

## 米国の独立系ファイナンシャル・アドバイザーを巡る近年の動向

岡田 功太、下山 貴史

## ■ 要 約 ■

1. 近年、米国では、独立系ファイナンシャル・アドバイザー（IFA）が存在感を増している。米国の IFA とは、大手証券会社の常勤職員ではない営業担当者、または、個人向け営業に特化した独立系の金融機関を指す。米大手証券会社に所属する営業担当者数は、過去 6 年間で 5.1 万人から 4.7 万人に減少しており、そのうち一部は IFA への転身によるものだった。
2. 米国の IFA は、証券取引員委員会にブローカー・ディーラーとして登録する者と、投資顧問業者（RIA）として登録する者に大別され、前者は主にコミッション型サービスを提供し、後者は残高フィー型サービスを提供する。過去 6 年間にブローカー・ディーラー登録者数は減少している一方で、RIA 登録者数は増加している。この背景には、米労働省が公表したフィデューシャリー・デューティー規則において、残高フィー型サービスの提供者は同規則の一部が免除されることなどがある。
3. 営業担当者が IFA に転身する理由としては、米大手証券会社の文化や経営陣に対する不満が挙げられる。例えば、2016 年に発覚したウェルズ・ファーゴの不祥事においては、営業担当者に過度な収益増加圧力をかけていたことが明るみになった。自身の考えに基づき、顧客の最善の利益に資する投資アドバイスを提供することを、従来以上に志向する者が出始めている。
4. 米大手証券会社に勤務しなくても、同様の営業活動を展開する環境が整備され始めている点も注目に値する。米国では、LPL ファイナンシャルやレイモンド・ジェームズ等の IFA サービス提供会社が、営業担当者に対して、魅力的な報酬制度、必要な研修プログラム、オンライン上の口座開設、調査レポート、カストディや売買注文の取引執行、コンプライアンスシステム等を包括的に提供している。
5. 近年、日本においても IFA が登場し、資産運用サービスの提供も始まっているが、日本の IFA 業界はまだ黎明期であり、米国のように、包括的なサービスを IFA に提供する金融機関が存在するとも言い難い。今後、日本でも IFA 業界が米国のように発展していくのか、そして個人投資家にとっての選択肢の増加につながるのか、注目に値する。

## I 減少傾向にある米大手証券会社に所属する営業担当者

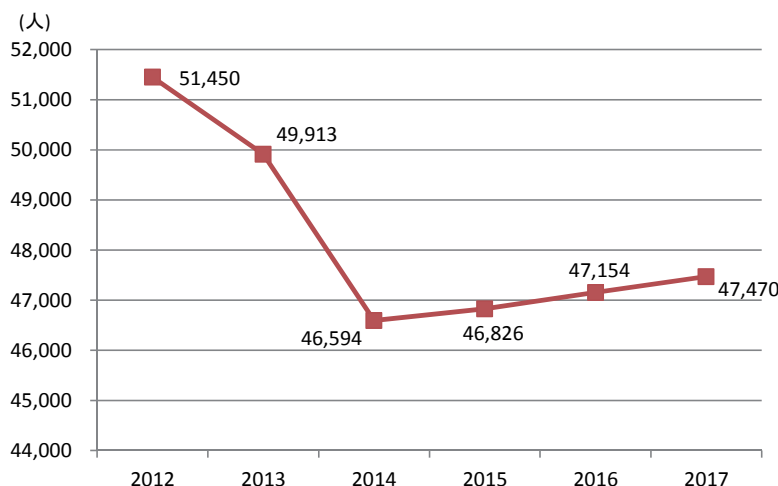
近年、米国の個人向け証券業界において、独立系ファイナンシャル・アドバイザー（IFA: Independent Financial Advisor）が存在感を増している。ここで言う米国の IFA とは、米大手証券会社の常勤職員ではない営業担当者、または、個人向け営業に特化した独立系の金融機関を指す。

米国では、個人向け証券業を営む大手証券会社をワイヤーハウス（Wirehouse）と呼称し、モルガン・スタンレー、メリルリンチ、ウェルズ・ファーゴ、UBS アメリカの 4 社が分類される。実は、ワイヤーハウスに所属する営業担当者数は、過去 6 年間で、51,450 名から 47,470 名へと 3,980 名減少しており（図表 1）、そのうち一部の営業担当者は IFA に転身した<sup>1</sup>。

金融専門誌の「インベストメント・ニュース」の調査によると、ワイヤーハウスから独立した営業担当者のチーム数は、2013 年の 78 チームから、2017 年には 249 チームと増加傾向にある（図表 2）<sup>2</sup>。フィデリティ・クリアリング・カストディ・ソリューションズ（フィデリティ・インベストメントの IFA 向け事業部門）が 2018 年 4 月に実施した調査によると、2017 年に独立した IFA のうち、約 50% は米大手証券会社に在籍していた際に、同じチームを組んでいたメンバーが、そのまま独立したものである<sup>3</sup>。

本稿では、IFA の業務の概要、IFA 向け営業支援サービスの動向、米大手証券会社の営業担当者が IFA に転身する要因、IFA が抱える課題について整理を図る。

図表 1 ワイヤーハウスに所属する営業担当者数の推移



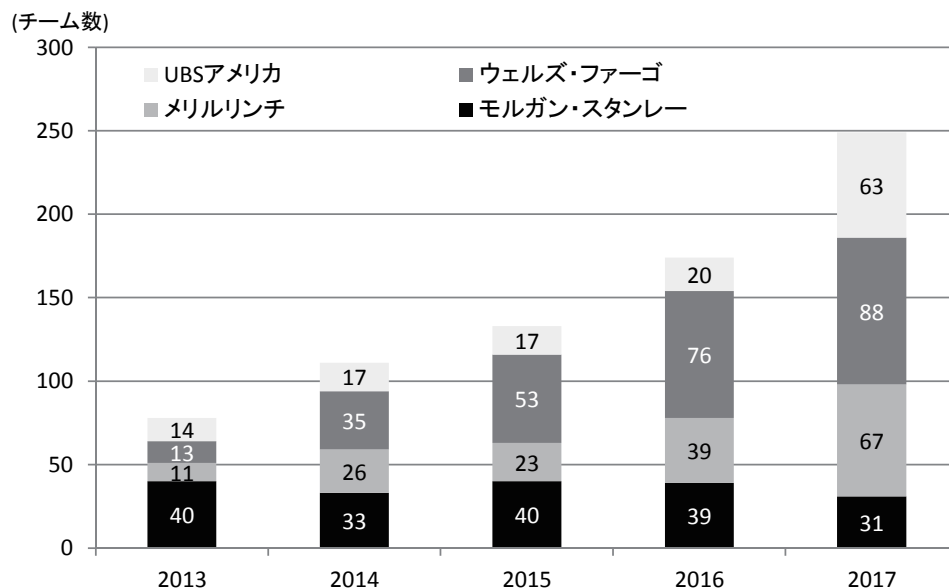
(出所) LPL ファイナンシャルの年次報告書より野村資本市場研究所作成

<sup>1</sup> LPL ファイナンシャルの年次報告書を参照。

<sup>2</sup> “What 2019 Wirehouse Comp Changes Mean for Advisors,” *Think Advisor*, November 15<sup>th</sup> 2018.

<sup>3</sup> Fidelity Clearing & Custody Solutions, “What’s Driving Advisors to Move in the New Market Landscape?,” April 2018.

図表2 ワイヤーハウスから独立した営業担当者のチーム数の推移



(出所) インベストメント・ニュースより野村資本市場研究所作成

## II 米国の IFA の認可及び業務の実態

### 1. 投資顧問業者として台頭する米国の IFA

米国において、個人投資家に対する証券業を営むには、ブローカー・ディーラー、または、投資顧問業者として証券取引員会（SEC）に登録する必要がある。ブローカー・ディーラーとは、1934年証券取引所法に定義されており、顧客に対して株式等の有価証券や投信の売買を推奨することで、主に売買委託手数料を獲得すべく、コミッション型サービスを提供する者である<sup>4</sup>。

投資顧問業者は、1940年投資顧問法に準拠しており、顧客資産のポートフォリオの策定等を行うことで、主に預かり残高に応じた手数料を取得する。すなわち、投資顧問業者として登録する IFA は、個人投資家に対して残高フィー型サービスを提供しており、登録投資顧問業者（RIA: Registered Investment Advisor）と呼称されている。また、IFA うち、ブローカー・ディーラー及び投資顧問業者の両方として登録する者もあり、コミッション型及び残高フィー型サービスの両者を個人投資家に提供している。このような IFA をハイブリッド型 RIA と呼称する。

実は、過去6年間において、米国の IFA の中でも、ブローカー・ディーラーとして登録する営業担当者数は、79,802名から61,600名へと18,202名減少している一方で、RIA

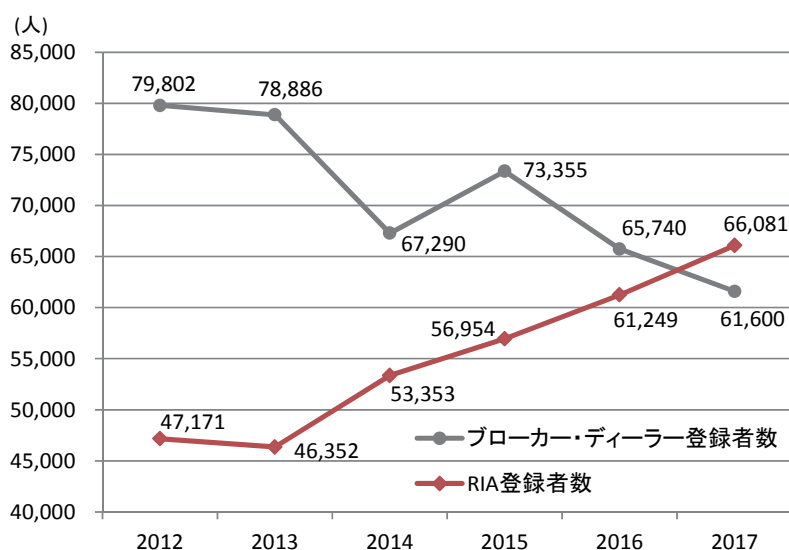
<sup>4</sup> ブローカー・ディーラー及び投資顧問業者の詳細は、岡田功太「SECの米国個人投資家向け投資推奨行為の基準に係る規則案」『野村資本市場クォーターリー』2018年夏号（ウェブサイト版）を参照。

として登録する営業担当者数（含むハイブリッド型 RIA）は、47,171 名から 66,081 名へと 18,910 名増加している（図表 3）<sup>5</sup>。つまり、米大手証券会社から独立した営業担当者等は、近年、RIA として残高フィー型サービスを個人投資家に提供していることが窺える。

## 2. 規制強化によって増加する残高フィー型サービス提供者

米国の IFA の中でも、ブローカー・ディーラー登録の営業担当者が減少し、RIA 登録の営業担当者が増加している背景として、米労働省が 2016 年 4 月に公表したフィデューシャリー・デューティー規則が挙げられる<sup>6</sup>。同規則は、従業員退職所得保障法（エリサ法）におけるフィデューシャリーの定義に関する新たな規制であり、同規則の下、個人退職勘定（IRA: Individual Retirement Account）の加入者等に対して投資アドバイスを提供する営業担当者は、顧客の最善の利益を追求する必要がある。つまり、営業担当者が、IRA の加入者等から「合理的な範囲」を超えて報酬を受け取った場合、フィデューシャリー・デューティー規則違反を問われ、顧客から集団訴訟を受ける可能性がある。主にコミッション型サービスを提供するブローカー・ディーラーは、どの程度の報酬を取得することが、「合理的な範囲」として許容されているのか不透明であり、ビジネスを拡大しにくい環境に置かれることになった。

図表 3 ブローカー・ディーラー及び RIA に登録する IFA の人数の推移



（出所）LPL ファイナンシャルの年次報告書より野村資本市場研究所作成

<sup>5</sup> LPL ファイナンシャルの年次報告書を参照。

<sup>6</sup> 詳細は、岡田功太、杉山裕一「変貌を遂げる米国の個人向け証券ビジネス—米労働省フィデューシャリー・デューティー規則の影響—」『資本市場クォーターリー』2017 年冬号、同「米労働省フィデューシャリー・デューティー規則の見直しを巡る議論—トランプ新政権による金融規制緩和の期待と現実—」『野村資本市場クォーターリー』2017 年冬号、岡田功太、吉川浩史「トランプ政権による金融規制の緩和に対する期待の醸成—ドッド=フランク法とフィデューシャリー・デューティー規則の行方—」『野村資本市場クォーターリー』2017 年春号（ウェブサイト版）、岡田功太「米財務省による米国資産運用業界の規制改革提言」『野村資本市場クォーターリー』2018 年冬号（ウェブサイト版）を参照。

フィデューシャリー・デューティー規則は、営業担当者が「レベルフィー・フィデューシャリー」の要件を満たす場合は、同規則の一部が免除される。レベルフィー・フィデューシャリーとは、資産残高の一定率または定額など取引に左右されない手数料体系でアドバイスを提供するサービスを指し、残高フィー型サービスが該当する。当該サービスには個別商品毎の販売手数料が存在しない。そのため、営業担当者が、自身にとってインセンティブの高い個別商品提案を積極化するという事態を減少させ、利益相反の可能性を最小化できると考えられる。つまり、残高フィー型サービスの提供を主眼とする RIA のスタイルは、顧客の最善の利益を追求するというフィデューシャリー・デューティー規則の理念と合致している。

フィデューシャリー・デューティー規則は、紆余曲折があり、本稿執筆時点で一度も完全に施行されることのない状況にある。しかし、今後、フィデューシャリー・デューティー規則、または、それに類似する新規則が策定される可能性が高いことから、米国の IFA の中でも、レベルフィー・フィデューシャリーに準拠した RIA 登録の営業担当者が増加している。

### 3. 米国の大手 RIA の概要

金融専門誌である「バロonz」の調査によると、RIA の中でも、上位 20 社の事業規模の拡大が顕著である。その預かり資産の合計額は、2016 年から 2017 年にかけて約 40% 増加し、約 158 億ドルに達した<sup>7</sup>。当該 RIA の拠点数（平均値）は 20 拠点から 31 拠点に拡大し、営業担当者数（平均値）は 63 名から 80 名に増加、顧客数（平均値）は 5,518 名から 8,012 名に増加した。つまり、米国において、預かり資産上位の RIA は、大手証券会社から独立しているといっても、所謂ベンチャー企業というよりは、一定の規模を有する中堅金融機関であると言える。

例えば、バロonzが集計するトップ RIA ランキング（独自の定性・定量評価）において、1 位を獲得したエデルマン・ファイナンシャル・サービスズは、米国における金融サービスの大衆化を目指して、1986 年に創業した RIA である（図表 4）。同社は、顧客の利益を第一に考え、大学費用の貯蓄、不動産の購入、将来の医療費等、顧客を取り巻く包括的なファイナンシャル・プランニングの提供に注力している。創業者のリック・エデルマン氏は、個人投資家にとって理解しやすいファイナンシャル・アドバイスや金融教育の提供を目指しており、複数の資産形成関連の書物を執筆し、ラジオ番組（The Ric Edelman Show）や、テレビ番組（The Truth About Money with Ric Edelman）に出演することで啓蒙活動に従事していた経緯がある。

同ランキング 2 位のユナイテッド・キャピタル・ファイナンシャル・アドバイザーズは、2005 年にジョー・デュラン CEO が創業した RIA である。同社が顧客に提供するサービスは、「ファイナンシャル・ライフ・マネジメント」と呼称されており、顧客が目指す生活

<sup>7</sup> “Top Independent Financial Advisors,” *Barron's*, September 14<sup>th</sup> 2018.

図表4 バロonzによるRIA上位10社のランキング  
(独自の定性・定量評価に基づくランキング)

	RIAの名称	本拠地	顧客数 (人)	営業担当者数 (人)	拠点数
1	エデルマン・ファイナンシャル・サービスズ	バージニア州 フェアフォックス	37,351	163	43
2	ユナイテッド・キャピタル・ファイナンシャル・アドバイザーズ	カリフォルニア州 ニューポートビーチ	21,021	221	85
3	マリナー・ウェルス・アドバイザーズ	カンザス州 オーバーランドパーク	14,890	205	25
4	モネタ・ループ・インベストメント・アドバイザーズ	ミズーリ州 クレイトン	4,395	95	2
5	シルバークレスト・アセット・マネジメント・グループ	ニューヨーク州 ニューヨーク	722	27	7
6	プライベート・アドバイザー・グループ	ニュージャージー州 モリソン	40,933	620	240
7	ヴェリタブル	ペンシルバニア州 ニュータウン	223	48	2
8	BBR パートナーズ	ニューヨーク州 ニューヨーク	136	28	4
9	ティードマン・アドバイザーズ	ニューヨーク州 ニューヨーク	406	37	8
10	バックingham・ストラテジック・ウェルス	ミズーリ州 サンルイス	6,866	150	26

(出所) バロonzより野村資本市場研究所作成

(<https://www.barrons.com/articles/top-independent-financial-advisors-1536974606>)

(financial life) を主軸として、ファイナンシャル・プランを策定し、資産運用の提案を行っている。

同ランキング3位のマリナー・ウェルス・アドバイザーズは、2006年にマーティン・ビクネル CEO が創業したRIAである。同社は「顧客のパートナー」であることをコンセプトとし、対面営業によって、顧客とその家族が抱える金融面での不安を取り除くことに注力しており、退職プランの策定や、事業の経営支援等のサービスを提供している。

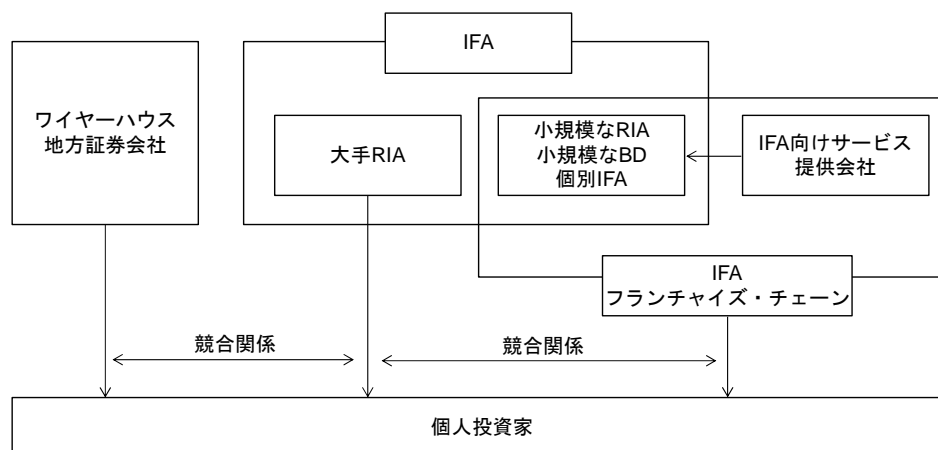
### Ⅲ IFA 向けサービス提供の発展

#### 1. フランチャイズ・チェーンを形成する小規模な IFA

米国の大手RIAは、中堅規模の金融機関と遜色ない組織を構成する一方で、独立したばかりのIFAは、個人投資家に提供する資産運用関連の商品やサービスについて、自身で開発するのではなく、第三者から提供を受けている。このように小規模なIFAを顧客として、営業支援関連事業を展開する金融機関を「IFA向けサービス提供会社」と呼称する。

IFA向けサービス提供会社は、営業担当者が大手証券会社から独立するためのサポートや、IFAとして事業展開する上で必要な研修プログラム、オンライン上の口座開設、顧客のポートフォリオのリバランス等が可能な取引プラットフォーム、株式や投信に関する調

図表 5 各証券サービス提供者と個人投資家の関係図



(注) BDとはブローカー・ディーラーの略称であり、矢印の方向はサービスの提供先を指す。  
 (出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

査レポート、カスタディや売買注文の取引執行、コンプライアンスシステム等を包括的に提供する。

つまり、小規模な IFA は、個人投資家のニーズの把握、ファイナンシャル・プランニング、投資アドバイスの提供といった営業活動に注力し、IFA 向けサービス提供者が営業活動に付随する業務を担う。すなわち、IFA 向けサービス提供者は、優秀な実績を有する IFA と契約を締結し、個人投資家に対して証券業を行うためのフランチャイズ提供者としての役割を果たす。その結果、米国の個人投資家向け証券業界には、IFA 向けサービス提供会社を中心に、複数の「フランチャイズ・チェーン」が形成され、米大手証券会社等と競争関係にある（図表 5）。

## 2. 全米最大級の独立系 IFA 向けサービス提供者である LPL ファイナンシャル

米国において最大級の規模を誇る IFA 向けサービス提供会社としては、LPL ファイナンシャルが挙げられる<sup>8</sup>。同社は、約 16,000 名の IFA（及び地域金融機関に所属する営業担当者）と契約を締結し、その預かり資産は約 6,800 億ドルに達する（2018 年第 3 四半期）。LPL ファイナンシャルは、コミッション型サービスの提供を主眼とするブローカー・ディーラーと、残高フィー型サービスの提供を主眼とする RIA の両者に対して営業支援活動を行っており、顧客預かり資産は前者が約 3,000 億ドル、後者が約 3,800 億ドルである。

<sup>8</sup> 詳細は、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」『野村資本市場クォーターリー』2010 年春号（ウェブサイト版）、石井康之「上場によってさらなる成長を狙う独立系証券会社 LPL」『野村資本市場クォーターリー』2011 年冬号（ウェブサイト版）を参照。

LPL ファイナンシャルが IFA に対して提供するサービスとして、個人投資家が有する投信、保険、個別銘柄等の口座の状況や、業務プロセスの確認、カストディ・サービス、売買注文の取引執行、市況に関するタイムリーな情報提供等が挙げられる。その中でも、特に、LPL ファイナンシャルは、セルフ・クリアリング・サービスの提供に注力している。同サービスは、顧客口座の管理、取引、決済等のクリアリング業務を一元的に管理・提供することで、IFA が顧客の口座開設後に迅速かつ効率的に取引を行うことを可能とする。

LPL ファイナンシャルは、銀行や証券会社と資本関係がないことに加えて、自社または関連企業自身で商品やサービスを組成していない。あくまでも、LPL ファイナンシャルは、独立系 IFA に対するサービスの中継役として、ブラックロックやバンガード等の資産運用会社が設定する商品について、自ら第三者として独自の評価に基づいて選定し、IFA（及びその顧客）に提供している。つまり、LPL ファイナンシャルは、自社商品の販売を優先する誘因がないという点を競合他社との差別化要因としており、その点を選好する IFA から人気を博している。

### 3. 営業担当者に適した複数の雇用制度を有するレイモンド・ジェームズ

米国の IFA 向けサービス提供会社として、レイモンド・ジェームズも著名である。同社は、1962 年にロバート・ジェームズ氏によって、フロリダにて設立された地方証券会社である。1970 年に同氏の息子であるトーマス・ジェームズ氏が、ハーバード大学卒業後、27 歳の若さで CEO に就任した。当初より、トーマス・ジェームズ氏は、優秀な営業担当者の採用だけでなく、営業の後方支援業務の充実に注力し、現在に至るまで、レイモンド・ジェームズは同業務の拡充を重視する伝統を有している。

レイモンド・ジェームズの個人向け営業部門の最大の特徴は、「アドバイザー・チョイス」という営業担当者に適した雇用制度を採用している点である<sup>9</sup>。同社は、レイモンド・ジェームズ・アンド・アソシエイツ (RJA) とレイモンド・ジェームズ・ファイナンシャル・サービスズ (RJFS) という 2 つの子会社を有している。RJA に所属する営業担当者は、レイモンド・ジェームズの常勤職員であり、勤務地は同社に決定に従い、同社の経営方針に基づいて、支店長の指示に従って営業活動を行う。また、IT システムのサポートやアシスタントの採用、福利厚生等はレイモンド・ジェームズの規定に基づく。

他方で、RJFS は、レイモンド・ジェームズと契約する営業担当者に対して、営業活動に必要な IT システム、株式や投信等に関する調査レポート等を提供している。RJFS に所属する営業担当者は、レイモンド・ジェームズの経営方針や、同社の支店長等の意向の影響を受けず、独立性が高い。また、自身で勤務地を決定しアシスタントの採用等も自ら行い、福利厚生も自己負担、独立採算制であること等から、RJFS と契約する営業担当者は

<sup>9</sup> 詳細は、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（ウェブサイト版）を参照。



図表 6 レイモンド・ジェームズの上場来の株価推移（月次データ）



（出所）ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

実質的に IFA に分類される。つまり、レイモンド・ジェームズは、RJFS という IFA 向けサービス機能を傘下に有していると言える。ただし、RJFS に所属する営業担当者は、LPL ファイナンシャルとは異なり、レイモンド・ジェームズが開発した自社商品を取り扱う。レイモンド・ジェームズは IFA に対するフランチャイズ提供者となることで、大手証券会社から独立した優秀な営業担当者を獲得し、レイモンド・ジェームズの商品及びサービスの供給網の拡大を目指している。同社の株価は、上場した 1986 年 4 月から約 93 倍となっており、同期間に約 12 倍になった S&P500 指数を大きく上回っている（図表 6）。

## IV 米大手証券会社の営業担当者が IFA に転身する要因

### 1. フィデリティの調査に見る転身のプッシュ要因とプル要因

前述の、フィデリティ・クリアリング・カスタディ・ソリューションズが 2018 年 4 月に公表した調査結果は、同社の顧客である 476 名の RIA を対象としたものだが<sup>10</sup>、その中には、米大手証券会社の営業担当者が RIA に転身した理由として、プッシュ要因とプル要因が示された（図表 7）。プッシュ要因とは、営業担当者が所属する米大手証券会社に不満を感じて、離脱する理由である。プル要因とは、営業担当者が米大手証券会社に所属するよりも、IFA に転身する方が魅力であると感じる点である。同調査は、プッシュ要因とプル要因の組み合わせによって、大手証券会社に所属する営業担当者が IFA に転身すると分析している。

<sup>10</sup> 前掲脚注 3 を参照。

図表 7 米大手証券会社の営業担当者が RIA に転身した理由

プッシュ要因	プル要因
米大手証券会社の文化及び経営陣に対する不満	高いペイアウト率
米大手証券会社のスキャンダル	自身が実践したい実務の構築や、他者との差別化及び自身の付加価値を示したいという欲求
米大手証券会社に対するネガティブな見方 ・ある商品の販売に関する圧力への疑問 ・顧客ニーズと合致しない営業担当者の報酬体系	自身が考える良い (good) 顧客に注力して、サービス提供をしたいという意向
ヘッド・ハンターからの推奨	真のフィデューシャリー (顧客の最善利益を追求する者) として活動したいという意向
コンプライアンス規定の複雑化	既に独立した者の影響

(出所) Fidelity Clearing & Custody Solutions, “What’s Driving Advisors to Move in the New Market Landscape?” April 2018 より野村資本市場研究所作成

フィデリティ・クリアリング・カストディ・ソリューションズによれば、IFA に転身する営業担当者は、より高度なサービスを提供することで顧客満足度を高め、その結果として、高い報酬を得たいと考えている<sup>11</sup>。つまり、単なる経済的な動機だけではなく、自分自身が顧客に認められたいという欲求である。また、同社は、自身が選好する実務的なオペレーションを自分自身で構築し、顧客に付加価値を示したいという意識が高いと分析している<sup>12</sup>。

同調査において、プッシュ要因として「ある商品の販売に関する圧力への疑問」が挙げられており、プル要因として「真のフィデューシャリーとして活動したいという意向」が挙げられている。つまり、一部の営業担当者は、IFA に転身することで、所属先の会社の営業方針ではなく、自身の考えに基づき、その顧客の最善の利益に適う投資アドバイスの提供を従来以上に志向し始めたことが窺える。実際に、金融専門誌の「ファイナンシャル・プランニング」によると、米大手証券会社は「顧客は企業の財産であり、個別の営業担当者が有しているわけではない」と捉えている一方で、近年、一部の営業担当者は「顧客に対して直接サービスを提供する営業担当者こそ、顧客という財産を有している」と考え始めていることが指摘されている<sup>13</sup>。

## 2. 大手証券会社の営業担当者が独立する際の環境の整備

プル要因として特筆すべきは、高いペイアウト率である。一般的に、米大手証券会社の営業担当者は、自身が上げた収益の 30~40%を報酬として受け取る。他方で、IFA は、オフィス賃貸料や福利厚生等を自己負担する必要があるものの、契約している IFA 向けサービス提供会社から、自身が上げた収益の大半を報酬として受け取る。すなわち、ペイアウト率が高い。

<sup>11</sup> “Why are so many advisors switching firms?,” *Financial Planning*, April 9<sup>th</sup> 2018.

<sup>12</sup> フィデリティ・インベストメントのウェブサイト (<https://www.fidelity.com/about-fidelity/institutional-investment-management/new-fidelity-research-finds-almost-one-in-four-advisors-switched-firms-in-the-past-five-years>) を参照。

<sup>13</sup> “Is flight to independence the reason wirehouses are leaving protocol?,” *Financial Planning*, May 22<sup>nd</sup> 2018.

例えば、LPL ファイナンシャルは、原則として、投信、変額保険、債券、株式等の取引手数料のうち 90%以上の金額を IFA に支払う。営業担当者にとって、IFA に転身した方が自身の報酬の増加に寄与するののかについては、あくまでもその営業担当者のスタイルや実績に依存するものの、LPL ファイナンシャル等の IFA 向けサービス提供会社が魅力的な報酬制度を提示している点は、営業担当者が米大手証券会社から独立して IFA に転身することを促す要因であると言える。

また、IFA 向けサービス提供会社のサービス内容が拡充されたことで、営業担当者にとって、米大手証券会社に勤務しなくても同様の環境が整備され始めた点は、注目に値する。現在、多くの IFA 向けサービス提供会社が、優秀な実績を有する営業担当者と契約を締結すべく、オルタナティブ商品を含む複数の資産運用商品の提供や、市況に関するタイムリーな情報配信、前述のセルフ・クリアリング等のサービス、IFA にとって必要な人材の派遣や研修、他の IFA との合併・買収 (M&A) に関する助言等も行っている<sup>14</sup>。

IFA 向けサービス提供会社は、米大手証券会社と同様に、サービスのデジタル化にも注力している。特に、RIA は、顧客ポートフォリオのリバランス、ファイナンシャル・プランの策定、オンラインによる投資アドバイス・プラットフォーム、高度なセキュリティの確保等を事業展開時のインフラとして必要としているが、IFA 向けサービス提供会社は、それらの事業にテクノロジーを活用することで効率化を目指している。

### 3. 大手金融機関の企業文化に対する不満

プッシュ要因として注目すべきは、個人向けサービスを提供する米国証券会社が、2000 年以降、数々の不祥事に見舞われた点である。例えば、近年では、ウェルズ・ファーゴの不祥事が著名である。同社は、長年、各種ローン等に提供する優良金融機関と見なされてきた。しかし、2016 年 9 月に同社の営業担当者が、顧客に無断で 200 万以上の口座を開設し、約 56 万枚以上のクレジットカードを作成していたことが発覚した。当時、ウェルズ・ファーゴは、1 人の顧客に対して、複数の金融商品及びサービスを提供する「クロスセリング件数」を経営目標に掲げていた。同社の顧客 1 人当たりのクロスセリング件数 (平均値) は、競合他社の 2.7 件に対して約 6.1 件に達していた。ジョン・スタンプ元 CEO は、「エイト・イズ・グレート (Eight is Great)」のスローガンの下、全ての顧客に対して 8 件の契約を締結することを目指し、営業担当者に過度な圧力をかけていた。

その結果、営業担当者の中には「サンドバッグング (Sandbagging)」や「バンドリング (Bundling)」と呼ばれる不正を行う者が現れた。サンドバッグングとは、顧客の口座

<sup>14</sup> チャールズ・シュワブの詳細は、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「独立系アドバイザーから見た米国の個人向け証券市場—2009 年 1 月のチャールズ・シュワブ調査より—」『資本市場クォーターリー』2009 年春号、同「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 年冬号を参照。

開設申込書を故意に留保し、営業担当者の都合に合わせて口座開設を行い、クロスセリングが行われたように見せかけることであり、バンドリングとは、顧客に複数の口座を同時に開設する必要があると虚偽の説明を行うことである。不祥事の発覚を受けて、ウェルズ・ファーゴは、ニューヨーク州等において有価証券等の取引を1年間停止される等の制裁を受けた。非営利団体ベター・マーケットズのデニス・ケラハーCEOは、本件について、ウェルズ・ファーゴの経営陣から従業員に至るまで、長期かつ広範に渡り、腐敗が蔓延する事態を目の当たりにしていたと指摘している。

セルリー・アソシエイトの調査によると、米大手証券会社の営業担当者が IFA に転身する理由として、回答者の約 55%は「勤務していた大手証券会社の企業文化に不満を感じた」としている<sup>15</sup>。つまり、営業担当者は、しばしば、過度な収益増加圧力のない環境及び文化の中で事業を展開すべく、IFA への転身を選択していることが窺える。

## V IFA が抱える課題

### 1. 高い顧客満足度を誇る米大手証券会社の存在

米国の IFA にも課題はある。第一に、IFA に転身する営業担当者が増加しているといっても、引き続き、米大手証券会社の存在感は強大であるという点だ。ワイヤーハウスの中でも、全米最大級の事業規模を有するモルガン・スタンレーのウェルス・マネジメント部門は、強いブランド力を有する。実際に、バロンズが公表している全米の金融機関に所属する営業担当者のランキングにおいて、2018 年には上位 5 名の営業担当者は、モルガン・スタンレーのウェルス・マネジメント部門所属であり、同部門の営業担当者のサービスは、顧客満足度が高いことで知られている（図表 8）<sup>16</sup>。

モルガン・スタンレーのウェルス・マネジメント部門の預かり資産は、約 2.37 兆ドルに達し、営業収益は約 170 億ドルであった（2017 年末時点）。特に、同部門の営業員一人当たりの収益は、過去 8 年間で約 2 倍となり、約 110 万ドルに達している。同社のように高い知名度及びブランド力を活用して収益性の高い事業を展開する大手証券会社に比べ

図表 8 2018 年の全米の金融機関に所属する営業担当者のランキング上位 5 名

	営業員の氏名	営業員の所属先	活動拠点 (州)
1	Lyon Polk	モルガン・スタンレー	ニューヨーク
2	Gregory Vaughan	モルガン・スタンレー	カリフォルニア
3	Andy Chase	モルガン・スタンレー	カリフォルニア
4	Brian Pfeifler	モルガン・スタンレー	ニューヨーク
5	Mark T. Curtis	モルガン・スタンレー	カリフォルニア

(出所) バロンズより野村資本市場研究所作成

<sup>15</sup> “Independent broker-dealers are stepping up their game on recruiting from the wirehouses,” *InvestmentNews*, January 27<sup>th</sup> 2018.

<sup>16</sup> 詳細は、岡田功太、木下生悟「米モルガン・スタンレーのウェルス・マネジメント部門の取り組み」『野村資本市場クォーターリー』2018 年夏号を参照。

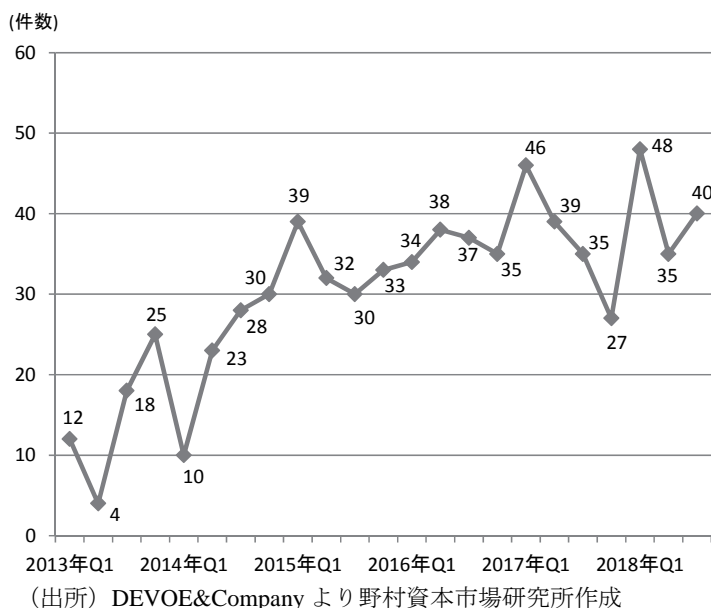
ると、IFA の知名度には限界があると言わざるを得ない。実際に、前述のフィデリティ・クリアリング・カストディ・ソリューションズの調査によると、米大手証券会社から IFA に転身することを躊躇する理由として、回答者の約 60%は知名度の低下を挙げている。小規模な IFA は、ワイヤーハウスの営業担当者のように、所属先のブランド力を活用した事業を展開することは難しい。

## 2. IFA 業界に押し寄せる再編の波

第二に、IFA の収益性の全般的な低下である。フィデリティ・クリアリング・カストディ・ソリューションズは 2017 年 12 月にも同社の顧客である RIA408 名を対象とした調査を行っていたが、それによると、RIA の収益の成長率は、2012 年の 15%から 2016 年には 7%に低下した<sup>17</sup>。これは、前述のフィデューシャリー・ディーティール規則対応等によるコンプライアンス・コストの高まりに加えて、大手証券会社の営業担当者が RIA に転身したことによる競争激化などの要因もある。同調査の回答者の約 65%は、顧客に対して割引した手数料率を提示せざるを得ない状況にあった。そのため、RIA は、業務のデジタル化を進めてコストを削減する必要があるが、同調査によると、デジタル・アドバイス・ソリューションを導入している RIA は、回答者のうち約 8%に過ぎなかった。IFA 向けサービス提供者は RIA に対するサービスのデジタル化を進めているものの、実際には、十分な水準までテクノロジーの活用を促すことはできていない可能性がある。

結果的に、RIA 業界には、再編の波が押し寄せている（図表 9）<sup>18</sup>。小規模な RIA は、単体で生き残ることが困難な状況となっており、M&A による規模の拡大を図る必要に迫

図表 9 米国の RIA の M&A 件数の推移（四半期データ）



<sup>17</sup> Fidelity Clearing & Custody Solutions, “2017 Fidelity RIA Benchmarking Study,” December 2017.

<sup>18</sup> DEVOE&Company, “DEVOE RIA Deal Book,” March 2018.

られている。ブラックロックが 2017 年 5 月から 6 月にかけて 339 名の RIA から得た回答によると、約 20%は今後 2 年間において他の RIA と合併し、規模を追求する必要があるとしている<sup>19</sup>。

## VI 多様性を有する米国個人向け証券業界

本稿で紹介したように、米国における個人向け証券営業担当者は多様である。ワイヤーハウスに所属し、強力な会社ブランドの下、総合金融機関としての強みを生かして資産運用サービスを提供する者がいる一方で、バージニア州、カンザス州、ミズーリ州等の郊外に本拠地を有し、個人投資家に対して残高フィー型サービスを提供する大手 RIA や、ワイヤーハウスから独立し、IFA サービス提供会社と契約して、そのフランチャイズの下に資産運用サービスを提供する小規模な IFA も存在する。

IFA サービス提供会社も、LPL ファイナンシャルのような独立系金融機関や、レイモンド・ジェームズのような地方証券会社等が存在し、IFA に対して、米大手証券会社に所属しているとの同水準の質の高い営業支援インフラを提供している。その結果、米国の個人向け証券営業担当者は、自身のキャリアを多様な形で形成することが可能となっており、また、個人投資家は、自身に適した営業担当者を選択できるようになっている。

ウェルズ・ファーゴをはじめとする米大手金融機関の不祥事を受けて、従来、会社の営業方針や支店長の意向に基づいて、商品やサービスを顧客に提供してきた営業担当者の考え方は、近年、変化してきたと言える。すなわち、ワイヤーハウスに所属する営業担当者の中には、IFA に転身することで、自身の職業上の財産として位置づけている個人投資家に対して、会社の方針ではなく自身の考えに基づいて投資アドバイスを提供することを、従来以上に志向する者も出始めている。ワイヤーハウスと IFA の競合関係は激化しており、米国の個人向け証券業界にダイナミズムを生み出している。

近年、日本においても IFA が登場し、資産運用サービスの提供も始まっている。しかし、日本の IFA 業界はまだ黎明期であり、米国のように、独立支援や研修等、包括的なサービスを IFA に提供する金融機関が存在するとも言い難い。多様化していく個人の資産運用ニーズに対応するには、金融サービス業界も多様性を増すことが重要であろう。今後、日本でも、既存の金融機関がどのように進化していくのか、地域密着型の IFA やそれら IFA に包括的なサービスを提供する会社等が登場し発展していくのか、そして個人投資家にとっての選択肢が増え、米国のように個人向け証券業界がダイナミックに変貌を遂げるのか、注目に値する。

<sup>19</sup> BlackRock, “2017 Elite RIA Study,” November 2017.