

米国における『証券リテールビジネス』の潮流

二上季代司

筆者は昨年一二月初旬、「米国リテール証券業務視察」⁽¹⁾に参加し米国証券会社を視察する機会を得た。調査の対象は、米国証券会社における個人向け営業の現況（顧客開拓の方法、顧客管理、顧客からのクレームの対応、各種レギュレーションの対応、人材の獲得・育成方法等）である。老後に備えた資産形成や富裕層の資産運用に関わるビジネスは、わが国でも証券会社はもちろん銀行、信託、保険等の他業態で高い関心をもたれているが、このビジネスで先行している米国では、具体的にどのような営業展開が行われているのか。それが基本的な問題関心であったことはいうまでもない。

折しも、米国はサブプライムローン問題が大きな話題になっており、相場急変で顧客対応に追われるブローカー（営業員）も多かった。サブプライム問題による金融・証券市場の混乱が、アメリカの証券リテールビジネスにおいてここ数年来みられた傾向（後述）を変えてしまうとは思えない。以下では、今回の視察から得られた米国証券リテールビジネスに関する知見のうち、参考と思われる部分を整理し、わが国への示唆を引き出してみたい。

1 訪問先概要

今回の訪問先は左表のとおりである。Sun Cityを除き、アメリカ西部、南部の地方都市郊外に所在する支店・

訪問先一覧

	訪問先	場所
12月3日 (月)	Reymond James & Associates	テキサス州オースティン市 (Austin)
	Frost Financial Management Group (Frost Bank)	
12月5日 (水)	Sun City	ネバダ州ラスベガス市 (Las Vegas)
	①Citibank (Anthem Financial Center) ②Banc of America Investment Services ③Wachovia Securities Financial Network (Anthem支店)	ネバダ州ヘンダーソン市 (Henderson)
	現地コンサルタント Yuji渋谷氏 (HYS Associates)	カリフォルニア州サンフランシスコ市 (San Francisco)
12月7日 (金)	Smith Barney	カリフォルニア州サンマテオ市 (San Mateo)
	Merrill Lynch	カリフォルニア州メンロ・パーク (Menlo Park)

営業所である。スミス・バーニーやメリル・リンチについては詳しく説明するまでもないが、それ以外の訪問先については知られていない業者も多いので、簡単に概要をまとめておこう。

(1) Reymond James & Associates

同社は持株会社Reymond James Financial Inc.傘下の証券子会社(フルラインサービス)であり、兄弟会社として①独立系IC (Independent Contractor) を営業員として抱えるReymond James Financial Servicesと②カナダの証券子会社Reymond James Ltd.がある。同グループは三社合計でFA (Financial Advisor) を四七〇〇人、ICを三五〇〇人 (IC店舗、一五四〇店) 擁し、二〇〇六年収入実績は二六億三二七五万ドル、純利益二億一〇〇万ドルであり、収入構成は以下のようになっている。筆者達が訪れた支店はオースティン市郊外の山の手にある閑静な住宅街にあり、営業員二〇人程度の中規模支店であり、応対者は支店長である。

Private Client Group	63.8%
Equity & Fixed Income Capital Markets	18.5%
Professional Asset Management Fee	7.6%
R.J. Bank	4.4%
そのほか	5.7%

(2) Frost Financial Management Group

同グループはFrost Bankの証券・信託部門である。フロスト銀行はテキサス州サンアントニオ市で創業（一八六八年）し、テキサス州では独立系最大手の銀行である。二〇〇六年末、資産規模は二三・二億ドル（全米七四位）、一〇〇以上のファイナンシャルセンターを抱える。なおFrost Financial Management Groupは、預かり資産二五〇億ドル（うち運用資産一一〇億ドル）規模である。この部門からあがる非銀行収入は三四%（業界平均は二〇%）にのぼる。なお、同グループは次の四つのサブ部門からなっている。

(3) Sun City

Sun CityはDell Webb社が運営する五五歳以上の高齢者に限定したコミュニティである。アリゾナをはじめサンベルト地帯を中心に全米二一箇所で建設されている。筆者達が訪れたラスベガス市近郊のサンシティはそのうちのひとつで、七〇〇〇世帯、一万三千人（平均年齢六七歳）が居住し、もともと所得水準が高い（平均年収一〇万ドル以上）。四〇%はまだ職を持っているとされるが、年収の多くは金融資産・不動産からの資産所得と類推され、その資産獲得を狙って多くの金融機関（City Bank, Smith Barney, Banc of America Investment Services, Wachovia Securities等）が出店、営業展開している。

信託	個人向け信託、慈善信託
退職者向けサービス	401K、IRAs
Wealth Management	Private Banking, 資産1,000万ドル以上の顧客 多様なサービスのため専門家が多く関与する。チーム構成は10人（ポートフォリオマネージャー関係4人、不動産・石油ガス関係2人、税務関係2人など）。ヒューストン、ダラスに各1チーム、サンアントニオに2チーム
ブローカレッジサービス	50万ドル～1,000万ドルの顧客。 各支店のブローカーが対応する

(4) Banc of America Investment Services

同社は持株会社Bank of America Corporationのブローカレッジ証券子会社である。

(5) Citibank Financial Center

Citibankは全米各地にFinancial Centerと呼ばれる支店を設置している。Financial Centerは通常の預貸業務のほか中小企業向けスペシャリスト、投資サービスやモーゲージ(住宅ローンなど)のスペシャリストのサービスも提供している。筆者達が訪問したAnthem Financial Centerもそのひとつである。

(6) Wachovia Securities

ワコビア証券は持株会社Wachovia Corp.傘下の証券子会社であり、兄弟会社のWachovia Bankは全米有数のスーパーリージョナルバンクとして日本でもよく知られている。同証券は昨年、独立系のA. G. Edward証券と合併し、預り資産はメリルリンチ、スミスバーニーに次いで全米三位となった。筆者達が訪れたAnthem支店は、前述のラスベガス近郊Sun Cityの南端近くのショッピングセンターにあった。なお、同支店の陣容は、スタッフ九人(うちFA四人、オペレーター三人、マーケティング二人)で、口座数三五〇、預かり二億ドルとかなり小ぶりの支店である。営業収入は二百万ドル、営業費用四〇万ドル、利益一六〇万ドル、収入内訳は変額年金四〇%、投信三〇%、仕組み債三〇%で個別株の収入は僅少にすぎない。

(7) Smith Barney

同社はCitigroup Global Capital Markets Inc.の一部門であり、ブローカー業務、投資銀行業務、資産運用業務を含むフルラインの証券会社である。支店営業所は七九五、国内顧客口座九二〇万（預かり一・五兆ドル）をほこる。筆者たちが訪れたのは、サンフランシスコから車で一時間ほど南下したSan Mateo近郊の閑静な住宅街に所在する中規模クラスの支店である。

(8) Merrill Lynch

同社は全米最大したがってまた世界最大の証券会社であり、リテール業務は同社のGlobal Private Client部門（個人、中堅企業が客）の所管である。同部門は従業員六万六千人、預かり一・五兆ドル（二〇〇六年現在）である。筆者達が訪れたのは、San Mateoからさらに南下し、シリコンバレーに近いMenlo Parkに所在する支店である。なお、同社では証券・保険・銀行の各業務を包括するビジネス・ユニット「Complex」を採用しているとのことである。このコンプレックスは同社全体で一四一ユニットあり、当支店のコンプレックスは近隣四つの地域を管轄し、FA一〇〇名、一〇〇億ドルの預かりがあり、全社中でトップテンに入る、とのことである。

2 顧客

以下、(1)顧客、(2)営業手法、商品・サービスの順で、訪問記録を紹介しておきたい（なお、カッコ内は聴取先である）。

(1) 顧客開拓

新規顧客開拓の方法としては、①Cold call (電話外交)、②Referral (紹介)、③セミナー開催、④Websiteの開設があげられる。このうち、コールドコールは客の申し出により「お断りリスト (non-call list)」に記載される
と自由に来来なくなる。このためこの手法は以前ほど利用されないことである。最も有望な方法は既存顧客
からの紹介であり、その他外部 (会計士・弁護士) からの紹介もあり、セミナーもよく利用される。なお営業員
が自らウェブサイトを開設し、情報発信する場合には、会社のチェックが入る (レイモンド・ジエームスほか)。
また、フルラインの総合証券会社の場合には、投資銀行部門や機関投資家部門から、その企業顧客の役員やI P
Oを行った企業の役員・幹部の紹介を受け、これが富裕層ビジネスの有力な顧客となっている (メリル・リン
チ)。

【銀行からの紹介】

銀行系証券会社の場合には、銀行からの顧客紹介が加わる。この場合、取引履歴・取引内容等の顧客情報の共
有が認められているが、フロスト・バンクでは顧客の事前承認を求めるガイドラインを定めている。また顧客情
報の部門間共有のためにデータベースを作つてそこにアクセスできるようにしてある (フロスト・ファイナンシ
ヤル)。

もつとも、銀行からの紹介客は額が小さいとの指摘がある。銀行からの紹介客は一般的には平均最低ロット一
万ドルからだが、ロットに下限を設けていないとのこと、現状、口座平均は三〜四万ドルである (シティバン
ク・フィナンシャルセンター)。なお、銀行側担当者のインセンティブは、当初は取引があるたびにコミッショ
ンの一部を受け取っていたが、現在ではクレジットを与え、ボーナスとして還元している。またシティグルー

は九〇年代に富裕層をターゲットにしてきたが、九〇年代後半にマス富裕層にまで拡大、ここ最近では再び富裕層をターゲットに据え、これら富裕層をスミス・バーニーに紹介している、とされる(シティバンク・フィナンシャルセンター)。

銀行が系列証券会社に顧客紹介するとすれば、投信等の銀行自身による証券販売はこれと競合しないのであるか。この疑問に対し、コンサルタントの渋谷氏は「銀行に証券営業員は常駐していない。名刺が置いてあるだけで、そこに紹介するのである」と答える。つまり日本のように、銀行が自ら投信等を販売するのではなく、系列証券に顧客を紹介するのが一般的なのであるか。それとも、顧客セグメントごとに対応を異にしている⁽²⁾のであろうか？

【セミナー】

外部からの紹介元である弁護士や会計士には日頃から連絡を取り合う努力が必要であるが、それにしても紹介自体は受動的である。したがって現状、能動的な顧客開拓方法はセミナーの開催ということになる。セミナーの方法としては、マーケティング会社に見込み先顧客リストを作らせメールを送るのが一般的であるとされる(バンカメ・インベストメント・サービズ)。もちろんセミナー開催費用は会社もちだが、インデペンデントコンサルタント(ICC)の場合は営業員個人が行うことがあり、その場合には費用は折半にすることもある(レイモンド・ジェームス)。

(2) 顧客セグメント

多くの証券会社では、主として預かり資産額を基準に顧客をセグメント(区分)し、異なった顧客対応を行っ

ている。顧客区分ごとに様々な用語が使われ、超富裕層は「High net worth」、彼らに提供されるサービスは「Private banking」とか「Wealth management services」と呼ばれる（メリル・リンチ、スミス・バーニー、フロスト・ファイナンシャル）。一般に、これより額の小さい富裕層は「Affluent」と呼称し、その中でもさらに額の小さい層は「Mass Affluent」と呼ばれる。もつとも、セグメントの基準額は業者によって区々ではある。

結論を先取りしていえば、こうした富裕層向けサービスには、法人営業（機関投資家向けセールスや投資銀行業務）で培われてきた営業手法（資産管理、チーム営業など）や商品・サービスが用いられている。それが、時代を経るにつれ、徐々に小口の顧客にも援用され、大衆化しつつある。わが国で多くの証券会社が注力している「ラップアカウンツ」⁽³⁾も機関投資家や一部の富裕層が享受していた投資管理サービスを大衆向けに組みなおしたものであり、それがいまやわが国では資産額一千万円未満にまで小口化しているのである。

そのように考えると、限定された一握りの富裕層向けサービスだからといって看過していると、いつの間にか、その廉価版・大衆版が出てきてマーケットが席卷されてしまう、という恐れがないとはいえないのである。もつとも、こうした富裕層向け営業が成り立つためには、コスト面で受け入れ可能な資産額の下限が存在する。それは現状、アメリカでは五〇万ドルと考えられる（「ブローカー（営業員）」としては最低ロット五〇万ドルは欲しい）、バンカメ・インベストメント・サービス）。また、こうした超富裕層向け商品・サービス、営業手法のすべてが大衆化するわけでもないだろう。

そこで、この点を詳しく見るために、営業手法や商品・サービスについてどのような発言があったか、整理してみよう。

3 商品・サービス

(1) 個別株推奨からファイナンシャルプランへ

アメリカでもネット証券は対面営業の証券会社にとって常に意識するライバルであるが、これに対しては、長期の資産形成に役立つような「ファイナンシャル・アプローチ」を重視するという。すなわち「自分も、以前は個別株を推奨してきたが、これが分散投資に結びつかない下手なやり方だと気づき、顧客の財産状態に応じた長期の資産形成に役立つソリューションの提案に重きを置くように変えた。特に、加齢を重ねるとともに株式から徐々に債券ヘリバランスする必要があるが、このタイミングにはアドバイスが必要不可欠であり、そこに我々ブローカーの意義がある。その点でSMAは戦略商品である。SMAでは、顧客資産の属性に適したやり方で四半期ごとにリバランスを行う」(レイモンド・ジェームス支店長)という。

なお、アメリカでは営業員の企業家精神を尊重し、どのような営業を行うかは彼らの裁量に任されているが、にもかかわらず、この一〇年間、ファイナンシャル・プランニングの意義が向上し、コミッションからフィーへの移行は止まらない、と指摘される(レイモンド・ジェームス)。同様の意見は別のところでも聞かれる。「最近五年間で著しくフィーにシフトした。個別株の売買注文はネット証券に回す。一件二五ドルではやってられない。ポートフォリオ作成では、小額の場合はTrack⁴で対応するが、五〇万ドル以上になるとSMA⁴で対応する」(シテイバンク・ファイナンシャルセンター)。

(2) 富裕層ビジネスにおけるセグメント

こうしてコンサルタントベースのリテール営業が一般化しつつある米国であるが、預かり資産の多寡に応じて

提供する投資物件・サービスや営業対応は異なってくるようである。例えば、フロスト・フィナンシャルでは五〇万ドル以上一千万ドル以下ではブローカレッジ・サービスといって基本的に担当営業員が対応するが、それ以上の超富裕層になるとチーム営業で対応するという。他方、先述のバンカメ・インベストメント・サービスーズの担当者もいう、「五〇万ドル以下では投資物件だけですむ、それ以上になると投資物件だけでは対応できない。加えて、高額になればなるほど相続税対策や不動産プランなど他のサービスも必要になってくる」。

これをわが国に引き直せば次のようになり、すなわち、日本円で五千万円までの顧客ならば、投信ラップそのほか単品商品の組み合わせで対応可能であるが、それ以上になるとポート作成でもコンサルタント・ラップのようなオーダーメイドに近いサービスになるほか税務、不動産そのほかのサービスが必要になる、ということである。また一〇億円以上になると、担当営業員のみでは対応できなくなる。顧客ニーズに応じて複数のスペシャリスト（税務、不動産など）を糾合し、担当営業員は顧客ニーズを聞き取るリレーションシップマネジャーの役割へと変化していく。投資銀行業務における「チーム営業」とよく似た組織的対応になってくるわけである。そこで次に、メリル・リンチ社が提供している、一千万ドル（一〇億円）以上の High net worth 向け「Wealth Management Services」についてみよう。

(3) ウェルス・マネジメント・サービス

同社のウェルス・マネジメント・サービスは、① Private Portfolio Management ② Concentrated Stock Management ③ Tax Minimum Strategies ④ Alternative Investment ⑤ Trust and Estate Planning Services ⑥ 成り立っている。①は投資ポートフォリオの作成・実行、②は企業オーナーの自社株保有など特定の資産に集中

している場合に、流動性回復、リスクヘッジ、リスク分散などのソリューション（解決手段）を提供、③は節税対策、④はプライベートエクイティファンドやヘッジファンドなど代替投資物件の提供、⑤は主として相続税対策を狙った慈善信託や財団の設定となる。

最後の信託・財団の設定を除き、これらはすべて機関投資家向け業務としてこれまで多くの投資銀行が手がけてきたものである。これらの営業手法が、超富裕層向けサービスに転用されているということであろう。また、同社のウェルス・マネジメント・アドバイザーの一人は言う、「我々のチームは三人のアドバイザーからなり、七五の顧客に対応している。多くはIPOを終えた客、企業を売却した客で、預かり額は小さい客で五〇〇万ドル、多い客で一億ドル、総計一三億ドルである」。

このチーム営業も投資銀行業務から派生してきたものである。M&Aの拡大とファイナンス手段の多様化につれ発行企業のニーズが多様化し、一人のバンカーでは対応できなくなるにつれ、企業ニーズに対する解決手段を提案する際に、関係するスペシャリストを糾合したチームが結成されることになり、顧客担当バンカーはRelationship Managerと呼ばれるようになった。これとちょうど同じ組織対応が超富裕層ビジネスにも援用されている。ちなみに、証券会社の超富裕層顧客は、IPOを終えた企業オーナーや自社を売却した旧オーナーが多く、投資銀行部門の顧客でもあったケースが多い。

したがって、この分野では投資銀行は有利なシナジー効果を発揮していると想定できる。しかし、それは絶対的な有利性を持つわけでもない。というのは、富裕層ビジネスにおけるこうした傾向は、一方では、自社の商品・サービスだけでは対応できず、必然的に他社商品も販売する「オープン・アーキテクチャ（open architecture）」の傾向を強めるからである。であれば、この業務におけるサンクコスト（埋没費用）は小さく、

参入障壁は比較的低いことになる。S M A自体が客の資産運用を外部の運用マネージャーに委託するというオープン・アーキテクチャの商品なのである。実際、富裕層ビジネスで預かり資産を増やしているのは、小規模な登録投資アドバイザーだといわれている(表1)。

(4) マス富裕層ビジネス

もちろん、米国でもHigh net worthは一握りであり、これより額が小さい富裕層(Affluent) 向けのビジネスも盛んである。とりわけ、退職者資産の多くは五〇万ドル以下であり、これらはMass Affluentと呼ばれる。こうしたマス富裕層ビジネスではどのような営業展開がなされているのだろうか。

米国では、大学には自費で進学するの

表1 富裕層ビジネスにおける競争

		預り資産 (兆ドル)	シェア	シェア変化 (過去2年)	社数 (主な業者)
ワイヤーハウス・投資銀行ブローカーレッジ部門		3.3	29%	—	10社 (メрил、スミスバーニー、UBS、モルガンスタンレー、ゴールドマン・サックス)
プライベートバンク・信託会社		2.5 (注1)	23%	-3%	200社以上 (ノーザントラスト、バンカメ、JPモルガン、ワコビア、ウエルズファーゴ)
投信運用会社・ディスカウントブローカー		1.6	14%	+1%	500社以上 (シュワブ、フィデリティ、バンガード、イトレード、T・ロウ・プライス)
登録投資顧問		2.9	26%	+2%	
内 訳	High Net Worth アセットマネージャー (注2)	1.0	9%	—	500社以上 (ベルンシュタイン、ニュー・バーマン、メロン、オッペンハイマー)
	独立ファイナンシャルアドバイザー (注3)	1.0	9%	+1%	8,000社以上 (プレジジオ、BBR・パートナーズ、バレンタイン、フィン、オックスフォード・ファイナンシャル、コッチス・フィッツ)
	地方・独立ブローカーディーラー	0.9	8%	+1%	1,000社以上 (レイモンドジェームス、LPL、デイン・ロウシャー、ロバートブレア)
保険会社		0.9	8%		500社以上 (NYライフ、マス・ミューチュアル、リンカーン・フィン、メットライフ、プリンシパル)

(注) 1. 銀行ブローカー・ディーラーの分を含む。
 2. 主として登録投資アドバイザーとしての預かりだが、それに限るものではない。
 3. 登録投資アドバイザーとしての預かりのみ (米国ではアドバイスによってフィーを受け取るためには登録投資アドバイザー、Registered investment advisoryとしての資格が必要である)。

(出所) 『証券アナリストジャーナル』2007年6月号、p.34。
 (原資料) Cerulli, The VIP Forum, PFS International Marketing Research.

で多くの若者は教育ローンを抱えている。したがって、それを返し終えて貯蓄に励むのは三〇代後半から、とされる。そこで証券業界でも顧客層は中年層が中心となる（フロスト・フィナンシャル）。これら中年層のうち被雇用者は、多くは401Kプランを利用しているので、会社が用意した投資プランを選択し自動的にそこへ資金は運用されることになる。

そこで、証券会社や投資アドバイザーの門をたたくのは、退職を控えたころ、すなわち五〇歳前後からが最も多くなる。このときに、彼らが業者に求めるアドバイスの多くは「自社株」の扱いである、とされる（渋谷氏）。401Kプランでは投信運用のウェイトが高いとされるが、自社株運用も結構多いからである。さらに、退職すれば、401KはIRA（Individual Retirement Account）に切り替えられる。IRAでは、運用商品は自分で決めなければならない。大抵は、リスクの面で偏ったポートフォリオになっているので、それを是正するだけでもリターンは向上するのである。

かくて、退職を控えた五〇歳前後の人々は、自分のプロフィールに適した形でこれまで蓄積してきた運用資産をリバランスしてくれるアドバイザーを必要とするのであり、それがアメリカ証券業界におけるリテールの中核的な顧客層になっていると考えられる。この業務において、大手証券の営業員であることのメリットは見出せない。商品やサービスは「オープン・アーキテクチャ」であり、必要とあらば外部から仕入れることができるからである。実際、ここでもシェアを高めているのは独立系であるといわれている。⁽⁵⁾ また、某独立系FAの会社では、「客と絶えず接触を取りニーズ把握に努めている。同じ性格の客を集めてセミナーを開き、客同士を会話させて運用を誘導している」（渋谷氏）という。

4 おわりに

以上は、今回の視察でえられたヒアリングからまとめたものであって、きわめて限られた範囲内のものであるうえ、十分な事実関係の裏づけをとったものでもない。したがって確定的なことはいえないが、あえて結論付ければ、以下のようになるう。

米国で生じている証券リテール営業の流れは、①コミッションからフィーへ（コンサルタントベースのサービスへの移行）、②オープン・アーキテクチャア、③機関投資家向けサービスのパーソナル化・大衆化である。資産管理業務は機関投資家向け営業で洗練さを磨いてきたのだが、これがまず富裕層向けに援用されている。その過程で、他社や他業態、外部の商品・サービスの提供が必要となり、オープン・アーキテクチャの動きが強まっている。そして、この動きはさらに加速して、超富裕層のみならずマス富裕層にまで拡大、大衆化しているように見える。その最初の商品がSMA（別称ラップアカウント）であった。こうした動きの兆候は、投信の系列外販売などが国でも見られ始めている。もつとも、その程度は日米でかなり格差が大きい、その方向性は指摘できるのではなからうか。

注

(1) 本視察は、日本証券業協会東京地区評議会からの委託調査の一環として行われた。本稿作成に当たっては同視察団の一員である日本証券経済研究所の若園智明主任研究員より聴取テープ等の資料提供をうけた。記して謝したい。なお、意見にわたる部分は私見であり、視察団の見解を代表するものではない。

(2) たとえば、投資物件の執行ですむものは銀行内部で行い、富裕層向けのスキルを要するものは証券会社に紹介する、

というように。

- (3) アメリカでは、SMA (Separately Managed Account) と呼ぶほうが一般的である。
- (4) シティグループのTradeは最低ロット二・五万ドル。一一種類のポートフォリオが用意され、顧客プロフィールに基づき選択される。加齢とともに自動的にリバランスされる。他方、SMAは最低ロット五〇万ドルで、顧客プロフィールに基づき最適な運用マネージャーが選択され、そこが運用する。もちろんリバランスもしていく。
- (5) 「証券会社・銀行系のFAは三年程度で交代する。だから独立系が伸びている」(渋谷氏)。なお、長島亮「独立系アドバイザーの拡大により成長を続けるチャールズ・シュワブ」『資本市場クォーターリー』二〇〇七年秋号、も参照。

(にかみ きよし・客員研究員)