

リテール金融のパラダイムシフト

～業界全体の顧客本位のアドバイスの質の強化が成功の鍵～

金融調査部 内野 逸勢

要約

米国のリテール金融、特にリテール証券のビジネスモデルを分析すると、「ビジネスモデル＝付加価値×儲ける仕組み」という方程式が導き出せる。新たなビジネスモデルは、「付加価値」を追求し続け、「儲ける仕組み」を変革していく中で、創出されてきたといえる。日本では「儲ける仕組み」に注力しがちで、「付加価値」の追求が欠けているといえないだろうか。つまり、いくら事業環境が変化しても、日本のリテール金融の本質的な問題は、プロダクトアウト型の営業とは対極に位置する顧客本位の投資・商品アドバイスが欠けていることであろう。この点、米国の大手証券会社は、投資アドバイスという付加価値を磨き上げてきた。このためロボアドの台頭によるマス市場に対応しても投資アドバイスの付加価値の劣化を回避できよう。規制当局の方針でも、投資アドバイスの強化を証券会社に促すために“顧客を知る”（KYC；Know Your Customer）規制の強化、顧客本位の業務体制の強化が中心である。このような投資アドバイスの質を高める取り組みの差が日米のリテール証券の“顧客からの信頼の度合い”の差となって表れてきていると考えられないだろうか。日本においても、顧客本位の業務体制の規制強化の中で、顧客本位のアドバイスの質の強化の取り組みをさらに本格化させることが必要であろう。

目次

はじめに

1章 米国のリテール証券業界の投資アドバイスを軸としたビジネスモデルの創出の構図

2章 米国のリテール金融のパラダイムシフトの状況と日本との差

3章 日本におけるリテール金融のパラダイムシフトの成功の鍵

おわりに

はじめに

定義が変わりつつある日本のリテール金融

リテール金融とは、金融業態（銀行業、金融商品取引業（証券業・資産運用業等）、保険業）ごとに業法によって規定される業務の中で、個人や中小企業などの顧客を対象とした定型化された商品・サービスを幅広く販売する小口の業務と定義できる。ただし、日本では、金融業態ごとのリテール金融が金融サービス提供法という「新たな仲介業」の“業法”の創設により定義自体が変化しようとしている。

新たな仲介業である「金融サービス仲介業」とは、一つの登録（資格）により「複数業種かつ多数の金融機関が提供する多種多様な商品・サービスをワンストップで提供する仲介業者」のことである。複雑な商品は取り扱うことができないが、上記の定義にある“定型化された商品・サービスの販売”においては、業態ごとの垣根が消滅することを意味する。さらに、決済、預金、融資／貸付、投資（株式、債券投資信託等）、保険の機能ごとに規制される方向であり、銀行、証券、保険、資産運用の各業法による定義が変わる可能性がある。例えば、銀行業を構成していた決済、預金、融資が分解されて再定義されよう。特に、小口の決済業務の規制緩和が実施され、資金移動業者がさらに台頭してくれば、既存の銀行の預金が、資金移動業者に代替される可能性がある。スウェーデンのようにキャッシュレス化が一層進み、リテール金融のビジネスモデルの変革あるいはパラダイムシフトが現実化する可能性が高まる。

問われる付加価値のパラダイムシフト

米国のリテール金融、特にリテール証券のビジ

ネスモデルを分析すると、「ビジネスモデル＝付加価値×儲ける仕組み」という方程式が導き出せる。新たなビジネスモデルは、「付加価値」を追求し続け、「儲ける仕組み」を変革していく中で、創出されてきたといえる。

日本では「儲ける仕組み」に注力しがちで、「付加価値」の追求が欠けているといえないだろうか。つまり、いくら事業環境が変化しても、日本のリテール金融の本質的な問題は、プロダクトアウト型の営業とは対極に位置する顧客本位の投資・商品アドバイスが欠けていることであろう。どの金融業態も口座数と手数料収入の維持が優先されてきた。銀行は預金口座、特に給与振込口座の維持による内外為替手数料の確保、証券は証券口座の維持による株式売買手数料の確保、生命保険は特に付加保険料の確保、投資信託は販売手数料および信託報酬の確保である。

本稿で中心的に触れるリテール証券では、「儲ける仕組み」に注力し、顧客への付加価値である投資アドバイス、ファイナンシャル・アドバイス、ライフプランニングなどのアドバイザリー能力の向上への戦略および具体的な施策が不十分であったといえよう。確かに、米国の状況とは異なり、日本では手数料の完全自由化からITバブルの崩壊、リーマン・ショックの発生までの期間、ディスクアウント・ブローカーおよびFinTech企業の台頭する期間が非常に短く、急速に既存の証券会社の「儲ける仕組み」が崩れていく中での対応は困難であったと推察される。しかし、多様化するライフスタイルの中で顧客の直面するリスクが変化し、高齢化が進む中での老後の資産形成など顧客のニーズが変化する中、組織的に“顧客を知る”経営努力は必要不可欠であったと考えられよう。

米国のリテール証券を牽引してきた大手証券会

社は、この投資アドバイスという付加価値を磨き上げてきた。このため、投資アドバイスの付加価値を劣化させることなく、プライベートバンクなどの富裕層向け市場というアップマーケットへ、あるいは現在のようにロボアドの台頭によるマス市場というダウンマーケットへ、柔軟に対応できている。規制当局の方針も、投資アドバイスの強化を証券会社に促すために“顧客を知る”(KYC; Know Your Customer) 規制の強化、顧客本位の業務体制の強化が中心となっている。投資アドバイスの質を高める取り組みの差が日米のリテール証券の“顧客からの信頼の度合い”の差となって表れてきていると考えられないだろうか。日本においても、顧客本位の業務体制の規制強化の中で、顧客本位のアドバイスの質の強化の取り組みをさらに本格化させることが必要であろう。

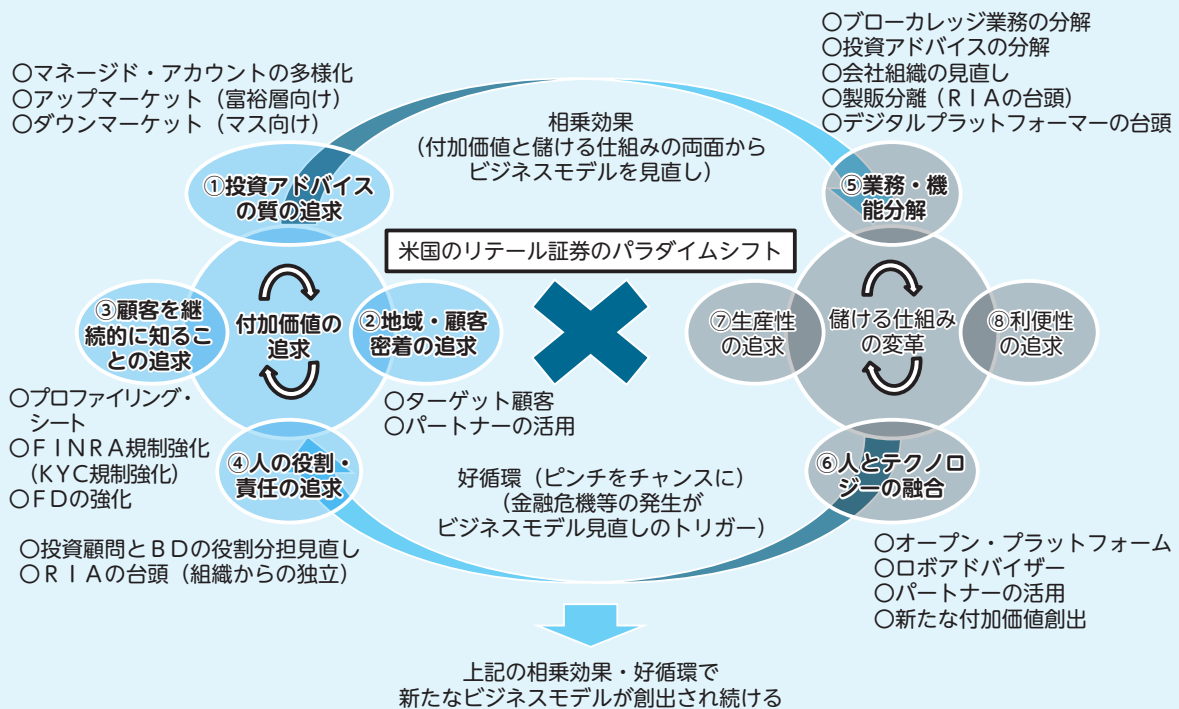
1章 米国のリテール証券業界の投資アドバイスを軸としたビジネスモデルの創出の構図

ビジネスモデルの創出の構図とパラダイムシフト

図表1に示すように、米国のリテール証券（金融）のビジネスモデルは「付加価値の追求」と「儲ける仕組みの変革」の掛け合わせにより、リテール業界の構造を大きく変化させるような新しいビジネスモデルを継続的に創出してきたと考えられる。この創出の構図により米国ではリテール金融（証券）業界の新陳代謝が活発になり、業界構造を大きく変革するようなパラダイムシフトが発生してきている。

最近では、コロナ禍の影響によってデジタルト

図表1 米国のリテール証券における新たなビジネスモデルが創出され続ける仕組み



ランスフォーメーション(DX)が進展するスピードが速まると見込んで、投資アドバイスあるいはファイナンシャル・アドバイスを分解し、再定義して、業界全体がリテール証券のパラダイムシフトに備えており、図表1に示す構図に変化はなく、むしろダイナミズムは高まっているといえよう。

この創出の構図の中で、ビジネスモデルを「付加価値」と「儲ける仕組み」に分ける理由は、「付加価値」は顧客と営業員各々の主観的な価値観に基づきやすく価値が客観的に判断しにくいいため、マネタイズが難しいことがある。さらに主観的であるため利益相反になりやすい特性を持っており、コンプライアンスコストの負担が増える。しかし、一旦顧客との信頼関係を築けば、マーケティングの究極的なゴールでもある、“説明しなくても推奨すれば購入してくれる状態”となる。儲ける仕組みに組み込むと、付加価値を維持する費用対効果ばかりが重要視されることとなり、本質的なコアの価値の重要性を否定することになりかねない。しかし、こうした否定に走ることなく、常に顧客のニーズを知ることで本質的な価値を見直し、追求し続けなければならない。

付加価値の追求と儲ける仕組みの変革の関係

ここでの付加価値の追求とは、①投資アドバイスの質の追求、②地域・顧客密着の追求、③顧客を継続的に知ることの追求、④人の役割・責任の追求、の構成要素からなる(番号は図表1の番号に準ずる)。その中心は①であり、投資アドバイス

の質を見直すことで、②~④が見直され、付加価値が継続的に追及されていく循環が生まれる。その循環の中では、③において、人(アドバイザー)の業務範囲が拡大され、役割・責任が増していき、それによって商品が多様化し、それに対して顧客と証券会社の利益相反などがなくチェックされ、規制が見直される。証券会社は利益相反を回避するためには、③を見直し、④を改善した上で、投資アドバイスの質をさらに追求していくこととなる。これらの点について、米国の過去の付加価値の追求の経緯を見ていくと、フィデューシャリー(受託者責任)という考え方をベースに、無料の投資アドバイス(ここではブローカー・ディーラー(BD)¹の提供する投資顧問の適用除外となる特別な報酬を受けていない「付随的な投資アドバイス」)と有料の投資アドバイス(投資顧問(投資アドバイザー)²の提供する「投資アドバイス」)の境界が非常に曖昧になっていくものの、顧客との利益相反を回避しながら、投資アドバイスを顧客のニーズに適合させることで商品を多様化して、預かり資産を増やしている。無料・有料の投資アドバイスの両方に対応できる役割・責任を持つ営業員を増やすことで投資アドバイスの質を追求し、商品サービスを多様化してきたといえよう。さらに、②に関しては、ターゲットとする顧客ごとに必要な投資アドバイスと人も異なる。例えば、長期的な資産形成のみを志向する顧客と、アクティブな運用を志向する富裕層顧客ではニーズが異なる。前者は地域で独立の投資アドバイザー

1) 1934年証券取引所法においてブローカーとは「他者の計算において、証券取引の執行を業として行う者」、ディーラーとは、「自らの計算において、ブローカー等を通じて、証券の売買を業として行う者」と定義(月間『資本市場』(2019.11) No.411からの引用)。

2) 1940年投資顧問法において、投資アドバイザーとは、「有償で、直接または出版物若しくは文書を通じて、有価証券の価値、有価証券への投資、購入または販売の妥当性に関して、他者に助言する業務に従事する者、若しくは有償で、通常の業の一環として、有価証券に関する分析または報告書を発行または公表する者」と定義(月間『資本市場』(2019.11) No.411からの引用)。

を抱える証券会社のように、投資アドバイスの人とシステムのコストを抑えて付加価値を追求する必要があるし、後者は大手証券会社のように組織全体で教育・システムのコストをかけて投資アドバイスの質と量を求めていく必要がある。

その一方、前述したようにマネタイズが難しい付加価値の追求だけではビジネスモデルは成り立たない。儲かる仕組みの継続的な変革が必要である。変革の構成要素として、⑤業務・機能分解、⑥人とテクノロジーの融合、⑦生産性の追求、⑧利便性の追求が重要である（番号は図表1の番号に準ずる）。

米国の儲ける仕組みの過去の変革の経緯を踏まえると、既存の儲ける仕組みの⑤業務・機能分解が中心となって変革が行われてきた。ただし、これらの変革のトリガーは、テクノロジーの進化によるディスカウント・ブローカーや FinTech 企業の登場と台頭、あるいはブラックマンデー、ITバブルの崩壊、リーマン・ショックなどの株式市況の大幅な悪化、それによる規制の強化など、外部からの圧力であると説明できるケースが多い。業務・機能分解がなされると、それまで大手証券会社が、パッケージで販売していた商品・サービスの対価としての手数料が、業務ごとの手数料に分解される。その上で、ディスカウント・ブローカーあるいは FinTech 企業(ディスラプター)は、顧客が対価としての手数料の客観的な判断が難しいと想定される業務を外すことで、大手証券会社の手数をディスカウントするのである。分解した業務の中で⑥テクノロジーが人の役割の一部あるいは全部を代替できる業務は、⑧利便性が高まり、コスト削減ができる。これが⑦生産性の追求につながる。

なぜ資産管理型中心のビジネスがリテール証券のパラダイムシフトなのか

業務分解して、対価の客観的な判断が難しい業務が人の提供する投資アドバイスである。ブローカレッジ業務のように、日々変動する株式市況の売買取引手数料を中心とする業務では投資アドバイスの客観的な価値の判断は難しい。ただし、金融危機と呼ばれるような株式市況の大幅な悪化に直面すると、顧客は投資アドバイスの価値を見直し、投資アドバイスの必要性が高まるのである。この点、老後の資産形成など中長期の資産運用、資産管理の顧客のニーズに対する資産管理型ビジネスでは、投資アドバイスの価値は一定しており、ニーズに合わせて商品・サービスも多様化できる。前述した付加価値の追求×儲ける仕組みの変革という観点から見れば、資産管理型中心のビジネスへの移行というのがリテール証券のパラダイムシフトと呼ぶことができよう。

2章 米国のリテール金融のパラダイムシフトの状況と日本との差

所得階級別世帯数の動向と人口ピラミッド形態の日米比較（図表2）

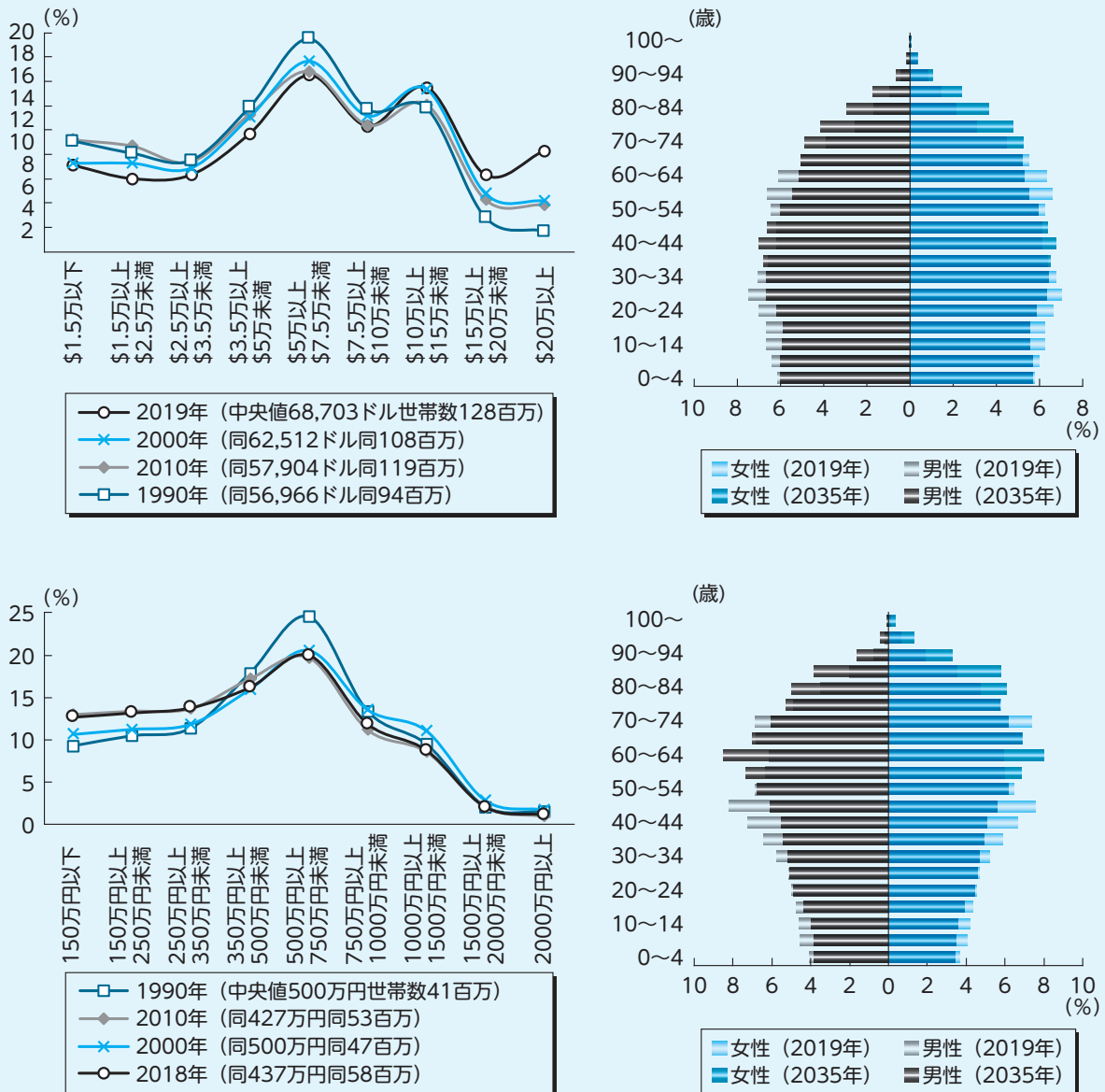
1章で述べたような資産形成ニーズがあっても、そこに収益性の高いマーケット＝中・高所得のボリューム顧客層が存在しなければ意味がない。この収益性の高いボリューム顧客層の多寡がビジネスモデルを左右する。これが、日米のリテール証券（金融）のビジネスモデルの相違の原因でもあり、日本で資産管理型中心のビジネスへのシフトが本格化しない理由である。

まず米国の1990年から2019年の過去30年

の所得階級別世帯数（図表2の左図上段）を見ていくと、同期間において、中間所得層の世帯数の比率の低下が顕著である。また、中間所得層に加え低所得層の世帯数の比率が低下する一方、高所得層の比率が上昇している。このような所得階級別世帯数の特徴において、2006年にベビーブー

マー第一世代が60歳代に突入し、それ以降ボリュウム顧客の老後に向けた資産形成ニーズが高まっていき、その後、2010年代に、このベビーブーマー世代が大量退職する時期を迎えたことにより、投資アドバイスに対するニーズが高まったと考えられよう。ベビーブーマー世代の退職時

図表2 所得階級別世帯数の推移（左図）人口ピラミッドの形態（右図）の相違（上段 米国、下段 日本）



(注) 左図上段：各年の所得はインフレ調整後の予測値

(出所) 左図上段：米国センサス2019年データから大和総研作成；左図下段：令和元年国民生活基礎調査、住民基本台帳データより大和総研作成；右図上段と下段ともPopulationPyramid.net, Population Pyramids of the World from 1950 to 2100のデータから大和総研作成

期から、確定拠出年金（401（k）プラン）から個人退職勘定（IRA：Individual Retirement Account）に多くの資金がロールオーバーされ、多くの加入者が専門家による投資アドバイスを必要とした。加えて、世帯数が大幅に増加していることも投資アドバイスのニーズの高まりに寄与したと想定される。将来の投資アドバイスの市場もボリューム的には安定していよう。人口ピラミッド（図表2の右図上段）で2019年と2035年を比較すると、若年層と中間年齢層の一部の年齢層で比率が若干低下しているものの釣り鐘の形状に大きな変化は見られないことが、その理由である。

一方、日本の過去30年の所得階級別世帯数（図表2の左図下段）を見ると、米国と同様中間所得者層の世帯数の比率は低下しているが、高所得者層の同比率が低下して、低所得者層の同比率が上昇し、米国と逆の現象がみられる。富裕層は富裕化しておらず、低所得層がマス化しているといえよう。日本の団塊の世代も米国のベビーブーマー世代と同様、リーマン・ショック後に退職時期を迎えていたことから、投資アドバイスの潜在的なニーズは高かったと推測される。ただし、2001年から日本でも確定拠出年金制度が導入され、2014年には少額投資非課税制度（NISA）が導入されたが、それらの制度が投資アドバイスの拡充を伴わず、貯蓄から資産形成の本格的な促進には至らなかったため、ニーズが顕在化しなかったと考えられる。さらに、将来のニーズの顕在化も期待があまり持てない。貯蓄から投資への移行は、上記の制度の普及により、今以上に進むと期待はされるが、人口ピラミッド（図表2の右図下

段）を見ると、米国とは形状が異なり、2035年の50歳未満の全年齢層の比率が2019年比で低下しており、下方の部分がかなり細くなるつぼ型となっており、ボリューム的には減少していく可能性が高い。

老後の資産形成を促す制度の導入時期の違いに加えて、所得階級別世帯数と人口構成の将来的な特徴の違いが、日米のリテール証券の過去のビジネスモデルと将来のビジネスモデルの差を生み出す根本的な要因であると想定される。

人の役割と責任範囲を拡大する投資アドバイスを中心とした商品の提供

米国の大手証券会社（ワイヤハウス）³は、リーマン・ショック後に世帯数の比率が上昇していたマス富裕層と超富裕層に対する投資アドバイスを強化した商品のニーズへの対応に迫られていたと考えられる。そのニーズへの対応商品として、ミューチュアルファンド／ETFアドバイザー（ファンドラップ・アドバイザー）、SMA⁴などの投資一任勘定＝マネージド・アカウント（MA）⁵と呼ばれる“プログラム”が高度化・多様化されていった。MAは営業担当員であるファイナンシャル・アドバイザー（FA）の投資アドバイスに対する役割と責任範囲の拡大で高度化・多様化していったといえる。ファイナンシャル・アドバイザーの投資アドバイスの業務範囲をブローカー・ディーラー（BD）の業務範囲から投資顧問としてのポートフォリオマネージャーに拡大していき、顧客ニーズに対応したことで、MAの資産を増加させた。これが資産管理型ビジネスの本

3) メリルリンチ、モルガン・スタンレー、ウェルズ・ファーゴ、UBSアメリカの4社。

4) Separately Managed Account。

5) 残高に対して一定の手数料を支払えば、アドバイス、管理、報告など証券取引に関わるすべてのサービスをパッケージ化して提供する商品。

格的な移行を加速させていったと考えられる。ただ単に預かり資産残高変動型の手数料体系に移行しただけではなく、投資アドバイスの質を高めながら手数料を多様化していった。

米国ではワイヤハウスによるMAの強化は、既に2000年初頭のITバブルの崩壊による営業部門の改革と、オンライン中心のブローカーによりファンドラップが提供されたことで、本格化していた。さらに2007年にはファイナンシャル・アドバイザー（外務員資格保有のFA）は顧客に投資アドバイスを提供して残高に応じた手数料を徴収したが、投資顧問業としての登録は免除されたSECの規則案、所謂メリルリンチ・ルール⁶が無効となり、その対応策として、BDがファイナンシャル・アドバイザーとして顧客との契約に基づいて投資助言するレップ・アズ・アドバイザー（RA）が開発された⁷。さらに2008年からはレップ・アズ・ポートフォリオマネージャー（RPM）⁸が成長してきた。FAが運用会社のポートフォリオマネージャーと同等の受託者責任を負う商品である。このため、MAの提供は投資顧問法の適用除外とはなっていないため、証券業登録は証券外務員（通常BD）と投資顧問の二重登録が多い。さらに、2003年に登場した家計金融資産一括管理の税制優遇効果を最大化するMAとして、ユニファイド・マネージド・アカウント（UMA）が2013年ごろから2018年まで残高が増加して、MA全体に対するシェアを高めた。この理由として、同商品のパフォーマンスへのリーマン・ショックの影響の度合いが低かったこと、さらに家計の複数の口座（老後資金用の確定拠出年金、教育資

金積立など）の口座への資産配分の最適化のニーズが大きくなったことなどが挙げられる。規制強化の影響もあり、顧客との利益相反を回避しながら、人の範囲と責任を拡大させることで、顧客のニーズに対応して、MAが多様化し、MA資産が増加していったといえよう（図表3と4）。

一方、日本の証券業界では、1998年の登録制への移行と1999年に完了した手数料完全自由化と、証券取引におけるインターネット取引の普及が同時であったため、証券会社が急激な収益基盤の悪化に直面し、資産管理型中心のビジネスへの移行が困難であったといえよう。前述した米国の「付加価値の追求」と「儲ける仕組みの変革」に分けて中長期の戦略を立てていく余裕はなかった。この点、米国では手数料が自由化された1975年から“証券取引におけるインターネット元年”と呼ばれる1996年まで約20年の時間的余裕があった。加えてマーケット（＝顧客ニーズ）も存在した。

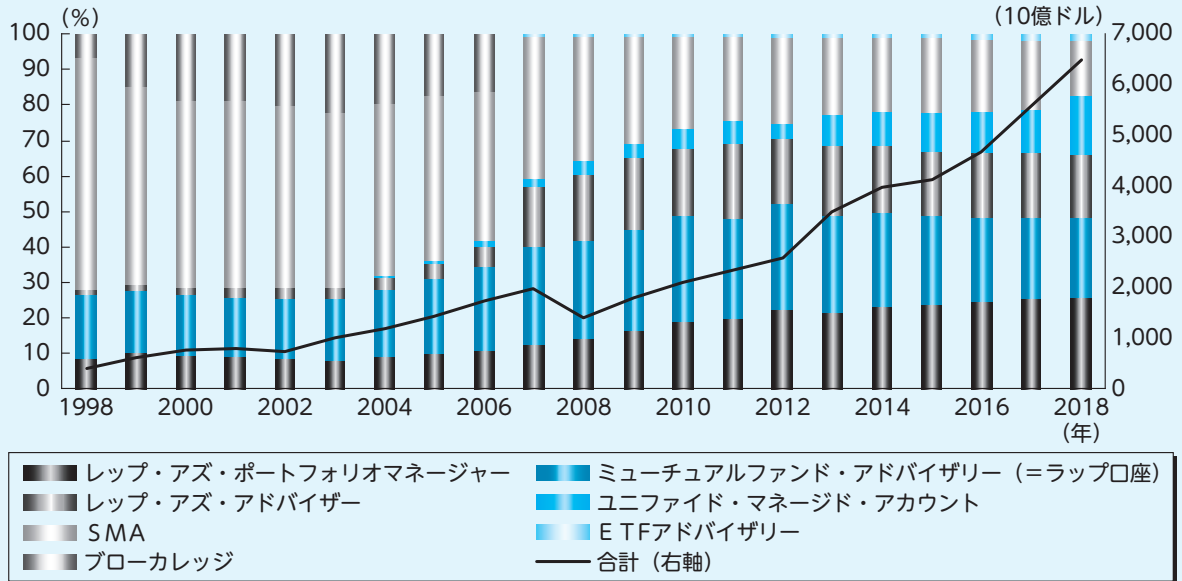
日本の証券会社による資産管理型中心のビジネスへの移行は、手数料の完全自由化前から意識されてきたものの、米国と日本の証券業務と投資顧問業の兼業規制緩和が2001年まで実施されなかったことも、移行が進まなかった要因であろう。その証拠に大手各社は兼業規制の緩和を契機にラップ口座を提供し始めた。さらに2014年に金融庁が「金融モニタリング基本方針（監督・検査基本方針）」の中で、投資信託の販売に関連して顧客ニーズに応える経営（顧客本位）と資産運用の高度化（証券会社・資産運用会社の責任・役割の検証）を重点施策として挙げ、ラップ口座が有

6) 1999年のメリルリンチの「アンリミテッド・アドバンテージ」（資産残高フィー型の株式ブローカレッジ証券取引口座）に対する投資顧問法の適用除外となるというSECの規則案。

7) FAの業務範囲拡大による利益相反懸念が増大するとともに、顧客の同意が必要という理由で廃止された。

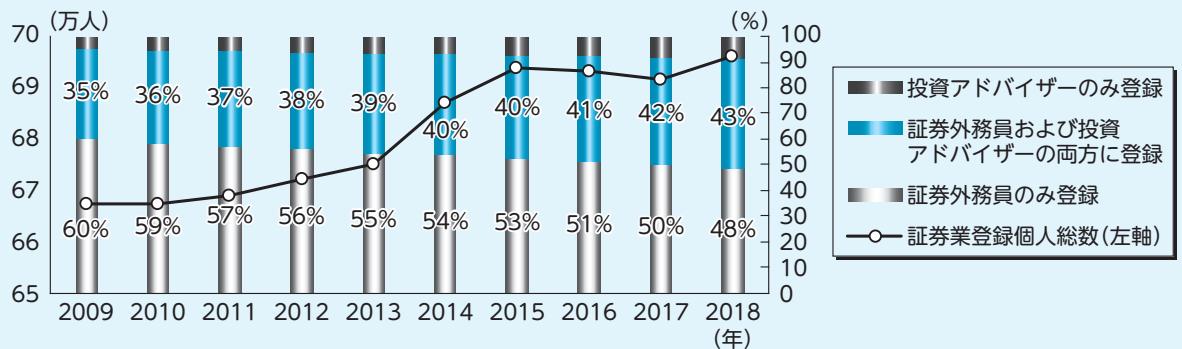
8) FAが投資顧問業者として登録し、制限はあるが実質的に資産運用会社のポートフォリオマネージャーと同様の役割を果たす。

図表3 マネージド・アカウントのプログラム別資産残高の構成比と総額の推移



(注) 各商品の説明は本文参照
 (出所) Aite Group (Cerulli Associates, Money Management Institute)のデータから大和総研作成

図表4 米国の登録種別別証券業登録個人数の推移



(出所) Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) Industry Snap Shot 2019のデータから大和総研作成

力な商品として注目された。ターゲット顧客層にニーズに合わせてSMA、ファンドラップの商品も多様化し、営業員の販売が本格化した。日本投資顧問協会によれば、ラップ口座の残高は2017年3月末の6.5兆円から2019年3月末の8.8兆円をピークに2020年3月末は8.7兆円となった。しかし、図表2の富裕層のさらなる富裕化が見えない状況と、中間所得者層が減少し、低所得者層のマス化が進む現状を見ると、貯蓄から投資への

流れと健全な資産形成に向けて政府と証券業界は資産管理型中心のビジネスモデルへの移行を進める必要がある。資産形成ビジネスに関与している他の金融業態も同様に検討することが政府から求められる可能性がある。投資家のリテラシーの強化も重要ではあるが、それ以上に証券会社の付加価値の中心である資産運用の高度化と投資アドバイザーの育成が必要ではないだろうか。

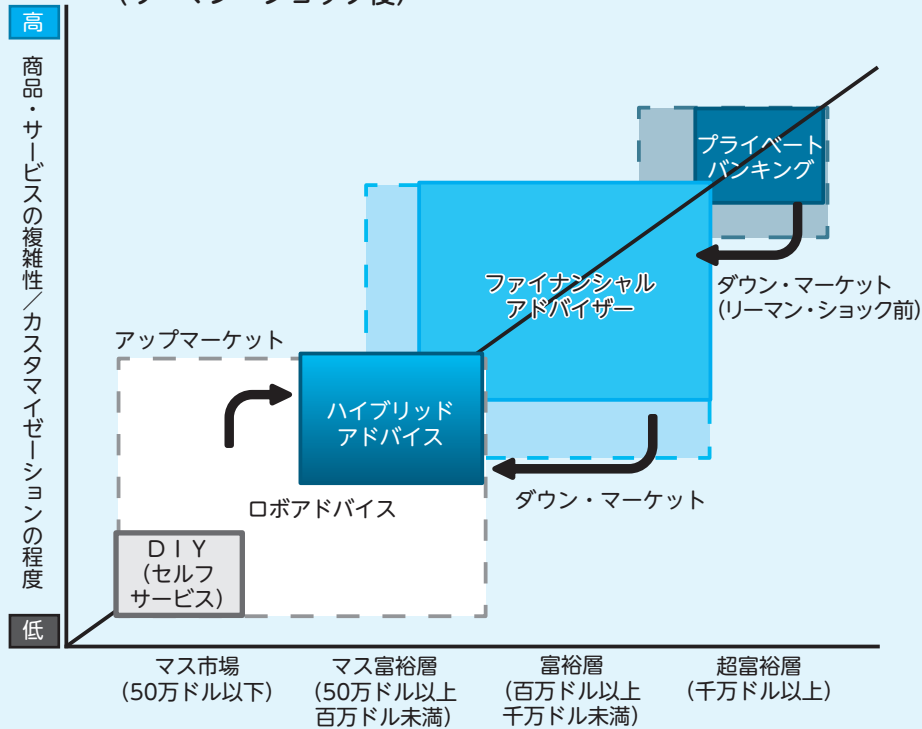
今後の米国の投資アドバイス市場の方向性

今後の米国のビジネスモデルの方向性を想定する場合、現在のマス富裕層、富裕層、超富裕層がどのような特性を持つ世帯（職業、世代、地域などの特性）から台頭してくるかを見極める必要がある。移民の流入もあり世帯数自体が増えてきたことに鑑みれば、既存の顧客の維持とともに新規開拓が必要不可欠になってくる。このため、可能な限り多数の世帯にアプローチする販売チャネル、サービスを提供することが必要となろう。投資アドバイスを伴う商品サービスは、収益性の高い富裕層をターゲットとしコストをかけて投資アドバイザーを活用して新規顧客開拓をするが、それ以外の顧客層はロボアドバイザーなどテクノロジーと人との融合により新たなサービスを開発し、そのサービスに適した新規顧客開拓ができる

効率的なチャネル、組織体制に改革していく必要がある。

図表5に示すように、新規顧客開拓には、ファイナンシャル・アドバイザーのダウンマーケット化（＝マス化）とロボアドバイザーのアップマーケット化（＝高度化）によるハイブリッドアドバイス市場の拡大が必要となろう。既にリーマン・ショック前にプライベートバンキング（PB）市場がダウンマーケット化しているため、その分だけ従来型のPB市場の規模が縮小している。リーマン・ショック後のロボアドバイザーの台頭により、ファイナンシャル・アドバイザーの市場がダウンマーケット化している。逆にDIY（セルフサービス）市場は、アドバイスを求める顧客が多くなることでアドバイスギャップが顕在化してきているため、アップマーケット化し、市場が減少

図表5 顧客層別のファイナンシャル・アドバイザーの種類（リーマン・ショック後）



(出所) Aite Group資料から大和総研作成

していると考えられる。これによりハイブリッドアドバイスの市場が今後拡大していくことが想定される。

P B市場に代表されるようにP B市場向けの投資アドバイスのマス化によって縮小していく市場では競争が厳しくなることは必然であろう。これらを踏まえ、既存の顧客セグメントを見直し、高付加価値であった機関投資家向け、富裕層向けの投資アドバイスの機能を分解して、ターゲット顧客に対するコアの機能を見極めて効率性を高めることが重要となろう。ハイブリッドアドバイス市場では、このような非コア機能を担う人の役割を再定義し、テクノロジーで代替できる役割は代替し、効果的かつ効率的に投資アドバイスの付加価値の向上および生産性の向上の両立を図る必要がある。このようにハイブリッドアドバイス市場は、これまで以上に人とテクノロジーの融合を求め、組織自体を一から再デザインする、既存の組織全体の付加価値を再構築することが不可

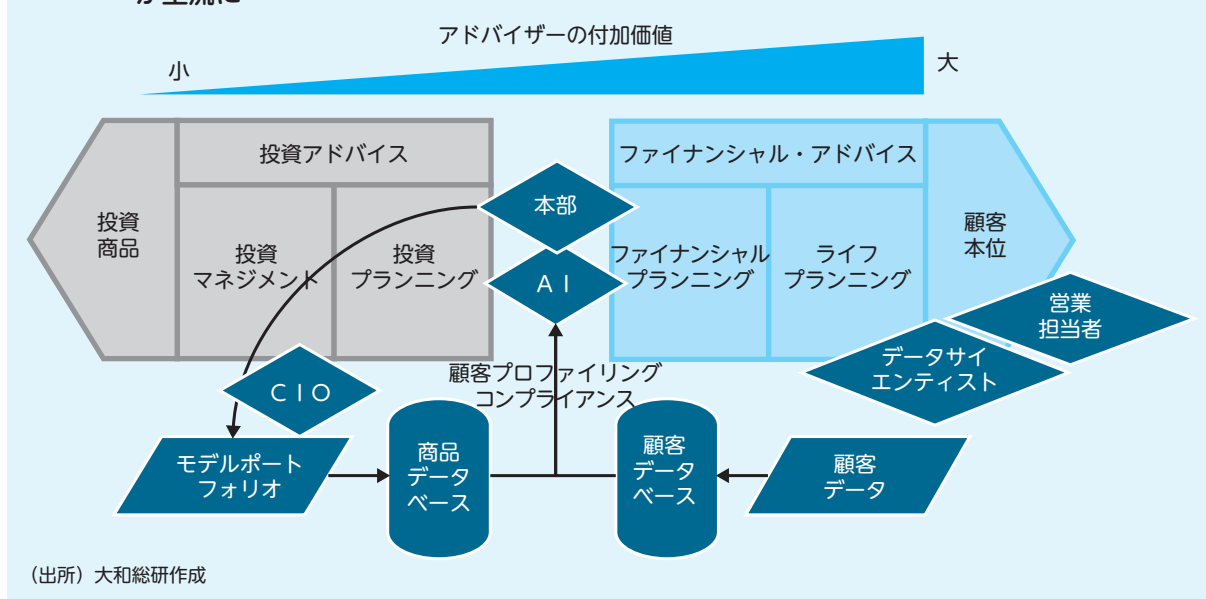
欠であろう。これが米国のリテール証券の新たなビジネスモデルの方向性である。

進む投資アドバイスの中央集権化によるビジネスモデルの再構築

近年、ワイヤハウスでは、図表6に示すような投資アドバイス機能を中央に集中させるビジネスモデルの構築が進んでいる。前述の「新たなビジネスモデル」＝「付加価値の追求」×「儲ける仕組みの変革」の方程式に当てはめて、このビジネスモデルを説明する。

「付加価値の追求」では、まず提供する「アドバイス」を、投資アドバイス（＝投資プランニングと投資マネジメント）とファイナンシャル・アドバイス（＝ファイナンシャルプランニングとライフプランニング）に分解する。次に投資アドバイスはC I O（チーフ・インベストメント・オフィサー＝最高投資責任者）という営業本部とは独立した担当者を組織に集中させ、顧客の投資特性を

図表6 米国の大手証券では投資アドバイスとファイナンシャル・アドバイスを分解した営業体制が主流に



類型化して開発したモデルポートフォリオを営業員から得た顧客ニーズをもとに提供する。つまり、これまでBD、FA、投資顧問の営業員が担当した投資アドバイスをCIOに集中させ、営業員はファイナンシャル・アドバイスを通じて顧客とのリレーションに特化する。投資顧問の投資アドバイスとFAの投資アドバイスの境界がなくなる中で、付加価値の中心であった投資アドバイス自体を営業員の担当から外し、顧客本位のリレーションの構築を営業員の新たな付加価値として再定義し、それに合わせてインセンティブの制度も変えている。例えば、FAが直接顧客のポートフォリオを指示するRPMの活用インセンティブを与えなくなっている。

「儲ける仕組み」では、デジタル化が進み、フィデューシャリー・デューティー⁹が強化されて、営業員による投資アドバイスの差別化が困難となる中で、ワイヤハウスは、コンプライアンスを含めた投資商品と顧客のニーズをつなげる投資アドバイスの機能を本部とCIOに集中させて、営業の効率性を組織として高める変革に取り組んでいる。さらに、手数料ベースのプラットフォームへの取り組みは、投資マネジメントのプラットフォームとファイナンシャルプランニングのツールを統合するようになってきている。ワイヤハウスの中でもメリルリンチとモルガン・スタンレーの2社がマネージド・アカウントの進化を牽引してきており、この2社がCIOの仕組みを導入し、営業体制の効率化を目指して、プラットフォームを変革している。

メリルリンチは2014年からMerrill Oneの完

成とともに業界をリードし、モルガン・スタンレーはWealth Deskを活用することで類似の戦略を採用してきた。Merrill Oneは、シングルプラットフォームの形態をとり、すべての種類のマネージド・アカウント契約形態、手数料体系などを一つのプラットフォームに統合し、個々のアドバイザーの使いやすさを強化（分散型）し、会社全体の目的を達成する方法である。一方モルガン・スタンレーのWealth Deskは、本社が中央集権的に管理するダッシュボードによって様々な情報源からストックされた個々の顧客の情報をAI等がキュレーションして担当する営業員に“ヒント”を与える仕組みであり、これによって個々の営業員のレベルをボトムアップして会社全体の目的を達成する方法である。

これらの仕組みへの取り組みは将来のマーケットの状況と合致しているといえよう。前述したように、米国で新規の顧客開拓が必要とされているが、同時にテクノロジーが進化し、顧客の投資行動が変化することが想定されているためハイブリッドアドバイス市場の拡大が見込まれている。ただし、このように顧客行動の変化によって顧客との接点はロボアドバイザーが主流になっても、図表6に示すように営業員が付加価値の高いFA（＝ライフプランナー）を通じて顧客のライフスタイルなどのアナログの情報を対面に近い形態で収集することで“人のアドバイス”の付加価値を維持するのである。その情報をアグリゲートし、支店に常駐するデータサイエンティストが分析して、本部とCIOにデジタル化して送付して組織全体の営業力を高めていく。つまり、付加価値の

9) ブローカー・ディーラーに対し、投資アドバイザーと同様のフィデューシャリー・デューティーを課すことがドッド・フラック法によりSECに求められていた。2020年6月施行のベストインタレスト規制は、投資アドバイザーの義務とは異なるものであり、「顧客の最善の利益の追求」は定義せずに開示義務や利益相反回避義務などに実質的に置き換えるというプラクティカルなアプローチが取られている（月間『資本市場』（2019.11）No.411からの引用）。

中心は依然人が担う F A ということになる。「付加価値の追求」×「儲ける仕組みの変革」＝「新たなビジネスモデル」が成立し、メリルリンチとモルガン・スタンレーの2社の新たなビジネスモデルの影響が業界全体に波及することでパラダイムシフトが起こる可能性が高まる。

一方、日本の大手証券会社も 2020 年に中長期的に C I O の導入を進める計画を打ち出している。将来的なマーケットの状況から判断すれば、米国よりもロボアドバイザーの比重が高いハイブリッドアドバイスの市場を拡大していく必要がある。ただし、運用の高度化と、投資アドバイスとファイナンシャル・アドバイスの質の追求という付加価値の改善がなされなければ、儲ける仕組みの変革だけではリテール証券全体のパラダイムシフトにつながるような新たなビジネスモデルとはなり得ない。今後の予想としては、前述したように日本では人口減少と低所得者層のマス化が進み、投資アドバイス全体の市場が縮小していく中で、地域の顧客を網羅するような、外部の金融機関、事業会社の営業員を含めて営業員の確保が必要となる。営業員の確保によって投資アドバイス市場を強化していかないと、ディスカウント・ブローカーの D I Y 市場が席卷する可能性が出てくる。米国においても、コロナ禍の影響で D X が前倒しで実行されており、顧客の消費行動が変化するというメガトレンドにより、モルガン・スタンレーがオンライン中心のブローカレッジ・ハウスであるイー・トレードの買収を決定しており、米国でも D I Y 市場の拡大が見込まれている。

投資アドバイスとポートフォリオ開発を C I O に集中させるためには運用の高度化も必要となら

う。2000 年の米国の証券会社のように、取り扱い商品を本格的にオープンアーキテクチャー化¹⁰し、系列の資産運用会社中心の商品から脱却することも必要となろう。

3章 日本におけるリテール金融のパラダイムシフトの成功の鍵

最後に、日本において、米国のようなリテール金融のパラダイムシフトが実現していく鍵となる要素を提示する。特に、ここでは付加価値の追求における日本のリテール証券の取り組みが不足していると思われる要素を挙げる。

投資アドバイスの質の追求（付加価値①）

資産管理型ビジネスへの移行において新たなビジネスモデルの創出ができた要因は、ワイヤハウスが「投資アドバイス」という証券会社のコアの付加価値をベースに商品・サービスの開発を軸とした経営戦略を展開し続けてきたことであろう。この投資アドバイスを軸にした戦略を維持してきたことから、MA が開発され、多様化し、ワイヤハウスの収益基盤の中心となってきた¹¹。

投資アドバイスがリテール証券業界のコアコンピタンスとして共有されているため、サブセクターとして“リテール投資サービス”が確立され、リテール金融のビジネスモデルの変革を推進しているといえる。このため「米国のリテール投資サービスは、60 万人強の登録外務員、約 3,500 社の証券会社、1 万 5,000 社を超えるといわれる R I A（登録投資アドバイザー、個人を顧客とする

10) 米国では系列の資産運用会社からのキックバック料率の組み入れを回避したことが背景にあった。

11) 2010 年と 2018 年の資産管理型ビジネスの預かり資産の各々の比率は、メリルリンチが 38%と 47%、モルガン・スタンレーが 28%と 45%、ウェルズ・ファーゴが 20%と 34%、U B S アメリカが 26%と 26% (各社の財務データ)。

独立系の小規模投資顧問会社)が入り乱れて、金融業界の中で最も活発にM&A、アンバンドリング(製販分離、FAの大手機関からの独立)、リバンドリング(銀・証融合、オンライン=オフライン融合)が起きている¹²と認識されている。“リテール投資サービス”を牽引してきた独立RIA¹³は業界の変革のダイナミズムを生み出してきたといえよう。

この背景には、大手証券会社とチャールズ・シュワブなどのディスカウント・ブローカー(RIAカスタディアン)¹⁴が独立RIAの奪い合いをしてきた歴史がある(図表7)。チャールズ・シュワブは、1987年から独立RIA向けサービスを開始し、カスタディアンサービスだけではなく、

注文執行をはじめ、顧客管理システムやポートフォリオマネジメントシステムなどの総合プラットフォームを提供してきた。ワイヤハウスに対して独立RIAの主導権を握ってきたといえよう。独立RIAの数は3.4万人、預かり資産は2.4兆ドルとなり、ワイヤハウスのアドバイザーの数(4.7万人)、預かり資産(6.4兆ドル)と比べても遜色のない市場規模となった¹⁵。

日本においても、米国のように顧客主義の独立系ファイナンシャルアドバイザー(IFA)¹⁶の市場規模が大きくなると想定して、日本の証券会社が今後の営業体制を考えていく必要が出てこよう。米国のように、日本のディスカウント・ブローカーであるSBI証券や楽天証券がIFA市場を

図表7 米国のリテール証券ビジネスのこれまでの動向

年代	時代	動向(RIAカスタディアン VS 主要証券会社)
1980年代後半から1990年代初頭	ポスト401(k)およびインターネット以前	<ul style="list-style-type: none"> ●資産管理ビジネスの勃興 ●勃興期には独立RIA(登録投資アドバイザー)は同ビジネスの手数料のプライシングの方向性を牽引 ●主要証券会社もマネージド・アカウントを通じてアドバイザーサービスを提供し始めた
1990年代以降	インターネット時代～テックバブル前	<ul style="list-style-type: none"> ●RIAカスタディアン(シュワブとフィデリティ)が分かり易い商品とバックオフィス業務を提供し、RIA市場の成長を加速 ●主要証券会社は徐々にRIA市場の商品供給者のトップの地位を失い始め、アドバイザーを留保するためにマネージド・アカウントの能力を拡張し始めた
2000年代前半	テックバブル以後～リーマン・ショック前	<ul style="list-style-type: none"> ●ブローカレッジビジネスから資産管理型ビジネスへの流れが本格化 ●テックバブル崩壊し、上記の流れが加速 ●人員・報酬体系も上記の流れに合わせて変革
2009年以降	リーマン・ショック後	<ul style="list-style-type: none"> ●金融危機を契機としてBOAとメリルリンチ、モルガン・スタンレーとスミス・バーニーが合併 ●金融危機は規制にも影響(フィデューシャリー規制強化。労働省のフィデューシャリー・ルールとSECのベストインタレスト規制) ●主要証券会社はマネージド・アカウントの投資プラットフォームの構築を先導するために莫大な資金を投入

(出所) Aite Group、各種資料から大和総研作成

12) 関雄太「さらに高次元で競争激化する米国リテール投資サービス業界」野村資本市場研究所(2020年9月)
 13) 証券外務員と異なりRIAは投資顧問業者として証券アドバイスを提供。マネージド・アカウント同様に残高手数料を徴収することが多いため、顧客との利害を一致させやすいとみなされる。
 14) RIAが顧客へのアドバイスを実施する際に顧客の資産を預かるカスタディアン。
 15) 出所はAite Group(Cerulli Associates, Money Management Institute(MMI))。いずれも2016年のデータ。
 16) 日本のIFAは金融商品仲介業者であり、外務員資格保有者である。顧客からの販売手数料と資産運用会社からの信託報酬等の受取が可能であるが、顧客からのアドバイス手数料は投資助言および投資顧問業に登録すれば可能となる。

ターゲットとして戦略を打ち出していることに対抗する戦略を打ち出すことが求められよう。ただし、日本のIFA自体が外務員資格保有者であるのが現状であり、米国のように資産管理型ビジネスを担うような投資助言業、投資顧問業に登録するIFAが本格的に増加する必要があるだろう。とすれば地域密着を深めて顧客との物理的な距離を縮めるような営業体制の構築が優先されることも考えられよう。

顧客を知る、寄り添うという付加価値の追求 ～プロファイリング・シート～ (付加価値③)

米国のリテール証券は、顧客のニーズを継続的に把握して投資アドバイスを見直し、商品・サービスを強化するという戦略を結果的に¹⁷維持してきている。この付加価値の歴史をたどると、1914年にメリルリンチの創設者であるチャールズ・メリルが「顧客の便益が最も優先されなければならない」としたフィロソフィー（経営哲学）にたどり着く。そのフィロソフィーが受け継がれ、1940年の投資顧問法の施行もあって、1940年に導入した自社の顧客のプロファイリング・シートに基づいて、商品の提案やサービスの提供を行った。それが洗練されて業界全体に普及し、その後の米国のFINRA¹⁸規則2090のKnow Your Customerの強化の流れができたと考えられる。

プロファイリング・シートは「顧客特性を把握するために、マーケティングや心理学の専門家の協力を得ながら」¹⁹作成されてきた。そのシート

においては、「①顧客のゴールの設定、②ゴール実現に向けたシナリオの提示、③その手段としてのポートフォリオ・商品の提案、④モニタリング」がプロセスとして示され、「営業担当者は顧客とともに、これらのプロセスを通じて目標達成に取り組む」ことが義務付けられる。ここで求められる人の役割と能力は、「顧客のニーズに沿った適切な提案を行い、継続的なフォローアップを行い、顧客の人生のパートナーになることであり、それが最大の付加価値」であることが金融機関ごとにプロファイリング・シートを通じて組織として共有されている。

日本の証券会社は、顧客のリスク許容度や将来の資金の必要性を踏まえた提案をシステム的に十分行えていないと考えられるため、米国のような顧客のプロファイリング・シートを本格的に充実させる取り組みが必要となろう。これによって、顧客のニーズが類型化でき、ターゲット顧客層のセグメンテーションが綿密に実施できる。これによって顧客セグメンテーションに合わせて、人とテクノロジーの役割を決めて、営業体制を効率化することが可能となろう。

他社の継続的なワイヤハウスの儲ける仕組みへの挑戦

チャールズ・シュワブなど他社によるテクノロジーを活用したブローカレッジ業務、アドバイザー業務のアンバンドル（分解）によって、リテール証券のビジネスモデルは変革され続けてきてい

17) “結果的には”、ITバブル崩壊、リーマン・ショックなどの市況の大幅な悪化により顧客が自身の運用に限界を感じ、ワイヤハウスのアドバイザーのニーズが高まったことが外部要因として挙げられるからである。

18) 米国の金融業規制機構のこと。Financial Industry Regulatory Authorityの略。2007年7月、NASD (National Association Of Securities Dealers、全米証券業協会)とNYSE (New York Stock Exchange、NYSE)の自主規制部門の統合により設立された。米国のすべての証券会社が加盟する非政府規制機関。

19) 佐賀卓雄「資本市場の変貌と証券ビジネス 第13章 リテール証券業のビジネスモデルについて」証券経営研究会編(2015年3月)同文節のカッコ書きの部分は同資料からの引用。

る。

本稿のビジネスモデルの定義＝「付加価値×儲ける仕組み」では、付加価値が重要であることを強調しているが、儲ける仕組みの変革も同様に重要であり、まさに車の両輪のようにビジネスモデルを支えている（図表1参照）。儲ける仕組みの変革に必要なことは、ビジネスモデルの分解である。ワイヤハウスでも儲ける仕組みが長期間持続して、固定してしまうほど自社による変革が難しくなっていく、新たなビジネスモデルの創出力が不足する。このため、見直す契機として、ネット専業証券会社がワイヤハウスのパッケージ化された業務を分解して、それぞれの分解した業務に対して付加価値を見直し新たなビジネスモデルを創出していく。そのネット専業証券会社が生み出したD I Y型のビジネスモデルもI Tバブル崩壊、リーマン・ショック等による市況の大幅な悪化に伴い競争力を失い、ワイヤハウスが付加価値の源泉である投資アドバイス業務を見直し、分解された業務をリバンドルして新たなビジネスモデルを創出するという好循環となっている。

日本においてもネット専業証券がこのような役割を果たし続けることで、大手証券会社がビジネスモデルを見直し、それが業界全体の変革につながる好循環を生み出していくことが重要であろう。

おわりに

リテール証券のビジネスモデルの変革には、単なる資産管理型中心のビジネスへの移行ではなく、その移行には営業員が創出する付加価値自体の変革を伴う必要があることが米国で認識されつつある。前述したように米国のワイヤハウスは、

営業員の顧客に対する付加価値を、ファイナンシャル・アドバイザー、ライフプランナーなどのファイナンシャル・アドバイザーと、投資アドバイスに分解した上で、テクノロジーの活用を含めて再定義して、組織全体あるいは業界全体を変革させていく戦略に取り組んでいる。この付加価値の変革こそがリテール証券のパラダイムシフトと呼ばれるものであろう。このパラダイムシフトは、ロボアドバイザーの台頭などテクノロジーによって顧客接点が大きく変化する中、リテール証券だけではなくリテール金融全体に規制当局あるいは顧客から求められているといえよう。

パラダイムシフトとは、一般的には、これまでの認識や思想、社会全体の価値観などが革命的に変化することを指すが、もともとは既存のパラダイムを新しいパラダイムが代替することを意味する。新しいパラダイムとは、既存のパラダイムに新たな将来の方向性と新たな目標を与え、加えて基礎となる新たな前提、主要コンセプト、手法を提供する。ただし、新たなパラダイムとなっても、大幅にこれまでの規律を逸脱せず、規範となる“よりよいモデル”を指し示すとされている。

日本のリテール金融ビジネスで起こりつつある変化も、「本来の意味での“パラダイムシフト”」であると解釈すべきであろう。新たなパラダイムは、国民の健全な資産形成が中心となる顧客にとって“よりよい金融”の規範となるモデルを指し示すものである。このため、これまでのビジネスの前提・主要概念の基礎となっていた法的枠組みが顧客本位を中心する規範・規制にシフトし、それに適合する顧客本位の業務体制（営業体制、商品・サービスの手数料体系、報酬体系、サプライチェーンなど）への移行が証券会社によって進められている。これらを踏まえると一定程度、リ

テール金融ビジネスのパラダイムシフトは進みつつある。残るは営業員が創出する付加価値の変革である。この変革がなければリテール金融ビジネスのパラダイムシフトとはいえない。さらに、国民の健全な資産形成に資するために顧客本位の業務体制の構築が本格的に金融庁から求められていたり、法人向けのグループ内の情報共有規制であるファイヤー・ウォール規制の緩和が検討されたりしているが、顧客に対する付加価値を強化する議論が不足しているといえないであろうか。

ただし、この変革は慎重かつ大胆に行うべきであろう。顧客本位とは何かを丁寧に定義しながら、これまで培ってきた金融業界の知見と最先端のテクノロジーを活用しながら“人の創出する付加価値”を高めることが本当のパラダイムシフトを生

むのではないか。



【参考文献】

- ・佐賀卓雄『資本市場の変貌と証券ビジネス 第13章 リテール証券業のビジネスモデルについて』（証券経営研究会編、2015年3月）
- ・岡田功太「米国における投資一任サービスの発展と課題」（野村資本市場研究所、2016年1月）
- ・浅倉真理、鶴ゆかり「米国における最善の利益規制とフィデューシャリー・デューティーに関する議論」公益財団法人資本市場研究会『月刊 資本市場』2019年11月（No. 411）
- ・関雄太「さらに高次元で競争激化する米国リテール投資サービス業界」（野村資本市場研究所、2020年9月）

[著者]

内野 逸勢（うちの はやなり）



金融調査部
主席研究員
担当は、金融機関経営、
グローバル金融課題