



プライベートバンクと 富裕層のウェルスマネジメント

第1章 プライベートバンクの起源・歴史・市場

ウェルスマネジメントの定義



ウェルスマネジメントは、富裕層及び超富裕層に対する総合金融サービスであるが、明確な定義がある訳ではない。一般的には、個人の顧客一人一人の金融資産・不動産の運用・管理・継承および事業継承に関するニーズについて、包括的なソリューションをカスタムベースで提供する金融サービスを指す。日本で「ウェルスマネジメント」の言葉が使われ出したのはごく最近のことであり、以前は「プライベート・バンキング」という言葉が主に使われていた。ウェルスマネジメント業務に長い歴史を持つUBSウェルスマネジメントは、「ウェルスマネジメント」を「広義のプライベート・バンキング」と考えており、以下のように説明している。

「プライベート・バンキングは、富裕層を対象として当初は決済・貸付機能を中心に行われていた。しかし1990年以降、金融商品の多様化に伴い富裕層のニーズも複雑化し、決済・貸付などのいわゆる銀行業務に留まらず、デリバティブを使った資産運用やグローバル市場へのアクセスのサポートも求められるようになっていった。そうした一連の機能を有機的に結びつけようとする機運が高まる中、業務内容がバンキングという言葉の中に収まりきらないことから『ウェルスマネジメント』という概念が広がりを見せていった」

このようにウェルスマネジメントとプライベート・バンキングは概念も業務面でも重なり合う部分が多く、両者の境界を明確にすることは非常に難しい。日本の金融機関においても、どちらの名称を利用するかは各社の戦略次第であり、もともとプライベート・バンキングを名乗っていた部門がウェルスマネジメントに改称されるというケースもある。本レポートでは混乱を避けるために、ウェルスマネジメントとプライベート・バンキングは同様の意味で扱うこととする。

ウェルスマネジメント の起源

ウェルスマネジメント（プライベート・バンク）の発祥国はスイスといわれており、その起源は11世紀の十字軍までさかのぼる。スイスの傭兵はその兵役に係る報酬に加えて略奪した金品類が自身の収入源になっており、当時から秘匿性の高い資産管理が必要であったことから、現在のプライベート・バンクの原型が作られていたといわれている。

スイスのプライベート・バンクがその地位を確立したのは、1815年のウィーン会議にてスイスが永世中立国を宣言し承認されたことによる。秘匿性の高い資産管理に強みを持っていたスイスのプライベート・バンクは、自国が永世中立国になったことで王族や貴族から資産防衛および資産継承に最適な場所として選ばれるようになった。

スイスのプライベート・バンクはスイスの銀行法で明確に定められており、スイス以外の国で呼称されているプライベート・バンクやウェルスマネジメントとは厳密には違うが、時代の流れとともに両者の境目は曖昧になり、現在では「富裕層向けの総合的な金融サービス」として一括りにされている。



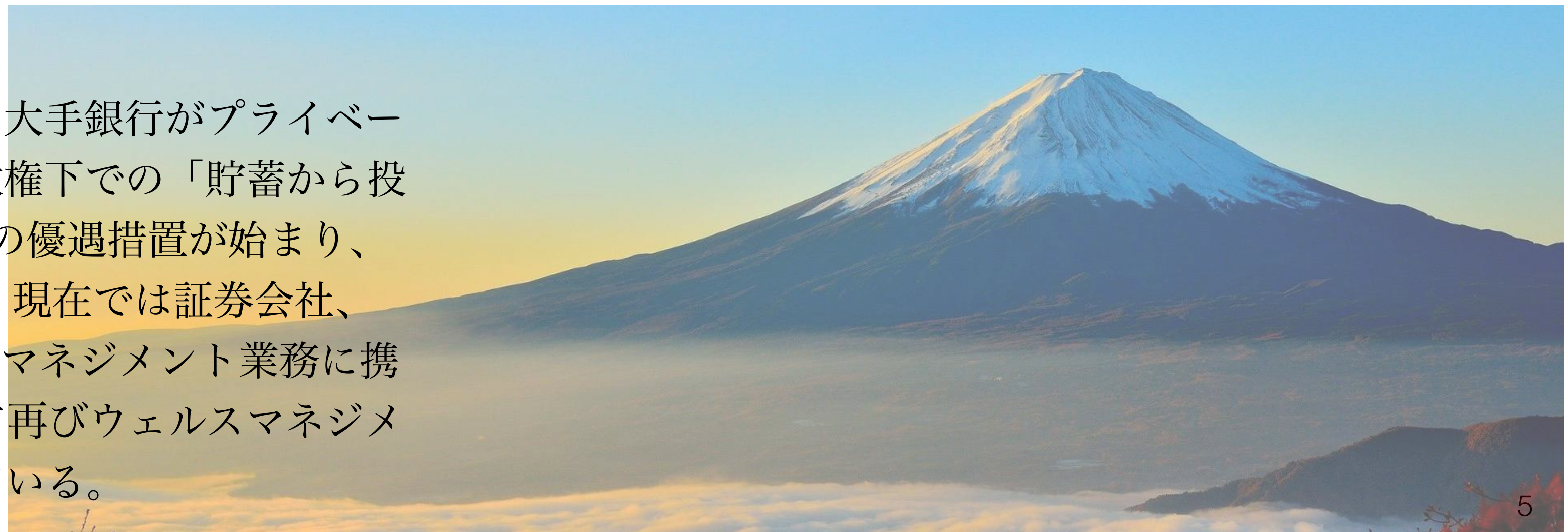
日本のウェルスマネジメント の歴史

（１）外資系金融機関の参入と撤退

日本のウェルスマネジメントの歴史は浅く、米シティバンクが1986年にプライベート・バンキング業務を開始し、いち早く日本市場での富裕層向け金融サービスのプレゼンスを高めた。当時はウェルスマネジメントという用語は浸透しておらず、主にプライベート・バンキングという名称が使われていた。また、1991年にはクレディ・スイスがプライベート・バンキング業務を開始した（一度撤退し、2009年に再参入している）。その後、1996年の規制緩和“金融ビッグバン”の流れで、外資系金融機関の日本市場進出が促進された。しかし、2004年にシティバンクが金融庁から行政処分を受け、日本のウェルスマネジメント業務から撤退。その後もHSBC（2012年にクレディ・スイスに譲渡）等が続々とウェルスマネジメント領域に参入してきたが、それら外資系金融機関による試みの多くは短命に終わり、現在ではUBSやクレディ・スイスなど少数の金融機関だけが残っている。

（２）国内金融機関の参入

国内金融機関としては、金融ビッグバン後に国内大手銀行がプライベート・バンキング業務に参入している。そして小泉政権下での「貯蓄から投資へ」というスローガンの下、2003年に証券税制の優遇措置が始まり、個人投資を促進させる動きが政府主導で行われた。現在では証券会社、メガバンク、信託銀行、地方銀行の多くがウェルスマネジメント業務に携わっており、国内の富裕層数の堅調な伸びもあって再びウェルスマネジメント／プライベート・バンキングに注目が集まっている。



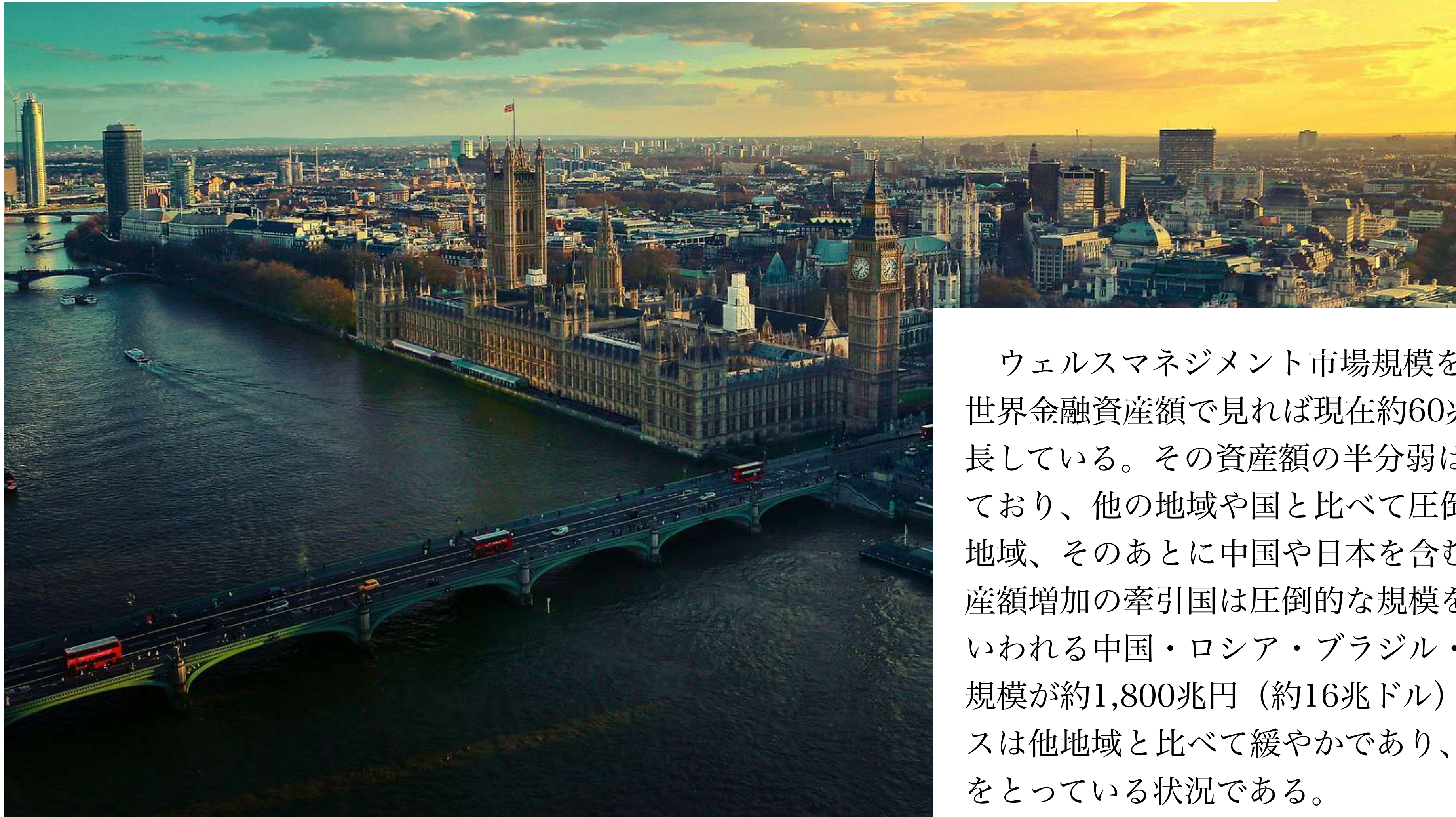
国内でのプライベート・バンキング事業 の始まり



銀行名	参入時期	内容
シティバンク	1986年	日本でプライベート・バンキングを開始。97年末にはスタッフ数が120名に。 うちプライベートバンカーが所属する営業部門は20人強。 97年年末の預かり資産は5000～6000億円。 純資産3億円以上、投資可能額1億円以上をターゲット。
クレディ・スイス	1991年	日本でプライベート・バンキングの展開を開始。 保有資産5億円を目処とする。プライベートバンカーは15人（97年10月）。
富士銀行	1996年5月	金融資産10億円以上を保有する富裕層を対象にプライベート・バンキングサービスを開始。
住友銀行	1997年1月	シティバンクのプライベート・バンキング部門の企画部長を招聘。
大和銀行	1997年4月	プライベートバンク室を設置。スタッフは60名（98年初）。 有価証券3000万円以上、金融資産1億円以上を保有、もしくは年収2000万円以上の富裕層を対象。
安田信託	1997年5月	個人資産運用部を新設。視点からの相談に対応するプライベートば・バンキング・センターも10月に設置。 受託額1億円以上のラップ型信託「運用物語」を導入。
東海銀行	時期不明	金融資産1億円以上、または年収5000万円以上の富裕層を対象。 相続や税金対策、不動産活用、事業継承に加え、資産運用に関するアドバイスも行う。

世界の

ウェルスマネジメント



ウェルスマネジメント市場規模を図る尺度の一つとして富裕層の世界金融資産額で見れば現在約60兆ドルであり、年間5%程度で成長している。その資産額の半分弱は北米地域（主に米国）が占めており、他の地域や国と比べて圧倒的な規模を誇る。次いで西欧地域、そのあとに中国や日本を含むアジア太平洋地域が続く。資産額増加の牽引国は圧倒的な規模を誇る米国を中心に、BRICSといわれる中国・ロシア・ブラジル・インドと続く。個人金融資産規模が約1,800兆円（約16兆ドル）といわれる日本市場の拡大ペースは他地域と比べて緩やかであり、世界の市場拡大ペースに後れをとっている状況である。

国内金融機関の ウェルスマネジメント業務への取り組み



日本国内の金融機関は増加する富裕層を取り込むべく、国内外の金融機関と連携をとってウェルスマネジメント事業を本格的に展開している。ただ現状は、先行する米国のウェルスマネジメントと比較すると日本のウェルスマネジメントは黎明期にあると言える。

企業名・部門名	取り組み
三菱UFJモルガン・スタンレー証券	プライベートバンカーを100人増員。米モルガン・スタンレーから人材を受け入れ、ウェルスマネジメント領域の知見の獲得を狙う。
三井住友トラスト・ホールディングス 三井住友信託銀行 UBS証券 UBS銀行東京支店	三井住友トラスト・ホールディングスと三井住友信託銀行はウェルスマネジメント事業を強化するために、グローバルでのウェルスマネジメントの最大手のUBSグループのUBS証券・UBS銀行東京支店と資本・業務提携を行い、新会社を立ち上げ。
みずほ証券	多忙な富裕層のニーズに対応するために、電話・テレビ電話等の顧客サポート体制を新たに整備。
三菱UFJモルガン・スタンレー証券 三菱UFJモルガン・スタンレーPB証券	ウェルスマネジメント事業強化のために三菱UFJモルガン・スタンレー証券と三菱UFJモルガン・スタンレーPB証券が合併を予定しており、グループベースで幅広いソリューションを提供し、体制強化を図る。
UBSウェルスマネジメント	プライベート・バンキング部門で新卒及び第二新卒の採用を開始。 若い世代の富裕層と同じ目線で長く関係を築けるバンカーを育成。

第2章 プライベート・バンキングの分類

顧客層の違い

プライベート・バンキングの顧客は、①富裕層の中でも特に資産規模が大きく、資産保全を最優先とし運用に関しては安全性を重視する顧客（超リッチ・パッシブ）、②資産規模は大きいが高パフォーマンスを求めて積極的に運用する顧客（超リッチ・アクティブ）、③保有する企業の公開やストック・オプションの行使により一躍富裕層の仲間入りをした顧客（ニュー・リッチ）、の3つのタイプに分けられる。保有資産が1,000万ドルを超えると「超リッチ」とするのが一般的なようである。

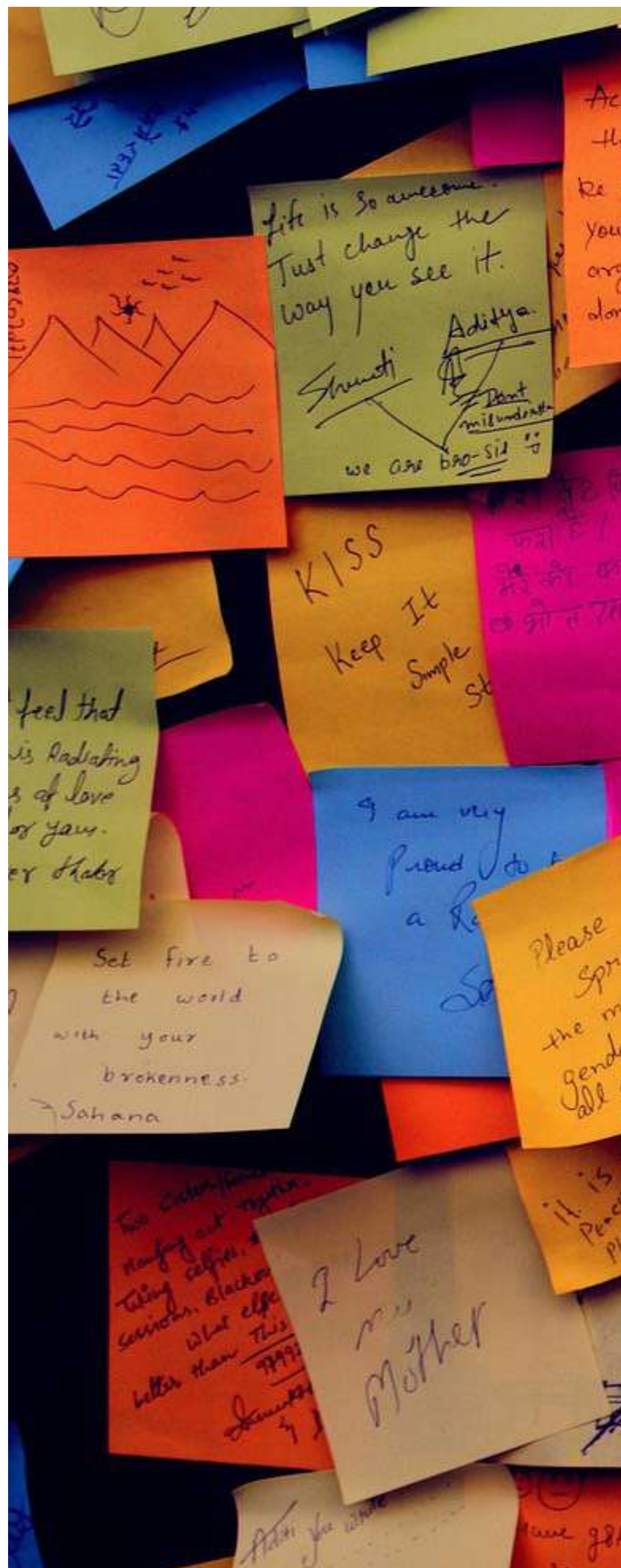
クラリーデンのように、小規模でプライベート・バンキングに特化してきた銀行の顧客は、プライベート・バンキングの伝統的な顧客である超リッチ・パッシブが中心である。企業オーナーなどはほとんどいない。数世代にわたりサービスを提供してきた顧客も多い。新規顧客の獲得にはさほど積極的ではなく、既存顧客や弁護士、税理士からの紹介に限るケースもある。

これに対し、SBCのような大手のプライベート・バンキング部門や、ジュリウス・ベアのような中堅プライベート・バンクの顧客層は広く、新しい顧客の獲得にも積極的である。両行のプライベート・バンキング部門の顧客は、投資可能資産25～50万スイス・フラン（約3,500～4,500万円）を条件としており、決して高いものではない。ただし、同じプライベート・バンキング部門の顧客も、その資産額によってさらにセグメント化され、提供されるサービスも変わる。スイスの銀行の場合、一任勘定による運用を委託するには最低でも100万スイス・フランが必要とされている。それ以下の顧客には、複数の投資信託の組み合わせによる分散投資が勧められる。

なお、リテール業務も提供する大手銀行は、プライベート・バンキング部門の対象顧客となる目安をだいたい持っているが、その判断基準は柔軟である。例えば、その基準額に達していない顧客でも、今後資産の大幅な伸びが期待できる場合にはプライベート・バンキング部門で担当する。

	クラリーデン	ジュリウス・ベア	SBC
従業員数	4,300人（PB部門）	1,535人	288人
資産管理手数料	23.8億スイス・フラン	2.38億スイスフラン	0.96億スイス・フラン
対経常収益比	22%	40%	70%

提供サービスの違い



顧客層の違いから、必然的に提供するサービスの内容も異なる。クラリーデンのようにプライベート・バンキング専業で小規模な銀行は、機関投資家向けのアセット・マネジメントは行わず、また、中堅企業オーナーの顧客もほとんどいないため、事業金融や投資銀行業務も提供していない。顧客との利益相反を防ぐため、自己ポジションでのトレーディングを行わないものも多い。顧客の中心が超リッチ・パッシブであるため、安定的な運用に強みを発揮しており、リスクなデリバティブを利用した運用などを行わない銀行もある。

また、金融サービスや税務コンサルティングなどの基本サービス以外の付加的なサービスの提供が、このタイプの銀行によっては重要である。付加的なサービスを依頼されるには、その顧客との関係が深くなければならず、そのようなサービスを依頼されることがその顧客の信頼の証とされている。

一方、中堅プライベート・バンクおよび大手銀行は、機関投資家向けアセット・マネジメントも平行して提供する。また、プライベート・バンキング顧客に対し、モーゲージ貸付や事業貸付なども行う。ただし、中堅専業銀行にとってこれらの金融サービスは、あくまでもプライベート・バンキング顧客に対する付随業務であり、積極的に提供しようとするものではない。

これに対し、総合的な金融サービスを提供する大手銀行の中には、プライベート・バンキングと中小企業向け企業金融とのシナジー効果を高める戦略を取るものも多い。

運用体制の違い

小規模な銀行では、顧客とのコンタクトを行うプライベート・バンカーがアセット・アロケーションなどまで面倒を見るケースが多いが、規模の大きな銀行では、顧客とのコンタクトを担当するバンカーとファンド・マネージャーを分けるマルチ・マネージャー方式を採用することが多い。

また、小規模なプライベート・バンクでは、あらゆるタイプの投資手法を自ら提供することには固執せず、自らが得意としていない分野の運用については、外部のファンド・マネジメント会社を利用することによって顧客からの要望に応じている。例えばピクテは、ヘッジ・ファンドを自ら運用はせず、外部のヘッジ・ファンドをモニターし、よいファンドを顧客に紹介することで顧客からの要求に応えると、インタビューに答えている。

これに対し、大手行はなるべく自社のファンド・マネージャーを利用しようとしている。

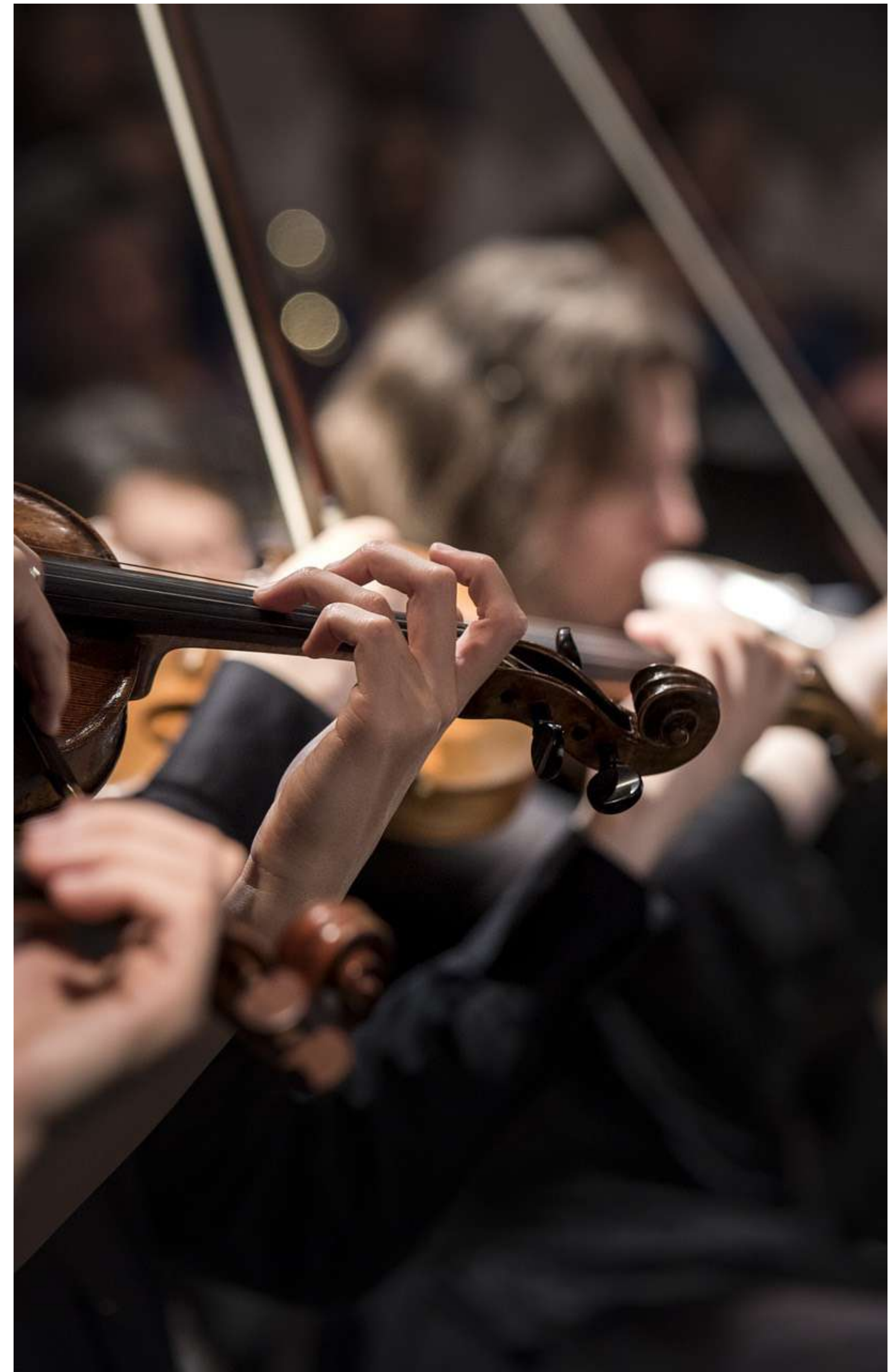


第3章 プライベート・バンキングをめぐる変化

高まる パフォーマンス志向

プライベート・バンキングは、戦争や政変、または通貨危機、高インフレから自らの資産を守りたいという富裕層のニーズに応えることによって発展してきた。したがって、プライベート・バンキングの本質は、預かった資産の運用パフォーマンスを高めることではなく、資産価値を保全することにあると言われてきた。

しかし、最近では、運用パフォーマンスを重視する顧客も次第に増えている。特に、最近のベンチャー企業の隆盛やストック・オプションの恩恵を受けて、新たに富裕層の仲間入りをしたいいわゆるニューリッチ層は、パフォーマンスを極めて重視している。超リッチ・パッシブ層でも、相続した若い世代がパフォーマンスを求めるようになるケースも見られるようである。また、自らライターなどの情報端末を持ち、投資決定プロセスにも積極的に関与する顧客が増えている。



オルタナティブ・インベストメント の普及



パフォーマンスを重視し積極的に資産を運用する顧客が次第に増える中で、オルタナティブ・インベストメントの利用が普及している。オルタナティブ・インベストメントとは上場株式や国債などの伝統的な投資対象や投資手法とは異なる投資のことである。具体的には、プライベート・エクイティやヘッジファンド、天然資源投資などがある。

近年、各国の株価の相関が高まり、国際分散投資のリスク分散効果が薄まりつつあるなかで、伝統的な投資対象との相関性が低い資産への投資が求められるようになってきているのである。

パフォーマンスについては、インデックスとの対比で測られることが多かったが、最近では、市場全体の変動に左右されないアブソルート・リターンを求める動きが見られるようになってきている。欧米では主要株価指数が次々に市場最高値を更新しているため、株価の急落を恐れる顧客も増加しており、派生商品を利用したマーケット・ニュートラル運用が脚光を浴びている。

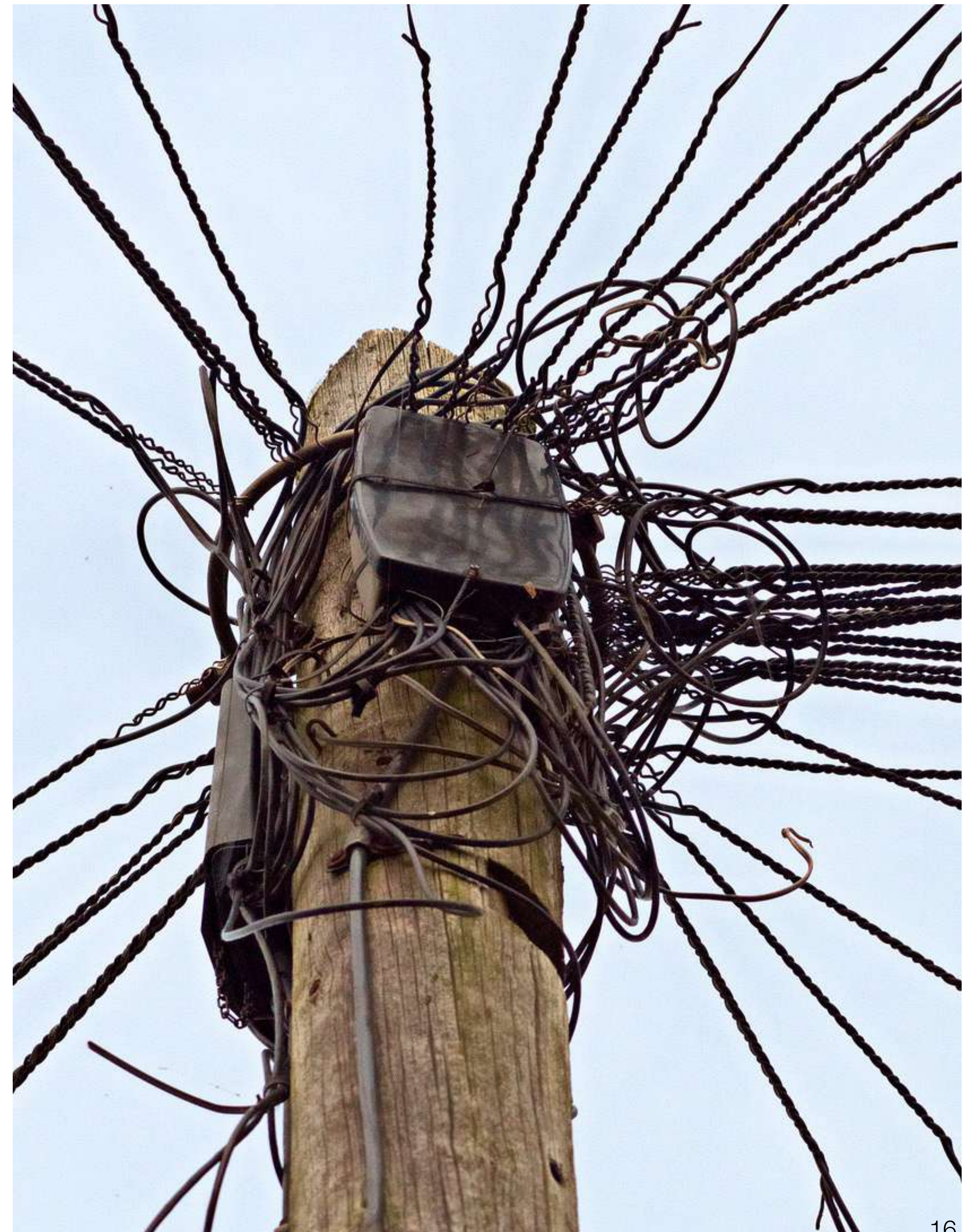
投資手法の高度化も、オルタナティブ・インベストメントの普及につながっている。欧米では、規模は小さいが特化した分野で高いパフォーマンスを上げるアセット・マネジメント会社が数多くあり、これらの競争が技術的な進歩と相まって投資手法の高度化につながっている。このようなニッチ・プレーヤーがトラック・レコードを持って、プライベート・バンクへの売り込みを行っている。

付加的なサービスの削減

プライベート・バンキングの一環として、資産運用や税務、相続相談、不動産プランニングに加え、顧客の子女の学校探しや絵画・骨董品の鑑定、海外旅行の際の手配などの付加的なサービスも行われている。しかし、最近では、これらの付加的なサービスをなるべく減らそうとしている銀行も大手の中にはある。

付加的なサービスに割く時間が多ければ多いほど、一人のプライベート・バンカーが担当できる顧客の数は減少する。プライベート・バンクは原則として預かり資産残高との見合いで手数料を得ており、付加的なサービスは手数料の対象としていないようである。このため、付加的なサービスが増えればそれだけ生産性も低下し、収益性にはマイナスとなるためである。

ただ、付加的なサービスを削減することが、顧客との長期的な信頼を損なうことにつながっては逆効果である。前述した通り、規模の小さなプライベートバンキング専門行は、付加的なサービスを重要なサービスの一環として位置づけている。付加的なサービスの削減を進めている大手銀行も、顧客をセグメント化し、超リッチ層には従来通り提供しているものと思われる。



投資銀行業務との 抱き合わせ

米国だけでなく、最近では欧州でもオーナー企業の公開が次第に増加している。公開により富裕層の仲間入りをするニュー・リッチ層をプライベート・バンキング部門に紹介することによって、シナジー効果を上げることが期待できる。このような環境に対応し、チェース・マンハッタンは、プライベート・バンキング部門をリテール部門からコーポレート部門に移管した。最近では、UBSやクレディ・スイスのように、企業金融部門の担当重役をプライベート・バンキング部門に移すケースも見られるようになっている。

第4章 プライベート・バンキングの未来

米国ウェルスマネジメントの課題 と取り組み事例

事例①：モルガン・スタンレーのソリアム・キャピタルの買収

モルガン・スタンレーは2019年2月に株式報酬管理サービスを提供しているカナダのソリアム・キャピタルを買収した。ソリアム・キャピタルは約3,000社の顧客企業を抱えている株式報酬管理会社である。その顧客企業の中にはベンチャー企業が多数含まれており若い世代が多く在籍している。彼らは一夜にして富裕層の仲間入りする可能性を秘めていることから、本件は将来のウェルスマネジメント業務の顧客拡大を視野に入れた戦略的買収であったと考えられる。同社CEOのジェームズ・ゴーマン氏は「これまで若い世代にサービスを提供する手段がなかったが、今回の買収で若い世代と直接関係を構築する良い機会になる」と述べている。

事例②：富裕層の子供（ミレニアル世代）向けの金融セミナーの開催

シティグループのプライベート・バンク部門とモルガン・スタンレーのプライベート・ウェルス・マネジメント部門は、それぞれ自社顧客の子供（ミレニアル世代）向けに金融セミナーを開催している。今度、ミレニアル世代への資産の継承が確実に見込まれる中で、顧客の預かり資産積上げおよび流出防止のために顧客家族全体の囲い込みを行っている。

FAのニーズ

ウェルスマネジメントを提供する専門員をフィナンシャル・アドバイザー（FA）という。FAは顧客が保有する資産を包括的かつ一生涯に亘り、場合によってはその子供や孫の世代まで担当することもある。このようにウェルスマネジメントは一般的な金融サービスとはサービスの時間軸と範囲、専門性の各点で異なる特殊性の高い金融サービスである。このため、FAは顧客との間に強い信頼関係を築くことが何より重要となる。社会心理学的にも人は自分と似たような人間を信頼しやすいといわれており、FAが顧客の信頼を得るためには優れた専門知識は勿論のこと、顧客との共通の趣味や話題についても見識を広めるなど、ウェルスマネジメントのサービス提供者としての品格やマナー（幅広い教養、服装、態度、言動、行動等）を磨くことが求められる。

現在、米国には約30万人のFAがいると推計されている。CNBCの調査によると、米国人全体（富裕層、非富裕層の両方を含む）のうちFAを利用しているのは僅か17%との結果が出ている。しかし、これを富裕層に限ると、その利用率は75%に上るという結果になる。調査会社や調査サンプルに差があるため断定はできないものの、FAの利用は富裕層が中心と推定することができる。では、なぜ富裕層はFAを利用するのか。米国人の持つ投資に対する積極性に加えて、富裕層には資産を殖やすだけでなく、資産防衛、資産継承等、多岐に亘る資産管理ニーズがあるからである。特にオーナー経営者の場合は、事業経営以外のタスク（個人資産管理など）は専門家（FAなど）に依頼するニーズが強いものと考えられる。

しかし、富裕層の中でもその世代によってFA利用に関する考え方は必ずしも一様でないことが分かっている。現在の富裕層の8割以上を占めるベビーブーマー世代とその更に上の世代ではFA利用率が高い一方、ジェネレーションX世代（1965年～1980年頃に生まれた世代）やミレニアル世代（1981年～1996年に生まれた世代）といった若年の富裕層はFAの利用に消極的である。特にミレニアル世代に関してはデジタルネイティブ世代とも呼ばれ、インターネットやスマートフォンが幼い頃から身近にあったことからFAによる対面サービスよりもグーグル検索やソーシャルネットワークを通じた情報収集を好む傾向が強い。加えて、これらの世代には、金融危機時に金融資産を大きく毀損させた親を持つ者もあり、金融機関やFAに対してネガティブなイメージを持つ人が多いともいわれている。

現在、ウェルスマネジメント業界が運用する資産のうちミレニアル世代の資産は6%程度に留まっているが、今後30年間で数十兆ドルの資産がミレニアル世代に相続されると推測されるなか、将来的にこの世代が米ウェルスマネジメント業界の主要顧客になることは確実であり、その囲い込みが大手金融機関の長期的な重要課題となっている。

米国大手証券会社の再編



米国ではITバブル後の2002年頃からウェルスマネジメントという言葉が普及し始め、安定的な収益が見込めるビジネスとして、積極展開する戦略を打ち出す金融機関が増えていった。しかし、2008年の未曾有の金融危機によって多くの金融機関が合併および廃業に追い込まれたのは記憶に新しい。

それは大手金融機関も例外ではなく、ウェルスマネジメント業界での大手5社（資産額上位5社の金融機関）は全て再編の波に吞まれた。

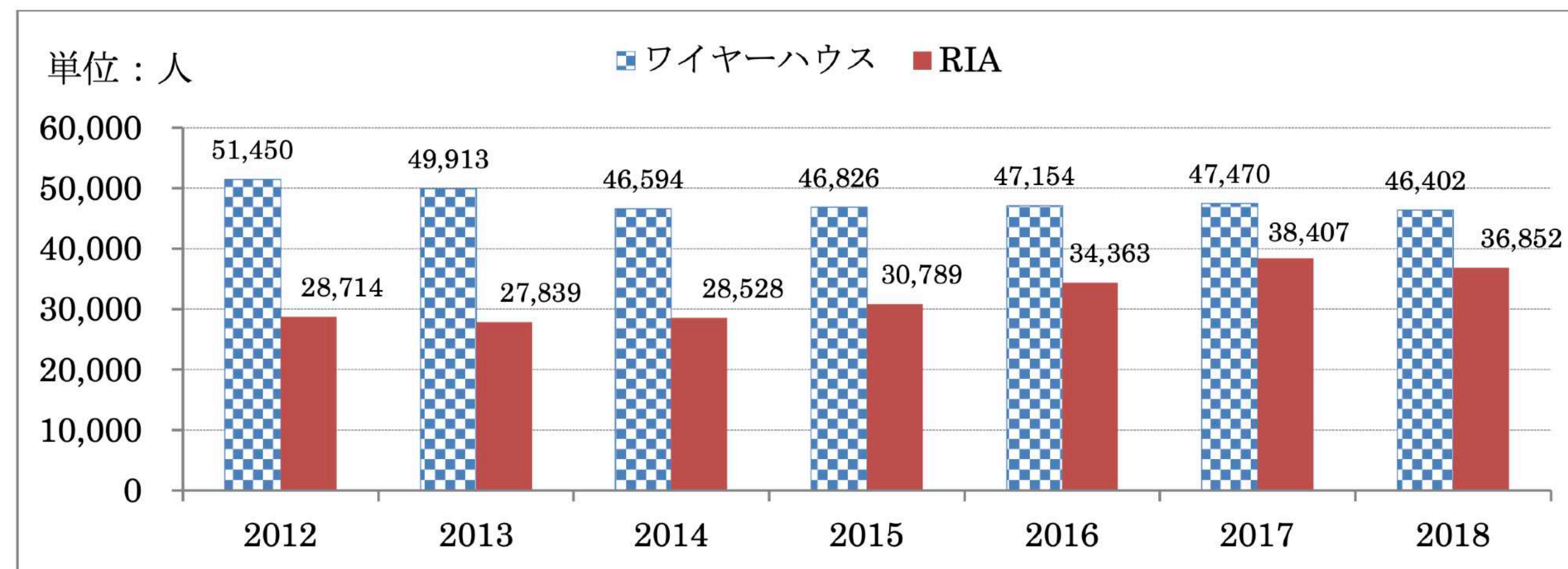
No	企業名	顧客資産合計	営業担当者数
1	メリルリンチ	10,500億ドル	16,690人
2	スミスバーニー (シティグループ)	8,430億ドル	12,859人
3	バンク・オブ・アメリカ・グローバル・ウェルス	6,532億ドル	9,480人
4	ワコビア	5,510億ドル	12,821人
5	モルガン・スタンレー・グローバル・ウェルス・マネジメント	4,230億ドル	約8,000人

FAからRIAへの変化①

先述のような業界再編を経た現在、Registered Independent Advisor（以下、RIA）が存在感を増している。RIAとは独立系ファイナンシャル・アドバイザー（以下、IFA）の1つで、1940年投資顧問法に準拠した投資顧問業者のことを指す。IFAは金融商品の仲介によって発生する売買手数料（コミッション）が主な報酬であるのに対し、RIAは投資助言をすることに対して顧客から契約報酬（フィー）を受け取るため、RIAの方がより顧客の立場に立ったウェルスマネジメントのサービスを提供できると考えられている。

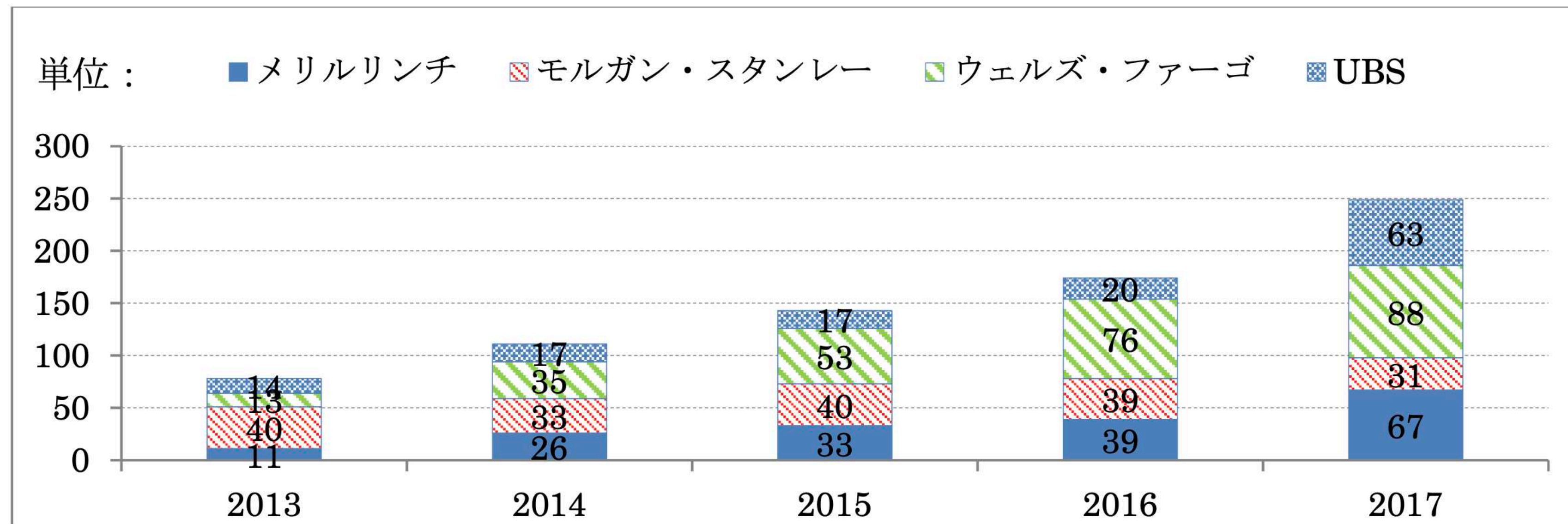
米国ではワイヤーハウスと呼ばれる大手金融機関がウェルスマネジメント業務の中心にいたが、近年ではその構造に少しずつ変化が現れている。下図のとおり、ワイヤーハウスからのRIAへの転籍増加等の影響によりRIAの登録者数は増加傾向にある。

このような米国での変化を追うと、今後日本でもIFAではなく、RIAによるウェルスマネジメントサービスの提供が増加していくと予想できるだろう。



	IFA	RIA
位置付け	独立系金融アドバイザー	公認投資助言業
資格上の立場	金融商品仲介業	投資顧問業
報酬体系	金融商品の売買手数料 (コミッション)	投資助言による契約報酬 (フィー)
日米での動向	日本で増加傾向	米国で増加傾向

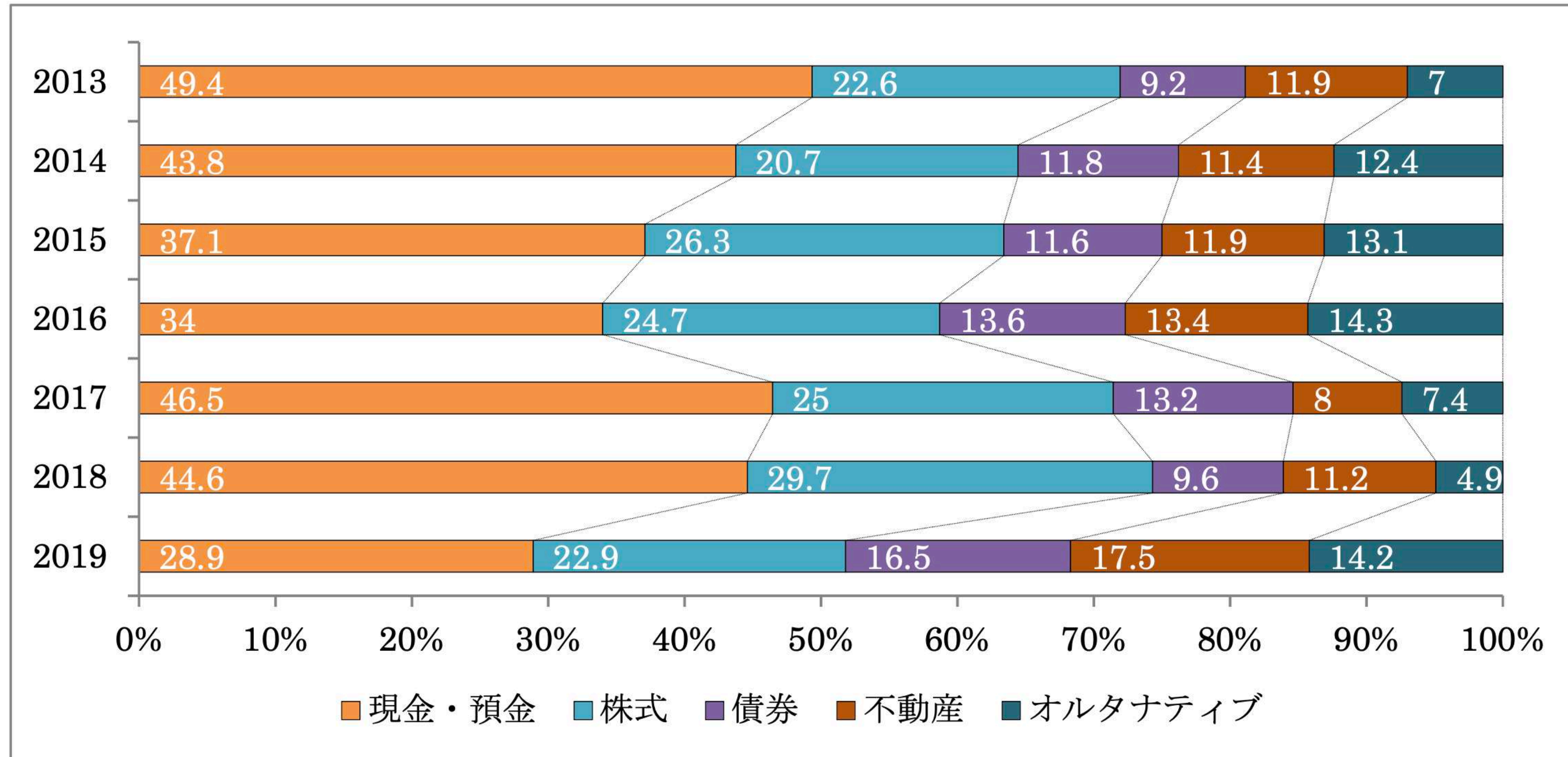
FAからRIAへの変化②



RIA増加の背景には様々な要因が複合的に絡んでいるが、顧客側のRIAニーズが高まっていることが要因の1つである。RIAの報酬体系はフィーベースと呼ばれるものを採用しており、預かり残高に報酬率を掛け合わせた金額が報酬になるという仕組みである。つまり、顧客資産の増加とFAの報酬が比例関係にあるため顧客とFAの間で利益相反が起きにくく、WIN-WINの関係を築きやすい。このような顧客本意のビジネスモデルも顧客から選ばれる要素の一つとなっており、RIA企業の多くは顧客数と預かり資産残高を順調に拡大させている。

別の要因として、独立後の業務遂行のハードルが下がったことも大きい。所属金融機関からの独立は失敗リスクが高いうえ、これまで所属先に頼っていた事務作業や庶務等も全て独力でこなさなければならない。以前はこのようなリスクや労力が非常に大きかったため、独立を躊躇する者が多かったが、近年では大手資本に属さない独立系金融機関が独立系アドバイザー向けの営業支援サービスを拡充させたことで独立のハードルが下がっている。

日本の富裕層の金融資産構成



日本の富裕層の金融資産構成から日本のウェルスマネジメント業務の課題や発展のためのヒントを得たい。

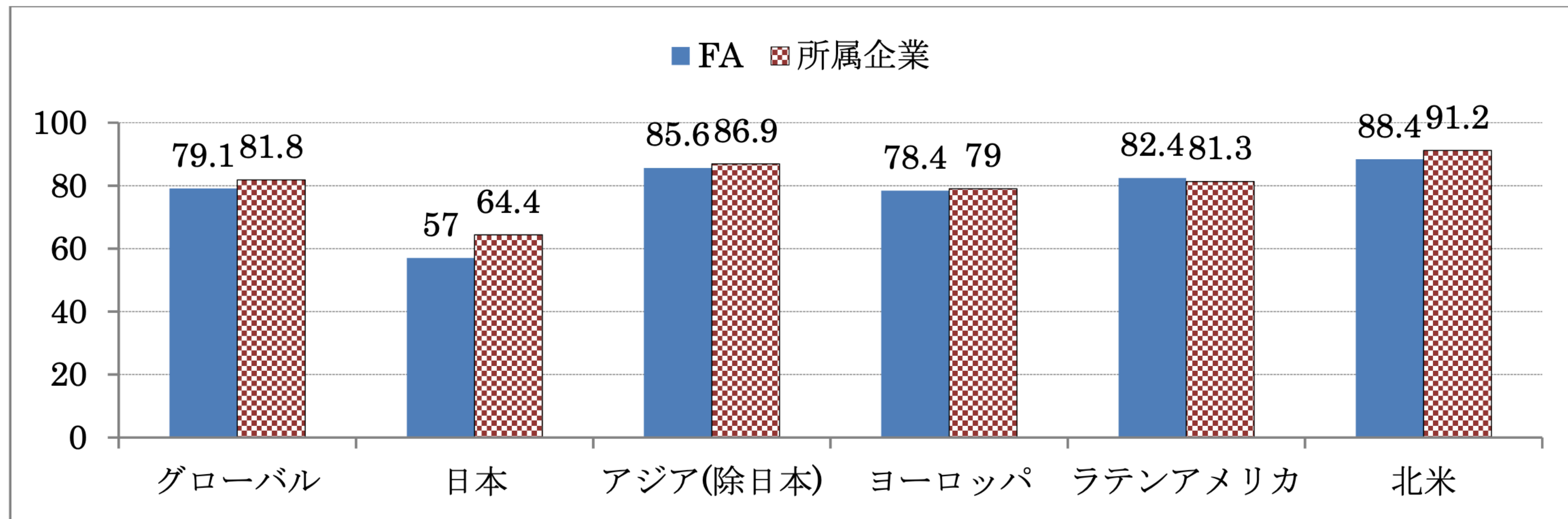
まず、「日本の富裕層は貯金好きで資産運用には消極的」というイメージを持つ人も多いと思われるが、実際には40%を超えていた現金・預金は減少傾向にある。そのかわりに相対的に比率が高まってきた資産として「債権」と「オルタナティブ」が挙げられる。とくにオルタナティブについては、金融市場の影響を受けにくい投資対象としてニーズが高まっていると推測できる。

日本の富裕層のFAに対する信頼度

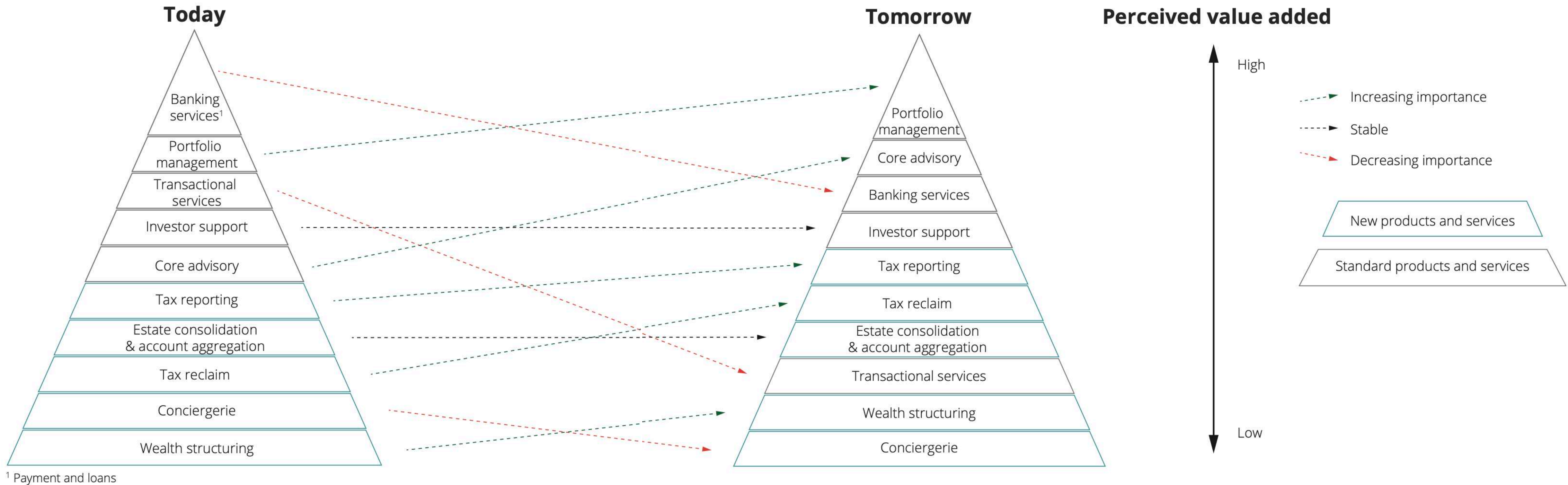
Capgeminiの調査によれば、日本の富裕層は担当しているFAへの信頼や満足度が低いことがわかっている。以下の図表は、富裕層が自身のFAとその所属する企業に対して信頼がどの程度あるかを地域別に計測したグラフである。欧米等の地域と比較して日本のスコアが低いことが一目瞭然である。

こういった結果の背景には様々な要因が絡み合っていると考えられる。その一つは相対的に低調な日本の株式市場や経済環境が影響している可能性もあろうし、そもそも日本の顧客が求めるサービス水準が他国に比べて高すぎるという要因も考えられる。

しかし、FAがグローバルな金融商品へのアドバイザーであるという存在意義に立ちかえると、信頼度の問題は日本の株式市場の問題ではなく、FAそのものに由来する原因があると考えるのが自然であろう。ウェルスマネジメントの黎明期にある日本が、先行する米国や欧州にキャッチアップするためには、FA人材の数の増加や、FAの専門知識と経験値の向上、そして、富裕層と同じ目線で資産運用に取り組める独立したRIAの存在が今後ますます重要になってくるだろう。



顧客ニーズのピラミッド



Deloitte Luxembourgによる「Private Banking and Wealth Management Trends」によると、富裕層がウェルスマネジメントにおいて求めるニーズが変化していることがわかる。とくに、変化が顕著なものとしては、コアアドバイザーと呼ばれる、資産の中心に位置付けられる資産運用に対するアドバイスで、ウェルスマネジメントを抜本的に見直したい富裕層が、その見直しを担当のバンカーに求めることが多い。また、その具体的な方法として、新しい金融商品の開発やそのサービス提供をバンカー、FA、RIAに相談するケースも増えている。

第5章 プライベート・バンカーの資産管理戦略

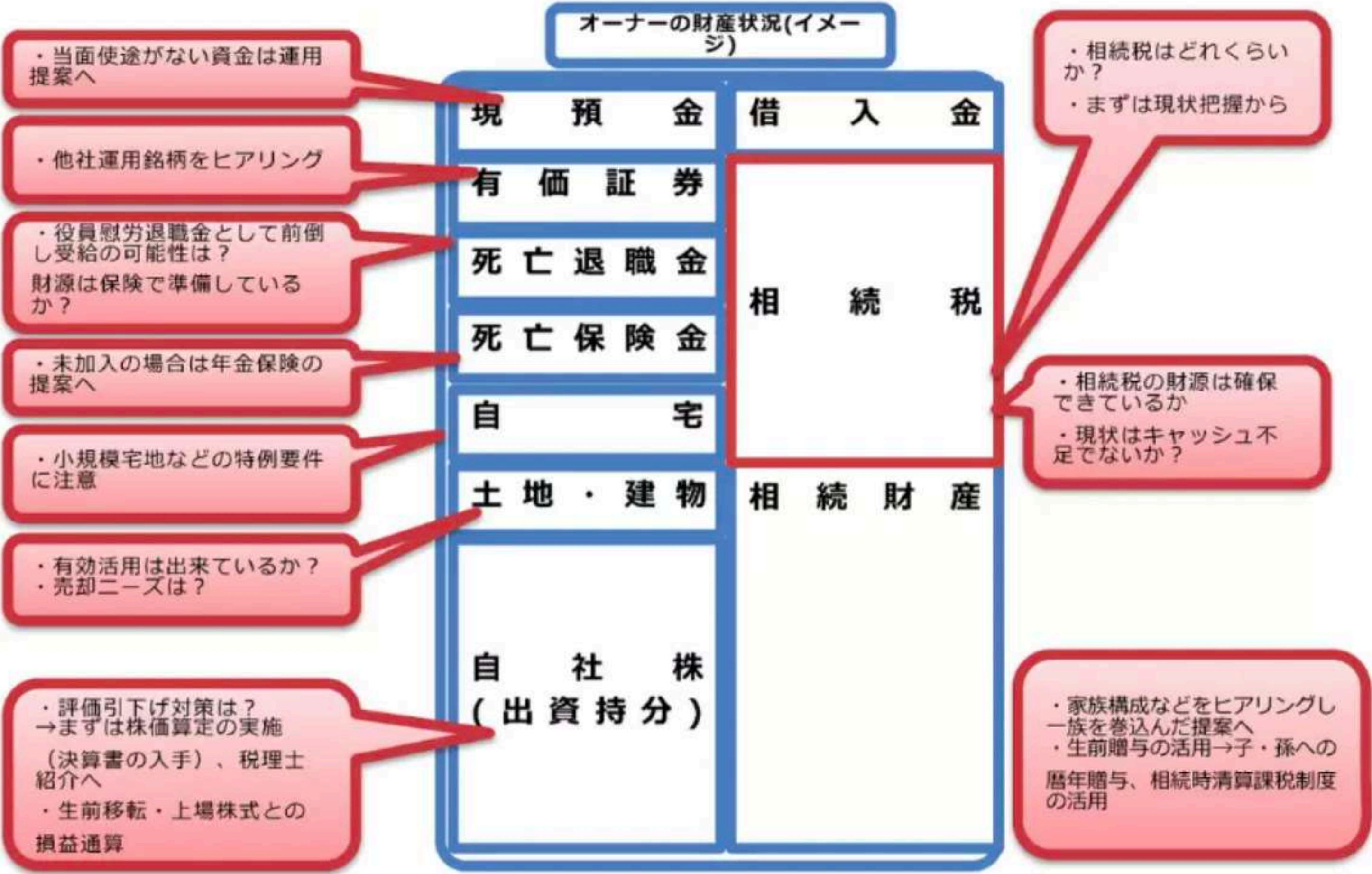
資産管理手法

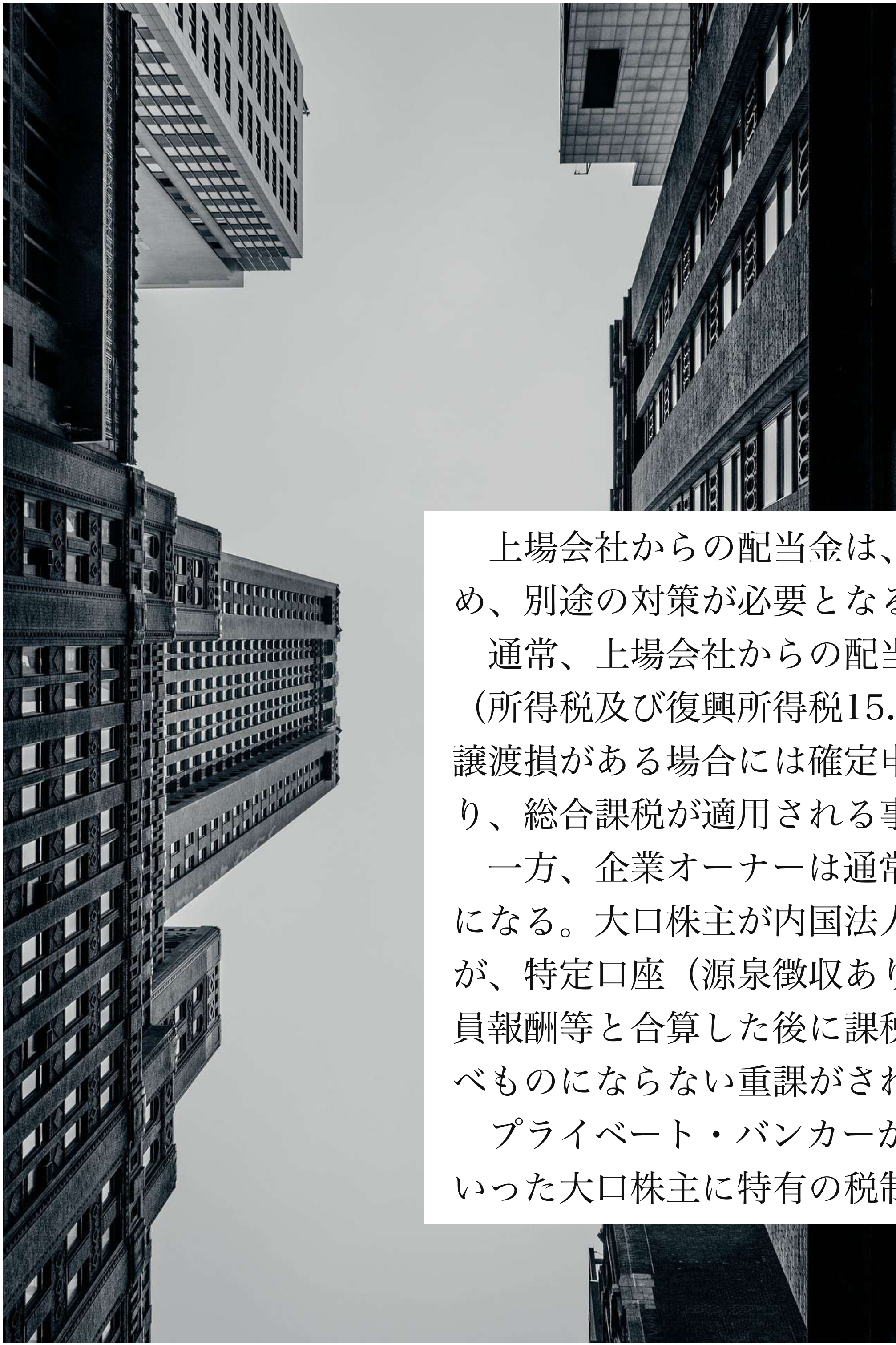
「バランスシートアプローチ」

超富裕層の資産管理手法のひとつに「バランスシートアプローチ」というものがある。

「個人PL」「個人BS」を可視化し、より適切なアセットマネジメントを実現しようとする。

自然と資産が分散することが多い富裕層は、実は、自分の資産総額やその割合を正確に把握できていないケースも多い。自社株や出資持分の評価額は定期的な算定が必要であるし、ハワイや軽井沢に別荘を持っている場合もあるだろう。富裕層は、不動産購入や事業拡大のために借入をしているケースも多い。積み上がった資産（ストック）が多様かつ複雑になっているため、そのPLとBSを可視化することがプライベート・バンカーの最初の仕事になる。





資産管理手法 「3%ルール」

上場会社からの配当金は、オーナーのような大口株主とその他の少数株主では課税関係が全く異なるため、別途の対策が必要となる。

通常、上場会社からの配当金は証券会社における特定口座で管理されており、その特定口座内で20.315%（所得税及び復興所得税15.315%、住民税5%）の源泉徴収（源泉分離課税）も行われる。なおかつ株式の譲渡損がある場合には確定申告することなく当該譲渡損と配当金の損益通算も自動的に行われることとなり、総合課税が適用される事業所得等の他の所得と比べ非常に優遇されている。

一方、企業オーナーは通常3%以上の株式保有割合であることから別途「大口株主」として扱われることになる。大口株主が内国法人から受ける上場株式等の配当金については、一般口座での受け取りはできるが、特定口座（源泉徴収あり）への受け入れはできない。さらに課税方式が総合課税に限定され、高額な役員報酬等と合算した後に課税されることとなり、最高税率は49.44%（配当控除考慮後）と少数株主とは比べものにならない重課がされてしまう。この3%のバーを俗に「3%ルール」と呼ばれている。

プライベート・バンカーが上場企業の役員や創業家などの富裕層の資産管理に着手する場合には、こういった大口株主に特有の税制を把握した上で、ウェルスマネジメントの全体設計をすることが必須となる。

資産管理手法

「資産管理会社による所得税対策」

株式等保有割合 (株式等の区分)	【改正前】	株式等保有割合 (株式等の区分)	【改正後】
	受取配当等の額		受取配当等の額
100% (完全子法人株式等)	100%益金不算入	100% (完全子法人株式等)	100%益金不算入
25%以上 100%未満 (関係法人株式等)	100%益金不算入 負債利子 控除	3分の1超100%未満 (関連法人株式等)	100%益金不算入 負債利子 控除
25%未満 (上記以外の株式等 及び証券投資信託)	50%益金不算入 負債利子 控除	5%超3分の1以下 (その他の株式等)	50%益金不算入
		5%以下 (注1) (非支配目的株式等)	20% 益金不算入
		証券投資信託 (注2)	100%益金算入

上場企業オーナーの資産管理会社が保有する上場会社株式から受ける配当金は、上場会社での利益が源泉であるため、当該利益には既に上場会社にて一度法人税等が課税されていることになる。そこで、同一の配当源泉（利益）に複数回の法人税課税がかかることを回避するために「受取配当金の益金不算入制度」が設けられている。

この制度により、資産管理会社のような法人が受け取る配当金に対しては原則として法人段階で法人税を課税されない。

受取配当金の益金不算入制度では資産管理会社が保有する株式保有割合に応じて左の表のように区分されている。

資産管理手法

「資産管理会社による相続税対策」

上場会社の創業オーナーや優良未上場企業オーナーは、その保有財産の多くが先代もしくは自らが設立した自社株式であることが多い。いわゆる生株の状態（個人名義での保有）で株式を保有していると、その株価上昇がそのまま相続税・贈与税の納税額の上昇リスクにつながるため、一般的には自社株式の保有を目的とした資産管理会社を設立することが多い。

自社株を資産管理会社に移す相続税メリット

上場会社株式を保有する資産管理会社そのものは未上場会社であることから、相続評価上は「取引相場のない株式」として評価されることとなり、結果としてオーナーの保有財産が上場会社株式から未上場株式に転換されることになる。現在の相続評価では原則として「上場会社株式評価額 $\geq$ 未上場会社株式評価額」であることから、資産管理会社の設立そのものが直接的な相続税・贈与税対策になる。

また、上場会社の創業オーナーは通常上位株主であることから、その保有株式を大量に移動（異動）した場合には、その市場価格への影響や四季報上の株主順位変動によるレピュテーションリスクへの考慮が必要となるが、その保有財産が資産管理会社株式に転換されていれば、直接的に移動させるのは当該資産管理会社株式ということになるため、四季報上の株主順位変動もなく、比較的生前贈与等で株式を移動させやすくなるという副次的なメリットもある。

資産管理会社オーナーの天敵「株式保有特定会社」とは

相続税評価ベースでの総資産のうちに占める株式及び出資の価額の割合が50%以上の場合、株式保有特定会社として原則として純資産価額方式で評価される会社を「株式保有特定会社」と言う。株式保有特定会社に該当すると、原則として純資産価額で評価されることとなり、現在の財産評価基本通達では未上場会社株式は原則として類似業種比準方式、純資産価額方式又はその折衷方式のいずれかの方法により評価することとされているが、通常、「類似業種比準方式 $<$ 純資産価額方式」となることが多いことから、株式保有特定会社に該当すると不利になる可能性が高くなってしまう。

そこで「株特外し」という裏技を使う。株特外しには複数の方法があるが、代表的なものとしては、不動産を取得することで、株式の保有割合を下げるという方法がある。「株式保有特定会社か否か？」という判定は形式的に行われるため、このような対策を行うことで、相続税対策につながる。

資産管理手法

「日本型オペレーティングリース」

過去に流行っていた相続対策の一つに、航空機投資を民法組合や匿名組合を通じて行う、いわゆるレバレッジドリースがあった。投資家（個人・法人）は最小限の元手拠出をしつつ、レバレッジの源泉となる金融機関からの投資家元手の数倍にも及ぶ融資を併用することで、特に大きな制約なく、かつ投資リスクも場合によってはほぼゼロに近い形で出資額以上の損金創出による節税が可能となる。

ただ余りの過度な節税行為として税務当局の目に留まり、納税者との間で税務訴訟にまで発展し、結果的に税務当局側が敗訴した事を受けて平成17年度に税制改正が行われた。法人投資家はその節税幅が削減され、個人投資家は一切の節税が不可になるなど、事実上、従来型レバレッジドリースはワークしないこととなり、同時に「リース取引」の定義も大きく見直された。

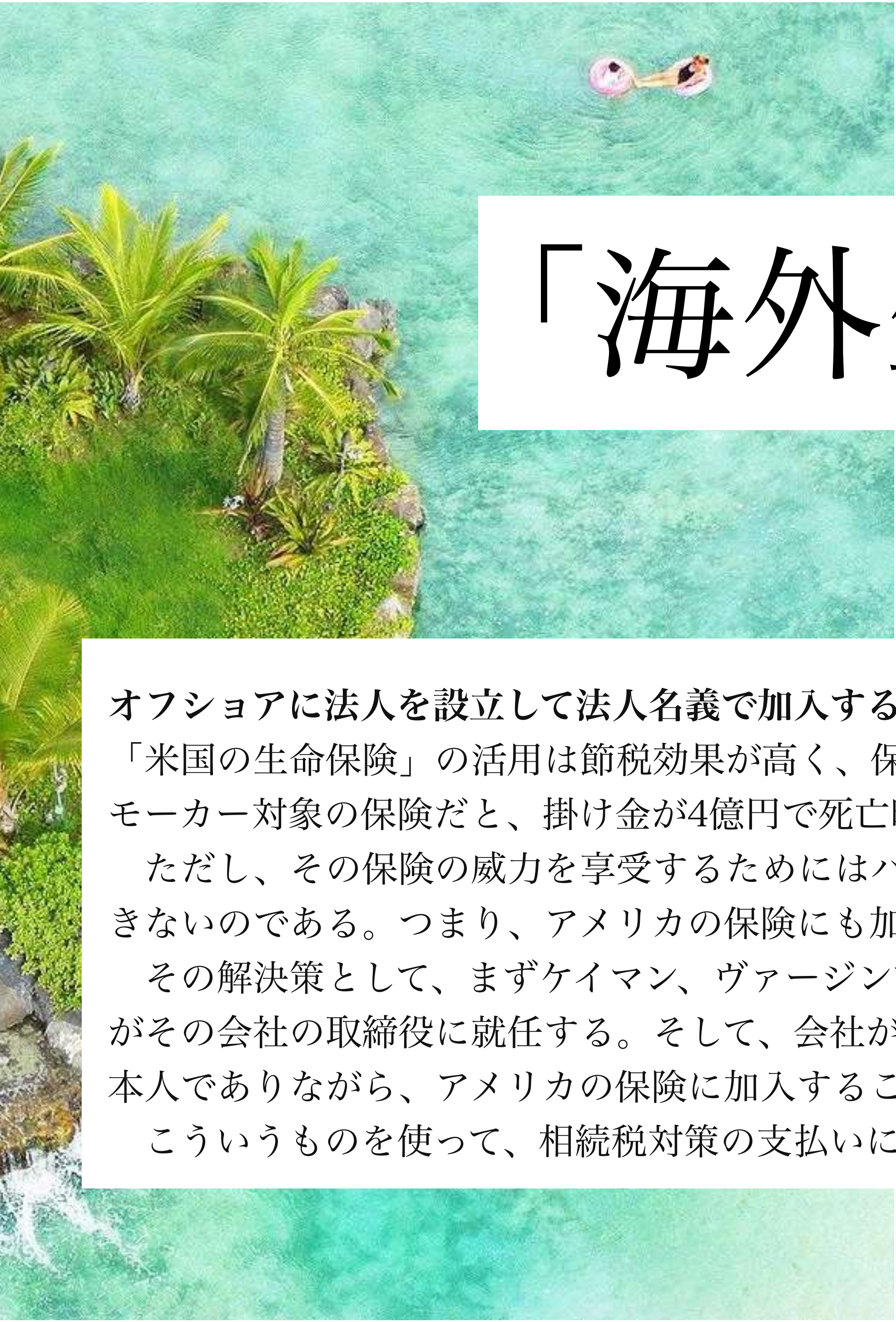
そこで新たに注目されることになったのが日本型オペレーティングリース（通称「JOL」）である。

日本型オペレーティングリースの基本的な狙い

JOLの狙いを一言でいうと、利益の繰り延べスキームによる節税である。通常、上記スキームによるJOL投資を行った場合、初年度～2年目までに
出資額のほぼ100%相当額の費用が先行計上されることになる。そのため投資家サイドでは計画的な節税が可能である。ただし、その反面、航空機売却時点ではほぼ全額の収益が計上されるため、その時点での役員退職金支払い等の支出を予め設定し、同一事業年度に収益が重ならないようにする計画性が必要である。

上場企業オーナーの資産管理会社で日本型オペレーティングリースが流行った理由

かつてのレバレッジドリースや現在のJOLは、上場会社株式の保有を目的とした資産管理会社で頻繁に活用されていた。その理由は金額の多寡と株式保有特定会社外し（通称「株特外し」）にあった。株特外しのコマとしてJOLによる匿名組合出資を用いる方法である。資産管理会社の株式評価上、まずその資産計上容易性を利用して株特外しを達成しつつ、具体的な評価の点では類似業種比準方式適用においてJOLによる損金先行計上による評価引き下げ効果を享受することができるという組み合わせである。



資産管理手法 「海外生命保険を活用した 相続税対策」

オフショアに法人を設立して法人名義で加入する

「米国の生命保険」の活用は節税効果が高く、保険金額においては国内保険とは比べ物にならないほど高い。たとえば、ノンスマーカー対象の保険だと、掛け金が4億円で死亡時の保険金が10億円といったものが一般的にある。

ただし、その保険の威力を享受するためにはハードルがある。日本人は日本で登録されていない生命保険に加入することができないのである。つまり、アメリカの保険にも加入できない。

その解決策として、まずケイマン、ヴァージン諸島などのオフショアに会社を設立する。アメリカの生命保険に加入したい個人がその会社の取締役就任する。そして、会社が生命保険に加入し、取締役である個人を被保険者とする。そうすることで、日本人でありながら、アメリカの保険に加入することができる。

こういうものを使って、相続税対策の支払いにあてるという。これだけの保障がある保険は日本にはまずない。

医療法人オーナー 向け資産管理手法「MS法人」

——医療法人に利益剰余金が積み上がってしまうことに対して、開業医はどのような対策ができるのか？

多くの開業医が行うのが「MS法人（メディカルサービス法人）」の設立だ。MS法人は病院内のスタッフを派遣したり、病院の土地や建物を所有して医療法人に貸し出すことによって賃料を得たり、病院内のテナント誘致や薬局を運営したりすることによって、医療法人に積み上がる利益を吸収する役目を果たす。

医療法人の代表（院長）がMS法人の代表に就くことはできないが、後継者や親族をMS法人で雇うことは可能だ。給与、役員報酬、配当などといった形で医療法人の利益を移転するができ、実質的な生前贈与としての機能も兼ね添えている。日本の所得税は累進課税なので、院長1人で1億円稼ぐよりも、家族4人で2,500万円ずつ稼ぐ方が所得税も圧縮できる。

——MS法人は、どんな病院やクリニックにも有効か？

MS法人は生前贈与のために使えるし、所得分散もできる。さまざまなケースでMS法人を活用できる。ただ基本的に、本業であるクリニックが儲かっていないと意味がない。それに、院長先生が65歳を過ぎて70歳ぐらいになると、だいたい売上が下がっていくので、そのときにMSをどう解散させるのかというシミュレーションまでしておかないといけない。

この点を忘れている税理士や開業医が多い。「今年の税金を下げる」という目的だけでMS法人を設立してしまうと、最後に困ってしまう。最終着地点まで深く話し合っておけば失敗しないのだが、多くの開業医はそこまで考えていないので失敗してしまう。「先生、MS法人をつくったら今年の税金が下がります」「それでいこう」といった軽い考えでつくっているのも、実は多くの開業医が失敗している。

節税と資産管理はスポットではなくロングタームで考える必要がある。これまでに解説した富裕層一般に当てはまるような「バランスシートアプローチ」や「資産管理会社による所得税対策」と合わせて、全体を理解し、専門的なアドバイスを行うことができる専門家と長期的に資産管理を行なっていくことが長期的なウェルスマネジメントの要点であろう。

第6章 プライベート・バンクで提案される金融商品

プライベートバンクで提案される 金融商品の一覧①

私募投信

一般に金融機関で販売されている投資信託は「公募投信」といって誰でも購入することができる。一方でこの「私募投信」は一般の人の目には触れることは無く、限られたお客様だけの特別なモノとしてプライベート・バンクなどが提供するプレミアムな商品である。具体的には2名以上50名以内の投資家に販売されるもので、顧客ニーズに合わせて商品設計されることが多い。

劣後債

劣後債とは、一般無担保社債もしくは優先社債（シニア債）に比べ、元本と利息の支払いの順位が低い社債のことをいう。発行企業が破綻するなど「劣後事由」が発生した場合、企業の残余財産はまずシニア債に支払われ、その弁済が完了した後に残余財産が劣後債に支払われる。劣後債は残余財産の弁済順位が最も優先される一般無担保社債と、弁済順位が最も低い株式との中間的性格を持っている。債務不履行のリスクが大きい分、利回りは相対的に高く設定されている。

永久劣後債

永久劣後債（えいきゅうれつごさい）とは、債券の発行体が法的に倒産した際の精算時において、一般無担保社債や優先社債と比べて元利金の弁財順位が低い「劣後債」のうち、償還期限がなく、発行体が存在する限りは利息が払われ続けるものを指す。通常は発行体が途中償還する取得条項が付けられてる。自己資本に近い性格のため、銀行が国際決済銀行の自己資本比率規制に対応するために発行するが多いと言われている。

優先株式

優先株式とは、普通株と比べて、優先的な権利が付与されている株式のこと。他の株式に比べて配当を多く受け取ることができるものや、企業の解散時には優先的に残余財産を受け取ることができるものがあり、優先株を発行する企業が柔軟に設定できる。一方で、株主総会での議決権が付与されないなどの制限事項もある。国内では、株式会社伊藤園や日本板硝子株式会社などが発行しており、普通株よりも配当金が高く設定されている。

プライベートバンクで提案される 金融商品の一覧②

仕組み債（EB債）

仕組み債とは、デリバティブを組み込んだ債券のことで、あらかじめ設定された価格（行使価格）を下回ると有価証券で償還される仕組みとなっている。一般的にみて高いクーポンの享受などを目的とする一方、信用リスク、流動性リスク（原則として途中売却ができない）や価格変動リスク（有価証券償還リスク、償還参照有価証券の価格下落リスク）等のある、リターンに見あったリスクのある商品設計となっている。有価証券で償還された場合、債券の額面と有価証券の時価との差額が実質的に償還差損となる。

クレジットリンク債

クレジットリンク債とは、債券の信用リスクを他の債券にリンクさせた仕組債の一種で、クレジット・リンク・ノートともいう。指定会社が倒産した場合、指定会社の発行債券で償還されてしまう。多くの場合無価値になってしまうが、指定会社が倒産しない限り、保証料に相当する額が金利（クーポン）に上乗せされて支払われるため、普通社債よりも高いリターンになることが多い。

偶発転換社債（CoCo債）

銀行など金融機関が自己資本増強のために発行する転換社債の一種で、発行体の自己資本比率が基準値を下回るなど、偶発的な事象であらかじめ定められた条件に抵触した場合、元本の一部または全部が削減されたり、強制的に普通株に転換される転換社債のこと。リスクが高い代わりに、通常の社債よりも高利回りとなっている。Contingent convertible bondsを略してCoCo債（ココ債）とも呼ばれる。

有担保債

担保付社債の一つで、発行会社の全財産によって他の債権者よりも優先して弁済を受けられる権利がついた社債のこと。特別法に基づいて発行され、財投機関債、電気事業法による電力債、放送法による放送債券、東京地下鉄株式会社法（旧帝都高速度交通営団法）による東京交通債券、日本電信電話株式会社法によるNTT債、日本たばこ産業株式会社法によるJT債などがある。

Appendix

参照

Private Banking and Wealth Management trends | Deloitte Luxembourg

<https://www2.deloitte.com/lu/en/pages/financial-services/articles/wealth-management-private-banking-efma.html>

Private Banking 2020: Report | PwC Switzerland

<https://www.pwc.ch/en/insights/strategy/private-banking-market-update-2020.html>

Private Banking 2021: Market update | PwC Switzerland

<https://www.pwc.ch/en/insights/strategy/private-banking-market-update-2021.html>

Private Banking & Retail Banking in Switzerland: Market Insights | PwC Switzerland

<https://www.pwc.ch/en/insights/strategy/private-banking-market-insights.html>

Market insights | Global market insights | Citi Private Bank

<https://www.privatebank.citibank.com/insights>

Cambridge Associates | A Global Investment Firm

<https://www.cambridgeassociates.com/>

Doing Business Legacy | The World Bank

<https://www.worldbank.org/en/programs/business-enabling-environment/doing-business-legacy>

野村資本市場研究所 | 注目集めるプライベート・バンキング

<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/1998/1998spr19.pdf>

三菱UFJ信託銀行 我が国におけるウェルスマネジメントの課題について 2020年2月号

https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u202002_1.pdf

プライベートバンク完全ガイド ～PBは富裕層に何を伝えているのか～ | ZUU online

<https://zuuonline.com/archives/208849>

大和総研 調査季報 2016春号 vol.21 欧州の富裕層向け金融ビジネスに見るリテール金融の大きなうねり

https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/esg/20160301_010683.pdf

日本銀行調査統計局 資金循環の日米欧比較 2021年8月20日

<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf>

Private Banking Navigator | Strategy&

<https://www.strategyand.pwc.com/de/en/industries/financial-services/private-banking-navigator/private-banking-navigator.pdf>

The Future of Private Banking in Europe | McKinsey & Company

<https://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Industries/Financial%20Services/Our%20Insights/The%20future%20of%20private%20banking%20in%20Europe/the-future-of-private-banking-in-europe.pdf>

China Private Wealth Report China's Private Banking Industry | 中国招商銀行

<https://www.bain.cn/pdfs/202107130706532622.pdf>

Hong Kong Private Wealth Management Report 2019 | KPMG

<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/cn/pdf/en/2019/10/hong-kong-private-wealth-management-report-2019.pdf>

What's holding back the private sector in MENA | European Bank

https://www.eib.org/attachments/efs/econ_mena_enterprise_survey_en.pdf

スイスの富裕層向け産業（1）資産管理サービス金融が発達、美術品・宝飾品取引も盛ん | ジェトロ

<https://www.jetro.go.jp/biz/areareports/2021/492abf87849184fe.html>

スイスの富裕層向け産業（2）莫大な世界の富裕層資産をプライベートバンク、ファミリーオフィスが運用 | ジェトロ

<https://www.jetro.go.jp/biz/areareports/2021/e3f542e6db5b5f00.html>

スイスにおける富裕層向け産業（3）資産運用としての美術品取引 | ジェトロ

<https://www.jetro.go.jp/biz/areareports/2021/a652062f38d49951.html>

スイスにおける富裕層向け産業（4）ジュネーブの保税倉庫ビジネス戦略を探る | ジェトロ

<https://www.jetro.go.jp/biz/areareports/2021/3c220788562f20ab.html>

スイスにおける富裕層向け産業（5）厳しい職業資格や教育訓練に支えられた宝飾品産業は盛況が続く | ジェトロ

<https://www.jetro.go.jp/biz/areareports/2021/327711631d023ae5.html>

参照

World Wealth Report 2021 | Capgemini

<https://worldwealthreport.com/resources/world-wealth-report-2021/>

EY UK Wealth and Asset Management Outlook for 2022 | EY UK

https://www.ey.com/en_uk/news/2021/12/ey-uk-wealth-and-asset-management-outlook-for-2022

Millionaires and Their Advisors | Spectrum Group

<https://spectrem.com/Content/millionaires-and-advisors.aspx>

米国の次世代金融ビジネスの課題を探る 大和総研 2018年7月13日

https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/it/20180713_020200.pdf

米金融大手、富裕層顧客の子息を対象に夏季セミナー開催 - ロイターニュース - 経済：朝日新聞デジタル

<https://www.asahi.com/business/reuters/CRBKBN19P04H.html>

米モルガン、株式報酬管理会社を買収 990億円で: 日本経済新聞

<https://www.nikkei.com/article/DGXMZO41143730S9A210C1EE9000/>

野村資本市場研究所 | 米国の独立系ファイナンシャル・アドバイザーを巡る近年の動向 (PDF)

<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2019/2019win08.pdf>

令和元年7月 独立系フィナンシャルアドバイザー (IFA) に関する調査研究 みずほ総合研究所株式会社

<https://www.fsa.go.jp/common/about/research/ifahoukokusyo.pdf>

アメリカでIFAが増えた背景や理由と日本との比較-Career|Focus IFA

https://edoa.co.jp/lp/focus_ifa/contents/career/art01.html

協会の従業員数等 | 日本証券業協会

<https://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/toukei/jyugyoinsu/index.html>

【投信調査コラム】米国IFAから考える日本版IFAの道 2019年3月18日 三菱UFJ国債投信株式会社

https://www.am.mufig.jp/text/oshirase_190318.pdf

【投信調査コラム】米国資産運用業界で台頭するIFA! 2019年5月27日 三菱UFJ国債投信株式会社

https://www.am.mufig.jp/text/oshirase_190527.pdf

【投信調査コラム】ポストコロナの中、米国でのフィナンシャルアドバイスは? 2019年5月27日 三菱UFJ

国債投信株式会社

https://www.am.mufig.jp/text/oshirase_210726_2.pdf

JIPsDIRECT No.076～証券会社関連の動向 / 証券トレンド：非上場株式に関する自主規制の変更について / 金融商品仲介業の動向～選択、適合、進化そして期待…

https://www.jip.co.jp/report/upfiles/pdf/pdf_00124.pdf

金融サービス業における世界のM&A動向：2021年上半期アップデート | PwC

<https://www.pwc.com/jp/ja/knowledge/thoughtleadership/deals-trends2021-mid-year/financial-services.html>

初の中国FinTechプラットフォームとして上場を果たした陸金所 | 野村資本市場研究所

<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2021/2021sum05.html>

香港におけるウェルス・マネジメント業界の発展促進策 | 野村資本市場研究所

<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2021/2021sum11.html>

日本の富裕層マーケットに関する考察 2021年7月 三菱UFJ信託銀行

https://www.tr.mufig.jp/houjin/jutaku/pdf/u202107_1.pdf

投資銀行のビジネスモデルの分岐点 2021年04月21日 | 大和総研 | 内野 逸勢 | 中村 昌宏

https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/it/20210421_30080.html

モルガン・スタンレーによる「エマージング・ウェルス」への取り組み | 野村総合研究所(NRI)

https://www.nri.com/jp/knowledge/publication/fis/kinyu_itf/lst/2021/03/06

2021年における本邦証券会社の経営展望 みずほ総合研究所 調査本部 金融本部 大木 剛

<http://www.camri.or.jp/files/libs/1590/20210301130708885.pdf>

アジア最大のプライベートバンクUBS 一成功の背景とさらなる成長のポイントー | 野村資本市場研究所

<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2021/2021win10.html>

資産運用の相談で、IFAと比較して考えたいRIA。でも、RIAっていったい何? | MonJa 〈もんじゃ〉お金と暮らしの情報サイト

https://mon-ja.net/191019-01_ifa-ria/

UBI Banca online per Privati, Famiglie, Giovani e Imprese

<https://www.ubibanca.com/it/>

ディスクレーマー

- 本レポートは、情報提供を目的としたものであり、弊社が特定の有価証券取引や金融商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されたデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではありません。
- 本レポートの記載している見解等は本レポート作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、あらかじめご了承ください。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を直接受領した者並びに、間接的に本資料を受け取った第三者（以下、「情報受領者」という。）に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害について、賠償責任を負うものではなく、情報受領者に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本レポートの著作権は、株式会社H A T A S E H O L D I N G Sに属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。