

## 米国証券会社の小規模多店舗展開について

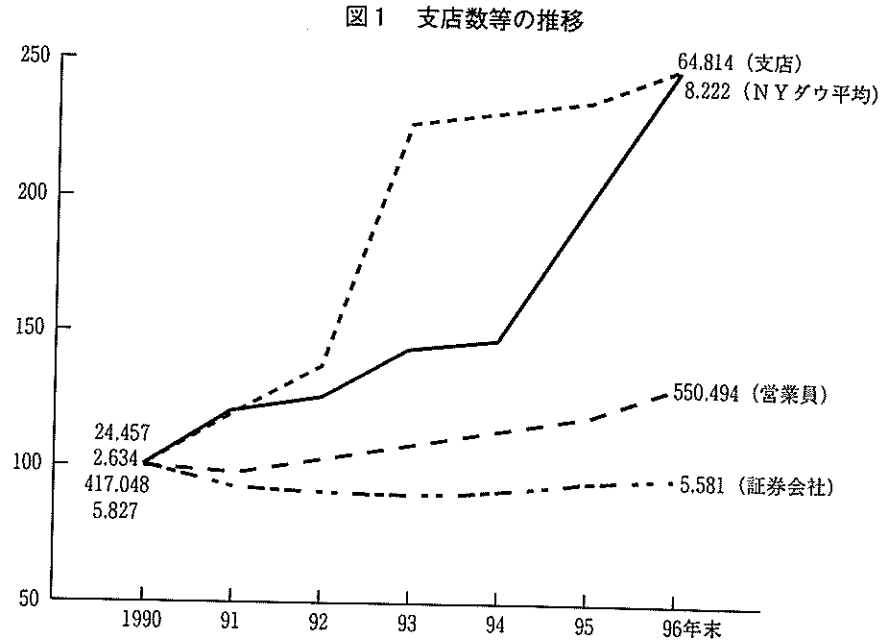
伊豆 久

### 1 はじめに

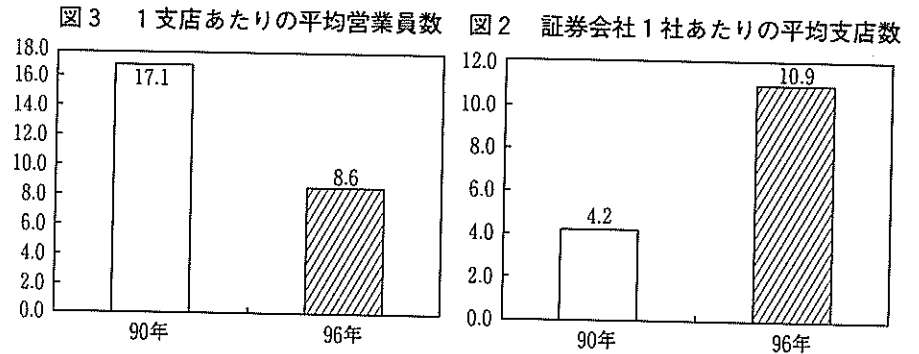
自由化後の証券経営戦略の一つとして、小規模店舗が注目を集めている。大蔵省も九六年四月に店舗規制を原則撤廃して小人数での出店を解禁、今年に入って営業員一名、アシスタント一名のいわゆる一人店舗を開設する証券会社も現れた。米国の証券会社では、三千余りの一人店舗を展開するエドワード・ジョーンズ社が日本でもよく知られているが、こうした小規模多店舗戦略は同社に限られたものではなく、最近の米国証券業全体の傾向となっている。そこで本稿では米国証券業におけるこうした傾向とその背景について紹介することとする。

### 2 米国証券会社の小規模多店舗化

図1は、一九九〇年末を一〇〇とした、米国の株価、証券会社、証券会社支店、証券営業員の推移を表したものである。これを見ると、上昇率が株価を上回っているのは支店数のみで、証券会社と営業員は株価ほどには伸びていないことがわかる。米国の証券会社は登録制で、市場の繁閑に応じて比較的柔軟に増減すると言われているが、今回の株価上昇を反映するには至っていないことになる。唯一支店数の伸びが突出しているが、これはなぜだろうか。空前の好景気の下で、既存の証券会社が店舗数の増加という形で業容を拡大させているわけであるが、それにしては営業員の数があまり増えていない。



(注) グラフは90年末を100としたもの。  
 (出所) NASD. Annual Report. 各年版より作成。



(出所) 図1に同じ。

(出所) 図1に同じ。

つまり、米国の証券業界では、証券会社一社あたりの店舗数の急増と一店舗あたりの営業員数の急減という現象が同時に生じていることになる。実際に、九〇年と九六年を比較すると、証券会社一社あたりの平均支店数は四・二から一〇・九へと二・五倍に、逆に一支店あたりの営業員数は平均一七・一人から八・六人に半減しているのである(図2・図3参照)。

小規模多店舗政策が採られているということになるが、こうした変化をもたらしたのは何なのだろうか。以下、①証券営業員の独立化の動き、②投資家の証券サービスへのニーズの変化、③証券会社のリテール営業の戦略転換、④情報通信技術の発達、の順に検討していこう。

### 3 証券営業員の独立

#### (1) 独立の背景

米国の証券営業員に独立を目指す人が多いのは、そもそも営業員の報酬体系が完全歩合制となっていることによる。リテール営業の平均的な戻し率は四割であるが、そのことは営業員サイドからは、稼得手数料の六割を払って会社からサービスを購入していると理解されている。そのため営業員はある程度仕事ができるようになると、会社の提供する商品・サービス(リサーチ、専用商品、執行・清算、口座管理など)や営業支援体制(研修、アシスタントなど)、また年金や保険などの福利体制が手数料の六割分に値するかどうかを吟味し始めるのである。こうした報酬と会社サービスのバランスへの関心のほか、何よりも独立ということそのものが、会社の被雇用者から事業主へと飛躍することが、人生における大きな目標とされていることも、独立の大きな理由となっている。しかしながら、当然、誰でも簡単に独立できるわけではない。まず、会社を辞めることによって、それまでの

ように名前の通った大手証券会社のレポートや専用商品で仕事をすることはできなくなる。営業管理、コスト管理、アシスタントの雇用などそれまで会社がやってくれていた仕事を自分でこなさなくてはならない。また、会社内のアナリスト、ファンドマネジャー、他の営業員などと日常的に接触できなくなることのデメリットも大きい。様々な情報や営業上のアイデアを交換するといった刺激がなくなるからである。

しかし、実際に独立するにあたっての最大の問題は、それまでの顧客が口座を移してくれるかどうかである。そして、それはひとえに顧客の信頼をどこまで勝ち得ているかにかかっている。とは言え投資家の中には自らが事業主である人も多く、独立そのものを評価し応援してくれる場合も少なくないようである。

こうした営業員の独立が増加しているのは、言うまでもなく現在の好景気によるところが大きいですが、それだけではない。一つには証券業の提供サービスの中心が、リサーチや専用商品などいわば会社依存型のサービスからファイナンシャル・プランニングなど顧客密着型のサービスへと移行しつつあること、もう一つは、顧客口座のポートフォリオ管理など従来は会社の大型コンピュータを使わなければ不可能であったサービスが、ハード・ソフト両面の技術進歩によりパソコンで提供可能になったことなど、証券会社に依存せずに営業員が単独で提供できるサービスの領域が広まったという変化が大きな意味をもっているのである（こうした点は後述）。

## (2) 証券会社の設立

独立の典型的な形は証券会社を設立することである。米国の証券会社は登録制で日本に比べると新規設立や撤退が簡単であると言われるが、しかし、それはあくまで「日本と比較すれば」、ということに過ぎない。米国でも、登録の書類を作成するのに最低一カ月、予備面接で一カ月、本面接でさらに一カ月で最低三〜四カ月、そこに何らかの書類の不備があつたり、当局の仕事が詰まっている場合などは合計半年から二年かかることもあると言われている。費用に関しても、最低資本金の他、登録費、証券業協会（NASD）加入費、監査費、営業員研修費など、会社立ち上げの段階で必要となる資金も小さくない。こうした手続き、時間、資金などの負担が大きいため、必ずしも独立を目指す営業員が直ちに証券会社を設立するわけではないのである。

### (3) インデペンデント・コントラクター

証券会社の設立を断念しながらも独立を目指す人は、多くの場合、投資顧問（Registered Investment Advisor：RIA<sup>(1)</sup>）かインデペンデント・コントラクター（Independent Contractor：IC<sup>(2)</sup>）となる。証券会社オーナーに近い自由な事業展開ができる一方で、手続きが簡単だからである。

ICとなることに三四年証券取引所法・関連規則上の手続きは不要である。同法は、ICと通常の証券営業員（Registered Representative）を区別していないからである。したがって、自前の営業体制さえ整えば（もちろんそれが大変なのであるが）、所属証券会社を退職し、新しい適当な証券会社と契約を結ぶだけで、後は（自営業者になることにともなう）税金・社会保険関係の手続きだけである。しかもそれらは新しい証券会社が手伝ってくれるのが普通である（所属証券会社を一旦退職し、そこで改めてIC契約を結ぶということは通常ないが、最近それに類似したことも見られるようになった。この点、後述）。

このことを証券業全体から見れば、営業員数は変わらないで支店が一つ増えることになる。つまり、冒頭で確認した証券会社の多店舗化、店舗の小型化といった現象の中心にあるのは、こうした営業員のIC化であると推測できるのである。

では、契約先証券会社とICの関係はどうなっているのだろうか。まず会社の取り分（ICから会社への支払い）であるが、三種類の 방법이組み合わされている。一つは稼得手数料の一定割合（5%から20%くらいまで）を会社が取るケース（つまり、ICの戻し率が80〜95%となるケース）、二つ目は売り上げに関係なく会社が定めた一定額を毎月支払う方法、三番目は会社が提供するサービス（執行・決済などの基本的サービスから情報端末やリサーチ・レポートの提供、アシスタントの斡旋など様々）をそれぞれ個別に代価を払って購入する場合である。そして、会社はこの三つの手数料徴収の方法をICへのサービス提供のあり方と組み合わせて使い分けている。例えば、一律形式での会社への支払い額が大きい場合は、会社から無料で提供されるサービスの種類が増えるといった具合である。ICの側も、その提供サービスとコストのバランスを見て、契約する証券会社を選ぶわけである。

#### 4 投資家のニーズの変化

小型店舗の増大は、投資家サイドの求めるサービス内容が変化したために起こっている現象とも言える。

単純化すると、米国の個人投資家が資産運用会社に求めているのは、退職後の生活設計のための資産運用計画だと言えるであろう。ベビーブーマー世代が五〇才前後となり、退職後の生活を具体的に考える人が増え、かつ、年金制度が確定給付型から確定拠出型へ移行したことなどの変化が、退職をキーワードとした資産形成プランへのニーズを高めている。証券投資もそうした目的からの資産運用の一環なのである。

となると、証券会社に求められるサービスにおいても、リサーチや高度な専用商品などよりも基本的なファイナンシャル・プランニングの重要性が相対的に高まることになる。営業員においては、複雑なデリバティブ商品を提供するよりも、長期的な信頼関係の中で顧客に合った基本的な資産設計のアドバイスをするのが重要となるのである。いわゆる顧客密着型サービスであり、ここでは、相対的にはあるが証券会社独自のサービスの比重は低下せざるをえない。ブランド力のある大手証券会社よりも、顧客に密着した独立営業員、小規模店舗が支持を受ける場合が少なくない理由の一つは、こうしたところにあるのである。

#### 5 証券会社のリテール営業戦略の変化

##### (1) フロアからストックへ、コミッションからフィーへ

委託手数料の自由化、さらにブラックマンデーを経て、証券会社全体が、収益基盤を市況に左右されやすい売買ベースから預かり資産ベースに移行させていることも、小規模多店舗戦略の背景となっている。フロアでの注文集め（コミッション収入）からストックとしての資産集め（フィー収入）へと営業の重点が移っているのであるが、もちろん、預かり資産を増やしたからといって何もせずにフィーを得られるわけではない。手数料を得られるだけの付加価値のあるサービスを投資家に提供しなければならぬのであるが、注文集めのためのサービスでは、銘柄の選択と売買のタイミングのアドバイスが重要となるのに対して、資産集めではポートフォリオ管理が重要となる。そこでは、やはり、ファイナンシャル・プランニングのウエイトが従来以上に高まるのであり、小規模でも地域・顧客に密着したサービスを提供できる支店が重視されることになるのである。

##### (2) IC提携型証券会社のサービス

リテールビジネス全体で右のようなことが言えるとはいえず、すべての証券会社が多店舗展開を目指しているわ

けではない。ICの側でも、当然、会社の提供サービスと会社への支払額を考慮した上で、自分のメリットが最も大きいと判断した会社とだけ契約するのであって、言い換えればICからの選別に耐えられなければIC提携型証券会社として生き残っていくことはできない。では、IC提携型の証券会社はどのような特徴をもっているのだろうか。

まず、ICを集めるためには、ICへの戻し率を高く、会社の取り分を小さくしなければならない。コスト分担の方法についてはすでに述べた通りである。

次に、ICが魅力を感じるサービスを提供しなければならない。対顧客向けの営業はIC自身がおこなうわけであるから、証券会社はそこに直接入り込む必要はない。というより対顧客関係に会社が入り込むことはICによって拒否されるであろう。したがって、IC提携型証券会社に残されているサービスは、ICの営業を支援するためのバックオフィス業務、経営管理的総務的業務の提供、代行、サポートといったことになる。

そして、ICと契約するためには他社よりもすぐれたIC向けサービスを低コストで提供しなければならないのであって、証券会社であればどこでもICと契約できるといえるものではない。したがって、もちろん普通の地方証券会社などでも数名のICと契約しているといったケースがないわけではないが、ICと契約しているのは、多くが特殊IC提携型証券会社といったグループ分け可能な一群の証券会社に限られている。つまり、ICとの契約という証券ビジネスも、IPOへの特化や清算業務への特化と同様に、証券業におけるニッチの一つとなっているのである。

そして、こうしたIC提携型の証券会社は数百あるいは千人を超えるICと契約している（したがって支店の数も数百規模となる）大規模な会社が多い。そうなるのは、IC向けサービスの提供というビジネスでは規模の

経済が働くからである。こうした業務のコストは固定費の部分が大きいので、提携ICの数が増えればふえるほどIC一人当たりの会社コストは小さくなり、一人のICから徴収する手数料を抑えることが可能となる。するとさらにICを獲得することができ、という循環が生じるのである。このように、この業種では規模の大きさが競争力の重要な要素となるため、小規模の会社ではIC提携型証券会社として生き残ることは難しい。実際、吸収合併も少なくないようである。<sup>(3)</sup>

### (3) 大手証券会社の対応

こうしたIC提携型証券会社の攻勢に対して、大手証券会社も対抗策を打ち出し始めている。その理由の一つは、以上に述べてきた業界全体における小型多店舗化を自ら進めるためであり、もう一つは自社営業員の転職をくい止めるためである。

例えば、メリルリンチ社は、小さな町や郊外にspecial-market officeと名づけた二人から六人程度の小型店舗の出店を開始した。また、ディーンウィッター社（モルガンスタンレー社と合併）もoffice of convenienceの名前で一人店舗を出す予定だと伝えられている。また、地方証券会社のインターステイト・ジョンソン・レイン社やウィット・ファースト・ブッチャー・シンガー社も、同様の小型店舗を展開し始めている。こうした店舗の営業員は、いずれもICではない（つまり会社の従業員である）ものの通常の営業員より幅広い裁量を認められている。そして、戻し率と営業費負担比率がともに高めに設定されており、いわば半IC型店舗となっているのである。

小規模多店舗展開を促しているもう一つの要因は、インターネットに代表される情報通信技術の発達である。IC提携型証券会社は、全米のすべての州にばらまきように小規模の店舗を展開しているが、そうした地理的な分散には二つのハードルがあった。一つは、母店から地理的に離れたところにある店舗にどうやってサービスを提供するかであり、もう一つはそうした店舗の営業活動をどのように監督するかである。当然のことながら、サービスを提供できなければICから手数料を得ることはできない。また、ICであっても証券関係の法規則上は社内営業員と全く同じであるから、コンプライアンス上の責任は証券会社にあり、例えば、ICに適合性の原則違反などの違法行為があった場合は証券会社が民事上の責任を負わなくてはならない。

しかし、こうした問題のかんりの部分が、受渡決済が基本的にペーパーレス化されていることもあって、情報通信技術の発達によって解決されつつある。会社からIC店舗へのサービスの中心は、物理的なデリバリーではなく、市場・顧客口座・営業手法などについての情報の提供であるため、コンピュータネットワークによって処理することが可能である。また、コンプライアンスについては、顧客口座ごとに売買額、銘柄、売買回数、手数料などに関する一定の基準を設けて自動的にチェックし、また必要に応じて個々の口座の動向を確認するといったことがオンライン上で可能である。つまり、営業拠点が地理的に離れており、かつ営業員が会社の従業員ではなく独立した営業体であることにともなう困難は、九〇年代の情報通信技術の発達によって、一定程度解消されつつあるのである。

## 7 おわりに

以上、米国証券業における店舗の小型化、多店舗化の背景について見てきた。ここでそれをまとめると、第一に証券営業員に関する要因として、市場の拡大にもなつて独立を図る営業員が増えているものの、彼らの多くが、手続きの面倒な証券会社設立を避け、代わりにICとなっていること、第二に投資家側の要因として、退職後の生活設計のための資産運用サービス、ファイナンシャル・プランニングへのニーズが高まっていることである。そして第三に、証券会社においてフロー（注文集め）からストック（資産集め）へと営業の重点が移り、かつ営業コストの外部化が図られていること、第四の要因としては、情報通信技術の発達によって地域的に離れた多くの支店にサービスを提供し、かつその営業活動を監督することがある程度可能になったことである。

米国における小規模多店舗化の進行は、こうした四つのベクトルの和として現れていると言えるであろう。であるとすれば、日本におけるいわゆるミニ店舗の可能性も、日米の違いはあるものの、かなりの程度こうした要因に左右されるものと思われる。

## 注

(1) 投資顧問も、九二年の一八〇〇社から九六年末には二二〇〇社へと急増している。

(2) 本稿でいうICとは、証券会社の被雇用者ではないものの自営業者として会社と契約を結んで証券営業をおこなう個人のことである。ICについては、拙稿「インデペンデント・コントラクターについて」証研レポート「一五四一号、一九九六年二月参照。ただし、ICという雇用形態は証券業に限られたものではない。米国労働統計局の

(3) 資料によると、九七年二月時点でICの数は八四六万人で総労働人口の六・七%を占めている(表1参照)。  
 昨年一月には、業界大手のロイヤル・アライアンス社(営業員三五〇〇名)がケオクラー・モーガン社(同四〇〇人)を買収している。

(4) ただし、ICに対する証券会社の監督能力を疑問視する意見がないわけではない。米国の証券規制とICの関係をめぐる議論については、次の機会に改めて紹介したい。さし当たり、Alexander C. Dill, "Broker-Dealer Regulation Under The Securities Exchange Act of 1934: The Case of Independent Contracting", *Columbia Business Law Review*. vol.1994, no.2(189), 1994; Charles V. Senatore, "Supervision Challenges Facing Broker-Dealers Employing The Independent Contractor Small Branch Office Model: A Call to Action", *The Business Lawyer*. vol.52, August 1997. 参照。また、日本の証券規制とICの関係については、行澤一人「新たな販売チャネルの可能性—証券販売におけるインターネット・コントラクターに関する法的考察—」【月刊資本市場】一四八号、一九九七年二月参照。

表1 ICの業種別比率(1997年2月時点)  
(1000人・%)

総労働人口		126,742
I	C	8,456 (100)
農 業		5.7
鉱 業		0.2
建 設		20.7
工 業		4.7
運輸・公益		5.1
卸 売		3.5
小 売		10.1
金融・保険・不動産		8.4
サービス		41.4
公共団体		0.2

(出所) Bureau of Labor Statistics  
(<http://www.bls.gov/>)

参考文献

- Kevin Pilot, "Little Guy Inc.", *Registered Representative*. July 1995.  
 Nicole Olmstead, "Traditional Firms Branch Out", *Registered Representative*. March 1997.  
 Thomas M. Kostigen, "Where are All the Broker/Dealers?", *Registered Representative*. October 1997.