

## 上場によってさらなる成長を狙う独立系証券会社 LPL

石井 康之

### ■ 要 約 ■

1. 独立系チャネル最大手の証券会社である LPL インベストメントホールディングス（以下 LPL）が、2010 年 11 月 18 日にナスダックに上場を果たした。金融危機の影響で見送られてきた IPO がついに実現し、米国リテール証券業界における独立系チャネルのプレゼンス拡大の象徴として注目を集めている。
2. LPL は、幅広く選択可能な商品ラインナップ、高いペイアウト率、テクノロジーへの積極的投資などの戦略によって、営業担当者の満足度を高めることで、その顧客を惹きつけようとしている。資本戦略の幅が拡大したことや知名度の向上によって、有能な営業担当者の獲得や 401k 関連ビジネスへの展開など、さらなる成長戦略を進めるのではないかとみられている。
3. 依然として金融危機の動揺が続く米国において、成長を続ける LPL とその上場は、退職期を迎える米国ベビーブーマー層の間で、客観的なアドバイスができる営業担当者に対する信頼感が高まっていることを示している。一方で、守勢に立つ大手証券会社は、統合によって大規模化はしたものの、地方証券会社や LPL など独立系チャネルへの営業担当者流出というトレンドを完全に止められてはいない。リタイアメント層の資産獲得をめぐって発生した米国リテール証券業界の構造変化がどこまで続くのか、今後の行方が注目されよう。

### I. ようやく上場を実現した LPL

LPL インベストメントホールディングス（以下 LPL）は、2010 年 11 月 18 日にナスダックに上場を果たした。LPL は長い間、上場を検討していると噂されていたが、金融危機の影響で時期を定めることがなかなかできなかった<sup>1</sup>。2010 年 6 月に、ようやく SEC に株式発行届出書（フォーム S-1）を提出したものの、その後も夏場の市況の低迷で実施を延期していた模様である。LPL 上場の 11 月 18 日は、世界的にも注目度の高かったゼネラル・モーターズ（GM）再上場の翌日であったが、上場初日の株価は、公開価格 30 ドルに対し

<sup>1</sup> Bruce Kelly “LPL unlikely to go public before 2010; Company says there is no connection between layoffs, cutbacks and stalled IPO” *Investment News*, January 12 2009

て7.2%上昇し、終値で32.15ドルと上々の滑り出しとなった<sup>2</sup>。その後も、株価は当初の水準を維持している(12月27日現在の終値は35.00ドル、時価総額約37億5,000万ドル)。LPLは、2005年にTPGキャピタルとヘルマン&フリードマンLLCのプライベートエクイティファンド(以下PE)2社の出資を受けたが、今回のIPOにおいてPE2社はどちらも保有株を手放さずに合計で64%の株式を保有し続け、創業者と従業員が保有していた株式が売り出された。そのためLPLが資本を獲得する案件ではない。

LPLは、リンスコ(Linsco)とプライベート・レッジャー(Private Ledger)の合併により、1989年に設立された独立系証券会社である<sup>3</sup>。LPLグループに所属するファイナンシャルアドバイザーは、雇用体系により、①常雇の従業員ではない営業担当者が金融商品を販売する独立系証券会社部門(Independent Broker/ Dealer; IBD)、②一定の経験を有する証券営業マンが独立し、一任勘定を中心に資産管理営業を行う個人向け投資顧問業者部門(Registered Investment Advisor; RIA)、③銀行の投信販売ビジネスを支援するサード・パーティー・マーケター部門(Third Party Marketer; TPM)の3つのチャンネルに分かれる。このように、いわゆる独立系の証券営業担当者が、それぞれの目標や希望に合わせて、雇用形態を選択可能にした点に、LPLの最大の特徴がある。つまり、LPLは、独立系で働くことを希望する営業担当者を顧客と見なし、彼らにとって使い勝手の良いサービスを提供することで、12,000名という大手証券会社に匹敵するリテール証券グループを形成することに成功し、ひいては彼ら営業担当者を信頼する顧客の資産を取り込もうとしているといえよう(図表1)。

LPLのIPOが注目を集めた背景には、近年の米国リテール証券業界で、独立系チャンネルのプレゼンスが拡大していることがあると考えられる。2000年代の米国では、ベビーブーマー層の高齢化によるリテール証券業界の事業環境が好調に推移する一方で、エンロン・ワールドコム事件、投信・保険スキャンダル、マドフ事件など、金融業界において数々の不祥事が発生し、公正かつ利益相反のない金融アドバイスに対する顧客のニーズは高まり続けていた。さらに2007~08年にかけての金融危機の最中には、大手証券会社に対する信用は大きく揺らぎ、バンク・オブ・アメリカとメリル・リンチの統合、モルガン・スタンレーとスミス・バーニーの統合などの大手同士の再編も、必ずしも顧客にとっての安心感・信頼感にはつながらない状況であった。例えば、JDパワー社が調査した2010年のリテール証券業界の顧客満足度において、メリル・リンチ、モルガン・スタンレーなど、いわゆるフルサービスの大手証券会社は上位にランキングされず、地方証券会社やLPLの方が高い評価を受けている<sup>4</sup>。こうした状況を反映して、2009年には大手証券会社の営業担当者の数

<sup>2</sup> 当社のティッカーシンボルであるLPLAの「A」は、LPLが重視する「アドバイザー」や客観的な「アドバイス」にちなんで付けられている。

<sup>3</sup> 服部孝洋「米国リテール証券アドバイザーの多様化とLPLの成長戦略」『資本市場クォーターリー』2010年春号を参照。

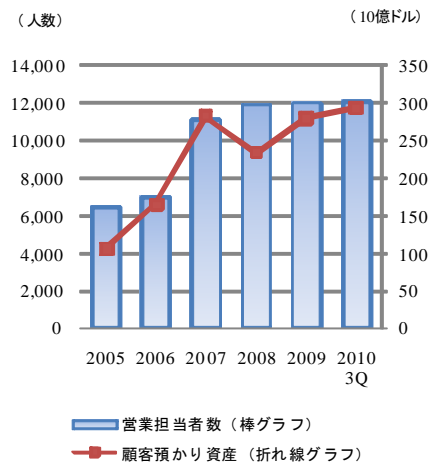
<sup>4</sup> J.D. Power and Associates “Although Overall Investor Satisfaction Has Increased Substantially from 2009, Perception of Firms as Being Customer-Driven Continues to Deteriorate” (2010 U.S. Full Service Investor Satisfaction Study), July 19 2010 において、LPLはエドワード・ジョーンズ、RBCウェルスマネジメントに次いで顧客満足度3位となっている。

図表 1 米国証券会社の営業担当者数

証券会社名	人数
モルガン・スタンレー・スミス・バーニー	18,087
バンク・オブ・アメリカ・メリル・リンチ	15,142
ウェルズ・ファーゴ	15,102
エドワード・ジョーンズ	12,697
LPL ファイナンシャル	12,017
アメリプライズ	11,684
UBS	6,760
レイモンド・ジェームズ	5,095

(注) LPL は 2010 年 9 月末時点の数字、  
 他は 2010 年 6 月末時点の数字  
 (出所) セルラーリ資料より野村資本市場研究所作成

図表 2 LPL の営業担当者数と顧客預かり資産の推移



(出所) LPL 資料より野村資本市場研究所作成

は 10%弱に当たる約 4,500 人が純減し、その多くは独立系チャンネルに移籍している<sup>5</sup>。LPL は、独立系チャンネルだけで構成される証券会社であることから、最近の潮流で最もメリットを受ける金融機関と目されたといえる。実際、LPL は、近年の流れを的確に掴んで大手証券会社から営業担当者とその預かり資産を獲得することに成功し、すでに大手に引けを取らない人員と資産規模を備えている (図表 2)。

また、資本市場へのアクセスを得たことによって、LPL の成長戦略がさらに加速すると期待もあろう。上場前から、LPL は、移籍だけでなく、他社の買収による営業担当者・預かり資産の獲得に熱心であった。2007 年 6 月にパシフィック・ライフの関連会社である IBD3 社を買収することで約 2,200 人の営業担当者を獲得している<sup>6</sup>。一方で、2009 年 10 月には、中西部を地盤とする地方証券会社スタイフェル・ニコラウスが、UBS のリテール証券店舗 (56 ヶ店) とその営業担当者 (495 人) を買収するなど、営業担当者の獲得を巡る競争は激化しており、LPL が更なるマーケットシェアの獲得を狙う上で、今回の IPO による資本戦略の強化は不可欠ともいえる。さらに LPL は、2010 年 7 月 14 日に 401k プラン加入者へのコンサルティング営業に特化した独立系ファイナンシャル・アドバイザーのネットワークであるナショナル・リタイアメント・パートナーズ社 (NRP) の買収を発表した<sup>7</sup>。LPL は、NRP (統合後は LPL ファイナンシャル・リタイアメント・パートナーズ部門となる) が抱える約 350 人の営業担当者を獲得するとともに、NRP がサービスを提供している約 5,700 社の法人顧客の 401k プラン加入者のリタイアメント資産取り込みを目指す。401k 関連ビジネスは、フィデリティやチャールズ・シュワブが主戦場としている市場であ

<sup>5</sup> Kristen French "THE FIGHT FOR TALENT" *Registered Reps*, November 1, 2010

<sup>6</sup> Bruce Kelly "Big indie deal finally comes off; LPL to acquire three of Pacific's broker-dealers", *Investment News*, March 5, 2009

<sup>7</sup> Jessica Toonkel and Bruce Kelly "LPL purchase of NRP signals move into retirement; Indie giant will gain 350 reps handling more than 5,700 plans" *Investment News*, July 19 2010

り有望性は高いが、システム投資が競争力を左右する装置産業であるため、ここでも資本の強化は重要な戦略となる。

上場による知名度の向上も、LPL の経営戦略には大きなプラスとなる。独立系証券会社は、フロント・ミドル・バック業務や経営のノウハウを LPL から提供されて営業を行なっているが、顧客の目に LPL という企業名がさらされないことが多い。今回の上場によって独立系証券会社のビジネスモデルが世の中に広く認知されるとともに、LPL 自身の知名度も向上するであろう。今後の独立系証券会社業界の動向は公開企業となった LPL の状況を基準として測られると思われ、ますます注目が高まると考えられる。

## II. 投信ラップ残高で米国トップ 3 に入る LPL

目論見書や IPO 前後の評価をまとめると、LPL の強みとして、①幅広く選択可能な商品ラインナップ、②高いペイアウト率、③テクノロジーへの積極的投資、が挙げられる。

営業担当者が大手証券会社から LPL のような独立系証券会社に移る大きな理由として、自由な商品選択が可能になることと、手取りの報酬が増加することが挙げられる。大手証券会社ではどの商品を販売するかという判断に、会社の営業方針が少なからず影響を与えていたが、独立系証券会社では顧客を第一に考えて商品を選べる。これは、大手証券会社のブランドという抛り所を捨て移籍しても、顧客について来てもらうために必要な要素と言える。LPL では、引受部門・資産運用部門を持たず、自社商品を提供しない代わりに、400 社以上の資産運用会社と販売契約を結び、8,500 本以上のファンドなどにアクセスが可能なオープンアーキテクチャーによるプラットフォームを通じて、金融商品を提供している。

特に注目されるのは投信ラップである。LPL は、自社が開発したプラットフォームであるストラテジック・アセット・マネジメント (Strategic Asset Management、SAM) に注力しており、2010 年第 3 四半期時点で、LPL の投信ラップ残高は 663 億ドルと、フィデリティ・インベストメントとアメリプライズ・ファイナンシャルに次ぐ 3 位となっている (図表 3)。LPL に所属する営業担当者にとっては、自ら推奨する金融商品によって積極的にポートフォリオを構築することも可能な一方で、LPL のリサーチ部門が開発したアセット・アロケーション・モデルを活用した SAM を提案することによって、顧客とのコミュニケーションに時間を割くなど、フィー型ビジネスの利点を享受することができる。なお、米国のマネージド・アカウント (一任勘定) 市場全体を見ると、2010 年第 3 四半期のプログラム別残高において、投信ラップはセパレートリー・マネージド・アカウント (SMA) を抜いて、全プログラムの中で最大となった<sup>8</sup>。投信ラップの成長は金融危機で一時失速したものの、最低投資単位が 5 万ドル程度と SMA などと比べ少額な投信ラップは、不安を抱える米国リタイアメント層の支持を再び集め始めている。LPL は、再び成長を始めた投信ラップに力点を置き、フィー型ビジネスの潮流を捉えるとともに、リタイアメント営業を

<sup>8</sup> THE CERULLI EDGE Fourth Quarter 2010 MANAGED ACCOUNTS 参照。

図表3 米国証券会社の投信ラップ残高

証券会社名	残高 (10 億ドル)
フィデリティ・インベストメント	81.6
アメリプライズ・ファイナンシャル	77.4
LPL ファイナンシャル	66.3
ウェルズ・ファーゴ・アドバイザーズ	51.1
エドワード・ジョーンズ	44.0
UBS	43.0
モルガン・スタンレー・スミス・バーニー	37.1

(注) 2010年9月末時点の数字

(出所) セルリー資料より野村資本市場研究所作成

図表4 LPLの固定費率の推移

(100万ドル)				
	純収益	固定費	固定費率(%)	損益分岐点
2007	2,716.5	658.6	24.24	2,608.7
2008	3,116.3	825.6	26.49	3,023.5
2009	2,749.5	698.0	25.38	2,676.9
2010 Q3	2,293.5	538.6	23.48	2,194.1

(注1) 固定費=人件費 (compensation and benefit)  
+一般管理費 (general and administrative)  
+減価償却費 (depreciation and amortization)  
+支払利息 (interest expense)

(注2) 上記の人件費はLPLの本社人員のもので、営業担当者への歩合報酬 (ペイアウト) を含まない。

(出所) LPL資料より野村資本市場研究所作成

進めたい営業担当者に対して、様々な顧客ニーズに応えられるラインナップを提供できることをアピールしている。

報酬システムについては、LPLの上場目論見書によると、営業担当者の挙げた手数料収入に対する報酬の割合を示すペイアウト率の平均は2010年第3四半期で85.8%となっており、大手証券会社が概ね30~50%、地方証券会社が40~60%であることと比較しても非常に高い。IBD部門に所属する営業担当者が、自身で支払う必要のある諸費用(不動産賃料、システム費用、スタッフの人件費など)を差し引いても、約70%が手元に残る可能性がある。この非常に魅力的な報酬待遇が、優秀な営業担当者の移籍を促したといえる。ただし、他社の営業担当者を採用する際に、LPLは採用時のボーナスを払っていない。米国証券業界で移籍金の相場が過熱する中で<sup>9</sup>、大手証券会社も他社に有能な営業担当者を取られないよう、引き留めのためのボーナス(リテンション・ボーナス)を上げてきている<sup>10</sup>。この流れはLPLの営業担当者数の伸びが最近鈍化している原因の一つと考えられる。

効率的なコスト構造もLPLの特徴である。まず、運用商品の組成、引受業務などを行わず、対顧客サービスに集中していることが、統合管理ツールや包括的クリアリングシステムといったテクノロジーへの継続的な投資を可能にしている。例えばクリアリングに関しては、2000年にパーシングのクリアリングシステムからセルフクリアリングに移行している<sup>11</sup>。移行前と比べてLPLの年間クリアリング費用は16%増加したものの、総収入も41%増加していることから、収益性の改善に大きく貢献したと言える。もともとペイアウト率

<sup>9</sup> 他社の営業担当者を採用するために、その営業担当者が稼ぐ年間収益の約330%の金額をボーナスとして払うケースも出ている。Kristen French “THE FIGHT FOR TALENT” *Registered Reps*, November 1, 2010 など参照。

<sup>10</sup> 沼田優子「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 -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-」『資本市場クォーターリー』2009年冬号参照。

<sup>11</sup> Bruce Kelly “LPL deal raises questions; price, commitment to Pershing, the fate of United Planners’ are big unknowns” *Investment News*, March 12, 2007

が高い代わりに、営業担当者が店舗や採用に関わる固定費用を負担するビジネスモデルではあるが、このようなオペレーションの効率化によって、さらに LPL の固定費は抑えられ、利益を上げやすい体質に繋がっている（図表 4）。

また、LPL に転籍してくる営業担当者は証券業界でのキャリアが平均して約 15 年であるため、基本的な教育訓練にかかる労力が不要で、ビジネス拡大に集中できることも利点である。一方で、LPL を辞めていく営業担当者の割合は年間で約 2%のみであり、その大部分はコンプライアンスの問題で辞めてもらうよう促される者であることは、LPL の営業担当者を維持する戦略が効果を発揮していることを示している。

### Ⅲ. 競合企業との比較

LPL の上場後、投資家が比較対象としてまず注目するのは、近い業態であるチャールズ・シュワブとなろう。チャールズ・シュワブは、RIA チャンネルで圧倒的な競争力を誇り、同チャンネルにおいて 2009 年末時点で 5,900 億ドルのカストディ資産を有している。両社の共通点は、大手証券会社から独立系証券会社へ営業担当者が移るトレンドの中で成長してきたこと、独立系営業担当者へのサービス提供を行なっていること、が挙げられる<sup>12</sup>。一方、相違点としては、LPL が自社のファンドを提供していない点や銀行機能を持たない点が挙げられる。また、LPL と同じマルチチャンネル戦略を取り、営業担当者がコミッションとフィーの両方から手数料を得るコミッション・フィー併用型の営業を行なう競合会社としては、レイモンド・ジェームズが挙げられる<sup>13</sup>。LPL は正社員以外の契約形態でマルチチャンネルを展開しているが、レイモンド・ジェームズは、正社員の雇用形態も維持しながら、その他の契約形態でもマルチチャンネルを持っており、営業担当者の選択肢はさらに多様となっている点で異なる<sup>14</sup>。同様に、正社員と契約フランチャイズの両方にチャンネルを持つ競合会社としては、アメリプライズや大手証券会社の一角を担うウェルズ・ファーゴ・アドバイザーズも挙げられる。

シュワブと競合する RIA チャンネルで LPL が抱える課題としては、コミッション型ビジネスとフィー型ビジネスを併用するハイブリッド RIA から、フィー型ビジネスのみを行なう RIA に移行する営業担当者の受け皿が十分でないことが挙げられる。LPL は IBD チャンネルが主体であったため、2008 年 5 月に RIA カストディ市場に参入したばかりである。2010 年 9 月末時点で 105 社の RIA にサービスを提供し、カストディ資産は 116 億ドルに過ぎないなど、競合他社とのカストディ能力の差は否めない<sup>15</sup>。そのため最近では、17 年間ハイ

<sup>12</sup> 沼田優子「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 —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」『資本市場クォーターリー』2009 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 年秋号など参照。

<sup>13</sup> 沼田優子、神山哲也、服部孝洋「チャンネル戦略でリテール・ビジネスを強化するレイモンド・ジェームズ」『資本市場クォーターリー』2009 年秋号を参照。

<sup>14</sup> Bruce Kelly “LPL advisers use IPO to diversify” *Investment News*, November 28, 2010

<sup>15</sup> Jerry Gleeson “Net Assets Rise at LPL, TD Ameritrade” *Registered Reps*, October 26 2010

ブリッド RIA として LPL に在籍していた有力な営業担当者が、RIA に転向する際にチャールズ・シュワブに流出してしまった事例も出ている<sup>16</sup>。

一般的に、独立系チャンネルへ移籍したばかりの大手証券会社出身の営業担当者は、コミッション型ビジネスによる収益の割合が大きいため、まずハイブリッド RIA を選択するケースが多い。しかしハイブリッド RIA には、証券外務員として金融商品を販売するのか、投資顧問としてアドバイスを提供するのかという、コンプライアンス面で不明瞭なリスクがある。また、収益がより安定する RIA の魅力もあって、RIA への転向を希望する者が出てくる。今後、RIA カストディビジネスで LPL が競争力を維持するためには、営業担当者とその顧客資産をグループ内に長く留める仕組みを構築する必要がある。つまり、近年の米国リテール証券業界では、大手証券会社と非大手証券会社という対立軸で営業担当者の獲得競争が展開されてきたが、LPL は、これから過熱するであろう非大手証券会社同士の競争にも勝ち残らなければならないということになる。

#### IV. 今後の注目点

このように、LPL は営業担当者の獲得による成長戦略を基に、IBD チャンネルにおいて、全米最大の企業となった。依然として金融危機の動揺が続く米国で成長を続ける LPL とその上場は、新興プレイヤーでも成長できる米国証券業界のダイナミズムを象徴するとともに、退職期を迎える米国ベビーブーマー層の間で、客観的なアドバイスができる営業担当者に対する信頼感が高まっていることを示しているといえよう。一方で、守勢に立つ大手証券会社は、統合によって大規模化はしたものの、LPL やその他の地方証券会社、独立系チャンネルへの営業担当者流出というトレンドを完全に止められてはいない。リタイアメント層の資産獲得をめぐる発生した米国リテール証券業界の構造変化がどこまで続くのか、今後の行方が注目されよう。

一方、IPO を成功させた LPL にも、いくつかの課題がある。第一に、公開企業として株主から求められる成長戦略と、営業担当者を顧客と見なす経営方針の両立が必要となろう。変動の激しい米国リテール証券業界で、株主から短期的な業績を求められる場面において、既存の営業担当者を長期的に囲い込むための経営戦略や投資を継続できるかどうか注目される。第二に、営業担当者一人当たりの生産性の改善が求められよう。大手証券会社各社の営業担当者が年間平均収益 65 万～85 万ドルをあげている一方で、LPL は約 25 万ドルに過ぎない。富裕層顧客を抱える営業担当者や預かり資産の大きい営業担当者を獲得できるかどうか、401k プランからのロールオーバー資金を獲得するための仕組みづくりなどが課題となろう。LPL がこうしたハードルをどのように克服するかは、リテール証券業界全体からも注目を集めていくと思われる。

<sup>16</sup> Cleves Delp 氏は LPL のカストディが“未成熟”との理由で 2010 年 4 月に 10 億ドルの顧客資産の大部分とともにチャールズ・シュワブに移籍している。