

## 近年の米国 SMA 及びファンドラップ市場におけるイノベーション

岡田 功太、和田 敬二郎

### ■ 要 約 ■

1. 米国のマネージド・アカウント（SMA やファンドラップの総称）の運用資産総額は、過去 5 年間で年率約 20% 成長し、2015 年 3 月現在、約 4.1 兆ドルに達している。1980 年代に、ポートフォリオのパフォーマンス変動の 90% 以上はアセット・アロケーションで説明できると実証され、以降、分散ポートフォリオによる運用が定着してきたことが背景だが、近年も各金融機関は最適なアセット・アロケーションの構築手法の研究に注力している。オルタナティブや多様な ETF の組み入れが増加してきたことは、マネージド・アカウントの運用高度化に寄与している。
2. また、米国の家計は確定拠出年金、教育資金積立など、複数の税制優遇口座を有することが多く、各口座への資産配分を最適化したいというニーズがある。こうしたニーズを背景に、複数の口座を個々人の目標に応じて効率的に運用する「ゴール・ベースド・ウェルス・マネジメント」を実践するユニファイド・マネージド・アカウントと呼ばれるサービスが台頭している。メリルリンチが 1 億ドルものシステム投資をして導入した「メリルリンチ・ワン」という新サービスなどが注目を集めている。
3. 更に、米国のマネージド・アカウントにおける投資アドバイスに伴う手数料徴収方法も多様化している。運用資産残高に連動する残高フィーだけでなく、提供するサービス内容に応じて一定額を徴収する手法、マネージド・アカウントのパフォーマンスに応じた成功報酬、顧客の満足度に応じて残高フィーを払い戻すケース等が散見される。他にも、対面の営業担当者ではなく、インターネット等を活用し、非対面でマネージド・アカウントを提供するロボ・アドバイザーも台頭しており、今後、運用手法、サービスの内容、手数料の徴収方法等に関する金融業界の動向が注目される。

## I. はじめに

米国のマネージド・アカウント（SMA やファンドラップの総称、以下、MA とする）は、過去 5 年間で年率約 20% 成長し、運用資産総額（以下、AUM とする）は約 4.1 兆ドルに達した（2015 年 3 月末時点）<sup>1</sup>。1975 年に開発された米国の MA は、フィナンシャル・アド

<sup>1</sup> セルリー調査による。

バイザー（金融機関の営業担当者、以下、FA とする）の報酬体系の変化や、取扱商品のオープン・アーキテクチャー化を経て、1990 年代後半からリテール向け金融サービスの主人公として脚光を浴びた。その後 2000 年代に入り、IT バブル崩壊に伴う大手金融機関の営業部門改革や、受託者責任に関する議論の活発化を経て資産規模を拡大した<sup>2</sup>。以上の歴史的背景を踏まえ、本稿は、イノベーションによる運用手法の変化、家計金融資産一括管理のニーズに対応する新サービスの開発、投資アドバイスの変化に伴う手数料徴収方法の多様化に焦点を当てて、近年の米国 MA 業界の動向を紹介する。

## Ⅱ. イノベーションによる運用手法の変化

### 1. 金融危機の経験を踏まえた最適なポートフォリオの構築

残高フィー型ビジネスが台頭してきた背景の一端には、1980 年代に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ことが実証され、個別銘柄の選定以上に資産配分比率がパフォーマンスを左右することが示されたことが挙げられる<sup>3</sup>。MA のパフォーマンスが良好で AUM が増加すれば、MA を提供している FA の収益は増加する。そのため、各金融機関は最適なアセット・アロケーションの構築手法の研究に注力している<sup>4</sup>。

最適なアセット・アロケーションの構築は、特に 2008 年の金融危機時のように市場が下落し、ボラティリティが上昇するような局面において真価が問われる。JP モルガンの場合、顧客に「金融危機時にどのような投資行動をとったか」という質問をすることでポートフォリオ構築の一助としている。また、「MAPS ツール」と称されるプランニングツールを用いて、米国における過去約 20 回の株価下落局面を基にダウンサイドリスクを計算し、顧客に提示している。各資産の価格が大きく下落する中、如何に顧客のポートフォリオを分散し、リスクを抑制しつつ、どの様に目標リターンを達成するかという観点が重要となる。

さらに、アセット・アロケーションに関する知識やノウハウは、金融機関だけではなく FA にも要求される。その傾向はレップ・アズ・ポートフォリオ・マネージャー（以下、RPM とする）が台頭すれば尚更である。RPM とは MA の一種であり、FA が投資顧問事業者として登録し、各金融機関が設定した制限はあるものの、実質的に資産運用会社のポートフォリオ・マネージャーと同様の役割を果たすものだからである<sup>5</sup>。

<sup>2</sup> 岡田功太・和田敬二郎「米国 SMA・ファンドラップの拡大を支えた規制と金融機関経営の変遷」『野村資本市場クォーターリー』2015 年夏号参照。

<sup>3</sup> GL Brinson, R. Hood, and G. Beebower, “Determinants of Portfolio Performance”, July-August, 1986.

<sup>4</sup> 顧客が個別銘柄を売買することによって収益を上げるコミッション型ビジネスにおいても、アセット・アロケーションは重要な要素であるものの、1995 年の「タリー委員会」の報告によると、それは必ずしも全ての金融機関で徹底されていたとは言えなかった。

<sup>5</sup> レップ・アズ・ポートフォリオ・マネージャーの詳細は脚注 2 論文を参照。

## 2. リキッド・オルタナティブが後押しする分散投資

米国のファンドラップの投資対象は、株式が約 56%、債券が約 30%と伝統的資産が大半を占めているが、2009 年以降オルタナティブ（代替資産）の比率が増加している（図表 1、2013 年末時点）。これは 2008 年の金融危機時に伝統的な有価証券のパフォーマンスがアセットクラスを問わず急激に悪化したという経験を踏まえ、ポートフォリオ最適化の観点から伝統的資産以外のアセットクラスに分散投資するニーズが高まったことを反映している。

以前から、個人投資家が活用する SMA やファンドラップのレベルでも、オルタナティブ投資へのニーズはあったものの、オペレーションの都合上、投資することが困難であった。MA は基準価額算出のために組入れ対象資産を日次で評価する必要があるが、オルタナティブは投資対象が低流動性資産であるため、短くとも月次または四半期の頻度でしか時価評価されず、通常は投資家が自由に設定・解約することを認められないからである。MA は一般的には長期運用を旨とし、解約の自由度が決定的に重要となるサービスではないものの、個人投資家は、流動性の低い資産に多くの資金が配分されることを嫌う可能性が高い。

しかし、近年、ヘッジファンドが日次の流動性を有するリキッド・オルタナティブの提供を開始した<sup>6</sup>。リキッド・オルタナティブとはヘッジファンドの運用戦略を流動性の高い投信の形態で組成した個人投資家向け商品のことであり、1940 年投資会社法に基づき運用され通常の公募投信と同様の規制に服する。そのため投資家は日次の設定・解約が可能であり、一般的なヘッジファンドが投資家に対して要求する解約通知期間（ノーティス）や解約禁止期間（ロックアップ）が付されていない。このような新商品の開発が MA のポートフォリオの分散を後押ししている。

図表 1 米国のファンドラップの投資対象資産の推移

	株式	債券	オルタナティブ	バランス型	その他
2008 年	68.4%	27.5%	0.0%	0.0%	4.1%
2009 年	59.5%	30.1%	5.3%	2.4%	2.6%
2010 年	58.7%	30.4%	5.6%	2.8%	2.4%
2011 年	57.9%	29.5%	5.5%	4.0%	3.0%
2012 年	56.4%	30.4%	6.0%	4.1%	3.1%
2013 年	56.0%	30.6%	5.7%	4.7%	3.0%

（出所）セルーリより野村資本市場研究所作成

## 3. マネーゾド・アカウントにおける ETF の活用の進展

図表 2 は MA の投資対象となっている金融商品の内訳である。2008 年と 2013 年を比較すると、投信や個別の有価証券の比率が減少する一方で、ETF が 6.8%増加している。そ

<sup>6</sup> 岡田功太「米国の投信市場で拡大するリキッド・オルタナティブ」『野村資本市場クォーターリー』2014 年秋号参照。

の要因として 2008 年金融危機を経て、伝統的なアクティブ運用に対して失望感が高まったことと、より安価で分散したポートフォリオの構築を達成するために ETF が注目を浴びたことが挙げられる。事実、ブラックロックが提供する iShares には、2014 年に約 820 億ドルの資金が流入したが、その要因の一つに RPM が台頭しパフォーマンス競争が激しくなる中、安価な ETF がポートフォリオ構築において活用されたことが挙げられる<sup>7</sup>。

図表 2 マネージド・アカウントの投資対象金融商品の構成

投資対象資産	2008 年	2013 年
投信等	75.4%	68.6%
個別の有価証券	19.8%	18.9%
ETF	2.8%	9.5%
現金等	2.0%	3.0%

(出所) セルリーより野村資本市場研究所作成

さらに、近年多様化する米国の ETF の中で、スマートベータ型 ETF が MA に活用される可能性もある。スマートベータ型 ETF とは、①ファクターへの投資、②非時価総額加重、③ルール・ベースの運用、という 3 つの特徴を有するインデックスに連動する ETF である<sup>8</sup>。具体的には、ファンダメンタル・インデックス、最小分散インデックス、高配当インデックス、クオリティ・インデックス等がスマートベータに分類される。スマートベータ型 ETF は 2000 年頃に登場し、AUM は約 3600 億ドルと米国の ETF 市場の約 20% に達した (2014 年 6 月末時点、モーニングスター調査による)<sup>9</sup>。コストを抑制しながら、資産クラスだけでなく、投資戦略の上でも分散を図ることができるスマートベータ型 ETF の増加は、FA 及び個人投資家のアセット・アロケーション構築手法に関する選択肢をより増やすことにつながる。

### Ⅲ. 家計金融資産一括管理のニーズに対応する新サービスの開発

#### 1. 税制優遇効果を最大化するユニファイド・マネージド・アカウント

MA のアセット・アロケーションに関する議論は、1 つの口座の最適化を超えて、家計の金融資産全体の構成の最適化にも波及している。米国の平均的な家計は、金融資産形成のための口座を 5 つ程度保有している<sup>10</sup>。特に、米国には、退職後の資産形成を担う「確定拠出年金 (以下、DC とする)」や「個人退職勘定 (以下、IRA とする)」、将来の高

<sup>7</sup> “iShares says not so fast on passive investing winning the day” InvestmentNews, January 2015

<sup>8</sup> 岡田功太「世界の年金基金で進むスマートベータの導入」『野村資本市場クォーターリー』2014 年夏号、岡田功太「最近の米国 ETF 業界におけるイノベーション - スマートベータの取り込みとアクティブ型 ETF の開発 - 」『野村資本市場クォーターリー』2015 年春号参照。

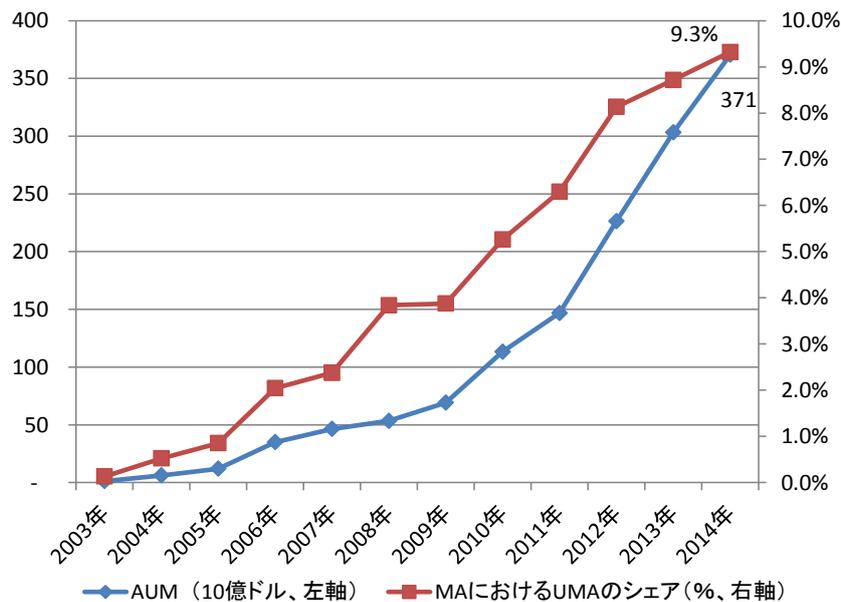
<sup>9</sup> Morningstar, “A Global guide to Strategic-Beta Exchange-Traded Products,” September 2014

<sup>10</sup> 筆者の米国金融機関インタビューに基づく。

等教育資金作りを支援する「529 プラン」など複数の税制優遇口座があることが大きな特徴として挙げられる。各口座の税制優遇の条件はそれぞれ異なるため、米国の家計はそれを一括管理することで、税制優遇のメリットを最大限に享受しつつ、資産を形成したいと考えている。事実、バンガードが2013年2月に行った調査によると、個人投資家はFAに支払った手数料の対価として税務マネジメントを期待している<sup>11</sup>。

以上のニーズを受け、現在、各金融機関はユニファイド・マネージド・アカウント（以下、UMA とする）の提供に注力している。UMA とは、個別銘柄、投信、ETF、ファンドラップ、SMA、保険など様々な口座を一括管理するためのMAであり、税制メリットを最大化することを目的とした口座である。UMA では、オーバーレイ・マネージャーと呼ばれる大手金融機関が資産管理責任者として、UMA に組み入れられている各口座の損益状況や税制優遇の詳細などを鑑みて家計レベルで資産運用の最適化を目指す。UMA は、2003年に登場して以降、2008年の金融危機の影響を受けることなくAUMを伸ばし、2014年末時点で約370億ドルとMA市場全体の9.3%に達した（図表3）。

図表3 ユニファイド・マネージド・アカウントのAUM推移（10億ドル）



（出所）セラーリより野村資本市場研究所作成

## 2. ユニファイド・マネージド・アカウントを巡る各金融機関の動向

図表4は、UMAを提供する金融機関のランキングである。上位5社のうち、ワイヤーハウス（リテール向け証券ビジネスを行う4大金融機関）ではモルガン・スタンレーとメリルリンチのみがランクインし、ウェルズ・ファーゴとUBSアメリカはランク外である。

<sup>11</sup> Vanguard, “Moving to fee-based advice”, February 2013.

4位のフィデリティは、RPMを提供しないというビジネス判断の下、自身が提供しているファンドラップをUMAに転換するなどUMAに注力している<sup>12</sup>。

図表4 ユニファイド・マネージド・アカウント：提供金融機関ランキング

	2012年		2013年		2014年	
	AUM (10億ドル)	シェア	AUM (10億ドル)	シェア	AUM (10億ドル)	シェア
モルガン・スタンレー	62.7	27.7%	81.3	26.8%	92.9	25.1%
JPモルガン・チェース	28.3	12.5%	39.1	12.9%	46.9	12.7%
メリルリンチ	28.5	12.6%	37.0	12.2%	45.2	12.2%
フィデリティ	23.8	10.5%	30.9	10.2%	34.5	9.3%
インベストネット	6.3	2.8%	10.0	3.3%	28.4	7.7%
上位5社合計	149.6	66.1%	198.3	65.4%	247.9	67.0%

(出所) セルーリより野村資本市場研究所作成

ここで特筆すべきは、2位のJPモルガン・チェースと5位のインベストネットである。JPモルガン・チェースは2013年にメリルリンチを抜いて2位となった。同行はチェースというリテール銀行店舗を構えながら、顧客に資産運用のニーズがあるとJPモルガン・セキュリティーズのFAを紹介する。そして顧客がチェースに銀行口座を保有している場合、IRAの年間口座管理料が無料になり、証券取引に関わる手数料が割引になる等のサービスを提供している。同社のUMAは、JPモルガン・アセットマネジメントが運用を担っている投信を多く組み入れている。これは同社のパフォーマンスが優れており、多くの賞を受賞しているからとされている<sup>13</sup>。この設計は、JPモルガンのブランド力を生かしたものといえるが、一方で、規制上は批判を受ける可能性もはらんでいる。実際、JPモルガン・チェースは、傘下のリテール銀行部門で展開しているUMA、「チェース・ストラテジック・ポートフォリオ」について、証券取引委員会（以下、SECとする）による調査を受けていると報道されている。JPモルガン・グループが受託者責任に反し、自社ファンドの勧誘により、自社の利益を優先するような勧誘を奨励していたという疑いである。過去に、モルガン・スタンレーやメリルリンチが、顧客の利益を優先せず、自社ファンドを投資家に勧誘したとして罰金を科された経緯があるため注目されている<sup>14</sup>。

インベストネットも、近年、シェアを伸ばしている。同社の主なサービスはUMA及びそれに関するプラットフォームの提供である。ワンクリックで複数口座のアセット・アロケーションを行うことができる高度なテクノロジーが強みであり、UMA事業に関してフィデリティと提携している。そして、同社は、近年多くの合併・買収を行うことで事業を拡大している。特に目立つのは2014年7月に公表されたプレスマーク・インベストメントの買収である<sup>15</sup>。プレスマーク・インベストメントはUMAのオーバーレイ・マネージ

<sup>12</sup> フィデリティがレップ・アズ・ポートフォリオ・マネージャーを提供していない背景は脚注2論文を参照。

<sup>13</sup> “JPMorgan Doubles model SMA, UMA business in 2010” Wealth Management Today, March 2011

<sup>14</sup> “JPMorgan Execs Said Deposed in SEC Asset-Management Probe” Bloomberg, March 2015

<sup>15</sup> Investnet, “Investnet to Acquire Placemark Investments”, July 2014.

ヤーであり、銀行や証券会社に UMA を提供していた。インベストネットは当該買収により AUM を 140 億ドル増加させ、5 番目に大きな UMA 提供者となった。

### 3. ゴール・ベースド・ウェルス・マネジメントとメリルリンチ・ワン

家計金融資産一括管理のニーズを受け、近年、米国ではゴール・ベースド・ウェルス・マネジメント（以下、GBWM とする）と呼ばれる考え方が普及している。GBWM とは複数の口座を個々人が設定したゴール（主に退職後のファイナンシャル・プランや教育資金の準備など）に向かって、効率的に運用することを指す。GBWM では、運用実績を、あるベンチマークに対する勝敗ではなく、ゴール達成に向けた進捗度合によって評価する。GBWM によって顧客の優先事項が明確化され、複数口座の一元管理によってコストが削減される一方で、以前より顧客のゴールに向かって資産運用商品を提供することは当然であり、何ら新しい考え方ではないという指摘もある。

GBWM に対して賛否両論ある中、2013 年 9 月、メリルリンチは FA の生産性向上を目的とした新しいプラットフォームである「メリルリンチ・ワン」を導入した。これは GBWM という考え方を実際の金融サービスにおいて実現したものであり、過去 4 年間にわたる約 1 億ドルのシステム投資によって開発された。そして、2016 年 1 月 1 日までに全ての MA をメリルリンチ・ワンで管理する方針を示しており、今後、顧客が新規に MA を契約する際には全て同サービスにて組み入れられる。既存顧客に対してはメリルリンチ・ワンへの切り替えを推奨し、顧客同意によりサービスを移行する。

メリルリンチ・ワンが鳴物入りで導入された背景には、第一に、メリルリンチは 1989 年に最古の MA が設定されて以降、新しい MA が拡充される度にシステムを導入していった結果、5 つの MA を別々に管理しなけりなかつたという点が挙げられる<sup>16</sup>。MA を複数保有する顧客から書類などの管理が煩雑である、それぞれの MA に別の社内担当者がいて混乱する、などの指摘を受けていた。実際に手続は煩雑で、従来は一人の顧客に対して 2 つの MA を開設する際には、80 ステップの手順を踏む必要があり、また顧客と 2 種類の契約書類を交わした上で 300 ページに及ぶ目論見書を交付しなけりなかつた。しかし、メリルリンチ・ワン導入後は、手順は 40 ステップに減少し、目論見書のページ数も 64 に効率化された。

第二に、メリルリンチはバンク・オブ・アメリカに買収されて以降、2012 年初から 2014 年末までに所属している FA が約 2000 名減少した<sup>17</sup>。また、リテール向け金融ビジネスにデジタル化の波が押し寄せ、IT 技術を駆使して FA の生産性を向上させる必要性も指摘された。その結果、既存の MA からメリルリンチ・ワンに移行させることで、顧客の満足度を高め、その結果としてさらなる資産の獲得、FA のメリルリンチに対するロイヤルティ

<sup>16</sup> 5 つの MA とは、メリル・コンサルト、ミューチュアル・ファンド・アドバイザー、パーソナル・アドバイザー（レップ・アズ・アドバイザー）、パーソナル・インベストメント・アドバイザー（レップ・アズ・ポートフォリオ・マネージャー）、UMA である。

<sup>17</sup> バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ決算資料を参照。

向上に結び付けることが目指された。2015年3月24日時点でメリルリンチ・ワンの預かり資産は3200億ドルに達し、そのうち約4分の1は新規顧客からの契約によるものである。メリルリンチ・ワンは順調に預かり資産を拡大しているといえよう。

しかし、メリルリンチ・ワンのデメリットも指摘されている。例えば、投資家がMAを1つだけ保有している場合、従前より手数料が高くなるケースがある。具体的には顧客Aが同社のメリルリンチ・パーソナル・アドバイザープログラム（レップ・アズ・アドバイザー）のみを40万ドル運用している場合、メリルリンチ・ワンに移行することで年間手数料は1.4倍になる（図表5）<sup>18</sup>。メリルリンチ・ワンのフィー体系は資産運用資金の他にバンク・オブ・アメリカにおける現預金も合わせた金額から計算されるため、結果として影響を受ける顧客は少ないとされるが、あくまでも顧客が複数の口座を保有していることを前提としたサービスであるといえる。

図表5 メリルリンチ・ワン導入前後の手数料比較（顧客がMAを複数保有していない場合）

	口座残高	導入前手数料	導入後手数料	手数料変化率
顧客A	40万ドル	4,000ドル	5,600ドル	1.4倍
顧客B	300万ドル	16,500ドル	25,500ドル	1.55倍

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

## IV. 投資アドバイスの変化に伴う手数料徴収方法の多様化

### 1. 低下する残高フィーの水準

セルーリの調査によると2008年の金融危機以降、MAの単純平均手数料は6bps低下した（図表6）。その要因として第一に、ワイヤーハウスだけではなくフィデリティ（リテール証券部門）、JPモルガン・チェース、インベストネットなどの金融機関が、MAの販売ネットワークにおいて力を持ち、MAのポートフォリオ構築の役割を担う資産運用会社に対して強い交渉力を持ったことが挙げられる。第二に、上記に伴い、MAに組み入れられている投信のシェアクラスを機関投資家向けに変更するケースや、12b-1と呼ばれる費用を削減していることが挙げられる。12b-1とは販売手数料と同様に、主に販売関連サービスの対価として投資信託からディストリビューターに支払われる手数料を指す<sup>19</sup>。第三に、ETFの多様化に伴い、アクティブ運用よりも安価なETFの活用が積極化したことが挙げられる。

一方で例外もある。UBSアメリカは2014年中旬から競合他社に先駆けて、投信のシェアクラスをより安価な機関投資家向けのシェアクラスに転換すると同時に、同社が提供するMAの残高フィーを引き上げた。AUMが25万ドル未満の顧客から徴収する残高フィーを1%から1.25%に、25万ドル以上100万ドル未満の顧客については0.75%から1%とした<sup>20</sup>。

<sup>18</sup> “BofA to Revamp Merrill Fees” The Wall Street Journal, July 2013

<sup>19</sup> 野村亜紀子「米国の投信手数料体系の多様性について」『資本市場クォーターリー』2006年夏号参照。

<sup>20</sup> “Merrill Lynch’ goals-based’ accounts to reach \$200 billion milestone” Investmentnews, November 2014

図表6 金融危機前後のマネージド・アカウントの手数料変化

プログラム名	2008年	2014年	変化幅
SMA	1.7%	1.65%	-0.05
ミューチュアル・ファンド・アドバイザー	1.16%	1.1%	-0.06
レップ・アズ・ポートフォリオ・マネージャー	1.25%	1.2%	-0.05
レップ・アズ・アドバイザー	1.04%	1.07%	+0.03
UMA	1.53%	1.33%	-0.2

(出所) セルURIより野村資本市場研究所作成

## 2. 多様化する残高フィーの取得方法

近年の残高フィーは手数料率が低下しているだけでなく、手数料の徴収方法が多様化している。これは、コミッション型ビジネスが内包する利益相反の解決策として登場した残高フィー型ビジネスが、フィーに見合ったサービスをFAが提供しているのかという批判が出ていることと関係する。例えば、FAがある顧客の残高フィー型口座のメンテナンスに年間30時間しかかけていなかったとしても、顧客のAUMが500万ドルあれば年間5万ドル（年率1%）の残高フィーを徴収することになる。

そこで、AUMに対して一定の「割合」ではなく、提供するサービス内容に応じて一定「額」を徴収する手法が登場した。これは「コンサルティング・フィー」と呼ばれているが、フィデリティのデービット・カンター氏（インスティテューショナル・ウェルス・サービス部門副社長）は「AUMが多額になればなるほど、一定割合のフィー体系よりも一定額のフィー体系であるコンサルティング・フィーの方がコストを抑えることができる。特に、富裕層、超富裕層が選好している傾向がある」と述べている<sup>21</sup>。

他にも一定料率の手数料徴収方法に対する批判を回避するため、金融サービスの提供に費やした時間に応じた手数料や、パフォーマンスに応じた成功報酬などを採用するMAが増加している。特にRPMにおいては、FAは実質的に資産運用会社におけるポートフォリオ・マネージャーと同様の役割を果たすことから、成功報酬の方が適切だという意見もある。しかし、2015年1月、SECは「2015年の規制・検査優先事項」の中で、残高フィーの徴収方法を優先課題のひとつに挙げた。これは、近年多様化する残高フィーの徴収方法を受け、FAが選択した手数料体系が顧客に推奨した口座に最適なものであるか懸念しているためである<sup>22</sup>。

## 3. 顧客満足度向上のための試み

さらには、顧客の満足度に応じて残高フィーを払い戻すケースも散見される。2013年12月、チャールズ・シュワブは顧客が「どのような理由であっても」マネージド・アカウントの資産運用サービスに満足しなければ、アドバイス料としての残高フィーの返金を求めることができるサービスを開始した。その結果、顧客から550件ほどの払い戻し要請があっ

<sup>21</sup> “Some Financial Advisors Abandon Asset-Based Fees”, Wealthmanagement.com, January, 2014

<sup>22</sup> SEC, “Examination Priorities for 2015”, January 2015.

たが、それは MA 口座数全体の 1%以下の水準であった。また、2014 年 8 月、TD アメリトレードも残高フィーの払い戻しサービスを開始した。これは同社が提供する MA であるアメリベスト・マネージド・アカウントにおける運用実績が、2 四半期連続でマイナスになった場合、残高フィーを顧客に払い戻すというものである。

また、近年、米国で注目されるロボ・アドバイザーの登場によって、MA の提供者として FA による対面が最もふさわしいのかも、議論され始めている<sup>23</sup>。ロボ・アドバイザーとはスマートフォン等を通じて個人の資産運用に関する提案を行う企業であり、対面による金融サービスによって付加価値を見出す FA と対比した造語である。ロボ・アドバイザーは主に西海岸を中心に拠点を置くベンチャー企業によって提供されるが、近年、大手金融機関も参入している。例えばバンガードのロボ・アドバイザー「バンガード・パーソナル・アドバイザー・サービス」の台頭は目覚ましく、過去 1 年間で資産規模は約 6 倍となり、AUM は 42 億ドルに達した（2014 年末時点）<sup>24</sup>。同サービスは完全なロボ・アドバイザーではなく、必要に応じて FA による対面のアドバイスも提供している。手数料水準はバンガードの投信や ETF を組み入れることで、対面型サービスを提供する大手金融機関と、完全な非対面型サービスを提供するベンチャー企業の間の中間の価格帯に設定し、ミレニアル世代をはじめとする若年層の顧客化に成功している。MA の提供者は顧客満足度向上の観点から、対面・非対面、あるいはその両方といったアプローチを模索していく必要があると思われる。

## V. 今後の注目点

近年の米国 MA 業界におけるイノベーションや投資アドバイスの手法の変化は、日本への示唆に富む。まず、MA の運用手法の高度化については、日次の流動性を提供するリキッド・オルタナティブの登場や多様なエクスポージャーを有することができるスマートベータ型 ETF の開発などを受けて、FA 及び個人投資家にとっての選択肢がますます広がっている。このようなイノベーションを日本の資産運用業界が起こせれば、米国と同水準の付加価値の高い MA が提供できるようになると期待される。

また、米国では、税制優遇のメリットを最大限に享受したいという家計のニーズが UMA の登場を押し進めたが、日本においても 2014 年 1 月の少額投資非課税制度（以下、NISA とする）の登場により、証券口座、NISA、銀行預金口座、確定拠出年金など、複数の金融資産管理口座を有する人口は増加している。さらに、2016 年 1 月よりジュニア NISA の申し込みが開始される他、本稿執筆時点で平成 27 年度税制改正大綱にもあるように確定拠出年金の加入対象者拡大が議論されており、米国に見られる家計資産一元管理サービスは、将来的に日本でも必要とされる可能性がある。

<sup>23</sup> 和田敬二郎・岡田功太「米国で拡大する「ロボ・アドバイザー」による個人投資家向け資産運用」『野村資本市場クォーターリー』2015 年春号参照。

<sup>24</sup> “Vanguard quintuples assets in robo-adviser, leapfrogging competitors” Investmentnews, December 2014

さらに、米国の MA 業界は顧客満足度向上を目指して、たゆまぬ工夫を続けている。それは一部の残高フィーの払い戻しサービスや、非対面での資産運用サービスを提供するロボ・アドバイザーの活用に顕著に表れている。特に、ロボ・アドバイザーの活用は、ミレニアル世代の顧客化や、多数のマスアフルメント層への説明効率化の点で、日本の金融機関にとっても示唆に富むのではないだろうか。

図表 7 (参考) 米国のマネージド・アカウントを巡る出来事

1975 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>・株式売買委託手数料の自由化</li> <li>・E.F.ハットンが残高フィー型ビジネスの原型を開発</li> </ul>
1979 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>・E.F.ハットンがレップ・アズ・ポートフォリオ・マネージャーの原型を開発</li> </ul>
1987 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>・メリルリンチがマネージド・アカウントの取り扱い開始</li> </ul>
1992 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>・チャールズ・シュワブがワンソースを設定</li> </ul>
1994 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>・タリー委員会発足</li> </ul>
1995 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>・タリー報告書公表</li> <li>・スミスバーニーがマルチ・ディシプリン・アカウントを設定</li> </ul>
1998 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ウェルズ・ファーゴがマネージド・アカウントの取り扱い開始</li> </ul>
1999 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>・メリルリンチが残高フィー型証券取引口座の提供を開始</li> </ul>
2000 年代初頭	<ul style="list-style-type: none"> <li>・マネージド・アカウントの多様化</li> <li>・ワイヤーハウスが FA の報酬体系を変更</li> </ul>
2003 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>・IT バブル崩壊後、ワイヤーハウスの営業部門改革</li> <li>・モルガン・スタンレーによる自社運用投信の過度な販売強化に対して米当局より罰金</li> <li>・ユニファイド・マネージド・アカウントの登場</li> </ul>
2006 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>・モルガン・スタンレーがコロンビア大学と提携し、FA のための資格プログラムを設立</li> </ul>
2007 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>・メリルリンチ・ルールの無効化</li> <li>・残高フィー型証券取引口座のレップ・アズ・アドバイザーへの移管開始</li> </ul>
2008 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>・バンク・オブ・アメリカによるメリルリンチの買収</li> <li>・モルガン・スタンレーが銀行持ち株会社に移行</li> </ul>
2010 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ファンドラップが SMA の運用資産残高を追い抜く</li> </ul>
2014 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ロボ・アドバイザーの台頭</li> </ul>
2015 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>・オバマ大統領が、受託者責任の範囲拡大を目指す労働省の規則案を支持</li> </ul>

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成