

マネージャー・ストラクチャーを考える（上）

マネージャー・ストラクチャー（資産運用を担う運用機関の構成）は、運用目標の達成を目指して、スポンサーが採用する具体的な手段である。多様な選択肢の中、アクティブ運用機関を採用する際には、慎重な意思決定が求められるが、全体のストラクチャーを意識して運用の効率性を追求することが肝要である。

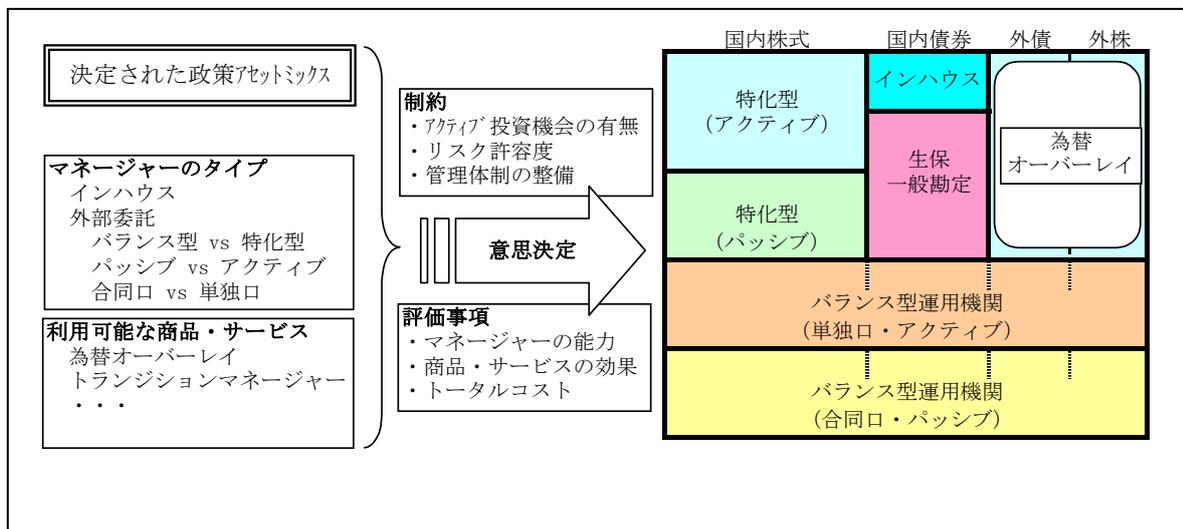
ここ数年の運用規制の緩和・撤廃、新しい商品・サービスの提供により、スポンサーが選択可能なストラクチャーの幅は広がっている。運用効率を向上させるために、ファンドのリスク・リターン特性を決定付けるポートフォリオ（組入れ銘柄の構成）と同様、年金資産全体の特性を決定付けるマネージャー・ストラクチャーの構築に期待が集まっている。

すでに長期的な資産配分目標（政策アセットミックス）が決定されているなら、スポンサーは、マネージャー・ストラクチャーの構築にあたって以下の3点に配慮すべきだろう。

- ① 政策アセットミックスに超過リターンを加える余地（アクティブな投資機会）の有無
- ② 超過リターン追求に際し、追加的に負担するリスク（アクティブリスク）の程度
- ③ 運用資産全体の管理、運用目標の実現に要するトータルコスト

たとえば、短期的な資産配分変更に超過収益の機会を見出せる場合、政策アセットミックスからの乖離リスクを評価した上で、バランス型の運用機関に一定の権限を委ねるだろう。また、特定の資産クラスの運用に高い専門性を見出せる場合、ベンチマークからの乖離リスクを評価した上で、特化型のアクティブ運用機関を採用するだろう。逆に、こうした超過収益獲得の機会がないと思えば、資産運用・管理サービスを低コストで提供するパッシブ運用機関を採用し、さらに運用報酬を節約したい場合には、インハウス運用の選択も検討可能である（図表1）。

図表1 マネージャー・ストラクチャー構築プロセス

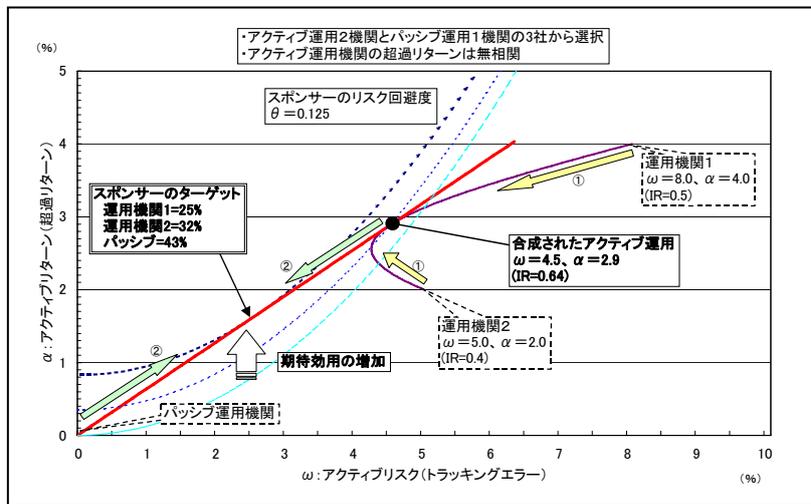


実際に採用機関を決定するには、候補運用機関の能力を評価し、判断材料とすることになる。能力の定量的な評価尺度としては、パッシブ運用機関にはトラッキングエラーが、アクティブ運用機関にはインフォメーションレシオ（IR）を用いるのが一般的である。

（注）インフォメーションレシオは、アクティブリターン（ α ：対ベンチマーク超過リターン）をアクティブリスク（ ω ：超過リターンの標準偏差＝トラッキングエラー）で割算した値。

この時、スポンサーにとっては、個別の運用機関の評価もさることながら、運用機関を組み合わせたストラクチャー全体にこそ意味がある。とりわけ、追加的リスク負担を伴うアクティブ運用機関の決定にあたっては、各運用機関の特性とスポンサー自身のリスク回避度を踏まえた上で、ストラクチャーを構築する必要があるだろう（図表2）。

図表2 リスク回避度を考慮した運用機関の組み合わせ例



- (注)
- ① アクティブ運用機関の超過リターンの相関が小さければ、IRの高いアクティブ運用をスポンサーは合成することができる。
 - ② また、パッシブ運用機関を利用すれば、すべてをアクティブ運用機関に委託するより、高い効用をスポンサーは享受できるようになる。

ただ、運用機関が自身のIRを高めることが難しいのと同様、スポンサーが運用資産全体のIRを高め続けるのも難しい。なぜなら、独自性の強い優れた投資アイデア（アクティブな投資機会）を持つ運用機関には限りがあるため、採用機関の数を増やしても、超過リターンの相関（すなわち、類似した投資アイデアに依拠していること）によって、十分なリスク低減効果が働かなくなるからである。

さらに、アクティブ運用の報酬が通常、パッシブ運用より高く設定されている点も考慮されなければならない。十分な投資機会がない中でアクティブ運用しても、報酬支払後のリターンで見れば、追加的リスクを負担しただけの結果に終りかねず、運用資産全体のトータルコストの点からは極めて非効率的である。

このように、アクティブな投資機会の有無を現実的に即して検討することは、効率的なマネージャー・ストラクチャー構築プロセスにおいて欠かせない。さらに、決定されたストラクチャーに付随して、アクティブ運用機関の行動に関連する問題が多くある。今回は、こうした諸問題を中心に取り上げて考える。