

## プライベート・バンキングからウェルス・マネジメントへ —米国富裕層向金融サービス市場における業態を超えた覇権争い—

富裕層の急拡大が見込まれる米国では、彼らを囲い込もうとする金融機関が、業態を超えた競争を繰り広げつつある。これらの金融機関は、プライベート・バンキングの概念をより拡張した「ウェルス・マネジメント」を標榜するようになってきている。

### 1. ウェルス・マネジメントとは

「ウェルス・マネジメント」は、富裕層向け総合金融サービスを指し、伝統的な「プライベート・バンキング」をさらに拡張した概念に他ならない。ただ近年、①決済・貸付機能を主とするプライベート・バンキング業務に加え、従来以上に資産運用機能の重要性が高まってきたこと（図1）<sup>1</sup>、②各機能をより有機的に結び付けようという気運が高まっていること、③銀行以外の金融機関も同業務に注力していること、等を強調する意味合いもあり、「ウェルス・マネジメント」を標榜する金融機関が多くなっている。

図1 プライベート・バンキングからウェルス・マネジメントへ

70年代	80年代	90年代
資産運用 税対策 相続対策 遺言・信託	資産運用 税対策 相続対策 遺言・信託 融資 決済 デリバティブ	資産運用 税対策 相続対策 遺言・信託 融資 決済 デリバティブ ヘッジ・ファンド ファミリー・オフィス グローバル市場へのアクセス

(出所) Merrill Lynch/Gemini Consulting. "World Wealth Report 1999"

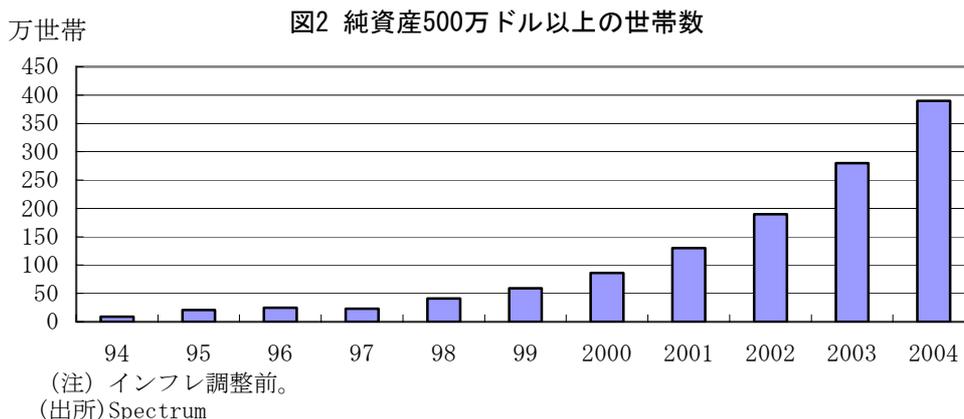
### 2. ウェルス・マネジメント市場の拡大

ウェルス・マネジメント市場が注目を浴びているのは、富裕層世帯数の急成長が見込まれているからである。スペクトラム社の予想では、富裕層世帯（収入10万ドル以上、もしくは純資産50万ドル以上）は2004年に3,100万世帯（平均11%成長）に、中でも超富裕

<sup>1</sup> 米国のプライベート・バンキングは伝統的に預貸業務中心で、資産運用を中心とするプライベート・バンクは、「ジュネーブ型」と呼ばれることもある。

層世帯（純資産500万ドル以上）は390万世帯（同46%成長）に達する（図2）。

その背景には間違いなく、①昨今の株式ブームに支えられた新興富裕層の台頭がある。加えて、②新興富裕層の多くがベビー・ブーマー世代と重なること、③また相続等により、今後20年で5兆ドル<sup>2</sup>と、史上最大規模の資産継承が見込まれることもあり、ウェルス・マネジメントは、もはや限られた一族の問題ではなく、社会的な関心事となりつつある。



### 3. 富裕層向けサービスの変容の背景

#### 1) 新興富裕層の台頭とその特徴

米国では、富裕層の特徴が、大きく様変わりしている。フォーブス誌に掲載される資産家400人のプロフィールを見ると、世襲の富裕層の割合は、84年の32%から99年の22%まで減少し、代わりに一代で財をなした新興富裕層が増加している。特に99年は、ソフトウェア・インターネット事業等で成功し、ストック・オプションや新規公開等、資本市場の恩恵を受けた富裕層が増加している。彼らの行動は、伝統的富裕層よりも、むしろ機関投資家に近いということがしばしば指摘される。

第一に、彼らは資産の保全よりも、積極的な運用によるパフォーマンス向上を重視し、分散投資の観点から、品揃えや運用業者の多様性を求める。10年前は、プライベート・バンクの老舗であるUSトラストの顧客の90%が、同社に運用を一任したが、現在は、顧客の70%がマルチ・マネージャー制を採用していると言う<sup>3</sup>。

第二に、一族やプライベート・バンカーとのしがらみに捕らわれがちな伝統的富裕層と異なり、新興富裕層は金融に関わる意思決定も、合理的に行うことが少なくない。これは、

<sup>2</sup> <http://www.ustrust.com/estate.htm>

<sup>3</sup> Lenzner, Robert & Scott McCormack. "Achieving Immortality via the Family Office." *Forbes*, October 12, 1998

彼らが事業を通して、証券会社との付合いに慣れているためであると指摘する声もある。

第三に、新興富裕層は、金融機関に全てを委ねず、自らも意思決定に関わろうとするため、付加価値の高い情報や、これらを迅速に入手・一元管理できる機械チャネル等も求める。US トラストの調査によると、富裕層の 86%が通信手段として、また約 30%が銀行・証券取引にパソコンを自ら利用する。

表1 全米資産家400人の富の源泉

1984		1993		1999	
相続	32	相続	27	相続	22
不動産	10	金融	14	ソフトウェア	18
石油	8	出版・メディア	10	金融	10
金融	8	小売	10	出版・メディア	8
出版・メディア	7	通信	5	コンピュータ	5
小売	5	ソフトウェア	4	通信	5
コンピュータ	3	不動産	4	インターネット	4
通信	1	石油	3	小売	4
その他	26	コンピュータ	3	不動産	3
		その他	20	石油	2
				その他	19

(注)Forbes誌"The Four Hundred Edition"掲載資産家400人のプロフィール。  
 (出所)Merill Lynch/Gemini Consulting. "World Wealth Report 2000"よりNRIA作成

## 2) 米国信託法の問題点

米国の信託制度は、基本的に州法によって規定されているため、判例をまとめたリステイトメントを作成する一方で、モデルとなる統一州法を各州議会がそれぞれ採択する形で、法の統一を図ってきた(表 2)<sup>4</sup>。しかし信託法は他の運用機関に対する規制と比べ、やや近代化が遅れがちであったため、個人信託の相対的魅力が薄れてしまったとの指摘もある。

第一の問題は、「受託者は思慮ある合理的な人間が、自己の財産を運用するように、運用しなければならぬ」とする慎重人原則(プルーデント・マン・ルール)であった。74年従業員退職所得保障法(ERISA)の慎重人原則が、モダン・ポートフォリオ理論の影響を色濃く受けたのに対し、信託法上の慎重人原則は、資産の保全に主眼を置いていたからである。従って、ERISAの下では、分散投資の観点から高リスク資産も許容して、ポートフォリオ全体の投資収益の最大化が目指されるのに対し、信託法の下では投機的投資が禁止され、投機的か否かの判断は、個別資産ごとに行うべきであると考えられた。信託法にモダン・ポートフォリオ理論が本格的に取り込まれたのは、第三次リステイトメント(92年)及び統一プルーデント・インベスター法(94年)の採択によってである。

第二の問題は統一元本及び収益法である。同法は収益の定義に利息・配当等を含めたが、キャピタル・ゲインは考慮に入れなかった。元本と収益の区別は、これらを異なる受益者

<sup>4</sup>樋口範雄「フィデューシャリー[信託]の時代ー信託と契約」有斐閣 1999年、中野正俊監修・日本信託銀行信託法研究会著「アメリカ信託法」有信堂 1993年、Mittelman, Alan. "The Total Return Trust Revolution: The Opportunity and the Challenge." *Journal of Financial Service Professionals*, May 2000

が受け取る場合に、重要な意味を持つ。受益者の利益の公平化は、伝統的にアセット・アラケーションで調整したため、例えばより収益を厚くする場合は、債券比率を高めた。しかしこの行動が、キャピタル・ゲインも含めたトータル・リターンを追求するモダン・ポートフォリオ理論の観点から見て、市場実勢に即しているとは限らなかった。97年統一元本及び収益法はこの問題を解決すべく、元本・収益の再配分の権限を受託者に与え、公平化とポートフォリオの最適化をある程度分けて対応できるようにした。

以上のように信託法は大きく前進しつつあるが、各州ではこれらの統一法の採択が現在進行中であり、足並みが揃っている訳ではない。この間、株式ブームの恩恵を受け損なった富裕層も少なからずおり、信託が機動性に欠けるとの認識は必ずしも払拭されていない。

表2 米国ウェルス・マネジメントの歴史

1830	マサチューセッツ州最高裁、ブルーデント・マン・ルールを判示。
1853	富裕層専門銀行US Trust設立。
1907	ファミリー・オフィスのBessemer Trust設立。
1916	遺産税導入。
1919	米国最初の独立投資助言会社Scudder, Stevens & Clarks設立。
1929	大恐慌
1940	投資顧問業者法施行。
1959	第二次リステイトメント作成。
1971	MMF開発。
1974	ERISA法施行。Bessemer Trust、外部資産の受け入れ開始。Fidelity、投資信託の直販開始。
1975	株式委託手数料自由化。IAFP（国際ファイナンシャル・プランナー協会）設立。
1976	Vanguard、インデックス・ファンド導入。
1977	Merrill、CMA(証券総合口座)導入。
1980	401(k)プラン開発。
1983	NAPFA（フィーのみを徴収するファイナンシャル・プランナーの協会）設立。
1986	税法改正、IRA（個人退職勘定）等の優遇措置を著しく制限。
1987	ブラック・マンデー
1989	AITCO（独立信託会社協会）設立。
1992	第三次リステイトメント作成。
1994	統一ブルーデント・インベスター法承認。
1996	E*Trade等、オンライン取引の大々的な宣伝開始。
1997	統一元本及び収益法承認。
1999	金融制度改革法成立。証券・銀行・保険の相互乗り入れを認める。
2000	Charles Schwab、US Trustを買収。JP Morgan、Morgan Online導入。

(注)ERISA = Employee Retirement Income Security Act、IAFP = International Association of Financial Planning

NAPFA = National Association of Personal Financial Advisors、IRA = Individual Retirement Account

AITCO = Association of Independent Trust Companies

(出所)Rottenberg, Dan. "Wolves at the Door." *Bloomberg Wealth Managers*, January/February, 2000他よりNRIA作成

## 4. ウェルス・マネジメント・サービスの概要

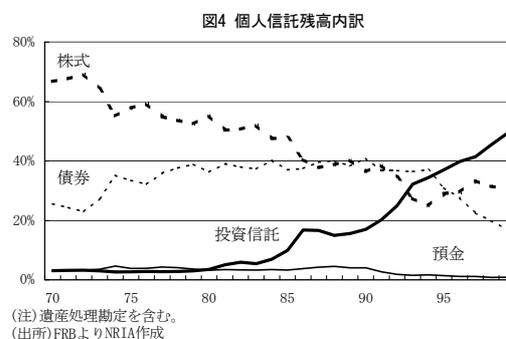
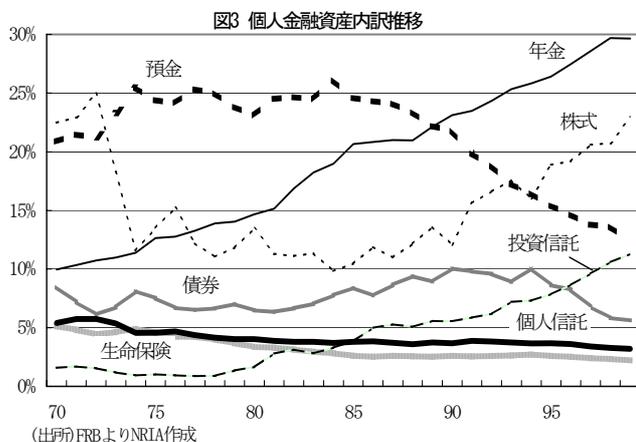
### 1) 資産運用

ウェルス・マネジメントの中核をなす運用機能は、伝統的にプライベート・バンクが個人信託の形態で提供してきた。そこで個人金融資産に占める個人信託比率を見ると、ほぼ横ばいである(図3)。次に、個人信託残高の内訳を見ると、流動性は低く、株式比率が高い(図4)。

ところが80年代中頃から、投資信託の上昇が、株式比率の低下を補うようになっている。

プライベート・バンキングからウェルス・マネジメントへ  
 ー米国富裕層向金融サービス市場における業態を超えた覇権争いー

すなわち、実質的な運用は、個人信託に代わって投資信託が担っているのである。



その背景には、信託機関<sup>5</sup>が規模の経済を確保すべく、複数の個人信託をまとめて運用する合同信託基金（common trust fund）の利用を強化していったことがある。また80年代後半から銀行は、自社投資信託を信託部門の顧客に提供し始めた。運用者が同じであれば、合同信託基金及び投資信託という「器」の違いの意味合いは薄れていき、富裕層も一般大衆向け商品の利用にさほど抵抗を感じなくなりつつある。実際、銀行の自社投資信託残高ランキングを見ても、投資信託会社を買収した一部の銀行を除けば、信託等の機関投資家向けが中心となっている場合が多い（表3）<sup>6</sup>。

表3 99年銀行運用投資ランキング

	投資残高							買収した主要投信会社		
	MMF	債券	地方債	株式	リテール向 (%)	機関投資家向 (%)	買収した主要投信会社			
							(%)	(%)		
1 Citigroup	1,392	787	76	71	457	33%	1,284	108	8%	Salomon, Smith Barney
2 Mellon	1,173	548	49	127	447	38%	814	359	31%	Dreyfus
3 First Union	825	417	66	47	292	35%	499	326	40%	Leiber, Keystone
4 Bank of America	791	587	33	37	132	17%	219	572	72%	
5 Bank One	643	316	68	39	219	34%	139	504	78%	
6 Wells Fargo	600	409	20	14	155	26%	368	232	39%	
7 PNC	554	335	41	18	159	29%	85	469	85%	
8 Chase	501	382	13	19	85	17%	224	277	55%	
9 FleetBoston	397	206	25	17	147	37%	261	136	34%	Columbia
10 Deutsche Bank	389	200	5	0.19	183	47%	207	182	47%	
12 Northern Trust	328	201	25	15	86	26%	179	149	45%	
16 State Street	191	129	9	0	53	28%	154	37	19%	
30 Bank of New York	70	43	4	2	18	26%	13	57	81%	

(注) Deutsche Bankは旧Bankers Trust  
 (出所) American BankerよりNRIA作成

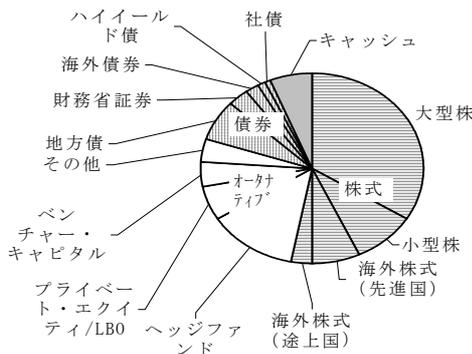
富裕層のより緻密なアロケーションを開示している Institute for Private Investors によれば、大型株等の株式比率が半分以上を占めるが、海外株式（1割）、ヘッジ・ファンド等のオル

<sup>5</sup> 米国で、信託業務を提供する金融機関（信託機関）は、信託業務を兼営する商業銀行・貯蓄金融機関と信託専業の信託会社である。（青山和司「アメリカの信託と商業銀行」日本経済評論社）

<sup>6</sup> 詳細は、野村総合研究所「米銀の21世紀戦略」社団法人金融財政事情研究会1998年参照。

タナティブ投資商品（3割弱）等も、分散投資の観点からは不可欠である（図5）。すなわち金融機関は、こうした商品の調達手腕を問われることになり、社内に強力な投資銀行部門がある金融機関は有利な立場にあると見られている。

図5 富裕層のアセット・アロケーション



(出所)Institute for Private Investors (Cerulli Edge 2000年5月号掲載)

## 2) その他のサービスの現状

### (1) 信託

1) では、資産運用機能の観点から、信託について紹介した。しかし、そもそも信託とは、財産の保有者が、受託者 (trustee) にその財産を譲渡するが、受託者はこれを受益者 (beneficiary) のために管理する義務を負うという信託 (fiduciary) 関係を指す<sup>7</sup>。財産の所有者は、その所有に伴う負担と利益を分離したい時に信託を利用するが、その際の「器」としての信託機能は、相続と慈善事業に対する関心が高まっている昨今、より重要となっている。運用商品の多様化が進む中で、個人金融資産に占める個人信託の比率がほぼ横ばいであるのも、「器」としての信託に一定の需要があることを裏付けていよう（前掲図3）。

信託には、遺言によって設定される遺言信託 (testamentary trust) と、設定者が生存中に効力が発生する生前信託 (living trust) がある。後者の利点は、①資産継承の検認 (probate)<sup>8</sup>回避及びその非公開性、②遺産税<sup>9</sup>回避、等である。実際には相続相手に応じて、様々なタイプの信託が使われる。

また受益権を分配できることは前述したが、こうした特性を利用した信託の一つに、公益残余権信託 (charitable remainder trust) がある。これは信託設定者が信託財産からの投

<sup>7</sup>Mennell, Robert L. *Wills and Trusts*, 2<sup>nd</sup> Ed., West Group, 1994, Strauss, Steven D. *Wills and Trusts*, Norton, 1998

<sup>8</sup> 法廷で遺言の有効性を確定する手続き。Straussによれば、検認は、遺産が比較的少額であっても、時間・費用ともにかかる場合があるため、相続対策は、富裕層の懸念事項とは限らない。

<sup>9</sup> 死者の全遺産に対して個人に分配される前に課せられる税。2000年6月現在、遺産税負担を緩和する税制改革法案を審議中である。

資収益を、公益団体が元本を得る信託であり、簿価が著しく低い株式・不動産等の所有者に有利な仕組みである。この所有者は、遺産税、所得税、キャピタル・ゲイン税上の恩典を受けつつ、年金形態で収益を受け取り、慈善行為も行えるからである。

表4 富裕層による信託の利用状況

		富裕層	超富裕層
何らかの信託		36%	59%
取消不可能生前信託	(信託としての効力発生後は、設定者に撤回権がない信託)	21%	37%
遺言信託	(遺言によって効力が発生する信託)	15%	7%
生命保険運用信託	(保険を保有する信託。ILIT等。)	8%	17%
公益信託	(慈善事業等のために設定される信託。)	5%	9%
その他		8%	15%
カスタディ		5%	9%

(注) 富裕層は、年収10万ドル以上もしくは純資産(住宅を除く) 50万ドル以上の家計。

超富裕層は、運用資産100万ドル以上の家計。

(出所) Spectrem Group, 1999 (Panko, Ron. "Trust-Worthy Insurers", Best's Review, May, 2000掲載) 等よりNRIA作成

## (2) 融資

富裕層向け融資業務の一例として、US トラストを見ると、99年個人部門純収入に占める金利収入は24%、個人部門ローン残高に占める住宅ローン残高は75%となっている。

米国では、高額住宅ローンは、独特の市場を形成している。政府後援企業(GSE)が住宅ローンの証券化を進める際にローンの規格を設定して、標準化を進めたからである<sup>10</sup>。この規格に適したローンは流通市場の厚みがあるため、金利も割安に設定できるが、いわば規格外の高額ローンは低流動性等の高リスクを反映して、金利が高めである。すなわち、高額住宅ローンは金額が大きくなる程、価格交渉力が下がるという矛盾した市場となっていたのである。このことに目をつけたメルル・リンチ等は、高額ローンに特化して競争力のある金利を提示し、同市場の有力プレイヤーとして成長した。

## (3) 生命保険

高齢化が進展し、死亡保障ニーズの飽和が指摘されて久しい米国では、生命保険を相続対策商品として位置づける傾向が高まっている<sup>11</sup>。遺族の資産を確保する手段としてのみならず、遺産の保全、流動性の提供、検認回避、等のメリットを強調するのである。

相続対策で良く利用されるのが、取消不可能生命保険信託(irrevocable life insurance trusts-ILIT)である。保険金は遺産税の対象となり得るが、保険契約を信託に移管し(従って信託が保険料を払う)、保険金も信託が受け取るようにすれば、これを回避できる。ILITの受益者は、家族にしておく。例えば流動化したくない資産の遺産税を捻出したい場合等には、ILITを利用して遺産税相当の保険に加入しておけば、流動資金を確保できる。

<sup>10</sup> 淵田康之「ファニーメイ、フレディマックなどのGSEの在り方を巡る議論」『資本市場クォーターリー』2000年夏号参照。

<sup>11</sup> 沼田優子「米国生命保険会社の株式会社化」『資本市場クォーターリー』98年秋号参照。

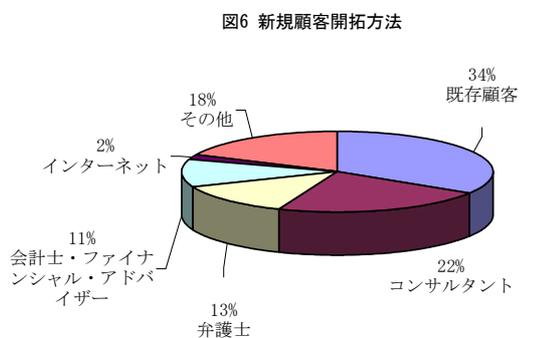
事業オーナーも、流動性資金確保のため、生命保険に加入する。例えば2人の子供に当分に相続を行いたいが、1人しか事業を継いでおらず、事業に携わっていない子供にもその持ち分を渡すことは、躊躇する場合がある。このような時、事業を継いでいない子供に保険金を与え、もう片方の子供に事業を継がせれば良い。もしくは、事業を継いだ子供を保険金の受取人とし、この保険金を事業の持ち分の買収資金に充てる等、他の資産との見合いで、キャッシュ・フロー計画を立てれば良い。

### 3) マーケティング

#### (1) 顧客開拓手法の変化

伝統的にプライベート・バンクは、顧客等からの紹介で新規顧客を獲得し、プライベート・バンカー自身が富裕層コミュニティの一員であることも少なくなかった(図6)。しかしこうしたネットワークに必ずしも深く関わっていない新興富裕層を狙い、金融機関は、より積極的なマーケティング攻勢をかけるようになってきている。

例えば企業幹部と付き合いのある事業法人部門や、潜在顧客が埋もれている個人部門が、顧客情報の宝庫として注目されている。またマス広告やダイレクト・メールも、新興富裕層には有効なようである。



(出所)Institute for Private Investors (Cerruli Edge 2000年5月号掲載)

#### (2) 富裕層のセグメント化

セグメンテーションとは、データベースを駆使して顧客を分類することを指し、同一タイプの顧客に機械的に同一サービスを提供し、標準化・効率化を図る。従来は、担当者制のプライベート・バンクとは対極のアプローチと見なされていたが、近年は、富裕層顧客もセグメントごとによる把握が、当たり前となりつつある。

金融資産による区分では、例えばバンカメ리카は、純資産5,000万ドル超の顧客をティアI、同100万ドル以上をティアIIと呼ぶ。最近は、新興富裕層を早期に囲い込む目的もあり、ティアII顧客に門戸を開放する伝統的金融機関も増えているようである(表5)。ただし、

ティア II 顧客に対しては、機械的に構築したアセット・アロケーションに基づく運用を行う等、後方の標準化が進んでいる場合も多い。

顧客の性格等も考慮した分類も、広まりつつある。例えば投資信託会社バン・ケンペン（モルガン・スタンレー傘下）は、営業マン・銀行等に対するサポートの一環として、セグメント化に基づく富裕層向け営業の研修を行っている（表 6）。

表5 最低預かり資産別に見た富裕層向け金融機関

最低預かり資産	社数 (社)	富裕層の 預かり資産 (億ドル)	顧客当たり 預かり資産平均 (万ドル)
100万ドル	20	1,586	410
200万ドル	3	106	430
250万ドル	2	38	1,380
300万ドル	4	780	930
500万ドル	9	548	1,100
1,000万ドル	4	1,774	6,230
2,500万ドル	1	280	20,000
合計	43	5,113	4,350

(注) Institute for Private Investors加盟金融機関43社の  
最低預かり資産分布状況。

(出所) Institute for Private Investors (Cerulli Edge 2000年5月号掲載)

表6 富裕層のタイプ

	シェア	特徴	適する金融商品・サービス例
執事タイプ	20.0%	資産の継承という使命を帯びており、そのための投資に熱心。	ファイナンシャル・プランニング、相続対策、アセット・アロケーション。
投資恐怖症	17.0%	資産管理を忌み嫌い、恐れる。	金融の専門家に全てを任せる。
独立独歩タイプ	12.9%	投資に興味を持たないが、必要悪と考えている。	一任勘定。
匿名希望者	11.8%	機密保持が最も重要。	オフショア口座。
権力者	10.1%	投資は権力を得るための手段。	ヘッジファンド。
VIP	8.4%	社会的地位と名誉を求める。	蒐集品、寄付。
資産蓄積者	7.6%	自分のために資産蓄積を行い、それが楽しみでもある。金融資産は多ければ多い程良い。	資産増加につながる商品・サービスは全て受け入れる。
ギャンブラー	6.0%	投資を趣味とする。	ヘッジファンド。
先駆者	5.5%	投資を知的好奇心を満たす手段と考え、最新投資技術を好む。	ヘッジファンド。

(出所) "Managing Your Wealth." Fortune, June 7, 1999よりNRIA作成

#### 4) オンライン・ウェルス・マネジメントの登場

従来、米国では、人間による目細かいサービスを受用できる富裕層には、オンライン取引は必要ないと考えられてきた。しかし99年半ば、フルサービス証券会社によるオンライン取引参入に続き<sup>12</sup>、2000年は象徴的な動きが相次いだ。プライベート・バンクの老舗のUSトラストが、先駆的な情報技術を求めていわば割引業者として創業されたチャールズ・シュワップの傘下に入り、同じく老舗のJPモルガンも、モルガン・オンラインを導入して、最低預かり資産を1万ドルまで引き下げたのである。

また富裕層向けインターネット専業会社としては、情報技術化時代の象徴的な存在であるジム・クラーク氏（シリコン・グラフィックスやネットスケープの創業者）が創業したマイCFO（最高財務責任者）が登場した。

<sup>12</sup> 大崎貞和・沼田優子「変化する米国証券会社のオンライン取引戦略ーディスカウント・ブローカレッジ業務に乗り出すメルル・リンチー」『資本市場クォーターリー』99年夏号参照。

表7 オンライン・ウェルス・マネジメント・サービス

	MyCFO	E-PrivateBanker	Morgan Online	VIP Private Capital
親会社	独立系	Boston Private Bank & Trust	JP Morgan	Royal Bank of Canada
創業・導入時期	99年2月創業	99年12月	2000年3月	2000年6月本格導入
最低預かり資産	なし、ただし典型的顧客の預かり資産は1,000万ドル	NA	1万ドル	預かり資産50万ドル以上の顧客対象。
手数料	NA	NA	年間2,500ドルで24取引まで可。以降、1取引30ドル。	最高2.25%
マーケティング方法	対象は個人。同社は金融機関から独立しているため、弁護士・会計士等が顧客に奨める場合もある。	同社の既存顧客対象。	個人。同社事業法人部門を利用して、企業向けにも営業(経営幹部向け福利厚生サービスの一貫とする)。	ダイレクト・メールで、期間内に会員となれば、オーディオ車の抽選に参加出来ることを宣伝。
サービス概要	担当者制。税対策、運用、相続対策、保険、寄付相談、ファミリー・オフィス向けサービス等。	現在は、預金関連サービスが中心。2000年末までに、提携によって運用、ファイナンシャル・プランニング・サービス等も提供する予定。	証券取引中心、フリーダイヤル、証券リサーチ、同社引受の新規公開銘柄、保険エージェンツ・弁護士・会計士紹介サービス等。	銀行・証券取引。担当者制。フリーダイヤル、電子メール、オンライン・チャット、ビデオ等から、任意のアクセス手段を事前を選択。

(出所)Iversen, Wesley R. "High-Touch Meets High-Tech", *Financial Service Online*, June 2000  
 "Getting the On-Line Mix Just Right." *FutureBanker*, December 1999他よりNRRIA作成

## 5. ウェルス・マネジメントの提供者

伝統的に富裕層向け市場はプライベート・バンクの牙城であったが、同様のサービスを提供する金融機関は世界に約 4,000 社あり、各社のシェアは 2.5%以下と、細分化された市場となっている<sup>13</sup>。また近年はスイスのプライベート・バンクでさえ、その数が約 10 年で半減する等、再編の波に巻き込まれているため、その他の金融機関にとっても、事業機会の大きい市場と捉えられつつある。

### 1) 銀行

米国では、19 世紀末頃に産業資本家とともに登場した金融機関がプライベート・バンキングの代表格となり、その多くはマネーセンター・バンクとしても知られるようになった。実際、70 年の個人信託ランキングはニューヨークを中心に、東海岸に偏っている(表 8-1)。

しかし、信託機関の多くは、商業銀行業務を兼営しており、その後の銀行再編の影響を大きく受けた。例えば商業銀行数は、不良資産問題や、州際業務規制<sup>14</sup>の緩和に伴う買収・合併等により、ピークの 3 分の 2 となったのに伴い、信託機関数も減少した(図 7)。またこの間、マネーセンター・バンクの統合が進み、彼らを凌ぐ大手地銀が台頭したのに合わせ、90 年代の個人信託ランキングも、大手地銀が優勢となりつつある(表 8-4)。

<sup>13</sup> FRB (連邦準備制度理事会) Richard A. Small 氏の 99 年 11 月 10 日上院公聴会証言。

<sup>14</sup> 州を超えた支店展開規制。

こうした主導権の交代が、銀行離れの要因の一つを作ったと見る向きもある<sup>15</sup>。プライベート・バンカーが組織改正と共に頻繁に交代するため、長期的関係が維持できなくなる一方で、大型化に伴う信託部門サービスの効率化・画一化が進んだからである。

表8-1 70年個人信託資産ランキング

	州	個人 信託 (億ドル)	裁量資産 に占める 比率(%)	裁量資産 合計 (億ドル)	裁量資産 ランク (位)
1 First National City Bank (現Citibank)	NY	43	38%	116	4
2 Morgan Guaranty Trust Company	NY	34	18%	190	1
3 United States Trust Company	NY	32	35%	91	5
4 Mellon National Bank	PA	32	41%	79	7
5 Manufacturers Hanover Trust Company	NY	30	37%	82	6
6 The Chase Manhattan Bank	NY	30	21%	142	3
7 The Northern Trust Company	IL	29	63%	47	13
8 Wilmington Trust Company	DE	29	58%	50	10
9 Bankers Trust Company	NY	26	16%	165	2
10 Girard Trust Company	PA	24	79%	30	21

表8-2 80年個人信託資産ランキング

	州	個人 信託 (億ドル)	裁量資産 に占める 比率(%)	裁量資産 合計 (億ドル)	裁量資産 ランク (位)
1 United States Trust Company of NY	NY	44	46%	96	10
2 Morgan Guaranty Trust Company	NY	44	12%	361	1
3 The Northern Trust Company	IL	40	44%	91	13
4 Bank of America National Trust	CA	40	43%	93	11
5 Mellon Bank, N.A.	PA	35	27%	126	4
6 The Chase Manhattan Bank	NY	32	37%	86	15
7 Wilmington Trust Company	DE	31	37%	84	16
8 Manufacturers Hanover Trust Company	NY	30	29%	105	6
9 Harris Trust & Savings Bank	IL	30	24%	124	5
10 Citibank, N.A.	NY	29	11%	263	2

表8-3 90年個人信託資産ランキング

	州	個人 信託 (億ドル)	裁量資産 に占める 比率(%)	裁量資産 合計 (億ドル)	裁量資産 ランク (位)
1 Mellon Bank	PA	131	40%	329	-
Mellon Bank	PA	85	31%	272	8
Mellon Bank (East) PSFS	PA	46	80%	58	43
2 Bankers Trust	NY	107	11%	930	-
Bankers Trust	NY	106	12%	868	1
Bankers Trust Company	CA	1	1%	63	37
3 NCNB (現BankAmerica)	NC	94	44%	214	-
NCNB Texas National Bank	TX	74	49%	153	20
NCNB National Bank of North Carolina	NC	20	33%	61	39
4 Wells Fargo, Bank, NA	CA	93	54%	174	15
5 Northern Trust	IL	93	23%	404	-
The Northern Trust Company	IL	77	21%	373	5
Northern Trust Bank of Florida	FL	16	51%	31	83
6 Corestates Bank, NA	PA	87	46%	187	14
7 Morgan Guaranty Trust Company	NY	84	27%	314	7
8 Centerre Trust Company	MO	67	31%	218	11
9 United States Trust Company	NY	67	43%	156	19
10 Wilmington Trust Company	DE	64	28%	227	10

<sup>15</sup> Veres, N. Robert. "For Whom the Future Tolls." *Dow Jones Investment Advisor*, February 1999

表8-4 98年個人信託資産ランキング

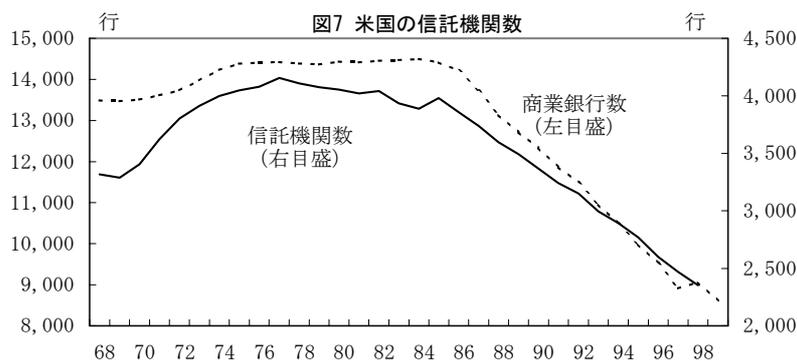
	州	個人 信託 (億ドル)	裁量資産 に占める比率 (%)	裁量資産 合計 (億ドル)	裁量資産 ランク (位)	裁量資産 口座数 (口座)	口座数 ランク (位)
1 Bank One	IL	378	51%	736	-	70,327	-
Bank One Trust Co., NA	OH	128	49%	260	28	32,551	4
Bank One, NA	IL	83	62%	133	43	12,178	20
Bank One, Michigan	MI	75	37%	203	32	8,756	28
Bank One, Texas, NA	TX	50	72%	70	62	9,220	26
Bank One, Arizona, NA	AZ	22	61%	37	79	4,224	58
Bank One, Kentucky, NA	KY	20	59%	33	91	3,398	67
2 PNC Bank, NA	PA	371	20%	1,896	5	43,103	2
3 Northern Trust	IL	368	14%	2,620	-	33,441	-
The Northern Trust Co.	IL	231	12%	1,899	4	12,982	17
Northern Trust Bank of Fla., NA	FL	74	37%	201	33	13,278	15
Northern Trust Bank of Calif., NA	CA	38	58%	65	65	4,221	59
Northern Trust Bank of Ariz., NA	AZ	18	50%	37	80	2,424	74
Northern Trust Co. of Conn.	CT	8	11%	70	61	81	100
Northern Trust Quant. Advisors	IL	-	-	347	23	455	94
4 First Union National Bank	NC	367	42%	866	12	57,374	1
5 Chase	NY	364	19%	1,872	-	32,816	-
The Chase Manhattan Bank	NY	266	17%	1,560	6	21,750	8
Chase Bank of Texas, NA	TX	98	31%	313	26	11,066	21
6 Barclays Global Investors	CA	315	7%	4,299	2	1,661	87
7 SunTrust	GA	257	57%	449	-	12,863	-
SunTrust Bank, Atlanta	GA	184	54%	342	24	5,923	43
SunTrust, Chattanooga, NA	TN	26	82%	31	94	1,776	85
SunTrust Bank, Nashville, NA	TN	25	61%	41	78	2,293	76
SunTrust Bank, South Fla., NA	FL	23	65%	35	84	2,871	70
8 Mellon Bank, NA	PA	249	26%	958	9	17,431	13
9 National City	OH	238	62%	385	-	28,989	-
National City Bank	OH	99	55%	178	35	12,480	19
National City Bank of KY	KY	58	70%	84	57	4,347	57
National City Bank of Indiana	IN	57	64%	90	54	6,963	35
National City Bank, Pa.	PA	51	77%	66	64	6,076	41
National City Bank of Mich./Ill.	IL	30	53%	57	68	6,086	39
10 Wells Fargo, Bank, NA	CA	226	43%	524	14	30,430	5

(注)本表は、銀行持株会社レベルの個人信託残高(遺産処理勘定も含む)上位10社の推定を試みたものである。

裁量資産残高上位100行の中から、関連会社と思われる銀行の個人信託残高を合計した。

従って、裁量資産残高100位以下の銀行、上位100行に入る関連会社であっても銀行持株会社と異なるブランドで営業している銀行、貯蓄金融機関等は、集計されていない。

(出所)Marshall, Jeffrey. "The Biggest Players in the Trust Game." US Banker, February 2000、FDICデータよりNRIA作成



(出所)FDICデータよりNRIA作成

## 2) 証券・投資信託会社

証券業界では、リテール部門を持たないゴールドマン・サックス等の投資銀行が、個人

は富裕層に限ってサービスを提供する 경우가少なくない（表9）。

しかし、80年代後半からは、大規模なリテール営業部門を抱えた大手・地方証券会社が、富裕層を囲い込もうとする動きが活発化した。とりわけ過去数年の大手証券会社は、オンライン取引の急成長に押されてこの傾向を一層強めており、富裕「投資家」に限定すれば、彼らにとっての主要金融機関は、既にフルサービス証券会社となっている（表10）。

これらの証券会社も、より富裕顧客を獲得するに伴い、「器」としての信託が不可欠となりつつある。95年の数字ではあるが、個人信託資産の提供業者内訳を見ると、銀行・信託会社が51%、投資信託会社が8%、証券会社が8%となっている<sup>16</sup>。

表9 主要金融機関の富裕層預かり資産

	業態	残高 (億ドル)
Goldman Sachs	投資銀行	1,750
JP Morgan	マネーセンター・バンク	717
Chase Manhattan Private Bank	マネーセンター・バンク	600
US Trust Company of New York	Schwab傘下プライベート・バンク	500
Pictet Overseas	欧州プライベート・バンク	400
CIBC Oppenheimer/CIBC World Markets	カナダ銀行傘下投資銀行	350
Donaldson, Lufkin & Jenrette	投資銀行	280
Wilmington Trust Co.	プライベート・バンク	260
Citibank Private Bank	マネーセンター・バンク	230
Neuberger Berman	富裕層向運用・投資信託会社	209
Bessemer Trust	プライベート・バンク	203
T.Rowe Price Associates	投資信託会社	160
Wood, Struthers & Winthrop	DLJ傘下富裕層向運用会社	120
R.T. Investment Counsel	カナダ銀行傘下運用会社	115
Fiduciary Trust International	プライベート・バンク	100
その他		613

(出所) Institute for Private Investors (Cerulli Edge 2000年5月号掲載) よりNRIA作成

表10 富裕投資家層にとっての主要金融機関

	預かり資産 50-100万ドル	預かり資産 100-500万ドル
保険会社	4%	1%
地方銀行	6%	4%
大手商業銀行	7%	6%
プライベート・バンク/信託	2%	2%
投資信託会社	9%	9%
ディスカウント・ブローカー	7%	19%
フルサービス証券会社	55%	52%
投資顧問業者	10%	7%

(出所) 1997 VIP Forum Buyer Value Study  
 (Longo, Tracey. "Enemy Mine."  
*Financial Planning*, March 1999掲載)

より小口顧客を対象としていたディスカウント・ブローカーや投資信託会社も、ウェルス・マネジメント業務に参入し始めている。

ディスカウント・ブローカー大手は80年代後半から、注文執行及びそれに伴う事務処理を一手に引受ける形で、ファイナンシャル・プランナーと提携し始めた。すなわち、富裕層向け投資顧問業者に近いファイナンシャル・プランナーが、運用アドバイスを提供して

<sup>16</sup> Schultz, Ellen E. "Banks Get New Competition for Trusts." *Wall Street Journal*, November 24, 1995

その対価（残高手数料等）を得、ディスカウント・ブローカーに取引注文を出すのである（ディスカウント・ブローカーは株式委託手数料等を得る）。

一方、投資信託会社は、富裕層向けに分離勘定口座（セパレート・アカウント）を提供する動きが目立つ（表11）。一般大衆向けの投資信託では満足出来ない顧客のために、カスタマイズしたポートフォリオを構築して、個別に運用するのである。

表11 投資信託会社によるセパレート・アカウントの提供状況

	アカウントの有無
AIM	×
American	×
Scudder Kemper	○
Eaton Vance	○
American Century	×
Fidelity	×
Vanguard	×
Janus	○
T. Rowe Price	○
Oppenheimer	提供予定
MFS	提供予定
Alliance	○
Franklin	○
Federated	検討中
Nuveen	○
Dreyfus	×

(出所)各社 (Winokur, Cheryl. "Special Accounts at Fund Firms Target Wealthy", *American Banker*, February 10, 2000掲載)

### 3) ファミリー・オフィス

「ファミリー・オフィス」の急増も、近年の大きな特徴と言える。ファミリー・オフィスは資産家が、運用担当者、会計士、弁護士等の専門家をフルタイムで雇用して、内部で一族の資産管理を行う形態を指す<sup>17</sup>。その起源は19世紀まで遡るが<sup>18</sup>、最近では、より効率的に運用を行うための「機関化」手段として、ファミリー・オフィスを選好する傾向が高まりつつある。メリル・リンチによれば、超富裕層10,500家族（純資産5,000万ドル以上）の内、ファミリー・オフィスを保有する家族は、96年の1,600から98年の3,000に増えた。

最近のファミリー・オフィスは、金融機関に対する交渉力強化のために、外部資産を積極的に受け入れ、資産規模を確保しようとしている。これに伴い、その役割も、金融機関の代替手段から彼らを選択・モニタリングをするコーディネーターへと、変容しつつある。

### 4) 保険会社

ウェルス・マネジメントにおいて、保険商品が不可欠であることは既に述べたが、保険会社はこれまでの所、同市場における覇権争いの表舞台に登場していない（前掲表9）。

その背景には、他業態参入を実質的に阻む法制度上の障壁もあるが、それ以上に保険商

<sup>17</sup> 町田顯「プライベート・バンキング」東洋経済新報社1998年

<sup>18</sup> Upbin, Bruce. "Old Money Chasing New." *Forbes*, June 15, 1998

品の特殊性や複雑さを特別視する傾向が強かったようである。実際、包括金融サービスでは先鞭をつけたプライベート・バンクにおいても、その顧客の7割は、プライベート・バンクで生命保険を購入しないと答えており、またプライベート・バンクに生命保険の選択能力があるとする顧客は、5%にも満たない<sup>19</sup>。

また保険会社は、総合金融機関化の組織的な推進力がやや弱かった一方で、営業職員の独立色が強く、彼らが独自に他業態とのネットワークを築いてきた。従って、こうした協力相手と競合しかねない業務への参入には、慎重にならざるを得ないという事情があった。

従って保険業界における包括金融サービスの提供は、営業職員レベルが若干先行しつつあった。従来から、ファイナンシャル・プランナー的なアプローチを取る保険エージェントもいたが、97年はこうしたアプローチを取る営業部隊を一気に掌握すべく、保険会社がファイナンシャル・プランナー会社を買収する動きが相次いだ<sup>20</sup>。

## 6. ウェルス・マネジメントの取組み事例

### 1) ノーザン・トラスト（伝統的プライベート・バンク）

ノーザン・トラストは、99年、老舗ながらの保守的な運営方針が評価され、ワース誌の「ベスト・プライベート・バンク」に選ばれた。同社は最低預かり資産100万ドル以上の顧客を対象とし、このセグメントにおけるシェアは26%にも及ぶ。中でも超富裕の190家族（平均資産2億ドル）は、専門部隊のウェルス・マネジメント・グループ(WMG)で対応する。

このように格式ある同社も、70年代から新興富裕層の台頭地域に機動的に支店を設置し始め、2003年には15州に100店舗（全米富裕層の40%が住む）を設置する予定である<sup>21</sup>。また同社は、全米有数のマスター・トラスティ業者でもあるため、プライベート・バンクの老舗でありながら、情報技術の先駆者としても知られている。

### 2) メロン・ファイナンシャル（運用業務中心の銀行）

メロン財閥が創業したメロン・バンクは、プライベート・バンキング業務でも知られているが、90年代半ばから、大手投資信託会社ドレイファス等の運用会社を次々を買収し、運用力を急速に強化した<sup>22</sup>。前掲表3に見るように、銀行系投資信託会社としても第2位となっている。代わりに同社は、カード等の装置産業的な非戦略部門を売却し、99年には社

<sup>19</sup> Prince, Russ Alan. "The Private Bancassurance Opportunity." *Trusts & Estates*, March, 2000

<sup>20</sup> 詳細は、沼田優子「AIGによるサンアメリカ買収」『資本市場クォーターリー』98年秋号、「米国のインディペンデント・コントラクター（独立契約型証券営業マン）」『資本市場クォーターリー』99年冬号参照。

<sup>21</sup> Chase, Brett. "Northern Trust Turning Focus to the New Rich." *American Banker*, March 19, 1997, Salerno, Steve. "The Silent Treatment." *Worth*, June 1999

<sup>22</sup> 沼田優子「リテール業務の強化を目指す米国大手地銀の買収戦略」『資本市場クォーターリー』98年冬号

名から「バンク」をはずして、「メロン・ファイナンシャル」として生まれ変わった。さらに2000年には、価格競争で収益性が低下した高額住宅ローン市場からおおむね撤退することを発表した。

### 3) ベスマー・トラスト (元ファミリー・オフィス)

カーネギー財閥の事業パートナーのファミリー・オフィスとして設立されたベスマー・トラストは、現在は、最低預かり資産は500万ドル以上の外部資産も受け入れ、1,288顧客の資産320億ドルを運用している<sup>23</sup>。同社はプライベート・バンクの伝統を踏襲し、顧客対従業員比率3:1を誇っていることで知られている。しかしその一方で、情報技術サービスの重要性も認識しており、2000年にはオンライン専用証券会社のDLJダイレクトと提携した。

### 4) バンカメリカ (スーパーリージョナル銀行)

富裕層の資産1,305億ドルを運用するバンカメリカは、プライベート・アセット・マネジメント誌の富裕層向け運用業者ランキング第1位に選ばれた<sup>24</sup>。同社は、24州100店舗でプライベート・バンキング顧客約10万人にサービスを提供している。

同社の推定によれば、同社のリテール部門に少なくとも100万人(リテール顧客の約3%)の潜在プライベート・バンキング顧客が埋もれており、彼らの発掘が課題であると言う。そこで同社は、部門間で顧客を紹介し合う場合の手続き及びそのインセンティブを明確にする等、事業部門の壁に捕らわれない体制作りを模索中である。

### 5) ゴールドマン・サックス (投資銀行)

ゴールドマン・サックスは、世界的に約1万人の超富裕顧客(純資産500万ドル以上)を抱えており、全米12支店及び海外6支店の420人のリレーションシップ・マネージャーが対応する。前述フォーブス誌の資産家400人の41%は、同社の顧客であると言う。

同社の富裕層向けサービスは、伝統的に証券取引が中心で、収入の大半はコミッションである。すなわち、リレーションシップ・マネージャーと直接競合するのは、フルサービス証券会社のトップ営業マンであり、実際、2000年は相互の引抜き合戦も活発化している。

<sup>23</sup> Rottenberg, Dan. "Where Old Money Meets New-Bessemer Trust Reinvents Itself-Again." *Bloomberg Wealth Manager*, June 2000

<sup>24</sup> PR Newswire, "Bank of America Private Bank Ranked #1 Money Manager of High-Net-Worth." March 20, 2000, Mandaro, Laura. "Private Banker at B of A Will Mine Client List." *American Banker*, April 28, 2000, Gold, Jacqueline S. "Duo Make Private Bank Jewel in B of A's Crown." *American Banker*, March 24, 1999

## 6) メリル・リンチ（フルサービス証券会社）

80年代より、資産管理型営業を標榜してきたメリル・リンチは、90年代半ばから、これをさらに一歩進めた資産・負債の総合管理及びその継承（Asset, Liability, Transition – ALT）戦略を掲げ始めた。営業マンが通常業務の傍ら、担当顧客のローンや資産継承（信託・保険）ニーズを察知し、社内の専門家を動員して、総合的なアドバイスを提供するのである。また同社は他社に先駆けて、ファミリー・オフィス専門部隊を設立して注目を浴びた。

## 7) チャールズ・シュワップ（ディスカウント・ブローカー）

チャールズ・シュワップは外部資源の活用により、ウェルス・マネジメントを提供している。前述のファイナンシャル・プランナーとの提携の先鞭をつけたのは同社であるが、最近では提携対象を、会計士や弁護士にも広げつつある。これに伴い同社の品揃えも、信託総合口座や保険等、広がりを見せつつある。また同社は提携先の一部に、自社の顧客を紹介するプログラムも導入している。同社が買収したUSトラストも独立経営は維持するが、この顧客紹介サービスにも組込まれる模様である。

## 8) フィデリティ（直販型投資信託会社）

全米最大の投資信託会社フィデリティが92年に導入したチャリタブル・ギフト・ファンドは残高22億ドルと、同種のファンドを設立したライバル社の10倍以上の規模を誇る。

同ファンドは、公益信託（public charity）の一種であり、その魅力は、同ファンドに投資して所得控除を受けるタイミングと、実際に寄付を行うタイミングを、ずらすことが出来る点にある。新興富裕層は、伝統的富裕層のように後世に名を残すことよりも、慈善行為そのものに興味を示す者が少なくないため、わずか1万ドルから寄付が出来るという同ファンドの手軽さを、重宝したと指摘する声もある。

## 9) アクレディテッド・インベスター（ファイナンシャル・プランニング会社）

元国際ファイナンシャル・プランニング協会長（IAFP）が創業したアクレディテッド・インベスター社は、運用資産75万ドル以上の顧客約200人（運用資産1.8億ドル）に対し、ウェルス・マネジメント・サービスを提供している<sup>25</sup>。同社の年間最低手数料は7,500ドルで、運用資産に応じた手数料を徴収する。年に1回は、自社で開発したWealth Management Index（ウェルス・マネジメントの達成度の測定指標）を使い、その年のウェルス・マネジ

<sup>25</sup> Opsata, Margaret. “Advisors’ Choice.” *Dow Jones Investment Advisor*, January 2000

メントの評価を行い、翌年の計画立案に役立てる。

#### 10) リンカン・ファイナンシャル（生命保険会社）

リンカン・ファイナンシャルは、生命保険市場の成熟が取り沙汰される中で、富裕層向け市場に成長機会を見出し、98年、シグナ社とエトナ社の個人向け生命保険部門を相次いで買収した。特にシグナ社は、顧客一人当たりの保険金額では全米最高水準を誇る精鋭部隊であった。同社はその後、3社のエージェントを専属チャンネルと、独立チャンネル（他社商品も自由に販売）に再編した。前者はファイナンシャル・プランナー的なアプローチを取り、変額年金を中心に、投資信託や一任勘定も提供する。また後者は近年、ソロモン・スミス・バーニー等、大手証券会社の営業マンの活用にも力を入れている。

#### 11) ビル・ゲイツ氏（マイクロソフト社）の資産管理

ビル・ゲイツ氏のマイクロソフト社株を除く個人資産（50億ドル）と、2つの財団資産の合計115億ドルは、パトナム・インベストメント（投資信託会社）の元債券ファンド・マネージャーであったラーソン氏が運用している<sup>26</sup>。

財団資産は国債を中心に運用しており、その15%は、モルガン・グレンフェル社等の外部投資顧問業者に委託されている。また、ゲイツ氏の個人資産の9割超がマイクロソフト社株であるため、その残りは短期国債（70%）、プライベート・エクイティ（15%）、商品・不動産（5%）、株式（10%）と、やはり債券中心となっている。

## 7. 終わりに

米国ウェルス・マネジメントは、富裕層の特性の変化に直面して、転換期にあると言える。どの業態も、包括的金融サービスの提供という面から見れば、一長一短の感があり、足りないサービスを補いつつ、覇権争いを繰り広げている最中である。ただし、これらの金融機関が目指すモデルは、①資産運用機能を中心に、②他社に秀でた商品・サービスを、③幅広く揃えた上で、④これを一元管理出来る情報技術インフラと、⑥顧客の状況を熟知している担当者を通してシームレスに提供するという点で、一致している。現状では、資産運用能力のある金融機関がやや優位に立っているように見受けられるが、商品・サービス自体は外部調達も可能であるため、今後はその管理能力が問われていくこととなる。

（沼田 優子）

<sup>26</sup> Serwer, Andy. "One Family's Finances: How Bill Gates Invests His Money." *Fortune*, May 15, 1999