



CIOアウトソーシングについて理解する 監督と説明責任の強化を求める声

はじめに

世界の投資コンサルティング業界は、委託型コンサルティング・サービスの開発を通じて、事業の多角化を進めてきました。このサービスは、実装コンサルティング（implemented consulting）、フィデューシャリー・マネジメント（fiduciary management）、CIOアウトソーシング（Outsourced CIO (OCIO)）などと呼ばれ、特に中小規模の機関投資家（運用資産残高<10億米ドル）の間で人気化しています。

OCIOの枠組みでは、機関投資家は引き続き、OCIOからの助言に依拠しつつも、投資目的と戦略的アセットアロケーション（SAA）を策定する責任を負います。その一方で、OCIOは、多くの場合は独自のマルチ・マネージャー・ファンドを利用するなどして、合意されたSAAを実行する責任を負います。

多くの機関投資家は、伝統的な投資コンサルティングの枠組みからOCIOモデルに移行しています。その背景には、ガバナンス上の理由（投資判断能力の欠如を認識している可能性）や、（OCIOの言葉を借りると）運用手数料を抑制しつつ洗練された投資ポートフォリオにアクセスする目的が存在します。全世界のOCIOが運用する資産残高は、2016年から2021年にかけて、1.3兆米ドルから2.5兆米ドル超へとほぼ2倍に増加しました。

本稿では、デロイトが有する世界の委託型コンサルティング業界に関する知見と、既存および将来のクライアントのためにOCIOを審査した経験に基づいて、OCIOモデルのメリットとデメリットを詳細に分析します。

OCIOを利用する理由

冒頭で言及したように、OCIOモデルでは、主に年金基金、保険会社、基金、慈善団体、その他「目的を有する」クライアントをはじめとする、幅広いセクターの中小規模の機関投資家を対象とします。これらの機関投資家は、多くの場合、（メリットとして主張される）以下のポイントを評価します。

- **ガバナンス**：多くの場合、投資家の資産に責任を負う取締役会や投資委員会は、適切な知識を持ち合わせていないと感じているか、情報に基づく投資判断を適時に行なうために必要な能力を備えていません。
- **取引の迅速な実行**：OCIOは委託された権限を行使して、より迅速に投資対象市場や運用会社の動向に反応することができます。
- **コスト削減**：通常、OCIOは独自のマルチ・マネージャー・ファンドを利用するため、投資家のコミットメントを比較的少数の投資プールに集約することが可能です。このように規模を拡大することによって、運用手数料の引き下げ交渉が容易になり、それをクライアントに還元することが可能になります。

合理性の検証

次に、デロイトの経験に照らして、OCIOが期待通りにガバナンスとコスト削減に関するメリットを提供するかどうかを検討します。

取締役会や投資委員会において複数の運用会社を審査、選択する必要がなくなるなど、機関投資家のガバナンスに関する負担は軽減されるかもしれませんが、負担が本当に軽減されたのか、それとも単に移行されただけなのかを考えるべきでしょう。

機関投資家は運用戦略について委託先のOCIOに助言を求め、ダイナミックなアセットアロケーション、運用会社の選択、ポートフォリオの構築、リスク管理、モニタリングなど、投資に関する意思決定のかなりの部分をOCIOに託します。説明責任を担保するために、OCIOは委託された権限の範囲に見合った監督を受けるべきでしょう。

潜在的なコスト削減効果という点では、OCIOモデルに伴うスケールメリットがコスト削減に寄与する可能性があるのに対して、OCIOの投資判断に追加的なコストが発生することも考えられます。例として、多くのOCIOがアクティブ運用の優位性を確信しているため、運用会社に対する手数料が割高になるケースがあります。また、OCIOの選任に際して追加的な手数料が発生する点にも留意が必要です。したがって機関投資家は、選択した運用戦略の実行に伴う総コストを、第一に理解するべきでしょう。

OCIOの委託先運用会社としての位置付け

OCIOはポートフォリオ全体の資産運用ソリューションを提供する主体であり、マルチ・アセット・ファンドを提供する個別の運用会社と大きく異なるものではありません。しかしながら、デロイトの経験から言えば、専門の運用会社と同じ程度の監督を受けるとは限りません。具体的な重点分野として、以下の項目が挙げられます。

レポートの強化

一般にOCIOは、洗練された投資ソリューションとしてマーケティングされるマルチ・マネージャー・ファンドで、顧客の資産を運用します。そのようなソリューションは本質的に複雑であり、アクティブ運用が多用されるため、透明性の確保が困難であり、効果的なモニタリングの重要性が増します。しかしながら、デロイトの経験から言えば、運用レポートには、アセットアロケーションの短期的な偏りや運用会社の選択など、OCIOが行なった投資判断がリターンとリスクと与える影響について、詳細な洞察が不足していることが少なくありません。

ポートフォリオの構築

OCIOが外部運用のマンデートを選択し、統合する能力は、将来の運用成績の重要な決定要因となります。デロイトの見解によると、ポートフォリオ管理システムや投資リスク管理のシステムおよびプロセスに関して、資産運用業界で他社に遅れを取っているOCIOは少なくありません。このような状況は、OCIOの多くが伝統的な投資コンサルティングを起源とする結果であるとも考えられます。しかしながら、OCIOモデルの人気の高まる中で、適切なポートフォリオ管理システムへの投資不足が、高度なポートフォリオ構築プロセスへの大きな障害となっている可能性が高く、さらに、マルチ・マネージャー型手法の実務的な複雑性も課題となっています。

ファンドのメニュー

運用戦略が運用成績の主要な決定要因であると、幅広く考えられています。OCIOが提供する運用戦略の助言は、多くの場合、自らのマルチ・マネージャー・ファンドのメニューによって制約を受ける可能性があります。最近では、アクティブ運用のメリットを確信するグローバルなOCIOにパッシブ運用を提供する選択肢がなかったケースがあり、また、多様なプライベート市場関連の投資メニューを完全に揃えていないOCIOも少なくありません。一般的に、OCIOは外部運用のファンドを利用して、自らの多様なマルチ・マネージャーの資産クラスを補完することが可能ですが、その場合、OCIO自らが主張するスケールメリット（競争力のある手数料で多様な資産プールにアクセスできるという主張）が希薄化されてしまいます。OCIOはファンドのメニューを整備することによって、投資家が十分に包括的な資産クラスにアクセスできるように努めるべきでしょう。

コストの透明性

OCIOが自身のマルチ・マネージャー・ファンドにおいて請求する手数料には、透明性が著しく不足しています。外部運用ファンドの手数料に追加の手数料を加えた場合でも、それを開示する義務はありません。このため、OCIOの規模が運用手数料に与える影響を評価するのは難しくなります。

OCIOの利用を検討中の機関投資家/すでに利用している機関投資家が取るべきステップ

OCIOの利用を検討中の機関投資家

OCIOの利用は、一部の機関投資家にとっては適切なソリューションになるかもしれませんが、最適とは言えないケースもありえます。機関投資家にとって、OCIOモデルへの移行は非常に重要な投資判断であり、保有資産全体の今後のパフォーマンスに影響が及びます。既存のOCIOがアンダーパフォームした場合、ポートフォリオ全体を新しいOCIOに移行しようとすると、おそらく多額の移行コストが発生します。

このため、OCIOモデルへの移行を検討している取締役会や投資委員会にとっては、他の選択肢と公正に比較することが極めて重要になります。機関投資家は各自の要件に合わせて比較分析を行なうべきであり、少なくとも以下の相違点を考慮する必要があります。

- ガバナンスの要件（ガバナンス構造に対する必要な変更を含む）
- 資産の運用方法（投資の枠組みの柔軟性を含む）
- 投資関連コストの総額（潜在的な移行費用引当金を含む）

OCIOモデル採用時の検討事項

機関投資家がひとたびOCIOモデルの採用を決定すれば、次の焦点は、その役割に最も相応しい候補の選択に移ります。機関投資家は、運用戦略の助言を提供する投資コンサルタントと運用会社を同時に選ぶようとしている状況を理解する必要があり、このため、重要な検討事項は以下を含めて幅広く存在します。



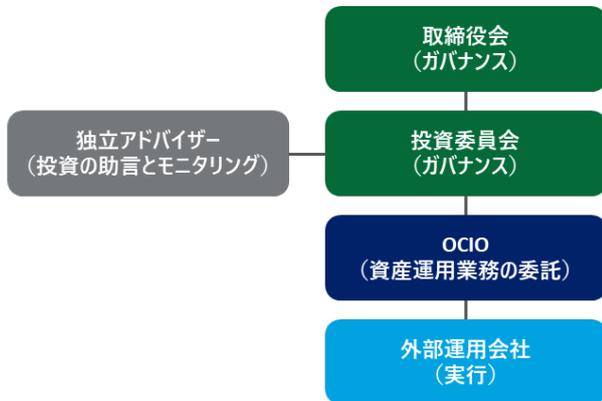
同じように、機関投資家はOCIOの選任に先立って、明確で適切なガバナンス構造が存在することを確認しなければなりません。当初の契約交渉の一環として、運用に関するレポートの詳細な条件について、事前に合意しておくことが望ましいでしょう。

OCIOとの最適な関わり方

機関投資家がすでにOCIOを選任しているのであれば、最初に考慮すべき点は、取締役会や投資委員会がOCIOに異議を唱える

能力を適切に備えていると感ぜられるようにすることになります。OCIOモデルへの移行を最初に決定した際に、ガバナンスの観点が主要な要因であったとすれば、選任したOCIOのモニタリングを支援するために、追加的な外部のサポートとして、独立した投資アドバイザーを採用する必要があるとの結論に至るかもしれません。以下の図は、OCIOモデルにおいて理想的であるとデロイトが考えるガバナンス構造を示したものです。

OCIOのガバナンス構造



投資の助言と資産運用サービスの提供者は、定期的な見直しの対象にするべきでしょう。最新の運用実績のトレンドの主な背景要因と、選任したOCIOの意思決定がもたらす影響をより適切に理解するために、運用実績の詳細なレビューが正当化される場合があります。ただし、OCIOの中核的な能力とコストが過去と将来の運用実績の最終的な決定要因である以上、運用実績を第一義的に考慮するべきではありません。

結論

あらゆる投資助言と資産運用のアプローチと同様に、OCIOには一連の潜在的メリットとデメリットが存在します。デロイトは、多くの機関投資家にとってOCIOが有用であることを認める一方で、その経験から、当初と継続的なモニタリングを強化する必要性を認識しています。ひとたび選任したOCIOには依存度が強まるため、すべての資産クラスを網羅的に調査し、十分に分散の効いた投資ビークルを新しく開発し、重要な人材を確保するための財務的な強みに加えて、最終的に運用成績を改善するために幅広い裁量を行使する能力が存在することを、確認する必要があります。外部の独立したスペシャリストが情報に裏付けられた知見を提供することによって、説明責任が促進され、最終的にOCIO業界のクオリティ向上につながると、デロイトは考えます。

要点

- 「CIO アウトソーシング (Outsourced CIO (OCIO))」は、選任した OCIO が運用戦略の助言と資産運用サービスの両方を提供する、委託型コンサルティングの一形態です。
- 中小規模の機関投資家が、ガバナンス維持の負担と投資コストの削減を目的として、OCIO モデルを採用しています。
- 意思決定が外部委託されていることや、コストに関する透明性が限られていることを踏まえると、OCIO に対する監督を強化する必要があります。
- 取締役会と投資委員会は自社のOCIOを審査する立場にありますが、それが困難な場合には、独立した投資アドバイザーを選任した上で、OCIO に委託した権限の幅に見合ったレベルで、説明責任を果たさせるべきです。



BRIAN NOLAN
PARTNER, INVESTMENT AND
SUPERANNUATION ADVISORY
DELOITTE

TOM WRIGHT
DIRECTOR, INVESTMENT AND
SUPERANNUATION ADVISORY
DELOITTE

【日本での問合せ】

前田 洋 (Hiroshi Maeta)
デロイト トーマツ リスクアドバイザリー合同会社
マネージングディレクター

Deloitte.

デロイト トーマツ

デロイト トーマツ グループは、日本におけるデロイト アジア パシフィック リミテッドおよびデロイトネットワークのメンバーであるデロイト トーマツ合同会社ならびにそのグループ法人（有限責任監査法人トーマツ、デロイト トーマツ リスクアドバイザリー合同会社、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、DT 弁護士法人およびデロイト トーマツ グループ合同会社を含む）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、リスクアドバイザリー、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザリー、税務、法務等を提供しています。また、国内約 30 都市に約 2 万人の専門家を擁し、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 をご覧ください。

Deloitte（デロイト）とは、デロイト トウシュ トーマツ リミテッド（“DTTL”）、そのグローバル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れらの関係法人（総称して“デロイトネットワーク”）のひとつまたは複数を含みます。DTTL（または“Deloitte Global”）ならびに各メンバーファームおよび関係法人はそれぞれ法的に独立した別個の組織体であり、第三者に関して相互に義務を課しまたは拘束させることはありません。DTTL および DTTL の各メンバーファームならびに関係法人は、自らの作為および不作為についてのみ責任を負い、互いに他のファームまたは関係法人の作為および不作為について責任を負うものではありません。DTTL はクライアントへのサービス提供を行いません。詳細は www.deloitte.com/jp/about をご覧ください。

デロイト アジア パシフィック リミテッドは DTTL のメンバーファームであり、保証有限責任会社です。デロイト アジア パシフィック リミテッドのメンバーおよびそれらの関係法人は、それぞれ法的に独立した別個の組織体であり、アジア パシフィックにおける 100 を超える都市（オーストラランド、バンコク、北京、ベンガルール、ハノイ、香港、ジャカルタ、クアラルンプール、マニラ、メルボルン、ムンバイ、ニューデリー、大阪、ソウル、上海、シンガポール、シドニー、台北、東京を含む）にてサービスを提供しています。

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リー、リスクアドバイザリー、税務・法務などに関連する最先端のサービスを、Fortune Global 500®の約 9 割の企業や多数のプライベート（非公開）企業を含むクライアントに提供しています。デロイトは、資本市場に対する社会的信頼を高め、クライアントの変革と繁栄を促し、より豊かな経済、公正な社会、持続可能な世界の実現に向けて自ら率先して取り組むことを通じて、計測可能で継続性のある成果をもたらすプロフェッショナルの集団です。デロイトは、創設以来 175 年余りの歴史を有し、150 を超える国・地域にわたって活動を展開しています。“Making an impact that matters”をバース（存在理由）として標榜するデロイトの 45 万人超の人材の活動の詳細については、www.deloitte.com 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、デロイト トウシュ トーマツ リミテッド（“DTTL”）、そのグローバル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れらの関係法人が本資料をもって専門的な助言やサービスを提供するものではありません。皆様の財務または事業に影響を与えるような意思決定または行動をされる前に、適切な専門家にご相談ください。本資料における情報の正確性や完全性に関して、いかなる表明、保証または確約（明示・黙示を問いません）をするものではありません。また DTTL、そのメンバーファーム、関係法人、社員・職員または代理人のいずれも、本資料に依拠した人に関係して直接または間接に発生したいかなる損失および損害に対して責任を負いません。DTTL ならびに各メンバーファームおよび関係法人はそれぞれ法的に独立した別個の組織体です。

Member of
Deloitte Touche Tohmatsu Limited

© 2024. For information, contact Deloitte Tohmatsu Group.

注意事項：本資料はDeloitte Globalが2024年1月に発表した内容をもとに、デロイト トーマツ グループが翻訳・加筆したものです。和訳版と原文（英語）に差異が発生した場合には、原文を優先します。



IS 669126 / ISO 27001



BCMS 764479 / ISO 22301