

証券仲介業の新潮流 —情報技術が変質を促す米国の販売支援—

沼田 優子

要 約

1. 米国では、金融商品の製造と販売業務が分離する、「製販分離」が進展した。この動きを後方から支えたのが、販売業者に対する営業支援を行う「販売支援業者」である。新興の販売業者は、製販一体型の伝統的金融機関の営業部隊に比べて、商品知識や経験が乏しいことが少なくなく、より多くの支援を必要としたからである。
2. こうした販売支援業務の担い手としては、投資信託会社等の販売支援部隊（いわゆるホールセラー）が知られている。しかし近年は、商品製造業者からより独立した販売支援が求められてきたこともあり、クリアリング・ファーム（我が国の仲介業のモデルとも言われる）等のインフラ業者が、情報技術を駆使した販売支援サービスの重要な提供者となりつつある。
3. 従来、伝統的金融機関はこれらのインフラ業者への業務委託を、バックオフィス業務のコストを下げる手段と見なしていた。しかし近年のインフラ業者は、単なるコスト競争を繰り広げるのではなく、第三者のシステムともつなげる相互接続性を付加価値として訴えたり、経営支援にまで踏み込んだサービスを提供したりしている。こうした、製造部門がないが故の強みは確実に手数料収入に結びついており、彼らの取引連動型収入の比率が下がっていることは、注目に値する。
4. 我が国においても、製販分離は定着しつつあり、早晩、販売支援のインフラの拡充が、求められることとなろう。これまでは、人的支援の充実が先行してきた感があるが、2009年の株券電子化を目前に、資産管理のあり方の見直しが喫緊の課題となっており、情報技術を中核とした販売支援サービスの工夫の余地は、高いものと思われる。

I. 高まる「販売支援業者」の存在感

1. 製販分離の進展

米国では、金融機関のチャネル拡大ニーズや、身近な金融専門家を求める顧客のニーズに応える形で、「商品製造機能」と「販売機

能」の分離が生じた。

自社商品に縛られなくなった販売部門は、多様な製造業者の商品を仕入れ、これらと比較した上で、顧客に最も適した商品を提示することを付加価値としてアピールするようになった。販売業務に特化した、保険ブローカーや証券のディスカウント・ブローカー等

も登場した。

また、最適な商品製造業者数と販売業者数が一致しなくなってきたことも、製販分離を後押しした¹。販売専門業者は、伝統的金融機関に比べると規模が小さいことが多いが、顧客との密着度を高める狙いもあり、その数は目覚ましく増えていった。一方、汎用商品の製造業者は、激しい競争と価格低下圧力にさらされるため、より専門性を磨いて付加価値を維持しながら、効率化を図ろうと、巨大化、寡占化したからである。

さらに近年は、伝統的な大手金融機関が中立性を強調するため、グループ内の商品製造部門を売却する動きさえ起こった。伝統的な大手金融機関は一般的に、製販両部門とも他

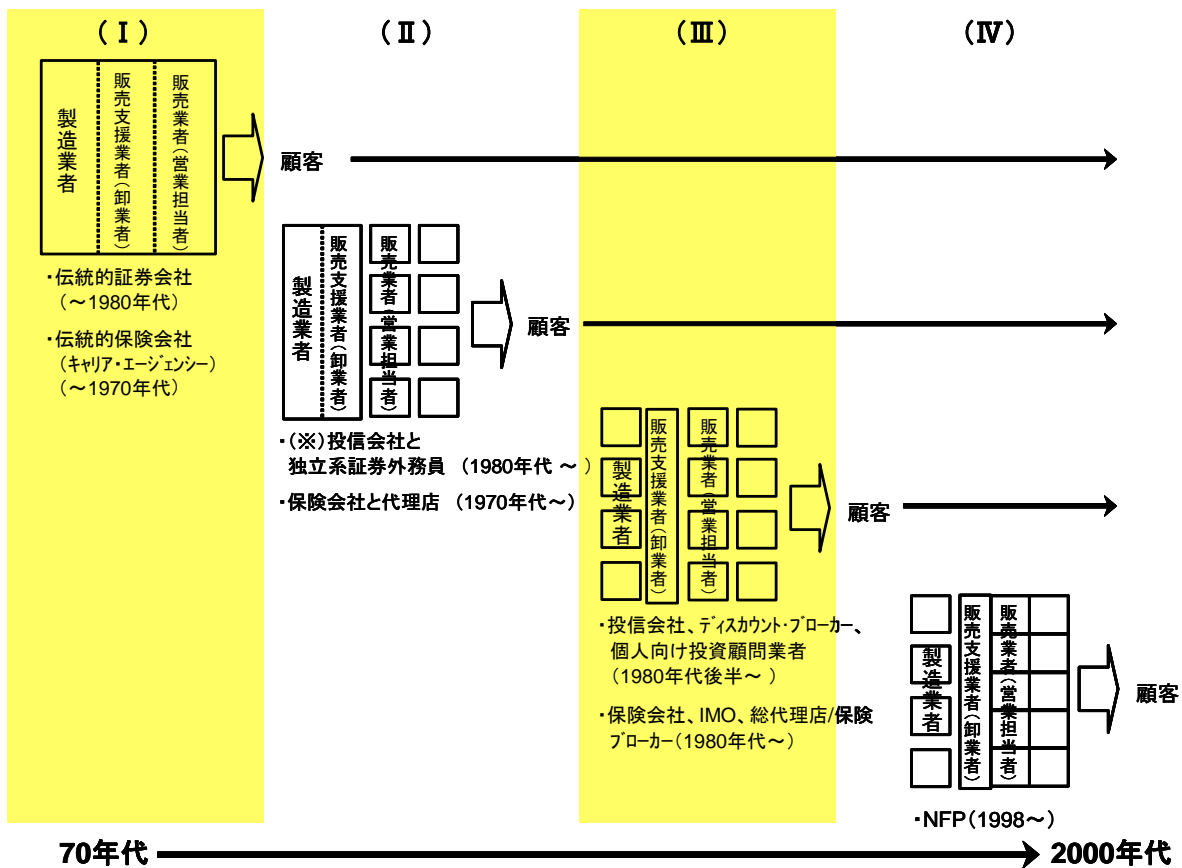
に秀でているが、製販一体型である以上、「製造部門のために存在する販売部隊」という懸念を払拭仕切れない。しかし彼らは、むしろ今後はこのことが、両部門の発展の障害となり得ると判断したのである。象徴的であったのが、一大金融コングロマリットを形成したシティグループが、損保、生保、そして運用会社を切り離したケースであった²。

2. 「販売支援業者」の発展史

こうして製販分離が進むにつれ、商品製造機能と販売機能の間に入って、卸業務的な機能を担う「販売支援」部隊の役割が重要となっていた（図表1のⅡ）。

彼らの役目は、販売業者の営業担当者に対

図表1 製販分離の進展（概念図）



(注) IMO は Insurance Marketing Organization (保険代理店営業支援業者)。(※) 背後には、クリアリング・ファームや独立系外務員採用証券会社もいるが、当時は販売支援の目立った動きが少なかった。

(出所) Bruce Callahan & Bob Carter, “NFP and Partners Financial. The Industry, the History, the Future.” January 8, 2004 等より野村資本市場研究所作成

し、情報、研修、システム等、多様な販売支援を提供していくことにある。とりわけ、販売業者の中でも、異業種からの新規参入組や、自営業的な零細業者は、必ずしも商品に精通しているとは限らず、十分なバックオフィスのインフラも整っていないことが多い。従って、彼らは伝統的金融機関の営業担当者以上に、きめの細かい支援を必要としているのである。

さらに製版分離が進むと、独立した販売支援業者が登場した（同Ⅲ）。零細化する販売業者の立場にたち、巨大化する商品供給業者と交渉を行うことの出来る販売支援業者が、求められるようになったからである。しかし、現時点では、販売支援業務の専門会社が、大きな成長を遂げることは多くなく、実質的には本稿で紹介するような、システム等を提供

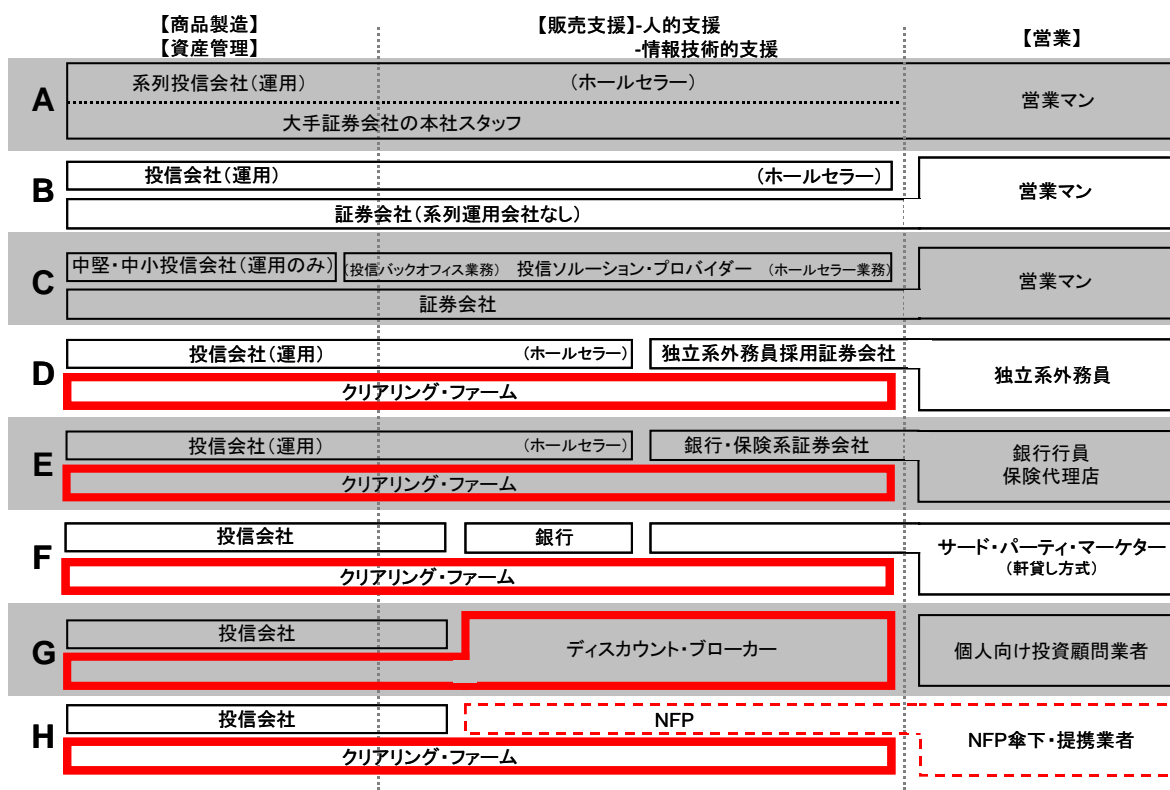
してきたインフラ業者が、この役割を担っている。

ただし、販売業者の零細化が問題なのであれば、彼らを買収によって組織しようとする販売支援業者も現れた（同Ⅳ）。98年創業のナショナル・ファイナンシャル・パートナーズ（NFP）社である。同社は先進的事例として注目を浴びたが、今のところ、後続の目立った動きは出ていない（故に NFP に関しては補論で紹介する）。

3. 多様化する販売支援業者

販売支援機能がこのような発展を遂げたとはいえ、現状はこの機能の強化が急務となっており、実際には、新旧含めた多様な業者がそれぞれの事業領域の拡大を図りながら、併存している（図表2のA～H）。

図表2 販売支援業者の多様化（概念図）



(注) 1. 太線で囲った部分は本稿で紹介する業者（点線は補論）。
2. 資産管理とは、注文執行、清算・決済、口座・資金・証券管理等。
(出所) 野村資本市場研究所

このような販売支援部隊の中で、最も良く知られているのが、投資信託会社や保険会社の営業担当者（いわゆるホールセラー）であろう。実際、商品製造業者が、近年、ホールセラー部隊を急速に拡大していることは、周知の事実である³。しかし、販売業者の営業担当者に対して、対面営業を行うホールセラーが、製造業者から独立するケースは極めて希である⁴。

一方で、独立系の大手販売支援業者としては、クリアリング・ファーム（清算会社）やディスカウント・ブローカー等のインフラ業者が台頭しているようである⁵。彼らは、取引システムとそのデータを中心に、情報を一元管理したり分析したりするといった側面からの支援において、一日の長があるように見える。

本稿が紹介するのは、インフラ提供業務を業としつつも、その強みを活かした販売支援サービスに注力する、後者の業者である。

II. インフラ業者による販売支援の実態

1. パーシング（清算会社最大手）

1) クリアリング業界の現状とパーシングの位置づけ

クリアリング・ファームはその名の通り、注文の執行及び決済業務を請け負う業者で、我が国の仲介業のモデルになったとも言われている⁶。米国では、全証券会社 5,301 社の 9 割が、これらのバックオフィス機能を、クリアリング・ファームに依存している⁷。

クリアリング・ファームも、他の装置産業業者と同様、定番化したサービスを低価格で提供することが求められ、寡占化を進めた。現在、上位三社のシェアは 43%、中でも最大手のパーシングのシェアは 23%となった⁸。ちなみに第二位は、大手投信会社であるフィデリティ傘下のナショナル・ファイナンシャ

ル、第三位はベア・スターンズである。

クリアリング・ファームのもともとの収入源は、注文執行や決済に伴う取引連動収入である。ただし、顧客の口座、資金、証券を管理することから発生する付随収入も、無視できないようである。①最終顧客からの預かり金の運用益（例えばこの預かり金を、信用取引を行う他の顧客に貸す）、②レポ取引のスプレッド、③最終顧客への信用取引金利（投機目的以外の証券担保ローンを含む）とコール・レートとのスプレッド、④最終顧客から預かった証券の運用益（例えばこの証券を、空売りをを行う顧客に貸す）等である⁹。

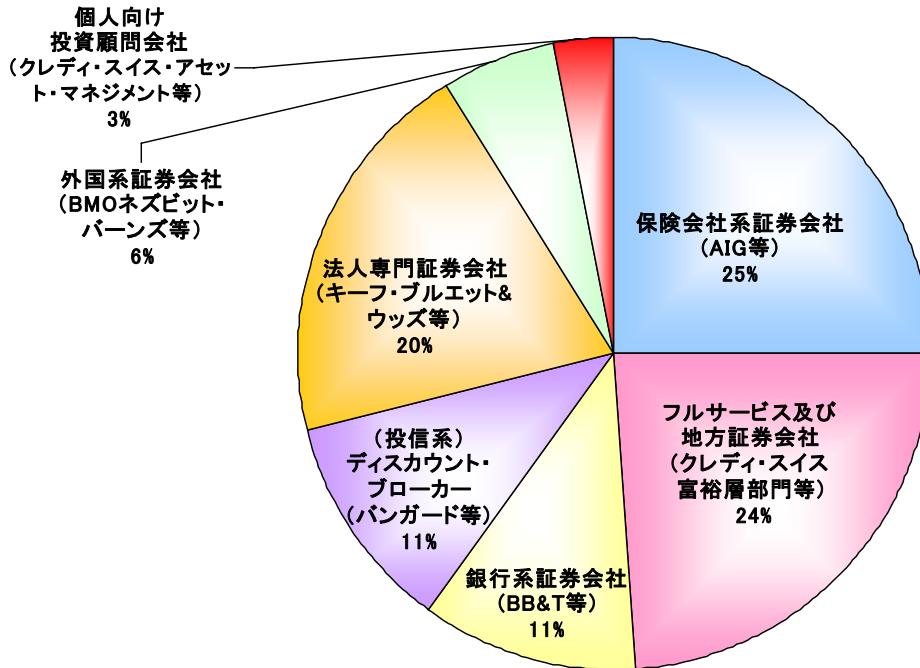
加えて近年のクリアリング業者の 7 割は、自らをバックオフィスのベンダーではなく、「フルサービスのアウトソーシング・ソリューション」の提供者¹⁰と捉え、次項で述べるような新たな付加価値の提供に力を注いでいる。彼らのこのような努力は身を結びつつあり、例えばパーシングでは、取引高連動収入比率は 39%に過ぎず、残りは販売支援の対価やカスタディ手数料等の残高連動収入（42%）と、信用取引などの金利収入（19%）となっている¹¹。

なおクリアリング・ファームの顧客層は、従来はバックオフィスを自前で抱えることのできない中小証券会社を中心であった。しかし現在は、1,100 社の顧客を抱えるパーシングの事例を見ても、フルサービス証券会社や保険・銀行系証券等、多様化が進んでいる（図表 3）¹²。これらの販売業者の最終顧客を合わせると、2006 年の稼働口座数 520 万（ネット取引顧客は 100 万）、預かり資産 7,060 億ドルと、預かり資産では大手証券会社のモルガン・スタンレー（2005 年 6,170 億ドル）を上回る。

2) パーシングの付加価値サービス

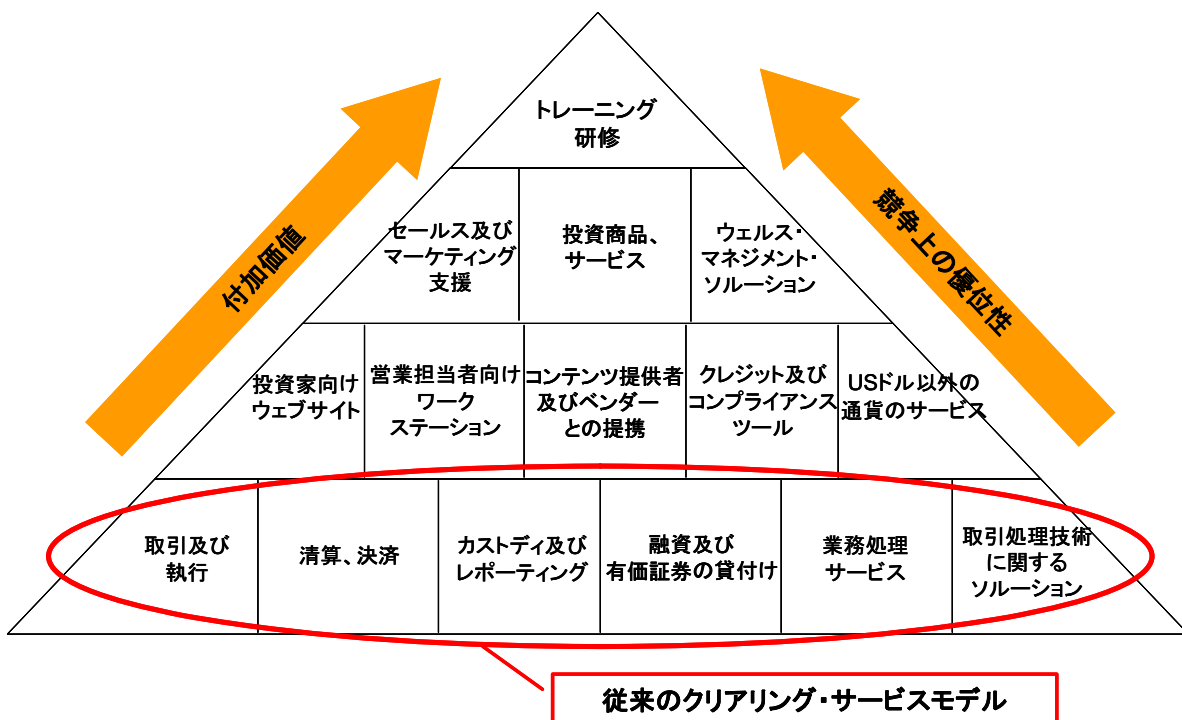
図表 4 は、パーシングの付加価値ソリューション・モデルである¹³。伝統的業務は、底

図表3 多岐にわたるパーシングの顧客



(出所) The Bank of New York, “The Bank of New York Company, Inc. A Seminar on Our Clearing Businesses” November 1, 2005

図表4 パーシングの付加価値ソリューション・モデル

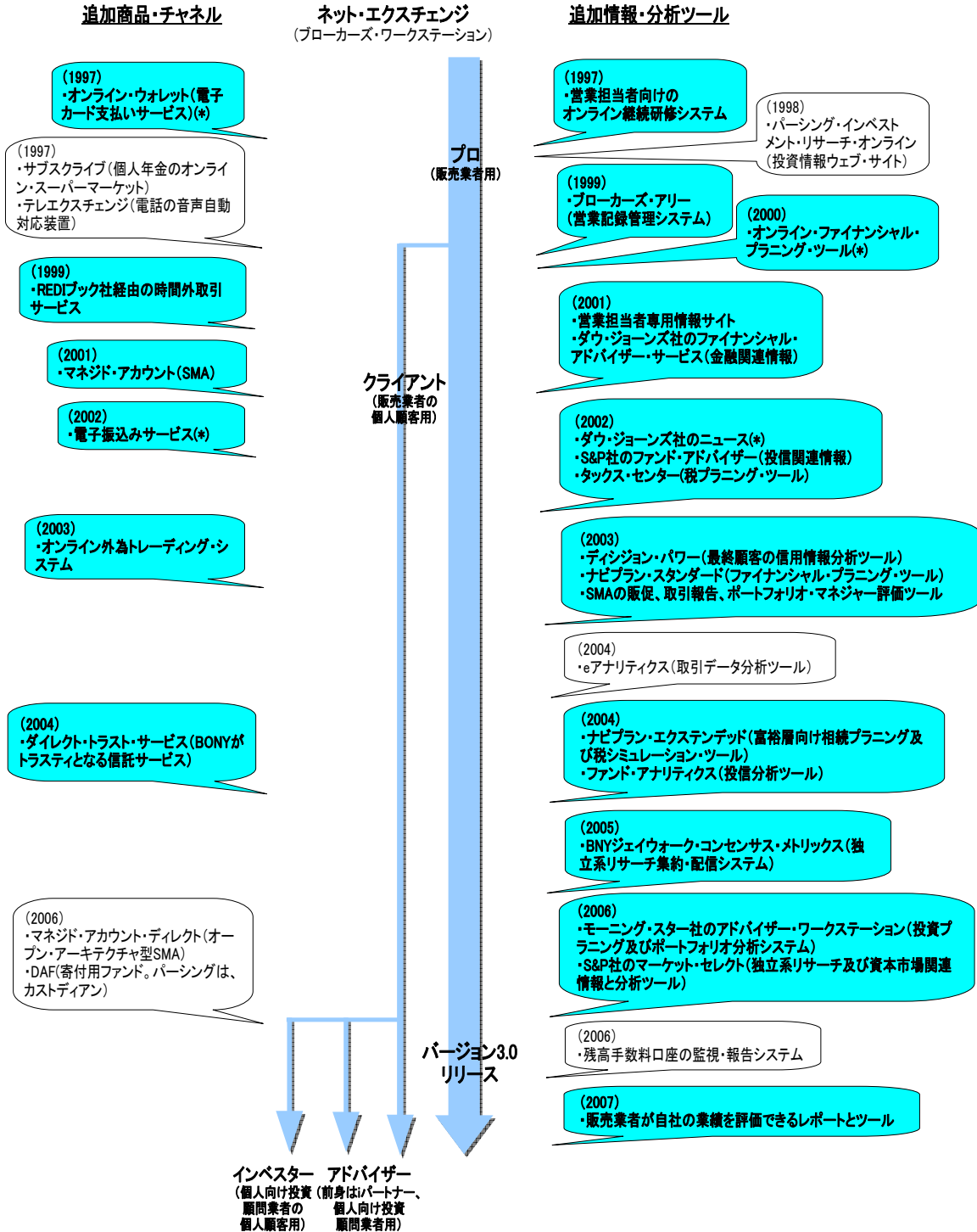


(出所) The Bank of New York, “The Bank of New York Company, Inc. A Seminar on Our Clearing Businesses” November 1, 2005

辺の取引執行、清算・決済から取引処理システムまでであったが、現在は、営業・マーケティング支援や研修・教育、コンテンツ提供者やベンダーとの提携管理等を手がけている。

とくに 90 年代後半以降の同社のイノベーションの軌跡を追うと、何よりも目を引くのは、コアとなる取引システムに付随したサービスの充実ぶりであろう（図表 5）。

図表 5 パーシングのイノベーション



(注) 網掛けは、系列会社を含む外部業者が提供したことが明確にわかるサービス。 (*) は最終顧客向け。
 (出所) パーシング社発表資料より野村資本市場研究所作成

ネット・エクスチェンジと呼ばれるこの中核的システムは、注文執行のみならず、営業促進、カスタマー・サービス、オペレーション、会計処理等の業務全てに対応できるブローカー・ワークステーションとして、販売業者の営業担当者用に作られた¹⁴。ネット・エクスチェンジの利用業者数は約 800、ユーザー数は 7.3 万と、米国大手証券会社の総営業マン数に匹敵する¹⁵。

近年、パーシングが加えたサービスには、異業種商品等もあるが、ネット・エクスチェンジに接続した外部業者の情報と情報分析ツールが、圧倒的に多い。これらのサービスは、パーシングが全てをお仕着せで与えるのではなく、販売の前線にたつ営業担当者達が、必要なものを選べるようになってきている。

またパーシングは、ネット・エクスチェンジ・シリーズを従来の販売業者の営業担当者用に加えて、販売業者の顧客用、個人向け投資顧問業者用（Registered Investment Advisor-RIA、詳細は後述）とその顧客用、といった形で増やしていった。もちろん、最終顧客用のシステムは、資源の乏しい販売業者に対する支援の一環で、提供されている。

例えばネット・エクスチェンジ・クライアントは、販売業者が自らのロゴを入れることのできるウェブサイトで、最終顧客向けのネット取引システムである。開発費は 500 万ドルであったが、導入期間は 3~4 ヶ月、販売業者の初期コストは 3~4 万ドル、運営費は年間最低 3 万ドルに過ぎないという¹⁶。

なお、こうした多岐にわたる支援を行うためには、多様な専門性を持つ人材が多数、必要となる。パーシングはインフラ業者でありながら、業界随一の「ハイタッチ・サービス」を標榜し、システム開発と提供のため、2,000 人を抱えている¹⁷。一販売業者に対するシステム提供に関わる人員としては、リレーションシップ・マネージャー、カスタマー・サービス、商品の専門家、技術者、研

修者等がいる。

3) 今後の展開

1939 年創業のパーシング社は、77 年にドナルドソン・ルフキン・ジャンレットに買収されて以降、広範な支店網を持たない投資銀行が、個人投資家を間接的に抱える手段として位置づけられてきた。

しかし 2003 年、証券サービシング業務最大手のバンク・オブ・ニューヨーク（BONY）が、パーシング社を買収した¹⁸。それ以降のパーシング社はむしろ、BONY が目指す、注文執行以降の証券取引プロセスの効率化と一体化に、不可欠な存在となっている。

現時点では、BONY がパーシングを買収したことが、販売業者にどのような影響を与えていくのかは、未知数の部分もある。ただ少なくとも機関投資家向けサービスにおいては、注文執行、カストディ、清算、決済を統合したサービスを提供するといった、先進的な動きが出始めており、今後の動向が期待される¹⁹。

2. シュワブ・インスティテューショナル（個人向け投資顧問業者のカストディ最大手）

1) 個人向け投資顧問業者とシュワブ

パーシングは、個人向け投資顧問業者に対する営業強化を経営課題として掲げているが、このチャンネルにおいては、ディスカウント・ブローカー最大手のチャールズ・シュワブにかなう業者はいない²⁰。同チャンネルにおけるシュワブのシェアは 2005 年 23.4%と、二位のフィデリティ（同 8.8%）以下を大きく引き離している²¹。それでも、2002~2005 年の個人向け投資顧問業者チャンネルの預かり資産伸び率は平均 12%と、大手証券会社の 9.8%²²よりも高いため、後発組も営業を強化せざるを得なくなっている。

個人向け投資顧問業者とは、投資顧問登録を行い、個人顧客との一任契約に基づいて資産運用を行う業者である。クリアリング・ファームが、「証券会社の証券会社」となるのに対し、シュワブと個人向け投資顧問業者の関係は、大手機関投資家と彼らが証券売買注文を発注する証券会社の関係に似ている。といっても、個人向け投資顧問業者は、証券会社等のベテラン営業マンが「独立開業」するために、個人向け投資顧問業者となるケースも多いため、最終顧客から見た彼らのサービスは、証券営業マンのそれと酷使していることが少なくない²³。

シュワブの強みは、個人向け投資顧問業者専用のサービスを提供し始めてから、既に20年の実績を有する点である。

個人向け投資顧問業者は、現在でも平均従業員数3人弱²⁴と、極めて零細な業者が多く、従来の証券会社は、彼らを支店で個人顧客同様に扱った。しかしシュワブは、このチャンネルを「インスティテューショナル（機関投資家）」と位置づけ、専用のバックオフィス・サービスを提供したのである。これらのサービスの見返りに、個人向け投資顧問業者がシュワブに発注すれば、コミッション収入が得られるからである。

2) シュワブの基本サービス

シュワブ・インスティテューショナルにおける基本サービスは、注文執行とカストディ（口座管理及び取引明細書の発行）である（図表6）²⁵。とりわけ現在は、後者に関わるサービスが充実してきたこともあり、シュワブが自らを「カストディアン」と称することも多い。

シュワブの強みの一つは、大手証券会社としての立場を利用して、有力商品や異業種の商品を仕入れ、零細な個人向け投資顧問業者でも、大手金融機関と遜色のない品揃えを提供できるようにすることであった。いまや

シュワブの顧客は、オルタナティブ投資や信託等も、手がけられる。

また同社は、もともと情報技術投資に力を入れるディスカウント・ブローカーであった強みも活かし、取引発注システムに加えて、①ポートフォリオ・センター、②リレーションシップ・マネージャー、③アドバイザー・ウェブ・センター、を開発した。

①のポートフォリオ・センターは、ポートフォリオ管理・会計、投資の意思決定支援、運用パフォーマンス評価、最終顧客への報告機能を1つのアプリケーションで提供するシステムである。この中で、最終顧客に送る取引報告書や請求書などは、カスタマイズが可能となっている。例えば、個人向け投資顧問業者が最終顧客に課す手数料率は、顧客ごとに異なる場合も想定されるからである。

②のリレーションシップ・マネージャーには、最終顧客との接触履歴やコミュニケーション管理機能、個人向け投資顧問業者内のバックオフィス機能、が盛り込まれている。コミュニケーション管理ツールとは、顧客属性に合わせた手紙や電子メールを作成する機能で、バックオフィス機能とは、口座開設機能等である。

③のアドバイザー・ウェブ・センターは、シュワブのデザイン・チームが個人向け投資顧問業者ごとに、オリジナル・ウェブ・サイトを作成するサービスである。このサイトには、シュワブが管理していない顧客資産の情報を統合し、顧客向け投資顧問業者に閲覧権を与える機能が盛り込まれている。

これらは、システム子会社であるシュワブ・パフォーマンス・テクノロジー社が開発したが、同社も多様なシステム・ベンダーや競合金融機関との相互接続性、データ統合機能、個人向け投資顧問業者によるカスタマイズ機能等を重視している。例えばデータのインポートが可能な競合他社（投資信託会社と証券会社）数は、40社にも及ぶという。

図表 6 シュワブ・インスティテューショナルのサービス

商品	リサーチ	研修	コンプライアンス支援
株、債券、投信、ETF、オプション、SMA、オルタナティブ投資、変額年金、信託、預金	無料(ゴールドマン・サックス等) 有料(モーニングスター等)	カンファレンス、ウェブ放送、ワークショップ	チェックリスト、研修等のツール
人的サポート			
■バックオフィス -アプリケーションの選定支援 -テクニカル・コンサルタント (バックオフィス業務効率の分析と提言) -テクニカル・サポート・チーム (システム導入の際のサポートと研修)		■営業 -オペレーション・サービス・チーム (業務のモニタリングと必要なサービスの提案) -口座移管チーム (顧客の資産をシュワブのシステムに移管する責任を負う) -商品ごとのスペシャリスト	
システム			
■口座管理、発注システム(当初提供していたサービス) ■ポートフォリオ・センター -ポートフォリオ管理・会計、投資の意志決定支援、パフォーマンス評価、顧客への報告書作成など ■リレーションシップ・マネジャー -最終顧客との接触履歴管理、コミュニケーション管理、社内業務の自動化など ■アドバイザー・ウェブ・センター -個人向け投資顧問業者ごとのオリジナルウェブサイトを作成 ●外部業者との連携管理サービス -データ管理等の外部委託業者4社との提携 -取引関連システムの外部業者3社と提携 -競合他社(40社)からインポートした顧客データ等も管理			

(出所) www.schwabinstitutional.com

3) シュワブの経営支援サービス

シュワブの場合、上記に加えてやはり特筆すべきことは、同社が個人向け投資顧問業者の設立、事業拡大、事業承継といった経営支援にまで、踏み込んだ点であろう。

例えば個人向け投資顧問業者の有力候補が、大手証券会社等の優秀な営業マン達であることは既に述べた。そこでシュワブは彼らに対し、事業計画作成ツール、独立シミュレーション・ツール(現在の営業収入から、独立した場合の収支及び事業価値評価ができる)、独立に向けた工程表管理ツール等を提供している(図表 7)。独立を決意した営業マンには、こうした雛形では対応できない支援を行うため、リレーションシップ・マネージャー

を中心とした独立支援専門チームが、配置される。

特に口座移管に関しては、複数の専任者からなる口座移管チームが、万全の体制でこれを終えることに責任を持つ。営業マン達が最も懸念するのは、口座移管に際してのバックオフィスのトラブルで、最終顧客の心証を悪くすることだからである。

次に、独立を果たした個人向け投資顧問業者に対しては、事業拡大支援を行う。同社の営業管理ツールの充実ぶりは既に紹介したが、近年は規制コストの上昇に伴い、コンプライアンス・ツールも、重要な支援メニューの一つとなっている。また最近では、個人向け投資顧問業者が自社のデータを入力すると、競

図表 7 独立に向けたタイムテーブル例

	計画			転職		
	2007年1月	2月	3月	4月	5月	6月(独立)
事業計画策定	<ul style="list-style-type: none"> 事業計画の完成 独立時期の決定 		<ul style="list-style-type: none"> マーケティング、広報戦略の立案 会計士等の金融専門家へ接触 	<ul style="list-style-type: none"> 戦略的パートナー/カストディアンを選定 資金需要についての検討 	<ul style="list-style-type: none"> マーケティング資料を準備 	
コンプライアンス 法律関連		<ul style="list-style-type: none"> 顧問弁護士の確保 	<ul style="list-style-type: none"> 現在の会社との雇用契約を確認 	<ul style="list-style-type: none"> 新会社の法的形態を選択し、登記等を完了させる 必要な免許の取得 	<ul style="list-style-type: none"> 規制当局に必要な書類を全て提出 コンプライアンスの方針・手続きを構築 損害保険に加入 	
情報技術関連	<ul style="list-style-type: none"> 発注システム等、必要な情報技術を検討 		<ul style="list-style-type: none"> 外部委託業者の必要性を検討 	<ul style="list-style-type: none"> 資産管理の戦略的なパートナー/業者を選定 必要なシステムを決定 		<ul style="list-style-type: none"> OA機器業者の選定 ハードウェア、ソフトウェア、電話機などの購入 情報技術ソリューション、バックオフィス・ソリューションの導入
オフィス設立		<ul style="list-style-type: none"> オフィスの選定 	<ul style="list-style-type: none"> 人員計画 		<ul style="list-style-type: none"> 従業員の賃金体系の検討 オフィスの決定 従業員の面接、採用 	<ul style="list-style-type: none"> 備品の購入/リース、据付
移管				<ul style="list-style-type: none"> 顧客資産の移管可能性を検討 顧客との投資契約書の草稿作成 独立する旨を発表 現在の会社を退職 		<ul style="list-style-type: none"> 顧客とのコンタクト 顧客とのミーティング

(出所) www.schwabinstitutional.com

合他社比較報告書（母集団はシュワブと提携する個人向け投資顧問業者）、マーケティング計画書、中期計画書等が作成できるツールも揃えている。

さらに、引退を考えている個人向け投資顧問業者に対しては、①事業売却、②社内の後継者に事業を承継、③外部から共同経営者を確保、といった選択肢を提示した上で、それぞれに関する情報や、デューデリジェンスのチェックリスト等を提供している。中でも事業売却に関しては、シュワブが自ら、売り手と買い手をオンライン上で募集する、マッチング・サイトを運営している。

4) 今後の展開

シュワブのインスティテューショナル部門は、同社がアドバイス付きチャンネルの資産を増や

していく上での中核部隊となっており、2006年は同社の預かり資産の4割を占める5,025億ドルを計上した。またシュワブは2006年末、USトラスト（老舗プライベート・バンク）の売却も発表しており、同社の預かり資産拡大の牽引役という意味では、インスティテューショナル部門の重要度が一層増していくであろう。実際、同社はこのチャンネルのみで、2010年に預かり資産1兆ドルを達成する、長期計画を発表した。

そして同社は2007年1月11日、この目標に向かった取り組みの一環として、①商業用不動産会社や保険ブローカーとの提携、②独立資金貸付の開始、③口座移管チームの拡充を発表した。①は、営業マンが独立する際に、割引価格でオフィスや保険を提供することを狙いとしている。②はシュワブ自身が、預か

り資産 7,500 万ドル以上の営業マンに、10 万ドル以上の独立用事業資金を貸し付けるパイロット・テストである。

Ⅲ. 終わりに

本稿で紹介した、米国の先駆者達の取り組みをまとめると、以下のような特徴と課題が浮き彫りになる。

第一に、米国の販売業者支援は、取引システムを中核とする情報技術支援と、対面営業を行うホールセラーの人的支援の両輪で成り立っている。米国では、一金融機関に対し、これらの支援をそれぞれ異なる業者が提供する場合が多く、バランスの良い発展を遂げてきた。

第二に、この情報技術面での販売業者支援に目を向けると、他社のシステムとの相互接続性や、他社からのデータ取り込みも含めた情報の一元管理、といった点を重視している。

伝統的にインフラ業者は、顧客が中小証券であったこともあり、自社開発システムによる最先端技術の提供を目指す大手金融機関と比べると、安価なパッケージ・システムの活用によるコスト削減に積極的であったという側面はある。

しかし現在は、むしろ相互接続の柔軟性が、大手金融機関以上に独自性に拘る販売業者のニーズに応える上で、大きな付加価値となっている。一律に訓練された大手金融機関の販売部隊とは異なり、独立した販売業者の経験や洗練度は様々で、万人向けのワークステーションが、存在する筈もないからである。販売業者からすれば、オーバースペックのシステムは、コストが嵩み、使いこなせないため、営業担当者が必要とする機能を、過不足なく提供できるインフラ業者が好まれるのである。

しかも、これら販売業者の多くは、投資の経験は浅くても金融の専門家であるため、伝統的証券営業マンに、早急にキャッチアップ

する可能性を秘めていることも、考慮に入れなければならない。つまり、インフラ業者が提供する機能は、顧客の発展段階に合わせて、柔軟に入れ替える必要も出てくる。

さらにこうした機能のカスタマイズや業務ルールの定義（〇〇の顧客層には、××の行動を取るといった決まりごと）等は、情報技術の専門家ではなく、営業担当者が設定する傾向が高まっている。取引処理目的のみのシステムであれば、処理速度や能力、安定性の高さ等が重視され、その運営もバックオフィスの専門家が行えば良い。しかし、営業支援とはすなわち、営業担当者と最終顧客間のコミュニケーションの効率化に他ならないため、営業担当者による機動的な調整が不可欠である。

第三に、情報技術的支援においても、複数担当者制が当たり前となっていることからわかるように、これを推進する多くの人員が必要である。

従来型の金融機関とインフラ業者の関係であれば、両社の技術者の協働で、システム開発と運営が事足りた。しかし現状のインフラ業者の役割には、営業担当者が、業務に支障をきたさず、営業の効率化に資する形で情報技術を使いこなすまで、地道な支援を継続することも含まれる。

この役目には、①販売業者の現在の洗練度や発展段階に応じたサービスは何か、②情報技術のどのような活用が、販売業者の経営効率の向上につながるのか、といったコンサルティング的な要素も入る。

第四に、インフラ業者の中核業務が注文処理であることに間違いはないが、彼らの主要収入がもはや取引連動型収入ではないことは、注目される。近年加えられた、情報、資産管理・分析関連ツール、コンサルティング等は、いずれも中核業務の顧客を獲得・維持するための手段というよりは、むしろ新たに、残高手数料や経常的手数料を生み出す手段として

捉えられている。すなわち、証券の売買に直接つながらなくても、資産管理（カストディ）という業務に、収益機会が見いだせるのである。

第五に、大手金融グループの場合、販売支援業務をどの事業部門の傘下に置くのかといった米国の試行錯誤も、一考に値しよう。

従来、証券ビジネスは、大口の事業法人顧客から引き受けた有価証券を、小口の個人に販売するという、一方通行的な業務フローに即して考えられることが多かった。しかし米国の事例は、インフラ業者の情報技術を駆使して小口資産をまとめれば、個人も例えばレポ取引等において、大口取引の間接的なカウンター・パーティとなり得ることを示した。

こう考えれば、販売支援はリテール業の一形態とする必要は必ずしもなく、BONYのように、グループ内の他の事業部門との相乗効果を模索するといった編成も、納得がいく。実際、大手証券会社のメリル・リンチ等でも、クリアリング部門は、リテール事業部門ではなく、グローバル・マーケット部門の傘下にある²⁶。

我が国でも、いまや投資信託のグローバル・ソブリンが231社で販売される等、金融業における製販分離は定着した。従って今後は、販売業者に対する支援のあり方の工夫が、競われる状況となっていこう。

これまでの販売支援は、情報技術的支援の範囲を広げてこれを進化させようという試みよりも、ホールセラー等の人員強化が先行してきた感がある。その背景には、資産管理的側面の強いサービスは、利益率が低く、コストセンターにさえなりかねないと言った認識があったからかもしれない。

しかし、この点に関しては、我が国では2009年の株券電子化が定められており、早急に資産管理のあり方を見直さなければならない時期に来ている。米国の事例を参考にすれば、資産管理における工夫が、結果として、営業支援の強化につながる可能性も、大いに

あると言えよう。

（補論）ナショナル・ファイナンシャル・パートナーズ

1. 設立経緯

ナショナル・ファイナンシャル・パートナーズ（NFP）の前身は保険代理店であったが、98年、複数の「独立系金融ディストリビューター」を買収・運営する新会社として生まれ変わった。「独立系金融ディストリビューター」は、製造業者に属さず、複数の金融機関の商品を売ることの出来る業者のことで、具体的には個人向け投資顧問業者、ファイナンシャル・プランナー、独立系保険代理店及びブローカー、会計士事務所等を指す。

99年1～4月、同社は有力プライベート・エクイティ・ファンドのアポロ・マネジメントから1.25億ドルの拠出を受け、17社を買収した。その後も買収による事業拡大は続き、同社は2003年に新規公開を果たした。

2006年の所有企業数は170社、提携業者数（資本関係はないが、販売支援等を行う）は320社で、これらの業者に属する営業担当者数は1,900人となる。

なお現CEO（経営最高責任者）のビビリオウィッツ氏は、スミス・バーニーの元投資信託部門トップで、シティグループ名誉会長ワイル氏の娘である。

2. ユニークなビジネス・モデル

NFPの特徴は、「独立系金融ディストリビューター」を買収によって組織している点である。同社は短期間で多数の買収を行うために、M&Aの専門家を7人置き、買収候補先4,000社の中から抽出した800社のデータベースを常時更新しつつ、買収時期を狙っているという。

傘下となる業者の経営者は、事業売却資金

の一部を NFP 社の株式で受け取らなければならない。傘下業者は基本的に、買収後も経営の独立性を維持した上で、商品供給その他のサポートを受ける。

NFP の収入は、傘下業者の営業担当者が稼いだ手数料（2006 年 11 億ドル）の一部（同 2 億ドル）である（図表 8）。傘下業者の経営者には、「運営費」と運営が上手くいった場合のインセンティブ報酬が渡される。このビジネス・モデルは、米国でも革新的と評価され、同社は、2003 年アメリカン・バンカー紙の「イノベーター・オブ・ザ・イヤー賞」を受賞した。

NFP をあえて伝統的な金融機関の枠組みにあてはめるとすれば、同社は多数の保険代理店、投資顧問業者、独立系外務員を抱える持株会社と言えよう。またこれらの販売業者に商品を卸す主体として、保険代理店（NFP インシュアランス・サービス）と証券会社兼投資顧問業者（NFP セキュリティーズ）も傘下にある。

なお、本稿で紹介したインフラ業者との位置関係で言えば、NFP は、傘下販売業者の独立系証券外務員を抱える証券会社で、クリアリングはパーシング等に任せている。

3. サービスの概要

同社の収入構成比をサービス別に見ると、①生命保険及び資産継承が 62%、②企業及び企業役員向け福利厚生が 29%、③ファイナンシャル・プランニング及び資産運用が 9%となる²⁷。とくに近年、注力しているのは、②の企業及び企業役員向け福利厚生で、2006 年の買収 21 案件中、16 案件が同業務に関わる業者であった。

具体的な商品としては、多様な保険、投資信託の他、SMA やヘッジファンドも揃えており、オープン・アーキテクチャを標榜している。同社に商品を供給している製造業者は、AIG(保険)、アメリカン・ファンズ（投資信託）等である。

なお、ターゲットとする最終顧客層は、富裕層(投資可能資産 100 万ドルもしくは住居を除く資産 500 万ドル以上)及び中堅・中小企業(従業員数 1,000 人未満)である。

図表 8 NFP の収益推移

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	(億ドル)						
コミッションとフィー	1.98	2.68	3.48	4.64	6.39	8.91	10.77
(-) 買収した企業の営業担当者に戻すコミッションとフィー	0.53	0.67	0.91	1.11	1.63	2.47	3.48
(-) 買収した企業等の経費	0.60	0.89	1.15	1.50	1.90	2.59	3.11
(-) 買収した企業の経営者に支払う運営費	0.40	0.49	0.65	0.94	1.45	2.08	2.17
粗利	0.44	0.61	0.75	1.08	1.40	1.75	1.99
本社機構の経費等	0.57	0.62	0.49	0.59	0.67	0.79	0.99
営業利益	-0.12	-0.01	0.26	0.48	0.72	0.96	1.00
税前利益	-0.11	-0.03	0.24	0.46	0.72	0.97	1.01
税引後利益	-0.11	-0.05	0.11	0.23	0.40	0.56	0.57

(出所) NFP

- ¹ 例えば証券会社上位 10 社の収入シェアは、98 年の 48% から 2005 年の 68% に上昇した一方で (Securities Industry Association, *Security Industry Fact Book*, 2005)、同年の証券外務員数は、独立系及び異業種チャネルの合計 22 万人が、大手証券会社の営業マン数 7 万人 (Cerulli Edge, August 2006) をはるかに上回った。
- ² 沼田優子「シティグループ、運用資産の売却を発表」『資本市場クォーターリー』2005 年夏号、「米国金融コングロマリットによる資本再配分の動き」『資本市場クォーターリー』2005 年春号。
- ³ 詳細は関雄太「米国における投信マーケティングの潮流とホールセラー」『資本市場クォーターリー』2006 年夏号参照。
- ⁴ ただしかつては、独立性の高いホールセラーとして、ブランコ (ハートフォード社の商品を販売) やアメリカン・ファンズ・ディストリビューター (キャピタル・リサーチ社の商品を販売) 等も知られていた。現在も、保険商品を主に扱うホールセラーの中には、商品製造業者から独立しているケースが見られる。
- ⁵ 近年は、銀行や運用会社向けのバックオフィス業務を提供してきた SEI やバイシス等が、販売支援業務にも参入しているようである。
- ⁶ 伊豆久「イントロデューシング・ファームの増加とその背景」『証券レポート』1550 号、1997 年 9 月、「イントロデューシング・ファームとクリアリング・ファーム」『証券レポート』1551 号、1997 年 10 月。
- ⁷ 2003 年 SEC Annual Report.
- ⁸ Cerulli Edge, August 2005.
- ⁹ John F. Marshall & M.E. Ellis, *Investment Banking & Brokerage, The New Rules of the Game*, Bankline, 1994
- ¹⁰ 前掲 Cerulli Edge
- ¹¹ The Bank of New York, “The Bank of New York Company, Inc. A Seminar on Our Clearing Business.” November 1, 2005.
- ¹² 前掲 The Bank of New York.
- ¹³ 前掲 The Bank of New York.
- ¹⁴ “Antares Alliance: DLJ’s Pershing Division Selects Antares Alliance, Ernst & Young LLP & Microsoft Team.” *M2 Presswire*, June 11, 1997.
- ¹⁵ Jane Wallman Rusoff, “Clearing the way: Clearing Firms are Helping B-Ds Make the Transition to Wealth Management.” *Research*, September 1, 2005.
- ¹⁶ “Clearing Firms Roll Out Web Brokerage Products.” *Faulkner & Gray*, May 1, 1997.
- ¹⁷ “The Bank of New York’s Pershing Unit Unveils NetExchange Pro 3.0, a New Version of Its Online Brokerage Platform.” *Business Wire*, June 10, 2004.
- ¹⁸ 安達毅「バンク・オブ・ニューヨークによるパーシング買収について」『資本市場クォーターリー』2003 年春号。
- ¹⁹ この統合サービスは、2006 年 10 月に発表した BNY エクゼキューションプラスと呼ばれ、米国株式投資を行う海外の金融機関向け。
- ²⁰ 沼田優子「米国のファイナンシャル・プランナー」『ファンドマネジメント』1996 年秋号
- ²¹ Charles Schwab, “Business Update.” October 21, 2005.
- ²² Charles Schwab, “Business Update.” December 4, 2006
- ²³ 証券外務員と個人向け投資顧問業者の法的位置づけを巡る議論は、沼田優子、淵田康之「日米ファイナンシャル・プランナーの実態と制度比較」『資本市場クォーターリー』2005 年秋号、沼田優子「米国証券会社の投資アドバイス業務を巡る議論」『資本市場クォーターリー』2006 年冬号参照。
- ²⁴ The Cerulli Edge, US Edition, February 2005
- ²⁵ www.schwabinstitutional.com
- ²⁶ またシティグループは、クリアリング部門をキャッシュ・マネジメントやカスタディ業務等も含むグローバル・トランザクション・サービス事業部門に組み入れた (Cerulli Edge August 2005)。
- ²⁷ 2006 年第 3 四半期。Jessica Bibliowicz, “CIBC World Markets 2nd Annual Mid and Small Cap ‘Best Ideas’ Conference.” November 29, 2006