

平成 26 年 9 月 16 日

GPIF 改革成功のカギは、予算措置にあり（その 2）

予算を措置せず運用対象を多様化すれば、プロ市場において敗者のゲームを強いられることに

特任研究員 平井 一志¹

《要旨》

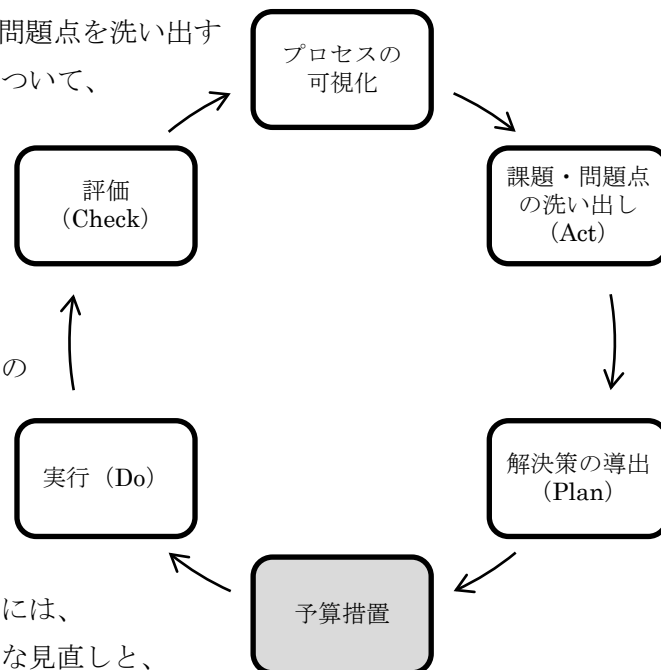
●今、政府の成長戦略である「日本再興戦略」の改訂版に盛り込まれた年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の改革が、内外市場関係者の注目を集めている。

政府は、GPIF の運用方針を見直し、併せてガバナンス体制の強化を図ることとした。

筆者は、26 年 7 月 31 日付の初稿において、一連の動きは、改革として解決すべき課題・問題点の全体像を捉えていないとし、「ガバナンスの仕組み」を見直すために、その主たる要素である「リスクベースの内部統制」について、プロセスを可視化し、課題・問題点を洗い出し、解決策を導出のうえ、予算を措置する必要があるとした。

本稿は、課題・問題点を洗い出す
上でのポイントについて、
初稿を補完する
もの。

●最大の
ポイントは、
「市場性資産」と
「非市場性資産」の
運用との
業務プロセスの
根本的な
違いであり、
運用対象の多様化には、
内部統制の全面的な見直しと、
そのための予算措置が必要不可欠である。



1. 市場性資産と非市場性資産の違い

流動性を旨とする「市場性資産」の運用と、流動性リスクを取る「非市場性資産」の運用とでは、その業務プロセスが、根本的に異なる。

¹ 筆者は、信託銀行の公的年金運用部長、同システム子会社の役員を務めた後、平成 20 年 7 月から本年 3 月まで GPIF の情報化統括責任者（CIO）補佐官の任にあり、本年 7 月から本機構の特任研究員。なお、本稿は筆者の個人的見解であり、属した組織あるいは属する組織の見解ではない。

政府の成長戦略である「日本再興戦略」が拠り所としている「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議」が、昨年 11 月 20 日に公表した最終報告書は、運用対象の多様化を提言している。

そして、新たな運用対象の例として、「REIT・不動産投資、インフラ投資、ベンチャー・キャピタル投資、プライベート・エクイティ投資、コモディティ投資など」を挙げたうえで、「流動性の高いものや資産評価の容易なものを中心」および「流動性の低いものや時価評価を常時行うことが困難なものも含む」に大別している。

少々乱暴に過ぎるかもしれないが、流動性の高低に着目し、前者を「市場性資産」、後者を「非市場性資産」と看做して、さらに株式公開、経営に対する関与、財務諸表などの観点から、つぎのように特徴を捉えることが出来る。

図 1-1 市場性資産と非市場性資産の特徴

伝統的資産	新たな運用対象	
	流動性の高いもの	流動性の低いもの
	資産評価の容易なもの	時価評価を常時行うことが困難なもの
	市場性資産	非市場性資産
株式公開の観点	パブリック・マーケット	プライベート・マーケット
経営関与の観点	間接投資	直接投資
財務諸表の観点	金融投資	事業投資

すなわち「市場性資産」および「非市場性資産」は、株式公開の観点から、「パブリック・マーケット」（公開市場）および「プライベート・マーケット」（未公開市場）として特徴付けることが出来る。²

また、「市場性資産」および「非市場性資産」は、経営に対する関与の観点から、ファンド投資を含む「間接投資」および「直接投資」として、特徴付けることが出来る。

ちなみに、インフラ投資について積極的なカナダの年金基金においては、投資手法として当初はファンド投資すなわち「間接投資」が主流であったが、コスト削減などの観点か

² ただし、プライベート・エクイティ投資は、公開株式投資の対極にあるものではないとの見解がある（年金シニアプラン総合研究機構「プライベート・エクイティ投資に関する調査研究」3頁）。

ら自家運用を拡大し、現在では「直接投資」が主流となっている。

さらに、財務諸表の観点から、「市場性資産」の運用は、時価の変動により利益を得ることを目的とする「金融投資」、「非市場性資産」の運用は、事業の遂行により利益を得ることを目的とする「事業投資」として、特徴付けることが出来る。

図2 金融投資の業務プロセス

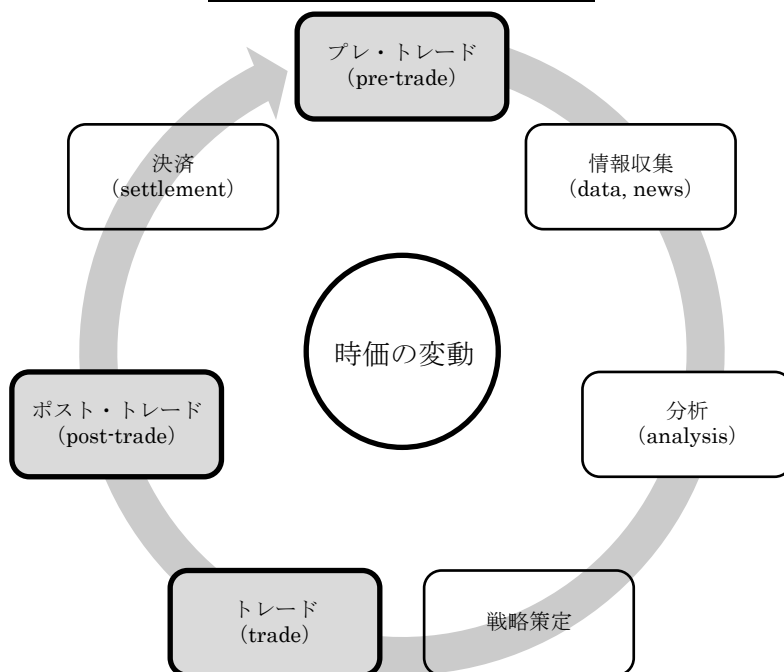
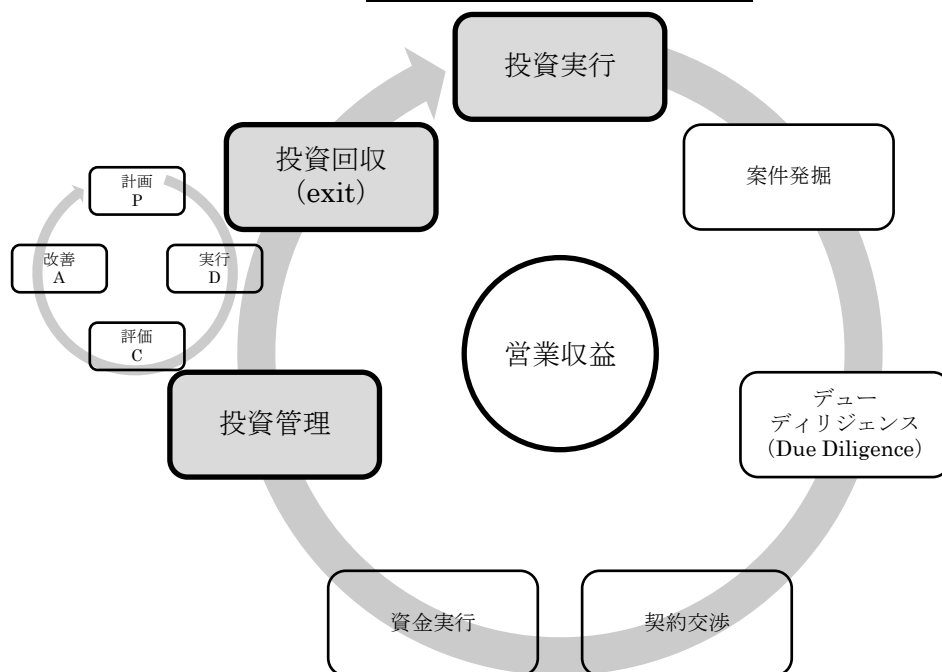


図3 事業投資の業務プロセス



改めて「金融投資」および「事業投資」の観点から「市場性資産」と「非市場性資産」の運用に係わる業務プロセスについて、各々の特徴あるいは特性を概観すると、つぎのようになる。

図 1-2 市場性資産と非市場性資産の特徴（その 2）

	市場性資産	非市場性資産
	金融投資	事業投資
投資の成果	時価の変動	営業収益
リターン	時間加重収益率 (TWR)	内部収益率 (IRR)
デューディリジェンス (Due Diligence)	×	○
契約交渉	×	○
出口 (exit) 戦略	×	○

「市場性資産」と「非市場性資産」の運用とでは、投資実行のプロセスにおける企業調査すなわち「デューディリジェンス」(Due Diligence) および「契約交渉」、さらに投資回収のプロセスにおける「出口 (exit) 戦略」が、決定的に異なる。

「市場性資産」の運用に係わるトレード（売買執行）を中心とする業務プロセスにおいては、基本的に情報は公開されており、またプロセスは標準化されていることから、取り立てて「契約交渉」や投資回収を問題視することはない。

しかしながら、「非市場性資産」の運用においては、主体的に企業を調査 (Due Diligence) しなければ情報は得られず、「契約交渉」の如何、および投資回収のための「出口 (exit) 戦略」の如何でパフォーマンスが決まることになる。

「市場性資産」の運用が、言わば“売買”のプロセスであるのに対し、「非市場性資産」の運用は、言わば“出資”のプロセスであり、両者の業務プロセスは、異文化と表現できるほどに、根本的に異なる。

したがって、伝統的資産の運用において培って来たトップダウンの「リスクベースの内部統制」を、そのまま「非市場性資産」の運用に適用しても詮無いことであり、運用対象を多様化するためには、トップダウンのリスク・アプローチに加え、「非市場性資産」の運用について、個別の投資プログラムごとに、ボトムアップのリスク・アプローチを導入す

るとともに、それらを全社的に統合するリスク管理態勢を構築しなければならない。

すなわち、運用対象の多様化には、内部統制の全面的な見直しと、そのための予算措置が必要不可欠なのである。

2. ファンド投資についての課題・問題点

ところで、今般の成長戦略策定に至る有識者会議における議論は、「非市場性資産」の運用について、実務者の視点が不足していると思われる。

たとえば、上記のとおり、インフラ投資について積極的なカナダの年金基金においては、投資手法として当初はファンド投資すなわち「間接投資」が主流であったものの、コスト削減などの観点から自家運用を拡大し、現在では「直接投資」が主流となっている。

ところが、有識者会議においてかかる投資手法の変化について議論をし、ファンド投資について実務上の課題や問題点を洗い出した様子はない。

そのため、“試に”あるいは“取り敢えず”などと、便法として無定見にファンド投資に走ることが懸念される。

およそファンドとは、投資家から集めた資金を、投資家に代わり目的に沿った対象に投資をし、配当や売却益などを投資家に分配する仕組みであって、投資信託あるいは投資事業組合などとして組成されるが、改めて AIJ 問題からの教訓について思い起こし、ファンド投資に係わる課題や問題点を明らかにしておく必要があると思われる。

図4 第三者によるチェックが有効に機能する仕組み

ちなみに金融庁は、

平成 24 年 9 月

「AIJ 投資顧問株式会社事案

を踏まえた資産運用に係る

規制・監督等の見直し(案)」を公表し、

第三者によるチェックが

有効に機能する仕組みとして、

国内信託銀行による

ファンドの

「基準価額」

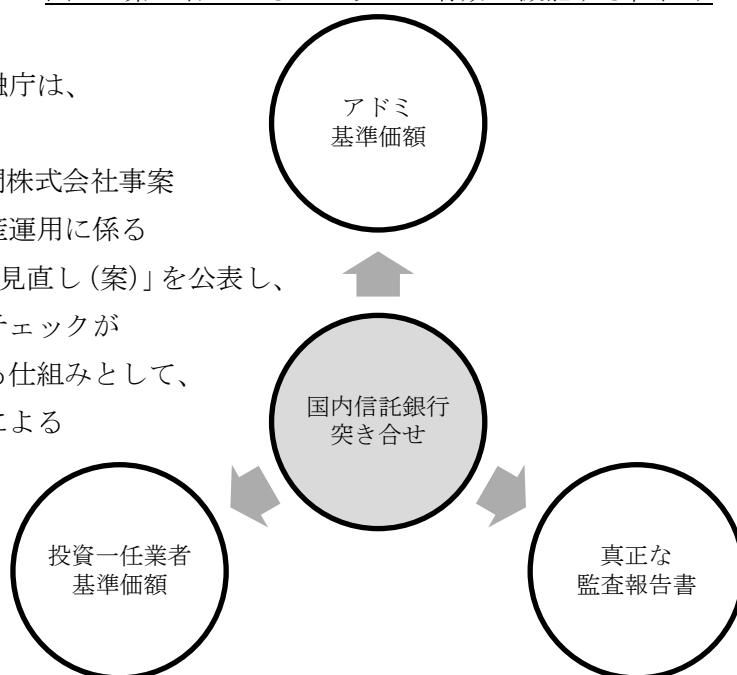
などの

直接入手、

および

国内信託銀行によるファンドの「基準価額」などの突き合せの義務化を謳った。

すなわち、金融庁は、国内信託銀行に対し、アドミニストレータなど算出者から直接入



手したファンドの「基準価額」、ファンドの「真正な監査報告書」および投資一任業者が顧客に交付した運用報告書に記載の「基準価額」の突き合わせを行い、その結果を顧客に通知する体制整備を義務付けたのである。

平成 24（2012）年に発生した AIJ 問題については、詐欺事件であり特殊な事案との見方があるものの、ファンド投資においては、その値段である「基準価額」を鵜呑みにすることはリスクであり、「基準価額」の妥当性を絶えずチェックし、必要に応じ投資一任業者に対して「基準価額」の裏付けとなる原資産についての情報開示を求める必要があるとの教訓を残した点に、十分留意する必要がある。

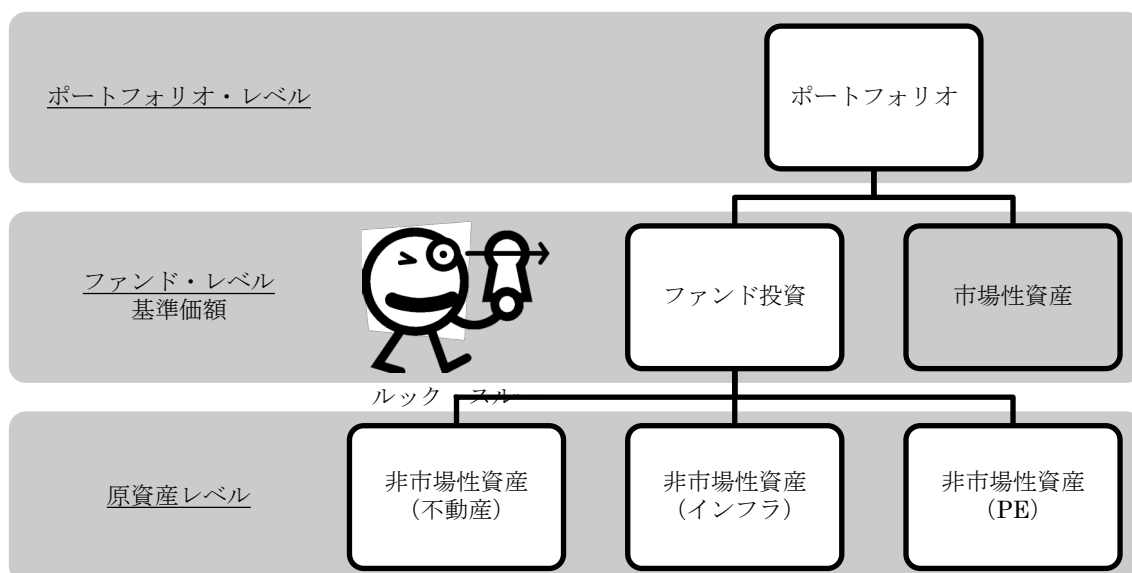
3. ルック・スルー

おって、現行の年金積立金管理運用独立法人（GPIF）法および同施行令は、積立金の運用方法および運用の対象となる有価証券を限定していることから、法改正までの間、勢い GPIF は「非市場性資産」の運用においてファンドを通じた間接保有を検討せざるを得ないことになる。

したがって、ファンド投資における「基準価額」の妥当性チェック、および裏付けとなる原資産についての情報開示の要求は、成長戦略における喫緊の課題である。

ファンド投資において「基準価額」の裏付けとなる、原資産の内容を把握しリスクを管理する手法を、ルック・スルー（look-through）と称するが、今日ルック・スルーは、国際的な潮流となっている。

図 5 ファンドなどを通じた間接保有のルック・スルー



○バーゼルⅡ

たとえばバーゼル銀行監督委員会³が、いわゆる新BIS（国際決済銀行）自己資本比率規制であるバーゼルⅡ（わが国 2007 年 3 月適用開始）において、つぎのとおりルック・スルー方式を採用した経緯がある。

360. Holdings in funds containing both equity investments and other non-equity types of investments can be either treated, in a consistent manner, as a single investment based on the majority of the fund's holdings or, where possible, as separate and distinct investments in the fund's component holdings based on a look-through approach.

おって、金融庁は平成 24（2012）年 6 月に公表のバーゼルⅢに関する Q&A＜間接保有のルック・スルーの方法＞の中で、つぎのように回答している。

ファンド等を通じた間接保有については、原則としてルック・スルーを行った上で自己保有資本調達手段（国内基準行においては、自己保有普通株式等。以下同じ。）又は他の金融機関等に係る資本調達手段への投資割合を勘案して保有額を算出する必要があります。

○IFRS（国際財務報告基準）

また、国際会計基準審議会（IASB）は、IFRS（国際財務報告基準）第 9 号（2010 年）として、証券化商品について、原金融商品の詳細をルック・スルーすることを求めている。

○プライベート・エクイティ原則

あるいは、プライベート・エクイティに投資する国際的な機関投資家組織である ILPA（Institutional Limited Partners Association）は、2011 年に公表した「プライベート・エクイティ原則第 2 版」（Private Equity Principles Version2.0）において、つぎのとおり透明性確保の観点から、リスク管理について、ファンド・レベルのみならず、投資先企業レベル（portfolio company levels）すなわち原資産レベルの情報の開示を求めている。正しく、ルック・スルーである。

Transparency

RISK MANAGEMENT

GP annual reports should include portfolio company and fund information on material risks and how they are managed. These should include:

- Concentration risk at fund level
- Foreign exchange risk at fund level
- Leverage risk at fund and portfolio company levels
- Realization risk (i.e. change in exit environment) at fund and portfolio company levels

³ 27 カ国・地域の中央銀行や金融監督当局が参加する、金融機関の自己資本比率などの国際ルールを協議する機関。スイス・バーゼルの国際決済銀行に事務局がある。

- Strategy risk (i.e. change in, or divergence from, investment strategy) at portfolio company level
- Reputation risk at portfolio company level
- Extra-financial risks, including environmental, social and corporate governance risks, at fund and portfolio company level
- More immediate reporting may be required for material events

○オルタナティブ投資ファンド運用者指令

EU の政策執行機関である欧州委員会（European Commission）が、2011 年 6 月欧州議会に提出し、昨（2013）年 7 月 EU 加盟各国での国内法制化期限を迎えた「オルタナティブ投資ファンド運用者指令」（AIFMD: the Alternative Investment Fund Managers Directive）は、第 4 章透明性要件（CHAPTER IV TRANSPARENCY REQUIREMENTS）の第 22 条（Article 22 Annual report）および第 23 条（Article 23 Disclosure to investors）において、運用者に投資家に対する情報の開示を求め、第 24 条（Article 24 Reporting obligations to competent authorities）において、規制当局に対する情報の開示を求め、同指令規則は開示すべき情報の詳細について定めているが、その内容は、上記 ILPA の原則と類似している。

また、同指令規則第 89 条（Article 89 Safekeeping duties with regard to assets held in custody）は、つぎのとおり預託機関に対し明示的に、ルック・スルー方式の適用を求めている。

3. A depositary's safe-keeping duties as referred to in paragraphs 1 and 2 shall apply on a look-through basis to underlying assets held by financial and, as the case may be, or legal structures controlled directly or indirectly by the AIF or the AIFM acting on behalf of the AIF.

事ほど左様に、ファンドを通じた間接保有においてリスクを管理するためには、ルック・スルーが必須であるが、実施のための実務上の負担は大きく、たとえば全国銀行協会が、IFRS 第 9 号の適用に当たり簡便法の導入を要望するなどの、動きが出ている。

したがって、ファンド投資を余儀なくされた場合には、ルック・スルーの実務上の負担について十分考慮しなければならない。

4. 全社的且つ統合的リスク管理態勢

運用対象を多様化する場合には、それまでの伝統的資産、すなわち「市場性資産」とは異なるカテゴリーのリスクに晒されることを認識し、全社的且つ統合的にリスクを管理する態勢を構築する必要がある。

上記有識者会議の報告書は「リスク管理体制等のガバナンスの見直し」の中で、運用対

象の多様化に伴うリスク管理の実施として、つぎのとおり運用対象を多様化する場合には、ファンド全体で統合的にリスクをコントロールする枠組みを強化する取組が求められるとしている。

ここにファンドとは、第 6 回有識者会議資料から公的・準公的ファンドの意であり、上記は、全社的且つ統合的リスク管理態勢の強化と言い換えることが出来る。

②運用対象の多様化に伴うリスク管理の実施

GPIF 等において、運用対象を多様化する場合には、新たな運用対象の特性により、リスクが高まる可能性があるほか、資産の継続的な時価評価が難しいケースも考えられる。このため、こうした場合には、個別の投資プログラムごとに、専門性を有する職員の配置を含むリスク管理体制を構築するとともに、ファンド全体で統合的にリスクをコントロールする枠組みを強化する取組が求められる。

ちなみに、金融庁の金融検査マニュアル（26 年 6 月）の統合的リスク管理態勢の確認検査用チェックリストは、統合的リスク管理について、つぎのように定義している。

・統合的リスク管理とは、金融機関の直面するリスクに関して、自己資本比率の算定に含まれないリスク（与信集中リスク、銀行勘定の金利リスク等）も含めて、それぞれのリスク・カテゴリー毎（信用リスク、市場リスク、オペレーショナル・リスク等）に評価したリスクを総体的に捉え、金融機関の経営体力（自己資本）と比較・対照することによって、自己管理型のリスク管理を行うことをいう。「統合リスク管理」とは、統合的リスク管理方法のうち各種リスクを VaR 等の統一的な尺度で計り、各種リスクを統合（合算）して、金融機関の経営体力（自己資本）と対比することによって管理するものをいう。他方、「統合リスク管理」によらない統合的リスク管理とは、例えば、各種リスクを個別の方法で質的又は量的に評価した上で、金融機関全体のリスクの程度を判断し、金融機関の経営体力（自己資本）と対照することによって管理するものが考えられる。

しかしながら、統合的リスク管理について、コンセンサスを得た手法が確立されている訳ではなく、また「統合リスク管理」について、バリュエーション・アット・リスク（VaR）の画一的な計測手法がある訳ではない。

何よりバリュエーション・アット・リスクは、2008 年 9 月のリーマン・ショックによりグローバルに波及した金融危機において有効に機能しなかった。

したがって、全社的且つ統合的リスク管理態勢を構築し、さらに強化して行くためには、経営陣の主体的な取り組みが重要になる。

ところが、運用対象の多様化により、ポートフォリオの関連情報として、言わば“売買”と“出資”のプロセス、あるいは時価評価と企業調査（デューディリジェンス）、さらには定量データとドキュメント類など、異質且つ多様な情報が混在することになり、リスク・インフラの構築は容易でない。

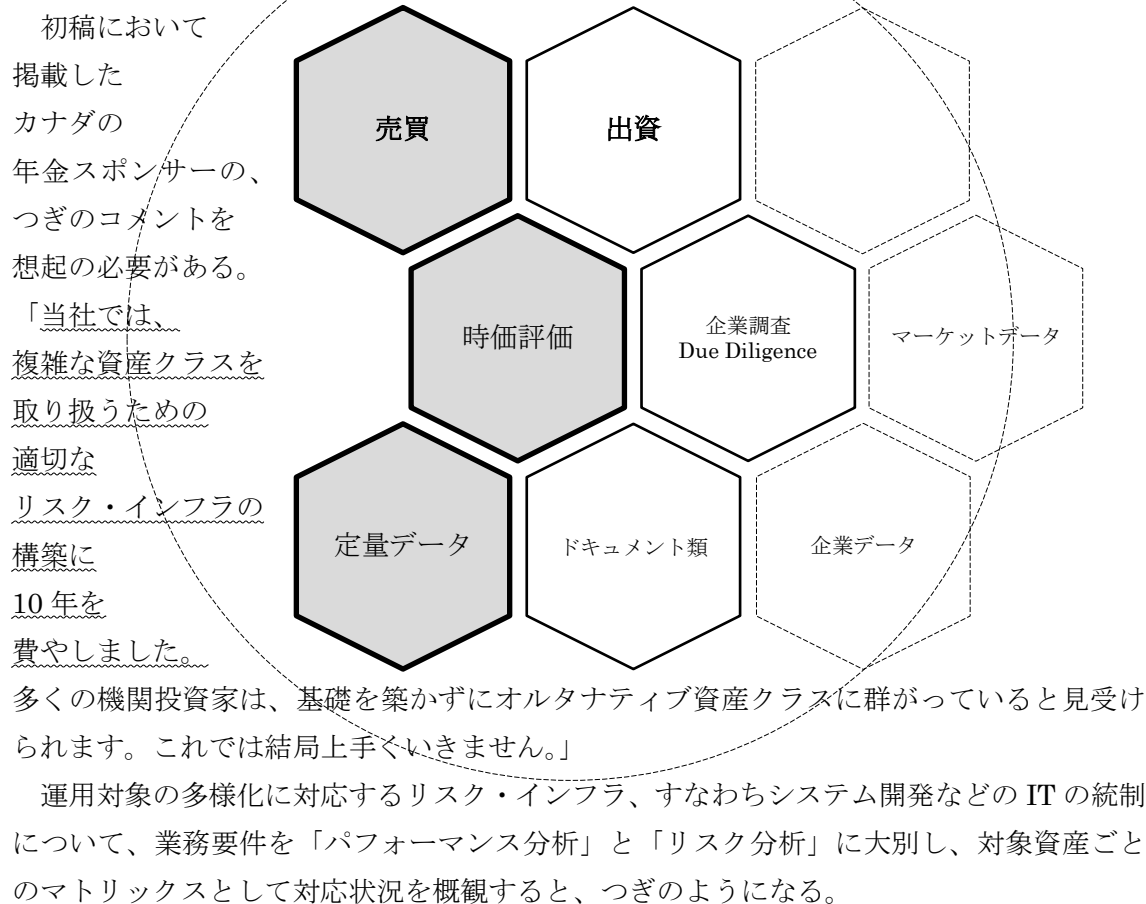


図 6 運用対象の多様化に対応する IT の統制の全体像

業務要件	パフォーマンス分析	リスク分析	
		過去のデータに依存	フォワードルッキング
市場性資産	①対応済	②対応済	③未対応
非市場性資産 (不動産)	④未対応	⑤未対応	⑥未対応
非市場性資産 (インフラ)	⑦未対応	⑧未対応	⑨未対応
非市場性資産 (PE)	⑩未対応	⑪未対応	⑫未対応
統合的リスク管理	⑬未対応	⑭未対応	⑮未対応

平成 22 年 3 月厚生労働大臣が、GPIF に課した現行の 22 年 4 月から 27 年 3 月まで 5 年間の中期目標は、運用手法について「長期保有を前提としたインデックス運用等のパッシブ運用を中心とする。例外については、これまでの運用実績も勘案し、適切に確たる根拠を説明できる場合に限るものとする。」としている。

それゆえ、現行の中期目標が想定しているシステム開発などの IT の統制は、インデックス運用などのパッシブ運用、換言すると「市場性資産」を前提としており、構築の範囲は、上記マトリクスの①に相当する時間加重収益率（TWR）に基づく「パフォーマンス分析」および②に相当する過去のリターンや財務データに依存したマルチファクター・モデルに基づく「リスク分析」までであって、③に相当するフォワード・ルッキングなリスク分析などは、想定外である。

それでは、運用対象を多様化した場合、現行の「市場性資産」を前提として構築した IT の統制を、「非市場性資産」の運用についての「パフォーマンス分析」や「リスク分析」に、そのまま転用することが可能であろうか。

○パフォーマンス分析

たとえば、インフラ投資の場合、マトリクスの⑦に相当する「パフォーマンス分析」は、時間加重収益率ではなく、内部収益率（IRR）での測定が一般的であることから、現行の IT の統制をそのまま転用することは出来ず、新たに対応する必要がある。

そもそも、投資状況やタイムリーな時価の把握が困難な「非市場性資産」についての資産評価を、市場において常時洗い替えされる「市場性資産」の時価評価と同等に取り扱い、足し上げ、あるいは加重平均することについては、説明力が問われる。

「非市場性資産」の運用は、言わば“出資”のプロセスであり、投資回収を待って初めてパフォーマンスが決まることから、時価評価には馴染まず、内部収益率による測定を鵜呑みにすることもリスクである。

したがって、「非市場性資産」の運用の「パフォーマンス分析」のあり方については、説明責任を果たすための内部統制として、BIS自己資本比率規制が導入した内部格付手法⁴などに倣い、一定の工夫を施すべく、十二分に検討の必要があると思われる。

マトリクスの④および⑩についても同様であり、必然的に⑬についてもまた、新たに対応する必要がある。

○リスク分析

つぎに、「リスク分析」についてであるが、これまで述べてきたとおり、「市場性資産」と「非市場性資産」とでは、リスクの特性が根本的に異なることから、過去のデータに依存した分析であれ、フォワード・ルッキングな分析であれ、遍く新たに対応する必要がある。

⁴ バーゼル銀行監督委員会が、バーゼルⅡにおいて導入した銀行の内部のリスク管理手法を活用した信用リスクの計測手法。基礎的内部格付手法と、先進的内部格付手法がある。基礎的内部格付手法は、デフォルト確率のみを銀行が推計する手法。先進的内部格付手法は、デフォルト確率、デフォルト時損失率、デフォルト時与信額の全てを銀行が推計し所要自己資本を計算する手法。

以上から結局のところ、運用対象を多様化した場合、現行の「市場性資産」を前提として構築したシステム開発などの IT の統制を、「非市場性資産」の運用に、そのまま転用することは困難であり、マトリクスの③から⑮までの 13 項目について、新たに対応する必要があるのである。

なお、上記のマトリクスにおける対応済は 2 項目であることから、新たに対応するための予算規模として、これまでの 6.5 倍 (13÷2) をイメージすることが出来る。

5. まとめ

第一に、有識者会議が提言の運用対象の多様化を実現するためには、以上のとおり「市場性資産」の運用と「非市場性資産」の運用とでは、その業務プロセスが、根本的に異なることから、インデックス運用などのパッシブ運用、すなわち「市場性資産」を前提としてこれまで培って来た「リスクベースの内部統制」を、全面的に見直す必要がある。

第二に、その前提は、透明性の確保であり、リスク管理を実効性あるものにするためには、「市場性資産」であるか「非市場性資産」であるか、ファンド投資であるか「直接投資」であるかを問わず、すべての運用において、原資産レベルの情報を収集する必要がある。

第三に、運用対象を多様化する場合には、「市場性資産」と異なるカテゴリーのリスクに晒されることを認識し、全社的且つ統合的にリスクを管理する態勢を構築する必要がある。

そして、以上を踏まえたシステム開発などの IT の統制を整備するための予算規模は、従来の比ではなく、6.5 倍に上る可能性がある。

政府にとっての焦眉の急は、運用方針とガバナンスの見直しを実施し、継続的に改善して行くための予算措置である。

行政改革や行政刷新に伴う経費節減の自縛を解くため、予算措置について財政当局を含むステークホルダー間の合意形成を図る必要がある。

予算の裏付けのない業務執行は、運営リスクであり、兵站を確保することなく戦線を拡大すれば、グローバルな金融・証券のプロ市場において敗者のゲームを強いられること必至である。

以上

《参考文献》

- 年金積立金管理運用独立行政法人（26 年 7 月 4 日）「平成 25 年度業務概況書」ほか公表資料
- 日本経済再生本部（26 年 6 月 24 日）「日本再興戦略改訂 2014」ほか公表資料
- 公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議（25 年 11 月 20 日）「報告書」

ほか公表資料

- OECD（2004年4月）「OECD Principles of Corporate Governance」（OECD コーポレート・ガバナンス原則）
- OECD（2009年6月）「OECD GUIDELINES FOR PENSION FUND GOVERNANCE」
- OECD（2009年6月）「ANNOTATIONS TO GUIDELINES FOR PENSION FUND GOVERNANCE」
- 企業会計審議会（19年2月15日）「財務報告に係る内部統制の評価及び監査の基準並びに財務報告に係る内部統制の評価及び監査に関する実施基準の設定について（意見書）」
- バーゼル銀行監督委員会（2009年5月）「健全なストレス・テスト実務及びその監督のための諸原則」
- バーゼル銀行監督委員会（2010年10月）「コーポレート・ガバナンスを強化するための諸原則」
- CPP INVESTMENT BOARD Annual Report
- Center for Applied Research「THE INFLUENTIAL INVESTOR」（影響力ある投資家）
- 日本経済新聞記事
- ロイター記事
- 年金シニアプラン総合研究機構公表資料
- JETRO（2009年3月）「米国での M&A と事業投資に関するガイドブック」
- 濱口大輔企業年金連合会運用執行理事「インフラ投資の現場」（年金シニアプラン総合研究機構「年金と経済」2014.04 Vol.33 No.1）
- バーゼル銀行監督委員会「バーゼルⅡ」
- 金融庁（24年6月）「バーゼルⅢに関する Q&A」
- 金融庁（26年6月）「金融検査マニュアル」
- 国際会計基準審議会（2010年）「IFRS 第9号」
- ILPA（2011年）「Private Equity Principles Version2.0」
- 欧州委員会（2011年6月）「オルタナティブ投資ファンド運用者指令」

本件に関するご照会は、特任研究員平井一志あてにお願い致します。

E-mail: k-hirai@nensoken.or.jp

(別紙)

《参考資料》

一般的な M&A・事業投資に係る業務プロセスの詳細

(注) JETRO が 2009 年 3 月公表の「米国での M&A と事業投資に関するガイドブック」から抜粋し、筆者が加工。

〈投資実行〉
1.M&A・事業投資基本戦略の策定
2.M&A・事業投資の条件策定と戦略の具体化
2.1.プロジェクトチームの組成
2.2.事業投資の対象領域の決定
2.3.事業投資の基本計画の策定
3.対象候補企業の選定
4.対象候補企業へのアプローチ
4.1.対象候補企業の外部調査
4.2.アプローチ方法決定
4.3.対象企業への打診
5.秘密保持契約書の締結 (NDA, Non-Disclosure Agreement)
6.基礎調査の実施
6.1.会社データの依頼・入手
6.2.財務分析等による粉飾の発見と安全性のチェック
6.3.工場見学・オフィス訪問などの実施
7.基本条件の交渉
7.1.売買価格の概要決定
7.2.企業価値の評価
7.3.条件交渉
8.基本合意書の締結
9.買収監査の実施 (デューディリジェンス、Due Diligence)
9.1.ビジネス・デューディリジェンス
9.1.1.ビジネス・デューディリジェンス計画の策定
9.1.1.1.ビジネス・デューディリジェンス計画の策定
9.1.2.対象企業の実態とリスクの把握
9.1.2.1.事業環境分析
9.1.2.1.1.マクロ環境
9.1.2.1.2.市場動向
9.1.2.1.3.競争環境

9.1.2.2.事業構造分析
9.1.2.2.1.ビジネスプロセス
9.1.2.2.2.ビジネスインフラ
9.1.2.3.業績構造分析
9.1.2.3.1.総合力
9.1.2.3.2.収益性
9.1.2.3.3.コスト構造
9.1.2.3.4.効率性
9.1.3.事業計画の妥当性の評価と修正
9.1.3.1.事業計画書の精査
9.1.3.2.修正事業計画策定
9.1.4.シナジー効果の検討とバリューアップ機械の創出
9.1.4.1.統合によるシナジーの検討
9.1.4.2.アクションプランの策定
9.1.4.3.シナジー考慮後の事業計画策定
9.2.財務・デューディリジェンス
9.3.法務・デューディリジェンス
9.4.人事・デューディリジェンス
9.5.IT デューディリジェンス
9.5.1.ビジネス分析
9.5.2.情報システム戦略
9.5.3.システム機能調査
9.5.4.システム活用状況
9.5.5.システム運用
9.5.6.情報システム組織
9.5.7.情報システム計画
9.6.バリュエーション（企業価値）
10.最終交渉
10.1.買収形態の選択
10.2.最終価格と条件の交渉
11.買収契約書の締結
12.クロージング（経営権の移転、対価の支払い）
〈投資管理〉および〈投資回収〉
13.実行後の管理
13.1.統合計画策定と実行

13.1.1.買収条件の履行確認・モニタリング
13.1.2.事業の統合初日対応
13.1.3.経営統合・業務プロセス統合
13.1.4.JSOX 法対応
13.1.5.エグジット（出口）戦略の実行
13.1.6.その他
13.2.人材対策