

M&I 総研リサーチレポート



[シリーズ企画] (全12回)

金融商品販売会社の商品採用担当者が読むDD実務読本

第4回 運用プロセスと運用体制

1 はじめに

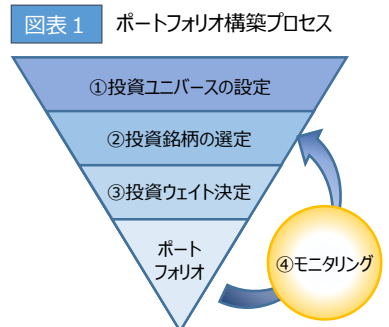
第3回では、商品コンセプトとリスク・リターン特性の関係、および想定顧客ニーズ、収益源泉、運用手法がリスク・リターン特性に与える影響について概観しました。この中の運用手法が、運用会社において具体的にどのように実行されているのかを確認するのが今回の「運用プロセスと運用体制」です。第1回で説明した年金運用の5つのPでいえばProcessとPeopleに該当する部分で、商品コンセプトを実現する運用プロセスの妥当性や、その運用プロセスを支える運用体制の優位性や充分性、そしてリスク管理の適切性を確認することで、ファンドに期待される品質や運用実績の再現性を評価します。

2 4段階からなる運用プロセス

ポートフォリオ構築のプロセスは、図表1のように①投資ユニバースの設定、②投資ユニバースからの投資銘柄の選定、③選定した銘柄への投資ウェイト決定(個別銘柄のウェイト決定+全体のリスク管理=ポートフォリオ構築)と進めて、その後の④モニタリングまでを含めて運用プロセスと考えるのが一般的です。各プロセスの大きな流れは以下のとおりです。

① 投資ユニバースの設定

投資ユニバースは投資候補銘柄の母集団で、投資対象となる資産市場全体を広くカバーする市場インデックスの構成銘柄をベースに設定するのが一般的です。インデックス運用の場合は、連動目標となる指数の構成銘柄がそのままユニバースとなりますが、アクティブ運用の場合は、商品コンセプト等を踏まえて一定の絞り込みが行われることがよくあります。日本株のアクティブ運用で東証株価指数(TOPIX)の構成銘柄に対して一定の条件でスクリーニングを行うようなケースがこれにあたり、例えば大型株中心に成長性と財務安定性のバランスがとれた銘柄に投資をする商品コンセプトのファンドであれば、時価総額に一定の足切りを設ける、財務指標や格付けなどの定量データから信用リスクの評価が一定以下のものを外す、などの条件が付されます。但し、投資ユニバースを大幅に絞り込んでしまうと収益機会を自ら限定することになりますので、どちらかといえばネガティブスクリーニング的に投資目的から明確に外れた銘柄を排除するケースが多いようです。投資ユニバースを設定することには、以下のようなメリットがあります。



出所：M&I総研

- ・ 運用目的から外れた運用がなされるリスクがある程度限定できる
 - ・ 銘柄選択プロセスのスタート地点が明確になる
 - ・ 投資ユニバースのパフォーマンスが運用実績を評価する際の相対評価の物差しに使える
- 一方、投資ユニバースが明確に設定されていない商品の場合、どの範囲で投資が行われるのか、慎重に確認することが必要です。

② 投資銘柄の選定

(1) インデックス運用の場合

インデックス運用の場合は、銘柄選定を行わず連動目標指数の全構成銘柄を指数構成ウェイト通りに保有する「完全法」と、運用資産規模による保有可能銘柄数の制約への対応や、投資対象証券の取引コスト最小化などの観点から、ある程度保有銘柄数を絞り込んだうえで目標指数との連動を目指す「最適化法」や「層化抽出法」に大別されます。保有銘柄を絞り込む要件には時価総額や出来高、場合によっては信用リスク評価なども考慮されますが、指数に連動することを運用目的とする商品ですので、銘柄選択によって+αの収益を目指すものではありません。むしろ、銘柄数を絞り込んだうえで、目標指数への連動性を損なわないために、どのような工夫をしているのかが、確認すべきポイントとなってきます。

(2) アクティブ運用の場合

一方、アクティブ運用の場合は、主にアナリストやファンドマネジャーの将来予測などの定性判断に基づく「ジャッジメンタル・スタイル」と、主に投資アルゴリズム(投資判断ロジック)やAI(人工知能)を使ったシステムの定量判断に基づく「クオンツ・スタイル」に大分されますが、銘柄選定のプロセスはかなり異なります。

ジャッジメンタル・スタイルの場合、銘柄選定と投資ウェイト決定の手法は「ボトムアップ型」と「トップダウン型」(詳細後述)に大別され、実務的には銘柄選定と投資ウェイト決定が同時並行で行われることも多いのですが、ここでは各ステップの業務プロセスを明確にするため銘柄選定と投資ウェイト決定を分けて説明します。

ジャッジメンタル・スタイルの銘柄選定では、投資ユニバース全銘柄についてアナリストやファンドマネジャーが詳細な分析を行うことは現実的ではないため、商品コンセプトや運用スタイルに則した一定の条件で投資ユニバースの構成銘柄をふるいにかけた(一次スクリーニング)後に詳細な調査と評価を行う2段階プロセスを採用するケースが多く見られます。例えば株式ファンドで成長性に着目した商品なら、EPS成長率などの財務指標やPERなどの株価指標が抽出条件として採用されることが多く、更に投資対象に関する情報収集の観点からその銘柄を評価している証券会社等のアナリスト数が少ない銘柄を避けるなど、リスク管理的な要素が使われる場合もあります。一次スクリーニング後の銘柄群から詳細な証券分析に基づいて投資銘柄を選定するプロセスは、運用会社毎、運用商品毎の運用手法により様々であり、判断材料であるマクロ経済環境や個別銘柄の魅力度評価から最終的な銘柄選定に至るプロセスは単純なルール化が難しい部分でもあります。評価に際しては、着目する評価項目は何か、銘柄間の相対評価のポイントは何か、各プロセスの判断権限者は誰か等、プロセスの枠組みを確認することが大切です。

クオンツ・スタイルの場合は投資ユニバースからの銘柄選定だけでなく、後続プロセスの投資ウェイト決定も含め、投資判断材料をすべて数値化してシステムで投資判断を行うことが一般的です。クオンツ・スタイル

の場合、投資判断の仕組みの詳細までは開示されないことが多いのですが、そのシステム判断のコンセプトや依って立つ投資理論、活用する情報の範囲や入手元、システム判断への制約条件付与の有無、アルゴリズム(投資判断ロジック)の構築とメンテナンスの決定プロセス等について確認を行います。

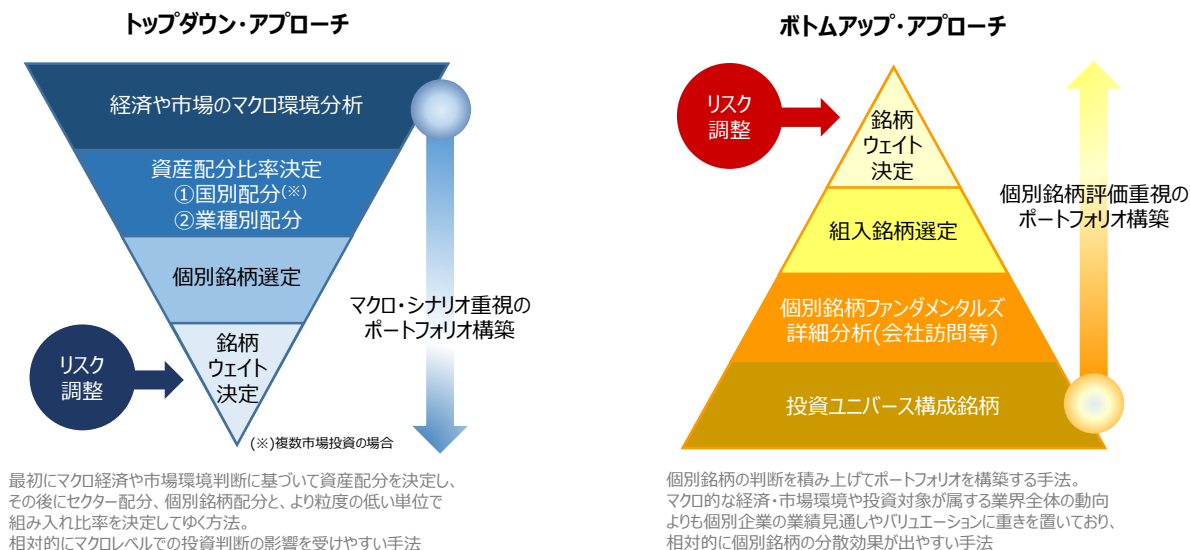
③ 投資ウェイト決定

インデックス運用の場合、個別銘柄への投資ウェイトの決定方法は、「完全法」「最適化法」「層化抽出法」のそれぞれに標準的な手法があり、デューデリジェンス(以下、DD)上の留意点も少ないので、ここでは説明を割愛します。

ジャッジメンタル・スタイルのアクティブ運用では、個別銘柄の魅力度評価に応じて個別銘柄単位で決めたウェイトを積み上げてポートフォリオを構築する「ボトムアップ型」と、経済や市場のマクロ環境の分析結果をもとに国別配分、業種別配分、ポートフォリオのリスク特性(株式であれば市場全体や特定のファクターへの感応度、債券であれば金利変化に対する価格感応度等)などの枠組みを先に決め、その制約条件内で銘柄毎のウェイトを決定する「トップダウン型」に大別されます(図表2)。いずれの方法にもメリットとデメリットがあり、実務では両者を補完的に併用するケースが多いのですが、どちらにより軸足を置くかで、投資環境の変化があった際のポートフォリオの動き方に差が生じてきます。軸足の置き方の傾向としては、個別銘柄毎の業績やPERなどのバリュエーションに企業毎の個性が強く表れる株式投資ではボトムアップに軸足を置いたものが多く、金融政策やインフレ環境の影響が共通要素として働き、企業毎の差に起因する値動きの違いが相対的に小さい債券投資ではトップダウン判断に軸足を置いたものが多く見られます。従って、投資対象よって投資ウェイト決定に関する確認ポイントにも違いが出てくることになります。

また、投資ウェイトの決定プロセスでは、商品が設計された時に想定したリスク特性から踏み外さないようにポートフォリオ全体のリスクを管理するプロセスが設けられているのかも確認しておきたい重要なポイントです。インデックス運用の場合は、通常、連動目標とする市場インデックスからの乖離状況を計るトラッキング・エラー

図表2 トップダウンアプローチとボトムアップアプローチ



出所：M&I総研

(TE)を一定の範囲内に収めるような管理がなされています。

ジャッジメンタル・スタイルのアクティブ運用の場合、ボトムアップやトップダウンのアクティブ判断を投資銘柄のウェイト配分に落とし込む過程で、どのようにアクティブ判断とポートフォリオ全体のリスク水準のバランスを取るのか、また、市場インデックスに対するアクティブリスク(=トラッキング・エラー:TE)の上限をどの程度の水準とするのか等のリスク管理のフレームワークの確認が必要です。

クオンツ・スタイルのアクティブ運用では、ポートフォリオ全体のリスク水準についてもトラッキング・エラー(TE)や定量リスクモデルによるリスクファクターへのエクスポージャーなどに一定の制約を付したうえで(注1)、前述の通りシステム判断により銘柄選定と投資ウェイト決定を同時に行うものが多いようです。クオンツ・スタイルは株式や債券など個別資産の運用でクオンツの手法が活用されるケースと、複合資産に投資するファンドでの資産配分や国別配分の決定に活用されるケースに大別されます。いずれの場合でも、ポートフォリオ構築に際してシステムの投資判断ロジックの中に外生的な制約条件を付すケースがよく見られます。例えば日本株運用で「銀行セクターへの配分ウェイトは5%以下にする」とか、資産配分において「日本株は最大30%まで、外国債券は最低10%は組み入れる」などの制約条件がこれに該当します。こうした制約条件はポートフォリオ全体のリスク特性のコントロールを目的にファンドマネジャーによって定性的に決定されるものが多く、ポートフォリオ特性にも大きな影響を与えますので、制約条件の有無や設定の考え方について確認することが重要です。

④ モニタリング

一旦構築したポートフォリオも、環境変化に応じて見直しが必要になります。運用品質の維持向上に向けて、適切なPDCAが行われるように、運用ライン内での定期的な運用実績のモニタリングと、会議体やミドル部門による外部からの客観的なチェックが実行されるプロセスの整備は、ファンドの品質を維持していくうえで必須であり、その枠組みについて確認が必要です。

3 運用体制について

運用体制にはマクロ経済分析を行うエコノミスト、市場分析やトップダウンの投資方針を考えるストラテジスト、個別銘柄等の分析を行うアナリスト、ファンドの運用管理を行うファンドマネジャー、売買を執行するトレーダーなど、投資判断に関わる専門家だけではなく、組織的な運用執行を前提とした情報交換や意思決定のための会議体や、業務をバックアップするシステムなども含まれます。運用手法によって運用プロセスは様々であり、運用体制にも違いは出てきますが、機能的には概ね①リサーチ機能、②ファンドマネージ機能、③売買執行機能、④ミドル機能に区分できます。各機能に関わる主体の概略は図表3の通りです。

図表3 運用体制の機能別概略

	機能を担う主体	概略
①リサーチ機能	・エコノミスト ・ストラテジスト ・アナリスト	・エコノミスト、ストラテジスト(ジャッジメンタル・スタイルのアクティブ運用：マクロ経済・市場分析等) ・企業アナリスト(ジャッジメンタル・スタイルのアクティブ運用：業績予想、クレジット分析、ファンド分析等) ・クオンツアナリスト(クオンツ・スタイルのアクティブ運用：投資材料データ分析、投資アルゴリズム構築等)
②ファンドマネージ機能	・ファンドマネジャー(FM) ・意思決定会議体等	・リサーチ機能のアウトプットを使い銘柄選定と投資ウェイトを決定。FMがアナリストを兼ねることも多い ・FMへの情報提供と投資判断に係る組織牽制機能を担う会議体が設置されることが多い
③売買執行機能	・トレーダー	・FMの指示に従い売買執行を担う。最良執行(取引コスト最小化)と発注先との利益相反管理を担う
④ミドル機能	・運用ラインから独立の部署	・運用が契約・内規等に即して執行されているか監視。運用ラインとは独立に上席報告実施

出所：M&I総研

4 運用プロセスと運用体制評価のポイント

(1) 運用プロセスの評価

運用プロセスについては、商品コンセプトや運用方針と整合的な運用が一貫して行われるように、投資ユニバース設定、銘柄選定、投資ウェイト決定、モニタリングの各ステップで実施される事項やその手法について、投資理論等の観点で合理性が認められること、実施の方法や頻度が明確に定められ一貫性や透明性が確保されていること、等が確認ポイントです。

(2) 運用体制の評価

運用体制については、リサーチ機能、ファンドマネージ機能、売買執行機能、ミドル機能に、標榜している運用手法を執行するに足りる人材やシステムなどの資源が配分されているか、運用プロセスの中で、誰がどこで、どのような権限を持ち、どのような責任を負っているのかが明確であり、且つ個人の不正・暴走や利益相反行為を排除できる牽制体制があることが、評価ポイントとなってきます。

(ア) 標榜している運用手法を執行するに足りる人材やシステムなどの資源が配分

特に運用会社の強みに直結するリサーチ機能とファンドマネージ機能の評価が重きをなします。ジャッジメンタル・スタイルであればエコノミスト、ストラテジスト、企業アナリスト、ファンドマネジャー、クオンツ・スタイルであればクオンツアナリストやデータ・サイエンティストに経験豊かな人材が十分に配されているかといった体制面での付加価値や、他社にないデータベースや情報ソースを保有している、或いは使い勝手の良い運用支援システムが装備されているなど、競合ファンドとの比較で優位点が存在するか、などが評価のポイントになります。また、FoFs等の運用形態で、海外資産の運用について、現地の運用会社に運用を外部委託するケースがよく見られますが、自社運用と外部委託先の評価・モニタリングでは求められる専門性も異なります。この場合には外部委託先の評価・モニタリングを行う専担部署などが設置されているか、モニタリングの結果問題を認識した際に外部委託先と協議できる体制があるか、などが確認ポイントとなってきます

(イ) 権限・責任の明確性、相互牽制の体制

投資判断の責任範囲やリスク管理上のチェックポイントが事前に定められ、商品設計の段階で想定したリスク・リターンを実現するための責任体制が明確であること、運用目的から外れた運用がされないよう運用現場、ミドル部署、内部監査部署等、重層的なチェックがかかるプロセスとなっていることがポイントです。また、人的リスクについても留意が必要です。運用体制のタイプ分けで、カリスマ性を持つ特定のファンドマネジャー等の専門家が投資判断において強いイニシアチブをもつ「スタープレイヤー型」と、チーム運営で組織知を活用していく「チームプレー型」に区分する考え方がありますが、前者はスタープレイヤーが辞めた場合の人的リスクの大きさに注意が必要ですし、後者の場合でも組織内のバックアップ体制や、人材の採用・育成の考え方については確認しておきたいところです。

5 運用会社評価のポイント

顧客に安心して長期投資を行ってもらうためには、(信託スキームで資産は分別管理されているもの)運

用会社が安定的かつ持続的に良質の投資信託を継続提供できることが大前提です。投資信託のDDでは運用プロセスや運用体制の確認に加えて、以下のような項目をチェックすることで、運用会社の財務安定性や顧客本位の業務運営への取り組み状況等についても確認を行います。

- ① 運用資産残高、収益状況、バランスシートの推移
- ② 運用の高度化、顧客本位の業務運営、ガバナンス強化等への取り組み状況
- ③ 人材育成・評価の仕組み、運用効率に影響する1ファンドあたりファンドマネジャー数 事務リスク、オペレーショナルリスク管理体制、コンプライアンス体制等
- ④ 運用に関する情報開示の程度、販売会社のサポート体制等
- ⑤ 外国運用会社については日本拠点の体制

以上、今回はDDの中で商品コンセプトを実現するための枠組みである運用プロセスと運用体制について、インデックス運用と各種アクティブ運用の手法別の違いと、分析・評価を行ううえでの留意点について概観しました。次回は、商品コンセプト、運用プロセス、運用体制等の運用の枠組みから生み出される実際の運用実績を分析・評価する際の留意点に説明を進めていきます。

(注1) 「定量リスクモデルによるリスクファクターへのエクスポージャーなどに一定の制約を付したうえで」:

株式や債券などの資産価格のリスク・リターンを定量的に説明するマルチファクターモデルを用いてポートフォリオ特性を分析する際に、各リスクファクターに対するエクスポージャーを市場ベンチマークから一定の範囲内に収めるようにポートフォリオを構築する運営(例: 日本株ポートフォリオのグロースファクターを市場ベンチマーク+20%以内とする)

詳細は本シリーズ第8回「内外株式のデューデリジェンス(後編: 運用実績の評価)」で説明予定

- マルチファクターモデル: 資産価格を市場の β 要因、マクロ経済指標、市場内部指標、企業の財務指標など複数の要因を用いて説明するモデル
- リスクファクター: モデルの各説明要因
- エクスポージャー: 各説明要因に対する反応度の係数

- 本資料は信頼できると判断した各種情報等に基づいて作成していますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。
- 本資料中の図表、数値、その他データについては、過去のデータに基づき作成したものであり、将来の成果を示唆あるいは保証するものではありません。また、シミュレーションが含まれる場合、前提として記載している想定条件に基づくシミュレーションであり、実際の状況とは異なる場合がございますので、予めご了承ください。
- 本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点での弊社若しくは執筆者の判断であり、今後、予告無しに変更されることがあります。弊社は本資料のアップデートを行うことをお約束いたしません。
- 本資料で使用している各指数に関する著作権等の知的財産権、その他一切の権利はそれぞれの指数の開発元もしくは公表元に帰属します。
- 本資料に関わる一切の権利は、他社資料等の引用部分を除き、弊社に帰属し、いかなる目的であれ本資料の一部または全部の無断での使用・複製は固くお断りいたします。