

## 新しい運用管理の枠組み： リファレンス・ポートフォリオ

リファレンス（参照）・ポートフォリオを介して、より権限委譲を進めた運用管理を行う機関投資家が海外で増えている。市場性の低いオルタナティブ投資を含め、機関投資家の専門能力を柔軟に活用するための方法として注目される。

年金などの機関投資家は、中長期に有効な「政策資産配分」として定められた市場インデックスのポートフォリオに対し、実際の資産配分を合わせるように運用管理することが常識である。そこでは国内株式や外国債券といった「資産クラス」という単位が重視される。例えば、機関投資家の運用部門は資産クラスごとに組織されて、与えられた配分枠を遵守しつつ、それぞれのベンチマークを意識した運用を行うことが多い。

しかし近年、資産オーナー（年金の場合は運用の監督権限を持つ理事会。SWFの場合は政府）から機関投資家（実際の運用業務を行う投資機関）に対するマニフェストを「リファレンス・ポートフォリオ」と呼ばれる形で与え、より柔軟に投資対象を選択できるようにした管理手法を実践する例が見られるようになった。

### リファレンス・ポートフォリオとは

リファレンス・ポートフォリオとは、名称の通り、機関投資家が参照すべきものとして、資産オーナーから与えられるポートフォリオである。しかし、リスクが同等である限りにおいて、実際の投資対象自体の選択も、資産配分の乖離も機関投資家の裁量に任される。

現在確認できるいくつかの例<sup>1)</sup>を見ると、資産オーナーが、リファレンス・ポートフォリオとして、上場株式や債券など市場性の高い資産で安価に複製可能な市場インデックスのポートフォリオを策定し、機関投資家には、これを長期的に上回るリターン<sup>2)</sup>の提供を求めている。したがって、機関投資家による実際のポートフォリオの構築は、個別の資産クラスにおいて市場インデックスとは大きく異なる運用や、リファレンス・ポートフォ

リオに含まれない市場性の低い資産（非上場の不動産やインフラ、非上場株式など）への投資をも含む、自由度の高いものになる。

ここでリファレンス・ポートフォリオは、あらゆる投資案を評価する際の基準として機能する。例えば低流動性資産への投資を検討する際には、一定のモデルやルールによって、その投資案をリファレンス・ポートフォリオに含まれる株式、債券等のジェネリックな資産の組み合わせに変換<sup>2)</sup>する。そして、その資産の組み合わせをコスト控除後で上回るリターンが期待できるかを評価することで、その投資が正当化できるかを判断する。

### 専門性発揮のための制約緩和の方法

機関投資家はこれまで、低流動性資産や市場インデックスとは異なる運用をポートフォリオに取り込む努力を続けてきた。エール大学基金等による実践で知られる「財団モデル」のように、政策資産配分において低流動性資産にも相当なウェイトを与えて<sup>3)</sup>分散を図り、成功した例もある。

しかし、投資対象や資産配分、個別の運用手法の選択などについて事前に定め、それを厳密に遵守することには非効率な面がある。

例えば、低流動資産は案件ごとの個別性が強く、投資可能なタイミングも異なるので、もともと「資産クラス」として常に一樣の特性を有するものではない。また、伝統的なスタイル運用やスマート・ベータ<sup>4)</sup>は、種類によって望ましい投資タイミング等が異なる。資産オーナーにとって、投資対象の特性や運用の手法を理解し、中長期に有効なポートフォリオを策定することは、

NOTE

- 1) 実践例には、カナダのCPPIB、ニュージーランド・スーパー基金、シンガポールのGICがある。
- 2) 変換にはファクター・モデルなどが用いられる。この際、リスク量が大きく変わらないように、キャッシュまたはレバレッジのポジションを含めることがある。また、このときリファレンス・ポートフォリオに含まれる資産の組み合わせは、その低流動性資産への投資を行う場合に、諦めることになる投資内容と考えられる。このため、こうした管理方法は「機会コスト・モデル」とも呼ばれる。
- 3) 直近会計年度末（2013年6月）のエール大学基金の政策資産配分は、絶対リターン20%、国内株式6%、債券5%、外国株式11%、天然資源8%、PE31%、不動産19%。
- 4) 拙稿「スマート・ベータのリスクとコスト」(金融ITフォーカス、2014年2月号)。
- 5) 拙稿「分散投資は機能しなかったのか」(金融ITフォーカス、2009年3月号)。

より難しいものになりつつあるといえるだろう。そこでリファレンス・ポートフォリオという緩やかな制約に留めつつ、こうした高度な判断を機関投資家に委譲し、その専門能力発揮の余地を広げられるのがこの管理手法の利点の1つである。従来の方法では与えられた配分枠の中で優れたアクティブ運用を実践（または運用委託するマネジャーを選択）する程度しか存在しなかった付加価値の源泉が拡大することになる。

また、そもそも資産クラスという「ラベル」に依拠してポートフォリオを構築することの有効性も疑われる。通常は異なる資産クラスとして扱われるものであっても、共通のファクターの存在によって高い相関を持つことも多い。平時には分散効果のある資産の組み合わせにも、金融危機時などに相関が高まるものがあることも知られている<sup>5)</sup>。リファレンス・ポートフォリオは、表面上は資産配分の形をとっているものの、本質的には、資産オーナーが許容可能なリスク量や、その内訳としてのシステムティック・リスク（ファクター）へのエクスポージャーを規定するものである。これらが同等と見なせる範囲において、実際のポートフォリオを資産クラスに囚われず柔軟に構築できることも、この管理手法の利点といえる。

まず、低流動性資産のジェネリックな資産への変換が適切な方法に依拠して実施・運用される必要がある。適切な変換がされない場合、実際のポートフォリオがリファレンス・ポートフォリオの想定する内容から大きく乖離し、資産オーナーが意図しないリスクを取る可能性があるからである。ただし、この変換は必ずしも機械的に行えるものではなく、判断も伴うものであるため容易ではない。モデルないしルールの妥当性を検証し、必要に応じて改善を加えたり、実際のポートフォリオのリスクを多角的にモニタリングするための組織的な枠組みを用意すべきだろう。

また、この管理手法が機能する前提として、長期の投資判断が認められるガバナンスが必要である。この管理手法の下で、機関投資家の付加価値の主たる源泉となるのはリファレンス・ポートフォリオに含まれないリスク・プレミアム（例えば低流動性プレミアム）であると考えられ、それらは一般に長期にしか実現しないからである。資産オーナーが性急な成果を求めて機関投資家への関与を強めたり、機関投資家への報酬が短期の成果に連動するようなインセンティブ体系では有効性が損なわれる。機関投資家の独立性を確保しつつ、適切な責任と権限を与えるべきである。



適用のために対応すべき課題

リファレンス・ポートフォリオによる管理は、機関投資家の持つ専門性を効果的に発揮させ、資産オーナーの運用目的により適う成果を提供させる手法として、有用なものと考えられる。しかし、実際に適用するには以下の点に注意が必要であろう。

Writer's Profile



**浦壁 厚郎** Atsuo Urakabe  
 金融ITイノベーション研究部  
 上級研究員  
 専門は年金資産運用、資産運用ビジネス  
 focus@nri.co.jp