

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

星 隆祐、岩井 浩一

■ 要 約 ■

1. 米国証券リテール市場では、投資アドバイス・プログラムの一つであるレップ・アズ・アドバイザー・プログラムの拡大が続いている。レップ・アズ・アドバイザー・プログラムは、金融機関やそのアドバイザーが顧客との契約に基づいて各種金融資産への投資を助言するプログラムである。主な特徴として、①多数の投資対象が提供される、②アドバイザー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顧客投資家が最終投資判断を行う、④預かり資産に対して一定率の手数料が課される、を挙げることができる。
2. レップ・アズ・アドバイザー・プログラムでは、アドバイザーだけではなく、プログラムを提供する金融機関（スポンサー企業）の様々な部門が関与する。主要なものとして、運用コンサルティング部門、カスタディアン部門、モニタリング部門（コンプライアンス部門）、トレーディング・デスク及びリサーチ部門を挙げることができる。これらの部門が IT システムを通じて相互に連携しながら、専門的なサービスを提供している。
3. レップ・アズ・アドバイザー・プログラムは残高手数料を基本にしているため、スポンサー企業やアドバイザーは必要以上に売買を行うインセンティブがない。しかし、一方で、スポンサー企業やアドバイザーが残高手数料以外の追加的な収益源を持つ場合には、顧客の利益に繋がらない判断をすることもありうる。こうした利益相反の問題については、法令上、金融機関に対して最良執行義務等が課されているほか、レップ・アズ・アドバイザー・プログラムでは、金融機関自身もアドバイザーの適切な行動をモニタリングする等の対応をとっている。
4. 顧客投資家はレップ・アズ・アドバイザー・プログラムを通じて、アドバイザーの専門的知識やスポンサー企業の専門性を活用することができる。顧客は、アドバイザーからは個別株式や個別投資信託の選別や投資タイミングに関して専門的な助言を享受でき、スポンサー企業からはモデルポートフォリオの提案や推奨銘柄のリストアップに加え、各種事務処理や情報提供サービスを受けることができる。
5. 米国において、レップ・アズ・アドバイザー・プログラムが、投資コンサルティング・サービスの高度化の一環として、特に金融危機後の混乱期に拡大した経緯を踏まえると、日本でも、専門家が個々の投資家が持つ運用ニーズにきめ細かく対応しながら分散投資を実現できるアドバイザー・プログラムの導入が期待される。

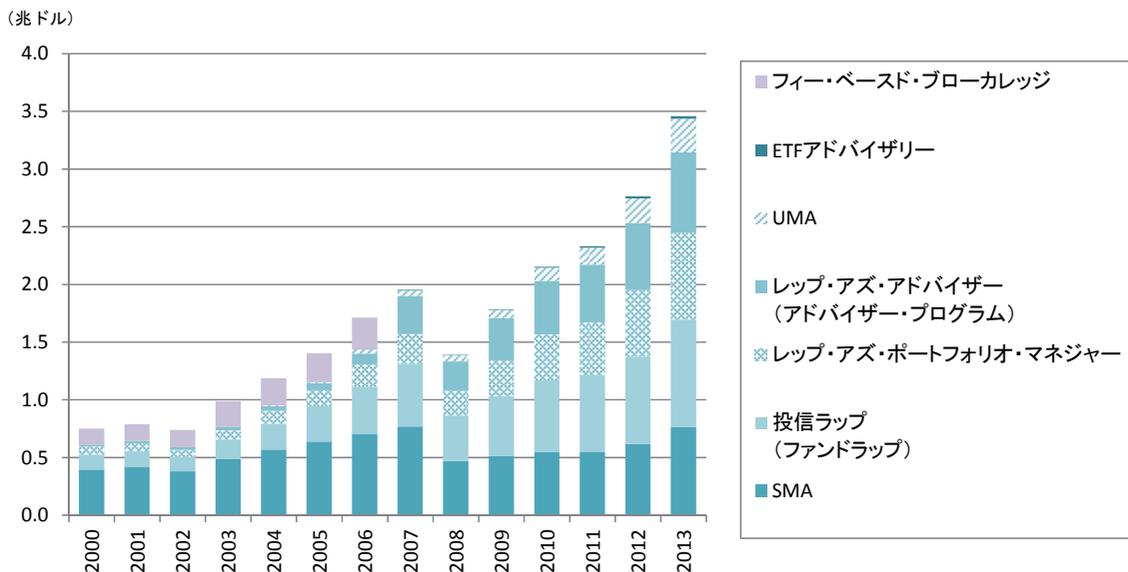
I 残高フィー型プログラムの市場拡大を支えるレップ・アズ・アドバイザー・プログラム

米国リテール証券ビジネスでは、近年、顧客からの預かり資産に対して一定の手数料を課す投資アドバイス・プログラムの普及が進んでいる。これら残高フィー型プログラム（以下、マネージド・アカウント）の市場拡大を牽引しているのが、レップ・アズ・アドバイザー・プログラムである。

図表 1 にある通り、レップ・アズ・アドバイザー・プログラムの残高は 2007 年まで拡大し、その後 2008 年に金融危機の影響で一旦減少したものの、最近数年間は順調に拡大している。同プログラムは 2013 年第 4 四半期時点で 6,951 億ドルの残高を誇り、マネージド・アカウント市場全体の約 20%を占めている¹。

2007 年にかけて増加した理由は、証券会社を取り扱っていたフィー・ベースド・ブローカレッジ・プログラムに規制当局が懸念を示したことを背景に²、証券会社がレップ・アズ・アドバイザー・プログラムを推進し、資産が移動したことによるものである。こうした経緯からもわかるように、レップ・アズ・アドバイザー・プログラムはブローカレッジ・ビジネスの進化形ともいえるものであり、証券会社が主導する市場である。2013 年第 4 四半期時点のレップ・アズ・アドバイザー・プログラムと投信ラップ（ファンドラップ）のそれぞれの残高上位 10 社を比較すると、レップ・アズ・アドバイザー・プログラムでは、運用会社ではなく、証券会社が上位を占めていることが確認できる（図表 2）。

図表 1 残高フィー型プログラム（マネージド・アカウント）の資産残高推移



(出所) セルリー・アソシエイツ資料より野村資本市場研究所作成

¹ マネージド・アカウント市場全体の資産残高は 3 兆 4,588 億ドルである。

² フィー・ベースド・ブローカレッジ・プログラムでは、アドバイザーから顧客に適切なアドバイスが提供されていないにも関わらず、フィーが課されたことが問題視された。詳しくは、沼田優子「米国に見る証券営業担当者のアドバイスのあり方に関する議論－制度改革議論が進めた証券アドバイスの類型化－」『資本市場クォーターリー』2010 年春号を参照。

図表2 レップ・アズ・アドバイザーと投信ラップの残高上位10社（2013年第4四半期）

レップ・アズ・アドバイザー・プログラム			
ランク	企業名	資産残高	マーケットシェア
1	バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ	1,681	24.2%
2	モルガン・スタンレー・ウェルス・マネジメント	1,109	16.0%
3	ウェルズファーゴ・アドバイザーズ	1,099	15.8%
4	UBS	601	8.6%
5	チャールズ・シュワブ	583	8.4%
6	レイモンド・ジェームス	435	6.3%
7	アメリプライズ・ファイナンシャル	256	3.7%
8	RBC ウェルス・マネジメント	242	3.5%
9	ノースウェスタン・ミューチュアル	223	3.2%
10	セトラ・ファイナンシャル・グループ	219	3.2%

投信ラップ			
ランク	企業名	資産残高	マーケットシェア
1	フィデリティ	1,263	13.5%
2	アメリプライズ・ファイナンシャル	1,188	12.7%
3	LPL ファイナンシャル	1,155	12.4%
4	エドワード・ジョーンズ	1,104	11.8%
5	ウェルズファーゴ・アドバイザーズ	933	10.0%
6	UBS	574	6.2%
7	コモンウェルス・ファイナンシャル・ネットワーク	417	4.5%
8	SEI インベストメンツ	354	3.8%
9	モルガン・スタンレー・ウェルス・マネジメント	344	3.7%
10	バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ	186	2.0%

(出所) セルური・アソシエイツ資料より野村資本市場研究所作成

また、レップ・アズ・アドバイザー・プログラムの資産残高が危機以降一貫して拡大してきた要因として、同プログラムでは機動的に資産配分を見直せることがある。金融危機以前のマネージド・アカウント市場では、SMA やファンドラップが最も普及していたが、これらのプログラムでは、金融危機時に市場が激動した際に機動的に資産配分や運用商品を変更することができなかった。これに対して、レップ・アズ・アドバイザー・プログラムでは、顧客はアドバイザーからの助言を基に資産配分を適宜変更することができる。金融危機を経て、レップ・アズ・アドバイザー・プログラムでは柔軟にポートフォリオの見直しができること等が評価され、近年、資産残高が拡大しているのである。

II レップ・アズ・アドバイザー・プログラムの基本的な仕組み

1. 基本的な商品性

レップ・アズ・アドバイザー・プログラム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、②アドバイザー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投資家が行う、④手数料は預かり資産に対し

て一定率とされる、を挙げることができる。

図表 3は、レップ・アズ・アドバイザー・プログラムの基本的な商品性を示している。顧客が投資できる金融資産は、プログラムの提供企業（以下、スポンサー企業³）が各金融資産のリスクや取引コスト等の観点から予め決定し、「適格投資資産」として顧客に提示されることが多い。一般的に言えば、適格投資資産には、内外個別株式、個別債券（財務省証券、エージェンシー債、社債、地方債）、投資信託、ETF等のリスク資産のほかに、現金同等物が含まれる。スポンサー企業によっては、REIT（不動産投資信託）やオルタナティブ資産が含まれる場合もある。現金同等物は顧客預かり資産のうち安全資産に配分された資金を効率的に運用するためのものであり、多くの場合、銀行預金やマネー・マーケット・ファンド（MMF）が利用される。

後述する通り、レップ・アズ・アドバイザー・プログラムでは、スポンサー企業とそのアドバイザーが共同で顧客投資家に対して様々なサービスを提供するが、顧客に運用面での専門的な助言をするのはアドバイザーである。また、アドバイザーは、顧客資産の運用開始以降も、定期的、継続的に顧客とコンタクトを取り、いわば、顧客との間に長期的なリレーションシップを構築する。このように、レップ・アズ・アドバイザー・プログラムでは、アドバイザーは顧客ニーズを踏まえ、適格投資資産を用いて顧客の資産配分や銘柄選定に関する投資助言を行う。このため、レップ・アズ・アドバイザー・プログラムにおけるアドバイザーの役割は、契約に基づいた助言サービスを顧客に提供することであり、こうした助言を基に最終的な投資判断は顧客が行う⁴。なお、最終投資判断が顧客にあるため、運用資産を見直す際や実際に取引を行う場合には、顧客とアドバイザーの間で会話する機会が生まれ、アドバイザーはこうした機会を通じて顧客との関係を深めていくと考えられる。

図表 3 レップ・アズ・アドバイザー・プログラムの基本的商品性

運用対象資産	<ul style="list-style-type: none"> 国内株式（普通株、優先株、転換社債、クローズドエンド投資会社の株式）、外国株式、オプション（国内株等）、債券（財務省証券、エージェンシー証券、社債、地方債、MBS）、ETF、投資信託やユニット・インベストメント・トラスト（UIT）、現金及び現金同等物。
手数料体系	<ul style="list-style-type: none"> 顧客が支払う手数料は基本的に残高手数料であり、アドバイザーが行う投資アドバイス、カストディ・サービス、取引執行サービスはカバーされる。しかし、投資信託の信託報酬等は別途必要となる。 2012年末時点では、平均1.08%程となっている。
最低投資金額	<ul style="list-style-type: none"> 2012年第3四半期時点では、ほとんどの証券会社が25,000ドル～100,000ドルで設定している。具体的には、57%の証券会社が25,000ドル、21%が50,000ドル、21%が100,000ドルをそれぞれ最低投資金額としている。
投資判断	<ul style="list-style-type: none"> 同プログラムでは、スポンサー企業はモデルポートフォリオを提供し、アドバイザーが個別銘柄推奨を行う等、スポンサー企業とアドバイザーから顧客に対して専門的なサービスが提供されるが、最終投資判断は顧客にある。

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

³ スポンサー企業とは、具体的には、証券会社と運用会社を指す。

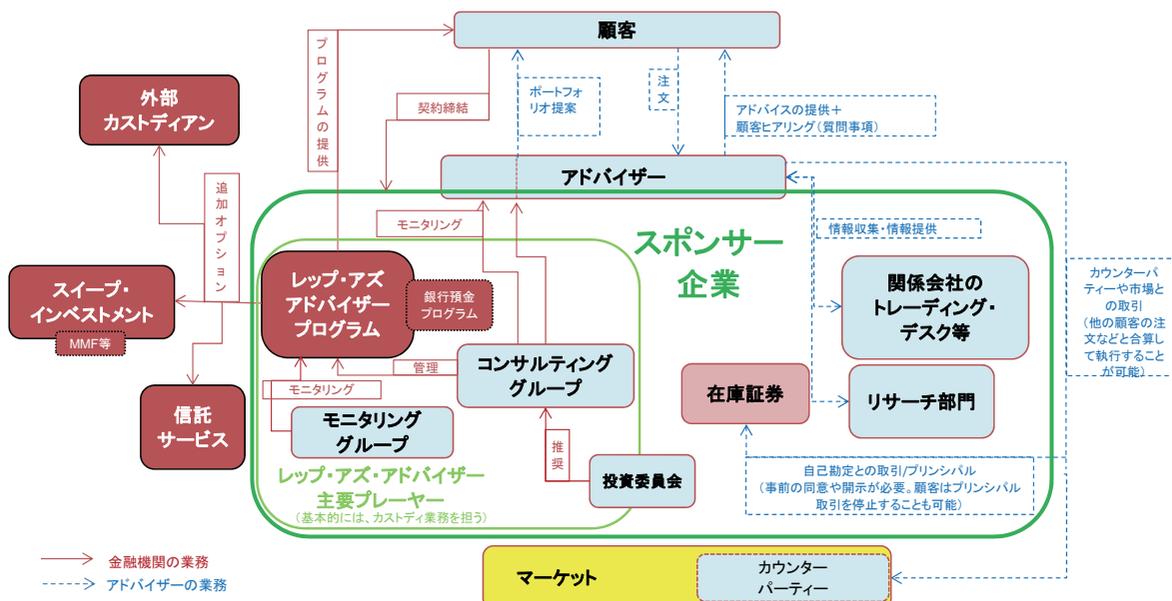
⁴ 一方で、アドバイザーが、投資戦略の立案、資産配分、銘柄選定、最終投資判断まで一任されるプログラムに、レップ・アズ・ポートフォリオ・マネジャー・プログラムがある。

レップ・アズ・アドバイザー・プログラムでは、原則として、預かり資産残高に対して一定の手数料が課される。従って、投資家がどれだけアセットアロケーションの見直しを行っても、追加的な手数料は課されない。但し、投資信託へ投資する際には、投資信託の信託報酬が別途発生するほか、信託やカストディアン・サービス等、付随的なサービスを第三者を通じて利用する場合にも、追加的な手数料が課される。なお、最低投資金額は、98%の証券会社が 25,000 ドル～100,000 ドル程度で設定している。

2. プログラムの全体像

図表 4 はレップ・アズ・アドバイザー・プログラムに関わる顧客やプレイヤーの関係を鳥瞰した図である⁵。レップ・アズ・アドバイザー・プログラムでは、アドバイザー、運用コンサルティング部門、モニタリング部門（コンプライアンス部門）、トレーディング・デスク、リサーチ部門、カストディアン等がそれぞれ独自の役割を發揮し、これらが全体として機能して始めてサービスが成立する。各プレイヤーの役割は後述するが、効率的にサービスを提供するために IT が積極的に活用されているほか、サービス提供に内在する利益相反問題を回避するために、各プレイヤーの役割には一定の制限が課され、相互牽制が發揮されるように設計されている。とりわけ、顧客とのリレーションシップを担うアドバイザーの業務効率と業務の適法性・適正性の確保を達成することが強く意識されて

図表 4 レップ・アズ・アドバイザー・プログラムの全体像



(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

⁵ 図表 4 は、大手証券会社が提供するレップ・アズ・アドバイザー・プログラムの全体像を示している。米国では、独立系投資アドバイザーもレップ・アズ・アドバイザー・プログラムを提供しているが、この場合のプログラムの仕組みは図表 4 とは異なる部分がある。

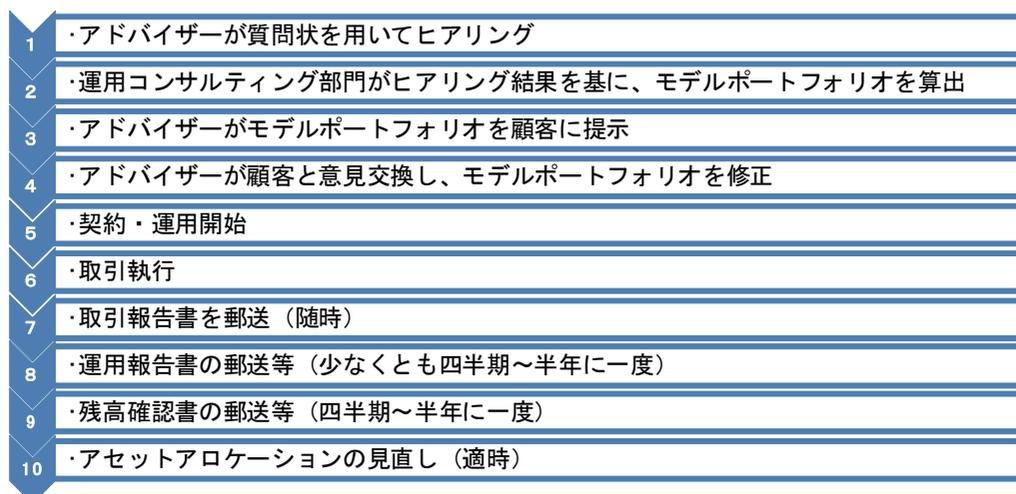
いる。例えば、アドバイザーの業務効率を改善させるために運用コンサルティング部門やリサーチ部門が活用される一方で、アドバイザーによる顧客への推奨行動等を監視するためにモニタリング部門が設置されている。このほかにも、顧客注文の執行に際しては、スポンサー企業が自らの利益を優先させることがないように、一定の規制上の義務が課されるほか、ITを活用して内部規制を掛ける等、様々な仕組みが採用されている。

3. サービス提供の流れ

図表 5 はレップ・アズ・アドバイザー・プログラムの一連の流れを示している。まず、アドバイザーが定型化された質問状を基に、保有資産や資産運用の考え方等について顧客にヒアリングを実施する。質問状に含まれる質問項目や質問の数は、スポンサー企業によって違いはあるが、平均的に言えば、概ね 10 項目程度の質問が利用されている⁶。図表 6 は質問状の一部である。質問事項は、投資期間やリスクに対する考え方、所得状況、投資経験等から成り、回答結果をスコア化しやすいように、複数の選択肢から回答を選ぶ形式が採用されている。なお、図表 6 の質問状は顧客のリスク許容度を図るためのものであり、実際のヒアリングの場においては、このほかにも、他金融機関に預けている金融資産、具体的な収入金額、家族構成等も質問される。アドバイザーが投資家からこれらの内容を全てヒアリングしたうえで、顧客の保有資産全体を踏まえた投資アドバイスが提供される⁷。

次に、アドバイザーはヒアリング結果をスポンサー企業内部の運用コンサルティング

図表 5 サービス提供の流れ



（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

⁶ 「ゴールベースド・アプローチ」と呼称されるアドバイス手法等、レップ・アズ・アドバイザー・プログラムよりも顧客毎にテイラーメイドしたアドバイスを行うサービスでは、質問項目は 30～50 項目程度になると言われている。

⁷ 顧客が自らの金融資産の詳細をアドバイザーに伝えるかどうかは顧客次第である。米国のマネージド・アカウント業界では、各社とも、顧客が自社以外にどれだけの資産を有しているかを把握することが競争に勝つ重要なポイントであると認識している。

図表 6 質問状の例

1. 投資資産から資産の引出が必要になるのは…	a. 1年未満 b. 1-2年 c. 3-5年	d. 6-10年 e. 11-15年 f. 15年以上先												
2. 投資資産から資産を引き出した際には、何年程で使い切る予定か？	a. 2年未満 b. 3-5年 c. 6-10年	d. 11-15年 e. 15年以上												
3. 長期投資をする際、何年程を考えているか？	a. 1-2年 b. 3-4年 c. 5-6年	d. 7-8年 e. 8年以上												
4. 2008年9月から11月にかけ、株式は31%下落している。 もし、株式投資をしている資産が3か月で31%下落したら…	a. 全て売却する b. 一部を売却する	c. 何もしない d. 買い増しをする												
5. リターンが見込めなくても、基本的には値動きの少ない投資を求めている	a. 強く反対 b. 反対 c. 少し賛成	d. 賛成 e. 大いに賛成												
6. マーケット下落時は、リスク資産を売却し、 安全性の高い資産クラスに移行したい。	a. 強く反対 b. 反対 c. 少し賛成	d. 賛成 e. 大いに賛成												
7. 友人、同僚、親戚等との簡単な会話を基に、投資信託に投資を行う。	a. 強く反対 b. 反対 c. 少し賛成	d. 賛成 e. 大いに賛成												
8. 2008年9月から10月にかけて債券は4%程の値下がりをした。 もし、投資している債券が2か月で4%下落したら…	a. 全て売却する b. 一部を売却する	c. 何もしない d. 買い増しをする												
9. 下記のチャートは、1万ドルを1年間投資した際の値動きの可能性である。 どこに投資をする？	<table border="1"> <caption>Chart Data: Potential Gains and Losses</caption> <thead> <tr> <th>Volatility Level</th> <th>Gain</th> <th>Loss</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>A (Least Volatility)</td> <td>\$593</td> <td>-\$164</td> </tr> <tr> <td>B (Medium Volatility)</td> <td>\$1,921</td> <td>-\$1,020</td> </tr> <tr> <td>C (Most Volatility)</td> <td>\$4,229</td> <td>-\$3,639</td> </tr> </tbody> </table>		Volatility Level	Gain	Loss	A (Least Volatility)	\$593	-\$164	B (Medium Volatility)	\$1,921	-\$1,020	C (Most Volatility)	\$4,229	-\$3,639
Volatility Level	Gain	Loss												
A (Least Volatility)	\$593	-\$164												
B (Medium Volatility)	\$1,921	-\$1,020												
C (Most Volatility)	\$4,229	-\$3,639												
10. 現在、将来の収入は？	a. とても不安定 b. 不安定 c. 多少安定している	d. 安定している e. とても安定している												
11. 株式や債券（個別証券や投資信託）への投資経験は？	a. 全く経験はない b. あまり経験はない c. 多少経験はある	d. 経験はある e. 大いに経験している												

(出所) バンガードホームページより野村資本市場研究所作成

部門に提供し、同部門が回答結果を基に、顧客のリスク許容度や投資目的等の評価し、顧客に適したモデルポートフォリオを選択する。なお、企業によっては、質問状への回答をインターネットで受け付ける場合もある。この場合には、運用コンサルティング部門において、インターネット上で得られた回答結果を基にモデルポートフォリオが選定され、その後、アドバイザーから顧客に連絡を取ることになる。

モデルポートフォリオの情報はアドバイザーに伝えられる。アドバイザーはモデルポートフォリオを基にして、顧客と投資方針や個別銘柄の詳細を決定する。その際、基本的には、モデルポートフォリオで示されたアセットクラス毎の配分比率が大きく変更されることはない。即ち、アドバイザーは通常、モデルポートフォリオで示されたアロケーションの範囲内で個別銘柄や個別投資信託等を推奨し、投資家はそれを踏まえたうえで、自らの投資ニーズに合った個別証券や投資信託を選定し、運用ポートフォリオを決定する。なお、この段階で顧客が望む場合には、信託サービス等、投資アドバイス以外のサービス

についても検討される。

運用手法やその他の付随サービスに関して顧客と合意した後に契約書が取り交わされ、顧客資産の振込を経て運用が開始される⁸。顧客資産の管理に関しては、スポンサー企業自身がカストディアンとして機能する場合もあれば、外部のカストディアンを利用する場合もある⁹。運用開始以降も、少なくとも四半期から半年に一度は、アドバイザーと顧客の間で運用状況の確認と運用戦略の見直し等について対話を持ち、必要に応じて資産の見直しが行われる。運用状況と注文執行の取引結果は、カストディアンを通じて、顧客に通知される。また、顧客は、現金あるいは適格投資証券を顧客口座に差し入れることによって、いつでも追加投資ができるほか、投資資産の解約も自由に行うことができる¹⁰。

4. 手数料

前述の通り、顧客が支払う手数料は、原則として、残高手数料であり、アドバイザーが行う投資アドバイス・サービス、カストディ・サービス、取引執行サービスをカバーするものである。また、一般的に、レップ・アズ・アドバイザー・プログラムでは、ノーロード・ファンドやロード・ウェイブド・ファンド (load-waived funds) が提供されるため、顧客が投資信託やユニット・インベストメント・トラスト (UIT) へ投資する際に、これらファンドの販売手数料や途中解約手数料は原則として発生しない¹¹。残高手数料の水準は、アドバイザーと顧客の間で交渉の末、決定されるが¹²、平均的には 1%程度であり、これをスポンサー企業とアドバイザーで分けることになる¹³。

他方、残高手数料には、外部のトラスト・カンパニーやカストディアン等が課す手数料は含まれないほか、投資信託や UIT 及び ETF の信託報酬は別途課される。このほか、スポンサー企業が顧客注文を執行した際に取引スプレッド¹⁴を獲得したとしても、残高手数料が減額されることはない。

この結果、スポンサー企業からみれば、レップ・アズ・アドバイザー・プログラムの収

⁸ 一般的に、契約内容は、投資アドバイスだけでなく、その他の付随サービスも含めたものとなる。例えば、モルガン・スタンレーでは、付随サービスとして、証券担保ローン (マージン・ローン)、ATM やデビット・カード等を提供している。このように付随サービスが利用できるため、レップ・アズ・アドバイザー・プログラムの契約内容は顧客毎に異なってくるものと予想される。なお、業界関係者へのヒアリングによれば、契約に際しては、スポンサー企業とアドバイザーが共同契約者 (co-signer) となることが多い。

⁹ 顧客が既にスポンサー企業以外のカストディアンやトラスト・カンパニーを利用している場合等には、顧客がこれら外部機関の利用を希望することが多い。こうした場合には、スポンサー企業は外部機関との間で、顧客資産の管理や各種手続きについて調整を行い、対応することになる。

¹⁰ スポンサー企業によっては、顧客投資家が投資資産の解約や引出を行う前に、アドバイザーにその旨を通知するように求めている。

¹¹ しかし、一部の投資信託等では、短期解約手数料が発生する場合があるほか、顧客が自らの希望で、手数料が発生する投資対象商品を選択することはできる。

¹² 例えば、顧客が個別銘柄に多く投資すると見込まれる場合等には、アドバイザーは他の顧客に比べて高めの残高手数料を徴収することがある。

¹³ セルリー・アソシエイツによれば、2011 年 1Q 時点で残高手数料の平均値は 112bp であり、このうちスポンサー企業が 59bp を受け取り、残りの 53bp がアドバイザーの取り分になったとされる。詳しくは“The Cerulli Edge Managed Accounts Edition” Cerulli Associates, Second Quarter 2011 等を参照。

¹⁴ 例えば、ディーラー・スプレッドやマーク・アップ (マーク・ダウン) は残高手数料には反映されない。

益源は、①残高手数料、②顧客注文を実行する際に生じる取引スプレッド、③顧客が投資した投資信託の運用会社等から受け取る金額¹⁵、等となる。

Ⅲ 主要プレイヤーの役割と IT の活用

1. アドバイザー

アドバイザーの主要な役割は、①投資アドバイスの提供、②注文の執行、③顧客資産の継続的なモニタリングの3点である。

即ち、アドバイザーは顧客の投資目的やリスク許容度を踏まえ、モデルポートフォリオで示された配分比率の範囲内で、個別銘柄（含む個別ファンド、以下同様）を選択・推奨する。アドバイザーは、スポンサー企業のリサーチ部門やトレーディング・デスクにおける分析結果や自らのリサーチを基にして顧客に対して個別銘柄の推奨を行っている。このように、アドバイザーは個別銘柄の推奨に関しては裁量権を持つが、多くの場合は、モデルポートフォリオにおいて個別株及び個別産業の両面で投資比率に上限が課されるため、ある特定の個別株や個別産業に特化したポートフォリオを提案することはない¹⁶。また、顧客資産は原則としてスポンサー企業が定めた適格投資資産に投資することになっているため、アドバイザーの推奨銘柄も適格投資資産に限定される。なお、スポンサー企業が認めている場合には、アドバイザーは、スポンサー企業が幹事を務めた銘柄も含め、IPO 銘柄を推奨できる¹⁷。もっとも、IPO 銘柄への投資を希望する全ての投資家に希望通りの株数が割り当てられるわけではなく、アドバイザーあるいはスポンサー企業が投資家の投資目的や収益性等を勘案したうえで、IPO 銘柄の割り当て先を決定している。

二つ目の役割は、顧客注文の執行を行うことである。最終投資判断はあくまでも顧客にあるため、アドバイザーは顧客資産の入れ替えを行う場合には、その都度、顧客から注文指図を受ける必要がある。実務上は、ほとんどの場合、アドバイザーは顧客と電話をしながら、電話口で注文指図を受け、顧客注文を執行する。アドバイザーが入力した注文情報は、スポンサー企業の IT システムを通じて、スポンサー企業の方針に従って執行される。

第三の役割は、顧客資産と顧客リスク許容度の継続的なモニタリングである。アドバイザーは取引執行の度に顧客と会話を持つほか、少なくとも四半期から半年に一度は顧客資産のレビューを実施し、顧客に対して投資方針やリスク許容度の確認を行う。その際には、

¹⁵ スポンサー企業は、投資信託等の運用会社に代わり、レコードキーピングや開示書類の送付等の各種のサービスを投資家に提供しており、その対価として、運用会社やそのディストリビューター等から報酬を得る。報酬額は、投資家の運用残高に一定率を乗じた金額とされている。モルガン・スタンレーの場合には、この水準は 16bp とされる。詳しくは、“Form ADV Wrap Fee Program Brochure Morgan Stanley Smith Barney LLC ‘Consulting Group Advisor Program’”を参照。

¹⁶ アドバイザーが銘柄推奨に際して持つ裁量権はスポンサー企業によってかなり違いがあり、会社によっては、モデルポートフォリオのアロケーション制限を超えたアドバイスを許容する場合もある。こうした状況では、仮に、個別株のアロケーション比率の上限が定められていたとしても、アドバイザーが顧客属性に照らして必要と判断し、顧客の同意が得られる場合には、個別株への配分比率は制限を超えることもある。

¹⁷ 業界関係者へのヒアリングによれば、アドバイザーが IPO 銘柄を推奨する際に、当該銘柄の上場時点からの経過期間等に関して制限は課されていないものと思われる。

顧客のライフイベント（例えば、収入の変化、子供の大学進学、等）の有無を把握すると共に、経済や市場環境の変化についても顧客と議論する。

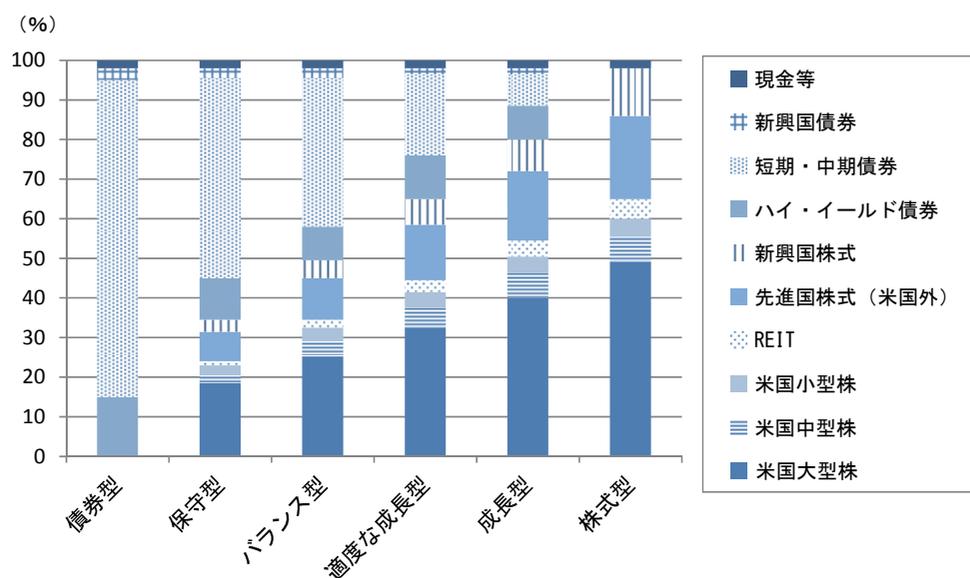
2. 運用コンサルティング部門

運用コンサルティング部門の主要な役割は、①資産配分最適化モデルの開発、②個々の顧客に適したモデルポートフォリオの計測、③推奨銘柄の決定、④運用報告書の作成である。

運用コンサルティング部門の最初の役割はモデルポートフォリオを決定するための資産配分最適化モデルを開発することである¹⁸。最適化モデルに顧客情報をインプットすることによって、個別顧客のリスク許容度に合ったモデルポートフォリオが選択できる。従って、資産配分最適化モデルを開発する際には、顧客への質問事項も同時に策定することになる。なお、最適化モデルは会社によって違いがあり、一般論として言えば、小規模な証券会社やインベストメント・マネジャー系の会社では比較的シンプルなモデルが利用され、大手証券会社の場合には、オルタナティブ投資や REIT を含んだアセットアロケーションを提供することが多いため、モデルが複雑化している¹⁹。

第二の役割は、アドバイザー経由で入手した質問状への回答結果を基にして、それぞれの顧客に適したモデルポートフォリオを決定することである。モデルポートフォリオは投資家のリスク許容度に応じて決められる。多くの場合、3～7 種類程度のモデルポートフォリオが利用されており、SMA とあまり違いがないと言われている。図表 7 は SMA の

図表 7 SMA におけるモデルポートフォリオ



(注) 各資産に占める構成比率。

(出所) JP モルガン資料より野村資本市場研究所作成

¹⁸ 企業によっては、運用コンサルティング部門ではなく、シニアマネジメント層等から構成される「投資委員会」のような、より上部の組織が資産配分最適化モデルを決定することもある。

¹⁹ 大手証券会社では、複雑なアロケーション・モデルを利用する一方で、手数料水準を高めに設定している。

モデルポートフォリオの例であり、比較的細かなアセット単位（サブカテゴリー）で資産配分が決められていることがわかる。レップ・アズ・アドバイザー・プログラムが SMA と異なるのは、モデルポートフォリオをもとにアドバイザーが助言をする点である²⁰。

運用コンサルティング部門の3つ目の役割は推奨銘柄を選定することである。前述の通り、レップ・アズ・アドバイザー・プログラムにおけるアセットクラスは、一般的には、個別株式、個別債券、ETF、投資信託であるが、運用コンサルティング部門は、各アセットクラスを更にサブカテゴリーに細分化し、サブカテゴリー毎に投資上限を設定する。サブカテゴリーの総数は、図表7に示したように、多くの場合、10区分程度であるといわれている²¹。更に、運用コンサルティング部門は、各サブカテゴリーについて、それぞれ数十銘柄程度を推奨銘柄として選定する。アドバイザーはこの推奨銘柄のなかから、顧客の投資方針に合った銘柄を推奨することになる²²。なお、スポンサー企業のなかには、モデルポートフォリオを決定する段階で、ポートフォリオに含まれる全ての個別銘柄やファンドを選択し、アドバイザーの銘柄推奨の裁量を抑制するところもある。

最後に、運用コンサルティング部門は運用報告書を作成し、アセットアロケーションの見直しが必要かどうかを分析する。報告書はアドバイザーを経由して顧客に示される。アドバイザーはこの報告書を基に、資産配分の見直しの必要性等について顧客と対話することになる。

3. カストディアン部門

スポンサー企業がカストディアンとしても機能する場合には、取引報告書及び残高確認書を作成し、顧客に配布することになる。こうした役割を担うためには全顧客データが収集・管理されている必要があるため、スポンサー企業内では、カストディアン部門と運用コンサルティング部門、更にはアドバイザーがITシステムを通じて繋がっている。残高確認書は四半期毎に顧客へ郵送され、取引報告書は、取引が発生する度に顧客に郵送あるいは電子的に送られる。

4. モニタリング部門

スポンサー企業には、レップ・アズ・アドバイザー・プログラムが諸法令にしたがって適正に運営されているか、また、アドバイザーの行動や顧客資産の資産配分が健全であるかどうかを確認するための部門が存在する。この部門は独立した部署である場合もあれば、

²⁰ 実務上は、顧客のリスク許容度が変化したかどうかは、①顧客自身がアドバイザーに伝える、②顧客がスポンサー企業のウェブサイト上に入力する、③アドバイザーが顧客との定期的な対話のなかでリスク許容度が変化していることに気付く、等の経路を通じて認識されている。

²¹ 小規模な証券会社やインベストメント・マネジャー系の会社では、サブカテゴリーの数は相対的に少ないと言われている。

²² 実務上は、アドバイザーが推奨銘柄ではない個別証券を推奨することも可能になっている。他方、顧客が推奨銘柄以外の個別証券への投資を望む場合には、スポンサー企業やアドバイザーはそれを止めることはしない。

運用コンサルティング部門に含まれる場合もある。こうしたモニタリング部門では、アドバイザーがモデルポートフォリオから逸脱したアドバイスを行っていないかどうかを IT システム上自動的に確認し、必要があると判断すれば、アドバイザーに（電話）連絡をし、説明を求め、最終的にはアロケーションの見直しを助言している。

5. トレーディング・デスク及びリサーチ部門

アドバイザーが受け取った顧客注文はスポンサー企業及び関係会社のトレーディング・デスク等を通じて執行される。注文は直接市場に回送されることもあれば、スポンサー企業が持つ手元在庫と約定されることもある。また、スポンサー企業や関係会社のトレーディング・デスクやリサーチ部門が行ったリサーチ結果はアドバイザーや顧客に提供され、助言業務や投資判断に活かされている。

6. IT システム

レップ・アズ・アドバイザー・プログラムは、スポンサー企業内の複数の部署とアドバイザーに加え、カスタディアンや清算機関等、第三者のサービス・プロバイダーも関与するサービスであるため、効率的なサービス提供を行うためには、優れた IT システムが必要となる。

効率性と競争力の決め手になるとみられるのは、①顧客情報を管理するためのシステム、②運用パフォーマンスを計測し、運用報告書等を作成するシステム、③顧客に対して、モデルポートフォリオやファイナンシャル・プランニングを提供するためのシステム、④手数料を算出し、請求するためのシステムなどである²³。これらのシステムが相互に連結あるいは統合されているほど、顧客資産が日々変動しても、迅速な分析が行えることになり²⁴、レップ・アズ・アドバイザー・プログラムの商品性と競争力が高まると考えられている。

また、アドバイザー自身も対顧客とのコミュニケーション手段に工夫を凝らしている。即ち、最近では、比較的多くのアドバイザーが電話や電子メールに加えて、iPad 等で利用できるフェイスタイム等のソーシャルメディアを活用している。また、iPad 等のタブレット端末は顧客との面談時に各種のグラフから構成されたプレゼン資料を提示するのに有効であると考えられている。このほか、大手スポンサー企業に属するアドバイザーの場合には、スポンサー企業が開発した IT インフラを通じてマーケット動向や主要ニュース等を収集している²⁵。他方、顧客投資家も、スポンサー企業のウェブサイト等を通じて、常時、自らの運用状況等を確認できるようになっている。

²³ 手数料の引き落とし手続きは、一般的に、カスタディアンあるいはスポンサー企業が四半期毎に実施する。

²⁴ 先端的な企業においては、システム上、毎日データ更新されるほか、日中でも、必要に応じて、データ更新を行なえる体制を整備している。

²⁵ ブルームバーグやロイター端末は、導入・維持コストが高いこともあり、あまり利用されていない。一部のスポンサー企業等では、社内向けの情報提供に、ブログやツイッターなどを活用している。

スポンサー企業は、これらの IT システムの全てを自社開発しているわけではなく、数多くの IT ベンダーが提供するサービスから自社のビジネスモデルに合致したものを取捨選択している²⁶。スポンサー企業がレップ・アズ・アドバイザー・プログラム全体の IT アーキテクチャーを決定する際には、アドバイザーにどのような役割を認めるかが重要になる。アドバイザーの役割や裁量によって、必要となる IT システムの全体像が変わることがあるためである。例えば、全ての顧客注文を本社の注文管理システムに集中させるのか、あるいは、アドバイザー自身が顧客注文を市場に発注できるようにするかによって、必要となる IT システムは大きく変わりうる。同様に、スポンサー企業自身が手数料の算出・請求を行う場合と、スポンサー企業がカスタディアンに対して当該作業を委託する場合は、必要となる IT アーキテクチャーが異なってくる。

IV 潜在的な利益相反回避への取組み

1. 利益相反の可能性

レップ・アズ・アドバイザー・プログラムの場合には、スポンサー企業やアドバイザーの方が顧客に比べ、提供サービスや投資対象資産に関してより多くの情報を持っているため、利益相反の発生を未然に防止しないと、顧客が不利益を被る可能性が生じる。また、レップ・アズ・アドバイザー・プログラムは残高手数料を基にしているため、スポンサー企業やアドバイザーは必要以上に売買を行うインセンティブがなく、通常のブローカレッジ・ビジネスと比べると、アドバイザーは、より顧客目線で金融サービスを提供することができる。しかし、一方で、スポンサー企業やアドバイザーが残高手数料以外の追加的な収益源を持つ場合には、利益相反が発生し、顧客の利益に繋がらない判断をするような事態も発生しうる。

2. 利益相反の回避策

こうした問題に対しては、法令上の要請に加え、スポンサー企業自身も各種の対応を取っている。まず、スポンサー企業は投資アドバイザーとして登録しており、投資家に対して受託者基準に基づいた行動を取る義務が課されている²⁷。こうした義務を果たすために、スポンサー企業では、アセットアロケーション、自社アドバイザーのモニタリング、顧客注文の執行等の面で、利益相反問題を注意深く管理している。

情報開示を通じた対応もある。スポンサー企業やアドバイザーが顧客利益よりも自らの

²⁶ 米国では、レップ・アズ・アドバイザー・プログラムに限らず、マネージド・アカウント業界で利用されている IT システムや各種アプリケーションを開発する業者が数多く存在する。

²⁷ レップ・アズ・アドバイザー・プログラムのサービスを提供するためには、スポンサー企業は、投資アドバイザー登録を行う必要がある。顧客預かり資産が 1 億ドル以上の企業は米国証券取引委員会（SEC）へ登録し、1 億ドル未満の企業は、本拠地のある州の当局に登録することが求められている。なお、スポンサー企業は、多くの場合、ブローカー・ディーラー登録と先物業者登録も行っている。

利益を優先させないようにするために、顧客に対して、契約前に潜在的な利益相反問題とその対応策を法定書類において開示している。例えば、顧客への商品説明書や契約書において、顧客がレップ・アズ・アドバイザー・プログラムを選ぶ場合に比べて、ブローカレッジ・サービスを利用した場合、あるいは、ブローカレッジ・サービスとその他の投資アドバイザー・プログラムを組み合わせた場合に支払う手数料の方が低くなる場合があることが説明されている。また、スポンサー企業のなかには、顧客との間で契約を取り交わす前に、当該顧客の担当アドバイザーを監督する立場の者により、レップ・アズ・アドバイザー・プログラムが当該顧客にとって適したサービスであるかどうかを確認させる企業もある。

また、スポンサー企業やアドバイザーが特定の資産や特定の運用マネージャーを推奨することのないように報酬制度が設計されている。例えば、レップ・アズ・アドバイザー・プログラムでは、スポンサー企業が投資信託の運用マネージャー等から報酬を受けることがあるため、スポンサー企業は自らの利益最大化の観点から、多くの報酬が期待できる投資信託を勧めるインセンティブを持ち、顧客との間に利益相反問題が発生することになる²⁸。そこで、一部の大手スポンサー企業では、投資信託運用会社等から支払が発生したとしても、アドバイザーに対して追加的な報酬を付与しないようにしている。こうすることによって、アドバイザーが特定の投資信託に限って推奨することをある程度防止できると考えられている²⁹。

顧客注文の取引執行に関していえば、最良執行義務が課されているほか、追加的な対策が取られている。例えば、顧客注文に対してスポンサー企業自らが取引相手となる場合（プリンシパル取引³⁰）には、スポンサー企業と顧客の間で利益相反問題が発生する。この問題を回避するために、スポンサー企業は、プリンシパル取引を行なう際に、①保有在庫の価格評価を発行市場や流通市場における比較可能資産の価格を基に算定する、②取引条件に関して顧客から同意を得ると共に、顧客に対して開示する等の対応を取っている³¹。

このほか、大手証券会社等では、アドバイザーの専門性や法令遵守意識の向上を目的に、徹底した社内教育プログラム等も用意されている。

²⁸ スポンサー企業と運用マネージャーの間には様々な形で資金の授受が発生する。例えば、スポンサー企業が顧客向けのサービス説明会に運用マネージャーを招いた場合に、運用マネージャーがスポンサー企業やアドバイザーに支払をする場合があるほか、逆に、運用マネージャーがカンファレンスを主催し、アドバイザーに有料で講演を依頼することもある。スポンサー企業及びアドバイザーと運用マネージャーの間のこうした資金授受は、顧客の要請に応じて、顧客に対して示されるほか、自主規制団体（FINRA）の規制に服している。

²⁹ 換言すれば、アドバイザーの報酬体系が顧客資産の種類から影響を受けず、あくまでも運用残高に連動するように設計されているのは、アドバイザーが特定の資産クラスを推奨しないようにするためであろう。

³⁰ 例えば、顧客の買い注文がスポンサー企業やその関係会社が保有する在庫証券を購入する場合や、顧客の売り注文の結果、スポンサー企業の在庫証券が増加する場合を指す。

³¹ このほかにも、スポンサー企業のなかには、顧客がスポンサー企業に対してプリンシパル取引を停止するように求める、あるいは、取引成立後に取引を無効にするように求めることができる措置を導入するところもある。また、スポンサー企業が、顧客注文を他の市場参加者の注文と付け合わず場合（エージェント取引）にも、スポンサー企業と顧客の間に利益相反が発生する余地がある。こうした問題に関して、顧客がエージェント取引を停止するように求めることができるようにする等の対応がとられている。

V レップ・アズ・アドバイザー・プログラムの有効性

米国でレップ・アズ・アドバイザー・プログラムが普及している背景には、顧客投資家がレップ・アズ・アドバイザー・プログラムについて、少なくとも3つのメリットを感じていることがあると思われる。

1. アドバイザーの専門性の活用

顧客投資家はレップ・アズ・アドバイザー・プログラムを通じて、アドバイザーの専門性を活用した投資判断ができるようになる。特に、アドバイザーは個別銘柄や個別投資信託の選別や投資タイミングに関して、専門的な助言を行うことができる。実際に、顧客が短期利益重視の運用を望んでも、アドバイザーやスポンサー企業は、一般的にこうした投資戦略に対しては専門家の立場から反対すると言われている。また、レップ・アズ・アドバイザー・プログラムでは、最終投資判断を顧客が行うため、顧客とアドバイザーの間で定期的に会話をする機会が発生しやすく、これが、顧客のアドバイザーへの信頼熟成に貢献している側面もあると考えられる³²。

レップ・アズ・アドバイザー・プログラムでは、SMA やファンドラップとは異なり、プログラムの提供後も資産配分や個別銘柄の提案等についてアドバイザーが重要な役割を果たす。顧客にとっては、自らの投資ニーズやライフプランをアドバイザーに理解してもらい、投資アドバイス以外も含め、自らのニーズに合ったサービスを適宜に紹介してもらえるというメリットもある³³。

2. スポンサー企業の専門性の活用

投資家はレップ・アズ・アドバイザー・プログラムを通じて、スポンサー企業の専門性も大いに活用することができる。即ち、質問状の作成に始まり、モデルポートフォリオの提案に至るまでのアセットアロケーションに係るサービスは、投資家が自らのリスク許容度に見合った運用を行う上で不可欠であり、一般的には、顧客投資家だけでは難しい意思決定を可能にしている。また、スポンサー企業が推奨銘柄をリストアップすることによって、投資家は数多くの個別銘柄を自ら調査せずに済む。このほかにも、スポンサー企業を通じた取引執行サービスやスイープ・インベストメントを通じたキャッシュマネジメント・サービス、更には IT を利用した各種の事務処理や情報提供サービスも、投資家にとっては便益である。加えて、スポンサー企業が利益相反への取組みを行っていることに

³² 前述の通り、アドバイザーの助言が顧客投資家から信頼されるようにするために、アドバイザーと顧客との利益相反が適宜対応されている。

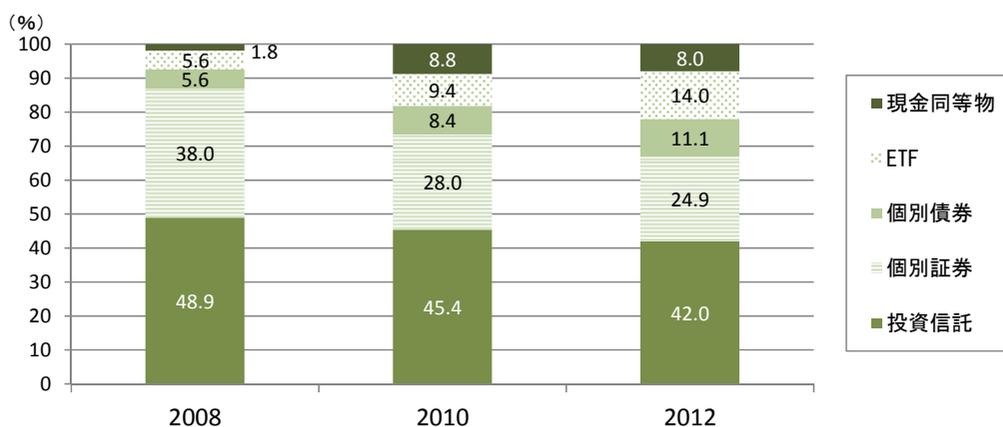
³³ 他方で、アドバイザーやスポンサー企業の観点からみると、レップ・アズ・アドバイザー・プログラムでは、個々の顧客にその都度対応する必要があるため、ビジネスとして「規模の経済」が発揮しにくいこともある。このため、規模の効率性という観点からみれば、レップ・アズ・ポートフォリオマネージャーの方が優れているという意見もある。

よって、投資家はアドバイザーとの間で信頼関係を築けるほか、取引執行上も安心して判断することが可能になる。

3. 分散投資の実現と高度な運用サービスの提供

投資家にとっての最大のメリットの一つは、レップ・アズ・アドバイザー・プログラムが中長期的な分散投資を実現できることである。図表 8 は、2008 年、2010 年、2012 年末時点のレップ・アズ・アドバイザー・プログラムのアセットアロケーションを示している。2008 年は、前述したように、フィー・ベースド・ブローカレッジ・プログラムから資金流入があった直後であるため、資産配分が個別株式に偏っていた。しかし、その後、時間と共に、アセットアロケーションが分散化されてきたことが確認できる。この背景には、スポンサー企業やアドバイザーがモデルポートフォリオに沿って顧客資産の分散を促してきたことがある。このように、レップ・アズ・アドバイザー・プログラムは、顧客にとって、アドバイザーの専門的なアドバイスを活かしながら、自らのリスク許容度や投資ニーズに合った形で、中長期的な観点から分散投資を行えるツールになってきているのである³⁴。

図表 8 レップ・アズ・アドバイザー・プログラムのアセットアロケーションの推移



(注) 数字は、全資産に占める比率。

(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

³⁴ 前述の通り、レップ・アズ・アドバイザー・プログラムには、分散投資効果を促す仕組みが内在している。例えば、モデルポートフォリオを利用することにより、顧客やアドバイザーが特定の資産クラスへのエクスポージャーを過剰に志向することを抑制できる。また、アドバイザーが顧客と中期的なリレーションシップを形成しているため、顧客がリスク許容度を変えたいとアドバイザーに伝えたとしても、アドバイザーは、中長期的に一貫性を持った運用の重要性を顧客に伝え、リスク許容度の変更を安易に推奨することはなく、顧客が退職期を迎える等、重要なライフイベントが発生している場合に限り、リスク許容度の見直しを実施するように仕向ける。

VI 結論

米国マネージド・アカウント市場が近年拡大してきた背景には、レップ・アズ・アドバイザー・プログラムの存在があった。そして、レップ・アズ・アドバイザー・プログラムを支えているのは、アドバイザーとスポンサー企業、更には、第三者のサービス提供者の専門性であり、これらプレイヤーを効率的に繋ぐ IT システムである。また、レップ・アズ・アドバイザー・プログラムは元々ブローカレッジ・ビジネスから派生した商品ではあるが、最近では、銀行預金、証券担保ローン等が利用できるようになる等、銀行商品との融合も進んでいる³⁵。このように、スポンサー企業がレップ・アズ・アドバイザー・プログラムを包括的な金融サービスを提供するプラットフォームとして進化させてきたことも、同プログラムの発展の背景にある。

更に、米国マネージド・アカウント市場では、レップ・アズ・アドバイザー・プログラムを通じて得られた経験を活かし、同プログラムを更に高度化し、一層包括的な視点から投資家にサービスを提供するプログラムも開発され、サービス内容が今なお広がりつつある。こうしたサービスの一例として、バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチやウェルズファーゴ等が最近強化をしているゴール・ベースド・アプローチを挙げることができる。

前述の通り、レップ・アズ・アドバイザー・プログラムは、顧客投資家、アドバイザー、スポンサー企業のそれぞれにとってメリットをもたらしている。顧客投資家にとっては、アドバイザーの専門的な知識やスポンサー企業の専門性を享受することができる。アドバイザーにとっては、自らの専門的な知識を顧客に提供する機会が得られるほか、SMA や投信ラップとは異なり、顧客との日々の接触を通じてクロスセルの機会を増やすこともできる。スポンサー企業にとっては、一般的には、ブローカレッジ・ビジネスに比べれば、残高手数料を通じた安定的な収益源を確保できることになる。こうしたメリットに加えて、レップ・アズ・アドバイザー・プログラムの場合には、全てのプレイヤーが顧客資産を拡大させるインセンティブを持つという特徴がある。

日本においても、個人金融資産の効率的な運用が益々求められている。米国のマネージド・アカウント市場において、レップ・アズ・アドバイザー・プログラムがコンサルティング・サービスの高度化の一環として、特に金融危機後の混乱期に拡大した経緯を踏まえると、日本でも、多様な投資家ニーズに応えるためにも、専門家のアドバイスを活かせるレップ・アズ・アドバイザー・プログラムの導入が期待されるところである。

³⁵ 例えば、前掲脚注 8 を参照。