

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

岡田 功太、和田 敬二郎

■ 要 約 ■

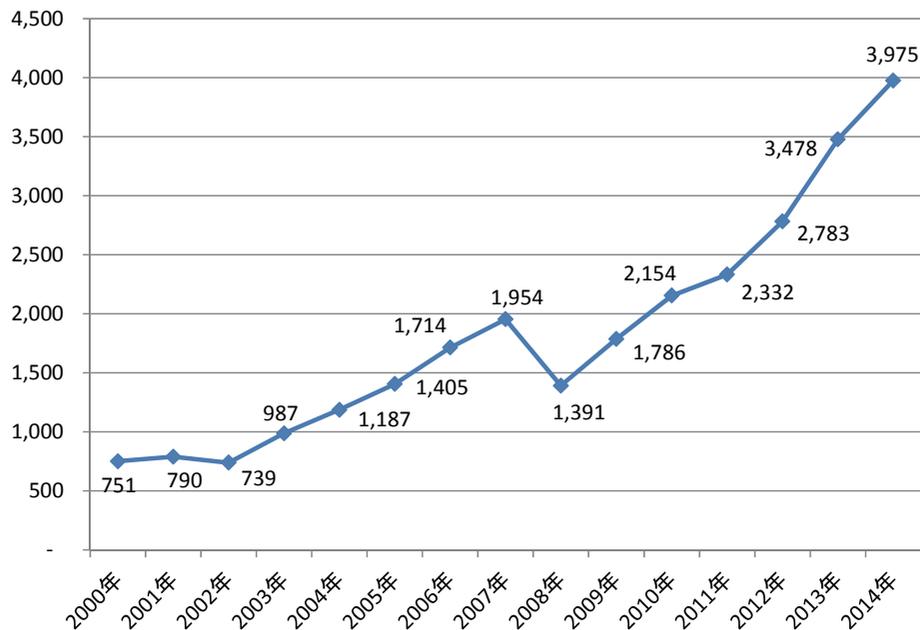
1. 米国のマネージド・アカウント（MA）の運用資産残高は 3.9 兆ドルに達し（2014 年末）、過去 5 年間で年率約 20%の成長を遂げている。MA とは SMA やファンドラップの総称であり、金融機関の営業担当者（FA）と顧客が投資一任契約を締結し、FA が顧客のポートフォリオ構築を請け負うサービスを指す。
2. 米国 MA の規模は日本の投資一任口座の約 130 倍に匹敵するが、これは過去 40 年の米国リテール金融業界の環境変化によって引き起こされた当然の帰結とも言える。
3. 具体的には、第一に 1975 年の株式売買手数料自由化、投資信託関連のスキャンダルを背景にした取扱商品のオープン・アーキテクチャー化、2008 年の金融危機以降の規制強化などの規制改革の潮流である。顧客と FA の間の利益相反回避を可能とするサービスとして、SMA やファンドラップが望ましいとされた面がある。第二に、自主規制改革を契機とした FA の報酬体系の変更や IT バブル崩壊後のワイヤーハウス（大手証券会社）営業部門のリストラなど、リテール金融ビジネスの経営戦略が FA の生産性や安定的な収益獲得へと変化したことである。2000 年代前半に IT バブル崩壊などの苦境に直面したメリルリンチは、FA 解雇などの厳しいリストラを通じて、預かり資産増大による残高フィー獲得型のビジネスモデルへの転換を進めたとされている。
4. 上記のような中長期の環境変化にリテール証券業界が対応した結果、2008 年前後金融危機の後も、MA 市場は急回復を果たした。しかし、近年ではアドバイザー主導型など MA が多様化した結果、FA はかつてのブローカー（媒介業者）ではなく、投資顧問業者として見られるようになってきており、FA が果たすべき受託者責任に関する議論が喚起されていることは興味深い動きといえよう。

I 運用資産 4 兆ドルに迫る米国の SMA 及びファンドラップ

セパレートリー・マネージド・アカウント（以下、SMA とする）及びファンドラップとは、金融機関の営業担当者（フィナンシャル・アドバイザー、以下 FA とする）と個人投資家が投資一任契約を締結し、FA が受託者責任を負うことで顧客のポートフォリオ構築や銘柄選択を請け負うサービスを指す¹。これは株式ブローカレッジ業務のように顧客の売買によって収益をあげるコミッション型ビジネスとは異なり、顧客の運用資産総額（以下、AUM とする）に応じて手数料を獲得するため、残高フィー型ビジネスと呼ばれる。米国の残高フィー型ビジネスは、SMA アドバイザー（以下、SMA とする）、ミューチュアル・ファンド・アドバイザー（以下、ファンドラップとする）、レップ・アズ・アドバイザー、レップ・アズ・ポートフォリオ・マネージャーなど多様である²。それぞれ投資対象資産や、FA が有する権限に応じて分類されており、これらをマネージド・アカウント（以下、MA とする）と総称する³。

資産運用業界専門調査会社のセルリー・アソシエイツによれば、米国 MA の規模は約 3.9 兆ドルに達し、過去 5 年間で年率約 20%の成長を遂げている（図表 1、2014 年末時

図表 1 米国のマネージド・アカウントの AUM 推移（10 億ドル）



（出所）セルリー・アソシエイツ資料より野村資本市場研究所作成

¹ 受託者責任の詳細は、沼田優子「米国に見る証券営業担当者のアドバイスのあり方に関する議論 - 制度改革議論が進めた証券アドバイスの類型化 -」『資本市場クォーターリー』2010 年春号参照。

² 当該分類はセルリー社の分類に基づく。詳細は星隆祐、岩井浩一「金融危機後に成長が加速する米国マネージド・アカウント業界」『野村資本市場クォーターリー』2014 年冬号参照。

³ 本稿で取り扱っているマネージド・アカウントとは、個人投資家向けのものを指す。マネージド・アカウントとは、ある投資家に対して提供される一任勘定のことであり、機関投資家向けや 401 (k) プラン向けのマネージド・アカウントも存在する。後者の詳細は、野村亜紀子「米国 401 (k) プランのマネージド・アカウントについて」『資本市場クォーターリー』2004 年秋号参照。

点)。日本の投資一任口座の AUM (2014 年 12 月末時点で約 3 兆 1300 億円 (1 ドル=104 円換算)、日本投資顧問業協会) の約 130 倍に達するが、この MA の規模拡大は過去 40 年の米国リテール金融業界の環境変化によって引き起こされた当然の帰結とも言える。

具体的には、第一に規制改革の潮流である。1975 年の株式売買手数料の自由化から始まり、投資信託など取扱商品のオープン・アーキテクチャー化、2008 年の金融危機以降の規制強化などによって、米国リテール金融業界の付加価値を単なる金融商品の販売から顧客の立場に立ったアドバイスの提供および中長期的なコンサルティングの提供に進化させたといえる。

第二に、1995 年の自主規制改革を契機とした FA の報酬体系の変更や、IT バブル崩壊後の営業部門リストラの動きなどは、市場動向に左右されがちだったリテール金融ビジネスの経営戦略を収益の安定化、FA の生産性重視へと変える方向に作用した。こうした潮流を踏まえれば、米国金融機関が MA の提案に注力したのは必然であったといえよう。

一方で、後述するアドバイザー主導型など MA の多様化が進展する中で、米国の FA は金融商品販売業者である以上に、受託者責任を負う投資顧問業者として見られるようになってきている。以下では、MA 拡大を促進した環境変化と、FA の役割の変化について詳述する。

II リテール金融を巡る制度整備及び金融機関経営の歴史的背景

1. FA の評価・報酬体系に関する議論

まず、過去 40 年の MA の歴史の発端に触れる。米国における MA の発祥は E.F.ハットンが残高フィー型口座の原型を開発した 1975 年に遡る⁴。この年は株式売買手数料が自由化され、その結果、大手証券会社は競争の激化による当該手数料収入の低下を懸念していた。そのような状況下において顧客が個別銘柄を売買した際に収益を得るのではなく、顧客の AUM に応じて手数料を徴収する残高フィー型ビジネスが開発されたのである。しかし、残高フィー型ビジネスにおいては FA が株式売買手数料を顧客から取得できないため、歩合部分が相当の割合を占める FA の報酬にネガティブな影響を及ぼすことが懸念された。そのため MA は開発された当初から約 20 年に渡って脚光を浴びることはなかった。

しかし、1994 年以降、MA は急速に存在感を増す。当時の証券取引委員会 (以下、SEC とする) のアーサー・レビット委員長は、FA の報酬制度が個別銘柄の売買によるコミッションを基準としているため、顧客口座に対して過度な回転売買を助長していると考えていた。そして、その利益相反を最小化する方法を検討するため、大手金融機関の経営陣を招集し、委員会を発足した。当該委員会の参加メンバーは、ダニエル・タリー氏 (当時メ

⁴ E.F.ハットンは、1988 年にシェアソン・リーマンに買収されシェアソン・リーマン・ハットンとなり、1993 年にスミスバーニーに買収され、スミスバーニー・シェアソンとなった。2009 年の経営統合を経て、現在ではモルガン・スタンレーの一部となっている。

リルリンチ CEO)、ウォーレン・バフェット氏(バークシャー・ハザウェイ CEO)、レイモンド・メイソン(当時レグ・メイソン CEO)などであり、委員長の名前から「タリー委員会」と呼称される。

タリー委員会は、ヒアリングやインタビューを通じて、FAの報酬に関する実態を調査した結果、多くの証券会社で「セールス・コンテスト」と呼ばれるイベントが開催され、FAの間で所謂「新発投信」や「新規口座開設件数」の販売競争を行う商慣習があることが判明した。コンテスト期間中に成績優秀者となったFAに対して旅行券やテレビのセットなどの景品が提供されており、タリー委員会は、各コンテストの対象商品は顧客にとって適切なものであったのか、景品の存在は顧客に開示されていたのか、などについて問題提起した。

1995年に取りまとめられたタリー委員会の報告書は、①顧客と販売会社及びFAの利害を一致させるために、残高連動の手数料体系が望ましいこと、②顧客も目的を理解し、投資家教育を重視すること、③系列商品とそれ以外で、販売員の報酬に差をつけないこと、などを証券会社におけるベスト・プラクティスとした⁵。タリー委員会の提言は、証券会社に対して、FAの評価・報酬体系の変更を促したと言われており、その改革の中で「コミッション型ビジネスから残高フィー型ビジネスへの転換」が重要とされた。実際、業界大手のメリルリンチ(現バンク・オブ・アメリカ)は1999年に「アンリミテッド・アドバンテージ」という新商品を投入した(詳細は後述)。

ただし、1995年のタリー報告書以降の約5年間において、各証券会社が行った重要な変革はFAの評価・報酬体系の変更であった。図表2は、2000年代前半に行われた報酬体系の改革を例示したもののだが、2001年10月、メリルリンチは、FAが10万ドル以上のAUMを有する顧客(世帯)の資産をMAに転換した場合、35%から50%の報酬を与えることとした。その一方で、コミッションが500ドル以下の個別銘柄の売買については無報酬とした⁶。また、2001年11月、UBSペイン・ウェーバー(現UBSアメリカ)は、報酬体系を変更してMAを提供したFAを優遇し、コミッション型ビジネスを抑止するために、個別銘柄を1回売買する毎に12ドルのペナルティーを課すことを決めた⁷。さらに、2002年9月、モルガン・スタンレーは、FAへの報酬を残高フィー型の資産に対して2%増加

図表2 主な金融機関のFAに対する報酬体系の変更

金融機関名	発表時期	変更内容
メリルリンチ	2001年10月	富裕層に対するMAの提供にはインセンティブを与え、コミッションが500ドル以下の個別銘柄の売買には無報酬
UBSアメリカ	2001年11月	MAの提供にはインセンティブを与え、個別銘柄の売買にはペナルティーを課す
モルガン・スタンレー	2002年9月	MAの提供にはインセンティブを与え、コミッションが85ドル以下の個別銘柄の売買には無報酬

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

⁵ SEC, "Report of the committee on compensation practices", April, 1995.

⁶ "Merrill's New Compensation Plan Rewards Fee-Based Brokers" WealthManagement.com, November, 2001.

⁷ "UBS PW Pushing Fee-Based Business, Transactional Reps Upset" WealthManagement.com, November, 2001.

させ、個別銘柄の売買によるコミッションについては 1%減少させた。そして、コミッションが 85 ドル以下の個別銘柄の売買に関しては無報酬とした⁸。

2. MDA の開発とオープン・アーキテクチャー化

変化したのは FA の報酬体系だけではない。MA で構築するポートフォリオの組み入れ対象資産も多様化した。1975 年に MA が考案された当初、組み入れ対象資産は単一資産クラスであった。株や債券を組み合わせてポートフォリオを構築されることはなく、最低投資金額は原則 100 万ドルで、異なる 4 つの資産クラスに投資する場合は 25 万ドルずつ個別の MA が設定された。しかし、顧客にとって最適なポートフォリオを構築するためには、複数の資産クラスによってポートフォリオを構築する必要があり、そのためのシステム開発が急がれた。

そのような状況下、1995 年、スミスパーニー（現モルガン・スタンレー）がマルチ・ディシプリン・アカウント（以下、MDA とする）を開発した。MDA とは、異なる投資対象資産および運用スタイルのポートフォリオを組み合わせた商品であり、原則として、複数の資産運用会社が運用を担当する商品である。そして、MDA の登場によって最低投資金額が 10 万ドルに引き下がったことで他社も追随し、MA のすそ野が広がった。

しかし、MA が普及するにつれて、以前より FA が手数料を徴収できなくなったことから、資産運用会社から販売会社へのキックバック料率が高い MA の取り扱いや、過度に手数料の高い投信を MA に組み入れる傾向が見られた。それに伴い、MA の手数料構造や組み入れ投信の情報開示を怠る事例が散見された。また、MA に限らず、当時の証券会社の取扱商品は、自社もしくはグループ傘下の資産運用会社の投信に偏っていた。こうした実態は、2003～2004 年にかけて米国で大きな論議を呼んだ「投信・保険不正問題」の中で批判を集めることとなり、特に 2003 年 9 月、モルガン・スタンレーはグループ会社が運用する投信の販売を強化するため、ブローカーに賞品を与えたり、資産運用部門から証券部門にキックバックを支払っていたりしたことなどを理由に、米当局から 200 万ドルの罰金の支払いを命じられたことは業界に衝撃を与えた⁹。この前後に、証券会社の取扱商品のオープン・アーキテクチャー化が進展し、MA に関しても資産クラスや資産運用会社が多様化した¹⁰。

3. IT バブル崩壊後の営業部門のリストラ

2000 年初頭は、規制改革とオープン・アーキテクチャー化だけではなく、IT バブル崩

⁸ “Morgan Stanley Unveils New Comp Plan” WealthManagement.com, September, 2002.

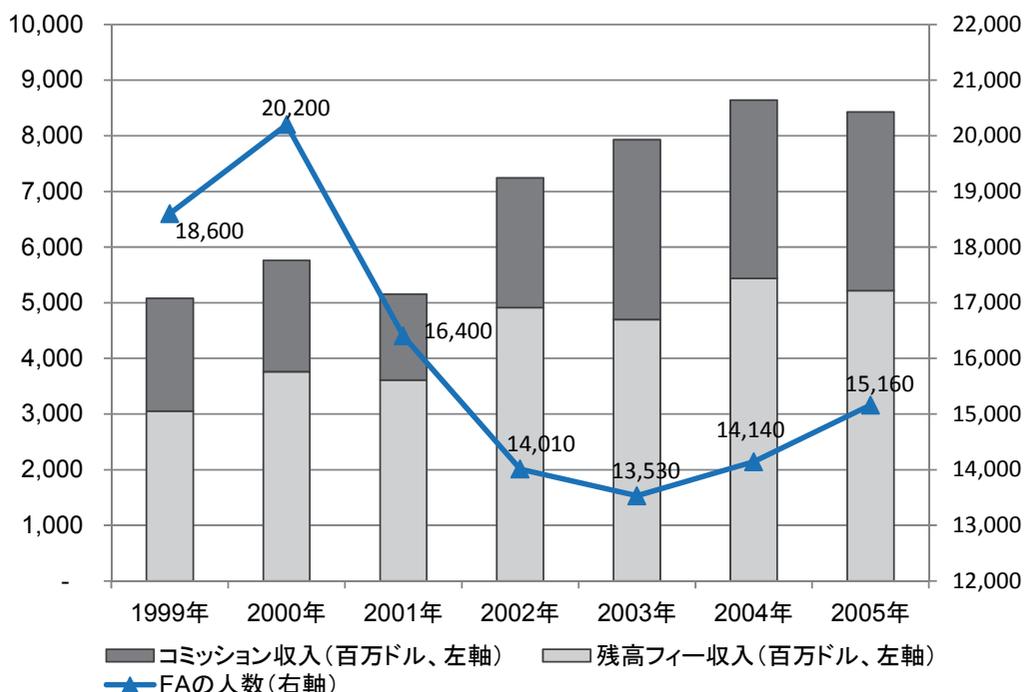
⁹ 大崎貞和・大原啓一「投信販売をめぐるインセンティブ・スキームの問題点 - 米国における代行手数料（12b-1）規制見直しの動き -」『資本市場クォーターリー』2004 年春号参照。

¹⁰ 関雄太「ブラックロックと資産運用部門を統合するメリル・リンチ」『資本市場クォーターリー』2006 年春号参照。

壊に伴う市況の急変とともに FA の生産性の向上に関する動きが活発となった。その変化を促したのは第一に、チャールズ・シュワブやフィデリティなどのオンライン中心のブローカーがファンドラップの提供を本格化し、リテール金融ビジネスにおける競争が激化したことである。当時、2006年にベビーブーマー第一世代が60歳代に突入することなどを背景に、リタイアメント資産の運用積極化の機運が高まっていたためである。第二に、2000年のITバブルの崩壊の影響である。株式市場が急落した結果、大手証券会社は生産性を向上するために大規模なリストラを実施せざるを得なくなり、特に営業部門においてはFAのリストラを断行した。例えば、当時メリルリンチの個人顧客部門の責任者であったジェームズ・ゴーマン CEO（現モルガン・スタンレーCEO）は、2001年に従業員を約9000名（全体の約15%に相当）リストラし、2000年から2003年にFAを約6700名削減した（図表3）。また、顧客預かり資産100万ドル未満の口座の担当をFAから外し、コールセンターに移管することで営業部門の生産性向上を目指した。モルガン・スタンレーもジョン・マック CEO（当時）の下、2005年に生産性の低いFAを約1000人解雇するなど、各金融機関は市場動向に左右されない収益体質確保のための改革を行った¹¹。

SMA やファンドラップなど残高フィー型ビジネスを強化することは、金融機関にとって収益変動を安定化するための最大の施策のひとつであり、特にメリルリンチを中心とする大手証券会社はMA拡大を強力に進めていくことになった。

図表3 2000年代前半におけるメリルリンチの営業部門改革



(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

¹¹ “Morgan Stanley: Tomorrow Is Another Day” WealthManagement.com, December, 2005.

4. 2008年の金融危機以降の規制強化による収益源の変化

ITバブル崩壊後の営業部門改革が功を奏し、2000年代後半にかけてMAの資産は順調に拡大したが、2008年にリーマンショックが発生する。金融危機による市況の急変動が、またしてもリテール金融ビジネスを進化させることとなった。

米国にはワイヤーハウスと呼ばれる個人向け証券業務を行っている4大証券会社（モルガン・スタンレー、メリルリンチ、ウェルズ・ファーゴ、UBSアメリカ）が存在する。2008年の金融危機時に、モルガン・スタンレーは銀行持ち株会社となり、メリルリンチはバンク・オブ・アメリカに買収されたことで、ワイヤーハウスは全て銀行となった。その後、銀行を取り巻く規制環境はさらに激変した。2010年7月にドット・フランク法が成立して以降、金融危機の再発防止を目的とした無数の規制が最終化・施行され、大手銀行は自己資本の活用を伴わない分野において収益を上げる必要に迫られた。

そのような状況下で、大手金融グループは各社とも、リテール金融ビジネスに注力することは自然な流れだったといえよう。もともとMAのプロバイダーとして高いシェアを持っていた大手4社が一層、MAの提供に力を入れた他、大手4社から独立して登録投資アドバイザー（以下、RIAとする）となるFAも続出し、そうしたRIAはフィデリティやチャールズ・シュワブのカストディ部門の業務支援を受けたことから、MA市場においては上位10社による激しい競争が展開されているといえよう（図表4）¹²。その中でもモルガン・スタンレーは、かつてメリルリンチの営業部門改革を主導したジェームズ・ゴーマンCEOの下、残高フィー型ビジネスに傾倒し、2014年第4四半期の決算において、預かり資産の約40%がMAによる資金となるまでに至った（図表5）。

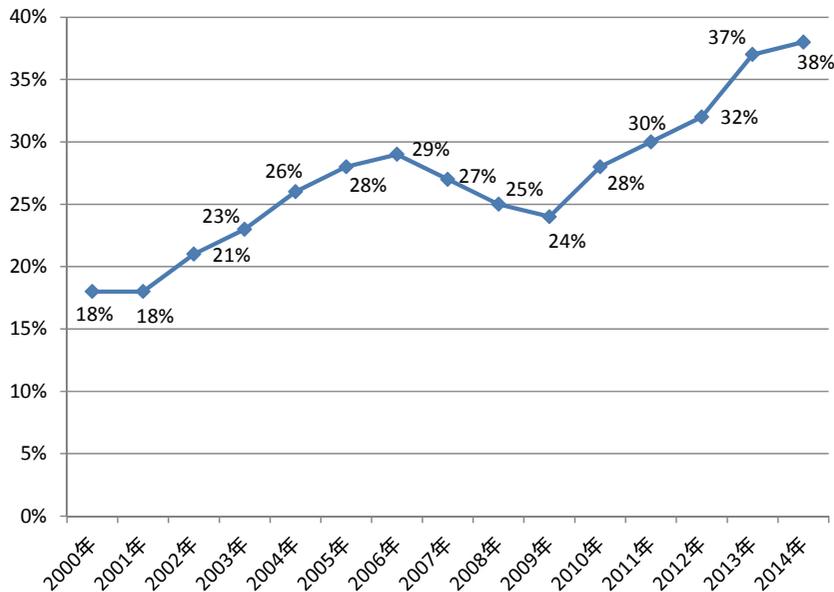
図表4 マネージド・アカウントの販売会社のAUMおよびシェア（10億ドル）

	2012年		2013年		2014年	
	AUM	MA全体に占める割合	AUM	MA全体に占める割合	AUM	MA全体に占める割合
モルガン・スタンレー	547.2	19.8%	695.2	20.1%	783.0	19.7%
メリルリンチ	422.9	15.3%	511.9	14.8%	591.7	14.9%
ウェルズ・ファーゴ	298.5	10.8%	373.6	10.8%	421.7	10.6%
UBSアメリカ	243.2	8.8%	304.4	8.8%	340.4	8.6%
ワイヤーハウス合計	1,511.8	54.7%	1,885.0	54.5%	2,136.8	53.8%
フィデリティ	138.2	5.0%	179.9	5.2%	216.5	5.4%
チャールズ・シュワブ	132.7	4.8%	162.6	4.7%	181.7	4.6%
LPL	121.6	4.4%	152.2	4.4%	175.8	4.4%
アメリプライズ	124.4	4.5%	152.2	4.4%	174.4	4.4%
レイモンド・ジェームズ	88.4	3.2%	121.1	3.5%	140.2	3.5%
エドワード・ジョーンズ	88.4	3.2%	114.1	3.3%	135.7	3.4%
上位10社合計	2,205.5	79.8%	2,7670.0	80.0%	3,161.1	79.5%

（出所）セルーリ・アソシエイツ資料より野村資本市場研究所作成

¹² 長島亮「独立系アドバイザーの拡大により成長を遂げるチャールズ・シュワブ」『資本市場クォーターリー』2007年秋号、中村仁「オンライン証券会社の変遷から見た米国リテール金融」『資本市場クォーターリー』2009年春号、沼田優子「独立系アドバイザーから見た米国の個人向け証券市場—2009年1月のチャールズ・シュワブ調査より—」『資本市場クォーターリー』2009年春号参照。

図表5 モルガン・スタンレーの預かり資産におけるマネージド・アカウントの割合



(出所) モルガン・スタンレー財務資料より野村資本市場研究所作成

また、MA の運用成績は、2008 年中に急激に悪化したが、そのパフォーマンスは他の証券、投信に投資していた場合と比べれば相対的に良いものであった。例えば、2008 年の S&P500 株式指数のパフォーマンスは-36.55%であったが、モルガン・スタンレーが提供するファンドラップの大型グロス株、大型バリュー株、小型グロス株、小型バリュー株の単純平均パフォーマンスは-7.09%であった¹³。この状況は、個人投資家にとっても FA にとっても、分散ポートフォリオと定期的な見直しによる安定運用という MA の付加価値を強く認識する機会になったと考えられる。金融危機後に MA の人気が復活し、危機前を上回るスピードで資金流入が継続したのは、2009 年以降、運用成績が劇的に改善したことだけでなく、MA が多様な階層の投資家に本格的に普及したことが要因といえよう。

Ⅲ 商品の多様化と受託者責任に関する議論の喚起

1. メリルリンチ・ルールの無効化とレップ・アズ・アドバイザーの登場

以上の通り MA の拡大は規制改革の潮流と、FA の生産性向上を主眼としたリテール金融ビジネスの経営戦略の変遷の賜物であることがわかる。ただし、日本の投資一任ビジネスと米国の MA 業界の大きな差異は、規模だけではなく商品の多様性にある。再び MA の歴史を別の視点から振り返りたい。1975 年に株式売買手数料が自由化され、MA の原型が開発されたが、実際にコミッション型ビジネスにおいて本格的な価格競争が勃発した

¹³ Morgan Stanley, "Consulting Group Capital Markets Funds TRAK", August 2012.

のは 1990 年代後半であった。そこで 1999 年、メリルリンチ（現バンク・オブ・アメリカ）は価格競争によるコミッションの低下を回避するため、「アンリミテッド・アドバンテージ」という新商品の提供を開始した。これは株式ブローカレッジ業務を行う証券取引口座であるが、手数料の徴収方法は残高フィー型とした商品だった。そして、当該商品の開発が、その後の米国 MA 業界における商品性の多様化に寄与することになる。

「アンリミテッド・アドバンテージ」の提供が開始された 1999 年、SEC は、当該口座は投資顧問法の適用除外となるという規則案を公表した¹⁴。これによりメリルリンチの FA は投資アドバイスを顧客に提供し、その対価として残高フィーを取得する一方で、投資顧問業としての登録義務が免除された（これをメリルリンチ・ルールと呼ぶ）¹⁵。そして、メリルリンチをはじめとする各金融機関が積極的に「アンリミテッド・アドバンテージ」のような残高フィー型証券取引口座の販売に取り組んだことで、当該商品の AUM は約 2800 億ドルに達した（2006 年末時点）。

しかし、米国フィナンシャル・プランナー協会は、証券取引の一形態として残高フィー型口座が提供されることを問題視し、メリルリンチ・ルールは越権行為であるという理由で SEC を提訴した。その結果、2007 年、最高裁によってメリルリンチ・ルールは無効と判決が下され、約 2800 億ドルもの規模を有する残高フィー型証券取引口座は、投資顧問業登録が必要な残高フィー型口座に移行することとなった。そして、その際に注目されたのが、レップ・アズ・アドバイザー（以下、RA とする）であった¹⁶。

RA は、金融機関や FA が顧客との契約に基づいて各種金融資産への投資を助言する米国 MA プログラムの一種である。当初、RA はメリルリンチ・ルールに基づく口座移行時に顧客の離脱を防ぐための受け皿ととらえられたが、金融危機後の MA ビジネスの復活の中で、市場急変時により機動的な対応が可能な MA として多くの FA に支持され、2014 年末時点の AUM は約 7700 億ドルに達した（図表 6）。

2. 金融危機後に注目されるレップ・アズ・ポートフォリオ・マネージャー

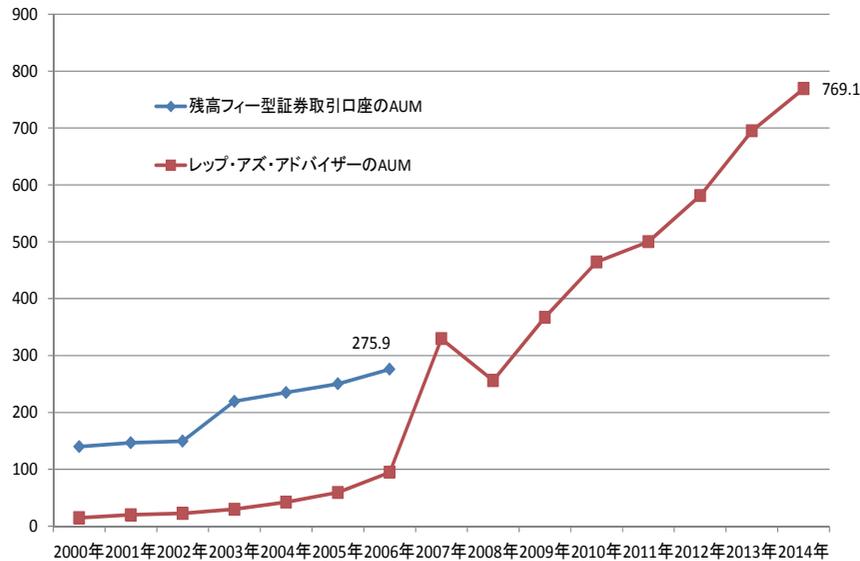
メリルリンチ・ルールが無効となった直後の 2008 年、リーマンショックが発生し、その後、欧州危機が顕在化したことを受けて、資産運用において急速に高まったボラティリティへの対応が意識され、より柔軟なポートフォリオ構築が求められるようになった。2007 年に RA が脚光を浴びたが、RA は投資の執行に関して顧客同意が必要であるという制約があった。また、近年、AUM が増加しているとはいえ、RA は事実上、廃止された残高フィー型証券取引口座の受け皿としての色彩が強かった。そこで新たに注目されたのが、レップ・アズ・ポートフォリオ・マネージャー（以下、RPM とする）であった。

¹⁴ 2005 年 4 月、SEC はこの規則案をほぼ踏襲した最終規則を採択した。

¹⁵ 脚注 1 の論文を参照。

¹⁶ 脚注 2 論文および星隆祐・岩井浩一「米国レップ・アズ・アドバイザー・プログラムの仕組みと特徴」『野村資本市場クォーターリー』2014 年夏号参照。

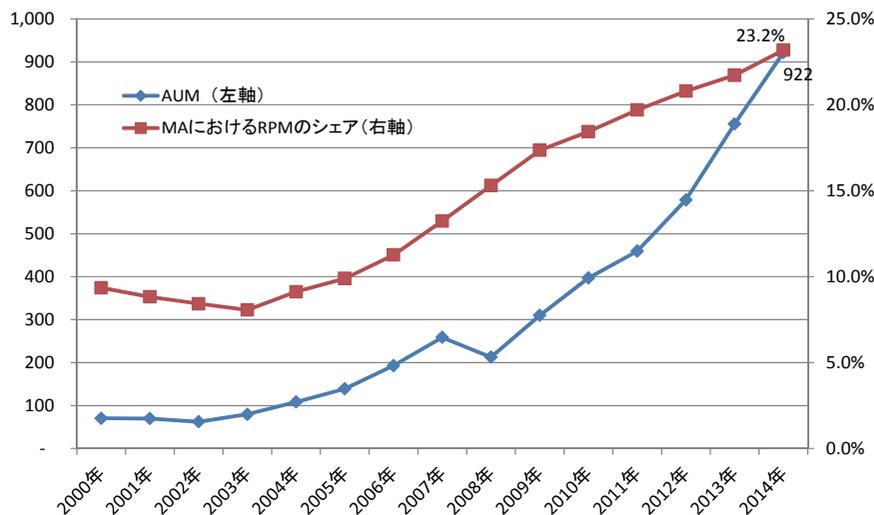
図表6 レップ・アズ・アドバイザーと残高フィー型証券取引口座のAUM推移（10億ドル）



(出所) セルリー・アソシエイツ資料より野村資本市場研究所作成

RPMとは、FAが受託者責任を負うことで、投資行動に関して顧客の同意を得る必要がないMAプログラムを指す。つまり、RPMを提供するFAは、実質的に資産運用会社におけるポートフォリオ・マネージャーとほぼ同様の役割を担う¹⁷。RPMのAUMは、2014年末時点で約9200億ドルに達し、MAにおけるRPMのシェアも2004年以降、一貫して上昇し続け、23%となった(図表7)。また、RPMは上位5社が全体の約80%を占めており、特にワイヤーハウスが積極的に取り組んでいる(図表8)。

図表7 レップ・アズ・ポートフォリオ・マネージャーのAUMの推移（10億ドル）



(出所) セルリー・アソシエイツ資料より野村資本市場研究所作成

¹⁷ 米国初のRPMは、1979年にE.F.ハットンが開発したポートフォリオ・マネジメント・プログラムであったとされるが、長らく注目を集めることなく、2008年の金融危機時に脚光を浴びた。

図表 8 レップ・アズ・ポートフォリオ・マネージャーの販売会社の AUM およびシェア

	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	174.2	30.1%	213.8	28.3%	257.3	27.9%
メリルリンチ	116.9	20.2%	160.9	21.3%	196.9	21.4%
UBS アメリカ	71.8	12.4%	103.5	13.7%	130.9	14.2%
ウェルズ・ファーゴ	54.4	9.4%	71.8	9.5%	85.4	9.3%
レイモンド・ジェームズ	25.5	4.4%	37.0	4.9%	46.6	5.1%
上位 5 社合計	442.9	77%	587.0	78%	717.1	78%

(出所) セルーリ・アソシエイツ資料より野村資本市場研究所作成

IV 受託者責任の範囲拡大の影響

人気を博している RPM であるが、FA は運用担当者でもあるため、潜在的な利益相反の可能性が指摘されている。そこで、ワイヤーハウスは自社の FA に対して、RPM の受託を許容する際、厳格な社内資格規定を課している。例えば、ジュニアからシニアまでの階層を設け、ジュニア資格を有する FA には、リサーチ部門によって高い評価を受けている株式銘柄のみ投資可能とするなどのさまざまなガイドラインである。また、第 3 者機関による要件として、米国証券アナリストなどの資格合格や、大学の投資理論に関するプログラムを受講することなどが設定されることもある。実際、モルガン・スタンレーは、2006 年、コロンビア大学と提携し、RPM を提供するための要件としてサーティファイド・ポートフォリオ・マネージャーという資格プログラムを設立した。さらに、RPM では、FA は投資顧問事業者として SEC 及び FINRA に登録することになる¹⁸。すなわち、FA には規制上も明確に「顧客の投資目的に沿い、顧客の利益のみを考えて行動する」という行動規範に則った受託者責任が求められることになる。MA 業界の雄であるフィデリティが RPM に参入しないのは、ワイヤーハウスのような対応をしても、潜在的な利益相反の可能性を払拭できないと判断したためである。

以上のように、米国では MA が多様化・普及するのにしたがって、FA が果たすべき責任の内容に関する議論が起こってきたことがわかる。この点に関連して、最近の受託者責任の対象範囲拡大に関する議論は注目されよう。2015 年 2 月に、オバマ大統領は、受託者責任の範囲拡大を目指す労働省の規則案を支持した¹⁹。この規則案は、従来、一部の FA に対して適用されてきた受託者責任を、確定拠出年金等の退職勘定を扱う全ての FA に課すものである。この規則改正は大統領経済諮問委員会が、受託者責任を負わない FA が投資アドバイスを行うことにより、投資家の利益が年間 170 億ドル失われていると報告したことを背景としている²⁰。これに対して、米国証券業金融市場協会 (SIFMA) は、FA は既に SEC と FINRA により厳格な規制を受けていることを理由に受託者責任の対象範囲

¹⁸ 投資アドバイスに関わる受託者責任については、沼田優子「米国証券会社の投資アドバイス業務を巡る議論」『野村資本市場クォーターリー』2006 年冬号参照。

¹⁹ “Obama directs Labor Department to move ahead on fiduciary rule” InvestmentNews, February, 2015.

²⁰ Council of Economic Advisers, “The Effects of Conflicted Investment Advice on Retirement Savings” February, 2015.

拡大に反対している²¹。当該規則案の対象は、主に退職勘定であり、RPM に対する直接的な言及はないが、今後、受託者責任に関する議論の方向性が、どの様に MA 業界全体に影響を与えるのか注目される。

図表 9 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"> ・株式売買委託手数料の自由化 ・E.F.ハットンが残高フィー型ビジネスの原型を開発
1979 年	<ul style="list-style-type: none"> ・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
1987 年	<ul style="list-style-type: none"> ・メリルリンチがマネージド・アカウントの取り扱い開始
1992 年	<ul style="list-style-type: none"> ・チャールズ・シュワブがワンソースを設定
1994 年	<ul style="list-style-type: none"> ・タリー委員会発足
1995 年	<ul style="list-style-type: none"> ・タリー報告書公表 ・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
1998 年	<ul style="list-style-type: none"> ・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
1999 年	<ul style="list-style-type: none"> ・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
2000 年代初頭	<ul style="list-style-type: none"> ・マネージド・アカウントの多様化 ・ワイヤーハウスが FA の報酬体系を変更
2003 年	<ul style="list-style-type: none"> ・IT バブル崩壊後、ワイヤーハウスの営業部門改革 ・モルガン・スタンレーが過度に自社運用の投信を強化したため、米当局より罰金 ・ユニファイド・マネージド・アカウントの登場
2006 年	<ul style="list-style-type: none"> ・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
2007 年	<ul style="list-style-type: none"> ・メリルリンチ・ルールの無効化 ・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
2008 年	<ul style="list-style-type: none"> ・バンク・オブ・アメリカによるメリルリンチの買収 ・モルガン・スタンレーが銀行持ち株会社に移行
2010 年	<ul style="list-style-type: none"> ・ファンドラップが SMA の運用資産残高を追い抜く
2014 年	<ul style="list-style-type: none"> ・ロボ・アドバイザーの台頭
2015 年	<ul style="list-style-type: none"> ・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

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

²¹ NERA, “The Effects of Conflicted Investment Advice on Retirement Savings” March, 2015.