

運用会社における効果的なコスト・アロケーション

2017年度、過去最高収益、高い営業利益率を達成した資産運用会社であるが、今後の見通しをみると、低収益化、サブアドへのフィー増加などの課題がある。成長戦略実現のためには、効果的なコスト・アロケーションが今後の明暗を分けると考えられる。

公募投信、私募投信、投資顧問（一任＋助言）の運用残高は、2012年度以降、16年度に公募投信が-1.1%と減少した以外は順調に増加してきた。17年度末の運用残高は、公募投信が約111兆円、私募投信が約86兆円、投資顧問（一任＋助言）が約290兆円に達し、その合計額は5年間で約80%増加した。特に、私募投信の残高増加が著しく、公募投信に迫る勢いで増加している。運用残高が大きく増加した中、資産運用会社の業績はどのように変化してきたのであろうか。

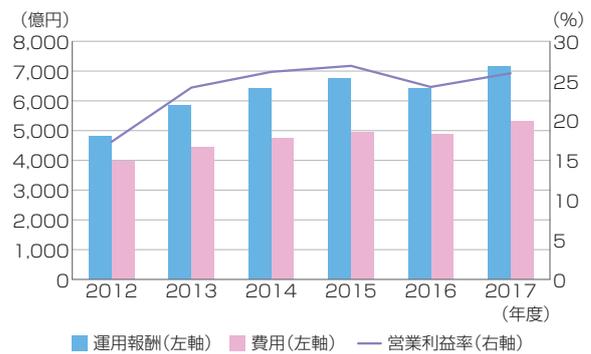
収益率は低下傾向

図表1は、国内籍公募投信を設定している資産運用会社¹⁾(以後、投信会社)の損益計算書から推計した、投信会社全体の運用報酬、費用および営業利益率の推移を示している。集計対象会社は年度により異なり、17年度は、執筆時点でデータ公開されていた会社のみ²⁾である。ここでは、運用報酬は営業収益から代行手数料を控除した実質営業収益、費用は代行手数料を控除したもの、営業利益率は運用報酬に対する営業利益額と定義する。

運用報酬は、12年度から15年度までは上昇を続け、16年度に1度落ち込むも、17年度は過去最高の約7,100億円に達した。5年で約48%の増加である。しかし、運用残高に比べると増加率は低く、収益率（運用残高に対する運用報酬の割合）が低下傾向にあることがわかる。これは、比較的低報酬率の商品である、ETFや公募インデックスファンド、私募投信の割合が大きくなり、投資顧問では公的年金の割合が高まったことが要因と考えられる。

一方、費用をみると、運用報酬の動きと連動している

図表1 運用報酬、費用および営業利益率の推移



(出所)「正会員の財務状況等に関する届出書」を基に野村総合研究所作成

がその動きは緩やかで、5年間で約33%の増加であった。運用報酬の増加に比べ、費用の増加を抑制できたため、営業利益率は、5年で約17%から約26%へと大きく上昇した。以下で、費用増加が抑制された要因を分析する。

人件費増加の抑制に成功

17年度の投信会社の運用報酬・主要費用・営業利益について、金額、運用報酬に対する構成比、および12年度との比較を示したのが図表2である。費用の中で最も構成比が高いのは給与・賞与等の人件費で、次いで委託調査費である。これら2つの費用の状況を見ていく。

人件費は5年間で約17%の増加となっており、運用報酬の増加率に比べ、かなり低く抑えられている。構成比も、約7%下落した。これは、運用以外の業務プロセスの一部を外部業者にアウトソースした効果と考えられる。アウトソースした費用は委託業務費に現れ、5年で約120%増加したが、その額は比較的小さく、人件費に委託業務費を加えた費用でみても、運用報酬の増加率

NOTE

- 1) 投資顧問兼業会社を含む。
- 2) 対象外は、SBI bondsインベストメントマネジメントと日立投資顧問。
- 3) 外資系の場合は、ヘッドクォーター等の海外拠点の運用機能を活用して日本市場に商品投入する際、国内法人に配賦される費用が含まれる。

図表2 2017年度の運用報酬・主要費用・営業利益と構成比

	金額(億円)		構成比(%)	
		12年度比		12年度差
運用報酬	7,145	48%	100%	—
人件費	1,765	17%	25%	-6.7%
委託調査費	1,588	46%	22%	-0.3%
委託業務費	282	120%	4%	1.3%
その他	1,655	32%	23%	-2.8%
費用計	5,291	33%	74%	-8.6%
営業利益	1,855	121%	26%	8.6%

(出所)「正会員の財務状況等に関する届出書」を基に野村総合研究所作成

の半分程度に抑えられている。これが、営業利益率を大きく上昇させた主な要因と考えられる。

一方、委託調査費は、5年間で約46%と運用報酬と同水準の増加率で、構成比は横ばいとなった。委託調査費は、主として運用プロセスの委託先であるサブアドバイザーに流出する費用である³⁾。自社（外資系では日本拠点）で運用能力を持っていない、海外資産アクティブファンドなどで、サブアドバイザーを利用して運用するケースが多い。

近年、インデックスファンドの残高割合が増えている中、委託調査費の構成比が減少しなかった理由は、サブアドバイザーを利用して運用する海外資産アクティブファンドの残高が上昇したためと考えられる。データが公開されている公募投信を見ると、海外株式アクティブファンドの残高が大きく増加している。また、私募投信、投資顧問でも、超低金利が続く中、海外資産アクティブファンドへのニーズが高まっており、その影響もあると考えられる。

今後の見通しと対策

今後も、比較的低報酬率の商品への資金流入は続き、

その残高割合は増加していくことが予想される。また、個人投資家や機関投資家の投資対象のグローバル化が進めば、海外資産アクティブファンドの残高が増加し、サブアドバイザーに流出する費用はさらに増加していくであろう。

このような環境下では、費用の中で最も構成比が高く、下方硬直性の高い人件費の変動費化は、引き続き有効であろう。これまでは、主にバックオフィス業務のアウトソースが進んできたが、海外でも実績のあるミドルオフィス業務への適用も検討の余地がある。

また、現状、自社で運用能力を持っていない海外資産アクティブファンド等の運用能力を、自社で確立すること（インハウス運用）を検討してもよいかもしれない。サブアドバイザーに流出する費用を抑制できる一方、新たな運用体制が必要になるが、これは、グローバルにも戦える運用機関になるべく、運用力・競争力強化のための必要な投資と言えるのではないかと。また、国内株式運用においてもグローバルな視点は不可欠となってきており、既存のインハウス運用にも良い影響が期待できる。この取り組みは容易ではなく、短期的に成果の出ることではないが、中長期的な戦略を考えることも重要だ。

成長戦略実現のため、人的資源を重点領域・競争領域に配置すると共に、差別化源泉とならない非競争力領域をアウトソースなどによって効率化することが、今後より一層重要になるとと思われる。

Writer's Profile



前山 拓哉 Takuya Maeyama

金融イノベーション研究部
主任研究員
専門は投信評価
focus@nri.co.jp