

米国リテール証券営業の変容

平塚知幸

CONTENTS

証券外務員の急増と新タイプの証券会社の登場
米国における IC チャンネルの特徴
日本の証券仲介業制度との類似点と相違点
日本のリテール証券業務への証券仲介業制度のインパクト

要約

- 1 米国での証券営業チャンネルは、全米規模の大手と地方の証券会社を中心としたものから、IT（情報技術）の発達や証券外務員数の増加などにより、1980年代以降、多様化してきた。そのなかで、IC（Independent Contractor：独立契約型の証券営業マン）を活用したICチャンネルは、金融資産50～100万ドル程度のマス富裕層向けの営業チャンネルとして、1990年代から急速に発展した。
- 2 ICチャンネルの発展には、米国における証券インフラの整備も一役買っていた。証券インフラの整備によって、クリアリングファーム（証券事務代行会社）やバックオフィス事務のアウトソーシング産業が興隆し、ICの主要な帰属先であるIBD（独立系証券会社）の設立が容易となったことは、ICチャンネルの発展に寄与するとともに、多様なビジネスモデルの展開に貢献した。
- 3 日本では今年、証券仲介業制度が導入される。これは米国のIC制度の影響も受けていると思われるが、制度や商慣習などが異なるため多くの相違点もあり、単純に米国のモデルを日本に適用すればよいと考えるのは誤りである。
- 4 日本では、マス富裕層向けチャンネルの整備が遅れており、証券仲介業制度の導入はリテール証券ビジネスを変革するポテンシャルを持つと考えられる。しかし、そのポテンシャルを発揮するためには、ある程度の時間をかけて、証券仲介業制度が日本社会に市民権を得ていくための努力が必要であろう。
- 5 併せて、証券仲介業の発展のためには、日本の実情に合った商品や手数料体系を考える必要がある。また、ITインフラ面では、証券ビジネスへの参入・展開を容易にするアウトソーシング産業の高度化によって、米国のように多様な証券会社の設立が促され、証券市場発展のための一助となるのではないかと。

証券外務員の急増と新タイプの証券会社の登場

1 株式市場の活況と証券外務員の急増

1990年代は、株式を中心とした証券市場の隆盛を背景に、米国証券界の証券外務員数が大幅に増加した。2002年末時点で、全米の証券外務員資格保有者の数は、NASD（全米証券業協会）登録ベースで67万人にものぼる。これは1990年の44万人から見ると、実に1.5倍強に当たる（図1）。

かつては、証券外務員資格を取得するためには、証券会社の従業員となるか、証券会社に従業員候補者として身元保証をしてもらう必要があった。証券外務員に関する業務の管理がすべて証券会社を通じて行われていたからである。

しかし、その後のIT（情報技術）の進歩により、NASDはCRD（証券外務員情報を登録する統合データベース）を導入し、個々の証券外務員の顧客との係争情報（クレームの内容や履歴など）を管理できるようになったばかりか、NASDのホームページから、投資家は証券外務員に関する情報を簡単に取得できるようになった。それまでの証券会社を通じた管理に加え、NASDが個々の証券外務員を直接管理するシステムが整備されたのである。このため、証券外務員のコンプライアンス（法令順守）に関する行動意識は飛躍的に向上した。

一方、増大する証券外務員試験受験希望者のニーズに応えるべく、証券外務員試験のための身元保証を引き受けることを主要な業務とする証券会社も登場することとなった。

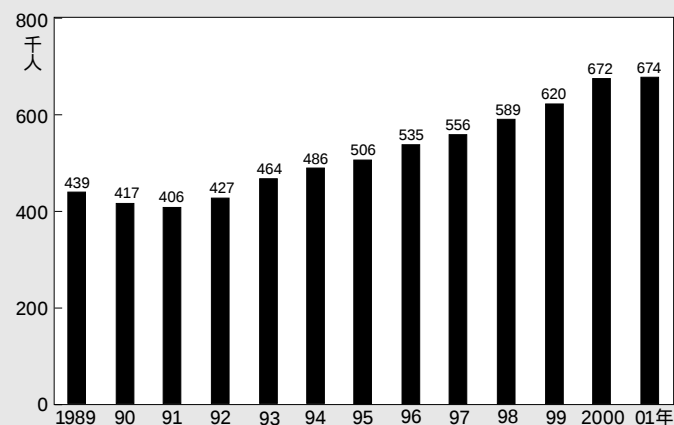
2 IBDの登場

過去に米国の証券リテール営業において中心的な役割を果たしてきたのは、全米規模のフルライン証券会社、いわゆるNFL（メリルリンチなど、ほとんどはニューヨークに拠点を持ち、富裕層などを主要顧客として、全米主要都市に支店を構え、広範囲のサービスを提供する証券会社）と、地方証券会社であるリージョナルズ（ある程度の規模を持ち、地方都市などに拠点を有し、一定の地域に支店網を構え、地方の富裕層などを主要顧客として営業を行う証券会社）であった。

しかし、これら伝統的証券会社の提供するサービスは、アカウントエグゼクティブと呼ばれるシニア営業員が主体であり、そのためコスト高で、ある程度の資産規模を持つ富裕層でないとメリットが薄かった。証券ビジネスの裾野が拡大するに従い、富裕層以外の一般の証券顧客に適合的なサービスを提供する証券会社の登場が待たれていた。

これにまず応えたのが、インターネットの発達により発生し、1980年代に一世を風靡したチャールズ・シュワブに代表されるディスカウントブローカー（電話やインターネット

図1 NASD登録証券外務員数の推移



注）NASD：全米証券業協会
出所）NASDレギュレーション社

を通じて証券営業を行う、店舗や人員を持たない証券会社）であり、90年代にはIBD（Independent Broker Dealer：独立系証券会社）と呼ばれる中小証券会社であった。

IBDは1980年代初頭に、顧客への節税対策指南を主要目的として誕生した。だが、1980年代半ば以降、レーガン大統領の税制改革により既存の節税手段の多くが無効になったため役割の転換を迫られ、90年代初頭からはIC（Independent Contractor：独立契約型の証券営業マン）を使ったファイナンシャルプランナー機能を前面に押し出した新しいインターネット証券営業チャンネルとして発展してきた。

IBDの発展には大きく3つの理由がある。第1は、証券市場の活況を背景に、マス富裕層の市場参加と証券外務員数の急増から、IBDが主要な営業戦力として活用していたICを、より積極的に囲い込み出したことである。第2は、異業種による証券業務参入のためにIBDが活用されたことである。この時期には、銀行や保険、ファイナンスカンパニーといった非証券会社が、証券業務参入のためにIBDを設立したり、既存のIBDを買収したりする動きが多く見られるようになっていた。第3は、ITの発展である。

証券市場の裾野が拡大していくにつれて、証券の取引件数、取引金額は大幅に増大していた。たとえば、ニューヨーク証券取引所とナスダックの合計での1日当たり売買高、売買代金を見ると、1992年ではそれぞれ3億9000万株、520億ドルだったものが、ピークの2001年には31億4000万株、860億ドルに膨れ上がっている。

これに伴う事務処理負担の拡大と、決済リスクの増大に対処するため、米国の証券業界

では、証券決済制度の改革に対する要求が高まるとともに、ITの利用が積極的に推進されるようになった。

西暦2000年問題で一時は改革のスピードが弱まったが、1998年にはSTP（約定から決済に至るまでの一連の取引処理を人手を介さずにシームレスに行うこと）化が終了し、99年には世界に先駆けて保管振替機構のDTCC社が設立された。DTCCは、DTC社とNSCC社を子会社として保有し、証券決済システムの主要インフラ整備の中核を担った。

DTCは、取引内容の確認、通知、および証券会社とカストディアン（資金、証券の決済を行う機関）の資金、証券の決済を行う機関である。証券会社からの取引内容の通知に基づいて、証券会社の代理としてコンファメーション（清算金額の確認通知）の発出を行い、清算金額を確定させる。実際の清算に当たっては、DVP（証券と資金を同時に決済することで、決済リスクを低減する方式）決済を行うことにより、証券決済リスクの削減に寄与している。

NSCCは、米国における証券会社間の各種証券の取引照合、保証、ネットティング（相殺）を行う決済機関であり、これによって株式・債券だけでなく、投資信託、年金証書まで同一の証券決済機構で決済できるようになった。このことは証券会社の事務負担の大幅な削減に寄与している。

このように決済インフラが整備されたのを契機として、専門的に決済業務を請け負うパーシングなど、クリアリングファーム（証券事務代行会社）が発展し、証券ビジネスにおけるミドル・バックオフィス業務のアウトソーシング産業が興隆することとなった。米国ではクリアリングファームが、一部の大手以

外の多くの証券会社の証券決済業務を代行している。IBDも、大手以外はクリアリングファームを利用しているところが多い。

加えて、小規模IBD向けの証券業務システムの開発、コンサルティングを行うベンチャー企業などの活動が盛んである。たとえば個人が設立したIBDに、証券ビジネスに必要な事務全般をウェブサービス化して代行するパッケージを提供する会社などがある。

このように米国では、低コストで証券会社設立のためのインフラを構築できる体制が整っている。これらの整備された証券決済インフラとサポート企業群の存在は、IBDの本社組織のコンパクト化に寄与し、イントロデュースングブローカーと呼ばれる、自前では決済業務などを一切行わないIBDの登場も可能にした。ベンチャー企業であっても、外部のリソースを活用して、比較的簡単にIBDを設立できるようになったのである。

このため、既存のIBDに帰属していたICが、より大きな営業の自由度や、IPO（株式新規公開）後のキャピタルゲインを求めて、自前のIBDを設立するベンチャー経営者となるケースも見られるようになっている。

3 ICの急増

IBDという新しい受け皿が発展したことで、ICとして働く証券外務員数が急増した。税務上は、ICは給与所得者ではなく、独立事業主である。IBDを主とする証券会社と業務委託契約を結び、出来高払いのコミッション（歩合）を受け取るにより、独立採算制で証券営業を行うわけである。

セルリ・アソシエーツの調査によれば、1994年から2000年までの間に、ICの数は5

万人から7万2000人まで増加している。

ICが主要な顧客層としたのは、従来の証券会社がターゲットとしていた富裕層よりもやや資産の少ない層、50～100万ドル程度の金融資産を保有するマス富裕層である。地元密着型のファイナンシャルプランナー機能を持つICは、地元の中小企業オーナーやリタイアメント層などを中心とするマス富裕層に適合した営業チャネルであった（以降、便宜的にこのチャネルをICチャネルと呼ぶ）。

腕に覚えのある証券営業マンはICとして独立し、高い収入を獲得する道が開かれた。経験豊かな営業マンが既存の証券会社からIBDのICに転職するケースも見られるようになり、ICの増加に一層拍車をかけた。

米国におけるICチャネルの特徴

1 リテール証券業務におけるICの重要性の高まり

1990年代の米国は好景気にわき、リテール証券ビジネスは急成長していた。投資信託業界の例でみると、インベストメント・カンパニー・インスティテュートの調査によれば、1989年から99年までの10年間に、投資家口座数は5800万口座から2億2800万口座へと約4倍に増え、運用資産額は2兆ドルから13兆7000億ドルへと約7倍に増大している。

地元密着型のICチャネルは、この流れにのって急成長した。セルリ・アソシエーツの調査によれば、1992年から2000年までの間に新規に投資信託に投資された資金に占めるICチャネルのシェアは17%から30%に増加しており、リテール証券ビジネスにおける存在

感を増してきたことがうかがわれる。

2 ICのプロフィールと 営業スタイル

ICのプロフィールはさまざまである。IC制度では、一定の利益が上がっている限り、どのような営業スタイルをとるかは基本的に個々のICにまかされている。

たとえば、ICとしてどんどん販売実績を上げて収入を増やしたいという事業家タイプの人は、ひたすら営業成績を追求すればよい。また、もっと大きな組織を運営したい、組織の中で出世したいというICには、会社組織内で地区のリーダー、州の営業グループ長というように出世していく道が用意されている。さらに、たとえば第二の人生として地元顧客との関係を大事にしながらやっていこうという人は、そのような営業スタイルをとることも可能である。

あるいは、他に税理士などの本業を持っているが、副業として金融商品の販売を行っているICもいる。彼らは本業ですでに顧客基盤を有しており、顧客の実情にも通じているため、新規の営業努力が少なくすむ。もっとも、これらのICにとって証券営業はあくまで副業であるため、販売する商品なるべく売りやすいものに限定したり、証券会社側からのサポートや研修を期待する人も多い。

3 地域顧客との関係を重視

ICチャネルの大きな特徴は、地域密着型であることである。通常、ICは地元オフィスを構え、ロータリークラブなどに所属して新規顧客を開拓し、その紹介を通して顧客基盤を拡大していく。したがって、ICにと

っては顧客からの信用が第一である。

販売する商品は、投資信託や年金商品などが主体である。とはいえ、株式や預金商品、クレジットカードやローン商品なども扱っていることが多く、一般的な個人の金融ニーズには応えられる品ぞろえをしている。

もし、株式相場の悪化などで顧客が損失を被れば、顧客の心証は悪化する。場合によっては顧客を永遠に失ってしまうことにもなりかねない。ところが、ICチャネルは地元密着型のチャネルであるため、一度顧客を失ってしまえば他に顧客を求めようにも替わりはあらず、既存顧客を大事にしなければビジネスが立ち行かない。したがって、自己の利益のために無理な投資を勧めるようなICは淘汰され、分散投資などリスク管理を主眼として、顧客の立場に立ち、顧客資産の増加を図るために適切なアドバイスを行う能力のあるICのみが生き残っていくことができる。

4 報酬はフルコミッション制

米国のICは、金融商品販売高または預かり資産残高に応じ、あるいは両者を併用したコミッション制の手数料により報酬が支払われる形態が一般的である。もちろん、最初からフルコミッション制で営業できるほど能力と経験に恵まれた人ばかりとは限らないので、ICになってから数年間は、トレーニーとして固定給と併用する証券会社もある。

金融商品販売にかかわる手数料のうち、どの程度がICに還元されるか（ペイアウト率）については、預かり資産や販売金額によって変動し、金額が大きいほどペイアウト率は高くなる。標準的なICの場合、ペイアウト率は80%程度であり、金額によっては90%近く

に達する場合もある。ただし、事務所経費など諸経費はIC自身の負担となるほか、福利厚生費なども所属証券会社はパッケージを用意するものの、加入費用は自分の負担となる場合が多い。

ICが独立してフルコミッションで十分な収入を得るためには、年間17～20万ドル程度の手数料収入が必要とされている。このため、すでに預かり資産が大きく販売に力を入れなくてもよいベテランは良いが、新規顧客をとって販売手数料を稼がなければならない全くの証券業務初心者が、いきなりICとして成功するのはかなり難しく、数年間は満足な収入を得られない場合も多い。

このため証券会社側も、効率を上げるためにすでに顧客基盤を持つ証券業務の経験者をICとして採用したり、または地場の有力者などを採用、教育し、売りやすい商品（投資信託など）に特化して地元への影響力を駆使して販売させるといった手法も用いている。また、新人向けのトレーニングプログラムはかなり充実しているところが多い。ウェブによるeラーニング、先輩ICによる指導制度など、きめ細かいサポートを行っている。

5 ICを支えるインフラ整備の状況

IC支援のためのITインフラ構築には、各IBDとも力を入れている。これらのサービスは有償の場合が多いので、各ICは自分のニーズに応じて必要な機能を取り入れている。

大手のIBDでICに提供されているサービスには、オンラインによる証券取引機能（どこまで顧客に権限を持たせるかはICが決定できる）や、マーケティングツール、シミュレーションツール、IC同士のコミュニケー

ションツール、さらにはコンプライアンスなどに関するeラーニング機能などがある。

マーケティングツールには、顧客向けのビジネスレターの代行作成、顧客の属性別の区分、任意の顧客グループの名寄せなどの機能が含まれている。またシミュレーションツールは、顧客のライフプランに応じて必要な資金額を算出するためのソフトで、顧客の子弟が志望する大学別に必要な教育費を計算する機能などが組み込まれている。

これらのツールの提供により、オフィスが分散していても均質で高度なサービスが提供できる体制となっている。

日本の証券仲介業制度との類似点と相違点

2004年4月から、日本に証券仲介業制度が導入される見込みである。この制度は、米国のIC制度と同様、リテール証券市場の裾野の拡大を目的として導入されるものであり、その成立過程で米国のIC制度が参考にされているものと思われる。しかし、日本と米国では法・規制や商慣習などが異なるため、実際には種々の相違点もある。そこで、現時点では証券仲介業に関する法律が未成立であるため、明確になっていない部分もあるが、以下の項目ごとに比較を試みた（次ページの図2、91ページの図3）。

1 米国 契約形態

ICは、IBDなどの証券会社に帰属するが、従業員としてではなく、証券会社と契約を結ぶ独立自営業者として位置づけられる。米国

のIC制度では、所属する証券会社に対して必ず専属契約の形態をとる。

外務員資格の扱い

ICとして契約するには、外務員資格が必須である。外務員資格は、所属の証券会社を通じてNASDに登録される。

取引の仕組み

米国のICは、基本的には所属証券会社から供給される商品を販売する。所属証券会社以外から仕入れた商品を販売することは不可能ではないが、原則的に所属証券会社の承認がないと売れない契約になっている場合が多く、所属証券会社に不利益をもたらす商品は販売できない仕組みになっている。

この制度は、米国のICが日本における証券仲介業者よりも商品選択の自由度が低いことを意味するものでは必ずしもない。ICが主に採用されている米国のIBDは、ほとんどが自前の商品を持たず、商品は他の証券会社や投資信託会社から購入してくるので、もと

もと商品選択の幅は広いからである。

ICは、顧客との取引では申込書や小切手の接受は行うものの、実際に取引を約定する権限は所属証券会社にある。小切手の決済事務なども所属証券会社が行い、ICには手数料が証券会社から別途支払われる形となる。

コンプライアンス

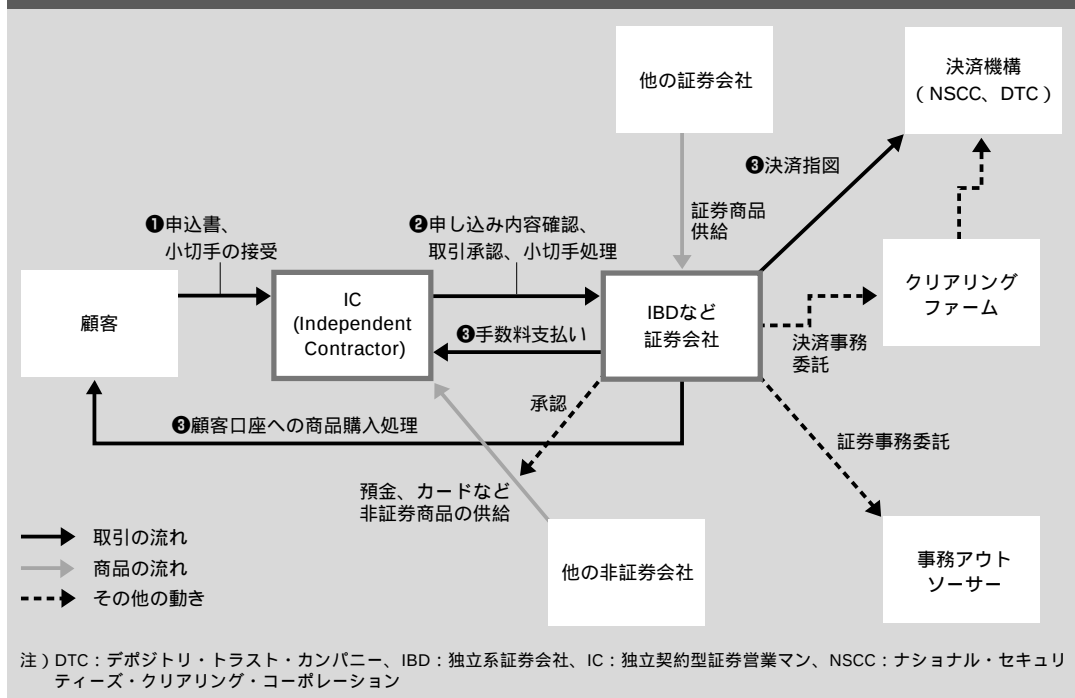
個々の取引におけるコンプライアンスのチェックは、所属証券会社が行う。ICに対する責任も、基本的には所属証券会社が担う。

2 日本

契約形態

日本の証券仲介業制度では、一定の登録要件を満たしており、金融機関の従業員でなければ、個人・法人を問わず誰でも証券仲介業者になれる（2003年12月時点）。また、保険代理店と同様の乗り合い方式を認める方向で検討が進んでおり、証券仲介業者は各証券会社と個別に業務委託契約を結ぶ形になる。

図2 米国のICチャンネルの仕組み



外務員資格の扱い

図3に示す仲介業者外務員は、証券仲介業者のもとで証券の仲介・媒介業務に従事する。これらの者は、証券外務員資格を有していることが採用の条件となる見込みである。外務員資格は、証券業協会に所属の金融機関、仲介業者名と共に登録される。

取引の仕組み

仲介業者に対する商品の供給は、業務委託契約を結んだ各証券会社から行われる。取引契約においては商品を提供する証券会社が契約の主体であり、仲介業者、外務員は証券会社から業務委託契約を受けて取引の仲介および媒介を行う。報酬は商品を仕入れた証券会社から仲介業者が受領し、そこから外務員に一定割合が支払われる。

コンプライアンス

仲介業者に対する監督責任は、業務を委託

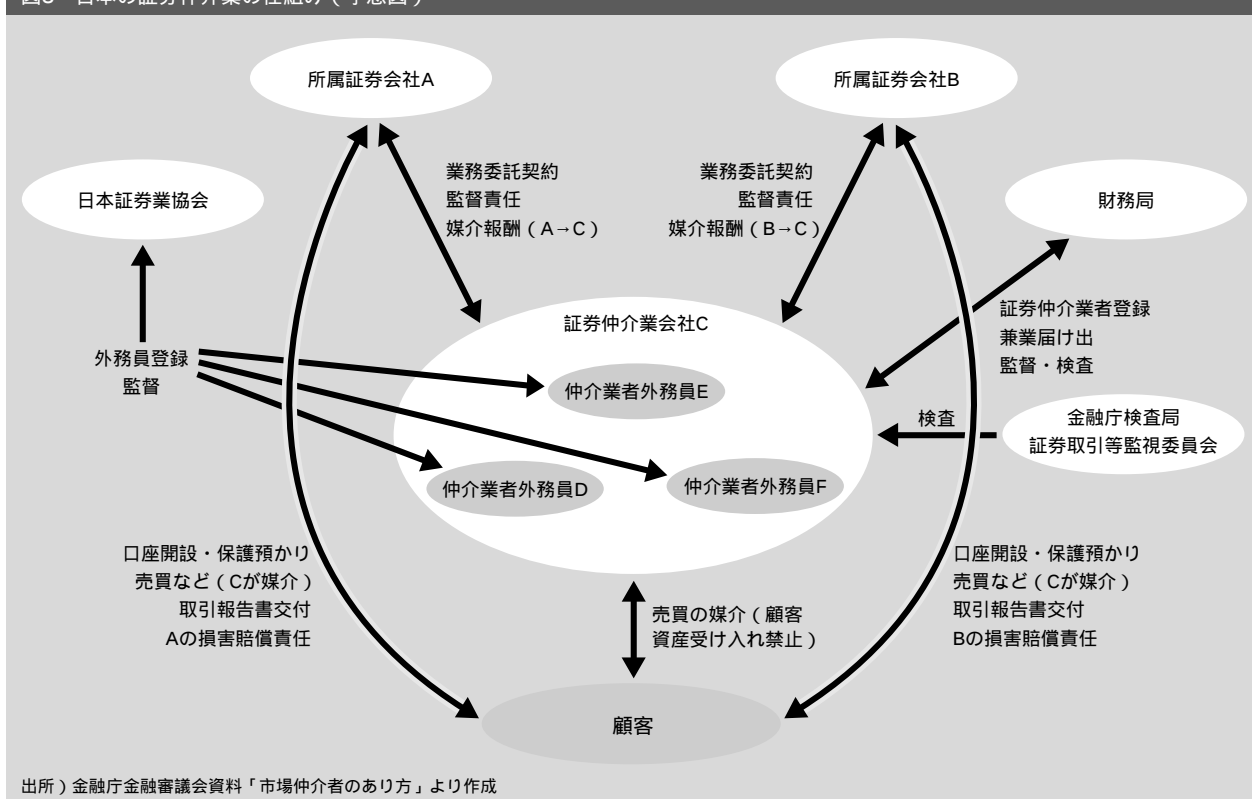
した証券会社が担う。もし、所属仲介業者の外務員が違法行為により顧客に損害を与えた場合には、証券会社が賠償責任を負うことにより投資家の保護が図られる見込みである。なお、仲介業者に対しては、監督当局から証券会社に準じた検査、監督が実施される見込みである。

日本のリテール証券業務への証券仲介業制度のインパクト

1 機運の高まりつつあるリテール証券ビジネスの拡大

日本でも近年、年金問題や雇用の不安定化により将来への不安が顕在化し、生活防衛のために証券投資の重要性が叫ばれ始めている。また、ファイナンシャルプランナーの資格取得者が10万人を超えるなど、金融リテラ

図3 日本の証券仲介業の仕組み（予想図）



シーも高まってきており、リテール証券ビジネスが拡大する条件が整い始めてきた。また、ここにきて制度面、インフラ面でも米国に準じた制度が整備されつつある。

今年度には、日本版 NSCC といえる JSCC（日本証券クリアリング機構）が発足した。これにより東京、大阪、名古屋といった日本の主要株式市場の決済業務が一本化され、証券決済ビジネスの利便性が増大した。また、日本における DTC の役割を担う証券保管振替機構は、2004 年 5 月を目処に債券・株式の DVP 化を推進する見込みであり、グローバルスタンダードに準じた証券決済システムの確立に向けて一歩前進する。

さらに、今春の証券仲介業制度の解禁とともに証券会社の設立認可基準も緩和される見込みである。これにより、たとえば証券仲介業制度を活用し、証券仲介業に特化した証券会社を設立することなども容易になろう。

ただし、米国で見られるようなクリアリングファームやアウトソーシング産業の整備については、まだ改善の余地がある。

2 投資環境の変化と個人投資家が現在抱える諸問題

1400 兆円近い個人金融資産を持ちながら、日本のリテール証券ビジネスがこれまでにまいひとつ隆盛を見なかった理由の 1 つとして、1990 年代を通じ、主として株式を中心とした証券市場に活気がなかったことが指摘できる。多くの個人投資家は、1990 年代初頭のバブル崩壊、2000 年のインターネットバブル崩壊などで株式市場への期待を裏切られ続け、多くが低利だが安全な銀行預金を主体とする堅実な資産運用に終始してきた。

しかし、ここにきて株式市場が立ち直りを見せ始めていることや、年金問題に代表される将来設計への不安から、資産形成層に属する個人の証券投資に対する意識は徐々に高まりつつある。また、金融資産の 6 割近くを保有しているとされる高齢者層でも、打ち続く低金利環境による金利収入の低下によって、資産をより有利に運用するためのニーズが高まっていると考えられる。

3 証券仲介業制度の日本証券ビジネスに与えるインパクト

このような観点から、証券仲介業制度の導入はタイムリーであると考えられる。だが、現在の状況を見る限り、証券仲介業の定着には一定の時間を要するだろう。

第 1 に、証券仲介業という制度自体、日本人にはなじみがなく、一般の理解を広く得られるようになるまでには相応の時間がかかると考えられる。

既存の概念で近いものは、たとえば生命保険の外交員であろうが、基本的に生命保険は売り切り型の商品であり、外交員と顧客とは保険の乗り換えや変更などの場合を除けば、頻繁に接触することはなかった。

しかし、証券仲介業制度における外務員は、地域に密着して常に顧客の相談に応じるいわば金融のホームドクター的存在となる。金融商品に関する知識を備えた人材の数は昔に比べれば増えていると考えられるが、他者の金融ニーズを酌み取り、適切なアドバイスを行うことができ、独立独歩で生計を立てている本当の意味でのファイナンシャルプランナーはまだ少数であろう。

したがって、当分の間は、税理士や保険

代理店など他に本業があり、すでに一定の顧客基盤を持っている人、既存の金融機関に勤めていて顧客を多く持っているにもかかわらず、既存の報酬体系の限界から、労力に見合った収入を得られずに不満を感じている人、金融機関でリテール業務に従事していたが、定年などの理由で退職し、これまで蓄えた職業知識を生かして、第二の人生を地元顧客の金融ニーズ相談に乗りながら過ごそうと考えている人——などが、証券仲介業における外務員の主流になるのではなかろうか。

4 証券仲介業制度の発展のために

最後に、これまでの米国IC制度との比較から、日本における証券仲介業の発展のためにいくつかの提言を行ってみたい。

まず、商品だが、現在のところ各証券仲介業者が販売を考えているのは、米国と同様に投資信託ないしは変額年金のようである。確かに、これらの商品は米国で1980、90年代の株式市場の好調を受けて爆発的に売れた。

しかし、実際の日本における2002年度の年金販売実績を見ると、定額年金保険が58万2804件に対し変額年金は16万6320件と、件数ベースでは定額年金が78%を占めている。投資信託も変額年金も価格変動型であり、購入した顧客がリスクを負担する商品であることには変わりがない。日本のように、金融資産の6割近くを60歳以上の高齢者層が保有する国で、価格変動商品のみを販売することが妥当なのかどうかについては、もう一度検討してみる余地があるのではないか。

たとえば、近年人気の高い個人向け国債や、高格付けの社債、あるいは財務状態の比較的優良な自治体が発行するミニ地方債など

を、商品として加えてみることも一案ではないだろうか。コミッションの問題はあるが、これらの商品は安全性の高い商品であり、導入期の商品として、あるいは安定した顧客との関係を目指す証券仲介業者と外務員にとって、望ましい商品だと考えられる。

次に、投資信託商品の手数料の取り方についても再検討してみる必要性がある。

これまでの日本における投資信託商品は、基本的に販売時に手数料を徴収するフロントロード型の商品が主流であった。これらの商品は、従来の販売額を規準としたリテール証券営業のスタイルには適合しているが、証券仲介業は本来、資産管理型のものによりマッチする営業スタイルなのだから、手数料の取り方もそうした営業スタイルの変化に適応したものにすることが必要であろう。具体的には、預かり資産の増減に応じて毎年一定の手数料をとるといったフィーベース型の商品の導入が望まれる。さらに、複数の商品を1つの口座で管理できるラップ口座の導入も検討の対象に入ってこよう。

最後に、証券業務、証券市場のITインフラ面から見ると、証券ビジネスへの参入・展開を容易にするために、アウトソーシング産業の高度化が必要であろう。そうしたことが、米国の例で見たように、新しいアイデアを持ったユニークな証券会社の設立を促し、日本のリテール証券市場をより活性化することに役立つのではない。

著者

平塚知幸（ひらつかともゆき）

保険システム事業本部付副主任コンサルタント
専門は金融および資金・証券決済業務など