

コロナ禍で加速する米国リテール証券業界のデジタル化

岡田 功太

■ 要 約 ■

1. コロナ禍が深刻化する中、JP モルガン、シティバンク、バンク・オブ・アメリカ等は、一部の支店を閉鎖し、ファイナンシャル・アドバイザーの在宅勤務を開始した。当面の間、ロックダウンは継続することから、支店等のオフィス・スペースにおける対面のサービス提供の縮小を余儀なくされている。
2. 他方で、2020 年第 1 四半期に、ロビンフッドや TD アメリトレード等のオンライン証券会社は合計で約 450 万件の新規口座開設を実現し、ミレニアル世代の投資未経験者の顧客化に成功している。その要因として、コロナ禍で在宅勤務を行う個人が自宅からオンライン証券取引を開始したことや、これらの個人が売買手数料が無料の証券会社を選好したこと等が挙げられる。
3. その中でも、チャールズ・シュワブは、著名なフィンテック企業であるモチーフ・インベスティングを買収した上で、オンラインの端株取引サービスの提供を開始し、更なる顧客基盤の拡大に着手している。また、アイキャピタル・ネットワークやアディパー等のオルタナティブ・ファンドを取り扱うオンライン・プラットフォームが台頭し、個人にとってオルタナティブ投資を行い易い環境も整備されている。前者はチャールズ・シュワブ等の金融機関約 70 社と提携しており、後者はモルガン・スタンレーや、エクイティーゼン及びザンバト等の非上場株式取引プラットフォームと提携している。
4. コロナ禍の下、ミレニアル世代の証券投資に関するニーズが明らかになった。ただし、同世代の個人は、金融機関から投資アドバイスを受けるより、SNS 等を通じて自ら投資に関する情報を得る傾向がある。ポストコロナのリテール証券事業では、富裕層向けまたはマスリテール向けサービスの開発といった金融機関の立場から見た顧客分類等を踏まえた事業展開の重要性は低下し、全ての顧客層を念頭に、オンライン証券取引サービスの低コスト化と利便性の向上が求められていくのであろう。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・岡田功太、幸田祐「米国ミレニアル世代顧客化の重要性とロボ・アドバイザー」『野村資本市場クォーターリー』2016年夏号を参照。
- ・岡田功太、片寄直紀「上場株式の売買単位と個人向け証券取引のイノベーション」『野村資本市場クォーターリー』2020年春号を参照。

I コロナ禍の下で約 450 万件に達したと見られる新規口座開設

1. 非対面の顧客対応を迫られる金融サービス業者

新型コロナウイルス感染症の拡大を受けて、JP モルガンは 2020 年 3 月に全支店数の約 20%に相当する約 1,000 店舗を閉鎖し、ファイナンシャル・アドバイザーは在宅勤務を開始した¹。対面営業を継続する同行の支店については営業時間を短縮し、ガラス越しでの接客を行う等、従業員と顧客の安全及び健康の確保を優先した。シティバンク、バンク・オブ・アメリカ、キャピタル・ワン等も同様の措置をとり、金融機関によっては支店のロビーを閉鎖したり、顧客との面談を事前予約制に変更したりした。モルガン・スタンレーのジェームズ・ゴーマン CEO は、ソーシャル・ディスタンスの確保が必要であることから、2020 年内に在宅勤務からオフィスに復帰する同社社員は約 50%であるとの見通しを示し、将来的には占有する不動産の一部を削減する可能性を示唆した²。

全米でロックダウンが実施される中、独立系ファイナンシャル・アドバイザー (IFA) は顧客とメール等で連絡を取りながら、顧客資産の運用を継続している。リテール証券事業の専門誌であるインベストメントニュースが、2020 年 2 月から 3 月にかけて、269 社の IFA 所属金融機関に対して行った調査によると、回答者の約 70%が顧客ポートフォリオのリバランスに注力し、約 90%がメールによる顧客対応を行っていた³。そして、回答者の約 70%は、今後、ソーシャル・メディアによる顧客向けマーケティング活動を行う予定であるとしている。IFA を含む対面の証券取引サービスの提供者は、業務形態の根本的な変化を迫られており、顧客との接触と感染リスクを抑制するために、支店等のオフィス・スペースにおける対面のサービス提供は縮小させざるを得なかったことが窺われる。

実際、IFA の証券ビジネスのインフラを提供する LPL ファイナンシャルは、2020 年 3 月に、全従業員数の約 70%を在宅勤務とした上で、平日に加えて、土曜日午前 10 時から午後 2 時まで営業時間を拡大することで、IFA 等の活動を支援した⁴。同社は、以前より、リモート（遠隔地からの業務対応）による IFA 等のリテール証券事業を支援しているが、今般、顧客とのメール等のやり取りや、ポートフォリオのリバランスに必要な情報等のサービス提供体制を拡充した。

¹ “JPMorgan Chase to close 1,000 Chase branches on coronavirus concerns,” *Reuters*, March 18, 2020.

² “Morgan Stanley’s Gorman sees more remote work in future,” *Bloomberg*, April 20, 2020 “Only half Morgan Stanley staff will be back by year-end: CEO,” *Bloomberg*, May 21, 2020.

³ “The race to embrace fintech,” *InvestmentNews*, May 23, 2020.

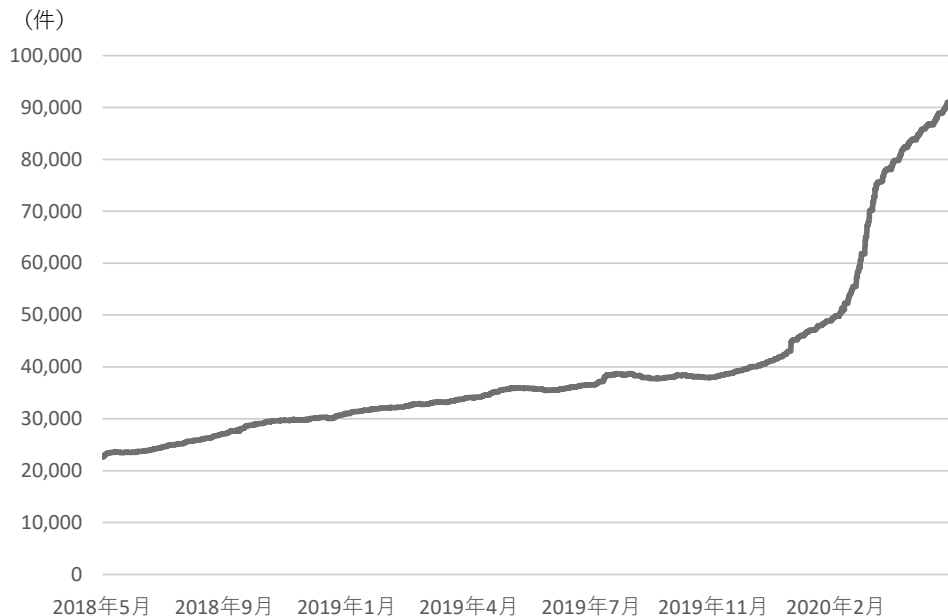
⁴ 詳細は、下山貴史、岡田功太「米国地域金融機関の証券ビジネスを支援する LPL ファイナンシャル」『野村資本市場クォーターリー』2020 年冬号を参照。

2. 新興オンライン証券会社の飛躍：米国を代表するユニコーンに成長したロビンフッド

コロナ禍が深刻化する中、オンライン証券会社として著名なロビンフッド（Robinhood Markets）は驚異的な成長を遂げた。同社は、バイジュ・バット氏及びブラッド・テネブ氏が 2013 年 4 月に創業したスタートアップ企業であり、「所得水準に関わらず誰もが利用できる金融サービス」の提供を目指し、売買手数料の無料化を武器に、主にモバイル・アプリを通じた証券取引サービス事業を展開しており、メールとソーシャル・メディアによる顧客対応を行っている。ブラッド・テネブ氏によると、同社の証券口座数は、2019 年 12 月時点で約 1,000 万口座であったが、2020 年第 1 四半期の証券口座の開設件数は約 300 万件となり、約 3 か月間で約 1.3 倍となった⁵。ロビンフッドに証券口座を開設している者のうち、米国の代表的な ETF である SPDR S&P500 ETF トラストの保有者数は、2020 年 1 月の約 4 万 2,400 件から、同年 5 月には約 9 万 3,800 件と 2 倍以上に急増した（図表 1）。同保有者数は、以前から増加傾向にあったものの、コロナ禍の影響が深刻化し、株式市場のボラティリティが上昇する中、個人の間で SPDR S&P500 ETF トラストのようなシンプルで低コストな運用商品の人気が増加したことが見て取れる。

ただ、多数の個人投資家がロビンフッドのウェブサイトアクセスしたことで、システムに負荷がかかり、同社は 2020 年 3 月に少なくとも 3 回にわたってサービスを一時停止することを余儀なくされ、その間、同社の顧客は円滑に取引を発注することができなかつ

図表 1 ロビンフッドにおける SPDR S&P500 ETF トラストの保有者数



(注) データは日次であり、期間は 2018 年 5 月から 2020 年 5 月。

(出所) ロビントラックより野村資本市場研究所作成

⁵ “Robinhood raises \$280 million in push for global expansion,” *Fortune*, May 4, 2020.

た。そのため、顧客等による同社に対する集団訴訟が行われる可能性が指摘されている⁶。それでも、ロビンフッドは 2020 年 4 月、著名なベンチャー・キャピタル・ファンドであるセコイア・キャピタル等から約 2.8 億ドルを調達するのに成功しており、同社の企業価値は約 83 億ドルに達し、米国を代表するユニコーンとなった。

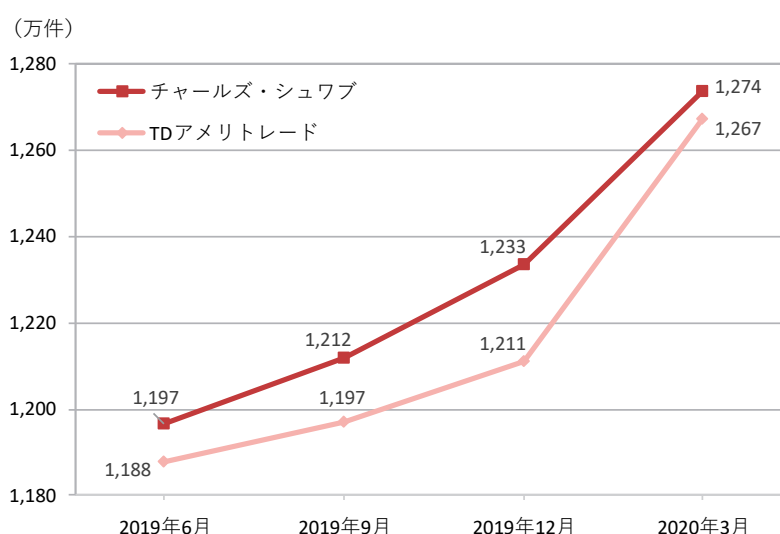
3. 大手金融機関の健闘：ミレニアル世代の顧客化がカギ

1) チャールズ・シュワブと TD アメリトレード

ロビンフッドが好調を維持する中、大手金融機関の中でも、チャールズ・シュワブ及びその買収先の TD アメリトレードと、モルガン・スタンレー及びその買収先のイー・トレードは、着実に顧客基盤を強固なものにしている。

チャールズ・シュワブと TD アメリトレードは、足元で顧客基盤を急激に拡大している⁷。2020 年第 1 四半期の新規顧客口座開設件数は、チャールズ・シュワブが約 60.9 万件で、TD アメリトレードは約 60.8 万件であった。特に、コロナ禍の影響が深刻化した 2020 年 3 月の新規顧客口座開設件数は、チャールズ・シュワブが約 28 万件であり、TD アメリトレードは約 40 万件であった。つまり、2020 年第 1 四半期の新規顧客口座開設件数のうち、チャールズ・シュワブは約 45%、TD アメリトレードは約 65%が 2020 年 3 月に開設されたものであった。その結果、2020 年 3 月末時点の顧客口座数（取引がアクティブで残高がある顧客口座）は、チャールズ・シュワブが約 1,274 万口座、TD アメリトレードは約 1,267 万口座となった（図表 2）。

図表 2 チャールズ・シュワブと TD アメリトレードの顧客口座数の推移



(出所) チャールズ・シュワブ及び TD アメリトレードより野村資本市場研究所作成

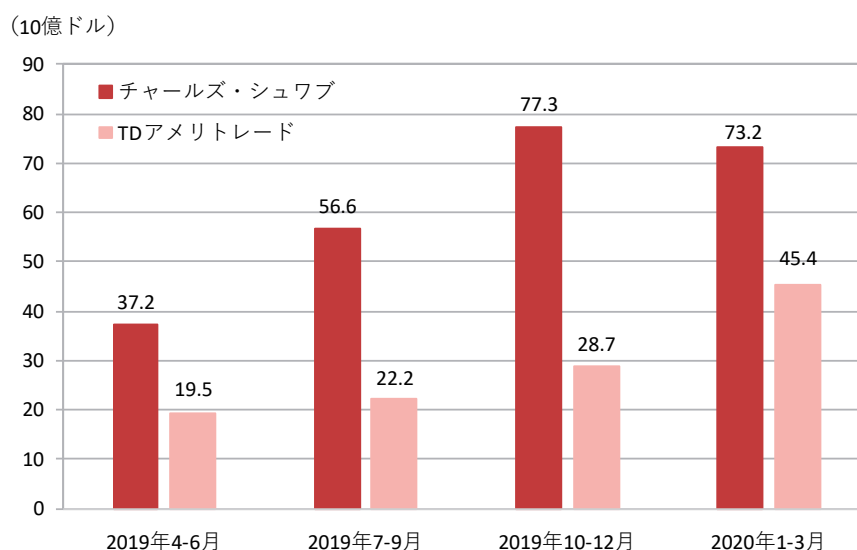
⁶ “Robinhood client files lawsuit for negligence over two-day trading outages,” *CNBC*, March 5, 2020.

⁷ チャールズ・シュワブは 2019 年 11 月、TD アメリトレードを買収することを公表した。詳細は、岡田功太「チャールズ・シュワブによる TD アメリトレードの買収—米国個人向け金融サービス業界への示唆—」『野村資本市場クォーターリー』2020 年冬号を参照。

過去1年間の純資金流入額は、チャールズ・シュワブが約2,443億ドルで、TDアメリトレードが約1,158億ドルであった。そのうち、オンラインによる上場株及びETFの売買手数料を無料化した2019年第4四半期において、純資金流入額は前者が約773億ドルで、後者が約287億ドルとなり、ロックダウンによって対面の証券取引サービスの提供が減少した2020年第1四半期において、純資金流入額は前者が約732億ドルで、後者が約454億ドルとなった（図表3）。

チャールズ・シュワブ及びTDアメリトレードは2020年4月以降、原則として全ての支店を閉鎖していたが、結果的に、非対面による取引サービスの人気が増したことが窺える⁸。スティーブ・カーク氏（TDアメリトレードのエグゼクティブ・ヴァイス・プレジデント）によると、2020年以降に新規に証券口座を開設したのは、主に35歳以下の個人であった。つまり、チャールズ・シュワブ及びTDアメリトレードは、一般的に金融機関との関係が希薄であるとされるミレニアル世代（35歳以下の若年層）の顧客化に成功している⁹。これらミレニアル世代の個人は、フェイスブック等のSNSにおける金融機関の顧客によるグループ（例えばTDアメリトレードの場合、登録者数は1万8,000名以上）にアクセスして、同グループのメンバーから投資に関する情報を得ているとされる¹⁰。

図表3 チャールズ・シュワブとTDアメリトレードの純資金流出入額の推移



(出所) チャールズ・シュワブ及びTDアメリトレードより野村資本市場研究所作成

⁸ チャールズ・シュワブは、オンライン証券取引だけではなく、支店における対面の証券サービスや IFA 向けサービスを提供していることに加えて、同社グループ傘下に銀行や資産運用会社を有している。詳細は、岡田功太、下山貴史「チャールズ・シュワブの経営理念と事業戦略」『野村資本市場クォーターリー』2019年秋号を参照。

⁹ 詳細は、岡田功太、幸田祐「米国ミレニアル世代顧客化の重要性とロボ・アドバイザー」『野村資本市場クォーターリー』2016年夏号を参照。

¹⁰ “Coronavirus Turmoil, Free Trades Draw Newbies Into Stock Market,” *The Wall Street Journal*, April 29, 2020.

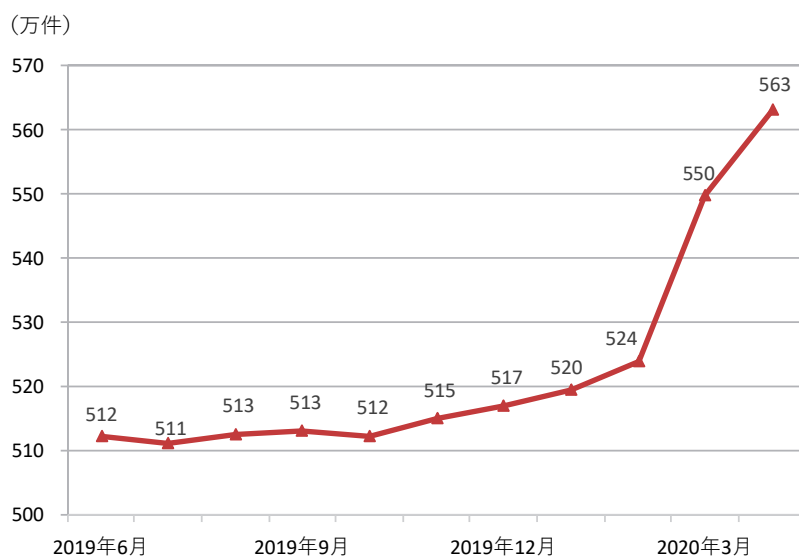
2) モルガン・スタンレーのオンライン証券部門となるイー・トレード

チャールズ・シュワブ及び TD アメリトレードの競合であるイー・トレードも、ミレニアル世代の顧客化に成功した。イー・トレードは 2020 年 2 月に、モルガン・スタンレーによる買収に合意しており、今後はモルガン・スタンレーの非対面のオンライン証券部門として位置づけられる予定である¹¹。イー・トレードの 2020 年第 1 四半期の純資金流入額は、約 183 億ドルであった。同社の純資金流入額は、2019 年第 2 四半期に約 17 億ドル、同年第 3 四半期に約 28 億ドル、同年第 4 四半期に約 58 億ドルであったことを踏まえると、コロナ禍が深刻化する中、同社の顧客基盤の拡大は顕著であった。また、同社の 2020 年第 1 四半期の新規顧客口座開設件数は約 36.3 万件となり、2020 年 4 月末時点で証券口座数が約 563 万口座であった（図表 4）。

上記を総合すると、ロビンフッド、チャールズ・シュワブ、TD アメリトレード、イー・トレード等の米国金融機関による 2020 年第 1 四半期の新規顧客口座開設件数は、少なくとも 450 万件に達したことになる。この拡大の要因として、①コロナ禍で在宅勤務を行う個人が自宅からオンライン証券取引を開始したこと、②これらの個人は売買手数料が無料の証券会社を選好したこと、③コロナ禍の影響によって相場が急落し割安感があると考えられる人や、早期に経済活動が再開すると予想する人たちにとって、株式投資を開始するには適切なタイミングであると考えられたこと等が挙げられる。

また、ミレニアル世代の証券投資に関するニーズが明らかになったとも言える。ミレニアル世代がベビーブーマーを抜き米国で最大の世代となったこと、同世代の個人

図表 4 イー・トレードの顧客口座数の推移



(出所) イー・トレードより野村資本市場研究所作成

¹¹ モルガン・スタンレーは、対面の証券サービス提供部門として、全米最大級のウェルスマネジメント部門を有する。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。

は、金融機関から投資アドバイスを受けるといふより、SNSを通じて自ら投資に関する情報を得る傾向があることを鑑みれば、今後、リテール証券事業を営む金融機関が新たな投資家を顧客化するには、売買手数料の無料化を含め、コスト効率よくミレニアル世代にとって使い勝手の良いオンライン証券取引サービスを拡充する必要があると言える。それらの取り組みはコロナ禍発生以前から始まっていたことではあるが、上記の新規口座開設をめぐる動向と相まって、ポストコロナ時代に求められる証券取引サービスとして一気に加速する可能性があるだろう。以下では、少額投資を極める端株取引サービスや、オルタナティブ投資を個人に開放するオンライン投資プラットフォームについて紹介する。

II 少額投資を極めるオンラインによる端株取引サービス

コロナ禍が深刻化する以前からモチーフ・インベスティングやフォリオ・ファイナンシャル等のスタートアップ企業は、投資未経験者の顧客化を図るべく、売買単位が1ドルに満たない端株の取引サービスの提供に注力していた。現在、チャールズ・シュワブやゴールドマン・サックスは、それらスタートアップ企業を買収することで、オンライン証券取引サービスを拡充し、顧客基盤の拡大に着手している。

1. フィンテック企業の買収で更なる成長を目指すチャールズ・シュワブ

1) 投資未経験者の獲得を目指すシュワブ・ストック・スライス

チャールズ・シュワブは2020年6月、シュワブ・ストック・スライス (Schwab Stock Slices) の提供を開始した。同サービスは、売買手数料は無料で、最小投資金額は5ドルであり、金額指定でS&P500指数構成銘柄を購入できる端株取引サービスである。シュワブ・ストック・スライスは、ウェブサイトを通じて、直接的に個人に提供されるだけでなく、同社と提携関係にあるIFAも、顧客ポートフォリオを管理する際に活用できる。

ニーシャ・ハッシ氏 (チャールズ・シュワブのチーフ・デジタル・オフィサー) は、シュワブ・ストック・スライスの提供を開始した理由として、新たに資産運用を始めたいと考える投資未経験者の顧客化を挙げている¹²。近年、米国の株価は最高値圏で推移してきた。例えば、アマゾン・ドットコムは2,640ドル (2020年6月17日終値) を超えていたため、同社株を1単位 (100株) 取引するには26万ドル以上もの資金が必要であった。このような状況を踏まえ、チャールズ・シュワブは、少額で複数の銘柄を購入できるようにすることで、個人が気軽に資産運用を開始できる環境を整備した。

¹² Charles Schwab, "Introducing Schwab Stock Slices™ – Designed to Make Investing Easier and More Accessible," May 5, 2020.

また、ニーシャ・ハッシ氏によると、シュワブ・ストック・スライス開始の背景には、チャールズ・シュワブの既存顧客からの要望もあった。現役を引退した世代は、投資教育の一環として、孫にプレゼントとして株式を譲渡したいと考えており、そのニーズに応えるには端株取引サービスの提供が効果的であった。つまり、チャールズ・シュワブは、現役を引退した世代にシュワブ・ストック・スライスを提供することで、その孫の世代の顧客化を目指していると言える。

2) モチーフ・インベスティングの取引インフラ及びテクノロジーの買収

チャールズ・シュワブは 2020 年 5 月、モチーフ・インベスティング (Motif Investing) の取引インフラやテクノロジーを現金で買収することを公表した¹³。同社は、元マイクロソフトのハーディープ・ワリア氏が創業したフィンテック企業であり、「モチーフ (Motif)」と呼ばれる端株取引を基盤としたテーマ型投資サービスを提供している。「モチーフ」を利用する個人は、「癌治療」や「AI」等の自身が選好する特定のテーマに関連する最大 30 の銘柄でポートフォリオを作成できる。同サービスの最低投資金額は 250 ドルであり、0.01 株単位でポートフォリオの構成を変更できる¹⁴。また、モチーフ・インベスティングは、「ダイレクト・インデックス (Direct Index)」と呼ばれるサービスを提供している。ダイレクト・インデックスは、完全にカスタマイズされたインデックス (最低 500 銘柄以上で構成) を構築し、全銘柄に対して 0.0001 株単位で直接投資を行えるサービスである。

今般、チャールズ・シュワブは、モチーフやダイレクト・インデックスの基盤となる取引インフラやテクノロジーを買収すると共に、ワリア CEO 等のモチーフ・インベスティングの人材も採用した。このように、チャールズ・シュワブは、端株取引サービスを拡充することで、投資未経験者の顧客化を一層強化することを目指している。

なお、モチーフ・インベスティングは 2020 年 4 月に、後述するフォリオ・ファイナンシャル (Folio Financial) に対して顧客基盤 (証券口座) を売却している。チャールズ・シュワブが買収したのは、モチーフ・インベスティングの取引インフラとテクノロジー等の知的財産のみである。

2. オンラインのリテール証券事業強化を目指すゴールドマン・サックス

ゴールドマン・サックスも、将来的にオンラインの端株取引サービスの提供を開始する可能性が生じている。同社は 2020 年 5 月、端株取引サービスの提供業者であるフォリオ・

¹³ Charles Schwab, "Charles Schwab Purchases Motif's Technology Capabilities," May 7, 2020.

¹⁴ 詳細は、岡田功太、片寄直紀「上場株式の売買単位と個人向け証券取引のイノベーション」『野村資本市場クォーターリー』2020 年春号を参照。

ファイナンシャルの買収に合意した¹⁵。フォリオ・ファイナンシャルは、米国において最初に、完全にカスタマイズできるポートフォリオの構築やテーマ型投資を提供した金融機関であり、上場株式やETFを「フォリオ (Folio)」という1つのバスケット (上限100銘柄) にして、一度に売買するサービスを提供している。

フォリオ・ファイナンシャルは、あらかじめ160種類以上の「RTG (Ready-to-Go) フォリオ」を準備しており、地域別、セクター別、スタイル別等に基づいた「フォリオ」を公表している。個人は、「RTG フォリオ」にそのまま投資するだけでなく、自身の意向を踏まえて銘柄やウェイトを自由に調整することが可能であり、気に入った「RTG フォリオ」がなければ自らフォリオを作成することもできる。「フォリオ」には、最低投資金額の要件はなく、ほぼ全ての米国上場株式、2,000種類以上のETF、1,100本以上の売買手数料の不要なミューチュアルファンドを組み入れることができる。更に、フォリオ・ファイナンシャルは、個人だけではなく、提携先の450社以上のIFA所属先金融機関に対しても、「フォリオ」を提供している。

近年、ゴールドマン・サックスは、包括的な事業改革を進めており、リテール証券事業の確立を目指している¹⁶。同社は、対面のリテール証券事業については、ユナイテッド・キャピタル・ファイナンシャル・パートナーズという投資顧問業者 (IFA が所属する個人向け資産運用サービスの提供者) を買収することで増強している¹⁷。他方で、ゴールドマン・サックスは、非対面のリテール証券事業については、2021年頃にまでに、オンライン銀行のマーカスにおいて資産運用商品の取り扱いを開始することを予定している。すなわち、今般のフォリオ・ファイナンシャルの買収は、マーカスを中心とした非対面のリテール証券事業の拡充を目的とするものである。

III オルタナティブ投資を個人に開放するオンライン投資プラットフォーム

上記のように、投資未経験者に対する上場株及びETFの端株取引サービスなど、オンライン取引サービスの拡充が進む中、新たな顧客層の獲得をさらに強化するべく、ヘッジファンド、プライベート・エクイティ・ファンド、ベンチャー・キャピタル・ファンド等のオルタナティブ・ファンドについても、個人にとって取引し易い環境を整備し提供する動きが始まっている。

¹⁵ フォリオ・ファイナンシャルのウェブサイト (<https://www.foliofinancial.com/a-message-from-our-ceo-steve-wallman>) を参照。

¹⁶ 詳細は、岡田功太、下山貴史「ゴールドマン・サックス及びモルガン・スタンレーの事業改革—ウェルスマネジメント事業を中心に—」『野村資本市場クォーターリー』2020年夏号を参照。

¹⁷ IFA が所属する個人向け資産運用サービスの提供者の中でも、投資顧問業登録をしているものを登録投資顧問業者 (RIA) と呼称されている。詳細は、岡田功太、下山貴史「フィデリティの信託報酬ゼロ戦略と米国資産運用業界のメガトレンド」『野村資本市場クォーターリー』2019年春号、同「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」『野村資本市場クォーターリー』2019年冬号、岡田功太「米国における投資アドバイスの行為基準規制を巡る議論の進展」『野村資本市場クォーターリー』2019年春号 (ウェブサイト版) を参照。

1. 「オルタナティブ投資の民主化」を目指すアイキャピタル・ネットワーク

1) 大手金融機関約 70 社のオルタナティブ・ファンド事業を支えるインフラ

近年、米国では、オンライン・プラットフォーム上で、オルタナティブ・ファンドを提供する業者として、アイキャピタル・ネットワーク (iCapital Network) が注目を集めている。アイキャピタル・ネットワークは、ブラックストーン、カーライル、ブラックロック、JP モルガン、ゴールドマン・サックス等が出資しているフィンテック企業である。「オルタナティブ投資の民主化 (democratizing alternative investments)」を社是としており、オルタナティブ・ファンドの運営に関する一連の業務 (end-to-end operations) の電子化及び簡素化を目指している。同社は、約 70 社の米大手金融機関と提携関係にあり、JP モルガン・アセットマネジメント、ステート・ストリート、PIMCO、アライアンス・バーンスタイン等が活用している。

具体的には、新たに設定されたオルタナティブ・ファンドを発掘 (ソーシング) し、その投資哲学等を精査 (デューデリジェンス) し、同社のオンライン・プラットフォームに登録する販売会社に紹介する。販売会社が同ファンドを取り扱った場合、アイキャピタル・ネットワークが、同ファンドの運用報告書の作成 (レポート) や、カスタディアン等とのやり取り (オペレーション) を代行する。ここで言う販売会社とは、IFA を含むファイナンシャル・アドバイザーが所属する証券会社、銀行、投資顧問業者と、オルタナティブ・ファンドや同ファンドを投資対象とするファンド・オブ・ファンズの運用を担う資産運用会社等を指す。

アイキャピタル・ネットワークの顧客の資産総額は約 550 億ドル (2019 年に約 400%増加) であり、そのプラットフォーム上にあるオルタナティブ・ファンドの本数は約 650 本に達している (2020 年 5 月末時点)。

2) ナスダックやチャールズ・シュワブ等との提携による事業の拡大

実は、アイキャピタル・ネットワークは、ナスダック・プライベート・マーケットとも提携関係にある。ナスダック・プライベート・マーケットは、非上場株式の取引市場として知られているが、同提携においては、アイキャピタル・ネットワークがソーシングしたオルタナティブ・ファンドの取引市場 (セカンダリー市場) としての機能を有している。すなわち、ナスダック・プライベート・マーケットは、オークション等を実施することで、同ファンド保有者が持分を第三者に譲渡する際の流動性を創出している。

また、アイキャピタル・ネットワークは、公認代替投資アナリスト協会 (Chartered Alternative Investment Analyst Association) と提携しており、同社のプラットフォームを活用する販売会社は、同協会の教材等を利用し、オルタナティブ投資に関する投資家向け啓蒙活動に活用できる。つまり、同社は、オルタナティブ・ファンドの販売促

進活動（マーケティング）の一部を担っているとも言える。要すれば、アイキャピタル・ネットワークは、ソーシング、デューデリジェンス、レポート、オペレーション、マーケティング等の、オルタナティブ・ファンドに関する運用以外の業務を電子化及び簡素化するオンライン・プラットフォームであり、今まで敷居が高かったオルタナティブ投資を大衆化させるに当たり、重要な役割を担っている。

さらに、アイキャピタル・ネットワークの提携先として、全米最大規模の個人向け金融サービス業者であるチャールズ・シュワブが加わった。チャールズ・シュワブは2019年10月、シュワブ・オルタナティブ・インベストメント・マーケットプレース（SAIM: Schwab Alternative Investment Marketplace）の提供を開始した。同サービスは、アイキャピタル・ネットワーク等の第三者が選定したオルタナティブ・ファンドを、チャールズ・シュワブの提携先 IFA を通じて個人に提供するものである。同サービスを活用する IFA は、個人のニーズにあわせて、オルタナティブ・ファンドを複数選択し、独自のポートフォリオを構築できる。同サービスでは、個人は10万ドルから投資可能となる。ポートフォリオの運用実績等はチャールズ・シュワブのウェブサイトにて開示される。米国最大級の顧客基盤を有するチャールズ・シュワブが、今後、本格的に SAIM を展開することで、オルタナティブ投資はより一層個人にとって身近なものになると思われる。

2. データ・ハブとしての役割を果たすアディパーの取り組み

1) アディパーが公表したマーケットプレースの概要

アディパー（Addepar）も、オルタナティブ・ファンドのサービス提供者として著名である。同社は、200社以上のカスタディアンや顧客管理システム開発業者からデータ・フィードを受けており、販売会社等に対して、非上場株を含む顧客資産の分析及び管理をするクラウドサービスを提供している。同社の顧客の資産総額は約2兆ドルに達しており、そのうち約35%がオルタナティブ・ファンドである。つまり、ファイナンシャル・アドバイザーは、アディパーを活用することで、オルタナティブ・ファンドのレポートや顧客資産の評価をすることが可能であり、アディパーはデータ・ハブ（data hub）としての役割を果たしている。

アディパーは、2020年5月に「マーケットプレース（Marketplace）」と呼称するオルタナティブ・ファンドの投資サービスの提供を開始した¹⁸。マーケットプレースは、同社傘下のブローカー・ディーラーを通じて提供されているアプリであり、図表5に示すサービスを提供している。このうち、オルタナティブ・ファンドを提供するアーティベスト（Artinvest Holdings）は、オルタナティブ・ファンドの運営に関する一連の業務の電子化及び簡素化を行っており、KKR、ウエリントン・マネジメント、

¹⁸ Addepar, “Addepar Announces Alternatives Marketplace,” May 4, 2020.

図表5 アディパーのマーケットプレースを通じて利用可能なサービス

サービス提供者	サービスの内容
アーティベスト (アイキャピタル・ネットワークによる買収合意)	<ul style="list-style-type: none"> 販売会社等に対するオルタナティブ・ファンドの提供。 ソーシング、デューデリジェンス、レポーティング、オペレーション等のオルタナティブ・ファンドの運用以外の業務を電子化及び簡素化。
メルティング・ポイント・ソリューションズ	<ul style="list-style-type: none"> 投資家のオルタナティブ・ファンドの持分を第三者に売却する際の流動性供給サービス。 オルタナティブ・ファンドの少数持分取得、同ファンドへの共同投資、ファンド・オブ・ファンズの清算等の取引サービス。
エクイティーゼン	<ul style="list-style-type: none"> 200社以上の非上場企業に投資するベンチャー・キャピタル・ファンドの運営と、機関投資家や富裕層個人に対する同ファンドの提供。
ストーンキャッスル・キャッシュ・マネジメント	<ul style="list-style-type: none"> 米国地銀（約800行）やIFA所属先金融機関（約500社）に対して、キャッシュ・マネジメント・サービスを提供。

(出所) アディパーより野村資本市場研究所作成

ノーザントラスト、RBC 等が活用するオンライン・プラットフォームとして知られている。

なお、アーティベストは2020年5月に、アイキャピタル・ネットワークによる買収に合意しており、オルタナティブ・ファンドに関する運用以外の業務を電子化及び簡素化するデジタル・ソリューションの提供者として事業規模の拡大を目指している¹⁹。

2) ベンチャー・キャピタル・ファンドや非上場株式の取引サービス

アディパーのマーケットプレースは、エクイティーゼン (EquityZen) が運営するベンチャー・キャピタル・ファンドも取り扱っている。エクイティーゼンは、2013年5月に創業したスタートアップ企業であり、IPOを目前に控えた非上場企業に分散投資するファンドを取り扱っている。同ファンドは、LLC (Limited Liability Company) として組成され、エクイティーゼンが管理者 (Managing Member) となり、投資家はLP (Limited Partner) として保有者となる。これまでに、同ファンドは200社以上の非上場企業に投資している。エクイティーゼンは、ブローカー・ディーラーとして、レギュレーションDのルール506(b)²⁰に準拠して、オンライン上でベンチャー・キャピタル・ファンドを募集する。

また、アディパーは、マーケットプレースにおいて、ザンバト (Zanbato) の非上場株式の取引サービスも追加する予定である。ザンバトは2010年7月に創業したスタートアップ企業であり、「ZX」という非上場株式市場を運営する代替取引システム (ATS) である。ATSとは、既存の証券取引所と同等の機能を果たすシステムのうち、利用者への規制・監督機能を持たないものを指す。ZXに参加するブローカー・

¹⁹ iCapital Network, “iCapital Network Acquires Artivist, Extending iCapital’s Leadership Position in the Alternative Investments Technology Ecosystem,” May 13, 2020.

²⁰ レギュレーションDとは、証券取引委員会 (SEC) への登録が免除される募集制度 (exempt offering) であり、その中でもルール506(b)は、発行上限金額の規定がなく、対象となる投資家は自衛力認定投資家と35人以下の洗練された個人であり、一般勧誘は不可で、転売制限が付与されている私募制度である。

ディーラーは、500社以上の非上場企業の株式等を相対取引しており、これまでに成立した取引の総額は約290億ドルに達している²¹。

アディパーは、全米最大級の預かり資産を有するモルガン・スタンレーのウェルスマネジメント部門と提携関係にあることでも知られている。モルガン・スタンレーのファイナンシャル・アドバイザーは、今後、マーケットプレースを通じて、アーティベスト（アイキャピタル・ネットワーク）のオルタナティブ・ファンド、エクイティーゼンのベンチャー・キャピタル・ファンド、ザンバトの非上場株の取引サービスを顧客に提供する予定となっている。

IV ポストコロナにおける米国リテール証券事業の注目点

米国では、当面の間は、ソーシャル・ディスタンスの確保が必要であることから、金融機関の支店における対面サービス提供は縮小し、支店店舗の存在意義が低下する可能性がある。コロナ禍が深刻化した2020年第1四半期の米国リテール証券業界の動向を踏まえれば、新たな投資家層の顧客化には、オンライン証券取引サービスの提供が必須であることは明らかである。つまり、ポストコロナの社会において、リテール証券事業を営む金融機関は、対面及び非対面のサービスそれぞれについて、バランスよく事業を展開する必要があり、フルラインの証券取引サービスの提供が求められる。

その上で、非対面のサービスとしては、手数料を無料化した上場株式やETFの端株取引サービスの拡充といった差別化が必要となる。他方で、IFAを含む対面による個人向けサービスとしては、オルタナティブ・ファンドの提供が、より一層求められよう。アイキャピタル・ネットワーク等の台頭を受けて、ソーシング、デューデリジェンス、レポート、オペレーション、マーケティングなど、オルタナティブ・ファンドの運用以外の業務については電子化及び簡素化が進められる。これにより、リテール証券事業を営む金融機関は、幅広い個人に対し、オルタナティブ・ファンドを通じて、成長著しい米国の非上場株式市場へのアクセスを提供することが可能になる。もっとも、ザンバト等のATSが台頭し、個人がファンドを介さず直接非上場株式の取引を行えるようにするサービスが普及するののかという点は、注目に値する。同サービスの利用者が拡大すれば、オルタナティブ・ファンドは、より一層、高いパフォーマンスの創出等の付加価値提供が求められるであろう。

米大手証券会社のリテール証券部門は、資産規模等を踏まえて、顧客セグメンテーションを実施し、それを基にした顧客分類毎のサービス開発、ファイナンシャル・アドバイ

²¹ 米国には、ザンバト以外にも、非上場株式取引プラットフォームの運営者は複数存在する。詳細は、齋藤芳充、吉川浩史「米国のスタートアップから注目される未公開株式取引プラットフォーム」『野村資本市場クォーターリー』2018年春号、岡田功太、片寄直紀「米国株式市場の競争を促すOTCマーケット」『野村資本市場クォーターリー』2020年夏号、岡田功太「コロナ禍で注目を集める米国の株式投資型クラウドファンディング」『野村資本市場クォーターリー』2020年夏号を参照。

ザーの雇用方針等の人事戦略、小口投資家に対するデジタル戦略の開発を行ってきた²²。しかし、コロナ禍の下の米国では、主にオンライン・非対面の新規口座開設件数が約 450 万件に達した。オンライン証券サービス利用者の増加は、米国リテール証券業界において新たに誕生した潮流ではないが、かつてないほどの速度と規模感を見せている。ポストコロナの社会における米国リテール証券事業では、富裕層向けサービスやマスリテール向けサービスといった、金融機関の立場から見た顧客の分類や仕分け等を踏まえた事業展開の重要性は低下し、全ての顧客層を念頭に、オンライン証券取引サービスの低コスト化や利便性の向上が求められていくのであろう。

²² 詳細は、岡田功太、下山貴史「顧客の最善利益を意識してビジネス変革を図る米大手証券会社―人事・報酬とデジタル戦略を中心に―」『野村資本市場クォーターリー』2019年春号を参照。