



Global Investment Performance Standards

ガイダンス・ステートメント:コンポジットの定義

採択日: 2010 年 9 月 28 日

発効日: 2011 年 1 月 1 日

遡及適用: 無し

翻訳: 公益社団法人 日本証券アナリスト協会

www.gipsstandards.org

本資料は、GIPS Executive Committee が採択した GIPS の「コンポジットの定義に関するガイダンス・ステートメント(Guidance Statement on Composite Definition)」全文(英語)の日本語訳である。翻訳は、日本における GIPS カントリー・スポンサーである公益社団法人 日本証券アナリスト協会が行った。本ガイダンス・ステートメントの日本語訳と原文である英語版との間に矛盾があるときは、英語版を正本とする。本翻訳物の著作権は、公益社団法人 日本証券アナリスト協会に属する。

The copyright of the Japanese Translation of the GIPS Guidance Statement on Definition of the Firm is owned by the Securities Analysts Association of Japan (SAAJ®).

When there is a discrepancy between the English version and the Japanese Translation of this guidance statement, the English version is the controlling.

The Securities Analysts Association of Japan (SAAJ®) is an endorsed Country Sponsor authorized by the GIPS Executive Committee to promote the GIPS Standards. The GIPS® trademark and logo and the GIPS standards are owned by CFA Institute. www.gipsstandards.org.

序 論

グローバル投資パフォーマンス基準（GIPS）に準拠するに当たり、会社が考慮しなければならない最も基本的な3つの問題は、会社の定義、会社の投資一任の定義、会社のコンボジットの定義である。会社の定義は、会社全体で準拠するための基礎であり、明確な範囲（boundaries）を設けて、会社の運用総資産の確定を可能とするものである。会社の投資一任の定義は、どのポートフォリオをコンボジットに含めるべきかを判定し、会社の投資戦略の適用を正確に反映させるための判断基準を定めるものである。会社および投資一任の定義が完了すれば、会社が実行する投資戦略に基づきコンボジットを構築することができる。なお、GIPS 基準においては、会社は、パフォーマンスの計算と提示に関して適用される法律および規制のすべてを遵守しなければならないことに留意されたい。

コンボジットとは、類似の投資マンドート、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つに集めたものであり、見込顧客にパフォーマンスを提示するための基本的な手段である。会社は、運用実績のあるフィー（運用報酬）を課す投資一任ポートフォリオはすべて、少なくとも1つのコンボジットに組み入れなければならない。コンボジットは、当該コンボジットの定義に合致するポートフォリオのすべてを組み入れなければならない。この方法により、会社が最もよいパフォーマンスのポートフォリオのみを取り出して（“cherry-pick”して）見込顧客に提示することはできなくなる。フィー（運用報酬）を課さないポートフォリオを会社のコンボジットに組み入れてもよいが、会社は、各年度末現在のフィー（運用報酬）を課さないポートフォリオがコンボジット資産のうちに占める割合を提示しなければならない。会社がフィー（運用報酬）を課さないポートフォリオをコンボジットに組み入れる場合には、当該ポートフォリオはフィー（運用報酬）を課すポートフォリオと同じルールに従うことになる（例えば、会社は、フィーを課さないポートフォリオをコンボジットから出し入れすることは、顧客ガイドラインの変更の記録またはコンボジットの再定義により適切であると認められない限り、行ってはならない）。1つのポートフォリオが各コンボジットの定義を満たす場合には、会社は当該ポートフォリオを1つ以上のコンボジットに組み入れることが許容される。非一任ポートフォリオは会社のコンボジットに組み入れてはならない。

コンボジットの定義を行う前に、会社は、公正な表示という基本原理を支える合理的な判断基準を設定しなければならない。ポートフォリオが類似のものであり1つのコンボジットにグルーピングすべきかどうかを確認するため、さまざまな判断基準が分析されなければならない。

基本原則

GIPS 基準は、会社がコンボジットの定義のための客観的な判断基準を定めるよう、奨励している。以下は、コンボジットを定義する際に会社が考慮しなければならない基本原則である。

- コンボジットは、投資マンドート、投資目的、または投資戦略に従って定義しなければならない。コンボジットは、顧客による会社間でのパフォーマンス比較を可能なものとすべきである。会社は、また、競合するユニバースに属するような類似のプロダクトを定義し構築することを検討すべきである。コンボジットは、会社のプロダクトを代表するものでなければならない、会社のマーケティング戦略と一致していなければならない。

- 会社は、コンポジットを定義するための判断基準を一貫して適用しなければならない（例えば、会社は、コンポジットの定義に合致する特定のポートフォリオのみを選ぶこと、すなわち、「いいとこ採りすること（cherry-picking）」はしてはならず、判断基準を満たすすべてのポートフォリオを組み入れなければならない）。
- 会社は、大きく（materially）異なる投資マンドート、投資目的、または投資戦略を有するポートフォリオを同一のコンポジットに組み入れてはならない。そのようなコンポジットのパフォーマンスには意味がない。それぞれ固有の明確な投資特性を有するポートフォリオが多数存在する場合には、会社は、1つのポートフォリオからなるコンポジットを多数構築することが必要となろう。
- ポートフォリオのコンポジット間の移管は、1つのコンポジットから他のコンポジットへ移すことは、ポートフォリオの投資マンドート、投資目的、または投資戦略の変更の記録、またはコンポジットの再定義により、移管が適切であると認められない限り行ってはならない。ポートフォリオの過去のパフォーマンスは、元のコンポジットに残さなければならない。

投資一任

投資一任とは、会社が意図した戦略を実行する能力である。文書化された顧客の課す制約により、会社の意図した投資戦略の実行が著しく困難となる場合には、会社は、当該ポートフォリオを非一任であると判断してよい。非一任ポートフォリオは、会社のコンポジットに組み入れてはならない。投資一任には程度の差があり、必ずしも、顧客の課す制約のすべてがポートフォリオを非一任であるとするわけではない。会社は、当該制約により、意図した戦略の実行が、当該ポートフォリオがもはやその戦略を代表しているとはいえないほど妨げられるのか、あるいはその可能性があるのかどうかを判定しなければならない。例えば、顧客がポートフォリオ内でタバコ株は一切購入しないよう会社に要求している場合には、会社は、まず、この制約が会社の意図した投資戦略の実行を困難にするのかどうかを考慮すべきである。困難であるならば、会社は、当該ポートフォリオ（およびこの制約が課されるその他すべてのポートフォリオ）を非一任として分類するか、もしくは、投資一任に分類し、タバコ株制約を有するコンポジットを構築することを選択することができる。会社は、可能であれば、これらポートフォリオを投資一任に分類し、類似の制約を有するポートフォリオをグループ化して1つのコンポジットにすることを考慮すべきである。

会社は、GIPS 基準に準拠し、かつ準拠を維持するために使用される、会社の方針および手続を文書化しておかなければならない。したがって、会社は、投資一任の定義を文書化し、当該定義を一貫して適用しなければならない。投資一任は会社レベルで定義するのが理想であるが、コンポジット・レベルまたは資産クラスごとに定義してもよい。会社は、ポートフォリオが特定のコンポジットに割り当てられたこと、もしくは全コンポジットから除外されたことについて、その根拠となる記録を保持しなければならない。運用実績のあるフィー（運用報酬）を課す投資一任ポートフォリオのすべてを、少なくとも1つのコンポジットに確実に組み入れることは、会社の責任である。したがって、会社は、各ポートフォリオ（投資一任および非一任の両方）を定期的にレビューし、再分類すべきポートフォリオがあるかどうかを判定しなければならない。GIPS

基準第 IV 章に規定されている GIPS 検証手続によれば、検証者は、会社の投資一任の定義が全期間を通じて一貫して適用されているかどうか確かめなくてはならない。

ポートフォリオを投資非一任に分類する理由となり得る顧客が課す制約の例には、次のようなものがあるが、これらに限定されない。

- 顧客の条件付き承認に起因する取引行動の制約
- アセット・アロケーションの制約（例えば、会社が顧客により設定されたアセット・アロケーションを変更できないこと）
- 税金に関する配慮（例えば、低取得原価株）
- 特定証券の売却制限（例えば、顧客の個人的信条等による保有）
- 特定証券または特定タイプの証券の購入制約（例えば、会社がタバコ株や先物あるいは一定基準を下回る証券を購入できないこと）
- キャッシュフローに関する要求（例えば、顧客が定期的に大きな資金払出しを要求すること）
- 法的制約

会社は、制約によって意図する投資戦略の実行が著しく困難となるかどうかを判断しなければならないため、これらの制約のほとんどはポートフォリオを *自動的に* 非一任に分類する理由とはならない。さらに、会社は、パフォーマンス測定または記録管理（record keeping）を第三者に外注することによって、会社の基準準拠に関する責任を免れるわけではなく、そのような外注は、当該ポートフォリオを非一任に分類する十分な理由とはならない。

顧客制約付きの証券（例えば、低取得原価株、満期保有目的証券）については、会社は、ポートフォリオの当該制約部分を投資非一任（一般的に、“un-managed” または “un-supervised” と呼ばれる）として分類し、ポートフォリオの残りの投資一任部分をコンポジットにとどめるという選択をしてもよい。ただし、残りの一任部分が当該コンポジットの投資戦略を代表している場合に限る。ポートフォリオの一部を非一任として分類すべきかどうか検討する際には、会社は、当該資産がポートフォリオの投資戦略の運用に影響するかどうかを考慮すべきである。ポートフォリオの残りの投資一任部分には、パフォーマンス計算およびコンポジット構築に関するすべての必須基準が適用されることになる。

非一任ポートフォリオは、会社のコンポジット（すなわち、投資一任ポートフォリオで構成されるコンポジット）に組み入れてはならない。しかしながら、会社によっては、ポートフォリオ管理を簡略化するため、非一任ポートフォリオの一部またはすべてをグループ化することがあるかもしれない。GIPS 基準においては、これはコンポジットではなく、会社のコンポジットの概略一覧表に含めてはならない。

最低資産額

会社があるコンポジットに組み入れるポートフォリオの最低資産額を定めているときは、最低資産額を下回るポートフォリオを当該コンポジットに組み入れることはできないとしている。会社は、コンポジットに組み入れるポートフォリオの最低資産額を定めているときはその額を開示しなければならないとしている。会社は、また、最低資産額を変更するときはその旨を開示しなければならない。会社は、コンポジットの最低資産額に満たないことが分かっている見込顧客に

対して、当該コンポジットの準拠提示資料を提示すべきではない。準拠提示資料において、最低資産額が存在する場合には、会社は資料を開示し、かつ、一貫して適用しなければならない。会社は、最低資産額の変更を文書化し開示しなければならない、また、当該新最低資産額を遡及適用してはならない。最低資産額を下回るポートフォリオは必ずしも非一任であるとは限らないが、資産額の規模は投資一任性に影響を与え得る。

ポートフォリオは、顧客による資金引出しや価値の下落により、最低資産額を下回ることがあり得る。会社は、最低資産額に関する自らの方針の一部として、最低資産額との比較においてコンポジット内のポートフォリオをどのように価値評価するか決めておかなければならない（例えば、期首価値、期末価値、期首価値にキャッシュフローを加味した額）。会社は、最低資産額を設定する場合には、ポートフォリオが最低資産額を下回った場合の当該ポートフォリオの取扱い方法に関する方針を文書化しておかなければならず、かつ、当該方針を一貫して適用しなければならない。会社は、コンポジットからポートフォリオを出し入れする頻度を最小化するために、最低資産額を適用するための境界域および最低期間を設けることを検討すべきである。例えば、会社が、ポートフォリオをコンポジットから除外するタイミングを決めるに際し最低資産額に±5パーセントのレンジを設けること、あるいは、ポートフォリオの除外または追加を行う前に、ポートフォリオが最低2期間、最低資産額を下回っているか上回っていないなければならないという方針を設けることである。ポートフォリオがコンポジットから除外される場合には、当該ポートフォリオのそれまでのパフォーマンス記録は、当該コンポジットに残さなければならない。すべての方針と同様、会社は、いったん最低資産額に関する方針を定めた場合は、当該方針を一貫して適用しなければならない。ポートフォリオを除外する場合は、会社は、当該ポートフォリオが他のコンポジットの定義に合致するかどうかを判断し、適切なコンポジットに適時にかつ一貫した方法で組み入れなければならない。

コンポジットに含まれるポートフォリオがすべて最低資産額を下回り、会社の方針に従い、コンポジットから除外される場合には、当該コンポジットのパフォーマンス記録が終了することになる点を、会社は念頭に置くべきである。ある一定期間を経て、ポートフォリオが最低資産額を上回った場合、もしくは新しいポートフォリオが当該コンポジットに追加された場合には、当該コンポジットの以前のパフォーマンス記録を提示しなければならない、再開したコンポジットのパフォーマンス数値と数学的にリンクしてはならない。

コンポジット構築日

会社は、コンポジット構築日、すなわち、コンポジットを構築するために1つ以上のポートフォリオを初めてグループ化した日を開示しなければならない。コンポジット構築日は、コンポジット開始日（コンポジットのパフォーマンス記録の開始日）とは必ずしも一致しない。

コンポジットの定義

意義のあるコンポジットの構築は、パフォーマンス実績の公正な提示、一貫性、全期間にわたる会社間での比較可能性を確保するうえで、非常に重要である。コンポジットの定義は、ポートフォリオが帰属すべきコンポジットを判定するための詳細な判断基準を含んでいなければならない、また、請求に応じて提供可能となっていなければならない。会社は、コンポジットの定義に関する方針と手続を文書化しなければならない。

投資戦略は時とともに変更され得るが、会社は、ほとんどの場合、コンボジットの定義を変更すべきではない。一般に、投資戦略の変更は、新しいコンボジットを構築することになる。しかしながら、非常にまれではあるが、コンボジットを再定義することが適切なこともある。会社が、コンボジットを再定義することが適切であると判断した場合には、再定義の日付、概略、および理由を開示しなければならない。コンボジットの変更は、遡及適用してはならない。会社は、コンボジット名を変更するときは当該変更を開示しなければならない。終了したコンボジットは、終了後5年間は会社のコンボジット一覧表に引続き掲載しなければならない。要請があるときは、会社は、コンボジットの概略一覧表に掲載されているいずれのコンボジットについても、基準準拠の提示資料を提供しなければならない。

ポートフォリオをコンボジットから出し入れすることは、ポートフォリオの投資マンドート、投資目的、または投資戦略の変更記録がある場合、またはコンボジットの再定義によりそれが適切である場合に限り、許容される。GIPS 基準では、レター、ファックス、e-メール、ないし顧客との会話を記録した内部メモを文書（documentation）とすることができるが、これらに限定されない。ポートフォリオの過去のパフォーマンスは、元々のコンボジットに残さなければならない。

コンボジット定義の判断基準

上記の基本原則に加えて、会社は、関連する判断基準に従ってコンボジットを定義することを選択してもよく、判断基準または制約を含めて、各コンボジットの定義を文書化しておかなければならない。投資戦略の一義的および二義的な特性に応じてコンボジットを定義するための、階層的な判断基準を検討することは、建設的である。市場によく見られる、運用プロダクトを区別するための明確な特性について理解しておくことも重要である。類似の投資戦略またはプロダクトを比較できるようにすることは、GIPS 基準の基本的な目的であり、会社が明確かつあいまいでない用語を使ってコンボジットを同じように定義すれば、既存顧客および見込顧客にとって有益である。

コンボジット定義の階層例

次の階層例は、会社がコンボジットをどのように定義するかを検討する際に参考となろう。なお、会社は、各階層に従ってコンボジットを定義するよう要求されているわけではない。

- **投資マンドート (investment mandate)**

投資戦略またはプロダクト内容の要約に基づくコンボジット。

例：“大型グローバル株”

- **資産クラス**

1つの広範な資産クラスに基づくコンボジットは最も基礎的なものであり、会社のプロダクトを代表するものであるべきである。会社は、さらに、国または地域によって資産クラスを定義してもよい。

例：株式、債券、バランス型、不動産、ベンチャー・キャピタル、米国債券、ヨーロッパ株式。

- **スタイルまたは戦略**

投資家に対し追加的な判断材料を提供し、比較可能性を向上させるため、会社は、さらに、スタイルまたは投資戦略に基づきコンポジットを定義してもよい。

例：グロース、バリュー、アクティブ、インデックス、資産クラス・セクター（例えば、通信）。

- **ベンチマーク**

ベンチマークが投資目的や投資戦略を反映しており、他に同じ特性を有するコンポジットが存在しない限り、会社は、ポートフォリオのベンチマークまたはインデックスに基づきコンポジットを定義してもよい。ベンチマークが投資対象も規定している場合には、このケースに該当することが多い。

例：スイス・マーケット・インデックス、S&P500 インデックス、バークレイズ・キャピタル・アグリゲート・インデックス。

- **リスク/リターン特性**

異なるリスク特性（ターゲットとなるトラッキング・エラー、ベータ、ボラティリティ、インフォメーション・レシオ）およびリターン目的によってポートフォリオを異なるコンポジットにグループ化してもよい。

例：1%の超過リターンおよび2%のトラッキング・エラーをターゲットとする日本株コンポジットは、3%の超過リターンおよび最大6%のボラティリティをターゲットとする日本株コンポジットとは別に構築されよう。

制約／ガイドライン

上記の基本的な判断基準に加えて、会社は、関連する顧客制約またはガイドラインに基づきコンポジットを定義することを選択してもよい。以下に示すのは、実質的に戦略が異なり、したがって、別のコンポジットを構築する正当な理由となり得る制約例またはガイドライン例である。

- **デリバティブ、ヘッジ、ないしレバレッジの使用程度**

一般に、デリバティブ、レバレッジ、ないしヘッジを使用しているポートフォリオは、これら技法または金融商品を使用していないポートフォリオとは異なる固有の投資戦略を有している。したがって、会社は、レバレッジ、デリバティブ、またはヘッジを使用しているポートフォリオを、そのような金融商品または戦略の使用を制限されているポートフォリオから成るコンポジットとは別のコンポジットに組み入れるべきかどうかを検討しなければならない。

- **税金の取扱い**

会社は、税金の特定の取扱いを有するポートフォリオについては、そのような取扱いのない類似のポートフォリオと比べて、会社の特定の投資戦略を実行する能力が当該税金の取扱いにより阻害される場合には、別にコンポジットを定義すべきである。例えば、法人顧客または保険顧客とプライベート顧客との間の課税環境の相違は、成長性と利回りあるいは配当と利子のいずれを重視するかによって、異なる投資戦略を要求するかもしれない。そうであれば、会社は、異なる投資戦略に応じて別個のコンポジットを定義しなければならない。

- **顧客タイプ**（例えば、年金、プライベート顧客、エンダウメント）
顧客タイプのみを、コンポジット定義のための一義的な判断基準として使用してはならない。場合によっては、顧客タイプが、それぞれ固有の特性を有するために、投資戦略を決定することもある。各顧客タイプのポートフォリオが、顧客タイプに固有の実質的に異なる投資戦略ないしスタイルを有する場合には、会社は、異なる戦略ごとに別個のコンポジットを構築しなければならない。
- **使用する投資手段**（例えば、個別証券ではなくプールド・ファンドにのみ投資）
ポートフォリオが特定の投資手段を使用する場合には、会社は別個のコンポジットを定義してもよい。
- **ポートフォリオの規模**
ポートフォリオの規模の差は、投資戦略において意味のある実質的な差となり得るため、別個のコンポジットを構築する正当な理由となることもある。例えば、より小規模なポートフォリオに対して、インデックス戦略を抽出法（インデックス構成銘柄の一部を抽出保有すること）により実行することがある。他方、より大規模なポートフォリオに対しては、インデックスの完全複製により当該戦略を実行することがある。この場合には、投資戦略はポートフォリオの規模により実際に異なることとなる。
- **顧客特性**（例えば、キャッシュフロー・ニーズ、リスク許容度）
会社は、複数の顧客特性に基づきコンポジットを構築してもよい。例えば、会社は、レバレッジを許容し4%のトラッキング・エラーをターゲットとする課税顧客のグロース株式から成るコンポジットを構築することを選択してもよい。
- **ポートフォリオのタイプ**（例えば、個別ポートフォリオ、プールド・ポートフォリオ<ミューチュアル・ファンド>）
ミューチュアル・ファンドおよびユニット・トラストを含むプールド・ファンドは、別個のコンポジットとして取扱ってもよい。もしくは、他のポートフォリオと一緒にして同じ戦略、スタイル、または目的を有する1つ以上のコンポジットとしてもよい。
- **基準通貨**
基準通貨は、それが固有の投資戦略である場合を除き、コンポジット定義のための判断基準としてはならない。

追加的な留意事項

- **多資産ポートフォリオ**

多資産ポートフォリオまたはバランス型ポートフォリオは、1つ以上の資産クラスから成るポートフォリオである。コンポジットは、顧客の投資ガイドラインに示される戦略的なアセット・ミックスのレンジに従って構築されるべきであり、投資した各資産クラスの戦術的な割合によるべきではない。多様ではあるが類似の戦略的なアセット・アロケーションを有するポートフォリオは、全体として同じ戦略またはスタイルであるならば、同じグループにまとめることができる。会社は、多くの場合、付加価値をもたらすためにアセット・アロケーションを戦術的に変更する裁量を有する。ポートフォリオは、戦術的なアセット・アロケーションの変更によりコンポジットから出し入れしてはならない。顧客の指図による戦略的なアセット・アロケーシ

ョンの変更が文書化されている場合に限り、ポートフォリオは異なるコンボジットに移管することができる。

- **開始日**

一般に、会社は、ポートフォリオの開始日のみに基づきコンボジットを構築することは許されない。しかしながら、非常に特定の状況においては、ポートフォリオを開始日に従ってグループ化することが適切なこともある(例えば、プライベート・エクイティ・コンボジット、税引き後コンボジット、地方債コンボジット)。

- **複数の事業所、支店、または投資部門を有する会社**

ポートフォリオが各事業所、支店、または部門に固有の投資目的、マンドート、または戦略に従って運用されているならば、その場合に限り、会社は、事業所、支店、投資部門ごとに異なるコンボジットを定義することが許容される。このように、コンボジットを決定するのは投資目的、投資マンドートまたは投資戦略であり、立地やグループではない。コンボジットの定義は複数の会社にまたがって行うことはできない。会社をどのように定義することができるかについての追加的なガイダンスは、会社の定義に関するガイダンス・ステートメントを参照されたい。

- **コンボジット内のポートフォリオ・リターンの内部的散らばり**

コンボジットの内部的散らばり (internal dispersion) は、会社が同じコンボジットに属するポートフォリオすべてについて、どの程度一貫してその投資戦略を実行したかを判定するための1つの尺度であるが、事後的にのみ測定され得るものであり、したがって、コンボジットを定義するための判断基準として使用してはならない。内部的散らばり値は、コンボジット定義のための判断基準が適切であるかどうか、また、コンボジットを再定義すべきかどうかを示す良い指標となることもあろう。コンボジットの散らばりが最大どの程度までであればよいのか、一般的なルールはない。会社は、ポートフォリオ・リターンの内部的散らばりの大きい広範かつ「包括的な (inclusive)」コンボジットの定義と、より小さい内部的散らばりを有する狭くて「排他的な (exclusive)」コンボジットの定義の双方を対比して慎重に検討すべきである。

- **フィー（運用報酬）の取扱い**

運用報酬のタイプの違いは、コンボジット定義のための判断基準として使用すべきではない。

発効日

本ガイダンス・ステートメントの発効日は、2011年1月1日である。過去のパフォーマンスを準拠させる場合は、会社は本ガイダンス・ステートメントに準拠するか、もしくは、有効であった旧版に準拠してもよい。本ガイダンス・ステートメントの旧版はGIPS基準のホームページ (www.gipsstandards.org) で閲覧可能である。