

## 資産管理型営業定着の条件

一上季代司

日本の証券界のリテールビジネスに「資産管理型営業」が導入されて一年経った。この間、この営業手法は、大手証券はもちろん標準大手、中堅・中小証券の間まで流布していき、資産管理型営業は一つの潮流になった。しかし、導入されてまもないこともあって「資産管理型営業」とは何か、末端の営業員まで明確な認識が浸透しているわけではないようである。一部には、単純に、株式よりも投信を売ることを、売った投信の預かり残高を出るだけキープすること、というように「営業目標」の側面から捉える向きが多いようである。その様な中で、ロシア、東南アジア、中南米等の新興市場の経済混乱により、こうした国々の債券を組み込んでいた外国投信のパフォーマンスが八月以後、悪化、解約を巡って一部に混乱がみられる。資産管理型営業について再考する時期に来ているのではないかとと思われる。

筆者の考えでは、手数料自由化以後を展望した場合に、資産管理型営業は依然として有力な営業手法であると思いが、それを定着させるにはそれなりの条件が必要である。そこで以下では、「資産管理型営業」の内容について、①対顧客サービス、②営業目標、③価格戦略の三つの視点から特徴づけるとともに、それが定着するための条件は何か、またアメリカではどのようなやり方でこの営業手法を進めているか、と言った点について整理してみた。

### 1 対顧客サービスから見た資産管理型営業

対顧客サービスという観点から見ると、資産管理型営業では、営業員は資産運用のコンサルタントの役割をする。顧客の年齢や家族構成、保有資産の中身や年収などをお聞きして、その顧客属性に応じて顧客に合った資産運用を提案し、顧客ごとにモデルポートフォリオを作成する。そしてそれらにみあった金融商品（このときに有力な商品として多種類の投資信託が品揃えされる）の購入を代行する。その後、そのパフォーマンスをレビューし、必要とあらば資産の再配分を提案する、そのようなプランニングベースの営業手法を指すのである。

#### 顧客資産の把握

このようなプランニングベースの営業を実行に移そうと思えば、いくつかの条件が必要である。第一に、意味のあるプランニングを行えるためには顧客資産の把握が必要である。すなわち、年収の額はもちろん、住宅ローンの残債や保有する金融資産の種類、額を聞き出さなくてはならない。つまり顧客のプライバシーに踏み込むわけである。顧客としては相当の信頼関係になければ営業員に自分の懐具合をさらけ出すようなことはしないだろう。しかし、営業員としては顧客に正確な財務状態を教えてもらわなければモデルポートフォリオを作成することは出来ない。さらに、作成したモデルポートフォリオに沿った金融商品の購入を執行した後は、それを預からなければならぬ。そうしなければ、購入後のパフォーマンスを正確にモニターすることは出来ない。できるなら、顧客の金融資産の全額を預かることがベストである。このようにみると、営業員がプランニングベースの営業を行うためには、①顧客の信頼性を獲得すること、②顧客の金融資産を出来るだけ多く集結させること、この二つの条件を満たすことが必要であることが分かる。

このうち、第一の条件である「信頼性の獲得」には秘策は無い。顧客のニーズに沿ったアドバイス、コンサル

ディングを続ける中で自ずと信頼感は培われるというしかない。第二の条件である「資産の集結」について、アメリカではCMA（資金総合口座）が威力を発揮した。CMAはさまざまなサービスがパッケージになっているので、証券投資や消費・支払いをCMAで集中的に行えばお金の出入りの大半を把握できる包括的な月次報告書が送られてくるため、顧客はCMAに金融資産を集結させる傾向がある。メリルリンチではCMAの顧客についてその資産の四分の三を把握しているという<sup>(1)</sup>。

#### 営業員へのサポート

第二に、営業員に対するそれなりのサポートが必要である。まず、資産管理型営業は、今まで進めてきた営業手法とは中身が違うのだから、営業員に対する研修が必要である。またモデルポートフォリオに沿った金融商品の品揃えが必要である。流動性、安定性、収益性の三つの観点はもちろん、グローバルな範囲で主要なアセットミックス、運用手法を網羅した投資信託の品揃えが必要である。そして、顧客のポートフォリオを時価評価してそのパフォーマンスを即座にモニターできるシステムも必要だろう。①研修、②品揃え、③システム面でのサポートなどいづれもそれなりにコストのかかる諸策が必要である。アメリカでは営業員の流出流入が頻繁であるため新卒採用よりも外部からのスカウトに依存する度合いが高いが、そうかといって研修をおろそかにしているわけでは決してない。

上記のように、顧客信頼性の獲得、顧客資産の集結、営業員へのサポート体制、特に前者については一朝一夕で成せるものではない。一年前から資産管理型営業が始まったわが国証券界の場合には、まだこれらの条件は成熟しているとは言えず、なお時間をかけた企業努力が必要とされよう。

#### 2 営業目標から見た資産管理型営業

一方、この営業手法では売買注文よりも預かり資産の積み上げ（Transaction GeneratingからAsset Gathering）に営業目標が変わることになる。また、これに価格戦略を絡ませて、手数料の徴収方法を売買ごとに得られるコミッション（Commission）から残高に比例するフィー（Fee）に変えていけば、営業目標の変更とあいまって、無用にお客様に回転売買を勧めるといふ顧客と営業員との利益相反とそれに付随する顧客トラブルが防止できるし、好不況に左右されない収益体質にする事が出来るといふ効果が得られる。しかしながら、この営業目標の追求に対して、日米では全く異なる方法が採られているのである。

#### アメリカ

まずアメリカでは、売買注文よりも預かり資産の積み上げをめざせ、と営業員に指示する事は出来ない。何となればアメリカでは営業員は自立心の高い歩合制のブローカーであり、日本ほど会社に対してロイヤルティ（忠誠心）が強くないからである。もし会社がそれを強制すると営業員はたちまち他社に転籍するであろう。会社として資産の積み上げを営業方針に掲げても、それを営業員に強制するのではなく自発的にそう仕向けることしかできないのである。ではアメリカの営業員は売買注文よりも預かり資産の積み上げと言う証券会社の営業目標に対して、どのような態度で居るか。それは一律肯反的である。

まず、営業員はこの営業目標に対して反撥する一面がある。営業員の属する証券会社に設けた顧客口座に出来るだけ多くの顧客資産を集結させようとすると、その顧客口座は営業員個人よりも会社に帰属するようになり、移転し難くなるからである（Portabilityの低下）。このことは営業員がもっと条件のよい証券会社に移籍すること<sup>(2)</sup>を困難にする。例えば、ラップ口座をとってみよう。ラップ口座は顧客の属性に沿ったファンドマネージャーを

幹旋し、顧客のニーズにあった運用をしているかパフォーマンスをモニターして必要あらばファンドマネージャーの交代を提案するという、一連のパッケージになったサービスに対して残高に比例した年間フィーを頂くといいフィーベースプログラムの典型である。この場合、もし営業員がもっと条件のよい他社に顧客ごと移籍しようと思った場合、その顧客の資産を運用しているファンドマネージャーが移籍予定先の証券会社が提供しているラップ口座のマネージャーリストに載っていないければ、解約させざるを得ず、顧客利益に反する可能性がでてくる。だから顧客の口座を元の証券会社に残して置かなければならないのである。これはコンサルタント・ラップ口座の場合であるが、投信ラップなどフィーベースプログラム一般に共通していえることである。

しかし他方、アメリカ証券界では、営業員の間には資産積み上げの営業目標を受容しようとの傾向もあるのである。メリルリンチ社がCMA(資金総合口座)を導入した当初、手数料の拡大につながらないと懐疑的であった営業員が、先に見たようにCMAの持つ資産集結効果によって顧客は自分たちが思っている以上に大きな金融資産を持っているという事実を目の当たりにし、この大きな金融資産を取り込むことにビジネスチャンスがあると実感したと言われる。<sup>(3)</sup>

このような二律背反的な傾向の中で、アメリカの営業員が結局は「資産積み上げ」の営業目標を受け入れた要因は、ディスカウントブローカーとファイナンシャルプランナーという二人の競争者の出現であった。以前と同じように、注文獲得に励んで売買を回転させると、顧客は割高感を感じてディスカウントブローカーに逃げてしまう。他方、ファイナンシャルプランナーがプランニングベースのコンサルタントを行う過程で証券外務員の顧客を奪っていく現実が見られ始めたのである。

## 日本

これに対してわが国の場合には、営業員は会社に対するロイヤルティ(忠誠心)が高い社員外務員が中心である。昨年からの資産管理型営業の導入に際して、多くの証券会社では預かり資産残高、投信残高の積み上げを評価基準の中心に据えるところがでてきている。また昨年冬、今年の夏には残高基準に基づいてボーナスが支給されており、営業員の営業行為に強いインセンティブを与えているのである。したがって、日本の場合には、営業員が顧客資産のコンサルタントの役割を演じるという資産管理型営業の対顧客サービスが機能する条件がまだ未成熟である反面、残高の積み上げという営業目標の追求の方にバイアスがかかりすぎると言う傾向がみられるのである。もちろんこれも資産管理型営業の一面面であるが、これだけを強調しすぎると、残高純増という一種のノルマになりやすく、顧客とのトラブルの種になる恐れがある。資産管理型営業の本質は、コンサルティング、という対顧客サービスの側面にあつたはずである。

(6)

### 3 価格戦略から見た資産管理型営業

資産管理型営業が定着するための第三の条件として、手数料の徴収方法をコミッションからフィーの形態に替えていく必要がある。そのための第一条件として手数料は自由化されていなければならない。しかし、手数料の自由化とは、手数料の料率および徴収形態を顧客との協議に委ねると言うことであり、証券会社側の事情だけで徴収形態をコミッションからフィーに変更することは出来ない。

すでに手数料の自由化が先行しているアメリカでも、パフォーマンスが年率一〇数%の好況相場の時には、年率三%のフィーは顧客にとつてあまり気にならない。逆に、証券会社や歩合制ブローカーにとつては、売買回転

(5)

第1表 メリルリンチの預かり資産（億ドル）と手数料（百万ドル）  
（1997年実績）

総預かり資産		12,040	Fee収入		2,789	
運用会社	MLAM	2,790	内訳	Asset Management Fee	1,208	
	MAM	1,670		Portfolio Service Fee	844	
証券プロパー	ML Consults	270	訳	Account Fee	411	
	MF Advisor	63		(うちCMA分)	(175)	
	Asset Power	79				名義書換その他Fee
	Financial Advantage	29		Commission収入	4,667	
	顧客口座数 900万以上（500万世帯）					うち
CMA, 175万口座 (うちMMF)	4,800 (642)	証券プロパー平残	9,380			
401K口座	740			うち	投信手数料 (内、残高フィー等) マージン率	1,443 (950) 0.42%
投信関係預かり（推定） 同平残	3,699 3,417					

（出所）メリルリンチ社、アニュアルレポートより。

（注）1、MLAMはMerrill Lynch Asset Management、MAMはMercury Asset Management。  
2、CMAは資金総合口座。国内は4,550億ドル（170万口座）、海外は250億ドル（47,000口座）、年間管理料100ドル、CMAに組み込みのMMFには12b-1フィーとして0.13%が徴収。

同社の昨年末の総預かり資産は二兆三千億ドルであるが、連結ベースのためこれには資産運用会社の分が入っている。従って、証券プロパーの預かり資産を計算する場合には、これを調整しなければならない。MAM社は九七年末に買収したイギリスの運用会社であるから、これを除外するが、MLAM社の組成した投信はほぼ全額、メリルが販売しているとのことなので、個別運用勘定も含め全額が証券プロパーの預かりになっていると考えられる。従って、証券プロパーの預かりは九七年末でMAMの分を除く一兆三七〇億ドルと想定できる。同様に九六年末の残高は八三九〇億ドルなので、九七年中の平残は九三二八〇億ドルとなる。

このうち投信の預かりは、MMFについては自社投信のみとする一〇七〇億ドル、長期ファンドについては自社ファンドと他社ファンドの販売比率が四五・六四%と五四・三六%（九七年実績）なので、これを残高比率にも当てはめると、自社ファンド預かり一二〇〇億ドル、他社ファンド預かり一四二九億ドル、総計三六九九億ドルとなる。同様のやり方で九六年末残高も求めると三三三五億ドルで九七年中の平残三四一七億ドル。これに対して投信の手数料は総計一四億四三百万ドルであり、投信残高のマージン（手数料を残高で除した率）は〇・四二%となる。しかし、投信のコミッションは前取りの販売手数料（Front-end charge）のほか、残高に比例するフーニー（deferred charge）の三種類があり、実質的に残高に比例するフーニーも含まれている。別の資料によると、同社の投信手数料のうちフロントエンドと残高フィー等の割合は五八対四二（九二年）から三六対六四（九五年）に変化しているとのことであり、九七年中の残高フィー等の割合を七〇%と仮定すると、投信の残高フィーは九億五千万ドルとなる。

他方、同社はラップなどフィーベースのプログラムを提供しており（第二表を参照）、その総額は九七年末残四四二億ドル、そのフィーは八億四四百万ドル、マージンは約二%と比較的高い。運用手数料（Asset Management

を効かせた方が儲かったのに、と思うであろう。逆に、相場が低迷して年率数%のパフォーマンスしか上がらないときに三%のフィーは顧客にとっては割高に感じるが、証券会社サイドではありがたいと思うだろう。したがって、実際のコミッションとフィーの割合は相場動向や顧客と証券会社の力関係の中でどこかの均衡点に落ちつくことになる。手数料が自由化されてすでに四半世紀近く経ち、この間好不況を経験したアメリカでは、コミッション、フィーの割合ならびに料率はどうなっているか。

第2表 メリルリンチ社の主なフィーベースプログラムの概要

プログラム名	97年末残 (億ドル)	口座数 (万)	1口座あたり (万)	備 考
Capital Builder Account	210	39.2	6.7	初心者向き
ML Consults (最低単位10万ドル)	270	10.0	27.0	コンサルタントラップ、提携 アドバイザーは25社
MF Advisor	63	11.5	5.5	投信ラップ
Asset Power	79	2.7	29.3	経験豊富な投資家向けの定額 手数料制(注)
Financial Advantage	29	1.0	30.0	証券売買、ローン、リサー チ・レポート、プランニング が込みの定額手数料制

(注)「定額手数料制」とは、資産残高に比例した年額のフィーを支払えば、あらかじめ売買手数料を徴収することなく一定回数までの売買が行えるというもの。

第3表 上場証券23社の残高(平残ベース) マージン率 (98年3月期)

	預かり資産額	リテール 関係手数料	同マージン率	うち投信 預かり	投信手数料	同マージン率
野村	464,165	179,693	0.39%	96,084	69,201	0.72%
大和	338,496	168,372	0.50%	81,030	74,657	0.92%
日興	318,738	143,792	0.45%	66,948	57,512	0.86%
新日本	67,353	51,142	0.76%	15,151	19,509	1.29%
勸角	50,686	34,679	0.68%	9,537	12,376	1.30%
国際	83,452	55,698	0.67%	24,030	30,358	1.26%
和光	50,653	38,525	0.76%	15,161	14,863	0.98%
岡三	21,800	27,237	1.25%	5,080	7,782	1.53%
山種	8,114	12,168	1.50%	2,469	5,243	2.12%
東京	16,039	18,320	1.14%	5,649	6,581	1.17%
コスモ	17,022	17,641	1.04%	5,432	5,073	0.93%
第一	16,678	14,275	0.86%	2,989	3,508	1.17%
丸三	11,305	12,966	1.15%	5,326	4,752	0.89%
東洋	7,513	9,162	1.22%	2,484	1,920	0.77%
太平洋	9,736	11,854	1.22%	3,301	3,318	1.01%
ユニバーサル	17,768	18,193	1.02%	5,772	5,912	1.02%
水戸	8,507	11,378	1.34%	2,792	2,260	0.81%
光世	764	784	1.03%	154	146	0.95%
一吉	4,350	5,501	1.26%	1,097	768	0.70%
明光	7,429	6,733	0.91%	1,884	1,766	0.94%
高木	2,219	3,887	1.75%	519	696	1.34%
東海丸万	11,537	11,794	1.02%	3,737	2,853	0.76%
ナショナル	8,869	8,824	0.99%	1,660	2,180	1.31%

(出所) 各社有価証券報告書ならびに「日経公社債情報」等により当所作成。  
(注) リテール関係手数料は、受け入れ手数料から引受・売出手数を控除した額

しかし、日本の預かり資産の中身はアメリカと比べて法人保有分が多く、その割合は大手証券ほど高いといえる。

これによると、ややばらつきがあるが、大手三社では〇・四〇・五%、準大手証券ではそれより〇・三%程度高くなり、中堅証券ではさらにそれより若干高くなっている。メリルリンチ社と比べて、大した差がないように見える。

第三表は、上場証券二三社の九八年三月期の総預かり資産(平残ベース)とリテール関係手数料(引受・売出手数を除く)およびそのマージン率を計算したものである。

これによると、ややばらつきがあるが、大手三社では〇・四〇・五%、準大手証券ではそれより〇・三%程度高くなり、中堅証券ではさらにそれより若干高くなっている。メリルリンチ社と比べて、大した差がないように見える。

Fee)は運用会社の収入であるから、証券プロパーのフィーからこれを除外しよう。口座管理手数料(Account Fee)や名義書換その他Feeは、残高よりも口座数に比例するフィーである。

以上のように見ると、残高に対する手数料の割合、これをかりに残高マージン率と呼ぶと、メリルリンチ証券プロパーのマージン率は〇・七%弱、コミッションとフィーの割合は狭義で三対一、広義では三対二となる。

#### 4 収支上の条件

メリルの例では、証券プロパーの総預かり残高をすべて個人顧客の分と仮定したのである。実際は法人の預かりもあるが、日本と比べてその割合は非常に低いはずである。せいぜい、MMFの残高に法人保有分がある程度である。もちろん、機関投資家による株式などの売買注文は多いが、それに関連する収益はトレーディング益として計上される割合が高く、また機関投資家は運用するポートフォリオを保管銀行に保管している場合が多いので、ここに現れた数字はほぼ個人営業に関連するもの、そして法人所有のMMFを勘案して、個人営業の残高マージン率は〇・八%程度と考えて間違いないだろう。これを日本の証券会社に当てはめればどうだろうか。

第三表は、上場証券二三社の九八年三月期の総預かり資産(平残ベース)とリテール関係手数料(引受・売出手数を除く)およびそのマージン率を計算したものである。

これによると、ややばらつきがあるが、大手三社では〇・四〇・五%、準大手証券ではそれより〇・三%程度高くなり、中堅証券ではさらにそれより若干高くなっている。メリルリンチ社と比べて、大した差がないように見える。

特徴がある。まず株式会社では、法人間の持ち合い分について互いに売却を牽制するため幹事証券に預けるケースが多く、しかも証券会社にとってこの預かり分は収益に貢献しない。第二に、債券についてはCB（転換社債）や外債は個人保有分が比較的多いが、国債については法人所有が多く、事業法人や外国投資家などの課税主体が課税を逃れるために証券会社に預けている分が多いと言われている。しかも、この分の収益は売買益として現れるため、マージン率を計算する際には控除すべきであろう。また投信についても平均して法人保有分は四割（投信残高四兆円のうち家計保有分は二兆七兆円―日本銀行資金循環勘定による）とされている。業界筋によると、大手証券の預かり残高のうち法人保有と個人保有は二対一、準大手クラスで一对一と推定されているので、マージン率はそれぞれ三倍、二倍にしなければならない。そうなると、残高マージン率は大手証券で一・二％―一・五％、準大手クラスで二％前後、中堅ではそれを若干上回る水準となる。

つまり日本の場合には手数料自由化によって、料率が低下する余地があること、また資産管理型営業への移行により売買回転が低下する余地があることを物語っている。この結果、将来的に残高マージン率の落ちつくべき水準は、やはりメリルリンチ社と同様の〇・八％程度つまり現在の水準の約半分ということになる。投信残高マージン率だけを取り出してみると、やはり日本はメリルの約二倍あるのである。となると、わが国の資産管理型営業が収支上、成り立ち得る条件としては、いまより残高を二倍以上積み上げるか、コストを半減させるか、のいずれかの組み合わせの方策が必要といふことになる。

(注)

- (1) 以上については近藤哲夫「日本版証券総合口座の導入に向けて」東証正会員協会「正協レポート」一九九七年八月、佐賀卓雄「メリルリンチの真実」日本短波放送、一九九八年に詳しい。

- (2) Nicole Olmstead, "Fee Business: Taking it with you", Registered Representative, October 1996.

- (3) 近藤、前掲論文、二〇ページ。

- (4) 野村総合研究所「ミューチャルフアンド」東洋経済新報社、一九九七年、七七ページ。