

## 資産運用会社は環境変化に対応した組織の再設計を

日本の資産運用ビジネスは、投資信託の販売会社のビジネスモデルの転換、公的年金ファンドのプロ化など大きな環境変化が予想される。運用会社は環境変化に対応した組織の再編、投資プロセスの見直しを大胆に進めていくことが求められる。

2014年度の日本の資産運用会社<sup>1)</sup>の収入は7千億円を突破、営業利益率も30%台半ばを超えた模様である(図表参照)。2007年度とほぼ並ぶ高水準であり、日本の資産運用ビジネスは金融危機後の長い低迷期を経てようやく本格的な飛躍期の入り口に立ったと言えるだろう。しかし、2012年度以降の収入・利益率の回復は、アベノミクスによる円安・株高に起因する部分が多く、自助努力による収益改善が成し遂げられたとは言いにくい状況ではないか。

### 待ち受ける大きな環境変化

2015年度以降の日本の資産運用ビジネスを取り巻く環境は大きく変化すると見込まれる。投信ビジネスはNISA<sup>2)</sup>が2014年に開始されたことも追い風となり、引き続き順調に個人投資家からの資金流入が継続している。NISAは今後5年間で年間5兆円規模の資金流入が見込まれ<sup>3)</sup>、その資金の内、約6割が投信に投資されると予想される。3兆円近い資金がNISA口座経由で流入すると考えられるのである。

しかし投信の現状をみると、過去3年にわたりネット

の資金流入が継続しているものの、それと同額以上の分配金を支払っており、相場変動要因を除けば、実質的に資産額は増加していない。高分配の投信に資金が流入する傾向は継続しており、このままの状況が続くと運用会社から見てビジネスの持続的成長は難しいだろう。

高分配型ファンド主導の投信ビジネスを変えるのは、販売会社のビジネスモデルの変化だと考えられる。これまで投信の乗り換えを前提とした販売手数料が、販売会社にとって投信ビジネスの収益の柱であったが、既存の投信ファンド残高を積み上げ、残高比例報酬を収入の中心に据えるという、残高ベースのビジネスモデルへの転換が幾つかの大手販売会社で始まっている。この影響は多岐にわたると考えられる。例えば、分配利回りは今の商品に比べあまり高くはないが安定的な資産成長をもたらすバランス型商品へと、売れ筋商品が変化する可能性がある。また、販売会社が顧客のポートフォリオ構築に関する投資アドバイスを徹底することで、運用会社に対しそのパーツとなるような特徴を持ったファンドを資産クラスごとに要求するということもあるだろう。

機関投資家ビジネスの中心である年金ビジネスにも大きな変化が生じる可能性が高い。既に公的年金ファンドは株式比率を大きく上昇させた。また、資産管理スタッフの増強によりその目利き能力を高め、資産クラスごとに特徴のある投資スタイルを持つ運用会社を採用する傾向を強めている。分散投資ニーズも高く、低流動性資産を含めた安定的なキャッシュフローを生み出す投資商品へのニーズが高まることは間違いない。固定報酬ではなく成功報酬制度の採用も増加すると見込まれ、公的年金ファンドが今後大きな収入プールとして重要になることは間違いないだろう。

図表 運用収入と営業利益率の推移



(出所) 各種資料を基に野村総合研究所が作成

## NOTE

- 1) ここで資産運用会社とは、信託銀行と生保を除く投信投資顧問専門の運用会社を指す。
- 2) Nippon Individual Saving Accountの略で、少額投資非課税制度を指す。英国のISAを手本に策定されたため、日本版ISAとも呼ばれる。
- 3) 野村総合研究所の2014年に実施した個人投資家向けのインターネットアンケートの結果に基づく。
- 4) 例えば、リスクバリエーション・ポートフォリオがその典型例である。
- 5) スチュワードシップ・コードは、2014年2月に制定された、機関投資家に、投資先企業の企業価値向上を促す

よう建設的な対話を行うことを求めたガイドラインである。

## 運用会社はどう対応すべきか

このような大きな環境変化に対して、運用会社の対応はまだ十分ではないようだ。リテールにおける販売会社のビジネスモデルの転換は売れ筋商品の変化をもたらすとともに、販売会社へのサポート内容の転換も求められることになるだろう。例えば、機関投資家向けビジネスのノウハウ活用はその一例である。既に年金ファンドに提供している様々な投資アドバイスや投資環境の変化に頑健なポートフォリオの構築手法<sup>4)</sup>、ポートフォリオのリスク量を顧客のリスク許容度の変化に応じて変化させる投資手法、ベンチマークを上回る様々なスマートベータ商品などは、新たな商品開発や販売会社へのアドバイスを行う際に重要な材料を提供するものになるだろう。

年金ファンドと個人投資家はともに絶対リターンを求めている。さらに、限られたリスク許容度の元で安定的なキャッシュフローを求めるニーズは共通しており、機関投資家ビジネスで培ったノウハウをリテールビジネスに転用することが今後極めて重要になると考えられる。今一度、社内の資源配分を再検討し、最適構成を考えるべき時に来ているのではないか。

年金ビジネスにおける顧客のプロ化の動きにはどのような対応が必要だろうか。投資リターンの一貫性はもちろんだが、より重要な評価基準は投資プロセスの再現性であると思われる。「再現性」とは、過去の優れたリターンが今後も継続することを顧客に納得させる「投資プロセスの透明性」と言い換えることができる。継続して優れた投資成績を上げ続けることは困難だが、成績が低迷した際に顧客をつなぎ止めるのは、投資プロセス

がどのような環境において機能する・しないかを明確に説明できる、この「投資プロセスの透明性」である。また、大手の公的年金のほとんどはスチュワードシップ・コード<sup>5)</sup>に署名しており、委託先の運用会社から、投資先企業との対話の内容や銘柄の保有理由を詳細にヒアリングするケースが増えている。これら顧客による投資プロセスの確認は今後もより詳細になるものと考えられ、運用会社は、目利き能力の高い顧客にアピールする上で、投資プロセスの納得性や再現性が重要であることを認識する必要がある。

さらに顧客のプロ化は、顧客が自らリスク管理を高度化させることを意味する。投資スタイルの分散を顧客自身がコントロールすることになり、投資商品には、リターンの高さはもちろんのこと、分散の意味がある、他社とは異なる独自の特徴を持つことが必須となる。

運用会社は今後の環境変化に対応するため、顧客に必要とされるスキルセットの内容を今一度確認し、適切な人材配置がなされているかをチェックすべきである。さらに現在提供している投資商品が果たして今後もコアの商品として通用するのかを吟味することも不可欠である。過去数年間収益が回復したからと言って、これまでの延長線上で今後もビジネスが成長すると考えるのは大間違いである。不連続な変化が現在生じていることを再認識し、ビジネス戦略そのものを再考する時期に来たと考えるべきである。

## Writer's Profile



堀江 貞之 Sadayuki Horie

金融ITイノベーション研究部  
上席研究員  
専門は資産運用関連の先端動向調査・研究  
focus@nri.co.jp