

マネージャーストラクチャーの再構築について  
(意見書)

平成14年7月15日

国家公務員共済組合連合会

資産運用委員会

連合会の委託運用は、ほとんどバランス型のアクティブ運用となっているが、特化型運用やパッシブ運用を適切に組み合わせることで効率運用に資することから、当委員会では、平成 14 年 2 月 7 日付「資産運用委員会報告書」においてマネージャーストラクチャーの再構築を早急に検討するよう指摘したところである。

これに対し、現在、連合会では、マネージャーストラクチャーの再構築を具体化すべく検討を開始し、平成 14 年度中にマネージャーストラクチャーを含め、基本ポートフォリオを完成させるよう努めることとしている。

これを受けて、当委員会において、マネージャーストラクチャーの再構築についての問題点を整理し、あるべき方向性を検討したところである。

本意見書は、その際、委員から提起された意見を取りまとめたものである。

# マネージャーストラクチャーの再構築について

## 1．新しい資産運用形態

連合会がマネージャーストラクチャーの再構築を行うにあたり、基本的に次のとおり考えることが望ましい。

基本ポートフォリオとして定めた最適な資産配分を実行し、資産構成割合を維持していくにあたっては、本来、パッシブ方式が想定されている。しかしながら、市場の非効率性が全くない訳でもないので部分的にアクティブ運用を行うことも必要である。この場合、運用の効率性、運用報酬・運用コストの削減の観点から、現状ではパッシブコア方式（パッシブコア・アクティブサテライト方式）がもっとも優れた運用形態であると考えられる。さらに、資産管理上の利点もあることから、連合会においては、パッシブコア方式を念頭においてマネージャーストラクチャーの再構築を行うことが望ましい。

## 2．リスク管理の方法

アクティブ運用を行うことは、パッシブ運用でのベンチマークリスクに加え、アクティブ運用固有のリスク（アクティブリスク）をとることによってベンチマークを上回るアクティブリターンを目指すことである。その際、ベンチマークリスクとアクティブリスクをあわせたポートフォリオ全体のリスク水準については、スポンサーである連合会がその許容できる上限を決定すべきであり、この上限リスク水準を決めればアクティブ運用の割合も決定されることとなる。

アクティブリスクのコントロールについては、個々の運用マネージャーレベルでもその状況を把握する必要があり、データシステムなどの整備を含めた運用体制を構築することが望ましい。

## 3．パッシブ比率

パッシブコア方式を採用する場合、株式についてパッシブ比率を50～60%程度とすることが一般的であるが、パッシブコア方式のメリットを活かすとするれば、さらにパッシブ運用の割合を上げることが望ましいのではなからうか。

真に運用能力に優れたアクティブマネージャーを採用するためには、そのようなマネージャーが存在し、かつ、スポンサーが優れたマネージャーを事前に選択出来ることが必要である。こうしたことから、真に優秀なマネージャーを採用することは、かなり難しいと考えられる。

仮に、真に優秀なマネージャーの特定が全くできないのであれば、アクティブ運用を回避し、全てパッシブ運用にすることがベストということになる。

なお、エンハンストインデックス運用は、形を変えたアクティブ運用であり、マネージャーの運用能力に左右される運用であることを認識すべきである。

#### 4. マネージャーの種類

##### (1) スタイルマネージャー

株式のアクティブ運用について、市場型、バリュー型、グロース型というようにスタイルに特化した運用形態を事前に定め、そこにマネージャーをあてはめていく手法が多くとられているが、適切なマネージャーを探せなければ効率的なスタイル特化運用は困難であり、マネージャーの運用能力が制約条件となり得ることに注意する必要がある。

これまで、日本における資産運用は、市場型が圧倒的に多く、スタイルに特化した運用はあまり行われていないのが実状である。結果として、日本の運用機関、スポンサーは共に、スタイル特化運用の経験が浅いことを考えれば、よりシンプルなマネージャーストラクチャーが望ましいかもしれない。

##### (2) オーバーレイマネージャー

オーバーレイマネージャーは、能率のよい管理手段として理解すべきである。

オーバーレイマネージャーを採用するとしても、ポートフォリオの状況を判断し、全体をコントロールするのは、スポンサーの責務であることを忘れてはならない。

なお、スポンサーは、その責任を全うするためには、情報の一元化を進めるなど自らの管理運営能力を高度化していく必要がある。

##### (3) TAAマネージャー

TAA (Tactical Asset Allocation) マネージャーは、特化型運用によるパッシブコア方式とは相容れないことから採用は行わないことが妥当である。

#### 5. マネージャーの採用基準

連合会では、管理・運用マネージャーの採用基準を別紙のとおりとしたいとしているが、妥当であると考えられる。

なお、マネージャーの解約基準をガイドラインなどで定めることが望ましい。

(注) マネージャーの個別運用実績を公表するか否かは、年金スポンサーによりその取扱いを異にしているが、連合会においてもその対応について検討することが望ましい。

## 6. ベンチマーク

年金スポンサーにおいて、ベンチマークとして広範に採用されている国内債券のインデックスである「野村BPI(総合)」や国内株式のインデックスである「TOPIX」については、流動性、再現性といった観点からいろいろ批判がでてきている状況にある。

両者とも規範的なベンチマークであり、早急に改善が図られることが望ましいところであるが、一方、これらとは別に近い将来、年金専用のインデックスが開発されることも期待したい。

また、運用を委託する際、マネージャーベンチマークについて、政策投資ベンチマークと異なるインデックスを採用することは、効率運用の観点から十分検討に値することである。連合会においても採用ベンチマークについて、検討することが望ましい。

## 7. 情報の一元化

自己責任のもとポートフォリオを管理運営していくためには、情報の一元化は、必須の条件である。

本来であれば、欧米流のマスタートラスト機能を導入し、勘定系の一元化とともに情報の一元化を実施することが求められるところである。しかし、いわゆる日本版マスタートラストは、情報の一元化のみを先行させ、マスターレコードキーピングにとどまっていることを考えれば、現段階における情報の一元化策としては、マスターレコードキーピング機能を導入することが妥当である。

## 8. 今後の進め方

マネージャーストラクチャーの再構築において、最も難しいのは、インフォメーションレシオ等運用機関の評価をどう考えるかである。マネージャーは、運用パフォーマンスに優れていることが必須であるが、将来にわたりパフォーマンスを維持するためには、意図しない運用スタイルの変化が起きないように安定的な運用体制が望まれる。定量面に加え定性面も含めた評価・分析が重要なゆえんである。

今後については、早急に運用機関の評価・分析を行い、その結果を踏まえ、最も適切と考えられるマネージャーストラクチャーを構築していくことが必要である。

以上

## 管理マネージャーの採用基準について

- 1 . 国内の年金管理の受託実績がある信託銀行であること
- 2 . 会社経営が安定的であること  
業績：良好であること  
財務状態：健全であること  
母体企業（ある場合）：母体企業の信用力が高く支援が期待できること  
格付け：信用のある格付機関の格付けが B B B 格以上であること
- 3 . 管理体制が整備されていること  
システムが整備充実されていること  
リスク管理が充実されていること
- 4 . コンプライアンス体制が確立されていること
- 5 . 過去 5 年間重大な不祥事を起こしていないこと

以上

## 運用マネージャーの採用基準について

1. 信託銀行又は投資一任業務認可会社であること
2. 会社経営が安定的であること  
業績：良好であること  
財務状態：健全であること  
母体企業（ある場合）：母体企業の信用力が高く支援が期待できること  
国内年金受託資産額：投資一任契約資産残高が100億円以上であること  
業務経験年数：5年以上（母体企業がある場合は、母体企業の業務経験年数を考慮し  
3年以上も可）であること  
従業員数：概ね20人以上であること  
信託銀行にあっては、信用のある格付機関の格付けがBBB格以上であること
3. 運用哲学が明確、かつ、合理的であること
4. 運用プロセスが運用哲学と整合的であること
5. 運用体制が整備されていること  
ファンドマネージャー：平均経験年数5年以上、平均勤続年数3年以上であること  
運用システム、分析ツールが充実されていること
6. 信託銀行にあっては、管理体制が整備されていること
7. 運用実績が良好であること
8. コンプライアンス体制が確立されていること
9. 議決権行使及び最良執行について明確な基準があり、対応が可能であること
10. 過去5年間重大な不祥事を起こしていないこと

以上