

我が国の資産運用業界の高度化の方向性

～グローバルに競争力の高い資産運用業界を目指すためには～

金融調査部 内野 逸勢

要 約

日本の資産運用業界の高度化を進め、グローバル競争力を向上させていく2つの政策方針が打ち出され、その中で日本の資産運用業界の解決すべき課題が挙げられている。特に、日本の資産運用業界の課題として1) 資産運用会社の「事務」と「運用」の一体的運営と2) 販売会社の「商品提供」と「アドバイス」の一体的運営の2つが障壁となり、同一の機能間の競争による高度化と効率化が遅れて、資産運用業界への新規参入が進展していないとしている。

本稿では、中長期的に日本の資産運用業界が抱える課題を捉え、資産運用会社、販売会社がグローバルな競争力を有する持続可能なビジネスモデルを長期間にわたり継続的にどのように再構築していくかを検討していく。業界の再編を前提とするよりも、高まるコンプライアンスコストに耐え得るようなビジネスモデルを創出できる土壌をいかに形成していくかに、販売会社等を含めて業界全体で取り組んでいく必要がある。そのコンセンサスがないと、何も変わらない、あるいは大きな変革が起こらない可能性が高い。

目 次

はじめに～政府の目指す資産運用業界再編の方向性～

1章 日本の資産運用業界の課題整理～資産運用会社および販売会社の信頼向上とビジネスモデル改善～

2章 日本の資産運用業界での機能のアンバンドルの必要性

3章 資産運用会社と販売会社における機能のアンバンドル～欧米と日本の製販分離の違い～

おわりに～再編から高度化に向けて～

はじめに～政府の目指す資産運用業界再編の方向性～

日本の資産運用業界の高度化を進め、グローバル競争力を向上させていく2つの政策方針（「資産運用業高度化プログレスレポート2023」(以下、プログレスレポート2023)と2023年6月に公表された「資産運用立国に向けた取組の促進」¹(以下、資産運用立国))が政府から打ち出され、その中で日本の資産運用業界の解決すべき課題が挙げられている。

その課題として、プログレスレポート2023では、1)資産運用会社の「事務」と「運用」の一体的運営と2)販売会社の「商品提供」と「アドバイス」の一体的運営が障壁となり、同一の機能間の競争による高度化と効率化が遅れ、資産運用業界への新規参入が進展していないことを挙げている。また、「日本独自のビジネス慣行・参入障壁の是正や、新規参入に係る支援の拡充等」²の必要性も指摘されている。欧米の資産運用業界も過去同様の課題に直面してきており、資産運用業界の再編と高度化を経てグローバル競争力を向上させてきた。ただし、欧米の資産運用業界の構造的な特性は異なる。本稿では、この欧米の特性を踏まえて、日本の資産運用業界のグローバル競争力向上に必要な不可欠な要素を特定していく。

1章 日本の資産運用業界の課題整理～資産運用会社および販売会社の信頼向上とビジネスモデル改善～

本章では、政府の目指す資産運用業界の再編の方向性について考察を加える。プログレスレポート2023と資産運用立国の中のインプリケーションを解釈し、仮説を立てて再編の方向性を検討していく。

その中心的な考え方となるのがプログレスレポート2023に記載されている「今後、わが国の家計や個人が資産運用業を信頼し、投資信託や投資一任契約を通じて金融資産の運用と管理を託すには、資産運用業界が専門性と透明性を高め、顧客の最善の利益を図ることを具体的施策と併せて広く国民に示し、理解を得ることが重要である」という一文となる。つまり、コスト負担を伴う利益相反の適切な管理、顧客本位の徹底に取り組みながら、既存の業界全体のエコシステムを変革し、持続可能なビジネスモデルを成り立たせることと解釈できる。

図表1は、プログレスレポート2023に掲載されていた「目的」とその「実現に向けた課題」を整理した。図表1中の「目的」では、まず資産運用会社と販売会社の信頼向上が掲げられ、その後運用の付加価値の向上と資産運用業界の効率性改善が定められている。それらの4つの目的ごとに実現に向けた課題が示されている。課題のレベルは個社ベースなのか、販売会社または関連当事者との連携で取り組む課題なのか、あるいは業界全体で取り組む課題なのかに区分される。

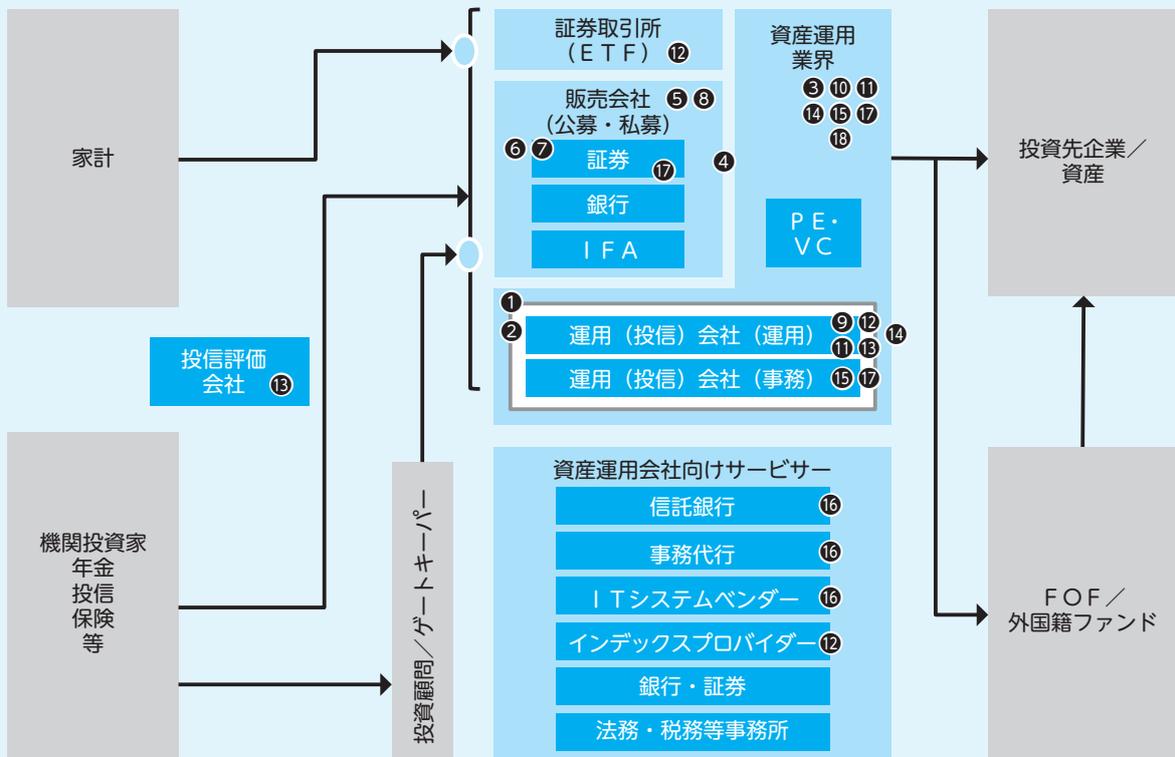
1) 金融庁「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画2023改訂版(令和5年6月16日閣議決定)における金融庁関連の主要施策」

2) 内閣府「経済財政運営と改革の基本方針2023」2023年6月16日

図表 1 資産運用会社および販売会社の信頼向上とビジネスモデルの改善における課題整理（上図）

目的	項番	実現に向けた課題（中心的課題）	課題のレベル
資産運用会社の信頼向上	①	経営の透明性確保（利益相反）	個社
	②	運用体制の透明性確保（顧客本位）	個社
	③	保有銘柄の透明性確保（顧客本位体制）	業界
	④	プロダクトガバナンスの強化（顧客本位+利益相反）	業界+販社
販売会社の信頼向上	⑤	顧客資産の持続的拡大（顧客本位）	個社+運用会社
	⑥	アドバイスの付加価値の提供（ビジネスモデル+顧客本位）	個社
	⑦	ファンドラップの付加価値の明確化（顧客本位+利益相反）	個社
	⑧	販売チャネルの多様化（ビジネスモデル）	業界
運用の付加価値の向上	⑨	アクティブ運用の付加価値の向上（ビジネスモデル+効率化）	個社
	⑩	運用商品のイノベーション創出（ビジネスモデル+商品設計）	業界（規則）
	⑪	スチュワードシップ活動の実効性評価のための議決権行使結果の活用（開示+個社のDX+業界全体のDX+効率化）	個社+業界
	⑫	インデックスプロバイダー間の競争促進（ビジネスモデル+指数開発）	個社+取引所等
	⑬	海外資産の運用力強化（ビジネスモデル+インハウス運用強化）	個社
	⑭	リテール向け運用サービスの定性評価（開示+利益相反）	個社+評価会社
資産運用業界の効率性改善	⑮	公販ネットワークの互換性確保への対応（標準化+効率化）	業界
	⑯	投資信託の計理事務（基準価額計算）と運用の分離（効率化+利益相反）	業界 信託銀行+システムベンダー
	⑰	資産運用会社の新規参入促進（ビジネスモデル+事務機能の別会社への分離+事務の国際標準化）	個社+販社業界全体
	⑱	デジタル技術を活用した顧客に対する情報提供の拡大（業界全体のDX+効率化）	業界

資産運用業界の既存のエコシステムにおける上記18課題の位置づけ（下図）



(注) 図中の IFA は独立ファイナンシャル・アドバイザー、PE はプライベート・エクイティ、VC はベンチャー・キャピタル、FOF はファンド・オブ・ファンズの略

(出所) 金融庁「資産運用業高度化プログレスレポート2023」2023年4月21日、金融庁「日本の資産運用エコシステムにおける課題に関する調査 最終報告書」(株式会社ポストン・コンサルティング・グループ) 2021年6月等から大和総研作成

特に注目されるのは、「資産運用業界の効率性改善」であり、課題のレベルが「業界」全体にわたる資産運用業のバック業務に関する事務が多い。このため全体のエコシステムの変革に信託銀行、システムベンダー等の関連当事者を巻き込んで取り組まないと、資産運用会社個社のビジネスモデルの効率性の改善が難しい。ビジネスモデルの付加価値の源泉である「運用の付加価値の向上」では個社レベルの課題が多いが、効率性が改善されるとの前提に立たなければ、「実現に向けた課題」の解決に経営資源を投入して取り組むことは難しい。この意味で、資産運用会社と販売会社の信頼向上に対する取り組みも効率性の改善の見通し次第と言えよう。

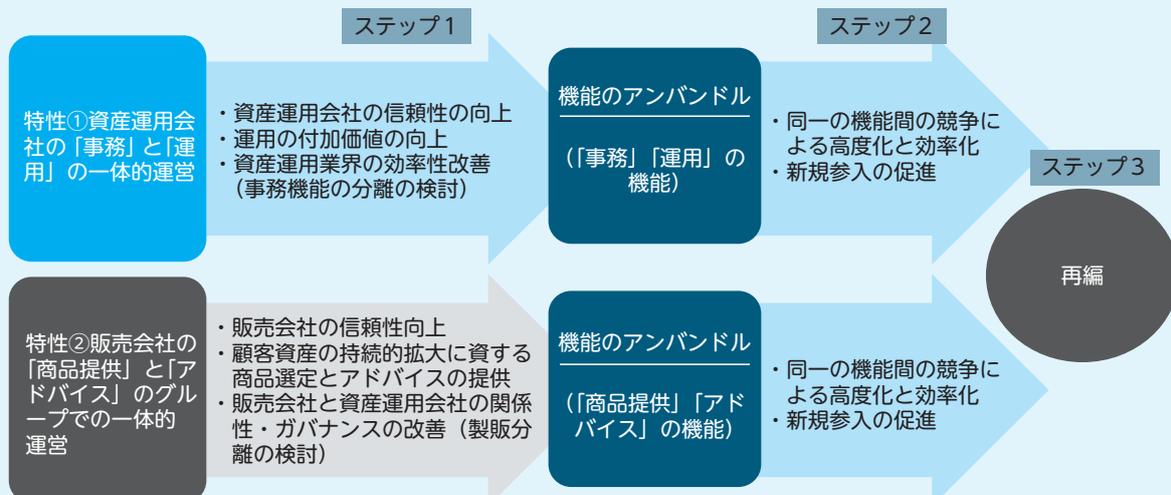
他方、プログレスレポート2023では、日本の資産運用業界の特性として、図表2に示す通り、資産運用会社の「事務」と「運用」の一体的運営（特性①）と、販売会社の「商品提供」と「アドバイス」の一体的運営（特性②）の2つが挙げられている。図表1で挙げた「実現に向けた課題」を解

決して「目的」を達成しながら（図表2のステップ1）、特性①では「事務」「運用」の機能、特性②では「商品提供」「アドバイス」を分離（＝アンバンドル）した上で（同ステップ2）、ステップ3の再編に進むことができると解釈できる。

ただし、これによってすぐに資産運用会社、販売会社の再編をすると、規模の拡大だけ目指して、再編の目的である高度化が進まない可能性があることには十分な注意を払う必要がある。アンバンドルから再編・高度化までを実現するには、時間軸別に課題を整理して取り組んでいく必要がある。つまり、図表3に示すように、

- 1) 短期的課題（業界としてすでに取り組まれているもの）、
- 2) 中期的課題（他国における政策対応による成功事例が存在し、日本においても取り組みによる効果が見込めるもの）、
- 3) 長期的課題（直接的な政策対応だけでは難しく、環境整備を通じて実現していく必要があるもの）、

図表2 政府が目指していると想定される資産運用業界再編の方向性

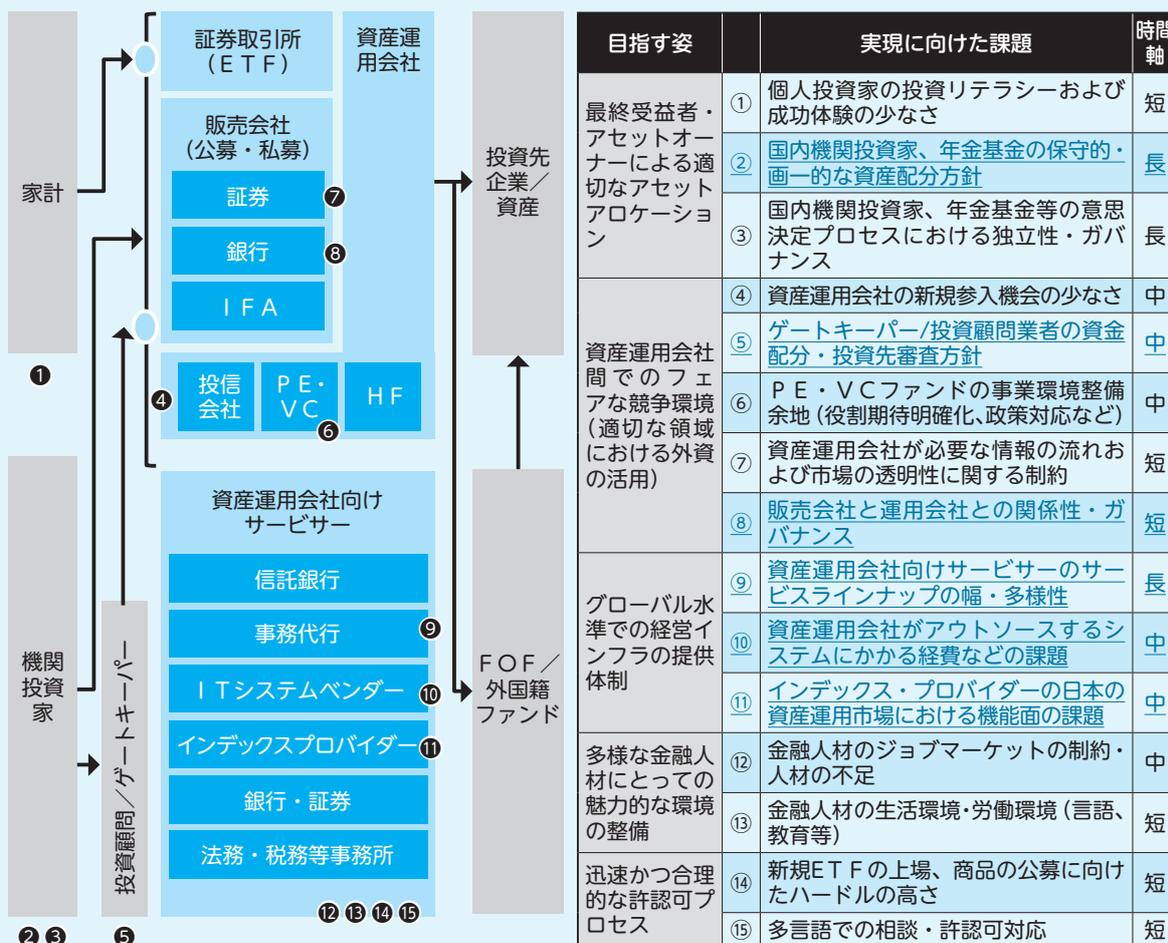


（出所）各種資料から大和総研作成

図表3 日本の資産運用業のエコシステムにおける課題リスト

- アンバンドルから再編・高度化までの流れは、アンバンドルを阻害する課題を解決するための時間軸を考えていく必要
- 資産運用会社と顧客（家計および機関投資家）、販売会社、資産運用会社向けサービサーからなるエコシステムの問題点を把握
- 1）短期的課題（業界としてすでに取り組みられているもの）、2）中期的課題（他国における政策対応による成功事例が存在し、日本においても取り組みによる効果が見込めるもの）、3）長期的課題（直接的な政策対応だけでは難しく、環境整備を通じて実現していく必要があるもの）に分類

●エコシステムの問題点（相互の関係）とその解決に要する時間を考えた上でエコシステムの当事者の「目指す姿」の実現可能性を判断



（出所）金融庁「日本の資産運用エコシステムにおける課題に関する調査 最終報告書」（株式会社ボストン・コンサルティング・グループ）2021年6月等から大和総研作成

に分類し、これらの課題解決を同時進行で取り組んでいくとともに、成果を短期的に出せる部分については、早期にアンバンドル、再編・高度化の実現を目指していく必要がある。長・中・短と解決の時間軸を踏まえると、課題自体の複雑さ以上にその課題解決に要する時間の多寡から、課題

の規模感が見えてくる。とすれば図表3において、相対的に取り組みが進んでおり、根本的な課題である資産運用会社の付加価値（≒ビジネスモデル）に深く関係する「資産運用会社間でのフェアな競争環境」の課題（図中の項番④～⑧）から検討を始めて、関係各社との関係を整理し、コストを削

減していく方法の実施に、高いプライオリティを置く必要がある。

この点について、プログレスレポート 2023 によれば、資産運用会社の持続可能性の高いビジネスモデルを構築するためには、「顧客資産の持続的拡大」「運用報酬の増加」が前提となる。そのため、運用力の強化と顧客の資産運用ニーズに適合した良質な商品の提供、それによる顧客のロイヤリティの確保という3つの条件が必要となる³。

しかし、日本の大手資産運用会社の既存のビジネスモデルは販売手数料獲得型の営業を主流とする販売会社の短期的利益が優先されて、上記の持続可能性を重視したビジネスモデルの条件を備えていないとの認識がある。その主な理由が「金融機関グループ系列が多い」ため、利益相反が適切に管理されていないのではという懸念がある⁴。

これらを踏まえると、資産運用会社自体の問題とともに、販売会社と資産運用会社の関係性とガバナンスが問題となる。これは現在の両社の関係性とガバナンスに問題がないからビジネスモデルは問題ないということではない。過去の両社の関係性から形成されてきたビジネスモデルが問題を内包し続けているのである。特に、金融庁がプログレスレポート 2023 で指摘している「経営の透明性確保」がこれまで不足してきたこと、「プロダクトガバナンスの強化」（図表1 項番④）への取り組みが不足してきたため既存のファンドの数が海外の主要各国と比較して多いことなど、過去

の関係性でのビジネスモデルの“結果”あるいは“レガシー”として残り続けている。このようなシステムを変革し持続可能性を高めることには、長い時間がかかることは当然であろう。アクティブ運用の付加価値が低下し続け、将来的な資産運用残高の増加を見込むことが困難な中で、負のレガシー化し始めている既存のミドル・バック機能の変革は容易ではないと考えられる。負のレガシー化しているミドル・バックの機能は業界の秩序があって構築されてきたわけではないことも問題をより複雑にしていると言えよう。

例えば、運用力の強化で言えば、機関投資家、個人の運用が保守的になれば、アセット・アロケーションの付加価値は低下したままである。適切なリスクテイクをしながら、貯蓄から資産形成にシフトしていく必要がある。このため、図表3の「目指す姿」の「最終受益者・アセットオーナーによる適切なアセットアロケーション」が必要になる。資産運用会社の運用力を高めるためには、顧客サイドの変革も同時に必要になってくる。

これらの様々な視点から、中長期的に資産運用業界が抱える課題を捉え、資産運用会社、販売会社がグローバルな競争力を有する持続可能なビジネスモデルを長期間にわたり継続的に再構築していくのかを検討していく必要がある。再編を前提とするよりも、高まるコンプライアンスコストに耐え得るようなビジネスモデルを創出できる土壌をいかに形成していくかに、販売会社等を含めて業界全体で取り組んでいく必要がある。その

3) 「資産運用会社の顧客資産が持続的に増加することは、運用報酬の増加を通じて、資産運用会社の収益の安定的な成長に繋がる。このため、資産運用会社には、運用力を強化して、顧客の資産運用ニーズに合った良質な運用商品を提供し、顧客の信頼確保に努めるインセンティブがある。」プログレスレポート 2023 の5ページに記載。

4) 「しかしながら、わが国の大手資産運用会社には、金融機関グループの系列会社が多く、同じグループ内の販売会社は販売手数料獲得型の営業を主流としており、状況によっては、販売会社の短期的利益が資産運用会社の長期的利益に優先されるおそれがある。資産運用会社はこうした懸念を払拭できるよう、利益相反を適切に管理し、顧客の最善の利益を図ることを、具体策を持って国民に示していく必要がある。」プログレスレポート 2023 の5ページに記載。

コンセンサスがないと、何も変わらない、あるいは大きな変革が起こらない可能性が高い。

2章 日本の資産運用業界での機能のアンバンドルの必要性

1. なぜ資産運用業界の機能のアンバンドルが必要か

ここでは資産運用会社の上下分離（「運用」と「事務」のアンバンドル）を見ていく。図表4に示すように、日本の資産運用会社業務は「フロント」「ミドル」「バック」の3種類に大別される。主に有価証券の売買・取引執行を行うフロント業務（ファンドマネージャーやトレーダーの業務領域）、資産管理銀行と連携し主に決済関係業務や経理処理を担うバック業務、そして、フロントから独立し、その運用状況を第三者的にモニタリングするミドル業務である。

上下分離の「下」に該当する「事務」はバック業務であると考えられる。「上」に該当する「運用」能力はアクティブ運用を強化することも重要ではあるものの、アセットクラスを拡張していく必要がある。ブラックロックおよびアムンディ等の大規模なグローバル・プレーヤーのビジネスモデルは、「資産・ビークル総合型」⁵である。それに耐え得るミドル機能、バック機能の事業基盤の拡張を、全体のフロント・ミドル・バックの業務プロセスをコントロールして、PDCAを実施して、それに適合するオペレーションモデルを構築していく必要がある（図表5）。これらを実施できる資産運用会社の存在があってはじめて、ビジネスモデルの拡張に伴う優秀なオペレーションモデルが日本にも構築できると考えられよう。

日本の資産運用会社は、図表5上図にある②から⑥のPDCA（Plan（計画）-Do（実行）-Check（見直し）-Action（実践）の業務改善の

図表4 日本の資産運用会社の一般的な業務分類に基づくシステムおよびその主な機能

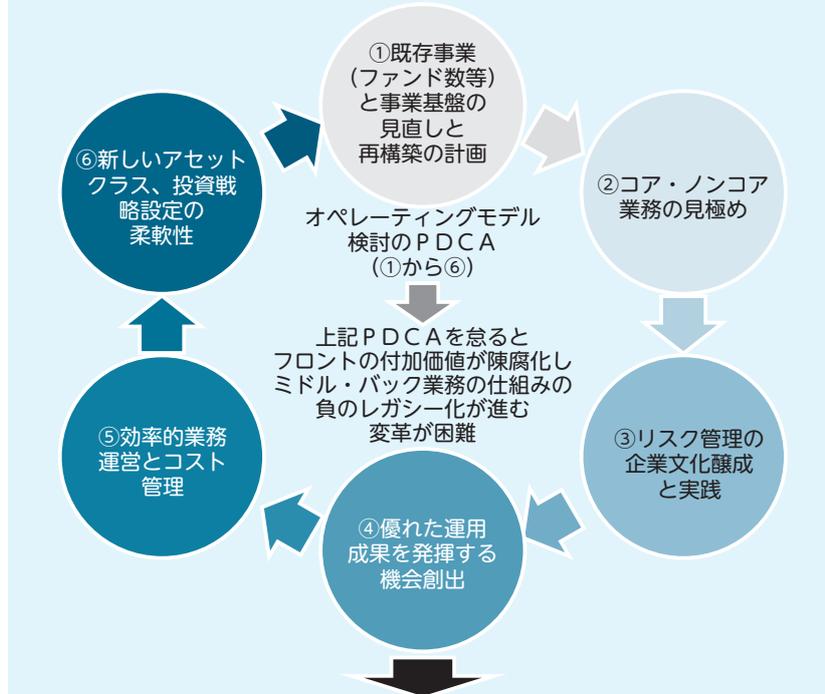
業務分類	システム分類	主要機能
バック業務	資産管理銀行等と連携して決済を指図	
	投資信託経理	投資信託ファンドの基準価額を計算
	ファンド管理	投資一任ファンドのB/S、P/Lの管理
ミドル業務	フロントから独立して運用状況をモニタリング	
	外部情報取込	銘柄や市場インデックスの情報を取り込み、加工
	コンプライアンス	顧客ガイドラインの遵守状況のチェック
	リスク管理	トラッキングエラーの測定
	執行分析	執行コストの計測、評価
	収益率計算	時間加重平均率の算出
	ディスクロージャー	顧客向け運用状況の報告作成
フロント業務	ファンドマネージャー、トレーダーの投資判断を支援し取引を実行	
	受益権投入・回収	年投口受益権等の購入・売却により資産配分の変更を実施
	ポジション管理	ファンドマネージャーがポートフォリオを管理して売買計画を作成
	取引執行	トレーダーが証券会社の取引を執行

（出所）西沢良夫「資産運用会社のシステム基盤について」三菱UFJ信託銀行、「視点」（2008年11月号）から抜粋

5) 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モデル。そのほかに、大和総研では、事務規模追求型、伝統的総合型、アクティブ・ブティック型、プラットフォーム型、テクノロジー主導型、サブアドバイザー型の7つのモデルに分類。

サイクル)を実施しないまま、管理する資産あるいはファンド数をむやみに増やしてきたことが問題であると考えられる。その背景には、親会社である販売会社との関係性、販売手数料に依存したビジネスモデルの存在があったと考えられる。その結果、ビジネスモデルを支えるオペレーティングモデルの改善がなされなくなり、図表5下図の「C. プロセス・機能別組織権限分散モデル」に固定化されていったと考えられる。前述したように、全体の業務プロセスの管理が弱いため、それぞれ独立した特徴のあるシステムが乱立し、さらに各種データを蓄積するプラットフォームとなるデータベースも乱立し、それらシステム・データベース等を連携させ、一元的に運営・管理する仕組みを構築することができてこなかったと想定される。このため、図表5のPDCAが回らず、「フロントにとって最適化されたミドル・バックオフィスの設計に焦点」が当てられるというメリットはあるものの、「多くの場合、同じモデルを長期間使用しており、システムなど陳腐化の問題がな

図表5 グローバルな資産運用会社の業務拡張時のPDCA（上図）とそれに適合するオペレーションモデルの類型（数）



類型	特性
A. コア業務集中モデル	<ul style="list-style-type: none"> 各プロセスの強い全体管理とアウトソーシングの活用が非常に積極的 バックオフィス業務をノンコア機能として定義 アウトソーシングに対して最も踏み込んだユーザーであり、内製化した機能のアウトソース化も積極的に実施 ミドルバックに関する内部のケイパビリティとして、ベンダー管理に重点を置いた組織・体制を構築
B. 統合型組織スケールモデル（グローバルな資産運用会社）	<ul style="list-style-type: none"> 各プロセスの全体管理とアウトソーシングの活用は機能および地域等に対応 非常に大規模なプレーヤーが多く、極めて効率的なオペレーションを志向して強力な内部体制を構築しに行く傾向 特定の機能でのみ選択的にアウトソーシングを検討 専門知識をレバレッジするために外部を活用ことに躊躇はないが、一度ケイパビリティが構築されたら、内製化することにも積極的
C. プロセス・機能別組織権限分散モデル（日本の資産運用会社）	<ul style="list-style-type: none"> 各プロセスの弱い全体管理とアウトソーシング未活用 フロントにとって最適化されたミドル・バックオフィスの設計に焦点 多くの場合、同じモデルを長期間使用しており、システムなど陳腐化の問題がない限り、変更を加えることを躊躇 変更を加える場合も抜本的な改善をせず、現状の改善・ムダ探しに留まりがち
D. バランス型ミドル・バック業務構築モデル	<ul style="list-style-type: none"> 各プロセスの強い全体管理とアウトソーシング未活用 一定程度アウトソーシングを活用しながら、内製化と組み合わせる形でオペレーティングモデルを構築 フロント、ミドルバックはグローバルに分散して存在することが多く、各地域ごとにローカライズされたスコープでアウトソーサーを活用 他のモデルに移行する際の過渡的な形態として現れることも多い

（出所）金融庁「日本の資産運用エコシステムにおける課題に関する調査 最終報告書」（株式会社ポストン・コンサルティング・グループ）2021年6月から抜粋

い限り、変更を加えることを躊躇「変更を加える場合も抜本的な改善をせず、現状の改善・ムダ探しに留まりがち」というデメリットが上回っている状況と想定される。歴史の長い会社ほど、多機能で重厚なシステム基盤を持っているため、こうしたアンバンドリングが阻害されている。

その一方、大規模なグローバル・プレーヤーであるステート・ストリートとバンク・オブ・ニューヨーク・メロンは「B. 統合型組織スケールモデル」であり、オペレーティングモデルを改善し、プラットフォーム化し、独自のビジネスモデルをつくりあげてきた。このため、他社の上下分離を促すような強力なプラットフォームを構築し、付加価値を高めてきたと考えられる。日本の資産運用会社は、少なくとも「A. コア業務集中モデル」を志向し、「各プロセスの強い全体管理とアウトソーシングの活用が非常に積極的」「バックオフィス業務をノンコア機能として定義」「アウトソーシングに対して最も踏み込んだユーザーであり、内製化した機能のアウトソース化も積極的に実施」「ミドル・バックに関する内部のケイパビリティとして、ベンダー管理に重点を置いた組織・体制を構築」することが必要ではないか。

2. 効率的かつ有効なオペレーションモデルを構築するためには

(1) 根本的な問題の所在はバック業務システムか

他方、前述したように日本の資産運用業界のバリューチェーン上のボトルネックはバック業務と資産管理銀行の部分であると認識されている。ただし資産管理銀行側から見れば、根本的な問題の所在はバック業務システムの投資信託経理の部分であると考えられている。経理処理の手法等が各

資産運用会社の利用するITシステムベンダーにより異なるためであり、それらのデータを共有するバック業務のシステムは、資産管理銀行からは“縦割り”の構造であると認識される。「バック業務のシステムを提供する業者の開発コストおよびサービス提供の時期との兼ね合いで、フロント・ミドル業務のシステムが資産運用会社ごとに構築されている事例が多い。」(図表4出所と同じ)とされている。資産運用会社が主導した優れたオペレーションを有するモデルが構築されてないと考えられる。

この背景には、日本においてはバック業務における投資信託ファンドの基準価額の二重計算の問題がある。海外の事例として、プログレスレポート2023では「欧米においては、顧客と資産運用会社との間の利益相反や不正防止の観点から、ファンドの計理をカストディアンやアドミニストレーターといった計算の作業責任者に一元化し、資産運用会社が基準価額変動の妥当性を検証する方法(一者計算)が採用され、運用と計算が分離している。」と指摘している。同時に日本の独自の問題として、「わが国独自の二重計算の実務では、資産運用会社が自ら投信計理システムや計理人材を調達し、システムのメンテナンスのためにも人員を配置しなければならない」としている。この日本独自の実務が、米欧の資産運用業と比較してコスト高=参入障壁とされるとともに、日本の資産運用会社が運用機能に特化することができない主因とされている。

もっとも、この問題だけが注目されているが、目指すビジネスモデルを定めて、コア機能とノンコア機能の分類ができていないことの方が問題が大きいと考えられる。

(2) 増改築を重ねたミドル業務システムを持つ 大手資産運用会社

日本では付加価値の源泉であるミドル業務の機能を内部からアンバンドルして、外部にオープン化できない。これは、歴史の長い会社ほど、多機能で重厚なシステム基盤を持っているため、こうしたアンバンドリングへの対応はハードルが高いと考えられる。

一般的にミドル業務の機能は、フロントから独立して運用状況をモニタリングする役割を担うため、付加価値は高いと考えられる。それは、資産運用会社が、自社の運用手法を高度化あるいは精緻化する、リスク管理エンジンを向上する、コンプライアンスチェックの機能を拡充する、取引執行の技法を進化するために、システム基盤の機能を高度化してきたからである。これらは、資産運用会社のビジネスモデルを拡張するためには必要不可欠である。

ただし日本の大手資産運用会社では、様々な機能を一つのシステム上で実現しようと、機能をたくさん盛り込み、問題をより複雑にしているケースもある。ポートフォリオの各種リスクを分析するリスク管理モデルも、代表的なリスク管理モデルだけでなく、いくつかの新しいモデルが追加的に利用され、モデルの改良も頻繁に行われている。

また、ファンドの運用ガイドライン遵守状況をチェックするコンプライアンスチェックのシステムも取引執行前の事前チェックを含め、より多くの機能が追加されている。こうした機能追加は、独立して機能を付加するものだけでなく、業務プロセスの基本的な部分に対して変更を必要とするものも少なくない。そのため、これらへの対応のためシステム基盤は増改築を重ね、非常に複雑になっている。

3. 必要なのは運用能力の強化なのか顧客のニーズへの対応力なのか

他方、プログレスレポート2023では、日本の資産運用業界のどこを変革すればいいかと言えば運用能力と認識されている。しかし、ただ単にパフォーマンスのよいアクティブ運用型の資産運用会社を増やせばいいということではない。運用能力の高度化とは、様々な顧客のリスク許容度に加えて、ライフプラン等の顧客のニーズ、ゴールに適合するような幅広いアセットクラスと投資戦略（アセット・アロケーション）を用意するケイパビリティを持つことと定義できよう。そのような資産運用会社が必要とされているのではない。日本の資産運用会社が、このような運用能力の高度化を伴うビジネスモデルを目指せるような規模と収益性のポジションにいるのかどうか確認する必要がある。

(1) 製販分離の必要性の根拠～日本の大手資産運用会社の低い収益性～

既存の日本の資産運用会社の特徴を把握するために、日本と米欧の主要資産運用会社を、収益率とAUM（アセット・アンダー・マネジメント：運用資産残高）をベースに図表6にまとめた（新型コロナの影響前の2020年度の数値）。日本の資産運用会社はグループAとグループBの2つのグループに分けた。グループBは、グループC（海外大手資産運用会社）のトップクラスの会社（ブラックロック、アムンディなど）と比較すると、収益性において劣後している。

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。

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。ここに製販分離の必要性の根拠がある。

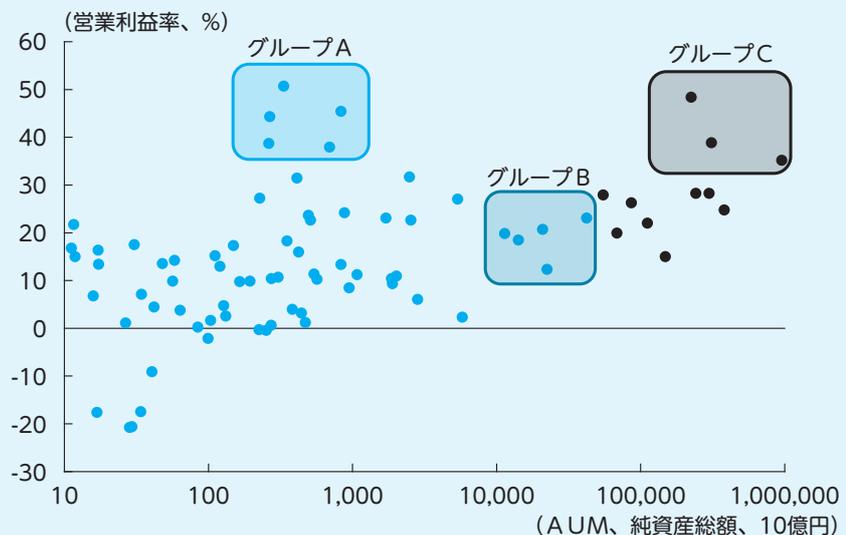
(2) 製販一体の必要性の根拠

他方、資産運用会社のリテールビジネスでは、前述の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。以上が製販一体の必要性の根拠である。

(3) 証券会社の資産管理型中心ビジネスへのシフトと顧客の資産形成ニーズへの対応力強化
ただし、そのためには販売会社が顧客本位の営

図表6 日本と米欧の主要資産運用会社の営業利益率とAUM(2020年度)



- (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営業費用比率が高い
- (注3) グループC: 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、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、アバディーン・スタンダード・インベストメンツ、M&Gインベストメンツ等)
- (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) 各社公表資料データ、投資信託協会データ等から大和総研作成

業体制の構築が不可欠である。米国ではフィデシャリー・デューティの規制厳格化が進むことで、販売会社である証券会社はブローカレッジ中心のビジネスモデルから資産管理型中心のビジネスモデルへシフトした。それによって顧客の資産形成ニーズへの対応力が強化されたと言えよう。日本においても10年程度遅れて、大手総合証券会社は同様のビジネスモデルへのシフトに本格的に取り組んでいる。

米国における上記のビジネスモデルへのシフトの契機は、2003年にモルガン・スタンレーが系列の資産運用会社のミューチュアル・ファンド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ことである。その後、系列の証券会社以外のミューチュアル・ファンドを積極的に購入する方針に転換し、証券会社の取扱商品のいわゆる“オープン・アーキテクチャー化”が進展した。

2007年には米国証券取引委員会（SEC）は、証券会社が残高連動手数料型証券取引口座（フィー・ベースト・ブローカレッジ口座、以下フィー型証券口座）の提供を禁止した。1999年からそれまで「メリルリンチ・ルール⁶」の存在により、「アンリミテッド・アドバンテージ」というフィー型証券口座の販売が許されていて、同口座は、投資アドバイザー（投資顧問契約付き）の口座のSMA（Separately Managed Account）やファンド・ラップと並ぶフィー・ベースト・サービスの主力商品であった。フィー型証券口座が禁止されたので、同口座の顧客は投資アドバイザー口座にすべて移管することが義務付けられた。

それらの影響があり、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、系列の資産運用会社に対する中立性が一層高まった。

ただし、その後、米国の大手証券会社は、系列の資産運用会社のビジネスモデルの独立性を高め、クローズであった関係性と、その根幹をなしていたガバナンスを改善しながら、グループの一部門として戦略的なグループ経営を維持してきた。日本においても、大手総合証券会社が製販一体型モデルを志向するのであれば、同様の取り組みが必要となろう。

3章 資産運用会社と販売会社における機能のアンバンドル～欧米と日本の製販分離の違い～

資産運用会社単体では、前章の前半の課題の解決に向けた取り組みで問題がないと思われる。その一方、顧客本位の営業体制の確立を目指すためには、前章の最後で説明したように、資産運用会社がプロダクトアウトのビジネスモデルを回避するために、販売会社あるいはフィナンシャル・アドバイザーとの連携が欠かせない。

この点について、日米英欧で比較してみると、長年培われてきた各国のアセット・マネジメント（AM）とウエルス・マネジメント（WM）のエ

6) 米国SECの裁量でフィー型証券口座の受託者責任が免除されるルール。メリルリンチが最初に認められたため、メリルリンチ・ルールと呼ばれる。

コシステムの特徴を把握し、その上で最適な資産運用会社と販売会社の関係性とガバナンスを見出していく必要があるだろう。つまり、単に製販分離という言葉で片付けられるような問題ではなく、それぞれの特性に応じて、製販分離がいいのか製販一体がいいのかを検討していく必要があるということである。

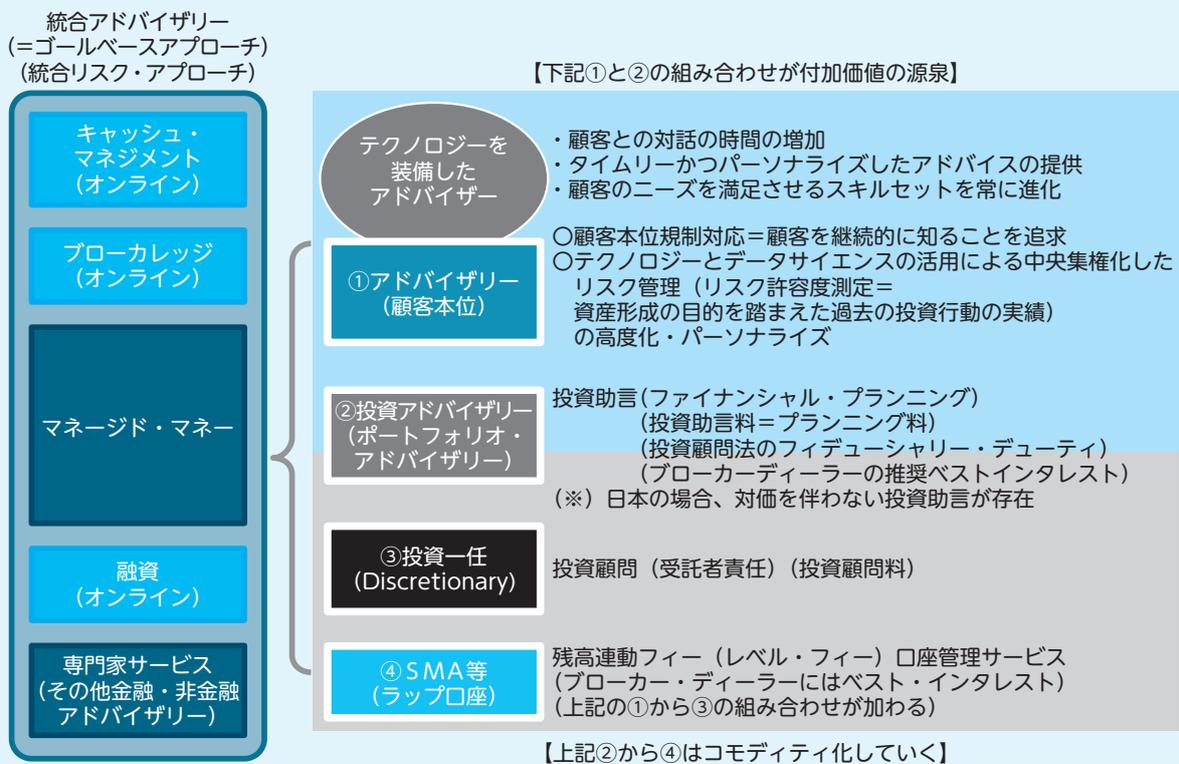
エコシステムの特徴に基づく各国・地域の最大の違いは、米英では顧客のロイヤリティがアドバイザーに紐づいており、日欧では金融機関に紐づいていることである。もともと独立フィナンシャル・アドバイザー（IFA）が根付いているエコシステムは、長期にわたる顧客との強い関係の中で、顧客のニーズの把握が容易である。しかし、リスク性資産よりも預金がメインの日欧のエコシ

ステムでは、銀行が販売会社であることが多く、リスク性商品よりも預金を中心にした顧客との接点メインであるため、銀行だけでは顧客の資産形成ニーズの把握が難しいという特性がある。

そのためにIFAあるいはFA（フィナンシャル・アドバイザー）を育成することが必要であるとの認識は理解できるものの、それが今後、メインの販売チャネルになるにはかなりの時間を要することとなろう。とすればリスク性資産の販売に長けている証券会社の販売員をウエルス・マネージャー（資産形成商品に特化した販売員：WMR）化の方が効率的かつ効果的と言えよう。ただし、FAあるいはWMRの付加価値を認識する必要がある。

この点について、プログレスレポート 2023で

図表7 資産管理型ビジネスモデルでのAMとWMが各々有する付加価値を統合する仕組みの重要性



(注) AM＝アセット・マネジメント、WM＝ウエルス・マネジメント
(出所) 大和総研作成

は、米国の状況として「販売会社等のフィナンシャル・アドバイザーが、継続的に顧客の資産形成を支援し、アドバイスと資産管理に対して残高連動で手数料を取るビジネスモデルが主流となっている」としている（20ページ目）。図表7では米国における資産管理（マネージド・マネー）型ビジネスモデルでのアドバイザーの付加価値の源泉が示されている。この図表では、②投資アドバイザーと④SMA等の口座管理がそれに該当しよう。

「また、資産運用会社はモデル・ポートフォリオの質で競争しており、フィナンシャル・アドバイザーは顧客の資産運用計画と投資意向に合わせて、モデル・ポートフォリオをカスタマイズしている」としている（プログ्रेसレポート2023の20ページ目）。つまり、資産運用会社の競争力は、提供する投資一任商品であるモデル・ポートフォリオの質で決まることとなる。図表7では③の投資一任の部分と①のアドバイザーの部分に該当しよう。

米国のエコシステムを目指すのであれば、資産運用会社はモデル・ポートフォリオの提供、販売会社はそれに見合う顧客への付加価値の高いFA（＝投資推奨と投資助言）の提供が必要となってくる。前掲の図表2における「商品提供」とは、大手金融機関が傘下に抱える資産運用会社の製造する運用商品を中心にした「商品提供」を意味する。「商品提供」は顧客本位の営業体制に基づく必要があることから、販売会社には、「選択の中立性」が求められる。販売会社が中立性を担保するためにはコンダクトリスク⁷の管理を強化し

ながら内部管理態勢を構築していく必要が出てくる。

米国のFAの付加価値については「フィナンシャル・アドバイザーが顧客と伴走し、資産運用の目的の実現に向けた資産運用計画の策定と実行の継続的な支援を行うことにアドバイスの付加価値がある」としている（プログ्रेसレポート2023の20ページ目）。これは図表7における①アドバイザーと②投資アドバイザーの組み合わせになろう。①のアドバイザーが付加価値の中心＝付加価値の源泉になっていくと考えられる。その結果として、「そのようなアドバイスに対して顧客から継続的な報酬を得ることで、販売手数料獲得を目的とした商品提供のインセンティブを抑制し、顧客の最善の利益を図ることができる。」としていると解釈できよう。つまり、投資助言あるいはその他アドバイスの付加価値を向上させて、報酬を得るレベルに上げていくことが求められていると言えよう。

しかし、その他のアドバイスはコスト負担が発生し、収益に結びつくかは不透明である。このため、これらのアドバイスにテクノロジーを活用することが求められる。金融庁は、1章で先述したように、FAの付加価値を高めた資産管理型中心のビジネスモデルの構築と顧客本位体制の両立を求めていると言えよう。そのためには一人当たりの生産性の向上が不可欠である。日本において、このようなエコシステムの実現が可能なのか、そのためには何が必要なのかを、以下に米国のエコシステムとの比較で説明をしていく。

7) 一般には金融機関によって「顧客保護」、「市場の健全性」、「有効な競争」に対し、ネガティブな影響を及ぼす行為が行われるリスクを指す。ここでは顧客に資産形成商品を推奨するうえで、市場環境が大きく変化しているにもかかわらず、顧客の適合性に欠ける商品販売をしていることが典型的な例として挙げられる。

1. 米国の資産運用業界のエコシステム

図表8に示すように、米国の資産運用業界のエコシステムは製販分離型モデルと製販再一体型モデルとが共存していると言える。

(1) 米国の製販分離型モデル

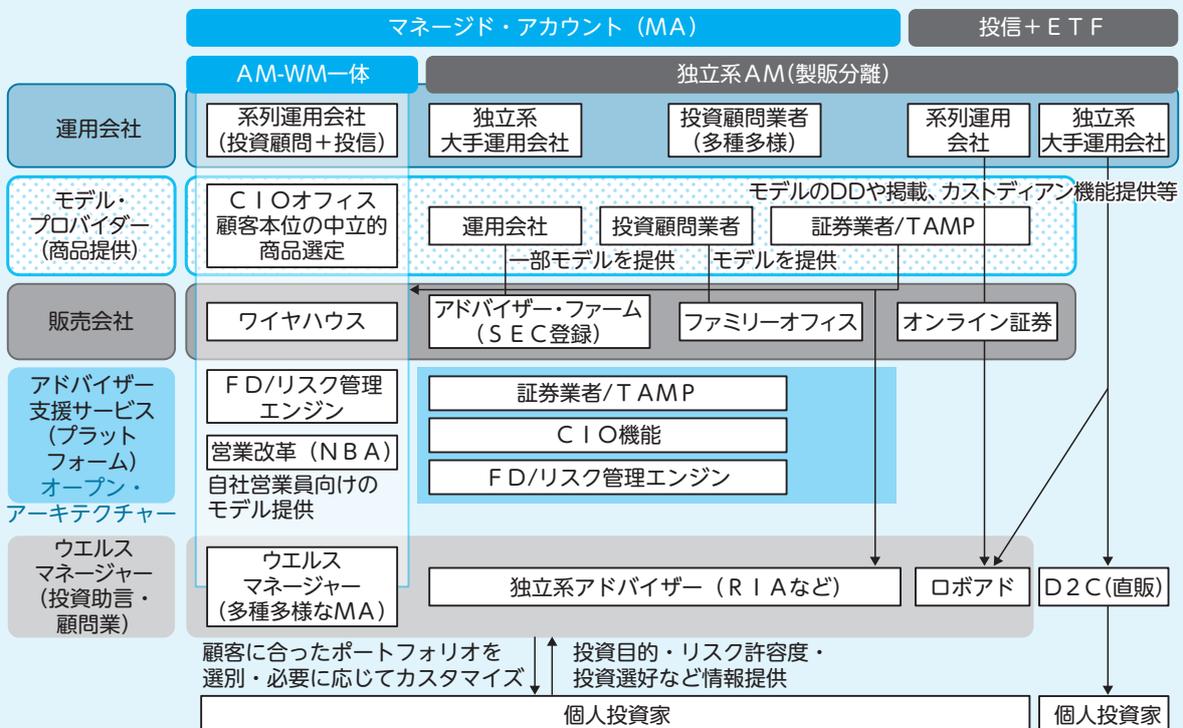
①モデル・ポートフォリオの普及

米国の製販分離型モデルであるが、その発展に伴い、RIA (Registered Investment Advisor 独立系のアドバイザー・登録投資顧問業者) に対して多様な主体がプロバイダーとして構築したモデル・ポートフォリオを提供している。モデル・ポートフォリオを用いた運用残高が上位のプロバイダーを確認すると、ブラックロックを始

めとした運用会社に加えて、モデル・ポートフォリオや投資戦略を中心に提供する投資顧問業者(ストラテジスト)も含まれる(図表8)。ちなみに米国投資顧問業協会(Investment Adviser Association)によると、米国証券取引委員会(SEC)に登録されている投資顧問会社数は、2022年15,114社であり、運用資産は61.9兆ドル(約9,000兆円)に達している。これを日本の現状と比較してみる。日本投資顧問業協会によると、2023年3月時点投資顧問会社(投資一任業者)数は230社、運用資産は250兆421億円なので、米国は業者数にして約66倍、運用資産額にして約36倍になっている。

なお、実際のポートフォリオ構築はアドバイザー側の責任で行い、運用会社やストラテジスト

図表8 米国のモデル・ポートフォリオの台頭によるエコシステムの変化(製販分離と製販一体)



(注1) あくまで概念図であり、エコシステムに関わる主体について網羅的ではない点に留意
 (注2) TAMPは、アドバイザー向け独立系プラットフォーム。代表的な企業として、エンベストネットやオリオンなどが挙げられる
 (出所) 各種資料から大和総研作成

はモデル・ポートフォリオの情報提供に留まる。そのため、これらの主体のモデルは、“ペーパー・ポートフォリオ”と呼ばれることがある。また、モデル・ポートフォリオの利用に伴う手数料について、通常、運用会社は徴収せず、投資家にモデルに含まれる自社ファンドへの投資を促すことで賄うのに対して、ストラテジストは0.10～0.25%の手数料を徴収する模様である。

②アドバイザー支援サービスの存在

アドバイザー支援サービスとして、資産の管理・取引・パフォーマンス等の評価といったカスタディアン機能を提供する証券業者（チャールズ・シュワブなど）や投資一任システムを提供する独立系プラットフォームのTAMP（Turnkey Asset Management Platform; エンベストネットなど）は、プロバイダーから提供されるモデル・ポートフォリオのデューデリジェンスやアドバイザーに合わせたモデルの提示、ポートフォリオの実装、投資後のモニタリングやリバランス、モデル・ポートフォリオのアロケーションや保有銘柄が変更された場合の調整などを行っている。なお、これらの証券業者やTAMPの中には、自ら構築したモデル・ポートフォリオを提供する先も少なくない。

このほか、様々なプロバイダーから提供されるモデル・ポートフォリオを取りまとめているマーケットプレイス（モーニングスター社など）も存在する。TAMPなどのカスタディアン機能を利用する場合と比べると、アドバイザー自身でポートフォリオ構築や投資後のモニタリング、リバランス等を行う負担が生じるものの、マーケットプレイスを利用する場合は、カスタマイズ等の裁量の余地が大きいといった特徴がある。

③投資アドバイザーとしての営業担当員

ただし、営業員・アドバイザー（営業担当員）は、顧客の投資目的・リスク許容度・投資選好（サステナビリティやファクターなど）を把握した上で、最適なモデル・ポートフォリオの選定や必要に応じたカスタマイズを行う必要がある。この点、営業員・アドバイザーの7割強がモデル・ポートフォリオを何らかの形で活用しているとの調査もある。また、プロバイダーが提供するモデル・ポートフォリオを、カスタマイズせずにそのまま顧客に提供するアドバイザーも相応におり、特に保有資産額が相対的に少ない顧客に対しては、その傾向が強まる。

なお、営業員・アドバイザーは、顧客の投資目的や投資選好などを踏まえて、プロバイダーによるモデル・ポートフォリオのアロケーション調整や保有銘柄の変更に従わないことも可能である。

製販分離の米国においても完全に独立したRIAは少なく、SECに登録されているアドバイザー・ファームか超富裕層の顧客を有するファミリーオフィスに属している。アドバイザー支援サービスを利用するには、RIA単独では費用対効果でコストを賄うには困難である。さらにファミリーオフィス、アドバイザー・ファームの統合も進展している。

他方、独立系の大手運用会社がロボアドバイザー（ロボアド）を活用したりして直販をしているものの、残高が思うように積み上がっていない。チャールズ・シュワブのようなオンライン証券では富裕層に対する訴求力が弱く、ハイブリッドとしてIFAを活用しても、残高の積み上がり、IFAのグリップ力も弱い。

④資産運用会社と証券会社間の排他的なインターフェースがオープン化（チャールズ・シュワブの台頭による製販分離）

米国の投資信託のビジネスモデルは、投資ポートフォリオの構築による投信組成と投信販売の関係で整理できる。1960年代までは固定的な手数料体系を維持できたことから、投信組成を担当する投信会社と投信販売を担当する証券会社間で閉じた相互依存的な系列関係を築くことで、いわゆる“クローズド・モデル”を確立してきた。このモデルは60年代に主流となり、1975年の株式売買手数料の自由化前まで続いた。その後、1975年のSECによる株式売買手数料の自由化を契機に販売形態の多様化が進展した。証券会社以外の販売形態であるディスカウント・ブローカーが台頭した。さらに販売手数料の負担がない投信（＝ノーロード・ファンド）を扱う直接販売業者が登場した。

その後、投信会社と証券会社間の排他的なインターフェースがオープン化され、系列関係が崩され、製販分離が本格化した。“オープン・モデル”の登場である。その契機となったのが、1992年にチャールズ・シュワブが販売を開始した“Schwab Mutual Fund OneSource”である。

系列関係の中で複雑に構成されていた製販一体のシステム（プロセス）が単純な機能（プロセス）に分解され、さらにモジュラー化⁸された。これにより効率性の高い新たなシステム（プロセス）が創出された。このため、同サービスでは、チャールズ・シュワブは限定した複数投信の購入には顧客の手数料を無料とすることが可能となり、投信

会社に対して預かり資産残高に応じた年間管理手数料を課すこととなった。これは、多数の投信会社の多数のファンドを取り揃えて、助言なし・低コストで販売し、その販売量に応じた手数料を取る方式であり、スーパーマーケット方式⁹とも呼ばれている。

加えて、チャールズ・シュワブは1995年にオンライン・トレーディングのサービスの提供を始めたことで、デジタルな世界でもインターフェースがオープン化された。これによってオンライン証券の地位を確立していった。この戦略の背景には、米国において1990年から1995年の期間に、米国確定拠出年金401kプラン（401k）の資産残高が大幅に増加したことがある。当時、ベビーブーマーの世代が、30歳代後半から50歳代前半であり、ベビーブーマーの初期世代はそろそろ退職後の生活を考える時期に入っていた。これに加えて個人退職勘定（IRA：退職後の老後資金の積み立てを目的として個人が開設することのできる税制優遇付きの口座）という税制優遇措置があったことから、401kプランに注目し自己資産をより一層つぎ込み始めた。同時に、デフォルト商品が導入されたため、商品のシンプル化が進展したと言えよう。

（2）米国の製販（AM・WM）再一体型モデル

一方、大手証券会社の製販一体型モデルでは、WM部門の投資戦略策定を中央集権的に担う部署（CIOオフィス）が設立されている。これは、系列の資産運用会社の商品も含めて、顧客本位で中立的に商品を選択する機能を強化する部署

8) 一つの複雑なシステムまたはプロセスを一定の連結ルールに基づいて独立に設計できる部品・ユニットに分解することで、標準的なモジュールの組み合わせによって、選択のバリエーションをつくり出すこと。

9) ディスカウント・ブローカーはスーパーマーケット方式と呼ばれる「ファンドスーパー」を運営している。ファンドスーパーとは、多数の投信会社の多数のファンド（少なくとも数百本以上）を取り揃えて、助言なし・低コストで販売する方式のこと。品揃えが豊富で価格が安いことからスーパーマーケットになぞらえている。

である。このため、一度、資産運用会社との関係性を見直した上で製販一体型モデルを再構築しているのが製販再一体型モデルと言われている。CIOオフィスでは、内部のポートフォリオマネージャーが顧客のリスク許容度および投資目的を詳細に把握して組成する専用の「ポートフォリオ」を内部のFAに提供している。つまり、専用のアカウントがあり、専用のプログラムがある。

一方、サードパーティの「ポートフォリオ」は、SMAあるいはUMA（ユニファイド・マネージド・アカウント）¹⁰の内部プラットフォームに揃えられており、UMAあるいはSMAの専用の外部あるいは内部の投資アドバイザーがアドバイスを提供するアカウントのアドバイザー・プログラムに組み込まれている。

いわゆる完全内部のポートフォリオ組成であるCIO（Chief Investment Office）モデルはピュアなオーガニック（純粋な自社のみ）の製販一体型モデルである。その反面、製販一体型モデルのプロダクトアウトの営業体制という負の側面を回避するために、顧客から薄く広く手数料を取りながら顧客ニーズを把握し、投資アドバイスと非金融アドバイスでグリップを握る内部の「製販分離型プラットフォーム・モデル」を維持している。

ただし、上記の製販一体型モデルの「ポートフォリオ」はこの章の前半で説明したミューチュアル・ファンドのみで組成される「モデル・ポートフォリオ」とは意味合いが異なることには留意が必要であろう。前述したように純粋にFA（大手証券会社のFAとRIAの両方）の立場から見れば、リスク許容度に応じてポートフォリオを組成する、リバランスすることを外部のサードパーティあるいは内部の本部機能に委託することを意

味し、どちらに委託することが有効であるかが、どちらが顧客の特性をどこまで把握しているかが、ポイントとなる。

このような大手証券会社の動きは、組織全体の生産性を向上させるために、インハウスですべて完結する付加価値の高い商品・サービスを生み出す仕組みに内部の経営資源を集中する一方、労力が増えてコストが嵩み、リスク管理、顧客本位の業務運営に向けた規制の強化に対応したコンプライアンスのコントロールがあまり効かない付加価値の低い商品・サービスを外部に委託することで、他の業者との差別化を図ることが背景にある。ミューチュアル・ファンドのみでのポートフォリオ組成だけではなく、SMA・UMAのラップ口座の幅広い商品でのポートフォリオ組成も外部委託している。マネージド・アカウント（MA）が増加していくにつれ、個人口座向けのポートフォリオ組成（投資一任）、それに伴う投資アドバイスは手間ばかり増え生産性が低下していったと考えられる。このため、大手証券会社はこのようなMAの投資一任、投資アドバイスをアウトソースした。

また製販一体型モデルと製販分離・上下分離型モデルの違いは、それぞれがターゲットとする顧客の違いに起因するが、その顧客のニーズをどこまで把握できるか、それが提供する付加価値の優劣を左右することとなる。ただし、一般的には、SMA専用のサードパーティの運用会社等は、顧客のニーズをベースにしてポートフォリオを変化させていないため非常に低い手数料しか稼げないと認識されており、ポートフォリオ組成の仕組みの構築に特化するビジネスモデルの付加価値の低下が進んでいると言えよう。

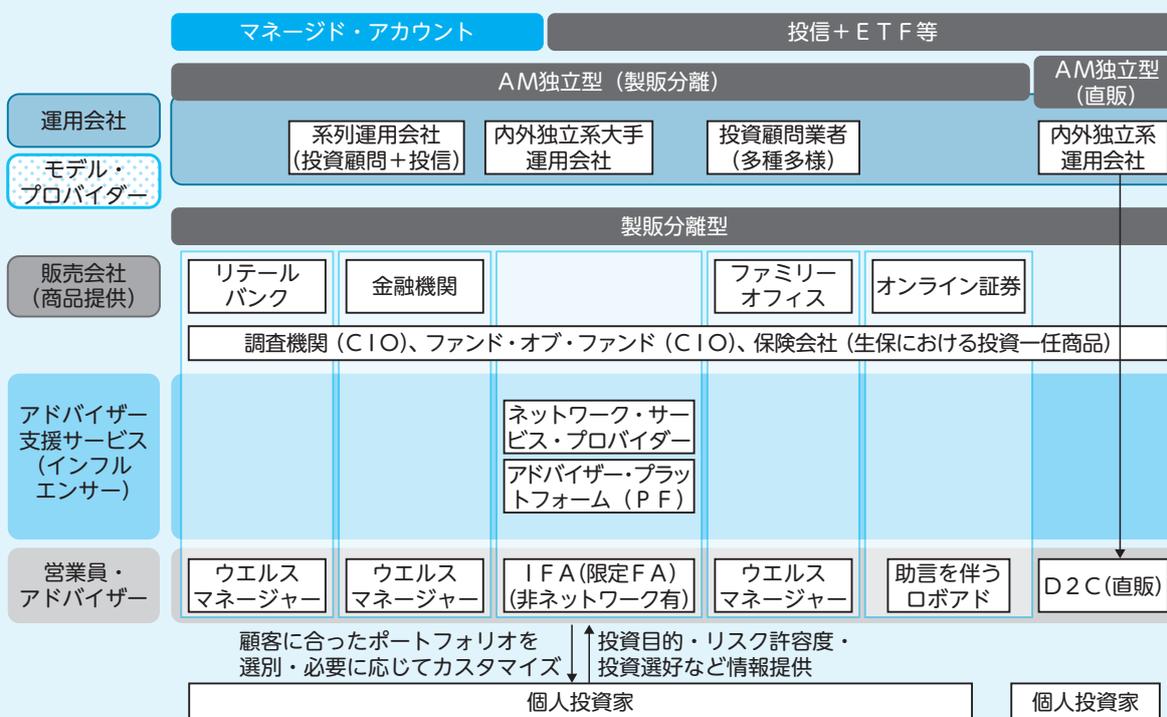
10) 顧客にSMA、ミューチュアル・ファンド、ETFのすべてを一つの口座内で一緒に提供できるアカウント。

これらを踏まえると、当然ながら製販分離型エコシステムでの大手モデル・ポートフォリオの提供者は、剥離多売の中で、付加価値は高いがコストが嵩む顧客との接点はフロントに依存しながら、モデル・ポートフォリオの付加価値の低下を、アドバイス支援サービスのプラットフォームでの手数料で補うビジネスモデルを志向している。一方、製販一体型のモデルを志向する大手証券会社は、付加価値の高いフロント機能を、先端テクノロジーにより顧客のデータ収集力、それに基づく顧客プロファイルの分析力の効率性を向上させながら、C I O機能を強化して中央集権的モデルを構築して、生産性を高めていく取り組みを進めている。

2. 英国の製販分離の状況

英国の独立 I F Aのチャネルは投資助言を提供する米国の R I Aとは異なり、金融業態の商品を問わずワンストップの販売チャネルとして、I F Aがすべての金融機関の商品を推奨し、顧客へのアドバイスの対価のみで手数料を稼いできた。このため I F Aに対して各金融業態の金融機関が商品を卸すことが主流であった。この意味において、元来のエコシステムは製販分離である（図表9）。英国のエコシステムにおいて、強固な顧客接点を有する I F Aが最も力を発揮しているが、その顧客がプラットフォームや運用会社に支払う手数料は低下傾向にある。それを相殺する形で I F Aの手数料が増加している。この点について、F C A

図表9 英国の資産運用業界のエコシステム（製販分離）



（注）あくまで概念図であり、エコシステムに関わる主体について網羅的ではない点に留意
（出所）各種資料から大和総研作成

(英国金融行為規制機構)は顧客が支払う手数料全体に低下圧力が働かないか、注視している。

他方、IFAは「独立」の立証が困難となり、特定の金融機関の商品を取り扱う「限定アドバイザー」が登場してきたのが2012年のRDR(リテール・ディストリビューション・レビュー¹¹⁾)からである。それでもアドバイザーのコンプライアンスに関連するコスト負担は増加していったため、リテールバンク、金融機関はアドバイザーからは撤退し、WMRに参入していったと考えられる(図表9)。IFAは、マスアフルエント層(準富裕層)以上を狙う限定FAが増えたため、マスリテール顧客へのアドバイスが提供されなくなり、いわゆるアドバイス・ギャップの状況が生まれた。

ただし、プラットフォームを活用している、活用していないという両方のIFAの資産運用残高は依然全体の3割強を占める。さらに統合は進んでいるものの、IFAが乱立する状況であるため、インフルエンサーとしてのアドバイザー支援サービスが台頭しきている。金融機関の資産形成商品に特化しているWMRも全体の資産運用残高の約3割を占めている。

その他の販売チャンネルはプライベートバンクと直販である。WMR、アドバイス、アドバイス・プラットフォームの各チャンネルには、投資一任商品(DFM: Discretionary Fund Management)とモデル・ポートフォリオ・サービス(MPS: Model Portfolio Service)が含まれている。アドバイス・プラットフォームにはMPSが含まれる。これらは、ファンド・オブ・

ファンズと似ている側面はあるかもしれないが、顧客がパーソナライズ化されていると感じる面で違いは大きいと考えられる。これらの投資一任商品とMPSのサービスは全体の8%、各チャンネルの残高比は2021年では15~20%、成長率は年率20~25%と高くなってきている。

英国において、ロボアドバイザーについては、投資家は少額だからロボアドバイザーを許容しており、投資資産が膨らむと人間のアドバイザーに頼りたくなる傾向がある。そのため、多くのロボアドバイザーでは人間のアドバイザーも介在する必要があると認識している。加えて現在、FCAが進めているアドバイスとガイダンスの境界線を定める規則の検討結果を受けて、将来的にロボアド事業は行き詰る可能性があるとの指摘がある。

3. 欧州の製販分離の状況

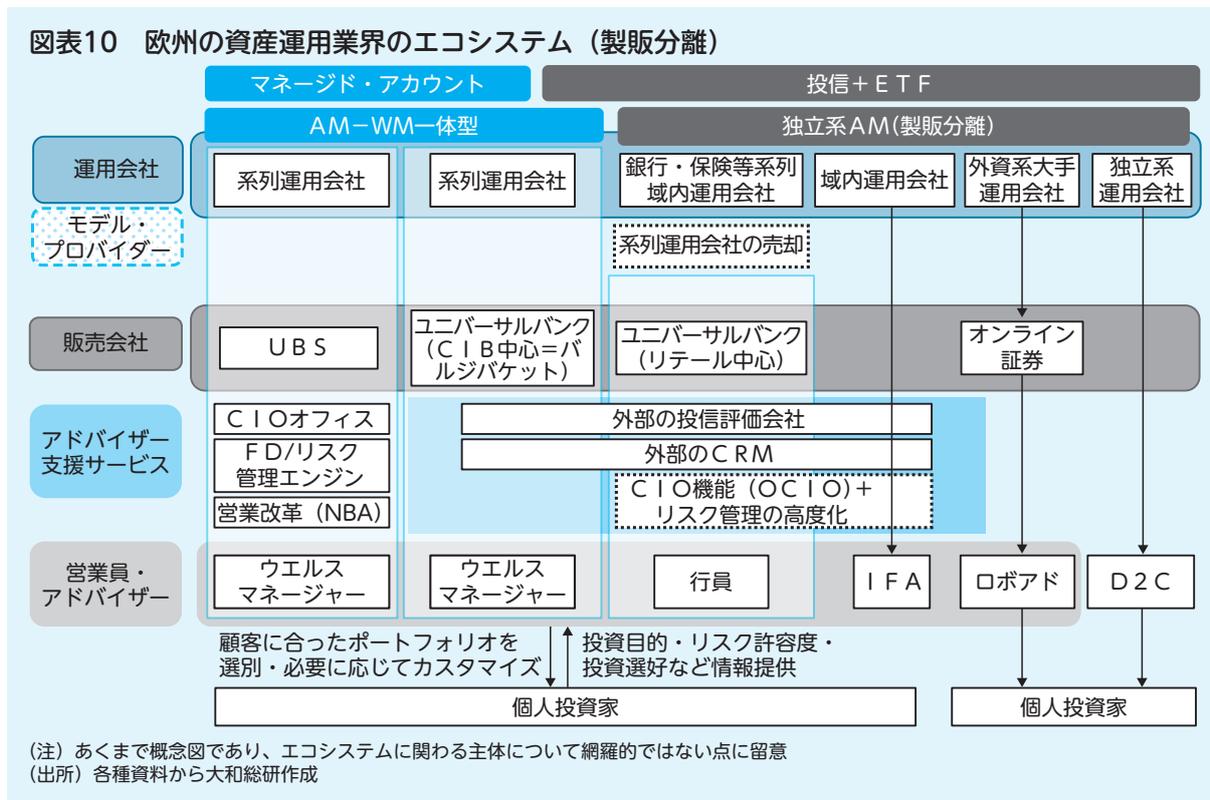
欧州では、金融機関に対する顧客のロイヤリティが高いエコシステムとなっている(図表10)。ドイツ銀行などのバルジブラケット¹²の大手金融機関がリテール市場でも中心となっているが、成功を収めているとは言えない。米国のゴールドマン・サックスがリテール市場で成功を収めていないことと同様のことが当てはまると言えよう。投資銀行業務を軸に据えて、AMと富裕層向けのWMの相乗効果を狙うビジネスモデルは企業価値向上に結びついていない。大手の銀行ほど投資銀行を主軸に沿えながらWMへの進出を試みるがあまりうまくいっていない。

その一方、南欧の銀行はWMに特化しようとAMをアムンディ等の大手の資産運用会社に売却す

11) FCAが行った個人向け金融商品販売制度改革。欧州のMiFID IIと同じく投資家保護の資産運用会社の規制を含み、資産運用会社に手数料等の詳細な開示を求めた。

12) バルジブラケット(Bulge Bracket)とはグローバルベースの収益においてトップランクの投資銀行業務をメインとする金融機関。

図表10 欧州の資産運用業界のエコシステム（製販分離）



る動きが見られる。いわゆるOCIO(アウトソース・チーフ・インベストメント・オフィス)である。

資産形成商品の取り扱いをしてこなかった銀行、あるいは投資一任商品に近い投資型の保険商品などを販売してきた保険会社は、製販一体の必要性が低い金融機関と考えられる。欧州では、中途半端な資産運用会社の保有の仕方が問題になっておりアムンディのような大規模な運用会社が誕生していると考えられよう。

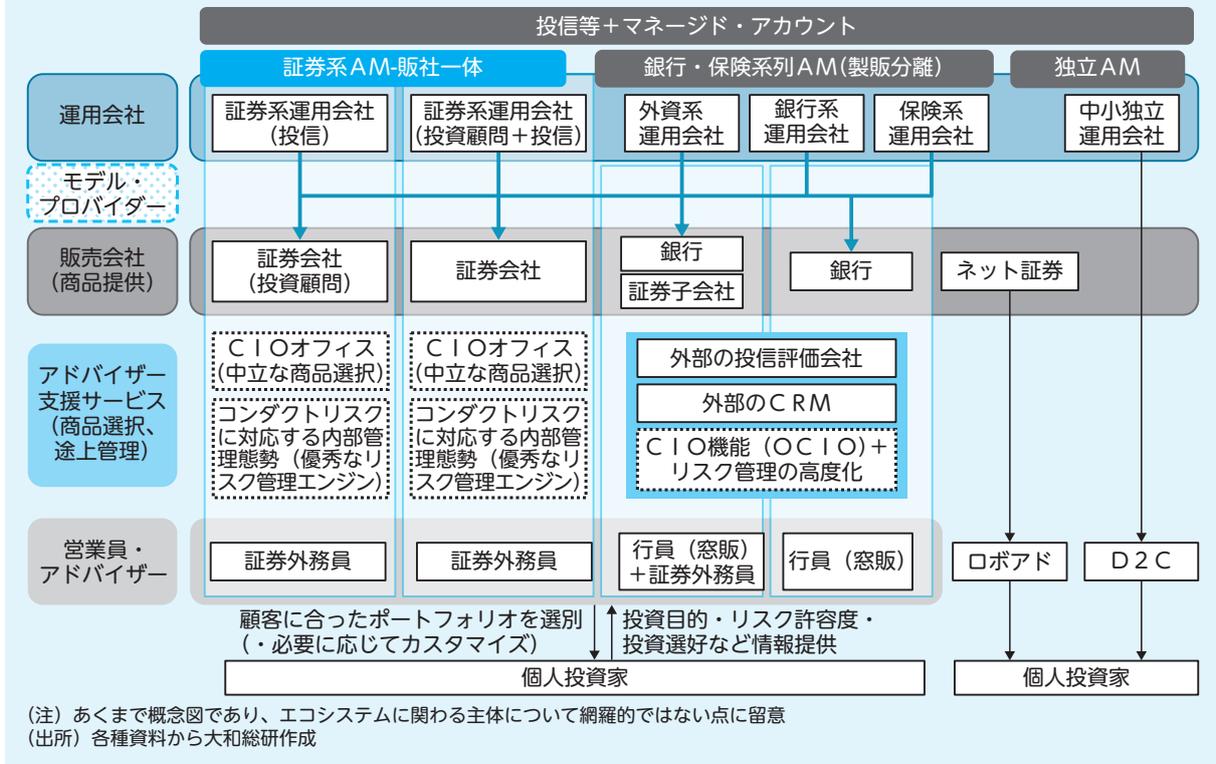
欧州においても、金融機関はアドバイスから撤退し、投資一任商品の販売にシフトする傾向が見られる。顧客本位のコンプライアンスコストを負担しても付加価値の高い投資アドバイスを提供でき、ビジネスモデルが成り立つ環境をつくるのが重要である。

4. 日本の資産運用業界の高度化に向けた方向性

以上の米英欧のエコシステムの特性を踏まえると、日本の場合、どのようなエコシステムを目指して現在のエコシステムを改善していけばいいのか(図表11)。まずは、日本の特徴としては金融機関がロイヤリティを持っているため、欧州と同様の製販分離を目指す銀行、保険会社と、製販一体のビジネスモデルの大手総合証券会社の共存が適していると考えられる。

ただし、製販一体のビジネスモデルは、米国の大手証券会社の目指す必要があろう。日本では、RIAは存在しないため、RIA同等の能力を持つために、金融機関の営業担当者が効果的に顧客の情報を集めるWMRとなる必要があろう。しかし、これはすぐには実現しない。このため、米国

図表11 日本の資産運用業界のエコシステム（製販一体 V S 製販分離）



のように多様な投資一任商品が増え、日本の現在のファンド・ラップの残高が約16兆円から大幅に増加する必要があるだろう。

資産運用会社は取り扱うアセットクラスの増加と投資戦略（アセット・アロケーション）を策定する能力を高める必要がある。ブラックロックのような運用機能の向上が必要となろう。このため、製販分離は銀行あるいは保険会社が保有する資産運用会社を売却して（OCIO）、例えばグローバル・プレーヤーに売却することで、当該運用機能の向上が実現可能となろう。これによって有能なモデル・ポートフォリオのプロバイダーを目指すことが可能となろう。

アドバイスは大手総合証券会社が製販再一体でその付加価値を高めていく必要があるだろう。その取り組みがないと、アドバイスの可視化と価格化の

議論が進まないうちにインデックスファンドにみられるようなフィー（低下）競争に突入してしまい、アドバイスをベースとしたビジネスモデルの構築が大変難しくなる可能性がある。アドバイスとはアセット・アロケーションとともに、前述したように付加価値が残る部分は、投資助言、投資顧問以外のアドバイス、例えばコーチングに特化するようなアドバイスが付加価値の源泉となろう。このような認識があって、営業体制の変革が可能となり、WMR化が進展していくと考えられる。

他方、CIOモデルとリスク管理の高度化が必要となろう。そもそも営業員の裁量に任せるよりも、UMAあるいはCIOモデルのように中央集権化したアドバイスモデルが不可欠と考えられる。それにより、CIOモデルは広範なアセット

クラスと多様な投資戦略を中立的な立場で顧客本位のもと商品選択を行っていく必要がある。

おわりに～再編から高度化に向けて～

これまでの章を踏まえると、図表 12 で示すように、日本のエコシステム、販売会社を含む資産運用業界全体のバリューチェーンの高度化を目指すステップを踏みながら、最終的には日本版ブラックロック、日本版モルガン・スタンレーの創出をシナリオとして想定し、それを実現していくために業界全体で取り組んでいくことが必要と考えられる。

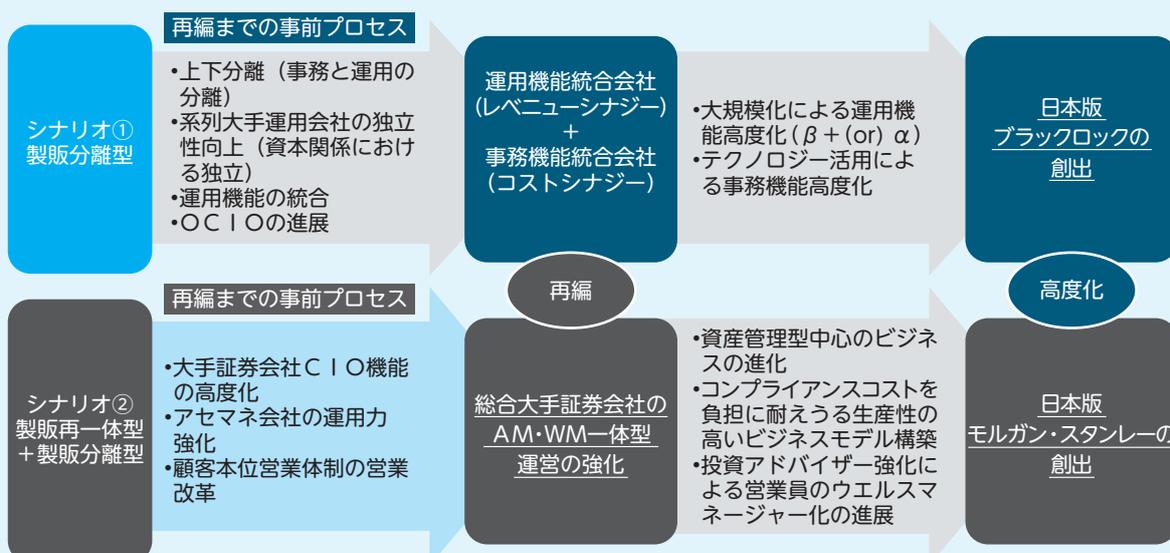
ただし、その事前段階として、資産運用業界全体の競争力の向上、インベストメントチェーンの高度化を考えたときに、業界のボトルネック問題の中心にある大手の資産運用会社の取り得る戦略を実現することに注力する必要がある。それは

以下の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。ブラックロック、アムンディの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WM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。

図表12 資産運用業界の再編から高度化のシナリオ



（出所）各種資料から大和総研作成

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C I O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、バ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。

米国におけるリテール金融のパラダイムシフトは既存のビジネスモデルの分解から始まった。「顧客にとっての付加価値の追求」と、金融機関にとっての「儲ける仕組みの変革」が別々の要素に分かれたのである。この2つの要素のバランスを調整するだけなら既存のビジネスモデルを修正すればよい。しかし、顧客の利益に反する不祥事等に起因して、規制強化が急速に進む中で、顧客本位の業務運営の必要性が高まった。その結果、「顧客にとっての付加価値の追求」に比重を移す、ビジネスモデルの大きな変革が必要となった。これに顧客のニーズをカスタム化（顧客自身が欲しい金融商品・サービス、必要な情報を自身の嗜好に合わせて使いやすいように設定すること）することからパーソナル化（金融商品サービスあるいは情報を提供する証券会社等が、顧客にあわせて最適化すること）を可能とするテクノロジーの進化が

加わることで、リテール金融のパラダイムシフトが起きた。このパラダイムシフトを日本の資産運用業界の当事者が各々徹底的に追及することが、最も重要なことではないか。

[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