

米国SMA・ファンドラップの多様化を 促した規制と金融機関経営の変遷



野村資本市場研究所 ニューヨーク駐在員事務所 副主任研究員

岡田 功太

1. 市場規模4兆ドルに迫る マネージド・アカウント

セパレートリー・マネージド・アカウント (SMA) 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、FA）と個人投資家が投資一任契約を締

〈目 次〉

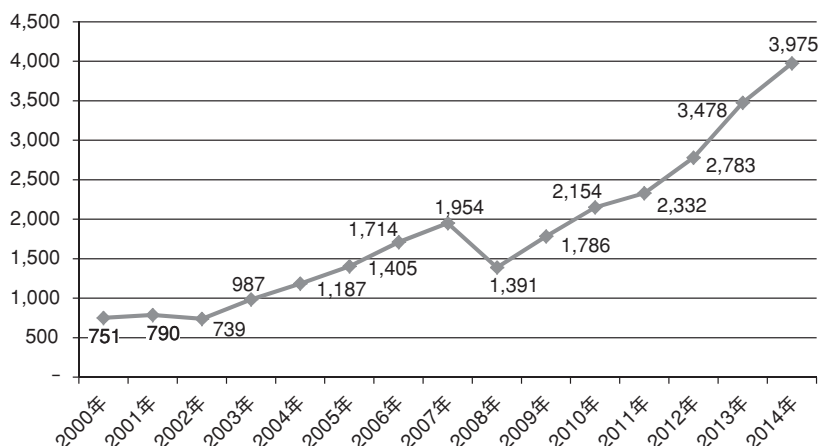
1. 市場規模4兆ドルに迫るマネージド・アカウント
2. 規制改革及び経営戦略の変化が促すマネージド・アカウントの巨大化
3. 受託者責任に関する議論が促すサービスの多様化
4. 税制優遇効果を最大化するユニファイド・マネージド・アカウント
5. マネージド・アカウントを巡る動向の総括

結し、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（注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上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（AUM）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には2つの特徴がある。第一に、サービスの多様性である。SMAアドバイザー、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、ユニファイド・マネージド・アカウントなど幅広い（注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（MA）と総称する（注3）。

第二に、資産運用業界専門調査会社のセルーリ社によれば、米国MAの規模は約3.9兆ド

(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

ルに達し、巨大化している点である（2014年末時点、図表1）。特に、過去5年間ににおいては年率約20%の成長を遂げており、日本の投資一任口座のAUM（2014年12月末時点で約3兆1,300億円、日本投資顧問業協会）の約130倍に達する。以下では、MAの多様化・巨大化を促進した環境変化と課題について詳述する。

米国MAの多様化・巨大化は、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・法整備の潮流である。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中長期的なコンサルティングの提供に進化させたと言える。また、受託者責

任を巡るリテール金融業界に関する法的議論が進んだことは、レップ・アズ・アドバイザー及びレップ・アズ・ポートフォリオ・マネージャーの台頭を促した。

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言えよう。

第三に、運用手法の変化である。特に2008年の金融危機以降、急激なボラティリティの上昇に対する対応が求められた。その試みは1つの口座の最適化を超えて、家計金融資産全体の構成の最適化を目指す形で、ユニファイド・マネージド・アカウントの開発・普及

につながったと言える。以下では、MAの多様化・巨大化を促進した環境変化と課題について詳述する。

■ 2. 規制改革及び経営戦略の変化が促すマネージド・アカウントの巨大化

(1) FAの評価・報酬体系に関する議論

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^(注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。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年に亘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（SEC）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（当時メリルリンチCEO）、ウォーレン・バフェット氏（パ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、ダニエル・タリー氏が委員長であったため、「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、以下の3点を証券会社におけるベスト・プラクティスとした^(注5)。

- 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

そして、タリー委員会の提言は「コミッシ

(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12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

ョン型ビジネスから残高フィー型ビジネスへの転換」が重要とした。その結果、タリー報告書以降の約5年間に於いて、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示したもののだが、例えば、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（注6）。

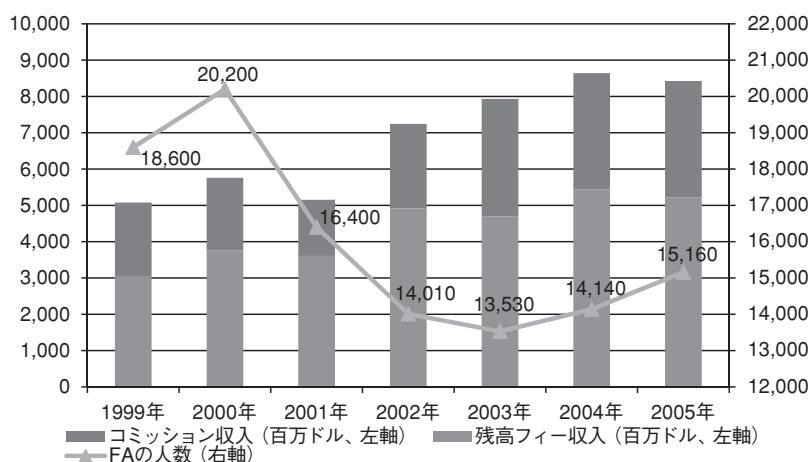
(2) MDAの開発とオープン・アーキテクチャー化

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。そのような状況下、1995年、スミスバーニー（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（MDA）を開発した。MDAとは、異なる投資対象資産及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（注7）。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

(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

に関しても資産クラスや資産運用会社が多様化した(注8)。

(3) ITバブル崩壊後の営業部門のリストラ

2000年初頭、米国MA業界はITバブルの崩壊の影響を受けた。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。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(注9)。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。

(4) 2008年以降の規制強化による収益源の変化

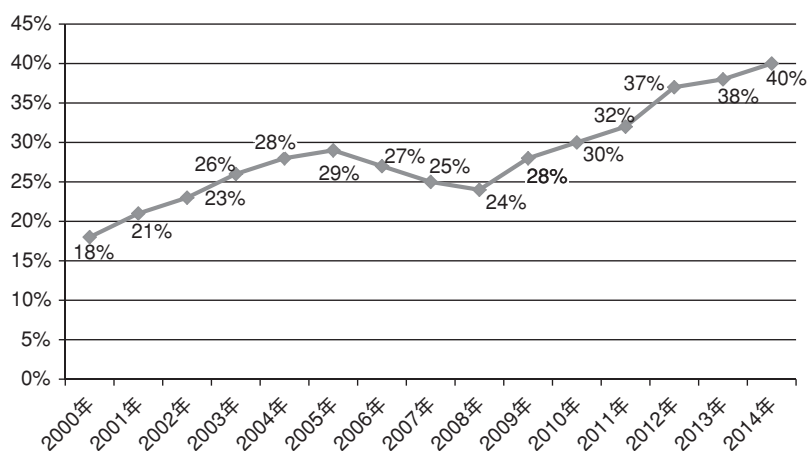
ITバブル崩壊後の営業部門改革が功を奏し、2000年代後半にかけてMAの資産は順調に拡大したが、2008年にリーマンショックが発生する。金融危機による市況の急変動が、

(図表 4) マネージド・アカウントの販売会社のAUM及びシェア (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	19.80%	695.2	20.10%	783	19.70%
メリルリンチ	422.9	15.30%	511.9	14.80%	591.7	14.90%
ウェルズ・ファースト	298.5	10.80%	373.6	10.80%	421.7	10.60%
UBSアメリカ	243.2	8.80%	304.4	8.80%	340.4	8.60%
ワイヤーハウス合計	1,511.80	54.70%	1,885.00	54.50%	2,136.80	53.80%
フィデリティ	138.2	5.00%	179.9	5.20%	216.5	5.40%
チャールズ・シュワブ	132.7	4.80%	162.6	4.70%	181.7	4.60%
LPL	121.6	4.40%	152.2	4.40%	175.8	4.40%
アメリカン・プライズ	124.4	4.50%	152.2	4.40%	174.4	4.40%
レイモンド・ジェームズ	88.4	3.20%	121.1	3.50%	140.2	3.50%
エドワード・ジョーンズ	88.4	3.20%	114.1	3.30%	135.7	3.40%
上位10社合計	2,205.50	79.80%	2,767.00	80.00%	3,161.10	79.55

(出所) セルリー・アソシエーツ資料より野村資本市場研究所作成

(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・ファースト、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、大手金融グループが、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(RIA)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^(注10)。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、2015年第3四半期末で、預かり資産の約40%がMAによる資金となるまでに至った。

■ 3. 受託者責任に関する議論が促すサービスの多様化

(1) メリルリンチ・ルールは無効化と レップ・アズ・アドバイザーの登場

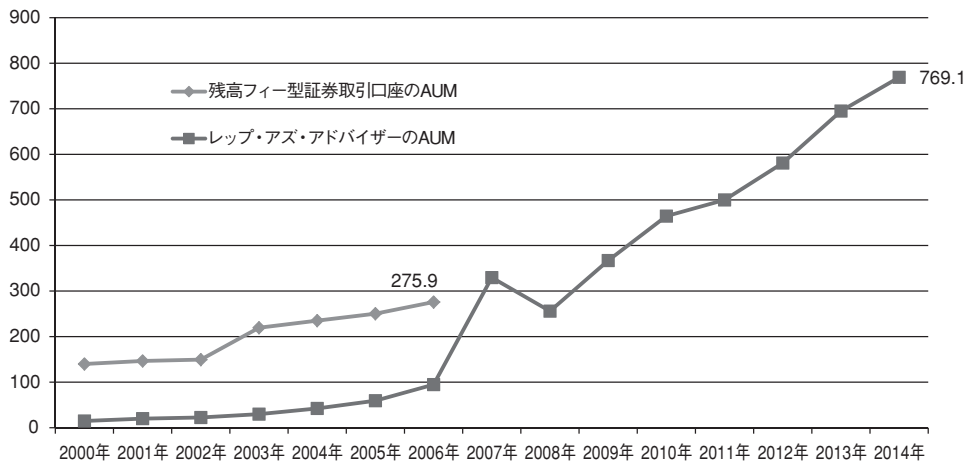
以上の通り、MAの拡大は規制改革の潮流、FAの生産性向上を主眼としたリテール金融ビジネスの経営戦略の変化の賜物であることがわかる。ただし、日本の投資一任ビジネスと米国のMA業界の大きな差異は、規模だけではなくサービスの多様性にある。再びMAの歴史を別の視点から振り返りたい。

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のは1990年代後半であった。そこで1999年、メリルリンチ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」という新サービスの提供を開始した。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サービスだった。「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、当該サービス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^(注11)。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)^(注12)。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2,800億ドルに達した(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2,800億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

(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) セルーリ・アソシエイツ資料より野村資本市場研究所作成

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 (RA) であった (注13)。

RAの主たる特徴として、①多数の投資対象が提供されている、②FAが投資家に対して資産形成に関する様々なアドバイスを継続的に提供する、③最終的な投資判断は顧客である投資家が行う、を挙げることができる。当初、RAはメリルリンチ・ルールに基づく口座移行時において、顧客関係に影響を与えないための受け皿であったが、残高フィー型ビジネスの台頭の流れの中、2014年末時点で約7,700億ドルに達した。

(2) 金融危機後に注目されるレップ・

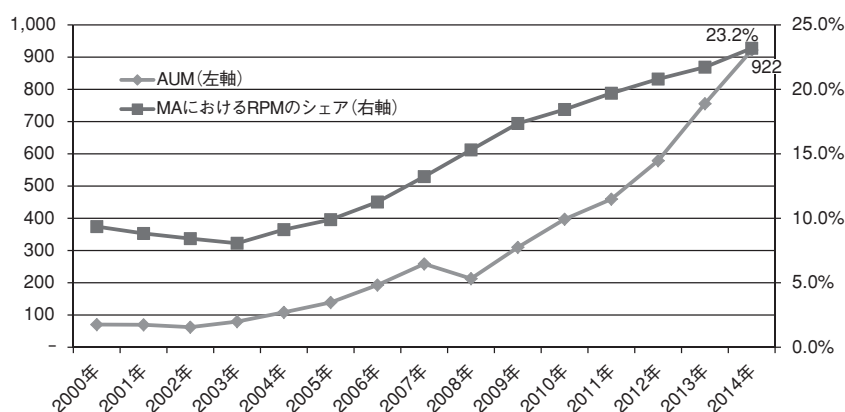
アズ・ポートフォリオ・マネージャー

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 (RPM) であった。

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のことを指す。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 (注14)。RPMのAUMは、2014年末

(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) セルーリ・アソシエイツ資料より野村資本市場研究所作成

(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及びシェア

	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	30.10%	213.8	28.30%	257.3	27.90%
メリルリンチ	116.9	20.20%	160.9	21.30%	196.9	21.40%
UBSアメリカ	71.8	12.40%	103.5	13.70%	130.9	14.20%
ウェルズ・ファーゴ	54.4	9.40%	71.8	9.50%	85.4	9.30%
レイモンド・ジェームズ	25.5	4.40%	37	4.90%	46.6	5.10%
上位5社合計	442.9	77%	587	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

時点で約9,200億ドルに達し、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。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。

人気を博しているRPMであるが、RPMを取り扱うFAは営業担当者でもあり、運用担当者でもある。そのため、営業しやすいように過度にポートフォリオの内容を変化させるなど、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RPMを提供するFAに対して厳格なコンプライアンス要件を課するのが通常である。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は、リサーチ部門によって高い評価を受けている株式のみ投資可能とするなど、ガイドラインの下での一任運用となる。

また、RPMに携わるFAは、投資顧問事業者としてSEC及び金融取引行規制機構

(FINRA)に登録し、1940年投資顧問業法上の受託者責任を負う^(注15)。一方で、ファンドラップ業界の雄であるフィデリティはRPMに参入していない。これは、同社がワイヤーハウス並みに上記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MAのサービスの多様化と受託者責任に関する議論は対になって発展・整備されてきた。

■ 4. 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

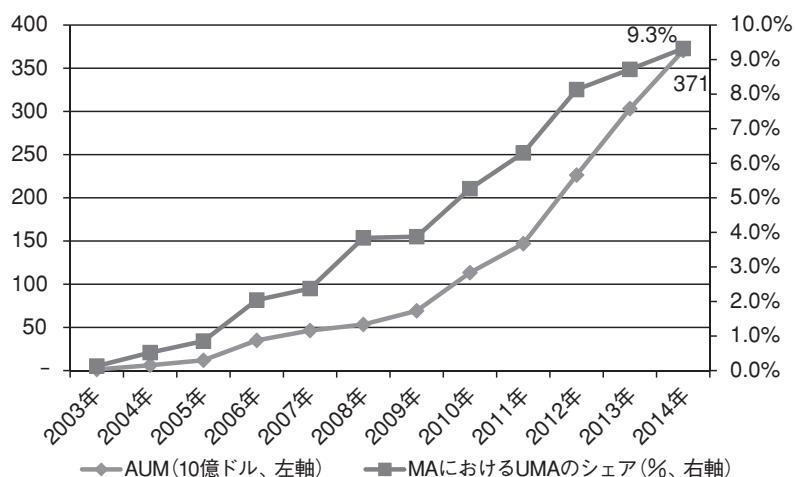
RA及びRPMの拡大は受託者責任に関する議論の進展に加え、急速に高まったボラティリティへの対応が意識され、より柔軟なポートフォリオ構築が求められるようになった点が要因である。ただし、近年、MAのアセット・アロケーションに関する議論は、1つの口座の最適化を超えて、家計の金融資産全体の構成の最適化にも波及している。

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^(注16)。特に、米国には、退職後の資産形成を担う「確定拠出年金(DC)」や「個人退職勘定(IRA)」、将来の高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^(注17)。

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(UMA)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9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。4位のフィデリティは、レップ・アズ・ポートフォリオ・マネージャーを提供しないというビジネス判断の下、UMAに注力している。

(図表9) 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) セルリー・アソシエーツ資料より野村資本市場研究所作成

(図表10) 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	27.70%	81.3	26.80%	92.9	25.10%
JPモルガン・チェース	28.3	12.50%	39.1	12.90%	46.9	12.70%
メリルリンチ	28.5	12.60%	37	12.20%	45.2	12.20%
フィデリティ	23.8	10.50%	30.9	10.20%	34.5	9.30%
インベストネット	6.3	2.80%	10	3.30%	28.4	7.70%
上位5社合計	149.6	66.10%	198.3	65.40%	247.9	67.00%

(出所) セルリー・アソシエーツ資料より野村資本市場研究所作成

5. マネージド・アカウントを巡る動向の総括

米国のMAは、約40年間の歴史の中で、顧客が資産運用を行う上で最適なサービスとは、どのようなものかという観点から、米当局、ワイヤーハウス、資産運用会社等の各関係者の間で議論を積み重ね、切磋琢磨した結

果として発展したサービスである。重要な点は、ある1つの要因によって市場規模が拡大したわけではなく、リテール金融業界を取り巻く環境変化が複層的に関連していることである。

規制改革の潮流を受け、リテール金融業界の付加価値は単なる金融商品の販売から中長期的なアドバイス及びコンサルティングの提供に変化した。また、ITバブル等の過去の

市場の急変動を受け、リテール金融機関の戦略は、収益の安定化とFAの生産性重視へシフトした。さらに、2008年の金融危機後は、最適なアセット・アロケーションの重要性が投資家やFAから意識され、更には口座レベルではなく、家計レベルの最適化にサービス範囲が拡大した。そのような一連の変化は、常に顧客にとっての選択肢を拡大させる方向に作用したと言えよう。

以上の米国リテール金融業界における環境変化は、日本にとって決して無関係なことではない。近年、市況の変化は急速であり、ボラティリティが増大する傾向にあることから、日本においても即時にアセット・アロケーションを変更することができるMAの登場が求められても不自然ではない。また、2014年1月の少額投資非課税制度（NISA）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、複数の資産管理口座を有する人口は増加していることを鑑みれば、日本においても税制優遇のメリットを最大限に享受したいというニーズがUMAのようなサービスの開発を促す可能性は十分にある。顧客にとっての選択肢の拡大及び満足度向上を目指して、たゆまぬ工夫を続けている米国MA業界の動向は、日本にとっても示唆に富むのではないだろうか。

(注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－」『野村資本市場クォーターリー』2010年春号参照。

(注2) 当該分類はセルーリ社の分類に基づく。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、岡田功太、和田敬二郎「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年夏号参照。

(注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」『野村資本市場クォーターリー』2004年秋号参照。

(注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。

(注5) SEC, “Report of the committee on compensation practices”, April, 1995.

(注6) “Merrill’s New Compensation Plan Rewards Fee-Based Brokers” WealthManagement.com, November, 2001.

(注7) 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－」『野村資本市場クォーターリー』2004年春号参照。

(注8) 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」『野村資本市場クォーターリー』2006年春号参照。

(注9) “Morgan Stanley: Tomorrow Is Another Day” WealthManagement.com, December, 2005.

(注10) 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」『野村資本市場

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」『野村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－」『野村資本市場クォーターリー』2009年春号参照。

(注11) 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。

(注12) 脚注1の論文を参照。

(注13) 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。

(注14) 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。

(注15) 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。

(注16) 筆者の米国金融機関インタビューに基づく。

(注17) Vanguard, “Moving to fee-based advice”, February 2013.

