

資産所得倍増時代に期待される IFAの役割

証券会社経営の未来(7)



一橋大学大学院 経営管理研究科 特任教授 **藤田 勉**

1. 岸田政権の資産所得倍増 計画と資産運用

「新しい資本主義実現」を掲げる岸田政権は資産所得倍増プランを打ち出し、個人の少額貯蓄制度（NISA、iDeCoなど）の拡充が検討されている。2020年の日本の配当・利息収入は13.2兆円（対GDP比2.5%）、個人金融資産残高（昨年末）に対する利回りは0.7%

〈目 次〉

1. 岸田政権の資産所得倍増計画と資産運用
2. 米国では独立系ファイナンシャル・アドバイザーが主体
3. 成長する登録投資アドバイザー（RIA）
4. 米国大手証券のRIA関連事業は成長する
5. 日本におけるIFAの成長
6. IFAの成長には日本版RIAの成長が有効

にすぎない。米国の2021年の配当・利息収入は382兆円（2.9兆ドル、対GDP比12.6%）、利回りは2.5%であるので、大きな差がある。

日本の個人金融資産のうち、株式等、投信は全体の15%を占めるに過ぎず、預金などの利回りはほぼゼロ%である。現預金を利回りの高い株式や外国債券に投資すれば、配当・利息収入利回りを1ポイント引き上げることが可能である。仮に、1ポイント引き上げれば、配当・利息収入は年20兆円（GDP比3.7%）増加する。このように、資産所得の増加は、経済政策として効果が大きい。

個人金融資産のうち、株式等・投信合計額の構成比は2011年末の9.7%（152兆円）から2021年末には15.1%に上昇し、絶対額ではほぼ倍増した。「貯蓄から投資へ」を加速するためには、顧客の利益を重視し、高度な投資のノウハウを持ったファイナンシャル・アドバイザー（FA）が増えることが期待される。

米国では、大手証券に雇用されているFA

(図表 1) 日米家計のリスク資産と配当・利息収入

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	利子配当収入	利回り
2011年末	100	52	152	9.7%	1,563	11	0.7%
2021年末	212	94	306	15.1%	2,023	13	0.7%
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	利子配当収入	利回り
2011年末	1,054	831	1,885	26.0%	7,264	252	3.5%
2021年末	4,162	2,014	6,176	40.4%	15,304	382	2.5%

(注) 日本の利子配当収入は2020年。1 ドル=130円で換算。

(出所) FRB、BEA、日本銀行、内閣府

が減る一方で、登録投資顧問業者 (RIA)、独立系BD (ブローカー・ディーラー)、ハイブリッド、地方証券などに人員が流出している (注¹)。そして、証券会社に雇用されていないIFA (独立系FA) が増加している。本稿は、IFAを中心に米国のリテール証券業を分析し、日本のIFAの将来を展望する。なお、米国リテール証券業については、「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)」(資本市場428号、2021年4月)を参照されたい。

2. 米国では独立系ファイナンシャル・アドバイザーが主体

米国では、大手金融機関に属さないアドバイザーが資産運用サービスの主流である。米国のリテール投資市場の資産は、4,000兆円 (31兆ドル) であり、そのうち、アドバイザー経由は、3,000兆円 (23兆ドル)、ディスカウントブローカー・直販経由は、1,000兆円 (8兆ドル) である (Cerulli Associates推計、2019年)。アドバイザー経由の資産のうち、独立

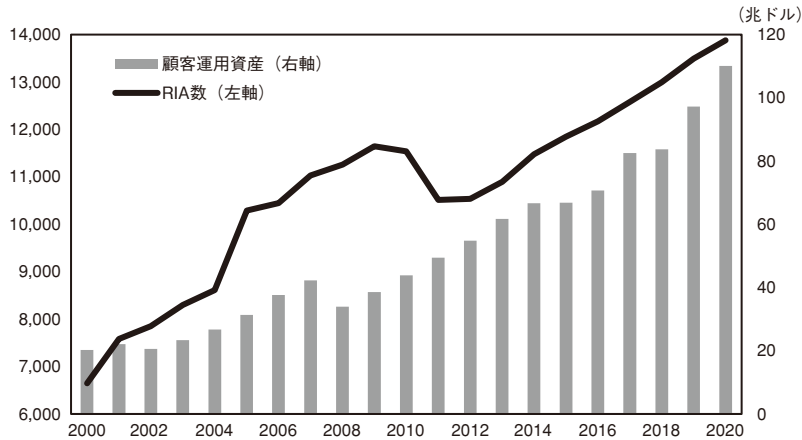
系チャンネルが8.5兆ドル (構成比37%) と増加傾向にある。大手証券会社経由が7.9兆ドル (35%)、その他が6.4兆ドル (28%) である。

マッキンゼーによると、北米のFAの収益の75%がフィー型、顧客資産の58%がフィー型である (2020年) (注²)。米国のFAの数は31.2万人である (Cerulli Associates推計、2017年)。保険会社の証券子会社に属するFAのシェアが最大であるが、変額年金を販売する場合、証券外務員資格が必要とされるためである (注³)。

FA個人の登録資格として (保険除く)、主に、BDの登録証券外務員とRIAの投資アドバイザー (IAR) に分けられる。証券業務の登録従事者のうち、インベストメント・アドバイザー (資産運用者) 登録のみが11%、証券外務員のみ45%、両方に登録しているのが44%である (2021年、出所: FINRA)。

BDは、顧客のため (ブローカーとして)、自己勘定で (ディーラーとして)、またはその両方で、証券を売買する事業を行っている。BDについて、SECの新規則 (2019年施行) により、RIAの登録をしていない限り、アドバイザーの用語を社名や個人の肩書に使用す

(図表 2) RIA社数 (SEC登録) と顧客の運用資産残高の推移



(注) SEC登録対象。

(出所) Investment Adviser Association

ることはできない^(注4)。また、BDには、適合性原則と顧客熟知義務を課せられ、顧客の利益最大化となる推奨を求める。

証券外務員には、独立した自営業者も存在する。独立系BD、地方証券などと契約し、金融商品の売買手数料（コミッション）を得る。米国の独立系の証券外務員は、日本の金融商品仲介業者（IFA）の個人事業者かIFA法人の外務員に相当する^(注5)。

3. 成長する登録投資アドバイザー (RIA)

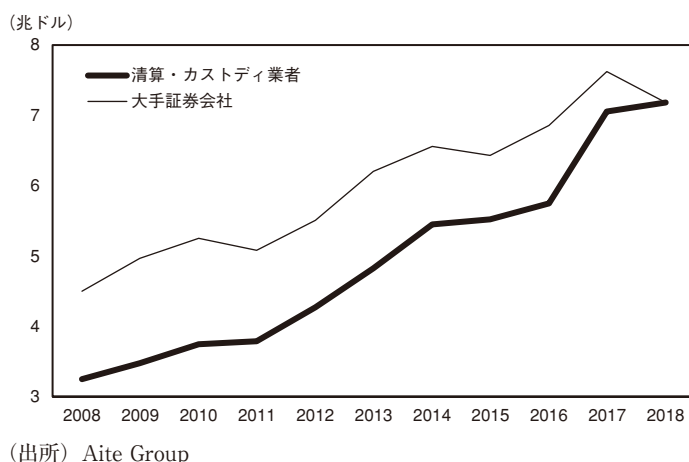
RIAは、1940年投資顧問業法により規制される。投資顧問業者として、SECや州の規制機関に登録し、顧客に投資助言する法人か個人である（多くは法人）。RIAの従業員もしくは関係者としてアドバイスをを行うものは、

投資アドバイザー (IAR) と呼ばれる。そして、顧客に対しては、フィデューシャリー・デューティーを負う。イメージとしては、中小規模の顧客密着型のプライベートバンクという感じである。

RIAは、顧客の資産残高に応じてフィーを徴収する。1億ドル以上の顧客資産を有するRIAはSECへの登録が義務付けられ、1億ドルまでは州の管轄当局に登録する。資産が小規模でも、投資会社を運営するRIAは、SECに登録する必要がある。

金融取引業規制機構 (FINRA) に登録するRIA (法人) は31,669社 (州登録を含む) で、BD法人との二重登録を含めると、35,063社である (2021年)。SECに登録しているRIA法人の数は13,880社であり、顧客の運用資産残高は1.4京円 (110兆ドル) である (2020年)。そのうち、3,600兆円 (28兆ドル) が、海外

(図表 3) 大手証券会社対清算・カストディ業務の顧客資産推移



顧客の資産である。6,080万人の顧客がRIAからアドバイスを受け、うち、資産運用サービスを受けている顧客は4,970万人である。10,153社（全体の73%）が個別資産の一任運用（SMA）の資産を管理する。

RIA法人の89%は運用資産50億ドル以下であるが、1,000億ドル以上の大手法人は185社である（2020年）。バロンズのRIAランキング（2021年）によると、エデルマン・ファイナンシャル・エンジンズが1位である（運用資産、IT支出、スタッフの多様性、後継プラン等で評価）。退職プラン、投資管理、税務、不動産、保険を含む総合資産運用サービスを提供している。340名のアドバイザーで、150以上のオフィスを展開し（2020年末）、133万人の顧客を抱え、運用資産は38兆円（2,910億ドル）である（2021年9月末）。

4. 米国大手証券のRIA関連事業は成長する

チャールズ・シュワブ、フィデリティなどは、RIA向けに顧客の資産・証券の保管、管理をするカストディ業務を行っている^(注6)。清算（クリアリング）・カストディ業務を行う会社の顧客資産は増加傾向にあり、大手証券会社の顧客資産の規模に迫りつつある。

チャールズ・シュワブは、2021年2月末現在、約13,000社のRIA法人を顧客とする。RIA市場シェアは47%と最大である（2020年）。フィデリティがこれに続く。

RIAにとっては、チャールズ・シュワブがバックオフィスの機能を担い、大手証券会社やその利益相反から独立したいとのニーズにマッチしていた。チャールズ・シュワブがより多くの投信を提供することで、RIA事業が

(図表4) 先進国証券会社の過去10年時価総額増加額上位10社

(兆円)	国	時価総額	増加額	純利益(前期)	株価騰落率
1 モルガン・スタンレー	米国	19.6	16.2	2.0	544.8%
2 チャールズ・シュワブ	米国	17.3	15.2	0.8	462.6%
3 ゴールドマン・サックス・グループ	米国	15.2	8.9	2.8	241.5%
4 インタラクティブ・ブローカーズ・グループ	米国	3.4	2.7	0.0	331.6%
5 レイモンド・ジェームズ・ファイナンシャル	米国	2.7	2.1	0.2	332.2%
6 LPLファイナンシャル・ホールディングス	米国	2.0	1.6	0.1	505.9%
7 スティーフル・フィナンシャル	米国	0.9	0.7	0.1	202.8%
8 エバコア・パートナーズ	米国	0.6	0.5	0.1	362.2%
9 SBIホールディングス	日本	0.6	0.5	0.4	412.1%
10 アバンザ・バンク・ホールディング	スウェーデン	0.5	0.4	0.0	755.4%

(注) 2022年5月末時点、1ドル=130円で換算。10年前未上場企業除く。

(出所) ブルームバーグ

拡大し、シュワブの全国的な営業部隊として、多数の顧客と多額の資産をもたらした^(注7)。チャールズ・シュワブの収益構造は、主に純金利収入、資産運用・管理手数料であり、RIAや最終顧客に対し、カストディ費用を請求していない。

独立系BDの中で、LPLファイナンシャルは最大手の一つであり、アドバイザー向けマーケットプレイスを提供する。収益の46%がフィー、31%がコミッション(売買手数料)である(2021年度)。コミッションとフィー合計のペイアウト(アドバイザーへの歩合の戻し率)は、87%である。19,876名のアドバイザーの大半が自営業者である(従業員5,283名、2021年末)。

米国の独立系BDの純収益に占める構成比を見ると、上位10社でコミッション36.5%、フィー51.4%、その他12.1%である(2020年)。2017年以降、フィーがコミッションを上回るように

なった。その他に含まれる金利収入、プランニング、コンサルティング料も上昇している。

5. 日本におけるIFAの成長

日本において、IFAは、金融商品取引法上、金融商品仲介業に位置付けられる。2004年に解禁された。提携する証券会社(IFAプラットフォームフォーマー)から、業務委託報酬の支払いを受ける。ほとんどのアドバイザーがIFA法人に所属する。2022年4月末時点で、個人・法人含め836のIFAが金融商品仲介業者として金融庁に登録している(法人644)。金融商品仲介業者(法人)の登録外務員数は5,141名(個人を除く、2021年末)。IFAの収益は、ラップ(フィー型)、総合口座(コミッション型、売買手数料)、管理口座(フィー型)から構成される。

日本証券業協会は、雇用形態の多様化に伴

(図表 5) 米国独立系BDの収益構成 (2020年)

(億円)	収益	コミッション	フィー	その他
1 LPLファイナンシャル	5,872	32.5%	39.6%	27.9%
2 アメリプライズ・ファイナンシャル・サービスズ	5,038	24.0%	62.0%	14.1%
3 レイモンド・ジェームズ・サービスズ	2,658	—	—	—
4 コモンウェルス・エクイティ・サービスズ	1,635	15.1%	72.6%	12.3%
5 ノースウェスタン・ミューチュアル	1,517	24.6%	67.4%	8.1%
6 MML インベスターズ・サービスズ	1,239	55.9%	43.5%	0.6%
7 ケンブリッジ・インベストメント・リサーチ	1,085	28.7%	57.2%	14.1%
8 セキュリティーズ・アメリカ	1,048.9	39.4%	49.4%	11.2%
9 エクイタブル・アドバイザーズ	983.5	64.8%	30.2%	5.0%
10 ロイヤル・アライアンス・アソシエイツ	936.4	43.8%	40.5%	15.7%

(出所) InvestmentNews

い、2003年に歩合外務員の定義を廃止しており、現在、歩合外務員とIFAの明確な区別はない。SBIマネープラザでは、社員IFA制度を採用しており、収益に応じて最大50%の報酬を受け取れる。

楽天証券はIFAとの関係を強化している。IFAの契約アドバイザー数は2,052名となっている（2020年末）。楽天証券のIFA経由の顧客口座数は、71,187口座（前年比39%増）で預かり資産は、8,720億円（同31%増）となった。楽天証券は、国内初の試みとして、2019年より、IFAの新報酬体系「管理口座コース」（預かり資産残高に応じた口座管理手数料、フィー型）を提供している。預かり資産に対し、1%の手数料を徴収する。

あかつき本社傘下のあかつき証券は、IFA事業に注力する。また、2020年3月より、完全子会社のジャパンウェルスアドバイザーズが金融商品仲介業者として業務を開始している。2022年3月期のあかつき本社のリテール

部門は減収となったが、IFA部門の営業収益は、97億円と前年比7.4%増となった（2021年度）。債券プライシング自動応答システムの導入やIFA向けポータルサイトの機能の充実化を図っている。契約仲介業者外務員数は1,185名と前期末比452名増となった（2022年3月末時点）。預かり資産残高は3,789億円（内、IFA部門2,185億円）である。

6. IFAの成長には日本版RIAの成長が有効

日本のIFAの課題として、証券営業出身者を中心に、株式等の売買委託手数料に収益を依存していることが挙げられる。IFAの前身の経歴は、証券会社出身者（42.0%）が最も多く、次いで、保険代理店（12.5%）、税務・会計事務所（10.0%）が続く（注8）。IFAの収益源は、「証券の仲介手数料（コミッション）」が最多の36.0%で、「生命保険販売業

(図表 6) 日米IFAの制度比較

	日本	米国		
呼称	IFA	独立系FA		
登録 個人資格	金融商品仲介業者 (証券) 外務員	登録証券外務員	RIA 投資アドバイザー (IAR)	ハイブリッド
顧客からの販売手数料受取	○	○	×	○
顧客からのアドバイスフィー受取	×	×	○	○
	(投資助言業・投資顧問業登録を行えば可能)			
資産運用会社等からの信託報酬等受取	○	○	○	○

(出所) 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) 7頁より筆者作成。

務」が14.5%、「預かり資産に応じた報酬 (フィー)」と「コンサルティング業務 (顧問料、相談料)」が8.0%である (注9)。

IFA法人は、中小規模事業者が中心で、多くが生命保険代理店、FP、不動産仲介業務などとの兼業である。金融商品仲介業務からの手数料収入のみでは事業継続が困難であることが推察される (注10)。金融商品のコミッションが収益の中心であるため、短期の回転売買につながるリスクが指摘される (注11)。IFA法人の中には、投資助言業・投資顧問業登録を行って投資一任勘定を提供している場合もあるが、全体の2%程度にすぎない (注12)。

IFAには、証券会社などの金融商品取引業者等への「所属制」がある。特定の金融商品取引業者等に所属し、勧誘や説明について証券会社から指導や支援を受ける立場にある。業務委託の関係にあるIFAプラットフォームが扱う金融商品を販売することになるので、完全に独立したとはいいいにくい。

2020年金融商品販売法改正 (2021年11月施

行) により誕生した金融サービス仲介業には所属制がない。金融サービス仲介業の1つの登録で銀行・証券・保険すべての分野のサービスを仲介できるようになった。

米国では、RIAに所属するFAが中心となって、IFA業界が成長しつつある。日本で、IFA業界が成長するためには、以下が必要であると考えられる。

第一に、日本版RIAの成長である。コンサルティングの範囲が証券投資に依存すると、収入が必然的に証券の売買手数料に依存し、結果として、営業員が顧客に必ずしも必要ない売買を推奨する誘因となる。このため、証券投資のみならず、不動産、保険、税務を含む総合資産運用コンサルティング能力を持つことで必要ある。

個人が単独で総合資産運用コンサルティング能力を持つことは容易でない。そのためには、日本でもRIAのように、各分野の専門家が結集し、チームとなって総合的なサービスを提供することが望ましい。

第二に、IFA業界のビジネスモデルの進化である。現在、金融庁の指導の効果があって、大手証券会社は過度な売買手数料依存を脱し、残高重視に営業方針を大きく転換しつつある。

ただし、これでは、従来型の回転売買によって多額の手数料稼ぐことのできる営業員の収入は減る場合がある。そこで、コンプライアンスが比較的緩い証券会社のIFAになる方が売買手数料は増加し、結果として収入が大きく増える場合がある。しかし、売買手数料依存型のモデルが安定して成長しないことは、過去の日本の大手証券の実績が証明している。

米国のIFAは残高重視とアドバイス対象のサービスの拡大によって、収益が安定し、かつ顧客と共に成長するビジネスモデルが確立している。日本でも、IFAが社会で認められる存在になるためには、①売買手数料依存型からの脱却、②不動産や税務コンサルティングを含む総合資産管理業化、が不可欠である。

米国では、IFA向けのプラットフォーマーとして、フィデリティとチャールズ・シュワブが成長した。同様に、日本でも、SBI証券、楽天証券などのオンライン証券がこの分野で台頭しつつある。これは、IFAが業界として成長するために大きなプラスとなろう。岸田文雄政権が、個人資産所得倍増政策を打ち出しており、米国同様、日本でもIFAが個人の資産形成に大きな役割を果たすようになることを期待する。

tens of billions in assets left Wall Street in 2018", February 9, 2019

(注2) PriceMetrix by McKinsey, "The value of personal advice: Wealth management through the pandemic", Mat 25, 2021

(注3) 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マーのすべて』(金融財政事情研究会、2020年) 71頁参照。

(注4) SEC, "Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct", 17 CFR Part 240, Release No. 34 - 86031, 2019, SEC, "Frequently Asked Questions on Regulation Best Interest", modified on August 4, 2020

(注5) 三菱UFJ投信「【投信調査コラム】日本版ISAの道 [その266] 「米国IFA最新動向」 米国資産運用業界で台頭するIFA! 日本のIFAに相当するIBDをコミッションやフィーの構成、その歴史と今から見る!!」(2019年5月27日)

(注6) 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7) チャールズ・シュワブ著『ゼロ・コミッション革命—チャールズ・シュワブの「顧客目線」投資サービス戦略』(金融財政事情研究会、2020年) 262~267頁参照。

(注8) 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9) 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10) 日本資産運用基盤「日本におけるIFAビジネス—アドバイザーとプラットフォーマーにとって儲かるビジネスなのか—」(2020年12月9日)

(注11) 大原啓一「わが国におけるIFA業界拡大のカギ: リテール金融業界の変革には地銀・保険会社のIFA参入が不可欠 (特集 根付くか日本のIFA)」(金融財政事情71巻7号、2020年2月17日) 14~17頁。

(注12) 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マーのすべて』(金融財政事情研究会、2020年) 16頁参照。

(注1) InvestmentNews, "Hundreds of advisers with