



## 米大手投資銀行の業務展開（5）：Bank of America（下）

メタデータ	言語: ja 出版者: 大阪公立大学経営学会 公開日: 2024-04-15 キーワード (Ja): ウェルス・マネジメント, モバイル・バンキング キーワード (En): RIA, TAMP 作成者: 神野, 光指郎 メールアドレス: 所属:
URL	<a href="https://doi.org/10.24729/0002000602">https://doi.org/10.24729/0002000602</a>

# 米大手投資銀行の業務展開 (5) —Bank of America (下)

神 野 光 指 郎

はじめに

- 1 業績の推移
- 2 マーケット関連業務 (以上、前々号)
- 3 資本市場関連業務 (前号)
- 4 ウェルス・マネジメントとリテール銀行業務 (以下、本号)

おわりに

## 4 ウェルス・マネジメントとリテール銀行業務

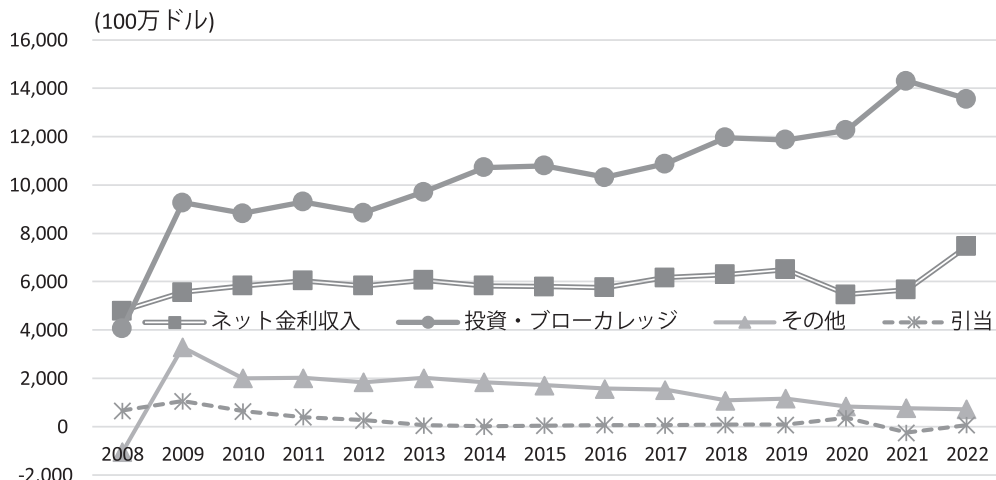
### 4.1 ウェルス・マネジメント部門の業績推移

Bank of America (以下 BofA) は金融危機の最中に Merrill Lynch と統合したことにより、大規模な財産管理業務と国内リテール銀行業務を併せ持つ大手投資銀行となった。合併当初からこの二つの部門の相乗効果発揮が BofA の中で重視されたが、財産管理業務についてはマーケット部門や資本市場関連部門との連携も目指された。財産管理業務は BofA 内部の結節点と呼べるかもしれない。しかし、他の業務分野と同様、財産管理業界にも技術革新の波は及んでおり、BofA の財産管理部門も事業改革を迫られてきた。この改革は BofA 内部における財産管理部門の位置づけにどのように作用したのであろうか。

まずは財産管理部門の状況を概観しておきたい。図 32 は部門収入の内訳である。この部門を支えている収入源は投資・ブローカレッジである。ただし、ネット金利収入もわずかながら伸びが見られる。その他については Merrill との統合後、一貫して減少している。図 33 は各収入源がグループ全体に占める比重である。投資・ブローカレッジについては、Merrill との統合によって財産管理部門の比重が大きく下がった。これは同じ収入項目がマーケット部門にあり、統合によってマーケット活動の比重が増大したことを反映している。ネット金利収入については、ほぼ一定の水準を保っている。

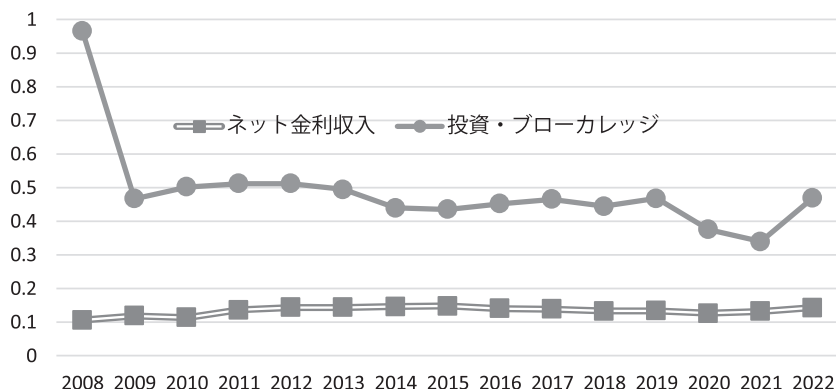
最大の収入源になっている投資・ブローカレッジ収入は、手数料 (フィー) とコミッションに大別できる。図 34 は顧客からの預かり資産内訳である。この内、AUM については主に資

図 32 財産管理部門の収入内訳



注) Global Wealth & Investment Management 部門。2008 年の数値は 2009 年公表分。  
出所) Bank of America, Form 10-K より著者作成。

図 33 財産管理部門収入のグループ全体に占める比重

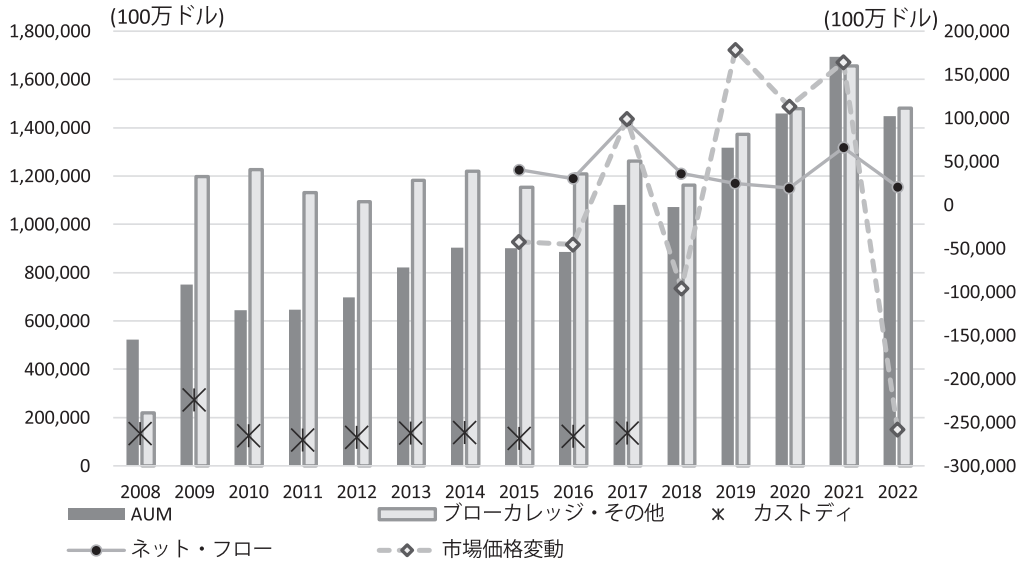


注) 図 32 の数値の、連結損益計算書の各対応する収入に対する比率。  
出所) 図 32 に同じ。

産金額に基づく手数料収入につながる部分であり、ブローカレッジ・その他については主にコミッションなど取引量に基づく収入につながる部分と考えられる。ブローカレッジ・その他には 2010 年まで AUM との重複部分が含まれていたのに加え、カスタディ資産も含まれているが、それでも Merrill との統合当初はこちらが大きかった。

これに対して AUM は Merrill との統合でそれほど増えていない。それが徐々に増加し、2020 年と 2021 年にはブローカレッジ・その他を上回った。2022 年には再びブローカレッジ・その他を下回るが、それは市場価格の下落による影響が大きく、新規の資金流入はそれほど落

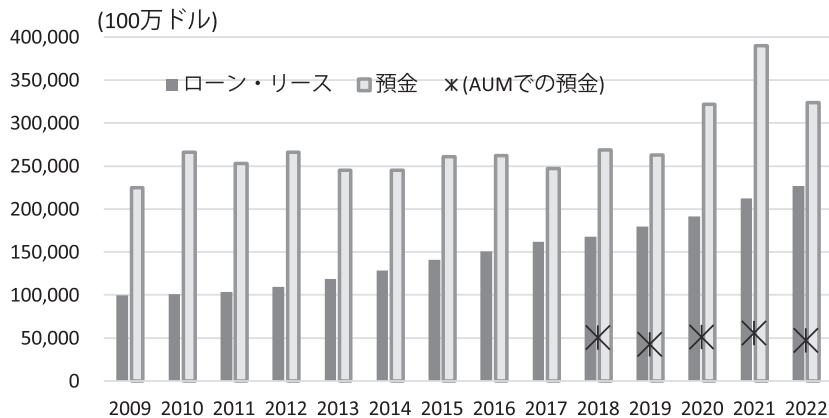
図 34 財産管理部門預かり資産推移



注) AUMはAsset Under Managementは左目盛りで預金を含む。ブローカレッジ・その他は左目盛りで2010年までAUMと重複した部分の数値が公表されており、その数値は差し引いた。2011年公表分は前年分が下方修正されている。ただし、2010年までの重複分と2011年の修正分は金額が一致しない。カストディは左目盛りでブローカレッジ・その他に含まれるカストディ資産。残りの折れ線グラフは右目盛り。

出所) 図32に同じ。

図 35 財産管理部門の預金と貸出



注) 2009年の数値は2010年公表分。AUMでの預金の2018年の数値は2019年公表分。

出所) 図32に同じ。

ち込んでいない。これはBofAによる助言業務の強化を反映している。MerrillはBofAとの統合前にRegistered Investment Advisor (RIA) 向けカストディ業務を手掛けていたが、統合により取り組みが弱まり、2019年には完全に撤退した。主な理由は自社の助言業務に集中

するためである (Shidler, 2019)。

続いて図 35 は財産管理部門の預金と貸出の動きである。預金では 2020 年と 2021 年の大きな伸びが見られるものの、それ以前は同じ水準を上下しているだけで、前掲図 8 のグループ全体のような一貫した伸びにはなっていない。一方で貸出は着実に伸びている。これは前掲図 26 でグループのローン・リースが消費者向けでは落ち込んでいたのと対照的である。預金には AUM との重複部分もあるが、それを除いてもまだ預金の方が貸出よりも大きく、しかも富裕層の預金ほど金利に反応して有利な運用先に逃げる傾向が強い。それでもネット金利収入がわずかなりとも増加している一因に、ローンの積み上げがあるのは間違いない。

BofA の 10-K 報告書では、以上の AUM、ブローカレッジ・その他、ローン・リース、預金の合計を顧客残高としている。この顧客残高の内、事業ライン別の内訳が記載されている 2014 年以降について、Merrill Lynch Global Wealth が 8 割強、Bank of America Private Banking が 2 割弱をそれぞれ占めている。比率の変化はほとんど無い。同じ期間について収入の事業ライン別内訳も公表されているが、全くと言ってよいほど顧客残高の内訳と同じである<sup>1)</sup>。つまり BofA の財産管理業務を牽引しているのは Merrill から引き継いだ活動と言える。

## 4.2 証券業界における価格破壊競争の進展と各業態の総合金融化追求

### 4.2.1 価格破壊の連鎖

Merrill に代表される既存の総合証券会社は手数料収入の比重を高めるべく事業モデル改革に取り組んできた。それは金融危機後に始まった訳ではなく、長い時間をかけて紆余曲折を経ながら進んできた。

1975 年にコミッション自由化が始まって以降、1980 年までには個人投資家の小口注文向けコミッションがむしろ上昇し、それが Charles Schwab などの割引ブローカーの台頭を許すことになった (遠藤、1999、131-132 頁)。また割引ブローカーに自動取引サービスを提供していた E\*Trade は、1990 年代にパソコン通信を利用したブローカー業務に乗り出し、インターネット普及が本格化するとネット専業証券になった。これによりコミッション引き下げ競争がさらに激しくなった (遠藤、1999、339-340 頁)。Merrill も 1999 年には Merrill Lynch Direct を立ち上げ、ネット取引への対応を始めている (Gasparino, 1999)<sup>2)</sup>。

割引ブローカーが台頭する 1980 年代には、総合証券会社が投信販売にシフトする動きを見せていた (神野、2019、150 頁)。1990 年代に入ると企業年金が確定拠出型へとシフトし、それが投信の普及を後押しした。これに対応して証券会社の営業スタイルも銘柄推奨型から助言中心へと向かわざるを得なくなった (遠藤、1999、272-276 頁、284-287 頁)。投信では Fidelity、Vanguard が直販でノー・ロード革命を主導したが、これらは RIA やブローカーのラップ口座経由でも販売されていた (Mcgough, 1997; Mcgough, 1998)<sup>3)</sup>。金融危機の頃までは、ロードがない投信は 12b-1 手数料が高い傾向にあった (Badal, 2007)<sup>4)</sup>。しかし明確

な手数料で投資家に課金する RIA が、顧客資産の運用で ETF を好むようになるにつれ、高い 12b-1 手数料に頼る投信の販売は減少した (Damato, 2010)。

ETF の場合、取引にコミッションが必要になるが、2009 年に Schwab が自社アドバイザー (FA)<sup>5)</sup> の顧客が無料で売買できる ETF を投入すると発表した (Green, 2009)。すると、それに Fidelity、Vanguard、TD Ameritrade、Scottrade が続いた (Glazer, 2011)。Vanguard の場合は、46 本の自社 ETF についてブローカレッジ顧客による取引を無料にただけでなく、株式と他社 ETF のコミッションを大幅に引き下げ、ブローカー業務でも他社に対抗するようになった。その 3 ヶ月前には Fidelity が BlackRock と提携し、iShares の 25 本をコミッションなしで販売開始した (Maxey, 2010)。さらに 2013 年には Schwab が他社 ETF の 90 本でコミッションを廃止した (Coleman, 2013)。

Schwab による他社 ETF 取引のコミッション廃止は、ETF OneSource を通じるものであった。これは 1992 年に同社が投信向けに始めた OneSource の ETF 版である。投信の OneSource が導入されるまで、FA は投信売買に高いコミッションを支払い、取引する投信会社のそれぞれに口座を開設していた。その環境を Schwab のサービスが大きく変えた訳である。これと同じ事を Schwab は ETF でも再現しようとした。助言業者 Mutual Fund Store の Adam Bold は ETF OneSource について、運用業者は独自で行うより多くの資金を集めることができ、消費者はファンド購入にコミッションがかからず、Schwab は収入を得る、三方良しの素晴らしいアイデアだと評価していた (Shidler, 2013a)。

しかし、コミッションが全体的に低下していくと、OneSource の意義が薄れていく。2017 年にはコミッション引き下げ競争が再燃し、2 月に Schwab が米株と ETF のオンライン取引コミッションを引き下げると、月末には Fidelity がさらに低い価格を設定し、数時間後に Schwab がその価格に対抗した (Krouse, 2017)。2018 年には Vanguard が無料で取引できる対象を他社 ETF にも広げる計画を発表した (Beilfuss, 2018a)。すると 2019 年に Schwab が無料で取引できる ETF の対象を倍増させると発表し、数時間後に Fidelity が自社ファンドと BlackRock 商品以外にも対象を広げるとして追隨した (Loder, 2019a)。

2019 年にはついに Schwab が米株と ETF のコミッションを廃止すると発表した (Osipovich and Beilfuss, 2019)。それに TD Ameritrade がすぐ追隨し、翌日には E\*Trade もコミッション廃止計画を発表した (Beilfuss, 2019b)。これらの発表は、BlackRock、Invesco、WisdomTree らの株価も押し下げた。それは、各社が自社 ETF を Schwab などのプラットフォームにおいて無料で取引できるようにしていたことがありと見られている。ブローカー各社のコミッション廃止により、無料取引のリストに自社商品載せる意味が無くなる。Schwab の ETF 向け OneSource は実質的に終了することになった (Osipovich, 2019a)。

コミッション廃止の動きは、ファンドの信託報酬引き下げの動きと並行して進んできた。上述のように Vanguard は直販で仲介手数料の節約を図ったが、それよりも重要なコンセプト

はインデックス運用で低価格の商品を生み出すことであった<sup>6)</sup>。そのインデックス運用を真に普及させたのはETFであった。1993年にState Streetが売り出したS&P 500追跡ETFは大ヒットとなり、他社による模倣を引き起こした。2000年代半ばにBarclaysがiSharesの種類を充実させてETF業界の首位になると、Vanguardが低価格攻勢を仕掛け始めた(Loder, 2018)。これによりVanguardが急激にシェアを高め始めると、2009年にiSharesを買収したBlackRockが、既存商品の経費率引き下げと新たな低コストETF投入により巻き返しを図った(Grind, 2012)。

もちろん投信もETFの手数料引き下げ競争と無縁ではない。2018年8月にはFidelityが信託報酬ゼロの投信を2本投入し、翌月にはさらに2本を追加した(Segal, 2018)。価格競争で追われる立場になったVanguardも、個人投資家が購入できるインデックス投信の大多数について手数料が低いアドミラル株への投資に必要な最低残高を引き下げて対抗した(Lim, 2018)<sup>7)</sup>。2019年にVanguardが10本で類似iShares商品よりも低価格を設定すると、その一月後にBlackRockがS&P 500追跡投信を値下げし、Vanguardの水準に近づけ、翌年にはそのETF版の経費率をVanguardと同じ0.03%にした(Loder, 2019c; Lim, 2019a; Lim, 2020)。もはやインデックス運用は価格引き下げの余地が無くなったと指摘されており、現在は価格破壊の波がアクティブに及ぶようになっている<sup>8)</sup>。

ファンドの販売関連と管理向け両方の手数料が低下してきた背景には、FA経由の販売が比重を高め、特にRIAが低価格のファンドを好んだことがある<sup>9)</sup>。金融危機後にはベビーブーマーが退職を始めたこともあり、助言への需要の高まりに応じてRIAが急増した。これらの業者は顧客が必ずしも相互比較できない要素を評価していたことで、ほぼ1%程度の手数料を維持することができていた(Zweig *et al.*, 2017)。

しかし、助言業務でも価格破壊の圧力が強まっている。すでに1990年代には主にVanguardの投信を利用して0.3%の手数料で助言を提供するPortfolio Solutionsのような業者が存在し、Vanguard自身も残高50万ドル以上の顧客に対しては0.5%の手数料で対面の助言を提供していた(Segal, 2015b; Wyatt, 1996)。

こうした価格破壊の動きがロボ助言とともに広がった。2015年までには200社以上がロボ助言に参入していた。Bettermentなどの新興フィンテックが有名であるが、2015年にはSchwabが助言手数料なしの自動投資助言Intelligent Portfoliosを開始し、Vanguardは2013年に試験的に開始した助言手数料0.3%のPersonal Advisor Servicesを本格的に売り出した(Moyer, 2015)<sup>10)</sup>。Vanguardのサービスは自動助言とFAを組み合わせたものであった。これにSchwabも対抗し、2016年にはIntelligent Advisory発売計画を公表した(Tergesen, 2016)。その後はロボ助言の併用が大手証券会社にも広がり、対面の手数料を引き下げるところも出てきている(Beilfuss, 2018c)。

#### 4.2.2 各業態の価格競争への対応

コミッション自由化から始まった価格競争の連鎖過程を通じて、その競争を主導してきた会社ですら価格下落に耐えうる事業モデルを模索してきた。割引ブローカー大手の Schwab は、ネット専業の E\*Trade による価格破壊に対して、店舗、コールセンター、ネットを融合したチャネルの整備で対応した。IT バブル崩壊によって個人投資家の取引が細ると、独立助言業者 (IFA) 支援、本体による助言業務に軸足を移し、2003 年には銀行を設立して総合証券への道を進んでいる (沼田、2019、232 頁)。さらに 2009 年には ETF 事業に乗り出し、翌年には Windward Investment 買収によってその事業を強化した (Philbin, 2010)。ロボ助言の Intelligent Portfolio には、Schwab 銀行の預金口座と自社 ETF が利用されている (Wursthorn and Prior, 2015)<sup>11)</sup>。

Schwab は対面の助言も強化している。2019 年には主に軍人向けに保険を提供する USAA から財産管理・ブローカー事業を買収し、100 万以上の口座で合計 900 億ドルほどの管理資産を追加した (Cimilluca *et al.*, 2019; Nakrosis, 2019)。これらの取り組みの結果、収入に占めるコミッションの割合を 7% 程度にまで引き下げていたために、Schwab はオンライン取引のコミッション廃止を先導することが出来たと指摘されている (Beilfuss and Osipovich, 2019)<sup>12)</sup>。他のネット証券は単独での生き残りが困難になり、TD Ameritrade は Schwab が吸収した<sup>13)</sup>。

資産管理業界で価格破壊を主導した Vanguard も、助言を強化する方向にある点では Schwab と共通している。そして、やはり助言の中に自社商品の販売が組み込まれている。上述の混合型助言サービスである Personal Advisor Services において、Vanguard は他社のファンドを推奨しないと指摘されている (Zweig, 2020b)。Fidelity の場合は、2018 年に自社商品のみで運用するポートフォリオなら料金が安くなるような手数料に助言業務の料金体系を変更した。ロボ助言の Fidelity Go では、料金を助言手数料の 0.35% のみとし、運用は手数料なしの投信で行うことにした (Krouse, 2018a)。

以上のように、助言業務は他のサービスにおける価格破壊の推進を可能にする収入源の一つになっているが、それだけではない。上述のように助言業務の価格破壊も始まっている。デジタル限定サービスだけを取り出しても、Vanguard と Schwab は新興フィンテックを上回る資金獲得に成功しており、しかも混合サービスも手掛けている<sup>14)</sup>。そこで、新興フィンテックでも FA から助言を無制限に受けることが出来るように始めた<sup>15)</sup>。さらに重要なのはサービスの多角化である。新興ロボ助言業者にも小切手口座とデビットカード、貯蓄口座、口座入金ルールに従って請求書支払いや退職貯蓄などに配分する機能、基本的な財産計画作成の助言を一通り提供するところが出てきている (McCann, 2020)。

価格競争を主導してきた業者がサービスの多角化に向かうのは、それぞれのサービスにおいて、もはや価格引き下げだけで市場を拡大したり、既存の業者からシェアを奪うのが困難になったことを示唆している。複数のサービスを組み合わせる総合力の競争になれば、むしろ既存の



金融機関にとって好都合である。実のところ、金融危機後の早い時期に、超過引出手数料やデビットカード交換手数料を抑制され、低金利で利鞘を圧迫された大手銀行が財産管理に注力し始めた（Andriotis, 2012）。2020年代にはリテール銀行業で全国大手と新興フィンテックに挟み撃ちされた地銀にとって、財産管理は残された数少ない有望分野になっていた（Foy, 2022）。

銀行は既存の顧客関係という強みを持つ。例えば Citizens は 2018 年に RIA の Clarfeld Financial Advisors を買収し、それを基盤に財産管理業務を拡大していったことで、事業顧客向けのクロスセルが容易になった（Hagy, 2022）。また地銀によるロボ助言の提供も始まっている。Regions は 2022 年にデジタル投資の InvestPath を投入した。Truist は SunTrust と BB&T 統合時に独自のロボ助言開発を始め、デジタル限定の Truist Invest と、投資資産 5000 ドル以上の顧客を対象とする FA 助言付きの Truist Invest Pro を立ち上げた。これらのサービスについて Javelin Strategy & Research の William Trout は「銀行はこれを使って顧客との関係を拡張しようとしている。一芸だけで顧客資産を捕まえようとしているのではない」と指摘している（Cross, 2022）。

既存の金融機関という意味では証券会社の存在も無視できない。1990年代に助言中心のスタイルに転身しなければならなくなったのは大手総合証券以外にも同じである。それら証券会社は、RIA のみの登録では取り扱うことができない、代替資産や変額年金などを含むコミッション型商品も販売できる（沼田、2019、230 頁；Cussen, 2022）。地方証券の代表的存在である Edward Jones は、富裕層向け手数料商品を補強し、地方で 1 人店舗中心に展開していたところから、採用拡大によって大都市部での出店を目指すようになった（Wursthorn, 2017g）。同社は、価格破壊の中であって、きめ細かい包括的な助言を売りにしている<sup>16)</sup>。

Raymond James (Ray J) の場合は、買収を通じて独自の助言業務を拡大すると並行しながら、フランチャイズ契約のような形で独立助言業者を組織化している<sup>17)</sup>。LPL Financial もこれと似ているが、こちらは自社 FA を抱えず、独立業者や地銀などの証券業務・助言業務支援に集中する証券会社である（石井、2011、6 頁）<sup>18)</sup>。この両社ともロボ助言を FA 向けに提供している。Ray J は 2017 年に独自開発の Connected Advisor を投入し、直接消費者に提供するのではなく、FA の顧客に対する理解をデータ分析によって高めるものと位置づけている（Neal, 2017）。LPL は 2016 年に BlackRock のロボ助言 FutureAdvisor を FA が利用できるようにしたが、2017 年には独自商品の Guided Wealth Portfolios の提供を開始した<sup>19)</sup>。

以上のように、価格破壊が連鎖する中で生き残った業者はサービス範囲を拡大し、その中で助言業務の重要性が高まってきた。助言業務も価格破壊の対象であったが、デジタル限定を単発のサービスとして継続するのは困難になっており、独立助言業者でも対面との組み合わせでデジタル技術を使えるようになってきている。そして、業態は多様でも全ての業者が顧客資産の獲得を目指して争っており、助言業務はかなり混雑した領域と言える。金融危機後に大手投資銀行が安定収入を目指して財産管理に注力するようになったと言っても、それほど簡単に安定収

入を獲得できる訳ではない。

危機前から Merrill や Smith Barney (当時は Citi 傘下) などの大手総合証券は、ネット証券との差別化のため財産管理会社としての性格をアピールし、資産 100 万ドル以上の富裕層に特化していた (沼田、2006、89 頁)。危機後はさらにその傾向が強まり、他の業態がマス富裕層の領域への侵攻を強めるのに従い、Merill や Morgan Stanley は資産 500 万ドル以上の顧客を追求するようになった。そこでは多様なサービスが求められ、貸出や投資銀行業務を提供できる大手に優位性があると考えられた (Wursthorn, 2015b)。

富裕層からローンへの需要は強い。資産を担保にした借入れは、調達コストが低く、利益実現による納税負担を回避できる。創業者の自社株であれば、支配権を失わずに済む (Ensign and Rubin, 2021)。大手証券会社にとっては重要な収入源になっており、Morgan Stanley が貸出金額の社内コンテス開催したり、Merrill がローンを含む銀行取引で年間最低 2 件を銀行部門に紹介することを義務化したりしている (Wursthorn, 2016c)。Merrill では、ある営業担当が顧客に使わなくても良いから証券担保信用枠を開設するよう頼み込んだという事例も報道されている (Wursthorn, 2017i)。

もう一つの投資銀行サービスは、ローン以上に大手の強みが生かせる分野であろう。大手投資銀行は従来から富裕層顧客に多様なサービスを提供してきた。ヘッジファンド投資で機関投資家の比重が高まり、最低金額が上昇していた時には、フィーダーファンド創設、サイド投資交渉などで富裕層顧客のアクセスを維持しようとしていた (Segal, 2008)。金融危機後にファミリーオフィスが成長し、独自に相互ネットワークを構築して代替投資に乗り出すようになると、投資銀行はファミリーオフィス向け営業を強化した (Das and Chung, 2017)。現在では一部のファミリーオフィスの方がヘッジファンドより高リスクの投資を手掛けていると言われており、投資銀行にとってはサービス提供の機会が多い (Zuckerman, 2021)<sup>20)</sup>。

### 4.3 業界構造のモジュール化への大手投資銀行の対応

#### 4.3.1 モジュラー構造を通じた特別仕様投資の低価格化

BofA と Morgan Stanley のように総合証券会社の流れをくむところだけでなく、大手投資銀行が財産管理業務において富裕層の最上部を重視するのは不思議ではない。それらの顧客層は投資銀行業務にとっても不可欠な存在である。それより下の層では多様な業態がしのぎを削っていることを考えれば、大手投資銀行は最上位層に特化してもよさそうなものである。しかし業界構造のモジュール化は、単純な棲み分けを許さなかった。

Ray J や LPL の例からも分かるように、IFA を販売チャネルとして活用する動きは新しいことではない。それには必然的に、営業担当を支援するサービスの充実が付随する。RIA 向けにはすでに 1980 年代から Schwab が支援サービスを提供し始めていた。その内容は注文執行とカストディだけでなく、ポートフォリオの構築・管理、パフォーマンス評価、顧客向け報

告、顧客関係管理、サイト構築などかなり包括的なものになっている（沼田、2007、108-109頁）。金融危機後にはRIAの資産が急成長したことによって、助言業者向けサービス業者が恩恵を受けた（Beilfuss, 2017b）。その中でもRIA向けカストディではSchwabが圧倒的な地位を占めている<sup>21)</sup>。ただし、カストディでの地位が、必ずしもRIA向けの包括的なサービス提供につながる訳ではない。

金融危機後には大手から独立するRIAが増えたと同時に、それらを集約する動きも強まった。もともとはPEが小規模な事務所をロールアップするのが一般的であったが、危機後にはカストディ業者、信用ファンドなどが買収用の資金を貸し出して、統合をさらに後押しするようになった（Barber, 2014）。RIAの組織化が進むと、後方支援を共通化することが容易になる。業界最大手はEdelman Financial Enginesである。同社は2018年にHellman & FriedmanがFinancial Enginesを買収し、それをEdelman Financial Servicesと統合したことで誕生した。プラットフォームはSalesforceを独自仕様にして顧客管理システムを構築し、独自の金融計画ソフトも開発している（Thrasher, 2020h）<sup>22)</sup>。2位のHighTowerもやはり買収を利用して巨大化し、傘下の事務所に対して技術、マーケティング、会計、法令遵守などのサービスを提供している<sup>23)</sup>。

自らRIA登録するのではなく、支援サービスに特化するところもある。Dynasty Financial Partnersは、2010年にShirl Penneyが、適切なサービス提供会社があればFAの独立が増えると考えて創業した。提携するRIA事務所に対しコンサル、事業管理、マーケティング、外注CFOなどのサービスやツールを提供している（Thrasher, 2020c）。またFocus Financialも、VCやPEからの資金を独立助言事務所への投資に利用し、その投資先に支援サービスを提供している（Wursthorn, 2017e）。このDynastyやFocusの存在が、大手証券会社からの助言チーム独立を促していると指摘されている（Wursthorn, 2017h）。

表6 TAMPs ランキング

アドミニストレーション系		商品系	
	AUA (10億ドル)		AUM (10億ドル)
InvestCloud	6,000	Envestnet	3,610
Envestnet	4,786	AssetMark Financial Holdings	91
Addepar	3,500	SEI Investments	82
SS&C Technologies Holdings	2,000	Orion Advisor Solutions	48
Orion Advisor Solutions	1,800	Morningstar	42
Vestmark	1,500	Focus Financial Partners	39
BNY Mellon Pershing	730	Dynasty Financial Partners	34
TIAA	170	Symplify Solutions	18
SMArtX Advisory Solutions	19	Vestmark	10

注) 2022年7月25日時点。  
出所) Neal (2022) より著者作成。

大手 RIA グループにせよ、Dynasty や Focus にせよ、支援サービスは営業・顧客管理に関するものが中心になっていると考えられる。資産運用面では、運用関連の会計・報告といったアドミニストレーションと、ポートフォリオ構築・リバランスを中心とする投資管理の支援が必要になる。これらの機能を提供する業者は TAMP (Turnkey Asset Management Platform) と呼ばれる。表 6 が業界大手の顔ぶれである。Focus と Dynasty も TAMP を提供しているが、預かり資産はそれほど大きくない。この分野では Investnet が巨大な存在になっており、他の業者が部分的に Investnet の技術を利用することも多い<sup>24)</sup>。

財産管理業者で投資を中央管理する動きは金融危機後に始まった。元々は金融危機で信頼を失った UBS 財産管理部門が、世界中から調査を集め、会社としての見方を形成し、顧客に表明するため CIO (Chief Investment Office) を設置した。すると、数年で他のグローバル財産管理業者も CIO を創設するようになった<sup>25)</sup>。危機後には ETF の種類が膨大になったことで、FA は出来合の ETF ポートフォリオを求めるようになった。Merrill でも 1 人の担当者がモデルを構築し、FA からの質問に直接対応したことで、そのモデル利用が広がった (Loder, 2017)<sup>26)</sup>。

投資管理を集約する動きは、大手総合証券会社以外にも広がっている。Cerulli Associates 報告によると、調査対象 FA の 55% は独自で調査とポートフォリオ構築を行っていたが、それを効果的に実行できていると答えたのは 7% しかおらず、12% は投資管理を完全に外注、38% は外部のモデルを利用していた (Thrasher, 2020f)。FA は多様な相談を持ちかけられる一方で、投資管理には多くの専門サービスがある。独立 RIA 事務所では専門業者の運用に対抗することが困難であり、運用環境が難しくなるにつれ、TAMP 利用が増加すると予想されている (Manganaro, 2023)<sup>27)</sup>。

現在は TAMP の競争が、投資管理を超えて、包括的な財産管理プラットフォームの構築に向かっている (Neal, 2022)。Investnet は多様なソフトを提供している。その中にはポートフォリオ管理とパフォーマンス報告に利用される Tamarac、金融計画ソフト MoneyGuide、データ収集・分析の Yodlee を含む (Thrasher, 2020g)<sup>28)</sup>。そして 2022 年には RIA 向けカスタディへの参入計画を発表した。これについては顧客である Fidelity や Schwab と競合することになるとの指摘もある (Berman, 2022)。それでも、カスタディ大手がソフトの統合を拒否したり、独自に TAMP 提供に乗り出す可能性を考えた場合、Investnet にとってはやむを得ない判断なのかもしれない<sup>29)</sup>。

Investnet は TAMP で突出しているように見えて、支配力を確立できていない。下位の TAMP は合併を通じて規模を拡大し、同時に新規参入は後を絶たない (Thrasher, 2020f)<sup>30)</sup>。表 6 で商品系管理資産 2 位の AssetMark は、2019 年の上場から買収による規模拡大を目指すようになった (Thrasher, 2019)。2021 年には RIA 事務所が投資管理、オペ、技術、コンサルを自由な組み合わせで利用できるサービスを構築している (Thrasher, 2021a)。4 位の

Orion は、2019 年に上位 10 にも入らなかったが、PE 主導で当時 7 位の Brinker と統合し、順位を高めた (Thrasher, 2020e)<sup>31)</sup>。2021 年に HiddenLevers を買収し、同社のリスク管理ソフトを付けたパッケージ割引ができるようになる (Thrasher, 2021b)。そして 2023 年にはオンデマンド学習プラットフォームを導入し、RIA に対する営業分野の支援も強化している (Berman, 2023a)。

アドミニストレーションでは InvestCloud が預かり資産首位になっている。同社は 2021 年に元 Fiserv の財産管理事業 Tegra 118、プライベートバンク Finantix と統合し、さらに金融計画の NaviPlan を買収して規模を拡大した (Neal, 2022)。2023 年には William Blair と共同で、RIA 向け技術プラットフォームの SYSTM を立ち上げた。これは計画、顧客提案、報告を統一的に実行できるサービスである。しかも、この SYSTM は、計画されている SYSTM Marketplace の一部で、後に事務所がアドバイザーを探す機能と、デューデリジェンス済み投資戦略を売買する機能が追加される予定である (Mack, 2023)。

注意すべきは、包括サービス構築を目指すものであっても、TAMP 業界の競争激化によって、外部の業者でも必要な機能を組み合わせる利用することが容易になることである。例えば HighTower 技術責任者 Micheal Parker は、「我々は取引ツールにせよ、市場分析にせよ、アドバイザーに最適な供給業者を見つけることができる」とオープン設計の強みを説明している (Avery, 2015b)。

Vanguard の場合は 2003 年に RIA カストディから撤退していたが、RIA チャネルの重要性が高まる中で、2019 年にはロボ助言の Personal Advisors Services で手掛けているカストディ業務を外部 RIA にも解放する方針を打ち出した。その業務には金融計画、モデル・ポートフォリオ、リバランス、顧客関係管理の自動化機能が付随している。これらの技術水準は評判が芳しくない (Breen, 2019)。しかし技術は外部のものを利用することができる<sup>32)</sup>。実際、Vanguard はデジタル RIA カストディの Altruist に出資している (Thrasher, 2021c)。同社はデジタル口座開設、トレーディング、料金請求、報告能力を単一プラットフォームで提供しており、2023 年には独自清算にも乗り出した (Deaton, 2023)。

以上のように、多様な業者が提携を利用しながら、RIA チャネルの生態系に関与することを目指している。Vanguard の例から分かるように、ロボ助言は RIA チャネルに応用できるため、新興ロボ助言業者も競争に参入している<sup>33)</sup>。また、Vanguard の狙いが運用商品の販売促進であることから推察されるように、運用業界の巨人 BlackRock も状況を座視している訳ではない。BlackRock は 2018 年にロボ助言の Acorns Grow に出資し、RIA チャネル強化に乗り出した (Rudegeair and Krouse, 2018)。同年には FA がポートフォリオのリスク評価に利用する BlackRock Advisor Center に無料のシナリオ分析機能を追加した (Krouse, 2018b)<sup>34)</sup>。

もちろん BlackRock にとって出資や提携の目的は運用商品の販促である。そして、基本的なインデックス商品の価格がこれ以上下がらないところまで来た中では、少しでも収益性の高

い商品を販売することが不可欠である。その一つが代替資産商品である。BlackRock は 2016 年に FA や富裕層個人の代替資産へのアクセスを促進する会社 iCapital に出資し、完全買収に向けて交渉していた (Lim, 2019b)。買収自体は BlackRock が iCapital の独立性を維持すべきと判断したために実現しなかったが、両社は協力関係を拡大し、BlackRock の代替資産商品を他国の FA でも販売できるようにした<sup>35)</sup>。もう一つ、近年利用が拡大している直接インデックスである<sup>36)</sup>。これについて、BlackRock は 2020 年に Aperio を買収した (Chin and Lim, 2020)。

ETF の多様化や、直接インデックス利用の拡大は、投資家の求める特別仕様の投資が安価になったことを反映している。価格競争を主導してきた Vanguard は 2017 年にスマート  $\beta$  分野に参入した。これについて、まだ CEO だった William McNabb は「価格競争は投資管理のあらゆる部分で生じる。インデックスだけでなくアクティブでも。しかも全ての形態のアクティブで」と指摘している (Segal, 2017)。直接インデックスでは、BlackRock に少し遅れて 2021 年に Vanguard が JustInvest 買収により参入した。これにより Vanguard は IFA との関係を深めることができると期待している (Lim, 2021)。そして Vanguard は代替資産投資も個人投資家向けに提供するようになってきている<sup>37)</sup>。これらはみな価格破壊の対象なのである。

代替資産では、すでに機関投資家による配分引上が期待できなくなっており、運用各社は個人向け商品の売出に向かっている。Apollo の場合は、Griffin Capital から富裕層向け販売事業を買収することで販売チャネルを拡充している (Gottfried, 2021)。IFA 向けでは 2022 年に代替資産アクセスのプラットフォームである CAIS 向けラウンドを、Motive Partners と共同で主導している (Gottfried, 2022)。この会社は上述の iCapital と競合しているが、Apollo は iCapital にも投資している<sup>38)</sup>。そして iCapital も CAIS も Schwab がカスタディを務める RIA 向け代替投資マーケットプレイスに参加している<sup>39)</sup>。また両社ともに Envestnet などの TAMP 経由でアクセスできる<sup>40)</sup>。もはや代替資産への投資ですら、ごく一部の富裕層にしか利用できないものではなくなった。

#### 4.3.2 大手投資銀行のチャネル最適化

財産管理業界のモジュール化と特別仕様投資の低価格化の中で、大手投資銀行が貸出や投資銀行業務の提供だけで差別化できないことは明らかである。また、BofA の場合は上述のように RIA カストディから撤退しており、RIA の成長から恩恵を受けることができない<sup>41)</sup>。それではどのように業界環境の変化に適用しようとしているのであろうか。

Merrill が出資の代わりに資産管理業務を BlackRock に明け渡した時、利益相反の回避を一つの動機として、運用業務を分離することが時代の潮流になっていた。(Berman and Smith, 2006; Lauricella, 2006)。危機後に労働省が受託者責任規則提案への意見を求めた際、Merrill 責任者の John Thiel はいち早く賛成を表明した (Barber, 2015)。証券会社各社は長らく手数

料比率の引き上げを目指していたが、偏りのない助言を提供すると謳う RIA の脅威が高まる中、Merrill は受託者責任の強化が手数料化を推進する契機になると考えたと推察される。

助言業務で Merrill は 2013 年に既存のプラットフォームを集約し、Merrill Lynch One を立ち上げた。この手数料型サービスが伸びたことで、2015 年には半分以上を手数料口座で持つ FA が 54% を占めるようになった (Wursthorn, 2015c)<sup>42)</sup>。そして 2016 年に労働省の規則が決定すると、新たな受託者責任基準に従う助言の提供は Merrill Lynch One を経由するのが最良の方法であるとして、コミッション型の退職口座提供を止めると公表した (Robaton, 2016)<sup>43)</sup>。元々、Merrill は古いプラットフォームから One に移行しない顧客はコミッション口座に移ることになるとしていたが、退職口座の顧客でも手数料支払いを望まない場合は Merrill Edge に資産を移すことが求められた (Wursthorn, 2016b)<sup>44)</sup>。

最終的に労働省の規則は無効判決を受け、Merrill は退職口座でのコミッション形式を再開した (Beilfuss, 2018b)。それでも一時的な規則発効により、2017 年には Merrill の手数料口座資産が前年比 19% 増大し、顧客資産の半分以上を手数料口座で抱える FA の比率が 2/3 以上になった (Beilfuss, 2017a)。労働省の規則は間違いなく Merrill の手数料シフトにとって追い風となった。

ただし、2017 年の第 1 四半期末には Merrill Edge の資産も前年比で 21% 増えている (Wursthorn, 2017d)。Merrill Edge は開始時に Merrill の FA から口座残高 25 万ドル未満の顧客が明け渡された。FA はその分収入を失うことになるが、BofA から 25 万ドル以上の顧客が紹介されることを期待していた。しかし、2015 年でも Merrill Edge 資産の 9% ほどを口座残高 25 万ドル以上の顧客が保有していた。一因は手数料口座に移ると残高に対して 1% が請求され、コミッション口座よりも高くなる場合が多いことである。1% の手数料が割引になるには残高 100 万ドルが必要になる (Wursthorn, 2015a)。

これだけを見ると、助言業務を富裕層向けに限定する動きに見えるが、ローンや代替投資など一部商品・サービスが利用できない制限はあるものの、Merrill Edge でも 1% の手数料でマネージド口座が提供される。しかも、各社が労働省規制に向けてコミッション口座顧客への選択肢を検討する中、Merrill Edge は当時まだオンライン財産管理を持たなかった Morgan Stanley など他の大手に対する強みであった (Wursthorn, 2016a)。Merrill が早い時期からネット証券に対抗してきた努力が、巨大リテール銀行の BofA との統合によって力強く後押しされたと言える。

さらに Merrill は 2016 年にロボ助言の Merrill Edge Guided Investing を投入し、既存の BofA 支店とコールセンターによる対応を補完した。このサービスは最低残高が 5000 ドル、手数料が 0.45% (ファンド手数料は別) で、Vanguard や Fidelity のロボ助言に対抗する水準になっている (Beilfuss, 2016; Wursthorn, 2017b)<sup>45)</sup>。Merrill ではフルサービスの助言業務でも CIO が提供するモデル・ポートフォリオを利用している<sup>46)</sup>。Merrill 責任者の Andy

Siegによると「投資は株、ボンド、ETF、代替資産で構成され、ほとんどCIOが管理とリバランスを行う」(Lee, 2022)。このように投資管理の効率性を追求するのであれば、低価格版でサービス提供範囲を拡大するのは自然である。つまり、コミッション口座でも手数料化が推進されているのである。

一方、Cerulli Associates 調査によると、証券会社では大手を含めてインデックス運用の比率が低いという結果が出ており、これについて専門家の間ではまだブローカーがコミッション依存を止められないとの指摘もある (Smith, 2019)。これについて、証券会社の役員から匿名で、RIAの年間手数料よりコミッションを払う方が安いとのコメントの他、一部の顧客が大手を選ぶのはアクティブの選択肢が多いからという意見が Wall Street Journal 誌に対して寄せられた (Snel, 2019)。

確かに、大手は投資銀行業務が差別化要素であり、代替資産投資の提供に積極的な傾向がある<sup>47)</sup>。しかし、業界ではオープン設計化が進展している。BofAの場合でも、2018年にはiCapitalと提携し、その翌年にはBofAが代替投資のリーダーファンド事業をiCapitalに移管した<sup>48)</sup>。また2022年には、一部の顧客向けに、OneからCIOが評価した外部投資戦略に直接アクセスし、特別仕様も要請できるPremium Access Strategiesサービスを開始した<sup>49)</sup>。このように、自前の製造部門を持たなくても多様な運用商品を提供することができる。しかも、代替資産運用の性格を持っていても、安価なパッシブ商品の形になっていることすらある。

そもそも、大手投資銀行が財産管理の収入源をコミッションから手数料にシフトしても、それで収入が増えるとは限らない。むしろ大手投資銀行にとってはFAに便利なツールと豊富な品揃えを提供することで既存の顧客関係がFA個人に帰属することを抑制しながら、低コストのチャンネルを整備することで顧客層を広げ、それらの関係を粘着的にすることが重要である。

デジタル財産管理ツールは顧客だけでなくFAにとっても利便性を高める<sup>50)</sup>。これまでFAに顧客が付いていく傾向が強かったため大手投資銀行は多額の報酬で人材引き抜きを競ってきたが、その傾向には変化の兆しが見られる<sup>51)</sup>。FAの独立や他社への移籍を抑制するのに貢献するのであれば、デジタル投資の採算性はそれだけ高まる。ただし、支援サービスの充実によって最新のツールを利用できるFAは増えており、単純な機能だけでFAと顧客が留まり続けると期待することはできないであろう。

大手投資銀行のデジタル投資と低コストのチャンネル整備について、より重要な背景には富裕層の変化がある。もともと一握りの富豪向けに提供されていたサービスは、富裕層の拡大によって今日の財産管理になった (Avery, 2019)。そして現在は世代交代が近づいている。Cerulli Associatesの2020年調査では、今後25年間に米だけで68兆ドルの財産が相続されると試算されており、その多くがX世代とミレニアル世代の手に渡ると予想されている (Wilson, 2020)。そのため、2010年代の後半から財産管理業者の間では、どのようにデジタル体験の向上によってミレニアル世代を獲得するかという話しで持ちきりになっているとされる (Avery, 2018)。



ミレニアル世代がデジタル体験を好むことはよく知られている<sup>52)</sup>。そのため、デジタル・チャネル構築が不可欠なことは言うまでも無い。しかし大手が強みを発揮するには、社内全体の資源を有効に活用しなければならない。大手が超富裕層からマス層までへの対応を連続させようとしているのには、この点が関連していると考えられる。例えば Citi は複数世代を全てカバーする家族全体アプローチを採用し、その接点を集約して銀行内部の各部門が個別に営業するのを避けるようになった (Wilson, 2022a)。親世代との取引の延長で、好みの異なる子供世代のニーズにも対応することができれば、より深い顧客関係につながる可能性が高まるであろう。

家族全体への対応を含め、全社的な資源を有効活用する上で鍵となるのはデータの集約である。各社では顧客について収集した情報を、全社的な顧客管理システムで統合するようになっている。Morgan Stanley の場合は、顧客ニーズの把握だけでなく、データ活用によって最も成功している FA の行動から最良慣行を開発している (Avery, 2015a)。さらに同社では、大量のデータを整理し、検索エンジン、自然言語処理、機械学習の技術を組み込むことによって、FA が顧客への助言に必要とする情報を AI から提供できるようになっている (Castellanos, 2019; Crosman, 2021b)。

BofA の場合は 2020 年に Life Plan を導入した。これは顧客が目標を設定し、その目標をどのように達成するかについて助言するサービスである。そこでは顧客との日々の取引データが利用され、目標達成の進捗度に応じて頻繁に顧客との接触が生じる (Crosman, 2021c)。このサービスで資産を蓄積した顧客は Merrill に紹介されることになる。Merrill は 2020 年に Collaborative Onboarding Experience を投入しており、顧客の投資履歴についての情報収集から FA による口座承認までほとんど即時に終わらせることができる。同じ年に Personal Wealth Analysis も導入され、目標設定と助言に活用されている。コンサル業者 Pirker Partners 創業者 Alois Pirker によると、これらはともに全体設計に統合されており、サイロになっていないことが Merrill の特徴になっている (Cross, 2023)。

BofA の例が示唆しているのは、データを活用したサービスの個別化において、リテール銀行業との連携が有効性を高めている可能性である。日々の取引に関するデータは顧客の行動特性を理解する上で貴重な情報源である。技術発達に伴ってその情報を財産管理でも活用できる機会が増えているのは間違いない。一方、財産管理でもリテール銀行業でもデジタル投資の負担が増大しており、コスト面からも連携の必要が強まっている<sup>53)</sup>。デジタル化によって財産管理業務が投資銀行業務との結びつきを失う訳では無いにしても、連携の焦点がリテール銀行業にシフトしたとしても不思議では無い。

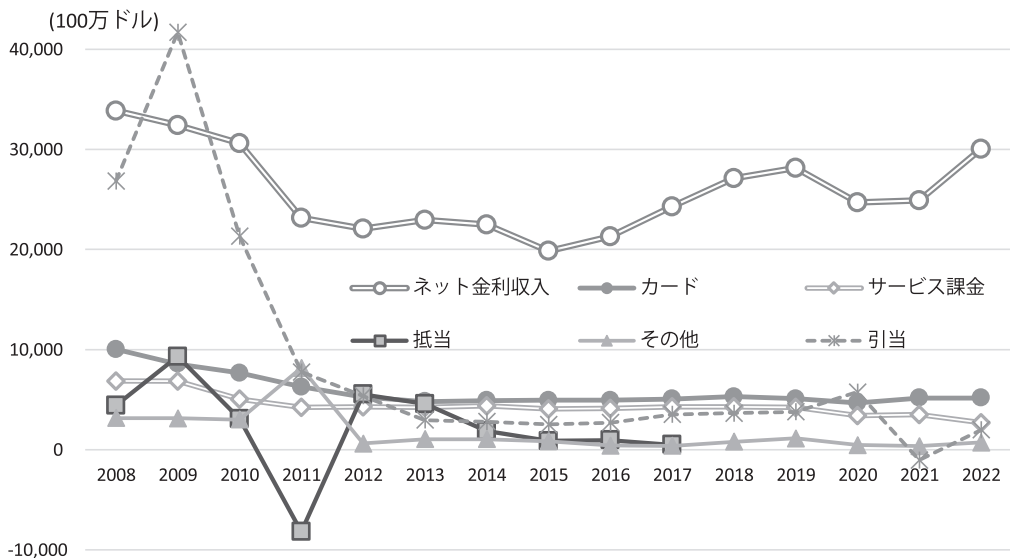
また財務サービスのところで述べたように、事業向けサービスでも財産管理とリテール銀行業の相乗効果が見られる。財産管理業者では事業主向けに会計、事業助言、事業評価などの包括サービス提供を目指すところが現れている (Avery and Lee, 2016)。サービスの中に事業承継支援も含めれば、次世代の顧客獲得にもつながる可能性がある。さらに事業向けでは従業員

への助言も顧客層拡大に利用される。BofA も取引先企業の従業員向けに銀行業・投資プログラムで長期金融計画、小切手口座、ローン割引や預金金利優遇などの特典を提供している (Kline, 2022)。このプログラム参加者も将来の財産管理顧客になるかもしれない。

#### 4.4 リテール銀行業部門の業績推移

以上のように、BofA においてリテール銀行業と財産管理業務の連携は Merrill 買収時から意識されてきたが、近年はその重要性がより高まっていると推察される。そしてリテール部門がグループ全体では最大の収益源になっている。それでは、リテール銀行業自体の事業内容はいかなるものであろうか。

図 36 リテール銀行業部門の収入内訳

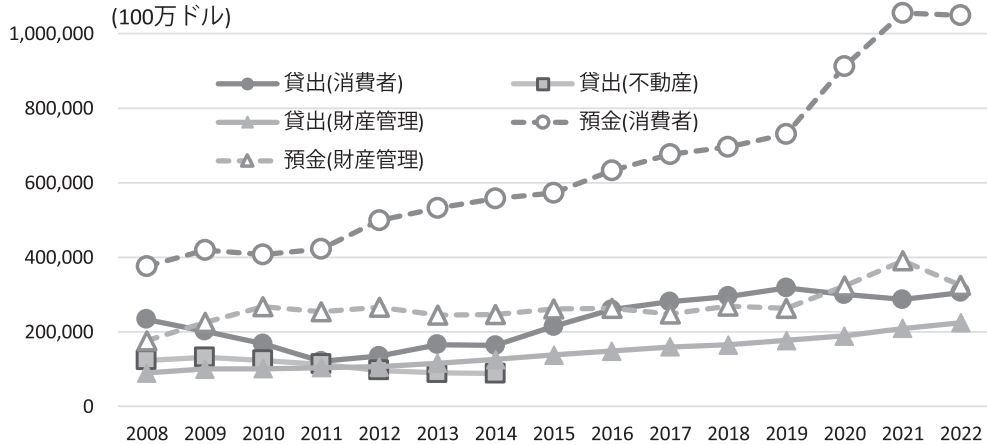


注) 2008年の数値は2009年公表分。2011年まで Deposits、Card Services、Home Loans & Insurance (2011年から Consumer Real Estate Services) の合計で、サービス課金は Deposits の非金利収入、その他は Card のその他と HL&I の保険その他の合計。2012-2014年は Consumer & Business Banking と CRES の合計。CRES の項目で 2013年には保険がなくなった。2015年には CRES が廃止され、大部分が Legacy Assets & Servicing に移管されたが、それらは含めていない。C&BB は Consumer Banking になった。

出所) 図 32 に同じ。

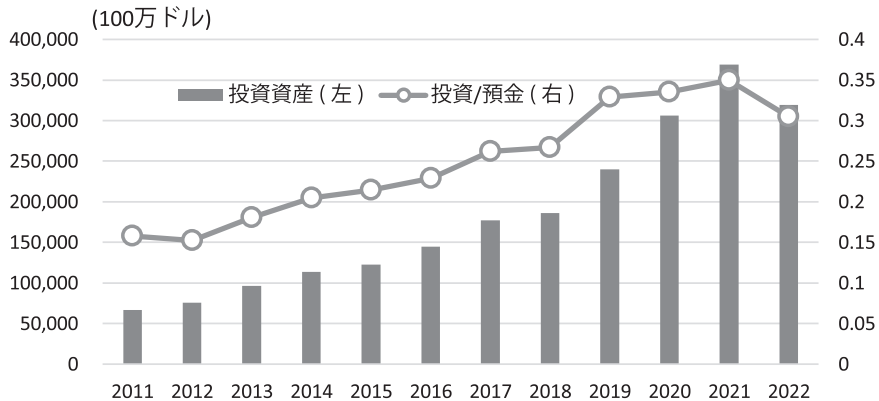
図 36 は部門収入の内訳である。Countrywide 買収の影響がこの部門を直撃しており、特に不動産関連でそれが顕著に見られる。2014年に訴訟と不良債権処理は一段落した。同年で Consumer Real Estate Services 部門が閉鎖され、抵当関連収入の一部がリテール銀行業部門に移された。それも 2018年からはその他収入に合算されている。しかし、その収入源喪失をカードやサービス課金で補っているとは言えない。この部門の収入は大部分がネット金利収入によってもたらされている。

図 37 リテール銀行業の預金と貸出



注) 2008年の数値は2009年公表分。消費者は2011年まで Deposits、Card Services の合計、不動産は Home Loans & Insurance (2011年から Consumer Real Estate Services)。2012-2014年の消費者は Consumer & Business Banking。2015年からの消費者は Consumer Banking。財産管理は図 35 と同じ数値。  
出所) 図 32 に同じ。

図 38 リテール銀行顧客の投資



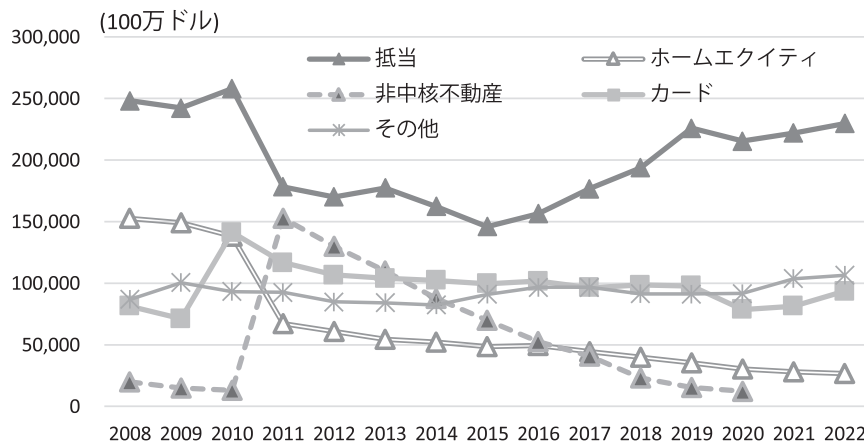
注) 投資資産は2011年 Deposits、2012-2014年 C&BB、2015年以降 Consumer Banking における数値で、2018年までは client brokerage assets、それ以降は consumer investment assets。預金は図 37 の預金 (消費者) と同じ数字。投資/預金は単純な比率  
出所) 図 32 に同じ。

次に図 37 で預金と貸出を確認すると、貸出はそれほど伸びていない。図 35 にあった財産管理部門よりは大きいものの、それほど差が無い。これに対して預金の伸びは大きく、コロナ期にそれが顕著になっている。前掲図 8 でも確認したように、BofA は預金の伸びが大きかった。それをリテール部門が牽引しているのは不思議ではない<sup>54)</sup>。リテール部門のネット金利収入は、このように貸出よりも預金が大幅に伸びる中で獲得されているのである。もちろん差額は

グループ内移転を含め、何らかの資産になっているはずであるが、その運用利回りがそれほど高いとは考えにくい。この部門におけるネット金利収入の大きさは、図9が示唆するように、預金コストの低さが要因になっていると推察される。

ちなみに図38はリテール銀行顧客による投資口座の預かり資産である。この中にMerrill Edgeで受け入れた資金が含まれると考えられる<sup>55)</sup>。これを見ると、2021年まで残高が急激に伸びている。図37にある預金と比較しても伸びが大きく、比率が2011年の16%弱から2021年の35%程度にまで高まっている。こうした投資需要の伸びも、BofAの預金増大を後押しする要因になっているはずである<sup>56)</sup>。

図39 消費者向け貸出残高の内訳



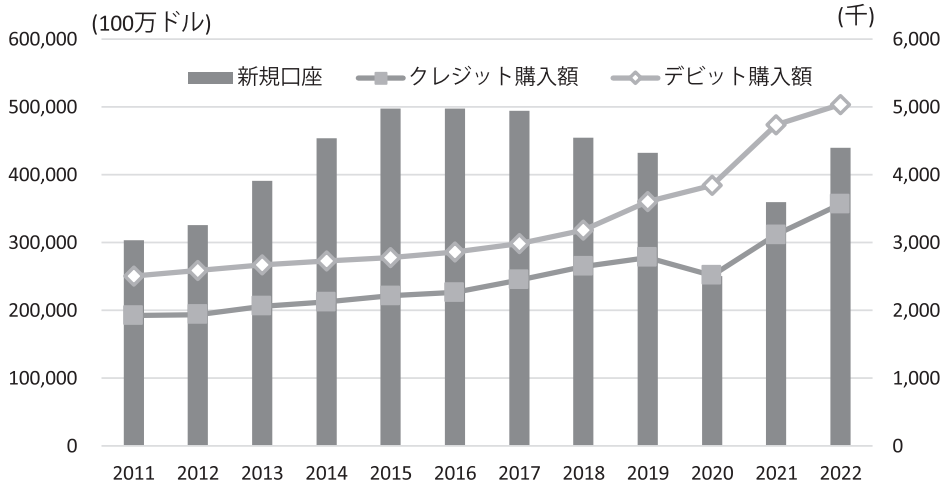
注) 連結貸借対照表注記の数値。非中核不動産には discontinued を含む。その他には direct/indirect を含む。

出所) 図32に同じ。

貸出側では何が中心になっているのかという点、図39から住宅ローンであることが分かる。2011年にはかなりの金額が処分対象に分類されて大幅に減少し、その後も減少基調が続いていたが、2015年を底に回復が見られる<sup>57)</sup>。それでも処分対象ローンの圧縮が進んできたことで、その伸びを相殺しているように見える。また、ホームエクイティは分類替えで2011年に大幅に減少した後も減少傾向を続けており、これも貸出の伸びの足を引っ張っている。そしてカードも驚くほど伸びが見られない。

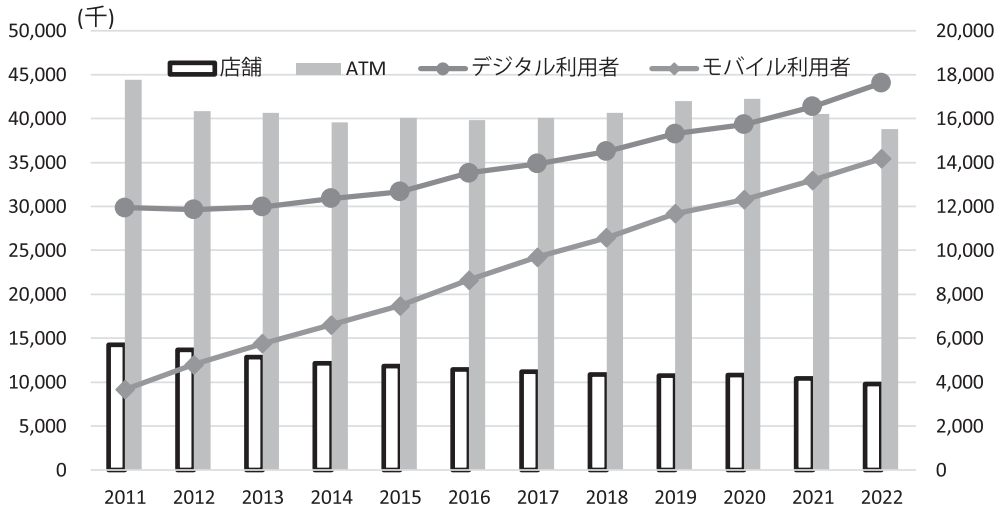
しかし、図40でカードの新規口座数を見ると、2015年まで勢いよく増加し、その後は伸びが鈍化して2020年にはコロナでさらに落ち込むが、その後は勢いを取り戻している。これに対応して、クレジットカード利用額は2020年を例外に増加を続けている。つまり、カード利用者は信用枠をあまり利用しなくなったかもしれないが、カード自体の利用を止めた訳では無い。デビットカードの場合は2020年にも利用額が前年比の増加を維持している。図36ではカード事業に収入の増加基調が見られなかったが、その要因は交換手数料が増えても、その分、特

図 40 カード口座と利用金額



注) 2011年の数値は2012年公表分。新規口座数はクレジットカードの新規口座開設数で右目盛り。購入額はそれぞれのカード利用額で左目盛り。  
出所) 図 32 に同じ。

図 41 実物拠点とデジタル・チャンネル



注) 2011年の数値は2012年公表分。部門は図 38 と同じ。店舗は 2014 年まで banking centers、2015 年以降は financial centers の数値で右目盛り。ATM も右目盛り。デジタル利用者とモバイル利用者は左目盛り。デジタルはオンラインとモバイルの両方を含む。利用者は過去 90 日間に利用があった顧客の数。  
出所) 図 32 に同じ。

典や共同ブランド提携先への支払いといった費用が増えるからであろう<sup>58)</sup>。

カードは BofA を含む大手リテール銀行にとって重要な顧客との接点になっている。それ以外の接点の状況を図 41 で確認すると、実店舗は図の期間中にネットで 1800 近く減っている。しかし、2010 年代の後半にはそれまでよりも減少ペースが落ちている。ATM に至っては 2010 年代の後半にむしろ盛り返して数が増えている。一方でデジタル利用者の数は増加が続いている。特にモバイルが好調で、自宅のデスクトップなど他ののみでサービスにアクセスする顧客はむしろ減っている計算になる。これらのチャンネルの組み合わせも含め、BofA のリテール業務の実態を確認しておきたい。

#### 4.5 リテール金融サービスのデジタル化と BofA の対応

大手銀行は金融危機後にサブプライム分野からの撤退やデビット交換手数料制限などによって多くの収入を失った<sup>59)</sup>。その中で各社は富裕層向けクレジットカードに注目し、American Express の戦略をコピーしてプレミアムカードを投入し始めた。カードの特典競争は想像以上に費用のかさむものとなったが、各社は止めることができなくなっている (Andriotis and Glazer, 2019)。BofA は他社にやや遅れて Premium Rewards カードを投入した。このカードは、年会費と買い物ポイントで見ると競合他社のマス層向けカードと変わらないが、BofA の各種口座に合計 2 万ドル以上残高を持つ顧客は買い物ポイントが大きくなる設計になっている (Andriotis, 2017)。この狙いは、BofA を主取引銀行として利用する顧客の獲得である<sup>60)</sup>。

クレジットカードは金融アンバンドリングを象徴する分野の一つであったが、すでに揺り戻しは生じている。現在は、どの大手銀行でも BofA と同じ狙いを持っている<sup>61)</sup>。その中にあって BofA が競合他社のプレミアムカードに真っ向から対抗しないのは、大手とは言え、首位までかなり距離がある BofA のクレジットカード業務における地位を反映しているのかもしれない<sup>62)</sup>。しかし、リテール金融のデジタル化が進行する中で、カードがどのような役割を果たすことになるのか不透明感が強まっており、むしろ BofA の対応はより環境変化に適応したもになっている可能性もある。

米国では 1990 年代初頭までに過半の家計が少なくとも 1 枚のカードを持つようになり、保有者の増加に応じて小売りでの受け入れも広がってきた (Evans and Schmalensee, 2005, p. 77)。それでもカード利用が困難なケースが存在したことに加え、手数料への反発があったことで、新たな支払い手段開発の試みが生まれてきた。その一つが P2P であり、1998 年に設立された PayPal の前身がサービスを開始した。これにいくつかの大手銀行が対抗したが、2000 年代の前半には全て撤退してしまった (神野, 2022, 105-107 頁)<sup>63)</sup>。BofA も Checkfree 技術を利用してメール送金の実験をしていたが、需要が見込めず計画を停止した (Bach, 2002)。

しかしネット接続の可能な携帯端末が普及し始めると、大手銀行はモバイル銀行業に乗り出すようになった。当初は残高確認が主な用途であったが、徐々に機能が追加され、その中に

P2P 支払いも含まれるようになった (Arnfield, 2013)。BofA、JPMC、Wells Fargo の 3 行はこの P2P で共通のネットワーク clearXchange を創設した (Johnson, 2011)。そこに他の銀行が参加し、ネットワークが拡大していった。2015 年には clearXchange をやはり銀行の共同事業である Early Warning が獲得し、翌年には主要行がリアルタイム取引処理に取り組み始めた。そして、当初は別々のブランドで提供していたサービスを Zelle に統一し、認知度を高めた (Brandford, 2017, pp. 3-4; Back, 2018b)。

大手銀行は単独展開を目指す傾向がある。しかし支払いに関しては、ネットワーク効果が欠かせない。カード普及を後押ししたのも多くの銀行が共通ブランドのネットワークに参加したことであると考えられる。モバイル銀行業に組み込んだ支払い機能の使い勝手が悪く、Venmo などの外部サービスに利用者が流れるくらいなら、ブランド名を諦めるくらい大したことはない。利用者が外部の支払いサービスに流れてしまえば、失うものは支払いサービスだけで済まないかもしれない。

ウォレットにも同じ話が当てはまる。ウォレット自体は何らかの支払い手段を接続しなければ利用できないが、認証情報を管理していることにより、ネットと実店舗の両方で支払いの窓口になる。その普及はネットワーク効果に依存している。他の大手銀行が独自のウォレット提供に向かっていたのに対して、BofA は独自のウォレットは提供せず、消費者から選ばれるウォレットに自行カードを接続してもらうことを目指した (Fitzgerald, 2016)。そしてコロナでウォレット経由の支払いが拡大し、それがそのまま定着するようになったことを受け、他の大手と協力して Early Warning が管理するウォレット計画を立ち上げた (Demos, 2021; Andriotis, 2023)。つまり、ここでも BofA は他行との協力を選んだ。

ウォレットは Paze と命名された。銀行は利用者体験への支配力を強め、Apple Pay 取引に求められる手数料の節約を期待する (Fitzgerald, 2023d)。すでに Apple や PayPal のウォレットが普及している中で、Paze がそれに割って入るのは容易ではない。しかし、Paze を普及させれば、Zelle を E コマースに浸透させ、最終的には実店舗にも広げられるとの指摘がある (Fitzgerald, 2023a)。さらに、銀行は Paze を通じて口座間支払いをカード・ネットワークに代替させようとしているのではないかの観測もある (Fitzgerald, 2023b)。もしそうであれば、交換手数料引き上げでカード・ネットワークへの不満が高まっていることを、Paze 普及に利用することもできるとの意見もある (Fitzgerald, 2023c)。参加銀行の意図はともかく、Zelle はカードと競合する性格を持つのである。

Zelle はカードが普及していないところで利用されることが多い。主な用途には家賃や、請求書を含む小規模事業向けなどの支払いが含まれる (Fitzgerald, 2021; Fitzgerald, 2022a)。これらは割り勘などの P2P ですぐに思いつくものは超えていても、カードがあまり浸透していない領域である。しかし 2022 年には銀行が Zelle の大手小売り利用を検討し始めた。これに JPMC は時期尚早との立場であったが、BofA と Wells Fargo が賛成している (Andriotis

and Benoit, 2022)。Zelle は即時の口座間移転であるため、詐欺や返金対応が普及の大きな障害になる。それに加え、カードが利用されなくなると、銀行は交換手数料を失う。それでも銀行が Zelle の小売り利用を議論し始めたのは、支払い技術の急速な変化への適応方法を検討する必要が生じたためと指摘される (Fitzgerald, 2022b)<sup>64)</sup>。

米銀にとってクレジットカード顧客は自行が主取引先ではないことも多かったが、今や銀行の主戦場はモバイル銀行業と言っても過言ではなく、支払いサービスはその一環に組み込まれている。上述のように大手銀行は、2010 年代初頭までにはモバイル銀行業に取り組むようになっていた。BofA はすでに 2009 年にモバイル銀行ツールで Apple ストア人気 1 位の地位を獲得している (Wolfe, 2009)。BofA はその前からモバイルが顧客にとって最も遍在的な銀行利用方法と公言し、拡張性の高いソフトを持つ mFoundry に出資した。この動きはオープン銀行業を目指すものと評価されている (Bills, 2008)<sup>65)</sup>。

モバイル銀行業で中核になり得る機能に PFM (Personal Financial Management) がある。これは複数口座の入出金状況を把握するサービスであり、デスクトップ時代から提供されていた。これをモバイルに乗せれば、PFM をより日々の受取・支払いと連動させることができるようになる。2010 年代後半に登場したネオバンクの多くは、何らかの形で PFM 機能を銀行業に取り込んでいた (神野、2023、115-117 頁)。そしてリアルタイムの支払い手段が登場したことで、口座の動きを把握することの有用性がさらに高まる。それは支払い側が口座の状況に応じて支払いのタイミングを選択できるようになるからである。

現在は口座の動きの把握で AI が利用されるようになってきている。BofA ではデジタル・アシスタントの Erica が、顧客の取引状況と問い合わせでの対応から顧客の嗜好や行動パターンを把握し、助言や推奨を行う (Crosman, 2021a)。そして、重要なことは、ネオバンクとは異なり、大手投資銀行には支払いや貸出に関する多様な銀行サービスに加え、ブローカレッジと財産管理業務がある。Javelin Strategy & Research の Emmett Higdon は「全ての主要銀行が投資部分をリテール・デジタル・チャンネルに統合しようとしている。消費者の利便性というよりも、次世代投資家を投資に向かわせるための橋を生み出している」とまで指摘している (Schoenberger, 2022)。

このように、メインの口座を提供し、そこに PFM 機能を組み込めば、多様なサービス提供機会が生じ、大手銀行が重視する財産管理業務へと顧客を誘導することが容易になる。小売りの支払いは重要であるが、多様な接点の一つである。カード利用があまり一般的ではないような支払いや、給与その他の受取でも顧客に口座を利用してもらって初めて包括的なデータを手入できる。銀行がモバイル・チャンネルを重視するのは、それが顧客の日常に最も深く食い込む手段と考えるからであろう。

それではモバイル銀行業さえ提供していれば十分なのかというと、必ずしもそう言い切れない。Alkami が 2021 年 6 月に行った調査によると、消費者が主取引先に行っているのは、デビッ



トカードを最もよく利用している銀行という回答が50%、給与の直接預金先が42%、オンライン/モバイル銀行業を最もよく利用している銀行が40%、ATMを最も利用している銀行22%、支店が近く最も訪問している銀行21%という結果であった<sup>66)</sup>。同年のCornerstone Advisorsの調査によると、38%はコロナ前より銀行とモバイルでのやりとりが増え、36%は支店訪問が増えた。この背景にはコロナの影響で銀行への質問が増えたためと考えられるが、同じ調査で37%は支店訪問が問題解決に手取り早い方法と考え、36%はネットで答えを探したが見つからなかったと回答した(Heun, 2021)。

BofAでもモバイルを主力チャンネルに位置づける中で支店を閉鎖、売却してきたが、2010年代後半には一度撤退した州でもその大都市部に再進出するようになった。それは富裕層が周辺部から中心部に移住するようになったからであり、BofAは大口取引に対応し、Merrill Edge専用スペースもある支店を新設した(Ensign and Jones, 2017)<sup>67)</sup>。同行の消費者銀行業担当Aron Levinによると、コロナ期でも売上の55~60%は物理的面会で生じており、実物拠点がないところでのマスマーケティングよりも、来店者の方がデジタルサービスを契約するのが容易とのことである(Kline, 2021)。つまり、実店舗はモバイル銀行業を補強する手段になっている。BofAはATMについても、モバイルとの連携に向けて多額の更新投資を行っている(Broughton, 2017)。

以上のような主取引口座の地位を獲得するための努力が、低コストの預金拡大をもたらしていると考えられる。BofAはコロナ期にあふれる預金を公的MBSで運用せざるを得なかったほどである。2022年にFRBが過去最高のペースで利上げする中でも、BofAを含む大手は消費者向け預金金利を引き上げなかったが、それでも図37から分かるように預金流出はほとんど生じていない。あるBofAの顧客によると、低金利でも貯蓄口座に10万ドル以上を入れていたが、それにより各種手数料が無料になり、ローンでは優遇金利が適用されるため、他に移すつもりはないとのことであった(Rabouin, 2022)。

粘着的な顧客は投資サービス、財産管理サービスに誘導する対象であろうし、顧客にとってもそれで優遇度が高まる。さらに財産管理のところで述べたように、それが事業向け財務サービスや投資銀行業務を生み出すこともある。事業向け銀行業はその他の資本市場関連と同じ部署に移されているものの、それで消費者向け業務との相乗効果が消滅する訳では無い。BofAは小売り向け支払い処理サービスを長らくFirst Dataとの合弁で手掛けてきたが、入金の流れやシステム障害など顧客の不満が多く、独自の支払いサービスを拡充するため合弁事業の終了を決断した(Andriotis and Ensign, 2019; Thomas, 2019)。この動きではJPMCがかなり先行し、小売りと消費者向けの特売を直接交渉するなど戦略の柔軟性を高めている(Johnson and Rieker, 2013)。小売り向けサービスは、消費者向けサービスの個別化にも利用できるものである。

大規模なりテール銀行業の維持にはコストがかかり、多額の投資も必要になる。競争は激し

く、必ずしも収益を保証するものではない。それだけに、大手にとっては他業務との相乗効果を最大限発揮することが重要になる。支払いのデジタル化進行は、その実現を現実的な目標とする契機になっているのかもしれない。

おわりに

BofA は金融危機時の 2 件の買収から多額の法的費用を負担することになり、危機後に厳しいリストラを迫られた。しかし Merrill との統合は資本市場関連とリテール関連で既存業務との相乗効果を発揮した。近年はその中でも特にリテールに隣接する部分での成果が目立つようになってきている。

マーケット業務は資本市場業務と財産管理業務の補完的な位置づけになっているが、それ自体で強みを発揮することができなければ、補完にもならない。BofA も競合他社同様、電子化に対応し、プライム・ブローカレッジでは証券サービスを組み合わせて顧客の取引拡大を後押ししている。資本市場取引でのデジタル技術利用が始まっており、仲介業者の支配力が低下する中、中抜き脅威を抑制する上でセルサイドとしてのマーケット活動の重要性はますます高まっていると考えられる。調査部門における企業と投資家の会合設定もその一環である。

投資銀行業務では、DCM が BofA の強みの源泉になっており、それが競合他社以上に売却困難なローンを抱え込むことにつながった面がある。信用ファンドの台頭は、DCM を梃子に投資銀行業界での地位を引き上げようとする BofA にとって、過大なリスクの引受を強いる要因になったのであろう。しかし、最近は所用資本の余裕も無くなり、BofA でも信用ファンドとの共存を探らなければならなくなっているように見える。

以上の業務であれば BofA は Goldman、Morgan Stanley、JPMC の三強を追いかける立場であり、健闘しているとは言え、その中に食い込む BofA の独自性を見いだすのは難しい。その状況を変える可能性があるとするれば、やはり資本市場業務への財務サービス組み込み、財産管理業務のリテール銀行業による増強、そしてそれらの連携であろう。

財務サービスで BofA は当初、比較的少数の米系大手企業に焦点を絞っていた。それが各国大手銀行の国際業務縮小によって各地の現地有力銀行との取引を重視するようになった企業ニーズと合致していた。しかし支払い可視化と高速化が求められるようになるにつれ、BofA を含む銀行は取引対象の拡大を目指すようになってきている。コロナによる供給網混乱でその機運がさらに高まった。ちょうど大手投資銀行は投資銀行案件で中小企業を重視するようになっており、国際財務サービスを手掛ける大手銀行にとってはそれが有力地銀に対する差別化要素となる。

財産管理業務では当初、大手は富裕層の中でも上位層に焦点を当てていた。それが投資銀行業務や貸出業務での強みを活かすことにもなった。しかし証券業界全体での価格競争激化と業界構造のモジュール化によって、これまでは機関投資家や一握りの超富裕層にしか開かれていなかった代替資産投資や特別仕様の投資が、幅広い層に提供されるようになった。その中で

BofA は、財産管理業務のデジタル活用を Morgan Stanley など他の大手総合証券に先行して開始し、リテール銀行業でのカード依存脱却と主取引口座提供の努力で JPMC など他の大手リテール銀行を先導した。

中小事業向け財務サービスと、消費者向けのリテール銀行業務および財産管理業務が、個人事業主向けを含めて相乗効果を発揮し、それが投資銀行取引や次世代投資家顧客の獲得で命運を分けるようになると、BofA は Goldman と Morgan Stanley にとっただけでなく、JPMC にとっですら脅威になり得る。しかしリテールの消費者と事業向けの両面展開で BofA は JPMC に追いついたとは言えず、財産管理では同社に追い上げられている。また両社が持つ自前の拠点網はいつ重荷になるか分からない。いずれにせよ、顧客は単一の業者に囲い込まれることを望んでおらず、多様な選択肢が維持されることがサービス利用者にとっては重要であろう。

#### 注

- 1) Bank of America Private Banking は 2018 年まで U.S. Trust の名前であった。顧客残高では 2015 年まで、収入では 2018 年までその他という事業ラインの分類もあったが、それを含めても Merrill と Private Banking の比率はほとんど変わらない。
- 2) Merrill Lynch Direct は 2000 年 4 月までに顧客資産を 20 億ドル以上にまで増やした。しかし当時は米オンライン・ブローカー口座で Fidelity、Schwab、E\*Trade の 3 社が 70%以上を占めていた。また同時期に Forrester Research 調査担当の Ron Shevlin は、ML Direct の顧客資産で 80-90%は Merrill の既存顧客による資産の移動と推計している。ただし、Shevlin はそれで Merrill は顧客を維持できていると指摘している (Sweet, 2000)。
- 3) Mcgough (1997) によると 1996 年にはノー・ロード投信の内、18.3%がアドバイザーかブローカーのラップ口座経由で販売されていた。
- 4) 12b-1 手数料とは運用会社が管理手数料と並行して投資家から徴収する手数料である。1980 年の規則改正で投資会社が顧客資産の一部を販売向けに支払うことが認められるようになったことからその名前が付いた。当初は広告、目論見書、販売書類向けに利用されたが、すぐに販売課金として運用会社がブローカーや仲介機関へ支払いを行うのに利用されるようになった。
- 5) FA (アドバイザー) という場合、助言を提供するブローカーと RIA の両方を含む。
- 6) 1974 年に Paul Samuelson が論文で披露した S&P 500 追跡ファンドの考えに衝撃を受け、その翌年に John Bogle が Vanguard を創業したということである (Segal, 2015a)。ただし、技術的な問題もあってインデックス運用の普及には時間がかかった。ようやく受け入れられ始めるのは 1970 年代も末頃になってからのようである。詳しくは井手 (1986)、123-131 頁を参照されたい。Clements (1990) によると、個人投資家向けのインデックス投信では 1990 年に入るまで実質的に市場を Vanguard が支配していた。長らくその動向を無視していた競合の Dreyfus と Fidelity が、ようやくその年になって低価格の S&P 500 追跡商品を投入した。
- 7) Vanguard のサイトによると、例えば大型株 500 銘柄に投資する Vanguard 500 Index Fund のアドミラル株では経費率が 0.04%になっている。標準投資家株は 0.14%である。  
<https://institutional.vanguard.com/investments/product-details/fund/0040> (2023 年 4 月 28 日時点)。

- 8) Fidelity が手数料ゼロの投信を投入した際は、対抗の動きが予想されたが、その動きは広がっておらず、Fidelity のファンドはそれほど資金獲得に成功していない。Simon Kucher & Partners ストラテジストの Wei Ke は、もうパッシブは低コストという認知が定着したので、これ以上価格を下げる必要も無く、ゼロだと逆に消費者が警戒すると指摘している (Loder, 2019b)。一方、2023 年の 8 月までには JPMorgan Chase (JPMC) と Dimensional の低価格アクティブ ETF が新規流入額でそれぞれ 3 位、4 位に入った (Pitcher, 2023)。
- 9) RIA は 1940 年投資顧問法に基づく受託者責任を負っており、顧客利益の優先が求められる。長らくブローカーは、その対象外でも FA の肩書きを用いることが多かったが、2016 年の労働省規則では退職口座について統一的な受託者規則が公表された。この規則に最安値の商品を選択する必要が規定されていた訳ではないが、一般的にはそれが規則に従う上で安全と考えられた (Maxey, 2017)。労働省の規則は最高裁から無効判決を受け、2020 年には SEC がそれに代わる包括的な最良利益規制を導入した。これによりブローカーは個人が免許を受けるか会社が RIA 登録しない限り FA を名乗ることができなくなり、手数料、費用、利益相反を全て公開しなければならなくなった (Zweig, 2020a)。
- 10) Vanguard の Personal Advisor Services に関する記述は、この記事の他に、“Vanguard Introduces Personal Advisor Services, Lowers Minimum To Investors With \$50,000.” CISION PR Newswire, May 5, 2015 を参照している。
- 11) この記事によると、Schwab が Intelligent Portfolios に投入した 11 社合計 54 本の ETF の内、14 本は Schwab 商品であった。上述のように Intelligent Portfolio では助言手数料がゼロになっているが、投資に利用した商品のコストは顧客に請求される。
- 12) 2019 年の 9 月 30 日終値に比較して、Schwab がオンライン取引コミッション廃止を発表した 10 月 1 日には同社の株価が 10% 近く下げたが、同月 25 日までには下げ幅が 2% にまで縮小していた。E\*Trade は 10 月 1 日に 16% 下落し、25 日にマイナス 6% まで縮めた。TD Ameritrade は 26% の下げをマイナス 17% まで戻しただけであった。Sandler O’Neill+Partners によると同年 9 月末までの収入に占めるコミッション比率は Schwab で 7%、E\*Trade で 16%、TD Ameritrade で 25% であった (Osipovich, 2019b)。
- 13) E\*Trade は Morgan Stanley が買収している。これについては神野 (2020)、115-116 頁を参照されたい。オンライン取引のコミッションがゼロ化される前に、2016 年の E\*Trade による OptionsHouse 買収、2017 年の TD Ameritrade による Scottrade 買収が生じていた (Beilfuss and Osipovich, 2019)。Schwab と TD Ameritrade の統合は、事務統合によるコスト削減効果に加え、ブローカー部門の巨大化による PFOF での交渉力向上、カストディ業務やロボ助言業務の規模拡大が期待されていた (Demos, 2019; Ensign and Rexrode, 2019)。皮肉なことに、コミッション廃止からしばらくは、ネット証券大手 3 社で顧客の取引量が増えなかったのは Schwab だけであった (Demos, 2020)。しかし無料の取引が大きく増えても、それを他の収入につなげられなければ意味が無い。やはり TD Ameritrade の単独での生き残りは極めて困難であったと考えられる。
- 14) Nasr (2023) によると、ロボ助言の AUM 上位は Vanguard Digital Advisor が 1407 億ドル (2022 年 12 月時点)、Schwab Intelligent Portfolios が 703 億ドル (2022 年 9 月時点)、Wealthfront が 340 億ドル (2022 年 12 月時点)、Betterment が 360 億ドル (2023 年 4 月時点) となっている。
- 15) Betterment は 2017 年に、テキストで FA に相談できるサービス提供と、従来の電話による対応のプレミアム・サービス手数料を 0.5% から 0.4% へと 20% 値下げした (Tergesen, 2017)。また、ロボ助言が祖業ではないが、同年には SoFi が、電話とチャットで FA から無制限に助言を受けることができるロボ助言、SoFi Wealth を開始した。“SoFi Wealth Brings the Best of High-Tech and Human Guidance

- to Online Investing,” CISION PR Newswire, May 16, 2017.
- 16) “Edward Jones accelerates journey toward human-centered complete wealth management,” EdwardJones, March 15, 2022. この記事によると、同社は2022年に10億ドルを技術インフラ、デジタルへの取り組み、遠隔対応ツールに投資し、顧客とFAの関係を深めようとしている。
- 17) 沼田他(2009)によると、同社は1962年の創業当初から個人向け助言に注力する珍しい証券会社であった。業界全体が苦境に陥った1970年代から外部チャネル拡充に乗り出し、コミッション手数料併用型と手数料限定RIAの両方に対応するようになった。Wursthorn(2017f)によると、2017年にRay Jで独立契約業者として活動するアドバイザーは4221人であった。これに同社ブローカー部門の自社FAを合わせると合計で7200人ということである。またWursthorn(2015d)によると、Ray Jは2012年にMorgan Keeganを、そして2015年にはDeutsche Bankから元Alex. Brownのチームを買収している。
- 18) 同社は2019年にAllen & Companyを買収し、その従業員を直接雇用にしたが、この買収は経営者の負担を軽減する目的であり、Allen & Companyのブランドをそのまま残している(下山・岡田、2020、40頁)。
- 19) “LPL Financial To Leverage Blackrock Solutions’ FutureAdvisor to Offer Robo Solution to Advisors and Their Clients,” LPL Financial, April 13, 2016. “A Year Later: Use of LPL Financial’s GWP Platform is Growing Quicker than Any Other Platform in LPL History,” LPL Financial, July 30, 2018.
- 20) Citi Private Bankによる2023年版ファミリーオフィス調査では対象268の80%が直接投資に関心を持つと回答していた。これは管理資産5億ドル未満のような小規模オフィスが直接投資を抑制し始めたことを受けた数字である。直接投資の大部分はベンチャー市場で行われている様子であり、56%が早期段階、55%が成長段階に関心を持っていた。LBOに関心を持つのは19%であった。ベンチャー投資では、当該家計が財産を築いた分野に投資することが多いとのことである(McElhaney, 2023)。ベンチャー企業創業経験者が個人的関係を利用して投資するなら、投資銀行の出る幕はあまりないかもしれないが、投資銀行の方が幅広い投資の選択肢を提示することくらいはできるであろう。
- 21) Zhu(2019)によると、ブローカー・ディーラー向け清算顧客数ではPershingが625と2位RBC Correspondent Servicesの190を大きく引き離しているが、RIA向けカスタディ顧客数ではSchwabが7600強でAUCが1.5兆ドル、TD Ameritrade Institutionalが7000強(AUCは不明)となっている。Pershing Advisors Solutionsは6位で749、AUCは7340億ドル、Fidelity Clearing & Custodyは顧客数が3950で顧客資産は2.3兆ドルであるが、カスタディと清算を分離していないということでランク外扱いになっている。Beilfuss(2017b)では、この4社が4強で、合計の独立助言業者向け市場のシェアが50%を超えているとのことである。その数字にブローカーが混ざっているのか、顧客数なのか預かり資産なのかについては記載されていない。
- 22) RIA ChannelがForm ADVに基づいて2021年9月末時点のAUM順位を公表している。それによるとEdelman Financial EnginesのAUMは2600億ドルになっている。
- 23) “CORRECTED-MOVES-HighTower lands second \$1 billion financial advisory team in a month,” Reuters, February 1, 2017. Wursthorn(2017c)によると、同社は独立助言事務所を獲得して事業を拡大してきた。2017年にはPEのLee Equity Partnersから12の助言業者連合WealthTrustを買収している。ちなみにRIA Channelの2021年データではAUMが744億ドルとなっており、首位とはかなり距離がある。
- 24) 2014年にHightTowerは、Envestnetの退職プラン向けプラットフォームであるRetirement Solu-

tions を自社サービスに組み込んだ。“HighTower Partners with Envestnet Retirement Solutions for its Industry-Leading Technology Platform,” CISION PR Newswire, December 3, 2014. Focus は 2009 年にポートフォリオ・リバランス向けソフトの納入業者として Envestnet 傘下の Tamarac を選択した。“Focus Financial Partners, the leading partnership of independent wealth management firms, chooses Tamarac as their preferred portfolio rebalancing software vendor,” Envestnet Tamarac, Press Release, May 6, 2009. 一方で Envestnet は 2020 年に Dynasty にマイナー出資し、Envestnet を利用する RIA が Dynasty の事業支援サービスにアクセスできるようにすることを発表した (Thrasher, 2020a)。

- 25) “Jurg Zeltner: The pioneer of the CIO,” *Euromoney*, February, 2019. 現在は顧客に多様な情報を配信し、その中の何に顧客が反応したかを追跡して、販売活動につなげるようになってきているようである (Wilson, 2023)。UBS では CIO のアナリストを Evidence Lab が支援している。UBS Americas の Brian Hull は「我々は 9 万の天気局から情報を得て、船舶を追跡する。それで経済状況をリアルタイムで把握する。それらは Evidence Lab が開発し、発掘するデータのごく一部である」と説明している。“Best bank for wealth management: UBS (Awards for Excellence – North America),” *Euromoney*, July/August, 2020.
- 26) この記事によると、Jon Maier が開発したモデルは Maier モデルと呼ばれるようになり、BlackRock などの運用業者では、そのモデルに商品が採用されると販売員が祝杯を挙げたとのことである。Merrill 内では 1 人の従業員が目立ちすぎることによる不安が広がり、Maier は Global X からの誘いに応じて移籍した。しかし BofA は 2016 年に CIO を設置し、2017 年から正式に稼働を開始している (Steger, 2016)。
- 27) この記事では Schwab の複数資産ソリューション責任者 Jake Gilliam による次の証言が紹介されている。「どこも洗練されて成功する投資過程を持っていた。しかし金融市場の複雑性が高まり、あまりに多くの時間と労力を要するようになった。ある事務所は 80 近いモデル・ポートフォリオを内部で構築していた。そんな多くのモデルを動的な投資環境で評価し続けるのは無理だった。また評価していく中で、多くの事務所の内部モデルに多様なバイアスがあると分かった。大きな横ずれがあるのが一般的だった。それがしばらく更新されない。結局、多くの事務所は新たな外注方法を求めた。投資部分を外注し、日々の管理作業から完全に解放されることだ。」Schwab は複数のモデル・ポートフォリオを運営しており、それが Envestnet や TD Ameritrade など多くの販売プラットフォームで利用できるとのことである (Manganaro, 2023)。ちなみにこの商品は ETF の形式で販売されている。Charles Schwab Asset Management, Schwab Model Portfolios: Long-term portfolios built to help your clients reach their goals, March 2023.
- 28) Tamarac は 2019 年に Schwab から同じ機能を持つ PortfolioCenter を買収している。Schwab は 2010 年に Tamarac と直接競合する複数カスタディのポートフォリオ管理計画を打ち出し、その鍵が PortfolioCenter だったが、運用部門責任者が Andrew Salesky になって外部ベンダーとの協力を重視するようになった (Neal, 2019a)。また Tamarac は 2019 年に Merrill Private Wealth Management が取り込んだ。同部門の責任者 Don Plaus は、これによって超富裕層顧客が複数機関の関与する複雑なポートフォリオを、単一の報告で資産配分とパフォーマンスについて総合的に確認できるようになると語っている。BofA はすでにこの時点で Yodlee もデータ収集に使っていた (Neal, 2019b)。Yodlee は Morgan Stanley も 2016 年から利用している。2018 年にはその外部口座データ収集に基づいて目的計画システムを投入した。狙いは投資パフォーマンスではなく、顧客の目標達成に向けた助言を提供することである。これについて Morgan Stanley 財産管理共同責任者 Andy Saperstein は「これまで、顧客が外部口座の情報を差し出す理由はなかった。その価値を示せないから。これを提供し始めてまだ

間もないが、その有用性を説明して、実際の恩恵を量的に示すことができれば、彼らは受け入れに積極的になる」と語っている (Neal, 2018)。

- 29) Veres (2023) によると、大手カストディ業者は古い技術の更新に苦戦しており、RIA は使い勝手の良いソフトを求めて取引、リバランス、追跡、報告にはカストディ業者の技術を利用しない。しかし 2022 年の T3/Inside Information Software Survey によると、回答 FA の 20%強が包括パッケージを利用しており、より強い統合性を求めてカストディ業者との統合を好むようになる可能性もあるとのことである (Veres, 2023)。ちなみに Envestnet のカストディ開始計画は、2 回延期され、当初 2023 年末だったのが 2024 年半ば以降になった (Fu, 2023)。
- 30) 新規参入について、この記事では RIA 業者の Potomac Fund Management による独自 TAMP 立ち上げの例を挙げている。大手 TAMP の巨大化による、小口顧客向けサービスの劣化を懸念した動きである。
- 31) 統合について当時 Brinker の CEO、Noreen D. Beaman は、「Orion と一緒なら、Brinker はアドバイザーのワークステーションにかつてなかったような形で統合される。Orion のモデル・マーケットプレイスを通じて」と語っている。
- 32) Celent の Will Trout は、「Vanguard は技術の遅れに気づいている。しかし潮目は変わっている。Vanguard は外部ソリューションに目を向け始めた。例えば Yodlee を使っている。Vanguard は Fidelity のような技術会社じゃないし、それを目指してもいない」と指摘している (Breen, 2019)。
- 33) Betterment は 2015 年から IFA 向け事業を開始し、FA が顧客資産の運用先を確保し、ポートフォリオ管理を自動化できるようにしていた。そこに多様な運用戦略を提供している (Beilfuss, 2019a)。同社は Wealthfront と並んで、SRI ファンドやスマート  $\beta$  ファンドも取り扱っている (Tergesen, 2018)。
- 34) BlackRock は 2020 年にこのサービスの顧客として Brinker を獲得した (Thrasher, 2020b)。しかし上述のように Brinker と統合した Orion はリスク分析機能を持つ HiddenLevers を買収して Aladdin と競合するようになった。それでも Orion と BlackRock との提携関係は続いており、2023 年には Orion が Portfolio Solutions に BlackRock の固定金利 SMA 商品を追加した。“Orion Expands Advisor Access to Fixed Income by Adding BlackRock Fixed Income SMAs to the Orion Portfolio Solutions Platform,” businesswire, April 10, 2023.
- 35) iCapital, “BlackRock and iCapital Network<sup>®</sup> Expand Existing Partnership to Broaden Private Market Access to Wealth Managers Internationally,” Press Releases, June 15, 2021.
- 36) 直接インデックスでは比較的少数の銘柄で投資家の要望に応じた調整を施しながら目標のインデックスを構築し、銘柄の入替を通じて税負担を抑制できる。かつては機関投資家と超富裕層だけが利用できるサービスであったが、そのコストが低下し、助言手数料を 0.25%しか徴収しないロボ助言でも一部の顧客に提供するようになった (Templin, 2021)。直接インデックスと同じ事を、ETF を使ってより安価にできるという主張もある。しかし、両者を補完的に利用することもできる。Vanguard の個人インデックス責任者 Emily LeStrange は「もし評価益が大きい ETF をいくつか持っていて、インデックス・ファンドに入れ替えたい場合、ETF を処分するとキャピタルゲイン税が大きくなる。代わりに ETF を直接インデックスに移管すると、戦略的に税損失を活用できる」と指摘する (Hulbert, 2023)。
- 37) Vanguard は 2021 年に、それまで機関投資家顧客向けに提供してきた PE 戦略を、一定条件を満たす個人投資家向けにも提供し始めた。Vanguard, “Vanguard to Broaden Private Equity access to Qualified Individual Investors,” News release, May 19, 2021.
- 38) Apollo, “iCapital Network<sup>®</sup> Announces Latest Funding Round Led by WestCap,” Press Releases, December 24, 2021. この資料によると iCapital には Blackstone、KKR、Carlyle も出資している。

- 39) Schwab は 2019 年にマーケットプレイスを開始し、当初の参加は iCapital だけであった (Thrasher, 2020d)。CAIS は 2020 年に参加した。CAIS, “CAIS Selected to Join the Schwab Alternative Investment Marketplace Platform™,” Press Releases, April 2, 2020.
- 40) Envestnet の Tamarac では、2016 年から CAIS が利用できる。CAIS, “Envestnet/Tamarac Announces Integration with CAIS,” Press Release, March 23, 2016. iCapital は 2022 年に Envestnet、UBS と共同で Alternatives Exchange を立ち上げた。Envestnet, “UBS, Envestnet and iCapital Announce Launch of Alternatives Exchange Platform Offering Expanded Access to Alternative Investment Strategies and Education,” Press Releases, March 31, 2022.
- 41) Morgan Stanley も E\*Trade 買収時に RIA カストディ事業が付いてきたが、その事業を Axos Financial に売却した (Davis, 2021)。しかし Goldman は United Capital 買収で乗り出したマス富裕層向け投資助言事業を RIA グループの Creative Planning に売却し、同社向けにカストディその他支援サービスを提供する契約を結んだ (Berman, 2023b; Natarajan, 2023)。つまり Goldman は超富裕層に特化し、マス富裕層への対応は外部に任せることにした。このように大手投資銀行と言ってもそれぞれ対応が異なることには注意する必要がある。
- 42) 古いプラットフォームとは Merrill Consultant、Mutual Fund Advisory、Personal Advisory、Personal Investment Advisory、UMA の 5 つであり、それぞれ手数料体系、加入手続き、サイトが異なっていた (岡田・和田、2015、7 頁)。
- 43) Merrill はコミッション廃止を現状打破の売り文句とした。広報担当によると、BofA との統合以降で消費者を対象とした最大の販促キャンペーンとのことであった。John Thiel の後任 Andy Sieg は「我々の業界に対する信頼を高めるのに役立つ。顧客が退職貯蓄について、誰の利益も彼らの利益より優先されることはない」とコミッション廃止の意義を説明している (Wursthorn, 2017a)。労働省の規則については注 9 を参照されたい。
- 44) Merrill Edge は、BofA のネット証券口座、Merrill Lynch Direct、Merrill のコールセンター助言を統合したものである (Bliman, 2011)。
- 45) Merrill Edge の助言は資産 2 万 5000 ドル以上の顧客が対象になっていた (Shidler, 2013b)。
- 46) 2019 年にモデルを追加した際、モデルの合計は 165 で、内 125 が CIO チームによる管理とある。残りは外部の運用業者が開発・管理するモデルである。2019 年に追加された 40 の内、10 は BlackRock、JP Morgan、Franklin Templeton、Natixis のものであった。FA とその顧客は、どの程度 CIO の見方を受け入れるかについて裁量を持つ。Merrill の FA で 90% は少なくとも一つのモデルを利用していた。25% は顧客資産の 1/4 以上をモデルで運営していた。Bank of America, “Bank of America Adds 40 Model Portfolios to Merrill Lynch Investment Advisory Program,” Newsroom, October 28, 2019.
- 47) Andy Sieg は「我々の顧客は、CIO がそうすべきと思うほどには PE、ヘッジファンド、ハード資産などの代替投資を行っていない」と述べている (Lee, 2022)。
- 48) “BofA Invests in Alternative Investment Platform iCapital,” PYMNTS, June 23, 2022.
- 49) Bank of America, “Merrill Introduces Premium Access Offering to High-Net-Worth Clients for More Personalized Investment Strategies,” Newsroom, October 27, 2022. 立ち上げ時に利用可能な外部運用マネジャーは AllianceBernstein、BlackRock、Franklin Templeton、Lord Abbett、Natixis Investment Managers/Loomis Sayles、Nuveen、PIMC となっている。また一部の顧客とは BofA グループ全体で 500 万ドル以上の残高を持つか、外部も含めて 1000 万ドル以上の投資可能資産を持つ顧客を指す。



- 50) 例えば BMO Wealth Management の Steve Hunt は、「我々のプロが、適切なツールで容易に執行できるようになり、顧客と深い対話をできるようにしたい」とデジタル財産管理ツール導入の狙いを語っている (Yurcan, 2018)。また JPMC 資産・財産管理 CEO、Mary Callahan Erdoes は、技術が人材の獲得と維持の能力を決めるようになると主張する。同社は FA の端末に投資するのに加え、全ての人間にコード作成のクラスを提供している (Avery, 2020)。
- 51) あるシンガポール拠点人材仲介業者は、「トップのバンカーは頻繁に動かない。動きはするが、動くときは顧客に付いてきた方が良くと説得しなければならない。新たな会社の方が良いサービスや商品があると」と証言する。また Deutsche Bank の東南アジア財産管理責任者 Shang-Wei Chow は「顧客が簡単にポートフォリオを動かす時代はますます衰退している。顧客は複数の銀行口座を持つ。動くことに利点があるか自問するようになってきている」と指摘する (Wilson, 2022b)。
- 52) Wall Street Journal 誌が MarketCast に委託した 2019 年調査によると、お金に関する態度を形成する上でデジタルが最大の役割を果たしたとの回答は、ミレニアル世代で 31%、X 世代は 15%、ブーマー世代は 5% であった。ミレニアル世代は 46% が金融のことをサイトで学びたいと回答しており、専門家に相談したいの 25% を上回っていた。そしてミレニアル世代の 22% が Betterment や Wealthfront のモバイル助言を利用していたが、ブーマーは 4%、X 世代は 3% 未満であった (Sardon, 2020)。
- 53) DBS Private Bank 責任者 Joseph Poon は「財産管理と消費者事業を統合している銀行は、基本的にコストを削減し、人員を管理している。シナジーを生み出し、コストを共通化させるのに役立つ」と証言している (Wilson, 2021)。
- 54) 図 36 にあるネット金利収入をグループ全体の預金金額で割って、リテール部門預金のシェアを求めると、2008 年の 74.6% が 2011 年の 51.9% まで落ちた後は、2014 年の 56.3% に戻している。2015 年は business banking が Global Banking に移管された影響で 50.5% と前年より低くなっているが、そこから 2021 年の 58% まで高まった。2022 年は 57.2% になっている。
- 55) Consumer Investments は Merrill Edge を通じて顧客の投資にサービスするとある。Bank of America, Form 10-K, For 2022, p. 38.
- 56) 2018 年に Merrill は Merrill Edge を含めて、顧客現金を自動的に MMF にスウィープするサービスを停止し、代わりに BofA の預金にスウィープするようにした (Zweig, 2018)。Merrill のスウィープ金利があまりに低いことに対して 2019 年には投資家が訴訟を起こすが、裁判所は訴えを却下した (Braswell, 2020)。
- 57) 2010 年の数値を、2011 年に公表された前年分の数値と比較すると、抵当からは 910 億ドル、ホームエクイティからは 664 億ドルが処分対象に分類替えされている。
- 58) 2016 年からカード関連の非金利収入だけでなく、グロスの交換手数料収入と特典・提携費用が公表されるようになった。その差額は 2022 年まで 40 億ドル前後で、大きな変化が見られない。
- 59) BofA の場合、2010 年の時点で超過引出への課金、クレジットカード金利と手数料の制限、デビットカード交換手数料上限設定で、年間 43 億ドルの収入を失うと試算している (Miller, 2010)。
- 60) CEO の Brian Moynihan は「クレジットカードの例では、危機前は商品販売に目を向けていた。今では深い関係に目を向けている。以前はできるだけ多くの顧客向けにカードを発行しようとしてきた。結果、償却比率が良い年でも年 5% に近かった。-中略-。2010 年からは全ての顧客に対して低コスト業者になろうとしている。優良顧客については主な小切手口座・カード供給業者になろうとしている。我々は販売員に販売量に応じたインセンティブは払わない。我々の目標は顧客の包括的なリレーションシップ銀行になること」と語っている (Lee, 2017)。
- 61) カード業務のアンバンドリングについては神野 (2019)、金融危機後における JPMC のリテール業務

については神野 (2021)、Citi のリテール業務については神野 (2022)、神野 (2023) を参照されたい。

- 62) Statista によると米クレジットカード利用額順位で、BofA がプレミアムカードを投入した 2017 年に、BofA は 5 位 (利用額 3329 億ドル) で首位 JPMC (6699 億ドル) とかなり差があった。2022 年には BofA がやはり 5 位で 4810 億ドル、首位 JPMC は 1 兆 1430 億ドルと差が開いている。Statista, Leading credit card issuers in the United States from 2007 to 2022, based on value of transactions for goods and services, February 2023. ちなみにこの資料での BofA のクレジットカード利用額は図 40 の数字よりかなり大きくなっているが、その理由は分からない。
- 63) Citi が AOL との提携で手掛けた c2it と、Wells Fargo が eBay と共同で手掛けた Billpoint の閉鎖理由は利用が伸びなかったことである。しかし Bank One の eMoneyMail は詐欺の多さを理由にサービスが停止され、NYCE が計画していた P2P 構想は受取人が他人にデビットカードの番号を伝えなければならないことが一つの障害となって実行されなかった (Brandford, 2017, p. 2)。
- 64) Zelle の小売り利用に関する議論で、JPMC が反対、BofA と Wells Fargo が賛成の立場をとるのには、カード首位の JPMC に対する BofA と Wells Fargo の挑戦という面もあるのではないかと考えられる。
- 65) mFoundry は 2013 年に FIS が買収している (Wisniewski, 2013)。その前年に mFoundry は Fin.X というプラットフォームを立ち上げている。これを利用することで、金融機関は顧客に遠隔預金獲得、P2P 資金移転、口座補充、抵当金利や自動車保険料の確認、口座開設、ギフトカード発行、小売り負担特売、小売りバーコードのスキャンといったサービスを提供できるとのことである。“mFoundry’s Next Generation Mobile Banking Solution Accelerates Top-Line Revenue, Strengthens Loyalty, Increases Profitability,” businesswire, October 8, 2012.
- 66) “What Digital Banking Users Value in UX,” *American Banker*, June 9, 2022. この調査は最低でも月 1 回はオンライン/モバイル銀行業を利用している消費者が対象になっている。
- 67) BofA は 2018 年に、その後の 4 年間で 500 以上の支店を開設する計画を発表した。主な対象は PNC などの大手地銀の勢力が強い中西部ということであった。“B of A is latest big bank to announce aggressive branch expansion,” *American Banker*, February 27, 2018. Back (2018a) は、同じ時期に JPMC も新市場における支店開設計画を発表しており、公言はされないが、Wells Fargo のスキャンダールで同行から逃げた顧客を奪おうという狙いがあると分析している。

## 参考文献

- 石井康之 (2011) 「上場によってさらなる成長を狙う独立系証券会社 LPL」野村資本市場研究所『野村資本市場クォーターリー』冬、1-7 頁。
- 井手正介 (1986) 『アメリカのポートフォリオ革命』日本経済新聞社。
- 遠藤幸彦 (1999) 『ウォール街のダイナミズムー米国証券業の軌跡ー』野村総合研究所。
- 岡田功太・和田敬二郎 (2015) 「近年の米国 SMA 及びファンドラップ市場におけるイノベーション」野村資本市場研究所『野村資本市場クォーターリー』夏、1-11 頁。
- 神野光指郎 (2019) 『アメリカ金融仲介システムの動態』文眞堂。
- (2020) 「米大手投資銀行の業務展開 (2) – Morgan Stanley (下)」大阪市立大学経営学会『経営研究』第 71 巻第 2 号、87-126 頁。
- (2021) 「米大手投資銀行の業務展開 (3) – JPMorgan Chase (下)」大阪市立大学経営学会『経営研究』第 72 巻第 1 号、221-282 頁。
- (2022) 「米大手投資銀行の業務展開 (4) – Citigroup (下-前編)」大阪公立大学経営学会『経営研

- 究』第73巻第3号、85-133頁。
- (2023)「米大手投資銀行の業務展開(4) -Citigroup(下-後編)」大阪公立大学経営学会『経営研究』第73巻第4号、111-162頁。
- 下山貴史・岡田功太(2020)「米国地域金融機関の証券ビジネスを支援するLPLフィナンシャル」野村資本市場研究所『野村資本市場クォーターリー』冬、23-41頁。
- 沼田優子(2006)「変容する米国証券会社」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』春、80-91頁。
- (2007)「証券仲介業の新潮流 -情報技術が変質を促す米国の販売支援-」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』春、102-115頁。
- (2019)「証券業者と証券業務」(日本証券経済研究所『アメリカの証券市場2019年版』日本証券経済研究所、第11章、224-241頁)。
- 沼田優子・神山哲也・服部孝洋(2009)「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」野村資本市場研究所『野村資本市場クォーターリー』秋、1-18頁。
- Andriotis, AnnaMaria (2012) “Banks Roll Out the Green Carpet to Attract High-Income Earners,” *The Wall Street Journal*, June 18.
- (2017) “BofA’s New Premium Rewards Card Comes With a Twist,” *The Wall Street Journal*, August 9.
- (2023) “Banks Plan Payment Wallet to Compete With PayPal, Apple Pay,” *The Wall Street Journal*, January 23.
- Andriotis, AnnaMaria and David Benoit (2022) “Banks Weigh Using Zelle to Challenge Visa, Mastercard,” *The Wall Street Journal*, April 6.
- Andriotis, AnnaMaria and Rachel Louise Ensign (2019) “Bank of America Considers Scrapping First Data Payments Partnership,” *The Wall Street Journal*, May 9.
- Andriotis, AnnaMaria and Emily Glazer (2019) “Rewards Credit Cards Gained a Fanatic Following - Now Banks Are Pulling Back,” *The Wall Street Journal*, January 1.
- Arnfield, Robin (2013) “Mobile banking apps take centre stage,” *Electronic Payments International*, September 17.
- Avery, Helen (2015a) “Big data better relationships,” *Euromoney*, November.
- (2015b) “US wirehouses feel the pressure,” *Euromoney*, December.
- (2018) “The death of private banking...and how wealth management can have a brighter future,” *Euromoney* February.
- (2019) “Architects of modern wealth management,” *Euromoney*, February.
- (2020) “How to win in wealth over the next decade,” *Euromoney*, February.
- Avery, Helen and Peter Lee (2016) “Wealth managers diversify down market,” *Euromoney*, June.
- Bach, Deborah (2002) “B of A Latest To Drop Plan For P-to-P Payments,” *American Banker*, March 12.
- Back, Aaron (2018a) “Big Banks Enter Branch Warfare,” *The Wall Street Journal*, March 5.
- (2018b) “Old Dogs Learn New Tricks in Payments Battle,” *The Wall Street Journal*, March 12.
- Badal, Jaclyne (2007) “What’s a 12b-1 Fee? A Load in Disguise,” *The Wall Street Journal*, July 22.
- Barber, Andrew (2014) “Registered Investment Advisers Get Credit Where Credit Is Overdue,” *Institutional Investor*, September.

- (2015) “Will Brokers Bow to Higher Fiduciary Standard?” *Institutional Investor*, May 11.
- Beilfuss, Lisa (2016) “Merrill Lynch Unveils Plans to Launch Robo Adviser,” *The Wall Street Journal*, October 4.
- (2017a) “Who Is Winning With the Fiduciary Rule? Wall Street,” *The Wall Street Journal*, August 11.
- (2017b) “Behind Discount Brokers’ Boom: Advisers, Not Day Traders,” *The Wall Street Journal*, December 14.
- (2018a) “Vanguard Will Let Investors Trade its Rivals’ Funds Online for Free,” *The Wall Street Journal*, July 2.
- (2018b) “Merrill Lynch to Resume Charging Commissions on Retirement Accounts,” *The Wall Street Journal*, August 30.
- (2018c) “The Price of Financial Advice Is, Finally, Falling,” *The Wall Street Journal*, October 7.
- (2019a) “Robo Adviser Betterment Woos Advisers With New Funds,” *The Wall Street Journal*, April 11.
- (2019b) “E\*Trade Joins Rivals in Cutting Commissions to Zero,” *The Wall Street Journal*, October 2.
- Beilfuss, Lisa and Alexander Osipovich (2019) “The Race to Zero Commissions,” *The Wall Street Journal*, October 5.
- Berman, Jeff (2022) “Pros, Cons of Envestnet’s Move Into the RIA Custody Space,” ThinkAdvisor, November 11.
- (2023a) “Orion Launches Advisor Academy: Tech Roundup,” ThinkAdvisor, February 23.
- (2023b) “Creative Planning Adds Goldman as Custodian,” ThinkAdvisor, July 24.
- Berman, Dennis K. and Randall Smith (2006) “Merrill Is Near Deal to Acquire BlackRock Stake,” *The Wall Street Journal*, February 13.
- Bills, Steve (2008) “B of A Makes Strategic Call On mFoundry,” *American Banker*, July 1.
- Bliman, Nicole (2011) “BofA Merrill Lynch Launches Merrill Edge,” *planadviser*, January 24.
- Brandford, Terri (2017) “Banks Re-enter the P2P Payments Fray: With Mobile, Will This Time Be Different?” Federal Reserve Bank of Kansas City, *Payments System Research Briefing*, January, pp. 1-6.
- Braswell, Mason (2020) “Judge Dismisses Class Action Claim Against Merrill Sweep Program,” *AdvisorHub*, June 5.
- Breen, Oisin (2019) “Vanguard jilted RIAs 16 years ago. Now its CEO Tim Buckley is green-lighting RIA custody again - with bells, whistles and added urgency,” *RIABiz*, May 24.
- Broughton, Kristin (2017) “Why big banks are in an arms race to upgrade the 50-year-old ATM,” *American Banker*, May 23.
- Castellanos, Sara (2019) “Morgan Stanley Center of Excellence Readies Bank for AI’s Data Demands,” *The Wall Street Journal*, April 22.
- Chin, Kimberly and Dawn Lim (2020) “BlackRock to Buy Equity-Index Provider Aperio for \$1 Billion,” *The Wall Street Journal*, November 23.
- Cimilluca, Dana, Telis Demos and Justin Baer (2019) “Charles Schwab in Talks to Buy USAA

- Wealth-Management, Brokerage Units,” *The Wall Street Journal*, July 15.
- Clements, Jonathan (1990) “Index Funds Emerge as Hot Turf of 1990 – Marketing Efforts Target Individuals,” *The Wall Street Journal*, May 18.
- Coleman (2013) “Schwab Ups Stakes in Commission-Free ETF Wars,” *The Wall Street Journal*, February 7.
- Crosman, Penny (2021a) “BofA’s goal for digital banking: No customer left behind,” *American Banker*, February 2.
- (2021b) “Morgan Stanley creates bot that does junior analysts’ work-faster,” *American Banker*, February 18.
- (2021c) “Bank of America says 5 million customers now use its Life Plan tool,” *American Banker*, October 6.
- Cross, Miriam (2022) “‘Robo advice is yesterday’s term’: Banks see value of human help,” *American Banker*, November 4.
- (2023) “Digital onboarding, advisor-client matching: Merrill upgrades tech,” *American Banker*, March 22.
- Cussen, Mark P. (2022) “Broker-Dealers vs. RIAs: What’s the Difference?” Investopedia, September 15.
- Damato, Karen (2010) “What Exactly Are 12b-1 Fees, Anyway?” *The Wall Street Journal*, July 6.
- Das, Anupreeta and Juliet Chung (2017) “New Force on Wall Street: The ‘Family Office’,” *The Wall Street Journal*, March 10.
- Davis, Paul (2021) “Axos Financial to buy E-Trade Advisor Services,” *American Banker*, April 22.
- Deaton, Holly (2023) “Altruist Becomes One of the First All-In-One Custodians for RIAs,” *RIAIntel*, March 3.
- Demos, Telis (2019) “The Future of Online Trading Is in Banking and Wealth Management,” *The Wall Street Journal*, November 21.
- (2020) “Online Brokers Go From Zero to Hero,” *The Wall Street Journal*, January 24.
- (2021) “Pandemic Payment Habits Are Looking Sticky,” *The Wall Street Journal*, May 6.
- Ensign, Rachel Louise and Coulter Jones (2017) “How Bank of America Ditched 1,597 Branches Across the U.S.,” *The Wall Street Journal*, September 17.
- Ensign, Rachel Louise and Christina Rexrode (2019) “Charles Schwab Holds Talks to Buy TD Ameritrade,” *The Wall Street Journal*, November 21.
- Ensign, Rachel Louise and Richard Rubin (2021) “Buy, Borrow, Die: How Rich Americans Live Off Their Paper Wealth,” *The Wall Street Journal*, July 10.
- Evans, David S. and Richard Schmalensee (2005) *Paying with Plastic*, 2nd ed., The MIT Press.
- Fitzgerald, Kate (2016) “Why B of A Is on the Fence About Mobile Wallets,” *American Banker*, July 26.
- (2021) “Zelle sees volume rise from bill payments, insurance payouts,” *American Banker*, November 4.
- (2022a) “Zelle payment volume rose 60% in 2021,” *American Banker*, February 4.
- (2022b) “Does Zelle make sense at the point of sale?” *American Banker*, April 8.
- (2023a) “Zelle to pay: Can banks turn their P2P network into a wallet?” *American Banker*,

- January 23.
- (2023b) “Could Early Warning’s bank wallet have a bigger goal?” *American Banker*, March 2.
- (2023c) “Can Zelle’s bank-wallet sibling also be a household name?” *American Banker*, March 23.
- (2023d) “Zelle’s new sibling, Paze, aims to replace guest checkout online,” *American Banker*, March 28.
- Foy, Mike (2022) “Forget the digital race: Regional banks must focus on their wealth businesses,” *American Banker*, June 29.
- Fu, Lisa (2023) “Envestnet Pushes RIA Custody Launch to Mid-2024,” AdvisorHub, November 10.
- Gasparino, Charles (1999) “Merrill Faces a Challenge With Online Trading Effort,” *The Wall Street Journal*, November 4.
- Glazer, Emily (2011) “The Limits of Free,” *The Wall Street Journal*, April 18.
- Gottfried, Miriam (2021) “Apollo to Buy Griffin Capital Units in Push to Reach Wealthy Individuals,” *The Wall Street Journal*, December 2.
- (2022) “Apollo Leads \$225 Million Investment in Alternatives Platform CAIS,” *The Wall Street Journal*, January 11.
- Green, James J. (2009) “Schwab to Offer Commission-Free ETFs,” Think Advisor, November 2.
- Grind, Kirsten (2012) “BlackRock Hits Back in ETF War,” *The Wall Street Journal*, October 15.
- Hagy, Paige (2022) “Citizens makes deal to bulk up again in wealth management,” *American Banker*, July 15.
- Heun, David (2021) “Branch, call center use is growing alongside digital banking,” *American Banker*, November 8.
- Hulbert, Mark (2023) “‘Direct Indexing’ vs. ETFs: How They Match Up,” *The Wall Street Journal*, March 5.
- Johnson, Andrew (2011) “Big Banks’ P2P Play a Clear Threat,” *American Banker*, May 26.
- Johnson, Andrew R. and Matthias Rieker (2013) “J.P. Morgan to Offer Deals In Visa Partnership,” *The Wall Street Journal*, February 26.
- Kline, Allissa (2021) “The demise of branches is overstated, big-bank executives say,” *American Banker*, November 9.
- (2022) “Bank of America caters to employees of its commercial clients,” *American Banker*, August 9.
- Krouse, Sarah (2017) “Fidelity, Charles Schwab Slash Online Trading Commissions,” *The Wall Street Journal*, February 28.
- (2018a) “Fidelity Is Revamping How It Charges You for Financial Advice,” *The Wall Street Journal*, April 11.
- (2018b) “BlackRock Is Offering a Free Perk That Lets It See Inside Your Portfolio,” *The Wall Street Journal*, June 18.
- Lauricella, Tom (2006) “BlackRock to Count on Global Reach To Make Payoff in Merrill Deal Real,” *The Wall Street Journal*, October 20.
- Lee, Peter (2017) “Moynihan says BofA can keep lending through a downturn,” *Euromoney*, October.

- (2022) “Bank of America: prepared for stormy weather,” *Euromoney*, July/August.
- Lim, Dawn (2018) “Vanguard Ratchets Up Index-Fund Price Battle,” *The Wall Street Journal*, November 19.
- (2019a) “BlackRock Has Never Charged This Little for an Index Mutual Fund,” *The Wall Street Journal*, March 20.
- (2019b) “BlackRock in Talks to Cancel Option to Take Over iCapital Network,” *The Wall Street Journal*, December 19.
- (2020) “BlackRock Cuts Fees for Its Largest Exchange-Traded Fund to Match Vanguard,” *The Wall Street Journal*, June 25.
- (2021) “Investment Giant Vanguard Buying JustInvest to Help Advisers Customize Portfolios,” *The Wall Street Journal*, July 13.
- Loder, Asjlynn (2017) “The Man Who Walked Away From a \$40 Billion ETF Post at Merrill Lynch,” *The Wall Street Journal*, June 23.
- (2018) “The \$5 Trillion Question: How Did the Firm That Pioneered ETFs Lose Its Lead?” *The Wall Street Journal*, July 27.
- (2019a) “Charles Schwab, Fidelity Escalate Brokerage Price War,” *The Wall Street Journal*, February 12.
- (2019b) “Who Needs Free? Passive Fund Prices Flatline,” *The Wall Street Journal*, February 19.
- (2019c) “Vanguard Ups the Ante in an ETF Race to Zero,” *The Wall Street Journal*, February 26.
- Mack, Justin L. (2023) “William Blair and InvestCloud’s collaboration wants to solve the ‘too much choice, too little time’ problem,” *Financing Planning (Online)*, April 12.
- Manganaro, John (2023) “Skip Schweiss: 2023 Is the Year of the TAMP,” *ThinkAdvisor*, January 27.
- Maxey, Daisy (2010) “Vanguard Joins Cuts of ETF-Trading Fees,” *The Wall Street Journal*, May 5.
- (2017) “Winners and Losers in a Post-Fiduciary World,” *The Wall Street Journal*, May 24.
- McCann, Bailey (2020) “Robo Advisers Keep Adding On Services,” *The Wall Street Journal*, March 8.
- McElhaney, Alicia (2023) “The Direct Deal Slowdown in Family Offices Is Real,” *Institutional Investor*, September 20.
- McGough, Robert (1997) “Investors Like No-Load Funds But Also Search for Advice,” *The Wall Street Journal*, September 11.
- (1998) “Was the Hot No-Load Vogue Of Mutual Funds Just That?” *The Wall Street Journal*, January 28.
- Miller, Matthew (2010) “Can Moynihan manage Bank of America?” *Institutional Investor*, November.
- Moyer, Liz (2015) “Putting Robo Advisers to the Test,” *The Wall Street Journal*, April 24.
- Nakrosis, Stephen (2019) “Charles Schwab to Buy USAA Investment Company Assets for \$1.8 Billion,” *The Wall Street Journal*, July 25.
- Nasr, Toni (2023) “The Largest Robo-Advisors by AUM (2023),” *Investing in the Web*, May 31.

- Natarajan, Sridhar (2023) “Goldman to Sell Former United Capital Unit to Creative Planning,” *ThinkAdvisor*, August 28.
- Neal, Ryan W. (2017) “Raymond James Advisors Get a Robo,” *WealthManagement.com*, January 31.
- (2018) “Morgan Stanley gives close-up look at new adviser technology suite,” *InvestmentNews*, June 12.
- (2019a) “Charles Schwab selling PortfolioCenter to Envestnet Tamarac,” *InvestmentNews*, February 21.
- (2019b) “Envestnet Tamarac expanding into wirehouses with Merrill partnership,” *InvestmentNews*, June 27.
- (2022) “TAMPs race to build comprehensive wealth management platforms,” *InvestmentNews*, September 26.
- Osipovich, Alexander (2019a) “ETF Firms Hit by E-Broker Price War,” *The Wall Street Journal*, October 8.
- (2019b) “Schwab Shows Strength While Rival E-Brokers Lag Behind,” *The Wall Street Journal*, October 25.
- Osipovich, Alexander and Lisa Beilfuss (2019) “Schwab Cuts Fees on Online Stock Trades to Zero, Rattling Rivals,” *The Wall Street Journal*, October 1.
- Philbin, Brett (2010) “Schwab to Buy Windward in ETF Push,” *The Wall Street Journal*, August 31.
- Pitcher, Jack (2023) “Index-Tracking ETFs Were All the Rage, Until Now,” *The Wall Street Journal*, August 11.
- Rabouin, Dion (2022) “The \$42 Billion Question: Why Aren’t Americans Ditching Big Banks?” *The Wall Street Journal*, December 8.
- Robaton, Anna (2016) “Merrill Lynch’s landmark move to end broker commissions,” *CBS News*, October 17.
- Rudegeair, Peter and Sarah Krouse (2018) “BlackRock Backs a Startup to Find Out What Young Investors Want,” *The Wall Street Journal*, May 9.
- Sardon, Maitane (2020) “Millennials Prefer Apps to Humans, for Financial Advice,” *The Wall Street Journal*, March 16.
- Schoenberger, Chana (2022) “BofA’s one app to rule them all is coming this year: Marketing head Tyrie,” *American Banker*, February 28.
- Segal, Julie (2008) “The Hedge Fund Squeeze-Out,” *Institutional Investor*, February.
- (2015a) “Active Managers Losing Ground Can Thank John Bogle,” *Institutional Investor*, February 16.
- (2015b) “Vanguard Group Bets Big on Financial Advice,” *Institutional Investor*, April 20.
- (2017) “Vanguard’s Smart-Beta Buzzkill,” *Institutional Investor*, November.
- (2018) “Fidelity’s Race to Manage Funds for Free,” *Institutional Investor*, September 3.
- Shidler, Lisa (2013a) “Schwab makes play for ETF-distribution domination but not without risks,” *RIABiz*, February 9.
- (2013b) “The amazing success of Merrill Edge and why some legacy Merrill brokers think it’s



- eating their seed crop,” RIABiz, September 24.
- (2019) “Merrill Lynch retreats from stealth RIA custody business just as major rival Wells Fargo runs for daylight in a bid to keep breakaway advisor assets,” RIABiz, October 25.
- Smith, Randall (2019) “Wall Stret Brokers Missed the Index-Funds Memo,” *The Wall Street Journal*, October 6.
- Snel, Ross (2019) “Wirehouses Trail RIAs on Passive Funds,” *The Wall Street Journal*, October 8.
- Steger, Alex (2016) “BofA creates new investment unit; focuses on model portfolios,” Citywire, November 21.
- Sweet, David (2000) “Some Wonder Wether Merrill Has Truly Embraced the Web,” *The Wall Street Journal*, April 24.
- Templin, Neal (2021) “The Pros and Cons of ‘Direct Indexing’,” *The Wall Street Journal*, December 2.
- Tergesen, Anne (2016) “Charles Schwab Joins Wave for Robo Services With Human Element,” *The Wall Street Journal*, December 13.
- (2017) “Betterment Adds More Human Advice to Its Robo Services,” *The Wall Street Journal*, July 26.
- (2018) “Robo Adviser Wealthfront Cuts a Fee to Appease Angry Investors,” *The Wall Street Journal*, April 19.
- Thomas, Patrick (2019) “Bank of America, First Data End Payments Partnership,” *The Wall Street Journal*, July 29.
- Thrasher, Michael (2019) “AssetMark Is Hungry for Deals, Big and Small,” *Institutional Investor*, August 29.
- (2020a) “Envestnet’s New Stake in Dynasty Financial Leaves a Big Question Unanswered,” *Institutional Investor*, January 9.
- (2020b) “BlackRock’s Aladdin Will Analyze \$21.5 Billion at Brinker Capital,” *Institutional Investor*, May 12.
- (2020c) “Dynasty’s Network of RIAs Has Shrunk. But It’s All Part of Shirl Penney’s Plan,” *Institutional Investor*, June 17.
- (2020d) “In Quest to Become the NYSE of Alts, iCapital Network Acquires Wells Fargo Platform,” *Institutional Investor*, June 18.
- (2020e) “Genstar Buys Stake in Orion, Plans to Merge it With Brinker Capital,” *Institutional Investor*, June 29.
- (2020f) “Asset Management’s Latest Worry: Advisors,” *Institutional Investor*, July 6.
- (2020g) “A Critical, Little-Known Corner of Finance Reawakens,” *Institutional Investor*, July 23.
- (2020h) “Edelman Financial Engines Completes a Digital Road Years in the Making,” *Institutional Investor*, December 16.
- (2021a) “Will RIAs Choose AssetMark Institutional, a TAMP’s New Twist on Serving Advisors?” *Institutional Investor*, March 8.
- (2021b) “Orion Acquires HiddenLevers, a Software Firm Eyeing BlackRock and MSCI,” *Institutional Investor*, March 9.

- (2021c) “Altruist Raises \$50 Million From Insight Partners, Vanguard,” RIAIntel, May 19.
- Veres, Bob (2023) “How Custodial Competition Will Transform the Advisor Space,” VettaFi Advisor Perspectives, January 23.
- Wilson, Elliot (2020) “Generation next and the great wealth transfer,” *Euromoney*, October.
- (2021) “Banking’s new engine,” *Euromoney*, February.
- (2022a) “Liu puts relationships at the heart of Citi Private Bank,” *Euromoney*, February 9.
- (2022b) “Private banking’s global war for talent,” *Euromoney*, February 9.
- (2023) “Counting the cost of the content makers,” *Euromoney*, March/April, 2023.
- Wisniewski, Mary (2013) “FIS Makes Sensible Match with mFoundry Purchase,” *American Banker*, February 1.
- Wolfe, Daniel (2009) “Smart Phone Mobile Tools Seen as Client Magnets,” *American Banker*, February 3.
- Wursthorn, Michael (2015a) “Merrill Lynch’s Brokers Want an Edge,” *The Wall Street Journal*, May 5.
- (2015b) “Brokerages Keeping the Rich, But What About the Heirs?” *The Wall Street Journal*, June 18.
- (2015c) “Market’s Volatility Takes Toll on Big Brokerages,” *The Wall Street Journal*, October 19.
- (2015d) “Raymond James to Buy Deutsche Bank’s U.S. Private Client Services Unit,” *The Wall Street Journal*, December 3.
- (2016a) “Merrill, Other Brokerages Prepare for Fiduciary Rule,” *The Wall Street Journal*, April 4.
- (2016b) “Merrill Lynch to End Commission-Based Options for Retirement Savers,” *The Wall Street Journal*, October 6.
- (2016c) “Merrill Brokers Get Ultimatum: Refer New Customers or Face a Pay Cut,” *The Wall Street Journal*, December 7.
- (2017a) “Brokers Once Disbanded Independent Advisers. Now They Copy Them,” *The Wall Street Journal*, January 6.
- (2017b) “Merrill Powers Up Key Piece of Fiduciary Plan With Robo Service,” *The Wall Street Journal*, February 8.
- (2017c) “HighTower in Talks to Buy RIAs with \$6.4 Billion in Assets,” *The Wall Street Journal*, April 6.
- (2017d) “Billions Gush Into Merrill’s Fee Accounts as Obama-Era Rule Looms,” *The Wall Street Journal*, April 18.
- (2017e) “Focus Financial Stake Sale Underscores Allure of Independent Advisers,” *The Wall Street Journal*, April 18.
- (2017f) “Raymond James Nabs \$400 Million Merrill Broker,” *The Wall Street Journal*, May 2.
- (2017g) “Edward Jones Looks to Branch Out-in Urban Areas,” *The Wall Street Journal*, May 9.
- (2017h) “Brokers’ Call on Wall Street: Bye,” *The Wall Street Journal*, July 19.

- (2017i) “Wall Street Needs You to Borrow Against Your Stock,” *The Wall Street Journal*, July 27.
- Wursthorn, Michael and Anna Prior (2015) “Conflict Question Stalks ‘Proprietary’ Products,” *The Wall Street Journal*, October 28.
- Wyatt, Edward (1996) “Vanguard’s Low-Key Foray into Low-Cost Planning,” *The New York Times*, May 12.
- Yurcan, Bryan (2018) “Digital wealth tools help banks reel in new assets, talent,” *American Banker*, April 9.
- Zhu, Ellie (2019) “Top clearing and custody firms for financial advisers,” *InvestmentNews*, August 17.
- Zuckerman, Gregory (2021) “Family Offices Like Arcehos Take Big Risks Like Hedge Funds,” *The Wall Street Journal*, March 31.
- Zweig, Jason (2018) “Merrill Lynch Joins Brigade Downplaying Money-Market Mutual Funds,” *The Wall Street Journal*, August 21.
- (2020a) “Your Broker and You: New Rules, Old Tricks,” *The Wall Street Journal*, February 14.
- (2020b) “What the E\*Trade Deal Tells You About the New Investing Game,” *The Wall Street Journal*, February 21.
- Zweig, Jason, Anne Tergesen and Andrea Fuller (2017) “Talk Is Cheap: Automation Takes Aim at Financial Advisers-and Their Fees,” *The Wall Street Journal*, July 26.