

## フィデリティの信託報酬ゼロ戦略と 米国資産運用業界のメガトレンド

岡田 功太、下山 貴史

### ■ 要 約 ■

1. フィデリティ・インベストメンツは 2018 年に、「フィデリティ・ゼロコスト・シリーズ」と呼称する信託報酬が無料のインデックス・ファンドを 4 本設定した。同シリーズの運用資産総額（AUM）は、設定から約半年間で合計約 40 億ドル（2019 年 2 月末）に達し、高い注目を集めている。
2. 近年、米国資産運用業界は、①インデックス・ファンド及び ETF の台頭、②経費率の低いファンドに資金が流入する傾向、③独立系ファイナンシャル・アドバイザー（IFA）の台頭等、アクティブ運用を主体とする資産運用会社の経営を根底から揺るがすメガトレンドが観察される。
3. そのような中、フィデリティのアビゲイル・ジョンソン会長兼 CEO は、AUM の増大を目指す資産運用業から、同社の資産運用機能を IFA 経由で顧客に提供することによって、管理資産総額（AUA）の拡大を目指す方向へと経営の舵を切った。その中核を担うのが、フィデリティ・クリアリング&カストディ・ソリューションズ（FCCS）である。FCCS は、IFA 等に対してフィデリティのサービス等を提供するプラットフォームである。
4. IFA が FCCS のプラットフォーム経由でマネージド・アカウント（ファンドラップや SMA）を提供する場合、個人投資家は①アドバイザー・フィー（フィデリティ・インベストメンツが取得）、②マネージド・アカウントに組み入れられるファンドの信託報酬（ファンドの運用会社が取得）、③残高フィー（IFA が取得）の 3 つを合計した手数料を負担する。今般のフィデリティ・ゼロコスト・シリーズの狙いは②の削減である。
5. 信託報酬が無料であることは、個人投資家にとって魅力的であることに加え、顧客からの預かり資産残高を増大させることで、③の残高フィーの拡大を志向する IFA にとっても有用である。そのため、より多くの IFA がフィデリティ・ゼロコスト・シリーズを活用する可能性があり、結果的に FCCS の AUA が増加し、①が増大する可能性もある。
6. フィデリティ・インベストメンツの、「AUM の増大」から「AUA の増大」への経営戦略転換を受けて、JP モルガン等の他の金融機関も、現在、信託報酬を無料とした商品の組成を検討している。今後もダイナミックに変貌を遂げる米国資産運用業界の動向は注目に値する。

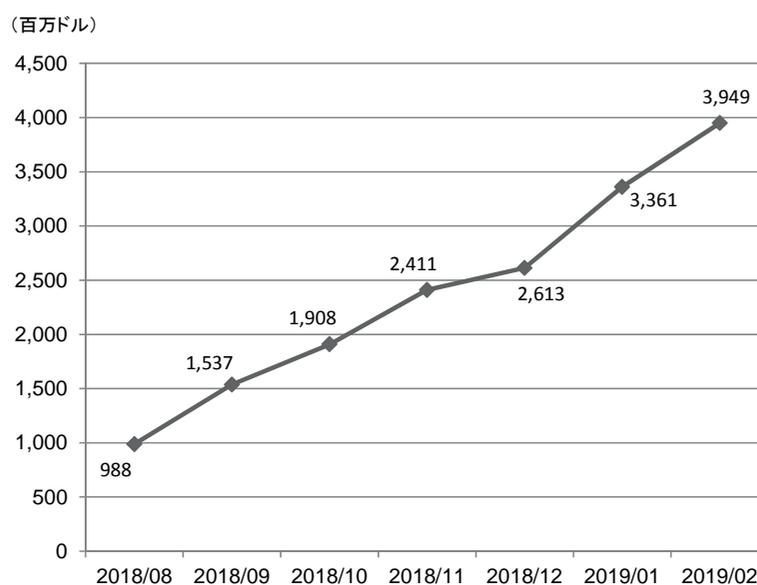
## I 急拡大するフィデリティ・ゼロコスト・シリーズ

米国資産運用業界において、フィデリティ・インベストメンツが打ち出したゼロコスト戦略が注目されている。同社は、2018年8月から9月にかけて、信託報酬を無料としたインデックス・ファンドを相次いで4本（フィデリティ・ゼロコスト・シリーズ）設定した<sup>1</sup>。同時に、フィデリティ・インベストメンツは、傘下の証券会社が個人投資家に提供する証券口座の諸経費についても無料化した。その結果、フィデリティ・ゼロコスト・シリーズの投資家が負う費用はゼロとなり、同シリーズの運用資産総額（AUM: Asset Under Management）は、約40億ドル（2019年2月末時点）に達した（図表1）。

フィデリティ・インベストメンツのゼロコスト戦略は、近年の米国資産運用業界における「メガトレンド（Mega Trend）」の一つの表れである。メガトレンドとは、一般的に、社会に大きな課題を突き付けるような巨大な潮流であり、企業経営においては、生き残りをかけた変革を促すような事業環境の変化を指す。米国資産運用業界におけるメガトレンドとして、①インデックス・ファンド及びETFの台頭、②低い経費率のファンドに資金流入が集中する傾向、③独立系ファイナンシャル・アドバイザーの台頭が挙げられる。この3つの潮流は、徹底した低コスト戦略を貫いたバンガードが後押しした側面があり、アクティブ運用を主体とする資産運用会社の経営を根幹から揺るがすものである。

このメガトレンドの影響は、例えば、上場している運用会社の株価という形で顕在化している。2018年の米国の上場運用会社の株価騰落率は、過去10年間に於いて最低であった。インベスコは約55%下落、ジャナス・ヘンダーソンは約45%下落、レッグメイソンは約

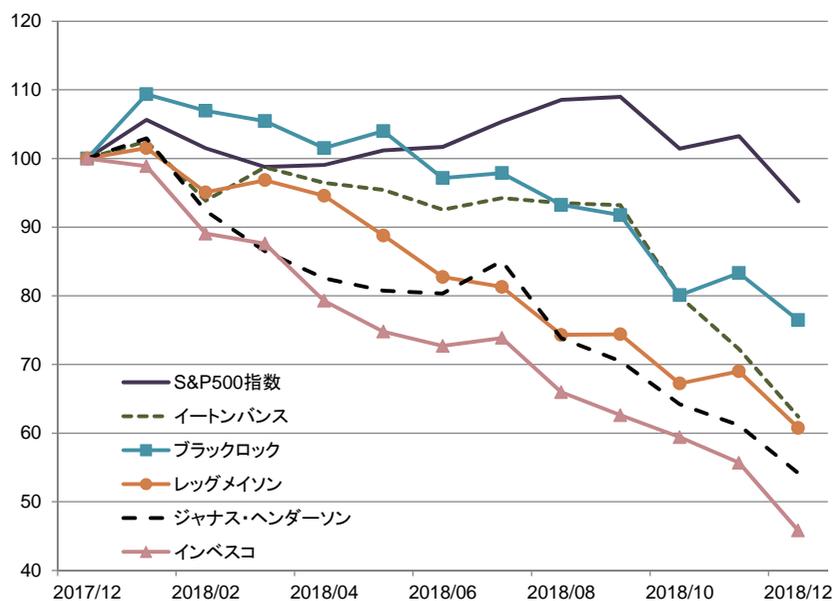
図表1 フィデリティ・ゼロコスト・シリーズのAUMの推移



(出所) フィデリティ・インベストメンツより野村資本市場研究所作成

<sup>1</sup> “Fidelity Eliminates Fees on Two New Index Funds,” *Wall Street Journal*, August 1<sup>st</sup> 2018.

図表 2 2018年の米国上場資産運用会社の株価推移（2017年末時点を100に指数化）



（出所）ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

40%下落、ブラックロックは約 25%下落と、S&P500 指数を大きくアンダーパフォームした（図表 2）。フィデリティ・インベストメンツは、激変する米国資産運用業界の環境に対応すべく、経営方針の転換を図り、今般、フィデリティ・ゼロコスト・シリーズを中核としたゼロコスト戦略を打ち出した。本稿は、同戦略の概要や、それを生み出した背景について整理を図る。

## II フィデリティ・インベストメンツのゼロコスト戦略の概要

### 1. 米国初の信託報酬の無料化

フィデリティ・インベストメンツは 2018 年 8 月、同社の 70 年以上の歴史の中で初めて、信託報酬を無料としたインデックス・ファンドを 4 本設定した（図表 3）。いずれも、運用はフィデリティ・マネジメント・アンド・リサーチ・カンパニーが担当し、投資助言はジオード・キャピタル・マネジメントが担う。前者は、フィデリティ・インベストメンツが設定するファンドの投資顧問業者であり、後者は、クオンツ及びインデックス運用を主体する独立系資産運用会社で、2003 年までフィデリティ・インベストメンツ傘下だった。

フィデリティ・ゼロコスト・シリーズは、ジオード・キャピタル・マネジメントが組成する指数に連動することを目指す。例えば、同シリーズのうち、最大規模の AUM を有するフィデリティ・ゼロ・トータル・マーケット・インデックス・ファンドは、フィデリティ US トータル・インベスタブル・マーケット指数に対して、トラッキング・エラーを最小化することを目指している。同指数は、米国企業の時価総額上位 3,000 社から、①浮

図表3 フィデリティ・ゼロコスト・シリーズの概要

ファンド名	運用開始日	AUM (2019年2月末)	主な投資対象
フィデリティ・ゼロ・トータル・マーケット・インデックス・ファンド	2018年8月2日	24.7億ドル	米国の時価総額上位 3,000社
フィデリティ・ゼロ・インターナショナル・インデックス・ファンド	2018年8月2日	8.0億ドル	米国以外の国の時価 総額上位80%に該当 する銘柄
フィデリティ・ゼロ・エクステンディッド・マーケット・インデックス・ファンド	2018年9月13日	2.5億ドル	米国の中小型株 2,500社
フィデリティ・ゼロ・ラージ・キャップ・インデックス・ファンド	2018年9月13日	4.2億ドル	米国の時価総額上位 500社

(出所) フィデリティ・インベストメンツより野村資本市場研究所作成

動株調整後の時価総額が 7,500 万ドル以下の銘柄、②時価総額に対する浮動株の比率が 15%以下の銘柄、③過去 6 カ月間の取引量が 2,500 万ドルに満たない銘柄を排除した、時価総額加重平均の指数である。

フィデリティ・ゼロコスト・シリーズの最大の特徴は、信託報酬だけではなく、その他の運用に関する諸経費が一切かからない点である。つまり、フィデリティ・マネジメント・アンド・リサーチ・カンパニーは、フィデリティ・ゼロコスト・シリーズを運用することによる収益を得ない。一般的に、インデックス・ファンドの運用者は、収益源を多様化するために、レンディング（保有する株式を第三者に貸し出す事業）によって賃料を得る場合がある<sup>2</sup>。しかし、フィデリティ・マネジメント・アンド・リサーチ・カンパニーは、同シリーズを運用するにあたって、レンディングを行ったとしても、その対価は受け取らないとしている。

## 2. 証券口座の諸経費の無料化及び最低投資金額の撤廃

フィデリティ・インベストメンツは、フィデリティ・ゼロコスト・シリーズを設定すると同時に、フィデリティ・ブローカレッジ・サービスが運営する証券口座の諸経費を無料化し、最低投資金額を撤廃した（図表 4）。フィデリティ・ブローカレッジ・サービスとは、フィデリティ・インベストメンツの子会社であり、1978 年に創業した証券会社である。

今般の同社の決定は、チャールズ・シュワブ及びバンガードと繰り広げた手数料引き下げ競争の結果起きたと言える。チャールズ・シュワブは 2017 年 2 月、株式及び ETF の売買手数料を 8.95 ドルから 6.95 ドルに引き下げた。その直後に、フィデリティ・ブローカレッジ・サービスは、同手数料を 7.95 ドルから 4.95 ドルに削減したが、チャールズ・シュワブは数時間後に、再度、同手数料を引き下げ、フィデリティ・ブローカレッジ・サービスと同水準の 4.95 ドルとした。その後、バンガードは 2018 年 7 月、売買手数料が

<sup>2</sup> 資産運用会社のレンディングに係る規制強化については、金融安定理事会が政策を提言している。その詳細は、岡田功太、小立敬「資産運用業の構造的脆弱性に係る政策提言—金融安定理事会（FSB）及び米国における議論—」『野村資本市場クォーターリー』2016 年秋冬号（ウェブサイト版）を参照。

図表 4 証券口座に係る諸経費及び最低投資金額の比較 (2018年8月末時点)

	フィデリティ・インベストメンツ	チャールズ・シュワブ	バンガード
最低投資金額	0ドル	1,000ドル	0ドル
口座サービス手数料	0ドル	0ドル	年間20ドル
投資信託の少額預かり手数料	0ドル	0ドル	年間20ドル(注1)
個人退職勘定の解約手数料	0ドル	0ドル	0ドル
口座再開設手数料	0ドル	39ドル	0ドル
銀行振込手数料	0ドル	25ドル	10ドル
残高不足手数料	0ドル	25ドル	20ドル
小切手支払停止手数料	0ドル	0ドル	15ドル
請求書支払手数料	0ドル	0ドル	月間4.95ドル(注2)

(注) 1. 預かり資産が10,000ドル未満の口座に対する手数料である。

2. バンガードに、500,000ドル以上の資産を預ける必要がある。

(出所) フィデリティ・インベストメンツより野村資本市場研究所作成

無料のETFの取扱いを77本から1,800本に拡大した。

このような手数料引き下げ競争を経て、フィデリティ・ブローカレッジ・サービスは、今般、株式やETFの売買手数料だけではなく、証券口座の諸経費を無料化することで、チャールズ・シュワブ及びバンガードとの差別化を図った。

### 3. フィデリティ・グループの自社系列商品

フィデリティ・ゼロコスト・シリーズの提供対象は、個人投資家に限定されている。具体的には、①フィデリティ・ブローカレッジ・サービスに直接的に証券口座を開設した個人投資家、または、②投資アドバイスを提供する第三者機関の顧客であり、同証券口座を開設した個人投資家である。ここで言う第三者機関とは、個人投資家に投資アドバイスを提供する際に、フィデリティ・インベストメンツの資産管理サービス(詳細は後述)を活用する独立系ファイナンシャル・アドバイザー、証券会社、銀行等を指す。

つまり、フィデリティ・ゼロコスト・シリーズの販売を、フィデリティ・ブローカレッジ・サービスが手掛けるパターンでは、ファンドの資産運用会社はフィデリティ・マネジメント・アンド・リサーチ・カンパニーであることから、フィデリティ・グループ傘下の販売会社による自社系列商品の販売という形になっている。ただし、フィデリティ・ゼロコスト・シリーズの売買手数料、信託報酬、証券口座の諸経費等が全てゼロであるため、フィデリティ・グループの自社系列商品であっても、潜在的な利益相反の可能性は抑止されている。

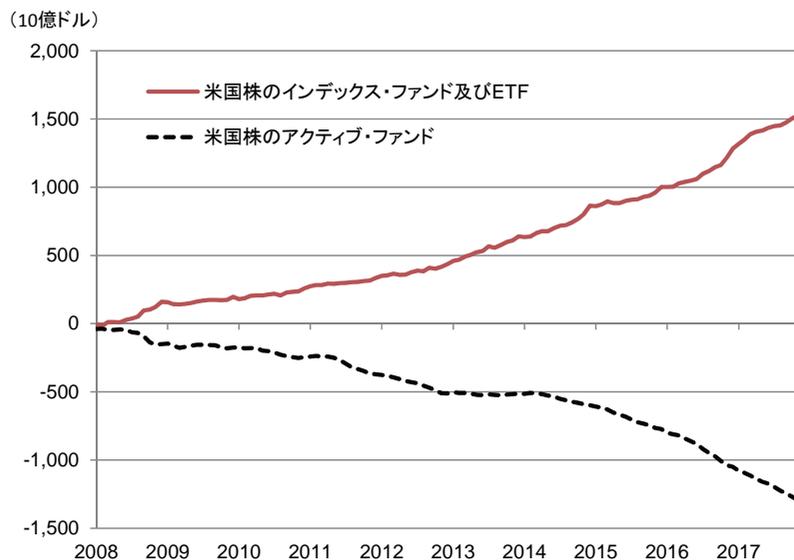
### Ⅲ 米国資産運用業界を取り巻くメガトレンド

#### 1. インデックス・ファンド及びETFの台頭

フィデリティ・インベストメンツがゼロコスト戦略を打ち出した背景として、第一に、インデックス・ファンド及びETFの台頭が挙げられる。米国では、2008年のグローバル金融危機以降、米国株のアクティブ・ファンドから累積で約1兆3,100億ドルの資金が流出した。一方で、米国株のインデックス・ファンド及びETFには累積で約1兆5,700億ドルの資金が流入した（図表5）<sup>3</sup>。中でも、ETFの成長は目覚ましく、米国上場のETFの市場規模は約3.3兆ドル（2018年末時点）に達し、過去5年間で約1.9倍、過去10年間では約6.2倍に増加した<sup>4</sup>。その結果、ETFスポンサーとして著名なブラックロック、バンガード、ステート・ストリートの3社は、S&P500指数を構成する企業のうち、約90%（企業数ベース）の大株主となった<sup>5</sup>。

フィデリティ・インベストメンツも、インデックス・ファンド及びETF台頭の時流に

図表5 米国株を主として運用対象とするファンドの累積純流出入額



（注） 2008年を起点に純資金流出入の累計額をグラフ化。

（出所） ICIより野村資本市場研究所作成

<sup>3</sup> アクティブ・ファンドからインデックス・ファンド及びETFへの資金シフトの結果、世界的に資産運用業界における再編の事例が散見される。その詳細は、神山哲也、岡田功太「アクティブ運用の苦境と資産運用業界再編の可能性－英ヘンダーソンと米ジャナス合併の事例－」『野村資本市場クォーターリー』2017年冬号、神山哲也「スタンダード・ライフとアバディーンの合併－新たな局面に入った欧州資産運用業界の再編－」『野村資本市場クォーターリー』2017年春号を参照。

<sup>4</sup> 米国ETFの詳細は、岡田功太「米国ETFの生態系を巡る議論」『野村資本市場クォーターリー』2017年春号を参照。

<sup>5</sup> インデックス・ファンド及びETFの規模拡大が、企業の競争を阻害している可能性が指摘されている。その詳細は、神山哲也、岡田功太「パッシブ運用の増大に伴うコモン・オーナーシップを巡る議論」『野村資本市場クォーターリー』2019年冬号を参照。

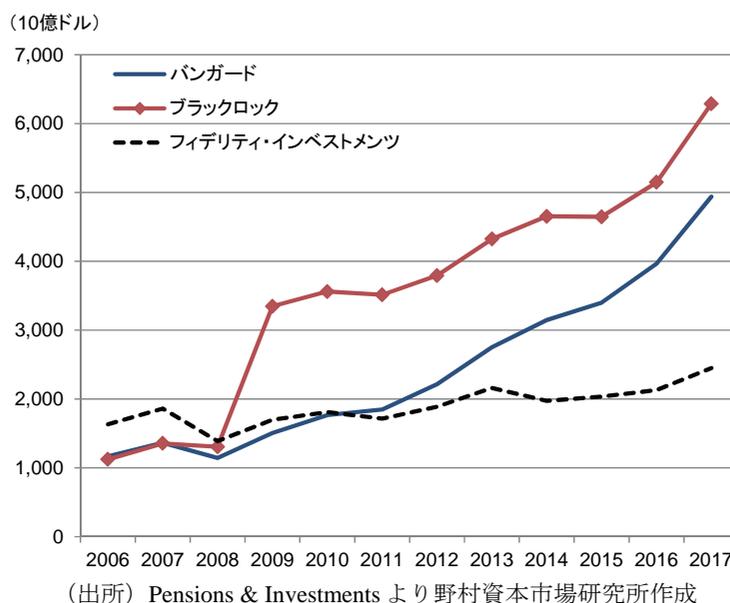
乗った。同社が 1988 年に設定したフィデリティ 500 インデックス・ファンドの AUM は、約 1,790 億ドル（2019 年 2 月末時点）に達し、同社が運用する最大規模のファンドの 1 つに成長した。他方で、フィデリティ・インベストメンツが運用するファンドは、運用実績の善し悪しに関わらず、2017 年まで過去 10 年連続で資金流出を記録した<sup>6</sup>。これは、同社の創業以来、最長の記録である。

このような事態を踏まえ、アビゲイル・ジョンソン会長兼 CEO は、従来の株式アクティブ運用を主体としたビジネスモデルから脱却すべく、2013 年にチャールズ・モーリソン氏を資産運用部門の責任者として任命した。モーリソン氏は債券のファンドマネージャーとして長いキャリアを有しており、株式アクティブ運用以外の商品の多様化に注力した。特に、モーリソン氏は、在任期間中に、インデックス・ファンド及び ETF の拡充に努め、同氏の尽力によってフィデリティ・ゼロコスト・シリーズは設定に至ったと言える。

## 2. 「バンガード効果」

第二に、バンガードの躍進である<sup>7</sup>。同社の AUM は約 5 兆ドル（2017 年末時点）に達し、過去 10 年間で約 5 倍に増加した（図表 6）。現在、米国最大の資産運用会社であるブラックロックは、2009 年に iShares を運営するバークレイズ・グローバル・インベスターズを買収したことで事業規模を拡大させたが、その後の AUM の増加ペースはバンガードに劣後している<sup>8</sup>。すなわち、オーガニック・グロース（M&A 等を伴わない自立的

図表 6 米国の主要な資産運用会社 3 社の AUM の推移



<sup>6</sup> “Fidelity, Bruised From Crises, Searches for Life After Mutual Funds,” *New York Times*, May 27<sup>th</sup> 2018.

<sup>7</sup> 詳細は、岡田功太、幸田祐「米国投信業界で圧倒的な資金流入額を誇るバンガード」『野村資本市場クォーターリー』2016年春号を参照。

<sup>8</sup> 詳細は、三宅裕樹「ブラックロックによる BGI の買収」『資本市場クォーターリー』2009年夏号（ウェブサイト版）を参照。

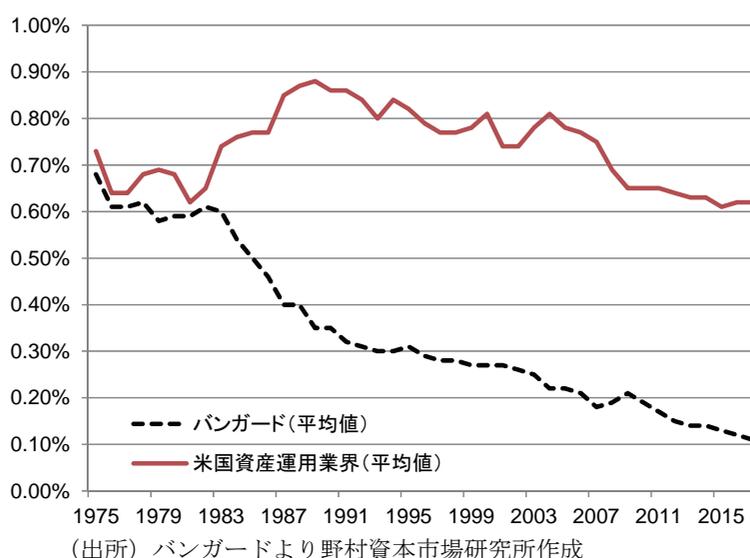
成長)の観点において、バンガードは、2008年のグローバル金融危機以降、最も成功した大手資産運用会社である。

バンガードの成功要因の一つとして、ファンド選定時の投資家の選好の変化が挙げられる。図表7は、バンガードと米国資産運用業界の経費率の推移である。ここで言う経費率とは、あるファンドが投資家から取得する費用(信託報酬等)の総額を、そのファンドのAUM(平均値)で除した値である。過去45年間において、米国資産運用業界の経費率は横ばいである一方で、バンガードの経費率は0.68%(1975年末時点)から0.11%(2017年末時点)と6分の1の水準まで低下している。つまり、バンガードは、創業以来、一貫して投資家が負担する費用を引き下げることによってAUMを増加させ、AUMが増加したら更に同費用を引き下げるということを繰り返して、好循環を生み出してきた。このように、経費率の低いファンドに資金流入が集中する傾向は「バンガード効果(The Vanguard Effect)」と呼ばれている<sup>9</sup>。

バンガード効果の波及は、投資家が高い運用実績のポテンシャルよりも、経費率を重視していることを示唆する。バンガードが1976年に世界で初めてインデックス・ファンドを設定した際、米国資産運用業界ではアクティブ・ファンドが主流であった。エドワード・ジョンソン III世(当時のフィデリティ・インベストメンツ会長)は「大多数の投資家は市場の平均リターンを享受するだけで満足する訳がない。フィデリティ・インベストメンツはインデックス運用に舵を切るつもりはない。これは誰がベストな運用実績を上げるか競うゲームだ」と批評した。

しかし、現在、米国資産運用業界においては、高い運用実績を期待できるアクティブ・ファンドではなく、経費率が低いインデックス・ファンドに資金が流入している。そのような実情を踏まえ、今般、フィデリティ・インベストメンツは、投資家の選好の変化に適用するべく、フィデリティ・ゼロコスト・シリーズを設定した。

図表7 バンガードと米国資産運用業界の経費率の推移



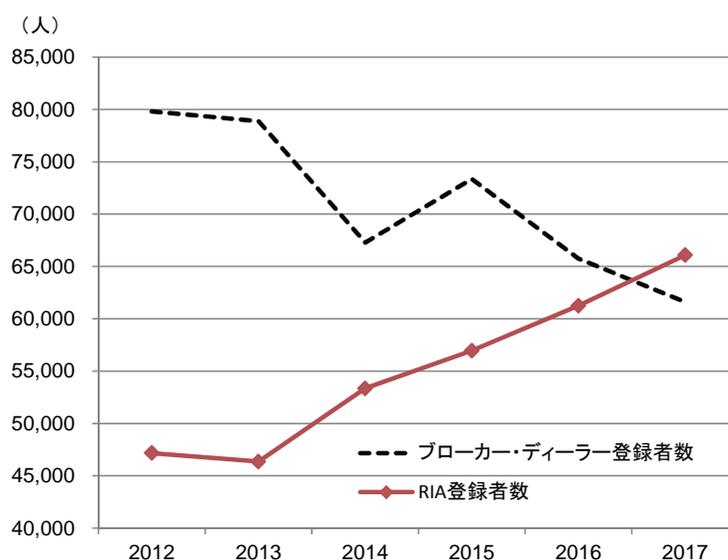
<sup>9</sup> バンガードのウェブサイト (<https://investor.vanguard.com/expense-ratio/vanguard-effect>) を参照。

### 3. 独立系ファイナンシャル・アドバイザーの台頭

第三に、独立系ファイナンシャル・アドバイザーの台頭である。米国の独立系ファイナンシャル・アドバイザーとは、米大手証券会社の常勤職員ではない営業担当者、または、個人向け営業に特化した独立系の金融機関を指す<sup>10</sup>。米国において、個人投資家に対する証券業を営むには、ブローカー・ディーラー、または、登録投資顧問業者（RIA: Registered Investment Advisor）として証券取引員会（SEC）に登録する必要がある。前者は、主にコミッション型サービスを提供し、後者は、主に残高フィー型サービスを提供する者である。実は、過去6年間において、ブローカー・ディーラーとして登録する営業担当者数は、約79,800名から約61,600名へと約18,200名減少している一方で、RIAとして登録する営業担当者数は、約47,200名から約66,100名へと約18,900名増加している（図表8）<sup>11</sup>。つまり、米国の独立系ファイナンシャル・アドバイザーは、主に残高フィー型サービスを提供するRIAとして事業を展開している。

残高フィー型サービスとは、投資アドバイスの対価として、顧客からの預かり資産残高に対して、一定率の報酬を得るサービスであり、販売手数料や売買手数料を取得しない。RIAは、顧客からの預かり資産残高が増加する程、自身の収益も増加するため、RIAにはインデックス・ファンド等の低コスト商品を取り扱うインセンティブが働く。アビゲイル・ジョンソン会長兼CEOは、フィデリティ・ゼロコスト・シリーズを公表するにあ

図表8 ブローカー・ディーラー及びRIAに登録するIFAの人数の推移



(注) RIA登録者数は、RIA及びブローカー・ディーラーの双方に登録する者を含む。

(出所) LPLファイナンシャルの年次報告書より野村資本市場研究所作成

<sup>10</sup> 詳細は、岡田功太、下山貴史「米国の独立系ファイナンシャル・アドバイザーを巡る近年の動向」『野村資本市場クォーターリー』2019年冬号を参照。

<sup>11</sup> LPLファイナンシャルの年次報告書を参照。

たつて、新たな顧客を獲得し、従来以上に収益性の向上を目指す<sup>12</sup>。つまり、フィデリティ・ゼロコスト・シリーズとは、近年、存在感を増している RIA との関係構築を主眼とする商品であると言える。

## IV ゼロコスト戦略の収益化の仕組み

### 1. AUM から管理資産総額 (AUA) へのシフト

以上の環境の変化を踏まえて、アビゲイル・ジョンソン会長兼 CEO は、管理資産総額 (AUA: Asset Under Administration) の増大に注力している。従来、フィデリティ・インベストメンツは、投資家から資産を受託し、AUM を増大させる資産運用事業を中核としてきた。そのために、同社は、アクティブ・ファンドの運用を主体としたビジネスモデルを構築し、運用実績が良好なスター・ファンド・マネージャーを前面に打ち出し、その運用を支える調査アナリストを複数名配置する運用体制を敷いてきた。

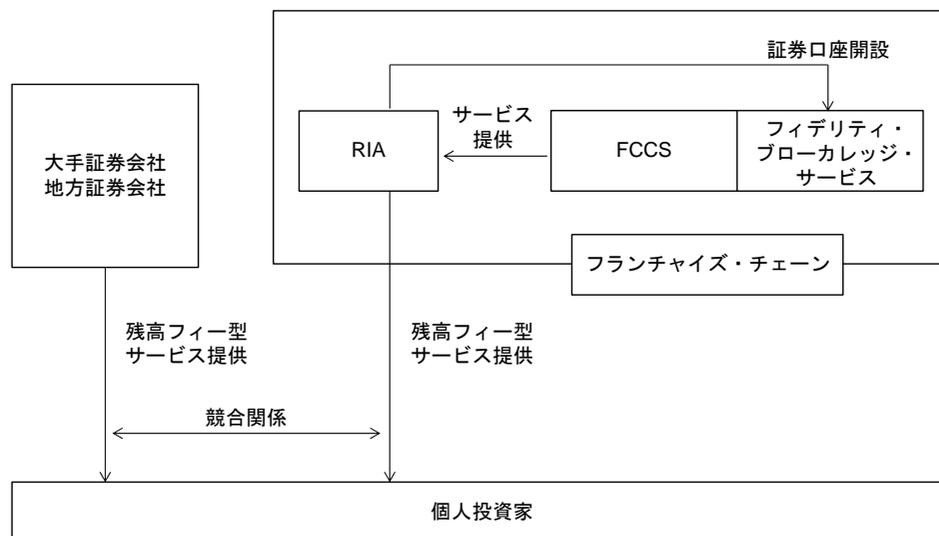
しかし、インデックス・ファンド及び ETF が台頭し、バンガード効果が波及していく米国資産運用業界において、アクティブ運用を主体とするビジネスモデルは変革を迫られている。そこで、アビゲイル・ジョンソン会長兼 CEO は、フィデリティ・インベストメンツが有する資産運用機能を RIA 等の第三者機関に提供し、その第三者機関が顧客投資家から受託している資産を「管理」することで、収益を上げることが強化している。フィデリティ・インベストメンツのビジネスモデルは、「AUM の増大」から「AUA の増大」にシフトしている。

その戦略的な転換において、フィデリティ・クリアリング&カストディ・ソリューションズ (FCCS) が重要な役割を果たす。FCCS は、フィデリティ・インベストメンツの一部門であり、主に RIA に対して、資産管理機能や営業活動に付随するサービスを提供する。具体的には、市況に関するタイムリーな情報配信、業務プロセスの簡素化の支援、顧客が保有する投信や個別銘柄等の口座状況の確認、注文の取引執行、決済等のクリアリング業務等を提供する。これは、FCCS の顧客である RIA が、個人投資家のニーズの把握、ファイナンシャル・プランニング、投資アドバイスの提供といった営業活動に注力することを促すためのサービスである。すなわち、FCCS は、優秀な実績を有する RIA をフランチャイズ化し、当該 RIA が個人投資家に対して投資アドバイスを提供するためのサービス提供者としての役割を果たす。FCCS と RIA を一体のものと捉えると、モルガン・スタンレー等の米大手証券会社と競合関係にあることが見て取れる (図表 9)<sup>13</sup>。

<sup>12</sup> “Fidelity CEO says zero-fee funds aimed at attracting new customers,” *InvestmentNews*, September 14<sup>th</sup> 2018.

<sup>13</sup> 詳細は、岡田功太、木下生悟「米モルガン・スタンレーのウェルス・マネジメント部門の取り組み」『野村資本市場クォーターリー』2018年夏号を参照。

図表9 残高フィー型サービス提供者と個人投資家の関係図



(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

## 2. FCCS の概要とフィデリティ・ゼロコスト・シリーズの活用

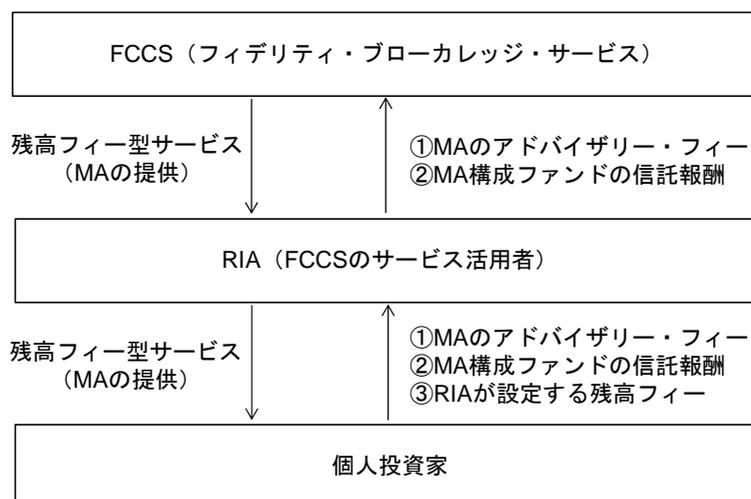
FCCS には約 3,900 名の営業担当者が在籍し、近年台頭する RIA を顧客化することで、AUA は約 2.2 兆ドル（約 600 万口座）に達している。その規模は、フィデリティ・インベストメンツが、1946 年の創業以来、資産運用業を営むことによって投資家から受託した 2.4 兆ドルの AUM に匹敵する（2017 年末時点）。RIA は、FCCS と契約を締結するにあたって、フィデリティ・ブローカレッジ・サービスが運営する証券口座を開設する。FCCS の事業は、資産運用機能（フィデリティ・インベストメンツ）と、証券取引機能（フィデリティ・ブローカレッジ・サービス）が連携することで成り立っている。

FCCS が提供する商品・サービスとしては、個別銘柄（株式・債券）、デリバティブ、為替、コモディティ、マネージド・アカウント（日本における SMA やファンドラップに相当）<sup>14</sup>、1,900 本以上の ETF 等が整備されている。ETF のラインナップには、資産運用会社として、フィデリティ・インベストメンツと競合するブラックロックの iShares も含まれている。また、同サービスには、フィデリティ・ゼロコスト・シリーズを含む 6,000 本以上のファンド（600 社以上の資産運用会社が設定）や、3,000 通り以上のオルタナティブ投資運用プログラム等が整備されており、RIA は個人投資家に対して投資助言を行う際に活用することができる。

FCCS と契約を締結する RIA は、フィデリティ・ブローカレッジ・サービスが設定する各種手数料に加えて、RIA が独自に設定する手数料を個人投資家から得る。例えば、RIA

<sup>14</sup> 詳細は、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、同「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」『野村資本市場クォーターリー』2015 年夏号（ウェブサイト版）を参照。

図表 10 残高フィー型サービス提供時のサービスと対価の関係図



(注) MA とはマネージド・アカウントの略称である。

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

が、個人投資家に残高フィー型サービスを提供するにあたって、FCCS が提供するマネージド・アカウントを取り扱う場合、①アドバイザー・フィー (フィデリティ・ブローカレッジ・サービスが設定)、②マネージド・アカウントに組み入れられるファンドの信託報酬 (資産運用会社が設定)、③残高フィー (RIA が独自に設定)、の3点を合計した手数料を個人投資家は負担する (図表 10)。

今般設定されたフィデリティ・ゼロコスト・シリーズの狙いは、上記の②の削減である。信託報酬が無料であることは、個人投資家にとって魅力的であることに加え、顧客からの預かり資産残高を増大させることで、③の残高フィーの拡大を志向する RIA にとっても有用である。そのため、より多くの RIA がフィデリティ・ゼロコスト・シリーズを活用する可能性があり、結果的に FCCS の AUA が増加し、フィデリティ・インベストメンツが得る①が増大する可能性もある。

### 3. 「ロスリーダー」戦略

他方で、フィデリティ・ゼロコスト・シリーズの導入による FCCS の収益拡大の可能性については留意点もある。バンガードのグレッグ・デービス CIO は 2019 年 2 月、同シリーズを「ロスリーダー (Loss Leader)」であると指摘した<sup>15</sup>。ロスリーダーとは、小売店等が、客寄せのために収益を度外視して、極端に低価格で販売する商品のことを指す。つまり、ロスリーダー戦略とは、ある商品単体では赤字だが、他の商品についても購買を誘うことによって、全体としては黒字を確保するマーケティング戦略のことである。ロスリーダー戦略が有効に機能するには、チェリーピッキング (消費者がロスリーダーのみを

<sup>15</sup> “Zero-Fee ETFs Are Elephant in Room at Annual Industry Summit,” *Bloomberg*, February 11<sup>th</sup> 2019.

図表 11 個人投資家がフィデリティ・ゼロ・シリーズを購入するケース

	証券口座開設のケース分類	購入ファンドのケース分類
①	フィデリティ・ブローカレッジ・サービスに証券口座を開設	フィデリティ・ゼロ・シリーズのみを購入
②		フィデリティ・ゼロ・シリーズ以外のファンドも購入
③	FCCS と契約する RIA を通じて、フィデリティ・ブローカレッジ・サービスに証券口座を開設	フィデリティ・ゼロ・シリーズのみを購入
④		フィデリティ・ゼロ・シリーズ以外のファンドも購入

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

購入する行為)の抑止が必要不可欠であり、そのためには、関連購買を誘発する施策を講じなければならない。

図表 11 は、個人投資家が、フィデリティ・ブローカレッジ・サービスに証券口座を開設し、フィデリティ・ゼロコスト・シリーズを購入する際に考えられる 4 つのケースを示している。このうち、①のケースはチェリーピッキングであり、ロスリーダー戦略が機能するには、関連購買として②、③、④のケースを誘発する必要がある。特に、アビゲイル・ジョンソン会長兼 CEO は、「AUM の増大」から「AUA の増大」へのシフトという戦略的転換の下、③及び④のケースの増加に注力している。そのために、FCCS は、営業担当者が大手証券会社から RIA として独立するための支援、RIA が事業展開する上で必要な研修プログラム、RIA の事業の生産性向上を目的としたデジタル・ソリューション等を提供することによって、フィデリティ・ゼロコスト・シリーズを活用した残高フィー型サービスの提供を促し、AUA の増大を目指している。

## V 資産運用ビジネスにおける付加価値の変化

かつて、米国資産運用業界において、アクティブ・ファンドを運用し、高いアルファを創出するスター・ファンド・マネージャーが注目を集めた。資産運用会社は、ベンチマークや競合他社をアウトパフォームするための運用戦略を開発し、そのために、多数の調査アナリストを採用する等、強固な運用体制を構築した。つまり、資産運用会社は、優秀な人材の獲得・育成に惜しみなく投資することによって、高いアルファを創出し、AUM を増大させることで収益を得ていた。しかし、近年の米国資産運用業界では、経費率が低いインデックス・ファンド及び ETF に投資家の資金が流入する傾向がある。特に、創業以来、徹底した低コスト戦略を打ち出してきたバンガードの躍進は、投資家が資産運用会社に求める付加価値をめぐる認識に、根本的な変化をもたらした。

その影響は、フィデリティ・インベストメンツにも波及し、同社は AUM の増大から AUA の増大を目指す方向に経営方針の舵を切り、ゼロコスト戦略を打ち出した。数年前まで、フィデリティ・インベストメンツがアクティブ運用の雄として米国資産運用業界に

君臨していたことを考えれば、壮大な変革と言える。もっとも、フィデリティ・インベストメンツは、資産運用会社として著名であると同時に、約 2,600 万人の個人投資家に証券取引サービスを提供し、1 万 2,500 社以上の金融機関に資産管理機能を提供し、約 2 万 3,000 社の企業に従業員向けベネフィット・プログラムを提供してきたのが実態である。つまり、フィデリティ・インベストメンツは、資産運用会社というよりは総合金融機関と捉えるのが適当である。今般、同社が打ち出したゼロコスト戦略には、資産運用機能を有するフィデリティ・インベストメンツと、証券取引機能を有するフィデリティ・ブローカレッジ・サービスの連携が欠かせないことから、総合金融機関としての強みを生かしている側面がある。

すなわち、ゼロコスト戦略とは、資産運用機能のみを有する資産運用会社には模倣できない経営戦略である。同戦略は、総合金融グループ傘下の各機能が有機的に連携することが求められるため、米国資産運用業界において従来志向されてきた製販分離とは一線を画す取り組みと言える。今後、ゼロコスト戦略を巡る各金融機関の競争は、ますます激化する可能性がある。JP モルガン・チェースは 2018 年 8 月、売買手数料無料のオンライン投資サービスの提供を開始し、JP モルガン・アセット・マネジメントは 2019 年に信託報酬を無料とした ETF を設定する予定を示した。ダイナミックに変貌を遂げる米国資産運用業界の動向は、引き続き注目に値する。