

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 光 定 洋 介 CMA

2020年4月7日に「資産運用業界を変革するために何をなすべきか」をテーマとして第11回SAAJ国際セミナーが開催される予定であったが、新型コロナウイルス感染拡大防止の観点から、本年はご登壇予定者にご寄稿をいただいたり、ご対談いただいたりするなどした誌上セミナーという開催形式となった。本号の特集では、誌上開催された内容を紹介する。

最初の基調講演予定であった金融庁長官の遠藤俊英氏には、「資産運用業の高度化に向けて」と題して、2020年6月にまとめられた『資産運用業高度化プログレスレポート2020』（以下、資産運用業高度化レポート）の要点をご紹介いただくとともに、新たに金融庁に設置された資産運用高度化室の設置の趣旨や今後の展望についてご寄稿いただいた（肩書は寄稿時）。日本の豊富な家計金融資産が国内外の経済成長のために効果的に活用され、国民がその成長の恩恵を得ることを通じて国民の安定的な資産形成を実現させるため、資産運用業界に対する期待は増大している。資産運用業高度化レポートでは、資産運用業界の現状分析、主な課題の抽出、今後の対応をまとめている。国内資産運用業界の現状は、国際的な競争環境の激化、パッシブ化の流れ、アクティブ投信の手数

料低下など厳しい競争に晒されている。また、日米で運用会社ごとの公募投信の平均パフォーマンスを、2019年末時点の過去5年シャープレシオを用いて比較してみると、日本では、運用本数の多い大手資産運用会社で、その平均パフォーマンスが公募投信全体の平均を下回っている先が米国より多くみられた。日本のアクティブ公募投信の平均的パフォーマンスが低調な原因として、資産運用会社の運用力の問題、純資産額が小さい少額投信の乱立などが指摘されている。金融庁では、日本の資産運用会社がこうした原因を克服し、中長期的に良好かつ持続可能な運用成果を提供することを後押しするために、国内大手資産運用会社やそのグループ親会社等との間に対話を進めてきている。その中で、①ガバナンス、②経営体制、③運用会社が目指す姿・自社の強みの明確化、④業務運営体制の4点が共通の課題として認識されていることが分かった。金融庁は、これらの四つの課題について、各社が創意工夫を図りながら取り組みを進めていけるように、今後も継続的に運用会社と対話を行っていく方針である。金融行政の目標である企業・経済の持続的な成長と安定的な資産形成等による国民の厚生を増大を目指すに当たって、インベストメント・チェーンの各参加者が求められる役割を果たし、資産運用を高度化し

ていくことにより、企業価値の向上と収益の果実を家計にもたらすといった、資金の好循環を実現することが重要である。インベストメント・チェーンには資産運用会社のほかにも、その親会社、販売会社、保険会社、アセットオーナーなどの参加者がいるが、それらの中でも資産運用業の果たす役割は極めて重要である。金融庁では、資産運用業はもとより、資産運用の高度化の観点からインベストメント・チェーン全体の機能発揮に向けた取組みを推進するため、新たに「資産運用高度化室」を設置した。

講演予定であったPGIMインク社長兼最高経営責任者（CEO）である**デイビッド・A・ハント氏**（以下、ハント氏）とは「**資産運用業における顧客重視の文化**」をテーマに当協会の専務理事の**前原康宏氏**との対談形式で行われた。ハント氏は、資産運用会社と一般の事業者会社の企業カルチャーの違いについて、主に三つの要素が異なるべきであると考えている。一つ目は多種多様な考えを取り入れる必要性である。コンセンサスを重視した運用では超過リターンを得ることが難しい。二つ目が非常に深い専門能力を必要とすることで、特定のアセットクラスについて、幾つかの景気サイクルを経験したマネジャーが必要だと述べている。三つ目が**フィデューシャリー・デューティー**の概念である。資産運用会社の優先順位は資産運用会社の株主の利益ではなく、常に顧客の利益に照らして投資やビジネスの意思決定を下す必要があるということである。この点について、更に踏み込んで、**フィデューシャリー・マインドセット**（心構え）、すなわち、あらゆることにおいて顧客を中心に据えなければならないという**フィデューシャリー・デューティー**よりも幅広い概念を提示している。例えば、自分たちの利益を重視する運

用会社であれば可能な限り多くの資金を集めようとするが、**フィデューシャリー・マインドセット**のある運用会社であれば、顧客にとって効率的な運用を行える上限金額を決めて、その金額に達した場合は資金受け入れを停止する。資産運用会社の株主にも短期のリターンを求めるのではなく、長期的な投資をサポートしてくれる企業カルチャーが必要だとしている。資産運用会社の成功を左右する重要な要素は、**フィデューシャリー・マインドセット**、**能力主義**などといった企業カルチャーを組織のメンバーで共有・浸透できるかどうかにかに依拠してくる。こうした企業カルチャーの浸透を短期で行うことは困難なため、資産運用会社を手早く立ち上げるのは難しい。

講演予定であったアセットマネジメントOne(株)代表取締役社長である**菅野暁氏**からは、「**本邦資産運用業界発展の方向性**」と題して、講演に代えてご寄稿いただいた。まず、日本と欧米の資産運用業のこれまでの発展の経緯の違いを歴史的に分析している。歴史的経緯では、日本での資産運用業は1950年代から投信運用業務が存在していたものの当局の規制から証券系に限定され、1990年に外資系が、1993年に銀行系が参入可能となったという経緯もあり、金融グループ系資産運用会社を中心である。投資顧問業務は1986年に旧年金福祉事業団（現・年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF））が資金確保事業として運用を開始し、私的年金運用は1990年の改正厚生年金保険法制定後である。これに対して、英国では1800年代初頭から独立系の運用会社が富裕層向けに設立されている。米国では1930年代の大恐慌後に、プロによる資産運用の高度化が必須と考えられ、独立系運用会社が誕生した。その後、英国、米国ともに、金融グループ系が1980年代か

ら運用業界に参入したものの、リーマンショックによる資本規制強化をクリアするために、コア事業以外の売却を迫られ、グループから手放し撤退している。また、リーマンショックではアクティブファンドがパッシブファンドに対してパフォーマンスが劣後したことから、手数料低下の流れが進んでいった。この結果、パフォーマンスや商品性に劣後する会社は、資本力があり巨大化している運用会社を買収されている。他方で、パフォーマンス競争に勝ち残った運用会社は生き残り、資金純流入が続いている。また、ニッチなブティック系運用会社も生き残っている。大陸欧州では、金融グループによるユニバーサルバンク経営のため、金融グループ内に資産運用会社を保持しているのが依然として主流であるが、パッシブ化、低手数料化の潮流は早晚訪れると予想している。この結果、筆者は米英欧の運用会社は、①大規模なパッシブ中心の総合ソリューション資産運用会社、②大規模なグローバルアクティブ資産運用会社、③ニッチ／専門的な資産運用会社（オルタナティブ系など）の3カテゴリーに類型化されていき、②と③が統合する可能性も指摘している。翻って、日本でも2015年以降、欧米に遅れたものの、運用手数料の低下や利益相反管理強化の流れから合従連衡などが進展している。しかし、グローバルトップ企業の運用資産残高が約700兆円あるのに対して、日本のトップでも70兆円程度と規模的に中途半端になっており、筆者は引き続き合従連衡が継続すると考えている。更に、コロナ禍の影響として、アフターコロナの社会・経済構造変化を捉えた個別銘柄選定を行えるかどうかでアクティブ運用の巧拙が分かれること、また、運用商品の販売面では非対面販売の増加なども予想している。

続いて行われる予定であった「投資信託」による資産運用拡大に向けて担う役割—アドバイス、運用、販売—をテーマとするパネルディスカッションは、誌上座談会形式で行われ、アドバイス・運用・販売とそれぞれ立場の異なる3名の専門家の方々にご意見をいただいた。3名の専門家は、ファイナンシャルプランナーというアドバイスをを行う立場を代表してGAIA(株)の代表取締役社長兼CEOの中桐啓貴氏、投資信託の運用会社の立場を代表してセゾン投信(株)代表取締役社長の中野晴啓氏、インターネットを通じた投資信託の販売の立場を代表して楽天証券(株)コーポレート本部経営企画部資産形成・運用支援室長の水野清司氏である。司会は、イボットソン・アソシエイツ・ジャパン(株)で月刊『投資信託事情』発行人・編集長の島田知保氏にお願いした。座談会では、主に次の5点から議論が行われた。1点目はフィデューシャリー・デューティー強化が言われている中での事業者としての取組み状況で、顧客の最善の利益を追求する中で、運用会社の利益相反の問題も指摘された。2点目はメイン顧客層のニーズの変化への対応であり、インターネットチャネル販売会社では資産形成層・投資初心者の悩みに応じる形でネットメディアを活用した情報発信を行っている。アドバイザーの立場からは準富裕層へのファイナンシャルプランニングニーズが高まっている。3点目の長期投資の啓蒙では、各立場の方々ともに、自社の強みを生かし創意工夫をしながら長期投資の啓蒙活動を行っている具体例が紹介されている。4点目は、資産運用ビジネスが米国モデルを追随すべきかどうかという論点である。アドバイザーの観点から米国は富裕層が多くアドバイザーの転勤がないのに対して、日本は準富裕層が多く転勤制度もあるため、日本独自のモデルを考える必要がある。販売の立場からは、収益源の

多様化が図られた米国では成り立つ販売手数料の無料化を、日本においても追随すると業界内の消耗戦となり、顧客サービスの低下につながりかねない懸念がある。運用業界からも、米国とは格段に規模が小さい日本で、米国と同等の低コストパッシブ運用では体力消耗戦に陥る可能性が指摘されている。アドバイザー、販売、運用、いずれの側面からみても日本独自の長期運用文化を醸成すべきで、それが資産運用の高度化につながる可能性がある。最後に、5点目として、資産形成・資産運用・資産管理の将来像についての様々な議論が行われた。リタイアメント世代に対しては、「運用しながら使う」ことを容易にするための定期売却サービス、生涯軸での資産運用継続と計画的な取り崩しの考え方の普及などが論点となった。現役世代に対しては、実体経済の成り立ちと経済成長に不可欠なリスクマネーの存在などを学校教育や新入社員の段階から教え込んでいくことの重要性が議論された。更に、対面金融機関の生き残り戦略として、良質かつ差別化された対面サービス、顧客の絶対的信頼を得るためにコンプライアンスを徹底した上で長期に一担当者が寄り添える体制

の必要性、販売手数料を前提とした事業モデルから脱却し顧客の運用目的が実現するまで長期に寄り添える事業モデルへの転換などが論じられた。

今回のSAAJ国際セミナーは、資産運用会社を中心とするインベストメント・チェーンの参加者がいかに高度化していくべきかという意味で様々な視座を提供してくれている。各立場によって、顧客の利益を最優先に考えて何をなすべきかは変わってくるが、資産運用業界は常に変化が求められよう。運用業界の高度化のためには、ダーウィンの進化論同様に、運用会社の業界環境、運用手法、顧客ニーズなど様々な変化への対応がいつの時代においても求められることを再認識すべきであろう。本セミナーのタイトルは、「資産運用業界を変革するために何をなすべきか」、であるが、資産運用業界の歴史は変革の歴史であり、これからも顧客の最善の利益を追求するために永続的に変革し続けなければならない。その先に、わが国の文化に合った高度化されたインベストメント・チェーンができていることを期待したい。