

資産管理業務の収益性

—メリルリンチのケース—

須藤 時 仁

拙稿「アメリカの資産管理アプローチーメリルリンチのケース」(『証券レビュー』第四〇巻第一号)では、メリルリンチを例にとって、アメリカにおける資産管理アプローチを軸としたリターン戦略について概観した。メリルリンチの資産管理サービス体制は木目細かくかつ体系だっており、そのエッセンスをまとめると、①顧客の絞り込み、②ターゲットとする顧客のあらゆる金融ニーズを満たす商品・サービスの提供、③顧客タイプに合わせたコンサルティング・プロセスの確立ということになる。これらはいずれも、今後、

日本の証券会社が経営戦略を立てる上で決定、確立すべき重要な要素であるが、忘れてならないのはこの戦略の経営パフォーマンス、つまり、顧客からの預り資産拡大や収益性の向上に結びついていのかという点である。そこで本稿では、やはりメリルリンチの事例に基づき資産管理アプローチの経営パフォーマンスを分析し、併せて、日本における資産管理業務の状況について簡単に概観する。

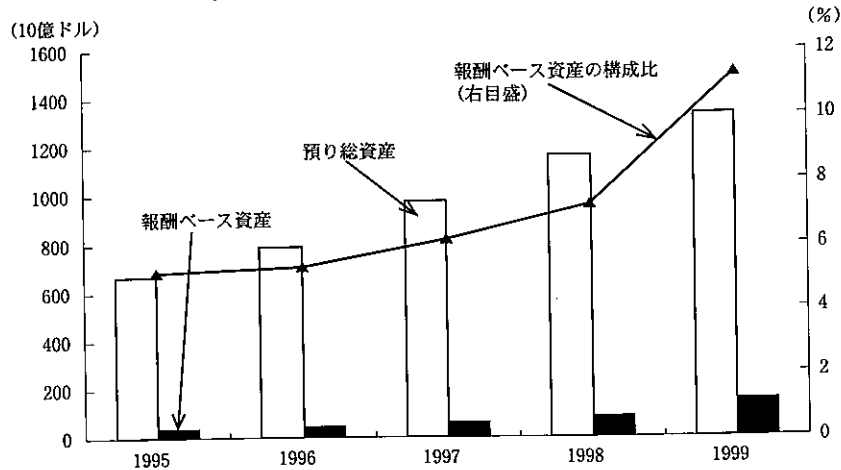
資産管理アプローチの成果

メリルリンチの充実した資産管理サービス体制は個人顧客からの預り資産拡大にきちんと結びついているようだ。業務セグメント上、アメリカ国内の個人顧客との取引はUS個人顧客グループ(US Private Client Group)と資産運用グループ(Asset Management Group)とに分けられるが、サービスに関して両グループではその提供の仕方が異なっている。つまり、US個人顧客グループの場合は顧客の個人的な運用ニーズに応える「オーダーメイド型」であるのに対して、資産運用グループは投資信託などのいわゆる「パッケージ型」の商品を法人、個人に販売するという形でサービスを提供している。

同社のUS個人顧客グループにおける預り資産

資産管理業務の収益性

図1 US個人顧客グループの預り資産



(注) 各年末の数値。

(出所) Merrill Lynch, 1999 Fact Book, 1999 Annual Report から作成。

は、九五年末から九九年末までの五年間で、六六五〇億ドルから一兆三三八〇億ドルへと約二倍に飛躍した。(図1) これは、アメリカ全体の個人金融資産に対するシェアで見ると、九五年末の二・四％から九九年末には三・一％まで高まったこととなる。ここで、特筆すべきは資産管理アプローチを体現する報酬ベースの資産(メリルリンチ・コンサルツ、アンリミテッド・アドバンテージ、メリルリンチ投資信託アドバイザー・プログラムなどで構成されている)の伸びである。これは、九五年末には三四〇億ドルだったが九九年末には一五一〇億ドルへと四・四倍に膨れ上がり、特に九八年末から九九年末にかけては約八〇％も急伸している。この九九年の急拡大は前述したアンリミテッド・アドバンテージ口座の導入(九九年七月)が大きく貢献している。この結果、US個人顧客グループの預り資産全体に占める報酬

ベース資産の割合は九五年末には五・一％だったが、九九年末には一一・三％まで高まっている。

一方、資産運用グループにおける資産残高は九九年末で五五七〇億ドルあり、九七年末の四四八〇億ドルに対して約二四％増加している。九九年末残高の内訳で見ると、アメリカ国内が三二五〇億ドル(構成比五八％)となっている。個人顧客分については、アメリカ国内に限った数字は開示されていないが、国内外合せると二九一〇億ドル(同五二％)となっている。

収益性

ここで、メリルリンチの収益性について見てみよう。まず、九五年から九九年までの平均ROEは二二・六％と非常に高い。同社は最低一五％のROEを目標としているが、これは全社レベルの

みならず、個々の事業部門に株主持分を配賦することによって事業部門単位での達成目標にもしている。また、実際のパフォーマンスをはかる基本的な目安として「経済的利益」という概念を用いている。これは、普通株主に帰属する当期純利益から持分資本コスト（同社の場合には、使用平均株主持分の約一五％）を控除したものである。

次に、収益構成に関してだが、表1は九五年以降の収益構成の推移を追ったものである。これまで同社の収益源は資産管理業務のごとく述べてきたが、資産管理/ポートフォリオ・サービス報酬の純収益全体（営業収益から金利費用を差し引いたもの）に占める割合は二〇％前後であり、むしろ手数料収入よりもウェイトは低い。ただし、アメリカの全国総合証券六社の構成比（資産管理手数料）と比較すると、メリルリンチの方が六一〇ポイントも上回っており、同社が資産管理業務

においてアメリカの中でも優位に立っていることは明らかである。

同社の九九年における資産管理/ポートフォリオ・サービス報酬の内訳を見ると、資産管理報酬（投資信託など主に「パッケージ型」商品の運用に伴う報酬）は二二六億ドル（構成比四七・六％、前年比九・一％増）、ポートフォリオ・サービス報酬（アンリミテッド・アドバンテージ口座、一任勘定口座など「オーダーメイド型」の資産運用口座・サービスからの報酬）は一四八億ドル（同三一・一％、二八・六％増）、口座報酬（CMAなどの口座管理に伴う報酬）は五〇億ドル（同二〇・五％、一〇・六％増）、その他は五一億ドル（同二〇・八％、二・七％減）となっている。ポートフォリオ・サービス報酬は、その構成比で資産管理報酬に一六ポイント以上差をつけられているものの、前年比伸び率で比較すると約

表1 メリルリンチと全国総合証券の収益構成の推移

(百万ドル、%)

年	1995	1996	1997	1998	1999
メリルリンチ					
手数料	3,308 (31.2)	4,085 (30.0)	4,995 (30.7)	5,799 (33.0)	6,334 (29.0)
(うち、チューチナル・フレンド(の手数料)	969 (9.1)	1,302 (9.6)	1,594 (9.8)	1,871 (10.7)	1,868 (8.5)
投資銀行業務	1,343 (12.7)	2,022 (14.8)	2,876 (17.7)	3,264 (18.6)	3,614 (16.5)
有価証券売買益	2,601 (24.5)	3,531 (25.9)	3,827 (23.5)	2,651 (15.1)	4,361 (19.9)
資産管理/ポートフォリオ・サービス報酬	2,030 (19.1)	2,431 (17.8)	3,002 (18.5)	4,202 (23.9)	4,753 (21.7)
その他	329 (3.1)	519 (3.8)	500 (3.1)	623 (3.6)	720 (3.3)
純利息利益	1,004 (9.5)	1,033 (7.6)	1,056 (6.5)	1,008 (5.7)	2,087 (9.5)
純収益合計	10,615 (100.0)	13,621 (100.0)	16,256 (100.0)	17,547 (100.0)	21,869 (100.0)
全国総合証券(6社)					
証券手数料	5,616 (26.2)	6,216 (25.0)	7,057 (24.8)	7,776 (25.5)	9,067 (24.1)
チューチナル・フレンド販売収入	2,342 (10.9)	3,004 (12.1)	3,573 (12.6)	4,057 (13.3)	4,256 (11.3)
引受収入	2,010 (9.4)	2,827 (11.4)	3,284 (11.6)	3,847 (12.6)	4,201 (11.2)
トリーディング収入	6,203 (28.9)	6,576 (26.4)	6,862 (24.1)	6,494 (21.3)	9,183 (24.4)
資産管理手数料	2,406 (11.2)	2,823 (11.4)	3,483 (12.3)	4,405 (14.4)	5,648 (15.0)
その他	2,873 (13.4)	3,425 (13.8)	4,171 (14.7)	3,922 (12.9)	5,295 (14.1)
純収益合計	21,449 (100.0)	24,870 (100.0)	28,429 (100.0)	30,501 (100.0)	37,650 (100.0)

(注) 1. カッコ内は構成比。
 2. メリルリンチは連年ベース、全国総合証券(6社)は単年ベースの計数。
 3. 純収益とは総収益から金利費用を除いたもの。カッコ内の数値は純収益合計に対する比率を表す。
 4. 全国総合証券の「その他」項目には信用取引金利収入、金利収入、M&A、私券債権証券手数料などが含まれる。
 (出所) Merrill Lynch, 1999 Annual Report, 1999 Fact Book, SIA, Securities Industry Data Bank より作成。

二〇ポイントも上回っている。これは、前述したようにUS個人顧客グループにおける報酬ベース資産が急伸していることが主因であり、つまりはインテグレイティッド・チョイスの成功を窺わせる⁽⁶⁾。

資産管理業務のメリットは、手数料ビジネスと異なり安定収益源となることであり、より具体的に言えば、ビジネスの繁閑によって変動しにくい固定費部分をこの安定収益によってどれだけカバーできるかがポイントとなる。そこで、メリルリンチおよび全国総合証券の固定・準固定費が資産管理業務からの収益でどれだけカバーされているかを推定、比較してみた。(図2) なお、本稿では固定費カバー率を

$$\text{固定費カバー率} = \frac{\text{資産管理報酬}}{\text{固定費} + \text{準固定費}} \times 100$$

と定義し、さらにこの式で分母と分子を次のよう

に仮定した⁽⁷⁾。

$$\text{固定費} + \text{準固定費} = \text{総費用} - \text{人件費} - \text{金利費用}$$

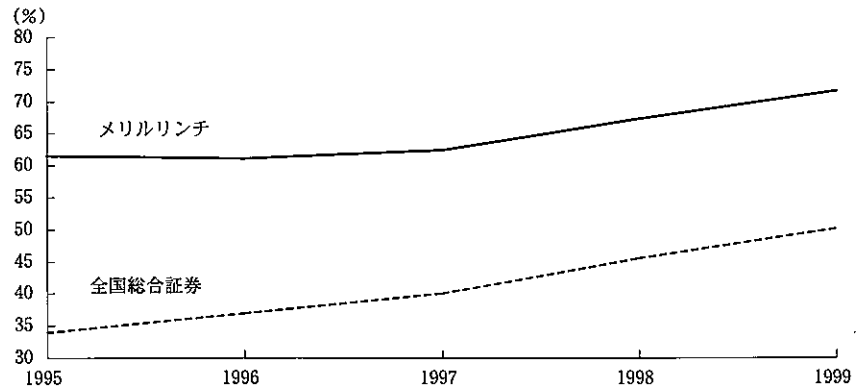
資産管理報酬

- ・ 資産運用/ポートフォリオ・サービス報酬(メリルリンチ)
- ・ 資産管理手数料(全国総合証券)

まず、メリルリンチのカバー率の推移を見ると、この五年間順調に上昇しており、九九年で、固定費・準固定費の七〇%以上が資産管理業務からの収入でカバーされている。また、全国総合証券のカバー率も上昇しているがメリルリンチのカバー率を下回っている。このことは、表1の資産管理報酬の純収益に対する構成比でメリルリンチの方が全国総合証券を上回っていたことから推測されることではあるが、九九年におけるカバー率で約二二ポイントもメリルリンチが上回っていることは注目すべきであろう。

モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター

図2 固定費・準固定費カバー率



- (注) 1. 固定費カバー率=(資産管理報酬)÷(固定費+準固定費)×100として計算した。
 2. 固定費+準固定費=総費用-人件費-金利費用とした。
 3. 資産管理報酬は次のように仮定した。

メリルリンチ: 資産運用/ポートフォリオ・サービス報酬
 全国総合証券: 資産管理手数料

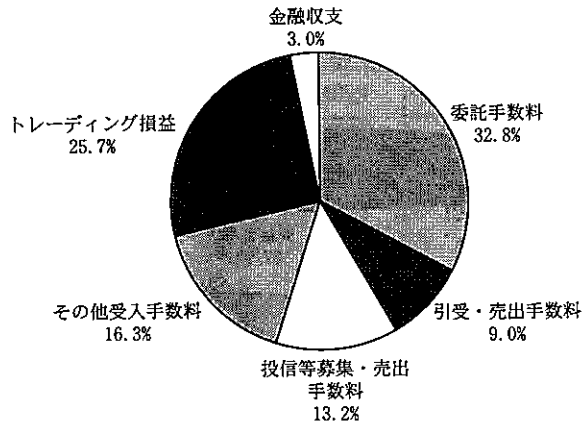
(出所) 表1に同じ。

(MSDW)の調べによれば、メリルリンチでは、アンリミテッド・アドバンテージ口座の成功により、資産管理業務に伴う報酬の収益構成比が二〇〇〇年には手数料の構成比を抜き、さらに二〇〇三年には約五六%を占めるまでになると予測している。(図3) この予測通りに推移すれば、二〇〇三年の時点で固定費カバー率が一〇〇%を超える可能性は十分にあり、このことは資産管理業務の収益安定性からいって、同社のROEの高水準安定に大きく貢献しよう。

日本へのインプリケーション

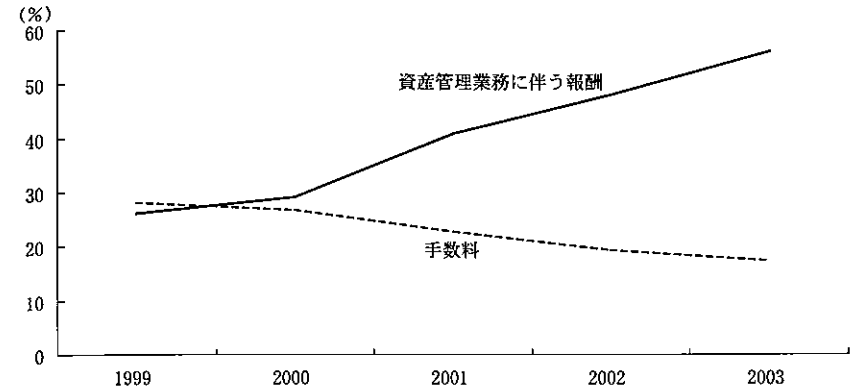
拙稿「アメリカの資産管理アプローチ—メリルリンチのケース」および本稿で、アメリカにおけるリテール部門の資産管理アプローチについてメリルリンチをケーススタディとして概観してきた

図4 大手3社の収益構成 (2000年3月期)



(注) 1. 純収益(営業収益-金融費用)に対する構成比。
 2. 大和、日興、野村の連結ベース。
 (出所) 各社有価証券報告書より作成。

図3 メリルリンチの収益構成の予測



(注) 2000年以降は予測。
 (出所) Company, MSDW Research

大きく分けて、証券の保管管理料を中心とする「株式・債券」、投資信託の管理事務等代行手数料を中心とする「受益証券」、引受を除く投資銀行業務や各種コンサルティングからの報酬による「その他」に分類される。これら各分類の構成比を見ると順に九・六%、六七・九%、二二・五%と、投信関連からの収益が大きなウェイトを占めている(図5)。一方、アメリカの場合はどうだろうか。一九九九年のメリルリンチを例に挙げれば、前述したように資産管理/ポートフォリオ・サービス報酬の内訳構成比は、投信関連の資産管理報酬四七・六%、コンサルタントベースのポートフォリオ・サービス報酬三二・一%となっており、メリルリンチでも投信関連の報酬のウェイトが高いように見える。しかし、同社の場合、表1を見てもわかるように、投資銀行業務が資産管理/ポートフォリオ・サービス報酬に含まれて

わけであるが、日本の現状はどうだろうか。図4は、大和、日興、野村の大手証券会社について、純収益(営業収益から金融費用を差し引いたもの)に対する各収益項目の構成比を二〇〇〇年三月期の連結ベースで見たものである。グラフの中でいわゆる資産管理報酬に相当するものはその他受入手数料であるが、その構成比は一六・三%あり、委託手数料(三二・八%)、トレーディング損益(二五・七%)に次ぐウェイトを占めている。このウェイトを表1のアメリカと比較するとメリルリンチ(資産管理/ポートフォリオ・サービス報酬)より低い、全国総合証券の平均(資産管理手数料)より高い。

では、日本の大手証券は資産管理業務がアメリカ並みに進展していると言ってよいのだろうか。この点を検証するために、大手三社のその他受入手数料の構成を見てみよう。その他受入手数料は

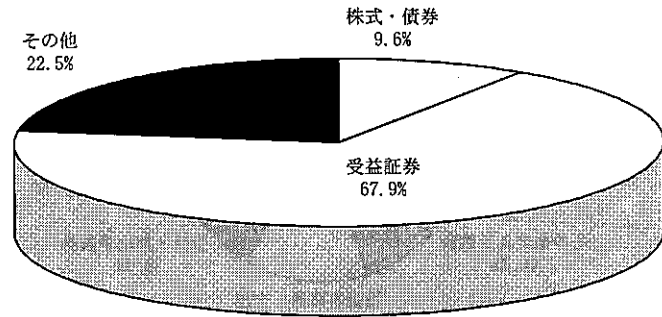
表2 個人金融資産残高の構成比 (%)

	アメリカ		日本	
	1990	1999	1989	2000
現金・預金	2.7	1.2	9.8	12.7
定期性預金・信託	20.3	11.6	48.3	45.4
保険・年金	26.0	30.5	19.2	27.6
投資信託	5.6	10.9	4.6	2.3
有価証券 (うち株式)	22.0 (11.9)	30.8 (24.2)	18.2 (13.9)	8.9 (6.7)

(注) 1. 各年末ベース。ただし、日本の2000年は3月末の構成比。
2. アメリカでは民間非営利団体と農林漁業者を含み、日本では民間非営利団体と個人企業を含む。

(出所) 日本銀行『国際比較統計1998』、『金融経済統計月報』平成12年9月号、FRB ホームページ (<http://www.federalreserve.gov/releases/z1>) より作成。

図5 その他受入手数料の構成比 (2000年3月期)



(出所) 各社有価証券報告書より作成

いないのに対して日本の場合、M & Aなどの一部の投資銀行業務がその他の項目に含まれている。この点を考慮すると、大手三社の投信関連（受益証券）のウエイトはメルリンチのそれをさらに上回ることになり、したがって、リテール部門におけるコンサルタントベースの資産管理業務はアメリカに比べて立ち後れていることは明らかであろう。⁽⁸⁾

ただし、資産管理業務の日米格差は必ずしも各国の証券会社固有の要因のみによるものではなく、九〇年代の株式市場の環境も少なからず影響している。表2は個人金融資産の商品別残高構成比を日米で比較したものである。表中の投資信託と有価証券（うち株式）を見ると、アメリカでは九〇年代の株式市場の活況を受けてそれらのウエイトが九〇年末から九九年末にかけてともに約二倍に上昇しているのに対して、日本は株式市場

の低迷から、八九年末のウエイトに対して投資信託も株式も半分以下にまで低下している。日米で個人の株式投資に対する姿勢がこれほど対称的であるなら、資産管理業務の展開に差があるのも致し方ないと言える。ただ、日本で今後も永久に個人の株式離れが進むということはないだろう。とすれば、再び個人が株式市場に回帰してきたときに、投信やポートフォリオの選択などで個人の金融ニーズに柔軟に対応できるよう、メルリンチのようなしっかりとしたコンサルティング・プロセスを確立しておくことが、資産管理型営業に重点をおく証券会社にとっては急務であろう。

(注)

(1) アンリミテッド・アドバンテージ口座の内容については、拙稿「アメリカの資産管理アブローチーメルリンチのケース」を参照されたい。メルリンチのアニュアルレポートによれば、九九年末における同口座の資産残高は六三〇億ドルである。また、モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッターの調べでは、メルリンチの同口座の残高

は二〇〇〇年三月末で八八〇億ドル(三六万五五七〇口座)に拡大している。

(2) 同社の199 Fact Bookには九五年末からの残高が掲載されているが、九七年にイギリスのマーキュリー・アセット・マネジメントを買収したため統計が不連続である。そこで九七年末の残高と比較した。

(3) ミューチャル・ファンドからの販売手数料は手数料収入に含まれているため、資産管理業務を投信業務からの販売手数料まで含めて広義に解釈すると、純収益全体に占める割合は二七・三四%となり、手数料収入のウエイトを上回る。

(4) 全国総合証券とは、全国的な支店網を有してフルサービスの証券業務を展開している業者である。具体的には(A. G. Edwards & Sons, Inc.) (Dean Witter Reynolds Inc.) (Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Inc.) (Paine Webber Inc.) (Prudential Securities Inc.) (Solomon Smith Barney, Inc.) の六社を指す。

(5) ただし、メリルリンチは連結ベース、全国総合証券は単独ベースの計数であることから、全国総合証券の構成比が過小に現れているとも考えられる。

(6) インテグレイティッド・チョイスの内容については、拙稿「アメリカの資産管理アプローターメリルリンチのケース」を参照されたい。

(7) メリルリンチはアニユアルレポートでこの固定費カバ

率を開示している。しかし、計算に用いる固定費+準固定費の具体的項目が開示されていないため、全国総合証券についてカバ率を計算することができない。そこで、比較を可能とするため、ここではアメリカの証券業で変動費の性格が強い人件費と金利費用を総費用から差し引いたものを固定費・準固定費とみなした。ちなみに、メリルリンチが開示しているカバ率は九五年・六八%、九六年・六六%、九七年・六六%、九八年・七六%、九九年・七八%であり、本稿での推定に近い数値となっている。

(8) 資産管理業務としての投信業務に関しては、二上季代司「証券経営の現状と課題―決算情報を中心に―」(月刊資本市場)二〇〇〇年九月号)の三八―四〇頁で各証券会社ベースの分析がなされている。

(すずき とまひと・当研究所主任研究員)