

金融危機後に成長が加速する米国マネージド・アカウント業界

星 隆祐、岩井 浩一

■ 要 約 ■

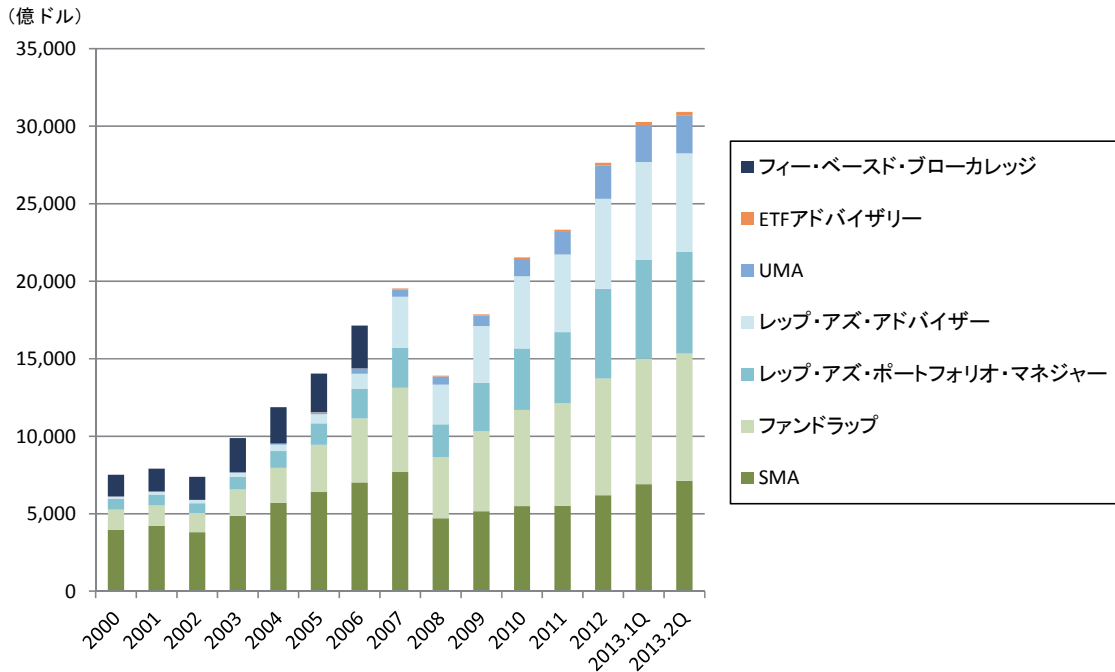
1. 金融危機後も米国マネージド・アカウント市場の拡大が続いており、2013年第2四半期時点の資産残高は3兆919億ドルに達している。金融危機後の成長を牽引しているのは、レップ・アズ・アドバイザー・プログラムやユニファイド・マネージド・アカウント（UMA）など、伝統的なセパレートリー・マネージド・アカウント（SMA）以外のサービスである。
2. 担当ファイナンシャル・アドバイザー自身が助言や投資判断に関与できるレップ・アズ・アドバイザー・プログラムやレップ・アズ・ポートフォリオ・マネジャー・プログラムなどでは、金融市場の激変時も顧客資産を機動的に見直せる点が評価されている。
3. 投資家の間では、複数の金融機関に資産を預けることが一般的であったが、金融危機を経て、一元的に資産管理し、且つ、分散投資もできる UMA への関心が高まっている。さらに、マス・リテール投資家の間では、分かり易さや手数料の低さを理由に、投資一任型ファンドラップやETFアドバイザーの人気が高まっている。
4. 米国では、投資家もファイナンシャル・アドバイザーも、金融危機を教訓として、多様化したマネージド・アカウントを主たる資産管理の手段としてより活用するようになったと言えるだろう。こうした米国の一連の経験は、我が国のリテール金融にも大いに参考になるとと思われる。

I はじめに

米国マネージド・アカウント市場が拡大を続けている。金融危機の影響から2008年末に資産残高が大きく減少したものの、翌年の2009年には回復軌道に戻り、2010年以降は毎年、既往ピークを更新している。この結果、2013年第2四半期時点の資産残高は3兆919億ドルに達している（図表1）。

マネージド・アカウントには様々な種類があるが、金融危機を境にして、市場拡大を牽引するプログラムに違いが生じている。2008年までは、セパレートリー・マネージド・アカウント（以下、SMA）とミューチュアル・ファンド・アドバイザー（以下、ファ

図表 1 マネージド・アカウント業界の資産残高推移



(注) 2000年から2012年は年末時点。
 (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

ンドラップ) が市場拡大を牽引していたことが確認できる。この時期のマネージド・アカウント業界では、大手証券会社を中心に、この2つのプログラムをフィー型ビジネスの主力サービスとして位置づけていた。ところが、2009年以降の動きをみると、レップ・アズ・アドバイザーやレップ・アズ・ポートフォリオ・マネジャー（両者を総称して「アドバイザー主導型プログラム」と呼称）、更にはユニファイド・マネージド・アカウント（以下、UMA）の資産拡大が目立つようになっている¹。実際に、プログラム別の市場シェアをみると、2007年末時点に41%であったSMAのシェアが2013年第2四半期に23%にまで低下する一方で、アドバイザー主導型プログラムは30%から41%へ、UMAは2%から8%に大きく上昇している。

このように、金融危機を契機にして、主カプログラムが入れ替わりつつある背景として、マネージド・アカウント業界の主要プレーヤーであるアドバイザー、投資家、金融機関の考え方や行動が変化してきたことを指摘できる。

¹ 細かくみれば、レップ・アズ・アドバイザーの資産は既に2007年に増加している。この背景には、後述するように、フィー・ベースド・ブローカレッジにおける手数料体系が法的に認められなくなったため、フィー・ベースド・ブローカレッジからレップ・アズ・アドバイザーに資金が流入したこと等がある。例えば、“The Cerulli Edge Managed Account, First Quarter 2010”、及び、野村資本市場研究所編「総解説 米国の投資信託」日本経済新聞出版社、2008年9月を参照。

II 金融危機前後のプログラムの移り変わり

1. 柔軟な資産配分変更によって拡大するアドバイザー主導型プログラム

2000年代前半のマネージド・アカウント業界は、大手証券会社を中心であった。当時の大手証券会社は、ブローカレッジ型ビジネスからフィー型ビジネスへの転換を図っており、自社のアドバイザーを通じて SMA やファンドラップを積極的に取り扱っていた。大手証券会社の狙いは、相場の良し悪しによって利益が変動しがちであったビジネスモデルを見直し、顧客預かり資産に対して一定のフィーを徴収するフィー型ビジネスを強化することで、収益の安定化を達成することにあった。

ところが、金融危機を通じて、SMA やファンドラップの限界が明らかとなった。即ち、当時最も普及していた SMA や投資一任型ファンドラップでは、アドバイザーが自ら顧客資産の資産配分や運用商品を変更することができず、また、キャッシュ・ポジションを取ることもできなかった。このため、資産価格が全般的に急落するなかで、アドバイザーは市場の変動が顧客資産へ与える悪影響を回避することができなかつたのである。多くのアドバイザーがこうした経験をしたこともあり、金融危機をきっかけに顧客預かり資産の運用方法として、SMA や投資一任型ファンドラップではなく、アドバイザー自らの運用判断に基づいた提案ができる、あるいは、自ら投資判断自体を行うことができる仕組みを求める声が高まることになった²。

こうしたなかで注目を集めるようになったのがアドバイザー主導型プログラムであった。アドバイザー主導型プログラムのうち、レップ・アズ・ポートフォリオ・マネジャーはアドバイザーに投資判断が一任されるプログラムである。但し、このプログラムを取り扱うには、資産配分等に関して高度な知識が必要となるため、全てのアドバイザーが利用できるわけではない。例えば、大手証券会社では、アドバイザーがレップ・アズ・ポートフォリオ・マネジャーを利用する条件として、アドバイザーの経験年数、成績、コンプライアンスの遵守実績等の観点から厳格な社内試験や審査に通過することを求めている。一方、レップ・アズ・アドバイザーは最終投資判断が顧客にあるため、レップ・アズ・ポートフォリオ・マネジャーと比べると、必要となるアドバイザーとしての経験や知識は高くない。このため、多くのアドバイザーに普及することになった。

いずれにしても、両プログラムは共に、従来の SMA やファンドラップに比べて、アドバイザーの判断を資産配分に反映させやすいという特徴を持っている。即ち、アドバイザーは、顧客投資家の投資方針やニーズに基づいてポートフォリオを提案し、市場環境に応じて適宜に資産配分の変更を提言することができる³。また、大手証券会社を中心に一

² “Advisors Crave More Control Over Asset Management: Aite”, *Think Advisor*, Nov. 11, 2011 を参照。

³ 例えば、前掲図表 1 をみると、金融危機時にアドバイザー主導型プログラムの残高の減少額は相対的に小さい。この一因として、同プログラムでは、市場下落時に、キャッシュ・ポジションを機動的に増やす等の対応が取られたことがあると考えられる。

部の金融機関は、アドバイザーのこうしたニーズに応える形で、アドバイザー主導型プログラムを推進し始めている⁴。

なお、レップ・アズ・ポートフォリオ・マネジャーについては、アドバイザーにとって別のメリットがあるとも指摘されている。即ち、同プログラムは一任勘定であるため、アドバイザーは顧客の承諾を得ることなく運用商品を変更することができるため、運用戦略や資産配分の見直しを行う度に顧客投資家と面談する必要がない。こうして顧客との相談に利用する時間を削減し、その代わりに、新規顧客開拓等に時間を割くことができるため、レップ・アズ・ポートフォリオ・マネジャーはアドバイザーの業務効率を改善する効果を持つと指摘されている⁵。

2. 投資家ニーズの変化を受けて拡大する UMA、ファンドラップ、ETF アドバイザー

金融危機の影響を受けた投資家のなかに、資産運用の管理方法を見直す動きが生じている。金融危機以前は、複数の金融機関を利用して資産管理を行う傾向があったとされるが⁶、多くの投資家が、金融危機を経験するなかで、こうした資産管理では市場変動時に適切な資産配分を行なえないと認識し始めた。即ち、複数の金融機関に資産を預けていた投資家は、個々の金融機関それぞれから、預けている資産に関しては運用アドバイスを受けるが、資産全体の運用戦略やリスク回避手段については、必ずしも十分なアドバイスを受けることができなかった。このため、金融危機時に保有資産を全体として最適な方法で運用・管理することができなかつたのである。このほかにも、複数の金融機関を使う限り、投資家は、それぞれの金融機関からプログラムや契約ごとに送られてくる取引報告書等を確認することが必要となり、資産管理が必然的に煩雑になっていた。

こうしたなか、投資家の間で金融資産を包括的且つ一元的に管理したいというニーズが高まってきた⁷。例えば、中高年層以上の投資家や富裕層が、特定の資産に限った運用提案だけではなく、税金対策や相続対策も含めた資産全体に関するアドバイスを求めるようになってきた。他方、30代ぐらいの世代では、退職に向けた資産形成と子供の教育資金の積み立て等を一括して管理したいというニーズがある。こうした投資家のニーズに応え

⁴ 特に大手証券会社が積極的に取り組んでいる。例えば、アドバイザー主導型プログラムの残高をみると、バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチでは金融危機前のピーク時（2008年第2四半期）に1,166億ドルであったが、2013年第2四半期には2,518億ドルに達している。同様に、モルガン・スタンレーでも、同期間に、544億ドルから2,685億ドルに拡大している。

⁵ 一方で、同プログラムについては、マーケットを的確に捉えた運用を行う必要があるため、他のプログラムのアドバイザーよりもマーケットを見る時間が長くなり、業務効率が悪くなるという指摘もある。このほか、同プログラムについては、以前より、アドバイザーの裁量が大きいため、投資家保護の観点から厳しいコンプライアンスが求められるという意見が聞かれている（例えば、“Rep-as-Portfolio Manager Programs Taking Off”, *Wealth Management.com*, Nov. 4, 2011 を参照）。

⁶ 2013年11月15日に開催されたアイテ・グループ主催のウェブセミナーによると、100万ドル以上の金融資産を保有する投資家のうち、68%は3社以上の金融機関と取引があり、52%は4社以上の金融機関と取引があると指摘されている。

⁷ “The Unified Household”, *The Money Management Institute*, May. 19, 2010 を参照。

る商品として注目を集めているのが UMA である。UMA は、一つの口座の中に個別証券、投資信託、ETF、ファンドラップ、SMA など様々な口座が含まれ、資産全体の管理を行うプログラムである。SMA のモデルポートフォリオを基にアセットアロケーションを決めることもあるため、SMA を顧客ニーズに合わせて進化させたプログラムと見なすこともできる。投資家は UMA を用いれば、一人のアドバイザーに資産全体の管理をしてもらうことができ、税優遇口座と非優遇口座の使い分けも含めて、効率的な資産管理を行うことができる。

例えば、現時点で市場シェアが最大のモルガン・スタンレーの UMA⁸では、SMA、ミューチュアル・ファンド、ETF、オルタナティブ投資等を包括的に一つの投資口座で管理することができる。運用判断をモルガン・スタンレーが裁量的に行う場合には、顧客のリスク許容度に応じて、8つのモデルポートフォリオからアロケーションが組み込まれる仕組みになっている。このほかにも、アドバイザーが運用判断を担うタイプと顧客自らが運用判断を行うタイプがある。後者の場合でも、アドバイザーは顧客に対して、モルガン・スタンレーの推奨ポートフォリオ等を基にして、アセットアロケーションのアドバイスを提供している。手数料はこれら3つのタイプに応じて異なった水準に設定されているが、概ね2%~3%程度となっている。また、最低投資金額が2万5000ドルに設定されており、50万ドル以上の資産を預けた場合には税金関連のアドバイスを無料で受けることができ、富裕層向けサービスとしての一面も持っている。

UMA に対する投資家の関心が高まるなか、大手証券会社に限らず、UMA を導入する金融機関が増加し始めている⁹。但し、金融機関によって UMA の提案戦略には違いがある。独立系証券会社や地方証券会社の間では、UMA を富裕層向けのプログラムと位置づける先がある一方、一部の銀行等では、様々な口座を一つに纏めて管理できるという UMA の特徴はマス・リテール層に相応しいと考えている。例えば、2012 年末時点の UMA 平均口座残高をみると、独立系証券会社や地方証券会社¹⁰では70万ドル前後と高水準となっており、富裕層顧客を対象にしていることが窺える¹¹。これに対して、銀行¹²では17万ドル程度となっており、後述のように、マス・リテール投資家に提案されることが多いファンドラップと同水準になっている。

このように金融機関によって UMA の戦略上の位置づけには違いがあるが、金融危機以降、様々な金融機関が投資家ニーズの変化に応えるための手段として UMA に注目するよ

⁸ 同社は「セレクト UMA」というプログラム名称でサービスを提供している。2013年第2四半期時点の残高は662億ドル、市場シェアは約27%である。

⁹ フィデリティは、2011年1月12日に、顧客の総合的な資産管理や税金対策のニーズに応えるために UMA のプラットフォームを導入している。このほか、ウェルズファーゴは2012年7月に、これまで注力していた SMA ではなく、UMA を推進する方針に転じている。更に、チェース銀行やレイモンド・ジェームスのような独立系証券会社等でも導入されている。

¹⁰ セルリー・アソシエイツの調査による。独立系証券会社には LPL ファイナンシャルやアメリプライズ・ファイナンシャル等が、地方証券会社には RBC ウェルス・マネジメント等が含まれる。

¹¹ 因みに、モルガン・スタンレーやバンク・オブ・アメリカ・メリルリンチといった大手証券会社の平均口座残高は約40万ドルである。

¹² チェース銀行やセントラスト銀行等が算出対象である。

うになってきている。

マス・リテール投資家の間では、この数年、分かり易いプログラムや手数料の低い商品への関心も高まっている。具体的には、投資一任型のファンドラップが再評価され、また、ETF アドバイザリーへの関心が高まりつつある。まず、投資一任型ファンドラップに関しては、金融危機直後に投資家離れが一時的に発生していたが、最近になり、ミューチュアル・ファンドを組み合わせて分散投資を行うという分かり易さや自動的にリバランスされる点が投資家から再評価されている。マス・リテール層からのニーズが拡大するのに合わせて、一部の証券会社がファンドラップの最低投資金額を 25,000 ドル未満に設定するなど¹³、金融機関もファンドラップをマス・リテール向けの商品と位置づけ、積極的に取り扱っている。

他方、ETF アドバイザリーは、ETF を中心にポートフォリオを組成するプログラムであり、手数料に敏感な投資家や分散効果を重視する投資家のニーズを捉えたサービスとしてこの数年注目され始めている。例えば、市場シェア 50% を占めるウェルズ・ファーゴ・アドバイザーズ¹⁴では、7 年～10 年間の投資期間を顧客に推奨すると共に、手数料を低位に抑えている。具体的には、投資金額が 50 万ドルまでは手数料が 1.5% に設定され、50 万ドルを上回るにつれて手数料が低減する仕組みになっている¹⁵。なお、最低投資金額は 25,000 ドルと低水準に設定されている。このように同社は、ETF アドバイザリーを、マス・リテール層も含む幅広い投資家に対して、低水準の手数料で長期分散投資を行なえるサービスと位置づけている。

また、アドバイザーの間で、機動的な運用に適した特徴を持つ ETF を顧客への運用アドバイスに活用する動きが広がっていることを踏まえると、今後、投資家だけでなく、アドバイザーからも、ETF アドバイザリーへの関心が高まってくることも考えられる¹⁶。

3. 金融機関の戦略の変化

アドバイザーや投資家ニーズの変化を受けて、証券会社や銀行等、マネージド・アカウントを取り扱う金融機関の戦略も変化し始めている。各金融機関の戦略は、基本的には、各社の強みや置かれている状況、また、ターゲットとする顧客層によって様々である。但し、金融危機以前からマネージド・アカウント業界の主要プレーヤーであった大手証券会社とそれ以外の金融機関の間で、注力するプログラムに違いを見出すことができる。

図表 2 は、大手証券会社、独立系及び地方証券会社、その他の企業の 3 つのグループに

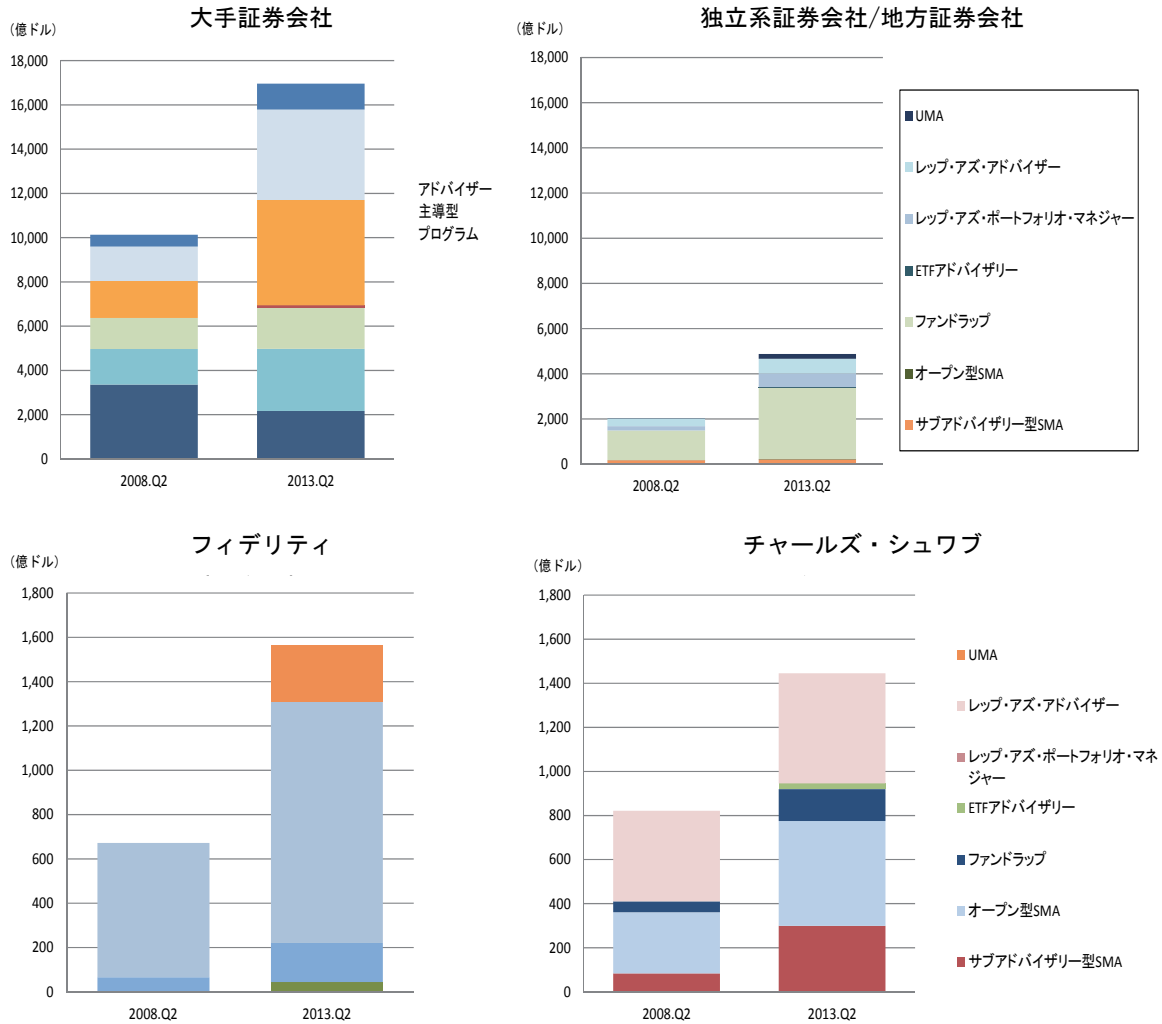
¹³ セルリー・アソシエイツによれば、証券会社のうちファンドラップの最低投資金額を 25,000 ドル未満としている企業は全体の 14%、50,000 ドル未満としている企業は全体の 55% とされる（2012 年第 3 四半期時点）。

¹⁴ 同社の ETF アドバイザリー・プログラムは「アロケーション・アドバイザーズ」という名称で提供されている。因みに、ETF アドバイザリー市場では、上位 5 社の市場シェアが 95.7%（2012 年末時点）に達している。

¹⁵ 投資金額が 50 万ドル～100 万ドル未満であれば 1.25%、100 万ドル～200 万ドル未満では 1%、200 万ドル以上になると、手数料の水準について顧客との間で交渉して決定する仕組みになっている。

¹⁶ セルリー・アソシエイツによると、今後、ETF を運用に活用する考えを持つアドバイザーは 90% に上るとされる。詳しくは、“Managed Accounts 2013”, Cerulli Associates, Aug. 8, 2013、“More Advisors and Institutions Turn to ETF Managed Portfolios”, ETF Trends, Sep. 27, 2013 等を参照。

図表 2 金融機関のタイプ別にみたマネージド・アカウント残高の変化



(注) データは 2013 年第 2 四半期時点のマネージド・アカウント残高の上位 10 社を対象としている。具体的には以下のように分類した。
 大手証券会社：モルガン・スタンレー、バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ、ウェルズファーゴ、UBS。
 独立証券会社/地方証券会社：アメリプライズ・ファイナンシャル、LPL ファイナンシャル、レイモンド・ジェームス、エドワード・ジョーンズ。

(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

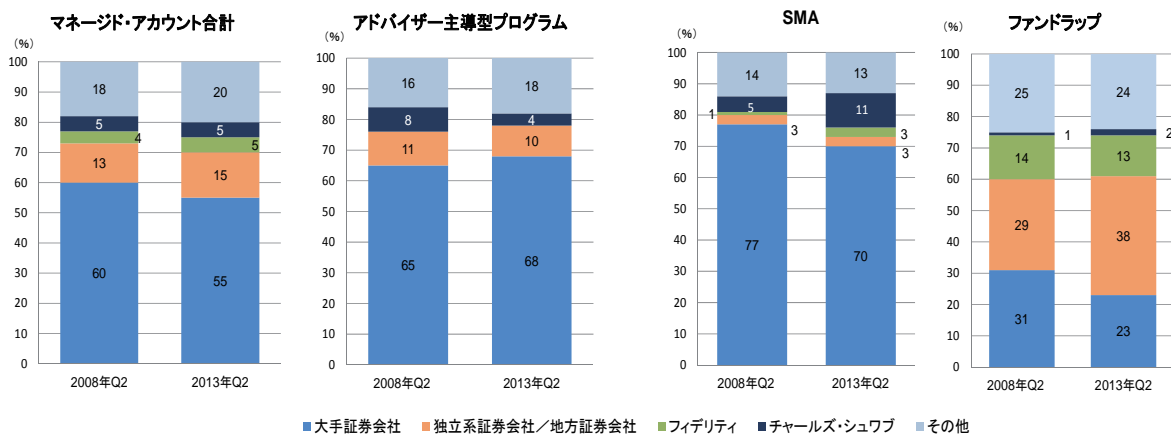
分けて、2008 年第 2 四半期と 2013 年第 2 四半期のプログラム別の資産残高を比較したものである。これをみると、まず、大手証券会社については、アドバイザー主導型プログラムと UMA の資産残高が目立って増加していることが確認できる。この背景には、前述の通り、大手証券会社が金融危機時に SMA やファンドラップの運用を機動的に見直すことができなかったことを反省し、アドバイザーがアセットアロケーション等を裁量的に変更できるプログラムを重視してきたことがある。なお、SMA 全体の残高が変化しないなか、アドバイザーが投資顧問の選定を行うことができるオープン型 SMA の残高が増大してい

る点も特徴的である¹⁷。

他方、独立系証券会社と地方証券会社では、ファンドラップの残高が目立って増加しているほか、大手証券会社と同様にアドバイザー主導型プログラムも増加している。また、フィデリティとチャールズ・シュワブは、これら2グループとは明らかに異なる動きを示している。即ち、フィデリティでは、アドバイザー主導型プログラムを取り扱っておらず、その代わりにファンドラップと SMA に注力している。これは、同社が個々のアドバイザーを通じた資産運用アドバイスを重視するのではなく、本社で一括して資産配分や投資信託の選択を推奨する体制を取っているためであろう。チャールズ・シュワブは、アドバイザー主導型プログラムのうちレップ・アズ・アドバイザーのみを扱っているほか、他のグループと比べると圧倒的に SMA の比重が大きい¹⁸。SMA の残高が増加している背景には、大手証券会社からアドバイザーが独立する動きがあるなかで、独立したアドバイザーが同社のオープン型 SMA を利用していることが挙げられる¹⁹。つまり、大手証券会社から独立したアドバイザーは、独立した際に従来の SMA を提供できなくなるため、類似した SMA をチャールズ・シュワブの SMA 上で組成しているのである。

こうした取り組みの結果、マネージド・アカウント業界の市場シェアにも変化がみられている。図表3は、マネージド・アカウント業界全体の市場シェアとプログラム別の市場シェアを、2008年第2四半期と2013年第2四半期で比較したものである。これをみると、

図表3 プログラム別の市場シェア



(出所) セルラーリ・アソシエイツ資料より野村資本市場研究所作成

¹⁷ オープン型 SMA の一つの特徴は、アドバイザーが選定できる投資顧問が多い点にある。このため、オープン型 SMA は会社を転籍したアドバイザーによって利用されることがある。即ち、アドバイザーが職場（金融機関）を変わる際には、一般的には、顧客投資家が契約していた SMA を新しい職場に移管することはできない。このため、転籍したアドバイザーは、従来の顧客との関係を維持するために、新しい職場において、オープン型 SMA を用いて、従来と同じような資産アドバイスをすることが多い。オープン型 SMA がこのように利用されることが多いため、一部の金融機関ではオープン型 SMA の取り扱いを拡大させている。

¹⁸ 同社は、2005年10月に SMA の拡大を発表していた。詳しくは、関雄太「再評価されるチャールズ・シュワブ」『資本市場クォーターリー』2006年冬号を参照。

¹⁹ “Schwab steals a big chunk of SMA market share from wirehouses, according to new Cerulli data”, *RIA Biz*, Nov. 9, 2011 を参照。また、同社における独立系アドバイザー向けの業務展開については、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」『資本市場クォーターリー』2007年秋号を参照。

大手証券会社では、アドバイザー主導型プログラムのシェアは上昇しているものの、従来の主力プログラムであった SMA とファンドラップの市場シェアが低下し、この結果、マネージド・アカウント市場全体のシェアも、60%から 55%に低下している。他方、独立系証券会社や地方証券会社では、ファンドラップの市場シェアが大幅に上昇し、市場全体のシェアも僅かではあるが上昇している。

Ⅲ 規制上の課題と今後の展望

米国マネージド・アカウント業界では、金融危機を契機に、アドバイザーと投資家のニーズが構造的に変化した可能性がある。更に、こうした変化が金融機関の戦略にも影響を及ぼしている。各金融機関は、自社の強みを活かし、アドバイザーと投資家の変化に対応することで市場シェアの拡大を目指しているのである。こうしたなか、大手証券会社では、アドバイザー主導型プログラムという比較的新しいサービスを積極的に取り扱う戦略に転じ、既に、これらの市場では一定の成果を挙げつつある。この意味では、大手証券会社については、マネージド・アカウント市場全体の市場シェアこそ低下しているものの、成長への布石を打っていると、前向きに評価することもできるかもしれない。

但し、マネージド・アカウントを含むフィー型ビジネスに関しては、投資家保護を如何にして確保するかという難しい課題もある。特に、アドバイザー主導型プログラムのように、アドバイザーに運用面での裁量が与えられている場合には、アドバイザーの判断が投資家の利益に繋がっているかについて懸念が抱かれることが多い。特に、フィー型プログラムの手数料が投資家の利益に反するように設定されている可能性が問題視されやすい。例えば、2000年代中盤に、フィー・ベースド・ブローカレッジ・プログラムにおいて、取引を行っていない証券口座にも手数料が課されていることが問題視され、同プログラムが利用できないように法的な措置が取られたことがある²⁰。足許では、マネージド・アカウント市場の拡大が続いてきたこともあり、米国証券取引委員会（SEC）から、同様の問題意識が示されている。例えば、2013年10月に開催された全米コンプライアンス専門家協会（National Society of Compliance Professionals）の会合において、SECのホワイト委員長が、過去数年間の金融取引データを分析した結果、フィー型プログラムにおいて、リバース・チャurning（取引を頻繁に行わない顧客の資産残高に手数料を課すこと）が発生している可能性について言及している²¹。

投資家保護を確保するという課題に対して、チャールズ・シュワブは2013年12月に、サービス内容に不満を持つ顧客投資家に対して、直前四半期の手数料を返却すると共に、運用戦略の見直しを行うサービス（「アカウントビリティ・ギャランティ」と呼称）を導

²⁰ 詳しくは、脚注1の書籍、及び、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。

²¹ “U.S. regulators intensifies scrutiny of fee-based accounts”, *Reuters*, Dec.12, 2013, “United States: SEC Intensifies Scrutiny Of Fee-Based Accounts And Reverse Churning”, *mondag*, Jan. 3, 2014 を参照。

入している²²。対象となるプログラムは、ファンドラップ、ETF アドバイザリー、レップ・アズ・アドバイザーを含む、全てのマネージド・アカウント・プログラムである。現時点では、手数料返却というスキームが多くの金融機関に直ぐに広がるとは予想し難いものの、マネージド・アカウント市場が拡大するなかでは、マネージド・アカウントを取り扱う金融機関は、フィー型ビジネスに寄せられる懸念に対して、何等かの対応を迫られていくことになるだろう。マネージド・アカウント市場が引き続き成長を続けるためには、こうした課題に対して、金融機関が能動的に対応していくことが必要になると考えられる。

我が国のリテール金融ビジネスにおいても、退職者が増加し、包括的な金融サービスの需要が高まると予想されることを踏まえると、米国マネージド・アカウント業界において、主要なプログラムが移り変わってきたことや金融機関やアドバイザーが顧客層によってプログラムを明確に使い分けていること等は大いに参考になると思われる。

²² 詳しくは“Schwab to give unhappy clients a fee refund”, *Investment News*, Dec.10, 2013 を参照。