GIPS準拠の真の意義を理解する

Dialogue

ウロボロス・パフォーマンス・コンサルティング合同会社
代表
桒原 洋氏

運用会社を選択する際、運用哲学もさることながら、運用パフォーマンスは重要な評価対象となる。しかしそれは、各社が提示する運用パフォーマンスが、信頼のおける数値であることが大前提だ。また、ボーダレスとなった金融マーケットにおいて、グローバルに比較可能であることも求められる。まさしくそれが、グローバル投資パフォーマンス基準（GIPS）の存在理由である。日本において、GIPS導入に尽力されたGIPS Executive Committee委員である桒原氏に語っていただいた。

特別企画

金融×IT鼎談

GIPS基準の日本への浸透

小粥：今回、ご定年になられて、新たにご自身の会社を立ち上げられました。

桒原：99年から監査法人に籍を移して、それ以来12年以上もGIPS（グローバル投資パフォーマンス基準：Global Investment Performance Standards）の検証の仕事をしてきました。定年を機に私なりの人生プランを考えた中で、新たなチャレンジとして会社を立ち上げました。

小粥：今までとは、異なるサービスを提供するのでしょうか。

桒原：監査法人は、その性格上、独立性が厳しく問われます。例えば、運用会社は監査法人にとって検証のお客様です。システムベンダーであるNRIにとっても運用会社はお客様です。そうすると監査法人としては、NRIと一緒に仕事をすることが難しいということになります。

これからもしばらくは、今まで籍を置いていた監

野村総合研究所　金融ITイノベーション研究部
©2012 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

株式会社野村総合研究所
執行役員　金融ITイノベーション事業本部　副本部長
小粥 泰樹

株式会社野村総合研究所
資産運用サービス事業部　上級コンサルタント
池田 誠

査法人から業務委託を受けますので、まったく制約を受けないわけにはいきませんが、監査法人でのGIPS検証業務以外に、様々なクライアントに対しても、アドバイスやコンサルティングをしていきたいと考えています。

小粥：多少、自由度が増すということですね。

桒原：GIPS準拠をされる運用会社はもちろんですが、運用会社の業務に関連する、例えばITベンダー、カストディアン、インデックスのプロバイダー、また運用会社の顧客の皆様もお客様として接していく機会が増えていくと思います。この市場の中の多様なセグメントの方々に、何かお役に立てる仕事をしたいと考えています。

小粥：99年からずっとパフォーマンス基準をつくりあげていく仕事の先頭に立たれてきました。

「日本対海外」という構図がある中で、グローバル標準を日本に浸透させていくという難しい問題も多かったと思います。

桒原：基準そのものは、アメリカにおけるPPS（パフォーマンス・プレゼンテーション・スタンダーズ：Performance Presentation Standards）から始まっています。マーケティング・ツールとしてのパフォーマンス資料のあり方が基本にあります。

私自身は、パフォーマンス基準をつくる立場になる以前は、実際のポートフォリオのパフォーマンスを計算する立場の仕事をしていました。ですので、どのように正しいパフォーマンスを計算すべきかがいつも思考の原点にあります。

パフォーマンスは、その数字の正確性が最も重視されるわけですが、その数字が、ポートフォリオマネジャーがやったことをどれだけ説明できるのかも重要です。ポートフォリオマネジャーに「あなたのパフォーマンスはこうです。なぜかというと、こういうことがありました。あなたの思うような結果にならなかったのは、こういう原因があります」と言えるところまで分析できることが理想であり大事なことだと思います。

そういうファンクションを持っていることが、実は運用会社にとっても非常に重要なことで、それはお客様に対するパフォーマンス報告を一番根幹で支えるものです。GIPS基準には、こうした考え方を促進しようとする理念があり、私はその考え方に最初から賛成でしたので、ぜひ日本でもGIPS基準を広めたいと思っていました。

また90年代のパフォーマンス報告は、依然として財務報告の付属資料のような位置付けでした。これは、運用会社もそうですし、お客様もそういう認識だったと思います。そこを変えていきたい、という思いもありました。

小粥：その趣旨を実現するにあたって、ルールづくりで苦労されたと思います。

桒原：基準の中身についてはprinciples baseとするか、rules baseとするかが大きなテーマです。実態はどちらの要素も取り込んでいると言えます。

基準作りはアメリカのCFA協会が始めたのですが、CFA協会はアメリカ以外にもメンバーを増やしていましたから他の国々のアナリスト協会との間の摩擦はありました。でも、10年以上経ってお互いの理解はGIPSに関しては相当に進んだのではないかと思います。

小粥：一方で、グローバルな基準にしていく中で、アメリカが考えた基準をそのまま受け入れるだけではなく、日本の実情も勘案してもらうことも積極的に働きかけなくてはならなかったと思います。

桒原：日本から出ている私は日本を代表しなければならないとは常に意識していますが、やはり基本線はゴリ押しではなくて是々非々の姿勢で臨むことを心掛けています。例えばカーブアウトなどは日本のマーケットが望んでいた弾力的取り扱いの延長を実現することはできませんでした。基調は明らかに廃止に傾いていましたから。GIPS基準運営のガバナンスの話になるとカントリー・スポンサーの立場も関係してきてよほど面倒なのですが、そこでも私は是々非々の姿勢を貫こうとしています。明らかに理が通らないものに対しては、「サポートできない」と言ったこともあります。幸いだったのは、例えば、GIPS基準を運営していく組織のあり方ですとか、カントリー・スポンサーがどの程度発言権を持つべきかといった意見について、ほかのカントリー・スポンサーからも賛同を得られた点です。

小粥：やはりそこは、日本の都合ばかりを押し通すのではなく、中立の立場で臨まれていたところが、賛同を得る土壌をつくったのではないかと思います。

GIPS基準の導入は、かなり進んでいるとみてよいでしょうか？課題があれば、ご意見をお聞かせいただけますか？

桒原：どの国にも信頼できるだけの統計資料はまだないのですが、世界的にみても日本は、GIPS基準の浸透が進んでいると思います。

私の記憶する限り、2005、6年の段階で、日本の年金市場の8割程度が、GIPS基準の準拠を表明する運用会社に運用を委託していました。そのぐらい順調に浸透したのだと思います。

しかし、GIPS基準の準拠が当たり前になっているので、運用マネジャーとプランスポンサーの間で話題にならなくなっているのは、ある意味で理想かもしれませんが、本当に正しく基準は理解され適用されているのだろうか、という疑問はあります。

桒原 洋（くわばら よう）

1976年太陽生命保険相互会社入社。モルガン信託銀行、みすず監査法人等を経て、2007年8月より新日本有限責任監査法人 金融部 エグゼクティブディレクター。2012年2月より現職。2009年2月より日本証券アナリスト協会投資パフォーマンス基準委員会委員長。GIPS Executive Committee委員、GIPS Interpretations Subcommittee委員長も兼ねる。

例えば、GIPS基準に準拠することを表明している会社は、見込顧客に対してGIPS基準に準拠した資料を提示しなければならないことになっています。しかし、準拠資料を都度提示しているかというと、必ずしもそうなっていないのではないかと思われる節があります。

小粥：リテール向けの投資信託も含めてコンポジット[1)]にしているケースがあります。投資信託は、一任勘定とはまったく別物なので、パフォーマンスをきちんと計算しようとすると難しいところがあるの

©2012 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

ではないでしょうか。

桒原：GIPS基準発足当初から、そういうことは言われてきました。GIPS基準は、「機関投資家ビジネスの話でしょう」というのが通り相場になっていましたが、パフォーマンスの正確な計算と誤りのない情報の提示については、投資信託にも同じように求められるものです。

小粥：コンセプトは一緒ですよね。

桒原：そうです。ですから「それは除外です」というわけにはいかない。ここに来てようやく、本腰を入れて考えましょうという気運になってきています。

小粥：業界関係者の間で、議論が始まったということですか？

Yasuki Okai

小粥 泰樹（おかい やすき）

1988年野村総合研究所入社。システムサイエンス部に配属となり、金融商品評価手法開発、金融機関向け有価証券運用提案などに従事。1993年6月よりNRIヨーロッパに赴任しリスク管理のフレームワーク構築に従事。金融ナレッジ研究部長、金融ITイノベーション研究部長等を経て、2011年4月に執行役員就任。

桒原：GIPS基準の運営にあたっているExecutive Committeeが、最大の課題と考えているのが合同運用されているファンドです。これをどうやってGIPS基準に取り込むか。GIPS基準はそういったファンドの運用者や最終投資家に対して何を提供すべきか、について本格的な議論が始まる予定です。

ただ、日本の投資信託、アメリカのミューチュアル・ファンド、ヨーロッパのUCITS等いろいろあると思いますが、いずれもが各国（地域）の監督当局の規制下にあるので、そことの兼ね合いをどうするかは非常に悩ましい問題だと思います。

正確に言えば、当局が問題にしているのは、あくまでも個別のファンドのパフォーマンスです。GIPS基準は、ファンドではなくてコンポジットを対象にしています。しかし、1ファンド1コンポジットになっていることが多く、その場合「ファンドの話ですか？コンポジットの話ですか？」ということで、運用会社に対して二重にルールが課されることになります。やはりそれは避けたいですよね。どういう形がいいのかを、考えていかなくてはいけないと思っています。

あくまでも私見ですが、GIPS基準に準拠する会社に、年金基金に出すのと同じようなレベルのコンポジットの情報を、個人投資家に対して提供することを義務づけるのはナンセンスだと思っています。個人投資家が受け取るのは、自分が買うファンドのパフォーマンスで十分だと思います。個人投資家にファンドを紹介する販売会社やアドバイザーは、年金基金と変わらないプロです。彼らがGIPS関連資料を咀嚼し、個人投資家に販売する商品を選定する際に活用するといった流れが現実的ではないでしょうか。この場合は、各国の規制当局と調整をしなくて済むというメリットがあります。例えば、アメリカのSECに、「ミューチュアル・ファンドの営業にGIPSのコンポジットを使ってもいいですか？」という議論をいくらしても難しいです。アメリカが通っても、ドイツの規制当局が駄目と言うかもしれません。日本の金融庁もどう言うか分かりません。

今はまだ、規制も含めて、各国の現状がどうなっているかを市場調査している段階です。やっと、各国のカントリー・スポンサーに送付した質問表を回収して、3月にブラッセルで開催したExecutive Committeeのミーティングに持ち寄ったばかりです。

GIPS基準の活用姿勢

小粥：GIPS基準を活用する姿勢について、日本と

海外の運用会社には違いはありますか。

桒原：例えばアメリカでは、東西で何千キロもあり、時差も3時間あり、運用会社の数が1万社もある中で、一定の比較ができるGIPS基準準拠のパフォーマンス資料を提示することは、マネジャーの能力の一端を示すものとして、いわゆるマネジャー・セレクションのファースト・スクリーニングとしてはかなり有効だろうと思います。西海岸の年金基金に対して東海岸の運用マネジャーがRFPを出しても、GIPS基準を満たしていれば、「この人何者？」で片付けられることはなくなります。

一方、日本の場合には、東京一極集中です。ですから、お客様が「ちょっと来て」と言えばすぐに駆けつけることができる環境にあります。お互いの顔が見える環境下であえてGIPS基準準拠表明と準拠資料の提示がお客様へのコンタクトの第一段階になるということは考えにくいですよね。

そういったことによる違いはあると思います。

小粥：そうですね。大変だけれどもパフォーマンス資料を充実させることで顧客獲得の機会が増えるのであれば、書くインセンティブもわきますが、そうでない場合には義務でやらされている感じになりますね。

それでも日本では、ほとんどの運用会社がGIPS基準に準拠しています。これは、GIPSに準拠した数字の信憑性もさることながら、準拠した数字をきちっと出せる体制にあるという、会社のオペレーションに対する信頼性を表すことが大きいのでしょうか。

桒原：それが大きいと思います。GIPS基準自身は、準拠はどの国でもピッチに立てるグローバル・パスポート、と言っているのですが。

小粥：そうなると、準拠していないことがネガティブに働きますね。

桒原：GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）が運用マネジャーを募集する場合、GIPS準拠は前提になっていますね。

小粥：必要条件になっているんですね。

桒原：GPIFにチャレンジしようと思う運用会社は、GIPS準拠を考え、それから内部管理体制ということで、昔だとSAS70、今だとSSAEを取らないといけないことになっています。

一方で、例えば不動産とか、プライベート・エクイティとか、ラップとなると、準拠を表明している会社は日本ではまだないのではないかと思います。

そのあたりは、大手の機関投資家の動向によって多分劇的に変わってくると思います。

また公的機関の後押しは非常に有効です。韓国にも似た例があります。NPSという韓国の年金ファンドは、公的年金の残高規模でいうと世界でトップ5に入ります。NPSは2008年に、運用を委託する会社全部に、「GIPS基準に準拠して検証も受けなさい。そうでなかったら追加資金は出しません」という方針を打ち出しました。3年たたないうちに、30いくつあった運用委託会社が全部準拠したといわれています。

ただ、基本的にはGIPS基準は任意なので、規制の道具に使われるのがいいか悪いかという問題は本質論としてはあると思います。規制当局には、民間の任意基準の浸透を助成するような立場で見ていただければと思います。

パフォーマンス計算の複雑化

小粥：パフォーマンス評価の対象は、今後ますます増えていくと思います。

桒原：GIPS基準にかかわっている人の半分近くは、運用会社でお客様のポートフォリオのパフォーマンスを計算している人だと思います。

©2012 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

そういう方々の大半は、どこに出してもおかしくない数字を計算することに使命を感じています。しかし、基準全体を見ると、必ずしも原理原則が徹底しているとはいえない場面があるんですね。

小粥：多少は現実的な妥協が入っているということですね。

桒原：そうです。

例えば10個のポートフォリオが入っているコンポジットがあるとします。そして、10個の中の1個か2個は投信で残りは年金口座だとしましょう。年金と投信では会計や時価評価の方針が異なっていますが、GIPS基準では、それらを一つのコンポジットに組み入れて構わないし、統一的な方針でリターンを再計算しなければならないとも規定していません。特別な開示も必要ありません。計算の精度から見ればそれぞれ分ける方が合理的なのだけれど、義務付けられてはいないんです。正確なパフォーマンスの計算を職務とする立場の方々にはちょっと理解しにくいことかもしれませんね。こうした例は他にもあるのですが、肝心なことは、だからと言って正確なパフォーマンスを計算する必要がないということでは決してないんだということです。

基準としての限界があることは確かなので、今言ったようなことについては適切な教育あるいはプロパガンダが必要だと思います。

池田：パフォーマンスの計算が複雑になる中で、NRIでも、計算をされていらっしゃる方々の負荷を下げることができるように、機能拡充を図ってサポートしたいと考えています。

桒原：一番のインフラを支えている、パフォーマンス計算に真剣に取り組んでいらっしゃる方に大きな負荷がかかるのは、本当にリスクなんですよね。

池田：10年前と比較すると、レポートに誤りがあった時のお客様に対する影響やレピュテーション・リスクははるかに大きくなっています。それを一担当者のスキルに任せるのは、やはり是正していく必要がありますね。

小粥：確かに現場ではまだ、かなり属人的なものに頼っているところが多いですよね。

桒原：検証という業務を通じて、いろんな会社の方と接する機会が多いですが、一人の優れたキーマンがいて、その人が何でも分かっているという会社が決して少なくありません。そのキーマンの存在は、検証者にとって有難いですが、その会社にとって本当にそれでいいのか、と感じることはあります。一方で、何のためなのか理解に苦しむ報告を顧客から要求されているという話を伺うこともあります。業務量の軽減は運用会社にとって課題であり同時にまた希望でしょう。双方にとってハッピーな解決策はないでしょうか。

小粥：そういうファンクションは、その会社の中ではなくて、本当は第三者が行う方がいいんでしょうか？

ファンドマネジャーは本来、一番の当事者です。しかし、第三者である審査部といったところがパフォーマンス計算をして報告をすることで中立をたもっています。そこが俗人化しているならば、更に外で行うことを検討した方がいいのかもしれません。

桒原：その可能性はあるでしょうね。ビジネスモデルはこの10年間で大分変わってきています。アウトソーシングは、大手を中心に率先してやられています。明らかに考え方というかコンセプトが違って

池田 誠（いけだ まこと）

1989年国内系信託銀行入社。年金運用部、年金企画部等の年金関連セクションを経て、2002年野村総合研究所入社。入社以来、資産運用会社、信託銀行向けソリューションの企画・顧客対応を担当。2009年2月より日本証券アナリスト協会投資パフォーマンス基準委員会委員。

きていると思います。例えば、トレーディングはITの発達もあって現在と10年前では存在意義が大きく変わってきています。いわゆるバック、ミドルも同様でしょう。

小粥：以前は、ちゃんとした計算をするには、ファンドマネジャーの近くにいる必要がありました。これからは、少し離れて客観的に計算することが当たり前になってくるのかもしれません。

桒原：属人的なリスクを解消する、一定の姿勢を保つという意味では一つの方策だと思います。

池田：エンドユーザーの作業負荷をシステム化できれば、アウトソーシングの実現化もスムースにいくでしょうね。

小粥：実際、欧米を中心に、ファンド管理のアウトソーシングの対象はバックからだんだんミドルに移行しつつあって、その中にはパフォーマンス計算も入っています。

池田：日本の複雑な投信の基準価額計算が、オフショアでアウトソースできていますので、パフォーマンスの計算自体も、アウトソースの流れに乗るのは時間の問題だという気もします。

小粥：アセットマネジメントのビジネスそのものが難しくなってきているように思います。以前は、何かしらのフレームワークがあったと思うんですが、それがなくなってきている感じがします。

桒原：そうですね。でも、本当はもっとバラエティに富んだいろんな投資のアイデア、ビジネスモデルが出てきてもいいのではないかと思います。残念ですが、日本ではあまり見聞きすることがないですね。

小粥：確かに、「この計算はどうやってやろうか」ぐらいに、計算する側を悩ますようないろんなアイデアが出てきたら面白いですね。

桒原：ええ、確かに。毎年何か新しいことをやって、うまくいくものもあるし、失敗するのもある。しかし、とにかく毎年何か新しいことをやる会社は、多分ポテンシャルがあると思うんです。

池田：例えば運用委員会がユニバースを決め、バイサイドアナリストの推奨があり、そこの中で銘柄選択をやる、というのが従来の方法ですよね。

桒原：それだと、クオリティ・コントロールの世界なので、そこにいる人たちの持っている力以上のものが生まれてこないわけですよね。

何かすごいのが出てくるというのは、ありきたりのリスクコントロールには我慢できなくて、突き抜けてやってみたいと思う人がいないと。もちろん成功以上に失敗の方が多いのかもしれないですが、そういうほうが非常に頼もしいし、面白いし、発展性があると思います。日本にもいっぱい出てきたらいいなと思います。もちろん、GIPS基準には準拠してください。

新しいアイデアだの新規参入だのと言っていますが、この話は投資家サイドの能力にも関係します。運用会社からは嘘やデタラメでない有用な情報が投資家に開示され、投資家はそれらの情報を駆使して適切な投資判断を下すだけの能力がある、という状況が理想的ですが、それはお互いの接触によってたがいに高めあっていく、達成されていく、というものではないでしょうか。Win-win solutionは見えているのだから頑張りたいですね。

小粥：ダイナミクスがもっとあるといいですね。

本日は、ありがとうございました。

（文中敬称略）

1）類似の投資マンデート、投資目的、または投資戦略に従って運用される1つ以上のポートフォリオを1つにまとめたもの。（「ガイダンス・ステートメント：コンポジットの定義」より）

©2012 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

GIPSの変遷

	日本	米国他
1987年		FAF（Financial Analysts Federation）がPPS（パフォーマンス提示基準）の草案を公表。
1990年		FAFとICFA（Institute of Chartered Financial Analysts）の後継組織としてAIMR（米国投資管理・調査協会）が発足、AIMRはPPSを承認。
1993年		AIMRが公表したAIMR－PPSが発効。
1995年	日本証券アナリスト協会は、投資パフォーマンス基準委員会を設置。	EFFAS（欧州証券アナリスト協会連合会）パフォーマンス評価常設委員会が、AIMRにグローバル基準の制定を提案。AIMRは、AIMR－PPS Global Implementation Committeeを設置し、グローバル投資パフォーマンス基準（GIPS）の検討開始。
1998年	日本証券アナリスト協会は、日本証券アナリスト協会投資パフォーマンス基準（SAAJ-IPS）の草案を公表。	AIMRは、GIPS草案を公開。
1999年	日本証券アナリスト協会は、SAAJ-IPSを制定。	AIMRは、GIPS確定版を公表。
2000年		AIMR傘下に投資パフォーマンス協議会（IPC）を設置。GIPS基準採用のためのガイドラインを作成。
2002年	SAAJ-IPSから日本版GIPSに改訂。	
2004年		AIMRは、CFA協会に改称。
2005年		IPCが、GIPS基準を改訂（GIPS2005）。不動産、プライベート・エクイティに関する基準を導入。 IPCは、各国におけるGIPS基準採用に関するガイドラインを制定。GIPS基準の英語版か当該国の言語に翻訳する“Translation of GIPS”（TG）のいずれかを採用する方式を定める。
2006年	GIPS基準日本語版に切り替え。	
2009年	日本証券アナリスト協会は、GIPS2010年改訂公開草案に対して、GIPS Executive Committeeに意見書を提出。	GIPS Executive Committeeは、GIPS2010年改訂公開草案を公表。
2010年	GIPS2010年改訂版の日本語版が、GIPS Executive Committeeによって認証される。	GIPS Executive Committeeは、GIPS2010年版を公表。

（出所）「グローバル投資パフォーマンス基準（GIPS）―（第1回）－発展の歴史と今後の展開」（桒原洋、『ファンドマネジメント』2009年新春号）、日本証券アナリスト協会資料等より野村総合研究所作成