

## 解 題

証券アナリストジャーナル編集委員会

第三小委員会委員長 大崎 貞 和 CMA

本号の特集では、「資産運用における新しいパラダイム」をテーマとして2016年4月7日に開催された第7回国際セミナーの内容を紹介する。

日本証券アナリスト協会では、毎年、資産運用関連のセミナーを開催しているが、今年は09年以来久しぶりに、米国を本拠地とする証券アナリストの国際的な団体であるCFA Instituteとの共催となった。

当日は、日本証券アナリスト協会及びCFA Instituteの代表者による挨拶と森信親金融庁長官の基調講演に続き、資産運用業界関係者による三つの講演とパネルディスカッションが行われた。それらに通底するのは、日本の資産運用業が持続的に成長していくために求められるものを探ろうという問題意識である。

**森信親金融庁長官の基調講演「日本の資産運用への期待」**では、米国と比較して改善の余地が大きい資産運用業の改善を実現することが、日本の国民にとっても、日本の資本市場の活性化の観点からも必要であるという基本的な認識に立ちながら、資産運用に携わる者への期待や金融庁が講じてきた施策などが語られた。

日本の家計が保有する1,700兆円超の金融資産の50%以上は現預金であり、そこからあがるリ

ターンは英国や米国に比べて小さい。しかし、今後の日本の人口減少や期待成長率を考えれば、欧米のようなグローバルな分散投資を実現させることが望ましい。そのために、これまでNISAの導入、GPIFの改革、スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの策定といった施策が打ち出されてきた。

しかし、現状では、国内投資家の市場における影響力は小さく、家計資産の貯蓄から投資への流れが本格的に進み出したとはいえ、金融機関の投資商品販売姿勢も真に顧客のニーズに correspond しているとはいえない。これまでの方針を踏襲しつつ、更に前に進んでいくことが必要である。

こうした観点から、金融庁としては、個人の安定的な資産形成のための分散投資を定着させるための金融経済教育、確定拠出年金やNISAの見直し、資産運用業の発展に資するフィデューシャリー・デューティーの強化といった施策を講じていく。特に最後の点について、森長官は、資産運用会社と系列親会社の関係、顧客への手数料の明示などの課題をあげた上で、フィデューシャリー・デューティーのあり方について、よりオープンな場で議論を進めていくと述べる。

柴田拓美氏の講演「日本の資産運用業界の課題、事業機会及び改善策の示唆」は、日興アセットマネジメントのCEOとしての経験に基づき、諸外国、とりわけオーストラリアとの比較を踏まえながら日本の年金や投資信託の現状を批判的に検証し、その改善へ向けての提言を行う。

豪州は確定拠出年金中心の年金制度をとっており、参加者は年収の約9.8%を拠出することを強制され、人口は2千万人にすぎないが、投資信託の運用資産残高は日本を上回る。個々人が自由に運用方法を指定できるという点で、最も民主主義的な年金制度を持つ国である。

これに対して日本は、自由度の低い賦課方式の年金制度を持つ。本来は自助努力で老後に備えた投資を行うことが大切だが、投資信託市場では小さすぎるファンドが乱立する非効率な実態があり、確定拠出年金は使い勝手や規模の点で問題が多い。

こうした現状認識に立ち、柴田氏は、日本の年金改革については、①GPIFを明確に資産運用機関であると定義すること、②確定拠出年金制度に魂を入れて規模を拡大すること、③NISAの枠の拡大と期間の恒久化、④投資教育の大切さの再確認、の4点が必要だと指摘する。

また、資産運用業界の課題として、①取締役会への独立取締役の導入やファンドへのガバナンス導入など資産運用会社のガバナンス向上、②グローバル資産の運用体制構築を柱とする資産運用能力の拡充、③テーラーメイド型のソリューション提供能力の強化、④業界全体としてのオープン・アーキテクチャーの推進、の4点をあげる。

デイビッド・A・ハント氏の講演「グローバルな資産運用会社としての成功要因」は、保険会社の一部門からグローバルな資産運用会社に進化し

たPGIMインクのCEOとしての経験に基づき、資産運用会社の経営のあり方を論じる。

ハント氏は、資産運用会社にとって最も重要なのは、運用戦略やマーケティングではなく、人材とカルチャー（企業文化）だと述べる。具体的には、運用会社は典型的な企業組織とは異なり、多様性に富み、長期的な信頼関係に基づくプロフェッショナル・パートナーシップをコアとする組織であるべきだとする。

すなわち、資産運用会社の目的は顧客のために運用リターンを創出することであり、そのためには深い投資専門知識と正確かつ厳密なパフォーマンスの要因分析に基礎付けられたアルファの創出が求められる。そのために重要となる企業組織とは、ローテーション人事を排し、運用業務に集中し続ける長い経験を有する人材を確保でき、多様性を許容する能力主義の風土を維持し、地域別に組織されたのではない真のグローバルな体制を備えたものだとする。

ハント氏は、資産運用市場におけるトレンドとして、高齢化に対応できず、リスク回避を図る企業が年金業務から撤退し、運用会社に業務を移管する流れがあるとする。また、今日の市場における勝者は、グローバル・スケールのソリューション・プロバイダーやパッシブ運用の会社と特定の資産クラス、地域を得意とするブティック型の運用会社であると述べ、それらの中間に陥っている運用会社が困難な局面にあると指摘する。

なお、セミナー当日は、このほかケイシーカーク&アソシエイツの会長であるケビン・P・カーク氏が、資産運用ビジネスの今後を展望する講演を行ったが、紙幅の関係で本誌には掲載していない。その動画は日本証券アナリスト協会のホームページで公開されている。また、本誌に掲載して

## 特集

いるパネルディスカッションの中でもカーク氏の講演内容が触れられているので、そのエッセンスは嗅ぎ取れるのではないだろうか。

パネルディスカッションでは、大場昭義氏の司会の下、石田友豪氏、萩野琢英氏、講演を行ったハント氏の3人のパネリストが、「日本の資産運用業界の発展に向けて」をテーマに議論を交わした。司会者、パネリストは、いずれも資産運用会社の経営トップである。

森金融庁長官による基調講演をどう受け止めたか、豪州の年金制度など確定拠出型制度の意義や拡大の背景、変革期の資産運用会社の経営戦略、グローバルな環境変化への対応といった切り口で、個社の具体的な対応例の紹介も絡めつつ、現場感覚にあふれた率直な意見交換が行われた。

パネリストの発言では、「資産運用という職業が、子供の将来の夢として選ばれるような身近なものになることを期待している」（石田氏）、「他の先進国と比べると銀行によるファイナンスが主流を占めている日本では、（運用会社が）資産を拡大させることよりも、証券業が金融仲介業の一部としての立場を確立することの方が重要だ」（ハント氏）など、資産運用業や資本市場全体の社会的な役割や認知度を高めていく必要性が指摘された。

また、マクロ環境が厳しいという認識に立ちながら、「厳しい運用環境やマイナス金利に陥った状況でも、リターンを上げられるポートフォリオを組んでいかなければならない」（萩野氏）との発言があった。そして、その厳しい環境を乗り切るための対応としては、「トータルリターン戦略に力を入れ、パッシブに力を入れない「選択と集中」を行っている」（萩野氏）、「アルファがある

ことを信じている人が集まっていることが、当社のエッジ」（石田氏）といった経営戦略が語られ、また、制度面については「長期的にもDCの基盤を確立することが、個人投資家が安心できるような体制に持っていくための最優先事項である」（ハント氏）といった指摘がなされた。

今回のパネルディスカッションの大きな特徴は、先行した基調講演や三つの講演で提起された問題意識や論点を真正面から受け止める形で、議論の枠組みが設定されたことであろう。これによって、いわばセミナー全体が有機的に結合され、統一感の高いものになったように感じられる。

1,700兆円を超える個人金融資産の過半が現預金となっている日本は、資産運用業にとっては「宝の山」となっているはずである。このことは決して最近になって初めて指摘されたわけではない。かなり前から日本の国際金融センター機能の拡充や資本市場の活性化といった問題が議論される度に、そこでの最も重要な鍵となるのは資産運用業だと言われ続けてきた。

しかしながら、日本の資産運用業の現状は、そうした期待に十分応えるものとはなっていない。

日本の製造業は、近年やや陰りも見られるものの、文字通り世界を席卷している。日本ブランドの工業製品は、未開の最奥地でも紛争地域でもありふれた存在である。これに対して資産運用業は、海外で運用するのは国内顧客向けのファンド、海外の投資家が顧客となるのは日本株、日本債券の運用がほとんどというのが実情に近く、「グローバル」からは依然遠い状況にある。

今回のセミナーから、日本の資産運用業が「グローバル」へ向かう足掛かりを見いだすことができれば、その意義は大きいだろう。