

## 従来型資産運用ビジネスの終焉 第1回

## ブローカレッジ利潤消失は「対岸の火事」か

オンライン証券会社による株式売買委託手数料の無料化など、従来の証券会社事業モデルが大きな転換を迫られていることに注目が集まっている。一方、その陰で目立たないものの、資産運用会社をこれまで支えてきた事業モデルも静かに終焉を迎えつつある。全4回にわたる本連載では、個人向け資産運用ビジネスが今後どのように変革を迎え、資産運用会社が生き残る可能性がどこに残されているのかを考察する。初回となる今回は、従来の資産運用ビジネスが終焉を迎えつつある背景について、先行する米国の状況も踏まえながら、整理する。

米国発のブローカレッジ  
事業利潤の消失

米国では、2019年10月にリテール金融サービス会社大手のチャールズ・シュワブが株式売買委託手数料等を撤廃したことを受け、他のオンライン証券会社もその動きに追随し、取引手数料無料化の動きが広がっている。また、日本においても、米国の動きを追いかけるように、SBI証券や楽天証券、auカブコム証券等、主要オンライン証券が各種取引手数料の無料化を相次いで決定し、証券業界に衝撃が走っている。

株式売買委託手数料が自由化され、人手を介さずに効率的に売買注文を取り次ぐオンライン証券会社が登場した時から、このように取引等手数料がゼロにまで低下する状況は予想されていた。とはいえ、米国と日本において、ほんの数か月という短い間に、証券会社にとって大きな収益源だったブローカレッジ事業の利潤消失が現実のものになったということには驚きを禁じ得ない。

ただ、このような証券業界にとっての新しい扉を開いたチャールズ・シュワブの収益構造を分析すると、今回の果敢な打ち手は、短期的な口座獲得やシェア拡大を狙うといった単純な営業戦略等

では決してなく、過去数十年にわたって周到に準備されたロードマップの仕上げという位置付けであることがわかる。

1970年代以降にディスカウントブローカーとして存在感を大きくしたチャールズ・シュワブは、オンライン証券会社最大手と称されることが多いが、実際にはその収益に占める証券ブローカレッジ手数料の割合は7%程度に過ぎない。この他に、銀行子会社の金利収入やRIA（独立系投資アドバイザー）向けカスタディ事業からの収入が大半を占める収益構造にある。

つまり、株式売買委託手数料を撤廃したとしても、その収益全体に与える影響は軽微であり、その状況に至ったからこそ、満を持して、その事業利潤を放棄する大きな決断に踏み切れたのである。

ブローカレッジ事業に依存する  
証券会社の苦境

一方、外形的には米国証券業界の無料化の動きに追随した格好の日本のオンライン証券業界ではあるが、その決定を正当化できるほどに同じように収益分散が出来ているか、ブローカレッジ事業に取って代わる新しい事業基盤を構築できているかということ、正直なところ疑問を感じざるを得ない。

手数料無料化に踏み切った証券会社の収益構造を見ると、その収益の大半はまだブローカレッジ手数料に依存しており、ブローカレッジ事業からの収益が期待できなくても問題ないと言い切れる収益構造を構築できているところは多くないというのが実情である。

新たな打ち手として「アセットマネジメント事業モデルへの転換」を掲げる証券会社もあるが、長年にわたって事業モデル転換を行ってきた末に無料化を決めたチャールズ・シュワブと比較す

ると、手数料をゼロにした後で事業モデルの転換を目指すという宣言は、どうもあべこべな印象を受ける。

また、この宣言が転換の先に位置づけるアセットマネジメント事業モデルについても、それが仮に従来型事業モデルであるとする、残念ながらそこに十分な事業利潤を期待することはもはや困難になりつつある。証券業界のブローカレッジ事業利潤の消失に対して、「対岸の火事」のような感覚で眺めているように見受けられる資産運用業界であるが、実際のところは自分たちが依存するアセットマネジメント事業利潤も今まさに消失の間際にある。

## アセットマネジメント 事業利潤も消失の流れ

アセットマネジメント事業領域における利潤は、代表的な商品ビークルである投資信託の運用報酬に見られるように、従来から世界的にその水準は低下する傾向にあった。そして2018年に米国において、20年3月には日本においても、ついに運用報酬がゼロの商品が登場するに至り、この領域も利潤消失の危機が顕在化し始めている。

実は、ブローカレッジ事業が手数料自由化とオンライン証券会社の登場で利潤消失を運命づけられていたように、アセットマネジメント事業も当初から、今日の利潤消失はある程度は定められていたと言える。

アセットマネジメント事業領域で金融機関が提供するものは、主に金融資産ポートフォリオマネジメント等の投資運用付加価値である。その本質は、①株や債券等の金融原資産の売買・保有、②資産クラスや銘柄アロケーション等の投資運用判断、③管理事務——の3つに大きく分解することができる。金融市場・技術の発達によって①と③に伴うコストが大きく低下し、②についても情報技術の発達を受けて情報取得コストがほぼゼロとなった。つまり、理論的にはこれら三つを統合した金融資産ポートフォリオマネジメントの付加価値の原価は、ほぼゼロにまで低下するに至ったと整理

することが可能である。

もちろん、実際には②のアロケーション判断に至る情報コストや付加価値はゼロにまではならないものの、日本においては6000本を超える数の投信が存在し、個々のアロケーション判断の希少性が乏しくなっている。こうした状況下、新たに設定される商品が提供する②の限界効用は極めて小さくなる。また、既存商品も含めて、1本あたりの商品の提供付加価値の希少性もおのずと小さくなり、結果として、その運用報酬に対する低下圧力の発生は避けられない。

つまり、金融・情報技術が非常に発達した現代において、アセットマネジメント事業領域における利潤は、その付加価値を「モノ」として提供する以上、運命的にゼロに近づかざるを得ないのである。

## 投資運用付加価値以外に 利潤源を確保する米国

このような運命的な利潤消失の流れに対し、投資運用に関わる付加価値以外に利潤の源泉を見出し、確保しているのが米国の資産運用業界である。

例えば、世界最大の資産運用会社であるブラックロック・グループは、その代表的運用商品であるiSharesシリーズのETFをはじめとして、運用報酬引き下げの圧力を他のどの資産運用会社以上に受けているはずである。しかし同社は、リスク管理等の資産運用関連業務の統合的サポートシステムプラットフォーム「Aladdin (アラディン)」等のソフトウェアソリューションを世界中の機関投資家等に提供することで、そこからの収入を年々増加させている。

また、18年8月にフィデリティ・インベストメンツが新規設定を発表したゼロ運用報酬の投信についても、戦略的に他の収益源を確保し、そこに誘導することを狙ったものとされる。フィデリティは資産運用会社という顔だけではなく、ディスクアウントブローカーの顔も持っており、その証券口座での預かり残高を増大させることで、仮にその顧客資金が同社の投信に向かわなくても、他社

の投信からの棚貸し料収入や、資産運用アドバイス収入等の他の収益源の増強が期待できるのである。

なお、フィデリティ・インベストメンツは、ゼロ運用報酬の投信を新規設定するに際して、そこで用いるベンチマーク指数をグループ会社で内製化し、外部の指数提供会社の標準指数を用いるよりコストを抑える仕組みを講じており、他の収益源の確保に加えて、利幅の最大化に向けた努力も怠っていないことも特筆に値するだろう。

このように、米国資産運用会社は、投資運用付加価値の提供以外の収益源を確保する手段を多様に保持しており、そのうえで運用報酬の引き下げ競争を戦っている。

## 戦略不在のチキンレースが速めるカウントダウン

一方、投資運用付加価値の「コモディティ化」の流れの中、同じように運用報酬の低下圧力に晒されている日本の資産運用業界においては、外形的には似通っているものの、その内実は全く異なる展開が観察される。

日本の資産運用会社は、自社や子会社で「Aladdin」のようなソフトウェアソリューションを外部提供する事業を有していたり、金融商品販売プラットフォームを運営していたりということはない。その収入のほとんど全ては、投資運用付加価値提供の対価である運用報酬に依存している状況にある。

一部の資産運用会社が投信商品の直接販売事業も行なっているが、それはあくまで自社商品の販売のみであり、そこで販売手数料や他社商品販売に伴う代行手数料を収受する事業モデルとはなっていない。また、投信の直接販売を行なっている資産運用会社の多くは、その事業の収益化に苦心しており、収益分散の新たな柱として確立するに至っていないように思われる。

コストの抑制を通じた利潤の確保についても、フィデリティ・インベストメンツで講じられたようなベンチマーク指数算出の内製化等は日本の資

産運用会社では一般的ではなく、収益源の分散のみならず、利幅の最大化という点でも、実際の打ち手は限定的であるというのが実情である。

このように、米国とは異なり、運用報酬収入依存度が高いというより困難な状況にも関わらず、一部の資産運用会社が主導する運用報酬率引き下げ競争は、さながら「チキンレース」と化していると思われる。

上述した通り、流通する投信の種類や数が飽和している現状、運用報酬率の低下圧力の発生は避けられないものの、自ら無戦略に報酬を切り下げる行動とそのことは全く別の意味合いを持つ。他に利潤の源泉を確保しないままに、報酬率引き下げのみを武器に運用残高の増加やシェア拡大を目指すと謳っても、チキンレースから脱け出す戦略としての説得力があるようには思えない。

資産運用業界全体への影響を考えた場合、アセットマネジメント事業収入の多くは運用報酬が厚いアクティブ投信からのものであり、投信の運用報酬切り下げや無料化の動きそのものの影響は、確かに足もともしくは当面の間は限定的に留まるのも事実だろう。

ただ、戦略なきチキンレースが資産運用業界のアセットマネジメント事業を着実に侵食しており、残された事業利潤が消失するまでのカウントダウンを速めていることは間違いないように思われる。

(日本資産運用基盤グループ

代表取締役社長 大原 啓一)