

転換期のリテール金融業界 Ⅰ

ネット証券・投信運用
手数料無料化の波



指南役 大原 啓一さん（日本資産運用基盤グループ社長）

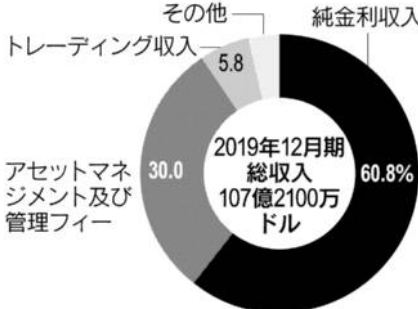
おおはら・けいいち 2003年東大法卒。野村資本市場研究所、興銀第一ライフアセットマネジメント（現アセットマネジメントOne）、同ロンドン現法を経て、15年にマネックス・セゾン・バンガード投資顧問を創業し、17年秋まで同社代表取締役。18年5月に日本資産運用基盤を創業。資産運用ビジネスと焼き肉、家族をこよなく愛する。41歳。

情報通信の発達でコモディティー化、対面型証券も流れに逆らえず

日本の証券業界では2019年秋から、主要なオンライン証券会社を中心に各種手数料の無料化の動きが進んでいます。米大手証券会社のチャールズ・シュワブが19年10月に一部取引の手数料無料化を発表し、業界に衝撃を与えましたが、日本でもSBI証券やauカブコム証券、楽天証券といった大手オンライン証券会社が米国の動きに刺激されたかのように、相次いで同様の取組みを進めています。

このような証券会社の手数料無料化の動きは、約20年前に日本にオンライン証券会社が登場した頃から運命づけられていたとも考えられます。店舗や営業担当者を抱えず、インターネット上で個人投資家の株式等売買注文を取り次ぐ業務は、情報通信技術の発達を背景に実現したのですが、この業務がもたらす付加価値はコモディティー化が避けられず、手数料率が無料に向けて低減する圧力を本来的に孕（はら）んでいます。この圧力を軽減するために、各社は取扱商品の多様化や自社サ

【図表1】米チャールズ・シュワブは売買委託手数料に依存しない経営を実現している



出所 Charles Schwab Corporation "Form 10-K" 株式等売買委託手数料収入は「トレーディング収入」に含まれる

イトへの掲載コンテンツの充実、取引ツールの機能拡張等を行ってきましたが、そこで独自の付加価値を創出することは非常に難しく、株式等の売買委託業務だけで利潤を確保するのは厳しいと言わざるを得ません。

悲観的な運命が定められているようにも思えるオンライン証券の事業モデルですが、日米の大手が同じようなタイミングで手数料無料化を打ち出した背景には、長い時間をかけて進めてき

た収益源の分散がようやく実現してきたという背景もあります。

例えば、チャールズ・シュワブはディスカウント証券会社を祖業としていますが、現在はグループ内に資産運用会社や銀行などの業態も有しており、グループ全体の収益に占める株式等売買委託手数料収入の割合は6%に満たないまで、収益源の分散を果たしています。また、日本においても、オンライン証券会社最大手のSBI証券は、SBIホールディングスというグループ全体で計算すると、株式等売買委託手数料から得られる収益は全体の10%未満であり、満を持して、手数料無料化の方針を発表したであろうことがうかがえます。

ただ、日本のオンライン証券会社の全てが同様に収益源を十分に分散できているかというとはそうではなく、引き続き株式等売買委託手数料からの収入に依存する程度が大きく、手数料無料化の流れに追従はしてみたものの、収益源の分散はこれからという会社も少

なくないのが実情です。

また、手数料無料化の動きは現時点ではオンライン証券会社が中心です。対面型の証券会社の売買委託等手数料は、利潤を見込める水準を当面は維持するだろうと予想されますが、ある程度の金融リテラシーを有する個人投資家の顧客が、手数料無料のオンライン証券を利用するようになる流れが今後さらに加速すると思われ、無料までは至らないにせよ、その手数料水準の低下圧力は避けられないでしょう。

証券会社がその収益源を多様化し、分散することを急務として取組みを進めるなか、アセットマネジメント（資産運用）事業モデルへの転換を掲げ、顧客からの預かり残高に対して継続的に手数料を得る事業モデルを模索する証券会社の動きも散見されます。

しかし、ブローカレッジ（売買仲介）事業領域と同様に、アセットマネジメント事業領域も、金融機関が利潤を見込めない環境になりつつあるということには注意が必要です。

投資運用付加価値の原価ほぼゼロに、収益源の多様化が急務に

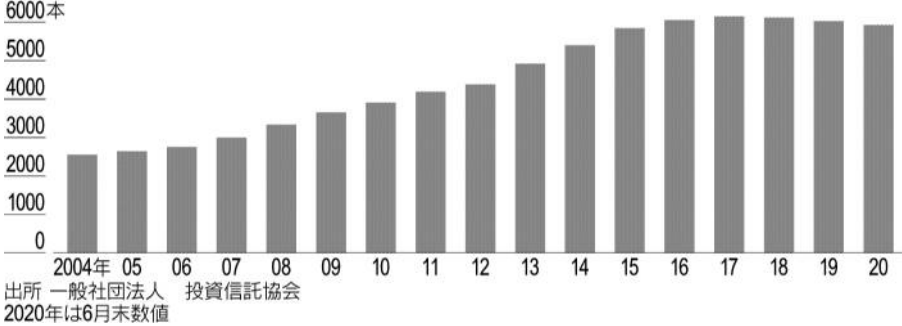
アセットマネジメント（資産運用）事業領域における利潤は、代表的な金融商品である投資信託の運用報酬に見られるように、近年、その水準は低下する傾向にあります。そして、米国では2018年に、日本でも今年3月に運用報酬が無料の投信が登場するに至り、この事業領域でも利潤消失の危機が現実のものとなりつつあります。

実はオンライン証券会社の手数料無料化の動きと同様に、投信の運用報酬の低下と利潤消失の動きも、以前から運命づけられていたと考えられます。

アセットマネジメント事業領域で金融機関が提供するのは、主に金融資産のポートフォリオ・マネジメントなどの投資運用の付加価値です。この付加価値は①株式や債券等の金融資産の売買や保管②投資する資産を選ぶ資産クラスや銘柄ごとに投資する比率を決める銘柄アロケーションなどの投資運用判断③管理事務の3つの要素に分解することができます。

金融市場の発達を受け①と③に伴うコストが大きく低下しました。また、

【図表2】公募投信は約6000本が存在し、飽和状態にある



情報通信技術の発達を受けて、上場企業の株式など情報が公開されている資産を投資対象にする場合、②の付加価値を創出するための情報取得コストもほぼゼロになったといえます。理論的には、投資運用付加価値の原価は、ほぼゼロに低下したと考えられます。

もちろん、原価が下がっても、投資運用付加価値とその対価もすぐにゼロになるわけではありません。一方で日本では現在、約6000本の公募投信が存在します。こうした状況では、新しい商品が提供する投資運用の付加価値の限界効用は小さくなり、それぞれの商品が提供する付加価値にも大きな差は

なくなってしまうです。

さらに、中長期的に独立系金融アドバイザー（IFA）などの資産運用アドバイザーが存在感を増していくなかで、顧客の利益を勘案して手数料の安い投信商品を提案する動きが主流になることが予想されます。投信などの金融商品の運用報酬の水準低下は加速していくと思われます。

しかし、日本の資産運用会社の多くは、投資運用付加価値の提供を主な事業としており、その対価である運用報酬等からの収入が会社収益のほとんどを占めています。アセットマネジメント事業領域での利潤消失の影響は大き

いものにならざるを得ません。

米国の資産運用会社の場合、投資運用付加価値の提供以外の収益源を多様に確保しており、そのうえで運用報酬の切り下げ競争を戦っています。例えば、世界最大の資産運用会社であるブラックロック・グループは、リスク管理等の資産運用関連業務を統合的にサポートする情報システムのプラットフォームである「Aladdin（アラジン）」等のソフトウェアを世界中の機関投資家等に提供し、そこからの収入を年々増やしています。

日本の資産運用会社もブローカレッジ（売買仲介）事業領域の利潤消失に直面する証券会社の状況を「対岸の火事」と見るのではなく、自らの主戦場であるアセットマネジメント事業領域も危機にあるという現状を認識し、手立てを講じる必要があります。分散が十分ではないとはいえ、株式等の売買委託手数料以外の収入源を持つ証券会社と違い、運用報酬からの収入がほぼ全てである資産運用会社の方が、事態はより深刻であるとも考えられます。

転換期のリテール金融業界 ②

資産運用アドバイス
利潤狙える最後の砦



指南役 大原 啓一さん（日本資産運用基盤グループ社長）

おおはら・けいいち 2003年東大法卒。野村資本市場研究所、興銀第一ライフアセットマネジメント（現アセットマネジメントOne）、同ロンドン現法を経て、15年にマネックス・セゾン・バンガード投資顧問を創業し、17年秋まで同社代表取締役。18年5月に日本資産運用基盤を創業。資産運用ビジネスと焼き肉、家族をこよなく愛する。41歳。

付加価値の源泉は信頼関係、コモディティー化の流れに一線

ブローカレッジ（売買仲介）やアセットマネジメント（資産運用）事業領域で提供されてきたサービスの付加価値がコモディティー化し、事業利潤も消失する流れが現実化するなか、最後のフロンティアとして注目されているのが、資産運用アドバイス事業領域です。

金融機関が提供する金融機能には、決済や送金などの「資金移転」や融資などの「資金供与」、保険などの「リスク移転」、「資産運用」の4つがあります。このなかで資産運用には、本来的にアフターフォローやアドバイスなど、付加価値の提供が不可欠であるという特徴があります。

ネットで何か物品を購入し、資金決済をする状況をイメージすると分かりやすいのですが、利用者は購入時に決済サービスを必要とし、その金額も明確です。資金移転や資金供与という金融機能を提供する場合、利用のための専門的なアドバイスは特に必要ありません。

「資産運用」機能には継続的なアフターフォローやアドバイスが必要

	資金需要の時期	資金需要額の推計	金融商品の時価
資金移転(決済や送金)	現在	容易	確定
資金供与(融資など)	現在	容易	確定
リスク移転(保険など)	遠い将来	困難	確定
資産運用	遠い将来	困難	変動

出所 日本資産運用基盤グループ

リスク移転の場合、将来の不測の事態に備えて生命保険に加入するなど、利用者が保険金受取りを必要とするのは遠い将来であり、その際にどれだけの金額が備えとして必要なのか、そのためにどの保険商品を選択すればよいのかは、専門的なアドバイスも必要でしょう。ただ、一度加入すると、保険金支払金額は固定であることが多いため、その後のアフターフォローはそれほど必要とされません。

この点、資産運用では、老後の生活に備えるために投信の積み立てを行なう場合のように、実際に資金を必要とするのは遠い将来であり、どれだけの金額が必要なのか、その目的を十分に

達成するためにはどの商品が最適なのか、開始時の専門的なアドバイスが有用であるだけでなく、実際に利用してからも、商品価値が変動するため、継続的に資産運用が将来の目標に向けて順調に進捗しているか、継続的なアフターフォローが欠かせません。

このように、資産運用アドバイスの付加価値の提供では、単に投資信託などの金融商品を「モノ」として販売するのではなく、顧客の人生設計や目標をしっかりと理解し、実現に向けた資産運用計画の進捗をサポートするという「サービス」が重要になります。顧客との間に構築する信頼関係こそが付加価値の源泉です。

顧客との信頼関係は、資産運用商品の利回りなどの定量的な便益のみで決まるものではなく、「私のアドバイザーはあなたしかいない」など感情的な要因も大いに含まれるため、アドバイスの付加価値は、その他の資産運用サービスとは異なり、コモディティー化しにくいという特徴があります。

資産運用アドバイスサービスの普及で先行する米国では、2010年代に利用が広がりました。背景には10年前後にベビーブーマー世代が退職期を迎え、社会的に老後資金に対する問題意識が高まったタイミングで、金融危機勃発による相場変動を経験したことがあると考えられます。

日本でも、昨年後半に「老後2000万円問題」が社会現象化した後、今年頭に新型コロナウィルスショックで大きな相場変動が起きました。10年前の米国の状況と似通っているように思われます。IFA（独立系金融アドバイザー）など資産運用アドバイスの担い手の存在感も高まりつつあります。

契約時に内容や頻度を明確に、投資一任なら利便性高く

資産運用アドバイスは、ビジネスの観点からも、最後に残る有望な事業領域であると期待されています。

例えば、米国の大手資産運用会社はアドバイザーが顧客に提供する資産運用アドバイスは、目標最適化や資産計画の策定支援、行動コーチングなど様々な要素から構成されており、定量的には年率3～4％の付加価値があるとする調査レポートを公表しています。

この推計をビジネスとして捉えようと、しっかりと資産運用アドバイスの付加価値を顧客に提供することができれば、年率1～2％の手数料は正当化できる可能性があります。また、前述したように、その付加価値はコモディティー化しにくいため、期待利潤が長期間、厚く見込めます。

このような考えに対しては「アドバイスに対価を払うカルチャーがある米国だからこそ成立するもので、日本では難しい」という否定的な見方も少なくありません。しかし、実際には、米国人でも半数弱は資産運用アドバイスは無料もしくは無価値だと考えている

「資産運用アドバイス」の事業化には投資一任スキームが適している

		FP	投資信託	投資助言	投資一任
提供する付加価値	投資運用	個別金融商品に関する助言は不可	○	助言のみ可能、執行権は無し	○
	継続アドバイス(アフターフォロー)	個別金融商品に関する助言は不可	契約内容に含まれていない	○	○

フィナンシャルプランナー(FP)は民間資格で、金融商品取引法などで定められた業態やスキームではない
出所 日本資産運用基盤グループ

という調査結果もあり、米国においても、アドバイスを有償で利用するカルチャーが存在するとまで言える状況にはありません。カルチャーの有無という点では、日本も米国も大きな差はないかもしれません。

それでは、米国で資産運用アドバイスが、サービスやビジネスとして、広く普及しているのはなぜでしょうか。日本で不足している要素は何か。その答えは、アドバイス提供を事業化するためのスキームだと考えています。

アセットマネジメント（資産運用）事業領域で主に用いられてきた投資信託は、資産運用アドバイスの付加価値の提供を想定したものではありません。投信の約款や目論見書には、投資

運用方針や戦略などに関する言及はあっても、顧客にどのようにアフターフォローやアドバイスを提供するかという役務は定められていません。法定の運用報告書の交付などを別にすれば、投信商品を販売した後、金融機関が顧客に対して、資産運用計画のフォローをする義務は実はありません。

「顧客本位の業務運営には丁寧なアフターフォローが重要だ」という理想が唱えられることは多いものの、そのアフターフォローの対価まで含めた議論はほとんどされません。「無料で提供すべし」と言っているに等しく、リテール金融の現場に顧客のアフターフォローが定着しないことも致し方ないように感じます。

継続的な資産運用アドバイスを、金融機関が提供する役務として、また、顧客にとっての権利として明確にするためには、投資助言もしくは投資一任契約を結ぶ際に、契約書の中でアフターフォローの内容や頻度などを個別に定める必要があります。ただ、投資助言の場合は、顧客が投資運用の執行を自ら行うことが多く、助言報酬の授受にキャッシュが介在すると手続きは不便になる可能性があります。投資一任契約のスキームの方がより利便性は高いと思われます。米国でも、資産運用アドバイスの提供においては、投資一任スキームの利用がほとんどです。

これまで金融機関が提供してきた投資一任（ラップ）サービスというと、特別な投資運用の付加価値を提供するかなのようなマーケティングが主流だったように思います。しかし、投資一任スキームこそが資産運用アドバイスの付加価値を適切に提供できるというのが本来の機能です。日本でも資産運用アドバイスが広がることを期待したいと思います。

転換期のリテール金融業界 Ⅲ

アドバイスは脱・自前
対面チャネル囲い込み



指南役 大原 啓一さん（日本資産運用基盤グループ社長）

野村やSBI、資産運用アドバイス事業参戦へ布石

2019年8月26日、東海東京証券がIFA（独立系金融アドバイザー）事業への参入を発表した同じ日の夕方、野村証券が山陰合同銀行グループとリテール金融事業における包括的業務提携を発表し、金融業界に衝撃が広がりました。

従来型証券会社が自前主義を捨てた歴史的なこの日を境に、金融商品のプラットフォームによる良質な対面アドバイザーチャネルの囲い込み競争が急速に進んでいます。例えば、野村証券による阿波銀行との業務提携、SBIホールディングスによる島根銀行、福島銀行、筑邦銀行、清水銀行との資本業務提携、SBI証券と高島屋との業務提携、PWM日本証券とマニュライフ生命のIFA子会社との業務提携などです。

資産運用のアドバイス事業の領域は最後のフロンティアです。サービスの付加価値を高水準で提供し、ビジネスの勝敗を決するためには、顧客との間に信頼関係を構築している良質な資産運用アドバイザーを抱える必要があることに加え、生産性の高いチャネル戦

大手証券会社を中心に「仲介」スキームで対面チャネルを囲い込む動き



略を展開することが重要になります。一連の動きは、資産運用のアドバイス事業の領域で勝者となるための戦略的布石に他なりません。

また、この資産運用アドバイスチャネルの囲い込みに用いられているのが「金融商品仲介」スキームです。従来の大手金融機関は、自社所属社員による営業活動を主軸に事業を展開してきました。今後は良質なアドバイザーをより多く持つことが勝敗を決することになります。全てを自社で抱え込むのは非効率的であるとの考えから、「金融商品仲介」スキームを活用し、自社の金融商品を販売する機能を開放する

ことで、外部の様々なチャネルを囲い込むことが主流になりつつあります。

例えば、SBI証券が非金融機関である高島屋と提携したように、顧客との間に長期的な信頼関係がある事業者であれば、金融機関以外でもその囲い込みチャネルの候補となりえます。金融商品のプラットフォームにとって、資産運用のアドバイス事業を展開する可能性がぐっと上がることになります。また、チャネル事業者の側でも、「仲介」スキームを用いれば、重い金融機能を保持する必要もなく、コンプライアンスの責任や損害賠償義務等も自社のみで負担することなく、その戦

略資産である顧客との関係を事業化することが可能となります。

足もと、金融庁が「仲介」スキームの多様化・柔軟化に積極的なことも、この動きの後押しをしています。6月5日に成立した改正金融商品販売法によって「金融サービス仲介業」が新設されたことに加え、7月上旬には、投資信託委託会社が自社投信の直販業務を外部の金融商品仲介業者に委託できるとする整理が示されました。

このような規制動向なども背景に、今後は野村証券やSBIホールディングスのみならず、様々な金融商品のプラットフォームが資産運用のアドバイス事業の領域への「陣取り合戦」に参戦することを予想しています。その際、継続的なアドバイス提供を契約で定められる投資一任スキームを仲介スキームに掛け合わせて展開することが考えられます。広く全国津々浦々の地域で、様々なチャネルが、顧客と金融商品のプラットフォームの間の投資一任契約の締結の媒介業務を担うという形で、資産運用アドバイスの担い手になることが期待されます。

「陣取り合戦」カギは地銀・生保、顧客との信頼関係構築で優位に

野村証券やSBIホールディングスの動きに見られるように、金融商品のプラットフォームによる「陣取り合戦」の主戦場として、囲い込みの主な対象となっている対面アドバイザーチャネルが地域銀行です。

地域銀行は、長年にわたる取引関係やブランドなどをそれぞれの地域で持っており、これらは他の金融機関が簡単には持ち得ない特有の戦略資産です。確かに、投資信託などの金融商品の販売においては、証券会社ほどの高い専門性や営業力を持っているわけではありません。しかし、資産運用のアドバイス事業の領域で最も重要となる顧客との信頼関係の構築という意味では、圧倒的な優位性を持つと考えられます。金融商品のプラットフォームが地域銀行を積極的に囲い込もうとするのは、こうした戦略資産を自らのチャネル戦略に取込み、資産運用のアドバイス事業の成長エンジンとすることをもくろんでいるためと思われます。

「資産運用アドバイス」は、商品販売技術よりも、顧客理解や信頼関係構築が重要



また、現時点ではそれほど顕在化していないものの、生命保険会社や保険代理店を対面アドバイザーチャネルとして囲い込もうとする「陣取り合戦」が水面下で激しくなっています。資産運用のアドバイスの提供では、従来の金融商品販売とは異なり、顧客ひとり一人の人生設計や目標、状況などに応じた資産計画の策定、その遂行支援を行うことが役務内容となるため、ライフプランニングに基づく提案やフォローアップが欠かせません。生命保険業界のアドバイザーは、保険商品の提案の際にライフプランニングを起点とすることが一般的であるため、資産運用

のアドバイス事業の領域の営業と親和性が高いという期待が存在します。

一方、地域銀行や生命保険会社、保険代理店の側でも、資産運用のアドバイス事業の領域に参入することへの関心が高まりつつあります。低金利や法人顧客の資金需要の低下等を背景に、地域銀行の経営環境は厳しさを増しており、個人役務事業からの手数料収入の重要性はより一層高まっています。生命保険会社や保険代理店も、金利低下による貯蓄性保険商品の販売鈍化や外貨建て保険商品に対する規制強化を受け、従来型の生命保険事業モデルの継続が困難になりつつあります。資産

運用ビジネスも手掛けることにより、顧客のライフプランの総合的なサポートへと事業展開をする意欲が強まっているように感じています。

資産運用のアドバイス事業の領域でのチャネル候補としては、IFAも長期的に主流となる可能性は大きいと思われます。ただ、現時点では個々のIFA事業者の規模も小さく、その事業者数や所属するアドバイザー数もまだまだ限定的です。また、そのアドバイザーは、証券会社の営業担当者出身が大半であることもあり、金融商品の販売を重視する営業行動を取る傾向が強く、資産運用のアドバイスを提供する親和性は高くないのが実情です。

規模の大きな対面アドバイザーチャネルを優先して囲い込もうとする戦略もあります。このため中期的には、地域銀行や生命保険会社、保険代理店などが主要なチャネルとして、資産運用のアドバイス事業の領域の成長をけん引することを予想しています。

転換期のリテール金融業界 ④

ネット証券・運用会社
生き残りの分岐点



指南役 大原 啓一さん（日本資産運用基盤グループ社長）

ネット証券― ①対面アドバイザーと連携 ②オンライン商品販売機能を外部開放

ブローカレッジ（売買仲介）とアセットマネジメント（資産運用）の2つの事業領域の利潤が消失することで、大きな影響を受ける業態のひとつがオンライン証券会社です。

既存のサービスや商品の付加価値がコモディティー化していく流れのなかで、今後も利潤が期待できる資産運用アドバイスの事業領域に参入しようとしても、対面のアドバイザーを抱えないことを特色としてきた業態であるがゆえに、新たな付加価値の源泉となる顧客とアドバイザーとの間の信頼関係という戦略資産を持っていません。

打開策として、オンライン証券会社が自社の金融商品を販売する機能を外部の企業に開放する「金融商品仲介」スキームを使い、地域銀行や生命保険会社など多くの対面アドバイザーを抱える他の金融機関のチャンネルを囲い込もうとする動きもあります。ただ、野村証券など対面型の証券会社も同じように動いており、対面アドバイザーを支援する機能の不備を考えると、オン



ライン証券の劣勢は否めません。

地銀や生保険、保険代理店などが資産運用アドバイスの主要な担い手になると期待されています。これら非証券チャネルは時価が変動する金融商品の取り扱いに慣れていないため、情報システムなどの各種ツール提供に加え、アドバイザーへの研修などの営業支援を必要とします。しかし、オンライン証券はこのような対面営業支援機能を十分に持ち合わせていません。

結果として、オンライン証券は、証券会社出身者が多く、研修など営業支援の負担が比較的小さくて済む小規模なIFA（独立系金融アドバイザー）と連携するケースが中心となります。

一方、外部企業と情報システムを連

携させるための技術仕様である「オープンAPI」を整え、オンラインでの投資信託の販売機能を開放することを発表したauカブコム証券のような例もあります。対面アドバイザーのチャネルを広げるのではなく、オンラインの世界で金融商品を販売する機能を提供するプラットフォームとしての存在感を高めることに勝機を見出そうとする動きと思われます。

金融商品販売のシステムやノウハウなどを持つオンライン証券が、自らを金融商品販売のプラットフォーマーと再定義して、様々な金融商品を提供しようとする企業と組もうとするのは戦略として理解できます。対面型の証券会社に比べて不利な対面チャネルの奪

い合いではなく、優位性を持つオンラインの世界を主戦場とした方が勝利の可能性も高いと思われます。

しかし、このような動きは、顧客に対してオンライン上で接点を持ち、集客や取引に結びつけてきたオンライン証券にとって、自らと競合しかねないオンライン上の顧客との金融取引接点を無数に作り出すことにもつながります。オンライン証券という業態そのもののコモディティー化を早めることになる可能性もあります。

また、オンライン上の金融商品の販売プラットフォームとしての機能を提供するにしても、得られる利ざやは薄くならざるを得ず、何社ものオンライン証券が生き残れるほどの事業利潤の総量が見込めない可能性もあります。

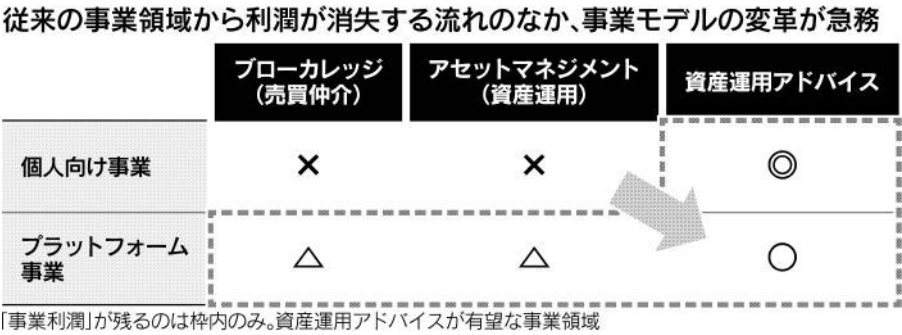
インターネットの普及を背景に新たなリテール金融機関の代名詞として成長してきたオンライン証券ですが、オフラインに打って出るべきか、オンラインを極めるべきか、大きな分岐点に立っています。

資産運用会社― ①未上場株投資やアクティビスト的運用 ②資産運用アドバイス領域へ参入

オンライン証券会社以上に深刻な状況にあると思われるのが、資産運用会社です。収益の殆ど全てをアセットマネジメント（資産運用）の付加価値である運用報酬に依存しているため、その付加価値がコモディティー化し、報酬率が低下していくと、経営が立ち行かなくなる状況に陥ることが懸念されます。

独自の付加価値を創出することで、このような流れに抵抗し、報酬率の低下に歯止めをかけようという資産運用会社による取組みもいくつか広がりつつあります。それは上場株など公開資産を対象とする資産運用から、①未上場株など非公開資産への投資を拡充する動きと②非伝統的な投資手法を提供する動き、の2つに大きく分類することができます。

まず、①の非公開資産への投資拡充としては、新たな投資対象として未上場のスタートアップ企業の株式などを投資対象に組み入れることで、独自の資産運用商品としての魅力を出そうというものです。米国では、「クロスオ



バー投資」として大手資産運用会社も多く手掛けているものですが、日本においても、今年夏にSBIアセットマネジメントなどが未上場株を投資対象として組み入れる公募投信を設定するなどの動きが見られます。

上場株など公開資産に投資対象が限られると、投資運用技術の巧拙だけで商品の付加価値を差別化しにくくなっていることが背景です。スタートアップ企業への社会的な関心の高まりもあり、このようなクロスオーバー投資を行なう資産運用商品の提供を通じ、新たな付加価値を創出しようとする試みは他社にも広がるかもしれません。

②の非伝統的な投資手法とは、例え

ば、投資先企業への積極的な対話を通じて企業価値の向上を図るアクティビスト的な投資運用手法を取り入れることで、新しいリターンの源泉を生み出そうとするものです。最近では、マネックスグループが個人投資家向けに公募投信の形式でアクティビストファンドの運用・提供を開始し、注目を集めたのは記憶に新しいところです。

①や②の取組みは、従来のアセットマネジメント事業領域において、独自の付加価値を提供し、事業利潤を確保するという意味では一定の効果はあると思われます。ただ、こうした非公開資産への投資や非伝統的な投資手法では、報酬「率」を高く保つことはでき

るかもしれませんが、規模感を伴って事業を成長させるのは困難と思われます。資産運用会社の苦境を救うほどの報酬「額」を期待することは厳しいかもしれません。

従って、資産運用会社がリテール金融業界の転換期を乗り越え、今後も継続して成長をし続けるためには、従来の事業領域に留まらず、他の業態と同様に同様に、資産運用アドバイス事業領域に参入することが不可避と考えられます。

これまで自社の成長を支えてきた事業を捨て去り、新しい事業に取り組むことは決して簡単なことではありません。ただ、写真フィルム市場の消失に直面しながらも、事業転換に成功し、成長を遂げている富士フィルムホールディングスの事例に学ぶべきであると思われます。高い技術を持ちながらも倒産を免れなかったイーストマン・コダックの轍（てつ）を踏まないためにも、資産運用会社の経営陣には時代の流れを見極めた果敢な判断が求められています。（この項おわり）