

進化する米国リテール証券業の ビジネスモデルから学ぶ 証券会社経営の未来(2)



一橋大学大学院 経営管理研究科 特任教授 **藤田 勉**

1. 成長性の高いリテール証券業

リテール証券業の将来は明るい。世界的に、個人金融資産が大きく拡大しており、これがリテール証券業成長の原動力になっている。米国の個人金融資産に占めるリスク資産（株式と投信の合計額）は4,700兆円である。こ

れは、資産全体の48.3%であり（2020年9月末、1ドル100円で換算、以下同）、2010年末と比較し2.3倍に増加した。その恩恵を受けて、米国のリテール証券会社の多くは成長している（図表2）。

日本のリスク資産は252兆円（全体の13.3%）にとどまるが、それでも同1.5倍に増加した。しかし、一部を除き、証券会社の成長力は高くない（図表4）。日米の証券会社の成長力格差の理由は様々であるが、ビジネスモデルの進化のスピードが重要な点であると考えられる。

米国の証券会社は、リテール営業戦略改革に成功し、収入の中心が売買手数料から、残高連動報酬に転換した。また、独立系ファイナンシャル・アドバイザー（IFA）が大きく成長した。その結果、証券会社の主力事業は、資産運用業務とIFA向けプラットフォーム事業に移行しつつある。

米国では、合従連衡を経て、独立系の上場

〈目次〉

1. 成長性の高いリテール証券業
2. 米国リテール証券会社の経営改革の歴史
3. IFAが活躍する米国リテール証券業
4. 大きく異なる日米リテール証券会社のビジネスモデル
5. 日本のリテール証券業への示唆
6. デジタル化と近接分野への多角化が有効

(図表1) 日米家計のリスク資産比較

日本 (兆円)	株式等	投資信託	リスク資産	構成比	金融資産合計	配当利息収入	利回り
2010年末	109	59	168	10.8%	1,560	11	0.7%
2020年9月	181	72	252	13.3%	1,901	14	0.7%
増減	71	13	84	2.5ppt	342	3	0.0ppt
米国 (兆円)	株式等	投資信託	リスク資産	構成比	金融資産合計	配当利息収入	利回り
2010年末	1,480	636	2,116	38.5%	5,495	178	3.2%
2020年9月	3,508	1,257	4,764	48.3%	9,871	291	3.0%
増減	2,028	621	2,648	9.8ppt	4,377	113	-0.3ppt

(注) 1ドル100円で換算。日本の配当利息収入は、2019年時点。

(出所) 日本銀行、内閣府、FRB、BEA

(図表2) 米国証券会社時価総額増加額上位10社 (過去5年)

(億円)	時価総額	増減額	株価騰落率	純利益 (FY20)	増減額	増加率
1 モルガン・スタンレー	139,073	90,696	211.2%	10,996	4,869	79.5%
2 チャールズ・シュワブ	116,178	83,099	146.4%	3,299	1,852	128.0%
3 ゴールドマン・サックス・グループ	115,139	49,173	113.7%	9,459	3,376	55.5%
4 インタラクティブ・ブローカーズ・グループ	31,087	17,076	111.9%	195	146	298.0%
5 レイモンド・ジェームズ・ファイナンシャル	16,076	9,883	166.3%	818	316	62.9%
6 LPLファイナンシャル・ホールディングス	10,481	8,682	550.2%	473	304	180.0%
7 スティーフル・フィナンシャル	6,412	4,399	216.4%	503	411	445.3%
8 エバコア・パートナーズ	5,033	3,179	156.6%	351	308	717.9%
9 モーリス	3,666	3,095	108.9%	179	146	440.2%
10 フーリハン・ローキー	4,383	2,713	148.7%	184	104	130.1%

(注) 1ドル100円で換算。2021年2月末現在。

(出所) ブルームバーグ

大手証券会社は、モルガン・スタンレー、チャールズ・シュワブ、ゴールドマン・サックスの3社となった。メリルリンチ、スミス・バーニー、ペインウェバーはいずれも銀行に買収された。現在、株式時価総額、純利益とも、モルガン・スタンレーが世界最大の証券会社である。同社は、スミス・バーニー（2009年）、Eトレード（2020年）の買収などによって成長分野であるリテール部門を強化し、

投資銀行から総合証券会社に転換した。

リテール分野では、フィデリティ・インベストメンツ（非上場）、チャールズ・シュワブが大きく成長している（ビジネスモデルは前号参照）。チャールズ・シュワブの時価総額や利益成長率は、ゴールドマン・サックスを上回る。

以下、米国リテール証券業の歴史を振り返り、ビジネスモデルの進化を分析し、日本へ

の示唆を得る。

■ 2. 米国リテール証券会社の経営改革の歴史

米国では、古くからリテール証券業が発達した。1792年に、証券業者が株式売買の固定手数料を定めた^(注1)。1975年に手数料が自由化され、それを契機にEFハットソンがマネージド・アカウント（MA）の原型を開発した。MAとは、顧客とファイナンシャル・アドバイザー（FA）が投資一任契約を結び、売買手数料を徴収せず、資産残高に応じて報酬を徴収する。ファンドラップはこの形態に近い。

1990年代のインターネット革命時に、チャールズ・シュワブ、Eトレードなどが手数料を大きく引き下げ、競争が激化した。2000年のITバブル崩壊を契機に、証券会社は、経営安定化のために残高報酬を得るビジネスモデルに転換した^(注2)。

1995年に、SECの要請に応じて、メリルリンチのタリー会長を議長とする委員会が、証券会社の報酬に関する報告書を作成した^(注3)。そこで、①残高収入に応じて営業員の報酬を支払う、②系列企業の商品を優先的に販売しない、ことが望ましいことを示した。これは、その後の証券会社の営業戦略に大きな影響を及ぼした。

1999年に、メリルリンチは、売買手数料を無くし、資産残高報酬を受け取る証券口座の

提供を開始した。これは、FAがアドバイスし、顧客が投資判断を下すというものである。SEC規則ではこのサービスは投資顧問業の登録対象外とされたが、2007年のワシントンDC控訴審判決で規則は無効化された^(注4)。その結果、証券口座で一任運用するFAは、投資顧問業の登録が求められることになった。

2003年に、モルガン・スタンレーのグループ会社の投信の不適切販売に対して、SECは約50億円の制裁金を科した^(注5)。これ以降、証券会社が特定の商品推奨販売することを控え、販売商品のオープン化が進んだ。

2008年のリーマン危機を契機に、受託者責任を顧客に対し負う一方、投資内容に広い裁量を持つレップ・アズ・ポートフォリオ・マネージャーの利用が拡大した^(注6)。こうして、2010年代には、MAが広く普及した。投資商品販売については、2019年にSECが顧客利益最優先に関わる規則を制定した。現在では、証券会社と投資家の利益相反は小さくなり、「顧客とともに栄える」というビジネスモデルが概ね確立した。

■ 3. IFAが活躍する米国リテール証券業

米国の個人の運用資産3,100兆円のうち、FA経由が2,300兆円、ディスカウントブローカー・直販経由が800兆円である（Cerulli Associates推計、2019年）。FA経由の資産の

チャンネル別構成比は、独立系37%、大手証券会社35%、その他が28%である。このように、IFAが大手証券よりもシェアが大きい。

営業員の収入は、手数料から残高報酬にシフトしつつある。マッキンゼーによると、北米のFAの収益の69%、顧客資産の49%が残高連動報酬である（2019年）^(注7)。

FA個人の登録資格として、主に、①証券売買業者（ブローカー・ディーラー、BD）の登録証券外務員、②登録投資顧問業者（RIA）もしくは投資アドバイザー（IAR）がある。①の収入は売買手数料であり、②のIARはRIAに所属する運用者（あるいは助言者）である。証券業で金融業規制機構（FINRA）に登録する個人は69.0万人である。そのうち、証券外務員は32.9万人、IARと証券外務員兼任は29.6万人、IARのみは6.6万人である（2019年）。

RIAは、資産運用だけでなく、税務、不動産投資、相続、事業売買、慈善事業など総合的なアドバイスを行う。富裕層向けのプライベートバンク、あるいは個人向け投資顧問会社といった役割を持ち、中小法人が多い。FINRAに登録するRIA（含むBD兼営）は31,063社である（2019年）。SECに登録しているRIA法人の数は13,494社である（1.1億ドル以上の顧客資産を有するRIAはSECへの登録が必要）。顧客の運用資産残高（海外顧客分含む、2020年）は9,700兆円と、長期的に大きく増加している。

近年、大手証券や保険会社から、RIAや独

立系証券などに人員が流出している^(注8)。大手証券で経験を積んだ後、顧客を連れてRIAや地方証券会社の契約社員になる例が多い。

営業員の報酬は歩合制である。一般に、営業員の歩合の戻し率（ペイアウト）は、大手証券会社約40%、地方証券会社約50%である^(注9)。IFAの場合、戻し率は90%前後と高いが、オフィスなどの経費を自分で負担する必要があるため、実質的には70%前後と推測される。このように、独立する方が、収入が増加することが期待できる。

■ 4. 大きく異なる日米リテール証券会社のビジネスモデル

米国では、リテールとホールセールの事業が分離される傾向が強い。大手総合証券はモルガン・スタンレー、バンク・オブ・アメリカ（以下、メリルリンチ）のみである。さらに、フィデリティやチャールズ・シュワブが最高水準のオンライン証券サービスを提供しているため、独立系大手オンライン証券は存在しない。

一方、日本の大手5社はいずれも対面サービスを中心とする総合証券である。一方、SBI証券など独立系大手オンライン証券が存在するのは世界でも日本だけである。オンライン証券は個人向け株式売買において圧倒的なシェアを持つ。

リテール証券では、フィデリティの預かり

(図表3) 米国リテール証券の顧客預かり資産

(兆円)	特徴	2015年末	2020年末	増減額	増加率	税前利益 (億円)
フィデリティ・インベストメンツ	独立系、総合	510	980	470	92.2%	7,200
チャールズ・シュワブ	独立系、総合	251	669	418	166.1%	4,300
モルガン・スタンレー	商業銀行	199	400	202	101.5%	4,387
バンク・オブ・アメリカ	商業銀行	246	335	89	36.2%	4,073
ウェルズ・ファーゴ	商業銀行	139	200	61	44.2%	2,212
UBS WMアメリカ事業	スイス系銀行	109	157	48	44.3%	1,360

(注) 1ドル100円で換算。フィデリティ（営業利益）、チャールズ・シュワブ以外の税前利益は、リテール証券部門。
(出所) 各社資料

資産と営業利益が圧倒的に大きい。大手リテール証券は、直販や自社の営業員によって金融商品販売によって利益を稼ぐと同時に、RIAやIFA向けのリテール証券プラットフォーム事業を拡大することにより、安定的に成長している。たとえば、RIA向けにカスタマイズ業務（顧客の資産・証券の保管、管理）において、チャールズ・シュワブは44%（含むTDアメリトレード）の市場シェアを持つ（2019年）^(注10)。フィデリティは、401k（確定拠出年金）の管理プラットフォームにおいて首位である。

両社は、小売業に例えると、ウォルマートやアマゾン・ドット・コム（以下、アマゾン）に近い。フィデリティは、販売手数料、信託報酬をいずれもゼロとする投信「フィデリティゼロ」を開発した。チャールズ・シュワブは、2019年に株式手数料をゼロとした。これらは、低価格化によって、プラットフォームの競争力を高める戦略である。

時価総額の6位LPLファイナンシャルは、

FA向け証券取引プラットフォームを提供する。株価は過去5年間で6.5倍と急成長中である。時価総額5位のレイモンド・ジェームズ・ファイナンシャルもこれに近いビジネスモデルである。

大手名門リテール証券会社を「ワイヤーハウス」と呼び、モルガン・スタンレー、メリルリンチ、ウェルズ・ファーゴ、UBSがこれに相当する。これらは、営業員を自社で採用し、富裕層を中心に事業展開をしている。2020年のバロンズを選出するFA100リストの上位10人中モルガン・スタンレーが8名を占める。メリルリンチは、バロンズの2020年トップ1200FAリストに284名が入り、11年連続最多である。このように、ブランド力と組織力に優れた大手証券は、超富裕層のビジネスにおいて圧倒的に優位にある。

■ 5. 日本のリテール証券業への示唆

以上を総合すると、米国リテール証券業の発展には、以下が大きな影響をもたらしたと言える。

第一に、投資家保護の重視である。歴史的に、大暴落、ITバブル崩壊、リーマン危機など株価急落の度に、深刻な証券不祥事が発覚した。これらに対応して、SECの監督が強化され、投資家本位の法律や規制が整備された。

第二に、デジタル化である。技術革新に伴いコスト削減が進み、手数料や運用報酬が大きく低下した。運用コストが低下した分、投資家の取り分が増え、リスク資産への投資が拡大する好循環を生んだ。

第三に、新規参入が業界を活性化した。規制緩和とデジタル化は、対面営業を主力とする伝統的な大手証券に対して、フィデリティ、チャールズ・シュワブなどの優位性を生んだ。これらの急成長は、名門投資銀行モルガン・スタンレーなどの経営改革を促した。

とりわけ、MAの普及とIFAやRIAの増加が、証券業界を大きく変化させた。MAを運用するIFAにとって、運用成績を高めるためには、手数料などの運用コストを引き下げることが効果的である。IFAはコストの低い投資商品を志向するため、結果として、投信や株式の売買手数料に対して、引き下げ圧力が

強まる。

MAの投資対象として大きく成長したのが、上場投資信託（ETF）である。ETFは売買コストや経費率が低く、デジタル技術の進歩とともに、市場規模は急成長した。ETFの純資産残高は、2010年末の100兆円から2020年末には550兆円と5.5倍になった。ちなみに、公募投信（MMF除く）は、同期間に900兆円から1,960兆円と2.2倍になった（出所：ICI）。

■ 6. デジタル化と近接分野への多角化が有効

日本のリテール証券業が安定して成長するためには、米国同様の改革が期待される。第一に、手数料依存型から残高連動報酬型の経営に転換することが望ましい。手数料や運用報酬を引き下げても、全体のパイが増えれば、利益が成長することは、オンライン証券の業績が証明している。

日本でも、投資運用業の登録をすれば、MAを提供することを可能である。投信については、一任運用サービスが提供されており、ファンドラップ口座の契約残高は10.1兆円である（全体の2.4%、2020年9月末）。

第二に、IFAの成長も期待される。2004年に、金融商品仲介業としてIFAが解禁された。しかし、昨年末時点で、IFAの証券外務員数は4,541人にとどまる（証券会社の外務員数7.4万人の6%）。

(図表 4) 日本の証券会社純利益上位10

(百万円)	2015年度	2020年度予想	増減額	時価総額	株価騰落率 (過去5年)
1 野村ホールディングス	131,550	320,000	188,450	20,009,285	30.0%
2 SBIホールディングス	34,115	70,000	35,885	7,201,369	187.2%
3 大和証券グループ本社	116,848	67,000	-49,848	8,795,985	-22.4%
4 松井証券	14,763	10,000	-4,763	2,361,901	-5.0%
5 GMOフィナンシャルホールディングス	6,453	8,200	1,747	1,088,301	29.3%
6 東海東京フィナンシャル・ホールディングス	12,423	6,300	-6,123	940,701	-34.2%
7 マネックスグループ	3,554	5,000	1,446	2,294,728	206.6%
8 澤田ホールディングス	6,701	5,000	-1,701	335,819	-19.9%
9 藍澤證券	1,976	4,700	2,724	398,265	61.2%
10 岩井コスモホールディングス	3,497	4,550	1,053	386,198	46.1%

(注) 2020年度は東洋経済予想。2020年2月末時点。

(出所) Astra Manager

前身の経歴は、証券会社(42.0%)、保険代理店(12.5%)の順である(注11)。収益源は、証券の仲介手数料36.0%、生命保険販売14.5%である(注12)。投資一任勘定を提供するIFA法人は全体の2%程度である(注13)。投資運用業登録には、最低資本金要件(5,000万円)及び純財産額規制(5,000万円)が定められているため、小規模事業者にとってはハードルが高い。

IFA法人は中小事業者中心であるため、大手証券会社が提供する投資一任プラットフォームを活用などが期待される(注14)。IFAに業務委託する証券会社として、SBI証券、楽天証券、あかつき証券、エース証券などが大手である。

クリステンセンの『イノベーションのジレンマ』によると、業界のイノベーションは、新規参入者によって実現することが多い。た

とえば、小売業の変革はアマゾンが引き起こし、自動車産業ではテスラが大きな変革を起こそうとしている。

ソフトバンクグループをルーツとするSBI証券や、楽天をルーツとする楽天証券など新規参入者が、業界の革新や低価格化をリードしている。おそらく、今後、これらがIFAやMAの普及をリードすることであろう。

大手証券は、デジタル化によってコストを下げ、富裕層向けのMAに注力することによって、成長力を高めることが期待される。たとえば、モルガン・スタンレーのFAは、大口顧客以外は可能な限りオンラインに誘導する。富裕層に絞ってコンサルティングを実施することにより、生産性を高めている。モルガン・スタンレーがEトレードを買収したように、大手証券がオンライン証券を買収することも考えられる。

さらに、証券の隣接分野への多角化も有効である。日本M&Aセンターの時価総額が1兆円を超えるなど、M&A取引は急成長している。あるいは、不動産テック企業も成長しており、金融資産と親和性の高い不動産業務も大手証券会社にとって有望な分野である。M&Aコンサルティング企業や不動産テック企業を買収することによって、多角化を進めるのも有力な選択肢である。

米国の大手証券同様、富裕層や中小企業向けの総合資産コンサルティング業に脱皮できれば、日本のリテール証券会社は大いに成長することであろう。

(注1) 日本証券経済研究所編『図説アメリカの証券市場2016年版』(2016年) 2頁参照。

(注2) 岡田功太、和田敬二郎「米国SMA・ファンドラップの拡大を支えた規制と金融機関経営の変遷」(野村資本市場クォーターリー、2015夏号Vol.19-1) 137~148頁。

(注3) SEC, “Report on the Committee on Compensation Practices”, April 10, 1995

(注4) Fin. Planning Ass’n v. SEC, 482 F. 3d 481, 375 U.S. App. D.C. 389, 2007 U.S. App. LEXIS 7356, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P94, 185 (D.C. Cir. Mar. 30, 2007)

(注5) SEC, “SEC Charges Morgan Stanley With Inadequate Disclosure in Mutual Fund Sales ; Morgan Stanley Pays \$50 Million To Settle SEC Action”, For Immediate Release 2003-159, Nov. 17, 2003

(注6) 岡田功太「米国SMA・ファンドラップの多様化を促した規制と金融機関経営の変遷」(資本市場No.369、2016年5月) 44~56頁。

(注7) PriceMetrix by McKinsey, “The state of North

American retail wealth management”, June 2020

(注8) InvestmentNews, “Hundreds of advisers with tens of billions in assets left Wall Street in 2018”, February 9, 2019

(注9) 沼田優子「第14章 金融危機後の米国リテール証券業」462~499頁、証券経営研究会編『資本市場の変貌と証券ビジネス』(日本証券経済研究所、2015年)

(注10) みずほ総合研究所「独立系フィナンシャルアドバイザー (IFA) に関する調査研究—幅広い世代の金融リテラシー向上への寄与が期待される担い手として—」報告書 (2019年7月) 23、26、28~30頁参照。

(注11) Quick Money World 「IFA実態調査④ 【預かり資産】証券出身者、平均11億円で最大」(2018年11月28日)

(注12) Quick Money World 「IFA実態調査④ 【収益源】柱は証券仲介手数料」(2018年11月29日)

(注13) 大原啓一、沼田優子、野尻哲史著『IFAとは何者か—アドバイザーとプラットフォームのすべて』(金融財政事情研究会、2020年) 190頁参照。

(注14) 大原啓一「IFAビジネスの可能性と課題 (第4回) IFAの事業モデル転換と投資運用の内製化」(IFAキャリアサービス、2019年7月22日)

