

資産管理型営業の再考

一上季代司

個人営業の有力な手法として五年程前から多くの証券会社が導入を企図してきた「資産管理型営業」に対し最近、懐疑的な考え方が出てきている。そのきっかけとなった出来事は、「資産管理型営業」の本来本元であった米メリルリンチ証券の日本法人が今年初め業績悪化でリテール部門のリストラ策をうちだしたこと、またエンロン債を組み入れていたMMFが元本割れをし、資産管理型営業の中核的商品である投資信託への信頼性を傷つけたことがあげられる。もっとも後者についてはその後、投信協会を中心にMMFの商品性に関する改革が行われたこと⁽¹⁾から基本的には解決済みと考えられる。これに対し、前者の出来事は資産管理型営業が日本で採算的に成り立つのかどうかという基本的かつ重要な問題を提起している様に思われる。そこで、以下では、資産管理型営業が成り立つための条件について考えてみよう。

1 資産管理型営業とは

そのまえにまず資産管理型営業とはなにか、その定義をしておく必要がある。これには 対顧客サービスの観点、営業目標、の二つの意味が混在しており、これを分けて考えたほうが理解しやすい。

まず、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。そしてそれにみあった金融商品を推奨し、その購入を代行する。その後、そのパフォーマンスをレビューし、必要とあれ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。

第二に、営業目標という観点からみると、資産管理型営業における目標は売買注文よりも預かり資産の積み上げ（Transaction GeneratingからAsset Gatheringへ）に重点がおかれる。さらに、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進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う効果が得られる。

2 成功の条件

【顧客資産の把握と顧客ニーズ】

このように資産管理型営業といっても対顧客サービスと営業目標の両面からの規定があるのだが、いずれにせよ、これを実行に移すには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

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、顧客の信頼性を獲得すること、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。

しかしこの点については、当初から日本の証券界の間で顧客の実情に合わないという批判があった。というのは、日本の金持ちは税務対策上、資産を分散する性癖があるからである。家族や会社名義に資産を分散するのはいうにおよばず、預け先の金融機関まで分散するのが当然、という風潮である。そのような状況では、資産の集結はおろか財務状況の把握も困難であり顧客プロフィールを作成するのはきわめて難しいだろう。

しかし他方、預金ペイオフの解禁と年金への関心の高まりの中で、家計の間に老後に向けた貯蓄形成の一手段として証券投資を有力な選択肢として考える傾向が潜在的に強いことも否定できないのである。その一端は、銀行窓販経由で株式投信が相場の変動にかかわらず積み立て方式で継続的に購入されていることに現れている。このように見ると、日本的な資産管理型営業とは、顧客資産すべてを対象とするのではなく長期性の証券投資に振り向ける予定の限られた資産額のなかで顧客のリスク許容度に見合った商品を提供し、それを預かってパフォーマンスをモニターするということに限定されざるを得ない。

すなわち日本の場合には、対顧客サービスの観点からみたコンサルタントベースの営業ということよりも預かり資産の積み上げという営業目標の追求に重点がおかれざるを得ない。これが現在進められている日本流の資産管理型営業なのである。それは確かにメリル・リンチ等アメリカの証券会社が展開しているものとは違うが、日

本の顧客風土の中ではやむを得ざるものではある。

【営業員へのサポート、コンプライアンス体制の整備】

そうした状況で、注力すべき商品・サービスということになればそれは投信信託ということになる。先述したように顧客資産をすべて把握できるようであれば、老後に向けた資産蓄積シミュレーションに基づく資産配分、保険、相続、税対策を盛り込んだ包括的な投資戦略を立てることができ一任運用やラップ口座のようなサービスが適しているのであるが、部分的な資産額しかアドバイスの対象にならないとすれば、むしろオーダーメイドの投信が適しているということになる。

そこで第二に、資産管理型営業を推進しようと思えば、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。またリスク・リターンを組み合わせて沿った投信など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。研修、品揃え、システム面でのサポートなどいずれもそれなりにコストのかかる諸策が必要である。

そして第三に、コンプライアンス体制の整備が必要である。資産管理型営業は預かり資産の積み上げを目標とし、長期性の資金を対象とするものであって、資産の入れ替えは顧客利益にとって必要最小限にとどめるべきなのである。この点、日本では投信の回転率がアメリカと比べて高いことがしばしば指摘されてきた。顧客に不利

益となる投信の乗り換え勧奨は厳禁すべきで、これを防ぐコンプライアンス体制が必要である。

しかし、この最後の点について、更に検討すべき問題がある。資産管理型営業において十分な預かり資産が積みあがっていない初期の段階では、収支面の都合から収入を作り出そうとして、投信の乗り換え勧奨への誘惑が絶えず発生せざるをえないのである。したがってコンプライアンス体制の整備だけでは問題は解決しない。それと同時に資産管理関連収入の増収と費用削減を図って損益分岐点を早くクリアする策が必要ということになる。そこで次に資産管理関連収入についてみよう。

3 資産管理関連収入

では資産管理業務に関連する収入にはどのようなものがあるか。これを日米の代表的な二社（メрил・リンチ社、野村証券）を取りあげて見てみよう。両者の直近の財務諸表から資産管理関連収入を抽出すると表1のようになる。これは連結ベースであるために資産運用会社すなわちMerrill Lynch Investment Managers (MLIA)と野村アセットマネジメントの運用収入等も含まれている。そこで運用部門の運用報酬（営業部門への支払い代行手数料を除くネットの運用報酬）を控除した額を営業部門の資産管理関連収入とみなし、これを営業部門の顧客預かり残高で除すと、両社の残高手数料率には二倍ほどの格差がついている。このマージン格差はどこからくるのか。

【アセットマネジメント・フィー】

この収入課目は、大きく二つ、資産運用会社の稼得する運用収入（委託者報酬および投資顧問収入）と、

販売した投信の残高に比例した代行手数料、から成り立っている。日本の場合、投信法制上は信託型が中心であり運用会社そのものが受益証券の発行体となるため、発行体が販売証券に支払う代行手数料は運用会社の受け取る委託者報酬の中から支払われる。このため、野村の場合には野村アセットの投信を販売すると代行手数料の支払いは内部取引となり、連結すると相殺されるのである。⁽³⁾

これに対し、アメリカの場合にはノーロードファンド（販売手数料なしの投信）を販売したときに販売経費に相当する手数料を運用資産から支弁してよいことになっている。これはSEC規則12b-1に規定をおいたフィーと言う意味で12b-1と呼ばれるが、徴収形態は通常は残高に比例する。これが運用会社を經由して販売会社に支払われるのである。この意味でメリルが自社投信を売ればこの手数料（いわば投信代行

表1 資産管理関連収入

メリル・リンチ (百万ドル)			野村 (億円)		
項目	2000年	2001年	項目	2000年 3月期	2001年 3月期
Asset management Fees	2,398	2,105	アセットマネジメント・フィー	1,351	1,001
内訳	運用報酬	1,913	内訳	運用報酬	1,191
	投信代行手数料 (差額として推計)	485		投信代行手数料	773
Portfolio Service Fees	2,192	2,202			
Account Fees	518	495	カストディアル・フィー	98	98
Others Fees	580	549	債券元利金代行手数料そのほか	59	37
Total	5,688	5,351	合計	1,508	1,136
Percent of Total Net Revenue (÷)	21.3%	24.5%	純営業収益に占める比率 (÷)	19.2%	16.1%
残高手数料率 (+ +) ÷ の平残	0.256%	0.263%	残高手数料率 (+ +) ÷ の平残	0.161%	0.127%
参考					
Total Net Revenue	26,766	21,880	純営業収益	7,867	7,053
従業員数 (人)	72,000	57,400	人員数 (人)	14,640	14,550
営業部門顧客預かり残高 (10億ドル)	1,477	1,286	預かり残高 (野村証券単体ベース、兆円)	56.8	51.8

(注) Total Net Revenue、および純営業収益は総営業収益から金融費用を控除した額。
(出所) 野村ホールディング2002年3月期決算報告 (証取法基準) および同説明資料、Merrill Lynch 2001 Annual Report, & Fact Book.

手数料)の授受は内部取引となるのだが、同グループのMLIAはこれをAsset management Feesとしてではなく、Commissionとして計上している。したがって、メリルの場合の投信代行手数料は、その数字が細分されていないものアセットマネジメント・フィーと運用報酬との差額に相当すると考えられる。そこでメリルと野村の両社を比較すると、従業員数等から見て規模的には四対一の格差であるが、リテール部門における投信代行手数料は(為替相場の関係もあるが)ほぼ拮抗しているとみなし得るのである。

【ポートフォリオサービス・フィー】

これに対して、両社のもっとも大きな違いはポートフォリオサービス・フィーの有無である。これは手数料が預かり資産に連動する顧客口座から得られるものでメリルの場合、大きく二つからなっている。一つは、預かり資産に比例する手数料率を年額で支払えば何回でも売買できるという顧客サービス⁽⁴⁾から得られるもので、収入項目として以前は売買ごとに徴収するコミッションとして計上されていたものが、フィーとして計上されているものである。第二は一任運用勘定であるが、その大きな部分を占めているのが以前「ラップ口座」と呼ばれていた商品である(現在ではよりカスタムメイドされてSeparate Managed Account, SMAと呼ばれる)。これは顧客の投資リスク許容度や目標投資収益等の要望をもとに営業員が顧客に適したポートフォリオマネージャーを紹介しそれに運用を任せ、事後のレビューも含め顧客口座を管理するサービスである。この一連のサービスに対して預かり資産に比例する手数料が支払われる⁽⁵⁾。このポートフォリオサービス・フィーが近年もっとも伸びており、資産管理関連収入全体に占める比率も上昇しているのである(表2)。その成長の主要因は先述のSMAであり、九六年ごろから拡大している。そしてこれはメリル一社だけではなくアメリカ証券界全体の共通現象なのである

表2 メリル・リンチ社のポートフォリオサービス・フィー
(百万ドル)

	1997	1998	1999	2000	2001
Portfolio Service Fees	826	1,150	1,479	2,192	2,202
同収入比率(÷)(%)	27.5	27.4	31.1	38.5	41.2
平均手数料率(÷の平均残高)(%)		1.44	1.12	1.16	1.06
資産管理関連収入	3,002	4,202	4,753	5,688	5,351
プライベートアカウントのうち手数料が 残高連動のもの(末、10億ドル)	65	95	168	209	205

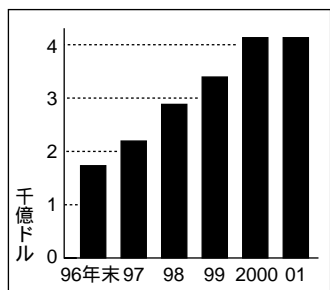
(出所) 表1に同じ

口座管理手数料、信用取引管理費などであるが、総じてアメリカ証券界
ト・フィーとして計上される。これに相当するものが日本では保護預り

【アカウント・フィー、その他】
なおその他の手数料として、アメリカでは年間五〇ドル程度の口座維持手数料を徴収するのが一般的であり、それがアカウント

(図1)。このポートフォリオサービス・フィーに相当する収入項目が野村証券にはないし、その他の日本の証券会社にもないのである。それはなぜだろうか。超低金利など外部環境がこれを許さないのか(年率で残高の1%強を支払って余りあるような相場環境でなければならぬ)。規制によるものか(一任運用に関する規制が厳しい)。顧客が証券会社を信頼していないのか。スタッフや社内コンプライアンスなど証券会社の対応が遅れているのか。トラックレコードを有する多様な投資スタイルのファンドマネージャーが外部に多数存在していないからか。また先述のように税務対策上、金持ちが資産を小分けでしか各社に預けようとせず、そもそも包括的なファイナンシャル・プランニングを必要としないからなのか。客観的かつ主体的条件をさらに吟味する必要がある。

図1 セパレート・マネジド・アカウントの預かり資産残高
(Separate Managed Account)



(出所) 日経金融新聞、2002年3月7日。
(原資料) 米マネー・マネジメント協会

と比べてやや少ないという印象を受ける。日本の場合には一口座あたりは年間手数料が低いことのほか、一定額の残高がある顧客には無料にしている証券会社も見られるのである。またアメリカでは報告書送付などの郵便・取扱手数料や口座解約・移転手数料など実費負担の名目でこまめに手数料を徴収しているが、日本の場合にはそれらが無料の顧客サービスのように思われているふしがある。

以上のように見ると、資産管理関連収入の日米格差はポートフォリオサービス・フィーが稼得できていないこと、口座維持に要する実費を十分カバーしていないこと等に起因していることが理解できよう。

4 人件費の変動費化

他方、コストのほうはどうか。ここ最近、日本の証券業界では契約期間を区切った実績報酬の契約営業員が増している。こうした委任契約の外務員は、以前は「歩合外務員」と呼ばれむしろ中小証券に多かったのだが、表3によればこうした傾向が最近ではむしろ大手・準大手に増えているのである。また雇用契約を結んでいても、固定給を抑え歩合給が中心という営業員も増えている。そのほか、派遣社員の営業員も増えている。このような営業員の採用形態の多様化を前にして、従来のような「社員外務員」と「歩合外務員」という区別は無意味となり、証券業協会は「歩合外務員」

表3 証券会社の契約営業員

証券会社	契約営業員	営業部門に占める割合
野村	2,200人 ・ F A 1,100人 ・ 証券貯蓄アドバイザー1,100人	38%
大和	1,100人	22%
日興コーディアル	906人 ・ F A 747人 ・ 独立系 F A 159人	19%
新光	900人	24%
岡三	280人	14%
さくらフレンド	60人	9%

(注) 野村はリテール部門に限定した数字
表のF.A.とはファイナンシャル・アドバイザーの略である。日興コーディアルのF.A.は雇用契約だが、独立系F.A.は会計士、税理士などが委任契約で証券営業を行うものである。

(出所) 日本経済新聞2002年5月20日

という呼称をやめることになったとされる。いずれにしても人件費の変動費化が進んでいるのである。この結果、証券営業の損益分岐点は下方にシフトしつつある。このことは、資産管理型営業の定着にとってフォロワーの動きであるが、反面では会社へのロイヤルティ（忠誠心）が薄れることが避けられず、営業員をして自らの報酬を増やそうと無理して実績を作り出そうとする誘惑に刈られる可能性を高めることになる。それだけに資産管理型営業の定着に合致するような報酬率の算出方法（たとえば預かり資産額に連動する部分を増やすなど）を考慮することも考えられるし、いま以上にコンプライアンス体制の整備が必要といふことになる。

5 小括

資産管理型営業は、手数料自由化とオンラインブローカーの台頭のなかで、従来のような短期性の資金を対象とする回転売買では儲からなくなったという主体的な理由と、少子高齢化や年金制度改革（日本版四〇一Kなど）、預金のペイオフなど客観的な理由が重なって出てきた代替的な営業手法のひとつである。そしてこれまた、開始五年間の試行錯誤の中で、徐々に、日本の顧客風土の中では顧客資産に対する包括的なファイナンシャル・プランニング・サービスという意味合いは後退し、預かり資産の積み上げという営業目標の色彩が強くなっている。しかし現実がそうであれば、そのような日本流の資産管理型営業が根付くような努力が必要である。そして、実際上も、回転営業への後退を阻止するコンプライアンス体制の整備や人件費の流動費化などによる損益分岐点の引き下げなど、そのような方向への経営努力が払われているのである。

注

- (1) もともとMMFは元本割れすると商品コンセプトが成り立たないため、アメリカでは組み入れ証券類の残存期間や信用度の制限が設けられており、もし損失が〇・五%を超えるとSECに申請して原因証券を簿価で買い戻すことが可能になっている。そこで日本でも、MMFの組み入れ銘柄についてトリプルB以上の格付け、償還まで一八〇日以内などの組み入れ制限を設けることとなった。
- (2) 投信購入の状況について、ここ数年、顕著な変化が見られる。「最近の個人顧客の傾向」本誌一六〇二号、二〇〇一年一月、を参照)
- (3) ちなみに、この内部取引の規模は運用報酬と投信代行手数料の合計がアセットマネジメントフィーを超過する額(前々期六二三億円、前期三九一億円)に相当する。この額は投信代行手数料の八〇%(前々期)、七三%(前期)を占めるが、この比率は野村グループにおける自社投信の販売比率をほぼ反映している。他方、この額は野村アセットの支払い手数料の八二%(前々期、前期とも)に相当するが、これは野村アセットの投信の八二%が野村証券の販売網に依存していることを意味しよ。
- (4) この商品名はメリルではUnlimited Advantageと呼ばれる。
- (5) この商品サービスとしてメリルでは Merrill Lynch Consultantsがあるが、ほかに複数の投信を組み合わせる Mutual Fund Advisorなどがある。

() にかみ きよし・主任研究員)