

Independent Managers Club

第1期活動報告

Nomura Research Institute

2024.05

強い競争力、創造性と
スチュワードシップ精神

日本の資産運用に 独立系資産運用会社の必要性

Investment Managers Club (IMC) は野村総合研究所のR&Dプロジェクトとして2023年10月に活動を開始しました。日本で新たに資産運用会社として独立・起業しようというスタートアップがより活躍できるようにどのような支援ができるかについて研究を行っています。

現在日本政府は、資産運用立国という政策プランを始動し、資産運用業の強化を目指しています。そのためには「独立系」あるいは「新たに独立する運用会社」の必要性をうたっています。日本国内では金融グループの子会社がほとんどで、**競争や独創的な運用**に挑戦しづらい土壌があるということです。さらに、日本のアセットオーナーが独立系運用会社を採用することは稀です。IMCでは、日本で独立系の活動が難しい原因を探り、海外のファンド立ち上げ経験者、投資家団体、アセットオーナーとのディスカッションの場を通して、必要な支援やその強みを探る活動を開始しました。

このプロジェクトには素晴らしい日本の独立系資産運用会社が参加して下さっています。日本にもまだ数は少ないものの、実力のある独立系資産運用会社が存在します。このレポートを通し、まずはぜひこの事実を知っていただきたいと思います。



石田 英和 氏

FinCity.Tokyo
EMPスペシャルアドバイザー

資産運用立国政策の一環でEMPによりやぐスポットライトがあたったため、大手金融機関をはじめ、新興の独立系運用会社への関心が高まっています。

ただ新興運用会社が成功するためには、斬新な投資アイデアだけでなく、投資家顧客を説得しその課題を解決しなくてはなりません。Independent Managers Clubは新興運用会社の実践的な道場として、アセットオーナーなどの業界関係者から率直なフィードバックを受けながら、早急にレベルアップを図る活動だと期待しております。

第1章

資産運用立国と関係者の声

■ 現状調査

2023年12月、まずは現状把握のために、市場関係者が独立系資産運用会社に対して抱く期待・懸念を問うアンケートを実施した。このアンケート作成時に、「独立系資産運用会社」を定義する必要が生じた。

■ 独立系とイマージング・マネージャー系の違い

資産運用立国で対象としている“独立系”は、当初規模の大小ではなく、金融機関等と資本関係を持たない資産運用会社という意味合いと読み取れたが、その後資産運用タスクフォースでは「イマージング・マネージャー」として新興・独立直後の運用会社を指している傾向があった。そこでこのプロジェクトの中で“独立系資産運用会社”と言ったとき「独立してからの時間の長さではなく、自ら起業した（影響力のある親会社を持たない）運用会社」を指すことにした。

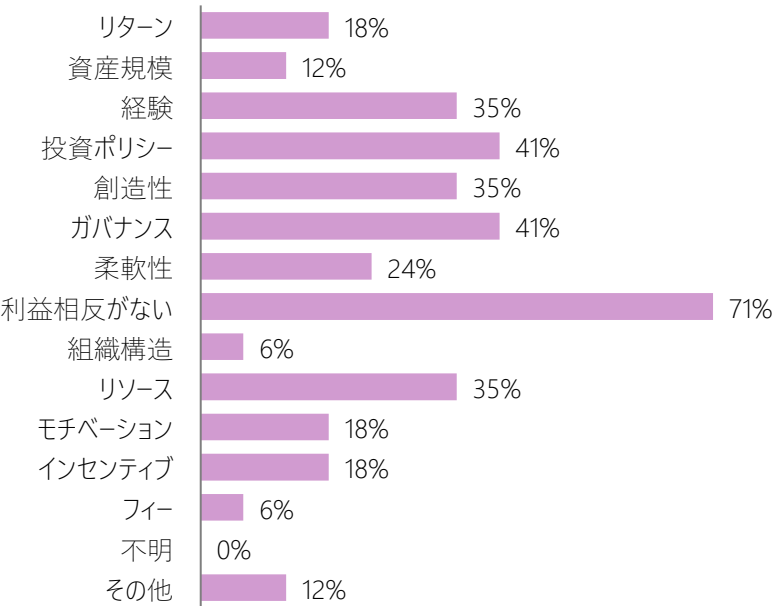
またすでに「資産運用立国」のもと国内でも様々な独立系資産運用会社を活性化するための取り組みが始まっている。その中で、たとえば不動産を対象とするPEなどと、上場株に長期のESG投資をする独立系資産運用会社とでは、求められる点も取り組むべき課題も大きく異なる。ここでは活性化すべき独立系とは主に長期に投資先企業の企業価値向上を期待リターンとする投資手法をとっているエクイティ投資家であるとし、それらが活性化するために必要なことを探ることとした。

■ 強みは利益相反のないことやモチベーション、弱みはリソースやアセットサイズ

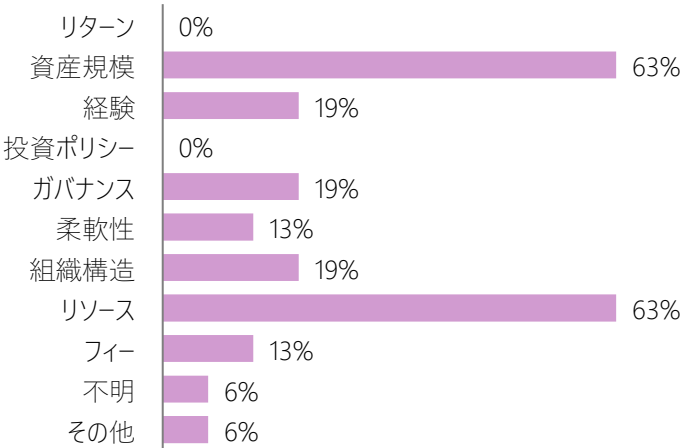
アンケートの結果によると、日本の市場に独立系資産運用会社が必要だと思うか、思う場合その理由、独立運用会社を採用したことがあるか、ある場合その理由、独立系資産運用会社の強みについての問いではすべて「**利益相反がないこと**」が一番となった。ほかにも、**モチベーションや創造性、投資ポリシー**も高かった。逆に採用しない理由や弱みとしては、**資産規模、経験、リソース、ガバナンス**などが挙げられた。また日本の資産運用市場が強化すべき点として、投資戦略、手数料などの情報の透明性、イノベーション、競争の強化、独立性を高めること、ガバナンス、スチュワードシップの強化、そしてアセットオーナーが投資の専門家として、また自らの役割に対する強い責任感を持つことの必要性などが挙げられた。

独立系資産運用会社の強みは 利益相反のないこととモチベーション

グラフ1 独立系資産運用会社の強み



グラフ2 独立系資産運用会社の弱み



第2章 プログラム概要

■ 強みと弱点の特定

5回のワークショップでは独立系資産運用会社にとって、どのような機会があるか、何が強みであるか、逆にどの部分にサポートがあれば顧客獲得や競争力の強化が実現できるかを探るため、海外の有識者・経験者とディスカッションを行った。

また独立系資産運用会社は、一般にネットワークや、アセットオーナーによく知られる機会が少ないという問題がある。そのために、コレクティブ・エンゲージメントのプラットフォームや特定のESGテーマに取り組む投資家団体、投資評価フレームを提供している団体の話を聞く機会も設けた。

第一フェーズに実施したセッションは下表の5つ。

その後これらの議論をもとに、北欧の公的年金で長く外部マネージャーを担当する経験を持つA氏とダイアログを行った。あくまでもトレーニングとして、投資方針の説明について助言を頂いた。

#	地域	講師	テーマ	主要議論
1	米国	Mike Lubrano氏 Valoris Stewardship Catalysts	ブティックファンド立ち上げた人物からの観点で、独立系のファンドマネージャーに求められること	• 自社の運用方針を貫くこと • マーケット状況を理解する人材の獲得
2	欧州	Robert Rubinstein氏 TBLI ファンドを立ち上げ経験、現在は投資家団体を運営	欧州のアセットオーナーが独立系アセットマネージャーに求めていること	• 運用方針や哲学への理解 • ESGのコミットメントや柔軟性で優位に立つ可能性
3	欧州	製薬業界に対し、評価モデルやインデックスを提供する投資家団体Access to Medicine等	このような特定の投資モデルを通して同じ方針を重視するアセットオーナーを見つける可能性	• 投資家団体やエンゲージメントを通じたアセットオーナーとの連携、特定テーマのアプローチ
4	米国	Sean Gilbert氏 GIIN インパクト投資の団体	インパクト投資におけるアセットオーナーの期待、アセットマネージャーの機会	• アセットオーナーが求めるものを理解し、目的を共有する • フレームワークを持つこと
5	アジア	Benjamin McCarron氏 Asia Research and Engagement	特定のテーマにおけるコレクティブエンゲージメントとアセットオーナーの期待	• エンゲージメントでアルファを創出する投資戦略であればESGストーリーが重要

有識者からのフィードバック

エンゲージメントの重要性を 認識したIMCの魅力

みな少しずつテーマが異なるとはいえ、エンゲージメントの重要性に言及した。エンゲージメントに力を入れるファンドが集まって意見交換をしたり、海外の投資家と対話をしているというのは、ひとつの魅力的なプールになるのではないか。



Benjamin McCarron氏
Asia Research and Engagement

独立系アセットマネージャーは エンゲージメントで有利な立場にたつ

独立系アセットマネージャーは、非財務リスクの思慮深い分析や企業との直接的なエンゲージメントなどを効果的に行う上で有利な立場にあると思う。スチュワードシップは、アセットオーナーにとって、従来の競合他社を上回るパフォーマンスを発揮するための重要な差別化要因となり得る。他国では独立系はコレクティブ・スチュワードシップ活動において重要な役割を果たしており、彼らは日本の市場において、この重要な役割を果たすリーダーになるかもしれない。



Mike Lubrano氏
Valoris Stewardship Catalysts

第3章

参加者とそのフィードバック

■ 第1期の参加者

第一フェーズの参加者は下表の通り。その他、起業準備中のグループも参加した。

#	団体名	運用方針	強味
1	あすかコーポレート アドバイザー	中小型、長期集中、ハンズオン 型の株主エンゲージメント	詳細なリサーチ活動にもとづき、企業に対 する戦略オプションを検討し、企業の経営 者に提案する
2	カディラキャピタル マネジメント	サステナブル投資ファンド (インパクトインテグレーション)	①伝統的なバリュー投資にインパクトをイン テグレーション、②エンゲージメントの活用、 ③自前のバリュー評価。
3	日本橋バリュー パートナーズ	日本株バリュー投資。“企業の 稼ぐ力”を分析することをベースと した個別銘柄選択が付加価値 の源泉	①日本株市場の投資機会を捉えるバ リュー投資手法、②複数の市場サイクルを 乗り越えてきた日本株運用専門家が担 当、③長期で顧客に寄り添う独立系ブ ティック運用会社
4	Hibiki Path Advisors	中小型株エンゲージメント投資	事業分析に加え、株主構造、取締役構 造などの分析により対象を選定
5	ユナイテッド・ マネージャーズ・ジャパン	集中投資型ロングショート	①構造的成長銘柄と衰退銘柄のパフォー マンス格差、②バリュー銘柄・小型銘柄へ のステージに合わせたエンゲージメント

■ あすかコーポレートアドバイザーからのフィードバック



Asuka Corporate Advisory Co., Ltd.

セッションを通じて、海外のアセットオーナーが思ったより、日本のアセットマネージャーに期待をしてくれていると気が付きました。また海外の独立系のアセットマネージャーたちも、最初は自分たちと同じような苦勞をしてきたんだとわかりました。

■ カディラ・キャピタルマネジメントからのフィードバック



最終回のA氏からは弊社の上場日本株投資戦略において、SFDR対応をしている点が良いというフィードバックをいただきました。海外、特に欧州の先進的なサステナビリティ基準を日本株に適用することが弊社の強みの1つであると考えており、このようなフィードバックをいただけたことで改めて自信を持ちました。

■ ユナイテッド・マネージャーズ・ジャパンからのフィードバック



アセットオーナーの意見は、通常のミーティングで聞かれる意見だが、よく集約できていたと思う。海外の独立系マネージャーの苦勞は私たちと似ているが、それだけの期間耐えられる資金力があると感じた。日本にも独立系マネージャーを支えることが出来るアセットオーナーの出現が必要。

■ 日本橋バリューパートナーズからのフィードバック



日本橋バリューパートナーズ

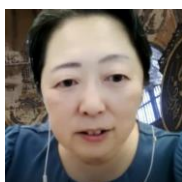
海外のアセットオーナーやゲートキーパーとの議論の場は大変貴重。特にタイプ別の海外アセットオーナーの特徴、新興運用会社としてのアピールポイントや向き合い方についての議論がためになった。最終回のA氏からは、良い点と改善すべき点の具体的な指摘をうけ大変参考になった。

■ Hibiki Path Advisorsからのフィードバック



非常に参考になった。独立系であることの強み、そして課題など様々な視点で業界の先端を行く講師の方々に語っていただき、改めて今後の道筋を考える大事なきっかけとなった。

■ 各セッションの司会を通して見えた点



講師ごとに異なるテーマであったが、参加者はグローバルアセットオーナーが求めることを積極的に聞き、回をかさねるごとに自らの投資方針の強みをうまく伝えていたと思う。講師たちの話を通じて、インパクト投資やESGは、既に伝統的な手法の投資家が用いる手法という印象を強めた。グローバルアセットオーナーは、エンゲージメントに関する具体的な話を聞きたがるようだ。参加者もうまくそれを説明できると良いと感じた。

第4章 ワークショップ

1

“自分の運用方針を貫き、 アセットオーナーによく説明をすること”



Mike Lubrano氏

Valoris Stewardship Catalysts , MD

現在、コーポレートガバナンス、スチュワードシップ、サステナビリティについてファンドマネージャーにアドバイスを行うコンサルティング会社のMD。

Lubrano氏は、2007年に、新興市場でコーポレートガバナンスに特化した資産運用会社Cartica Managementを設立したメンバーの一人であり、2019年にかけて運用資産を2億ドルから32億ドルに拡大することに成功した。

■ ファンド設立の背景と運用戦略

Carticaは、2007年に同氏を含む4名で設立された。同氏と他3名は、IFC（国際金融公社）で、投資対象企業のコーポレートガバナンスを改善する活動を行っていた。

同社の運用戦略は、エマージング国における中堅中小企業SMCについて、コーポレートガバナンスやサステナビリティを改善することで企業価値の向上が見込める企業への投資を行うことである。Cartica設立当時、米国企業を対象にコーポレートガバナンスの改善を働きかける戦略を採用する運用会社は存在したものの、エマージング国の企業を対象とする大手運用会社は存在していなかった。その一方で、

このような戦略に関心をもつアセットオーナーが存在した。Carticaは、エマージング市場を対象とする戦略を展開し、自身と同僚のIFCにおける経験を活用することで、優位性を確立することを目指した。

CalPERSは、ガバナンスにフォーカスした投資マネージャーへの支援を明確な戦略として打ち出していて、Carticaの初期の投資家として、200Mを委託することとなる。

■ 運用会社にとってのチャレンジ

初期立ち上げに係るコスト負担：立ち上げ期には運用資産が小さく、コストは固定費的に負担がかかるものもあるため、コスト管理が非常に難しい。Carticaでは、12カ国以上にオペレーションを抱えるためのコスト、ワシントンDCなどの主要都市に拠点を構えるコスト、米国SECへのコンプライアンス対応のためのコスト、など非常に大きなコスト負担を抱えていた。

トラックレコード：立ち上げたばかりの運用会社は、トラックレコードが存在しない。ほとんどの主要なアセットオーナーは3年間のトラックレコードを求めている。そのため、資産運用会社は、これらの潜在的な投資家へのアクセスができるようになるまで、3年間に耐えなければならない。

■ アセットオーナーへのアプローチ

CalPERSには、New Managers Programとよばれる新規の資産運用会社の探索プログラムが存在する。また、CalPERSには、ファンド選定のアドバイスを行う外部コンサルティング会社を使っている。外部コンサルティング会社は、ファンドマネージャーのトラックレコードや投資戦略のタイプに基づき、ファンド選定の支援を行う。Carticaも、エマージングマーケット & アクティブオーナーシップとして分類された。資産運用会社にとっては、アセットオーナーに十分に認識されたカテゴリーに分類されることがとても重要となる。

米国など主要国のアセットオーナーは、3年間のトラックレコードがないアセットマネージャーを選ぶことはない。それでも

資産運用会社は、アセットオーナーへのマーケティング努力を継続するべきである。その結果、3年がたったときには、アセットオーナー側のマネージャーをよく知っているようになる。

ファミリーオフィスや財団（エンダウメント）はアセットマネージャーの選択が、大型の年金基金などよりは、柔軟である。仮に3年間のトラックレコードがなくても、ファンドマネージャーの前職の経験や能力を考慮して、選択される可能性がある。

■ 成功のために心がけるべきこと

自社の運用方針を貫くこと：アセットマネージャーは、予め設定されたもとの投資方針と、オポチュニスティックな投資を混同しないようにしないといけない。オポチュニスティックな投資は、偶然うまくいく場合もあるかもしれないが、失敗した場合にはアセットオーナーへの説明ができなくなる。同時に、アセットオーナーに対して、投資戦略のリスクと限界について、はっきりと説明を行い、理解を求める必要がある。

マーケット状況を理解する人材の獲得：また、マーケットの状況がよくわかっていて、業界の人的ネットワークに属しているような人材は、資産運用会社にとって重要な資産である。CarticaではCIIのようなアセットオーナーのコミュニティに参与しているメンバーがいたことが成功要因であった。



“独立系資産運用会社の投資哲学や運用方針に理解を示すアセットオーナーとの関係を重視すべき”



Robert Rubinstein氏

TBLI 創業者であり現在チェアマンを務めている。

TBLIは、ESGやインパクト投資のコミュニティの活性化を目的として、約25年間にわたり、国際的なコンファレンスやサミットを開催し、教育やアドバイザリー業務を行っている。

■ 投資環境の変化

プレゼンテーションでは、経済環境や投資環境が大きく変化していることが説明された。エマージング諸国の経済成長に伴う資源制約によりESGへの関心が高まり、パーパス、サステナビリティ、フィランソロフィーに関心をもち投資と結びつけようとする動きがアセットオーナーで起こってきた。この結果、ESG投資、サステナブルファイナンス、グリーンボンドの市場規模は拡大し、例えば、ESGの成長は50兆ドルに達した。

■ ティア1 資産運用会社に集中する市場構造の問題

しかし、このようなアセットオーナーの運用資金の受け皿になっているのは、主として、グローバルで大規模に活動するティア1の資産運用会社である点が、独立系資産運用会社にとっての障壁になっていることが指摘された。ティア1資産運用会社は、レピュテーション、トラックレコード、リサーチなどの体制で優位にたつからである。

責任投資でアセットオーナーがファンドマネージャーに確認

する質問が存在し、例えば、ESGファクターが組み込まれているかどうか、について資産運用会社は回答する必要がある。このような質問について、問題なく回答できるのは、ティア1資産運用会社となり、ほとんどのアセットオーナーは、ティア1のマネージャーを選ぶことになってしまう。独立系資産運用会社は、仮に責任投資の質問にすべて回答できたとしても、ブランド力がないため、アセットオーナーに選ばれるのは難しい。

■ 独立系資産運用会社がマンドートをとることの難しさ

その一方で、独立系資産運用会社には多くの利点があることが指摘された。経営層へのアクセスが可能であること、人材の連続性、運用の柔軟性、ハングリーさ、であり、何より、ESGへのコミットメントについて優位に立てる可能性がある。

参加者から、先進的なESGに取り組みを行っているアセットオーナーの運用を行っていたが、その後関係は解除されたとの経験が紹介されたが、講師からは、アセットオーナーを選択することが重要であり、小規模で、独立系資産運用会社の運用方針や哲学に理解を示すアセットオーナーと付き合うことが必要との見解が示された。

■ アセットオーナーに選ばれるために行うべきこと

規模の小さい独立系資産運用会社にとって、アセットオーナーとの関係構築のために行うべきことに関する論点が紹介された。第一に、アセットオーナー自身は学習の機会を求めている、独立系資産運用会社がアセットオーナーへの情報提供の機会をもつべきであることが紹介された。独立系資産運用会社は、独自の運用方針・哲学をもっているのも、それと合致するアセットオーナーとの関係を重視すべきだ。ま

た、ファミリーオフィスのように柔軟性が高く、エンゲージメントに関心をもつようなところとの関係構築を選択的に狙うというアイデアも紹介された。

Benefits of IAM

- Direct access to management
- Continuity-Owners don't move often
- More personalised
- More flexibility in choice of products
- Often more authentic
- More Hungry

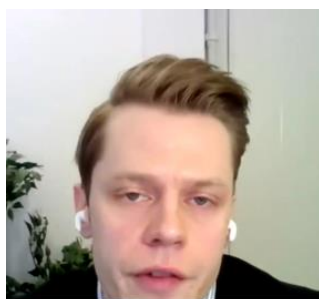


Following guidelines PRI
gets institutional clients?



3

“医薬品アクセスに着目した 医薬品業界へのエンゲージメント”



Bram Wagner氏

中低位所得国における医薬品へのアクセスを促進する活動を行うNGOであるAccess to Medicine財団（以降ATM財団）の投資家エンゲージメント・オフィサー。主として、医薬品企業へのエンゲージメントの促進に関わっている。



Parag Nimbolkar氏

中低位所得国における医薬品アクセス向上を目指し、医薬品企業のパテントを活用したビジネスモデルの構築を行うNPOであるMedical patent pool（以降MPP）に所属する。医薬品アクセス改善を目指し、ライセンスの提供やパテントのプールの活動をしている。

■ 医薬品企業にとってのマテリアリティとしての医薬品アクセスとATM財団の情報提供

講師からは、医薬品アクセスの改善が企業価値の向上と関連するため、アセットオーナーにとっても、医薬品アクセスはマテリアリティであることが主張された。特にコロナ禍後に、関心がたかまっており、ATM財団では、医薬品企業の医薬品アクセスへの取り組みに関する指数化とインデックスを提供している。また、医薬品企業におけるエンゲージメントやスチュワードシップについて、ベストプラクティスの情報を提供している。

■ アセットオーナーにおける取り組み

オランダの年金基金であるPGGMは、運用資金が医薬品企業へのエンゲージメントやサステナビリティにどのように役立てられているか、についてのレポートを発表した。この中で、アセットマネージャーが何を求められているか、についての

記載もなされている。このようなアセットオーナーの動きを考慮し、資産運用会社でも医薬品アクセスへの考慮が必要になってくると指摘された。

■ サステナビリティを重視したMPPの活動

MPPは医薬品企業が保有するパテントやライセンスを活用することで機能する持続可能なビジネスモデルであり、医薬品企業はロイヤリティ収入を獲得することができる。そのため、寄付やCSRとは一線を画している。これを明確にするために、パテント提供によってパテントホルダーが受けうる経済的価値を定量化している。例えば、市場投入までの時間がどれだけ短縮されるか、患者基盤の拡大効果、ブランド認知力の向上、従業員との関係改善、潜在的な売り上げ効果、などの指標を評価し、パテント提供がもつ経済効果をいろいろな軸で分析している。

■ ATM財団のポリシーに関して、アセットマネージャーとアセットオーナーの適合性の課題

参加者から、ATM財団が設定する方針を理解するアセットマネージャーは、どのようにアセットオーナーを探すべきか、との質問がなされた。講師からは、アセットオーナーとアセットマネージャーが互いを見つけることは難しいという現状が説明された。アセットマネージャーとアセットオーナーが適合していない現状があり、これが課題となっていることが指摘された。

■ 財務的リターンとESG効果のダブルマテリアリティの課題

参加者からは、運用するESGエンゲージメントファンドにおいて、財務的リターンとESGの観点での効果の二つを追求するダブル・マテリアリティでは、将来予測が非常に難しいという指摘がなされた。この指摘に関連し、実際に医薬品業界での成功事例について質問された。講師からは、良い医薬品をもっているにもかかわらず医薬品アクセスが確立できていない中小企業をターゲットにする事例が紹介された。ある英国の医薬品企業は、HIV関連製品を中低所得国に展開することに苦労していて、ATM財団と連携することで、ATM財団が政府との交渉を担うことで、結果的にこの医薬品企業は中低所得国での売上を拡大することに成功した。

また、上場企業の場合、ライセンスングや医薬品アクセスの効果を定量化することはかなり難しいが、自前の分析

手法を持っていることが多く、これらの企業ではATM財団の提供するインデックスと組み合わせて活用している事例もある。

■ エンゲージメントにおけるアセットオーナーとアセットマネージャーの連携

ATM財団のメンバーであるアセットオーナーとアセットマネージャーとのエンゲージメントにおける連携の実態について質問がなされた。ATM財団では、約140の署名があり、数社のリードインバスターが企業とのミーティングの責任をもち、コラボレイティブ・エンゲージメントを行う。この中で、対話がなされ、医薬品企業におけるガバナンスの議論も取り上げられる場合がある。

■ 医薬品業界のグローバル性に着目したアプローチ

参加者からは、医薬品業界への投資は知識面での困難が伴うものの、グローバルに知識の共通性が高いため、アセットオーナーと共通の理解を得ることが容易であるかもしれない、との感想も聞かれた。

日本企業のガバナンスは特殊性も高いため、アセットオーナーへの理解を得ることに時間がかかる。これと比較したときに、医薬品業界は知識ベースを整えることに成功すれば、アセットオーナーからマンドートをとることは容易かもしれない。

Case study: PGGM's pension fund and access to medicine



- Acknowledge role of healthcare companies in SDGs
- Find this important as a pension fund
- Asset owners increasingly looking for evidence of sustainability
- Beneficiaries working in health and welfare sectors
- Increasing client and regulatory demand



Global Goal #3 focuses on access to healthcare and affordable access to medicines, so we look at how companies are doing on

“アセットオーナーにおけるインパクト投資の 目的に合致した関係構築が重要”



Sean Gilbert氏

インパクト投資のネットワーク構築を目的とするNPOのGIINのチーフ・インベストメント・ネットワーク・オフィサーである。GIINはインパクト投資業界に関するリサーチやナレッジベースの構築、インパクト・パフォーマンスの測定や評価のツールを提供するコミュニティを構築している。

■ アセットオーナーと目的を共有する必要性

サステナブルファイナンスによって変化がでてきている。2018年・19年には、インパクト投資は自らの投資による現実世界での成果だった。それがここ数年で、多くの投資家が「インパクト」という言葉を使うようになってきた。だからアセットオーナーに対し、「インパクト」という言葉で何を意味しているかについて、しっかりと話をすべきだ。「インパクト投資」とは、どのようなインパクトの成果を追求するかが明確で、それを実現するような投資戦略とポートフォリオが設計されていることを言う。低炭素移行への加速、高齢化社会への対応、地方創生や、ベーシック・ニーズへのアクセス、など様々なものがあり得るが、まずはアセットオーナーの意図を明確に理解する必要がある。そのうえで、投資目的の優先順位、投資ユニバース、投資のタイムフレームを明確にする必要がある。更には投資戦略に基づき「パフォーマンス・フレームワーク」をもち、「期待リターン」について、アセットオーナーとアセットマネージャーの間で認識が共有される必要がある。

■ アセットオーナーのタイプによるインパクト投資戦略の違い

また、アセットオーナーのタイプによっても、インパクト投資の戦略について違いが生じる点には注意が必要である。

インパクト投資は、歴史的にファミリーオフィスやファウンデーションから始まったが、これらのアセットオーナーは柔軟性が高いため、リターンを一定程度あきらめても、インパクト目的を追求する傾向がある。一方で、年金基金や保険会社などでは、リターンの制約が強いため、インパクト目的に伴わせて、財務的な認識の共有も必要となる。

■ アセットオーナーが求めるもの、アセットマネージャーが取り組むべきこと

多くのアセットオーナーがSDGsをインパクト投資としてとらえているような状況に変化が生じるのかどうか。この問いに対し、講師からは、変化はゆっくりとして動きになるだろうとの回答がなされた。しかし、アセットオーナーにおけるマインドセットの転換も重要と主張された。SDGs全体を目的とするのではなく、特定のテーマにフォーカスをあえて、投資戦略や投資ポートフォリオを考えるというアセットオーナーが出てくる可能性もある。

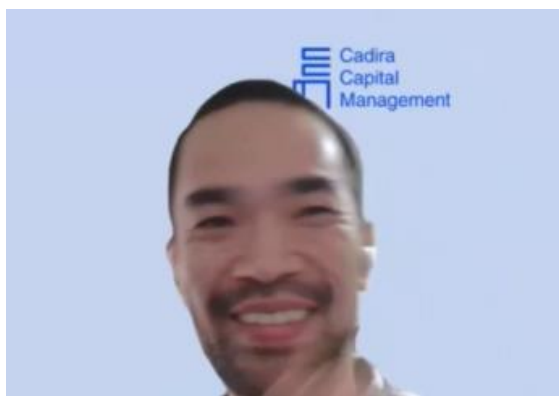
米国におけるアンチESGの動向については、ESGが政治化したことについては事実であるが、インパクト投資については特に問題化していないことが説明された。そのため、インパクトから議論を始めるほうが、投資やソリューションの話をしやすい。

とはいえ、気候変動であれば対処方法がある程度わかっているが、構造的な不平等とかベーシック・ニーズなど、特定の国や地域での対応については詳しい人と、そうでない人

がいる場合がある。（日本にいる独立系資産運用会社も含む）日本での投資機会に詳しい人にとっては機会があるかもしれない。

財務的ファクターと非財務ファクターの両方を追求することの難しさについて、リターン、リスク、コリレーションなど従来の財務的ファクターに加えて、インパクトリターン、社会的リターン、環境的リターンなどの別種のファクターが加わったものと考えべきとの説明がなされた。複数のリターンを想定して、それらをトラックすることで、投資がうまくいっているかどうかを判断すべき。

また、規制ルールが早いスピードで変化している。多くのレポートが求められ要求事項や地域によって異なっている。また人々の関心も変化していることには注意をすべきだ。



“エンゲージメントによる日本企業と 独立系資産運用会社の成長の可能性は 大きい”



Benjamin McCarron氏

Asia Research and Engagement, (以降ARE) MD 創設者
ARE は、機関投資家エンゲージメントを通じて、コーポレートの変化の触媒となることを目指す団体であり、現在メンバーは12団体、参加メンバーの運用資産総額は、\$ 7 trillionドルである。

エンゲージメント対象企業は、銀行セクター、フードセクター、パワー、スチール、など140社（今年は162社）であり、主として、エネルギー・トランジション、プロテイン・トランジションの二つのエンゲージメントプログラムを推進している。

■ 成果主体のエンゲージメント

エンゲージメントの活用には、投資ファンドによって、2種類の方法がある。一つ目は、エンゲージメントをアルファ創出のために活用し、エンゲージメントを投資テーマ (investment thesis)の一部であるとするファンドである。このようなファンドでは、投資対象の企業は、戦略変更によって価値を創出する可能性があるかどうかによって、選択される。二つ目のファンドでは、株式選択が第一の検討事項であり、エンゲージメントは、株式購入後に更なる価値創出にむけて、付加的に活用される可能性もある、という考え方をとする。

エンゲージメントを株式選択の一部とするファンドについては、企業戦略やガバナンスに焦点をあてる事例が多く存在し、サステナビリティに焦点をあてることはあまりない。AREでは、企業からサステナビリティの成果を引き出すことを求める投資家との連携を目指している。つまり、我々は投資リターンはそれほど重視していない。

■ エネルギーとプロテイン

AREでは、エネルギーシステムとプロテインシステムの課題に対応すべくアドボカシーの活動を行っている。これは、アジア企業における当該分野での理解がまだ不十分であり、価値提供の余地が大きいという判断に基づくものである。

その一例が、エネルギー・トランジションの一環としてのアジアの銀行へのエンゲージメントである。日本の銀行については、AREの参加投資家は株主総会決議に注目し、みずほ銀行や三井住友銀行などの大手銀行と関連事項について直接話し合おうとした。シンガポールでは仕組みが異なり、OCBCやDBSを含め、非公式なミーティングや株主総会での質問が行われることもあった。

プロテインは食品システム全体で最も影響が大きい分野である。投資家が重要視する問題は複数ある。抗生物質の使用、労働基準、化学物質の使用、乱獲、森林破壊などである。定義が曖昧であるため、AREは投資家と協力して、2030年におけるタンパク質の目指すべきビジョンを策定した。AREは、プロテイン・トランジション・プラットフォームを設立し、このビジョンを推進するために投資家と連携している。

■ AREと同じ運用方針をもつ独立系資産運用会社が成長する可能性

AREが行っているアドボカシーと同様の運用方針をもつ独立系資産運用会社が、どのように成長することができるか、について、参加者から質問が提示された。

講師からは、二つの独立系資産運用会社の成功事例が紹介された。一つは、定量化されたアプローチ（クオンツ・モデリング）を用いて、エネルギー効率性や労働基準などを分析・評価し、企業の収益性との関係を統計的に解析するという運用手法をもっていた。この会社は、数十年で急速に成長し、2011年時点で100MDoll程度だったAUMが現在はビリオンレベルとなっている。もう一つは伝統的なアクティブ運用だが、サステナビリティに強いソリューションを持つ企業にフォーカスしているため、ブティックとして急成長している。

■ 独立系資産運用会社にとってのチャレンジ

独立系資産運用会社にとってのチャレンジに関する参加者からの質問について、講師から説明がなされた。

そもそものチャレンジは、機関投資家に販売する上での関係構築である。シニアレベルでの適切な人的関係が必要であり、しかもその関係性が属人的なものではなく、制

度化されていないといけない。このような関係の構築と維持には、投資会社側にチャンネル構築や人材採用などのリソースが必要となる。しかもこれをグローバルで展開しないとけない。

また、アセットオーナーには、ボックスチェックによるマネージャーセクションがまだ多く、投資会社には、レポートイング対応や、そのために割かなければならないリソースの考慮が必要となることも指摘された。アセットオーナーは四半期や月ごとに状況がかわるため、対応方法の柔軟性も必要である。

■ 日本株への関心

日本株へのグローバルアセットオーナーからの関心について議論があったが、講師は、ガバナンスの改善によって日本市場の認知度が向上したと述べた。また、グローバル・サプライチェーンの再構築に伴い、中国から日本への配分が変わる可能性もあると述べた。

また、日本における、人口減少、国内市場の縮小、企業における国際化・国際進出の必要性、などの特有の課題から、企業は海外に拡大するか、海外企業に買収されるか、の厳しい選択を行う岐路にたたされており、ここにエンゲージメントの可能性があることが指摘された。



アセットオーナーダイアログ



欧州の公的年金から、日本の独立系資産運用会社の投資方針の説明がうまく伝わっているか、について、アセットオーナーの視点でのコメントをいただいた

■ あすかコーポレートアドバイザリー

中小型企業特化のバリューアップ戦略のファンドであり、エンゲージメントで企業の価値を向上させることを目指している。

詳細なリサーチ活動にもとづき、企業に対する戦略オプションを検討し、企業の経営者に提案する。スコープはファイナンスや競争戦略、グローバル戦略、マーケティング戦略と幅広く見ている。

ESGファンドを出しているが投資対象は、純粋にESGの観点でえらんでいるわけではない。財務的なパフォーマンスと、ESGのKPIの中でも企業価値にむすびつくようなものに注目している。20年ほど前は、エンゲージメントは非常に困難だった。現在では、東証のPBR一倍以下の話もあって、企業は対話を受け入れやすくなっている。

■ 日本橋バリューパートナーズ

バリュー投資を行っている。シンプルなストラクチャーであるため、アセットオーナーとの長期のパートナーシップを組むことができる点が特徴である。日本株のバリューと配当能力に関するオポチュニティをとらえることを目指す。また日本ではコーポレートガバナンスに関するプレッシャーが大きくなっている点で投資機会が増している。

独立であることにより、戦略に集中でき、アセットオーナーと利害関係を一致させることができる。メンバーは起業前大手で運用については十分な経験をもっている。大企業だけでなく、中堅企業もウォッチの対象にしている。

■ 講師からのコメント

戦略と、戦略の背景になっているフィロソフィーを語った点はとても良い。年金等アセットオーナーは、やっていることだけではなく、考えていることについても、関心をもつ。エンゲージメントを重視したファンドということで、SME企業への経営支援を行っている、という話は興味深い。

しかし欧州の投資家にとっては、日本のSMEへの投資が、どういう意味をもつのか、について理解することは難しい。幅広いアジアのポートフォリオをもつ、ということであれば、理解しやすい。日本株へのエクスポージャーを増やすことへの関心は、現在大きくなっているが、SMEということになると、その意味合いをもう少し説明することが必要と思う。アジア全体のポートフォリオと比較して、日本のSMEのポートフォリオをもつことによる投資家のベネフィットを、もっと説明すべき。

■ 講師からのコメント

ファンドの独自性について説明があるのは良かった。投資戦略（ディープバリュー・ストラテジ）についての説明も良かった。また、独立前の長い経験についての説明も良かった。

独立前にはできず、今できるようになっていることの説明があるのもっと良いと思う。セクターバイアスがないことや、中堅企業を対象にしていること、ガバナンス改革についての視点など、が良かった点だと思う。中堅企業セクターへの投資が、大企業セクターへの投資よりも、高いリターンを示したような具体的な事例があるのもっと良かった。アセットオーナーとのAligned interestの観点は非常に重要だ。

■ カディラキャピタルマネジメント

長期的な価値を与えることを目指していて、サステナブル投資にフォーカスしている。EUのA9、UCITSファンドを運用している。投資戦略は、①伝統的なバリュー投資にインパクトをインテグレーション、②エンゲージメントの活用、③自前のバリュー評価、の3点。サステナブルになる可能性のある企業を対象としている。企業の外部経済性（エクスターナリティ）に着目し、非財務情報のモニタリングしている。

エンゲージメントは時間がかかるため、自前の価値評価ツールを開発した。2名のポートフォリオマネージャーは20年以上の投資経験とサステナビリティに関する経験がある。パイオニア精神があり、インパクト分野ではGIINや日本の当局との協議等推進中。ネガティブインパクトには、SFDRのグローバルフレームワークを参考にして、人権ポリシー、環境ポリシー、GHGエミッション、リニューワブルエナジーなどの要素をインパクトに組み込んでいる。ポジティブインパクトには、IIRCのインテグレートド・フレームワーク、IMP（インパクトマネジメントプロジェクト）を参考にしている。

■ 講師からのコメント

プレゼン資料を使った説明がとても効果的だった。すでに欧州投資家をクライアントにもっていることや、SFDRやA9への対応ができていることの説明は、ファンドの特徴をつかむうえで、大変参考になった。

大企業への投資を行う場合には、ファンドの持分が相対的に小さくなるため、経営層とどのような対話を行っているかをもっと知りたい。

インパクトの測定について、どのような数値を用いているかについて関心がある。アセットオーナーもインパクトを議論するときに、SFDR、IMPなどを参照しているので、これらの話題にふれるのは良いことだと思う。

■ UMI（ユナイテッド・マネージャーズ・ジャパン）

マーケットニュートラルで集中投資型のロング・ショート戦略。ロングもショートも30社程度であり、ロング対象は、シンガポール時代のAPSでの運用と同じで、構造的成長銘柄、シクリカル銘柄、バリュー銘柄の3つのカテゴリーから1/3ずつ投資している。マーケットとの認識ギャップに着目するため非効率性が高い中小企業が中心。この領域では、良い投資対象を見つけやすい。逆にショートサイドは流動性も加味するので大企業が中心。

ロングサイドではカテゴリーによってエンゲージメント手法を変えているが、効率性を重視しているので例えばシクリカル銘柄についてはエンゲージメントは行わない。エンゲージメントは、バリューカンパニーにたいして、バリュートラップを抜けるための施策を提案する、小型の成長銘柄に対してはマーケットでの理解が不十分な場合が多く、企業のIRを支援している。

■ 講師からのコメント

日本の中小企業マーケットの非効率性に着目した明確な戦略だと思う。ロングショート戦略の中で、ロングのほうで効率性を重視したエンゲージメントを使うという点は興味深い。

中小企業の場合、アナリストのカバレッジもない場合があり、マーケットの実態が知られていないので、このような企業を支援してマーケットでの認知を高めるという考えは有効だと思う。欧州や米国の年金や保険などのアセットオーナーにとっては、中小企業を投資対象とするのは、ニッチストラテジーであり、投資の意思決定は難易度が高い。なぜ、日本の中小企業向けのファンドに投資すべきなのか、という質問が常に生じる。アンダーバリューされている会社があって、投資機会があるということをしっかりと説明できないといけない。

第5章

成果と今後の取り組み

■ 今回の活動の成果

日本の独立系資産運用会社は海外から比べるとサイズが小さいところが多く、海外のアセットオーナーもサイズが弱みであると認識している。参加者のような長期投資、企業価値向上を目指すエンゲージメント型の投資家には、すべての講師がアセットオーナーとアセットマネージャがともに議論する場に入っていくことの重要性を指摘したが、日本にはあいにくそのような場が少ない。一方海外のアセットオーナーは潜在的に日本株に興味があっても、情報を得る機会がないことは、エンゲージメントを強みとする投資家にとってはチャンスであること、またどのような投資であれESGの要素が必要であり、それらに特化することも、強みとなるという点も確認された。

■ IMC第2期に向けて

IMCでは2024年7月－9月に予定する第2フェーズで、アセットオーナーも交えたディスカッションやアセットマネージャの投資方針のカテゴリー化などに取り組む予定。

また2024年夏に金融庁が予定をしているアセットオーナー・プリンシパルに対し意見発をしていきたいと考えている。

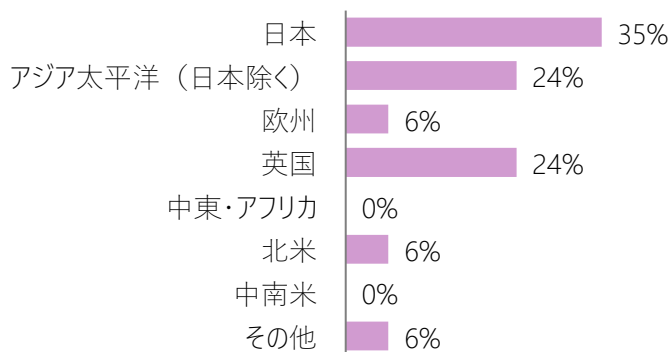
■ 参考）資産運用立国プランのこれまでとこれから

- 2023年6月16日、政府は「[骨太方針2023](#)」を閣議決定し「[資産運用立国](#)」という政策プランを始動した。
- 10月5日、金融審議会「資産運用に関するタスクフォース」が第一回目の会合を行い、12月12日には[報告書](#)を公表した。
- これを受けて各金融グループは、「資産運用ビジネス高度化に向けた取組み」の計画をたて2024年1月公表までに各HPで公表を行った。そのサイトは金融庁HPで公表された。
https://www.fsa.go.jp/policy/pjlamc/initiativesbythefinancialindustry/01_list.xlsx
- 金融庁は2024年夏に、アセットオーナープリンシパルを構築する準備を進めている。

(2024年4月現在)

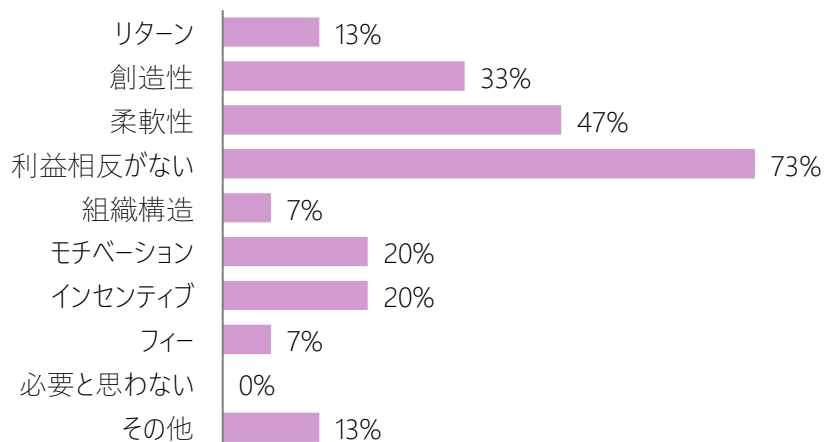
付属 アンケート結果

回答者の勤務地は？

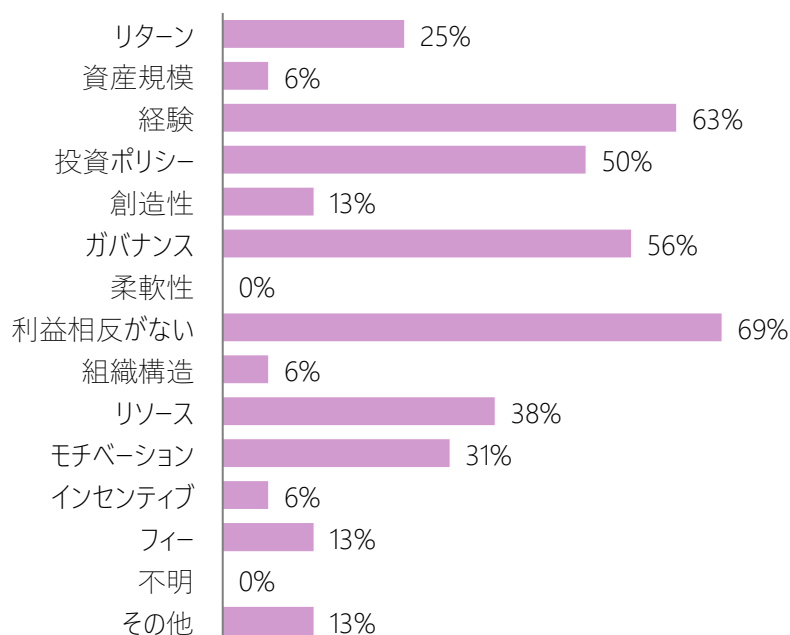


独立系資産運用会社が日本に必要と思うか？ 思う場合、その理由は？

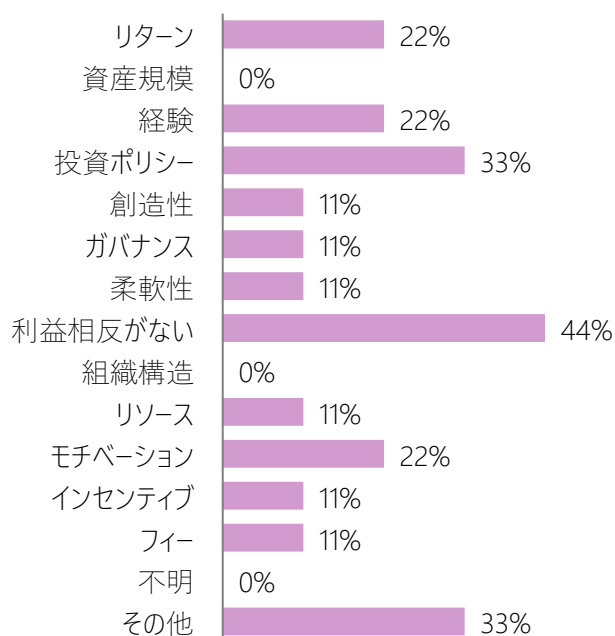
注）現在あるいは過去にアセットオーナーであった場合、アセットオーナーの経験から回答
アセットオーナーの経験がない場合は、一般的な見地からの回答



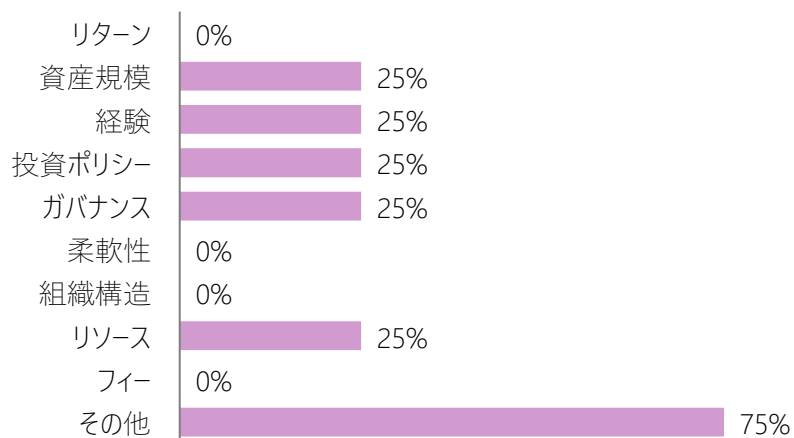
■ アセットマネージャーを選ぶときに最も重要と考える点は？



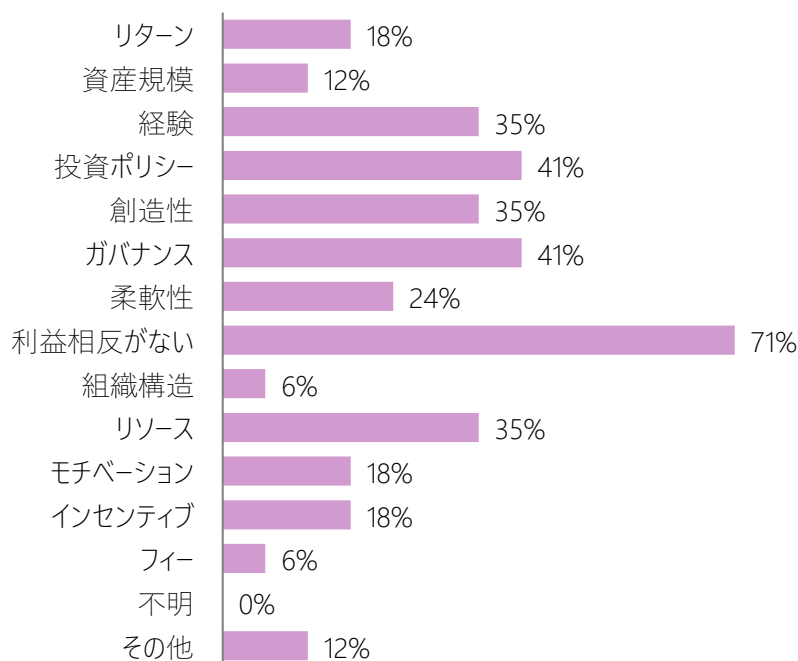
■ 独立系資産運用会社を使っているか？ 使っている場合、その理由は？



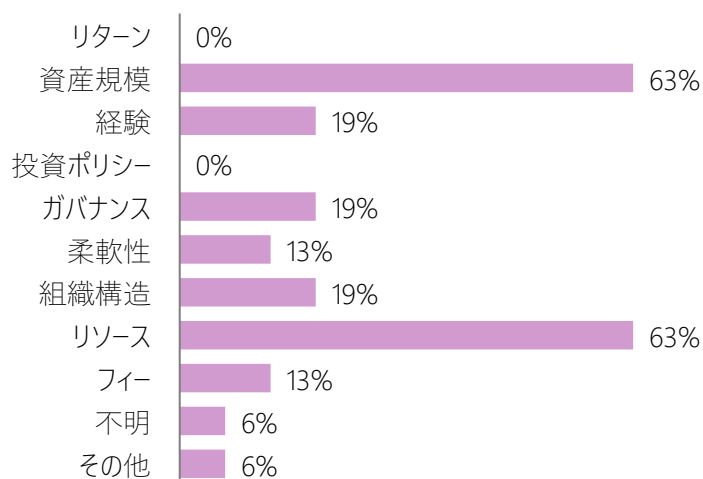
独立系資産運用会社を使っていない場合、その理由は？



独立系資産運用会社の強みは何だと思うか？



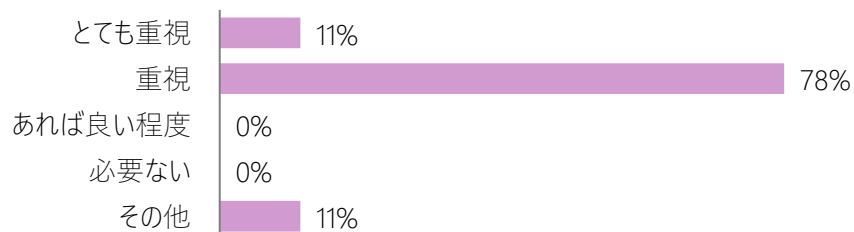
独立系資産運用会社の弱みは何だと思うか？



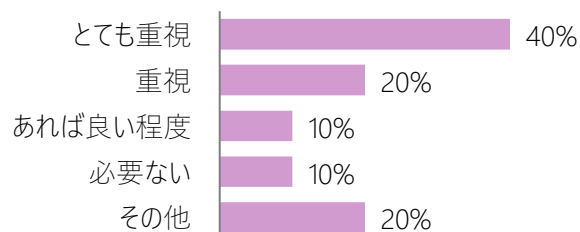
独立系資産運用会社を使うことに関する、アセットオーナーにとって重要な関心事項は何だと思うか？

- ESG投資に関するマンドートに対応する能力があるか
- アセットマネージャーとしてのデューデリジェンスや認定を終えた後の、ガバナンスや投資フィロソフィーの執行能力
- 何が提供できるのかを理解するためのトラックレコード専門的な管理能力（小規模運用会社は保有していない場合がある）
- インテグリティ、マーケットショックに対応する能力
- 規模が拡大すると、当初の起業家精神を失うこと
- 財務的健全性
- 経験不足やリソース不足
- レピュテーション
- インフラ、安定性、コンプライアンス

ESG、ガバナンス、インパクトをどの程度重視しているか？



SFDRなどのディスクロージャー規制に係る要求について アセットマネージャーが順守することをどの程度重視するか？



日本の資産運用業界が取り組むべき点は何だと思うか？

- 投資戦略やフィーの透明性に関する明確でわかりやすい情報の提供
- イノベーション、マネジメントの対応力、競争
- 独立性（利益相反が多い）
- コーポレートガバナンスの実行力
- スチュワードシップ
- 国内アセットマネージャーの統合
- 伝統的に日本のアセットマネージャーは金融機関グループの子会社であったが、この状況は変化しつつある。独立系資産運用会社が成長しつつあり、投資アイデアや投資スコープで選択肢を提供することで、業界や顧客に良い影響を与えている

日本の独立系資産運用会社を強化するために、 日本の資産運用業界が取り組むべきことは何だと思うか？

- 大規模なアセットマネージャーが、小規模・独立系AMや規制当局と協働し、継続的な対話、ベストプラクティスの共有を行うこと
- スタートアップ・インセンティブの導入や、投資コンサルタントの活用
- インフラの構築（専門的アドミニストレーション機能）
- メガ金融機関やコングロマリットにのみフォーカスするのではない、成長機会の検討
- ファンドの管財人や独立系資産運用会社の取締役としての独立取締役
- 小規模な独立系資産運用会社を経営することを容易にするような、ミドル・バックオフィスのアウトソースの活用
- サポート
- 金融グループの中の機能としての資産運用会社と、独立系の資産運用会社は、それぞれに強みと弱みを持っているので、双方をもつことが必要

調査概要

調査名	独立系資産運用会社に関するアセットオーナーの視点
調査目的	日本の独立系資産運用会社に関する国内・海外のアセットオーナーの関心や重視する点の把握
実施時期	2023年12月から2024年1月
実施方法	個別に、あるいは、投資家団体などを通じ、電子メールによる送付
調査対象	国内・海外のアセットオーナー等
主な調査項目	・独立系資産運用会社の必要性 ・独立系資産運用会社を選択する際に重要と考える点 ・独立系資産運用会社の強み・弱み ・独立系資産運用会社に関するアセットオーナーの関心事項 ・日本の資産運用業界が取り組むべき課題