

チャンネル戦略でリテール・ビジネスを強化するレイモンド・ジェームズ

沼田 優子、神山 哲也、服部 孝洋

■ 要 約 ■

1. 今般の金融危機を受け、米国では証券リテール業界の再編が進む中、あたかもフランチャイズ店のように社外の営業担当者を組織する独立系チャンネルを持った証券会社がプレゼンスを高めている。
2. その代表例であるレイモンド・ジェームズは、1970年代の不況時以降、固定費負担の削減に加え、営業担当者が同社を自由にビジネスを行える器にするといった目的から、自社の従業員以外からなる社外チャンネルを発展させ、リテール・ビジネスを中心に飛躍的な成長を遂げた。
3. 現在のレイモンド・ジェームズは、2つの社内チャンネルと3つの社外チャンネルを併用しており、営業担当者はその中から、自分に適したチャンネルを選択できる仕組み（アドバイザー・チョイス）を取り入れている。各チャンネルでは、営業担当者が満たすべき要件、手数料体系、支店や営業場所の選択、福利厚生等が異なっている。大部分の証券会社が一つのチャンネルしか持っていないことを考えると、レイモンド・ジェームズは米国証券業界でも珍しい存在といえる。
4. わが国においても、銀行や郵便局、証券仲介業などチャンネルが多様化している。伝統的証券会社が新興チャンネルに強力な販売支援を提供した結果、大きな成長を遂げたレイモンド・ジェームズの事例は参考になるものと思われる。

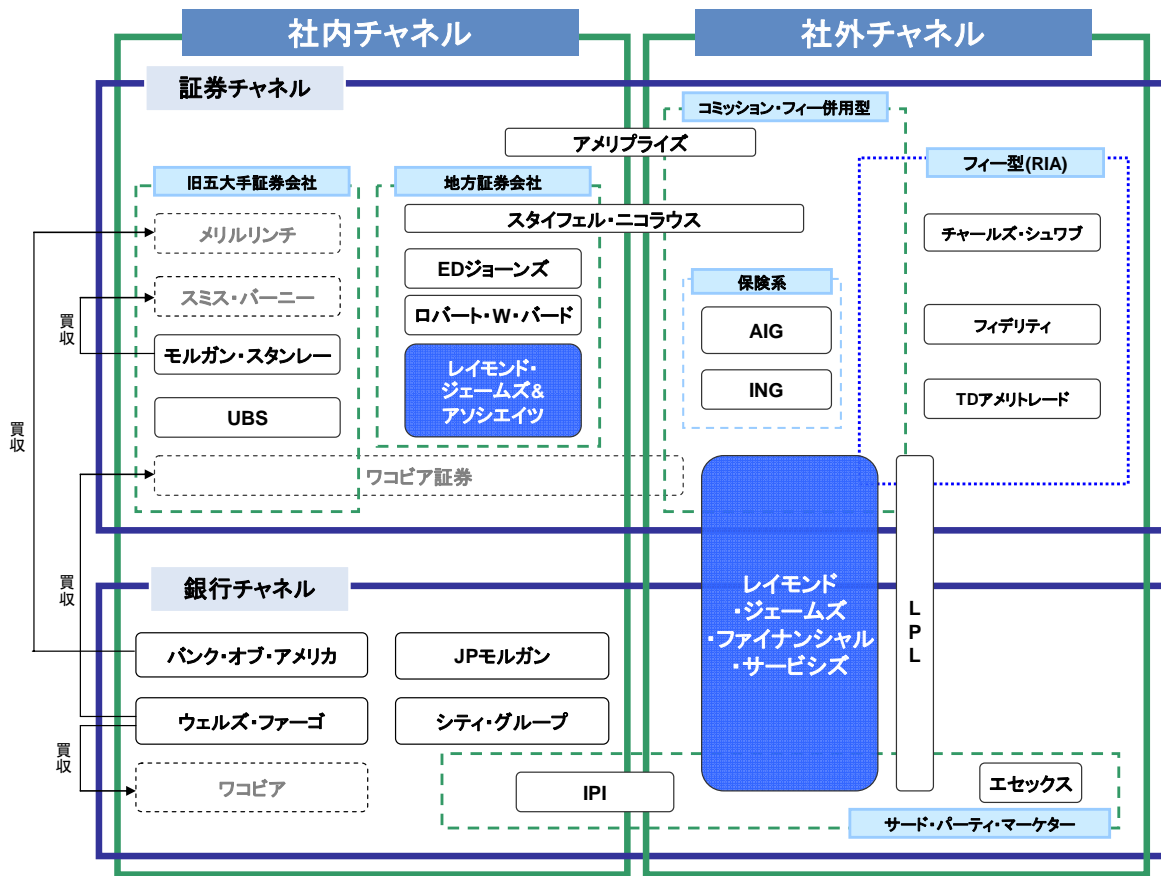
I. 米国リテール証券業界の再編とマルチ・チャンネル戦略

1. 社外チャンネルのプレゼンスが向上

今般の金融危機を受け、米国では証券リテール業界の再編が進んだ（図表1）。米国最大規模のリテール販売網を誇っていたメリルリンチはバンク・オブ・アメリカに買収され、スミス・バーニーは、金融持株会社となったモルガン・スタンレーに買収された¹。ワコビア証券はウェルズ・ファーゴに買収され、UBS（旧ペイン・ウェーバー）の親会社も銀行

¹ 林宏美「バンク・オブ・アメリカによるメリルリンチ買収」『資本市場クォーターリー』2008年秋号

図表1 米国証券リテール業界の再編とレイモンド・ジェームズの位置づけ



- (注) 1. フィー型に属するチャールズ・シュワブ、フィデリティ、TD アメリトレードには、ネット証券部門の店舗が発展して形成された対面型の社内チャネルもあるが上図では記載していない。また、上図では営業担当者にフォーカスしているため、フィデリティのナショナル・ファイナンシャルなど、証券会社や銀行社内外チャネルを情報技術面から支援する主体も除いている。
 2. IPI は自社の従業員を資本関係のない銀行・信用組合に営業担当者として派遣することがあり、このチャネルを上図では社内チャネルと分類している。これに対し、レイモンド・ジェームズ等は銀行・信用組合の従業員を自社の社外チャネルとして所属させる。

(出所) 各社資料より野村資本市場研究所作成

であることを考えると、かつて米国証券リテール業界において大きなシェアを占めていた大手総合証券5社 (wirehouse) は形式上とはいえ、姿を消すこととなったのである。

このような伝統的な証券リテール・チャネルが金融危機の影響を大きく受ける中で、あたかもフランチャイズ店のように営業担当者を組織する独立系チャネルを持った証券会社²がプレゼンスを高めている。その代表格が米国の代表的な地方証券会社のレイモンド・ジェームズである。

大手証券会社に典型的にみられる従来のチャネルは営業担当者が証券会社の従業員であることから社内チャネルと呼ばれる一方、営業担当者が証券会社の従業員ではなく、より

² 沼田優子「米国のインディペンデント・コントラクター」『資本市場クォーターリー』1999年冬号

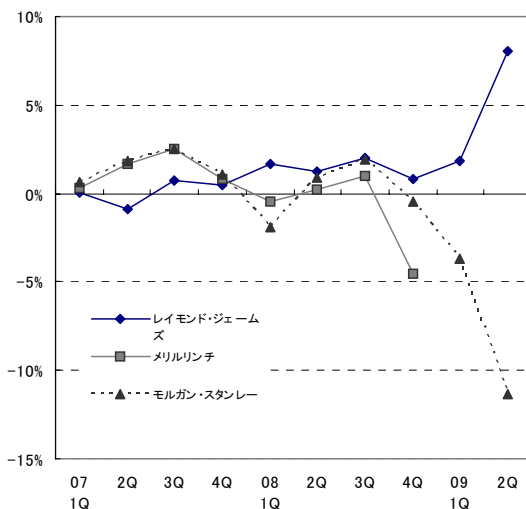
裁量を持つチャネルは社外チャネルと呼ばれる。

今回の金融危機は、より一層社外チャネルを拡大させるきっかけの一つとなったと見ることができる。その理由としては、大手証券会社が銀行に買収されるなど、銀行色を強める中で、より自由度の高い社外チャネルを持った証券会社を営業担当者が選んでいることが挙げられる。証券会社においても、自らの手数料の取り分は少ないが、固定費用負担が軽減できる社外チャネルのメリットが重視されるようになった。さらに、顧客がより中立的なファイナンシャル・アドバイスを求めるようになってきていることも、社外チャネルのプレゼンスを上げることに寄与している。

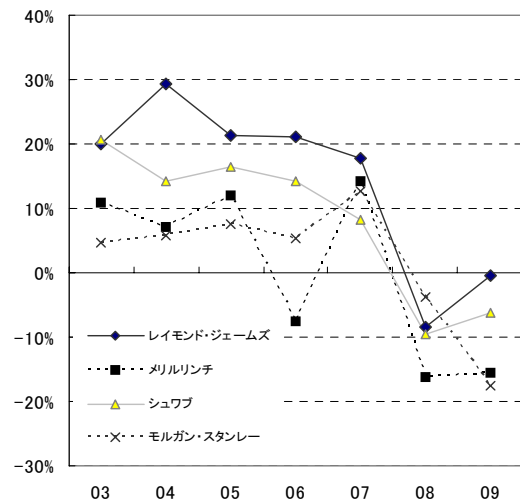
本稿で取り上げるレイモンド・ジェームズの最大の特徴は、同社が社内チャネルと社外チャネルを併用し、営業担当者が自分に適したチャネルを選択できる雇用・報酬制度（アドバイザー・チョイス）を取り入れていることにある。大部分の証券会社が一つのチャネルしか持っていないことを考えると、レイモンド・ジェームズは米国証券業界でも珍しい存在といえる³。

このようなレイモンド・ジェームズのチャネル戦略を好感して、他社からレイモンド・

図表 2 主要証券会社の営業担当者の増加率 図表 3 主要証券会社における預かり資産の増加率



(注) モルガン・スタンレーの2009年第2四半期の値は第1四半期のモルガン・スタンレーとスミス・バーニーの合計値。メリルリンチの2009年第1、2四半期の値は未公表
2009年第1、2四半期の値は未公表
(出所) 各社資料より野村資本市場研究所作成



(注) モルガン・スタンレーの2009年第2四半期の値は第1四半期のモルガン・スタンレーとスミス・バーニーの合計値。2009年6月末
(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

³ レイモンド・ジェームズのように、社内チャネルと社外チャネルの両方を持ったマルチ・チャネル戦略を採っている証券会社は極めて少なく、アメリカン・エクスプレスからスピノフしたアメリカプライズ・ファイナンシャル（2008年末時点の営業担当者数は12,486名）、ミズーリ州を拠点とする地方証券会社であるスタイフェル・ニコラス（同2008年末時点1,142名）など、ごく一部に留まっている。大手金融機関としてはワコビアが

ジェームズに転職してくる営業担当者も多い。実際、シティグループやメリルリンチといった大手金融機関からの転職者を受け入れるなど⁴、同社は営業担当者の採用を増やしている（図表 2）。このような積極的な姿勢が奏功していることもあり、同社の預かり資産の減少率は、競合他社が大幅なマイナスとなった 2009 年でも 0.4%に留まっている（図表 3）。

2. 社外チャネルにおけるレイモンド・ジェームズの競争環境

このように社外チャネルに対する注目度は高まっているが、このチャネル内での競争はより一層激化している。特にレイモンド・ジェームズでは、獲得する手数料、対象となる顧客等の違いから社外チャネルがコミッション・フィー併用型、フィー型、TPM に分かれており、各チャネルにおいてそれぞれ異なるライバルとの競争にさらされている（各チャネルの詳細は後述）。

営業担当者がコミッションとフィーから手数料を得るコミッション・フィー併用型では、LPL がレイモンド・ジェームズの最大のライバルとなっている。LPL は、他社の買収により規模を拡大し、現在、12,489 名（2009 年 6 月末）の営業担当者を傘下に有している。レイモンド・ジェームズと同様、LPL は複数の社外チャネルを持ち、金融危機後に大手証券会社の営業担当者の採用を増やすなど、共通点が多い⁵。

この社外チャネルのなかでは、金融危機の影響を受け、リストラクチャリングを余儀なくされているプレイヤーもおり、その典型が、このチャネルで上位 20 社のうち 13 社を占める保険系列の証券会社である。AIG 系列を筆頭に親会社が金融危機で多大な損失を被ったことから、従業員を解雇したり、オペレーションを統合するなどのリストラクチャリングを迫られている。このような動きは、営業担当者の採用を増やすレイモンド・ジェームズとは対照的である⁶。

また、社外チャネルでも、主に管理資産残高の一定割合から手数料を得るフィー型は、成長が著しい。最大手のチャールズ・シュワブに加え、フィデリティ、トロント・ドミニオン・バンク・グループ傘下の TD アメリトレードが主なプレイヤーとして挙げられるが、後発であるレイモンド・ジェームズのこのチャネルは小規模に留まっている⁷。

グループ外の銀行に対して、有価証券の販売に関わるサービス（販売支援、研修等）を提供するサード・パーティ・マーケター（TPM）部門も、レイモンド・ジェームズでは社外チャネルに属し、IPI やエセックスとの競争にさらされている。ただ、レイモンド・ジェ

挙げられるが、同社はもともと銀行として社内チャネルに注力しており、強力な営業部隊がなかったことから、様々なタイプの証券会社を買収して併用チャネル体制を築いた。

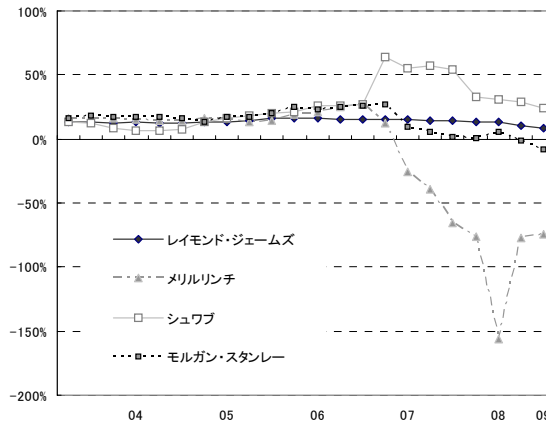
⁴ Helen Kearney, "Raymond James's Recruits Million-Dollar Producers from Goldman, Citi, Merrill", *On Wall Street*, May 4, 2009

⁵ Randall Smith, "Rise of the Little Guy : LPL Financial Lures the Frustrated Off Wall Street", *Wall Street Journal*, July 3, 2009

⁶ Bruce Kelly, "AIG Advisor Group is Cutting 62 Back-office Jobs", *Investment News*, September 14, 2009

⁷ チャールズ・シュワブについては、関雄太「再評価されるチャールズ・シュワブ」『資本市場クォーターリー』2006年冬号、長島亮「独立系アドバイザーの拡大により成長を遂げるチャールズ・シュワブ」『資本市場クォーターリー』2007年秋号、沼田優子「米国リテール証券業における新しいビジネス・モデルの台頭—金融危機下で実質的な増収増益となったチャールズ・シュワブとRIA—」『資本市場クォーターリー』2009年冬号を参照。

図表 4 主要証券会社における株主資本利益率（ROE）



(注) ROEはブルームバーグの定義（直近の4四半期の平均値）を用いている。
 2009年は6月末の値
 (出所)ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

ームズは総合証券会社であることから、投資銀行サービスや自前のリサーチも含め、幅広いサービスを提供できる。また、TPM業界はもともと独立した専門業者が多く、保険会社等による買収で統廃合が進んだとはいえ、知名度が低い業者が少なくない。代表的な地方証券会社としてのブランド力を生かすことが可能なレイモンド・ジェームズは、この点においても、差別化ができる。

このように、レイモンド・ジェームズは各々のチャンネルで他社との競争にさらされており、全チャンネルで競争優位に立っている訳ではない。ただし、伝統ある証券会社としての顔も持ち合わせながら、現状、米国で最も営業担当者の多い社外チャンネルの先駆者として知られていることに加え、営業担当者がそれぞれ自分に合ったチャンネルを選べる体制を築いていることから、他社に所属する営業担当者にとっても有力な転職先となっているのである。

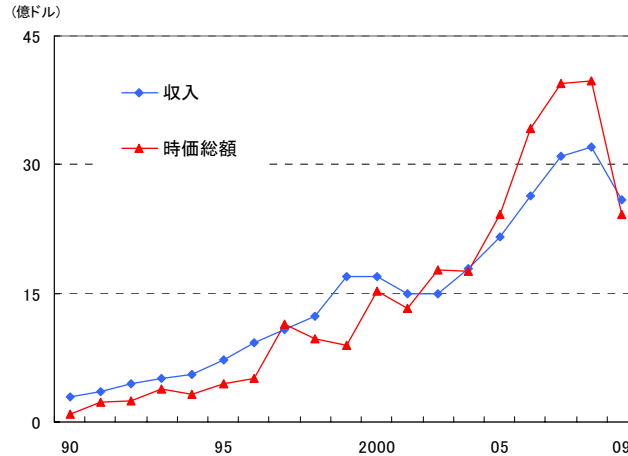
同社の健闘ぶりは、経営指標にも表れている。主要証券会社の多くが金融危機の影響を大きく受ける中、レイモンド・ジェームズの株主資本利益率（ROE）は2009年で8.3%と安定的に推移している。（図表4）。同社の業績は、資本市場部門が同業他社と比較して小さく、個人営業部門で総収入の6割を計上していることから、資本市場部門で多額の損失を計上している他社とは対照的な結果をもたらした。

II. レイモンド・ジェームズの概要

1. レイモンド・ジェームズの歴史

レイモンド・ジェームズは、1962年にロバート・ジェームズ氏によって、フロリダの地方証券会社として設立された。同社は、当時多くの証券会社が株式等の売買を中心にコミ

図表5 レイモンド・ジェームズの総収入と時価総額の推移



(注) 総収入は2009年6月末までの値を年率換算。時価総額は2009年7月末の値
(出所) レイモンド・ジェームズ資料より野村資本市場研究所作成

ッション・ビジネスを展開していた中で、個人向けのファイナンシャル・プランニングに注力する珍しい証券会社であったと言われている。その後、同社は、現 CEO 兼会長であり、ロバート・ジェームズ氏の息子であるトーマス・ジェームズ氏に受け継がれることとなる。トーマス・ジェームズ氏は、ハーバード・ビジネス・スクールで MBA を取得後、1970年に27歳の若さで同社の CEO となった。父親のロバート・ジェームズ氏は、主に商品販売に注力していたが、息子であるトーマス・ジェームズ氏は、アドミニストレーション等の後方支援業務にも目配りを怠らなかったと言われている⁸。

このようなトーマス・ジェームズ氏の経営手腕は、米国証券業界が激変した1960～1970年代に遺憾なく発揮された。1960年代のペーパーワーク・クラッチ⁹、1970年代の株式の委託売買手数料の自由化、オイル・ショックによる景気後退等を経て、証券ビジネスの収益性が落ち込み、多くの証券会社が倒産する中で、レイモンド・ジェームズも倒産の危機に陥った。そのような中、トーマス・ジェームズ氏は、14支店中5支店を閉鎖する一方で、既存のインフラの稼働率を高めつつ、支店の運営に関わる固定費用を営業担当者自身に負担させる社外チャネルにシフトした。これにより、レイモンド・ジェームズは運営費用の変動性を高めることができた。その後、市場が回復に向かったものの、伝統的販売チャネルの高コスト体制が、いずれまた不況が来た時に経営の足を引っ張りかねないとの懸念から、トーマス・ジェームズ氏は固定費の負担が少ない社外チャネルをさらに拡充させていった。

こうした販売チャネルのイノベーションにより、レイモンド・ジェームズは1990年以降、

⁸ Matthew Schifrin, "Do as I say, not as I do", *Forbes*, Aug 25, 1986, Fleming Meeks, "Why Small is Still Beautiful", *Forbes*, Nov 11, 1991

⁹ ペーパーワーク・クラッチは、1960年後半から株式市況が堅調に推移する中で、株式の売買高がバックオフィスの事務処理能力を大きく超えることとなり、それが株式の紛失や盗難を多発させた現象を指す。各証券会社は従業員の採用増やシステムの改良等でバックオフィスの改善を図るものの、その後株式市況が悪化したため、バックオフィスの改善に伴う固定費用が増加する一方で収入が減少し、赤字に陥った証券会社が次々と倒産した。詳しくは、遠藤幸彦『ウォール街のダイナミズム 米国証券業の軌跡』野村総合研究所、1999年を参照。

飛躍的な成長を遂げる（図表 5）¹⁰。同社は、1983 年にニューヨーク証券取引所に上場を果たしており、時価総額は上場以降、収入と比例する形で増加している。もっとも、同社の銀行部門が不良債権問題を抱えるなど、今回の金融危機以降、時価総額が下落に転じている。

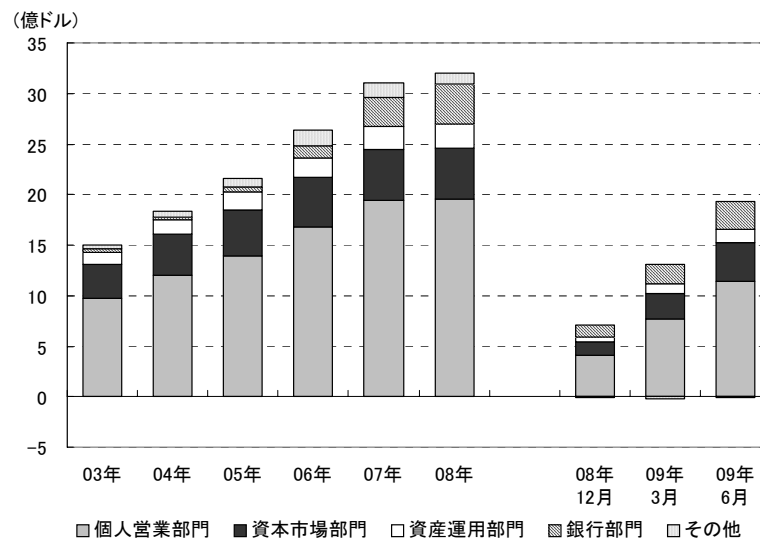
2. レイモンド・ジェームズにおける個人営業部門の概要

レイモンド・ジェームズのリテール業務を担う個人営業部門は、現在、米国内及び海外（英国、カナダ等）でビジネスを展開しており、2008 年における総収入の 60.9%を占めている（図表 6）。2008 年 9 月末時点で、顧客の口座数は 182 万口座、預かり資産は 1,967 億ドルであり、国内の支店数は約 2,200 店舗となっている。

個人営業部門の手数料収入を商品別にみると、2008 年度において SMA（Separately Managed Account）や投資信託といったポートフォリオ型商品から 61%の収入を得ており、そのシェアは伸びている一方、株式等の売買から来るコミッションをベースとした収入は 20%であり、その割合は低下傾向にある。なお、営業担当者の大多数は、保険・年金販売の免許も取得しており、それらが手数料収入の 14%を占めている。

2009 年度の個人営業部門の収入は 25%減となったが、IT バブル崩壊後から営業担当者を減少させてきた戦略を改め¹¹、今般の金融危機にあつては営業担当者を積極的に採用している。2009 年 6 月末時点の営業担当者数は 5,333 名となった。

図表 6 レイモンド・ジェームズにおける総収入の推移



(注) 各年は 9 月締め年度の値、2008 年 9 月以降は四半期ベース。また、2008 年 12 月以降の総収入は、2008 年 10 月以降の累計となっている。

(出所) レイモンド・ジェームズ資料より野村資本市場研究所作成

¹⁰ David B. Godes, "Raymond James Financial", *Harvard Business School*, February 2, 2006

¹¹ Bruce Kelly, "Defense Still Best Offense at Raymond James : Firm Plans Staff Cuts as Trading Volume Lags", *Investment News*, March 11, 2002

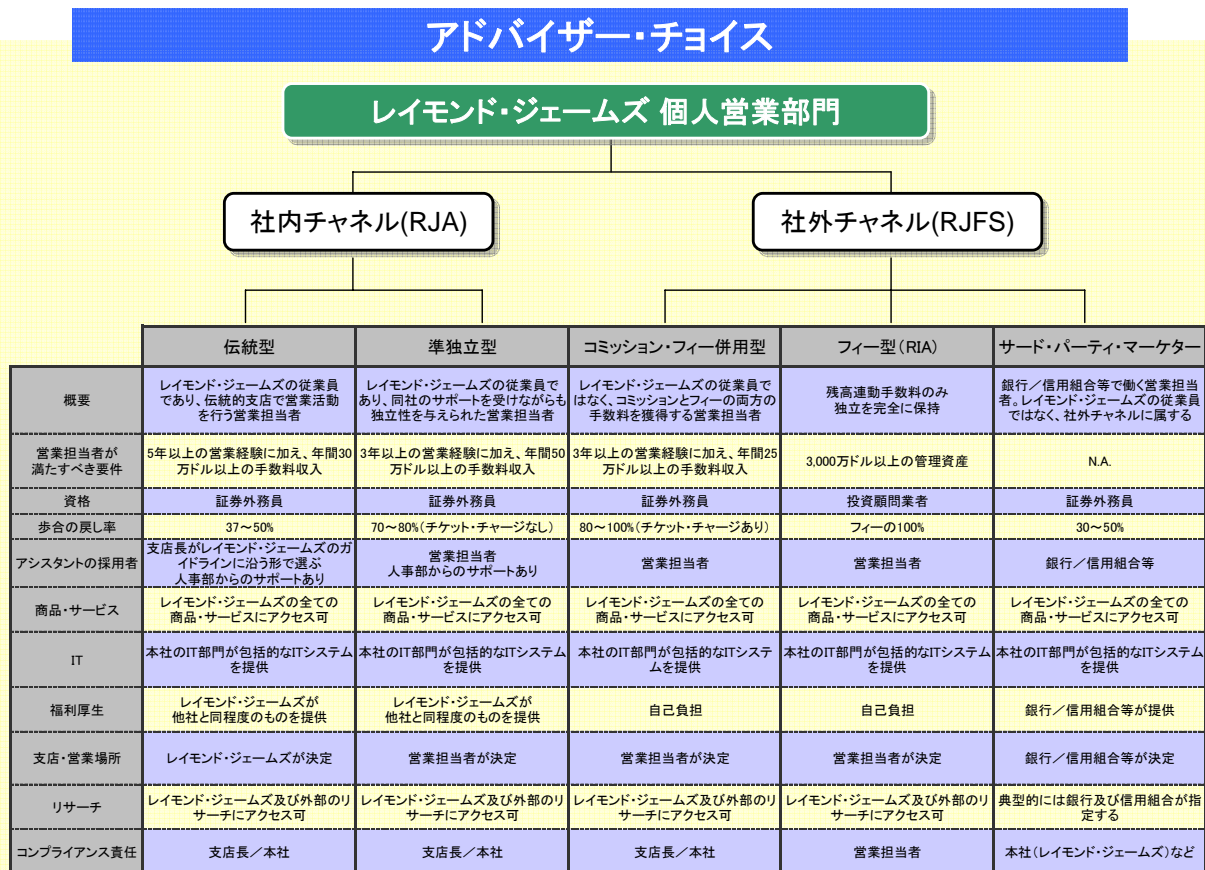
なお、レイモンド・ジェームズは、1960年代後半に投資銀行業務、1980年代に資産運用業務を開始するなど多角化を行っていった。現在は、個人営業部門を中核としながらも、資本市場部門、資産運用部門、銀行部門の四部門を主要部門としている（詳細は補論を参照）。

Ⅲ. 柔軟性・多様性を追求するチャネル戦略

1. レイモンド・ジェームズのチャネル多様化の経緯

レイモンド・ジェームズのチャネルの全体像は図表7の通りである。同社のチャネルの特徴は、同社の従業員からなる社内チャネルだけでなく、社外の営業担当者からなる社外チャネル、さらには、その中間チャネルともいえる準独立型チャネルという複数のチャネルを併用していることである。また、アドバイザー・チョイスと呼ばれる雇用・報酬制度の下、営業担当者は一定の要件を満たせば、自分に適した販売チャネルを選択できる。

図表7 レイモンド・ジェームズの販売チャネル



(注) 証券外務員も近年はフィー型サービスが増えていることから投資顧問資格も有していることが少なくない。
 (出所) レイモンド・ジェームズ資料より野村資本市場研究所作成

前述の通り、伝統的な販売チャネルを中心とする証券会社であったレイモンド・ジェームズが、社外チャネルを拡充した背景としては、1970年代前半の経営危機を機に、現 CEO 兼会長であるトーマス・ジェームズ氏が柔軟なコスト体制を目指したことが挙げられる。ただし、同社の社外チャネルは、「レイモンド・ジェームズを営業担当者が自由にビジネスを行える器にする」という理念の下で創設されており、同社が早い段階から営業担当者各々の異なる属性を生かせるようなチャネル作りを意識してきたことも見逃せない。

レイモンド・ジェームズの社外チャネルは、1973年に、主にフィーから収益を上げるインベストメント・マネジメント・アンド・リサーチ (IM&R) が設立されることでその基盤が作られた。1981年には、コミッションをベースとしたロバート・トーマス・セキュリティーズ (RTS) が設立されることで社外チャネルの更なる拡充が図られた。当時の IM&R と RTS は、それぞれの独立性を維持する意味合いもあり、レイモンド・ジェームズのブランドを用いることなく、各々別の社名を持っていた。

しかし、1999年には、ブランド力の向上を図るべく、IM&R と RTS が統合され、現在の社外チャネルであるレイモンド・ジェームズ・ファイナンシャル・サービスズ (RJFS) が確立された。レイモンド・ジェームズはフロリダにあるフットボール・スタジアムの施設命名権を購入するなど（後にレイモンド・ジェームズ・スタジアムと命名）、1990年代以降、ブランド力の向上を図ってきた。IM&R と RTS を統合した理由は、こうしたブランド力を、本来は独立色の強い社外チャネルでも享受できるようにするためであった¹²。

一方、1987年からは、サード・パーティ・マーケター (TPM) として、銀行や信用組合向けに投資商品の販売支援サービスを開始しており、これも社外チャネルの一つとして位置付けられる。また、社内チャネルにおいては、レイモンド・ジェームズの従業員でありながら、営業担当者により大きな自由度を与える準独立型チャネルが 2000年代に入ってから創設された¹³。

2. 社内チャネルと社外チャネルの特徴

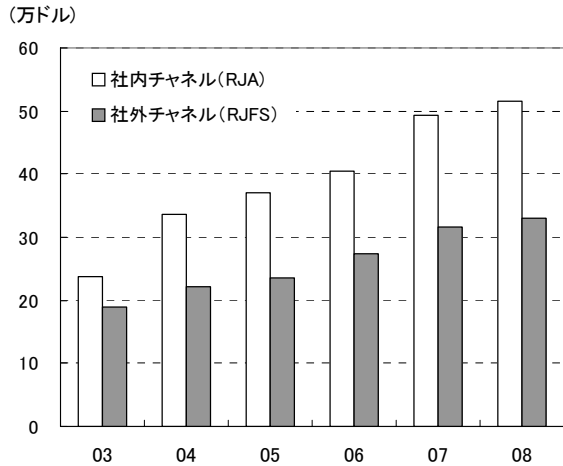
レイモンド・ジェームズにおける社内チャネルの営業担当者は、レイモンド・ジェームズ・アンド・アソシエイツ (RJA) に所属しており、社外チャネルの営業担当者は、レイモンド・ジェームズ・ファイナンシャル・サービスズ (RJFS) に所属している。社内チャネルと社外チャネルの違いは、営業担当者が従業員か否かにある¹⁴。社内チャネルの大半の営業担当者は、レイモンド・ジェームズの支店において、支店長やアシスタントのサポ

¹² “IM&R, Robert Thomas to Become Raymond James Financial Services”, *Registered Representative*, December 10, 1999

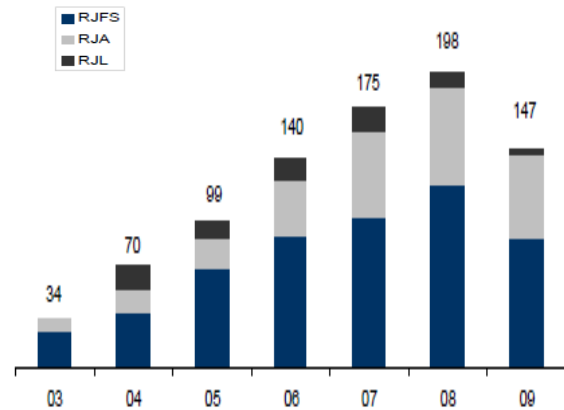
¹³ 米国において、営業担当者が証券会社からの独立性を保つことのメリットとして、以下の三点が指摘されている。第一に、取り扱う商品をより自由に選択することができ、顧客のニーズに合わせたファイナンシャル・アドバイスの行きやすい点である。第二に、各営業担当者が自らコストを調整できる点である。第三に、営業担当者が所属証券会社を変えたとしても、担当している顧客との関係を維持しやすい点である。実際、平均的な営業担当者は、証券会社を変えても、70~80%の顧客を維持していると言われている。

¹⁴ 従業員か否かにより、納税方法が異なる。また営業担当者が従業員であれば、証券会社は福利厚生を提供しなければならない。

図表 8 社内チャネル及び社外チャネルの生産性の推移



図表 9 100 万ドル以上稼ぐ営業担当者の内訳 (営業担当者数)



(注) RJL は Raymond James Ltd の略であり、カナダ拠点を示す。09 は、2009 年 3 月末時点。
 (出所) レイモンド・ジェームズ資料より野村資本市場研究所作成

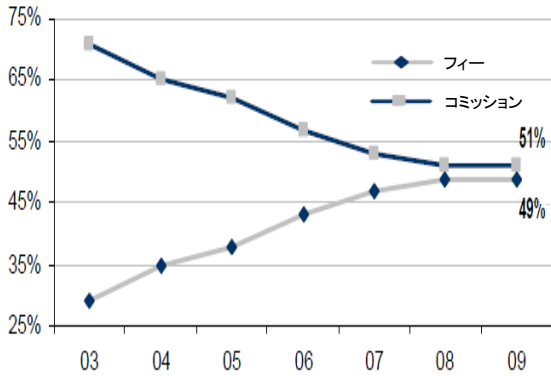
ートの下、有価証券の営業活動を行う。一方、社外チャネルでは、営業担当者が任意の地域にフランチャイズのような店舗を構え、アシスタントの採用なども自ら決める。社外チャネルでは、営業担当者の裁量が大きく、手数料収入のうち営業担当者の取り分が高い一方、アシスタントの人件費等も含め、営業担当者の負担も大きい。現在、社内チャネルである RJA の営業担当者は 1,184 名、社外チャネルである RJFS の営業担当者は 3,149 名となっており、社外チャネルに属する営業担当者の人数が社内チャネルの人数を大幅に上回っている。

RJA では、営業担当者数 1 ～30 名程度の支店 156 店舗を販売網としており、米国の南東部、中西部、南西部、中央海岸を中心に展開している。これに対して RJFS では数名程度の小規模店舗が多い。

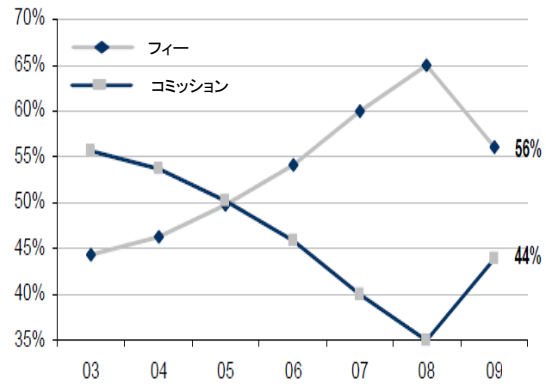
年間の平均生産性（コミッション及びフィー等の合計からなる平均手数料）をみると、社内チャネルの方が社外チャネルより高い。図表 8 は、各々のチャネルの平均生産性をみたものであるが、社内チャネルの営業担当者の平均生産性は 52 万ドル、社外チャネルは 33 万ドルとなっている。ただし、年間 100 万ドル以上稼ぐ営業担当者は社外チャネルである RJFS の営業担当者の方が多く、いわゆるスター営業マンは社外チャネルに多く所属していることが分かる（図表 9）。生産性の水準自体は両者とも上昇基調にあり、2003 年と 2008 年を比較すると、社内チャネルでは 1.8 倍、社外チャネルでは 2.2 倍に増加している。

また、レイモンド・ジェームズの営業担当者が獲得する手数料は、社内、社外チャネルともにフィー・ベースへ移行しているが、この傾向は社外チャネルで一層顕著である（図

図表 10 社内チャネル（RJA）における
手数料収入の内訳



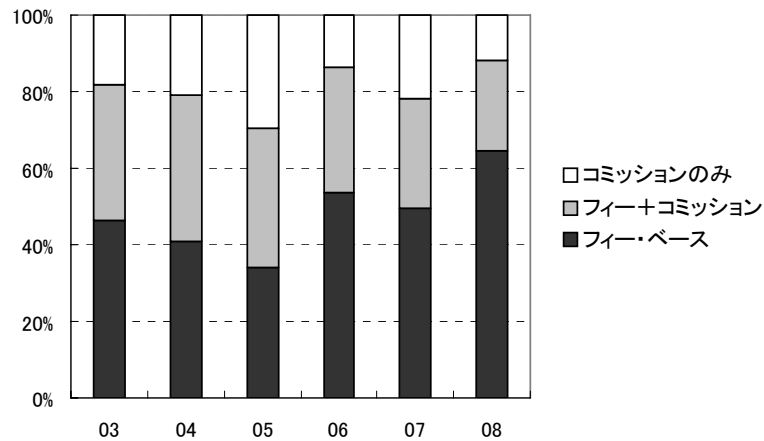
図表 11 社外チャネル（RJFS）における
手数料収入の内訳



(注) 09年は2009年3月末時点

(出所) レイモンド・ジェームズ資料より野村資本市場研究所作成

図表 12 米国の証券営業担当者が獲得する手数料の内訳



(注) フィー・ベースはフィーのみを手数料するケースを含む

(出所) Cerulli Associates, “State of the Independent Broker/Dealers: Channel Sizing and Industry Implications”より野村資本市場研究所作成

表 10、11)¹⁵。

フィー・タイプの手数料体系への移行は、金融危機に伴いコミッション収入のボラティリティが高まる中で、同社の収益の安定性に貢献していると言えよう。このようなトレンドは、米国証券業界全体でも見られるが（図 12）、もともとファイナンシャル・アドバイスの提供を重視してきたレイモンド・ジェームズは、その先鞭をつけた証券会社の一つであったと言えよう。

¹⁵ なお、直近の社外チャネルにおけるフィーの割合が低下しているが、2008年9月以降の株価の下落により売買高が増え、相対的にコミッションが増加したことに加え、預かり資産残高が減少したことが、この原因の一つ

3. レイモンド・ジェームズのシステム環境

米国証券業界において、社外チャネルに所属する営業担当者が増加している背景としては IT の発展も見逃せない。営業担当者は大組織の従業員でなくても、IT を駆使したツールや販売支援サービスを受けられるようになったため、社内チャネルから社外チャネルへ移行しても、従来と遜色のない営業活動が容易にできるようになったのである。

レイモンド・ジェームズが営業担当者に提供するシステムの中核は、アドバイザーズ・リソースと呼ばれるウェブ・ベースの顧客口座管理システムである。営業担当者は、同システムによってリアルタイムの顧客口座情報、注文の発注、レポートの取得等、証券業務に関わる幅広いサービスを得ることが可能となっている（図表 13）。また、同サービスはネット環境が整えば、どこからでもアクセス可能となっている。

同システムを含めた IT システムの開発・メンテナンスは RJA が担っており、838 名の従業員が IT システムに携わっている。レイモンド・ジェームズでは、オペレーションを担当する従業員が減少傾向にある中、システムに従事する従業員は増加しており、毎年 1 億ドルもの資金をシステム開発に費やしている。

図表 13 アドバイザーズ・リソースの内容

顧客管理	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 顧客口座照会 ✓ キャッシュフローの詳細 ✓ 商品情報
FPサービス	<ul style="list-style-type: none"> ✓ アセットアロケーションのソフトウェア
オンライン取引	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 株式／債券 ✓ オプション ✓ 投信／年金
価格情報	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 価格のリアルタイムデータ ✓ テクニカル分析ツール
情報提供	<ul style="list-style-type: none"> ✓ マスメディア情報 ✓ レイモンドジェームズのニュース
他社のデータベース・サービス	<ul style="list-style-type: none"> ✓ S&Pマーケットスコープ ✓ イボットソン・アソシエイツのデータ等
イントラネット	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 新着情報、商品、マーケットコメント ✓ リサーチ ✓ マーケティング情報

（出所） American Brokerage Consultants, “Bankers’ Guide to Third-Party Retail Investment Programs”より野村資本市場研究所作成

4. 個別チャネルの特徴

1) 伝統型（社内チャネル）

社内チャネルの一つである伝統型は、一般的な米国証券会社の営業担当者チャネルに相当する。同チャネルの営業担当者はレイモンド・ジェームズの従業員であるため、福利厚生費用は会社が負担する。また基本的には支店長の管理の下、同社が採用するアシスタン

と推測される。

トのサポートを受けながら営業活動を展開する。

彼らの報酬体系は、自らが獲得した手数料の一定割合（歩合の戻し率、ペイアウト率）を受けとる仕組みとなっている¹⁶。伝統型チャンネルの歩合の戻し率は彼らの稼いだ手数料の37～50%となっており、残りの手数料の一部は支店の管理費やアシスタントの人件費等に用いられる¹⁷。

伝統型チャンネルの営業担当者の資格要件としては、5年以上の経験に加え、年間30万ドル以上の手数料収入という条件も課されている。

2) 準独立型（社内チャンネル）

準独立型チャンネルは、2000年以降に導入された比較的新しく、極めてユニークなチャンネルである¹⁸。伝統型と社外チャンネルの中間のチャンネルと位置付けられる。

準独立型チャンネルの営業担当者はレイモンド・ジェームズの従業員であり、同社の福利厚生などを受けられる一方、販売活動に関わるコストの配分や勤務地等を自ら選択することも可能である。その意味で、営業担当者にとって伝統型チャンネルと社外チャンネルの良さを併せ持つチャンネルともいえる。

準独立型チャンネルでは、伝統型チャンネルより歩合の戻し率が高くなっており、手数料の70～80%が営業担当者の報酬となる¹⁹。ただし、この準独立型チャンネルの営業担当者となるためには、50万ドル以上の手数料を稼ぐことが資格要件となっており、伝統型チャンネルよりハードルが高くなっている。

3) コミッション・フィー併用型（社外チャンネル）

前述の通り、社外チャンネルは三つあり、その一つがコミッション・フィー併用型である。コミッション・フィー併用型チャンネルの営業担当者は、証券外務員資格を取得しているため、コミッションとフィーの二通りの手数料を獲得することができる。

コミッション・フィー併用型チャンネルの営業担当者はレイモンド・ジェームズの従業員ではなく、同社が負担する経費も少ないため、資格要件のハードルも相対的に低い。具体的には、営業担当者として求められる経験は3年以上であり、手数料は25万ドル以上となっている。また、手数料における歩合の戻し率は80%以上となっており、社内チャンネルよ

¹⁶ 社内チャンネルに支払われるその他の報酬として、証券会社が営業担当者を引き抜く際に支払うボーナス（フロント・マネー）がある。大手証券会社では、フロント・マネーが前年の手数料の100%を超えることも多いが、レイモンド・ジェームズでは70%を超えることは稀である。しかし金融危機後は、ライバル社の水準も下がりがつあるため、同社の水準が不利にはならなくなりつつあることが指摘されている。

¹⁷ 歩合の戻し率は、営業担当者が取り扱う商品及び獲得する手数料の金額によって決まる。また、営業担当者が稼いだ手数料の一定割合は、営業担当者に対する繰り延べ報酬として用いられる。繰り延べ報酬は、勤続年数が一定期間を超えないと全額受け取ることができなくなっており、営業担当者が転職しないよう引きとめる役割を果たしている。

¹⁸ 同様のチャンネルを持つのは、ワコビア証券など、ごく一部の金融機関のみである。

¹⁹ 営業担当者が株式等を売買する際、証券会社に支払う定額手数料（チケット・チャージ）は、社内チャンネルの場合、証券会社に支払う必要はない。一方、社外チャンネルでは営業担当者にこれを課すこととなる。

り高くなっている一方、アシスタントの採用や出店のための固定費用など、営業担当者の負担額は増加する。なお、この営業担当者が証券外務員として行う行為に関する監督責任は、レイモンド・ジェームズが負う。

4) フィー型 (社外チャネル)

二つ目の社外チャネルであるフィー型は、投資顧問業者の資格で個人向けに証券サービスを提供する RIA (Registered Investment Advisor) のチャネルである。彼らは主にファイナンス・アドバイスの対価として残高連動型のフィーを獲得するが、基本的に証券外務員の資格を持たないため、コミッションを得ることができない。

RIA チャネルの資格要件としては管理資産残高が用いられており、具体的には 3,000 万ドル以上の預かり資産が求められる。RIA の法的な位置づけは、いわゆる機関投資家と同様であり、投資顧問業者として獲得した手数料は証券会社とは無関係であるため、彼らが顧客から獲得したフィーは全額営業担当者が取得する。一方、レイモンド・ジェームズは、RIA の顧客の資産を預かっているため、彼らのアドバイスの結果、投資商品の売買が発生した場合には、そのコミッションや販売手数料などを顧客から受け取ることとなる。

レイモンド・ジェームズは、フィー型チャネルの営業担当者の監督責任は原則、負っておらず、その責任は RIA 自身に帰する。

5) サード・パーティ・マーケター (社外チャネル)

三番目の社外チャネルとしては、銀行チャネルであるサード・パーティ・マーケター (TPM) がある。TPM とは、グループ外の銀行に対して有価証券の販売に関わるサービス (販売支援、研修等) を提供する業者を指す。レイモンド・ジェームズは、米国 TPM 業界の中で主要プレイヤーとなっている²⁰。

銀行にとって、証券部門を設立することは、コンプライアンスや IT 投資といった固定費負担の増加を意味するため、ある程度の収入基盤を確立できないと、収益が圧迫されることとなる²¹。例えば、コネチカット州の地方銀行であるウェブスター・バンクは、独自に証券部門を立ち上げることを試みたものの、コンプライアンスやオペレーションなどにコストがかかりすぎたため、結局 TPM を利用することとなった。このように、現在、投資商品を取り扱う銀行²²の多くは、何らかの形で証券業務の一部を外部に依存している。

レイモンド・ジェームズは、1987 年に、RJFS (社外チャネル) の下に金融機関部門 (Financial Institutions Division) を立ち上げることで、TPM チャネルを創設した。同部門では、現在 200 を超える金融機関にサービスを提供しており、管理資産は 210 億ドル、口座数は 23.8

²⁰ サード・パーティ・マーケターについては、野村資本市場研究所『総解説 米国の投資信託』日本経済新聞出版社を参照。

²¹ Howard Stock, "Ten Step To Selecting The Right Third-Party Marketer", *American Banker*, September 4, 2008 参照。

²² 投資商品から収益を計上している銀行は、連邦預金保険公社 (FDIC) に登録している 7,663 行の 22.1% である。注 21 を参照。

万口座となっている。また、所属する営業担当者数は558名となっている（2008年9月時点）。TPMとしての同社のサービスの評価は高く、バンク・インベストメント・コンサルタントとアメリカン・ブローカレッジ・コンサルタントの共同調査では2位を獲得している²³。

なお、レイモンド・ジェームズのTPMチャネルの営業担当者は、社外の銀行や信用組合の従業員である。ただし、彼らはRJFSにも所属するという形を取る（社外チャネルであるため、レイモンド・ジェームズの従業員ではない）。このような形を取れば、彼らが証券外務員として行う行為の監督責任は、レイモンド・ジェームズが負う。銀行は系列証券会社を抱えずに、行員に証券業務を行わせることが可能となるのである。

IV. おわりに

レイモンド・ジェームズは投資銀行業務、資産運用ビジネス、銀行業務等も手がける総合証券会社であるが、ファイナンシャル・アドバイス中心の証券リテール・ビジネスを中核とし、販売チャネルのイノベーションを軸に、これまで長い間成長路線をたどってきた。

とりわけ同社の発展に大きく寄与したのは営業担当者の裁量が大きい、社外チャネルである。このようなチャネルが伝統的社内チャネルを凌駕する程の成長を遂げたのは、米国投資家の裾野が広がり、証券投資が限られた富裕層のみに提供されるサービスではなくなった結果、従来よりも軽装備で身近なチャネルが求められるようになったことも背景にある。しかも金融危機を経て、大手の証券営業担当者の独立志向が一層顕著になったことから、彼らの受け皿を複数用意してきたレイモンド・ジェームズは競合他社の営業担当者をも魅了した。

ただし、チャネルの多様化が進んだレイモンド・ジェームズにおいても、依然として伝統的営業担当者が高い生産性を誇る精鋭部隊であることに変わりはなく、各チャネルの規模でみた逆転傾向だけを捉えて社内チャネルの弱体化を予想するのは早計であろう。ITやリサーチ等、最先端のインフラを一通り備える社内チャネルがあるからこそ、そのインフラを活用できるレイモンド・ジェームズの社外チャネルが、同業他社と比べて高い競争力を維持できるという面も忘れてはならない。

もともと米国では、マルチ・チャネル体制の構築には慎重な証券会社も多い。伝統的証券会社は社内の既存チャネルから新規チャネルへの顧客流出を懸念し、新興証券会社は伝統的チャネルに切り込んでも勝算が低い上、専業であるが故の自社の際立った特徴が、総合化によってぼやけることを懸念するからであろう。しかし、米国では長らく1社1チャネル体制が続く中で、各社がそれぞれの強みや販売支援の重点分野を喧伝して営業担当者

²³ バンク・インベストメント・コンサルタントは銀行窓販の専門誌であり、アメリカン・ブローカレッジ・コンサルタントは銀行窓販に注力しているコンサルティング会社である。同調査では、261行の銀行にアンケートをとったもので、22の観点からサード・パーティ・マーケターをランキングしたもの。1位はIPI、2位はレイモンド・ジェームズ、3位はエセックスである。詳細は、Pamela Black, "Who Are the Best TPMs?", *Bank Investment Consultant*, May 1, 2009 を参照。

とその投資家を惹きつける努力を重ねた結果、チャンネルごとの顧客属性²⁴や主要商品²⁵の違いも、浮き彫りになってきた。つまり、特定のタイプの営業担当者や顧客を取り込むためには、従来とは異なるチャンネルでアプローチした方が効果的ではないかと考える下地も整いつつあった。このような変化をいち早く捉えつつ、レイモンド・ジェームズはそれぞれのチャンネルが営業担当者に提供する便益と費用を明確にして、一定の成功を収めた。今般の金融危機以降、自分に合った支援水準の証券会社を求める営業担当者がますます増えることを考えると、アドバイザー・チョイスの仕組みがこれまで以上に生きていく可能性も考えられる。

わが国の場合、有価証券の営業は長らく証券会社にほぼ限定され、来店対応型／外交型といった営業形態や、給与制／歩合制といった報酬・雇用形態によって外務員チャンネルの切り分けがなされてきた。しかし、わが国も過去 10 年で、様相は様変わりしている。銀行の投信窓口販売（1998 年）や証券仲介業（2004 年）、郵便局による投信販売（2005 年）といった新しいチャンネルが加わったためである。証券会社の外務員が 2009 年 6 月 7.9 万人であるのに対し、銀行等の外務員は 35.6 万人、郵便局も含めた金融商品仲介業者の外務員数は 10 万人超と、いまや外務員数では新興チャンネルが伝統的チャンネルを大きく上回った。この間、伝統的証券会社も大手を中心に実績報酬型の営業担当者を増やしたり²⁶、チャンネル体制の見直しを行ったりもした²⁷。さらに金融危機後は、ネット証券として知られる楽天証券や SBI 証券等も、証券仲介業を活用して対面チャンネルを強化することを明らかにしている²⁸。

こうしたチャンネルの多様化は、競争を促進させる面があることは言うまでもない。しかし、伝統的証券会社が新興チャンネルに強力な販売支援を提供した結果、大きな成長を遂げたレイモンド・ジェームズのような事例は、わが国にとっても参考となり得るのではないであろうか。

²⁴ セルリー社の調査によれば、例えば大手証券の社内チャンネルと社外チャンネルのフィー型はいずれも、預かり資産 100 万～500 万ドルの顧客が全顧客の半分以上を占め、富裕層が多いのが特徴と言える。このように両チャンネルは親和性が高いため、社外チャンネルのフィー型は、大手証券の営業担当者が独立する際の受け皿となりやすい。これに対して、銀行チャンネルは、預かり資産が 25 万～100 万ドルの資産形成層が富裕層とともに 4 割を占める。

²⁵ 同様にセルリー社の調査によれば、大手証券の社内チャンネルの主要商品は SMA（全顧客預かり資産の 3 割）であるのに対し、社外チャンネル（コミッション・フィー併用型及びフィー型）や銀行社内チャンネルの主要商品は投資信託（同 4 割）である。

²⁶ 二上季代司「資産管理型営業の再考」『証券レポート』2002 年 6 月号、二上季代司「変わりつつある証券会社の人事制度」『証券レポート』2004 年 4 月号

²⁷ 「野村証が生保や民営化 IPO 前に営業体制見直し、顧客囲い込み競争も」ロイター 2008 年 6 月 20 日

²⁸ 「「楽天証 IFA」サービス提供開始」2008 年 10 月 14 日楽天証券プレス・リリース、「日本インベスターズ証券会社の事業の譲受けに関するお知らせ」2009 年 6 月 15 日 SBI 証券プレス・リリース

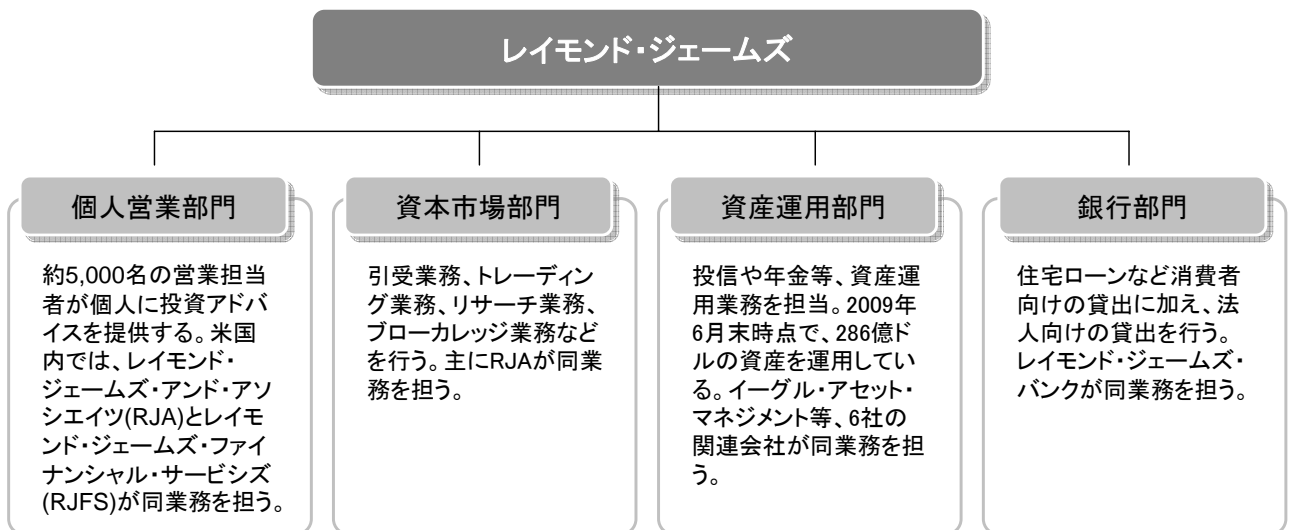
補論 事業部門の概要

レイモンド・ジェームズは個人営業部門を中核とする総合証券会社であるが、他の事業部門もグループ内にあることが、個人営業部門の競争力強化に繋がっている。そこで、以下では個人営業部門以外の事業部門について概要を紹介する（図表 14）。

・ 資本市場部門

資本市場部門では、機関投資家営業、リサーチ業務²⁹、トレーディング、投資銀行業務などを行っており、2008 年は総収入の 15.8%を占めている³⁰。資本市場部門の主要収入源となっているのは機関投資家営業ビジネスであり、そのうち株式業務からの収入が7割を占めている。ただし金融危機の前後からは、債券業務の成長も著しい。また、現在 47 名のアナリストがリサーチ部門に属しており、主に米国企業をフォローすることで、リテール及び機関投資家営業をサポートしている。投資銀行業務では、70 名が株式、48 名が債券等を担当しており、引受やファイナンシャル・アドバイザー・サービス等を法人向けに提供している。トレーディング業務における自己勘定取引ビジネスは限定的であり、対顧客ビジネスが主力となっていることから、2009 年度は増収に転じており、人材の採用も拡大中である。

図表 14 レイモンド・ジェームズの事業部門の概略



(出所) レイモンド・ジェームズ資料より野村資本市場研究所作成

²⁹ 同社のアナリストが選ぶ銘柄は、ここ 10 年間で 27%、S&P500 をアウト・パフォームしている。同社に所属するアナリストの質の高いリサーチにアクセス可能であることが個人営業部門の営業担当者の利点となっている。

³⁰ このようにレイモンド・ジェームズは投資銀行としての側面も持っている。ゴールドマン・サックスやモルガン・スタンレーが銀行持株会社に移行したこともあり、同社は一時、米国投資銀行の中で、時価総額が 1 位となった。詳細については、Richard Mullins, "Raymond James Left At Top", *The Tampa Tribune*, September 23, 2008 を参照。

・資産運用部門

資産運用部門は現在、総収入の7.4%を占めており、投資信託やSMAなどのリテール向け運用サービスを主に提供している。運用資産は、2008年度の333億ドルから減少傾向にあったが、個人部門の営業担当者数の増加などにより、預かり資産とともに運用資産も下げ止まり、2009年6月は286億ドルとなった³¹。

中でも1976年に設立されたイーグル・アセット・マネジメントは、個人投資家及び機関投資家向けに投資信託やSMA等を提供している。なお、レイモンド・ジェームズの個人営業部門では、6,500本の投資信託を扱っており、そのうちグループ内の運用会社であるイーグル・アセット・マネジメントの投資信託は10本となっている³²。

・銀行部門

銀行部門は、2008年9月末時点で総収入の12.6%を占めている。特に税引前当期純利益では、全体の29%を占めており、近年拡大している部門である。レイモンド・ジェームズの銀行部門は、1994年のレイモンド・ジェームズ・バンク（RJバンク）設立で立ち上げられ、レイモンド・ジェームズの個人部門の支店あるいはネット・バンキング、テレフォン・バンキングを介して商品・サービスを提供している。特に2006年からは個人部門の支店を通じて預金を集めるプログラムを稼働させ、総資産を急速に拡大した。RJバンクは、2009年6月に83億ドルの資産を保有しており、その内訳は、主に商業ローン、住宅ローン、消費者ローンとなっている。

³¹ Matt Ackermann, "Raymond James Hiring Advisers to Offset Asset Losses", *American Banker*, September 15, 2009

³² その他のグループ内運用会社は、機関投資家向けの商品・サービスを提供している。