

証券代理店構想について

二上季代司

1 はじめに

金融庁の「証券市場の改革促進プログラム」（八月六日）が証券会社による販売チャネルの多様化として「証券会社の資本金の切り下げ」と「ファイナンシャル・プランナーなどの活用も視野に入れた販売代理店制度の導入」、銀行と証券会社の共同店舗に関する規制緩和、を打ち出したことにより、にわかに証券代理店構想が脚光をあびることとなった。⁽¹⁾証券代理店制度のメリットは、証券会社にとっては営業のアウトソーシングにより収支構造の安定化が図られること、多様な販売スキルをもつ者と幅広く代理店契約を結ぶことで新規顧客の開拓がはかられ、ひいては証券市場へのニューマネーの流入が期待できること、等が上げられよう。

しかし、証券代理店制度をどのように構築するかについては、いまだ関係者の中で合意が得られる段階に達していないようである。例えば、日本ファイナンシャル・プランナーズ協会（日本FP協会）⁽²⁾は金融庁への要望の中で、法人代理店の容認（法人事務所を保有するFPや会計士、保険代理店等の参入）、証券代理店を自己資本規制比率の対象外ならびに店舗規制の対象外（法定帳簿の常置や内部責任者の設定は不要とする）とすること、証券代理店による銀行店舗への場所借りの容認、証券代理店資格（継続教育制度を有する特定のFP資格保有者等を証券代理店有資格者とし、証券会社に属さなくても外務員試験を受験でき、合格者は証券代理店となる）ができるようにする）、などを主張している（後掲第二表参照）。これに対し、日本証券投資顧問業協会

はFPを活用する案に疑問を呈している。骨子は、FP資格は現時点で民間資格にすぎず法的な担保が不在であること、代理店の収益確保の観点から取次ぎ業務のみならず投資助言をも手がける可能性が高く投資顧問業法に基づく登録が必要であること、等である。

証券代理店制度はそれ自体、販売チャネルの多様化の一つにすぎないのだが、今日の状況下では販売チャネル多様化が、証券リテールビジネスをコンサルタントベースの資産管理型営業に転換することと関連させて論じられているため、投資顧問業とのいわば業際問題が生じつつあるといえよう。

そこで、以下では証券代理店構想をもう一度整理しなおして、この問題をどのように論点整理できるか、検討してみよう。

2 アメリカの証券販売チャネル

まず、今回の証券代理店制度においても参考にしたと思われるアメリカの実例を見ておこう。アメリカのリテール証券ビジネスでは通常の証券会社チャネルを別にしてもすでに多様な販売チャネルがみられる。今回の金融庁の改革プログラムと対応させながら、アメリカにおいてみられる証券会社による販売チャネル多様化をまとめてみると次のようになる。すなわち、緩やかなネット・キャピタル・ルールを通じた証券会社参入の促進（イントロデュースング・ブローカー、投信・変額保険限定ブローカー）、営業のアウトソーシング（インデペンデント・コントラクター Independent Contractor）、銀行店舗の場所借り、の三つである。では、今わが国で問題になっている証券代理店構想は、この三つのどれに対応するのだろうか。

(1) イントロデュースング・ブローカー等

イントロデュースング・ブローカー Introducing Broker 以下IBと略 とは証券取引の清算業務を自社で行わず外部委託先(これをクリアリング・ブローカーという、以下CBと略)に依存するブローカーである。清算業務の委託のやり方にはオムニバス方式とフルディスクローズ方式の二つがあるが、後者の場合(これが最も多い)には個々の顧客の氏名・住所などがすべてCBに知らされており、顧客口座もCBに移される。したがって、顧客が取引すると、その執行、決済、口座管理、マージン取引における信用供与はCBが行い、取引報告書等の必要書類もすべてCBが送付する。

したがって、ブローカー登録に際して要求される財務要件(ならびにいくつかの行為規制や義務)は、そうでない場合に比べ緩和(または免除)される。すなわち、ネット・キャピタル・ルール(最低自己資本)は通常は二五万ドル以上であるが、IBは五万ドル以上でよいし、顧客口座を持ち越さないのだから顧客資金・証券の分別保管義務、記録作成義務、顧客用説明書送付義務もない。

この業態は、技術進歩に支えられたブローカー業務のアンバンドリング(分解)から可能になってきたのである。しかし当初は、勧誘から始まって受注、執行、決済にいたる一連のプロセスを異なる業者(IBとCB)が分担するために、不適切な取引があった場合にはCBとIBのどちらが責任を持つか、顧客から訴えられた場合の賠償責任を巡ってのトラブルが絶えなかったといわれる。そのため、CBにとってIBからの清算業務受託にはリーガルリスクが残っていたのである。

そこで、一九八二年にNYSE規則が改正され、CBとIBとの間で結ばれるクリアリング契約に明示し、顧客に書面で明示すれば、CBが行う業務範囲およびそれに伴う責任を限定することが可能になった。それ以来、

IBの増加速度が速まったと言われる。³⁾

他方、投資信託および変額保険に取扱商品を限定している証券会社の場合にも低いネット・キャピタル・ルールですすむことで出来るようになってきているし、証券投資者保護会社への加入義務も免除されている。そして、当該証券会社の外務員資格は、NASDの外務員試験シリーズ七の合格を必要とする一般証券代理人に代えて、シリーズ六の合格ですむ投信・変額保険限定代理人で良いことになっている。

以上のように、業務内容・取扱商品の限定に応じて証券会社の登録財務要件、行為規制の一部緩和・撤廃が認められ、これによって証券会社による販売チャネルの多様化が進むという関係が見られるのである。他社の精算業務を請け負う証券会社にとっては、IBは自らの販売網の拡大・多様化に資するわけである。

(2) インデペンデント・コントラクター

これに対してインデペンデント・コントラクター Independent Contractor 以下ICと略 は、「証券会社の営業員ではないが証券会社と契約を結んで証券の販売を行う個人」である。自宅や自分のオフィスのなかで、なかには不動産ブローカーや保険の販売、会計士などが本業を営む傍らで証券営業を行っているものも多いいとされている。これによって証券会社からすれば自ら店舗を持つことなく、不動産ブローカーや保険販売、会計士などのもつ顧客網を販売チャネルに組み込むことが出来るわけである。

ところで、就業場所等から見ていかに外形上、独立性を保っていたとしても、資格としては従業員と同様に証券外務員であり、NASDの試験に合格し、所属証券会社を通して外務員登録をする必要がある。証券会社から見れば、ICに対しては監督義務がありその不適切行為に対しては賠償責任を負うのである。その点が、CBに

とっては、独立した証券会社でありクリアリング契約で自らの賠償責任の範囲を限定できるIBとの違いである。

したがって、一般の外務員と比べての外形上の特徴が自前のオフィスを持つていること⁽⁴⁾（就業場所）、兼業が多いことから、ICには特有のコンプライアンス体制が必要になる。⁽⁵⁾ 第一に、店舗規制である。外務員の就業場所にはICであつてもNASDやNYSEの店舗規制がかかつてくる。このままではICの自宅やオフィスに店舗管理担当者を常駐させ、所定の立入検査を行う等の重い負担がかかつてくる。そこで、ICが自宅やオフィスで就業する場合には、業務内容等を制限してNASDに登録しないですむ店舗（Unregistered Office）にするケースが多いのである。具体的には重要な業務（注文執行またはマーケットメイク、公募、私募の組成、顧客資産の保護預かり、新規口座の開設の承認、顧客注文の確認と保証、広告・宣伝文書の承認、支店における外務員等の監督）はさせないこと、公衆や顧客に告知させないことにしているのである。もし重要な業務を行っている「管理母店」、公衆に告知されている場合には「支店」としてNASDに登録義務があり所要の規制がかかつてくる。

したがって自宅や自前のオフィスで就業しているICは、市場情報やアドバイスの提供と勧誘、口座開設申込みと注文の取次ぎに業務を限定しているほか、公衆の目に触れる広告にも厳しい制限がかかるのである。すなわち、当該オフィスの所在を知らせたい場合には、電話帳、名刺、レターヘッドに当該オフィスを記載する場合には、そこで業務を行うものを直接監督している管理母店、支店の住所、電話番号も併記すること、所属証券会社が広告に店舗網の所在地を記載する場合には当該オフィスの電話番号、私書箱の記載はできても住所は記載できず、これを直接監督している管理母店、支店の住所、電話番号を併記すること、所属証券会社がチラシな

どの宣伝文書を配布する場合には住所まで記載してもかまわないが、その場合にもこれを直接監督している管理母店、支店の住所、電話番号を併記すること等とされているのである。このような広告制限があるために、ＩＣのオフィスでは公衆の目に触れる形で看板を出すことは原則的に認められないとされる。

なお、アメリカでは外務員登録に際して複数契約（複数の証券会社への登録、および他業との兼職）を認めている。ただし、州法でそれを禁止しているところもある。複数登録については他の証券会社に属しているＩＣとは契約しない証券会社の方が多いため、事実上は一社専属が多いとされる。これに対して、他業との兼業については、NASDAQの規則により所属証券会社に書面での届け出が必要、他社の従業員に金銭の支払いをする場合はその雇用者の書面での同意が必要とされる。したがって全く別会社の従業員とＩＣ契約を結ぶことは事実上は不可能である。あり得るとすれば、個人営業の不動産ブローカーや会計士か、親会社の保険会社の保険販売人が証券子会社のＩＣとなる場合だとされる。

(3) 金融機関店舗の場所借り

金融機関の店舗内での非預金商品（投資信託、変額保険・年金等）の販売は、実際の担い手としては、第三者である証券会社の外務員、自行の子会社、系列兄弟会社の外務員、銀行と証券会社の両方で雇用されている者（Dual Employee）、銀行本体の銀行員、に分かれる。銀行は販売スペースと電話・FAXなど通信手段を提供するのみで、その見返りに販売手数料の三丁四割を徴収する。しかし、デュアル・エンプロイーの場合には、銀行が自行の銀行員を証券会社に出向させ、その証券会社に所属する外務員の立場で証券販売にあたることになり、この者と証券会社の契約関係はＩＣ契約となる場合が多いのである。したがって、手数料の戻しは七

八割となるのだが、これを銀行側がまず受け取って、しかるのちに当該出向者に給料として支払うことになる（通常のＩＣ契約の場合には当該ＩＣに手数料が割戻されるが、これとは違った支払い関係になる）。

以上のうち、前三者が広い意味での証券会社の場所借りであり、証券会社にとっては販売チャネルの多様化に資するものである。そして、この「場所借り」にはＩＣ契約を絡めたものも見られるのである。

このような銀行店舗内での非預金商品の販売にあたっては金融監督当局四者（連邦預金保険公社＝ＦＤＩＣ、連邦準備制度＝ＦＲＢ、通貨監督官＝ＯＣＣ、貯蓄金融機関監督官＝ＯＴＳ）による統一ガイドラインがある⁽⁶⁾。この統一ガイドラインの目的は顧客に非預金投資商品に伴うリスクを熟知させること（誤認防止）と、顧客の混乱防止・不公正な取引防止（反詐欺規定）等であり、（１）当該商品が ＦＤＩＣによって保証されていないこと（預金保険対象外）、金融機関の債務でなくその金融機関によっても保証されていないこと、元本の減損を含む投資リスクがあることの開示を顧客に行つこと、（２）投資販売領域と預金受入領域とを物理的にも人的にも分離すること、（３）銀行員が販売にあたる場合には証券外務員が受けるものと同程度の研修を受けること、などが盛り込まれている。

そして、証券会社に店舗内での証券販売を委ねる場合には、その適切な審査が必要であり、その契約書には第三者が金融機関施設内で行う営業活動、利用条件、従業員の報酬契約の細目などのほか販売責任は第三者にあることの確認が盛り込んである必要があり、これを銀行の取締役会の承認事項としている。

3 日本の証券代理店構想

さて冒頭に戻って、では今回の日本の証券販売チャネル多様化構想は、アメリカの販売チャネル多様化とどの

ように対応しているのだろうか。一見すれば、「証券会社の資本金切り下げ」がアメリカのIBや投信・変額保険販売専門業者に対応し、「銀行と証券会社の共同店舗」が証券会社による銀行店舗への場所借りに、したがって残る「販売代理店」構想がICに対応しているように見える。

しかし、構想段階でFPサイドが要望している「販売代理店制度」にはいくつか重要な点でICと異なる点がある。そこで、参考のためにICとIBの比較表および日本FP協会の要望書をまとめたものを表にした。これが表1と表2である。

顧客口座の開設や注文受託とその確認・承認、保護預かりなど重要な業務を行わない（すなわち業務内容を媒介代理に限定する）ことよって、就業場所が支店や営業所にならないように工夫しており、アメリカのICと類似しているが、決定的な違いは「法人代理店」も可能な仕組みを志向していることである（したがって「看板」を出して広く公衆に告知することも主張している）。アメリカでは、ICは個人であって手数料のキックバックもそのIC個人が受領するのであって、自然人以外が証券業務を営もうとすれば、ブローカー、ディーラーとして登録しなければならない（右の例ではIBに該当しよう）。この点は日本も同様であり、法人代理店は現行法では証券会社として登録する義務がある。

では、ある法人が、証券会社としての登録を必要とせず証券販売を請け負って手数料の割り戻しを受け取る途はないのかというと、二つの可能性が考えられる。

(1) アメリカのデュアル・エンプロイーの場合

一つはアメリカにおける銀行員と証券販売員との二重雇用（デュアル・エンプロイー）である。銀行店舗内で

表1 アメリカの販売チャネル多様化 I CとI B

論点	I C (Independent Contractor)	I B (Introducing Broker)
定義	証券会社の営業員ではないが証券会社と契約を結んで証券の販売を行う個人	自社で清算業務を行わない証券会社
主体(個人か法人か)	個人	個人、法人とも可
資格・登録	外務員資格 外務員登録(州法、NYSE、NASD)	証券会社登録(SEC登録、NASD登録)
業務内容(の制限)	自宅、自前のオフィスの場合 市場情報、アドバイスの提供と勧誘 口座開設申込みと注文の取次ぎ (顧客口座の開設、注文受託とその確認・承認など重要な業務は行わない)	市場情報、アドバイスの提供と勧誘 顧客口座の承認・開設・モニタリング 注文受託とその確認・承認 (口座保管、マージン取引の信用供与、決済は行わない)
専属or非専属	・複数契約は可(ただし州によって禁止もある) ・事実上は一社専属(他社の登録外務員とは契約しないケースがほとんど)	非専属
兼業	・兼業可能(保険、不動産、税理、会計士など) ・兼業の場合は所属証券会社に書面での届出が必要 ² ・他社の従業員に金銭の支払いをする場合はその雇用者の書面での同意が必要。従って、全く別会社の従業員を外務員にすることは事実上は不可能 ³	兼業可能
登録要件(外務員登録、証券会社登録)	NASD試験	・財務要件としてネット・キャピタル・ルールは5万ドル以上(通常は25万ドル以上)
財務規制、行為規制(SEC規則の一部適用除外)		・顧客の資金・証券の分別保管義務無し ・記録作成義務無し ・顧客用説明書送付義務無し
店舗規制、検査、監督(NASD規則)	自宅オフィスは登録不要 ・ただし 業務制限と、 広告制限(公衆に告知されていないこと)に服する必要 ・立入検査など監督体制は証券会社の裁量	・登録が必要 重要な業務(顧客口座の承認・開設、注文受託とその確認・承認等を行っている店舗は「管理母店」) それ以外の店舗で公衆に告知されている場合は「支店」 ・登録店舗は管理担当者の常駐、立入検査など所定の義務あり。
所属証券会社の責任(損害賠償責任の明確化)	所属証券会社に賠償責任。 34年法20条a「支配するものの定義に該当」	・当該証券会社に賠償責任。 ・ただしクリアリング契約に基づく業務の範囲内 NYSE規則382条(82年改正)

(注) 1 このほか、投資信託および変額保険に取扱商品限定している証券会社の場合にも低いネット・キャピタル・ルールでよく、証券投資者保護会社への加入義務も免除。当該証券会社の外務員資格は、NASDのシリーズ6の試験合格ですむ投信・変額保険限定代理人で良い。

2 個人ビジネスでの兼業はむしろ奨励。

3 多いのは証券会社を子会社として持つ保険会社の営業員がその証券会社とIC契約を結び例。

(出所) 伊豆久「イントロデュース・ファームの増加とその背景」『証研レポート』1551号、1997年10月、同「米国の店舗規制」1580号、2000年3月、日本証券経済研究所大阪研究所「証券販売チャネルの多様化 インデペンデント・コントラクター制度を中心に」証券団体協議会議、2000年6月などにより作成。

表2 F P協会の要望

1. 法人への支払い	法人事務所を保有するF P、会計士、保険代理店などが参入できるようにする。(法人代理店制度) (個人営業では身分が不安定)
2. 事務所での顧客対応	(法人代理店として)看板を掲げ販売カウンターがあり、パンフレットもあるようにする。そのことで顧客も安心する。法人としての連帯責任も顧客保護に資する。
3. 支店、営業所との違い	業務を制限する(「注文執行」、「保護預り」、「口座開設の承認」、「広告宣伝の承認」などは本店で行う)ことにより、法定帳簿常置・内部管理責任者の設定を不要とする。自己資本規制比率も対象外とする。
4. 取扱商品は限定	当面は投信、変額個人年金が最適。ただし長期投資を前提にした株式の取り扱い(翌日寄付の注文のみ扱うなど)も検討の余地アリ。
5. 乗合について	一社専属が適当。保険と違って証券は同一商品を扱う証券会社が存在するため、乗り合うと混乱する。(どの証券会社の扱った商品か判別がつかず責任の所在がはっきりしなくなる)
6. 金融機関の店舗(軒先の借用)	証券代理店による地銀等の店舗の軒先を借りて投信販売コーナーを設ける。
7. 金融機関の店舗(証券代理店)	(金融機関が)特別会員として扱える商品に関しては証券代理店としても扱えるようにする。
8. 証券会社が保険代理店になる場合	証券会社の証券代理店も保険業法上の使用人になれるようにする
9. 証券外務員資格の一元化	特別会員の外務員資格は正会員である証券会社ではつかえないため、改めて受験する必要がある。同一内容の試験とするなどにより一元化すべき。
10. 証券代理店資格	継続教育制度を有する特定のF P資格保有者等を証券代理店有資格者とし、証券会社に属さなくても外務員試験を受験でき、合格者は証券代理店となることができるようにする。
11. 証券代理店の登録要件	法人の役員、使用人が代理店の登録者である場合には、法人を代理店として金融庁には登録する。

(出所)日本ファイナンシャル・プランナーズ協会『「証券市場の改革促進プログラム」に関する意見』2000年8月29日。

証券会社が場所を借り、その銀行員とIC契約を結ぶ場合(デュアル・エンプロイ)は、手数料の戻しは法人たる銀行が受け取る。しかし、それが可能であるのは当該銀行が金融監督当局の規制に服し、証券会社との契約書の記載内容にも所定のガイドラインがあつて監督体制が明確だからである。

(2) 特定証券業における「みなし使用人」規定

今一つの可能性は、わが国において一九九八年の証券法改正によって可能となつた特定証券業務の「みなし使用人」規定である。「特定証券業務」とは金融機関が例外的に営みうる証券業務を指し、例えば投資信託の金融機関窓口販売がこれにあたる。もちろん投資販売に際しては当該金融機関は当局に登録しなければならないが、損害保険会社につい

ては販売チャネルが代理店に大きく依存していることから、損害保険会社を代理して投信販売を行う代理店については、当該損害保険会社の「使用人」とみなして証券業の登録義務を免除したのである。これを援用して、証券代理店を所属証券会社の「使用人」とみなす規定を証取法に盛り込む法改正を行うことにより、証券会社としての登録をせずに証券販売の法人代理店への道を開く方法が考えられよう。

しかし、その場合においても次の点に注意しなければならない。保険代理店が投信販売で「みなし使用人」規定によって証券業の登録を免除されているのは、すでに保険募集において確固とした規制（募集人としての資格・登録、募集にかかる行為規制）があり、不適切販売における所属保険会社の責任（賠償責任）も明確にされているからである。保険募集における既に確立された監督体制を投信販売においても援用できるからこそである。

要は、証券代理店の資格・登録にさいし、いかにして不良な（あるいは不能な）代理店を排除できるのか、登録後も不適切な販売あるいは不正行為をどのようにすれば排除できるか（行為規制およびそのエンフォースメントと査察・検査）、万が一不正行為が生じた場合にこれに対する賠償責任をどうすれば明確にできるのか、そのような投資者保護体制が構築できるかどうかという点にかかってくるのである。

注

- (1) 本誌でも証券代理店構想について検討したことがある（「販売チャネル多様化とインデペンデント・コントラクター」本誌一五八二号、二〇〇〇年五月、「証券販売チャネル多様化 証券代理店制度の検討」本誌一五八三号、二〇〇〇年六月）。なお当研究所が証券団体協議会議より委託されて行った研究報告書も参照されたい（「証券販売チャネルの多

様化 インデペンデント・コントラクター制度を中心に「証券団体協議会議（二〇〇〇年六月）

- (2) 日本ファイナンシャル・プランナーズ協会『証券市場の改革促進プログラム』に関する意見』二〇〇二年八月二九日。

- (3) この点については伊豆久「イントロデュースング・ファームの増加とその背景」本紙一五五二号、一九九七年一〇月が詳しい。なお、H.F.Mimmerop and Hans Stoll, "Technological Change in the Back Office: Implication for Structure and Regulation of Securities Industry" in *Technology and Regulation of Financial Markets* (A.Saunders and L.J.White, eds.) Lexington Books, 1986, pp31-51,を参照せよ。

- (4) 逆に証券会社から見れば店舗関連費、秘書などの人件費、福利厚生費等が不要であることから手数料の戻し率を多くしているという報酬上の違いがでてくる。

- (5) この点についても伊豆久「米国の店舗規制」本紙一五八〇号、二〇〇〇年三月、が詳しい。

- (6) *Interagency Statement on Retail Sales of Nondeposit Investment Products*, February, 15, 1994.

(にかみ きよし・主任研究員)