

試練の中で真価が問われる 資産運用ビジネス

2008年度の資産運用会社の収入は、2007年度に比べ2割程度の減収になった模様である。外資系金融機関を中心とする運用会社再編の動きの中、日本の運用会社は、コスト管理の徹底と顧客へのソリューション提案という極めて難しい経営の舵取りが求められる。

2008年度の資産運用専業¹⁾の運用会社の収入は、2007年度に比べ2割程度減少した模様である。2007年度までの5年間で収入は約3倍に増加、営業利益率も30%を越えるなど、ほぼ一本調子で拡大してきた資産運用ビジネスは大きな転換点に立っている。表現が適当でないかもしれないが、ビジネス拡張に合わせ人員も急拡大し兵站^{へいざん}が伸びきった中、爆撃を受けたような状況と言えるかもしれない。このような環境下、資産運用ビジネスが今後どのような方向に向かうのか、また向かうべきなのか概観してみたい。

2008年度の資産運用ビジネスの概況

2008年度の大減収の原因は、運用資産残高の大きな落ち込みによる。2009年3月末の残高は2008年3月末に比べ約50兆円減少（率で約2割）、そのほとんどが資本市場の資産価格の下落によるものである。投信・投資顧問とも、2007年9月までの5年間は顧客からの資金流入が継続的に続いていたが、2007年10月以降はほとんど止まり、2008年度もその傾向が続いた。特に公募投信は外国資産を組み入れたファンドが運用の中心となっており、円高の影響を強く受け残高・収入の落ち込みが激しい。公募投信の収入は25%以上減収、投信を運用の柱としている運用会社の中には、4割以上収入が減ったところもあるようだ。

資本市場の混乱が続き、顧客からの資金流入にも大きな期待が抱けない中、日本の運用会社の多くは、コスト管理に重点を置いた施策をとっている。外資系運用会社の中には、投信の販売会社サポート部門の人員や広告費を削る方策をとっている会社がある。日系の運用会社で

も2007年度に大きく増加したコストを2006年以前の水準に戻すため、コストを2割近く削減しようと努力しているところもある。コストをカバーできるだけの最低限の運用収入を現時点で確保できているか、赤字でも事業継続できるだけの十分な資本が蓄積されているか、親会社（株主）からコスト削減要求がどの程度あるのか、といった要因によりコスト削減の内容が異なるようである。

2009年度は事業再編の年

2009年度は2008年度に引き続き外資系金融機関の事業再編が進む可能性が高く、その中で運用子会社の売却が実行されると考えられる。日本に進出している外資系運用会社の中にも資本構成が大きく変化する会社が何社か現れることは間違いない。投資家から見ると、オーナーの変更は企業文化や運用プロセスに悪影響を及ぼす懸念もあり注意が必要である。

日系運用会社にも外資系の事業再編の影響が出るだろう。投信を中心に、外貨建て資産の運用を外資系運用会社に再委託しているケースでは、相手先の運用チームが変更になるため再評価が必要である。さらに外資系金融機関に資本注入を行っているメガバンクの運用子会社が資本注入先の日本拠点の運用会社との統合を検討することも考えられる。

金融ビジネスの中で「資産運用」をどのように位置づけるのか、という古くて新しい問題が改めて注目される可能性もある。グローバルな視点で見ると、生保を除く金融機関が運用部門を切り離す動きが近年の流れである。1990年代以降、販売と製造（運用部門）の連

NOTE

- 1) 不動産専門の運用会社や信託銀行・生保は除く。
- 2) 融資部門で利息収入を得ているので、年金運用の運用報酬を割り引く、逆に運用成績が悪いため年金ファンドが年金運用部門を解約したいが、母体企業が融資を受けているため解約できない、といったケースが考えられる。
- 3) リターンが低下する中、顧客からのコスト圧力は今後高まってくと予想される。ETFなどの、低コストで株式市場を含むベータ提供できる商品に対して、付加価値を高める商品が開発できなければ、運用会社の運用報酬が低下することは避けられないと考えられる。

携を通して付加価値の高い商品を機動的に開発して顧客に提供することや、金融グループ全体の収益・収入への貢献等を目的として、事業ポートフォリオの一つとして資産運用部門を保有する考え方が主流となった。ところが、販売部門が優先的に自社運用ファンドを進めるといった利益相反の問題の方が大きくなり、運用会社を切り離す動きが特に2005年以降加速した。

一方、日本では金融機関が運用子会社を切り離す動きはほとんど見られない。しかし利益相反の問題は日本でも重要な経営課題であるはずである。例えば、信託銀行の年金運用部門と、年金スポンサーである母体企業に融資を行う部門との間で、利益相反が起こりえるなど²⁾、その問題は小さくない。

メガバンクでは別の問題もある。傘下に複数の運用子会社が存続しているケースが多く、商品ラインの整理などを行う必要がある。日本では欧米に比べまだ相対的に資産運用収入が小さく、金融機関経営者から見ると、運用会社の切り離しは経営の俎上^{そじょう}に載せるレベルにないかもしれないが、利益相反の問題と考え合わせると、早晚グループ内で運用会社の位置づけを見直すことが不可避になると思われる。

2009年度は 顧客へのソリューション提案の時

現在進行中のコスト削減は、運用会社側の生き残り策として重要だが、投資家を含む利害関係者から見ると必ずしも好ましい動きではない。コスト削減が顧客サービスの低下に繋がる可能性があるからである。現に投信販売会社はサポート人員を大幅削減した運用会社に対して強い不満を持っているようである。

一方、このような時期にこそ戦略的な視点から基盤を強化しようとする運用会社が存在する。例えば、ある外資系運用会社は優秀な人材を引きつけるため、運用会社で最も大きな比率を占める人件費を高めることを経営目標にしている。この会社では、以前からインフラストラクチャー投資やプライベート株式を年金顧客中心に薦めてきたが、ヘッジファンドの多くが解約になる中、徐々に口座数が増加してきたとのことである。年金顧客の場合、商品を薦めてから実際に購入に至るまでのリードタイムが極めて長く、活動がかなりのラグを置いて効果を上げることも多い。また年金ファンドは急激な積立比率の低下と国際会計基準採用の足音を聞きながら、制度存続を賭けて必死で頑張っている。このような厳しい時期に、継続的に的確なサポートやアドバイスが出来るかどうかを顧客は見ている。この厳しい時期の対応が、今後の勝敗の帰趨^{ききう}を決める重要な鍵になるのではないのか。

個人投資家の痛手も大きく、出来る限り時価の変動を抑えた上で、安定的に分配金を提供できる商品開発を行うことが、運用会社に課せられた役割の一つであるはずである。ビジネスを維持するためのコスト削減は継続させながら、長期的な差別化に繋がる商品戦略³⁾や顧客支援を行うという、極めて難しい舵取りを日本の運用会社の経営者は求められているのである。



Writer's Profile



堀江 貞之 Sadayuki Horie

金融市場研究室
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