

## 運用会社のガバナンス

*日本における多くの運用会社はスチュワードシップコードの遵守に取り組み、コーポレートガバナンスコードに沿って投資先企業のガバナンスについてエンゲージメントを行っているが、運用会社自身のガバナンスについても問われている点に関して、どうお考えですか？*

はい、私は運用会社が他人のことを指摘する前に、まず自分たち自身のことを一度顧みるべきことに同意します。日本では標準的である銀行や保険グループのキャプティブ運用会社の内部統制は Casey Quirk においては際立っています。

ポートフォリオ運用を始めとし、より幅広く採用・解雇を含む意思決定権に関する良いガバナンスは成功している資産運用会社の特徴となっています。運用部門の独立性の観点から、またポートフォリオ構築やシニア・マネジメントの選定に関わる意思決定権においても、ガバナンスはファンド運用業界全体にとって真の課題になっているといえるでしょう。

もう一つの例は、運用会社がカストディヤ最良執行を含んだサービス・プロバイダーを選定する方法です。ほとんどの場合グループ会社であるカストディ、資産管理、最良執行またはITプロバイダーの選定プロセスに関する明確な方針を公表している日本の運用会社はほとんどありませんし、それらに掛かる費用も透明性に欠けています。これらは投資家のリターンに直接影響を与えるものです。アメリカやオーストラリアなど多くの国では、カストディ、資産管理及び最良執行のプロバイダーは第三者として他社と競争しなければならず、国によってはグループ会社を使用することは禁じられています。

また、議決権についてもここでお話ししておきましょう。私は多くの日本の運用会社が、報酬、M&A 等のコーポレート・アクション、特別配当／自社株買い等のような問題における ESG 方針の不透明感(または欠如)に関して海外投資家から指摘されるのを恐れている、と聞いています。他国では、運用会社は評判の良い第三者による助言に従うか、利益相反を避けるために議決権を行使しません。ベスト・プラクティスは、議決がどのように行使されるかについての方針を明確に表明すること、銀行/保険/証券顧客ではなく、ファンド・マネージャーを含め、明確に株主として投資先企業を見ている者を代表する独立委員会の設立です。

*日本にある運用会社の多くは大規模なファイナンシャル・グループの子会社であり、独立の運用会社は比較的少ないです。ガバナンスとは、ポートフォリオの運用と運用会社の経営の両方において健全なリスクを許容するために、経営陣、従業員、投資家/顧客と運用会社の株主のゴールのアラインメントである、と定義することができます。しかし、運用会社が独立しておらず、報告する親会社を持っている場合において、リソースの最適配分を含めこのアラインメントを達成するのが困難な場合があります。*

私たちの経験上、良質な運用会社(成長、革新、顧客ロイヤリティ、業界リーダーシップ、人材育成と保持、営業利益率、長期投資パフォーマンスを通じて測定した)とは、全般的にシニア・マネジ

メントが会社のオーナーである独立系企業であると共に、1) 安定したリターンと継続的な商品／サービスの革新を通じて顧客を満足させる、2) チームを安定させ、仕事に熱中させることに大きな重点を置いている会社です。これらの会社の CEO は、銀行や保険会社においてのより高い職位への強い昇進願望はなく(更に上のオーナーが存在しないため)、資金フロー面で親会社に依存していることから生じる安心感もありません。

我々のキャプティブ運用会社との仕事では、親会社の収益から区分化されたディファード・プロフィットシェアリング(銀行／保険／証券の親会社ではなく、自己が管理する資産運用部門の収益)と運用会社レベルの擬似エクイティを組み合わせたものを通して、シニア・マネジメントに運用会社のパートナー／オーナーであるかのように報酬を行うことで、この「Partner-Like」の考え方を可能な限り再現することをお勧めします。その結果、シニア・マネジメントは、現在の収益だけでなく、新しい可能性への長期的な投資についても考えるようになります。マネジメントには、上から妨げられずにこのような決断をする能力が必要です。最も成功したキャプティブ運用会社はまさにこの組み合わせを取り入れました。

日本社会における意思決定権およびインセンティブに関してはフラストレーションが溜まるものでした。例えば、シニア・ファンドマネージャーの場合、優れた投資判断に対するアップサイドよりも、誤った投資判断に対するダウンサイドの方が大きく、リスクを回避する企業文化が根付いています。これはインセンティブ構造の機能です。日本で、ファンド・マネージャーのパフォーマンスに基づいた真の変動報酬がもっと普及すれば、彼らの行動に変化が見られるかもしれません。私は多くの経営幹部に、リスクテイクに関する問題は、ビジネスを推進することに挑戦せず、状況が致命的でない限り、業績不振で解雇されないフロントオフィスやシニア・マネジメントに浸透しているという見解を示してきました。

**適切なインセンティブ構造と意思決定権を含む適切なガバナンス体制が一緒になることでより良い結果を生み出すことは理解することができます。適切なインセンティブ構造がこれらの決定権の主張を許可すると思いますか？**

はい、限定的ではありますが。

Deloitte と Casey Quirk は、過去に、日本のある金融機関に擬似エクイティ制度を導入するよう説得しました。ファントムストックが、事業を運営し、バリュエーションを決定する損益を管理するシニア・マネジメントの報酬を補てんするために使用されます。

ファイナンシャルグループ内のキャプティブ運用会社では、セールスを雇って売上を伸ばす手助けはできますが、コストを管理する権限はありません。このことから意思決定権が問題になっていると言えます。例えば、グループ外のカストディを使用できない場合や、旧式の独自の IT プラットフォームから最先端の第三者の IT プラットフォームに切り替えることを提案した場合は、却下される可能性があります。

私たちは、日本のある金融機関の運用部門をグローバルなベストプラクティスに照らし合わせて比較した結果、CEO の権限付与に関する問題を提起しました。運用部門のシニア・マネジメントは

三年ごとにローテーションされ、彼らにはアドミニストレーターになってもらいたいと、金融機関の経営幹部は実際に私に言いました。彼らは、内部で優れた運用チームを決して持つことができな  
いということを理解しており、運用部門はユーティリティにしかなりえないと言いました。

企業内において、優秀な人材を採用することができ、悪いトレーディング・システムや商品のアイ  
デアを強いられない別のブランド名で独立運営している会社を設立する必要があります。

意思決定権は商品の観点からしても重要であると言えます。日本では商品の販売チャネルは強  
力であり、たとえ運用スタイルが自社のコア能力と大きく異なる場合でも、競合相手の商品を模倣  
することに対してプレッシャーが生じるでしょう。よって、キャプティブ資産運用会社は、たとえパフ  
ォーマンスによって報酬が支払われても、運用哲学に反し、損失につながると考えることを強いら  
れる可能性があります。

**私たちは、海外の運用会社と日本の運用会社を比較して、報酬の部分において日本の運用会社  
は基本給の割合が高いという事実に触れました。パフォーマンス・フィー(運用会社とアセットオー  
ナー/リテール・ファンドの間)の取り決めに関しても、世界と比べた場合、比較的稀です。アセッ  
ト・オーナー/リテール・ファンドがパフォーマンス・フィーの使用を拡大した場合、インセンティブを  
より良くアラインするのに役立つと思いますか？**

パフォーマンス・フィーは依然世界中の多くの機関投資家の間で普及しています。一般的に、固定  
フィーからパフォーマンス・フィーにシフトさせるために運用会社に圧力をかける傾向がありました。  
買い手が関心を持つその他のパフォーマンス・フィーのパラメータには、1)パフォーマンス測定期  
間と運用戦略の時間軸との兼ね合い 2)適切なハードル・レートもしくはベンチマークの使用、およ  
び 3)クローバック条項の組み入れが含まれます。

私は、パフォーマンス・フィーがリテールにおいて大きな違いをもたらすとは思っていません、なぜ  
なら彼らは運用会社がどう報酬を支払っているかに関してあまり気にしないからです。投資家に対  
して説明する必要があるのは、パフォーマンスがよかった場合にのみ支払うため、支払う金額が  
少なくなるということです。

**私の質問は、ほとんどが良いガバナンスと良いインセンティブ構造に関するものでした。資産運用  
業界全体の健全性と競争力において、悪いガバナンスと悪いインセンティブ構造はどのような影  
響を与えますか？**

日本には打ち勝ちがたい課題が2つあります。

一つ目は、日本の資産クラスにとっては、20年にわたってアンダーパフォームをしてきました、そ  
れがこの業界の主要な逆風となっています。

二つ目は、政策による課題です。政策立案者は、日本の家計資産は銀行預金が大半を占めてい  
るため、ようやく最近国の預金を投信等の運用商品にシフトさせ始めました。他の国々は、オー  
ストラリアのスーパーアニュエーション制度など、より大きな競争力のある資産運用業界を成長させ  
ることができました。

デロイト トーマツ グループは日本におけるデロイト トウシュ トーマツ リミテッド(英国の法令に基づく保証有限責任会社)のメンバーファームであるデロイト トーマツ 合同会社およびそのグループ法人(有限責任監査法人トーマツ、デロイト トーマツ コンサルティング 合同会社、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー 合同会社、デロイト トーマツ 税理士 法人、DT 弁護士 法人およびデロイト トーマツ コーポレート ソリューション 合同会社を含む)の総称です。デロイト トーマツ グループは日本で最大級のビジネスプロフェッショナルグループのひとつであり、各法人がそれぞれの適用法令に従い、監査・保証業務、リスクアドバイザー、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザー、税務、法務等を提供しています。また、国内約 40 都市に約 11,000 名の専門家を擁し、多国籍企業や主要な日本企業をクライアントとしています。詳細はデロイト トーマツ グループ Web サイト ([www.deloitte.com/jp](http://www.deloitte.com/jp)) をご覧ください。

Deloitte (デロイト) は、監査・保証業務、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザーサービス、リスクアドバイザー、税務およびこれらに関連するサービスを、さまざまな業種にわたる上場・非上場のクライアントに提供しています。全世界 150 を超える国・地域のメンバーファームのネットワークを通じ、デロイトは、高度に複合化されたビジネスに取り組むクライアントに向けて、深い洞察に基づき、世界最高水準の陣容をもって高品質なサービスを Fortune Global 500® の 8 割の企業に提供しています。"Making an impact that matters" を自らの使命とするデロイトの約 245,000 名の専門家については、Facebook、LinkedIn、Twitter もご覧ください。

Deloitte (デロイト) とは、英国の法令に基づく保証有限責任会社であるデロイト トウシュ トーマツ リミテッド("DTTL")ならびにそのネットワーク組織を構成するメンバーファームおよびその関係会社のひとつまたは複数を指します。DTTL および各メンバーファームはそれぞれ法的に独立した別個の組織体です。DTTL(または"Deloitte Global")はクライアントへのサービス提供を行いません。Deloitte のメンバーファームによるグローバルネットワークの詳細は [www.deloitte.com/jp/about](http://www.deloitte.com/jp/about) をご覧ください。

本資料は皆様への情報提供として一般的な情報を掲載するのみであり、その性質上、特定の個人や事業体に具体的に適用される個別の事情に対応するものではありません。また、本資料の作成または発行後に、関連する制度その他の適用の前提となる状況について、変動を生じる可能性もあります。個別の事案に適用するためには、当該時点で有効とされる内容により結論等を異にする可能性があることをご留意いただき、本資料の記載のみに依拠して意思決定・行動をされることなく、適用に関する具体的事案をもとに適切な専門家にご相談ください。

Member of  
**Deloitte Touche Tohmatsu Limited**

© 2017. For information, contact Deloitte Touche Tohmatsu LLC.