

EVALUATE

債券ポートフォリオ再構築に効果的な トランジション・マネジメント

4件のトランジション例を基に評価

※当資料は、ラッセル・インベストメントが2019年8月に発行した英文のレポートを抄訳したものです。



債券市場において、長期的にベンチマークを上回るパフォーマンスを達成することは難しく、また、債券ポートフォリオの再構築を目的とするマネージャー移管(以下「トランジション」)を行う際には蓄積してきた超過収益が損なわれ、投資家の運用目標を達成できない可能性があります。

トランジションプロセス時のパフォーマンスの低下を最小限に抑える包括的な手法を適用することは、投資家が目指す長期的なリスク・リターン目標達成に役立ちます。

本レポートでは、年金基金の債券ポートフォリオの入れ替えシミュレーションを例として、4件のトランジション実践例の手法、結果評価をご紹介します。

シナリオ

ある年金基金は、既存の米国債コアマネージャーを解約し、別のマネージャーの採用を検討しています。

同基金の投資委員会は蓄積された超過収益の損失は避けたいと考えており、マネージャー移管を実施する際に蓄積された超過収益の損失を最小限に抑え、効率的かつコストを抑えた手法を求めています。

ポイント

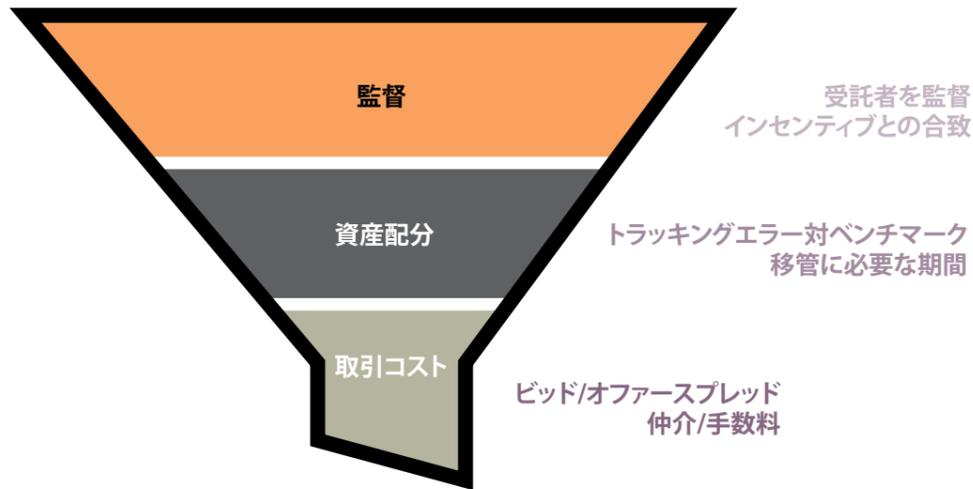
通常、投資担当者、コンサルタント、理事会の委任受託者などは、最も効率的かつ最適な手法を用いてポートフォリオ再構築を目的としたトランジションを検討します。基金によっては新旧のマネージャーに対して、入れ替えの間のパフォーマンスに関する説明責任を行わずに入れ替えを実施させる例も見受けられます。これは事実上、パフォーマンスを偶然に任せており、管理されていないポートフォリオやコストがそれほど大きな影響がないと投資家側が希望的観測を抱いていることにすぎません。

その一方で、より効率的で有効的な手法を採用する投資家もいます。彼らは、移管に伴うパフォーマンスへの影響、それらに起因するドライバーの重要性を理解し、より徹底したコントロールと管理を考慮して検討を行います

鍵となる要因は、通常の投資マニフェストを管理する場合と同様です。これらの鍵となる要因を把握することによって、投資家はポートフォリオ運営において様々な選択肢を評価することができ、より適切なポートフォリオ管理を行えるものと考えています。

トランジションは単純な取引ではなく、ポートフォリオ管理において重要であるリスク管理の一環だと考えています。ポートフォリオの資産配分構築(アセット・アロケーション)などを専門とする投資アドバイザーや、業者向けの取引執行専門機関は、シンプルな再構築、複雑な再構築いずれの場合においても理想的な組織と言えます。

ラッセル・インベストメントは、マルチ・マネージャー・ファンドの複雑なニーズに最良に応えることを目標に、インプリメンテーション・サービスを特別に立ちあげています。



監督

トランジションにあたり、受託者基準を意識し忠実義務を維持しているかを監督します。また、すべての収益を開示し、トランジションサービス提供者の利益が投資家の利益(パフォーマンス)と合致するポートフォリオ再構築モデルを選択します。

ポイント: 受託者基準が適用されないような場合(ブローカーに受託者要件が適用されないような場合)、投資家側の理事会がポートフォリオの再構築にあたるリスクや責任を負うことになり、仮に受託者忠実義務が損なわれた場合責任を負う可能性があります。

経営学者であるピーター・ドラッカー氏は、「What gets measured, gets managed /何らかの手法で成果が測れるものは、必ず成し遂げることができる。」と述べています。

投資家の運用目標を達成するためにはパフォーマンスの説明責任は必要不可欠であり、したがって移管を実施する専門家はマネージャー移管を実施する際にパフォーマンスへの影響を最小限に抑える必要があります。

資産配分

移管期間を通じて、ベンチマーク(もしくはアクティブな目標ポートフォリオ)に対してトラッキングエラーを最小限に抑えること、また、移管期間の短縮することで機会コストを抑えることは重要です。

重要性の背景: トランジションを適切に管理しない場合、膨大な機会コストが発生する可能性があります。これにより蓄積した超過収益が損なわれる可能性があります。

取引コスト

トランジションを行う際には、ポートフォリオの再構築を得意とし利益相反のない、顧客にとって最良執行できるパートナー(以下「インプリメンテーション・パートナー」)を採用することが重要です。

重要性の背景: トランジションの評価を行うにあたり、コストも考慮する必要があります。まず、インプリメンテーション・パートナーはトランジションにかかる全体の費用を提示することに加え、一貫したパフォーマンス指標を用いてパフォーマンス評価を行うことが求められます。これらが揃わない限り、客観的な評価を行うことは困難です。

実践例: 4件の選択肢

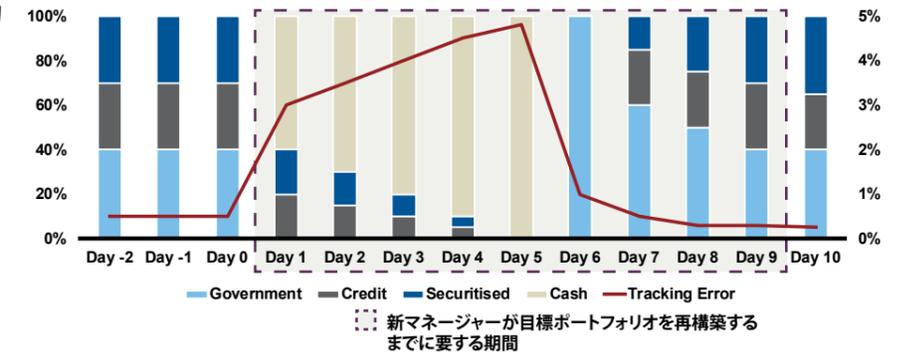
ポートフォリオの再構築を行うにはいくつかの手法があり、一般的に使われる4件の実践例を基に、ご紹介、評価します。弊社といたしましては、今回ご提案する実践例の内、最も適切な手法は1件のみと考えておりますが、別途下記に追記致します。

以下の事例では、トランジション期間とその間に行われている変更履歴を示しています。

各戦略で取られている主要なリスクを示すために、ベンチマークに対するトラッキングエラーの日次変化、ポートフォリオ構造/構成の日次変化、パフォーマンス測定停止期間なども表しています。

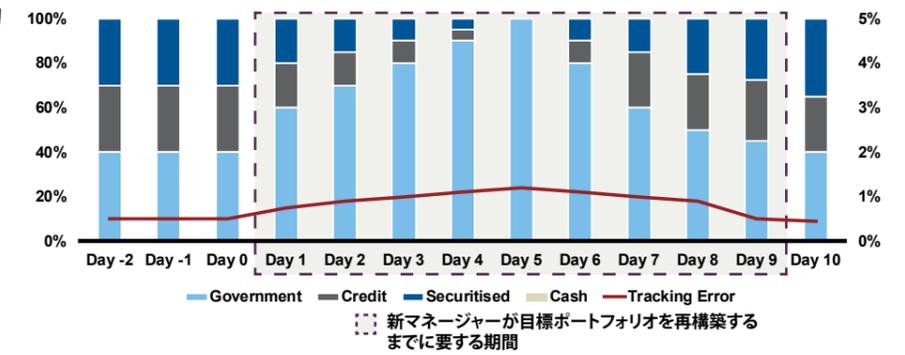
戦略オプション(A): 解約マネージャーによるポートフォリオの資金化

- 0日目: 既存のマネージャーの解約とパフォーマンス説明責任の終了
- 1-5日目: 既存のマネージャーが資金化
- 6-9日目: 新マネージャーが目標ポートフォリオを構築
- 10日目: 新マネージャーがパフォーマンス責任を負う



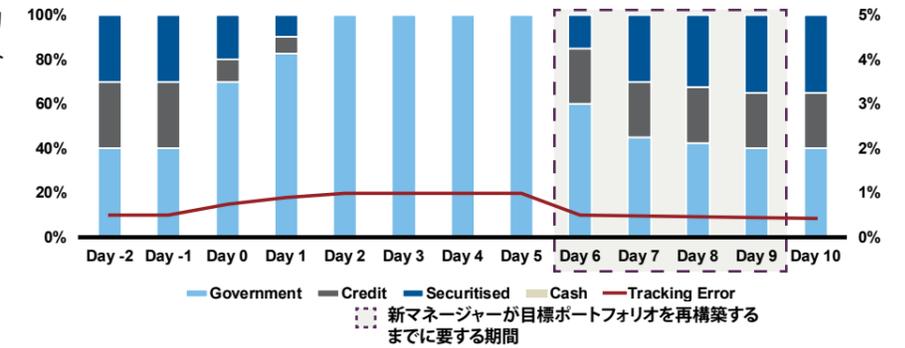
戦略オプション(B): 新マネージャーによる目標ポートフォリオの再構築

- 0日目: 既存のマネージャーの解約とパフォーマンス説明責任の終了
- 1-5日目: 新マネージャーはベンチマークのデュレーションを維持したままポートフォリオを資金化
- 6-9日目: 新マネージャーが目標ポートフォリオを構築
- 10日目: 新マネージャーがパフォーマンス責任を負う



戦略オプション(C): インプリメンテーション・パートナーによる国債購入からの目標ポートフォリオの構築

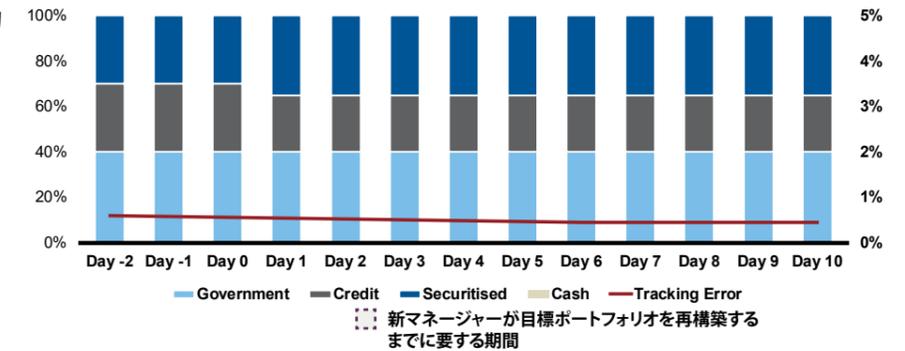
- 0日目: 既存のマネージャーの解約
- 1-5日目: インプリメンテーション・パートナーはポートフォリオの資金化(国債購入)を行い、ベンチマークのデュレーション維持とパフォーマンスの説明責任を負う
- 6-9日目: 新マネージャーによる目標ポートフォリオ再構築期間
- 10日目: 新マネージャーがパフォーマンス責任を負う



戦略オプション(D): インプリメンテーション・パートナーによる目標ポートフォリオの構築

この方法では、トランジション期間全体を通じてパフォーマンスの説明責任が維持されるため、目標ポートフォリオ再構築期間は設けません。

- 0日目: 既存のマネージャーの解約
- 1-6日目: インプリメンテーション・パートナーは既存のポートフォリオを資金化すると同時に、新マネージャーの目標ポートフォリオを構築し、ベンチマークのデュレーションを維持
- 7日目: 新マネージャーは完成した目標ポートフォリオを引き取り、直ちにパフォーマンス責任を負う



Evaluate ～実践例の評価～

受託者がトランジションの選択肢を評価する際には、優先順位やプロセスに関連する様々なポイントを考慮します。

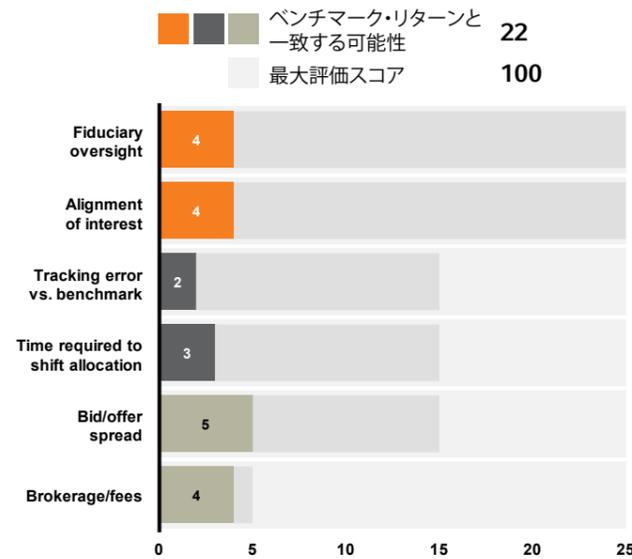
本レポートでは、ベンチマーク相対パフォーマンスに関して主に3つの要因(受託者による監督、資産配分、取引コスト)を基に各実践例(オプション)を点数化し、評価します。

各要因の点数は、目標パフォーマンスを達成するための要素を考慮しており、点数が高ければ高いほど、ベンチマーク相対リターンが管理されているかを示しています。

戦略オプション(A)の評価: 解約マネージャーによるポートフォリオの資金化

この方法は最も簡潔なものである一方で、関係者の利益に沿わない方法です。

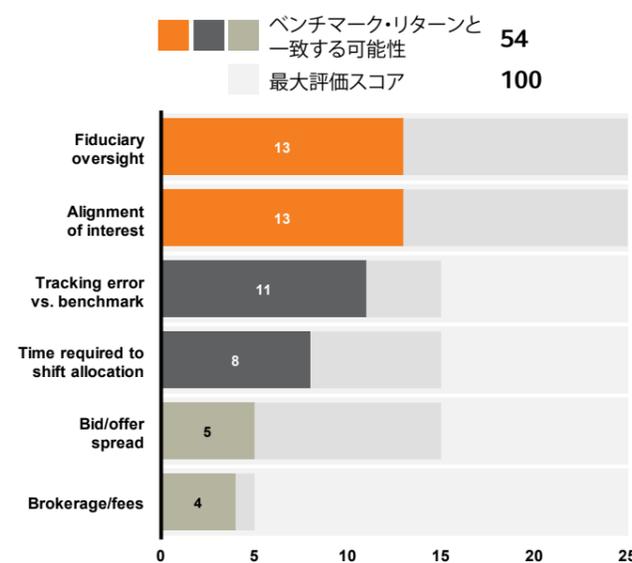
- **監督:** 解約されたマネージャーの資金化が指示された時点で受託者がポートフォリオの責任を持ちます。解約されたマネージャーは通常、トランジション・プランのパフォーマンスを最大化するインセンティブがなく、更には同マネージャーが運用する他の顧客ポートフォリオを優位にするために、特定のブローカーと取引を行う場合もあります。
- **資産配分:** このオプションでは、リスク管理がほぼ行われないため、ポートフォリオの資金化時に、リターンを生まない資産に必要以上に投資するリスク(以下「補償されないリスク」)を負うことになります。また、ベンチマークを考慮しなかったことで発生した機会コストは、マネージャー変更によって期待される将来の利益(アルファ)を上回る可能性があります。
- **取引コスト:** このオプションでは、新マネージャーに債券の現物移管を行わなかったことから、スプレッドコストが不必要に発生します。



戦略オプション(B)の評価: 新マネージャーによる目標ポートフォリオの構築

既存ポートフォリオを新マネージャーが売買を行うためインセンティブは考慮されますが、目標ポートフォリオが完成するまでパフォーマンスに対する責任は負いません。

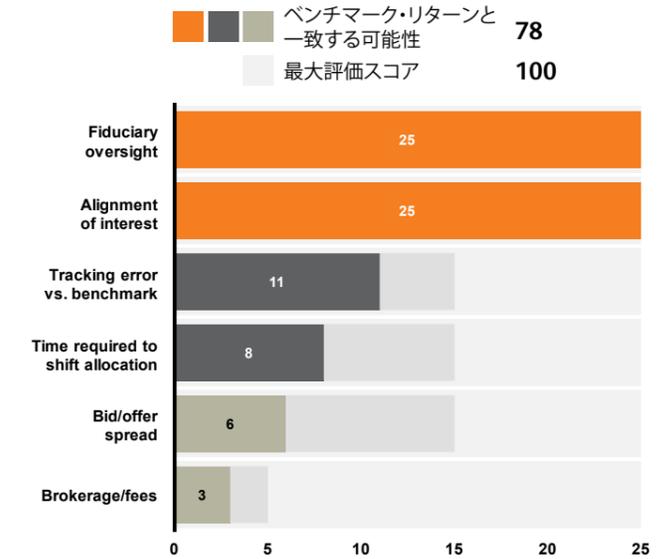
- **監督:** 新マネージャーが受託者となりますが、通常の場合目標ポートフォリオ再構築期間が必要となります。
- **資産配分:** トランジションによるポートフォリオの構造と資産配分によるパフォーマンスへの影響は、全ての費用や管理されたパフォーマンスの測定がされていないと、移行期間に評価することが困難になります。
- **取引コスト:** 事前に負担コスト額の提示がなく、パフォーマンスが計測されていないければ、取引コストが最小限に抑えられているかを評価することはできません。新マネージャーは、既存ポートフォリオの保有銘柄(特に低流動性もしくは一般的なではない資産)の取引に精通していないことも考えられます。そのため、トランジションに伴う明示的なコストを算出できません。



戦略オプション(C)の評価: インプリメンテーション・パートナーによる国債購入からの目標ポートフォリオの構築

インプリメンテーション・パートナーは既存ポートフォリオの資金化時にパフォーマンスの責任を負います。ただし、デュレーション・ニュートラルの国債を購入することは最適ではありません(次のオプションを参照)。広範な市場エクスポージャーは維持されますが(金利感応度のみ)、新マネージャーには国債バスケットを売却し、目標ポートフォリオを購入する際に取引コストが発生します。

- **監督:** インプリメンテーション・パートナーは受託者として契約し、利益相反を排除するために適切な取引先と売買を行います。
- **資産配分:** 金利感応度は維持されますが、ベンチマークに対するトラッキングエラーは、既存ポートフォリオ銘柄が売却(および国債の購入)されると増加します。
- **取引コスト:** インプリメンテーション・パートナーには手数料が支払われますが、国債購入の取引コストは生じません。また、新マネージャーは目標ポートフォリオを構築する際にはスプレッドコストも負担します。

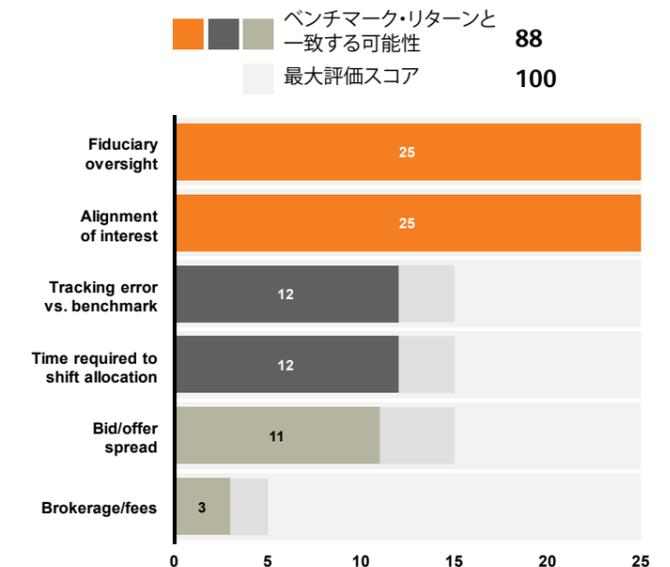


戦略オプション(D)の評価: インプリメンテーション・パートナーによる目標ポートフォリオの構築

議論してきた手法の内この方法では、リスク管理が最良であり、最も効率的に資産配分を行うことができます。

受託者として採用されたインプリメンテーション・パートナーは、再構築に伴うコストの透明性や新しい配分への移行時に適切なリスク管理手法を提供します。

- **監督:** インプリメンテーション・パートナーは利益相反を考慮し、適切な取引先と売買を行います。また、既存のマネージャー解約から新マネージャーの採用まで、一律にパフォーマンスが測定される唯一の方法です。
- **資産配分:** 経験豊富なインプリメンテーション・パートナーはポートフォリオへの短期的なリスクを特定し、移行期間中パフォーマンスのボラティリティを最小限に抑えるため、適切にリスク管理された取引を行います。これは、既存ポートフォリオと目標ポートフォリオ間にあるファクター(例:資産クラス、デュレーション、セクター等)の大きな差異を最小限に抑えることによって行われます。
- **取引コスト:** インプリメンテーション・パートナーには再構築に関連する手数料が支払われます。同マネージャーは多市場取引アプローチを通じてスプレッドを縮小し、顧客にとって最良の取引執行を目指します。



概要

4番目のオプションのメリットは、多方面から考慮しても債券ポートフォリオの再構築のデフォルトとして採用されるべきものと評価しています。しかしながら、他のオプションが使用されている例は多く確認されており、最終的に投資家が多額の補償されない機会コストや、時々取引コストを負担することがあります。

アルファを確保することが困難である中、管理されていないトランジションによって発生するコストで蓄積しているアルファを消費することは賢明なアプローチとは言えません。

ラッセル・インベストメントは、インセンティブを考慮し、トランジションに伴う特有の課題の管理を可能とする専門運用機関を採用することが極めて重要であると考えています。

4番目のオプションは、債券資産の再構築を目指す投資家にとって、適切なガバナンス、徹底されたリスク管理とコスト管理を顧客に提供できる方法と評価しています。

トランジションは取引執行ではなく、リスク管理が最も重要であるため、ポートフォリオの再構築と適切な取引先との売買を行うことに特化したインプリメンテーション・パートナーは、単純な再構築と複雑な再構築の両方を手助けできる理想的な運用機関です。

ラッセル・インベストメントは、マルチ・マネージャー・ファンドの複雑なニーズに最適に対応することを目的として、インプリメンテーション・サービス事業を特別に設置しました。これは、世界中の機関投資家が直面する同じ課題に独自に適用し、調整できるスキルセットです。

ラッセル・インベストメントのトランジションに関する独自のアプローチ等の詳細については、お問合せくださいますようお願い申し上げます。

COPYRIGHT© 2021. RUSSELL INVESTMENTS. ALL RIGHTS RESERVED.

当社による事前の書面による許可がない限り、資料の全部または一部の複製、転用、配布はいかなる形式においてもご遠慮ください。

内容は作成時点のもので、保証されるものではありません。

ラッセル・インベストメントの所有権は、過半数持分所有者のTA アソシエーツならびに少数持分所有者のレバレンス・キャピタル・パートナーズ、ラッセル・インベストメントの経営陣およびハミルトン・レーン・インコーポレーテッドから構成されています。

フランク・ラッセル・カンパニーは、当資料におけるラッセルの商標およびラッセルの商標に関連するすべての商標権の所有者で、ラッセル・インベストメントグループの会社がフランク・ラッセル・カンパニーからライセンスを受けて使用しています。ラッセル・インベストメントグループの会社は、フランク・ラッセル・カンパニーまたは「FTSE RUSSELL」ブランド傘下の法人と資本的関係を有しません。ラッセル・インベストメント（米国）のホームページに掲載されている製品・サービスは、米国の居住者のみを対象としています。

当資料は法律、税金、有価証券、投資アドバイス、投資の適切性に関する意見、また勧誘を目的としたものではありません。当ウェブサイトに掲載されている一般的な情報は、ライセンスを受けた専門家から法律、税務、投資に関する具体的なアドバイスを受けることなく実行されるべきではありません。

米国居住者以外のお客様はラッセル・インベストメントのご自身が居住する地域のウェブサイトにて、提供可能な商品やサービスに関する情報を入手することができるかもしれません。

ラッセル・インベストメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第196号 加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会