

資産管理型営業等について

二 上 季代司

関理事長 それでは、お待たせいたしました。

ただいまから、本日のミニ資本市場を考える会を開催させていただきます。

ご案内いたしましたとおり、本日は当研究所大阪研究所の二上季代司主任研究員にお願いしまして、「資産管理型営業等について」という題でお話を伺います。

二上氏は、大阪市立大学で御勉強なさいまして、その後、私どもの研究所に入られて、ずっと積極的に研究を続けられて、今、大阪研究所のリーダー的な役割を果たされておられます。著書は多数ございますし、

審議会の委員等々でも活躍されておられます、現在、御存じの証券市場改革プログラム第二段の肉付けの作業が金融審議会の方で始まっておりませんが、そのほかの部会、ワーキンググループ等にも参加をされておられます。

それでは、どうぞよろしく願います。

今、御紹介がございました二上でございます。

本日は、ごらんなようなテーマで一時間ばかりお話をさせていただくわけでございます。「資産

管理型営業の現状」ということにつきましては、

この商売のやり方は、九七年に日本の証券会社が入り入れまして、もう既に五年たっておりますけれども、この間の評価というのは、余り芳しいものではありません。余りうまくいってないのではないかという評価の方が多いわけです。預かり資産が増えない、あるいはまた、収支が償わないというような声が聞こえてまいります。

今日、お話をしますのは、それはどうして、何が原因でそうなっているのか、また、どうすればうまくいくのだろうかといったようなことについて、私なりの考え方を話してみたいと思います。

レジューメにおまとめいたしましたように、自分なりに三つぐらいに問題を整理して、お話をさせていただきます。

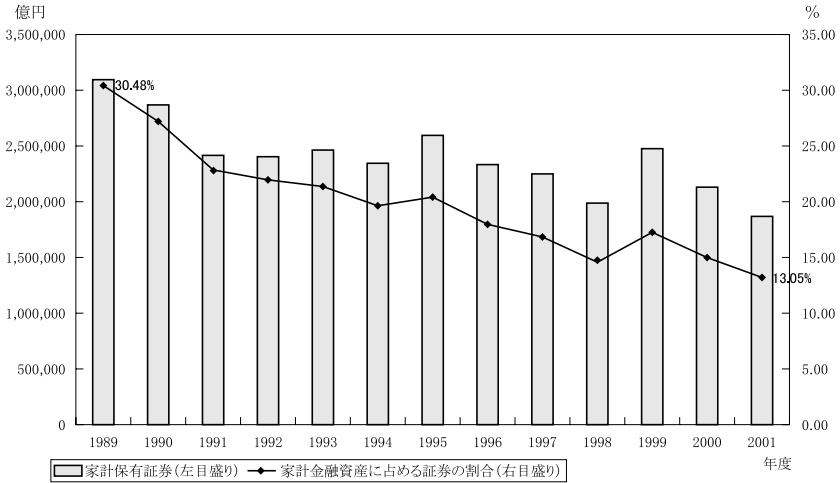
一、問題提起

まず第一点は、個人の金融資産のマーケットの現状がどうなのか。そもそも、家計の金融資産、家計の資金が証券市場に入ってきていないということであるならば、これは資産管理型営業の展開のしようがないということであるわけで、その辺を少し確認しておきたいと思います。

逆にいいますと、証券市場に資金が入ってきてないのは、証券会社がちゃんとしてないからだというおしかりの声も聞かれますけれども、いずれにしても、そもそも、証券市場に資金が本当に入ってきていないのかどうかということを確認してみたいし、また、特に九八年以降のビッグバンの効果といったようなことも、余り出ていないという評価が、一方にありますけれども、そう

資産管理型営業等について

図1 家計の証券保有割合



(出所) 日銀「資金循環勘定」

いったことも含めまして、個人の金融資産の現状ということについて、まず押さえておきたいと思っています。

これは、レジュメがございまして、図1は、「家計の証券保有割合」。よく引用されます日銀の資金循環勘定から作成されたものです。家計貯蓄の一四〇〇兆円のうち、証券の保有割合は非常に低い、あるいはまた継続的に下がっている。金融ビッグバンがあっても下がっているといったようなときに、こういうふうな数字を持ち出していわゆる方がいらっしゃいますし、また、事実この残高ベースで見ますと、そうなっておりますけれども、残高ベースの家計の証券保有割合をもう少し詳しく分析して、そして、本当に証券市場に資金が入ってきていないのかどうかということを、まず初めに見ておきたいと思います。

十分であるかどうかは別にして、九八年以降

は、ニューマナーが入ってきているというのが私の結論ですけれども、なぜそういうことが見て取れるのかということは、あとで本論でお話をしたいと思います。

二つ目は、証券会社の資産管理ビジネスの現状はどうなっているのだろうか。資産管理型営業というのは、ビジネスであるからには、やっぱり儲からないと、収支償わないと証券会社はやっていけませんので、収支償うような仕組みにする必要があるわけですけれども、今のところそれができていないとすれば、それはどうしてなのか、二点目にその論点整理をしてみたいと思います。

第三番目は、金融当局等々から出されている販売チャネルの多様化についてです。今いったような芳しくない評価に基づいて、じゃ、どうしたらいいかということに対する対策として、今、販売チャネルの多様化ということが叫ばれていますけ

れども、その中で、代理店構想云々というのがいろいろな方から出ております。そういった代理店構想について、そこにおける問題をどういうふう整理したらいいのか、あるいはどういうふうに描いたらいいのかということを、第三点としてお話をしたいと思います。

一、証券市場に資金は入っていないのか？

まず初めの、証券市場にそもそも家計資金が入ってきていないのかどうかというのを、見てみたい。要するに、家計の貯蓄行動ということについて、少し見ておきたいと思うわけです。

図1を見ましたら、だれもがこれは確かに家計の金融資産の残高の中で、証券の保有割合は減っているな、金融ビッグバンがあつても、それは減る一方ではないかというのは、すぐにわかる。そ

ういうふうに一見見えるわけです。しかし、家計貯蓄の、現在一三・〇五%しかないというふうにいわれるわけですけれども、これはあくまでも残高ベースであつて、相場下落による目減りの影響というものがあるということとは、すぐご理解できるかと思います。資金循環勘定では、前年の残高と比べて残高が増減した場合に、その残高の増減というのは二つに分かれまして、一つはニューマネーが入ってきたり、あるいはまた、解約されて出ていったりという金融取引、フローの方ですけれども、フローが減ったり増えたりする面と、もう一つは、時価評価ですから、相場下落による目減りが増えた場合。これは、日銀の資金循環勘定の中には調整額という形で数字が出てきているわけです。

今、家計の金融資産の残高について、前年末と比べた残高の増減の要因を、今申しました調整額

と新規のマネーフローと二つに分けますと、預金が増えたり目減りするということは、これはそういうふうなつくり方をしておりませんので、この調整額というのは、大体が株式とか株式投信の値下がり損というもので構成されることになるわけです。それを四年ごとに累計して見ましたら、ここには載せておりませんが、九八年度から二〇〇一年度の四年間で、証券の調整額は、マイナス二兆円というふうに計算できるわけです。つまり、この間、家計は自分の持つておる証券保有額のうち、二兆円を相場の下落で失つたというわけです。

それから二つ目は、この証券の項目の中には、金融債とか信託受益権のような長期性預金類似のものが入っています。信託受益権の大部分は貸付信託ですけれども、貸付信託なり、あるいは金融債なりは、証券会社プロパーの商品としては割引

表1 家計金融資産の金融取引（4年間累計）

（単位：億円）

累 計	総 額	証券（金融債・信託受益権除く）	証券の内訳	株式・出資金	投 信	債券（金融債・信託受益権除く）			
						うち	国債・財務債	地方債	事業債
1990年度～1993年	2,207,255	-92,907		59,678	-125,834	-26,751	-21,908	1,652	1,406
1994年度～1997年	1,866,096	7,262 0.39%		40,526	-39,742	6,478	12,883	3,372	2,125
1998年度～2001	1,085,526	136,274 12.55%		-7,399	103,161	40,512	44,941	1,814	5,934

（出所）日銀「資金循環勘定」より作成

（注）パーセンテージは金融取引額のうち証券（但し金融債、信託受益権除く）の割合。

金融債が挙げられますけれども、この部分は非常に小さくなっていますし、実質的には、利付金融債、貸付信託は証券というよりも長期性の預金であって、これを証券の中に含めるのはいかながなと思うわけです。

金融債とか信託受益権というのは、日銀の資金循環勘定の中では債券の中に含まれているんですけども、この額は、九八年度から二〇〇一年度の過去四年間で、更新する人は少なくて、償還超で三〇兆円の残高のマイナスになっているわけです。金融債や貸付信託から累計四年間で三〇兆円の資金が逃げていったわけです。したがって、そういうことを勘案しますと、金融債とか信託受益権を除くと、フローベースの証券の取引額はどのようになるだろうかというふうにしてつくったのが、表1なのです。

それで見ますと、年度ベースで四年ごとに累計

してみますと、家計は九〇年から九三年、新規に二二〇兆円の新貯蓄をした。次の四年間には、一八六兆円の新規の貯蓄をした。直近の四年間で一〇八兆円の新規の貯蓄をした。だんだんと景気が低迷して、新規の貯蓄額は絶対額は減っているのですけれども、その中で、証券の形で新規の貯蓄を回した金額というのが、その次の項目に書いていまして、この証券のところは、今申しましたような金融債とか信託の受益権を除いて計算しているんです。そうしますと、九〇年から九三年度は、マイナスの九兆二九〇七億円で、これが次の四年間、さらに最近四年間、ニューマネーがふえているんです。

その増えている内訳を見たのが右の方なんですけれども、このように見ますと、株式及び投資信託、それから債券、債券でも金融債とか信託受益権を除いているわけですが、全体の証券プロパー

マーケットといいますが、そういった部分へのニューマネーは、やっぱり最近ふえている。特に、九八年の金融ビッグバン以降はふえているということを指摘しておかなければいけないと思います。

この金額の割合は、新規貯蓄の一・二・五五％を直近四年間では占めておりまして、残高の比率とほぼイーブンである。ということは、残高比率を維持する程度には増えている。それを上向かせるところまではいってませんけれども、そういう意味では、これ以上残高が落ちるということはないであろうと思われます。

三、個人による最近の株式投資状況

特に、最近の個人投資家による株式の買い越し額を見ますと、東証一部ベースですけれども、一

年ぐらい前までは売り越したたのですけれども、約一年ぐらい前から買い越しに転じています。特に、株価の絶対的水準に感応している。株価が上向くとか下向くとかいうのじゃなくて、株価の絶対的な水準に感応しながら、株の買い越しが断続的にふえる傾向にあります。

特に、二〇〇〇年の一〇月であるとか、それから二〇〇〇年の九月であるとか、二〇〇二年の一月であるとか、がくと株価のレベルが下がったときに増えてまいります。直近では、二〇〇二年の五月のときに、非常に増えたわけですけれども、このように、株式の場合には、一年ぐらい前から買い越しに転化している傾向がある。しかもそれは、株価の絶対的水準に逆相関の形で増えております。

次に、株式投信も、ややそういうことが見えるのでして、公募株式投信の販売チャネル別の資金

純流入額を見ると、株式投信は一貫してネットで純流入を示しています。投信協会の公表数字からいろんな操作をして、残高の増減を新規の純流入と評価損益に分け、合計額で見ますと、二〇〇〇年一月から二〇〇二年八月まで、約九兆円の新規のマネーが入ってきておりますが、それと同額の評価損があつて、残高は余り目に見えてふえていないように見えますけれども、新規のお金は九兆円入ってきているということがわかります。(もっとも、最近の株式投信販売額の少なからぬ部分が毎月分配型の外債ファンドであることに注意する必要があります。)

これを販売体別に見ますと、銀行窓販が五兆円のネットの流入であつて、この面での銀行窓販の健闘というのが、伝えられているとおりにここから読み取れるわけです。これを、先ほどの株価との相関関係で見ますと、証券会社経由では、株価

とプラスの相関関係であるわけです。それに対して、銀行窓販というのはマイナスの相関、逆相関をしておるわけです。

これは、証券会社経由の場合には、株価が上がると株式投信を買う人がふえ、株価が下がると株式投信を売るといふ、符合がプラスですから、そういう因果関係が見て取れます。絶対値が余り高くないんですけども。それに対して、銀行窓販は逆の符合になっているといふことは、これは、基準価格が下がると公募投信を買う人がふえるといふわけです。こういうふうな、証券会社経由と銀行窓販とは、投資信託を買う人のビヘービアが違つたといふことは、これは恐らく個人投資家の中で違つた層が買っているんだと思われます。

証券会社経由の場合には、これは既に株式なり投資信託を持つている、既に証券を保有している人がとるような行動でして、そういう人は、株価

が上がりますと自分の資産額がふえて、いわゆるリスクの許容度というのが高まります。そうすると、もつと買ってみようかなという気になる。下がりますと、これは自分の資産が減りますから、リスク許容度が減つて、買い意欲がなくなる。これに対して、今、全然株とか投資信託を持つていない人は、下がれば下がるほど、これは割安だと思つて入ってくるわけです。したがって、新規マネー、今まで余り証券市場になじみのないお客さん、全然株や投資信託を買つたことのない、全く新規のお客さん、新規のマネーというのが、どちらかといふと銀行の方に来ている。先ほど、この四年間、新規マネーが入ってきているといふふうに申しました。全体として、証券市場にニューマネーが入ってきているのですけれども、残念ながら、投資信託のレベルでは銀行の方にとらわれているのかなということが見て取れるのではないかと

思います。

これが、まず第一点です。

四、資産管理型営業について

第二番目の話。証券会社の資産管理型ビジネスの現状ということについて、お話をしたいと思います。

ビジネスというからには、収支が償って、ビジネスとして永続的に成り立っていかないといけないわけですけれども、そういうふうな仕組みになっているかどうかというのを検証しなくてはならないと思います。

資産管理型営業というのは、顧客サービスとしてはコンサルタントベースの営業で、営業目標としては預かり資産重視なんですから、今、申しましたように、ビジネスとして成り立っている

かどうかということを検証するために、日米の業界大手の証券会社を取り上げて、資産管理型営業に関連する収入項目というのを拾い上げて比較してみたのが表2です。

この表2は、連結ベースであるがために、資産関連収入としてはアセットマネジメント会社、資産運用会社の運用報酬も混じってしまうわけです。単独ベースのインカムステートメントを利用してもよろしいのですけれども、単独ベースのインカムステートメントを利用すると、両者合算した場合に、内部取引が出てきて、例えば、野村さんであれば野村アセットマネジメントの投資信託を売りますと、野村アセットマネジメントは信託報酬の一部を野村証券に渡し、野村証券は投信代手数料としてそれをもらう。その部分は内部取引になるので重複してしまいます。そういった面があります。これが連結ベースならば、その部分

資産管理型営業等について

表 2 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	2001年 3 月期	2002年 3 月期
①Asset management Fees	2,398	2,105	①アセットマネジメント・フィー	1,351	1,001
内訳 ②運用報酬	1,913	1,722	内訳 ②運用報酬	1,191	853
③投信代行手数料に相当する 12 b-1 フィー は commission として計上され、細分不可			③投信代行手数料（野村アセットとの間で内部取引含む）	773	539
④Portfolio Service Fees	2,192	2,202	④		
⑤Account Fees	518	495	⑤カストディアル・フィー	98	98
⑥Others Fees	580	549	⑥債券元金代行手数料そのほか	59	37
⑦Total	5,688	5,351	⑦合計	1,508	1,136
Percent of Total Net Revenue (⑦÷⑧)	21.30%	24.50%	純営業収益に占める比率 (⑦÷⑧)	19.20%	16.10%
参考					
⑧Total Net Revenue	26,766	21,880	⑧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
⑨営業部門顧客預かり残高（10億ドル）	1,477	1,286	⑨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.

は消えるわけです。

そういふふうな関係にあるということ念頭に置きながら、この表2を見ていただきたいのですけれども、メリルリンチ証券のインカムステートメントと、野村証券さんのインカムステートメントを見比べて、それぞれの項目について対応するものを表2に載せているわけです。詳しいことはこの表を仔細にのらんなっていただければわかるのですけれども、一番大きな項目、つまりメリルリンチと日本の証券会社を比べて一番何が違うかというと、本当の意味でのコンサルタントベースの

フィーが、日本の場合取れていないということがわかるかと思っています。

このアセットマネジメント・フィーの中の内訳の運用報酬。これは、運用会社の委託者報酬なり、あるいはまた投資顧問報酬であって、リーテルの証券部門の収入項目ではないのですけれども、これを除外いたしました場合に、コンサルタントベースでの、アドバイスベースでのフィーが取れているかということ、これが、日本の場合にはほとんどないわけです。例えば、投信代行手数料というのはそれに当たるんじゃないかといわれますが、投信代行手数料というのは、あくまでも、これは内容的には販売経費なんです。

つまり、日本の投資信託は契約型で、みずから受益証券を発行しておりまして、これの償還金なり、これの元利金の手数料の支払いをリーテル販売会社が代行している、その代行手数料としても

らっている。これに相当するものは、メリルリンチの場合には、いわゆる12b-1フィーといわれているもので、これはちゃんと販売経費ということとで、コミッションの中に入っているわけです。本当をいえば、投信代行手数料もやっぱり販売経費の変形という形で考えなきゃいかぬわけで、何らかの形でアドバイスをした見返りだということについては、これは解釈できないことです。

次がカスタディアル・フィーで、メリルリンチであれば、口座手数料であるとかといったものがこれに対応していますけれども、メリルリンチの場合には、ポートフォリオサービス・フィーというのがあって、これが大きいんです。けれども、野村にはこれがない。これが本当の意味でのリーテル証券会社が行っている、稼得しているコンサルタントベースのフィーになるわけですから、これも、これに相当するものが、日本の場合にはない

のです。

このポートフォリオサービス・フィーというのは何かと申しますと、レジュメにもお書きいたしましたように、メルリリンチの場合には、いろんなプログラムから成り立っているもののフィーなんですけれども、預かり資産に比例する手数料率を年間で支払えば、何回でも売買できるという顧客サービスから得られるものもあれば、それからまた、一任運用勘定であって、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から得られるフィーもあるわけです。

このポートフォリオサービス・フィーというのが、コンサルタントベースのアドバイスをお客さんに提供して、いただいているフィーであるということができるかと思いますが、この部分が、残念ながら日本の場合にはないということになるわけです。この部分がメルリリンチの場合には大き

いし、また、それがふえているということになるわけです。

五、ポートフォリオ・サービス・フィーがなぜ得られないのか

この収入項目を、何のサービスの対価であるのかということ、関連業法と絡み合わせながら見ますと、ポートフォリオサービス・フィーというのは、恐らくは日本でいえば投資顧問収入に当たる。つまり、お客さんに資産配分等々の助言をし、そして、お客さんからお客さんの年齢構成であるとか、資産構成等々をお聞きして、そして、お客さんのオーダーメイドの資産計画をつくる。その際に、個別株や投信の投資判断に踏み込んでアドバイスし、その代価を、売買のあるなしに係なく受領すれば、これはある意味では証券投資助言に当たるわけですから、広い意味では投資顧

問業務に当たるわけです。

日本の場合には、そういう意味ではラップ口座も広い意味では投資顧問業務に当たるわけですが、日本の場合にはそれはできないかということ、そんなことはなくて、投資顧問業というのは、証取法の証券業の兼業業務になっていますから、取るうと思えばできる。

こういったコンサルタント・フィーというのがなぜ取れないのかということについて、私なりにどうしてなのかなというふうに考えますと、幾つか理由が考えられるんじゃないかと思います。

まず第一に、超低金利及び相場が悪いというところで、外部環境がこれを許さないのかもしれない。年率で残高の1%強をメリルリンチの場合取っておるわけですが、そんなことをしてお客さんがそれで満足できるような相場環境かというと、それは日本の場合、そうではないだ

ろうということです。債券を買っても、非常に低金利で、とてもそんな残高の何%を払えるような状況ではない。

それから、今、申しました規制があるのかもしれませんが。ラップ口座というのは、投資顧問業法に当たるのですけれども、証券会社は、これは今では兼業可能ですし、やればできるのではないかと思います。あるいはまた、お客さんが証券会社を信頼していないのかもしれませんが。それで預けようという気がしないのかもしれませんが。それからまた、投資顧問業の兼業をとったとしても、それに対応するスタッフ、スキルのある営業員や社内コンプライアンスなどの証券会社の対応があくれているのかもしれませんが。あるいはリスク管理体制のコスト負担でペイしないと考えているのかもしれません。

また、こういうラップ口座なり、あるいは投信

ラップであっても、コンサルタントラップであっても、こういったような商品プログラムは、外部に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多数存在している必要がありますけれども、それがまだできていない。

オープン投信にいたしましても、相当の規模の残高を持つているオープン投信の寿命が、まだ短いということもあるのかもしれませんが。そういうわけで、投信ラップをつくるにしても、トラックレコードを有している、相当規模のある投資信託の存在がないということかもしれません。

また、そもそも、税務対策上、お金持ちが資産を小分けして、一社に預けようとしなない。特に、日本のお金持ちは、税務署に対して非常に神経質であるということから、一社に全部預けて、そこが税務署に捕捉されたらかなわないというお金持ちがいるのかもしれませんが。そうしますと、そ

もそも包括的なファイナンシャル・プランニングというのができないのかもしれませんが、また、それを必要としないのかもしれませんが。

そういったいろんなことがあつて、依然として残高に比例するフィーとしては、保管手数料とか、それから支払い代行手数料とかといったような程度のものしか取れていないのでして、この辺を是正しないといけない。何とかフィーが取れるような仕組みにしていくな必要があると思います。

また、年間何千円かの口座管理手数料すら取っていないところもありまして、この辺なども、コストマインドが弱いのかなということが挙げられるのではないかと思います。

六、証券代理店構想

次に、三番目に、最近問題になっております証

券代理店構想についてお話をしたいと思います。

この問題は、今、非常に盛んに論じられておりますし、また、非常に重要な問題でありますので、今までよりも少し長くお話をしたいと思います。

今問題になっておりますのは、金融庁が約二カ月前ぐらい前に証券市場の改革促進プログラムというのをお出しになって、そこで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。それからまた、ファイナンシャル・プランナーの活用も視野に入れた販売代理店制度の導入。それと、三番目に、銀行と証券会社の共同店舗に関する規制緩和というのを打ち出したわけです。

そのほかに、これは証券会社による販売チャネルの拡大ではありませんけれども、銀行の書面による証券売買の取り次ぎをもっと容易にするということも挙げられておりましたが、証券会社を通

じた販売チャネルの多様化としては、この三つが挙げられておりまして、これに対する議論が、それで降出てまいったわけです。にわかに証券代理店構想が脚光を浴びることになったといってもよいかと思えます。

こういった販売チャネルの多様化のメリットとしては、「営業のアウトソーシングによる収支構造の安定化」ということと、もう一つは、多様な販売スキルを持つものと幅広くそういった代理店契約を結ぶことによって、「新規顧客の開拓」が期待できる。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ということが挙げられると思います。

ただ、この証券代理店制度というのはどういうふうに構築するかということについては、いまだ関係者の間で合意が得られる段階に達していないようでして、さまざまな議論がなされておりま

す。

日本ファイナンシャル・プランナーズ協会という業界団体が、八月の終わりに金融庁へ要望を出しにいられて、その中で、証券代理店というのはこんなふうであるべきだといったようなことを出されました。目につく特徴としては、個人代理店だけではなく、法人代理店も認めるとおっしゃっております。それからまた、法人代理店としての看板を掲げたいということもおっしゃっているわけです。

また、その法人代理店は、自己資本規制比率の対象外であって、また、店舗規制の対象外にすることということも要望されておりますし、証券代理店による銀行店舗への場所借りの容認ということもおっしゃっていますし、また、一番問題だろうというと、ちょっと語弊がありますけれども、非常に大胆な主張は、要するに証券代理店資格と

いうのを、ここにお書きになっているように、特定のFP資格を持っている人を証券代理店有資格者として、証券会社に属さなくても外務員試験を受験できて、合格者は証券代理店になるようにしなさいという、いわゆる資格についての主張をされているわけです。

これに対して、日本証券投資顧問業協会は、FPが主張していることは、投資顧問業務にやや抵触する面があるので、投資顧問業として登録してほしいという言い方で反論をされている文章を見たことがございます。

証券代理店制度というのは、私も以前から興味があって、いろんなアメリカの制度を見て、いろんなところで書いたこともございますけれども、この辺をもう一度整理し直して、どこに問題点があるのかということを、次に整理かたがた、ご指摘したいと思います。

七、インディペンデント・コント ラクターとイントロデュース グ・ブローカー

日本の場合には資本金の切り下げと、FPの活用も視野に入れた販売代理店制度と、それから、銀行・証券の共同店舗、この三つを、金融庁は証券会社による販売チャネルの多様化の手段として提起されているわけですが、これに倣って、アメリカの証券販売チャネルの多様化というのを整理してみると、次の三つになると思います。

一つは、これは表3のところを見ていただいて、インディペンデント・コントラクターというもの、イントロデュースング・ブローカーというものと、それから表4は、これはアメリカにおける銀行店舗内での証券販売のガイドラインを表

にしたものですが、この三つの販売チャネルに整理できるかと思っています。

インディペンデント・コントラクターというのはどんなものと申しますと、証券会社の営業員ではないのですが、証券会社と契約を結んで証券の販売を行う個人というのがインディペンデント・コントラクターの定義であるわけです。

これはアメリカにはかなり存在しております。

具体的には、自分のオフィスや自宅で証券販売のビジネスを行っていて、中には不動産ブローカーや保険の販売や会計士などを本業としている人たちが傍らで証券営業を行っている人も多いといわれております。こういう形で、証券会社から見れば、みずから店舗を持つことなく、不動産ブローカーや保険の販売員、あるいは会計士などが持つているお客さんを、みずからの販売チャネルに組み込むことができるということになっている

表 3 アメリカの販売チャネル多様化——IC と IB——

論点	IC (Independent Contractor)	IB (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、法人ともに可
資格・登録	外務員資格 (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・場情報、アドバイスの提供と勧誘 ②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)	①市場情報、アドバイスの提供と勧誘 ②顧客口座の承認・開設・モニタリング ③注文受託とその確認・承認 (口座保管、ブローリング取引の信用供与、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) - 兼業の場合は所屬証券会社に書面での届出が必要) - 他社の従業員に金銭の支払をする場合はその雇用者の書面での同意が必要 - 外務員にすることは事実上不可能	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 - 顧客用説明書交付義務無し
監査・規制、検査・監督 (NASD 規則)	自宅オフィスは登録不要 ・ただし①業務制限と②広告制限 (公衆に告知されないこと) に開する必要 ・立入検査など監督体制は証券会社の裁量	- 登録が必要 ①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「管理店」) ②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	- 当該証券会社 - 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) このほか、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。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 の試験合格でさえ投信・変額保険限定代理人で良い。

1) 個人ビジネスでの業務はむしろ奨励。

2) 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 契約を結ぶ例。

(出所) 伊豆久「イントロダクション・ブローヤの増加とその背景」『証研レポート』1561 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「証券販売チャネルの多様化—インテベンデントラクター制度を中心に」証券団体協議会議、2000 年 6 月

表 4 アメリカにおける銀行店舗内での「非預金投資商品」の販売サイクル
1994年2月15日、4者統一ガイドライン (FDIC、FRB、OCC、OTS) の主な内容――

目的	十分な情報開示	・顧客が非預金投資商品（主として投資と年率）に伴うリスクについて十分な情報を付与されるべきである。 ・当該商品が①FDICによって保証されない、②金融機関の債務でなくその金融機関によって保証されない、③元本の減損を含む投資リスクがある、ことの開示
	適切な販売	・顧客の混乱防止 ・反詐欺規定
通用の範囲	・預金機関の従業員（による販売） ・預金機関が第三者に顧客を紹介し、利益を受領する場合 ・販売プログラムの政庁・手続に基づき取締役会が採択しそれを公表する ・コンプライアンス、販売関係者の監督者、販売される商品、顧客情報の許される利用、販売従業員の責任と訓練、報酬契約など。	
経営計画	・第三者が販売にあたる場合には、その適切な審査が必要、契約書の取締役会の承認、契約に盛り込まれた内容（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、販売責任は第三者にあることの確認）	
第三者	①FDIC によって保証されない、②金融機関の債務でなく金融機関によって保証されない、③元本の減損を含む投資リスクがある。＝書面で開示	
一般的ガイドライン	開示時期	・投資助言、販売説明中、口頭開示時、広告において開示 ・口頭開示時には理解した旨のサイン入り確認書 ・銀行のロゴを含む場合には預金助定報告と明確に分離
	追加的開示	・投資の助言にあたる場合には、その旨の開示。（自任投資） ・販売機関と系列関係にある場合 ・販売商品は預金機関と同一の右前を使ってはならない
	配置と環境	・預金がなされる場所と物理的にはなれた場所（投資販売領域と預金受入領域との分離） ・ただしテイラーその他の従業員は紹介し得る
	資格・訓練	・預金機関の従業員が販売にあたる場合には、証券外務員に相当する資格が要求 ²⁾ ・販売が認められない従業員は顧客の紹介に制限されるか、顧客と直接接触する従業員には訓練がなされるべきではない。
	報酬	・紹介に対しては一度の名目的な手数料を受け取ることを得（支払いの取引きに結実したかどうかにかかわらず） ・販売にあたる従業員には報奨的報酬を得
(注)	コンプライアンス	・利益相反をどのように処理するかを明らかにする
	1) 電話勧定への販売には不適用、ただし受託者責任が明確に発生し、SECの登録を要しなかった（1999年まで） 2) 財務金融機関を除き、預金機関が主体として行う証券業務にのみ適用。SECの登録を要しなかった（1999年まで） (出所) <i>Interagency Statement on Retail Sales of Nondeposit Investment Products.</i>	

銀行店舗内における投信販売の収入、クロスセル、誤認防止の方法

銀行の収入	場所貸し	・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 販売手数料の30～40%
銀行の取引	Dual Employee	・銀行はそれのほか、銀行員をサードパーティ（TPP）に外向させる（総料は銀行もち）。 TPPは「販売に関わる事務処理」「販売支援」「コンプライアンスサポート」など環境を整備 ・ただし営業するのは銀行員 ・販売手数料の70～80%（ここから銀行員の給料を差し引いた残りが銀行の取り分）
	クロスセル	銀行員が顧客を紹介 銀行員が顧客情報を提供 銀行商品との組み合わせ販売（優遇金利）、融合商品 取次ぎ1回ごとに定額報酬

わけであります。

しかしながら、このインディペンデント・コントラクターというのは、就業場所等々から見まして、いかに外形上独立性を持っていたとしても、資格としては証券従業員と同じように、証券外務員であるわけです。表3のところにもございますように、外務員資格をとって外務員登録をしないといけないことになっております。したがって、証券会社からしますと、インディペンデント・コントラクターに対しては監督義務があり、またその不適切行為に対しては賠償責任を負うことになっているわけです。

これに対して、右の方に書いてありますイントロデュッシング・ブローカーというのは何かといいますと、これは自前で清算業務を行わない証券会社、取り次ぎブローカーといいますが、こういった証券会社です。アメリカは個人でも証券会

社として登録できますし、もちろん法人が多いわけですが、個人、法人ともにイントロデュッシング・ブローカーにはなれます。資格としては、証券会社として登録しないといけません。これは自社で清算業務を行わないというだけで、それ以外は普通の証券会社であるわけですから、証券会社の登録をしないといけないわけです。

ただ、業務内容に制限がございまして、これは、自社で清算業務を行わないということですから、何をやっているかといえますと、お客さんに市場情報なりアドバイスを提供して勧誘をする。そして、口座を開設したいというお客さんには、マネーロンダリング等々でクリアして、問題がなければ開設をし、そして取引中、変なことをしてないかどうかモニタリングする。そしてお客さんの注文を受ける。その確認と承認を行う。しか

し、その後、お客さんの口座の開設はしましても、お客さんの資金や証券は、みずから持たない。これは外部のバックオフィスを請け負っている業者、この業者は同時に証券会社であるわけですから、清算業務も同時に行っている証券会社に清算業務を委託するわけです。

つまり、このイントロデューシング・ブローカーというのは、お客さんの口座を開設しますが、お客さんから資金を受け取る、あるいはまた証券を受け取った場合に、それをそっくりそのまま委託先の清算業者に渡す。その清算業者、これはクリアリング・ブローカー（あるいはキャリング・ブローカー）と呼んでいますけれども、このクリアリング・ブローカーがお客さんの資金や証券を預かり、そしてマージン取引をしたという場合には、そのクリアリング・ブローカーが信用供与をする。そして、取引に付随する

清算業務を行う、このようになっていくわけです。

そういうわけで、当然のことながら、お客さんの口座の保護預りをいたしませんから、顧客資金、証券の分別保管義務の必要がないということです。また、記録作成義務というものもない。また、お客さんの説明書送付義務もない。これはクリアリング・ブローカーがやるから必要ない。そういうわけですので、ブローカー登録に際して要求される財務要件も非常に緩やかになっているわけです。

この表3の次のところ、「登録要件」というところを見てもありますと、財務要件としてはネット・キャピタル・ルール、いわゆる最低自己資本ですけれども、これは五万ドル以上でいい。通常は二五万ドル以上ですけれども、この場合は資本金が低くていい、ネットキャピタルは低くていい

ということになるわけですし、それから、今申しましたように分別保管義務もないし、記録作成義務もないし、顧客用説明書送付義務もない。三四年法に規定された義務の一部適用除外が享受できるわけです。

こういったイントロデュースング・ブローカーは、要するに資本金が少なくて済む。清算業務を行わないかわりに、それに伴う財務要件を一部緩和されているわけですから、少ない資本金で証券会社を設立することができるということで、先ほどの、日本でいえば資本金の切り下げに相当する、それに対応するものであるのかなというふうに考えることができるわけです。

こういったイントロデュースング・ブローカーというのは、なぜ可能になったかという点、幾つか理由は考えられますが、一つ大きな理由としては、技術進歩に支えられたブローカー業務のアン

バンドリングがあげられます。ブローカー業務の分解から出てきた業態だといわれております。つまり、ブローカー業務というのは勧誘から始まりまして、注文を受け、そしてそれを執行し、決済するという一連のプロセスから成り立っているわけですが、これを違った業者が分担する。

そういった一連のプロセスを切り離して行うことができる。最近の技術進歩がそれを可能にしたわけです。

しかしながら、こういった一連のプロセスを異なる業者、イントロデュースング・ブローカーとクリアリング・ブローカーが分担するがために、不適切な取引があった場合にどっちが責任を持つのかというトラブルが一九七〇年代終わりぐらいから持ち上がりまして、アメリカではいろんなところで裁判ざたになったわけです。

例えば、適合性原則を無視して証券を買わされ

たといった場合に、これは悪いのはイントロデューシング・ブローカーですけれども、イントロデューシング・ブローカーは一方では大きな証券会社、つまりクリアリングを同時に行っている大手の証券会社からスピンアウトした人がのれん分けみたいな形でイントロデューシング・ブローカーになって、注文をクリアリング・ブローカーにつなぐのが多かったものですから、その責任はあんたじゃないの？ クリアリング・ブローカーじゃないの？ ということで、イントロデューシング・ブローカーに責任があるにもかかわらず、クリアリング・ブローカーが訴えられて裁判ざたになるとというのが七〇年代にふえていったわけです。

そういう意味では、クリアリング・ブローカーにとって、イントロデューシング・ブローカーから清算業務を受託することについてはリーガル・

リスクがあつたわけです。これだとクリアリング・ブローカーはイントロデューシング・ブローカーから清算業務を請け負い切れないということで、そうなれば、逆にイントロデューシング・ブローカーとして新規参入しにくいということになります。

そこで、一九八二年にNYSEが規則を改正いたしましたして、三八二条というのをつくりまして、クリアリング・ブローカーとイントロデューシング・ブローカーとの間で結ばれるクリアリング契約に、どっちが責任を負うのかということを明示して、それをお客さんに書面で提示すれば、クリアリング・ブローカーが行う業務範囲及びそれに伴う責任を限定することが可能になって、リーガルリスクが減じられたということで、八二年以降、再びイントロデューシング・ブローカーがふえていったという経緯があります。このように、

イントロデュシング・ブローカーもさまざまな経緯を経由して、所要の責任を明確にして今に至っているわけです。

ハ、インディペンデント・コントラクターの業務制限、広報制限

それに対して、インディペンデント・コントラクターというのは、先ほど申しましたように、資格としては証券会社ではなくて外務員登録。したがって、証券会社の監督義務に服するわけです。その場合に、インディペンデント・コントラクターというのは自前のオフィスや自宅で商売、営業をやっておるわけですが、その場合には非常に特有のコンプライアンス体制が必要になってくるわけです。

今申しましたようにインディペンデント・コントラクターというのは、いかに外見上独立性を

持っていたとしても、資格としては証券外務員ですから、証券会社に監督義務があり、また、証券会社が負うべき店舗規制に服する必要があるわけです。したがって、外務員の就業場所が自宅や自前のオフィスであっても、そのままだとNASDやNYSEの店舗規制に引っかかってくるわけです。

そうしますと、そのままではインディペンデント・コントラクターの自宅やオフィスに店舗管理担当者を常駐させまして、また、所定の立ち入り検査を行うというふうな重い負担がかかってきますので、そこでどうしているかと申しますと、自宅やオフィスで就業する場合には、業務内容を制限して、NASDに登録しないで済む非登録店舗にしているわけです。

表3を見ていただきますと、業務内容をどういうふうに制限しているかといいますと、自宅や自

前のオフィスでインディペンデント・コントラクターが商売をする場合には、市場情報やアドバイスの提供と勧誘、それからまた口座開設の申し込みと注文の取り次ぎのみを行いまして、あとの顧客口座の開設とか注文受託とその確認、承認といったような重要な業務は行わないようにしているわけです。もしそれを行いますと、証券会社の支店なり営業所と見なされる。そうしますと、当然店舗規制に引つかかってくるわけですから、その店舗規制を免れるために業務内容の制限を行っているわけです。

表3の「店舗規制、検査、監督」を見ていただきますと、そういうふうに業務制限を行うと、自宅オフィスはNASDに店舗としての登録をする必要がないということになります。さらにもう一点として、広告制限に服する必要があります。公衆に広く一般に告知されているようなものは支店

と見なされてしまうことです。右の方のイントロデュースング・ブローカーのところを見ていきますと、イントロデュースング・ブローカーは、もし顧客の口座の承認とか開設ということをやっていますと、これは管理母店として登録しないといけませんし、それ以外の重要な業務を行っている場合であっても、公衆に広く告知されている場合には、これは支店として登録しないといけません。

管理母店として登録するかあるいは支店として登録するかは、いずれにしても店舗として登録したものについては、管理担当者の常駐や立ち入り検査のような義務がございます。したがって、逆にいいますと、インディペンデント・コントラクターはこういった重要な業務をしないという業務制限、それから広告制限に服することによって、登録不要というふうにして、さっきいっ

たような店舗としての規制義務を免れているということになるわけです。

もし、この当該オフィスの存在を知らせたい場合にはどうしているかといいますと、例えば、電話帳とか名刺とかレターヘッドに、当該オフィスを記載する場合には、そこで業務を行う人を直接監督している管理母店あるいは支店の住所や電話番号も併記しないといけないわけです。また、例えば、所属している証券会社が広告に、我が社はこれだけの店舗網がありますといった場合に、○支店、○○支店というふうにブラブラッと店舗網の所在地を記載する場合がございますけれども、インディペンデント・コントラクターのオフィスは、電話番号とか私書箱の記載はできても、住所は記載してはいけないことになっています。そういう形での広告の制限がございます。そして、住所は記載できずに、ここを監督している

管理母店なり支店の住所、電話番号を併記しないといけないことになっているわけです。こういった形で業務制限と広告制限に服しているというわけです。

九、証券会社の銀行店舗場所借り

次に、第三番目の証券会社による販売チャンネルの多様化として、アメリカの場合、金融機関店舗の場所借りが考えられます。アメリカの場合は金融機関の店舗内での証券商品の販売ということについては、実際の担い手として自分の銀行員が売ること以外に、第三者である証券会社の外務員、あるいはまた、自分の証券子会社の外務員に売ってもらう、あるいはまた、銀行と証券会社の両方で雇用されている者、いわゆるデュアル・エンプロイーといわれているものですが、これ

も、そういった人が売るといふふうに分かれているわけです。銀行は、販売スペースと、それからまた電話、ファックスのような通信手段を提供する。その見返りに販売手数料の三割が四割ぐらいを徴収しているわけです。

他方、デュアル・エンプロイーとは銀行と証券会社の両方で雇用されている者ですが、これは銀行が自分の店舗内に出店した、自分の店舗内の場所を貸したその証券会社に、自分の銀行の行員を出向させまして、その証券会社に所属する外務員の立場で証券販売に当たる、こういう場合です。この銀行員は、銀行にも雇われていると同時に、店舗内に出店している証券会社の証券営業員でもあるという二重籍になっているわけです。

そういったものと証券会社との契約関係というのは往々にしてインディペンデント・コントラクター契約になる場合が多いわけです。この場合に

は、手数料の戻しは八割ぐらいですけれども、これを銀行側がまず受け取って、それから当該出向者に給料として支払うというお金の流れになります。

通常のインディペンデント・コントラクターの場合には、これは法人ではなくて個人として契約しますので、当該のインディペンデント・コントラクターに手数料がキックバックされるわけですが、これも、この銀行デュアル・エンプロイーの場合には、これとは違った支払い関係になる。要するに、法人たる銀行に支払って、それからその銀行員に給料として支払われるという形になって、この辺が同じインディペンデント・コントラクターでも、違う形になっているわけです。

こういうふうな銀行店舗内での非預金商品の販売に当たりましては、表4にございますように、金融監督当局者がガイドラインをつくって、この

ガイドラインに沿って監督体制がなされることになっております。お客さんには、当然、非預金投資商品であって、それには特有のリスクが伴うんですよということを熟知させる。要するに、それは預金とは違うんだよ。預金と非預金投資商品との誤認を防止すること、それからまた、お客さんの混乱防止及び不公正な取引防止を目的として、この統一ガイドラインがつくられておりまして、内容としては、ここに見られますように、当該商品が預金保険で保証されておりませんといったようなこと、またそれから、金融機関の債務じゃないくて、その金融機関によっても保証されていないということ。

また、元本の減損を含む投資リスクがあるということの開示をお客さんに行いなさいということが盛られておりますし、また、投信販売のカウンターと預金受け入れのカウンターを物理的にも、

また人的にも分離しないといけないということになっておりますし、また銀行員が販売に当たる場合には、証券外務員が受けるものと同程度の研修を受けることといったような内容が盛り込まれているわけです。

そしてまた、証券会社に店舗内での販売をゆだねる場合には適切な審査が必要であって、その契約書には、第三者である証券会社が、その銀行の施設内で行う営業活動の中身、また利用条件、従業員との報酬契約の細目といったものについて盛り込む必要がある。また、販売責任も第三者たる当該証券会社にあるということを明記すべきであるといったようなことが盛り込んでありまして、こういった契約書を銀行の取締役会の承認事項としてしているわけです。

このように見ますと、今回の日本の証券販売チャネル構想は、今申しましたアメリカの販売

チャンネル多様化とどういふふうに対応しているのかと申しますと、一見すればわかりますように、金融庁が定義している証券会社の資本金切り下げは、アメリカのイントロデュースング・ブローカーに対応するのではないかと思います。

また、銀行と証券会社の共同店舗というのは、場所を借りているわけじゃなくて、銀行と証券会社の店舗が同じところにあるということなんですけれども、それはアメリカにおける証券会社の銀行店舗場所借りにほぼ対応するだろう。したがって、残る販売代理店というのは、インディペンデント・コントラクターに対応しているように見えるわけですけれども、このインディペンデント・コントラクターと構想段階で日本のファイナンシャルプランナーサイドが要望している販売代理店制度、見比べてみますと、幾つか重要な点で異なる点があるわけです。

アメリカのインディペンデント・コントラクターと日本ファイナンシャル・プランナーズ協会の要望書を見てみますと、よく似ているのは顧客口座の開設とか注文受託、またその確認、承認、保護預りといったような重要な業務は行わない。

要するに、媒介代理に徹するということによって、その就業場所が支店や営業所にならないように工夫されていることです。この点はアメリカのインディペンデント・コントラクターと類似しているわけです。インディペンデント・コントラクターもそういう形で業務内容を制限することで、そこが支店や営業所にならないようにして、店舗規制に引つかからないようにしているわけですけれども、決定的な違いとしては、法人代理店も可能にしてほしいということをいつていることです。インディペンデント・コントラクターというのは、あくまでも個人であって、法人のインディ

ペンデント・コントラクターというのは形容矛盾であつてあり得ないわけです。

もう一点重要な点は、日本では、法人代理店として大々的に、堂々と看板を上げて法人代理店として商売をしたいというふうにおっしゃっているわけですが、看板を出しますと、これはやはりアメリカの場合には支店と見なされてしまうわけです。この点も違うわけです。

アメリカではインディペンデント・コントラクターというのは個人であつて、手数料の戻しも、そのインディペンデント・コントラクター個人が受領するので、自然人以外が証券業務を営もうとすれば、それはブローカー・ディーラーとして登録しなければならぬわけで、それは右の例ではたとえばイントロデュッシング・ブローカーに該当するわけです。

それでは、法人代理店という形で何とかできな

いものか。つまり、法人が証券会社としての登録義務を免れて証券販売を請け負つて、手数料の割り戻しを受けるという道はないのかというと、現行では、次の可能性が考えられると思うわけです。

一つは、先程いいましたように、アメリカのデュアル・エンプロイーの場合でして、アメリカにおける銀行員と証券販売員との二重雇用、この場合にはどうなっているかといえますと、銀行店舗内で証券会社が場所を借りて、銀行員をその証券会社に出向させて、そこでインディペンデント・コントラクター契約を結ぶということにすれば、手数料の戻しは法人たる銀行が受け取つて、それをしかる後にその銀行員に給料として渡すという形になります。その場合のケースが一つ考えられるわけです。

ただ、こういったことが可能であるのは、その

銀行が、金融監督当局の規制に服していて、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り、監督体制が明確であるから、それが可能になっているわけで、そういう前提があるということを知っておかないといけないと思います。

今、一つの可能性としては、我が国において一九九八年の証取法改正によって可能になった特定証券業務のみなし使用人規定というのがありますが、それを援用することの可能性としては考えられます。特定証券業務というのは何かといえますと、これは金融機関が例外的に営み得る証券業務を指しています。例えば、投資信託の金融機関窓口販売がこれに当たるわけです。いわゆる銀行窓販というのは、特定証券業務という定義がなされている。銀行の投信窓販というのは、いわゆる銀行等投信窓販であって、銀行だけじゃなくて生命保険会社や損害保険会社でもできるわけ

です。

もちろん、この投信販売を行うに際しては、当該金融機関は当局に登録しないといけないわけですが、損害保険会社につきましては、販売チャネルが代理店に大きく依存しているがために、損害保険会社を代理して投信販売を行う販売代理店につきましては、その代理店の役員および使用人を当該保険会社の使用人とみなして販売を委託しているわけです。その際、代理店は投信販売を受託している役員・使用人に対してその業務にかかるサポートを行うことを条件に手数料の割戻しを損害保険会社から受けているわけです。やや回りくどいやり方ではありますが、こうすると法人代理店は証券業の登録をすることなく手数料の割戻しを受け取れるわけです。

しかし、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

あるいはまた能力のない代理店を排除できるのか。それからまた、登録後も不適切な販売あるいは不正行為をどのようにしたら排除できるのか。行為規制のあり方、また行為規制をかけるだけではなくて、それを実行させる監督・検査体制。それから、万が一不正行為が生じた場合に、これに対する賠償責任が明確かどうかといったような体制を構築できるかどうか、こういった投資家保護の体制を構築できるかどうかという点に、代理店の構想の本当の問題点があるのではないかと思つわけです。そこをもっと重点的に研究しなければいけないというふうに私自身は考えております。

以上で、話が余りうまくないので申しわけございませんけれども、時間もまいりましたので、終わらせていただきたいと思います。

— 73 —

になる方、合図をしていただけませんか。

質問 先生は、アメリカ的なインディペンデント・コントラクターなりイントロデュースング・ブローカー制度的なものが、日本で将来的にはやっていくべきだというふうにお考えなんですか。個人的にいいますと、日本の投資家の場合、特に証券市場においても、銀行にしても、証券会社にしても、お客さんの方は看板を見たりして、要するに、背後にある信用を頼りに取引をやるようなビヘービアが強いかと思うんですが、アメリカのように、こういうイントロデュースング・ブローカーなり、インディペンデント・コントラクターですか、これがワークするというのは、日本の現状から見ると非常に驚きというか、不思議なように感じるのですが、実際その辺についてはどうお考えなんですか。

答 お客さんの信頼といいますが、今、全然看板も掲げずに個人が証券販売をするというのはちよつと考えられないんじゃないかといったようなご疑問だと思つんですけれども、何となくそれは理解できるんですが、例えば、個人営業でも法人の代理店でもよろしいんですけれども、それが何の監督体制もなしに大々的に看板を掲げて証券販売をする、これは不正取引の温床になりやすい。

アメリカでも、なぜインディペンデント・コントラクターでこういう広告制限をやっているかといいますが、やはり証券詐欺を防ぐためにやっているわけです。見も知らない人がその広告を見て、「あら、証券会社だな」と誤認してやると、そこにトラブルが起こりやすいということで、もしそういう看板を掲げたいのであれば、それは証券会社として登録するか。あるいはまた、証券会

社の店舗としてNASDに登録して所要の監督体制に服しなさい、そういう監督体制に服さない店舗が大々的に看板を掲げるというのはよろしくない。

ですから、看板を見ないと、お客さんは信用して入ってこれないんだということであるならば、これはやはりイントロデュースング・ブローカーのような業務限定の証券会社として登録するか。

この場合には、業務を限定するから、資本金の切下げという形で入りやすくしてやらないといけないと思いますが、これも今論点になっていますが、こつという形で入ってくるか。あるいはまた、証券会社に雇用されて証券営業員になるか。これのどちらかしかないと思います。答えになっているかどうかわかりませんけれども。

質問 日本で考える場合、具体的には税理士さんを一つの例として考えた場合、税理士さんがIC

を果たす。その場合、外務員資格を取得して、どこかの証券会社と契約を交わして、兼業が可能であるということだ社員になる。それだと規制緩和がどの部分で必要なのか。今、規制に引っかかっているとするば、何なのか。それが税理士のみならず、FPではどうなのかという、ちょっと逆から入った結論を教えてくださいと思うのです。

答 今の税理士さんであつても、FPさんであつても、外務員資格をもち証券会社と委任契約を結んで、いわゆる昔でいう歩合外務員契約を結べばできるわけです。やっているところはあります。

例えば、LPL日本証券といったようなところは業務限定で、つまり口座開設の承認であるとか受注の確認、承認といったような業務は本社でやって、税理士さんなりファイナンシャルプランナーなりが自宅や自前のオフィスで純粹の勧誘、アド

バイス、取り次ぎだけということでは投資信託の営業をなさっていますから、今でもできるわけです。

ですから、インディペンデント・コントラクターに近いことは、今でも日本の場合はできますから、これ以上何か規制を緩めるという必要はないんですけれども、今FPさんなんか主張されておるのは、それを法人でやらせろ、ということなのです。つまり、税理士さんなりFPがそういうことをやりたい場合には、現行では、証券会社と個人で委任契約を結ばないといけないでしょう。法人の事務所と証券会社との契約ではないでしょう。

そうすると、個人との委任契約の場合に、恐らく給与計算等々の面、税法上の面で何か問題が出てくるのかもしれませんが、またFPのところでも書きましたとおり、個人営業じゃ身分が不安

定だ。やはり会社、法人代理店として委任契約を結んで、損保の法人代理店みたいな形でやりたいんだというご要望だと思っんですけれども、それだとちょっと今の法律だと無理ですね。法人でやりたいのだしたら、それは証券業として登録しないとイケないということになります。その辺を何とかしてほしいというふうにおっしゃっているんだと思っんですけれども。

それからまた、たとえ個人レベルでの契約であつても自宅や自前のオフィスで看板を大々的に掲げて、うちはこういうことをやっていますよというふうにやると、これは明らかに営業所行為ですから店舗規制がかかってきまして、管理担当者を常駐させないといけないことになって、大変なことになる。これだとちょっと難しい。これも今の法規制では無理なんです。そういうところ辺が摩擦というか論点になると思います。

ですから、そこを我慢してもらえば、今でもインディペンデント・コントラクターのようなことはできるということだと思いますし、現にやっていたらしゃるところも数社あるわけです。

質問 ポートフォリオサービスのことでちょっとお伺いしたいんですが、この部門、日本は非常に弱いということなんですが、お客様の属性にもうちよつと原因があるんじゃないか。要するに、古いお客様あるいはこれから二〇〇五年から二〇一〇年にかけて、団塊の世代が定年退職を迎える大きなお金が入ってくるということとか、その方たちは当然、多少フィーを払うということに関しては、古いことをしかっていは申しわけないんですが、多少理解があるとか、投資の方も自分で決めるというスタンスとかあるので、その時代の人たちが実際に定年退職を迎えるちよつと前から、相談をしたいというニーズが強いと思うんで

すが、その可能性あるいは希望を持っているのでしょうか。

答 実は、個人的にも、私なんかあと数年ぐらいたら退職金が入ってくるわけです。僕なんか、大学でポートフォリオ理論を教えていますけれども、個人的にもFPさんとか証券会社の営業員なんかには相談したいなと思うところがあるんです。ちよつとぐらいいお金を払っても、やはり相談にのつてほしいなという気持ちは、僕個人なりに持っていますし、僕が思うんですから、多分ほかの人もたくさんあると思うんですけれども、それは本当に十分そう思います。

質問者 有望な分野になってくる可能性があるとは……。

答 僕ならそう思いますけど。

質問 インディペンデント・コントラクターの場合、複数契約じゃなくて単独の証券会社に属し

て、コンプライアンスのサポートはそこで受けるという形になっている。経営側からすると、単数の契約でないとコンプライアンスの責任を負うということは大変難しいので、当然そうなっていくと思うんですが、その場合のインディペンデント・コントラクターと会社の関係は契約関係なのか。契約関係だとすると、そこで定められる諸条件、例えばキックバックの手数料はもちろんとして、場合によってはコンプライアンスの責任を会社が負うとしたら、契約上の違反条項に対して、逆にその責任を追及するような形とか、あるいはあらかじめ担保を要求するというようなことも自由裁量の契約の範疇に入っているのか、その辺についてちょっと教えていただきたい。

答 おっしゃるとおりです。向こうの会社によりましては、初めにボンド（保証金）を入れてくれといったようなところもございますし、何か不適

切な行為をやって、賠償責任を証券会社が問われた場合に、当然、当該インディペンデント・コントラクターに対して遡及的に賠償請求することもございます。もちろん、多分賠償できないだろうと思うんですけれども、当然それはその委任契約の中で、いろんなやり方でやっております。そこは自由なんです。

関理事長 今の最後のご質問にちょっと関連しますけれども、表3のICとかIBとがありますね。これで、結局、通常のブローカー業務が二つにアンバンドリングされる。その場合に、投資家の方からすれば、多分一定の手数料を払うことになるのでしょうけれども、その手数料というのは、アメリカの例だと、両者でどういうふうな分け方に大体なっているという、何か標準みたいなものがあるのでしょうか。

答 インディペンデント・コントラクターの場合

には、八割とか九割戻すところもあれば、六割ぐらいに済ますところもあり、それはまちまちなんですけれども、八割とか九割を戻すところは、インディペンデント・コントラクターが諸経費を全部持つわけです。秘書も、それからレポートも自分で買ってくる。六割しか戻さないところは、証券会社の方がさまざまなサービスを。レポートを無料で提供することということで、インディペンデント・コントラクターが享受するサービスの多い、少ないに応じて、戻しの率が変わってくるということになります。

それから、イントロデュースング・ブローカーの場合には、契約としては、コルレスボンデント契約と申しますが、これも、コルレス契約の中身もいろいろ、イントロデュースング・ブローカーとクリアリング・ブローカーとの間でさまざまな契約がございます。一番多いのは、清算業務だけ

じゃなくて執行もすべてクリアリング・ファームが請け負うというもので、これはブローカー業務のかんりの部分をクリアリング・ファームが請け負っているわけです。清算業務だけじゃなくて、執行も請け負う。

そして、マージン取引の信用業務も請け負うし、また口座保管も請け負う。かなりの部分を請け負う場合には、クリアリング・ファームに払わなければならない手数料は、もちろんそれだけたくさんふえてまいります。

それに対して、清算業務はクリアリング・ファームに依存するけれども、保護預りは自分で持ちますといったようなイントロデュースング・ブローカーもあるわけです。この場合は、クリアリング・ファームに払わなければならない清算手数料はそれだけ少なくなってます。しかし、お客さんの保護預り、カस्टディアン業務を

するということになりますと、これはお客さんの資金及び証券を持ち越しますので、ネット・キャピタル・ルールが五万ドル以上じゃなくて、二五万ドル以上要求されますし、それからまた、当然分別保管義務もかかってまいりますので、一口にイントロデュースング・ブローカーといっても、この報告ではちよつと極端なといいますが、非常に軽量級のイントロデュースング・ブローカーのことを書いていますので、そうでない顧客口座を保管するイントロデュースング・ブローカーもあるということをちよつと補足的に申し添えておきたいと思います。

関理事長 どうもありがとうございました。いずれにいたしましても、この最後の問題は、経営的にも制度的にも大変細かい問題で、これから金融審議会等でさらに詰めが行われると思います。

それでは、きょうはこの辺で終わりにしたいと

思います。どうもありがとうございました。

二上 どうもありがとうございました。（拍手）

（にかみ きよし・当所大阪研究所主任研究員）

（本稿は、平成十四年十月七日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。）