

# 日本の資産運用業界の再編は進むのか

## ～米英のようにサプライチェーンのアンバンドルが進展するか～

金融調査部 内野 逸勢／坂口 純也

### 要 約

日本の資産運用業界（AM業界）では規模を追求した統合が進展しているが、今後10年で統合はどのような形態で、どこまで進むのであろうか。

既に米英ではAM業界のサプライチェーンのアンバンドル（分離）が進むと同時に、規模の拡大を目的とした統合だけではなく多種多様な運用会社の統合が見られる。アンバンドル化された付加価値の高い要素をより強化する再統合（リバンドル）も見受けられ、統合形態が多様化している。アンバンドルの主因は、フィデューシャリー・デューティー、MiFID II等の規制の導入・強化による運用会社のコスト負担増と考えられよう。加えて、デジタルライゼーションの進展に伴い、高度な情報ツールが比較的安価で多くの顧客へと普及が本格化し、顧客との情報の非対称性がこれまで以上に縮小したこと、さらにETFなどの普及による運用商品のシンプル化が進んできたことで“プロ”の運用手法（特にアクティブ運用）の付加価値が低下し、手数料の低下圧力が高まっていることも理由として挙げられよう。

日本のAM業界では、手数料の低下圧力が米英ほど高まっておらず、アンバンドルの進展が相対的に遅い。しかし、今後は規制強化が本格化し、アンバンドルが急速に進展し、米英と同様な統合に向かう可能性が高まろう。

### 目 次

- 1章 米英で進展するアンバンドルと多様な統合
- 2章 米英のAM業界での多様な統合の類型
- 3章 AM業界の製販分離
- 4章 日本のAM業界の統合の方向性

## 1章 米英で進展するアンバンドルと多様な統合

資産運用業界（AM業界）では、テクノロジーの進展および関連する規制強化により、他の金融業態に先駆けてサプライチェーン（販売会社〈機能〉、運用会社〈機能〉、資産管理会社〈機能〉）のアンバンドル化が進展している<sup>1</sup>。さらに進んで、アンバンドル後、再度、各要素を束ねるリバンドル（＝再統合）も見られる。これらの事象は米英で顕著になってきており、多様な統合が見られる。つまり、規模の拡大を目指した単純な運用会社の統合ではなく、米英ではサプライチェーンの要素（機能）ごとの統合などの多様な統合が見られる。この背景には、上記のアンバンドル化が進む中で、販売会社ごとに、各要素の付加価値の優劣の見極めが容易になったことがあると考えられる。付加価値の高い機能は強化し、低い機能は売却するというM&A戦略が実行できるような環境が整ってきたと言えよう。

図表1で示す通り（以下、文中内の番号は図表1の番号と整合）、AM業界のアンバンドルは、大きく主に販売会社と運用会社の（1）「製販分離」、運用会社内での（2）「上下分離」という形で進展してきている。二つの分離の直接的なトリガーは規制強化であると考えられる。「製販分離」は、手数料の自由化が進む中で、フィデューシャリー・デューティー<sup>2</sup>（以下、FD）規制強化等が、「上下分離」は、MiFID II<sup>3</sup>等によるコストの透

明化が挙げられよう。金融機関によっては、自社のリテール証券ビジネスにおいて、コンプライアンスコストの負担増により、販売部門を切り離すことによって、製販分離を進めている。

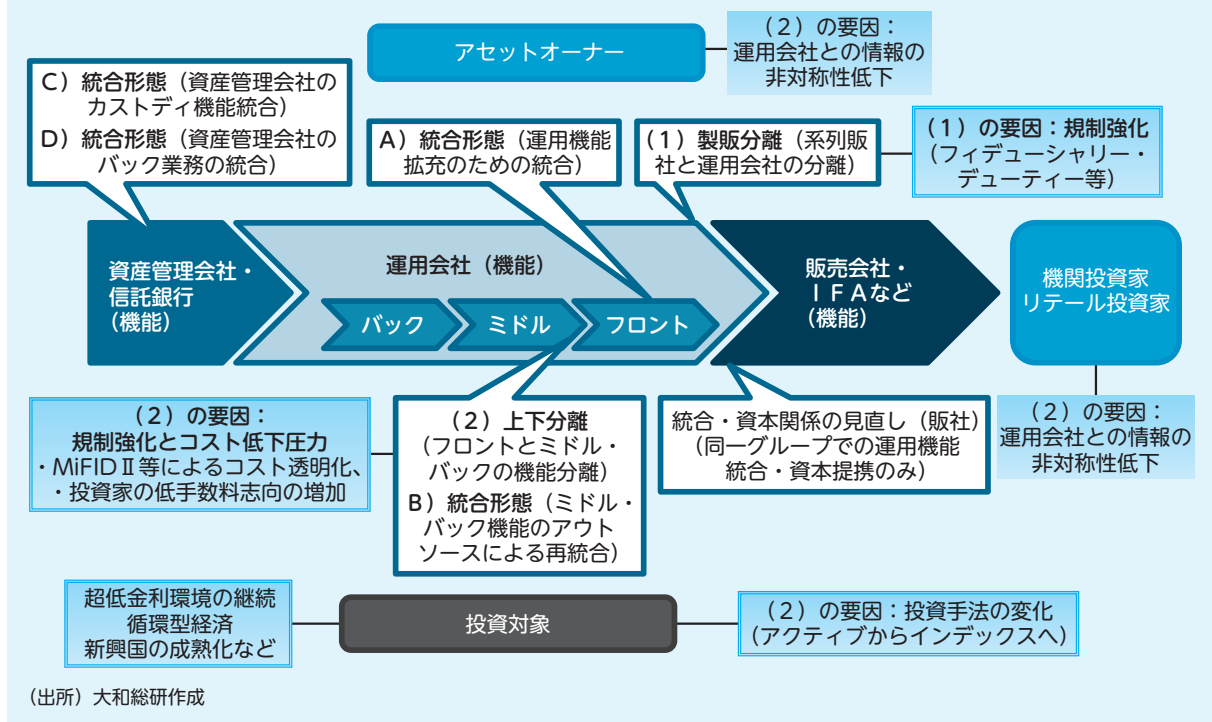
このように米英で規制が強化された背景には、既存の運用会社の「情報生産機能」と「市場効率性を担保する機能」（取引執行機能・注文管理機能）が低下していることがあると考えられる。加えて、運用会社のビジネスモデルの収益性の低下が挙げられよう。規制強化による規制対応コストの増加と同時にコストの透明化によって、低い手数料を志向する投資家が増加してきたと考えられる。

さらに、運用環境については、先進国の潜在成長率の低下、新興国経済の成熟化、超低金利の長期化等の影響により、過去と比較して高い運用リターンを求めることが困難であるという意味合いで構造的に低迷していると言えよう。加えて、投資手法の主流がアクティブ運用からインデックス運用へ移行していること、投資信託の商品の標準化を進めるレギュレーションの強化による商品のシンプル化が進展していることなど、商品自体の構造的な変化も挙げられよう。

一方、日本のAM業界では、米英で進展しているようなアンバンドルの現象は顕著には見られず、規模の拡大を目指した運用会社（＝投信会社）の統合が進んでいる。日本でも米英と同様な関連する規制強化をトリガーとして、サプライチェーンのアンバンドル化が進み、米英のようなAM業界の多様な統合が進む可能性がある。本稿では、

1) 大和総研 [編著] (2018) 『FinTech と金融の未来 10年後に価値のある金融ビジネスとは何か?』日経BP社  
 2) 金融庁 (2017年3月「顧客本位の業務運営に関する原則」)によれば、FDの概念は、「しばしば、信託契約等に基づく受託者が負うべき義務を指すものとして用いられてきたが、欧米等でも近時ではより広く、他者の信認に応えるべく一定の任務を遂行する者が負うべき幅広い様々な役割・責任の総称として用いる動きが広がっている」としている。  
 3) 2018年1月に施行された第2次金融商品市場指令。顧客保護の観点から、特に資産運用会社が、取引執行費用とリサーチ費用を区分して、顧客への透明性を高めることが、その主な特徴として挙げられる。

図表1 米英のアセット・マネジメント業界におけるサプライチェーンのアンバンドル化の概要



現状、日本のAM業界の統合が、どのステージにあるのかを把握した上で、今後の可能性を探る。

## 2章 米英のAM業界での多様な統合の類型

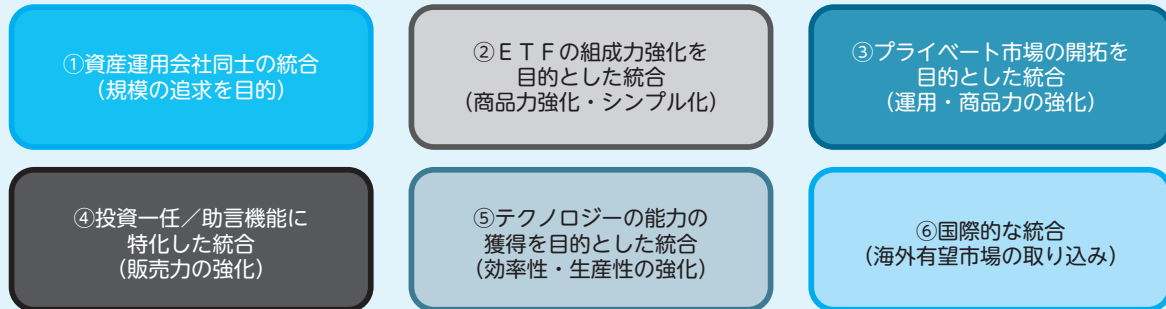
米英では運用業界のサプライチェーンのアンバンドルによって、機能ごとの「統合」が進んでいると見受けられる。この「統合形態」は以下の四つに分けられる。図表1に示す統合形態として、運用会社のフロント（運用）機能におけるA)「運用機能拡充のための統合」、運用会社内のフロント機能とミドル・バック機能の「上下分離」に伴うB)「ミドル・バック機能のアウトソースによる再統合」、C)「資産管理会社のカストディ機能統合」、およびD)「資産管理会社のバック業務の統合」がある。

### 1. 英国のAM業界の統合の事例による類型化

上記の四つの統合形態を踏まえて、実際の英国のAM業界のM&Aの事例（2017年から18年）を概観する（図表2）。英国投資協会の年次サーベイ（図表2の出所）によると、M&A（＝統合）の目的は①「規模の追求」、②「商品力強化・シンプル化」、③「運用・商品力の強化」、④「販売力の強化」、⑤「効率性・生産性の強化」、⑥「海外有望市場の取り込み」の六つに類型化される。件数では、①が10件と最も多く、以下③が6件、⑥と④が5件、②と⑤が3件となった。

英国は、依然、規模の拡大を目的とした統合が多いものの、上記の②と③はA)「運用機能拡充のための統合」に、上記の⑤はB)「ミドル・バック機能のアウトソースによる再統合」に該当する

図表2 英国の資産運用業界の最近のM&amp;Aの目的



(出所) The Investment Association (英国投資協会)、“ASSET MANAGEMENT IN THE UK 2017-2018” Annual Survey September 2018から大和総研作成

と考えられ、機能の統合も見られると言えよう。

このような多様な統合が進んでいる背景には、以下の五つの要素があると指摘されている。

- 1) “投資エコシステム”の構造的な変革（コーポレート・ガバナンスを含む上場維持コストの負担の増加等に伴う非公開市場の台頭〈不動産市場、中小企業金融など〉）
- 2) 資産運用会社へ高まるESG投資へのプレッシャー（年金スキームの受託者へのESG専担の「独立ガバナンス委員会」設立の要請とステewardシップ・コードの強化など）
- 3) 運用商品需要に対する継続的な変化（ETF〈株価指数連動型上場投資信託〉のニーズの隆盛）
- 4) 急激な技術革新（バックオフィスシステムの効率性向上、投資判断とパフォーマンス改善のためのビッグデータの活用、投資家のテクノロジー活用経験値の向上など）
- 5) AM業界への規制強化（MiFID II、フィデューシャリー・デューティー規則強化、資産運用の機能に求められる経済的な寄与の減退による政府の規制強化など）

業界のアンバンドルを引き起こす要因として整理すると、1)と3)は手数料の低下、2)と5)

のコストの増加、4)はテクノロジーの進展による劇的な効率化と資産運用のソリューションの急速な普及、となろう。ただし、五つの要素それぞれは図表2の六つのM&Aの類型の一つを生み出すものではなく、複数の類型を生み出す要因となっている。

例えば、4)の「急激な技術革新」では、テクノロジーの導入による省力化・自動化が進み、AM業界の既存のサプライチェーンがアンバンドル化される可能性が高まる。それに対応するために、運用会社は、自社のサプライチェーンの中のコアバリューが高い部分を精査する必要が出てくる。コアバリューがフロント業務にあると判断した運用会社の場合、運用を“量と質”の両面で強化する戦略を打ち出す可能性が高く、図表2の③「運用・商品力の強化」の統合を目的としたフロント機能の買い手となる。このような運用会社は、逆に付加価値の低い業務をアウトソースした方がよいと戦略的に判断する可能性もあり、図表2の⑤「効率性・生産性の強化」を目的としたミドル・バックオフィス機能の売り手となる可能性が高い。その一方、ミドル・バック業務にコアバリューがあると判断した運用会社の場合、図表2の③「運用・商品力の強化」でのフロント機能の



売り手となり、⑤「効率性・生産性の強化」の買い手となる。

5)「AM業界への規制強化」の要素は、図表2の④の「販売力の強化」を目的とした統合につながると考えられよう。実際、中堅の運用会社が、投資一任の運用商品・サービスに強い運用会社を買収して販売力強化を図っている事例がある。

このように、運用会社がアンバンドルを契機に、自身のコアとなる付加価値を判断することによって、多様な統合が発生するメカニズムが出来上がる。逆にアンバンドルがなければ、付加価値は曖昧にしか判断されず、低い付加価値の要素を含んだままでの運用会社の単純な統合が繰り返されることとなる。

## 2. 米国AM業界の規模を追求した統合とその背景

多様な統合が進んでいるとはいえ、規模の拡大を目指す単純な統合が主流であることは確かである。米国では、純資産残高は増加傾向にあり（図表4）、AM業界では寡占化が進展している。例

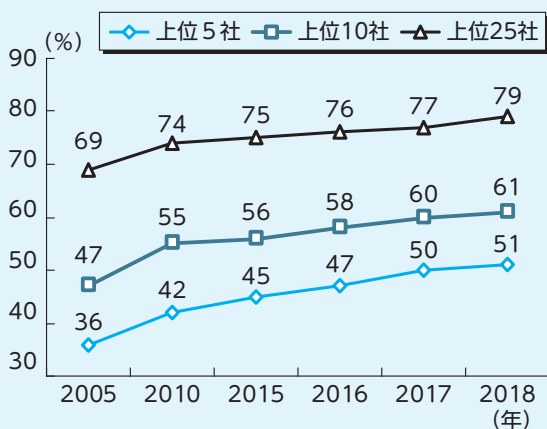
えば、図表3では、上位5社の比率が2005年の36%から17年には50%に、上位10社の比率も2005年の47%から17年には60%に達した。米国において寡占が進んでいる状況が見て取れる。寡占化の背景には、商品のシンプル化による手数料の低下、規制強化に伴うコスト負担の増加があり、規模の拡大を目的とする統合があると考えられる。

### 1) 商品のシンプル化

問題は、純資産残高の増加の主因がETFの増加にあることである。図表5に示す通り、米国のETFの純資産残高は急増し、全体のファンドの純資産残高に占める比率が15%超の水準に上昇している。米国では前掲図表2の②「商品力強化・シンプル化」の統合が増える（あるいは増えていく）環境が整っていると言えよう。

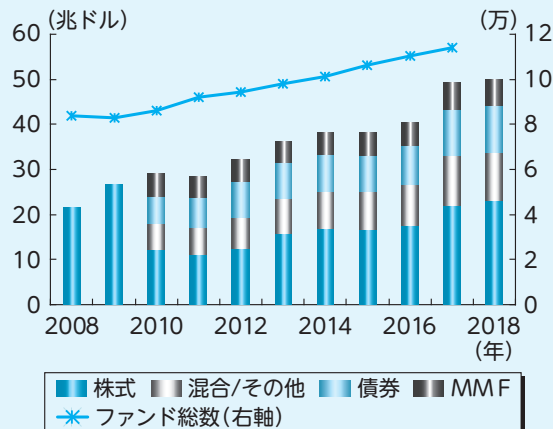
このように商品のシンプル化の代表とされるETFの隆盛は、米国AM業界の構造変化を生み出してきた。これはETF（≡インデックスファンド）自体の特性である低い平均費用比率（≡手数料

図表3 米国において寡占が進む投資会社（純資産シェア）

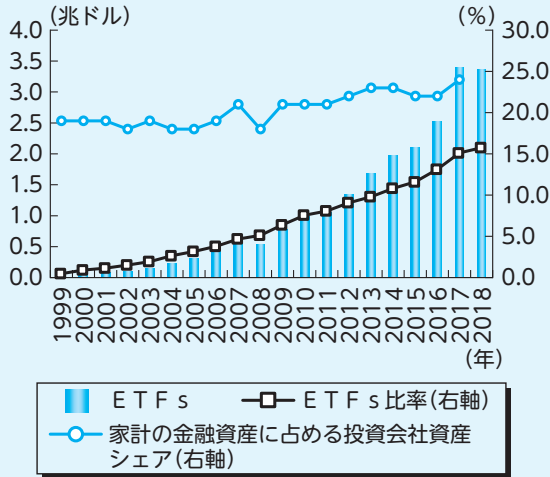


(出所) Investment Company Instituteのデータから大和総研作成

図表4 米国の規制オープンエンドファンド純資産残高(商品別)とファンド総数

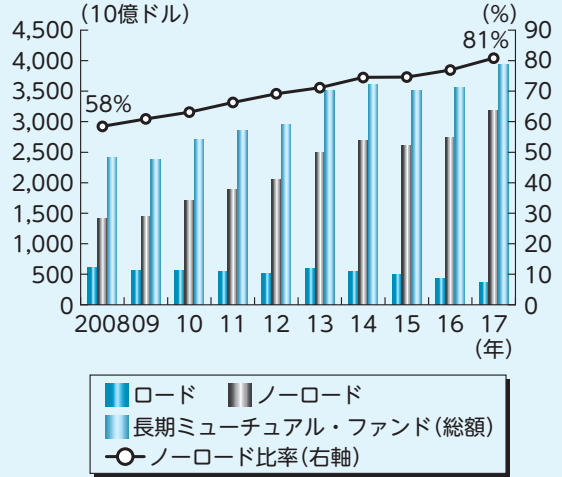


(出所) Investment Company Instituteのデータから大和総研作成

図表5 米国のETFの急激な増加  
(1999年～2017年)

(出所) Investment Company Instituteのデータから大和総研作成

図表6 米国の長期ミューチュアル・ファンドにおけるノーロード比率の上昇



(出所) Investment Company Instituteのデータから大和総研作成

料比率)が主因である。平均費用比率が低い理由は、その組成の特性である「全ての有価証券を購入(あるいはその代表的なサンプルを購入)する」というポートフォリオ・マネジメントのアプローチ自体にある。ETFの急増により投資会社全体の純資産残高は増加したものの、全体の手数料収入は低下した。

手数料の低下という観点からは、ノーロードのミューチュアル・ファンドが増えていることも業界全体が厳しい収益環境にあることを物語っている。2008年に長期のミューチュアル・ファンドのノーロード比率は58%であったが、17年には81%まで上昇した(図表6)。

## 2) コスト負担の増加

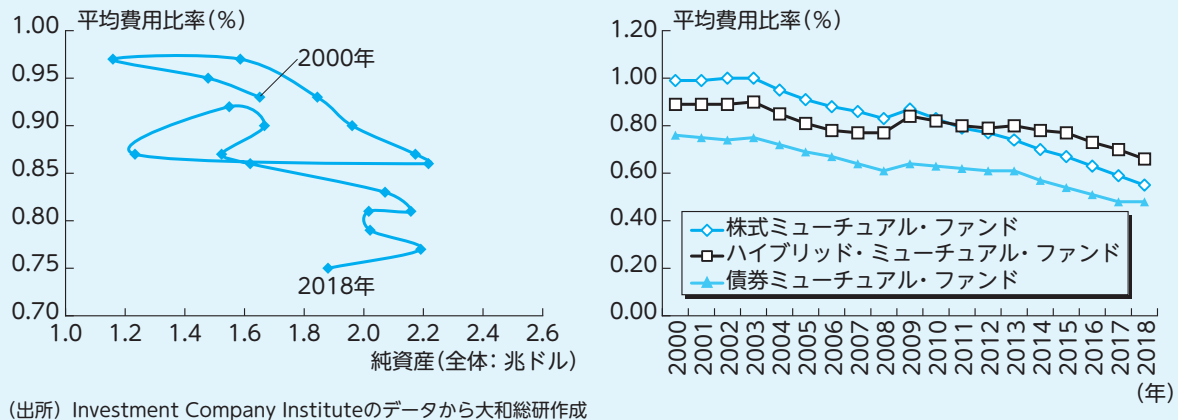
運用会社のコストの問題も無視できない。図表7左図に示すように、米国において、長期的には

純資産残高の増加ペース以上にミューチュアル・ファンドに関連する費用<sup>4</sup>を削減している傾向が見られる。長期のミューチュアル・ファンドの平均費用比率は、1996年から2018年の期間において大幅に低下してきた。資産クラス別では(図表7右図)、2000年の株式ミューチュアル・ファンドの平均費用比率は0.99%であったが18年には0.55%に低下した。ハイブリッド・ミューチュアル・ファンドでは同0.89%から同0.66%へ、債券ミューチュアル・ファンドでは同0.76%から同0.48%へと低下した。

参考までに、アクティブ・マネージド・エクイティ(ボンド)・ミューチュアル・ファンドでは2000年の1.06%(0.77%)から18年には0.76%(0.55%)に低下した。インデックス・エクイティ(ボンド)・ミューチュアル・ファンドでは2000年の0.27%(0.21%)から同0.08%(0.07%)

4) ここでいう費用は、米国におけるミューチュアル・ファンドの投資家が支払う2種類の主要な費用と手数料の合計。前者は、投資家が間接的に負担する費用で、ポートフォリオ・マネジメント、ファンド管理、日々ベースの価格算出、コールセンター、ウェブ維持管理、販売会社への手数料(12b-1 fees と呼ばれる手数料)、その他コストが含まれる。これらの費用を含む費用をベースにファンド平均費用は計算され、その比率は純資産のパーセンテージ(単純平均ではなく資産の加重平均)で算出される。後者は、ファンド購入時に直接払う費用(フロント・エンド手数料)である(米国投資信託協会)。

図表7 米国の投資会社の純資産と平均費用比率(左図)、資産クラス別平均費用比率(右図)



へと低下した<sup>5)</sup>。より低コストのミューチュアル・ファンドへの投資家の関心が、上記の低下傾向を後押ししているため、AM会社は資産規模を増加させ、規模の経済を追い求めていると言えよう。

規模の経済に加えて、競争環境が激化することで、ETFについても費用比率への低下圧力が増している。2018年のインデックス・エクイティ・ETFの平均費用比率は0.49%と08年の0.59%のピークから低下した。インデックス・ボンド・ETFでは2014年のピークの0.35%から18年には0.28%に低下した<sup>6)</sup>。

### 3) 規制強化

米英の政治家と規制当局がAM業界に対して規制強化の方向になぜ動いたか、その動機を把握する必要がある。

そこには、先述したように、既存の規制で守るべき運用会社の機能が低下してきたことが挙げられよう。特に、運用会社の「情報生産機能」と「市場効率性を担保する機能」(取引執行機能・注文管理機能)が著しく低下していることがあると

考えられる。「情報生産機能」の低下は、デジタルライゼーションの進展による運用会社の顧客(アセットオーナー、機関投資家・リテール投資家)と運用会社の情報の非対称性の低下によってもたらされている。「市場効率性を担保する機能」の低下は、取引執行・注文機能のテクノロジーの導入による省力化・自動化の大幅な進展が、その要因として挙げられる。

## 3章 AM業界の製販分離

AM業界のサプライチェーンにおける製販分離という構造的な変化は急に表面化したわけではない。米国の過去の投信会社と証券会社のビジネスモデルの変遷を振り返り、製販分離の経緯を見ていくこととする。

### 1. 株式売買手数料の自由化に伴う販売形態の多様化による製販分離の進展<sup>7)</sup>

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

5) Investment Company Institute, “2019 Investment Company Fact Book”, p.123

6) Investment Company Institute, “2019 Investment Company Fact Book”, p.125

7) チャールズ・シュワブのウェブサイト (<https://www.aboutschwab.com/history>) 参照。

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、75年の株式売買手数料の自由化前まで続いた。その後、75年の米国証券取引委員会（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との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<sup>8</sup>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<sup>9</sup>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95年の期間に、401kの資産残高が約4,000億ドルから約9,000億ドルに倍増したことがある（米国労務省の統計<sup>10</sup>）。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いえよう。

2000年にはドットコム・バブルがはじけ、オンライン証券の地位が低下した。このためオンライン証券は、取引ごとのコミッションをベースとしたオンライン株式取引から顧客資産額に応じたフィーベースの手数料体系を採用する対面チャンネルに戻す方向に転換し、フルサービスの総合証券を目指した。一方、独立系アドバイザー（IBDとRIA<sup>11</sup>）が急激な資産拡大を牽引してい

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。

10) Form 5500 filings with the U.S. Department of Labor.

11) IBDはIndependent Broker/Dealerの略であり、いわゆる契約社員が営業を担当する独立系証券会社を指す。RIAはRegistered Investment Advisorの略で個人向け投資顧問業者を指す。



た。例えば、チャールズ・シュワブの資産拡大も独立系アドバイザーであるシュワブ・インスティテューショナルの寄与が大きかったと指摘されている。

ここまでは株式売買手数料の自由化をトリガーとした製販分離である。その後はより顧客本位の営業体制が求められるようなFDが強化されることとなる。

## 2. FD等の強化の動きと製販分離

米国において2000年代から対象範囲を拡大した規則の導入によるFDの強化は、たびたび議論の俎上に載せられていたものの、なかなか施行には至っていない。直近でも17年11月29日、米国労働省は、17年6月9日から段階的施行が開始されていたフィデューシャリー規則(Fiduciary Rule)の完全施行日を当初予定の18年1月1日から19年7月1日に延期していた。しかし、現時点(19年9月時点)でも、完全施行はなされていない。この規則は401kなどの確定拠出年金やIRAも含まれる退職制度貯蓄にFDを適用することを目的としているため、販売業者への影響は大きい。

一方、SECは、トランプ政権の下で労働省の規則とは異なるSEC独自のフィデューシャリー基準(投資アドバイザーとブローカー・ディーラーに適用される統一フィデューシャリー基準)の策定を進めている。2019年6月5日、SECは、証券会社(ブローカー・ディーラー、以下、BD)と投資アドバイザー(投資顧問会社)の行為基準

を強化、明確化することなどを内容とする新規規則や解釈指針を採択し、公表した。個人投資家が金融商品にアクセスすることや金融商品を選択できるようにすることを確保しつつ、投資家保護を強化することが目的とされている<sup>12)</sup>。

施行には至っていないものの、このような米国でのFDの強化の動きは、販売会社と運用会社の製販分離の進展に寄与していると考えられる。FDによって受託者(以下、運用会社)として委託者(以下、顧客)のニーズに即して適切に運用する義務が強化されると、運用会社が職務の執行に関して受ける報酬等の適正性が問題となる。顧客から直接的に受ける報酬よりも、特に取引に関連して販売会社から間接的に受ける利益や報酬などが問題となる。つまり、運用会社が販売会社に支払う報酬の水準を明示すると同時に、その説明責任の必要性が高まり、製販分離が進展すると考えられる。

英国では、リテールAM業界の販売チャンネルの主流を占めていたIFA(独立運用アドバイザー)が投資信託会社や保険会社等の商品提供者から販売リベートを受け取ることを禁止した条項を含むリテール金融商品販売制度改革(Retail Distribution Review: RDR)(2012年導入)が製販分離を本格化させた。この背景には、2000年から大手金融機関のAM業界への参入やネットを通じたダイレクト販売の拡大による競争激化に伴う手数料収入の低下があった。このような収入の低下はIFA自身による規制コンプライアンスや業務インフラの維持を難しくさせた。こ

12) BDに対する新規制である「最善の利益規則」(Regulation Best Interest)は、証券取引や証券に関わる投資戦略の推奨をするBDに対して、顧客の最善の利益のために行動することを義務付けるものであり、現状BDに適用されている適合性原則が強化されたものといわれている。ただし、投資アドバイザーに課されている、いわゆるフィデューシャリー・デューティーが課されるわけではない。

のためファンドスーパーの運営者などが母体である、いわゆる“プラットフォーム事業者<sup>13)</sup>”に委託した。RDR導入の最大の影響は、金融商品の供給者とIFAの系列関係を崩したことである。この結果、顧客本位の営業体制が生まれたと考えられよう。

加えてAM業界においてFDによる製販分離が浸透すれば、技術革新が進む中、運用会社が既存の特定のアーキテクチャー（既存の標準基盤）に依存することから解放されるオープン・アーキテクチャー化が進展する可能性が高い。このオープン・アーキテクチャー化では、最初の段階において、これまでの複雑なシステムを機能に分解（アンバンドル）して比較的単純な構成要素（モジュール）で組み直す（パッケージ化する）ことで、モジュール化が進むこととなる。次に、新たにパッケージ化された機能を活用して既存の業務レベルに適用可能となれば、例えば、業務機能、業務プロセス、ITシステム独立の要素を結合するという“疎結合化”、インターフェースと手順の新たな標準モデル（＝アーキテクチャー化）が普及すると考えられる。その標準化されたものをオープンにして、水平展開すれば、例えば分業などの有効性が担保されると想定される。

日本ではFDの影響として製販分離だけでなくサプライチェーン全体への影響も想定される。FDの概念を初めて取り入れた金融庁「平成26事務年度金融モニタリング基本方針（監督・検査基本方針）」（2014年9月）では、「家計や年金、機関投資家が運用する多額の資産が、それぞれの資金の性格や資産保有者のニーズに即して適切に運用されることが重要である。このため、商品開発、

販売、運用、資産管理それぞれに携わる金融機関がその役割・責任（フィデューシャリー・デューティ）を実際に果たすことが求められる」とし、サプライチェーンを構成する金融機関の役割・責任の見直しが重要と考えられている。

## 4章 日本のAM業界の統合の方向性

### 1. 資産形成層の意識の変化とマーケットの状況

米国では、ベビーブーマーが引退後の生活を考えて資産形成に取り組み始めた時期と、株式市場が活況を呈して401kが導入された時期が重なり、「貯蓄から資産形成へ」の進展が見られた。一方、日本では、団塊の世代が資産形成に取り組み始めた時期に米国の401kのような制度の導入が不十分であったと言えよう。このため、団塊の世代の資産形成において、「貯蓄から資産形成へ」の流れが本格化する機会を逸したと捉えてもいいのかもしれない。図表8で見られるように、規制オープンエンドファンドの純資産と株式市場の時価総額の対GDP比率で市場規模を比較した場合、日本は、米国、オーストラリア、オランダ、カナダ、スイス、英国、フランス等の国々に比べて明らかに小さい。

### 2. 日本の統合は規模追求型が中心

AM業界の構造変化の要因を整理すると、1) リーマン・ショック後のインデックス運用の隆盛、2) 米国のFD強化の動き（英国ではRDR）、3) 各種手数料（購入時手数料（＝販売手数料）、販

13) 同事業者は、金融機関の免許を保有。IFAに代わって口座開設、金融商品の取引仲介、決済やポートフォリオ管理などを担当する。IFAは顧客から受け取る資産管理手数料の一部を、資産残高に応じてプラットフォームに支払う。

売管理費用（＝信託報酬）などの低下圧力、4）ETFの導入による商品のシンプル化、5）販売会社である証券会社、銀行等と投信会社との製販一体型ビジネスモデルからの脱却——などがあると考えられる。

日本では、上記2）のFDの強化の動きはあるものの、5）の製販一体型のビジネスモデルの変化がどこまで進むのかがAM業界の構造変化をさらに進展させる鍵となろう。ただし、日本においても、米国のチャールズ・シュワブ等のオンライン証券の台頭のように、近年ネット証券が本格的に勢力を拡大してきており、製販一体型のビジネスモデルが崩れる芽が出てきているとも言えよう。

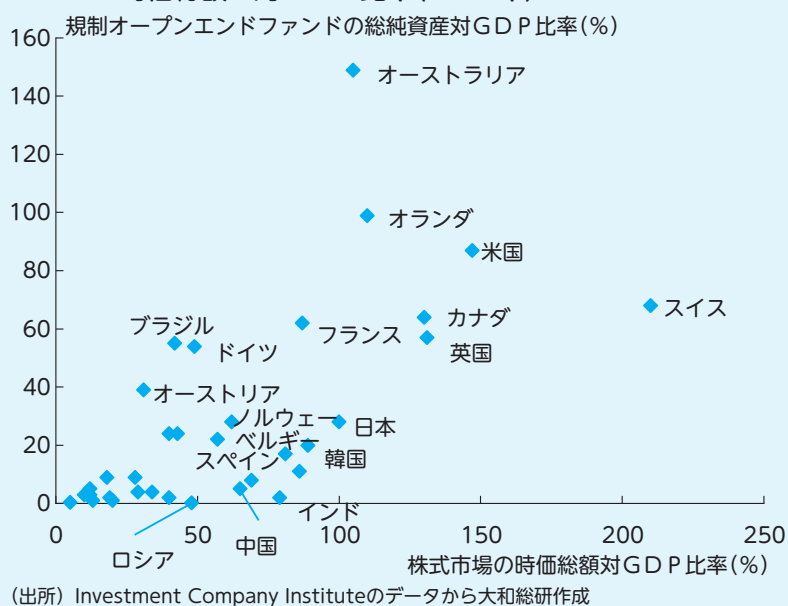
日本では、現状においてAM業界のアンバンドルが米英ほど進展していないため、投信会社間の規模追求型の統合が主流となっていると考えられる。米国では、例えば、規模追求型の戦略を取る会社でもスケールを追い求めることに長けている会社と、市場での資産運用に優れている会社に分

類される。前者はブラックロック等の独立型の運用会社が、後者はゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント等の投資銀行系の運用会社が存在感を示している。今後日本でも、米国のように独立型で製販分離が進んだ大規模な運用会社が登場するのか、関心が高まっていると考えられる。

ただし、米国と日本では投資信託の市場規模が異なる。このことから、上記の国々と比較して、AM業界の手数料の低下圧力が比較的小さく、統合が進んでいない可能性がある。日本のAM業界の規模の追求の動きは、これから本格化する可能性がある。米英で見られるようなM&Aの多様化は、規模の拡大が一段落してからではないだろうか。その上で、付加価値の低いサプライチェーンの要素をアウトソースする動きが出てくることで、M&Aの多様化が見られることとなろう。

このような運用業界のサプライチェーンのアンバンドル化は、今後、他の金融業態にも広がっていく可能性が高いのではないかと。

図表8 規制オープンエンドファンドの総純資産と株式市場の時価総額の対GDP比率(2017年)



## 【参考文献】

- ・大和総研【編著】(2018)『FinTechと金融の未来 10年後に価値のある金融ビジネスとは何か?』日経BP社
- ・Investment Company Institute, “2019 Investment Company Fact Book”
- ・“ASSET MANAGEMENT IN THE UK 2017-2018”, The Investment Association Annual Survey, September 2018
- ・チャールズ・シュワブのウェブサイト (<https://www.aboutschwab.com/history>)
- ・鳥毛拓馬「SECのブローカー・ディーラー規制の強化」2019年7月2日、大和総研レポート
- ・鳥毛拓馬「米国、フィデューシャリー規則の動向」2018年1月26日、大和総研レポート
- ・“Investment Platforms Market Study Terms of Reference”, July 2017, Financial Conduct Authority

## [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

坂口 純也（さかぐち じゅんや）



金融調査部  
 研究員  
 担当は、金融資本市場