

日本の資産運用会社は ファブレス化の道を進むのか

野村総合研究所が実施した調査で、投資信託と投資顧問ビジネスのコスト構造に大きな差があることが明らかになった。製造部門のコスト割合の低い投信ビジネスの成長が見込まれる中、日本に拠点を持つ資産運用会社は、製造部門を持たないファブレス化も経営戦略の一つとなり得るだろう。

資産運用ビジネスは、主として2つのビジネスから構成される。個人向けの投資信託という合同運用ファンドを提供するビジネスと、機関投資家向けに個別運用をするビジネスである（前者を投信ビジネス、後者を投資顧問ビジネスと呼ぶ）。日本ではこの2つのビジネスのコスト構造が大きく異なることが、野村総合研究所が行ったプロジェクト¹⁾から明らかになった。

投信ビジネスで運用に掛かるコストは 2割以下

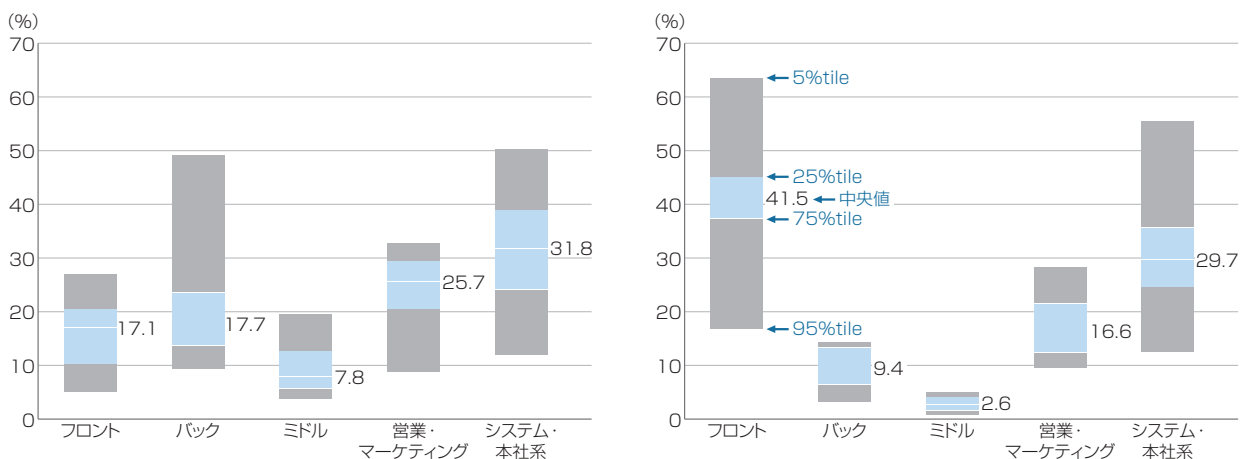
図表は、左に投信、右に投資顧問のコスト構造を示したものである。各社のコストを「100」として、どの部署にコストが掛かっているかを比率で表している。各部署の棒グラフは、プロジェクトに参加した運用会社のコスト比率の分布である。たとえば左表の投信ビジネスでは、営業マーケティング部門（右から2番目）のコスト割合が30%を超える運用会社から10%程度の運用会社まで分布していることがわかる。

投信と投資顧問ビジネスのコスト構造上の最大の違いは、フロントと呼ばれる運用・調査・トレーディング部門のコストの大きさにある。右図の投資顧問では、フロント部門のコスト割合は中央値で約4割、全部門の中でもっともコスト比率が高い。一方、投信ではフロント部門のコスト割合は中央値で17%強である。2003年度のデータを対象に行った同じ分析では、投信のフロントのコスト割合は33%であり、5年間でおよそ半分の比率にまで低下した訳である。ちなみに、投信でコストの割合が高いのは営業とバックオフィス部門で、中央値で各々26%、18%となっている。投資顧問の17%、9%と比べてそれぞれ9%高い。

外国資産を中心とする投信ビジネス

投信ビジネスでフロントのコスト割合が下がった理由は明確である。個人向けの投信では、過去5年間、日本の低金利に対して相対的に高い分配利回りを提供する、海外債

図表 投信(左図)と投資顧問(右図)ビジネスのコスト構造



(出所) 野村総合研究所

NOTE

- 1) 日系運用会社10社、外資系運用会社7社が参加した、2008年度の収入・コストデータをベースにした運用会社の効率性分析を行うマルチクライアントプロジェクト。
- 2) 投資顧問では運用資産が大きくなるにつれ運用報酬率を下げる低減料率が適用されることが多いが、投信ビジネスでは、あまり料率が下がらない。そのため、運用資産が拡大すると、収益性が急速に高まる傾向が強くなる。
- 3) ハイテク・アパレル産業などの市場環境変化の激しい産業でファブレス化が進展してきたという歴史がある。

券ファンドのような外国資産を中心に組み入れたファンドが商品の主力となった。これらのファンドは、海外資産の運用に長けていると思われる海外の運用会社に委託されることが多かった。日本では運用部門をあまり持たず外部委託によってまかない、販売会社や個人に対する商品説明などのサポートに重点を置いたことが、このようなコスト構造の大きな変化になって現れたのである。

さらに今回のプロジェクトで明らかになったのは、両ビジネスの収益性の違いである。5年前は、まだ投信の資産規模があまり大きくなかったため、初期コストが高い投信ビジネスの利益率は投資顧問よりも低かった。しかし今回の結果からは、運用残高が増えたことにより、規模の利益が強く働く²⁾投信ビジネスでの利益率が向上し、投資顧問よりも儲かるビジネスになったことが明確になった。

運用会社のファブレス化も 選択肢の一つに

投資顧問ビジネスの主力顧客である年金ファンドは、高齢化の進展とともに取り崩しが始まり、ビジネスは大きな伸びが期待できない。一方、膨大な個人金融資産の投資商品への広がりはまだ始まったばかりであり、投信ビジネスが拡大することは確実である。利益率も相対的に高く、成長性も見込める投信ビジネスに経営資源を傾斜させることが、経営者として当然取るべき方向だと考えられるが、それは正しい選択なのだろうか。

日本の投信ビジネスが、運用部門をあまり持たず商品企画や販売支援に重点を置いた「投資サービス業」化していることは今見たとおりである。製造業のアナロジーを適用するなら、運用商品の「製造」を行わず、設計と

マーケティングを担当する、「ファブレス化³⁾」が進展しているといえる。一方、投資顧問ビジネスは主としてベンチマークを基準として、それに勝つ製造部門（運用）の強さを差別化の武器として競争を行っている。

日系の大手運用会社の経営者の中には、「年金を中心とした投資顧問部門は運用会社としての存在意義を示すコア部門。ここで培った運用力を梃子に、商品開発・マーケティング力を付加し投信ビジネスで収益を高めるのが正しい戦略だ」と考える人が多いように思える。

「製造」を会社の中に持たなければ、存在価値がなくなるとの危機感であろう。

しかし、運用力といってもそれは日本国内の資産に限った話で、外国資産にまで運用力を高めようとする運用会社はあまり見られず、投資顧問でも外国資産は外部委託する傾向が強い。また、高齢化の進む日本では、今後も海外の高利回り資産を組み入れた商品が主流であり続ける可能性が高く、投資顧問部門で養った運用力が横展開できる可能性は必ずしも高いとはいえないのではないかと。

日本という土地で運用ビジネスを行う会社にとって、運用力による競争優位を高めるには、日本の経済成長力が高まり日本資産の期待リターンが高まることが大前提となる。そのようなシナリオがあまり期待できないのであれば、ファブレス化による競争力強化という選択肢も経営戦略の一つとして検討することが重要ではないか。

Writer's Profile



堀江 貞之 Sadayuki Horie

金融市場研究部
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