

米国のインディペンデント・コントラクター（独立契約型証券営業マン）

米国では、インディペンデント・コントラクターと呼ばれる証券営業マン（証券会社との契約により、主に個人向け営業サービスを提供するが、厳密な意味での従業員ではない）が、ファイナンシャル・プランニング・ニーズの高まりとともに、活躍するようになってきている。特に97～98年は、大手保険会社が証券業務の拡大手段の一つとして、インディペンデント・コントラクター採用証券会社を買収する動きが目立った。

1. 米国証券業界におけるインディペンデント・コントラクター

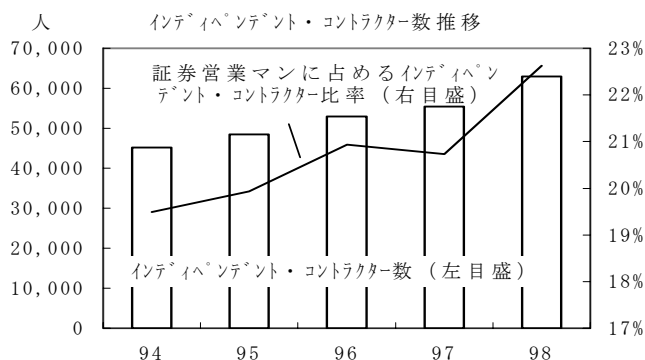
1) インディペンデント・コントラクターの台頭

これまで、証券業界のインディペンデント・コントラクターの多くは、組織的営業を行っていなかったため、確立した営業形態のセグメントとしてみられることは少なかった。証券業者協会（SIA¹）は、94年から会員業者のインディペンデント・コントラクター数を公表し始め、その人数は、97年には62,900人に達した（図1）。証券業界全体のインディペンデント・コントラクター数は、この二倍程度と推定される。

最近の変化として注目されるのは、従来は「落ちこぼれ」証券営業マンや、保険エージェント・ファイナンシャル・プランナー等、パッケージ商品（投信・変額年金等、販売者の個別銘柄選択能力が問われない商品）中心の外務員の受け皿とみられていたインディペンデント・コントラクターへ、大手証券会社（いわゆるワイヤー・ハウス）のトップ営業マンが転身する動きが目立ち始めたことである。こうした優秀な証券営業マンを繋ぎ止めるため、伝統的証券会社も、インディペンデント・コントラクターを採用したり、彼らが得意とする超小型店舗を導入するようになってきた。ロイヤル・アライアンス社（98年8月、97年第3位の保険会社AIGが買収したサンアメリカ傘下）社長のコーエン氏は、全ての大手証券会社が、5年以内にインディペンデント・コントラクター制度を導入するであろう、と予測している。

¹ Securities Industry Association。SIA 会員業者は約 800 社、全米証券業協会（NASD—National Association of Securities Dealers）会員業者 5,597 社の約 14%、SIA 会員業者所属の証券営業マンは 162,734 人で、NASD 会員業者の証券外務員 556,000 人の 29%にあたる。

図 1



(注) インディペンデント・コントラクター数は、SIA会員業者報告ベース。SIAは、96年米国証券業界全体のインディペンデント・コントラクター数はSIA会員ベースの約2倍であると推定している。そこでインディペンデント・コントラクター比率は、SIA会員ベースの数字を2倍し、NASD登録証券外務員数で割ったものとした。
(出所) SIAデータよりNRIA作成

さらに組織力の面でも、インディペンデント・コントラクターは無視できなくなりつつある。例えばサンアメリカは、インディペンデント・コントラクター採用証券会社の買収を重ね、現在、5社を保有している。これらのインディペンデント・コントラクター数の合計は9,000人と、伝統的の大手証券会社を交えた証券営業マン数ランキングでも、全米で第4位である(トップのメリル・リンチは15,300人)。企業体力の面でも同社は98年8月、AIGに買収され、強力な後ろ盾を得た²。

2) インディペンデント・コントラクターの報酬体系

米国の証券営業マンは概ね歩合給であるが、伝統的証券営業マンとインディペンデント・コントラクターでは、報酬面での処遇が大きく異なっている。

メリル・リンチなどの大手証券会社では、証券営業マンの取り分(ペイアウト比率)はコミッション(株式委託手数料・投資信託販売手数料等、商品販売に連動する手数料)の最大4割程度と低い。これに対してインディペンデント・コントラクター採用証券会社は、このペイアウト比率をさらに高めて9割前後とする代わりに、事務所やアシスタント、リサーチ等の経費もインディペンデント・コントラクターに負担させている(表1)。

証券営業マンが年収10万ドルを確保するためには、大手証券会社では、25万ドルのコミッションを獲得しなければならないが、インディペンデント・コントラクターは11万ドルで済む。もちろん、この11万ドルから経費が差し引かれるが、自宅を事務所とするなど、自己裁量で固定費を抑えることができる。逆に、大手証券会社で25万ドルのコミッションを稼いでいた営業マンは、インディペンデント・コントラクターへの転身により、年収が10万ドルから22.5万ドルへと倍増する。

² 沼田優子「AIGによるサンアメリカの買収」『資本市場クォーターリー』98年秋号参照。

表 1

インディペンデント・コントラクターの
商品別アウト比率
(%)

投資信託	84.2
証券	73.2
変額年金	87.1
一任勘定	83.3

(出所) Broker-Dealer
Resource Directory 1998

3) インディペンデント・コントラクターの提供商品

インディペンデント・コントラクターは多様なバックグラウンドを持っているため、得意とする商品群も様々である。しかし、彼らを採用する証券会社の収入構成で平均像を見ると、第一に投信、第二に変額個人年金と、集団投資型商品の比率が高いことがわかる（表 2）。これは、①個別銘柄選択よりもアセット・アロケーションに重点を置くファイナンシャル・プランニング的なアプローチを取る者が増えていること、②保険エージェント、会計士等、証券業務を本業としない場合、自ら個別銘柄の選択を行わなくてよい商品を選ぶ傾向が強いこと、③通常は、大手証券会社のように証券アナリストを抱えていないため、リサーチに頼った営業が相対的に行いにくいこと、等が理由であると考えられる³。

インディペンデント・コントラクターの多様なニーズに答えるため、彼らを採用する証券会社は、大手証券会社以上の品揃えを誇っている場合も少なくない。セキュリティーズ・アメリカを例にとると、商品を提供している投資信託会社数は約 140 社、変額個人年金 40 社以上、変額保険・変額ユニバーサル保険 15 社以上、伝統的保険 12 社となっている（これに対してメリル・リンチが取り扱っている投資信託の会社数は 60 社超）。

4) インディペンデント・コントラクターへの転身の背景

(1) 「起業家(entrepreneur)」を惹きつける環境

証券営業マンにとって、インディペンデント・コントラクターの最大の魅力は、そのペイアウト比率の高さと、営業面での自己裁量・柔軟性にあり、この点は従来と変わっていない。インディペンデント・コントラクターへ転身する最大の理由としては、大手証券会社の自社商品販売圧力に対する嫌忌が多いが、その他にも①品揃え（自社商品、証券商品にこだわらない）、②パートナーやアシスタント、③店舗の立地・規模・設備、④ターゲット顧客層、⑤価格設定、⑥後継者、等の選択肢が大きく広がるというメリットもある。

³ 保険会社系のインディペンデント・コントラクターは、伝統的保険商品の収入比率が高いと推測されるが、通常、証券会社経由で購入されないため、その数字が明らかになっていないことが多い。

表 2⁴

大手インディペンデント・コントラクター専門証券会社の収入構成

(万ドル)

	97年収入									
		投信	変額年金	定額年金	変額保険	伝統的保険	証券	LP	一任勘定	その他
LPL	35,368	11,611	7,395	238	808	301	4,282	511	6,599	3,621
		33%	21%	1%	2%	1%	12%	1%	19%	10%
Royal Alliance	31,400	13,287	7,929	41	1,026	-	1,755	383	4,203	2,771
		42%	25%	0%	3%	-	6%	1%	13%	9%
IM&R	21,004	6,710	3,399	63	326	118	4,330	26	5,680	347
		32%	16%	0%	2%	1%	21%	0%	27%	2%
MML Investors Services	19,105	7,124	4,580	-	5,769	-	329	99	-	1,201
		37%	24%	-	30%	-	2%	1%	-	6%
FNIC	17,168	8,288	4,098	410	710	321	1,365	46	928	999
		48%	24%	2%	4%	2%	8%	0%	5%	6%
FSC	15,532	6,004	3,782	94	659	435	953	297	1,251	2,052
		39%	24%	1%	4%	3%	6%	2%	8%	13%
Mutual Service Corp	15,160	4,428	2,580	31	5,760	30	1,033	218	673	404
		29%	17%	0%	38%	0%	7%	1%	4%	3%
SunAmerica	15,078	6,383	4,869	143	457	206	910	320	810	976
		42%	32%	1%	3%	1%	6%	2%	5%	6%
Robert Thomas Securities	12,436	2,722	1,242	29	95	15	6,229	1	1,802	296
		22%	10%	0%	1%	0%	50%	0%	14%	2%
Securities America	10,556	3,817	3,021	53	1,031	422	1,065	94	521	528
		36%	29%	1%	10%	4%	10%	1%	5%	5%
Nathan & Lewis	8,499	3,570	1,689	171	916	232	1,124	9	528	256
		42%	20%	2%	11%	3%	13%	0%	6%	3%
Jefferson Pilot Securities	7,943	3,066	1,349	1	2,093	-	107	60	416	847
		39%	17%	0%	26%	-	1%	1%	5%	11%
Commonwealth Equity	7,798	3,558	1,384	54	239	76	848	371	756	508
		46%	18%	1%	3%	1%	11%	5%	10%	7%
CIGNA Financial Advisors	7,687	2,097	858	-	527	-	-	-	628	3,576
		27%	11%	-	7%	-	-	-	8%	47%
Walnut Securities	7,647	2,867	1,821	-	1,770	-	380	58	604	143
		37%	24%	-	23%	-	5%	1%	8%	2%

(注) 一任勘定には、ラップ口座も含む。証券会社は、必ずしもインディペンデント・コントラクターの収入の全てを掌握している訳ではないため、収入合計と、各項目の合計は、一致しない場合がある。

(出所) Broker-Dealer Resource Directory 98

また、従来と比べて「独立」のデメリットが少なくなったため、「起業家 (entrepreneur)」精神の旺盛な証券営業マンを一層惹きつけるようになったこともある。証券営業マンにとってのデメリットは、①費用負担の増加、に加え、②商品サポート、③リサーチ、④情報技術支援、⑤有名ブランド名の看板、等の喪失であるが、近年は、大手証券会社並みのサービスを提供する独立業者を活用できる。また、投資家の間でパッケージ商品の選好度の高まっていること (つまり、社内に証券アナリスト部隊がいなくても、大きなデメリットとはならない)、証券業界に限らず、大企業至上主義が薄れる風潮となりつつあることも、証券営業マンのインディペンデント・コントラクター化の追い風となっている。

(2) 証券業界におけるファイナンシャル・プランニング志向の高まり

米国では、75年の手数料自由化以降、情報技術を駆使した販売チャネルと廉価な情報提供を武器に、ディスカウント・ブローカー (投資アドバイスを提供しない代わりに手数料を

⁴ 本稿では、Investment Advisor 誌及び Financial Planning 誌 (Broker-Dealer Resource Directory 98) の年次調査データをそのまま採用しており、データによっては数字が異なる場合がある。

割り引く証券会社）が投資家層を広げ、右肩上がりにシェアを拡大してきたが、過去数年、投資家の間では、再び投資アドバイスを求める声が高まっている。

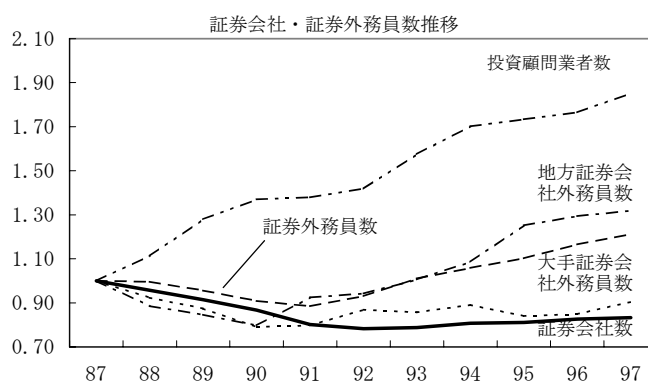
その要因としては、①金融商品情報の氾濫と商品選択肢の飛躍的な拡大が、かえって個人投資家の混乱を招いていること、②高齢化するベビーブーマーを中心に、投資目的が短期的な値上がり益から、老後の資産形成へと変容していること、③90年代の株式ブームもあり、個人の金融資産価値が大きく増加したこと、等がある。投資を自分で楽しみながら行っていた顧客でも、老後に向けてまとまった金額の資産を運用するとなると、専門家に任せようとする者が少なくないからである。

資産蓄積の目的が明確であれば、求められるのは「どの商品が儲かるか」ではなく、「どの商品を、どの組み合わせで、どれ位保有すれば、目的（住宅購入資金、子供の大学授業料確保等）に応じて資金を流動化し、これを達成できるか」というアドバイスである。そこで、こうしたアドバイスを行うファイナンシャル・プランナーが注目され始めたが、彼らの多くは、営業形態からみればインディペンデント・コントラクターにはかならない。

(3) 証券会社設立コストの上昇

証券会社が登録制の米国では、証券会社設立による営業マンの「独立」も、ごくふつうの出来事である。NASD 会員業者の規模を見ると、100 人以下の証券会社が 91%と、証券会社の裾野が広い。ところが近年は、証券会社設立よりも、インディペンデント・コントラクター化を選択する傾向が強まっている。90 年代に入って、証券市場の拡大にもかかわらず証券会社設立のペースは鈍化している。図 2は、ブラック・マンデーのあった 87 年を基点として証券会社数、証券外務員数を指数化したものであるが、証券会社数は 10 年前の水準にまで回復していない。また、外務員の所属をみると、「脱大手」の動きが顕著である。

図 2



(注) 87 年を 1 とした時の指数。証券会社数=NASD 登録証券会社数。証券外務員数=NASD 登録証券外務員数。大手証券会社外務員数=NYSE 会員のライターハウス。地方証券会社=NYSE 会員ライターハウス証券会社から、ライターハウスとニューヨークの証券会社を抜いた残り。97 年の投資顧問業者登録は SEC と州当局で分担されたため、その合計値を採用。

(出所) SIA Fact Book、SEC Annual Report、Tracy Longo “Uninvited Guests”, Financial Planning, January 1999 より NRIA 作成

こうした証券会社設立件数伸び悩みの理由の一つとしては、規制/コンプライアンス・コストの上昇が指摘されている。80 年代までは、証券規制の大きなテーマは、インサイダー

取引や相場操縦等、いわば業者及び「洗練された」投資家の不正であった。ところが、90年代は、個人投資家の証券市場参入が空前の規模で進んでいることに伴い、①顧客の適合性原則 (suitability) 等の販売規制、②「問題」証券営業マンの採用・監督規制、③証券営業マンに関する情報開示義務、④証券外務員の継続教育義務、等が強化され、証券会社のコンプライアンス負担が増加した。そこで「起業家精神」の旺盛な証券営業マンは、証券会社設立よりも、むしろインディペンデント・コントラクターや投資顧問業者化を選択するようになったようである。

5) インディペンデント・コントラクターの営業スタイル

(1) ベテラン証券営業マン

証券会社によって採用方針は異なるが、インディペンデント・コントラクター採用証券会社最大手 (単体ベース) の LPL 社では、大手証券会社出身が 40%、他のインディペンデント・コントラクター採用証券会社が 40%、銀行・保険会社が 10% ずつと、圧倒的に証券業界出身者が多い。証券営業マンとしての経験年数も、一般にインディペンデント・コントラクター候補者は 8~15 年と、大手証券会社に比べると比較的ベテラン揃いである。

一般に大手証券会社は、新卒者や証券営業マン未経験者を採用し、2 年程度はサラリー制度を採用して業務の傍ら、現場研修を行う。一方、インディペンデント・コントラクター採用証券会社では即戦力を求め、当初から歩合制をとる。従って、経費負担増を賄うのに十分な営業収入を確保しており、顧客の大半が自分に付いて来る自信のある営業マンでなければ、躊躇無くインディペンデント・コントラクターへ転身することは難しい。

伝統的なインディペンデント・コントラクターのイメージは、個別銘柄選択に重点を置く「生え抜き」の証券営業マンが独立するというものであり、実際、こうしたスタイルも健在である。例えば、伝統的証券会社色の強いロバート・トーマス・セキュリティーズ (レイモンド・ジェームス傘下) 等は、その収入構成をみると証券コミッションが 5 割を占める。しかし、最近では、「生え抜き」営業マンが、インディペンデント・コントラクターへの転身後は、銘柄選択・売買タイミングのアドバイスを売り物としつつ、一任勘定口座を設定し、コミッションの代わりにフィーを受取るといったケースも多い。

(2) パートタイム型証券営業マン

米国では、証券会社のスポンサーのもと、証券外務員登録を行えば、副業として証券営業を行うこともできる。従って、会計士、個人向け投資顧問業者、保険エージェント等がインディペンデント・コントラクターとなり、本業の傍らで証券投資アドバイス及び注文の執行サービスを提供することも一般的である。

HD ベストのように会計士を専門に採用するインディペンデント・コントラクター採用証券会社もあり、会計士は新たなチャネルとして注目されている。個人や中小企業の財務に深く関わるため、顧客の信頼も厚く、投資ニーズ発掘の機会に恵まれているからである。

パートタイム型証券営業マンの営業スタイルとしては、①既存の中小企業顧客からの要請に応じて 401 (k) 等の退職プランや余資運用も扱えるよう、証券会社のインディペンデント・コントラクターとなる場合、②本業を中核とし、その延長でファイナンシャル・プランニングを提供し、必要に応じて証券売買も行う場合等がある。いずれにせよ、本業の既存顧客に対する追加的サービスとして、証券営業を捉えることが多く、証券営業経験は豊富でないこともあり、専門家が運用するパッケージ商品を活用する傾向がある。

(3) ファイナンシャル・プランナー/ファイナンシャル・プランナー的証券営業マン

米国のいわゆる「ファイナンシャル・プランナー」の中核は、外務員登録を行い、「自営業的」な営業を行うインディペンデント・コントラクターである。また伝統的なインディペンデント・コントラクターも、ファイナンシャル・プランニング的アプローチを取り入れつつあることは前述した。さらに近年は、インディペンデント・コントラクターが所属証券会社名以外の企業名で営業を行うことを認められたため、証券営業マンとしての「顔」が、前面に出ないことも多い。実際、近年は、インディペンデント・コントラクター市場とファイナンシャル・プランナー市場の拡大が連動しており、前者と後者がほぼ同義語となっている場合も少なくないとの見方もある。

(4) 一般的なマーケティング方法

一般的にインディペンデント・コントラクターは、アドバイスの中立性、地域密着性をアピールして、帰属証券会社の看板に頼らず、「自営業者」的に営業している。長期にわたってサービスを提供し、顧客との信頼関係を深めていくため、ベテランになるほど、紹介による顧客獲得の比率が高まる。地元の弁護士、会計士等の専門職と、顧客を紹介し合うことも少なくない。特に専門職からの紹介は、顧客に大きな安心感を与えるため、紹介成功率が高いと言われている。もちろん、受け身の紹介ばかりでなく、コミュニティ・カレッジの講師を努めたり、地方紙にコラムを書く等、いかに営業地域でのプレゼンスを高めていくかが成功の鍵となる。

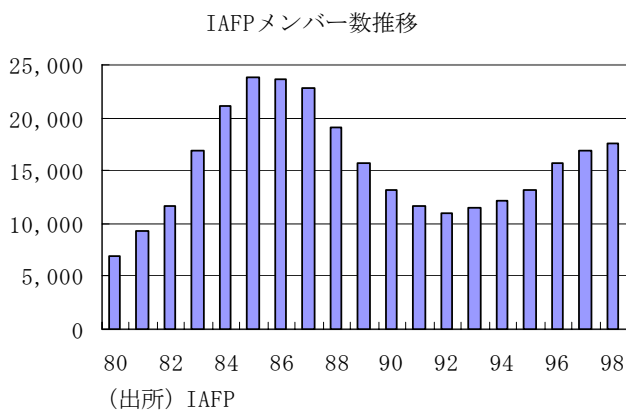
2. ファイナンシャル・プランナーという視点からみたインディペンデント・コントラクター

1) 拡大するファイナンシャル・プランナー市場

米国のファイナンシャル・プランナーは認定資格 (designation) であり、しかも CFP を始めとして複数存在するため、市場の全体像は捉えられていない。主要ファイナンシャル・プランニング資格取得者・協会加入者を単純合計 (実際は、複数の資格を取得しているファイナンシャル・プランナーも少なくない) すると、97年 7.4万人を超えるが⁵、大手金融機関の社内資格認定者 (例えばメリル・リンチは”Certified Financial Manager”) や、自称・実質ファイナンシャル・プランナー等も含めれば、その対象者はさらに広がる。

ファイナンシャル・プランニング協会としては最大の IAFP (International Association of Financial Planners) の会員数をもとに、同業界の動向を見ると、85年をピークに90年代初めにかけて半減したが、93年を底に再び増加基調にある (図3)。これは税金・相続対策等のアドバイスを強みとする伝統的なファイナンシャル・プランナーが、リミテッド・パートナーシップの破綻によって優位性を失った後、堅調な株式市場に支えられて、証券投資アドバイスを中核とするファイナンシャル・プランナーが台頭してきたためであろう。

図 3



2) ファイナンシャル・プランナーの2つのタイプ

証券投資アドバイスを行うファイナンシャル・プランナーは、報酬体系の違いにより、大きく2つに分けることができる。コミッション型 (委託手数料、投資信託・保険販売手数料等) ファイナンシャル・プランナーと、それ以外の手数料 (顧客資産の一定割合、定額、時間当たり手数料等) を徴収するフィー型のファイナンシャル・プランナーである。法的にみ

⁵ Robert Clark “Meeting of Minds” Dow Jones Investment Advisor October 1998.

ると、コミッションを受取ることができるのは、登録証券外務員のみであり、フィーのみを受取るのであれば、登録外務員でなくても構わない。つまり、コミッション型のファイナンシャル・プランナーの多くは、証券外務員登録を行うために証券会社に帰属しなければならず、インディペンデント・コントラクターとなるのである（表 3）。

表 3

ファイナンシャル・プランナーの収入形態

	93	94	95	96	97
サラー&コミッション	3	6	6	5	5
サラーのみ	6	8	7	5	6
フィーのみ	17	18	18	26	24
フィー&コミッション	42	35	42	38	43
コミッションのみ	32	33	27	26	22

(出所) NEFE Survey of Trends in Financial PlanningよりNRIA作成

伝統的にファイナンシャル・プランナーの主流は、このコミッション型であった。しかし近年は、顧客と利害が一致するフィー型のファイナンシャル・プランナーを、より中立的なアドバイザーとして選好する動きが見られるようになっている⁶。こうした環境変化に対応し、コミッション型のファイナンシャル・プランナーがフィー型に転向したり、フィーとコミッション・サービスを併用するケースが増加している。実際、コミッションのみを収入とするプランナーの割合は97年に22%まで低下し、代わりにフィーのみ及びフィーとコミッションの併用型のプランナーが67%となった。

3) ディスカウント・ブローカーとフィー型ファイナンシャル・プランナーの提携

フィー型ファイナンシャル・プランナーの対顧客資産手数料率は1%前後と、コミッションよりも低い（例えばパトナムの株式投資信託は、対取引高5.75%）ため、より富裕層に特化する傾向が高いと言われていた。こうしたフィー型ファイナンシャル・プランナーを事務処理面で大いにサポートして業務効率を高め、より中流顧客層にも手の届く存在へと変容させたのが、チャールズ・シュワップを初めとするディスカウント・ブローカーであった。例えばチャールズ・シュワップは、ファイナンシャル・プランナーに自社への発注ソフトを配付して、彼らの事務所から直接注文・情報データのやり取りをできるようにした。また、複数投信会社の投信を、原則手数料なしで提供するワンソースというプログラムを活用し、取引明細書を一元化した。

⁶ コミッションの場合は、顧客ポートフォリオのパフォーマンスに関わらず、取引高が増えれば、証券営業マンの収入が増えるため、過剰取引の懸念が生じる。これに対して資産残高の一定割合を手数料とする場合は、顧客資産の拡大が、証券営業マンの手数料増加につながるため、利害が一致するとされている。

97年、チャールズ・シュワップが提携するファイナンシャル・プランナー数は5,300と、既にメリル・リンチの営業マン数の1/3に匹敵する。また同社は、ファイナンシャル・プランナー経由の資産が顧客資産全体の1/3を占め、ディスカウンターといえども、もはや「投資の意志決定を自ら行う顧客の証券会社」ではなくなっており、フルサービス証券会社の強力なライバルとして着実に成長している。

4) コミッション型ファイナンシャル・プランナーのフィー・サービス

大手ディスカウント・ブローカーという後ろ盾を持ったフィー型ファイナンシャル・プランナーの影響を、コミッション型ファイナンシャル・プランナーも受けつつある。フィー型ファイナンシャル・プランナーへの転向はもちろん、帰属証券会社を持つインディペンデント・コントラクターでありながら、顧客資産の一部をディスカウント・ブローカーに移し、当該顧客からはファイナンシャル・プランナーとして、コミッションではなくフィーを徴収する動きも見られるようになった。そこで対応を迫られたインディペンデント・コントラクター採用証券会社は、証券外務員として登録していないフィー型ファイナンシャル・プランナーにもサービスを提供したり、コミッション型ファイナンシャル・プランナー向けフィー商品を導入し始めた。実際、LPL社、IM&R社では、フィー・サービスを提供したことのあるインディペンデント・コントラクター比率は既に8割を超えた(表4)。

表 4

大手インディペンデント・コントラクター採用証券会社のフィー収入比率

	97年収入			98年収入(推定)			フィー・プログラムに参加しているインディペンデント・コントラクターの比率
	内フィー収入 (%)			内フィー収入 (%)			
1 LPL	35,370	7,880	22%	NA	NA	NA	85%
2 Royal Alliance	31,400	4,200	13%	37,000	5,200	14%	50%
3 IM&R	21,000	8,130	39%	23,320	9,860	42%	82%
4 MML Investors Services	19,110	NA	NA	NA	NA	NA	NA
5 FNIC	17,200	1,200	7%	20,000	1,800	9%	33%
6 FSC	15,490	2,060	13%	19,360	2,330	12%	50%
7 Mutual Service Corp	15,160	NA	NA	17,000	NA	NA	32%
8 SunAmerica	14,960	750	5%	18,000	900	5%	26%
9 Robert Thomas Securities	12,440	1,610	13%	13,910	2,100	15%	38%
10 Securities America	9,990	570	6%	12,500	800	6%	35%
11 Nathan & Lewis	8,500	530	6%	10,000	1,000	10%	20%
12 Jefferson Pilot Securities	7,940	420	5%	9,090	500	6%	10%
13 Commonwealth Equity	7,800	760	10%	10,020	1,230	12%	70%
14 CIGNA Financial Advisors	7,690	NA	NA	NA	NA	NA	NA
15 Walnut Securities	7,650	600	8%	8,800	730	8%	25%

(注) MML、CIGNAの数字はBroker-Dealer Resource Directoryによる。

(出所) Investment Advisor 98年6月号よりNRIA作成

3. インディペンデント・コントラクター採用証券会社の概要

1) 主要業務

インディペンデント・コントラクター採用証券会社は、主に①注文執行、②証券外務員登録・継続研修支援（場合によっては投資顧問業者登録支援も行う）、③監督・コンプライアンス、④その他営業支援サービスを提供する。これらのサービスの費用は、証券会社が徴収する1割のコミッションと、各種手数料（注文伝票処理料、月間手数料等）によって賄われるが、その配分方法は様々である。例えばセキュリティーズ・アメリカでは（98年2月アメリカン・エクスプレスが買収）、各種手数料は高めに設定する代わりに、ペイアウト比率100%を誇っている。

2) 注文執行方法

インディペンデント・コントラクター採用証券会社は、実際の注文執行を DLJ 傘下のパーシング、フィデリティ傘下の NFSC などのクリアリング業者を通じて行っている。顧客口座や現金、証券はクリアリング業者が管理しており、取引明細書もクリアリング業者から送られる。セキュリティーズ・アメリカを例にとると、営業マンはフリーダイヤル番号を使って、同社のトレーダーに発注を行い、トレーダーが NFSC のシステムに入力する。また一部の支店では、直接 NFSC のシステムに入力することも認められている。

3) インディペンデント・コントラクターの採用

証券営業をインディペンデント・コントラクターの自主性に任せる証券会社にとっては、いかに優秀な人材を他の金融機関から引き抜いてくるかが、最大の課題となる。そのため、金融専門誌への広告等を積極的に行い、ペイアウト比率の高さやサポート体制の充実を宣伝し、業界内での認知度を高めておく必要がある。その外、採用担当者が証券関連のセミナー等に顔を出して採用候補者を探したり、自社のインディペンデント・コントラクターからの推薦を受ける方法も採っている。

即戦力を必要とするため、採用基準として最低営業収入実績を足切りラインとして設けている会社も少なくない。しかし、業績優秀な営業マンでも、過去に問題があったり、極端に転職回数が多い場合は、敬遠される傾向がある。近年は、証券会社による監督責任が強化されており、また NASD の監査が、「リスク・ベース（過去に問題のあったり、問題が生じる可能性が高い証券会社、証券外務員を重点的に監査する）」化しているため、問題を起こしかねない営業マンの採用は、収益的にも見合わないからである。

4) 団体賠償責任保険 (E&O) の提供

証券会社が営業マンの監督・コンプライアンスに細心の注意を払っても、問題が生じる可能性は否めない。そこで、インディペンデント・コントラクター採用証券会社の多くは、営業マンに、団体賠償責任保険 (Error & Omission Insurance, 以下 E&O 保険) の加入を義務づけている。

一般に、E&O 保険でカバーされているのは、間違い (Error)、誤解を生じさせる虚偽の表示 (Misrepresentation)、過失 (Negligence)、不作為 (Omission)、等で、不正行為は含まれない。しかし、ファイナンシャル・プランニング的なアプローチが進展するにつれ、故意に不正行為を行わなくても、原告が、顧客の適合性 (suitability) を吟味しなかったために、不適切なアセット・ミックスとなったと主張するケース等も見られるようになった。実際、E&O 保険の賠償理由として最も多いのは、①適合性、②誤解を生じさせる虚偽の表示、③リスク情報の非開示、④販売手数料の非開示、⑤過失であると言われている。

4. 保険会社にとってのインディペンデント・コントラクターの魅力

1) 保険業界との関わり

伝統的に証券営業マン出身者が多いインディペンデント・コントラクター業界であるが、大手各社をみると、①保険会社として設立され、後に戦略的に証券業務にシフトした会社 (サンアメリカ、セキュリティーズ・アメリカ等) や、②保険会社のエージェントが変額保険・年金販売の受け皿として設立した会社 (CIGNA ファイナンシャル・アドバイザー、ニューヨーク・ライフ・セキュリティーズ) 等も多く、保険業界との関わりが深い。

また 80 年代後半に入り、保険会社が、ファイナンシャル・プランニング的なチャネルの確保を目指して、インディペンデント・コントラクター採用証券会社を買収する動きも見られた。86 年のミューチャル・オブ・ニューヨーク (MONY) による FSC 買収等がこれに当たるが、当時の MONY は、利回り確定商品 (GIC⁷) の無理な販売と、不動産関連及びジャンク債投資によって、経営危機に陥っており、わずか 3 年後に FSC を売却した。

90 年代初めから半ばにかけては、自らを個人年金専業業者として位置づけ、販売網の拡大を目指して買収を積極的に行ったサンアメリカの動きが目立った。インディペンデント・コントラクター採用証券会社も大型化し、総収入 5,000 万ドル以上の企業は、92 年の 4 社から、98 年には 20 社以上まで拡大した (表 5)。

⁷ Guaranteed Investment Contract

表 5

インディペンデント・コントラクター採用証券会社の概要

	総収入 万ドル	総費用 万ドル	営業利益 万ドル	営業 マン数 人	営業マン一人 当たり総収入 万ドル	アライアンス 会社
1 LPL	35,370	33,120	2,250	2,694	14.0	Pershing
2 Royal Alliance	31,400	NA	NA	3,554	8.8	Pershing
3 IM&R	21,000	19,840	1,160	1,223	17.1	Raymond James
4 MML Investors Services	19,110	NA	NA	NA	NA	NA
5 FNIC	17,200	17,100	100	2,500	6.6	Pershing
6 FSC	15,490	NA	NA	1,374	11.0	Pershing
7 Mutual Service Corp	15,160	14,490	670	1,420	10.7	Pershing
8 SunAmerica	14,960	NA	NA	2,391	5.9	Pershing
9 Robert Thomas Securities	12,440	11,670	770	1,173	10.2	Raymond James
10 Securities America	9,990	9,970	20	1,105	7.9	NFSC
11 Nathan & Lewis	8,500	NA	NA	872	9.8	Pershing, Bear Stearns
12 Jefferson Pilot Securities	7,940	NA	NA	1,958	3.6	Pershing
13 Commonwealth Equity	7,800	NA	NA	539	13.5	NFSC
14 CIGNA Financial Advisors	7,690	NA	NA	NA	NA	NA
15 Walnut Securities	7,650	8,120	(470)	2,000	3.9	Pershing

(注) 97年総収入ランキング。MML、CIGNAはBroker-Dealer Directoryの数字。

NFSCはFidelity子会社、PershingはDLJ子会社。

(出所) Investment Advisor 98年6月号よりNRIA作成

2) 失われていくインディペンデント・コントラクター採用証券会社の独立性

インディペンデント・コントラクターの勢力が拡大している一方で、彼らを採用する証券会社の多くは保険会社を買収され、97～98年にかけて、その独立性が急速に失われつつある（表6）。エトナによるFNIC、ニューイングランドによるネーザン・ルイス買収に続き、サンアメリカもAIGの傘下となった。

証券業界側からみた買収の背景には、証券売買仲介の収益性低下と、情報技術投資・コンプライアンス・コストの上昇がある。インターネット取引の普及に伴い、コミッションの価格破壊が進み、フルサービス証券会社のコミッション水準の妥当性が問われる一方で、コスト負担は上昇傾向にあり、大手金融機関といえどもスケール・メリット確保による効率化を余儀なくされている⁸。特に金融機関規模を競争力の源泉と捉え、合併が合併を誘発する最近の傾向が、インディペンデント・コントラクター採用証券会社の危機感を一層募らせたとの見方もある。

⁸ 沼田優子「世界最大の金融機関シティグループの誕生」『資本市場クォーターリー』98年春号参照。

表 6
インディペンデント・コントラクターの買収

	創業年数	親会社	親会社の業態	最近の買収
1 LPL	30		独立	
2 Royal Alliance	9	AIG(SunAmerica)	保険	1998年8月
3 IM&R	24	Raymond James	証券	
4 MML Investors Services	NA	Massachusetts Mutual	保険	
5 FNIC	15	Aetna	保険	1997年7月
6 FSC	40	AIG(SunAmerica)	保険	1998年8月
7 Mutual Service Corp	28	Pacific Life	保険	
8 SunAmerica	24	AIG(SunAmerica)	保険	1998年8月
9 Robert Thomas Securities	16	Raymond James	証券	
10 Securities America	14	American Express	カード	1998年2月
11 Nathan & Lewis	22	Met Life (New England Life)	保険	1998年2月
12 Jefferson Pilot Securities	29	Jefferson Pilot	保険	
13 Commonwealth Equity	19		独立	
14 CIGNA Financial Advisors	NA	Lincoln National Life	保険	1997年7月
15 Walnut Securities	13	General American Life	保険	

(注) () 内の企業が直接の買収会社で、() 外が一番上に位置する親会社。
親会社は、97年Corporate Affiliation資料をもとに、最近の買収案件(発表ベース)を反映させて修正した。

一方、保険会社側の事情としては、伝統的保険市場の成熟化がある⁹。高齢化社会に向けて、若くして亡くなるよりも、長生きし過ぎるリスクに対する懸念が高まっているため、保険会社も死亡保障よりも生存保障商品、確定利回りよりも市場金利連動型商品の拡大を急いでいる。ところがこうした商品は、伝統的に証券外務員が得意とする分野であり、保険会社が証券商品を販売するより、証券会社が保険商品を販売する方が、ハードルは低いとの声もある。証券会社の方が早くから、他社商品を品揃えとして加えており、時価情報をプロセスできるシステムを既に構築しているからである。

3) 買収の狙いと見通し

インディペンデント・コントラクター採用証券会社を買収する保険会社の狙いは、市場金利連動型商品を販売する低コスト・チャネルの掌握を通じた販売網の多様化である。近年、金融機関の相互乗り入れが活発化する中で、証券業務を中核としたファイナンシャル・プランニング・アプローチを取り込みたいというニーズもある。実際、健康保険・企業年金を主要業務とするエトナは、投資知識をさほど持たない従業員に対しては、ファイナンシャル・プランナーによる職域での投資教育が最適であると考え、FNICを買収した。当時、エトナ傘下にも、インディペンデント・コントラクター採用証券会社のエトナ・ファイナンシャル・サービスズがあったが、エトナはファイナンシャル・サービスズ側に変革を迫り、FNICに実質的に吸収させたと言われている。

買収に動く保険会社側には、当然、自社商品の販売を拡大したいという意図が透けてみえる。ただし、営業マンの自己裁量と高流動性が最大の魅力となっているインディペンデント・

⁹ 沼田優子「米国大手保険会社の株式会社化」『資本市場クォーターリー』98年秋号参照。

コントラクター業界では、そうした無理押しは、優秀な人材の流出を招くだけであるとの見方も強い。個人年金専門会社として急速に成長したサンアメリカも、自社商品の販売網を求めて買収を重ねてきたが、あくまでも「棚（shelf space）」の確保に徹しており、年間商品販売額 140 億ドルのうち、自社商品の割合はわずか 15 億ドル（11%）である。AIG の傘下となった後も、こうしたスタンスは、急速には変わらないと見られている。

5. インディペンデント・コントラクターに関わる規制

1) 対インディペンデント・コントラクター：投資顧問業者登録は必要か？

(1) ブローカー規制

他人の勘定で証券売買を行う「ブローカー」は、自主規制団体である NASD 会員となる必要があり、その関係人たる証券外務員も、NASD に登録しなければならない。NASD は、会員業者の関係人で、投資銀行・証券業務を行う者は、その業務が監督、勧誘（solicitation）、証券業務の遂行（conduct of business in securities）であっても、外務員（representatives）と見なすとしている。つまり、「ブローカー」としてコミッションを受け取る者は、ファイナンシャル・プランナーと称して営業を行っていても、法的には証券外務員でなければならない。

(2) 会計士・証券外務員による投資顧問業者登録の必要性

一方、フィー型ファイナンシャル・プランナーは、40 年投資顧問業者法の①報酬を受けて、②業として、③投資アドバイスの提供を行う者に該当するため、原則として、投資顧問業者登録を行わなければならない。ただし、①弁護士、会計士、エンジニア、教師が、それぞれの業務に関連して(incidental to his practice)投資アドバイスを提供する場合、②証券外務員が業務に関連して投資アドバイスを提供し、その対価を得ない場合等は、登録義務は課されない。そこで、ファイナンシャル・プランナーが会計士、証券外務員も兼ねている場合、投資顧問業者登録を行うべきか、ということが問題となった。

これについて 87 年、SEC は、北米証券監督者協会（NASAA¹⁰）と合同で、「ファイナンシャル・プランナー、年金コンサルタント等、他の金融サービスの一環として投資アドバイスを提供する業者への、投資顧問業者法の適用について」を発表した。同報告書では、ファイナンシャル・プランニング・サービスを行っていることを一般に知らしめている会計士等、及び投資アドバイスの対価を受ける証券外務員は、登録義務の適用除外とはならないとした。

¹⁰ North American Securities Administrators Association

(3) 中小投資顧問業者監督の強化

従来、投資顧問業者は、40年投資顧問業者法及び州法に基づき、それぞれSECと州の二重登録を義務づけられていたが、監督は不十分で、未登録で投資アドバイスを行う中小業者も野放し状態であると指摘されていた。こうした事態を改善するため、96年全国市場改革法(The National Markets Improvement Act of 1996)では、SECと州の投資顧問業者の管轄権を分割し、原則として大手業者はSECに、中小業者は州に登録することとした。その背景には、90年代のファイナンシャル・プランナー台頭に伴い、増加基調にある中小投資顧問業者を、きめ細かく監督しようという狙いもあったと指摘されている。

2) 対証券会社：消極的コンプライアンスから能動的コンプライアンスへ

(1) 小型・一人店舗に対する監督

営業方針は営業マンの自主性に任せているインディペンデント・コントラクター採用証券会社であるが、コンプライアンス面では、一般の証券会社同様の責任を負う。

97年1月、SECは、一人店舗のインディペンデント・コントラクターが不正を働いた場合でも、証券会社が十分な監督を怠り、不正を防止できなかった事実が認められた場合には、通常の証券会社同様に、制裁を課すことを明確にした。但し、一人店舗は十分な監督がなされない結論づけたわけでも、一人店舗を認めないわけでもないとしている。

またNASDは98年5月、会員通知98-38で、会員業者は、勤務地、報酬体系、雇用体系、登録の有無に関わらず、全ての「関係人(インディペンデント・コントラクターを含む)」を監督する義務があることを再確認した。

さらに98年9月、ニューヨーク・ライフ・セキュリティーズが不正を行った証券外務員を十分に監督できなかったとして、SECより制裁を受けた。同事件では、ニューヨーク・ライフの問題点として、①顧客ファイルの監査をしなかったこと、②抜打ち店舗監査を行わなかったこと、③支店長級が監督職務を遂行しているかどうかをチェックする体制が整っていないことが、を問題として挙げ、より能動的な監督姿勢(proactive supervision)を求めた。

(2) 「社外」業務の監督

NASDは85年、公正慣習規則第III編第40条(現規則3040)で、会員業者の関係人は、会員業者との雇用関係の範囲外で行った「社外」証券取引についても、会員業者から事前承認を受けるべきであることを定めた。また、関係人が、「社外」証券業務で注文執行に伴う報酬を受けることを、会員業者が承認する場合は、当該取引記録を「社内」証券業務同様に残し、監督を行うべきであるとした。続いて88年、NASDは公正慣習規則第III編第43条(現規則3030)で、会員業者の関係人が、会員業者との雇用関係の範囲外で行った「社外」業務は、会員業者に事前報告しなければならないとした。

90年代に入り、ファイナンシャル・プランニング的なアプローチの高まりを受け、例えば証券外務員兼投資顧問業者が、顧客資産の一部の運用を投資顧問会社に任せ、運用手数料を

投資顧問会社と分配した場合の上記2規則の適用が問題となった。そこで NASD は会員通知 91-32 で、証券外務員兼投資顧問業者が「社外」投資アドバイス業務を行った場合、報酬を受け取ればその業務は第 40 条（規則 3040）の適用を受け、報酬を受け取らなければ適用除外となるとの見解を示した。

3) 税法上の問題

（1）税当局から見たインディペンデント・コントラクター

インディペンデント・コントラクター制度は、証券業界に限らず、経営コンサルタントやタクシー運転手等、他の様々な職業でも採用されている。サービス提供者がインディペンデント・コントラクターか否かの最終的な判断は、内国歳入庁（IRS¹¹）等の税当局が下す。報酬提供者は、インディペンデント・コントラクターの社会保障税、福利厚生費等を負担しなくて良いため、一般の従業員と比べると、著しく人件費を軽減できる。しかし、内国歳入庁は、近年のインディペンデント・コントラクター増加の背景には、経費削減を目指す報酬提供者側の思惑があるのではないかとの懸念から、従来以上に認定を厳しくするようになっている。

原則としては、報酬提供者がサービスの結果のみならず、内容や方法を指示できる場合は、報酬提供者がサービス提供者を「管理（control）」できると見なし、サービス提供者は従業員と認定される。内国歳入庁は 96 年、過去の判例に基づき、この管理の度合いを図る 20 のチェック項目を発表し、これに照らし合わせて個別案件ごとに審査している。

（2）インディペンデント・コントラクター採用証券会社のジレンマ

証券規制当局が近年、監督・コンプライアンスを強化する方向にあることは既に述べたが、このことは、「インディペンデント・コントラクター」としての雇用形態を危うくする危険性をはらんでいる。

証券外務員の監督が十分でなかった証券会社は制裁を受けるが、同時に、①外務員の不正を防止できると見られる監督手続きが定められ、この手続きを実施する仕組みが整っている場合、かつ、②この手続きを遂行しなかったとする根拠が認められなかった場合には、監督責任を問われない。つまり、証券会社にとっては、コンプライアンスを十分過ぎる程行っておく方が安全ということになる。

ところがインディペンデント・コントラクター採用証券会社の場合は、過度の監督が、前述した「管理」に該当すると見なされ、営業マンを従業員として処遇しなければならなくなる可能性がある。IRS は、従業員か否かの判断は総合的に行われるものであるとの見解を示しているものの、個別案件ごとの審査では、基準の曖昧さが残るとの指摘もある。

¹¹ Internal Revenue Service

6. おわりに

米国は、会社 (corporation) 設立が比較的容易であり、給与所得者も確定申告を行うので、従業員によるビジネス経費の控除も一般的に行われている。このように、我が国と異なる土壌の上にインディペンデント・コントラクター制度が成り立っており、これをそのまま輸入しようとするには無理があろう。しかし、米国株式 (時価総額 13 兆ドル) の 6 割を広義の個人投資家¹²が保有する構造の背景には、手数料自由化以降、多様な営業スタイルの証券会社・その他金融機関と、その隙間を補完する「自営業者」的なインディペンデント・コントラクターの成長があり、彼らが証券市場に厚みを与え、投資家層の裾野の広がりを助けたことは、無視できない。

我が国でもビッグバンの本格化を迎えて他業態との相互乗入れ・提携が活発化しているが、80 年代初めの米国の事例を参考にすれば、大手金融機関の網羅的な拡張路線には限界があり、規制緩和の中での事業ポートフォリオ再編が不可欠となって行く。こうした大手金融機関と、拡大する投資家層との隙間を埋める、柔軟な営業体の登場が望まれる可能性は高いであろう。

ただし、米国における営業の多様化の背後では、標準化された規制・コンプライアンス手続きが整備されてきたことを、忘れてはなるまい。また提供商品の間口が広いからと言って、各商品・サービスの質の希薄化は許されるべきではなく、複数業務をこなすインディペンデント・コントラクターは、各業務の専業業者並みの規制・監督に服している。証券会社のコンプライアンス責任についても同様で、むしろ中央集権的な管理が難しくなるため、よりきめ細かいコンプライアンス手続きを定め、これを実施することが求められているのである。

(沼田 優子)

¹² Federal Reserve Board, *Flow of Funds* 97 年末の数字。同データは統計上の残差を「家計及び非営利団体」としているが、上記ではこれを「個人投資家」と見なし、これに投資信託保有株式も合わせて「広義の個人投資家」とした。