

米国証券会社の収支構造

～二つのリテールブローカーの場合～

米国の証券会社は、一九七五年五月の委託売買手数料の完全自由化以降、委託手数料依存型の収益構造からの脱皮をせまられ、特定業務への特化、アウトソーシングによる費用の流動化、提供サービスの限定による価格競争力のアップ、あるいは全く逆に、業務の多角化、フルサービス化によるサービスの高付加価値化など、各社さまざまな経営努力を重ねてきている。小稿では、そうした米国証券会社の経営戦略を収支構造という観点から検討することとする。はじめに証券業者全体としての変化を確認し、次に個人投資家向けブローカーレッジ業務に特化している証券会社の中からフルサービスを提供しているA. G. エドワーズ社とディスクアウントブローカーであるウォーターハウス社をサンプルとして取り上げ、米国証券会社の個性化の一側面を明らかにする。

証券会社全体の収支構造

はじめに、手数料自由化後の米国証券会社全体の収支構成の変化を確認しておこう。図1は、対公衆業務をおこなうニューヨーク証券取引所(NYSE)会員会社の収入と費用を合計したものである。

収入について見ると、まず、「委託手数料」の比率が、七六年の四五・八%から九五年の一六・六%へと大きく減少していることがわかる。受入手数料の絶対額は、三〇億ドルから一五〇億ドルへと五倍増になっている

表1 NYSE会員業者の収支構造 (%、100万ドル)

<収入>	1976	1980	1985	1990	1994	1995
委託手数料	45.8	35.4	21.3	16.4	18.9	16.6
トレーディング	17.5	19.6	25.7	24.4	18.5	18.2
投資有価証券	2.8	3.5	2.8	-0.5	0.1	1.4
引受	12.3	8.3	11.0	6.0	8.2	8.1
信用取引金利	7.9	13.0	6.7	5.7	6.3	6.5
投信販売	n.a	0.7	4.3	3.1	4.5	3.5
資産運用	0.0	1.1	2.5	4.1	5.4	4.6
リサーチ	n.a	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
商品取引	3.0	3.9	2.5	3.1	2.7	-0.5
その他証券関連	7.8	10.8	18.6	32.2	28.5	38.0
その他	n.a	3.7	4.5	5.4	6.7	3.5
収入合計	6,884 (100.0)	16,030 (100.0)	38,621 (100.0)	54,034 (100.0)	71,355 (100.0)	96,303 (100.0)

<費用>	1976	1980	1985	1990	1994	1995
報酬	n.a	46.0	42.3	32.7	38.9	34.1
登録外務員	22.1	22.2	20.0	12.7	15.5	14.1
サポート人員	23.5	18.5	18.1	16.2	19.3	16.4
取引所・清算関連費用	n.a	5.5	3.8	3.2	3.7	3.1
支払金利	11.2	25.0	29.4	41.9	33.8	42.9
通信費	8.6	6.1	5.6	4.1	3.9	3.2
不動産・設備費	5.8	3.7	5.3	5.7	4.5	3.8
宣伝広告費	n.a	2.5	2.4	1.6	1.8	1.4
不良資産による損失	1.0	1.5	0.8	0.5	0.5	0.3
コンピュータ	n.a	1.1	1.4	1.3	1.7	1.4
規制関連費用	n.a	0.5	0.7	0.8	0.6	0.5
その他	n.a	8.0	8.4	8.2	10.5	9.2
費用合計	5,905 (100.0)	13,767 (100.0)	34,481 (100.0)	54,196 (100.0)	70,227 (100.0)	88,899 (100.0)
税引前利益	979	2,262	4,140	-162	1,128	7,405

(出所) SIA, 1996 Securities Industry Fact Bookより作成。

もかわらず、自由化によって切下げ競争が激化したこと、委託手数料は市況に左右されやすいことなどから、証券各社は委託手数料への依存度を低めてきたのである。

手数料と対照的であるのが、「資産運用」業務からの収益の伸びである。七六年ではゼロだったものが、最近では収入の五%前後を占めるに至っている。額としてはまだわずかであるが、資産運用業務は証券会社にとって、収益のベースを委託売買ベースから運用資産額ベースに移し、収益基盤を安定化させるというメリットが存在する。例えば、ラップアカウントであれば、運用にともなう注文執行には料金を課さず、手数料は一括して運用資産額に応じて徴収するというプログラムとなっている。

また、私募斡旋手数料、M A関連業務、店頭オプション取引、レボ取引、リサーチ以外の印刷物発行などからなる「その他証券関連」業務が急成長し、八〇年代末から収益の最大項目となっていることも、証券業務・収益構造の多様化の現れの一つと言えるであろう。

このように、米国の証券会社は、全体として見ると、収益基盤の拡大・多様化を図ることで委託手数料への依存度を低めてきたのであるが、しかし、米国の証券業の特徴の一つは、こうした全体としての変化が進行している一方で、証券会社の業態、個々の証券会社により、その収支構造が大きく異なっていることにある。業者全体として以上のような変化の傾向が存在するものの、それと同時に、業者間の偏差が非常に大きく各社の業務内容・収支構成が極めて個性的なのである。

例えば、九五年の「委託手数料」収入は、すでに述べたように証券会社全体では収益の一六・六%となっているが、大手投資銀行では六・五%を占めるにすぎず、逆にディスクアウントブローカーでは四五・四%を占める中核業務となっているのである⁽¹⁾。あるいは「その他証券関連」業務についても、全体では三八%であったが、大手

投資銀行の収益構成においては五五・四%を占める一方、地方証券会社では一〇・八%にすぎないのである。

費用の構成においても同様のことが言える。「支払金利」は、業界全体で四二・九%(三八二億ドル)を占めるに至っているが、その内、五四億ドルは全国総合証券(「支払金利」総額の一四・一%)、大手投資銀行が一八七億ドル(同四九・〇%)、ニューヨーク市中証券が九八億ドル(同二五・七%)を占めており、この三業態で業者全体の支払金利の八八・七%を占めているのである。つまり、証券業界全体として見ると「支払金利」が「報酬」を越え最大の費用項目となっているとはいえず、それはこの三業態の費用構成の変化によるものであり、証券各社が平均してそうした変化を遂げているわけではないのである。また、付け加えると、この三者は「トレーディング」収入においても業界内で高いシェアを占めている業態である。業界全体での「トレーディング」収入は一七五億ドルであったが、その内、全国総合証券が六二億ドル(三五・四%)、大手投資銀行が六四億ドル(三六・七%)、ニューヨーク市中証券が二四億ドル(一三・六%)を稼いでおり、証券会社全体の「トレーディング」収入の八五・八%を占めているのである。つまり、この三業態が、外部資金の取入れによるトレーディングを積極的に展開しており、それが業界全体としてのトレーディング収益と支払金利コストを高めているということであって、米国の証券会社が平均的にそうした業務を拡大させているわけではないのである。

では、個別の証券会社について見ると、どのような収支構造が見られるのであろうか。リテールブローカレッジに特化している二社、A. G. エドワーズ社(先のS I Aの分類では全国総合証券に入る)、ウォーターハウス社(ディスクアウントブローカー)を例に、その中でのさらなる「棲み分け」のありようを見てみよう。

表2 A. G. Edwards Inc. の収支構造

(%、1,000ドル)

	1994	1995	1996年度
委託手数料	57.0	49.1	55.4
上場証券	21.4	20.1	23.3
オプション	1.7	1.8	2.0
店頭証券	7.4	6.8	9.8
投資信託	19.4	12.5	13.0
コモディティ	1.3	1.3	1.1
保険	5.9	6.5	6.2
自己勘定取引	14.6	20.5	14.2
株式	3.1	3.2	3.8
債券	11.5	17.2	10.4
投資銀行業務	11.5	7.9	7.2
資産管理業務	10.6	13.0	13.4
金利	5.8	8.9	9.3
信用取引	4.7	7.6	7.4
配当・預金金利	1.1	1.3	1.9
その他	0.5	0.6	0.5
収入合計	1,278.641 (100.0)	1,178.342 (100.0)	1,454.467 (100.0)

<費用>

	1994	1995	1996年度
報酬	80.0	77.3	78.9
通信費	7.1	7.6	6.8
不動産・設備費	6.5	7.5	6.7
販促費	1.5	1.5	1.4
支払金利	0.1	0.7	0.3
その他	4.8	5.4	5.9
費用合計	1,035.070 (100.0)	979.013 (100.0)	1,178.185 (100.0)
税引前利益	243.571	199.329	276.282

(出所) A. G. Edwards Inc. 年次報告書より作成。

A. G. エドワーズ社の収支構造

表2はA. G. Edwards Inc. (これは持株会社であり、傘下には商品取引会社、資産運用会社などがあるが、業務・収益の中心は証券子会社のA. G. Edwards & Sons Inc.によって担われており、年次報告書に倣い、以下、会社のグループ全体をエドワーズ社とする)の収支構成を示したものであるが、先の証券業界全体の収支構成(表1)と比べると、収入においては「委託手数料」が(一六・六%に対して五五・四%)、費用において

- (1) SIA (証券業者協会) は、対公衆業務をおこなうNYSE会員会社三〇五社(九五年度を)
- ① 全国総合証券会社(メリルリンチ、スミスバーニーなど六社)
 - ② 大手投資銀行(ソロモンブラザーズ、モルガンスタンレーなど九社)
 - ③ ニューヨーク市中証券会社(中小証券四八社、サンフォード・ベルンシュタイン、ハーゾク・ヘイン・ゲダルトなど大手証券二六社、計七四社)
 - ④ 地方証券会社(エクイタブルなど中小証券二二社、ジョージ・バウム、メジロー・ファイナンシャルなど中堅二〇社、ロバード・ベアド、J. C. ブラッドフォードなど大手二二社、計六三社)
 - ⑤ デイスクワンター(チャールズ・シュワブ、クイック・レイリなど一九社)
 - ⑥ 清算業者(エバレン・クリアリングなど一八社)
 - ⑦ 取次業者(九四社)
 - ⑧ その他(二二社)の八つに分類しており、本稿もそれによっている。
- また、以下の九五年度の証券会社収支のデータは、SIA Securities Industry databank, Inc.

表3 Waterhouse Investor Services Inc.の収支構造

<収入>	(%、1,000ドル)		
	1993	1994	1995年度
非金利収入	88.2	85.4	80.3
委託売買・清算手数料	81.1	77.2	72.3
投資信託	5.8	6.4	6.9
その他	1.3	1.8	1.1
金利収入	11.8	14.6	19.7
信用取引	11.6	14.3	16.5
投資証券	0.0	0.1	2.8
その他	0.2	0.2	0.4
収入合計	84.215 (100.0)	107.597 (100.0)	143.000 (100.0)

<費用>

	1993	1994	1995年度
報酬	42.9	41.9	39.5
通信情報処理	20.1	19.1	17.8
宣伝・広告費	5.9	5.4	6.3
郵便	4.9	4.0	4.6
取引所・清算関連費用	6.5	5.2	4.1
不動産	4.6	4.5	3.9
設備費	1.3	2.2	3.0
支払金利	5.2	7.3	10.8
その他	8.6	10.4	10.0
費用合計	58.423 (100.0)	79.587 (100.0)	109.552 (100.0)
引前利益	25.792	28.009	33.447

(出所) Waterhouse Investor Services Inc. 年次報告書より作成。

表4 ウォーターハウスの口座担当者・支店数

	1991	1992	1993	1994	1995
アカウント・オフィサー (人)	103	174	281	375	551
支店数	21	38	48	60	72

(出所) 表3に同じ。

ウォーターハウスの収支構造

次に大手デイスカウントブローカーであるWaterhouse Investor Services Inc. (これは持株会社であり、傘下には銀行 [Waterhouse National Bank] などもあるが、業務・収益の中心は証券子会社の

は「報酬」(三四・一%に対して七八・九%)が極めて高い比率を占めていることがわかる。エドワーズ社は、一八八七年設立という長い歴史をもち、セントルイスを拠点として全米四八州に五四〇の支店、社員数二一〇〇人(うち外務員五八〇〇人)を抱える全国総合証券であるが、その業務は、個人投資家向けのフルサービスブローカレッジに特化しており、収支構成も当然ながらそうした経営方針を反映したものととなっている。すなわち、エドワーズ社は、①機関投資家へのサービス提供や政府・会社を顧客とした投資銀行業務を行わないわけではないが、あくまで主要ターゲットを個人投資家に絞り、②株式、社債、公債、投信、資産管理サービスの他にも、モーゲージ商品、証券先物・オプション、年金、生命保険、不動産、商品先物、リミテッドパートナーシップなど、幅広い投資商品をそろえることを重視しており(収支構成に見られるように、同社では自己勘定や投資銀行業務による収益が一定程度存在するが、それはそれ自身として追求されたものではなく、あくまでブローカー業務における顧客への品揃えの充実を目的としたものであるとされる)、③外務員を通じて、顧客との長期的な信頼関係を構築しながら、顧客一人ひとりの特性に合った投資アドバイスをし、④「手頃な(affordable)」な価格で、提供することを目指しているのである。こうした特徴をさらにはつきりさせるために、次にウォーターハウス社の場合を見てみよう。

(2) 以下は、エドワーズ社のホームページ <http://www.agedwards.com/> およびその年次報告書(10-K)による。

Waterhouse Securities Inc.によって担われており、年次報告書に倣い、以下、会社のグループ全体をウォーターハウス社とする)について見てみよう。⁽³⁾

ウォーターハウス社は、リテールブローカレッジを主要業務としているという点ではエドワーズ社と同じであるが、二社の間には多くの違いがある。まず、収益における「委託手数料」への依存度を見ると、エドワーズ社が五五・四％であるのに対してウォーターハウス社ではそれをさらに上回り七二・三％となっている。これは、同じくリテールブローカーであるにもかかわらず、エドワーズ社がフルサービスをモットーとし、前述のように提供サービスの多様化を図っているため、結果的に資産管理業務、投資銀行業務、自己勘定取引などが一定の収益となつて現れているのに対して、ウォーターハウス社の場合、提供サービスを限定し委託取引のみに完全特化する代わり、委託手数料の割引によつて価格に敏感な顧客を幅広く集めることを目指しているからである。

同様のことは、費用項目の構成の違いからも見てとることができる。エドワーズ社では費用の七八・九％を占めていた「報酬」がウォーターハウス社ではその半分の三九・六％にすぎない(ウォーターハウス社の従業員はすべて固定給である)。その一方で、エドワーズ社では六・八％、一・四％といった低いシェアしか占めていない「通信(情報処理)費」、「販促(宣伝・広告)費」が、ウォーターハウス社では、一七・七％、四・六％とそれぞれ三倍近い比率となつている。さらには、エドワーズ社では独立した項目になっていない「郵便」が、ウォーターハウス社では四・六％を占めているのである。こうした違いは、エドワーズ社が顧客の獲得や顧客へのサービス提供において外務員に大きく依存しており、いわばウォーターハウス社における通信や広告の役割をエドワーズ社では外務員が担っていること、ウォーターハウス社の場合、顧客獲得手段においては外務員ではなくマスコミでの広告に依存し、顧客への情報提供や顧客との連絡・受渡ではコンピュータやフリーダイヤル、郵便

を活用していること、また、顧客管理や注文の入力・執行などでもコンピュータによる自動化が推進されていることを物語っている。

こうした違いは、当然、両者の顧客像の違いに直結し、エドワーズ社の顧客が、外務員との長期固定的な関係にもとづいたアドバイス・サービスの提供を求めるのに対して、ウォーターハウス社の顧客は投資情報の収集・分析、投資決定を自分でおこなない、そのため業者間の手数料の格差を重視し発注先ブローカーを比較的頻繁に変える傾向も強いのではないかと想像される。

両者を比較するとこのような違いが浮かび上がってくるが、しかし、ウォーターハウス社の収支の構成を時間的な推移の中で見てみると、同社においても新たな展開が模索されていることがうかがわれる。例えば、「委託手数料」が高比率を占めているとはいえ、その値は九三年からみると八一・一↓七七・二↓七二・三％と減少しており、その一方で「投資信託」からの収入が五・八％から六・九％へと増加している。また表4が示すように、この五年間でアカウント・オフィサー(口座担当者)の数は五倍に、支店の数は三・五倍になつていくことがわかる。つまり、ウォーターハウス社は、ディスカウンターであるとはいえ、手数料の安さのみを追求するのではなく、投資アドバイスこそ提供しないものの顧客への一定程度のパーソナルな対応、取扱商品の充実を圖っており、それによつて、ディーブデイスカウンターとエドワーズ社のようなフルサービス業者との中間の道を進もうとしているものと考えられるのである。

(3) 以下は、ウォーターハウス社のホームページhttp://www.waterhouse.com/およびその年次報告書(10-K)による。