

第14章 金融危機後の米国リテール証券業

はじめに

リーマン・ブラザーズの破綻が引き金となった2008年の金融危機は、米国資本市場に大きな打撃を与え、大手銀行、証券、保険が実質的に破綻する騒ぎとなった。またこの混乱を受けて2010年ドッド=フランク（DF）法¹⁾の制定により、大恐慌以来といわれる大きな金融制度改革が行われた。このように金融危機を引き金として、米国の金融機関は大きな方向転換を余儀なくされたように見える。

しかし、変容を強いられたのは主に投資銀行部門であった。むしろリテール証券業における証券会社のビジネスモデルは概ね肯定され²⁾、投資家の信頼を大きく損ねることもなかったといえよう。実際、DF法の中身を見ても、リテール証券業に直接関わる条項は、投資信託の広告³⁾と後述の証券外務員の受託者責任⁴⁾等に限られた。しかもこれらは金融危機前から行われていた議論で、新たな問題が顕在化した訳ではなかった。

とはいえ、2008年9月29日にはダウジョーンズ工業株価平均が史上最悪の777ドル安をつけ、米国銀行、証券大手6社すべてが何らかの組織再編に巻き込まれるという未曾有の事態を乗り越えていく中で、リテール証券業も無傷ではいられなかったと考えられる。そこで、本章は米国リテール証券業に焦点を当て、金融危機さえも乗り越えた耐久性の高いビジネスモデルや金融再編を経て登場しつつある新たなビジネスモデルがどのようなものを考察していきたい。

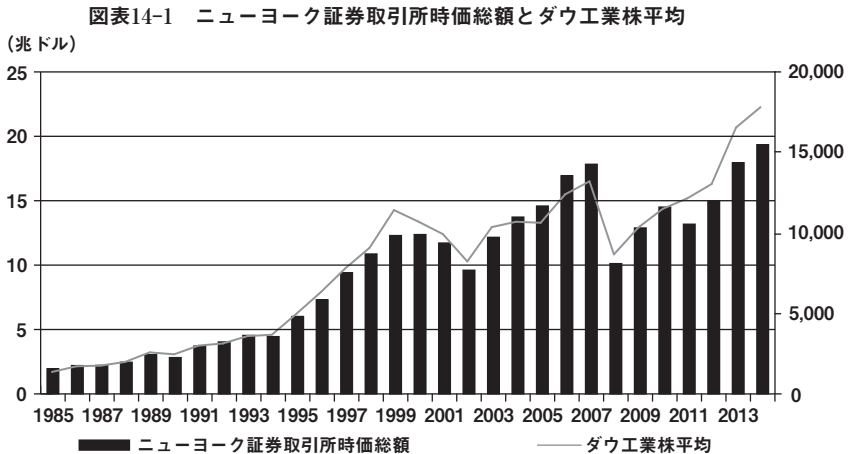
1. 金融危機前後の組織再編

(1) 金融危機の打撃

最初にアメリカの証券会社が受けた打撃と回復の度合いを確認したい。図表14-1は米国株式市場の時価総額、ダウ工業株価である。

金融危機のあった2008年、ダウ工業平均株価は34%減、ニューヨーク証券取引所の時価総額は43%減となり、同証券取引所会員証券会社の税引前利益は2007年から2008年にかけて赤字となった。その後、株価は2012年に時価総額は2013年に金融危機前の水準に戻った。しかし、会員証券会社の収入合計をみると、2012年になってもピークの2007年の45%の水準の1618億ドルに留まっている⁵⁾。税引前利益については2007～2008年と赤字を計上した後、2009年に585億ドルを計上したが、翌年以降は大きく落ち込み、2012年は240億ドルに留まった⁶⁾。

しかし、収入構成を見ると、2007年の収入の6割を占めていたのはM&A



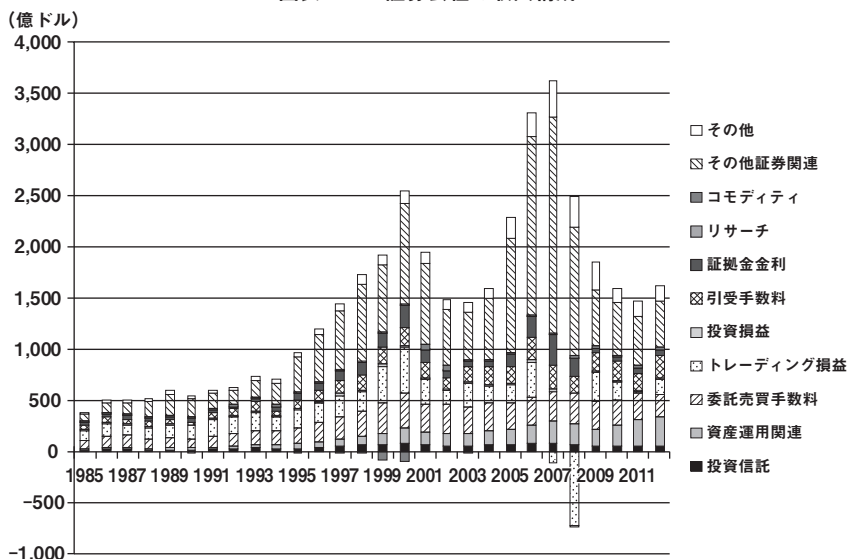
〔出所〕 Securities Industry & Financial Markets Association〔2014〕

アドバイザーや私募業務等を含むその他証券業務で、2012年の同比率は3割弱まで落ち込んでいる（図表14-2）⁷⁾。一方、委託売買手数料を抜いてリテール証券業の中核を占めるようになった投資信託及びSMA（Separately Managed Account）等の資産運用関連業務は、2012年に合計340億ドルと2007年を15%上回る水準まで伸びた⁸⁾。つまり、金融危機後の証券業を収入面で下支えしてきたのはリテール業務と言えよう。

（2）金融危機による大手金融機関の合従連衡

ではこうした異常事態を乗り切るため、大手銀行、証券がどのように再編されたのかをみてみたい（図表14-3）。2008年9月15日にリーマン・ブラザーズが破綻し、バンク・オブ・アメリカがメリル・リンチの買収を発表したが、結局のところ、銀行、証券の大手6社すべてが何らかの組織再編に関わった。例えば、証券専門として残ったモルガン・スタンレーとゴールドマン・サックス

図表14-2 証券会社の収入構成

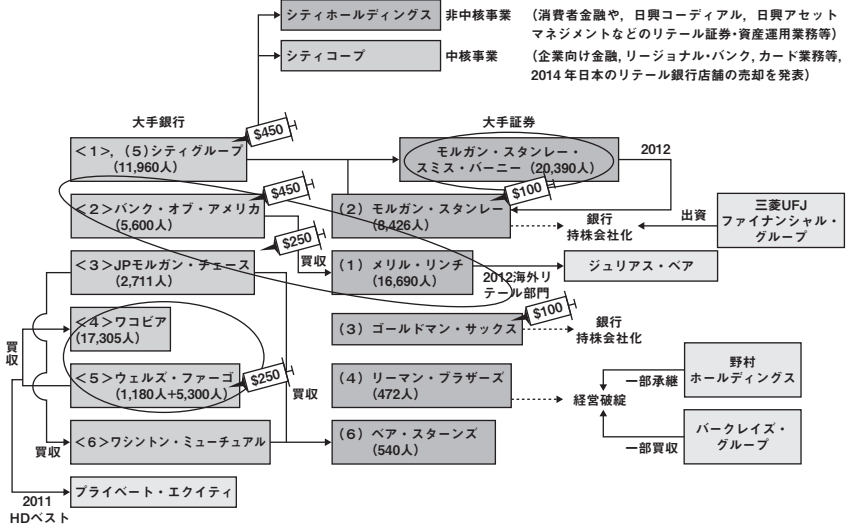


〔出所〕 Securities Industry & Financial Markets Association〔2014〕

は資金繰り難を回避するため銀行持株会社となった。またシティグループ傘下のスミス・バーニーはモルガン・スタンレーとリテール証券業の合併会社を設立した。さらに、銀行でありながら、傘下証券で大手証券⁹⁾並みの営業担当者を抱えていたワコビアも、ウェルズファーゴと合併した。

これらの再編の第一の目的は言うまでもなく危機回避であったが、そのような中でも買収候補先としてはリテール証券業に強い会社が好まれた。危機の引き金を引いた投資銀行業務と較べ、収益が安定していたからである。結果、米国には営業担当者数が2万人規模のリテール証券が3社誕生した。

図表14-3 金融危機による米国大手証券、銀行の再編



(注) ベア・スターンズのJPモルガンによる買収は2008年3月。バンク・オブ・アメリカ、メリル・リンチ、モルガン・スタンレー、スミス・バーニーの個人向け証券営業担当者数は合併発表時、ワコビアはAGエドワーズ買収時。それ以外はSIFMA Year Bookの2007年初の数字。ウェルズ・ファーゴは系列証券の営業担当者数+会計士を証券外務員として抱える傘下会社HDベストの営業担当者数。()の証券会社の順位は2007年初の長期負債を含めた自己資本ランク。< >の銀行の順位は2007年末の総資産ランク。ただし外国銀行・異業種グループの銀行は除いた。○は2万人規模の証券営業担当者を抱える大手金融機関が誕生したことを示す。◀▶は、公的資金の注入を示す。単位は億ドル

〔出所〕各種資料

(3) 大手証券の事業構成の変化

総合証券会社の3大業務はリテール証券業、投資銀行業、資産運用業であったが、伝統的な大手証券の事業構成の変化については唯一専業総合証券として残ったモルガン・スタンレーが参考になる。同社は2008～2009年の金融危機の後、2010～2011年の脆弱期、2012～2013年の回復期を経て、ようやく2014年から成長期に戻ったと述べている¹⁰⁾。

投資銀行業務で大きな痛手を負った同社は、2009年初にスミス・バーニーとの合弁会社を設立してリテール業務に軸足を移し¹¹⁾、2012年に完全子会社化すると発表した¹²⁾。その結果、2014年のモルガン・スタンレーのリテール部門の構成比は2007年の24%から2014年の43%まで拡大した。

また同社は銀行持株会社となったことから、リテール部門における預金、ローン業務を強化した。大手証券による銀行サービスの拡大は2000年代に入った頃から見られ、スミス・バーニーは当時のグループ銀行のシティバンクのサービスを提供していた。モルガン・スタンレーは完全子会社化を契機に預金等を自社に移管し、資金繰りも安定させた。モルガン・スタンレーの預金は2014年第3四半期の総資産の26%を占め¹³⁾、同第2四半期の米国預金残高ランキングでは第10位と専業銀行に匹敵する規模となっている¹⁴⁾。

資産運用業はリテール部門の製販分離が進んでいることから、2009年に投資信託の運用部門（モルガン・スタンレーとヴァン・カンペン）を売却すると発表した¹⁵⁾。ライバルのメリル・リンチや合弁相手のスミス・バーニーもそれぞれ2006年と2005年に運用部門を切り離しており、同社もこの流れを踏襲した。ただしモルガン・スタンレーの場合は不動産投資とプライベート・エクイティに強い機関投資家向けの運用部門は残した。

(4) 主力営業チャネルの交代

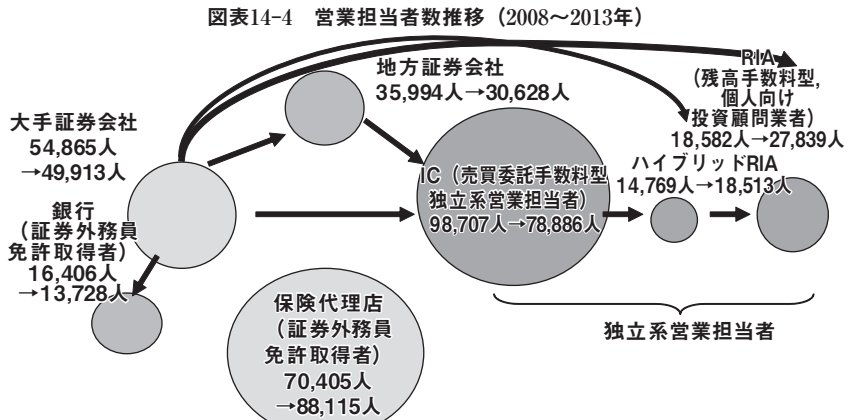
では、大手証券は組織再編によって盤石な営業基盤を築けたのであろうか。図表14-4は金融危機以降の個人向け営業担当者数の推移を見たものである。過

去5年の営業担当者数は30万人超とほぼ横ばいであるが従来型の大手及び地方証券会社の営業担当者数が減少し、独立系営業担当者の中でも特に個人向け投資顧問業者であるRIA (Registered Investment Advisor)¹⁶⁾ が伸びている。

独立系営業担当者とは、金融機関に従業員として所属せずに組織に縛られない営業を行う営業担当者である。証券外務員資格を有し、取引連動型の売買委託手数料や販売手数料等を受け取るIC (Independent Contractor)、投資顧問の資格で個人向けに一任運用も含む証券アドバイスを提供し、預かり資産に応じた残高手数料等を得るRIA (Registered Investment Advisor)、両者を兼業するハイブリッドRIA が併存する。

新卒で大手証券に採用され、研修を受けて一人前となって経験を積んだ後、歩合の戻し率の高い地方証券会社に転籍したり独立したりしてICやRIAとなる動きは従来からみられた。米国では、ベテラン営業担当者が転籍する場合は顧客もついていくことが多い。しかし金融危機の前後からいくつかの変化が見られるようになった。

第一に、投資銀行のイメージダウンに引きずられたり親銀行の社風に染まることを避けるため、大手証券を去る営業担当者が増えた。実際、メリル・リン



(注) →は営業担当者の典型的な転職パターンを示す
 [出所] LPL, Annual Report, 2013, 等より作成

チは2014年に45人の営業担当者とその顧客の預かり資産186億ドル（前年比80%増）を失ったと報道されている¹⁷⁾。

第二に、ハイブリッドRIAはRIA専業への通過点と考えられていたが、これを着地点と捉える営業担当者が増え、RIAの間口が広がった¹⁸⁾。その結果、完全独立は煩わしいと考える営業担当者も取り込めるようになったのである。

また、これまでのところ、目覚ましい伸びを見せたのは営業担当者数で、2011年の営業担当者当たり預かり資産はRIAでも大手証券の半分であった¹⁹⁾。しかし、今後は預かり資産比率の上昇も期待されており、2018年のRIAとハイブリッドRIAの市場シェアは13年の20%から8%ポイント増えると予想されている²⁰⁾。

2. 変わらない個人の投資目的

(1) 投資目的は老後の資産形成

金融危機前後において米国リテール証券業のあり方に変化が見られなかった理由の一つには、投資家のニーズが変わらなかったことがある。図表14-5はアメリカの投資信託の投資家像である。アメリカでは、家計の半分弱が投資信託を保有していることから、これは平均的な投資家像を浮き彫りにしていると考えられる。

投資信託の投資家の半分弱を占めるのは、1946～1964年生まれのベビーブーマーである²¹⁾。年収のメジアン（中位値）は8万ドル、金融資産の半分以上に投資信託が占める家計の割合は7割弱で、投資信託資産のメジアンは10万ドルである²²⁾。そして彼らの9割以上は老後の資産形成のために投資を行っている²³⁾。つまり、余裕資金で投機を行っているのではなく、ごく普通のアメリカ人が必要に迫られて投資を行っていることがわかる。特に2010年にはベビーブーマーが初めて65歳に達しており、彼らの最大の懸念が老後の生活であるという傾向は今後もしばらく続く。彼らにとって金融危機は不安材料の一つとは

図表14-5 アメリカの投資信託の投資家像

	2007	2009	2013
投資信託を保有する家計が全家計に占める割合	44%	43%	46%
投資家に占めるベビーブーマー	45%	44%	45%
年収（メジアン）	7.4万ドル	8万ドル	8万ドル
投資信託が金融資産の半分以上を占める家計の割合	64%	66%	66%
投資を行うのは老後の資産形成のためである	91%	94%	92%

〔出所〕 Investment Company Institute〔2008, 2010, 2014b〕

なり得ても、投資をやめる理由とはならなかったのである。

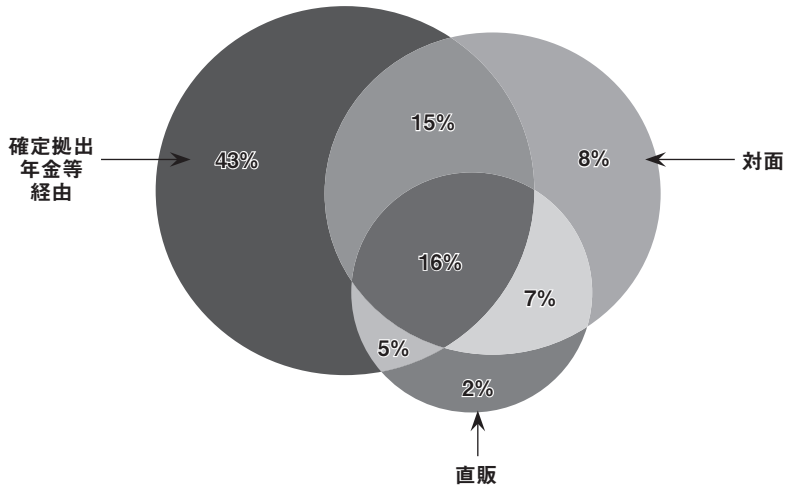
また投資信託の購入経路を見ると、確定拠出年金等が79%を占めている（図表14-6）²⁴⁾。確定拠出年金のみが購入経路となっている投資家も43%いることから、これが投資信託の入り口となっていることがわかる²⁵⁾。その他、専門家経由、直販チャンネルを活用する投資家もいるが、直販のみの投資家はわずかに2%である。つまり、46%の投資家は専門家のアドバイスも求めている²⁶⁾。米国では90年代に直販やネットチャンネルが発達したが、その後のITバブル崩壊や金融危機を経て、自力で投資判断を行う難しさを実感した投資家は、むしろ金融の専門家を頼るようになっていく。

（2）投資家が望むのは営業担当者との協同体制

もっとも金融機関は、対面でのアドバイスを求める投資家を金融資産ごとに区分し、それぞれに合ったサービスを提供している。具体的には10万ドル～100万ドルを資産形成層、100万ドル以上を富裕層、500万ドル以上を超富裕層と捉えることが多い。これらの家計の比率を見ると、2012年の富裕層、超富裕層の数は金融危機以前の水準に戻っていないが、資産形成層は2007年比で19%増の2720万人となった²⁷⁾。従来、大手証券はこうした資産形成層に対面にてアドバイスを提供することはコストに見合わないと思えがちであったが、その穴を埋めたのが独立系チャンネルとも言えよう。

営業担当者との距離の保ち方については、調査会社のスペクトラム・グループが研究している。同社によれば投資家にはすべて自分で意志決定

図表14-6 投資信託の購入経路



(注) 合計は100%とならない

〔出所〕 Investment Company Institute〔2014a〕

を行う自己完結型、営業担当者からアドバイスを受けつつ、自ら意志決定を行う協同型、営業担当者に投資判断を委ねる依存型の投資家が存在する（図表14-7）²⁸⁾。傾向としては金融資産が増える程、自己完結型の投資家が減って依存型の投資家が増えるが、いずれの層でも最も多いのは協同型である。協同型には大きなライフイベントがある時だけ、営業担当者にアドバイスを求めるタイプと、定期的にアドバイスを求めるタイプが存在するが、いずれにしても最終判断は自分で下すという点で一致している。つまり、営業担当者は投資家に情報を提供するのみならず、金融に関する啓蒙も行いつつ、自ら意志決定ができるよう支援していくことが求められるようになっている。

図表14-7 預かり資産別投資家のタイプ (%)

	10万ドル～ 100万ドル未満	100万ドル～ 500万ドル未満	500万ドル～
自己完結型	38	26	23
協同型：特定のライフイベントがあるとアドバイスを求める	34	32	27
協同型：定期的に営業担当者からアドバイスを受ける	18	29	32
依存型	11	13	18

〔出所〕 Spectrum Group [2014]

3. 商品の変化

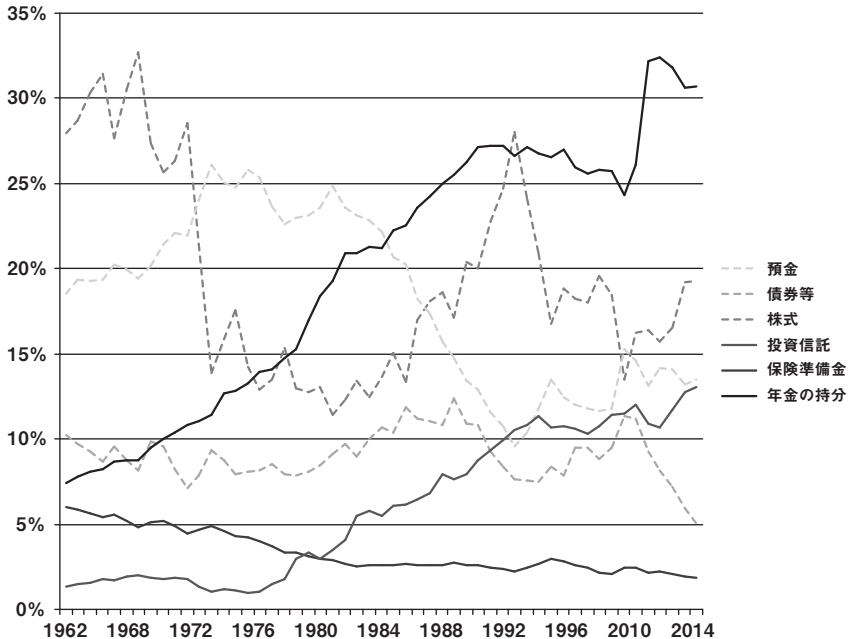
(1) 年金を中心とする資産構成

家計金融資産の資産選好の傾向を見ても、大きな変化はない。家計資産は2008年こそ2割減となったが2010年には金融危機前の水準に戻った。家計資産に占める年金の持分比率が最も高いことには変わりはなく、今や中核的年金となった確定拠出年金を中心に投資信託が主な運用対象となっている。また金融危機の最中には安全資産である預金の比率が高まって15%を超えたが、足元は再び低下傾向にあり、投資信託の比率が高まり続けている（図表14-8）²⁹⁾。

そこで投資信託の動向をみると残高は2006年から10兆ドルを超えていたが、2008年に9.6兆ドルと底をつけた後、13年には15兆ドルまで拡大した³⁰⁾。安全性の高い資産への逃避が行われたことから、2009年～2012年に最も純資金流入額が多かったのは債券ファンドである。株式ファンドの純資金流入額が債券ファンドのそれを上回ったのは2013年であった。このように足元は債券ファンドの金利リスクが懸念されているが、これに応える商品として投資戦略の制限を緩和したアンコンストレインド・ファンドが注目を浴びている。

運用手法としては、市場環境が厳しくなり、投資家が運用コストに敏感になったことから、パッシブ・ファンドが急拡大した。もっともパッシブ運用が

図表14-8 家計金融資産の資産配分



(注) 年金の持分は確定給付，確定拠出年金（企業型，個人型）を含む。2009年までは年金準備金〔出所〕Federal Reserve Board〔2014〕

広く受け入れられるようになった一方で，金融危機の打撃は広範囲に及んだことから，市場とは異なる動きをするオルタナティブ商品も好まれるようになった。

加えてアメリカでは，従来以上にますますアセット・アロケーション型商品が選好されるようになってきている。パッシブ運用の拡大も銘柄選択以上にアロケーション選択に軸足を移した動き，オルタナティブ商品の普及もより分散投資を意識した動きと捉えることもできる。

(2) パッシブ運用の台頭

(A) 高まるパッシブ・ファンドのシェア

2013年のインデックス・ファンドとETFの合計残高は3.4兆ドルで、投資信託にETF等を加えた残高17兆ドルの2割を占めている³¹⁾。アメリカの株式アクティブ・ファンドの2014年純資金流出額は984億ドルであったのに対し、ETFも含めたパッシブ・ファンド純資金流入額は1666億ドルであった³²⁾。こうした傾向に伴い、2014年の米国最大のファンド・ファミリーはパッシブ運用で知られるバンガードの2.7兆ドルとなり、アクティブ運用で知られる2位のフィデリティ及び3位のアメリカン・ファンズ（キャピタル・リサーチ）に倍以上の差をつけた³³⁾。特にETFは残高が底をつけた2008年の3.15倍、本数では1.7倍となった³⁴⁾。2015年現在、米国最大のファンドは従来型の投資信託ではなく2015年1月の残高が2095億ドルのETF、SPDR S&P 500である³⁵⁾。

(B) スマートβ

もっとも最近ではアクティブとパッシブの間に位置するスマートβ型運用が増えている。スマートβの定義は一律ではないが、一般に時価総額以外の基準でウェイト付けされた指数に連動する運用スタイルと解されており、中長期的に市場平均を上回ることが期待される。

その先駆者と言われるディメンショナル・ファンド・アドバイザーは81年の創業で、ノーベル賞受賞者のファーマ氏、マートン氏、ショールズ氏が社外取締役等を務め、彼らの理論に沿った数量的モデルで運用を行っている³⁶⁾。資産拡大のカギは営業担当者の金融リテラシーにあると考え、同社の経営哲学を理解する営業担当者を厳選し、ノーベル賞受賞者の講義を含む同社の研修に自費で参加させた上で、販売を認める方針を貫いてきた。同社が「株は選ばずに営業担当者を選ぶ」と言われる所以である³⁷⁾。2014年初時点では、同社は大手証券会社に商品を卸しておらず、厳選されたICとRIAわずか1900人がこれを販売している³⁸⁾。金融危機前のピークである2007年の運用資産は1400億ドル程度であったが2014年は3810億ドルに拡大し、ファンド・ファミリーとしては第10

位となった³⁹⁾。

(C) ETFに力を入れるチャールズ・シュワブ

スマートβの運用手法はETFにも取り入れられ、ETFの多様化が進んだ。また、ETFはコストが割安であることから当初は自助努力型の投資家向け商品と捉えられたが、近年の成長の背景には営業担当者がこれを推奨し、預かり資産に組み込むようになったことがある。実際、ETFと親和性の高いRIAチャンネルでは預かり資産の7%がETFとなっている⁴⁰⁾。これに対して、自助努力型のチャンネルの浸透率は4%に過ぎない⁴¹⁾。

また、2007年頃からはETFを単独商品と見なすのではなく、アセット・アロケーション・ファンドやマネージド・アカウントに組み込む動きが見られるようになった。特にネット証券最大手でRIAチャンネルにも力を入れてきたチャールズ・シュワブは2009年に初めて自社ETFを導入したが、その売買手数料を無料とした⁴²⁾。また翌年には米国第2位のETFストラテジスト（後述）のウィンドヘブン社を買収したりETFのみで運用するSMAを導入したりしている。さらに2013年には同社の投資信託スーパーマーケットのETF版を導入した他、2014年には原則ETFで運用する業界初の低コスト確定拠出プランを開発した⁴³⁾。

こうして2014年第4半期のチャールズ・シュワブの預かり資産に占めるETFの割合は約10%の2363億ドルとなっている⁴⁴⁾。

(D) ETFストラテジスト

このETFストラテジストはモーニングスターの定義によれば、運用資産の50%以上にETFを組み込んで一任サービス（マネージド・アカウント）を提供する投資顧問業者である。ETFのポートフォリオを組成してそれを最終顧客に提供する場合もあるが、黒子となってこれをRIAに提供する場合も増えている。つまり、RIAチャンネルはカストディアンも兼ねる証券会社とRIAから成り立っているが、この間にさらにETFストラテジストが介在するようになった。

2014年第3四半期には143社がETFストラテジストとして合計960億ドルを

運用しており⁴⁵⁾、ブラックロック社は2015年には1200億ドルに達すると予想する⁴⁶⁾。

(3) 急拡大するリキッド・オルタナティブ

オルタナティブ投資とは、株式や債券等の伝統的投資とは収益の相関性が異なる資産や手法で投資することを指す。金融危機によって伝統的な投資の運用成績が低迷し、また分散投資の重要性が再認識されたことから世界のオルタナティブ・ファンドの運用会社上位100社の運用残高は2009年の1.7兆ドルから2013年の3.3兆ドルまで拡大した⁴⁷⁾。

オルタナティブ・ファンドには不動産に投資する私募ファンド、未公開企業に投資するプライベートエクイティ・ファンド、市場の動向に関わらず様々な手法を駆使して絶対リターンを上げることを目指すヘッジファンド等がある。私募ファンドは流動性が低いこともあり、投資できるのは機関投資家と収入や資産要件を満たす一部の富裕層に限られている。しかし、ヘッジファンドに関しては、私募ファンドの投資手法を用いながら投資信託としての要件を満たすリキッド・オルタナティブと呼ばれる商品が急速に拡大した。

リキッド・オルタナティブ市場の規模は、2008年はわずか470億ドルであったが2013年には前年比74%増の3080億ドルまで急成長しており⁴⁸⁾、2018年までには4900億ドルに達するとの予測もある⁴⁹⁾。投資手法は様々であるが、2013年はクレジットが38%、ロング・ショートが28%を占めた⁵⁰⁾。

このように洗練度の高い商品は大手証券が主力販売先の一つとなるが、大手証券におけるリキッド・オルタナティブの残高は2011年の465億ドルから2013年の883億ドルまで拡大した⁵¹⁾。これに伴い、大手証券における個人向けの伝統的ヘッジファンドとリキッド・オルタナティブの残高の比率も逆転して後者のシェアは51%となった⁵²⁾。一方、伝統的ヘッジファンドの中では手数料が高めとなるファンド・オブ・ファンズの比率が下がった。

(4) アセット・アロケーション型サービスの普及

(A) 一任サービス

アセット・アロケーション型の代表的なサービスには、マネージド・アカウントと呼ばれる一任サービスがある。2008年の残高は1.3兆ドル（投資信託市場規模の13%）であったが2014年は3.8兆ドル（同24%）、2018年には6.7兆ドルになると予想されている⁵³⁾。

一任サービスの特徴は顧客の投資目的や投資経験、リスク許容度等に沿って作成した投資方針に基づき、証券会社が取引ごとの承認を得ずに有価証券の売買を行うことである。残高手数料を徴収することから、取引連動型手数料よりも顧客と営業担当者の利害を一致させやすい仕組みであると言われている。また、金融危機の痛手を被った個人投資家がこれまで以上に分散投資の重要性を認識したこと、単品の商品ではなくソリューションを求めるようになったこと等がさらなる拡大の背景にある。

加えて、DF法に証券外務員の受託者責任に関する調査を要請する文言が加わり、証券外務員の営業行為規制が一任サービスを提供する投資顧問業者並に引き上げられる可能性が高まった⁵⁴⁾。つまり、両サービスの同質化も視野に入ってきたことから、従来は富裕層向けサービスと捉えられてきた一任サービスのハードルが下がった模様である。

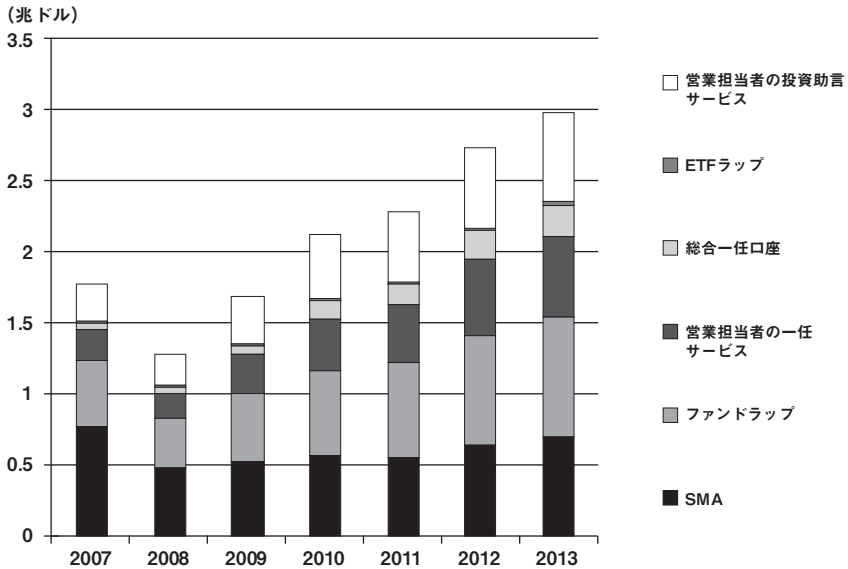
証券会社の一任サービスはSMAを中心に発達し、その簡易版としてファンドラップも導入されたが、これらはシステム負担が大きかったため、当初は大手証券の牙城であった。2014年第2四半期も大手4社のシェアは54.4%を占めるが、多様な証券会社が一任サービスを拡大しようとしていることから大手、SMAともに比率を下げている⁵⁵⁾。

一任サービスと一口に言っても大きく分けて5種類あり、わが国にも導入されているSMAとファンドラップはその一類型に過ぎない。2009年までは証券会社が優良投資顧問業者を選別して運用を委ねるSMAの構成比が31%と主流であったが、2013年第1四半期には23%まで落ち込み、ファンドラップの構成

比が最大の28%となった（図表14-9）⁵⁶⁾。ファンドラップが伸びているのは、大手以外の証券会社、特にICを採用するIBD（Independent Broker-Dealer）と呼ばれる証券会社がこれを中核に一任サービスを拡大していることがある。IBDの所属ICは営業の裁量が大きいが、小規模事業主も少なくないため、自ら個別銘柄の選択も行うより、言わばパッケージ商品であるファンドラップを選ぶ場合も少なくないからである。

こうした中、大手証券は他のチャネルと差別化する意味合いもあり、より柔軟性の高い営業担当者の一任サービスを拡大している。2013年第1四半期の営業担当者の一任サービス全体の残高は5825億ドルでシェアは19%だが、18年には営業担当者の助言サービス（2013年第1四半期21%）⁵⁷⁾を上回り、1.5兆ドルに達すると見られている⁵⁸⁾。ETFのラップは2013年は230億ドルに過ぎないが、これは2012年比95%増である⁵⁹⁾。また以上のように商品別に一任口座が異なるのでは機動的な運用ができないとの考えから、あらゆる商品を内包する総

図表14-9 米国のマネージド・アカウント市場



〔出所〕 Money Management Institute [2013]

合一任口座 (Unified Managed Account) も登場している⁶⁰⁾。2013年に導入されたメリル・リンチ・ワンは同社の5つのマネージド・アカウントの後継口座となることが決まっており、急ピッチで移管が進められている最中であるが、移管の際にその25%に相当する新規流入額も加わっていることから滑り出しは好調とみられている⁶¹⁾。

(B) バランスファンド

なお、こうした一任サービスの効用について認知されつつあってもある程度の預かり資産がないと顧客にとっては手数料負担が重くなりかねない。そこで資産形成層の身の丈にあった類似サービスとして、バランス型ファンドも拡大している。2008年の投資信託全体に占めるこうしたファンドの残高は5%に過ぎなかったが、2013年は8%の1.2兆ドルまで拡大した⁶²⁾。

4. 対面チャネルの変化

(1) 大手証券会社

金融危機期の再編で営業担当者数が2万人規模まで膨れた大手証券も、その後のスリム化により15,000人前後で安定化した。

大手証券の特徴は、リサーチが充実している他、投資商品以外も含めた品揃えが幅広いことで、ブランド力もある。ただし、こうした本社からの支援が充実している代わりに、歩合制を取る営業担当者の戻し率は業界でも最低水準となる。

ベテランほど、こうした本社の支援を必要としなくなることから独立する営業担当者が目につくようになった中で、大手証券は従来以上に富裕層に特化する戦略を取っている。伝統ある大手証券の場合、他の新興チャネルと較べると預かり資産総額では他を圧倒し、顧客層も幅広いが、プライベート・バンクの牙城である超富裕層市場向け営業を強化する一方で、資産形成層の取り込みには消極的な姿勢をみせている⁶³⁾。

図表14-10はモルガン・スタンレーの顧客層別預かり資産である。同社の目標は、13年に3割を占める超富裕層の比率を高めることで⁶⁴⁾、少数精鋭部隊を組織して対応にあたっている。この少数精鋭部隊は77年に設立されたが、スミス・バーニーとの合併会社設立により一層強化された。2009年の同部門の顧客の最低純資産は2000万ドルで彼らに対しては世界の25の店舗で約500人の営業担当者が包括的な金融サービスを提供する⁶⁵⁾。

また、モルガン・スタンレーは、機関投資家並みの運用コンサルティングを超富裕層に提供するグレイストーン・コンサルティングを2009年に発足させた⁶⁶⁾。これも元々定評のある部隊が母体となっており、発足当初から運用会社の選択やモニタリングを行うアナリストが60人、営業を担当する30チームからなる⁶⁷⁾。

さらに2014年には、69人の営業担当者からなるスポーツ選手と芸能人専門部隊も組織した⁶⁸⁾。これらの著名人には運用のアドバイスの他、それぞれのニーズにあったローンや傷害保険を提供したり、慈善活動を支援したりするという。

バロンズ誌が毎年公表する2014年全米トップ営業担当者ランキングは、上位1～5位をモルガン・スタンレー勢が占めた。そのうちの3チームは超富裕層部隊所属で、もう1チームはグレイストーン・コンサルティングの所属である⁶⁹⁾。そのトップに君臨するボーガン氏は、預かり資産146億ドル、典型的な口座の規模は7500万ドルで超富裕層の他、基金や財団等も顧客として抱えている⁷⁰⁾。

図表14-10 モルガン・スタンレーの預かり資産構成比 (億ドル)

	2009年	2014年 第1四半期	変化率
預かり資産1,000万ドル以上	4,100	7,010	71%
預かり資産100万ドル～1,000万ドル未満	6,130	7,890	29%
預かり資産10万ドル～100万ドル未満	4,080	4,120	1%
預かり資産10万ドル未満	510	410	-20%

[出所] Gorman [2014]

これらの部隊のライバルはプライベート・バンクや後述のファミリー・オフィスとなることから、モルガン・スタンレーはマネージド・アカウントや銀行サービスを強化している。実際、同社の預かり資産に占めるマネージド・アカウントの比率は38%と業界最高水準を占める⁷¹⁾。預金も2008年は364億ドルであったが、2014年第3四半期は1295億ドルと3.6倍になった⁷²⁾。ローンも2011年110億ドルであったが2014年第3四半期は350億ドルまで拡大しており、その6割弱を証券担保ローンが占める。会社はその他住宅ローンや顧客ごとに条件を設定するカスタマイズローンも提供しており2014年第2四半期にローン商品の一つ以上を提供した営業担当者の比率は64%である⁷³⁾。

(2) 地方証券会社

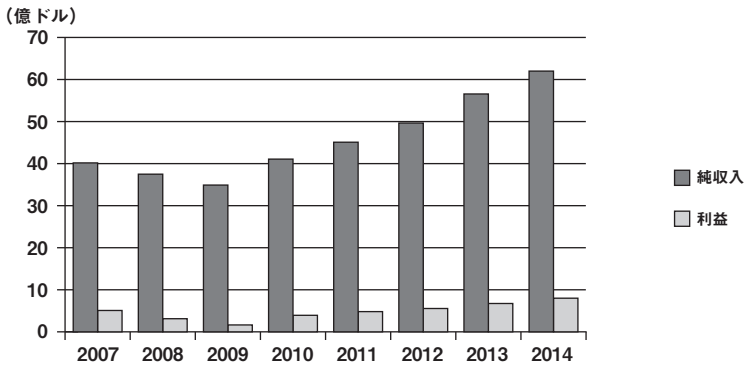
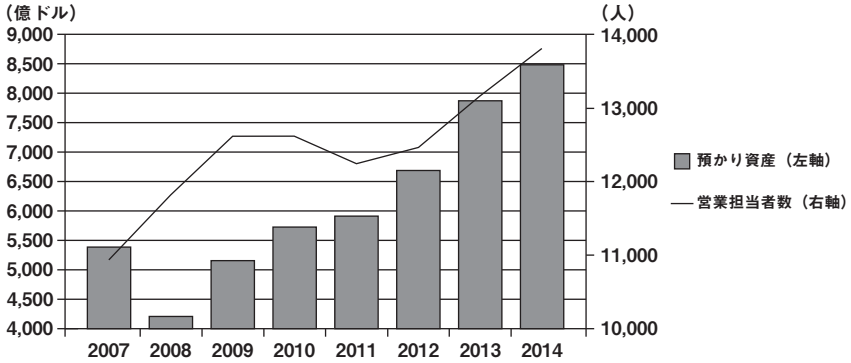
地方証券会社も全体的にみれば営業担当者数を減らしているが、大手が打撃を受けている間に勢力を伸ばした証券会社もある。

例えば、一人店舗で知られるエドワード・ジョーンズは系列投資信託を持たず、昔ながらの飛び込み外交を行ってロングセラー投資信託を資産形成層に販売するシンプルな営業スタイルで拡大してきた。デリバティブやSMA、ネット取引等の流行には手を出さないという経営哲学を持つ。またこのように同業他社とは企業文化が大きく異なることから、証券営業以外の就業経験のある人を採用し、徹底的な研修によって証券営業担当者として育ててきた。

こうした保守的な経営が奏功し、同社の預かり資産や純収入は2010年には金融危機前の水準に戻った。しかし、何よりも注目されたのは、金融危機の最中も営業担当者を採用し続けたことである(図表14-11)。2012年には、2020年までに営業担当者数2万人、預かり資産1兆ドルを達成するという「20/20ビジョン」を発表した⁷⁴⁾。

ただし、この計画を遂行するに当たり、いくつかの方向転換も行った。まず、2008年にファンドラップを導入し、これにはその他の有価証券を組み込むことができるUMAとしてのオプションもつけた⁷⁵⁾。また、2013年には初めて自社投信を設定した。これはJPモルガン等に運用を再委託するファンド・オ

図表14-11 エドワード・ジョーンズの業績



[出所] Jones Financial 10K (2014)

ブ・ファンズ形態となっており、ファンドラップの顧客にのみ提供し始めた⁷⁶⁾。ファンドラップの残高が増えると第三者の投資信託の組み合わせでは機動的なリバランスが行い難くなると判断したため⁷⁷⁾、2015年にも4本追加される予定である⁷⁸⁾。ファンドラップ自体も順調に拡大し、2014年第3四半期は1330億ドルと預かり資産の16%を占め、全米第4位の規模となった⁷⁹⁾。

採用に関しても他社からの引き抜きを行うようになった他⁸⁰⁾、米国の大学に外務員資格取得のための寄付講座を設置したり、軍経験者専門の研修プログラムを開発したりして、多様な人材を取り込む工夫をこらしている⁸¹⁾。

なお、こうしたエドワード・ジョーンズの活躍に目が向けられることが多い

が、後述のレイモンド・ジェームズはICの活用で急成長を遂げ、スタイル・ニコラウスは投資銀行を買収して総合証券となるなど、従来型の地方証券会社からの脱皮を目指す動きは他にも見られている。

(3) ICを採用するIBD

2014年、対面型証券で大手証券4社、エドワード・ジョーンズに続いて預かり資産や営業担当者数が多いのはLPLファイナンシャルズ、レイモンド・ジェームズ、アメリプライズ等のIBDである。これらの営業担当者は従業員ではなく、大手証券等で営業経験を積んだ後、より営業の自由度が高く、歩合の戻し率が高い独立系の営業担当者となる。

大手証券会社、地方証券会社、IBDの営業担当者はいずれも歩合制であるがその戻し率がそれぞれ4割、5割、9割程度と異なっている。同一ブランド下で報酬の異なる営業担当者の舵取りをするのは難しいと考えられていたことから、対面チャネルは基本的に1社1チャネル制であった。こうした中で複数チャネル制に挑戦したのがレイモンド・ジェームズである(図表14-12)。同社は本社からの支援の度合いと歩合の戻し率、営業担当者の自由度とコンプライアンス責任の所在に応じた複数のチャネルを用意し、営業担当者が自分に働きやすい環境を選べるような仕組みを整えて拡大した。つまり商品、リサーチ、ITプラットフォーム等規模の経済が働くものは全員で共有するが、支店の立地やアシスタント等はどちらが選ぶかによって負担を変える仕組みである。

なお、この仕組みの利点は営業の自由度にあることからベテランはもちろん、付随業務として証券業に関わる営業担当者にも適している。そこで、同社は87年からこのインフラを活用して銀行に営業担当者を派遣したりするようになった。もともと軒貸し方式をとる銀行に対しては、その支援に特化した証券会社が人材を派遣していたが、現在はLPLやレイモンド・ジェームズを筆頭に、IBDが主要な担い手となっている。

図表14-12 レイモンド・ジェームズの営業チャネル

レイモンド・ジェームズ個人営業部門						
社内チャネル (RJA)			社外チャネル (RJFS)			
	伝統型	単独立型	IC	ハイブリッド RIA	RIA	銀行
概要	レイモンド・ジェームズの従業員。伝統的支店で営業活動を行う	レイモンド・ジェームズの従業員。本社サポートを受けながらも独立色が強い	レイモンド・ジェームズの従業員ではない	レイモンド・ジェームズの従業員ではなく取引/残高連動手数料の両方を獲得	残高連動手数料のみ。完全に独立	銀行/信用組合等で働く。レイモンド・ジェームズの従業員ではない
営業担当者が満たすべき要件	5年以上の営業経験。年間30万ドル以上の営業収入	3年以上の営業経験。年間75万ドル以上の営業収入	3年以上の営業経験。新規出店は年間25万ドル。既存店は15万ドル以上の営業収入	RIAの組織構造による	5,000万ドル以上の預かり資産	3年以上の営業経験。年間25万ドル以上の営業収入
資格	証券外務員	証券外務員	証券外務員	証券外務員投資顧問業者	投資顧問業者	証券外務員
歩合の戻し率	33~55%	70~78%	80~100%	ICとして85~100% RIAとして100%	残高手数料の100%	33~55%
アシスタントの採用者	支店長。人事部からのサポートあり	支店長。人事部からのサポートあり	営業担当者	営業担当者	営業担当者	銀行/信用組合等
商品・サービス	全ての商品・サービスにアクセス可	全ての商品・サービスにアクセス可	全ての商品・サービスにアクセス可	全ての商品・サービスにアクセス可	全ての商品・サービスにアクセス可	全ての商品・サービスにアクセス可
IT	本社のIT部門が包括的なITシステムを提供	本社のIT部門が包括的なITシステムを提供	本社のIT部門が包括的なITシステムを提供	本社のIT部門が包括的なITシステムを提供	本社のIT部門が包括的なITシステムを提供	本社のIT部門が包括的なITシステムを提供
福利厚生	レイモンド・ジェームズが提供	レイモンド・ジェームズが提供	自己負担。割引あり	自己負担	自己負担	銀行/信用組合等が提供
支店・営業場所	レイモンド・ジェームズが決定	営業担当者が決定	営業担当者が決定	営業担当者が決定	営業担当者が決定	銀行/信用組合等が決定
リサーチ	全ての社内外のリサーチ	全ての社内外のリサーチ	全ての社内外のリサーチ	全ての社内外のリサーチ	全ての社内外のリサーチ	全ての社内外のリサーチ
コンプライアンス責任	支店長/本社	支店長/本社	営業担当者(本社が支援)	RIAの組織構造による	営業担当者、外部のコンサルタントも活用	レイモンド・ジェームズ本社と銀行支店長

〔出所〕 Raymond James [2014]

(4) RIA

これまで紹介してきた証券外務員型の営業担当者と異なり、RIAは投資顧問業者として証券アドバイスを提供する。ビジネスモデルとしては、個人向けの投資顧問そのものの業者から、フィナンシャル・プランナーまで様々であるが、いずれも外務員資格がなければ取引連動型手数料は受け取れず、マネージド・アカウント同様に残高手数料を徴収することが多い。そのため、顧客との利害を一致させやすいとみられている。

顧客へのアドバイスを実施する際にはチャールズ・シュワブ等の証券会社の注文執行システムを利用し、顧客の資産もこうした証券会社がカスタディアン

として預かる。売買委託手数料等は顧客が証券会社に支払うが、これは免除されることも多い。従って、顧客から見ると証券外務員型の営業担当者と見分けが付きにくく、営業担当者によって販売行為規制が異なるのは投資家保護の観点から好ましくない、という RIA の主張が外務員の受託者責任問題の背景にある⁸²⁾。

RIA 伸張の目覚ましさは、預かり資産の伸びに表れている。2008年こそ前年比17%減の2兆ドルまで落ち込んだが、その後順調に回復し、2013年は4兆ドルとなった⁸³⁾。RIA チャネルトップのチャールズ・シュワブも2008年に前年比18%減の4770億ドルをつけた後、2014年には1兆ドルを突破した⁸⁴⁾。

87年から RIA 向けサービスを開始したチャールズ・シュワブは先駆者として、こうした発注・カスタディシステムに加えて様々な営業支援を行ってきた⁸⁵⁾。第一に、情報技術面では CRM (顧客管理システム)、ポートフォリオマネジメントシステム、ポートフォリオの自動リバランスシステム、書類管理システム等も加えた統合プラットフォームを提供している。また、同社は後方事務処理業務のアウトソーシング業者を2008年に買収しており、日々のオペレーション業務の一部を代行することも可能となった⁸⁶⁾。

ネット証券として急成長したチャールズ・シュワブがこうした先進的な情報技術で営業担当者を惹きつけてきたことは間違いない。ただし、金融危機後の成長は2008年に大手証券の営業担当者をターゲットとした専任チームを立ち上げ、ソフト面での独立支援を強化したことも背景にある。このチームはリレーションシップマネージャーや口座移管工程を管理する移管コンサルタント、事務処理を支援するスペシャリストからなり、最短でも2ヶ月で独立ができるよう支援している。その内容は起業支援や投資顧問業者登録支援、戦略立案からシステム、商品の選定等まで多岐にわたる。加えて、2007年からは独立資金として10万ドル以上を貸付けたり、2008年からはロゴや販促資料等を作成できるマーケティングツールを導入したりする等、支援策の多様化も進めた。その結果、同社は2009年には前年比40%増の172の RIA の独立に成功した⁸⁷⁾。

品揃えも重要な要素の一つである。チャールズ・シュワブは投資商品に加

え、オルタナティブ商品や変額年金、預金とローンも加えて充実を図っている。特にRIAは投資顧問業者であるとはいえ、個別銘柄を自ら選定するとは限らず、むしろこの役割は自らが選定する運用会社に任せる傾向が見られるため、同社は4種類の一任サービスを提供している⁸⁸⁾。

これらはチャールズ・シュワブが運用会社選定、モニタリングにどの程度関わるかによって商品設計が異なる。すべての運用会社をチャールズ・シュワブが厳選したもの、RIAから要望のある運用会社を組み込んだもの、チャールズ・シュワブは注文執行とカスタディだけを行い棚貸しに徹している仕組みのもの、そしてTAMP (Turkey Asset Management Program) と呼ばれる一任サービスに必要なプラットフォームを包括的に提供するプロバイダー18社のサービスがある⁸⁹⁾。このTAMPを活用すればRIAは自らのマネージド・アカウントを作ることができ、チャールズ・シュワブはこうした業者の活用も自社のRIAに認めた。

さらに、同社はプラクティス・マネジメントと呼ばれる営業支援にも力を入れているが、その内容が充実していった結果、その範囲は経営指南にも及んでいる。小規模事業主としてRIA事業を経営、拡大していく負担を少しでも軽減することで、顧客と向き合う時間を増やして欲しいと考えているためである。チャールズ・シュワブの場合、経営状態を同業他社と比較することのできるベンチマーキング・スタディや経営、情報技術、オペレーション、コンプライアンスのコンサルティング、これらの業務に精通する外部業者の紹介等がこれにあたる。最近ではアドバイスの内容も事業を軌道に載せようとする草創期のRIAや拡大期のRIA、引退期が近づき事業継承を考え始めたRIA等、それぞれの事情に応じて細分化しつつある。

(5) RIAの組織化

このように大手証券の営業スタイルに縛られたくないとする営業担当者はRIAを目指すようになってきているが、小規模事業主となることに抵抗がある者も少なくない。そこでRIAを組織化する動きもみられるようになってきている。

例えば、チャールズ・シュワブは独立を考える営業担当者には選択肢の一つとして組織拡大を目指すRIAに就職する道筋も示している。実際、2009年にチャールズ・シュワブに移ったRIAの内、42%は既存のRIAに転職した⁹⁰⁾。

ただし、再び雇われの身となることを避けたいRIAは自らの連合体を作り始めた。2007年に創業されたハイタワー社は全米初の営業担当者所有の金融機関を標榜している。同社は39のRIAチーム（営業担当者数は96人）の連合体で、2013年のフォーブス誌のRIAランキングでは残高でも成長率でも第5位となった⁹¹⁾。2014年の預かり資産は300億ドルを超える。

同社は大手証券から預かり資産2.5億ドル以上の優秀な営業担当者を引き抜き、パートナーシップ制をとるハイタワーのパートナーとする。具体的には営業担当者の預かり資産等から事業価値を算定し、その半分の金額をキャッシュで、残りの半分をハイパワー社のエクイティで支払う⁹²⁾。こうして営業担当者は同社の経営にも参加しながら、持分に応じて利益の分配を受けることになる。同社の初期の投資家にはプライベートエクイティや、モルガン・スタンレー及びチャールズ・シュワブの元CEO等も含まれたが、これらの投資家の持分は半分で、残りの半分はRIA達が所有する⁹³⁾。

同社は言わばRIAの本社機能を提供する存在で、発注とカスタディは先述のチャールズ・シュワブ等を活用することから、プラットフォームのプラットフォームとも言える。ただし、同社はRIAとしては規模が極めて大きいことから全米で唯一、すべての証券会社兼カスタディアンを利用しており、価格交渉力があるという⁹⁴⁾。現在は、完全独立したいと考えて同社の持分を所有しないRIA向けにもプラットフォームを提供する事業も展開している⁹⁵⁾。

(6) ハイブリッドRIA

RIAのサービスが理想的との認識は広がっていったものの、実際に外務員資格を返上して個人向けの投資顧問業者に転換することはハードルも高かった。そこで近年は、証券会社の後方事務処理業務を担うクリアリング・ブローカーやIBDが自社のシステムにRIA向けシステムも加えて包括的サービスを

提供するようになり、外務員とRIAの兼業が行い易くなった。RIA最大手のチャールズ・シュワブは、ICは基本的に採用しない方針でいたが、自社と契約しているRIAが他のIBDのICを兼ねることは認めている⁹⁶⁾。これらの黒子達の後押しもあり、現在、最も伸びているチャンネルはIC兼RIAである。彼らを一般的にハイブリッドRIAと呼ぶ。

営業担当者がハイブリッドRIAを選択する理由はいくつかある⁹⁷⁾。第一に、取引連動型の手数料形態（例えば米国最大のアクティブ・ファンドであるアメリカン・ファンド・インカム・ファンドの販売手数料は5.75%⁹⁸⁾）から残高手数料形態（RIAの平均は預かり資産10万ドル以下は1.5%⁹⁹⁾）に完全移行すると短期的に収益が低下する懸念がある。第二に、取引連動型手数料を好む顧客や両形態を併用している顧客も少なからずいる中で、彼らに強制転換を要請したくないという思いもある。第三に、残高手数料に移行することにより、商品の品揃えが狭まってしまうことがある。オルタナティブ商品や仕組み商品、保険関連商品、確定拠出年金等は取引連動型商品しかない場合が多い。

もっとも、このハイブリッドRIAにも外務員業が主の者と投資顧問業が主の者の2種類いる。前者はIBDの従業員やICで、所属する証券会社が投資顧問業登録も行い、その関係人という形で投資顧問業に従事している¹⁰⁰⁾。すなわち、このタイプのハイブリッドRIAの行動は所属会社の監督下にある。これに対して、投資顧問業が主のハイブリッドRIAの場合は、独立した業者として営業をしており、必要に応じてIBD経由でICとして取引を行っている。

5. 新しいチャンネルの登場

(1) ファミリー・オフィス

これ迄みてきたような大手金融機関離れは一般投資家だけの現象ではない。超富裕層もプライベート・バンクや投資銀行に資産を委ねるのではなく、ファミリー・オフィスに任せるようになった。

ファミリー・オフィスとは、特定一族のために資産の運用、管理を行う組織である。従来は自分の一族だけのために専任者を配置できる超富裕層に限られたサービスで、現在も運用資産は最低1億ドル以上必要と言われている（シングル・ファミリー・オフィスと呼ばれる）。しかし、近年は複数の家族にサービスを提供するマルチ・ファミリー・オフィスも台頭し、預かり資産5000万ドル程度から設立可能となっていた。2012年の米国では3000のシングル・ファミリー・オフィスが1～1.2兆ドル、約150のマルチ・ファミリー・オフィスが4～4.5億ドルの資産を運用する¹⁰¹⁾。主な業務の内容は資産の記録管理から法務、税務、運用、旅行の手配から子供の教育支援まで多岐にわたるがポートフォリオ・マネージャーを配置して自ら運用を行うファミリー・オフィスも増え、洗練度は極めて高まっている。

こうして成長してきたファミリー・オフィスの位置づけは、2011年改正の規則によって定義が明確にされた。それまでファミリー・オフィスは私募ファンドのアドバイザー同様、投資顧問業者法の適用除外となっていたが、私募ファンドのアドバイザーがDF法によって原則、投資顧問業者登録の対象となることが定められたため、ファミリー・オフィスの位置づけも問われたのである。その結果、（1）ファミリー顧客にのみアドバイスを提供し、（2）そのファミリー顧客がファミリー・オフィスを完全に所有・管理し、（3）投資顧問業者として対外的に振る舞わないファミリー・オフィスに限り、投資顧問業者法の対象外とされた。この結果、ファミリー・オフィスによっては投資顧問業者登録が必要になった一方で、著名ヘッジファンドを率いてきたジョージ・ソロス氏が自らのファンドの投資家を一族に限定してファミリー・オフィス化する等の動きが見られるようになった¹⁰²⁾。

（2）ロボ・アドバイザー

なお、営業担当者のライバルは人間だけではない。オンラインで一任サービスを含めたアドバイスを提供するロボ・アドバイザー（またはオンライン・フィナンシャル・アドバイザー）が台頭しているからである。2014年の市場規

模は推定36億ドル、ロボ・アドバイザー数18社で、その77%は2009年以降に参加したものである¹⁰³⁾。

世界最大級のロボ・アドバイザーであるウェルスフロント社は、2011年の導入以来、わずか2年半で10億ドルの資産を集めた¹⁰⁴⁾。同社の仕組みは最初にネット上で年収、資産額や投資目的等の情報を入力すると、これにあったポートフォリオを推奨する。これを調整しながら納得のいく資産配分を決め、口座を開設して運用を開始する。投資対象は低コストのETFやインデックス・ファンドで、定期的なりバランスも自動的に行う。預かり資産1万ドルまでは手数料無料、1万ドル以上は残高の25ベシス・ポイントで、預かり資産の平均額は9.1万ドルである。チーフ・インベストメント・オフィサーは『ウォール街のランダムウォーカー』で知られるプリンストン大学のマルキール教授である。2013年にはETF.comのストラテジスト・オブ・ザ・イヤーにも選ばれた。

このロボ・アドバイザー・サービスを提供するのは新興企業に留まらない。バンガードは2013年にパーソナル・アドバイザー・サービスを導入した。基本的な仕組みはウェルスフロント社と似ているが、投資対象は同社のファンドに限られ、アドバイスの対価は残高の30ベシス・ポイントである。また、RIA向けカストディアンとしては第3位でもあるフィデリティはロボ・アドバイザー会社のベターメントと提携して同社の抱えるRIAに同様のサービスを提供し始めた。RIAにとってもロボ・アドバイザーの機能を活用すればアドバイスの幅を広げられる一方で、アルゴリズムによって決定されたポートフォリオであっても説明や対話を求める投資家が少なくないからである。チャールズ・シュワブは2015年第1四半期に自前のロボ・アドバイザーを導入すると発表している¹⁰⁵⁾。

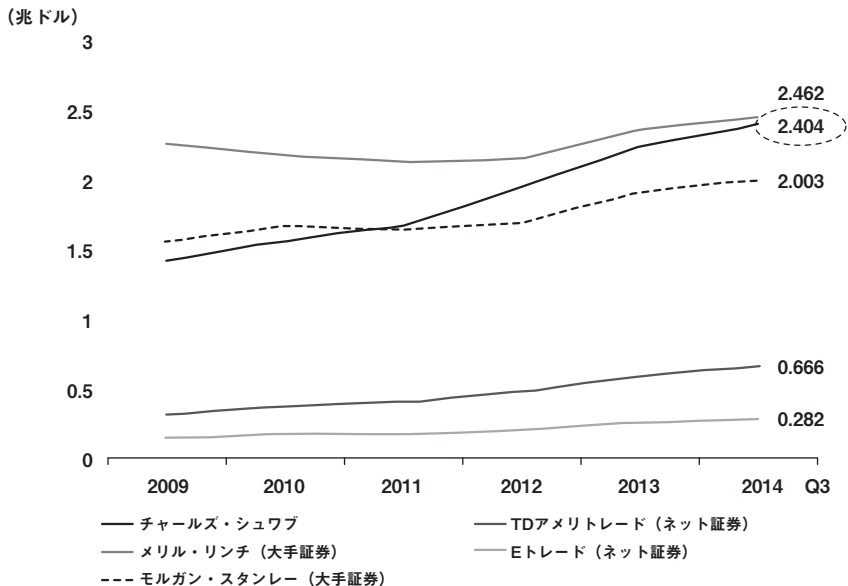
6. 新型フルサービス証券の台頭

ネット証券として成長したチャールズ・シュワブはRIAチャンネルを除けば

4節で紹介した対面チャネルの枠には当てはまらないと見られることが多い。しかし実際には、金融危機以降、2009年から2012年にかけて5290億ドルも預かり資産を増やしており、これは大手証券及び大手ネット証券各2社の純増額合計を65%も上回る数値である¹⁰⁶⁾、残高でも2.4兆ドルとトップのメリル・リンチに迫る勢いである¹⁰⁷⁾ (図表14-13)。この内の45%はRIAチャネルであるが、残りの55%はネットとコールセンター、支店を融合したチャネルの預かり資産である。実は同社は2001年のITバブル崩壊を機に戦略転換を迫られ、翌年から本体でもアドバイスを提供してフルサービス証券を標榜している¹⁰⁸⁾。

独立できる程自立したベテラン揃いのRIAと異なり、ショールーム的な位置づけの同社の支店に配置された営業担当者には、手厚い営業支援が必要であった。そこで、チャールズ・シュワブでは徹底した分業体制を敷いたり情報技術ツールも積極的に活用したりして、営業担当者の負担を減らすことで顧客との関係構築・維持や状況把握に集中できるようにした。優秀な営業担当者に

図表14-13 大手証券及び大手ネット証券の預かり資産



〔出所〕 Charles Schwab〔2014c〕

顧客に関することは原則任せ、多くの裁量を与えたほうが力を発揮すると考える伝統的証券会社とは根本的に異なる戦略である。

実際、営業担当者のサービスの中核とも言えるアドバイスの中身を見ると、本体の営業担当者の裁量の余地は大きくない。例えば、2002年に同社はアドバイスと共にシュワブ・エクイティ・レーティングの提供を開始したが¹⁰⁹⁾数量分析に基づき、買いと売り推奨の比率が等分になるよう設計されている。これは定性分析も含めた総合的なレーティングをアナリストの裁量で付与する結果、当時、売り推奨が3%程度だった大手証券とは大きく手法が異なる¹¹⁰⁾。そして、本体の営業担当者の投資アドバイスは、このレーティングに沿ったものでなければならない。

また同社はマネージド・アカウントの充実を図り、アセット・アロケーションや銘柄選択は実質的に運用会社に委ねつつも営業担当者が顧客との関係を構築して残高が増えればこれに連動した収入を得られる仕組みとした。同社は従来から提供してきたSMAとファンドラップに加え、ファンドラップのETF版を導入した他、2011年と2012年に買収した運用会社2社の一任サービスをそれぞれ加えた。

加えて営業担当者が自分を中心に、支店とコールセンターに配置されている商品やサービスの専任者とも連携をとりながら顧客に対応していく体制を整えた。もっとも営業担当者がこのような形で投資アドバイスを提供するのは預かり資産50万ドル以上の顧客に限られており、これに満たない顧客にはアドバイス未滿のガイダンスを無料で提供する。ガイダンスでは、顧客の資産配分のレビュー等を行い、次に起こすべき行動についての提案はするが、顧客の個々の状況に応じて銘柄の推奨にまで踏み込んだ継続的なアドバイスは行わない点で、投資アドバイスとは一線を画している。

さらに、サービスの質を担保する仕組みとして、2011年に同社は証券会社として初めて自社のオンライン評価システムであるクライアント・スピークを導入した。これは、同社に口座を持つ顧客にオンラインで顧客サービスや投資支援、ウェブ、手数料料についての5段階評価を行うことを促し、それを一般に公

開する仕組みである¹¹¹⁾。また2013年に導入したシュワブ・アカウントビリティ・ギャランティーも注目を浴びた¹¹²⁾。これは営業担当者やマネージド・アカウントの顧客が十分な説明を受けなかったと感じた場合は手数料を払い戻す、言わば説明責任保証である。

2014年末のチャールズ・シュワブの300の支店には約1200人の営業担当者が配置されており、本体にてアドバイスを受けている顧客の預かり資産は1825億ドル、2013年に作成されたフィナンシャル・プランは10万を超えた¹¹³⁾。今後は自前の支店の営業担当者に加え、同様のサービスをフランチャイズでも提供していく模様である。このフランチャイズとは2012年に導入した仕組みで¹¹⁴⁾、従業員ではない営業担当者が支店を経営し、支援期間を過ぎた5年目からは収入を折半するというものである¹¹⁵⁾。同社によれば、約6000人から問い合わせを受けた結果、2014年は厳選した24人が稼働している¹¹⁶⁾。

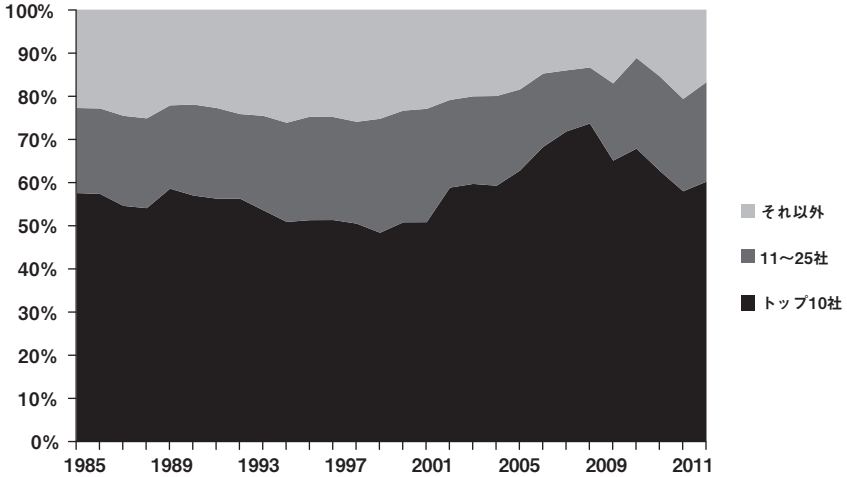
むすびに代えて

アメリカの金融危機以降のリテール証券業の変化を見てきたが、当面、リテール証券営業のあり方が大きく変化する訳ではなさそうである。ベビーブーマーを中心とする個人投資家の、老後に向けた資産形成という投資目的には大きな変化がみられていないためである。そして、何よりも米国証券業界は、金融危機時に個人投資家の期待を概ね裏切らなかったことが、その後の顧客の反応によって裏付けられよう。

ただし、顧客との直接の接点である証券会社や営業担当者の顔ぶれを見ると、わずか5年で様々な変化があった。一言で言えば、大手の勢力縮小により、準大手クラスや新興業者が台頭してきたのである。実際、ニューヨーク証券取引所会員証券会社の規模別収入構成をみても、金融危機まで上昇し続けたトップ10社のシェアが2007年の74%から2012年の60%まで低下した一方で、準大手クラスは同10%、それ以下の証券会社も3%拡大した(図表14-14)。

証券会社全体の収入額が金融危機時に戻っていないことは前述したが、リ

図表14-14 米国証券会社の規模別収入構成比



〔出所〕 Securities Industry & Financial Markets Association [2014]

テール業に関しては十分回復したと言えよう。またこの統計には現れない小規模な投資顧問会社、特にRIAのプレゼンスが個人投資家の間で高まっていることも考慮すれば、米国の広義のリテール証券業はさらなる発展を続けているようにみえる。

しかも本章で取り上げたように、その主役には極めて小規模な事業主、すなわちICやRIA等も含まれる。市場の低迷もあって個人投資家の不安は増したがコスト負担が重く感じられるという環境下では、身の丈にあったアドバイス・サービスを提供できる身近な営業担当者が求められたからである。小規模事業者の場合、コンプライアンス体制等が懸念されることも少なくないが、商品供給、コンプライアンス体制の整備、情報技術等、大手が優位に立ち易い分野においては、彼らが小規模事業者の支援を行うという仕組みが出来上がっていることも注目に値しよう。

いずれにせよ、金融危機によって大手金融機関が再編されたことは間違いないが、回復期においては彼らを補完する業者、サービスが成長した。米国資本市場の厚みはさらに増したと言えるのかもしれない。

<注>

- 1) Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act [2010]
- 2) 強いて言えばオークション・レート証券市場で混乱が生じたが、その発行残高は2007年で3300億ドルに過ぎなかった。三宅裕樹 [2008]。
- 3) Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act [2010] 913条
- 4) Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act [2010] 918, 919条
- 5) Securities Industry and Financial Markets Association [2014]
- 6) Securities Industry and Financial Markets Association [2014]
- 7) Securities Industry and Financial Markets Association [2014]
- 8) Securities Industry and Financial Markets Association [2014]
- 9) 本章では断りのない限りリテール部門を有する大手証券とはワイヤーハウスと呼ばれた旧5大証券の流れを組む証券会社を指す。旧5大証券とはメリル・リンチ（現バンク・オブ・アメリカ傘下のメリル・リンチ）、モルガン・スタンレー、スミス・バーニー（いずれも現モルガン・スタンレー）、プルデンシャル（現ウェルス・ファーゴ）、ペイン・ウェパー（現UBS）。
- 10) Gorman [2014]
- 11) Morgan Stanley [2009d]
- 12) Morgan Stanley [2012]
- 13) Morgan Stanley [2014a]
- 14) Grocer [2014]
- 15) Morgan Stanley [2009b]
- 16) アメリカでは証券投資に関わるアドバイスを業として行う者は原則、投資顧問業者として登録する必要がある。従って、投資顧問会社のビジネスモデルは多様化している。本章では投資信託や年金等の運用を主に行う業者を運用会社、個人向けに一任サービスも含むアドバイスを提供する者をRIAと呼ぶが、明確な区分はない。また、RIAにも運用会社に近い業者、証券外務員に近い業者、ファイナンシャル・プランナーに近い業者、ファミリー・オフィスに近い業者等、様々なタイプがある。
- 17) Braswell [2015]
- 18) Zulz [2014]
- 19) Fleming [2012]
- 20) Zulz [2014]
- 21) Investment Company Institute [2014b]
- 22) Investment Company Institute [2014b]
- 23) Investment Company Institute [2014b]
- 24) Investment Company Institute [2014a]
- 25) Investment Company Institute [2014a]
- 26) Investment Company Institute [2014a]
- 27) Spectrum Group [2014]
- 28) Spectrum Group [2014]
- 29) Federal Reserve Board [2014]
- 30) Investment Company Institute [2014b]
- 31) Investment Company Institute [2014b]
- 32) Morningstar [2015]
- 33) Morningstar [2015]
- 34) Investment Company Institute [2014b]
- 35) Marketwatch.com [2015]
- 36) Dimensional.com [2014]

- 37) Bloomberg News [2015]
- 38) Goodman [2014]
- 39) Morningstar [2014a]
- 40) Price Water House Cooper [2013]
- 41) Price Water House Cooper [2013]
- 42) Businesswire [2009]
- 43) Charles Schwab [2014f]
- 44) Charles Schwab [2014b]
- 45) Morningstar [2014]
- 46) Blackrock [2014]
- 47) Towers Watson [2014]
- 48) HedgeCoVest [2015]
- 49) Strategic Insight [2013]
- 50) HedgeCoVest [2015]
- 51) Strategic Insight [2013]
- 52) Strategic Insight [2013]
- 53) Money Management Institute [2014]
- 54) Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act [2010]
- 55) Morgan Stanley [2014b]
- 56) Money Management Institute [2013]
- 57) 仕組みは営業担当者の一任サービスと基本的に同じであるが証券売買の前に顧客の承認を必要とする。残高手数料型ネット取引サービスの進化形。
- 58) Money Management Institute [2013]
- 59) Money Management Institute [2013]
- 60) Lipman [2014]
- 61) Wursthorn [2014]
- 62) Investment Company Institute [2014b]
- 63) Fleming [2013]
- 64) Fleming [2013]
- 65) Morgan Stanley [2009a]
- 66) Morgan Stanley [2009c]
- 67) Morgan Stanley [2009c]
- 68) Moore [2014]
- 69) Barron's [2014]
- 70) Barron's [2014]
- 71) Morgan Stanley [2014a]
- 72) Morgan Stanley [2014a]
- 73) Porat [2014]
- 74) Giannone [2012]
- 75) Edward Jones [2014a]
- 76) Kephart [2013]
- 77) Edward Jones [2013]
- 78) Edward Jones [2014b]
- 79) Levoux [2013]
- 80) Edward Jones [2014c]
- 81) Acosta [2014]
- 82) 顧客に適した商品を薦めれば良い（適合性原則）とする外務員よりも、受託者責任を負い、顧

客の利益の最大化のために行動しなければならない（忠実義務）投資顧問業者の行為規制の方が厳しいと考えられている。

- 83) Charles Schwab [2014d]
- 84) Charles Schwab [2014d]
- 85) Charles Schwab [2008a]
- 86) Charles Schwab [2008b]
- 87) Charles Schwab [2010]
- 88) Charles Schwab [2013b]
- 89) Charles Schwab [2008b]
- 90) Charles Schwab [2010]
- 91) Touryalai [2013]
- 92) Gleeson [2012]
- 93) Bradley [2014]
- 94) Bradley [2014]
- 95) Welling [2014]
- 96) Charles Schwab [2014g]
- 97) Charles Schwab [2011b]
- 98) Marketwatch.com [2015]
- 99) Wang [2014]
- 100) Charles Schwab [2011b]
- 101) Capgemini [2012]
- 102) Frank et al [2011]
- 103) Paladinregistry.com [2014]
- 104) Wealthfront.com [2014]
- 105) Intelligent.schwab.com [2014]
- 106) Charles Schwab [2014e]
- 107) Charles Schwab [2014c]
- 108) 飯村慎一 [2002]
- 109) 飯村慎一 [2002]
- 110) Burgelman et al [2008]
- 111) Charles Schwab [2011a]
- 112) Charles Schwab [2013a]
- 113) Charles Schwab [2014a]
- 114) Shidler [2011]
- 115) Jamieson [2011]
- 116) Coleman [2014]

<引用・参考文献>

飯村慎一 [2002], 『歴史的な戦略転換で攻勢を仕掛けるチャールズ・シュワブ』 資本市場クォーターリー-2002年夏号

野村資本市場研究所 [2008], 『総解説 米国の投資信託』 日本経済新聞社

沼田優子 [2002], 『米国金融ビジネス』 東洋経済新報社

沼田優子, 神山哲也, 服部孝洋 [2009], 「チャンネル戦略でリテール・ビジネスを強化するレイモンド・ジェームズ」『資本市場クォーターリー』 2009年秋号

三宅裕樹 [2008], 『オークション・レート証券市場をめぐる混乱と金融機関による買い戻しの動きについて』 資本市場クォーターリー-2008年秋号

- ラス・アラン・プリンス, ハンナ・ショール・グローヴ [2008], 『ファミリーオフィス』 東洋経済新報社
- Acosta, George Rosa [2014], "Edward Jones Sponsors University Program to Train Future Brokers." *On Wall Street*, August 18
- Barron's [2014], "2014 Top 100 Financial Advisors."
- Blackrock [2014], *ishares.com*. (<http://www.ishares.com/us/investment-professionals/etf-strategists> 2014年12月19日アクセス)
- Bloomberg News [2015], "Dimensional Fund Advisors Picks Advisers, Not Stocks, and It Works." *Investment News*, January 19
- Bradley, Richard [2014], "The Believer." *Worth.com*, October–November.
- Braswell, Mason [2015], "Merrill Loses Advisers Managing \$18.6 Billion in 2014." *InvestmentNews*, January 8
- Brown, Josh [2011], "Unconstrained: The New Fixed Income Fad." *Wall Street Journal*, April 5
- Burgelman, Robert A. & Meza, E. Philip. [2008], "Charles Schwab & Company in 2007. Fixing and Redefining the Core Business." *Stanford Graduate School of Business*, January 3
- Businesswire [2009] "Charles Schwab Offers First Exchange Traded Funds That Trade Commission-Free Online at Schwab." November 2
- Capgemini [2012], "The Global State of Family Offices."
- Charles Schwab [2008a], "Smoothing the Path to Independence for Advisors Coming to Schwab Institutional." June 12
- [2008b], "Charles Schwab Expands Managed Account Services Platform for Advisors." March 26
- [2010], "Schwab Reaches Milestone With Independents: More Than 500 Advisor Teams Have Made the Move." January 25
- [2011a], "Charles Schwab Launches Clients Speak and Becomes the First Brokerage Firm to Allow Clients to Publicly Rate and Review Their Experience." June 28
- [2011b], "Understanding the Hybrid Practice."
- [2012], "About Schwab Equity Ratings."
- [2013a], "Schwab Introduces Accountability Guarantee." December 9.
- [2013b], "Managed Accounts: Solutions for Your Clients. Greater Opportunities for Your Business."
- [2014a], "Our Story." (<http://aboutschwab.com/about> 2014年12月19日アクセス)
- [2014b], "Charles Schwab Earnings Release, 2014." Fourth Quarter
- [2014c], "Interim Business Update." October 27
- [2014d], "Summer Business Update." July 25
- [2014e], "Charles Schwab Evolution Reaches Milestone Serving the Wealth Management Needs of Affluent Investors." June 5
- [2014f], "Schwab Retirement Plan Services Becomes First Major Firm to Launch Full-service 401(k) Program Based on Exchange Traded Funds." February 5
- [2014g], "Schwab's Platform for Hybrid Advisors."
- Coleman, Murray [2014], "Schwab's Franchise System Is Off to a Slow Start." *Financial Advisor IQ*
- Dimensional.com [2014], (<http://us.dimensional.com/firm/academics.aspx> 2014年12月19日アクセス)
- Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act [2010]
- Edward Jones [2013], "Edward Jones Introduces Subadvised Mutual Fund for Clients in the Firm's Advisory Program." September 3
- [2014a], "Edward Jones Advisory Solutions." (https://www.edwardjones.com/en_US/

- products/solutions/index.html 2014年12月19日アクセス)
- [2014b], “Edward Jones to Expand Subadvised Mutual Fund Offering.” December 18
- [2014c], “Edward Jones Targets Wirehouse Advisors.” *Financial Advisor*, October 1
- Federal Reserve Board [2014], *Flow of Funds Accounts*.
- Fleming, Gregory J. [2012], “Goldman Sachs Financial Services Conference.” December 4
- [2013], “Goldman Sachs Financial Services Conference.” December 4
- Fontevicchia, Agostino [2014], “The New Forbes 400 Self-Made Score: From Silver Spooners.” *Forbes.com*, October 3
- Frank, Robert, Zuckerman, Gregory, & Eder, Steve [2011], “Soros Fund All in the Family.” *Wall Street Journal*, July 27
- Giannone, Joseph A. [2012], “Edward Jones Vision of 20,000 Brokers a Tall Order.” *Reuters*, June 20
- Gleeson, Jerry [2012], “Raiders of the Wirehouse Ark.” *Registered Representative*, January
- Goodman, Beverly [2014], “A Different Dimension.” *Barron's*, January 4
- Gorman, James P. [2014], “Morgan Stanley 2014 U.S. Financials Conference.” *Morgan Stanley*, June 10
- Grocer, Stephen [2014], “Ranking the 50 Biggest Banks from J.P. Morgan to FirstMerit.” *Wall Street Journal*, March 3
- HedgeCoVest [2015], “Liquid Alternatives: A Step in the Right Direction.”
- Intelligent.schwab.com [2014], (<https://intelligent.schwab.com/2014年12月18日アクセス>)
- Investment Company Institute [2008], *Mutual Fund Fact Book*
- [2010], *Mutual Fund Fact Book*
- [2014a], “Characteristics of Mutual Fund Investors, 2014.” Vol. 20, NO. 9, November
- [2014b], *Mutual Fund Fact Book*
- Jamieson, Dan [2011], “Price Tag for Franchises at Schwab Revealed.” *Investment News*, August 21
- Jones Financial [2014], “10-K.”
- Kephart, Jason [2013], “Reallocation Gives Pop to Edward Jones’ First Fund Launch.” November 13
- Levaux, Janet [2013], ““Not Altering Direction of Ship” With Proprietary Fund, Says Exec.” *Thinkadvisor.com*, August 14
- Lipman, Becca [2014], “Merrill Lynch’s ‘Merrill One’ Platform Raises the Bar on Investment Solutions.” *Wall Street & Technology*, May 24
- Marketwatch.com [2014], (<http://www.marketwatch.com/investing/fund/SPY> 2015年1月19日アクセス)
- Money Management Institute [2013], “MMI Industry Guide, 2013-2014.”
- [2014], “Managed Investment Assets Projected to Reach \$6.7 Trillion by the Close of 2018.” December 22
- Moore, Michael [2014], “Morgan Stanley Courts Athletes, Singers with New Wealth Unit.” *BloombergBusiness*, November 18
- Morgan Stanley [2009a], “Morgan Stanley Smith Barney Announces Expanded Focus on Ultra Wealthy Clients.” October 22
- [2009b], “Morgan Stanley Restructures Investment Management Unit to Focus on Institutional Client Base.” October 19
- [2009c], “Morgan Stanley Smith Barney Forms Graystone Consulting.” June 8
- [2009d], “Morgan Stanley and Citi to Form Industry-Leading Wealth Management Business through Joint Venture.” January 1

- [2012], “Morgan Stanley Smith Barney is Now Morgan Stanley Wealth Management.” September 25
- [2014a], “Morgan Stanley Earnings Release, Financial Supplement, 3rd Quarter, 2014.” November 4
- [2014b], “At a Glance: Consulting Group Leads the Pack.”
- Morningstar [2014], “ETF Managed Portfolios Landscape Q3 2014.”
- [2015], “Morningstar Ditect U.S. Asset Flows Update.”
- Paladinregistry.com [2014], (<http://www.paladinregistry.com/advisors/online-financial-advisor-list> 2014年12月18日アクセス)
- Price Water House Cooper [2013], “The Next Generation of ETFs. Why Every Asset Manager Needs and ETF Strategy.” November
- Porat, Ruth [2014], “Barclays Capital Financial Services Conference.” September 9
- Raymond James [2014], (<http://www.raymondjames.com/advisorchoice/library/matrix/> 2014年12月19日アクセス)
- Securities Exchange Commission [2011], “Study on Investment Advisers and Broker-Dealers.” January
- Securities Industry and Financial Markets Association [2014], *Fact Book 2013*
- Security Benefit [2014], “New Study Reveals Generations X and Y Feel Behind on Retirement Savings.” September 8
- Shidler, Lisa [2011], “And They’re Off ! Schwab Opens the Doors to its First Independent Franchise ... in New Hampshire.” *RIA Biz*, December 14
- Spectrum Group [2014], “Today’s Affluent Investors: Insights and Opportunities.” *Vanguard Group Strategic Insight* [2013], “Liquid Alternative Assets Will Double by 2018.” October 7
- Toonkel, Jessica [2014], “BlackRock, Goldman Unconstrained Bond Funds Double in Assets.” *Reuters*, September 17
- Touryalai, Halah [2013], “The Giants, Fastest Growing and Emerging Talent.” *Forbes*, April 10
- Towers Watson [2014], “Global Alternatives Survey 2014.”
- UBS [2014], “Think You Know the Next Gen investor?” 1st Quarter
- UBS. “Think Again.” *UBS Investor Watch*
- Wang, Andrew [2014], “How Much To Pay a Fee-Only Advisor: A Look At Average Annual Fees.” *Runnymede Capital Management*
- Wealthfront.com [2014], (<https://www.wealthfront.com/> 2014年12月18日アクセス)
- Welling, Kathryn M. [2014], “The New Face of Wall Street?” *Welling on Wall St.* July 11
- Wursthorn, Michael [2014], “New Merrill Lynch Platform Is Luring Assets.” *Wall Street Journal*, October 15
- Zulz, Emily [2014], “RIA, Dually Registered Assets to Reach 28% Market Share By 2018.” *www.thinkadvisor.com*, December 19