

欧州におけるオンラインを活用した 新たな投資アドバイスの形態

飛岡 尚作

■ 要 約 ■

1. 最近欧州の資産運用サービスにおいて、「ロボ・アドバイザー」や「バーチャル・アドバイス」が注目されている。その背景には、規制強化等の影響による投資アドバイスの供給の減少と、低コストで利便性の高いオンライン・サービスを求める消費者の増加がある。
2. ロボ・アドバイザーは、オンラインで投資一任サービスを提供するものであり、各社の戦略により、質問内容や提供されるポートフォリオのパターン数、アクティブ・ファンド組入の有無、手数料体系など、様々な形態がある。
3. ロボ・アドバイザーについては、フィンテックによる取組みが中心であったが、最近では、対面型ウェルス・マネジメント会社がシンプルで低コストな選択肢を提供する手段として、参入している。また、運用会社がビジネス基盤拡大の手段として、ロボ・アドバイザーに出資する例もある。
4. バーチャル・アドバイスは、スカイプなどのデジタル・ツールを利用し遠隔地からアドバイザーによる投資アドバイスを提供するものである。顧客は低コストで時間・場所の制約を受けずに、ヒューマンタッチの対面アドバイスを受けることができる一方、金融機関にとっても生産性向上に繋がることから、既存の金融サービス業者が積極的に取り組んでいる。
5. ロボ・アドバイザーやバーチャル・アドバイスは、対面サービスと対立するものではなく、相互補完的な機能を持つサービスであり、欧州では実際に両者を融合する事例が増えている。今後日本においても、顧客ニーズの変化に対応するため、オンライン投資サービスの一層の拡充が求められよう。

I 注目されるロボ・アドバイザーとバーチャル・アドバイス

欧州では最近、資産運用サービスにおいて、「ロボ・アドバイザー」や「オンライン・ウェルス・マネジメント」、「バーチャル・アドバイス」などが注目されている。「ロボ・アドバイザー」を特集した記事やイベント、駅構内などにおいてロボ・アドバイザー

の広告を目にする機会も多い。フィンテック¹を巡る話題においても、オンライン資産運用サービスを提供するプレイヤーが注目されることが多い。

ロボ・アドバイザーとは、オンラインによる投資一任サービスを指し、顧客はロボ・アドバイザーを通じ、各社毎に設定された複数の質問に回答することで、自らのリスクプロファイルに応じたポートフォリオ構築を行うことができる。これに対し、バーチャル・アドバイザーは、スカイプやチャットなどのデジタル・ツールを利用し、フィナンシャル・アドバイザー（FA）によるフィナンシャル・アドバイスを提供するサービスを指す。顧客はバーチャル・アドバイザーを利用することで、場所や時間の制約を受けることなく、専門家によるアドバイスを受けることができる。

欧州において、ロボ・アドバイザーやバーチャル・アドバイザーが急伸している背景としては、投資アドバイスを巡る規制強化などの影響によりフィナンシャル・アドバイスの供給が減少している制度的要因と、オンライン・サービスが生活に浸透したことにより、低コストで利便性の高いオンライン・サービスを求めるようになった消費者側の要因がある。

II 欧州におけるオンライン投資サービス台頭の背景

1. 制度的要因

1) 投資アドバイスに対する規制強化

制度面で最も大きな影響を与えているのは、2012 年末に英国で導入された金融商品販売制度改革（RDR）に代表される、金融商品販売業者に対する規制強化である²。英国では RDR によって、新たな手数料開示ルールが定められるとともに、運用会社からのキックバックの受取りが禁止され、代わりに直接顧客から手数料と売買手数料を徴収することが求められるようになった。欧州全体でも、汎 EU の金融商品取引法とも言える第 2 次金融商品市場指令（Mifid II）の中で、独立アドバイスを提供する投資サービス会社は第三者からのキックバックの受取り禁止などが求められている³。その結果、アドバイザー側にコスト・事務負担の増加と、それに伴う手数料の引下げ圧力が生じている。

2) コスト・事務負担の増加

公認プロフェッショナル・フィナンシャル・アドバイザーズ協会（APFA）が行った調査によれば、FA が負担する規制関連の費用は大きく上昇しており、収入に占め

¹ フィンテックは、金融（Financial）と技術（Technology）が合わさった造語で、金融テクノロジー・サービスを提供するベンチャー企業を指すことが多い。

² RDR の詳細については、田中健太郎「英国リテールの金融業界に構造改革を迫る RDR」『野村資本市場クォーターリー』2013 年春号ウェブサイト版参照。

³ Mifid II の詳細については、神山哲也「第 2 次金融商品市場指令（Mifid II）の概要とインパクト」『野村資本市場クォーターリー』2014 年夏号参照。

る割合は平均で 12%に上るといふ。小規模の FA 会社ではさらに負担が重くなっており、収益 10 万ポンド以下のところでは、平均で約 20%、10~25 万ポンドでは平均で約 19%を、規制関連費用が占めるという⁴。また、FA 関連情報メディアの FTAdviser が 2015 年 7 月に発表した調査によれば、規制に係る手数料・保険料は、業界全体で前年比 50%増と急増しているが⁵、その要因の一つとなっているのは、金融サービス補償機構（FSCS）による保険料の増加である。規制関連費用の増加が要因となり、FA 業界の利益は金融危機前の水準と比較すると約 20%減少しているというデータもある⁶。さらにこれが FA の破綻を生み、FSCS の保険料増加に繋がるという悪循環となっている。

3) FA、WMによる対象顧客の選別・プレイヤーの撤退

規制強化に伴うコスト・事務負担の増加により、FA による投資アドバイス料の引上げや対象顧客の選別、プレイヤーの撤退などが生じている。2015 年 6 月にフィナンシャル・タイムズが発表した調査によれば、英国では、専任のウェルス・マネージャーのサービスを受けるために必要な投資額の平均は、前年比 48%増の 80.6 万ポンドとなっており、3 分の 1 のウェルス・マネジメント（WM）会社では、投資可能資産 100 万ポンド以上の顧客のみを対象としているという。また、投資一任サービスの利用に必要な最低投資額も、前年比 27%増の平均 65 万ポンドとなっている⁷。RDR 等の影響により WM 会社のコストが上昇したことが、最低投資額の引上げに繋がっている⁸、預り資産 10 万ポンド以下の顧客に対するビジネスでは、利益に繋げることが難しくなっているとの声もある。

また、FA 数も減少している。英国の FA 数は 2011 年末の 40,566 人から、2014 年 10 月末には 31,153 人に大幅に減少している⁹。収益環境の悪化に加え、FA に求められる知識レベルなど資格要件の厳格化に伴い、それを満たせなくなった独立系フィナンシャル・アドバイザー（IFA）が引退を余儀なくされていることも影響している。また、オンライン投資プラットフォーム会社¹⁰大手のリーガル・アンド・ジェネラルや、アクサ・グループなどのように、規制強化と競争激化を理由として、アドバイザー市場からの撤退を図るプレイヤーも見られる¹¹。

⁴ Association of Professional Financial Advisers, “The cost of regulation 2013 report”, June, 2014.

⁵ “Adviser warns cost of regulation exceeds 20%”, *FTAdviser*, August 19, 2015.

⁶ Joint J.P. Morgan Asset Management / Oliver Wyman report, “The Future of European Wealth Management: Imperatives for Success”, November 2014.

⁷ “Private Client Wealth Management”, *Financial Times*, June 20-21, 2015.

⁸ “Private client wealth managers shun moderately rich”, *Financial Times*, June 19, 2015.

⁹ Association of Professional Financial Advisers, “The Financial Adviser Market: In Numbers Edition 3.0”, April, 2015.

¹⁰ プラットフォーム会社とは、個人投資家に直接もしくは FA を介して様々な運用会社の投信等を提供するプロバイダーを指す。

¹¹ “Fund supermarkets: Aviva launches, Cofunds for sale”, *CityWire money*, Jun 15, 2015 及び“Regulation will push more providers to sell wealth divisions”, *MONEY MARKETING*, September 2, 2015 を参照。

4) アドバイス難民の増加

その結果、投資家にとっては、高額な相談料や必要投資額ゆえに、投資アドバイスを受けることのハードルが高くなってきており、多くの投資家が「アドバイス難民」と呼ばれる状態に陥っている（アドバイス・ギャップとも呼ばれる）。一方、英国においては、年金資金で終身年金の購入を事実上義務付ける税制の廃止などを柱とする年金制度改革¹²に伴い、投資アドバイス自体の需要は増加している。こうした退職者によるアドバイス需要の増加が、一層のアドバイス・ギャップの拡大に繋がっている。

2. 消費者側の要因

オンライン投資アドバイスを注目が集まる背景には、消費者側の行動様式の変化の影響もある。アマゾン等の躍進と家電量販店や書籍店の苦戦に象徴されるように、オンライン・サービスの拡大に伴い、消費者の行動が大きく変化しており、業界地図が一変している。加えて、近年のスマートフォンの爆発的な普及が、その変化のスピードを加速させており、消費者はより一層低コストで利便性が高いサービスを求めるようになっている。

同様の現象は、金融サービスでも見られる。アクセントゥアがアドバイザーを利用している欧州の投資家を対象に行った調査によれば、ジェネレーション X（33～45 歳）とミレニアル世代（22～32 歳）の投資家のそれぞれ、36%と 31%がデジタル・チャネルの利便性を求めて取引金融機関を変更しているという¹³。また、富裕層投資家の 83%がデジタル金融サービスを利用しており、67%が毎週ソーシャルメディアを利用しているとされる¹⁴。投資や運用商品に係る情報格差の縮小も相まって、コスト意識も高まり、自らが考え自らが選択する、いわゆる DIY 投資を好む投資家も増えてきている。

III 欧州のロボ・アドバイザー

1. ロボ・アドバイザーとは

上記の潮流を背景に生じた、投資家による①低コストで、②時間・場所の制約を受けず、③迅速に、④自身の状況や運用方針に即した投資アドバイスを受けたい、という需要に対する動きとして注目を集めているのが、新たなオンライン投資アドバイスの形態であり、その代表例がロボ・アドバイザーやバーチャル・アドバイザーである。この分野には、ディスラプターとして注目を集めるフィンテックに加えて、既存の金融機関による参入も相次いでいる。

ボストン・コンサルティング・グループが世界のウェルス・マネージャーを対象に行っ

¹² HM Treasury, “Budget 2014”, March 19, 2014.

¹³ Accenture, “Generation D Europe Investor Survey: Understanding Expectations of Wealth Management in the Digital World”, February 10, 2015.

¹⁴ Accenture, “Generation D Europe Investor Survey: Serving the High Net Worth Investor”, July 22, 2015.

た調査によれば、新規ビジネスへの投資で最大の項目となっているのは、「デジタル・アドバイス・チャンネル開発」で、投資額全体の約 10%を占める。これは、全体でも「既存の販売チャンネルの効率化」に次ぐ 2 番目に大きな項目となっている¹⁵。実際、多くの欧米主要金融機関がデジタル戦略を主要経営戦略の一つとして掲げ、アニュアルレポートや投資家向け説明会で説明している。

例えば、BNP パリバはアニュアルレポートにおいて、同社のデジタル・チャンネルの拡充に向けた取り組み事例を重点的に紹介している¹⁶。例えば、顧客と同行との新たな関係を表すため、使用した写真は全てスマートフォンで撮影したという¹⁷。重点項目の一つとして、デジタル・プライベート・バンキングの開発も挙げている。また UBS は、2014 年アニュアルレポートで、ロボ・アドバイザーを含む新たなサービスやテクノロジーについて知見を広げることが不可欠としており、2015 年 3 月に開催された投資家向け説明会では主要項目の一つとして、ビジネス促進を支援するための対顧客デジタル・プラットフォームへの投資を挙げている¹⁸。

ロボ・アドバイザーは、専門家による対面アドバイス・一任運用と、投資家が自ら投資商品を決め売買を行うオンライン証券の中間に位置するサービスと言える（図表 1）。投資家は PC やスマートフォンなどのオンライン端末を使うことで、自らのリスク許容度に

図表 1 ロボ・アドバイザーと既存チャンネルのサービス比較

	ロボ・アドバイザー	オンライン証券	IFA (独立フィナンシャル ・アドバイザー)	投資顧問
サービス内容	オンライン 投資一任サービス	証券売買仲介 (受発注)	投資、年金、保険等に係る 対面アドバイス	投資一任サービス
手続き	オンラインで完結	オンラインで完結	対面によるヒアリング、提案	対面によるヒアリング、提案
最低投資額	1,000ポンド程度	なし	平均約5万ポンド	平均約25万ポンド
アドバイス手数料	0.3-1.0%程度 (投資残高に応じた手数料もしくは 一律手数料)	アドバイス手数料：なし 売買手数料：10-12ポンド/取引 (取引金額に応じて割引)	アドバイス手数料：約75-250ポンド/時間 プラットフォーム手数料：平均約1%以上	平均1%以上 (投資額に応じて割引)
ファンド手数料	0.2-0.49%程度	取引・投資額によって異なる	平均約1.0%	平均約1.0%
その他費用	・初期手数料：多くは不要 ・トレーディング費用： 多くは不要（アドバイス手 数料に組み入れる会社が多い）	・印紙税、アドミニストレー ション・フィー等	・初期手数料：最大3.0% ・トレーディング費用：最大0.5%	・トレーディング費用：1.2%程度 ※追加費用もあり

(注) 投資顧問及び IFA、オンライン証券における各数値は、ナツメグが、ハーグリーブス・ランズダウ
ン、Pamonline.com、moneysavingexpert.com、“The Guidance Gap Report”, Cass Business School, Jan
2013、など各種資料から独自に集計した一般値とされる数値。
ロボ・アドバイザーにおける各数値は、各社資料から筆者集計。
各項目における手数料率は、運用資産残高に対する数値。
投資顧問の項目には、プライベート・バンクや WM で提供される投資一任サービスも含まれる。
(出所) ナツメグのウェブサイトを基に野村資本市場研究所加筆

¹⁵ The Boston Consulting Group, “GLOBAL WEALTH 2015, WINNING THE GROWTH GAME”, June, 2015.

¹⁶ BNP Paribas, “The 2014 Annual Report: New dynamics”, June 9, 2015.

¹⁷ BNP Paribas, “BNP Paribas 2014-2016 Business Development Plan”, BNP Paribas Investor Day, March 24, 2014.

¹⁸ UBS, “Morgans Stanley conference”, Morgan Stanley 2015 European Financials Conference, March 24, 2015.

応じ構築されたポートフォリオの提示を受けることができる。全てがオンラインで完結するため、投資家にとっては、自身の資産状況や運用方針に即したポートフォリオの提示を、低コストで受けることができ、時間や場所の制約も受けない。

一般的なロボ・アドバイザーのサービス形態としては、投資家がオンライン上で、「積立目標額（投資予定金額）」、「投資目的」、「投資予定年数」、「投資口座の種別（一般口座、ISA の別など）」、「リスク許容度」等を入力すると、自動的に各人ごとの推奨ポートフォリオが構築され、期間ごとのパフォーマンス予測や推奨ポートフォリオ構築にあたっての個別投信と資産構成、投資地域・通貨内訳などが提示される。質問内容や質問数の多さ、提供されるポートフォリオのパターン数、必要コスト等は、各社の戦略によって異なる。質問項目において、「年収」、「年齢」、「貯蓄額」などを設定するロボ・アドバイザーや、推奨ポートフォリオにおける過去のバックテストや年ごとの最大損失額などの参照を可能にしているロボ・アドバイザーもある。多くの会社では一括投資に加え、積立投資も可能となっている。

オンライン証券が、多くの商品ラインナップと商品フィルタリング、低コストでの売買仲介をビジネスの根幹とするのに対し、ロボ・アドバイザーは、顧客ごとのリスク許容度に基づきポートフォリオを設計する点で本質的に異なっている。

2. フィンテックとしてのロボ・アドバイザー

1) ナツメグ

欧州で最も知名度が高いのは、英国・欧州におけるロボ・アドバイザーの先駆者であるナツメグ（Nutmeg）である¹⁹。同社は、パークレイズの元従業員だったニック・ハンガーフォード CEO²⁰により 2011 年に設立された会社である。2012 年 10 月にサービスを開始し、その後 2 年間で 3.5 万人のユーザー数²¹を獲得している。2013 年末の AUM は前年比 28 倍以上となっており、ロイターの報道によれば、少なくとも 2015 年 6 月時点でのユーザー数は 5 万以上となっていると見られる²²。

ナツメグは、個々人のリスク許容度に応じた 10 パターンのポートフォリオを提供しており、その構築には ETF を利用する。サービスの利用は 1,000 ポンドから利用できる。アドバイス手数料は、投資額に応じて段階的に最低 0.3%、最高 1.0% となっており、投資額 5,000 ポンド以下の場合には月 50 ポンドの最低手数料が必要となる。年金の最低投資額は 5,000 ポンドに設定されている。提案されるポートフォリオは、マルチ・アセット・ファンドのような形を採るが、ETF を活用するため、ファンド手数料

¹⁹ ナツメグの詳細については、田中健太郎「シュローダーによるナツメグへの出資」『野村資本市場クォーターリー』2014 年秋号ウェブサイト版参照。

²⁰ 同氏は 34 歳までパークレイズでバック・オフィスやウェルス・マネジメント業務に従事していた。その後、スタンフォード大学で MBA を取得。当時教授陣の一人だったグーグルのエリック・シュミット会長等に感化され、ナツメグを創業したとされる。

²¹ ユーザー数は同社サイトへの登録人数、顧客数は実際に投資を行っている人数を指す。

²² “Online wealth advisers set for client influx: Nutmeg CEO”, *Reuters*, June 12, 2015.

料は 0.19% (2014 年 9 月 30 日のポートフォリオ) と低く、英国資産運用業協会 (Investment Association) の UK アクティブ・ファンド平均の 1.58% (2012 年 5 月) と比較すると割安である。また、ナツメグによれば、最低投資額が低く全体的な手数料も安いことから、利用に係るハードルは低い。一方、個々人のリスク・プロファイリングによるポートフォリオ構築サービスを提供するため、オンライン証券との比較では、より個々の投資家に応じたサービスを提供することができると言える。

ナツメグについては、シュローダーなどの投資家から、計 5,000 万ドルの資金調達も実現している一方で、収益環境は厳しい状況が続いている。2012 年 10 月にサービスを開始したばかりではあるものの、2012 年度は 180 万ポンドの赤字、2013 年度と 2014 年度はシステム投資の影響もありそれぞれ 360 万ポンド、530 万ポンドの赤字となっている²³。また、AUM も開示していない。この状況に対し、同社をはじめとするロボ・アドバイザーが、WM 市場に大きな影響を与える可能性について疑問視する声も聞かれる。これに対しハンガーフォード CEO は 2015 年 6 月のインタビューで、今後 2~3 年で黒字化を実現し、2017 年 4 月までには 10 万人の顧客獲得を実現し、最終的には市場シェアの 10% の獲得を目指すとしている。

またナツメグは 2015 年 8 月、ロボ・アドバイザーに加え、オンライン・ツールや電話を用いた FA によるアドバイス・サービスを開始することを発表している²⁴。同社は、これまで投資アドバイスを求める顧客の声は多かったものの、その機能を具備していなかったため対応できなかったとした上で、新サービスの提供により多様な悩みを持つ幅広い顧客層の獲得を目指すとしている。顧客が求めれば面談も可能とするが、物理的な拠点を設けるのではなく、オンラインや電話でのサービス提供を予定しているという。このように、ナツメグはロボ・アドバイザーと対面サービスの相互補完関係の構築を目指していると言えよう。

2) その他英国のロボ・アドバイザー

英国におけるその他のロボ・アドバイザーとしては、ゼン・アセット (Zen Assets)、マネー・オン・トースト (Money on Toast)、ウェルス・ホライズン、ETF マティック (ETFmatic)、スワネスト (Swanest) などがある (図表 2)。ゼン・アセットはナツメグ同様、ポートフォリオ構築に ETF を使っている。投資金額に関わらず一律の手数料体系を導入しており、ポートフォリオ管理に対する手数料は 0.5%、ETF 手数料は平均 0.16%、売買手数料 (ブローカー・フィー) が 0.01% で、合計 0.67% 程度となっている。同社は、ゴールドマン・サックスの資産運用部門において、エクゼクティブ・ディレクターとして約 12 億ドルの個人投資家の資産を管理していたセルゲイ・ソスノヴ氏が立ち上げた会社で、同氏のバックグラウンドと専門性の高

²³ “Nutmeg targets 100k users by Q2 2015 after posting £3.6m loss”, INVESTMENT WEEK, September 1, 2014, “Nutmeg makes £5.3m loss”, MONEY MARKETING, October 16, 2015.

²⁴ “Nutmeg reveals plan to offer financial advice”, FTAdviser, August 28, 2015.

図表 2 英国の主要なベンチャー系ロボ・アドバイザー

プレイヤー	設立	最低投資額	手数料	特徴
ナツメグ (Nutmeg)	2010年	£1,000 (年金は £5,000)	・アドバイザー手数料: 0.3-1.0% (投資金額に応じて異なる) ・ファンド手数料: 約0.19% ⇒年間手数料合計: 約0.49-1.19%	<ul style="list-style-type: none"> ETFによるポートフォリオ構築。 ポートフォリオは10パターン。 運用会社シュローダーによる出資を受けており、社としての現在までの調達額合計は約5,000万ドル。 FAによるアドバイス・サービスの提供を予定。 年金資産の取り崩しサービス、倫理やソーシャルの観点からの投資サービスの提供など、新商品・サービスの拡充も。
ゼン・アセット (Zen Asetts)	2013年	1万\$ (約£6,500)	<ul style="list-style-type: none"> ・アドバイザー手数料: 0.5% ・ファンド手数料: 平均0.16% ・売買手数料: 約0.01% ⇒年間手数料合計: 一律約0.67% 	<ul style="list-style-type: none"> ETFによるポートフォリオ構築。 ポートフォリオは11パターン。 ゴールドマン・サックスの資産運用部門出身者が起業。 ウェブサイト上で、対面アドバイザーとの手数料比較ができるツールを提供。
マネー・オン・トースト (Money on Toast)	2012年	£1,000	<ul style="list-style-type: none"> ・アドバイザー手数料: 0.5% ・投資一任手数料: 0.5% ・ファンド手数料: 約0.49% ⇒年間手数料合計: 一律約1.49% 	<ul style="list-style-type: none"> パッシブとアクティブ・ファンドを併用し、ポートフォリオを構築 (アクティブは新興国市場への投資などで活用)。 対面アドバイザー会社CPNインベストメント・マネジメンが、RDR等によるアドバイザー離れの増加を見越してローンチ。 質問項目は細かく設定。 既存サービスとは別ブランドで、富裕層向けロボ・アドバイザーを2015年内ローンチ予定。 FA会社向けのホワイト・ラベルのアドバイス・サービスも立ち上げており、既にライトハウス・グループ等に提供。 一顧客あたりの平均預り資産は約17,000ポンド。
ウェルス・ホライズン (Wealth Horizon)	2013年	£1,000 (月額積立は £100から)	<ul style="list-style-type: none"> ・初期手数料: 0.25% ・アドバイザー手数料: 0.75% ・ファンド手数料: 約0.18% ⇒年間手数料合計: 約0.93% 	<ul style="list-style-type: none"> ETFによるポートフォリオ構築。 バーチャル・アドバイザー機能を併せ持つ。 リスク・グレードは10段階で評価。 自動ポートフォリオ策定サービスに加え、電話やライブチャット等を活用したオンライン投資アドバイスサービスを提供。 ポートフォリオ策定に際しては、細かい質問項目を設定しており、リスク耐性とリスク許容度を踏まえ、決定。 一顧客あたりの平均預り資産は約12,000ポンド。
ETFマティック (ETFmatic)	2014年	-	<ul style="list-style-type: none"> ・アドバイザー手数料: 0.5% ・ファンド手数料: 約0.12-0.25% ⇒年間手数料合計: 約0.62-0.75% 	<ul style="list-style-type: none"> ETFによるポートフォリオ構築。 125パターンのポートフォリオ数を売りに。 対面アドバイザーを強く意識したマーケティングを展開。 HP上で投資額、投資年限、運用利回りを入力するとパフォーマンスの差額を棒グラフで比較できるツールを提供。
スワネスト (Swanest)	2014年	-	-	<ul style="list-style-type: none"> ETFによるポートフォリオ構築。 ベルギー出身の4人の起業家により設立。 2014年10月にパイロット・プログラムを開始、2016年ローンチ予定。 ロボ・アドバイザーを次のレベルに引き上げることを標榜。 ファミリー・オフィスのような超富裕層も対象に。
インベストユアウェイ (InvestYourWay)	2012年	£2,500	<ul style="list-style-type: none"> ・アドバイザー手数料: 1.0% ・売買手数料: 0.2% ⇒年間手数料合計: 一律約1.2% 	<ul style="list-style-type: none"> 差金決済取引 (CDF) によるポートフォリオ構築。 金融オンライン取引サービス大手のIGグループと連携し、IGグループの顧客向けにサービスを提供。 リスク・プロファイリングに加え、投資地域やテーマの選択も可能。
ウェルス・ウィザーズ (Wealth Wizards)	2009年	-	<ul style="list-style-type: none"> ・アドバイザー手数料: £50-250/時間 (担当者の専門性により異なる) ・年金アレンジ手数料: レポートに基づいた年金設計£499、追加購入£99、推奨商品紹介£49 ・年間サービス手数料: 0.25-0.45% (最低手数料£65) 	<ul style="list-style-type: none"> バーチャル・アドバイザー機能を併せ持つ。 年金、リタイアメント・プランニング、フィナンシャル・プランニングを提供。 自社でもIFAを抱え、スクイブや電話による相談機能を持っている。 顧客にとって最も満足度の高いサービスを提供することが重要とし、テクノロジーとヒューマンタッチなサービスとの融合を図る。

(出所) 各社ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

さから注目を集めている。同社は、既存の対面アドバイザーに不満を持つ顧客を対象顧客として想定している。例えばウェブサイト上では、現在支払っている他社アドバイザーへの年間手数料率と投資金額を入力すると、年間の手数料の総額が表示され、同社の手数料と金額比較ができるツールなどを提供するなど、対面アドバイザーからの顧客獲得を意識したマーケティング手法をとっている。

マネー・オン・トーストは、ポートフォリオ構築に際し、ETF等のパッシブ・ファンドとアクティブ・ファンドを併用する点を特徴とする。併用の理由について同社は、ボラティリティの高いエマージング市場への投資の場合は、アクティブ・ファンドの方がよりパフォーマンスを見込めることを挙げる。年間手数料はファンドの信託報酬等を全て含めて、一律1.49%を目指すとする。同社は富裕層に対し投資一任運用サービスを提供するCPNインベストメント・マネジメンが、2012年のRDR導入後に

アドバイス難民が増加することを予想し、2012年に設立した会社である²⁵。ウェルス・マネージャーとしての経験を強みとしており、リスク許容度を測る質問項目も、「損失が出た場合どのように考えるか」など、投資家のリスクプロファイルを正確に行うべく、細かく設定している。マネー・オン・トーストの創設者であるチャールズ・ニコラス・マネージング・パートナーは、「対面アドバイザーが従来行っている『ヒアリングからポートフォリオ策定、提案、各種契約、発注』の一連の工程に、約3週間を要している時間を、クオリティを維持もしくは高めつつ、僅か8分間で完結させる」と述べている²⁶。また、これまでの経験から、ロボ・アドバイザーの利用者に収入や年齢は関係ないとし、2015年内に既存サービスとは別ブランドでの富裕層向けロボ・アドバイザーの立ち上げを計画している。FA会社向けに、自社ブランドを前面に出さないロボ・アドバイザーのシステムを提供しており、2015年1月には英新興市場AIMに上場する大手アドバイザー会社のライトハウス・グループとも提携している²⁷。同社の一顧客あたりの平均預り資産は、約17,000ポンド程度と見られる²⁸。なお、今後の事業拡大については、英国外の展開も考えており、現在デンマークなど複数国を検討しているという。

ウェルス・ホライズンは、オンラインの自動ポートフォリオ構築サービス・ツールと電話やテレビ会議システムによる投資アドバイザーとの相談機能のハイブリッド・モデルのサービスを提供する。同社の顧客は、投資相談（ポートフォリオ構築）に際し、コールセンターのような質問への対応等に留まらず、専門の投資アドバイザーによるライブチャットやメール、ツイッター、フェイスブックを通じた相談を受けることができる。同社のサービスは、バーチャル・アドバイス機能を持ったロボ・アドバイザーとも言える。なお、同社は0.25%の初期手数料を課しており、一顧客あたりの平均預り資産は12,000ポンド程度と見られる²⁹。

またウェルス・ホライズンの特徴としては、正確なプロファイリングを目的に、ポートフォリオ構築に際しての質問項目を詳細に定めている点も挙げられる（図表3）。顧客は、年齢や年収、今後の収入見通しなどに加えて、「リスク耐性」を測る質問項目では、「過去の決定に対する後悔」、「下落局面での買い」等の考え方についてそれぞれ5～6段階での回答を求められる³⁰。その結果、仮の推奨ポートフォリオが提示され、一旦その段階で投資額や投資期間、リスク・グレードを自身で変更し、シミュレーションをすることもできる。その後さらに「リスク許容度」を確認するた

²⁵ 同社は、最低投資金額を1,000ポンドに設定し、一時間当たり75～200ポンドになるとされる投資アドバイスを「払いたくない、もしくは払えない」顧客層にも簡易的な投資アドバイス・サービスを提供することを目指す。質問項目は、投資目的（選択肢9つ）、投資方法（一括、積立、併用）、投資額、投資時点でのISA利用の有無、リスク許容度（損失が出た場合どうするか）など細かい。最後に名前、メールアドレス、電話番号を入力すると、1枚もののレビューとポートフォリオの提案書がメールで送られてくる。

²⁶ 2015年9月30日～2015年10月1日実施のFCA主催のロボ・アドバイス・フォーラムでの発言より。

²⁷ “Money On Toast targets top-earners with robo-advice”, *FTAdviser*, October 14, 2015.

²⁸ “Online advisers battle to win high-net-worth clients”, *MONEY MARKETING*, October 26, 2015.

²⁹ 脚注28を参照。

³⁰ 2014年8月にローンチ。リスク・グレードは10段階で提示。

図表3 ウェルス・ホライズンにおける推奨ポートフォリオ確定までの流れ

カテゴリー	質問	選択肢
投資①	初期投資額、月額投資額	
投資②	ISA枠利用の有無	①有り、②無し
プロフィール	性別、年代（10歳ごと）、就労状況、婚姻状況、経済依存状況、年収	
リスク耐性① (Risk tolerance)	投資について考える時、以下のどの言葉を連想しますか？	①損失、②不安・心配、③不確実、 ④チャンス、⑤興奮
リスク耐性②	過去、お金に関する決断で後悔したことはありますか？	①全くない、②ほとんどない、③時々ある、 ④よくある、⑤毎回ある
リスク耐性③	私は、預金よりリスクの高い投資によりリターンを得ることを好む。	①強くそう思う、②そう思う、③分からない、 ④そうは思わない、⑤全くそうは思わない
リスク耐性④	私は、リターンを得る為ならリスクを取ることを厭わない。	①強くそう思う、②そう思う、③分からない、 ④そうは思わない、⑤全くそうは思わない
リスク耐性⑤	私は、価格が下落した場合、安値で買えるチャンスだと考える。	①強くそう思う、②そう思う、③分からない、 ④そうは思わない、⑤全くそうは思わない
リスク耐性⑥	高いリターンを得る可能性は、リスクの高さに比例する。	①強くそう思う、②そう思う、③分からない、 ④そうは思わない、⑤全くそうは思わない
リスク耐性⑦	1万ポンドの投資に対し、次の各選択肢における2パターンの投資結果が起こる確率が同じ場合、どの投資を選びますか？	①(+£800 or +£100)、②(+£1,600 or -£250)、 ③(+£2,600 or -£600)、④(+£3,100 or -£1,100)、 ⑤(+£4,500 or -£2,000)
リスク耐性⑧	投資に関する知識・理解度は次のどれですか？	①よく分かっている、②分かっている、③まあまあ分かっている、 ④あまり分からない、⑤全く分からない
リスク耐性⑨	株式投資は好きですか？	①とても好きだ、②好き、③どちらかと言えば好き、 ④あまり好きではない、⑤嫌い
仮判定	仮のリスクグレード判定（運用シミュレーション、バックテスト等の参照）	
シミュレーション	自身での条件修正によるシミュレーション（投資年限・金額（一括、月額）、リスクグレードの変更等によるシミュレーションが可能）	
リスク許容度① (Risk capacity)	今回の投資資金について、あなたの貯蓄額における位置付けを教えてください。	①（緊急で必要な分を除き）貯蓄額の全て、②貯蓄額の半分ほど、③貯蓄額の一部、④貯蓄額のほんの一部
リスク許容度②	今回の投資資金は、何年後に必要となる資金ですか？（引き出しの可能性がありますか？）	①3年以内、②3-5年のどこか、③5-10年のどこか、④10年以内にはない
リスク許容度③	投資額の25%の損失を被ってしまった場合のあなたの状況について教えてください。	①特に問題はない、②資産価値の上昇まで待つ時間がある、③支出計画の見直しが必要、④生活上重大な問題となる、⑤生計を維持することが難しくなる。
リスク許容度④	今後5年において、どの程度の損失であれば現状の生活水準を維持するのに問題ないですか？	①10%以内、②10-20%、③20-30%、④30%以上
リスク許容度⑤	現状と比較した場合の今後5年間の収入額の見通しについて教えてください。	①大きく増加する、②少し増加する、③ほぼ変わらない、④少し減少する、⑤大きく減少する
リスク許容度⑥	今後、現在の収入源がなくなる可能性はありますか？	①全くない、②ほぼない、③少し可能性がある、 ④かなりの可能性がある
リスク許容度⑦	あなたの家計において、投資による収入はどの程度重要ですか？	①全く重要ではない、②あればいいが重要ではない、 ③ある程度貢献している、④必要不可欠
ポートフォリオ確定	推奨ポートフォリオの確定（提示されたポートフォリオ以外の選択は不可）	
提案書受取り	連絡先を入力（名前、メールアドレス、パスワード）後、メールでの提案書の受領	

(出所) ウェルス・ホライズンより野村資本市場研究所作成

め、「投資期間」や「25%の損失が出た場合どう考えるか」などの質問に回答を行ってはじめて、最終的な推奨ポートフォリオが確定する。リスク耐性の判定では不十分とし、リスク許容度を再度確かめる形で、丁寧且つ慎重にポートフォリオを策定する点も同社の特徴である³¹。ちなみに同社のシステムは、後述のアバディーン・アセット・マネジメントが買収するロボ・アドバイザーのシステム会社であるパルメニオン・キャピタル・パートナーズが提供している。ウェルス・ホライズンは、顧客のリスク・プロファイリング機能を外部委託することでもコスト抑制の工夫をしていると言える。

3) 大陸欧州のロボ・アドバイザー

大陸欧州のロボ・アドバイザーの特徴として、投資家のリスク・プロファイリング、ポートフォリオ策定に際しての質問項目が英国と比べて少なく、シンプルである点が挙げられる。欧州の代表的なロボ・アドバイザーとして名前が挙がることが多いのが、約 1.5 万人の顧客を抱えるとされるイタリアのマネーファーム (MoneyFarm) である。独立系のロボ・アドバイザーで、設立は 2011 年 3 月とロボ・アドバイザーの中では最古参の部類に入る。ETF によるポートフォリオ構築サービスを提供しており、投資一任手数料の年間合計は 0.8~1.55%³²、設問は①投資金額、②投資期間 (1~10 年)、③リスクグレード (6 段階) の 3 問のみを入力すれば推奨ポートフォリオが提示されるシンプルな作りとなっている。推奨ポートフォリオの確認画面では、①予想パフォーマンス (2045 年まで)、②バックテスト (約 3 年半)、③対面サービスとのコスト比較が参照できる。バックテストにおいては、推奨ポートフォリオと世界株式や新興国債券など、代表的なインデックスとのパフォーマンス比較もできる。自国で提供するサービスを海外展開すべく、2015 年 8 月、英金融行為監督機構 (FCA) よりアドバイス業務に係る認可を取得している³³。

ドイツのロボ・アドバイザーのヴァーモ・フィナンツ (Vaamo Finanz) は、JP モルガンとマッキンゼー出身のメンバーによって設立された会社である。株式ファンド 3 本と債券ファンド 2 本を組み合わせた 3 パターンのポートフォリオを提供する。各ポートフォリオの株式比率はそれぞれ、低リスク 40%、中リスク 60%、高リスク 80%となっている。ファンドは、米国のディメンショナル・ファンド・アドバイザーズ³⁴のファンドを利用しており、株式ファンドには、大手企業から中小企業、新興市

³¹ ①オンラインの質問票への回答、②試算、③自身による修正・シミュレーション、④再度質問票への回答、⑤ポートフォリオ提示、⑥名前、メールアドレスの入力、⑦メールによるレポート送付、という流れとなっている。手数料はリスク・グレード 6 で初期手数料 0.25%、年間手数料約 0.91%となっている。対象顧客層は、投資額 1000~15 万ポンドの投資家とする。

³² アドバイス手数料は 0.5~1.25%、ファンド手数料は約 0.3%で、年間の合計手数料は投資額に対し 0.8~1.55%程度となっている。

³³ “‘Italian Nutmeg’ cleared for launch in the UK”, *WEALTH MANAGER*, September 10, 2015 及び FCA の The Financial Services Register を参照。

³⁴ ディメンショナル・ファンド・アドバイザーズの詳細については、神山哲也「独自の低コスト戦力で台頭するディメンショナル」『野村資本市場クォーターリー』2011 年夏号参照。

図表 4 大陸欧州の主要なロボ・アドバイザー

プレイヤー	設立	国	特徴
マネーファーム (MoneyFarm)	2011年	イタリア	<ul style="list-style-type: none"> ETFによるポートフォリオ構築。 アドバイス手数料は0.5-1.25% (手数料合計0.8-1.55%程度)。 独立系のオンライン・フィナンシャル・アドバイザー。 顧客数は約1.5万人。 VC等から560万ドルを調達。 リスクプロファイリングのための質問は、投資金額、投資期間(1-10年)、リスクグレード(6段階)のみ。 2015年8月、英FCAよりアドバイス業務に係る認可を取得。
ヴァーモ・フィナンツ (Vaamo Finanz)	2013年	ドイツ	<ul style="list-style-type: none"> ETF等のパッシブ・ファンドによるポートフォリオ構築。 アドバイス手数料は0.49-0.99%程度。 個人投資家を対象。 ノーベル賞受賞者の研究を利用。個人にも利用できるように。 ルート66ベンチャーズが250万ユーロ出資(2014年)。 ポートフォリオは3パターンのみ。
オウル・ハブ (Oul Hub)	2014年	ドイツ	<ul style="list-style-type: none"> ETFによるポートフォリオ構築。 週単位での積立も可能。 主にモバイル・アプリによるサービス。 富裕層向けオンライン投資サービスを提供するLIQIDが設立。
アドヴェゼ (ADVEZE)	2011年	フランス	<ul style="list-style-type: none"> 株式、投信なども取扱い。 毎週金曜日に簡易レポートを配信。 モーニングスターの分析結果によるファンド選定。
ファンドショップ (FundShop)	2013年	フランス	<ul style="list-style-type: none"> 金融面に明るくなく、十分に富裕層でない顧客層を対象。 生命保険の運用ポートフォリオを提供。 フランスのシステム会社SupportFi SASにより設立。 アクサ・ストラテジック・ベンチャーが出資。
スイスクウォート (Swissquote)	—	スイス	<ul style="list-style-type: none"> プラットフォーム名は「e Private Banking」。 FX・コモディティ取引を含むオンライン金融サービスを提供するスイスクウォート・グループにより設立。 リバランスの頻度(月、四半期、半期、年など)や為替ヘッジの有無の選択が可。 アドバイス手数料は、0.95-1.25%程度。 最低投資額2万スイスフラン。平均AUMは約5.2万スイスフラン。
トゥルーウェルス (TrueWealth)	2013年	スイス	<ul style="list-style-type: none"> 主にETFによるポートフォリオ構築。 アドバイス手数料0.5%とファンド手数料(0.2%程度)。 最低投資額は8,500スイスフラン。 リスクプロファイルのための質問項目は10項目。 質問項目を1問入力することにより、リスク許容度のグレードが変化していく。判定結果は10段階。 提案ポートフォリオの参照画面では、パフォーマンス・シミュレーションに加え、コスト分析や流動性分析も提供。
インベストマッチ (Investomat.ch)	2015年	スイス	<ul style="list-style-type: none"> ETFによるポートフォリオ構築。 リスクプロファイリングについては、リスク許容度に関する質問を10問、リスク嗜好に関する質問を5問用意。 ポートフォリオに組み入れたい投資テーマ・分野の選択が可能(農業、水、自然エネルギー、金、インフラ、石油など)。 最低投資額は5,000スイスフラン。 アドバイス手数料は0.6%。

(出所) 各社ウェブサイト等より野村資本市場研究所作成

場の企業に至るまで様々な企業の株式が組み入れられている。手数料は投資額に応じ 0.49～0.99%となっている。

インベストマッチ (Investomat.ch) は、2015 年にスイスの老舗金融サービス会社グラナー・カントナルバンク (Glärner Kantonalbank) により設立された会社で、他社同様 ETF によるポートフォリオ構築サービスを提供する。同社の特徴は、ポートフォリオ構築に際しての 3 段階の設問群において、「リスク許容度」、「リスク嗜好」に加え、「投資対象・テーマ」の項目を設けている点にある。投資家は、「リスク許容度」と「リスク嗜好」の項目で、それぞれ 10 問、5 問の設問に回答した後、特に投資対象に組み入れたい投資テーマについて選択することができる。投資テーマとしては、農業や水、自然エネルギー、金、インフラ等があり、選択画面にそれぞれのリスク水準や年初来のパフォーマンスも記載されている。複数選択も可能であり、選択結果は最終的な提案ポートフォリオに反映される。

上記以外では、投資一任ポートフォリオの預金口座との連結や週単位などの短い単位での積立機能を提供するドイツのオウル・ハブ (Owl Hub)、モーニングスターの分析結果を活用したポートフォリオ構築や毎週の簡易レポート送付を特徴とするフランスのアドヴェゼ (ADVEZE)、投資型年金・保険プラットフォーム会社として他の保険契約との統合・管理機能を提供するファンドショップ (FundShop) 等がある。ファンドショップでは、3 クリックでのポートフォリオ設計が可能となっており、使用できる機能の幅によって月々の手数料金額が 5 区分に分かれている (図表 4)。

IV 既存金融業者によるロボ・アドバイザーへの参入

英国においては、プラットフォーム会社大手も低コストと利便性を求める顧客のニーズに対応すべく、ロボ・アドバイザーに対する取り組みを強化している。個人向け直販に特化したプラットフォーム会社大手のハーグリーブス・ランズダウンは 2015 年 6 月、ロボ・アドバイザーと称し、マルチ・マネージャー・サービス「ポートフォリオ・プラス (Portfolio+)」の提供を開始している³⁵。顧客は「ポートフォリオ・プラス」を利用し、オンライン上で、①投資目標、②リスク・レベル、③買付口座 (ISA・SIPPs³⁶・投信口座・ジュニア ISA) の 3 点の質問に答えることで、最適なマルチ・マネージャー・ファンドによるポートフォリオの提示を受けることができる。マルチ・マネージャー・ファンドは 6 種類が用意されており、キャピタルゲインと配当を狙う「積極型インカム (Adventurous Income)」や、キャピタルゲインと分散投資によるリスク低減を目指す「保守型グロース (Conservative Growth)」などがある。ハーグリーブス・ランズダウン

³⁵ “Hargreaves Lansdown unveils 'ready-made' portfolios for non-advised investors”, *Professional Adviser*, June 2, 2015。
「ポートフォリオ・プラス」の最低投資額は 1,000 ポンド、年間コストはファンドの運用手数料 1.34～1.46%と最大 0.45%の口座管理手数料となっている。ファンドはハーグリーブス・ランズダウンが運用し、6 ヶ月毎のリバランスも行う。

³⁶ SIPPs (Self-Invested Personal Pensions) は、拠出に対し税制優遇が適用される自己投資型年金。

は、「ポートフォリオ・プラス」の利用者として、自らの判断で運用したいが投資アドバイスに対しては手数料を払いたくないと考える投資家や、ファンド選択の知識がなく自信が持てない投資初心者を想定している。また同社は、「ポートフォリオ・プラス」が成功すれば、機能の拡充を検討するというが³⁷、2015年8月末までのローンチから3ヶ月弱で約9,100万ポンドを集めており、ここまでは順調と言えよう。

英国フィデリティも、顧客のポートフォリオ選択を支援するサービスを提供している。「フィデリティ・パスフィルダー・レンジ」では、顧客は7段階のリスク許容度のいずれかを選択することで自動的に推奨ポートフォリオの提示を受けることができる。また「フィデリティ・ヘッドスタート・ポートフォリオズ」では、3種類の投資テーマと5段階のリスク許容度の選択肢をそれぞれ選択すると、推奨ポートフォリオと、そのポートフォリオを構築する個別ファンドが提示される。実際の商品購入に際しては、それぞれの個別ファンドの選別や投資比率の変更も可能となっている。これらのツールは、ロボ・アドバイザーに類似したサービスと言えよう。

また、対面 WM 会社による取り組みも見られる。インベストック・ウェルス&インベストメントも、ロボ・アドバイザー市場への参入を発表している。2015年第4四半期に提供を開始する「クリック&インベスト」を通じ、1万ポンド以上の投資資産を有する顧客にロボ・アドバイザー・サービスを提供するという。またブリュウィン・ドルフィンも2015年6月15日、ロボ・アドバイザー市場に進出し、パイロット・プログラムを開始している³⁸。投資額1~20万ポンドの顧客層を対象に、リスクに応じた6段階のポートフォリオ策定サービス「ブリュウィンダイレクト」を提供する。ポートフォリオのリバランスは毎月行い、年間の一任運用手数料は0.7%、平均信託報酬は0.16%とする。またチャールズ・スタンレー、バークレイズ・ストックブローカーズ（2015年内の参入）やトーリーなど、他の WM 会社も追随すると見られている。トーリーは当初はオンラインのポートフォリオ分析サービスに限定するが、将来的には取引サービスに拡充するとしている。

運用会社がロボ・アドバイザーへの出資・買収により、市場への参入を図る例もある。欧州における上場運用会社大手のアバディーン・アセット・マネジメントは、急成長するオンライン投資分野のサービス拡充を目指し、パルメニオン・キャピタル・パートナーズを買収している³⁹。パルメニオンは、主に FA 向けに顧客のポートフォリオ設計を支援するツールを提供しており、FA 会社 900 社の顧客資産約 15 億ポンドを管理している。アバディーンのマーティン・ギルバート CEO は、この買収により、変わりゆくアドバイザーのニーズに対応することができるとしている⁴⁰。競合であるシュローダーも 2014 年、ナツメグに出資している。このように販路・ビジネス基盤の拡大やテクノロジーの取り込み

³⁷ “Hargreaves Lansdown eyes moves into robo-advice and peer-to-peer lending”, *MoneyMarketing*, September 9, 2015.

³⁸ “Brewin Dolphin launches direct service”, *WEALTH MANAGER*, July 24, 2015.

³⁹ “Aberdeen buys online fund portfolio firm”, *Financial Times*, September 4, 2015, “Aberdeen eyes digital innovation with Parmenion”, *FTAdviser*, September 8, 2015. 同社は 2014 年末、チャールズ・スタンレーで直販のオンライン投資サービスを設計したロブ・ハドソン氏を採用し、オンラインでのファンドの販路拡大を図っている。

⁴⁰ 同氏はかねてより、ファンド業界は今後 10 年間、グーグルのような巨大テクノロジー企業の影響により、深刻な混乱に陥ると述べていた。

を図る運用会社によるオンライン販売への傾注の動きは、一つのトレンドになっていると言える。

またブラックロックは欧州で、既存金融サービス業者と提携し、ロボ・アドバイザー向けのビジネス拡大を図っている。同社は 2015 年に入り、金融オンライン取引サービス・プロバイダー大手 IG グループとの提携により、IG グループが 2016 年内のローンチを目指すロボ・アドバイザー向けに、ETF を提供することを発表している⁴¹。2015 年 7 月には、イタリアの投資サービス会社インベスト・バンカ (Invest Banca) と、将来のロボ・アドバイザー・サービスの開始を見越して、同社の ETF によるマルチ・マネージャー・ポートフォリオ・サービス立ち上げに際しての提携を発表している⁴²。2015 年 9~10 月に FCA が主催したロボ・アドバイス・フォーラムにおいて、ブラックロックのリテール・テクノロジー担当であるトーマス・フォーティン氏は、ロボ・アドバイザーについて、①利益率は低いが ETF と同様、投資家の利用増加により今後大きな収益が見込めること、②プレイヤーの知名度は関係なくサービスが重要であること、③ブラックロックは今後金融サービス業者向けの B2B 市場に注力していくこと、を述べている。B2B 市場に注力する理由として、現在全ての主要大手金融機関 CEO が、自らイニシアチブを取りサービスのデジタル化に動いており、今後そのスピードが加速することに伴い、巨大なマーケットが生まれること、を挙げている。

V バーチャル・アドバイス

1. バーチャル・アドバイスへの取り組み

アドバイザーを介さずに低コストで投資アドバイスを提供する完全オンラインのロボ・アドバイザーに対抗する動き、あるいは対面サービスの利点とデジタル技術の融合を図る動きとして、注目されているのがバーチャル・アドバイスである。バーチャル・アドバイスとは、スカイプ等を活用したテレビ会議システムやチャット、電話、Eメール、コ・ブラウジング・システム⁴³などのデジタル・ツールを利用し、遠隔地からの FA による投資アドバイスを提供するサービスである。ロボ・アドバイザーほど自動化されたサービスではないが、専門家によるヒューマンタッチの対面アドバイス・サービスと、低コストで時間や場所の制約を受けないオンライン・サービスの両方のメリットを享受することができる (図表 5)。

バーチャル・アドバイスにおいては、実際にアドバイザーが対応することで、個々人の

⁴¹ IG Group, "IG Group to launch ETF portfolios in partnership with BlackRock", July 21, 2015。アドバイス手数料は 1%を予定しており、既存の差金決済取引 (CFD) プラットフォーム上で ETF を用いたポートフォリオ構築サービスを提供する。

⁴² "iShares dips toes into robo-advice in Italy", *Financial Times*, July 21, 2015。最低投資額は 1.5 万ユーロ、アドバイス手数料は年率 0.8~0.9%程度を想定している。

⁴³ 顧客とアドバイザーが別々のデジタル端末において、同じ画面を共有できるシステムを指す。

図表5 ロボ／デジタル／対面アドバイザーのサービス比較

	ロボ・アドバイザー	デジタル・アドバイス	対面アドバイザー
ビジネス・モデル	ソフトウェア・ベース 自動投資アドバイス	電話、ビデオ会議等のデジタル・チャンネルを通じた、FAIによるパーソナル・アドバイス・サービス	店舗や訪問を通じた対面による包括的ウェルス・マネジメント・サービス
対象顧客	ミレニアル世代等 (特徴: デジタル・サービスに慣れ親しみ、高いコスト意識を持つ投資家層)	大衆富裕層 (金融資産25-100万ドル)	富裕層 (金融資産100-1,000万ドル) 超富裕層 (同1,000万ドル以上)
付加価値	オンライン・プラットフォームによる利便性、低コスト、自ら直接設計を実現できること	FAIによるサービスとデジタルプラットフォームの融合、低価格による個人サービス	FAIによる包括的なウェルス・プランニング・サービス、全ての選択肢に対応
手数料 (対運用資産)	0.25-0.5%、 最低手数料あり	0.3-0.9%、 最低手数料あり	0.75-1.5%+α 最低手数料あり
投資プロセス	① 簡単なアンケートによるリスク・プロファイリング ② 推奨ポートフォリオの提示 ③ ターゲット・アセットアロケーションの構築 ④ マネージド・アカウント ⑤ 自動リバランス	① バーチャルFA面談、 ② 簡単なフィナンシャル・プランニング、リスク・プロファイリング ③ ターゲット・アセット・アロケーション ④ マネージド・アカウント、 ⑤ 自動リバランス ⑥ 簡易アクセス ⑦ 定期レビュー	① 担当のFAIによる対面の相談 ② フィナンシャル・プランニング ③ 投資提案 ④ ターゲット・アセットアロケーションの構築 ⑤ プロカレッジ、アカウント管理 ⑥ 自動・手動リバランス ⑦ 対面によるレビュー
利用商品	主にETF、インデックス投資等	ETF、株式等	株式、債券、ETF、投信、オプション、オルタナティブ、商品、ストラクチャード・プロダクツ等
企業例	ナツメグ (Nutmeg) ゼン・アセット (Zen Assets) マネー・オン・トースト (Money on Toast) ETFマティック (ETFmatic) インベストユアウェイ (InvestYourWay) マネーファーム (MoneyFarm) ヴァーモ・フィナンツ (Vammo Finanz) インベストマッチ (Investmat.ch) 等	ウェスリアン (Wesleyan) デビットソンズIFA (Davidsons IFA) 等	各IFA会社 セント・ジェームス・プレイス (St James's Place) バークレイズ (Barclays) クーツ (Couetts) Cホア・アンド・カンパニー (C. Hora & Co) クラインウオート・ベンソン (Kleinwort Benson) UBS JPモルガン・チェース (JP Morgan Chase) 等
	ウェルス・ホライズン (Wealth Horizon) ウェルス・ウィザーズ (Wealth Wizards) エルヴィー (LV=) 等		

(出所) Ernst & Young, “Advice goes virtual”, May, 2015 を基に野村資本市場研究所加筆

ニーズに応じた質の高いサービス水準を維持することができる。日中忙しい顧客にとっては、より便利な夜間や週末にもサービスを提供することができる。中には、特定の言語（英語以外）や業界（経営者、医者、退職者など）の顧客に対応するチームへのアクセスを提供しているところもある。

またバーチャル・アドバイスは、金融機関にとってのメリットもある。バーチャル・アドバイスの提供においては、多くのアドバイザーが一拠点に集約され顧客とミーティングを行うため、金融機関にとっては生産性の向上が見込める。フランス BPCE グループのナティクシスが世界のアドバイザーを対象にした調査によれば、一日のうち顧客との面談や電話・メール対応に費やす時間と、顧客のポートフォリオ策定に使う時間は、それぞれ37%、15%で、新規顧客の獲得に費やす時間は僅か10%とされているが⁴⁴、バーチャル・

⁴⁴ Natixis Global Asset Management, “2014 Global Financial Advisor Survey”, September, 2014.

アドバイスの導入はこの状況を変え、アドバイザーが顧客のために使う時間を増やすことにも繋がる。また、アドバイザーを1ヶ所に集約しなくとも、デジタル・ツールを利用し、アドバイザーが自身の営業拠点から自宅や勤務先にいる顧客に対して、アドバイスを提供する方法もある。

既存の WM 会社の中には、対面アドバイスの機能を補足し、顧客のニーズに応えるべく、バーチャル・アドバイス・サービスの拡充に取り組むところもある。UBS やノルディアは、中央のハブ拠点から、テレビ会議やその他デジタル・ツールを通じて投資アドバイスを提供する、「バーチャル投資アドバイス」を提供している⁴⁵。また ABN アムロやサンタンデル、英ネーションワイドは、テレビ会議システムによる住宅ローン相談機能を提供しており⁴⁶、ポーランドのエムバンクもテレビ会議システムなどによる金融相談機能を提供している⁴⁷。

1841年創業の協同組合組織ウェスリアン (Wesleyan) は、340人のアドバイザーに対して、営業効率のためテレビ会議システムを活用したバーチャル・アドバイス・ツールを提供している。同社は、投資アドバイスからローン、年金、モーゲージ、保険に至るまで幅広いサービス・ラインナップを揃える。このツールはヴィゾリューション (Vizolution) 社の技術を利用したもので、顧客とアドバイザーが、PC、タブレットやモバイル機器を通じ、同じスクリーン画面や文書を共有できるというものである。このシステムによりアドバイザーは、1面談あたり約2.5時間節約できるという。同社は、「一旦コンサルタントとの関係ができてしまえば、顧客は必ずしも毎回対面による対応を望むわけではない」とした上で、オンライン・ツールの利用により、顧客には対面と同水準のアドバイスを提供するという。なお同社は、医者や弁護士、教員などの専門職の投資家層に強みを持つが、同顧客層を対象に行ったパイロット・プログラムにおいては、97%の顧客から良好な反応を得ているという⁴⁸。

2001年創業の独立系FA会社デビッドソンズIFAは、レキット・ハウスのブランドの元で、投資から住宅ローン、年金に至るまで幅広いラインナップのバーチャル・アドバイス・サービスを提供する。初めて同社のサービスを利用する顧客は、ウェブサイト上で、①名前、②メールアドレス、③相談内容（投資、住宅ローン、年金等）の入力を行う。その後同社から連絡を受け取ることで、スカイプや電話、メールによる無料相談を受けることができる。これらのプロセスは全てオンラインで完結する。料金体系については、初回ミーティングは無料としており、ルートマップ（オンラインの質問票に基づいた現在から目標までの金融面での道筋）作成は250ポンド、リスク許容度や志向に応じたファンド選定・ポートフォリオ構築は投資額の1%、実際のポートフォリオの組成に係る費用は250-

⁴⁵ “Virtual financial advice becomes a profitable reality”, *Financial Times*, June 21, 2015.

⁴⁶ 詳細については、神山哲也・飛岡尚作「大手英銀の牙城に挑むチャレンジャー・バンクとFinTech」『野村資本市場クォーターリー』2015年夏号参照。

⁴⁷ 詳細については、神山哲也・飛岡尚作「ポーランドにおけるリテール・バンキングのイノベーション」『野村資本市場クォーターリー』2015年夏号参照。

⁴⁸ 本節は、“Mutual rolls out “virtual face-to-face” advice service”, *FTAdvisor*, January 29, 2015に基づく。

350 ポンド、と細かく設定している。なお、初期の投資にかかる手数料は、最低手数料を 250 ポンドとし、それ以上については投資額の 3.5%を上限として設けている。また住宅ローンに係る手数料は、金額に応じて総額の 0.2-0.6%、投資と年金に対する年間手数料は、残高に対し 0.5%としている。また別途アドバイスを受けたい利用者は、1 時間 100 ポンドで受けることもできる。なお、ポートフォリオ構築にはモーニングスター社のソフトウェアを利用している。

大手ウェルス・マネジメント会社も取り組みを進めている。クレディ・スイスは 2015 年 3 月、シンガポールにおいて、デジタル・プライベート・バンキング・プラットフォームの「クレディ・スイス・プライベート・バンキング・アジア・パシフィック・アプリ」の開始を発表した⁴⁹。同アプリは、包括的な金融サービス機能を備えており、ポートフォリオ分析機能の「マイ・ポートフォリオズ」、市場ニュースや指標、企業情報や価格情報の収集・分析機能の「マーケットツ」、同社のレポートやハウスオピニオンを掲載する「アイディアズ」、取引機能の「トレード」に加え、オンライン上での同社 FA との相談を可能とする「コラボレーション」を提供する。「コラボレーション」はバーチャル・アドバイス機能であり、通信手段としてはインスタント・メッセージの他、電話やビデオ通話が可能で、オンライン上での文書の共有なども可能となっている。シンガポールで開始されたサービスであり、2016 年以降スイスや欧州、米国でもサービスを広げていくとしている。クレディ・スイスは同サービスの提供に際し、「アジア太平洋地域における 82% の富裕層が、資産運用において、全てもしくは大部分をデジタル・チャネル経由で行いたいと考えており、うち 83%が直販チャネルや複数のチャネル機能が統合されたデジタル・チャネルが提供されなければ、取引金融機関を変更する」とする調査結果⁵⁰を紹介し、顧客ニーズの変化に対する危機感を示している。

570 万人の顧客を抱える英国大手保険会社エルヴィー (LV=) ⁵¹は、2015 年 7 月、バーチャル・アドバイス・サービス「クリア・オンライン・リタイアメント・アドバイス (CORA)」の提供を開始することを発表している。アドバイス・ギャップの拡大を受けたもので、誰もが低コストで FA によるアドバイスを受けることができるようにすることを目的とする。CORA は、リタイアメント・プランニングにおいて、オンラインでの質問に基づいたプランニング機能に、ビデオ会議システム等による FA のアドバイス機能を組み合わせたものである。年金のロボ・アドバイザーとしてバーチャル・アドバイスも提供するウェルス・ウィザーズ (Wealth Wizards) との提携により実現しており、更なる協力関係構築のため、エルヴィーは 2015 年 8 月、ウェルス・ウィザーズ社の株式を取得している。エルヴィーは、世の中に多くの保険・年金商品が溢れる中、消費者にとっては選択すること自体が負担となっており、オンラインの利便性を生かしつつ、アドバイス機能を

⁴⁹ Credit Suisse, “Credit Suisse Launches Global Digital Private Banking Capabilities with Asia Pacific Release in Singapore”, March 18, 2015.

⁵⁰ Capgemini, RBC, “Wealth Management Asia Pacific Wealth Report 2014”, October 1, 2015.

⁵¹ エルヴィーは英国の老舗保険会社で、自動車からペット、旅行保険、生命保険、年金に至るまで様々なアドバイスや商品を提供している。なお、2007 年にリバプール・ビクトリアから名称変更した。

提供することが重要だとしている。

CORA では、顧客の年齢や退職時期、年金の状況、今後の意向等に関するオンラインでの質問票の回答結果に基づき、オンライン・ツールを通じた FA による相談、プランニング・サービスなどを提供する。サービスは3段階用意しており、それぞれに手数料が異なる（図表 6）。オンラインでの複数の質問に回答し、リタイアメント・プランニングに関する簡易レポートを確認するのみの場合は無料、テレビ会議システムや電話等のオンライン機能を利用した専門 FA による相談を受ける場合は1セッションにつき199ポンド、プランニングを実行に移す（プランニングに基づいたファンド購入・ポートフォリオ構築など）場合は追加で499ポンドとなっている。継続的な資産管理サービスを求める場合は、運用手数料0.5%が別途必要となる。顧客への教育サービスも提供しており、ウェブサイト上で退職や年金に係る制度の説明、税制、関連商品、考え方等について説明する項目を設けている。

オンライン相談サービスの利用については、アドバイスに対する満足度が低かった場合の返金保証も付けている。フィードバックは、顧客の要望に応じて原則四半期ごとに行う。同社は、顧客を惹きつけるには、いかに感情的な障壁（emotional barrier）を取り除けるかが重要とし、オンライン・サイトは顧客が直観的・感覚的に理解できるよう工夫しているという。同社の自動アドバイス戦略担当のデビット・スティーブンス氏は、「ロボ・アドバイザーは、対面アドバイザーのディスラプターとして認識されることがあるが、そうではない。重要なのはいかに顧客にとって、使い勝手がよく、容易にアクセスができ、信頼

図表 6 Clear Online Retirement Advice (CORA) のサービス内容と手数料

サービス	内容	手数料 (手数料種別)	支払方法
無料サービス	<ul style="list-style-type: none"> 年金制度、商品に関するオンライン上での情報提供。 リタイアメント・オプションズ・レポートの作成 (オンライン上で複数の質問項目を入力することで、現状分析と今後の選択肢について、メリット・デメリットを含め提示) 	—	—
個別アドバイス	<ul style="list-style-type: none"> 電話を通じた専門家によるアドバイス。 より個別・具体的なアドバイス・レポートの作成 	199ポンド/セット (アドバイス手数料) ※返金保証付き	デビットカード、 クレジットカード (レポート受領前)
プランニング 実行	<ul style="list-style-type: none"> 推奨リタイアメント・プランニングに基づいたファンド購入・ポートフォリオ構築。 (自社、他社商品を含めて) 	499ポンド/セット (アレンジメント手数料)	年金(投資)資産からの引き落とし (別途支払いも可)
継続管理	<ul style="list-style-type: none"> 個々人の金融状況や考え方、計画を踏まえた、オンラインを通じた毎年のプラン見直しサービス 	資産残高に対し0.5%/年 (継続・サービス手数料)	年金資産から控除 (四半期ごと)

(出所) LV=より野村資本市場研究所作成

におけるアドバイスを提供できるか」であると述べている⁵²。また同社は、確定給付型年金加入者にも幅広くアドバイスを提供するため、年金基金に対し、CORA のサービス機能を応用したオンライン・サービス「エルヴィー・ペンション・コンパス (LV= Pension Compass)」の提供も発表している⁵³。同サービスを通じ年金加入者は、オンラインにより、個々の状況に応じた年金の選択肢や各選択肢のメリット・デメリットの提示を受けることができ、契約もできる。このサービスには、電話での専門 FA によるアドバイス・サービスも含まれる。

2. バーチャル・アドバイザーの今後の見通し

マッキンゼーはバーチャル投資アドバイスの市場規模について、年間 660 億ドルの収益を上げるポテンシャルを有しており、金融機関にとっては、顧客を惹きつける重要な役割を担い得るとしている⁵⁴。またその中で、バーチャル・アドバイスは対面サービスと比較し、顧客満足度の向上に加え、40~50%のコスト削減、1日の顧客との接触件数は5倍、ポートフォリオ策定に割く時間は3倍、商品販売に係る生産性は2.75倍に改善するとしている。

金融機関にとって、対面アドバイザーの採用・維持が困難になる中、バーチャル投資アドバイスは、特に新興市場における金融資産 100 万ドル以下の大衆富裕層対応の解決策となる可能性もある。米国、欧州、アジアにおいては、消費者の相当割合においてバーチャル投資アドバイスが受け入れられる土壌ができており、中国信託商業銀行が台湾で提供する「エア・フィナンシャル・アドバイザー」や、ブラジルのイタウ・ユニバンコが提供する「ペルソナリテ」といった例も出てきている。また、UBS によると、アジアの顧客の約4割は、アドバイザーとの直接的なやりとりよりもデジタル・ツールを通じたやりとりを好むという⁵⁵。

なお、米国でも同様の動きが見られる⁵⁶。バンガードは 2015 年 5 月、2 年間の試験期間を経て、ロボ・アドバイザー機能と電話を中心とする専門のアドバイザーによる相談機能を兼ね備えた「バンガード・パーソナル・アドバイザー・サービス」の提供を開始した。最低投資金額 5 万ドル、30bp の年間手数料で提供されるものであるが、サービス開始前に同サービスへの投資資金として、新規資金 70 億ドル、既存の預り資産から 100 億ドルの合計 170 億ドルの資産を集めている⁵⁷。同社は当該サービスについて、年金に関する支援を求めるベビーブーマー世代に適したものになるとしている。またオンライン証券の

⁵² 前掲脚注 26 の FCA 主催のロボ・アドバイス・フォーラムでの発言より。

⁵³ LV=, “LV= to create pension freedom tools for final salary scheme”, September 7, 2015.

⁵⁴ McKinsey & Company, “The Virtual Financial Advisor: Delivering Personalized Advice in the Digital Age”, June, 2015.

⁵⁵ UBS は、2014 年に世界で初めてウェルス・マネジメントに特化したイノベーション・ラボをチューリッヒに設立し、同年のロンドンに続き、2015 年 6 月にはシンガポールにもラボを設立している。

⁵⁶ 米国のロボ・アドバイザーの詳細については、和田敬二郎・岡田功太「米国で拡大する「ロボ・アドバイザー」による個人投資家向け資産運用」『野村資本市場クォーターリー』2015 年冬号参照

⁵⁷ “Virtual financial advice becomes a profitable reality”, *Financial Times*, June 21, 2015.

イトレード (E*Trade) は、早くからバーチャル投資アドバイス拠点設けており、2009年にオンライン・ポートフォリオ・アドバイザーのサービスを開始している。300人のアドバイザーが、30支店と2ヶ所のハブからサービスを提供する。同社は、顧客は全ての投資プロセスがデジタル・ツールで完結することを望む一方で、多くは依然としてアドバイザーとの相談も求めているとする。またフィデリティも米ロボ・アドバイザー大手ベターメントと提携し、バックオフィスなどの支援を提供する独立FA約3,000人に対しロボ・アドバイザー・サービスを提供している。

VI オンライン投資アドバイスの今後と日本への示唆

ロボ・アドバイザーのポートフォリオ構築に用いられる理論、バーチャル・アドバイスの内容自体は、従来対面で提供されてきたものと質的に異なるわけではない。しかし、自動化やオンラインでの提供を通じて、時間や場所にとらわれず、迅速かつ低コストで資産形成について専門的知見からの支援を受けることができるところに、その革新性がある。

ロボ・アドバイザーについては、収益性の低さから市場拡大を疑問視する声もある。しかし、同様に収益性の低さから成長を疑問視されていたETFは、低価格を武器に顧客の支持を集め、グローバルで資産残高3兆円を突破している。ロボ・アドバイザーの市場規模について米コンサルティング会社A.T.カーニーは、2020年までに米国だけで2.2兆ドルに達すると予想している⁵⁸。今後、ロボ・アドバイザーもETF同様、薄利多売型のビジネスとしての地位を確立する可能性がある。

またロボ・アドバイザーについては、ミレニアル層だけを対象にしたサービスとの見方もあるが、欧州においては必ずしもそうではない。ナツメグの顧客の平均年齢37歳とミレニアル世代より上の世代を中心としていることに加え、ウェルス・ホライズンは45歳、マネー・オン・トーストの主要顧客層は35~49歳となっている⁵⁹。マネー・オン・トーストのニコラスCEOは、ロボ・アドバイザーについて、「低所得者層や若年層に向けたサービスという考え方は間違っている」と述べている。このように、欧州におけるロボ・アドバイザーは、よりシニアな世代も顧客として取り込んでいることが分かる。日本でも、ロボ・アドバイザーはシニア層を取り込める可能性がある。日本証券業協会が、証券取引の世代別オンライン利用について行った調査によれば、2015年3月末時点の全オンライン有残高口座（残高が1円以上の口座）に占める60歳以上の割合は41.5%、50歳以上は

⁵⁸ “Robo advisors to manage 2.2 trillion portfolio by 2020”, A.T. Kearney, June 23, 2015. なお、“A robo-adviser may be in the works for Morgan Stanley”, *InvestmentNews*, October 21, 2015、“Study calls out State Street and Invesco to join the robo-game”, *InvestmentNews*, October 28, 2015、“Merrill Lynch is developing its own robo-adviser”, *InvestmentNews*, November 6, 2015によれば、米国では、モルガン・スタンレーやステート・ストリート、インベスコ、メリルリンチなどにおいても、ロボ・アドバイザーへの参入を模索する動きが見られる。

⁵⁹ “The rise of the robo-adviser”, *Money Observer*, September 22, 2015, “The five lessons on robo-advice from day one of the FCA’s forum”, *Professional Adviser*, October 1, 2015.

61.4%となっており、決して若年層に偏っているわけではない⁶⁰。また、2030年までに1,000兆円以上の相続が予想される中⁶¹、オンラインをあまり利用しない80歳代の高齢者から、よりオンラインを利用する50歳代に対し、多額の資産が移転する可能性があり、日本におけるロボ・アドバイザーの潜在的市場規模は大きいと言えよう⁶²。

対面サービスを提供してきた金融機関にとっても、ロボ・アドバイザーやバーチャル・アドバイスの導入は、メリットがある。まず、「時間・場所に捉われず、低コストで迅速に、専門的なサービスを受けたい」という既存・潜在顧客のニーズを満たすことができる。加えてFAにとっては、時間的な余裕が生まれることで、顧客の信頼獲得に重要な業務に時間を割くことができるようになり、生産性向上や更なるビジネス拡大が期待できる。また、少額のオンライン投資サービスで運用を始めた顧客が、資産増加に伴い複雑な悩みを抱えるようになり、対面アドバイスを求めるようになる流れも想定される。一方、オンラインゆえに、顧客獲得が受身であったロボ・アドバイザーにとっても、対面チャネルを併せ持つことで、積極的に顧客獲得に動くことが可能となる。実際、ナツメグによる対面アドバイスへの参入に見られるように、オンライン投資サービスは対面サービスに対立するものではなく、それぞれが相互補完的な機能を持つサービスと言える。

日本においては、対面チャネルのサービス・ラインナップを拡充する取り組みは進んでいるものの、オンライン機能を本格的に活用する動きにはなっていない。今後、日々進化するテクノロジー環境で顧客ニーズも大きく変化する中、顧客の支持を獲得するためにも、対面サービスとの相互補完的な役割を追及する形でのオンライン投資サービスの拡充が求められよう。

⁶⁰ 日本証券業協会「インターネット取引に関する調査結果（平成27年3月末）について」（平成27年6月2日）。

⁶¹ 詳細については、宮本佐知子「注目集まる相続資産市場と金融機関の取り組み」『野村資本市場クォーターリー』2015年夏号参照。

⁶² 厚生労働省「平成26年簡易生命表の概況」（平成27年7月30日）より、男性の平均寿命80.5歳、女性の平均寿命86.83歳、フィデリティ退職・投資教育研究所「フィデリティ退職・投資教育研究所レポート」（平成24年3月）より、相続人の平均年齢51.8歳、総務省ウェブサイト「平成25年通信利用動向調査」より、80歳以上のインターネット利用率22.3%、50歳代91.4%を参照。