

Performance

オーストラリアにおけるインフラ
ストラクチャ
QIC最高責任者ダミアン・フロー
リー氏へのインタビュー

Page 6

これからどうする？
オーストラリアにおける外部委託
した投資運用のオペレーショナル・
デューデリジエンスの成熟

Page 12

ディスラプション
新たなアルファの創出方法

Page 26

ブロックチェーンとサイバー
セキュリティ：
さあ、議論しよう！

Page 42



24

2017年9月

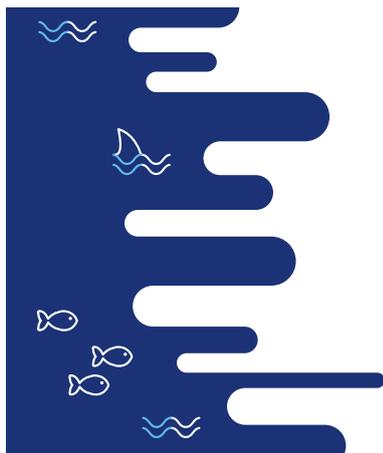
Deloitte.

投資運用プロフェッショナル向け
時事情報ダイジェスト
(年3回刊)

目次



Page 6



Page 12



Page 18

06

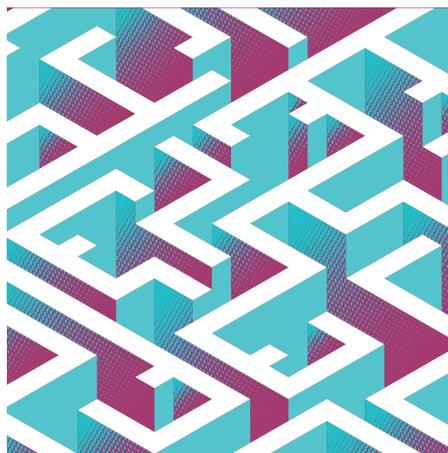
インタビュー：
オーストラリアにおけるインフラ
ストラクチャ
QIC最高責任者ダミアン・フロー
リー氏へのインタビュー

42

ブロックチェーンと
サイバーセキュリティ：
さあ、議論しよう！



Page 26



Page 34



Page 42

12

これからどうする？
オーストラリアにおける外部委託
した投資運用のオペレーショナル・
デューディリジェンスの成熟

18

**東南アジアにおける数兆ドル
規模の資産運用機会をつかむ**

26

ディスラプション
新たなアルファの創出方法

34

**不確実性と変化の時代における
新たなリスク**

50

投資ファンドの販売
ファンド販売に革新的思考を取り
入れることによって、どのように
競争上の優位を得るのか？

58

**より客観的な年金ファンド報告
の選択肢**

64

**日本のM&Aを企業と投資家
にとって実り多いものにする**

70

**AIFMDのスムーズな進化を
期待する**

はじめに



夏休みシーズンは終わりに近づきつつあるものの、2017年最後となる「パフォーマンス」本号では、世界各地をめぐるシリーズの続きとして前号の東南アジアから日本へと移動し、当地におけるM&A取引を詳しく取り上げます。さらに南へと下って到達するのは、おそらく投資よりも動物や文化で知られている国です。しかし、投資運用業界に詳しい人々にとって、オーストラリアは独自のスーパーアニュエーション(退職年金)基金を設けている国というだけではありません。QICの最高責任者へのインタビューから分かるように、同国は、過去20年にわたりインフラ投資の分野で世界をリードしており、その結果、投資家だけでなく現地の住民、企業、地域社会にプラスの影響をもたらしています。

世界を一周する企画に加えて、本号では、統制、サイバーセキュリティ、イノベーションの3つが重要なテーマとなっています。デューデリジェンスとオペレーショナルリスクの監視という形での統制は現在、オーストラリアの投資運用セクターで大きな存在となっています。オーストラリアのモデルから得られる教訓は多くのセクターに適用可能であり、世界規模で足並みが揃うきっかけとなるかもしれません。

デューデリジェンスの次には、ディスラプション—金融セクターにはあまり縁のなかった言葉ですが、次第によく聞かれるようになりつつある—を取り上げます。既存のプロセスに代わって、より実用的で、多くの場合より安価なソリューションが普及する現象としてのディスラプションは、最初はコンピューター業界で見られたものですが、本書において詳しく説明するように、CPRアセットマネジメントはこのコンセプトを効果的な投資テーマへと変えつつあります。

金融関係の雑誌や会議で常に取り上げられる話題の一つは、規制です。本号も例外ではありませんが、規制は必ずしも、特定の規則や

法律に関するだけでなく、規制から生じる課題とも結び付けられます。例として、サイバーセキュリティやブロックチェーンを考えてみましょう。どちらも、インターネットと組み合わせられた情報技術への依存度の高まりと、私生活と仕事のさまざまな領域に大変革を起こそうとする取り組みから生まれたものです。しかしどちらも同時に、適切な統制と監視という、投資運用業界の成功に不可欠な2つの機能の整備を必要としています。ここでも、コンプライアンスとリスク管理に加えて、「予防・発見・回復 (Secure, Vigilant and Resilient: SVR)」のアプローチの導入が重要となります。

一方、テクノロジーには、独特のプラス面があり、本書では革新的な考え方によってそれらのプラス面を探ります。たとえば、スマートソーシングは、ますますテクノロジー色の濃くなっている時代において競争上の優位を獲得するための答えなのでしょうか？将来のいずれかの時点で、金融機関は、リスクとコンプライアンスに関する課題の増大に対応するためにイノベーションを積極的に取り入れなければならなくなるでしょう。イノベーションというテーマをさらに一歩押し進めて、本号では、年金基金がコストだけでなく年金基金の運用成績を比較するために、客観的な指標をいかに使うようになっているかを紹介します。

最後に、読みごたえのある記事の提供を目指し続ける私たちの取り組みが実を結んでいることを願っております。もしかすると、次はあなたが、私たちの業界における多くの議論に貢献する側になるかもしれません。

ヴィンセント・ガバヌーア
(Vincent Gouverneur)
EMEAインベストメント
マネジメントリーダー

ニック・サンドール
(Nick Sandall)
EMEA金融共同リーダー

フランシスコ・セルマ
(Francisco Celma)
EMEA金融共同リーダー

編集主幹から

読者の皆様

「パフォーマンス」本号では、南半球に目を向け、カンガルーとコアラの国であり、2.7兆豪ドル規模のウェルスマネジメント業界を抱えるオーストラリアを取り上げます。

人口は約2,000万人とそれほど多くないにもかかわらず、オーストラリアのウェルスマネジメント業界は、かなりの規模を誇っています。

オーストラリアの富はそもそも1850年代のゴールドラッシュで形成されたものであり、以来、全国的に石炭、鉄鉱石、鉛など複数の天然資源が採掘されています。オーストラリアはまた、アジア、特に中国の成長の恩恵を受けており、そのおかげで2007～2008年の世界金融危機を比較的順調に切り抜けることに成功しました。

オーストラリアの法律は、退職後の収入を確保するために、全国民に所得の一部（現在は9.5%）を「スーパーアニュエーション（退職年金）基金」に拠出することを義務付けています。これらの拠出金は、オーストラリアのスーパーアニュエーション業界の成長の大きな推進力となっており、その規模はいまや世界第4位に達し、マーサー・グローバル年金指数では第2位にランキングされました。

デロイト・アクチュアリーズは、スーパーアニュエーション基金が今後も成長を続け、2035年までにおよそ9.5兆豪ドルに達すると試算しています。アジア経済の持続的成長もあり、オーストラリアのウェルスマネジメント業界は参入するのに絶好の立場にあります。

オーストラリアのウェルスマネジメント市場の成長に伴ってポートフォリオの分散も徐々に進んでおり、世界中のファンド運用会社に大きな機会が

生まれています。このセクターの規模とその資産積立の性格は、世界クラスのインフラ投資家の成長も促してきました。オーストラリアは、世界的に早くからインフラ金融資産が生まれた国であり、IFMインベスターズ、マッコリー、AMPキャピタル、QICなど世界的によく知られている運用会社の本拠地として、このセクターで市場リーダーの地位を保っています。

前号では、為替ヘッジの実施に関してIFMインベスターズによる記事を掲載しました。今回は、QICの最高責任者であるダミアン・フローリー氏にインタビューし、オーストラリア内外におけるインフラ資産に対する見解や、投資対象としての複合的なメリットについてお話をうかがいました。

セクターの成長とともに、高度化も進み、必然的に規制監督も進んでいます。この規制も例に違わず多面的ですが、本号では、オペレーショナル・デューディリジェンスに目を向け、実際に規制要件が導入された場合に備えて国内外の投資マネジャーが予期しておくべき事柄を取り上げます。

こうした追加的な要件の影響を明らかにするために、本号では、モース・コンサルティングの前CEOであり、現在はデロイト・シドニーのパートナーを務めるフィリップ・ホープに話を聞きました。

要するに、オーストラリア独特のスーパーアニュエーション制度は、大規模で多様性のある高度な市場と、インフラなどのアセットクラスに精通した世界クラスの人材を生み出しており、規制の要求の増大にかかわらず、今後も国内外の運用会社に成長機会をもたらすと思われます。



連絡先

サイモン・ラモス
(Simon Ramos)
パートナー
アドバイザー・コンサルティング担当
デロイト・ルクセンブルク
560, rue de Neudorf
L-2220 Luxembourg
Grand Duchy of Luxembourg

Tel: +352 451 452 702
Mobile: +352 621 240 616
siramoss@deloitte.lu
www.deloitte.lu

サイモン・ラモス
(Simon Ramos)
編集主幹

ニール・ブラウン
(Neil Brown)
オーストラリア投資運用リーダー

オーストラリアにおける インフラストラクチャ



デロイトのアシュアランス&アドバイザリー担当パートナーであるニール・ブラウンがQICの最高責任者ダミアン・フローリー氏に、QICの戦略的目標と事業目標を達成するために経営委員会をどのようにリードしているかについてうかがいました。



ダミアン・フローリー

フローリー氏は、金融サービスセクターにおいて26年に及ぶ経験を持っています。同氏が特に力を入れているのは、成長と販売に関する戦略の策定と実行です。QICに加わる前は、ブラックロック・オーストラリアのカントリー・ヘッドを務めており、450億ドルに上る顧客資産の運用に責任を負っていました。それ以前は、ブラックロックの顧客管理のヘッドとして、さまざまな機関投資家向けチャネルとリテールチャネルにおける営業活動やマーケティング、商品開発活動を統括していました。また、メリルリンチ・インベストメント・マネジメント、パークレイズ・グローバル・インベスターズ、シティバンクでもキャリアを積みました。個人的な側面として、同氏はクイーンズランド出身で、金融サービス業界に入る前はラグビーのオーストラリア代表でした。



ケイシー・カーク・バイ・デロイトの「Survival of the Fittest (適者生存)」レポートでは、資産運用会社が成果を上げるためには、多種多様なアクティブ能力と強固な商品開発プロセスによって投資を差別化する必要があると述べていました。そのことを念頭に置いて、QICのダミアン・フローリー氏にお話をうかがいました。QICは、現在および将来のインフラ投資機会を足がかりとして、世界的に分散されたオルタナティブ投資事業を構築していることで知られています。➡



デロイト:オーストラリアにおけるインフラ投資をどのように見ておられますか？

ここ20年にわたり、オーストラリアはインフラ投資の分野で世界をリードしています。オーストラリアのインフラ投資にとって大きな追い風となっているのが、従来のグローバルな株式・債券資本市場への投資を減らしてポートフォリオを分散させたいという機関投資家の意向です。我が国のスーパーアニュエーション(退職年金)制度が過去25年で2兆豪ドルを超える巨額の貯蓄プールを生み出していることを考えると、オーストラリアはいまや、オルタナティブ投資商品を模索するのに絶好の状況にあります。

インフラへの投資を通じて、機関投資家は、政府のあらゆるレベルと建設的に協力できるようになりました。これにより数多くのパートナーシップが生まれ、地元住民や地域社会、企業、投資家をはじめ多様な当事者にプラスの波及効果をもたらしています。

インフラストラクチャ・オーストラリアは2017年2月に、今後15年にわたる最優先プロジェクトと優先プロジェクトとして、およそ600億豪ドル相当のプロジェクトを挙げました。

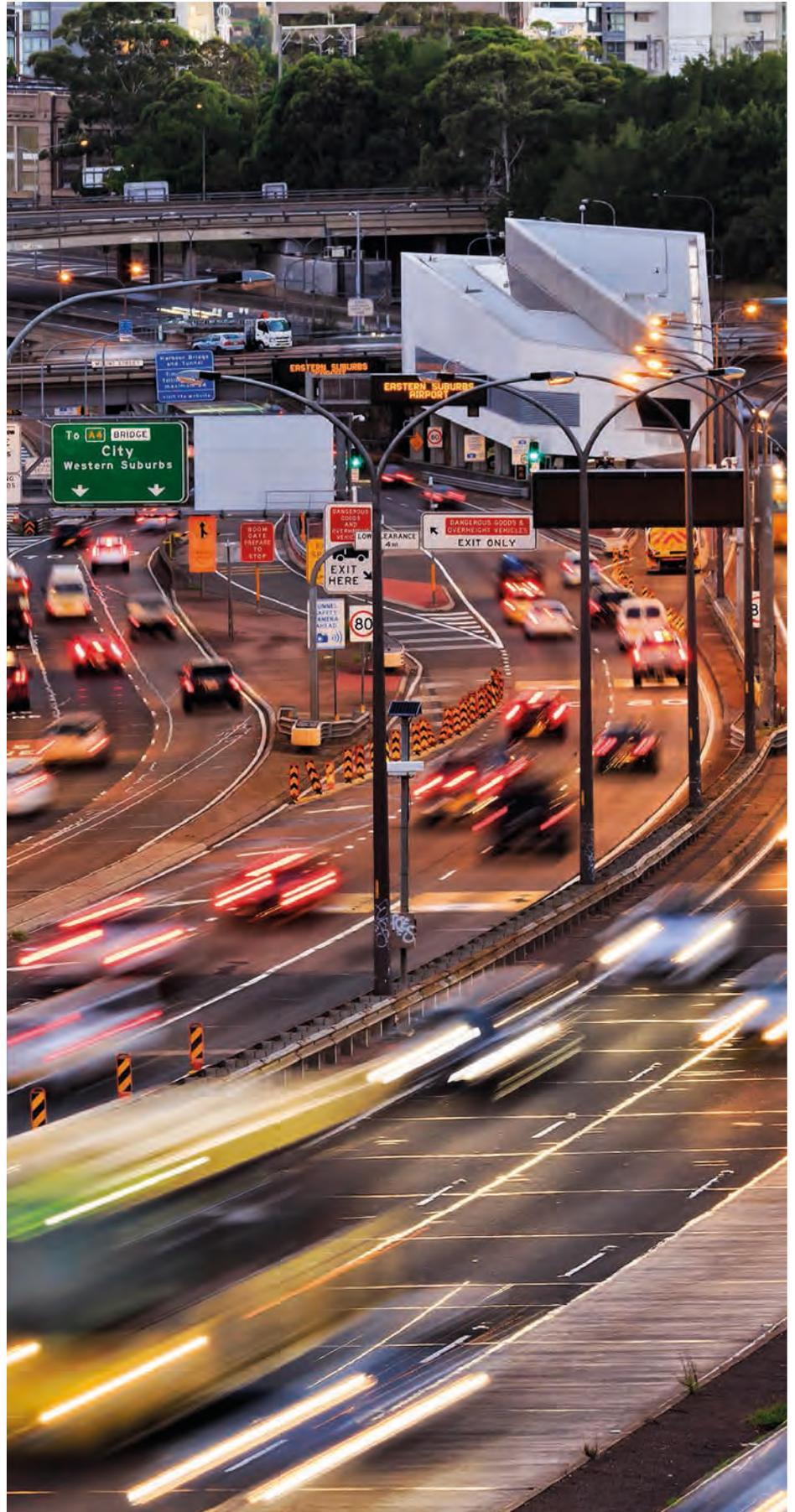
質の高いインフラ資産を求める競争は激しくなりがちで、資産価格はその事実を反映しています。インフラ資産はどのような特性を持っているのでしょうか？また、QICは、インフラ資産が投資家のために長期的価値を創出することを確実にするために、どのようなアプローチを取っているのでしょうか？

インフラ資産は、数多くの好ましい特性を持っています。たとえば、投資スパンが長いこと、資産が海港や空港のような独占的環境で運営されている場合はキャッシュ・フローの予測可能性が高いこと、収益が直接的・間接的にインフレと連動していること、法規制の枠組みが比較的透明であること、そして需要の高まりや拡張の可能性を通じた値上り余地があることなどが挙げられます。

QICが力を入れている中核領域の一つである未上場インフラ資産は、他にも魅力的な特性を備えています。上場株式市場との相関関係が薄いこともその一つで、これはポートフォリオの分散にとって重要です。また、多くの場合、アセットレベルで直接的なガバナンス権を持つことができます。これにより、資産に適用される戦略とリスクペタイトに直接的に影響力を行使する能力が高まり、ポートフォリオの目的に沿った行動が取りやすくなります。こうしたメリットの代償として流動性が低くなることは確かですが、アセットクラスとしての未上場インフラの人気が高まり続けていることは驚くにあたりません。相対的な実績を考えると、これは特に当然と思われる。たとえばオーストラリアの場合、MSCIのデータによれば、未上場インフラ投資の運用成績は株式、債券、不動産投資の成績を上回っており、過去15年で1年当たり13%を超える平均リターンをもたらしています。

投資家の投資意欲の増大を受けて、数少ない将来のインフラ資産をめぐる競争が激化することは明白です。QICは、投資を厳しく選別し、規律を守ることを重視しています。そして、顧客のために相対的な価値を達成する余地が大きい機会に優先的に取り組んでいます。

これに加えて、競争プロセスを通じて投資しようとする場合は、2者間的な性格の案件、あるいは競争的な性格が強くない案件を優先するようにしています。➤



投資するグローバル市場を選定する際、主にどのような特徴を重視していますか？

地理的な観点からは、QICは通常、OECD加盟国におけるインフラ投資に焦点を当てています。これは主に、法規制構造と経済構造が比較的確立されていて透明性が高いことが理由です。QICはポートフォリオの分散のメリットを非常に重視しているため、さまざまな国・地域で投資案件を積極的に探しています。

より重要な点として、私たちは最初から、それぞれの投資機会に関係する基礎的なマクロ経済要因やその他の資産特有の要素を明らかにすることを目指します。このプロセスにより、緻密な経済シナリオ分析を通じてポートフォリオの適切性と顧客との適合性を先んじて評価することができます。この評価には、対象とする顧客の既存の資産との相関分析が含まれます。

オーストラリアは法的な安定性については他のOECD加盟国¹と同水準ですが、人口動態とマクロ経済の見通しについては、OECD上位諸国の間でも相対的に有利な状況にあります。アジア地域における成長の可能性を考えると、アジアに地理的に近いというオーストラリアの利点は、この状況の大きな追い風となっています。

オーストラリアがインフラ投資において世界をリードする存在になったのは、どのような特性によるものでしょうか？

オーストラリアがインフラ投資の世界的リーダーとなった背景には、多くの要因があると思われます。第1に、オーストラリアは世界に先駆けて、公的インフラへの民間投資を促進しました。これは、オーストラリア市場が成熟しており、適用できる種類の取引や構造、モデルに慣れていることを意味します。そのため、革新的なソリューションを特定の状況に合わせて適用することもできるのです。第2に、オーストラリアは法的な安定性については他のOECD加盟国と同水準ですが、人口動態とマクロ経済の見通しについては、OECD上位諸国の間でも相対的に有利な状況にあります。アジア地域における成長の可能性を考えると、アジアに地理的に近いというオーストラリアの利点は、この状況の大きな追い風となっています。第3に、オーストラリアは広大な国です。つまり、そのインフラのニーズと要求は広範にわたっています。インフラストラクチャ・オーストラリアは2017年2月に、今後15年にわたる最優先プロジェクトと優先プロジェクトとして、およそ600億豪ドル相当のプロジェクトを挙げました。こうしたプロジェクトは、民間セクターが連邦政府の資産リサイクル・イニシアチブのようなスキームを通じて直接的・間接的に関与する機会を次々と供給する役割を果たします。このイニシアチブは、新しいインフラ投資の資金を創出するために既存の資産を売却またはリースするように働きかけるものでした。

国外では、QICはこれまでにインドなどの新興市場のインフラ資産に投資しています。今後も機会があれば、またQICの顧客からの需要がある限り、厳選して検討するつもりです。そのような国・地域への投資には必ず、難しい課題がついて回ります。しかし、組織として私たちは、これらの市場における長期的な機会、さらには付加価値を生み出すような現地パートナーや連合パートナーとの関係の強化の重要性を十分に認識しています。かなり早くからこうした関係の強化に努めることで、将来の成功と安定のために絶好のポジションを確保できるのです。



1. OECD - 経済協力開発機構



米国で見られるような最近の政府のインフラ計画はどのような機会を投資家にもたらすとお考えですか？

インフラ計画は、上手く設計され実施されれば、地域社会における経済成長を促進し、生活の質を向上させることができます。政府による新たなインフラ建設計画や既存のインフラ資産の改修計画は、称賛すべきものです。政府の財政制約が厳しくなっていることを考えると、資金不足を軽減するためにQICなどの機関が政府と積極的に提携する余地は当然拡大しています。これは、経済的に魅力的なインフラ機会に民間資金を投入することによって実現できます。

米国に関しては、重要インフラへの投資は明らかに不足しています。米国のインフラを適切に整備するために必要な資金の不足額が数兆ドルに上ると推定される中、民間資金が不可欠となることは明白です。しかし、米国におけるインフラ調達とそのため必要な資金調達を近代化しようとするこれまでの試みは動きが遅く、一貫性を欠いていることに留意しなければなりません。シカゴ・ミッドウェー国際空港のように進め方を失敗した例が世間の注目を浴び、投資家の警戒心を増大させる結果となりました。

トランプ大統領のインフラ計画は今のところ、詳細が明らかにされていませんが、民間セクターとの提携を通じて米国のインフラを再生させるきっかけとなるかもしれません。最近の市場解説によれば、民間セクターから2,000億米ドル規模の投資を求める可能性があるとされています。これが可決された場合、QICなどの機関にとっては世界最大の経済国の重要インフラに投資する大きな機会となります。何より、優れた調達方法と市場規律を通じて、また、資産管理ライフサイクルの最適化を長期的に重視することによって効率的にインフラを整備・管理する民間セクターの能力が広く認識されつつあるのは喜ばしいことです。

QICとしては、この政策転換と活動の高まりの恩恵を受ける可能性が最も高いセクターと地域を積極的に検討しています。長期的なインフラ所有者として、QICは民間セクターが資金に見合う価値を提供し、PPP(官民パートナーシップ)と資産リサイクル・プログラムにイノベーションをもたらす最善の方法について、政府のあらゆるレベルと協力することを目指します。特に、メルボルン港やブリズベン空港、オハイオ州立大学の駐車システムなどオーストラリア内外における政府や諸機関からの資産のリースへの関与を生かして豊富な経験を提供できるでしょう。●

政府による新たなインフラ建設計画や既存のインフラ資産の改修計画は、称賛すべきものです。



これからどうする？

オーストラリアにおける外部委託した
投資運用のオペレーショナル・デュー
ディリジェンスの成熟。



フィリップ・ホープ
(Philip Hope)
パートナー
アシュアランス&アドバイザー
デロイト

マーク・アーチャー
(Mark Archer)
ディレクター
アシュアランス&アドバイザー
デロイト

ジェンナ・モルロス
(Jenna Mollross)
マネジャー
アシュアランス&アドバイザー
デロイト



オペレーショナルリスクは一般に、人、プロセス、システムが機能しないことと定義されます。他の企業と同じく、投資運用会社の内部でオペレーションが機能不全に陥る可能性は山ほどあります¹。

定義に若干のばらつきはあるものの、「オペレーショナル・デューディリジェンス (operational due diligence: ODD)」という用語は、投資運用会社のオペレーション能力と投資テーマの実行を支えるインフラ能力の分析を指して使われていると思われまふ。この分析の目的は、投資運用会社の内部に残存するオペレーショナルリスクの水準を特定することであり、ODDプロセスにおいては、組織構造や人員、ガバナンス、方針・プロセス、事業継続計画、サービスプロバイダー監視をはじめとする投資運用会社の定性的な側面が検査されます。

ODDでは、ミドルオフィスとバックオフィスの機能に関連する問題点から生じる損失のリスクが考慮されます。そのような損失の原因となる問題点には、ファンドの投資ポートフォリオが正しく評価されていないことや事業継続プロセスが

不十分なためにトレーディング能力が損なわれかねないこと、あるいはキャッシュの動きに対する監視が十分でないといったことが挙げられます。また、ODDでは、インセンティブ構造などの企業文化の側面や、ファンド運用会社の全てのオペレーションにおいて十分な透明性を確保するためのリスク管理とコンプライアンス報告のプロセスなども考慮に入れられます。

従来は投資デューディリジェンスが、投資決定を検討したり既存の投資を見直したりする際の最大の焦点でした。20世紀後半を通して、運用リターンが大多数の投資家の考え方を左右していたのです。この姿勢が多少なりとも変わった背景には、2008～2009年に世間を騒がせる事件が相次いだことがあります。➤

1. APRA Insight, Issue One 2014

進化

ODDは、ここ10年間に世間を騒がせた事件をきっかけに注目されるようになりました。米国のマドフ事件と英国のウェーバリング・キャピタル (Weaving Capital) 事件は、オペレーションの監視やODD活動の強化の必要性を浮き彫りにしました。ヘッジファンドの破綻につながったマドフ事件 (2008年) とウェーバリング・キャピタル事件 (2009年) はどちらも、ミドルオフィスとバックオフィスの手続 (キャッシュコントロールを含む) が脆弱で、コーポレートガバナンス構造がしっかりしていなかったことによるものでした。マドフ事件に見られた多くの危険信号は、オペレーション上のものだったと指摘されています。

さらに、不正とは無関係の最近のヘッジファンドの破綻の多くは、軽減されないままファンドに内在していたオペレーショナルリスクが原因と考えられます。その結果、ヘッジファンドに投資している多くの個人や機関投資家はマドフのポンジ・スキーム事件を教訓として、危険信号が再び見過ごされないようにODDIに改めて注目するようになりました。

同様の事件の再発防止のため、米国の証券取引委員会 (SEC) と英国の金融監督当局はほどなくして、投資家の資産の保全措置を強化し、リスク評価能力を向上させることによって、監督の大幅な改善を図りました。

特に、マドフ事件の発生後、ヘッジファンドのキャッシュマネジメント方針および統制、報告の透明性、サービスプロバイダーの役割の調査件数は著しく増大しました。しかし、範囲という点ではまだ改善の余地があります。ITインフラ、離職率、全体的なオペレーション管理の質などのオペレーショナルリスク領域は、しばしば見過ごされています²。

オーストラリアにおけるODDは、米英に比べて歴史的に発達が遅れており、投資デューデリジェンスに重点が置かれています。この主な理由は、全てのオーストラリア人にスーパーアニュエーション (退職年金) への拠出を義務付けるスーパーアニュエーション保証料 (superannuation guarantee charge: SGC) の存在により、オーストラリアの

投資市場が主に強制拠出に基づいて構築されていることにあります。オーストラリアの投資市場は当初の規模が小さく、スーパーアニュエーション基金が投資市場の成長の発端となった一方、米国市場の成長は、保険会社とファンド運用会社によって推進されたため、歴史的にオーストラリア市場よりも発達することになりました。

オーストラリアの規制環境

近年のオーストラリアの規制動向から生まれたのが「ストロンガー・スーパー (Stronger Super)」政策です。これを受けて、スーパーアニュエーション貯蓄は加入者のために運営されているという考えが導入され、オーストラリアの規制当局は、登録可能スーパーアニュエーション事業体 (registrable superannuation entity: RSE) は退職貯蓄の運用において加入者の最善の利益のために行動しなければならないという原則を強調するようになりました。

また、ストロンガー・スーパー政策の策定にあたっては、世界中のベストプラクティスに重点が置かれ、世界的な動向と業界の垣根を超えた機能性が参考にされたことから、オーストラリア市場でもODDが考慮されるようになりました。

2008

マドフのヘッジファンド破綻事件 (米国)



2013

APRAのSPS 530導入



2014

APRAのInsight記事発表



2. Corgentum, "The Madoff Effect - An Analysis of Operational Due Diligence Trends", June 2010

オーストラリアの規制当局であるオーストラリア健全性規制庁(APRA)は、オーストラリア市場におけるODDの発展に深く関わっています。ストロンガー・スーパー政策の下での受託者責任とガバナンス義務の強化を支援するために、APRAは2013年に新たな規制基準となる「健全性基準SPS 530:投資ガバナンス」(SPS 530)を公表しました。SPS 530には、3つの主要な要素が含まれていました。そのいずれもRSEの受託者責任に対する期待という点では目新しいものではありませんでしたが、健全性基準によって法的強制力を持つようになりました。それらの3つの要素は、以下の通りです。

- 流動性管理の重視
- ストレストテストに関する要求
- 投資戦略の実施の一環としての有効なODDプロセス

オペレーショナル・デューディリジェンスを実施することで、投資運用会社のリスク文化とリスク管理へのアプローチについても洞察が得られる。これには、リスクを効果的に測定・管理し、定められた投資戦略とアプローチを実行する能力も含まれる³。

2014年にAPRAは、年2回刊行している「Insight」にODDに関する記事を掲載し、それによって事実上、RSEが投資運用会社に対してODDを実施すべきであるという当局の期待を伝えました。

このInsight記事は、次のように強調していました。「投資リスクとは異なり、オペレーショナルリスクはリスクプレミアムをもたらすわけではなく、したがってオペレーショナルリスクを抱えても何の見返りもない。にもかかわらず、RSEの免許保持者が実施するオペレーショナル・デューディリジェンスの水準は、投資デューディリジェンスに適用されるものほど徹底的ではない、もしくは広範にわたっていないことが少なくない。同じく重要なのは、これらのさまざまな機能の間の相互関係である。それぞれの活動は決して単独で行われるわけではなく、一つの領域における問題は他の領域に影響を与える。たとえば、バリュエーションが誤っていればパフォーマンス測定も正確ではなくなり、運用会社(ひいては、RSE免許保持者)がどの意思決定がリターンを向上させているのか、あるいは低下させているのかを理解することを難しくする⁴」

このInsight記事はまた、ODDに関するAPRAの期待は、「『健全性基準SPS 530投資ガバナンス』(SPS 530)および『健全性基準SPS 231アウトソーシング』(SPS 231)の規定によって強化された」と指摘し、「さらに、『健全性基準SPS 220リスク管理』(SPS 220)は、あらゆる重要なリスクに対処する適切なリスク管理の枠組みを有する義務を強調している」としています⁵。

以来、APRAは業界に対し、継続的な監督およびリスク評価の一環として、投資リスクの管理のために実施されているRSEのプロセスの評価を行うと伝えており、必要な場合は、投資運用会社のオペレーショナル・デューディリジェンスに関係するプロセスの評価も含まれるとしています。▶

2009

ウェーバリングキャピタルの
ヘッジファンド破綻事件(英国)



2015

AISTワーキンググループ
結成



2017

AISTガイドラインノート
公表



3. APRA Insight, Issue One 2014
4. Ibid
5. Ibid

業界の反応

2015年、2つの業界団体—RSEを代表するオーストラリア・スーパーアニュエーション・トラスティ協会(AIST)とリテール向けスーパーアニュエーションを手がけるファンド運用会社やRSEを代表する金融サービス協議会(FSC)—がそれぞれ、ODDガイダンスノートを策定するためにワーキンググループを招集しました。

これらのワーキンググループは、投資運用会社に対するODDに関してAPRAが公表したRSEへの期待、特に2014年に発表されたInsightの記事に対応して結成されたものでした。

2016年に、AISTはODDガイダンスノートの初版を公表し、その後ステークホルダーからのフィードバックを受けて2017年2月に改訂版を公表しました。ガイダンスノートは、ODDレビューの検討対象となる投資運用会社の9つの側面に言及しています。

このガイダンスノートは、「オペレーショナルリスクに関する方針およびプロセスだけでなく、投資運用組織内部のリスク文化にも適切な注意を向けなければならない」というAPRAの見解を支持しています。

AISTのガイダンスノートは、「運用会社主体」モデルを推進しています。このモデルでは、ODDレビューのコスト負担の義務は、スーパーアニュエーション基金がファンド運用会社との運用委託契約を締結、継続または更新する際の必須条件としてファンド運用会社が負います。AISTが運用会社主体モデルを選んだのは、ファンド運用会社が各RSEに独自にODDレビューを実施させるのではなく、外部委託したODDレビューのコピーを複数のスーパーアニュエーションRSEに提供できるようにすることで、業界の中である程度の規模を達成するためでした。

AISTのガイダンスノートは、「ODDレビュープロセスは、投資運用会社／商品から独立していて、適切な資格と評判を備えた有能な会社によって実施されなければならない」と述べており、「APRAは、実施されたODDに依拠するRSEは、ODDを実施する会社の技能と独立性に納得している必要があると考えている」と指摘しています。



AISTは、ODDレビュープロセスが「単なる形式的な確認作業ではない」ことを強調しており、ODDプロバイダーが「投資運用会社の方針および実務に関する言明について独立した確認」を表明することと、「ODDレビュープロセスには、机上の方針レビュー、アンケート、詳細な現場でのデューデリジエンスの組み合わせが含まれること」を期待すると述べています。さらに、RSEがODD報告書を検討し、自身のリスクアペタイトとの整合性を確認できるように、投資運用会社がODD報告書をRSEに提供することが求められます。

ODDレビュープロセスは、投資運用会社／商品から独立していて、適切な資格と評判を備えた有能な会社によって実施されなければならない。

今後の展望

ODDガイダンスノートの公表は、オーストラリアの投資市場の水準を引き上げる役割を果たしており、ODDモデルの成熟はデューデリジェンスをさらに徹底し、他国の規制動向と足並みを揃えるための前向きな一歩となっています。AISTは、この領域において引き続き重要な役割を果たすと思われ、今後のガイダンスノートの改訂版は市場の期待、視点、分析の変化を取り入れたものになると予想されます。

現在の枠組みが、運用会社主体のODDレビューとRSE主体のODDレビューの2つを組み合わせた2モデル方式へと発展する可能性もあります。一部の大規模な豪RSEは、独自のODD分析を継続し、その評価プロセスを補完するために運用会社主体のODDレビューによって提供された情報を利用すると思われま

また、オーストラリアにおけるODDの枠組みがアジア太平洋諸国の市場で支持されるようになる可能性もあります。アジア市場はそれほど発達していないものの、特にアジア地域ファンド・パスポート(アジア地域の参加国間で合同運用ファンドのクロスボーダーのマーケティングを容易にする構想)を考えると、オーストラリアで採用されたODDアプローチは、アジアにおけるデューデリジェンスや期待される投資のあり方に影響を与えるかもしれません。

グローバルなファンド運用会社にとって、オーストラリア市場にODD義務が導入されれば、米国と英国で導入されている市場基準と期待水準に近づくことになります。スーパーアニュエーション基金のRSEが国際的なファンド運用会社と運用委託契約を交わしている場合、期待されるODDに変わりはないものの、少なくとも一部は、現地市場、特に米国と英国における既存の規制上の義務によって満たされるでしょう。●

要点

- オペレーショナル・デューデリジェンス(ODD)とは、投資運用会社のオペレーション能力と投資テーマの実行を支えるインフラ能力の分析を意味します。
- オペレーショナルリスクは一般に、人、プロセス、システムが機能しないことと定義されます。
- オペレーショナルリスクは、リスクプレミアムをもたらしません。
- APRAは、登録可能スーパーアニュエーション事業体が投資運用会社に対してODDを実施すべきとの期待を伝えています。
- グローバルなファンド運用会社にとって、オーストラリア市場へのODD義務の導入により、オーストラリアの基準と米国・英国の基準の整合性が高まります。

A fisherman wearing a traditional conical hat stands on a small boat on a body of water at sunset. He is holding a large, intricate fishing net that is spread out across the sky. The sky is a vibrant orange and red, with the sun low on the horizon. The water reflects the colors of the sky and the silhouette of the fisherman and his boat. The overall mood is serene and traditional.

東南アジアにおける 数兆ドル規模の 資産運用機会をつかむ



モヒト・メイロトラ
(Mohit Mehrotra)
パートナー
コンサルティング
デロイト

成長機会が世界中で狭まる中、成熟市場、新興市場、フロンティア市場が入り混じる東南アジアは、資産運用会社にとって興味深い存在になる可能性があります。この地域において予想される大きな変化に対応し、持続可能な成長を達成し、市場のリーダーシップを取れる態勢を整えるためには、イノベーションを通じてビジネスモデルを強化することが急務となるでしょう。➡

東南アジア諸国連合(ASEAN)を構成する10カ国は、世界で6番目に大きな経済圏を形成しており、2025年までにその規模は世界第4位に成長すると予想されています。この地域には、資産運用会社が認識しておくべき新しいトレンドがいくつかあります。2025年までに機関投資家向け市場、富裕層向け市場、リテール市場セグメントに合計3.5兆~4兆米ドル規模の新しい潜在的な運用資産(AUM)プールがもたらされることも、その一つです。こうしたトレンドに対応し、この地域で成功を収めるためには、以下に取り組む必要があります。

- どこで事業を展開し、どのように勝つかといった戦略的選択によって資産運用のビジネスモデルを再定義する
- この地域における複雑な顧客のニーズに応えるため、商品中心からイノベーション志向への移行に必要な能力を構築する
- 現地市場に浸透するための戦略的パートナーシップの構築やカスタマーエクスペリエンスを向上させるデジタルな付加価値サービスの提供といったイノベーション手段の統合を急務とする

東南アジアにおける 新たなトレンド

分析の結果、この地域における資産運用ビジネスの将来に最も大きな影響を及ぼすと考えられる3つの地域的なトレンドが浮かび上がりました。

01 成長の可能性を広げる 新たな人口動態

デジタルネイティブ人口の増大: デジタルネイティブ人口の増大は、特に、このセグメントの好みに合わせてサービスと市場参入戦略を適応させる能力を持つ資産運用会社に大きな機会をもたらしています。重要な成功要因の一つは、より効率的な顧客インタラクションを可能にするデジタルプラットフォームを土台として、デジタルに精通した顧客に合わせた優れたカスタマージャーニーを作り出す能力です。

人口高齢化: 東南アジアにおける人口高齢化の影響は、機関投資家とリテール投資家の両方に及ぶ可能性があります。たとえば、公的年金基金は、将来債務(すなわち、年金給付金のキャッシュ・フロー)を見積もる際、早期退職や平均余命の向上などの人口動態的な要因によって引き起こされる不確実性を考慮に入れなければなりません。こうした不確実性に対処するため、年金基金は、長期債務を返済するために十分な投資リターンを確保しつつ将来のキャッシュ・フローの変動性を軽減するリスク管理の枠組みを求めようになっています。



02

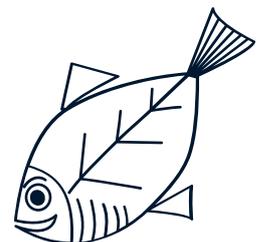
新しい潜在的なAUM プール

新たな富により、東南アジアではソブリン・ウェルス・ファンドや年金基金などの機関投資家や国内富裕層からの巨額のAUMプールが生まれています。こうした潜在的なAUMは、東南アジアの機関投資家向け、富裕層向け、リテール向けの投資チャネルの中に存在します。控えめに見積もっても、東南アジアのAUMプールは2025年までに総額およそ3.5兆～4.0兆米ドルに上り、うち半分以上を機関投資家セグメントが占めると考えられます。

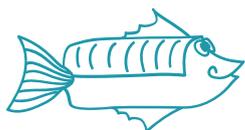
03

高まる商品差別化の 要求

低金利あるいはマイナス金利の環境の下、東南アジアの投資家は、より幅広いアセットクラスにアクセスしたいという強い希望を示しています。東南アジアの投資家のポートフォリオにおいては特に、利益重視の戦略とポートフォリオのボラティリティを軽減するソリューションが目立っています。たとえば、プライベートエクイティやベンチャーキャピタル、不動産といったオルタナティブ資産への投資は、過去5年でAUMがほぼ倍増しました。同様に、シャリア準拠商品に対する需要も急速に増大しており、そのAUMは、元々の水準が低かったとはいえ2012年からほぼ倍増しています。➤



資産運用会社の内部で使われている多くのシステムおよびプロセスは、その事業活動の「中核」とみなされています。



東南アジアで成功するためのイノベーションの活用

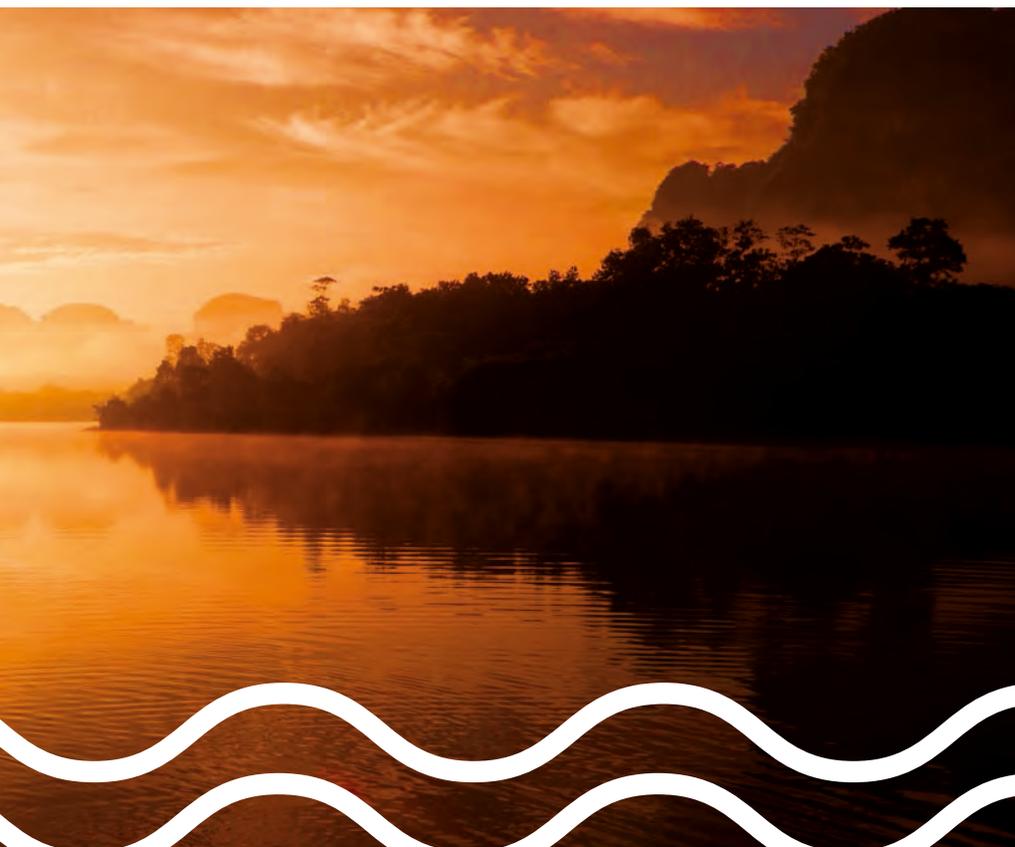
東南アジアの市場ダイナミクスは急速に変化し続けているため、従来の商品中心のビジネスモデルではもはや複雑な顧客ニーズに効果的に対応できなくなっています。これは、この地域における経済情勢の差異の大きさ、地域特有の投資家の選好とニーズ、不確実な規制の展望を考えると、当然と言えます。資産運用会社が今後、課題を上手く軽減し、長期にわたって機会をつかむためには、イノベーション志向の新しい成長モデルを考える必要があります。ここでは、東南アジア地域における資産運用事業を成功させるためのイノベーションの活用方法をいくつか取り上げます。

01 現地市場に浸透するための戦略的パートナーシップの構築

有力な現地プレーヤーとパートナーシップを確立することで、資産運用会社は、これらの現地プレーヤーの販売ネットワークを活用して東南アジアにおける拡大を加速するための基盤を得ることができます。インドネシアでは最近、グローバルな資産運用会社とローカルなファンド運用会社とのパートナーシップにより、両社がそれぞれのファンドをインドネシア内外で販売する道が開け、両社にとってウィンウインの提案となりました。

資産運用会社への潜在的影響：

幅広いパートナーネットワークを構築することによって、デジタル好きのミレニアル世代から高齢世代、成長しつつある国内富裕層まで、東南アジアにおけるさまざまな現地の機会にアクセスしやすくなります。こうしたパートナーシップを通じて、現地のビジネスインフラの構築の手間を省くことができるだけでなく、東南アジアのターゲット市場において、現地市場に関する知識、能力、そして強いブランドプレゼンスを手に入れることができます。



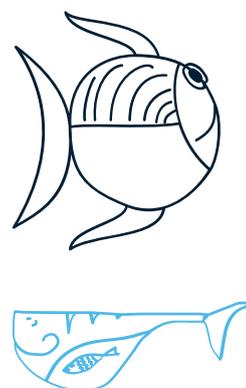
02 自動化の拡大と効率性の 向上

資産運用会社の内部で使われている多くのシステムおよびプロセスは、その事業活動の「中核」とみなされています。しかし、低コストで高度な代替の投資サービス（ロボアドバイザーなど）を提供するディスラプターが次々と登場している環境では、従来のやり方を続けていては、市場シェアを失う現実的な脅威にさらされることとなります。これは、特に東南アジアに当てはまります。東南アジアでは、ポートフォリオの配分やリスク管理をはじめ、資産運用会社の既存のプロセスの大部分が手作業で行われ、分断されています。したがって、今後東南アジアで成功するためには、どの重要なシステムとプロセスを現状のまま維持すべきか、そして、イノベーションを通じてどの補助的なシステムとプロセスを自動化あるいは効率化できるかを見直す必要があります。高度アナリティクス、クラウドコンピューティング、自然言語は、かかる効率化と自動化を大きく向上させる出発点とみなすべき3つのイノベーションです。

たとえば、高度アナリティクスを使うことで、資産運用会社は、高度な計算能力、アルゴリズム、分析モデルを活用して、既存の手作業のプロセスを自動化するだけでなく新たなレベルの高度化を実現できるようになります。

資産運用会社への潜在的影響：

資産運用組織におけるテクノロジーとプロセスは今後、合理化と効率化が進むと思われ、その結果、変化しつつある東南アジアの環境に適応しやすくなります。プロセス、テクノロジー、それらのインターフェースの標準化が進めば、内部のオペレーションに統一性がもたらされ、データのシームレスな共有が容易になります。最終的には、より多くのプロセスが自動化され、その効率性が向上することにより、東南アジアにおける中核能力の差別化への投資に回せる余力が増え、より広範な顧客基盤に、より価値の高いサービスを提供できるようになります。➤



03 統合的な商品・ソリューション一式の開発

東南アジアの現地投資家に総合的な投資サービスを提供するという観点から、資産運用会社は商品にとどまらず、これらの商品を補完するソリューションを一括して提供する機会を探ることによって、さらに総合的なサービス提供を検討することができます。いくつかのグローバルな資産運用会社は、すでにこの種のイノベーションをポートフォリオに組み込んでいます。たとえば、一部の大手資産運用会社は、総合的なポートフォリオ管理、トレーディング、オペレーション関連のツールに加えて、高度なリスク分析を提供する社内プラットフォームを開発し、顧客が十分な情報に基づいて決定を下し、効果的なリスク管理を適用し、トレーディングとオペレーション規模を効率化できるようにしています。また、資産配分についてアドバイスを提供することによって、コンサルティングサービスの提供を始めたところもあります。これらの資産運用会社は、それぞれのソリューションと商品を一括して提供することで、東南アジアをはじめさまざまな場所に拠点を置く幅広い顧客のニーズにより良く対応することを可能にする、統合的なグローバルなサービス提供のシステムを構築しています。

資産運用会社への潜在的影響:

資産運用会社は、統合的な商品・ソリューション一式という選択肢を顧客に提供することで、東南アジアにおける一つの人口区分として存在感を増しつつあるデジタルネイティブと緊密につながるできるようになります。何よりも、こうした使いやすいデジタルツールと非デジタルツールから得た「売り場」を通じて顧客への価値提案を強化することが可能になります。

04 カスタマーエクスペリエンスを高めるデジタルな付加価値サービスの提供

大半の資産運用会社は商品のイノベーションにばかり注目がちですが、総合的なイノベーションのポートフォリオを構築するには、サービスのイノベーションの要素が強く含まれていることが重要です。これについては、デジタルを利用した付加価値サービスが資産運用会社にとっての重要なイノベーションの源となり、競争上の優位となる可能性があります。かかるサービスとして、ウェブとモバイルのツールの利用やカスタマーエクスペリエンスを高めるデジタルベースのアドバイザーサービスなどが挙げられます。たとえば、グローバルな資産運用会社がミレニアル世代からの市場シェアの獲得をめぐる新規参入者と張り合うために、新たなサービスプラットフォームを通じたロボアドバイザーサービスを立ち上げるケースが多く見られます。これは、ロボアドバイザーが2023年までに世界のAUM全体の約10%、金額にして約8兆米ドルを運用するようになるとの見通しによるものです。東南アジアにおけるロボアドバイザーサービスの需要は世界的なデジタルトレンドを反映すると予想されることを考えると、資産運用会社には、AUMを伸ばし、デジタルネイティブの心をつかみ、デジタルプラットフォームを通じてより頻繁に顧客と関わる大きな機会が存在します。

資産運用会社への潜在的影響:

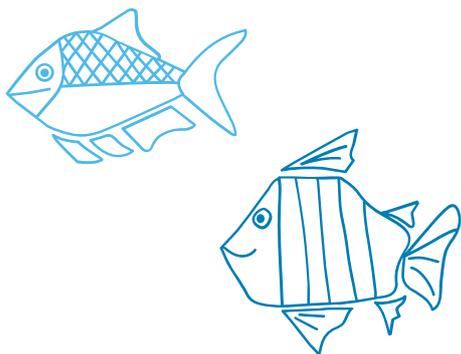
デジタルな付加価値サービスは、顧客中心モデルを後押しします。そうしたモデルは、資産運用会社を顧客に近付け、差別化された商品に対する需要の高まりに対応する関連商品の開発を加速します。要するに、新規参入者と競争し、デジタルネイティブからの市場シェアを効果的に獲得するためのより強力な手段を資産運用会社にもたらしてくれるのです。複数のセグメントのニーズに対応する能力は、東南アジアにおける将来の拡大を確実にするための資産運用会社の取り組みにとって強固な基盤となるでしょう。

とはいうものの、デジタルを利用した付加価値サービスを提供できるようになるためには、それを支える追加的なオペレーション能力とテクノロジー能力を構築する必要があります。商品化にかかる時間を短縮し、機能性を強化するために検討すべき重要なポイントは、オープンAPI(アプリケーション・プログラミング・インターフェース)の利用です。これにより、ベストインクラスのサードパーティ製ソフトウェアを活用し、「プラグ・アンド・プレイ」方式で自社のソリューションに統合することが可能になります。オープンAPIは、市場データの取得が依然として時間のかかるプロセスとなっている資産運用業界では特に役に立ちます。オープンAPIを使えば、複雑なデータ管理システムを整備しなくても、リアルタイムのデータ、過去のデータ、参照データを提供してくれる外部のデータフィードに自社のシステムをリンクさせることができます。

今がチャンス

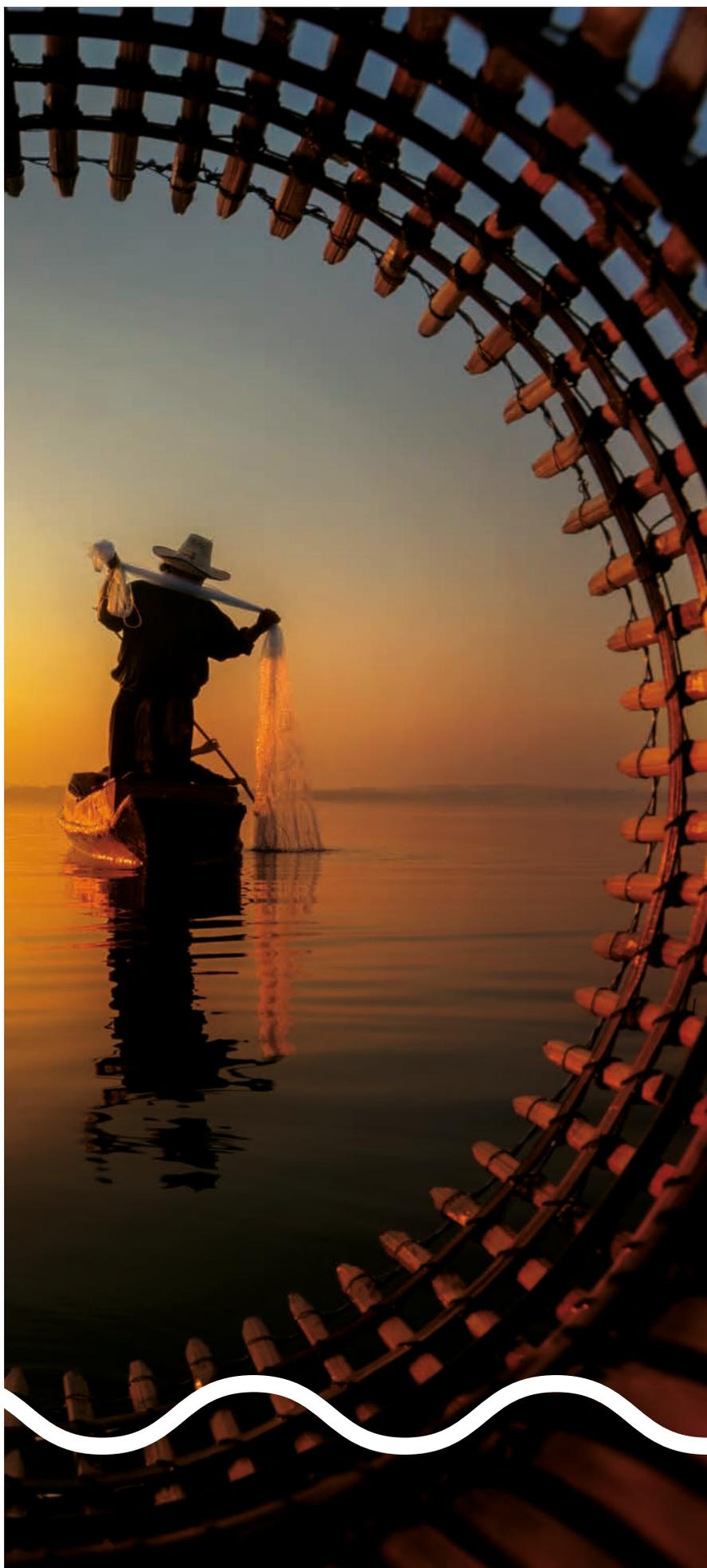
成長機会が次第に乏しくなりつつある時代において、資産運用会社が東南アジア地域を優先すべきであることは無視しがたい事実となりつつあります。この地域における成功の見込みを高めるためには、ビジネスモデルを全体的な環境に合わせて調整し直す必要があります。東南アジアでの成功を目指すなら、市場参入戦略を決定付ける一連の戦略的選択肢を検討し、最新の地域的トレンドに対処しなければなりません。さまざまなタイプのイノベーションをビジネスモデルに統合する能力が、新たな機会を開拓・獲得することができるかどうか、また、市場ダイナミクスの変化から生じる困難を和らげることができるかどうかを決定付けます。資産運用会社にとって今はまさに、この地域における持続的な長期成長のための態勢を整え、市場において自社を真の意味で差別化するのに役立つ方策の構築に力を入れるのに絶好の時です。

この地域における成功の見込みを高めるためには、ビジネスモデルを全体的な環境に合わせて調整し直す必要があります。東南アジアでの成功を目指すなら、市場参入戦略を決定付ける一連の戦略的選択肢を検討し、最新の地域的トレンドに対処しなければなりません。



要点:

- 東南アジアには引き続き、大きな資産運用機会があります。運用資産は2025年までに3.5兆~4兆米ドルに成長し、その半分以上は、機関投資家向けセグメントからの資金が占めると予想されます。
- 資産運用会社がこの地域での成功を望むならば、市場トレンドから生じる新たな課題に備える一方、新たな機会を開拓・獲得することに戦略の重点を置く必要があります。
- 資産運用会社にとってカギとなる東南アジア特有の3つのトレンドとして、成長の可能性を示唆する新たな人口動態、新たなAUMプールの創出、商品の差別化に対する投資家の要求の高まりが挙げられます。
- これらのトレンドは、資産運用会社の従来の成長モデルを破壊する恐れがあり、より全体的でイノベーション志向のビジネスモデルが求められています。
- イノベーションのモデルはいくつか存在しますが、単なる商品イノベーションにとどまらず複数のタイプのイノベーションを統合することが資産運用会社にとって次第に重要となっています。
- 成長機会が世界中で狭まる中、成熟市場、新興市場、フロンティア市場が入り混じる東南アジアは、資産運用会社にとって興味深い存在になる可能性があります。
- この地域において予想される大きな変化に対応し、持続可能な成長を達成し、市場のリーダーシップを取れる態勢を整えるためには、イノベーションを通じてビジネスモデルを強化することが急務となるでしょう。



DISRUPTION!

ディスラプション
新たなアルファの創出方法

これは、大規模な社会的、人口動態的、経済的現象を把握し、把握した内容に基づいて長期投資ソリューションを選択する包括的かつ分野横断的なアプローチです。

エステル・メナール
(Estelle Ménard)

CIIA、グローバルテーマ型
株式投資コンサルティング
副ヘッド
CPRアセットマネジメント

ウェズリー・ルボー
(Wesley Lebeau)

テーマ型株式ポートフォリオ
マネジャー
CPR アセットマネジメント

トマ・パージュール・レキュイエール
(Thomas-Page Lecuyer)

ストラテジスト
CPRアセットマネジメント

ディスラプションは、より実用的で、より安価なソリューションや商品—消費者が自然に乗り換えてきて、その結果、市場の確立された秩序を乱すようなもの—の登場をきっかけに起こります。投資テーマとして登場したのはごく最近であるものの、ディスラプションは今では長期的なトレンドとみなされており、投資運用における一つのテーマとなっています。

流行は現れては消えていきますが、大きな投資トレンドは構造的なものであり、長期にわたって持続します。何より重要なのは、こうしたトレンドはまぎれもない成長の源、ひいては投資リターン
の源であるということです。資産運用会社の中には、こうしたトレンドをカバーするために、専任のテーマ型投資チームを立ち上げているところさえあります。CPRアセットマネジメント(CPR AM)でテーマ型投資部門の副ヘッドを務めるエステル・メナールは、「これは、大規模な社会的、人口動態的、経済的現象を把握し、把握した内容に基づいて長期投資ソリューションを選択する包括的かつ分野横断的なアプローチです」と述べています。アムンディの子会社であり、同社のテーマ型株式投資分野において中心的役割を果たしてきたCPR AMはおよそ20年にわたり、テーマ型投資を専門としており、今では世界的な主要プレーヤーとみなされています。

テーマ型投資は従来、リテール顧客を対象としていましたが、今日、少しでも高い利回りを求めている機関投資家からの関心が高まっています。彼らはかつて、「プレーンバナナ」型の商品に投資していたものの、アルファを創出するために従来とは異なる方法に頼らざるを得なくなっています。しかし、他にはない固有の特性を持つテーマ型運用は決して、つかの間の流行ではありません。「これは、堅固で、理解しやすく、かつ回復力の高い株式投資ソリューションなのです」と、メナールは言います。「何より、リスク管理の強化に役立つ地理的分散とセクター分散をもたらします」

資産配分は、テーマ型投資が当初、リテール顧客の間で人気となった理由の一つにすぎません。もう一つの理由は、テーマ型投資が現代の問題に光を当てつつ、それらの問題に対処するための金融・経済的な方法を提案していることにあります。これが個人的な信念や自分の投資を意義あるものにしたいという欲求に基づいて行動するリテール顧客に訴求するのは当然のことと言えます。「プライベートバンクやウェルスマネジメント・アドバイザーは顧客と親しい関係を築いているため、特にテーマ型投資に熱心です。こうしたリテール顧客に投資アプローチを受け入れてもらうためには多くの場合、投資対象が顧客の共感を呼ぶものである必要があります」とメナールは述べています。➡



一方、資産運用会社は、堅固かつ継続的なテーマを前もって特定しておく必要があります。こうしたテーマの一つが世界人口の高齢化であり、ここ数年、特に頻繁に取り上げられるテーマの一つになっているのは当然と言えます。出生率の低下、平均寿命の伸び、富の不平等、シニア層の購買力の増大を背景に生まれたのが、シルバーエコノミーです。この構造的な現象はこれまでの消費性向を破壊し、その結果生じた課題と経済的低迷は一体となってそれ自体、投資テーマとなっています。「私たちの最初のテーマ型ファンドは、構造改革に関係するもので、1996年に立ち上げられました」とメナールは述懐しています。「これは、欧州連合の設立によって欧州大陸では経済の構造改革が起こり、最終的には欧州の産業統合へとつながるはずだという確信に基づいていました。私たちの予想は的中しました」。高齢化と構造改革に加え、投資会社は、高級ブランドとライフスタイル、農業、天然資源、金、エネルギーなどの多様なテーマに投資しています。

この領域において長年にわたる経験と9人の専門マネジャーからなるチームを擁するCPR AMIは、明日の世界を決定付けるような大きなテーマにいち早く取り組むことを狙っています。ここでは、先行者利益が決定的に重要です。先行者となることでCPR AMIは、独占的な立場を築き、運用資産を素早く積み上げ、その領域におけるリーダー的地位を確保することができます。新たなアイデアや革新的なトレンド、構造的な現象を求めらるうちに同社は近年、新しいテーマに投資するようになりました。それが「ディスラプション」です。

「CPRインベスターグローバル・ディスラプティブ・オポチュニティーズ(GDO)の構想から2016年12月末の立ち上げまで、13カ月間にわたりこの主題について集中的なブレインストーミングを行いました。実際、ワーキンググループの誰もがこのテーマに色めき立っていました」とメナール。

この点について、CPR AMのストラテジスト、トマ・パージュレキュイエルも、次のように語っています。「グローバルで、あらゆるものを包含するようなテーマは、世界にそうたくさんあるわけではありません。だから、私たちはディスラプションへとたどりついたのです。競合他社の動きをざっと調べたところ、ディスラプションはすでに取り扱われていたものの、どの場合も細分化されていることが分かりました。既存のファンドは、イノベーションかテクノロジーのどちらかに基づいた単一テーマ的なアプローチ-CPR AMの分野横断的な分散アプローチとは異なり、一つの狭い考えに基づいた、どちらかと言えばニッチなアプローチを取っていました。「あるテーマを取り上げること、それを真に自分のものにするのは別ものです」とパージュレキュイエルは言います。「個人的にそのテーマに賛同し、独自のアプローチを編み出すとともに、そのアプローチから生じる投資ユニバースと運用のプロセスも考案する必要があります」。これは、たやすいことではありません。

「ディスラプション」というコンセプトは1990年代後半、革新的な製品やサービスが市場の確立された秩序を弱体化させる経済的發展として、クレイトン・クリステンセン教授によって理論化されました。これを最も如実に示しているのは、コンピューターの

「ディスラプション」というコンセプトは1990年代後半、革新的な製品やサービスが市場の確立された秩序を弱体化させる経済的發展として、クレイトン・クリステンセン教授によって理論化されました。これを最も如実に示しているのは、1980年代初頭、コンピューターの大衆化にいち早く成功したIBMの例でしょう。

使用がまだ大企業に限られていた時代に、1980年代初頭、コンピューターの大衆化にいち早く成功したIBMの例でしょう。けれども、ハーバードの教授であるクリステンセンの基準は、あまりにもアカデミックです。クリステンセンが想定した「ディスラプティブ」な企業とは、その新しい安価なモデルを利用して、リーダー企業が特定の消費者のニーズに対処していなかった底辺から市場を攻撃するスタートアップ企業でした。しかし、アップルやウーバー、テスラ、アマゾンその他多数のサクセスストーリーに照らしてみると、この定義はいまや狭すぎるように思われます。パージュレキューエルも、「クリステンセンの基準は、私たちの考えるディスラプティブには当てはまらないでしょう」と認めています。「ディスラプティブは、すでに存在するものを改善するにすぎない漸進的イノベーションとは対照的に、既存のパターンを打破します。私たちのアプローチでは、あらゆる人の消費性向を変えてしまうような長期的なトレンドを対象にしています」。

この幅広いアプローチでは、シュンペーターの「創造的破壊」という概念を取り入れて、ディスラプティブを、あるビジネスモデルが別のビジネスモデルに取って代わることと定義しています。それは、消費者が自然に乗り換えてくるような、よりスマートで、より実用的で、より安価なソリューションの登場です。この定義に基づくと、ディスラプティブとは結局のところ非常に長期にわたって続くものであり、それを示す例は数え切れないほどあります。デロイト EMEA でイノベーションを担当するデロイト・ドイツのニコライ・アンダーソンは、次のように述べています。「歴史的に、ディスラプティブは把握することが難しい長期的なトレンドでした。その中では変化が100年から150年にわたって生じ、それゆえに同じ世代の人間では感じ取ることができなかったのです。ディスラプティブとその概念化を加速したのは、まさに過去30年の技術的発達でした」。

投資テーマの決定で肝心なのは、その輪郭を決定すること、つまりその存在意義を突き止めることです。「私たちは、近年の消費性向の変化を生じさせている新しいトレンドとして、4つの大きなトレンドを切り出しました」とパージュレキューエル。第1の最も明白なトレンドは、世界人口の急激な増加、欧米の高齢化と新興国の若年化、都市化、ミレニアル世代の誕生などの人口動態のトレンドです。もう一つの変化の源は、地球環境です。資源には限りがあるため、私たちは新しい資源の利用方法を編み出さなければなりません。消費者のブームが経済発展の原動力となっているときこそ、私たちはより責任ある方法で行動することを求められます。グローバル化と自由貿易も、同じ製品やサービスをほぼ同時に世界中で利用できるようにすることによって、ここ数十年の消費性向に影響を及ぼしています。もう一つの要因はデジタル化であり、それがこれらの新しいトレンドがより速いペースで拡大することを可能にしています。「こうした所見に基づいて、私たちは投資ユニバースの大枠を、デジタルエコノミー、地球環境、ヘルスケア・ライフサイエンス、インダストリー4.0に

設定しました」と、CPRインベスターグローバル・ディスラプティブ・オポチュニティーズを運用するウェズリー・ルポーは言います。これら4つの主要な分野を通じて、CPR AMIは、ディスラプティブに対して全体的アプローチを取り、それによってテーマ投資におけるその分野横断的基準を満たしています。具体的には、投資ユニバースは、リテール業からフィンテック、自動運転車、太陽光発電、IoT（モノのインターネット）、バイオテクノロジー、がん免疫療法、精密農業、人工知能、ロボット外科手術などに及びます。➤



「投資ユニバースの範囲の設定が最も重要なフェーズであることは間違いありません」とルポー。「ポートフォリオの構築に役立つこのフェーズを支えるのは、私たちのDNAに組み込まれている企業秘密です」。これはいわば「自家製レシピ」であり、CPR AMのポートフォリオマネジャーとアムンディの業界専門家が一体となって開発しています。さらにディスラプションに関する部分については、デロイトとの協力関係が活かされています。「デロイトのおかげで、投資分野の範囲の設定に用いるイノベーションのトレンドを把握することができました」とルポーは言います。CPR AMは次に、2段階の定量的選別基準を用いて、対象として選んだセクターとサブセクターから最も優れた投資アイデアを選び出しました。第1段階では、同社のデータソースの一つであるクレディスイスの企業価値評価システムHOLTから得たデータを利用し、企業のキャッシュ・フローと、その資本コストに基づいて創出される経済的価値を分析します。「これは、企業の経済的価値の創出をどちらかと言えばファンダメンタルズベースで長期的に捉えるのに役立ちます」とルポーは言います。

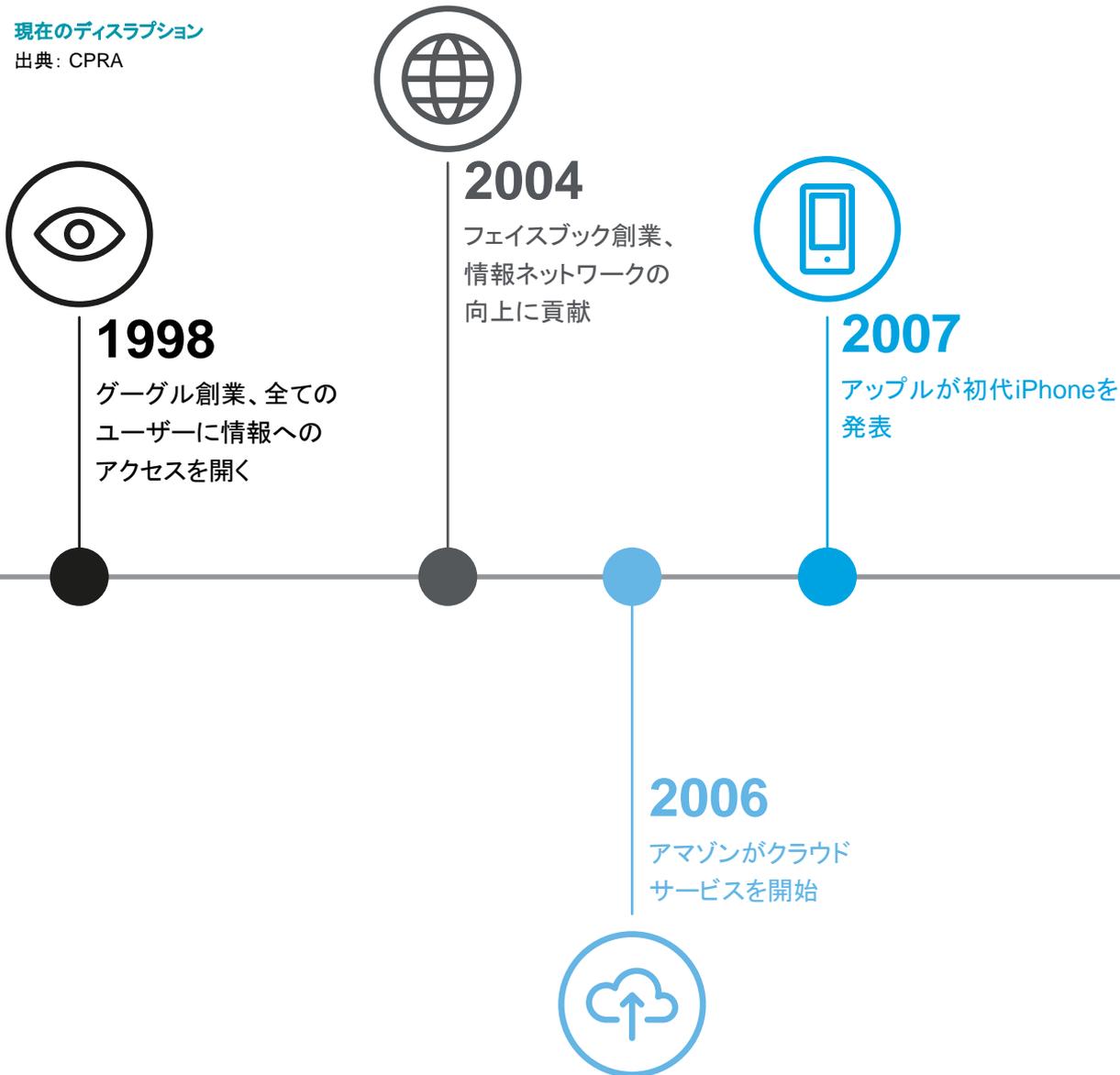
第2段階の内部選別基準は、市場要因を最適化して短期的な上昇可能性が最も大きい企業を決定するのに役立ちます。「その結果、長期的視点と短期的視点が交わり、結果的に説得力あるアイデアを生み出します。そのアイデアに基づいて、ファンダメンタルズ・リサーチへと移ります」とルポー。ファンダメンタルズ・リサーチは、伝統的なやり方で行われ、一部は専門のリサーチ機関に頼っています。ルポーによれば、このリサーチでは、企業のビジネスモデルの理解に努め、投資判定基準を用いて「その企業が魅力的な特性を持っているかどうか、把握できる価値を持っているかどうか、投資が成果を上げ、会社の株価が市場をアウトパフォームするための好材料が6~12カ月後も存在しているかどうか」が検証されます。最終段階では、選別された株について形成された確信に重み付けをして、インプライドリスク、すなわち1年間のヒストリカル・ボラティリティを調整することによって、ポートフォリオそのものを構築します。

このアプローチは、セクター横断的であるのに加えて、成熟した企業から創業したばかりの企業まで、ディスラプションの全サイクルを対象とするため、投資対象候補の範囲は非常に広くなります。「100%ディスラプティブ(破壊的)なビュアプレーヤー(インターネット專業企業)に投資すると同時に、投資の一部をディスラプティブな事業に再配分している既存企業に投資することもあります」とウェズリー。ゼネラル・エレクトリック(GE)は、後者のほんの一例です。何度もディスラプションの波をくぐり抜けた後、この100年以上の歴史を持つ老舗企業は最近、現代のロボティクス革命に対処するPredixプラットフォームによって自らに新風を吹き込むことに成功しています。



現在のディスラプション

出典: CPRA



投資ユニバースの範囲の設定が最も重要なフェーズであることは間違いありません。



2008

AppStore
開設



2013

IBMが人工知能ソリューションの
提供を開始



2009

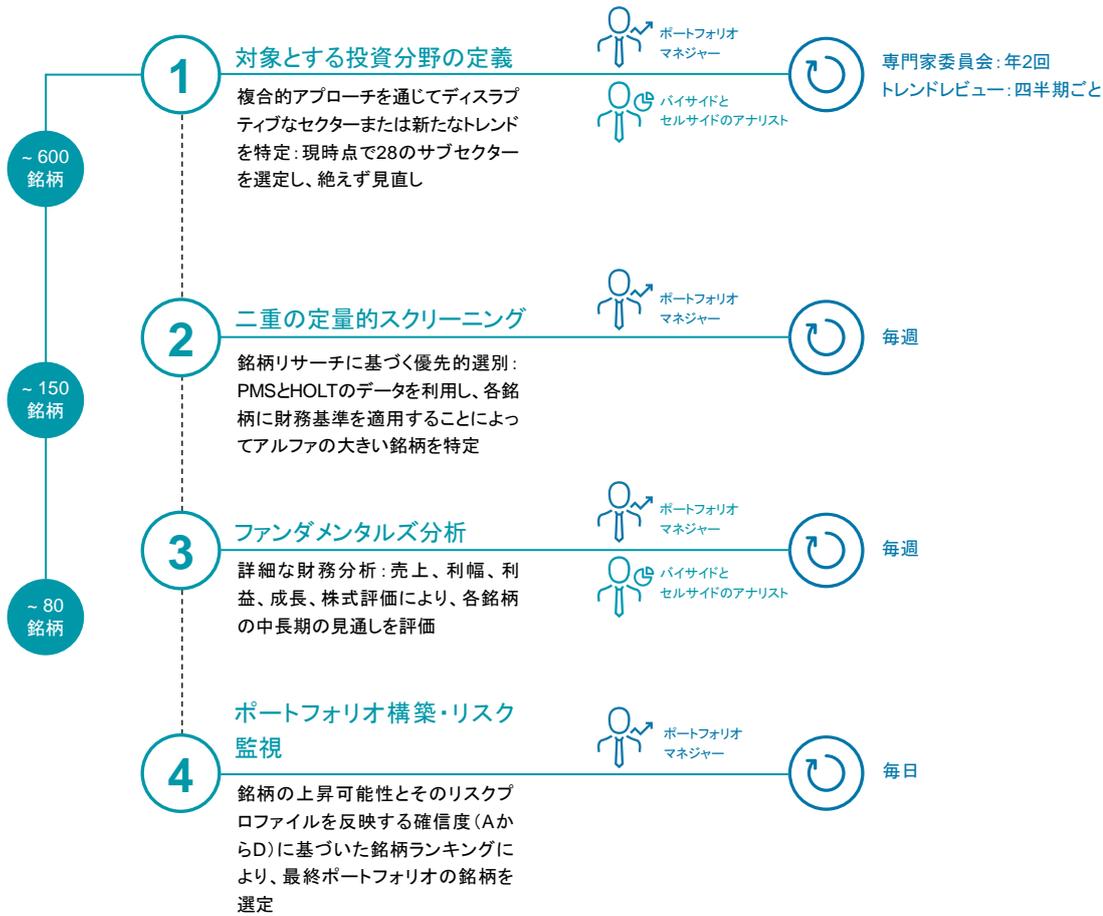
ウーバー創業、革新的な
交通経済モデルを打ち出す



2014

グーグルが自動運転車
を開発

クオリティの高いインプットを活用した4ステップの投資プロセス



この分野横断的なアプローチは確かに、投資運用プロセスに不確実性をもたらします。確信の度合いは、企業のビジネスモデルの可視性と安定性に左右される一方、一部の企業は他の企業よりも業界リスクにさらされています。たとえば、バイオテクノロジーなどがこれに当てはまります。この分野では、医薬品や化合物が規制当局から承認を得るまでの道のりが長いことが少なくありません。もう一つの落とし穴は、セクターを横断して見た場合の事業、製品あるいはサービスの多様性と複雑性です。ルポーは次のように述べています。「アマゾン、グーグル、アップルなどのピュアプレーヤーは、比較的把握しやすいのです。しかし、がん免疫療法などの複雑なセクターやセグメントでは、関わってくるリスクを把握することは、それほどたやすくありません。それゆえに、ポートフォリオと運用プロセスの構築にとってファンダメンタルズ・リサーチは、欠かせないファーストステップとなります」。そのようなリスクには当然、見返りもあります。ディスラプションはほとんどの場合、イノベーションと同義語であるため、買収においてバリュエーション・プレミアムが生じることが少なくありません。「これは、私たちのディスラプティブ投資において、もう一つのリターン之源になっています」と、「構造改革」テーマに基づく投資も運用しているエステル・メナールは言います。「昨年は、私たちのファンドに組み入れていた銘柄の5%が6カ月以内に買収のターゲットになりました」

テーマ型ファンドは、強い確信をベースにしており、時には銘柄の厳しい選別が必要なため、その構築プロセスは、複雑であるとともに微妙なさじ加減を要します。ちなみに、CPR AMが選抜した600銘柄のうち、最終的に採用されたのはわずか87銘柄でした。銘柄の50%はデジタルエコノミー銘柄です。デジタルエコノミーは、他のテーマよりも間違いなくディスラプティブな性格が強いことから、これは当然と言えます。次に大きな割合を占めるのがインダストリー4.0、ヘルスケア・ライフサイエンスでそれぞれ20%、地球環境は10%となっています。「この配分は確定されているわけではなく、ディスラプションがそのさまざまな次元で加速するのに従って変わる可能性があります」とCPR AMチームは言います。いずれにせよ、ファンドのリターンと成功は、その初期段階における取り組みの質によって決まることが少なくありません。立ち上げから6カ月少して、CPRインベストグローバル・ディスラプティブ・オポチュニティーズは、そのベンチマークであるMSCIワールドを7.7%アウトパフォーマンスしました。運用資産5,000万ユーロでスタートした同ファンドはいまや、1億4,000万ユーロの運用資産を抱え、9カ国で登録されています。

要点:

- 貿易のグローバル化、技術革新、人口動態のトレンド、環境面の課題...世界は、そのエコシステムとともに変わりつつあります。
- 私たちの世界を突き動かしているメガトレンドは、多くの場合、見逃せない投資機会でもあります。なかでも「ディスラプション」は、大きな機会です。
- ディスラプションは、あらゆるセクターにおいて機会を生み出し、前例のない長期的な成長可能性をもたらす加速度的な現象です。
- デジタルエコノミー、インダストリー4.0、地球環境、ヘルスケア・ライフサイエンスは、ディスラプションの影響を最も強く受けています。
- 投資環境は常に進化しており、ディスラプションの変化と加速に伴って進化し続けると思われます。



不確実性と 変化の時代における 新たなリスク

エドワード・ヒダ
(Edward Hida)
パートナー
デロイト&トウシュLLP
デロイトUS

世界的な金融危機以降、規制が相次いで変更されて、規制要件の範囲が広がるとともに、厳格度が高まりました。新しく制定された法規には、米国のドッド・フランク・ウォール街改革・消費者保護法(ドッド・フランク法)、バーゼル2.5とバーゼルIII、米連邦準備制度理事会(FRB)の健全性強化基準(Enhanced Prudential Standards: EPS)、欧州市場インフラ規制(EMIR)、ソルベンシーIIの自己資本要件などがあります。金融機関は世界的な金融危機以降、こうした新規制が実務面に及ぼす影響や遵守すべき規制の内容を理解するのに十分な時間がありました。

本稿は、2017年3月に刊行された「グローバルリスクマネジメントサーベイ第10版:不透明性の高まりが新たな課題の出現を予告」に基づいたものです。

外部では、ミクロ経済環境とマクロ経済環境の不安定性が増えています。

— 多角化が進んでいる大規模金融サービス会社の最高リスク責任者

リスクマネジメントは今日、ますます重要になっています。金融機関が直面しているトレンドは多岐にわたり、事業の将来の方向性や規制環境にこれまで以上の不確実性がもたらされました。多くの国では歴史的な低金利を背景に、経済状況が低迷し続けています。英国が国民投票で欧州連合(EU)離脱を決めた(ブレグジット投票)ほか、米国ではドナルド・トランプ大統領が中国、メキシコとの通商協定を再交渉することを表明しており、貿易量が減少する恐れもあります。

規制による監督が行き過ぎたのではないかとトランプ大統領などが疑問視しているため、規制要件の増加ペースが2017年には鈍化したり、さらには、その傾向が逆転したりする可能性もあります。多くのセクターで起業家の立ち上げたフィンテック企業が伝統的な金融機関としてのぎを削っており、戦略リスクも高まっています。環境が急速に変化しているということは、リスクマネジメントプログラムで新しい規制や事業の動向、さらには出現しつつあるリスクを見越し、柔軟に対応できるように能力を高めていく必要があるということです。その方法には、予測分析ツールの活用などがあります。

デロイトの「グローバルリスクマネジメントサーベイ第10版」では、激動する現代において、金融業界がリスク管理のために行っている実務や直面している課題を評価しています。このサーベイが実施されたのは2016年下半年であり、英国のEU離脱決定の後、米国の大統領選が実施される前の時点です。このサーベイには、世界各国の幅広い金融業界で事業を展開する金融サービス企業77社が参加しており、参加企業の総資産は合計13兆6,000億米ドルに上ります。

主な調査結果

サイバーセキュリティ

サイバーセキュリティリスクに対する自社のマネジメントが「極めて有効」または「非常に有効」との回答は、対象者の42%にとどまりました。その一方でサイバーセキュリティはたいいていの場合、今後2年間で重要性が高まるリスクのトップ3に入っています(41%)。サイバーセキュリティリスクは上級幹部や取締役幅広く認識されているため、資金確保の問題や、上級幹部・取締役とのコミュニケーションの問題は課題としてほとんど挙げられていません。しかしながら、取締役は多くの場合、サイバーセキュリティリスクのマネジメントを監督するに十分な技術的専門性を確保するのに苦労しています。「極めて難しい」または「非常に難しい」問題として特に多く挙げられたのは、サイバーセキュリティ要員の採用または確保(58%)、ほぼリアルタイムで実行可能な脅威情報の入手(57%)でした。

金融機関のリスクマネジメントは、新しいタイプのリスクに対しては有効性が劣る

回答者の約8割、場合によっては8割以上が、従来型のリスクタイプに対して自社が「極めて有効」に対処しているまたは「非常に有効」に対処していると答えています。たとえば、流動性(84%)、アンダーライティング／準備金の積み立て(83%)、信用(83%)、資産と負債(82%)、投資(80%)、市場(79%)などです。より新しいリスクタイプには課題があり、モデル(40%)、外部関係者(37%)、データの一貫性(32%)といったリスクに対する自社のマネジメントを高く評価した回答者は少なくなりました。本サーベイ実施期間中に地政学的な不透明性と変化の可能性が高まったことを考えると、地政学的リスクに対する自社のマネジメントが「極めて有効」または「非常に有効」との回答がわずか28%となり、2014年調査時の47%を大きく下回ったことは注目に値します。

リスクデータやITシステムによって、大きな課題が発生

リスクデータ戦略やマネジメントの点で自社が「極めて有効」または「非常に有効」と評価した回答者は少なく、データガバナンス(26%)、データマート／データウェアハウス(26%)、データ基準(25%)となりました。また、データソーシング戦略(16%)、データ処理アーキテクチャ／ワークフローロジック(18%)、データコントロール／データチェック(18%)といった分野では、自社を高く評価する回答者が一段と少なくなりました。また、自社のリスクマネジメントを担うITシステムの敏捷性を深く憂慮する回答者も多数に上りました。回答者の約半数が「極めて憂慮している」または「非常に憂慮している」とした点には、規制要件の変更に対するリスクテクノロジーの適応性(52%)や、レガシーシステム、時代遅れのアーキテクチャ、耐用年数が終わりを迎つつあるシステム(51%)、緊急を要するリクエストや散発的に発生するリクエストへの対応力欠如(49%)、現行システム拡張に対する柔軟性の欠如(48%)が挙げられました。

リスクマネジメント要員の獲得競争

規制要件が増える中、リスクマネジメントに関わるスキルや経験を持つプロフェッショナルの獲得競争が激化しています。今後2年間で「極めて優先順位が高い」または「非常に高い」事項として、必要なスキルを有するリスクマネジメントのプロを確保しつなぎ止めることであるとの回答は70%、必要なリスクマネジメントスキルを有するビジネスユニットのプロを確保しつなぎ止めることであるとの回答は54%に達しました。サイバーセキュリティに対する懸念は全業種で共通して増大しているため、この分野を専門とするプロフェッショナルの獲得競争はとりわけ厳しくなっています。前述した通り、サイバーセキュリティリスクのマネジメントに関わるさまざまな問題の難易度を尋ねたところ、「極めて難しい」あるいは「非常に難しい」問題として3番目に挙げられたのは、熟練のサイバーセキュリティ要員の採用・確保(58%)でした。▶



ストレステストの活用拡大

規制当局は自己資本の適切性と流動性を評価するツールとして、ストレステストを一層活用するようになっており、資本ストレステストを活用している金融機関と流動性ストレステストを活用している金融機関はいずれも83%に達しました。いずれのストレステストにおいても、90%を超える金融機関が取締役会や上級幹部への報告、規制要件や規制当局の期待の充足にストレステストを活用しています。資本ストレステストと流動性ストレステストの両方で「極めて難しい」「非常に難しい」問題として最も多かった回答はITシステムとデータに関わる2つで、ストレステストを担うITプラットフォーム（資本ストレステストでは66%、流動性ストレステストでは45%）、データ品質とストレステストの算出管理（資本ストレステストでは52%、流動性ストレステストでは33%）となりました。

コンプライアンスの重要性が高まるとともに、費用も上昇

今後2年間で自社にとって最も重要性が高まるリスク要因を3つ挙げてもらったところ、36%が規制／コンプライアンスリスクを挙げ、これが2番目に多くなりました。また、事業を展開する法域で規制改革後にコンプライアンス費用が増大したとの回答は79%に達し、半数以上が「極めて憂慮している」または「非常に憂慮している」こととして、基準または規制の厳格化による現行事業の運営コスト上昇（59%）、文書化要件やプログラムの規制遵守の検証費用の増大（56%）を挙げました。

取締役会による監督強化

自社の取締役会が2年前よりもリスクマネジメントの監督に多くの時間を割いているとの回答は86%に上り、そのうち44%は、監督に費やす時間が大幅に増えたと回答しました。取締役会がリスクマネジメントで担う最も一般的な役割は全体的なリスクマネジメントポリシー／エンタープライズリスクマネジメント（ERM）フレームワークのレビューと承認（93%）、財務リスクと非財務リスクなど、リスクアペタイトの利用状況監視（89%）、自己資本の適切性評価（89%）、新しく出現しつつあるリスクの監視（81%）となりました。しかしながら、取締役会の責務として、リスクカルチャーの構築と醸成支援（67%）や

インセンティブ報酬計画のレビューによる、リスクと報酬間の整合性の確認（55%）を挙げた人はそれぞれ3分の2程度にとどまっていたことを考えると、リスクカルチャーの醸成に関しては、さらに取り組みが必要と言えます。

最高リスク責任者（CRO）の職位は概ね設置されている

CROまたは同等の職位を設けている企業は92%に上ったものの、CROが果たす役割については改善の余地が大いにあります。つまり、CROが取締役会直属になっていない企業（52%）もありますが、直属とすれば重要な効用が得られます。また、規制当局も通常は直属とすることを期待しています。CROが取締役会と定期的に会議を開いている企業は90%に上っていますが、CROが経営上層部の会議で取締役と話し合っているとの回答はこれを大幅に下回りました（53%）。約半数の企業（48%）ではリスクマネジメントの最高レベルの責任者がCROであり、残りの企業ではCEO（27%）、経営幹部レベルリスク管理委員会（16%）、最高財務責任者（CFO）（4%）となっていました。CROの責務として最も一般的なものは、リスクマネジメントフレームワーク、手法、基準、ポリシー、上限の構築・導入（94%）、新しく出現しつつあるリスクの識別（94%）、リスク情報の報告メカニズム構築（94%）でした。戦略リスクの重要性や、事業戦略と意思決定におけるリスクマネジメントの必要性が高まっているにもかかわらず、事業戦略の構築時にCROが情報を提供したり戦略を定期的に評価したりしている企業（65%）や、リスクプロファイルに影響を及ぼす日々のビジネス上の意思決定に関与している企業（63%）、新規事業や新商品の承認に関わっている企業（58%）は少なくなりました。また、規制当局がコンダクトや企業文化の重要性に以前より注目する中、報酬計画をレビューしてリスクアペタイトや企業文化に対する影響を評価することがCROの責務の1つであるとの回答は54%にすぎませんでした。

エンタープライズリスクマネジメント（ERM）プログラムの導入は順調に拡大

ERMプログラムを導入している企業は73%と、2014年の69%から増え、2006年の35%からは倍以上に増えました。加えて、現在ERMプログラムを導入中の企業が13%、構築を計画している企業も6%に達しています。ERMフレームワークやポリシーは重要な文書であり、取締役会の承認を得るべきで、実際にそうしているとの回答は91%と、2014年の78%から増えました。今後2年間のリスクマネジメントプログラムにとって「優先順位が極めて高い」「非常に高い」問題として1、2を争ったのはITシステムとデータに関するものでした。すなわち、リスク情報システムと技術インフラの拡充（78%）、リスクデータの品質、可用性、迅速性の向上（72%）です。また、回答者の大多数が「優先順位が極めて高い」「非常に高い」問題として挙げたものの中には、ビジネスユニットとリスクマネジメント部門との連携（74%）があり、これは効果的な三つの防衛線モデルを適用する上で必要不可欠な条件になっています。➤



先進アナリティクスやビッグデータの分野を中心に、アナリティクス(定量分析)担当者をうまく組み合わせなければなりません。一方で、先進アナリティクスをやみくもに実施しない人材も必要です。ビジネスに関する知見や判断力も欠かせません。特に必要とされる要素や期待されている要素には、ビジネスとリスクマネジメントを担当する人材のローテーションをもっと活発化させることがあります。相互理解を深めるために、異動を伴うキャリアを大幅に増やす必要があるのです。

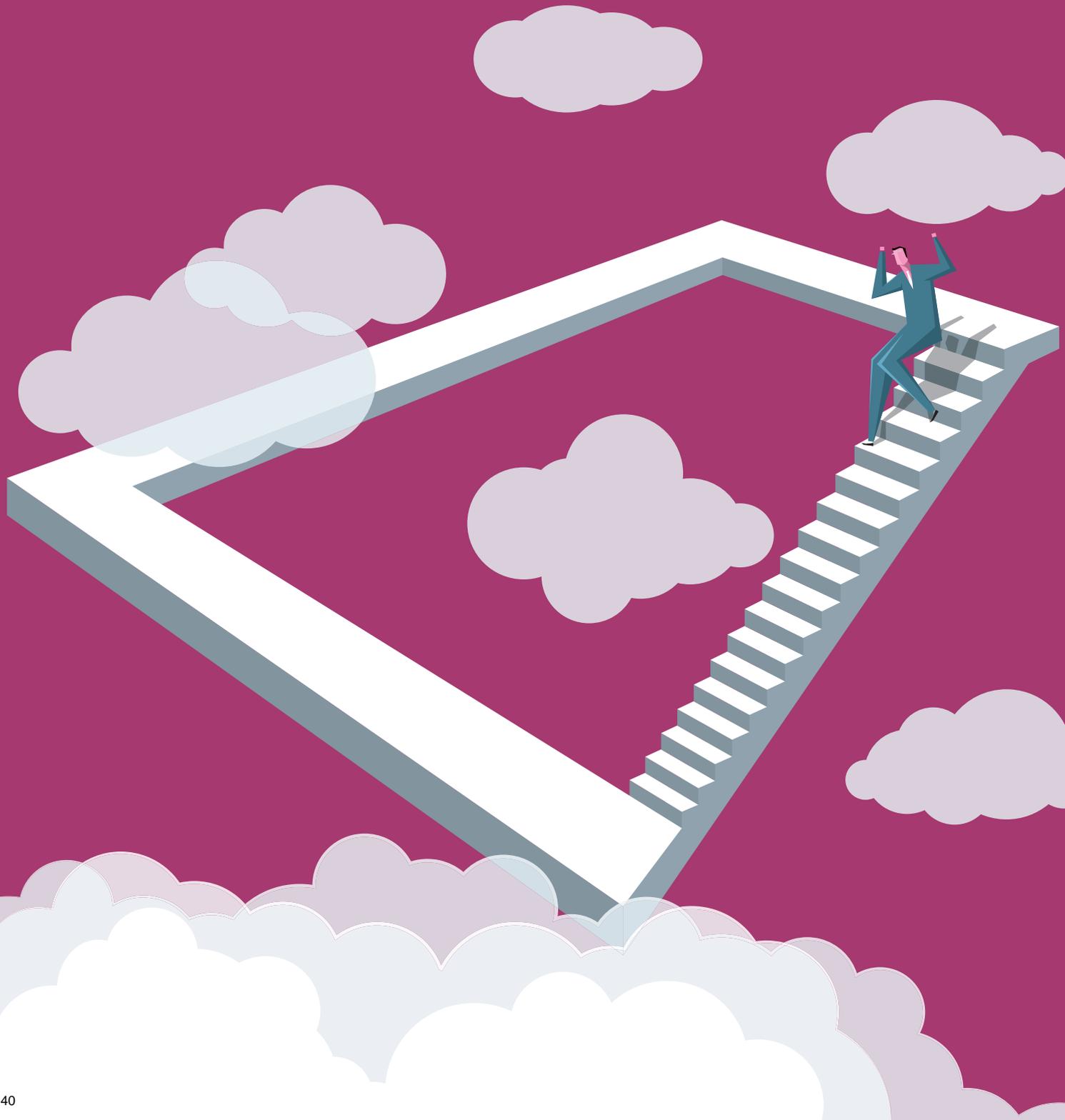
— 多角化が進んでいる大規模金融サービス会社の最高リスク責任者



リスクマネジメントの発展

デロイトが「グローバルリスクマネジメントサーベイ」を定期的実施してきたこの20年間、金融セクターの進化や金融機関の規模拡大、企業間の世界規模での相互関連性の高まり、新しい商品やサービスの導入を受け、金融サービス業界は以前にも増して複雑になりました。同時に、リスクマネジメントに対する規制要件や期待値が広がって幅広い点を網羅するようになったほか、厳格度が増しました。特に世界的な金融危機以降はこの傾向が強くなっています。

デロイトが継続的に行っているサーベイでは、こうした動向に対する金融機関の対処法、リスクマネジメントプログラムが成熟していく中で生じている大幅な進化とその課題について評価してきました。この期間、リスクマネジメントプログラムは総じてほぼ全社的に普及し、現在ではプログラムのケイパビリティが拡充されるようになりました。取締役会が以前よりリスクマネジメントに関与するようになり、CROの職位を上級幹部レベルで設ける企業も増えました。以下は、リスクマネジメントプログラムの継続的な発展について、本サーベイでまとめた主な動きです。



取締役会がより積極的に監督

2016年には、取締役会が全体的なリスクマネジメントポリシー／ERMフレームワークをレビューし承認しているとの回答が93%に上り、2012年の81%から増えました。

取締役会のリスク委員会設置が活発化

規制当局が期待しているのは、取締役会がリスク委員会を設置し、主としてリスクの監督に責任を負う体制の整備です。取締役会のリスク委員会設置は広がっており、まだ浸透の余地は明らかに残っているものの、2012年には設置企業が43%だったのに対して、2016年は63%に増えています(図1)。

図1 リスクマネジメントに対する主たる責任者を取締役レベルとし、取締役会リスク委員会を設置している企業の割合*



CRO職位の設置が増加

CROまたは同等の職位を設ける企業はこの期間中に順調に増えており、2002年の65%から2016年には92%とほぼ全社に行き渡りました(図2)。同時に、CROを以前より上位の職位に置き、直属の上司も以前より上級職になっています。2016年には、CROがCEO直属になっている企業が75%と、2002年のわずか32%から大きく伸びました。同様に、CROを取締役会の直属とする企業も増え、2002年の32%に対して2016年には52%まで増えています。また、77%の企業はCROが上級経営委員会のメンバーとなっていると回答し、その割合は2010年の58%から増えました。

図2 CROまたは同等の職位を設置している企業の割合*



CROの責務が拡大

多くの組織において、CROや独立のリスクマネジメントプログラムの果たす責務が徐々に拡大しています。CROの責務は全社的なリスクアベタイト・ステートメントの策定・文書化支援であるとの回答が92%に上ったのに対し、2008年にはこの割合は72%でした。同様に、自己資本の適切性評価がCROの責務であるとの回答は76%だったのに対し、2006年には54%でした。

図3 ERMプログラムを導入している企業の割合*

ERMプログラムの広範な採用

ERMプログラムの浸透度は2006年の35%から、2016年には倍以上の73%に伸びました(図3)。ERMプログラムの導入は2010年に上向きましたが、これはおそらく、金融危機以降、リスクマネジメントの強化が重要視されるようになったためです。



リスクマネジメントプログラムの継続的な発展と成熟化においては大幅な進化が見られましたが、まだ実施すべきことは山積しています。リスクマネジメントプログラムのクイパビリティと有効性を高めるべき具体的なポイントや、将来に課題となりそうな点については、「グローバルリスクマネジメントサーベイ第10版」のレポート本文において詳しく取り上げています。

* 出典:デロイトの分析

<https://dupress.deloitte.com/dup-us-en/topics/risk-management/global-risk-management-survey.html>

ブロックチェーンと サイバーセキュリティ： さあ、議論しよう

エリック・ピシーヌ
(Eric Piscini)
パートナー
コンサルティング
デロイト

デビッド・ダルトン
(David Dalton)
パートナー
コンサルティング
デロイト

ステファン・ユールト
(Stéphane Hurtaud)
パートナー
リスクアドバイザー
デロイト

ローリー・ケホー
(Lory Kehoe)
ディレクター
コンサルティング
デロイト

協力:

ニアム・オコネル
(Niamh O'Connell)
コンサルティング
デロイト

ブロックチェーン技術は多くの業界で、ほぼあらゆるセキュリティ問題を解決する手段として称賛されることが少なくありません。しかし、このテクノロジーの現在のセキュリティレベルは、どのくらい高いのでしょうか？本稿では、機密性 (Confidentiality)、完全性 (Integrity)、可用性 (Availability) の3要件で構成される情報セキュリティの「CIA」モデルを使って、この点を考察します。➤

本稿は、アイルランド、米国、中国、英国、アルゼンチン、スペイン、ポルトガル、イスラエルをはじめとする世界各地のデロイトのメンバーファームに所属するサイバー専門家から知見を得て、デロイト EMEA 金融サービスブロックチェーンラボが執筆しました。

このテクノロジーは、トランザクションやあらゆるデジタルなインタラクションを、セキュアで透明性が高く、障害が起りにくく、監査可能で、かつ効率的な方法で記録する方法を実現します。

ブロックチェーンの進化は、インターネットが台頭し始めた初期の頃にとえられています。このテクノロジーの可能性に関する論評や議論においては、ヘルスケアや公的セクター、エネルギー、製造、特に金融サービスなどの複数の産業のディスラプションが中心を占めています。デロイトUSのマネージングディレクターであるデビッド・シャツキーは、次のように述べています。「このテクノロジーは、トランザクションやあらゆるデジタルなインタラクションを、セキュアで透明性が高く、障害が起りにくく、監査可能で、かつ効率的な方法で記録する方法を実現します」。

今日のテクノロジーとインターネットへの依存度の高まりは、企業に新たなビジネスモデルと収益源をもたらしました。それとともに、サイバー攻撃者につけ込まれやすい新たな不足と機会も生じています。攻撃に使われるマルウェアの高度化やプロフェッショナルなサイバー犯罪組織の脅威増大を受けて、サイバー攻撃はますます複雑で集中的なものになっています。こうしたサイバー犯罪者は、知的財産(IP)、個人情報(PII)、医療記録、金融データなどの価値あるデータを盗み取ろうとしています。そして、高度なランサムウェアテクニックを利用してデータへのアクセスを収益化したり、分散型サービス妨害(DDoS)攻撃を通じて事業活動全体を混乱させたりといった戦略を用いて大きな利益を上げています。

では、ブロックチェーンはどのようなのでしょうか？このテクノロジーは、サイバーセキュリティを助ける存在になるのか、それとも妨害する存在になるのでしょうか？まだそれほど成熟していないものの、ブロックチェーンにおけるイノベーションは、サイバーリスクという不変の課題に対する企業の取り組みを後押しする可能性を秘めています。ブロックチェーンのプラットフォームは、コンセンサスメカニズムを通じて不正な活動を防止し、不変性、透明性、監査能力、データ暗号化、運用上の回復力といったその基本的な特徴に基づいてデータ改ざんを検知することができるため、サイバー防衛を向上させる一助となります。

とはいえ、ブロックチェーン技術が有効なソリューションとして機能するためには、適切なコントロールが必須です。権限のある関係者のみが正確で適切なデータにアクセスできるようにすることは、今日ブロックチェーンの利用を検討している企業にとって共通の関心事となっています。特にプライベートブロックチェーンの場合、データアクセスを安全にするには、ブロックチェーンネットワークへのアクセスの保護が欠かせません。攻撃者がブロックチェーンネットワークへのアクセスを得ることに成功した場合、データにもアクセスできる可能性が高まります。したがって、他のテクノロジー同様、認証・承認コントロールを導入する必要があります。ブロックチェーンデータの完全暗号化は、データの伝送中(特に、データが信頼できないネットワークを通じて流れている場合)に、権限のない者がそのアクセスをできないようにします。



どの企業も、パフォーマンスとイノベーションとサイバーリスクとの間に存在するつながりを検討すべきであり、全てを守ることは経済的に現実性がないばかりか最も重要な戦略的取り組みを阻害しかねないことを認識する必要があります。

パブリックブロックチェーンでは、ネットワークアクセスをコントロールする必要はありません。チェーンのプロトコルが、ソフトウェアをダウンロードすれば誰でもネットワークにアクセスし、参加できるようになっているからです。対照的に、プライベートブロックチェーンでは、ネットワークへのアクセスを保護するために適切なセキュリティコントロールを導入しなければなりません。理想通りであれば、非公開という性質上、ローカルのネットワークとシステムはすでに組織の境界線の内側において、いわゆる多重防御戦略を通じて複数の内部セキュリティレイヤー（すなわち、ファイアウォール、仮想プライベートネットワーク（VPN）、VLAN、侵入検知・防止システム等）によって保護されているはずですが、しかし、ことセキュリティにおいては、理想通りにいくと考えるのはあまりにも夢想的であり、これらの

セキュリティコントロールの有効性だけを頼りにしては明らかに不十分です。このため、セキュリティのベストプラクティスとして、セキュリティコントロール（アクセスコントロールなど）をアプリケーションレベルで直接導入することが推奨されています。アプリケーションレベルは、特に攻撃者がローカルネットワークにアクセスした場合などの状況では最も重要な防御の最前線となります。

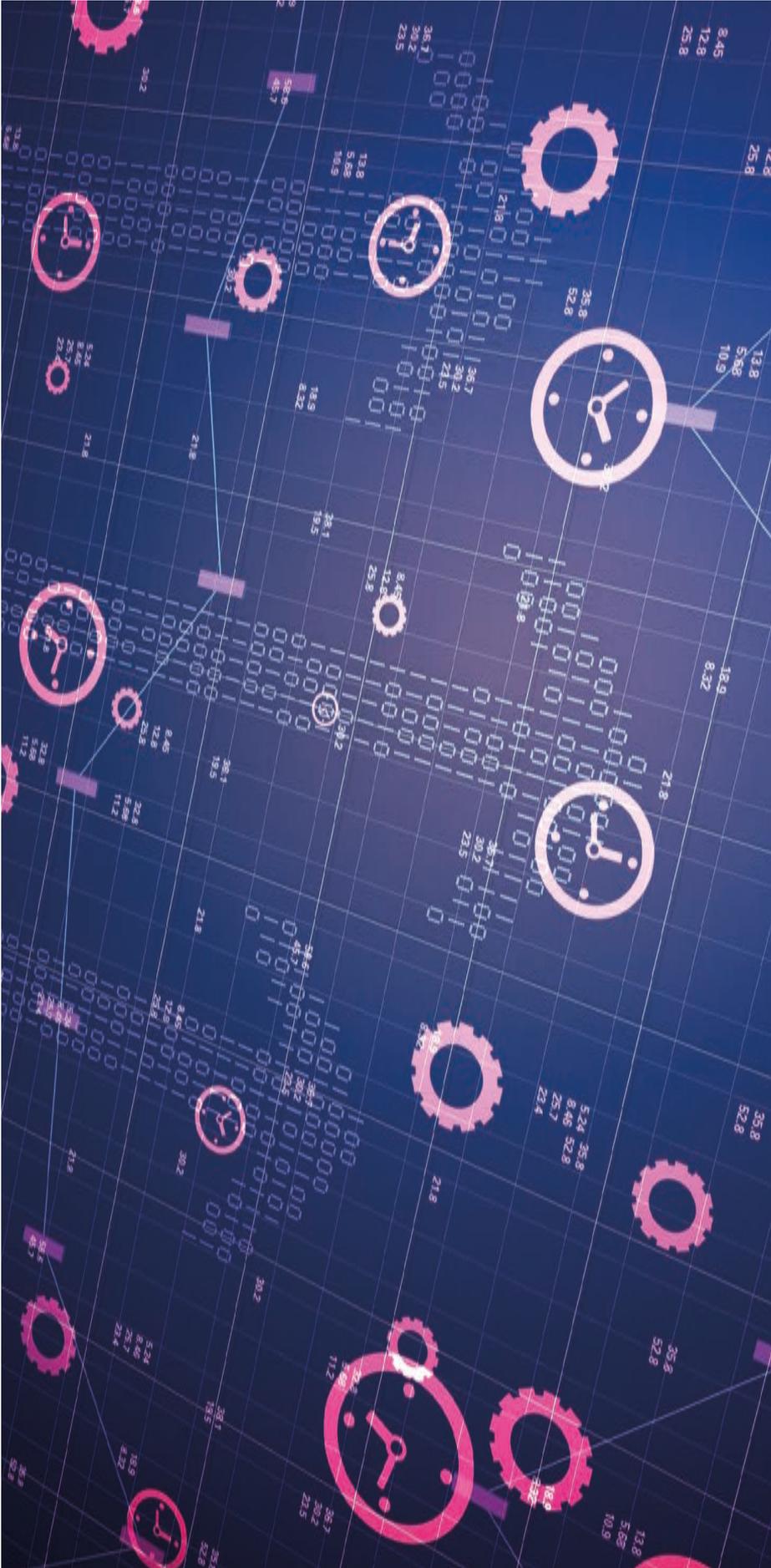
「どの企業も、パフォーマンスとイノベーションとサイバーリスクとの間に存在するつながりを検討すべきであり、全てを守ることは経済的に現実性がないばかりか最も重要な戦略的取り組みを阻害しかねないことを認識する必要があります」と、デロイトLATCOでサイバーリスク担当リードを務めるアンドレ・ジルは言います。企業は、そのリスク特性の変化を評価し、最も重要なものは何かを考慮に入れて許容できるサイバーリスクの水準と種類を決定した上で、最重要資産を守るためにコスト的に妥当なセキュリティコントロールに投資しなければなりません。これらの課題に対処するためには、役割、プロセス、説明責任を定めたガバナンスの枠組みと明確なパフォーマンス評価基準、そして何より全社的な発想の転換を取り入れた総合的なサイバーセキュリティ・プログラムを実施する必要があります。

こうした要求に対し、ブロックチェーンは、高度なセキュリティコントロールを提供することができます。公開鍵基盤（PKI）を利用して当事者を

認証・承認し、通信を暗号化する機能もその一つです。ブロックチェーンが広く採用されるようになった場合、データアクセスを適切に守るために、認証、承認、暗号化を行うセキュリティコントロールを確実に整備する必要があります。「攻撃者は常に、少ない労力で大きな利益を得ようとサイトを物色しており、ブロックチェーン上に保存されている機密情報は、かかるコントロールが不十分な場合、真っ先に狙われかねません」と、デロイト中国／香港のリスクアドバイザリーでテクノロジーリスク担当パートナーを務めるエヴァ・クオックは言います。

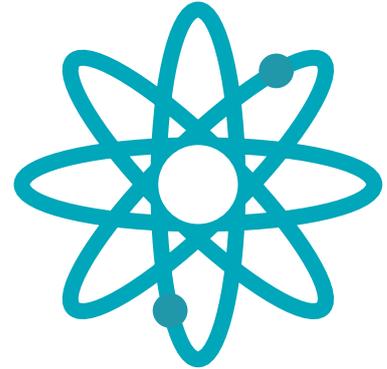
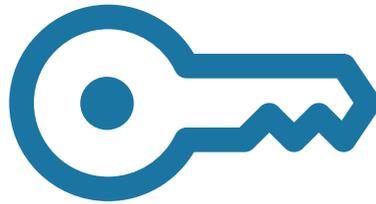
今日、攻撃者がブロックチェーン・ネットワークとデータへのアクセスを得ても、必ずしも情報を読み取ったり取り出したりできるわけではありません。データブロックの完全暗号化は処理中のデータにも適用できるため、最新の暗号化規格に従っていることを考えると事実上、機密性は保証されています。近年、重要なテーマとして議論されているエンドツーエンドの暗号化の利用は、暗号化されたデータにアクセスする権限を持っている者だけが暗号を解読し、データを見ることができるようになります。暗号化キーをPKIと併用すれば、より高度なセキュリティを組織にもたすことができます。

一例として、ブロックチェーン上でセキュアな通信プロトコルを導入していれば（最新のセキュリティ規格と導入ガイドに準拠していることを前提として）、中間者攻撃が仕掛けられた場合でも、攻撃者が通信者になりすまったり、伝送中のデータを開示したりすることは不可能となります。長期的な秘密鍵が漏洩するという極端な状況においても、セキュリティプロトコルの「前方秘匿性（PFS: perfect forward secrecy）」という属性のおかげで、過去のセッションの機密性は保たれます。➤



なお、ブロックチェーンのエコシステムにおいては、暗号鍵が複数の目的—すなわち、ユーザー情報の保護、データの機密性、ネットワーク接続のための認証・承認—のために使われることに留意する必要があります。デロイト・イスラエルのサイバーリスクサービスを率いるディレクターのリオール・カレブは、「いつでも、どこでも、どのデバイスからでもデータに接続したいという人々の要求や必要は、新しいサイバーリスクをもたらし、企業やグローバル組織におけるネットワークアクセス管理を本質的に難しいものにしていきます」と語っています。企業は、ブロックチェーンアカウントに複数のデバイスからアクセスすると秘密鍵のコントロールを失う可能性が高くなることを認識する必要があります。この点を考えると、適切な鍵管理手続(IETFあるいはRFC 4107暗号鍵管理ガイドラインなど)に従って社内でセキュアな暗号鍵の管理慣行を定めることが重要であり、ブロックチェーン・ネットワークのセキュリティにとって不可欠となるでしょう。

データの一貫性を維持し、そのライフサイクル全体において完全性を保証することは、情報システムにおいて決定的に重要となります。データ暗号化、ハッシュ比較(データのダイジェスト作成)、デジタル署名の利用などは、システムオーナーがいかにデータの完全性を保証できるかを示す例です。



デロイト・ポルトガルでサイバーリスク/サイバーセキュリティを統括するアルトゥール・ダスンサオンは、こう述べています。「企業環境では、元帳の機密性と完全性を損なわないように秘密鍵マテリアルをセキュアに保つことが不可欠となります。適切な保護の例として、マスターシークレットをセキュアに保ち、高度にセキュアで改ざんされにくい環境を実現するHSM(ハードウェア・セキュリティ・モジュール)などのテクノロジーを実装する特殊な鍵保管ツールの使用が挙げられます」。公開/秘密鍵の生成に使われる今日の暗号化アルゴリズムは、現在の演算能力では解くことが困難な素因数分解問題を利用してします。

デロイト・アイルランドのサイバー担当リードのジャッキー・フォックスは、次のように強調しています。「量子コンピューティングの進歩は、現在の暗号化手法への影響を考えると、ブロックチェーンのセキュリティにとって重要な意味を持つようになります。たとえばビットコインは、暗号化アルゴリズムを利用して公開/秘密鍵ペアを生成し、その公開鍵に対してハッシュ処理とチェックサム操作を行ってアドレスを作成しています。アドレスが暴露されるだけでは、たいした危険ではありません。しかし、量子コンピューティングが十分に進歩すると、アドレスとトランザクションに必要な公開鍵の暴露によって秘密鍵を導き出すことが可能になりかねません。商業的な量子コンピューティングの大規模実用化はまだ実現していませんが、量子コンピューターでも破られない暗号化に向けて今から計画するのが賢明と言えます」

データの一貫性を維持し、そのライフサイクル全体において完全性を保証することは、情報システムにおいて決定的に重要となります。データ暗号化、ハッシュ比較(データのダイジェスト作成)、そしてデジタル署名の利用などは、データがどの段階(伝送時、格納時、利用時)にあるかに関係なく、システムオーナーがいかにデータの完全性を保証できるかを示す例です。ブロックチェーン固有の特徴、不変性、追跡可能性はすでに、データの完全性を確保するための手段を企業にもたらしています。

標準的なデータベースとは対照的に、ブロックチェーンにおける逐次ハッシュ法と暗号化の組み合わせは、その分散構造とともに、改ざんを非常に難しくします。これは、このテクノロジーを利用する企業に、データの完全性と真正性に関する保証を与えます。ブロックチェーンに関連するコンセンサスモデルのプロトコルも、データの

セキュリティについてさらに高度な保証を与えます。というのも、パブリックブロックチェーンでもプライベートブロックチェーンでも一般にユーザーの51%がトランザクションを有効と認めて初めて、そのトランザクションをプラットフォームに追加できるからです。ノードの一つが処理能力を増大させ、他のノードよりはるかに多数のトランザクションを実行するようになった場合などにおいては、さらなるメカニズムを導入することで、万一51%攻撃が発生した場合の元帳の分割を防止・制御することができます。➤



トランザクションがパブリックブロックチェーンまたはプライベートブロックチェーンに追加されると必ず、デジタル署名とタイムスタンプが付されます。つまり、一つ一つのトランザクションを追跡して特定の時期にさかのぼり、そのパブリックアドレスを通じてブロックチェーン上の相手方を特定できるようになっています。この機能は、情報セキュリティの重要な属性である「否認防止 (nonrepudiation)」—いったんファイルに署名すると自身が署名したことを否定できない、あるいは、いったん取引を行うと自身がその取引を行ったことを否定できないという保証—と関連しています。ブロックチェーンのこの革新的な機能は、システムの信頼性(改ざんの試みや不正なトランザクションの検知)を高めます。というのも、全てのトランザクションがユーザーと暗号的に結び付けられるからです。ブロックチェーンに新しいトランザクションが追加されると必ず、元帳のグローバル状態が変化します。これは、トランザクションを反復するたびに前の状態が保存され、完全に追跡可能な履歴ログが残ることを意味します。このテクノロジーの監査能力は、あらゆるインタラクションに対する一定水準の透明性とセキュリティをもたらします。サイバーセキュリティの観点から見ると、データが真正であり改ざんされて

いないというさらなる安心感を企業に与えることになります。

元帳上で実行されるコンピュータープログラムであるスマートコントラクトは、今日のブロックチェーンの中核的な機能の一つとなっています。この種のプログラムは、当事者間でのルールの規定、確認、あるいは履行強制のために使うことができ、ストレート・スルー・プロセッシングと他のスマートコントラクトとのインタラクションを可能にします。一方でスマートコントラクトは、攻撃対象となる側面を広げることになります。一つのスマートコントラクトへの攻撃はプラットフォームの他の部分、すなわち契約の文言そのものや実行にも連鎖的な影響を及ぼしかねません。上海で開かれたDevCon 2イベントでは、Goベースのイーサリアムクライアントに実装されたスマートコントラクトの脆弱性につけ込んだDDoS攻撃により、マイナーがブロックを採掘できなくなる事件が起こりました。

ブロックチェーンは、ソフトウェア開発に新たなパラダイムをもたらします。そのため、スマートコントラクトのライフサイクル(作成、テスト、展開、管理)に対応するセキュアな開発基準と慣行を導入する必要があります。

デロイト・スペインのアドバイザープラクティスのディレクターを務めるディエゴ・ロドリゲス・ロルダンは、「スマートコントラクトのライフサイクルにおいて致命的なバグが発生する危険を最小限に抑えるために、セキュアソフトウェア開発ライフサイクル(Secure Software Development Life Cycle: S-SDLC)などの方法論を適用することが必要になるでしょう」と述べています。

ブロックチェーンに新しいトランザクションが追加されると必ず、元帳のグローバル状態が変化します。

入力されたデータが正確であれば、ブロックチェーン技術はそのデータの変換において強力な役割を果たすことができます。プライベートブロックチェーンもパブリックブロックチェーンも、情報がブロックチェーンに挿入された後の正確性と質にしか責任を負うことができません。つまり、他のどのテクノロジーシステムについても言えることですが、組織の既存のソースシステムから引き出されるデータの質が、信頼に足るものでなければなりません。デロイトUSでアドバイザーのマネージングディレクターを務めるプラカシュ・サンタナは、次のように考察しています。「ブロックチェーンのフレームワークにおける最大の脆弱性は、フレームワークの外部の『信頼された』オラクルの中に存在することになります。オラクルに問題があると、ネットワーク全体に波及的影響が及びかねません。オラクルへの攻撃は、直接的あるいはそのオラクルに接続している第三者を通じて間接的に行われる可能性があります」。オラクルを通じて、信頼されている環境に信頼できないデータが入り込むこととなるため、オラクルからブロックチェーンに入ってくるデータの完全性に対する信頼性を高めるためには、複数のオラクルの使用を検討する必要があるかもしれません。

テクノロジーサービスの可用性を妨害しようとするサイバー攻撃は、増え続けています。最も一般的な種類の攻撃の一つであるDDoSも、インターネットサービスとブロックチェーンを利用したソリューションに大きな障害をもたらしかねません。その結果、ウェブサイトにアクセスできなくなったりモバイルアプリが反応しなくなったりといった事態が生じ、企業が多大な損失と費用を抱えることになることも考えられます。ブロックチェーンは分散プラットフォームであることを考えると、ブロックチェーンに対するDDoS攻撃は、通常の攻撃とは違ったものになります。大量の小さなトランザクションが行われているネットワークを制圧しようとするため、コストがかかります（最近のイーサリアムへのDDoS攻撃では、攻撃のために3,000ユーロのガスコストがかかりましたが、これは破格の安さでした）。ブロックチェーンは、分散化とピアツーピア（P2P）という特徴のおかげで、従来型の分散アプリケーション・アーキテクチャ（クライアント・サーバーなど）に比べて破壊されにくいとはいえ、DDoS攻撃を受ける可能性は依然としてあります。したがって、ネットワークレベルとアプリケーションレベルの両方で適切な保護措置が必要であることに変わりはありません。

デロイトUKのリスクアドバイザープラクティスのパートナーを務めるピーター・グーチーは、「今後、DDoS攻撃の規模と範囲の拡大によりテラビット／秒規模の攻撃が当たり前となり、地域、

テクノロジーサービスの可用性を妨害しようとするサイバー攻撃は、増え続けています。

さらには世界のインターネットインフラのキャパシティを圧迫することになる」と予想しています。この攻撃規模の拡大の背景には、セキュリティが確保されていないIoTデバイスの設置台数が増加していることやDDoSマルウェアがオンラインで入手できること、さらに高速の帯域幅が利用可能となっていることなどがあります。回復力の高い分散化されたブロックチェーンソリューションは、高い可用性に支えられているものの、DDoS攻撃は根強い脅威として残るでしょう。

P2Pという性質と、分散方式で休むことなく稼働するネットワークの中に存在する多数のノードは、ブロックチェーンの運用上の回復力を高めています。パブリックブロックチェーンもプライベートブロックチェーンも複数のノードで構成されているため、たとえ一つのノードが攻撃を受けても、そのノードを冗長化して通常通りの運用を続けることが可能です。したがって、ブロックチェーンネットワークの主要部分が攻撃を受けている場合でさえ、その分散的な性質のおかげで運用を続けることができます。だからといって、ネットワークがどんな攻撃も寄せ付けないというわけではありません。ブロックチェーンは、2008年に始まって以来何度も、さまざまな攻撃手段を用いてその安定性を脅かそうとする攻撃者の脅威にさらされてきました。ビットコインのネットワークは2014年、トランザクションが確認待ち状態にあるときに見られる「トランザクション展性」と呼ばれるバグのせいで攻撃を受け、ユーザーエクスペリエンスに影響が出ました。2016年には、イーサリアムのスマートコントラクトが悪用され、ネットワークにオーバーフローを生み出すような方法で利用された結果、ブロックの生成とトランザクションの確認が深刻な影響を受け、ネットワークの処理速度が低下しました。これは、ハードフォーク（前のブロックチェーンのバージョンからの永久的な分岐）によって対処されています。●

要点：

- いかなるサイバー防衛や情報システムも、100%セキュアとみなすことはできません。サイバー犯罪はうまみが大きく、攻撃者が創意工夫をこらして新しい攻撃方法を編み出していることを考えると、今日安全とみなされていても、明日は安全ではないかもしれません。ブロックチェーンの基本的能力は、データの機密性、完全性、可用性をもたらすものの、ブロックチェーンを利用する企業は外部からの攻撃から身を守るために、他のシステムと同じように、その技術インフラにサイバーセキュリティに関するコントロールおよび基準を取り入れる必要があります。
- 世界各地のデロイトのサイバー専門家は企業に対し、セキュリティ確保に役立つだけでなく、進化するサイバー脅威をいち早く発見し、脅威に対する回復力を高めるのにも役立つ予防・発見・回復（Secure, Vigilant and Resilient: SVR）アプローチを取ることを提言しています。SVRアプローチの導入は、企業のリーダーが業績を継続的に向上させるための重要なステップと考えられます。

参考文献：

Dalton, David, and Lory Kehoe. "Blockchain & Cyber Security: Let's Discuss." Deloitte Ireland, 29 May 2017. Web. <https://www2.deloitte.com/ie/en/pages/technology/articles/Blockchain_Cybersecurity.html>.

投資ファンドの販売

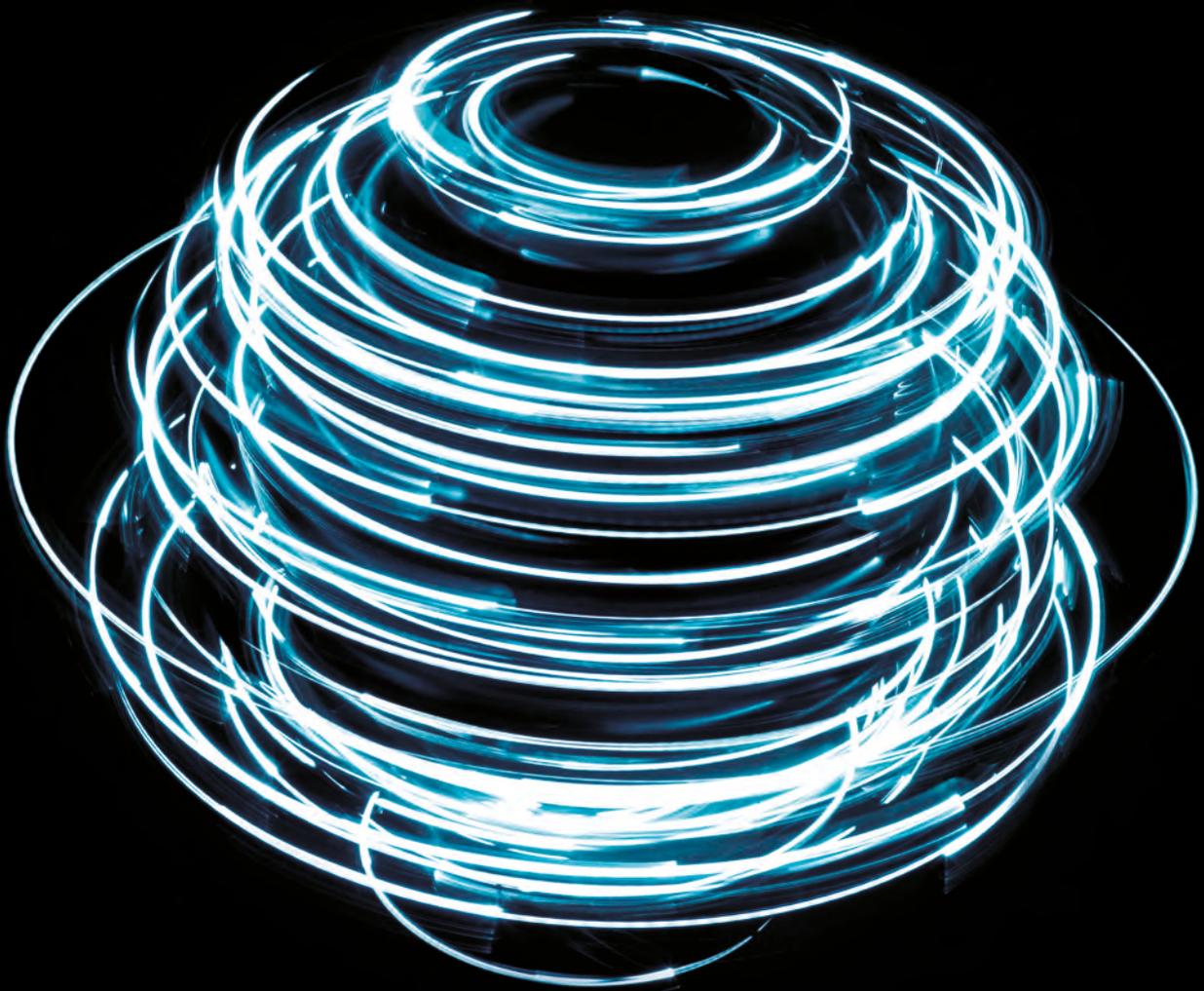
ファンド販売に革新的思考を取り入れることによって、
どのように競争上の優位を得るのか？

ベンジャミン・コレット
(Benjamin Collette)
パートナー
コンサルティング
デロイト

ルウ・キーシュ
(Lou Kiesch)
パートナー
コンサルティング
デロイト

サイモン・ラモス
(Simon Ramos)
パートナー
コンサルティング
デロイト

フランソワ・キム・ユジ
(François-Kim Hugé)
パートナー
コンサルティング
デロイト



本稿は、クロスボーダー販売会議(2017年2月)のためにエルヴィンガー・ホス・ブリュッセンと協力して執筆されたホワイトペーパーに基づいたものです。

競争上の優位を得るために、変化を受け入れる

全世界の投資ファンドの資産は2016年9月時点で39.4兆ユーロに増大しているものの¹、ウェルスマネジメント会社の利益率は依然として厳しく圧迫されています。この厳しい競争環境の中、投資ファンドの販売は、規制当局にとっても市場関係者にとっても重要な懸案事項となっています。背景には、ファンド販売のバリューチェーンに影響している次の4つの大局的なトレンドがあります。

01

新世代の投資家は、よりパーソナライズされたサービスと社会的に責任ある投資を求めており、オンラインの投資プラットフォームを使いこなすと予想されること

02

ビッグデータとアナリティクスによって、大量のデータから意味をくみ出すことが容易になり、投資家の行動、パフォーマンス測定、マーケット・インテリジェンス、リスクメトリクスに関する記述的・予測的アナリティクスが可能になっていくこと

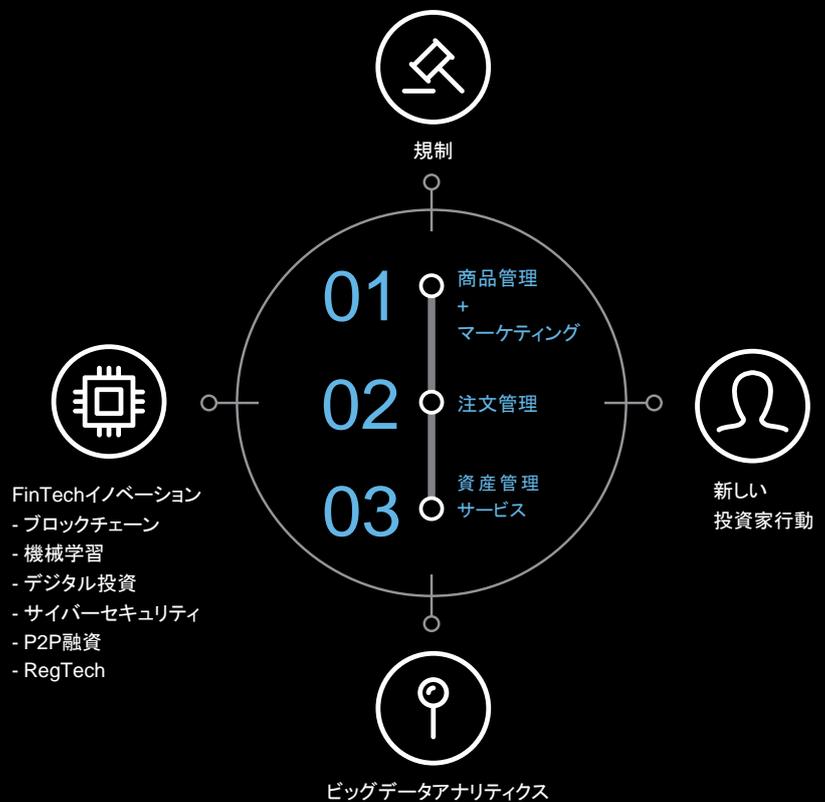
03

規制は今なお急激に変化しており、それと並行してRegTechがコンプライアンスおよびリスク機能の効率化と自動化を推進するテクノロジーベースのソリューションとして登場しつつあること

04

新しいテクノロジーが登場し、現行の経営モデルを脅かしていること(たとえば、ブロックチェーン、人口知能、機械学習手法、デジタル投資プラットフォーム、ピアツーピア[P2P]融資など)

一歩先を行くことはなかなか難しくなっていますが、変化を受け入れることによって競争上の優位が生まれます。本稿は、目先の必勝法を紹介するものではなく、上述した市場トレンドに関わる価値ある機会を考察することを目指します。➤



1. 出典:EFAMA Press Release, Q3 2016

金融機関がリスクとコンプライアンスに関する課題の増大に対処するためには、革新的なソリューションを積極的に利用しなければなりません。

01

RegTechを利用して、コンプライアンスとリスクを補助的機能から事業の差別化要因に変える
透明性と厳格性を求める規制当局の要求増大を受けてテクノロジーの役割が注目される中、金融機関は「規制監督当局に報告するデータの質を向上させつつ、より効率的で、資源消費量の少ない方法でコンプライアンスに対処するにはどうすればいいのか」という問いに対する答えを探しています。

次から次へと登場する技術的なイノベーションは、より少ないコストでコンプライアンス達成とリスク管理を可能にする新たなリスク管理とコンプライアンスのソリューションを金融機関にもたらしめています。一般に、これらのソリューションはクラウドベースであることが多く、データの保守、管理、バックアップは遠隔で実施されます。

クラウド機能のほかに高度なアナリティクス機能と機械学習機能を備えたRegTechソリューションも数多くあります。アナリティクスのおかげで、金融サービス業界では、規制の明示的な意味だけでなく、正しく解釈することが往々にして非常に困難な默示的な意味、すなわち「ニュアンス」も素早く、自動的に把握できるようになりつつあります。

それに加えて、一部のRegTechソリューションは、ブロックチェーンを利用しています。ブロックチェーンとは、多数の参加者間に分散したデジタル事象の記録すなわち元帳であり、そのスケラビリティと完全性は参加者が集団で保証する仕組みになっています。

RegTechソリューションが対象とする活動とプロセスは、規制報告だけにとどまらず広範にわたっており、さまざまな形態があります。詳細な市場分析に基づき、さまざまなソリューションを提供している80以上のRegTech企業を分類したところ、以下の5つのカテゴリーが浮かび上がりました。

01. コンプライアンス
02. リスク管理
03. 身元確認
04. 取引監視
05. 規制報告

イノベーション支援における規制当局の重要な役割

RegTechソリューションが急速に発達する中、金融機関がある一つのテクノロジーを特定してそれに注力することは難しくなっています。それに加えて、データの共有、保存、処理、アクセスに関する制約など、いくつかの制約は残ります。銀行やその他の金融機関は一般に、RegTechソリューションの導入に慎重な姿勢を取っていますが、その主な原因は、革新的な商品・サービスを利用するには、規制・監督当局の承認を受けなければならないことにあります。

02

データの持つ価値を引き出すことで意思決定のスピードと精度を向上させる

ファンド運用会社は、利幅の圧迫と規制負担の増大という2つの大きな課題に直面しています。両方を克服するためには、より良い情報が必要です。今日、このデータはさまざまなシステムの中に格納されており、互いにつながりのない、あるいは統合されていない無数のデータサイロを生み出しています。ほとんどの場合、データは複数の組織に分散しており、その量と複雑性は急激に増大しています。この状況は、効果的なデータ分析と必要な措置の適時な実施を難しくしています。

適切なアプローチを策定するには、データアナリティクスの領域に関して豊富な経験を持つ他の業界における教訓が役に立ちます。テクノロジーだけでは、目的に適合した価値あるビジネスインテリジェンスを生み出すのに十分ではないことは明らかです。成功のカギは、事業に関する詳細な専門知識と強固な分析力の組み合わせです。ファンド運用会社と、カストディアンや外部アドミニストレーターなどの従来のファンドサービスプロバイダーは次第に、FinTechやRegTechを手がける新興企業の持つ特殊な専門知識を活用する提携サービスモデルを受け入れるようになっています。このアプローチは、商品化までの時間を短縮するのに加え、一般に社内で開発プロジェクトを進めるよりもはるかに費用効果が高くなります。

ケーススタディ: 販売分析

データの一元管理と統合により、たとえば以下の領域において高度なビジネスインテリジェンスを生み出すことが可能になります。

A. 販売インテリジェンス

直観的理解を助けるデータの視覚化などの統合的かつリアルタイムの販売ネットワークの表示により、柔軟性の高いヒストリカル分析や適時の例外事項の特定が可能になります。

B. 販売アナリティクス

投資家の行動をリアルタイムで捉える動的モニタリングと直観的理解を助けるデータの視覚化により、関連する出来事を適時に特定し、追跡調査することができます。

C. 販売に対する監督

一元化されたデータ分析プラットフォームには、販売者のデューデリジェンスに関する関連データを収集するためのウェブベースのツールが含まれます。そうしたツールは、現在の手作業によるアンケートベースのプロセスに取って代わります。

RegTechとデータアナリティクス: 破壊ではなく、イノベーション

データアナリティクスの有用性は、増大する一方の規制要件への対応においては特に明白です。データアナリティクスは、「直感」を事実置き換えることによって意思決定の質を向上させるだけでなく、はるかに迅速な対応を可能にします。したがって、こうした動きは、決して破壊的なものではなく、明確なイノベーションであり、現在の実務に比べて優れています。➡

適切なアプローチを策定するには、データアナリティクスの領域に関して豊富な経験を持つ他の業界における教訓が役に立ちます。

03

スマートソーシングを通じて事業拡大を加速する
最近、アセットサービスプロバイダーが提供するマネージドサービスが人気を集めています。こうしたサービスは、資産運用会社がさまざまなオペレーション、財務、テクノロジー関連のインフラプロセスをアウトソーシングすることを可能にします。

うまく運用すれば、ビジネスプロセスアウトソーシング(BPO)は、リスクを軽減させ、サービスコストの低下やサービスの質の向上、あるいは幅広いサービス提供能力を通じて顧客に追加的な価値を提供することができるため、サービスプロバイダーの付加価値を大きく高めます。

ファンド販売におけるスマートソーシングに期待できること

スマートソーシングはファンド販売に高度なソリューションをもたらします。顧客、市場、商品に関するデータは現在、ファンドアドミニストレーター、証券代行機関、カストディアン、預託機関、資産運用会社または仲介業者のミドルオフィスに分散しています。総合的なスマートソーシングのソリューションは、ワンストップショップ型のサポートサービスの中でデータを1か所に集め、これらの関連機関をつなぐ自動化された使い勝手のよいインターフェースを作り出すことを可能にします。

アセットサービス機関は、こうしたインターフェースを活用して、労働集約的なプロセスに対応するソリューションを構築することができます。そうしたニッチ的なプロセスには、以下が含まれます。

- ファンドの立ち上げ準備
- マーケティングおよび清算サービス
- ファンド販売サポート
- 税務サービス
- 監査証跡
- KYC/AML(本人確認/反資金洗浄)
- リスク/規制/マーケティングに関する報告ソリューション

理想的なスマートソーシングプロセスの特徴

BPOから期待した成果が得られない主な原因の一つは、間違ったスマートソーシングのプロセスを選んでしまうことです。したがって、アウトソーシングに適したプロセスの特徴を理解することがスマートソーシング実現の重要なステップとなります。スマートソーシングのために正しいプロセスを選ぶには、以下の点を考慮することが不可欠です。

- 自社の中核的プロセスではなく、スマートソーシング先にとっての中核的プロセスであること: アウトソーシングするプロセスは、自社の中核的活動であってはなりません。その逆で、アウトソーシングサービスプロバイダーすなわち「スマートソーシング先」の中核的活動であるべきです。
- 大規模/循環的であること: サービスプロバイダーのスケールメリットを生かし、納期の厳しい環境の中でそのパフォーマンスを評価する必要があります。
- 複雑/価値の高いタスク: 複雑なタスク、特に幅広いスキルを要するタスクは、スマートソーシングの対象として模範的といえるかもしれませんが。その理由は単純で、社内で必要な専門ノウハウを抱えるのは難しく、コストがかかり、管理にリスクを伴う可能性があるからです。

- コモディティサービスであること: スマートソーシングの対象として適しているのは、コモディティとみなされているサービスです。こうしたサービスの場合、最も優れた革新的なサービスという点だけでなく価格でも競争している複数のアウトソーシングプロバイダーから選ぶことができます。

変化を受け入れることでより良く、より速く、より強くなる

アウトソーシングがそのポテンシャルを発揮できない場合はたいへい、顧客が自社とサービスプロバイダーの関係をパートナーシップとして捉えておらず、新機軸を十分に取り入れられなかったことに原因があります。アウトソーシングプロジェクトの典型的な間違いは、「コピーペースト」型あるいは「リフトアンドシフト」型のソリューション、つまり顧客がベンダーにこれまでのレガシープロセスに従うように求め、そのせいでアウトソーシングのそもそもの目的を無にしてしまうようなやり方です。そのようなやり方では、ベンダーの強みを生かすことができません。要するに企業は、自社をより良くするための変革に同意し、サービスプロバイダーが彼ら自身の実績あるやり方に従うことを認めなければなりません。

スマートソーシングはファンド販売に高度なソリューションをもたらします。

04

効率的なロボアドバイザーソリューションを導入する

テクノロジーの発達とともにロボアドバイザーが一般的な存在となり、いまや投資業界にまで参入しようとしています。銀行や資産運用会社、ファミリーオフィスなどの投資会社は、リスクを確実に軽減し、満足できるサービス水準を確保しつつ顧客のために革新的なソリューションを導入しようと努める中で、さまざまなジレンマに直面しています。

ロボアドバイザーソリューションの導入には複数の選択肢があるため、全ての状況に当てはまる解決法というものはありません。どの選択肢が当てはまるかは、投資会社の成熟度とその戦略的目標によって決まります。技術的実装においては、組織とそのデジタル戦略に合った適切なビジネスモデルを選択することが第1ステップとなります。最高情報責任者(CIO)が主要な戦略的目標、現在のケイパビリティと成熟度、そして必要とされるソリューションの種類をよく把握した時点で、3つのシナリオを想定することができます。

シナリオ1: 自社独自のロボアドバイザーを開発する

社内でロボアドバイザーソリューションを開発した方が、社内の専門ノウハウ、アーキテクチャ、リソースを活用できるという点だけでなく、既存のデータフローを利用した現在のIT環境における統合という点でも、容易かもしれません。しかし、独自のロボアドバイザーソリューションの構築は難しく、特殊なスキルを必要とします。社内のIT部門がそうしたスキルを十分に備えているとは限りません。

シナリオ2: ロボアドバイザーを手がけるFinTech企業と提携する

B2Bのホワイトラベルのソリューションを妥当な価格で購入することで、自社の戦略とIT/デジタルロードマップに関する成長の可能性が広がります。これは、ロボアドバイザーソリューションを導入するのに最も時間がかからず、最も簡単な方法です。また、ITアプリケーション環境の現在の成熟度も問われません。ただし、以下の点に注意する必要があります。

- 外部プロバイダーへの依存
- データと枠組みの整合性

- グローバルおよび現地の規制の遵守
- セキュリティ(データの機密性、マルウェア等)

シナリオ3: 現行のアプリケーションを活用する
 既存のシステムを活用し、一見別個のプロセスを一つの整合性のあるエンドツーエンドのプロセスにまとめる取り組みは見逃されがちですが、以下をはじめ数多くのメリットがあります。

- 必要なスキルのほとんどが組織内で入手できること
- 製品・プロセスがすでに成熟していることももちろん、制約もあります。
- 商品化までの時間と機敏性という点で、ピュアプレーヤーのソリューションに劣ること
- 製品/サービスに際立った特色を出しにくいこと
- ランニングコストがおそらく高い水準にとどまること

| | 人材 | 商品化までの時間 | 規制リスク | 労力 | TCO | 統合の複雑さ | セキュリティ/プライバシー上の制約 |
|--------------------------|------|----------|-------|------|------|--------|-------------------|
| シナリオ 1 新規開発 | ★★★★ | ★★★★ | ★ | ★★★★ | ★★ | ★★ | ★ |
| シナリオ 2 FINTECH | ★ | ★ | ★★★★ | ★ | ★ | ★★★★ | ★★★★ |
| シナリオ 3 既存の活用 | ★★ | ★★ | ★ | ★★ | ★★★★ | ★ | ★ |

- ★★★★ 影響度大
- ★★★ 影響度中
- ★★ 影響度小

05

オープンAPIインターフェースを利用して投資運用の変革を加速する

オープンAPI(アプリケーション・プログラミング・インターフェース)は、組織の既存のIT資産を活用して、モバイルアプリ、コネクテッド・デバイス、クラウドを通じた新たな事業価値を生み出すことを可能にします。

APIは、ビットコインを使った取引をサポートします。より従来の分野では、決済を自動化したり、即時アカウント確認機能を取り入れたり、分析能力を高める機能を組み込んだりといったさまざまな役割をこなします。

多くのAPIは、こうした機能をスピーディーに取り入れることを可能にしており、FinTech企業だけでなく革新的な既存プレーヤーによっても提供されています。

テクノロジー・アーキテクチャに対するAPI型のアプローチは、大きな注目を集めています。APIは、さまざまな商品・サービスの商品化までの時間を短縮し、オープンAPIを使った「プラグイン」によってビルドのコストを下げることで期待されています。市場データが事業の生命線となる投資運用業界の場合、正確かつ最新の市場データを所定のフォーマットで入手する作業は依然として、多大な時間を要する複雑なプロセスです。

しかし今日、複雑な社内データ管理システムを整備しなくても、リアルタイムのデータ、過去のデータ、参照データを提供してくれる外部のデータフィードに自社のシステムをリンクさせることができるようになっています。また、こうしたサービスを、既存の投資運用サービスに上乗せして提供する商品として販売することも考えられます。

APIの管理の枠組みにおいては、開放性、使いやすさあるいは再利用のしやすさ、枠組みをいかに分かりやすくできるかといったことのほか、実現可能性や安定性、透明性が優先課題となります。●

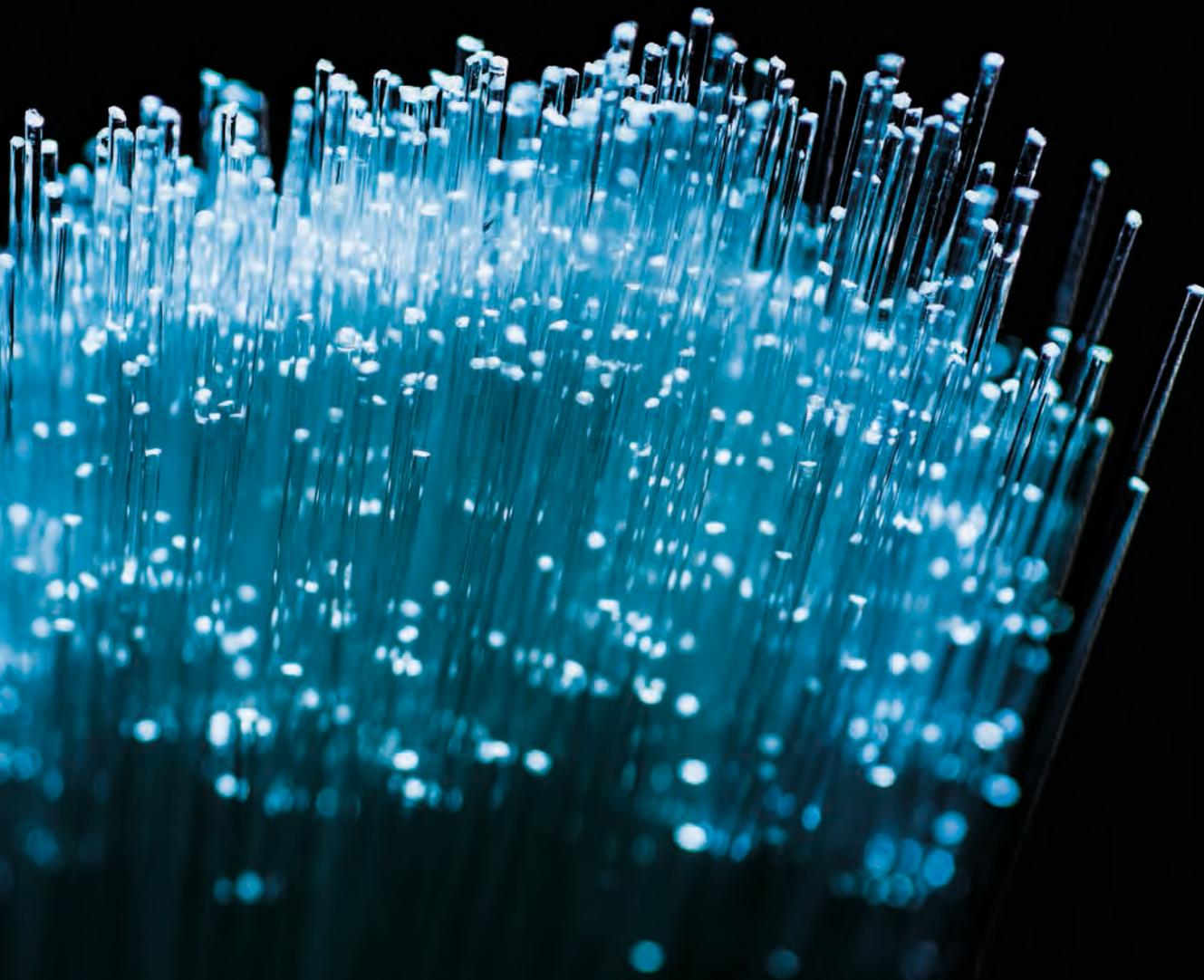
組織としてはレガシーアーキテクチャからマイクロサービスへの移行について明確に考え、そうした移行が保守予算の管理向上だけでなく、商品化までの時間短縮にどう役立つかを検討する必要があります。

市場データが事業の生命線となる投資運用業界の場合、正確かつ最新の市場データを所定のフォーマットで入手する作業は依然として、多大な時間を要する複雑なプロセスです。



要点:

- ファンド販売に影響しているテクノロジー、規制、社会の動きを考えると、未来のファンド販売は今日とは根本的に異なるものになる一方、専門的で複雑な問題であり続けるでしょう。
- 規制当局は、イノベーションを醸成し、共通の統合された基準を策定し、RegTechのエコシステムの効率性を積極的に高めるといふ支援的役割を担う必要があります。
- 他の業界におけるデータ分析は、今日、データアナリティクスを積極的に受け入れている企業が明日のリーダーになることを示しています。
- アウトソーシングを通じたコスト削減は可能であり、経営目標として妥当です。とはいえ、これをアウトソーシングの唯一の動機とすべきではありません。
- ロボアドバイザー市場が台頭しつつあり、既存の市場プレーヤーは戦略的選択肢を比較検討する必要があります。
- ビジネスサービスとAPIによって未来の新たなビジネスモデルを切り開く下地作りが大切です。そのためには、商品の適切なポジショニングを明確にする必要があります。



より客観的な 年金ファンド報告の 選択肢

エリック・フェルドパウシュ
(Eric Veldpaus)

最高経営責任者兼共同設立者
インスティテューショナル・ベンチ
マーキング・インスティテュート
(IBI)

イヴォ・ヴァン・デル・ヴィーン
(Ivo van der Veen)

シニアマネジャー
リスクアドバイザー
デロイト

投資運用コストを比較する場合は一般に、運用資産残高(AUM)に占める運用手数料の割合を比較することになっています。各年金基金の資産運用コストをまとめた一覧表が、PensionProやオランダ中央銀行(DNB)などによって公表されています。しかしこれは、誤った結論につながりかねず、投資家、年金セクター全般、そして対象となる年金基金に悪影響を及ぼす恐れがあります。コストが高いのは、期待リターンの高い投資区分や、高度に分散化された投資ポートフォリオに投資しているからかもしれません。年金セクターが取るべき次のステップは、年金基金のパフォーマンスを比較するための客観的な指標を使用することです。➤



投資方針は、年金基金の投資信念とその戦略的投資計画を直接的に反映します。

コストの比較

一口に年金基金と言っても、それぞれ規模も異なれば、加入者の年齢と構成も異なります。また、カバレッジ・レシオ、リスク管理手続、カバレッジ・レシオに関する決定、そして時には再生計画の点でも、違いがあります。たとえば高額資産（ヘッジファンドやプライベートエクイティなど）に投資している年金基金の場合、それに応じてコストを評価する必要があります。リスクが高い分、期待リターンも高くなるからです。コストを最小化するという目標は、同時に効率性と質を最大化するための努力がなされてこそ意味があります。それが、コスト最適化の定義です。

オランダ年金基金連盟のために管理費（投資運用コストを含む）に関する提言¹（オランダ語では「Aanbevelingen Uitvoeringskosten」、以下「管理費に関する提言」）を策定した作業部会は、コスト水準に関する報告は減るだろうと予想しました。そもそも、コストの高い年金基金リストの上位に名前が出ることを歓迎する年金基金などありません。このような数字だけを取り上げる報道は、コスト透明性の好ましくない結果であり、加入者の利益にはなりません。こうした問題を回避しようと、すでに資産運用業界向けに公開されている管理費に関する提言では、年金基金がバランスの取れた評価を受けるために、そのパフォーマンスの説明をいかに改善できるかを示しています。しかし、資産運用セクターはまだ、こうした提言を十分に取り入れていません。

年金運用コストの違いは、もっぱら規模の影響として説明されることが少なくありません。確かに多くの場合、加入者が多いほど固定費は下がりますが、それはコストが異なる理由の一つに

すぎません。年金基金のサービス水準と複雑性を反映させるには、さらにきめ細かいコスト評価が必要です。DNBは最近、ヘット・フィナンシエラ・ダグブラッド²において、年金基金はそれぞれ、その複雑性と提供するサービスという点で異なると述べました。こうした差異を認識することが年金運用コストの評価を明確にするための第1のステップとなります。

とはいえ、年金基金の運用執行コストから注意をそらすべきではありません。それに加えて、コスト水準が説明されることが重要です。DNBは最近、年金基金が資産運用コストの決定に用いている枠組みを理解するために年金基金の理事と話し合っていることを明らかにしました。

年金基金連合による提言

運用コストの計算に使われている方法の整合化を図ることで、年金基金の客観的な比較が容易になります。年金基金連合は、管理費に関する提言の中で、資産運用コストは以下に照らして考慮すべきだと述べました。

- 選択した投資方針および関連するベンチマークコスト³
- 長期リターンおよび対応するベンチマークリターン

年金基金連合のガイドラインは、年金基金が管理費に関する提言とは異なる方針を採用する場合は、その決定の理由を年次報告書において説明しなければならないと示唆しています。

投資方針および関連するベンチマークコスト

投資方針は、年金基金の投資信念とその戦略的投資計画を直接的に反映します。投資計画は、選択した投資区分（資産配分とアクティブ運用するかどうかの決定を含む）と投資方法を定めません。資産運用コストは、これらの仮定に基づいて試算することができます。たとえば年金基金は、コストは高いものの、長期的により高いリターンを生み出す投資区分やリスクをより効果的に分散する投資区分を選択する場合があります。例として、ヘッジファンドやプライベートエクイティ、インフラなどに投資している年金基金は、現金と債券に投資している年金基金よりも、コストがはるかに高くなります。あるいは、アクティブ運用を選択した場合、期待リターンが高くなる分、アクティブ運用のコストは高くなります。

年金基金の資産運用コストを年金セクター全体の平均と比較しても、意味はありません。なぜなら、基礎となる資産配分が異なるからです。この要素は、対応するベンチマークコストに照らしてコストを分析することによって軽減できます。「ベンチマークコスト」は難しい概念であり、年金セクターにはあまりなじみのない用語です。ベンチマークコストとはしばしば、ベンチマーキングにかかるコストだと考えられています。それは正しくありません。

1. <https://www.pensioenfederatie.nl/paginas/nl/openbaar/services/publicaties/aanbevelingen-uitvoeringskosten>

2. 次を参照: *Het Financieele Dagblad*, 17 March 2017, "The Dutch Central Bank: Small pension funds are not efficient"

3. この用語の定義は、次のパラグラフで説明

ベンチマークコストは、各ファンドに特有でファンドごとに別個に計算される、独立したコスト形態と定義されます。コストモデルは、ファンドの資産配分と類似の年金基金の関連する投資区分の平均コストを分析することによって確立されます。これにより、資産運用ポートフォリオに基づいて年金基金を客観的に比較することが可能になります。

長期投資リターンとベンチマークリターン

年金基金は長期投資家です。特に、プライベートエクイティやインフラなどの流動性の低い投資においては、Jカーブ効果があります。最初の数年はコストが高く、リターンはそれより長い期間にわたって生み出されます。投資結果もばらつきが大きくなります。短期思考に陥らないためには、リターンを長期的に評価すべきです。多くの場合、資産運用会社にはマニデートとともに、従うべきベンチマーク(アクティブ運用の場合は、アウトパフォームすべきベンチマーク)が与えられます。リターンをベンチマークのパフォーマンスと比較することで、資産運用会社の質を判定でき、パフォーマンスを評価しやすくなります。

上記を厳密に適用することで、コスト水準をリターンに照らしてバランス良く把握できるようになり、新たな方法で年金基金の資産運用パフォーマンスを報告することが可能になります。👉



次に取り組むべきステップはベンチマーキング

資産運用コストの水準はだいたい、適用される運用信念によって事前に決まっています。複数の年金基金のパフォーマンスの比較において重要な要素は、資産配分です。インスティテューショナル・ベンチマーキング・インスティテュート (IBI) は、こうした比較のためにいくつかの客観的な指数を開発しました。たとえば、IBIアセットアロケーション指数は、ポートフォリオの分布を測定します。分布の開きが大きくなると、コストも上昇する可能性があります。平均的な投資ユニバースの開きが100に設定されています。同様に、アクティブ運用の水準を評価する指数 (IBIアルファ指数) とポートフォリオ戦略の執行インプリメンテーションを評価する指数 (IBIインプリメンテーション指数) も開発されています。後者は、専門分野に特化したマニフェストによるもの、または投資ファンドによるものとなります。

全体的なリターン (したがって、コスト) の大部分は、決まった資産配分とベンチマークのリターンを参照することによって説明できます。全体的なリターンに影響するもう一つの重要な選択肢は、金利ヘッジです。為替ヘッジも、程度こそ低いものの、リターン全体に影響を及ぼします。

これらについては、他の重要な要素とともに、IBIレポートに盛り込まれています。

資産運用コストに加えて、IBIは年金管理コストも比較しています。年金制度のサービス水準と複雑性は、年金管理のコストに重要な影響を与えます。IBIはまた、資産運用コストを反映するIBI指数も開発しています。客観的なベンチマーキングのための主な指数は、IBIサービス指数、IBI複雑性指数、IBI透明性指数です。これらは、ベンチマーキングの領域で、管理費に関する提言に論理的に対応しています。

ベストプラクティス

年金基金の運用コストは、基金の理事会によって決定されます。理事会は、こうした決定に関する透明性についても責任を負います。長年にわたり、年金基金はこれらのコストをさまざまな方法で報告してきました。

運用執行コストは、資産運用のリスクとリターンおよび年金制度のサービス水準と複雑性に照らして理事会の選択によって決定されます。

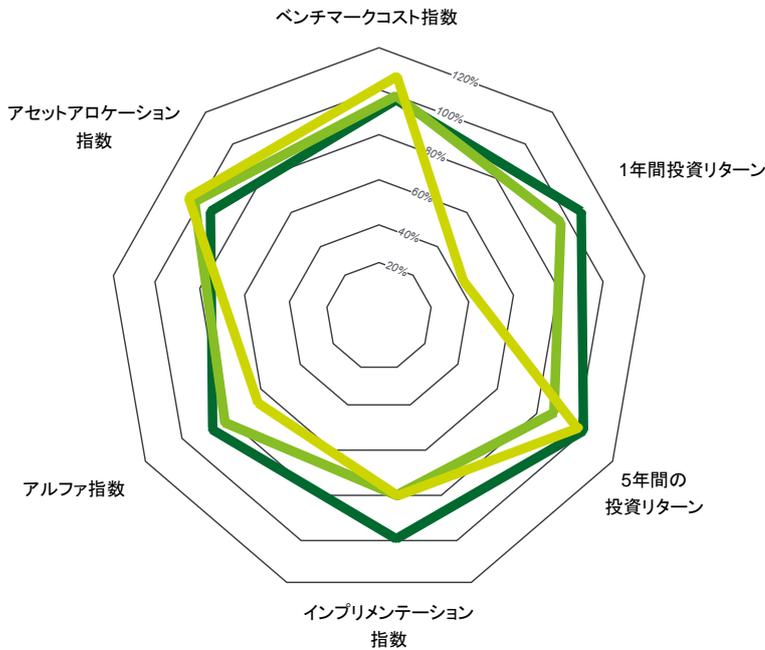
多くの年金基金は、年次報告書においてこうした要素間の関係を説明していません。投資ポートフォリオについては、資産運用コスト (ベースポイントで表される) ばかりに重きが置かれすぎています。資産の下位区分全てのコスト内訳を明確にした概観を示すことで、より詳しい問いかけができるようになり、ひいては規制当局と年金のステークホルダーに対して、年金基金が保有する各ポートフォリオのマニフェストのコストを説明できるようになります。提供される情報は詳細になっており、競合他社の情報も入手しやすくなっています。年金基金の側で下した選択と長期投資リターンによってコストがどのように影響されるかを示した方がはるかに望ましいと言えます。定性的な説明を加えることにより、年金基金の運用の選択に関する説明を向上させることができます。

客観的な指標に照らして年金基金を比較することで、コストの透明性が高まります。その結果、年金基金と機関投資家のために、新たな方法でパフォーマンスを報告できるようになります。



報告

以下の見本レポートは、ピアグループおよび投資ユニバースと比較した年金基金の資産運用パフォーマンスを説明しています。



-  年金基金
-  年金基金のピアグループ
-  オランダの投資ユニバース

上記の分析を見ると、アセットアロケーション指数が100を超えていることから、ファンドの投資信念が分散型投資であり、そのためにピアグループに比べてポートフォリオが広く分散されていることが分かります。計算されたベンチマークコスト(基準値)は、この年金基金によって報告されたコスト水準を下回っています。Jカーブ効果があるため、ポートフォリオの年間リターンはあまり高くありません。5年単位のリターンは平均的ですが、その後は、流動性の低い投資からのリターンによって増大すると予想されます。運用は主に、投資マンドートを通じて執行されています。他の年金基金と比べて、アクティブ運用は限定的です。●

要点

- コストの透明性向上の必要が高まっています。
- 年金セクターはコスト報告に関する提言を十分に実行に移していません。
- 数字だけを取り上げる報道は、コストの透明性に対する要求がもたらした望ましくない結果です。
- 年金基金ファンドの客観的な比較は、運用能力を投資リターンに照らしてバランス良く把握し、長期的な比較を実施することによって可能となります。
- 年金制度のサービス水準と複雑性をコスト比較に含めることによって、年金ファンドをより客観的に捉えることができます。

日本のM&Aを
企業と投資家にと
って実り多い
ものにする

ヴァンセント・ポワザ **ジェームズ・ネポールシンゲ**
(Vincent Poizat) **(James Nepaulsingh)**
 シニアマネジャー カウンセル
 リスクアドバイザー 法務
 デロイト デロイト

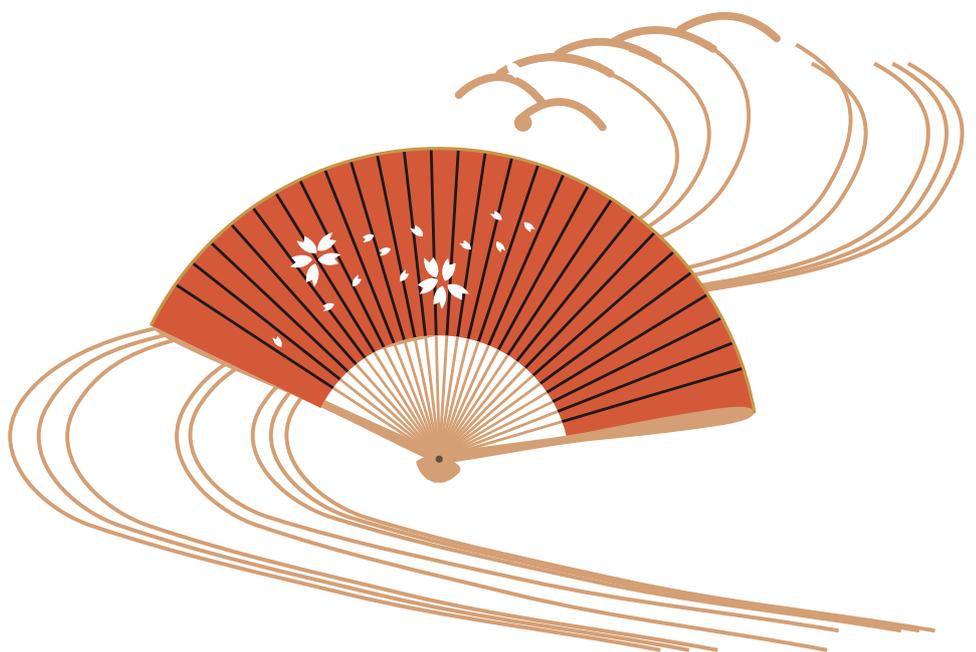
現状:プロセスが十分に統合されていないせいで価値が破壊されている

毎年のように、不祥事に関する報道や減損損失、不利な状況での売却などが日本企業のM&Aの難しさを裏付けています。過剰なキャッシュを抱えていること、国内では有機的成長の機会があまりにも少ないこと、そして配当金の増額や自社株の買い戻しに対する消極姿勢が相まって、日本企業はターゲットを高値づかみし、買収後は効果的にシナジーを実現できずに価値を押し下げることが常となっています。このトピックについて論じている文献は山ほどあります。たとえば、M&Aによって創出される価値が世界的に低い水準であること、日本企業が割高な買収価格を支払っていること、日本における減損損失計上の多さなどが取り上げられています。

日本の投資家は次第に、企業がキャッシュをため込むのを容認するか、あるいはイチかバチかで買収に賭けることを容認するかという選択肢しかないことに対して不満を表明するようになっていきます。日本では近年、コーポレートガバナンス・コードとステュワードシップ・コードの公表と、強い政治的後押しなどを受けて株主のエンゲージメントが進んでいるものの、株主アクティビズムは盛り上がり欠いています。自社株の買い戻しと配当金の引き上げという考えは相変わらずなおざりにされています。日本企業の社内プロセスの「欧米化」を求める声は、聞かれません。というのも、伝統的な企業にとって、企業文化に沿ったプロセスに従って買収や投資を行うという、これまでの実績あるやり方を変える理由はどこにもないからです。企業文化の諸側面と相反するのではなく活用するような変革を通じてM&Aパフォーマンスを向上させる方法を提案した方が有望と言えます。

デロイトのアプローチは、ディール実行のガバナンスの側面、すなわち「M&Aガバナンス」に焦点を当てます。コーポレートガバナンスは現在、日本で注目の話題ですが、私たちがM&Aガバナンスに注目するには、次の理由があります。(a)この領域は改善の余地があること、(b)M&Aツール(M&A戦略、バリュエーション手法、デューデリジェンス基準、統合計画等)は進歩したものの、M&Aを通じた世界的な価値創造という点で統計的な向上につながっていないこと(さまざまな調査の結果、買収企業に付加価値をもたらした取引は20年前同様、3分の1ほどにすぎないことが示されています)、(c)M&Aガバナンスは日本の企業文化の原則(リスク回避など)を織り込んでいるという点で、経営者に受け入れられやすいこと。M&Aガバナンスはまた、堅固で再現性のあるプロセスです。➤

日本企業の社内プロセスの「欧米化」を求める声は、聞かれません。というのも、伝統的な企業にとって、これまでの実績あるやり方を変える理由はどこにもないからです。



調査結果

私たちは、M&A取引によってマイナスの影響を受けた日本企業に関する調査を実施しました。調査から、日本企業は世界一流のM&Aツールを利用できる立場にある一方で、多くの場合、それらを一つにまとめて十分に活用するための適切な社内プロセスが整っていないことが分かりました。その結果、戦略の構想から投資後の子会社経営まであらゆる段階において価値破壊が生じています。繰り返し見られる問題点には、以下が含まれます。

買収企業はターゲット企業に関連するリスクについては十分認識しており、それらのリスクはデューディリジェンスの過程の一環として対処されるものと考えています。しかし、M&Aに関連するエグゼキューションリスクと戦略的リスクについては、ほとんど考えていません。



オリジネーション段階

「分析まひ」に陥りがちなため、オリジネーションにおいて効率的で機敏な対応を取ることができません。その結果、戦略的計画の期限間に合わせるためだけにとりあえず買収できる資産をつかもうと、急いでディールを実行する羽目になることが多々あります。

オークション方式での取引

日本企業は、その硬直的な、合意に基づく意思決定のせいで、入札の期限に間に合わせるのに苦労することで知られています。入札の場合は、売り手から参加を要請されるとは限らないためです。最終段階までたどり着いた場合でも、いったん社内で動き出してしまうと今度はたとえ不利なディールでも手を引くことが難しくなり(最近の減損は、これを証明しています)、往々にして異常に高いプレミアムを払うこととなります。

シナジー

そのような高いプレミアムは、数字による裏付けのない、時にはあいまいな戦略的シナジーが一般に受け入れられているために、たいてい正当化されます。

シナジーの実現

シナジーの実現に向けた切迫感や説明責任が見られず、多くの統合プロセスは取引から数年経っても完了していない、あるいは始まってすらいません。

大部分の欠点に共通するのは、取引プロセスに対する現場での一貫した監督の不足です。取締役会は結局、取締役会と経営陣による十分な監督とレビューを経ていない取引を形式的に承認することになり、高額な割に見返りの少ない取引がまた一つ増える可能性が高くなります。

課題

日本の取締役会における議論の不足が現在の根本的な問題であることは確かです。しかし、これを魔法のように変えることに重点を置いても効果はないでしょう。まずは、ディールのレビューと承認のためのシステムを導入しなければなりません。また、取締役が文化的に受け入れることができ、実施可能とみなせるプロセス支援と監督のためのシステムも必要です。したがって、課題は次の3つの部分で構成されています。

- 日本の基本的な企業文化に訴求する要素を踏まえてソリューションを構築する
- 体系的アプローチを通じてM&Aガバナンスを単純化することによって、優れたM&Aガバナンスを促進する
- 短期的・長期的にM&Aコンピタンスを高めるために、取締役会からディールチームまであらゆるレベルで企業を支援する

アプローチ: リスク管理に基づいた明確なレビューと承認のシステム。デロイトが提案するのは、日本企業に欧米流のシステムとプロセスを導入するように求めるのではなく、リスク回避と段階的手順の尊重という日本企業の基本的な価値観に訴求するやり方です。M&Aリスク管理は、このアプローチを明確にし、ファクトベースの体系的プロセスをもたらします。そのため、長時間にわたって意見を戦わせるような議論の余地は限られます。

M&Aリスクは全般的に誤解されています。買収企業はターゲット企業に関連するリスクについては十分認識しており、それらのリスクはデューデリジェンスの過程の一環として対処されるものと考えています。しかし、M&Aに関連するエグゼキューションリスクと戦略的リスクについては、ほとんど考えていません。取引によって必ずと言っていいほど価値が破壊されていることを考えると、徹底的なリスク管理を実践すべきと言えます。そのようなリスク管理は、プレディールのリスク対策へとつながるような企業固有およびプロジェクト固有のリスクの

慎重なレビューと、ディール中の主要リスクの監視(対処できる数にとどめる)で構成されます。デロイトは、M&Aライフサイクル全体においておよそ250のベストプラクティスを突き止め、それぞれをリスク要因と関連付けたリストをまとめています。このリストにより、M&Aの戦略的リスクとエグゼキューションリスクを特定し評価した上で、ベストプラクティスの導入、研修またはM&A戦略の変更などの方法で軽減することが可能になります。ただし、全てのリスクが十分に軽減され、許容できる水準に収まるわけはありません。影響と発生の可能性という点で最も重要なリスクがディールのレビュープロセスの中心となります。➤

日本の取締役会における議論の不足が現在の根本的な問題であることは確かです。



このようにリスクは、取引のレビューと承認の要です。そのためにはまず、承認プロセスの定義に戦略的な検討だけでなくリスクの検討を含めなければなりません。企業は、取締役会の関与が必要かどうかを判断するのに、規模だけを基準に考えがちです。しかし実際は、規模の小さな案件でも高いリスクを伴っていることもあれば、トップレベルの監督を必要とするほど戦略的に重要な意味を持っていることもあります。日本企業の中にはこの点を認識しているところもあり、どの承認プロセスを利用すべきかについての迷いや取引中の社内承認プロセスの変更につながっています。デロイトの方法論は、そのような要素を体系的に評価することを可能にし、さまざまな案件に対応する承認シナリオ—誰が(取締役会、委員会、経営陣)がどの段階で、何を基準に—を作成します。下準備となる分析をいったん実施してしまえば、その後のシナリオの選択は、ほぼ自動的なプロセスとなります。

レビュー計画には、戦略的適合性の確保と適切なリスク管理という2つの要素が含まれます。これは、ほとんどのコーポレートガバナンス規範において、M&Aに関する取締役会の主な重点領域とされている要素です。なお、レビュー計画は、ディールチームに明確に伝達されます。取引前の作業はディール中の分析と一体化され、エグゼクティブダッシュボード形式で取締役会または委員会に提供されます。これにより、戦略的適合性とリスク、さらにはリスクだけでなくディールプロセスの統合性も、一貫性のある方法で評価できるようになります。ディールチームは、監督が厳しくなると迅速に行動できなくなるという理由で、監督の強化を嫌がる姿勢を見せるかもしれません。そのような懸念はもつともですが、デロイトのアプローチはこの懸念を打ち消し、ディールチームが提供すべき情報を正確に把握できるようにします。よく見かける、分かりにくいデータ満載の分厚い資料とは異なり、情報は通常20ページ以内に収められます。その結果、承認者は何をレビューすることが求められているかを明確に理解できます。こうして、効果的な監督に加え、効率的な報告と意思決定が可能になります。

上述したシステムはかなり単純に聞こえるかもしれませんが、その実施には継続的な努力を要します。最初のフェーズは、戦略的分析、リスク管理、場合によっては組織・オペレーション改革を組み合わせた重要なプロジェクトになります。取引の間、ディールレビューの質は、情報の質(デロイトが支援することが可能)と、報告者とレビュー担当者の両方のM&Aコンピタンスに左右されます。後者は日本では今なお非常に重要な問題であり、M&A取引、特に海外のM&Aにたずさわった経験がほとんどない取締役にっては特に大きな問題です。デロイトは、取締役向けのM&Aガバナンス研修をはじめ、あらゆるレベルを対象とするM&A研修を提供していますが、教育は1回限りの取り組みで終わるべきではありません。それどころか、長期的に企業固有のM&Aコンピタンスを構築するための学習プログラムを設計することが必須となります。

主なメリット

M&Aガバナンスの向上は、基準を引き上げるためだけの純理論的な活動ではありません。デロイトのアプローチは、戦略の策定から取引後の統合に至るまで典型的な取引の落とし穴を回避する力を企業に与えることによって、実務上の価値を創造します。以下にその例を挙げます。





M&Aの戦略的リスクを総合的に理解することで、ディールのリスクとリターンの特性を向上させる緻密なM&A戦略、投資基準、ディール構造を実現することができます。



多種多様なディールに対応できる体系的かつ健全な承認プロセスは、監督の効率性と質のバランスを取り、手抜きのないようにすると同時に、時間の制約の厳しい環境の中でディールチームをサポートします。



企業固有・取引固有のリスクから、それまでのプロセス、提案、次のステップへの準備に関連するリスクまで、リスクの全体像を示すディール中のリスク管理システムは、レビュー主体がディールのリスク特性を評価することを可能にするだけでなく、ディールチームに効果的に助言とサポートを提供できるようにします。



戦略的代替策の比較やポートフォリオとペアーレンティングに関する検討をはじめ、戦略的適合性を評価するための周到かつ体系的な枠組みは、企業戦略からの逸脱を防ぎます。



オリジネーション段階から監督をスタートすることで、効率的に、かつ厳密に戦略に沿ってターゲットを特定する枠組みが構築され、急ぐあまり標準以下のターゲットをつかんでしまう事態を回避できます。



取引リスク管理は、現実の要求とベストプラクティスのバランスを取り、重要な要素について適正なプロセスを保証します。たとえば、プライシング戦略の場合、詳細なシナジー分析によって裏付けられ、統合チームが関与し、シナジー実現のための取り組みと結びついた戦略策定が可能になります。



明確なリスクの限度と評価の枠組みが整備され、プロセスの統合性が厳格に保たれていれば、価値を破壊するようなディールからは、議論の余地なく手を引くことになります。



リスク中心のアプローチを取ることで自然と、戦略との継続的な整合性確保と統合的なリスク管理のためのシステムを備えた、より構造化された効果的な子会社ガバナンスにつながります。

投資家の役割: 一致協力して健全なM&Aガバナンスの証を求める

日本企業による買収の価値創造を阻んでいる一つの要因は、上述したようなM&Aガバナンスを大規模に実施しようという買い手企業の意味です。多くのプレーヤーはいまだに、ディールを楽観的に考えています。M&Aガバナンスについては、規制当局による圧力の方が強いかもしれませんが、成果を挙げられないディールに企業の資金が費やされるのを目の当たりにしている投資家こそ、最も強く圧力をかけるべきです。

M&Aガバナンスの強化は、投資家とその投資先である企業の両方に利益をもたらします。日本企業であれ他の企業であれ、適切なM&Aガバナンスの構造とプロセスの整備を怠っているわけにはいきません。

要点:

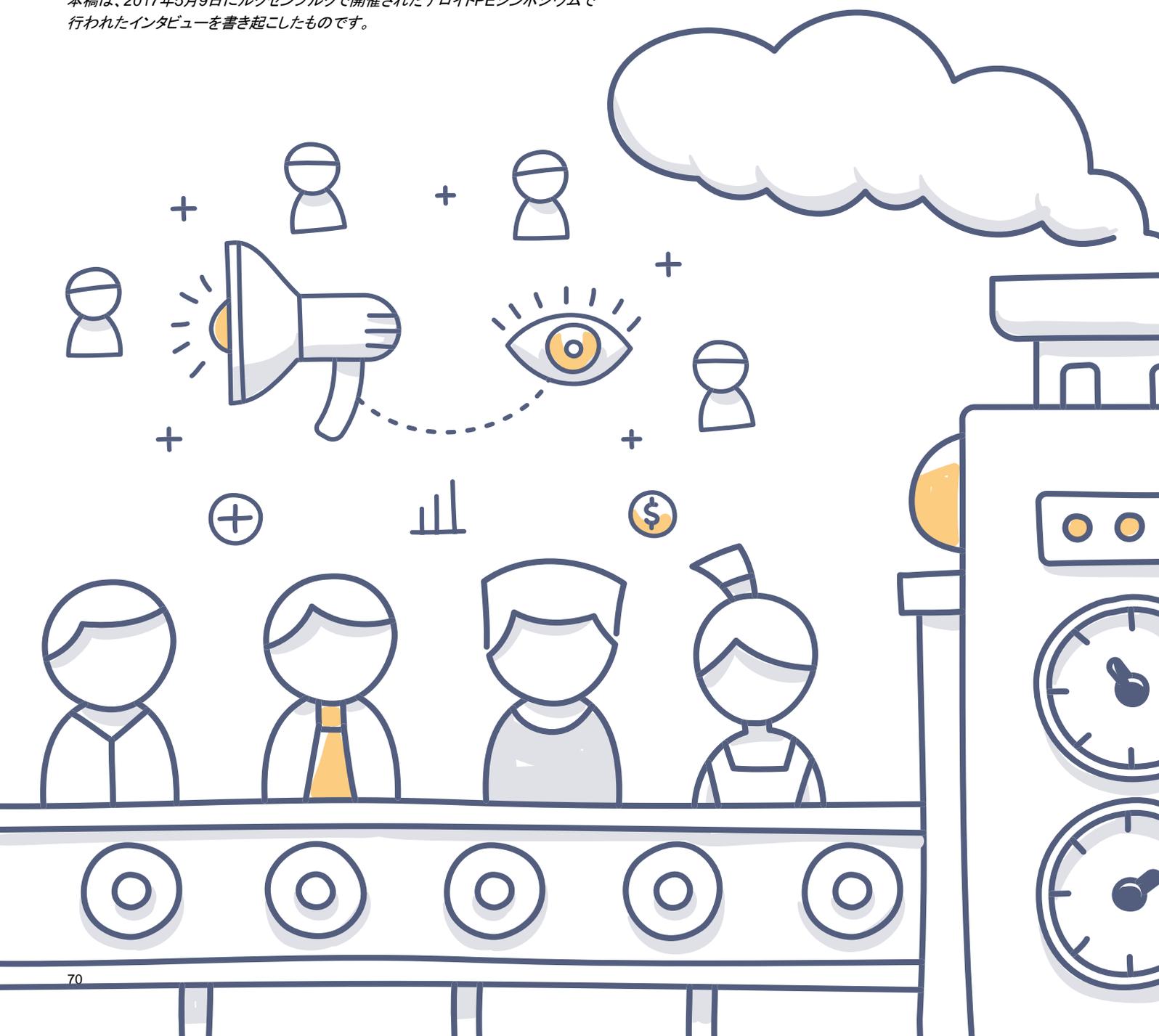
- M&Aプロセスの適切なガバナンスは、買収を成功させ、株主価値を高めるために不可欠です。
- M&Aリスク管理に基づいたM&Aガバナンスは、典型的な問題点に効果的に対処することができ、日本企業に文化的に適合しています。
- 投資家は、日本企業にM&Aガバナンスの導入を強く求めることができる立場にあります。



AIFMDの スムーズな進化を 期待する

デロイトの監査パートナーであるニック・タボーンがインベスト・ヨーロッパの最高責任者であるマイケル・コリンズ氏に、変化の激しいプライベートエクイティ(PE)・不動産(RE)環境について興味深いお話をうかがいました。

本稿は、2017年5月9日にルクセンブルクで開催されたデロイトPEシンポジウムで行われたインタビューを書き起こしたものです。



マイケル・コリンズ氏は、欧州のプライベートエクイティファンド、ベンチャーキャピタルファンド、インフラファンドの運用会社とその投資家を代表する業界団体インベスト・ヨーロッパの最高経営責任者です。

現在、政府や規制当局のハイレベルの関係者を相手にインベスト・ヨーロッパの会員650社を代表して活動しており、世界最大規模を誇るこのプライベート・キャピタル団体の行動計画の設定をリードしています。

マイケルは2013年、広報チームのリーダーとしてインベスト・ヨーロッパに加わりました。それ以前は、シティグループで欧州政府関連業務部門のマネージング・ディレクターを務め、さまざまな金融規制問題について経営上層部と顧客に助言する役割を担っていました。その前は英外務・英連邦省に所属し、欧州連合英国政府代表部の財務顧問としてブリュッセルで4年間勤務しました。その間、経済問題やオルタナティブ投資ファンド運用者指令(AIFMD)をはじめとする規制について、英国政府の大臣や高官に助言しました。また、英国の公務員として15年間勤務した経験を持っています。

マイケルはオックスフォード大学ウオドム・カレッジで近代史の学位を首席で取得し、経営学のポストグラデュエート・ディプロマを保有しています。▶

実際、多くの欧州域外のジェネラルパートナー、特に米国のジェネラルパートナーは数年間、欧州の投資家へのマーケティングを避けていました。

ニック:

AIFMDが国内法化されて4年経ちましたが、規制対象ではなかった業界から規制対象業界への移行は、当初予想された通り大きな苦勞を伴うものだったと思われませんか？

マイケル:

私とAIFMDとの関係は、AIFMDが最初に提案されたごく初期の段階(2007~2008年)に始まります。その当時、PERE業界の代表はAIFMDが業界の存続を脅かす存在になると考えていました。実際、一部の規則案—特に、欧州議会で取り上げられた規則案—は、業界に根本的なダメージを与えるものになっていたかもしれません。しかし、業界の活動について政策立案者に知ってもらおうとする市場参加者の努力の甲斐もあり、最終的に2011年に採択された文言は、はるかにバランスの取れたものになっていました。とはいえ、業界に大きな影響を与えたことは間違いありません。おそらく、AIFMDによって最も大きな影響を受けたのは、規模の小さい欧州のリミテッドパートナーでしょう。欧州域外のファンド運用会社にアクセスする機会が突然、激減したのです。実際、多くの欧州域外のジェネラルパートナー、特に米国のジェネラルパートナーは数年間、欧州の投資家へのマーケティングを避けていました。欧州のジェネラルパートナーの側では、AIFMDによってファンド運用の構造的コストが上昇したということではほぼ意見が一致しています。とはいえ、規模の大きなジェネラルパートナーにとっては、こうしたコストを吸収することはそれほど難しくないこともあり、このAIFMDの影響によるコストの上昇はもはや、市場関係者の間では脅威とみなされなくなっています。



ニック:

米国では、トランプ大統領が規制緩和の時代を推進しようとしているように思われます。欧州では、欧州議会と欧州委員会により、AIFMD IIをめぐって考えられる議論を踏まえた調査が始まるようになっています。この状況は今後どうなるとお考えですか？米国同様の規制緩和を期待されている、あるいは求めておられるのでしょうか？

マイケル:

現行の指令はとても完璧とは言えません。けれども、完璧なEU法あるいは国内法というものは存在しません。一方で、現行の指令は比較的安定した枠組みを築いており、その枠組みは今では一般に理解されています。

私は、指令の見直しによって今よりも状況が悪くなることを憂慮しています。プライベートエクイティ業界に対して懐疑的な政治家が今なお大勢いますから。現状のままがよいと思う一例が報酬です。バンカーの報酬に対する懸念は、この点に関する業界規制の引き締めに容易につながる可能性があります。プライベートエクイティファンドの運用会社は、AIFMD IIIに関する議論の中でこのトピックが持ち出されないように努めるでしょう。

ニック:

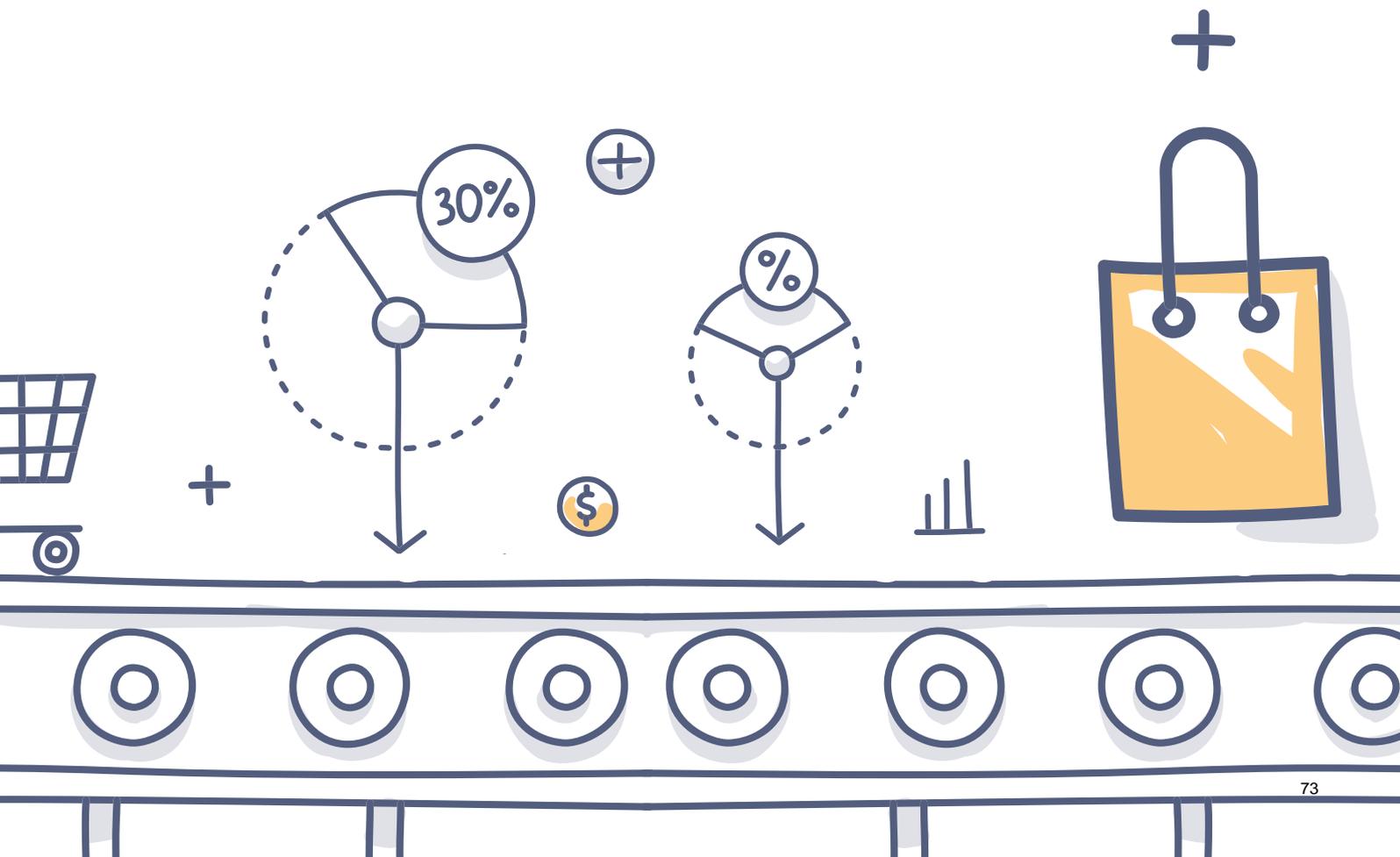
キャリードインタレストモデルは未実現利益ではなく実現利益をベースとしているため、現在でも、ジェネラルパートナーとリミテッドパートナーとの利益の整合性を最大限確保するものとみなせるかもしれません。このモデルのメリットについて業界は議会のメンバーを納得させることができるとお考えですか？

マイケル:

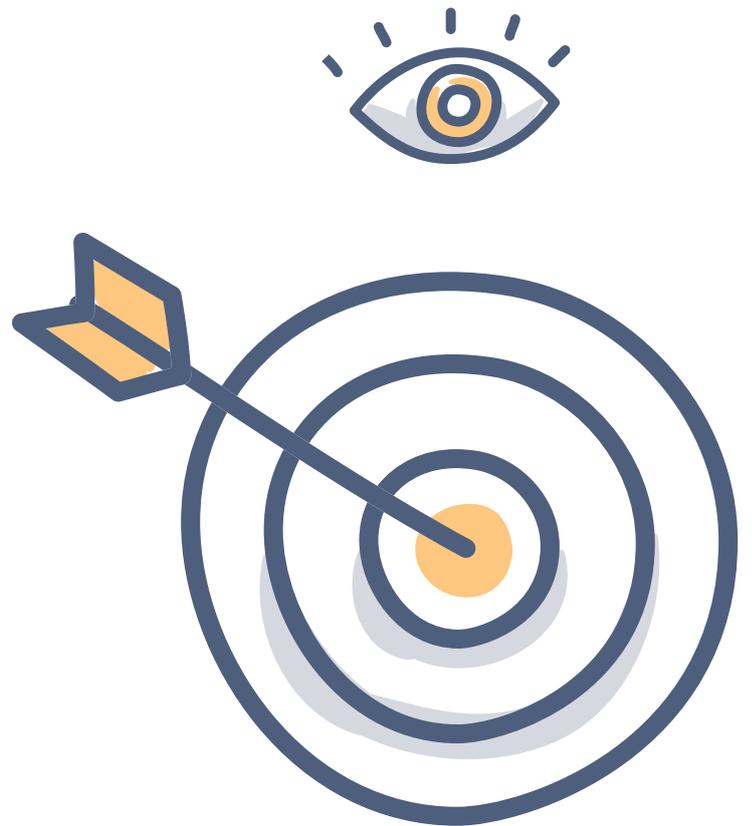
現在のキャリードインタレストモデルの価値とそのメリットについて疑問の余地はありません。ジェネラルパートナーの報酬の大部分は、ハードルレートが達成され投資家に資金が返還されて初めて、受け取れるようになっています。

しかし、業界には、キャリードインタレストに関する理論的議論を裏付けるデータが全くありません。インベスト・ヨーロッパでさえ、データを入手するのに苦労しています。というのも、無理もない理由によるとはいえ、運用会社がこのデータを共有したがるからです。しかし、ある程度のデータを共有しなければ私たちの立場を説明し、擁護することはいっそう難しくなることをジェネラルパートナーに認識してもらう必要があります。

指令の見直しによって今よりも状況が悪くなる可能性があります。



私たちは、私たち自身の業界について貴重な見識を得るために、そのデータにアクセスしたいと考えています。



ニック:

包括的なアプローチではなく業界別の(プライベートエクイティ、不動産、ヘッジファンド業界それぞれの)規制を求めることで、やりやすくなる可能性はないでしょうか?たとえば、これらの業界それぞれが同じ方法で報告に対処すべき理由はあるのでしょうか?

マイケル:

オルタナティブ業界のセクターごとに独自の指令を設けるべきという考え方は正しいです。AIFMDは、「UCITSではない」ファンドを対象にしているという点で、ほぼ完全に否定形で定義されています。その結果、AIFMDは、実に多種多様な投資戦略に対処しようとしています。

しかし、欧州委員会にはAIFMDをいくつかの部分に分割する意向は全くないため、当面の間はAIFMDの基本構造でやっていくしか仕方ありません。AIFMDの導入を促した要因の一つは、体系的で強制的な報告を通じて、規制当局が2008年当時よりもシステミックリスクをいち早く特定し、先回りして対処できるようにすることにありました。しかし、プライベートエクイティ業界がシステミックリスクの源であるという証拠は一つもありません。

ニック:

AIFMDのスムーズな進化のために、どのようなことを望まれますか?

マイケル:

ジェネラルパートナーから管轄当局に報告されるデータは現在、「部外秘」とされています。PE運用会社から—あるいは、この件については他の金融サービス会社から—提供されるこの大量のデータが有意義に活用されているのかは不明です。業界の代表として、私たちは、私たち自身の業界について貴重な見識を得るために、そのデータにアクセスしたいと考えています。

しかし、現行指令の最大の欠点はおそらく、第三国の運用会社に関する制度でしょう。今もなお第三国パスポートはありませんし、近い将来に利用できるようになる見込みもありません。AIFMDの第三国制度は現実的に機能していませんが、ブレグジットという環境を考えると、近い将来に向上を図る意向があるのか疑わしく思われます。

ニック:

資産運用会社の大部分がロンドンに物理的に拠点を置いている中、ブレグジットはPE業界にどのような影響を与えると予想されますか?ブレグジットによって環境に変化が生じるとお考えですか?

マイケル:

ブレグジットがどのように環境を変えるかについては、これから解明する必要があります。影響のほとんどは、これから交渉される最終的な協定の内容と将来実現される英国とEUとの間の長期的な関係の性質によって決まるでしょう。●

ウェビナー

2017年研修プログラム

2009年以来、デロイトは、投資運用業界のプロフェッショナル向けに、そのナレッジ・リソースを公開してきました。ここで、新たなLink'n Learnのスケジュールをお知らせします。昨年までと同様に、今回も私たちの優れた業界専門家が司会を務めます。これらのセッションは特に、今日の重要なトレンドと貴社のビジネスに影響する最新の規制に関する有用な見識を提供することを目的としています。各ウェビナーの所要時間はそれぞれ1時間となっています。



規制

- バーゼルIIIおよびCRD V/Crr II
11月9日
- 政治環境およびファンドへの世界的影響
11月16日



投資ファンド

- 銀行業界のディスラプション
9月7日
- 投資運用の税務
11月2日
- マネーマーケットファンド
11月30日



業務・手法

- デリバティブ金融商品 – 第1部
10月5日
- デリバティブ金融商品 – 第2部
10月19日

セッションへのアクセスについてはdeloittelearn@deloitte.luまでご連絡ください。
日程および詳細はこちら: www.deloitte.com/lu/link-n-learn

連絡先

Africa - East, West, Central and South



Dinesh Munu
Partner - Audit
+27 011 806 5767
dmunu@deloitte.co.za



David Nchimbi
Partner - Audit
+255 222 169 000
dnchimbi@deloitte.co.tz



Joshua Ojo
Partner - Audit
+234 190 421 30
jojo@deloitte.com.ng

Argentina



Claudio Fiorillo
Partner - MSS
+54 11 432 027 00 4018
cfiorillo@deloitte.com

Australia



Neil Brown
Partner - Assurance & Advisory,
Wealth Management
+61 3 967 171 54
nbrown@deloitte.com.au



Declan O'Callaghan
Partner - Assurance & Advisory,
Wealth Management
+61 2 932 273 66
deocallaghan@deloitte.com.au

Austria



Dominik Damm
Partner - Advisory
+431 537 005 400
dodamm@deloitte.at



Robert Pejhovský
Partner - Tax & Audit
+431 537 004 700
rpejhovský@deloitte.at

Bahamas



Lawrence Lewis
Partner - ERS
+1 242 302 4898
llewis@deloitte.com

Belgium



Philip Maeyaert
Partner - Audit
+32 2 800 2063
pmaeyaert@deloitte.com



Maurice Vrolix
Partner - Audit
+32 2 800 2145
mvrolix@deloitte.com

Bermuda



Mark Baumgartner
Partner - Audit
+1 441 299 1322
mark.baumgartner@deloitte.bm



James Dockeray
Partner - Tax
+1 441 299 1399
james.dockeray@deloitte.bm



Muhammad Khan
Partner - Audit
+1 441 299 1357
muhammad.khan@deloitte.bm

Brazil



Gilberto Souza
Partner - Audit
+55 11 5186 1672
gsouza@deloitte.com



Marcelo Teixeira
Partner - Audit
+55 11 5186 1701
marceloteixeira@deloitte.com

British Virgin Islands



Carlene A. Romney
Partner - Audit
+1 284 494 2868
cromney@deloitte.com

Cayman Islands



Norm McGregor
Partner - Audit
+1 345 814 2246
nmcgregor@deloitte.com

Central Europe



Grzegorz Cimochoński
Partner - Consulting
+48 22 511 0018
gcimochoński@deloitte.com

Chile



Ricardo Briggs
Partner - Consulting
+56 2 2729 7152
rbriggs@deloitte.com



Pablo Herrera
Partner - Financial Advisory
Services
+56 2 2729 8150
paherrera@deloitte.com



Alberto Kulenkampff
Partner - Audit
+56 22729 7368
akulenkampff@deloitte.com

China (Southern)



Sharon Lam
Partner - International Tax
Services
+852 28 52 65 36
shalam@deloitte.com.hk



Anthony Lau
Partner - International Tax
Services
+852 2852 1082
antlau@deloitte.com.hk

Colombia



Ricardo Rubio
Partner - Financial Advisory
Services
+57 1 546 1818
rrubio@deloitte.com

Cyprus



Panikos Teklos
Director - Consulting
+357 994 917 61
pteklos@deloitte.com

Denmark



John Ladekarl
Partner - Audit
+45 36 10 20 78
jladekarl@deloitte.dk



Anders Oldau Gjelstrup
Partner - Audit
+45 20 41 68 02
agjelstrup@deloitte.dk

Finland



Ilkka Huikko
Partner - Consulting
+358 40 740 3529
ilkka.huikko@deloitte.fi

France



Hélène Alston
Partner - Tax
+33 1 55 61 60 32
healston@taj.fr



Stéphane Collas
Partner - Audit
+33 1 55 61 61 36
scollas@deloitte.fr



Pascal Koenig
Partner - Consulting
+33 1 55 61 66 67
pkoenig@deloitte.fr



Jean-Marc Lecat
Partner - Audit
+33 1 55 61 66 68
jlecat@deloitte.fr



Jean-Pierre Vercamer
Partner - Audit
+33 1 40 88 22 03
jvercamer@deloitte.fr

Germany



Andreas Koch
Partner - Audit
+49 892 903 687 39
akoch@deloitte.de



Marcus Roth
Partner - Tax
+49 892 903 682 78
mroth@deloitte.de



Dorothea Schmidt
Partner - Consulting
+49 699 713 734 6
dschmidt@deloitte.de



Nina Schrader
Director - Consulting
+49 173 258 5554
nschrader@deloitte.de



Christof Stadter
Partner - Audit
+49 89 29036 8269
cstadter@deloitte.de



Alexander Wenzel
Partner - Tax & Legal
+49 69 75695 6111
alwenzel@deloitte.de

Gibraltar



Joseph Caruana
Partner - Audit
+350 200 112 10
jcaruana@deloitte.gi

Greece



Alexandra Kostara
Partner - Audit
+30 210 67 81 152
akostara@deloitte.gr



Despina Xenaki
Partner - Audit
+30 210 67 81 100
dxenaki@deloitte.gr

Hong Kong



Anthony Ming Young
Partner - International Tax Services
+852 285 210 82
antlau@deloitte.com.hk

Guernsey



John Clacy
Partner - Audit
+44 1 481 703 210
jclacy@deloitte.co.uk

Iceland



Arni Jon Arnason
Partner - FAS
+354 580 30 35
arnijon.arnason@deloitte.is

India



Porus Doctor
Partner - ERS
+91 22 6185 5030
podoctor@deloitte.com



Vipul R. Jhaveri
Partner - Tax
+91 22 6185 4190
vjhaveri@deloitte.com



Kalpesh J. Mehta
Partner - IM
+91 22 6185 5819
kjmehta@deloitte.com



Bimal Modi
Partner - FAS
+91 22 6185 5080
bimalmodi@deloitte.com



Monish Shah
Partner - Consulting
+91 22 6185 4240
monishshah@deloitte.com

Indonesia



Rosita Sinaga
Partner - Audit
+62 21 2992 3100
rsinaga@deloitte.com

Ireland



David Dalton
Partner - Consulting
+353 140 748 01
ddalton@deloitte.ie



Brian Forrester
Partner - Audit
+353 141 726 14
bforrester@deloitte.ie



Mike Hartwell
Partner - Audit
+353 141 723 03
mhartwell@deloitte.ie



Brian Jackson
Partner - Audit
+ 353 141 729 75
brijackson@deloitte.ie



Christian MacManus
Partner - Audit
+353 141 785 67
chmacmanus@deloitte.ie



Deirdre Power
Partner - Tax
+353 141 724 48
depower@deloitte.ie

Israel



Naama Rosenzweig
Director - ERS
+972 3 608 5251
nrosenzweig@deloitte.co.il

Italy



Marco De Ponti
Partner - Audit
+390 283 322 149
mdeponti@deloitte.it



Maurizio Ferrero
Partner - Audit
+390 283 322 182
mferrero@deloitte.it



Paolo Gibello-Ribatto
Partner - Audit
+390 283 322 226
pgibello@deloitte.it



Marco Miccoli
Partner - Audit
+390 283 322 308
mmiccoli@deloitte.it



Riccardo Motta
Partner - Audit
+390 283 322 323
rmotta@deloitte.it

Japan



Yang Ho Kim
Partner - Tax
+81 3 621 338 41
yangho.kim@tohmatsu.co.jp



Yoshiyuki Omori
Partner - Tax and Legal
+ 81 3 667 213 77
yoshiyuki.omori@tohmatsu.co.jp



Nobuyuki Yamada
Partner - Audit
+81 90 650 345 34
nobuyuki.yamada@tohmatsu.co.jp



Mitoshi Yamamoto
Partner - Consulting
+81 90 1764 2117
mitoshi.yamamoto@tohmatsu.co.jp



Koji Yamamoto
Partner - Tax and Legal
+81 3 687 033 00
koji.yamamoto@tohmatsu.co.jp

Jersey



Gregory Branch
Partner - Audit
+44 1 534 82 4325
gbranch@deloitte.co.uk



Andrew Isham
Partner - Audit
+44 1 534 824 297
aisham@deloitte.co.uk

Kazakhstan



Roman Sattarov
Director - Audit
+7 7272 581340
rsattarov@Deloitte.kz

Korea



Seul Hyang Wee
Partner - Audit
+82 2 6676 3314
sewee@deloitte.com



Ki Won Lee
Partner - Audit
+82 2 6676 3348
kiwonlee@deloitte.com



Sun Yeop Kim
Partner - Audit
+82 2 6676 1130
sunyeopkim@deloitte.com

Luxembourg



Eric Centi
Partner - Cross-Border Tax
+352 451 452 162
ecenti@deloitte.lu



Benjamin Collette
Partner - Advisory & Consulting
+352 451 452 809
bcollette@deloitte.lu



Laurent Fedrigo
Partner - Audit
+352 451 452 023
lafedrigo@deloitte.lu



Nicolas Hennebert
Partner - Audit
+352 451 454 911
nhennebert@deloitte.lu



Lou Kiesch
Partner - Regulatory Consulting
+352 451 452 456
lkiesch@deloitte.lu



Benjamin Lam
Partner - Audit
+352 451 452 429
blam@deloitte.lu

Malaysia



Anthony Tai
Executive Director - Enterprise Risk Services
+60 3 7610 8853
yktai@deloitte.com

Malta



Stephen Paris
Partner - Audit
+356 234 324 00
sparis@deloitte.com.mt

Mexico



Ernesto Pineda
Partner - Financial Services
+52 55 5080 6098
epineda@deloittemx.com



Javier Vázquez
Partner - Financial Services
+52 55 5080 6091
javazquez@deloittemx.com

Middle East



Joe El Fadl
Partner - Audit
+961 1 363 005
jelfadl@deloitte.com



Humphry Hatton
CEO - FAS
+971 4 506 47 30
huhatton@deloitte.com



Khaled Hilmi
Partner - Consulting
+971 4 376 8888
khilmi@deloitte.com

Netherlands



Bas Castelijm
Partner - Tax
+38 288 6770
BCastelijm@deloitte.nl



Martin Eleveld
Partner - Enterprise Risk Services
+31 62 324 5159
meleveld@deloitte.nl



Remy Maarschalk
Partner - Audit
+31 88 288 1962
RMaarschalk@deloitte.nl



Evert van der Steen
Partner - Enterprise Risk Services
+31 62 078 9545
evandersteen@deloitte.nl



Jan-Wouter Bloos
Partner - Consulting
+31 88 288 2768
JBloos@deloitte.nl



Jubin Majlessi
Partner - Consulting
+31 63 882 0198
jmajlessi@deloitte.nl

New Zealand



Rodger Murphy
Partner - Enterprise Risk Services
+64 930 307 58
rodgermurphy@deloitte.co.nz



Michael Wilkes
Partner - Audit
+64 3 363 3845
mwilkes@deloitte.co.nz

Norway



Sverre Danielsen
Partner - Enterprise Risk Services
+47 99 517 686
sdanielsen@deloitte.no



Henrik Woxholt
Partner - Audit & Advisory
+47 23 27 90 00
hwoxholt@deloitte.no

Philippines



Bonifacio Lumacang
Partner - Audit
+63 2 581 9000
blumacang@deloitte.com

Portugal



Maria Augusta Francisco
Partner - Audit
+351 21 042 7508
mafrancisco@deloitte.pt

Russia



Sergei Neklyudov
Partner - CIS FSI Leader
+7 495 787 06 00
sneklyudov@deloitte.ru

Singapore



Ei Leen Giam
Partner - CIS FSI Leader
Partner - Global Financial Services Industry
+65 62 163 296
eilgiam@deloitte.com



Kok Yong Ho
Partner - Global Financial Services Industry
+65 621 632 60
kho@deloitte.com

Slovakia



Miroslava Terem Greštiaková
Partner - Deloitte Legal
+421 2 582 49 341
mgrestiakova@deloitteCE.com

Spain



Rodrigo Diaz
Partner - Audit
+349 144 320 21
rodiaz@deloitte.es



Francisco Rámirez Arbues
Partner - Regulatory
+34 606289571
framirezarbues@deloitte.es



Antonio Rios Cid
Partner - Audit
+349 915 141 492
arioscid@deloitte.es



Alberto Torija
Partner - Audit
+349 143 814 91
atorija@deloitte.es



José María Grande Esturo
Partner - M&A Consulting
+34 944 447 000
jgrande@deloitte.es



Ignacio García Alonso
Partner - Tax
+34 67 952 180
igarciaalonso@deloitte.es

Sweden



Steven Payne
Partner - Consulting
+46 75 246 33 35
stpayne@deloitte.se

Switzerland



Cornelia Herzog
Partner - Financial Service
Industry
+41 58 279 6054
cherzog@deloitte.ch



Marcel Meyer
Partner - Audit
+41 58 279 7356
marcelmeyer@deloitte.ch



Simona Terranova
Partner - Audit
+41 58 279 8454
sterranova@deloitte.ch



Andreas Timpert
Partner - Consulting
+41 58 279 6858
antimpert@deloitte.ch



André Kuhn
Director - Tax
+41 58 279 6328
akuhn@deloitte.ch



Markus Weber
Partner - Tax
+41 58 279 7527
markweber@deloitte.ch

Taiwan



Vincent Hsu
Partner - Audit
+886 2 545 9988 1436
vhsu@deloitte.com.tw



Olivia Kuo
Partner - Audit
+886 2 25459988
oliviakuo@deloitte.com.tw



Jimmy S. Wu
Partner - Audit
+886 2 2545 9988 7198
jimmyswu@deloitte.com.tw

Thailand



Somkrit Krishnamra
Partner - Risk Advisory
+66 2 676 5700
somkrishnamra@deloitte.com

Turkey



Hasan Kiliç
Partner - Audit
+90 212 366 60 49
hkilic@deloitte.com

United Kingdom



Allee Bonnard
Partner - Audit
+44 20 7303 0472
abonnard@deloitte.co.uk



Tony Gaughan
Partner - Consulting
+44 20 7303 2790
tgaughan@deloitte.co.uk



Gavin J Bullock
Partner - Tax
+44 20 7007 0663
gbullock@deloitte.co.uk



Ross Millar
Partner - Risk Advisory
+44 131 535 7395
rmillar@deloitte.co.uk



Jamie Partridge
Partner - Audit
+44 14 1314 5956
jpartridge@deloitte.co.uk



Mark Ward
Partner - Risk Advisory
+44 20 7007 0670
mdward@deloitte.co.uk

United States



Edward Dougherty
Partner - Tax
+1 212 436 2165
edwdougherty@deloitte.com



Joseph Fisher
Partner - Audit
+1 212 436 4630
josfisher@deloitte.com



Patrick Henry
Partner - Audit
+1 212 436 4853
phenry@deloitte.com



Paul Kraft
Partner - Audit
+1 617 437 2175
pkraft@deloitte.com



Peter Spenser
Partner - Consulting
+1 212 618 4501
pmspenser@deloitte.com



Adam Weisman
Partner - Financial Advisory
Services
+1 212 436 5276
aweisman@deloitte.com

Venezuela



Fatima De Andrade
Partner - Audit
+58 212 206 8548
fdeandrade@deloitte.com

Vietnam



Thinh Pham
Managing Partner
+84 839100751
thpham@deloitte.com

連絡先



Cary Stier
Partner - Global Investment
Management Leader
+1 212 436 7371
cstier@deloitte.com



Vincent Gouverneur
Partner - EMEA Investment Management
Leader
+352 451 452 451
vgouverneur@deloitte.lu



Jennifer Qin
Partner - Asia Pacific Investment
Management Leader
+86 21 61 411 998
jqin@deloitte.com

当リストに掲載されている
各国の専門家にご遠慮なく
ご連絡ください

Deloitte.

デロイトは多くの分野にわたるサービス組織であり、独立性の問題およびその他の利益相反が生じる可能性があることから、特に監査関係が存在する場合において、クライアントにご提供可能なサービスの種類に関して特定の規制および職業上の制約を受けています。私たちが皆様に提供をお約束するあらゆるサービスは、適用される制約を全面的に遵守したものです。

© 2017. Deloitte Tax & Consulting.

Designed and produced by MarCom at Deloitte Luxembourg.

(日本語版について)

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リー合同会社、デロイト トーマツ 税理士法人および DT 弁護士法人を含む)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、税務、法務、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザリー等を提供しています。また、国内約 40 都市に約 9,400 名の専門家(公認会計士、税理士、弁護士、コンサルタントなど)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)をご覧ください。

Deloitte(デロイト)は、監査、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザリーサービス、リスクアドバイザリー、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 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。

© 2018. For information, contact Deloitte Touche Tohmatsu LLC.