険・機会察知能力がリスクのオーバーレイを支配する

過去 10 年で既存のリスクモデルと投資プロセスが正常に機能しなくなったことは、年金業界では世界的に広く認められています。なぜなら、この時期に経験した 2 度の厳しい弱気相場を予測することが出来ず、低コスト資金に隠された時限爆弾を見破ることが出来なかったためです。また、資産クラス間の相関が非常に高まっていることにも気づかず、時価評価ルールが計らずも米国のサブプライム危機を世界的な金融危機に変えてしまうことを予期できなかったためです。

現在は欧州のソブリン債務危機や中東の混乱、日本の大震災など予想外のところからリスクが突然生じており、進化し続ける投資市場におけるこのような微妙な変化は、既存のリスクモデルと投資プロセスでは捉えることができません。

ナーシム・ニコラス・タレブの言うブラック・スワン(白鳥は全て白いと信じられていたのに黒い白鳥が発見

されたことに基づく、確率論や予測、常識を超えた事象)は予測不可能です。しかし、資産運用会社と年金運用コンサルタントは、少なくとも自社のアイデアについて極端なシナリオ下でのストレステストを実施し、知識の階層構造における洞察力と先見性(下図の上 2 段)に基づく根本的な判断を行うべきです。これにより、頭の中で考えることと直観的に捉えることが結び付きます。

既存のクオンツモデルは、下図の下 3 段(データ、情報、明確な知識)を咀嚼することには非常に長けており、この 3 つは広く手に入れることができます。

しかし、クオンツモデルには投資専門家が長年の経験から得る勘や予感、直観でしか捉えることのできない生のニュアンスが抜け落ちていきます。これをモデル化することはできませんが、リスクが従来以上に絶えず変化するようになっている現在、

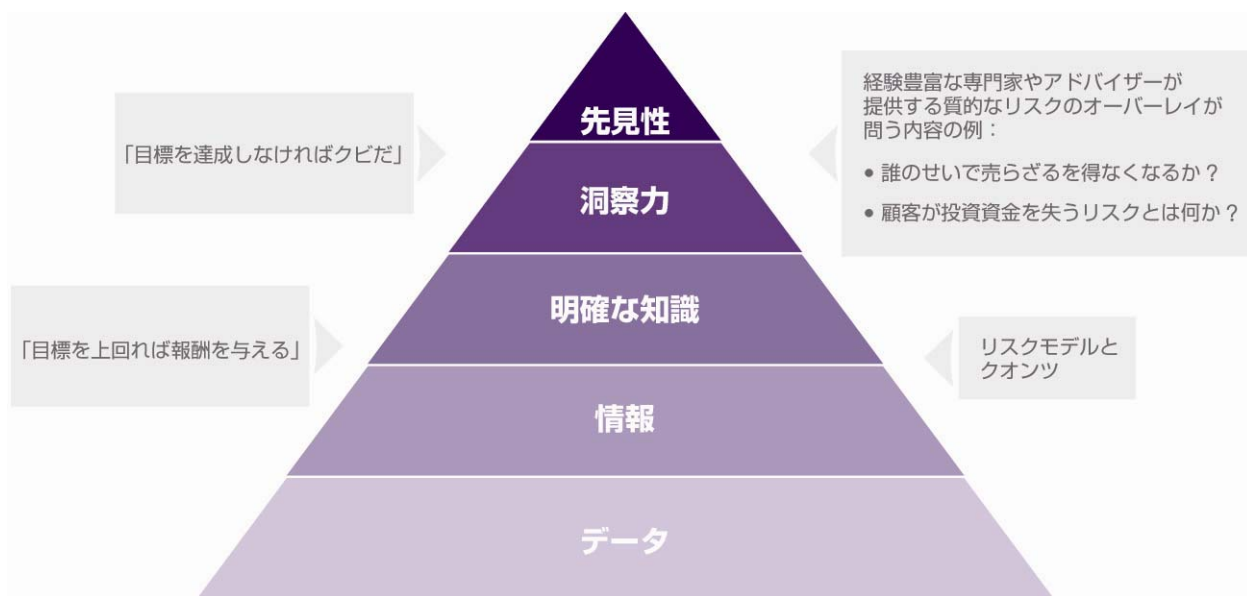
生のニュアンスはどうしても必要です。

一般的に直観がひらめくのは、きわめて多彩な考えを持ち、曖昧さに対する許容度の高い人々が「もしも〜なら」といった議論を徹底的に行った場合です。

年金基金はクオンツモデルとファンダメンタル分析を慎重に組み合わせ、これがインセンティブと賞罰によって十分に支えられていることを求めています。下図の説明は、階層構造におけるさまざまな考慮事項を例示したものです。

VaR(バリュー・アット・リスク)、インフレーション・レシオ、トラッキング・エラー等の概念は、終値で計測していた暦日ベースから瞬時(リアルタイム)に判断のスピードが短縮化されて、その信頼性を失いました。その結果、市場はそれまでの流れで動いているというよりもその場のセンチメントに従って動いています。

図 1.8 リスクモデルに必要な人間による判断のオーバーレイと個人のインセンティブ



出典: シティ/プリンシパル/CREATE 調査報告書 2011 (Citi/Principal/CREATE Survey 2011)

インタビューからの引用:

「錬金術や偽薬のように、リスクモデルは不可能なことを信じたがる投資家の願望の上に成り立っているのです。」

「優れたリスクのオーバーレイとは、洞察力、透明性のあるプロセス、効率的なオペレーション、巧みなインセンティブを組み合わせたものです。」

「直観力のある人は曖昧さに対する許容度が高く、一つのことに対していくつもの見方があることを知っています。」

テーマ 9: 新興国市場は新たなフロンティアとなるが売り場の広さより心の広さが重要である

この 10 年間は、新たに新興国市場が重要な資金源かつ投資先となるものと期待されています。新興国市場にとって欧米は定期的に起こる混乱の際の避難所となり、魅力ある投資先とはならないでしょう。中国はファンド超大国として創生期にありますが、近隣諸国と同様に 2 つの課題に直面しています。

ひとつは、機関投資家は投資姿勢が極端に慎重で、質を犠牲にしても単純な商品を買っていることです。もうひとつは、対照的に、個人投資家は市場の勢いに左右されています。「高値で買い、安値で売る」。投資がギャンブル性を帯びてしまっているという問題です。

このように大半の新興国では、年金基金の投資の多様化に向けた施策や個人投資家の金融教育が端緒についたばかりです。

新興国はこの過程で、過去 10 年に見られた販売提携ではなく自国内に組成拠点を設けることを条件に、欧米の資産運用会社が関与することを望んでいます。

米国を本拠地とする資産運用会社の例をとると、主に国内資金の輸出(下図の右上の枠)か、または外国資金の輸入(左下の枠)によってグローバル化しています。

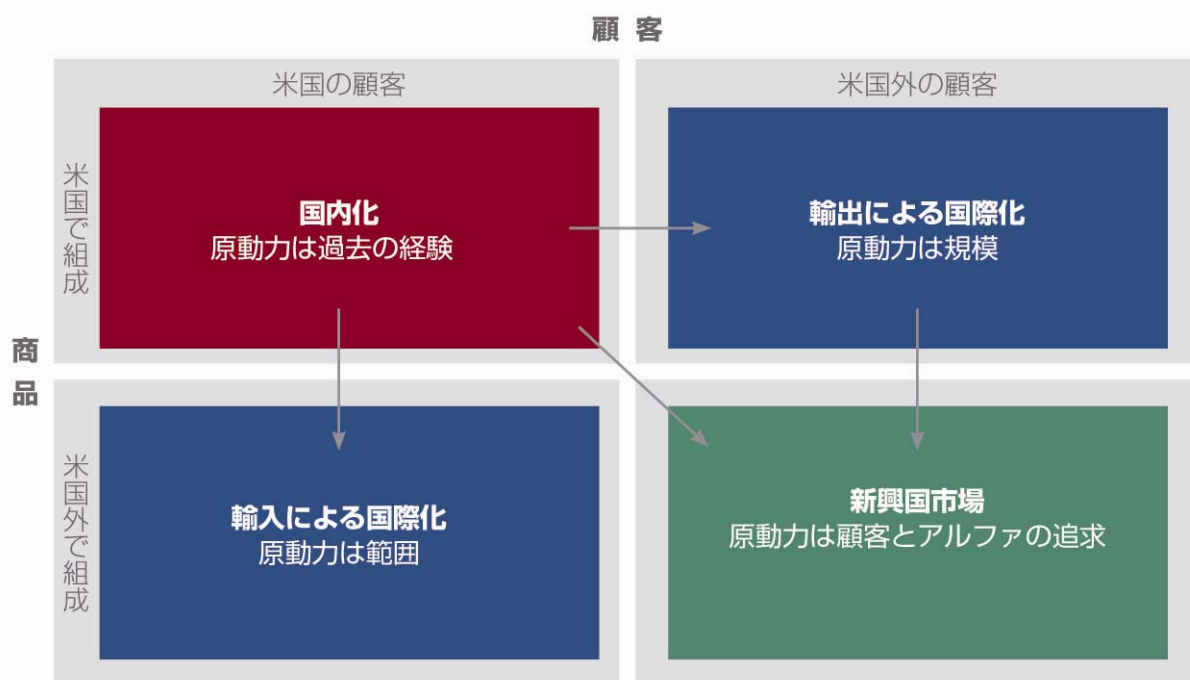
アジアは今後 10 年で、世界経済の動きに次第に大きな影響力を及ぼすようになるでしょう。アジア諸国の政府は、新興国市場間での資金の

クロスボーダー取引を促進するためのトップダウン戦略とボトムアップ戦略を期待して、国内産業を育成しています(右下の枠)。したがって、この枠に参入する者は成功する確率が高いといえるでしょう。

アジアの市場では金融リテラシーを直接的に促進し、バイ・アンド・ホールドの投資文化を間接的に奨励しているため、今後は顧客の間での知名度がますます重要になるでしょう。

アジア以外の資産運用会社にとっては、顧客との近さが価格決定者(プライス・メーカー)と価格受容者(プライス・テーカー)を分けることになると考えられます。

図 1.9 新興国市場が欧米の資産運用会社に自国内での組成拠点の設置を望む理由
(米国の資産運用会社が輸出入によってビジネスをグローバル化した方法を様式化)



出典: シティ/プリンシパル/CREATE 調査報告書 2011 (Citi/Principal/CREATE Survey 2011)

インタビューからの引用:

「アジアは投資機会の宝庫です。そこで必要なのは実働部隊と忍耐です。」

「アジアでは損失が嫌われます。資産運用会社はバイ・アンド・ホールドの投資姿勢の奨励という大きな教育的任務を負っています。」

「今は、イノベーションは欧米からアジアへ流入していますが、すぐに逆の流れが起きるかもしれません。」

テーマ 10: 高いリターンを持続に必要なのはオペレーションの卓越性である

外部機関の行った要因分析によると、高いリターンを持続するにはいくつかの要素が必要で、そのひとつはオペレーションの卓越性です。

卓越したオペレーションによって適切な環境が整うだけでなく、コストも削減できます。このため、現在では年金基金が新たに運用委託を付与する際に、これが非常に重要視されています。

これに対応して、資産運用会社はミドルオフィスとバックオフィスの多数の業務をアウトソースし続ける一方で、自社のイノベーションの原動力となる 6 つの中核機能の改善を管理代行業者に奨励しています。

6 つの中核機能とは、リアルタイムの取引情報を提供するデータ・ウェアハウス、新商品のストレステストを

行うシミュレーション・モデル、セカンド・オピニオンを提供するリスク分析、グローバルに展開するファンド組成、「公正価値」を推定する非流動資産の独立的評価、商品管理の徹底を保証する運用実績の要因分析を指します。

資産運用会社は、管理代行業者が今後 3 年間で、投資のバリューチェーンの改善を続けることを期待しています(下図を参照)。

資産運用会社の 34%は、個別の国におけるファンド組成の容易化を管理代行業者に求めています。

20%は、最先端技術を活用したデータ・ウェアハウスの開発を管理代行業者に求めています。

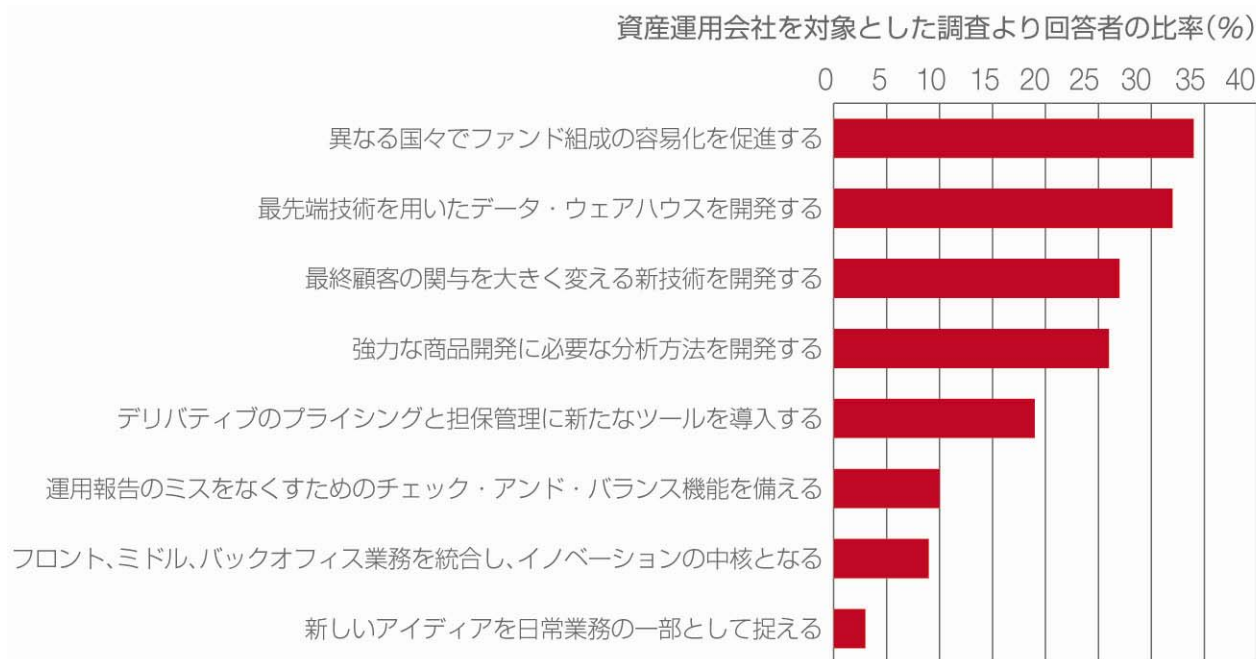
27%は、オンライン上での双方向の意思決定支援ツールを通じて顧客の関与を高めるためのテクノロジーの開発を要望しています。

26%は、商品開発のための強力な分析方法の開発を期待しています。

目標がパフォーマンスであるならば、その確実な達成方法は集中することです。管理代行業者は資産運用会社に代わって非中核業務を担うことにより、イノベーションのパートナーとして台頭しつつあります。

次世代のウェブ活用(Web2.0)については、資産運用会社はまだ、わずかに手を付けたに過ぎませんが、提携をすることによって間もなく本腰を入れるはずで

図 1.10 オペレーションの卓越性を提供するために、管理代行業者のイノベーションへのアプローチは今後 3 年間でどう変わるでしょうか？



出典: シティ/プリンシパル/CREATE 調査報告書 2011 (Citi/Principal/CREATE Survey 2011)

インタビューからの引用:

「代行業者は Ucits に準拠した通貨ファンドの組成に役立っています。」

「オーストラリアの退職年金基金の 70%は、バックオフィス業務をすでにアウトソースしています。」

「当社のデータ・ウェアハウスでは、情報の捕捉やその分析などすべてをリアルタイムで行っています。意思決定支援ツールとして信頼しています。」



3 偏見のない心

「投資の世界にはサイクルがあり、流行があり、自己調整的です。最終的には本源的価値だけが勝利を得ます」

課題

本章では、年金基金を対象とした調査とその後のインタビューから得られた結果を示します。ここで扱う質問は、次の通りです。

- 年金基金に用いられたイノベーションのうち、過去 10 年間に最も有益だったものと、最も有益でなかったものは何か？
- どの要素が成果に影響を及ぼしたか？
- 2008 年の金融危機以降、資産運用会社と年金運用コンサルタントは顧客の目標達成にどの程度成功しているか？
- 年金基金が今後直面する問題とは何か？
- 年金基金は資産運用会社や年金運用コンサルタントにどのような行動を求めているか？

重要な調査結果

- 投資におけるイノベーションの多くは、1980 年代～1990 年代に初めて考案されました。しかし、確定給付年金 (DB) がこれらを本格的に導入したのは、2000 年～2002 年の弱気相場で損失を被った後でした。弱気相場を経験することで、注目の対象が相対リターンから相関性のない絶対リターンに変わったためです。
- 2008 年の金融危機では、どのイノベーションも一様に打撃を受けました。その中で唯一、新興国市場の株式だけが過去 10 年間に最も有益だったものとして、50%を超える年金基金から支持されました。
- 有益性の点で新興国市場の株式に続くものは、新興国市場の債券、ハイ・イールド債、負債管理型投資、ETF の 4 つです。

- 勝者となった年金基金は、成功の理由として本源的価値に対する投資信念、適切なタイミング、先行者優位を挙げています。
- 最も有益でなかったイノベーションは、レバレッジ、仕組商品、ポータブル・アルファ、通貨ファンド、グローバル株式でした。
- 敗者となった年金基金は、失敗の理由として本源的価値の欠如、システミックリスク、年金基金自身の関与の少なさ、群集心理を挙げています。
- 金融危機によって、確定拠出年金(DC)向けの一連の新商品に商品設計上の欠陥があることが露呈し、それらの改善が促されました。
- 金融危機は資産運用会社や年金運用コンサルタントにとって、後に影響を与える決定的な出来事となりました。彼らの与える付加価値は金融危機以降、多岐に及んでいます。資産運用会社の方が幾分勝っていますが、それでも改善の余地は残っています。
- 年金基金が現在抱える巨額の積み立て不足を解消するには高いリターンが必要ですが、現在の名目リターンの低さを踏まえると、気が遠くなるような難題です。
- 年金基金に残された道は、年金給付額を削減し、より多くを稼ぐ手段を見つける以外にありません。
- 大半の年金基金は過去 10 年間、リスクに見合ったリターンを得られませんでした。
- 2009 年以降、ファンダメンタルを無視したリスク回避・リスク選好の動きが突発的に繰り返し発生していることから、年金基金の中には今後 10 年にリスクに見合ったリターンを獲得できるのか疑問視する向きもあります。また、アクティブ運用の資産運用会社は思う存分やるべきだと考える年金基金もあります。
- このどちらのグループも、資産運用会社と年金運用コンサルタントがリスクの持つ動態的性質に対する理解を深めることを求めています。投資が極めてきめ細かいものに変質しているにもかかわらず、現在のリスクモデルは過去の経験に頼る傾向にあります。
- どちらのグループも「リスク/リターンのトレードオフ(リスク 1 単位当たりのリターン)」、「運用報酬と費用」という自身の最終損益に影響を及ぼす 2 つの商品特性が大幅に改善することを要望しています。また、ハイ・ウォーター・マーク方式の報酬体系は、今後 10 年間で最大級の破壊的な影響力を持つイノベーションの一つだと考えています。
- また、年金基金は運用資産の本源的価値がデリバティブやショートポジション、レバレッジなどの手法により隠蔽されないように、透明性や分かり易さを高めることを求めています。これによって商品管理の実態を隠蔽するのではなく、商品管理の徹底化を補完できるためです。
- 顧客の主張は単純明快です。資産運用会社をはじめとする代行業者は、現在提供しているものを改善すべきだということです。資金の大半が古い商品に塩漬けされている間は、新しい資産クラスを創設しても役に立ちません。
- 注目すべきは、間もなくアジアの年金基金が新しい資産クラスや地域の分散を進めるつもりであり、その過程で欧米の資産運用会社が恩恵を受けるとみられることです。ただし、年金基金は過去のイノベーションを高価な割に価値が低いと考えています。
- また、アジアの年金基金はトップダウン戦略とボトムアップ戦略を期待して、資産運用会社が自国内や地域内で強力なプレゼンスを保つことを望んでいます。特に、アジアが世界経済を新しい形に変える間は、このことが望まれています。

「チャンスは準備ができている者に微笑む」

ルイ・パスツール

信用危機は大半のイノベーションを圧倒

2008年の信用危機は、あらゆるイノベーションに一律に打撃を与えました。

それでも、調査対象となった年金基金の4分の1以上が、過去10年間に最も有益だったイノベーションとして5項目を挙げています。

この5項目とは、新興国市場の株式、新興国市場の債券、ハイ・イールド債、負債管理型投資、ETFです。

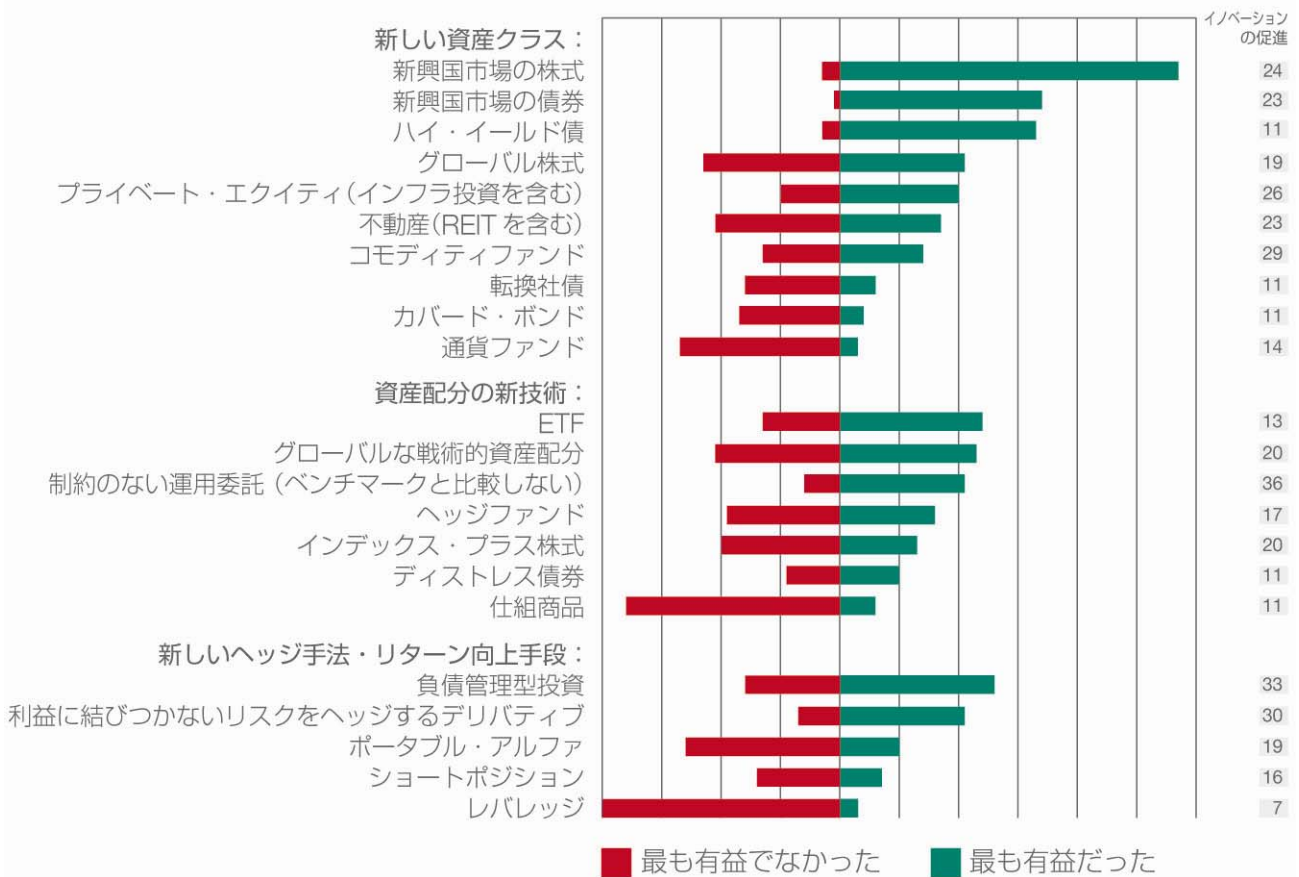
調査後に実施したインタビューによると、勝者となった年金基金には3つの成功要因がありました。

ひとつは、BRIC諸国の勃興、投資不適格債の採用、リスク排除手段の登場、市場のエクスポーザーを獲得するための低コストの手段の登場など、特有の状況によって生まれる本源的価値を捕捉するためのスキルやガバナンス体制が整備されていたことです。

二つ目は、行動のタイミングが概ね正しかったことです。確定給付年金(DB)は、投資の成否が投資商品に本来備わった質だけでなく、投資のタイミングによっても決まることを過去の経験から学習していました。また、過去10年間には深刻な弱気相場を2度経験しており、このような時期には特にこの傾向が強いことを知っていたのです。

過去10年間、確定給付年金(DB)にとって最も有益だったイノベーションと、最も有益でなかったイノベーションを次の3グループの中からそれぞれ選んで下さい。また、今後3年間に顧客にプラスとなるイノベーションの促進が予想されるものを選んでください。

年金基金を対象とした調査から回答者数の比率(%)



出典:シティ/プリンシパル/CREATE 調査報告書 2011 (Citi/Principal/CREATE Survey 2011)

インタビューからの引用:

「分散投資は甘くありません。予想値を盲信せず、明確な確信を持つ必要があります。」

「ETFを使えば、流動性が高くダイナミックな資産配分を低コストで実現することができます。」

「タイミングが良かったためにハイ・イールド債が大当たりしました。今後はせいぜい利息程度しか稼げないでしょう。」

58% の回答者が

新興市場の株式をトップに位置付け。

32% の回答者が

新興市場の債券を2番目に位置付け。

40% の回答者が

レバレッジを最下位に位置付け。

三つ目は、直観的な確信と合致した投資機会を追求したことです(下枠を参照)。後からの参加者がさや取り(アービトラージ)する前に先行者利益を獲得することができたのは、これらが役立ったためです。

一方、年金基金の4分の1が、最も有益でなかったと回答したイノベーションは、レバレッジ、仕組商品(保証付きのEB債)、ポータブル・アルファ、通貨ファンド、グローバル株式の5項目です。ここでは3つの要素が影響しました。

まず、レバレッジと仕組商品は原資産のわずかな価値を搾り出すものでした。アルファもわずかだったのです。ボラティリティから利益を得ようとする、ヘッジファンドや通貨ファンドといった戦略は正常に機能しませんでした。こうした戦略特有のリスク管理手法は、システミックリスクに押し潰されました。

俯瞰すると・・・

10年という短期間に2度の弱気相場を経験したことで、世界中で大量の年金資産が失われました。その後市場は回復し、年金資産も回復しました。

ここから学んだ最も大切なことは、物理的なイノベーションとは異なり、投資のイノベーションはその時の市場環境に翻弄されるということです。予想可能な成果をもたらすものではありません。実験室で事前にテストすることはできないのです。したがって、投資のイノベーションが目的に適用保証はありません。

当年金基金は内部と外部の運用マネージャーを使っていますが、内部のイノベーションのいくつかはこれまで高い成功をおさめています。これは様々な時期によく見られる価格のアノミーを特定することにより、安値で買って高値で売ることを目指すものです。市場の新たな展開に対して他の投資家がどのように反応するかを、よく知られている行動バイアスに照らして直観的に判断することが成功の秘訣です。

このため、私達は古くからある7つの投資通念を活用しています。すなわち、タイミングが全てである、リスクがリターンを

同様に、10年間は輝くばかりに好調だったグローバル株式も、2000年～2002年の弱気相場でその光を失いました。オーストラリアではグローバル株式で成功した年金基金も一部で見られましたが、米国と英国の年金基金は完敗しました。

二つ目の要因は、年金基金側の群集心理です。新しい資産クラスや運用手法は年金基金の行動バイアスを強めたか、またはそれに逆らったかのいずれかでした。多くの年金基金はピーク時のリターンが得られなくなると、オルタナティブ投資を開始しました。これらの年金基金は、レバレッジ、ショートポジション、デリバティブといった複雑な手法の運用状況を監視する管理体制もスキルも欠いていました。

三つ目の要因として、資産運用会社との関わりが希薄だったために、

年金基金は自らが選択した投資商品の限界をよく知らなかったのです。

確定給付年金(DB)が今後資産運用会社に望むのは、新商品の開発ではなく、既存の商品特性の改善です。

年金基金が資産運用会社に対して具体的に望んでいることがいくつかあります。企業経営が株主のためでなく主に国家のために行われていると見られる新興市場で企業ガバナンスの改善を求めること、すべての資産クラスのリスクリターン特性をより詳細なレベルでより深く掘り下げて理解し相関性を洞察すること、システミックリスクを管理できるようにするためにすべてのリスクモデルに対して人間の判断による別個のオーバーレイ戦略を採用することです。

生む、分散はうまく機能する、新しい資産クラスや手法は先行者利益を生む、流動性はリスク・プレミアムを損なう、アクティブ運用はうまく機能する、そして最も重要なのが、資産配分はアルファの第一歩である、ということです。

ほぼ間違いなく、これまで多くのイノベーションがこれらの基本原則を無視したときに生まれています。新しいものが古くからの欠点を治すというわけです。当然ながら、うまくいくものもあれば、うまくいかないものもありました。

新興国株式とハイ・イールド債はキャットボンド(大災害債券)、インフラ投資、プライベート・エクイティと同様に、当基金にとってたいへん有益でした。タイミングが良かったこともあります。撤退時期をわきまえて投資せよ、アウトパフォーマンスの主因ならばコストを管理せよ、いつでも小規模リスク・プレミアムだけを追求せよ、流行を追うな、という4つの基本原則に従ったことが成功につながりました。

～オランダの年金基金

インタビューからの引用:

「市場のセンチメントが大半の投資を動かしています。予測可能な成果を求めることは、理想を夢見るのと同じです。」

「投資の基本は群集心理によってしばしば無視されます。常識が常識でなくなっています。」

「130/30 ファンドは2010年までに3兆ドルに達すると予想されていましたが、それどころか、タイミングの誤りと能力の限界が原因で崩壊しました。」

金融危機後に改善されていく確定拠出年金(DC)向け新世代商品

確定給付年金(DB)プランの抱える問題は過去10年間で世界的に増大し、その結果、新規加入の停止と確定拠出年金(DC)プランへの移行という二つの流れが加速しています。DCプランへの移行は今後10年間も続くでしょう。民間のDBプランは今後、カナダ、アイルランド、英国、米国を中心に完全に廃止されるものが増え、運用残高は加入者が選択したDC向け商品に移行することになるでしょう。DCプランは成熟期を迎えます。

しかし現時点では、投資の選択肢は国によって、また国内でも著しい違いがみられます。

一部の国ではDCプランは民営化されており、加入者自身が投資商品を選択し、かつすべてのリスクを負っています。オーストラリア、香港、アイルランド、日本、スウェーデン、

英国、米国がこのグループに該当します。

2番目のグループは、信託銀行がDCプランを運用しています。信託銀行は一般的に相対リターンを目標とし、加入者がすべてのリスクを負っています。このグループに該当するのは、オーストラリア、ブラジル、チリ、デンマーク、オランダ、シンガポール、南アフリカ、スウェーデンなどです。

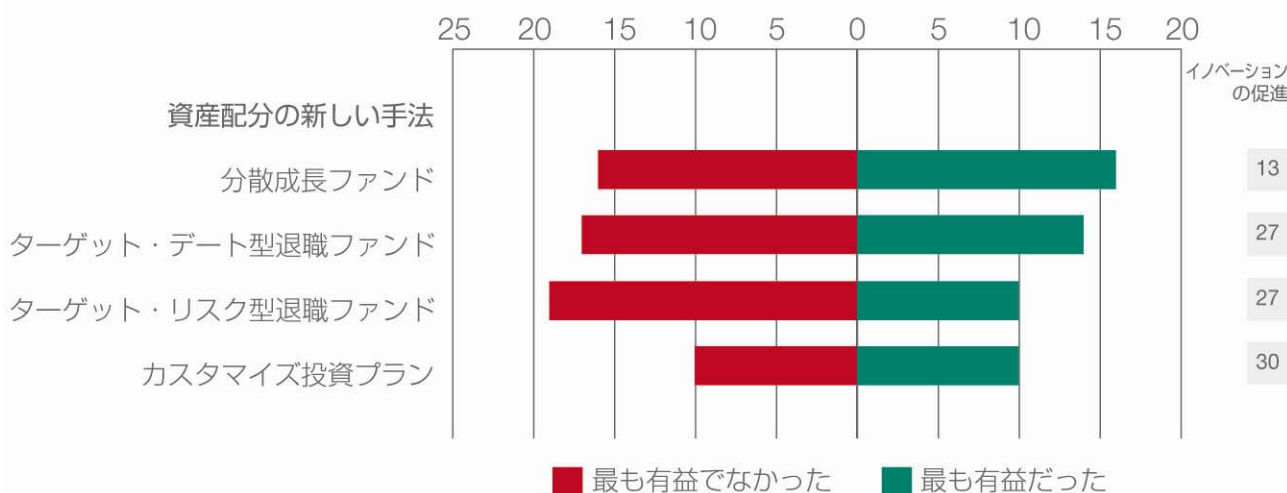
3番目のグループは、雇用主がDCプランを運用し、投資商品を選択するだけでなく、重大なマーケット・イベントが発生した場合には拠出金を保護する法的義務を負っています。これには、デンマーク、ドイツ、スイス、フランスなどが含まれます。これらの諸国では主に保険契約の形が用いられています。

DCプラン分野における最新のイノベーションはまだ創生期にあります。現在は1番目のグループをターゲットにしており、2番目のグループもある程度はターゲットとしています。投資助言と目標を達成するためのソリューションが組み込まれているのが特徴です。

これまでのところ、注目すべきイノベーションは次の4種類です。1) 複数の資産クラスを組み合わせ、新たな投資機会を得るために定期的にリバランスを行う分散成長ファンド、2) 年齢に対応して積極的な株式運用から慎重な債券運用に徐々に移行するターゲット・デット型退職ファンド、3) 事前に合意したリスク特性に従うターゲット・リスク型ファンド、4) 投資助言と動的なリスク特性を提供するカスタマイズ投資プラン。

過去10年間に、確定拠出年金(DC)にとって最も有益だったイノベーションと、最も有益でなかったイノベーションを選んで下さい。また、今後3年間に顧客にプラスとなる更なるイノベーションが起きると予想される商品を選んでください。

年金基金を対象とした調査から回答者数の比率(%)



出典:シティ/プリンシパル/CREATE 調査報告書 2011 (Citi/Principal/CREATE Survey 2011)

インタビューからの引用:

「信託銀行が運用する年金プランは慎重過ぎるか、強気相場に依存し過ぎるかのどちらかで、このどちらも長期的に付加価値を高めることはできません。」

「2010年に期日を迎えるターゲット・デット型ファンドが2008年に40%目減りしたときには、ウオーターフォール戦略が詳細に吟味されました。」

「信用危機はDC商品の設計上の欠陥をあぶり出し、既存商品の改善を促すきっかけとなりました。」

16% の回答者が

分散成長ファンドをトップに位置付け。

14% の回答者が

ターゲット・デット型退職ファンドを2番目に位置付け。

10% の回答者が

カスタマイズ投資プランを最下位に位置付け。

しかし、前頁の図が示すように、特にうまくいっているものは一つもありません。2008年に起きた金融システムのメルトダウンの余波で担保毀損を被ったことが主な原因です。どの商品も設計上、重大なマーケット・イベントに耐え得るようには出来ていませんが、それによって本源的価値が損なわれるわけではありません。

結局のところ、年金加入者は助言も受けずに放置された揚句、選択を誤り、流行を追ったり、高値づかみして安値で売ることが多かったのです。より良い選択肢のはずが、混乱を招く結果となりました。

しかし、現在開発中の確定拠出年金(DC)向け商品は信託型の年金プランからより多くの資産を呼び込むために、今後10年でアキュムレーション(配当累積)・デキュムレーション(配当払出)の選択ができるものに改善されるでしょう。

また、人口の高齢化も追い風となるでしょう。今後10年間に退職者の総数は北米で約8,000万人、欧州で約7,500万人、日本で約2,000万人、オーストラリアで約300万人増加する見込みです。これに伴う年金資産は合計15兆ドルを超え、まさに垂涎の的です。

しかし、退職者向けのまともな金融商品は不足しています。年金保険

は金融危機の前から融通の利かない性質のために不評でした。金融危機後はカウンターパーティー・リスクの高まりから再保険料率が値上がりし、さらに魅力を失いました。

現在、強制年金のある国はチリ、スイス、英国のわずか3カ国に過ぎず、英国では2012年に廃止される予定です。

多くのOECD諸国は強制年金の形式を検討してはいますが、今後3年間に大きな動きは見込まれません。これが意味する内容については、33~34ページで改めて説明します。

俯瞰すると・・・

オーストラリアの退職年金基金はどれほど良いものでしょうか？義務だからではなく、そこから得られる価値の魅力によって資金を引き付けることのできる退職年金基金は、どれだけあるのでしょうか。私なら「あまりない」と答えます。

実際に、事業年金基金と個人年金基金の拠出金残高は年々増えていますが、これらの年金基金の市場シェアは低下し続けています。この2つの合計金額を上回る資金が自己管理型年金基金に流入しているのです。

これは退職年金基金がビジネスリスクを恐れ、業界並みを目指す凡庸さのために身動きが取れないためです。他の年金基金の運用実績を下回ったり、運用資産残高や加入者数が減ることを極端に恐れており、このため、金融危機後も年金基金の間で資金の移動はほとんど見られません。資金の移動の少ない環境で自己管理型年金基金が成長するというのは興味深い現象ではないでしょうか？理論的には、退職年金基金は退職後資金の獲得手段として税務上明らかに有利ですが、退職後に適切な金額の収入をもたらすという第一の目的を見失っています。

したがって、退職年金基金が今後、最近のクーパー・レビュー(オーストラリアの強制加入退職年金制度に関するレビュー)に反論するためには、次の9項目を実行する必要があります。すなわち、ピアリスク重視をやめる、運用のタイム・ホライズンを契約者の払出と合わせるために動的な資産配分とポートフォリオ・インシュアランスを使用する、年金基金の商品設計を改良する、運用報酬を引き下げて顧客に基軸を合

わせる、適切な場合にはパッシブ運用を行う、異なる投資対象を受け入れる、リスクの測定方法を改善する、為替とキャッシュフローの管理を改善する、ライフサイクル型投資を導入する、の9項目です。

ライフサイクル型投資に対する要望は世界共通です。例えば、香港は米国に追随して、強制積立金の加入者にいわゆる従業員選択制度に基づく投資選択を行えるようにしました。これは選択肢が多ければコストは下がるとの考えに基づくものです。しかし、コストは下がらず、加入者は依然として最近の流行を追いかけています。

これとは対照的に、欧州大陸の信託型DCプランは、加入者に最低限の選択肢しか提供していません。ただし、投資経験のない素人が管理するため、選択肢には保険契約(ドイツ、スイス)または据置年金(デンマーク、フランス)が含まれています。

DCプランはどの国でも商品設計上の欠陥と多額の費用で苦戦しています。例えば、オランダのDCプランが英国のDCプランに比べて退職給付額が50%も多いのは、費用が低く、より多くのリスクを共有しているためです。米国と英国では過去10年間に資産配分を誤った結果、投資家に高いコストを負わせました。そのため、投資の開始から20年経った今でも、運用残高は哀れなほど低いままで。

～オーストラリアの年金運用コンサルタント

インタビューからの引用:

「DCプランはDBプランの魅力の一部を取り入れない限り、DBプランと同様に消滅への道を進むことになるでしょう。」

「インターネットと同様に、退職年金向けの金融商品も最初は混乱するけれども、その後は改善するでしょう。」

「世界のDCプラン市場は現在9兆ドルに達しており、今後10年間に年平均10%のペースで拡大する見込みです。」

金融危機後に評価を伸ばす資産運用会社

年金基金を対象に、資産運用会社と年金運用コンサルタントの 10 項目の中核業務の付加価値について質問しました。その結果、資産運用会社については、回答者の 50%以上が 10 項目のうち 5 項目の業務を「良い」または「非常に良い」と回答しました。一方、年金運用コンサルタントについては、10 項目のうち 1 項目にとどまりました。資産運用会社の評価は 10 項目のうち 8 項目で年金運用コンサルタントの評価を上回っています。付加価値の高い 6

項目の業務としては戦略的資産配分、資産運用会社の選択、ポートフォリオの構築、株式銘柄の選択、リスク管理、投資リターンが選ばれましたが、ここでも資産運用会社の評価が年金運用コンサルタントの評価を上回りました。下図で示すように、どの項目も「非常に良い」の占める比率が 12%以下であることは注目に値します。改善の余地大です。

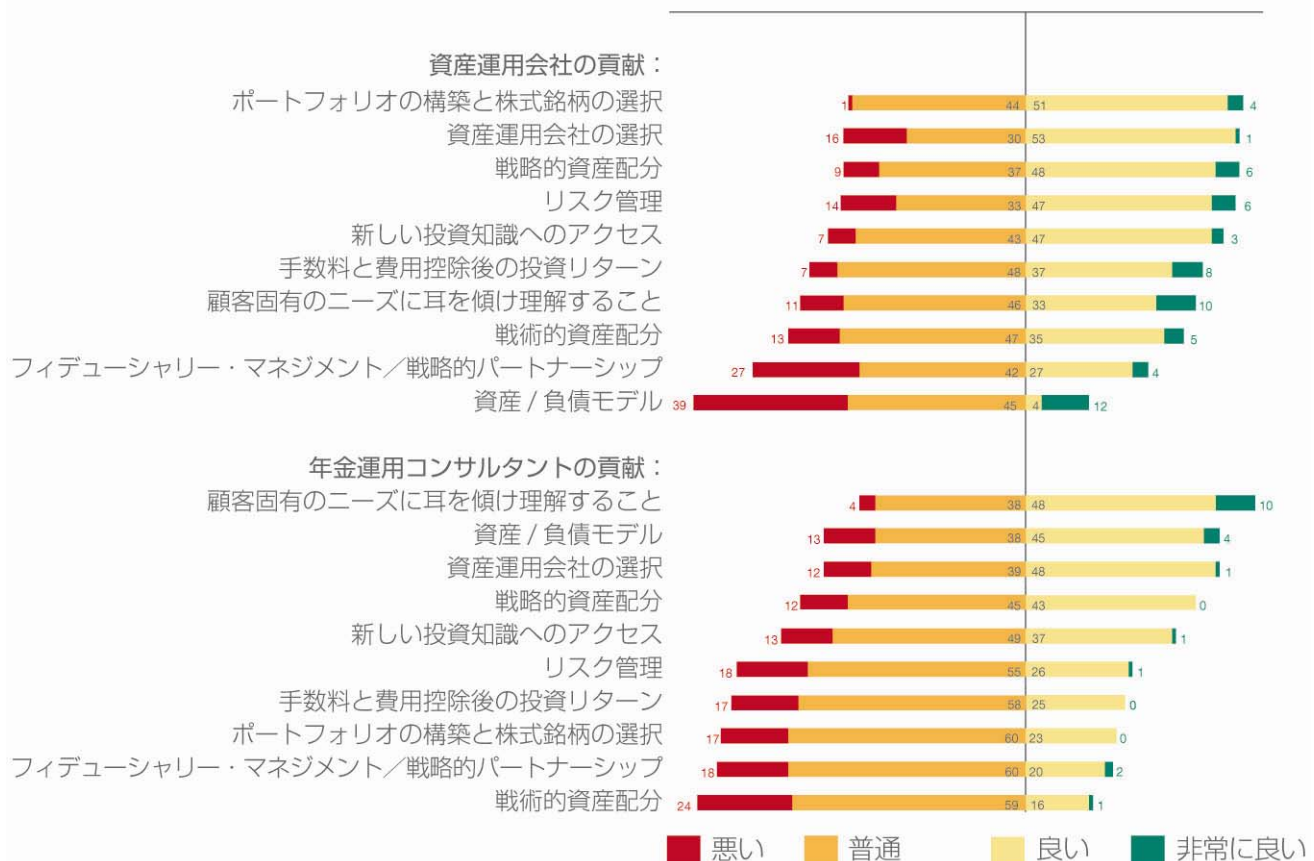
年金基金は過去の損失とその後の会計規則の変更を受け、負債（調達）マッチに徐々にシフトしており、

上記の数値はその過程で年金基金が直面した問題を示唆しています。1986 年～2000 年の強気相場では、確定給付年金 (DB) プランは株式のリスク・プレミアムの目標を一般的に 5%としました。これ自体が将来の年金支払債務に見合うと期待して立てた目標でした。しかし、リスク・プレミアムは過去 10 年間で枯渇し、状況は逆転しました。すなわち、年金債務が目標となり投資が手段となったのです。

年金基金としては、今後 3 年間に投資目標を達成するにあたり、資産運用会社と年金運用コンサルタントの貢献をどのように評価しますか？

年金基金を対象とした調査から累計回答者数の比率 (%)

90 80 70 60 50 40 30 20 10 0 10 20 30 40 50 60



出典：シティ/プリンシパル/CREATE 調査報告書 2011 (Citi/Principal/CREATE Survey 2011)

インタビューからの引用：

「2005 年にはアルファの大半がレバレッジをかけたベータでした。アドバイザーにはなぜそれがわからなかったのでしょうか？」

「成功するイノベーションとは投資の基本原則を無視するものではなく、より説得力を持たせるものでなければなりません。」

「年金運用コンサルタントのうち実際に運用経験のあるものがどれだけいるのでしょうか？理論と実践では全く異なります。」

58% の回答者が

いずれか1項目について年金運用コンサルタントに最高の評点を付与。

この目標志向へのシフトは、過去10年間に様々な形でソリューションが登場した確定拠出年金(DC)プランでも明らかでした(下のケース・スタディを参照)。

従来の資産配分の2本柱がシステムミックリスクの影響を受けて無力化したことから、このシフトは必然的でした。具体的に言えば、債券のパフォーマンスが株式のパフォーマンスを上回ったため、バイ・アンド・ホールドの投資戦略がうまくいかなくなりました。また、ほとんどの資産クラスで実際のリターンと予想リターンが著しく乖離したた

55% の回答者が

いずれか1項目について資産運用会社に最高の評点を付与。

め、コアサテライト・モデルもうまくいかなくなりました。リスク領域が拡大し、動的な資産配分を行う必要があったのです。逆説的ですが、シフトを引き起こした要素は、同時にシフトの実行を困難にしている要素でもあります。

資産運用会社と年金運用コンサルタントには、動的な資産配分の成功要因である3要素、すなわちシステムミックリスクの原因・兆候・結果、異なる投資の詳細なリスク/リターン特性、異なる資産クラス間の相関性の変化に関する新鮮な洞察力が必要です。この意味で、調査対象となった年金基

83% の回答者が

いずれか1項目について年金運用コンサルタントに最低の評点を付与。

金は、特にアジアを中心に、二つのことを繰り返し指摘しています。

一つは、資産運用会社や年金運用コンサルタントが使用している現世代のリスクモデルは過去の経験に依拠し過ぎており、リスクの予測にも軽減にも役立たないということです。二つ目は、資産運用会社が必要な洞察力を育成するつもりならば、自社のコアスキルに焦点を絞るべきであり、イノベーションを求めてあちこち横道に逸れるべきでないということです。

俯瞰すると・・・

当基金の積立水準は2007年以降、104%から89%に低下しました。私達が得た教訓は、イノベーションと呼ばれるものには必ず「健康被害へのご注意」、すなわちリスクに関する注意事項がある、ということです。

当基金は10年前に確定給付年金(DB)プランの新規加入の受付を停止しました。最近導入した動的な負債管理型投資のプログラムは、積立水準が回復すれば別個のトランシェのリスクに対する抵抗力を発揮します。当基金は市場のベンチマークという足枷を外し、負債(調達)マッチに焦点を絞りました。このポートフォリオは株式、債券、オルタナティブ投資を組み合わせるリターンを追求するものです。明らかにリスクはありますが、すでに受給開始年齢を引き上げ、掛け金も値上げしており、積立不足に対処するにはこの方法しか残されていません。

確定拠出年金(DC)ではソリューション重視の投資にシフトし、投資元本の保全、キャッシュを上回る超過リターン、分散成長ファンドを通じた資産の蓄積、バランス・ファンドを通じた資産の蓄積の4つの選択肢を提供しています。

結果として、この3年間は資産運用会社や年金運用コンサルタントと頻りに連絡を取っています。彼らはそれぞれ別の意味で建設的かつ有用ですが、グローバル化した投資の世界では想定外の事態がしばしば起こることを私達は経験から学んでいます。当然、ブラック・スワンは予測不可能です。しかし、資産運用会社と年金運用コンサルタントはせめて、自社のアイデアを経済的、政治的、物理的に極端なシナリオ下でストレステストすべきです。また、過去を振り返り、これまで

様々な時期に市場を動かしてきた経済成長率、インフレ率、金利という3要素の複雑な相互作用を理解する必要があります。

現在使われているモデルは過去の経験に依存し過ぎており、ソブリン債務危機や中東の政治的混乱など予想外の場所からシステムミックリスクが突然発生するような、変化しつつある投資展望の微妙なニュアンスを捕捉していません。モデルには人間の判断の強力なオーバーレイ戦略が必要です。

最後に、当基金が進めるソリューション重視の投資へのシフトは、ヘッジファンド、インフラ投資、絶対リターン、トータル・リターン、非流動資産、ETFなど様々な異なる種類の投資手法によって支えられています。

資産運用会社や年金運用コンサルタントは、これらの投資ごとに異なる能力を高めるべきです。彼らの多くは市場での物理的なプレゼンス以外に独自の強みを持っていません。

これまでは簡単に別の投資にシフトする傾向があり、あたかもそれが流行で、どの投資も同じスキルで事足りるかのようでした。しかし、それは誤りです。

2004年から2007年にかけて、主流の投資戦略とオルタナティブ投資戦略が同化したことで、当基金は資産を失いました。主流の投資戦略のイノベーションはすべて株式と債券のデリバティブです。新しい資産クラスは何の解決にもならないでしょう。

～英国の年金基金

インタビューからの引用:

「誰かが示した数字には大抵何らかのバイアスがかかっています。さらに、過去が未来を予言することはほとんどありません。」

「投資家は何種類もの手数料を払った揚げ句、自分がいつ利益を上げられるのか、どれだけ利益を上げられるのかわかっていません。」

「顧客の関与を高めることこそが信頼回復の究極の道なのです。私達にはリターンと費用の関係性を明解にする必要があります。」

投資のソリューションだけでなく投資以外の多くのソリューションも強いられるほど深刻な確定給付年金(DB)の積立不足

調査に回答した年金基金のうち、法律で定められた積立水準を上回っているものはほぼ 5 分の 2 でした。残りの年金基金は法定水準を下回っています。約 20%の年金基金は積立水準の 80%以下で、中には 50%程度のもも含まれます(左下の円グラフ)。したがって、表面上は年金基金の 5 分の 3 が積立不足です。

しかし、最大級の年金基金の多くが法定の積立水準を下回っていることから、実際の数値は上記よりも大きくなります。また、オランダなどでは法定水準は 105%とされ、ポートフォリオのリスク水準に応じて引き上げられます。

このため、積立不足を資産加重平均またはリスク調整後ベースで見ると、単純平均で見るとさらに深刻です。

長期債務を支払うために年金基金が目標とする平均年率リターンについても同様のことが言えます(右下の円グラフ)。

5%以下を目標とする年金基金は約 3 分の 1 を占め、5.1%~6.5%が約 3 分の 1、6.6%~8.0%も約 3 分の 1 を占めています。8%超を目標とする年金基金は 2%に過ぎません。

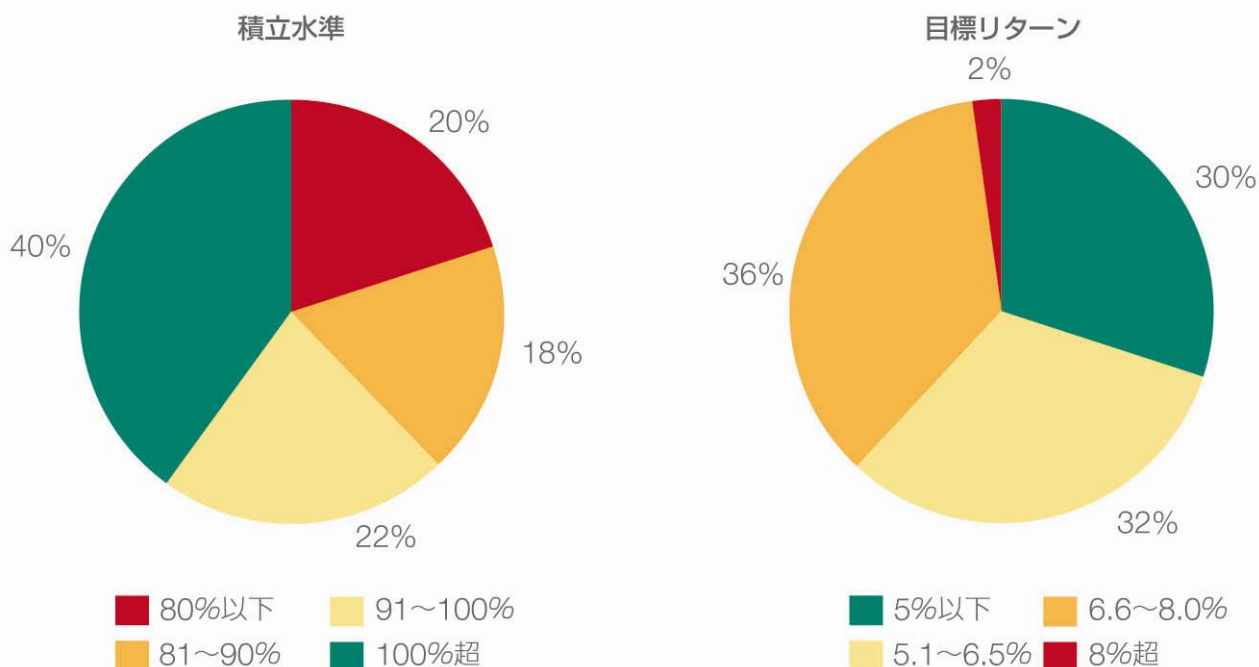
これらも甘い数字です。欧州の私的年金基金だけは時価評価ルールを義務づけられているため、将来の年

金債務の現在価値を計算するために無理のない割引率を使用せざるを得ません。しかし、残りの年金基金は楽観的な割引率を使用しています。このため、これらの年金基金は意図的ではないにせよ年金債務を実際よりも少なく見せることになり、その結果年金債務を支払うための予想投資リターンも小さめに出てきています。

これらに注意すると、重要なことが見えてきます。すなわち、数字から全体像は見えない、ということです。

いずれにせよ、年金基金は投資と投資以外の両面で行動を迫られています。

確定給付年金(DB)プランを運用している場合、現在の積立水準はどの程度ですか? 長期の調達ニーズに応えるための年間のトータル・リターンはどの程度ですか?



出典:シティ/プリンシパル/CREATE 調査報告書 2011 (Citi/Principal/CREATE Survey 2011)

インタビューからの引用:

「米国では企業の DB プランが LIBOR 連動型変動利付債を使って簡易版の負債管理型投資を始めていますが、スワップ・スプレッドに投資妙味はありません。」

「流動性のないオルタナティブに投資する基金は相場が急落した場合の強制売却を防ぐために、クレジットラインを設定している最中です。」

「ドッド・フランク法(米金融規制改革法)はシステミックリスクの低減にはつながらないでしょう。巨額の債務がある中で、間違った政策をとってしまう可能性は高いといえます。」

40% の確定給付年金(DB)プランは
積立比率が100%超。

20% の確定給付年金(DB)プランは
積立比率が80%以下。

38% の確定給付年金(DB)プランは
6.5%超の年間リターンが必要。

投資面では資産・負債の最適化を採用する年金基金がますます増えています。これは他の年金や市場が採用しているベンチマークに固執することを止め、負債を中心的な目標に据えることを意味します。すなわち、幅広い投資手法で構成される商品領域で資金を運用するという事です。こうして非流動的なファンドではなく流動性のあるものを選び、投資元本成長型のファンドではなく投資元本を保全するものを選び、超過収益を目指すファンドではなく市場リターンのもを選びます。

結果として年金基金にはガバナンスの必要性が生じるため、理事会に

内部の CIO(最高情報責任者)や投資専門家を加える年金基金が増えています。

投資以外の面では、2005 年以降、確定給付年金(DB)プランの新規加入の停止以外にも小さな変革が実践されてきました。

受給開始年齢の引き上げや加入者掛け金の引き上げもその一つです。最終勤務年度の給与をベースとした年金給付額は、勤務期間の平均給与ベースに変更されつつあります。任意の物価スライド制も導入されています。

間もなく、多くの年金基金は既存加入者についても DB プランを廃止し、

積立残高を「キャッシュ・バランス・プラン」に移行するものと見込まれます(下のケース・スタディを参照)。

これらの変革は特に米国、英国、カナダ、アイルランドで目立っています。しかし、既得権の変更は容易でないことが明らかになりつつあり、往々にして断片的な譲歩や厄介な訴訟を伴うことになるでしょう。

これとは対照的に、日本や韓国のような DB プラン大国では時価評価ルールの導入が決定されるまで給付構造に大きな変更は見込まれません。

俯瞰すると・・・

年金の支払いを約束することは簡単ですが、その実行には多額の費用がかかります。国や州の年金基金の抱える積立不足が2.5兆ドルを超える米国ほど、このことが明白である国はないでしょう。50年かけて積立不足を解消する計画の年金基金もあるほどです。

現在交渉が行われている主な項目は、受給開始年齢の引き上げ、従業員掛け金の引き上げ、自動物価スライド制の廃止、最終勤務年度の給与をベースとした年金給付額から勤務期間の平均給与ベースへの変更という4項目です。しかし、年金受給権はこれまで半世紀以上にわたり雇用契約にしっかりと組み込まれていたうえ、退職後の生活期間が長期化しているため、これらの変更はまさに「言うは易く行うは難し」の状況です。訴訟も相次いでおり、特に、少数とはいえ無視できない数の人々が現在変更されつつある好条件ですすでに受給を開始しているところでは、訴訟が頻発しています。年金基金に残された道は、給付額を削減すること、資産にもっと稼がせることのみです。当基金では全国的な動向に合わせて徐々に、以前にはなかった従業員掛け金の導入を決め、3%の物価スライド率を保証していた物価スライド制を完全に廃止し、受給開始年齢を2年延長しました。ただ、これらの変更は好ましくはありますが、今後10年間でこの効果が本格

的に表れても、当基金の積立水準は8%改善するに過ぎません。

その一方で、私達は投資手法を変更しつつあります。当基金は母体企業から過去10年間で合計30億ドルを超える臨時の資金注入を受けたことから、母体企業のコベナンツ・リスクは過去にはないレベルに達しています。母体企業は最近、2012年の米国での実施期限を待たずに時価評価ルールを前倒して導入し、負債管理型投資プログラムを開始する手始めとして過去の損失を一掃することを決めました。

また、母体企業は米国に本拠地を置くグローバルIT企業の先例にならい、確定給付年金(DB)プランを個人の「キャッシュ・バランス・プラン」に変更することを検討しています。これは一回限りで現金の上積みを行ったうえで運用資金を加入者に分配し、加入者が選択した401K向け商品に投資することにより、投資リスク、インフレリスク、死亡率リスクなどすべてのリスクを移転するというものです。5年前には想像すらできなかったことが、今から5年後にはごく普通のことになっているかもしれません。

～米国の年金基金

インタビューからの引用:

「給付額を引き下げて受給開始年齢を引き上げなければ、ほとんどのDBプランに未来はありません。」

「理事会に内部のCIOや経験豊富な投資家を加える年金基金が増えています。」

「米国内では大きな法規制変更は計画されていませんが、現行規則の解釈の見直しが進んでいます。」

最終損益に直接影響を及ぼす商品特性の大幅改善を望む年金基金

20 ページで述べたように、年金基金は多くの投資戦略や投資ツールの改善を求めています。回答者の3分の1以上は、リスク/リターンのトレードオフ(60%)、運用報酬と費用(52%)、透明性(44%)、分かりやすさ(32%)の4項目を改善すべきものとして挙げています。

調査後に行ったインタビューで幾度も耳にしたことは、2000年代にはリスクからリターンが生まれず、それが2つのグループの台頭につながったというものです。

悲観的な見方をするグループは、世界経済がレバレッジの急激な縮小や通貨戦争といったシステムック・ショックの頻発から打撃を受けやす

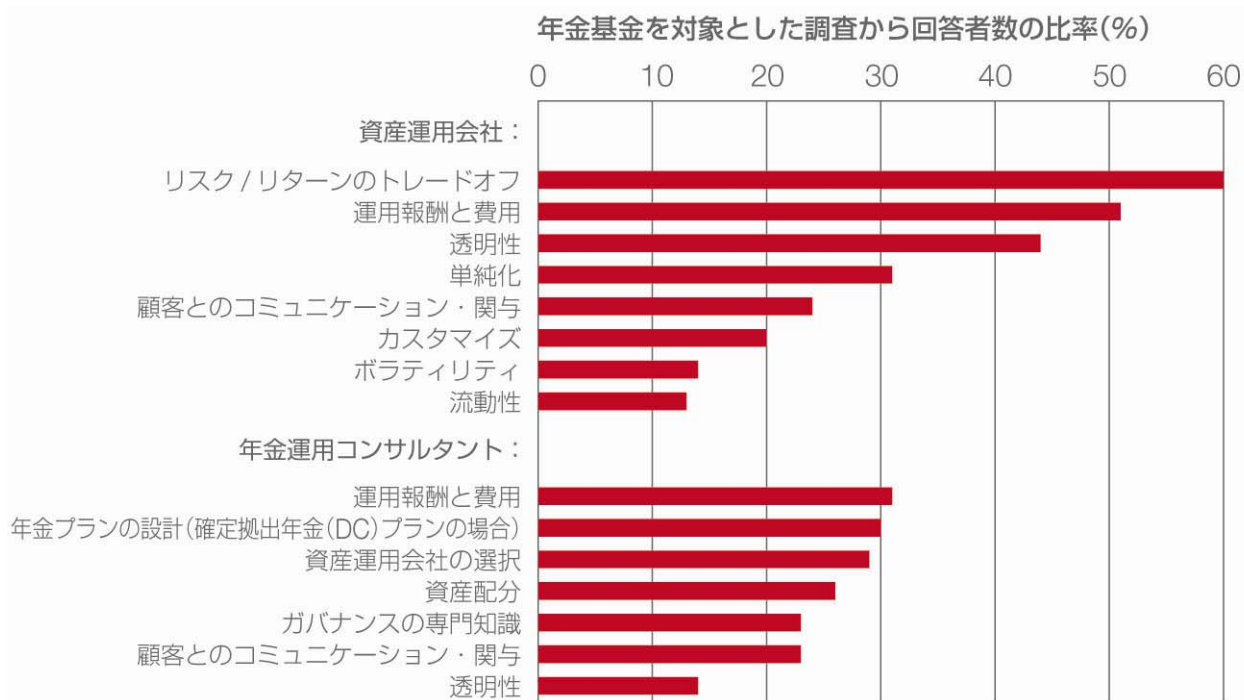
い状況が続く限り、投資リターンは先読みのできないランダム・ウォークが続くと考えています。このグループはファンダメンタルズを無視したリスク選好やリスク回避の動きを頻繁に行うとみられ、2009年中盤以降には実際にこの現象が見られました。投資家は大きなリスクをとらない限り、利益を獲得できません。

一方、楽観的な見方をするグループは、繰り返し起こるショックはそれを活用する直観力を備えた資産運用会社にとっては実はチャンスにもなりえる、と考えています。過去の最大級のリターンは、大きな混乱期に記録されているためです。例えば、1987年のブラック・マンデー、1989

年の共産主義の崩壊、1998年のLTCM(ヘッジファンド)の破綻、2001年のエンロン破綻、2003年のイラク戦争などです。多くの年金基金の母体企業はキャピタル・コール(契約ファンドからの資金払い込み要求)や恐怖心、待ちの姿勢などの理由から価格の混乱に対応することができず、このチャンスを逃しました。

直観力を備えた資産運用会社であれば、現在の投資環境で、より高いリターン(リスク単位当たり)を上げることができるはずで、まさにアクティブ運用の黄金時代といえます。

貴基金が将来投資を委託する場合、資産運用会社と年金運用コンサルタントは次のどの分野で大きな改善が必要ですか？



出典:シティ/プリンシパル/CREATE 調査報告書 2011(Citi/Principal/CREATE Survey 2011)

インタビューからの引用:

「アジアの年金基金は国債からの分散投資を進める前提条件として、強力なリスクのオーバーレイを要求します。」

「金利が1%上がるごとに積立水準が14%改善するなど、年金の会計ルールは全く非現実的です。」

「年金運用コンサルタントは顧客に代わって手数料の引き下げを強力に推し進めています。」

60% の回答者が
リスク/リターン特性の改善を希望。

51% の回答者が
手数料と費用の改善を希望。

44% の回答者が
透明性の改善を希望。

さらに、年金基金は投資商品の本源的価値がデリバティブやショートポジション、レバレッジ、などの手法により隠蔽されないように、商品の透明性を高めることを望んでいます。

年金基金は運用報酬と費用を長期的なアウトパフォーマンスの主たる源として捉えています。2010年のレポートでも述べたように、表が出たら私の勝ち、裏が出たらあなたの負け（どう転んでも顧客側に不利）という現行の運用報酬体系に対しては、年金基金や年金運用コンサルタントから見直しを求める圧力が高まっています。パフォーマンスに連動し

た報酬体系が増えつつあるのは至極当然のことです。

実際、楽観的なグループは、ハイ・ウォーター・マーク方式の報酬体系が破壊的な影響力を持ち、今後10年間の主要なイノベーションになるとも考えています。この報酬体系が導入されれば、資産運用会社は自社の中核能力を活かして他社との差別化を図ることを余儀なくされるでしょう。

このことは特に、国内重視と保守的な投資選択で知られるアジアの年金基金が力説しています（下のケース・スタディを参照）。例えば、韓国で最大級の年金基金はすでに大量

の国内株式と国内債券を保有しています。これらの年金基金や地方の年金基金は、欧米の資産運用会社を絡めて、資産クラスの分散や国際分散投資を進めたいと考えています。これらの基金がより現実的な年金債務の評価に乗り出せば、投資の分散化が進むはずですが。

ただし、前提条件として、これらの基金は既存商品の改善と運用報酬の引き下げを求めています。また、欧米の資産運用会社がアジアでの組成に参入することにより、顧客との距離を縮め、市場への理解を深めることを望んでいます。

俯瞰すると・・・

アジア太平洋地域の機関投資家はきわめてリスク回避的です。例えば、ヘッジファンドは、日本を除き、アジアではまだ成功していません。オーストラリアのような洗練された市場ですら株式と債券が中心です。その他の地域では、デリバティブ、レバレッジ、ショートポジションなどの投資手段は禁止されているか、人気がないかのどちらかです。行動バイアスにも一因があり、例えば日本の年金基金は割安なETFよりもパッシブ運用を好みます。

アジア太平洋地域は総じて、オルタナティブ投資への分散、新しい資産配分ツールの導入、ショートポジションやレバレッジ等のリターン向上手段の展開という3つの側面で米国や欧州から大きく立ち遅れています。欧米の年金基金は時価会計の導入によってイノベーションを余儀なくされましたが、アジアの年金基金にはまだ時価会計ルールが導入されていません。中国、日本、韓国、台湾では、資産配分は主として法律で定められているか、または他の年金基金と横並びになっています。

アジア各地では改革がいろいろと話題にのぼっていますが、変化のスピードは遅く、慎重に進められると考えた方が無難です。一方、私達は投資の分散化を進めますが、欧米で組成された商品の管理の徹底が進むまでは、完全に分散化することはないでしょう。アジアの視点で見れば、欧米のイノベーションは私達が期待するほど安定的に成功しているとはいえません。顧客よりもむしろ資産運用会社にとって都合良くできているように見受けられます。

私達の投資の分散化は戦略的利害関係とポートフォリオ投資という2つの異なる柱に沿って進展していくでしょう。戦略的利害関係ではアフリカ、欧州、中南米、北米の長期資産を重視します。長期資産は20～30年にわたり安定的なキャッシュフローを生み出す一方で、これらの国々は原材料の継続的供給源ともなるためです。ポートフォリオ投資は新興国市場を重視するでしょう。アジアはアルファの源泉であると同時に、資産の供給源でもあります。しかし、資産運用会社がアジアで資産を積み増すつもりなら、組成を行う実働部隊をアジアに置いた方が成功の確率が高まるでしょう。特に、価格受容者（プライス・テーカー）ではなく価格決定者（プライス・メーカー）を目指すなら、これが不可欠です。

トップダウン型の投資戦略を採用する場合でも、私達としてはアジアの時間帯で動く資産運用会社を選びます。現在はロンドン、パリ、ニューヨークなど経済の中心地からトップダウン型のマクロ戦略が発信されていますが、アジアの成長が世界経済の力学を新しい形に作り変えるにつれて、同戦略も影響を受けられるようになるでしょう。

私達は金融リテラシーを直接的に促進し、バイ・アンド・ホールドの投資文化を間接的に奨励していくので、顧客との距離の近さは極めて重要です。

～中国の機関投資家

インタビューからの引用:

「証券化商品である森林、キャットボンド（大災害債券）、音楽著作権への資産配分はわずかです。良い投資機会はめったにないためです。」

「正規分布よりすそ野が広がるファット・テール・リスクの時代に投資の基本原則をどのように適用するかを深く理解する者が成功するでしょう。」

「2008年に死にかかったヘッジファンドは、今後はより大きく、より安全、より退屈、より割安になるでしょう。」



4 改善の余地

「コンピュータや車と異なり、資産運用商品は外部環境にかかわらず、反復可能な成果をもたらさず、明確な有効期間がありません。」

課題

別の調査で、資産運用会社とその他の代行業者(年金運用コンサルタント、管理代行業者、販売会社等)に対して、次のような質問を行いました。

- 過去 10 年間に複数のセグメントの最終顧客に最も有益だったイノベーションと、最も有益でなかったイノベーションは何か?
- どの要素が成果に影響を及ぼしたか?
- 現在のイノベーションの原動力は何か? また、イノベーションの阻害要因は何か?
- 将来、より優れたイノベーションを実現するために、どのような対策を講じているか?
- 最初の 2 つの質問の回答は、確定給付年金(DB)プラン、確定拠出年金(DC)プラン、個人顧客の顧客セグメント別に分かれています。

重要な調査結果

- 確定給付年金 DB プランに関しては、最も価値を提供したイノベーションは新興国市場の株式、ETF、新興国市場の債券、ハイ・イールド債、負債管理型投資でした。

- この回答は前章で示した年金基金の回答と同じです。成功の要因としては、投資の適切なタイミング、ロング・オンリーのアクティブ運用の否定が挙げられました。
- 最も有益でなかったイノベーションは、仕組商品、レバレッジ、ポータブル・アルファ、プライベート・エクイティ、通貨ファンドでした。これも 2 章に示した年金基金の回答とほぼ同じですが、グローバル株式は含まれていません。
- 失敗の要因もほぼ同じで、本源的価値の欠如、誤ったタイミング、年金基金側の群集心理が挙げられましたが、顧客との連携の少なさは含まれていません。
- 資産運用会社は、年金基金が多くの自社商品に対してリターンの向上、費用の引き下げ、高い透明性を望んでいることを認識しています。
- ただ、今後 3 年間でそれを達成できるかについては懐疑的です。
- その理由は、リターンは創意工夫次第であると同時に、市場環境にも左右されるためです。また、資産運用ビジネスは人材を重視するために固定費負担が大きく、市場が低調でも固定費を削ることはできないため、コストの削減は困難です。さらに、透明性を高めるとリターンが低下する恐れがあります。
- しかし、後述するように、資産運用会社は顧客の最終損益に直接影響を及ぼす要求に応えるため、革新的な運用方法や手法を開発する能力を高めようとしています。
- 確定拠出年金(DC)向け商品については、過去 10 年間に登場した新商品はいずれも高い評価を得ていません。ただ、その長期的な性質を踏まえれば、判断は時期尚早であり、特に重大なマーケット・イベントが起きた後での判断は適切ではないといえます。
- しかし、これらの新商品は現在進めつつある変更によって別のものに形を変え、既存モデルの改善という意味では、今後 10 年間で最大級の破壊力を持つイノベーションの一つとなるでしょう。
- 個人投資家分野のイノベーションは主に模造品と認識されています。特に高い評価を得たものはなく、最も有益でなかったものは仕組商品という結果でした。ただし、ここには注意すべき点があります。
- この調査で対象とした ESG(環境・社会・ガバナンス)、SRI(社会的責任投資)、シャリア(イスラーム投資家向け)といった新しいテーマ型ファンドは精神的な価値をもたらすものでもあり、精神的な価値の評価は容易ではありません。
- 新たな逆風を受け、イノベーションの焦点は新しいものの開発から、既存のものの改善へと移っています。
- その原因としては、商品のコモディティ化、世界経済の不透明感の高まり、顧客側の行動バイアス、現在の市場のランダムな動きに対応できる人材の乏しさ、新しい規制や既存の規制の見直しによる規制強化の動きが挙げられます。
- 資産運用会社はイノベーションに対するアプローチを変えることでこれに対応しており、具体的には新しいアイデア創造ツールの導入、人員構成の小グループ化、イノベーションのパートナーとしての代行業者の活用を進めています。
- この過程では、商品ラインナップの拡大よりも商品の深化を優先し、新しいものをつくる前に既存のものを改善しています。

「発明され得るものはもうすべて発明されてしまった」

チャールズ・H・デュエル
1899 年米国特許局長

顧客のように細事にこだわりすぎて大事を逸することを警戒する資産運用会社

別の調査で、確定給付年金 (DB) に最も有益だったイノベーションと、最も有益でなかったイノベーションを資産運用会社に質問したところ、第 3 章で示した年金基金の回答と概ね似通った結果となりました。資産運用会社の 4 分の 1 以上が最も有益だったと回答したのは、新興国市場の株式 (39%)、ETF (28%)、新興国市場の債券 (26%)、ハイ・イールド債 (24%)、負債管理型投資 (24%)、ヘッジファンド (24%)、制

約のない運用委託 (24%) でした。成功の要因としては、2 つが挙げられました。

一つは、投資のタイミングです。例えば、新興国市場の伝説的ともいえる動きに勢いがつき、1 兆ドルを超える資金がこれらの市場に流れ込みました。このうち、約 4 分の 3 がオポチュニスティック運用で、4 分の 1 がバイ・アンド・ホールドだったため、市場の大幅な調整が何度も

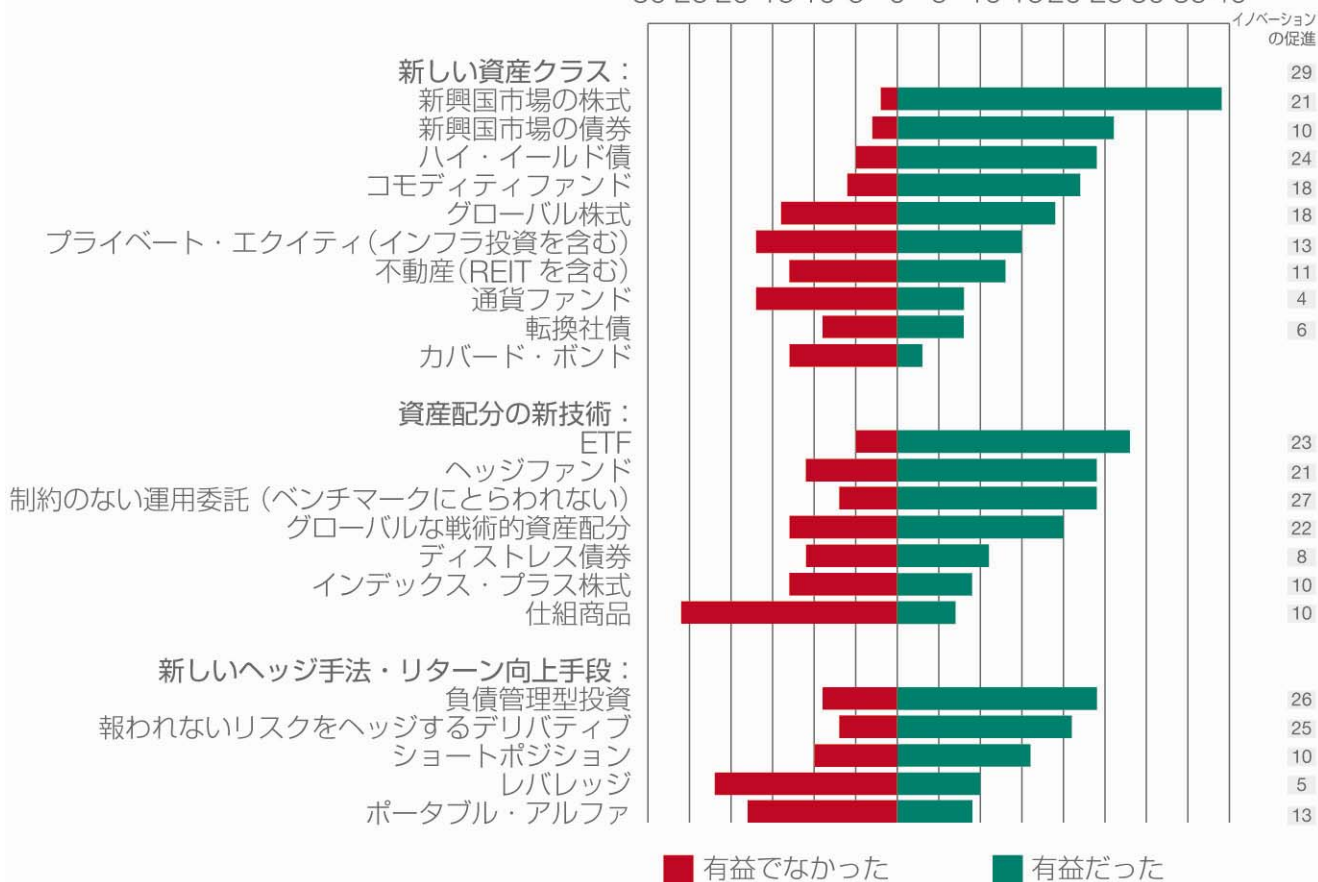
起こりました。同様に、ハイ・イールド債も投資のタイミングが幸いしました。リーマン・ショックの余波から大方が予想していたデフォルト率の急上昇が起こらなかったためです。

二つ目は、年金基金の積立不足の増大を受け、ロング・オンリーのアクティブ運用が否定的に捉えられたことです。

過去 10 年間、確定給付年金 (DB) に最も有益だったイノベーションと、最も有益でなかったイノベーションを次の 3 グループの中からそれぞれ選んで下さい。また、今後 3 年間に顧客にプラスとなるイノベーションの促進が予想されるものを選んでください。

資産運用会社を対象とした調査より回答者の比率 (%)

30 25 20 15 10 5 0 5 10 15 20 25 30 35 40



出典：シティ/プリンシパル/CREATE 調査報告書 2011 (Citi/Principal/CREATE Survey 2011)

インタビューからの引用：

「大半の商品は一度や二度は価値が上がるときが来ます。デリバティブでさえもそうです。ですから、市場サイクルのどの時期に投資するかがすべてです。」

「好調なうちはレバレッジがアウトパフォーマンスの主たる源泉でしたが、永久には続きませんでした。」

「ハイ・イールド債はデフォルト率が低下したときは輝いていました。さて、今後はどうでしょう?」

39% の回答者が

新興国市場の株式を最も高く評価。

最も有益でなかったイノベーションの上位 5 項目は、仕組商品 (26%)、レバレッジ (22%)、ポータブル・アルファ (18%)、プライベート・エクイティ (17%)、通貨ファンド (17%) でした。これは 3 章で示した年金基金の回答とほぼ同じで、グローバル株式が欠けているだけです。

特筆すべきは、資産運用会社が挙げた失敗要因も年金基金とほぼ同じであることで、本源的価値の欠如、誤ったタイミング、確定給付年金 (DB) プランの群集心理が挙げられています。

28% の回答者が

ETF を 2 番目に評価。

改善すべき点に関しては、資産運用会社は年金基金が多くの自社商品についてリスク/リターンの特ラドオフの向上、費用の引き下げ、高い透明性を望んでいることを認識しています。ただ、今後 3 年間でそれを達成できるかについては懐疑的です。なぜなら、リスク/リターンの特ラドオフは創意工夫次第であると同時に、市場環境にも左右されるためです。また、人材を重視するために固定費負担が大きい資産運用ビジネスでは、コストの削減は困難です。さらに、透明性の改善によって競争力が損なわれる恐れがあります。それでも、資産運用会社は革

26% の回答者が

仕組商品を最下位に評価。

新的な運用方法や手法を開発するプロセスを改善しつつあります (39 ~ 40 ページ)。

資産運用会社は別の方法でも対応を進めています。例えば、新興国市場を規模、経済発展、リスク特性に従ってセグメント化したり、不動産やインフラ投資に REIT の仕組みを適用して流動性を高めたり、ヘッジファンドを刷新して流動性や費用・運用報酬を改善しています。全体的に、新しいものの開発から、既存のものへの改善に焦点を移しています。

俯瞰すると・・・

当基金はあらゆる資産配分手法とリスク向上手段を使って、ロング・オンリーとオルタナティブに投資してきました。内部の運用担当者だけでなく、外部の資産運用会社も使いました。とにかく何でも実行してみました。私達のイノベーションはうまくいったものもあれば、うまくいかなかったものもありますが、全体として見れば、もっとうまくやれたはずだと思います。

第一に、投資はこれまで以上にきめ細かなものになっており、投資機会はあつという間に現れて、あつという間に消えてしまいます。当基金はイェール大学の投資モデルを導入しましたが、結局、私達が市場に入ったときにはピーク時のリターンはすでに過去のものであったと後で悟っただけでした。先陣を切る者がアルファを獲得するのです。そういうものでしょう。そのためにはリアルタイムの投資が必要であり、それはフルタイムで働くプロフェッショナルに多くの権限を委譲した、スピード感のあるガバナンス体制でしか実現できません。

これに対して、現在のガバナンス体制は依然としてロング・オンリーの投資戦略に適合した形のままです。とにかく、私達は 1981 年から 20 年にわたる強気相場で、弱気相場は短期間で終わる、平均回帰が普通だ、イノベーションが唯一の救いだと思ひ込んできました。しかし、このような思い込みをしてきた私達自身を責めることはできません。世界経済がキャッシュで溢れ、そのために資産価値や資産の相関が著しく歪んでいるときに、当時の FRB 理事ですらシステミックリスクの

脅威を何度も軽視していたのですから。2008 年末にキャッシュが枯渇しましたが、その厳しい状況乗り越えるイノベーションはごくわずかでした。ですから、好意的に解釈すれば、過去 10 年間のイノベーションは図らずも本来の特性に合わない状況で導入されたと言えるでしょう。場所は正しかったのですが、時期が間違っていました。

最大の教訓は、市場をどれだけ上回れるかを基準にイノベーションの成否を判断するのは賢明でないということです。アクティブ運用の事実上の判断基準である時価総額加重平均指数は、指数構成銘柄の本源的価値を表せないほどモメンタムと集中リスクが大きな問題となっています。債券分野でも、指数は膨大な数の債券というものを代表していないばかりか、構成銘柄の満期日の違いに起因する定期的な入れ替えも表していません。

このため、私達は従来の 4 要素のリスクモデルを使用してベータの真の価値を構成し、イノベーションによって付加された (もしくは損なわれた) 価値を評価するための尺度としても同リスクモデルを使用しています。その結果が特に優れているわけではありませんが、イノベーションという大事なもので捨ててしまうことへの戒めとなっています。

～ 北欧の年金基金

インタビューからの引用:

「指数全体が換金される場合にはどうやって ETF の値付けをするのですか? 価格発見メカニズムはどのようなものですか?」

「米国では積立水準が低く、カウンターパーティー・リスクを取って長期のスワップを組むことにも後ろ向きなため、負債管理型投資はまだ広まっています。」

「顧客は流動性のない資産から流動性のある商品を作ることを求めています。まるで魔法の粉を振りかけて流動性の妖精を作り出すようなものです。」

確定拠出年金(DC)向け商品で見込まれる大幅な改善

第3章で示したように、確定拠出年金(DC)分野では過去10年間に、分散成長ファンド、カスタマイズ投資プラン、ターゲット・デット型退職ファンド、ターゲット・リスク型退職ファンドの4つの新商品を通じて本質的なイノベーションが登場しました。これらはいずれも米国で考案され、顧客が事前に示したリスク選好度と年金受給の選択を考慮して資産配分に関する助言を組み込む試みでした。

これらが登場する前に、民間のDCプランの主要市場である米国と英国は2つの困難な問題に悩まされていました。

一つは、雇用主が確定給付年金(DB)プランからDCプランに変更した結果、新規加入者の自動加入制度がなくなったことです。このため、

年金加入率は50%~70%で変動しました。

米国では2006年の企業年金保護法により自動加入が定められ、上記の事態が是正されました。また、同法によってターゲット・デット型ファンドも承認されました。英国でも2012年に政府が新たに設置する「全英雇用貯蓄信託(National Employment Savings Trust)」によって米国と同様になる予定です。

もう一つの問題は、それ以前に米国の401K向けファンドの購入者の大半が資産配分を誤ったことです。彼らは最初の投資や定期的なリバランスで投資信託評価会社モーニングスターの選んだ上位のファンドを選びました。その結果、例えば、多くの人々がIT銘柄をオーバーウエイトする結果となりました。しかし、2000年代は次の夢を追いかけることが流

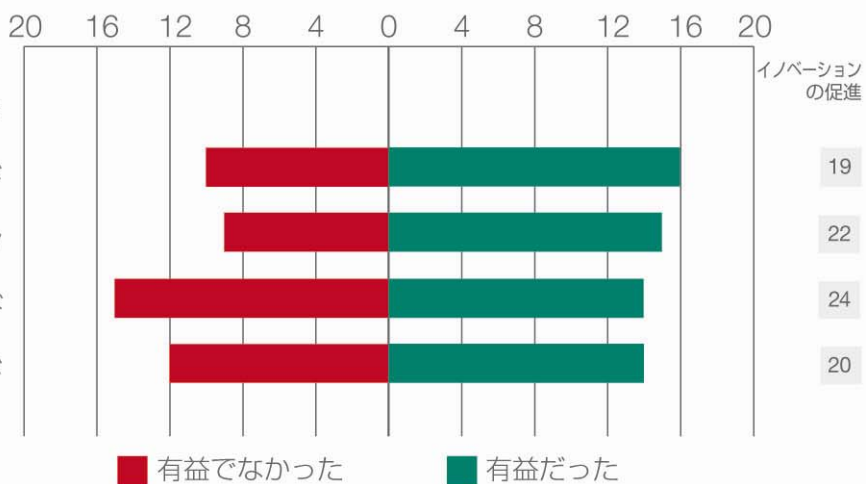
行し、IT株の暴落から得た教訓はすぐに忘れ去られました。

英国でも同じような行動がみられましたが、一方で、少数とはいえ無視できない数の人々はこの対極に向かい、債券、保険契約、キャッシュ・プラス商品のような低リターン・高手数料の超安全な資産に投資しました。

改革はこれらの風潮の阻止に有効です。この改革が進む中で、下表に示した4つの商品が優勢になりました。ただし、現段階でこれらの商品を高く評価する資産運用会社は15%程度に過ぎず、あまり評価しない資産運用会社も同程度存在します。その中間にいる大部分の資産運用会社は、まだ比較的新しい商品であるため判断は時期尚早だと考えています。

過去10年間に、確定拠出年金(DC)に最も有益だったイノベーションと、最も有益でなかったイノベーションを選んで下さい。また、今後3年間に顧客にプラスとなるイノベーションの促進が予想されるものを選んでください。

資産運用会社を対象とした調査より回答者の比率(%)



出典:シティ/プリンシパル/CREATE 調査報告書 2011 (Citi/Principal/CREATE Survey 2011)

インタビューからの引用:

「ドイツのDCプランでは拠出金が保証され、雇用主が引き続き損失に責任を負っています。そのため、投資元本の増加率はわずかです。」

「60:40の投資比率を用いたDCプランはリスク・パリティ・ポートフォリオを支持し、債券市場が史上最高の活況となった後に大量の債券を積み上げました。」

「欧州ではどこもDCプランの運用実績は投資期間によって大赤字から好調までの幅があります。」

16% の回答者が
分散成長ファンドをトップに位置付け。

15% の回答者が
カスタマイズ投資プランを2番目に位置付け。

14% の回答者が
ターゲット・デート型ファンドを3番目に位置付け。

これらを高く評価した資産運用会社は2つの理由を挙げています。一つは、「買ったまま寝かせておく」商品であるため、投資開始時にもその後も顧客が正確な情報を持たずに選択することを防げるためです。高値で買って安値で売る考え方は、最新の「流行」銘柄を追いかけるのと同様に、次第に過去のものとなっています。もう一つの理由は、401K プランを提供する大手はこれらのファンドを通じ、すでに個人投資家の金融リテラシーの向上に向けた教育キャンペーンを効果的に開始しているためです。

一方、これらを低く評価した資産運用会社は、これらの持つ機械的な性質に着目しています。

ターゲット・デート型ファンドを例にとると、当初の積極的な株式運用から終盤に向かって慎重な債券運用に徐々に移行するやり方は、原則としては良いと強調されています。ただ、投資家の年齢に過度に左右されます。

また、過去10年間の経緯にもかかわらず、リスク・プレミアムは時間の経過に伴って累積するものだという信念から、戦術的に偏らせることはほとんど行っていません。

とりわけ、積立残高を激減させるような重大なマーケット・イベントに対する防御の仕組みとして明確なものはありません。例えば、2010年を期日としたあるターゲット・デート型ファンドは2008年末に残高の40%を失いました。中には債券の形に加工した高リスクのクレジット商品を保有していたファンドすらありました。

一般的な意見として、確定拠出年金(DC)分野の改革は極めて初期の段階にあります。新たな資金の流入、新たな国、新たな規制がすでに改善の原動力となっています(下のケース・スタディを参照)。

俯瞰すると・・・

米国の確定拠出年金(DC)プラン向け商品は過去10年間にかなり改善されましたが、いまだ大幅な改善の余地があります。401K向け商品の大手プロバイダーとして当社が明確に認識しているのは、顧客は年金資産の積み立てと取り崩しという2つの異なる局面で必要になる総体的なソリューションを一つにまとめた商品を要望しているということです。

まず、資産の積み立ての局面では、既存のターゲット・デート型ファンドがフレキシブルに変化し、次のようなサービスを順次提供することが求められています。すなわち、顧客自身のリスク特性を明確化する方法の助言、早期の損失の回避と結婚や住宅ローンなどの責任を考慮した先ずは慎重な運用方法の提供、積立残高がある程度の金額に達したら積極運用の選択肢の提供、退職に近づくとき慎重な運用方法の提供、という具合です。また特に、重大なマーケット・イベントに対抗するためのストップ・ロスの仕組みを具体的な限度額、戦術的に偏らせること、据置年金などの形で組み込むことが求められています。ここから導かれる商品は、動的なリスク特性と動的な進路の提供、ファット・テール・リスクに対する防御策の提供、年齢やリスクに基づく機械的なアルゴリズムをベースとした画一的手法の排除という点で、現行のライフスタイル型ファンドやライフサイクル型ファンドとは異なります。

一方、資産の取り崩しの局面では、退職者は年金収入、資金の引き出し、受取保険金、配偶者給付金、死亡時の残余財産の移転などを組み合わせたソリューションを求めています。特に、積み立てた資産を一つの「カフェテリア・プラン」に移行し、自分の希望する給付内容を選んで組み立てることが

でき、特定の給付内容に負の相関がある場合には、それぞれのコストの合計額よりも割安になる(例えば年金と生命保険)プランを要望しています。

この商品のイメージは、退職用資金の一部を年金に投資して定期収入の確保と長寿リスクのヘッジに充て、残りの資金を収入の上積みと元本の成長を目的に投資(または再投資)して、年金収入を補うというものです。資金は年金だけでなく、必要に応じて生命保険や医療保険にも充てられます。保険を購入すると、年金と当該保険の補償内容の間に負の相関が生じます。

このような商品は既存商品を改善したものとなっています。費用、「100か0か」の両極端なサービス内容、次世代への富の移転ができない、という顧客にとっての年金の3つの難点が解消されるためです。また、退職後も資産を増やすチャンスがあります。最後に、払出しに規模の経済を追求することにより保険を重視した退職給付を低コストで実現することができます。

資産運用会社は手持ちの手段によって、これら2つの局面で必要とされる要素の大半を提供することができます。ただ、最大の難点は、このような商品で見込まれる年金額を引き受けることのできる財務力を持った保険会社が世界のどこにも存在しないということです。しかし、だからと言ってそれ以外のサービスも提供しないということにはなりません。やがて実現する時が来ます。

～米国の資産運用会社

インタビューからの引用:

「DCプラン向け商品には助言が組み込まれている必要があります。金融の洞察力に欠けることが投資家にどれほどの損害を与えるかを知りたいなら、香港に来ることです。」

「現在のDCプラン向け商品はやがてより総体的なものに変化するでしょう。中核となる要素の大半はすでに米国内に存在します。」

「DC向け商品の長期的な性質を踏まえれば、2008年のメルトダウンの直後に最新の商品と判断することは賢明ではありません。」

個人投資家向けのイノベーションの多くは模造品

個人投資家向けでは、過去 10 年間で世界的に商品が急増しました。例えば、欧州では株式クラスの数には 2 倍以上に増えました。販売会社の巧妙な販売競争にあおられ、新商品が記録的な速さで量産されたためです。

その他の地域でもほぼ同様な状況でした。著名投資家のウォーレン・バフェットがお手本とされた香港、インド、シンガポールなどの国々では、デイトレーディングが普通になりました。

資産配分の新しい手法と異なるテーマを持ったほとんど小規模なイノベーションが 7 種類ある以外には（下図参照）、新しいものはほとんど見当たりません。

最も有益だったイノベーションは、退職後収入ファンドと、ヘッジファン

ドの手法を駆使したミューチュアル・ファンド（投資信託）の 2 つで、どちらも資産運用会社の約 15% が挙げています。

前者は税務上有利であることと、安定したキャッシュフローがささやかな成功の要因です。一方、後者は高いリターンが成功要因となりました。

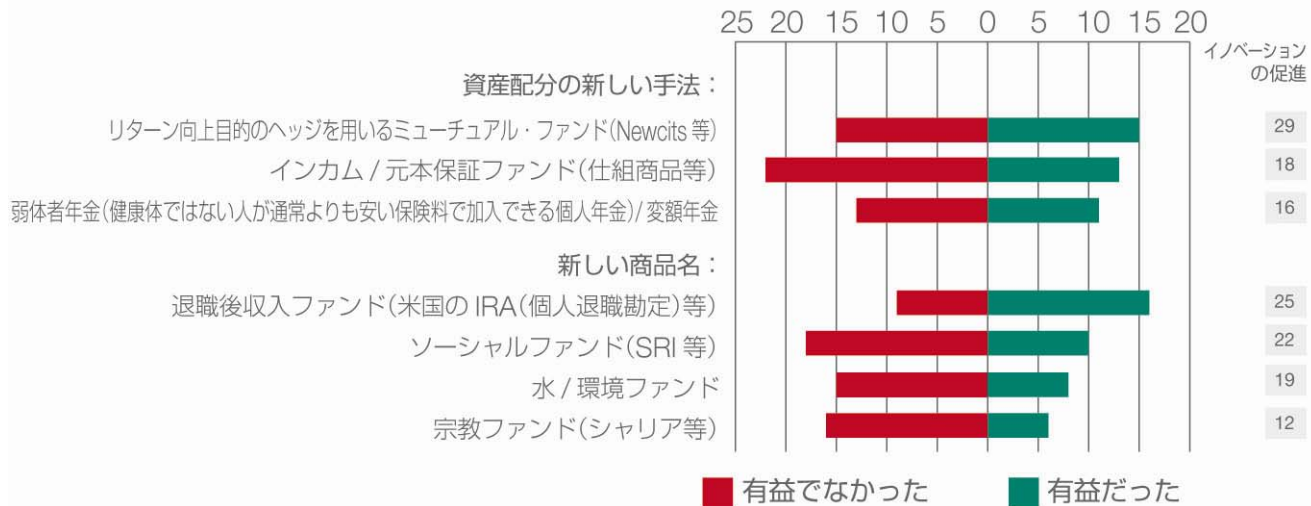
ただし、15% 前後の資産運用会社は最も有益でなかったイノベーションとして、仕組商品、ソーシャルファンド、宗教ファンド、環境ファンド、ヘッジファンドの手法を駆使したミューチュアル・ファンドの 5 つを挙げています。

いずれにしても、傑出したイノベーションはありません。調査後に行ったインタビューでその原因を探ったところ、次のことがわかりました。

第一に、過去 10 年間でミューチュアル・ファンド・モデルの根本的な弱点が隠しようもないほど明白になったためです。隠れた費用があるうえに、根本的な戦略の多くが拡張性を欠くものであったにもかかわらず、ファンドがクローズされることはほとんどありませんでした。また、「売り」シグナルを出すことはなく、リバランスを行ってキャッシュの比率を 10% 以上に高めることもしませんでした。これらの限界により、下げ相場では大量の解約が発生しました。このため、ミューチュアル・ファンド分野のイノベーションには崇拝者と誹謗者が同程度存在します。最近では、ヘッジファンドの手法を駆使する Ucits ファンド (Newcits) が注目されていますが、導入されて間もないことから、その影響を評価するのはまだ早いでしょう。

過去 10 年間に、個人顧客に最も有益だったイノベーションと、最も有益でなかったイノベーションを選んで下さい。また、今後 3 年間に顧客にプラスとなるイノベーションの促進が予想されるものを選んでください。

資産運用会社を対象とした調査より回答者の比率 (%)



出典: シティ/プリンシパル/CREATE 調査報告書 2011 (Citi/Principal/CREATE Survey 2011)

インタビューからの引用:

「シャリア商品は比較的リターンが高く倫理的な投資ですが、イスラム地域以外の市場ではマーケティングが難しい商品です。」

「アジアでは貯蓄文化が根強いので、元本を犠牲にしても四半期ごとの配当が好まれます。これでは投資詐欺です。」

「欧州では労働組合が組合員向けに SRI を勧めています。2007 年以降、投資額は倍増しており、現在では 7 兆ドルに達しています。」

16% の回答者が
退職後収入ファンドを1番に位置付け。

15% の回答者が
ヘッジファンドの手法を駆使したミューチュアル・
ファンドを2番に目位置付け。

22% の回答者が
仕組商品を最下位に位置付け。

第二に、仕組商品は投資銀行が自社の販売網を使って強力に販売を推し進めたことから、爆発的に成長しました。販売時の保証は曖昧で、手数料は割高でした。これらの商品は現在、インカム・ボンドやエクイティ・ボンドと改称され、高額の手数料を取っています。これらの多くは、ベンチマークとする指数が5年間で50%超下落した場合に、元本だけを保証しています。また、デリバティブに依存していることから、カウンターパーティー・リスクに関する問題も存在します。

第三に、テーマ型商品は基本的に精神的利益をもたらすように設計されているため、投資プロセスにおいて、それがポートフォリオの構築や銘柄選択に影響を及ぼします。しかし、成果に対する保証は他の投資手法と同程度に過ぎません。現在、世界の10%程度の資産が社会的責任投資(SRI)や環境・社会・ガバナンスファンド(ESG)に投資されています。

テーマ型商品のパフォーマンスは様々ですが、シャリア・ファンドは金

融危機以降、好調が続いています(下のケース・スタディを参照)。

それでもなお、テーマ型ファンドには投資家を引きつける魅力があります。これらの真の価値はきわめて主観的な利益をもたらすことにあります。

四番目に、年金には長所もあるが短所もあると受け取られています。つまり、長寿リスクのヘッジとして役立つ半面、低金利時代にほどほどの収入を確保するには割高な手段だという見方です。

俯瞰すると・・・

良好な相対リターンをもたらしたイノベーションの一つにシャリア・ファンドがありますが、その宗教的なイメージから人気はいまひとつです。

シャリア・ファンドは過去5年間に、ダウ・ジョーンズ世界指数を平均1.97%上回る超過リターンを上げたうえ、ボラティリティは同指数を下回っています。

運用資産残高、顧客基盤、商品構成、地理的構成のいずれの面から見ても、分母は小さいとはいえ力強く成長しています。現在はエジプト、湾岸協力会議加盟国(アラブ首長国連邦、バーレーン、クウェート、オマーン、カタール、サウジアラビア)、マレーシア、インドネシア、パキスタンといったイスラム諸国の顧客が約500億ドルを投資しています。

テーマ型ファンドへの関心は世界的に高まっていますが、これは投資家個人の価値観や宗教的信仰に結びついているためです。例えば、2000年代終盤にはSRIが台頭しました。その後、ESGファンドへの関心が高まりました。現在、世界全体で資産の10%近くがこれらのテーマ型ファンドで運用されています。

シャリア・ファンドに対する関心は大きな流れの一部であり、その流れとは、異なるセグメントの顧客が競争力のある他の商品と同水準のバリュー・フォー・マネー(金額に見合った)の運用報酬体系を持つ商品の中から、適正なリターンと自身の価値観や信仰に沿った精神的利益を求めるといったものです。

この10年間、シャリア・ファンドへの高い関心が続いている理由は容易に理解できます。利息、投機、不確実性、公正性、倫理に対するコーランの原則を重視していることがイスラム世界で商品のアピール度を明確に高めているためです。

しかし、シャリア・ファンドは明らかに倫理上の3つの根本的特色を持つことから、SRIに高い関心を持つイスラム以外の機関投資家からも注目されています。

3つの根本的特色とは、まず、公正かつ合法的に利益を生む現実的な生産活動に従事する企業に焦点を絞っていることです。原資産に無関係のデリバティブなどエキゾチックな手段は排除され、過度のレバレッジや投機行為も認められません。

二つ目は、シャリア・ファンドは情報開示の水準が高いため、市場の秩序を要求し、情報の非対称性を最小限に抑える効果があることです。

三つ目は、シャリアに適合した投資はイスラム教徒の投資家だけに制限されてはおらず、イスラム企業に制限されてもいないことです。アルコール、タバコ、ポルノ、ギャンブルなど許容し難いと判断された事業に従事する企業を排除する価値観に基づく手法に、あらゆる種類の投資家が引き寄せられています。

ただし、シャリア・ファンドの根本的な投資エンジンは一般のファンドを上回らないまでも、少なくとも同程度のリターンを実現する必要があります。つまり、ファンドのイメージによってハードルが高くなっているのです。

イスラム以外の市場では、シャリア・ファンドは間もなく別のテーマに従って改称されるようになり(倫理ファンド等)、本質的な価値や運用実績が適切に強調されるようになると思われる。

～マレーシアの資産運用会社

インタビューからの引用:

「商品をカスタマイズするには顧客の感情を直観でわかる必要があります。これができる資産運用会社はほとんどありません。」

「大半のファンドにとってテーマは付加条件にとどまり、顧客の選択を左右する原動力とはならないでしょう。」

「テーマは根本的な投資エンジンと結びついている必要がありますが、多くのSRIファンドはそうなってはいません。」

逆風によって変わるイノベーションの焦点：新しいものの創造から古いものの改良へ

2008年以降、投資のイノベーションは明らかに減速しており、イノベーションの範囲も定義し直されています。

銀行や保険会社は最近の規制により資本を積み増す必要性に迫られており(次ページのケース・スタディを参照)、積極的な商品販売に一段と力を入れています。同時に、コストの高い相対的投資助言が不要でウェブ販売も可能なコモディティ化した単純な商品に方向転換しています。

資産運用会社の50%弱は、これが今のイノベーションの範囲を狭めているひとつの原因であると回答しています。

2番目の原因は、アジアでのインフレ率の上昇と欧米での失業者の増

加による世界経済の不透明性で、42%がこれを挙げています。2000年代に経験した世界同時的な景気拡大とは大きな違いです。

3番目の原因は、顧客側の行動バイアスであり、38%がこれを挙げています。顧客の行動バイアスのために、資産運用会社はあらゆる優れた投資のアイデアが万が一、間違ったアイデアとなる場合を恐れて苦しんでいます。デューデリジェンスは長期化し、より厳格かつ徹底化しています。顧客は日々の流動性が高くつくことを知っており、ボラティリティが隠れたチャンスであることも知っています。それにもかかわらず、一部の顧客は2008年の市場の暴落がその後に来るべき事態の予兆であるかのごとく行動します。時によ

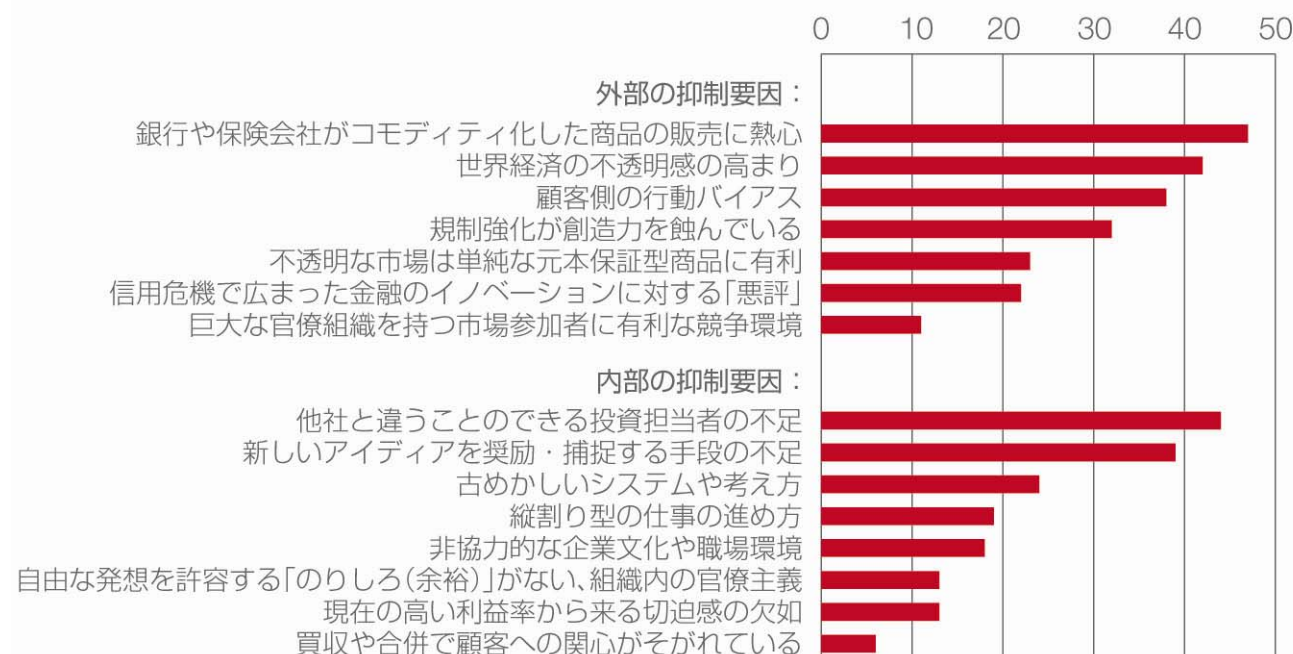
って予想外のタイミングで合理的であつたり、合理的でなかったりする顧客もいます。資産運用会社にとってレピュテーション(評判)リスクは高まっています。

資産運用会社の32%は規制による抑制効果を挙げています。懸念の源はファンド業界に対する新規規則の直接的な影響よりも、むしろ銀行や保険会社に対する新規規則の間接的な影響であり、新しい規制の成立よりも、むしろ既存の規制の強化です。

イノベーションに対する外部の抑制要因だけでは十分でないかのように、内部にも注目すべき2つの抑制要因があります。

現在、資産運用会社のイノベーションの範囲を抑制している外部要因と内部要因を挙げて下さい。

資産運用会社を対象とした調査より回答者の比率(%)



出典：シティ/プリンシパル/CREATE 調査報告書 2011 (Citi/Principal/CREATE Survey 2011)

インタビューからの引用：

「アジア各国の当局は販売時手数料、解約手数料、隠れた費用に関する規制を強化し、巨大ミューチュアル・ファンドの回転売買を防止するでしょう。」

「欧州と米国の当局は規制の執行の強化に動いています。」

「投資銀行のばかげた給与モデルのためにはマスマーケットで商品を大量販売する必要があり、貯蓄商品を投資として売りまくっています。」

47% の回答者が
コモディティ化商品を1番に言及。

43% の回答者が
投資担当者の不足を2番目に言及。

42% の回答者が
世界経済の不透明性を3番目に言及。

資産運用会社の43%は投資担当者の不足を挙げています。2008年以降業界から人材が流出したという意味ではありません。資産配分、投資担当者の選択、ポートフォリオの構築、株式銘柄の選択のほか、とりわけリスク管理の分野で古くから実践してきたことが批判され、今や個人の洞察力や直観力が重要な差別化要素となっているのです。

世界経済の力学の変化とそれが金融市場に与える影響を理解する人材は、世界的に不足しています。

また、IT、医薬品、エンジニアリングといった他の知識集約型産業の革新的企業では一般的なイノベーションのプロセスが、資産運用会社ではほとんど見られません。このようなプロセスがあれば、新しいアイデア

の創造とその徹底的な評価が明らかに促進されます。資産運用会社の38%はプロセスの欠如をもう一つのイノベーションの阻害要因として挙げています。

これが意味するところは明確です。新しいものを探すのではなく、今あるものを改良せよ、ということです。

俯瞰すると・・・

当社のイノベーションは新商品の開発から既存商品の改良に切り替わっています。私達が今行っていることは、新しい創造ではなく、創造のやり直しです。

当社は過去10年間、世界中の顧客に向けて多数の新商品を作り出しました。米国では負債管理型投資を提案し、Ucits分野も積極化しました。シンガポールや日本ではオルタナティブ投資を販売しました。イスラム向け商品にも参入しました。当社はマルチ・ブティック・モデルを採用したのです。

しかし、振り返ってみると、新しい商品が必ずしもより優れた商品ではなかったという思いが先に立ちます。また、大きな進歩もありませんでした。私達の実績から直接の影響もありませんでした。すべてが仕掛品で、未完成だったのです。ただ、忘れないでほしいのは、変化の管理は資産運用会社の得意分野ではありません。今後は慎重さを最重要視するでしょう。当社は特に3つのことを懸念しています。

まず、最大の懸念は世界経済の見通しの悪化です。これまで前例のないこととはいえ、S&Pが先ごろ発した米国経済への警告は予想外ではありませんでした。大半のOECD諸国は信用収縮に対して金融緩和策を講じたため、これらの諸国の国家財政は厳しい状況が続いています。欧州大陸の一部の銀行は未だに不安定な状態で、市場では混乱が続き、レバレッジの縮小は棚上げされたままです。それなら自分の仕事に専念するのが一番です。

もう一つの懸念は、間接的規制と直接的規制です。米国のドッド・フランク法(金融規制改革法)による規制が始まれば、当社のような銀行傘下の資産運用会社はコンプライアンスへの監視が増え、運転資本の積み増しが義務づけられます。ソルベンシーII(新ソルベンシー規制)が発効すれば、欧州の保険会社は大量の株式と社債を処分し、代わりに国債を買うでしょう。一部のソブリン債務が大幅な格下げに直面していると

きにこれが行われるのです。今から5年後に一体誰が株式を買うでしょうか?そして、どれだけのソブリン債務がデフォルトを回避できるでしょうか?

また、規制当局は当社の顧客を対象とした既存の規制を解釈し直しています。例えば、オランダの年金基金は非流動資産の保守的評価を義務づけられた結果、金を金融資産から除外せざるを得なくなっています。北欧では、大手の年金基金が任意の制限を超えた新興国市場への投資を差し止められています。米国では、ボルカー・ルールによってファンドの1年超のシード投資が禁じられました。

さらに、まだ成立に至っていない直接規制もあります。米国では、資産運用会社はドッド・フランク法に加えて「信用取引の公正・適正化に関する法律(FACT法)」も遵守しなければなりません。欧州では当面、「オルタナティブ投資ファンド運用者(AIFM)指令」、「新Ucits指令」、「金融商品市場指令(MiFID)」の目論見書の改正、証券決済システム「ターゲット2」への対応が迫られるでしょう。規制強化の動きが加速していますが、これは利益よりも苦痛をもたらすことになるのでしょうか?

三つ目の懸念は、当社のマルチ・ブティック・モデルが抱える課題です。具体的には、母体組織の持つ監督的役割が各ブティックの起業家精神とうまく調和しないという問題です。モデルの立ち上げ時期には苦勞するものです。

当社は現在これらの問題に取り組んでいますが、近い将来は商品ラインナップの拡大よりも商品の深化が最優先課題となるはずです。

～フランスの資産運用会社

インタビューからの引用:

「今や能力とは、今日の市場が投げかける新たな課題に対して斬新な洞察力を発揮する特別な直観力を指します。」

「人材が人材を生み、アイデアがアイデアを生みます。職場環境とインセンティブが重要な原動力となります。」

「アイデアの創出は当社の豊かな人材に頼っていますが、必要なリアリティ・チェックを実施するための厳格な手法も欠かせません。」

資産運用会社が導入する新商品の創出手法と良案の推進方法

金融危機の余波を受け、ビジネスモデルに厳しい目が注がれました。中でも特に注目されているのは、イノベーションのプロセスです。

このプロセスは、イノベーションの成功に不可欠な連続した4つの異なる段階で構成されます。第1段階はアイデアの創出、すなわち関係者にアイデアの提供を促すことです。第2段階は評価、すなわち実現可能性を調査し、実際にどのようになるかを考えることです。第3段階は設計です。自動車に例えれば「風洞試験」を行う試作品を作成することです。ここでは売買のシミュレーションを行って「概念実証」を行います。第4段階は実行で、一般販売前にシードマネーを使って実地試験を行います。各段階で不採用となったアイデアの数を実行に成功した数と比較し、このプロセスの強靭さを評価します。この目的は「スター」の中

から「失敗作」を取り除くことにあります。

資産運用会社の約40%は現在、このようなプロセスやその変形を導入している最中です。10年前に商品のイノベーションが個人のエゴや競争上優位に立つためのものであったのとは比べ、きわめて対照的です。当時はプロセスの強靭さよりも商品化までの時間が重視されていました。

資産運用会社の約35%は企業文化や事業戦略に欠かせない一部としてイノベーションを推進しており、主に「創造力の刺激」と呼ばれる手法を用いています。この手法は、長年の問題について具体的な課題を作り、熟練者で構成したチームに決められた時間内に実行可能な解決策を考えさせるというものです。

また、33%はオペレーティング・モデルを変更し、それによって説得力

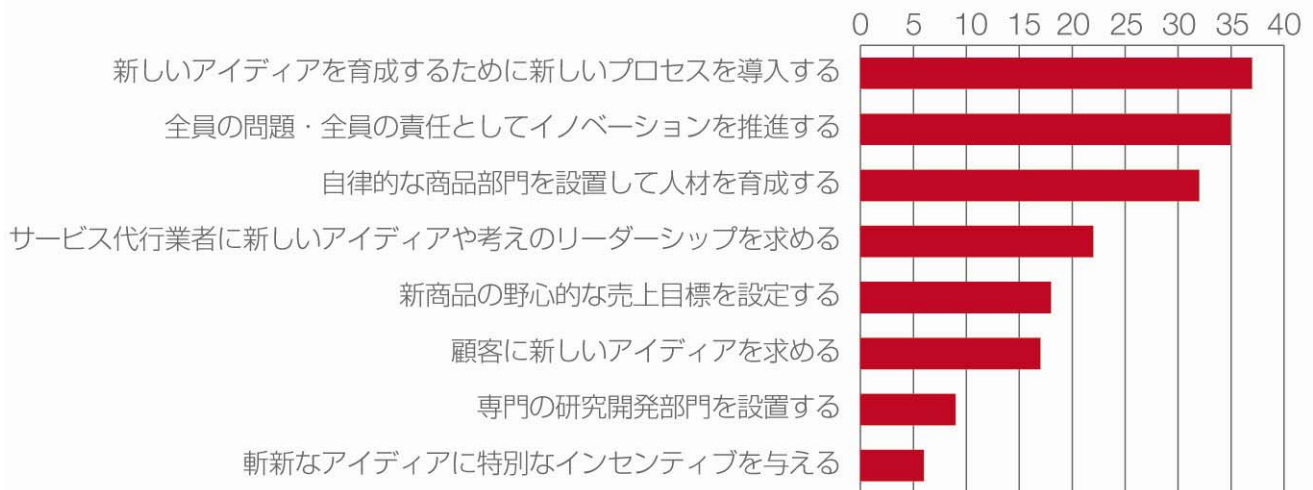
のあるアイデアを生み出し、きちんと責任を持ってそれを実行するための自律性と「のりしろ(余裕)」を持った自律的な商品部門(実際のブティックまたはバーチャルなブティック)を作り出しています。

約20%は管理代行業者にアイデアを求めています。管理代行業者はストレステスト、リスク分析、要因分析、ファンドの組成といった様々な分野で新たな洞察力を提供しています。データ・ウェアハウスの成長に伴って、管理代行業者は資産運用会社の外部の思考パートナーとして台頭しつつあります。

また、約20%は企業戦略の一部として新商品に関する確実な目標を設定しています。これによって、より優れた商品を通じた新たな顧客セグメントや新たな地域への参入を目指しています。

貴社は制約のある中で、どのような方法でイノベーションを促進していますか？

資産運用会社を対象とした調査から回答者の比率(%)



出典:シティ/プリンシパル/CREATE 調査報告書 2011 (Citi/Principal/CREATE Survey 2011)

インタビューからの引用:

「人々が現状に不満を抱いているときにイノベーションが起こることがよくあります。当社は常にそれに挑戦しています。」

「アイデアの創出は、それを追跡する迅速なプロセスがなければうまくいきません。」

「サービス代行業者は当社の商品や顧客、地域についてよく知っているため、当社は彼らにアイデアを求めます。」

37% の回答者が

新しいアイデアの創出プロセスをトップに位置付け。

35% の回答者が

イノベーションを育む企業文化を 2 番目に位置付け。

32% の回答者が

人材を 3 番目に位置付け。

また、少数ながら見逃せない数(8%)の資産運用会社は画期的なアイデアを生み出すための専門の研究開発部門を設置しています。新しいアイデアの創出手段やそれらの推進方法はこれくらいにしておきます。資産運用会社は個人に備わっている知識をターゲットとして、それを「コーポレート・メモリー(企業の記憶)」の拡大に活用しています。

我々がインタビューするなかで、イノベティブなファンド運用会社の経験から他にも 3 つの重要な関連要素があることが浮き彫りになりました。

一つは職場環境です。最高のアイデアはしばしばセレンディピティ(思わぬものを偶然に発見する能力)からもたらされます。官僚主義を排した小規模で非公式なグループの中で集中的なディスカッションを頻繁に行うことによって、最高のアイデアが生まれます。例えば、成功しているヘッジファンド運用会社によると、会社の持つ人材よりもむしろ自由な発想を促す職場環境が成功の要因になっています。

二つ目の要素は企業文化です。スタッフの業績評価項目の中にイノベーションを含めるだけでなく、アイ

デアが成功したら報奨金を与え、業績を認める必要があります。

三つ目の要素は、組織内の官僚主義的な煩雑な手続きを迂回して、専用ウェブサイト 新しいアイデアを提出させるような迅速なプロセスです。これによってスタッフから多数のアイデアが集まります。優れたアイデアがあれば、前述した 5 段階のプロセスを経由して前に進めます。このような方法で潜在的な創造力の活用 IT を役立てることができ

俯瞰すると・・・

イノベーションが当社の視界に入ったのは、2000 年～2002 年の株式相場の下落後でした。当時、巨額の損失を抱えた顧客はより良い投資方法を要求し始め、当社の課題として目標と手段の 2 点を強く要求し始めていました。

このうち目標については、市場サイクルに無関係な相関性のない絶対リターンが中心でした。絶対リターンに関しては市場の動きよりも資産運用会社の投資スキルがいかにも魅力的に強調されたため、これまで急激な上げ相場に頼って利益を上げていた投資家の心を捉えました。手段については、ビジネスモデルの改善により優れたパフォーマンスとそれを未来まで維持するオペレーションの卓越性を実現し、競争力を高めることが中心でした。そこでベンチマーク評価を実施したところ、同業他社がイノベーションの 5 つの手法のうちの一つまたはそれ以上を使用しているか、使用する計画であることが明らかになりました。

中には積極的な売上目標を設定し、それに基づいて、既存のポートフォリオにない新しい顧客セグメントや販売地域を開拓するための新商品の開発をスタッフに指示している会社もありました。

また、一部の会社は新しいアイデアを会社のイントラネットで提出するようスタッフに明確に推奨し、優れたアイデアは段階的なプロセスを経由して前に進め、成功の見込めるものを選別する迅速なシステムを使用していました。

また、ある会社は、画期的な発見によりこれまで全く存在しなかった商品を作り出すことを職務とする専門の研究開発部門

を設置していました。フロントオフィスのメンバーを組織してバーチャルな、または実際のブティックを作り、自律性を与えて日常業務の一部として説得力のあるアイデアを生み出すことを目指す会社もありました。アイデアの創出は全員の問題であり、全員の責任であるという企業文化を明確に奨励する会社も見受けられました。

当然、これらの手法には共通部分があり、当社ではこれらのお大半を組み合わせて用いています。また、複数部門のスタッフを集めてバーチャルなチームを作ることも頻繁に行っています。

このチームのそれぞれにフロントオフィス、ミドルオフィス、またはバックオフィスの長年の問題についての具体的な課題が与えられ、その解決法を導き出すことが求められます。各チームには役員クラスの責任者を決め、責任者はチームが決められた時間内に明確かつ実行可能な提案を行う責任を負います。

種々の手法を取り入れるこの方法は当社に適しており、アイデアが新しいアイデアを生むようなアイデア追求型の企業文化の醸成に役立っています。ただ、車やコンピュータなど形のある商品と異なり、資産運用商品は外部環境にかかわらず常に一定の反復可能な成果をもたらすことはなく、明確な有効期間もありません。したがって、その直接的・間接的な影響を評価することは容易ではありません。

～英国の資産運用会社

インタビューからの引用:

「当社は顧客にアイデアを求めており、当社のアイデアの実地試験にも顧客を使います。」

「官僚主義は有能な個人を葬り去るものです。」

「当社のマルチ・ブティック・モデルは、説得力のあるアイデアを生み出すための『のりしろ(余裕)』をスタッフに与えています。」



5 アイデアがアイデアを生む

資産運用会社はどのような方法で今後、実績を高めていくのでしょうか？

「資産配分モデルや運用会社選択ツールの大半は、過去に起きた事態の再発を予測することには長けていますが、過去に経験していない事象を見ていく必要があるのです。」

課題

資産運用会社とその他の代行業者を対象とした調査では、次の質問を明らかにする狙いもありました。

- どのように新しいアイデアを創出・捕捉するのか？
- 向こう3年間で何を変えるのか？

重要な調査結果

- 現在の投資のニュアンスの変化により、資産運用会社のアイデア創出における核心は商品を積極的に売り込むプッシュ戦略から投資需要に基づき商品が売れるプル戦略へと変化しました。

- 過去10年は販売部門と商品開発部門が先頭に立って動いていましたが、今や投資の専門家と顧客が主導しています。
- このことは、投資のイノベーションはそれらの限界を理解して初めて成果が出る、という新たなテーマを物語っています。市場は制御可能だと錯覚するからこそ、問題が生じるのです。
- したがって、高齢化に伴って年金債務の支払いが間近となる時期に、実現できることと実現できないことを顧客がさらに明確に認識する必要があります。
- フォーカスグループ・ディスカッションや運用会社に対する意識調査であるパルス・サーベイ、非公式の接触を通じた顧客の関与が高まっています。

- 一方で、アイデア創出のプロセスにおける年金運用コンサルタントの役割は、どちらかといえばマイナスに評価されています。年金運用コンサルタントは顧客の利益と個人的な信念との間で微妙なバランスを取るからです。
- 今後 3 年間で予測すると、多くのことが変わるでしょう。
- 資産運用会社が目指しているのは、自社商品の質の向上、顧客の利益との整合性の向上、オペレーションの卓越性の向上です。
- 資産運用会社は、新しいアイデアを進めていくことや新商品のストレステストを行うことに対し、しっかりとしたプロセスで臨む可能性が高いでしょう。
- 4 つの連続した活動で改善が進んでいます。1. アイデアの創出、すなわちスタッフにアイデアの提案を促すこと。2. 評価、すなわち実現可能性を調査すること。3. 設計、すなわち見本品を作成し、理論上の「風洞試験」を行うこと。4. 実行、すなわち一般販売前にシードマネーを使って実地試験を行うこと。
- また、資産運用会社は顧客の行動バイアスを防ぎ、目的に適合しない商品を排除することにより、顧客に基軸を合わせることを目指しています。
- 最後に、資産運用会社は自社の中核能力に集中するために、管理代行会社との新たな提携を模索してオペレーションの卓越性を高めるでしょう。
- 販売時手数料を禁じる新たな規制が見込まれる中、販売会社は破壊的な変化に直面しています。今後はサービス水準の向上と投資助言の提供体制の改善を余儀なくされるでしょう。
- 結果として、販売会社は営業レバレッジを高めるために顧客グループに応じてサービス内容を区分し、個人投資家、機関投資家、富裕層と分かれていた販売チャネルを統合するでしょう。
- また、年金運用コンサルタントは板挟みになり、イノベーションの余地は限られたものとなるでしょう。
- 年金運用コンサルタントは根拠に基づく投資助言を行わねばなりません。半面、このことが年金運用コンサルタントの斬新な思考や直観力を狭めることとなります。市場が過去の経験よりも市場心理によって動く時代には斬新な思考や直観力が不可欠です。
- これは主にビジネスモデルの変化に現れるはず。大手の年金運用コンサルタントはインプリメンテッド・コンサルタンシー（運用受託コンサルティング）に移行し、ニッチ・プレーヤーは顧客との距離を縮めるでしょう。
- 投資のバリューチェーンはイノベーションと自らを見つめ直すことによって識別されるでしょう。
- 変化のスピードは緩慢ですが、今後 10 年のうちには徐々に退職年金が改善される可能性があります。

「偉大な精神の持ち主は常に、凡庸な考え方の持ち主から激しい反発を受ける」

アルバート・アインシュタイン

今日の投資についてのニュアンスの変化によって動いたアイデア創出の重心

資産運用会社に新しいアイデアの源泉として重要なものを探ねたところ、3分の1以上が「社内の投資専門家」と「自社の顧客」と回答し、この2つが最も重要なグループとなりました。

2番目に多かった回答は、「営業・顧客担当マネージャー」、「商品開発部門」、「上級経営陣」で、5分の1以上の資産運用会社がこれらを選びました。これ以外の回答は少数派でした。

インタビューで明らかになったのは、2008年の金融危機を境に1番目のグループの役割が増したということです。それ以前は2番目のグループが主導的役割を担っていました。これは商品のプッシュ戦略から

投資のプル戦略への微妙な変化が起きたことを示唆しています。

このことは、投資のイノベーションはそれらの限界を理解して初めて成果が出る、という明白なテーマを物語っています。

成果を保証することは不可能ですが、「誤ったタイミング」のリスクを最小限にとどめることは可能です。大半の投資は過去の経験や経緯に縛られているため、しばしば想定外のことが起こるのです。

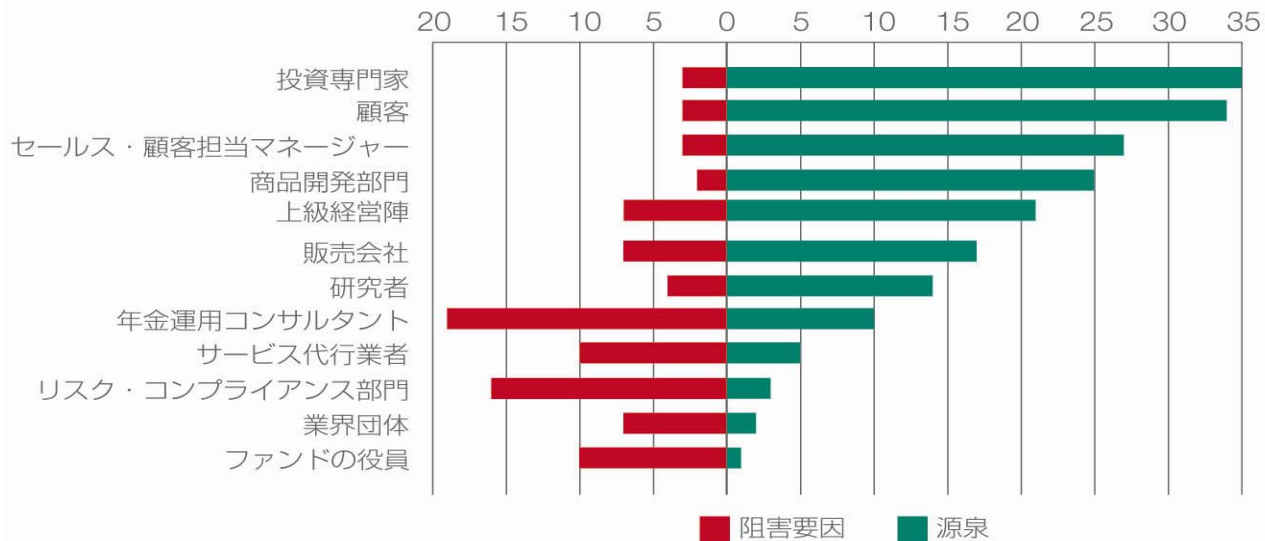
したがって、将来のイノベーションは、資産運用会社にとってはバランスの取れた収入源となり、顧客にとっては豊富な投資機会をもたらすものでなければなりません。

イノベーションはこれまで以上に知的な厳格さを伴って手法やテクニックを駆使し、一定の範囲内で成果を上げるものになっています。ポートフォリオの投資ポジションはいずれも保証されたものではなく、信念に基づくものです。ファット・テール・リスクの予測は不可能ですが、様々なレンズを通して同じ画像を見る時のような曖昧さに対する高い柔軟性があれば、ファット・テール・リスクについても確信を持つことができます。

それには顧客のニーズを理解して予測し、それに応えるために顧客との関わりを高める必要があります。戦後生まれのベビーブーマー世代が退職に向かう今後10年間に、支払いの始まる年金債務は幾何級数的に増えるはずですが。

貴社にとって新しいアイデアの源泉として最も重要なものを選んで下さい。また、新しいアイデアの阻害要因として最も重要なものを選んで下さい。

資産運用会社を対象とした調査から回答者の比率(%)



出典:シティ/プリンシパル/CREATE 調査報告書 2011 (Citi/Principal/CREATE Survey 2011)

インタビューからの引用:

「香港では最近、欧米から大量の人材が流入してきました。」

「『群衆の知恵』を信じていません。ひとりでいることが成功の前触れであることが多いのです。」

「私はCEOとして、顧客の抱える課題の複雑さや判断の微妙さを知るために、大口顧客のイベントにはすべて参加しています。」

35% の回答者が

投資専門家をトップに位置付け。

34% の回答者が

顧客を2番目に位置付け。

27% の回答者が

セールス・顧客担当マネージャーを3番目に位置付け。

顧客は世界経済の見通しが依然として不透明な中、実現できることと実現できないことをよく理解する必要があります。例えば、アジアではキャッシュが次第に積み上がっており、これを責任あるやり方で活用できるかどうか懸念されています。中国や日本では家計の金融資産の50%超が低利の銀行預金に預けられたままになっています。

金融危機以前には、世界中の資産運用会社が、個人投資家分野では販売会社によって、機関投資家分野では年金運用コンサルタントによって、顧客との直接の接点を奪われる傾向が多々ありました。しかし、

金融危機以降はフォーカスグループ・ディスカッションやパルス・サーベイ、非公式な接触等を活用して顧客の本音を理解しようとする資産運用会社が増えたため、両者の大きな隔たりは解消されつつあります。

次に、新しいアイデアの創出を阻む要因に目を向けると、外部の「年金運用コンサルタント」と内部の「リスク・コンプライアンス部門」の2つが目を引きまします。これらは資産運用会社の約15%が選んでいます。

年金運用コンサルタントの役割は依然としてマイナスに評価されています。年金運用コンサルタントは顧客の利益の助言者兼保護者として、

新しい考え方を試みる必要があります。過去10年間、アクティブ運用の90%がベンチマークに達しなかったからといって、誰が年金運用コンサルタントを責められるでしょうか？年金運用コンサルタントは顧客の利益と個人的な信念の微妙なバランスを取る必要があります。

リスク・コンプライアンス部門は金融危機以降に役割が増し、投資専門家に対する監視体制をさらに強化しました。これらの部門は規制強化への対応を一手に引き受けています。

俯瞰すると・・・

1990年代は当基金も北米の他の大手年金基金と同じように、株式60:債券40のポートフォリオで運用していました。上げ相場のうちはうまく行きましたが、2000年の株価暴落で多額の評価替を余儀なくされました。その結果、株価が調整に向かうたびにFRBがテコ入れを図ってきたために株価は長い間過大評価されていたことが判明しました。また、年金債務の時間的特性を踏まえると、現実的な運用報酬体系の中で豊富なキャッシュフローを安定的に得られる資産が適していることも明らかになりました。

当基金は、バイ・アンド・ホールドとオポチュニスティック型の運用を組み合わせたリバランスを正式に増やし始めました。この戦略ではインフラ投資、プライベート・エクイティ、不動産、ハイ・イールド債、ディストレス債券、ヘッジファンドを多用しました。これらの投資が占める割合は、過去10年間で5%から35%近くまで急増しました。相場の下落局面では欧州と米国の優良資産を慎重に選びました。運用資産残高の50%超は内部で運用しており、人材を育成することにより絶対リターンを目指しています。

パフォーマンスの良好なヘッジファンド会社の経験から学んだことは、人材はそれを配置する環境次第であるということです。人材の厚さは重要ですが、それを最大限に活用することもまた重要なのです。

この最大限の活用には、高いパフォーマンスを求める企業文化の醸成に役立つ3つの強みが必要です。すなわち、個人の自尊心を高める企業ブランド、個人の使命感を高める面白

い仕事、自発的な創造を促すようなハードとソフトの報酬のバランスの3項目です。

過去には互いの誤解がよく見られました。上司は部下を自尊心が非常に高く強欲で傲慢な投資専門家とみなし、投資専門家は上司を投資の神髄から外れた見せかけの財務屋だと見なしていたのです。どちらにとっても転職を繰り返して無駄に次の虹を追いかけるだけでした。しかし、ポートフォリオのリバランスに伴って人材管理の重要性が急浮上しました。

当基金では大げさでない管理を行い、オープンで率直なコミュニケーションを多用し、実力主義的なインセンティブ体系と同僚からの評価を使って内部の人材のモチベーションを高めています。

当基金は彼らが人よりも資金の管理に関心を持っていることを受け入れています。したがって、いざこざが起きにくく、アイデアアイデアが新しいアイデアを生むような小規模なチームで、リターンの上昇という原則に従って仕事をさせます。多人数を一緒に働かせると混乱や論争が増え、パフォーマンスが低下しがちです。また特に、当基金では彼らが最も重視する2項目、すなわち幅広い裁量を認める独立性や活動分野と、彼らが尊敬する上司を提供しています。彼らは英雄を崇拝せず、理想論的な言い回しよりもリーダーシップの基本をわきまえた上司を選びます。

この手法が奏功し、当基金は年金業界でリバランスの大きな成功例の一つとして広く評価される実績を上げています。

～カナダの年金基金

インタビューからの引用:

「当社は自己資金をシードマネーとして新商品を導入しますが、顧客から少額の拠出を得る場合もあります。」

「当社はクオンツの手法とファンダメンタル分析の両方を慎重に組み合わせて使っています。」

「年金運用コンサルタントには、顧客の利益を守るために隊列を乱して防御壁から頭を突き出そうというインセンティブはありません。」

今後のイノベーションの主眼は商品の質、利益の整合性、オペレーションの卓越性

金融危機は資産運用会社にとって創造の源となった以上に、自らを見つめ直す機会となりました。

今後 3 年間、資産運用会社のイノベーションは古いものの改善を通じて、既存のものを発展させる形で進んでいくでしょう。資産運用業界は破壊的な影響力を持つ変化に即応できるほど進化に適合していません。今後は 3 種類の改善が行われるとみられます。

まず、商品の質の改善です。資産運用会社の 42%は、前章の最後に示したような新しいアイデアを創出・評価するためのしっかりとしたプロセスを導入する考えです。

37%は新商品の発売前にストレステストを行う計画です。

27%はこれまでよりも商品化に時間をかけ、実績を上げることを目指しています。

20%以上はこれらの手段を用いて、ダウンサイド・リスクを制限しつつ値上がり益を確保する、資産クラス間の相関の低減、複雑性の低減という 3 つの成果を商品で実現しようとしています。

ただ、商品の質は向上するでしょうが、桁外れに優れた商品の登場は期待できません。既存商品をアップグレードすることにより良い成果を目指す方向になると思います。

二つ目の改善は、顧客の利益との整合性を高めることで、51%の資産運用会社がこれを選びました。

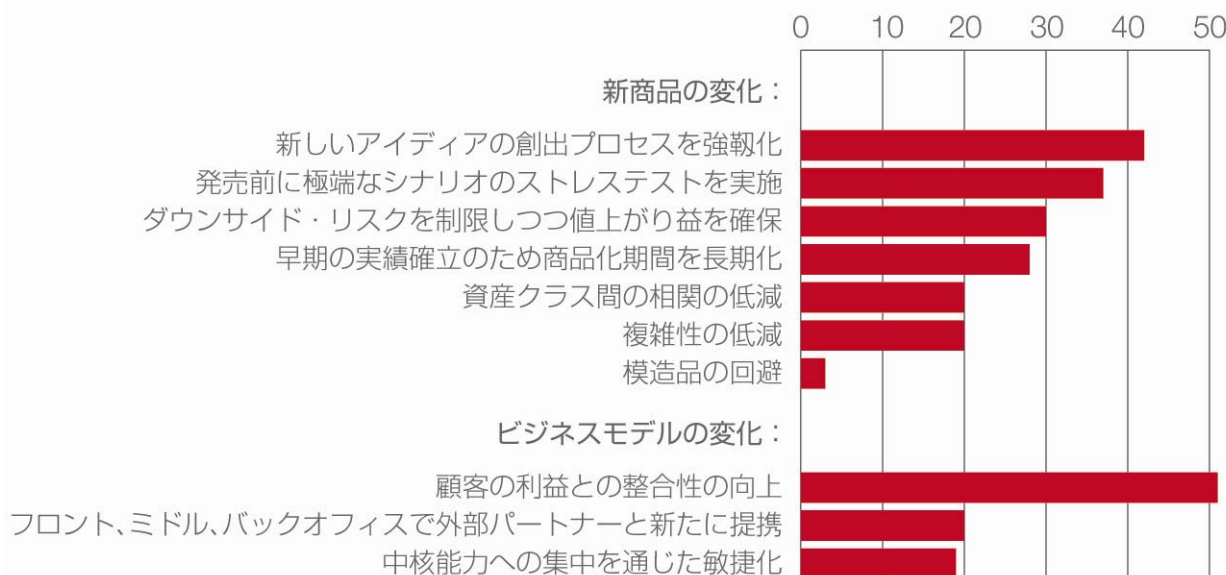
これは昨年レポートでも示したように、受託者責任のオーバーレイ(委

託信頼関係に基づく特定の専門機関への一括委託)を行うことによって実現します。受託者責任のオーバーレイは、過去 10 年間顧客に割高なコストを負担させてきた行動バイアスを阻止し、資産運用会社が目的に適合しない商品を販売することを防止し、利益と痛みを公平に分かち合う釣り合いのとれたインセンティブを提供し、投資に対する考えとタイム・ホライズンの共有化を進める効果を持ちます。

これが進展するかどうかは、年金基金、年金運用コンサルタント、販売会社が現行の運用報酬・費用水準をどれだけ低減できるかに大きく依存します。値下げ圧力は高まりつつあり、これについては本章で後述します。

今後 3 年間でイノベーションに対する資産運用会社のアプローチはどのように変わるとお考えですか？

資産運用会社を対象とした調査から回答者の比率(%)



出典:シティ/プリンシパル/CREATE 調査報告書 2011 (Citi/Principal/CREATE Survey 2011)

インタビューからの引用:

「投資商品は実験室でテストすることはできませんから、理論上で『風洞試験』を行うのです。」

「当社のイノベーションは誠実に実現可能なことを見据え、厳格にそれを実現することをモットーとしています。」

「管理代行業者はもはや周辺業務だけに限りません。バックオフィスからミドルオフィスへと急速に拡大しています。」

51% の回答者が
利益の整合性をトップに位置付け。

42% の回答者が
新しいアイデアの創出プロセスを2番目に位置付け。

37% の回答者が
極端なシナリオのストレステストを3番目に位置付け。

三つ目の改善はオペレーションの卓越性です。資産運用会社の20%はフロント、ミドル、バックオフィスの各業務で外部のパートナーと新たな提携を模索しています。19%は自社の中核能力に集中することにより敏捷性を高めることを目指しています。2000年代中盤以降、管理代行業者にアウトソースされる業務の種類は増え続けており、最初はバックオフィス業務から始まり、次第にミドルオフィス、フロントオフィスへと拡大しています。資産運用会社が戦略、対象国、販売チャネル、提携、

顧客セグメントといった側面で新たな領域に手を広げるのに伴って活動領域があまりにも多岐にわたるようになった結果、ビジネスの複雑性や規模の不経済性が高まっています。専門技術を利用し、オペレーションの卓越性を高め、規模の経済を最大化するためには、提携やアウトソーシングが重要な手段となっています。

実際、中・大規模の資産運用会社は規模の拡大に伴う官僚主義の弊害を最小限に抑えるために、マルチ・ブティック・モデルを採用するケ

ースが増えています。これらのブティックは独立的・半独立的な部門として運営され、様々な商品分野で投資の卓越性の根源となることを目指しています。また、複数の資産クラスの商品に必要なものを供給する役割も担っています。これらのブティックではアウトソーシングと提携を組み合わせることにより、ビジネスの重点を明確化することを目指しています(下記のケース・スタディを参照)。

俯瞰すると・・・

大手の資産運用会社に対する一般的なイメージは、古めかしいシステムと古めかしい考え方に凝り固まり、肥大化して身動きが取れず、既存の収入を守ることに汲々としている姿でしょう。当社は既存事業の成長と買収を通じてグローバル規模の会社に成長する過程で、アイデア追求型の外向きのビジネスモデルを堅持することにより、この一般的なイメージに逆らう努力を行ってきました。当社が指針とする基本的な考え方は、イノベーションは実地訓練、実験、他者から得た知識から生まれるということです。

当社がこの10年間に多数のイノベーションを成し遂げることができた背景には、二つの要因があります。

一つは、投資プロセス、リサーチ・エンジン、リスクのプラットフォーム、人間の創意工夫の組み合わせ方です。当社は投資計画の策定において大量の情報を使用します。新しいアイデアを追求し、次にクオンツモデルと小グループでの集中的な議論を通じてそのリアリティ・チェックを行います。通常はこの過程で私達が「X 要素」と呼ぶ特別な洞察や見通しが浮かび上がってきます。これによって頭の中で考えることと直観で感じる事が一体化します。

もう一つの要因とは、管理代行業者との提携です。管理代行業者は当初、バックオフィス業務のみを担当をしていましたが、この5年間に当社のイノベーションの原動力になる6つの中核業務を提供することにより、次第にフロントオフィス業務にまで進出してきました。この6つの中核的業務とは、売買のポジションに関するリアルタイムの情報を提供するデータ・ウ

ェアハウス、新商品のストレステストを行うシミュレーション・モデル、様々な国に応じて商品をカスタマイズできるファンド組成、当社のリスク特性についてセカンド・オピニオンを提供するリスク分析、年金基金の積立水準を現実的な尺度で計測するための非流動資産の独立的評価、既存顧客や見込み顧客の視点から当社の信頼性を高める運用実績の要因分析を指します。

資産運用会社はグローバル化と規制の中で、活動領域や細かい区分が余りにも増え過ぎています。目標がパフォーマンスであるならば、その確実な達成方法は集中することです。そのため、当社は最新の専門技術と物理的なインフラのプロフェッショナルなオーバーレイによりフロントオフィスとその他の部門をシームレスにつなぐオペレーションの卓越性をサービス代行業者に任せています。

サービス代行業者は他の資産運用会社とも取引があるため、意見を聞くにはもってこいの存在です。彼らのおかげで自ら代償を払って学ぶのではなく、他社の失敗から学ぶことができます。また、彼らが当社の顧客に関する知識を持っていることを考えれば、彼らがいずれ当社のウェブサイトのデザインとホスティングを代行し、リスク管理、資産配分、ポートフォリオの構築、株式銘柄の選択などに使う機関投資家や個人投資家向けのDIYツールや教育用ツールを多数提供する時が来ることを予想できます。資産運用会社はまだ、次世代のウェブ活用にはほとんど手を付けていないのですから。

～ドイツの資産運用会社

インタビューからの引用：

「マルチ・ブティックの形態をとることにより信用リスク商品、株式、実物資産の相関を評価することができます。」

「私はCIOとしてしばしば課題を作り、それに関する新しいアイデアを募ります。その中から選ばれたアイデアを前に進める支援も行っています。」

「卓越したオペレーションはコスト、品質、信頼性での強みにつながります。」

販売会社は今後 10 年間に破壊的変化に直面

販売会社は世界的に矛盾を抱えたままの状態が続いており、特にアジアと欧州では米国に比べてこの傾向が強いといえます。

非英語圏の諸国では銀行の支配力が強く、販売会社は顧客のニーズや資産運用会社の実績、根本的な投資戦略の拡張性を無視して、販売時手数料、年間手数料、解約手数料を最も多く稼げる資産運用会社に顧客の資金を回す傾向があります。

一方、英語圏の諸国では独立系ファイナンシャル・アドバイザーが影響力を持っています。インタビューの結果、手数料がファイナンシャル・アドバイザーの判断を左右していることが明らかになりました。独立系ファイナンシャル・アドバイザーが助言手数料や取引手数料の見返りとして最終顧客に忠誠を誓っている国は、米国だけでした。

ただし、オーストラリア、欧州、インドでは当局による圧力が高まっています(次ページのケース・スタディを参照)。どのような形態の規制となるのか現時点では曖昧ですが、規制の意図は明らかです。高い運用報酬、頻繁な入れ替え、貧弱な選択肢を土台にして長年続いていた利益相反問題に取り組むためです。

インタビューに応じた販売会社によると、今後 10 年間で手数料はなくなるかもしれません。回答した販売会社は、今後 3 年間にこれを見越して次の 4 つのことが起きる可能性が高いと予想しています。

37%の販売会社は、サービス水準の向上を予想しています。

35%は「商品」から「ソリューション」への転換を予想しています。

20%は投資助言のインフラの改善を予想しています。

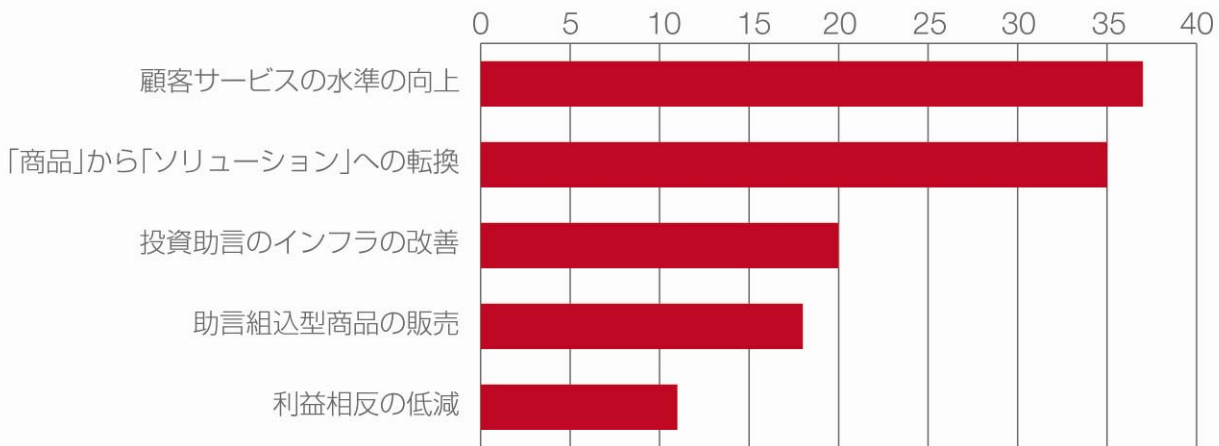
18%は助言組込型商品の成長を予想しています。

大手の販売会社は資産運用会社に対抗して、成長余地、家族の状況、資産規模、リスク選好度といった複数の基準に基づき顧客を複数のセグメントに分類し、それによってサービスの改善を図りつつあります。中には顧客をプラチナ、ゴールド、シルバー、ブロンズの 4 つのセグメントに分類する販売会社もあり、各セグメントに提供するサービスを明確に分けています。

例えば、プラチナ顧客については詳細な投資レビューとポートフォリオのリバランスを定期的に提供し、投資助言を主要なサービスとします。一方、対極のブロンズ顧客には正確な情報をタイムリーに提供します。ミューチュアル・ファンド(投資信託)が中心となります。

今後 3 年間でイノベーションに対する販売会社のアプローチはどのように変わると予想されますか?

資産運用会社を対象とした調査から回答者の比率(%)



出典:シティ/プリンシパル/CREATE 調査報告書 2011 (Citi/Principal/CREATE Survey 2011)

インタビューからの引用:

「英国では RDR (金融商品の小売販売改革) によって ETF を選ぶことで最大のシェアを獲得する販売会社に資産配分が移るでしょう。」

「世界の販売会社の状況の変化は徐々に進んでいます。しかし、いずれその影響力は革命的となるでしょう。」

「米国を除き、個人投資家は有料の投資助言を受け入れません。しかし、隠れた手数料に気づけば受け入れるようになるはず。」

37% の回答者が
サービス基準をトップに位置付け。

35% の回答者が
ソリューションを2番目に位置付け。

20% の回答者が
インフラを3番目に位置付け。

これ以外に、パルス・サーベイやフォーカスグループ・ディスカッションの定期的な実施が徐々に増えています。これらは顧客のニーズの実態を明らかにするだけでなく、社内の変化を促す外的手段として機能しています。

「商品」から「ソリューション」への転換に関しては、米国と欧州ではけん引役が異なると思われます。欧州では資産配分商品として徐々に販売が増えているETFが転換をけん引するでしょう。一方、米国ではターゲット・デット型ファンドやターゲット・リ

スク型ファンドといった様々な退職ファンドへの転換も含まれます。

セグメント化やソリューションに基づく商品の副次的効果として、次第に投資助言のインフラが改善され、助言組込型商品の販売が増えるものと見込まれます。

最初は欧州でも米国でもプライベート・バンクが変化の重要な原動力となる可能性が高いでしょう。

欧州の大手プライベート・バンクは資産配分に関する助言や資産運用会社の選択、資産運用などのサービスを通じて、すでに機関投資家市

場に参入しています。一部には次世代の確定拠出年金(DC)の設計に関するアドバイスを行っている銀行もあります。この過程で、銀行は資産配分と資産運用会社の選択において、個人投資家向けと機関投資家向けに同じツールを使用しています。

銀行の顧客セグメント別の販売チャネルも一つに収斂しつつあります。

欧州を中心に変化の強い風が吹いていることは明らかです。

俯瞰すると・・・

投資のバリューチェーンを構成するあらゆる領域の中でも、販売の領域はおそらく欧州とアジア太平洋地域を中心に、今後10年間で最も破壊的な変化が起こるでしょう。

その背景として、選択肢が増えすぎたことが挙げられます。例えば、欧州で現在販売されている株式クラスは5万に及び、米国のほぼ5倍に相当しますが、欧州の資産規模は米国の約半分に過ぎません。これらの大半は運用報酬稼ぎを目的に外見を変えただけの模造品です。

また、利益相反も横行しています。オーストラリア、中国、インド、日本、シンガポール、フランス、英国などさまざまな国で販売会社の重大な利益相反が続いています。販売会社が顧客のニーズや運用実績、投資戦略の拡張性を無視して、販売時手数料、年間手数料、解約手数料を最も多く稼げるファンドに資金を注ぎ込んでいるためです。欧州大陸や日本では銀行が販売を担い、オーストラリア、香港、シンガポール、英国では独立系ファイナンシャル・アドバイザーが販売を担うという違いはありますが、この望ましくない状況はどちらも同じです。

インドは新しい規制で先行しています。英国も2012年に新規制の導入を予定しており、おそらく欧州のその他の諸国もこれに続くと思われます。新しい規制では個人投資家向けの幅広いファンドで従来型の手数料が禁じられます。それに代わって、販売会社は最終顧客から助言手数料と取引手数料を徴収することを義務づけられます。インドでは昨年、この影響が瞬間に現われ、正味の資金流入額が激減しました。顧客はこれまで「無料」だったサービスが有料化されたと勘違いしたのです。

欧州では当局の介入前に販売会社がこれに気づきました。当行ではまず、運用報酬が低く隠れた取引費用の高いETFの比重を高めています。動的な資産配分を行う商品でETFの利用を次第に増やし、多額の取引手数料を稼ぐことにより、収入源を確保しています。

ただ、いずれはアクティブ型の運用会社に大きなしわ寄せがくるはずで、手数料のお陰でこれまで存続してきた凡庸な運用会社は、競争の激化に直面して生き残りを賭けて悪戦苦闘するでしょう。当行の大衆富裕層向けのサービスは、いずれはコモディティ化すると考えています。

同時に当行は富裕層や機関投資家(確定給付年金と確定拠出年金)向けのサービスを強化しており、資産配分、年金基金の設計、資産運用会社の選択に関する助言を欧州と極東地域で提供しています。その一環として、顧客をプラチナ、ゴールド、シルバー、ブロンズの4つに分類し、それぞれに異なるサービスを提供しています。このセグメント化は様々な客観的・主観的基準に基づいて行っており、その目的は顧客のニーズを予想し、ニーズに応えることにより顧客との距離を縮めることにあります。

最後に、当行が最近実施した最大の変革は、複数の販売組織の統合です。個人投資家、富裕層、機関投資家の各販売チャネルを一つにまとめた理由は、これらの顧客のニーズが一つに収斂してきたことと、当行の資産配分と運用選択の営業レバレッジが高いためです。

～スイスのプライベート・バンク

インタビューからの引用:

「資産配分に関するいい加減な判断と分かりにくい仕組みのために、顧客は年平均2.5%のリターンを失ってきました。」

「営業レバレッジを改善するために個人顧客、機関投資家、ホールセール顧客の販売チャネルは統合されるでしょう。」

「顧客グループに応じた販売のセグメント化が進むと思います。」

板挟みになった年金運用コンサルタントのイノベーションは今後も限定的

年金運用コンサルタントは逃れようのない不条理な状況に陥っています。

顧客は予測可能であることを望んでいます。市場は不透明です。顧客は先行者になることを希望しますが、資産配分は運用実績を要求します。

第2章で見たように、過去10年の多くの誤りに対する非難の矛先が資産運用会社よりも年金運用コンサルタントに向けられたのも無理はありません。

この問題に輪をかけるように、欧州や米国の主な金融センターでは例外なく、年金運用コンサルタントの人材が資産運用会社、投資銀行、新企業などに流出しました。

アドバイザーとしての年金運用コンサルタントのアプローチは、特に資

産配分や資産運用会社の選択において時代遅れと受け止められています。彼らのアプローチは、過去は未来のすぐれた手引書であることを暗黙の前提としています。しかし、過去10年の出来事は市場が過去の経験よりもセンチメントによって動くことを示しています。

こうした背景の下、年金運用コンサルタントはその独立的な役割ゆえに、根拠に基づく投資助言を行う必要があります。3、4章で見てきたように、投資のイノベーションは様々な成果をもたらしました。したがって、年金運用コンサルタントはこれらの真価を問う必要があります。また、年金運用コンサルタントは、小・中規模の年金基金の大半は新しいものを試すスキルがなく、ガバナンス体制も整っていないことを熟知しています。

このような状況に反して、回答者は今後3年間に年金運用コンサルタントが次の4つの改善を行うことを期待しています。

回答者の26%は、動的な資産配分における専門知識を高めることを年金運用コンサルタントに期待しています。

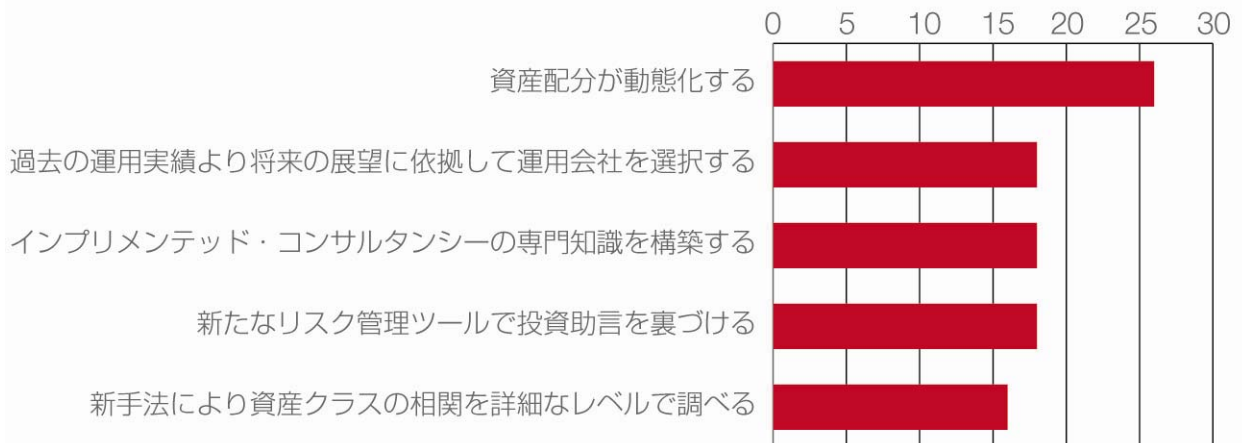
17%は、資産運用会社の選択において過去の実績よりも将来の展望を根拠とすることを期待しています。

17%は、インプリメンテッド・コンサルタンシー（運用受託コンサルティング）における専門知識を高め、1カ所ですべてが間に合うワンストップ・ショッピングのソリューションを提供することを期待しています。

17%は、投資助言を裏付けるリスク管理ツールの改善を期待しています。

今後3年間でイノベーションに対する年金運用コンサルタントのアプローチはどのように変わるとお考えですか？

資産運用会社を対象とした調査から回答者の比率(%)



出典: シティ/プリンシパル/CREATE 調査報告書 2011 (Citi/Principal/CREATE Survey 2011)

インタビューからの引用:

「この業界は進化に適していません。誰もが投資という食物連鎖の中で自分の居場所を確保しているため、誰も波風を立てたくないのです。」

「年金運用コンサルタントは資産クラスの大きな変化を理解する必要があります。現場でうまくいっているものはほとんどありません。」

「アルファやベータといった概念は捨てるべきです。顧客の長期目標こそが正しいベンチマークなのです。」

26% の回答者が

資産配分をトップに位置付け。

コンサルタントの専門知識に関する矛盾した要求を受け、調査後に行った年金運用コンサルタントへのインタビューでは、これらの数字をさらに深く掘り下げました。

年金運用コンサルタントはアドバイザーとしての役割上、イノベーションの範囲は限定されますが、ビジネスモデルを改善する可能性は高いといえます。

第一に、コンサルティング業務のモデルはすでに2種類に分かれています。

オランダにおけるフィデューシャリー・マネジメントの急成長という競争上の脅威を受け、大手のコンサルタントは市場シェアを固めるためにイ

17% の回答者が

資産運用会社を選択。

インプリメンテッド・コンサルタンシーに参入する公算が高いとみられます。これらのコンサルタントは資産配分、資産運用会社の選択、ポートフォリオの構築といった重要な分野で専門知識を深めていくでしょう。インプリメンテッド・コンサルタンシーに伴う複数のサービスの組み合わせからどのような利益相反が生じるかについては、今後明らかになるでしょう。

すき間市場を狙ったコンサルティングは今後も成長を続けるとみられます。狭い分野に特化することにより顧客との距離を縮め、利益相反を最小限にとどめるでしょう。

第二に、人材が勝敗を分けるでしょう。

17% の回答者が

インプリメンテッド・コンサルタンシーを選択。

新たな顧客セグメントの台頭に伴い、投資助言に対する需要はどの国でも拡大しています。大量のニューマネーが新興国市場の4つのセグメント、すなわち政府系ファンド、国の社会保障ファンド、新しい確定拠出年金(DC)プラン、資産運用部門を分離した保険会社からもたらされるはずで

です。大手資産運用会社もこれらのセグメントをワンストップ・ショッピング商品の販売先として狙っており、年金運用コンサルタント自身、幅広い知識と豊かな経験なしには大手資産運用会社と競争できないことを認識しています。

俯瞰すると・・・

これだけは確認しておきますが、年金基金の積立不足額は目玉が飛び出すほどです。当然、資産運用会社や私達年金運用コンサルタントは悪者扱いされていますが、巨額の積立不足という恐ろしい現実を前にして、これに反論するのは困難です。

当社の顧客である米国の地方自治体の年金基金の中には、積立不足の解消に最大60年必要なものもあるほどです。

これらの年金基金は間違った行動を助長するようなやり方で運営されています。例えば、退職する最後の年に恣意的な昇進や不必要な残業を行うことによって、勤務最終年度の給与をベースに年金支給額を決める制度を悪用して受給額を膨らませたりします。しかし、このような制度の悪用だけが原因ではありません。なぜなら、年金基金は投資面ではあまりに多くの未知の「未知数」の被害者であるためです。

私達の中で2回の弱気相場を予測した者はほとんどおらず、割安な資金に隠された時限爆弾に気づいた者もほとんどいませんでした。また、時価評価ルールの予想外の影響を理解した者はほとんどおらず、資産クラスの相関が大幅に高まることを予測した者もほとんどいませんでした。

資産配分モデルや運用会社選択ツールの大半は、ごく簡単にパワーポイントの立派なスライドを作り出します。しかし、それらの予測能力は過去に起きた事態の再発を予測するだけに限られており、過去に経験していない事象を見ることはできません。

私達は混乱した10年から次の5つのことを学びました。すなわち、資産クラスの相関は非対称的であり、上昇局面では低く、下落局面では高いこと。資産クラスのリスク/リターン特性

は超長期でなければ確認は困難であり、その一方でファット・テール現象によって損なわれ得ること。過去の事象に基づくリスクモデルはリスクのバロメーターというよりもむしろ心理的な療法であり、過去は未来の最良の手引書かもしれないが、相当不完全なものであること。どの資産クラスも甘くなく、独特なリスクよりもシステミックリスクが高まっていること。そして最後に、信用収縮の直接的な結果として、長年副次的であった流動性が注目を浴びていることです。

これらの不愉快な事実によって、私達は不透明性に満ちた環境の中で適切性を維持するために、目線を少なくとも30度持ち上げることを余儀なくされています。

顧客は当然、イノベーションに対して強い警戒心を抱いており、金を巻き上げるための詐欺だと捉えています。依頼人と代理人の関係はこれまでに深刻化しています。これを解消するひとつの方法は、容易とはいえませんが、非常に多くの誤った判断を導き出した当社のモデルやツールの役割を低く評価することです。

現在の市場における非常に高レベルの「ノイズ」を理解するために、より深く掘り下げて考えるべき時です。私達の行う一部の業務の間違った厳格さや見せかけの正確性は、私達のキャリアリスクの管理には驚くほど効果的です。しかし、そのうち予想外にこれらが顧客の期待を高めることになり、結局は顧客を落胆させる結果となります。

当社は現在、年金基金のために行うあらゆる重要なことに対して、以前よりはるかにしっかりと人間の判断のオーバーレイを適用しています。

～グローバル規模の年金運用コンサルタント

インタビューからの引用：

「2008年以降、アドバイザーとしての信頼性の回復は非常に困難になっています。顧客はまず当社を非難するためです。」

「当社は顧客に代わって手数料の引き下げ圧力を徐々に高めています。資産運用会社の選択は以前に比べて相当手厳しくなっています。」

「当社はプライベート・バンクやDCプランの母体企業、政府系ファンドにとって重要なパイプになりつつあります。」

CREATE リサーチ (CREATE-Research) によるその他の刊行物

以下のレポートおよびグローバル投資における新たなトレンドをテーマとした多数の論説、論文は、
www.create-research.co.uk にて無料でご覧いただけます。

- ◆ 不確実性時代の資産運用 (Exploiting Uncertainty in Investment Markets) (2010 年)
- ◆ 投資の未来: 次の動きは? (Future of Investments: the next move?) (2009 年)
- ◆ 確定給付年金 (DB)・確定拠出年金 (DC) プラン: 実行力を強化する (DB & DC plans: Strengthening their delivery) (2008 年)
- ◆ グローバルな資金分配: 新たなフロンティアを結ぶ架け橋 (Global fund distribution: Bridging new frontiers) (2008 年)
- ◆ 資金のグローバル化: その課題とチャンス (Globalisation of Funds: Challenges and Opportunities) (2007 年)
- ◆ オルタナティブ・ファンドとロング・オンリー型ファンドの収斂と乖離 (Convergence and divergence between alternatives and long only funds) (2007 年)
- ◆ ビジネス・ガバナンスの強化に向けて (Towards enhanced business governance) (2006 年)
- ◆ 明日の顧客のための、明日の金融商品 (Tomorrow's products for tomorrow's clients) (2006 年)
- ◆ コンプライアンスで発展を: 規制に対するリスクベースのアプローチ (Comply and prosper: A risk-based approach to regulation) (2006 年)
- ◆ ヘッジファンド: グローバル投資を一変させる触媒 (Hedge funds: a catalyst reshaping global investment) (2005 年)
- ◆ パフォーマンス水準を引き上げる (Raising the performance bar) (2004 年)
- ◆ 革新的変化、進化的対応 (Revolutionary shifts, evolutionary responses) (2003 年)
- ◆ 収益改善に向けて創造力を利用する (Harnessing creativity to improve the bottom line) (2001 年)
- ◆ 明日の組織: 新たな発想、新たなスキル (Tomorrow's organisation: new mindsets, new skills) (2001 年)
- ◆ ファンド・マネージメント: 新時代のための新技術 (Fund management: new skills for a new age) (2000 年)
- ◆ 知識の創造と交流における優れた実践事例 (Good practices in knowledge creation and exchange) (1999 年)
- ◆ スキル競争 (Competing through skills) (1999 年)
- ◆ 統率力 (Leading People) (1996 年)

問い合わせ先:

アミン・ラジャン教授

amin.rajan@create-research.co.uk

電話: +44 (0) 1892 52 67 57

携帯電話: +44 (0) 7703 44 47 70



プリンシパル・グローバル・インベスターズは多角的な資産運用会社で、プリンシパル・ファイナンシャル・グループ (Principal Financial Group®) のメンバーです。運用プロフェッショナル 435 名の専門知識を活かし、世界 50 カ国以上で、主に退職年金基金やその他の機関投資家から受託した 2,353 億米ドルに上る資産を運用しています。プリンシパル・グローバル・インベスターズは株式、債券、不動産投資と幅広い分野において包括的な運用能力を誇るだけでなく、通貨マネジメント、アセット・アロケーション、ステーブル・バリュー・マネジメントおよび仕組投資戦略等の専門知識も提供しています。マルチ・ブティック戦略のもと、各分野に特化したグループ会社や関連会社のネットワークを通じて、幅広い分野で運用実績を上げています。当社は、米国、ロンドン、ミュンヘン、シンガポール、東京、シドニー、香港、クアラルンプールなど、世界各地にサービス拠点を有しています。



CREATE-Research は、グローバルな資産運用における戦略変化や新たなビジネスモデルを専門とする独立系シンクタンクで、著名な金融機関やグローバル企業向けの調査や助言業務に取り組んでいます。CREATE-Research は、欧米諸国の信頼できる組織で決定権を持つ幹部の人々と密接な協力関係を築いており、その研究は話題性の高いレポートやメディアからの注目が集まるイベントを通じて広く認知されています。より詳しい情報については、www.create-research.co.uk をご覧ください。