

DX・グローバル化で問われる日本の 大手資産運用会社の付加価値

金融調査部 内野 逸勢／中村 昌宏

要 約

資産運用会社の事業環境が構造的に変化しており、ビジネスモデルの変革が求められている。その変化の第一は、運用資産残高（AUM）が大幅に増加しているものの、歴史的な低金利環境下の中で、金融市場のボラティリティが高まり、資産運用会社のリスク管理の負担が増していることである。これに加えてフィデューシャリー・デューティ等への規制対応、ESGの要素を投資プラットフォームに統合するESGインテグレーションに対するコスト負担も増加している。第二の変化は、インデックス運用にシフトする傾向が強まることで、投資家によるアクティブ運用に対するバリューフォーマネー（支出に見合った付加価値）への疑念の高まりなどを背景に、報酬の低下圧力が高まっていることである。さらに第三の変化として、デジタルテクノロジーによる販売チャネルの多様化（製販分離の進展とロボアドバイザーの台頭）が挙げられる。これらの変化によってグローバルでは巨大なAUMの規模を持つ大手資産運用会社が、テクノロジー主導による投資プラットフォーム戦略と総合資産クラスを専門的に扱う戦略を採用してビジネスモデルを変革している。本稿では、上記の3つの欧米で見られる業界構造の変化の本格化を踏まえ、それに対応する日本の大手資産運用会社のビジネスモデルの方向性を示すこととする。

目 次

はじめに ～ビジネスモデルの変革が必要な理由～

1章 資産運用業界の事業環境の構造的な変化

2章 欧米の大手資産運用会社の事業環境の変化への対応

3章 日本の大手の資産運用会社の取り得るビジネスモデル

おわりに ～問われる日本の大手の資産運用会社の付加価値～

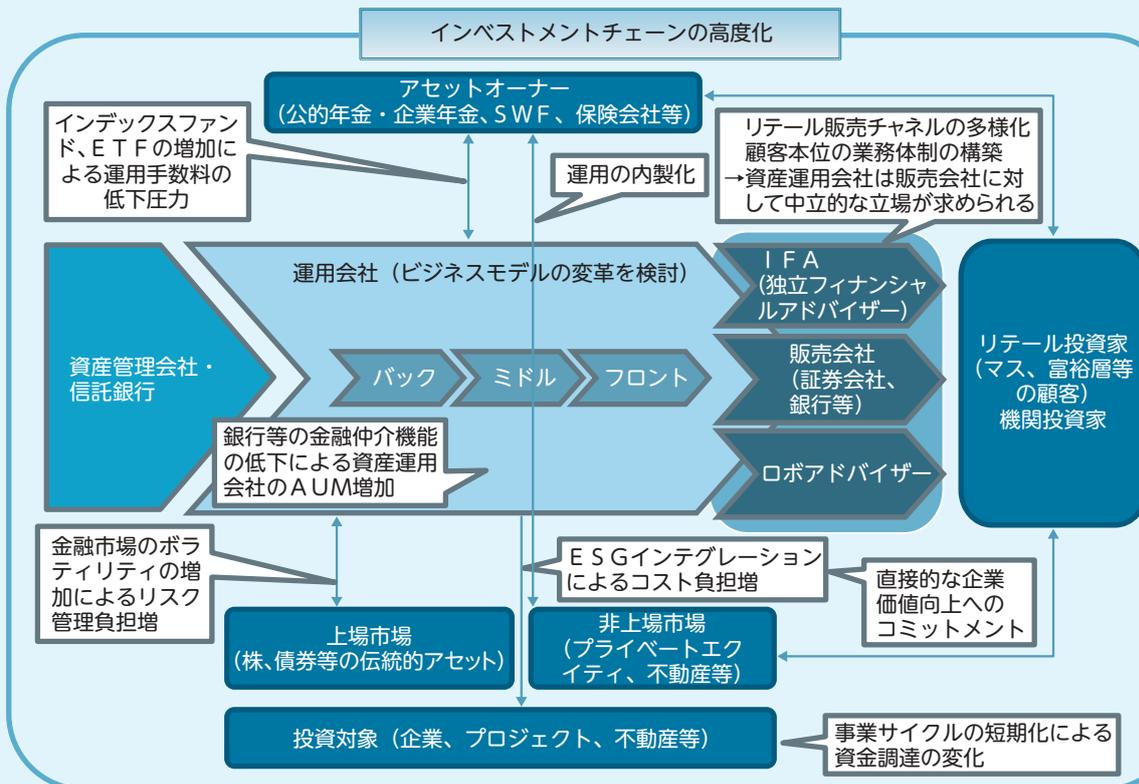
はじめに ～ビジネスモデルの変革が必要な理由～

金融業全体を俯瞰すると、今後、資産運用ビジネスは金融ビジネスにおいて、ますます中心的な存在になっていくと考えられる。

特に、インベストメントチェーン（＝投資の連鎖。アセットオーナーが資産運用会社に運用を委託し、投資対象企業に投資をするという一連の投資の流れ）の高度化¹における資産運用会社の役

割が高まっていく。金融庁から2020年6月に公表された「資産運用業高度化プログレスレポート2020」では、企業価値の向上と収益の果実を家計にもたらす資金の好循環を実現するためのインベストメントチェーンの高度化において、資産運用会社の役割が極めて重要になってくるとしている（図表1）。この背景には、リーマン・ショック後、銀行を中心とした伝統的な金融仲介機関の規制強化によって金融市場の資金フローのエコシステムが変化して、資産運用会社を含むノンバン

図表1 資産運用会社にビジネスモデルの変革を迫る事業環境の変化



（注）吹き出し表示は米国を中心とした資産運用会社の事業環境のマイナスの要素（出所）大和総研作成

1) インベストメントチェーンとは経済産業省「『持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～』プロジェクト（伊藤レポート）『最終報告書』（2014年8月）によれば広くは「資金の抛出者から、資金を最終的に事業活動に使う企業に至るまでの経路および各機能のつながり」と定義されている。これを踏まえると、インベストメントチェーンの高度化とは、同チェーンの参加者の本来有する「各機能」（資産運用会社の運用力、エンゲージメントによる企業価値向上力等）の高度化による全体の仕組み（つながり）の高度化と捉えられる。本稿では、さらにインベストメントチェーンを企業の利益から家計の所得までのつながりを含むこととし、投資対象である企業の中長期的な企業価値向上によって創出される利益からの配当や所得の上昇が最終的に家計にまで還元される一連の流れも含むインベストメントチェーンと定義する。

ク金融機関の金融市場における存在感が価格発見機能、企業価値向上機能、リスク管理機能という側面で増していることがある²⁾。

この役割の変化に加え、デジタルトランスフォーメーション（DX）およびグローバル化により資産運用業界の取り扱う商品と顧客との接点において構造的な変化が発生し、伝統的な資産運用会社のビジネスモデルの変革が求められているとも言える。AI、ビッグデータ等の先端テクノロジーの進歩によって、高度情報化が社会の末端まで浸透したことで、資産運用会社の顧客であるアセットオーナー、あるいはアセットオーナーの運用成果の最終受益者である個人投資家等（＝資産運用会社の顧客）に対する資産運用会社の情報の優位性は大幅に低下している。このため資産運用会社の運用成果（アウトカム＝経済的リターンにESGの要素に基づく社会的リターンを加えたトータルなリターン）が顧客の負担する運用手数料に対して適切な水準かが厳格に評価される状況にある。

加えて、米国ではすべての資産クラスにおける電子取引の浸透と先端的なテクノロジーを活用した投資プラットフォーム等の普及（金融インフラの高度化）によって資産運用会社間の情報のギャップが縮小してきた。そのため金融取引のポジション（＝取引のサイズと売り買いの方向での持ち高状況）の管理力に価格ギャップを事前に察知する能力等のアドバンテージを活かした従来型のアービトラージ（＝裁定取引）による投資収益は縮小してきている。つまり資産運用会社のコアの機能である伝統的な流動性の高い債券・株式等での運用力に差がなくなっている。加えて、

資金余剰（カネ余り）の状況が長期化する中、大規模なデジタルプラットフォームの台頭により事業基盤がデジタル化されることで、事業サイクルの短期化が進み、投資対象先である企業の資産運用会社に求めるニーズが多様化している。つまり顧客からは資産運用会社に対して企業価値向上への直接的な関与（＝エンゲージメント）が求められ、これまで優先度合いが低かった資産運用会社の持つ機能での評価基準が重視されるようになってきた。この結果、グローバルベースで上位に位置する資産運用会社は、フィデューシャリー・デューティが強化される一方、運用力が急速に“コモディティ化”して収益が低下する事業環境に対して、AUM（Assets Under Management: 運用資産残高）の規模をこれまで以上に急速に巨大化させる戦略か、投資対象・戦略を継続的に変化させつつ投資先の価値向上に直接貢献するといったビジネスモデルが求められるようになってきた。

これらを踏まえると、資産運用会社のビジネスモデルの持続可能性は、顧客本位の立場を維持し、高度なリスク管理とESGの要素を投資プラットフォームに加えることでビジネスの基盤を強化しながら、長期的に資本市場に対して付加価値を与え続けられる機能を保持・増強できるかの組織力・グループ力（所属する金融グループ）に依拠すると考える。つまり伝統的資産クラスでは大規模な保有資産に根ざした流動性供給・デュレーション変換機能や、資産価値向上機能における優位性の維持・強化、オルタナティブ資産、デジタルアセットなどの新しい資産ではプライマリーとセカンダリー両面での市場形成および価値向上の機能を強化していく組織力・グループ力を意味する。その

2) 内野逸勢・中村昌宏「投資銀行のビジネスモデルの分岐点～試される欧米の投資銀行と金融市場のレゾナードル～」『大和総研調査季報』2021年4月春季号（Vol.42）掲載

結果として、インベストメントチェーンの高度化を図れるようなビジネスモデルの構築が可能となると言えよう。

一方、日本では証券会社、銀行等の販売会社が系列の資産運用会社を主導する構図が、米欧に比べて長期に亘って維持されてきたことから、販売手数料重視のいわゆる“投資信託の回転売買”を目的に投資信託の設定が乱発されてきた。米英仏独日の主要先進国の中で過去5年間（2015年から2020年の期間）に規制オープンエンド・ファンド（図表2注参照）の本数が増加した国は日本だけである³。本数が多いため日本の規制オープンエンド・ファンドの一本あたり純資産額が相対的に小さく、ファンド一本当たりの管理コスト等の負担が大きくなり、コスト効率が悪いと推定される。これが、日本の大手の資産運用会社は海外のトップティア（一流の）の会社と比べて規模の経済性を十分に享受できておらず、営業利益率が相対的に低い水準にとどまっている一因と考えられる。信託報酬の低下圧力も高まっており、販売会社への高い依存関係をアドバンテージにして投資信託の本数を増やしてAUMの規模を拡大していくような日本の資産運用会社の従来型のビジネスモデルは変革が求められていると言えよう。以下では、米国を中心とした資産運用業界の構造的な変化を踏まえて日本の大手の資産運用会社のビジネスモデルの方向性を考えていくこととする。

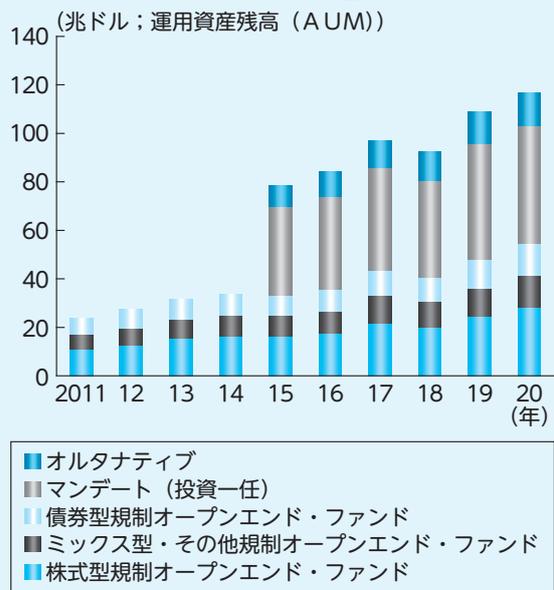
1章 資産運用業界の事業環境の構造的な変化

資産運用業界の事業環境の構造的な変化とは、

第一にAUMは増加傾向を維持するものの、報酬の高いアクティブ・ファンドから報酬の低いインデックス・ファンド、ETFへのシフトが進み、資産運用会社の信託報酬を中心とした運用手数料が低下していくことである（前掲図表1）。AUMが増加しても、運用手数料対比でアセットオーナーが求めるパフォーマンスを維持していくためには、コスト構造の改革を中心とした経営努力は必須となる。

第二に、マイナス金利を含む極端に低い金利水

図表2 世界中長期の運用資産の運用資産残高（AUM）の推移



（注1）「規制オープンエンド・ファンド（＝受益証券について発行者が、投資家の要求に従って、原則として、いつでも1口あたりの純資産額で換金に応じることを保証した投資信託）」は「ミューチュアルファンド（オープンエンド型の投資信託）、ETF（特定の指数の動きに連動する運用成果を目指した金融商品取引所に上場している投資信託）、機関投資家向けファンドを含む

（注2）「ミックス型・その他規制オープンエンド・ファンド」はバランス型・ミックス型ファンド、最低リターンが保証あるいは保障されたファンド、不動産ファンド、その他ファンド等を含む

（出所）規制オープンエンド・ファンドは米国投資信託協会（ICI：Investment Company Institute）データ、マンデートとオルタナティブ資産はPWCデータから大和総研作成

3) 米国投信協会のデータによれば、日本の本数は2018年の12,294本から2020年には13,429本に増加した一方、米国では2018年の10,083本から2020年には9,840本に減少した。

準にあるマーケット環境に加え、後述（1.（2）金融仲介機能低下により高まる金融市場のボラティリティ）のように金融市場のボラティリティが構造的に上昇しているため、過去と同様の運用成果を維持するためには、これまで以上のリスクを取る必要がでてきている。このため、リスク管理機能の増強は必要であることからコストがかさんでいくこととなる。

第三に、資産運用会社に対するガバナンスとフィデューシャリー・デューティに関する規制が強化される中、規制対応コストが増加する。さらにコロナ禍の影響もありサステナブルファイナンスが急速に普及しているため、ESG要素を既存の投資プロセスと投資プラットフォームに導入するESGインテグレーションに関連するコスト負担は増大していく。

上記の事業環境が日本の資産運用業界に本格的に影響を及ぼすこととなれば、日本の資産運用会社の既存のシステムを含めた組織体制を基盤とするビジネスモデルでは収益性の維持が難しくなると想定される。2021年6月25日に金融庁から公表された「資産運用業高度化プログ्रेसレポート2021」においても、上記の事業環境の変化を踏まえた日本の大手を中心とした資産運用会社のビジネスモデルの変革の方向性を示しているといえることができよう。

1. AUMの増加と拡大する金融市場のリスク

（1）資産運用業の市場の成長は継続

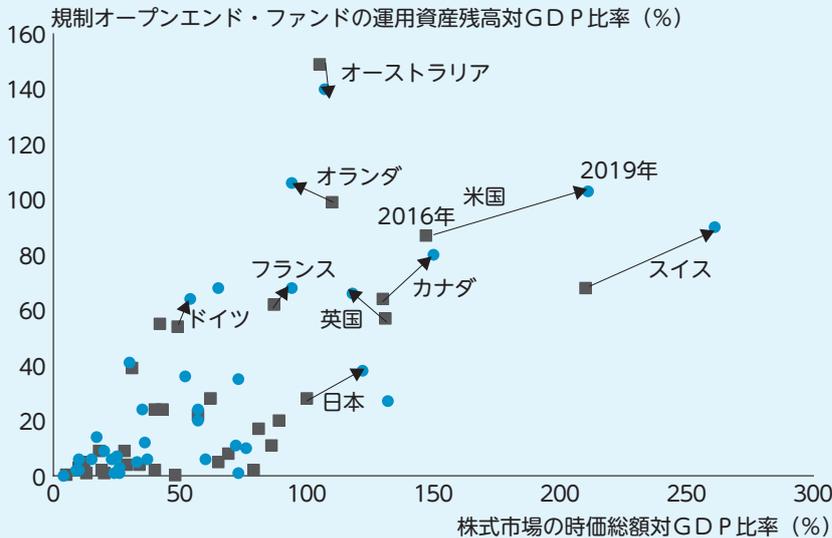
グローバルベースのAUMは順調に増加してきた。中長期の規制オープンエンド・ファンド（MMFを除く）（図表2注参照）のAUMは10年前の2011年の23.6兆ドルから年平均成長率

9.8%成長し、2020年までに54.8兆ドルに達した。コロナ禍の影響による経済回復の度合いによってAUMの成長のシナリオに多少の差があるものの、成長は継続していくと予想する機関が多い。プロダクト別のAUMの年平均成長率では、株式が11.2%、ミックス型が9.0%、債券が7.9%となった。

これに加えて、広義の運用資産であるマニデートによる運用資産（機関投資家、アセットオーナーとの投資一任契約等）とオルタナティブ資産（プライベート・エクイティおよびベンチャー・キャピタル、ヘッジファンド、プライベート・デット、不動産、天然資源）のAUMも着実に増加した（2015年から2020年の間の年平均成長率では、前者が3.2%、後者が4.7%となった）。

地域別では、米国の成長率が他国と比較して高い水準を維持している。米国の株式市場の時価総額と規制オープンエンド・ファンドの規模は対GDP比率で見ると突出している状況がうかがえる（図表3）。この背景には、米国では、資産形成ニーズを他国より高い水準で支える収益性の高いマーケット＝中・高所得のボリューム顧客層が存在していることがある。この収益性の高いボリューム顧客層の多寡が資産運用会社のビジネスモデルを左右してきたと言える。さらに2006年にベビーブーマー第一世代が60歳代に突入し、それ以降ボリューム顧客層の老後に向けた資産形成ニーズが高まった。これに加え、2010年代に、このベビーブーマー世代が大量退職する時期を迎えたことにより、資産形成に対するニーズがより一層高まった。ベビーブーマー世代の退職時期から、確定拠出年金（401(k)プラン）から個人退職勘定（IRA：Individual Retirement Account）に多くの資金がロールオーバー（＝非課税のまま移管）

図表3 主要各国の規制オープンエンド・ファンドと株式市場時価総額の対GDP比率（2016年と2019年）



(注) 表示のない国には、欧州ではイタリア、スペイン、オーストリア、ベルギー、ブルガリア、クロアチア、チェコ等16カ国、中南米ではブラジル、アルゼンチン、メキシコ等5カ国、アジア・太平洋地域では、中国、韓国等4カ国
(出所) 米国投資信託協会データから大和総研作成

され、リーマン・ショック後も市場の上昇の恩恵を受けてきた。加えて、世帯数が大幅に増加していることも規制オープンエンド・ファンドのAUMと、株式市場の時価総額の増加に寄与したと想定される⁴。

(2) 金融仲介機能低下により高まる金融市場のボラティリティ

前述したようにリーマン・ショック後の規制強化によって金融市場における金融仲介機関の役割が縮小してきている。許容水準を上回る信用・市場リスクを取ってきた銀行の金融仲介機能が規制によって制限され、これまでのように投融資を提供する役割を担うことが難しくなっていることが挙げられる。このため、過去10年間に、信用

リスク、市場リスク、流動性リスクとも銀行以外の市場の仲介（＝ノンバンク金融機関間の金融市場を活用した仲介）に依存する割合が上昇してきた。市場の仲介は、銀行と同等の水準で流動性供給と準備金と信用リスクの上昇に対する貸倒引当金を用意していないため、市場の仲介への依存が増えれば、金融市場のボラティリティが構造的に上昇していると言える⁵。加えて、銀行は融資

中心のビジネスモデルであるため、ますます複雑化する顧客企業の事業環境に対応するようなハンズオン等による顧客企業の経営の変革にコミットすることは困難であると想定される。

他方、テクノロジーの進歩によるすべての伝統的な資産クラスの電子取引化が進み、HFT (High Frequency Trading) 業者である「プライマリー・トレーディング・ファーム」の金融仲介の中での流動性の供給者、プラットフォームの提供者としての存在感が大幅に高まってきた。このため、市場参加者の相互接続に影響を与えて、金融市場全体の資金フローのエコシステムを変化させている。この副作用として、金融商品取引所では金融市場の成長が取引量の大幅な増加だけを意味することとなり、取引量が増えることで効率

4) 内野逸勢「リテール金融のパラダイムシフト～業界全体の顧客本位のアドバイスの質の強化が成功の鍵～」『大和総研調査季報』2021年新春号 (Vol.41) 掲載

5) Financial Stability Board "Holistic Review of the March Market Turmoil" 2020年11月および内野逸勢・中村昌宏「投資銀行のビジネスモデルの分岐点～試される欧米の投資銀行と金融市場のレゾナードール～」『大和総研調査季報』2021年4月春季号 (Vol.42) 掲載

化するはずの価格発見および価格形成機能が劣化している。これにより、市場での企業価値に見合う公平な価格の形成がゆがめられ、投資家がSNS等を乱用して、自己の利益を最大化するような価格を追求することとなり、これまでと特性の異なる市場のボラティリティが高まっている状況と言えよう。

このように銀行と金融商品取引所が従来のように金融仲介機能を担うことが難しくなっているため、資産運用会社には直接的な議決権行使やエンゲージメントによる投資企業の企業価値向上とともに、価格形成機能がこれまで以上に求められている。

2. 増加する資産運用会社のコスト負担

(1) 資産運用業界が直面する縮むリターンと拡大するリスク管理負担

資産運用業の市場の成長は継続していくものの、前述のように構造的に金融市場のボラティリティは高まるため、アセットオーナーと資産運用会社にはより高度なリスク管理能力が求められる。

例えば、米国の資産運用会社であるアライアンス・バーンスタイン社の資料⁶によれば「現在の投資家は、7.5%のリターンを生み出すためにわずか15年前（筆者注：2004年）の2倍のリスク（筆者注：18%）を取る必要があります」と試算した。さらに「デフレ環境では防御策があまりないからです。債券のアロケーションを4%に下げなければいけない状況では、リスクから投資家を守る『安全資産』は事実上無いことになりま

す。18%の標準偏差とは、ポートフォリオ全体において株式並みのボラティリティを意味するため、アセット・オーナーは非常に高いボラティリティと直面していることとなります」としている。

このような状況下、日本において市場のボラティリティに合わせて自己のポジションを変化させながら平均的にミドル・リスク、ミドル・リターンを追求するマルチアセット型の投資信託の保有資産残高が増加している。地銀など運用難にある金融機関が保有残高を増やしている。同投信は、一般的に新興国を含む国内外の債券や株式等の幅広い資産を投資対象とし、その中には価格変動リスクの抑制を目的として、投資ポートフォリオに組み入れる資産の配分比率を市場の変化に応じて随時変更するタイプも多い。日本銀行の調査⁷では、リーマン・ショックを除く市場の不確実性が高い局面では、比較的良好なパフォーマンスを発揮した一方、「市場が落ち着いている局面では、ポートフォリオのボラティリティを高める方向で資産の入れ替えを行っていたものの、結果としてのリターン面のパフォーマンスは低めにとどまっていた」としている。この事例においてもリスク管理にコストをかけても追求するリターンを実現することが難しいことが分かる。

その他にも、後述の図表6に示すように米国の規制オープンエンド・ファンドでは、ここ数年、株式型ファンドへの資金流入が、トータルリターンの上昇と連動しなくなっている。一方、債券型ファンドでは資金流入とトータルリターンの連動が維持されている。上記の日本銀行の資料を踏まえると、アセットオーナー側で、リスク管理上、

6) 2020年6月3日「資産運用業界の課題：コンサルタントの取り組み」でのカラン（米国）シニア・ヴァイス・プレジデント、ファンド・スポンサー・コンサルティング、Brian Smith氏の発言。

7) 日本銀行金融機構局「マルチアセット型の投資信託の特徴とリスク管理の留意点」金融システムレポート別冊シリーズ2020年7月

追求する中長期のリターンに対してポートフォリオのリスク量が増えすぎること、株式型ファンドへのエクスポージャー（ポートフォリオのうち株式への価格変動リスクにさらされている度合い）を低下させる必要性が高まっている可能性がある。リスク量に対するリターンを維持させるためには、流動性はないが価格変動リスクが低いオルタナティブ資産をポートフォリオに組み込むなどの投資戦略が必要となり、オルタナティブ投資の特有のリスクに対応したリスク管理が求められる。

（2）バリュフォーマナーによる報酬とコストの透明性の向上

アクティブ運用が主流となっている英国の資産運用業界において、バリュフォーマナー（支出に見合った付加価値）を軸として競争が適切に機能しているかの検証が英国金融行為規制機構（Financial Conduct Authority; FCA）によってなされ、2016年に中間報告書が公表された。最終報告書は2018年に公表されて同時に最終ガイドラインが提示された⁸。同中間報告書では、1996年から2015年の運用成績においてパッシブ運用がアクティブ運用よりも有利とした上で、パッシブ運用とアクティブ運用の間に、わずかな手数料の相違でも長期投資においては運用収益に大きな差がでるという結論を出した。最終ガイドラインには、資産運用会社が投資家の最善の利益のために行動する義務の強化や、機関投資家向けのコスト・手数料に関する情報の透明性向上と標

準化などの改善策が盛り込まれた。特に、「オールイン・フィー」（すべての手数料・コストを合算した手数料）の開示に注目が集まった。日本においても、前述した「資産運用業界高度化プログレスレポート2020」でも「国内のアクティブ公募投信の平均的なパフォーマンスを見ると、信託報酬等のコストに見合うだけの水準を確保できていない」とし、同様の指摘がなされている。英国では、直近の動向として、各ファンドではなく資産運用会社全体の方針としてバリュフォーマナーを提示することが問われている。リスク管理の負担が増えてもバリュフォーマナーに変化がないような資産運用会社のビジネスモデルが求められ、現状の信託報酬の維持だけに固執したビジネスモデルは変革が迫られている。

（3）ESGインテグレーションによる資産運用業界のコスト負担増

サステナブルファイナンス⁹では、これまでの投資プロセスにESG投資の要素を加えたプロセスに拡張（=ESGインテグレーション）する必要がある、運用者にとってはコスト負担となる。とはいえコロナ禍の影響もあり、ESGの要素を投資判断に組み込む概念が金融市場と投資領域に、急速に普及しつつあることを踏まえると、インベストメントチェーンの高度化のためにも必要不可欠なコストと認識されるべきである。ただし、インベストメントチェーンの各参加者（アセットオーナー、運用会社、企業）がどの程度の割合で各々負担するべきか議論の余地が多分にある。

8) 2016年中間報告書：英国金融行為規制機構（Financial Conduct Authority; FCA）“Asset Management Market Study Interim Report” 2016年11月。2018年最終報告書：“Asset Management Market Study remedies and changes to the handbook - Feedback and final rules to CP17/18” 2018年4月。

9) 持続可能（サステナブル）な社会を実現するためのファイナンス。運用会社等は、国連の責任投資原則（PRI）、持続可能な開発目標（SDGs）を遵守して、資金の出し手であるアセットオーナーと資金の需要者である企業をマッチングする責任があるとされている。

ESG投資プロセスは、1) ESG評価に基づいて銘柄選定における有価証券の発行体の資金使途あるいは特定のプロジェクトの資金使途を評価した上で、2) 受託者責任の原則を踏まえて機会損失を回避しながら投資実行し、3) 投資実行した後のパフォーマンスの評価、4) 投資対象である企業の持続可能なビジネスモデルの構築に向けた取り組みを促すエンゲージメント（企業との対話）という、4つのプロセスから構成される。これをESGインテグレーションと呼ぶが、概念先行で定量的な要素に落とし込むことが難しいため、運用現場への導入には依然課題が多く残っている。

他方、サステナブルファイナンスが普及するためには投資家の経済的リターン重視の運用方針（あるいは運用成果の定義）をアウトカム（＝経済的リターン＋社会的リターン）重視にシフトす

る必要がある。それを踏まえて、資産運用会社側もバリュフォーマナー（支出に見合った付加価値）を、各ファンドだけではなく、会社全体として定義していく必要があるだろう。

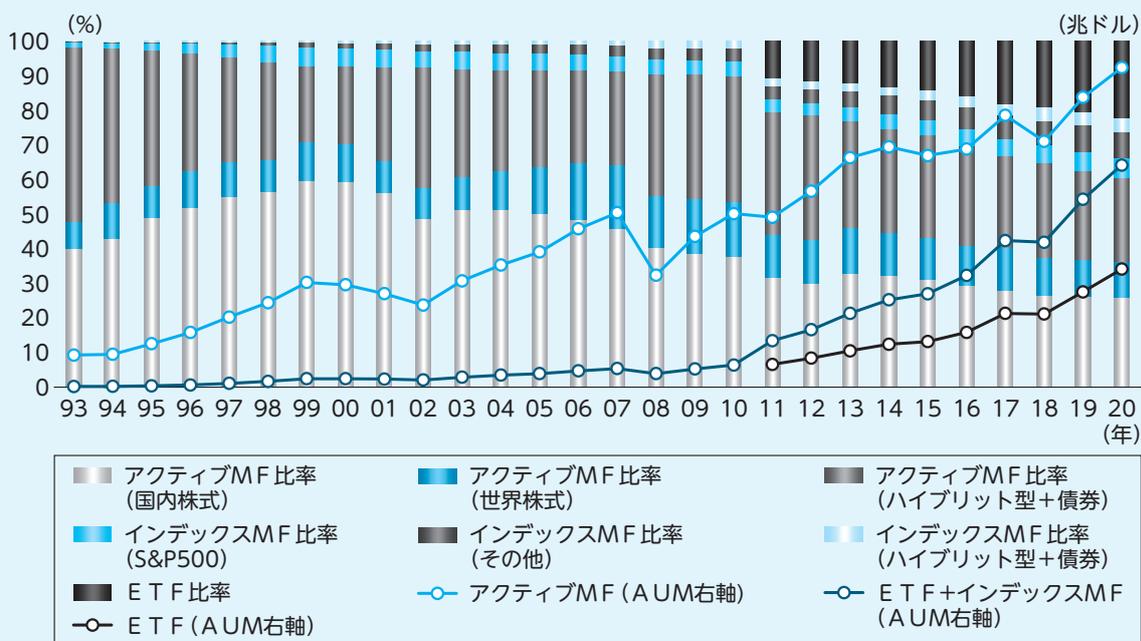
3. 資産運用会社の運用報酬の低下

(1) プロダクトミックスの変化による運用手数料の構造的な低下

米国のミューチュアルファンドでは、プロダクトミックスの変化から運用手数料が低下する構造となってきた状況が見られる。

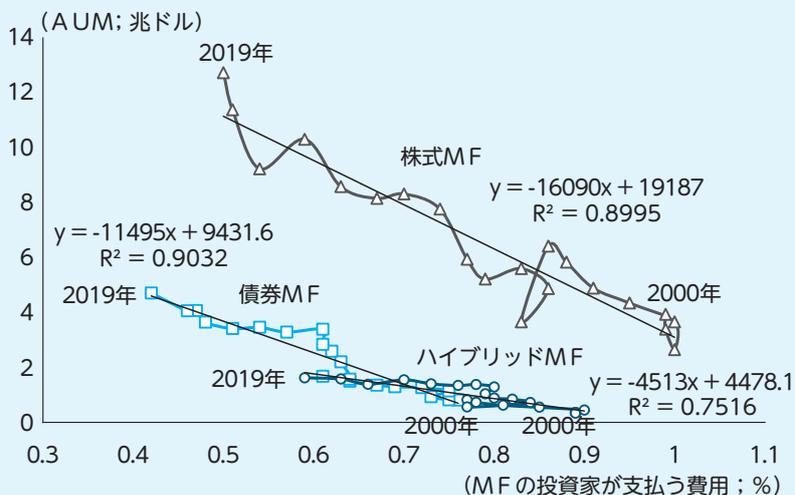
図表4に示すようにアクティブ型ミューチュアルファンド（アクティブMF）の比率が低下し、ETFを含むインデックス型ミューチュアルファンド（インデックスMF）の比率が上昇している。アクティブMFの間では、株式型の比率が低下し、ハイブリッド型＋債券の比率が上昇している。

図表4 米国のミューチュアルファンド（+ETF）のAUMと商品別アクティブ・インデックスの比率の推移



(注) 2005年までのETF+インデックスMFのAUMはインデックスMFのみの数値
(出所) 米国投資信託協会データから大和総研作成

図表5 米国のプロダクト別ミューチュアルファンド (MF) の AUMと投資家費用の推移 (2000年～2019年)



(出所) 米国投資信託協会データから大和総研作成

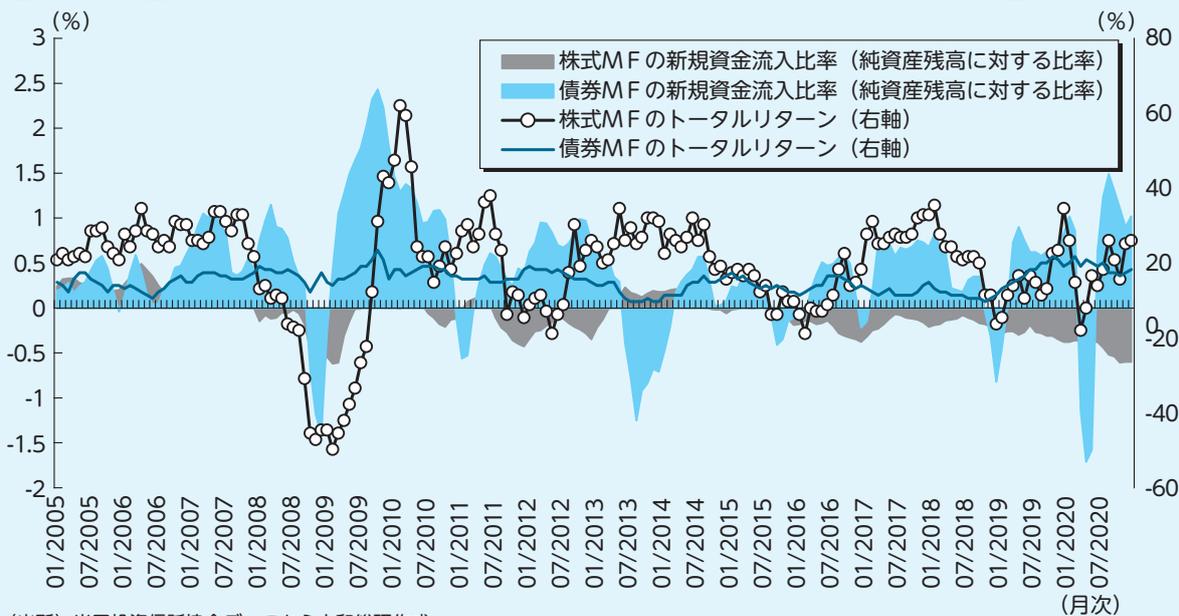
その一方、図表5に示すように、プロダクト別のMFにかかる投資家が負担するコスト（各資産のMFに対する資産加重平均コスト（%）＝資産運用会社の各資産のMFの報酬）が、株式MF、債券MF、ハイブリッドMFともにAUMの増加

とともに低下している。10年間で株式MF、債券MF、ハイブリッドMFでは、AUMは各々約3倍、6倍、5倍となったが、同コスト（報酬）は半分の水準になった。これに加えて、報酬の低いETFの比率が急激に上昇している。2011年にはミューチュアルファンドのAUM全体に占めるETFの比率は10.5%であったが、2020年には2倍の20.2%となった。プロダクトミックスにおいて

インデックスMF、ETFの比率が高まっているため、米国の運用業界全体の手数料が低下すると言えよう。

さらに資金フローから見ても、報酬が低下する傾向が見て取れる。図表6に示した通り、最近で

図表6 米国の株式と債券のミューチュアルファンドのトータルリターンと資金流入の関係



(出所) 米国投資信託協会データから大和総研作成

は株式MFのトータルリターンの高低と資金流入の関係が過去の関係と異なり、リターンが高くても資金流出が続いている。その一方、債券MFではリターンが高ければ資金流入、低ければ資金流出という関係が継続している。

加えて、ETFを含むインデックス型とアクティブ型で見ても上記と同様のことが言える。インデックス型国内株式ETF、インデックス型国内株式MFは資金流入が続いている一方、アクティブ型国内株式MFは資金流出が続いている。アクティブ型国内株式MFの資金流出分の一部がETFに流入しているとも言える（図表7）。

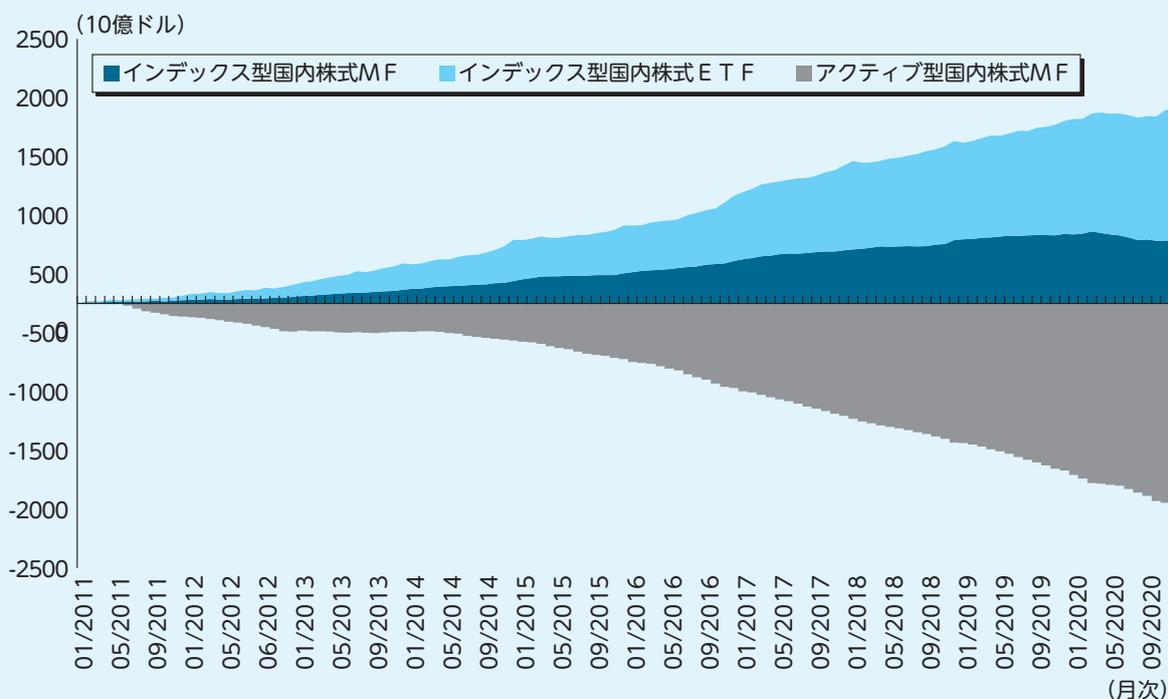
（2）機関投資家およびアセットオーナーによる運用手数料の低下圧力

アセットオーナーからすれば、前述のように運用成果に比べて費用負担の増加が続くことを想定

すると、流動性の高い資産クラスでは、パッシブ型ファンド、あるいはリスクが低いベンチマークに基づく戦略の採用を増やすことが考えられよう。さらにアセットオーナーのインハウスでアクティブ運用を行う傾向が強まり、加えてアセットオーナー側では統合や規模拡大を目指すことも想定される。この結果、アクティブ運用の主導権は、売り手である資産運用会社から買い手であるアセットオーナーに移ることとなり、アクティブ運用を行う資産運用会社の利益は引き続き縮小することが予想される。

加えて、非上場の資産クラス（プライベート市場の資産クラス）では、アセットオーナーが独自のデュー・デリジェンスによって資産を直接購入する直接投資とコインベストメント（Co-investment:共同投資）が飛躍的に増えている（脚注6の資料）。アセットオーナーが、リスクとコ

図表7 米国ではアクティブ型国内株式MFがインデックス型国内株式ETFに置き換わる状況



ストを分散し、投資の規模や機会を拡大できる点が、コインベストメントの最大の利点である。

4. 直販ビジネスモデルの可能性と資産運用会社の販売会社からの中立性の維持

資産運用会社のリテールビジネスでは、資産運用会社の費用構造から考えれば、販売手数料の負担がないため、リテール投資家へ直販する販売チャネルの確保は魅力的である。直販の販売チャネルを持たなければ、資産運用会社はリテール投資家の情報から遠ざかってしまう。リテール投資家のニーズが把握できないまま、ファンドの数を増やすことにつながりかねず、ニーズの低いファンドを販売するリスクが高まることとなる。これは販売会社の顧客ニーズの把握力、情報の収集力に依存する部分もある。仮に販売会社がプロダクトアウト型の営業体制を維持していれば、系列の運用会社のファンド組成もプロダクトアウト型から脱却できない。

米国では2003年にモルガンスタンレーが系列の資産運用会社のMFの販売を強化するため、過度なキックバックを支払っていたことを理由に米当局から罰金の支払い命令が出て業界に衝撃を与えた。その後、系列の証券会社以外のMFを積極的に購入する方針に転換し、証券会社の取り扱い商品のいわゆる“オープン・アーキテクチャー化”が進展した。その後、米国の大手証券会社はマネージド・アカウント（ラップ口座等の投資一任契約の商品）を軸とした資産管理型ビジネス中心のビジネスモデルへ本格的に移行し、顧客本位の営業体制の確立への本格的な取り組みが始まった。これにより、顧客のニーズに適合する運用商品を選択する傾向がさらに強まり、系列の証券会社に対する中立性が一層高まった。他方、近年では、大手資産運用会社がロボアドバイザーを活用して、リテール投資家への直販チャネルを確立し、AUMを増やしている。

このように、資産運用会社の親会社からの中立性を維持する必要性の高まりと、先端テクノロ



ジーによる直販チャネルの確立が可能となったことにより、製販分離が進展する可能性が高まっていると言えよう。

2章 欧米の大手資産運用会社の事業環境の変化への対応

1. 規模を最大限活かすイノベーションの活用

欧米の大手資産運用会社の戦略の特性を把握して戦略を8つのモデルに類型化したのが図表8である。第1章の事業環境の変化を踏まえて、営業利益率が上位に位置し、競争上優位と評価できるモデルは「伝統的総合型モデル」(モデル3)、「テクノロジー主導型モデル」(モデル6)、「資産・ビークル総合型モデル」(モデル8)を組み合わせたブラックロック(米国)とアムンディ(フランス)である。2020年末時点の両社のAUMと営業利益率は、ブラックロックが954兆円、35.1%、アムンディが224兆円、48.4%であった(図表9の“グループC”で表示)。

その他のアクティブ運用派生型モデルとして、1) アクティブ運用の能力を強化するために人材

を獲得する「アクティブ・ブティック型モデル」(モデル4)と、それをベースに運用力の規模を拡大していく「プラットフォーム型モデル」(モデル5)の組み合わせの資産運用会社(英国のM&G Investments等)と、2) モデル4とミドル・バックの事務の規模を追求する「事務規模追求型モデル」(モデル2)の組み合わせの資産運用会社(バンク・オブ・ニューヨーク・メロン等)があるが、上記のパフォーマンスではブラックロックとアムンディに劣後している。その理由として、アクティブ重視、機関投資家重視から脱却できず、加えてマザーマーケットへの依存度、親会社である金融機関への依存度が高いことなどが挙げられる。

欧米の資産運用会社は、第1章の事業環境の構造的変化に対応したビジネスモデルを構築している、あるいは構築に向けた取り組みを本格化している。そのために、先端的なテクノロジーを活用したリスク管理の高度化と投資プラットフォームの効率化に継続的に取り組みつつ、広範な運用商品を取り扱うことで競争力を強化している。その競争の中で、米国と欧州の本拠地の違いはあるが、グローバルベースの巨大な規模を追求した資産運用会社が台頭している。

図表8 米欧の個別の資産運用会社のビジネスモデルの比較

	ビジネスモデル類型	ビジネスモデルの目的
モデル1	運用規模追求型	コスト削減(運用規模追求)
モデル2	事務規模追求型	コスト削減(事務規模追求)
モデル3	伝統的総合型	コスト効果(運用+事務規模追求)
モデル4	アクティブ・ブティック型	運用力強化(人材の獲得)
モデル5	プラットフォーム型	運用力強化(プラットフォーム横展開)
モデル6	テクノロジー主導型	運用力強化(テクノロジー活用)
モデル7	サブアドバイザー型	強力な外部マネージャーによるサブアドバイスのファンドを提案
モデル8	資産・ビークル総合型	アクティブ、パッシブ、スマートベータを幅広く専門とする総合資産クラスを取り扱う

(出所) 大和総研作成

ブラックロックとアムンディの2社は、自社に不足している強みを持つ同業他社の統合により、巨大な規模を追求する伝統的総合型モデルを効果的に維持し、規模の経済性を確保している。加えて、テクノロジー主導型モデルにおいてプラットフォーム戦略（高度化したプラットフォームによる内部の効率化と外販ビジネスの両立）を展開している。さらにロボアドバイザー等の利便性の高い販売チャネルを確立することで、リテール投資家への直接販売手法を確保し、生産性を向上させている。

資産・ピークル総合型モデルでは、事業環境変化によって資産運用会社の既存の付加価値が低下していく中、顧客にとってのバリューフォーマネーを踏まえながら、ETF、スマートベータなど顧客ニーズに適合する運用成果を生み出す運用商品を先駆的に組成することに優位性を持つ戦略に取り組んでいる。単に幅広く総合資産クラスを取り揃えるのではなく、巨大な組織であっても会社全体で顧客あるいはアセットオーナーの最終受益者のバリューフォーマネーを軸に据えた戦略と言える。

2. ブラックロックの戦略

(1) 最大の資産運用業界のディスラプター

ブラックロックの戦略の特性としては、その規模の巨大化が挙げられる。米国のボンドハウスであったブラックロックは、2006年にメリルリンチ・インベストメント・マネージャーズを統合した後、2009年にバークレイズ・グローバル・インベスターズの戦略的な買収によって、AUMで世界トップの運用会社となった。それ以来、同社は伝統的なアクティブ型の投資商品とETFとスマートベータ型（市場以外のリスク要因へのエク

スポージャーからのリターン獲得を目指すファクター投資)のパッシブの投資商品である「iSharesブランド」を融合した巨大な規模を有する資産運用会社への移行を目指してきた。その移行プロセスにおいて、例えば、これまでアクティブ型の運用商品でしか対応できなかった投資手法を、手数料を引き下げたインデックス運用商品で代替できるなどの商品開発を強化してきた。他方、規模を巨大化すると同時に自社あるいは業界全体をディスラプト（破壊）することにチャレンジし、新たな資産運用業界のプラットフォームを提供する戦略を着実に実行してきている。この商品とプラットフォームの両方のイノベーションが会社全体の顧客のバリューフォーマネーを推進する原動力と言える。その一方、高成長市場での投資を実施できる体制の構築に戦略的に取り組むと同時に販売拠点を拡充して顧客基盤を確保できるように、地域の特性に合った投資・販売体制を確保している。

(2) 顧客本位かつ中立的な立場を維持

さらに、個別の商品選択優先の投資プラットフォームからポートフォリオ全体のマネジメントを優先する投資プラットフォームへの移行を追求する戦略を採用している。このため、インデックス型のファンド、ETFから、ベンチマークを上回る運用成果であるアルファを追求する商品、非流動性資産まで幅広い商品を取り扱うことで資産クラスのカバレッジとETFの能力を拡張した。これによって個別の商品に捕らわれないアプローチを優先することで、顧客ニーズに合わせた多様なポートフォリオの構築を可能とする投資プラットフォームを提供している。加えて、公的・私的年金基金、保険などのアセットオーナーの最終受

益者を意識して、単なる経済的なリターンではないアウトカム(経済的リターン+社会的リターン)を生み出すことを訴求している。アセットオーナーだけではなく、最終受益者を見据えた顧客本位の投資プラットフォームを確立していると言える。最終受益者はリテールビジネスの顧客でもあり、デジタルツール(ロボアドバイザー)の開発によって、直販チャンネルを展開している。このため特定の販売会社との関係はなく、中立的な立場である。

(3) 投資プラットフォームの外販ビジネス

この顧客本位かつ中立的な特性を持つ投資プラットフォームをベースに、資産運用業界のバリューチェーン全体をテクノロジーによって変革しようとしている。その中心がアラジン(Aladdin)というプラットフォームである。アラジンは、効率的なテクノロジーを用いたフロント(ポートフォリオ・マネジメント、取引執行)からミドルバック(リスクマネジメント、投資管理)を一気通貫した投資およびリスクマネジメントの統合プラットフォームである。2019年のeFrontの買収により、アラジンのオルタナティブのリスク・ファクター・モデルにeFrontが加わることで、パブリック市場、オルタナティブ資産等のプライベート市場のアセットクラスに関係ないシングルプラットフォームという特性を持つこととなった。このアラジンの恩恵はブラックロック自体も享受しているが、アラジンを用いてポートフォリオの構築のソリューションを投資家に提供することで、投資家が他社にはない詳細なデータおよび情報を得た上で投資判断が可能となる。加えてアラジンを開放して外販し、収益率の高いビジネスとし確立している。自社のトップラインの増加とコスト効率

の両面で収益向上に貢献している。コロナ禍で“アラジン・コミュニティ”は拡大して250のサードパーティが活用している。2020年にアラジンに気候変動リスクを加えて企業の投資リスクを評価する機能を加えた。中長期的にはアラジン関係の収入を全体の3割まで高める方針である。

3. アムンディの戦略(機関投資家とリテールビジネス)

アムンディは2009年7月にクレディ・アグリコル・アセットとソシエテ・ジェネラルが各々75%と25%出資して設立した資産運用会社であり、欧州で最大のAUMの規模を誇る。歴史的にはフィクストインカムにフォーカスした資産運用会社である。

(1) リテールに強みを持つ銀行傘下の資産運用会社の買収

2015年のIPO後に親会社との連携は強化しつつ独立色を強め、フランス市場への依存から脱却してグローバル化に取り組んでいる。アムンディは機関投資家向けAUMが大半を占める。しかし、欧州では、アムンディ自身のAUMの特性とは異なるリテールビジネスに優位性を持つ資産運用会社の買収を実施している。その象徴が2017年にイタリアのウニクレディ銀行の資産運用会社であるパイオニア・インベストメンツ(当時のAUMは2,430億ユーロ)の買収であったと考えられる。同社は、リテール顧客のAUMが75%を占め(残りが機関投資家のAUM)ておりリテールビジネスに強みを持つ。さらに同社が強みを持つイタリア、ドイツ、オーストリア等の2,000以上のサードパーティ、銀行等のリテール販売チャンネルのネットワークを活用できること

となった。加えて、パイオニア・インベストメンツのリテールネットワークは米国で高いプレゼンスを誇る。2020年にはスペインのサバデル銀行の傘下の資産運用会社も買収し、1,500カ所のリテール支店ネットワークを活用できることとなった。中国の大手の商業銀行である中国銀行と外資が資本の支配権を握る初めての資産運用会社をジョイントベンチャー方式で設立した。

(2) 内製化した投資プラットフォームの外販ビジネス

アムンディが活用するプライベート・クラウド・ネットワーク上の内製化プラットフォームであるALTO (Amundi Leading Technologies & Operations) は、自社のコスト効率化とともに買収した資産運用会社に導入して実績を積み上げることで外販ビジネスにつなげている。前述のパイオニア・インベストメンツはブラックロックのアラジンのシステムを利用していたが、ALTOにリプレースされた。ALTOの内製により、マルチ資産戦略のためのリスクおよびポートフォリオ・モデリングのリスク管理システムの高度化が可能となっている。

3章 日本の大手の資産運用会社の取り得るビジネスモデル

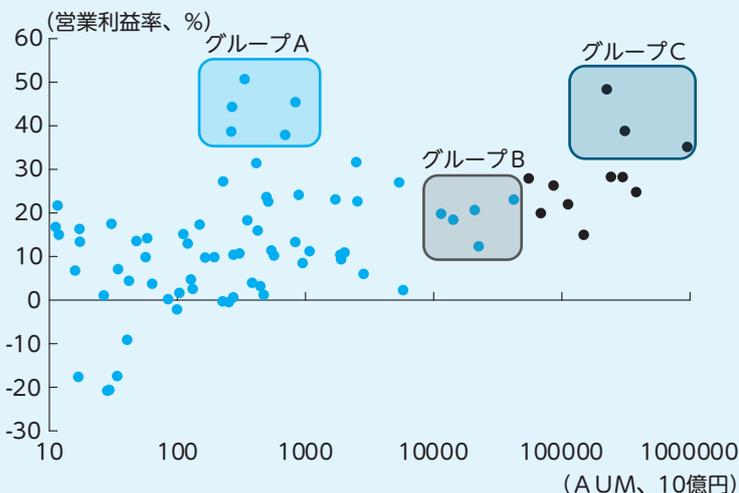
日本においても、第1章で述べたリスクシナリオが将来的に現実

の事業環境になり、運用残高が増えてもリスク管理の負担が増え、本格的にビジネスモデルの変革が必要となる可能性がある。その場合、日本の資産運用会社の収益性に低下圧力がかかってきた場合にどのような対応が必要であろうか。ブラックロックとアムンディのグローバル2社の戦略を踏まえて、そのビジネスモデルの方向性を考えていく。

1. 既存資産運用会社の特性格2つにグループ化

まずは既存の日本の資産運用会社の特徴を把握するためにビジネスモデルのグループ化を営業収益と営業費用・一般管理費をベースに各社の特性を把握して、その特性格に日本の資産運用会社を2つのグループに分けた(図表9のグループAと

図表9 欧米日の主要資産運用会社の営業利益率とAUM (2020度)



- (注1) グループA: 日本の中堅資産運用会社で営業費用、一般管理費とも営業収益に対する比率が低い
 (注2) グループB: 日本の金融機関系列資産運用会社。一般管理費比率が低い但し営業費用比率が高い
 (注3) グループCは海外大手資産運用会社。規模の経済の恩恵を享受できている会社は少ない
 (注4) 円ドル為替レートは2021年6月22日時点。赤の点は海外の資産運用会社(ブラックロック、アムンディ、ステート・ストリート・コーポレーション、バンク・オブ・ニューヨーク・メロン、シュローダー、JPMorgan・チェース、インベスコ、アパディーン・スタンダード・インベストメンツ、M&G Investments等)
 (注5) AUMは日本の資産運用会社は株式・公社債投資信託の合計。海外の会社はその他AUMを含む
 (出所) 各公表資料データ、投資信託協会データ等から大和総研作成

グループBの表示)。

グループAに属する資産運用会社は、営業費用、一般管理費とも、営業収益に対する比率が低い。その特徴としては、大手よりも中堅のサイズの資産運用会社が多く、プロダクトミックス等で、委託報酬に対する支払手数料の比率を抑えていることが挙げられる。また、直販モデル等の独自の営業スタイルが奏功していることも特徴の一つである。

グループBに属する資産運用会社は、一般管理費の営業収益に対する比率が低いものの、営業費用の比率が高い。その特徴としては、比較的、規模の大きい資産運用会社が多いので、一般管理費の負担割合が小さいことが挙げられる。総じて親会社等への支払手数料の委託報酬に対する比率が高い。このグループBの中では、比較的大手の資産運用会社の同比率が40-45%の水準にあり、50%超の資産運用会社も多い。前述の8つのモデルで言えば伝統的総合型モデルに該当する。

2. 将来を見据えて取り得る戦略

上記2つのグループの特徴から、中堅サイズの資産運用会社の方の営業利益率が高く、大手の資産運用会社は親会社の銀行および証券会社への支払手数料の負担が重く規模の経済のメリットを享受できていない。この結果から、資産運用業界全体の競争力の向上、インベストメントチェーンの高度化を考えたときに、大手の資産運用会社の取り得る戦略は3つに絞られる。

その1つとして、規模の経済のメリットを享受できるような更なる規模の拡大を目指すべきである。海外の2社のようにテクノロジー会社の買収等によりテクノロジーの能力を高めて、自社の効率性と生産性を高めて、可能であればそのプラッ

トフォームを外販するビジネスを立ち上げる戦略である。

2つ目は販売会社との関係性の見直しである。これは、販売会社の運用商品ラインナップの拡充と販売チャネルの強化とともに、系列の運用会社のグループ内での位置づけを明確化する必要がある。大手の銀行、証券会社等の金融機関はウェルスマネジメントの収益への依存が高まっていく中、富裕層にターゲット顧客を絞り込み、ブローカレッジ収入に加えて、資産管理型中心のビジネスへの移行を目指すとともに、グループ内のあらゆる資産を活用しようと、系列の資産運用会社の戦略的な位置づけを再定義している。例えば野村ホールディングスは、インベストメント・マネジメント本部を2021年の4月に創設し、グループ内に保有するアセットを有効に活用して、セキュリティトークン(デジタル化した有価証券)のビークルも活用して商品化し、営業本部とホールセール本部の連携を強化しようとしている。このようなグループ全体の戦略の中で、野村ホールディングス傘下の野村アセットマネジメント等の資産運用会社との連携を強化して、グループ全体の企業価値を高めようとしている。

3つ目の戦略は、資産運用会社自体の運用能力の強化である。大手証券会社は資産管理型中心のビジネスへの移行とともに富裕層向けにはCIO(チーフインベストメントオフィサー)体制を構築しようとしている。その体制では米国の証券会社のように顧客本位の営業体制の構築を目指すため、系列の資産運用会社に対してニュートラルな関係を求め、他の運用会社の商品を平等に扱うオープン・アーキテクチャーを目指している。このため2つ目の戦略とは逆にはなるが、親会社との中立性と独立性をバランスよく維持しながら、

ビジネスモデルを強化する戦略である。

親会社との中立性と独立性を維持するためには、現状のビジネスモデルにおいて、パリューフォーマネー等の資産運用会社の投資家にとっての付加価値の強化が必要となってくる。この付加価値を強化することで親会社との連携が自ずと強化されてくるのではないかと。

おわりに ～問われる日本の大手の資産運用会社の付加価値～

冒頭で述べたように、日本では金融庁が2020年6月に公表した「資産運用業高度化プログ्रेसレポート2020」の中で、インベストメントチェーンの高度化を進めていくことの必要性を指摘すると同時に、日本の資産運用会社がどのように付加価値を創出していくかを問うている。それを表す記述として、例えば「運用会社としての目指す姿

や強みが明確化されておらず、その実現に向けた取組みが進んでいないのではないか」「自社の強みを確立していこうとする動きが一部に見られるが、総合的なソリューションを提供していく旨の姿を示すに止まり、何を強みとして顧客の期待に応えていくのか必ずしも明確化されてない。」等が挙げられている。

DX、グローバル化で金融機関業界での競争環境が厳しくなっていると同時に、英国のように適切な競争が機能しているか政府による市場のレビューが行われている国もある。その背景にあるのが、各国において顧客本位の営業体制の構築の必要性が高まっていることがある。先述したパリューフォーマネーの議論に見られるように、顧客本位を軸としたガバナンスの強化、報酬の透明性の向上が資産運用会社にも求められているため、既存のビジネスモデルを隅々までファインチューニングしていく取組みが必要となる。

他方、日本の世帯収入の状況は厳しく、米国で



は普通の世帯が市場の上昇の恩恵を受けている状況が見られる。前述（1章1.（2）金融仲介機能低下により高まる金融市場のボラティリティ）のように金融市場のボラティリティが構造的に高まる中で、貯蓄から資産形成が本格化するかどうかは、資産運用会社が投資家のニーズをしっかりとみ取れるか否かに依存しよう。その観点からすれば、本稿で取り上げたブラックロックとアムンディの2社は直接的に顧客の情報を吸い上げるロボアドバイザー等を活用した販路を持ち、ニーズを把握する体制を構築している。投資家のバリューフォーマネーを軸に据え、サステナブルファイナンスの要素をプラットフォームの中に加えるというコスト負担が増加しても、バリューフォーマネーを達成できるプラットフォームの構築に取り組んでいる。

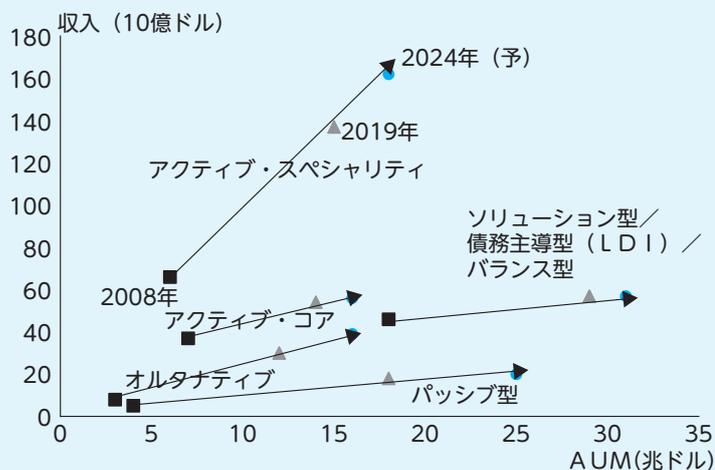
日本の大手資産運用会社では、この2社のような戦略を採用する資産運用会社の台頭する兆しは見られない。しかし、ブラックロックもPNCという米国の中小銀行の傘下にあったボンドハウスから始まっていることを考えると、日本の大手の資産運用会社が、グローバル規模の巨大な資産運用会社に成長を遂げることは不可能ではなかろう。

他方、日本の中堅の資産運用会社も直販の体制を維持し、投資家の情報との距離を縮めることで、付加価値の源泉を長期投資、成功報酬等に据え、顧客本位のビジネスモデルの構築に取り組んでいる。大手の資産運用会社は、顧客本位の体制に見直すことで、自身の付加価値を強化し、

その上で親会社との連携強化、あるいは連携の見直しを含めて、投資家の情報との距離を縮める経営努力が必要となってこよう。

将来的には、図表10に示すように、伝統的な国内の資産クラスのアクティブ運用（アクティブ・コア）の収入は相対的に増加の幅が小さく、内外を問わず非上場銘柄等のプライベート市場でのアクティブ運用（アクティブ・スペシャリティ）の収入が大幅に増加すると予想されている。AUMでは、オルタナティブ資産、インデックス運用での増加が予想されている。この観点から資産運用業界の構造変化は親会社との関係を含め新たなビジネスモデルを構築できるチャンスと日本の資産運用会社は捉えるべきではないか。

図表10 タイプ別ファンドの収入とAUMの関係（予想も含む）



- (注1) 「オルタナティブ」はヘッジファンド、プライベート・エクイティ、不動産、インフラ、コモディティ、プライベート・デット等を含む
- (注2) 「アクティブ・コア」は国内の大型株、国内の国債・社債、マネーマーケット等
- (注2) 「アクティブ・スペシャリティ」は、海外、グローバル、新興市場、中小銘柄、セクター等のエクイティの専門的な運用（プライベート市場）と新興市場、グローバル、ハイイールド等のフィクストインカム等の専門的な運用（プライベート市場）を含む
- (注3) 「ソリューション型/債務主導型(LDI)/バランス型」はターゲット・デット、国際分散投資、フレキシブル、インカム、LDI (Liability Driven Investment: 年金負債対応投資(年金負債を意識して予定利率ではなく長期金利で現在価値に割り引いて運用する投資))、伝統的バランス型投資等を含む
- (出所) ポストン・コンサルティング・グループ「Global Asset Management 2020: Protect, Adapt, and Innovate」のデータから大和総研作成

【参考文献】

- ・内野逸勢・中村昌宏「投資銀行のビジネスモデルの分岐点～試される欧米の投資銀行と金融市場のレゾナント～」『大和総研調査季報』2021年4月春季号（Vol.42）掲載
- ・内野逸勢「リテール金融のパラダイムシフト～業界全体の顧客本位のアドバイスの質の強化が成功の鍵～」『大和総研調査季報』2021年新春号（Vol.41）掲載
- ・日本銀行金融機構局「マルチアセット型の投資信託の特徴とリスク管理の留意点」金融システムレポート別冊シリーズ2020年7月
- ・神山哲也「アクティブ運用会社の逆境と取り組み」野村資本市場クォーターリー2017秋号 2017 Vol.21-2 Autumn
- ・米国投信協会（Investment Company Institute）「2021 Investment Company Fact Book」
- ・金融庁「資産運用業高度化プロセスレポート2020」2020年6月
- ・アクセンチュア「資産運用会社のビジネスモデルに関する調査研究 最終報告」2018年3月30日

[著者]

内野 逸勢（うちのはやなり）



金融調査部
主席研究員
担当は、金融機関経営、
グローバル金融課題

中村 昌宏（なかむら まさひろ）



金融調査部
主席研究員
担当は、金融資本市場、
アジア新興国市場