

シュローダーによるナツメグへの出資

田中 健太郎

■ 要 約 ■

1. 英国におけるオンラインのウェルス・マネジメント会社ナツメグは2014年6月25日、シュローダーなどから3,200万ドルの出資受け入れを発表した。ナツメグは、今般の出資金を個人年金サービスの開発及び陣容の倍増に活用するという。
2. ナツメグは、富裕層向けに提供される投資一任サービスを、オンライン・低コストで若年層を中心とした一般投資家向けに提供することを特徴とする。その中で、ISAについても、各年度でISAの非課税枠を優先的に使用するなど、その活用に注力している。
3. 他方、シュローダーは従来、機関投資家向け運用ビジネスに注力してきたが、同事業における手数料低下圧力を受けて、個人向け投資サービスにおける販路拡大を指向している。その中で、オンライン証券と対面アドバイスの中間に位置付けられるナツメグへの出資を選択したと考えられよう。
4. ナツメグのビジネス・モデルは、英国の手数料規制の見直しを受けて、結果的にアドバイスを受けられない投資家層が増える中、注目度が高まっている。ナツメグ自身も、若年層を対象顧客としつつ、長期的な観点から収益性の向上を捉えているという。我が国においても、金融機関が顧客の相続発生による資金流出といった課題に直面する中、ナツメグのビジネス・モデルの成否は注目に値しよう。

I. はじめに

英国におけるオンラインのウェルス・マネジメント (WM) 会社ナツメグは2014年6月25日、英国資産運用会社シュローダーなどから3,200万ドルの出資受け入れを発表した¹。シュローダーの他には、英国のベンチャー・キャピタル会社バルダートン・キャピタルや英国大手携帯電話小売チェーンのカーフォン・ウェアハウス・グループの創業者チャールズ・ダンストーン氏、ICAPのマイケル・スペンサーCEOが出資したが、出資方法や出資比率は明らかにされていない。また、今般のディールでは、シュローダーのマッシモ・トサト副会長とバルダートン・キャピタルのティム・バンティングCEOがナツメグの役員会

¹ “Nutmeg.com completes \$32 million capital raise” Nutmeg Press Release, June 25, 2014

図表1 ナツメグと英国における個人投資サービス会社の比較表

	ナツメグ	投資顧問 (discretionary manager)	IFA (独立フィナンシャル・アドバイザー)	オンライン証券
サービス内容	投資一任サービス	投資一任サービス	運用、年金、保険などに係るアドバイス	エグゼキュション・オンリー・サービス
最小投資額	一括投資：1,000ポンド 累積投資：50ポンド	25万ポンド以上	5万ポンド以上	なし
手数料	アドバイス手数料等	アドバイス手数料：1%以上 (投資額が大きい場合はディス カウントもある)	アドバイス手数料：75～250ポ ンド/時間 初期手数料：最大3%	アドバイス手数料：なし トレーディング費用：平均12ポ ンド/取引
	その他費用	ファンド費用：平均0.28% 価格スプレッド：平均0.17% トレーディング費用：なし	ファンド費用：平均1% トレーディング費用：1.2%	ファンド費用：平均1% 印紙税（株取引の場合）：0.5%

- (注) 1. 投資顧問及びIFA、オンライン証券における各数値は、ナツメグが、ハーグリーブス・ランズタウン、パムオンライン (Pamonline.com)、マネーセービングエキスパート (Moneysavingexpert.com)、キャス・ビジネススクール、など各種資料から独自に集計した一般的とされる数値。
2. 各項目における手数料率は、運用資産残高に対する数値。
3. 投資顧問の項目には、プライベート・バンクやWM会社で提供される投資一任サービスも含まれる。
- (出所) ナツメグより野村資本市場研究所作成

に加わることも発表された。アバディーン・アセット・マネジメントも出資を打診していたことが明らかとなり、欧州における上場運用会社で運用資産残高上位2社がナツメグへの出資を巡って競っていたこともあり注目を集めた。

ナツメグの設立以来の資本金合計は5,000万ドルであり、今般の出資金3,200万ドルは資本金全体の約6割を占めることになる。今般の出資金についてナツメグは、後述する個人年金サービスの開発及び2014年末を目処とした陣容の倍増に活用するとした。

以下では、ナツメグのオンラインWMの概要とその成長戦略、シュローダーにとっての出資の意義を概観していくとする。

II. ナツメグについて

1. ナツメグの概要

ナツメグは2011年、ニック・ハンガーフォードCEOとウィリアム・トッドCTO（チーフ・テクノロジー・オフィサー）により設立され、2012年10月に英国初となるオンラインによる投資一任サービスの提供を開始した。2014年3月末時点の登録顧客数は、前年同期比350%増の3.5万人であるが、顧客資産残高は明らかにされていない。米国著名ベンチャー・キャピタリストのティム・ドレイパー氏が設立当初に出資しており、英国著名エコノミストのジョン・ケイ氏がアドバイザーとして参画している²。

同社の投資一任サービスは、最低投資額が1,000ポンドに設定されており、オンライン上で所要時間10分程度の質問票に回答することで、ポートフォリオが提示されるという構造となっている。ハンガーフォードCEOによると、ナツメグは、英国大手オンライン証券

² ティム・ドレイパー氏はスカイプ (Skype) やホットメール (Hotmail) に早くから出資していたこと、また、ジョン・ケイ氏は、英国政府からの要請でケイ・レビュー (The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making, July, 2012) を公表したことなどで著名。

ハーグリーブス・ランズダウンと英国老舗プライベート・バンク（PB）クーツや老舗 WM 会社ブリューウィン・ドルフィン、ラスボーン・ブラザーズなどの代替となるという。このように、ナツメグのビジネス・モデルは、オンライン証券と対面アドバイスを提供する個人向け投資サービス会社の中間を採ったものと言える（図表 1）。また、対象顧客は、IT に慣れ親しんだ 30～55 歳の投資家であり、PB や WM 会社が対象顧客とする 60 歳以上の富裕層投資家ではないという³。

手数料体系については、シンプルさ・明瞭さを標榜している。投資家が負担する費用は、1) アドバイス手数料、2) ファンド関連費用、の 2 種類に分かれている。1) アドバイス手数料は、運用資産残高により 0.3%～1.0%が課され、運用資産残高全体に対して一律のフィーが適用される⁴。2) ファンド関連費用は、ファンドのトータル・エクスペンス・レシオ（TER）と ETF 購入・解約時のビット・アスク・スプレッド（価格スプレッド）が課される⁵。ファンド関連費用は、2013 年 10 月末時点で、それぞれ平均 0.28%と 0.17%と発表されている。TER は、主に ETF でポートフォリオを構成することで低く、価格スプレッドは、可能な限り顧客口座間で ETF の売りと買いが行われるようにすることで低く抑えている。なお、ポートフォリオのリバランス時に生じるトレーディング費用は課されない。トレーディング費用を設けないことにより、ナツメグ側が高頻度でトレーディングを行うインセンティブを排除しているという。

2. 投資サービスの概要

ナツメグが提供する投資サービスは、前述のように、投資一任サービスのみであり、1) オーダーメイド型ポートフォリオ、2) 分散投資、3) 定期的レビュー及びリバランス、を提供する。

1) オーダーメイド型ポートフォリオについて、投資家はオンライン上で、投資目的（退職後・住宅購入など）や投資期間、目標金額、一括・累積投資額、リスク許容度（10 段階）を記入すると、これに年齢や所得、雇用形態など登録している個人情報加味されたポートフォリオと運用結果の予測推移が提示される（図表 2）。なお、10 段階のリスク許容度に関しては、「投機的な投資をしたい」、「過去に大きな損失を出したことがあるため、あまりリスクをとりたくない」といった 14 項目から構成される質問票に対して、それぞれ、強く反対・反対・中立・同意・強く同意、の 5 つから選択して回答することで提示される。

2) 分散投資について、ナツメグの投資対象は、アセット・クラスや地域、国、セクターにより分類されている。上記で提示されたポートフォリオについて、各分類における構成比率と具体的な組入銘柄を閲覧することができる（図表 2、3）。各ポートフォリオは、少

³ “Nutmeg aims to spice up wealth management brew” *Financial Times*, November 18, 2013。なお、オンライン操作方法については、ライブ・チャットでやり取りする機能がついている。

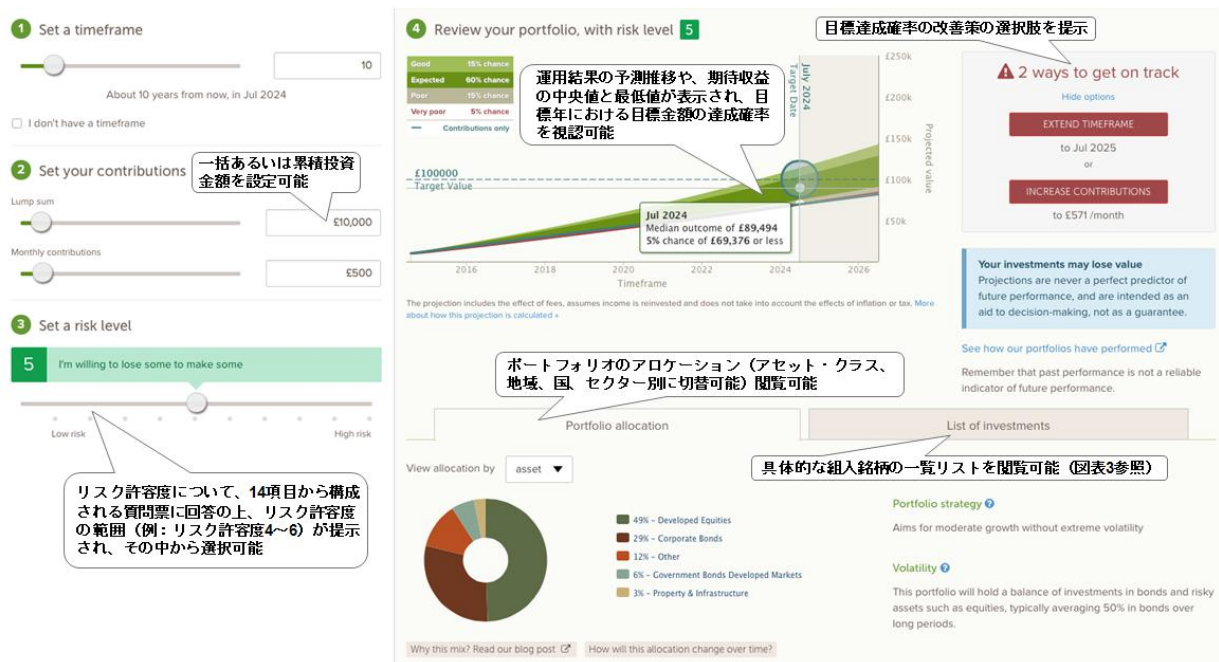
⁴ 例えば、運用資産残高 5 万ポンドの場合、手数料は 5 万ポンド×0.9%=450 ポンドとなる。他社でしばしば見られるような 0.1～2.5 万ポンドの部分に 1.0%、2.5～5 万ポンドの部分に 0.9%という形で階段状に適用されるわけではない。

なくとも 10 以上の異なるアセット・タイプから構成される⁶。なお、提示されたポートフォリオの構成や構成比率、組入銘柄を投資家自身に変更できる機能はない。

3) 定期的レビュー及びリバランスについて、経済環境やトレンドの変化により、1ヶ月毎にレビューを実施し、必要であればリバランスを行う。また、投資家の投資環境の変化によるリバランスも行われる。具体的には、オンライン上で初期登録の設定を変更することで、ポートフォリオに反映される。なお、これらリバランスに係る手数料は課されない。

運用パフォーマンスは、10段階の各リスク許容度におけるポートフォリオとベンチマークについて 2012 年 10 月設定来の推移が公開されている（図表 4）。ナツメグが提供するポートフォリオは、リスク最大の場合を除いて、ベンチマークをアウトパフォーマンスしていることが見て取れる⁷。

図表 2 ナツメグが提示するポートフォリオのサンプル図



(注) 目標金額 10 万ポンド、投資期間 10 年、一括投資額 1 万ポンド、累積投資額 500 ポンド、リスク許容度 5 と設定。なお、投資目的や目標金額については、前画面において設定済み。

(出所) ナツメグのウェブサイトより転載・日本語は野村資本市場研究所が加筆（転載についてナツメグ社了解済み）

⁵ オープン・エンド型の会社型投資信託 (OEIC) やユニット・トラストの場合、価格スプレッドは課されない。

⁶ 例えば、リスク中庸のポートフォリオでは、英国債、新興国債、新興国地方債、英国社債、グローバル社債、ハイ・イールド債、英国株、欧州株、米国株、アジア・パシフィック株、日本株、新興国アジア株、英国不動産、コモディティ、グローバル不動産、から構成されるサンプルが例示されている。

⁷ 債券については、国債がベンチマークであるため、他の債券の指数に投資すればアウトパフォーマンスする可能性が高くなる。また、株式についても、英国・世界株ともに、最も対象銘柄が多い指数を参照しているため、対象銘柄をやや絞り込んだ指数に投資すればアウトパフォーマンスする可能性が高くなる。見せ方に工夫が施されていると捉えることもできる。

図表3 ナツメグが提示するポートフォリオの組入銘柄の一覧リスト

Portfolio allocation		List of investments
Ticker	Name	Percentage
VUKE	Vanguard FTSE 100	17.9%
SLXX	ISHARES GBP CORP BND	16.7%
SUKC	SPDR Barclays 0-5 Year Sterling Corporate Bond	12.8%
MIDD	iShares FTSE 250	9.2%
GUID	PIMCO Sterling Short Maturity Source	8.1%
IGLT	iShares UK Gilt	6.1%
IEUX	iShares MSCI Europe ex-UK	5.1%
DJMC	ISHARES EURO STOXX MID UCITS ETF	5.0%
HSPX	HSBC S&P 500	4.4%
IUKP	iShares FTSE EPRA/NAREIT UK Property Fund	3.0%
UCG2	UBS ETF MSCI Japan 100% hedged to GBP UCITS ETF	2.6%
IMIB	ISHARES FTSE MIB UCITS ETF	2.4%
ISPG	iShares S&P SmallCap 600	2.4%
CASH	CASH	2.1%
SPAG	ISHARES V PUBLIC LIMITED COMPANY S&P COMMODITY PRODUCERS AGRIBUSINESS	2.1%

現金 (CASH) 以外は
全てETFで構成

(注) 上記図表2におけるポートフォリオのサンプルの組入銘柄。
(出所) ナツメグのウェブサイトより転載・日本語は野村資本市場研究所が加筆
(転載についてナツメグ社了解済み)

図表4 ナツメグのポートフォリオとベンチマークの運用パフォーマンス比較表

リスク許容度	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
ナツメグ	2.5%	6.4%	9.6%	11.8%	14.8%	16.6%	18.4%	20.2%	22.0%	21.8%
ベンチマーク	-0.5%	-1.4%	2.7%	7.9%	10.5%	13.2%	15.9%	18.7%	21.4%	24.2%
構成要素	1) 短期英国債	100%	50%	-	-	-	-	-	-	-
	2) 英国債	-	50%	80%	60%	50%	40%	30%	20%	10%
	3) 英国株	-	-	20%	30%	35%	40%	40%	40%	35%
	4) 世界株	-	-	-	10%	15%	20%	20%	40%	55%

(注) 1. 対象期間は2012年10月1日から2014年3月末、運用額は2.5万ポンドを想定。
2. 運用パフォーマンスについては、手数料分を差し引いている。
3. 二重線内は、各リスク許容度におけるベンチマークの構成要素割合。
4. 各構成要素の参照インデックスは、1) BofA Merrill Lynch UK Gilts 1-5 years Total Return Index、2) BofA Merrill Lynch UK Gilts Total Return Index、3) FTSE All-Share Total Return Index、4) MSCI All Country World ex.UK Net Total Return Index。
(出所) ナツメグより野村資本市場研究所作成

ナツメグは、英国ISAシーズンに積極的なマーケティングを展開するなど、投資一任サービスにおけるISAの活用にも注力している⁸。実際、口座開設の手続を開始すると、最初に、1) 課税口座、2) ISA、3) 他社におけるISA資産の移管、の3つの選択肢が表示される。提示されるポートフォリオは、ISA及びISA外を含めて単一のものとなる。ナツメグで既にISAを開設している場合、投資家の拠出金は、当該課税年度の拠出上限額までは自

⁸ 英国ISAの詳細については、神山哲也、田中健太郎「制度面から見た英国ISAの拡大と我が国への示唆」『野村資本市場クォーターリー』2013年夏号参照。英国ISAシーズンの詳細については、神山哲也、田中健太郎「英国ISAシーズンと新ISA」『野村資本市場クォーターリー』2014年春号参照。

動的に ISA に拠出される⁹。資金引出についても、ISA 外の資産から売却され、投資家が税制面で不利益を被ることがない仕組みとなっている。このように、投資家にとっては、資金拠出・引出時に、プロダクトや口座の選定に関する意思決定が必要とされない設計となっている。他社からの移管に際しては、移管前の保有資産は全て売却された上で現金としてナツメグに移管され、移管に係る手数料は課されない¹⁰。

ナツメグはさらに、2014 年 9 月以降に個人年金市場へ参入することを発表している¹¹。これは、英国政府の 2014 年度予算により、年金加入者が退職時にアニュイティ（終身年金）を購入する慣行が排除されたことを受けたものである¹²。英国では従来、年金資産 25%以上の現金引き出しに対して懲罰的とも言える 55%課税を課していたことが、アニュイティ購入を事実上促していた。2014 年度予算では、この 55%課税が撤廃され、各人の所得税率に基づく課税となることとされた。提供する投資サービスは、年金資産の積立期間における投資一任サービスに加え、退職後に年金資産の運用を継続しつつ、取崩にも対応可能なポートフォリオを提供することを予定している。また、現行の投資サービス同様、新設する個人年金サービスでもシンプル・明瞭な手数料体系を用いるという。

なお、英国では、オンライン証券について、投資家に投資目的やリスク許容度に関する質問票に回答させた上でプロダクトに誘導するプロセスが、投資ガイダンスではなく、投資アドバイスに該当するとの指摘がある¹³。これに対して、ナツメグは、同社が提供するサービスは投資アドバイスであり、英国金融行為監督機構（FCA）も支持していると主張する。このような中、FCA は 2014 年 7 月 11 日、個人向け投資アドバイスの区分に関する市中協議文書を発出した。同文書では、上記プロセスが投資アドバイスに該当するとされたため、ナツメグは今後、オンライン証券と比較して、有利にビジネスを進めることができる可能性もあろう¹⁴。

III. シュローダーの狙い

シュローダーは、1804 年設立の英国老舗資産運用会社であり、2014 年 3 月時点の運用資産額は 2,680 億ポンドと上場運用会社として欧州第二位の規模を有する¹⁵。同社は、27 カ国・37 拠点で事業を展開しており、英国・大陸欧州・アジアの一部拠点などでは、WM 事

⁹ 2014 年度における拠出上限額は、15,000 ポンド。

¹⁰ 英国 ISA の制度上、非課税枠は失われない。

¹¹ “Nutmeg plots pension expansion” *Financial Times*, June 25, 2014

¹² HM Treasury “Budget 2014” March, 2014

¹³ 投資アドバイスを受けた投資家は、適合性原則に反するアドバイスを受けた場合に返金を求められるなど、投資ガイダンスしか受けられない投資家よりも保護されるため、この区分は重要となる。

¹⁴ “The Financial Conduct Authority consults on guidance to clarify the boundary between different investment advice models” FCA, July 11, 2014. “Watchdog eyes ‘guidance’ websites” *Financial Times*, May 9, 2014.

¹⁵ 欧州最大の上場運用会社は、アバディーン・アセット・マネジメントで、2014 年 3 月末時点で運用資産額 3,245 億ポンドを有する。2013 年 11 月にロイズ・バンキング・グループ傘下のスコティッシュ・ウィドウズ・インベストメント・パートナーシップを買収したことによりシュローダーを上回った。詳細については、田中健太郎「欧州金融機関のウェルスマネジメント事業・資産運用事業を巡る動き」『野村資本市場クォーターリー』2014 年冬号参照。

業も展開する¹⁶。

シュローダーは過去 8 年間、運用資産残高に占める機関投資家向けファンドの割合で約 6 割を維持するなど、インスティテューショナル・バイアスのある運用会社となっている。ところが同社は 2013 年 7 月、カザノブ・キャピタル・マネジメントの WM 事業を買収し、今般のディールでは、マス・アフルーエントを対象顧客とするナツメグに出資した¹⁷。アバディーンのマーティン・ギルバート CEO は、シュローダーは最終的にナツメグ買収も視野に入れていると指摘する。このように、シュローダーは、富裕層投資家、さらには、マス・アフルーエント層投資家と個人向け投資サービスにおける川下の販路拡大をしている。この背景としては、機関投資家向け事業において手数料低下圧力が強まっていることが挙げられよう¹⁸。また、その中で、ナツメグを選択した理由としては、一般的なオンライン証券では、自らの判断で投資するタイプの投資家しか捕捉できないことや、ファンド推奨リストやファンド選択ツールによって特定のファンドに投資家の人気が集中すること、一方で、対面アドバイスを提供する販売チャンネルでは、対応にコストが高くなるなどが考えられよう。

また、今般の出資は、ナツメグのオンラインによるサービス提供ノウハウの習得を目的としているとの指摘もある。実際、シュローダーは、IT・デジタル革命が資産運用業界に及ぼす影響は甚大であり、今般のディールもそうした環境を受けた同社による IT 強化策の一環であるとしている。また、コンサルティング会社 KPMG は、運用業界は IT の進歩、それによる新規顧客の獲得において大きく遅れているとした上で、シュローダーの今般のディールを評価している¹⁹。

IV. おわりに

英国では 2012 年末、個人投資家向け金融商品販売制度改革（Retail Distribution Review、RDR）を受けて、手数料規制が実施された²⁰。手数料規制によりアドバイスに係る手数料が可視化されたことが、本来アドバイスを必要とする投資初心者等によるアドバイスへのアクセスを妨げているという指摘もある。実際、多くのアドバイス難民と呼ばれる投資家が結果的に発生しているとされている。そのような中、ナツメグのビジネス・モデルは、こうした投資家層を捕捉するものとして注目が高まっている。

¹⁶ 英国の 5 拠点と大陸欧州のマドリード・ミラノ・フランクフルト・ジュネーブ・チューリッヒ・ジブラルタル拠点、アジアの香港・シンガポール拠点、バミューダ地域のケイマン諸島拠点で WM 事業を展開。

¹⁷ “Schroders agrees to buy Cazenove Capital” *Financial Times*, March 25, 2013. 本件買収により、シュローダーの WM 事業における顧客資産残高は 132 億ポンド増加して、2013 年末時点で 301 億ポンドとなった。

¹⁸ “Behind the profit rises at UK fund managers” *Financial Times*, March 25, 2012

¹⁹ “Aberdeen beaten to Nutmeg deal by Schroders” *Financial Times*, June 25, 2014. “Tech giants pose threat to fund houses” *Financial Times*, April 20, 2014.

²⁰ RDR の詳細については、田中健太郎「英国リテール金融業界に構造改革を迫る RDR」『野村資本市場クォーターリー』2013 年冬号参照。手数料規制の詳細については、田中健太郎「英国における投信手数料を巡る動向」『野村資本市場クォーターリー』2014 年春号参照。

他方、ナツメグのビジネス・モデルで長期的に収益を上げるためには、現在の登録顧客数 3.5 万人を大幅に拡大する必要があり、それは容易ではない、と指摘する向きもある。これに対して、ニック・ハンガーフォード CEO は、PB や WM 会社が対象顧客とする 60 歳以上の富裕層投資家はいずれ亡くなるが、ナツメグが対象顧客とする 30~55 歳の投資家はこれから富裕層投資家になると主張する。ここから、ナツメグは収益性の向上について長期的に捉えていることが伺える。我が国の金融機関においても、主要顧客の相続発生による資金流出が課題とされる中、ナツメグのビジネス・モデルの成否は注目に値しよう。