

不確実性時代の資産運用



著者:アミン・ラジヤン教授

2010 年初版

発行元:CREATE リサーチ (CREATE-Research)

英国

TN4 OXD

タンブリッジ・ウエルズ

ボックスホール・レイン

(Vauxhall Lane

Tunbridge Wells TN4 OXD

United Kingdom)

電話: +44 1892 526 757

ファクシミリ: +44 1892 542 988

Email: amin.rajan@create-research.co.uk

© CREATE Limited, 2010

無断複写・転載を禁ず。本報告書は著者の事前の同意なく、発行時以外の製本または表紙を用いて、いかなる形でも、貸与、賃貸、またはその他何らかの売買を目的として処分してはならない。

序文

変貌する資産運用業界の論評者の中で最も称賛に値する第一人者としてアミン・ラジャン氏の名前が挙げられます。この調査報告書は同氏が手掛けたものであり、再びこの調査に協力できたことはプリンシパル・グローバル・インベスターズ社にとってこの上ない喜びです。本報告書は同氏の研究成果であり、この論評は市場参加者の認識と意図についての入念かつ体系的な調査に基づくものです。私たちがこの貴重な報告書から学ぶことは多いと思います。

2008年9月のリーマン・ブラザーズの破綻から2009年の半ばまでの時期は、金融市場で混乱が続き、大きく不透明感が広がった時期でした。2008年第4四半期に世界経済から資金が急激に引き上げられ、これまでに経験したことがないほど急速な経済活動の低迷を招きました。当然ながら、投資家はパニックに陥り、混乱状態が続きました。ここ1年で、市場の信用を部分的に取り戻し、特に株式市場と債券市場が上昇しました。しかし、信用回復には依然として脆弱さが残っており、事業計画や投資計画はまだ再構築の途上にあります。

当社は顧客から現在の運用状況について多くの興味深い話を個別に伺う機会がありますが、本報告書には、機関投資家の投資活動の現状と将来の投資計画に関する広範囲にわたる体系的な調査であるという強みがあります。このため、本報告書はどの企業/機関にとっても自らの考え方を検証し、それを現状に当てはめてみる上で、好適な補完的資料といえます。当社および他の運用会社が未知の未来に直面してビジネスモデルを構築する中で、本報告書は私たちの考え方を大局的に捉えるために役立つものです。

2010年になって、現在まで市場規制の動きが活発化しています。例えば、こうした動きの中でも、アップティック規制を部分的に復活させ、5月6日に起きた「フラッシュ・クラッシュ」以後サーキットブレーカー導入の一貫性について改善策を実施した米国証券取引委員会(SEC)の対応姿勢には称賛を惜しみません。しかし、米国議会を中心として立法化の手続きを巡り大論争が起こっており、来年には米国で立法化される新しい法律が手本となって、同様の法律が世界中の他の市場に適用される可能性は高いでしょう。いつでも、変革においては予期せぬ結果が深刻な問題です。先行き不透明感が強い状態が続いている中で、正しい情報を得た上での討議が必要になってきます。本報告書はそうした必要な討議を促進するきっかけになり得るものであり、本報告書の発行に関与できることは喜びにたえません。



プリンシパル・グローバル・インベスターズ
最高経営責任者
ジム・マコーガン

謝辞

この報告書の作成にあたって協力していただいた三つのグループに属する方々に対して多大な感謝の念を表したいと思います。

最初に、私たちの調査に参加していただいた全世界の企業/機関のトップ 237 名の方々に感謝したいと思います。このうち全体の 4 分の 1 を超える方々からは、事実確認のための体系的なインタビューで、洞察力に満ち、先見の明がある貴重なご意見もいただきました。

これらの方々には、現在直面している困難な課題およびこの激動の時代の中で事業の柔軟性を高めるために打ち出している施策について率直に議論していただきましたが、皆さんの虚心坦懐さに称賛を送りたいと思います。

過去 15 年にわたりこれらの企業/機関ならびに他の団体は、資産運用業界における知識の大きな源泉であり、今回の中立的な調査とその報告書作成を支えてくれました。

第 2 のグループは、シティー・グローバル・トランザクション・サービシーズ社 (*Citi Global Transactions Services*) とプリンシパル・グローバル・インベスターズ社です。両社は本報告書の結論にいかなる影響力も与えないで、本報告書の発行の共同協賛社になっていただきました。両社の称賛すべき公正な支援と激励によって、私は世界のさまざまな地域の業界のオピニオン・リーダーとインタビューをすることができました。

第 3 のグループは、調査のあらゆる作業段階で私と緊密に連携して労をとってくれた私の同僚です。彼らは、ナズ・ラジャン (Naz Rajan)、リアヌ・ペリー (Leanne Perry)、そしてエリザベス・グッデュー博士 (Dr Elizabeth Goodhew) です。

最後に、本報告書に誤りや脱落がありましたら、その責任は私がすべて負うものです。



CREATE リサーチ (CREATE-Research)
プロジェクト・リーダー
アミン・ラジャン



目次

序文	<i>i</i>
謝辞	<i>ii</i>
1 エグゼクティブ・サマリー	1
2 金融危機後のビジネス・ドライバー 成長はどこからやってくるのか？	13
3 成功モデル どうやって危機をチャンスに転換するのか？	25

1 エグゼクティブ・サマリー

「第一級の知性かどうかは、二つの対立した概念を同時に考える能力があり、なおかつ結果を出す能力を持っているかどうかによって判断される。」

F・スコット・フィッツジェラルド

序論

信用危機は、今ではバックミラーに映し出された過去の光景といえます。しかし、2009年は市場が急激な回復を見せたにもかかわらず、余震は続いており、いまだ市場は落ち着きを取り戻していません。

G20の政策対応は断固としたものであり、時宜を得たものでした。とにかく、こうした政策対応により世界的な恐慌への突入が食い止められました。

一方、こうした政策対応の不測の結果として、政策決定者は、並外れた幸運に恵まれるか、さもなくば優れた先見の明によって事態の解決を目指すかという厳しい選択を迫られることにもなりました。

中央銀行各々は、量的緩和政策の次の動きを巡り、インフレとデフレの微妙な境界線を綱渡りしています。

制御不能に陥りつつある公的債務問題に取り組む中で、各国政府は国家の支払い能力と失業率の増大の間で微妙なコントロールを強いられています。

不確実性という濃霧が市場に立ち込めており、投資環境としては視界の悪い状況にあります。環境は刻々と変化していますが、どのように変化しているのか、その方向感もまだ掴めていません。

本論考の目的は、世界中の資産運用会社が今後の動向をどう見ているのか、そして2008年に経験した金融崩壊の灰塵の中から資産運用産業がしなやかに立ち上がるために資産運用会社が何をすべきかについて先行的な指針を示すことです。

3年先を展望して、本論考では次の四つの問題点を取り扱います。

- 次の成長の波の原動力となるのは何か？
- どの地域、どの資産クラス、そしてどの顧客グループが先導するのか？
- 現世代のビジネスモデルにどのような重要な変化が加えられたのか、また今後どのような重要な変化が加えられるのか？

- 成功モデルはどのようなものになるのか？

我々がこれらの問題点を評価する上で、二つの情報源を拠り所としています。すなわち、電子媒体による調査とそれに続く事実確認のための体系的なインタビューです。

29カ国に所在する237社/機関に及ぶ資産運用会社や年金基金、年金コンサルタント、ファンド販売会社が調査の対象となりました(次ページをご参照下さい)。これらの企業/機関の運用資産残高は2010年5月現在で29兆1,000億ドルでした。

この調査は世界的な規模で実施されたものであり、その後のインタビューは問題点を深く掘り下げたものです。

この調査とインタビューを組み合わせることで、最近の出来事やその将来に対する影響について新しい視点が得られます。

次章では我々の調査結果の重要な部分とそこから浮かび上がった六つのテーマについて述べたいと思います。



調査の対象となった企業/機関の所在国と運用資産規模



出典：シティ/プリンシパル/CREATE 調査報告 2010(Citi/Principal / CREATE Survey 2010)



重要な調査結果

「資産運用会社にとって今回の危機は、長年顧客の利益に反して行われてきた事実の解明に外部から干渉を受けずに取り組むことができる機会であった。」

インタビューからの引用

成長ドライバー(原動力)

次の二つのドライバーが今後 3 年間にわたり運用資産の有機的成長を促進します。

第一に重要なドライバーは、世界経済の主要なエンジンとして機能を果たす四つの国や地域の景気回復です。具体的には、米国、中国、欧州、そして日本です。ただ景気回復の効果は、欧米諸国の突出した巨額の債務によって抑制されることになるでしょう。

もうひとつのドライバーは、新興国市場の活況と重要な資産運用市場における私的年金の成長です。

その結果として運用資産が拡大し、これと並行して世界的な運用資産の大幅なリバランスが行われるでしょう。その背景には、間近にせまるベビーブーマー世代の退職、確定給付年金(DB)プランの投資アプローチ変更、当局による新ルール制定に向けての取り組みがあります。

このようにして、成長の次の波は 3 分の 1 が有機的なものであり、3 分の 2 が制度変更によるものになるでしょう。ニュー・マネーの動きは少な

くとも 2012 年までは規模的に小さいと考えられます。

資産配分

資産配分は、慎重な運用、分散投資、オポチュニズム(機会主義)の三つを組み合わせるようになるでしょう。

流動性と元本保全が顧客の利益を守るための最も重要な課題です。新たに資産配分を実行する上で、ベータが圧倒的に大きな役割を担う指標となります。

過去 10 年間で振り返って見ますと、過大にレバレッジを掛ける手法がはやり、分散投資手法が軽視されてきましたが、今後は分散投資手法が力強く復活すると考えられます。分散投資では、利益に結びつかないリスクを中立化、アルファとベータを分離、バイ・アンド・ホールド投資と短期の臨機応変な運用を引き離すといった性質の異なる手法が注目を浴びることになるでしょう。

複雑なオーバーレイ戦略は、敬遠されるでしょう。費用がかかり過ぎる割に、利益があまりにも少ないから

です。投資が一段と微妙な色合いに包まれていく中で、ありふれた戦略が素晴らしいパフォーマンスを生み出すのです。

成長：地域

アジアが脚光を一人占めするでしょう。しかし、まだ次のゴールドラッシュの対象になると言える段階にはありません。

新規の顧客とアルファを同様に求めている欧米の資産運用会社にとっては、アジアは依然として最初の対象であることに変わりはありません。

しかしながら、資産運用会社のアジアへの進出は、思いはあるものの、その速度は思うようにならないでしょう。

その理由としては、法的な障壁や、この地域特有であるジェットコースター級に変動が激しい株式市場の性格、個人顧客のモメンタム志向の投資行動、国内市場を重視する年金プランの運用規制などが挙げられます。アジア市場では、依然として国内の資産運用会社や銀行が支配的なプレイヤーであることには変わりはないでしょう。

これとは対照的に、欧州は顧客基盤を拡大するのにさらに豊かな土壌となると考えられます。欧州の人口構成が私的年金にとって有利に働きます。個人貯蓄では利回りが低いため、投資信託を選ばざるを得なくなり、欧州の政策的環境は、新たな「自己責任の時代」にとって追い風になっています。欧州における規制強化の一環として投資信託に関する統一ルールが導入されたことによって、UCITS（欧州連合投資信託指令）ファンドの設定が勢いづいています。

北米が三番目に重要な成長地域になると考えられます。相次ぐ DB プランの解散によって確定拠出年金（DC）プランの範疇にある次世代のターゲット型ファンドにニュー・マネーが流入しています。ソブリン・ウェ

ルス・ファンドによる株式と債券への投資が増大することは、米国の大手資産運用会社にとって有利に働くと考えられます。

驚くに当たらないことですが、今では、資産運用会社は新天地を求めよりも馴染みのある本拠地を開拓することに専心しています。

もっと顧客中心のビジネスモデルを構築すれば、今まで投資とギャンブルを同一視してきた国内の新世代の顧客を引きつけることができると考えられています。

成長：資産クラス

新たな紆余曲折は避けられないと考えられます。

資産クラスとして、新興国市場の株式と債券が最上位に来るでしょう。運用手法では、アクティブ運用からパッシブ運用への大規模なリバランスに対応して、インデックス・ファンドも最上位に来るでしょう。

アクティブ運用に対する失望感は根強く残るでしょう。しかし、次の二つの理由により春雪が溶けるようにこうした失望感もやがて解消に向かうはずで

第一に、世界経済に垂れこんでいる霧によって「ダム」マネー（愚かな投資）はパッシブ運用へ押し込められるでしょう。株式の時価総額ウエイトは集中リスクとモメンタム・リスクを伴うため、市場価格のアノマリーがおびただしく発生するでしょう。

第二に、2008年に起きた投げ売りの速度と規模は前例のないものであったため、ディストレスト債券やヘッジ・ファンド、不動産、プライベート・エクイティ（流通市場）などに対する一生に一度の投資機会が生まれました。

今回の金融危機で投資家は大きく動きました。しかし、ロスチャイルド男爵の名言が今でも通用します。即ち、買いの絶好のチャンスは「町のあちこちで通りが血に染まっている」ときの

現在は銘柄選択者の時代かもしれませんが。結局のところ、投資の世界は循環的で、市場は自己調整的なものなのです。現在の趨勢を将来に投影することはあまりにも無分別なやり方です。

成長：顧客基盤

顧客基盤が一段とプロフェッショナル化し、かつ一段と異種化する中で、顧客の要求も一段と厳しくなるでしょう。顧客構成は、従来の顧客層の内部で新旧交代が大幅に進んでおり、それと並行してますます新しい層の顧客が増えています。

ソブリン・ウェルス・ファンド（SWF）や公的年金基金、中央銀行の積立金、アジア、欧州そして北米の DC ファンドなどから新しい運用資金が流入するでしょう。

新旧交代で先鋒に立つのは、ホールセラーが販売する運用助言商品、DB プランの解散に伴う DC プランの台頭、企業内資産運用からアウトソーシングの保険資産運用への切り替えなどです。

特に、2000年代に発生した二回の弱気市場で、バイ・アンド・ホールドを信条とする投資家の大部分は、個人投資家と個人富裕層投資家のセグメントから駆逐されたことは明らかです。顧客が「商品」から「ソリューション」に方向転換する中で、彼らのニュー・マネーはホールセラーを介して市場に流入すると考えられます。

米国で開拓されたターゲット型ファンドの新種商品はデンマークやオーストラリアのように多様な DC 市場で成長するでしょう。これらの国では慎重な運用アプローチと積極的な運用アプローチという両極端のアプローチが普及していないからです。

最後に、新規顧客を獲得しても、従来のように新たなドル箱になったり、ビジネスに繋がったりする訳ではありません。流動性にプレミアムが付いているため、顧客の資金は今までほど定着しなくなるでしょう。また、

彼らの投資アカウントはもっと頻繁に見直しの対象となるでしょう。その一方で彼らの要求するサービスの基準はもっと煩雑なものになるでしょうし、彼らの要求するデュール・デリバリティもより厳しくなると思われます。

大部分の新規顧客は、組織的に安定していて、財政的に存続可能で、かつ細部にわたり倫理基準を順守している資産運用会社に資金を預けるでしょう。投資リスク、オペレーショナル・リスク、そしてレピュテーション・リスク(評判リスク)が彼らの最も重要な関心事となるでしょう。気まぐれな熱狂に浮かれているは、もはや利益を上げられません。

新しい提案

資産運用会社は、今回は市場の回復によって救い出されることは期待出来ないと考えています。このため、サービスの提案を行うだけでなく自社の商品にも注目しています。

資産運用会社は、資産配分や商品のイノベーション、カスタマイズ・ソリューションなどの分野で専門的知識に磨きをかけています。その一方で、見栄えを良くするために本質とは関係のない特徴を組み込んだ商品を排除して、現実に根ざした商品に入れ替えています。

ファンドの販売では、サービスの質の向上とコンサルタントやファンド・プラットフォームとの技術的な協力関係の強化を図っています。

全世界の資産運用会社の中核部門は過去との決別を図っています。

まず、厳しい時期が「発明の母」となり得るといことが新たに認識されています。つまり、顧客自身気づかなかったようなニーズを含めて顧客のニーズを満たす新しい仕組み、すなわち目新しさの排除と創意工夫によってまったく新しい商品を提供する方法を探し求めることがイノベーションを生み出すのです。

新しい商品のアイデアを求め、新製品を発売する前にリアリティ・チェ

ックを実施する新しいツールが使用されています。

過去との決別という意味で、次に重要なことは台頭する新しいサービス・モデルです。すべての顧客に通用するベースラインとなるサービス基準が改善されています。加えて、機関投資家には、他の顧客とは異なった形で、特定のニーズに適合する明確な提案をしています。

運用報酬と費用

表が出たら私が勝ち、裏が出たらあなたが負け(どう転んでも顧客側に不利)という運用報酬体系は規制当局、顧客、そして顧客の運用助言者から厳格な見直しを受けています。直近の弱気相場を受けて、資産運用会社の約80%がこれまで過大な運用報酬を取り過ぎてきたと述べています。彼らがベンチマークとして使っていた指数が彼らの実績を超える高さであったからです。

資産運用会社2社につき1社が、ファンドの運用実績が累積リターンで前回達成した最高の評価額を上回ったときだけ顧客がパフォーマンス・フィーを支払うというハイ・ウォーター・マーク方式の報酬体系を導入する予定です。

一定の年の目標に過大なリスク負担を集中させないようにする、多年度にわたる平均実績に応じたパフォーマンス・フィーの導入も検討中です。社員の報酬も一段と実力本位になりつつあります。

しかしながら、進歩は緩やかなものになるでしょう。総収益が40%減少した2008年以後は、現在入ってくる営業収益が減らないように守りを固めることが、依然として最優先課題です。さらに、古くから存続している報酬体系を取り消すことは、それが社員との雇用契約に組み込まれている場合には骨の折れることです。

オペレーティング・モデル

今後10年間にマルチ・ブティック型運用オペレーティング・モデルが主流になると考えられます。

マルチ・ブティック型運用は、大企業の企業風土の中で小企業の思考態度を養成することをめざしています。進化のための産みの苦しきは当然のことですが、既に表面化しています。

しかしながら、2010年代の常に変動を続ける投資環境の中で、マルチ・ブティック型運用は他のオペレーティング・モデルと共存することになるでしょう。

過去10年間に二度経験した容赦ない下落相場に遭遇したときを振り返って見ると、どのオペレーティング・モデルも、期待されたほど抵抗力と柔軟性を発揮出来なかったことは明白です。長年称賛されてきたパートナーシップ・モデルも例外ではありません。

無傷で切り抜けられた一部の資産運用会社には、一つの特別な強みがありました。すなわち、**優秀なオペレーションに裏打ちされた顧客との明確な金銭的・非金銭的利益の整合性**です。

アウトソーシング

非中核業務のアウトソーシングは、経営の卓越性の根本理念になりつつあります。バック・オフィス体制がしっかりしていれば、それがミドル・オフィスに広がり、数多くの付加価値の高い業務活動に繋がります。

アウトソーシングによって、資産運用が真の職人技として存続できる条件を整えるには、金融危機によって生み出される投資機会を巧みに利用するためのスキルとインフラの専門的なオーバーレイが必要なのです。

その過程で、新しい形態の業務提携において求められるデュール・デリバリティで高順位にある数多くのチェック・アンド・バランス機能だけ

でなく、事業展開においてもっと高いレバレッジを働かせることが可能になります。

成功モデル

今後 3 年間にわたり、受託者責任のオーバーレイ(委託信任関係に基づく特定の専門機関への一括委託)が勝者と敗者を分ける鍵を握るでしょう。ファンドが収益を分け合うパイの拡大は、明らかに抑制的なものになるでしょう。激しい奪い合いは避けられません。

成功するためには、資産運用会社は次の五つの課題を達成できるよ

に「注意義務」を果たさなければなりません。すなわち、持続的なリターンの確保、豊富な人材の確保、卓越したサービスの提供、バリュー・フォー・マネー(今までと同じ水準のサービスをより低いコストで提供するという考え方)に基づく運用報酬体系の構築、そして最高水準のインフラの構築です。

これらはいつの時代にも重要なことです。しかし、金融危機後の世界では、資産運用会社に課せられた課題を実現するためには、遠隔地のファンドの販売業者から身近な受託者に至るまで資産運用会社の役割を決定的に変えなければなりません。

このような改革がなければ、顧客は最後には最悪の事態に遭遇するでしょう。すなわち、苦痛ばかりで利益がほとんど出ない状況です。

本項目の後半ではこれらの調査結果から浮かび上がった六つの主要テーマを掘り下げていきたいと思えます。

最初の三つのテーマでは成長エンジンを扱い、最後の三つのテーマはビジネスモデルに焦点を当てることにします。

テーマ 1： 一般通念までを揺るがすようになった金融危機

投資展望は不確実性の霧で覆われています。このため、これまで認められてきた三つの一般通念が再考を迫られています。

第一に、アジアの芝生はより青い、という認識です。

欧米の国内市場がすでに飽和状態にあるとすれば、これら諸国の資産運用会社は新たな顧客のために活気に満ちたアジア地域に関心を向ける必要があります。

しかし一方で、欧米とは本質的に異なるアジア市場への参入は、法的・文化的な参入障壁が原因となって急速な進展は見込めず、ゆっくりとしたペースでしか進捗しないとされています。

このため、少なくとも本調査の回答者の 57%は現在、自国内で顧客を増やし、営業レバレッジを高めようと新しい商品やサービスの開発を進めています。

第二に、アジアは新たな欧米であるという認識です。この認識を支持する回答者は今や 31%に過ぎません。

他の回答者は現在進行している経済の大きなリバランスを指摘しています。アジアでは消費が増加し、貯蓄が減少する一方、欧米では貯蓄が増加し、消費が減少しています。アジアでは生活水準が上昇し、欧米ではものづくりの伝統が復活しつつあります。米国は向こう 10 年間世界経済と世界の資産運用業界の中核であり続けるでしょう。

投資文化についてはアジアでも根付くと見込まれますが、魅力的な市場が出来上がるには時間がかかるでしょう。

第三に、アクティブ運用は 2000 年代に期待に応えられなかったため、長い氷河期に入ったという認識です。

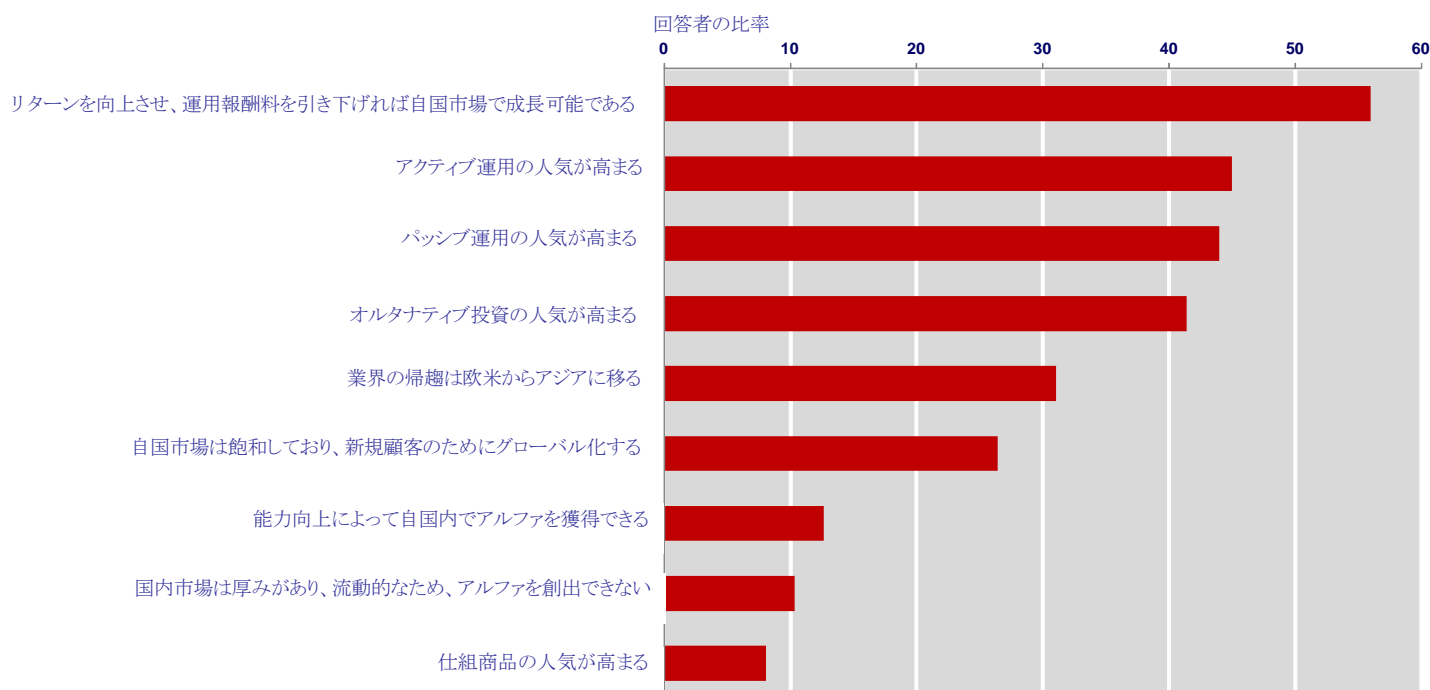
この考えに基づけば、パッシブ運用には今後大きな資金流入が見込まれます。新規資金の流入額は過去 10 年間の 18%増に比べ、2019 年までには 55%増となるはずですが。

しかし、これと反対の見方も勢いを増しています。不確実性は 2008 年に様々な資産クラスで大規模な混乱を引き起こす原因となっただけではなく、将来、大半の利益を生み出す主要な源泉にもなるという見方です。また、パッシブ運用が拡大すればインデックスの非効率性が高まり、価格アノミーが生じます。

したがって、今後 10 年間にアクティブ運用が再び活発化する可能性があります。

銘柄選択の時代になってもおかしくありません。

図 1.1 向こう 3 年間に貴社の評価に最も近いものを選んでください。



出典:シティ/プリンシパル/CREATE 調査報告 2010(Citi/Principal /CREATE Survey 2010)

インタビューからの引用:

「ETF が急拡大するでしょう。アクティブ運用は長い氷河期に入るでしょう。」

「歴史はすんなりとはいきません。1990 年代には日本はナンバーワンになると予想されていました。」

「顧客の最大のリスクは、リスク回避的になることです。」

テーマ 2: 新興国市場と欧州が成長の主たるエンジンに

向こう3年間、資金流入の3分の1は新規顧客から、残りは既存顧客資金の複雑な再循環と見込まれます。

地域的に見ると、新規の資金流入は下図に示した市場(左上部分)で見られ、アジア、欧州、北米が上位に挙げられます。

資産クラスについては、新興国市場の株式と債券が最も人気が高く、次いでインデックス・ファンドが優勢でしょう(左下部分)。

アルファ獲得のチャンスは主にアジア(右上部分)と新興国市場の株式(右下部分)に限定されるでしょう。

7種の顧客グループが次の成長の波を支配する可能性が高く、このうち4グループが新規資金の流入で、残りは再循環です。

前者には、ソブリン・ウェルス・ファンド、公的年金基金・中央銀行の準備金、アジアと欧州の年金改革に後押しされた確定拠出年金(DC)プラン、積立水準を高めるために現金を投入する確定給付年金(DB)プランが含まれます。

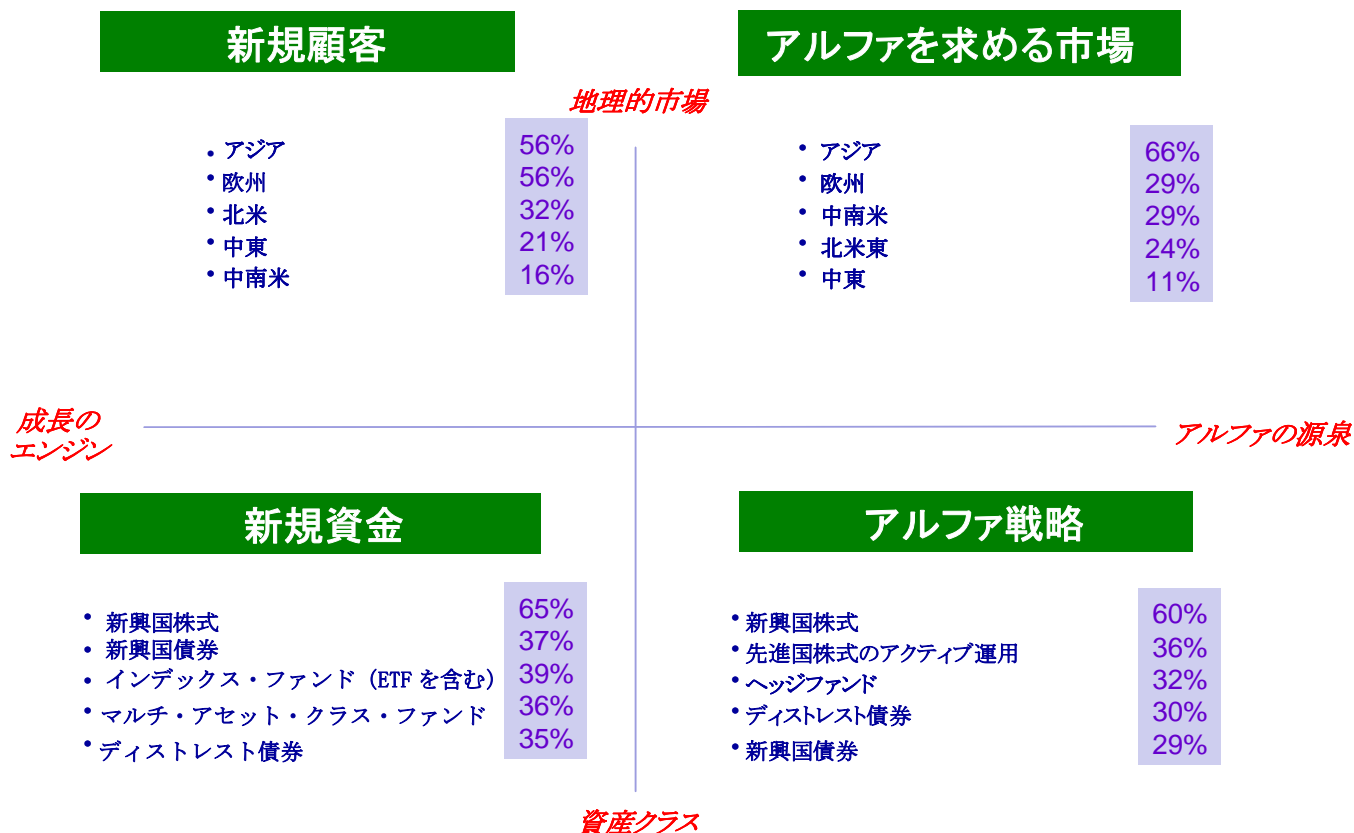
再循環の資金には、運用助言商品のホールセラー、確定給付年金(DB)プランの終了に伴う確定拠出年金(DC)プラン、アウトソースされた保険資産が含まれます。

このいずれのケースでも、顧客基盤は一段とプロ化し、運用方法はさらに多様化するはずですが。

これらの顧客は自分自身のレピュテーション・リスクを低減するために、オペレーションの卓越性に加えてさらなるイノベーション性を要求するものと予想されます。

顧客の行うデュー・ディリジェンスは投資のバリューチェーンのあらゆる分野に及ぶでしょう。インフラ資源、分析のプラットフォームおよびリスクに関する行動規準が、パフォーマンス、有能な人材、サービス品質と同様に重視されるものと見込まれます。

図 1.2 向こう3年間に最も成長が見込まれる市場と資産クラスを選択してください。また、アルファの主な源泉を選択してください。(数値は回答者の比率を示す)



出典:シティ/プリンシパル/CREATE 調査報告 2010(Citi/Principal /CREATE Survey 2010)

インタビューからの引用:

「ソブリン・ウェルス・ファンドと中央銀行はタカのような目で運用を観察しています。」

「転換型商品はターンキー商品として世界中で流行しています。」

「ターゲット・デット型ファンドは退職者向けの優れた商品となるため、今後急増するでしょう。」

テーマ 3: リターンの見込まれないリスクをヘッジし、その他のリスクを管理することで洗練されていく機関投資家の資産配分

世界的に確定給付年金(DB)プランは非常にコストがかかるうえ、リスクも高いことは「失われた 10 年」で証明されました。

1990 年代の確定給付年金(DB)プランのポートフォリオは、大概の場合、株式 60%、債券 40%で構成されていました(下図左列)。2000～2002 年の下落市場後にはオルタナティブ投資の配分が増えました(下図中列)。

今後 10 年間には、投資から負債(調達)マッチへ、戦略的配分から動的配分へ、という二つの流れが加速するでしょう。ポートフォリオは五つの箱に分かれます(下図右列)。

最初の箱では、リターンの見込まれないリスク(インフレ、金利、死亡率等)をヘッジします。この流れは最近では少なくなってきましたが、ここで使われるデリバティブは、まるで

向かい合わせに鏡を置いた時のように無限に続くと報告されています。

いずれにせよ、一定のリスクは中立化を図っても、それ以外のリスクは残る四つの箱の中でそれぞれ管理されます。

二番目の箱は、すべての市場とセクターで低コストのベータを目指します。この規模の大きさは、現時点でのアクティブファンドに対する信頼感の低さと、アウトパフォーマンスのカギは運用報酬であるとの見方を映し出しています。

三番目の箱は、中期的に見て明確な上昇余地のあるバイ・アンド・ホールド型運用を目指します。

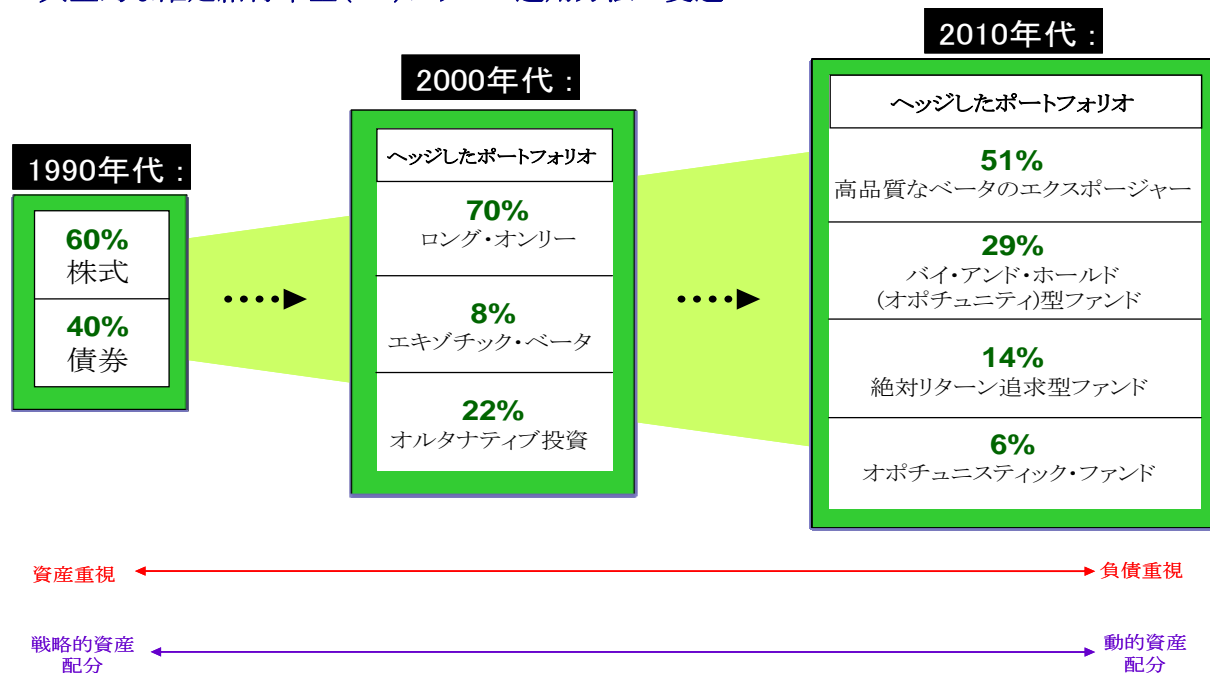
四番目の箱は、短期的にアルファの獲得力の高い、絶対リターンを狙ったファンドを目指します。ヘッジ・ファンド、カレンシー、コモディティなどがその例です。

最後の箱は、債券市場とプライベート・エクイティ市場における価格のずれを狙ったオポチュニスティック・ファンドが対象です。

上記は例示であり、箱のウェートは年金プランや国によって異なります。しかし、これは、従来型の分散投資は過去のものとなり、新たな分散投資は極めて微妙なものであるという重要なポイントを示しています。

資産運用会社にとって、これはチャンスであると同時に脅威でもあります。アルファとベータの分離、またはオポチュニスティック型やバイ・アンド・ホールド型の投資においては、どちらに転んでも資産運用会社が得をするような運用報酬体系は成立しません。

図 1.3 典型的な確定給付年金(DB)プランの運用方法の変遷



出典:シティ/プリンシパル/CREATE 調査報告 2010(Citi/Principal /CREATE Survey 2010)

インタビューからの引用:

「米国の公的年金は2兆ドルという悲惨な積立不足を抱えています。」

「世界の終焉シナリオは去りましたが、今でも『ひどく沢山の』数のリスクがあります。」

「オランダの有名な年金プランは2008年に24%を失いました。」

テーマ4： 中・大規模の資産運用会社に広まるマルチ・ブティック

資産運用会社が 2000 年代に顧客セグメント、地理的市場、販路で新規分野に進出したことに伴い、そのオペレーティング・モデルは複雑化しました。役職数や資格数が膨張し、ルールや手続きが複雑化した結果、規模の不経済が生じました。

これに対処するため、資産運用会社はマルチ・ブティックとバーチャルな資産運用会社という 2 つの異なる道を進んでいます。

現在、資産運用会社の 50%前後が統合型プロデューサーの形態をとっています(下図の左上部分)。これらの会社が自社流のマルチ・ブティックを立ち上げたり、バーチャルな資産運用会社となることにより、この数は減少していくでしょう。

マルチ・ブティックは 2 つの形態で登場しました。一つは、持株会社の下で独自の損益計算を行う独立的なブティック(下図の右上部分)で、7%がこの形態をとっています。もう一つは、サポート業務と売上を「母体」と共有する統合型ブティック(左下部分)で、28%がこの形態をとっています。

この他にも 18%が今後 3 年間でこの方向に進む計画で、マルチ・ブティックは今後 10 年にかけて、中・大規模の資産運用会社で主流のオペレーティング・モデルとなるものと見込まれます。

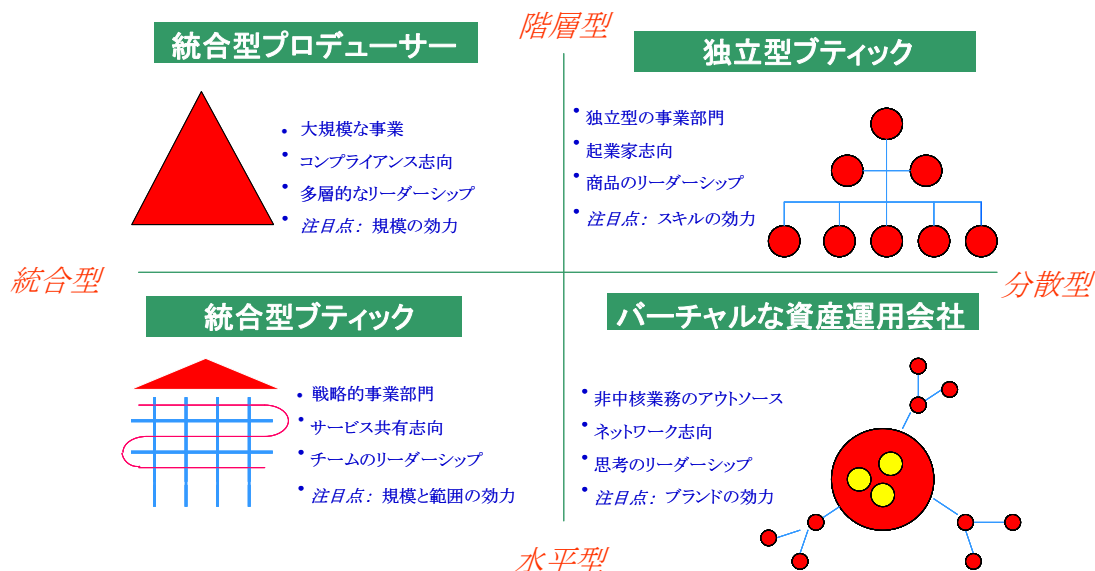
マルチ・ブティック・モデルの隆盛の理由は、資産運用が人重視のビジネスであり、大規模化すれば距離感が生まれ、距離感から孤立感が生まれ、孤立感から個人主義が生

まれ、個人主義は利益の整合性を損なうという事実にあります。

マルチ・ブティックは、権利の付与から実力主義へ、責任迫及の企業文化から個人のアカウントビリティへ、脆弱な経営から強いリーダーシップへと思考の変化を促すことにより、これに対抗しようというものです。ただ、これは容易ではありません。

最後に、資産運用会社の 9%は現在、バーチャルな運用会社の形態で経営されています(右下部分)。今日の極めて大規模な資産運用会社の一部が運用資産の蓄積を自社の強みとするのに伴い、今後この形態が普及するものと予想されます。ただ、変化のスピードは緩やかでしょう。

図 1.4 資産運用会社の主要なオペレーティング・モデル



出典:シティ/プリンシパル/CREATE 調査報告 2010(Citi/Principal /CREATE Survey 2010)

インタビューからの引用:

「中央の監督的役割とブティックの起業家精神の微妙な境界線を進まなければなりません。」

「ブティックにはこの業務の職人技的な性質が伴います。」

「過去の既得権があまりに数多く存在する場合、ブティックに必要な DNA の醸成は難しいです。」

テーマ 5: 利益の整合性の向上を追求するビジネスモデル

今後 10 年の困難な環境下で、顧客に優れたリターンを提供できるモデルについて質問したところ、際立って多い回答はありませんでした。

組成面では、ニッチ・スペシャリスト(44%)とマルチ・ブティック(41%)が上位です。

販売面では、卸売(47%)と運用助言チャネル(40%)が上位となりました。

オペレーションでは、代行業者による管理(39%)、社内管理(35%)が上位です。

所有構造では、大規模なパートナーシップ(40%)と小規模なパートナーシップ(38%)が上位です。

このように一見して高スコアのものがないということは、どのモデルの

特長も、2 度の上落相場で顧客が大打撃を受けたこの 10 年間に価値を提供できるほど強力ではなかったという率直な意見を示しています。

さらに、どのモデルにも長所と短所があります。

巨大なインデックス運用会社を除き、どのモデルも拡張性はありません(下図の左上部分)。資産運用業の職人技的性質が制限要因となっているためです。

注目すべきは、非常に優れた価値を提供したごく少数の資産運用会社が様々なモデルに散在している点です。

これらの資産運用会社が成功した要因は、モデルの性質ではなく、顧客第一とする企業の DNA にあります。

一方、顧客はこれらの資産運用会社を、財務面で成長可能であり、専門分野で信頼性があり、オペレーション面で持続可能であると認めたとと言えます。言い換えれば、投資展望の微妙な変化だけでなく、顧客の心拍の変化を感じ取ることでできる人達であると認めたとです。

これらのモデルは歴史と地理の産物です。利益の整合性を高めるために、これらを徐々に改造するよりも、徹底的に作り直すほうが困難です。

変化の風が吹いていることは明らかです。

図 1.5 今後 10 年間で顧客に最大の価値を提供するビジネスモデルを選んでください。また、それは拡張性のあるものですか？

組成モデル		販売モデル	
	回答者の比率	拡張性	
・ ニッチ・スペシャリスト / 独立型ブティック	44%	13%	・ マルチ・アセット・クラス卸売
・ 大手運用会社傘下のマルチ・ブティック・スペシャリスト	41%	32%	・ 運用助言チャネル (プライベート・バンク等)
・ 巨大なインデックス運用会社	22%	46%	・ オープン・アーキテクチャ/プラットフォーム
・ 巨大なプロデューサー	22%	26%	・ フィデュシャリー・マネジメント
			・ 資産管理業者 (銀行、証券会社等)
			・ 直販
オペレーション・モデル		所有構造モデル	
	回答者の比率	拡張性	
・ 最良の管理代行業者	39%	19%	・ 大規模独立系パートナーシップ
・ 主に社内管理	35%	29%	・ 小規模独立系パートナーシップ
			・ 上場資産運用会社
			・ 保険会社系資産運用会社
			・ 銀行系資産運用会社
			・ 年金基金系資産運用会社

出典: シティ/プリンシパル/CREATE 調査報告 2010 (Citi/Principal /CREATE Survey 2010)

インタビューからの引用:

「ドアに看板を掲げていれば、多少は余計に気にかけるものです。」

「当社のポートフォリオ・マネジャーは自分の運用成果に利害関係を持っています。」

「世界中のどの国でも、当局は大きな矛盾を抱えた販売業者を懸念しています。」

テーマ6： 受託者責任のオーバーレイを備えた今後10年の成功モデル

先般の金融危機後、顧客のニーズは以前と変わらない一面もあるものの、大きく変化した部分もあります。

今後10年間に顧客の求める成果は以前と変わりないと思われそうですが、そのツールは、特に欧州と米国を中心に変化する必要があるでしょう。

顧客は今後も、サービスの品質、バリュー・フォー・マネーに基づく運用報酬体系、および最先端のインフラに裏打ちされた一貫したリターンを要求するでしょう。これは以前と同様です。

ただし、顧客は使用するツールに段階的变化を求めています。

過去の約束は未だ実現されていません。

資産運用会社は以下のような受託者責任のオーバーレイを発達させることにより、このギャップを減らすことができます。

- 顧客に割高なコストを負担させてきた態度面での歪みを正す。
- 目的に適合しない商品の販売をやめる。
- 利益と痛みを公平に分ち合う実力主義的なインセンティブを提供する。
- 投資に対する考えとタイム・ホライズンの共有化を進める。
- アウトソーシングを通じてオペレーションの卓越性を実現する。

つまり、受託者責任のオーバーレイとは、以下に挙げる当事者間の金銭的、非金銭的な整合性を3方向で追求するものです。

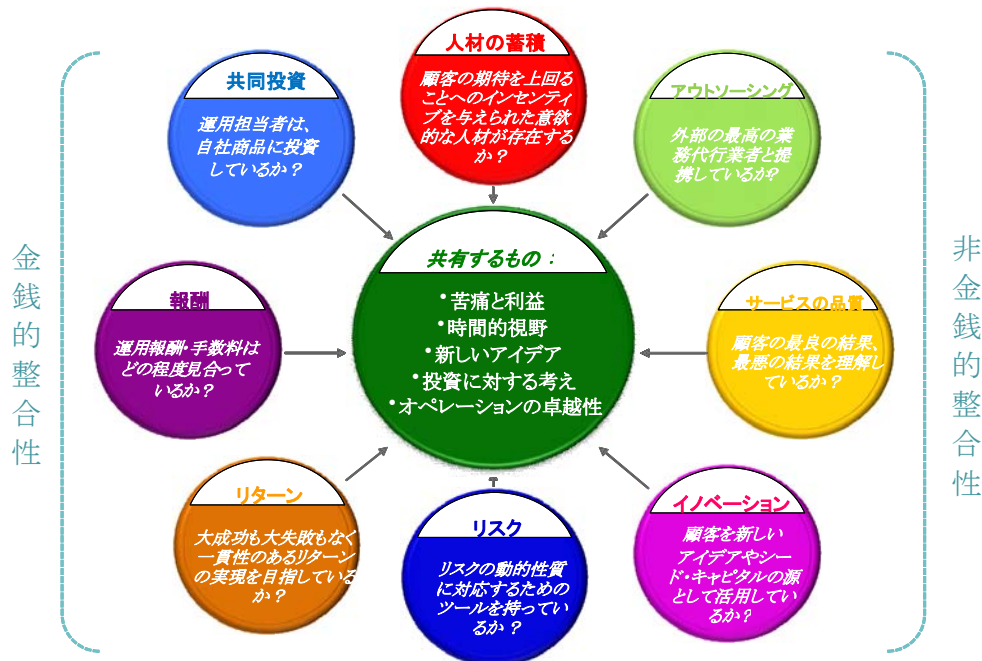
- 資産運用会社と顧客の間
- 資産運用会社と社内の運用担当者の間
- 社内の運用担当者と顧客の間

また、この他にも、受託者責任のオーバーレイとは2つのことを目指します。

一つは、リスク、費用および商品管理に関する率直さです。

もう一つは、資産運用会社が適切なソリューションを設計するために必要な、顧客にとって最良の結果、最悪の結果を理解できるほど緊密な関係です。

図1.6 受託者責任のオーバーレイは今後の混乱の10年にどのように特效薬となるか？



出典：シティ/プリンシパル/CREATE 調査報告 2010 (Citi/Principal /CREATE Survey 2010)

インタビューからの引用：

「我々は、月面上の人間との距離くらい顧客から遠く隔たっていました。」

「分かっていることに関しては予測する努力を行う一方で、分からないことに関しては正直でなくてはなりません。」

「もしも好景気がすぐそこまで近づいているのではないとしたらどうでしょう。」



2. 金融危機後のビジネス・ドライバー 成長はどこからやってくるのか？

「過去を覚えていない
人間はそれを繰り返す
宿命にある」

ジョージ・サンタヤーナ

概観

課題

2009 年の市場の反発は、スピードの点でも、規模の点でも前代未聞のものでした。

いまや最悪期は脱したように思われます。しかしその余波は現在も世界中で収まっていません。

以上の理解を背景に、本セクションでは次の疑問に答えたいと思います。

- これから 3 年間で世界の資産運用ビジネスの主要な成長ドライバーは何か？
- 成長の内容と規模はどの程度か？
- 資産配分はどのように変化するか？
- 次の波で主役を演じるのは、どの地域、資産クラス、そして顧客セグメントになりそうか？

重要な調査結果

- 今後の成長を牽引するのは市場ドライバーと構造的ドライバーの組み合わせであり、それらの要素の一部は互いに補強し合い、あるいは相殺し合うでしょう。
- 今後 3 年間で大きく動くニュー・マネーのうち、3 分の 1 は有機的なものとなるでしょう。残りは地理的領域、資産クラス、そして顧客セグメント間の主なりバランスを反映したものとなるはずです。
- G20 諸国による政策措置は「功罪まちまち」の結果となりました。世界不況を免れたことは確かですが、中央銀行と一般政府にとっては恐ろしいジレンマが生み出されました。
- インフレとデフレとの間の微妙なバランスに対処する必要があります。時期を誤ったり場当たりの対応を取ると悲惨な結果を招く可能性があります。
- 世界経済の先行きが未だはっきり見えていません。

次の大きな波は有機的な成長とリサイクルによる成長の組み合わせ

2009年の銀行への資本注入と市場の回復で、信用危機の最悪期は終わった模様です。しかし、資産が順調に成長していた時代も当面終わりを告げたといえるでしょう。したがって、今後の成長を牽引するのは市場ドライバーと構造的ドライバーの組み合わせであり、それらの要素の一部は互いに補強し合い、あるいは相殺し合うでしょう。それらの最終的な影響がどれくらいになるかは、成長の規模、商品の組み合わせ、そして顧客基盤によって異なるはずです。

いくつかのドライバーは有機的な成長を促すはずですが、例えば、世界経済の展望(52%が指摘)、新興国市場の繁栄(41%)、株式市場の回復(38%)、そしてアジア、欧州、中南米諸国の私的年金の成長(36%)などです。こうした変動要因の恩恵を主に受けるのは、世界市場を対象に投資している米国資産運用会社でしょう。

一方、資産構成のリバランスを促すドライバーもあるはずですが、機関投資家の資金調達不足(48%)、人口の高齢化(47%)、年金制度に影響を及ぼす規制上、会計上の変更(45%)、そして投資家のリスク選好度の変化(42%)などがこの分類に入ります。

また顧客基盤の入れ替えを促すドライバーもあるでしょう。例えば、人口の高齢化(47%)、商品販売から包括的なソリューション提供サービスへのシフト(32%)、そしてアルファとベータの分離(25%)などです。

特徴的なのは、50%を超える回答者から選ばれた成長ドライバーはわずか1つだったという事実です。我々の調査後インタビューによると、それ以外の要因がそれほどの票を集めなかったのは、将来に対する不透明感を反映しています。

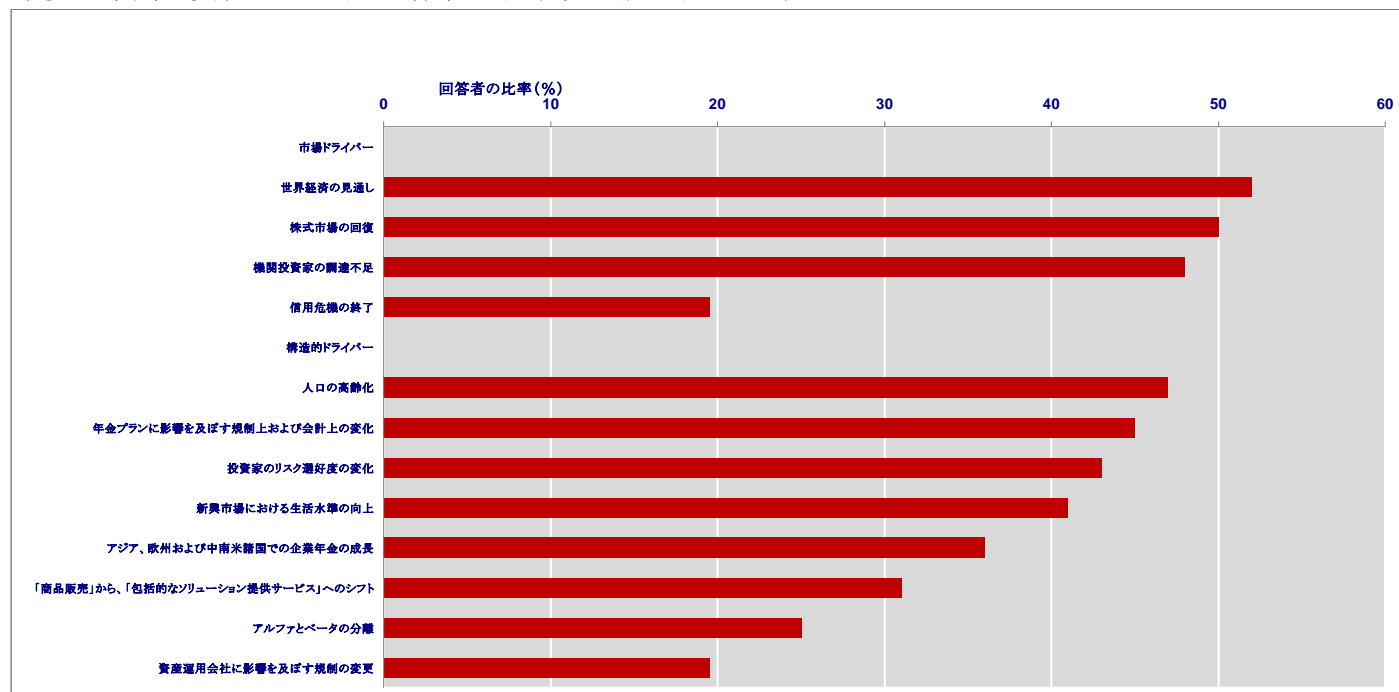
以上のことからわかるのは、世界経済の自己回復力と、G20諸国によ

る前例のない景気刺激策のおかげで最悪期は脱したが、行く手には暗雲が立ち込めているという現状です。二番底の景気後退は予想しにくいものの、その可能性を完全に排除するのは賢明ではないでしょう。金融システムが崩壊することはないでしょうが、まだ治癒したわけでもないのです。

2008年の市場崩壊を経て、米国、中国、そして日本などの主要経済国が急反発したことに、楽観主義者は希望の兆しを見出しています。これらの市場は有機的な成長を牽引するでしょう。一方、現実主義者は警戒を呼びかけています。

まず、G20諸国による協調的な行動が成功すると、間違いなくインフレが進行します。これが失敗に終わらなければ、景気回復の立ち上がり期にインフレ率は急上昇し、債券市場を下落させるでしょう。

今後3年間で貴社のビジネスの成長を促す次の波は何でしょうか？



出典:シティ/プリンシパル/CREATE 調査報告 2010(Citi/Principal/CREATE Survey 2010)

インタビューからの引用:

「コストの安い資金を使って急激な成長を遂げられる時代は終わりました。世界の景気が回復しているとするならば、なぜ金価格が上昇を続けているのでしょうか？」

「税や規制に関する無策がさらなる景気後退を招くかもしれません。」

「輸出国の中で、米国よりも先に本当に引き締め気味の金利政策をとれる国なんてあるのでしょうか？」

52% の回答者が、

世界経済の展望が自社の成長を促すと期待。

米連邦準備制度理事会 (FRB) は、量的緩和戦略を通じてインフレかデフレかの大変難しい調整を行っています。

第二に、欧米諸国によって最近実施された、平時としては史上空前の景気対策により、景気後退を事前に防ぐことができました。しかし、公的債務がスパイラル的に拡大すると、民間セクターの投資が抑制される可能性があります。

一方、出口戦略の断行は難しい政治的選択といえ、現段階でこれを飲み込める政府は極めて少数です。ソブリン債のデフォルトという亡霊が欧州全域に取り憑いているのです。ところがこれを解消するために、実

50% の回答者が、

市場が急騰してくれば助かると期待。

行可能な債務再編の仕組みを作りだそうという政治的意思も存在しません。

第三に、2008 年以來、欧米諸国経済の管制高地 (commanding heights) のいくつかは、選択ではなく必要性によって国有化されました。今や政府の介入が長く続き、市場の自由な機能を阻害する危険性があります。

同様に、資産運用会社に対する次の大きな規制 (欧米で長らく話題になっているもので、目的は明確ですが具体策に欠けています) は、常識に基づくものではなく、単に大衆受けを狙ったものではないかとの懸念があります。ヘッジ・ファンドに関す

47% の回答者が、

人口の高齢化が自社のビジネス・ミックスを変化させると予想。

る欧州連合 (EU) の新指令は政治的な論争に陥っています。また、米国の証券取引委員会 (SEC) へのヘッジ・ファンドの登録義務付けも、現在既に大半のファンドが登録済みであり、どの程度大きな影響を及ぼすのかが明らかではありません。新たな提案についてはオーストラリアでも論争的となっています。

国を問わず、新たな規制の主なターゲットは銀行と格付機関です。それとは対照的に、資産運用会社に関しては、規制当局は新たな規制を作るというよりも従来の規則の適用を徹底することに関心が高いようです。オペレーションの卓越性と透明性が重要課題となっています。

俯瞰すると…

「最悪の危機は去りました。しかし、1970 年代に見られたような風に流される相場状態は避けられないでしょう。

プラス面としては、米国における貯蓄率の上昇があります。アメリカ人は蓄財のためにキャピタル・ゲインに依存しなくなっているのです。経済成長の鈍化により貿易赤字は 40% 減少しました。このペースで行くと、貿易赤字は 2012 年までには消滅しているかもしれません。これは世界経済にとって良い前兆で、同時に米国は世界経済の有力な推進力としての地位を守ることになります。

さらに、金利水準がゼロ近辺にあるため、銀行は異例の低コストで資金調達ができ、信用逼迫で作られた深い穴から何とか脱出できるものと思われま。市場は急騰しました。米国株式は、生産性と利益モメンタムの上昇により今後 3 年間は順調に上昇することが予想されます。

債券のスプレッドは悲惨な水準からは縮小しています。リーマン崩壊後の上昇基調に乗れた投資家は素晴らしいパフォーマンスを達成しました。インフレはないに等しく、企業セクターで債務返済が続いていることからマネーの流通速度も低水準にとどまるものと思われ、当面インフレがその醜い頭をもたげる可能性も僅かです。

最後に、米国以外に目を向けると、中国と日本という有力国の見通しも悪くありません。両国とも輸出依存から消費依存へと経済体質を変革させている最中です。人民元は現在のところ事実上ドルにペッグされていますが、この状況もまもなく終わるでしょう。今回の信用危機の

根本原因のひとつはアジアと欧米間の貿易不均衡でしたが、今後 10 年程度の間にはこれも正されていくでしょう。欧米諸国は製造業への回帰を図っており、アジア諸国は生活水準の向上の実現に向けひた走っています。インフレの発生と次の資産バブルの可能性がある国は、中国ぐらいしか残っていません。

したがって、目先の危機はいったん収まったものと思われま。しかし、今回の危機の副産物がまだあるのかどうかについては、現段階ではわかっていない要素も多くまだ確定的なことはわかりません。

例えば、EU の政府当局は、欧州のソブリン債のデフォルトを回避すべく断固とした行動を取るでしょうか？ 米国や英国などで量的緩和政策が解除されると何が起きるでしょうか？ 政策決定者達はこの政策を長く続けて、過度な干渉による改革を通じて我々の知っている資本主義を改造しようというのでしょうか？ 政策決定者達は、デフレを回避するためのあらゆる障害を取り除いて、インフレに火をつけようとしているのでしょうか？ 本当の意味でのレバレッジ解消はいつ起きるのでしょうか？ 何しろこれまでの動きは、単に銀行の損失が政府のバランスシートに移されたに過ぎないのです。プライベート・エクイティ各社は、2011 年～12 年の借り換え時期に今山のように積み上がっている債務のリファイナンスができるのでしょうか？

投資環境は依然として不透明で、1970 年代の再来を予感させます。「警戒」こそが現在のキーワードです。」

(米国を拠点としグローバルに事業展開する資産運用会社)

インタビューからの引用:

「銀行の損失が政府の帳簿に移ってしまった現在、本当のレバレッジ解消が起きてしまったら痛みは相当なものになるでしょう。」

「2008 年はちょっとした夢にすぎなかったのです。オーストラリア人もすぐ他の国々に追いつきますよ、60% 上昇した後ね。」

「暴落の恐怖が、回復を取り逃がすのではないかと恐怖に置き換わりました。」

資産配分とは、警戒、分散、オポチュニズムを組み合わせていく作業である。

2007年にサブ・プライム危機が勃発したとき、顧客が予想していたのはせいぜい暴風雨でした。しかし、実際に来たのは大津波でした。今から振り返ると、顧客の資産配分選択は明らかに無防備でした。

これは、確定給付年金(DB)プランが受けた被害からも明白です。米国、英国、オランダ、スイスの主要4市場を見ると、年金積立水準は1999年が平均で115%だったものが2009年には78%へと低下しています。2000年～2002年のITバブル崩壊を経て2007年までには回復していたが、結局再び被害を受けることとなりました。

「自分達が管理しているのはリスクではなく、不確実性だった」— 今回の経験で顧客はこの点を発見したのです。不確実性の予測には、期待収益率の割合に頼る者もいれば、単なる勘に頼

る者もいます。従来からのリスク/リターンへのトレードオフは、ボラティリティと流動性という2つの致命的問題が現れたために価値が大幅に減退してしまいました。今や、知的な資産配分とリスク回避が顧客にとっての最優先課題となっています。

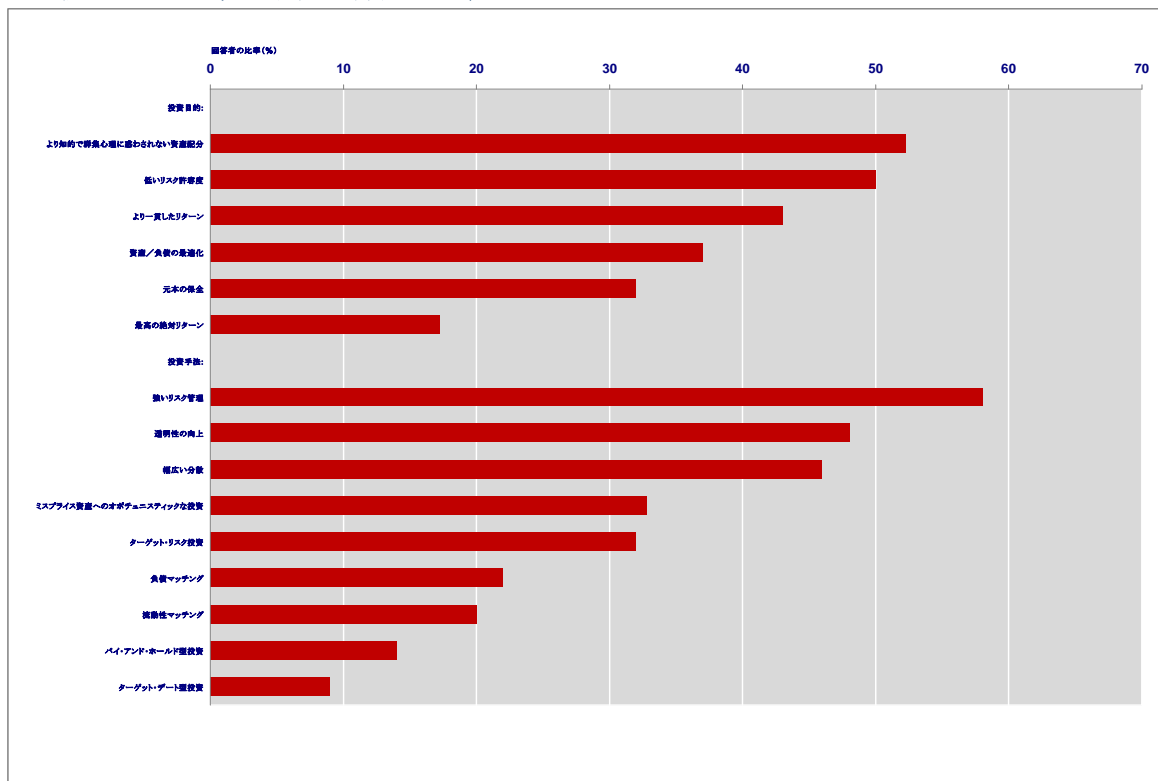
人口高齢化によって年金債務の弁済期限が迫ってきており、確定給付、確定拠出を含む多くの年金基金には現在の損失を埋め合わせるだけの十分な時間が残されていません。1回だけの急上昇ではこのゲームには勝つには十分でないのです。

資産クラスへの注目は既に古く、今や資産/負債の最適化を通じた最終的な成果を重視する時代です。資産は、(次ページのケース・スタディで示されているように)予想される負債の特性に合わせて様々なカテゴリーに分割さ

れるようになるでしょう。分散投資に対する顧客の信認は、低金利の資金によっていったんガタガタに崩れてしまいましたが、今は3つの方法で復活しようとしています。

第一に、資産クラスの構成が、想定できる最悪の状況に備えるという観点から様々なマクロ経済シナリオに基づいて策定されています。第二に、長期的な投資機会を狙うバイ・アンド・ホールド型投資、運用報酬控除後の超過リターンを狙うアルファ戦略、そしてディストレスト債券のようなミスプライスの資産を購入する戦術的なオポチュニズムという投資戦略の区分が進んでいます。第三に、様々な市場、セクター、地域への低コストでのエクスポージャーを追求する観点から、ETFをベースとするエキジチック・ベータへの関心が高まっています。

あなたの顧客の投資目的は、成長ドライバーに照らしてどのように変化しますか？
また彼らはどのような手法を採用しますか？



出所: シティ/プリンシパル/CREATE 調査報告 2010 (Citi/Principal/CREATE Survey 2010)

インタビューからの引用:

「積極的な資産配分を選択しても安易にアルファなど得られるわけがありません。そんなものはどこからやってくるのでしょうか？」

「米国の寄付基金は、オルタナティブ投資への大きな賭けが失敗して以来極めて慎重になっています。」

「私たちはジレンマの中にいます。これだけ損失が大きいとリスクを取る余裕はありませんし、一方リスクをとらないとこの損失が解消できないのですから。」

58% の回答者が、
もっと強いリスク管理を採用することを予想。

ソブリン・ウェルス・ファンド(SWF)、年金基金、財団法人、慈善団体、寄付基金などの機関は、2000年代にアクティブ運用への自信を喪失したため、低コストでのベータを追求してポートフォリオのリバランスを行っています。

世界経済の見通しが不透明な期間が長くなればなるほど、顧客はポートフォリオをリバランスし、資産を慎重な中核ポートフォリオに集中し、リスクをその周辺に限定します。個人投資家もこの中核-周辺アプローチの簡易版に従うものと思われま

52% の回答者が、
群集心理を回避すると予想。

信用逼迫からの直接的な教訓として、元本保全と流動性は、あらゆる顧客セグメントにとって重要課題になってくるでしょう。この10年で、人口の高齢化により世界の年金制度の60%以上が資産の蓄積から取り崩しの段階へと押しやられるため、加速化する資金の引き出しに備えた現金比率の引き上げが必要となります。これは、新世代の顧客がターゲット・デット型ファンドやターゲット・リスク型ファンドを通じて私的年金に加入するときと時を同じくして起きるでしょう。

ポイントは明らかです。つまり、それほど遠くない将来に、資産配分は結果重

47% の回答者が、
幅広い分散投資を行うと予想。

視の、一定の、最高の絶対リターンを求めて多様で動的なものになるだろうということです。レバレッジ、デリバティブ、そしてショート・ポジションによってパワーが加速された、他の資産クラスとは無関係な絶対リターンの時代は、信用逼迫によって頓挫してしまいました。

顧客は、コストがかさむ割にほとんど結果の出せない複雑なオーバーレイ商品ではなく、資産の本質的な価値に投資したいと考えています。退屈なことが素晴らしくなるというわけです。

俯瞰すると…

「信用危機は、我々のバリューチェーンの古い確実性に挑戦し、新たな弱みを露呈しました。

オランダの年金制度は長くその優れたシステムで知られていましたが、2008年、つまり人口高齢化が現金の流入を減らし、債務を増やしていた時期に、総資産の24%を失うこととなりました。年金債務の60%は今後10年で支払期限が到来することになっています。手元資金の不足に直面した年金スポンサーたちは、しかるべきリターンを得ることに大きく依存することとなりましたが、今から振り返ると、これは誤りでした。

他の年金市場と同様、我が国は解決の容易ではない問題をいくつも抱えています。まず、年金評議委員会にはリスク資産への投資に踏み込むためのガバナンスの仕組みも、投資スキルもないのですが、2000年代には投資に踏み出してしまいました。第2に、運用代理人-運用主体に関する問題が現在ほど深刻なときはありません。

年金コンサルタントは今日の環境で健全な助言をできるほどの専門性を有していません。というのも大半のコンサルタントが実際に資金を運用したことがないからです。2000年代に、年金コンサルタントは時間やイベントでテストすることなくオルタナティブ投資を安易に推奨しました。資産運用会社も、顧客の求めるものではなく自社の保有する商品をあまりに熱心に提供してしまいました。しかし推奨者の誰もこの商品に投資したことがなかったのです。そのもたらす成果などお構いなしに、固定あるいは出来高手数料を支払われて薦めていたのです。コンサルタントは明確なKPI(業績評価指標)すら持っていないませんでした。

最近の恐ろしい運用結果という現実直面し、オランダの規制当局は迅速に対応しました。第一に、新たなソルベンシー規制を統治す

るFTK(財務評価フレームワーク)の中で、年金積立水準を(名目値ではなく)実質値で表示したいと考えて

います。第二に、資産/負債計算で使われるべき割引率は、(長期の期待割引率ではなく)実際の割引率に基づくものとします。第3に、投資対象の選択は単純なものとし、オーバーレイをいりません。最後に、我々のバランスシートの資産評価では、今後株式にリスク・プレミアムを付与しません。なぜならば株式は長期間にわたって債券をアウトパフォームしてきたからです。

一部はこうした提案に応える形で、また一部は意図しない結果に対抗して、年金プランは英国と米国の仕組みを見習っています。

我々はポートフォリオを明確に5つに分類しています。(1)「見返りのないリスク」をヘッジするファンド、(2)ベータ特性の高いファンド(ポートフォリオの67%)、(3)バイ・アンド・ホールド型のファンド(19%)、(4)絶対リターン追求型ファンド(8%)、(5)オポチュニスティック・ファンド(6%)。上記のうち比率は回答者の申告ベースであり、プランや国によって異なります。

したがって、焦点は資産運用から、保守主義とオポチュニズムを混合した多様なツールを用いたALMに移りました。こうした変化は2000年代に起きた事件の後、投資の世界が以前よりも一層微妙なものになったという単純な事実に従った故の結果です。

これは、長期的な暦年に基づく投資ばかりではなく、短期的な実際の流れに基づく投資を追求することを意味します。出来る部分をヘッジし、優れたリターン、透明性、流動性を求めてベータを追い、同時にリスクを我々のポートフォリオの端に押しやるというわけです。これは、株式対債券を60対40で保有する、といった1990年代の投資からは程遠い考え方です。」

(オランダの大手年金基金)

インタビューからの引用:

「投資とはかなり危ない綱渡りだと思います。本来長い目で見なければならぬものですが、短期的な混乱に陥るととてもやっていられなくなるのです。」

「アルファ戦略を適用しても、うまくいきません。ですから私たちはリスクを減らし、アクティブ投資を止めようとしているのです。」

「ほとんどの投資家には機敏性が足りないために、今のような変動の激しい市場では機会を得ることでできず、畏を避けられません。」

スポットライトを浴びるものの、今のところはゴールドラッシュというわけではない アジア市場

欧米の資産運用会社からみると、アジアは、新規顧客を確保する上でも、アルファの源泉の上でも魅力的です。

アジアは、世界の人口の 75%以上を抱え、過去 15 年以上にわたって 2 桁成長を成し遂げ、さらに貯蓄率が 15%~35%にも及んでおり、その資産市場は離陸の時を迎えようとしています。ファンドへの資金流入と顧客基盤の CAGR(年複利成長率)ベースでの予想では、この 10 年で 10%台後半に達しました。

退職人口の動きも大変に有望にみえます。例えば、労働者に対する退職者の比率は、中国では 2010 年の 12%が 2040 年には 36%になると予想されています。またアジアにおける(日本を除く)年金資産額の合計は現在 7,500 億米ドルと試算され、これがマレーシア、韓国、台湾を中心に今後 10 年間で 3 倍になると予想されています。

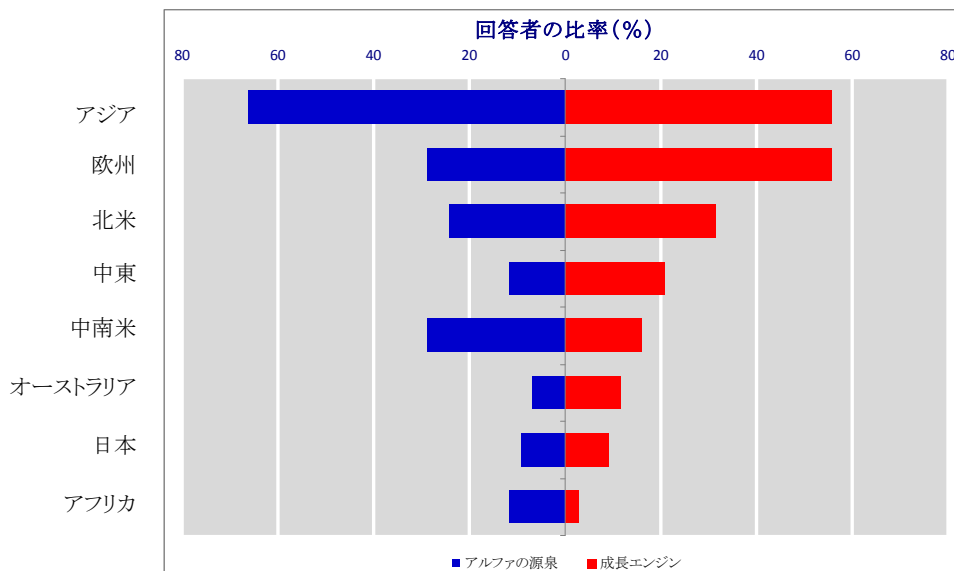
しかし、各国とも国内産業を過度に保護しようとする規制と金融政策を取っているため、これまでのところ市場への浸透は遅々として進んでいません。これはインドネシア、インド、マレーシア、韓国、台湾といった民主国家ばかりでなく、中国やサウジ・アラビアといった国家統制経済を敷いている国々にも当てはまります。いずれの国も外国からのノウハウを取り入れて、国内産業を活性化させたいと考えています。アジアにおける年金基金は、日本、韓国、マレーシアを筆頭に、今でも国内投資、なかでも国債への投資を義務付けられています。

もうひとつの障害は、バイ・アンド・ホールド型文化の欠如です。1980 年代に株式投資の習慣が根付いたはずの日本でさえ、投資家は市場の勢いに乗る、つまり手っ取り早く利益を得たいという文化から抜け切れていません。しかも、高値で買って安値で売ってしまいがち

で、利益もほとんど得られません。その結果、2 兆ドルを優に超える資金がほぼゼロに等しい金利の郵便貯金に流れ込み、株式市場は未だに賭博場の雰囲気から脱し切れていないのです。

したがって、外国資産運用会社によるアジア国内市場への進出は、今後も「急がば回れ」の精神で待つしかなさそうです。これまでのところ、外国資産運用会社は現地の販売会社との合弁会社に依存しています。欧米の資産運用会社は有機的成長を遂げることは間違いないのですが一足飛びとは行かず、ゆっくりと進むしかないというのが現状です。我々の調査への回答者のうち 58%がアジアを成長市場とみていますが、自社にとっての「有力な」成長源とみている回答者は 10%に満たないのです。

貴社の顧客基盤はどの市場で最も急速に拡大していますか？ 今後 3 年間でアルファの源泉に最も適する市場はどこでしょうか？



出所:シティ/プリンシパル/CREATE 調査報告 2010(Citi/Principal/CREATE Survey 2010)

インタビューからの引用:

「軸足はアジアに動くと思いますが、意外と時間がかかるのではないのでしょうか。アジアの高貯蓄率が障害になると思います。」

中国の株式市場は 2008 年の崩壊のときにどの市場よりも大きな打撃を受けました。欧米からの中国のデカップリングは現実的ではありません。」

「当社のビジネスは、欧州のときと同様ゆっくりとアジアで軌道に乗り始めています。」

58% の回答者が、

アジアが成長市場になると予想。

一方、欧州についてはそれぞれ 58%、32%となっています。私的年金と、ミューチュアル・ファンドの極端に低い市場浸透率が、今後はこの地域の主な原動力になるでしょう。

北米(私的年金、ソブリン・ウェルス・ファンド、保険の運用資産)、中東(イスラム・ファンド)、中南米諸国(UCITS ファンド)にも新たな投資機会があるでしょう。しかし、運用資産の伸びは、景気の不透明さや各国の障害によって抑制されるはずで

す。その一方で、アジア市場は欧米市場ほど厚みも流動性もないため、アルファの源泉の豊富な鉱脈と見られています。ところが、アジアの株

58% の回答者が、

欧州が成長市場になると予想。

式と債券は、現在もバイ・アンド・ホールドというよりも、タイミングで売買する商品として扱われています。経済発展にもかかわらず、アジア市場は未だにジェットコースターのような動きをするからです。そして、そのコーポレート・ガバナンスは、欧米諸国の多くの年金基金で採用されている信託ルールに沿って実践されているというごごちない様相を呈しています。

依然として透明性が主な課題です。例えば、中国の上場企業の本当の資本コストはいくらなのか、またこれらの会社は過去 5 年間極めて高い PER を誇っているにもかかわらずな

ぜまともな配当金を出さないのか、

25% の回答者が、

北米が成長市場になると予想。

といったことを知ることは至難の業です。

したがって、我々の調査への回答者は、遠からず本国市場か、北米および欧州の成熟市場に特化することになるでしょう。

アジアや欧州が成長ドライバーになるにせよ、米国は今後も資産運用ビジネスの中心としての地位を保つでしょう。

世界経済の構造変革が急速に進むにつれ、分別と節約に関しては欧米諸国を新たな東洋と見る人すら現れていますが、これなどまさに想像を絶する必然ではないでしょうか。

俯瞰すると…

「軸足は西洋からアジアに移っています。中国、香港、インド、インドネシア、シンガポール、韓国、そして台湾といった『タイガー』諸国経済は 2 桁成長を達成してきたのですから。GDP や金融資産で中国は日本を追い抜き、今や米国に次いで世界第二位の地位を占めています。

2011 年には、欧州と中国間の成長ギャップは 9%を超えるでしょう。そればかりか、中国とインドを合わせると、この 10 年でアジア太平洋地域の成長の 70%を占めるようになるはずで

す。その間、インドネシアと韓国は欧米の投資家を引き付けるためにコーポレート・ガバナンスを改善しています。中東の GCC(湾岸協力会議)諸国もまた、ファンドの販売先であると同時にトレーディング活動の源泉になりつつあります。

当社のアジアにおける経験から、これがファンド業界にとっては相当大きな希望になることは間違いありません。各国政府が、自国の年金プランや個人の預金者に金融商品への投資を促したいと考えていることも疑問の余地はありません。

ところが、これまでのところ、様々な障壁によってその主要な受益者は国内の資産運用会社となってきました。例えば、中国の 2 つの主要な投資自由化の手段である QFII(適格海外機関投資家)と QDII(適格国内機関投資家)のファンドの成長は、中国人民元の非公式な米ドルへのベッグを維持するために慎重に制限されてきまし

た。2010 年 3 月時点で、QDII に公式に割り当てられた運用枠は 700 億ドルで、QFII(適格外国機関投資家)は 350 億ドルとなっています。これは、推定市場規模 1 兆ドルに比べると微々たる金額です。

さらに、シンガポールと香港を除くと、アジアには投資文化がまだ根付いていません。年金市場の発展段階も依然として極めて差があるのです。唯一力強い成長を見せている国は韓国ですが、同国の年金プランは、国債へのオーバーウェイトが義務付けられています。

今のところ、私たちににとっては欧州が魅力的な選択肢となっています。欧州に存在する資金のうちおよそ 12%は家計に所有されていますが、これは米国の 18%(雇用者が資金を拠出する確定拠出年金(DC)プランが含まれると 22%)に比べると遥かに低水準です。

ある意味で当然ですが、自社のビジネスをグローバル化したいと考えている大手の資産運用会社は、次第に UCITS ファンドの販売パートナーシップを求めようになってきています。欧州各国の政府はまた、確定拠出年金(DC)プランの創設を促していますが、一方確定給付年金(DB)プランは解散または再編されています。欧州はいま、個人年金プランにとって好ましい人口変動と政策環境が整っていると思います。」

(スイスを拠点としグローバルに事業展開する資産運用会社)

インタビューからの引用:

「9/11 以降のアメリカは楽観主義に目がくらんでサブ・プライムに走ったのです。」

「新興市場やフロンティア市場の投資家は、依然としてあまりにもモメンタムに振り回されています。ある一定以上の資産を積み上げるのには時間がかかるのです。」

「東洋は新たな西洋になるかもしれませんが。そうなるまでは、資産運用業は極めて保護されることになるでしょう。」

新たなパラドックスで多様化する投資選択

将来最も高い成長が見込める資産クラスを特定して欲しいという質問に対して、私達の回答者の評価でひととき目立った回答は、新興国株式(65%)でした。これは、アルファの主な源泉としても選出されています。

これと同様に顕著な特徴としては、他に(成長面でもアルファの源泉でも)40%を超える票を集めた資産クラスがなかった点が挙げられます。今回の結果は、2000年以來毎年行っているCREATEリサーチ(CREATE Research)の中で最も低く、かつ最も見解の分かれた記録といえるでしょう。

一見すると、成長という要素が後退し分散が広がり、全ての資産クラスに広がったと言えなくもありません。しかし表面下では、これらの数値は二つのパラドックス(矛盾)が作動していることを示唆します。

一つは不確実性に由来するものです。2008年以來の嵐は去りましたが、まだ暗雲が残っています。一方では、この不確実性はインデックス・ファンド(その単純性と流動性により)、マルチ資産クラス・ファンド(分散投資)、ヘッジ・ファンド(リターンの向上)、そして先進国市場のアクティブな株式(アルファ、透明性、流動性)にとって今後も大きな成長ドライバーになるでしょう。

またもう一方では、不確実性は破綻した資産、ヘッジ・ファンド、コモディティ、不動産、そしてプライベート・エクイティにとって一生に一度の買い機会を作り出すのです。まったくその通りで、投資家は今回の危機でひどい思いをしましたが、このチャンスを決して放っておけないのです。

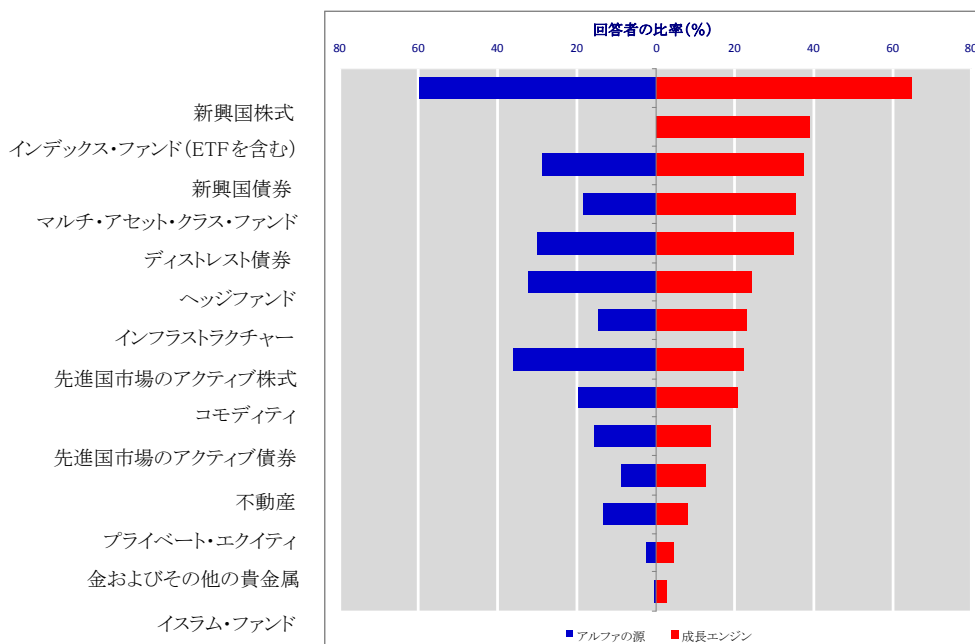
二つ目のパラドックスは、アクティブ運用そのものに対する失望に集約され

ます。全体として、世界の総資産におけるインデックス・ファンドの割合は、この10年でおおよそ15%から25%に上昇するものと思われます。例えば、オーストラリアの年金基金は、コスト面でも質の面でも、投資銀行からの株式デリバティブをアクティブ型ファンドよりも遥かに魅力的であると見ています。実は最近の確定拠出年金(DC)プランが最初に選択する大半のデフォルト・オプションが株式デリバティブなのです。同様に、最大級のソブリン・ウェルス・ファンドもパッシブ投資へとリバランスしています。米国では、過去2年間で、個人投資家がアクティブ型ファンドから3,500億ドルを引き出し、パッシブ型ファンド(大半がETFですが)に5,000億ドル投じました。

とてつもないリバランスだといえましょう。

どの資産クラスが最も高い成長率を示すでしょうか？

今後3年間でアルファの源泉に最も適する資産クラスはどこでしょうか？



出所:シティ/プリンシパル/CREATE 調査報告 2010(Citi/Principal/CREATE Survey 2010)

インタビューからの引用:

「新興市場はオポチュニスティック市場です。新興市場の銘柄をバイ・アンド・ホールドで持てるようになるにはしばらく時間がかかるでしょう。」

「アクティブ運用の資産運用会社と取引をやめるたびに、私たちはパッシブ運用に走ります。アクティブ運用のポートフォリオはダラダラと損失を垂れ流して結局ゼロにしてしまうのですから。」

「インデックスの有効性は疑問です。当社はインデックス以外の銘柄だけを買っています。」

62% の回答者が、
新興国株式への需要が急増すると予想。

その一方で、こうした動きは、使用される指数の非効率性を高めており、その結果アクティブ・マネジャーにとってのアルファ創出機会が作り出されています。その非効率性が新たな投資機会を生み出すに従い、アクティブ運用は、特に北米と欧州という成熟した市場を中心に力強い復活を遂げる可能性があります。その結果、アルファポテンシャルの向上とその原因により、資産運用会社はビジネスモデルの見直しを迫られています。この点についてはセクション3で触れることにしましょう。

パラドックス以外にもいくつか大きなトレンドがあります。まず、債券市場では、世界中で政策的な資金が新たに債券購入に回った結果、スプレッドが意味をなさなくなったものの、

60% の回答者が、
新興国株式がアルファの源泉になると予想。

信用収縮の中で過度に売り叩かれたディストレスト債券が引き続き関心を集めています。景気回復がつかずくとデフォルト率が急上昇する可能性もなきにしもあらずなので、この商品は依然として極めて高水準のリスクを維持するでしょう。その一方で、転換社債は年金プラン、ソブリン・ウェルス・ファンド、中央銀行、公的年金基金を中心に引き続き人気を集めるものと思われます。例えば、中国の戦略ファンドや海外向けポートフォリオ投資ファンドは、低クーポンにもかかわらず転換社債を利用するでしょう。三つ目に、ヘッジ・ファンドは1980年代と同様に、市場との相関性を低く抑えながら市場を徐々にアウトパフォームしていくことと思われます。特に、レバレッジに依存しないファンドが好調なパフォーマンスを達成するでしょう。四半

38% の回答者が、
アクティブ運用株式がアルファの源泉になると予想。

期ごとの流動性と完全な透明性を提供するマネージド・アカウントは、現在ではそれほど注目されていませんが、急速に伸びて行くと思われる。プライベート・エクイティと不動産はオポチュニスティックの運用を続けることとなります。以上を総括すると、世界経済の動向に大きな反動がない限り、今後3年間の市場の動きは、その3分の2までがリバランスによるもので、残りの3分の1が新規資金流入によって引き起こされることになるでしょう。しかし、この環境下でどのアクティブ運用も超過リターンを達成してしまうと、(皆が同じ行動を取る結果)白紙に戻ってしまうことは、アクティブ運用マネジャーにもよくわかっていることでしょう。

俯瞰すると・・・

「2008年の市場崩壊後の急反発は一生に一度の買い場を作りました。この反発はドルのキャリー取引の後押しも受けました。ファンダメンタルズは依然として市場から乖離しています。

G20 諸国による景気刺激策は歓迎されました。しかしその内容と規模、範囲によって、従来の経済法則が効きそうにない、新たな「ギザギザの線」の時代が始まったのです。次にどのような時代がこれに置き換わるのかは明確ではありません。したがって、多くの市場参加者が様子見の姿勢を決め込んでいます。ニュー・マネーは待機し、一方オールドマネーはポートフォリオのリバランスという名目の下で、精巧なメリー・ゴーランドの中で組み直されているところです。短期的には三つ事柄が進展し将来への方向性を示しています。

まず、新興国市場の株式と債券は好調が続くでしょう。新興国市場がなぜ高リターンかといえば、この地域がディフェンシブな性格だからではなく本質的にはリスクが高いからです。2008年の市場の大混乱で他のどの国よりも悪かったのはほかならぬ中国市場であったことを忘れてはなりません。新興国市場はここ数年欧米諸国からデカップリングしてきました。しかし1990年以降のいずれの暴落の折も、新興国市場の崩壊の方が厳しかったのです。新興国市場の銘柄は、大儲けを狙うリスクの高い資金の集まるオポチュニスティックなポートフォリオに組み込まれるでしょう。

第二に、当社の大半の顧客は、バイ・アンド・ホールド型シナリオや、アクティブなマネジャーが超過リターンをもたらすという投資アイデアにはもはや乗らないと思います。一部にはそのような顧客はいるでしょう。しかし大半は違うはずで、

その結果、当社は今後5年間でアクティブ型ファンドからパッシブ型ファンドへ4兆ドル程度の資金が流れ込むだろうと見ています。ETFはこの10年間で410億ドルから1兆1,000億ドルに成長しました。中国や米国ほど多様化した市場の場合、現地の投資家にとってはパッシブ型のファンドがしばらくは大流行するでしょう。ソブリン・ウェルス・ファンドでさえその魅力に抗しきれないものと思われる。

最後に、パッシブ型ファンドの成長は、市場のアノミーと非効率を作り出すでしょう。つまり個別企業の株価が、その本質的な価値よりもインデックスに入るか入らないかによる影響を受けるのです。インデックスにとらわれない資産運用会社は、短期的には遥かに優れたパフォーマンスを上げるでしょう。このようなアノミーは、不動産、プライベート・エクイティ、ヘッジ・ファンドなど他の資産クラスにはいくらでもあります。2007年～2008年に投資家が安全資産に一斉に向かったのもその一例といえましょう。銘柄選択の達人であれば大いに収益を得られるチャンスがあるでしょう。皮肉なことに、パッシブ運用の人気の高まることにもアクティブ運用が栄えていくことになりそうです。

しかし、当面のところ、当社の顧客は低コストの市場エクスポージャーを選択し、将来的にはコースを外れてオポチュニスティックな運用に向かうこともあるものと思われます。スプレッドが縮小しているにもかかわらず、ディストレスト債券が復活しているのもまさに端的な例といえます。同じことがヘッジ・ファンドやプライベート・エクイティにも当てはまると思います。」

(英国の資産運用会社)

インタビューからの引用:

「高リスク資産価格はあまりに唐突に、早く、しかも大幅に上がってしまいました。理屈など完全に無視されています。」

「クオンツの知識は広く浅くです。したがって市場崩壊の折には一蓮托生となってしまいます。」

「投資の世界は周期的で、自動調節機能があります。新しい方法は生まれるや否や死んでしまいます。アクティブ運用もすぐに戻ってくるでしょう。」

顧客基盤は専門性・多様性がさらに強くなり、要求も高くなっていきます

次の成長の原動力となる顧客セグメントを挙げてくださいという問いに対し、唯一 40%超の回答率を得たのは、プライベート・バンク、IFA(独立系フィナンシャル・アドバイザー)、金融プラットフォーム等、ホールセール仲介業者でした。それ以外は、今までになく低い数字でした。

回答者の 25%以上が次の成長源として挙げた 7 セグメントのうち、4 つは有機的セグメントで、残りの 3 つは代用となるセグメントでした。

有機的セグメントとしては、ソブリン・ウェルス・ファンド、公的年金基金・中央銀行準備金、アジアと欧州における年金制度改革が牽引役となった確定拠出年金(DC)プラン、資金積立水準改善のために資金注入を行っている確定給付年金(DB)プラン等が挙げられます。

代用となるセグメントとしては、運用助言商品もしくは包括的ソリューションを提供するホールセラー、確定給

付年金(DB)プランの停止もしくは構造改革によって恩恵を受ける確定拠出年金(DC)プラン、2010年に世界中で1兆ドル規模に達すると見られる保険資産の外部運用委託、となっています。

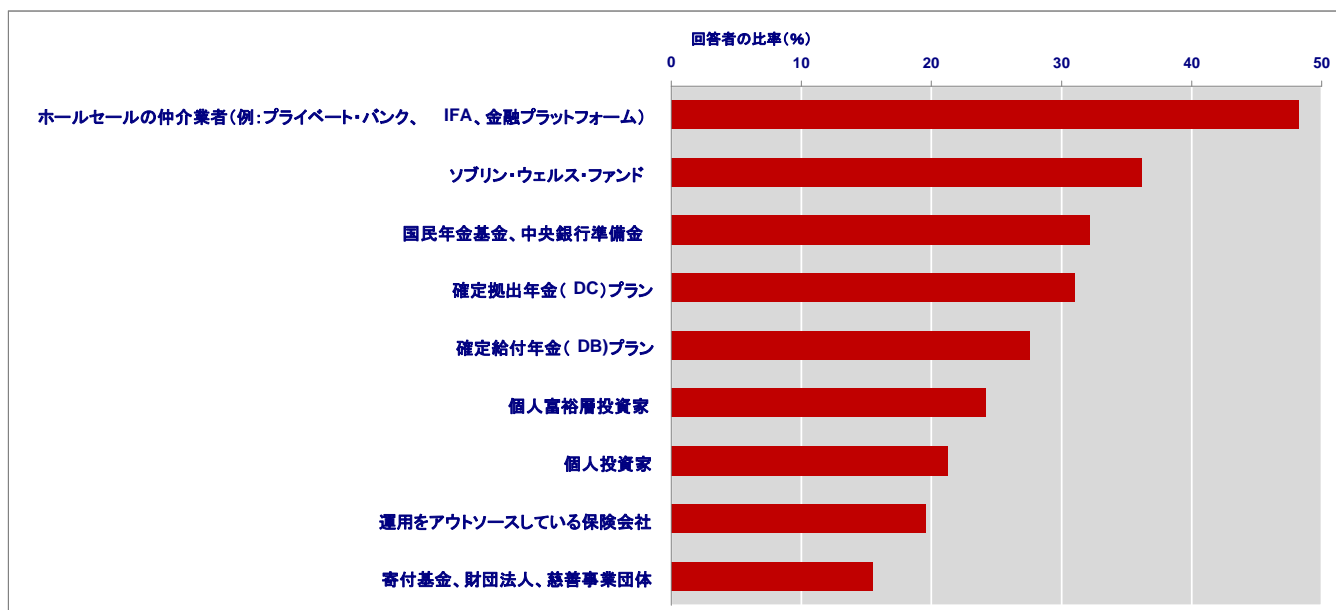
2000年以降2度の弱気市場を経て、個人投資家と個人富裕層投資家のバイ・アンド・ホールド型投資家グループはすっかり影を潜めてしまいました。彼らのニュー・マネーは、ホールセラーを介し「商品」から「ソリューション」へ流れるものと考えられます。

ファンドのホールセラーはまた、人口構成の変化に対応して退職前・後を対象とするマーケットへの参入を加速するものと予想されます。たとえば今後10年間で退職者の現役労働者に対する割合は、日本で35%から47%、スペインと英国で25%から30%、米国で19%から24%、中国で12%から17%、イン

ドで8%から12%と、各々上昇すると試算されています。その結果、確定拠出年金(DC)プランのターゲット・デット型退職ファンドは、英米ともに「自己責任の時代」と称される時勢にあって、右肩上がりの伸びを見せるものと思われます。ターゲット・デット型退職ファンドを販売するに当たっては、確定給付年金(DB)プランの功罪が研究されています。

新世代のターゲット・デット型ファンドは、資産蓄積期においては、ダイナミック・リスク・プロファイル、据置年金、大きなマーケット・イベントに対する保護、収益囲い込み機能といった強化を図ることが予想されます。中には、再投資・年金・資金損失のオプションを備えた取崩型商品を手がけるところもあるでしょう。ターゲット・デット型ファンドの成長を支えるのはやはり米国市場になるものと思われます。

今後3年間、貴社の次の成長の原動力になりそうな顧客セグメントはどれですか。



出所:シティ/プリンシパル/CREATE 調査報告 2010(Citi/Principal/CREATE Survey 2010)

インタビューからの引用:

「ソブリン・ウェルス・ファンドは2008年に大きく規模を縮小しました。彼らの選好とアプローチにより、短期的には流動性比率が高くなると思います。」

「目下のところ『基本回帰モード』すなわち、デリバティブ、流動性、ボラティリティについての基本を理解しようといった気運になっています。」

「ベビーブーマーが退職年齢に近づいており、今後取崩型商品が急速に伸びると思います。」

48% の回答者が

ホールセラーが今後の成長顧客セグメントの中心と見ている。

デンマークやオーストラリアという多様な市場では、信託銀行が運用に当たっていた年金プランがターゲット・デット型ファンドに興味を示しています。従来これらの年金プランの運用方針は、極めて慎重(デンマークの場合)か、極めて積極的(オーストラリアの場合)でしたが、いずれの市場でも従来の投資アプローチに対する見直しが行われています。この両国および他の国々においても、今後ターゲット・デット型を志向する動きが見られると予想されます。

最後に、ソブリン・ウェルス・ファンド、中央銀行、国民年金プランといった新しい投資主体は、今後ニュー・マ

35% の回答者が

ソブリン・ウェルス・ファンドが成長セグメントになると考えている。

ネーの主たる提供者になるものと考えられます。これらの投資主体による投資選択により、流動性比率が高くなると考えられます。たとえば政府準備金の存在は、その国の貨幣流出を阻止する役割も果たしています。ソブリン・ウェルス・ファンドは、自国内の主要インフラ・プロジェクトへの資金提供を期待されるようになってきているので、ポートフォリオも高流動性資産と低流動性資産に分散投資をするようになっていきます。投資の選択は別としても、開示義務はさらに厳しくなっています。

いずれにしても、新世代の投資家たちは 2000 年代の投資家よりも情

33% の回答者が

年金基金と中央銀行準備金が成長セグメントになると見ている。

報・知識が豊富という傾向があります。彼らの資金はより自由に動き、投資の見直しもより頻繁に行われ、サービス基準はより煩雑なものになり、デュー・ディリジェンスはより厳しいものになると考えられます。新世代の投資家が投資するのは、組織的に安定し、成長を支える財務基盤をもち、倫理面で慎重な企業になるでしょう。

最重視されるのは投資・事業・評判のリスクです。少なくとも当面の間、市場の熱狂によって収益を上げた時代は過去のものとなるでしょう。

俯瞰すると……

「私たちは新しい顧客セグメントを開拓しています。このことは、新たな収益部門を見つけて従来のビジネスのやり方に回帰することを意味するわけではありません。次の成長の波は、我々にとって功罪相半ばするものです。たとえば、顧客基盤が多様化する一方で、顧客の要求はかつてないほど厳しくなります。顧客基盤は多様化しますが、より少ないコストでより多くのものを要求し、以前より改善されたリスクツールの存在なしには資金を投じようとし、という 2 つの共通項があります。

信用収縮から私たちが学んだのは、常套理論に反し、極度のストレスに晒されると流動性が枯渇し市場が正常に機能しなくなる場合があるということです。その結果、残された流動性を奪い合う状態となって資産クラスの相関が失われ、綿密に構築された分散投資プランが崩壊することが起こり得ます。

二つ目の教訓はリスク・モデルに関することです。極めて単純化した前提が常に基礎になっているという欠点は、資産運用会社の間では共通認識となっていました。しかしながら認識不足だったのは、それが想像を絶するほどに間違った結果を導き得るという点でした。分散投資のポジションがさらに助長し合って担保の壊滅状態を招きました。

格付機関の全面的なお墨付きを得て、一般人もウォールストリートの金融専門家のごとく振る舞い始めましたが、新しい金融商品の固有のリスクについての知識が不十分だったことがさらに問題を悪化させました。今考えると、まさに「ごみデータを入力すればごみデータしか出力されない」という経験則が当てはまるような状況でした。

三つ目の教訓は、人間の判断に代わるものはないということです。今までに例を見ないほどリスクはダイナミックになりました。各国の中央銀行が量的緩和策でバランスシートを膨らませ、資金注入によって政府が金融機関の損失をいわば「国営化」した結果、金融市場を牛耳る力は世界の政治の中心地へと移動しました。今後市場を動かす原動力は、経済のファンダメンタルズよりもむしろ政治的意思によって左右されるようになるでしょう。クオンツの専門家は、社会の政治機構から生まれつつある「ブラック・スワン」に注意を払うべきでしょう。

もちろん「ブラック・スワン」となる出来事のすべてに対応するのは不可能です。過去に例のない事態に対し、どうやって非常事態対応策を立てられるでしょうか。

しかしながら、既存のインフラ資源、分析プラットフォーム、リスク・プロトコルを改善することは可能です。私たちは社内アセスメントに加え、管理代行業者によるセカンド・オピニオンを取り入れています。

さらに、リスク管理というのは、ポートフォリオ構築および銘柄選択を行う者が洞察と先見に基づいた意思決定を下さなければならないということを学んでいるところです。私たちのビジネスモデルは、私たち自身と顧客の利益の整合性にあってリスクの認定・評価・軽減を行うことを志向しています。オペレーション面で秀でるためには、リスクツールの改善が欠かせない要素となります。」

(北欧の資産運用会社)

インタビューからの引用:

「広い顧客基盤をもつことは極めて重要です。個人投資家に依存していた運用会社は 2008 年に殆ど潰れてしまいました。」

「リスクは判断のビジネスで、サービス・プロバイダーが提供する分析プラットフォームと管理プロトコルによって支えられています。」

「富裕層は依然としてかなりの規模の現金を持っています。彼らは自分でコントロールできるリスクを取りたがっており、商品のわかりやすさが鍵となります。」



3 成功モデル

どうやって危機をチャンスに転換するのか。

概要

課題

市場は回復しました。しかしながら短期的には、純資金流入額は低水準に留まるものと思われます。

底流としては、新しい地域、新しい投資アプローチ、新しい顧客セグメントが拡大して主流になるという変動も起きると考えられます。

このような背景を踏まえ、当セクションでは以下の問題点について検討します。

- 市場の変化に対応してどのような変革が為されるのか。
- 運用報酬体系はどのように変化するのか。
- 2000年以降の市場の混乱状況において、既存のビジネスモデルはどう機能したのか。
- 既存のオペレーティング・モデルに対する主要な変更点はどのようなものか。

- 今後の成功モデルの核心は何になるのか。
- オペレーション面で卓越することが成功モデルの重要な鍵となるのはなぜか。
- オペレーションにおいて管理代行業者が果たす役割は何か。

重要な調査結果

- 資産運用会社は、市場による救済を頼みにできないことを理解しています。
- 資産配分や絶対リターン、商品イノベーションにおける組織的能力を向上させることにより、提供する商品の内容改善を図っています。
- 資産運会社が異なる顧客セグメントに合わせてサービス水準の向上も図っており、提供サービスの内容も良くなるものと思われれます。

「非常に複雑なものの中から、非常に単純なものが現われる。」

ウインストン・チャーチル卿

「過去は未来への最良の道標ですが、それでも不完全なものです。

オペレーション面で成長可能で、専門性の点で信頼できる資産運用会社との取引を顧客は望んでいます。」

インタビューからの引用

- これらの変化は、資産運用会社が「信用されるアドバイザー」としての地位を強化することを目的としています。
- 変化の過程において、運用報酬体系とスタッフに対するインセンティブの整合性が模索されるでしょう。振り返ってみると、資産運用会社の80%は報酬を取りすぎており、従来の報酬体系は激しい非難の的となっています。
- 中規模・大規模資産運用会社のオペレーティング・モデルとしては、規模の利益は残しつつ職人技的な要素も備えたマルチ・ブティックが主流になるものと思われます。
- 資産運用会社はいわば産みの苦しみを経験中です。抜本的な意識改革が必要ですが、確立された既得権にメスを入れることは極めて難しいことです。
- 既存のビジネスモデルには、新しい環境における成功を保証するものは何もありません。2000年以降に実地の「衝突実験」にかけられたわけですが、いずれのビジネスモデルも不十分なものでした。
- 2010年代の成功モデルの震源地は、利益の整合性になると思われます。
- 顧客第一としないビジネスモデルは、とくに信頼が地に落ちた状況においては、まったく価値がないものです。
- 整合性をとる際に不可欠なのはオペレーション面で卓越することで、それによってビジネスの全ての分野で質を保証し保つことができます。
- 顧客は資産運用会社に対し、財務面で成長可能であり、技術面で信用が向け、オペレーション面で持続可能であることを求めています。
- 管理代行業者を利用することは、組織的能力向上に役立つと見なされています。その理由は、管理代行業者がミドル・オフィスの高付加価値領域へ担当実務を拡大するからです。
- 非中核業務を管理代行業者に委ねることにより、資産運用業務は専門のオーバーレイを備えた職人技であり続けます。
- 稀に膨大な収益を上げるよりも、一貫した収益を上げることを顧客は望んでいます。
- 顧客は資産運用会社に対し、資産管理の義務を果たしつつ、過去の成功を継承していく受託者であってほしいと望んでいます。
- 顧客は質の高いサービスと質に十分見合った運用報酬体系を望み、最新のインフラがそれらを支えることを期待しています。

商品・サービスの内容が詳細に見直されるでしょう

世界的には、資産運用会社のビジネスモデルには際立った違いがあるものの、現状一つの共通点があります。それは、2008年の惨憺たる運用実績が引き金となって深い反省モードにあることと、危機が決して終わった訳ではないという陰鬱な事実を受け入れていることです。

この点を明らかに示す例としては、欧州だけを取っても、最大規模のプランが委託運用先の大幅見直しを行い、最も目立ったケースでは2007年以降に運用会社の75%を解約しているところもあります。またアクティブ運用会社の入れ替えについても熟考しています。

2009年の市場の回復にも拘らず、資産運用会社はクレディビリティギャップ（顧客からの不信感）に直面しており、これを打ち消すために著しい改善が為されようとしています。

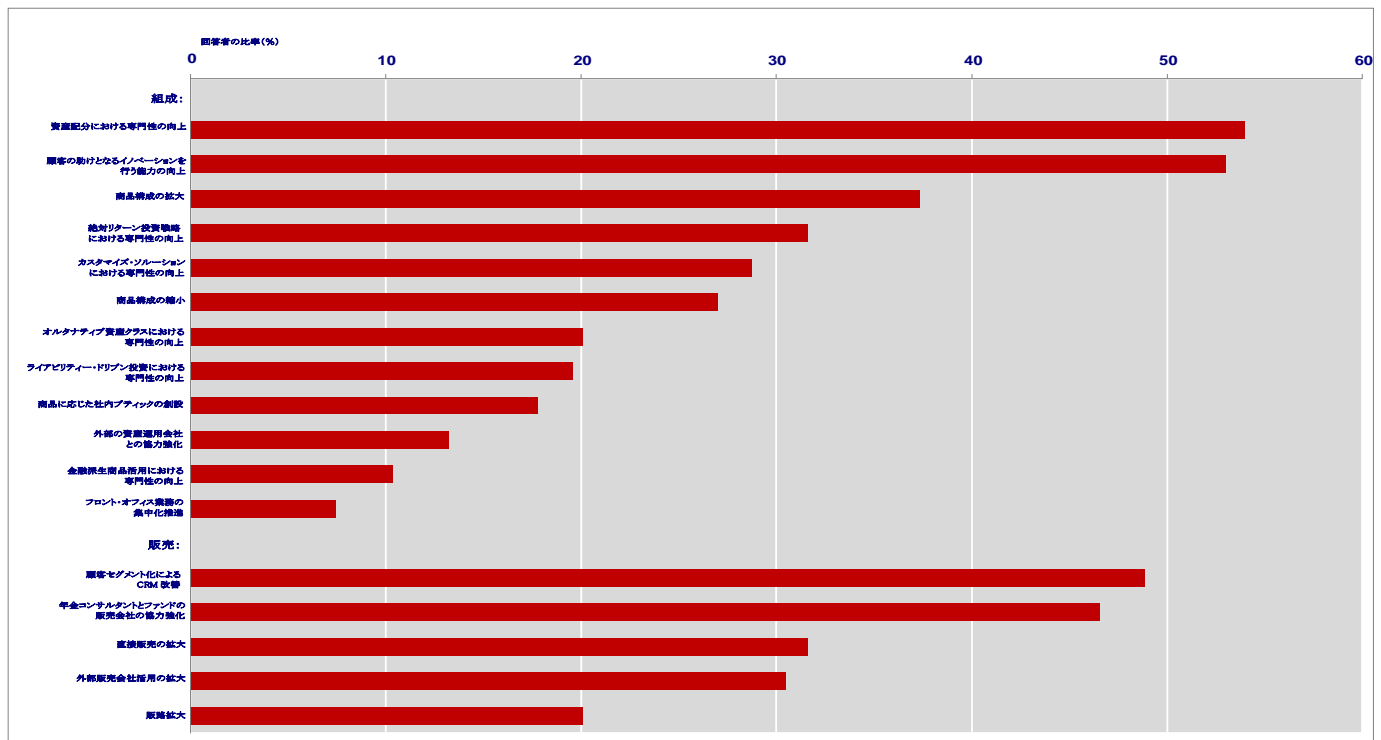
組成においては、資産配分と商品イノベーションにおける専門技術を強化することにより、商品の内容を向上させることを目指しています。過半数の回答者が商品内容の向上を図っており、4社に1社以上が顧客ニーズに合わせて商品構成の抜本見直しを行うと答えています。また少なくとも4社に1社が絶対リターンもしくは顧客に合わせたソリューションの提供能力の向上を図ろうとしています。

同様に販売においては、サービス水準の向上およびコンサルタントやファンドの販売会社との協力関係を強化することにより、サービス内容の向上を目指しています。

このように、世界中でファンド会社の中核部門は変化しつつあり、2つの点で従来とは一線を画しています。

1つ目の点は、商品価値を向上させるイノベーションに関するものです。2010年以降の新しい環境下では、流行ではもはや利益を上げられないとの認識が広がっています。次々に登場した有害な金融特殊略語がはやるときには、金融技術のイノベーションは壊滅的に間違った方向へ暴走し得るという極めて単純な教訓があります。

今後3年間に貴社のビジネスモデルはどう変わるとお考えですか？



出所：シティ／プリンシパル／CREATE 調査報告 2010 (Citi/Principal/CREATE Survey 2010)

インタビューからの引用：

「現世代のアルファ運用会社で、過去にこのような規模の危機を経験したところはありません。」

「イノベーションが育つ土壌作りのノウハウを一夜にして獲得することができれば、最も素晴らしいイノベーションということになるでしょう。」

「我々のエグゼクティブ・ディレクターは各々が顧客10社と緊密な関係をもっています。」

54% の回答者が

資産配分における専門性向上を図る予定である。

しかしながら、厳しい時期には、以前はその存在すら認識していなかった顧客のニーズに応える方法を含め、単なる真新しさと真の創造性を明確に識別する方法を模索し、新たな創造が生まれることがよくあります。

たとえば、シャリア・ファンドと「スクーク」において新しい商品開発が行われています。前者については、商品のコアがオーバーレイに合致するようになってきています。後者については、債券担保がより目につくようになってきています。いずれの場合も、イスラム法の教義に則っています。1兆ドル規模の市場のうち90%は依然としてサービスがゆきとどいていない状態にあります。

この他では、新しいアイデアを開拓し、新商品としてローンチする前の検証を

53% の回答者が

イノベーションにおける専門性向上を図る予定である。

行うための新しいツールが導入されています。ある段階で顧客の協力も求める会社もあります。

さらに、顧客のセグメント化に関するイノベーションもあります。顧客の多様化が進む中、顧客をいくつかの異なるグループに分類し、各々のグループに対して異なる商品を提供する資産運用会社が増えています。

新しいアプローチはサービス水準を底上げし、その上に各々に合わせた「サプライズ・エクストラ(surprise extra)」と呼ぶサービスを乗せるようになっていきます。機関投資家と販売会社から始まり、次第に新世代の他のグループの顧客にも拡大していく見込みです。

48% の回答者が

顧客のセグメント化を図る予定である。

既に初期効果も現われています。投資収益が悪い場合でも顧客は最長2年まで留まり、既存商品の関連商品もしくはランクが上の商品の販売拡大の機会は50%上昇し、新たにマンドートを獲得する確率も30%上昇するという結果が出ています。

資産運用会社は信頼されるアドバイザー、すなわち重大な意思決定が為される際に非公式ながら顧客のグループの一員として扱われるような存在にならなければならないという必要性をこれらの変化は示しています。

過去2年間に行われた運用会社の合併の大半は、信頼されるアドバイザーとなるために必要な専門性を獲得することを目的にするものでした。

俯瞰すると……

「とくに欧州とアジアでは、投資のバリューチェーンの中で、販売における変革がもっとも遅れていました。

具体例をあげると、表面的には欧州の一般国民に利用可能な選択肢が現在ほど豊富なことは未だかつてありませんでした。利用できる株式のクラスは米国の4倍近い4万種にも上ります。しかしながら、数は質を意味しないのです。

新たに構築された商品は、恐怖感と貪欲さに突き動かされた集団心理に支えられしを削る開発ゲームのように量産され、金融知識が不足した最終顧客は高い代償を払わされてきました。ファンド商品の家計セクター直接保有資産残高に占める比率が過去10年間で51%から34%に低下したのも当然といえます。

アジアと欧州大陸ではファンドの販売高の40%から90%を銀行が占めており、とくに日本、イタリア、スペインで数字が高くなっています。プラス面としては、銀行が顧客を短期貯蓄から長期投資へ誘導した側面もあります。

マイナス面としては、通常販売会社は、過去の実績や顧客のニーズに拘らず同一グループ内の資産運用会社もしくは最も高い手数料率を提供する会社にファンドを回します。公平なアドバイスというのは通常のルールではなくむしろ例外となっています。香港と英国で大きな地位を占めている独立系フィナンシャル・アドバイザーも、「独立」でも「ア

ドバイザー」でもないのが現実でした。しかしながら、状況は変わりつつあります。

1990年代以来オーストラリアと米国で伸びている「受託者のゲートキーパー」モデルは、元は欧州で発祥したものです。このモデルにおいては、ゲートキーパーはアドバイザーと取引に対価を支払った最終顧客に対する忠実を誓約します。ゲートキーパーはファンドを卸値で購入し、パッケージ商品として再販します。またゲートキーパーは金融・退職プランニングに対するアドバイスを提供します。この結果、米国においてミューチュアル・ファンドの運用報酬と諸経費は50%低下し、顧客の販売手数料は75%低下しました。

一方高齢化を背景に、先進国の個人投資家市場と退職市場は融合してきています。規制監督機関は利害の対立に焦点を当て、英国の個人投資家販売レビュー(Retail Distribution Review)や欧州連合の金融商品市場指令(MiFiD)が出されました。

とくに欧州においては確定拠出年金(DC)プランへの加入がますます増えており、機関投資家向けの市場は年金コンサルタントと保険会社が優位を占め、競争環境も変化しています。我々のグループ内の資産運用会社が扱う運用資産の割合は、過去10年間で85%から73%に低下しました。我々はアドバイザーも行うホールセラーです。」

(ドイツのプライベート・バンク)

インタビューからの引用:

「オーストラリアと米国で、運用報酬ベースのプラットフォームの勢力が急速に拡大しています。」

「コストが大きく収益率の小さいオーバーレイを販売会社は好みます。ETFについては運用報酬料率150ベース(150b bips)を要求するのです。こんなことをいつまでも続けられるわけではないでしょう。」

「良いアドバイスに対するニーズは拡大していますが、それを見つけれられる確率は下がっています。」

表が出たら私が勝ち、裏が出たらあなたが負け(どう転んでも顧客側に不利)」の運用報酬体系は長く続かないでしょう。

昨年実施した調査では、世界の約30%の資産運用会社が顧客との利益の整合性の改善を図るために過去3年以内に運用報酬体系を変更したと答えていました。

今後3年間についても、運用報酬体系の見直しがさらに進むと予想されますが、市場の動揺が不可避と思われる。私たちの調査では、年金プランと販売会社が運用報酬に関する懸念事項を指摘していましたが、さらに米英の規制監督機関も同様の懸念を示していました。

第一に、弱気市場においては約80%の資産運用会社が運用報酬を取り過ぎていました。資産に連動した運用報酬が主流でしたが、これは運用報酬収入がボラタイルになると価値が上昇するオプションのようなものでした。

第二に、55%を超える資産運用会社は、市場に参加しているという事実以外に何も競争上の優位性を有していません。顧客に対し権威と自信をもってパフォーマンス予想を提示しますが、実際希望的観測にすぎないことが度々あります。至る所でアルファという言葉が良く使われますが、運用成績の数字にアルファは現われません。

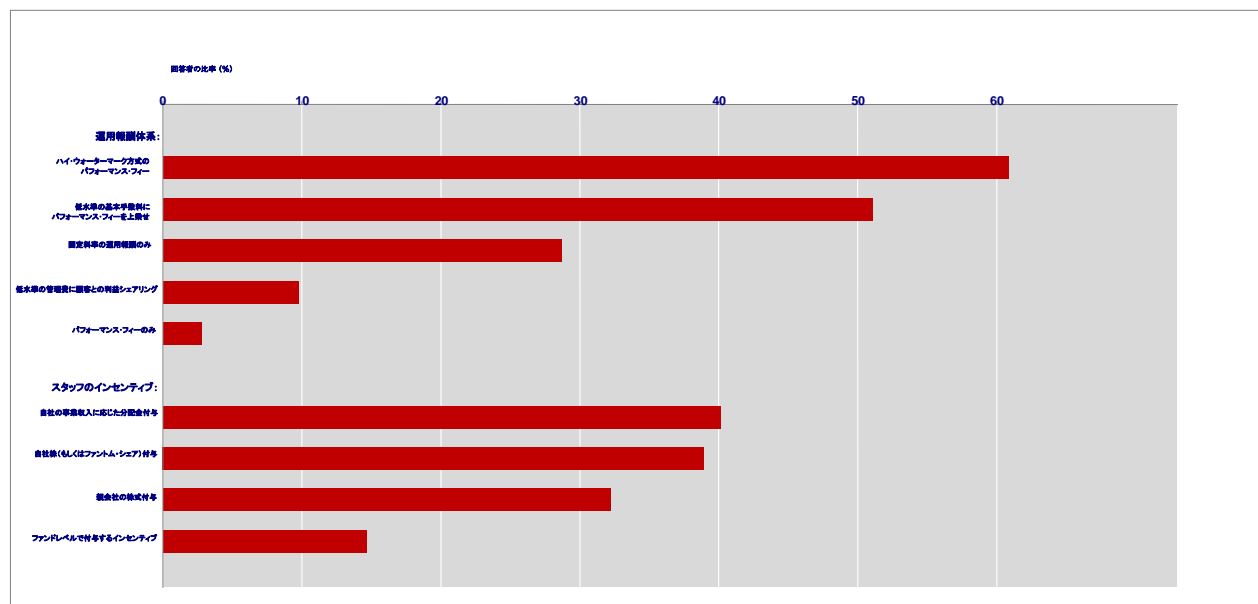
第三に、ファンドの価値が下落しているにも拘らずインセンティブが支払われるようにパフォーマンス・フィーをベンチマークのインデックスに連動させていることが良くありました。別のケースでは、殆ど固定の基本手数料に決して下がることのないパフォーマンス・フィーを乗せるという形で、パフォーマンス・フィーが単に顧客への請求金

額を増やすための方法となっていました。

前年比でファンドの運用成績が落ち込んだ場合にパフォーマンス・フィーを顧客に還付するケースはごく稀です。

アルファとベータを明確に区別することで、運用報酬体系は変わるものと思われる。約50%の回答企業が、累積リターンによって過去に達成した資産価値を超えた場合にのみパフォーマンス・フィーを支払われるというハイ・ウォーター・マーク方式の報酬体系を導入することになると予想しています。低水準の基本手数料にパフォーマンス・フィーを乗せるという運用報酬体系も43%の回答企業が支持しています。

今後3年間に運用報酬体系とスタッフへのインセンティブはどう変化すると思いますか？



出所:シティ/プリンシパル/CREATE サーベイ 2010(Citi/Principal /CREATE Survey 2010)

インタビューからの引用:

「二流の資産運用会社にとっては手数料引下げが現実のものとなっています。」

「抜け目のない投資家は、高い基準を継続するよう要求しています。」

「かつては実現することはなかったが、現在手数料引下げは検討課題に上っています。」

50% の回答者が、

ハイ・ウォーター・マーク方式のフィーを採用する予定である。

顧客側からは、透明性向上に加え、複数年のパフォーマンス・フィーを導入して特定の年の目標値達成のために過度のリスクを取ることを止めさせるような要求もあります。料金設定は従来になく厳しく精査されるようになるでしょう。

いずれにしても、現在米国最高裁で係争中の「ジョーンズ対ハリス」として知られる、まさに歴史的な訴訟ケースが、米英で関心を集めています。問題となっているのは、資産運用会社がマニフェストに定めた以上の運用報酬でミューチュアル・ファンドを販売することが認められるかどうかということです。この判決が与える影響はかなり広範にわたる可能性があります。

43% の回答者が、

低水準の基本手数料にパフォーマンス・フィーを上乗せした運用報酬体系を採用する予定である。

しかしながら、ボラティルな市場環境下で既存の収入源を守ることが最優先となっており、変化のスピードは緩慢なものになると予想されます。

スタッフのインセンティブについては、昨年私たちが出した報告書では、45%の資産運用会社が、賞与をファンドもしくは会社の業績にリンクさせる実力主義の報酬システムを導入していました。今後の変化のトレンドとしては、企業もしくは自社ファンドの株式の形で受け取る長期的なインセンティブが中心になるものと思われます。

運用報酬の場合と同様に、インセンティブ体系の変化は緩やかなペースとなるでしょう。新しいインセンティブ体

24% の回答者が、

固定料率の運用報酬体系を維持する予定である。

系は現世代の投資専門家たちの雇用契約書にしっかり組み込まれている古くからの権利を覆そうとするものですが、多くの場合、インセンティブ体系変更の際には、一旦現金でインセンティブを与える事が予め条件として定められています。

とくに買収合併時に旧組織の雇用契約を継承せざるを得なかった運用会社にとって、移行期の痛みは金銭的かつ心情的に大きいものです。しかし、新たな現実に対応するためには段階的改革が必要で、こうした改革なしには必要な利益の整合性も難しいとの認識が広がっています。

俯瞰すると・・・

「信用収縮により、従来の運用報酬体系は崩壊しました。敢えて現実を見ようとしなくても、この現実には否が応でも気づかざるを得ません。単にインデックスをトラックする人間に対し6ケタの報酬を払ってきたのです。過去10年で、アクティブ運用会社に対する顧客の信頼は大きく揺らぎました。アクティブ運用会社の少なくとも70%がベンチマークの市場インデックスに勝つことができずしてました。

現在私たちは、とくに安く簡単に提供されるエキジチック・ベータとカスタマイズ・ベータによる低コストの市場エクスポージャーを顧客が求めるという、低い名目リターン時代に入りつつあります。これによって少なくともベンチマーク並みのパフォーマンスを得ることができます。ベータはモニターすることが容易で、運用担当者の選択リスクの余地がありません。運用報酬はアクティブ運用の5分の1から10分の1となります。

しかしながら、私たちの顧客の機関投資家は、時価総額ウェイトに基づくインデックスストラッキング・ファンドは集中とモメンタムのリスクがあることを知っています。さらに、法律で定められた資産基準を達成するためにはもっと大胆になる必要があります。そのため、アクティブ運用会社は常に要注意で、アクティブ運用に対する関心も上下します。

資産価値に応じた運用報酬体系はアンダーパフォーマンスに対するペナルティーなしに資産規模の拡大を助長するという点を、顧客は理解しています。パフォーマンス・フィー体系はお粗末にできている場合が良くあります。対象とする期間があまりに短いため、非対称性ペイオフに固有のオプション価値を増加させます。

収益が過去最高を超えた時にのみ運用報酬をチャージするというハイ・ウォーター・マークを欠いていることで、事態はさらに悪化しています。その結果、投資家はアルファ実現益に対し思っている以上の料率の運用報酬を支払うことが良くあり、とくにファンド・オブ・ヘッジ・ファンドが関与する場合は90%を払うこともあります。不動産の場合は、コミットした資本ではなくグロスのエクスポージャーに対して手数料がかかるため、この数字はさらに大きくなります。

市場の下落時にはいつも運用報酬体系の不備に精査の目が向けられますが、今回は大規模な地殻変動が起きています。8年の間に2度の下落市場を経験して、フォローするよう勧められたほぼ全ての資産クラスで損失を記録した結果、顧客もようやく目覚めたといえます。

現在の顧客はアルファとベータの違いを理解し、今までの10年間の相関性のない絶対リターンはレバレッジのかかったベータによって稼いできたということもわかっています。したがって、私たちの顧客の機関投資家はリスクツールを用いてアルファとベータを識別し、アルファのポートフォリオをリアルタイムでモニターするためのガバナンスの仕組みを構築しています。彼らは、アルファのかかなりの部分が運用報酬でもって行かれてしまうことを知っています。

アクティブ運用のオプション価値を下げるために、ハードル・レートと3カ年のパフォーマンス・フィーが導入されるものと私たちは予想しています。」

(グローバル年金コンサルタント)

インタビューからの引用:

「ある事を理解しないことで給料を得ている人に、それを理解させようとするのは極めて難しいことです。」

「資産運用会社は資産配分の役目をコンサルタントに譲り渡し、コンサルタントは悲惨なまでに失敗しました。彼らの手数料はひんしゅくものです。」

「2007年に上げたピーク時の利益水準に復帰するのは早くても2012年になるでしょう。」

マルチ・ブティック時代の到来

2000年には、資産運用会社の90%超が垂直統合型の組織形態を採り、販売・運用・管理からなるバリューチェーンの全業務を社内で行っていました。

2005年以降、中・大規模の資産運用会社がマルチ・ブティック・モデルの採用を推進するという明らかな変化が表れました。この流れは最近のM&Aの波の中で一段と加速しており、新たに買収された部門がマルチ・ブティック型の体制の中で独自性を維持するケースが増えています。

この結果、商品ベースの独立的・半独立的な部門が作られ、それらの部門の中で運用のプロが高い説得力を持った投資アイデアを創出し、その実行に責任を持つようになっていきます。その根本にあるのが、投資とは職人技であり、規模の大きさはアルファや整合性と相反する、という考えです。

これまでのところ、このモデルには3つの形態が見られます。1つは、ミドル・オフィス、バック・オフィス業務が「母体」と緊密に結びついた仮想的なブティック(15%)、2つ目は、サポート業務と売上を「母体」と共有する半独立的組織(13%)、3つ目が持株会社の下で独自の損益計算を行う独立的なブティック(7%)です。27ページに示した通り、これ以外にも回答者の18%が向こう3年間にこの方向に進むと回答しています。

このモデルは、大手の資産運用会社に特有な規模の経済性と、小規模で専門性の高い資産運用会社の持つ範囲の経済性を同時に得ることを目指しています。すなわち、大企業の中で小企業の思考を育成しようというものです。

マルチ・ブティックの急速な発展は成長がもたらした予期せぬ副産物で、大手資産運用会社を過度に複雑化しています。多過ぎる肩書や権限付与、多過ぎるルールや手順、

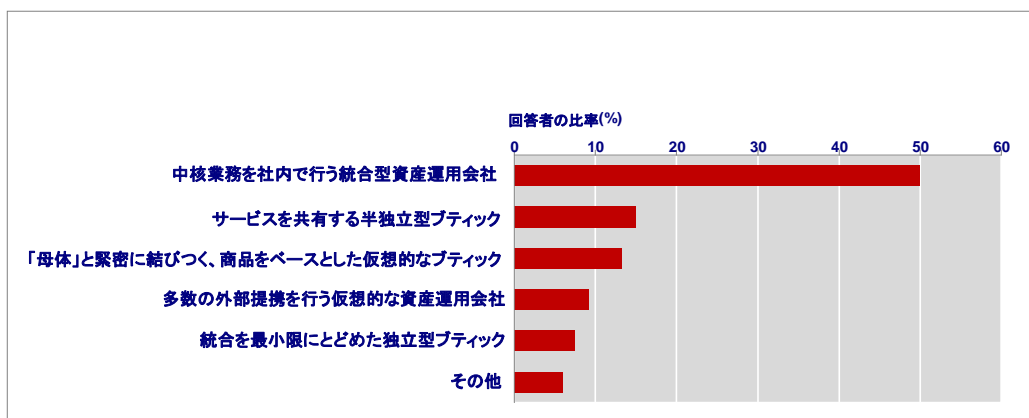
非現実的で一貫性に欠ける期待目標を見れば、それが明らかでしょう。

この問題はすべての大手資産運用会社で例外なく見られます。ただ、銀行系や保険会社系は大規模なパートナーシップや上場企業系の資産運用会社に比べ、この問題の深刻性が高いと言えます。

結局、投資とは人間に依拠するビジネスであり、大規模化すれば距離感が生まれ、距離感から孤立感が生まれ、孤立感から個人主義が生まれ、個人主義は利益の整合性を損ないます。

これを防止するために、マルチ・ブティック・モデルでは、権利付与から実力主義へ、硬直性から敏捷性へ、責任追及の企業文化から個人のアカウントビリティへ、脆弱な経営から強いリーダーシップへと思考の変化をもたらすことを目指しています。ただ、これは容易でないことが次第に明らかになっています。

自社の現在のオペレーティング・モデルの説明として該当するものを選んで下さい。



出典: シティ / プリンシパル / CREATE 調査 2010 (Citi/Principal/CREATE Survey 2010)

インタビューからの引用::

「ブティックには敏捷性効果と知的資本の蓄積効果があります。」

「ブティックとは気持ちの持ちようです。それを作ることによって新たな問題がすでに生じています。」

「規模はアルファの敵であることが多い。マルチ・ブティックはこの最小化を目的としています。」

50% の資産運用会社は
統合型運用会社である。

15% の資産運用会社は
半独立型ブティックである。

13% の資産運用会社は
独立型ブティックである。

運用のプロには優れた運用技術を可能にする一定の特性がありますが、優れた経営力が備わっているわけではありません。彼らの大半は独立性を好みますが、それに伴うアカウンタビリティは好みません。また、肩書を好みますが、肩書に伴う責任は好みません。

これは次のような不利益を生み出しました。独立性が高まると過剰な個人主義が台頭し、アカウンタビリティが高まるとリスク回避的になりました。

共同販売は利益配分を巡る果てしない紛争をもたらし、組成と販売の分離によってイノベーションの焦点が失われました。

これらは整合性を高める可能性を秘めた新しいモデルを生み出すための、産みの苦しみです。

また、バーチャルな資産運用会社の台頭もこの10年間で見込まれる新たな局面です。プライベート・バンク、大手の資産アドバイザーや年金コンサルタントがマルチマネージ

ャー型の体制を整え、高いリターンを求めて外部の最高の資産運用会社と提携するケースが増えるためです。

このように、金融危機によって生まれた新しいニーズにオペレーティング・モデルが応えるという、新たなステージが始まっています。

俯瞰すると…

「マルチ・ブティック・モデルはアクティブ運用の職人技的な性質を伴うもので、インデックス運用を行わない大手資産運用会社では一定以上に拡大することは本来不可能です。

このモデルは、ミドル・オフィスやバック・オフィスで規模の経済性が働く潜在性があり、フロントオフィスでは範囲の経済性が働く潜在性があります。

また、このモデルには独立性と権限を高めることにより、イノベーションと起業家精神を促進する性質が本来備わっています。大規模な垂直統合型の資産運用会社の持つ官僚主義を小規模なビジネス部門の水平結合の持つ敏捷性にとって替えることを目指しているのです。

当社のモデルは買収と既存事業の成長によって進化したものです。これは2001年以降、アジア、欧州、北米で独立系の専門運用会社を買収し、世界規模で事業を拡大してきたことが理由です。

当社は社内の商品チームを独自の損益責任を負う半独立的な部門に変えました。当社の運用担当者は自分の所属するブティックに大きな経済的利害を持っています。

当社はインセンティブ制度を単なる権利付与から実力主義に変える必要がありました。また、責任追及の企業文化を個人の行動に対するアカウンタビリティに変え、脆弱な経営を日々の実務における戦略的リーダーシップに変える必要がありました。結局、ブティックとは物理的な構造というよりは気持ちの持ちようなのです。しかし、これが容易ではありません。

一方、当社のビジネスは図らずも複雑化しました。

上級経営陣は社内の方針、失敗への恐れ、負の遺産、非現実的で一貫性のない期待目標、派手な宣伝等によって感情的、知的、肉体的エネルギーが蝕まれ、事業の管理よりもイベントの管理に時間を取られる状態でした。

すべてのファンド運用会社が新しい思考方法や事業方法を追求する過程で、このような課題に直面しています。当社はこれを克服するために必要な措置を講じ、最近になってその効果が現れ始めました。

当社では「母体」と各ブティックの両方に明確な事業戦略があり、事業目標とそのため経営資源や基準、アカウンタビリティ、インセンティブ、スケジュールについて事前に合意しています。インセンティブは社外と社内の両方で整合性をとることが目的です。年金アドバイザーもこれを好感しています。

また、当社では「母体」とブティックの間で明確な業務分担を行っています。母体はグループ全体の戦略的ビジョンの設定、グローバルな顧客管理、インセンティブ制度の設計、ブランドの活用、人材管理、主要職務の継承計画、ミドル・オフィス・バック・オフィスの共同サービスの監督などを担当します。

一方、ブティックは高い説得力を持ったアイデアの創出、拡張性のある戦略の策定、人材の最大限の活用、商品のイノベーションの促進、個人のアカウンタビリティの養成を担当します。

当社はまだここまで到達していませんが、他社も同じ状況だろうと思います。」

(米国の資産運用会社)

インタビューからの引用

「大手資産運用会社の凋落の報道は誇張されすぎています。大手は現在の不透明な環境下でも優位性を保っています。」

「一部の大手資産運用会社はフィデューシャリー・マネジメントに参入するでしょう。業界はよい形に変化します。」

「年金コンサルタントはコンサルティングの実行に参入するでしょう。助言の4倍も儲かるのですから。」

どのモデルにも長所と短所がある

今後 10 年間の困難な環境のなかで顧客に最大の価値を提供するモデルは何かと質問したところ、意外なことに、現在普及したモデルの中で突出した回答はひとつもありませんでした。

組成面では、ニッチ・スペシャリスト(44%)とマルチ・ブティック(41%)が上位となりました。

販売面では、マルチ・アセット・クラス卸売(47%)と運用助言チャネル(40%)が上位です。

オペレーションでは、代行業者による管理(39%)、社内管理(35%)が上位です。

所有構造では、大規模なパートナーシップ(40%)と小規模なパートナーシップ(38%)が上位です。

このように一見して高スコアのものがないということは、2000 年代の金融市場の混乱に際して特に強力なモデルはなかったという事実を示しています。高い価値を実現した資産運用会社は、会社のモデルと無関係に、顧客第一の姿勢を採ったのです。

2008 年の金融危機の後遺症から、顧客の足元は揺らいでいます。顧客は金融の 3 方向の整合性を越えた、人間的触れ合いのあるアプローチを求めています(次ページのケース・スタディを参照)。さらに、サービスの質、リスク管理、商品のイノベー

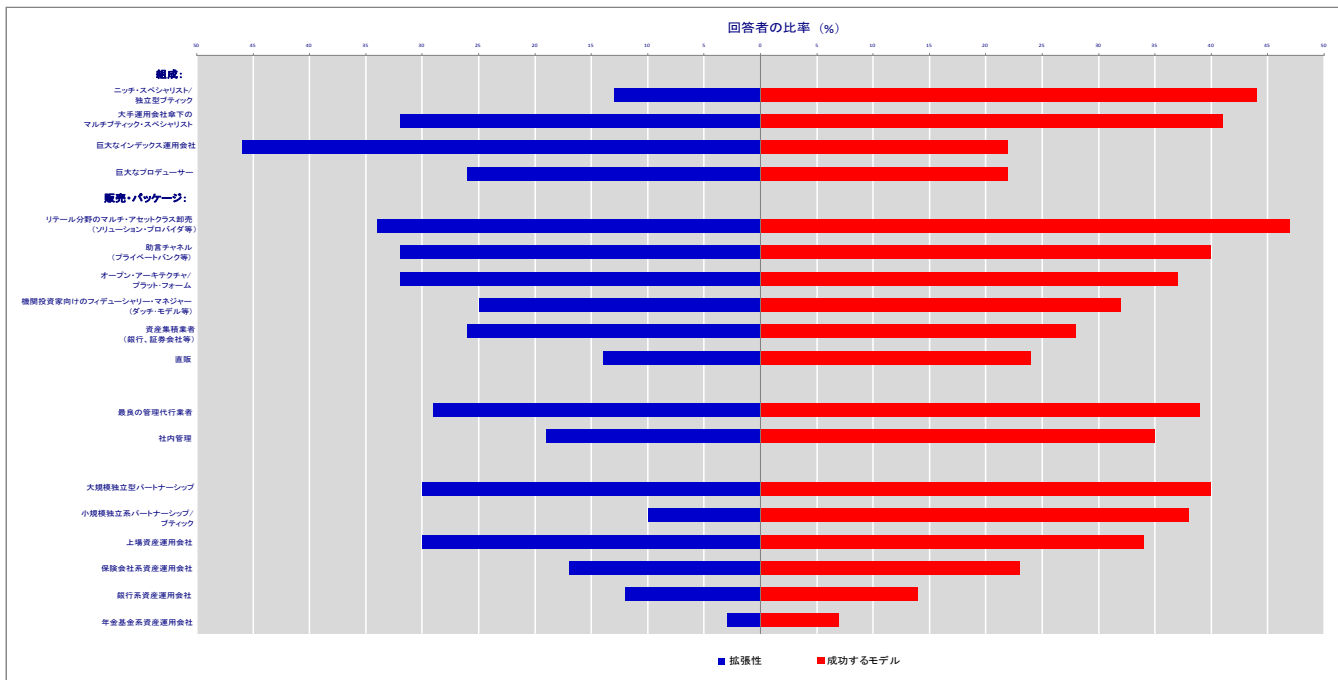
ション、卓越したオペレーションを求めています。

さきの信用収縮は、資産運用会社と年金コンサルタントに先を見る力はない、という神話を広める結果となっていました。

顧客は今、自分の資産運用会社が財務面で成長可能であり、知力面で信頼性があり、オペレーション面で持続可能であるという確証を求めています。言い換えれば、投資展望の微妙な変化だけでなく、顧客の心拍の変化を感じ取れる人を求めているのです。

有能な人材の確保だけではもはや十分ではありません。過去の成功を再現するために人材をサポートする構造も重要になっています。

今後 10 年間で顧客に最大の価値を提供するビジネスモデルを選んでください。また、それは拡張性のあるものですか。



出典: シティ/プリンシパル/CREATE 調査 2010 (Citi/Principal/CREATE Survey 2010)

インタビューからの引用:

「投資展望は複雑化しているため、ビジネスモデルも複雑化しています。」

「パートナーシップは株主と従業員が同一のため、上手く機能します。」

「フィデューシャリー・マネジャーのインセンティブは顧客のソルベンシー比率と関連しています。これは大きな進展です。」

44% の回答者が

ニッチ・スペシャリストを選択。

したがって、注目を浴びる対象はモデルの性質からモデル内の整合性を高めるための活動の性質に移りつつあります。

パートナーシップ構造の長所には議論の余地がありません。しかし、それ以外の所有構造にもこの 10 年の投資環境のマイナスを補うだけの明確な長所があります。

保険会社系資産運用会社の短所は、生命保険会社内の鈍重でイノベーションに欠ける部門という認識、変化のスピードの遅さ、パイ・アンド・ホールドの投資スタイルの偏重が挙げられます。一方、長所は、キ

42% の回答者が

マルチ・ブティックを選択。

ャプティブ資産へのアクセス、定期的なキャッシュフロー、負債管理と退職者向け商品に関する専門知識が挙げられます。

銀行系資産運用会社の短所は、商品過多、類似商品、過度な官僚主義、解約率の高さが挙げられます。しかし、グローバルな販売力、良好な財務体質、ブランド認知度がこれらの短所を十分に補っています。

上場資産運用会社の短所は、膨大な情報管理、花形をもてはやす企業文化、過度な個人主義が挙げられます。しかし、優れたガバナンス、

46% の回答者が

巨大なインデックス運用会社を最も拡張性があると回答。

運用技術の重視、情熱の高さがこれを十分補っています。

これらのどのモデルでも、パートナーシップ・モデルに特有の整合性に倣うにとどまらず、さらに各モデル特有の環境のなかでパートナーシップ・モデルを凌ぐために、重要な対策を講じているところです。

既存のモデルは歴史と地理の産物であり、特に拡張性の高いものは見られません。これらを徐々に改造するよりも、徹底的に作り直すほうが困難です。変化の風が吹いていることは明らかです。

俯瞰すると…

「当社は有機的成長と一連の買収によって世界のステージにまで進みました。しかし、基本方針は「多様性を通じた統一性」のままです。

当社は規模の経済の余地がある業務を標準化しました。フロントオフィスは小規模のグループに変更しています。また、非中核業務は管理代行業者にアウトソーシングしました。このハイブリッド・モデルのなかに、資産運用業界のすべての組成・販売・所有構造モデルが少しづつ含まれています。

事業内容に関して言えば、投資は人々が気づいている以上に微妙なものです。事実や一般的な社会通念はすぐに変化する可能性があります。その微妙さと深い意味を完全に組み込んだビジネスモデルはありません。

そのため、当社は 3 方向の整合性を実現する 3 つの最終目標とその直接的な方法から始めました。

- 当社と顧客間は低水準の基本手数料とパフォーマンス・フィードバック
- 当社と社内の運用担当者の間は利益配分
- 社内の運用担当者と顧客の間は共同運用

当社は顧客と多数の質問に対処することにより、痛みと利益を分かち合うことを目指しています。

- 顧客の最良の結果、最悪の結果を理解できるほど緊密な関係を築いているか？
- 顧客はタイム・ホライズンを当社と共有しているか？
- 当社は投資リスクを顧客と共有しているか？
- 運用報酬と費用はどの程度実力主義的か？
- 顧客を新しい商品アイデアや投入資本の源として活用しているか？
- 大成功も大失敗もなく、一貫性のあるリターンの実現を目指しているか？
- 顧客の期待を上回ることで意欲と能力を備えた人材が存在するか？
- 運用担当者は自社商品に投資しているか？

世界の投資家は過去 10 年間に起こった出来事によって深い傷を負っています。投資家は好ましい取引を求めています。また、欧米の高齢者層にとって近年の損失を取り戻す時間は残されていません。

どのモデルも顧客第一でなければ価値がありません。当社は古いものと新しいものの最良部分を組み合わせることにより、顧客第一を実現しようとしています。」

(グローバル規模の資産運用会社)

インタビューからの引用:

「アジア、中東、中南米で顧客が認識する仲介業者は銀行だけです。」

「金融危機後、整合性は実力主義的な手数料体系以上に重要性が増しました。整合性は事業の遂行にまで及んでいます。」

「顧客は更なるシステムチックな危機の到来を懸念しています。当社は資産の番人としての顧客の信頼を高めなければなりません。」

アウトソーシングが他を引き離す第一歩に

金融危機の直接的結果として、デュー・ディリジェンスの厳格化が進みました。機関投資家やファンド販売業者は資産運用会社を選択する際にフロントオフィスの力量や実績を重視することを止め、オペレーションを高順位に位置づけています。

2000年から2002年にかけての相場下落を受け、資産運用会社は中核業務への集中と非中核業務のアウトソーシングを進めました。歴史は繰り返す、と言われる通りです。当時の目的はコスト削減でした。現在は、優れたオペレーションとビジネスの回復力が目的となっています。

第2章で述べた顧客基盤のプロ化の結果、需要とサービスの質は段階的に上昇するはずですが、

例えば、正確で時宜を得た報告、定期的・臨時のコミュニケーション、質問への迅速な対応、高頻度の評価と投資概観、パフォーマンス要因分析、商品適合度チェック、新商品に対する独立的なストレス・テストなどが挙げられます。

このため、アウトソーシングは今後、高付加価値サービスにも広がりを見せるものと見込まれます。具体的には、デリバティブのプライシング、非流動資産の評価、税務計画、パフォーマンス要因分析、リスク管理、担保管理、データ管理などです。

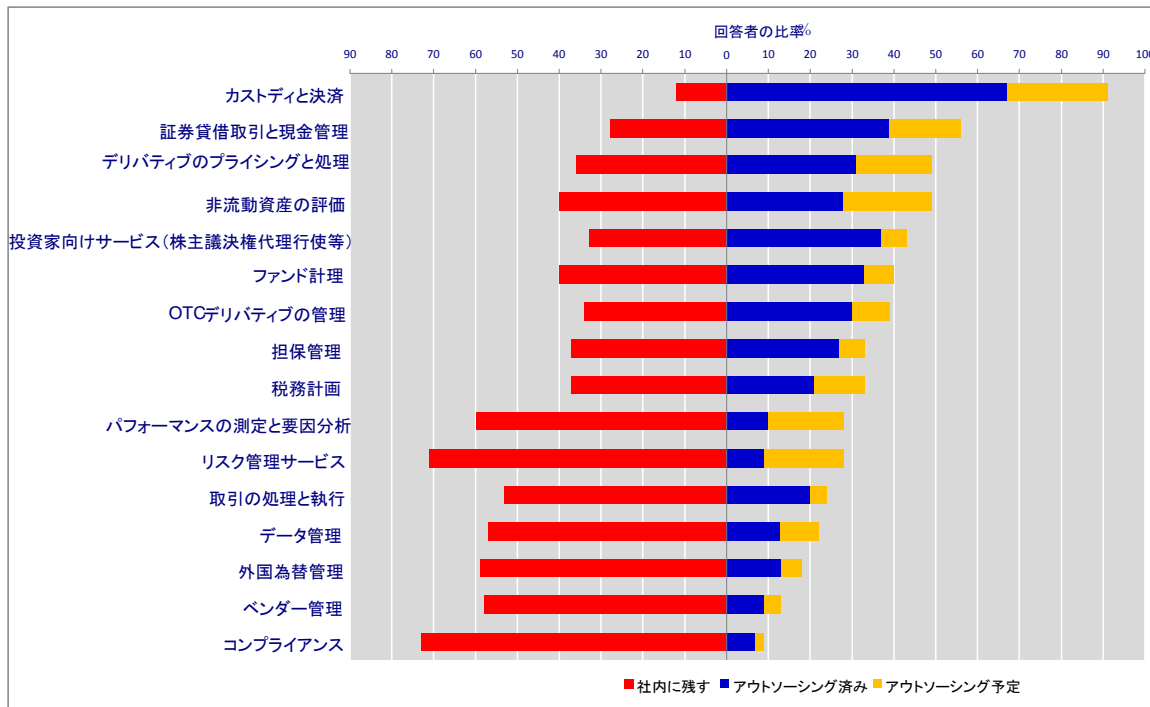
資産運用会社は長年にわたりデータウェアハウスへの投資を怠ったことから、リーマン・ブラザーズの破たん時には自社のポジションやリスク・

エクスポージャーが把握できなかったのは衝撃的な出来事でした。

また、上記分野だけでなく、その他すべてのミドル・オフィス・バック・オフィス業務で良好な水準を維持するためには巨額の費用を要することにも気づきました。

このギャップを埋めるため、管理代行業者は、作業速度が速く、複数商品への対応が可能な拡張性のある次世代プラットフォームを構築しつつあります。管理代行業者は戦略的パートナーとして台頭しつつあり、十分な数の顧客を活用してオペレーションに影響力を及ぼしています。

向こう3年間、バック・オフィス機能として最適な部門を選んで下さい。



出典: シティ/プリンシパル/CREATE 調査 2010 (Citi/Principal/CREATE Survey 2010)

インタビューからの引用:

「リーマンの破たんが正念場でした。資産運用会社は自分のポジションを暗中模索していました。」

「顧客は品質保証を具体的に示す優れたオペレーションのプラットフォームを整備した少数の資産運用会社を求めています。」

「UCITS によって当社の事業領域はアジアや中南米まで拡大しました。サービス業者が必要な流通経路を提供しています。」

90% の回答者が

カスタディ業務および決済業務をアウトソース済み、または予定。

また、管理代行業者は、顧客に UCITS ファンドを通じたアジア、欧州、中南米などの新規市場の開拓を可能にし、これによって範囲の経済性も実現しています。これは資産運用会社と販売会社との重要なデータや処理の接続をリアルタイムで提供することにより行われています。

中には、資産運用会社に遠隔地での販売提携先を紹介するサービスを開始した代行業者もあります。

50% の回答者が

非流動投資資産評価をアウトソース済み、または予定。

金融危機後におけるオペレーションの卓越性とは、新たな現実に対応して新規業務を行うと同時に、既存業務をさらに改善することを意味します。すなわち、資産運用が真の職人技として存続するには、金融危機によって生み出される投資機会を巧みに利用するためのスキルとインフラの専門的なオーバーレイが必要なのです。

28% の回答者が

リスク管理サービスをアウトソース済み、または予定。

UCITS ファンドを通じた新規市場の開拓における影響力は、マルチ・ブティック・モデルの経営における影響力に匹敵するほどと言われています。コスト削減を超えた、ビジネスパートナーの事業戦略に共生的な依存関係をもたらす新しい形態の提携が台頭しつつあります。

俯瞰すると…

「2002年に始まったアウトソーシングの第一波は、カスタディや決済など規模の経済性が見込める定型的なサービス業務に焦点を絞ることによって、コスト削減を目指すものでした。しかし、時間の経過に伴って、対象業務の理由付けや規模、範囲が徐々に拡大しました。

現在は、何よりも資産運用会社・顧客間の利益の整合性を向上・促進するオペレーションの卓越性を高める流れが来ています。整合性とは、もはや運用報酬や費用だけを意味するものではありません。具体的で測定可能な利益を目に見える形で資産運用会社と顧客に等しくもたらすような、明確な競争優位を市場において持つことです。最終顧客にとって、これは適正なリターン、低水準の手数料、質の高いサービスを提供することを意味します。資産運用会社にとっては、プラットフォームのシナジー効果や割安な労働力、費用の回避によってオペレーションコストを30~40%削減することを意味します。

これらのメリットを得るためには、社内で2種類の選別を行う必要があります。一つは、資産運用会社が改善する必要のある既存業務と、顧客の投資ニーズの変化に対応する必要のある新規業務の選別です。二つ目は、中核業務と非中核業務の選別です。代行業者は3つの分野で十分に対応しつつあります。

第一に、代行業者はカスタディや決済、名義書換代理、外国為替管理、ファンド計理等の従来型業務の品質と作業スピードを向上させています。

第二に、代行業者は税務計画、証券貸借取引、現金管理、取引処理・執行といった多数のミドル・オフィス機能への対応力を備えています。

第三に、新しいサービスが導入されつつあり、資産運用会社と代行業者がインバーティブなパートナーとして協力しています。デリバティブの組成・プライシング、非流動運用資産の評価、担保管理、リスク管理サービス、データ管理などがこれに該当します。

運用代理人-運用主体に関する問題はこれまで以上に重大な問題となっています。運用資産が15兆ドルを超える世界の年金プランの約80%は、積立水準が法定限度を下回っている一方、その年金コンサルタントや資産運用会社は30%を上回る利益を上げ続けています。

年金スポンサーはもはや一度に多額の費用を支払う能力がないか、または支払う意思がありません。年金スポンサーの契約リスクは、これまでになく高い水準になっています。

年金スポンサーは、運用とオペレーション両面の卓越性を強く重んじる企業文化を持つ運用会社に資金を預けているという満足感を求めています。顧客はもはや過去の実績値に基づいて判断してはいけません。

顧客が求めているのは、資産運用会社が最終顧客の利益の理解、保護、予測、向上のために最良の代行会社と組める環境であるならば、過去の実績値が再現可能であるという保証です。顧客が資産運用会社に対して行うデュー・ディリジェンスの厳格さにこれが表れています。オペレーションはチェックリストの上位に位置しており、代行業者の社名も同様です。」

(グローバル規模のインデックス運用会社)

インタビューからの引用:

「人々は金融商品とその提供者の生存可能性を懸念しています。オペレーションの卓越性は必要不可欠です。」

「アウトソーシングによってオペレーションのレバレッジ効果と品質保証が得られます。社内に変化を及ぼす社外ツールです。」

「資産運用会社は生来の職人技的特徴を失わずにいる必要がありますが、プロフェッショナルなオーバーレイも必要です。」

受託者責任のオーバーレイが勝敗を分ける

世界経済が回復するまでは運用資産のパイが拡大する見込みはなく、当面は激しい奪い合いが避けられないでしょう。

向こう3年間に顧客が資産運用会社の選択で重視する項目を質問したところ、際立った結果が得られました。回答者の82%が「一貫して良好なパフォーマンス」と答え、今回の調査で唯一、ほぼ全回答者の意見が一致したのです。

これに続いて上位となったのが、有能な人材の管理(62%)、優れた顧客サービスの提供(59%)、バリュー・フォー・マネーに基づく運用報酬体系(57%)、最新のインフラ(49%)の四要素でした。「相関性のない絶対リターン」は回答者の22%に過ぎなかったことは注目に値します。顧客は当然、

これを望みますが、高い代償が伴います。

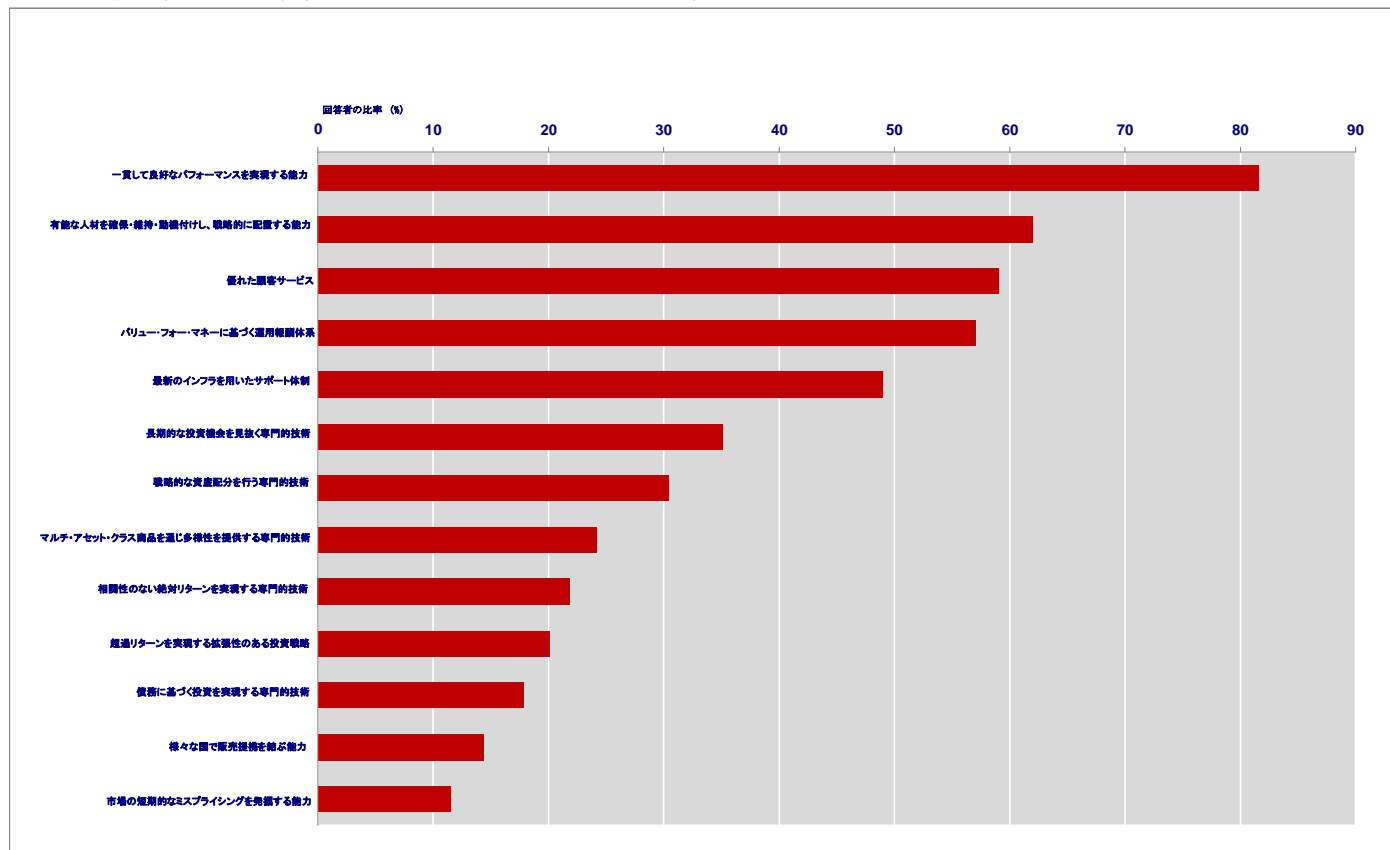
表面的にはこれらの数値に意外性はなく、前回の調査と変わりません。しかし、水面下では、世界経済が低インフレ期に入るまで続くような一定の変化が見られます。

第一に、顧客は大きな損失を経験した後、豊富な知識を持つようになり、要求水準も上がりました。2009年第4四半期に米国で見られたミューチュアル・ファンドからの大量の資金流出は、そのことを示す例です。大勢の人々が多額の賭け金を使った挙句、清算して出口へ向かったのです。同様に、機関投資家のポートフォリオの変化も「ニューノーマル」を示す警告を発しています。

第二に、顧客は新たな資金を委ねる前に、リターンが実現する真の期間、投資期間内と終了時の真のリスク、公にされている費用と隠された費用によるポートフォリオの真の複合的減損、商品の真の目的適合性、様々なビジネスモデルに関し新規資金を引き付ける真の拡張性を知ろうとしています。

また、監督当局は2000年代に無策であったことを批判されており、違法行為の根絶に取り組む姿勢を示したいと考えるはずです。オーストラリア、ブラジル、デンマーク、日本、オランダ、スウェーデン、英国、米国の各当局は、法規制の執行の厳格化や規制強化の準備段階として、現行の実務慣行に注目しています。

今後3年間、貴社の顧客が資産運用会社の選択で重視する項目は何ですか？



出典:シティ/プリンシパル/CREATE 調査報告 2010 (Citi/Principal /CREATE Survey 2010)

インタビューからの引用:

「金融の魔術師が詐欺師や愚か者として非難にさらされています。」

「顧客に伝えるのに一番良いのはどのシナリオがリターンを実現できないかだ。」

「金融危機は無駄にはならないものだ。顧客はそれを知っている。」

82% の回答者は

一貫したパフォーマンスが顧客の判断に影響すると考えている。

これらはいずれも、一つのシンプルな規範に集約されます。すなわち、顧客が資産運用会社に望むのは、顧客が愚かな誤りを犯すことを防ぎ、ファンドマネージャーが目的に適合しない商品を販売することを防ぐ受託者の資質の育成だということです。

顧客のニーズを知りそれを実現するために顧客に寄り添うことが、サービスの重要な要素なのです。

62% の回答者は

人材管理が重要だと考えている。

同様に、最新のインフラにとって重要な要素は顧客がビジネスの中心であることを確保するためのチェック・アンド・バランス機能が内在していることです。

機関投資家向けの分野では、顧客のセグメント化によってこの状況が生じており、各セグメントに対してニーズに基づいた異なるサービスが提案されています。

57% の回答者は

サービスの品質が重要だと考えている。

しかし、個人投資家分野ではこれが進んでおらず、特に欧州と日本では、強力な中抜き現象によって最終顧客と資産運用会社の間に深い溝が生じているために、この進展が遅れています。

俯瞰すると…

「当社は12年ほど前に世界規模の保険会社を買収され、保険会社傘下の資産運用会社と合併しました。その資産運用会社は役員ばかり多く、冴えないイメージがあり、内部のキャプティブの大口顧客と少数の外部の大口顧客に依存していました。これらの顧客の運用方針はいずれも保守的だったため、多数の有能な人材が集まるはずありませんでした。しかし、当社は現在、高い絶対リターンを上げる運用会社として世界でトップクラスに位置しています。自社に対してどのような改革を行ったと思いますか？」

私達は、所有モデルが何であろうと問題ではなく、小さなステップの積み重ねが最終的に大きな一歩となる好循環、すなわち成功が成功を生む好循環を通じ、受託者の資質を育成することこそが重要であると考えるところから始めました。

それには手持ちの商品を顧客に販売する古いセールス文化を捨てる必要があり、代わりに顧客に必要な商品を販売する運用文化に替えました。

運用面では、解約率が高く、運用報酬が高いがリターンは低い商品のホールセールを一掃する必要がありました。また、「市場の波に乗る」という当社のイメージをなくし、ショートとレバレッジを避けた強い説得力のある運用に基づき絶対リターンを追求する商品に取り組む必要がありました。企業文化を修正すれば数字は後から付いてくると考えたのです。

社内の運用担当者には、リスクとその動的な性質、リスクの源の多様性、リスクを軽減するためのツールを理解するよう奨励しました。また、「失敗を糧に前進」の原則を取り入れ、運用担当者が無防備感や弱さを感じないように資源と信頼を与えました。ミスも犯してもそ

こから学んだことを共有し、前進するための基礎として活用する限り、あらかじめ定めた範囲内でのミスは容認しています。このようにして、アイデアから新しいアイデアが生まれることを確保しているのです。

当社の運用担当者は、ディファード・ファントム・エクイティ(deferred phantom equity)を通じて自分達が生み出す価値に経済的利害関係を持つことによって、インセンティブが与えられています。しかし、運用担当者が成功する本当の要因は、職場に対して抱く強い所属意識と仕事に対する情熱です。金銭的な報酬よりも精神的な報酬の方が重いのです。

当然、平均勤続年数はリサーチアナリストが10年、ポートフォリオ・マネージャーが13年と長期です。ほとんど誰も辞めないのです。顧客も長い付き合いです。2008年の金融危機の最中でも当社の正味解約率は5%未満でした。2009年の新規資金の正味流入率は22%を超えました。

2003年から2009年にかけて、当社の絶対リターンは業界トップとなり、競合他社はこの要因を当社のマルチ・ブティック・モデルにあると考えました。しかし、実際のところ、そんなものは存在しません。当社の企業文化によって、スタッフたちは知らず知らずのうちに会社のビジネスは自分自身のビジネスと感じ、軽薄な動きをしないようダブルチェックしているのです。そして、この進化はコツコツとした努力の積み重ねの結果であり、大胆な修正によるものではありません。この工程を後戻りさせることはできません。」

(欧州の資産運用会社)

インタビューからの引用:

「投資とは非常に微妙なものなので、運用担当者は市場だけでなく顧客の心拍まで感じ取る必要があります。」

「イノベーションとはより良い商品を意味するものでなくてはならず、他の何物でもない。」

「当社は毎年、顧客とそのコンサルタントのDNA鑑定を行い、彼らが何を考えているかを知るようにしています。」

CREATE リサーチ (CREATE-Research) によるその他の刊行物

以下のレポートおよびグローバル投資における新たなトレンドをテーマとした多数の論説、論文は、

www.create-research.co.uk にて無料でご覧いただけます。

- ◆ *投資の未来: 次の動きは? (Future of Investments: the next move?) (2009 年)*
- ◆ *確定給付年金 (DB)・確定拠出年金 (DC) プラン: 実行力を強化する (DB & DC plans: Strengthening their delivery) (2008 年)*
- ◆ *グローバルな資金分配: 新たなフロンティアを結ぶ架け橋 (Global fund distribution: Bridging new frontiers) (2008 年)*
- ◆ *資金のグローバリゼーション: その課題とチャンス (Globalisation of Funds: Challenges and Opportunities) (2007 年)*
- ◆ *オルタナティブ・ファンドとロング・オンリー型ファンドの収斂と乖離 (Convergence and divergence between alternatives and long only funds) (2007 年)*
- ◆ *ビジネス・ガバナンスの強化に向けて (Towards enhanced business governance) (2006 年)*
- ◆ *明日の顧客のための、明日の金融商品 (Tomorrow's products for tomorrow's clients) (2006 年)*
- ◆ *コンプライアンスで発展を: 規制に対するリスクベースのアプローチ (Comply and prosper: A risk-based approach to regulation) (2006 年)*
- ◆ *ヘッジ・ファンド: グローバル投資を一変させる触媒 (Hedge funds: a catalyst reshaping global investment) (2005 年)*
- ◆ *パフォーマンス水準を引き上げる (Raising the performance bar) (2004 年)*
- ◆ *革新的変化、進化的対応 (Revolutionary shifts, evolutionary responses) (2003 年)*
- ◆ *収益改善に向けて創造力を利用する (Harnessing creativity to improve the bottom line) (2001 年)*
- ◆ *明日の組織: 新たな発想、新たなスキル (Tomorrow's organisation: new mindsets, new skills) (2001 年)*
- ◆ *ファンド・マネージメント: 新時代のための新技術 (Fund management: new skills for a new age) (2000 年)*
- ◆ *知識の創造と交流における優れた実践事例 (Good practices in knowledge creation and exchange) (1999 年)*
- ◆ *スキル競争 (Competing through skills) (1999 年)*
- ◆ *統率力 (Leading People) (1999 年)*

問い合わせ先:

アミン・ラジャン教授

amin.rajan@create-research.co.uk

電話: +44 (0) 1892 52 67 57

携帯電話: +44 (0) 7703 44 47 70



プリンシパル・グローバル・インベスターズは多角的な資産運用会社で、プリンシパル・ファイナンシャル・グループ (Principal Financial Group®) のメンバーです。退職年金基金やその他の機関投資家を中心に、1,891 億米ドルに上る資産を運用しています。プリンシパル・グローバル・インベスターズは株式、債券、不動産投資と幅広い分野において包括的な運用能力を誇るだけでなく、専門分野のオーバーレイ業務やアドバイザーサービスなども提供しています。

プリンシパル・グローバル・インベスターズはお客様のために、優れた運用実績を達成し、卓越した顧客サービスを提供します。世界各地のオフィスでは、投資のプロフェッショナル 447 人を含む 1,216 人の優秀な人材からなるチームが、協力的な環境の中で働いています。グローバルな事業展開による優れた情報収集力が、リサーチや投資ポートフォリオ管理における強みとなっています。同時に地域にも密着し、お客様の具体的な運用目的や投資目標に合わせたサービスも提供しています。



クリエイト・リサーチは、グローバルな資産運用における戦略変化や新たなビジネスモデルを専門とする独立シンクタンクで、著名な金融機関やグローバル企業が託す重要研究課題に取り組んでいます。クリエイト・リサーチは、欧米諸国の信頼できる組織で決定権を持つ幹部の人々と密接な協力関係を築いており、その研究は話題性の高いレポートやメディアからの注目が集まるイベントを通じて広く認知されています。より詳しい情報については、www.create-research.co.uk をご覧ください。s