

米国リテール証券業における新しいビジネス・モデルの台頭¹ —金融危機下で実質的な増収増益となった チャールズ・シュワブと RIA—

沼田 優子

■ 要 約 ■

1. 2008年9月15日、米国では金融危機下で巨額の損失を計上した大手証券会社のメリル・リンチが、大手銀行バンク・オブ・アメリカに500億ドル（発表当時）で買収された。買収価格がこの水準に落ち着いた理由の一つには、全米最強と謳われた同社の個人向け営業部隊の付加価値が認められたことがあり、営業担当者には彼らを引き留めるための報酬パッケージも用意された。
2. ところが営業担当者の間では、営業効率を高めるために組織してきた「チーム」ごと、「独立」する気運が高まっている。その背景の一つには、より巨大な総合金融グループに飲み込まれて証券会社としての企業文化や営業担当者の個性が希薄化するのであれば、いっそ独立して中立な立場でアドバイスを提供したいと考え始めた営業担当者が少なくないということがある。
3. もちろんそのためには、独立後も大手金融機関と遜色のない営業活動を行えることが前提となる。米国では従来からわが国の証券仲介業のモデルとなったディスカウント・ブローカーなどが、金融機関からは完全に独立した立場の個人向け投資顧問業者（Registered Investment Advisor—RIA）などに対し、顧客資産の保護預かりや注文執行、商品供給、情報提供、独立指南といった広い意味での販売支援サービスを提供している。こうした販売支援・カストディ業者の代表であるチャールズ・シュワブは、この金融危機下で実質的な増収・増益となった。また、同社の時価総額はいまや米国証券業界第2位である。
4. このように、金融危機の発祥地ウォール街には激震が走っても、地方・郊外では RIA となり、物理的にも地域密着型営業が可能となった元営業担当者が大手金融機関並みのサービスを提供して顧客との関係を育んでいけるという構図からは、米国資本市場の厚みが感じられる。

¹ 本稿は、2009年1月23日時点の情報をもとに執筆した。

I メリル・リンチの営業担当者の移籍報道

2008年9月15日、サブプライム危機で巨額の損失を計上していた大手証券会社のメリル・リンチが、バンク・オブ・アメリカに500億ドルで買収されることを発表した²。バンク・オブ・アメリカがこの買収に踏み切った理由の一つには、全米最強と謳われたリテール証券営業部隊を高く評価したことがあり、メリル・リンチの営業担当者達には彼らを引き留めるための報酬パッケージが用意された。ところがその報酬の詳細が明らかになるのを待たず、一部の営業担当者が移籍を決めた(図表1)³。彼らはいずれも個人プレイヤーではなく、営業の生産性を高めるために、複数の営業担当者などからなるチームを自主的に組成しており、そのチーム単位で移籍するという。

中でも象徴的だったのは、顧客資産10億ドルを預かる4人の営業担当者チーム(LLBHグループ)が「独立」して、LLBHグループ・プライベート・ウェルス・マネジメントという個人向け投資顧問業者(Registered Investment Advisor—RIA)を設立したことである⁴。報道によれば、彼らの顧客の大半(預かり資産の9割)は、この新設の投資顧問業者に移る。彼らはこうした既存の顧客に従来どおり、投資に関わるアドバイスを提供し、実質的には顧客のために取引を行うが、売買委託手数料を受け取る「証券外務員」ではなく、残高手数料を受け取る「投資顧問業者」の立場になる⁵。大手の金融機関には通常、投資信託などを供給する資産運用部門や親密運用会社があるが、独立した彼らはこうした

図表1 合併発表後に報道されたメリル・リンチ営業担当者の移籍の動き

営業担当者名	預かり資産	年間営業収入	移籍先
ロフタス、ロマス、バーンズ、プラット・ヒーニーのチーム(LLBHグループ)	約10億ドル	NA	LLBHグループ・プライベート・ウェルス・マネジメント(独立)、クリアリング業者はパーシング(バンク・オブ・ニューヨーク・メロン)
ニームズ、ラッシュ他3人のチーム	5.2億ドル	270万ドル	レイモンド・ジェームス
カナッシ、フェルダンデ、シエラのチーム	2.5億ドル	250万ドル	スミス・バーニー
ラスク親子チーム	1.18億ドル	140万ドル	モルガン・スタンレー
スペンス、ヨークのチーム	1.05億ドル	100万ドル弱	スミス・バーニー

(注) 2008年11月末時点

(出所) 各種報道資料より野村資本市場研究所作成

² 林宏美「バンク・オブ・アメリカによるメリルリンチ買収」『資本市場クォーターリー』2008年秋号参照。

³ Horowitz, Jed. “Raymond James snags high-earning Merrill team.” *Investment News*, October 23, 2008. Kearney, Helen. “Smith Barney luring nervous advisors.” *On Wall Street*, September 30, 2008.

⁴ Horowitz, Jed. “\$900 million Merrill team creates RIA firm.” *Investment News*, October 22, 2008. Schultz, Stacy. “\$1Billion Merrill team leaves to form indie firm.” *On Wall Street*, October 22, 2008.

⁵ 証券外務員の立場のときは、顧客に投資商品の推奨を行い、顧客からの売買指示を受けて注文を取り次ぐ。投資顧問業者の立場のときは、顧客と投資一任契約を結び、顧客の投資方針に沿うものの、取引ごとの事前承認は得ずに第三者である証券会社に取引を発注する。ただし顧客から見れば、両者の違いは極めてわかりにくい。詳しくは沼田優子「米国証券会社の投資アドバイス業務を巡る議論」『資本市場クォーターリー』2006年冬号参照。

「製造部門・業者」とは全く関わりを持たなくなる上、大手金融機関のブランドに頼らない営業を行っていくことになる。故に米国ではこのような RIA への転進を営業担当者の「独立」の最たる形態と捉えている。

LLBH グループのような転身は拙速過ぎるという営業担当者は、①契約型の証券外務員 (Independent Broker-Dealer—IBD) として、外務員の監督と注文執行・口座管理のみを請け負う黒子的な証券会社 (例えばレイモンド・ジェームス) に属する、もしくは②このような形で証券外務員としての資格も残しながら、RIA になるハイブリッド形態を採ることもできる⁶。証券外務員としての立場は維持するものの、大規模組織のブランドではなく自分の看板で営業し、系列商品に縛られることがほぼなくなるという意味では、これらも「独立」の一形態と捉えられている。

もちろん、競合他社への移籍も活発である。ただ今回は、大手金融機関に対する信用の失墜も移籍の背景にあり、競合他社に移ったのでは移籍理由を顧客に説明しにくいと考える営業担当者達も少なくないようである⁷。

II メリル・リンチの営業担当者に提示された報酬パッケージ

こうした移籍が見られた一方で、大方のメリル・リンチの営業担当者は、バンク・オブ・アメリカが 2008 年 10 月 24 日に引き留めボーナス (retention bonuses) を提示するのを待った (図表 2)⁸。こうしたボーナスは、それ自体が魅力的なことは言うまでもないが、会社側がどのような人材を欲しているのかを見極める手段となるが故、その水準と満額がもらえる営業担当者のレベルが注目されていた。

このボーナスは、バンク・オブ・アメリカの傘下に入るメリル・リンチに残留する者が受け取ることができ、その最高総額は営業担当者の年間営業収入 (営業担当者が稼いだコミッションと残高手数料などの合計額) に匹敵する。ただしその中身は、返済免除ローン (トップ営業担当者の場合は営業収入の 75%) と、繰り延べ報酬 (同 25%) もしくは増収目標達成ボーナス (その他の営業担当者対象、同 20~25%) の 3 つの形態に分かれている。

返済免除ローンは即時に受け取り、段階的に借入額の一部の返済が免除されていく仕組みとなっており、7 年勤務すれば全額返済免除となる。繰り延べ報酬は、残留決定後 3 年間にわたり、分割して支払われる報酬である。増収目標達成ボーナスは、今後 3 年間で昨年の営業収入の 25% 増を達成した場合に支払われる報酬である。いずれにせよ、こうし

⁶ 沼田優子「米国のインディペンデント・コントラクター」『資本市場クォーターリー』1999 年冬号参照。

⁷ Schultz, Stacy. "Going indy." *Financial Planning*, November 1, 2008. なお今回の金融危機では他の大手証券会社も存続の危機にたたされたため、むしろバンク・オブ・アメリカによる買収でメリル・リンチの経営は安定的になったと考え、他社からメリル・リンチに移る動きも見られた (2008 年第 3 四半期の営業担当者数は第 2 四半期比 160 人増)。

⁸ "BofA announces retention packages for Merrill, BofA brokers." *Financial Advisor Magazine*, October 27, 2008. Churchill, John. "Merrill retention is adequate for top dogs, scanty for lower-tier producers." *Registered Representative*, October 24, 2008. Kelly, Bruce. "Merrill reps are shown the money." *Investment News*, October 24, 2008.

図表 2 メリル・リンチ営業担当者を慰留するための引き留めボーナス

営業収入	引き留めボーナスの総額	引き留めボーナスの内訳(営業収入に対する比率)		
		返済免除 ローン	繰り延べ報酬	増収目標達成 ボーナス
200 万ドル以上	営業収入と同額	75%	25%	
175 万～200 万ドル未満	営業収入と同額	75%	25%	
100 万～175 万ドル未満	営業収入と同額	75%		25%
75 万～100 万ドル未満	営業収入の 75%	50%		25%
50 万～75 万ドル未満	営業収入の 50%	25%		25%
25 万～50 万ドル未満	営業収入の 20%			20%

(注) 営業収入は、営業担当者が年間で稼いだ売買委託手数料や残高手数料などの合計。2008 年 11 月末時点。

(出所) 各種報道資料より野村資本市場研究所作成

た報酬は短期間で退職してしまえばその恩恵は受けられなくなるため、優秀な人材の引き留め策として活用されているものである。

引き留めボーナスの水準については、金融機関の高額報酬に関する批判が高まっていることが懸念されていたが結局、業界平均から逸脱した水準にすれば営業担当者の離脱を招くだけと判断されて慣行通り営業収入 1 年分となり、営業担当者はこれを概ね評価したと報道された⁹。しかし、満額（すなわち営業収入 1 年分）もらえる営業担当者は年間営業収入 100 万ドル以上と、営業担当者平均（76.8 万ドル）をも上回る水準だった点に関しては、不満を唱える者も少なからずいたようである¹⁰。

それ以上に営業担当者間で物議を醸したのは、このボーナスの同意書に書かれた競合禁止条項であった¹¹。この条項は具体的に、7 年以内に退職する営業担当者が「同僚を勧誘しないこと」と「全ての顧客情報・記録を返却すること」を求めていたからである。営業担当者達は、ビジネスを共に築き上げてきたチームの仲間や顧客との移籍禁止は実質的な移籍禁止に等しいと捉え、これを警戒したのである¹²。

結局、同意書提出締切日の 11 月 14 日までにこれを提出したのは、メリル・リンチの全営業担当者数の 37%にあたる 6,200 人であった¹³。これに対して会社側は、この引止めボ-

⁹ Conrad, Lee. "Merrill introduces new retention package, top producers happy." *On Wall Street*, October 24, 2008. もっとも 営業収入 100 万ドル以上の営業担当者達には、UBS やモルガン・スタンレーが年間営業収入の 2 倍以上の移籍ボーナスを提示したようである (Gasparro, Annie. "Broker's world: Merrill brokers hit retention deadline." *Dow Jones Newswires*, November 15, 2008.)

¹⁰ 2008 年 3 月に、JP モルガン・チェースがベア・スターンズを買収した際には、営業収入 50 万ドル以上の営業担当者に年間営業収入相当のボーナスが提示された (French, Kristen. "Update: 6,200 Merrill FAs sign BofA retention at deadline." *Registered Representative*, November 14, 2008.)

¹¹ Churchill, John. "Merrill retention package angers FAs with "TRO" language." *Registered Representative*, October 28, 2008. Churchill, John & French, Kristen. "Merrill Lynch says broker protocol still in tact, clarification forthcoming." *Registered Representative*, October 30, 2008, Kelly, Bruce. "BofA-Merrill retention plan raises serious legal concerns." *Investment News*, November 2, 2008.

¹² 他の証券会社もこうした行為は原則禁止しているが、米国では営業担当者の引き抜き合戦が加熱し過ぎたため、2004 年に大手証券会社同士で、一定の手順に基づいて他社に移籍した営業担当者は訴えないという紳士協定 (プロトコル) を結んだ。メリル・リンチはこのプロトコルの提唱者でもあったが、バンク・オブ・アメリカはこれに参加していなかったため、営業担当者達の不安を誘発した。なおトップ営業担当者 50 人は共同で、同意書の文言を精査する弁護士まで雇った (Churchill, John. "Bank of America to sign protocol, herd still weighing options." *Registered Representative*, November 6, 2008. Churchill, John. "Top Merrill FAs playing hardball with retention packages." *Registered Representative*, November 4, 2008.)

¹³ 前掲 French.

ナスの対象者はもともと全営業担当者の半分程度（ただし彼らは営業収入の 75%を占める）に過ぎず、対象者の 95%は同意書を提出した、また営業収入 175 万ドル以上の営業担当者に限って見れば 99%が提出した、とコメントしている。

いずれにせよ、結局 2009 年初の段階で営業担当者数は 760 人減となった¹⁴。只し、2009 年に入るとメリル・リンチの個人向け部門トップ及び最高経営責任者の退任が発表され、1 月 16 日には巨額の損失と、2 度目の公的資金注入が発表された。一度は慰留に同意した営業担当者もボーナスを返上すれば移籍も不可能ではないため、当面、同社の行く末を見守りながら、人材の引き抜き合戦は水面下で続いていくものと思われる。

III メリル・リンチの営業担当者の実力

1. 営業担当者の生産性

では、バンク・オブ・アメリカが「クラウン・ジュエル（王冠、すなわち買収先会社の中でも最も魅力のある事業部門）」とまで呼んだメリル・リンチの営業部隊の実力はどの程度であろうか。

同部門は、預かり資産 1.5 兆ドル、営業担当者数 1.7 万人弱を誇る全米最大かつ最強の証券営業部隊である。金融危機前の最盛期、営業担当者 1 人あたりの平均顧客預かり資産は 1 億ドルを超え、年間営業収入（売買委託手数料＋残高手数料）は 90 万ドルに迫っていた。しかもメリル・リンチは新卒を営業担当者として採用する米国では数少ない証券会社の一つで、これらの数字はトレーニー¹⁵を含んでいる。彼らを除いた一人前の営業担当者の生産性は、さらに高いのである（図表 3、4）。

また高生産性を維持しつつも、メリル・リンチの個人向け部門は次項で述べるように、安定的なビジネス・モデルへの転換に成功しつつあったため、全社的には巨額の赤字を計上していても、リテール部門はサブプライム危機が顕在化する前の 2007 年第 1 四半期と比べても最大 2 割減程度の収入を計上し続けてきた（図表 5）。

2. メリル・リンチを際立たせる同社の特徴

1) 富裕層向け金融機関の最大手

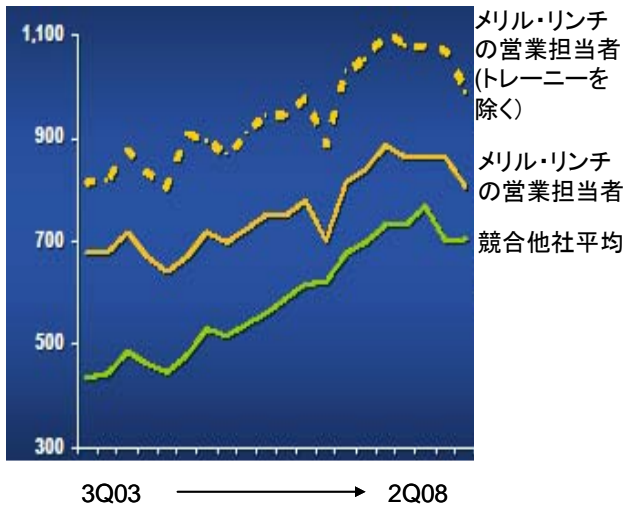
メリル・リンチは個人向け証券業においては長期にわたってトップとして君臨し続けているが、富裕層（預かり資産 100 万ドル以上）向けの金融機関としても、伝統的なプライベート・バンク等を抑えてトップであった（図表 6）。顧客の最低預かり資

¹⁴ Byrne, John Aidan. "Merrill's McCann clashed with Thain.", *Registered Representative*, January 6, 2009. Mitchell, Donna. "Merrill's Thain resigns, Could be devastating to advisors." *On Wall Street*, January 22, 2009.

¹⁵ 営業担当者として新規採用されてから 5 年間はトレーニーとして勤務し、当初はサラリーをもらう。トレーニー時代を一定の成績で卒業できれば、完全歩合制の一人前の営業担当者となることができる。

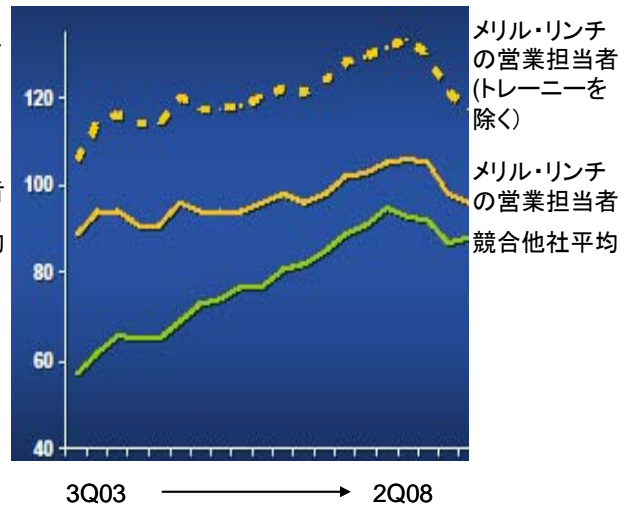
図表3 営業担当者1人当たりの営業収入

(1,000ドル)



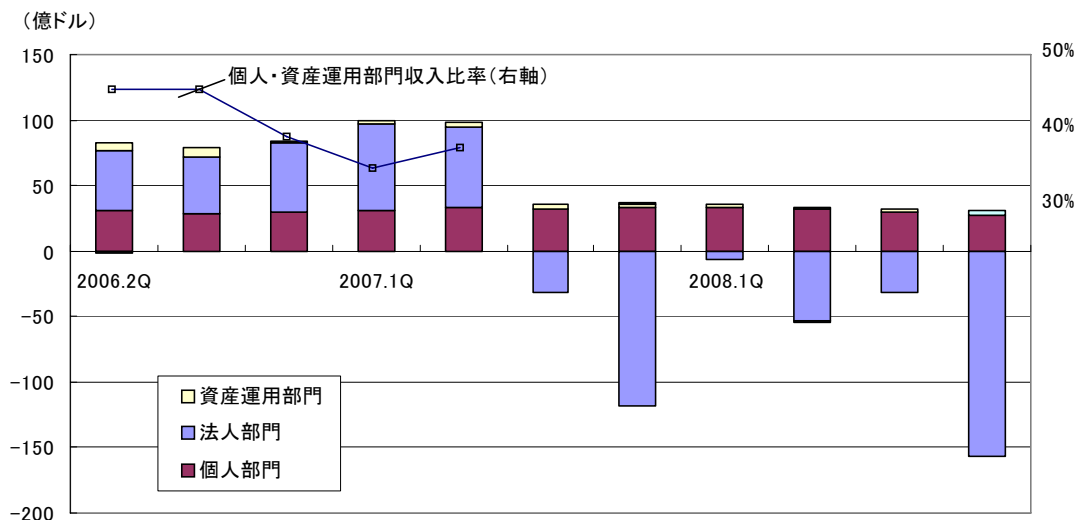
図表4 営業担当者1人当たりの預かり資産

(100万ドル)



(注) 競合他社とは、シティグループ、モルガン・スタンレー、UBS、ワコビア。
 (出所) メリル・リンチ資料より野村資本市場研究所作成

図表5 メリル・リンチの純収入推移



(注) 資産運用部門は2006年第3四半期に売却。収入は金利費用を除いた純収入。
 (出所) メリル・リンチ資料より野村資本市場研究所作成

産の水準を実質的に極めて高くして、一部の超富裕層にのみ門戸を開くプライベート・バンクとは異なり、メリル・リンチは100万ドル以上の顧客を主要顧客として、裾野を広げている結果、対象市場が大きいが故に、メリル・リンチの預かり資産総額はプライベート・バンクを凌駕するからである。

またメリル・リンチは近年、顧客構成を変えてきた。2003年、同社の預かり資産に占める富裕層の資産の割合は3分の2であったが、2007年には4分の3まで拡大し

図表 6 米国の富裕層向け金融機関

	業態	預かり資産 100万ドル 以上 (億ドル)	預かり資産 1,000万ドル 以上 (億ドル)	最低 預かり 資産 (万ドル)	預かり 資産 中央値 (万ドル)	営業 担当者数	店舗数	
合併	1 メリル・リンチ	証券	10,500	4,680	N.A.	N.A.	16,690	600以上
	2 シティ・グローバル・ ウェルス・マネジメント	金融 コングロ マリット 傘下証券	8,430	3,520	N.A.	N.A.	12,859	674
合併	3 バンク・オブ・アメリカ・ グローバル・ウェルス (USTラスト含む)	銀行	6,532	N.A.	10/300	N.A.	9,480	244
	4 ワコピア	銀行	5,510	1,840	N.A.	N.A.	12,821	1,123
	5 モルガン・スタンレー・ グローバル・ウェルス・ マネジメント	証券	4,230	1,730	100	180	約8,000	約500

(注) 預かり資産 100 万ドル以上の顧客資産合計。／は 2 種類のサービスがあり、それぞれ異なる最低預かり資産額を設けていることを指す。2009 年 1 月 13 日、シティ・グローバル・ウェルス・マネジメント部門傘下のスミス・バーニーとモルガン・スタンレー・グローバル・ウェルス・マネジメント部門が共同で合併会社を設立することを発表した。只し、シティグループのプライベート・バンクは含まれない。

(出所) Barron's 資料より野村資本市場研究所作成

た。中でも同社が近年注力している預かり資産 1,000 万ドル以上の顧客数の伸び率は 2005 年 6 月～2008 年 6 月の間で 26%と著しく（これに対して 100 万～1,000 万ドルの伸び率は 19%、25 万～100 万ドルの伸び率は 7%）、預かり資産残高では 3 分の 1 を占めるという¹⁶。

2) 拡大してきた残高手数料ビジネス

メリル・リンチは短期的な投資収益を追うのではなく、顧客の資産全体を俯瞰した上でこれを長期的に拡大していくことに主眼を置いた資産管理型営業を目指してきた。このような営業方法と親和性が高いのは、証券会社が顧客と一任契約を結んで残高手数料を徴収し、自らの裁量で顧客の資産を運用する SMA (separately managed account) や、販売時に一括して手数料を徴収するのではなく、残高の一定料率を長期にわたって薄く徴収するタイプの投資信託といった商品・サービスである¹⁷。取引金額の一定料率を徴収する売買委託手数料などとは異なり、こうした残高手数料は市況の影響を受けにくく、これを好む顧客も長期志向であることが多い。故に、個人向け営業部門においては、IT バブルの崩壊やサブプライム危機といった逆境期になると、売買委託手数料や販売手数料などを生む、逃げ足の速い取引手数料型資産に比べて、残高手数料を生む資産のウェイトが高まる傾向がある。

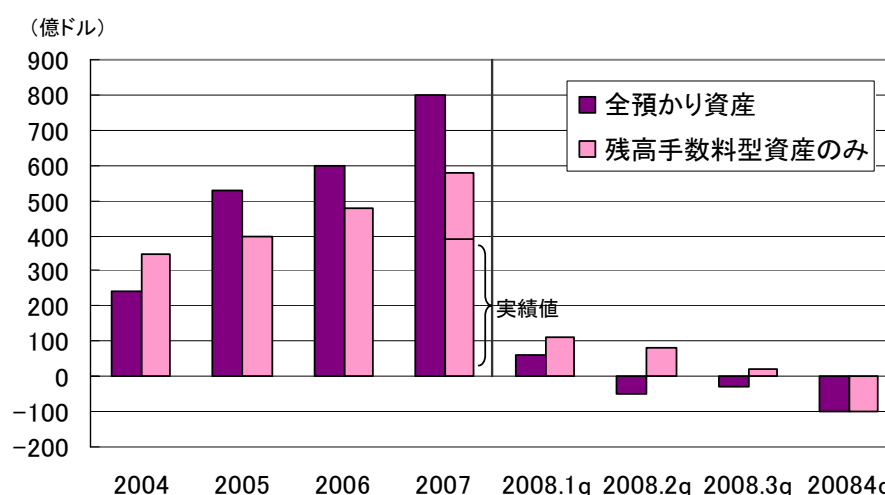
実際、2008 年第 2 四半期以降、主に取引手数料型資産の流出によって、メリル・

¹⁶ McCann, Robert J. "Merrill Lynch at Lehman Brothers Global Finance Services Conference." September 8, 2008.

¹⁷ 野村資本市場研究所『総解説 米国の投資信託』日本経済新聞出版社参照。

リンチの預かり資産全体の純流出が続いていたが、残高手数料型資産のみを見ると合併発表直後の9月末までは純流入が続いていた（図表7）¹⁸。故に2008年第3四半期までは残高手数料型資産が全預かり資産に占める比率が急上昇して47%弱となった（図表8）。個人向け営業部門の収入構成も、当然、こうした資産構成の変化を反映してきた。コミッションなどの取引連動型の収入比率は3割を切り、残高手数料に金利収入も含めた安定的な収入の比率は7割にも達した（図表9）。

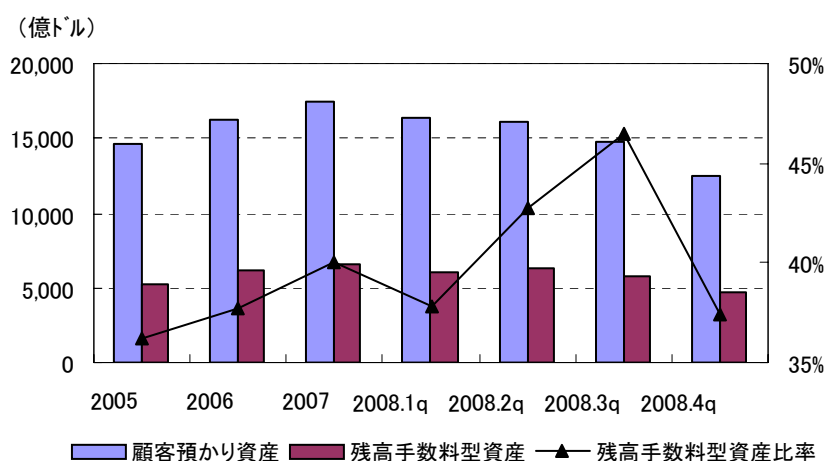
図表7 メリル・リンチの純資金流入額推移



(注) 2007年は規制変更により、残高手数料型証券口座が提供されなくなったため、その資産の一部が伝統的な証券口座に移された。この移管分を差し引いた残高手数料型資産への資金流入額は380億ドルであった。2004～2007年は年間、2008年以降は四半期の数字。

(出所) メリル・リンチ資料より野村資本市場研究所作成

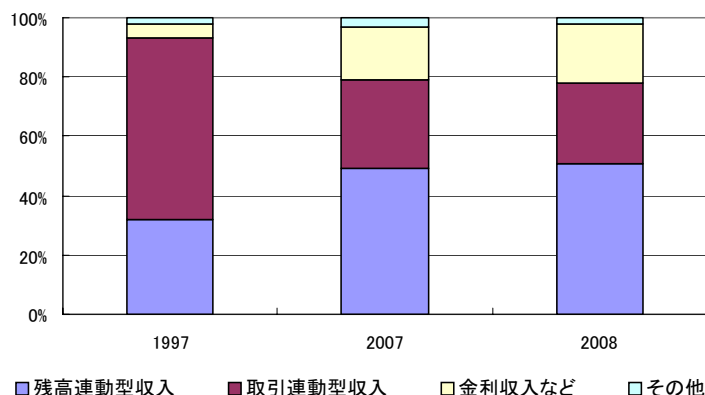
図表8 メリル・リンチの残高手数料型資産



(出所) メリル・リンチ資料より野村資本市場研究所作成

¹⁸ 2009年1月、バンク・オブ・アメリカとの合併が完了したメリル・リンチは財務諸表を統合しないで業績発表を行ったが、細かい数字や説明は省略された。

図表9 メリル・リンチのリテール部門の収入構成



(出所) メリル・リンチ資料より野村資本市場研究所作成

3) 総合金融サービスの提供

メリル・リンチは富裕層の金融に関わる商品・サービスは全て、異業種の商品も含めて提供することを目指してきた。実際、同社は品揃えとしては、投資商品の他、保険、信託なども扱っており、2000年代には預金とローンも強化した。それだけでなく、これらは各顧客の営業担当者を窓口として、証券総合口座をベースに一元管理されて提供する体制が整えられ、取引明細書も極力個人のキャッシュ・フロー表やバランス・シートに近づけられてきた。また保険、信託、相続対策といった異業種の複雑なサービスに関しては、営業担当者がニーズを見つけ、実際の実務は社内の専門家が担うという体制になっている。

3. ITバブル崩壊後のリストラ期に同社がとった戦略

投資商品に限らず金融資産全体を俯瞰した上で、富裕層に対して資産管理型サービスを提供していくという経営理念はメリル・リンチが1980年代から掲げているものであり、こうした概念はいまや他の金融機関にも共有されていると言ってもよい。しかし同社の場合は、リストラを余技なくされたITバブル崩壊期に当時の最高経営責任者(CEO)が「我々はリテール証券業に携わっているとは考えていない。ウェルズ・マネジメント業に携わっているのである」と宣言して以来、富裕層専門機関としての変容を遂げる改革を行ってきた。具体的には以下の施策を取る一方で、リストラの一環として時代にそぐわなくなった様々な物をそぎ落とし、筋肉質の組織となったことが今日の業績の背景にある。

1) チーム制の奨励

米国の営業担当者はもともと報酬が歩合制であることもあり、「大手証券会社の軒を

借りて自営業を営む」という意識が強い。しかしこのような証券業界で、あえて営業担当者達でパートナーを自主的に見つけ、「チーム」として協力しながら営業活動を行う者は生産性が高いと言われている。実際、1999年にはメリル・リンチの営業担当者の22%がチームに属していたが、彼らは顧客の預かり資産の44%を管理していたという¹⁹。

そこでメリル・リンチは、チームの組成を営業担当者の自主性に任せる方針は踏襲しながらも、会社としてこれを奨励し、支援策を導入し始めた。トレーニーの3～5年次研修に「チーム組成の基礎」といった項目を設けたり、各営業担当者の個性や得意分野を考慮に入れてチーム組成を支援する専任部隊（プラクティス・マネジメント・グループ）を設けたりしたのである。その結果、2006年には営業担当者の約半分がチームに属するようになった²⁰。

チーム構成員の組み合わせは、①ベテランと若手、②専門分野（例えば株式と債券）やスキル（営業とポートフォリオ分析）が異なる営業担当者同士、③親族（親子、兄弟、夫婦）など様々である²¹。またチームの規模が大きくなるにつれ、構成員にはアナリストやカスタマー・サービス担当者、アシスタントなど、営業の補佐的業務を担う者が加わっていくことも少なくない（図表10）。

チーム制が奨励されるのは第一に、営業担当者が提供するサービスの質を落とさないためである。近年は、有価証券以外の多様な商品も扱う一方で営業担当者あたりの預かり資産が増えていき、アドバイスも高度化していく中で、一人の営業担当者が全ての業務をこなすのは不可能であるというのが一般認識となりつつある。

第二にチーム制を取り入れれば、顧客が営業担当者に接触しやすくなる。米国は、伝統的に担当者以外は顧客に対応しない慣行となっているため、チーム全体が担当となることで、対応できる実質的な担当者が増え、顧客の利便性が高まる²²。

第三にチーム制を採用すれば、チームのベテラン営業担当者が引退する際には、顧客をチームの構成員に引き継げる。大手証券会社は顧客を会社のものと見なし²³、営業担当者が引退する際には支店長の裁量で顧客を他の営業担当者に振り分ける慣行があるが、自分とは全くタイプの違う営業担当者に振り分けられることを嫌がる営業担当者も多い。チームがあれば、少なくとも理念を共有してきた後輩に、顧客を確実に引き継ぐことができる。

第四にチーム制は新米の営業担当者を救済するという側面もある。従来と比べると、アドバイスのレベルが格段にあがり、新米の営業担当者が独り立ちするのが難しくなっているため、チームに属することで修行の時間的猶予を与えようというのである²⁴。

¹⁹ Hayes, Michael. "Merrill Lynch goes after clients with \$10million." *Registered Representative*, December 1, 2000.

²⁰ McCann, Robert. "Global private client: Momentum for growth. 2006 CS Financial Services Conference." February 8, 2006.

²¹ Diamond, Mindy. "Go team." *Registered Representative*, December 1, 2007.

²² 伝統的証券会社においてはいわゆるカウンターが存在せず、営業担当者とは事前に約束した上で面会するのが一般的である。近年こそはコールセンターで対応を行うところもでてきているがその機能は限定的である。

²³ 実際には、営業担当者が顧客を連れて退職することが頻繁に起こるため、訴訟問題に発展することもある。

²⁴ Weinberg, Rick. "Rookies embrace teamwork." *Registered Representative*, November 1, 2001.

図表 10 メリル・リンチのチーム例

	肩書き	勤続年数	担当
HMグループ			
ホフマン氏	バイス・プレジデント	25年	投資戦略の立案、投資顧問業者の選択、パーソナル・インベストメント・プログラム(営業担当者の一任勘定)のポートフォリオと債券ポートフォリオ担当
ムルガ氏	ファイナンシャル・アドバイザー	7年	グローバル市場環境及びグローバル投資戦略の立案担当
ナバロ氏	インベストメント・アソシエート		負債管理、トレーディング・デスクとのリエゾン
ラーキン氏	シニア・アソシエート	9年	アドミニストレーション
FANグループ			
ニューシャム氏	シニア・ファイナンシャル・アドバイザー	21年	顧客開拓、投資目標設定、戦略立案
フリン氏	シニア・ファイナンシャル・アドバイザー	11年	個人・事業向けファイナンス
デセルボ氏	アシスタント・バイス・プレジデント	10年	一任運用(顧客のアセット・アロケーションのモニタリング、投資対象の選択、パフォーマンス評価)
オーティッツ氏	レジスタード・クライアント・アソシエート	7年	顧客対応
フェレンシック氏	レジスタード・クライアント・アソシエート	33年	アドミニストレーション
CMGKグループ			
コーウィン氏	ファースト・バイス・プレジデント	36年	債券、カバード・オプション戦略
ミラー氏	ファースト・バイス・プレジデント	26年	債券、負債(事業向け貸付、個人向け住宅ローンなど)
ガーネリ氏	ファースト・バイス・プレジデント	23年	投資戦略、アセット・アロケーションの構築、年金など、資産形成とその取り崩し
カボット氏	ファースト・バイス・プレジデント	19年	市場のレビューとリサーチ、株式、オルタナティブ投資、日々のオペレーション
ボラグ氏	アシスタント・バイス・プレジデント	12年	資産運用、事業向け貸付

(注) メリル・リンチ本店から 2008 年 11 月に無作為に抽出したグループ

(出所) メリル・リンチ資料より野村資本市場研究所作成

2) 採用方針の変更と研修期間の長期化

メリル・リンチは米国の大半の証券会社とは異なり、新卒を採用して一人前の営業担当者として育てていく伝統があり、「ウォール街の研修所」の異名をとっていたこともある。そのメリル・リンチが 2001 年、富裕層専門機関へと変容を遂げる上では、営業担当者の質の向上が不可欠であるとの考えから、コスト増を承知で研修期間を通常の 2 年間から 5 年間にさらに延長した²⁵。最初の 2 年間、トレーニーと呼ばれる研修生はサラリーをもらい、3 年目からサラリーと歩合の混合報酬形態に移行し、研修期間が終わると完全歩合制に移行する。研修生は資産運用のみならず、負債に関わる知識も身につけ、顧客のバランス・シート全体が見られるように研鑽を積む。この 5 年間で一定の営業成績を上げる他、社内外のファイナンシャル・プランナー資格を取得することが義務づけられている。

このようにして生え抜きを育ててきた同社も、2003 年頃からは採用の多様化を推し進め、プライベート・バンク等からの転職組の受入れや、ライバル証券会社の営業担当者の引き抜きを積極化し始めた。富裕層専門機関への変容を遂げる上では、同社の伝統的営業担当者よりも裕福な富裕層を既に抱えた人材を、取り込むことが不可欠であると考えたからである。実際、同社は全社的には生え抜きの営業担当者比率 8 割²⁶を誇っているものの、超富裕層専門部隊のプライベート・バンキング&インベストメ

²⁵ Hayes, Michael. "Merrill Lynch overhauls trainee program." *Registered Representative*, November 30, 2000.

²⁶ 前掲 McCann (2008).

ント・グループに限ればその比率は5割²⁷であるという。

3) 残高手数料型ビジネスを奨励する報酬体系

米国では、営業担当者が稼いだ営業収入（コミッション+残高手数料）の一定料率を営業担当者に割り戻す歩合制を取っている。報酬制度が証券会社の経営方針を写す鏡であることは前述したが、特にこの戻し率は毎年1月1日に更改する慣行があるため、その水準や変化自体がその年の重点戦略を伝える重要なメッセージとなり得る。手数料の戻し率は、①営業担当者の勤続年数、②1取引あたりの手数料、③手数料のタイプ、④年間営業収入、⑤顧客の預かり資産などに応じて異なっているが、2000年代に確立されていった手数料体系は大まかに言えば、残高手数料型のビジネスや、優秀な人材と大口の顧客や取引に厚く報いる仕組みとなっている（図表11）。

例えば、残高手数料型サービスや資産管理型営業のベースとなるMMFの戻し率の方が、伝統的なコミッションの戻し率よりも高くなっている。また年間営業収入が高くなるほど、戻し率もあがっていく仕組みになっている一方で、最低営業収入に満たない営業担当者は、ペナルティとも言える低い戻し率（25%）に甘んじなければならない。さらに1取引あたりの手数料が大きくなるほど戻し率があがる一方で、100ドル未満の小口の取引は全く報われない。同様に、このテーブルは預かり資産10万ドル以上の顧客の取引に対して適応されるが、5~10万ドルの顧客の場合はやはり低い戻し率に甘んじ、預かり資産5万ドル未満の顧客の場合、営業担当者は全く報われない仕組みとなっている²⁸。

図表11 メリル・リンチの報酬体系

年間営業収入	伝統的な取引(1取引あたりの手数料別)				残高 手数料	MMF
	100ドル 未満	100~250 ドル未満	250~500 ドル未満	500ドル 以上		
営業経験6~9年、15万ドル未満	0	25	25	25	35	50
営業経験10年以上 20万ドル未満	0	25	25	25	35	50
20万ドル未満	0	32+4	34+4	35+4	38+4	50+6
20万~40万ドル未満	0	32+4	36+4	37+4	40+4	50+6
40万~60万ドル未満	0	33+4	37+4	38+4	41+5	50+6
60万~80万ドル未満	0	34+4	38+4	39+4	42+5	50+6
80万~100万ドル未満	0	35+4	39+4	40+4	43+4	50+6
100万~125万ドル未満	0	36+4	40+4	41+5	44+5	50+6
125万~175万ドル未満	0	37+4	41+5	42+5	45+5	50+6
175万~250万ドル未満	0	38+4	42+5	43+5	45+6	50+6
250万~500万ドル未満	0	39+4	43+5	44+5	45+7	50+6
500万ドル超	0	40+4	44+5	45+5	45+8	50+6

(注) 残高手数料には、投資信託の残高手数料、保険などを含む。資産・負債合計10万ドル以上の顧客対象。例えば32+4は、現金報酬が32%、繰り延べ報酬が4%であることを指す。2008年のテーブル。

(出所) *On Wall Street* 2008年3月号より野村資本市場研究所作成

²⁷ Burke, Kelvin. "Merrill opens more boutique branches for ultra wealthy; Now recruiting private bankers." *Registered Representative*, September 14, 2006.

4) セグメンテーション

メリル・リンチは 1990 年代後半からセグメンテーションの考え方を取り入れ、提供サービスは同じでも預かり資産に応じて手数料などを若干優遇してきたが、2001 年頃の改革以降は預かり資産に応じて、より積極的にサービスの内容と対応する営業担当者のタイプを分け、価格設定からも主要顧客がどのレベルの顧客であるかを明確にした。すなわち同社はまず、従来は 25 万ドル以上と規定してきた主要顧客層を細分化してさらに 100 万ドル～1,000 万ドル未満、1,000 万ドル以上の顧客に分け、主要顧客を 100 万ドル以上の顧客とした（図表 12）。このような分類をした上で、同社は預かり資産の高い顧客により有利なサービスを提供して定着率を高めようとしたが、このことは同社が提供する預金金利の水準からもわかる。同社は市場金利をつける MMF とは異なり、預金はマーケティング戦略の観点から任意の金利水準にできることを逆手に取り、預かり資産 1,000 万ドル以上の顧客には MMF 以上の預金金利の 3.47%を提供する一方で、25 万ドル以下の顧客には極めて低い 0.25%しか提供していないのである²⁹。

次に同社は 1,000 万ドル以上の顧客は、新たに設けた精鋭部隊であるプライベート・バンキング&インベストメント・グループのプライベート・ウェルス・マネージャーが対応するようにした。この精鋭部隊の候補となるためには、一定規模の営業収入と預かり資産があることは言うまでもなく、チームに属していることが最低条件となっており、そのチームの構成員の一人は社内外いずれかのファイナンシャル・プ

図表 12 メリル・リンチのセグメンテーション

顧客の預かり資産	100万ドル未満		100万～1,000万ドル	1,000万ドル超
	10万ドル未満	10万ドル以上		
顧客の預かり資産総額	270億ドル	3,020億ドル	5,010億ドル	4,390億ドル
担当者・部署	ファイナンシャル・アドバイザー・センター（コールセンター）	ウェルス・マネジメント	ウェルス・マネジメント	プライベート・バンキング&インベストメント・グループ（プライベート・ウェルス・マネージャー）
預金金利	0.25%	25万ドルまでは0.25%、100万ドル未満は2.32%	2.33%	3.47%
注力商品・サービス	投資商品	左記に加えてローン	左記に加えて信託、保険	左記に加えて税対策、相続対策、ストック・オプション、慈善活動支援

（注） 預かり資産は 2005 年、預金金利は 2008 年 3 月の数字

（出所）メリル・リンチ資料より野村資本市場研究所作成

²⁸ この顧客預かり資産に応じた戻し率は 2005 年の情報であり、その後の変更は確認できていない。

²⁹ 同社の証券総合口座に組み込まれたマネー口座（短期金融資金口座）のデフォルト設定は預金で運用するようになっている。しかしその結果、預かり資産 1,000 万ドル未満の顧客は自ら手続きをしない限り、MMF よりも低い預金金利に甘んじる仕組みとなっている。

ランナー資格取得者でなければならない。その上で、運用成績や顧客構成、事業プランなどの観点から審査を受け、合格した場合はその後もチームで行動することと、顧客数を 100 以下に抑えることが義務づけられる。またチームの構成員は全員、相続対策や信託など、超富裕層向けサービスに必要とされる知識を身につけた後、社内資格であるプライベート・ウェルス・マネージャーを取得しなければならない³⁰。

こうして選抜された超富裕層対応チームは当初は 40 チーム（営業担当者は 150 人、当時の営業担当者の 0.9%）程³¹であったが 2006 年には 116 チーム（同 300 人、1.8%）まで拡大した。

その一方でメリル・リンチは、従来から預かり資産 10 万ドル未満の顧客によるコールセンターの活用を奨励はしていたが、前述したように報酬体系まで変更して、預かり資産 5 万～10 万ドル未満の顧客の口座から取引が発生しても、歩合制の営業担当者に対する手数料の割り戻しが極めて限定されるようにし、5 万ドル未満の顧客の場合は全く報いないこととした。ただし営業担当者がコールセンターに移行した顧客から取引が発生した場合は、この顧客や取引は営業担当者の預かり資産や営業収入に加算されるため、彼らには顧客を誘導するインセンティブがある。この小口移管策を本格的に始めた 2001 年、同社は 50 万口座の移管という目標を達成した³²。

5) トータル・メリルのキャンペーン

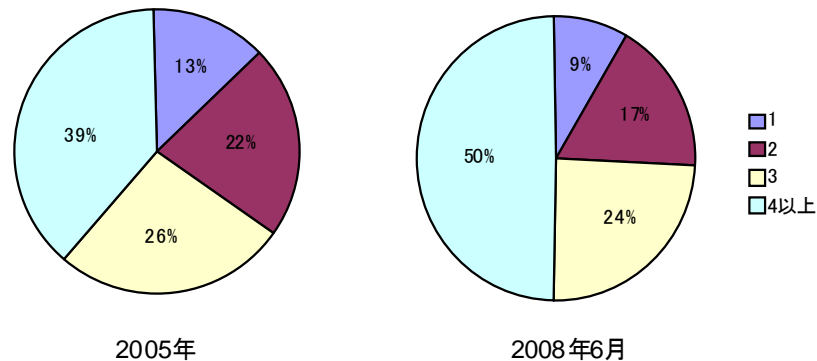
メリル・リンチは従来から総合金融サービスとして必要な商品・サービスの大半を既に提供しており、2000 年代には預金やローンも強化した。しかし従来は、これらを単品として個別に営業してきたとの反省から、2003 年以降は「トータル・メリル」のキャンペーンを行い、各商品は総合的な金融パッケージの一つであることを強調し始めた。この「トータル・メリル」は①アドバイスとプランニング、②決済、③ローンなど、④相続対策、⑤投資、⑥退職に向けた資産形成、⑦事業主に対するソリューション、⑧進捗状況のモニタリング、という 8 つの機能からなる。マーケティング資料なども商品説明は極力行わずに「退職後に備えて」、「夢の実現のために」、「相続対策と慈善活動」というように、富裕層の関心の高いテーマを選び、「トータル・メリル」のどの機能を組み合わせてこれらを実現したかを説明するようになっている。その結果、メリル・リンチで 4 つ以上の金融サービスを受けている人の割合は、2005 年の 39% から 2008 年 6 月の 50% に拡大した（図表 13）。

³⁰ McGee, Suzanne. "A Designation by any other name." *Worth*, January 1, 2006.

³¹ Hayes, Michael. "Merrill's O'Neal clarifies cost reductions." *Registered Representative*, October 18, 2001.

³² これを「小口切り捨て策」として批判する声もあったが、同社は数百口座を抱える営業担当者が小口の顧客に連絡を取る可能性は極めて低いのが実態であると指摘し、むしろコールセンターの担当者に年 2 回以上、各顧客に状況把握のための連絡を取ることを義務づけたことで、顧客サービスはむしろ向上したと主張した。また IT バブル崩壊後のメリル・リンチの業績回復には、富裕層向け営業の強化戦略以上にこれと表裏一体の小口抑制策が奏功したことが認識されるにつれ、他社も追随したため、現在、この施策は一般的な慣行となりつつある。

図表 13 メリル・リンチが一顧客に提供するサービスの数



(注) 預かり資産 25 万ドル以上の顧客
 (出所) メリル・リンチ資料より野村資本市場研究所作成

IV 営業担当者の独立を支援する販売支援・カストディ業者

1. 営業担当者への営業攻勢を強化する証券業者の販売支援

こうした実績を誇るメリル・リンチの営業担当者達が外部への移籍を選択肢の一つとして考え始めた背景には、米国トップクラスの手証証券会社に属するメリットが低下してきたことがある。このような変化は、サブプライム危機が俄に引き起こした訳ではなく、むしろ IT バブルの崩壊やエンロン事件（2001 年）、投資信託不正販売（2003 年）といった事件が勃発するたびに少しずつ進展していた。いずれも、大規模な金融機関におけるガバナンスが上手く機能しなくなり、その規模に物を言わせた力を行使して引き起こした事件であった。そのため、大手金融機関に対する顧客の評価が相対的に下がり、このことがむしろ日々の営業上は足枷になると懸念する営業担当者が増えたのである³³。従って、サブプライム問題が顕在化した昨年より既に営業担当者達の独立志向が高まりつつあったが、今秋はリテール部門にとっては他部門である法人向けビジネスでの巨額損失が大手証券会社を経営難にまで陥れたため、その傾向が一層高まったと指摘されている。

もちろん、大手金融機関の営業担当者が独立を決意するためには、独立後も大手金融機関と遜色のない販売支援を受けられることが前提となる。こうした販売支援は、「クリアリング・サービス」や「カストディ・サービス」の名称で、独立系の営業担当者の顧客の口座管理や注文執行、取引明細書送付などの業務を提供してきたクリアリング・ファーム（わが国の仲介業のモデルになったとも言われている）や RIA を顧客とするディスカウント・ブローカー（以下販売支援・カストディ業者）が提供してきた。これらの業者は、こうしたバックオフィスの業務に留まらず、良質の商品を供給する製造業者との交渉やカスタマー・サービス及び研修、最近では独立支援までを行っている。その結果、独立し

³³ 前掲 Schultz.

て一零細業者となる営業担当者も大手資産運用会社の投資商品を扱えるし、独立を決意したその日から開業までの工程管理なども任せられるのである。

このような支援を、販売支援・カスタディ業者は従来、中小証券会社や RIA に対して提供してきた³⁴。しかし彼らはサブプライム危機の前後から、大手証券会社の営業担当者の独立を見越したマーケティングを強化し始めたのである。例えば RIA 向け販売支援・カスタディ業務で第2位（シェア 11%）³⁵のフィデリティは、メリル・リンチの買収発表から3日後の9月18日のウォールストリート・ジャーナル紙に「営業担当者に告ぐ：独立したいか？ならば我々を新 COO（最高業務責任者）と考えて欲しい」³⁶という全面広告を打った。

また最大手のチャールズ・シュワブ（同 24%）は、大手証券会社の顧客預かり資産総額 7 兆ドルの内、5,000 億ドル位は毎年動く可能性があると考え、3 年程前から大手証券会社の営業担当者に独立を勧める専任部隊を組織していたが、メリル・リンチの買収前後から彼らの営業攻勢をさらに積極化させた。2008 年の実績は、新たにシュワブと提携したチーム数が 123（2007 年 68）、彼らの顧客からの純資金流入額が 130 億ドル（2007 年 92 億ドル）となった。

2. 続々と発表される調査報告書

以上のような直接的な営業活動の傍ら、販売支援・カスタディ業者は RIA に関する調査報告書を続々と発表している。もともとこれらの業者の中には、販売支援サービスの一環で、自社のサービスを利用している RIA の情報を集計して彼らにフィードバックし、各 RIA が自分の立ち位置を確認できるようにしてきた。RIA の多くは零細業者で自分の業績が相対的に良いのかさえ判断することが難しいため、こうした情報を提供することで、経営指南に役立てようというのである。故に報告書の内容も、自社サービスに関わるものというよりは、「早送り：アドバイザーの未来³⁷」といった RIA 業界全体の将来性について洞察したものから「独立」するというはどういうことなのかを解説したもの³⁸、RIA に市況感も含めて定期的に聞き取りを行った報告書³⁹まで多岐にわたっている。それぞれ調査対象の母集団が異なる点には留意する必要があるが、その一端を紹介すると、やはり近年は大手証券会社からの独立の動きが加速していることを垣間見ることができる。

例えば RIA の顧客に関するチャールズ・シュワブの調査では、2008 年上期に獲得した

³⁴ 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、長島亮「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」『資本市場クォーターリー』2007 年秋号、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、沼田優子「証券仲介業の新潮流—情報技術が変質を促す米国の販売支援—」『資本市場クォーターリー』2007 年春号参照。

³⁵ Charles Schwab. “Business update.” November 19, 2008.

³⁶ 原文は”Attention Advisors: Want to be your own boss? Think of us as your new COO.” Kelly, Bruce & Horowitz, Jed. “Fidelity, Schwab target Merrill reps.” *Investment News*, September 28, 2008.

³⁷ Pershing Advisor Solutions, “Fast forward: The advisor of the future.”

³⁸ Charles Schwab. “Going independent: Why many successful financial advisors are starting or joining independent firms.”

³⁹ Charles Schwab. “Independent advisor outlook study.” July 2008.

新規顧客の中にフルサービス証券会社から移ってきた顧客がいた RIA の割合は 85%に及び、その理由としては「よりパーソナルなアドバイスを受けたい (66%)」、「前に資産を預けていた会社を信用できなくなったから (57%)」が挙げられた⁴⁰。

一方、RIA に対するシティグループの調査によれば、新規獲得資産の 67%が元フルサービス証券会社の顧客の資産である。また現在の RIA の 20%はフルサービスの証券会社に勤務した経験があり、8%はメリル・リンチ出身者であったという⁴¹。RIA に転進したばかりの人々に対する 2008 年 9 月～10 月にかけての調査 (44%が元フルサービス証券会社勤務)でも、転進の理由は「前の会社のビジネス・モデルが不満だったから (60%)」、「より多様な商品・サービスを顧客に提供したいから (53%)」などが挙げられた。加えて RIA 予備軍 (すなわち証券会社の営業担当者)にも目を向けた調査では、36%が独立を検討しており、フルサービスの証券会社の営業担当者に限れば 46%が既に他社から「移籍料」の提示を受け、39%が今後 1 ヶ月位の間には受けるだろうと答えた⁴²。

なお本稿では、メリル・リンチの営業担当者の動向を見極める重要な要素として引き留めボーナスを紹介したが、報酬は、営業担当者が独立を決める際の第二の理由に過ぎない。彼らはそれ以上に「自由度 (RIA に対する調査)⁴³」や「本社から受けられるサービスの質 (IBD に対する調査)⁴⁴」を求めている。

3. 販売支援・カストディ業者の業績

以上のような独立を加速する動きは、RIA 向けの販売支援・カストディ業者最大手であるチャールズ・シュワブの業績にも好影響を与えている。何よりも注目されるのは、サブプライム問題が未曾有の金融危機に発展した 2008 年においても 1,130 億ドルの資金流入を計上したことである。同社は投資銀行部門や大きな資産運用部門を持たない⁴⁵リテール証券専業業者であるため、同社の伝統的なリテール部門 (支店、コールセンター及びインターネット)も RIA 部門とともに中立性の高い組織と見られる傾向がある。故に 2008 年第 4 四半期は、リテール部門においても 81 億ドル、RIA 向け部門に至っては 117 億ドルが流入したのである。RIA 顧客の資産はチャールズ・シュワブが保護預かりをする形を取るのので、同社から見れば、RIA 経由で個人投資家の資産がますます同社に集まる構造となっており、同社の預かり資産は最大手のメリル・リンチの 9 割を超した (図表 14)。チャールズ・シュワブの預かり資産の内訳もいまや、RIA 経由の資産 (2008 年第 4 四半期 4,772 億ドル)と伝統的なリテール部門 (同 4,826 億ドル)でほぼ二分されている (図表 15)。

⁴⁰ 前掲 Charles Schwab(July 2008).

⁴¹ Bhatia, Prashant A. "Registered investment advisor survey." *Citi Investment Research*, October 7, 2008.

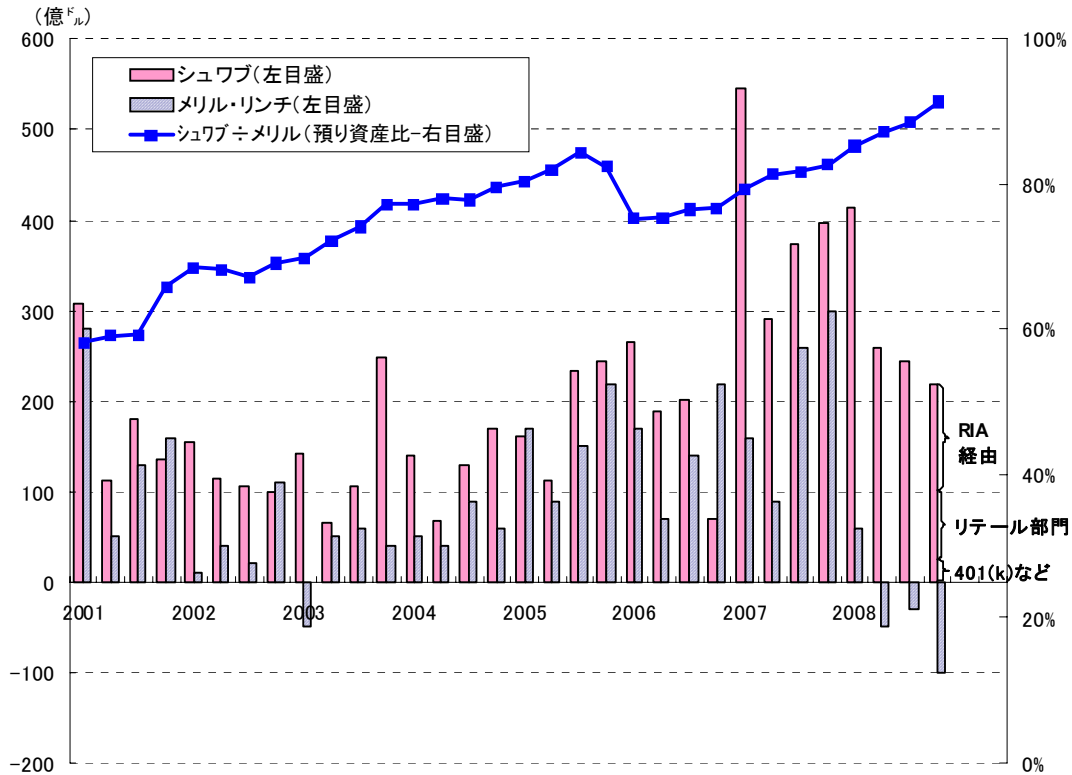
⁴² National Financial, "Competition for brokers intensifying, according to Fidelity Investments and National Financial Survey." November 10, 2008.

⁴³ 前掲 Charles Schwab(November 2008).

⁴⁴ LPL Financial. "Choosing independence."

⁴⁵ チャールズ・シュワブの系列投資信託は残高が 2008 年 2,436 億ドルに過ぎず、その 9 割弱を MMF が占めている。

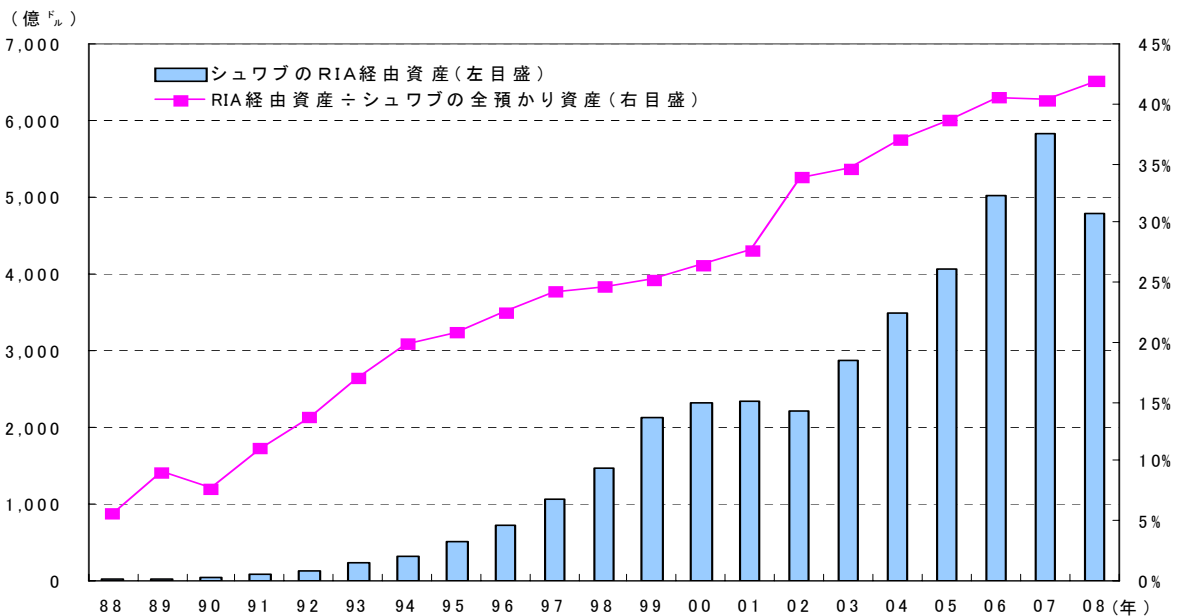
図表 14 チャールズ・シュワブとメリル・リンチの純資金流入額



(注) 合併・買収などにより、数字は一部連続しない。

(出所) 各社資料より野村資本市場研究所作成

図表 15 チャールズ・シュワブの RIA 経由資産



(注) 事業部門の買収・売却等により、数字は一部連続していない。

(出所) チャールズ・シュワブ資料より野村資本市場研究所作成

かつてネット証券最大手として名を馳せたチャールズ・シュワブは、取引を頻繁に行うアクティブ・トレーダーからの取引手数料を主要収入とする体質から IT バブル崩壊後は一転して、メリル・リンチ以上に残高手数料に連動する収入比率を高めてきた（図表 16）。ただし同社の場合は個人やいわば零細業者である RIA に対し、著名資産運用会社の投資信託数千本の売買とこれを一元管理できるプラットフォーム（投資信託スーパーマーケットと呼ばれる）を提供してきたことが、残高手数料収入の拡大につながっている。このスーパーマーケットを介して最終顧客が投資信託を購入した場合、彼らは基本的に販売手数料を支払う必要がなく、資産運用会社がチャールズ・シュワブに対して、いわば「棚貸し料」として、残高の一定料率を支払う仕組みとなっているのである。したがって、チャールズ・シュワブにとっては投資信託の預かり資産が拡大すれば、収入が拡大する仕組みとなっているのである。

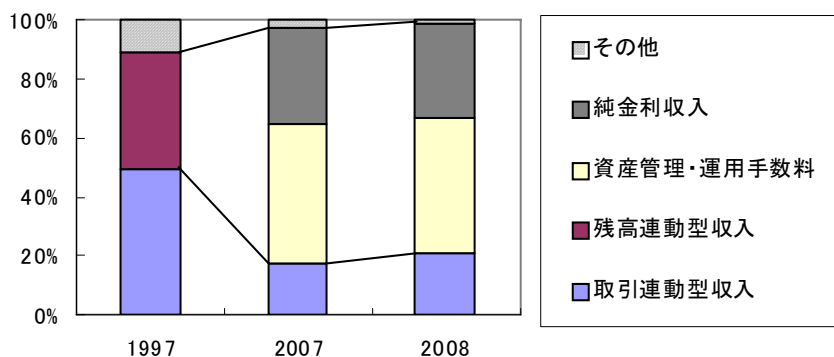
このようなビジネス・モデルであるため、チャールズ・シュワブは、この金融危機下においても、実質的に増収増益となった。2008 年第 4 四半期の非継続事業を除いた税引き後利益は前年同期比 1%増の 3.08 億ドル、年間では前年比 10%増で史上最高の 12.30 億ドルになったのである。実際の税引き後利益は 12.12 億ドルで、2007 年の 24.07 億ドルには及ばないが、これは同年に老舗プライベート・バンクの売却で 12.87 億ドルを得ていたからである（図表 17）。

同社株価の相対パフォーマンス（対 S&P500 金融）も好調で 2008 年末には時価総額でもメリル・リンチやモルガン・スタンレーを抜いた。つまり、いまや同社がゴールドマン・サックスについて米国証券業界第 2 位となったのである（図表 18）。

4. 新規参入の動き

販売支援・カスタディ業界は、情報技術支援が重要なサービスの一つとなっていることもあって、トップ数社が大きなシェアを占める寡占化市場である。しかし今回の金融危機

図表 16 チャールズ・シュワブの収入構成

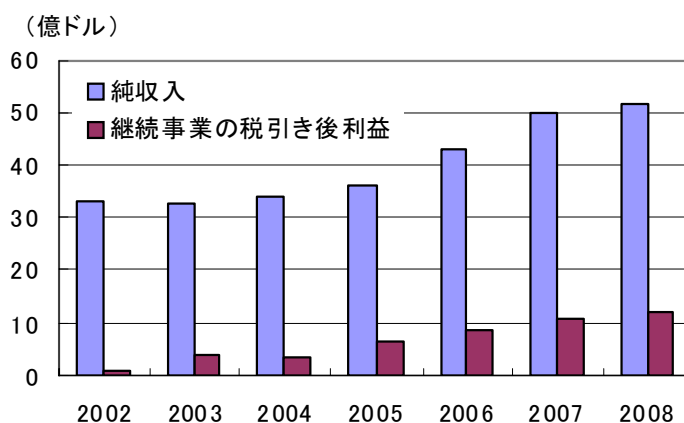


(注) 残高連動型収入は 2007 年より資産管理・運用手数料と純金利収入に分かれた。

(出所) チャールズ・シュワブ資料より野村資本市場研究所作成

に伴う伝統的証券会社の営業担当者の「独立」を好機と捉え、この市場への新規参入を目指す動きもある。そうした証券業者の一つであるハイタワー・アドバイザーは、元モルガン・スタンレーの最高経営責任者パーセル氏と元チャールズ・シュワブの最高経営責任者ポトラック氏が設立した。同社は伝統的証券会社の営業担当者を主要ターゲットと捉えているため、通常は完全独立の立場を取るが故に、移籍料が発生しない筈の RIA となる営業担当者にもこれを支払ったり、会社の持ち分を彼らにも与えたりすることで、他と差別化したいと述べている⁴⁶。

図表 17 チャールズ・シュワブの収入・収益推移

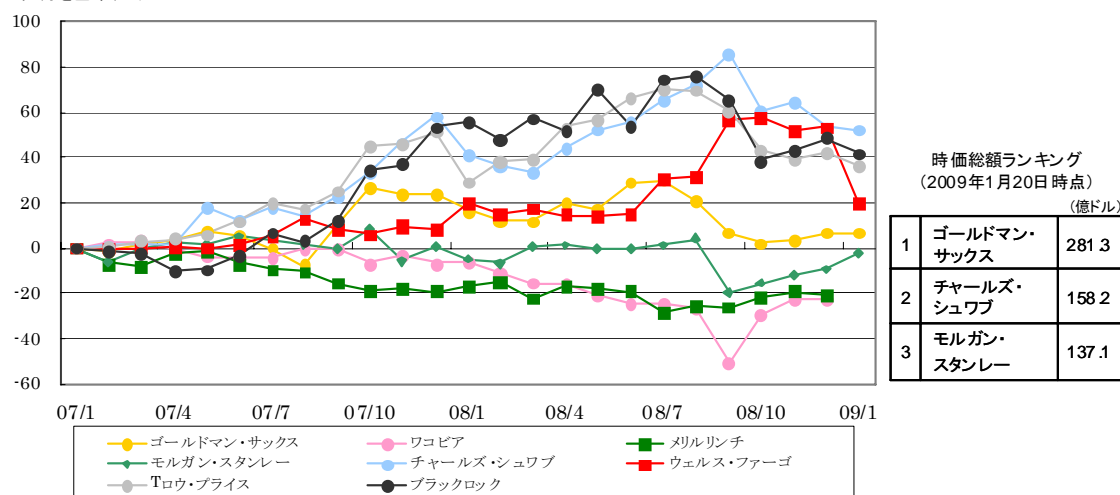


(注) 合併・買収などにより、数字は一部連続しない。2008年は第3四半期までの数字を年換算。

(出所) チャールズ・シュワブ、メリル・リンチ資料より野村資本市場研究所作成

図表 18 米国主要金融機関の株式時価総額推移

(2007年1月を基準、%)



(注) 月次。2009年1月20日時点。S&P500金融と比べた相対パフォーマンス。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

⁴⁶ Kelly, Bruce. "New firm guns for brokers from big firms." *Investment News*, November 16, 2008.

V 終わりに

今回の米国金融危機では全ての金融業界、金融機関が存続の危機に立たされているかのように報道されているが、2008年第4四半期までの間に主に巨額の損失が発生しているのは法人向けの資本市場ビジネスやサブプライム貸付に関わる業務である。リテール証券部門やリテール証券会社など、個人投資家が長期投資を行う支援を従来から地道に行ってきた業者や部門の中には、業績が底堅いところも少なくない。いまや家計資産の半分が株式・株式投資信託を保有する米国では、高齢化が進む中で老後に向けた資産形成も個人の重要課題となっており、もはや資本市場から全面的に撤退することは現実的でないからである。もちろん、株式市場の暴落で個人投資家は不安を募らせているが、だからこそアドバイスを求めて、より信頼性の高いと思われる証券会社に資金を移動しており、営業担当者の独立もこうした動きに応えたものと捉えることができる。

2009年は実態経済の悪化が避けられないと見られており、チャールズ・シュワブでさえも今年は収入の確保が難しいと述べている。このような時点でポスト金融危機後の姿を見据えるのは時期尚早ではあるが、米国リテール証券業者・部門が、今後リストラによって強みとする分野に資源を集中投下する一方で取捨選択を行い、今回の金融危機を乗り越えようとするのであれば、チャールズ・シュワブの新しいビジネス・モデルに垣間見られるようにリテール証券業においては以下のような側面が強調されていくこととなる。

第一に米国ではリテール証券業者・部門やその営業担当者が、必ずしも総合証券会社や巨大金融グループに属さなくてはならないメリットは、相対的に低下していると言えよう。従来、こうした大手金融機関に属するメリットの一つは豊富な商品供給にあったが、オープン・アーキテクチャが進展した現在は、第三者から商品供給を受けることも一般的に行われている。その上 IT バブルの崩壊や投信販売不正問題、今回の金融危機を経て、大手金融機関のリテール証券部門は投資銀行部門や資産運用部門と、規制面でも距離を置かざるを得ない。それでいて他部門の巨額損失からは、存続の危機にたたされるほどの影響を受けてしまっているのである。

営業担当者が大手金融機関に属するもう一つのメリットとしては、リテール証券業者・部門内において活用できる社内リソース（情報や効率的な IT システム、研修、専門家からの支援など）がおのずと豊富なことがあるが、このメリットも相対的に低下している。こうした広義の販売支援機能は、独立した業者が独立した営業担当者に対して、サービスとして提供するようになっているからである。もっとも大手金融機関もこうした傾向を逆手に取り、従来からある販売支援機能（プラットフォーム）を逆に社外の営業担当者にも提供してチャールズ・シュワブのようにユーザーを増やし、間接的に個人の金融資産を取り込んでいくことも可能であろう。

第二に、資産管理型営業は、顧客との長期的な関係を徐々に築く時間軸の長いプロセスであるため、伝統的ビジネスからの転換には痛みも伴うことが難点とされていたが、逆に現在のように市況環境が悪化した時期は、定着が進む可能性が高い。資産管理型営業の象

徴とされる残高手数料型ビジネスは伝統的取引型ビジネスに比べて動きが鈍いため、この点は実際に顧客資産の流入動向や証券会社の収入の落ち込みの緩やかさからも確認できる。

第三にこの資産管理型サービスの推進は、残高手数料型商品をただ品揃えの一つとして販売すれば達成できる訳ではなく、顧客が営業担当者に全資産を任せられるよう、彼らのサービスの範囲を広げ、質を向上させることが不可欠である。メリル・リンチも、顧客の満足度を高められるサービスは営業担当者が一人で全て提供できるほど単純ではない、という考えに基づいてチーム制を導入したし、研修、採用、報酬体系の変更といった他の改革の大半も、営業担当者のレベルアップに資するものばかりである。セグメンテーションも、顧客を分類するのみならず、顧客のレベルに応じてより複雑なサービスを提供できる人材を育成できるよう、選抜された営業担当者の専門性を磨いていく一助となっている。

いずれにせよ、金融危機の発祥地ウォール街で激震が走っている間にも、郊外ではRIAとして、物理的にも地域密着型の営業展開が可能となった元営業担当者が、顧客との関係を育んでいくことが可能な構図からは、米国資本市場の厚みが感じられる。