

# 調査研究 「資産運用会社のビジネスモデル に関する調査研究」

最終報告

2018/3/30

# 報告要旨 (1/4)

## I

### 本調査研究の 目的

1. 超長期安定成長が絶対条件の中、伝統四資産・パッシブ運用を基本としつつ、人口構成の垂直化を背景とする年金財政の厳しさを考慮すると、従来型アロケーションのみの投資戦略では限界。リスクを抑制しつつ、優良ファンドを組み入れるべく、幅広く運用会社の知見を活用することが求められる
2. 上記の課題認識に基づき、特に下記に着目し調査研究を行うもの
  1. 資産運用会社の企業特性理解に基づく、目利き力の強化
  2. 運用会社との互惠関係構築への示唆の獲得

# 報告要旨 (2/4)

## Ⅱ

### 資産運用会社を 取り巻く 環境の変化

総情報社会化と金融インフラ高度化により、従来型の情報の非対称性に依拠した投資収益は獲得困難に。また、投資対象のニーズも、資金フローの変化により変わりつつある。結果、運用会社も、固定的ビジネスモデルの中で規模による運用効率を追求する発想から、極端な規模を一気に取り切るか、投資対象・戦略を継続的に変化させる、或いはプラットフォームとして投資先の価値向上に直接貢献するといった戦い方が求められている。

1. 従来のビジネスモデルは、投資家と投資先との間の情報の非対称性と、規模の相対的な大きさが投資収益に寄与する、4つのモデルを中心に形成されている。
  - ① スケール追求型
  - ② ファンドマネージ型
  - ③ 企業価値最大化型
  - ④ アセット特化型
2. 一方で、デジタル化の流れを受けて、大きく3つの変化によりこれらのビジネスモデルの価値は低下
  - ・ 情報社会化により投資家-運用会社間の非対称性が縮小し、投資家の負担コストに見合った運用成績がよりシビアに要求される
  - ・ 情報社会化・市場インフラ発展による投資家間の情報格差縮小により、鞘抜き型の収益機会は縮小
  - ・ 資金余剰と、デジタル社会化による事業サイクル短期化により、投資対象のニーズは資金供給に留まらず、価値向上への直接貢献が期待され、運用会社の選別が激化
3. 結果として、従来型ビジネスモデルの中で運用会社の峻別が進みつつある
  - ① スケール追求型 : 管理資産規模でグローバルトップティアで無いと競争優位性が構築できない
  - ② ファンドマネージ型 : 低流動性資産への継続的シフトなど、投資先・手法の継続的な変化
  - ③ 企業価値最大化型 : 投資先の本来価値向上力とソーシング力による選別にさらされる
  - ④ アセット特化型 : 同

# 報告要旨 (3/4)

## Ⅲ

中長期に  
持続可能な  
ビジネスモデル

### 資本市場に対し価値提供可能な運用会社が持続的に存続しうる

1. 環境変化の中で運用能力の持続的調達手段の確保が当面の成長を担保する上での至上命題となる
  - ①スケール追求型は、更なる規模追求がコスト効率化につながり価格競争力を強化
  - ②ファンドマネージ型、③企業価値最大化型、④アセット特化型は大きく以下の戦略が選択肢
    - M&A等による運用能力の外部調達やテクノロジー活用により競争力を維持する「プラットフォーム型」への移行
    - 投資先企業・アセットの価値向上力の先鋭化によるブティック化
    - 本業で有する資産価値向上力を運用事業に転用（デベロッパー、商社等）
2. 長期的には、資本市場に対して付加価値を与えられる運用会社のみが生き残る
  - 伝統的アセットにおいては大規模な保有資産に根差した流動性供給・デュレーション変換や、資産価値創出力を有する運用会社に収斂
  - さらに、デジタルアセットや、遊休資産といった新種アセットの市場形成・価値創出も運用会社の新たな価値として成立し得る

# 報告要旨 (4/4)

## IV

### GPIFとしての 取り組みの考え方

**GPIFとしては、長期運用者としてインベストメントチェーンの構築によりリスクマネーを好循環させ、経済成長を下支えすることが、長期目線でのリターン獲得と年金原資の確保の観点で重要となる**

1. 短期に取り組むべきこととして、委託先選定において、外部環境・競争環境の変化に対するビジネスモデルとしての持続性の観点で評価する必要あり
2. 中長期的に取り組むべきこととして、将来の変化を見据え、資本市場における運用会社の価値の最大化を促す取り組みが求められる
  - ① 良質な企業・アセットへのリスクマネー循環の促進
    - ・ ESG投資の促進：インデックス整備、アセットのアロケーション 等
    - ・ パッシブマネージャのエンゲージメント積極化：エンゲージメントの仕組み化、運用会社評価基準整備 等
    - ・ ニッチ・新種アセットへのリスクマネー循環：多様なアセットへのアロケーション・市場整備促進 等
  - ② 良質な運用会社の育成
    - ・ 長期成長投資型運用会社の育成：デュレーション別のアロケーション導入 等
    - ・ アセットオーナーの運用会社評価力の向上：評価基準共有化、マネージャエントリー制の共通PF化 等
    - ・ 環境変化に則したビジネスモデルの浸透促進：海外運用会社の参入ハードル低減 等

# アジェンダ

## I. 本調査研究の目的

## II. 資産運用会社を取り巻く環境の変化

1. 現状のビジネスモデル
2. 環境変化
3. ビジネスモデル進化の要諦

## III. 中長期に持続可能なビジネスモデル

1. 当面の持続性のあるビジネスモデル
2. 長期的な社会価値の転換

## IV. GPIFとしての取り組みの考え方

# 本調査研究業務の目的

資産運用業との健全なる牽制・互恵関係の構築に向け、基礎的知見を積むことが目的

## 本調査研究の目的

## 特に深掘りすべき事項

### 運用会社の構造転換機運

- ・ グローバル規模でのFD\*強化やファンドパフォーマンスに対する透明性確保の動きにより、委託報酬率に長期的な下方圧力
- ・ 国内では実質的な製販一体型のビジネスモデルからの脱却も本格化
- ・ 運用会社は、規模追求か商品競争力による二極化の方向
- ・ 併せて、日本再興戦略等でも後押しされるリスクマネー供給者として、多様な商品展開を通じた直接金融活性化への期待が増大

### 本件業務の目的

- ・ 多様な運用会社の活用に際しては、ファンド固有のリスク・リターンを受容・獲得する一方で、運用会社固有リスクは回避が至上命題
- ・ 各社の提供ファンドの投資戦略・期待パフォーマンスの特性とともに、運用会社の企業特性・リスクについて見識を持つ必要あり
- ・ 具体的には、3つの項目で運用会社の指向性・ガバナンスがもたらす潜在的な影響を明らかにする
  - (1) 事業戦略
  - (2) 収益・コスト構造
  - (3) インセンティブモデル

### 貴法人の背景

- ・ 超長期安定成長が絶対条件の中、伝統四資産・パッシブ運用が基本
- ・ 人口構成の垂直化を背景とする年金財政の厳しさを考慮すると、従来型アロケーションのみの投資戦略では限界
- ・ リスクを抑制しつつ、優良ファンドを組み入れるべく、幅広く運用会社の知見を活用することが求められる

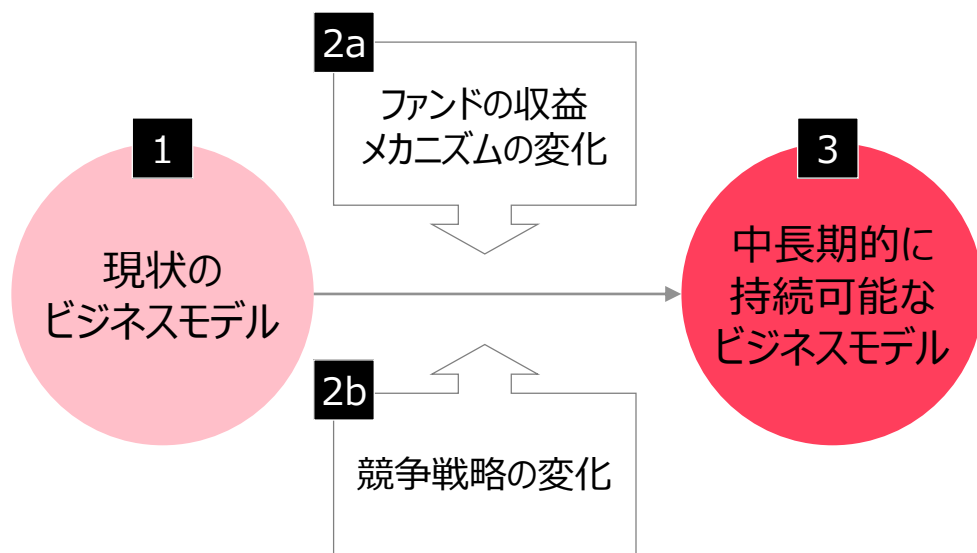
1. 資産運用会社の企業特性理解に基づく、目利き力の強化
2. 運用会社との互恵関係構築への示唆の獲得

\*FD: Fiduciary Duty (顧客の信用に基づき資金を預託される受託者に課せられた、顧客の利益を最も重視する責任)

# 調査アプローチ：考え方

資産運用業界は、デジタル社会化の進展や分析技術の深化、キャッシュフローの変化により、世界規模で構造転換期を迎えている。これを踏まえ、外部環境変化による影響と、3つの構成要素から見たビジネスモデル特性に着眼点を置くことで、より長期的な動向を洞察する。

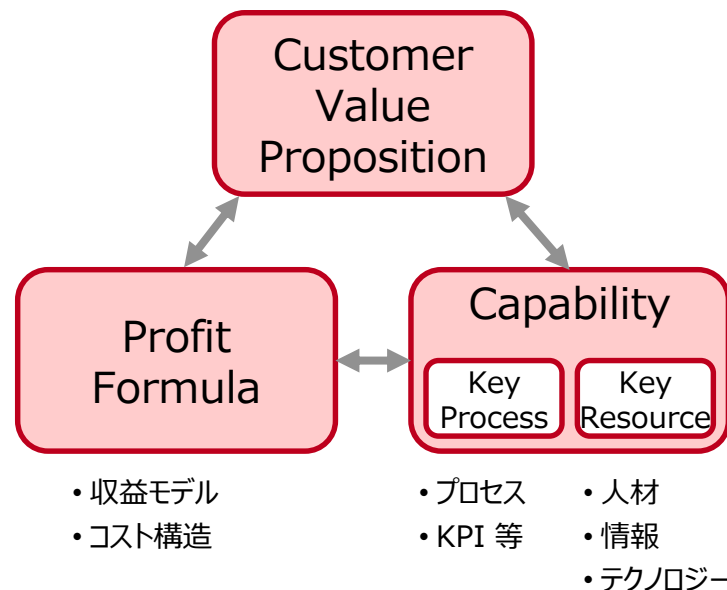
## 調査アプローチ



- デジタル社会化(総情報化社会化)やキャッシュフローの構造変化がもたらす影響を2つの側面から調査
  - ファンドの収益モデルへの影響
  - 競争環境への影響
- これらの変化が促す“中長期的に持続可能なビジネスモデル”への転換の方向性を洞察する

## ビジネスモデルの構成要素\*

“The Four Box Business Model”  
(Johnson定義のフレームワーク)



ビジネスモデル分析に際してはCustomer Value Proposition, Profit Formula, Capabilityの3つの要素に分解することで中長期的な洞察を志向する



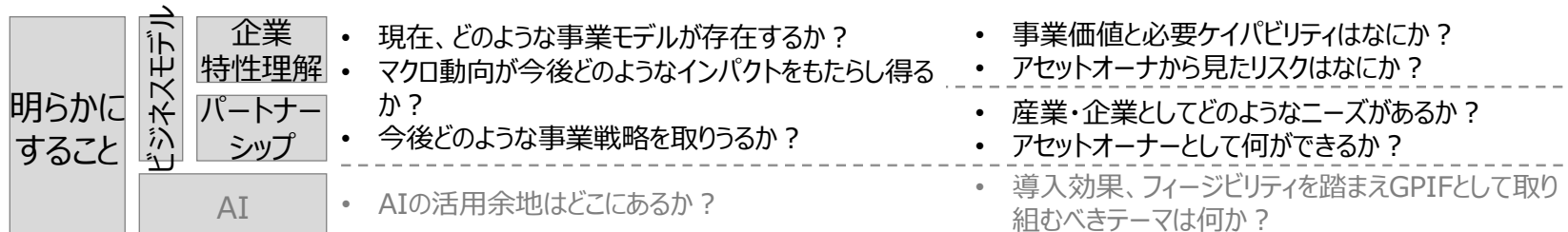
# 調査アプローチ：進め方

まずは環境変化を踏まえた全体像を洞察し、その後に各業態別の詳細を調査・分析

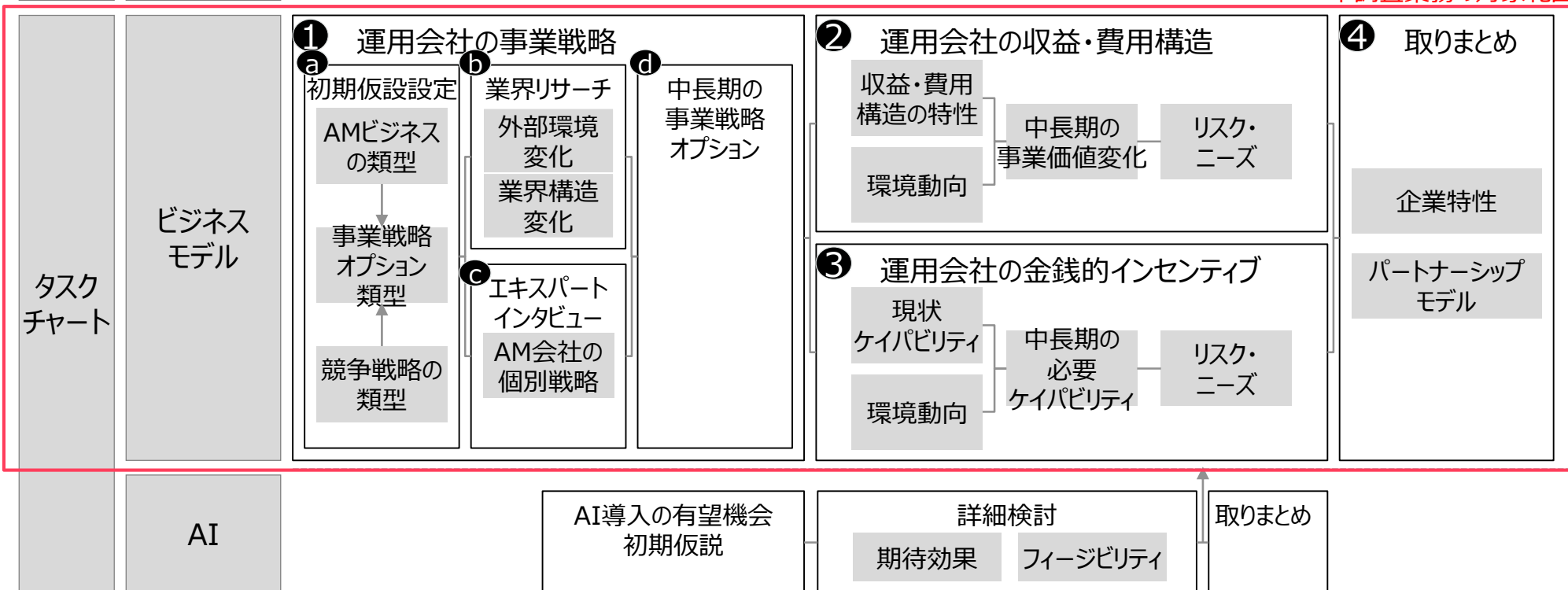
全体像可視化・初期論点整理

詳細調査・検討

とりまとめ



本調査業務の対象範囲



# アジェンダ

## I. 本調査研究の目的

## II. 資産運用会社を取り巻く環境の変化

1. 現状のビジネスモデル
2. 環境変化
3. ビジネスモデル進化の要諦

## III. 中長期に持続可能なビジネスモデル

1. 当面の持続性のあるビジネスモデル
2. 長期的な社会価値の転換

## IV. GPIFとしての取り組みの考え方

# 1. 現状のビジネスモデル

## ビジネスモデルの類型 | 概要

資産運用会社の現状のビジネスモデルは、ファンドのリターン獲得方法と、競争優位の獲得手段の二要素により定義される。この二つの観点での違いに着目すると、大きくは5つに類型化される。

|               | 市場運用型                                                                                                                          |           |           | アセット取扱型                                                                                                             |          |           | 本業派生型                                                                                                             |          |           |                                                                                                               |                                                                                             |           |
|---------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|-----------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------|-----------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------|-----------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
|               | スケール追及型                                                                                                                        | ファンドマネージ型 |           | 企業価値最大化型                                                                                                            | アセット特化型  |           |                                                                                                                   |          |           |                                                                                                               |                                                                                             |           |
| ファンドのリターン獲得方法 | 市場<br>成長                                                                                                                       | 価格<br>形成  | 原資産<br>価値 | 市場<br>成長                                                                                                            | 価格<br>形成 | 原資産<br>価値 | 市場<br>成長                                                                                                          | 価格<br>形成 | 原資産<br>価値 | 市場<br>成長                                                                                                      | 価格<br>形成                                                                                    | 原資産<br>価値 |
|               | <ul style="list-style-type: none"><li>• 手数の少ないリターン源泉に力点</li><li>• 低運用コストを、良好なパフォーマンスへ還元</li><li>• 流動性を担保に貸株等の追加利潤も追求</li></ul> |           |           | <ul style="list-style-type: none"><li>• 市場の読み解きによる追加利潤追求に力点</li><li>• アナリスト・ファンドマネジャー等の運用従事者能力をパフォーマンスに直結</li></ul> |          |           | <ul style="list-style-type: none"><li>• 企業価値を最大化することに力点</li><li>• 金融イベント時の莫大なゲインによる、トランザクション型パフォーマンスの追及</li></ul> |          |           | <ul style="list-style-type: none"><li>• 特定資産の稼働率向上に強み</li><li>• 対象アセットのキャッシュフロー最大化によるフロー型パフォーマンスの追及</li></ul> |                                                                                             |           |
| 競争優位の獲得手段     | <ul style="list-style-type: none"><li>• 規模の経済性による価格リーダーシップ</li><li>• ルール・自動化による運用の属人性排除</li></ul>                              |           |           | <ul style="list-style-type: none"><li>• 運用従事者の力量</li><li>• 有力な運用従事者を維持するための成果ベースのインセンティブ</li></ul>                  |          |           | <ul style="list-style-type: none"><li>• 潜在価値の目利き</li><li>• 価値最大化のためのハンズオン支援力</li><li>• 成果連動比率の高いインセンティブ</li></ul> |          |           | <ul style="list-style-type: none"><li>• アセット維持・管理力</li><li>• 商流掌握力</li></ul>                                  | (左記四種に加えて、本来の事業運営とのシナジーによるパフォーマンスを追求)                                                       |           |
| 主な商品          | <ul style="list-style-type: none"><li>• パッシブ</li><li>• スマートベータ</li></ul>                                                       |           |           | <ul style="list-style-type: none"><li>• アクティブ</li><li>• ヘッジファンド</li><li>• オルタナティブ（金融商品）</li></ul>                   |          |           | <ul style="list-style-type: none"><li>• VC</li><li>• バイアウト</li><li>• ターンアラウンド・ディストレス</li></ul>                    |          |           | <ul style="list-style-type: none"><li>• 不動産</li><li>• インフラ</li></ul>                                          | <ul style="list-style-type: none"><li>• 保険会社資産運用</li><li>• 不動産会社</li><li>• インフラ会社</li></ul> |           |
|               |                                                                                                                                |           |           |                                                                                                                     |          |           |                                                                                                                   |          |           |                                                                                                               |                                                                                             |           |

# 1. 現状のビジネスモデル

## ファンドのリターン獲得方法 | 市場運用型

市場運用型は、市場成長の余地や、価格の歪みを探知することによる収益機会特定と、それを執行してリターンを顕在化させるポジションテイク力やオペレーションが重要

### ファンドのリターン獲得方法

### リターン源泉

### 求められるケイパビリティ

|                                    |                        |                                                    | 収益機会特定 |      |       | リターンの獲得                     |                           |
|------------------------------------|------------------------|----------------------------------------------------|--------|------|-------|-----------------------------|---------------------------|
| A<br>スケール<br>追求型                   | 1 市場平均追従型              | 市場ポートフォリオを再現、ベンチマーク連動させることで市場ベータを獲得                | 市場成長   | 価格形成 | 原資産価値 | -                           | 低コスト運用を可能にする効率的なオペレーション   |
|                                    | 2 ルールベース・ $\alpha$ 獲得型 | リスク・リターン特性の普遍的説明変数を加味しルールベースで市場アルファを獲得             | 市場成長   | 価格形成 | 原資産価値 | リスク・リターン特性の普遍的説明変数の研究・開発力   | 低コスト運用を可能にする効率的なオペレーション   |
| B<br>相対収益<br>絶対収益<br>ファンドマネー<br>ジ型 | 1 特定セクター投資型            | マクロ経済動向把握に基づき成長地域・セクターへ資産アロケーションし、リターンを獲得          | 市場成長   | 価格形成 | 原資産価値 | 経済、金利、為替などマクロ環境の分析力         | -                         |
|                                    | 2 特定銘柄投資型              | 個別企業の本来価値や成長性評価に基づき個別銘柄単位で投資判断を行い、リターンを獲得          | 市場成長   | 価格形成 | 原資産価値 | 個別企業の本来価値や業界動向も踏まえた成長余地の分析力 | -                         |
|                                    | 3 絶対収益追求型 (マクロ)        | マネーフローやセンチメント等、マクロ経済動向に基づき市場の方向性を予測しリターンを獲得        | 市場成長   | 価格形成 | 原資産価値 | マクロ経済環境の構造的変化の分析力           | ポジション管理力                  |
|                                    | 4 絶対収益追求型 (銘柄)         | 割安・割高な個別銘柄を特定、ロング・ショート両建てによりリターンを獲得                | 市場成長   | 価格形成 | 原資産価値 | 個別企業の本来価値や業界動向も踏まえた成長余地の分析力 | ポジション管理力                  |
|                                    | 5 個別銘柄スプレッド獲得型         | マーケットにおける値動きが相反する個別銘柄を特定、ロング・ショート両建てによりリターンを獲得     | 市場成長   | 価格形成 | 原資産価値 | 個別銘柄間の相関関係の分析力              | ポジション管理力                  |
|                                    | 6 リスクアービトラージ型          | M&A等の特定イベント成立を見越しイベント発生前後の価格差をリターンとして獲得            | 市場成長   | 価格形成 | 原資産価値 | 価格ギャップの早期探知、イベントの成立可能性見極め能力 | ポジション管理力                  |
|                                    | 7 ノーリスクアービトラージ型        | 同一価格に時間と共に収斂する銘柄の一時的価格ギャップに対し、ロング・ショート両建てによりリターン獲得 | 市場成長   | 価格形成 | 原資産価値 | 価格ギャップの早期探知                 | ポジション管理力、高速・効率的な執行オペレーション |

# 1. 現状のビジネスモデル

## ファンドのリターン獲得方法| アセット取扱い型

アセット取扱型は、投資対象企業や資産の潜在的価値の評価・ソーシングと、価値顕在化の力が重要

### ファンドのリターン獲得方法

### リターン源泉

### 求められるケイパビリティ

C

企業価値最大化型

資金ニーズ

経営ニーズ

再生・清算

1 財務評価型

資金調達ニーズに応じて株・社債・メザニン等で資金を供給、利回りや企業価値の上昇によりリターンを獲得

2 将来価値評価型

アーリーステージ企業の潜在価値を発掘、リスクマネー供給により企業成長を促しリターン獲得

3 助言/牽制型

エクイティ獲得により経営にコミット、助言・牽制等を行い、企業価値を向上させリターン獲得

4 機能提供型

資金に加え経営ノウハウ・業務プロセス・販路等の機能を提供、企業価値を向上させリターン獲得

5 スケールメリット提供型

業種・地域展開が共通する企業に投資、バリューチェーンや調達等を束ねることでスケールメリットを獲得、企業価値向上を実現

6 経営再建型

市場評価が低下した企業の回復を支援し、企業価値を高めリターン獲得

7 事業清算型

経営不振や産業構造再編成に直面している企業を清算することでリターン獲得

D

リアルアセット特化型

1 資金ニーズ型

アセット創出・運営の資金ニーズを充足し、インカム・キャピタルゲインによりリターン獲得

2 経営ニーズ型

アセットの運営におけるスキーム構築、運営の実務等の経営ニーズを充足し、インカム・キャピタルゲインによりリターン獲得

市場成長 価格形成 原資産価値

市場成長 価格形成 原資産価値

市場成長 価格形成 原資産価値

市場成長 価格形成 原資産価値

市場成長 価格形成 原資産価値

市場成長 価格形成 原資産価値

市場成長 価格形成 原資産価値

市場成長 価格形成 原資産価値

市場成長 価格形成 原資産価値

### 収益機会特定

### リターンの獲得

個別企業の本来価値や業界動向も踏まえた成長余地の分析力

アーリーステージの個別企業の成長余地の分析力

個別企業の本来価値や業界動向も踏まえた成長余地の分析力

個別企業の本来価値や業界動向も踏まえた成長余地の分析力

個別企業の本来価値や業界動向も踏まえた成長余地の分析力

個別企業の本来価値や業界動向も踏まえた成長余地の分析力

企業・事業の残存価値評価力

特定の専門性やネットワーク力に基づくソーシング、交渉能力

特定の専門性やネットワーク力に基づくソーシング、交渉能力

-

-

経営に対する助言・牽制の提供、発信力・影響力

特定の業務機能提供（商流、財務管理、事業展開ノウハウ等）

複数投資先間での調達一本化等によるスケールメリット

事業再編能力  
売却における出口の確保能力

売却における出口の確保能力

売却における出口の確保能力

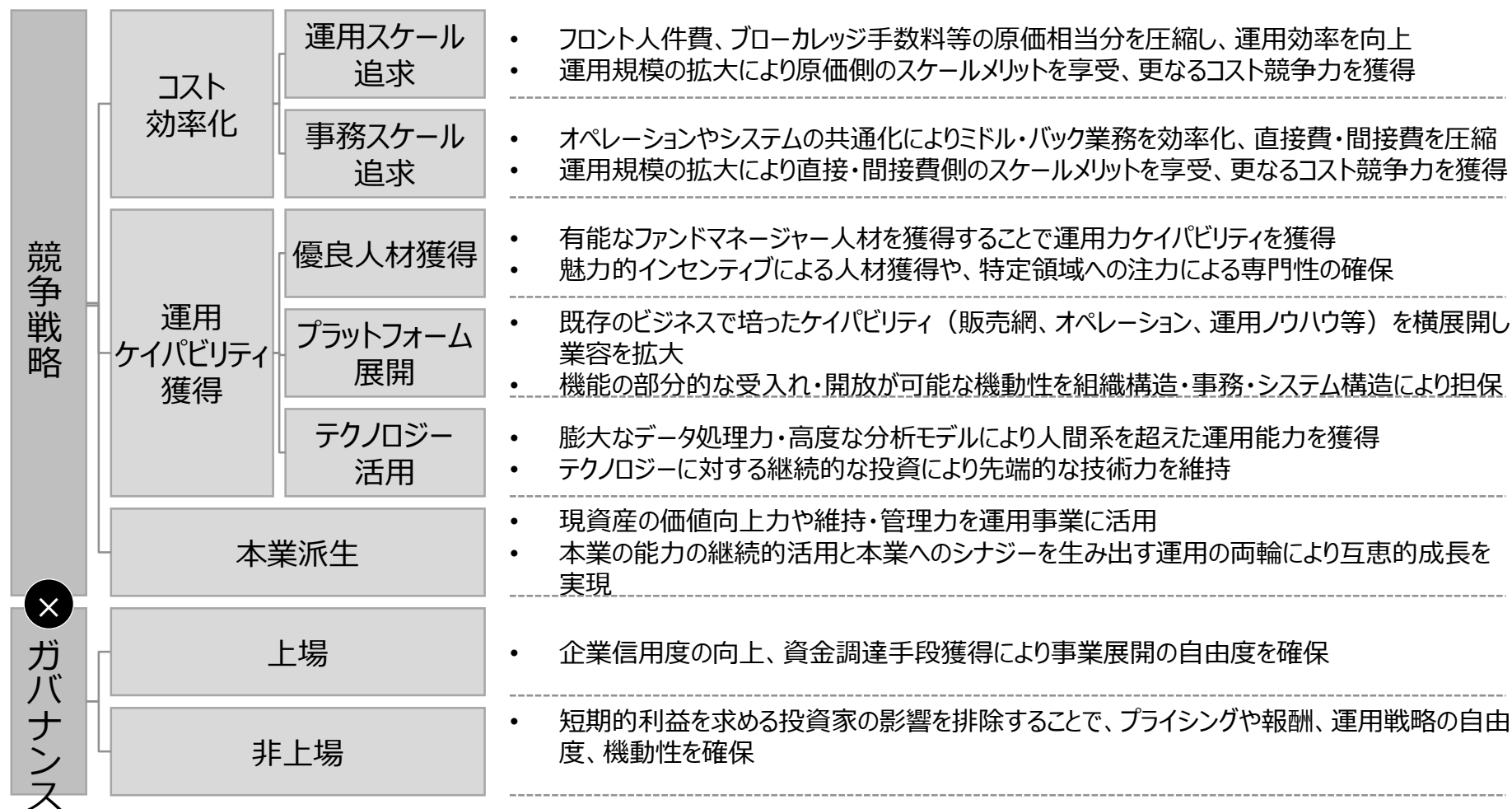
アセットの維持管理、マネタイズ能力  
売却における出口の確保能力

# 1. 現状のビジネスモデル

## 競争優位の獲得手段

「競争優位の獲得手段」については、競争戦略としての6つの選択肢と、ガバナンス観点での2つの選択肢の組み合わせで競争優位の獲得手段が分かれる。

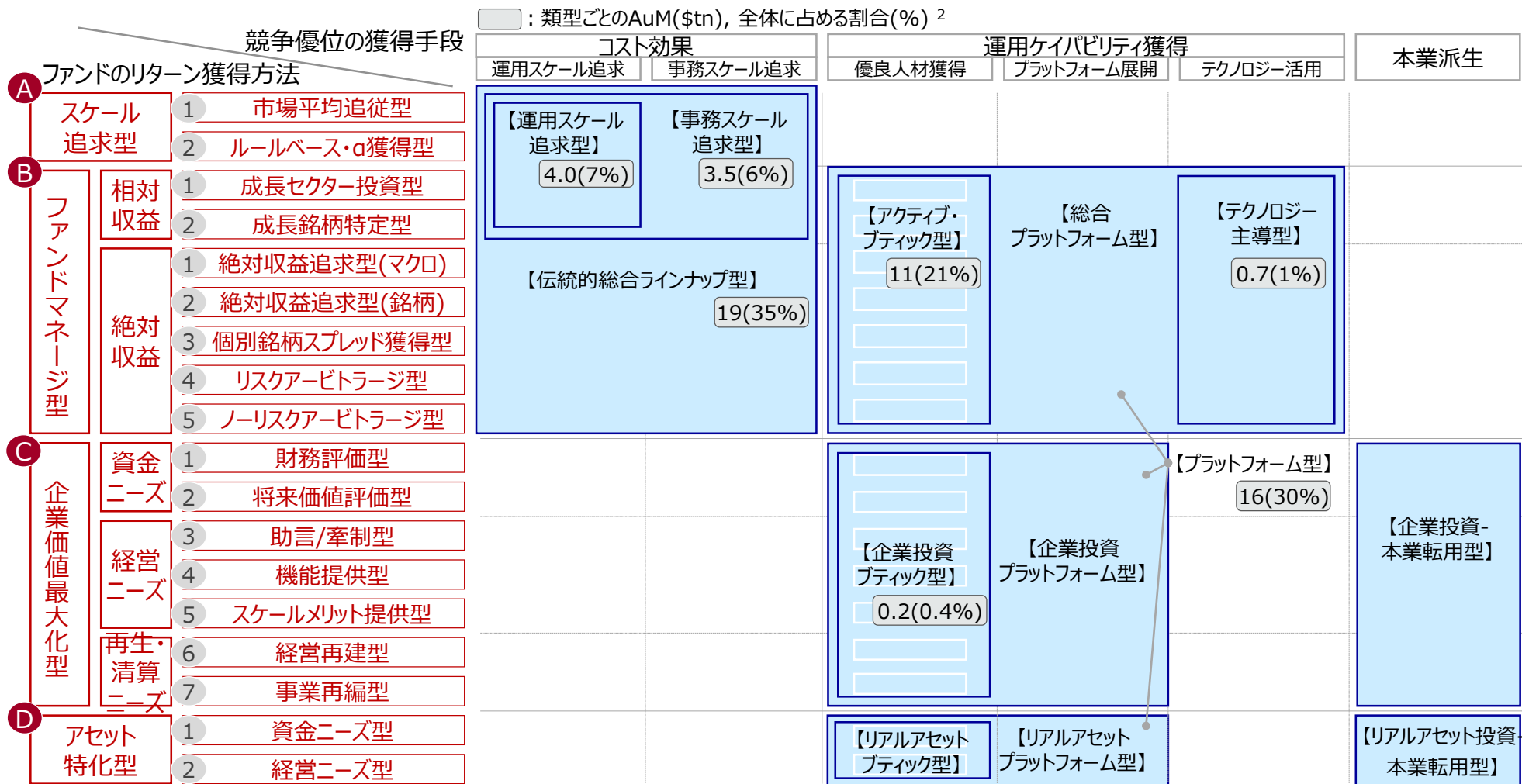
### 競争優位の獲得手段



# 1. 現状のビジネスモデル

## ビジネスモデルの類型 | 詳細

以上に見たファンドのリターン獲得方法と競争優位の獲得手段を踏まえ、その組み合わせにより、12のビジネスモデルとして捉えることができる。



1 各類型のAuMは「Top 400 asset managers(2017)」記載企業のうち、上位各社のAuMの合計が総AuM \$68tnの約80%となる範囲を対象とし、各類型に該当する企業のAuMを合算。全体に占める割合は各類型AuMを\$55tn(\$68tnの約80%)で除して算出。端数処理の関係により合計が100%にならない。

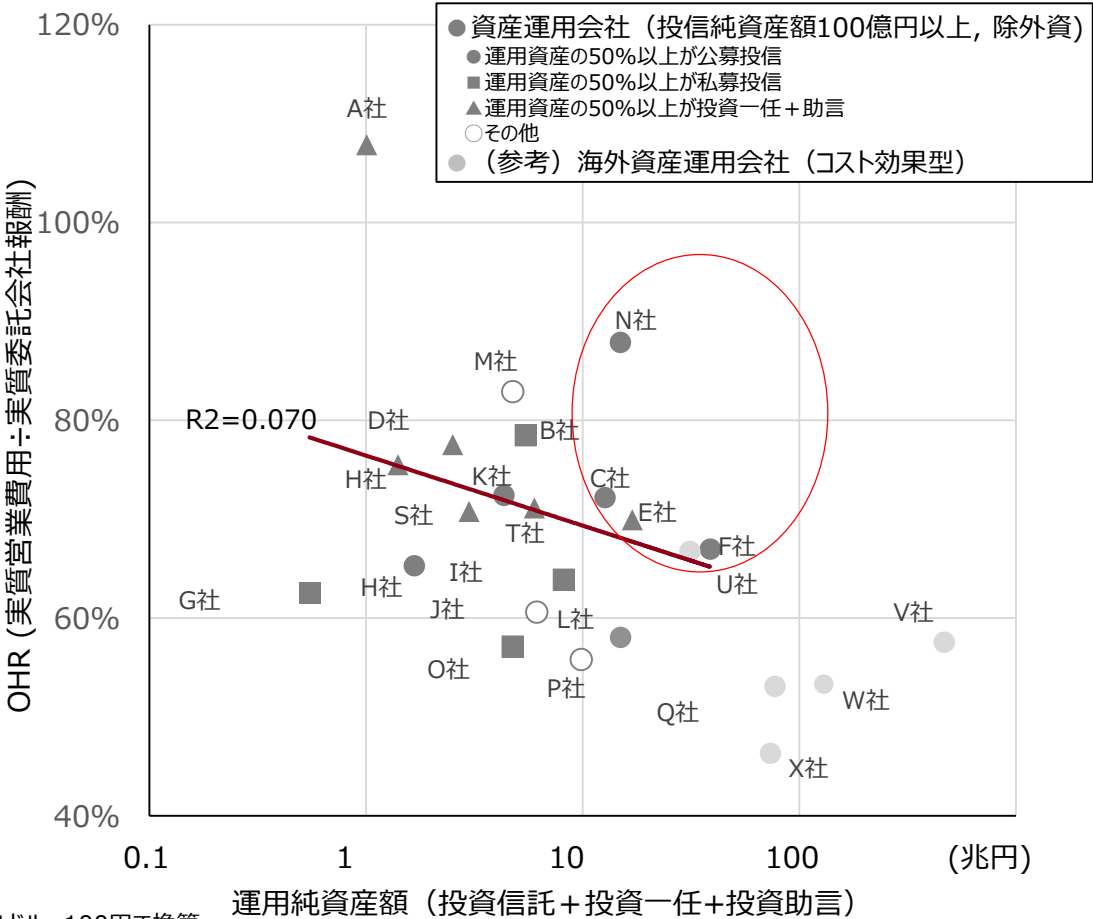


# 1. 現状のビジネスモデル

## 【補足】本邦運用業界の特性

総合ラインナップ型の本邦大手運用会社は、規模の経済性を十分に享受できておらず、信託報酬率の低下に耐える事業構造への転換が求められている。

本邦資産運用会社の業務効率



注：1ドル=100円で換算

出所：投資信託協会, 投資顧問協会, (国内)各社「正会員の財務状況等に関する届出書」, (米・英)各社 公開情報, ICI

- 本邦においては、投資信託は販売会社主導の構図が長く続いてきたことから、販売手数料重視の「回転売買」によりファンドの乱立を招いてきた

【参考】日・米・英3国の公募投信比較 (2016年末)

| 国  | 販売本数  | 運用残高 (兆円) | 一本あたり残高 (億円) |
|----|-------|-----------|--------------|
| 日本 | 6,060 | 96.6      | 159.5        |
| 米国 | 9,782 | 2,209.6   | 2258.9       |
| 英国 | 2,802 | 177.0     | 631.5        |

- この結果、管理資産規模上位の総合型運用会社、必ずしも規模の経済性を享受できていない
- 信託報酬の低下に伴い収益率の低下が不可避であることを踏まえ、規模の経済が働く事業構造への転換が急務である



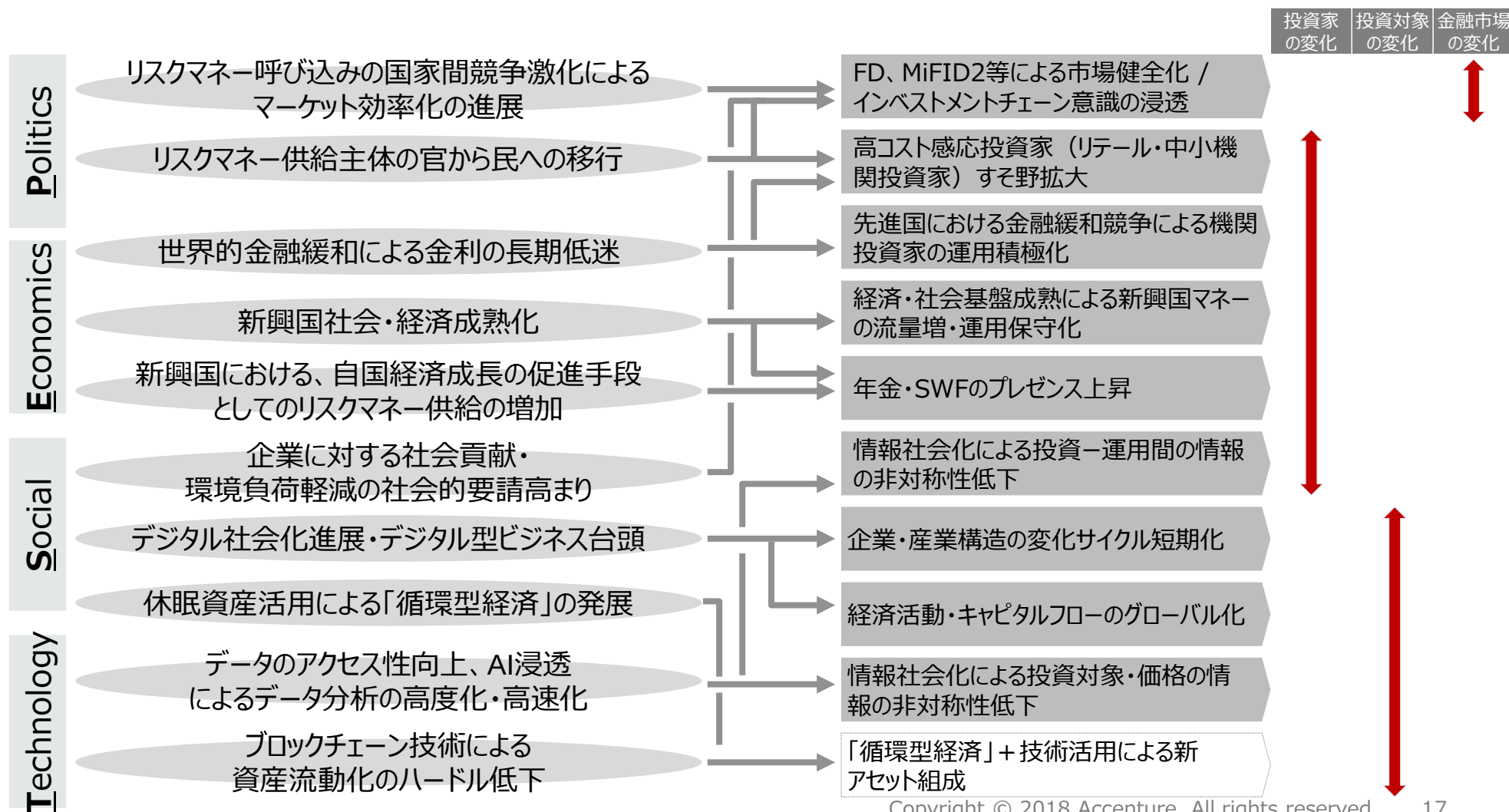
## 2 環境変化

# マクロトレンド

資産運用業界を取り巻くマクロな動きとして、アセットオーナーの裾野拡大やニーズ変質に伴う、グローバルスケールでの資金流変化が起きつつあり、これが運用ビジネス周辺に変化をもたらしている。

マクロトレンド

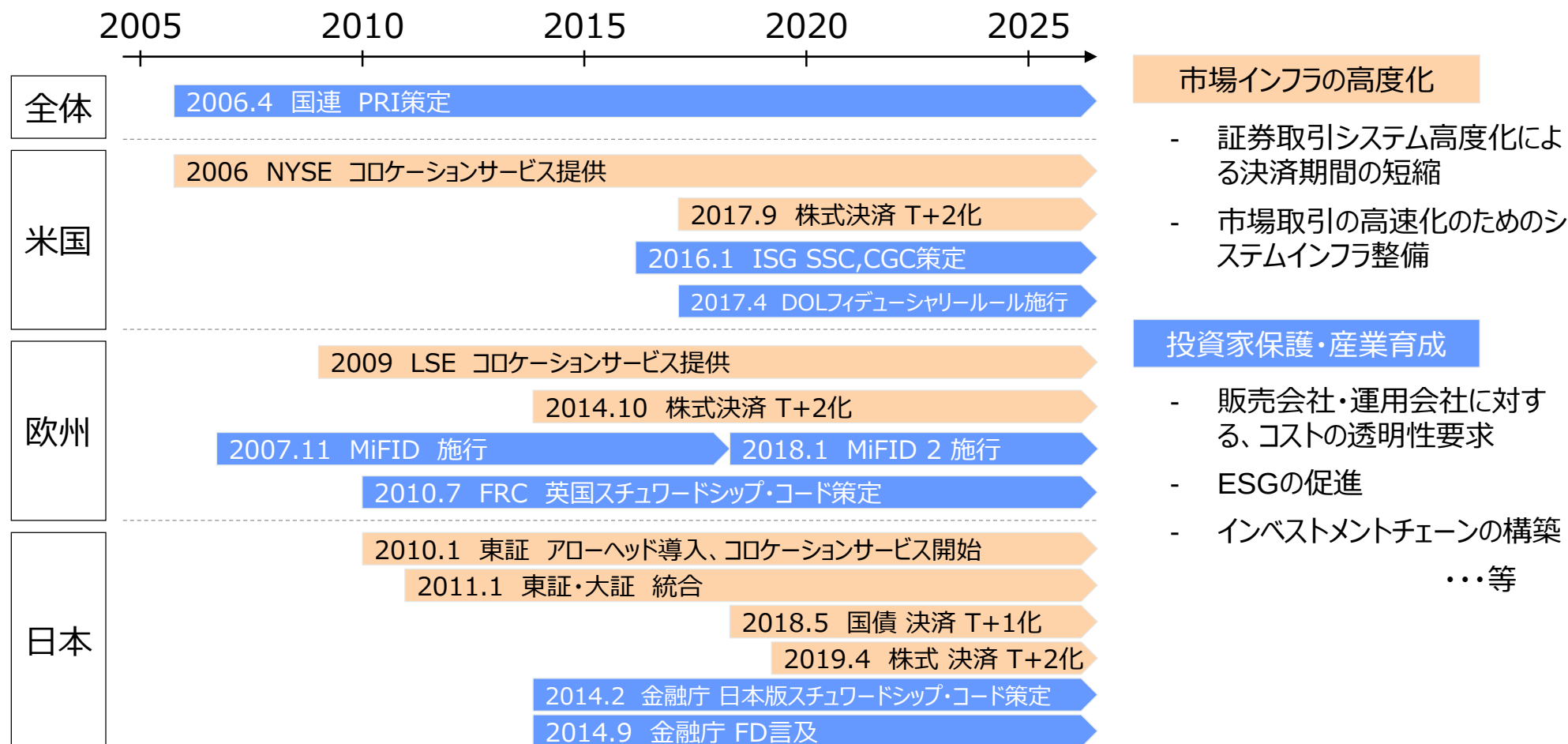
資産運用ビジネス周辺の変化



## 2 環境変化

# 金融市場の変化

国際的な市場間での投資家資金獲得競争や、投資家間の収益獲得競争の激化により、市場インフラや制度面での高度化が進展している。また社会的な要請により、投資家保護や産業育成に向けた規制・制度策定も進み、これらが収益環境や業界構造に変化をもたらしている。



## 2 環境変化

# 投資対象の変化 | 企業・産業構造の変化サイクル短期化

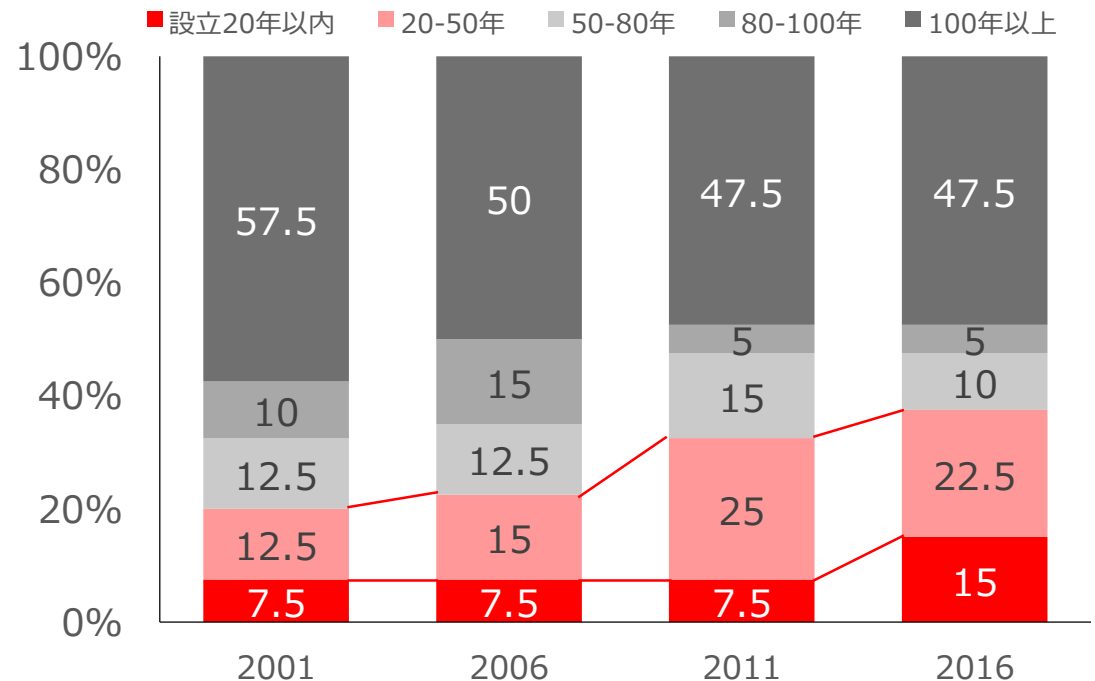
デジタル化の進展により、従来の企業競争力の源泉であった、事業規模や資産規模が生む「規模の経済」は効力が低下、情報が競争源泉となる新たな競争ルールが生まれている。これに伴い顧客接点などの新たな競争優位を持つ企業が大きな価値を見出されるようになり、事業ライフサイクルが短期化している。

### デジタル化に伴う競争ルールの変化

- プロダクトがデジタル化することに伴うマージナルコストの低下により、「規模の経済」の効力が低下
- 顧客価値が「プロダクト」から「成果・体験」へシフトすることにより、業界の競争環境が変化
  - 顧客視点での市場再定義による、業際の曖昧化
  - 顧客接点・顧客理解力が最大の競争源泉となり、「アセット」が持つ競争優位性が低下

### 事業ライフサイクルの短期化

#### グローバル時価総額トップ40社の設立経過年数内訳<sup>1</sup>



ポートフォリオにおける非伝統的企業の影響力は高まる  
⇒既存資産や実績に依拠しない企業価値評価が必要に

## 2 環境変化

# 投資対象の変化 | 循環型経済 + 技術活用による新アセット組成

新たなアセットの流通市場形成を実現する技術として、ブロックチェーン技術が注目されている。トランザクションコストの圧倒的削減を実現可能なことから、ニッチアセットの流通市場形成のハードルを低下させる効用があり、米 Nasdaq社が非公開株の取引プラットフォームを構築するなど、適用が本格化し始めている。

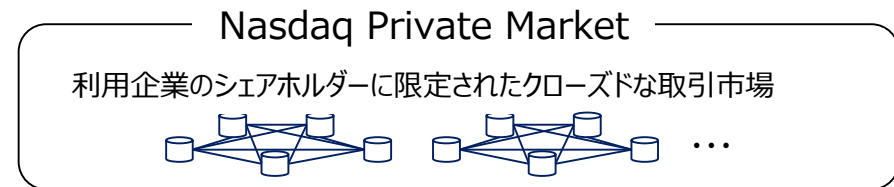
### 会社概要

|         |                                    |
|---------|------------------------------------|
| 企業名     | Nasdaq                             |
| 本社/設立   | 米国 / 1971年                         |
| 従業員/収益  | 約3,700名 / \$499M                   |
| 主要ビジネス  | •世界最大の新興企業（ベンチャー）向け株式市場            |
| パートナー企業 | Chain社<br>(ブロックチェーンプラットフォームのプロバイダ) |

### サービスイメージ

#### **NASDAQ社**（株式取引プラットフォーム）

- 利用企業の未公開株式を、限定されたシェアホルダーの間で売買可能な取引市場。参加企業の従業員は、報酬等で与えられた未公開株式を安全・スピーディーに売買可能
- 上場ニーズが無い企業でも、クローズドな範囲で自社株式の取引を可能とし、資産流動性を高めることが可能



取引プラットフォームの提供  
手数料

#### **プラットフォーム利用企業**

- 参加が明らかになっているのは7社（※2017年2月時点）

Tango Shazam eneRGi  
The Motley Fool Shattersong RENOVA

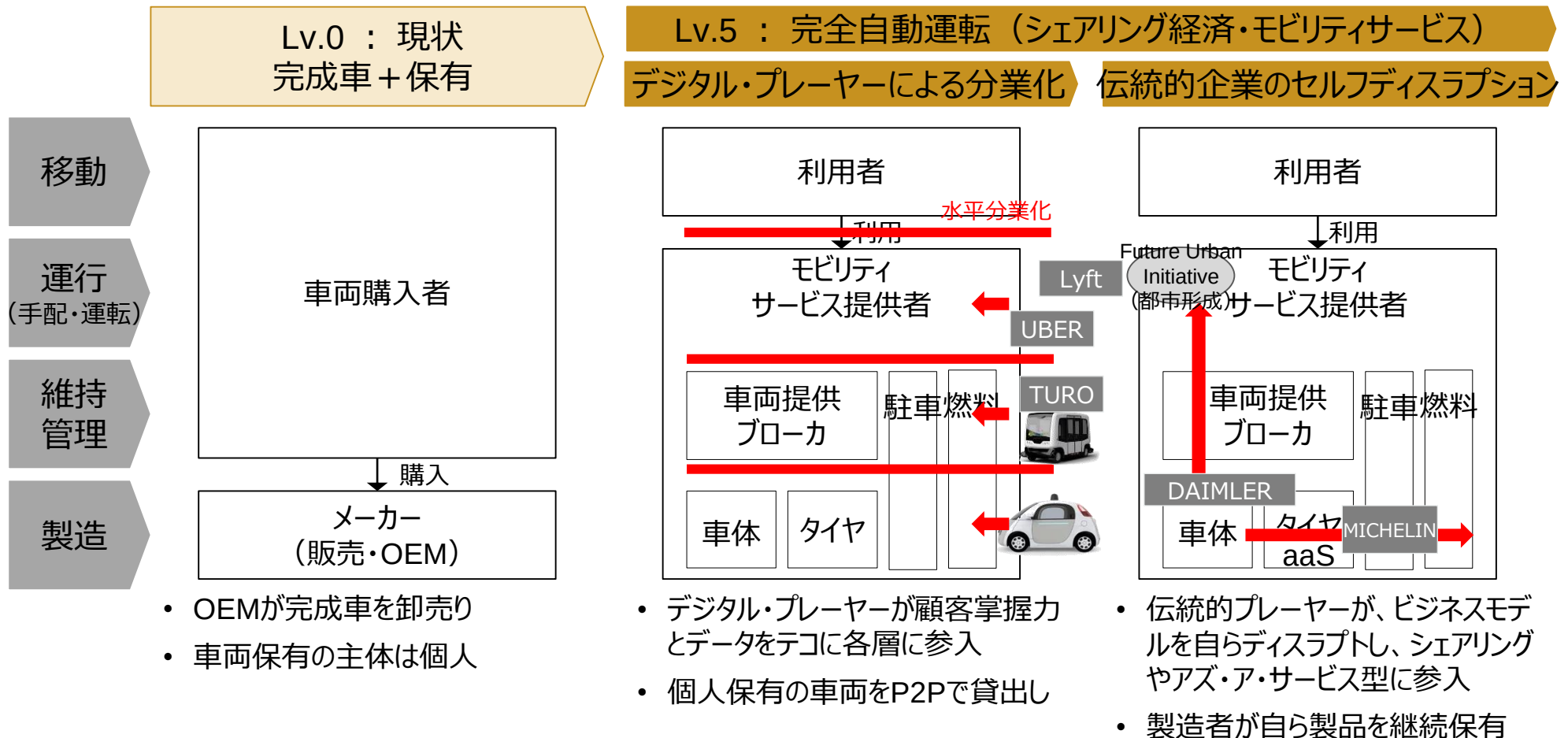
ブロックチェーンの活用により、流通量の少ないニッチなアセットでも、参加者を限定した取引市場を形成し流動性を高めることが可能

## 2 環境変化

# 投資対象の変化 | 循環型経済＋技術活用による新アセット組成

デジタル技術の浸透により生じる新たなビジネスモデルが、「資産」の概念を根本的に変革しつつある。「シェアリングビジネス」の世界においては、従来は個人所有物であった住宅、自動車等がキャッシュを生む「アセット」へと変化し、アセットの所有者が「個人」から「事業者」へシフトする。

### シェアリングビジネスによるアセット所有者のシフト



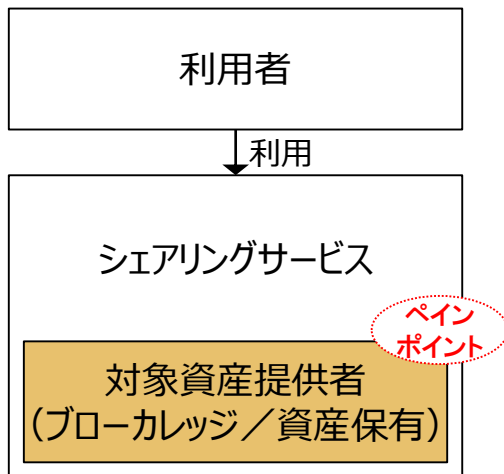
## 2 環境変化

# 投資対象の変化 | 循環型経済＋技術活用による新アセット組成

モノの利用・所有・管理の分業化に伴い、シェアリングサービス事業者は、「B/S補完」・「リスクマネー供給」・「運営支援」等のニーズを抱える。企業投資や不動産・インフラ投資との共通性が高いことから、資産運用会社にとっての参入機会となり得るのではないか。

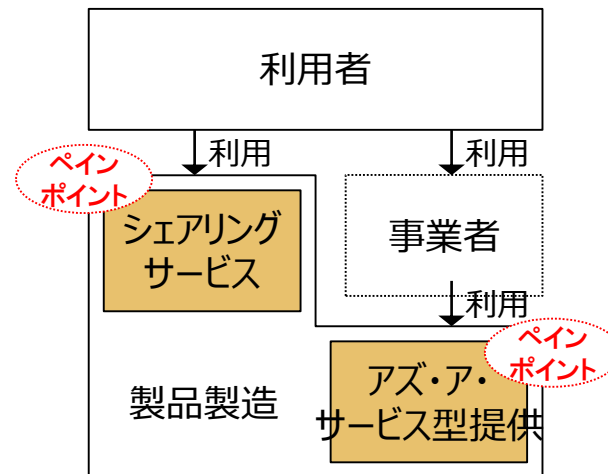
### 運用会社による触媒モデル

#### デジタル・プレーヤー型



- 身軽さが売りのため、商材の安定供給名目の自己資産保有は回避したい

#### 伝統的企業型



- B/Sの極端な肥大化のチャレンジ
- 新タイプ事業運営ノウハウの不足

#### 対象となり得る資産

- 利用ニーズが定常的に存在する資産
- 独占的に保有すると遊休資産化するもの
- 複数種類の資産をファンドで束ねることで、収益リスクが相殺されるもの
- 有形資産・無形資産によらない

⋮

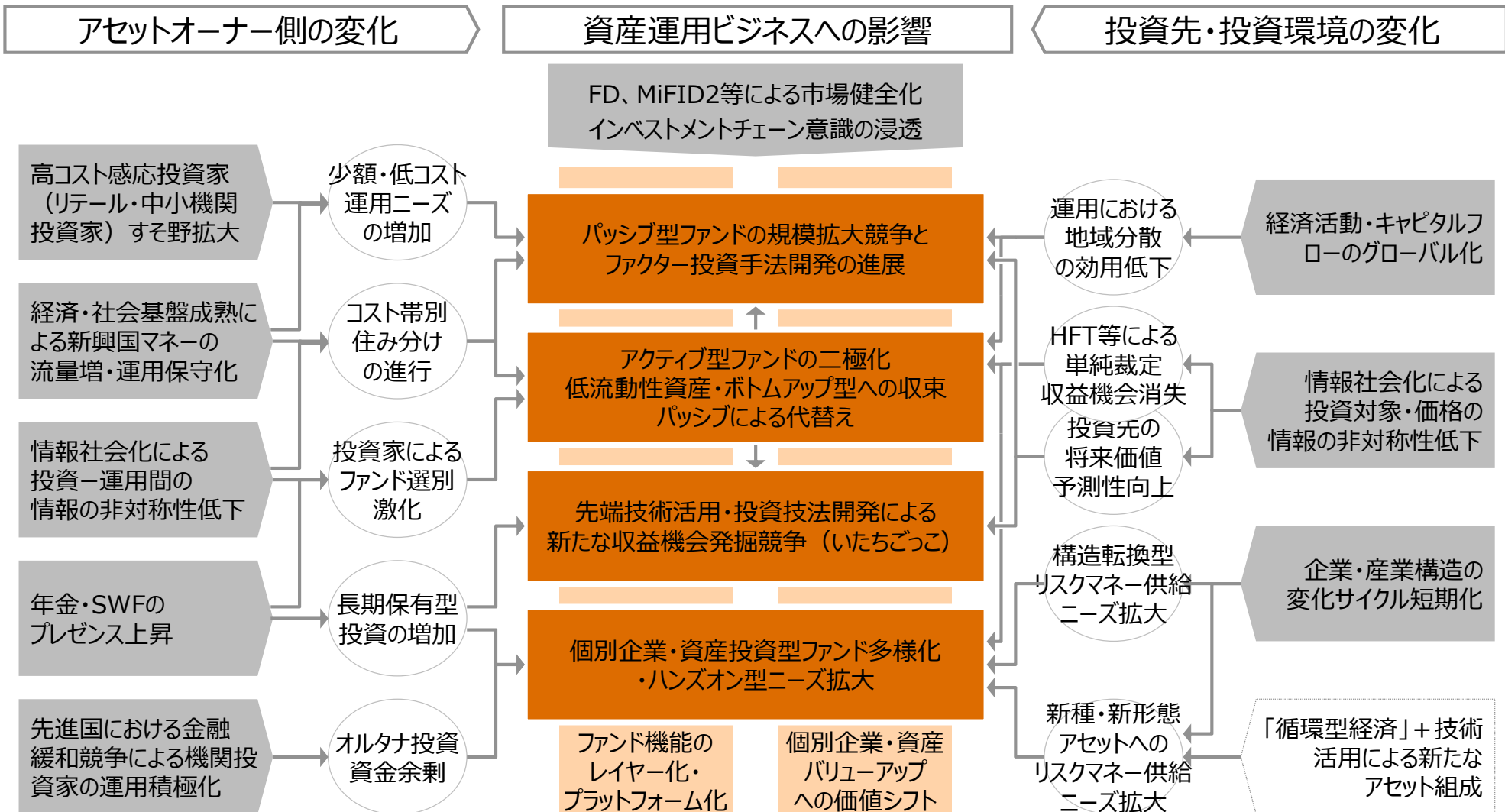


アセットマネジメント会社によるペインポイントの解消

## 2 環境変化

### 2 環境変化：資産運用ビジネス周辺の環境変化

の資産運用業の内部環境の変化（法整備等）により、投資家行動や資産運用の競争環境に構造的な変化をもたらしている。





## 2 環境変化

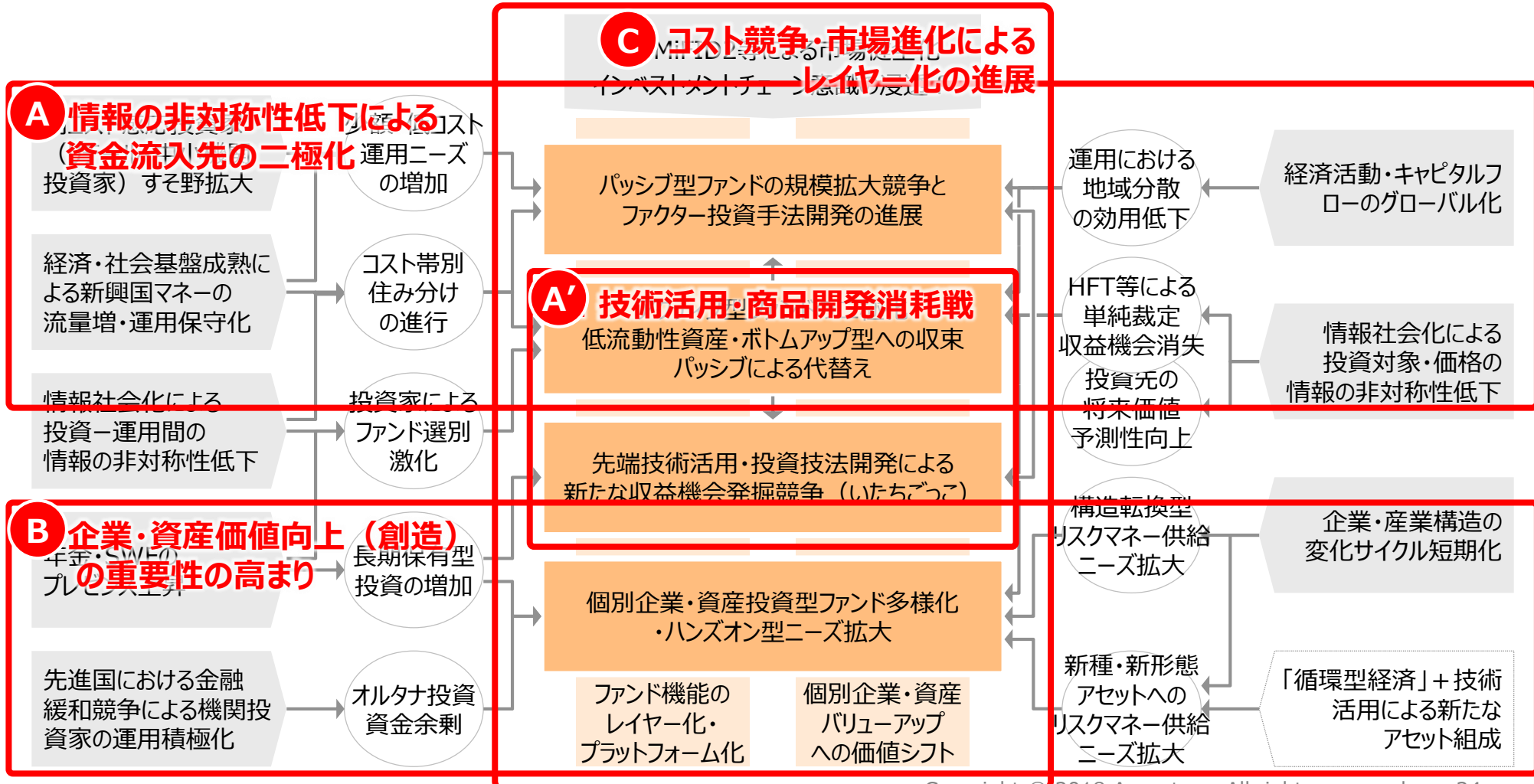
### 2 環境変化：資産運用ビジネス周辺の環境変化

資産運用業界にとっての環境変化のシナリオは、投資家からの資金流の変化（A）と、付随して生じる技術活用  
の進展（A'）、投資先に対する提供価値の変化（B）、業界構造変化（C）の3（+1）として捉えられる。

アセットオーナー側の変化

資産運用ビジネスへの影響

投資先・投資環境の変化





## 2 環境変化

### 2 環境変化：資産運用ビジネス周辺の環境変化

これらの環境変化が同時並行的に進むことで、資産運用業界では、有効な競争戦略や収益環境の面で構造的変化を促す潮流が生じている。

#### 環境変化のシナリオ

#### 資産運用ビジネスへの影響

A

情報の非対称性  
低下による  
資金流入の二極化

- ・ 投資家がより経済合理性を求めた投資行動を取り、コスト×提供価値に応じた住み分けが進行
- ・ 情報社会化・技術進展により、ルール化可能な範囲が拡大

- ・ ルールベース運用の範囲・規模拡大加速（パッシブ／スマートβ）
- ・ アセットオーナーによる能動的なファンド選別による成果とフィーの連動化

A'

技術活用・  
商品開発  
消耗戦

- ・ HFT等による市場効率性の向上により、既知の裁定機会は構造的に収益捻出力が低下
- ・ 一方で、情報化促進が新たな裁定機会発見を可能とし、機会発見の先行者利益をもたらす

- ・ テクノロジー投資による、新裁定機会やクオンツ等の新手法開発競争
- ・ アクティブは情報非対称性が残る低流動性資産・ボトムアップ運用へ収束

B

企業・資産価値向上  
の重要性の高まり

- ・ 全世界的なカネ余りによるファイナンシャル・エンジニアリングの相対的価値低下
- ・ リスクマネー供給を通じた産業新陳代謝促進への期待値の高まり

- ・ ハンズオン、価値創出支援による、アセット価値創出型のファンドが持続的に価値を生む

C

コスト競争・市場進化  
によるレイヤー化進展

- ・ アセットオーナーのプレッシャー、FD/MiFID2等による業界全体のコスト削減圧力の増大
- ・ インベストメントチェーン構築など、資産運用業を軸とした経済循環構築への期待

- ・ 水平分業化促進による産業全体での事業効率追求
- ・ 運用会社の経済循環プラットフォーム化進展

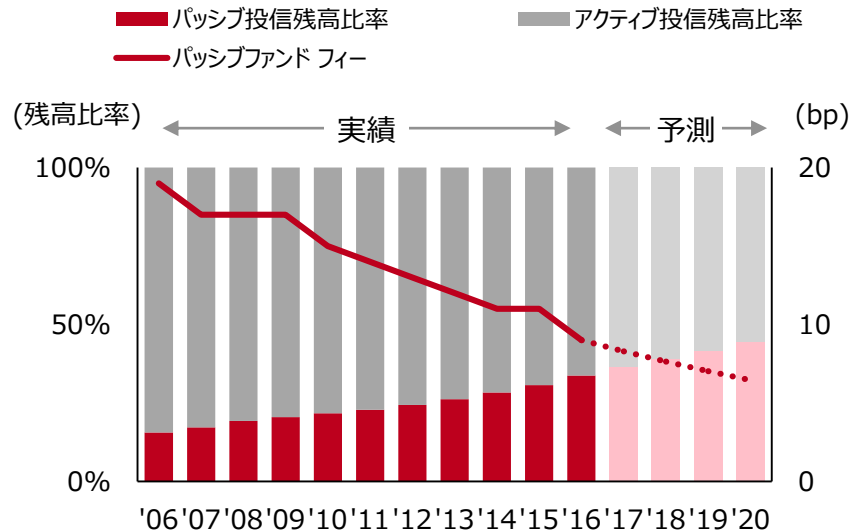
## 2 環境変化

### A 情報の非対称性低下による資金流入の二極化

投資家サイドのニーズ高度化と、運用リターン獲得メカニズムの変化を受けて、資産運用会社はファクター投資などを活用した属人性排除によるコスト効率追求と、成果報酬型への移行という、二極化が求められている

#### 資金流入の二極化進展

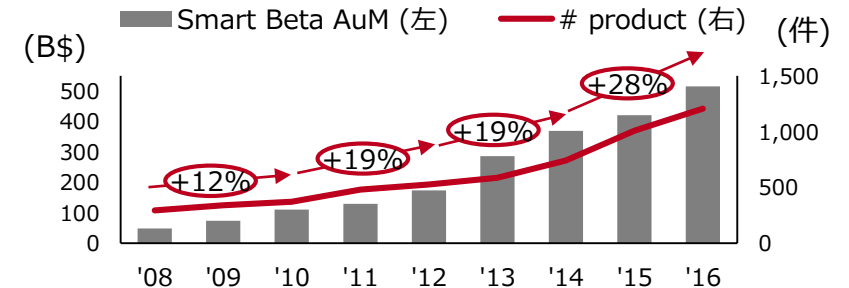
##### ■ パッシブ・アクティブファンドのシェア／フィー推移（米国）



投信先進国の米国では既に二極化・パッシブのフィー低下が進行。投資家のパッシブ選好をグローバルに広がることで、二極化が加速度的に進行する可能性

#### ファクター投資によるアクティブファンドの置き換え

##### ■ スマートβのAuM・商品数の推移(グローバル)



スマートβの残高・ファンド数は加速度的に増加している

#### アクティブファンドの成果報酬型への移行

|          |                                                |
|----------|------------------------------------------------|
| Fidelity | 株式アクティブファンドの報酬体系を固定から成果連動型に、全世界で移行 (2017.10.3) |
| Allianz  | 成果連動型の報酬体系への移行に向け、米国にて新たなファンドを設立(2017.12~)     |
| GPIF     | 委託先のアクティブファンドへの報酬を固定から成果連動に切り替え(2018年度~)       |

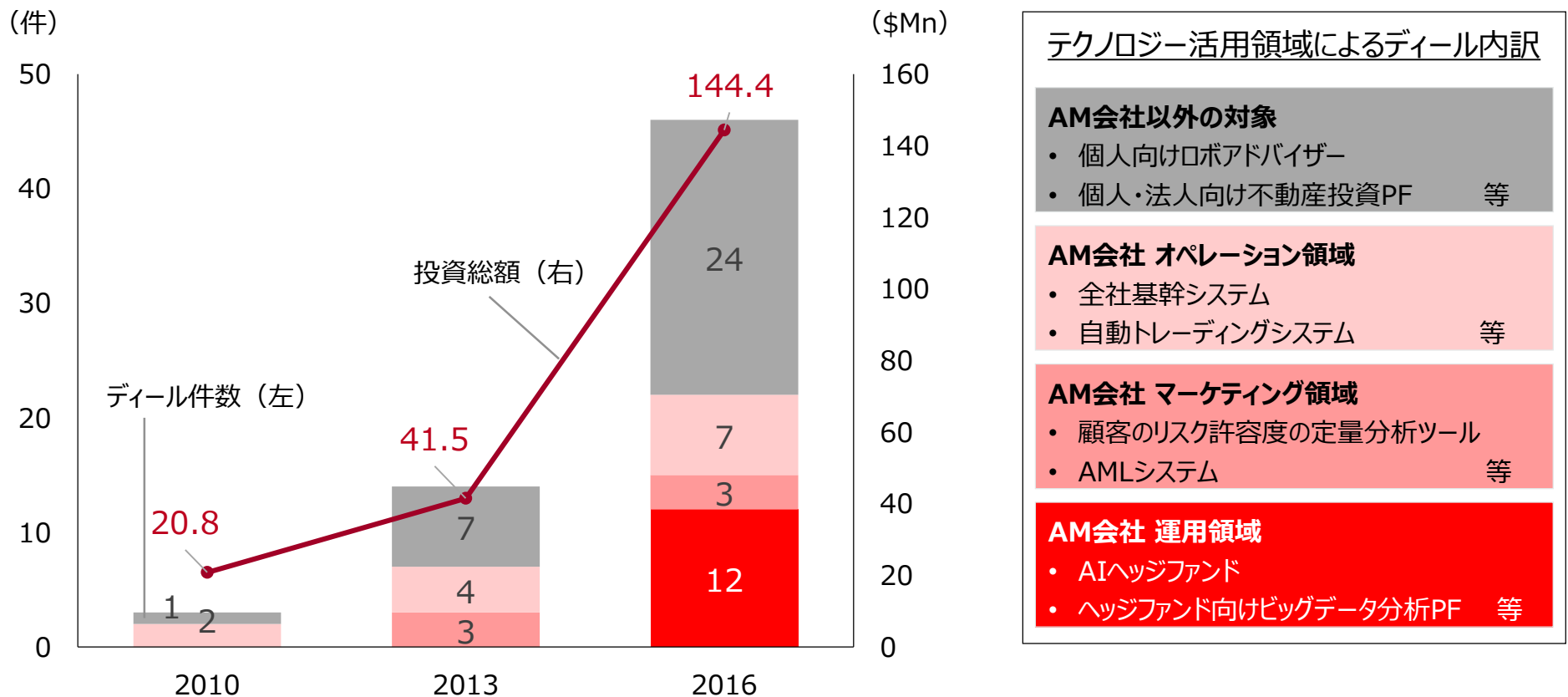
アセットオーナーの要請により成果報酬体系へ移行するアクティブファンドは拡大の様相

## 2 環境変化

### A' 技術活用・商品開発消耗戦

資産運用業での先端テクノロジー活用は従来はオペレーション・マーケティング領域が主戦場であったが、近年は運用やリサーチ等のフロント領域における活用が急拡大。資産運用会社は新たな運用手法の開発や、新収益モデル構築により、差別化を維持する努力が必要となっている

資産運用業関連のベンチャー投資 デील数・投資総額<sup>1</sup> (グローバル)



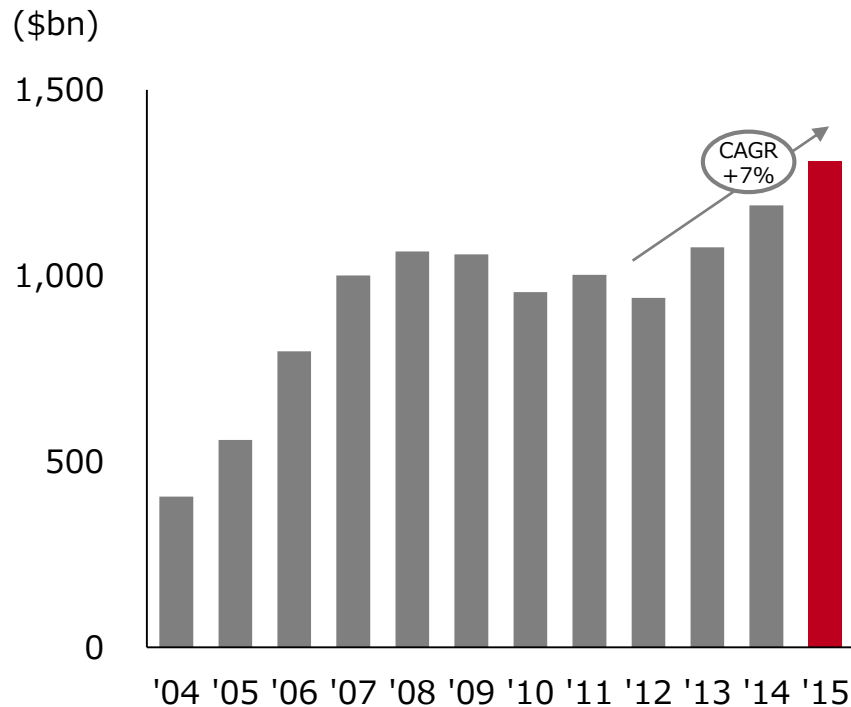
資産運用分野でのベンチャー投資も、運用・リサーチ等の領域に対するディールが急増している

## 2 環境変化

### B 企業・資産価値向上の重要性の高まり

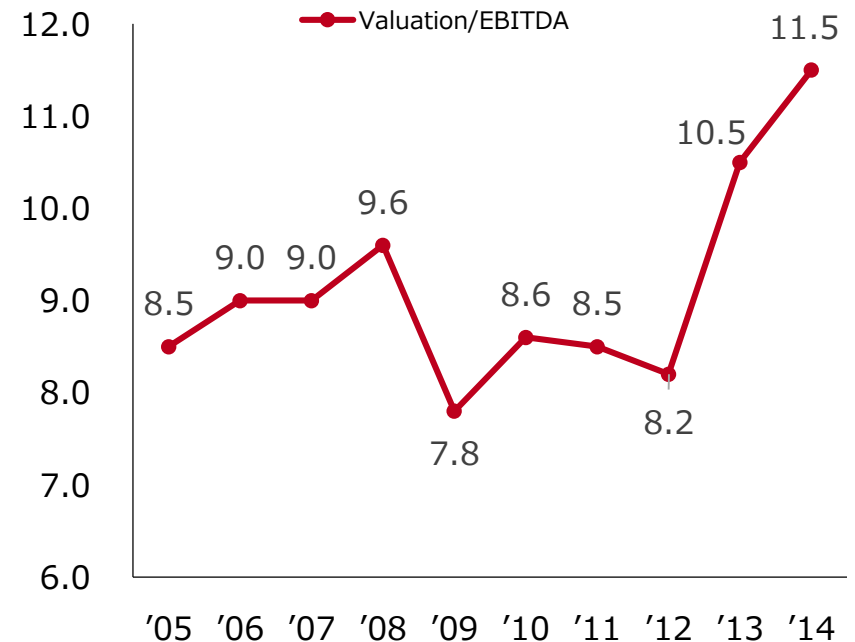
世界規模でのカネ余りによる投資資金の状況は、企業投資におけるエントリー価格の上昇につながっている。ファンドにとってはエントリーのハードルが上がっており、投資先の資産価値の向上なくしてはリターンを獲得することが困難な環境となっている。

PE投資におけるドライパウダー金額(グローバル)



ドライパウダーの金額は近年で最高値をマークしており、投資先アセットに対する投資資金の余剰傾向が続く

企業投資のマルチプル(US)



投資資金の余剰に伴い、企業投資のバリュエーションが高騰、エントリーのハードルが上がっている

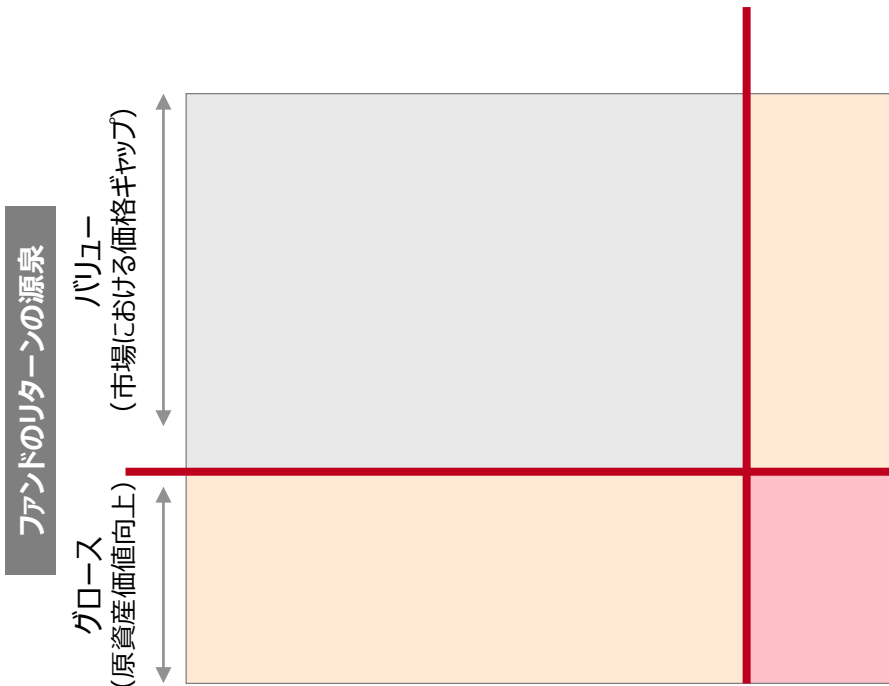
## 2 環境変化

### B 企業・資産価値向上の重要性の高まり

加えて、事業ライフサイクルの短期化により、単純な資金供給に留まらない、経営課題の解決や事業再生への貢献へと、運用会社に対する期待値が広がっている。

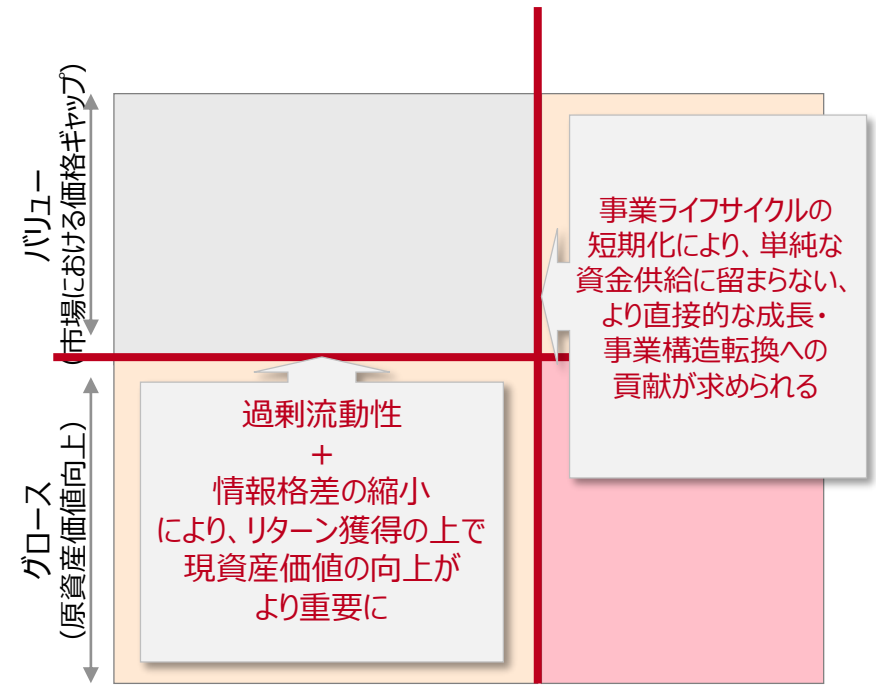
従来のリターン源泉

ファイナンシャルエンジニアリング ← 投資先に対する提供価値 → 構造転換型リスクマネー供給



これからのリターン源泉

ファイナンシャルエンジニアリング ← 投資先に対する提供価値 → 構造転換型リスクマネー供給



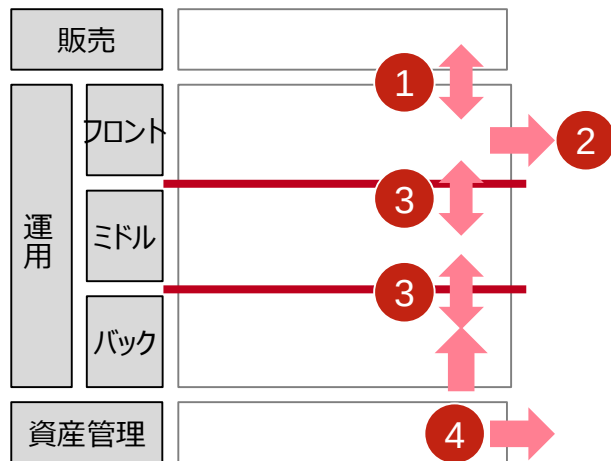
## 2 環境変化

### ③ コスト競争・市場進化によるレイヤー化進展

資産運用業界内部では、コストプレッシャーの高まりに対し、スケール獲得による事業効率の追求、非競争領域の外部化が進展している。また資産運用業界全体としてみると、リスクマネーの循環・経営資源の供給を促す「産業基盤」としての期待が高まっており、「経済循環プラットフォーム」としての重要性が高まっている。

#### 統合によるスケール追求

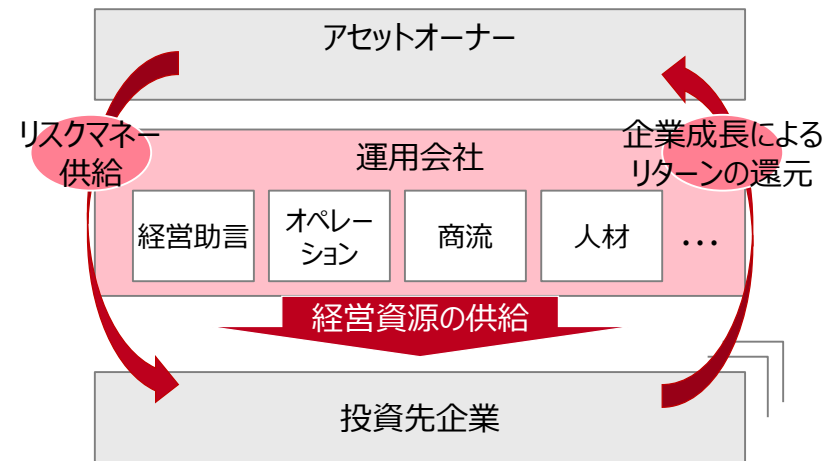
- FD強化による製販分離の促進
- コストプレッシャーの高まり
  - MiFID II 等によるコスト透明化圧力の増大
  - コスト感応度の高い投資家の増加



- ① フィデューシャリデューティ強化を背景とした製販分離の徹底（オープンアーキテクチャ化進展）
- ② 運用スケール追求のための運用会社の統合化・同一金融グループ内での運用機能統合
- ③ 事務効率追求のためのミドル／バックの外部化、システム共通化
- ④ 資産管理銀行の集約化／バック事務受託進出

#### 運用会社を中心とした産業基盤構築

- インベストメントチェーン意識の浸透による、ファンドに対する「産業基盤化」の期待値上昇
- 企業・産業構造の変化サイクル短期化に伴う、投資先企業の支援ニーズ多様化

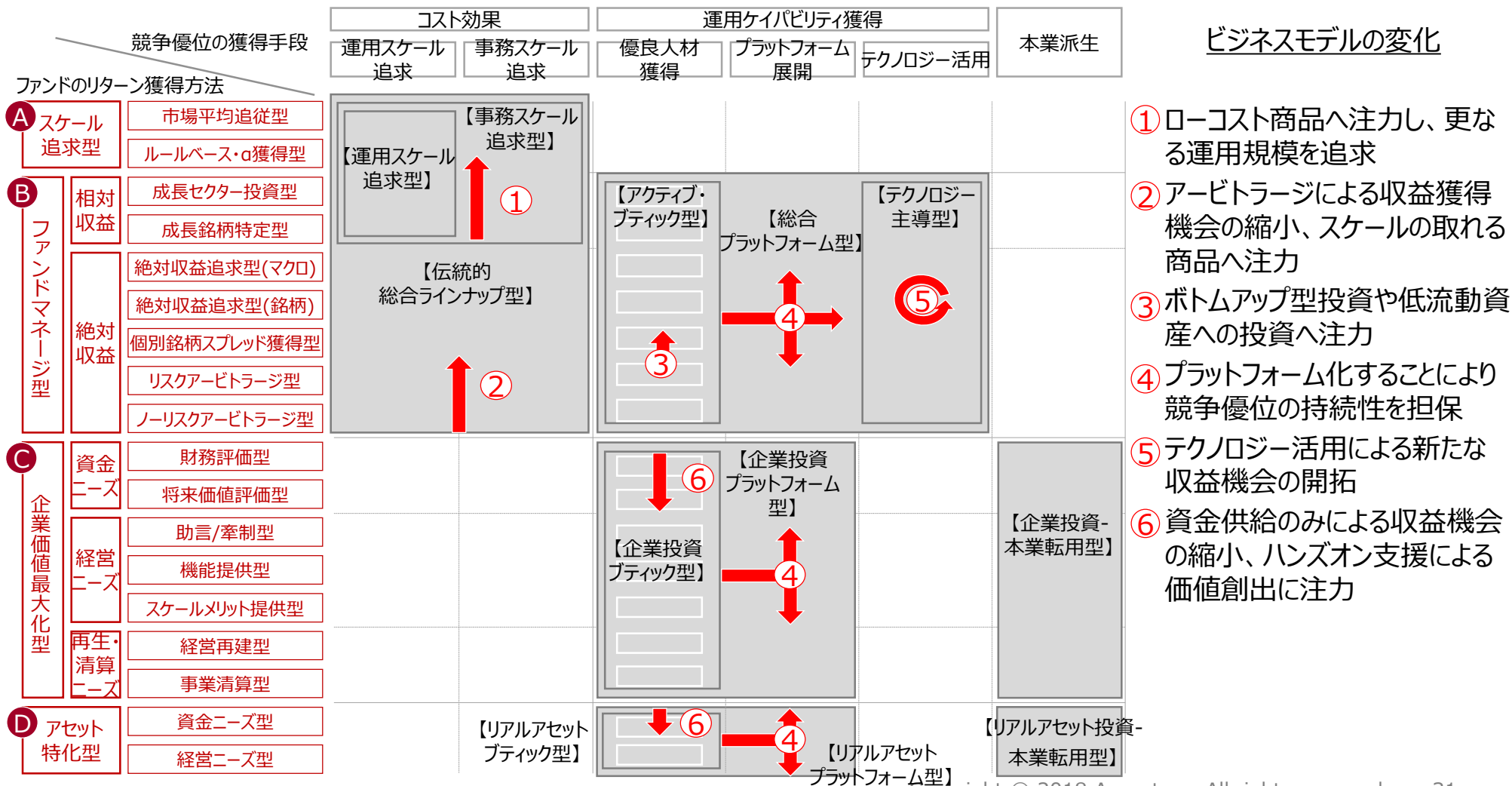


- ファンドを媒介としたリスクマネーの循環促進
- 経営助言、人材等の資金に留まらない経営資源の供給を通じた企業・資産価値の向上

### 3. ビジネスモデル進化の要諦

## 環境変化に伴うビジネスモデルの変化（全体像）

前項にみた環境変化により、資産運用業界においては、コスト効率追求によるスケールの拡大（①、②）、情報格差から価値創出へのリターン源泉のシフト（③、⑥）、テクノロジー活用・プラットフォーム化による脱属人化への競争戦略のシフト（④、⑤）という、大きく6つの方向の動きが加速することが想定される。



# アジェンダ

## I. 本調査研究の目的

## II. 資産運用会社を取り巻く環境の変化

1. 現状のビジネスモデル
2. 環境変化
3. ビジネスモデル進化の要諦

## III. 中長期に持続可能なビジネスモデル

1. 当面の持続性のあるビジネスモデル
2. 長期的な社会価値の転換

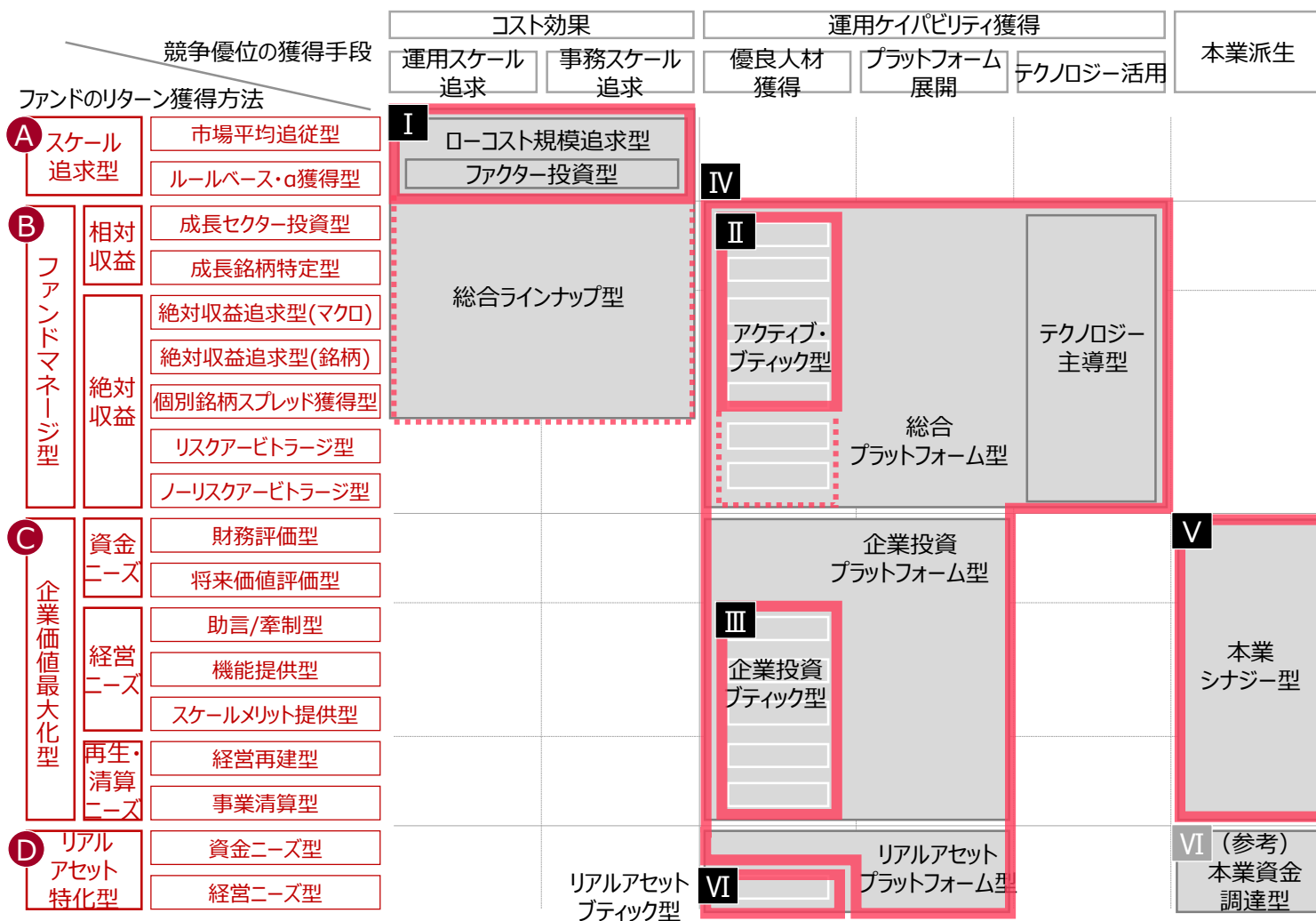
## IV. GPIFとしての取り組みの考え方



# 1. 当面の持続性のあるビジネスモデル

## 持続可能なビジネスモデルの類型

資産運用会社のビジネスモデルは6タイプに収斂していくと想定される。



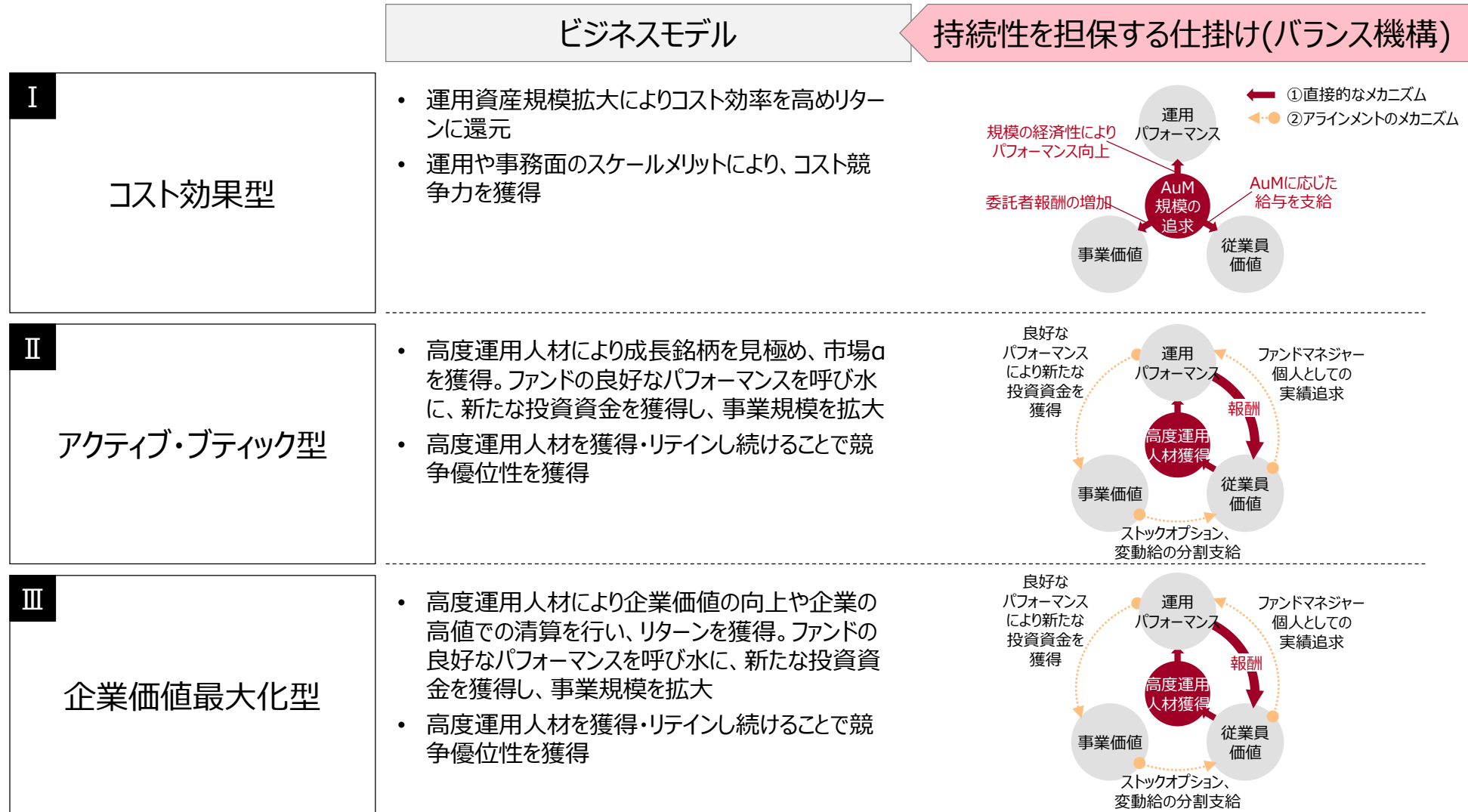
### 当面のビジネスモデル類型

- I コスト効果型
- II アクティブ・ブティック型
- III 企業価値向上型
- IV プラットフォーム型
- V 本業シナジー獲得型
- VI リアルアセット価値向上型
- VII (参考) 本業資金調達型

# 1. 当面の持続性のあるビジネスモデル

## 持続可能なビジネスモデル (1/2)

コスト効果型は運用規模の追求が持続性を担保する。アクティブ・ブティック型、企業価値最大化型は魅力的な報酬により高度運用人材を獲得・維持することを起点としてバランス機構を構築することが重要。



# 1. 当面の持続性のあるビジネスモデル

## 持続可能なビジネスモデル (2/2)

プラットフォーム型や本業シナジー獲得型は、事業体としての価値最大化により投資余力を確保することが運用力強化に寄与し、持続的成長を実現する。

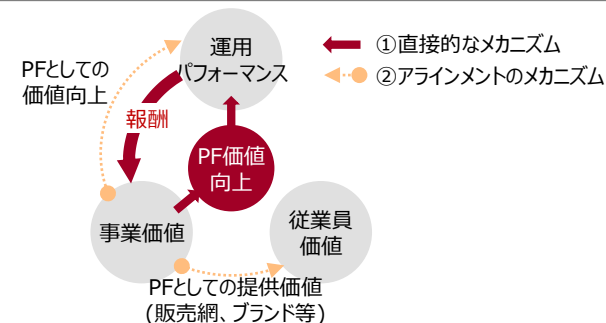
### ビジネスモデル

### 持続性を担保する仕掛け(バランス機構)

IV

#### プラットフォーム型

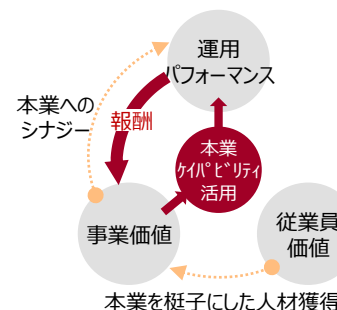
- ・ 人材採用やM&Aによりケイパビリティを補完し、プロダクトを多角化することでリーチ可能な市場を拡大、幅広い投資家ニーズに対応
- ・ 既存ファンドで確立した強み(販売網、信用力、オペレーション基盤等)を元に、他の運用戦略やアセットに横展開することで競争優位性を獲得



V

#### 本業シナジー獲得型

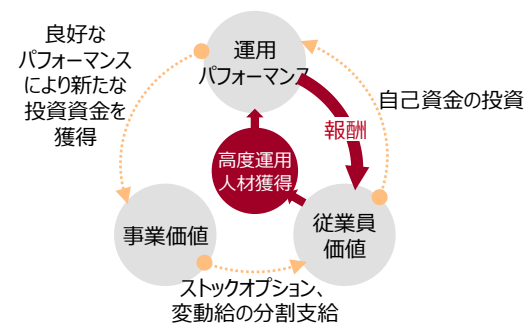
- ・ 本業のノウハウ・機能、人材等を生かし、投資先の企業価値を向上することでリターンを獲得
- ・ 本業資産のファンドへの転用と、投資先企業のプロダクトや技術の享受等による本業側への貢献によりシナジーを創出することで競争優位性を獲得



VI

#### リアルアセット価値向上型

- ・ 高度運用人材によりリアルアセットの価値の向上を行い、リターンを獲得。ファンドの良好なパフォーマンスを呼び水に、新たな投資資金を獲得し、事業規模を拡大
- ・ 高度運用人材を獲得・リテインし続けることで競争優位性を獲得

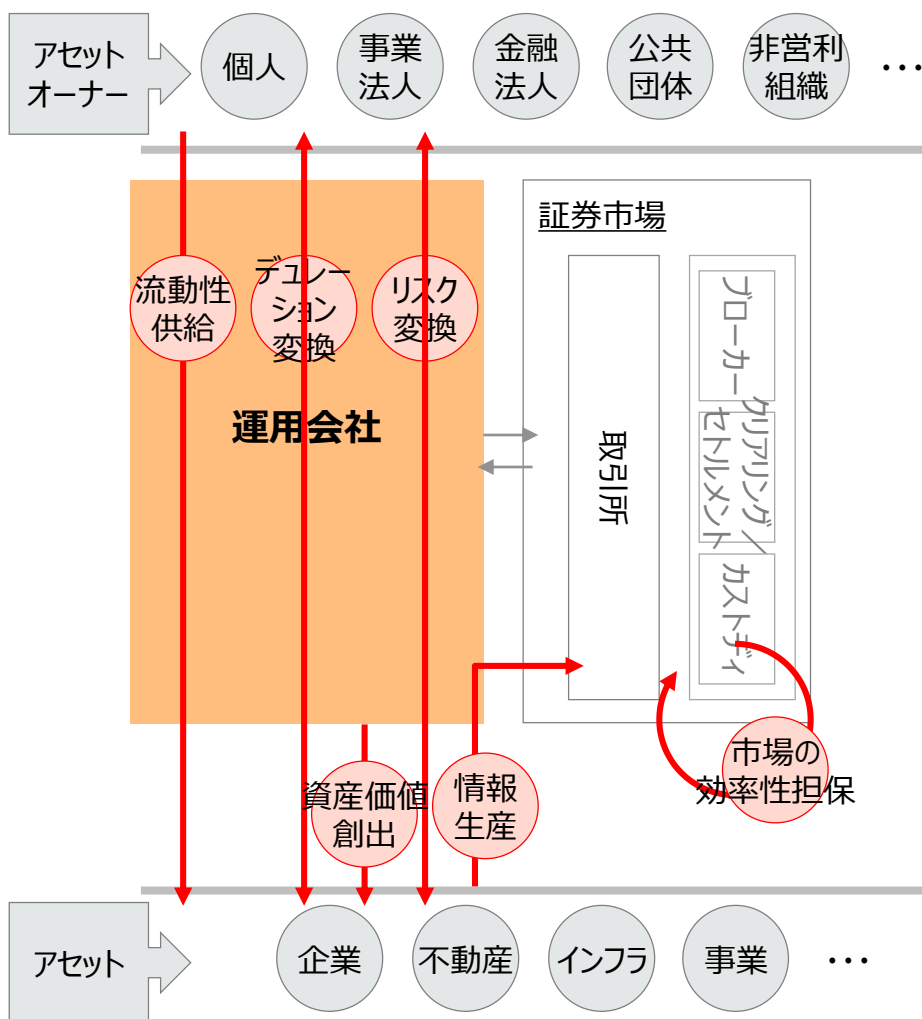


## 2. 長期的な社会価値の転換

# 資本市場における根源的価値の変化

運用会社は資本市場において6つの価値を提供し、その対価に収益を得ていると考えられる。

### 資本市場における運用会社の機能

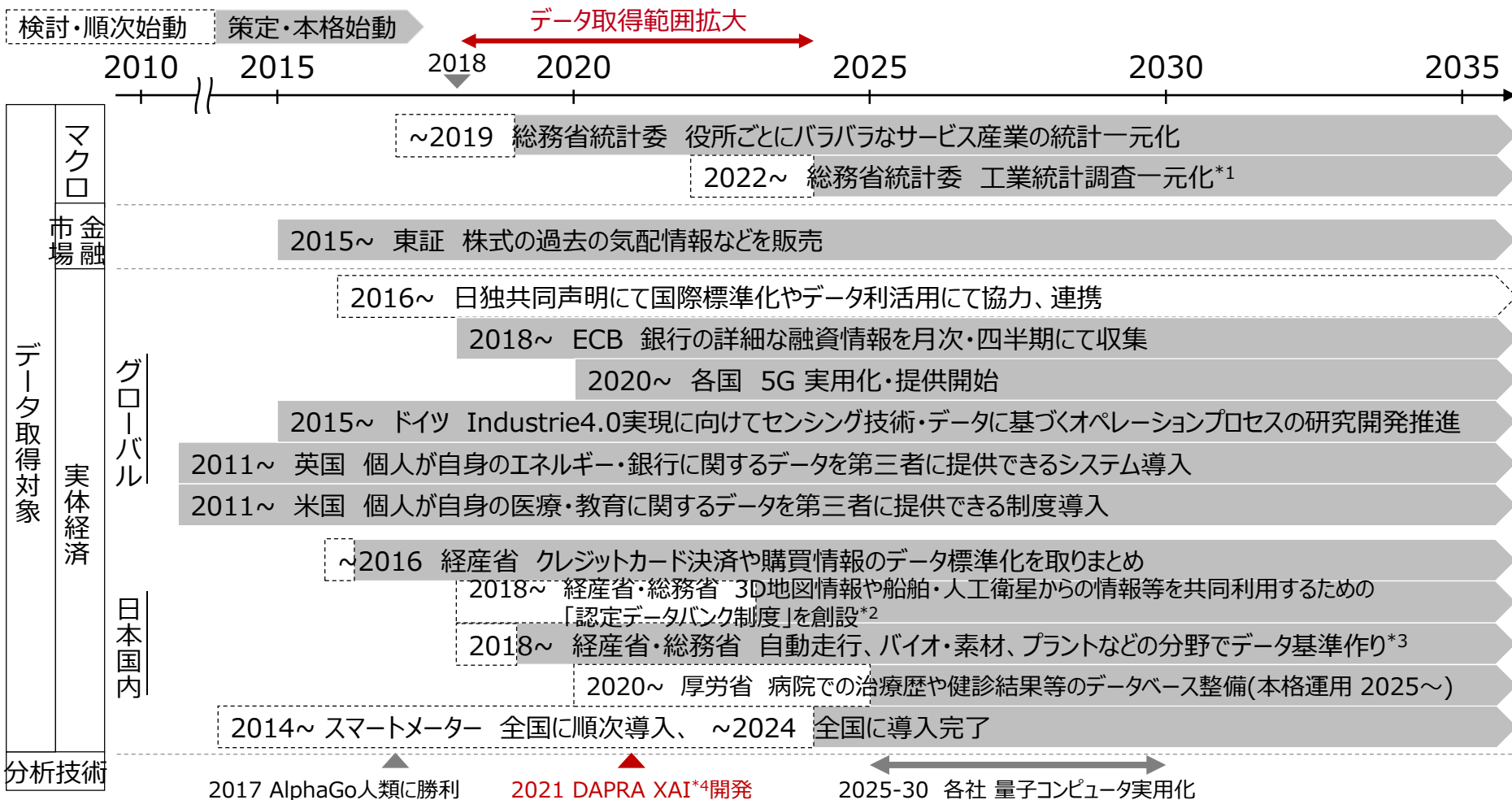


- デューレーション変換** 短期～中期が中心の資金供給と、短期から長期まで幅広い資金需要の間のミスマッチを解消する機能
- 情報生産** 投資先の評価・モニタリングを通じ、資産が内包する価値・リスクを専門的に評価し、価格に反映させる機能
- 市場の効率性担保** 投資行動を通じた資産評価の情報伝達により、正しい価格が常に成立した状態を保つ機能
- リスク変換** 多様なリスクを有する資産を組み合わせ分散することで、相対的に低リスクであるべき投資家資金を高リスクな資産に投資する機能
- 流動性供給** 多様な投資家から資金を集めマーケットに流入させることで、資産の流動性を高める機能
- 資産価値創出** 情報生産や流動性供給を通じ、資本市場全体として適切な資源配分が機能することを促し、企業・資産の価値向上をもたらす機能

## 2. 長期的な社会価値の転換

### 技術進化の時間軸

環境変化の進行スピードについては不透明さが残るものの、カギとなるドライバーである情報技術は加速度的に進化している。2020年代前半をめどに、データ取得可能範囲の拡大と「説明可能なAI」の実現がドライバーとなり、技術による運用の代替は加速する可能性あり。



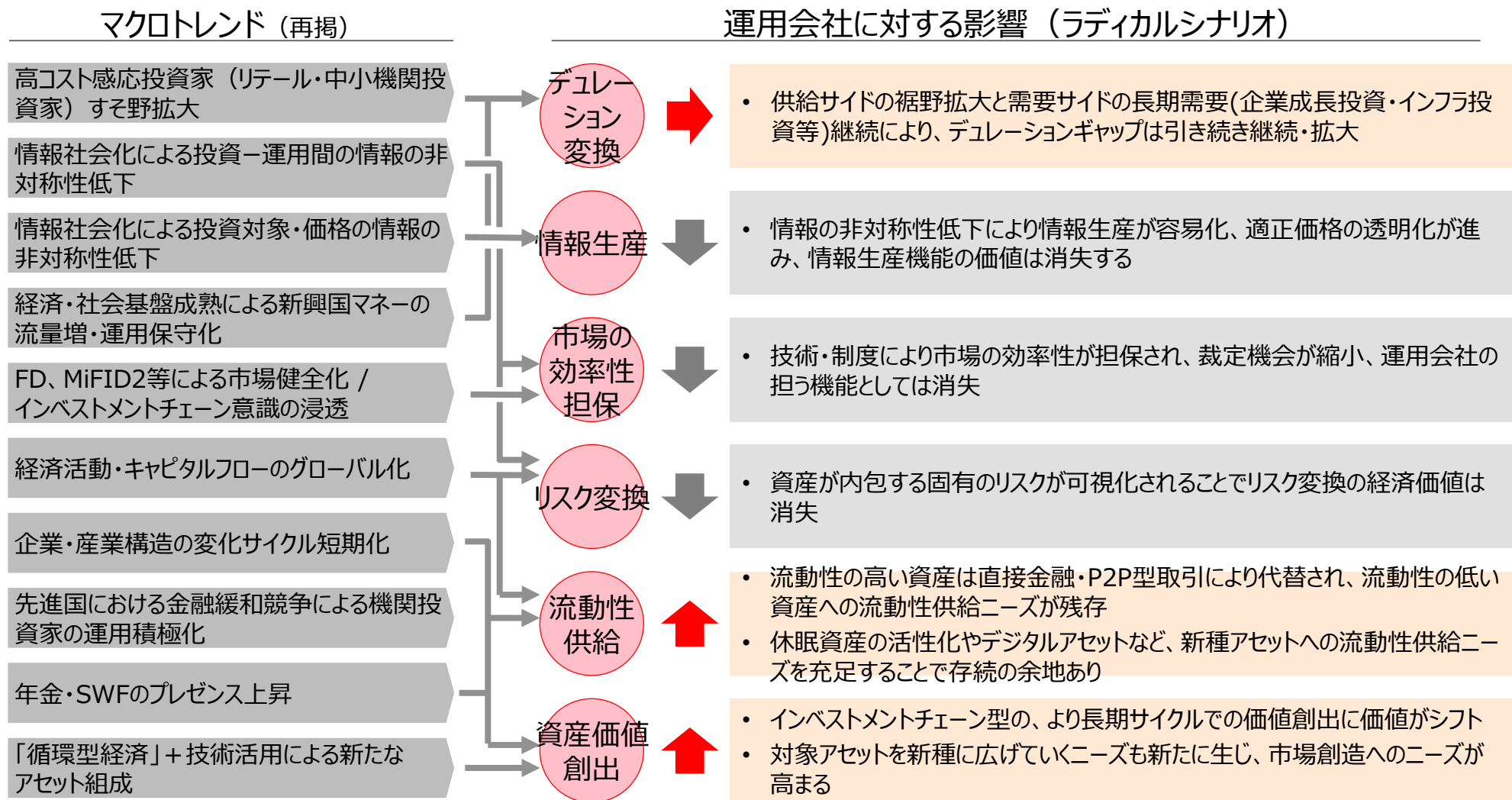
<sup>\*1</sup>: サービス産業の統計一元化の約2年と同期間を仮定。<sup>\*2</sup>: 厚労省主導による医療データベースの本格始動までの5年と同期間を仮定。

<sup>\*3</sup>: 経産省のクレジットカード決済等のデータ標準化の検討期間の半年と同期間を仮定。<sup>\*4</sup>: Explainable AI (判断根拠を説明可能なAI)。

## 2. 長期的な社会価値の転換

# 運用会社提供価値の長期的変化

情報社会化の進展により、情報格差・市場の非効率性縮小に伴い情報生産、市場の効率性担保、リスク変換の機能は消失するが、「資産」の価値顕在化の担い手として、流動性供給や資産価値創出はより重要となる



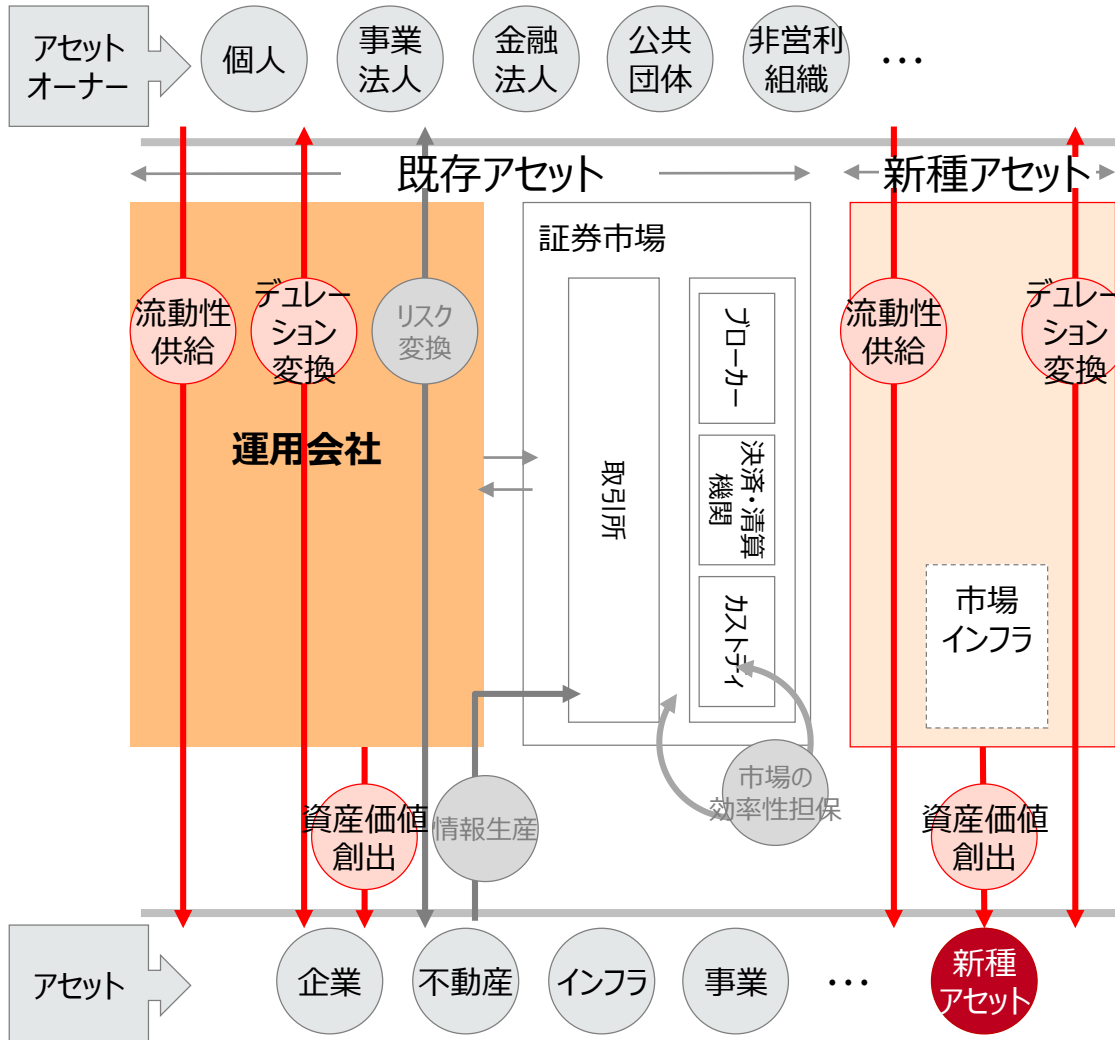


## 2. 長期的な社会価値の転換

# 長期的な運用会社の在り方

リスクマネーの循環と直接的な価値創出への介在による、企業・資産の成長機会提供が運用会社の根源的社会価値となり得る。この中で、新種アセットの活性化による市場創造に開拓の余地があるのではないか。

### 資本市場における運用会社の提供機能



### 長期的な運用会社の在り方

既存アセット

- 運用期間やリスク性向といった面で多様性を孕む投資家資金を大量にプールすることで、それを原資とした原資産価値の向上を果たし、アセット価値創出とアセットオーナーへの利益還元を行う「価値創造・転換の媒体」

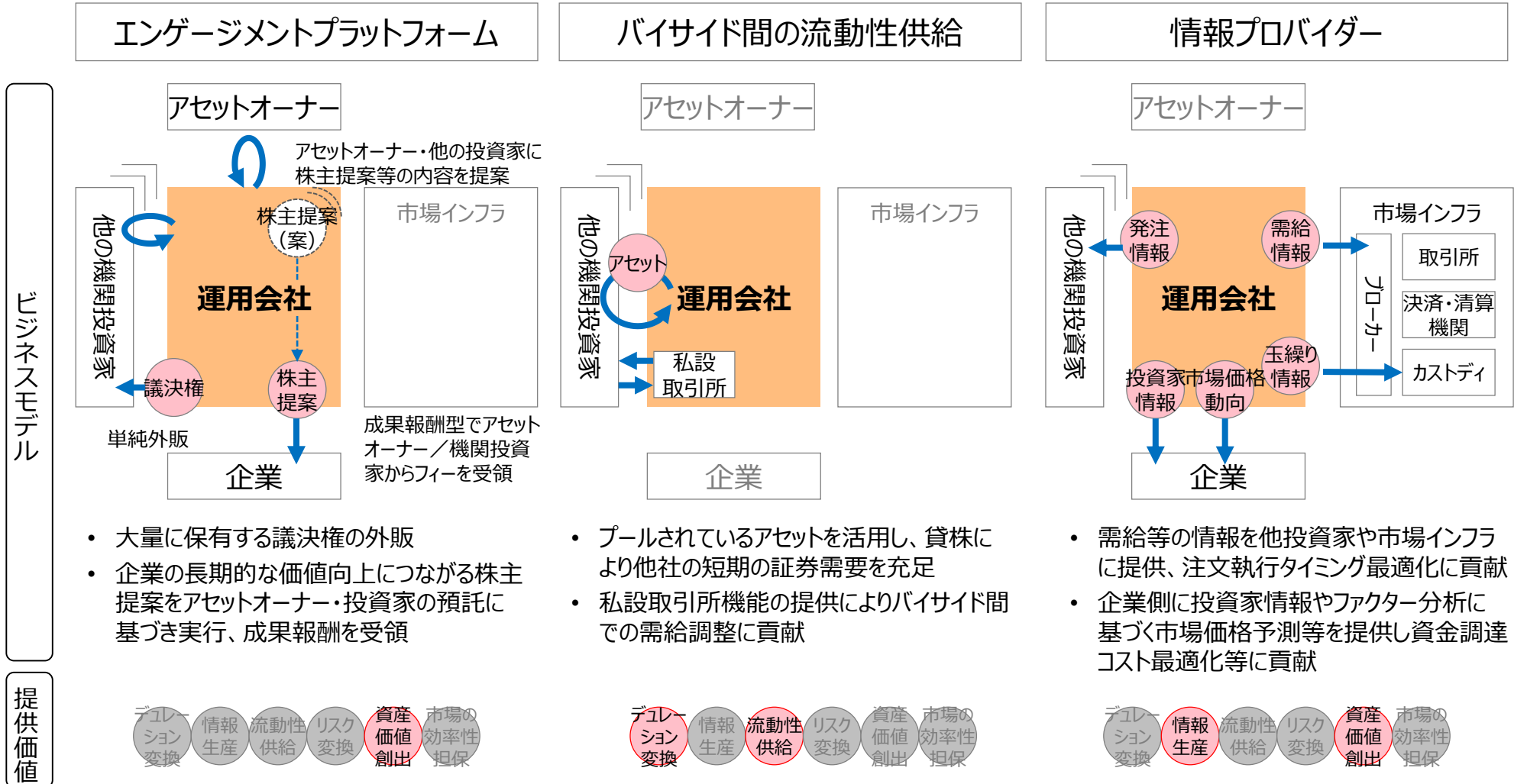
新種アセット

- 休眠資産や無形資産、デジタル・アセットなど、社会的価値を創出しうる資産を積極的に発掘し、リスクマネーを誘導する、「アセットの発掘・創造主体」

## 2. 長期的な社会価値の転換

### 3 資産運用会社の将来像 | パッシブの中長期のビジネスモデル

パッシブ運用を行う「コスト効果型」運用会社は、委託者報酬をベースとした現状の収益モデルに加え、保有資産のスケールを生かした企業価値向上への介入を行うことで、前述の長期的な社会価値を保ち得るのではないかな。



※レギュレーション上の制約は敢えて考慮していない



# アジェンダ

- I. 本調査研究の目的
- II. 資産運用会社を取り巻く環境の変化
  - 1. 現状のビジネスモデル
  - 2. 環境変化
  - 3. ビジネスモデル進化の要諦
- III. 中長期に持続可能なビジネスモデル
  - 1. 当面の持続性のあるビジネスモデル
  - 2. 長期的な社会価値の転換

## IV. GPIFとしての取り組みの考え方

# 委託先選定における評価観点（1/2）

今後の委託先選定においては、外部環境・競争環境の変化に対するビジネスモデルとしての持続性の観点を加味した評価を行うことで、長期的な関係構築が可能な委託先を特定することが重要。

## 評価の観点

|                           | 当面のビジネスモデルとの整合性                                                                                                                                                                                                                                                                     | 長期的な持続性                                                                                                                                                                                                          |
|---------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>I</b><br>コスト効果型        | <ul style="list-style-type: none"><li>① コスト効率の観点から、合理的なラインナップか<ul style="list-style-type: none"><li>・ スケール追求型ファンドへの集中化が基本</li><li>・ 高コスト帯のファンドを有する場合、ファミリーファンド構造等によりスケールメリットが効く構造か</li><li>・ 規模が取れていないファンドを適宜償還し、コスト効率を維持しているか。下位ファンドのコストを上位ファンドで負担する構造となっていないか</li></ul></li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>① 継続的に規模を追求可能な態勢か<ul style="list-style-type: none"><li>・ 財務体質として、継続的な投資余力や資金調達手段があるか</li><li>・ 多地域展開や、ファクター投資によるアクティブ運用からの取り込みなど、規模追求が可能な戦略・態勢を構築しているか</li></ul></li></ul> |
| <b>II</b><br>アクティブ・ブティック型 | <ul style="list-style-type: none"><li>① ファクター投資による代替が困難な、個別業界・企業の価値・成長性評価のケイパビリティを有しているか</li><li>② ファンドのフィー体系や、ファンドマネージャへのインセンティブモデルにおいて、運用パフォーマンスが最大化されるためにどのようなアラインメントの仕組みが取られているか（規模の拡大による手数料獲得に依存していないか）</li></ul>                                                              | <ul style="list-style-type: none"><li>① 短期的収益を狙った規模拡大を排除するため、ファンドの適正規模維持の仕組みや、投資意思決定の独立性がどのように担保されているか</li></ul>                                                                                                 |
| <b>III</b><br>企業価値向上型     | <ul style="list-style-type: none"><li>① 投資先企業の価値向上にあたり、単純な資金提供に留まらない付加価値を提供可能か</li><li>② パフォーマンスを最大化させるため、運用者に対しどのようなインセンティブを与えているか（ファンドへの自己資金の投資 等）</li></ul>                                                                                                                      | <ul style="list-style-type: none"><li>① 企業価値向上のケイパビリティの持続性は如何にして担保されているか</li><li>② 継続的に良質な投資案件を獲得するため、ソーシングにおいてどのような優位性を有しているか</li></ul>                                                                         |

# 委託先選定における評価観点（2/2）

（前ページ続き）

## 評価の観点

IV

プラットフォーム型

### 当面のビジネスモデルとの整合性

- ① 明確・合理的な戦略のもとに事業ポートフォリオが組成されているか
- ② 各事業・運用エンティティ間でのシナジー・リスク分散が適切に機能しているか

### 長期的な持続性

- ① 事業環境に応じ事業ポートフォリオを最適化するケイパビリティを如何にして担保しているか（経営人材の確保、M&A専担機能 等）
- ② 外部調達した事業・人材を、如何にして適切に機能させているか（コストやケイパビリティ面のシナジー創出、販路・ブランド価値の提供 等）

V

本業シナジー  
獲得型

- ① 投資先アセットの価値向上において、本業の固有価値が活用されているか（不動産の創出・維持・管理 等）
- ② 本業側の論理がファンド運営にバイアスを与えないため、投資の意思決定構造において十分な対策が取られているか

- ① 運用事業が本業サイドにとって十分な価値を生み出し、事業の持続性が担保されているか

VI

リアルアセット  
価値向上型

- ① 投資先資産の価値向上にあたり、単純な資金提供に留まらない付加価値を提供可能か
- ② パフォーマンスを最大化させるため、運用者に対しどのようなインセンティブを与えているか（ファンドへの自己資金の投資 等）

- ① 資産価値向上のケイパビリティの持続性は如何にして担保されているか
- ② 継続的に良質な投資案件を獲得するため、ソーシングにおいてどのような優位性を有しているか

# 長期のパートナーシップ構築に向けた取り組み

大きく6つの取り組みを通じ、運用会社や周辺プレーヤーとの長期的関係強化が必要ではないか

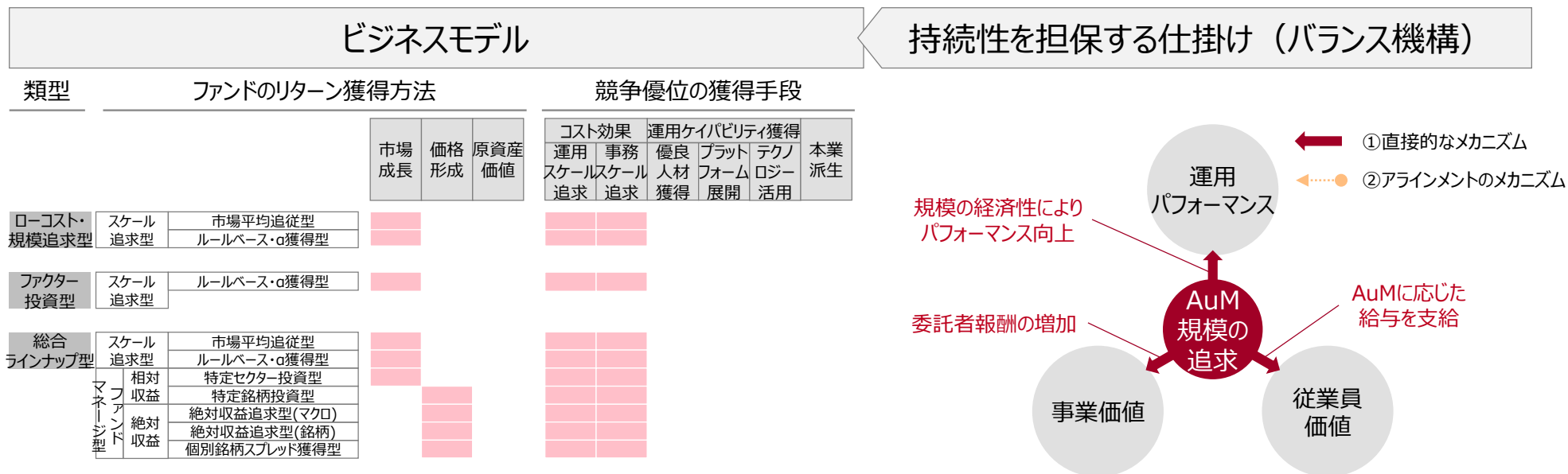
| 目的                              | 実現すべきこと                   | GPIFとしての取り組み                                                                                                                               |
|---------------------------------|---------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 良質な企業・<br>アセットへのリスク<br>マネー循環の促進 | ESG投資の促進                  | <ul style="list-style-type: none"><li>ESGの観点に基づくインデックスの整備</li><li>長期運用資金のアロケーション</li></ul>                                                 |
|                                 | パッシブマネージャの<br>エンゲージメント積極化 | <ul style="list-style-type: none"><li>パッシブマネージャへのエンゲージメントに対する追加的フィー提供や、エンゲージメントの仕組み整備</li><li>エンゲージメントへの貢献度に基づく運用会社評価の基準整備等</li></ul>      |
|                                 | ニッチ・新種アセットへの<br>リスクマネー循環  | <ul style="list-style-type: none"><li>多様なアセットの継続的アセスメントと運用資金のアロケーション</li><li>業界・当局との対話を通じた流通市場・制度の整備促進</li></ul>                           |
| 良質な<br>運用会社の育成                  | 長期成長投資型の<br>運用会社の育成       | <ul style="list-style-type: none"><li>デュレーション別のアロケーションの発想を導入することで、長期スパンでの運用に対する資金投下を積極化</li><li>良質なアクティブマネージャに対する期間コミット型の委託</li></ul>      |
|                                 | アセットオーナーの<br>運用会社評価力の向上   | <ul style="list-style-type: none"><li>他アセットオーナーとの評価基準共有化や、マネージャエントリー制度の共通プラットフォーム化による目利き力の横展開</li></ul>                                    |
|                                 | 環境変化に則した<br>ビジネスモデルの浸透    | <ul style="list-style-type: none"><li>手続き簡素化、ゲートキーパーのアサイン等により、グローバルの先進的運用会社の参入ハードルを低減</li><li>運用会社に対するエンゲージメントを通じ、ビジネスモデルの健全化を促進</li></ul> |

# Appendix

### 3. 当面のサステイナブルなビジネスモデル

## コスト効果型 – ビジネスモデル・バランス機構

運用資産規模を継続的に拡大させることが重要であり、規模拡大のための投資余力の捻出や投資の実行が課題に。



- 運用資産規模拡大によりコスト効率を高めリターンに還元
  - 低価格のパッシブ型ファンドを提供し、運用規模を追求
  - アクティブファンドのインデックス化による新たな収益機会の獲得や、運用効率を活かした一部アクティブファンドによる規模獲得も実施
- 運用や事務面のスケールメリットにより、コスト競争力を獲得
  - 貸株利益や事務・システム外販などで、更なるコスト効果追求も選択肢

- 運用資産規模の追求が、運用パフォーマンス・事業価値・従業員価値の三者を共に利する構造

### 3. 当面のサステナブルなビジネスモデル

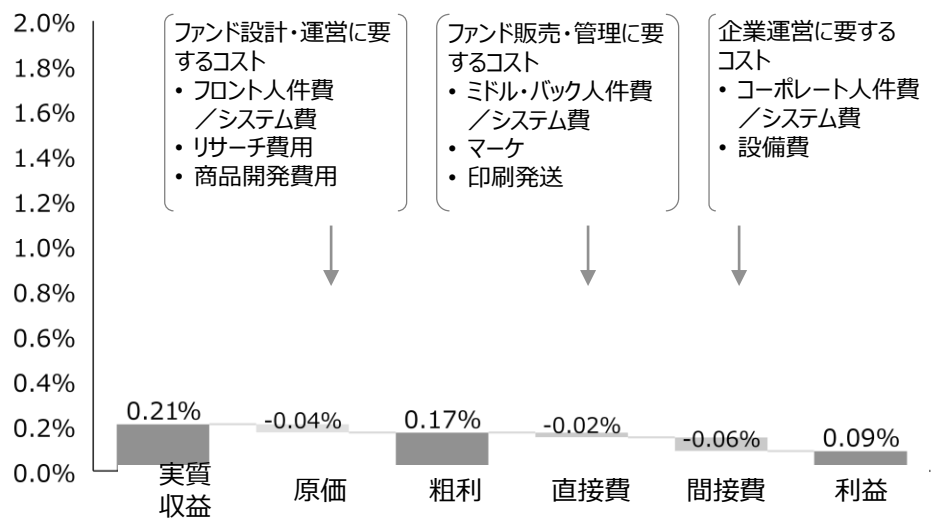
## コスト効果型 – 収益費用構造・インセンティブモデル

人材を長期安定雇用し、コスト競争力を梃に運用資産残高を拡大、利益を獲得。

#### 収益費用構造

(AuMあたり換算)

(例：A社(2016)\*)



AuM当たりの実質収益が相対的に少ない中、原価や直接・間接費を圧縮することで利益を捻出

- AuM当たりの実質収益は20ベース程度
- ファンド大規模化により運用効率向上
- 事務/システムの共通化によりコストベース低下

#### インセンティブモデル

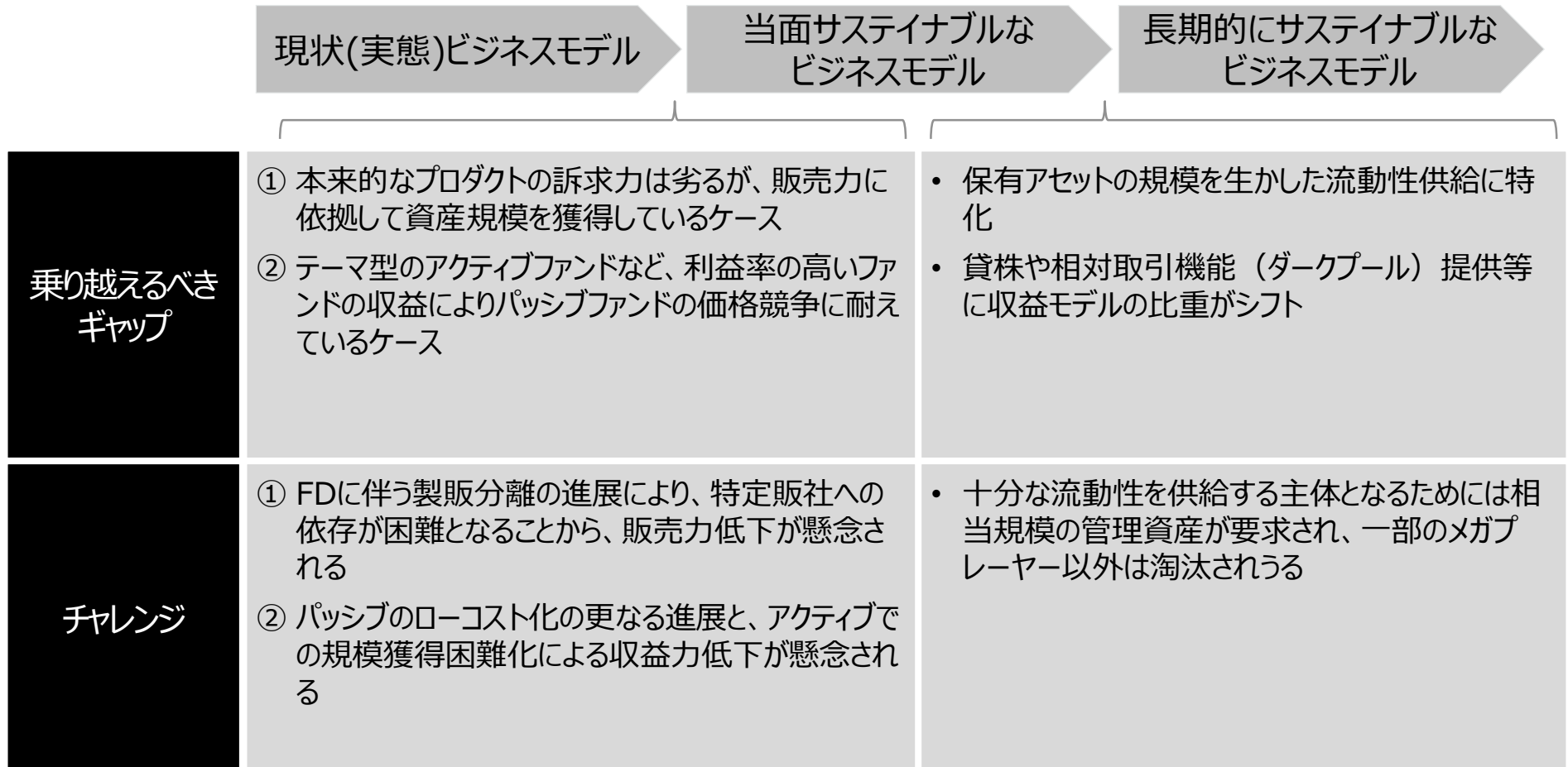
|           | リサーチ                           | 商品設計                           | 営業                             | ファンドマネジャー                      | トレーダー                          |
|-----------|--------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|
| KPI       | AuM<br>規模<br>ネットフロー<br>Revenue | AuM<br>規模<br>ネットフロー<br>Revenue | AuM<br>規模<br>ネットフロー<br>Revenue | AuM<br>規模<br>ネットフロー<br>Revenue | AuM<br>規模<br>ネットフロー<br>Revenue |
| 運用パフォーマンス | 運用パフォーマンス                      | 運用パフォーマンス                      | 運用パフォーマンス                      | 運用パフォーマンス                      | 運用パフォーマンス                      |
| 固定・変動比率   | 変動 固定                          | 変動 固定                          | 変動 固定                          | 変動 固定                          | 変動 固定                          |
| 支払方法      | 現金<br>現金<br>ストックオプション          | 現金<br>現金<br>ストックオプション          | 現金<br>現金<br>ストックオプション          | 現金<br>現金<br>ストックオプション          | 現金<br>現金<br>ストックオプション          |
| 固定給       | 現金                             | 現金                             | 現金                             | 現金                             | 現金                             |
| 変動給       | 定期<br>非定期                      | 定期<br>非定期                      | 定期<br>非定期                      | 定期<br>非定期                      | 定期<br>非定期                      |

KPIや給与が職種間で横並び、変動給も会社業績と連動させるといった長期安定雇用を志向したインセンティブモデル

- 職種によらず規模拡大をKPIとして設定
- 変動給の比率は相対的に低く、個人業績よりも会社業績との連動が強い賞与を年度単位で支給

### 3. 当面のサステイナブルなビジネスモデル

## コスト効果型 – 中長期の戦略・課題

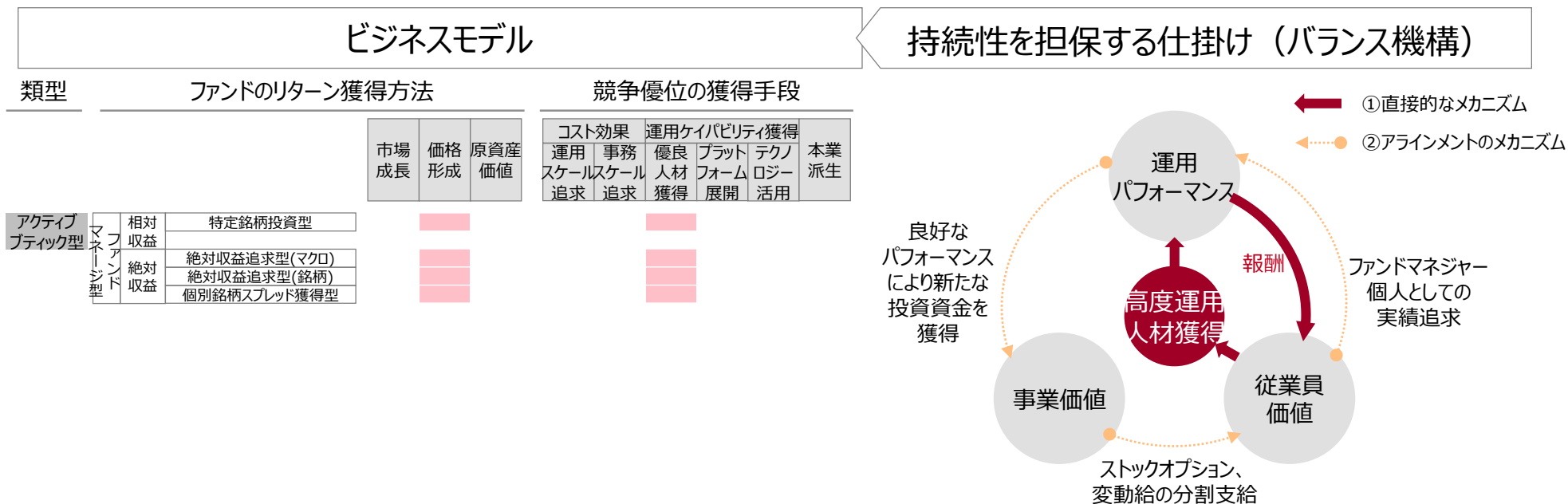




### 3. 当面のサステイナブルなビジネスモデル

## アクティブ・ブティック型 – ビジネスモデル・バランス機構

投資家間の情報格差が残る分野にフォーカスする上で、高度運用人材の獲得・リテインやファンド規模を適切に保つことが課題。



- 高度運用人材により成長銘柄を見極め、市場αを獲得。ファンドの良好なパフォーマンスを呼び水に、新たな投資資金を獲得し、事業規模を拡大
- 高度運用人材を獲得・リテインし続けることで競争優位性を獲得

- 高度運用人材を獲得することで運用パフォーマンスが向上し、それに連動した従業員価値を実現
- 事業価値と従業員価値のアライメントとして、給与の一部を事業価値と連動

### 3. 当面のサステイナブルなビジネスモデル

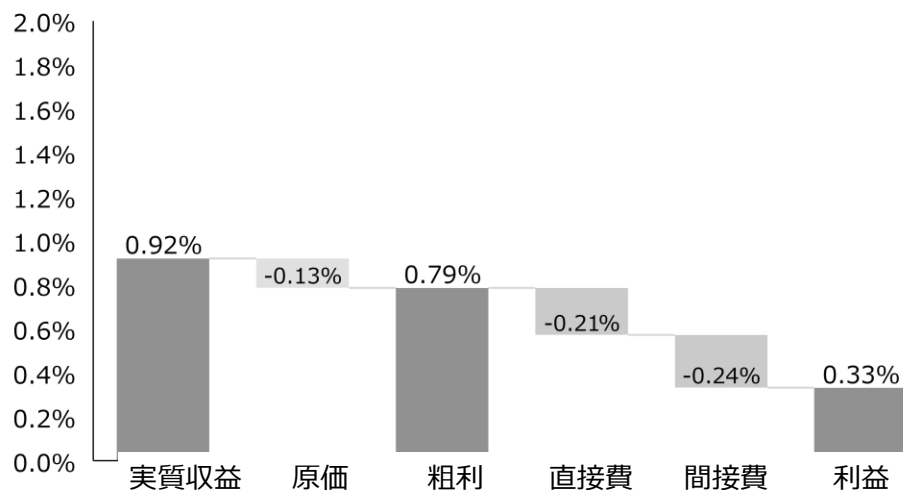
## アクティブ・ブティック型 – 収益費用構造・インセンティブモデル

ファンドパフォーマンスに連動したインセンティブを付与し、市場平均よりも高いリターンを獲得。トラックレコードを積み上げることで新たな資金を獲得し、事業規模を拡大。

#### 収益費用構造

(AuMあたり換算)

(例：B社(2016)\*)



トラックレコードを積み上げて新たな運用資産を獲得することで実質収益を向上させ、利益を捻出

- AuM当たりの実質収益は1%程度
- 成果連動型の場合、コミットしたリターンに対する超過分の成果報酬を獲得

#### インセンティブモデル

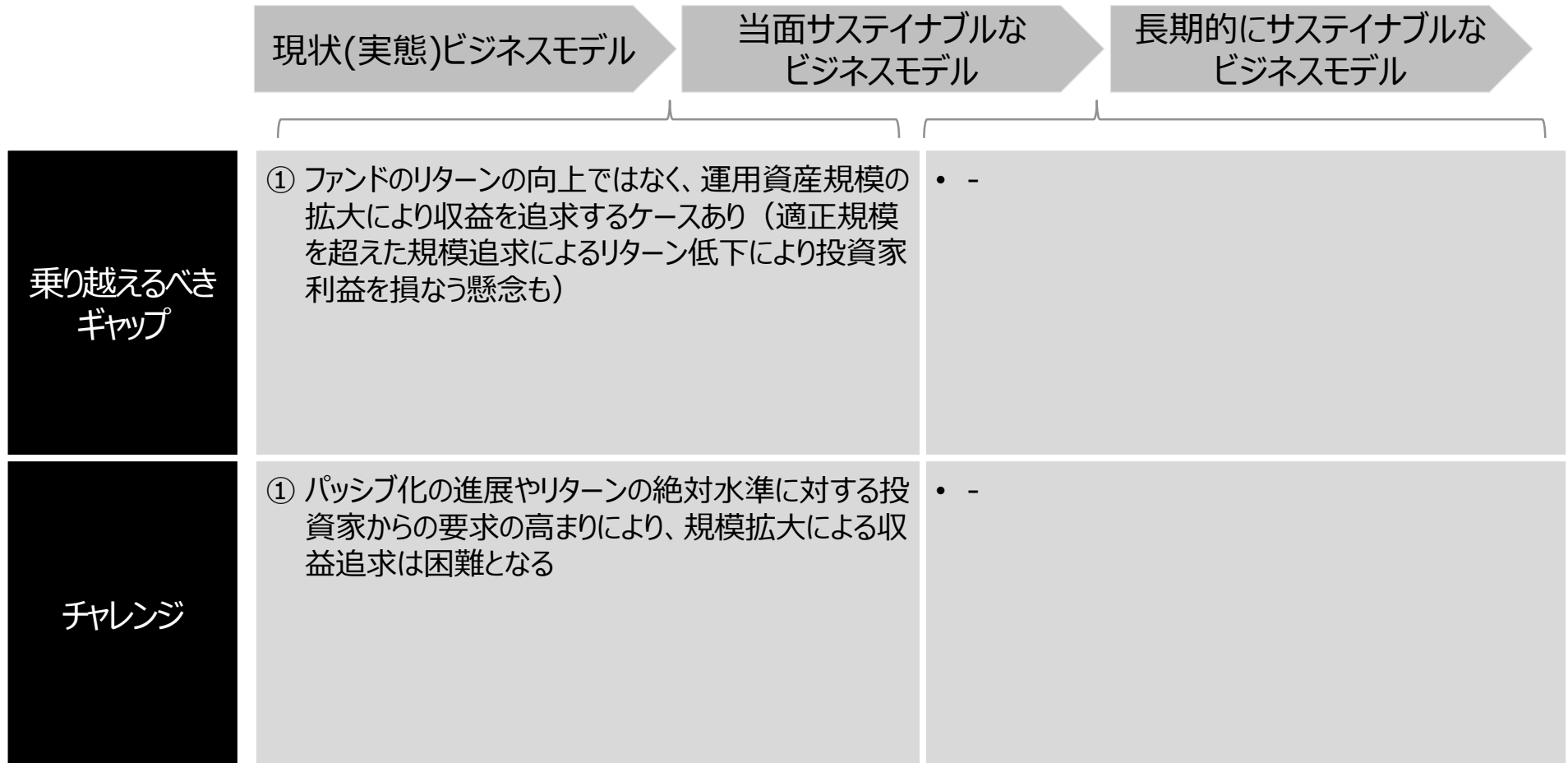
|             | リサーチー             | 商品設計              | 営業                | ファンド<br>マネジャー     | トレーダー             |
|-------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| KPI         | AuM<br>規模         | AuM<br>規模         | AuM<br>規模         | AuM<br>規模         | AuM<br>規模         |
|             | ネットフロー<br>Revenue | ネットフロー<br>Revenue | ネットフロー<br>Revenue | ネットフロー<br>Revenue | ネットフロー<br>Revenue |
| 固定・変動<br>比率 | 運用<br>パフォーマンス     | 運用<br>パフォーマンス     | 運用<br>パフォーマンス     | 運用<br>パフォーマンス     | 運用<br>パフォーマンス     |
|             | 変動                | 固定                | 変動                | 固定                | 変動                |
| 支払方法        | 現金                | 現金                | 現金                | 現金                | 現金                |
|             | 現金                | 現金                | 現金                | 現金                | 現金                |
|             | ストックオプション         | ストックオプション         | ストックオプション         | ストックオプション         | ストックオプション         |
|             | 定期                | 定期                | 定期                | 定期                | 定期                |
|             | 非定期               | 非定期               | 非定期               | 非定期               | 非定期               |

FMや営業の変動給の割合を高く設定し、パフォーマンス向上や資金獲得への強いインセンティブを付与

- FM個人の資金をファンドに入れることでパフォーマンスへのコミットをより強化
- 人材の一定リテインのためストックオプションなども活用

### 3. 当面のサステイナブルなビジネスモデル

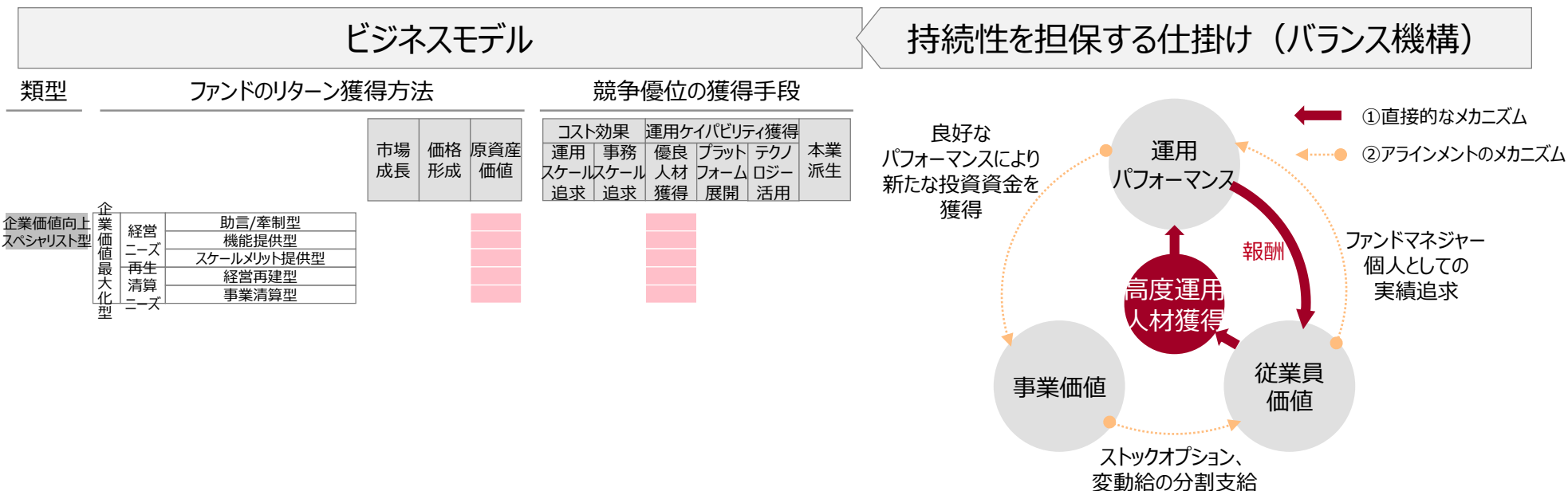
## アクティブ・ブティック型 – 中長期の戦略・課題



### 3. 当面のサステイナブルなビジネスモデル

## 企業価値向上型 – ビジネスモデル・バランス機構

リターンを獲得する上で企業を成長させることがより重要となり、特定の領域に注力し知見を蓄積するとともに専門分化したチームを協業させることが課題。

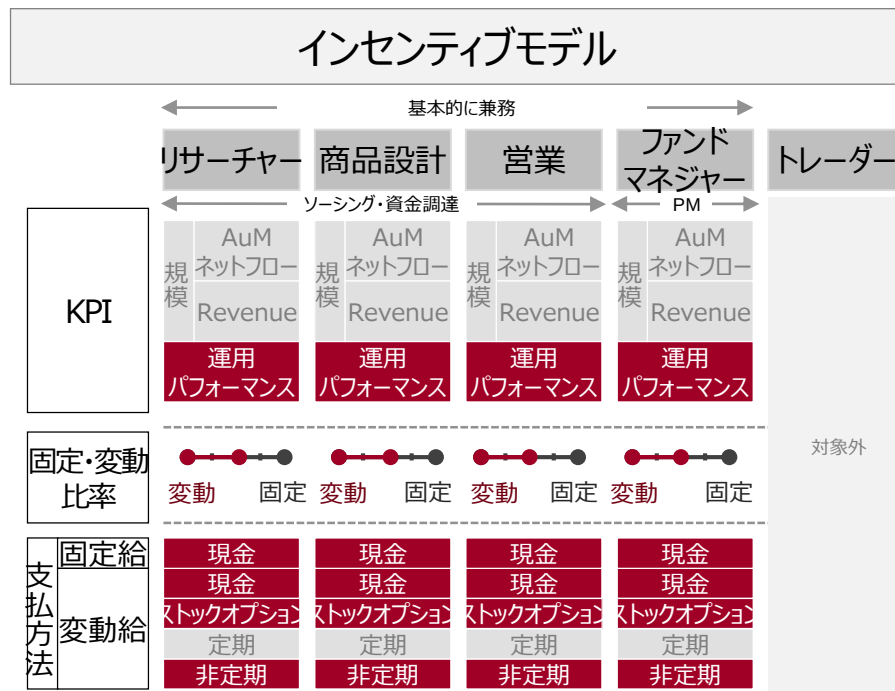
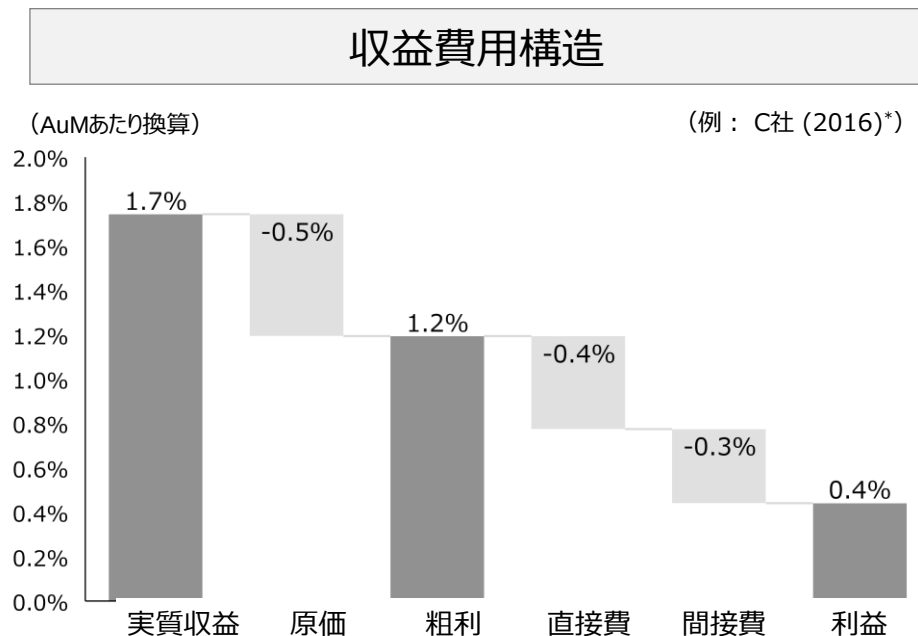


- 高度運用人材により企業価値の向上や企業の高値での清算を行い、リターンを獲得。ファンドの良好なパフォーマンスを呼び水に、新たな投資資金を獲得し、事業規模を拡大
- 高度運用人材を獲得・リテインし続けることで競争優位性を獲得
- 高度運用人材を獲得することで運用パフォーマンスが向上し、それに連動した従業員価値を実現
- 事業価値と従業員価値のアライメントとして、給与の一部を事業価値と連動

### 3. 当面のサステイナブルなビジネスモデル

## 企業価値向上型 – 収益費用構造・インセンティブモデル

ファンドパフォーマンスに連動したインセンティブを付与し、企業価値の向上によりリターンを獲得。トラックレコードを積み上げることで新たな資金を獲得し、事業規模を拡大。



トラックレコードを積み上げて新たな運用資産を獲得することで実質収益を向上させ、利益を捻出

- AuM当たりの実質収益は2%程度
- 固定の委託者報酬にて必要経費をカバー

エグジットまで企業を支援し運用パフォーマンスを向上させるインセンティブを付与

- ソージングからエグジットまでコミットさせるため、エグジットのタイミングで、超過収益連動の変動給を付与
- 個人の資金をファンドに入れることでパフォーマンスへのコミットをより強化
- 人材の一定リテインのためストックオプションなども活用

### 3. 当面のサステイナブルなビジネスモデル

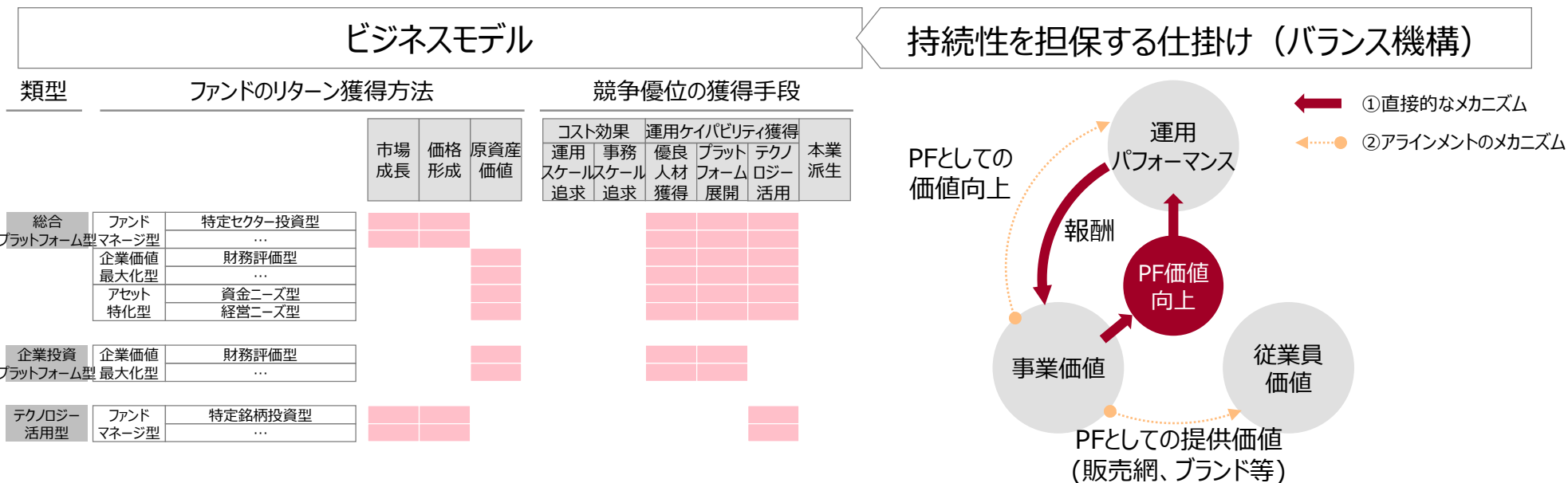
## 企業価値向上型 – 中長期の戦略・課題

|                 | 現状(実態)ビジネスモデル                                                                                                                                                                              | 当面サステイナブルな<br>ビジネスモデル                               | 長期的にサステイナブルな<br>ビジネスモデル |
|-----------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------|-------------------------|
| 乗り越えるべき<br>ギャップ | <ul style="list-style-type: none"><li>① 本質的な資産価値向上ではなく、アービトラージによりリターンを獲得しているケース</li><li>② 短期的なリターンを狙い、本質的な資産価値を棄損するケース</li></ul>                                                           | <ul style="list-style-type: none"><li>• -</li></ul> |                         |
| チャレンジ           | <ul style="list-style-type: none"><li>① 単純裁定や短期の合理化等の手段で獲得可能なリターンは縮小。トップライン向上、事業構造改革などより本質的な企業価値向上が必要とされる</li><li>② リターン獲得までに相応の期間を要するため、短期的利益還元を求める株主・親会社や、ファンドマネージャとのコンフリクトが拡大</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>• -</li></ul> |                         |

### 3. 当面のサステイナブルなビジネスモデル

## プラットフォーム型 – ビジネスモデル・バランス機構

プロダクトを多角化する上で、人材・他社の機動的な活用を担保する仕組み構築が課題となる。



- 人材採用やM&Aによりケイパビリティを補完し、プロダクトを多角化することでリーチ可能な市場を拡大、幅広い投資家ニーズに対応
- 既存ファンドで確立した強み(販売網、信用力、オペレーション基盤等)を元に、他の運用戦略やアセットに横展開することで競争優位性を獲得

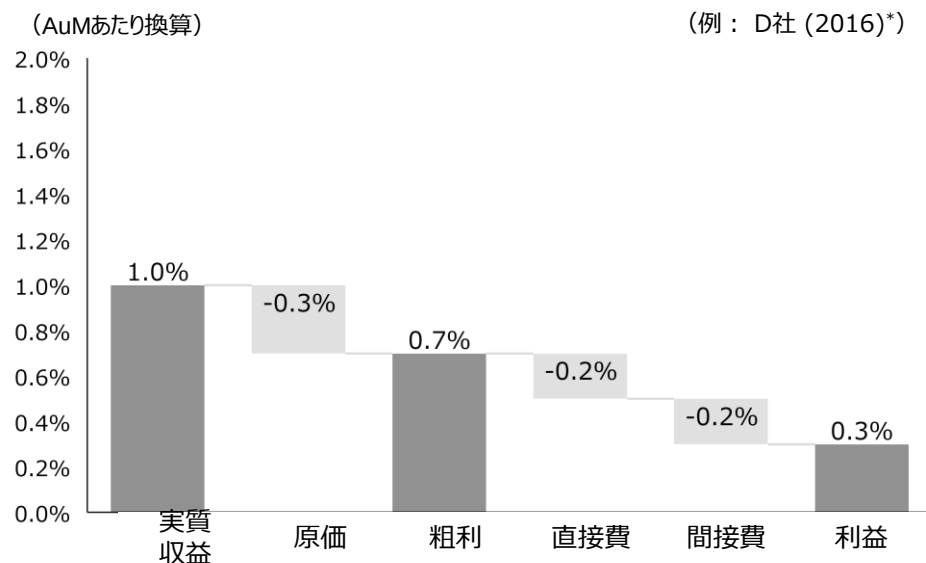
- ① 獲得したケイパビリティがファンドの良好なパフォーマンスを実現、運用会社のリターンを最大化
- ② それにより得られた収益を投資原資としてプラットフォーム価値を向上

### 3. 当面のサステイナブルなビジネスモデル

## プラットフォーム型 – 収益費用構造・インセンティブモデル

高リターン追及をベースとしつつ、コストシナジー創出やチームプレー促進を考慮した発想。

#### 収益費用構造



アセットクラスやプロダクト、運用手法を多様化させ、リーチ可能なマーケットを拡大することで実質収益を向上させ利益を捻出

- AuM当たりの実質収益は1%程度
- コーポレートやマーケティング等、共通的に利用する機能を共有化することで、コストサイドのシナジーも創出

#### インセンティブモデル

|         | リサーチャー            | 商品設計              | 営業                | ファンドマネジャー         | トレーダー             |
|---------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| KPI     | AuM<br>規模         | AuM<br>規模         | AuM<br>規模         | AuM<br>規模         | AuM<br>規模         |
|         | ネットフロー<br>Revenue | ネットフロー<br>Revenue | ネットフロー<br>Revenue | ネットフロー<br>Revenue | ネットフロー<br>Revenue |
| 固定・変動比率 | 運用パフォーマンス         | 運用パフォーマンス         | 運用パフォーマンス         | 運用パフォーマンス         | 運用パフォーマンス         |
|         | 変動 固定             | 変動 固定             | 変動 固定             | 変動 固定             | 変動 固定             |
| 支払方法    | 現金                | 現金                | 現金                | 現金                | 現金                |
|         | 現金                | 現金                | 現金                | 現金                | 現金                |
|         | ストックオプション         | ストックオプション         | ストックオプション         | ストックオプション         | ストックオプション         |
|         | 定期 非定期            | 定期 非定期            | 定期 非定期            | 定期 非定期            | 定期 非定期            |

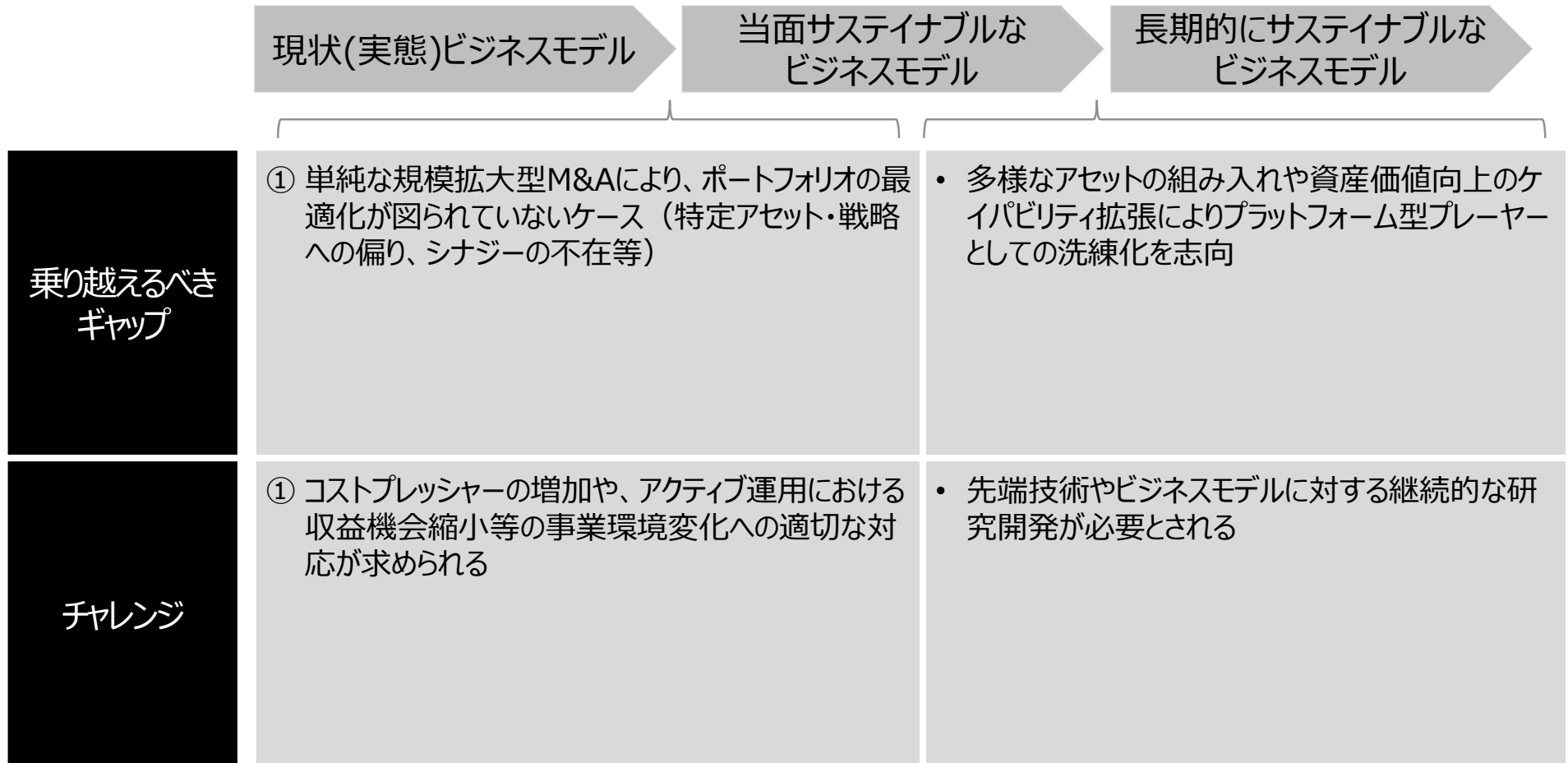
個々のファンドごとにパフォーマンスを最大化させるためにファンドごとに独立したインセンティブと、プラットフォーム価値を向上させるためのインセンティブの両方を付与

- 人材・組織間での協業促進によるプラットフォームとしての価値創出を促進するため、会社業績や他ファンドのパフォーマンスと相関性を持たせたインセンティブを一部付与



### 3. 当面のサステイナブルなビジネスモデル

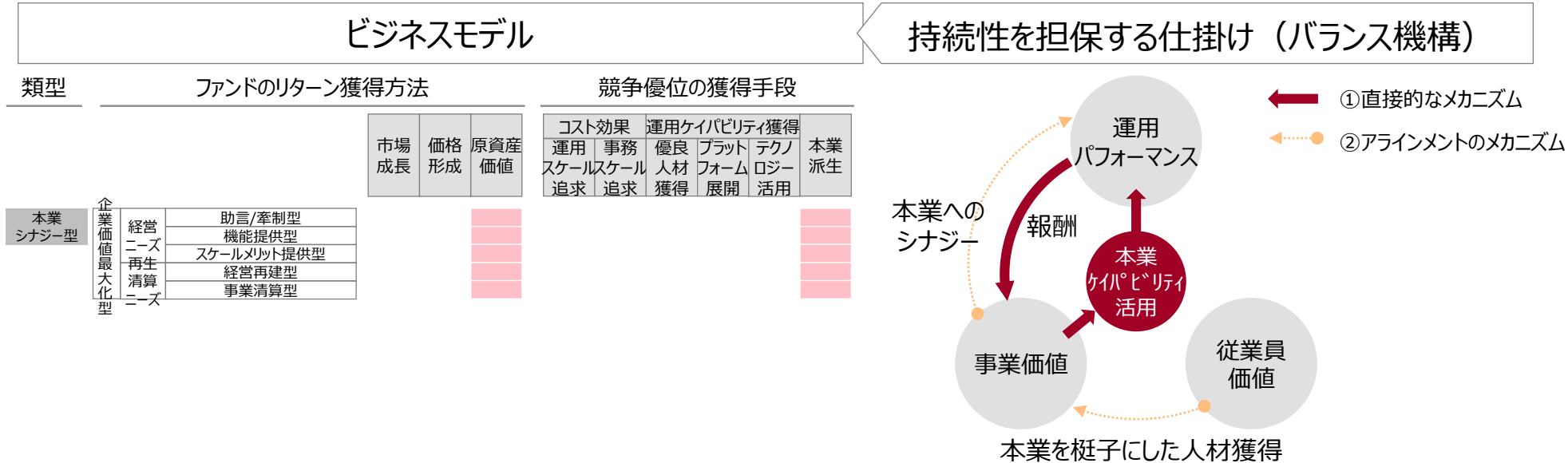
## プラットフォーム型 – 中長期の戦略・課題



### 3. 当面のサステイナブルなビジネスモデル

## 本業シナジー獲得型 – ビジネスモデル・バランス機構

本業派生型プレーヤ固有の強みを生かした産業PF/エコシステム形成が競争価値となる。



- 本業のノウハウ・機能、人材等を生かし、投資先の企業価値を向上することでリターンを獲得
- 本業資産のファンドへの転用と、投資先企業のプロダクトや技術の享受等による本業側への貢献によりシナジーを創出することで競争優位性を獲得

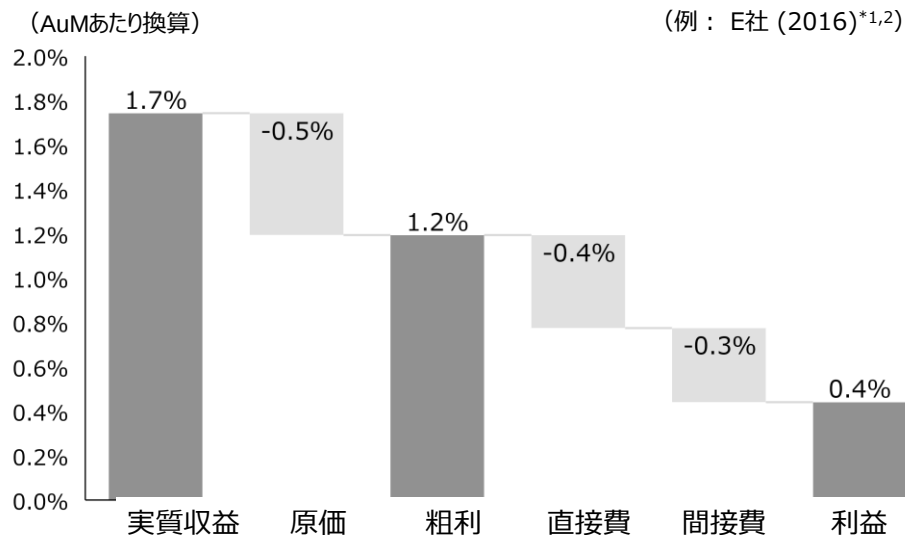
- ① 本業のケイパビリティを投資先の価値向上に転用し良好な運用パフォーマンスを獲得
- ② 本業サイドに対しシナジーを創出することがアラインメントとして機能

### 3. 当面のサステイナブルなビジネスモデル

## 本業シナジー獲得型 – 収益費用構造・インセンティブモデル

本業のケイパビリティを活かして投資先企業価値を向上させる発想。

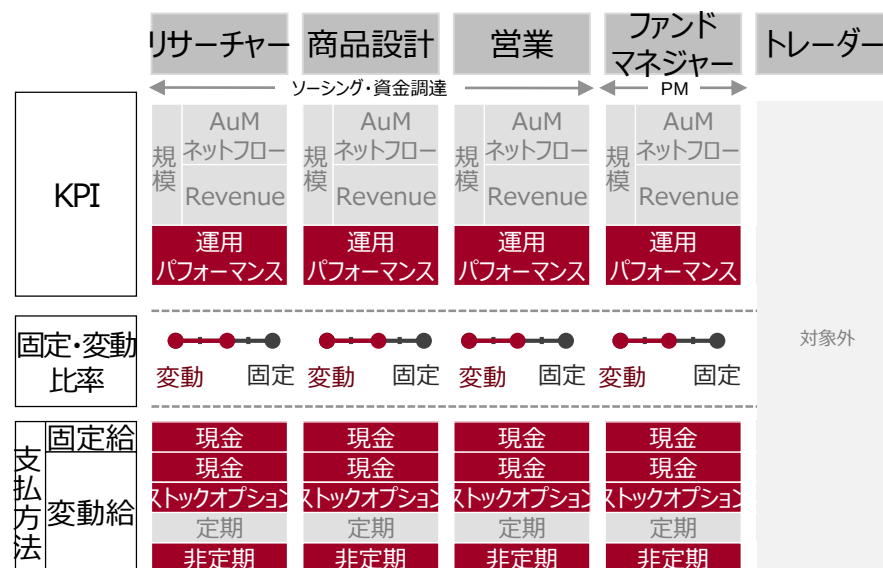
#### 収益費用構造



本業ケイパビリティを活用しトラックレコードを積み上げて新たな運用資産を獲得。実質収益を向上させ、利益を捻出

- AuM当たりの実質収益は2%程度
- 固定の委託者報酬にて必要経費をカバー
- 本業ケイパビリティ活用により一部のコストを抑制

#### インセンティブモデル

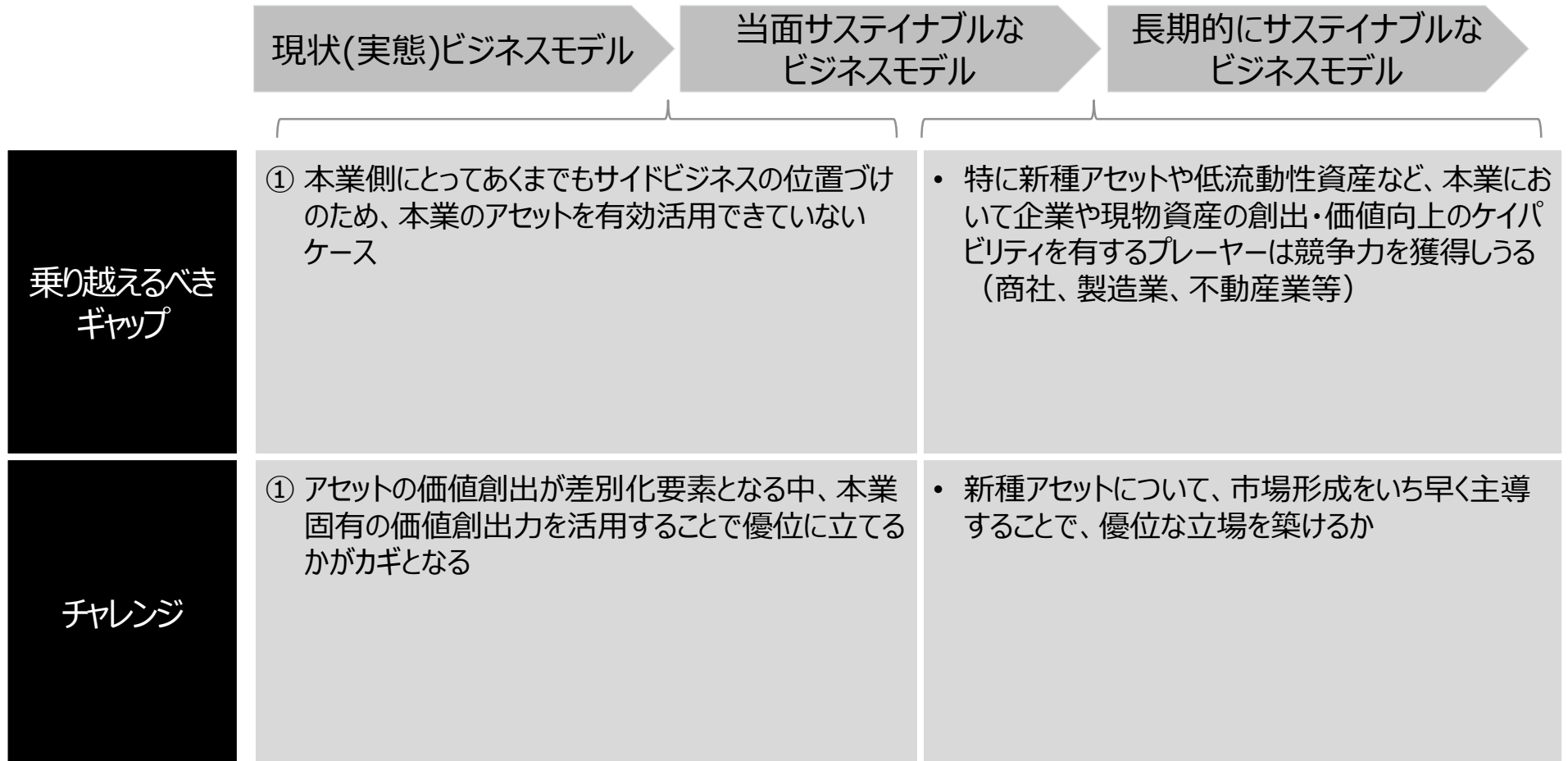


本業とのシナジーを生み出す投資対象にてファンドパフォーマンス向上させるインセンティブを付与

- 本業側の業績に連動した変動給を一部付与
- 個人の資金をファンドに入れることでパフォーマンスへのコミットをより強化
- 人材の一定リテインのためストックオプションなども活用

### 3. 当面のサステイナブルなビジネスモデル

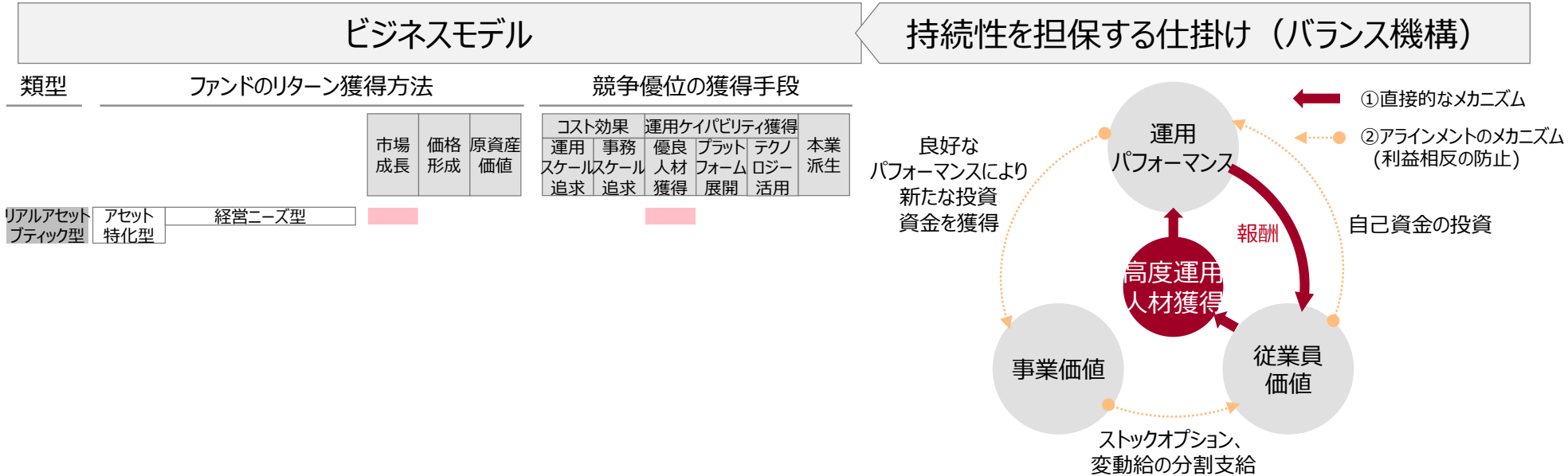
## 本業シナジー獲得型 – 中長期の戦略・課題



### 3. 当面のサステイナブルなビジネスモデル

## リアルアセット価値向上型 – ビジネスモデル・バランス機構

資金力以外の提供価値や新たなアセットクラスでの収益の確保が重要であり、提供価値の磨き上げや、新たな収益機会模索のための積極投資やチームによる協業が課題。



- 高度運用人材によりリアルアセットの価値の向上を行い、リターンを獲得。ファンドの良好なパフォーマンスを呼び水に、新たな投資資金を獲得し、事業規模を拡大
- 高度運用人材を獲得・リテインし続けることで競争優位性を獲得

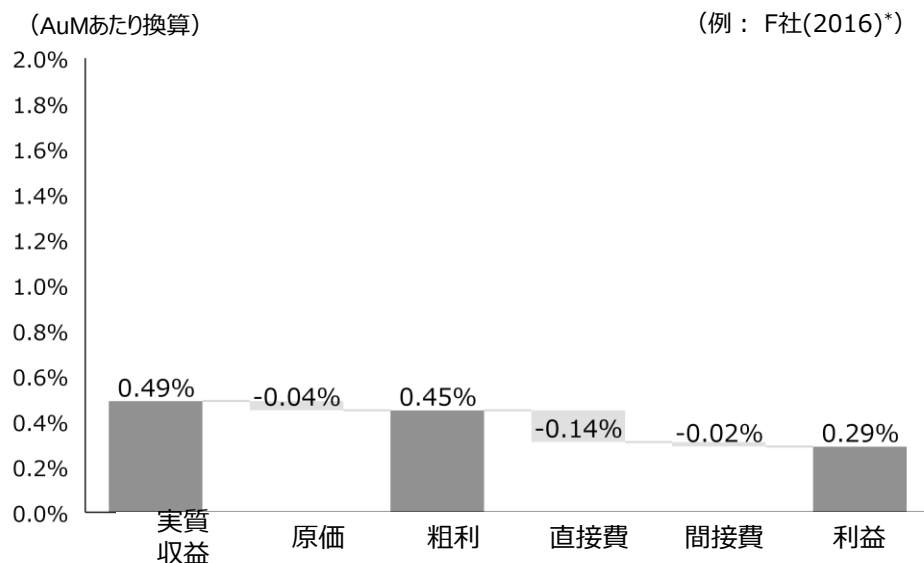
- 高度運用人材を獲得することで運用パフォーマンスが向上し、それに連動した従業員価値を実現
- 事業価値と従業員価値のアラインメントとして、給与の一部を事業価値と連動

### 3. 当面のサステイナブルなビジネスモデル

## リアルアセット価値向上型 – 収益費用構造・インセンティブモデル

ファンドパフォーマンスに連動したインセンティブを付与し、アセットのCF改善やキャピタルゲインによりリターンを獲得。トラックレコードを積み上げることで新たな資金を獲得し、事業規模を拡大。

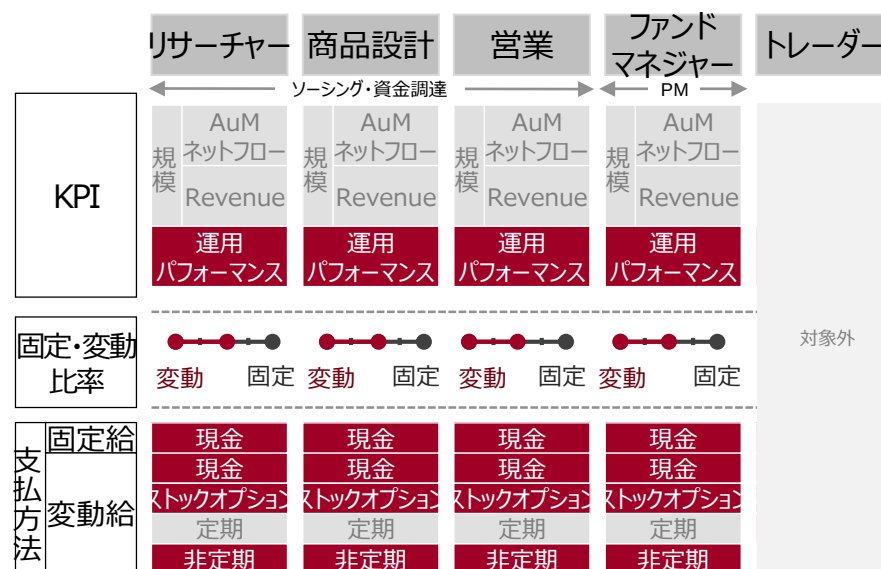
#### 収益費用構造



トラックレコードを積み上げて新たな運用資産を獲得することで実質収益を向上させ、利益を捻出

- AuM当たりの実質収益は0.5%程度
- 固定の委託者報酬にて必要経費をカバー
- 必要経費に占める人件費の割合が高い

#### インセンティブモデル

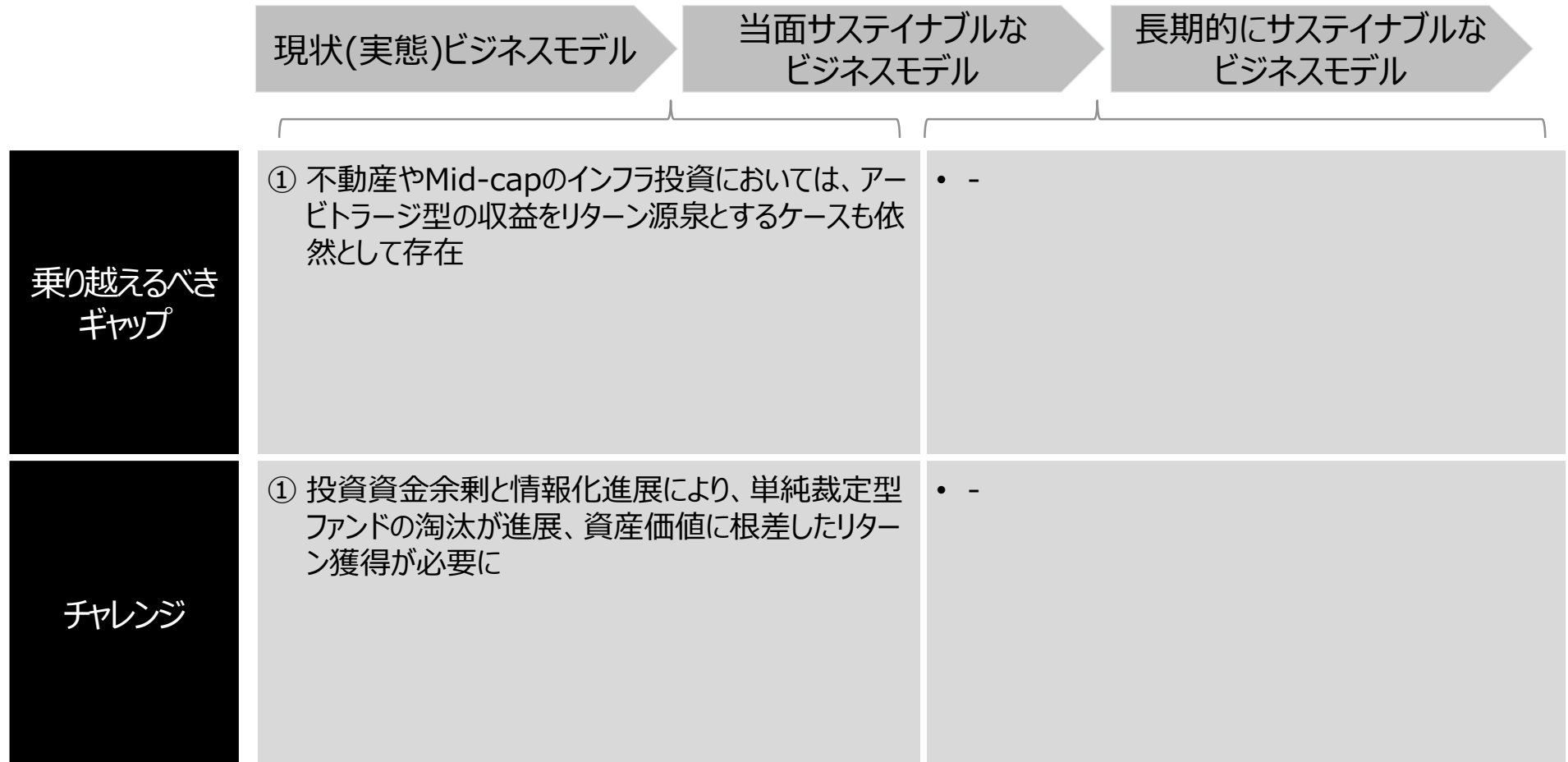


エグジットまでリアルアセットの価値向上を行い、運用パフォーマンスを向上させるインセンティブを付与

- ソーシングからエグジットまでコミットさせるため、エグジットのタイミングで、超過収益連動の変動給を付与
- 個人の資金をファンドに入れることでパフォーマンスへのコミットをより強化
- 人材の一定リテインのためストックオプションなども活用

### 3. 当面のサステイナブルなビジネスモデル

## リアルアセット価値向上型 – 中長期の戦略・課題



# 今後の調査研究における深耕余地

本調査研究においては主に資産運用会社の視点から大きな構造変化を洞察したが、アセットオーナー・当局などの各プレイヤーの視点からの洞察や、より定量的な情報分析を行うことで、深耕の余地がある。

## 観点

## 今後の調査研究における深耕余地

### アセットオーナーの視点から見た運用会社に対するニーズの変化

- ・ アセットオーナー側の運用会社に対する期待値は、手数料の透明化／成果報酬体系への移行といったコストの適正化に加え、情報提供やオペレーションの代行など、単純な資金運用に留まらず多様化の方向性にある
- ・ 本調査研究においては、資産運用会社へのヒアリングを通じ外部環境変化や事業戦略の方向性、業界構造変化を抽出したが、海外年金基金・金融法人や事業会社といったアセットオーナー側へのヒアリングによりより立体的な動向変化の洞察の余地がある

### 規制当局の動向に関する洞察

- ・ 資産運用業を巡る規制環境は国内外で大きく変化しており、フィデューシャリデューティやスチュワードシップコードの推進、欧州におけるMiFID II の施行などが動いている
- ・ 本調査研究においては、顕在化している、主に投資家保護の観点での動向に着目しているが、規制当局側へのヒアリングを行うことで、産業育成等により中長期の目線での当局の方向性を将来シナリオに織り込む余地がある

### “ディスラプター”の観点からの洞察

- ・ 近年は人工知能やデータ分析技術を駆使したヘッジファンド、データ掌握力を梃子にした異業種参入プレイヤーなど、従来型の運用会社の枠に留まらないプレイヤーが徐々に台頭している
- ・ 本調査研究でのヒアリング対象は伝統的運用会社であったが、スタートアップなどのディスラプターへのヒアリングを行うことで、彼らがどこにビジネスチャンスを見出しているか？ 将来の業界構造をどのように読んでいるか？といった観点から、ディスラプティブなシナリオをより具体化する余地がある

### 収益・コスト構造の定量的分析

- ・ 手数料の下方プレッシャーや、MiFID II を先駆けとした投資家のコスト負担の平等化圧力、技術進化による原価構造の変化により、運用会社の収益・費用構造は変化が予想される
- ・ 本調査研究においては各社の公開情報を元に、コスト構造の特性や、定性的なインパクトを洞察したが、非開示情報を含めたより詳細な財務情報を分析することにより、定量的な収益・コスト構造へのインパクトを洞察する余地がある