

94-J-16

機関投資家の意思決定過程と
ファンドマネジャーの行動に関する調査

三輪芳朗
東京大学経済学部

倉澤資成
横浜国立大学

舟岡史雄
信州大学

1994年5月

このディスカッション・ペーパーは、内部での討論に資するための未定稿の段階にある論文草稿である。著者の承諾なしに引用・複写することは差し控えられたい。

『機関投資家の意思決定過程とファンドマネジャーの行動に関する調査』

三輪芳朗（東京大学）
倉澤資成（横浜国立大学）
舟岡史雄（信州大学）

<I> ことわりがき

この報告書は、1993年12月から94年1月にかけて実施したアンケート調査「機関投資家の意思決定過程とファンドマネジャーの行動に関する調査」（投資行動実態調査研究会）の結果をとりまとめたものである。

このアンケート調査は、プロジェクト・メンバー間の検討、関連機関投資家からのヒアリングと予備調査を経て作成した調査表について、試行後の改良を加え、さらに関係団体の協力を得て、投資行動実態調査研究会（代表：貝塚啓明）が実施したものである。調査表の整理、集計、およびこの報告書の作成は、三輪、倉澤資成、舟岡史雄が共同で行った。以下の内容に関連する、意見、感想、質問、示唆、教示などはとりあえず、下記、三輪宛にお寄せください。

なお、このアンケート調査は、現在進行中の「日本の資産価格の最近の変動に関する研究」プロジェクト（代表：三輪芳朗）のサブプロジェクトである資本市場に関する研究（代表：三輪）の一環として実施したものである。全体のプロジェクトは、土地市場に関するサブプロジェクト（代表：西村清彦）とで構成されており、96年3月を最終目標として運営されている。

三輪芳朗

〒113 文京区本郷7-3-1 東京大学経済学部

Tel. 3812-2111（代） 内線5622

（留守の場合には経済学部秘書室 内線5530をご利用ください。）

FAX. 3818-7082 （ただし、経済学部秘書室）

巻末に収録した調査表からも明らかなように、この調査は、回答者にとっていささか面倒な内容であり、また、一部の方々からもご指摘いただいたように、経営上の重要な決定およびその内容にかなり立ち入っており、さらに時節柄という点でも、回答しにくいと判断される可能性のある質問を含んでいる。しかし、各方面の協力を得て、極めて高い回収率となった。また、記入式の面倒な問いに、ほとんどの回答が詳細に記入していただき、価値の高い回答内容となった。ご回答いただいた機関投資家の方々、生命保険協会、証券投資信託協会、日本証券投資顧問業協会はじめご協力いただいた数多くの方々には心より感謝申し上げます。

このアンケートでは、資金の運用を委託されるという面に特に注目して調査対象を限定した。しかし、それでも対象機関ごとに特徴があり、比較対照するためとはいえ単一の質問表で実施することには多少強引なところがあった。ご苦勞を

おかけした方々におわびすると同時に、読者にもその点を了解していただく必要がある。回答を依頼したのは、生命保険会社、信託銀行、投資信託会社、投資顧問会社の4つのグループであり、各グループの主要な企業を調査対象にした。回答依頼企業数、回答企業数、回収率は以下のとおりである。残念ながら、今回は信託銀行の協力は得られなかった。

	回答依頼企業数	回答企業数	回収率(%)
生命保険会社	8	8	100
信託銀行	7	0	0
投資信託会社	11	7	63
投資顧問会社	13	12	92

以下の記述には、個別の回答に直接関連する内容は含まれない。少数の企業に、経営上の重要な決定や内容に関わる回答を求めたことの当然の結果である。この報告書作成の基本原則は、今後の検討のための基礎資料として利用可能なものとするために、立ち入った、あるいは余計な解釈を加えず、内容をそのまま紹介するというものである。われわれは、このような調査がこれまでには行われておらず、今後の調査、研究の基礎として大いに役立つと考えるから、以下の内容を巡って、さまざまな議論が始まり、意見、感想、追加情報などが寄せられることを期待する。現時点および今後、機関投資家に期待される役割に照らせば、その実態、内容があまりに不透明であり、理解されていない。一部のマスコミを通じた断片的な報道と、酒席や茶の間の話題として放置するにはあまりに重要な存在であるとわれわれは考える。

<II> 調査のねらい

最近の約10年間のバブルの発生、膨張から崩壊にいたる過程は、深刻な影響を国民経済さらに世界経済に与えた。後遺症まで含めた影響の深刻さから、その再発の防止は国民的課題だといっても過言ではない。適切な処方のためには、適切な診断が不可欠であり、バブルの発生、膨張のメカニズムに関する研究が各方面で多様な角度から行われている。しかし、現時点でわれわれの見るところでは、これらの研究には、意思決定主体の行動に関するミクロ経済学的視点からの検討、さらにそのベースになる情報の収集が決定的に欠けている。たとえば、「カネ余り」が原因だという説明は、それを借りて株式投資を行う主体が存在しなければ完結しないし、そのためには楽観的な予想を抱き続ける主体が存在しなければならない。つまり、バブルは自動的に発生したのではなく、人間が生み出したのだという基本的認識のもとに、投資家の行動に関する立ち入った検討が必要なのである。

他方、最近の約10年間は、資本市場の「機関化」が急速に進行した時期でもあった。このため、期間中に資本市場で起こった現象の理解のためには、この「機

関化」の具体的内容、機関投資家の行動の実態、およびその影響にも注目する必要がある。また、バブル崩壊後も、「機関化」は着実に進行し、今後もさらに進むと予想されるから、これらの点に注目することが今後の資本市場の機能の仕方の適切な理解のためにも不可欠である。

期間中に運用資産残高でみた比重を急速に高めた機関投資家は、なにかと注目される存在であり、バブル崩壊後は、ややもすると「バッシング」の対象として話題になる傾向が強かった。しかし、バブルの発生メカニズムの解明と後遺症への対応、さらに今後の健全な資本市場の発展のための必要な対応策の模索という視点に立てば、このような関心のもたれ方が中心だという状況は不幸なことである。適切な処方には先行する適切な診断が不可欠であり、それへの関心を妨げ、薄れさせるだけでなく、診断のための情報収集の妨げになるためである。

いささか大雑把に言えば、資本市場には中核的プレーヤーとその動向に注目する多くの投資家が存在し、中核的プレーヤーのグループが、短期的・中期的には市場の価格形成に大きな影響を与えるとわれわれは考える。誰が中核的プレーヤーであるかは時代により状況により変化するが、80年代半ば以降の期間については、資金の規模や行動パターンの類似性から、機関投資家はそのなかの重要な地位を占めたと考える。この意味で、機関投資家が資本市場の中核的存在として大きな影響力をもったと思われるから、バブルの発生、膨張、崩壊のメカニズムの理解のためには、その意思決定過程の実態に関する立ち入った検討が不可欠なのである。また、期間中とりわけバブル崩壊後に多くの機関投資家の内部で組織・システムの見直しがたびたび行われた。その基礎になった経験、情報、さらに見直しの内容や基本的な考え方は、それぞれが貴重なものであるにもかかわらず、事柄の性質のためもあり、機関の外部者の目に触れることはなく、相互に比較しながら、経験を共有することは不可能な状況である。現にわれわれの事前の調査でも、利用可能なレポートの類は皆無であった。このような経験や情報の一部を体系的に整理し、共有化することが、バブルの再発防止と「機関化」の進行に対するより適切な対応を可能にするはずであり、そのためにはわれわれのような、利害関係を持たない第三者が不必要に立ち入らない範囲で収集、整理することが必要であり、有効な手段だと考えた。

さらに、研究者の関心としては、平穏無事な時期には観察できない基本的な性格や本質が大きなショックが与えられた場合や内生的な激変期には表面化することがあるように、日本の資本市場の機能の仕方の実態について立ち入って検討するための格好の実験がこの10年間に行われたと考えることもできる。そのため、たとえば地震によってできた断層を調べて地下の構造を調べるような効果も念頭に置いている。つまり、激動の時期に起こったことを慎重に吟味することにより、より平穏な時期にもより地味にはあるが発生する事象の分析を行うための資料を収集しようというのである。

この調査は、以上の視点から、バブルの災禍を貴重な経験とし、その再発の防止にとどまらず、より長期的な視点に立って、今後の資本市場のあるべき姿と、よりよい資本市場の実現のための方策を探るための基礎研究として行うものであ

った。

この調査は、上述のように、生命保険会社、信託銀行、投資信託会社、投資顧問会社の4つのグループの主要な企業を調査対象にしたが、残念ながら、信託銀行の協力は得られなかった。

この調査は、機関投資家の意思決定のシステムと具体的なプロセスに注目した調査であって、各ファンドマネジャーの意識に直接焦点を合わせた調査ではない。したがって、ファンドマネジャーではなく、その環境であるシステムを設計、管理する責任者に回答を求めた。

<III> はじめに

この調査は、ファンドマネジャー（運用担当者）をとりまく環境に焦点をあわせたものである。調査表の構成については、巻末の調査表の第2頁を参照されたい。「現在の状況について」たずねた第I部、「運用担当者（ファンドマネジャー）について」たずねた第II部、そして「最近10年間の変化について」たずねた第III部から構成される。焦点が第II部に合わせられていることはいうまでもない。第I部はそのための準備段階にあたり、第III部は最近の状態に至る変化をたずねている。

このような設計に落ちついた経緯を説明しておくことが、同時に読者に対する有用な情報をすることにつながるだろう。バブルの発生、膨張に強い関心を持つ読者は、なぜ90年以前の状況に焦点を合わせないのかという疑問を持つだろう。しかし、われわれは、次の4つの理由から、現状に焦点を合わせることを選択した。(1)大雑把に言えば、90年以前に大きな比重を占めた資金が特定金銭信託・ファンドトラストであるのに対し、90年以降は、年金の比重が高まった。資金の性格が大きく異なるために、必要な社内体制、ファンドマネジャーの役割も大きく変化した。いずれかを選択するとすれば、今後の重要性からみて年金に対応した現状を選択するのが適当と考えた。(2)社内のシステムが、資金の性格の変化、過去の経験などに基づいて変化しているケースが多いから、現在の担当者に過去のことをたずねるのは、さまざまな面で制約があり（場合によっては、前任者の批判を回答として求めることになる）、かりに回答を得られても有用ではない可能性がある。また、組織面での大きな変更がない場合でも、担当者が交替しているケースでは過去に遡って回答を求めることには制約が多い。(3)回答する側の誘因を考慮した。現状に関するものであれば、今後の改善の参考になる可能性があるとしても、いわば、後ろ向きに、過去の実態に関する質問に回答することは誘因に乏しい。(4)結果からみれば、80年代後半は、突然の需要拡大に社内のシステムを急いで整備したという意味での過渡期であったという側面が強く、今後のことを冷静に考えるうえでは、最近時点に焦点を合わせて方が適切だと考えられる。もちろん、われわれとしても、バブルの発生メカニズムに関心がないわけではないが、今回のようなアンケート調査では、最近時点に焦点を合わせる方が適切だと判断した。

ファンドマネジャーの意識調査をなぜしないのかという疑問を抱く向きをある

だろう。しかし、その理由については説明は必要ないだろう。さらに、バブル期のファンドマネジャーの意識調査を現時点で行うすべは実質的に存在しない。当時のファンドマネジャーに現時点で尋ねても有用な情報が得られるとは期待できないし、まして現時点でのファンドマネジャーに当時のことを尋ねるわけにはいかない。

調査表を見て、これでは集計のしようがないだろうとの印象をもたれば、その通りと答えざるをえない。しかし、予め選択肢を示してそのなかから選ぶことを求めるという方法は、不可能であり、あえて実行すれば有用な情報、さらにそのためのヒントすら得られなくなると考えた。予備的な調査、ヒアリングの過程で、あえて選択肢を明示すれば、回答不能あるいは「その他」という回答が多くなるとの予想が強くなり、今回は、いわば、調査の次のステップのための情報収集のためのものという性格で統一するという決断を行ったのである。

資産の運用サービスの供給機関に関する調査と見れば、情報の収集が供給サイドだけでなく需要サイドからも行われるべきだというのが当然の成りゆきである。われわれもその必要を痛感している。ユーザーの意見、潜在的要求、不満、とりわけ、通信手段の発達により、海外の供給者のサービスを現時点でも利用しているユーザーの国内の機関投資家に対する見方は重要な情報となるはずである。しかし、ユーザーは供給サイド以上にさまざまであり、さらに情報を提供する強い誘因に欠けるから、ユーザーに対する調査、情報収集は一段と大きな困難に直面するはずである。読者の中で、妙案をお持ちの向きは、直接行われるか、アイデアを提供願いたい。また、直接ユーザーとしての情報を提供いただくことも大歓迎である。

さらに、この調査は資金の運用を委託されるという側面に特に注目して調査対象を限定して行った結果、自らの手で運用する機関である投資家の多くを対象にしていないから、そのような対象にまで調査を拡大すべきだとの意見もあるだろう。銀行、証券、生命保険などの金融機関や、商社や事業会社などである。もちろん、そこまで拡大することに異論はないが、その際には、何を目的にして何を調べようとしているのかという点を慎重に吟味する必要があるだろう。

さきに断ったように、この調査は、より大きな調査の一環として行った予備調査とでもいうべきものであり、全体のための情報収集、今後の議論のための基礎となる一般的状況の把握を目的としている。新たな情報の提供を含め、率直な意見、感想、批判等、積極的な反応を期待する。

<IV> 第I部の回答の概要

最初に、face sheetから、回答企業の概要を示すために必要な、設立年次、設立形態と資本金を示す。

[設立年次]

・生命保険は明治時代、投信委託は1950年代が1社、70年代が4社、1980年以降が2社である。投資顧問はより新しい。1970年代が3社、1980年～84年が2社、85年が6社、86年が1社である。

[設立形態]

	投資顧問	投信委託	生命保険
(1) 分離独立	2 社	3 社	
(2) 創業・創設	8 社	2 社	6 社
(3) その他/無回答	2 社	2 社	2 社

[資本金]

	投資顧問	投信委託
10億円未満	8 社	1 社
10億円以上20億円未満	4 社	2 社
20億円以上		4 社

(*)生命保険会社は相互会社であり、資本金は存在しない。

<<第I部 現在の状況>>

第I部では、資金の運用に直接関連する部署の現状についてたずねた。ここで、現状とは、バブル崩壊後（およそ、1990年以降）現在に至る時期の状況である。この期間内にも大きな変化がある場合には、1993年3月末時点の状況に関する回答を求めた。（最近10年間の変化については第III部で回答を求める旨を断っている。）

(1). 資金運用の分類

投資顧問と投信委託の総運用資金とファンド数は次の通りである。（生命保険は、一般勘定の比重が圧倒的に高く、比較可能でないため省略する。）

運用資金とファンド数の平均

	投資顧問(12社)	投信委託(7社)
運用資産（億円）	11,921	23,904
ファンド数（本）	202	408

(*)投資信託のファンド数は未記入の1社を除いた6社の平均である。

[投資顧問]

資金規模で分類すると5社が1兆円を超えており、ファンド数で見ると200本を上

回るのが6社、100本未満が2社で、残り4社が100本～200本であった。

資金分類別に見ると、海外投信、国内年金、特金、海外年金等が主たる資金となっている。これらすべての資金のファンドをある程度づつもっている投資顧問と、かなり特化している投資顧問とがある。

前者の投資顧問をみると、海外投信のウェイトが他に比べてやや高い傾向にある。

特化している顧問には、特金のウェイトが高いところ、海外の機関投資家の運用資金が大きなところなどがある。助言契約のウェイトが最も大きな企業も見られた。

[投信委託]

投資信託の場合、株式投資信託と公社債投資信託の二つに大きく分けられる。株式投信のウェイトの高い投信もあれば、公社債投信のウェイトの高い投信もあるが、全体としてみると両者にさほど大きなウェイトの違いはない。

[生保]

生命保険の場合には、一般勘定と特別勘定に分けられ、特別勘定はさらに団体年金特別勘定と個人変額保険特別勘定に分けられる。8社平均は次の通りであり、一般勘定が圧倒的に大きい。

一般勘定	146,623億円(98%)
特別勘定	3,756億円(2%)
合計	150,379億円

特別勘定の内訳を見ると、年金特別勘定のウェイトが高い保険会社と逆に個人変額保険特別勘定のウェイトの大きな保険会社がある。

(2). 意思決定の担当部署

[投資顧問]

アセットアロケーションと銘柄セレクションが異なった部署で行われると答えたところが7社である。アセットアロケーションの担当部署は、「投資政策委員会」あるいは「運用会議」的のところが多く、銘柄選択は「運用部門」で行われている。どちらも運用部門で行っているところが3社あった。

[投信委託]

アセットアロケーション、銘柄セレクションとも「運用部」で行っている、との回答が3社あった。これに対して3社が、アセットアロケーションは運用会議(部長会)、銘柄セレクションは各運用部あるいはファンドマネジャーと答えている(無回答1社)。

[生保]

各社の違いはほとんどない。

一般勘定のアセットアロケーションは、財務企画部(あるいは運用企画部)担当しており、銘柄セレクションについては、株式部、(有価)債券部、国際投資部など名称に多少の差はあるが資産運用各々が担当しているようである。

特別勘定については、アセットアロケーション、銘柄セレクションとも特別(勘定)運用部(あるいは年金運用部など)が担当している。

(3). 意思決定の担当部署の社内組織と指揮系統

(4). 担当部署内の組織と指揮系統

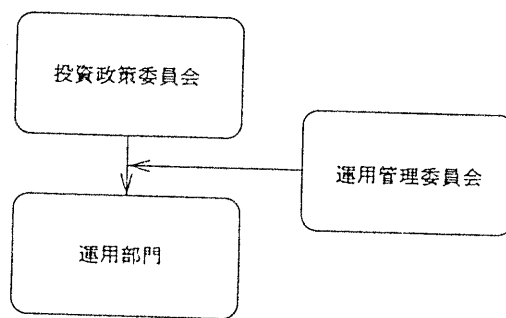
[投資顧問][投信委託]

投資顧問と投信委託には基本的な違いはなさそうである。もちろん企業による違いはあるが、投資顧問の典型的な意思決定は次の(A)か(B)のような形態といてよい。

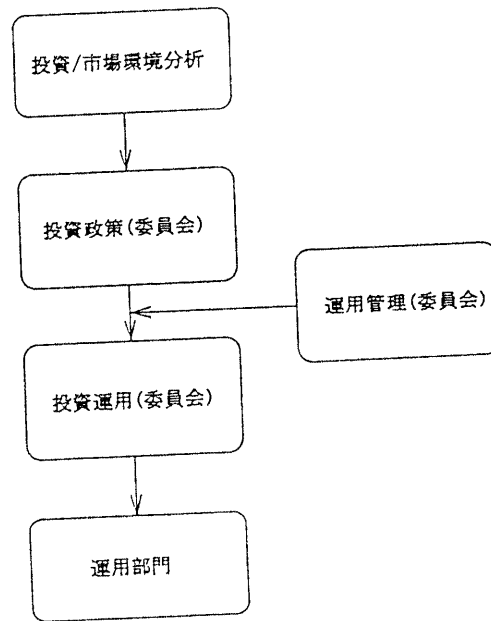
(A)の「投資政策委員会」には社長を始め多くの(すべての)役員が参加し、基本的な投資方針や投資戦略が議論され決定される。これを受けて、「運用部門」で具体的なアセットアロケーションや銘柄のセレクションが行なわれる。「運用管理委員会」は投資運用を管理し、レビューや評価を担当する。

(B)は比較的規模の大きい投資顧問や投信委託に見られる意思決定の形態であり、(A)をさらにいくつかの段階に分離した形態といてよいだろう。(A)での「投資政策委員会」が「投資政策」と「投資運用」に分れており、投資政策の基本方針や投資戦略が具体性の違いによって分担されているようである。多くの場合、「投資政策」には役員ほとんどすべてが参加するのに対して、「投資運用」の方には担当役員と実際に運用に携るスタッフが参加する。(B)にはさらに、「投資/市場環境分析」が設置され、内外の政治・経済状況、金融環境など幅広い投資環境、市場環境の分析が行われる。企業によっては、当該企業の役員だけでなく、親会社や関連する調査/研究会社からも担当役員/担当者が参加する。

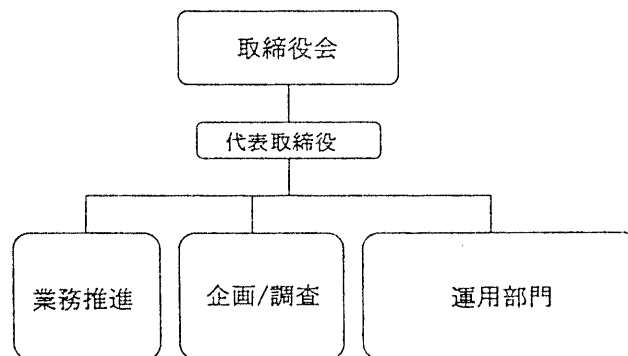
(A) 投資顧問タイプ1



(B) 投資顧問タイプ2/投資信託

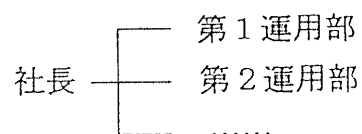


投資顧問、投資信託の社内組織を簡略化して描くと次のようになるであろう。

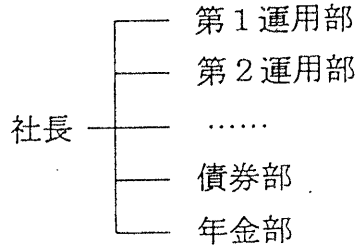


運用部門内の組織は、企業によって異なるが、投資顧問は次の三つの形態に分けることができるだろう。

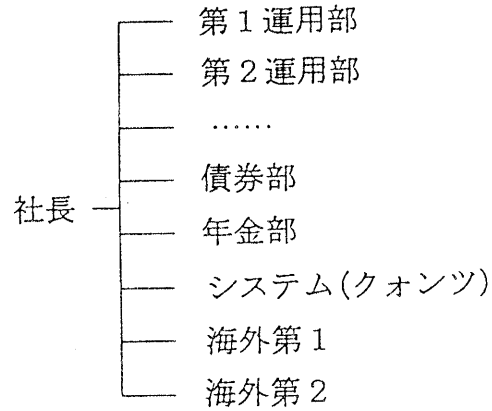
[投資顧問]
(A)



(B)



(C)

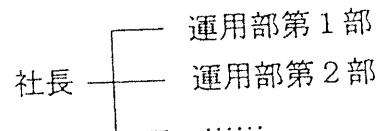


(A)より(B)、(B)より(C)が規模が大きい顧問会社に対応すると考えてよい。(A)の場合には、「第1運用部」「第2運用部」の代わりに「株式運用部」「債券運用部」と呼んでいる会社もあった。(A)から「債券部」「年金部」を独立させると(B)になり、(C)はさらにシステム運用を担当する「システム部」、海外部門を担当する「海外部」が付け加わっている。

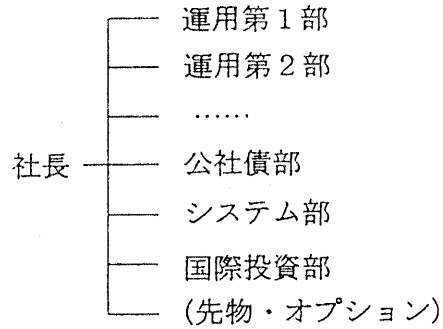
一方、投信委託の運用部門内の組織は次の図のような形態が典型的である。

[投資信託]

(A)



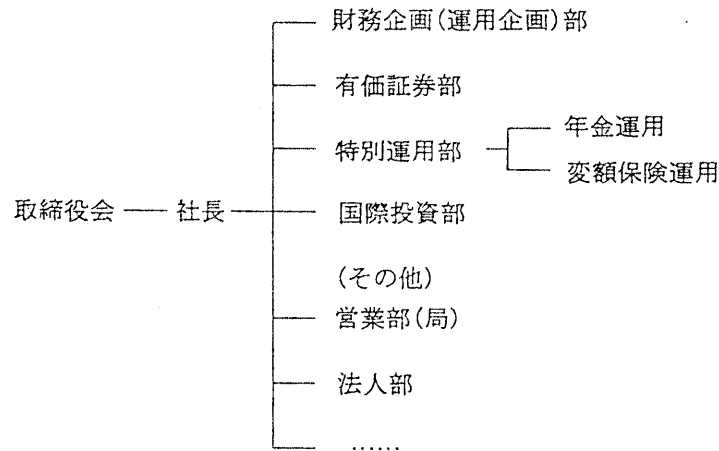
(B)



(A)に、システム運用担当の「システム部」や海外投資を受持つ「国際投資部」が加わって(B)ができています。派生証券のポジションを運用・管理する「先物・オプション」を独立した部として持つ投信委託も存在する。

[生保]

生保について詳しい回答は得られなかったが、先にも触れたように、基本的な投資方針や投資戦略は、財務企画(運用企画)部で決められるようである。生保の企業組織の全体は簡略化すると、次のようになっている。図では、営業部、法人部等が「その他」として簡単化してあるが、これらの部門は生保全体としてみると、きわめて大きなウェイトを占める。



図では、「年金運用」と「変額保険運用」が特別運用部にぶら下る形で描かれているが、独立した部として配置されている保険会社も多い。「有価証券部」「国際投資部」なども簡単化されているが、それぞれがいくつかの部・課から構成される。

(5). 資金運用に関連する部署

資金運用に関連する部署が、海外を含め自社内の本部事業所の他に存在するか、

を聞いた。存在すると答えた企業数は次の通りである。

投資顧問	10社/12社
投信委託	2社/7社
生保	8社/8社

[投資顧問]

部署をもつ都市として多いのは次の各都市である。

ロンドン	9社
ニューヨーク	6社
シンガポール	5社
香港	3社

人数は、ロンドン(20人を超えるところ数社)、ニューヨーク(ほとんど10人以上、30人を超えるところもある)の順で多く、他の都市の部署の人数はこの二つの都市に比べるとはるかに少ない。

運用、情報の収集、営業(マーケティング)がその役割となっている。

[投信委託]

2社ともニューヨーク、ロンドン、香港にもっており、情報収集や顧問業務を目的としている。人数はせいぜい10名程度でほとんどは4,5人である。

[生保]

国内、国外の各地に部署をもっているが、ニューヨークとロンドンにはすべての生保が部署を所有している。ロンドン、ニューヨークには、少なくとも10名近い人員が配置されており、20人近くあるいはそれを超える生保も存在する。ファンドの運用、調査/情報の収集、不動産投資、関係機関との折衝などがその役割とされている。

(6). 委託者と関係する部署

[顧問]

すべての顧問で、運用の担当各部が窓口になっているようである。その他、業務部、営業部、海外現地法人等の回答もあった。

[生保]

運用(財務)企画部、特別(勘定)運用部、法人各部、営業各部などが窓口になっているという回答であった。

<V>. 第II部の回答の概要

<<運用担当者(ファンドマネジャー)について>>

(*)ファンドマネジャーという言葉がさまざまな意味にもちいられていること、さらに社内ではこの言葉を用いていないケースがあることを考慮して、「基本運用方針の策定、個別委託先別のポートフォリオ管理、株式や債券などの各資産での運用などに直接従事する人達の総称」の意味で用いると断った。

(1). ファンドマネジャーの編成状況

(イ) ファンドマネジャーの総計

投資顧問業のファンドマネジャーの数は、平均で25人であり、次のように分布している。

[投資顧問業のファンドマネジャー数]

30人以上	4社
20～29人	4社
20人未満	4社

投信委託の平均は31人であり、10人そこそこの会社から70人を超える会社まで広く分布している。

生保の場合には、多くの企業がほぼ50人前後となっている。

(ロ) 所属部署

各運用部あるいは運用担当部署に幅広く配置されている。生保の場合には、運用企画部にも配置されている。

(ハ) 呼び方

ファンドマネジャーがもっとも多いが、ポートフォリオ・マネジャーという表現もかなり一般的なようである。さらに、運用担当責任者、運用スタッフ、トレーダーという呼び方もあった。

細分化された呼び方としては、シニア・ファンドマネジャー/ジュニア・ファンドマネジャー、チーフ・ファンドマネジャー、チーフ/シニア/アシスタント・ポートフォリオ・マネジャー等の回答があった。

(ニ) 年齢別構成比

投資顧問、投信委託、生保のファンドマネジャーの年齢別構成比は、次のようになっている。

[ファンドマネジャーの年齢別構成比(%)]

	顧問	投信	生保
20歳代	19	30	37

30歳代	50	42	41
40歳代	22	18	18
50歳代	9	10	4
60歳代		0	

(注)生保は 7 社の集計値。

いずれも30歳代のウエイトが高い。特に投資顧問会社では 30歳代が50%に達している。投信委託、生保では30歳代に次いで20歳代の比率が高いのに対して、顧問業では40歳代の比率が高い。投信委託や生保が投資顧問会社に比べると新卒採用者をファンドマネジャーとして育てていく傾向が強いからかもしれない。

各部署ごとに年齢構成に特に顕著な特徴はないが、投資顧問のシステム運用部(クォンツを含む)は、次のように、20、30歳代の比率が平均よりもかなり高くなっている(ただし、記載のあった 4 社のみの集計結果である)。

[システム運用(クォンツ)]

20歳代	21%
30歳代	59%
40歳代	14%
50歳代	7%
60歳代	-

(2). 運用ファンドの概要

ファンドマネジャーの運用対象が各資産(国内株式、外国債券など)ごとに別れているか、については次のような回答であった。

	投資顧問	投信委託	生命保険
分れている	5 社	1 社	8 社
分れていない	6 社	2 社	(1 社)
無回答	1 社	4 社	

(注)生保の 1 社は「分れていないファンドもある」と答えている。

投資顧問のファンドマネジャー1人当りの平均運用ファンド数は、20本を超えるという回答例が1つあるが、3本から10本程度が一般的なようである。運用額にもばらつきがあるが、200億円から多くて500億円代といったところに集中している。ただし、国内の年金の1人当り運用金額について、100億円前後の回答が数例見られた。

投信委託からは多くの回答は得られなかったが、株式投信、公社債投信を併せると、1人当りのファンド数は平均して10本強、600億円～800億円程度の運用金額

と思われる。さらに、株式投信に比べて、公社債投信のほうが平均ファンド数、運用金額ともかなり大きいようである。

(3). ファンドマネジャーの内部選抜の方法と待遇

(イ) 人事制度上の特別扱いの有無。

たとえば、銀行では3年程度のローテーションが基本であるといわれる。ファンドマネジャーは専門職であって、このようなローテーションにはなじまないとの考え方がある。この点に関する実情と将来に対する考え方をたずねるものである。

特別扱いの有無については、○、つまり、あると回答した企業は、わずかに、投資顧問で1社、投信で1社のみであった。具体的な内容は、投資顧問のケースでは、「専門職としての取扱い」「入社から3年間の研修」であり、投信では「ファンドマネジャー手当」であった。

つまり、人事制度上の特別扱いはほとんど存在しないというのが現状である。

(ロ) 社内でのファンドマネジャー選抜の具体的な方法、選抜の基準として重視する適性・資格。

それぞれについて自由記入方式の回答を求めた、概ね、事前の予想の範囲内にばらつく結果となった。

[選抜の具体的方法]

各社員の自己申告と所属部長あるいは所属部門の推薦の併用が基本であり、適性・経験・資格などを考慮するというのが典型である。投資顧問のなかには、登用前にアシスタント・ポートフォリオマネジャーとして経験を積ませるという回答もあった。また、投資顧問のなかには「親会社からの出向」という回答も見られたが、このケースの従業員数が10名程度という規模に関連すると思われる。生命保険のなかには、「通常の人事ローテーションの中で実施」という回答があったが、これは、この枠のなかで、自己申告や推薦を併用して選抜するケースが多いという意味であり、典型的な型に属すると判断すべきケースだろう。

[重視する適性・資格]

・適性として挙げられる頻度は、「判断力」「決断力」「理解力」「分析力」が高く、「柔軟性」「明朗性」「持続力」が続く。「ストレス耐性」という回答も見られた。生命保険の回答には、概して、適性に関する記述が少なかった。

・資格として挙げられる頻度は、証券アナリスト資格が群を抜いて高かった。その他には、CFAを挙げた回答が複数あった。

(ハ) たとえば5年前と比べた内部選抜基準の重要な変更の有無。および今後の変更の予定。

この問いは、機関化の進行過程で、規模の拡大や状況の変化、さらに考え方の

変更によって、ファンドマネジャーの内部選抜基準が大きく変わったかどうか、さらに今後計画中かどうかと尋ねるものである。

[変更の有無およびその内容]

○、つまり、変更があったとの回答は、投資顧問に3社あったにすぎない。

具体的には、「国内外のアナリスト資格の取得者を対象とする」「計量分析の活用のため、理科系出身者比率を高めた」が変更の内容であった。「重要な変更」の理解にかかわることであるが、このような変更ならわれわれも行ったとの回答がありそうである。

[今後の変更の予定]

この欄の記入も少ない。たとえば、次のような回答があった。「より専門的な知識・経験等を有する者を広く外部から募集する」「有価証券売買業務経験を重視していく」「有価証券運用経験ないし関連部署経験3年以上の20才台の若手ファンドマネジャーを充当」「証券アナリスト資格の義務づけ」。

概略次のような投資顧問会社の回答がおおよそその趨勢を表しているように思われる。「かつてはファンドマネジャーという職種そのものが目新しいものであり、また人数も少なかったため、親会社の社員を出向や転籍の形で受け入れてファンドマネジャーとしていたが、その後は銀行や生保、外資系顧問会社でのファンドマネジャーの経験者を中途採用してきた。最近では新卒入社の者を運用部にて経験を積ませファンドマネジャーに育てている。これらの流れは、バブルの発生、崩壊の流れとは関係ない。」

(二) ファンドマネジャーとして在任する期間の長さ。

この問いは、ファンドマネジャーのための人事上の特別扱いが存在しないとの事前の見通しに基づいて、事実はどうなっているかと調べようというものである。

[現状]

当然のことながら、回答はまちまちであった。概して、銀行系投資顧問と生命保険では平均在任期間が他に比べて短かく、5年以下のケースもいくつか見られた（最短：2.5年）。逆に特に証券系の投資顧問では長く、10年を超えるケースも複数見られた（最長：11～12年）。在任期間のばらつきについても同様の傾向が見られ、最も大きなばらつきは、証券系投資顧問の1年以下～30年以上であった。

[最近5年間の変化の有無とその内容]

数社があったと回答し、うち1社を除いて、その内容は、「長期化の傾向にある」であった。例外の1社は、「若返った」であった。

[今後の計画]

ほとんどが、無回答か、特になしであったが、「中途採用の実施」「在任期間の長期化」の回答が複数あり、逆に「現在のシステムを変更する予定はない」と明言する回答も複数あった。

(※) ファンドマネジャーはプロフェッショナルな職業であって、特別な制度が必要だとの意見に対する賛否、およびその理由。

これは、巷間広く流布する意見に対する見方、考え方を率直に尋ねたものである。

[賛否]

投資顧問・投信委託と生命保険で賛否が分かれた。

	○	×	NA
投資顧問	11	1	0
投信委託	5	2	0
生命保険	0	5	3

[理由あるいはコメント]

賛成理由としては、スペシャリストとしてのノウハウを蓄積し、ファンドマネジャーが自分の担当するファンドを責任をもって運用する体制とするために、ある程度長期間、その業務に従事すべきだというのが典型的なものであろう。より具体的には、「運用の一貫性の確保」「3年程度ではファンドマネジャーの資質が開花しない」「顧客の立場からみた信頼性の欠如」が理由であり、対策として、「ファンドマネジャーを専門職として処遇する必要がある」ということになる。さらに、運用成果の判定にはある程度の期間を要することを理由にあげるケースもある。

×をつけたものも、スペシャリストとしてのノウハウの必要性を認めないのではない。(イ)すでに金融機関のローテーション自体が既に業務内容により多様化していること、(ロ)現行制度の運用で対応可能、(ハ)運用機能が分化しており全員の在籍機関を長期化する必要がない、(ニ)投信の委託者業務を行っている会社として、ファンドマネジャーは必ずしも特異な存在ではない、などという特別の制度の必要性を特に認めない型の回答、(ヒ)個々の力量に頼るよりはむしろ組織力としての維持・向上をはかるべきだと考えるという型の回答、さらに次のような困難性を指摘するものがある。(ハ)従来の日本的な人事体系（年功序列、終身雇用）との両立がむずかしい、（あるいは、したがって、現在その制度を模索中）などという、必要性を認めた上で、制度を模索中という回答が複数あった。(ト)なかには、人事制度を作って、ファンドマネジャーとしての資質に変化が出た場合等、制度運用がむずかしいというものもある。

(4). ファンドマネジャーの中で、中途採用のメンバーについて

スペシャリストとしての地位の確立と表裏一体にあるのがそのためのマーケットの成立であり、現に、ファンドマネジャーの中途採用、ヘッドハンティング、引き抜きなどがしばしば話題になる。この問では、ファンドマネジャーの中途採用の現状と将来、さらに、機関側の考え方、受け皿としての職制について尋ねた。

(イ) ファンドマネジャー総数に占める中途採用メンバーの比率

	ゼロではない	0	NA
投資顧問	5	5	2
投信委託	2	4	1
生命保険	5	2	1

つまり、中途採用のファンドマネジャーがいるとする回答は、約半数であった。いるという回答の中で、投資顧問はその比率が85%~20%であるのに対し、投信委託と生命保険では、すべてが20%以下であった。とりわけ生命保険では、5社中4社が10%以下であった。

(ロ) 中途採用のメンバーの中で、ファンドマネジャーとして採用された人の比率

これは、中途採用時から、ファンドマネジャーとして採用するのではなく、採用してからファンドマネジャーとしての適否を判断したケースがどの程度含まれるかをみたものである。

投資顧問のケースでは、最低が67%であり、最高100%の2社を含め、当初よりファンドマネジャーとして採用したケースが高かった。しかし、投信委託と生命保険のケースでは、最高100%、最低0%と大きく分かれた。

(ハ) 1990年以降の、ファンドマネジャーの転入、転出状況と中途採用の状況

結論からいえば、状況は各社各様であって、一定のパターンを見つけることはできない。

・転入の数が転出の数を上回るケースと逆のケースの数は、

投資顧問で 7 - 3 (残る2社は、双方0と無回答)

投信委託で 4 - 0 (残る3社のうち、2社は同数、1社は無回答)

生命保険で 2 - 2 (残る4社のうち、1社は同数、3社は無回答)

たとえば、全体として、ファンドマネジャーの数が減少するという傾向にはない。

・全体として、転入・転出が特定の時期(たとえば、1992-93年)に集中するような傾向は見られない。

・たとえば、前半に転入が多く、後半には転出が多いという傾向も、全体としては観察されない。ただし、転出が転入を上回るケースでは、転出が後半により多くなる傾向がある。

・どちらかといえば、中途採用は、1990年から91年にかけて集中する傾向が見られる。

(二) ファンドマネジャーになる予定者や中途採用に際して、特別の経験を重視するか

[現状]

	○	×	例なし(*)	NA
投資顧問	7	3	1	1
投信委託	2	4	1	0
生命保険	1	3	0	3

(*) 「例がない」、あるいは、「考えていない」

○の回答で目立つのは、「即戦力を期待する」というものである。これに関連するコメントとしては、「ファンドマネジャーを養成する期間短縮のため」「3-4年前においては社内での育成を前提に比較的若い人を中途採用していた」「当社の運用スタイル、運用方針に合っているかも考慮」というものがある。逆に、「あまり色に染まっていない方がよい」「他の面で適性が認められれば、経験の有無にはこだわらない」「経験だけを持っていても意味はなく、むしろファンドマネジャーとして何のスキルを持ってどういう結果を生んだかが大切」「ファンドマネジャーとしても経験はワン・ノブ・ゼムであり、他の適性も大切」というコメントが主として×の回答に見られる。他に、関連企業のグループ全体のシステムで対応しているから重視しない、社内育成を主眼としている、中途採用時の基準はあくまで「総合職」にあり、ファンドマネジャーのみを目的としてはいない(生保)というものがある。

[今後、この方針に変更の可能性はあるか]

今後の変更の可能性の有無について、○の回答は、2社であった。「今後」とはどれくらいの話か、という点を特定化した設問に変えても大きな変化はなかろうとの予想のもとに、現状と近い将来の変化の方向に関する考え方を見ようとする設問である。全体として、近い将来に大きな変化はないと考えた方がよいということだろう。目につくコメントとしては、「現在は母体とのローテーションで対応可能であるが、運用対象資産の拡充に伴い、経験者の不足が予想され、今後検討すべきテーマであるとの認識だ」、というものや、「現在はグループのシステムに乗っているから必要ないが、将来的には独自採用も検討すべきだと考えている」、逆に、「個人の力量については大事にしてゆくが、組織としての運用にウエイトがある」、「現状で特段の問題はなく、従って方針の変更はない」というものがある。

(ホ) ファンドマネジャーとして中途採用するための受け皿としての職制は確立し

ているか

「職制」「確立」「受け皿」などの表現にも関連して回答者をとまどわせたようである。

○の回答は投資顧問に多い。○と回答したもののなかにも、「当初はアシスタント・マネージャー、いくつかの条件を満たす者はチーフ・マネージャーとして受け入れる」「トレイニーから投資戦略委員会の委員まで職制は確立している」というものから、「ファンドマネージャーとしての中途採用実績はないが、職制・待遇についてはほぼ検討済み」というものまで含まれる。生保でも、○と回答し、「専門職として採用し、総合職、一般職とは職制上区別している」とコメントするものがある。

×の回答には「総合職として採用し、調査部アナリストまたはファンドマネージャーの補佐を経験してファンドマネージャーとなる」「今後の検討課題であると考えている」というコメントの他に、「ファンドマネージャーは職種であり、職制ではない」というものがあった。「○の場合は具体的に説明して下さい」という設問であったため、×の回答にはほとんどコメントが付されていない。

他に、ファンドマネージャーと総務や営業等の職種との区分はないが、部・次・課長制の中で、前職歴や学歴を考慮して役職と年次を決め、さらにその部・次・課長制にリンクした形で、ファンドマネージャーをシニアポートフォリオマネージャー、ポートフォリオマネージャー、アシスタントマネージャーという風に分類しているという回答もあった。

全体としてみると、一部に明確に確立したケースがあるものの、現時点は特に必要と考えるべき状況には至っていない、ということであろう。

(5). ファンドマネージャーの教育について

ファンドマネージャーがプロフェッショナルな職業であるとするれば、その教育はどのように行われているかが重大な関心事となる。(i)個別のファンドの運用を担当する前に配属される部署の有無およびその内容、(ii)事前の体系的社内教育プログラム、(iii)OJT期間の有無およびその内容、(iv)外部研修期間の利用状況にわけて聞いた。

(i) あらたに選抜されたファンドマネージャーを、個別のファンドの運用を担当する前に配属するセクションの有無。○の場合には、その具体的内容と、標準的な所属期間。

単純に○×の数を表にすれば次の通り。

	○	×	NA
投資顧問	6	6	0

投信委託	1	5	1
生命保険	2	6	0

×だからといって、事前の教育がないということの意味するのではない点に注意する必要がある。たとえば、設問は「選抜後」について尋ねるから、たとえば「ファンドマネジャー就任前に、トレーダー、アナリスト、調査などの業務を経験させて適性を判断した上で昇格させる」ケースは、回答は×になっている。また、OJTの内容如何では、×になる点にも注意が必要である。

[配属セクション]

以上の点を考慮した上で、配属セクションを整理すると、投資顧問では、調査企画部、考査室、運用管理部、投資調査部、調査部、投資政策委員会事務局、企業調査部、投信委託と生保では、調査部、商品企画部、投資調査部、運用部門の調査企画セクション、つまり、ほとんどのケースが、関連する調査・企画部門であることになる。

[所属期間の長さ]

1～2年という回答が多かった。短いケースでは、3～6ヵ月、長いケースでは、2年、1～3年、2～5年というケースがある。

(ロ) 事前の体系的社内教育プログラムの有無およびその内容

OJTの一環として行われる必要な知識・経験の習得の比重が高いケースが多く、特別なものはないケースがかなり多かった。「事前」に限定するものではないが、とことわったうえで、さまざまなプログラムが用意されているとの回答もあった。目立った回答としては、法令、諸規則についてのコンプライアンス研修を行うとする回答が数社のものにあった。

(ハ) OJT期間（たとえば、他のファンドマネジャーのサブ役を果たしたり、初めてのファンドマネジャーになるときサポーターがつく期間）の有無。○の場合には、その期間の長さとその内容。

[OJT期間の有無]

	○	×	NA
投資顧問	10	2	0
投信委託	5	1	1
生命保険	5	3	0

×がまったく準備もなくファンドマネジャーになることを必ずしも意味しないことに注意を要する。「親会社で経験した人間を充当しており、事前の準備なし」

「適性を判断する前に経験させている」というものがその例である。

[期間の長さ]

期間の長さは、さまざまである。会社によってもさまざまであるし、同じ会社でも、各個人の資質・能力・経験年数などによってさまざまという回答がある。投資顧問では、3ヵ月～6ヵ月程度に該当する回答が半数にあたる5社であり、2年～3年、3年という回答も各1社あった。投信委託、生命保険についても明瞭な差は観察されない。最長は3年～5年であった。

[内容]

これもまちまちである。

・会議用資料の作成など（企業調査レポート、金融・経済全般および企業分析など）
・相場見通し、相場環境分析の手法、銘柄選択方法を身につける
・ファンドマネジャーのための資料収集（企業訪問など）
・ベテラン・ファンドマネジャーのサポート等（さらに、ファンドマネジャーになってもより上位のファンドマネジャーの指導を受ける）
・パイロットファンドの運用や仮想ファンド売買
・上位マネージャーの管理の下、与えられた裁量の範囲で運用を行い、経験と実績に応じて裁量権を拡大していく、などが主な回答である。

(2) ファンドマネジャーの教育のための外部の研修機関利用の有無。○の場合には重要なものを3つ。

[有無]

単純に○×の数を示すと次のようになる。

	○	×
投資顧問	9	3
投信委託	4	3
生命保険	5	3

[研修機関名]

理由はさまざま考えられるが、具体的な名称の記入は少なく、「海外研修」などの一般的な記入がすくなくなかった。そのうえで、複数回答が寄せられたものは、日本投資顧問業協会、日本証券アナリスト協会、日本生産性本部、野村マネージメントスクールである。

(6). ファンドマネジャーの給与（報酬）体系について

ファンドマネジャーがプロフェッショナルな職業であるとするれば、その評価と報酬の関連、それを明示したルールの存在が重大な関心事になる。その点について

て、いくつかの側面から回答を求めた。

(イ) 全社的な給与体系とは別にファンドマネジャーのためのものが存在するか。○の場合には、全社的な給与体系との相違点の具体的な説明と、それが設けられた時点。

無回答が投資顧問、投信委託に各1社あることを含め、投資顧問の1社を除いて、全回答が×であった。○を回答した投資顧問の1社は、[相違点]として、「専門職としてふさわしい給与体系が別個に存在」と回答し、その設定時点は、「会社設立時」である。

(ロ) 各ファンドマネジャーに対する評価は報酬に影響するか（影響の程度選択回答）。影響する場合には、評価が何によって行われるか、どのような形で差が出るか。

[評価と報酬]

	投資顧問	投信委託	生命保険
A. 50% -	0	0	0
B. 30% - 50%	1	0	0
C. 15% - 30%	0	1	0
D. 5% - 15%	4	2	0
E. ほとんど影響しない	2	2	5
NA	5	2	3

[具体的な説明]

・Bと回答した投資顧問会社は、(イ)で○と回答しており、主としてボーナスに差があると回答している。

・評価基準として、もっとも頻繁に登場するのが運用成績であるが、それだけというケースは少ない。他には、顧客の評価、組織への貢献度、契約資産の増減、勤務態度、下位者の指導などが投資顧問では登場する。生命保険では、ほとんどが総合評価であり、全社的な評価基準の比重が高くなる。

・差をつける方法としては、ボーナス、昇給、昇格（昇進）となるが、昇給よりはボーナスの方が一般的であり、これらは投資顧問会社でより一般的に採用されている。生命保険では、より間接的、長期的な考慮対象になっているようである。

・当然のことながら、これらの点は、「運用成績の評価」がどの程度可能であり、それを重視することをどの程度適切と考えるかに依存する。下記(ニ)を参照されたい。

[最近5年間の変化]

○の回答は、投資顧問、投信委託それぞれ1社ずつあったにすぎない。その内容は、以前よりはボーナスに若干差がつくようになった、というものである。

(ハ) ファンドマネジャーの運用成績は昇進に影響するか。○の場合には、具体的な説明。

[影響の有無]

	○	×	NA
投資顧問	4	7	1
投信委託	1	4	2
生命保険	0	7	1

運用評価の困難性を重視するコメントがある点を見逃すことは報酬のケースと同様である。○のケースも、運用成績だけという回答はない。さらに、短期的にではなく、3年程度の運用実績は昇進に反映するとのコメントもある。また、昇進については総合判断によるが、運用成績が極端に悪い場合には昇進というよりは不適格と判断する場合があるとの回答もある。○をつけた回答の中に、運用成績の良し悪しは本来実績評価として賞与等に反映させるべきだが、職務遂行能力の判定に運用成績が考慮されるから、実質的に昇進にかなり影響するとのコメントがある。

[最近5年間の変化の有無と内容]

○の回答はなかった。

(ニ) 各ファンドマネジャーの運用成績と報酬を強くリンクさせる必要があるとの意見に対する賛否。○であって現時点で実現していない場合にはその原因、×の場合には、その理由を具体的に。

これは、巷間広く流布する意見に対する見方、考え方を率直に尋ねたものである。

[賛否]

	○	×	NA
投資顧問	6	5	1
投信委託	3	3	1
生命保険	0	5	3

- ・投資顧問および投信委託と生命保険のあいだに考え方の差が観察される。
- ・しかし、○×の回答の実質的な内容にさまざまなニュアンスの差があるから、結果の読み方には慎重を要する。
- ・総じて、生命保険会社は、その効果に否定的であり、組織的運用、総合評価を

重視している。

- ・投資顧問と投信委託に限定すると、原則的に反対の理由としては、「強い実績主義を採用すると、当社の方針である組織的運用になじまない」「適度に投機的オペレーションに陥りやすく、転職率が高まり、中長期的運用が困難となる」がある。

- ・個々の運用の意思決定が会社の運用哲学、スタイル、各運用部の運用方針により大枠を決められている中でおこなわれるから、各ファンドマネジャー個人の裁量の度合いの判定が難しい、資金の性格や担当する口座により運用の難易度が同じではないことを含め、適正な評価がむずかしいことをあげ、この点を克服できれば、移行するというコメントがすくなく見られる。具体的に、その点の努力をしているというコメントも複数寄せられた。

- ・それとは別に、ファンドマネジャーの多くが母体企業からの出向者であるから、報酬全体にリンクさせるのは容易ではない、現在の組織風土では尚早、などという、現実的な制約を強調するコメントも見られた。

- ・しかし、将来的には必要であると前向きに考えているとのコメントも複数見られた。

(ホ) ファンドマネジャー引き抜き防止策の有無。○の場合にはその具体的内容

設問自体が時期尚早のようである。投資顧問、投信委託各1社が○をつけたのみであり、他は、生保1社がNAの他すべてが×であった。

○と回答した投資顧問会社は、(6)の(イ)でファンドマネジャー用の報酬体系を別途設けていると回答したケースである。対策の内容は、両社あわせて、的確な報酬体系、フリンジベネフィットの充実、働きやすい職場環境である。

(7) 各ファンドマネジャーが意思決定できる領域・範囲について

機関投資家の資産運用が各ファンドマネジャーの完全な自由裁量の下におかれていることは、かりにあるとしても極めて稀である。組織的な運用が基本であり、その大枠のもとで各ファンドマネジャーの意思決定が行われている。このことが、各ファンドマネジャーの運用成績評価を困難にしている点については先述のとおりである。

(イ) 分業体制の具体的内容

- ・資金の性格、組織の性格と規模などによってさまざまな回答に分かれた。少なくとも、投資顧問、投信委託、生命保険のグループを超えた集計は意味をなさない。

- ・投資顧問のなかでも、分業体制をとるところもとらないところもある。分業体制をとらないで、各ファンドマネジャーが個別委託先をトータルで担当するとこ

ろから、投資戦略委員会をトップに数層の階層組織のもとにファンドマネジャーがおかれるケースまでである。

・投信委託のケースでも、投資政策委員会-->ファンドマネジャー-->ポートフォリオマネジャーという分業体制の下に置かれるものから、ファンドの担当者は原則として1人が担当し、1つのファンドを資産別にいくつかの部で分けて担当することはないと言うものまでである。

(ii) 最近5年間で、(i)の分業体制に重要な変更があったか。○の場合にはその具体的内容

	○	×	NA
投資顧問	5	7	0
投信委託	2	4	1
生命保険	6	2	0

・○の性格がケースによって大きく異なる。規模の拡大にともなう組織の細分化、特定の資金（たとえば年金）の規模拡大にともなう専門セクションの分離、バックオフィス部門の分離など。また、国内国外の分離から、アセット毎の分類への移行。管理部門の分離、拡大、強化などがその内容である。

(iii) 各ファンドマネジャーの権限や裁量に関して明示的に定めた文書（規定集）の有無。○の場合には、その呼び方、おおよその分量、最初に作られた時期。

[有無]

	○	×	NA
投資顧問	9	3	0
投信委託	4	2	1
生命保険	6	2	0

[おおよその合計ページ数と名称]

	1 - 10	11 - 100	101 -	NA(*)
投資顧問	4	2	0	3
投信委託	4	0	0	0
生命保険	1	4	1	0

(*)存在しないケースは含まれない。

・生保を別にすると、それぞれの文書は通常数頁程度のものである。投信では1~2頁であり、内規あるいは基準などと呼ばれている。生保の500頁を超えるもののケースは全体に係わる職務権限規定である。その他にも、業務決済規定や、資産運用関係決済権限規定の名称のものがページ数が多い結果となっている。

・投資顧問のケースでは、たとえば、投資一任契約、ポートフォリオマネージャー、トレーダーそれぞれに規定を持つケース、ファンドマネージャーサービス規程と運用に関する基本方針とガイドラインという組み合わせを持つケースなど、さまざまである。

[作成時期]

文書の性格によって作成時期もさまざまである。投資顧問会社では、1980年代半ば以降が平均的である。これが投信委託では1970年代となる。それぞれ、設立時あるいは必要性が認められた時期に作成されたと考えればよいだろう。

(8) ファンドマネージャーとファンドの管理体制

(1) 各ファンドマネージャーの運用状況のレビューと管理を実質的に担当する組織の有無。○の場合には、その名称、構成メンバーと主たる構成員、責任者、設置時点、さらに運用担当部署との関係およびその役割。

[有無など]

無回答あるいは回答を差し控えるという計2社を除くすべてが○であった。しかし、資金の性格、組織の性格によって差があるのみならず、レビューと管理に対する考え方、さらにこれらの表現の受け止め方の点でもばらつきがあり、集計は容易ではない。

・投資顧問では、運用のレビューに重点を置いたかなり大規模な組織、運用部とは独立に設置され、コンプライアンスにかなり重点を置いた小規模ではあるが強力な権限を与えられた組織、管理部考査課のように課長一人と部下数名という組織のケースなどが混在する

・最初の型のケースでは、組織全体の規模にも依存するが、社長以下役員、各部ラインの部長を構成員とする20名程度の組織であり、名称は、投資管理会議、運用管理会議、パフォーマンスレビュー会議などであり、責任者は社長、設置時点は会社設立時、運用担当部署との関係は運用部のラインの部長が代表して出席し、主たる役割は、運用を評価し、その後の運用に役立てるとというのが典型的なイメージである。

・第2の型のケースでは、専務取締役や常務取締役（場合によっては取締役部長）を責任者とする5名以下の組織であり、運用担当部署が行う運用行動を管理、チェックする立場にある。名称は、管理部、運用管理室などであり、会社設立時からのももあるが、90年以降に新たに設置されたものもある。第3の型のケースは、第2の型の権限の弱いものと見ればよいのだろうか。たとえば、課長1人を含めた5名以下の組織の例がある。

・投信委託の場合も、投資顧問の第1の型と第2の型の双方が報告されており、大体のパターンは同じである。しかし、おそらくはファンドにより資金の性格、運用の仕方が大きく異なるために、第1の型でも最近になって設置されたケースがあ

る。

・生命保険では集計がより困難である。しかし、ここでも、最近になって、一般勘定の運用状況のレビューおよびリスク、収益管理を役割とする小規模の組織を新たに設置したケースがある。

(ロ) レビューの頻度

圧倒的多数が月1回である。

(ハ) レビューの際の主たるチェック・ポイント

アンケートを実施したわれわれの失態といわざるを得ないが、(イ)の回答の内容である組織がいくつかのタイプに分かれたことの当然の結果として、それが行う「レビュー」の内容も分かれるから、そのチェック・ポイントも性格の異なるものが混在することになる。

・第1の型の組織のチェック・ポイントの中心は、ベンチマーク対比のパフォーマンスと要因分析、同性格の他社ファンドとの比較、運用スタイルとの整合性のチェック、運用成績のばらつきのチェック、トップダウンで決定された事項（基本方針およびガイドライン、アローケーション、投資政策）に沿って運用されたかどうかのチェック、顧客ニーズ・商品性格に合った運用がなされたかどうかのチェックなどである。

・第2の型の組織のチェック・ポイントは、投資政策委員会の方針を遵守しているか、社内ルールを守っているか、協会自主ルールを守っているか、レビュー機関の売買状況とその理由などである。

(ニ) (イ)～(ハ)について、最近5年間で重大な変化があったか。

[変化の有無]

再び、想定している組織が同じではないから、数字自体の評価については慎重を要するが、結果は次の通り。

	○	×	NA
投資顧問	8	4	0
投信委託	2	4	1
生命保険	3	4	1

・第1の型の組織に関するものは、ユニバースの細分化を行うようになった、ベンチマーク比較が細かくなった、時間加重収益率によるパフォーマンス評価を行うようになった、個々のファンドごとに細分化したレビューを行うようになった、運用状況のレビューを行う祖引きをポートフォリオ担当組織から独立させ、運用

成果の分析・リスク管理の強化を行った（生保）などである。

・第2の型の組織に関するものは、専務部署を設置して、運用評価業務に加え、社内ルールを充実して、コンプライアンス関係の業務を行うようになった、投資政策委員会の決定に対する遵守状況に対するチェック結果のウェイトが増加したなどである。

(ホ) 各ファンドマネジャーの運用成績の適切な実施は困難だという意見に対する賛否。○の場合には、困難だと考える具体的理由。

これも、巷間広く流布する意見に対する率直な考え方、見方を求めたものである。

[賛否]

	○	×	NA
投資顧問	8	4	0
投信委託	5	1	1
生命保険	4	1	3

[困難な理由]

いくつかのタイプがある。

・組織との関連からくるもの。組織による運用を心がけ運用の分担を行うためファンドマネジャー個々の裁量権の範囲の特定がむずかしい、合議制の中で個人が果たした役割が鮮明でない、ファンドマネジャーとポートフォリオ・マネージャーの区別が明確ではなく、トータルのリターンと、各資産の運用成績との関連を評価し難い、さらに、職務権限が徹底していないなど。

・ベンチマークの設定が困難だとするもの。投資資産、運用開始時期、顧客ニーズなどユニバースにおける条件がすべて相違する、顧客（および顧客に販売する営業員）のニーズ（またはファンド成果に対する期待）が多様でファンド目標を明確に特定できないなど。

・環境条件の影響のコントロールが困難であることによるもの。資金の流出入（資金変動）によるパフォーマンスへの影響、運用委託者の目標が明確ではなく、当方の評価も損益のみに限定される場合が多い、顧客の意思により、思うような運用ができない（原価法の場合、売却して実現損を出せない）など。

・なお、×と回答した投資顧問会社の中には、困難ではあるが、資金性格に応じた適正な方法により、中長期的に評価を行えば可能だとするコメントを添えたものがある。

・また、過去の運用結果の勝ち負けが主たる評価基準ではありえないという認識は共通するようである。

(ハ) 各ファンドのレビューあるいは各ファンドマネジャーの運用成績の評価の内容の中で、運用の担当者には知らされない部分があるか。○の場合には、その具

体的内容。

この設問は、たとえば、人事評価上の目的のための項目と組織としての運用成績改善のための評価基準が同一ではない場合があれば、後者はとりあえず公表せずに長期的な人事評価上の情報として蓄積されるかもしれない、と考えて、いささか漠然と尋ねたものである。しかし、投信委託会社に○とNAが各1社あった他はすべて、×であり、○のケースも具体的内容に関するコメントはなかった。少なくとも、知らされない部分があるケースはほとんどないと考えてよいようである。

(9) ファンドマネジャーを直接サポートする部署について

組織の時代であり組織的運用が原則であるとされる。これまでの設問では、運用に直接かかわるメンバー相互間の関係に注目したが、ここでは、サポート部門に注目する。

(イ) ファンドマネジャーの運用活動を直接サポートする社内部門

第I部で回答していただいた組織図に従って記入を求めたこともあり、集計は容易ではなく、ここでは、記入された部門の名称を列挙するにとどめる。ただし、生命保険のケースは、回答時に想定される資産、従ってファンドマネジャーおよび関連組織の性格が大きく異なるため、ここでは省略する。

・投資顧問：調査室、投資調査部、調査情報部、企画部、調査企画部、運用企画部、投資開発部、管理部、考査室、運用管理部、ファンド管理部、トレーディング室、総務部、各営業本部、投資政策委員会事務局

・投信委託：調査部、情報部、外国部、運用企画部、運用企画部、運用システム開発課（クウォンツ）、考査室、売買管理部、先物・オプション室

(ii) グループ内の企業を含めて社外に(イ)と同様の組織があるか。○の場合には具体的説明。

[有無]

	○	×	NA
投資顧問	11	1	0
投信委託	4	2	1
生命保険	2	6	0

[内容]

・生命保険で×が多いのは、ここではグループ内の本体が運用機関でもあるという事情によるところが大きいであろう。

・投資顧問では、グループ内の総合あるいは経済研究所、海外現地法人、本体、グループ内の情報システム会社である。

- ・投信委託では、グループ内の総合あるいは経済研究所、海外現地法人、グループ内の情報システム会社があげられている。
- ・生命保険についてはここでも(イ)と同様の事情があるが、○を回答したケースではグループ内の研究所があげられている。

(ハ) (イ)(ロ)について、その構成や規模などの面での最近5年間に重要な変化の有無。○のケースでは、具体的な説明。

[有無]

	○	×	NA
投資顧問	6	6	0
投信委託	2	4	1
生命保険	3	5	0

[内容]

- ・とりわけ投資顧問会社の多くが1980年代半ば以降に設立され急激に規模と活動範囲を拡大してきたという事情があるため、変化の内容も一様ではない。
- ・投資顧問では、サポート人員の増大、投資分析部を運用企画と投資調査に分離、調査部の新設、投資開発部の新設、管理部の総務部からの独立、発注を一括管理するためにトレーディング室を新設、年金営業部の設置、本体の協力の下にシステム運用手法の充実などさまざまである。
- ・投信委託では、すでに長い歴史があるため、わずかに、アメリカ現地法人の設立と、社内の組織替えによるサポート部門の新設および名称変更が挙げられるにすぎない。
- ・生命保険でも事情は似ている。有価証券部内に証券調査室を設置、マクロ経済の調査担当を課として設置、未公開企業の調査・投資を担当する課を室として独立させた、運用開発委員会を発足させ資産運用に関する意思決定支援システムの策定・構築にあたることになった、などがあげられている。

(10). ファンドマネジャーが運用に利用する情報について

情報という言葉はさまざまな意味で用いられるし、情報にはさまざまなものが含まれるから、情報を限定するなど事前の調査にもとづいて聞き方について工夫した。

(イ)で、データ、システム、より一般的な情報のそれぞれについて、投資に利用する情報のうち、利用の度合いの大きなものを具体的に3つ以内記入することを、重要な資金グループのそれぞれについて求めた。(ロ)では、(イ)について、それぞれの資金グループの運用担当者の中で、国内株式での運用を担当するファンドマネジャーに限定して回答することを求めた。

(イ)と(ロ)で、利用するデータ・ソースについて大半の機関投資家が同一であると回答している。異なる若干のケースでも、本質的に大きな差はない。したがって、(イ)(ロ)を区別しないで集計する。

(イ)(ロ) 投資に利用する情報のうち、利用の度合いの大きなもの(3つ以内記入)

[データ]

(集計 I)

	証券会社以外の外部機関の提供するリアルデータ		
	クイック	ブルーンバーグ	時事・ロイターなど
投資顧問(大手)	3	2	2
投資顧問(その他)	3	3	3
投信委託	4	4	1
生命保険	6	2	8

(つづく)

	証券会社による提供データ		その他データ
	系列証券会社	系列外証券会社	
投資顧問(大手)	1	0	1
投資顧問(その他)	0	2	3
投信委託	1	0	0
生命保険	0	3	4

(集計 II) : 別の区分の情報

	株価データ	財務・業績データ	経済データ	NA
投資顧問(大手)	1	1	1	0
投資顧問(その他)	0	1	0	2(x3)
投信委託	2	4	2	1(x3)
生命保険	2	5	2	0

・投資顧問(その他)、投信委託(下位)、生命保険では、外部機関から情報端末を通して利用するデータについて投資システムによるデータとして記入しているケースが数多くある。たとえば、クイック等について、規模の大きな機関ではデータ・ソースとして認識しているのに対して、規模の小さな機関ではシステムと捉えている。ただし、ここではすべてデータとして取り扱っている。

・いずれの機関においても、資金グループ毎に利用するデータ・ソースは変わらない。むしろ、ファンドマネジャーによって利用するデータ・ソースが異なるとの意見があった。

[システム]

	[A]	[B]	[C]	[D]	NA
投資顧問（大手）	4	0	0	0	0
投資顧問（その他）	0	2	2	2	2
投信委託	1	2	0	3	1
生命保険	2	2	2	2	0

A: 自社または系列会社が開発したシステム、 B: 自社の開発システム+他社システム、 C: 他社システム、 D: クイック等の情報提供機器

- ・規模の大きな機関では、もっぱら自社または系列会社による開発システムを利用している。
- ・規模の小さい、あるいは設立後の歴史の浅い機関では運用システムを利用していないところが少なからずある。

[一般的な情報]

	新聞・ 雑誌	四季報・ 有証等	クイック・ロイ ター等の情報	外部提携 機関の情報
投資顧問（大手）	2	0	1	1
投資顧問（その他）	5	0	3	0
投信委託	6	2	1	0
生命保険	4	1	5	0

(つづく)

	証券会社等の レポート	自社アナリスト の情報	口コミ	NA
投資顧問（大手）	2	3	0	0
投資顧問（その他）	3	0	1	2
投信委託	4	1	0	1
生命保険	2	1	0	0

- ・大手の機関を除いて自社アナリストの情報を利用していない。
- ・証券会社等のレポートが重要な情報源として利用されている。

(ハ) (ロ)について、最近5年間で重要な変化の有無。○の場合には、具体的な説明

[有無]

	○	×	NA
投資顧問（大手）	0	4	0
投資顧問（その他）	4	2	2
投信委託	4	2	1
生命保険	3	5	0

・投資顧問（大手）はいずれも変化なし。データ、システム等の利用体制がすでに確立したことによると考えられる。

・投資顧問（その他）では、独自のシステム構築を目指しているところが多い。具体的なコメントとしては、「独自のシステムの開発とその利用の重要性の増大」「独自のシステムの有用性の増加」「外部システムの利用の削減あるいは廃止したことによる」がある。

・投信委託で、外部システムの導入、情報端末の増加等の積極的な姿勢が見られる。「外部システムの導入」「独自システムの開発」「情報端末の増加」「情報の共有化」がコメントである。

・生命保険のコメントは、「外部情報機器の統合」「データベース機能の強化」「情報端末の削減」「リアルタイムの情報から調査分析情報への重要性のシフト」である。

(二) 投資に関連する情報の入手のために個々のファンドマネジャーの人的ネットワークがきわめて重要だとの意見に対する賛否。×の場合にはその具体的理由、○の場合には、いかなる情報がいかなる目的に対して重要か。

[賛否]

	○	×	NA
投資顧問（大手）	1	3	0
投資顧問（その他）	3	4	1
投信委託	4	2	1
生命保険	5	3	0

・投資顧問では情報入手のために人的ネットワークはそれほど重要ではないとの回答が多いのに対し、投信委託、生命保険では重要だとの回答が比較的多い。

・重要だとの回答の背景として、投資家の動向を探ることができることを挙げたものが多い。

・×のケースの、具体的な理由としては、「会社内の組織的ネットワークの存在」「インサイダー取引の危険」（以上、投資顧問（大手））、「会社内のネットワークに比べての品質の悪さ」「情報の質」があげられている。

・○のケースの、情報の重要性に関するコメントには、「金利見通し、銘柄選択等の参考」「投資タイミング」（以上、投資顧問（その他））、「投資家動向と

個別企業情報」「マクロ情報と業界情報」（投信委託）、「投資家動向と金融見通し」「銘柄選択」（生命保険）があげられている。

[最近5年間の変化]---人的ネットワークの重要性に関する最近5年間の重要な変化の有無。○のケースには具体的説明。

- ・○が3社、×が21社、NAが3社であった。
- ・○と回答したなかの2社は海外部門、外国人投資家の影響の増大を挙げている。

(ホ) 同僚である周囲のファンドマネジャーの実際の運用の仕方を見て、参考にすることについて、見るができるかどうかを○×で。×の場合には、その理由を、○の場合には、関連するルールがあればそれについて具体的に説明を、特にルールがない場合には、「当たり屋につけ」という格言に象徴される横並び現象が横行するはずだという見方に対するコメント。

[賛否]

	○	×	NA
投資顧問	9	2	1
投信委託	6	0	1
生命保険	7	0	1

・コメントは、回答のスタンスがさまざまに分かれたことの結果、多様であった。設問が中途半端あるは大雑把でありすぎたと認めざるをえない。

・共通する基本的な考え方は、「社内会議を通じて投資のストラクチャー、ストラテジー、銘柄等の情報交換は十分」「会社としては組織的運用を重視している」「単に銘柄選択のみをまねてもパフォーマンスの向上には結びつかない」「参考にはするが、投資判断は各マネージャーが行っている」などというものである。

・同僚の意見が参考にされていることは、「各種委員会の意思決定のウェイトが大きくなっており、その意味で同僚の意見も参考にしている」（投資顧問）「むしろ月2~3回、同僚のファンドマネジャーに対して運用状況を発表する機会を設けている」（投信委託）「多数のファンドマネージャーが単一のファンドを分担する体制ではむしろファンドマネージャー間の整合性がとれた行動が求められる」（生命保険）、というコメントのように、必要性を強調するコメントも少なくない。さらに、若いファンドマネジャーの教育のためにも必要であり、有効だとのコメントも複数見られる。

・横並び現象については、あまり心配する必要がないとのコメントが多かった。関連するコメントとしては、「銘柄選択については、十分に議論されつくしたマスターリストを中心におこなっている」「人まねばかりしていると自分の考えがないと見なされること」（投資顧問）「ファンドマネジャーの役割は短期的に上がる株を当てることではなく、中長期的に上がりそうな株を選別し、分散ポート

フォリオをいかに作成するかだから、当たり屋についてうまくいくはずはない」(投信委託)「参考になるとすれば銘柄自体よりも運用手法である」(生保)など。

・しかし、まったく心配がないというわけではない。「社内では情報の共有化が前提となっており、組織内では互いに存在する個々が影響し合うのは当然の姿である。よくいえば組織の一体化、悪くいえば横並び現象」(投信委託)「当たり屋につけという態度が横並び現象の横行につながるという見方には否定的である。横並びの原因は他にある」(投資顧問)などが例である。最後のコメントの具体的内容が何かは明かではないが、どうやら、この面については、この程度の調査では不足のようである。

(ハ) その他、ファンドマネジャーの運用に重大な影響を与える情報の内容、さらに、現在決定的に不足しており、今後その供給体制の整備が急がれるべきだ考えられる情報。

回答の内容はさまざまであった。ここでは、代表的なものを列挙するにとどめる。

[重大な情報]

- ・株式の需給動向に関する情報(金融機関、事業法人および外人等の売買動向ならびに今後の運用姿勢に関する情報、セクター別動向と変化)、個々の運用機関の投資動向、「顧客の投資方針」と「市場に関する情報」
- ・海外マーケットの情報をタイムリーに分析・紹介したもの
- ・政治・経済・文化などの事件が市場・経済諸指標にどのような変化をもたらすかをタイムリーに伝えるもの
- ・企業の経営者に関する情報
- ・企業の信用不安に関する情報

[不足している情報]

- ・業況が芳しくない企業の情報開示(例、不良債権の内容と総額の詳細)、金融機関の不良債権に関する情報
- ・基本的な情報は十分であるが、それをマーケットに結びつけるべく分析・加工した2次情報、過剰な情報の整理・収集体制
- ・アジア地域での景気動向、個別企業動向の情報整備
- ・中南米、東欧地域の経済・株式情報
- ・日本企業における(米国型の完全な)連結決算情報、四半期決算情報
- ・企業経営者に関する情報(できれば直接話をきける機会)
- ・取引所の板、市場の需給に関する情報
- ・各投資家の運用評価情報--客観的な運用評価機関の必要

つまり、需給動向の情報と投資対象に関するディスクロージャー情報が重要で

あり現在も不足しているという姿が浮かび上がるようである。

<VI> 第III部の回答の概要

<<資金運用に直接関連する部署の最近10年間の変化について>>

(*)資産運用額の急激な増加とその構成の変化、バブルの発生・膨張と崩壊などという大事件が起きたこの10年程度の期間に、一方では必要に迫られ、他方では、経験の蓄積を活かして、さまざまな面で組織と運用体制の整備が進行したケースが少なくない。とりわけ1985年のプラザ合意以前の時期、85年から90年頃の時期、90年以降の時期では状況が大きく変化したと思われる。第IIIでは、このような変化に焦点を合わせ、第I部と対比した回答を求めた。

(1) 資金運用上の意思決定部署を中心にみた企業内の組織の変化について。85年以前の時点、85年から90年の間のどこかの時点、最近時点の少なくとも3つの時点の状況の比較。大きな変化があった場合には、その時点と主たる内容。

組織の変遷を要約すると次のようになる。

	1985年以前	1985～90
投資顧問 (大手4社)	投資政策委員会の設置(4社)	運用部門の増設、システム運用の開始(4社) 債券運用担当の分離
投資顧問(その他)		投資政策委員会の設置
投信委託		投資政策(運用)委員会
生命保険		特別勘定の新設(4社) 債券部と株式部の分離 (3社)等、有価証券部 での組織の分化(6社)

	1990年前後
投資顧問（大手4社）	年金運用部の新設（4社） 海外への展開の拡大
投資顧問（その他）	システム運用・債券運用等、分業体制の進展 運用管理組織の強化 年金運用部の新設
投信委託	意思決定レベル、あるいは運用対象別の分業体制 （2社）
生命保険	特別勘定部の新設等、有価証券部門での組織の分化 （1社）

(2) 関連部署の人員数の推移（現在までの4～5年間）

集計は、現在までの4～5年間についてのみ行った。

	+ 20%～	0 ～ 20%	横バイ	減少	NA
投資顧問 （大手4社）	1	1	0	1	1
投資顧問 （その他）	3	0	0	0	5
投信委託	3	0	1	1	2
生命保険	5	0	0	1	2

(3) 最近10年間に「実質的に」決定する部署あるいは組織上のレベルに変更があったか。○の場合には具体的な内容を。必要があれば運用資金別に。

[変更の有無]

	○	×	NA
投資顧問（大手4社）	2	2	0
投資顧問（その他）	4	3	1
投信委託	2	4	1
生命保険	5	3	0

・関連するコメントは、投資顧問（大手4社）では、グローバルな視点から基本方針の方向性を審議する戦略会議の設置、資金性格に応じたポートフォリオの基本方針を審議する運用会議の設置、個人単位・部単位⇒組織的運用・全社的運用への方針変更などがあげられている。

・投資顧問（その他）では、投資政策委員会のウェイトの増大、調査部の新設などによる全社的な投資意思決定プロセスの整備、債券運用の比重の増大、特金運用会議・年金運用会議の新設などがあげられている。

・投信委託では、運用役員会に代えて投資政策委員会を設置して、参加者の拡大と機能強化を実現した、運用部長会でアセット・アロケーションを決定するようになったなどがあげられている。

・生命保険では、財務（運用）企画関連部署の拡充、特別勘定資産の運用を担当する部署を独立させて一般勘定の運用と明確に区分したなどがあげられている。

(4) 最近10年間の運用資金全体の規模、資金性格別の構成、運用対象資産の構成の推移

[運用資金規模の推移]（1989年以降）

集計は1989年以降に限定した。とりわけ投資顧問では80年代半ばの設立が多いこともあって単純な集計にはほとんど意味がない。

	増加	ほぼ横バイ (1%未満の変動)	1~10% の減少	10%以上 の減少	NA
投資顧問 (大手4社)	2	1	0	0	1
投資顧問 (その他)	5	1	0	1	1
投信委託	0	1	0	4	2
生命保険	8	0	0	0	0

[資金性格別構成]

この項も単純な集計になじまない。

・投資顧問では、記入の仕方もまちまちであって、単純な集計にはとうていなじまない。アンケート設計上のミスと言わざるをえない。助言契約を入れるかどうかで結果が異なることはいうまでもない。一任契約に限定しても、会社の性格、方針、歴史等で大きく異なるようである。ただし、典型的なパターンは、国内年金が登場して比重を高めるのは1990年以降、それまでは特金の比重が圧倒的に高かった、90年以降は投信の比重も高まるというものである。

・投信委託では、株式投信と債券投信（あるいは社債投信、公社債投信など）との区分で記入された回答が3社あった。株式投信の比率が上昇して1989年から90年にかけてピークをつけてその後急低下するのが共通のパターンである。ピーク時の比率が最も高かったケースでは85.5%、もっとも低かったケースでは74.3%であった。前者のケースでは、83年に50%代の水準にあった比重が、いったん上昇し、93年には半分以下に低下している。

・生命保険では、一般勘定とそれ以外の区分について回答されたが、一般勘定の比重が圧倒的に高い。一般勘定以外の数字が登場するのが86年あるいは87年以降である。一般勘定の値で最も低いものは、1991年の94.0%であった。

[運用対象資産の構成]

この項目も集計が容易ではないが、最近に注目すると概ねつぎのような結果となる。

・投資顧問（大手4社）では、この4～5年、株式の比重が10～20%程度減少し、債券の比重が増加した。構成比が大きく変化した2社と、緩やかに変化した2社に分かれた。

・投資顧問（その他）では、典型的なパターンは観察されない。株式の比重が減少したケース（2社）と増加したケース（1社）の双方がある。債券の比重が増加したケースが3社あり、1社では全体の比重は変化していない。

・投信委託では、比重の水準および変化の方向ともに概ね類似している。株式の比重が減少して、債券の比重が増加するのが共通のパターンであった（4社）。

(5) バブル崩壊後の、運用体制、運用方針等に対する大規模な見直し作業、リストラについて

(1) 見直し作業とリストラの有無。×の場合にはその理由。（○の場合には、次の(ロ)へ。）

[有無]

	○	×	NA
投資顧問（大手4社）	3	0	1
投資顧問（その他）	6	2	0
投信委託	2	4	1
生命保険	5	3	0

[×のケースのコメント]

- ・投資顧問（その他）では、「バブルに乗じた運用資産の急拡大、会社組織の急拡充は行わなかったため、リストラの必要はなかった」「バブル崩壊によって影響をうけていないため必要性なし」。
- ・投信委託では、「見直し、合理化は常に行われており、リストラとはいえない」（2社）の他に、「株価の急落に適切に対応できる運用体制などというものはない」というものがあつた。
- ・生命保険でも、見直し作業はおこなっているものの、リストラというほどの対応ではないというコメントが複数あつた。また、「与信リスク管理、横断的なリスク管理等機能面の強化に積極的に取り組んでいる」「より負債特性に近い運用資産を構築」（これは○と回答したケース）というコメントも付されている。

(ii) 人材育成、リスク管理の考え方とチェックの仕組み、運用の組織のあり方の側面について、主たる変更点とその意図。（(i)で○を記入した機関に記入を求めている。）

- ・いずれも具体的に記入を求めたから、集計は目につく回答を列挙するに止める。

[人材育成の仕方]

- ・投資顧問（大手4社）では、ファンドマネジャーのパフォーマンスは期待通りになってきたという前提のもとに、より高度の専門性を備えた人材の育成（質的向上）、顧客の信頼確保、プレゼンテーションの能力の向上を図るという回答が目についた（複数）。さらに、グループ内および社内調査機関による研修、内・外のセミナーおよび研修への派遣という回答があつた。
- ・投資顧問（その他）では、「在任期間の長期化」「運用対象の専門化」「証券アナリスト資格、CFA等資格取得促進」に加えて、「毎週、毎月の経済、市場環境分析会議および毎月の銘柄検討会を強化、拡充し、徹底した議論、検討を通し問題点の整理とリスク管理等を実施、各ファンドマネジャーのレベルアップを図っている」というコメントがあつた。
- ・投信委託では、「従来のOJTによる経験に加え、科学的分析の素養を育成するために、体系的研修の充実を図った」とするコメントがあつた。また、(i)で×と回答したケースであるが「アナリスト資格取得の勧奨（および勉強に対するバック

アップ体制の強化)」 「若手社員をファンドマネジャーとして登用する道をつけた」というコメントがあった。

・人材育成については、最近になって特段のことはしていないというのが共通のパターンであるが、そのうえで、「環境予測・見通しの精度向上、新規投資手法（含、リスク制御手法）に関するノウハウの取得などでとくに強化を図っている」 「各部門、所属における中核となる人材を必ず確保できるような人事ローテーションおよび育成プログラムを実行している。また、運用部門内のローテーションを活発に行い、全体的な視野を持てる人材の育成に注力している」とのコメントがあった。

[リスク管理の考え方とそのチェックの仕組み]

・投資顧問（大手4社）：「審査室が運用方針の計画書、顧客ニーズ等と対比し、定期的にあセットミックスおよび各資産のポートフォリオの運用収益、内容分析を行い、投資管理会議において評価、改善勧告を行う」さらに「口座設定に際しての審査委員会による顧客の適性チェック、コンプライアンス担当による、運用時の運用ルールの遵守の徹底と運用成果のチェックをより厳格に行う」などのように運用側のチェックと同時に、「口座開設時に投資方針書を取り交わすことで、顧客の取り得るリスクの範囲を明確にし、顧客にも投資に関する『自己責任』の考えを持っていただくようにする」という回答があった。

・投資顧問（その他）：「運用業務の適正な執行の管理、法令・自主ルール等諸規則遵守状況の管理、社内検査の実施、運用管理を強化」するための運用管理室を総務部内に設置、「デリバティブチームを運用部内に編成し、先物等の発注を集中するなどによりリスク管理を強化するようにした」 「ファンドマネジャー・サポート・システムのレベルアップ」 「顧客ニーズを確認しながら運用計画を策定し、パフォーマンス評価もそれに基づくようにした」など。

・投信委託：「運用成績の評価に際して、制度、ファンド説明書、約款等の遵守状況についてもチェックできるように業務監査室を設置した」 「審査部門の質的向上（ファンドマネジャー評価制度の導入）」など。

・生命保険：「主に各アセット・ポジションの静態的管理から、リスクについてのよりタイムリーな評価を行う動態的管理へとリスク管理・チェックの仕組みが変化した」 「リスク管理ルールを作成して、それにし違って運用資産のリスク管理を実行し、さらに、リスクマネージメント委員会を設置し、同時に各本部内にリスクマネージメント部会を設置した」 「計画・実行・振り返りの中で、特に振り替えりを定量的かつ一元的に把握し、より客観的に運用リスクをチェックする体制に見直している」など、リスク管理への積極的対応が目立つ。

[運用組織]

・投資顧問（大手4社）：「分業体制の一層の徹底化とマネージャーの運用に関する権限の内容と範囲を明確にする」 「しっかりしたトップダウンを受けてたつボトムアップ集団が形成され、有機的な活動が会社全体としての整合性をもって機

能するようになった」「全社的な組織運用を確立すること」「グローバル運用、アセットアロケーション等のより専門的な運用が行える体制の確立」など。

・投資顧問（その他）：運用組織の細分化、専門化が共通項である。「為替、債券等についてプロジェクトチームを編成」「年金運用部を新設」「投資政策委員会の役割強化」「年金ファンドと特金ファンドの意思決定機関・運用担当社の分離」など。

・投信委託：「管理体制の編成替え」「従来の年功型に近い管理体制から、実力重視の指導体制へ」という回答があった。

・生命保険：「独立した証券事務部門である有価証券事務部によるフロント牽制機能の強化を図った」「seeからplanへのフィードバックの強化のために、運用成果等の諸要因を分析評価し改善策を図るためのパフォーマンス評価の組織（運用評価課）の新設」「財務審査部を財務部と財務審査部に分割して、審査部門を独立させた」など。

(ハ) (ロ)に掲げた中で、最も重要なのはどれか。その理由は。

	人材育成	リスク管理	運用組織	NA
投資顧問（大手4社）	1	0	2	1
投資顧問（その他）	2	1	1	4
投信委託	1	0	1	5
生命保険	1	2	0	5

・回答の分かれほどは基本的な考え方に差はないように見える。基本的な考え方が、高度な専門性を備えた人材による組織的運用が重要であり、その際にリスク管理体制の整備が不可欠だ、というものであり、これに照らして、多少の重点の差があるに過ぎないと考えるのが適当であろう。

(ニ) 現時点までに実現していないが、今後長期的な課題として実行すべき課題の有無。○の場合は、具体的な回答。

[有無]

	○	×	NA
投資顧問（大手4社）	2	0	2
投資顧問（その他）	5	2	1
投信委託	4	1	2
生命保険	2	5	1

[長期的課題]

・投資顧問（大手4社）：「顧客の運用ニーズにより合致した運用手法の開発および運用ノウハウの蓄積」「人材の育成とプロフェッショナルを処遇する人事制度

の構築」「より科学的な投資手法の確立とそれにもなうファンドマネジャーの能力のアップ」など。

- ・投資顧問（その他）：「総務部から管理部を分離し、運用管理と事務管理をそこで担当する」「業務部を国際部と営業部に分割し、国際部で海外関係のセールスと企画を実施する」「年金資産運用への体制整備」「より精緻なパフォーマンス分析」「資産別マネジメント制の導入」など。
- ・投信委託：「科学的運用方法の一層の強化・充実」「ファンドマネジャー全員のアナリスト資格取得」「株式部門において国別、業種べつなどのアセットアロケーションの決定」など。
- ・生命保険：「ALM的観点にたったポートフォリオの構築」「円金利資産マネジメントの充実」など。

(6) 変わったのは顧客である運用の委託者であり、その要求するサービスの内容の変化に対応するために運用する側が変わらざるを得なかったのだという意見について、賛否およびその理由。資金グループ別に。

[賛否]

	○	×	NA
投資顧問（大手4社）	2	0	2
投資顧問（その他）	6	2	0
投信委託	4	1	2
生命保険	3	5	0

[コメント]

- ・特金等と年金等ではもともと差があることと、運用側の考え方の変化の双方の影響があるが、概して、次のようなコメントが平均的なものであろう。「バブル期においては、委託者は結果さえよければ受託者に任せ放しで何も言わなかった。しかし、今後は、企業の余資の運用について企業の資産内容や決算の状況に応じて企業の取り得るリスクの程度を勘案し、資産の内容や、運用方法を変えなければならない。また、年金においても、その成熟度に応じて取れる投資リスクの大きさも違うはずであり、それぞれに対して、細かく配慮して運用を行わなければならない」（投資顧問）。
- ・「従来は、ともすれば結果がすべてであった」（投資顧問）。「いわゆる財テク特金などは、投資目的自体が投機的で投資リスクの認識不足」（投資顧問）。「運用責任に対する認識不足から投資目的（中長期投資）と異なるリターン（実現益偏重）の追求」（投資顧問）など。
- ・「あらたに厚生年金運用受託の開始に伴い、特金等を扱う部門とは分離して運用している」「特金等を扱う部門でも、原価法グループと定価法グループにわけファンドの性格に応じた運用法を実施するようになった」（投資顧問）など。
- ・「従来以上に顧客とのコミュニケーションが重要となり運用面でも変化がでて

きた」「運用企画書レベルでの事前協議の徹底とそのフォロー、結果に対する説明などの運用側の努力がいっそう必要になった」（以上、投資顧問）「特に短期決算型の公社債投信で同業社間での運用競争が激しくなった」（投信委託）など。

・「運用のパフォーマンスより販売のしやすさが優先し、顧客のニーズを踏まえた販売などの運用がなされなかった点を反省すべきだ」（投信委託）というコメントもあった。

・「当社は海外契約が多く、もともと顧客の高度なニーズに対応してきた」「当社はバブル崩壊後に契約した顧客が大部分であり顧客のニーズに応じて大幅にサービスの内容を変化させる必要はなかった」などが×の回答のコメント例である。

・生命保険は、一般勘定の比重が圧倒的に高く、他の回答と同列には論じられない。ただし、「分離勘定は運用成績が直接100%顧客に帰属するため日常的に顧客との対面関係を持っている」とのコメントがあった。

-----<<<以上>>>-----

各 位

投資行動実態調査研究会

代表 貝塚啓明（東京大学）

主査 三輪芳朗（東京大学）

倉澤資成（横浜国立大学）

西村清彦（東京大学）

舟岡史雄（信州大学）

「機関投資家の意思決定過程とファンドマネジャーの行動に関する調査」協力についてのお願い

拝啓

時下益々御清栄のこととお慶び申し上げます。

さて、当投資行動実態調査研究会では、バブルの災禍を貴重な経験とし、その再発の防止にとどまらず、より長期的な視点に立って、今後の資本市場のあるべき姿と、よりよい資本市場の実現のための方策を探るための研究を行っております。

この度、その基礎研究のための一環として、「機関投資家の意思決定過程とファンドマネジャーの行動に関する調査」を、下記のとおり実施することになりました。

つきましては、御多忙のところ誠に恐縮に存じますが、同封のアンケート用紙の質問への回答につきまして、何卒御協力を賜りたくお願い申し上げます。お答えはすべて統計的に処理いたしますので、皆様のお名前が出るとか、御迷惑をおかけすることは決してございません。

何卒、私どもの趣旨を御理解の上、御協力下さいますよう重ねてお願い申し上げます。

敬具

1. 本調査の実施主体

本調査は投資行動実態調査研究会が実施するものです。

2. 本調査の趣旨と目的

最近の約10年間のバブルの発生、膨張から崩壊にいたる過程は、深刻な影響を国民経済に与えました。後遺症まで含めた影響の深刻さから、その再発の防止は国民的課題だといっても過言ではありません。適切な処方のためには、適切な診断が不可欠ですから、バブルの発生、膨張のメカニズムに関する研究が各方面で多様な角度から行われています。しかし、現時点でわれわれの見るところでは、これらの研究には、意思決定主体の行動に関するミクロ経済学的視点からの検討、さらにそのベースになる情報の収集が決定的に欠けています。たとえば、「カネ余り」が原因だという説明は、それを借りて株式投資を行う主体が存在しなければ完結しませんし、そのためには楽観的な予想を抱き続ける主体が存在しなければなりません。つまり、バブルは自動的に発生したのではなく、人間が生み出したのだという基本的認識のもとに、投資家の行動に関する立ち入った検討が必要です。

他方、最近の約10年間は、資本市場の「機関化」が急速に進行した時期でもありました。このため、期間中に資本市場で起こった現象の理解のためには、この「機関化」の具体的内容、機関投資家の行動の実態、およびその影響にも注目する必要があります。また、バブル崩壊後も、「機関化」は着実に進行し、今後もさらに進むと予想されますから、これらの点に注目することが今後の資本市場の機能の仕方の適切な理解のためにも不可欠です。

期間中に運用資産残高でみて比重を急速に高めた機関投資家は、資本市場の中核的存在として大きな影響力をもったと思われるから、バブルの発生、膨張、崩壊のメカニズムの理解のためには、その意思決定過程の実態に関する立ち入った検討が不可欠です。また、とりわけバブル崩壊後に各機関投資家の内部で行われた組織・システムの見直しの成果の一部を体系的に整理し、共有化することが、バブルの再発防止と「機関化」の進行に対するより適切な対応を可能にするはずです。

さらに、平穏無事な時期には観察できない基本的な性格や本質が大きなショックが与えられた場合や内生的な激変期には表面化することがあるように、日本の資本市場の機能の仕方の実態について、立ち入って検討するための格好の実験がこの10年間に行われたと考えることもできます。

この調査は、以上の視点から、バブルの災禍を貴重な経験とし、その再発の防止にとどまらず、より長期的な視点に立って、今後の資本市場のあるべき姿と、よりよい資本市場の実現のための方策を探るための基礎研究として行うものです。

この調査は、生命保険会社、信託銀行、投資信託会社、投資顧問会社の4つのグループの主要な企業を調査対象にして行います。

本調査記入にあたっての留意点

本調査は、機関投資家の意思決定のシステムと具体的なプロセスに注目した調査です。各ファンドマネジャーの意識に直接焦点を合わせた調査ではありません。

4. 調査票の返送期限

調査票にご記入の上、1994年1月20日までに同封の返信用封筒にてご返送下さい。

5. 回収データの利用・保管

調査結果は集計データとしてのみ取扱い、貴社の回答をそのまま公表したり、あるいは、報告書作成以外の目的に使用することは絶対にありません。なお、調査票は当研究会で責任をもって厳重に保管いたします。

6. 調査に関するお問い合わせ

本調査の内容、その他に関するお問い合わせは恐れ入りますが、下記までお願いします。

横浜国立大学経済学部教授

倉澤資成 TEL. (045) 335-1451

FAX. (045) 335-3192

* 倉澤が研究室に不在の場合は、お手数ですが「経済学部管理室」にご連絡先の伝言をお願いします。

機関投資家の意思決定過程と
ファンドマネジャーの行動に関する調査

1993年12月10日

投資行動実態調査研究会

具体的な質問にお答えいただく前に以下の項目にご記入をお願い致します。

会社名 _____

本社所在地 _____

設立年 _____ 年

設立形態（選択して下さい）

(1)分離設立 (2)創業・創設 (3)その他（具体的に記入して下さい）

資本金 _____ 億円、または総資産（生命保険） _____ 億円

主要株主（5%以上の株式を保有する株主。5%以上の株式を保有する株主が多数いた場合には保有株式数の多い順に3名（社）記入して下さい）

_____ , _____ , _____

従業員数

年齢		20歳代	30歳代	40歳代	50歳代	60歳以上
性別						
男	性	人	人	人	人	人
女	性	人	人	人	人	人
合	計	人	人	人	人	人

本調査票ご記入についてのご連絡先

お名前 _____

所属部署（および地位） _____

電話番号 _____

Fax番号 _____

記入年月日 _____ 年 _____ 月 _____ 日

以下の設問は資金の運用に直接関連する部署に焦点を合わせたものです。第Ⅰ部、第Ⅱ部、第Ⅲ部から成ります。

第Ⅰ部 現在の状況について

1. 運用資金の分類
2. 意思決定の担当部署
3. 意思決定担当部署の社内組織図と指揮系統
4. 担当部署内の組織と指揮系統
5. 資金運用に関連する部署
6. 委託者と関係する部署

第Ⅱ部 運用担当者（ファンドマネジャー）について

1. ファンドマネジャーの編成状況
2. 運用ファンドの概要
3. 内部選抜方法と待遇
4. 中途採用
5. 教育システム
6. 給与体系
7. 意思決定の領域
8. ファンドの管理体制
9. サポート部署
10. 運用に利用する情報

第Ⅲ部 最近10年間の変化について

1. 意思決定部署における組織の変遷
2. 人員の推移
3. 運用方針の決定部署の変更
4. 運用資金の推移
5. 運用体制の見直し
6. 委託者との関係の変化

第I部 資金の運用に直接関連する部署の現状についてお伺いします。

***現状とは、バブル崩壊後（おおよそ、1990年以降）現在に至る時期の状況のことで、この期間内にも大きな変化がある場合には、1993年3月末時点の状況についてお答え下さい。最近10年間の変化については第III部であらためてお伺いします。

1. 運用している資金をおおまかに分類（たとえば、年金、ファンドトラストなど）して、資金規模の順に記入して下さい。併せて1993年3月末時点でのそれぞれの資金規模、ファンド数を記入して下さい。

	資金分類	資金規模	ファンド数
(1)		億円	本
(2)		億円	本
(3)		億円	本
(4)		億円	本
その他	[代表例]	億円	本
	総計	億円	本

2. アセットアロケーションと銘柄セレクションのそれぞれについて、意思決定を直接担当する部署を記入して下さい。前問で記入したなかで、重要と思われる2つのグループについて記入して下さい。（次問以降についても同様）

資金分類	アセット・アロケーション	銘柄セレクション
(1)		
(2)		

3. 意思決定担当部署の社内組織上の位置と指揮系統について教えて下さい。可能であれば、簡単な社内組織図を添付して下さい。2つの資金グループについてそれぞれ記入して下さい。

4. 担当部署内の組織図、指揮系統と各セクションのメンバー数を記入して下さい。可能であれば、簡単な組織図を添付して下さい。

5. 資金運用に関連する部署が自社内で本部事業所の他に（海外現地法人も含む）存在しますか。○×で回答して下さい。○の場合には、それぞれの部署のメンバー数と役割について具体的に記入して下さい。
 （例：大阪、5人、株価指数先物・オプションの運用・調査、ニューヨーク、35人、米国株式・債券の運用、情報収集）

○または×			
所在地		人員数	役割

6. 資金運用の委託者との日常的な関係窓口となる部署（組織図上の部署）を記入して下さい。

(1)	
(2)	

第II部 ファンドマネジャーについてお伺いします。

***ファンドマネジャーという言葉はさまざまな意味に用いられていますし、社内でこの言葉を用いていないケースもあるはずですが、このアンケートでは、「基本運用方針の策定、個別委託先別のポートフォリオ管理、株式や債券などの各資産での運用などに直接従事する人達の総称」の意味で用います。

1. ファンドマネジャーについてお伺いします。

(イ)総計で何人ですか（サポート部門については設問9で伺います）。

総計	人
----	---

(ロ)社内の所属部署を先の組織図に即して記入して下さい。

所属部署	
------	--

(ハ)社内での呼び方を記入して下さい。より細分化した呼び方が用いられている場合には、それぞれの呼称を記入して下さい。

(細分化した)呼び方	
------------	--

(ニ)年齢別の構成を所属部署別あるいは職能（株式、債券、両方、システム等）別に記入して下さい。

部 署				総 数
20歳代	人	人	人	人
30歳代	人	人	人	人
40歳代	人	人	人	人
50歳代	人	人	人	人
60歳以上	人	人	人	人
総 計	人	人	人	人

2. ファンドマネジャーの1人当たり平均の運用ファンド数と運用金額を記入して下さい。第I部の問2の資金グループ(1)、(2)それぞれについて記入して下さい。また、各ファンドマネジャーの運用対象は、たとえば、国内株式、外国債券などの資産ごとに分かれていますか。○×で回答して下さい。○の場合には、主たる運用対象資産ごとに1人当たり平均の運用ファンド数と運用金額を記入して下さい。

○または×				
運用資産	(1) ファンド数/人	運用金額/人	(2) ファンド数/人	運用金額/人
全体	本	億円	本	億円
国内株式	本	億円	本	億円
国内債券	本	億円	本	億円
外国株式	本	億円	本	億円
外国債券	本	億円	本	億円

3. ファンドマネジャーの内部選抜の方法と待遇についてお伺いします。

(イ)貴社ではファンドマネジャーに対して人事制度上の特別扱いがありますか。あれば○、なければ×を記入して下さい。○を記入された場合には、その具体的な内容を記入して下さい。

○または×	
[人事制度上の特別扱い]	

(ロ)社内でのファンドマネジャー選抜の具体的な方法（例：各社員の自己申告を基本とし、その中から選抜する。）と選抜の基準として重視する適性（たとえば、性格や経験）・資格（たとえば、MBA、CFA、証券アナリスト）を記入して下さい。

[選抜の具体的方法]
[重視する適性・資格]

(ハ)たとえば5年前と比べて内部選抜の方法と選抜の基準に重要な変更がありましたか。変更があった場合は○、なかった場合は×を記入して下さい。○を記入された場合には、その具体的な内容を記入して下さい。また、今後の予定されている変更や、可能であれば実現したいとお考えの変更希望がありましたら、その内容や方向について具体的に記入して下さい。

<input type="radio"/> または ×	
[選抜の方法と基準の変更]	
[今後の予定など]	

(ニ)直接関連する部署（たとえば、調査研究部門、系列関係会社）まで含めて、ファンドマネジャーとして在任する期間の長さの平均を記入して下さい。バラツキが大きい場合には、バラツキの範囲を記入して下さい。

[関連部署]	年,	[ファンドマネジャー]	年
[バラツキ]			

最近5年間でこの長さに重要な変化がありましたか。○×で回答して下さい。○の場合には、具体的に説明して下さい。

<input type="radio"/> または ×	
[在任期間の変化]	

さらに、今後（たとえば、今後5年間）計画中の重要な変更方針についても記入して下さい。

[今後の計画など]

(ホ)ファンドマネジャーはプロフェッショナルな職業であって、3年程度のローテーションを基本とした金融機関の人事制度とは基本的に相容れないから、そのための特別の制度が必要だとの意見があります。この意見に対する基本的な賛否を○×で回答して、その理由を具体的に記入して下さい。

<input type="radio"/> または ×	
[理由]	

4. ファンドマネジャーの中で、中途採用のメンバーについてお伺いします。

(イ) ファンドマネジャー総数に占める中途採用のメンバーの比率は何%ですか。

	%
--	---

(ロ) 中途採用のメンバーのうちで、ファンドマネジャーとして採用された方の比率は何%ですか。

	%
--	---

(ハ) 1990年以降、ファンドマネジャーとして新たに何人転入しましたか。うち、中途採用で何人採用しましたか。また何人転出しましたか。

	1990年	1991年	1992年	1993年	合計
転入	人	人	人	人	人
(うち中途採用)	(人)	(人)	(人)	(人)	(人)
転出	人	人	人	人	人

(ニ) ファンドマネジャーになる予定者や候補者の中途採用に際して、特別の経験(たとえば、ファンドマネジャーとしての経験)を重視しますか。重視すれば○、そうでなければ×を記入し、その理由を具体的に記入して下さい。

○または×	
[理由]	

また、今後、この方針に変更があるかどうかを○×で回答して、その理由を具体的に記入して下さい。

○または×	
[理由]	

(ホ) ファンドマネジャーとして中途採用するための受け皿としての職制は確立していますか。○×で回答し、○の場合は具体的に説明して下さい。

○または×	
[職制]	

5. ファンドマネジャーの教育についてお伺いします。

(イ)内部選抜・中途採用のいずれを問わず、新たに選抜されたファンドマネジャーを、個別のファンドの運用を担当する前に配属するセクションがありますか。○×で回答して下さい。○の場合には、具体的に説明して下さい。併せて標準的な所属期間を記入して下さい。

○または×	
[配属セクション]	
[標準的な所属期間]	
[その他のコメント]	

(ロ)個別のファンドの運用を担当する前に体系的な社内教育プログラムがその他にありましたら具体的に記入して下さい。

[社内教育プログラム]

(ハ)ファンドマネジャーに就任した後にOJT期間（たとえば、他のファンドマネジャーのサブ役を果たしたり、初めてのファンドマネジャーになるときサポーターがつく期間など）がありますか。○×で回答して下さい。○の場合には、その期間の長さと内容を具体的に説明して下さい。

○または×	
[OJT期間の長さ]	
[OJTの内容]	

(ニ)ファンドマネジャーの教育のために外部の研修機関を幅広く利用していますか。○×で回答して下さい。○の場合には貴社にとってとりわけ重要なものを3つ選んで記入して下さい。

○または×	

6. ファンドマネジャーの給与（報酬）体系についてお伺いします。

(イ) 全社的な給与体系とは別にファンドマネジャーのためのものが存在しますか。○×で回答して下さい。○の場合には、その全社的な給与体系との相違点を具体的に説明して下さい。また、それが設けられた時点を記入して下さい。

○または×	
[相違点]	
[設定時点]	

(ロ) 各ファンドマネジャーに対する評価は報酬に影響しますか。次のA～Eの中から選択して下さい。A～Dのいずれかの場合には、評価が何によって行われるか（運用成績、顧客の評価、預り資産残高等）、またどのような形で（たとえば、契約年収、ボーナス、給与水準など）差が出るかを具体的に説明して下さい。

A. 50%以上 B. 30%～50%未満 C. 15%～30%未満 D. 5%～15%未満 E. ほとんど影響しない	[具体的な説明]
---	----------

また、最近5年間で変化があったかどうかを○×で回答して下さい。○の場合には、具体的に説明して下さい（年金やファンドトラストのような運用資産の性格によって差がある場合には、その点についても説明して下さい。）

○または×	
[最近5年間の変化]	

(ハ)各ファンドマネジャーの運用成績が昇進に大きく影響しますか。○×で回答して下さい。○の場合には、具体的に説明して下さい。

○または×	
[具体的な説明]	

また、最近5年間で変化がありましたか。○×で回答して下さい。○の場合には、具体的に説明して下さい（年金やファンドトラストのような運用資産の性格によって差がある場合には、その点についても説明して下さい）。

○または×	
[最近5年間の変化]	

(ニ)各ファンドマネジャーの運用成績と報酬を強くリンクさせる必要があるとの意見があります。この意見に対する基本的な賛否を○×で回答して下さい。○であって現時点ではそれが実現していない場合には、その原因について具体的に説明して下さい。×の場合には、その理由を具体的に記入して下さい。

○または×	
[理由または原因]	

(ホ)ファンドマネジャーの引き抜き防止のための対応策をとっていますか。○×で回答して下さい。○の場合には、具体的に説明して下さい。

○または×	
[対応策]	

7. 各ファンドマネジャーが意思決定できる領域・範囲についてお伺いします。

(イ)特定の委託先の資産の運用が階層的な組織内分業体制で行われているケース（たとえば、基本運用方針の策定、個別委託先別ポートフォリオ管理、株式や債券などの各資産での運用をそれぞれ別のセクションで担当する体制）も少なくありません。第1部の問2. で選択した重要と思われる2つの資金グループのそれぞれについて、分業体制の具体的内容について記入して下さい。

(1) [分業体制]

(2) [分業体制]

(ロ)最近5年間で、(イ)の分業体制に重要な変更がありましたか。○×で回答して下さい。○の場合にその内容を具体的に説明して下さい。

○または×

[最近5年間の変更]

(ハ)(イ)の分業体制、つまり、各ファンドマネジャーの権限や裁量に関して明示的に定めた文書(規定集)がありますか。○×で回答して下さい。○の場合には、その呼び方、おおよその頁数、および最初に作られた時期を記入して下さい。必要な場合には、運用資金ごとに分けて記入して下さい。

○または×

[呼び方]

[頁数]

[作成時期]

8. ファンドマネジャーとファンドの管理体制についてお伺いします。

(イ)各ファンドの運用状況のレビューと管理を実質的に担当する組織について、その有無を○×で回答して下さい。○の場合には、その名称、構成メンバー数と主たる構成員、責任者、設置時点を記入し運用担当部署との関係およびその役割について具体的に説明して下さい。必要な場合には、運用資産ごとに分けて記入して下さい。

○または×	
[名称]	
[構成メンバー数]	
[主たる構成員]	
[責任者]	
[設置時点]	
[運用担当部署との関係およびその役割]	

(ロ)レビューはどれくらいの頻度(たとえば、毎月)で行いますか。

--

(ハ)レビューの際の主たるチェック・ポイントについて具体的に説明して下さい(たとえば、定められた戦略に従ったかどうか、ベンチ・マークとの比較など)。必要な場合には、運用資産ごとに分けて記入して下さい。

--

(ニ)(イ)～(ハ)について、最近5年間で重要な変化がありましたか。○×で回答して下さい。○の場合には、具体的に説明して下さい。

○または×	
[最近の5年間の変化]	

(ホ)各ファンドマネジャーの運用成績の評価の適切な実施は困難だという意見をしばしば耳にします。この意見に対する賛否を○×で回答して下さい。○の場合には、困難だと考える理由について具体的に説明して下さい。必要な場合には、運用資産ごとに分けて説明して下さい。

○または×	
[困難な理由]	

(ハ)各ファンドのレビューあるいは各ファンドマネジャーの運用成績の評価の内容の中で、運用の担当者に知らされない部分がありますか。○×で回答して下さい。○の場合には、具体的に説明して下さい。

○または×	
[評価の内容]	

9. ファンドマネジャーを直接サポートする部署についてお伺いします。

(イ)ファンドマネジャーの運用活動を直接サポートする社内部門を、第I部で回答された組織図に従って記入して下さい。

[サポート部門]

(ロ)グループ内の企業も含めて社外に(イ)と同様の部門がありますか。○×で回答して下さい。○の場合には、具体的に説明して下さい。

○または×	
[社外の部門]	

(ハ)(イ)(ロ)について、その構成や規模などの面で最近5年間に重要な変化がありましたか。○×で回答して下さい。○の場合には、具体的に説明して下さい。

○または×	
[最近5年間の変化]	

10. ファンドマネジャーが運用に利用する情報についてお伺いします。

***情報という言葉はさまざまな意味で用いられますし、情報にもさまざまなものが含まれますからここでは限定してお伺いします。

(イ)データ、システム、より一般的な情報のそれぞれについて、投資に利用する情報のうち、利用の度合いの大きなものを具体的にそれぞれ3つ以内記入して下さい。第1部の問2. で選択した重要と思われる2つの資金グループのそれぞれについて記入して下さい。

資金 分類	データ・ソース	①	②	③
(1)	データ			
	システム			
	一般的な情報			
(2)	データ			
	システム			
	一般的な情報			

(ロ)(イ)について、それぞれの資金グループの運用担当者の中で、国内株式での運用を担当するファンドマネジャーに限定して回答して下さい。

資金 分類	データ・ソース	①	②	③
(1)	データ			
	システム			
	一般的な情報			
(2)	データ			
	システム			
	一般的な情報			

(ハ)(ロ)について、最近5年間で重要な変化がありましたか。○×で回答して下さい。○の場合には、具体的に説明して下さい。

○または×	
[最近5年間の変化]	

(二)投資に関連する情報の入手のためには個々のファンドマネジャーの人的ネットワークがきわめて重要だとの意見があります。このような意見に関する賛否を○×で回答して下さい。×の場合にはその理由を具体的に説明して下さい。○の場合には、どのような情報がいかなる目的（ストラテジーの選択、銘柄選択など）に対して重要か具体的に説明して下さい。

○または×	
[具体的な説明]	

また、人的ネットワークの重要性について、最近5年間で重要な変化がありましたか。○×で回答して下さい。○の場合には、具体的に説明して下さい。

○または×	
[最近5年間の変化]	

(ホ)同僚である周囲のファンドマネジャーの実際の運用の仕方を見て、参考にすることについてお伺いします。見ることができますか。○×で回答して下さい。×の場合にはその理由を記入して下さい。○の場合には、関連するルールがあればそれについて具体的に説明して下さい。とくにルールがない場合には、例えば、「当たり屋につけ」という格言に象徴される横並び現象が横行するはずだという見方に対するコメントを記入して下さい。

○または×	

(ハ)その他、ファンドマネジャーの運用に重大な影響を与える情報の内容について、できるだけ具体的に記入して下さい。また、現在、決定的に不足しており、今後その供給体制の整備が急がれるべきだと考える情報がありましたら、具体的に教えて下さい。

[重大な情報]

[不足している情報]

第Ⅲ部 資金の運用に直接関連する部署の最近10年間の変化についてお伺いします。

***運用資産額の急激な増大とその構成の変化、バブルの発生・膨張と崩壊などという大事件が起きたこの10年程度の期間に、一方では必要に迫られ、他方では、経験の蓄積を活かして、さまざまな面で組織と運用体制の整備が進行したケースが少なくないと思います。とりわけ、1985年のプラザ合意以前の時期、85年から90年頃の時期、90年以降の時期では状況が大きく変化したと考えます。第Ⅲ部では、このような変化に焦点を合わせて伺います。第Ⅰ部と対比して回答をお願いします。

1. 資金運用上の意思決定部署を中心にみて、企業内の組織はどのように変化しましたか。85年以前の時点、85年から90年の間のどこかの時点、最近時点の少なくとも3つの時点の状況をそれぞれ比較して下さい。さらに、大きな変更があった場合には、変更の時点と主たる内容を記入して下さい。可能であれば、変更前後の組織図を添付して下さい。

[3つの時点の比較]

[大きな変更の時点と主な内容]

2. 3つの時点での関連部署全体の人員数の推移を記入して下さい。また、組織上の大きな変更の前後について、関連部署ごとの人員数を記入して下さい。

[3つの時点での全体の人員数]

[大きな変更の前後]

3. 最近10年間に、基本運用方針を「実質的に」決定する部署あるいは組織上のレベルに変更がありましたか。○×で回答して下さい。○の場合には、具体的な内容とその目的について説明して下さい。必要な場合には、運用資金別に記入して下さい。

資金分類	○または×	
(1)		
(2)		

4. 最近10年間の運用資金全体の規模、資金性格別（年金、ファンドトラストなど）の構成（％）、運用対象資産の構成の推移（％）を記入して下さい。

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
運用資金規模(10億円)											
資金性格別構成(%)											
()											
()											
()											
()											
()											
(その他)											
運用対象資産構成(%)											
()											
()											
()											
()											
()											
(その他)											

5. バブル崩壊後に、多くの企業や機関で、運用体制、運用方針等に対する大規模な見直し作業が行われ、その結果を踏まえたリストラが行われました。

(イ) 貴社でもこのような見直し作業とリストラを行いましたか。○×で回答して下さい。×の場合にはその理由（たとえば、「順調に推移しており、特段の必要性がなかった。」）を記入して下さい。そして6.へ進んで下さい。○の場合には(ロ)へ進んで下さい。

○または×	
(×の場合) [理由]	

(ロ) 人材育成の仕方、リスク管理の考え方とそのチェックの仕組み、運用の組織のあり方の3つの側面について、主たる変更点とその意図について具体的に説明して下さい。

[人材育成の仕方]
[リスク管理の考え方とそのチェックの仕組み]
[運用の組織のあり方]

(ハ) (ロ)に掲げた点（あるいは、他にあればそれを記入して下さい）の中でもっとも重要なのはどれですか。その理由について具体的に説明して下さい。

[最も重要なものとその理由]

(二)現時点までに実現していないが、今後、長期的な課題として実行すべき変更がありますか。○×で回答して下さい。○の場合には、具体的に説明して下さい。

○または×	
[長期的課題]	

6. なによりも変わったのは顧客である運用の委託者であり、その要求するサービスの内容の変化に対応するために運用する側が変わらざるを得なかったのだという意見があります。第1部の問2. で選択した重要と思われる2つの資金グループのそれぞれについて、このような意見に対する賛否を○×で回答して、その理由を、具体的に説明して下さい。

資金分類	○または×	
(1)		[理由]
(2)		[理由]

以上です。ご協力、ありがとうございました。