

拡大するセパレート・マネージド・アカウント — 運用アドバイスを強化する米国証券会社 —

米国の個人向け資産運用ビジネスにおいて、セパレート・マネージド・アカウントの残高が急速に伸びてきている。このプログラムは個人投資家がこれまでミューチュアル・ファンド等によって享受できていたプロフェッショナルな運用に、個々の事情に対応したファイナンシャル・アドバイスを付加したものとして認識されている。

本レポートでは、セパレート・マネージド・アカウントのセグメントの概念を明確にするとともに、ブローカーのポートフォリオ・マネジャー、ファイナンシャル・アドバイザーとしての役割について検討し、更にセパレート・マネージド・アカウントの今後についても考察する。

1. ラップアカウントからセパレート・マネージド・アカウントへ

1) ラップアカウントの定義

現在拡大しているセパレート・マネージド・アカウントの原型とも言うべき商品は、1980年代に登場したラップアカウントである。

ラップアカウントとは、投資家に対して個々の特性に合致したポートフォリオを提言するための手法として、スポンサーである証券会社が顧客に提供するものである。具体的には、まずブローカー（証券会社の営業マン）が顧客である投資家に対し投資目標の策定、その目標に見合う投資顧問会社の紹介を行ない、次に委託を受けた投資顧問会社のマネー・マネジャーによる個別証券の運用が実施されるという仕組みを、包括的なプログラムとして構築したものである。

これは1970年代以降、機関投資家の間で広りをみせた投資理論に基づいた合理的なポートフォリオ策定を目的とした運用体制を、個人投資家にも適用できる仕組みとして商品化したものといえる。

ラップアカウントは、投資対象の相違点からコンサルタント・ラップ、ミューチュアル・ファンド・ラップに分類できる。

2) コンサルタント・ラップの仕組み

ブローカーが顧客の投資目標に照らし合わせて投資方針を策定し、具体的運用に関しては投資顧問会社の中から選択したマネー・マネジャーに一任させる仕組みである。ブローカーはポートフォリオ構築のアドバイス、取引執行、証券の保護預かり、定期的な報告書の作成を行い顧客の資産運用に係わっていく。顧客からの手数料は取引ごとのコミッションではなく、資産残高に応じたフィーとして包括的に徴収されている。

コンサルタント・ラップは、契約形態の違いによって、サブ・アドバイザー型とオープン・アーキテクチャー型に分類されている。サブ・アドバイザー型では、ブローカーがスポンサーである証券会社の契約している特定の投資顧問会社の中からマネー・マネジャーを選択する。顧客はブローカーの所属するスポンサーと一任勘定契約を結び、スポンサーは投資顧問会社と投資顧問契約を結ぶこととなる。顧客からのコンタクト相手はブローカーのみとなり、運用については投資顧問会社のマネー・マネジャーの裁量となる。

他方、オープン・アーキテクチャー型では、顧客との契約の方法と手数料の支払い方法がサブ・アドバイザー型とは異なる。オープン・アーキテクチャー型においては、ブローカーによるマネー・マネジャーの選択が、スポンサーの提携している投資顧問以外の広いユニバースから可能となっている。このため、顧客はスポンサーである証券会社と同時に運用会社とも直接契約を交わすこととなる。またラップアカウントでは包括的とされているサービスである、取引執行、証券管理等もアンバンドル化（一度束ねたものを再度紐解く）されており、顧客にとっては、細分化されたサービスを個別のオプションとして求めていくこととなる。サブ・アドバイザー型に比べ、ブローカーは優秀なマネー・マネジャー発掘のための調査と精査に注力することとなる。

ブローカーによる投資顧問会社の選定においては、過去 5～10 年程度の運用成績の精査等の定量的評価に加え、運用方針、マネー・マネジャーの人事上の移転率の低さや投資家との取り決めに対し可能なかぎり対応できているかなどの定性的評価も行う。定期的にこれらの評価に基づくランキング等についてチェックは行うが、短期的なパフォーマンスでマネー・マネジャーを変更することは稀である。例えば、ソロモン・スミスバーニーのコンサルティング・グループにおける投資顧問会社の選定プロセスでは、約 23,000 ある SEC 登録の投資顧問会社から約 5,000 社を絞り込んでスクリーニングの対象としている。その中から四半期ごとの定量的な運用パフォーマンスにより 800 社の候補を抽出し、更に定性的な評価も加味し選定していく仕組みとなっている。

3) ミューチュアル・ファンド・ラップの仕組み

コンサルタント・ラップの運用対象が個別銘柄であるのに対し、ミューチュアル・ファンド・ラップでは、ブローカーは顧客の投資目標に基づく投資方針を策定し、様々なミュー

一チュアル・ファンドから投資目標に合致したものを選択してポートフォリオを構築していく。コンサルタント・ラップと同様に、スポンサーは取引執行、証券の管理、報告書作成等を包括的に行い、手数料体系は資産残高に基づくものとして顧客より徴収する。また、ソロモン・スミスバーニーの TRAK プログラムのように外部の投資アドバイザーの運用提言に基づくキャピタルマーケット・ファンドを、スタイル別に構築して顧客に提供している形態のものもある。このキャピタルマーケット・ファンドをスタイル別に見ると、株式型には大型株グロス、バリュー、小型株グロス、バリュー、国際・エクイティ等を含め 8 種類、債券型には地方債型、モーゲージ投資型等を含め 9 種類のカテゴリーに分類されている。大型株バリューでは共同アドバイザーとして 5 社の運用会社が登録されており、また組み入れ上位 10 銘柄で見ると平均 1.9%の資産配分とかなり細かく分散されたポートフォリオとなっている。また一般のミューチュアル・ファンドの様にキャッシュを保持することなく、フル・インベストメントになっていることも特徴である。

4) レップ・アズ・ポートフォリオ・マネジャーの仕組み

ラップアカウントとは異なり、ブローカー自身が顧客の投資方針に基づき一任勘定を行うものもある。レップ・アズ・ポートフォリオ・マネジャー、すなわち営業マンが運用担当者となる仕組みである。所属する証券会社が組み入れ銘柄や資産配分に厳格な制約を設けていることや、一任勘定の資格を取るための厳しいトレーニングを設定していることで、一任勘定を取り扱えるブローカーは少数に留まっている。投資制約や資格の水準は各社様々であるが、大手証券会社における資格取得者数は全ブローカーの 5%未満となっている模様である。

2. フィーベース・ブローカレッジの仕組み

セパレート・マネージド・アカウントのもう一つの原型とも言うべきものは、従来のブローカレッジ口座とは異なる手数料体系をもつ口座である。フィーベース・ブローカレッジは一取引ごとのコミッションではなく、資産残高に対しフィーとして課せられる手数料体系のプログラムである。頻繁に売買を行っている得意客に対し、取引費用を軽減できるものとして提案されてきている。

独立系ファイナンシャル・アドバイザー、独立系ブローカーは以前より資産残高フィーの体系でファイナンシャル・プログラムを提供してきたが、フルライン・サービスの証券会社では顧客が要請する場合にのみ提供してきたニッチなプログラムであった。

1990 年代後半、インターネットの普及により投資情報が容易に入手できるようになると、フルライン・サービスの証券会社から一取引のコストの低いオンライン証券会社へ顧客の

流出が起こってき始めた。その対処策として、売買頻度によらず資産残高に基づく手数料体系の勘定が投入された。当初は投資アドバイス・サービスを含んでいなかったものが多かったが、トレーディングのみではなく、ブローカーにアドバイスを求める顧客にも対応すべく、投資アドバイスも付加したプログラムも導入されるようになってきた。

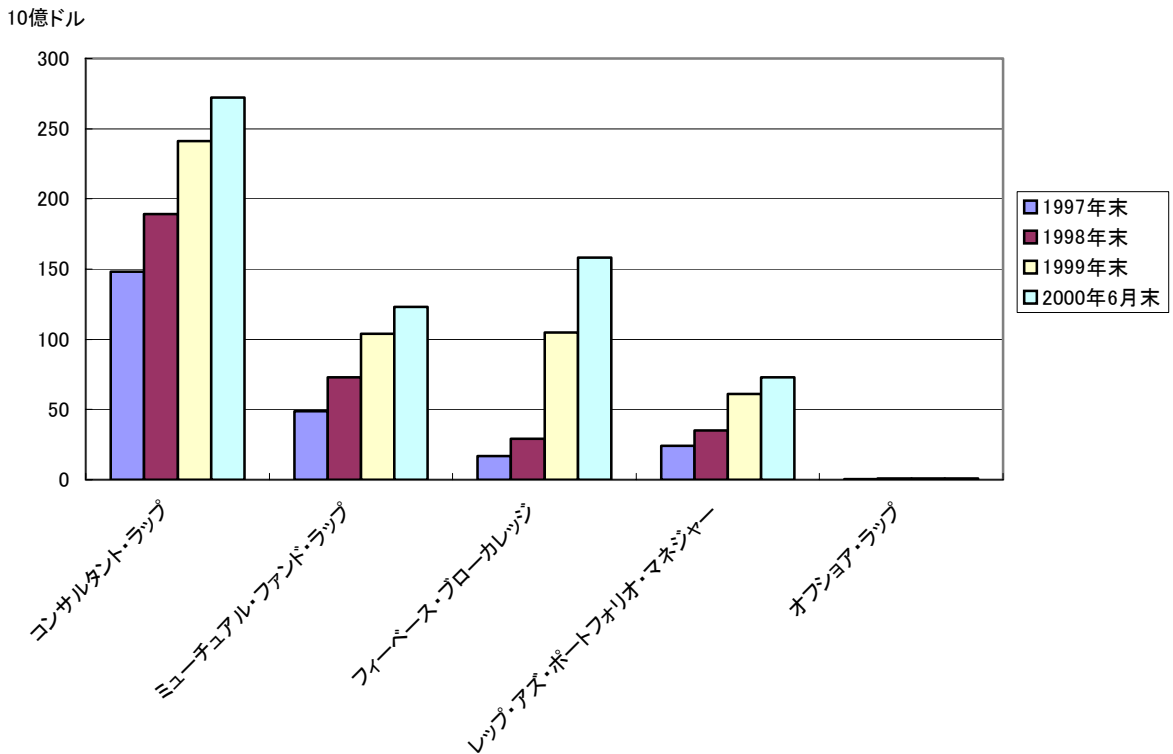
3. セパレート・マネージド・アカウントの概要

1) セパレート・マネージド・アカウントのコンセプト

前述のコンサルタント・ラップ、ミューチュアル・ファンド・ラップ、レップ・アズ・ポートフォリオ・マネジャー・プログラム、フィーベース・ブローカーレッジ・プログラム、及びオフショア金融センターで運用されるオフショア型ラップ・プログラムを総称して、マネージド・アカウントと呼ばれている。いずれもポートフォリオ構築においてブローカーのアドバイスを得て、投資顧問会社やミューチュアル・ファンドを選択したり、もしくは投資家自身の判断で取引を行うものである。これらの勘定の手数料体系は取引ごとでなく取引執行、証券の管理、報告書作成等の包括的サービスに対する資産残高フィーとしている。すなわちマネージド・アカウントとは、シンプルに表現すれば個別取引の口座とは独立した投資アドバイス付きの資産残高ベースの運用勘定といえる。これらのサービスは1,000万ドル以上の資金運用を行う富裕層や年金等の機関投資家向け運用として、投資顧問会社の仕組みとして以前から構築されてきているものでもある。

これに対して、セパレート・マネージド・アカウントはマネージド・アカウントの一種ではあるが、機関投資家並みの運用を個人投資家へも提供でき、かつ個々の税務的なものも含めたファイナンシャル・ニーズに対しカスタマイズされたサービスが提供できるプログラムとして分離され称されている。これまで1,000万ドル以上の資金規模の投資家のみが可能であったマネー・マネジャーによる顧客ごとのポートフォリオ構築を20万ドル程度の大衆富裕層にも提供することを実現するプログラムである。特に個人投資家にとって面倒であった税務的観点からのファイナンシャル・アドバイスの役割をブローカーが担うことによって、以前のシステムチックに管理されていたコンサルティング・ラップと比較し、よりカスタマイズされたプログラムになってきている。

図表1 マネージド・アカウントのタイプ別預かり資産高



(出所) Cerulli Associates

2) セパレート・マネージド・アカウントとは

米国の調査会社である Cerulli Associates によれば、セパレート・マネージド・アカウントとはマネージド・アカウントのうち、コンサルタント・ラップ、レップ・アズ・ポートフォリオ・マネジャー・プログラムに、登録投資アドバイザーによる資産管理を加えたものであるとしている。

登録投資アドバイザーとは、独立系のファイナンシャル・アドバイザー、独立系ブローカー・ディーラー、富裕投資家向けマネー・マネジャーで、投資顧問業者としての資格を有し登録された業者を指す。IFA と呼ばれる独立系のファイナンシャル・アドバイザーが1999年末で9,584社と業者の数としては他を圧倒してきている。

これらの業者はスポンサー、証券会社の系列に属さず、投資家の立場に立った客観的判断と、包括的な資産残高に基づくフィー体系で顧客に対し、きめ細やかな個人的サービスを売り物に伸びてきた業界である。

登録投資アドバイザーの顧客からの管理資産は1兆ドルを上回っており、コンサルタント・ラップの2千数百億ドル規模を凌駕している。もっとも、独立系アドバイザーの管理資産の3分の1が他のサービス・エージェントと呼ばれる金融機関に預託されている。そのサービス・エージェントの最大手はディスカウント・ブローカー大手のチャールズ・シ

ュワップである。チャールズ・シュワップでは、ワンソースと呼ばれる販売手数料、乗換え手数料なしに数百ものミューチュアル・ファンドを取り引きできるプログラムを導入し、登録投資アドバイザーに提供している。

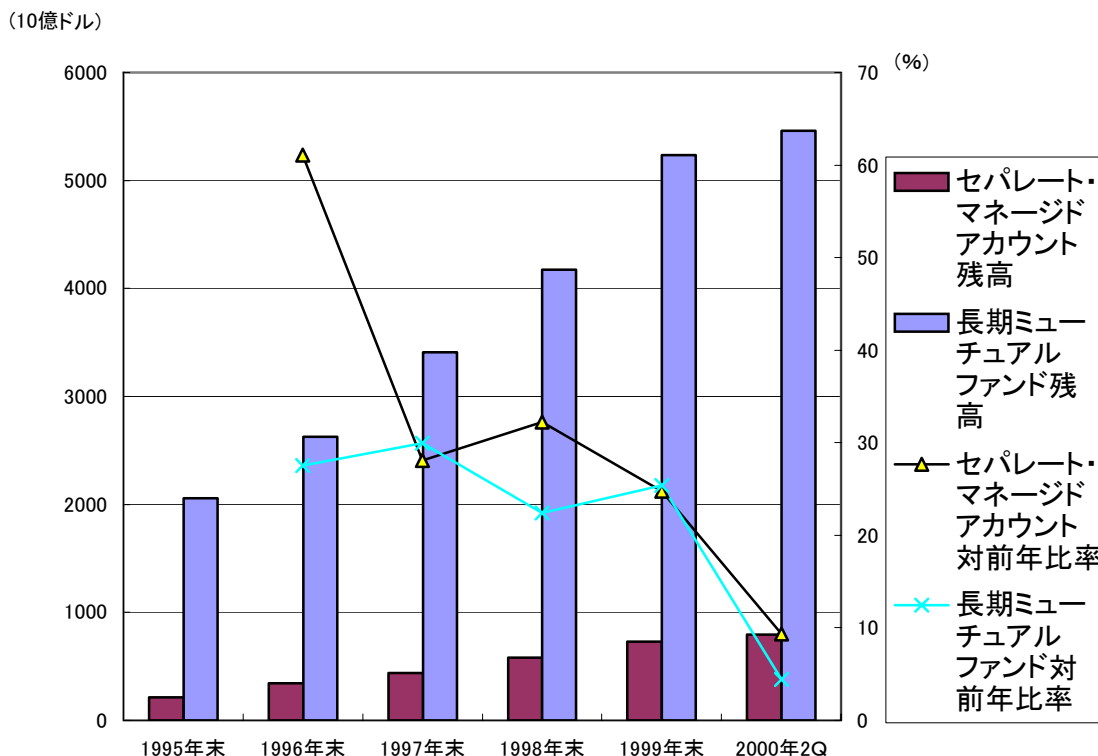
Cerulli Associates では、この登録投資アドバイザーの管理資産からミューチュアル・ファンドの直接購入分を控除したものを、セパレート・マネージド・アカウントのセグメントの一つに加えている。しかし登録投資アドバイザーがポートフォリオ・マネジャーとなり顧客資産の運用をチャールズ・シュワップのワンソース・プログラムで行なっているものはミューチュアル・ファンド・ラップに類似しており、サービス・エージェントに預託されている資産の4分の3がチャールズ・シュワップのワンソースを利用し、また他社も同様のプログラムを提供していると想定されるという理由から、登録投資アドバイザーの管理資産からサービス・エージェントに預託されているものも、セパレート・マネージド・アカウントの残高からは控除すべきであると考えられる。

更に、前項で確認してきたように、米国で大衆富裕層向けに提供されてきているセパレート・マネージド・アカウントのコンセプトとは、これまで困難であった機関投資家向けの運用を享受でき、かつカスタマイズされたファイナンシャル・アドバイスが付加されたサービスであるといえ、この観点に立てば、レップ・アズ・ポートフォリオ・マネジャー・プログラムはブローカーの運用による一任勘定であり、機関投資家並みの運用を享受できるというコンセプトは達成できておらず、これもセパレート・マネージド・アカウントのセグメントに含めるのは適当ではないと考えられる。

よってセパレート・マネージド・アカウントとして提供できているのは、顧客とのリレーションシップが確立できたポートフォリオ・マネジャーの存在と、その仲介指示により有効に機能するマネー・マネジャーによる分業が組み込まれている、コンサルタント・ラップと、登録投資アドバイザーに管理されている投資家資産のうちで、ミューチュアル・ファンドの直接購入分とサービス・エージェントに預託されたものを除いた資産を合計したものがセグメントとして適当であると筆者は考える¹。

¹ Money Management Institute の調べではセパレート・マネージド・アカウントの残高を4155億ドルと見積っており（Cerulli Associates の調査では1兆690億ドル）とセグメントが定まっていないと思われる。

図表2 セパレート・マネージド・アカウント、長期ミューチュアル・
 ファンドの残高と前年比率



(注) セパレート・マネージド・アカウント残高を、コンサルタント・ラップ、登録投資アドバイザー管理資産のうちミューチュアル・ファンド直接購入分とサービス・エージェント預託分を控除した額の合計として集計。

(出所) Cerulli Associates 及び Investment Company Institute 資料より野村総合研究所作成

4. セパレート・マネージド・アカウントにおけるブローカーの役割

1) 税務アドバイスの側面

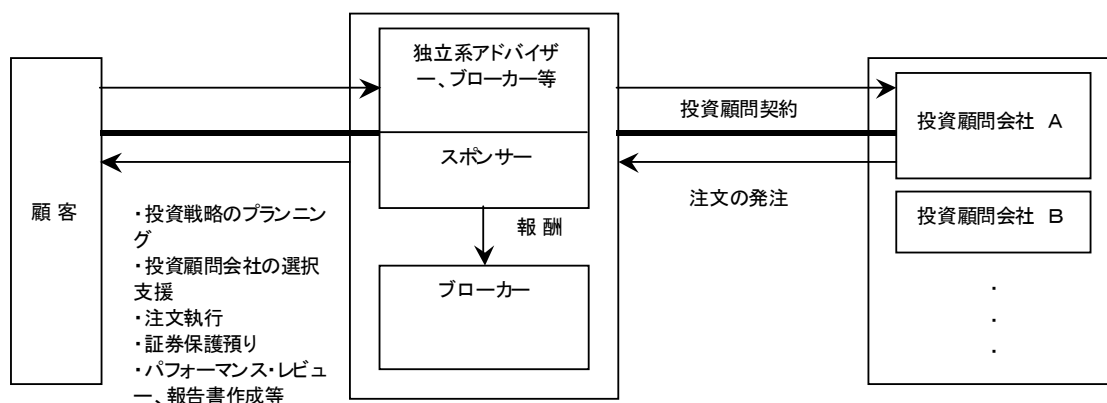
セパレート・マネージド・アカウントの残高が大きく伸びてきた理由として、税務面のアドバイスを投資家が潜在的に要求していたことが考えられる。株式市場の長期間にわたる上昇に伴い、追加的投資においては、保有株式との兼ね合いを考慮する税務的思考が働きやすかったと考えられる。すなわちミューチュアル・ファンドにおいては困難な、投資家の意志による個別証券の売買により、年間の損益を個々の事情に合わせてコントロールすることで税務的戦術が可能となる。税務上の観点にまで自ら注意を払えない個人投資家にとっては、このようなアドバイスができるブローカーの存在は有益であったと考えられる。

2) マネー・マネジャー選択の側面

ブローカーは顧客との取り決めによってマネー・マネジャーの選択を行っていくが、定性的、定量的評価の情報がスポンサーである証券会社の体制の強化や外部の評価会社の参入により、多くのブローカーにとって以前に比べ容易に精度の高いものを入手することが可能となり、かえって画一的な判断をもたらしやすくなってきている。このことはブローカーによるマネー・マネジャー選択が標準的な傾向となりやすくなるばかりか、投資家も評価会社等から情報入手が可能となったことで、投資家本人の選択との差異も小さくなってきているとも考えられる。

この傾向の中で、ブローカーのポートフォリオ・マネジャーとしての役割は、実際に契約したマネー・マネジャーのパフォーマンス結果の優劣を的確に判断し、マネー・マネジャーとの関係をコントロールできることに重点を置くことになるであろう。すなわち運用成績が不振であれば投資顧問契約を解除し、新たな選択肢を模索するという判断が重要となる。ブローカーのポートフォリオ・マネジャーとしての役割の重心は、この契約解除の裁量権、及び顧客の勤務先の自社株等の既存に保有している株式と選択したポートフォリオの相関等の定量的分析に移っていくと考えられる。

図表3 セパレート・マネージド・アカウントの概念図



(出所) 野村総合研究所作成

5. まとめ

セパレート・マネージド・アカウントはミューチュアル・ファンドのような多額の資産を扱う運用会社の専門的な運用と、ミューチュアル・ファンドでは実現できなかったカスタマイズされたファイナンシャル・アドバイスを提供できるプログラムとしてこの数年急速に拡大してきた。しかし筆者は以下の2点により、今後は緩やかな増加ペースになって

いくと予測する。

まず、多くの個人投資家がセパレート・マネージド・アカウントの位置付けとして、ミューチュアル・ファンドの代替商品としての認識を持っている点である。ミューチュアル・ファンド拡大の背景には長期上昇過程にあった米国株式市場の影響があり、それが新たな個人投資家層の参入を呼び込み、これらの相乗効果により大衆富裕層の裾野が広がってきたといえる。Sanford C Bernstein 社の調査によれば、1989年以降の10年間で金融資産を100万ドル以上保有する世帯は約3倍に拡大してきている。一方で2万ドル以上の金融資産を持つ世帯におけるミューチュアル・ファンドの普及率は、1989年の72%から1999年の98%まで上昇してきており、ミューチュアル・ファンドは飽和状態となってきたことが伺える。

この状態から更にリスク資産に投資していくには、投資家ごとのリスク許容度や既存の保有資産を踏まえた分散投資が不可欠であり、これをブローカーのアドバイスに委ねることで実践しようとした一部の投資家がセパレート・マネージド・アカウントのプログラムに参加したといえる。しかし株式市場が調整局面入りした2000年上半期と2001年上半期のミューチュアル・ファンドの解約額を見ても、2001年上半期の方が減少してきており、大多数の個人投資家が依然としてミューチュアル・ファンドによる長期的運用をメインに考えていることが確認できる。セパレート・マネージド・アカウントの伸び率²は、1999年以降ミューチュアル・ファンド並みとなってきた。この点からも、ミューチュアル・ファンドからセパレート・マネージド・アカウントへの資金シフトが、限られた投資家の投資行動の変化による一過性の動きであったといえるであろう。

第二の理由はコストの高さである。コンサルタント・ラップの場合平均フィーが2%を越えているといわれている。これは1990年代前半のフィーの水準と比べほとんど変化していない。他方ミューチュアル・ファンドのコストは1%程度と、1980年代の2%台から半減してきている。株式市場が上昇トレンドを辿っていた時には無視しえた投資コストも調整局面では意識せざるを得なくなり、ミューチュアル・ファンドと比較されることとなるであろう。この要因はマネージド・アカウントのなかでも1%程度のコストで運用可能なフィーベース・ブローカレッジ・プログラムの伸び率³が他のプログラムよりも高くなっていることから確認できる。

セパレート・マネージド・アカウントは今後もカスタマイズされた魅力的なプログラムとして認識されようが、以上2点の理由からそれ自体の単独での拡大というよりも、ミューチュアル・ファンドの代替プログラムの一つとして、スポンサー及びブローカーの多様な商品ラインナップに並ぶこととなるであろう。

(杉岡 登志夫)

² 図表2 参照

³ 図表1 参照