

# アメリカのリテール証券の現状視察報告

深見 泰孝

## 一、はじめに

筆者は、二月二四日から約一週間、ニューヨーク、ワシントン、オーランドでアメリカのリテール証券ビジネスの現状を視察する機会を得た。視察の目的は、アメリカのウェルスマネジメントビジネスを含めたリテール証券ビジネスの現状を知ることである。視察した会社は、銀行系大手証券会社（メリルリンチ、ウェルズファーゴ）や個人向け投資顧問業者（RIA）（ファイナンシャル

フォーカス他二社）、金融コンサルティング会社（ノバンティス）、運用会社（ブラックロック、Tロー・プライス）、地場証券会社（シャツピン・デービス）に及んだ。

アメリカのリテール証券ビジネスは、二〇〇七年のサブプライム問題の表面化以降、プリンシパルインベストメント業務を中心に打撃を受けた投資銀行部門と異なり、それほどの影響を受けなかったとされる。今回の視察で、インタビューをした結果を通じて、ウェルスマネジメントビジネスについては、以前からの潮流である「ファイ

ナンシヤルプランニングの手法を用いて、顧客との関係を強化し、顧客の金融ニーズに応じたアドバイスを行うとともに、それによって預かり資産を増やし、預かり資産の一定額をフィーとして獲得する」という、基本的なスキームに大きな変化は見られなかった。

しかし、対面証券では、二〇〇八年のリーマン・ショック後に起きた業者再編により、銀証連携を通じた潜在顧客へのアプローチや、顧客のセグメント化とサービスの差別化が、洗練化されている印象を受けた。また、対面営業型証券業者が常に意識してきたネット証券のビジネスモデルにも、新たな知見があった。以下、本稿では、ウェルスマネジメントビジネスの現状、銀証連携ビジネス、ネット証券に分けて、現地視察の内容を紹介したい。

## 二、ウェルスマネジメントビジネスの現状

まず、キャップジェミニとRBCウェルスマネジメントが発行した「World Wealth Report 2012」により、富裕層市場の動向を確認しておこう。二〇〇九年以来のユーロ危機は、市場を不安定にし、世界的な景気後退をもたらした。その結果、一〇〇万ドル以上の純金融資産をもつ世界の富裕層人口の増加率は、二〇一〇年と比較して著しい低下を見ることとなった。すなわち、二〇一〇年のそれは、前年比八・三%増加の一、〇九〇万人であったが、二〇一一年は〇・八%増の一、一〇〇万人にとどまった。また、アメリカの富裕層は減少に転じ、二〇一〇年には約三一〇万だったが、二〇一一年には約三〇七万人へ、一・二%

の減少をみた。ただ、そうは言っても、依然として、世界の富裕層の約二八％はアメリカにおり、その数は二位の日本（約一八二万人）の約一・七倍に上ることも事実である。

しかし、二〇一〇年時点で、アメリカの富裕層の六八％は五五歳を超えており、ファイナンシャルアドバイザー（以下、FAと略記）は、相続や資産継承などで預かり資産の四九％を失っているとの推計もある<sup>(1)</sup>。視察中、FAに現状の課題は何かと聞いたところ、「他州にいる子息に資産が継承されるケースがあり、その場合に契約を継続してもらいかや、資産を継承した若年層が、親から承継した資産を使い、顧客でなくなるのが課題」と答えている。おそらく資産を継承する世代は、四〇代や五〇代であることが予想され、十分な資産形成ができていない人も多いと思われる。ちなみに、マス富裕層（五万ドルから二五万

ドルの純金融資産を保有）に、長期に亘る資産運用上の課題は何かを聞いた調査によれば、大学の学費上昇（四七％）、退職後の生活資金（七三％）、医療費負担（八四％）と大きく三つに大別される<sup>(2)</sup>。ここ数年、大学の学費は表1に示したように高騰しており、学費の援助に継承した資産の一部が充てられているということも考えられよう。したがって、ウェルスマネジメント業務を行う会社やアドバイザーにとっては、既存顧客の資産継承者を囲い込み、かつ新たに今後、顧客となることが見込まれるマス富裕層などの次世代顧客の獲得が現状の課題と言えよう。

では、リーマン・ショック前後で、アドバイスを求める投資家の動向に変化は見られたのだろうか。この点について聞いてみると、証券会社、運用会社、RIA業者のいずれでも、「自己での投資決定に限界を感じた投資家が、アドバイスを求

表1 大学種別ごとの平均授業料および諸経費

(単位：ドル)

	2004	2008	2012
公立二年制大学 (州内の学生)	1,909	2,402	3,131
公立4年制大学 (州内の学生)	4,645	6,585	8,655
公立4年制大学 (州外の学生)	-	17,452	21,706
私立4年制大学	18,950	25,143	29,056

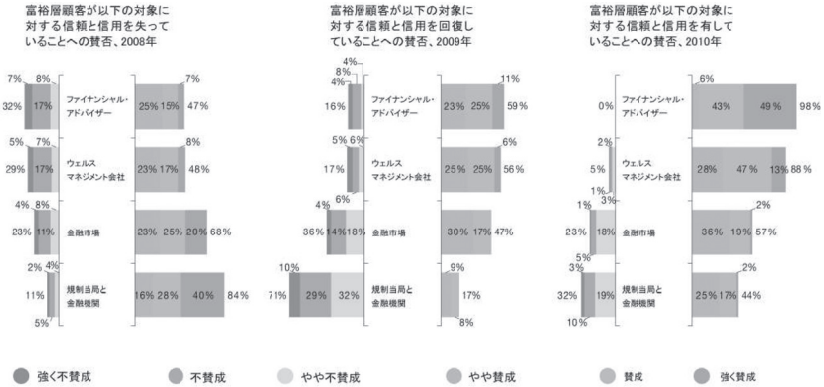
(出所) CollegeBoard“trends in college pricing”2004、2008、2012より作成

※なお、表中の金額は、家賃、食事代、交通費、本代などは除かれている。

めてきており、需要は増えている」とのことであつた。ただ、リーマン・ショックで資産の毀損に直面した顧客もいたと思われることから、続いて、リーマン・ショックで資産が毀損した顧客から、契約を解除されることはないのかと聞いてみた。これに対しては、「ポートフォリオを評価する評価軸が、あくまでも中長期的な顧客が望むゴールを実現する可能性が高まっているか否かであり、短期的な相場変動があつたとしても、大きくポートフォリオを見直すことはあまりない」と答えた人もあれば、「リーマン・ショック後、現預金の比率を増やしてほしいと強く望まれた顧客に対しては、債券やCDの比率を増やした」と答えた人もあり、プランの見直しをすることで契約に関しては維持されているようである。

ただ、リーマン・ショック後、顧客からは、もっとコンタクトを増やしてほしいというニーズ

図1 富裕層の金融業者、規制市場等に対する信頼水準



(出所) Capgemini, Merrill Lynch Wealth Management [2011] p.26

が強く、定期的な面談に加えて、電話やメールなどをを用いて顧客が望む時には、いつでも連絡を取れるようにもしているようである。また、顧客から資産運用上の懸念事項が伝えられた場合には、相場の見通しやそれに伴うポートフォリオ見直しの必要性などについて、丁寧に答えているようである。富裕層の金融業者に対する信頼度を調べた調査(図1)では、金融業者への信頼度はリーマン・ショック直後に比べ著しく回復している。それは、もちろん、相場の回復が最も大きな要因と考えられるが、こうした金融業者の対応も、富裕顧客からの信頼回復にも寄与したと思われる。<sup>(3)</sup>

先に、リーマン・ショック後、アドバイスへの需要は増えていると述べたが、それが収入面でのどのような影響を与えているのであろうか。ノバンティス社によれば、ウェルスマネジメント関連収入は、ITバブルが崩壊した二〇〇一年以降、総

表2 大手2社のウェルスマネジメント関連収入の推移

(単位：1億ドル)

	メリルリンチ		ウェルズ・ファアゴ	
	収入額	比率	収入額	比率
2008	78.09	10.6%	27.0	6.2%
2009	161.37	13.3%	108.0	11.8%
2010	162.89	14.6%	117.0	13.2%
2011	164.95	17.5%	122.0	14.4%
2012	165.17	19.6%	122.0	13.6%

(出所) 両社「Annual report」より作成

※メリルリンチは、グローバルウェルス&インベストメントマネジメント部門の数値を、ウェルズ・ファアゴは、ウェルズ・ブローカレッジアンドリタイアメント部門の数値を利用。

なお、モルガン・スタンレーも調べたが、アセットマネジメント部門の数値しかなく、ウェルスマネジメント以外の収入も入っていると思われることから、2社だけを取り上げた。

収入に占める比率とともに拡大してきたが、二〇〇七年のサブプライム危機の表面化以降、それは一転して減少し、その後も横ばいの状態が続いているとプレゼンテーションされた。これは業界各社に共通しているであろうか。そこで、大手証券会社であるメリルリンチ、ウェルズ・ファアゴのウェルスマネジメント関連収入と、それが総収入に占める比率を表2にまとめた。

表2によれば、大手二社のウェルスマネジメント関連収入とその比率は、拡大の傾向にあることが分かる。<sup>(4)</sup>すなわち、業者の選別もしくは顧客の囲い込みが始まっていると思われる。そこで、以下、メリルリンチとバンク・オブ・アメリカ(以下、B o Aと略記)との顧客紹介スキームを中心に、銀証連携ビジネスについて確認しよう。

### 三、リテール部門でのB o Aとメリルリンチの銀証連携ビジネス

B o Aがメリルリンチを総額五〇〇億ドルで買収することを公表したのは、二〇〇八年九月のことであった。B o Aも傘下に証券会社を擁していたが、敢えてメリルリンチを買収した狙いは、以下の点にあった。すなわち、一点目にメリルリンチの優秀なF Aを活用し、ウェルスマネジメント部門を強化するとともに、様々な金融商品のクロスセルを行いたかったこと。そして、二点目に投資銀行業務の拡充にあったとされる。

それゆえ、買収直後から、両社の相互補完によるウェルスマネジメント部門の強化を目指した、相互の顧客紹介スキームが模索された。当初は、B o Aからメリルリンチへの顧客紹介は、メリル

リンチのF Aがシステム上で、大口預金者の情報を閲覧し、そのリストを使ってマーケティングするというものであった。しかし、銀行預金者は現預金志向が強く、証券投資への関心は必ずしも高いとは言えない。それゆえ、この仕組みによる大口預金者の証券口座開設率は、低調だったようである。

両社の顧客紹介スキームが転機を迎えたのは、メリル・エッジの開設であった。メリル・エッジは二〇一〇年六月に開設された、オンラインプラットフォームである。そもそもこのメリル・エッジは、所有している純金融資産が五万ドルから二五万ドルまでで、まだ専門家のサービスを必要と感しない若い投資家向けに、デイスカウントブローカーと対抗可能な安い手数料で取引できるプラットフォームとして開設された。

メリル・エッジの特徴は、注文執行はオンライ

ンで行えるが、アドバイスを希望する顧客に対しては、コールセンターで電話対応しており、そのコールセンターには一般外務員試験に当たるシリーズ7に合格した、ファイナンシャル・リユーション・アドバイザー（以下、FSAと略記）と呼ばれる、給与制のメリルリンチの社員が一〇〇名配置されていたことである。<sup>(5)</sup>このFSAは、富裕層が多い地域のB o Aの店舗内にも配置され、彼らこそが両社の顧客紹介スキームに欠かせぬ存在となるのである。

FSAには二つの業務が与えられていた。一つはB o Aの店舗内やコールセンターで、顧客への簡単なアドバイスや年金、保険商品など金融商品の販売を行うことであり、もう一つが預かり資産二五万ドル以上の顧客に、適切なメリルリンチのFSAを紹介することである。つまり、銀行店舗内にいるFSAは、銀行担当者から紹介を受けた大

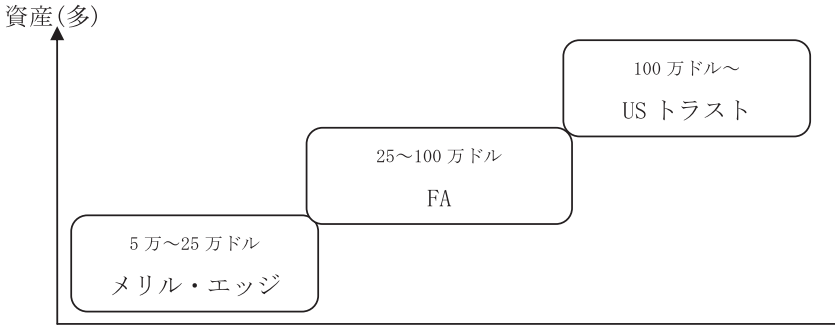
口預金者に、メリル・エッジの口座を開設させる。それとともに、顧客の証券投資に対するニーズをスクリーニングし、預かり資産が二五万ドルを超える顧客には、メリルリンチのFSAを紹介する、まさに銀行と証券の架け橋となって、顧客を紹介する役割を担っているのである。<sup>(6)</sup>

こうした顧客の紹介は、FAから銀行、FAからFSAにも行われている。それは、メリルリンチが、顧客セグメントを再編し、FAに収益性の高い顧客への対応に集中させ、生産性を上げることを意図していたことが背景にある。メリルリンチの顧客セグメントは、図2に示したように再編され、顧客の預かり資産に応じてプラットフォームを分けている。

こうしたセグメント再編を促進させたのは、インセンティブプログラムによって、顧客紹介が各社員に動機づけられていることも大きな要因であ



図2 メリルリンチの顧客セグメント別プラットフォーム



(出所) メリルリンチ社でのインタビュー内容から作成

ろう。つまり、他のセグメントへの顧客紹介やクロスセルの実施に対して、ボーナスが支給される。一例を挙げると、メリルリンチの顧客が融資を希望した場合、B o Aの担当者に顧客を紹介したFAには手数料が、FAがFSAに顧客を紹介した場合、〇・三〜一・二%のボーナスが、また、FAがUSトラストに顧客を紹介、取引が成立すれば、プライベートバンカーが受け取るボーナスの一部がFAにも支給される。他方、FSAが顧客をFAに紹介した場合には、一定期間内の紹介件数に応じてボーナスが支給されるように設計されている。

このように、メリルリンチの場合、きめ細かいインセンティブプログラムを構築することにより、会社の規定するセグメントに顧客を誘導している。<sup>(8)</sup> そのことにより、セグメントを再編して、FAの生産性を高めるとともに、銀証で顧客を紹

介し合い、ワンストップ営業による顧客の囲い込みを進め、収益性向上を目指しているのである。実際に、FSAによるFAへの顧客紹介件数は、こうしたスキームが確立された後、一五%増加している。<sup>(9)</sup> こうした、あらゆる世代に効率的にサービスを提供したり、顧客紹介スキームを構築する動きは、メリリンチだけに見られるものではなく、ウエルズ・ファアゴでも見られる。<sup>(10)</sup> この根底には、既存顧客から資産を継承する若年層の囲い込みや、新たに次世代顧客を獲得しなければならぬという、ウエルズマネジメント業界が抱える課題があり、それへの回答が、これまであまり積極的アプローチして来なかった、マス富裕層（純金融資産五万ドルから二五万ドル）へのアプローチであり、セグメント間の顧客紹介や銀証連携によるワンストップ営業の実施である。これらを通じて、顧客を囲い込み、次世代顧客を育成す

るとともに、FAには収益性の高い顧客への対応に集中させ、収益性の向上を目指していると言えよう。

では、対面証券が常に意識しているネット証券では、何らかの新たな胎動はあったのであろうか。最後にこの点を確認しておこう。

#### 四、ネット証券の最近の潮流

ネット証券の顧客は、アクティブトレーダーやマスリテール層を中心としていた。この層は、従来は手数料の安さを最大の関心事としていたが、ITバブルの崩壊やリーマン・ショックなど大きな相場下落局面を経験すると、この層からも専門家のアドバイスが希望されるようになった。つまり、手数料上昇余地のない中でのフルサービス化が、ネット証券の課題となった。このことを起点

に、アメリカではネット証券大手三社が、それぞれに特色を打ち出し、多様化していくのである。

RIAを組織化し、その販売支援会社に徹したチャールズ・シュワブは、収入構造をコミッションベースからフィーベースへと転換させることに成功した。他方、銀行サービスを強化したEトレードは、金利収入に多くを依存してきたが、サブプライム危機の表面化以降、財務内容が一気に悪化、生き残りの危機に直面することとなった。

その後、Eトレードはローン事業を段階的に縮小させ、ディスクアウントブローカーに回帰しようとしている。そして、TDアメリトレードは買収による規模の経済を追求した。しかし、ディスクアウントブローカーは、売買高の低迷に加え、超低金利によって信用取引からの金利収入も減少している。こうした中、TDアメリトレードは、二〇〇九年以降、四年連続で預かり資産を二ケタ成長さ

せ、二〇一二年には新規の預かり資産が四〇八億ドルに上っている(表3)。

預かり資産を伸ばした牽引役は四、〇〇〇人のRIAであり、RIA経由で移管された資産も四一%増え、売買も個人の取引よりも、RIAによるものが主となっている。RIA業者がTDアメリトレードを選ぶ理由について、利用している業者へのインタビューでは、「手数料が安いから」との回答がされ、チャールズ・シュワブとは異なり、コストリーダーとなることでRIAがプラットフォームを使っているようである。ただ、これだけであれば、チャールズ・シュワブの後追いをしたのか、とも思えよう。シュワブと異なる最も大きな点は、TDアメリトレードでは、日々の顧客取引の三六%が、オプション取引をはじめとするデリバティブ取引で占められていることである。<sup>12)</sup>これを可能にしたのは、二〇〇九年一月の

表3 TD アメリトレードの預かり資産の推移

年	預り資産	新規預り資産	増加率
2008年	2850億ドル	228億ドル	8%
2009年	3116億ドル	266億ドル	10%
2010年	3455億ドル	339億ドル	11%
2011年	3870億ドル	415億ドル	12%
2012年	4278億ドル	408億ドル	11%

(出所) TD Ameritrade “Annual Report” 2009、2012より作成

thinkorswim 買収である。この会社は、株式、先物、各種オプション取引、FX、ETF、投信、債券の売買プラットフォームを持っていただけでなく、投資教育事業も行っていた。

もともとアメリカでは、オプション取引が盛んであったということが背景にあるが、高度なオプション取引のプラットフォームを提供したことが、ネット取引を利用していたアクティブトレーダーの発注意欲を掻き立てる一方、二〇一〇年から一年にかけては、RIAによるオプション取引も前年比五八%増加していた。ここにTDアメリトレードは着目し、オプション・マーケット・センターを設置し、オプション取引の教育プログラム、専門家によるサポートを二〇一一年一〇月から開始した。<sup>13)</sup> このオプション教育は、アドバイザーだけを対象としているのではなく、個人投資家に対しても、受講料を取って高度なオプション

取引方法を教えている。

このオプション教育の受講者は、ノバンティス社のプレゼンテーションでは「富裕層が受けているわけではない」、「投資で自分自身の生計を立てていきたい人」が受講しているとのことであり、アクティブトレーダーが中心と思われる。すなわち、リスクヘッジを目的としたRIAとアクティブトレーダーの取り込みに成功し、預かり資産が増えているものと思われる。

## 五、むすびにかえて

本稿は、二月二四日から約一週間のアメリカ視察を踏まえ、アメリカのリテール証券ビジネスの現状を報告した。大きな流れとして、次の諸点が指摘できよう。すなわち、まず一点目に、ウエルスマネジメント業界の課題として、既存顧客から

子息への資産継承が迫ってきており、いかに資産継承者に契約を継続してもらうか。しかし、資産継承者が十分な資産形成が終わっていないケースも多いと考えられ、継承した資産を消費することも考えられる。そのことを踏まえ、新たにマス富裕層をはじめとする次世代顧客を獲得しなければならぬことが挙げられよう。

二点目として、リーマン・ショック以降、アドバイスを求める富裕層は増えているが、ウエルスマネジメントビジネス関連収入を調べると、銀行系大手証券会社では伸びているものの、業界全体では横ばいとなっており、業者の選別、顧客の囲い込みが始まっていると思われる。特に、銀行系大手証券会社では、きめ細かに構築されたインセンティブプログラムを背景に、顧客紹介やクロスセルが実現されるとともに、顧客セグメントの再編もされている。これらの動きは、これまで十分

に取り込んでこなかったマス富裕層や若年層の取り込みや囲い込みを進めるとともに、FAには収益性の高い富裕層顧客の対応に集中させ、収益性の向上を図るとともに次世代顧客の囲い込みを目指したいことが背景にあらう。

三点目としては、ネット証券はここ一〇年の間に多様化してきた。RIAを組織化して、その販売支援会社としてフィービジネスに転換したチャールズ・シュワブ、一旦は銀行サービスに特化したものの、再びディスクアウントブローカーに回帰しているEトレード、規模の経済を目指して合併を続けてきたTDアメリカトレードというようにである。しかし、このネット証券にも新たな胎動が見えつつある。それは、TDアメリカトレードが高度なオプション取引プラットフォームを提供し、リスクヘッジを目的としたRIAやアクティブトレーダーの取り込み、デリバティブの取引高

を増やしているということである。

このようにみると、アメリカのウェルスマネジメント業界では、若年層、マス富裕層の積極的な取り込みが課題となっている。しかし、これらの層は富裕層と比べて収益性が低い。したがって、どれだけ低コストでこの層を取り込み、次世代顧客として育成できるかが今後の業績を左右するであろう。その点から、インターネットを活用しつつ、コストの高いFAに対応させるのではなく、給与制のFSAがこれらの層に対応するというメリリンチの事例は注目できるのではないだろうか。

また、アメリカのFAやRIA業者は、サブプライム問題やリーマン・ショックで一旦は失われた顧客からの信頼を著しく回復している。それは、もちろん相場の回復が大きく寄与したと思われるが、しかし一方で、FAやRIA業者は、顧

客が自らの資産運用に関する懸念を申し出た場合には、ポートフォリオ見直しの必要性があるのか否かなどを丁寧に説明していた。こうした地道な既存顧客への対応も、顧客からの信頼回復に寄与したことを忘れてはいけなйдらう。

(参考文献)

- 野村総合研究所『プライベートバンキング戦略』二〇一二年、東洋経済新報社
- Bank of America “Merrill Edge Report Fall 2012”
- Bank of America “Annual report 2012”
- Cadgemini, Merrill Lynch Wealth Management “World Wealth Report 2011.” June 2011
- Capgemini, RBC Wealth Management “World Wealth Report 2012.” June 2012
- CollegeBoard “trends in college pricing”
- TD Ameritrade “Annual Report”

(注)

- (1) Capgemini, Merrill Lynch Wealth Management “World

Wealth Report 2011.” June 2011

- (2) Bank of America “Merrill Edge Report Fall 2012”

(3) この点に関して、野村総合研究所[二〇一三]が行った実態調査では、日本の富裕層がリーマン・ショック後、大手証券、信託、外資系金融機関に対し、販売時にリスクの所在と大きさが正確に伝えられておらず、販売後も運用状況に応じ、適切なアドバイスが行われていなかったことに不満を高めているのは、異なる対応と言えよう。

- (4) 二〇一二年のメリルリンチのウェルズ・マネジメント関連収入、利益および税引前利益率は、年間記録並みの好業績であった (Bank of America “Annual report 2012”)。

- (5) <http://www.fins.com/finance/Articles/SB129175691311864171/Merrill-Edge-Advisory-Center-Hiring-600-Financial-Solutions-Advisors>

- (6) FSAがFAを紹介する際、どの人を紹介するかは、彼らに裁量を与えられ、顧客のニーズや預かり資産に応じて紹介する人を選別しているさうである。

- (7) メリルリンチの顧客が融資を希望する場合、BOAに顧客紹介がされるわけだが、その際もメリルリンチの社内に銀行業務の専門家があり、その人を介して適切な融資担当者を紹介される。また、FAと紹介された融資担当者、両社のマネージャーで事前に会議が行われ、両社担当者の信頼関係の醸成と、融資に関連して他の金融商品の販売が

アメリカのリテール証券の現状視察報告

できないかなどが話し合われる。その後も、案件が獲得できなかった場合は、両社の担当者で反省会が、案件を獲得した場合は四半期に一度ぐらいのペースで定期的に情報交換が行われている。

(8) その他にも、F A に対しては、全顧客の八〇%以上が預かり資産二五万ドル以上であることなど、いくつかの基準をクリアしなければバイアウトが支払われないなど、様々なインセンティブの仕組みが講じられている (Wealth Management.com <<http://wealthmanagement.com/content/due-diligence-merrill-edge-hiring-binge-gets-one-third-clients-fa-referrals>>)。

(9) 前掲 Wealth Management.com

(10) F S A は B o A 全体では経費削減が叫ばれているが、増加している。因みに、F S A の人数は、メリル・エッジ開設当初は一〇〇人だったが、二〇一二年二月には一、二〇〇人 (銀行店舗内に五〇〇人、コールセンターに七〇〇人) となり、さらに二〇一二年末には銀行、コールセンターにそれぞれ一、〇〇〇人ずつ配置し、合計二、〇〇〇人とすることが計画されている (前掲 Wealth Management.com)。

(11) ウェルズ・ファアゴでも Welles Trade という名称のオンラインプラットフォームを有し、Client Solution Team が若年でそれほど富裕層でない顧客に対しても、電話を使っ

たサービスを提供している (ウォールストリートジャーナル <<http://online.wsj.com/article/SB10001424052702303459004577362360062298908.html>>)。

(12) TD Ameritrade "Annual Report 2012"

(13) <http://www.amtd.com/newsroom/releasedetail.cfm?releaseid=618486>

(ふかみ やすたか・当研究所研究員)