

解 題

証券アナリストジャーナル編集委員会

第三小委員会小委員長 大崎 貞 和 CMA

2017年4月7日、東京のマダリンオリエンタルホテルで、「資産運用ビジネスの新しい動きとそれに向けた戦略」をテーマとして第8回SAAJ国際セミナーが開催された。本号の特集では、当日の講演やパネルディスカッションの内容を紹介する。

セッション1は、**森信親金融庁長官の基調講演「日本の資産運用業界への期待」**である。森長官がSAAJ国際セミナーで講演するのは、昨年に続き2度目となる。

森氏は、昨年の講演でも日本の資産運用業界の現状について、系列親会社が販売しやすい商品ばかり作ってきたのではないかと、優秀な運用者を正當に処遇してこなかったのではないかと、利益相反を防止するガバナンスが構築されていないのではないかとといった問題提起を行っていた。

今年の講演では、個人の資産形成を支援するための税制上の優遇措置である積立NISAの導入や顧客本位の業務運営に関する原則の策定など金融庁が進めてきた施策を紹介しながら、昨年よりも更に一步踏み込んだ形で、資産運用業界の課題を論じている。

積立NISAの導入へ向けた検討では、資産運用の専門家からなるワーキング・グループで対象商

品の選定が行われたが、長期的な投資にふさわしいかどうかという観点で検討した結果、日本の公募投信5,406本の1%以下の約50本しか対象とはならなかった。このことに象徴されるように投資信託市場では、「顧客本位」とはいえない商品ばかりが販売されており、それは販売会社系列の投資運用会社が、販売会社が売りやすかつ手数料を稼ぎやすい商品を作っているからではないかと森氏は指摘する。そして顧客の利益を軽視し、顧客の資産を増やすことのできないビジネスは、社会的に続ける価値があるのかと、疑問を投げかける。

更に、リーマンショック後の2009年から15年までの6年間で銀行預金が140兆円増加したのに銀行窓口販売による投信残高は23兆円から22兆円に減ったと指摘し、国民の資産形成が進まず、リスクマネーの供給が不十分で、世界的な運用会社も育たないという現状に警鐘を鳴らす。

また、年金等の運用に関わる投資運用業についても共通の課題は運用力を高めることだとした上で、年金基金などのアセットオーナーの目利き力、運用能力向上も必要だと指摘する。

この基調講演は大きな反響を呼び、新聞等でも様々な形で取り上げられた。業界関係者にとってはかなり耳の痛い内容で、指摘の細部については

反論したい点もあるだろうが、表題が「日本の資産運用業界への期待」となっているように、その狙いはあくまで資産運用業の発展である。森氏の講演を読み返し、真の「顧客本位」とは何かを投資運用会社、販売会社の関係者が改めて考えることには、大きな意義があるだろう。

セッション2では、「運用業界の展望—KKR 40年超のグローバル投資経験を通じた見解」と題して、世界的なプライベート・エクイティ・ファームKKRの創業者の一人であるジョージ・R・ロバーツ氏が、KKRジャパンの平野博文社長の問いに答えるという対談形式で、プライベート・エクイティ市場の過去、現在、未来が語られた。

ロバーツ氏は、学生時代にインターンとして働いたベア・スターンズでKKRをともに創業したジェリー・コールバーグ氏と知り合った。ベア・スターンズでもプライベート・エクイティ投資を業務として行っていたが、独立したのは、自分たち自身がボスであるということが重要だったことに加え、ずっと受け継がれていく企業文化を築きかかったからだと言う。その企業文化とは、誠実さや協働の精神であり、上場企業となった現在でもKKRに受け継がれている。

KKRは創業以来25.6%という高いIRR（内部収益率）を上げてきたが、失敗だとして悔やまれる案件を一つ選ぶとすれば、「野蛮な来訪者」と決め付けられ、企業イメージを損なう結果となったRJRナビスコの案件だという。

一方、プライベート・エクイティ市場の現状については、ファンドの数が増えて競争は激化しているが、高いリターンを求めるマネーの流入が続いているとする。

今後の見通しについても、世界がグローバル化し、複雑化することで投資環境の急速な変化が起

き、様々なビジネス機会が生まれているとし、プライベート・エクイティ・ビジネスの将来については楽観的だ。プライベート・エクイティは、流動性リスクは高いものの期待リターンが非常に高い。一方、流動性の高い上場株や債券の投資では期待リターンがかなり犠牲になるという。そして、日本の投資運用業界に対しても、もっと積極的にリスクを取りにいべきだというメッセージを送る。

セッション3では、「日本の資産運用会社の課題と戦略」と題して野村アセットマネジメントの渡邊国夫CEO兼執行役社長が講演した。

渡邊氏は、過去40年間一貫して株価が上昇傾向を示した米国で投資信託残高が一貫して増加したのに対し、日本では、90年以降20年間にわたって株価が低迷したにもかかわらず、投資家ニーズに応えた商品提供や規制緩和による環境整備によって投資信託の残高が大きく減少はしなかったと指摘する。

その上で、投資運用会社の課題は、①運用の高度化、②受託者責任を全うし、透明性の高いサービスを提供するためのガバナンス強化、③家計における資産形成の裾野の拡大だとする。

第一の運用の高度化については、野村アセットマネジメントでは、自己資金によるパイロットファンドの運用や運用関連研究の展開、人事制度見直しやITインフラの整備などを進めている。海外での運用会社買収や戦略的提携も行ってプロダクトの拡充に努めているという。

第二のガバナンスの強化という点では、取締役会傘下の組織として独立社外取締役が過半数を占めるファンド業務運営諮問会議を設置し、外部の目を通してファンドの組成・償還の体制や信託報酬水準などを検証している。また、同社が野村ホ

特集

ールディングスの傘下にあることで生じ得る利益相反の管理方針を明確化したことを紹介する。

第三の資産形成の裾野の拡大に向けては、金融・経済教育プログラムや啓発的な広報を展開しているとし、ロボアドバイザーやスマートフォン向けアプリの提供で投資を身近に感じてもらう取組みも始めているとする。

このほか、スチュワードシップ活動にも積極的に取り組んでいるとし、責任投資調査部の設置や議決権行使プロセスの高度化、ESG重視の流れへの対応などの動きを紹介する。

セッション4では、「**ビッグデータ時代の運用会社の付加価値は何か**」と題して、堀江貞之氏の司会の下、運用の現場に身を置く3人のパネリストによるパネルディスカッションが行われた。パネリストは、長期的な観点から集中投資を行う奥野一成氏、プライベート・エクイティや不動産投資を担当する清水時彦氏、クオンツ投資戦略を開発する諏訪部貴嗣氏という顔ぶれであり、ビッグデータの活用が可能になったことで資産運用におけるAI（人工知能）の活用が本格化しているという現状をどう捉えるかについて、それぞれ大きく異なる観点からの発言がなされた。

パネルディスカッションでは、冒頭、司会の堀江氏から超短期、短期の運用については人間よりもコンピューターが圧倒的に有利な環境になっているとの指摘がなされるとともに、資産クラスごとで情報を分析するのではなく、企業の資本構造全体を総合的に分析すべきではないかとの問題提起がなされた。

これに対してベンチャー投資の観点からAIについて調査を行った清水氏は、現在脚光を浴びているAIの本質はディープラーニングであり、これは破壊的技術だが、他方で既存のルールが変わ

ると分析できなくなることやオーバーフィッティング（過学習）などの限界もあると指摘する。

諏訪部氏は、ビッグデータを活用する投資ストラテジーについて、位置情報やウェブトラフィックなど新たな構造化データや文章や画像、音声などの非構造化データを利用する資産運用が実際に行われていることを紹介する。その上で、既に実用化されている運用手法であっても、受託者責任の観点からは説明が十分にできないといった課題も残ると指摘する。

一方、奥野氏は、AIやビッグデータの活用とは大きく異なる「売らなくてよい会社しか買わない」長期集中投資の手法を紹介する。構造的に儲かる仕組みを持っている会社を選び出して「企業を保有する」という考え方で投資を行うのである。

こうした投資手法をめぐっては、構造的に優位性がある企業をクオンツ的な分析によって見つけ出すことは可能かとか、破壊的な技術革新によって新たなビジネスモデルが生まれる場合にどう対応するのかなど、パネリスト間で興味深い議論が交わされた。

パネルディスカッションの終盤では、堀江氏が指摘した企業の資本構造に対する総合的分析の必要性をめぐって意見交換がなされた。3人のパネリストはおおむねいずれも、資産クラスに切り分けて分析・評価するのでは限界があるという見方に賛同し、資産クラスを超えたアプローチの試みについて様々な指摘がなされた。また、そうしたアプローチがアセットオーナーにも採用され、運用会社に任せる部分を減らしているという堀江氏の指摘に対しては、アセットオーナーだけで全てが完結するようにはならないという見通しの下、運用会社が提供できるものは必ずあるとの見解が示された。

今回の国際セミナーは「資産運用ビジネス」を正面切ってテーマとした。運用会社の経営というよりも運用手法の実際が論じられたパネルディスカッションにおいても、「ビッグデータとAIの活用で従来型の資産運用会社は不要になりはしないのか」という問いかけが、終始見え隠れした。

昨年の国際セミナーは、「資産運用における新しいパラダイム」と銘打って開催されたが、そこでも、主として論じられたのは、資産運用会社のあり方とその発展に向けての課題であった。

かつては、資産運用に携わるプロフェッショナルは、もっぱら保険会社、信託銀行、証券会社など様々な業態に所属し、「資産運用業」とか「資

産運用業界」が語られることはほとんどなかったように思う。今回、そして昨年のSAAJ国際セミナーにみられるように、資産運用をテーマとするセミナーで「資産運用ビジネス」が取り上げられるようになったのは、それだけ資産運用が「業」として成熟してきたことを示しているともいえるだろう。

もともと、その「業」としての更なる発展へ向けては、森長官の指摘を待つまでもなく乗り越えるべき課題が多い。今回の三つの講演とパネルディスカッションの議論を通じて、そのことが改めて浮き彫りになったということもできる。