

独立系アドバイザーの拡大により 成長を遂げるチャールズ・シュワブ

長島 亮

■ 要 約 ■

1. 顧客資産全米第2位の証券会社であるチャールズ・シュワブは、同第1位のメリルリンチを2010年までに追い抜くとの声が上がっている。独立系アドバイザー向けビジネスを展開するシュワブ・インスティテューショナルが資産獲得の原動力となっており、シュワブ全体の顧客資産の45%を占めている。
2. 独立系アドバイザーに対して証券業務に係る注文執行や決済管理などを提供しているシュワブ・インスティテューショナルは、独立系アドバイザー5,500人、顧客資産5,560億ドル、顧客口座数150万口座の規模にまで拡大している。
3. 独立系アドバイザーは、顧客と密接に繋がりを持ち、財産状況や運用方針に合わせて、中立的な立場で投資アドバイスができることが強みである。市場の不確実性や、長生きリスクの高まりから、継続的な資産管理提案ができる独立系アドバイザーの需要が伸びている。
4. シュワブの経営戦略の変化は、業界の競争の構図が、以前の「フルサービス証券会社」対「非フルサービス証券会社」から、新たに「フルサービス証券会社」対「独立系アドバイザー」へと変化してきていることを象徴する。

I チャールズ・シュワブの躍進

顧客資産全米第2位の証券会社であるチャールズ・シュワブ（以下シュワブ）は、成長性の高い証券会社として再評価されており、同第1位のメリルリンチの顧客資産を2010年までに追い抜くとの声が上がっている（図表1）¹。特に、個人向け投資顧問業者、いわゆる独立系アドバイザー経由での資金流入がシュワブ全体の顧客資産拡大を後押ししていることから、本稿では独立系アドバイザー向けビジネスを展開するシュワブ・インスティテューショナルについて概説してみたい。

まず、近年の主だったシュワブの動向を見てみると、2000年3月に買収したUSトラストを、2006年11月にバンク・オブ・アメリカに33億ドルで売却することを発表した。

¹ “Schwab Seen Surpassing Merrill in Assets by 2010”, *American Banker*, July 17, 2007

図表 1 大手証券会社顧客資産の推移

| (単位：10億ドル) | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007.1Q |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|
| メリルリンチ | 1,185 | 1,021 | 1,165 | 1,244 | 1,356 | 1,483 | 1,503 |
| チャールズ・シュワブ | 722 | 657 | 830 | 940 | 1,054 | 1,239 | 1,306 |
| スミス・バーニー | 848 | 762 | 912 | 978 | 1,130 | 1,230 | 1,277 |
| ワコビア | 574 | 553 | 603 | 653 | 684 | 760 | 773 |
| UBS WM USA | 504 | 471 | 556 | 600 | 606 | 675 | 713 |
| モルガン・スタンレー | 595 | 516 | 565 | 602 | 617 | 676 | 690 |
| AGエドワーズ | 252 | 236 | 283 | 311 | 331 | 370 | 374 |
| TDアメリトレード | 32 | 37 | 65 | 80 | 245 | 278 | 282 |
| Eトレード | 45 | 44 | 62 | 71 | 146 | 164 | 170 |
| 合計 | 4,757 | 4,296 | 5,041 | 5,480 | 6,169 | 6,875 | 7,087 |

(注) 顧客資産に独立系アドバイザー経由の資産を含む。

(出所) 各社資料より野村資本市場研究所作成

それまで、シュワブは、①自社店舗の営業マン、②個人向け投資顧問業者、③プライベートバンクの US トラスト、という 3 つのアドバイス付チャネルを備えていた²。しかし、伝統的顧客層に特化してきたプライベートバンクの US トラストは、対象顧客が極めて限定されていたことから、規模の拡大、収益の改善が難しく、US トラストの売却によりマニアック層に特化するという経営方針の転換を明確に打ち出した。

一方でシュワブは、オンライン証券の地位低下という逆境の中から順調に個人金融資産を取り込んできたが、ネットバブルの崩壊以降、取引ごとのコミッションを標準としたオンライン株式取引から、顧客資産額に応じたフィーベースの手数料体系を採る対面取引への方向転換を行った。シュワブは従来、自ら投資判断を下す自己解決型の投資家を主なターゲットとしていたが、いわゆるネットバブルの崩壊と不安定な相場を経験したことによって、証券会社からの投資アドバイスを求める投資家が増えたため、シュワブはアドバイスの提供なしには投資家を取り込めないと考え、付加価値となる相談機能を高めたフルサービス証券会社を目指したのである。2004 年 7 月、創業者チャールズ・シュワブ氏が会長に復帰した後、顧客チャネルを問わず、顧客資産の増大に努める経営戦略を明確化した。すなわち、ベビーブーマー層を中核のターゲットとしたマーケティングに加えて、ベビーブーマー層より若い世代からの資産獲得にも注力するようになった³。例えば、“No matter how much you’re worth (あなたの資産がいくらであっても) ”、“Big Account, Small Account, They all account (口座の大小を問わず、全て同じ口座)”といった宣伝コピーが使われ、投資口座の開設に必要な最低額は 1,000 ドルまで引き下げられるとともに、シュワブ・バンクの普通預金金利は業界最高水準に引き上げられた。また、「ヘルプ&ガイダンス」をテーマに掲げ、保有資産の多寡に関わらず、対面、電話、オンライン、全ての顧客チャネルで資産運用に関する無料のコンサルティングサービスを 50 万人以上の顧客に対して提供しており、顧客資産 25 万ドル以上の顧客は、専属の担当者からの投資ア

² 沼田優子「チャールズ・シュワブの個人顧客拡大策」『資本市場クォーターリー』2003 年秋号参照。

³ 関雄太「再評価されるチャールズ・シュワブ」『資本市場クォーターリー』2006 年冬号参照。

ドバイスを受けるようになっている。その結果、顧客資産ベースで約 7 割を占める約 20%の顧客が投資アドバイスを受けており、マネージド・アカウントなどのフィーベース資産は、2006 年第 2 四半期の 640 億ドルから、2007 年第 2 四半期の 800 億ドルにまで拡大している。

シュワブの収支状況を見てみると、2007 年第 2 四半期の純利益は前年同期比 16%増の 2 億 9,200 万ドル、純収入は同 10%増の 12 億 500 万ドルであった。そして、純収入のうち資産運用手数料など非トレーディング収入が同 14%増の 10 億ドルと大半を占めている。一方、株式売買仲介を中心とするトレーディング収入は前年同期比 6%減の 1 億 9,800 万ドルにとどまっている。同期間に、顧客資産は 23%増の 1 兆 3840 億ドルに膨らんでいることから、主要収益源は顧客資産をもとにフィーを徴収する非トレーディング事業に移行しつつあることがわかる。特に、2002 年末から 2007 年第 1 四半期までの約 5 年間で、シュワブの顧客資産は約 2 倍に拡大し、これはメリルリンチの同 1.5 倍を上回ることから、メリルリンチの顧客資産を追い抜くとも言われているのである。

この躍進の原動力となっているのが、独立系アドバイザーへのビジネスを展開するシュワブ・インスティテューショナルの成長で、シュワブの顧客資産全体の 45%を占めるようになっている（図表 2）。セレント社の調べによると、金融業界全体における独立系アドバイザー・チャンネル（特に後述する RIA チャンネル）の顧客資産は、2006 年末には 2.1 兆ドルに拡大しており、最も成長性の高い分野となっている。

II 米国における独立系アドバイザー業界の状況

近年、米国では、証券会社に所属せず、独立した専門業者として資産管理に関する包括的な提言を行う独立系アドバイザーが増加している。独立系アドバイザーには、大きく 2 つの形態があり、一つは IBD（インディペンデント・ブローカー・ディーラー）、もう一つは RIA（レジスタード・インベストメント・アドバイザー）である（図表 3）。

IBD は、一般的に登録先の証券会社の経営方針、社内規則に従い、提供できる商品と

図表 2 チャールズ・シュワブの部門別顧客資産推移

(単位：10 億ドル)

| | 2002 年 | 2003 年 | 2004 年 | 2005 年 | 2006 年 |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| シュワブ・インベスター・サービス | 411.6 | 509.5 | 547.7 | 583.6 | 670.9 |
| シュワブ・インスティテューショナル | 222.4 | 287.1 | 348.2 | 407 | 502.5 |
| その他 | 23.5 | 34.1 | 46.1 | 62.09 | 65.8 |
| 合計 | 657.5 | 830.7 | 942 | 1053.5 | 1239.2 |

(注) シュワブ・インベスター・サービスは、チャールズ・シュワブのリテール部門に該当する。

(出所) チャールズ・シュワブ社 IR 資料より野村資本市場研究所作成

図表3 独立系アドバイザーの分類

| 登録 ← | | → 独立 |
|---|---|--|
| 証券会社所属： | IBD： | RIA： |
| <ul style="list-style-type: none"> ・会社所属のブローカー ・証券会社は経費を負担 ・アドバイザーに対するペイアウト率 30%~45% | <ul style="list-style-type: none"> ・独立したブローカー ・経費は会社とシェア ・アドバイザーに対するペイアウト率 80%~92% | <ul style="list-style-type: none"> ・投資顧問業者として裁量権を持つ ・経費は自己負担 ・アドバイザーに対するペイアウト率 100% |

(出所) シュワブ・インスティテューショナルのホームページより野村資本市場研究所作成

サービスは限定されるが、営業マンに対するコンプライアンス管理や、会社独自のシステムとノウハウを利用できることが特徴であり、アドバイザーを取巻くサポート体制が比較的充実しているといえる。米国証券取引委員会（SEC）と金融業界監督機構（FINRA）の監督下に置かれ、ブローカーの販売資格として証券外務員免許（シリーズ7）が必要であり、顧客に投資アドバイスを提供することが認められている。手数料の徴収方法はアドバイザーにより異なるが、フィーベース60%、コミッションベース40%の併用が一般的であるという⁴。通常、経費を登録先の証券会社と折半することから半独立といえ、モンウェルス・フィナンシャル・ネットワーク、ロイヤル・アライアンス、LPLフィナンシャル・サービスに所属するアドバイザーが、IBDの典型的な例である。

他方、RIAは、自営の投資顧問業者として独自の裁量に基づいて幅広い金融商品を提供することが可能であり、注文の執行、決済機能は証券会社に委託するという形態をとる。通常、フィー型のビジネスモデルに基づいてアドバイス料を徴収し、取引ごとのコミッションは徴収しない。登録に際しては、SECに届出を行う必要があるが、証券外務員登録の必要はなく、通常、投資顧問業者資格としてのシリーズ66（シリーズ7を保有するRIAの場合）、もしくはシリーズ65（シリーズ7を保有していないRIAの場合）が必要となる。2001年の富裕層の大手証券利用率は35%、RIA利用率は30%であったが、2004年においては前者30%、後者45%と逆転しており、富裕層が資産管理業者としてRIAを利用することが通常になっているという⁵。例えば、シュワブ、フィデリティ、TDアメリトレードに注文の執行、決済機能を委託提携している独立系アドバイザーがRIAに該当する。

これらのIBDやRIAといった独立系アドバイザーは、顧客と密接につながりを持ち、個別銘柄選択よりもアセット・アロケーションに重点を置くファイナンシャル・プランニング的なアプローチを取る者が多く、顧客の財産状況や運用方針に合った金融商品を案内できること、顧客と販売サイドの中立的な立場から投資アドバイスができることが強みである。2006年末のアドバイザー数を見てみると、RIAは43,008人、IBDは110,027人、大手証券所属アドバイザーが72,691人となっているが、大手証券からRIAへ独立する者も

⁴ モス・アダムス社の調査による。http://registeredrep.com/mag/finance_going/

⁵ スペクトラム・グループの調査による。http://registeredrep.com/mag/finance_going/

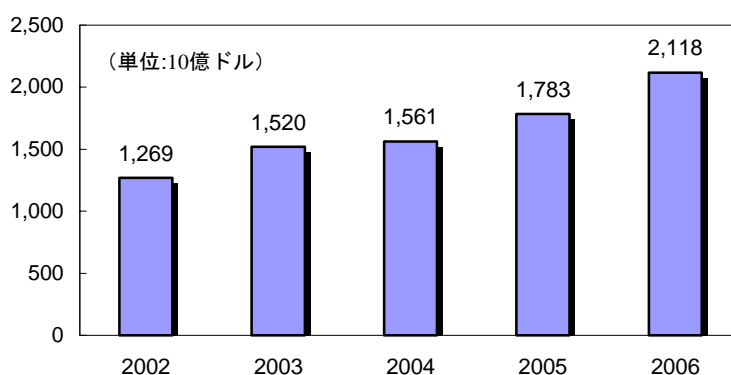
多く、セラーリの調べによると、2005年から2006年にかけてアドバイザー数全体の増加率は3%であったのに対して、RIAの人数は13%増加している。また、RIAチャンネルにおける顧客資産は安定的に拡大が続いており、2002年末の1.3兆ドルから年率13.7%で増加して2006年末で2.1兆ドルとなっている（図表4）。独立系アドバイザー興隆の背景として以下の要因が考えられる。

第一に、市場の不確実性の高まりや寿命の長期化に伴う長生きリスク⁶の高まりから、顧客が複雑なファイナンシャルニーズの解決を望むように変化しており、継続的な資産管理提案ができる投資アドバイザーが求められていることが挙げられる。以前と比較して、顧客は目先の利益よりも長期の視点に立った運用を望むようになっており、地元に根差した独立系アドバイザーであれば、生涯にわたり資産管理の相談ができるといった利便性から顧客の信頼を得るようになっている。

第二に、アドバイザーの取り分（ペイアウト率）の高さ、報酬の透明性といった環境の変化が、独立系アドバイザーへの転向を後押ししていることが挙げられる。大手証券では、アドバイザーのペイアウト率は、コミッションの4割程度である。これに対して、独立系アドバイザーはフィー手数料の9割前後とする代わりに事務所やアシスタント等の経費を独立系アドバイザーに負担させているが、自宅を事務所とするなど自己裁量で固定費を抑えることができる。顧客とアドバイザーの利害が一致し、顧客資産に応じてフィー手数料を徴収するビジネスモデルが主流になっていることから、顧客資産の獲得が報酬の増加につながる独立系アドバイザーを選択するメリットが大きくなっている⁷。

第三に、大手証券のアドバイザーが、商品販売主体の論理で顧客に商品を押し付けるといった企業利益と顧客利益の矛盾や、法令違反や不祥事によって会社に失望することで独

図表4 RIAマーケットにおける顧客資産の拡大推移



(出所) チャールズ・シュワブ社 IR 資料より野村資本市場研究所作成

⁶ 長島亮「注目を集める長生きリスクと米国金融サービスの変化」『資本市場クォーターリー』2007年夏号参照。

⁷ コミッションの場合は、顧客ポートフォリオのパフォーマンスに関わらず、取引高が増えれば、アドバイザーの収入が増えるため、過剰取引の懸念が生じる。これに対して資産残高の一定割合を手数料とする場合は、顧客資産の拡大が、アドバイザーの手数料増加につながるため、利害が一致するとされている。

立系アドバイザーに転向する者も見られる。独立系アドバイザーに対するコンプライアンス管理に関しては、規制当局により策定された一定の行為基準を満たすことに対し説明責任を負うほか、本社のシステムにより、取引に係る不正を発見することができ、仮に本社のシステムを経由しないで取引が行われた場合には、アドバイザーとの契約が破棄される。また、コンプライアンスに係るニュースレターの定期発信、専門家によるウェブセミナーへの参加、サードパーティーによるコンプライアンス管理サービスにより、不正取引や適合性原則に欠けた販売の防止に努めている。

第四に、独立系アドバイザーは、大手証券と遜色ない金融商品を取扱えるようになってきていること、自前の商品を持たないことにより中立性を強調できることが強みとなっている。このことは、2003年秋以降に米国で注目を集めた投信・保険不正問題などの影響で、系列証券マンに対して販売インセンティブを拡充することが難しくなり、運用会社の中立性が従来以上に意識されると同時に、投信業界のオープン・アーキテクチャーに拍車がかかっていることが影響している。

III シュワブ・インスティテューショナル

1. シュワブ・インスティテューショナルとは

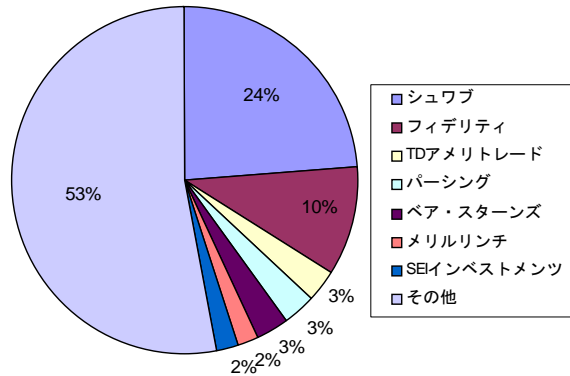
1987年に設立されたシュワブ傘下のシュワブ・インスティテューショナルは、独立系アドバイザーに対して、証券取引の過程で発生する株式の売買注文の執行、資金決済、口座開設、取引報告書の作成・封入発送、株主名簿管理など証券取引業務の大半のサービスを提供している。

2007年6月末、5,500人以上の独立系アドバイザーを抱えるシュワブ・インスティテューショナルは、口座数150万口座、顧客資産5,560億ドルに拡大しており、RIA業界一位の規模となっている。顧客資産は、RIA業界全体の24%を占めており、競合他社のフィデリティ(2,040億ドル、10%)やTDアメリトレード(670億ドル、3%)に登録する独立系アドバイザーの顧客資産を大きく引き離している(図表5)。また、顧客資産の年間成長率においてもシュワブ・インスティテューショナルの成長性が非常に高いことが分かる(図表6)。2007年10月に発表された自社の登録アドバイザーに対する調査⁸によると、2006年の一年間で顧客資産は20%、利益は16%増加している(いずれも中央値)。2003年から2006年の期間では、顧客資産は年率8%で増加、顧客資産の平均残高は42%増加して104万ドルに拡大しているという。特に、資産純増の50%は新規顧客によるものであり、新規顧客の88%(既存顧客からの紹介59%、会計士や弁護士からの紹介29%)は紹介によるものであるという。シュワブ・インスティテューショナルでは、顧客ニーズに合った幅広い商品とサービスが提供できること、自己裁量に基づいたビジネス展

⁸ http://www.aboutschwab.com/press/releases/press-release.cgi?release_id=1058975

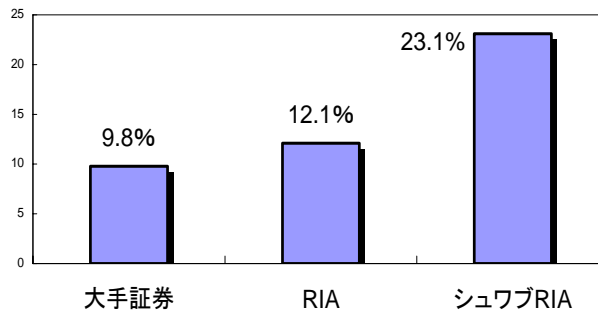
開が可能であること、報酬の向上が期待できることをセールス・ポイントに、大手証券の優秀なアドバイザーを積極的に獲得しようとしている（図表7）。

図表5 RIA登録先会社の顧客資産の比率



(出所) チャールズ・シュワブ社 IR 資料より野村資本市場研究所作成

図表6 顧客資産の年間成長率（2002年～2005年）



(出所) チャールズ・シュワブ・インスティテューショナル資料より野村資本市場研究所作成

図表7 シュワブがウェブ上で紹介する典型的なアドバイザーの一例

John Krambeer, Camden Capital Management, LLC

独立した理由

- ・かつての証券会社の経営方針にうんざりしたから。
- ・顧客にコンサルティング型の資産管理によってアドバイザーとしての付加価値を与えなかった。
- ・優れたウェルスマネジメントのプラットフォームを構築しなかった。

新しく独立した会社について

- ・バイアスのない投資アドバイスと、付加価値のある資産管理・資産承継・慈善寄付・信託サービスを提供。

対象顧客

- ・保有資産500万ドル以上の超富裕層。
- ・現在の顧客は、25世帯、総預かり資産1.8億ドル。

成長戦略

- ・オーダーメイド型のプランニングサービスにより超富裕層を開拓。
- ・顧客からの紹介、ダイレクトマーケティング、戦略パートナーとのリレーションシップによる新規開拓。

独立アドバイザーとして心掛けていること

- ・フィー手数料のみを徴収する客観的なウェルスマネジメントサービスを提供する。
- ・顧客の利益を失わないようにする。
- ・大手証券会社よりも透明性がある幅広いプロダクトの提供を行う。

(出所) チャールズ・シュワブ・インスティテューショナル資料より野村資本市場研究所作成

2. シュワブ・インスティテューショナルが拡大している背景

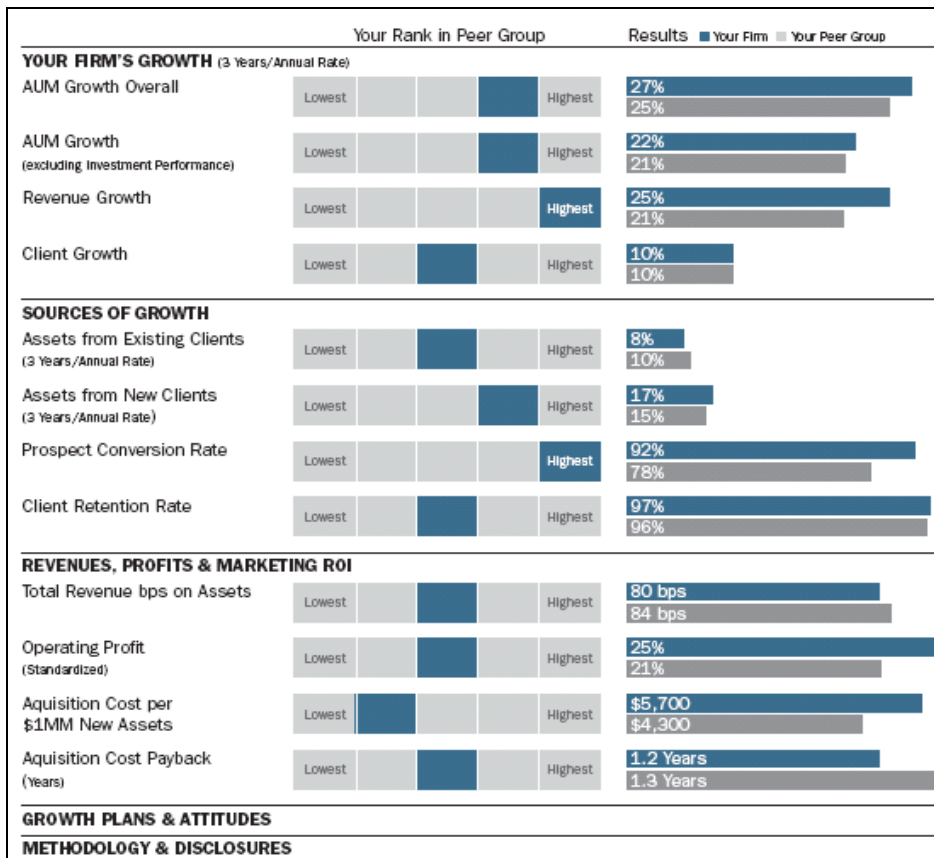
アドバイザーのビジネス拡大を助ける「サポート体制」と、テクノロジー、プロダクト、カスタマー・サービスといった「サービス」が、大手証券から RIA に転向する際の重要な基準となっているが、シュワブ・インスティテューショナルが、アドバイザーから選ばれている理由、顧客資産の獲得を加速させている背景には以下の要因が考えられる。

第一に、独立支援プログラムが充実していることである。大手証券からの独立を後方支援し、現在の顧客資産と共に転籍した場合のビジネスモデルをシミュレーションすることによって、転身後のビジネスプランを立てることが可能となっている。ここで重要なのが、単に独立することによってペイアウト率が高まるという理由を示すだけでなく、独立という中立的な立場を活かして顧客満足度の高いサービスが可能になることを説いていることが評価できる。その他、独立資金を優遇して貸し付けるサービスによって、顧客資産 7,500 万ドル以上のアドバイザーは、10 万ドル以上の融資を受けることができる。また、シュワブが不動産会社や保険会社と提携し、独立アドバイザーが個人オフィスを開設する際の不動産賃貸料や損害賠償保険料の割引を行っている。

第二に、テクノロジー・サポートが充実していることである。例えば「シュワブ・パフォーマンス・テクノロジー™」は、顧客のポートフォリオ管理、顧客情報管理、顧客へのレポート機能を利用できるほか、アドバイザーがウェブラーニング研修によりスキルアップを図ることもできる。また、アドバイザーに対する評価システムである「グロス・ポイント™」（図表 8）は、アドバイザーの顧客資産を基準とした母集団の中で、自社の顧客資産や利益率の成長性、新規開拓などの項目を 5 段階の評価で指標化することができる。これにより、シュワブに登録している RIA の中で、自社がどの位置にランクしているかを確認でき、ビジネスの改善を図ることができる。その他、2007 年 9 月より、アドバイザー・ソフトウェア社が提供する「ポートフォリオ・リバランス™」の利用によって、株式、債券、投資信託、ETF、キャッシュのポートフォリオ内の資産を自動的にリバランスすることができ、将来的に目標とするポートフォリオへの移行を自動調節できるシステムが導入され注目を集めている。

第三に、シュワブ本体で取り扱う金融商品と同等のラインナップを揃えていることである。例えば、投資信託の販売においては、シュワブとサードパーティーを含めた 6,500 本の投資信託を販売することができ、シュワブの「ワンソース™」サービスを利用することにより、投資家が多数の運用会社のノーロード投信を一箇所に品定めして購入でき、乗換手数料なしで投信の入替えが可能である。投資家にとっては、ワンストップ・ショッピングの利便性もさることながら、従来は複数の運用会社のファンドを購入すると運用会社、あるいはファンドを提供する証券会社の数だけ口座を持ち、その数だけ書類が送られてきたが、それらをワンソースで購入すれば一つの証券口座に全てを統合した口座書類を得られるという便利さがある。また、シュワブ・バンクの利用によって預金、住宅ローン、クレジットカードのサービス提供ができることから、RIA がこれらの各種金融サービスを一

図表 8 アドバイザーに対する評価システム「グロース・ポイント」



(出所) チャールズ・シュワブ・インスティテューショナルのホームページより転載

括して顧客に提供できるメリットは大きいといえる。

第四に、RIA が、シュワブ本体の既存チャネルから顧客の紹介を受けることができる。対面型のアドバイスを希望する顧客や、シュワブの店舗利用が不便な場合、シュワブと提携している RIA が紹介される。この仕組みによって顧客を対面型ビジネスに誘導して顧客を取り逃さないよう効率的な囲い込みが可能となり、一方で金融資産数十万ドルの階層はシュワブの既存チャネルで、富裕層はシュワブ・インスティテューショナルでカバーできる体制を固めているともみられる。

以上のように、アドバイザーに裁量を持たせながらも、業務効率を高めるための環境を全面的に支援していることが、シュワブ・インスティテューショナルの興隆の背景となっている。

3. シュワブの中での位置づけ

シュワブ・インスティテューショナルでは、現在の顧客資産 5,560 億ドルを 2010 年までに 1 兆ドルまで増やすことを目標として掲げている。シュワブ全体の顧客資産は 1 兆 2,392 億ドルであることから、顧客資産の約 45%が RIA 経由であり、シュワブ・インス

ティテューショナルの税引き前マージンは40.9%と他部門と比較しても高いことから、グループ全体への貢献度が高いことがわかる（図表9）。フィー手数料を標準とするRIAを囲い込むことによって、シュワブ全体として大手ディスカウントブローカーから、フルサービス証券会社へと効率的に方向転換していることから、シュワブの中でも極めて重要な部門へと入りつつある。

IV 終わりに

ネットバブル崩壊以降、米国証券会社は顧客ニーズの変化に合わせて、新たなビジネスモデルを模索してきた。フィー型ビジネスが定着してきたことにより、大手ディスカウントブローカーであったシュワブは、対面型ビジネスへの方向転換をもって顧客ニーズの変化に合わせてきたといえる。シュワブの変化は、彼らがディスカウント・ブローカレッジという業種から撤退したというよりも、リテール金融のサービス自体が変化したことを象徴しているようにも思える。

また、シュワブの経営方針の変化を見ていると、以前の「フルサービス証券会社」対「非フルサービス証券会社」という業界構図が、今日では「フルサービス証券会社」対「独立系アドバイザー」という構図へ移り変わったことを感じる。これは、顧客が中立的な立場で資産を継続的に管理できる金融サービスを求めていることの表れとも言えるかもしれない。

図表9 部門別収支状況（2007年上半期）

（単位：百万ドル）

| | インベスター・サービス | インスティテューショナル | コーポレート&リタイアメント | 合計 |
|---------|-------------|--------------|----------------|-------|
| 収入 | 1,588 | 531 | 237 | 2,358 |
| 支出 | 1,045 | 314 | 173 | 1,543 |
| 税引前利益 | 543 | 217 | 64 | 815 |
| 税引前マージン | 34.2% | 40.9% | 26.8% | 34.6% |

（出所）シュワブ機関投資家向けセミナー資料より野村資本市場研究所作成