

従来型資産運用ビジネスの終焉 第2回

アセットマネジメント利潤の消失は不可避なのか

オンライン証券会社による株式売買委託手数料の無料化など、従来の証券会社事業モデルが大きな転換を迫られていることに注目が集まっている。一方、その陰で目立たないものの、資産運用会社をこれまで支えてきた事業モデルも静かに終焉を迎えつつある。全4回にわたる本連載では、個人向け資産運用ビジネスが今後どのように変革を迎え、資産運用会社が生き残る可能性がどこに残されているのかを考察する。第2回となる今回は、アセットマネジメント事業領域において利潤を確保するため、資産運用会社がどのような打ち手を取り得るのか、その課題とともに、私見を述べる。

事業利潤消失が促す
資産運用業界の変革

前回コラムで述べた通り、アセットマネジメント事業領域から利潤が消失する流れのなか、日本の資産運用業界は非常に厳しい状況にあると言わざるを得ない。

米国とは異なり、日本の資産運用会社の多くは、その収入のほとんど全てを運用報酬に依存しているが、提供する投資運用付加価値のコモディティ化が顕在化しつつある現状、今後も長期的に利潤が残存すると期待するのは現実的ではない。また、一部の運用会社が主導する報酬率引き下げの「チキンレース」が、将来の期待利潤の総量を非合理的に減じている。

資産運用業界の現在の状況は、あたかもデジタルカメラが登場してきたことにより、主要事業市場の消失に直面した時の写真フィルムメーカーのそれに似通っているように思われる。高い技術力を持ちながら倒産を免れなかったイーストマン・コダックのようになるのか、危機を乗り越え、それまで以上の成長を遂げている富士フィルムを目指すのか。他業態も巻き込んだ業界再編が進むと予想されるなか、生き残りを懸け、資産運用会社の経営

陣に求められる果敢な経営判断の重要性はかつてなく大きい。

大手による投信直販事業への
参入は悪手

運用報酬への過度な依存からの脱却の試みとしては、米国フィデリティのファンドプラットフォーム事業のような展開ほど大掛かりなものではないが、大手資産運用会社が個人投資家向けにインターネットを通じた投資信託の直接販売に乗り出す事例が日本でも見られる。

しかし、残念ながら、次回以降に触れる新たなアドバイス事業領域への展開を見据えた布石ということであれば別だが、投信直販事業そのものは大手資産運用会社が直面する苦境を乗り越える直接の解にはなり得ないだろう。

オンラインでの個人投資家の集客や投信商品提案、購買への誘導、代金決済など、電子商取引的な知見やノウハウ、システム投資が重要になる分野で、戦略的に事業を運営し、新たな収益源といえるまで大きく育てることができるといえる人材が大手資産運用会社に十分に在籍しているとは考えにくい。仮に外部から専門人材を登用・組織化し、投信直販事業に腰を据えて取り組んだとしても、その先には既に長年の実績を積んでいるオンライン証券との競争が待ち受けており、そこで巨額のシステム投資等を正当化するほどに事業を成長させるのは生半可なことではない。

そもそも、自社にとって重要な販売チャネルであるオンライン証券やその他金融機関への遠慮などから、他社の投信商品を取り扱うまで踏み込むことは困難であり、自社商品も手数料無料で販売せざるを得ない現状において、このような投信直販事業が運用報酬への依存という問題に対する解になり得ないことは自明である。

アセットマネジメント領域にも 残る事業利潤

では、アセットマネジメント事業領域において、資産運用会社が従来型の運用報酬への依存度を下げ、事業利潤を確保する手段は残されていないのだろうか。従来のアセットマネジメント事業を軸とする事業モデルを捨て、パラダイムシフトの先にあるアドバイス事業領域へ展開するしか道はないのだろうか。

結論からいうと、アセットマネジメント事業領域においても、提供する投資運用付加価値のコモディティ化を回避し、事業利潤を確保する新たな戦略はまだいくつか残っていると考えられる。

但し、それら事業戦略の修正は、必ずしも既存の資産運用会社が有する経営資源のみで対応することができるわけではなく、また、そこで得られる事業利潤も規模感をもった成長が期待できるほど十分に存在するとは限らないなど、克服すべき課題も少なからず存在することには注意が必要である。

以下、資産運用会社が従来のアセットマネジメント事業の延長線上で取り得る戦略について、①コミュニティによる囲い込み、②非公開資産への投資拡充、③非公開投資手法への展開、の3つに分類し、その期待される効果や課題について、整理を行なう。

コミュニティが提供する体感付加価値

①コミュニティによる囲い込みは、既に独立系資産運用会社が採用している戦略ではあるが、創業者や運用責任者等がエバンジェリスト的に独自の世界観を発信し、それに賛同する個人投資家をコミュニティ内に囲い込むことで、投資運用以外の付加価値を提供しようとするものである。

投資運用手法や対象資産に独自性があるわけではなく、期待される経済的効用は似たようなものであっても、そのコミュニティを通じて投資運用を行なうこと自体に特別な付加価値があると体感してもらうことで、投信商品のコモディティ化を避ける

ことが可能となる。

ただ、サラリーマン中心の大手資産運用会社にそのようなエバンジェリスト的カリスマ性を備えた人材が存在するのか、世界観を主軸にするコミュニティ戦略を推進するマーケティングは従来の営業機能の延長線上で可能なのかなど、既存の経営資源をそのまま用いた事業戦略の修正は決して簡単ではないだろう。

また、この戦略が機能したとしても、当該コミュニティは「ファンクラブ」的色彩を帯びるリスクもあり、仮に特定のカリスマに依存した事業モデルへ変容してしまうと、大手資産運用会社が望む長期的に持続可能な事業にはなり得ず、規模感をもった成長の難易度も高くなるといったことが懸念される。

「非公開」投資付加価値が生む利潤

②非公開資産への投資拡充は、投信商品の投資対象資産にアクセスが容易ではない非公開資産を一部加えることで、投資運用付加価値にここでしか得られない独自の要素を加えるものである。

ただ、これまでも日系資産運用会社の機関投資家向け商品提供で見られたように、単に外部のオルタナティブ商品を「輸入」するだけでは、自社の存在意義はスクリーニングやモニタリングなどの情報処理に帰着することになり、付加価値のコモディティ化という問題からは逃れられない。

良質な非公開資産の発掘から投資に至る付加価値提供を全て内製化することが重要になるが、ひとつあり得る取組みとしては、米国で広がる「クロスオーバー投資」が参考になるだろう。フィデリティやT. ロウ・プライスなどが積極的に行っているように、投信商品の投資対象資産の一部にスタートアップ企業をはじめとする未上場株式を組み入れることで、この特別な投資機会の発掘や投資実行といった付加価値が新たな利潤の源泉になり得る。

一方、こうした非公開資産への投資は従来の資産運用会社の経営資源のみで対応できるものではなく、特別な知見やノウハウ、ネットワークが必要

となる。その領域に経験豊かな投資担当チームの組成に成功しても、コンプライアンスやリスク管理などの他機能もそれに応じた対応がなされていないと、事業の成長は見込めない。

例えば、スタートアップ企業の経営者の視点では、未上場株式投資や育成に慣れているベンチャーキャピタルではなく、対応が煩雑で、不慣れな大手資産運用会社からの投資を受け入れる必然性は乏しい。

投資運用手法の「非公開」化への挑戦も

最後の③非公開投資手法への展開とは、投資対象は従来と同様の上場株式等であるが、アクティビスト投資など、投資運用手法に独自性を加えることで、投資運用付加価値を高めようとする戦略である。

マネックスグループが投資顧問子会社を新設し、アクティビスト投資を行なう個人向け投信商品の設定を発表したことに注目が集まっているが、類似の取組みを通じ、アセットマネジメント事業利潤を確保しようとする資産運用会社は他にも出てくることが予想される。

しかし、②非公開資産への投資拡充と同様に、この戦略についても、従来の資産運用会社の経営資源のみでは対応が困難であるという課題が存在する。投資機会を発掘し、個別銘柄としての投資からポートフォリオ全体のリスク管理までを担う従来型資産運用会社事業とは異なり、それらに加えて、積極的に投資機会からの収益の実現を働きかけることも必要なアクティビスト投資には、特別な経営資源が求められる。現に、マネックスのアクティビスト投資商品の提供に際しては、資産運用会社での運用経験者のみならず、アクティビストファンド経験者や経営コンサルタント、M&Aバンカーといった多様な専門人材が構成するチームが組成されたと報じられている。

また、大手資産運用会社が自社内で取り組む場合には、これら専門人材の採用のみならず、従来の運用担当者チームやその他機能を含む会社カル

チャーとの調和や、評価・報酬体系の見直しなど、既存の経営資源にも手を付ける簡単ではない作業も伴うことが予想される。

新たな事業利潤のパイは生き残るのに十分か

これらアセットマネジメント事業領域での新たな戦略は、いずれも投資運用付加価値に独自の要素を加えることで、そのコモディティ化を回避しようとする点で共通している。

ただ、従来の資産運用会社ビジネスは、預かり残高比例の運用報酬收受の事業モデルを前提に、一定水準以上の品質管理をしつつ、事業規模を効率的に大きくするため、可能な限り属人性や非効率性を廃することを優先してきており、提供付加価値のコモディティ化を予め織り込んだ装置産業としての成長を目指してきたものである。

換言すると、付加価値のコモディティ化を避けるため、前掲のような新たな戦略を取り入れることは、属人性や非効率性をはらむリスクを許容するということであり、規模感を伴った事業利潤のある程度放棄せざるを得ないともいえる。

アセットマネジメント事業の利潤「率」を維持することができたとしても、雇用する数百人もの専門人材をこれまで通り雇用し続けるほどの利潤「量」を確保することができるのか。そもそも何も手を打たなければ、「率」も「量」もともに失うことは不可避なようにも思われる。

いずれにせよ、決断を先延ばしにして手遅れになったイーストマン・コダックの轍を踏まないためにも、資産運用会社の経営陣にいままさに果敢な経営判断が求められていることだけは間違いな

(日本資産運用基盤グループ

代表取締役社長 大原啓一)