

米国地方証券会社の「個性」

証券業におけるニッチの存在根拠

一九七五年の委託売買手数料の自由化以降、米国の証券業界は激しい価格競争にさらされ、各社は様々な業務に特化・多様化・差別化することで生き残りを図ってきた。その結果、米国の証券各社の業容が、日本と比べて著しく个性的であり、バラエティ豊かであることはよく知られている。清算業務に特化している会社、地域的に限定して顧客を開拓している会社、特定の業種のリサーチに特化している会社など、会社が異なれば業種そのものも異なっているかのようなのである。

しかし、こうした米国証券会社の個性のあり方もその根拠や性格は同じではなく、区別して考えるべきではないかと思われる。すなわち、一言で個性といっても、①業態別の個性、②個別証券会社ごとの個性、③地方証券会社における個性は、異なった種類のものではないだろうか。本稿ではこうした観点から、はじめにこの三つの個性について整理し、次に、③に分類した地方証券会社における個性のあり方とその根拠について考えてみたい。

(1) 筆者は、昨秋の「大阪米国証券市場視察団」に参加し、米国の地方・中小証券会社(九社)を訪問する機会を得た。

小稿は、その時の視察・調査をベースにしたものであるが、あくまで筆者の個人的見解に基づくものである。

米証券業界における個性のあり方の第二は、そうした業態区分にも入り切らない、文字通り個人的な個別証券会社が存在することである。大阪米証券市場視察団の訪問先から例を上げれば、社員営業員をおかず、営業をすべてIC（インデペンデント・コントラクター）に依存しているネイザン・ルイス社、ナスダック銘柄のマーケットメイクに特化しているハーズク・ヘイン・ゲダルト社、あるいは、ハイテクノロジーを武器に、NYSE上場銘柄や日本物エクイティ債のマーケットメイクに特化しているD・E・ショー社などである。新規参入が比

費用の構成においても業態間の格差は大きく、全国総合証券や地方証券会社では報酬の比率が高いのに対して、外部資金を取入れながらトレーディングやMA業務をおこなっている大手投資銀行などでは、支払い金利が最大の費用項目となっている。このように、同じ証券会社と言いつても、その中に明確な違い、すなわち業態区分が存在するのであり、これが、米証券業界における第一の個性の現れ方と言えよう。

収入に占める各業務の比率（一九九五年）を見ると、例えば委託手数料収入は、ブローカー業務を中心としているディスカウンターやイントロデュースング・ファームでは五割から七割の高い比率となっているのに対して、大手投資銀行では六・五％にすぎない。その一方で、大手投資銀行などで二割前後に達しているトレーディングからの収入はディスカウンターでは五・五％である。

業態区分と個性的証券会社
 第三に、米国では、証券会社の中でさらに、全国展開している証券会社、大手投資銀行、地方証券会社、ニューヨーク市中の中小証券会社、ディスカウント・ブローカー、清算業務に特化したクリアリング・ファーム、注文の取次ぎに特化したイントロデュースング・ファームなど、いくつかの業態に分かれており、それぞれの主要業務、それゆえ取支構造が大きく異なっている（表1）。

表1 米証券会社の取支構造（1995年）

	全国総合証券 (6社)	大手投資銀行 (9社)	地方証券会社 (63社)	NY市中証券会社 (74社)	ディスカウンター (19社)	クリアリング・ ファーム (18社)	イントロデュースング ・ファーム (9社)	その他 (22社)
委託手数料 (取引所取引)	21.0	6.5	31.1	12.4	45.3	14.5	67.4	12.7
上場株式 (店頭取引)	15.9	4.9	15.1	8.2	20.4	9.7	57.8	10.2
上場株式 オプション	0.5	0.1	3.0	0.2	2.6	0.4	0.0	0.0
市場メ モ	1.5	0.3	1.2	0.5	3.9	1.1	0.9	0.6
その他	3.0	1.2	11.8	3.5	18.5	3.3	8.6	1.9
ト レ ー ド イ ン グ	23.1	20.3	18.9	14.0	5.5	1.6	9.7	14.7
店頭株式	6.0	1.0	8.2	3.1	3.4	0.1	0.1	6.6
債券	15.5	16.5	8.7	3.6	1.2	0.7	0.0	1.1
投資有価証券	0.0	1.5	0.7	2.2	0.1	0.2	-0.6	19.5
引受け	7.5	12.1	14.3	3.3	0.3	-0.4	3.4	0.0
株式引受け	2.8	2.6	5.5	1.0	0.2	0.0	0.0	0.0
金利収入	8.4	4.0	7.1	2.0	14.0	27.3	0.0	3.7
手数料	8.7	0.1	8.5	0.3	3.7	0.5	0.7	0.0
投資管理	9.0	1.1	4.1	5.6	0.9	0.9	10.2	4.9
リース	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
リース管理	2.3	-2.0	0.6	-3.3	0.0	1.6	-1.1	0.4
リース管理	16.1	55.4	10.8	59.5	18.9	49.4	0.0	29.8
リース管理	3.9	0.9	3.7	4.0	11.2	4.4	10.3	14.3
収入合計	25,802.0 (100.0)	31,744.8 (100.0)	9,557.5 (100.0)	17,124.8 (100.0)	3,188.6 (100.0)	4,423.0 (100.0)	1,264.9 (100.0)	2,197.8 (100.0)
報酬	49.8	22.6	61.7	22.9	39.3	11.5	35.6	27.4
外務員	25.6	5.8	32.1	9.5	7.9	0.2	0.0	0.7
外務員	23.3	13.3	20.6	10.6	19.9	10.9	0.2	22.5
取引所・清算関連費	1.8	2.8	3.7	3.4	5.1	5.7	9.9	7.2
通信費	5.0	1.7	6.1	2.0	5.5	1.6	0.0	1.6
不動産・設備費	5.5	2.5	6.1	2.6	7.2	2.1	0.0	4.1
宣伝広告費	2.0	0.8	2.9	1.0	3.1	0.2	0.0	1.0
金利費用	21.6	61.5	8.0	60.2	17.0	64.3	2.2	43.2
金利費用	0.3	0.1	0.7	0.2	0.5	0.3	0.0	0.6
不良資産による損失	1.3	1.3	1.8	1.2	1.1	4.3	0.0	0.9
コンピュータ	0.8	0.1	0.9	0.5	1.1	0.3	1.5	1.0
規制関連費用	11.7	6.5	8.1	6.2	20.0	9.5	50.8	13.0
その他								
費用合計	24,725.0 (100.0)	30,388.8 (100.0)	8,322.6 (100.0)	16,302.2 (100.0)	2,666.4 (100.0)	3,914.4 (100.0)	1,046.3 (100.0)	1,583.0 (100.0)
税引前利益	2,077.0	1,406.0	1,234.9	822.6	522.2	508.6	218.6	614.8

(1) 公衆業務を行うNYSE会員業者305社。

(出所) SIA, Securities Industry Databank. より作成。

較的容易であることもあり、異分野での才能や経歴をもった人物がそれを証券業で活かせるのである。例えば、ネイザン・ルイス社の創業者社長は、マーケティングと保険業の経験を証券業に持ち込んでいるのであり、また、ショー社の経営幹部のほとんどはコンピューター・サイエンスの博士号をもっているとのことであった。

以上のように、業態別の個性と個別会社ごとの個性という二つの意味で、米国の証券会社は個性的であり、それぞれの業務に特化したビジネスを展開しているのであるが、その一方で、それでも「普通の証券会社」と呼ぶほかない、互いによく似た多数の地方証券会社が存在していることも、無視できない点ではないかと思われる。そうした証券会社は、以下に述べるように、その業務内容はほぼ同じであり、また、経営者が語る経営哲学も驚くほどよく似ている。そしてそれにもかかわらず、「普通の証券会社」は、対象顧客とリサーチ対象企業の選択という点で、会社ごとのニッチ（「隙間」と訳されることが多いが、「ニッチ」には「隙間」に含まれるいささかネガティブなニュアンスはなく、米国ではむしろ「得意分野」に近い語感で使われているようである）、すなわち個性をもっているのである。これは、前述の第一、第二の個性とは異なつた第三の個性のあり方と言ふべきであろう。

通常、米国証券業の多様化、特化、差別化について語られる時には、第一、第二の個性のありかたが指摘されることが多いが、日米の証券会社・市場の違いを考える上では、米国の地方証券会社の間には共通した点が多いこと、それにもかかわらず、各社がニッチをもっていることも、重要なポイントとなるのではないかと思われる。では、米国の「普通の証券会社」はどのような会社であり、そこにおける個性とは何なのか、以下、筆者なりに整理してみたい。

(2) 「大阪米国証券市場視察団報告書」一九九六年二月。

米国地方証券会社の経営理念

まず、米国における平均的な地方証券会社の経営哲学を見てみよう。もちろん各社は、創業以来の異なつた歴史、カルチャー、得意分野、顧客層をもつのであるが、それにしても、経営者が語る経営理念は、あまりによく似ているように思われる。

それは、突き詰めると以下の三点にまとめることができるのではないだろうか。すなわち、第一に顧客との長期的な信頼関係を構築すること、第二に付加価値の高い投資アドバイスを提供すること、第三に独自のニッチを確立すること、の三つである。

第一の、顧客との長期的信頼関係の構築には、二つの意味が込められている。その一つは、証券会社の営業拠点が存在する地域に密着して、そこに住む投資家と長期的な関係を築くことである。そのため、顧客との家族的な付き合い、地域の社会活動への参加なども重視され、また、そうした観点から、会社の規模が大きくなることは必ずしも望ましいわけではないとされる。そして、地方証券会社であることをメリットであり、かつ、誇りであるとしている会社が多い。

もう一つの意味は、いわゆる適合性の原則の厳格な遵守である。顧客のライフプラン、資産額、運用額、運用期間、嗜好する投資スタイル（キャピタルゲインかインカムゲインか）、許容できるリスクなどの顧客プロフィールを十分に把握し、投資家に合った商品を推奨することである。「投資家の利益こそが会社の利益となる」というよく聞かれる言葉は、米国の証券会社における新規顧客の多くが既存顧客からの紹介によって獲得されているという事実からしても、建前だけとは言えないようである。

第二の経営理念は、会社の収益の根拠を顧客への投資アドバイスの付加価値に求めており、それゆえ、アドバ

イスの質の向上を不断に追求しているということである。このことは、手数料が自由化されているとはいえ、デイスカウント・ブローカーとの競争や手数料の割引による顧客獲得競争は重視されていないことを意味している。価格で競争せざるを得ないのは、顧客へのサービスの質が悪い証拠であり、言わばフルサービス・ブローカーとしての「負け」であると思なされているようである。したがって、ほとんどの会社で、顧客によっては割引もおこなっているもののそれは例外的であり、それでもって顧客を獲得・維持するつもりはないとしている。

こうした考え方の背景には、フルサービス・ブローカーが提供すべきサービスは、投資アドバイスが主で執行・清算サービスは従であるとの認識があるようである。⁽³⁾つまり、ブローカーのサービスのうち、執行、清算、保管などについては、通信・コンピューター技術等の発達によってコストが下がり、価格競争が激しくなっているのに対して、投資アドバイスのについては、価格競争ではなく付加価値競争が展開されているということである。確かに、銘柄等を自分で決定し、ブローカーに対して執行のみを求める投資家が増え、それがデイスカウント・ブローカーの成長とそこでの価格競争をもたらしているのは間違いない。しかしその一方で、大多数の投資家は、自分で投資情報を収集・分析するには時間や専門知識が不足し、あるいは運用額が大きすぎるため、やはりブローカーのアドバイスを必要としているのである。したがってフルサービスの証券会社はデイスカウント・ブローカーを、自分たちとは全く異なったサービス(アドバイスの執行・清算のみ)を、異なった料金体系で提供する、異なった業種の会社と見なしていると言っても言い過ぎではないのである。つまり、フルサービスの地方証券各社は、手数料の低さではなく、アドバイスの付加価値の高さで競争しているのである。事実、個人投資家向けの手数料は、ほとんどの会社でメーデー以前の手数料表を基準に決められている。⁽⁴⁾

そして、その投資アドバイスは二つの要素から成っている。一つは顧客のプロファイルそのものであり、もう一

つは投資対象である株式(や債券、投信)などについてのリサーチである。そのどちらが欠けても、顧客に適合した付加価値の高いアドバイスを提供し、それによって高い手数料を得ることはできないのである。顧客プロフィールについては、経営理念の第一として述べた顧客との長期的関係の構築によってその充実が図られる。リサーチについては、少数の企業にターゲットを絞ることで、大手に負けない質の高いリサーチをおこなうことが目指されている。そして、そのためにこそ、自社が得意とする分野、すなわちニッチを確立しなければならないのであり、それが第三の経営理念となっているのである。

つまり、第三の経営理念であるニッチの確立においてはリサーチが最重要視されている。地方証券会社の規模からして多くの銘柄を扱うことは不可能であるため、地域・業種・規模の三つのレベルで対象を絞り、少数の業種・会社に対して徹底したリサーチをおこなうことが目指されている。

まず、自社の地域・州にある企業が優先される。企業を訪問してのリサーチや経営幹部との面談など、いくら情報化社会と言えども、情報収集においてはやはり距離的な近さが重要な意味をもっており、そのことが地域的な特化を一つの有効な戦略としていのである。つまり、地方証券会社は、顧客投資家と投資ターゲットの両方で地域密着を図っているのであるから、結局、会社の業務の中心は、地域における資金循環の仲介に置かれることになる。そしてその資金循環には、私企業だけでなく、当該地方の州政府の資金調達(地方債の引受け・ディールング)も含まれているのである(後述)。

次に、業種面では、業界のトレンドの最先端を狙う、あるいは逆にあえて流行業種を避ける、そして、できるだけ業種を狭く限定することが有効だとされている。例えば、メジロファイナンシャル社では、「最近ではヘルスケア業界がブームなので、どの証券会社もそのリサーチをおこなっており、当社がそこに参入しても競争力はな

表2 地方証券会社の収支構造 (1995年) (%、100万ドル)

	地方証券会社 (63社)	地方中小証券 (22社)	地方中堅証券 (20社)	地方大手証券 (21社)	
収 入	委託手数料	31.1	45.8	29.4	30.8
	上場株式 (取引所取引)	15.1	22.0	12.8	15.4
	上場株式 (店頭取引)	3.0	4.5	6.4	1.9
	上場オプション	1.2	1.2	1.2	1.3
	その他	11.8	18.0	9.0	12.2
	トレーディング	18.9	13.6	19.2	19.2
	店頭株式	8.2	3.7	10.7	7.7
	債券	8.7	3.6	7.3	9.4
	投資有価証券	0.7	1.8	1.5	0.5
	引受け	14.3	7.5	16.6	14.0
	株式引受け	5.5	2.5	5.4	5.7
	金利収入	7.1	4.8	6.9	7.2
	投信販売	8.5	5.6	5.3	9.6
	資産管理	4.1	7.2	3.5	4.0
	リサーチ	0.2	4.6	0.0	0.0
	コモディティ	0.6	0.2	0.6	0.6
	その他証券関連業務	10.8	4.4	13.3	10.4
その他	3.7	4.4	3.8	3.7	
収入合計	9,557.5 (100.0)	386.4 (100.0)	2,071.5 (100.0)	7,099.6 (100.0)	
費 用	報酬	61.7	64.2	57.3	62.8
	外務員	32.1	14.6	28.1	34.2
	サポート人員	20.6	10.8	21.5	20.9
	取引所・清算関連費	3.7	4.9	6.6	2.8
	通信費	6.1	3.2	5.6	6.4
	不動産・設備費	6.1	3.5	5.6	6.5
	宣伝広告費	2.9	1.4	2.6	3.1
	金利費用	8.0	3.9	11.2	7.2
	不良資産による損失	0.7	0.3	0.5	0.8
	コンピューター	1.8	1.5	1.8	1.9
	規制関連費用	0.9	1.6	0.9	0.8
	その他	8.1	15.6	8.1	7.7
費用合計	8,322.6 (100.0)	354.6 (100.0)	1,809.1 (100.0)	6,158.9 (100.0)	
税引前利益	1,234.9	31.8	262.4	940.7	

(出所) 表1に同じ。

地方証券会社の業務構造

では、各社ごとのニッチをもつ、こうした地方証券会社は、具体的にはどのような業務を行っているのでしょうか。それを、まず、地方証券会社の収支構成から見てみよう。表2は、業態別の収支構造を示した表1の中から地方証券会社を抜き出し規模別に分けたものである。

これを見ると、地方証券会社は、規模の違いにかかわらずきわめてよく似た収支構造となっていることがわか

い。それで、ヘルスケアの中でも歯科に関する企業に絞り、それを中心にリサーチしている」と語っている。

さらに、リサーチの中心をナスダック銘柄などの中小型株に置いていることも地方証券会社に共通した特徴である。それは、後述する引受け業務との関係もあるが、大手の証券会社は、それぞれの業種の最大規模の会社をターゲットとする傾向があり、そうした点からも小規模の会社を中心にリサーチがなされているのである。

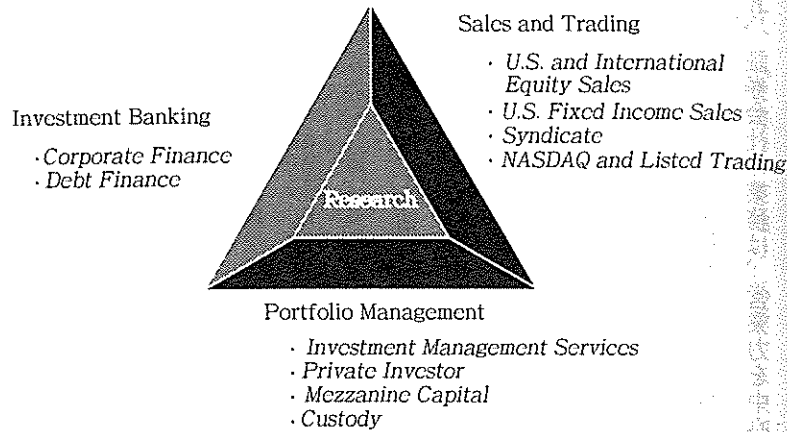
このように、大手とバッティングしないよう対象を絞ることによって、当該分野では他社に負けないリサーチをおこなうことが、多くの地方証券会社にとってビジネスのコアと考えられている。自社が扱わない業種・会社については外部から購入するリサーチで対応する一方で、自分が得意とする分野については徹底したりリサーチをおこなっており、そのニッチは、地方証券各社ごとに異なり、棲み分けが生じているのである。

こうした、顧客とリサーチ対象両面における特化が、米国地方証券各社の個性となっており、これは、はじめに述べた業態別の違いや特定の業務に特化した会社の個性とは異なる個性の形と考えられるのである。

(3) 前掲「視察団報告書」一八頁参照。

(4) フルサービスマ証券会社の手数料については、同右一六一―二二頁参照。

図1 ウィリアム・ブレア社の業務概念図



(出所) <http://www.wmblair.com/dcpart/dcpart.html>

ダックに公開する(引受け業務)と同時に、④マートフォリオに組み込むのである。つまり、リサーチが各業務における競争力の源泉となっており、かつ各業務を結び付ける役割も担っているのである。確かにブレア社の場合、他社より引受けやデイトリングの比重が大きくなっているが、こうした業務間の関係は、先に述べた地方証券会社に共通の収支比率から考えても、他の地方証券会社にもおおよそ当てはまるのではないかと推測される。そのような業務構造において、リサーチの優劣が、ブローカー業務のみならず会社の収益全体にとって決定的な重要性をもつのは明らかであろう。だからこそ、各社は、リサーチにおけるニッチ、すなわち個性の確立に必死なのである。

る。確かに、中小証券は、中堅・大手に比べて委託手数料の比率が高く、トレーディングと引受けの比率が低いといった違いは存在する。しかし、①委託手数料を三割から五割を占める最大の収益基盤としながらも、②トレーディング(一割強〜二割弱)、③引受け(一割前後)、④投信販売(一割弱)、⑤資産管理(一割弱)などから、バランスよく収益を上げている点、また、⑥トレーディングと引受けでは、店頭株式と債券(地方債が中心である)を中心としている(上場株式はあまり扱っていない)点など、中小から大手まで、規模の違いに関係のない地方証券会社に共通した特徴となっているのである。つまり、米国における「普通の証券会社」は、ブローカー業務を中心としながらも、新規株式公開(IPO)と地方債を中心とした引受けもやれば、デイトリングもやり、資産運用もおこなう会社なのである。この点、日本の「普通の証券会社」がブローカー業務に特化した業務構造となっているのと大きく異なっている。

費用の構成においても、報酬が六割前後でほぼそろっており(ただし中小の場合、パートナー報酬の比率が高い)、その他の項目もほぼ同様の比率となっている。以上要するに、米国の地方証券各社は、経営理念と業務内容はほぼ同じであり、ただ、顧客とリサーチの対象で独自のニッチをもっており、その点で個性を発揮しているのである。

次に、こうした比率となっている各業務が相互にどのような関係にあるのか、地方証券会社の一つウィリアム・ブレア社(表2の分類では「地方大手証券」に入る)を例に見てみよう。図1は、同社のホームページに掲載されている、各業務間の関係を示す概念図である。それによると、同社では、リサーチをコアとし、それを軸として引受けなどの投資銀行業務、委託売買とトレーディング、資産管理業務が関連づけられていることがわかる。つまり、ブレア社では、①まずリサーチによって有望な企業を発掘すると、②自社でそれを仕込み、③ナス

では、このように多くの地方証券会社が、リサーチにおけるそれぞれの得意分野をもって群立することが可能なのはなぜなのだろうか。確かに、広大な国土による地域的ニッチ（文字通りの隙間）の存在といった自然的要因も無視できないが、証券市場そのもののありかたに由来するところも小さくないのではないだろうか。

何よりも、リサーチを中心に証券会社の業務が成り立つためには、当然のことながら、リサーチが株価予測に重要な役割を果たさなければならぬ。リサーチとは、企業収益（予測）をリサーチするのであるから、結局、株価と企業収益（予測）とが密接な関係にあること、これが大前提となる。反対に、政策投資や持合いによって、企業収益と掛け離れた株価が形成されている場合には、リサーチの役割は極めて限られざるをえないであろう。

企業業績の予測においては、業種間、企業間では異なった作業が必要であるから、そこに「規模の経済」は働きにくく、したがって大手であることが必ずしも有利とならず、ニッチの存在する余地が生まれることになる。また、中小企業の引受けは大手には割りが合わず、また大企業の引受けは中小証券には過大なリスク負担となるということも、棲み分けを可能とする要因となっている。そして、そのリサーチをもとに、成長企業を発掘し、それを、引受け・ディーリング・ブローカレッジ・資産運用の対象とするのである。

ところが、株価が企業収益と掛け離れてしまった市場の場合、株価は、単純に需給によって形成されることになり、その場合に可能かつ有効なリサーチ（投資アドバイス）とは、結局、需給そのものの予測とならざるをえない。そして、ブローカー会社が最も正確に需給を予測する方法とは、直接、需給そのものを作ってしまうことである。つまり、証券会社の業務は、営業力を中心に形成されることになりやすく、大手は、営業力をコアとした、需給予測力⇨需給調整力⇨価格形成力を背景に、引受け・ブローカー業務を展開することが可能となるのである。

ある。つまり、フレア社をはじめとする米国の地方証券会社が「リサーチ」を核として業務展開しているのに対して、この場合、「営業力」を軸としたビジネス展開がなされるのである。需給の予測⇨形成という点に関して、銘柄間の違いは大きな意味をもたず、また、「勝ち馬」に乗ることが有利となるため、ここでは「規模の経済」が極端にはたらくことになる。「規模の経済」がはたらく場合、中小証券に可能なニッチの余地は限られ、その最も効率的な「リサーチ」の中心は、大手の営業動向を探ることに置かれざるをえないであろう。となれば、大手の価格予測力⇨形成力は雪だるま式に増大するのである。

このように、証券業において「規模の経済」が機能するか否か、すなわちニッチが存在するか否かにおいては、株価形成のありかたが極めて重要な要素となっているのではないかと思われる。そして、株価を企業業績（予測）から乖離させる最大の要因が、持合いであり、政策投資であることは、繰り返しまでもないであろう。

もちろん、米国地方証券型のビジネス構造に問題がないわけではない。まず、各業務が密接に関連していることは、「範囲の経済」が機能することを意味するが、反面、利益相反の可能性を否定できない。引受け・ディーリング・ブローカレッジの各業務が一体となって進められる中で、発行体、証券会社自身、投資家の間の利害関係を公正に維持していくためには、規制当局からの厳しいチェックと会社自らの厳格なコンプライアンスが前提となるであろう。また、中小証券による引受け業務の展開は、市場の拡大期には好業績につながるとはいえず、市場が縮小しはじめると思わぬ負担が生じる場合も少なくない。質の高いリサーチと高度のリスク管理が不可欠とされる所以である。