

デイスカウント・ブローカーと ブローキング業務

はじめに

証券会社の差別化戦略の一つとして、デイスカウント・ブローカーと呼ばれる業態がしばしば紹介されている。デイスカウント・ブローカーの隆盛は、一九七五年五月にアメリカで株式委託手数料が自由化されたことにもなつて証券業界に生じた大きな変化の一つである。デイスカウント・ブローカーは投資経験の豊かな個人投資家を対象として、売買注文の受注・取次サービスのみを提供し、投資勧誘や投資アドバイスなどを行わないかわりに株式委託手数料をデイスカウントする業者である。

デイスカウント・ブローカーといっても、近年では、店舗を擁したり取扱い商品を多様化するなど、投資アドバイザーをしないことを除けばフルサービスのサービスを取りそろえるところまでできてきている。デイスカウント・ブローカーは、伝統的なフルサービスのブローカーに比べて大幅にサービスを節減し、そのみかえりに株式委託手数料を割り引くという形で登場したわけであるので、デイスカウント・ブローカーのこうした多様化を前にすると、そもそもデイスカウント・ブローカーの手数料デイスカウントの根拠が分かりにくく思われる。本稿では、固定的な委託手数料制度の廃止が生み出したデイスカウント・ブローカーにとって、伝統的なブローカー業務のうちのどの部分がデイスカウントの対象となっているのかという点を中心に、デイスカウント・ブローカーについてあらためて検討したい。

デイスカウント・ブローカー業務の成立と発展

アメリカでは、周知のように一九七五年五月をもって株式委託手数料が自由化された。しかし実際には、一九七五年以前にすでに固定手数料制を形骸化するような動きが出てきたことも広く知られている。固定手数料制を形骸化させた要因は大きく二つに分けられる。一つは、機関投資家が証券会社に支払う手数料を節減するためにとつた行動がもたらした市場の分裂である。機関投資家は、手数料を節減するためにNYSEの手数料規則の及ばない、上場株の店頭取引である第三市場や機関投資家同士の直接取引を行う第四市場へと取引の場を移し、その結果、NYSEからの注文の流出が起こつて市場の分裂が生じた。

手数料自由化を加速したもう一つの要因は、証券業者による実質的な手数料引き行為である。証券業者は、機関投資家から大口で手数料を獲得するために、手数料分与や互惠手数料と言つた形で実質的に手数料の割り引きを行つていた。

こうしたことを背景に実施された一九七五年の委託手数料の自由化であるが、自由化の恩恵を最も受けたのも大口の売買を行う機関投資家であつたことは当然であつた。機関投資家向けの手数料率は一九七五年五月一日以降一九七七年末までに五割近く低下しており、その後も大口取引に関しては低下したままの水準が続いているのに対して、逆に個人投資家向けはむしろ上昇したとされている。この間、機関投資家向け的大幅な手数料引きの過程で、機関投資家からの手数料収入に依存していた業者が多く倒産の危機にさらされ、証券業界の再編が進んだ。

株式委託手数料の自由化にもなつて、大口取引の手数料のみが割り引かれたことは、証券会社側のコスト構造を考えれば自然なことである。証券業者として店舗を維持し、外務員の人件費を支払つて、顧客に対する投資

アドバイスをを行うために調査部門を抱えるといった伝統的なブローカーサービスに付随するコストを考えれば、一度に大量の注文を出す大口取引の採算が小口より高いことは当然で、大口の機関投資家の手数料のみが低下したことは止むを得ないことである。

一方こうした事態に対して、デイスカウント・ブローカーと呼ばれる業者は、小口注文を出す個人投資家向けに、売買注文の取次・受注のみに特化するかわりに株式委託手数料をデイスカウントしてブローカーサービスをを行うという形で業務を展開し始めた。したがって一般的には、デイスカウントの対象はこうした特化によって切り捨てられた投資勧誘や投資アドバイスといった業務であると考えてさしつかえない。

もちろん手数料自由化直後の時点では、多くの証券会社は投資アドバイスも含めたフルサービスのブローカー業務に固執していたのであって、デイスカウント・ブローカー業務に進出したのは、ほんの一握りの業者だけであつた。しかしながら、デイスカウント・ブローカーはその後次第にシェアを拡大しはじめ、デイスカウント・ブローカーの個人投資家の委託手数料総額に占める収入シェアは、一九七七年時点のわずか三・五%から、一九八〇年時点で六%と上昇し、最近では手数料総額の一二%を占め、売買高のベースで見ると約二〇%にまで達している。デイスカウント・ブローカーの手数料の伸びは、一九八〇年代前半からなかなかにかけて年率二〇%にのぼっていたともいわれ、その特化戦略の成功の様子が日本でも多く紹介されるようになった。こうしたデイスカウント・ブローカーの拡大には、投資家層の若年化のほか、あとでも見るように通信技術の急速な革新が大きく貢献していることは言うまでもない。

通信技術の革新に関しては、近年では個人投資家の間にパーソナルコンピュータが普及したことを背景に、デイスカウント・ブローカーのあいだにも電子ブローキングが急速に広まってきている。付随サービスを行わないデイスカウント・ブローカーは、こうしたテクノロジーを利用した経費節減に最も適した業態であるといえることができる。以前から、コンピュータなどがパソコン通信を経由したオンラインサービスを提供していたが、昨年ころから、インターネットの普及とともに、ホームページから株式や投資信託の売買注文を受け付けるインターネット・ブローキングサービスが口座数を増やし始めている。こうしたブローカーは、一般に売買手数料は一定株数までは固定料金で、それを超えると従量制料金という体系にしており、通常のデイスカウント・ブローカーよりずっと安いばかりか、ディーブ・デイスカウンターより安いところもある。

デイスカウントの対象となった業務とは何か

さて、このように手数料自由化を機に拡大したデイスカウント・ブローカー業務であるが、こうしたデイスカウント・ブローカーは、伝統的ブローカー業務の担っていたどの業務をデイスカウントの対象にしていると考えればよいのだろうか。

デイスカウント・ブローカーによってデイスカウントの対象とされたのは、まず第一に注文の受注・取次以外の付随サービスであると考えられる。店舗や外務員の維持、調査部門などといった固定費的な多くの経費を伝統的なブローカーサービスは抱えてきたのであって、こうしたコストを考えれば、一度に大量の注文を出す大口取引の採算が小口より高いことは否定できない。証券市場における機関化の進展にもなつて大口の取引が増加してくると、言うまでもなく大口取引の執行単価は小口のそれよりも安いので、大口取引に関する手数料の引き下げ圧力が機関投資家からかかってくることになる。一九七五年の株式委託手数料の自由化は直接的にはこうした圧力に動かされたものであり、手数料自由化後は、大口の取引の手数料が大幅に下がり、小口取引の手数料はむ

しる上昇したことはすでに述べたとおりである。

これに対して、デイスカウント・ブローカーと呼ばれる業態は、投資アドバイスなどの付随サービスを行わないことを条件に株式委託手数料のデイスカウントをはじめた。デイスカウント・ブローカーは典型的には店舗を持たず、売買注文も電話やコンピュータ通信を通じて受け付けるのみで、極力人件費を削減しており、投資アドバイスなども当然行わない。大口取引の採算効率の高さを考えると、こうした営業のあり方は、個人投資家向けに委託手数料をデイスカウントするために不可欠であったといえるだろう。

機関化の進展とデイスカウント・ブローカー

しかしながら、デイスカウント・ブローカーのデイスカウント部分に対応しているのは投資アドバイスなどの付随業務だけではない。証券市場における機関化の進展が、一方で手数料自由化を押し進めるとともに、もう一方で伝統的なブローカー業務を変質させたことがデイスカウントブローカーの登場に大きな影響を与えたと考えられるからである。

ブローカー業務とは、投資家のために証券の取り引き機会を拡大することで証券に流動性を与え、発行市場での資金移転機能を補完する働きをしていると解釈されている。すなわち、証券発行による資金調達においては、資金需要者（証券発行者）はできるかぎり長期の資金を得ようとするが、資金供給者（証券購入者）はできる限り短期に流動化可能な形で資金を提供しようとするために、需要される資金と供給される資金との間に根本的なミスマッチが生じている。こうしたミスマッチに対して、ブローカーは、証券市場において証券の転売可能性を高めることによって、証券の買い手が流動性リスクを次々と転売先に転嫁できるような環境を作り、このミスマ

ッチを解消するという機能を果たしている。

ブローカーがこうした流動性補完機能を果たす上で欠かせないのが取引所制度である。伝統的には取引所は証券の売買にあたって市場集中義務を課し、売買注文を一箇所に集中することで効率的価格の発見機能を担っている。そしてこの市場集中を実現するための技術的制約として会員制度をとってきた。こうした取引所の市場集中による価格発見機能は、ブローカーの側から見れば、取引相手とのマッチングまでの探索コストを節減するという役割を果たしていることになる。

しかしながら、証券市場において機関化が進展してくると、大口の取引が従来通りのブローカーを通して行われるようになってくる。しかしながら、大口取引は、小口取引にはない特殊性を持つているため、取引所取引にはなじまない側面を持っている。大口取引はまず大きなマーケットインパクトを市場に与える可能性があるため、個々の取引が価格支配力をもたないことを前提とした競争市場の原理になじまない。また同じことであるが、大口であるために、取引所取引でありながら、小口取引の場合にはなかった探索コストをブローカーに課すことになる。

したがって、証券市場の機関化が進むと、取引所取引で節減されていたはずのブローカーの探索コストが再発生してくることになる。こうして、株式委託手数料の自由化を促進してきた機関化現象は、他方で、ブローカーの探索コストを増加させ、市場におけるディーラー業務の重要性をより高める方向にも影響を及ぼしていることになる。

このようにして見てみると、デイスカウント・ブローカーが手数料のデイスカウントを行っているもう一つの根拠は、機関化が進展した市場で、個人投資家の小口取引を対象としているゆえに、探索コストを低く抑えるこ

とができているところにもあると考えることができる。一九七五年の手数料自由化は、取引が大口化したことによつて生じた、執行コストの削減と探索コストの増加という二つの異なった影響の狭間で生じた制度変革であったということができないのではないだろうか。機関化の進展と、それがもたらした手数料自由化の影響は、機関投資家に対しては執行コストの低下をつうじて大口取引の手数料削減に動き、個人投資家に対しては探索コスト節約分のディスカウントとして表面化しているわけである。

シームレス・トレーディングの時代

インターネットなどを通じた通信技術の発達にともなつて、シームレストレーディングの時代がきたと言われるようになった。これは投資家が投資選択を決定し、注文を端末に入力さえすれば、その後の取引所における注文の成立から決済、受け渡しにいたる取引過程のすべてのレベルをひと続きのシステムで行うという構想である。

こうした動きは、すでに一九七〇年代前半ころにバック・オフィスの合理化が叫ばれた時点で、機関投資家と証券会社の間を結ぶ形で部分的にはじまり、一九八〇年代に取引所システムの自動化が行われた時点で、さらに取引所と決済ネットワークをつなぐ形で徐々にその範囲を広げてきたものである。

シームレスのシステムのもとでは、テクノロジーの発達が伝統的なブローカー業務のうちの多くの部分を不要にしてしまう可能性がある。これまで、ブローキング業務としてひとまとめに行われてきた「勧誘」「執行」「決済」「調査・投資アドバイス」といった個々の業務がアンバンドルされてきていることも、こうした変化に対応する動きであるとみなすことができる。今後、ブローカー業務のうちの純粋な売買仲介の部分の機能の重要性は

大幅に低下し、大口注文を処理するトレーダーとしての機能がますます重要になってくるだろう。それにともなつて探索コストを要しない小口の取引については、証券会社は売買仲介機関としての機能が低下し、投資情報提供業としての性格が強まると見ることもできる。

こうした動きは、ちょうど銀行の機能が資金のアービトラジティーを確保することではなくて、信用情報を生産することとしてとらえられ直されたこととも対応しているのではないだろうか。

参考文献

大崎貞和（一九九六）「インターネットが変える証券市場」『財界観測』

柴田武男（一九九五）「ディスカウント・ブローカー業の発展と業際問題」『証券研究』

証券団体協議会議（一九九六）「証券市場をめぐる諸問題と規制緩和」

二上季代司（一九九二）「ブローカーの存在意義について」『証券レポート』一四九号

（清水）