

資産管理業務と証券営業員

清水 葉子

1 はじめに

委託売買手数料が自由化されて後、アメリカの証券業界では、手数料収入だけに依存した証券会社経営では十分な安定性を得られないとして、証券会社の収益の多様化が進められてきた。そうした傾向は、ブラックマンデー以降さらに強まり、機関投資家重視からリテール重視へ、フロアの経営からストックの経営へといったかたちであらわれたと言われている。

こうしたなかで、資産管理業務は市況に影響されない安定した収益をもたらすことからとりわけ注目を集め、近年証券会社の収益に占める割合を大きく伸ばしている。とくに、従来一部の豊裕層だけのものであると位置付けられていた運用一任型の資産管理業務は、ラップ・アカウントの登場と普及によって、その裾野をいわゆる中産階級にまで広げており、今後、証券会社の有望な収益源となる可能性が高いと考えられる。

ところで、こうしたラップ・アカウントの普及などに代表される資産管理業務の拡大は、リテール営業の末端である証券営業員にとってはどのような意味を持っているのだろうか。

従来、アメリカの証券営業員は、コミッション収入に比例した完全歩合性の報酬を得て営業活動を行っており、きわめて独立性が高く、インディペンデント・コントラクターとして証券会社から独立することもまれではないとされている。また、報酬体系が歩合性であるために、過当売買など顧客との利益相反の可能性が指摘されては

いるものの、基本的には顧客属性を十分把握して適切な投資アドバイスをを行うことを目指しており、地域に密着して顧客中心の営業を行っていると考えられている。

また、証券会社間の営業員の移籍も頻繁であるとされている。営業員は営業活動上の裁量性の高さや報酬率、証券会社の機械化の程度、バックオフィスの効率性などさまざまな観点から証券会社を評価して、より高い付加価値を提供してくれる会社へと移籍していく。顧客基盤をしっかりと掌握している営業員の場合には、営業員の移籍につれて顧客が一緒に移籍することも多いため、証券会社にとっては顧客基盤の流出リスクを常に抱えていることになりかねない。証券会社としては、営業員の移籍にともなう顧客基盤の流出を抑制する一方で、より手数料収入の多い営業員が顧客ごと転籍してくれるよう有利な条件を提示して引き抜きも行っているとされる。

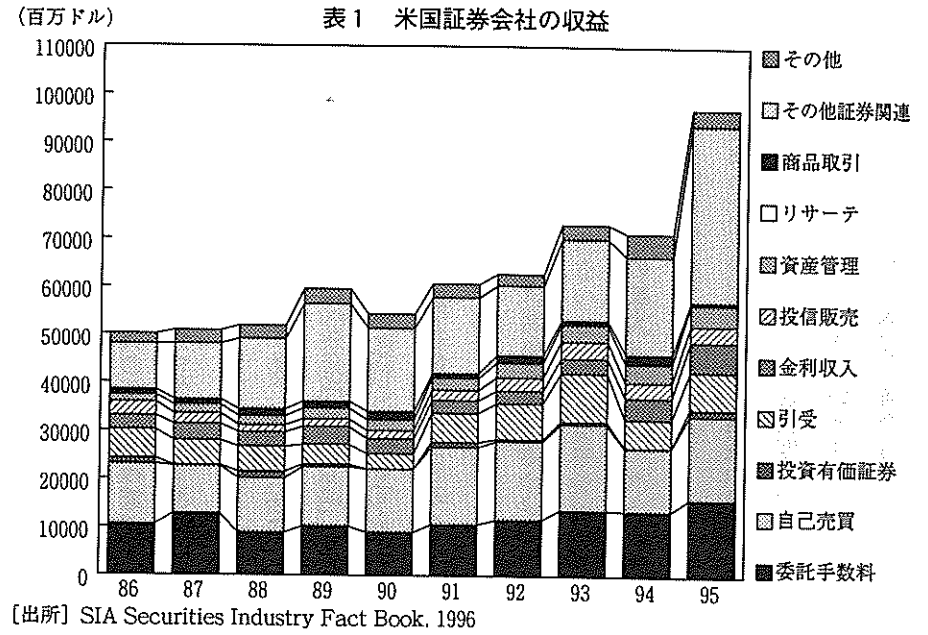
このように非常に特徴的な就業ぶりをみせるアメリカの証券営業員であるが、資産管理業務の拡大は、報酬制度や業務内容の変化を通じて営業員の営業活動にも変化をもたらす可能性がある。この点について検討してみよう。

2 資産管理業務の拡大

資産管理業務は資産残高に比例したフィーを徴収して行う業務であるが、近年その残高を大きく拡大している。資産管理業務の拡大の背景には、収益の予測可能性が高いこと、市況に左右されない安定的な収益が見込めることのほか、資産残高に応じた報酬制度は、顧客、営業員、運用者の間の利益相反の可能性が少ないため、手数料ベースの収益構造よりのぞましいとされていることも挙げることが出来るだろう。

図1はニューヨーク証券取引所会員業者の収益を項目別に見たものであるが、資産管理業務からの収益は四〇

表1 米国証券会社の収益



億ドルを超え、一九八六年からの一〇年で二・六倍と大きく成長していることが見て取れる。資産管理業務からの収益が全収益に占める割合は未だ四〜五%に過ぎないが、その伸びの早さから今後の大きな成長が期待されている。また、大手総合証券会社のなかには資産管理業務を収益の中心に位置付け、資産管理業務からの収益で経費をカバーするという経営方針をとっているところもある。^①

資産管理業務のなかでも近年注目を集めているのがラップ・アカウントである。ラップ・アカウントは、一部の富裕層のみを対象にした運用一任型の資産管理業務を、最低投資金額を低くするなどして投資家の裾野を広げたもので、従来対象とならなかった一〇万ドル程度の資産まで対象になってきているとされており、今後の証券会社の戦略商品の一つとして位置付けられている。

こうした資産管理業務は、サービスの対価を従来のような売買回数に比例したコミッションとして徴収するのではなく、資産残高に比例したフィーとして徴収する

ことが大きな特徴となっているため、売買の行われない休日にも収入のある「Saturday and Sunday income」とも言われている。

(1) ラップ・アカウントの仕組み^②

ラップ・アカウントは、個人投資家が証券会社に資産を預け、その資産を契約で定めたマネージャーが運用するもので、個人投資家は資産残高に応じたフィーを証券会社に支払い、そこから証券会社が証券営業員とマネージャーにそれぞれ規定の報酬を支払う形態になっているものが通常である。

ラップ・アカウントの開設は、まず証券営業員が投資家との間で十分なコンサルティングを行うことから始まる。営業員は、顧客の資産状況のほか、ラップ・アカウントでの運用額やリスク態度、投資方針やその目標などを聞き取り、それに基づいて顧客ごとの運用方針などを記した運用ステートメントを作成する。

次に、こうして得られた顧客属性に基づいて、各々の顧客の投資プランに適合したマネージャーを証券会社の契約先から選定して顧客に推薦し、営業員の助言を受けながら、最終的には顧客が決定する。

続いて、顧客は証券会社に口座を開設する。最低投資金額は通常一〇万ドル程度といわれている。証券会社は顧客情報や運用方針を記した運用ステートメントなどをマネージャーに示した上で、契約に基づいてマネージャー・マネージャーに取引を一任し、顧客口座の運用が始まる。マネージャーは投資運用の受託とその執行を行い、口座を管理するための報告書などを証券会社に送付する。証券会社は保護預かり、名義書換、配当処理などのバックオフィス業務を行う。

さらに証券会社は、マネージャーが顧客の投資プランに沿った運用を行っているかに関して監視を行

う責任を持ち、運用成績の査定などを行う一方、証券営業員も四半期ごとなど定期的に顧客と面談の機会を持つて顧客の投資方針などについて確認するなど、継続的にコンサルティングを行う。

手数料は運用資産残高に応じて年間一括して支払われ、残高の二〜三％程度といわれている。株式の組み入れ比率が高いほど、手数料も高くなるほか、資産残高によっても手数料率には違いが見られる。

(2) ラップ・アカウントの種類

ラップ・アカウントは比較的小口の資産の受託とはいえ、あくまでも個別運用であるという点で、投資信託と異なっている。ラップ・アカウントは、資産運用を外部の投資顧問に委託するコンサルタント・ラップ、社内運用部門のマネー・マネージャーを斡旋する社内ラップ、顧客のニーズにあつた投資信託を選別して運用を行うミューチュアル・ファンド・ラップの三つに分類できる。

大手の証券会社ほど、外部の投資顧問を利用せず自社内の運用部門のマネー・マネージャーが運用を受託することになるので、収益上有利であるといわれている。小規模な証券会社であれば、外部の投資顧問に運用を委託せざるを得ず、その場合、投資顧問会社についてのリサーチなど追加的なコストがかかる可能性がある。

ミューチュアル・ファンド・ラップの場合は、通常販売手数料のからないノーロード・ファンドのなかから、証券営業員のコンサルティングを受けて顧客が選定を行い、顧客口座の資産はそれら複数の投資信託で運用される。手数料が一〜一・五％と低いほかは通常のラップ・アカウントと同様で、証券会社によるファンドの管理や証券営業員による継続的なコンサルティングが受けられる。

3 フィー・ビジネスと証券営業員

(1) 顧客からのフィーの徴収

以上のような仕組みで運営されているラップ・アカウントであるが、証券営業員の立場にたつて見たとき、従来の証券営業の仕事と比べてどのような変化があるだろうか。

一番大きな違いは、報酬形態の変化であるといえるだろう。従来は、営業員は顧客の証券売買の度に徴収する委託売買手数料のなかから、四割程度の割り戻しを得ていた。ラップ・アカウント取引の場合は売買回数に關係なく資産残高に応じたフィーを徴収することになっており、営業員はそのうちの六割程度の割り戻しを得ているといわれている。

こうした報酬形態は、証券会社にとつてと同様、営業員にとつても、予測可能性が高く安定した収益源であつて、まさに「休日にも収入の得られる」仕事である。特に市況が安定しているときには、売買高が減少する傾向があるため、コミッション収入に比べて収益性が高いといわれている。また、従来言われてきたような過当売買など顧客と営業員の利益相反の可能性も低く、顧客、証券会社、証券営業員、マネー・マネージャーともに資産残高の増加という共通のインセンティブを持つ点でも都合がよい。

こうした利点がある一方で、フィー課金の根拠が分かりにくい点が営業員のフィー・ビジネスへの参入をためらわせていると指摘されている。証券会社や営業員にとつて収益性が高いと言うことは、顧客にとつてはフィーが高いことを意味しており、とくに頻繁な売買を行わないバイ・アンド・ホールド型の投資戦略をとっている多くの個人投資家にフィーを徴収するタイプのプログラムを勧める根拠ははっきりしないと見えよう。

また、フィーの徴収高についても疑問の余地があり、ラップ・アカウントの管理・運用には規模の経済性が働

くと考えられるので、ラップ取扱残高の拡大につれて証券会社側の限界費用は低下していると推測できるが、顧客に課されるフィーはたいして低下していない³⁾。また、それを反映してか、証券営業員のなかにはフィーのディスカウントを行うものも見られ、証券会社側もそれを是認しているとされているが、ディスカウントの根拠もはつきりせず、公平性に欠ける可能性もある⁴⁾。

こうした実態を考慮すると、従来の顧客にフィー・ビジネスに乗り換えるよう営業員が説得することには困難もあると推測できる。

(2) 証券営業員の収入と負担

証券営業員にとって、フィー・ビジネスを開始する場合に大きな障害になると考えられるのは、一定以上の資産が集まるまでの収益の確保である。フィー・ビジネスが資産残高に応じて支払われるものであることから、いったん十分な顧客資産を確保してしまえば、その後は安定的な収益が得られるという大きなメリットがあるが、それまでの間の営業員の収入状況には大きな不安が残ると思われる。

また、安定的な収益機会と引き替えに、営業員の負担もかなり増えると考えられる。とくに、口座開設時のコンサルテーションにはかなりの時間をさく必要があるうえ、顧客属性から運用方針ステートメントを作成し、運用方針に適合したマネー・マネージャーを証券会社の契約リストのなかから探し出して推薦することや、定期的な顧客との面接など、従来の営業活動とはかなり違った知識や資質が求められると考えられる。従来型の営業活動を行ってきた営業員にとっては追加的な負担となるため、とくに年配の営業員の間で資産管理業務に消極的な態度が見られるとされるのも当然であると思われる。

(3) フィー・ビジネスと営業員の転職

顧客の高い信頼を得ている証券営業員は、勤務先の証券会社を退職して別の証券会社に移籍する際に、既存の顧客基盤を保持したまま移動することが比較的容易であるとされており、これは証券会社側にとっては顧客基盤の流出につながるため、証券会社の大きな経営問題の一つであると考えられる。一方で、証券会社のほうも採用に関しては、ベテラン営業員が多くの顧客基盤をもたらしてくれることをあてにして活発な中途採用を行っており、証券営業員向けのバックアップ・サービスの向上に努めているとされる。

ところが、営業員の移籍に際してラップ・アカウントなどの資産管理業務は、もとの勤務先である証券会社にとつても、後任の営業員にとつても非常に魅力的な収益源であるうえ、いったん資産が流出すると証券会社の収益は大きく減少するため、証券会社は後任の営業員を通じて非常に積極的な顧客引き留め策を講じる。場合によっては、フィーのディスカウントを行うなどして顧客基盤の流出防止に手を尽くすとも言われており、営業員は移籍にともなって顧客基盤を保持するのはより困難であると考えられる。

また、顧客の立場に立つと、実際の運用を行うのは証券会社と契約したマネー・マネージャーであるため、現在の運用方針に満足している顧客にとつては、移籍する営業員とともに移動するインセンティブに乏しい。営業員の移籍にともなって、口座も解約・移動するとなると、ラップ・アカウント契約の解約や移動のための諸手続きが必要となりきわめて複雑である。さらに、ミューチュアル・ファンド・ラップなどが証券会社の社内ファンドである場合は、それらをついたん売却するなどの事務手続きの必要があるうえ、売却にともなって税金の問題が生じることも考えられる。このような理由から顧客の側にも営業員との関係を継続するインセンティブは小さいと思われる。

また、これまで運用を任せていたマネー・マネージャーが移籍先の証券会社とも契約関係にある場合はともかく、そうでない場合には当該顧客の投資方針や資産規模にぴったりあったマネー・マネージャーが移籍先で見つかる保証もない。⁽⁵⁾

4 おわりに

以上のように、資産管理業務が拡大することで、従来の証券営業員の業務や顧客関係がどのように変わる可能性があるかについて考察してきた。アメリカでも、一部の悪質な証券営業員が手数料収入を得るために、顧客利益に反した過当売買を繰り返すなどの利益相反が大きな問題になっている。そうしたなかで、フィー・ビジネスが拡大することによって、顧客と証券営業員間の利益相反のより少ない報酬形態が生まれることは、一面望ましいことであると考えられる。

一方で、以上に見たように、資産管理業務の成長によって、営業員の業務内容は従来のものとなり変わってくる可能性があり、そのことがアメリカの証券営業員の顧客関係や就業形態に大きな影響を及ぼすのではないかと考えられる。特に、資産管理業務は、従来非常に緊密であるといわれていた顧客と営業員との関係を希薄にする可能性がある。営業員側は、顧客に最適の資産管理プログラムを提供できるということを顧客に納得させる必要があるが、それは場合によっては容易なことではないかもしれない。

注

(1) 日本証券業協会「米国証券市場調査団報告書」一九九五年八月、一〇五ページ。

(2) 前掲書ほか、日本証券業協会「米国証券市場視察団報告書」一九九六年十二月を参考にした。

(3) "Fee Mantra". Registerd Representative. December 1996.

(4) "Bazaar Pricing". Registerd Representative. September 1997.

(5) "Fee Business : Taking It With You". Registerd Representative. October 1996.

〈訂正〉

「証研レポート」一五五五号、一九九八年二月の拙稿「SECによる格付機関の認定をめぐる問題について」四九一五〇ページに記載したSECのコンセプト・リリース中の提案項目(1)～(5)については、当研究所ニューヨーク事務所の「ニューヨーク・レポート」一九九八年一月二日から引用したものです。

また、五一ページに記載した、発行体からの手数料徴収の問題、勝手格付けの問題、有利な格付けを得るために複数格付けを取得する問題の3点については、広く問題として指摘されているものですが、一九九七年のSECのコンセプト・リリースでは言及されていませんでした。おわびして訂正申し上げます。