

従来型資産運用ビジネスの終焉 最終回

パラダイムシフトの先にある 資産運用会社の事業モデル

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が、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。最終回となる今回は、最後のフロンティアである資産運用アドバイス事業領域で、資産運用会社がいかに事業機会を見出すべきか、私見を述べて締めくくりたい。

「販・販」分離の世界での 資産運用会社の劣位

投資運用付加価値のコモディティ化と事業利潤の消失が避けられない流れのなか、長期的な事業利潤の残存が期待できる資産運用アドバイス領域で資産運用会社が生き残るためには、従来の投資運用付加価値を提供するのみならず、資産運用アドバイス付加価値の提供工程の一部を担うことが必要となる。

ただし、投資信託の運用・提供を主な事業としてきた従来型の資産運用会社にとって、資産運用アドバイス付加価値の提供工程を分解する手段として普及しつつある「販・販」分離事業スキームの一翼を担うことは、実際にはかなり困難が大きく、現実的に取り得る選択肢ではない。

まず、独立系資産運用会社等の一部の資産運用会社は、第二種金融商品取引業登録をし、投信の直接販売を行うための販売機能を具備しているが、現行の金融商品取引法においては、第二種金融商品取引業者が金融商品仲介業者等に販売業務

の委託を行うことは認められておらず、当該業登録のみを前提とすると、「販・販」分離事業スキームを活用した資産運用アドバイス事業への参入は不可能である。

また、金融商品仲介業者等への販売業務の委託が認められる第一種金融商品取引業の登録まで踏み込んだとしても、その登録維持のための負担は第二種金融商品取引業よりも格段に重いことに加え、株式や債券等の幅広い金融商品の取り扱いを行うことができる証券会社と比べて、金融商品プラットフォームとしての魅力で見劣りすることは否めず、資産運用アドバイスチャネルの囲い込みにおける競争力は残念ながらあまり期待できない。

前回も述べた通り、従来型の資産運用会社は、「資産運用」を冠する業態であるにもかかわらず、「販・販」分離事業スキームのいずれの「販」の機能も担うことができず、目の前で進む「陣取り合戦」の激化をただ見守ることしかできない哀しい状況にある。

資産運用アドバイスに 対応できない「投資信託」

一方、投資運用付加価値のみならず、これまで主流のスキームだった「投資信託」も、新しい資産運用アドバイス領域においては、存在意義は大きく低下せざるを得ない運命にある。

投信の委託会社が受益者に提供すると約款に規定しているのは、あらかじめ定められた基本方針や戦略等に基づく投資運用付加価値であり、そこでは受益者に対して、どのような資産運用アドバイスを投信商品の枠外で提供するかということは定められていない。投信は、あくまで委託会社が受益者のために投資運用役務を担うためのスキ-

ムに過ぎないのである。

従って、金融機関の経営陣が「お客様のライフプランの継続的なサポートが重要である」という耳障りの良いことを声高らかに掲げたとしても、用いるスキームが投信のみであれば、当該金融機関と顧客との間には継続的な資産運用アドバイス付加価値をアフターフォローとして提供するという契約は存在せず、その素晴らしい宣言は、何の法的な根拠もないスローガンに過ぎない。

これまでビジネスの現場では、投信の委託者報酬の一部を事務代行手数料として、投信販売業務を担う金融機関に支払い、それが実際には顧客へのマーケティングやアフターフォローを含む顧客サポート役務の報酬として用いられてきたことは事実である。ただし、事務代行手数料とは、受益者への分配金・償還金の支払いや運用報告書の交付等の役務の対価という位置付けであり、顧客の資産計画の策定やその継続的な実行支援等の対価ではない。

当該投信に関する情報を継続的に提供するのは、販売会社としての役割の一部であり、事務代行手数料の根拠となり得るものであるということに異論はない。ただ、顧客にとって重要なのは、特定の投信商品に留まらない幅広い資産運用アドバイスであり、自身のライフプランに最適化した資産計画に関する継続的なサポートである。このような商品の枠を超えた資産運用アドバイス付加価値の対価を、特定の投信商品に紐づく事務代行手数料として徴収するのは、論理的に無理がある。

すなわち、金融機関の側にとっては、今後は資産運用アドバイス付加価値の提供が重要だと理解したとしても、投信を主要なスキームとし続ける以上は「ただ働き」をせざるを得ないし、何よりも重要なことは、顧客にとって、アフターフォローを受ける法的な根拠がないということである。投信商品を売りつけられ、その後は運用報告書等を定期的に郵送されるばかりで何の特別なアフターフォローがなかったとしても、金融機関を訴えることはできない。

サービスとしても、ビジネスとしても、継続的な資産運用アドバイスが重要になる流れにおい

て、このように投資運用付加価値の提供を前提とする投信は、今後の主流のスキームになるには限界があると言わざるを得ない。

個人向け投資一任（ラップ）の本当の付加価値

投資信託の限界が露呈するなか、資産運用アドバイス領域における新たな主流のスキームとして注目されるのが、投資一任である。

投資一任では、運営主体となる金融機関と顧客1人ひとりが、個別に投資一任契約書を締結し、そのなかで投資運用方針等のみならず、資産計画の策定やその見直し、実行支援等の資産運用アドバイス付加価値の提供についても柔軟に定めることが可能である。

例えば、米国で2000年代に広く普及したSupernova営業手法で提唱される「12-4-2」ルールのように、毎月電話でフォローし、四半期ごとに運用計画を見直し、年に2回は対面で訪問するといったアフターフォローの実施を、顧客との契約として投資一任契約書に盛り込むこともできる。

顧客としては、契約書でそれら付加価値提供を金融機関の役務として明記することにより、あらかじめ約したアフターフォロー等が行われない場合に訴える法的根拠を得ることができ、資産運用アドバイスを受ける立場としてより強い法的保護が期待できる。

また、金融機関にとっては、契約書で例えば定期的に顧客を訪問し、資産計画の見直しやアドバイスを行うという義務を負うことにはなるが、その役務提供に対して、その手厚さに応じた追加的な報酬を課すことができる。上述の「12-4-2」ルールでいうと、その丁寧なアフターフォロー役務こそが追加的報酬の根拠ということになる。投信の運用報酬が低下傾向にあるなか、コモディティ化しにくい資産運用アドバイスを提供し、比較的高い水準の報酬を課すことができる投資一任スキームは金融機関にとっても魅力が大きいと思われる。

投資一任のうちファンドラップサービスについ

ては、これまで「特別な投資運用をあなたに」というように、あたかも投信では利用できない特別な投資運用付加価値を提供するかのような謳い文句でマーケティングがされてきたような印象がある。しかし、投資一任サービスの存在意義は、投資運用付加価値にとどまらない資産運用アドバイス付加価値の提供にこそある。資産運用アドバイスの重要性が高まるにつれ、投資一任サービスの本当の付加価値が見直されることが期待される。

資産運用会社による ラップ事業基盤提供

資産運用会社にとっては、投資一任スキームを活用することで、より効率的かつ優位に、資産運用アドバイス領域での「陣取り合戦」に参入することができるというメリットも無視できない。

先述の通り、投信スキームを前提にすると、金融商品仲介業者への販売委託が認められなかったり、既に金融商品プラットフォームとしての存在感を確立している証券会社と同じ土俵で戦わなければならないと、資産運用会社にとって現実的な解は見出しにくい。

一方、投資一任スキームの場合、投資一任契約の締結の媒介業務を金融商品仲介業者等に委託するという形で、「販・販」分離スキームの一翼を担うことができる。また、その運営を行うために必要な登録は資産運用会社が既に有する投資運用業登録であり、投資一任スキームを具備している証券会社等の金融商品プラットフォームの数が限られる現状、投資運用関連の人員やノウハウ等の経営資産を転用することができる優位性は大きく、対面アドバイザーの「陣取り合戦」でも十分に証券会社等と競合して、伍していけると考えられる。

確かに、顧客の資産計画の実行においてコアとなる投資一任以外のサテライト部分の投信や株、債券等の金融商品の取り扱いや、自社の投信商品を投資一任で活用することに対する中立性への懸念等、証券会社や銀行に比した金融商品プラットフォームとしての不利はあるものの、投資運用業

務に関するノウハウ等に加え、運用哲学を中心とする世界観や投資運用のプロフェッショナルとしてのブランドは、対面アドバイザーや顧客を惹きつける効果も期待できる。

もちろん、これまで保有してこなかった顧客の個人情報管理や外部アドバイザーチャネル向けの新たな営業手法の確立等、対応すべき課題は少なくないが、資産運用アドバイス領域というフロンティアに向かういま、事業モデルの変革を通じて獲得が期待できる事業機会は決して小さくない。

富士フィルムになるか、 イーストマン・コダックになるか

本連載を通じて繰り返し述べてきた通り、これまで資産運用会社が提供してきた投資運用付加価値はそれ単体ではコモディティ化が避けられず、運用報酬切り下げの「チキンレース」が進むなか、近い将来、資産運用会社が依存してきた従来型の事業モデルから得られる利潤が生存困難なまでに消失することは間違いないだろう。

一方、新たなフロンティアである資産運用アドバイス領域では、既に証券会社や銀行等の金融商品プラットフォームによる対面アドバイザー囲い込みの「陣取り合戦」が始まっており、そこに参戦するために事業モデルを投資信託ではなく、投資一任スキーム中心に変革するというのは、並大抵のことではない。何しろ、利潤は縮小しつつあるとはいえ、投信運用・提供事業が今なお資産運用会社の稼ぎ頭であることもまた事実であるのだから。

写真フィルム市場の消失を前に、自らの事業モデルをゼロから構築し直し、従前以上の成長を遂げている富士フィルムのようなになるのか、手遅れになってしまった米イーストマン・コダックの轍を踏むのか。資産運用会社の経営陣に残された時間はそれほど長くない。

(日本資産運用基盤グループ

代表取締役社長 大原啓一)