

CFA 協会ブログ

No.543

2021 年 9 月 17 日

Passive Funds and “Do No Harm” Are Not Synonymous

パッシブ・ファンドが「害を及ぼさない(Do No Harm)」わけではないこと

ジェド カスコビッツ ([Jed Laskowitz](#))

単純化し過ぎること：事実を捻じ曲げたり、誤解を与えたり、あるいは間違いを引き起こすまでに単純化すること

最近の投資業界では、アクティブ運用からリスクを回避すべく過度な単純化が出回っています。

たとえば、[CFA Institute Research Foundation](#) の確定拠出年金(以下 DCP)：プラン・スポンサーの課題と将来では、ジェフリー・ベイリー

(Jeffery Bailey)、CFA、およびカート・ウィンケルマン (Kurt Winkelmann) は、投資委員会の第一の責任は投資対象が「害を及ぼさない (do no harm)」基準を満たすことであり、アクティブ・ファンドが DCP に組み込まれているべきか精査することであると述べています

彼らは、年金プラン・スポンサーがパッシブ運用をデフォルトで選択することを推奨しています、そしてパッシブ・ファンドを選択してアクティブ・ファンドを回避すれば、投資委員会が「害を及ぼさない (do no harm)」結果になることを示唆しました。

しかし、この視点はあまりに単純化されています。

投資委員会のメンバーは、[従業員退職所得保障法 \(ERISA\)](#) に基づくフィデューシャリー (受託者) です。ERISA における受託責任者は、単に「害を

及ぼさない (Do No Harm)」ということではありません。むしろ、ERISA における受託責任者を順守する基準は、はるかに高いです。これは、年金プランの加入者と受益者の最善の利益のために慎重に行動すること、および大きな損失のリスクを最小限に抑えるために (DC) プランの投資を分散することが含まれます。

フィデューシャリー (受託者) は、プラン加入者の最善の利益に焦点を当てる必要があります。場合によっては、これによりアクティブ・ファンドを選択する可能性があります。しかし、いずれにせよ、パッシブ・ファンドが「害を及ぼさない (do no harm)」基準を満たしているというわけではありません。

パッシブ・ファンドまたはアクティブ・ファンドを選択すると受託者リスクが何らかの形で低下するという考えは根拠がなく、最も適切なターゲット・デット・ファンド (以下 TDF) を選択するときに ERISA における受託責任者が検討すべきより重要な部分を無視してしまいます。

著者らはまた、投資委員会がデフォルトの選択肢としてパッシブ運用の TDF を選択すべきであることを示唆しています。通常、TDF は最も適切な選択肢になりますが、パッシブ運用される TDF のようなものではないことを覚えておくことが重要です。

すべての TDF には、TDF マネージャー側にアクティブな運用意思決定が関与してきます。TDF マネージャーは、ファンドに含める資産カテゴリ、それらカテゴリを担当する投資マネージャー、各年齢コホートへのこれらのカテゴリの割り当て、および時間の経過とともに変化する資産配分（つまり、グライド・パス）を少なくとも選択する必要があります。著者は、資産クラスを選択とグライド・パスの構築が、ターゲット・デート・ファンド内でアクティブとパッシブのどちらをベースの戦略として選択したかどうかに関係なく、ポートフォリオマネージャーによる重要な避けられないアクティブな決定であるという事実を考慮していません。

実際、グライド・パスと資産クラスを選択は、アクティブ、パッシブ、またはハイブリッドアプローチを通じた投資実行の選択よりも、投資家の成果に影響するはるかに重要な推進力です。

DC プランへのほとんどの新しい拠出は TDF に投資されており、多くのプランでは、デフォルトとして TDF が選択されています。そのため、TDF を選択することが、投資委員会が行うであろう最も重要な意思決定になる可能性があります。このような重要な決定は、TDF ポートフォリオがアクティブまたはパッシブのベースの戦略を使用するかどうかだけでなく、はるかに多くのことを考慮する必要があります。

たとえば、一連のパッシブ運用される TDF は、不適切な時期、たとえば定年の直前などにリスクが大きすぎる可能性があります。それは、損失が回復する期間（または賃金収入）がない個人に重大な損失をもたらす可能性があります。ベイリーとウィンケルマンは、退職者にとって最も重要で影響力のある考慮事項、つまり所得の補完についての議論より、永続的なアクティブ対パッシブ運用の議論に焦点を当てています。

給与水準、拠出率、離職率、年金取り崩しなどの加入者の人口動態を考慮し、企業が従業員のために確定給付制度を維持しているかどうかを検討することは、加入者にとっての最善の利益であり加入者の所得補完の目標達成に貢献する TDF グライド・パスを決定するのに役立つと強く信じています。

また、加入者である投資家が退職時に達成したい目標および退職後の目標を達成するのを支援する上で私たちが果たす役割についても強く感じており、フィデューシャリー（受託者）リスクを軽減するために（年金）プランのスポンサーが単にアクティブ以上にパッシブを選択すべきであるという結論は、ERISA の基準またはプラン加入者の目的と一致しないと強く考えています。

年金プランの人口動態、グライド・パス、および資産クラスの多様化は、TDF マネージャーがアクティブまたはパッシブのどちらを TDF の構成要素に選ぶかよりもはるかに重要な考慮事項です。

（翻訳者：浜野 秀明）

英文オリジナル記事はこちら

<https://blogs.cfainstitute.org/investor/2021/09/15/passive-funds-and-do-no-harm-are-not-synonymous/>

注) 当記事は CFA 協会(CFA Institute)のブログ記事を日本 CFA 協会が翻訳したものです。日本語版および英語版で内容に相違が生じている場合には、英語版の内容が優先します。記事内容は執筆者の個人的見解であり、投資助言を意図するものではありません。また、必ずしも CFA 協会または執筆者の雇用者の見方を反映しているわけではありません。