

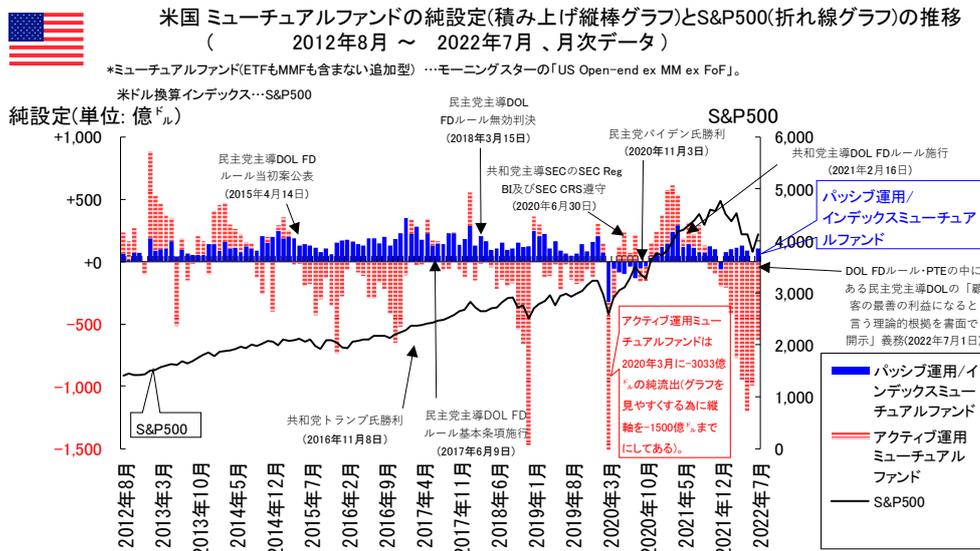
ダイレクト・インデックスは次世代インデックス投資 3.0 で ETF 後継？ SMA 最新版(アドバイザーの希望、ESG 投資の進化)？ 議決権も暗号資産(仮想通貨)も可！～米国ではモルガン・スタンレー、ブラックロック、バンガード、フィデリティ、シュワブなど続々参入～

三菱UFJ国際投信株式会社 商品マーケティング企画部 松尾 健治
窪田 真美

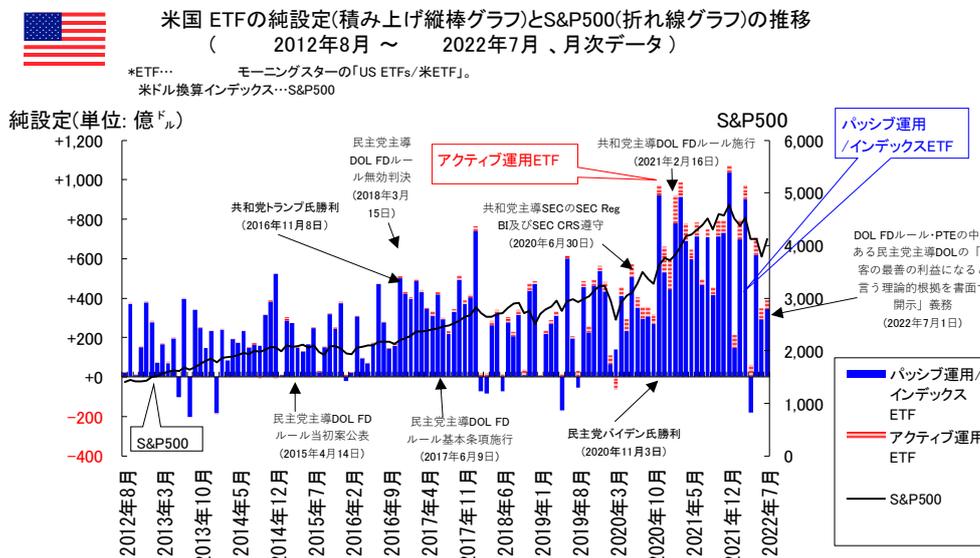
※三菱UFJ国際投信がお届けする、NISAなど内外の資産運用に関連する情報を発信するコラムです。

●米国でインデックスファンド(ミューチュアルファンドやETF)が人気継続

米国でフィデューシャリー・デューティー/FD 強化等から引き続きインデックスファンドが人気だ(FD 強化は 2022 年 5 月 16 日付日本版 ISA の道 その 356「米国の新しい最善の利益規制と日本の NISA の抜本的拡充で一層インデックスファンドに資金が向かう!?」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_220516_2.pdf)。下記図表の上方はミューチュアルファンド(ETF も MMF も含まない追加型)、下方は ETF のフロー(資金の流れ)である。

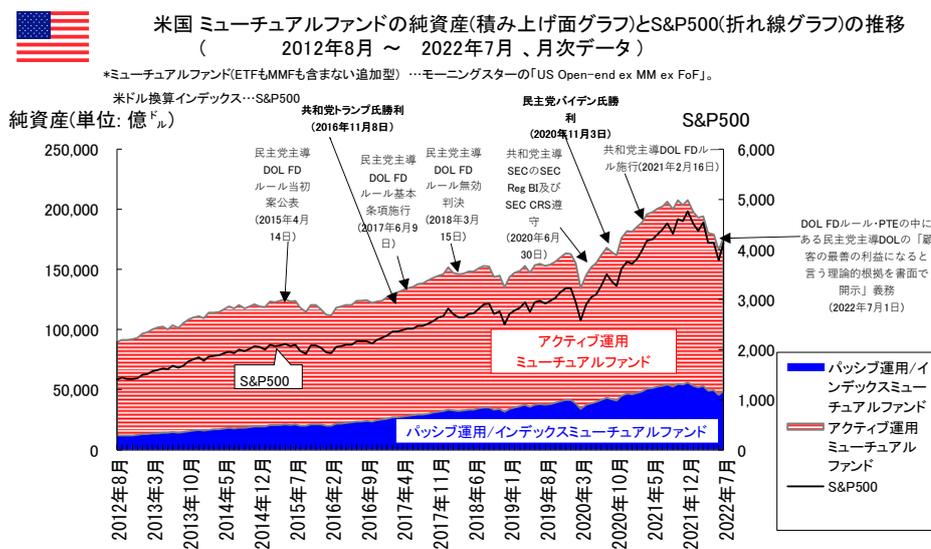


(出所: Morningstar Direct、ブルームバーグより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

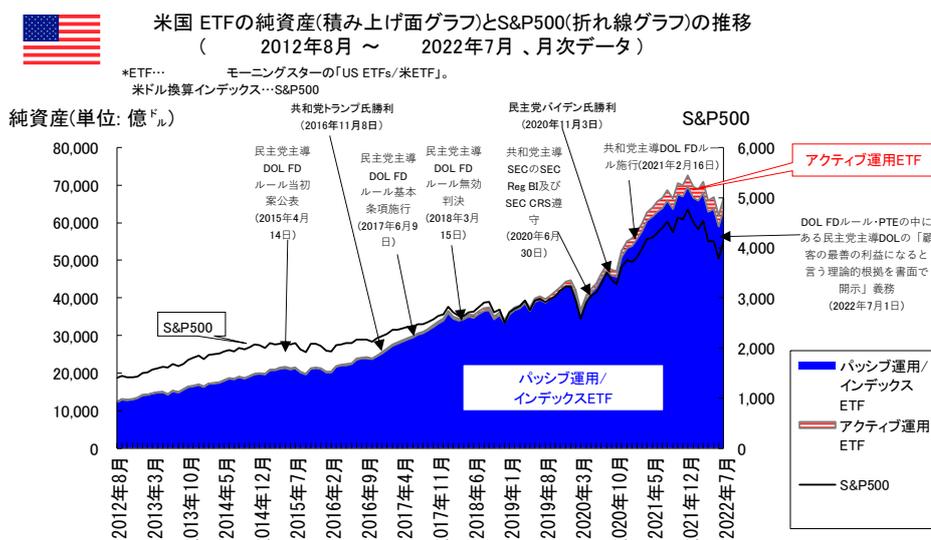


(出所: Morningstar Direct、ブルームバーグより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

下記図表の上方はミューチュアルファンド、下方はETFの純資産残高である。**ミューチュアルファンドの純資産に占めるインデックスファンドの割合は2022年7月末に28.0%と過去最高。**なお、ETFの純資産に占めるインデックスファンド(インデックスETF)の割合は2022年7月末に95.2%とかなり大きな比率であるものの過去最低水準(アクティブETFが拡大中)。



(出所: Morningstar Direct, プルームバーグより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)



(出所: Morningstar Direct, プルームバーグより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

ただ、2022年5月18日に**共和党上院議員12人がインデックス法/INDEX Act(Investor Democracy is Expected Act/投資家民主主義法)を提出、インデックスファンド投資顧問(ブラックロック/Blackrock、バンガード/Vanguard、ステート・ストリート/State Street等)から議決権行使の裁量・意思を奪う動きがある**(2022年6月27日付日本版ISAの道その359「米国インデックス法 vs 12人の新皇帝たち(パッシブ投資の権力者)、SEC vs インデックス&モデル・ポートフォリオ(IFA等が多用)」~ https://www.am.mufc.jp/text/oshirase_220627_2.pdf)。また、「**パッシブ投資はリスク管理を提供せず、最高と最悪の会社を所有している。…(略)…。パッシブ・ファンドの典型的なアウトパフォーマンスは2022年上半期にひっくり返り、大型ミューチュアルファンドのアクティブ投資の58%がベンチマークを上回った。**」

(2022年8月1日付 InvestmentNews「Active vs. passive: Market pros weigh in on the best strategy」~ <https://www.investmentnews.com/active-vs-passive-market-pros-weigh-in-on-the-best-strategy-22482>)、**「インデックス投資は、株高銘柄により多くの資金を投資し、株安銘柄にはあまり投資しない“モメンタム”投資。インデックス投資は全ての情報が織り込まれる“効率的市場”を反映する為、モメンタム投資は機能せず、その成功は説明のつかない例外、運の良かった例として扱われる。」**(2022年8月12日付 Barron's「Why Index Funds Could Fade」~ <https://www.barrons.com/articles/stock-index-funds-bear-market-51660249958>)などと報じられている通りで(下線は当コラム筆者で以下同じ、後述※1参照)、**インデックスファンドの風当りは強いままである。**

●モルガン・スタンレー、ブラックロック、バンガード、フィデリティ、シュワブなど続々参入

逆風の強い中でもインデックスファンドは人気がある。その一方で、**ダイレクト・インデックス(ダイレクト・インデクシング/direct indexing)**が資産運用業界で大いに注目されている(ダイレクト・インデックスの詳細は後述)。「**ビッグ 3~ブラックロック、バンガード、ステート・ストリート~は、いつの日か世界最大の企業のほとんどの議決権を支配する可能性があるという。…(略)…。『インデックス投資 3.0』のダイレクト・インデックスは 10 年以内に 1 兆ドルの業界になり、『多くのファイナンシャル・アドバイザーにとって重要かつ強力なツール』になると予想する。誰もが今、ダイレクト・インデックスの開発に取り組んでいる。ダイレクト・インデックスはインデックスファンドの化身のようなものである。**」(2021年11月5日付

ThinkAdvisor「Beware of Index Funds' Dominance: Author」~ <https://www.thinkadvisor.com/2021/11/05/beware-of-index-funds-dominance-author/>、2022年6月27日付日本版ISAの道その359「米国インデックス法 vs 12 人の新皇帝たち(パッシブ投資の権力者)、SEC vs インデックス&モデル・ポートフォリオ(IFA 等が多用)！」~ https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_220627_2.pdf)と報じている。下記図表は米国のダイレクト・インデックスに参入している主な企業の一覧である(既存のインデックスから作るだけでなく何も無い所からも作れるカスタム・インデックスも含んでいる)参入時期、最小投資単位、年間フィーなど不明な所があり、推測もある事に注意)。

 米国のダイレクト・インデックス(ダイレクト・インデクシング/direct indexing)に参入している主な企業の一覧
 *既存のインデックスから作るだけでなく何も無い所からも作れるカスタム・インデックスも含んでいる。参入時期、最小投資単位、年間フィーなど不明な所があり、推測もある事に注意。 2022年8月29日現在

ダイレクト・インデックス参入時期	ダイレクト・インデックス参入企業	買収したフィンテック・スタートアップ /fintech start-up、フィンテック・ベンチャー/fintech ventures等	ダイレクト・インデックス参入企業のプラットフォーム等	最小投資単位(万円)	年間フィー(%)
1 1989年(※1)	ゴールドマン・サックス/Goldman Sachs	米フォリオ・ファイナンシャル/Folio Financial	ゴールドマン・サックス・タックスアドバンテジド・ストラテジー/Goldman Sachs' Tax-Advantaged Strategies	250,000	-
2 2018年	米オリオン・アドバイザーズ・サービスズ/Orion Advisor Services(1989年にアドバイザーとして設立、その後アドバイザー向けテクノロジー・ベンダーへ)は2018年にアドバイザー・ストラテジー&タックス・リターン・最適化/ASTRO(納税申告最適化)/Advisor Strategy and Tax Return Optimization/ASTROと言う(単独で機能する/stand-alone)ダイレクト・インデックスを導入(その後、イクリオ・トレードング&リバランス・プラットフォーム/Eolipae trading and rebalancing platform)にダイレクト・インデックスを追加・統合)。			-	-
3 2019年9月以前	ウェルスフロント/Wealthfront →UBSグループ/UBS Group (2022年1月26日にUBSグループがウェルスフロント買収で合意)	米ウェルスフロント/Wealthfront(2022年3月31日付AUMでロボアドバイザー5位~2022年8月15日付Robo Report)	ウェルスフロント/Wealthfrontの10万円以上の課税口座/taxable account(Stock-level Tax-Loss Harvesting)として知られていたもの)	100,000	0.25
4 2019年12月	インタラクティブ・ブローカーズ・グループ/Interactive Brokers Group/IBKR(2022年Barron'sベスト・オンライン・ブローカー・ネット証券5年連続首位)	自社開発	-	-	-
5 2020年10月	(ダイレクト・インデックス関連企業買収の火付け役) モルガン・スタンレー/Morgan Stanley	米パラメトリックス/Parametric(1982年のダイレクト・インデックスのバイオニア)を2003年買収した米イートン・バンズ/Eaton Vance	パラメトリック・タックス・ハーベスト・コア/Parametric Tax Harvest Core	100,000	-
6 2020年11月	ブラックロック/BlackRock	米アペリオ/Aperio	-	-	-
7 2021年7月	バンガード/Vanguard	米ジャスト・インベストメント/Just Invest (バンガード/Vanguardは1975年5月以來初の買収)	バンガード・パーソナライズド・インデクシング/Vanguard Personalized Indexing	250,000	-
8 2021年9月(もっと以前からあったが2000万円以上だった)	ディメンショナル・ファンド・アドバイザーズ/Dimensional Fund Advisors/DFA(クオンツ投資のバイオニアでアドバイザーが最も推奨する投資会社の一つ)	自社開発	エクステンデッド(拡張)SMA/Expanded Separately Managed Accounts/Expanded SMA	500,000	0.29
9 2021年10月	PGIMインベストメントズ(Pruential Financial)/PGIM Investments	グリーン・ハーベスト・アセット・マネジメント/Green Harvest Asset Management	PGIMカスタム・ハーベストSMAプラットフォーム/PGIM Custom Harvest SMA Platform	富裕層向け	-
10 2021年12月	パーシングX(BNY Mellon)/Pershing(BNY Mellon)	オプティマル・アセット・マネジメント/Optimal Asset Management	フューチャーセーフ/FutureSafe	100,000	1200万円(月100万円)
11 2021年12月	(暗号資産ダイレクト・インデックス・ストラテジー/crypto direct indexing strategyの) オンランプ・インベスト/Onramp Invest (リトホルツ・ウェルス・マネジメント/Ritohltz Wealth Managementとウイズダムツリー/WisdomTreeと協力)		オンランプ・インベスト・プラットフォーム/Onramp Invest platform	-	2%未満
12 2022年1月	(25万円~10万円だった最小投資単位を一気に5000万円にした) フィデリティ/Fidelity	パートナーシップとして米エシック/Ethic (ESGモデル及びダイレクト・インデックスを使ったカスタム・アロケーション/custom allocations構築)	フィデリティ・マネージド・フィドフォリオズ/Fidelity Managed FidFolios(ゼロからインデックスを設計、13のテーマ別構成モデルから選択して構成を追加・削除・比率の変更をする事など、投資家の特定インデックス/custom index作成)	5,000	0.40
13 2022年2月	モーニングスター/Morningstar	米ムーアゲート・ベンチマーク/Moorgate Benchmark	-	-	-
14 2022年2月	フランクリン・テンプレトンFranklin Templeton	米オショネシー・アセット・マネジメント/O'Shaughnessy Asset Management/OSAM(カスタム・インデックス作成プラットフォーム米キャンバス/Canvasを所有)	-	-	-
15 2022年4月	(フィデリティの年間フィー年0.40%などに対抗し一貫0.15%にした) チャールズ・シュワブ/Charles Schwab	米モティフ/Motif	シュワブ・パーソナライズド・インデクシング/Schwab Personalized Indexing	100,000	0.15
16 2022年4月	アルトルイスト/Altruist (ベンチャーキャピタルのベンロック/Venrockやインサイト・パートナーズ/Insight Partners、バンガード・グループ/Vanguard Groupから資金を提供されているウェルス・マネジメント・スタートアップ~2018年米国で設立~)		アルトルイスト・ストラテジスト・スイート/Altruist Strategist suite	2,000	0.12
17 2022年5月	JPモルガン/JPMorgan	米ナツメグ/Nutmeg、米55ip、米オープンインベスト/Openinvest	タックススマートSMAプラットフォーム/Tax-Smart SMA Platform/Tax-Smart Separately Managed Account Platform	250,000	0.23 (5000万円、額は0.10等変わる)
18 2022年7月	ファースト・トラスト・アドバイザー/First Trust Advisors	米ベリティ・マネジメント/Veriti Management	-	-	0.20~0.50

※1:「ゴールドマン・サックスは1999年からダイレクト・インデックスを提供している。」(2022年3月16日付ThinkAdvisor「How Direct Indexing Helps Clients Cope With Market Volatility, Taxes」)。
 (出所:各社ホームページ及びメディア等より三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

●ダイレクト・インデックスは次世代インデックス投資 3.0 で ETF 後継？ ～インデックスファンドの化身、次世代インデックス投資 3.0、ETF 後継、ETF キラー～

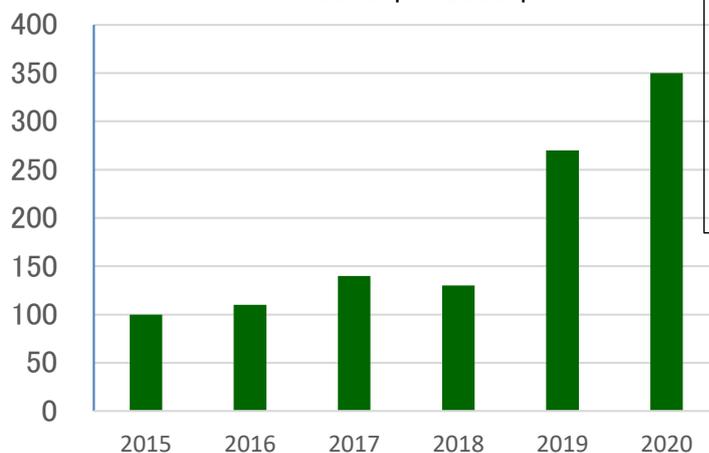
ダイレクト・インデックス(ダイレクト・インデクシング/direct indexing)は“**インデックスファンドの化身/incarnation**”、“**インデックス投資 3.0/Index Investing 3.0**”(後述※2, 3 参照)、“**ETF の後継**”、“**ETF キラー/ETF killer**”などと呼ばれている(ダイレクト・インデックスは SMA/Separately Managed Accounts がテクノロジーで高度化した形とも言える事から SMA 最新版、パーソナライズド SMA/personalized SMAs、SMA のパッシブ運用版/passively managed version of SMAs などとも呼ばれている～後述)。

米大手経営コンサルティングのオリバー・ワイマン/Oliver Wyman は(モルガン・スタンレー/Morgan Stanley)も、**ダイレクト・インデックス/direct indexing の運用残高/Assets Under Management/AUM は 2020 年に 3500 億ドル/約 36 兆円で、2025 年までにミューチュアルファンドと ETF から市場シェアを奪い 1 兆 5000 億ドル/約 200 兆円になる(予想)と**言う(2022 年 3 月 15 日付 Oliver Wyman「Competing For Growth」～ <https://www.oliverwyman.com/our-expertise/insights/2021/jan/competing-for-growth.html>)。



米国のダイレクト・インデックス/direct indexingの運用残高
/Assets Under Management/AUM推移
2015年～2020年

(単位: 十億ドル)



ダイレクト・インデックス/direct indexingのAUMは2025年までに1兆5000億ドルになる予想(2022年3月15日付 Oliver Wyman)。

(出所: 2022年3月15日付 Oliver Wymanより三菱UFJ国際投信商品マーケティング企画部が作成)

「セルーリ・アソシエイツ/Cerulli Associates はダイレクト・インデックスの資産残高が、今後 5 年間で年+12.4%で成長し、ミューチュアルファンドの+3.3%はもちろん、ETF の成長率+11.3%をも上回ると予測している。」(2021 年 8 月 16 日付

ThinkAdvisor「Direct Indexing to Grow Faster Than ETFs, Mutual Funds: Cerulli」～ <https://www.thinkadvisor.com/2021/08/16/direct-indexing-to-grow-faster-than-etfs-mutual-funds-cerulli/>)と

Projected 5-Year Growth Rates by Product



Source: Cerulli Associates

Top Providers of Direct Index SMAs, 1Q 2021 (\$ millions)

Firm	1Q 2021 AUM
Morgan Stanley (Parametric Portfolio Associates)	\$120,005.0
BlackRock (Aperio Group)	\$44,996.4
Fidelity Investments	\$24,000.0
Columbia Threadneedle	\$6,249.0
Natixis Investment Managers (Active Index Advisors)	\$4,736.3
Envestnet	\$3,408.8
JP Morgan (55ip & OpenInvest) ¹	\$1,400.0
O'Shaughnessy Asset Management, LLC	\$1,227.1
Vanguard (JustInvest) ¹	\$752.0
Ethic ¹	\$672.0
SmartX ¹	\$171.0
Russell ¹	\$50.0
Other Industry Assets ²	\$155,000.0
Total	\$362,667.5

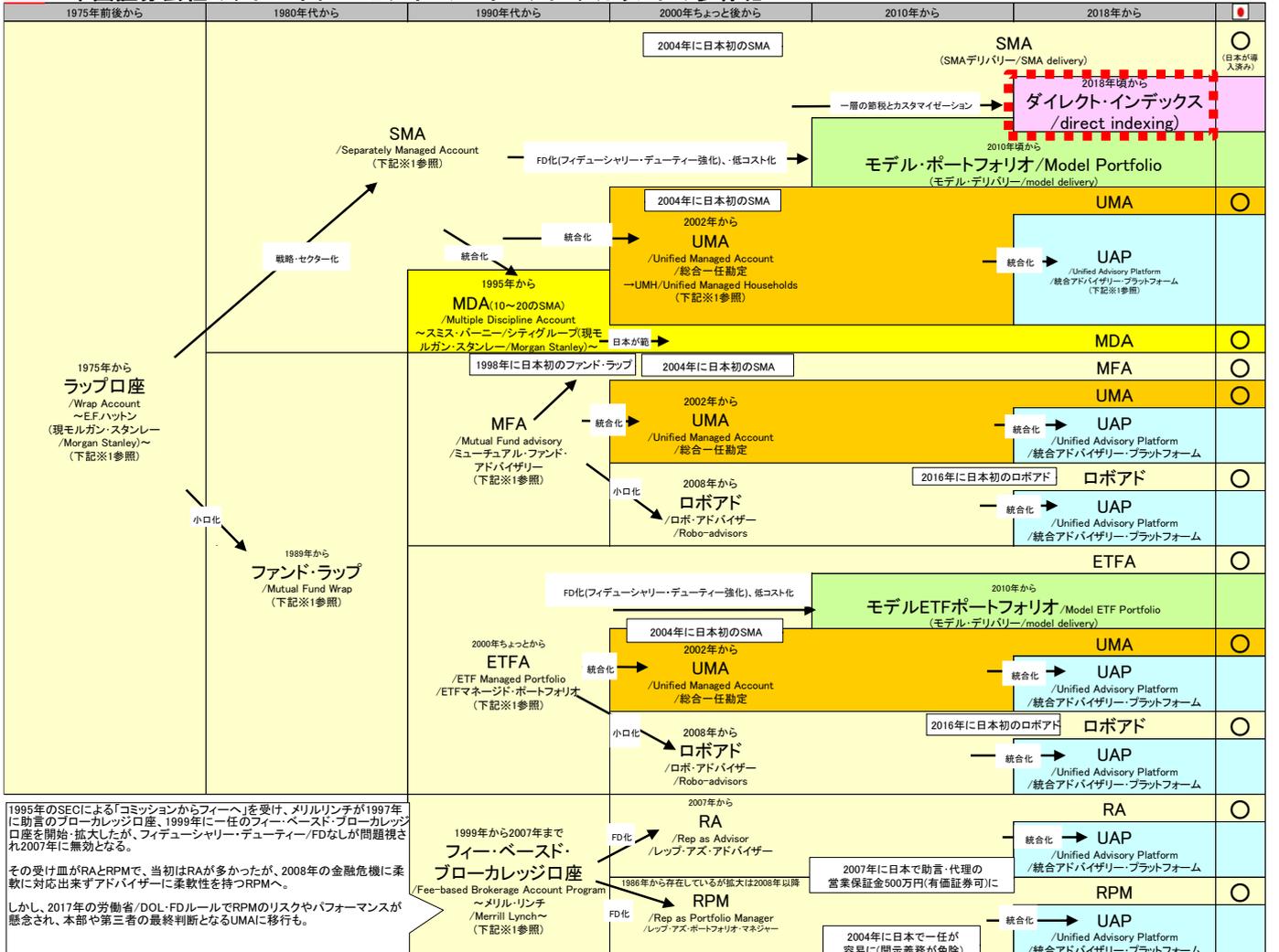
Source: Cerulli Associates

●ダイレクト・インデックスは SMA 最新版(アドバイザーの希望、ESG 投資の進化)?

～SMA 最新版、パーソナライズド SMA、SMA パッシブ運用版～

ダイレクト・インデックスは SMA/ Separately Managed Accounts がテクノロジーで高度化した形とも言える事から SMA 最新版、パーソナライズド SMA/personalized SMAs、SMA のパッシブ運用版/passively managed version of SMAs(インデックスをカスタマイズした時点でアクティブ運用、モーニングスター/Morningstar では新しいアクティブ投資/new active investing と言う～2022年5月17日付 Morningstar「Active Personalization Is the New Active Investing」～ <https://www.morningstar.com/articles/1090178/active-personalization-is-the-new-active-investing>)などと呼ばれている(“インデックスファンドの化身”、“インデックス投資 3.0”、“ETF の後継”、“ETF キラー”などとも呼ばれている～前述、SMA およびモデル・ポートフォリオについては、後述※5 参照)。

米国証券会社のアドバイザー・ビジネス/マネージド・アカウントの多様化 2022年8月29日作成



※1: SMA及びUAP、UMA等の頭字語/略語/アクロニムは2018年11月19日付日本版ISAの道 2024(https://www.am.mfug.jp/text/oshirase_181119.pdf)、FD化は2018年10月1日付日本版ISAの道 2023(https://www.am.mfug.jp/text/oshirase_181001.pdf)及び2018年10月22日付日本版ISAの道 2024(https://www.am.mfug.jp/text/oshirase_181022.pdf)、モデル・ポートフォリオ化は2019年2月18日付日本版ISAの道 2026(https://www.am.mfug.jp/text/oshirase_190218.pdf)を参照。
 (出所: MMI/Money Management Institute及びCerulli Associates等より三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

「ダイレクト・インデックスは 1992 年以來、タックスマネージド・カスタム SMA/tax-managed custom SMAs に付けられた新しい名前。」(2022年4月19日付 Parametric「The Advisor Perspective on Direct Indexing」～ <https://www.parametricportfolio.com/insights-and-research/advisor-perspective-on-direct-indexing>)、「**オーシャ/O'Shea の調査によると、ダイレクト・インデックスは現在、SMA 残高の約 22%を占めており、成長の可能性は爆発的。**」(2021年8月17日付 InvestmentNews「Direct indexing emerges as must-have tool for tax management, ESG investing」～ <https://www.investmentnews.com/direct-indexing-emerges-as-must-have-tool-for-tax-management-esg-investing-210410>)、「**一世代前、SMA はホットだった。SMA はミューチュアルファンドの改訂版/modified versions of mutual funds だった。SMA のピッチ/pitch(宣伝文句)は、『ミューチュアルファンドというバス/bus に乗る代わりに、自分の好きな所に行ける市内タクシー/town car でくつろぐ』であった。しかし、SMA は 2000 年代初頭に年平均 2.05%あり、テクノロジーがまだまだで顧客の要求に応えるのに苦勞した。…(略)…。DIY 投資家/do-it-yourself investors にとって、ダイレクト・インデックスは初期の SMA よりもはるかに**

安く、ファイナンシャル・アドバイザーが使っても総コストは年 2%をはるかに下回る。 SMA は投資管理を宣伝していたが、ダイレクト・インデックスは ESG/環境・社会・企業統治の評価の高い企業を優先するなど、ユーザーの好みを組み込む能力を宣伝している。」(2022 年 4 月 4 日付 Morningstar「Rekenthaler Report: Direct Indexing Is Coming Your Way」～

<https://www.morningstar.com/articles/1087454/direct-indexing-is-coming-your-way>、SMA は日本では SMA 専用投信が該当しミューチュアルファンドや ETF などと同列、2021 年 7 月 26 日付日本版 ISA の道 その 338「ポストコロナ(バック・トゥー・ザ・オフィスの)中、米国でファイナンシャル・アドバイザーは?」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase-210726_2.pdf)と言う。

下記は、インデックスファンドを「インデックス投資 1.0」、ETF を「インデックス投資 2.0」、ダイレクト・インデックスを「インデックス投資 3.0」と見ると同時に、ダイレクト・インデックスを伝統的ラップ/SMA が高度化した「ラップ/SMA 最新版」と見て、各々のメリット等を比較したもの。



2022年8月29日現在

米国のインデックス投資1.0(伝統的インデックスファンド)、インデックス投資2.0(ETF)、ラップ/SMA、インデックス投資3.0もしくはラップ/SMA最新版(ダイレクト・インデックス) …相対的に最もメリットになると思われるもの。 ○ …相対的に次にメリットになると思われるもの。

		インデックス投資1.0	インデックス投資2.0	伝統的ラップ/SMA	インデックス投資3.0もしくはラップ/SMA最新版
		伝統的インデックスファンド /traditional index funds (ミューチュアルファンド /mutual funds)	ETF /Exchange Traded Funds		ダイレクト・インデックス (ダイレクト・インデックス /direct indexing)
1	原証券の所有権	無し	無し	○ あり (原証券が投資の場合は無し)	◎ あり
2	保有銘柄・取引の 日次透明性	無し	○ 通常あり	○ あり (原証券が投資の場合は無し)	◎ あり
3	ポートフォリオの カスタマイズ、ESG等	無し	無し	○ あり (原証券が投資の場合は限定される)	◎ あり
4	アドバイザーの存在 (アドバイザー・フィーあり)	無し (別途、投資顧問報酬/相談料/助言料を払い契約すれば「あり」)	無し (別途、投資顧問報酬/相談料/助言料を払い契約すれば「あり」)	◎ あり (ロボアドの場合は限定的、無い事もある)	◎ あり (ロボアドの場合は限定的、無い事もある)
5	出金等	現金のみ	○ 現金もしくは原証券 (現証券はバスケット)	◎ 現金もしくは原証券	◎ 現金もしくは原証券
6	原証券の損益通算 /Tax-loss harvesting	無し	無し	○ あり (ロボアドの場合は限定的、無い事もある)	◎ あり (ロボアドの場合は限定的、無い事もある)
7	投資家の欲していない キャピタルゲイン分配 (日本の投信では無い)	あり (タックス・マネージド・ファンドは僅か) (日本のラップ型投信ではリバランス時に課税されないメリットとなる)	あまり無し	○ 無し (ファンドラップ、ロボアドの場合は限定的、無い事もある) (日本のラップ/SMAではリバランス時に課税されるデメリットとなる)	◎ 無し
8	原証券のポータビリティ	無し	○ あり (一般的な現物拠出・交換の場合にバスケットとして)	○ あり (原証券が投資の場合は無し)	◎ あり
9	最小投資単位	◎ 少額が多い	○ 取引所で少額の売買可能 (※1、ただ店頭や現物拠出・交換では数百万円*)	10万、25万、100万円*等 (ロボアドの場合は少額も)	◎ 通常25万円*等 (フィンテックス企業には2千円も)
10	主なコスト	○ 販売手数料(無い事もある)、 情報・投信会社分、 情報・販売会社分(無い事もある)	◎ 販売手数料(無い事もある)、 ピッドアスクスプレッド(※1)、 基準価額からのディスカウント (プレミアムの場合もある※1)、 情報・投信会社分	販売手数料/売買手数料無し、 年1.5～2.5%前後の 投資顧問報酬/相談料/助言料 (大口割引もしくはロボアドで割引もある)、 原証券が投資の場合のコスト	○ 販売手数料/売買手数料無し、 年0.12～0.40%前後のフィー(アドバイザーの投資顧問報酬/相談料/助言料は別途かかるが、アドバイザーがダイレクト・インデックスのフィーを自身の投資顧問報酬に含める場合もある) 投資の場合のコストはかからない。

※1:「ETF取引の流動性の欠如は、ETFの購入希望者の提示価格と、売り手の提示価格(ビッドとオファー)の差額である「ピッドアスクスプレッド/bid-ask spreads」の拡大につながる。 スプレッドが広がると、売買するたびに投資家のリターンは減少していくことになる。 また流動性が欠如すると、基準価額(NAV、ファンド構成銘柄の価値)との乖離が広がりがやす。 つまり、投資家は、ETFを購入する際に構成銘柄の価値より高くつく場合があり、売却の際には安くなる可能性があるというのだ。」(2010年2月1日付WSJ「ETF投資に潜むリスク/Risks Lurk for ETF Investors」～ <https://www.wsj.com/articles/SB1000142405274870383700457501272071656484>)。「ETFのコストは経費率/expense ratioをはるかに超える/True costs of an ETF is far beyond its expense ratio」～ <https://www.investmentnews.com/article/20181004/FREE/181009957/true-costs-of-an-etf-lie-far-beyond-its-expense-ratio>)。2010年5月6日の「フラッシュ・クラッシュ/Flash Crashes(5月瞬時暴落)では、ETF326本中227本(約70%)が前日比-60%以上となり取引無効となったが、下落率60%未満にとどまったETFは「叩き売り」の状態となった。 2015年8月24日にもETFは前営業日比平均-30%となるなどあまり起こる事ではないが、起きた時のダメージはかなり大きい。

(出所: チャールズ・シュワブのマネージドアカウント推奨資料等を参考に三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

●ダイレクト・インデックスはなぜ今、米国で注目されているのか?

ダイレクト・インデックスはなぜ今、注目されているのか? 例えば、投資家がダイレクト・インデックスのインデックスに S&P500 を選ぶと、その構成銘柄から選んだ現物株式を直接保有、S&P500 のパフォーマンスを模倣しつつ最適化する。直接保有する銘柄は「S&P500 を約 30～40 の銘柄でほぼ再現出来る。」(2021 年 8 月 24 日付 ThinkAdvisor「How

Direct Indexing Can Save the Investment Management Industry」～ <https://www.thinkadvisor.com/2021/08/24/how-direct-indexing-can-save-the-investment-management-industry/>)と言う(「S&P500 の

ダイレクト・インデックスは 300 株を直接所有するなどしているとも言う。)～2022 年 6 月 20 日付 InvestmentNews「Direct indexing gains appeal as taxable losses mount」～

<https://www.investmentnews.com/direct-indexing-gains-appeal-as-taxable-losses-mount-222852>)。

模倣しつつ最適化するのに最適化システム(オプティマイザー/optimizer)が使われる。このシステムは 1975 年に既に米バーラ/Barra 社(2004 年 MSCI Barra)が発表した「バーラ・モデル」の中にリスク管理システムやシナリオ分析システム等と共に存在している(かつて Barra の社長だった Richard Grinold 氏は Barclays Global Investors/BGI へ移籍して 2009 年にブラックロック/BlackRock が BGI を傘下にする共に引退、Barra の調査部長だった Ronald Kahn 氏はリスク管理システム「アラディン Aladdin」を持つブラックロックに在籍中～ <https://www.blackrock.com/institutions/en-au/insights/new-developments-in-quantitative-investing>)。

その為、「**ダイレクト・インデックスの基本的概念は機関投資家の間で何十年前前から存在してきた**」(2022年6月20日付 InvestmentNews「Direct indexing gains appeal as taxable losses mount」~ <https://www.investmentnews.com/direct-indexing-gains-appeal-as-taxable-losses-mount-222853>) のである。それが今、「**ダイレクト・インデックスは当初、最小投資単位として50万ドルが必要だったが、テクノロジー向上により、25万ドル~50万ドルに下がっている。**」(2021年9月3日付 Morningstar「Rekenthaler Report: Are Funds Still the Future?」~ <https://www.morningstar.com/articles/1056891/are-funds-still-the-future>)、「**資産運用会社やアドバイザーは、かつて数日かかっていたポートフォリオのリバランスを文字通り数分で実行出来、顧客に提供出来るメリットを劇的に高める事が出来る。**」(2021年8月24日付 ThinkAdvisor「How Direct Indexing Can Save the Investment Management Industry」~ <https://www.thinkadvisor.com/2021/08/24/how-direct-indexing-can-save-the-investment-management-industry/>) となってきたのである。要は凄いいスピードで最適化が出来、それも最小投資単位が個人投資家に提供出来る様になったのが今、という事である。

最小投資単位が個人投資家に提供出来る様になった背景に「**端株取引/Fractional-share trading(日本で言う所の単元未満株式~後述※4参照)の大衆化**」がある(2019年11月25日に米インタラクティブ・ブローカーズ・グループ/Interactive Brokers Group/IBKR がほぼ全ての米国株式の端株取引可能とし固定額投資も可能にした事を発表)。「**端株取引の大衆化は「ダイレクト・インデックスの第一歩」と言われている**」(2022年4月15日付 Wealth Management「Fractional Shares Added to Interactive Brokers」~ <https://www.wealthmanagement.com/technology/interactive-brokers-rolls-out-fractional-trading>)。その他、「**株式売買委託手数料がゼロまたは低下した事も大きい**」(株式売買委託手数料がゼロまたは低下した事については2020年1月27日付日本版ISAの道その294「ネット証券手数料無料化で先行する米国」~ <https://www.am-mufg.jp/text/oshirase.200127.pdf>)。

加えて、ダイレクト・インデックスを投資家に提供するファイナンシャル・アドバイザーがダイレクト・インデックスに希望を見ている事もある。**ダイレクト・インデックスにより投資家の需要や好みのカスタマイゼーション/customization、パーソナライゼーション/personalization がラップ/SMA よりも多々可能になった事で、投資家ごとに違う個別銘柄ベースでの損益通算と言った節税、好みのファクターの考慮が出来る**(ファクター…ESG、利回り、バリュー/グロース、地理的なエクスポージャー等のファクター考慮や損益通算でトラッキング・エラーが発生する為、ダイレクト・インデックスはアクティブ投資となる)。言い換えると、**顧客個々に合わせアドバイスをパーソナライズする事はファイナンシャル・アドバイザーの大きな付加価値となる**(2022年1月31日付日本版ISAの道その350「アドバイスの付加価値」~ <https://www.am-mufg.jp/text/oshirase.220131.2.pdf>)。顧客がファイナンシャル・アドバイザーに求めるものは「(1)今後5年間のポートフォリオにパーソナライゼーション/personalization を加える事、(2)パーソナライゼーションを求めるのはまずはミレニアル、次いでベビー・ブーマー、ジェネレーション X、ジェネレーション Z(RIAで回答の多い順)。」と言う(2022年1月19日付 Charles Schwab「Schwab Advisor Services' 2022 Independent Advisor Outlook Study」~ <https://www.aboutschwab.com/schwab-independent-advisor-outlook-study-2022>)。「**資産運用業界のトレンドとしてカスタマイゼーションがトレンドになっているが、それは我々の生活のあらゆる部分、食べ物を注文する方法、マーケットで買い物をする方法など、個人の好みに合わせ、キュレートされて(キュレート/curate…情報をたくさん収集、整理・要約・公開/共有する事)、カスタマイズされている。投資も例外ではない。ゴールドマンではダイレクト・インデックスが過去5年間(ゴールドマン・サックスは1999年からダイレクト・インデックスを提供している)でかなり成長、2021年だけで7,000口座を開設、現在、全米25,000口座で1,300億ドルを抱える様になった。**」(2022年3月16日付 ThinkAdvisor「How Direct Indexing Helps Clients Cope With Market Volatility, Taxes」~ <https://www.thinkadvisor.com/2022/03/16/how-direct-indexing-helps-clients-cope-with-market-volatility-taxes/>) と言う。

モーニングスターのピーター・ディートリッヒ/Peter Dietrich氏は「**パーソナライゼーションは流行ではなくトレンドである。パーソナライゼーションはリスク許容度アンケートが顧客との話し合いに組み込まれており、投資プロセスの一部になり始めるだろう。さらにダイレクト・インデックスにより、アドバイザーはESG投資に関心のある若い顧客と関わる事が出来るだろう。ジェネレーション Xとミレニアル世代は現在、米国の富の約3分の1を保有、ベビーブーマーからの大規模な富の移転からも恩恵を受ける。この世代に投資の好みについて話すのはアドバイザー次第である。**」と言う(2022年5月18日付 InvestmentNews「Direct indexing offers advisers opportunities to engage with clients」~ <https://www.investmentnews.com/direct-indexing-offers-advisers-opportunities-to-engage-with-clients-221683>)、ジェネレーション Y・ミレニアル世代や富の移転については2019年5月20日付日本版ISAの道その265「米国ウェルスマネジメント最新動向」アドバイザーの未来、フィアの未来」~ <https://www.am-mufg.jp/text/oshirase.190520.pdf>、2022年1月31日付日本版ISAの道その350「アドバイスの付加価値」~ <https://www.am-mufg.jp/text/oshirase.220131.2.pdf>)。「**ダイレクト・インデックスはESG投資の進化/direct indexing is the evolution of ESG investing.**」(2022年7月19日付 ESG Clarity「ESG investing is getting personal」~ <https://esgclarity.com/esg-investing-is-getting-personal/>) とも言われる。

ただ、次の様な、うがった意見もある事も覚えておきたい。「**ダイレクト・インデックスの利点は、インデックスをカスタマイズ出来る事。ESGの観点から顧客の価値観と一致しない証券を回避したり出来(ただトラッキング・エラーが生まれる)、損失通算で節税したり出来る(401kやIRAなどの課税繰延口座に投資する場合、利益にならない)。ただETFやインデックスファンドに支払う金額の倍になる可能性がある。また、カスタマイズをすればするほど、取引コストがかかる。**」(2021年8月5

日付 Morningstar「What Is Direct Indexing?」～ <https://www.morningstar.com/articles/1052221/what-is-direct-indexing>)、「**資産運用業界では、アクティブ運用がパッシブ運用に連敗し続け 2018 年以來、パッシブがアクティブを上回り続け、資産運用のフィーがゼロに向かっている。ファイナンシャル・アドバイザーは提案を資産運用からファイナンシャル・プランニングに移している。資産運用業界の暗黒の日々の中でダイレクト・インデックスが新たな希望/new hope: direct indexing となっている。…(略)…バンガード・グループ/Vanguard Group は 1975 年 5 月以來 46 年の歴史で初の買収をした。…(略)…同じ様な付加価値の中、ダイレクト・インデックスのアプローチを提供出来る企業は、より高いアドバイザー・フィーを正当化出来る。**」(2021年8月24日付 ThinkAdvisor「How Direct Indexing Can Save the Investment Management Industry」～ <https://www.thinkadvisor.com/2021/08/24/how-direct-indexing-can-save-the-investment-management-industry/>)、「**ダイレクト・インデックスは自動操縦で現金を企業に注ぎ込んでいるインデックス・フォロー・ロボット/index-following robots から投資家が投資のコントロールを取り戻すのを助けている。ダイレクト・インデックスは殆どのETFより高いフィーを引き出すアクティブ投資をリブランディング/rebrand active investing の試み。**」(2021年12月6日付 Bloomberg「Wall Street Wants to Sell a Special Index, Just for You」～ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-12-06/wall-street-giants-bet-on-direct-indexing-to-take-on-etfs-and-mutual-funds>)、「**RIA ファーストメトリック/RIA Firstmetric のスコット・サラスケ/Scott Salaske 氏は『ダイレクト・インデックスはアドバイザーの雇用保障と高い手数料を正当化する、単純な古いアクティブ運用の株式銘柄選択』と言う。**」(2021年10月22日付 ThinkAdvisor「Kites: Schwab 'Declaring War on Funds' With Direct Indexing Platform」～ <https://www.thinkadvisor.com/2021/10/22/kites-schwab-to-wage-war-on-funds-with-direct-indexing-platform/>)、「**損益通算は必ずしも素晴らしいとは限らない。個人投資家が富の多くを保有している税制優遇退職金口座でダイレクト・インデックスは必要ない。また、損益通算は、より高い取引コストがかかる。ウォッシュ・セール・ルール/wash-sale rules で投資家は 30 日以内に証券を買い戻す事が禁じられている為、少なくとも 1 か月はベンチマークからの逸脱を引き起こす。そもそも損益通算出来るキャピタルゲインが必要である。**」(2021年12月6日付 Bloomberg「Wall Street Wants to Sell a Special Index, Just for You」～ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-12-06/wall-street-giants-bet-on-direct-indexing-to-take-on-etfs-and-mutual-funds>)。

なお、ウォッシュ・セール/wash sale は日本にはないルールだが(後述※7 参照)、「**売却損を出した銘柄と実質的に同じ銘柄を 30 日以内に買い戻す事を『ウォッシュ・セール/wash sale』と呼び、IRS/Internal Revenue Service/内国歳入庁ルールでそれは損失と認められない**」(SEC/証券取引委員会「Wash Sales」～ <https://www.sec.gov/answers/wash.htm>)である。2018年12月21日に独立系ロボアド 2 位(ロボアド 5 位)のウェルスフロント/Wealthfront が SEC より 25 万ドルの民事制裁金支払いを命じられた事もある(2020年2月25日付日本版ISAの道 その298「米国でシュワブとフィデリティは老後資産の取り崩し機能付きロボアドでも無料競争!」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_200225.pdf)。

●**ダイレクト・インデックスの長所と短所～議決権も可!?**～

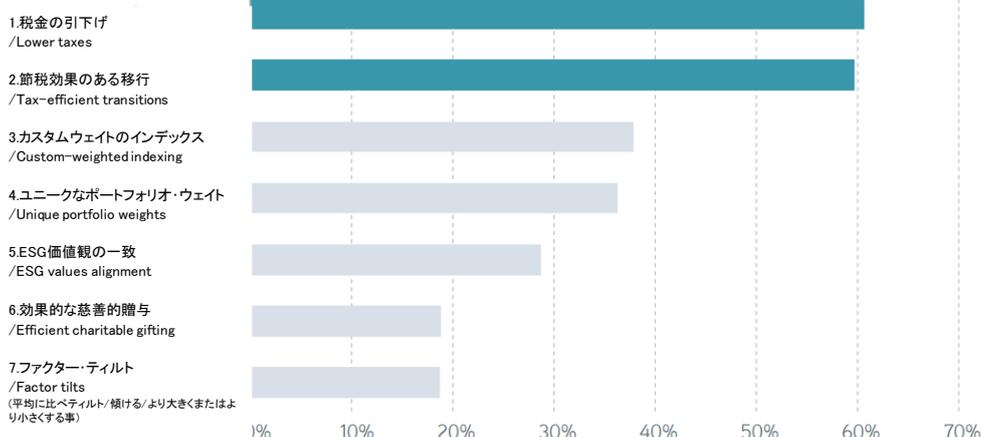
以上をまとめると、
ダイレクト・インデックスの最も価値ある利点は右図表の通り

(2022年4月19日付
Parametric「The Advisor
Perspective on Direct
Indexing」～

<https://www.parametricportfolios.com/insights-and-research/advisor-perspective-on-direct-indexing>)



米国のダイレクト・インデックスの最も価値ある利点/Most valued benefits of direct indexing



(出所: 2022年4月19日付Parametric「The Advisor Perspective on Direct Indexing」より三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

長所ばかり見ているのは良くないので、ダイレクト・インデックスの長所と短所/Pros and Cons of Direct Indexing を下記で見る(2022年2月12日付Tokenist「Complete Guide to Direct Indexing」～ <https://tokenist.com/investing/direct-indexing/>)。



米国のダイレクト・インデックスの長所と短所/Pros and Cons of Direct Indexing

長所/Pros	短所/Cons
<p>投信フィーがゼロ /Fund fees are zero (ダイレクト・インデックスの為にフィーが加わる可能性はある)</p>	<p>パッシブ運用ではない /It's not passive (チェックが必要、チェックしないならダイレクト・インデックスの為にフィーが無駄)</p>
<p>ニーズに合わせた投資が可能 /Can be tailored to suit your needs (投資したくない銘柄を避けるなど)</p>	<p>高めの最小投資単位が必要 /It requires capital</p>
<p>乗り換えや入れ替えが困難ではない /You aren't locked in (突然、銘柄を外したり出来る)</p>	<p>損益通算が困難になる事がある /Tax-loss harvesting becomes more difficult over time (もし値上がり銘柄ばかりであると損益通算は出来なくなる)</p>
<p>損益通算が可能 /You can tax loss harvest</p>	<p>流動性の無い資産がある /Some assets are illiquid (流動性の無い資産は長期保有すべき、損益通算に使うのは難しい)</p>
<p>ポートフォリオをティルト可能 /You can tilt your portfolio (平均に比べティルト/傾ける/より大きくまたはより小さくする事)</p>	<p>他の戦略へのシフトが難しくダイレクト・インデックスは長期に /It's hard to switch to another strategy (もし値上がり銘柄ばかりになりシフトすると大きな課税となる)</p>

(出所: 2022年2月12日付Tokenist「Complete Guide to Direct Indexing」より三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

以上に不足しているダイレクト・インデックスの長所として議決権がある。 米国では1株/1売買単位に対して1議決権が付与されている事から、端株取引/fractional share trading でない限り、ミューチュアルファンドやETFと違いダイレクト・インデックスは議決権が付与される(日本では100株/1売買単位/1単元に対し1議決権が付与される事から「資産所得倍増プラン」に単元株制度廃止を盛り込むべきという意見もある～後述※4参照)。 2022年5月18日に共和党上院議員12人がインデックス法/INDEX Act(Investor Democracy is Expected Act/投資家民主主義法)もクリア出来る(2022年6月27日付日本版ISAの道その359

「米国インデックス法 vs 12人の新皇帝たち(パッシブ投資の権力者)、SEC vs インデックス&モデル・ポートフォリオ(IFA等が多用)」～ https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_220627_2.pdf)。

「ダイレクト・インデックスは自身で株式を保有する事から、あなたに投票と取締役会への直接関与を許す/you now own the stocks yourself which allows you to vote and directly engage with the boards of companies。」(2022年月日付EarthQuake「The Problem with Sustainable Investing」～ <https://earth-quake.us/blog/the-problem-with-sustainable-investing/>)、「ダイレクト・インデックスで株式を直接保有する利点には株主総会で投票出来る事がある/you can vote in shareholder meetings。ETFは一般的には株主総会の外で見ているしかない。ただ、ブラックロック/BlackRockは2022年1月1日から機関投資家に対して株主総会への扉を開けると言っている。」(2022年3月Financial Planning Association「How Fintech Is Enabling More

Customized Investing」～ <https://www.financialplanningassociation.org/learning/publications/journal/MAR22-how-fintech-enabling-more-customized-investing-OPEN>、2022年6月27日付日本版ISAの道その359

「米国インデックス法 vs 12人の新皇帝たち(パッシブ投資の権力者)、SEC vs インデックス&モデル・ポートフォリオ(IFA等が多用)」～ https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_220627_2.pdf)、

「特定の有価証券を直接所有する事で、投票と直接関与を通じアクティブな所有者になるかも決められる。」(2021年11月24日付InvestmentNews「Fintech, direct indexing are bringing ESG into focus」～ <https://www.investmentnews.com/fintech-direct-indexing-esg-focus-214514>)、「インデックスファンドで株式を所有する場合、インデックスと同じ割合で間接的に所有することになる。数千ドルを投じて、株主総会/shareholders' meetingへの招待状は来ないし、インデックスファンド運用者が投資家に代わって投票をする事もない/the portfolio manager that runs the index fund votes in shareholder elections on your behalf。」

(2021年8月5日付Morningstar「What Is Direct Indexing?」～ <https://www.morningstar.com/articles/1052221/what-is-direct-indexing>)。

ダイレクト・インデックスの長所として、議決権付与以外、ETFでは難しい(SEC/証券取引委員会が承認してくれない暗号資産(仮想通貨)投信の代わりにもなりえる事もある(後述「ダイレクト・インデックスの実例～暗号資産(仮想通貨)に直接投資も～」参照)。

●ダイレクト・インデックスは暗号資産(仮想通貨)も可！

ダイレクト・インデックス(ダイレクト・インデクシング/direct indexing)の実例を見る。

1. (ダイレクト・インデックス関連企業買収の火付け役)モルガン・スタンレー/Morgan Stanley

「パラメトリック・タックス・ハーベスト・コア/Parametric Tax Harvest Core」…

「イトン・バンズ/Eaton Vance 買収後、モルガン・スタンレー/Morgan Stanley が所有するパラメトリック・ポートフォリオ・アソシエイツ/Parametric Portfolio Associates は、SMA 向けを 10 万ドル以上のポートフォリオにするプロダクトを発表した。パラメトリック・タックス・ハーベスト・コア/Parametric Tax Harvest Core の最小値は、現在市場で入手可能なほとんどの税務管理カスタム SMA/tax-managed custom SMAs の最小値よりも低くなっている。2 つの大型株戦略で、1 つは S&P500 をベンチマークにし、もう 1 つは米国の時価総額の 98%に相当する 3,000 の大企業で構成されるラッセル 3000 をベンチマークにしている。」(2021 年 7 月 26 日付 ThinkAdvisor「Parametric Adds Tax-Managed Product

With Low Minimum: Portfolio Products」～ <https://www.thinkadvisor.com/2021/07/26/parametric-adds-tax-managed-product-with-low-minimum-portfolio-products/>)。

2. (25 万ドル～10 万ドルだった最小投資単位を一気に 5000 ドルにした)フィデリティ・インベストメンツ/Fidelity Investments

「フィデリティ・マネージド・フィドフォリオス/Fidelity Managed FidFolios」…

「フィデリティは DIY 投資家/do-it-yourself investors が、(1)ゼロからインデックスを設計する事、(2)フィデリティのアナリストによる 13 のテーマ別株式モデルか

ら選択して株式を追加・削除・比率の変更をす

る事など、投資家の特注インデックス/custom

index 作成デジタル・プラットフォーム“フィデリ

ティ・ソロ・フィドフォリオ”を立ち上げた。…(略)

…。

投資家は 1 株僅か 1 ドルで最大 50 株を選択出

来、90 日無料試用期間後に月 4.99 ドルとなる。

ちなみに、専門家によるマネージド・ポートフォリ

オ/ professionally managed portfolio option

は最小投資単位 5,000 ドルで年 0.40%の運用管理費用がかかる。」(2022 年 6 月 21 日付 InvestmentNews「Fidelity launches DIY custom

indexing」～ <https://www.investmentnews.com/fidelity-launches-diy-custom-indexing-223037>)、

「13 のテーマ別株式モデルは、クラウド・コンピューティング/cloud

computing、サイバー・セキュリティ/cybersecurity、電気自動車および将来輸送/electric vehicles and future

transportation、クリーン・エネルギー/clean energy、フィンテック/fintech、デジタル・ヘルス/digital health、バイ

オ・テクノロジーと創薬/biotech and drug discovery、不動産投資信託/real estate investment trusts、ロボット工

学および人工知能/robotics and artificial intelligence などがある。」(2022 年 6 月 21 日付 ThinkAdvisor「Fidelity Introduces DIY

Platform for Building Custom Index Portfolios」～ <https://www.thinkadvisor.com/2022/06/21/fidelity-introduces-diy-platform-for-building-custom-index-portfolios/>)、

「ダイレクト・インデックスが主流になりつつあり、フィデリティが先導している。」(2022 年 1 月 20 日付 ThinkAdvisor「Fidelity Reads the First Retail Direct Indexing

Product」～ <https://www.thinkadvisor.com/2022/01/20/fidelity-reads-the-first-retail-direct-indexing-product/>)。



3. (フィデリティの年間フィー年 0.40%などに対抗し一気に 0.15%にした)チャールズ・シュワブ/Charles Schwab

「シュワブ・パーソナライズド・インデクシング/Schwab Personalized Indexing」…

「チャールズ・シュワブ/Charles Schwab はダイレクト・インデックス『シュワブ・パーソナライズド・インデクシング

/Schwab Personalized Indexing』を立ち上げたと 2022 年 4 月 13 日に言った。Schwab 1000 Index に基づく

米国大型株、S&P SmallCap 600 Index に基づく米国小型株、MSCI KLD 400 Social Index に基づく

ESG/Environmental, Social and Governance/環境・社会・企業統治の提供が含まれる。最低 10 万ドルの口座

であり、通常の 25 万ドルよりも低いと言う。」(2022 年 4 月 15 日付 ThinkAdvisor「Schwab Launches Personalized Indexing for RIAs: Tech

Roundup」～ <https://www.thinkadvisor.com/2022/04/15/schwab-launches-personalized-indexing-for-riAs-tech-roundup/>)。

4. (暗号資産ダイレクト・インデックス・ストラテジー/crypto direct indexing strategy)のオンランプ・インベスト/Onramp Invest

「オンランプ・インベスト・プラットフォーム/Onramp Invest platform」…

「ウェルスマネジメント業界は、暗号資産(仮想通貨)/cryptocurrencyに直接投資する最初のETFのSEC/証券取引委員会承認を待っているが

(2022年6月29日にも暗号資産ビットコイン現物ETFの申請を却下したが、これまで全ての現物ビットコインETFを非承認、業界は暗号資産(仮想通貨)ETFの必要性を減らす戦略を進めている。2021年12月3日にリホルツ・ウェルス・マネジメン



/Ritholtz Wealth Managementとウィズダムツリー/WisdomTreeは、オンランプ・インベスト・プラットフォーム/Onramp Invest platform上のSMAで暗号資産インデックスへのアクセスを提供すべく協力している。ウィズダムツリー・クリプト・インデックス(暗号資産インデックス)/WisdomTree Crypto Indexは、13のデジタル通貨の多様なブレンドに直接エクスポージャーを提供、現在、リホルツ・ウェルス・マネジメンのファイナンシャル・アドバイザーを通じて投資家が利用出来る。オンランプ・インベスト・プラットフォームの共同創設者兼最高投資責任者/CIOであるエリック・エルビン/Eric Ervin氏は『暗号資産は、ファイナンシャル・アドバイザーが受託者責任に沿った方法で価値を付加し対価を得る。』と言う。ETFでなく、SMAでウィズダムツリー・クリプト・インデックスにアクセスするクリプト(暗号資産)・ダイレクト・インデックス・ストラテジー/crypto direct indexing strategyは、ビットコイン/Bitcoin36%、イーサリアム/Ethereum 20%、他の11の暗号資産4%のウェイトである。リホルツ・ウェルス・マネジメンのリサーチ・ディレクターであるマイケル・バトニック/Michael Batnick氏は『デジタル・アセット(暗号資産、NFT/Non-Fungible Token/非代替性トークン等)/digital assets、ブロックチェーン/blockchain、ディーファイ(分散型金融)/DeFi、メタバース(バーチャル空間)/metaverse、Web3.0テクノロジー(次世代インターネット)/web3 technologyの一般への受け入れ/mass adoptionの時が到来した。我々はフィデューシヤリー(受託者)/fiduciariesとして、多様化の進展/increased diversificationのメリットを活用しつつ、急成長する機会にポートフォリオを適応させる責任がある。』と言った。暗号資産(仮想通貨)ポートフォリオ管理を専門とするコロンビア・アドバイザー・パートナーズ/Columbia Advisory Partnersの社長であるスティーブ・ラーセン/Steve Larsen氏は『クリプト・インデックスの支持者がダイレクト・インデックスの魅力の高まりを活用している。支持者はダイレクト・インデックスによって、クリプト空間に移している。ただ、一般的にETFよりも高いフィーとはなる。顧問料/advisory fees、保管手数料/custodial fees、取引手数料/transaction feesがかかる。ウィズダムツリー・クリプト・インデックスのライセンス料は50bp、オンランプ・インベスト・プラットフォーム2%未満と言う。ただ現在、暗号資産(仮想通貨)に直接エクスポージャーを提供するファンドは米国にはない。ジェミニ/Geminiのクリステン・ミラベラ/Kristen Mirabella氏は『人々がSMAの道を歩んだのは、他の種類のプロダクトの承認が無い為である。』と言う。』(2021年12月3日付 InvestmentNews「Ritholtz, WisdomTree launch crypto index separate account」~ <https://www.investmentnews.com/ritholtz-wisdomtree-launch-crypto-index-separate-account-214802>)。

ちなみに、「米国の金融サービス会社で最も伸びているのは暗号資産(仮想通貨)貸付のブロックファイ/BlockFi、2位が税務対策サービスのタックス・リリーフ・アドボケート(擁護者)/Tax Relief Advocates、3位がバーチャル・ファイナンシャル・プランニングのファセット・ウェルス/Facet Wealth。』(2022年8月22日付 ThinkAdvisor「20 Fastest-Growing Financial Services Firms in the U.S.」~ <https://www.thinkadvisor.com/2022/08/22/20-fastest-growing-financial-services-firms-in-the-u-s/>)である。

●ダイレクト・インデックスを日本に？ ESG などカスタマイズや暗号資産(仮想通貨)可はメリットだが、節税メリットが少なく、そもそも日本の単元株制度がダイレクト・インデックスを難しくする～資産所得倍増プランに期待～

最後に日本でのダイレクト・インデックス導入についてである。先週 2022 年 8 月 24 日に大和総研が「米国ウェルスマネジメント業界で盛り上がる『指数のカスタマイズ』～ダイレクト・インデックス(Direct Indexing)の概要と日本への示唆～」(金融調査部 森駿介研究員)と言うレポートが出た。その最後に「日本の資産運用業への示唆」として下記の通り出ていたので、それを引用する(本文を参照の事～ https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/it/20220824_023238.html、https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/it/20220824_023238.pdf)。

日本でのダイレクト・インデックス導入の検討にあたっては、米国との環境の違いを考慮しておくべきだろう。第一に、**キャピタルゲインへの税率について、日本では一律 20%程度である一方、米国では最高税率が 37%+州・地方政府税(保有期間が 12 か月以下の短期の場合)であることに加えて、保有期間や配当所得・キャピタルゲインの水準などによって、税率区分が異なる。**そのため、あえてキャピタルロスが発生させることで税率区分を引き下げることが可能な米国の方が、税負担の最適化効果は大きいと思われる。第二に、株式売買手数料については、米国の方が引き下げ競争は先行しており、取引コストは日本の方が相対的に大きい。そのため、日本では税負担の最適化のために、頻繁に売買を行うことは取引コストの観点から難しいかもしれない。第三に、米国では大手証券会社や資産運用会社が IFA をサポートするエコシステムが存在しており、これまでのダイレクト・インデックス普及は、このチャンネルを通じたものが大きかった。一方、日本では、IFA の存在感は米国対比で限定的であることに加え、大手証券会社による地域金融機関等との連携も途上の段階にある。これらの違いを踏まえ、どこまで効率化してダイレクト・インデックスの手数料を抑えつつ税負担の最適化効果をもたらすことができるか、顧客によるカスタマイズのニーズをどのように抽出できるかといった点は乗り越えるべき課題とみられる。



一つの可能性として、ダイレクト・インデックスの技術を有する企業が、既存のラップ口座やロボアドに同サービスを組み込み、販売会社もしくは自社の顧客へサービスを提供することが考えられる。実際、**日本のロボアド大手の一部では、税負担の最適化機能(含み損が生じている ETF を売却し、似た特性を持つ ETF を購入)やファクター投資の機能など、部分的にダイレクト・インデックスの機能を組み込む事例もみられる。**

米国の税制で投資家やファイナンシャル・アドバイザーにとり重要なのは、投資家の欲していないキャピタルゲイン分配/キャピタル・ディストリビューション/capital gains distribution(投信のファンドマネージャーが大量解約などに対応すべく評価益のある証券を売却した時に投信保有者が課税されてしまう事)をどう回避するかである。これについては日本の投信では悩まなくて良い(後述※6 参照)。

さらに上記に「**日本のロボアド大手の一部では、税負担の最適化機能(含み損が生じている ETF を売却し、似た特性を持つ ETF を購入)**」とあるが、**米国では売却損を出した銘柄と実質的に同じ銘柄を 30 日以内に買い戻す事(ウォッシュ・セール/wash sale)をしてはいけない事**から、日本でダイレクト・インデックスを作ると、米国よりもインデックスに模倣しやすいだろう(後述※6 参照)。ただ、**日本では、税理士法により有償無償を問わず税理士の独占業務となっている税務申告、税務代理が、米国では何の資格も無くて、開業登録を申請することで可能となっている事**など、日本は少し不安な所もある(後述※7 参照)。

節税についてはともかく、ダイレクト・インデックスの大きな特徴であるカスタマイズされたポートフォリオ/customized portfolios を通じたパーソナライゼーション/personalization は米国で「**特に ESG は、若い投資家にアピール出来て、資産が若い世代に引き継がれても維持する可能性を高める。**』と言う。」(2021 年 4 月 8 日付 InvestmentNews「Top 3 Qualities Clients Want in Their Advisor: Cerulli」～ <https://www.thinkadvisor.com/2021/04/08/top-3-qualities-clients-want-in-their-advisor-cerulli/>)、「**顧客の価値に合わせて、ESG に焦点を当てた投資に合わせる事が若いアドバイザーや投資家に広まると思う。**」ブロードリッジが 4 月に発表した調査に

よると、ESG は女性アドバイザーや 40 歳未満のアドバイザーに最も人気がある。」(2021 年 11 月 10 日付 ThinkAdvisor

「Direct Indexing Still a Stretch for Most Advisors: Broadridge」～ <https://www.thinkadvisor.com/2021/11/10/direct-indexing-still-a-stretch-for-most-advisors-broadridge/>)と言われる様に、これは日本でも通用しそうである。

暗号資産(仮想通貨)については、日本で「**金融庁は信託銀行が暗号資産(仮想通貨)を管理できるように規制緩和をすすめる。…(略)…。早ければ秋にも内閣府令を改正する。**」(2022 年 7 月 1 日付日本経済新聞「仮想通貨 信託銀が管理 金融庁、今秋にも解禁 投資家保護を強化」～ <https://www.nikkei.com/article/DGKKZ062218370Q2A630C2E9900/>)と言うものの、日本では既に昨年暮れに匿名組合で日本初の一般投資家向けの仮想通貨(暗号資産)ファンドの取り扱いが開始された為、米国ほどダイレクト・インデックスへの需要は無いのかもしれない。

それより、日本でダイレクト・インデックスを考える場合、課題は、米国の様なダイレクト・インデックスを作る事が難しい事である。先述通り、米国では「**端株取引/Fractional-share trading(日本で言う所の単元未満株式～後述※4 参照)の大衆化**」こそが「**ダイレクト・インデックスの第一歩**」と言われていた。しかし、日本では端株どころか、**100 株が 1 売買単位(1 単元、1 議決権付与)**である。最適化システムは米国のものを使えば良いが、この制度のままでは日本のダイレクト・インデックスは**最小投資単位がとても個人投資家の手の届かないレベルの高さになろう。**だが、「**資産所得倍増プラン**」に**単元株制度廃止を盛り込むべき**という意見もあり(後述※4 参照)、**ここはぜひ「資産所得倍増プラン」に期待したい所である**(資産所得倍増プランについては 2022 年 5 月 30 日付日本版 ISA の道 その 357「資産所得倍増プラン」NISA の抜本的拡充で NISA 縮小回避 !!)～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_220530_2.pdf、2022 年 6 月 13 日付日本版 ISA の道 その 358「資産所得倍増プラン」に iDeCo の改革や子供世代が資産形成を行いやすい環境整備 !!)～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_220613_2.pdf)。

以上だが、米国で次世代インデックス投資 3.0、ETF 後継、SMA 最新版(アドバイザーの希望、ESG 投資の進化)と呼ばれて、議決権も暗号資産(仮想通貨)も可能なダイレクト・インデックスを日本への導入を検討するのであれば、まず日米の投信・ラップ/SMA や現物証券の制度・規制・税制、投資家やアドバイザーの需要等をしっかりと調べ、分析する事が肝要である。官民揃っての検討を期待している。

※1: インデックスファンドは“モメンタム”投資?…

～モメンタム投資とグロース株投資、自社株買いとストック・オプション～

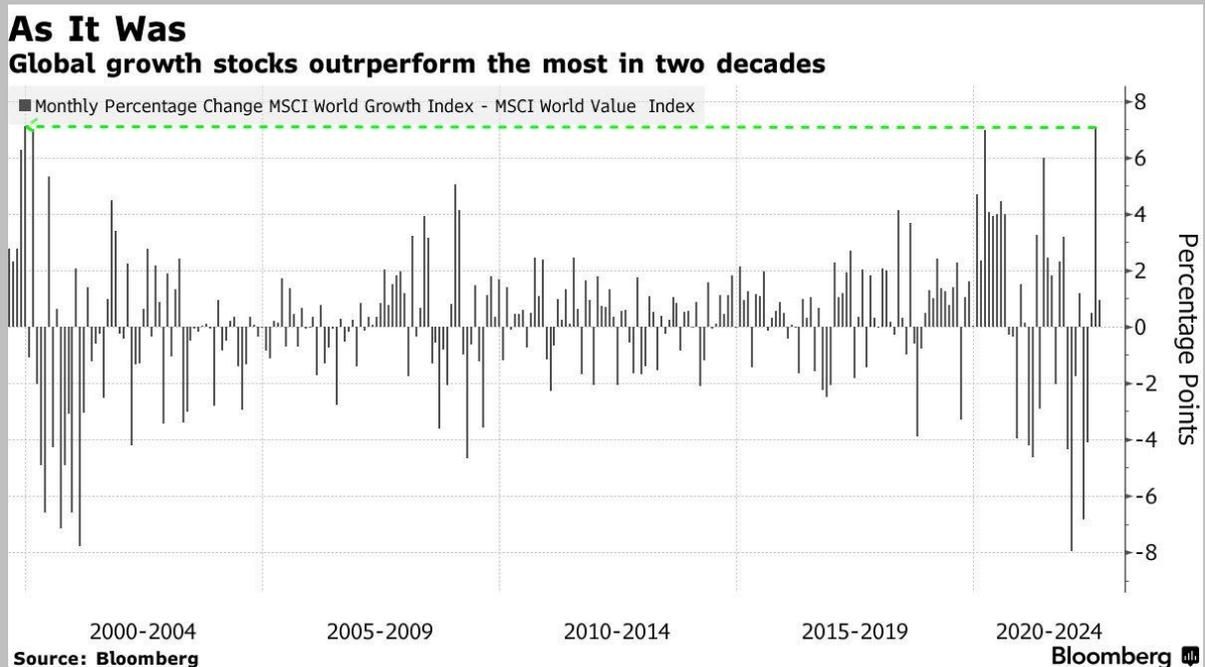


2022 年 8 月 12 日付 Barron's(投資家のバイブルと称される週間金融専門誌「バロンス」)が次の様に記事を出していた。その一部を引用する(下線は当コラム筆者)。「**インデックスファンドは素晴らしい実績を残してきた/Index funds have had a spectacular run. モーニングスター/Morningstar によると、インデックスファンドは 2022 年 3 月末までに個人投資家から 8.5 兆ドルの資金を集めた。これは全てのアクティブ運用ファンドの運用総額よりも多い。この様にインデックスファンドは支配的な投資手法/dominant investment idea となった。…(略)…。インデックスは人間が提供者である事から少数の割高な銘柄への集中をさらに高める傾向がある。S&P500 インデックスを管理する委員会/committee charged with overseeing the S&P 500 が構成銘柄を頻繁に変更、その過程で除外された銘柄の 2 倍超の株価収益率/PER を持つ銘柄を追加する傾向がある。時価総額加重型株式インデックス投資は、株高銘柄により多くの資金を投資し、株安銘柄にはあまり投資しない“モメンタム”投資/“momentum” investing でもある。インデックス投資は全ての情報が織り込まれる“効率的市場/efficient markets”を反映する為、モメンタム投資は機能せず、その成功は説明のつかない例外、運の良かった例として扱われる。…(略)…。時価総額比率の高い大企業は経営トップへの報酬支払いの方法としてストック・オプション/stock options に大きく依存する傾向があり、費用を削減、利益を増加、株高をもたらししている。自社株買い/corporate stock buybacks はストック・オプションの“イン・ザ・マネー/into the money”(行使した場合に利益が出る状態になるようにすること)を促進するだけでなく、1 株当たり利益/EPS がストック・オプション行使によって減少するどころか買い戻し額が行使額を上回れば増加、ストック・オプション行使に通常伴う利益の希薄化/earnings dilution を気付かれない様にする。そして、EPS と株高により、時価総額加重型インデックスファンドによる買い付けがさらに進む。株安では、ストック・オプションに依存する企業は別のオプション報酬に入れ替えるか、主要な社員を失うかのどちらかとなる。ストック・オプション行使に直接関係しない企業の自社株買いに 1%の連邦税が新たに課される。」(2022 年 8 月 12 日付 Barron's「Why Index Funds Could Fade」～ <https://www.barrons.com/articles/stock-index-funds-bear-market-51660249958>)。**

最後の「ストック・オプション行使に直接関係しない企業の自社株買いに1%の連邦税が新たに課される」だが、これは2022年8月16日にバイデン米大統領が署名して成立した「インフレ抑制法案/Tax-Climate Bill」の事である。2022年8月7日に上院を通過した後、下院も8月12日に賛成220、反対207で可決(上下両院で賛成に回った野党・共和党議員はいなかった)。**上院通過前に投資利益を巡る課税案の一部が除かれ、自社株買いに対する1%の課税が追加された。**与野党の議席数が拮抗する上院で法案通過の鍵を握ったのがシネマ議員(アリゾナ州選出の民主党議員、キルステン・シネマ/Kyrsten Sinema氏)である(2021年12月13日付日本版ISAの道その347「与党税制大綱に金融所得課税見直し検討明記! 米国は39.6%案が消え年収2,300万円未満なら20%以下非課税も!!」~ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_211213_2.pdf)。8月上旬に迎えた最終盤の交渉で、シネマ議員は法案支持の条件として**プライベート・エクイティ/Private Equity/PEとヘッジファンドの運営者が成功報酬として受け取る「キャリド・インタレスト(現行法では課税率は20%で、個人所得税の最高税率37%より優遇される)」への課税強化削除を要求した。**同議員はファンド業界から多くの献金を受けている。シネマ氏の要求を飲む形で項目は削除され、引き換えに企業の自社株買いに対する1%課税などが盛り込まれた。

モメンタム投資とグロース株投資については次の記事がわかりやすい。「**株価が上向いている銘柄に投資する、いわゆる“モメンタム投資/momentum investing”は今のところ、今年に入って最も成功している投資戦略。…(略)…。グロース株が向こう数か月でアウトパフォームするという見方がある。利益と株価は連動することが多いためにグロース株とモメンタム株は重複するところも大きい/growth and momentum categories often overlap、グロース株には利益がそれほど伸びていないのに株価が急騰している銘柄は含まれない/growth category would exclude stocks that have soared despite minimal earnings growth。**」(2015年8月29日付 Barron's 「Google, HCA, and Housing Stocks Could Shine After Recent Selloff」~ <https://www.barrons.com/articles/google-hca-and-housing-stocks-could-shine-after-recent-selloff-1440825820>)。

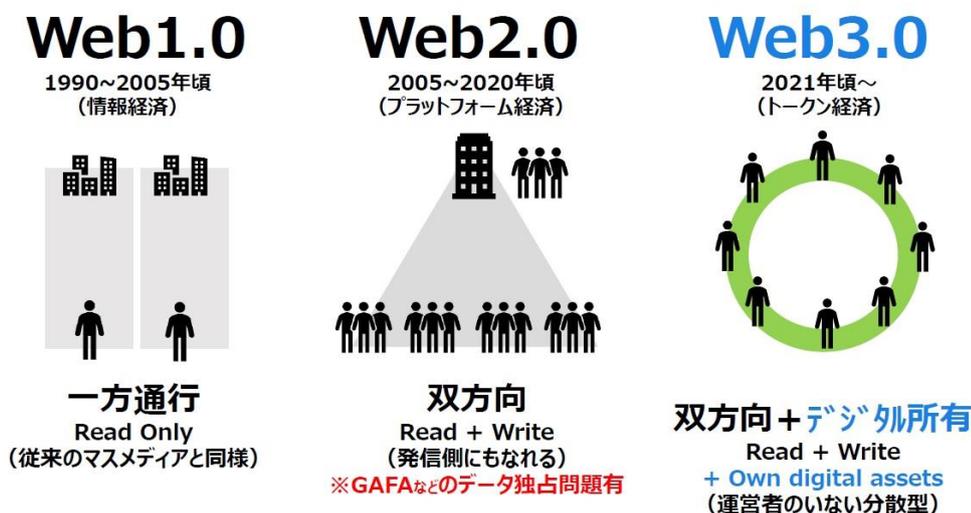
現在、グロース株投資については次の通り。「**MSCI 指数/MSCI indexes によると、平均以上の利益成長が見込まれるグロース株/growth stocks は7月、バリュー株に対するアウトパフォーム幅が過去22年で最大になった。…(略)…。ウェルズ・ファーゴ/Wells Fargo の株式戦略責任者クリストファー・ハーベイ/Christopher Harvey氏はインタビューで、“マクロ経済のトレンドは長期的に見るとグロース株に有利だ/“Value typically performs better leaving a recession and into a recovery due to its balance sheet and operating leverage”と指摘。…(略)…。今のところバリュー株懐疑派に分があるようだ。ブルームバーグ・インテリジェンスのデータによると、7月はバリュー株を対象とした米上場投資信託(ETF)から33億ドル(約4460億円)が流出。一方で、グロース株のファンドには7月に38億ドルが流入したのに続き、8月はさらに54億ドルの資金が加わった。**」(2022年8月18日付 Bloomberg 「Value Trade Crumbles on Wall Street, Putting Quant Funds at Risk」~ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-08-18/value-trade-crumbles-on-wall-street-putting-quant-funds-at-risk>)。



※2: インデックス投資 3.0/Index Investing 3.0…。



“インデックス投資 3.0/Index Investing 3.0”と言う呼び方は、次世代インターネットの Web3.0 をなぞらえている (SMA に暗号資産ダイレクト・インデックス・ストラテジー/crypto direct indexing strategy と言うものもあるので実際関係もしている)。インターネットで、**第1世代/Web1.0 は一方通行の「Google(Alphabet 子会社)」や「Yahoo!(Microsoft と提携)」など、第2世代/Web2.0 は双方向の(特定プラットフォーム管理下の)「Youtube(Alphabet 子会社)」や「Twitter(Microsoft と提携)」など、そして次世代の第3世代/Web3.0 が分散型の「Brave」など**である。



ブロックチェーンなどの技術革新により 価値の民主化時代へ

令和4年2月4日 衆議院内閣委員会 自由民主党 衆議院議員 平将明 出典および作成：衆議院議員平将明事務所 ①

Web3.0 ではブロックチェーン技術/blockchain technology(分散型台帳)の活用によってプラットフォーム(個人情報保護などに懸念)を介さず個人が直接データなどを管理出来る。その Web3.0 の「Brave」で動画サイトも含め広告をブロック出来、cookie も蓄積せず(マルウェアやトラッカーもブロック)、Chrome や Safari よりも高速になるブラウザ(広告表示を選ぶと広告料の約 70%を「BAT」という取引所で換金可のトークンとして受け取る事も出来る)。Web3.0 について日本でも 2022 年 3 月 30 日に自民党は「Web3.0 時代を見据えたわが国の NFT 戦略」を公表した([https://www.taira-m.jp/NFT ホワイトペーパー案 20220330 概要版.pdf](https://www.taira-m.jp/NFT%20ホワイトペーパー%2020220330%20概要版.pdf))。

資産運用業界では既にブロックチェーン技術がバンガード・グループ/Vanguard Group など資産運用会社のインデックスファンド/index funds で使われているが(後述※3 参照)、**インデックス投資で第1世代/Index Investing 1.0 は伝統的インデックスファンド/traditional index funds(ミューチュアルファンド/mutual funds)、第2世代/Index Investing 2.0 はETF/Exchange Traded Funds、そして、次世代インデックス投資の第3世代/Index Investing 3.0 が「ダイレクト・インデックス(ダイレクト・インデクシング/direct indexing)」**と云っている。

※3: バンガードのファンドのインデックス・プロバイダーとブロックチェーン…。



投信とインデックス・プロバイダーとブロックチェーンは関わりがある。「**バンガードは同社ファンドのインデックス・プロバイダーである米 CRSP(後述)及び米 Symbiont(後述)と共にブロックチェーン技術/blockchain technology を使ってインデックス・ファンドのデータをイントラデーでアップデートする/intra-day updates という計画を進めている。現在はインデックスのデータがアップデートされて投資家に行き渡るまで、ポートフォリオ構築や売買など多くの関係者を経て伝達される。これをブロックチェーンの技術を使うと、より安く、より速く、より正確に、投資家に行き渡らせる事が可能となる。インデックス・ファンドのトラッキングエラーを減少させ、正確にインデックスにトラックさせる事が可能となり、一層の低コストとパフォーマンスの改善にもつながる。この計画は数カ月前から始めており、2018 年前半には出来る予定である。**」(2017 年 12 月 12 日付 Vanguard「Vanguard Using Blockchain Technology To Improve Index

Data Distribution)~ <https://corporate.vanguard.com/content/corporatesite/us/en/corp/who-we-are/pressroom/Press-Release-Vanguard-Using-Blockchain-Technology-To-Improve-Index-Data-Distribution-121217.html>)。

米 CRSP/Center for Research in Security Prices/証券価格調査センターは米シカゴ大学ブース・スクール・オブ・ビジネス/University of Chicago Booth School of Business 傘下の非営利団体/non-profit center で費用控除後の全ての収入は教職員や生徒のリサーチの為に提供される(<https://crsp.org/resources/general-information>)。バンガードとの関わりは「2009年に“少し”資金支援/“a little” development fundingをした。」(2012年11月17日付FT「Vanguard adopts small provider's benchmark」~ <https://www.ft.com/content/b193ddb8-2ef0-11e2-9211-00144feabd0>)とされている。



米 Symbiont 社はブロックチェーン技術アプリ開発のスタートアップ企業である(<https://www.symbiont.io/>)。

この後、「バンガードは 5.2 兆ドルの AUM/Assets Under Management.の内、1.3 兆ドルでブロックチェーンを使っている。」(2019年5月30日付 Forbes「Vanguard Is Now Using Blockchain Technology To Help Manage \$1.3 Trillion In Index Funds」~

<https://www.forbes.com/sites/jeffkauffman/2019/05/30/vanguard-is-now-using-blockchain-technology-to-help-manage-13-trillion-in-index-funds/>)となっている。2022年5月末現在米国籍パッシブ運用投信のインデックス・プロバイダー別の純資産で S&P Dow Jones に次いで 2 位(2022年6月27日付日本版 ISA の道 その 359「米国インデックス法 vs 12 人の新皇帝たち(パッシブ投資の権力者)、SEC vs インデックス&モデル・ポートフォリオ(IFA 等が多用)! ~米国版新しい資本主義、米国版 EU ベンチマーク規制」~ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_220627_2.pdf)。

「(インデックス・ライセンス・フィーの引下げは)バンガードが 2013 年 1 月から 2013 年 6 月 28 日までに実施している事でもある(プロバイダーを MSCI から CRSP/Center for Research in Security Prices at the University of Chicago/シカゴ大学証券価格調査センターと FTSE に変更)」(2019年5月20日付日本版 ISA の道 その 265「『米国ウェルスマネジメント最新動向』アドバイザーの未来、フィーの未来~史上初のネガティブ・フィー・ファンド! フィデリティがインハウスで貸株! モデル・ポートフォリオにモーニングスターが参入しバンガード・フィデリティ・ブラックロックが参加!!! コスト低下や FD 強化の流れがさらに進む中、アドバイザーはどうすればよい?」~ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_190520.pdf)。

2017 年 12 月 25 日発売/2018 年 1 月号月刊「投資信託事情」~1958 年創刊の国内で最も長い歴史を持つ投資信託専門誌~

<Strategic Vistas>「2018 年はフィンテックの年!~バンガードのブロックチェーン活用ファンドやビッグデータ活用アクティブ ETF が始まり、ビットコイン先物 ETF が設定され、API 活用ロボアドやロボアナ(ロボットアナリスト)が活躍しそう~」(<https://ibbotson.co.jp/wp-content/uploads/2017/12/201801月号表紙.pdf>)。

※4: 日米の売買単位・議決権の違い…



米国では 1 株/1 売買単位に対して 1 議決権が付与されていることから、端株取引/fractional share trading でない限り、ミューチュアルファンドや ETF と違いダイレクト・インデックスは議決権が付与される(日本では 100 株/1 売買単位/1 単元に対し 1 議決権を付与されることから「資産所得倍増プラン」に単元株制度廃止を盛り込むべきという意見もある~後述※3参照)。2022 年 5 月 18 日に共和党上院議員 12 人がインデックス法/INDEX Act(Investor Democracy is Expected Act/投資家民主主義法)もクリア出来る(2022年6月27日付日本版 ISA の道 その 359「米国インデックス法 vs 12 人の新皇帝たち(パッシブ投資の権力者)、SEC vs インデックス&モデル・ポートフォリオ(IFA 等が多用)!」~ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_220627_2.pdf)。

「株の購入にまとまったお金が必要なのは、日本には独特の『単元株制度』があるからだ。上場企業は株主総会の 1 票の議決権を与える『1 単元』を 100 株と定め、東京証券取引所は株の最低売買単位を 1 単元としている。東証プライム上場企業の 1 単元価格は平均で約 24 万円だ。最も高いファーストリテイリング株は 800 万円を超え、キーエンス株は約 555 万円、東京エレクトロン株は約 455 万円だ。これら約 30 銘柄は、年上限額が 120 万円の一般 NISA(少額投資非課税制度)では買うことができない。…(略)…。欧米株は 1 株から購入できる。米国株はアップル株(約 165 ドル=約 2.2 万円)など米主要 500 銘柄が平均 170 ドルから買える。政府が単元株制度を温存したまま『貯蓄から投資へ』を促す政策を進めれば、個人マネーが日本株ではなく米国株などに流れている状況が加速しかねない。…(略)…。岸田文雄政権は、年末にまとめる「資産所得倍増プラン」の中に単元株制度の廃止を盛り込むべきだ。」(2022年8月10日付日本経済新聞朝刊「株から日本株を買える制度に改めよ」~

<https://www.nikkei.com/article/DGXZQODK095RP0Z00C22A800000/>)。



※5: モデル・ポートフォリオ/model portfolio...

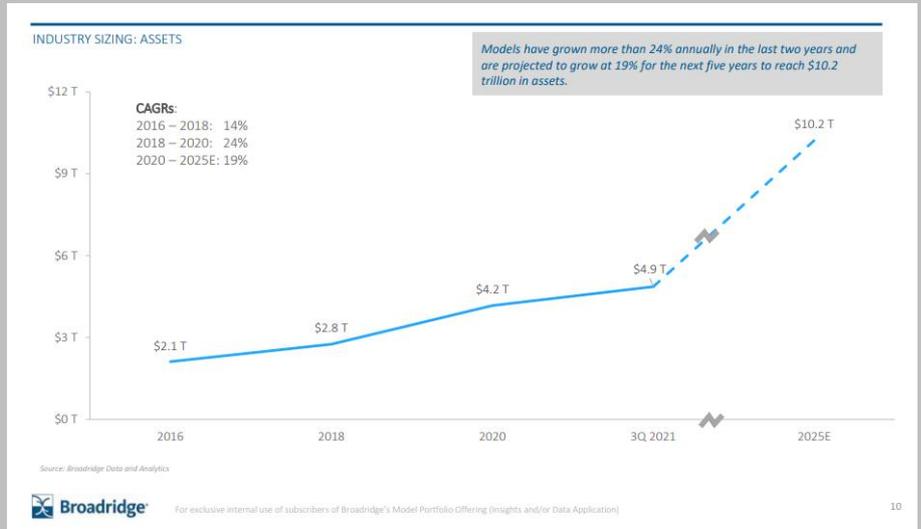
米国ブロードリッジ/Broadridge によると、米国でモデルポートフォリオ/model portfolios が急増していると言う

(2022年1月18日付 Bloomberg「Wall Street's 'Model Portfolio' Boom Gets Slammed in New Paper」~ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-01-18/wall-street-s-4-9-trillion-model-boom-gets-slammed-in-new-paper> 等多くのメディア)。

モデルポートフォリオの残高は2021年3月末に4.9兆ドルまで増加しており、2025年までには10兆ドルになると予想されている。

米国のモデル・ポートフォリオ・プロバイダー/model portfolio providers の上位10社は下記の通り(2022年6月27日付日本版ISAの道その359「米国インデックス法 vs 12人の新皇帝たち(パッシブ投資の権力者)、SEC vs インデックス&モデル・ポートフォリオ(IFA等が多用)」~

https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_220627_2.pdf)。



米国のモデル・ポートフォリオ・プロバイダー/model portfolio providers の上位10社
*2022年6月22日付ThinkAdvisor「Top 10 Model Portfolio Providers by Assets: Morningstar」

2022年3月末現在

順位	会社名	運用資産総額 / Total assets under management (十億ドル)等
1	ブラックロック/BlackRock	50.1
2	ウィルシャー/Wilshire	46.3
3	キャピタル・グループ/Capital Group	40.9
4	バンガード/Vanguard	30.1
5	ラッセル・インベストメント/Russell Investments	18.3
6	ウェストエンド・アドバイザー/WestEnd Advisors	17.1
7	モーニングスター・インベストメント/Morningstar Investment Management and Morningstar Investment Services	12.3
8	コロンビア・スレッドニードル/Columbia Threadneedle	11.6
9	プリンカー・キャピタル/Brinker Capital	10.2
10	リチャード・バーンスタイン・アドバイザー/Richard Bernstein Advisors	9.6
以上10社のモデル・ポートフォリオ運用資産総額合計(十億ドル)		246.5
以上の他も含むモデル・ポートフォリオ運用資産総額合計(十億ドル)		349.0

(出所: 2022年6月22日付ThinkAdvisorより三菱UFJ国際投信商品マーケティング企画部が作成)

モデル・ポートフォリオと言うと、一般的には、証券会社(本部)や運用会社が投資委員会等で汎用アセット・アロケーションや株式・債券等で(複数)作るものである。これが SMA(ラップ)等マネージド・アカウント等でも利用される

(2019年5月20日付日本版ISAの道その265「『米国ウェルスマネジメント最新動向』アドバイザーの未来、フィーの未来」~ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_190520.pdf)。

米国では、フィー低下やフィデューシヤリー・デューティー/FD強化の流れを受け、第三者にモデル・ポートフォリオを作らせる事(運用会社等へのアウトソース)が増えている。FD強化の流れとは、DOL/労働省フィデューシヤリー・デューティー・ルール(以下、DOLルール)がアドバイザーに一貫した投資プロセスやガバナンスを求めている事である。民主党主導のDOLルールは2018年6月21日に無効が確定したが、2021年2月16日に共和党主導のDOLルール(修正版)が公表され、2021年4月13日に民主党主導DOLがガイダンスを出し、2022年6月30日までに遵守されたDOLルールが適用されている(2022年5月16日付日本版ISAの道その356「米国の新しい最善の利益規制と日本のNISAの抜本的拡充で一層インデックスファンドに資金が向かう!?」~ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_220516_2.pdf)。

モデル・ポートフォリオは当初は投信等を使い、第三者の運用会社が銘柄の取引もし、証券会社に戻すものだったが、その後、運用会社が銘柄の取引をせず、運用会社の選択した銘柄(個別証券や投信等)やそれらの取引を示すリスト/list of investments and transactionsを証券会社へ提供する事が増えている。ペーパー・ポートフォリオ/paper portfolio、政策ポートフォリオ、ターゲット・ポートフォリオ/target portfolioとして知られているものである。

運用会社は銘柄の取引も管理も不要となる為、投信よりもフィーを低下させる事が可能となる。ただ、この場合のモデル・ポートフォリオの算出するパフォーマンス/Simulated Performance もしくは Hypothetical Performance は実際のポートフォリオのパフォーマンスとは一致しない。それはモデル・ポートフォリオは運用会社フィーこそ控除されるものの、取引手数料/trading commissions やカストディアン・フィー等は控除されず、さらに、証券会社がモデル・ポートフォリオの銘柄と違う銘柄を取引する場合や証券会社がモデル・ポートフォリオの希望するリバランスをしない場合もある為である。

また、モデル・ポートフォリオは証券会社が顧客から徴収するアドバイザー・フィーや顧客に発生する税金も考慮されない為、顧客が受け取る実際のパフォーマンスと一層、一致しなくなる。ただ、これがフィー低下やFD強化の流れを受けてのもので、そこは理解しておかなければならない。

この様な第三者のモデル・ポートフォリオは IBD/独立ブローカー・ディーラー(社外/独立外務員・アドバイザー<の会社>のサポート等)や RIA/Registered Investment Advisers/投資顧問業者カストディアンが提供していたが、TAMP/Turnkey Asset Management Platform/ターンキー・アセット・マネジメント・プラットフォームも提供する様になっている(2019年3月4日付日本版ISAの道 その257「アセット・マネジメント(資産運用)のプラットフォーム『TAMP』 Google 的存在のエンベストネットに、バンガード・フィデリティ・ブラックロック・シュワブも、IFA やラップ/SMA のアドバイザーも、続々と提携へ!!」~ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.190304.pdf>)。

投資信託評価を手掛けるモーニングスターも第三者のモデル・ポートフォリオに参入している(2019年5月6日付 Morningstar「Morningstar Launches Model Marketplace Integrated with Morningstar Office Cloud」~ <https://www.prnewswire.com/news-releases/morningstar-launches-model-marketplace-integrated-with-morningstar-office-cloud-300843800.html>)。そこには、ブラックロック/BlackRock、バンガード/Vanguard、フィデリティ/Fidelity 等、多くの運用会社が参加している。

※6: 日米の投信税制およびタックス・マネジメントの違い…



米国の税制で投資家やファイナンシャル・アドバイザーにとり重要なのは、投資家の欲していないキャピタルゲイン分配/キャピタル・ディストリビューション/capital gains distribution(投信のファンドマネージャーが大量解約などに対応すべく評価益のある証券を売却した時に投信保有者が課税されてしまう事をどう回避するかである)(2019年2月4日付日本版ISAの道 その254「今こそ行動コーチング! 米国ではタックス・マネジメントより価値の高いアドバイス!!」~ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.190204.pdf>)。また、**米国の投信は会社型が主流で、日本の会社型(REIT)と同様、毎年、実現したインカムゲインとキャピタルゲイン(※評価益は除く)のほぼ全額(90%以上、実際は100%に近い)を定期的(毎月、四半期、半年等)に分配する事も考慮する必要がある**(2021年9月27日付日本版ISAの道 その342「日米毎月分配型(予想分配金提示型)ファンド最新動向」~ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.210927.2.pdf>)。こうして、**米国でファイナンシャル・アドバイザーのサービス、アドバイスの付加価値、フィーとしてタックス・マネジメントが大きくなるのである**(2018年12月3日付日本版ISAの道 その248「米国でファイナンシャル・アドバイザーのサービス、アドバイスの付加価値、フィーとしても大きいタックス・マネジメントが日本では…」~ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.181203.pdf>)。

※7: 節税効果・自動税金最適化機能付きロボアド(日米比較)…



2020年1月9日に米国のチャールズ・シュワブ/Charles Schwab が開始した退職貯蓄取り崩し機能付きロボアド「シュワブ・インテリジェント・インカム/Schwab Intelligent Income」は「**損益通算/tax-loss harvesting、…(略)…、その投資家にとり節税効果があり/tax-efficient、低コストのオーダーメイド/tailored の退職貯蓄取り崩し戦略/withdrawal strategy を提供する。**」(2020年1月9日付 Charles Schwab「Schwab Announces Availability of Automated Income Solution Schwab Intelligent Income」~ <https://pressroom.aboutschwab.com/press-release/schwab-investor-services-news/schwab-announces-availability-automated-income-solution>)と言う。米国ではファイナンシャル・アドバイザーが個人客等に提供するサービス、アドバイスの価値として、タックス・マネジメント/tax management/税務業務が大きい(2018年11月26日付日本版ISAの道 その247「アドバイザーの価値の『見える化』」~ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.181126.pdf>)。ロボアドでも「**損益通算/tax-loss harvesting**」は大きなメリットとされている。

しかし、「日本では、税理士法により有償無償を問わず税理士の独占業務となっている税務申告、税務代理が、米国では何の資格も無くて、開業登録を申請することで可能となっています。」(東京税理士会「米国におけるEA制度の実態」～

http://www.tokyozeirishikai.or.jp/tax_accountant_international/usa/4/ea1.html)と米国とは法律が違う。日本では、有償無償問わず、税務業務(税務代理、税務書類の作成、税務相談)は税理士しか出来ない独占業務となる(1951年制定の税理士法、国税庁「非税理士により行うことが禁止される税理士業務」～ <https://www.nta.go.jp/taxes/zeirishi/zeirishiseido/ihan/qa02.htm>)。税制改正や一般的な事例を紹介するのは特に問題ないが、具体的な個別案件の相談は税理士法違反になると言う事である(2018年12月3日付日本版ISAの道その248「米国でファイナンシャル・アドバイザーのサービス、アドバイスの付加価値、フィーとしても大きいタックス・マネジメントが日本では…～日米の税理士比較」～ https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_181203.pdf)。

日米の税理士比較

2018年11月30日現在

		 日本 日本の税理士	 米国 税務業務は税理士/登録代理人 /Enrolled Agents/EA/EAS
1	税務業務	独占業務 (※1参照)	非独占業務 (※2参照)
2	受験資格・登録資格	あり (※3参照)	なし
3	試験日・合格発表日	毎年8月に受験、 12月に合格発表	5月～翌2月に受験(不合格でも4回可)、 試験終了直後に合格発表
4	合格率/Pass Rates	国税徴収法11.6%～財務諸表論29.6%、 平均17.0%(2017年度)	Part1: 61%、Part2: 65% Part3: 86%、 平均69%(～2018年2月)
5	不要 (弁護士、公認会計士、試験免除者)	登録者数77327人中、38221人(49%) (※4参照)	不明 (※5参照)
6	有資格者	56996人 (※4参照)	約53700人
7	開業者数	無資格者	約7万人(確定申告代行者/tax preparers)
8	年代別・男女別比率	60歳以上が半分以上、50歳以上が7割以上 男性86%・女性14%	44歳以下が半分以上、54歳以下が7割以上、 男性56%・女性44%

※1: 日本で出来る税務関連…日本では「税理士資格を有しないFPが、個別具体的な税務相談に応じることは、たとえ無償の行為であっても税理士法に抵触する。」と言う事だが、「一般的な税法の解説をすることは、具体的な納税義務に係わる税務相談に応じたことにはならない。したがって、国税庁のホームページの『確定申告書等作成コーナー』を開いて友人に一般事例の入力方法を解説することは、税理士法に抵触しない。」のである(2017年度税理士試験で61.3%の占有率を誇る大原学園～ https://www.o-hara.ac.jp/best/financ/pdf/txt_2kyu_gakka.pdf)。また「『税制改正の概要』というタイトルで講演することは、税理士業務に該当せず、税理士法に違反しない。」(同)でもある。

※2: 米国で税務業務を出来る者…(a)弁護士/Attorneys/lawyers、(b)公認会計士/Certified Public Accountants/CPA、(c)税理士/Enrolled Agents/EA/EAS、(d)登録年金数理士/Enrolled Actuaries、(e)その他/Others(*一時的に承認された場合など)、(h)政府職員及び一般職員/Government officers and employees、(i)州の職員及び一般職員(米財務省通達230号/Treasury Department Circular No. 230のセクション10.3/ § 10.3～ <https://www.irs.gov/pub/irs-pdf/p0230.pdf>)。その為、米国では、規制の無い無登録、無資格の確定申告代行者/unregulated tax preparers(後述※1参照)が約7万人いると言う(2017年10月19日付 CNNMoney「Trump's tax plan isn't as big of a threat to H&R Block as he says」～ <https://money.cnn.com/2017/10/19/pf/taxes/trump-tax-plan-and-tax-preparers/index.html>)。米国と日本では大きな差があり、「日本では、税理士法により有償無償を問わず税理士の独占業務となっている税務申告、税務代理が、米国では何の資格も無くて、開業登録を申請することで可能となっています。」(東京税理士会「米国におけるEA制度の実態」 http://www.tokyozeirishikai.or.jp/tax_accountant_international/usa/4/ea1.html)となる。

※3: 日本の税理士は米国税理士/EAとは違い、受験資格として大学や専修学校で法律学または経済学を履修した者もしくは簿記1級/上級合格者等である(国税庁～ <https://www.nta.go.jp/taxes/zeirishi/zeirishishiken/zeirishi.htm>)。やはりEAとは違い、登録資格もあり、会計に関する事務などに従事した期間が通算2年以上(試験合格の前後は問わない)。

※4: 日本の税理士は公認会計士、弁護士、そして試験免除者で試験が(全部もしくは一部)免除され税理士になる場合もある(詳細は国税庁「試験科目の免除について」～ <https://www.nta.go.jp/taxes/zeirishi/zeirishishiken/qa/qa06.htm>)。試験免除者として大学院修士または博士や国税従事者は試験が(全部もしくは一部)免除され税理士となる。登録者数中、試験が不要だった者は、2017年度で71%(会計士19%、弁護士2%、免除者50%)、2018年3月31日現在で49%(会計士12%、弁護士1%、免除者36%)。

※5: 会計士も弁護士も免除されないが、5年以上の決められた経験のあるIRS職員は免除される。

(出所: 日本は国税庁、米国は内閣蔵入庁/IRS・全米税理士協会/NAE・プロメトリック/Prometric社の資料を参考に三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

だが、国税 OB 税理士チームが「税理士法の税務相談の独占が事実上難しいことについて」と言う興味深い情報を出している(<https://www.tax-support.xyz/Q-and-A/税務相談/税理士法の税務相談の独占が事実上難しいことについて-8>)。以下に引用する。

税理士法の税務相談の独占が事実上難しいことについて

Q 税理士法で規定されている税理士による独占業務である「税務相談」ですが、実際には税理士資格のない者が次のようなサービスを半ば公然とやっています。しかも有償で。

- 銀行員による節税アドバイス
 - 生保の外交員による節税額の提示・資金運用相談
 - FPの節税をテーマにしたアドバイス
 - 土地運用などに関する鑑定士・不動産業者の税金相談。
- これらの行為は、税理士法に違反するのではないのでしょうか？

A 税理士法には、税理士業として「税務書類作成」と「税務代理」、「税務相談」が独占業務と規定されていますが、司法書士や社会保険労務士も税務相談にのっているケースがあります。税理士法の規定を厳守するのであれば、ご質問にある不動産会社や銀行業務が立ち行かなくなるでしょう。現状において、投融資案件を手掛ける事業者がその周辺サービスとして本来ご法度である税務相談を行いそれにより経済が事実上動いているのが現状であり、その違法性を厳しく取り締まると経済が縮んでしまうことを危惧して、ある意味片目をつぶって放置しているのが実態ではないでしょうか。ただし、焼け石に水ですが、スケープゴートの偽税理士行為として摘発される事例もあります。

国税 0B 税理士チームの情報にも示される通り「片目をつぶって放置している」と見られている様であり、こうした背景から、日本の一部ロボアドで自動税金最適化機能(損益通算)付きがあるのかもしれない。その機能の中で、損益通算である銘柄を一旦売却(含み損益を実現)し、同時にその銘柄を、同じ数量、同じ価格で買い戻し、節税効果を行う事が行われている。これは米国では損失と認められず、SEC/証券取引委員会などは民事制裁金の支払いを命じているものである。「売却損を出した銘柄と実質的に同じ銘柄を 30 日以内に買い戻す事を『ウォッシュ・セール/wash sale』と呼び、IRS/Internal Revenue Service/内国歳入庁ルールでそれは損失と認められない。」(SEC/証券取引委員会「Wash Sales」～ <https://www.sec.gov/answers/wash.htm>)であり、2018 年 12 月 21 日に独立系ロボアド 2 位(ロボアド 5 位)のウェルスフロント/Wealthfront が SEC より 25 万ドルの民事制裁金支払いを命じられた。ウェルスフロントは顧客口座の 31%以上で損益通算/tax-loss harvesting にウォッシュ・セールが発生、節税効果が失われる例が見られた為(と不適切なリツイートをした為)が制裁理由である(2018 年 12 月 21 日付 SEC「SEC Charges Two Robo-Advisers With False Disclosures」～ <https://www.sec.gov/news/press-release/2018-300>)。米国のロボアドは損益通算をする際、このウォッシュ・セールをしない様にしないとイケないのである(2019 年 2 月 18 日付日本版 ISA の道 その 256「SMA(ラップ)等マネージド・アカウント最新の変化(進化)である投信のモデル・ポートフォリオ化～米国セパレート・アカウントで最大の運用規模を誇る米国 PIMCO と販売規模を誇る米国モルガン・スタンレーの実例」～ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.190218.pdf>)。

以上

三菱 UFJ 国際投信【投信調査コラム】日本版 ISA の道 バックナンバー：
「各年… <https://www.am.mufg.jp/market/report/investigate.html> 」、
「2013 年 2 月 1 日付日本版 ISA の道 その 1 から一気に見る/検索する…
<https://www.am.mufg.jp/smp/market/report/investigate.html> 」もしくは
Google 等で「投信調査コラム」もしくは「日本版 ISA の道」と検索。

本資料に関してご留意頂きたい事項

- 当資料は日本版ISA(少額投資非課税制度、愛称「NISA/ニーサ」)に関する考え方や情報提供を目的として、三菱UFJ国際投信が作成したものです。当資料は投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料中の運用実績等に関するグラフ・数値等はあくまでも過去の実績であり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。また、税金、手数料等を考慮しておりませんので、投資者の皆様の実質的な投資成果を示すものではありません。市況の変動等により、方針通りの運用が行われない場合もあります。
- 当資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は信頼できると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性等を保証するものではありません。
- 当資料に示す意見等は、特に断りのない限り当資料作成日現在の筆者の見解です。
- 投資信託は、預金等や保険契約とは異なり、預金保険機構、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。
- 投資信託は値動きのある有価証券を投資対象としているため、当該資産の価格変動や為替相場の変動等により基準価額は変動します。従って投資元本が保証されているわけではなく、基準価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
- 投資信託は、販売会社がお申込みの取扱いを行い委託会社が運用を行います。
- 投資信託をご購入の場合は、販売会社よりお渡しする最新の投資信託説明書(交付目論見書)の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。
- クローズド期間のある投資信託は、クローズド期間中は換金の請求を受け付けることができませんのでご注意ください。
- 投資信託は、ご購入時・保有時・ご換金時に手数料等の費用をご負担いただく場合があります。



三菱UFJ国際投信

三菱UFJ国際投信株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第404号
加入協会：一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会