

# 市場仲介者のあり方について

## 証券代理店制度を中心に

(財)日本証券経済研究所 大阪研究所  
主任研究員 二上季代司

### 目次

1.はじめに	6.証券代理店制度導入の背景
2.議論の背景	7.法人代理店の容認
3.証券会社等の最低資本金切り下げ	8.乗合制の容認
4.証券会社等の主要株主規制の導入	9.兼業に伴う利益相反等の問題
5.証券代理店制度の導入	10.代理店制度利用の展望

#### 1.はじめに

金融庁の諮問機関である金融審議会第1部会は昨年末、報告書「証券市場の改革促進」を公表した。この報告書は、証券市場の構造改革の一環として、市場仲介者、ディスクロージャー、取引所それぞれに係る制度的整備を行うことの必要性を主張している。このうち、市場仲介者について検討項目をみれば、証券会社・投資顧問会社・投資信託委託会社の最低資本金を5千万円までに切り下げ(現行1億円)、証券会社・投資顧問会社・投資信託委託会社の主要株主の適格性をチェックする制度の導入、証券会社の代理店制度の導入、が提起されている。

筆者は、市場仲介者に係る制度的諸問題を検討した第1部会「市場仲介者のあり方に関するワーキンググループ(以下、仲介者WGと略)」の一委員としてこの審議に参加したが、本稿では、審議の経過を振り返りつつ、そこでの検討課題や議論の一部を紹介しながら論

点整理を行ってみたいと思う。なお、「仲介者WG」では「証券代理店制度」の検討にもっとも長い時間を割き、これが最大のイシューであった。そこで、以下でも「証券代理店制度」について、より詳しくみようと思う。

#### 2.議論の背景

最初に、この議論の背景に言及しておこう。昨年8月、金融庁は「証券市場の改革促進プログラム」を公表した<sup>1</sup>。このプログラムは、誰もが投資しやすい市場の整備、投資家の信頼が得られる市場の確立、効率的で競争力のある市場の構築という3つの柱に沿って、企業、市場仲介者、市場開設者、投資家に関する制度についての包括的な取り組みを定めたもの、とされる。このプログラムに盛り込まれた様々な諸問題をさらに具体的に検討するために「金融審議会」第一部会の下に作業部会が設置された。このうち、市場仲介

者にかかる制度的問題を担当したのが「仲介者WG」である<sup>ii)</sup>。

市場仲介者に関する制度的取り組みの上で重視されたことは、投資家にとってアクセスが容易で、かつ質の高い多様な金融サービスの提供が行われること、また投資家から十分な信頼が確保されることであった。この観点から、「仲介者WG」ではアジェンダとして、冒頭でみた3点、証券会社・投資顧問会社・投資信託委託会社（以下、証券会社等と略）の最低資本金切り下げ、証券会社等の主要株主規制、証券代理店制度、が取り上げられたのである。

### 3．証券会社等の最低資本金切り下げ

証券会社等の最低資本金切り下げは、競争を通じて特色ある金融サービスの提供が行われることを目標に、証券業務、投資顧問業務、投資信託委託業務への参入促進を図ったものである。その前提としては、証券会社において顧客資産の分別管理や投資者保護基金制度などの、いわゆるセーフティネットが整備されていること、また投資顧問業者、投資信託委託業者においても顧客資産の預託の受入を禁止されていることなど、投資家保護の仕組みが整備されていることがあげられている。もっとも、このような結論に対して、審議の過程では次のような異論がだされたことを紹介しておこう。第1は、証券会社にあっては登録制に移行する前後の平成10年度以降から新規参入が急増しており<sup>iii)</sup>、これ以上、最低資本金を引き下げても参入促進の効果は限られる一方、資本金引き下げによって証券会社の健全性が損なわれ投資者保護基金の負担が増大する、というものである。他方、これとは全く逆の考え方もあった。すなわち、す

で自己資本比率規制があって、これが十分に機能しているのであれば、これとは別に最低資本金を設ける必要がないのではないか、というものである。

### 4．証券会社等の主要株主規制の導入

証券会社等の主要株主規制は、市場仲介者に対する一層の信頼確保を図る観点から、経営に実質的な影響力を有する主要株主（20%以上の議決権保有者）について行政当局が適格性を確認する制度として、その導入が図られたものである。主要株主の適格性は、行政処分歴、犯罪歴等の外形基準によって確認されるほか、証券業を適確に遂行するに足りるかどうかという観点から人的構成についても実質的に審査されることとなった。この確認のため、主要株主は行政当局に届出義務があるほか、行政当局には主要株主に対する報告徴求や立入検査権が付与され、不適格者である場合には株式売却命令等の措置を講じることができることとなっている。

この制度導入の背景としては、証券監督者国際機構( IOSCO )「証券規制の目的と規制」において、金融機関、証券業者の許認可に際して申請者に重要な影響を及ぼす者すべてに対して包括的な審査が求められるべきである旨の提言がなされており、主要先進諸国において類似のルールが導入されていること、国内においても銀行の主要株主規制がすでに施行されていること（2002年4月）、証券界ではいわゆる「南証券事件」が発生（2000年3月）その再発防止措置が必要とされていたこと、等が挙げられる。

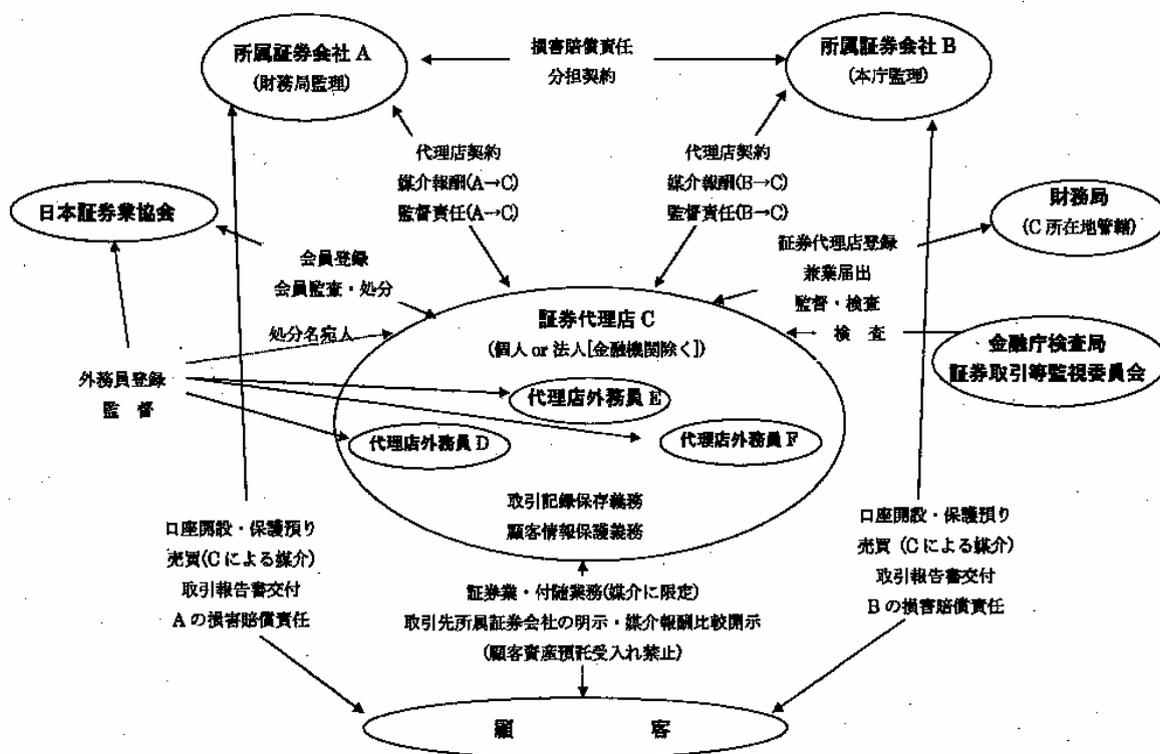
## 5. 証券代理店制度の導入

証券代理店制度は、投資家の証券市場へのアクセスを一層容易にすることを目的に、導入が図られたものである。ここでいう証券代理店は、自らは顧客口座を有さず証券会社と顧客の証券取引を仲介するのである。証券代理店は、顧客を勧誘し、顧客からの証券取引の注文を証券会社に取り次ぐのことであって証券取引法にいう証券業そのものの定義に該当する。したがって、このような業務に携わろうと思えば、現行法制では証券業者として登録するか、あるいは既存の証券会社の外務員になるしかなく、いずれの方法も、今以上の販売チャネル拡充の効果にはならないのであった<sup>iv)</sup>。そこで証券取引法に所要の改正をほど

こし、証券代理業務への参入をしやすいようにしようというのである。

今回、新たに導入された証券代理店制度は、証券代理店を証券会社から委託を受けて当該証券会社（所属証券会社）のために顧客との間の証券取引を仲介する独立の商人と定義し、より具体的には、所属証券会社を代理して契約する権限(代理権)のない、いわゆる媒介代理商と位置付けている。そのうえで、これを登録制とし、証券会社と同様の行為規制に服せしめ、所属証券会社の指揮命令関係を明確にしてその監督責任、賠償責任を法律上明記するとともに行政当局が検査・監督権限をもつことにして、投資家保護をはかるようとするものである。

第1図 証券代理店制度のイメージ



(出所) 金融庁資料

その際、顧客口座を有さず、顧客の金銭・証券類も一切扱わず、媒介代理に限定するという業務制限を課すことにより(業務範囲の限定)、証券代理店は個人、法人を問わず行えるようにし(業務主体)、その登録においては最低資本金、自己資本比率規制などの資本要件、兼業に際してのリスク管理体制などの要件を免除し(登録要件の緩和)、さらに投資家保護基金への加入義務も免除している。

他方、その業務の特性から、顧客資産の預託の受入を禁止、証券会社との誤認防止措置<sup>v</sup>、取引態様の明示<sup>vi</sup>、乗合の場合には<sup>vii</sup>所属証券会社の手数料比較表を開示させるなどの新たな規定(行為規制)を追加している。また外務員は証券代理店に帰属する者として登録することとなる<sup>viii</sup>。

ちなみに第1図は証券代理店制度をイメージしたものである。以上のように証券代理店制度の導入によって、先述した現行法制下での販売チャネル拡充の限界を打破しようというわけである。そこで次に、今回の証券代理店制度の背景についてみておこう。

## 6. 証券代理店制度導入の背景

投資家の証券市場へのアクセスを一層容易にするという点では、販売チャネルの多様化・拡充がその有力な方策であることはいうまでもない。では販売チャネル多様化・拡充策として具体的に何が考えられるだろうか。既存の証券会社店舗網やインターネットを利用したオンライン・ブローカー以外に想定できる販売チャネルとして、たとえばアメリカでは、金融機関店舗内での証券販売(証券会社による間借り販売が多い)、緩やかなネット・キャピタル・ルールを通じた証券業務

の参入促進(イントロデューシング・ブローカー<sup>ix</sup> Introducing Broker、以下IBと略)、投信・変額保険限定ブローカー)、営業のアウトソーシング(インデペンデント・コントラクター Independent Contractor、以下ICと略)、というやり方がとられている。すなわち、隣接業態たとえば金融機関店舗での証券販売、最低資本金など登録要件を緩めることによる証券業への参入促進、証券会社における証券営業の外部委託、の3ルートによる販売チャネル多様化・拡充策がとられているのである。

これをわが国に類推すると、に相当するものとして、金融機関による投信の窓口販売(1998年より開始)があるほか、2002年9月には金融機関による書面での証券売買取次ぎ業務ならびに銀行と証券会社の共同店舗設置をつつずる証券売買について金融庁から事務ガイドラインが提示されている。つまり金融機関店舗での証券販売についてある程度、道が開かれているのである。これに対して、とについてはこれまで制度的な整備が遅れていたといえる。今回の「証券会社等の最低資本金切り下げ」と「証券代理店制度の導入」はこれに対する制度的対応であると評価できよう。これらは先述のアメリカにおけるIBやICに相当するものであるが、もちろんIBやICと比べて異なっている特徴もいくつかある。そのことは、今後の証券代理店制度の発展にとって重要な論点を提供するものであると考えられる。そこで次に、アメリカとの比較を通じて、今回の証券代理店制度の意義や論点を整理してみよう(なお、第1表はICとIBについて、その定義、業務範囲、登録要件、店舗規制等についてまとめたものである)。

第1表 アメリカのインデペンデント・コントラクターとイントロデュージング・ブローカー(ファーム)

論点	IC(Independent Contractor)	IB(Introducing Broker) or IF(Introducing Firm)
(1)定義	<ul style="list-style-type: none"> <li>証券会社の営業員ではないが、証券会社と契約を結んで証券の販売を行う個人(Individuals)</li> <li>自己所有の営業拠点をもち営業経費・福利厚生費等を自らが負担する代わりに、手数料の戻し率が高い。</li> </ul>	<p>自社で清算業務を行わない証券会社</p>
(2)主体	個人	個人、法人ともに可
(3)業務の内容・範囲	<ul style="list-style-type: none"> <li>外務員の範囲にはトレーダーなども含まれるが、ICの場合、事実上はブローカー業務のうちのフロント業務。</li> <li>自主規制機関の店舗規制(後掲)の関係から、自宅や自前のオフィスなどを執務場所とする場合には業務範囲を次の範囲に制限する場合が多い。 市場情報、アドバイスの提供と勧誘 口座開設申込みと注文の取次ぎ (1)顧客口座の開設、注文受託とその確認・承認、口座保管など重要な業務は行わない、 (2)公衆に告知しない=広告・看板等の制限。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ブローカー業務のうちのフロント業務。</li> <li>清算業務の委託にはフルディスクロールド方式とオムニバス方式があり、前者FDWが主流(注1)。</li> <li>FDW(フルディスクロールド方式)の場合には； 市場情報、アドバイスの提供と勧誘 顧客口座の承認・開設・モニタリング 注文受託とその確認・承認 のみで、取引執行、口座保管、決済、マージン取引の信用供与は行わない。</li> </ul>
(4)資格・登録要件など	<ul style="list-style-type: none"> <li>登録外務員(Registered Representatives)であること</li> <li>NASDの資格試験 一般RRは試験シリーズ7 投信・変額保険年金限定RRは試験シリーズ6</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>登録証券会社(SEC登録)</li> <li>ネット・キャピタル・ルールが緩い(顧客勘定を保管しないイントロデュージング・ブローカーは5万ドル以上、一般ブローカー・ディーラーは25万ドル以上)</li> </ul>
・複数登録 Dual	<ul style="list-style-type: none"> <li>複数登録は可能(ただし州によって禁止もあり)</li> <li>事実上は一社専属(他社の登録外務員とは契約しないケースがほとんど)</li> </ul>	非専属
Registered	<ul style="list-style-type: none"> <li>兼業可能(投資顧問、保険、不動産、税理士、会計士など)</li> <li>兼業の場合は所属証券会社に書面での届出が必要(注2)</li> <li>他社の従業員に金銭の支払いをする場合はその雇用者の書面での同意が必要。従って、全く別会社の従業員を外務員にすることは事実上不可能(注3)</li> </ul>	兼業可能
(5)行為規制などコンプライアンス	<ul style="list-style-type: none"> <li>基本的に一般外務員と変わらない。</li> <li>ただし就業場所を非登録店舗(NASD)あるいは小規模店舗(NYSE)の範疇に入れる場合は、一般店舗と異なった監督体制になる。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>基本的に一般証券会社と変わらない。</li> <li>ただしFDW方式のイントロデュージング・ブローカーには 顧客の資金・証券の分別保管義務、 記録作成義務、 顧客用説明書送付義務 が免除。</li> </ul>
所属証券会社の責任	<p>所属証券会社の賠償責任(注4) 34年法20条a「支配するもの」の定義に該当</p>	<p>クリアリング契約に基づく業務の範囲内で、当該証券会社とクリアリング・ブローカーが責任分担 NYSE規則382条(82年改正)</p>

(注) 1、Full-disclosed way とは、委託先のクリアリング・ブローカーに個々の顧客の名前、取引状況がすべて開示され顧客口座が保管されており、注文は顧客の注文として執行され、取引確認書、月次報告書などの顧客への送付もすべてクリアリング・ブローカーが行う。他方、Omnibus way では、クリアリング・ブローカーに個々の顧客の名前はわからず、依頼業者(イントロデュースング・ブローカー)の名前で一括して決済を行う。その結果が依頼業者に連絡された後、依頼業者は個々の顧客に改めて売買確認書などを発送する。2、個人ビジネスでの兼業はむしろ奨励。3、多いのは証券会社を子会社として持つ保険会社の営業員がその証券会社と IC 契約を結ぶ例。

4、Hollinger v. Titan 事件の判例により所属証券会社の賠償責任が確立 (Hollinger et.al.v.Titan Capital Corporation, et.al.(Ninth Circuit,1990), New Court Decision,CCH, 95,550) 5、このほか、投資信託および変額保険に取扱商品を限定している証券会社の場合にも低いネット・キャピタル・ルール。証券投資者保護会社への加入義務も免除。当該証券会社の外務員資格は、NASDのシリーズ6の試験合格ですむ投信・変額保険限定代理人で良い。

(出所) 伊豆久「イントロデュースング・ファームの増加とその背景」『証研レポート』1551号、1997年10月、同「米国の店舗規制」1580号、2000年3月、日本証券経済研究所大阪研究所「証券販売チャネルの多様化 インデペンデント・コントラクター制度を中心に」証券団体協議会議、2000年6月。

## 7. 法人代理店の容認

証券代理店制度の第1の意義は、法人代理店を容認したことである。

アメリカでは証券 IC とは、証券会社の営業員ではないが、証券会社と契約を結んで証券の販売を営む個人(Individuals)とされている (Securities Industry Association、証券業団体の定義)。1934年証券取引所法では証券会社と提携関係にある者(associated person)の範疇であり、RR(登録外務員)であるとされる。ただ普通の外務員と違うのは、自己所有の営業拠点を持ち営業経費・福利厚生費などを自ら負担する代わりに手数料の戻し率が高いという半ば独立した証券営業員ということになる。この結果、証券会社としては自ら営業拠点を持たず、販売チャネルを拡大できるメリットがある。

他方、IBの方はバックオフィス業務(すなわち精算業務やさらには執行業務)を行わず、これをクリアリング・ブローカー(Clearing

Broker<sup>x</sup>)に委託して、自らは勧誘やアドバイス、注文取り次ぎなどフロント業務だけに特化している証券業者であって、34年証券取引所法により証券業への登録義務がある。ただし、IBは顧客口座をもたなければネット・キャピタルは5万ドル(一般ブローカーは25万ドル)ですみ、それだけ参入のバーが低く、証券界全体として販売チャネル拡大が容易になるという効果がある。

今回、構想されている日本の証券代理店は、資本要件は不要であるうえに主体として個人、法人両方とも可能となっている。アメリカでは IC は個人(individual)であって法人 IC は存在し得ない。もっとも、ICの兼業は可能であり、その個人が別の会社を営み他業を営んでいることは十分ありえるが、証券会社が IC と結ぶ契約の相手主体(すなわち当該証券会社の指揮命令関係に入る相手)は個人ベースになる。もし法人で、ということになれば、アメリカでも証券業の登録を取る必要があるのである。この点、資本金なしの法人代理店

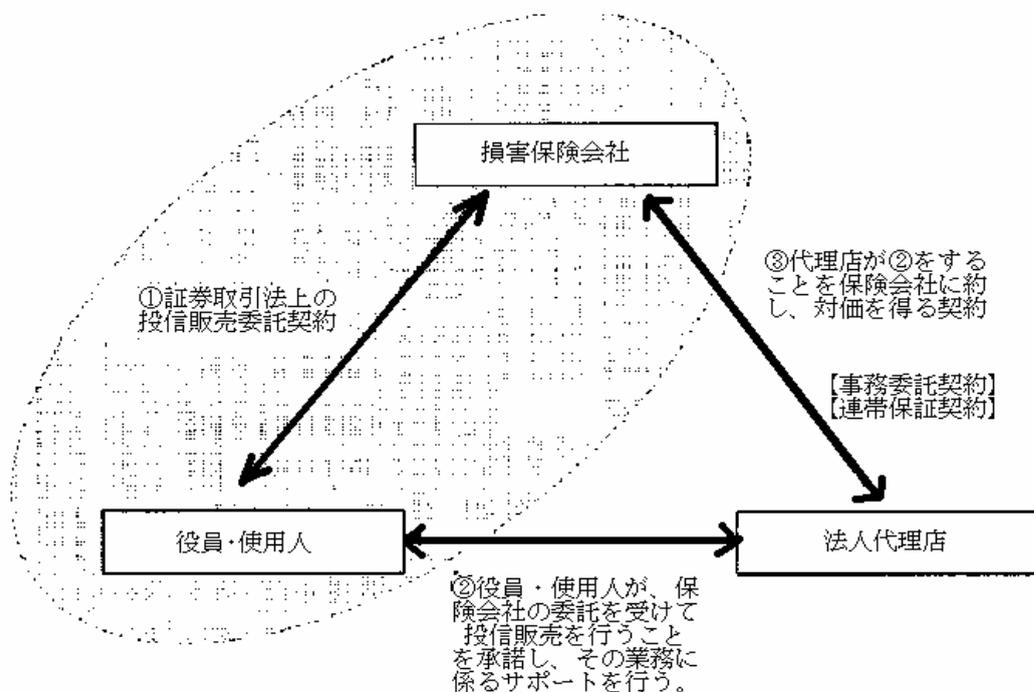
を認めたことは今回の証券代理店制度における大きな特徴である。

じつは、個人ベースであれば、現行法制においても歩合外務員制度を利用して実質的にアメリカの IC と同様な販売チャンネルを構築できるのである。すなわちビッグバン等の制度改革<sup>xi</sup>や IT 革命<sup>xii</sup>などによって、一部の証券会社ではファイナンシャル・プランナー（FP）や税理士・会計士、保険代理店営業員などと歩合外務員契約を結び、彼らの自宅・オフィスで投信販売の勧誘、情報・アドバイス提供および注文の取り次ぎを委任するビジネスモデルをすでに展開しているのである。中立の立場からコンサルタントサービスを提供する独立のプランナーに営業を委ねているという意味で、これは IFA（ Independent Financial Adviser ）支援ブローカーと呼ばれる。

また一部の損害保険会社でも自社の代理店営業員と歩合外務員契約を結んで、当該代理店の営業所で同様に投信販売の取り次ぎを委任している。ただ、個人ベースであるためにやりにくい面があったと言われている。

日本の社会では FP、税理士・会計士、保険営業員等は、法人組織に属する被雇用者である場合が多い。大抵の法人組織では被雇用者に副業を禁止しているし、たとえそれを許しても使用者側にはメリットがない。例えば金融機関等による投信の窓口販売解禁によって損害保険会社も投信販売が可能であるが、損保業界の販売チャンネルは代理店によって支えられている。ところが今指摘したように法人代理店には投信販売のメリットがない。そこで一部の損害保険会社が、自社の保険代理店に投信販売を委託するために編み出したのが「3社間契約」と呼ばれるものである(第2図)。

第2図 投信販売における「3者間契約」



(出所)三井住友海上火災保険株式会社

すなわち、損保会社が保険代理店の使用人等のうち外務員資格を有する者と投信販売委託契約を結ぶ。当該代理店は、その使用人等が個人として保険会社の委託を受けて投信販売を行うことを承諾し(副業の承認)、その業務にかかるサポートを行う。当該代理店がこうした支援業務を行うことを保険会社に約束し、その対価を得る契約を結ぶ。こうすれば、法人代理店にも対価を得るというインセンティブが働くことになる。この「3社間契約」は、損保会社のみならず IFA ブローカーが保険代理店と投信販売の委任契約を結ぶ際にも取られているといわれている。しかし、このやり方は、いかにも不自然・不明確であり、対価の少なさを勘案すると定款変更の手続きまでするほどのことか、と躊躇する向きも多いとされ、このやり方にも限界があったといわれる。法人代理店を容認することでこの問題は解決したのである。

## 8 . 乗合制の容認

今回の代理店制度における第 2 の特徴は、1 社専属ではなく複数証券会社に所蔵する、いわゆる「乗合制」を容認したことである。乗合制にすれば投信・保険などの金融商品のほかサービス面での品揃えが充実するというメリットはある。しかし他方、所属証券会社には代理店の監督責任、賠償責任があり、これが複数だと責任の所在が不明確になるというデメリットが「仲介者 WG」の審議過程でも指摘された。

「製造元」や販売経路のはっきりしている投信・保険商品の場合はともかく、株式や債券のようななかばコモディティー化した金融商品はどの証券会社も扱っており、適合性の原則無視や行き過ぎた勧誘、誤発注などの不

適切販売、金銭類の預託禁止違反等に際して、どの所属証券会社の責任になるのか、不明確になる恐れは十分にある。加えて、手数料の戻し率の高い所属証券会社に意識的に取り次いでマージンを多くしようというインセンティブも働くであろう。

これに対しては、顧客に対する誠実義務としてあらかじめ各証券会社の取引手数料を開示する義務を課すこと、顧客と合意した取引について取引相手の証券会社の確認を義務づけること、損害賠償責任については、原則として取引の帰属する証券会社が責任を負うことになるが、あらかじめ当事者間で損害賠償責任の分担を決めておく(場合によっては連帯責任とする)等により、問題点をクリアできる、という結論となった。

乗合制の場合には、賠償責任において所属証券会社間で、他社の監督責任・賠償責任を負わされる(逆に見れば押し付けあう)という、一種の「利益相反」が生じうる。その意味で所属証券会社サイドにリーガル・リスクが残るわけである。連帯責任などという方法は、その典型であろう。それでなくても、所属証券会社には法令遵守のためのコンプライアンス体制を代理店に対して構築することが求められ、取扱商品の範囲によっては(例えば値動きの激しい株式等をメニューに加えれば)、相当のコンプライアンス・コストがかかってくるのである。アメリカでも IC の複数登録は許されている<sup>xiii</sup>ものの、事実上は 1 社専属が多いのである(前掲第 1 表を参照)。したがって、制度的には乗合制を認めても、証券会社サイドで乗合制の代理店とははじめから契約しない、という動きが広まるものと考えられる。もっとも、これは制度の使い勝手に関わることであり、実際に制度が施行されてどのような利用のされかたをするのか(後述)、という現実の動きに中で論じるべき性質のもの

であろう。

## 9．兼業に伴う利益相反等の問題

なお、先述したアメリカの IC は、FP、投資顧問業、保険エージェント、会計士等との兼業が多いのであるが、こうした副業型・兼業型の IC の場合には利益相反問題および監督責任の範囲に関わる問題が指摘されており、わが国の証券代理店制度においても同様の問題が生じうる恐れがある。とりわけ業務が極めて近接している投資顧問業との兼業型 IC に問題が多いとされる。

例えば、証券代理店業務で手数料を得る目的で投資助言を行ったり、投資顧問業務で知り得た顧客情報を利用して証券取引の勧誘を行う等の利益相反の可能性が考えられる。そうした利益相反に対してこれを禁止する何らかのルールが必要とされよう。また、所属証券会社の監督責任は証券代理店業務に関する範囲内にとどまるが、同じ代理店が投資助言業務を行っていた場合、監督責任はどこで線引きできるのか、という問題もある。アメリカの自主規制機関 NASD は、一般に登録外務員の兼業に際しては所属証券会社に書面での届出を義務づけているが（前掲第 1 表）、これに加えて、IC が「社外の証券取引」(Private Securities Transaction) を行い、その取引によって報酬を得る場合には、当該 IC の所属証券会社にあらかじめその承認を受け、承認を与えた証券会社は当該取引に対しても監督責任を負うべき旨のルールを設けている（NASD Manual 3040）。そしてこの場合の「社外の証券取引」とは、IC が兼業で営んでいる投資顧問業務に絡らんだ取引である場合が多いのである。

## 10．代理店制度利用の展望

最後に、代理店制度が施行された場合にこれがどの程度、どのようなやり方で利用されるのか、について考えてみよう。考えられる代理店のなり手の違いから、証券代理店のタイプとしては、副業あるいは兼業型の代理店、証券会社あるいは証券営業員の代理店化、大口顧客の代理店化、等が考えられる。

### (1) IFA (Independent Financial Advisor) ブローカー

先述のように、証券外務員資格をもつファイナンシャル・プランナー、会計士、税理士、保険エージェントなどと委任契約を結んで彼らに証券営業(主として投信販売)を外部委託するビジネスモデル (IFA 支援ブローカー) は既にわが国でも出現している。しかし今のところ、このビジネスモデルはおおきな広がりを見せていない。その理由の一つとして、法人代理店と直接、委任契約を結べない、という事情があった。今回、法人代理店が容認されたことから、この点の制約は除去された。

では、IFA ブローカーのビジネスモデルは、証券代理店制度の施行によって、今後、拡大して行くだらうか。なによりこのビジネスモデルは、中立の立場から資産形成に関するコンサルタント・ベースのサービスを提供する独立のプランナーに営業を委ねるネットワーク型のビジネスであるだけに、拡大するためには、中長期的な観点から資産形成目的で証券投資を行う投資家層が拡大・成長すること、証券バック・オフィスのコストがもっと低くなること、プランナーとなるべき人材が容易に供給されること、が前提条件として必要である。このうち、最大の課題は である。

IFA ブローカーが出現して 3、4 年ほど経

過したが、この間、株式相場したがって株式投信の基準価格も平均すると半値以下に下がっている。個別株や株式投信の投資家は相場が下がれば含み損を抱えリスク許容度が低下し、当然のことながらこれ以上の証券投資にためらいが生じる。しかし、他面で証券投資の未経験者には相場が低下したことで期待リターンの魅力が向上している。現在の相場動向をどう判断するかにもよるが、配当見回り1.4%の水準(東証1部ベース)、今回の証券税制によって相対的に配当の魅力が高まり、長期保有のインセンティブが増してきたこと等を勘案すると、顧客ベースからみたIFAブローカー成長の条件は成熟しつつあると言えるのではないだろうか。これに加え、証券業務システムの開発・運営それ自体が独立したビジネスになり、また証券会社における人材の流動化などを背景に、と の条件も満たされつつある。相場の底打ちが確信に近いものになれば、このビジネスモデルは拡大する可能性がある。

## (2)証券会社リストラの受け皿

IFAブローカーとは別のタイプとして、第2に既存証券会社のリストラの受け皿として証券代理店制度が利用される可能性が指摘できる。1997年以後、100社近い証券会社が姿を消した。この中には持株会社への改組など形式的な理由で登録を取消したものもあるが、経営的に行き詰まり自己資本比率規制を満たすことが出来なくなって合併や自主廃業のやむなきに至った業者もある。

しかし、資本要件を必要としない法人代理店が容認されたことで、自己資本比率規制を満たすことが出来なくなっても、自主廃業のほかに、他の証券会社の法人代理店になって営業網を維持する選択肢が開かれたわけである。あるいはまた、既存証券会社がリストラ

で営業拠点を縮小整理する際に、従業員を一旦解雇し、代理店として再び証券取引を委任するという道も考えられる。こうした証券会社・証券従業員の代理店化は、のIFAブローカーの場合とは逆に、むしろ相場が悪くなればなるほど現実化しやすい傾向があると考えられるのである。

## (3)大口顧客の代理店化

最後に指摘できるのは、大口顧客の代理店化である。損保代理店のなかには親企業ないしはグループの保険契約を募集しているところがある。これと同様に、年金基金等の機関投資家が証券取引に伴う支払手数料の一部をキックバックさせるために証券代理店を作ることも考えられる。一種の機関店である。手数料が全面自由化されている中で、そのような回りくどい方策を取る機関投資家があるのか、という反論もあり得ようが、所属証券会社から見ると、その巨額の取引を囲い込めるメリットがあり、むしろ証券会社サイドで大口顧客の代理店化を促進しようとするインセンティブが潜在的にはあるだろう。

このような傾向が出てきたときに、これを規制すべきかどうか、という問題が出てくる可能性がある。保険代理店の場合には、自己または自己を雇用している者を保険契約者とする保険契約を「自己契約」といい、当該保険代理店の全受入保険料合計の50%を超えることは出来ないという行為規制がある(保険業法295条)。また、人的または資本的に密接な関係を有する者を保険契約者とする保険契約を「特定契約」といい、これについても規制がある。こうした「自己契約」「特定契約」規制の趣旨は、実質的な保険料の割引が行われることを防止するとともに、自己契約を主に行うことにより募集人としての自立が妨げられることのないようにするためとされ

る。保険料も今や自由化されているので、理由の意味を失い、理由があるのみである。証券代理店についてもこれと同じことが言えるかどうか。これが問題として残るだろう。

---

<sup>i</sup> これに先立ち、政府は6月、「経済財政運営と構造改革に関する基本方針2002」において、「預貯金中心の貯蓄優遇から株式・投信などへの投資優遇への金融のあり方の転換を踏まえた直接金融への信頼向上のためのインフラ整備など、証券市場の構造改革を一層促進していく」こととしたが、改革促進プログラムはこれをうけたものである。

<sup>ii</sup> なお、ほぼ同時に、市場開設者に関する議論についても「取引所に関するワーキンググループ」が設置された。

<sup>iii</sup> 平成13年度末の証券会社数は290社で平成9年度末の293社とほとんど変わらないが、この間、新規参入が102社、退出が105社で新陳代謝が盛んであったことが伺える。(数字は証券業協会「証券業報」より拾い集めて集計したもの。)

<sup>iv</sup> もっとも歩合外務員制度の運用次第では販売チャネル拡充の効果は、ある程度、高められ得る。

<sup>v</sup> 証券会社とは権限などが異なるため、証券会社と誤認される商号を禁止する一方、証券代理店業務を行っている旨の標識の掲示が義務づけられる。

<sup>vi</sup> 取引は所属証券会社の確認を経た上で成立すること(代理権限がないこと)の開示。

<sup>vii</sup> 今回の証券代理店制度では、1社専属ではなく複数の証券会社に所属する、いわゆる「乗合制」を認めている。

<sup>viii</sup> したがって、証券代理店所属の登録外務員の権限は証券代理店の有する権限の範囲内となるため、一般の外務員と異なって顧客資産の受け入れはできない

---

し、契約締結権限もないことになる。

<sup>ix</sup> イントロデュースング・ファーム(Introducing Firm)という表現もあるが、ここではイントロデュースング・ブローカーと呼ぶ。

<sup>x</sup> 委託先の顧客口座もあわせて受け入れることからCarrying Brokerとも呼ばれる。

<sup>xi</sup> 手数料の全面自由化(1999年10月)を受けて歩合戻し率が自由交渉制になったこと、外務員登録の要件として直接の雇用関係の有無が削除されたこと(2000年8月)などが挙げられる。

<sup>xii</sup> 証券ブローカー業務の一連の流れ(顧客への勧誘、情報・アドバイス提供、口座開設、受発注、執行、受渡など)が情報通信革命により場所的に分散処理が可能となり、勧誘やアドバイスだけを切り離し、これを遠隔地で行うことが可能となった。

<sup>xiii</sup> ちなみに、アメリカでは日本と違って法的に外務員の複数登録を禁止していない。