

アメリカにおけるリテール証券営業の現状

(財) 日本証券経済研究所

主任研究員 佐 賀 草 雄

目 次

はじめに	3. エドワード・ジョーンズの経営戦略
1. 証券市場の動向	
2. リテール証券営業をめぐる競争環境	おわりに

はじめに

IT バブル崩壊後、アメリカの証券市場はそれまでの活況から一転して極めて不安定な状態に陥った。そして、追い討ちをかけるように、2001年9月11日の同時多発テロの勃発、さらに同年12月2日のエンロン破綻(連邦破産法第11条の適用申請)を契機として相次いだ不正会計処理の露見により投資家の証券市場に対する不信感が頂点に達し、出口の見えない袋小路に迷い込んだかのような状況が続いた。

事態に危機感を抱いた政府、議会、および関係規制機関は総力をあげて問題解決に取り組む、異例の早さで2002年7月30日に企業改革法(サーベンス・オクスレー法)を成立させた。その内容は非常に広範囲にわたるものであるが、30年代に成立した連邦証券規制において十分な規制の網がかぶせられていなかった会計および監査制度、ガバナンス問題への対応が中心であった。

このような迅速な対応により、ようやく証券市場も落ち着きを取り戻しているようである。2003年の証券業界全体の利益は、前年の69億ドルから、これまでのピークである2000

年の210億ドルを越える225億ドルに達する見通しである。しかし、ここにきて投資信託の運用をめぐる大手金融機関、運用会社が相次いで摘発され、不信感を抱いた個人投資家による投信の解約が急増するという事態が生じ、先行き不透明感が強まっている。

それはともかく、ITバブル崩壊後、2年間にわたる深刻な不況の過程で、証券各社は生き残りをかけて経営改革、業務の見直しに取り組んできた。リテール業務を中心に最近の動向を紹介する。後半では、近年その独特なリテール営業のスタイルによって注目されているセントルイスのエドワード・ジョーンズの経営戦略を紹介する。

1. 証券市場の動向

2000年春に株価が急落し、ITバブルが崩壊してほぼ3年間、アメリカの証券市場は不安定な時期を経験し、証券取引も停滞した。その結果、証券会社もレイオフを中心とするコストの削減に取り組んできた。

2003年第2四半期になって株価が回復するにつれて、証券会社の収益もようやく回復傾向を示した。同第2四半期の収益(NYSE会

員 238 社) は 395 億ドルと前年同期と較べればわずか 1.3%の増加に過ぎなかったが、前期比では 12.5%を記録した。そして、第 3 四半期にはこの増益傾向がさらに鮮明になり、401 億ドルを記録した。これは前期比では 1.5%増に過ぎないものの、前年同期比では 12.6%増であった。この結果、2003 年通年でも 1,537 億ドルと、前年の 1,487 億ドルに対して 3.4%増になると予想されている (図表 1 参照)。

この内訳をみると、トレーディング収益頼みの回復が明らかである。委託手数料収入は NYSE 出来高の増加と個人投資家向け手数料の上昇を背景に 2003 年第 3 四半期は前期より 7 %の増加、第 4 四半期は 4 %増の 74 億ドルになると予想されている。引受業務は、引き続き債券が好調であり、引受収入全体では 167 億ドルで前年比約 27%増を記録する予想である。しかし、株式、特に IPO はやや回復の兆しが見えはじめているものの、依然として低調である。M&A 活動も引き続き停滞して

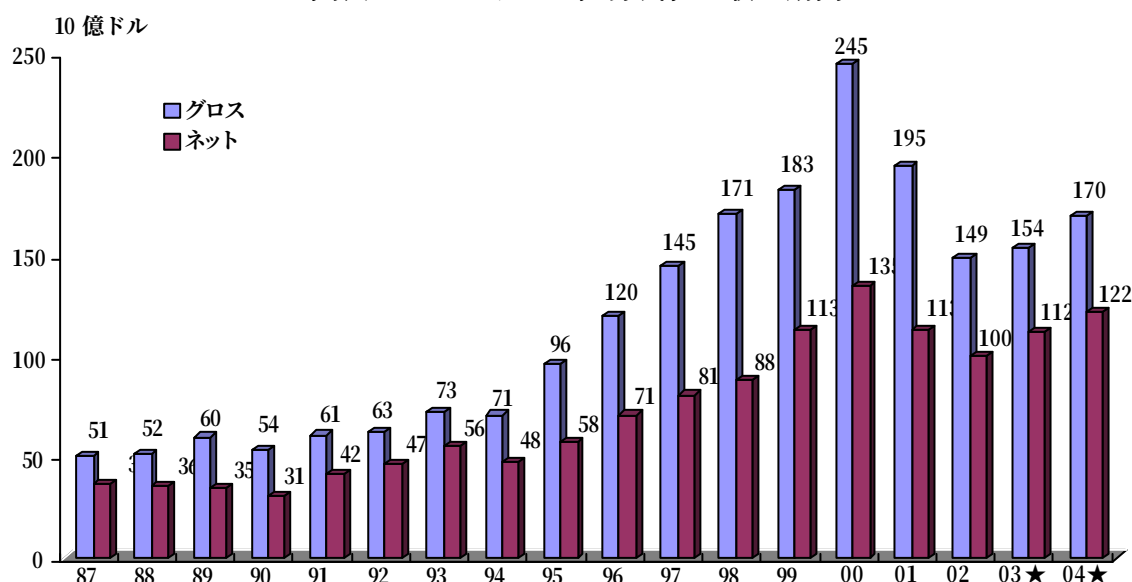
いる。ミューチュアル・ファンドおよび資産管理手数料は 2000 年をピークに減少を続けている。最も増加しているのは債券を中心としたトレーディング収益で、前年比倍増の 267 億ドルと予想されている。

一方、コスト面では人員の削減を中心としたリストラにより人件費が 2000 年の 690 億ドルから 2002 年の 530 億ドルに 23%減少し、2003 年は業績の回復を受けて微増した (560 億ドル)。また、歴史的な低金利を背景に金利費用も低下している。

この結果、この両者を加えた費用は、1990 年代末から 2000 年にかけて証券会社の費用総額の 80%を占めていたが、80 年代から 90 年代初頭の 70-71%に低下している。

このような収益および費用構造の変化により、税引前利益は、2003 年は前年の 69 億ドルから 225 億ドルに大幅に増加し、87 年以来の記録であった 2000 年の 210 億ドルを更新する見通しである。

図表 1 アメリカの証券会社の収益動向



(注) ネットはグロスの収益から金利費用を引いたもの

★2003-04 予想

出所 Securities Industry Databank

しかし、2003 年の業績回復が来年以降も続くとも見る見方は少ないようである。1 つは、収益の回復が歴史的な低金利に支えられたトレーディング収益の好調に依存しており、決して証券市場の本格的な回復によるものではないことである。もう 1 つは、2002 年 7 月 30 日の企業改革法（サーベンス・オクスレー法）の成立と、その後の SEC による精力的な規則制定、また 2003 年 4 月のアナリスト問題をめぐる「包括的和解」（global settlement）の成立によってようやく信頼回復の兆しがみえてきた矢先に、投資信託をめぐる不正取引が相次いで露見し、大手銀行、証券会社、運用会社の名前が連日のように新聞紙上を賑わし、それに嫌気が差した個人投資家の投信解約が急増していることである。この問題がどこまで広がるか予想がつかないが、今後の最大の波乱要因であることは間違いない。

2. リテール証券営業をめぐる競争環境

IT バブルの過程でリテール証券ビジネスも大きな地殻変動に見舞われた。オンライン業者の台頭である。これに対して、店舗と営業マンを主要なチャネルとする伝統的な証券会社はこれに対抗する戦略をめぐって苦慮することになった。これはメリルリンチのチャネル・コンフリクト問題が典型的であった。しかし、2000 年春の IT バブルの崩壊から様相は一変しているようである。

A. リテール・オンライン取引の現状

証券市場の活況を背景にシェアを伸ばしてきたオンライン証券は 2000 年以降、深刻な業績不振に悩ませられることになる（注）。

（注）ここでは SIA（証券業者協会）のデータを利用しているため、SIA の分類上、ニューヨー

ク証券取引所会員のディスカウンターをオンライン業者と呼んでいる。

2000 年第 1 四半期には取引件数で 45% を占めたオンライン取引は、その後一貫してシェアの低下が続き、2003 年第 2 四半期には 16% にまでシェアが低下している。この結果、一時は手数料収入総額の 40% 以上を占めたオンライン業者のシェアは 2001 年、2002 年には 3 分の 1 にまで低下してしまう。かくして、オンライン業者は 2001 年第 3 四半期には 8,200 万ドルの赤字に転落し、その後わずかな黒字に回復したものの、2002 年第 3 および第 4 四半期には再び赤字に転落するというように、深刻な業績の低迷が続いた。

このようなアメリカにおけるオンライン取引の動向を理解する鍵は、投資家がどこにアドバイスを求めるかにあると思われる。つまり、右肩上がりの相場環境であれば、投資家は自分なりの判断でもそこそこのリターンをあげることができるため、投資家はできるだけ手数料の安いオンライン業者に注文を出すであろう。しかし、いったん市況が不安定になれば自分だけの判断ではなかなかリターンをあげることが難しくなり、少々手数料は高くとも、銘柄の選択、売買のタイミングなどを信頼のおける業者に相談しながら取引をしたと考えられる。

これに関連して、スペクトラム・グループ（Spectrem Group）が実施した興味深い調査がある。この調査は 50 万ドル以上の投資可能資産をもつ富裕層が、誰にアドバイスを求めるかを調べたものであるが、実に 43% がフル・サービスのブローカーに求めると回答している。次に多いのはフィナンシャル・プランナー（CFP）（11%）、投資顧問業者（9%）と続くが、オンライン業者はわずかに 1%、銀行、保険も 1% に過ぎない。

この調査結果から推測できることは、市況が不安定になるにつれ、それまでオンライン業者と取引していた投資家がフル・サービスの証券会社取引を移し始めたのではないかと推測される。これが、フル・サービスの証券会社に比較してオンライン業者の業績の落ち込みが厳しかった理由と思われる。

もっとも、同グループの500万ドル以上の投資可能資産をもつ富裕層300人を対象にした最近の調査（151人から回答）では、アナリストの助言の中立性問題を契機に証券会社に対する不信感が強まっており、資産運用を証券会社に委託している割合は2001年の41%から30%に低下したことを示している（『日経金融新聞』2003年11月14日）。

さて、このような逆風下で生き残りを図るために、業者の統廃合が進んだ。その方向性は大きく3つに分かれる。第一は、規模の追求によりシステムの性能を向上させ、迅速な執行を売り物とする方向で、ディテックを買収したアメリートレードに代表される。第二は、総合金融サービスの方向を追及する業者で、銀行サービス（E*トレード・バンク）や保険の販売を手がけるE*トレードや、大手オンライン業者のクイック&ライリーを買収したフリート・ボストン・フィナンシャル（なお、同行は今年9月末にバンク・オブ・アメリカにより買収されることになった）、同じくTDウォーターハウスを買収したトロント・ドミニオン・バンクがあげられる。最後は、アドバイスや資産管理業務に注力し始めた業者で、2000年に富裕層向け資産運用会社であるUSトラストを買収したチャールズ・シュワップや全米90ヶ所にインベストメント・センターを開設し対面営業に力を入れ始めたフィデリティが代表的な業者である。

最大手のオンライン業者であるチャールズ・シュワップは、資産残高ではメリルリン

チの約7割を占めながらも、取引高の激減から度重なるリストラを強いられ、従業員数は最盛期の6割にまで縮小した。従来、同社は顧客層を、①投資の意思決定を自分で行うdo-it-yourself investor、②専門家のアドバイスを必要とする投資家（validator）、③資産運用を任せ切りにする投資家（delegator）、の3つに分け、それぞれの層に対してチャネル、サービス面での対応を行ってきた。ベビーブーマー世代が高齢化するにつれ、同社は今後、②の層が増加し、アドバイスの提供が重要性を増すと分析し、それに注力し始めている（沼田優子「チャールズ・シュワップの個人顧客拡大策」、『資本市場クォーターリー』（野村総合研究所）2003年秋号）。

しかし、全体に共通しているのは、手数料体系の見直しと店舗の重視である。前者はシェアが低下し始めた頃から顕著になった傾向で、直接的な手数料の値上げの他、不稼動口座に対して口座管理手数料を徴収するなどの措置が採られている。また、チャールズ・シュワップの「クリック・アンド・モルタル」モデルのように、最初から店舗を重視する業者もいたが、大手オンライン業者が総じて店舗を重視し始めたのもここ数年の傾向といえる。この理由は、オンライン投資家の開拓が一段落すると、新規顧客開拓のためのマーケティング費用と店舗開設・維持費用がそれほど変わらなくなってきたことが指摘できる。シュワップの場合、新規口座の8割は支店の窓口で行われているといわれ、店舗での対面サービスの提供が見直されているのである。

B. 伝統的リテール証券会社の対応

店舗と営業マンを抱えた大手証券会社は、一時はオンライン証券の台頭に苦慮したものの、市況の低迷とともにそのプレゼンスが急速に小さくなるにつれ、より洗練された顧客

アプローチが鮮明になっている。すなわち、顧客のセグメント化を切り口に、それぞれの顧客層のニーズにあった商品の提供およびチャネルの整備である。もちろん、このようなアプローチは以前から採用されていたが、オンライン業者との競争および棲み分け、さらには顧客の囲い込みを目的に徹底化されている。

従来、証券会社は最初に顧客特性の把握を行い、それに基づいて資産運用のアドバイスを行ってきた。このプロファイリングと呼ばれるアプローチは証券業界では標準的なものであるが、これには年令、職業、年収、リスク許容度などのデモグラフィック(人口学的)な情報に加えて、運用資産額、何年後にいくら必要かなど、かなりプライベートな情報も求める。筆者がサンフランシスコでフィナンシャル・プランナー(FP)の仕事に就いている女性にインタビューした際、後でのトラブルを避けるために面談は必ず夫婦同伴で行うと述べていたのが印象的であった。これらの情報に基づいて、営業マンは資産運用のアドバイスを行うのである。

わが国では、個人投資家はプライベートな情報を提供することに対して拒否反応が強いといわれる。アメリカでこのような顧客アプローチが可能であるのにはいくつかの要因が指摘できる。第一に、アメリカでは給与所得者も所得の申告を行う必要があり、その書類の作成を資産運用のアドバイザーに依頼するケースが普通であるため、否応なく資産状況が分かってしまうという事情がある。第二に、それ以上に重要なことは、営業マンと顧客との信頼関係であろう。経験を積んだ営業マンほど顧客開拓は既存客からの紹介によることが多いが、それは、彼らは転勤がなく地域に根付いているから可能である。これは地方証券券であろうが、メリルリンチのような大手証

券であろうが、変わりはない。基本的に支店の人事権は支店長に委ねられているから、支店長も含めて転勤はなく、採用地で数十年間をすごすのが普通である。したがって、営業マンのコミュニティへの帰属度がこのような顧客開拓のアプローチを可能にしていると思われる。

メリルのような大手業者の場合、リテール営業の顧客セグメントのターゲットは富裕層である。そして、本来これらの投資家向けに提供されていたラップ・アカウントが様々なバリエーションを広げ、より小口化され個人投資家に提供されている。現在、これらの商品は総称してセパレート・マネージド・アカウントと呼ばれ、未だ残高はそれほど大きくないものの、順調に残高を伸ばしている(注)。

(注) この分類はやや煩雑で、セルリ・アソシエーツ(Cerulli Associates)によると、機関投資家向けサービスを含めたものをマネージド・アカウントとし、その中でカスタマイズされたサービスを個人投資家へも提供できるプログラムをセパレート・マネージド・アカウントと定義している。この定義に基づけば、2002年第2四半期でマネージド・アカウントの残高は7,520億ドル、長期ミューチュアル・ファンド残高に対して19.3%を占めている。また、マネー・マネジメント・インスティテュート(Money Management Institute)の調査では、セパレート・マネージド・アカウントの残高は2003年第2四半期には前期比15%増の4,429億ドルとしている。

これらの残高の8割はソロモン・スミス・バーニー、メリルリンチなどの大手5業者によって占められている。

マネージド・アカウントは、①コンサルタント・ラップ、②ミューチュアル・ファンド・ラッ

プ、③レップ・アズ・ポートフォリオ・マネージャー・プログラム、④フィーベース・ブローカレッジ・プログラム、⑤オフショア型ラップ・プログラム、の総称であり、1,000 万ドル以上の運用資産が対象であったが、セパレート・マネージド・アカウントはこれらのスキームをカスタマイズ化、20 万ドル程度にまで小口化し、個人投資家向け商品としたものである。これらは、基本的に残高に対して一定額の手数料を徴収する投資アドバイス付きの運用勘定であり、コンサルティングを中心とした顧客アプローチの有力なスキームとして利用されている（詳しくは、杉岡登志夫「拡大するセパレート・マネージド・アカウント」、『資本市場クォーターリー』2002年春号、を参照されたい）。

さて、特に中小の証券会社を中心にチャンネル拡大の有力な方法として利用されているのが、独立系の営業マンであるインデペンデント・コントラクター（IC）である。IC とは、証券会社とインデペンデント・コントラクター契約を結び、証券営業に携わる営業員で、証券会社の営業マンが顧客を連れて独立する場合以外に、FP、会計士、保険代理店などが IC になることも多い。

IC と会社の契約は一種の「委任」契約であるため、IC は営業経費を自分で負担し、企業年金や健康保険の対象にはならない。証券会社が負担するのは、注文の執行・清算、顧客資産の保護預り、リサーチ・レポートや市況情報などの情報提供、オフィス・備品などの斡旋、コンプライアンスなど、基本的にバック・オフィス業務に止まる。こうした雇用形態は、営業マンのほうから言えば、自由度が高く、戻し率が高い（証券会社の営業マンが40%前後の戻し率であるのに対して、IC は80%前後）が魅力的である。他方、証券会社の方からは、なんといってもコストをあまり

かけずにチャンネルを拡大できることが魅力である。したがって、IC を活用している業者は圧倒的に中小の証券会社が多い（図表2は、上段は従業員数の多い順に、下段は IC の数の多い順に、証券会社を並べている）。

IC を活用することにもなう問題もある。一つは、コンプライアンスの問題である。IC の裁量が大きい分、証券会社はモニタリングのコストがかかる。過去には IC が顧客の資産を着服するなどの事故が起き、SEC や NASD は規則により証券会社に定期的な検査を義務付けている。また、証券会社の方でも IC への研修などを実施して、資質の向上に努めている。もう一つは、IC の自由度が高いため、IC へのスキル・アップのための投資を行うインセンティブに欠けることである。この結果、IC の扱う商品は基本的に単純な商品に止まり、契約している証券会社が中小でネットワークをもたないこともあり、先にみたような高度なアドバイス付きのセパレート・マネージド・アカウントのような商品を扱うには限界がある。いいかえれば、これらのチャンネルで富裕層を顧客として取り込むことはできないということである。

3. エドワード・ジョーンズの経営戦略

ここでは、最も個性的なリテール業者の一つとして、ミズリー州セントルイスのエドワード・ジョーンズ（以下、ED ジョーンズと略）を取り上げる（以下、同社の歴史については、主として Harvard Business School, *Edward Jones*, June 15, 2000, を参照した）。以下にみるように、同社は社員研修制度、報酬、また顧客セグメント、チャンネル、提供商品を含む経営戦略全般について、極めてユニークなアプローチを採っており、各種の調査においても高い評価をえている。リテール証券営業の

図表2 主要証券会社の従業員数、支店、IC

主要証券会社	従業員数	支 店	I C
モルガン・スタンレー	61,319	550	
メリル・リンチ	57,400	744	
ソロモン・スミス・バーニー	41,164	581	
ED ジョーンズ	26,663	8,215	
ゴールドマン・サックス	22,677	62	
チャールズ・シュワップ	21,900	430	
UBS ペイン・ウェーバー	20,082	374	
AG エドワーズ	17,210	705	
ワコビア・セキュリティーズ	17,000	2,927	374
ブルーデンシャル	14,835	300	
アメリカン・エクスプレス・フィナンシャル・アドバイザー	4,809	3,652	7,299
H.D. ベスト・インベストメント・サービス	330	1	5,934
レイモンド・ジェームズ	5,691	2,109	3,524
パーク・アベニュー・セキュリティーズ	80	131	3,200
インターセキュリティーズ	128	225	2,500
MONY セキュリティーズ	62	58	2,224
ウォルナット・ストリート・セキュリティーズ	88	280	2,027
モントーク・フィナンシャル	104	204	488
オールメリカ・インベストメント	25	27	1,883
セキュリアン・フィナンシャル・サービス	98	155	1,647

出所：SIA, *Securities Industry Year Book*, 2002-2003

将来のあり方につらいて試行錯誤を続けているわが国の証券会社にとっても示唆に富むと思われる。

A. 沿革と経営戦略

ED ジョーンズは 1922 年の創業であるが、2 代目のエドワード（“テッド”）・D. ジョーンズ Jr.（Edward D. Jones Jr.）が 1955 年頃から郡部に支店展開し始めるまでは、さして特徴のない地方の一証券会社に過ぎなかった。創業者である父親は都市部での営業基盤の強化を望んでいたが、テッドは主要な証券会社が無視していた田舎の投資家を取り込むことにビジネス・チャンスがあると考えたのである。かくして、同社は最初の支店を人口が 12,200 人のミズリー州メキシコに開設し、1967 年までに中西部に 62 支店を開設した。

60 年代末から 70 年代初頭にかけて、アメリカの証券業界は決済制度の立ち遅れに起因した大混乱を経験し、多くの証券会社が破綻した。この「バック・オフィス危機」の過程で、ED ジョーンズも深刻な問題を抱え、倒産寸前まで追い込まれる。この危機を切り抜け、その後の発展の基礎を築いたのは、現在、同社の最高経営責任者（Managing Principal）であるジョン・バックマン（John Bachmann）である。バックマンは 72 年に同社の長期プランを作成し、それに基づく行動計画を提示した。この中で、バックマンは同社が参考にすべきビジネス・モデルとしてマクドナルドとホリディインをあげ、テッドの考えに沿って、早急に支店数を 100 から 1,000 に増やし、農村地帯の市場（rural market）をいち早く制覇することを打ち出した。以後の同社の戦略展開は基本的にこの行動計画に沿ったも

のである。

1980年には支店数は304を数え、初めて都市部にも開設された。86年には行動計画の目標であった1,000支店を実現し、93年には支店数は2,650に達したが、その65%は大都市の郊外に立地したものであった。そして、この年にバックマンは2000年までに1万店舗の開設を目標として掲げる。しかし、この急激な支店展開はブローカーの離職率の上昇と、質の低下をもたらしたため、この目標達成の年を2004年に延期するとともに、ブローカーに対する研修および啓発プログラムの見直しを行った。

ED ジョーンズの支店数は、2002年末で8,595を数え、従業員数は26,663人である。現在、同社は「証券界のマクドナルド」、また「証券界のウォールマート」と呼ばれ、フランチャイズ方式により多店舗展開を行っている。既にみたように、支店展開は必ずしも大都市の郊外や農村部に限定されている訳ではないが、その重点がそれらの地域にあることも事実である。

それにしても、この急激な店舗展開は独特の店舗形態が可能にしていることが注目される。ED ジョーンズといえばすぐに連想される、いわゆる「一人支店」(single broker office)である。支店は人口15,000人あたり1店舗を目安に開設されているが、各支店は60-80m²の広さで、外務員(Investment Representative)と、注文の処理、顧客からの照会などを担当するアシスタント(Branch Office Administrator)の2名から構成されている(筆者は今年3月に同社のニューヨークブルックリン支店を訪問する機会があった。「一人支店」の外観(写真)、およびその際のインタビューの要点については、「アメリカにおけるリテール証券営業の現状について」、『月刊 資本市場』2003年5月、を

参照されたい)。

この店舗形態は、同社が重視する地域および顧客セグメントと密接に関係している。つまり、同社は郊外の退職者および従業員が5人未満の自営業者を顧客ターゲットとしてきた(図表3参照)。1口座あたりの平均残高は約5万ドルで、小口の投資家を中心である。これらの顧客は、基本的にバイ・アンド・ホールド型の投資家であり、アクティブに売買を繰り返す投資家ではない。実際、同社の顧客は平均して購入した投信を17年間保有し続けるという(アメリカの投信保有者の平均は4年)。また、推奨銘柄株式の回転率は年6.3%である。この結果、285万口座(1997年の数字)の85%が年間の手数料収入が500ドル以下しかもたらさないという。

したがって、彼らのニーズは中長期的観点からの対面的なコンサルティングやアドバイスにあり、店舗のコストを抑えながら、それに対応するチャネル戦略が、きめ細かな軽装備の支店展開なのである。オンライン・サービスは価格情報などを提供するツールとして位置づけ、この面では最先端の情報ネットワークを装備している。

さらに、顧客セグメントは提供商品の品揃えとも整合的である。ED ジョーンズはリテール専業の志向性が強いいため、投資銀行業務については地域企業向け業務に限定し、マーケット・メイクも行なわず、IPOには消極的である。取扱い商品は、時価総額の大きい株式、優先株、優良債券、投資信託、保険(生命保険および医療保険)、年金(定額および変額)、CDである。注目すべきは、自社投信をもたないという方針を採っていることであろう。これは、自社投信の開発コスト、およびファンド・マネージャーへの報酬支払いが負担となるため、そのコストを回収するために自社投信を優先的に販売する動機が強く働き、本当

図表3 EDジョーンズの顧客層

	退職者 (65才以上)	勤労者 (18～64才)	中小企業主 (従業員5人未満)
口座数(千)	844	999	355
平均年齢	70	43	42
平均年収(千ドル)	37	46	85
平均純資産(千ドル)	414	226	708
EDジョーンズの預り資産(10億ドル)	74	34	24
1口座当り資産(千ドル)	87	34	68
純資産のうち、EDジョーンズに預けられている資産の割合(%)	21	15	8
EDジョーンズの手数料収入に占める割合(%)	50	32	19

出所:Harvard Business School,Edward Jones, June15,2000

に顧客のためになるようなアドバイスができなくためであるという。

B.人材の採用と育成

次に、人材の育成と処遇について紹介する。新規採用は、アメリカのリテール営業全体に当てはまることであるが、顧客の資産運用の相談にのるにはある程度の社会経験を積んだ人間の方が信頼されやすいようであり、最初からリテール営業だけの経験を積んできたという例は少ないようである。EDジョーンズの場合にも、前職は会計士、教師、弁護士、さては牧師など、実に多彩である。他の証券会社からの転職は全体の10%程度という。

とはいっても、新卒者の採用はしないということではなく、同社のリクルートのコーナーには新卒者向けの説明も設けられている。

フランチャイズ方式で各支店が独立採算であるため、黒字の見通しが立たないと閉鎖されるから、採用の基準は基本的に企業家精神が旺盛であることが最も重要である。また、「一人支店」でブローカーは自分の才覚で顧客を開拓しなければならないため、住民から信頼されていることが不可欠であるため、地元出身が成功のための重要な要素である。実

際、コールド・コールによる顧客開拓はまったく行われず、基本的に地元での小さなセミナーの開催と、既存客からの紹介によるという。経験を積むにしたがって後者の比重が高くなるという。

ブローカーの報酬は、手数料総額の36－37%のペイアウト（戻し）率と3－4%のインセンティブが基本である。さらに、支店の収益の一定率（0－50%）を年3回支給し、純益の約24%を使って、その75%を業績に応じて支給する。ブローカーの平均年間報酬は約11万ドルであるが、この金額自体は業界平均よりも低い（図表4参照）。リミテッド・パートナーになると、報酬は14万ドルに増加する。

新規採用時の人材育成のプログラムは、次のようになっている。

- ・会社の概略、社内テストとシリーズ7の受験準備 2ヶ月
- ・シリーズ7合格後、セントルイス本部研修 5日間
- ・支店研修 3週間
- ・配属支店の市場調査 4週間
- ・本部研修 5日間

図表4 アメリカの証券外務員のプロフィール

		一般外務員	支店長
年齢(才)		44	47
性別(男性比率、%)		83	92
経験年齢(年)	平均	11.5	16
	中位	9	16
預り資産残高(百万ドル)	平均	52.7	62.2
	中位	25.5	30.1
年間受入手数料(千ドル)	平均	327	402
	中位	216	231
年間受入手数料／預り資産残高(%)		0.62～0.85	0.65～0.77
ペイアウト(報酬／受入手数料、%)	平均	47.6	54.4
	中位	39.9	43.8
年俸(ドル)	平均	155,176	205,222
	中位	110,238	167,187
過去5年間の転職率(%)		44.8	54.4

出所.“2003 Compensation Survey”、Registered Representative, June 2003

新規採用ブローカーにかかるコストは一人5万ドルに達する。なお、それとは別に、シリーズ7（わが国の一般外務員試験に相当）合格まで毎月1,500ドル、取得後は2,000ドルの給与の支払いがある。

また、同社は人件費総額の3.8%を研修費用に当てており、毎年、ブローカー一人あたり146時間の研修が行われている。

資産管理型のリテール営業はコンサルテーションを基本にする以上、高度の金融、証券および税制などに関する知識が必要であることはいうまでもないが、それ以上に顧客に信頼されていることが成功のための絶対的な条件であろう。その関連で、手厚い研修および啓発プログラムはブローカーのレベルの向上を支える鍵になっている。

C. 同社の業績と評価

ED ジョーンズはアメリカで数少ないパートナーシップ形態を採る証券会社の一つである。このため、財務データは公表されておらず、やや古いが、ハーバード・ビジネス・ス

クールが同社をケースとして採り上げた1997年時点での数字が現状では唯一のものである。図表5は、同社と大手証券会社の財務データを比較したものである。これによると、同社の特徴として次のことが指摘できる。

- ① 委託手数料への依存度が高い（メリルの30%に対して、同社は71%、同じセントルイス所在のAG エドワーズは56%と、同社に近い比率であることが注目される）。
- ② 1990-97年の平均ROEはほぼメリルと同じであり、それ以外の他社よりも高い収益性を示している。
- ③ リテール顧客資産はメリルの約7分の1、ペインウェーバーの約半分である。しかし、口座数はメリルの約3の1、ペインウェーバーと同じであるから、同社の顧客が小口であることが分かる。1口座当りの資産は、同社が5万ドル、メリルが12万ドル、ペインウェーバーは10万ドルである。

図表5 リテール証券会社の財務指標(1997 年末、百万ドル)

	ED ジョーンズ	メリル・リンチ	MS ディーンウィッター	S スミスバーニー	ペインウェーバー	AG エドワーズ
収益	1,091	15,669	11,866	10,947	4,112	1,931
手数料	71%	30%	17%	27%	36%	56%
自己勘定取引	15%	24%	31%	23%	26%	11%
フィー収入	7 %	18%	21%	16%	13%	15%
投資銀行業務	1 %	18%	23%	19%	11%	9 %
金利収入(ネット)	4 %	7 %	7 %	14%	10%	9 %
その他	1 %	4 %	1 %	1 %	3 %	0 %
平均 ROE (1990-97 年)	36%	33%	n/a	n/a	20%	31%
(1995-97 年)	34%	37%	n/a	34%	26%	30%
リテール顧客資産 (10 億ドル)	144	1,037	302	654 ^a	297 ^a	n/a
リテール口座数	2.9	9.0	3.5	5.0 ^a	2.9 ^a	~2.1
1 支店のブローカー数	1.0	19.4	22.3	21.4	20.9	10.4
1 ブローカーの口座数	720	620	350	490	470	340
1 口座当たりの資産 (千ドル)	50	120	90	130	100	n/a

a. 機関投資家の口座も含む。

出所. Harvard Business School, Edward Jones, June15, 2000

しかし、外務員数 (Registered Representative) は、1998 年 1 月時点では、ED ジョーンズの 3,954 人に対して、メリルはその約 3.7 倍の 14,475 人(機関投資家向けレブは除く)、ペインウェーバーは 1.6 倍の 6,249 人であった。したがって、1 ブローカー当りの預り資産は、順に 3,600 万ドル、7,440 万ドル、4,700 万ドル、になる。

- ④ 1 ブローカーの口座数は同社が 720 口座、メリルは 620 口座、MS ディーンウィッターは 350 口座である。ED ジョーンズのブローカーが多数の小口顧客を管理していることが分かる。

要するに、ED ジョーンズは退職者層を中心にした小口投資家を取り込むことによって、安定的かつ高い収益性を実現しているということである。とはいっても、メリルやペイン

ウェーバーに較べて、預り資産は少なく、しかもほとんど売買をしない顧客が大部分であるから、既に紹介したように、ED ジョーンズのブローカーの年収は業界平均と較べて少ない。

しかし、これだけの預り資産を持っていれば、口座管理手数料と売買手数料でブローカーに年間 10 万ドル程度の報酬を支払うことは可能であろう。やや荒っぽい試算をすると、1 ブローカーの預り資産総額は、5 万ドル×720 口座=3,600 万ドル、である。口座管理手数料、売買手数料、それに投信の手数料のペイバックの合計が預り資産の 1 %とすると、ブローカーへの戻し率が 36-37%であるから、13 万ドル前後になる。収入額を預り資産の 1 %と仮定することは、無理な回転売買を想定しなくても実現可能な水準であろう。要するに、残高の水準がそれを可能にしているということである。

そして、面白いことに、ED ジョーンズのブローカーの報酬が業界平均と較べて低いにもかかわらず、同社は各種の調査において非常に高い評価をえている。まず、*Registered Representative* 誌が毎年行っている、ブローカーによる証券会社の評価（Brokers Rate Their Firms）では、10 年連続で第一位になっている。この調査は、19 項目について各項目 10 点を上限として評価するものであるが、2002 年の調査では同社は 17 項目について最高得点になり、総合得点でも最高得点をえている（これについては、図表 6 参照）。同調査は、この理由として、高得点を記録した項目に基づき、特定製品の販売圧力が少ない、セ

ールス・アシスタントの質が高い、そして「一人支店」でブローカーの創意工夫が発揮し易い就業環境である、ことをあげている。

また、*Kiplinger's Personal Finance* 誌(May 2003) では、「慎重な投資アドバイス」(conservative advise) によりフルサービス型証券会社としてトップに評価している。さらに、*Fortune* 誌(2003 年 1 月号)は「働きたい会社ベスト 100」(100 Best Companies to Work for in America) において 2 年連続で ED ジョーンズをトップに評価した。これは、それぞれの従業員へのアンケートに基づく調査であるが、評価の理由についてコメントも求めている。それによると、ブローカーへの

図表 6 リテール・ブローカーの評価

	AG エドワーズ	ED ジョーンズ	メリル・リンチ	モルガン・スタンレー	フルーデーン・ジャール	ソロモン・スミス・バーニー	UBS ヘインツ・ウェハバー	ワコビ・ア	全社
就業環境	8.77	9.16	7.95	7.88	6.96	8.40	7.36	8.24	8.09
特定製品の販売圧力	9.80	9.90	8.72	8.22	8.00	9.44	8.86	9.44	9.05
ペイアウト	8.54	9.10	7.40	7.30	6.14	7.98	5.56	7.68	7.46
支援	7.89	9.14	7.50	7.63	6.68	6.76	6.48	7.56	7.50
セールス・アシスタントの質	7.42	9.54	8.02	7.70	7.20	7.70	7.50	7.96	7.88
研修	8.50	9.08	7.58	8.04	6.46	7.53	6.68	7.20	7.63
製品	7.92	9.00	7.47	8.07	6.97	6.93	7.21	7.55	7.64
リサーチの質	7.02	8.52	7.36	8.12	6.20	5.26	6.94	6.97	7.05
提供される製品の品質	8.92	9.48	8.56	8.42	8.06	8.35	7.76	8.28	8.48
経営者	8.40	9.49	7.74	8.62	6.99	7.70	7.95	8.14	8.13
支店長	7.59	N/A	8.16	7.82	7.66	8.16	7.68	8.04	7.87
戦略的なフォーカス	7.90	9.22	7.68	8.40	5.92	7.89	7.54	7.86	7.80
総合的な倫理観	9.52	9.80	8.64	9.36	7.80	7.30	8.50	8.96	8.74
一般的なイメージ	8.60	9.44	6.46	8.90	6.58	5.94	8.06	7.69	7.71
平均	8.21	9.18	7.65	7.96	6.86	7.70	7.24	7.83	7.83

注. 各項目 10 点満点で評価。

出所. “Registered Rep’s 2003 Broker Report Cards”, *Registered Representative*, Dec. 2002

手厚い研修（人的投資）とパートナーシップ形態が可能にしている高い割合の利益配分が評価されている。

これらの調査結果は、ED ジョーンズが人間関係、特定商品の販売圧力などの面でブローカーに高いインセンティブを与え、やる気を引き出すことに成功していることを示している。やや見劣りする報酬水準も、これらの要素と比較すれば許容範囲のことなのかもしれない。

おわりに

アメリカではベビーブーマー世代が高齢化するにつれ、証券会社の顧客アプローチも徐々に変化しつつある。最初から退職者層をターゲットとしてきた ED ジョーンズのような証券会社はいうまでもなく、何らかの形でコンサルティングやアドバイスを付加価値として付け加えなければ顧客のニーズを満たすことができなくなっているのである。

その方法として、大手証券会社は自前でブローカーの研修プログラムを提供しているが、その余裕のない中小の業者は IC を活用して販売チャンネルをアウトソースしている。しかし、これでは高度な投資アドバイスの提供は難しいため、富裕層向けのセパレート・マネージド・アカウントの提供は大手業者が独占しているのが現状である。

