

証券販売チャネルの今後

～イギリスの経験～

二上季代司

二〇〇四年四月から証券仲介業制度が始まり、一二月からは銀行等にも証券仲介業が認められた。この二つの措置によって、販売チャネルの範囲ならびに取扱商品の範囲の両面でほとんど制約なしに証券営業のアウトソーシングが可能になった。かつての免許制時代には、営業姿勢の適正化という観点から営業員に対する証券会社の監督責任を直接的なものにするため独立性の強い歩合外務員制度に対してさえ抑制的な方針を採ってきたことを想起すれば、これは証券行政の一大転換といってもよいであろう。⁽¹⁾ もともと、証券仲介業制度導入の政策的意図⁽²⁾ について問題含みではある。いずれにせよ証券販売チャネルのあり方が従来と様変わりになる可能性が出てきたことは、今後の大きな注目点である。

一方、目を海外に転じると、証券販売チャネルのアウトソーシング（あるいは代理店網の利用）は多くの国々で古くから行われてきている。そうした国々の実態を知ることが、今後、わが国で証券会社以外の証券販売チャネルの拡大が現実化したときの参考になるだろう。とりわけイギリスでは小口顧客・新規顧客の注文取次ぎを歴史的に銀行店舗網に依存してきたのであって、同国における経験を見ておくことは意義のあることと思われる。⁽³⁾ そこで、以下では、証券会社以外の証券販売チャネルの実態についてイギリスの事例を紹介してみよう。

(1)

1 イギリスの証券ブローカーと代理人 (Agents)

イギリスではすでに一九世紀の古くから証券ブローカーの代理人利用が盛んであったといわれる。代理人としては、銀行、弁護士、会計士、投資顧問業者などであり、取次ぎに際しては手数料の割戻しが行われていた。一九八六年のビッグバンによって手数料が自由化されるまで、イギリスでは最低手数料制が維持されており、その脱法的行為を防止するため取次ぎ業務を行う場合には代理人はロンドン証券取引所に登録する義務があった。

このなかで最も重要な代理人は銀行であった。小口注文の多くは銀行経由でブローカー商会に集まってくるといわれる。例えば——かなり古い数字であるが——、Foster & Braidewaite社は、銀行からの注文は手数料収入ベースで四分の一から三分の一（一九五〇年代～六〇年代）、J. Capel社では銀行経由は件数の六〇%、手数料収入の三四%を占めるとされる（一九六三年～六四年）⁽⁵⁾。このように銀行経由の注文は量的にもかなりの額にのぼるので、ブローカー商会の多くは銀行課、代理店課という部署を設けていたとされる。

銀行がブローカー商会に注文を取次ぐやり方にはいろいろあり、その一つは各支店ごとに取次ぎ業者をあらかじめ決めておく方法である。このやり方によれば当該地方支店長は取次ぎ業者と直接交渉できることになる。もう一つの方法は、各支店からの注文は一旦、母店に集め、本店からの指令で取引実績（預金残高等）に応じて各ブローカー商会に割り振る方法である。

ここで興味深いのは、この代理人業務における銀行と取次ぎ先ブローカー商会との役割関係である。銀行支店長が証券取引を希望する顧客に対して行うことは銀行のリストに乗っているブローカー商会にあてて取次ぎ文書を書いたり、推奨銘柄を求めることであって、みずから当該顧客に投資助言を行うことはなかったとされる。他方、取次ぎ先のブローカー商会には詳しい顧客属性（年齢、財産状態、ポートフォリオの目的など）は知らされ

ておらず、投資額ならびに大雑把な目的（配当狙いか、キャピタルゲイン狙いか）しか告げられなかったとされる。⁽⁶⁾ として各ブローカー商会の銀行課の主たる職務は、銀行支店からの照会に対する回答書の作成であったのである。

したがって顧客がより詳しいアドバイスが欲しい場合には、紹介状をもって自らブローカー商を訪ねるより他に無かったのである。ここで銀行が行っている取次ぎ業務は、投資勧誘というよりも顧客紹介に近い。その意味では、代理人業務における銀行とブローカー商会との関係は、競合的というよりもむしろ補完的、棲み分け的であったろう。

2 代理人利用の背景

ところで、イギリスではどうして、このように早くから代理人に依存した受注体制をとってきたのであろうか。

その要因の第一は、ロンドン証券取引所（以下、LSEと略）の規則である。一九七三年に地方取引所がLSEに統合されるまでは会員ブローカー商会の広告・宣伝に制限が加えられ、文書の配布、アドバイスや売買の勧誘は自社の既存顧客のみに限定されていた。広告規制の目的は、①顧客獲得を巡る会員間の競争防止、②非会員との区別を顧客に知らしめるためとされるが、いずれにせよこれでは新規顧客の開拓は自力では不可能である。また、LSEはその規則で、支店設置にも禁止的な制限を加えていた。したがって、地方顧客の注文を自力で獲得することも困難であったのである。このほか、会員ブローカー商会の組織形態は長らくパートナーシップ制を原則としたが、一九六七年の会社法改正まではパートナーシップの数を二〇名に制限されていたことも大規模商

会の出現を困難にした。

第二には、これとは逆に、イギリスでは商業銀行が合併を繰り返して大規模化し、早くも一九世紀末には英国全土に稠密な支店網を抱えたブランチ・バンキング制度が確立されたことである。また、広告・宣伝の禁止はLSEの規則であつて非会員には適用されないため、銀行が宣伝・広告することに制限はなかつた。また、地方の銀行支店長が、多くの顧客から信頼と尊敬を受けている関係も取次ぎ業務に有利に働いたとされる。

以上のように、証券取引所規則の存在と、支店銀行制度とがあいまつて比較的早くから、新規顧客や小口顧客の注文は銀行店舗を経由してブローカー商會に集められるという仕組みが出来上がつていたのである。こうした仕組みは支店設置禁止の撤廃など取引所規則の改定が行われた一九七三年の取引所統合以後も基本的に変わつていないのである。しかしながら、代理人業務における銀行とブローカー商會との関係は、七〇年代後半ごろから変りはじめ、ビッグバン以後に大きく変質していく。先述したように、これまでの補完的關係が競合的關係に変わつていくのである。

3 ビッグバン以後

第一に、ユニット・トラスト（投信）の拡張とともに、銀行は小口顧客の証券取引ニーズに対して、ブローカーに取次ぐよりもユニット・トラストを薦めるようになったことである。銀行は運用に当たる管理会社を設立し、そこが組成したユニット・トラストの販売に注力し始めたのである。銀行のみならず、保険会社もユニット・トラストを組み入れたリンク保険(7)の販売に傾注し始める。また八六年金融サービス法のもとで始められた「販売の二極化ルール」(8)（polarisation rule）に基づき、独立金融アドバイザー（IFA）と呼ばれる業者がユニット・ト

ラストの販売で急速にシェアを伸ばしている。このように、小口顧客や新規顧客が個別株投資に向かうよりもユニット・トラスト購入に向かう傾向が強まる中、その販売競争を巡る競争が激しくなっていくのであった。

第二に、ビッグバンによってブローカー商会への出資制限が撤廃され、銀行は会員ブローカーを子会社化したり、新設することができるようになったことである。これまで店舗網を経由する注文を他のブローカー商会に取次いできた銀行は、これを自行のブローカー子会社に集中させることで顧客および手数料収入の囲い込みが可能になった。九〇年代後半になると、イギリスでもオンライン・ブローカーがシェアを拡大し始めるが、銀行はこうしたオンライン・ブローカーの子会社化にも乗り出し、口座開設の斡旋へとつなげていくのであった。⁽¹⁰⁾

4 イギリスのストックブローカー

要するに、イギリスの証券リテールビジネスにおいて、ストックブローカーは販売チャネルの面で当初から銀行そのほかに劣後していたのであり、ビッグバン以後はコングロマリット化する銀行グループがシェアを食ってきた歴史といえるのである。そのため、イギリスのブローカーは今でも店舗数は少なく小規模である。

しかし、そうした中でも生き残ってきたストックブローカーが示してきた比較優位の分野は「投資アドバイス」の質の良さ」に尽きるように思われる。とりわけ成功している業者は、取引前の銘柄推奨や売買の是非、タイミングのアドバイスもさることながら、取引後のアフターサービスに優れているのである。ファイナンシャル・プランニングにおいてはその後のモニターとアセットのリバランス・リロケーションに優れているのである。

ハミルトンは「儲かる株式を選んでくれたが、その株式を忘れてしまうというやり方よりは、損をしたがいつまでもその株のことを気にかけてくれるというやり方が賞賛される。総体的にいつてロンドンの証券業者の事後

サービスは、セールスには力を入れるがサービスにはあまり努力を払わないアメリカの証券業者よりは優れている。」と旧著で述べている(三三―四ページ)が、同じことが現代でも当てはまるだろう。

しかしながらアフターサービスに力を入れようと思えば、それが収支相償うようなビジネスモデルにならなければならない。今でもイギリスのストックブローカーは小口顧客には不熱心であり、大口顧客、伝来の顧客を大事にする。とりわけ、顧客との取引関係が末永く継続し、アフターサービスがその後の取引を生むような関係が醸成されることに努める。要するにアフターサービスの充実と顧客関係の継続は、鶏と卵のような関係にあるのだが、イギリスでは「一任勘定」がそうした関係を強固なものにしているのである。一任勘定の最低取引単位は業者によってマチマチであるが、五万(約一千万円)〜一〇万ポンド(約二千万円)が多く、口座管理料および残高に比例する運用報酬を徴収することできめ細かいアフターサービスのコストをカバーしている。

5 小括

ところで、わが国では証券会社の一任運用は制度的に可能になっているが、これを兼業として営んでいる業者は極めて少ない。それは、行政当局がなかなか認めようとしなからで、過去の不祥事等が災いしているともいわれる。しかし、こうした事前予防行政は、今回の証券仲介業制度創設と両立するのだろうか。

証券仲介業制度は証券営業を個人等にもアウトソースすることを認めるものである。その不法行為責任は取次ぎ先証券会社にかかってくるが、社員外務員の不法行為と比べれば監督責任が間接的、事後的になることは免れない。この面からは、証券営業に関する行政方針は「業者行政」よりも「市場行政」に重きを置かざるを得ないはずである。したがって、望む業者には一任運用業務を認め、不適正営業については行政上のペナルティを加え

るほか、課徴金等による不当利得の没収、顧客が賠償責任を追及しやすくする等の制度構築に努めるべきだといふことになろう。

他方、証券仲介業への銀行参入解禁の背後には、証券会社の信頼性が低いために家計の株式投資が伸びないのだというロジックが働いていたように思われる。信用力の高い銀行に売られれば、もっと株式投資が増えるだろうという発想である。もしそうなら、証券行政は免許制の時代となら変わらないということになる。免許制時代の証券行政は、仲介者である証券会社が適切な営業姿勢を保てば証券市場は健全に発展するといふ「業者行政」から成り立っていたが、この仲介者を証券会社から銀行に代えただけだからである。今回の証券仲介業制度はこちらの方に力点があつたということか。

注

- (1) もっとも、九〇年代半ばごろから歩合外務員制度の弾力的運用が行われ、歩合外務員の在宅勤務がみとめられるなど、営業員に対する行政方針は徐々に転換してきたように思われる。
- (2) この点については拙稿「証券仲介業制度の実効性を探る」(『金融ビジネス』二〇〇五年二月号)で触れておいた。
- (3) アメリカでは銀行によるブローカー業務はグラスティーガル法でも禁止されていないが、実質上、銀行店舗内での証券販売は提携先証券会社に委ねられている。いふなれば場所貸しであり、日本の銀行証券共同店舗に近い。ドイツでは証券業務は銀行業務に含まれており、銀行は取引所会員でもあり、受注だけではなく執行業務を行う。したがって銀行自身が注文を受け付け、これを証券会社に取次ぐという証券仲介業のあり方に近いのはイギリスであろう。
- (4) ほかに、外国駐在の代理人(レミシエ、Remisiers)、国内の代理人(アタッシェ、Attaches)以前はhalf commission

menともよばれた)、退職証券関係者 (Retired Associate) などが注文取次ぎに従事したとされる (アームストロング (上巻)、一四六ページ)。

(5) 小林、一四一ページ。

(6) ハミルトン (旧著)、一二四ページ。

(7) 八六年金融サービス法施行前までは、ユニット・トラストの訪問販売 (cold calling) は認められていなかったのだが、保険販売はそれが認められていたので、保険の衣を付けてユニット・トラストの訪問販売を行おうとしたのである。

(8) ユニット・トラストや保険などの集合投資商品の販売において、①Tied Agent (特定の管理会社や保険会社と契約してその組成商品のみを扱う提携代理人)、②Independent Financial Adviser (どのプロバイダーとも関係を有しない独立金融アドバイザー) のいずれかでなければ投資アドバイスを行ってはならないというルール。二〇〇二年に廃止の方針が打ち出されている。

(9) LSEは、会員に専業義務 (兼業禁止) と並んでパートナーシップ (他の有限責任会社による出資を禁止) を強制してきた。その理由は他業 (例えば銀行業) での損失が会員業者に波及して、当該会員の受渡し能力を毀損しシステムリスクに広がること、また他業兼営の場合には外部債権者が存在するので受渡しに際し他会員は優先弁済権が確保できないからとされる (Miche, p39)。この出資制限は徐々に緩和されていったのだが、取引制限的行為に抵触するとされて八六年に撤廃したのである。

(10) 銀行のブローカー子会社として、オンラインブローカーではコムダイレクト (TSBロイズ銀行とZenith証券の合同出資)、パークレーズ・ストックブローカー (パークレーズ銀行系)、ナットウエスト・ストックブローカー (ナットウエスト銀行系) などがある。

参考文献

- ・ F. E. アームストロング 「イギリス証券市場（上）（下）」（『証券研究』一一卷、一二卷、一九六四年六月）。
- ・ J. D. ハミルトン 「イギリス証券業の現状」（『証券研究』二八卷、一九七〇年一月）。
- ・ 小林襄治 「英国の証券業」（『証券研究』六三卷、一九八二年四月）。
- ・ J. D. ハミルトン 『証券業の将来』 日本証券経済研究所、一九八六年一〇月。
- ・ Ranauld Michie, *The London Stock Exchange, A history*, Oxford University Press, 1999.

（にかみ きよし・客員研究員）