

### アウトソースCIO拡大の可能性

欧米で運用アウトソースの拡大が近年急速に進んでいます。年金等を取り巻く制度の変更や、金融危機後にスポンサーのリスク管理への意識が高まったこと等が背景とみられます。運用環境の変化が激しさを増す中で、国内においても、今後、一定程度の市場拡大の余地はあると考えられます。

#### 海外での運用アウトソースの拡大

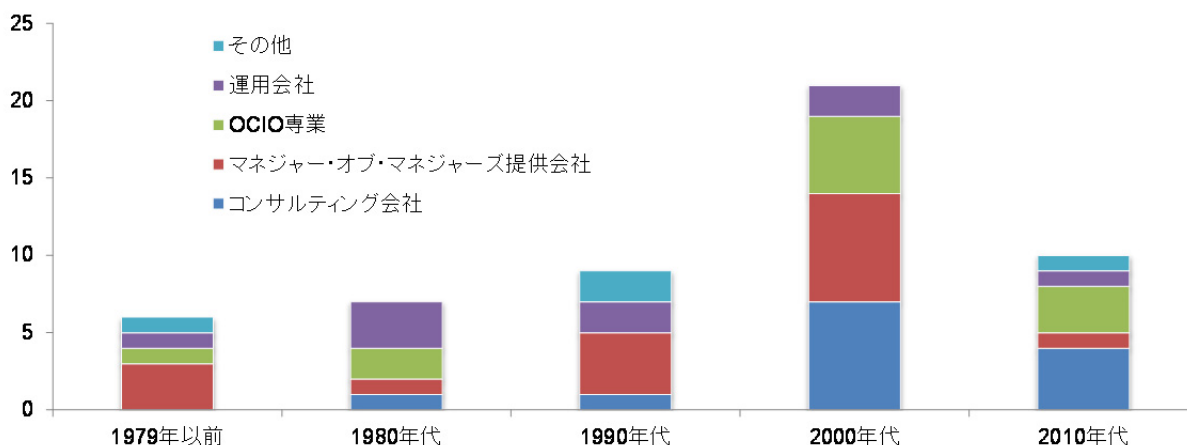
海外の年金基金等では資産運用の一部、もしくは全部を外部のコンサルティング会社や運用機関へアウトソースする動きが広がっています。一般にアウトソース CIO(OCIO)と呼ばれるこうした取り組みは、欧米で会計基準の変更や規制の強化等を背景に DB の制度縮小や廃止の動きが進み、年金運営のリソース削減が進んだこと、

また、金融危機を経たパフォーマンスの悪化を受け、リスク管理への意識がスポンサー側で高まったこと等を受け、2000 年台以降、運用資産額が急増し、サービスプロバイダの進出も進みました(図表 1)。

#### 運用アウトソース活用の意義

アウトソース活用の目的は各スポンサーが置

図表 1 OCIO の業態別事業開始年推移



(出所) aiCIO より野村證券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

#### 野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村證券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されました御客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

図表 2 アウトソース活用による効果

メリット	デメリット
<ul style="list-style-type: none"> <li>・執行を分離し、基本方針や戦略の策定等の職責に専念できる</li> <li>・優れたオペレーションの体制</li> <li>・最新の知見や専門性へのアクセス</li> <li>・専門家によるモニタリングへの信頼度</li> <li>・優れた運用報告</li> <li>・リターンの向上</li> <li>・スタッフの能力開発の機会</li> <li>・基金スタッフの交代に伴う運営の継続性の担保</li> <li>・取引コストの抑制</li> <li>・リスク管理の向上</li> <li>・基本方針の構築に関する専門的な支援</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・パートナーとコンサルタント間の対立の発生</li> <li>・RFPやガイドラインの設計の必要性</li> <li>・名目上のコストの増加</li> <li>・運用におけるコントロールの喪失</li> <li>・基金の資産規模に対してアウトソースの規模が過大(過小)となるリスク</li> </ul>

(出所) 第 108 回 Government Finance Officer Association 年次総会資料より野村證券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

かれた状況により様々であると見られます。図表 2 は米国の公的資金の運用に関するパネルで示されたアウトソース導入による効果の一例ですが、アウトソース活用によるメリットは大きく 2 つに大別できるとみられます。

一つは、基金のリソース配分の効率化です。通常、運用目標や制約条件の決定、基本資産配分の策定といったことから、運用会社の調査・選定、契約・交渉、資金の移受管やパフォーマンスのモニタリング、リスク管理といったことまで多岐に渡る業務のうち、一部をアウトソースすることにより、限られたリソースを、より上流の意思決定のために多く割くことができるようになると考えられます。

メリットの二つ目としては、市場環境に応じた機動的な配分の変更や、ダウンサイドリスクの管理、先進的な戦略や運用機関へのアクセスといった、機関決定に要する時間的なラグやガバナンス上の観点、内部リソースの面から、一般にスポンサーが自ら実施することは困難であると考えられる機能を補完できる点があげられます。

年金基金をはじめとした世界の機関投資家を対象に毎年実施されている調査のうち、アウトソース活用の目的に関するアンケートの結果(図

表 3)をみても、同様の傾向がみてとれます。活用の背景として内部リソースの不足を挙げる機関が 90%に上っているほか、リスク管理やモニタリングの強化をあげる声が全般に多くなっています。

### 大手機関投資家の先進的な事例

海外大手の公的なスポンサー等では運用高度化を目的にマルチアセット運用機関をパートナーとして採用し、単に運用のアウトソースを行うだけではなく、インハウス運用の高度化につなげようとする先進的な事例もみられます。

鉱物資源等からの収入を原資に運用されるアラスカ永久基金(APFC)では、金融危機を経て従来型の運用管理への疑問が理事会で高まったことを受け、新たな知見の獲得を目的に、マルチアセット・マネジャーに基金と同様のマンドートを与えるエクスターナル CIO(ECIO)プログラムを 2009 年に導入しました。ECIO として採用された 5 社はカスタマイズ運用を提供するだけでなく、定期的な運用報告の他、カンファレンスコールへの参加、理事会への出席等が求められるなど、内部の運用高度化への貢献も重視する内容でした。同プログラムは検証期間を経て 2015 年に終

### 野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村證券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されました御客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

図表 3 アウトソース活用の目的(2016 年調査)

	極めて重要	重要	さほど重要ではない	全く重要ではない	該当なし
リスク管理の向上	38%	48%	10%	3%	2%
コスト抑制	11%	36%	39%	11%	2%
内部リソースの不足	56%	34%	8%	0%	2%
モニタリングの強化	38%	41%	11%	8%	2%
リターンの向上	31%	46%	13%	8%	2%
迅速な意思決定と実行	31%	36%	28%	2%	3%
ストラテジック・パートナーシップへのニーズ	18%	25%	26%	26%	5%

(出所) aiCIO より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

了し、ECIO の運用機関のうち、パフォーマンスが良好であった 3 社についてはヘッジファンド枠へ移管されています。


また、パートナーの運用機関と長期的な関係を構築し、基金と同様の政策ベンチマークを与えることで、パートナーからの資産配分や投資戦略の情報をインハウスの戦術的資産配分の高度化につなげようとする試みとしては、テキサス州教職員年金基金(TRS)のストラテジック・パートナーシップが知られています。パートナーは運用の提供にとどまらず、投資戦略に関するリサーチの提供や、スタッフのトレーニングといったスポンサーの運用高度化に資する多様なサービスをカスタマイズで提供します。

### 国内での拡大の可能性

内外債券利回りの低下を受け、安定的なリターン獲得のためには、リターンドライバーとしての株式のリスクをコントロールしつつ、幅広い投資対象に分散していくことが一層重要になっています。また、債券の運用に関しても、金利上昇リスクをコントロールしながら安定的にキャリー収益を確保していく必要がある中で、基金の側で実践ポートフォリオを柔軟にコントロールしながら、そうしたリスク管理を実施していくのは困難とみられることから、アウトソース活用のニーズ自体は今後も高まることが予想されます。

一方で、国内においてアウトソースのサービスの一定程度は、従来、総幹事信託銀行等によって包括的に提供されてきた経緯があり(図表 4)、

図表 4 機能毎のサービス/アドバイス提供主体

機能	サービス/アドバイスの提供主体			アウトソースの程度
	コンサルタント	総幹事	運用機関	
制度設計				
ガバナンス				
制度全体のモニタリング				
ALMの実施				
政策アセットミックスの構築				
実践ポートフォリオの構築、投資戦略の調査				
運用機関調査・選定				
パフォーマンス分析・報告				
資金の移受管、トランジション・マネジメント、TAAの実施				
運用の実施				

(出所) 各種資料より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

### 野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されました御客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

コンサルタントとマルチアセット運用機関による各々のサービス提供範囲の拡大という形を伴った欧米のようなペースで今後、運用アウトソースの導入拡大が進むとは考えづらいとみられます。しかしながら、海外で豊富な実績を蓄積した運用機関を複数採用し、運用会社間、あるいはコンサルタントの提案との間で運用戦略や資産配分変更等の内容を比較検討するといった取り組みは、基金の運用全体の高度化をはかっていく上で有用ではないかと考えられます。

ただし、通常、OCIOはカスタマイズソリューションとして提供されるため、運用面に限っても、外部ファンドを含めた投資対象の十分な分散等を実施する上では、一定以上の委託額が必要になります。従って、まずは部分的に、コミングルのマルチアセットファンドへの投資を実施し、パフォーマンスを含めた運用内容、戦略や資産配分変更、市場環境等に関する情報開示の面等で満足ができれば、委託額を拡大させつつ、運用内容のカスタマイズや追加的な情報提供等を求めていくといった形が考えられるかと思います。

— 次号のお知らせ —

次号は

**12月26日(月)**

発行予定です。

野村証券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.404%(税込)(20万円以下の場合は、2,808円(税込)))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第142号  
加入協会/日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次のURLにてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

編集:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター、  
野村資本市場研究所、野村総合研究所

発行:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター  
(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2  
アーバンネット大手町ビル

TEL: 03 (6703) 3991 FAX: 03 (6703) 3981

Email: [nenkin@jp.nomura.com](mailto:nenkin@jp.nomura.com)

**野村年金マネジメント研究会**

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されました御客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。