

金融審議会 金融分科会 市場制度ワーキング・グループ
資産運用に関するタスクフォース



資産運用立国に向けて

エクイティプレイヤーを爆発的に増やし、大型化する

2023年10月3日

みさき投資株式会社

中神 康議

本日の内容



1. 若干のマクロな視点
 - いま、なぜ、エクイティプレイヤーの拡大と大型化が必要なのか
2. エクイティプレイヤーが爆発的に生まれ、大きく育っていくための「リアルなハードル」とは何か？
 - 投資運用事業の基本特性
 - 起業時、そして現在、運用ベンチャーが実際に直面する障害群
3. エクイティプレイヤーの拡大と大型化に向けて
 - 現場のリアリティを踏まえた提言

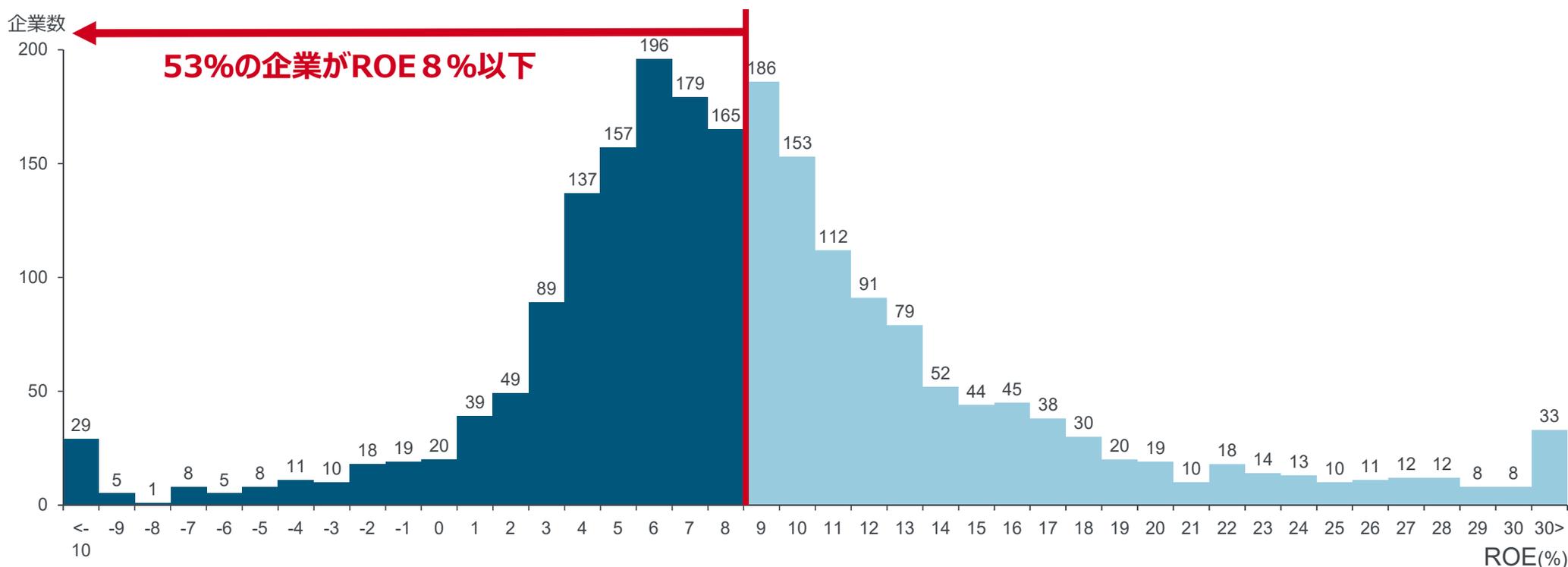


- ✓ 1. 若干のマクロな視点
- 2. エクイティプレイヤーが爆発的に生まれ、育っていくための「リアルなハードル」とは何か？
- 3. エクイティプレイヤーの拡大と大型化に向けて

「資産運用立国」にあたっての大きなハードル



TOPIX構成銘柄の資本生産性（過去10年平均ROE）の分布



- 拠って立つホームマーケットで、過半が「株主資本コスト割れ企業」とであるという現実
- 加えて、パッシブ比率が高まることによる「対話機能の低下」

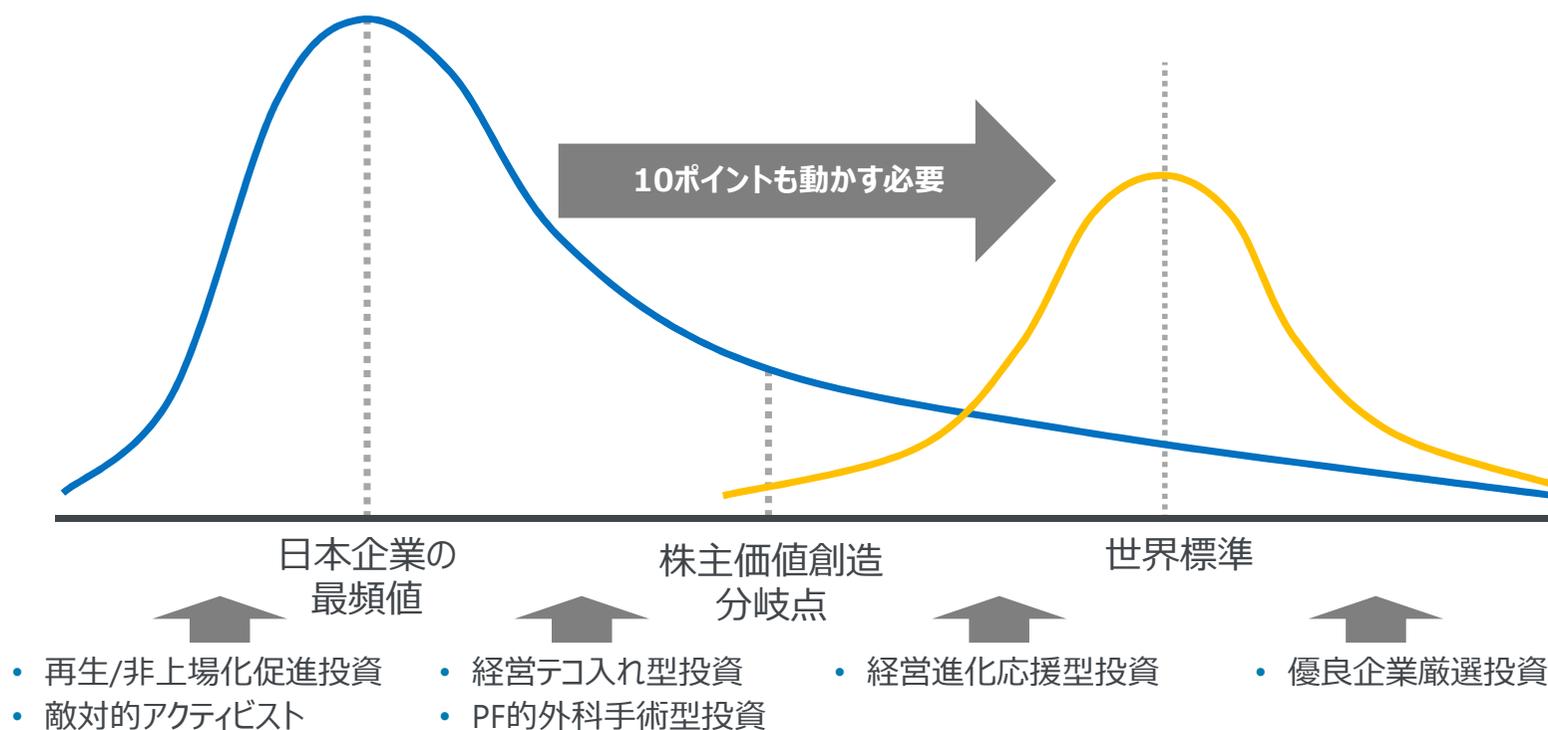
Note: 2022年12月時点のTOPIX構成銘柄の過去10年間ROE(実績)の平均値の分布

Source: Bloomberg, みさき投資

資産運用立国への本質的課題



- 「山」全体に働きかけたり、既存大手アセマネ会社の進化を促したりすることも重要だが...



- 多様なエンゲージメント型プレイヤーが爆発的に生まれ、それぞれのスタイルで経営に働きかけなければ、拠って立つホームマーケットの正常化は起きず、「立国」も短期回転売買を主流としたものになりかねない

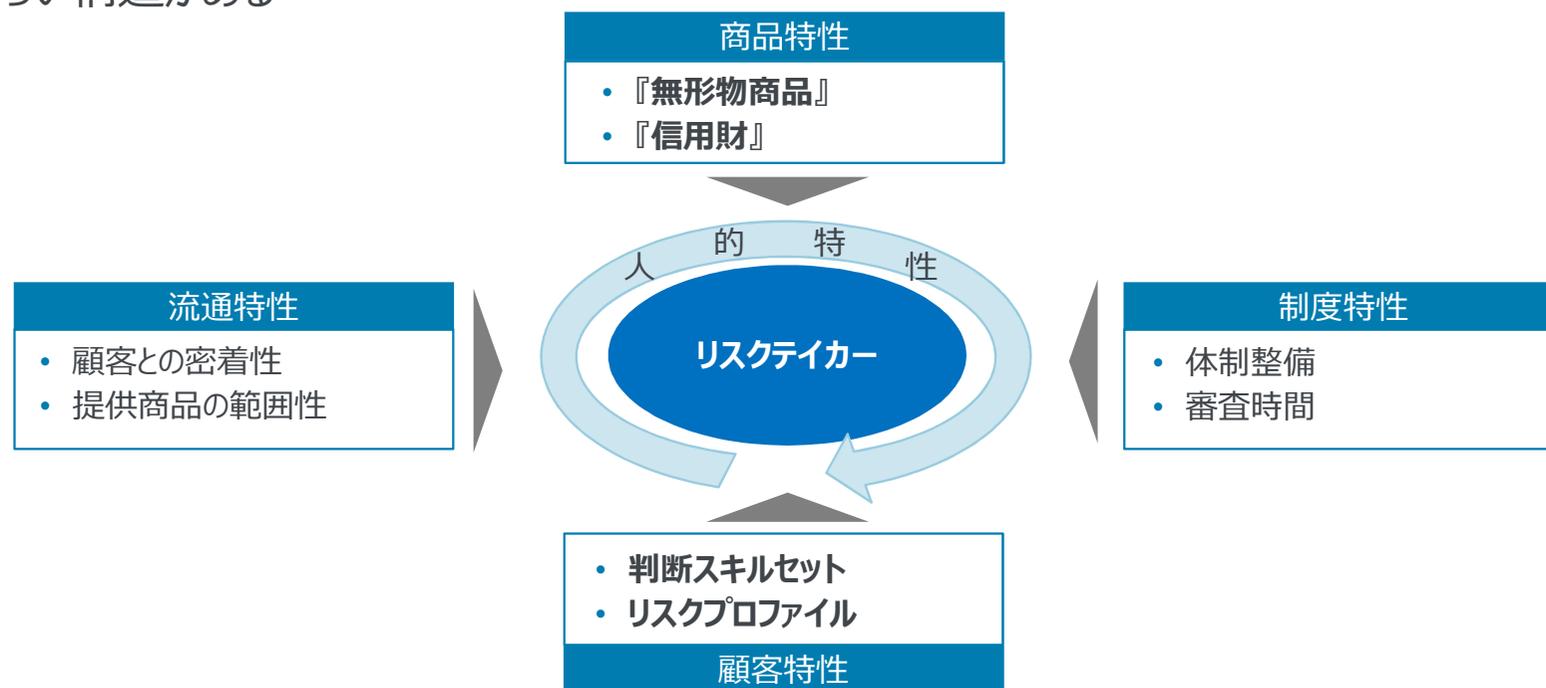


1. 若干のマクロな視点
- ✓ 2. エクイティプレイヤーが爆発的に生まれ、大きく育っていくための「リアルなハードル」とは何か？
3. エクイティプレイヤーの拡大と大型化に向けて

資産運用というビジネスの基本特性



- （我が国に限らず）資産運用事業には、運用スタートアップが生まれづらく、仮に生まれたとしても大きく育ちづらい構造がある

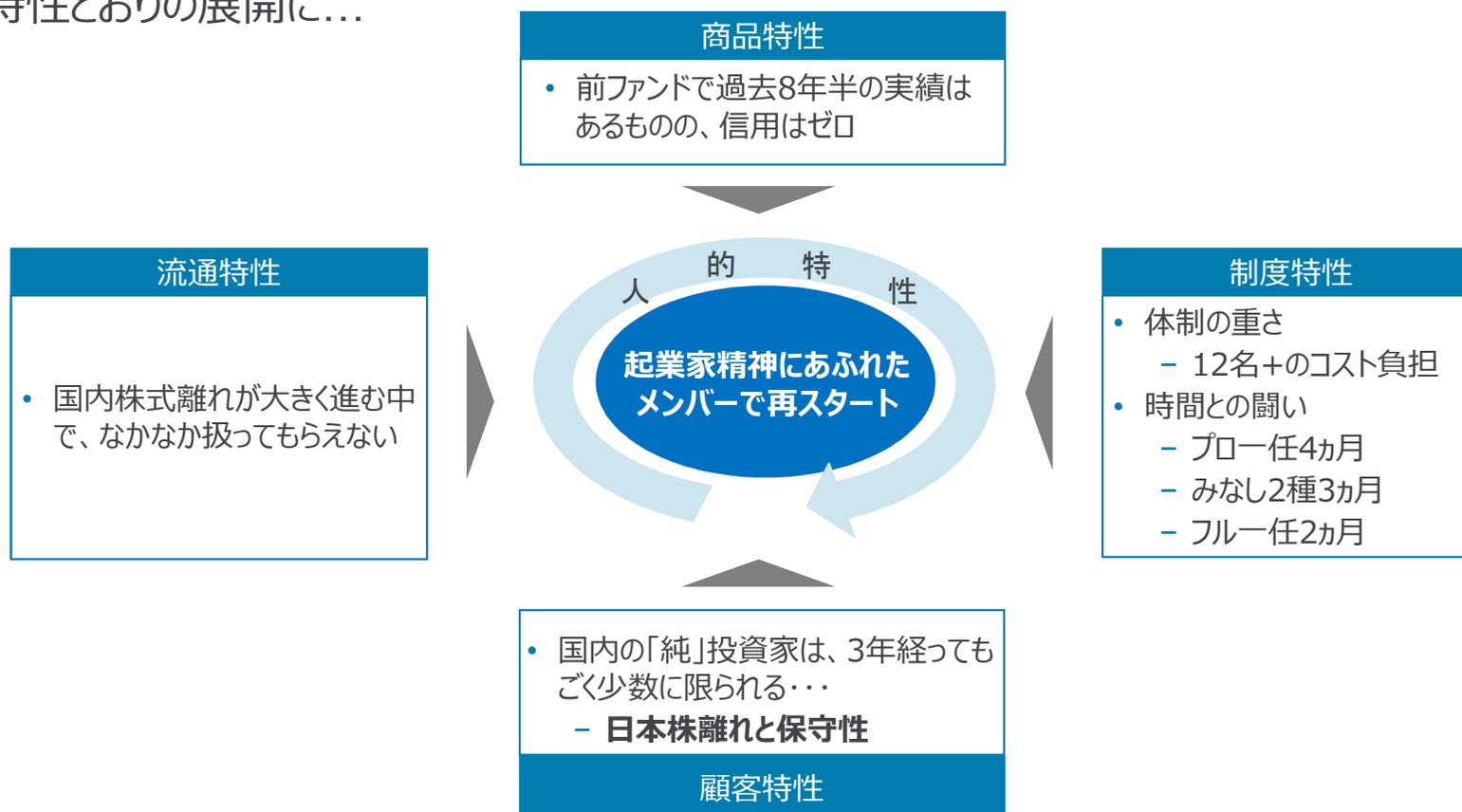


- 自由競争に委ねていては、「市場の失敗」が起きやすい事業特性
 - アセットオーナーの保守性は、特に問題を重くしがち

エクイティプレイヤーを作った私たちの実体験【会社設立3年時点】



- 基本特性どおりの展開に...



- 約7割が海外長期資金の構成に
 - 「日本のアセットマネージャーによる、日本企業へのエンゲージメント投資」で産まれたリターンは海外へ

エクイティプレイヤーを作った私たちの実体験



- 数々の危機
 - ローンチ（ファンド設定・シードマネー）の危機
 - 会社のBSの危機
 - 個人のBSの危機（≡ 家庭の危機 and/or 仲間割れの危機）
 - 個人の体力の危機 …
- 曲がりなりにもここまで来られたのは、**実感としては『奇跡』**に近い
 - ミドル・バック人材が最初からコアメンバーだった
 - 大手金融機関、経営コンサルティング会社からシードマネーが出た
 - 各界を代表する第一人者の方々からの応援

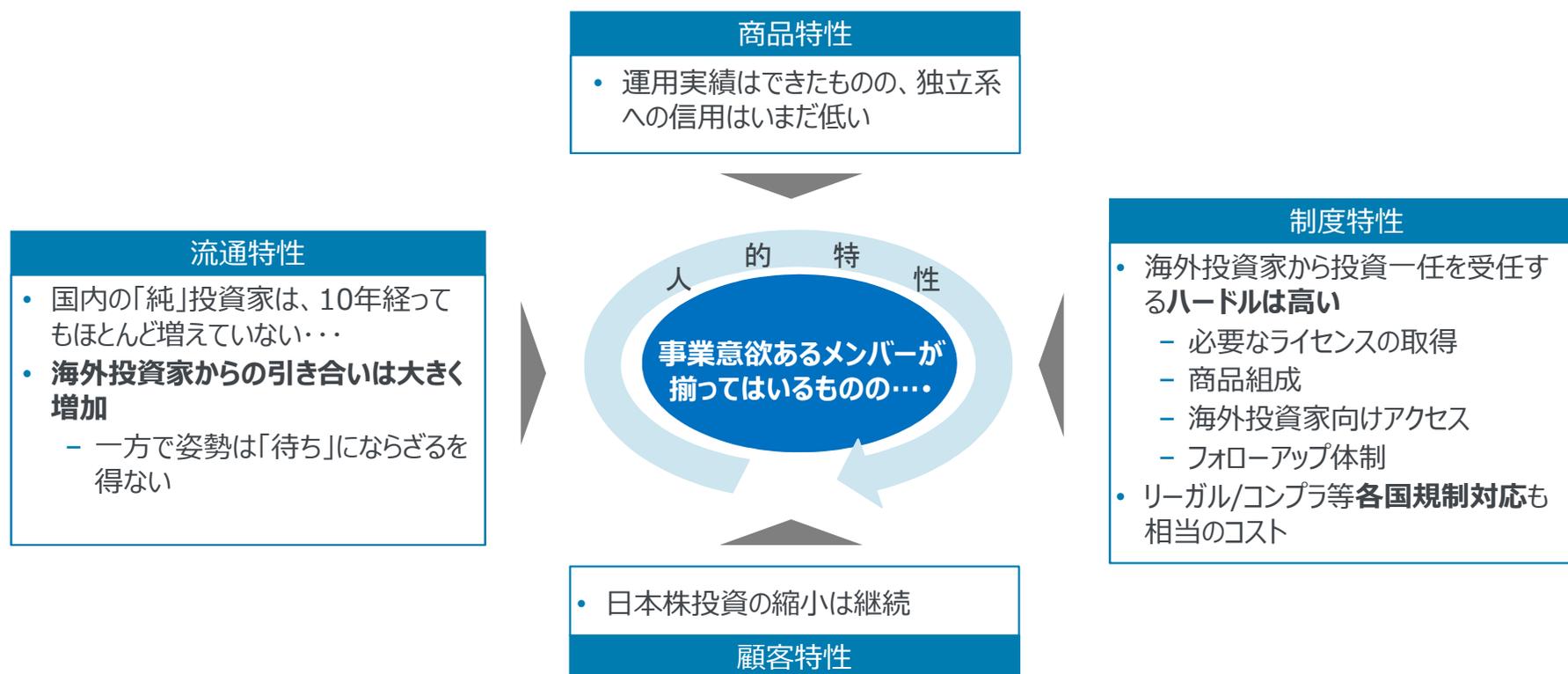


- 奇跡をあてにしているのはエクイティプレイヤーの増大はなく、資産運用立国も画餅となりかねない
 - 免許等の制度的な苦労ももちろんだが、それ以上に**経済性成立ハードル**が高い
 - 「市場の失敗」が起きやすい事業特性を、どう塗り替えていけるか

エクイティプレイヤーを作った私たちの実体験【会社設立10年現在】



- なんとか立ち上がったものの、今度は「大きく育つ」ことが困難...



- 保守的な国内投資家には頼れない一方、海外顧客を大きく獲得していく（＝輸出企業化する）ことも困難
 - 資産運用立国に向けた第二の課題：「ウインブルドン化」だけで立国は難しいのではないか



1. 若干のマクロな視点
2. エクイティプレイヤーが爆発的に生まれ、大きく育っていくための「リアルなハードル」とは何か？
- ✓ 3. エクイティプレイヤーの拡大と大型化に向けて
 - 現場からの提言

エクイティプレイヤーを爆発的に増やす。そしてグローバルプレイヤーに育てる



3つの提言

提言Ⅰ： 「新興運用者育成プログラム (EMP)」の導入

- 保守的な顧客特性による「ローンチの危機」を乗り越えやすくする
- 運用スタートアップの潜在的高リターンを、社会全体として享受する

提言Ⅱ： ミドルバックプラットフォーム 設立

- ミドル・バック人材がチーム内にいなくても起業できる
 - コスト負担を緩和し、「会社のBS」・「個人のBS」の危機を回避
- 顧客にとっても、安心して預けられる「社会インフラ」を整備する

提言Ⅲ： 「G化プログラム」 構想

- 日本発の運用会社（L）がグローバルプレイヤー（G）化する道を整える
 - EMPのセカンドプログラムを作り、G化に向け再ブーストする
 - ミドルバックプラットフォームを海外対応可能な機能にまで拡張する

提言 I . 「新興運用者育成プログラム」(EMP)の導入



- 運用ベンチャーにとって、最初のハードルはなんと言っても「**シードマネー**」の獲得
 - 我が国では、アセットオーナーの保守性により困難を極める
- 面白いことに、海外では**運用ベンチャーの高リターン**に目をつけて積極的・専門的に投資するアセットオーナーが数多く存在
 - みさきの実体験
 - 実証研究では、運用後3年間は既存のファンドを顕著にアウトパフォーム、その後も5年目まで統計的に有意なアルファがある、特に弱気相場においてアウトパフォームする、とされる
 - 自己資産を投じる場合が多く、また短期でトラックレコードを作る必要があることから、強いインセンティブを持つ
 - ファンドサイズが小さいため、機動性の高い運用・投資アイデアの速やかな反映・迅速なロスカットが可能

(1996年1月～2006年12月、923のヘッジファンドが分析対象。生存者バイアス考慮後)
Rajesh K. Aggarwal et al[2009]、Progress Investment Management[2008]等
- 運用ベンチャーの高リターンを背景に、公的年金や財団を中心にEMPは米国でも発展を遂げつつある
 - 特に巨大資金のアセットオーナーはチケットサイズ等の制限により、大手運用会社に限定した委託となりがちで、**運用の画一化や資金の偏在が懸念される**



資産運用業への新規参入を促すことにより、社会としてもリターンを享受できる可能性がある

提言Ⅱ. 「ミドルバック・プラットフォーム」の設立



- 運用スタートアップを始めたいものにとって、ミドル・バック業務の整備は**コスト負担**だけでなく、**人的ハードル**も高い
 - 大抵の場合、起業家はフロントの人間で、ミドル・バック業務の経験もなく人脈もない
- 一方で、お金を預るとい業の特質上、**ミドル・バック業務の重要性**は極めて高く、また欧米でもマドフ事件以降、特に投資家からのオペレーショナル・デュー・デリジェンス（ODD）が厳しくなっており、ハードルはさらに高まっている
 - 日本でもAIJ事件以降、独立系運用会社が顕著に不利になったり、参入が減った
- 社会厚生上はこの「ミドル・バック業務」を**一種の社会インフラ**と考え、誰もが使える公正中立的なプラットフォームとしたほうが良いのではないかと。加えて、当該プラットフォームが投資一任業であれば、
 - 運用ベンチャー会社は、運用助言**登録のみで運用をスタート**できる
 - 既存の運用業者でも、当該プラットフォームへの機能移行を希望することも可能
 - 社会的なプラットフォームであれば、お金を預けたい**アセットオーナーからも安心感**がある
 - 特定の金融系列に属さない公正中立な事業体であることが望ましい



提言Ⅲ. 「G化プログラム」を構想する



• 問題提起

- 提言Ⅰおよび提言Ⅱが実現し、多彩なエクイティプレイヤー（特にエンゲージメント型）が数多く生まれたとして、またウインブルドン化政策によって国内に数多くの海外プレイヤーが来たとして、それで本当に「資産運用立国した」ことになるだろうか？

• 本質的テーマ … スタートアップ政策と共通する課題

- 小粒な国内完結ローカル型（L）の運用ベンチャーが数多く生まれたとしても、
- 世界一流の運用力を備え世界一流の顧客を抱える大型グローバルプレイヤー（G）を育てていかなければ、「資産運用立国した」ことにならないのではないだろうか？

• 取り組みのスタンス

- 国家間資産運用立国化競争の後発国たるわが国では、他国に倣った政策導入だけでは不十分であり、独創的な政策の構想が必要ではないか？



• 国内プレイヤーがグローバルマネージャーに育つための「資金」と「輸出企業化」の支援

- G化に耐えるマネージャーを厳しく選別したうえで、**EMPのセカンドプログラム**を作り、再度ブーストする
 - 海外一流投資家のチケットサイズは大きく、いかにユニークなファンドであっても、閾値を超えていないファンドには投資してこない
 - 国内投資家の構成比も重要：「日本国内の投資家が大きく投資していないのに、なぜ我々が投資すべきと言うのか？」
- **輸出企業化支援のための、ミドルバックプラットフォームの提供機能拡大**
 - 各地域の規制対応、商品組成、顧客アクセス/サービス機能等



本資料は、作成者の個人的な経験・体験に基づき作成されたものであり、記載されているコメント・見解等は、あくまでも作成者個人のコメント・見解等であり、作成者が現在または過去に在籍していた会社やその関係会社等のコメント・見解等ではありません。

また、本資料に含まれるコメント・見解等ほか各種情報は作成日現在で作成者が正しいと認識しているものですが、作成者はその正確性、完全性を保証するものではありません。

本資料の全部または一部を、作成者の同意なく再生・再配布することを禁止します。