

M&I 総研リサーチレポート



[シリーズ企画] (全12回)

金融商品販売会社の商品採用担当者が読むDD実務読本

第1回 金融商品販売会社の投信DD

1 はじめに

(1) 販売戦略よりも注目度が低い商品戦略

金融庁が2017年3月に「顧客本位の業務運営の原則」を公表してから3年以上が経ち、この間に数多くの金融商品販売会社(以下、販売会社)が、ビジネスモデルの舵をフロー収益重視からストック収益重視へシフトした結果、過度な分配売りや回転売買は抑制され、バランスファンドや低コストのインデックスファンドによる積立投資も浸透しつつあります。一方、金融庁から「回転売買の抑制に伴い販売額が減少していることに加え、販売手数料も低下傾向が止まっておらず、短期的には、それらの取り組みが収益増につながっていない(2020年7月3日「投資信託等の販売会社による顧客本位の業務運営のモニタリング結果について」)」という認識が示されているように、預り資産残高の積み上がりについては、当初期待されたほど進んでいないのが現状ではないでしょうか。

実際に、販売会社の皆様からは、「フロー収益重視の販売スタイルに代わるコンサルティングモデルが固まらず、なかなか残高の積み上げが進まない」という声をよくお聞きします。こうした課題への対応策として、販売担当者の提案スキルの向上策や評価体系の見直しなど販売戦略に関連する議論は良く聞かれますが、商品戦略(ラインアップの在り方)をどう見直していくかという議論は、残念ながらあまり耳にする機会がありません。

(2) 販売戦略と商品戦略をつなぐデューデリジェンスとモニタリング

M&I総研では、販売会社のコンサルティングモデルは、販売戦略と商品戦略を車の両輪として体系的に構築されることが重要であり、商品ラインアップも併せて見直していくことが残高積み上げにつながると考えています。また、商品ラインアップの見直しに際しては、新規組み入れ予定商品の評価(デューデリジェンス。以下、DD)や、既存ラインアップを構成する商品の評価(モニタリング)が重要なステップとなりますが、販売会社が行うDDやモニタリングには、一般的なアナリストが行うファンド評価の内容に加えて販売会社特有の要素が幾つか加わってくると考えています。

本レポートは「金融商品販売会社の商品採用担当者が読むDD実務読本」と称して、今回より全12回のシリーズでお届けしていきます。販売会社の商品採用担当者に着任されて間もない方々を主たる読み手と想定し、M&I総研メンバーの実務経験に基づいて、投資理論の教科書にはあまり書かれていない、販売会社ならではのファンド評価目線や選定実務のポイントなども織り交ぜてお伝えしていければと考えています。投資理論や投資信託の仕組みなど、基礎的な知識については、世に数多ある良書を通じて読者の皆様がご

自身で確認されることを前提に、本シリーズでは最低限の注書を付すに留め詳細の説明には立ち入りません。それゆえに読みにくい部分もあるとは思いますが、少しでも皆様のお役に立てるよう実務目線で分かりやすい説明を心がけていきます。最後までお付き合い頂ければ幸いです。

2 金融商品としての品質評価について ～パフォーマンス実績だけでは不十分～

(1) パフォーマンス実績だけではこぼれ落ちるもの

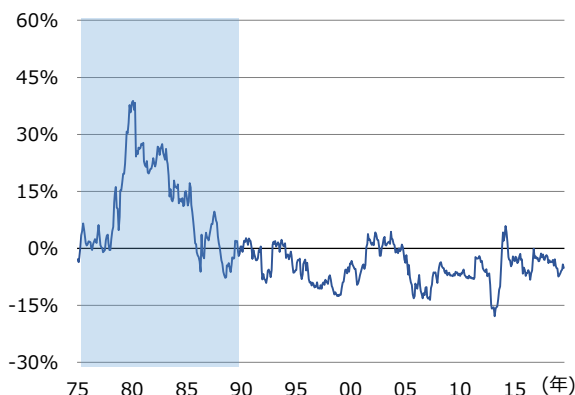
こんな話を聞くことがあります。「商品選定の目的は、お客さまに良い商品を提供することですよね。当社は長期の運用実績を確認して、良好なものを選定しています。ファンド分析をしてもわからない部分も残し、信頼性も含め、実績による選定で十分ではないでしょうか？」

確かに長期間にわたり良好なパフォーマンスを維持することは容易ではありません。ファンドの品質を評価するうえで、長期のパフォーマンス実績は頼りになる材料の一つです。一方で、運用実績だけではこぼれ落ちてしまうものがあり、それは将来に向けての投資対象を検討する場合には無視できない要素です。代表的な例としては、ファンドの運用体制が変わってしまった場合、ファンド規模が極端に大きくなり(あるいは小さくなり)運用制約が生じる場合、良好な運用実績が依拠していた環境が変わってしまった場合、などが考えられます。

(2) 米国投資信託の事例

図表1は割安株投資に強みを持つとされた米国の投信について、5年累積リターン(年率換算後)のS&P500指数に対する超過収益率を時系列でみたものです。網掛された部分は非常に優秀なファンドマネジャーが本ファンドを担当していた時期ですが、その後の運用担当者の交代に伴い、運用実績の傾向が大きく変わったことが見て取れます。また、本ファンドは良好な運用実績を残した期間中に残高が大きく積み上がった大規模ファンドの例でもあり、今日のような多様な売買執行手法が無かった当時、規模拡大が一定の運用制約になった可能性も否定できないと考えられます。環境面でも、90年代中盤以降のインターネット企業の勃興期からGAFAのプレゼンス拡大期まで市場の物色動向が成長株中心へと変化したこと、通貨危機やITバブル崩壊、リーマンショックなどを挟んで緩和基調の金融政策が長期化したことなどから、本ファンドがアウトパフォームしやすい割安株優位の局面が以前よりも短くなる傾向が見られました。結果として、90年代中

図表1 米国割安株投資ファンドAの対S&P500超過収益推移<5年ローリングリターン(年率)>



出所：BloombergよりM&I総研作成

図表2 年金運用の5つのP

定性	Philosophy	投資哲学 収益源泉	投資哲学の明確性・一貫性
	Portfolio	資産の構成 運用スタイル	投資哲学との整合性
	Process	運用プロセス 管理プロセス	銘柄選定・投資量決定のプロセス 投資のPDCAとリスク管理プロセス
	People	人材 運用体制	有能な人材の確保 組織的な運用体制
定量	Performance	運用実績	相対評価：①対市場ベンチマーク ②対類似ファンド

出所：企業年金連合会HPよりM&I総研作成

盤以降は5年間の累積リターンがS&P500を上回ることは難しくなりました。

これは米国の投信の事例ですが、程度の違いこそあれ、国内でも類似のケースは様々な市場でたびたび観察されています。定量的な運用実績の評価だけではなく、投資哲学、運用手法、運用体制等の定性評価も併せて行うことで、このような想定外の運用実績の変化に見舞われるリスクを低減することが可能です。加えて、定量・定性の両面から掘り下げた分析を行うことで、商品のリスク・リターン特性や、運用体制、資産規模、運用環境などに変化が生じた場合の潜在リスクを正しく理解することが可能となり、顧客への商品提案における適切な説明につながっていくものと考えます。

(3) 年金運用評価の基本「5つのP」

このような定量・定性の両面から運用評価を行う古典的な枠組みとして、年金運用の運用者評価で用いられる5つのPがあります。詳細は図表2の通りですが、定性評価が4項目に対して定量評価が1項目となっているバランスに注目してください。運用の実績が良好だった場合、それが運用者のスキルなのか、市場要因なのかを、定量データだけで見極めるのは(たとえ長期のデータがある場合でも)容易ではありません。そこで定性面で運用を構成する4つのパーツに分解して分析することで、良好な運用実績が実現した蓋然性や、将来の再現性を評価する作業が必要になるわけです。

3 商品採用担当者のDDの範囲 ～品質評価に留まらない～

5つのPの枠組みに基づいた分析・評価は、個別商品単体での品質評価(特にミニマムスタンダードのチェックや類似商品との相対評価)に対しては非常に有用な枠組みです。では、5つのPの枠組みに基づいた分析・評価の結果をもって商品採用を行えば、それで十分といえるのでしょうか。販売会社の商品選定においては、その前段階に追加して考慮すべき点がいくつかあると考えます。

(1) 顧客ニーズとの適合性

一つ目の要素は、個別商品単体で見た場合の、自社の顧客ニーズとの適合性の観点での絞り込みです。商品としての品質が良くても、自社の主要顧客のリスク許容度や想定投資期間とミスマッチがある場合や、商品の仕組みが顧客理解を得られないほど複雑なものは、組み入れ候補としては問題があります。

(2) ポートフォリオ提案における役割期待

二つ目の要素は、顧客に対してポートフォリオ提案を行うことを前提にした場合の、ポートフォリオの構成部品としての役割期待との整合性です。ポートフォリオ提案を行うためには、基本的な商品カテゴリーをある程度網羅する形でラインアップを構成する必要がありますが、更に商品を増やしていく場合には、採用済の商品との分散効果や役割期待の重複回避にも留意が必要です。例えば、国内株式で「どのお客さんも成長株ファンドばかり保有しているので、次に採用するファンドは割安株ファンドにしたほうが良いのか」という判断は「5つのP」に入る以前に整理が必要な問題です。

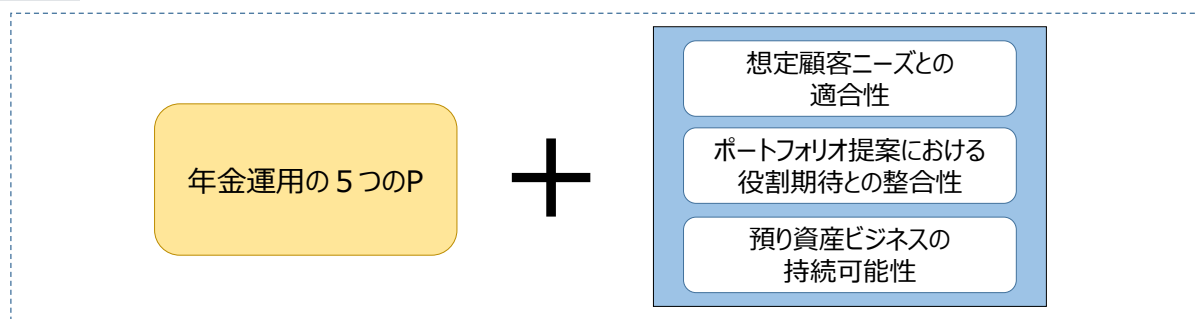
(3) 預り資産ビジネスのサステナビリティの視点

三つ目の要素は、自社の預り資産ビジネスのサステナビリティ(持続可能性)です。顧客の資産形成や

資産管理を長期的に支援していくためには、事業運営の継続性や収益性確保の視点も外せない考慮点になります。継続的にフォローアップやコンサルティングを提供していくためには、販売担当者にとっての使い勝手の良さ(説明の容易性、情報提供の充実度、リスク・リターン特性の再現性の高さ、等)にも留意する必要があり、採算性確保の観点からは一定の販売量を期待できる間口の広さや、提供役務とのバランスが取れた収益性といった評価目線が考えられます。

DDといえば、まず思い浮かべるのは、評価会社のファンドアナリストが行う「同じ商品カテゴリーの中での優位性」の評価業務ですが、そこに至る前の段階で、顧客ニーズとの適合性やポートフォリオ提案における位置づけを踏まえつつ組み入れ候補商品の商品カテゴリーを特定することや、商品採用後のコンサルティング実務のサステナビリティの考慮までカバーすることが、販売会社のDDの範囲と考えます(図表3)。

図表3 販売会社のDDの範囲



出所：M&I総研

4 商品ラインアップ構築プロセスの中のDDの役割 ～PDCAの基礎情報提供～

上記の通り、販売会社の商品採用担当者の行うDDは、商品ラインアップ構築プロセスの導入部分で、ファンドの品質評価にとどまらず、自社のコンサルティングモデルの在り方や、預り資産ビジネスの持続可能性維持にも関わる多面的な評価と判断を伴う業務です。また、商品採用後の定期的なDDともいえるモニタリングを通じて、商品ラインアップの機能維持・改善に向けたPDCAを回す基礎情報を提供するのもDDの役割です。このように、預り資産ビジネスの全体の要となる役割を期待されている点で、ビジネスマネジメント的な要素が強いのが販売会社のDDの特徴といえるのではないのでしょうか。

5 本レポートシリーズの構成

本レポートシリーズは以下のテーマにつき、月2回を目途に連載していきます。どうぞ、ご期待ください。

総論編：販売会社におけるデューデリジェンス概論			各論編：資産クラス別のデューデリジェンス実務		
第1回	金融販売会社の投信デューデリジェンス	本レポート	第7回	内外株式(前編：商品コンセプト評価)	12月下旬
第2回	販売戦略と商品戦略	10月中旬	第8回	内外株式(後編：パフォーマンス評価)	1月中旬
第3回	商品コンセプトとリスク・リターン特性	10月下旬	第9回	内外債券(前編：商品コンセプト評価)	1月下旬
第4回	運用プロセスと運用体制	11月中旬	第10回	内外債券(後編：パフォーマンス評価)	2月中旬
第5回	運用実績の評価	11月下旬	第11回	その他資産(商品コンセプト・パフォーマンス評価)	2月下旬
第6回	継続モニタリング	12月中旬	第12回	複合資産(商品コンセプト・パフォーマンス評価)	3月中旬

- 本資料は信頼できると判断した各種情報等に基づいて作成していますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。
- 本資料中の図表、数値、その他データについては、過去のデータに基づき作成したものであり、将来の成果を示唆あるいは保証するものではありません。また、シミュレーションが含まれる場合、前提として記載している想定条件に基づくシミュレーションであり、実際の状況とは異なる場合がございますので、予めご了承ください。
- 本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点での弊社若しくは執筆者の判断であり、今後、予告無しに変更されることがあります。弊社は本資料のアップデートを行うことをお約束いたしません。
- 本資料で使用している各指数に関する著作権等の知的財産権、その他一切の権利はそれぞれの指数の開発元もしくは公表元に帰属します。
- 本資料に関わる一切の権利は、他社資料等の引用部分を除き、弊社に帰属し、いかなる目的であれ本資料の一部または全部の無断での使用・複製は固くお断りいたします。