

資産運用業と融合する 米国のリテール証券業

証券会社経営の未来(3)



一橋大学大学院 経営管理研究科 特任教授 **藤田 勉**

■ 1. 世界の資産運用業の3つの潮流

世界的な長期株高が続き、結果として、投資信託の販売、運用を中心にリテール証券業と資産運用業は成長を続けている。フィンテ

〈目次〉

1. 世界の資産運用業の3つの潮流
2. 米国の独立系資産運用会社の成長
3. パッシブ運用会社の巨大化
4. 運用会社から証券会社への付加価値の移行
5. 総合資産運用サービス会社に進化しつつあるフィデリティ
6. プライベート・エクイティ・ファンドの成長
7. 資産運用業改革で実現する「貯蓄から投資へ」

ック時代には、両者の関連が一段と深まりながら、大きな構造変化が生じている。そこで、以下、世界の証券会社と資産運用会社の経営を分析し、日本の資産運用業に対する示唆を得る。

現在、世界の資産運用業には、以下のような3つの大きな潮流があると考えられる。

第一に、インデックス・ファンドや上場投資信託（ETF）に強い米国の独立系資産運用会社が巨大化している。パッシブ化が着実に進んでおり、世界的に、有力なアクティブ運用会社が消滅しつつある。米国では独立系運用会社が成長しているが、欧州では、独立系運用会社の多くが大手金融機関によって買収されている。

第二に、米国では、証券会社と資産運用会社の境界が薄れつつある。リテール証券会社は資産運用会社化しつつある。かつては、証券会社の収入は売買・販売手数料に依存していたが、現在では、資産運用による残高連動

(図表1) 世界の運用会社の資産上位10 (2019年末)

(兆円)		国	総資産	過去10年 増減額	上位500社 構成比
1	ブラックロック	米国	743	449	7.1%
2	バンガード・グループ	米国	615	511	5.9%
3	ステート・ストリート・グローバル	米国	312	133	3.0%
4	フィデリティ・インベストメンツ	米国	304	148	2.9%
5	アリアンツ	ドイツ	254	—	2.4%
6	JPモルガン・チェース	米国	236	122	2.3%
7	キャピタル・グループ	米国	206	97	2.0%
8	バンク・オブ・ニューヨーク・メロン	米国	191	108	1.8%
9	ゴールドマン・サックス	米国	186	117	1.8%
10	アムンディ	フランス	162	—	1.5%

(注) 1ドル110円で換算。

(出所) Pensions & Investments, Willis Towers Watson

報酬が中心になっている。一方で、資産運用会社が証券業に進出する例もある。フィデリティは、かつて世界最大の資産運用会社であったが、投信の直販を軸に証券業務に進出した。現在では、世界最大の個人向け総合資産運用サービス会社に変身した。

第三に、パイアウト・ファンドを中心とするプライベート・エクイティ・ファンド（以下、PEファンド）が成長している。世界的な低金利長期化の影響を受けて、年金基金やソブリン・ウェルス・ファンド（政府系ファンド）からの投資が増加している。

以下、これを個々に分析し、日本の資産運用業界や証券会社に経営に対する示唆を得る。

2. 米国の独立系資産運用会社の成長

第一の論点は、米国の資産運用会社の成長力が高く、日本や欧州の資産運用会社のそれは相対的に低いということである。世界の運用会社資産上位500社が運用する資産は合計1.2京円である（1ドル110円換算、2019年末時点）。そのうち、北米の運用会社の資産は6,900兆円と、世界の60%を占める。欧州は29%、日本は5%である。

世界の資産運用会社の上位4社（ブラックロック、バンガード、ステート・ストリート、フィデリティ）は、①米国企業、②パッシブ運用に強い、③独立系、という共通点を持つ。資産額5位のアリアンツはドイツ企業であるが、資産の大半は、買収した米国の債券運用

会社ピムコの資産であるので、実質的には米国企業とも言える。よって、大手運用会社のほとんどは米国系である。

信託・証券保管業務に強い銀行系の資産が大きいのも米国の特徴である。ステート・ストリート、バンク・オブ・ニューヨーク・メロン、ノーザン・トラストがこれに該当する。

一方で、欧州の運用会社は相対的に地位が低下している。かつて、欧州では、英国のマーキュリー、シュローダーズ、ヘンダーソン、マレージョンストン、オランダのロベコなど、名門投資顧問会社が多く存在した。しかし、現在では、フランスの銀行クレディ・アグリコル・グループ傘下のアムンディのように、多くが大手金融機関の傘下にある。独立系ではシュローダーズが最大であるが、資産額は70兆円台と、世界最大であるブラックロックの10分の1にも満たない。

米国の投信約2,600兆円(ETF除く)のうち、家計部門が89%を保有している(出所:ICI、2020年末)。米国では、運用コストの高いアクティブ運用の資産が流出する一方、コストの低いパッシブ運用に資金が流入している。2011年から2020年にかけて、国内のパッシブ型株式投信とETFに210兆円(新規投資・配当の再投資含む)が流入し、国内のアクティブ型株式投信からは同額の資金流出が起こった(注1)。

世界のETF資産は、2005年の47兆円から2021年4月の985兆円まで急成長している(出所:ETFGI)。情報通信の発達とコストの低

下により、ETFが多様化し、かつ組成コストが低下している。

米国でパッシブ化が進んでいる要素は多いが、年金制度の影響が大きいと考えられる。年金制度には、年金給付が確定している確定給付型年金制度(DB)と、自らの運用の結果によって年金給付が変動する確定拠出型年金制度(DC)がある。米国の公的年金制度(OASDI)は、被用者・自営業者を対象にした1階建ての所得比例年金(社会保険方式)である。2階部分の制度として、401(k)プラン、個人退職勘定(IRA)、キーオ・プランなどのDC、DB、州・地方政府、連邦政府職員向け退職金制度がある。

退職年金資産は、米国家計金融資産の33%に相当する(2020年末)。米国の退職年金資産3,830兆円のうち、DCプラン(IRA含む)は2,400兆円と全体の63%を占め、DBプランは780兆円(21%)である(2020年末時点、出所:ICI)。DCの主たる投資対象は、毎月の積立型のインデックス・ファンドである。ちなみに、日本の企業年金の資産は、124.5兆円のうち、DB型が110.0兆円であり、DC型は14.9兆円にすぎない(2020年末時点、出所:日銀資金循環統計)。

■ 3. パッシブ運用会社の巨大化

世界の運用会社のうち、上位2社のブラックロック、バンガードの資産残高、そして過去の資産増加額は他を圧倒する。ブラックロ

(図表 2) 世界の運用会社の過去 5 年資産増加額上位10 (2019年末)

(兆円)		国	総資産	過去 5 年 増減額
1	バンガード・グループ	米国	677	330
2	ブラックロック	米国	817	306
3	フィデリティ・インベストメンツ	米国	335	118
4	ゴールドマン・サックス	米国	204	75
5	ステート・ストリート・グローバル	米国	343	74
6	キャピタル・グループ	米国	226	73
7	JPモルガン・チェース	米国	260	68
8	アムンディ	フランス	178	62
9	リーガル&ジェネラル	英国	173	54
10	Tロウ・プライス・グループ	米国	133	51

(注) 1ドル110円で換算。

(出所) Pensions & Investments, Willis Towers Watson

ックはETF、バンガードは公募型投信のインデックス・ファンドに強いという特徴がある。

ブラックロックは、運用資産が990兆円(2021年3月末)と世界最大である。1988年創業時は、モーゲージなど債券中心の運用会社であった。2006年にメリルリンチ・インベストメント・マネジャーズ、2009年にパークレイズ・グローバル・インベスターズ(BGI)を買収し、株式運用を強化した。

最大の成長商品であるETFにおいて、ブラックロックが世界全体で33%(2020年末)と、圧倒的な市場シェアを持つ。BGIのETF資産額は当時世界最大だったが、ブラックロック傘下でさらに成長し、ETFの運用資産は309兆円(2021年3月末)に拡大した。

バンガード・グループは、運用資産額こそ2位だが、過去5年間でも10年間でも増加額

はブラックロックを凌ぐ。1976年に、バンガード(1975年設立)は世界で初めて個人投資家にインデックス・ファンドを発売した。バンガードの会社構造は、相互所有形態である(注2)。ファンドがバンガードを所有し、そのファンドを投資家が所有している。そのため、バンガードのファンドの3,000万人の投資家は間接的にバンガードの株主となる。

バンガードは、2021年1月時点で、790兆円、440本の投資信託とETF、232本の海外ファンド、経費率0.09%(2020年の資産加重平均)である。米国の公募投信資産額(クラス資産別)の上位10本中9本はバンガードが運用するインデックス・ファンドである。ETFの米国シェアは、ブラックロックに次いで28%のシェアである。

■ 4. 運用会社から証券会社への付加価値の移行

第二の論点は、米国では、証券会社と資産運用会社の領域がオーバーラップしつつあることである。現在、リテール証券会社の収入の中心が、売買手数料から、残高連動報酬に転換している（詳細は第2回参照）。

リテール証券会社では、マネージド・アカウント（MA、証券会社による一任運用）などを通じたサービスが伸びており、資産残高は860兆円（2020年9月末）である（出所：Cerulli Associates）。MAは、顧客と投資一任契約を締結し、ポートフォリオ策定などを行うものである。現在、証券会社のフィナンシャル・アドバイザー（FA）の多くは、投資顧問業者として顧客資産を一任運用する。資産残高に対して、年1%前後の報酬を得る。

また、証券売買などについて、特定の証券会社と契約する独立フィナンシャル・アドバイザー（IFA）が大きく成長している。資産運用助言業務を行う登録投資助言者（RIA、法人が多い）が成長しており、RIAなどに所属するIFAが増加している。チャールズ・シュワブ、フィデリティ、LPLファイナンシャル・ホールディングスは、IFA向けプラットフォーム事業の大手である。

投信は、主に、株式や債券などの個別資産で運用される。しかし、金融資産全体の投資収益率に対して、影響が大きいのは資産配分

比率である。こうして、MAが普及するにつれ、資産運用における主たる付加価値は、個別の投信から、MAを運用するFA（レップ・アズ・ポートフォリオ・マネージャー）に移行している。

FAは、コンサルティングを通じて、顧客のニーズを把握し、資産配分比率を中心に、顧客の最適ポートフォリオを設計する。個別資産のコストが高いと、顧客の投資収益率がその分悪化する。結果として、高コストのアクティブ投信から資金が流出し、ETFが成長している。

■ 5. 総合資産運用サービス会社に進化しつつあるフィデリティ

フィデリティは、かつて、世界最大の資産運用会社であったが、現在では、世界最大のリテール証券会社となった。フィデリティ・インベストメンツは、1946年に、エドワード・C・ジョンソン2世が創設した。1977年に、息子のエドワード・C・ジョンソン3世が会長兼CEO、2014年に、娘のアビー・ジョンソンが社長兼CEOに就任した。フィデリティ（親会社のFMR LLC）の議決権の49%をジョンソン一族が保有し、残りの51%は従業員が保有している。

投信のアクティブ運用で豊富な実績を持つフィデリティは、401kなどの確定拠出型年金制度は投信の直接販売を開始し、それを足掛かりに証券業に本格進出した。非上場なが

ら、2020年度の営業利益は7,900億円と、チャールズ・シュワブの4,730億円（税引前利益）を上回る。

管理資産（assets under administration、AUA）は1,100兆円、運用資産は430兆円（3.9兆ドル）である（2021年3月末）。AUAには、401（k）プランの運営管理、RIA用のプラットフォームなど資産管理サービスの対象資産を含む。証券口座数は3,640万口座と、チャールズ・シュワブ（3,190万口座）を上回る。

現在、フィデリティが力を入れているのがインデックス・ファンドである。報酬率を引き下げ、バンガードの強力な競争相手となっている。フィデリティ500インデックス・ファンドの過去5年間の資産増加額は、シェアクラス別では最大である。

2018年に設定されたフィデリティ・ゼロは、ノーロードで、経費率0%のインデックス・ファンドである。ファンドの本数は、4本あり、純資産額は2.0兆円である（2021年5月末時点）。フィデリティ・フレックスも同様にノーロードで、経費率0%である。ロボアドバイザーなど特定フィー・ベースの口座もしくはアドバイザー・プログラム専用ファンドである（35本、純資産額6,350億円）。

6. プライベート・エクイティ・ファンドの成長

第三の論点は、非上場株式投資が成長していることである。PEファンド、不動産、ヘ

ッジファンド、アクティビストファンドなどは代替投資ともいわれる。これらの運用報酬は、残高に対して年2～2.5%と高く、かつこれに成功報酬（20%前後）が加わる。

米国では、利幅は低いが巨額の資産が集まるパッシブ運用と、資産額は相対的に小さいが利幅が大きい代替投資が成長分野である。言い換えると、アクティブとパッシブの両極に資金が集中し、中間にある特徴に乏しいアクティブ運用が淘汰されつつある。

PEファンドは、主に、バイアウト・ファンドとベンチャー・キャピタル・ファンド（VCファンド）に大別される。世界のPEファンドの運用資産が約520兆円（2020年、出所：Preqin）と史上最高を更新している。

時価総額最大の上場運用会社はブラックロックであるが、時価総額上位10社中5社がPEファンド運用会社である。バイアウト・ファンドを祖業とするブラックストーン（運用資産68兆円、2020年末）は、多角化に成功している。現在の主力事業は不動産ファンドであり、昨年のセグメント別利益では全体の46%を占めた（PEは33%）。

VCファンドも、ソフトバンク・ビジョン・ファンド（資産11兆円規模）を筆頭に、資金流入が加速している。ただし、世界的にみて、上場して成功している大型VCファンドはソフトバンクグループ以外にあまり見当たらない。

金余りを背景に、未上場企業は、株式市場に上場しなくても大型の資金調達が可能にな

(図表 3) 世界の運用会社の時価総額上位10 (PE、代替投資太字)

(兆円)		国	時価総額	過去5年 増加額	株価騰落率 (過去5年)	純利益
1	ブラックロック	米国	14,808	8,206	1.4	543
2	ブラックストーン・グループ	米国	12,236	8,850	2.5	115
3	ブルックフィールド・アセット・マネジメント	カナダ	8,628	4,813	1.0	-15
4	KKR	米国	5,343	4,139	3.1	220
5	バンク・オブ・ニューヨーク・メロン	米国	5,015	32	0.2	398
6	ティー・ロウ・プライス・グループ	米国	4,775	2,671	1.5	261
7	パートナーズ・グループ・ホールディング	スイス	4,467	3,228	2.3	94
8	EQT	スウェーデン	3,962	NA	NA	48
9	ステート・ストリート	米国	3,327	581	0.4	266
10	アメリカプライズ・ファイナンシャル	米国	3,313	1,458	1.6	169

(注) 2021年5月末時点、1ドル110円で換算。

(出所) ブルームバーグ

っている。それにより、未上場企業ながら、ユニコーンと呼ばれる大型企業が続々生まれている。ユニコーンとは、企業価値1,100億円（10億ドル）以上の未上場企業のことをいう。世界のユニコーン企業697社中、米国企業は368社、中国企業は138社である（出所：CB Insights、5月末時点）。TikTokを運営するバイトダンスは、企業価値15兆円の世界1位のユニコーンである。

最近では、日本でも、ポラリス・キャピタルや日本産業パートナーズなどバイアウト・ファンドや、グロービスキャピタルやSBIインベストメントなどのVCファンドの成功例が増えている。これらが、年金基金など長期投資家の資金の導入に成功し、資産運用業界において勢力が増大している。

7. 資産運用業改革で実現する「貯蓄から投資へ」

日本の大手資産運用会社のほとんどが、大手金融機関の系列である。このため、運用会社の多くは、親会社の営業政策などの影響を受けることがある。

たとえば、テーマ型投信が公募投信資産額上位に数多く存在するのは、世界でも日本だけである。一般に、テーマ型投信の販売手数料は購入額の3%以上、残高に対する報酬率は年1.5~2%である。10年間保有すると、手数料合計は当初購入額の20%近くになる。つまり、1億円投資すると、投資家の取り分は10年間で2,000万円近く減り、その分が金融機関の収入になる。

米国の投信クラス別純資産残高2位のフィ

デリティのファンド（フィデリティ500インデックス・ファンド）は、販売手数料ゼロ、残高報酬は2ペーシスである。10年間保有すると、手数料合計は当初購入額の0.2%となる。

フィデリティは、投信の報酬率を大きく引き下げてきたが、2020年度の営業利益は7,900億円、ブラックロックもETFの報酬率引き下げに積極的であるが、同じく6,264億円と高水準である。つまり、報酬率を引き下げても、量を拡大できれば、運用会社は成長できる。

金融庁は、運用会社のガバナンスを問題視してきた^(注3)。国内大手資産運用会社は、グループ収益の確保が顧客利益よりも優先される傾向にあったと指摘する。

しかし、金融庁の積極的な指導や業界の意識改革によって、日本の資産運用業界にも変化が見えつつある。たとえば、2017年に、三菱UFJ国際投信は、ノーロードで、かつ信託報酬を業界最低水準にするeMAXIS Slim（インデックス・ファンド）を設定した。シリーズの合計資産額は1兆円を突破し、特に、過去1年間に急成長している。

低コスト投信の積立投資に強い楽天証券の口座数は急増しており、日本の証券会社の中ではトップをうかがう勢いである。SBI証券が株式手数料の無料化を進める中で、低コスト投信の積立投資に注力する方針を堅持するという。

販売会社である証券会社とプロダクトを作

る資産運用会社は、互いに大きな影響を与える。今後も、世界的に証券市場は成長することが予想される。このため、様々な運用コストを引き下げる努力をすれば、「貯蓄から投資へ」が加速し、結果として、証券会社と資産運用会社双方の恩恵は大きいものとなるう。

(注1) ICI “ICI Factbook 2021”, May 6, 2021, p.85

(注2) モーニングスター「インデックスファンド発売40周年 世界の投資家から支持されるバンガード」(2016年8月)

(注3) 金融庁「資産運用業高度化プログ्रेसレポート2020」(2020年6月)

