

# 日はまた昇る

## 日本の資産運用会社の成長戦略

2010年 5月

- 日本の運用会社は、以下に挙げる3点のビジネスモデルの変革を行うことで、日本および海外での競争優位を強化することが可能である。
  - より少数の大型ファンドに投信運用を集約することで経済的な運営を行う
  - 国内資産に集中するホームカントリーバイアスを少なくする
  - インセンティブの働く報酬体系に変更する
- 日本の運用会社の営業利益率は時価総額加重ベースで20%にとどまっている。これは、米国の31%、欧州の40%と比較すると、3分の2の水準にすぎない。
- 日本の公募投資信託の約8割は、ファンドの運営費用を賄うだけの収入を獲得していない。これは主として日本の投信市場の商品組成および販売に残る非効率性のためである。
- 日本の公募投信の収入の45%はサブアドバイザーの運用会社に支払われている。
- 近年、日本の運用会社は、海外顧客からの収入が減少しており、より運用報酬率の低い国内の機関投資家からの収入が増加する傾向にある。
- 長期のインセンティブスキームのような業績連動の報酬体系を採用することで、パフォーマンス向上および優秀な人材の確保につながる可能性がある。日本の運用会社の支払う報酬の約75%は給与（基本報酬）であり、50%の米国とは大きな差がある。
- 以下の事例を含む様々な経営戦略の実行は、収益性改善に高い即効性がある。
  - より厳密な商品開発プロセス
  - アジア地域を含む商品ラインの拡大
  - 運用やマーケティング、経営に当たるべき人材と会社の利害をより合致させる報酬体系の考案



## はじめに

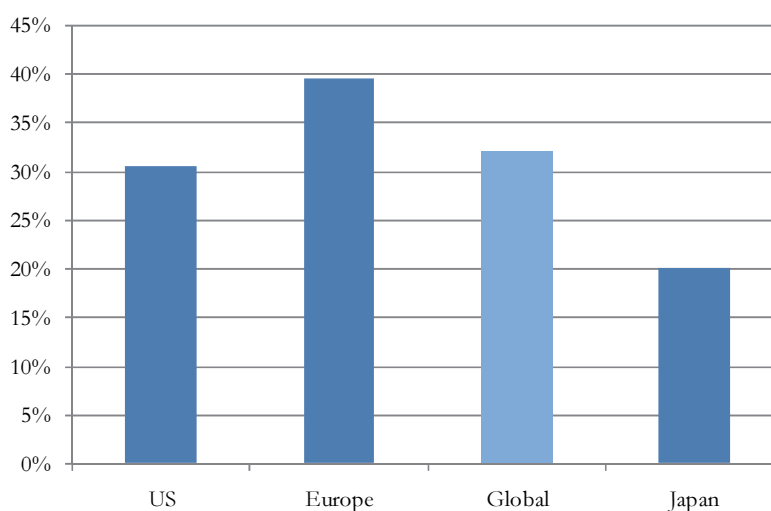
日本の資産運用会社は、以下に挙げる 3 つの競争上の課題に直面しており、その収益性は、海外における比較可能な運用会社に比して低位な水準に甘んじている。

1. 日本の投資信託市場は非効率であり、かつ多数のファンドが存在するため、海外の運用会社に比べて、顧客獲得、サブアドバイザーへの委託、およびその他のセールス活動に要するコストが大きな負担となっている。多くの運用会社において、大部分の投信ファンドは原価割れで販売されている状況にある。
2. 日本の運用会社は国内資産の運用に傾注し、外国資産については海外の運用会社をサブアドバイザーとして活用する傾向がある。これにより、国内顧客のポートフォリオにおいて拡大が見込まれる部分を自社の成長につなげることができず、同時に海外顧客からの新たな投資資金の獲得も阻まれている。
3. 最も重要なのは、日本の運用会社の多くが、従業員向けの弾力的かつ競争力を備えたインセンティブ・スキームを欠いていることである。海外の運用会社が利益率低下を抑制するために採っている施策は、危機局面においては従業員に対する報酬を調整し、好況下においては利益をシェアするというものである。しかし日本の運用会社がこうした施策を採ることは困難な状況にある。

日本の運用会社と海外の運用会社を比較すると、直近の利益率には著しい格差が見られる。入手可能な最新データに基づいて、2008 年度の世界の運用会社の利益率を比較したところ、資産加重平均で見た日本の運用会社——日本で事業展開するグローバルな運用会社の子会社を含む——の利益率は、欧米の 3 分の 2 に満たないことが明らかとなった。

日本の運用会社は、この格差を解消することが可能である。商品開発への適切な取り組み、アジア地域に特化した運用商品へのシフト、報酬とインセンティブ・システムの改善によって競争力を獲得し、利益率を着実に高めることが可能になる。

図表 1 : 運用会社の営業利益率の国際比較 (2008 年度)



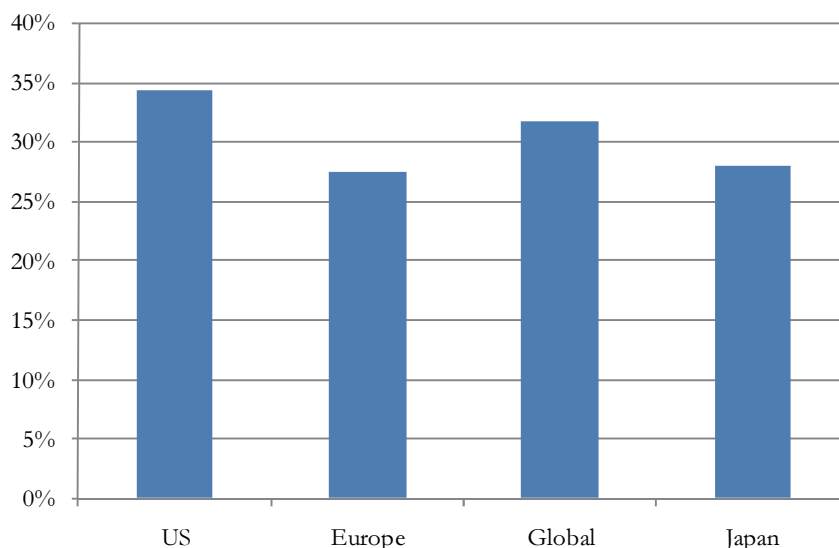
出所 Casey Quirk、野村総合研究所

日本の利益率は欧米を下回るだけにとどまらない。日本の運用会社の中でも、大きな格差が存在する。2009年3月末——昨今の金融危機の底にあたる——までの1年間では、日本の運用会社の4分の1が損失を報告した一方で、世界の平均値の32%をかなり上回る営業利益率をあげた運用会社も4分の1存在した。共通の成功要因を見いだすのは難しいものの、利益率の低迷に苛まれている運用会社は、次に挙げる3つの戦略のうち、いずれの戦略をも構築できず、実行に移すことができていなかったといえる。

### 戦略 1 : 投信における規模の経済性の享受

直近の数値を見ると、投資信託は日本の資産運用業界の総収益の60%以上を占める。投信ビジネス指向の強い運用会社の、資産加重平均の営業利益率は約30%である。機関投資家ビジネス指向の強い運用会社のそれ(10%程度)をかなりの程度、上回っている。この傾向は米国と逆であり、両者は対照的である。さらに、日本の投信ビジネスにおける各社の収益性の格差は、米国よりもはるかに広く、勝者と敗者に二分されている。

図表 2：投信ビジネス指向の強い運用会社の営業利益率の国際比較（2008 年）



出所 Casey Quirk、野村総合研究所

投資信託で十分な収益を上げられない運用会社の比率が高いことには、多くの要因がある。

- ・ サブアドバイザーの必要性：日本における公募投信の総収益の約 45%は、サブアドバイザーに支払われている。サブアドバイザーの多くは外資系運用会社であり、日本における事業展開のために必要となるインフラのコストを全く負担しない運用会社もある。
- ・ 高い販売手数料：サブアドバイザーに対する手数料を控除した収益のうち、販社による販売手数料は 80%もの水準に達することがある。特に小規模なファンドの場合は、販社の取り扱いを得るために、割高な手数料を支払う必要がある。
- ・ 商品ごとの収益性格差：日本の投信ファンドの約 80%は、そのファンドに必要なコストをカバーするだけの十分な手数料収益を得ていない。これは大手、中小を問わず、日本の運用会社全体に影響を及ぼしている。

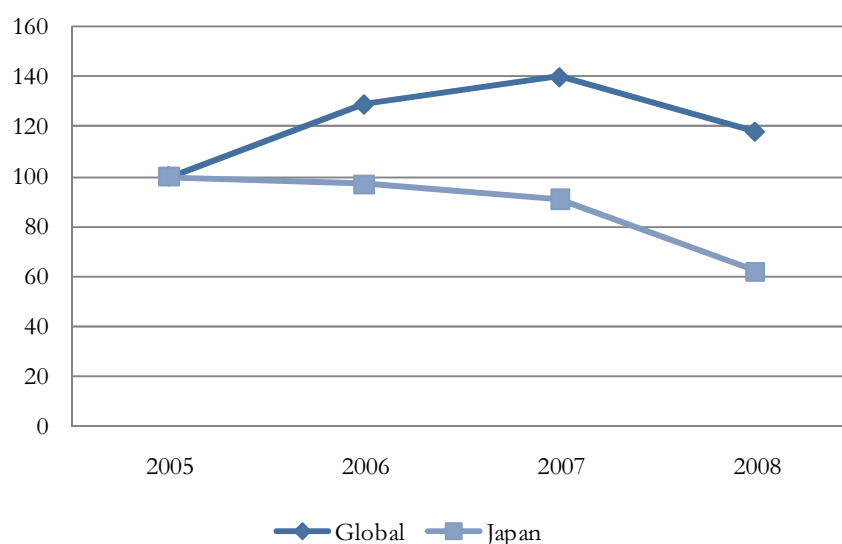
最後の要因は極めて重要である。全国に展開する複数のチャンネルにアクセスできない運用会社——現時点でこうしたチャンネルにアクセス可能なのは、実績を有する、ごく限られた大手のプレイヤーだけである——が収益性の低下を防ぐ方法は 2 つしかない。第 1 の方法は、日本の機関投資家市場へのエクスポージャーを高めることである。ただし、この市場で損失を計上する運用会社はごくわずかではあるものの、機関投資家市場の成長は今後一層鈍化する上、国内機関投資家から得られる手数料は極めて低位である。第 2 の方法は、

海外の顧客をターゲットにし、より高い収益と利益率を見込める商品・サービスを提供することである。

## 戦略2：ホームバイアスの縮小

顧客のグローバル化と、広範な投資家を惹きつける商品のグローバル化も、競争優位の重要な源泉である。この数年、日本の運用会社の資産加重平均の利益率は低迷していたが、欧米機関投資家を中心とする、真の意味でグローバルな顧客基盤を有する運用会社は、近年の金融危機の際にも、利益率はさほど低下しなかった。

図表3：営業利益率の推移 海外と日本の比較



注：海外の運用会社は暦年、日本の運用会社は年度。

出所：Casey Quirk、野村総合研究所

欧米の多くの運用会社では自国外の機関投資家から得る利益の割合が着実に増大してきたが、日本の運用会社では、過去数年間、その割合が減少しており、多くの場合、政府による年金プラン（手数料水準がごく低廉であることで知られる）からしか新しいビジネスを得ていない。グローバル運用や外国資産運用を提供している国内運用会社はまれであり、サブアドバイザーを活用したり、ダブリンやルクセンブルグで登録されたオフショア・ファンドを用いるケースが殆どである。

日本の運用会社は、収益性を改善するために、アジア地域の株式・債券運用において、独自性のある確かな運用プロセスを構築する必要がある。日本の多くの運用会社は、グロ

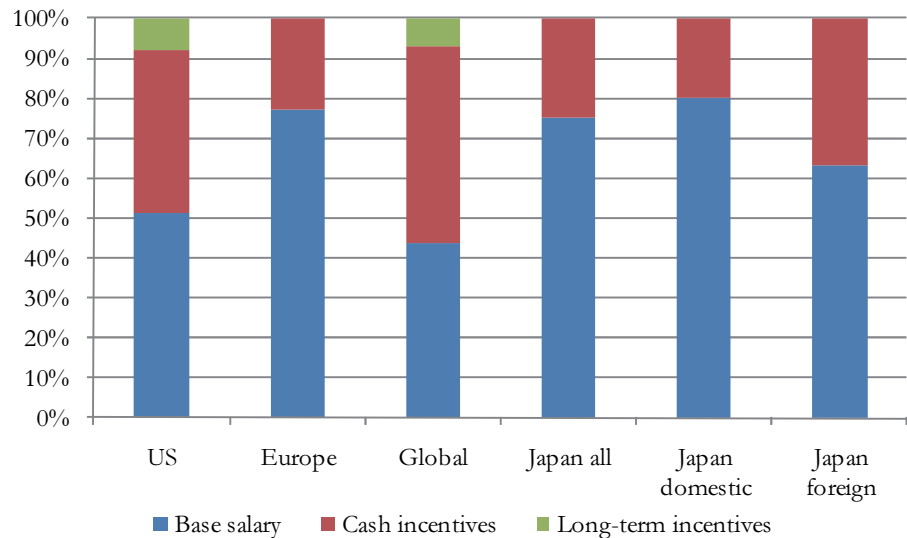
ーバルな株式ポートフォリオは、既に競争状況が確立しており、市場の効率性が高いことから、その提供に要するコストは収益を上回ると見ている。しかし、アジアの株式・債券商品の分野には、より魅力的な商品開発の機会がある。さらに、エマージング市場資産の運用商品への進出にも重点を置くべきである。インデックス・ウェイトで見て、エマージング市場の株式の60%は日本の周辺国であるアジア諸国のものだからである。

アジアの株式・債券商品の提供は、日本の運用会社に2つの利点をもたらす。第1に、日本の資産運用業界で、成長が著しく、手数料も高い外国またはグローバル株式・債券セグメントにおいて、サブアドバイザーや海外運用会社から収益を取り戻すことができるようになる。さらに重要なのは、日本国外では日本の株式・債券を対象とする運用商品への需要はほとんどないものの、日本の運用会社が提供する商品が真の意味で競争力を持つようになれば、日本国外で顧客を獲得できるようになる。これは金融危機の際には極めて重要なポイントだったと考えられる。当時、日本の機関投資家が手数料の低い国債に逃避する一方で、その他の国の機関投資家やアジアの多くのリテール投資家は、外国株式・債券商品の購入を継続していたのである。

### 戦略3：インセンティブ・スキームの改善

最後に、最も重要なポイントとして挙げられるのは、日本の運用会社と、米国の運用会社との間の2つの決定的な相違である（他諸国はともかく、少なくとも米国とは顕著な相違がある）。第1に、日本の運用会社では、人件費が全体の費用の約50%を占めるのが一般的である。これは欧州の運用会社とほぼ同等であり、グローバル運用会社よりは僅かに高いものの、米国運用会社における65%に比べると明らかに低い。第2に、日本の運用会社が支払う報酬の約75%が給与である。これも欧州とはほぼ同レベルだが、米国の運用会社では約50%となっており、米国とはかなりの差がある。

図表 4：報酬の形態別割合（2008年）



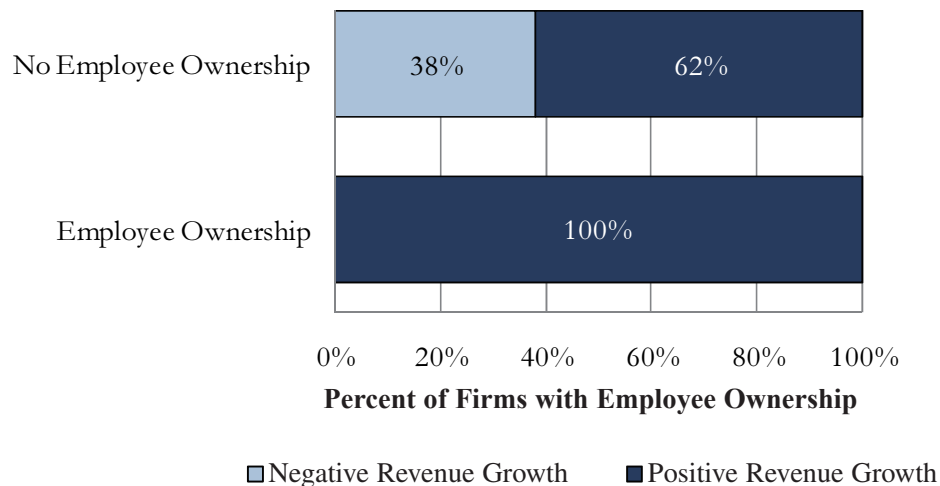
出所：Casey Quirk、野村総合研究所

報酬体系の中心に給与を据える日本の文化は、米国の運用会社や、グローバルな運用会社が採用しているものと類似のインセンティブ・スキームの採用を困難なものにしている。この報酬体系の違いは、日本における国内系の運用会社と外資系の運用会社（日本で事業展開するグローバル運用会社の子会社）について、給与とボーナスの割合を比較することで明らかになる。2009年3月までの1年間で、日本の資産運用収益は25%減少した。しかし、日本の運用会社は、米国の運用会社ほど機動的に報酬費用を削減することができなかった。その結果、費用に占める報酬の割合は7%増加したが、米国では4%減少した。

さらに日本では、業績に連動した長期の報酬制度を採用している運用会社は稀であり、従業員持株制度を持つ会社もごく少数に限られる。グローバルな資産運用において、従業員報酬が利益と会社への持分に直接連動するよう設計されたインセンティブ・スキームが、強力かつ持続的な競争優位をもたらす1つの要素であることは、多くの証拠によって示されている。親会社に従属する一部の運用会社——すなわち金融機関の100%子会社——では、過去5年間の収益は減少したのに対し、他方で従業員持株制度を採用している運用会社では、収益の落ち込みはほとんど見られなかった。



図表 5：運用子会社の従業員持株制度と予測収益成長率（2003～2008 年）



注：サンプルは運用資産が 10 億ドル超で、本社を米国に置く運用会社 131 社。  
 戦略的所ないし金融機関による所有がなされている運用会社も含む。

出所：Casey Quirk

日本の運用会社が採用する報酬制度が、規制や文化の影響を一部受けていることは明白である。日本のエグゼクティブやポートフォリオ・マネジャーは固定的な報酬を好む傾向が強い。それでもやはり、このようなインセンティブ・スキームは、グローバルな運用会社のそれに比べて競争力を欠いている。その結果、キー人材に高い経済的便益で報いようとするグローバルな運用会社との人材獲得競争において、運用やマーケティング、経営に当たらせるべき業界のトップ人材を獲得できないのである。

## 結論

日本の運用会社の置かれた事業環境は、海外の運用ビジネス環境が備えていない多くの好ましい利点を有している。まず運用資産額の点では、既に日本は世界で 3 番目に大きい。また今後、運用会社のサービスを活用しようとする投資資金の潜在的な規模や投資家の意欲は、リテール、機関投資家ともに大きい。ビジネスモデルを改良し、国内の収益源を多様化させ、顧客層のグローバル化を押し進めることで、日本の運用会社は収益を増進させることが可能である。こうした課題に取り組むためには、次の 3 つの変化が必要である。

- 商品開発プロセスをより厳格化することで、採算がとれる水準の投資資金を獲得し、資産規模を保持できる投信ファンドの販売に注力すべきである。競合他社の商品の模倣や、販売会社が回転売買させている一過性の高い商品に無駄な時間を費やすべきではない。

- ・ 世界の洗練度の高い投資家を惹きつける、焦点を絞った投資プロセスを特徴とする、アジア地域の株式運用商品を開発することで、世界規模で急速に拡大する収益性の高い市場への足場を固めるべきである。薄利で規模が縮小しつつある日本の株式・債券運用の市場での顧客の奪い合いに終始すべきではない。
- ・ おそらく最も重要な点だが、上記の 2 つの変化に必要とされる重要な人材を惹きつけ、確保するために、インセンティブ制度を改善すべきである。このためには、M&A のようなラディカルな変化は不要である。強い競争力を有するグローバル運用会社のエグゼクティブが実現してきた多くの施策に従い、長期の利益シェアリング制度や疑似的な株式報酬スキームを構築することは、日本の運用会社にも可能である。

## 注釈

Casey Quirk と野村総合研究所は、複数のイニシアティブから得たデータを統合し、日本の運用会社に関する結論の裏付けを得た。

Casey Quirk は、年次業績ベンチマーク調査の一環として、コンサルタントの McLagan、Institutional Investor European Institute と協力し、米国、カナダ、欧州の 70 社の運用会社から詳細な財務データを収集した。すべての情報は、2009 年第 2、第 3 四半期に収集したもので、2008 年 12 月までの 1 年間のデータを反映している。2009 年の調査は現在進行中である。

野村総合研究所は 2009 年第 3 四半期に、およそ 100 社の日本の運用会社の財務データを収集した。このうち約半数は、外資系運用会社のものである。また、(社)日本証券投資顧問業協会から入手した収益、費用、利益に関するデータも利用し、調査結果を補足した。すべてのデータは 2009 年 3 月末までの事業年度 (2008 年度) に入手可能な情報を反映している。



# The Sun Also Rises

## Growth Strategies for Japanese Asset Managers

May 2010



John F. Casey, Chairman  
Kevin P. Quirk, Partner  
David J. Bauer, Partner  
Daniel Celeghin, Partner  
Grace L. Cicero, Partner  
Jeb B. Doggett, Partner  
Yariv Itah, Partner  
Benjamin F. Phillips, Partner

Casey, Quirk & Associates provides management consulting services exclusively to investment management firms. The firm specializes in developing business strategy, enhancing investment practices, and crafting distribution plans. The firm draws on more than 40 years of experience in delivering value to its clients and partners through a unique combination of deep industry knowledge and experience, solutions-oriented thought leadership, and a proven ability to influence change within organizations. Casey Quirk publishes a series of thought-leadership papers on topics of interest generated by ongoing industry research. To discuss these survey findings, please contact:

Yariv Itah  
Partner  
y.itah@caseyquirk.com  
US+1 203-899-3010

Benjamin F. Phillips  
Partner  
b.phillips@caseyquirk.com  
US+1 917-476-2140

Jeb B. Doggett  
Partner  
j.doggett@caseyquirk.com  
US+1 203-899-3034

Rahul Patel  
Senior Associate  
r.patel@caseyquirk.com  
US+1 203-899-3041

Casey, Quirk & Associates  
19 Old King's Highway South  
Darien, CT 06820  
www.caseyquirk.com



野村総合研究所（以下、NRI）は、1965年に日本初の民間シンクタンクとして設立されました。「未来創発」を企業理念とし、「ナビゲーション&ソリューション」を基軸とした様々なサービスを提供しております。

「ナビゲーション」サービスの一つとして、資産運用ビジネスに関わる調査・研究を長年にわたり実施してまいりました。資産運用ビジネスを取り巻く制度、規制対応、新たな運用手法、運用評価方法、ガバナンスのあり方など、対象範囲は多岐にわたっています。

NRIはまた、カナダのトロント大学に拠点をおくロットマン年金経営国際センター（The Rotman International Centre for Pension Management、以下「ICPM」）のグローバル・リサーチ・パートナーでもあります。ICPMは、2004年、世界の年金運営担当者や学者が集い、年金運営の改善に資する具体的なソリューションを提供することを目的として設立された研究機関です。NRIはここでの活動を通して、日本の年金運営の更なる向上に貢献したいと考えております。

For further information, please contact:

Sadayuki Horie  
Senior Researcher  
s-horie@nri.co.jp

Atsuo Urakabe  
Researcher  
a-urakabe@nri.co.jp