

多様化する米国の資産管理型サービス

沼田 優子

要 約

米国証券会社は近年、顧客の取引高に連動するコミッションではなく、預かり資産に連動する残高手数料型のサービスに注力しており、こうした手数料を生む資産の比率は2割程度になった。

残高手数料型サービスの中核をなすのは、ラップ口座に端を発する一任契約型のサービスで、近年はセパレトリー・マネージド・アカウント（SMA）等と呼ばれるようになってきている。現在も、SMA を発展させるような形で商品開発が行われおり、資産管理型サービスの多様化は進んでいる。

I. 進化する SMA

米国の伝統的証券会社は、資産管理型営業を標榜していく上で、中核的な商品の一つとして、いわゆるラップ口座等を推奨してきた。このラップ口座は、75年に開発されたものであるが、その後、運用を複数の投資顧問会社に再委託するサブアドバイザー型のコンサ

ルタント・ラップ・プログラムとして発展していき、セパレトリー・マネージド・アカウント（SMA）等と呼ばれるようになった。また一方では、投資信託を活用した投資信託ラップ・プログラム等も導入され、一任契約型のサービスは、多様化も進んだ¹。

現在、一任型サービスの主流は、このコンサルタント・ラップ・プログラムであるが、これらの進化型ともいえる新商品の開発も引

図表 1 一任勘定の歴史

	証券会社主導型一任勘定
74年	ERISA制定。
75年	手数料自由化。ラップ口座開発。
70年代半ば	オープン型セパレトリー・マネージド・アカウントが発達。
80年代初頭	営業マンの一任勘定が発達。
80年代半ば	サブアドバイザー型セパレトリー・マネージド・アカウントが発達。
86年	シェアソン、ガイドド・ポートフォリオ導入。
88年	メルル・リンチ・コンサルツ導入。
90年	投資信託プログラムが発達。
95年	報酬慣行委員会、外務員の報酬は、委託手数料連動よりも顧客資産残高連動の方が好ましいと提言。
96年	スミス・バーニー、ノーロード投信を入れた投資信託プログラムを開発。
90年代後半	シティグループ・アセットマネジメントがMDA（マルチティップリナリー口座）を導入。
2002年	UMA（総合一任勘定口座）発達。

（出所）Cerulli, The State of the Wrap and Managed Accounts Industry, 1999、LeBlanc, Sydney, Legacy-The History of Separately Managed Accounts, 2002 等より野村資本市場研究所作成

き続き行われている（図表 1）。そこで本稿では、最近、導入された商品の一部を紹介する。

II. 新商品

1) MSA

マルチプル・スタイル・アカウント (MSA) とは、異なる運用スタイルのポートフォリオをパッケージ化した商品で、スタイルごとに投資顧問業者が異なる場合もある。各スタイル資産の比率は、「バリュー型株 40%、大型成長株 40%、成長株 20%」のように、事前に定められている。

このサービスの特徴は、スタイルごとに運用を受託する投資顧問業者の他に、オーバーレイ・マネージャー（通常スポンサー）が、各ポートフォリオ間の調整を行うことである（彼らは、特定の銘柄が重複してその比率が突出して高くなることや、あるファンド・マネージャーが当該銘柄を購入する一方で、他のファンド・マネージャーがこれを売却するといったことがないように、モニタリングを行う）。

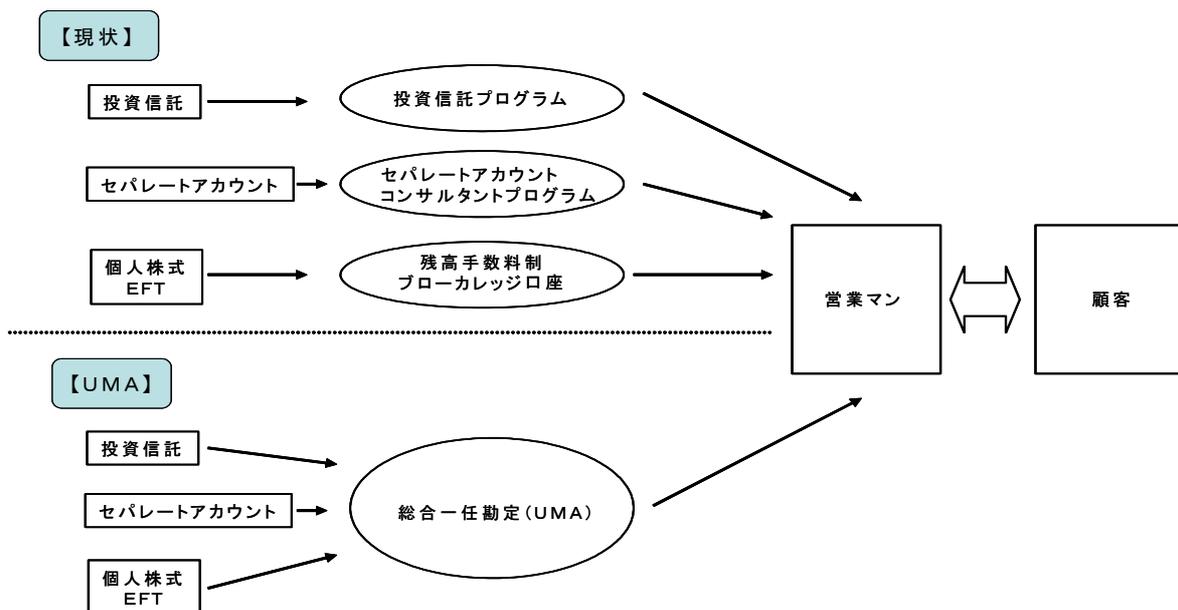
95年、スミス・バーニーは、マルチディシプリン・アカウント (MDA) という商品名で、同サービスを導入した。2004年6月現在、残高は213億ドルに達したという。最低預け入れ額は10万ドルからで、手数料率は2.1%である²。

MDAが開発される以前のSMAは、1スタイルごとの最低投資金額が25万ドル程度であったため、分散投資を行おうとすると、実質的には100万ドル程度が必要であった。しかし、MDAは最低預け入れ額が低く設定されており、一任型サービスの顧客の裾野が、さらに広がったという。これに伴い、他社もスミス・バーニーに追随し、2003年現在は、21社がMSAを提供しているという³。

2) UMA

SMAのさらなる発展型と言われるのが、ユニファイド・マネジド・アカウント (UMA) で、これは2002年頃から導入されはじめた（図表 2）。現在も、バンク・オブ・アメリカ（2004年7月6日）やRBCデイン・ラウシャー（2004年9月1日）が、UMAの導入を報道されており、発展途上の

図表 2 一任勘定の発展型 (UMA)



(出所) Cerulli Edge Managed Accounts Edition, 3rd Q., 2003

サービスと言えよう。

UMA は、投資信託、ETF（上場型投資信託）、コンサルタント・ラップ・プログラム等をひとまとめにして管理・運用する総合一任勘定口座である。従来、SMA に資産を移管しようとする場合は、保有証券を一度売却したり、異なる資産クラスごとに、別の SMA を設けなければならない場合が少なくなかった。UMA は、こうした不便さを解消し、包括的な運用アドバイスを提供しやすくするインフラとして、その導入が期待されていた。

しかし UMA を提供しようとする、商品横断的な取引管理体制とそれを支えるシステム、リサーチ及びデューデリジェンス部隊等が整備されなければならない、実際の導入には時間を要する。とりわけ SMA 市場シェアの大半を占める伝統的大手証券会社は、柔軟性には欠けるが小口口座を大量処理できるシステムを、早期に自前で構築したこともあり、UMA への移行には必ずしも積極的ではなかったという。また UMA はどの商品にも、一律の残高手数料を課すことになるため、歩合制の営業マンにも馴染みがたいという背景もあった。

このような事情により、UMA の導入で先行したのは、むしろ独立系外務員を採用する LPL 社などであった。これらの証券会社は、注文処理等はアウトソースしていて、身軽な体質であることが多く、手数料率の設定や商品選定等の裁量を、外務員に与えてきたからである。

こうした中、2003 年 10 月、大手証券会社では唯一、スミス・バーニーが UMA を導入した⁴。同サービスはインテグレートド・インベストメント・サービスと呼ばれ、70 の投資顧問業者と 170 本の投資信託、大半の ETF をひとまとめに管理できる。加えて同社は 2004 年中に、同口座にヘッジファンド・オブ・ファンズなども加えていく予定である

という。2004 年 3 月現在の同サービスの残高は、9 億ドルである。

同サービスには、自動コンプライアンス機能も盛り込まれているが、これも伝統的証券会社としては、初の試みであるという。この UMA システムは、ある顧客の特定の資産クラスが、事前に合意していた上限比率を超えたような場合、営業マンにこの事実を自動的に通知し、顧客へのコンタクトを促す仕組みになっている。営業マンが顧客への連絡を 30 日以内にしなかった場合は、担当スタッフから顧客に、直接通知するという。

なお現在、同社では順次、UMA サービスの研修も行いつつ、これを営業マンに提供し始めているようである。同社によれば、このサービスは当面、「営業マンの一任勘定⁵」を手がける営業マンを中心に、提供していく模様である。

3) FDP

一方、メリル・リンチは 2004 年 6 月 9 日、厳密な意味での一任型サービスではないが、アセット・アロケーション、分散投資、リバランスのメリットを享受できる商品として、FDP (Funds Diversified Portfolio) を導入した。FDP は、同社の投資信託を 7~9 種類組み入れた「バスケット」で、このような「バスケット」は 7 種類ある。

この「バスケット」は、顧客が指定した頻度に応じてリバランスを行う仕組みとなっている。FDP の最低投資金額は 1.5 万ドルで、手数料は、通常の投資信託の販売手数料のみである。資金の引き出しは最低 500 ドルからで、特定の銘柄のみを解約するのではなく、ポートフォリオ全体から、アロケーションに応じた金額を解約する。顧客は四半期ごとに、FDP 全体のアセット・アロケーションや、パフォーマンスを示した報告書を受け取る。同社はこれまで、FDP と類似商品とを合わせ、5 億ドルを販売したという⁶。

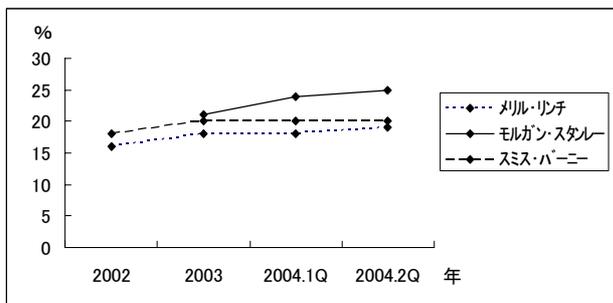
Ⅲ. 終わりに

米国の証券業界においても、伝統的なコミッション至上主義からの脱却は必ずしも容易ではなかったが、最近では、残高手数料型資産の比率（対顧客預かり資産）が2割を越え、大手各社もその事実を公表し始めた（図表3）。

その背景には、個別銘柄の選択以上に、アセット・アロケーションの重要性が認識されてきたことがある。機関投資家の世界においては、「パフォーマンスの変動の90%以上は、アセット・アロケーションで説明できる⁷」という86年の論文は広く知られているが、近年は、リテール向けパンフレットでさえ、この論文を引用しているのを見かけることがある。このような変化に伴い、リテール部門においても、本稿で紹介したような、アセット・アロケーションを付加価値の源泉とする商品の開発が、活発化している。

もっともこれらの商品は同時に、カスタマイズ機能も売り物になっているため、残高が急拡大するような大ヒット商品とはなりにくいという側面もある。ただ今後も、資産管理型サービスを求める顧客のニーズにより細かく対応すべく、商品を一層、多様化させようとする傾向は、続きそうである。

図表3 残高手数料型資産比率



(注) $\frac{\text{残高手数料型口座の資産}}{\text{顧客預かり資産}} = \text{残高手数料型資産比率}$

(出所) 野村資本市場研究所

¹ 詳細は沼田優子「個人投資家向け一任勘定（ラップ口座）」『CLIENT FOCUS REPORT』No.04-04、2004年5月7日

² Lawrence C. Strauss, “Custom-Made Funds Catch On: Separately Managed Accounts are Steadily Gaining Fans. Their Tax Transparency Surely Helps.” Barron’s, July 19, 2004

³ Jeff Benjamin, “Downmarket Thrust Lifting Separates Up: Some Question Focus on Smaller Accounts.” Investment News, June 30, 2003.

⁴ Lori Pizzani, “Smith Barney Sees Benefits, Challenges to New Unified Managed Accounts Platform.” Money Management Executive, March 8, 2004.

⁵ 営業マンに銘柄選択も含め、運用の裁量を与えるサービス。スミス・バーニーの場合、トップ営業マンのみが提供を許されるサービスと、一般営業マンも提供できるが、銘柄のユニバースや売買タイミングを本社が管理する『ガイドド・ポートフォリオ・サービス』の2種類がある。

⁶ メリル・リンチ 2004年第2四半期決算

⁷ GL Brinson, R. Hood, and G. Beebower, “Determinants of Portfolio Performance.” Financial Analysts Journal, July-August, 1986, G. Grinson, B. Singer, and G. Beebower, “Determinants of Portfolio Performance II: an Update.” Financial Analysts Journal, May-June, 1991