

アメリカの証券会社

佐賀卓雄

要 旨

わが国とは異なり、アメリカでは証券会社は登録制で兼業制限がなく開廃業が自由であるため、その数も毎年変動し、現在、7,000社を超えている。これらの業者は、独自のコンセプトに基づき限定された業務、顧客、地域などに経営資源を集中し、競争力を高めている。この結果、個性的な業者が多く、証券市場が停滞していても、必ず相当数の黒字会社が存在する。他方では、専門化しているために、その業務が不振になると一挙に経営的に行き詰まるという欠点がある。しかし、アメリカの証券会社はメリル・リンチを唯一の例外として、総合化戦略が必ずしも期待されたような成果を達成しないということを既に経験済みであり、それぞれに独自の専門化戦略を追求している。

「メーデー」以降の証券会社の業務展開をみれば、徹底したアウト・ソーシングにより費用の変動費化、業務の専門化を進め、それによって市況の変動に比較的容易に対応する柔軟性を備えている。この時期以降に成長したユニークな業態であるディスカウント・ブローカーの成立条件を考えると、このような機能分化の徹底によって支えられていることがわかる。わが国においてこの業態が成り立つ可能性を考えると、店舗展開、バック・オフィス部門などについて一層のスリム化が必要であろう。

証券業全体としてみれば、「メーデー」以降、業務の多様化が著しく進展している。かつては委託手数料に大きく依存する収益構造であったが、手数料率の低下、引受スプレッドの縮小により伝統的な証券業務からは収益がそれほどあがらなくなり、近年は市況に左右されない安定した収益源である資産管理手数料や、証券市場の活況を背景にした投資信託販売手数料の比重が高まっている。このように、アメリカの証券会社は安定的な収益源を確保しつつ、その一方では IPO やトレーディングなど、リスクは高いけれど高収益の業務を積極的に手掛けている。

目次

はじめに

I. 証券経営をめぐる環境変化

1. 機関化の進展
2. 株式売買委託手数料の自由化
3. 一括登録制度の導入
4. 新商品、新規業務の開拓
5. 他業態からの証券業務進出

II. アメリカの証券会社の特徴

1. 専門化による業務の絞り込み
 2. アウト・ソーシングによるコストの削減
＜補論＞ディスカウント・ブローカーの成立条件
- III. 「メーデー」以降の証券経営
1. 業務の多角化
 2. 安定した収益源の追求
 3. リスク・ティッキングの積極化
- おわりに

はじめに

アメリカの証券会社の経営はわが国とは大きく異なっている。それは単に、わが国の証券会社が免許制で比較的少数の証券会社が限られた業務で競争しているのに対して、アメリカは登録制で証券会社の数も7,000社を超え、多様な業務展開で激しく競争しているということだけではない。そうではなく、明確なコンセプトに基づく証券経営の戦略展開という最も基本的な点で、わが国の証券経営のあり方とは著しく異なっているのである。

アメリカにおいても、1960年代以前には、ブローカレッジ業務も、投資銀行業務（その頃はもっぱら引受業務を指していた）も変化に乏しかった。証券業務をめぐる競争が激しくなったのは機関化の進展、つまり需要サイドの変化が背景にある。そして、それが1975年5月1日の株式売買委託手数料の自由化（いわゆる「メーデー」）をもたらしたのである。この時期を契機に、証券業務は大きく変貌し、「証券会社のやっていることが証券業務である」¹⁾といわれるほど多彩な業務展開を遂げることになる。このような急激な変化のなかで、大手業者は総合化を志向した少数の業者を除いて、ブローカ

レッジまたは投資銀行業務のいずれかに重心を置いた業務展開を試みた。しかし、中堅、中小業者はこれらの大手業者と正面から競合してもとうてい勝ち目はなく、生き残るためには何らかの形でニッチ（隙間）を狙った戦略を追求せざるをえなかった。それは、セグメント化された特定の顧客層への絞り込み、また特定の業務への経営資源の集中、さらにはフランチャイズの強みを発揮した地域への特化と多彩であった。

かくして、アメリカの証券業者はそれぞれの得意分野に経営資源を集中し、そこに競争力の源泉を求めて激しい競争を展開している。その結果、極めて個性的な業者が多いのが特徴である。このような状況から、証券市場が活況を呈していてもすべての業者が黒字になることはない。逆に、市場が停滞していても、必ず相当数の黒字会社が存在する。わが国の証券会社と著しく対照的な点である。

本稿では、まず「メーデー」以降のアメリカの証券経営を取り巻く環境変化を取り上げ、次に全体的にみて際立った特徴となっている専門化、およびバックオフィス部門のアウトソーシングの実態を分析する。そして、その具体的な例として、ディスカウント・ブローカーを取り上げ、その成立の重要な前提条件の一つがアウ

トソーシングにあったことを実証的に明らかにする。それに続いて、業態別に証券会社の業務展開の実態を明らかにする。

I. 証券経営をめぐる環境変化

最初に、1960年代以降の証券経営をめぐる環境変化を取り上げよう。アメリカの証券業者は、かつては引受業務に特化したいわゆる投資銀行と小口投資家を顧客としたブローカレッジ業者とに大きく区分されていた。そして、前者のプレステージの方が圧倒的に高く、引き受けた証券の分売は販売シンジケートが組織され、自ら苦勞して投資家に売り捌くということにはなかった。その極端な例がモルガン・スタンレーであり、同社は70年代初頭まで販売部門をもっていなかった。しかし、60年代後半になると、こうした証券業界の構造にも急激な変化が見られるようになる。まず、その背景を明らかにしよう。

1. 機関化の進展

証券市場における機関投資家の台頭、いわゆる機関化は証券市場の構造を大きく変貌させた基本的、かつその影響が現在まで持続している要因である。第一に、個人投資家とは異なり、機関投資家の運用資産額は巨額であるから、ブロック取引の比重を高め、それに一旦は買い向かう、あるいは売り向かうために証券業者のマーケット・メーカー能力の向上を要請する。これがソロモン・ブラザーズのように債券のトレーディングのノウハウを蓄積し、またブロック・トレーディングにいち早く取り組んだ業者が台頭した背景である。そして、一時的なポジション保有に耐えられるだけの資本力の強化を

要請する。80年代になって次々と有力業者がパートナーシップ形態から公開会社に組織変更した背景にはこのような事情があった。第二に、70年代前半以降の「ボックス相場」の中で、ERISA法のブルーデント・マン・ルールによる受託者責任の明文化と相まって、せめて市場並みのパフォーマンスは達成しようとする「インデックス運用」を増加させた。そして、80年代になると運用技法はより洗練化され、運用資産額の過半はパッシブ運用で市場並みのパフォーマンスをあげ残りをアクティブに運用して、全体としては市場を超えるパフォーマンスを達成しようとするアクティブ・パッシブ運用が一般的になる。証券業者はこうした機関投資家の運用ニーズに応えるべくシステム開発競争に鎧を削った。そして第三に、機関投資家の運用資産額が巨額になると、執行コストのかなりの部分が大口注文にともなう価格変動からもたらされるマーケット・インパクト・コストであり、透明性が高く時間はかかっても価格向上が期待できる証券取引所のオークション・システムは彼らにとって必ずしも最良の取引システムとはいえなくなった。むしろ、機関投資家にとってはマーケット・インパクト・コストを最小に抑えるために匿名性や迅速性、あるいはインデックス運用を容易にするバスケット取引に対するニーズが強くなった。かくして、そのような機関投資家のニーズを汲んだ Instinet や POSIT などの私設取引所と呼ばれる代替的な取引システムの成長を促したのである²⁾。

2. 株式売買委託手数料の自由化

機関化の進展は、証券業者のブローカレッジ業務にも多大の影響を及ぼした。1792年の「すずかけの木の協定」以来、業者が顧客の株式売

買委託注文に課す手数料は、それまで何度か改正されてきたものの、基本的に注文株数に厳格に比例するという原則にはまったく変化がなかった。他方、投資助言、注文執行、受け渡し・決済、保管という一連のサービス提供にかかるコストは比例的には増加しないから、機関投資家相手のブローカレッジ業務は収益性の高いビジネスであり、その受注をめぐる競争が激化した。価格競争が認められていない以上、その受注をめぐる様々なサービス提供をともなう非価格競争が行われたが、その中には法律上も問題のあるものがあった。また、機関投資家の側では、割高な手数料を回避するために自ら地方証券取引所の会員権を取得したり、既に手数料が自由化されていた店頭市場に注文を回す者も出てきた。ところが、当時、これらの市場の間では取引、気配情報が十分には迅速に流布していなかったため、同じ銘柄が異なる価格で売買されているのではないかという危惧が強まった。このような事態は「市場の分裂」と呼ばれ、それを解決し再び証券市場を統合するために、70年代中頃から議会、SECは全米市場システムの構築に取り組むのである。同時に、その原因と考えられた「すずかけの木協定」以来の固定手数料制度は、68年の大口割引制度の導入を契機に段階的に自由化され、75年5月1日をもって完全に自由化されるのである（この日を「メーデー」と呼んでいるが、この言葉はモルガン・スタンレー社長のロバート・ボルドウィン (Robert Boldwin) が74年に最初に使用したといわれ、5月1日の「メーデー」という意味と、救助を求める国際海難信号の二つの意味が込められている)³⁾。

「メーデー」以降、証券業者の業務内容は急激に変化した。まず、それまで業者の収益の50

～60%を占めていた株式売買委託手数料収入は料率の低下によって、以後、傾向的かつ大幅に低下し、1990年には全体の平均では16%にすぎなくなってしまう。それに代わる収益源は70年代の後半にはトレーディングであり、その後、その他証券関連業務の比重が高くなる。これには私募債斡旋手数料、M&Aに関連した手数料などが含まれる。かくして、証券業者の手掛ける業務の中心は、トレーディングやM&A関連業務が伝統的な引き受け、ブローカレッジに取って代わったのである。

3. 一括登録制度の導入

この間のもう一つの大きな規制緩和措置は、82年の証券発行手続きを大幅に簡略化した一括登録制度の採用である。これによって、引受業務は甚大な影響を受けることになった⁴⁾。

この制度じたいは、2年以内に発行が予想される証券について、その額、発行方法、引受業者などをあらかじめSECに登録しておけば、その枠内でいつでも発行が可能というものである。これによって、発行体は市況をみて機動的に証券発行ができることになった。一方、引受業者は33年証券法により投資家保護のための「適切な調査」義務を課せられており、それまでは発行手続きの開始から終了までの数カ月の間にこの調査が行われていた。ところが、発行体はあらかじめ登録してある業者の中から選択し、ほとんど瞬間的に発行が終了してしまうことも可能な状況では、この証券法の下での義務が十分に果たされない危惧が生じた。さらに、引受業務のあり方という点では、それまでのようにシンジケートを組織する時間的余裕がないため少数の幹事証券で全額を引き受けざるをえず、リスクを分散することが不可能になってし

まった。

かくして、この制度にともなって引受業務は大きく変化することになった。まず、業者のリスク負担が大きくなり、それに耐えうる資本力の増強が切実な課題となったことである。次に、それまでは地方の投資家への分売にあたって重要な役割を果たしていた地方業者がシンジケートから排除され始め、大手業者への集中が顕著になってきたことである。この結果、地方業者の引受業務は地場の有望な企業を発掘し新規公開する業務 (IPO) へのウェイトを高めることになる。さらに、以上の結果、この制度の導入を契機に引受業務における大手業者、具体的にはスペシャル・ブラケット業者への集中度が急激に上昇した。

4. 新商品、新規業務の開拓

この時期、とりわけ80年代には、業者の新たな収益源の開拓をめぐる活発な競争によって新しい商品、業務の開発が相次いだ。70年代には、デリバティブ、MMF、ラップ・アカウント、インデックス・ファンド、ジャンク・ボンド、CMAなどの新商品が登場したが、これらの多くが注目を集めるようになるのは80年代に入ってからである。80年代には、証券化関連商品 (モーゲージ担保証券 (MBS)、資産担保証券 (ABS)) の族生が何といても最大のイノベーションであるが、同様にM&Aブームの過程でそのファイナンスの手段としてジャンク・ボンドが大々的に利用され、非常に大きなマーケットを形成したことも特筆される。

新商品開発競争が激化し、短期間のうちに模倣されるようになったとはいえ、先行者の利得はかなり大きく、長期間にわたって高い市場シェアを維持していることが明らかにされてい

る⁵⁾。これらのイノベーションを主導したメリル・リンチ、ソロモン・ブラザーズ、ファースト・ボストン (現在のCSファースト・ボストン)、ドレクセル・バーナム (90年に倒産) は、それによって大幅に業績を伸ばしたのである。

5. 他業態からの証券業務進出

アメリカでは、証券業は登録制で兼業制限はないから、33年銀行法によって証券業務の兼業が禁止されている商業銀行を例外として他業態からの参入は自由である。特に、80年代初頭には多角化戦略の一環としてクレジット、金融、保険、小売などの他業態から証券業への参入が相次いだ。その動機は多くの場合、証券業に参入することによって、比較的、高所得である証券業者の顧客を取り込み、多角化による相乗効果を期待するものであった⁶⁾。しかし、結果からみれば、これらの試みはすべて失敗に終わっている。総合化戦略で例外的に成功しているのはメリル・リンチだけで、他業態からの参入で成功した例はないといってよい。

それ以上に、証券業界にとっての脅威は商業銀行の参入であろう⁷⁾。33年銀行法 (通称「グラス・スティーガル (GS) 法」)。ただし、人によっては商業銀行の証券業務の兼営を禁止した四つの条文だけを指してこう呼ぶ場合がある) は商業銀行が社債、株式の引受業務を行うことを禁止しているが、公共債の引受け、ディーリング業務については最初からまったく問題がなかった。しかし、65年9月に通貨監督官 (OCC) がシティ・バンクの投資信託と類似した集合投資ファンドの取り扱いを認可した (結局、71年4月に最高裁はGS法違反の判決を下す) のを嚆矢として、以後、銀行の証券業

務進出の試みが活発になる。80年代前半には、最高裁によって私募債斡旋業務、ディスカウント・ブローカー業務の合法性が認められ、後半にはCPの引受け、売買業務の他、収入制限およびファイア・ウォールによる規制があるものの、87年4月にはレベニュー債、モーゲージ担保証券、7月には消費者ローン担保証券、また89年1月には社債の引受け、売買業務、90年9月には株式の引受け、売買業務が次々と認可された（これらはGS法では本来認められていないため「非適格証券」と呼び、それらを取り扱っている証券子会社を「20条子会社」と呼ぶ）。また、86年5月と6月にOCCと連邦準備制度理事会（FRB）が相次いで銀行による投資信託のブローカレッジ業務を合法と判断し、さらには92年4月にはFRBが銀行持株会社の業務範囲を規定しているレギュレーションYの解釈を変更し、そのブローカー子会社が自行の専用投信（proprietary fund）を扱い、顧客に対して推奨することも可能になった。かくして、商業銀行は現在ではほとんどフルラインの証券業務を営むことが可能であり、業際問題の焦点は保険業務に移っているといわれる。

これらはすべてGS法の拡大解釈によってループホール（抜け道）をつくという方法によっており、これまでに何度かGS法そのものの改正の動きがあったものの、それは実現していない。この間の証券業務への進出はすべてOCCとFRBの認可、その後の裁判所の判断によって可能になっているのである。商業銀行は銀行持株会社の証券子会社を通じてほとんどすべての証券業務を取り扱うことが可能になっており、この限りではGS法は既に形骸化しているといえる。このような状況では、仮にGS法が改正され商業銀行の証券業務への進出が認め

られるにしても、その場合にはかなり厳しいファイア・ウォールが設けられることが確実視されるため、いまや商業銀行はGS法の改正には消極的であるといわれる。

いずれにしろ、商業銀行の参入によって証券業務をめぐる競争環境はいつそう厳しさを増しているのである。

II. アメリカの証券会社の特徴

証券会社は競争環境の激変の中で自らの得意分野への経営資源の集中によって生き残りを図ってきた。ここでは、その際立った特徴として、専門化とアウト・ソーシング（外部委託）によるコスト削減、変動費化を取り上げる。これらの特徴が明確になってくるのは「メーデー」以降のことである。

1. 専門化による業務の絞り込み

アメリカでは証券業は登録制であり、開業が容易であるため、SECにブローカー・ディーラーとして登録されている数は1993年現在で7,441社、そのうち対顧客業務を手掛け全米証券ディーラー協会（NASD）に加盟している業者も5,292社に達する（SEC, 1994 Annual Report, SIA, Securities Industry Fact Book, 1995）。さらに、この中でも中心的な存在であるNYSE会員を、SEC-SIA（全米証券業協会）はいくつかの業態に分類している。

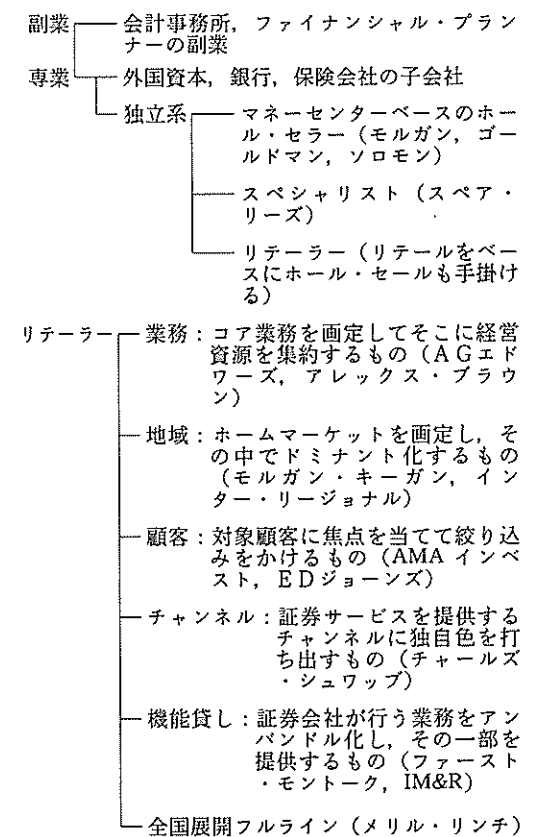
まず、全国総合証券（National Full Line Firm）6社（95年第3四半期時点、以下同じ）は、セントルイスに本社を置くA.G. エドワーズを除けば、すべてニューヨークに本社を置き全国的な支店網を有してフル・サービスの証券業務を展開している業者である。これら

の業者はワイアハウスと呼ばれていることからわかるように、かつてはブローカレッジを主業務としていたが、特に「メーデー」以降、業務の多角化を推進し、現在ではあらゆる業務を手掛けている。しかし、その中で総合化戦略を推進し成功を収めている業者はメリル・リンチだけである。例えば、かつてアメリカン・エクспレスの傘下にあったシェアソン・リーマンは投資銀行部門が分離・独立して旧名のリーマン・ブラザーズに戻った後、シェアソンもスミス・バーニーと合併して、スミス・バーニー・シェアソンとなっている。メリル・リンチ以外はブローカレッジ中心の業者である。大手投資銀行（Large Investment Banking Firm）9社はすべてニューヨークに拠点をもち機関投資家を顧客とした業者である。業務の中心はかつては引受業務であったが、70年代後半からトレーディング、マーチャント・バンキング業務の比重が高くなっている。ニューヨーク市中証券（New York City-Based Firm）74社はニューヨークに拠点を置き広範囲な業務を手掛ける業者である。かつては地方証券に似た業態であったが、近年は機関投資家向け業務の比重が高くなっている。地方証券（Regional Firm）63社はニューヨーク以外に拠点を置く業者であり、全体としては全国総合証券の地方型といえる。しかし、次にみるように、これらの業者はそれほど強い共通性はなく、それぞれ個性的な戦略展開を推進しているので、別の視点から分類することも可能である。最後に、ディスカウンター（Discounter）19社は、「メーデー」以降に台頭した業者で、もともとは電話での取り次ぎ以外一切のサービスを提供しない代わりに、大手業者の半分ないし四分の一程度の手数料で注文を受けている。しかし、近年は大手業

者が様々なサービスを付加して「総合化」している一方、より低い手数料をアピールするディープ・ディスカウンターへと二極化してきた。以上が主要5業態であるが、それ以外に清算業者（Clearing Firm）18社、注文媒介業者（Commission Introducing Firm）94社、その他22社があるが、これらはそれぞれアンバンドルされた特定の機能に専門化している業者である。

以上は、いわば業態に注目した分類であるが、近藤、國見 [1996] は戦略面での特徴に基づいて表1のように分類している。もちろん、SEC-SIAの分類と部分的に重なるが、特に地方証券が戦略面で多様であるため、戦略行

表1 米国証券会社のカテゴライゼーション



【出所】 野村総合研究所

動に即してみた方が実態がいっそう明らかになると思われる。地方証券は、絞り込みの基準が業務、地域、顧客によって区分される。業務に絞り込みの基準をおいている代表的な業者としては、「顧客第一主義」を掲げ個人投資家相手のブローカレッジ業務に重点を置いているA. G. エドワーズ、地方有力企業の新規公開(IPO)に強みを発揮しているボルティモアのアレックス・ブラウン、1905年創業で全米で唯一債券業務に特化しているニュージャージーのフリーマン、またテクノロジー、ヘルスケア業界関係の調査部門、それをベースにしたこれら業種の引受け業務に強みをもち、クリアリング業務でも評価の高いニューヨークのカウエンなど、枚挙に暇がない。次に、ホーム・マーケットを確定し、フランチャイズの強みを発揮して大手業者に伍して行くもので、テネシー州メンフィスのモルガン・キーガン、また子会社のバック・オフィス統合しコストを削減しつつ、ミネアポリスを中心とした地域で強みを発揮しているインター・リージョナル・グループがあげられる。さらに、顧客層に絞り込みをかけるセグメンテーション戦略で、医療従事者を対象としたAMA インベストメント、顧客層として退職者や自営業者に焦点をあて全米に3,000以上の「一人支店」を展開しているE. D. ジョーンズがあげられる(1995年1月現在。ちなみに、メリル、A. G. エドワーズは約500店舗である)(ここで取りあげた業者については、ふっこ会 [1994]、近藤、國見 [1996]、佐賀 [1996]などを参照されたい)。

最も、ここであげた業者は必ずしも業務、地域、顧客のいずれか一つに焦点をおいているわけではなく、それぞれの要因について絞り込みを行っているのである。

もう一つの特徴的な存在は、75年の「メーデー」によってブローカレッジのサービスが機能分化(アンバンドル)し、清算などの特定業務を他の業者から受託する業者が存在していることである。このような機能面でのネットワークの存在がディスカウンターの台頭を支えていることは後でみるとうりである(「補論」参照)。

以上のように、メリル・リンチの総合化戦略を例外として、アメリカの証券会社は明確なコンセプトに基づいて限定された業務、地域、顧客をターゲットとした業務展開を行っている。

2. アウトソーシングによるコストの削減

アメリカの証券業の今一つの際立った特徴は、アンバンドリング(機能分化)を徹底し、それを前提にアウトソーシング(外部委託)を利用したコスト削減の仕組みがうまく機能していることである。このことは、特にバックオフィス部門によくあてはまる。様々なバックオフィスを代行する清算業者が存在し、受け皿として機能している(表2)。これによって自社で処理すれば固定費負担となる部分を変動費化し、市況の変化に柔軟に対応できる体制をつくりあげているのである。

こうした傾向は、「メーデー」以降、手数料低下圧力が厳しくなり、それに対応して徹底的なコスト削減が進められる中で明確になってきた(表3)。そして、ブラック・マンデーを契機として、この傾向は一層強められている(図1)。

R. コース以来の企業組織生成の論理に関する議論からこの問題をみれば、理論的には企業内で処理するか市場取引に委ねるかの判断は、

表2 バックオフィス代行会社(Clearing Firms)のサービス機能

会社名	サービス機能	売買執行	清算受渡	保管	口座管理	資産管理	対顧客報告書	リサーチ	備考
Pershing		○	○	○	○	○	○	○	Donaldson, Lufkin & Janretteの一部
National Financial		○	○	—	○	○	○	○	Fidelityの子会社
Ernst & Company		○	○	○	○	○	○	—	独立系清算専業
Cowen & Company		○	○	—	○	○	—	○	証券会社の一部門
WFS		○	○	○	○	—	—	—	証券会社の子会社
Herzog, Heine, Geduld, Inc.		○	○	○	○	—	—	—	証券会社の子会社
RPR		○	○	—	○	○	○	○	Rauscher Pierce Refsnesの一部
Hanifen Imhoff Inc.		○	○	○	○	○	○	○	証券会社系
CSC		○	○	○	○	○	○	○	Paine Webberの子会社
Southwest Securities		○	○	○	○	○	○	○	証券会社の一部門
Raymond James		○	—	○	○	○	○	○	独立系清算専業
The Chicago Corp.		○	○	—	—	○	—	○	独立系清算専業
Broadcort Capital Corp.		○	○	—	○	○	○	○	Merrill Lynchの子会社

(注) ○印はサービス提供機能 —印は未提供

(出所) 日本証券経済研究所ニューヨーク事務所

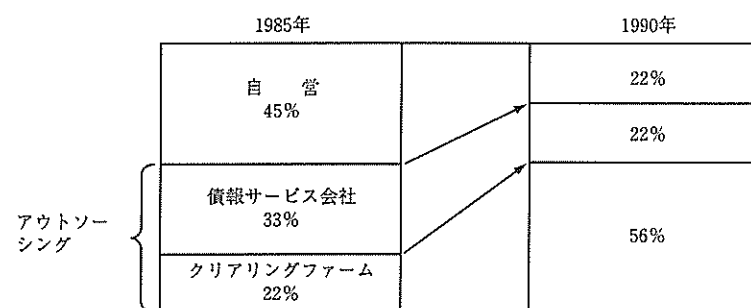
表3 米国SIA(証券業協会)会員会社の設立時期別にみたクリアリングファームの利用状況

設立時期	該当社数	自社で処理	他社の処理も委託	自社とクリアリングファームの併用	クリアリングファームのみ利用	不明	クリアリングファームの利用率
～1967年	174	106	(58)	12	51	5	36.2%
1968～75年	63	26	(15)	4	30	3	53.9%
1976年～	235	38	(18)	23	163	11	79.1%
不明	6	1	(0)	0	4	1	66.6%
合計	478	171	(91)	39	248	20	60.0%

(注) 自社で処理する会社のうち、他社の処理も受託している会社

(出所) SIA

図1 ブラックマンデー(1987年)前後でのバックオフィス運営形態の推移



(出所) 野村総合研究所

内部調整コストと取引コストの大きさの比較によって決まる。仮に機能分化とそれらをつなぐネットワークの形成によって市場取引による安定的な供給が見込まれるならば、あえてそれらを自社内に抱え込む必要はないし、競争を通じて市場取引に委ねた方がコスト的にも有利な可能性がある。また、証券業のように市況によって業務の繁閑が顕著な場合、市場取引に委ねた方が柔軟に対応できる。アメリカの証券業においてアウトソーシングが徹底して進められてきた背景には、委託手数料の自由化によりブローカレッジ・サービスがアンバンドル（分解）され、個々のサービスに対するプライシングが可能になったこと、機能分化、専門化によるコストの低下の追求、そして証券業に特有な業務の繁閑という事情から求められる柔軟性の追求があったと思われる。

もとより、以上のことが可能なためには、機能分化、専門化とそれらの中でのネットワークの形成によって安定的な供給が保証され、市場取引にともなう取引コストができる限り低下している必要がある。このような枠組みは、「メーデー」以降、取引当事者がコストに敏感になりブローカレッジ・サービスがアンバンドルされ、個々の機能を専門に担う業者の成立を促したことによって確立されたのである。

<補論>ディスカウント・ブローカーの成立条件

わが国においても、10億円以上の株式大口取引について委託売買手数料が自由化され、証券経営の今後のあり方に関心が集まっているが、特に手数料自由化後にアメリカにおいて台頭したディスカウント・ブローカー（ディスカウンター）が注目されている。これらの業者は、元

来はブローカレッジ・サービスのうち注文執行のみに特化した業者であったが、現在では多様なサービスを提供している「総合化」したディスカウント・ブローカーと、より低い手数料を武器に注文を獲得しているディープ・ディスカウンターに二極化している。

まず、ディスカウンターの成長をいくつかの数値で確認しておこう。従業員数は1980年にはわずかに142人であったが、85年には2,821人、90年には5,017人、94年には10,843人と、ここ10年間はほぼ5年毎に倍増しており、総合証券、投資銀行、地方証券などの他の業態と比較して増加のテンポは著しく大きい。また、NYSE 会員ディスカウンターのリテイル手数料総額に占めるシェアの推移をみると、80年には1.3%、85年 5.4%、90年 10.4%、94年 14.5%と、やはり高い伸び率を記録している（以上の数値は、SIA, *Securities Industry Fact Book*, 1995, による）。

それでは、ディスカウンターのように単機能に特化した業者が台頭してきた背景は何か、また現在どのような課題に当面しているのかを検討しよう。証券団体協議会 [1992] は、ディスカウンター台頭の背景として五つの要因を指摘している。それは、①売買の執行、受渡し、清算、調査など、証券業務の分業制が進展し、それぞれの機能を担う専門業者が存在していること、②フル・サービス業者が提供する投資助言を必要としない洗練された投資家が多数存在すること、③1960年代末のバック・オフィス危機による業者の倒産を契機として、投資家保護の仕組みが確立していること（1970年投資家保護法に基づく証券投資家保護会社（Securities Investor Protection Corp., SIPC）の存在）、④比較広告が一般的に受け入れられる風土また

は国民性、⑤電話による注文が安価に処理される情報処理、通信手段が発達していること、である。これら五つの要因はそれぞれ重要であるが、これらに店舗政策もつけ加えることもできよう。ディスカウンターは可能な限り経費を削減するために、一般的には電話あるいはPCでの注文をコンピューター・センターで集中的に処理し、店舗にかかる不動産関連費を最小限に抑えている。最も、全米に200以上の店舗を展開しているチャールズ・シュワップのように、顧客とのリレーションシップを重視する考えから、大手総合証券と変わらない店舗政策を採っている例外的な業者もいる。

わが国においてこのようなユニークな業態が成立する可能性については、これらの条件に照らして検討されるべきであろう。わが国においても、アメリカほど手厚くはないけれど投資家保護の制度は整備されているし、通信手段もそれなりに発達している。また、アメリカでは自分で投資判断ができる高学歴のベビー・ブーマー世代の成長がディスカウンター台頭の重要な背景であったといわれるが、同じことはわが国の「団塊の世代」にもあてはまると思われる。しかし、わが国の証券会社は店舗数が多く、アメリカの証券会社と比較して不動産関連費が大きな経費項目になっている。仮にディスカウンターとしての業務展開を考えるのであれば、まず店舗に対する考え方を検討する必要がある。それ以上に重要なのは、わが国の証券会社はアウト・ソーシングが極めて不徹底なことである。わが国でも、バブル崩壊の過程で経費削減の手段としてバックオフィスの共用の推進などが提言されてきたものの、必ずしも十分には進んでいないようである（たとえば、日本証券業協会経営問題研究会 [1995c], 堀部, 高

山 [1996], を参照)。総合証券の半分から四分の一の手数料で注文を執行しているディスカウンターにとって、本体の徹底したスリム化は至上命令であり、この側面からみれば限りバック・オフィス部門を本体で抱え込む傾向の強い日本の証券会社が現状のままでディスカウンターとして生き延びるのはかなり難しいといわざるをえない。最も、アメリカの場合でもアンバンドリングが進みアウトソーシングの条件が整うのは委託手数料が自由化されてからであるから、わが国でも将来、同じような条件が生まれる可能性がないとはいえない。

数字はやや古いだが、83年に公開された投資家向けの案内書によると、ディスカウンター97社のうち、クリアリング業務を自社で処理していた業者は22社で、残りの75社はアウト・ソーシング（外部委託）していた。また、リサーチ・サービスについてはバリュー・ラインヤムディーズなどのごく一般的な資料は無料で提供するが、投資家の希望する銘柄についてのやや詳しい資料はダウ・ジョーンズ社と契約して有料で提供していた⁸⁾。このように、ディスカウンターは提供するサービスを徹底的に絞り込み、しかも機械化投資によって注文回送を可能な限り自動化して、低い手数料での注文執行を可能にしているのである⁹⁾。最も、最近では株価情報、24時間注文受付、データベースは標準的なサービスになっている¹⁰⁾。また、投資助言をしないのがディスカウンターの最大の特徴であったが、一部の業者はこのサービスも手掛け始めている（表4）。

しかし、NYSE 売買高の増加率とディスカウンターのそれとを比較すると、おおむね92年までは後者が上回っていたのが、ここ2年ほどは前者の方が大きくなっており、ディスカウン

表4 ディスカウント・ブローカーの差別化に関する聞き取り調査 (12社)

	支店数	口座数	定期手数料	最低手数料	大口割引	調査資料	担当者	投資助言	投信	CMA	カード	株価情報	24時間	データ	保険	注文回送
Charles Schwab	200	300万	×	○	○	○	×	×	○	○	○	○	○	○	5000万 ドル	×
Fidelity	65	100万 以上	○	○	○	×	×	×	○	○	○	○	○	○	2500	×
Quick & Reilly	106	100万 以上	×	○	○	○	○	×	×	○	×	○	○	○	2500	×
Old Discount Corp	200	35万	○	○	○	○	○	○	○	○	×	×	×	×	2500	○
Vaterhouse	68	35万	×	○	○	最小限あり	○	×	○	×	×	○	○	○	1000	×
Kennedy Cabot	13	N/A	○	S20	○	×	×	×	×	×	×	○	×	×	2500	×
Brown & co.	10	3万	S29	○	○	×	×	×	×	×	×	○	○	○	550	×
National Discount	5	4万	S25/30	○	○	○	×	○	○	○	×	○	○	○	950	×
Yuriel Siebert	3	4.5万	○	○	○	×	×	×	○	○	×	○	○	○	5000	○
Stock Cross	2	8万	○	○	○	×	×	×	×	×	×	○	○	○	50	×
R.J.Forbes	1	N/A	○	S35	○	×	×	×	○	×	×	○	×	×	2400	○
Jack White	1	8万	○	○	○	少しあり	○	×	○	○	×	○	○	○	50	○

(出所) 日本証券経済研究所ニューヨーク事務所

ターの成長にもやや陰りが見え始めている。この原因としては、一つはインターネットを利用してさらに低い手数料で注文を受けているE★TRADEのように、旧来のディスカウンターと競合する業者が登場し、手数料引下げ圧力が強まっていることである。もう一つは、個人の資産形成意識の高まりなどにより、専門家による投資助言の重要性が再認識されていることである(証券団体協議会議 [1996], 40頁)。メリル・リンチやA.G.エドワーズのような総合証券は、ブローカーがディスカウンターとの対抗上、一定程度手数料を割り引くことを認めているが、決して手数料の安さで競合しようとはしない。むしろ、将来にわたっての資産形成の手助けをするフィナンシャル・コンサルタントとしてのサービスをセールス・ポイントにしている¹¹⁾。アメリカの証券会社はメリルとA.G.エドワーズに限らず、社員の採用は支店長の権限で支店単位で行われ、原則として転勤はない。ブローカーは顧客と長期継続的な関係を築き、勤続年数の長いブローカーほど顧客の紹介で新規客を開拓している。この結果、顧客

は会社という組織ではなくブローカーに帰属する傾向が強いといわれる。このような関係を前提として、ブローカーは長期的な観点から顧客の資産運用に助言を与えるのである。

このように、ディスカウンターの将来は決して順風満帆というわけではない。「総合化」とディープ・ディスカウンターへの二極化という近年の動きの背景には、以上のような競争環境の変化がある。しかし、「総合化」する場合には、総合証券と比較して給与の安さが問題になる。総合証券のブローカーが平均すると年9万ドルの給与をえているのに対して、ディスカウンター最大手のシュワップ社のトップの報酬はストック・オプション制度によってかなり高いが、従業員の給与は平均して年3万ドルにすぎない。このため、同社は優秀な人材を獲得するのが難しくなっているともいわれる¹²⁾。したがって、総合証券と伍して「総合化」戦略を推進していくためには、人事政策全体の見直しも必要になってこよう。

Ⅲ. 「メーカー」以降の証券経営

アメリカの証券会社は個別に取り上げその戦略展開に即して一定の類型化を試みると、実に多様である。業態はもちろん、個別の業者のレベルでさえ焦点をおく業務が異なっているといえる。したがって、専門化している業務が不振になると、一挙に経営危機に追い込まれることも事実である。

それにもかかわらず、証券会社を全体としてみると、「メーカー」以降、業務内容が著しく変化しているのも事実である。ここでは、それらの中からいくつかの顕著な傾向を取り上げ検討する。

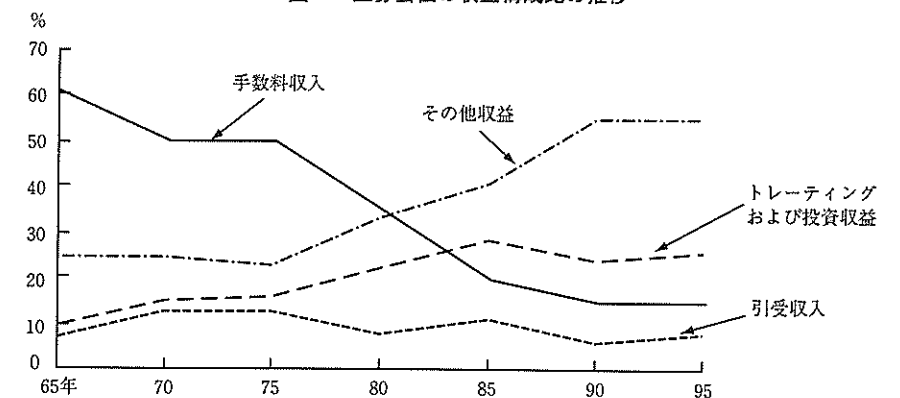
1. 業務の多角化

「メーカー」以前には、株式委託売買手数料は証券会社の収益の過半を占めていたが、その後ほぼ一貫してシェアを低下させ、90年には16%のボトムを記録した後、やや回復している(95年は17%) (図2参照)。証券会社の収益じたいは75年に59億ドルであったものが、90年には540億ドル、95年には963億ドルへと約17倍に

増加しているが、委託手数料収入は75年に約30億ドル、90年には89億ドル、95年には160億ドルへと約5倍強の増加に止まっている。一方、ニューヨーク証券取引所(NYSE)の1日当たり平均売買高は、75年に1,855万株であったが、90年には1億5,678万株、95年には3億4,610万株へと18.7倍にも増加している(以上の数値は、SIA, *Securities Industry Data Bank*, およびNYSE, *Fact Book*, 1995, による)。先の委託手数料には店頭市場の分も加えられているので厳密な比較ではないが、この間の店頭市場(特にNASDAQ)の急成長を考慮すると、手数料率が大幅に低下している様子が伺える(最も、委託手数料収入の比重は業態によってかなり幅があり、それについては表5を参照されたい)。

また、もう一つの伝統的な証券業務である引受業務からの収益もシェアこそ1割前後で推移しているものの、この間のジャンク・ボンド、MBS, ABS, MTN(中期債)などの新商品の登場と成長を考えると、引受スプレッドが低下していることが推測される。実際、債券平均では、スプレッドは85年に1.12%であったが、次第に低下して95年には0.56%となっている。この中では、投資適格債、MBS, ABSなどの優

図2 証券会社の収益構成比の推移



(出所) SIA

表5 業態別収入構成 (1995年第3四半期) (百万ドル, %)

	総証券会社	全国総合証券	大手投資銀行	地方証券	ディスカウンター	ニューヨーク市中証券
委託手数料	4,226.4 (16.5)	1,511.0 (21.6)	521.4 (5.9)	804.6 (31.4)	397.6 (46.1)	544.2 (12.3)
取引所上場銘柄	2,705.8 (10.5)	1,084.4 (15.5)	383.4 (4.4)	374.0 (14.6)	171.7 (19.9)	347.8 (7.9)
店頭登録銘柄	164.8 (0.6)	37.2 (0.5)	11.4 (0.1)	82.2 (3.2)	21.5 (2.5)	8.2 (0.2)
上場オプション	238.6 (0.9)	109.9 (1.6)	24.6 (0.3)	33.0 (1.3)	34.9 (4.0)	18.8 (0.4)
その他	1,117.2 (4.3)	279.5 (4.0)	102.0 (1.2)	315.4 (12.3)	169.5 (19.6)	169.4 (3.8)
トレーディング収入	4,826.3 (18.8)	1,630.7 (23.3)	1,896.0 (21.5)	460.9 (18.0)	52.0 (6.0)	632.7 (14.3)
店頭登録銘柄	1,040.7 (4.1)	474.6 (6.8)	110.9 (1.3)	216.8 (8.5)	36.1 (4.2)	154.0 (3.5)
債券	2,778.1 (10.8)	1,037.3 (14.8)	1,425.4 (16.2)	191.0 (7.5)	8.9 (1.0)	104.7 (2.4)
上場オプション	208.4 (0.8)	1.1 (0.0)	5.9 (0.1)	-1.3 (-0.1)	0.0 (0.0)	184.0 (4.2)
その他	799.1 (3.1)	117.7 (1.7)	353.8 (4.0)	54.4 (2.1)	7.0 (0.8)	190.0 (4.3)
引受収入	2,111.5 (8.2)	562.2 (8.3)	1,008.8 (11.5)	392.9 (15.3)	2.9 (0.3)	137.8 (3.1)
株式引受	629.1 (2.4)	224.9 (3.2)	186.9 (2.1)	161.5 (6.3)	2.2 (0.3)	53.5 (1.2)
ミューチュアル・ファンド販売収入	927.8 (3.6)	632.2 (9.0)	10.9 (0.1)	221.7 (8.7)	37.9 (4.4)	17.0 (0.4)
資産管理手数料	1,135.1 (4.4)	618.3 (8.8)	88.9 (1.0)	97.8 (3.8)	7.2 (0.8)	238.7 (5.4)
その他証券						
関連業務収入	10,460.1 (40.7)	1,063.3 (15.2)	5,556.5 (63.2)	281.1 (11.0)	161.8 (18.7)	2,677.8 (60.7)
総収入	25,686.4 (100.0)	7,000.9 (100.0)	8,798.2 (100.0)	2,562.8 (100.0)	863.4 (100.0)	4,412.2 (100.0)

[出所] SIA, Securities Industry Data Bank.

良債券は債券全体の平均スプレッド以下の場合が多いが、ジャンク・ボンドは以前と比べて低下しているとはいえ、2%台のスプレッドを維持しており、引受業者にとっては高収益の業務である。また、株式関連も平均するとスプレッドが低下しているといえるが、それでも95年に4.98%を記録している(株式関連の引受スプレッドは変動が大きく、80年代後半以降では、最低4.8%(85年)から最大7.1%(87年)までの幅がある)。このうち、新規公開(IPO)のスプレッドは通常の増資よりも2%近く高く、それを反映してIPOに注力しているアレックス・ブラウンやモンゴメリーといった地方証券の引受業務からの収益は、全国総合証券や大手投資銀行に比べて平均スプレッドが著しく高い(以上の数値は、Investment Dealers' Digest, に

よる)。したがって、商品がこれほど多様化して引受スプレッドに大きな格差が生じていると、投資適格債のような優良債券でシェア・アップを果たしても、それが必ずしも収益には結びつかない。逆に、80年代後半のドレクセル・バーナム社のように、高スプレッドの債券(ジャンク・ボンド)で支配的地位を確立すれば、驚異的な収益を記録することもありうる。もちろん、高スプレッドはそれだけ市場性に欠けることの裏返しであるから、それを流動化させるマーケット・メイク能力がなければ巨大なポジション・リスクを抱え込んでしまうことはドレクセルの例をみるまでもない。

先の図2をみると、委託手数料に代わる収益源は80年代前半まではトレーディングおよび投資収益であったが、その後、シェアは横ばいで

推移している。この図では、これら以外の収益をすべて「その他収益」に集計しているが、75年から急増し、95年には56%に達している。しかし、これには委託証拠金取引金利、投資信託販売手数料、資産管理手数料、およびその他証券関連収入など、雑多なものが合計されており、これらの中で増加しているのは投資信託販売手数料、資産管理手数料、その他証券関連収入である。最後の項目が最大であるが、これは私募幹旋手数料、M&A手数料、投資勘定からの配当・利子などからなり、大手投資銀行の場合には95年で収益の38%を占めている。収益構成の推移からも、「メーデー」以降の証券会社の業務多角化の一端が伺われる。

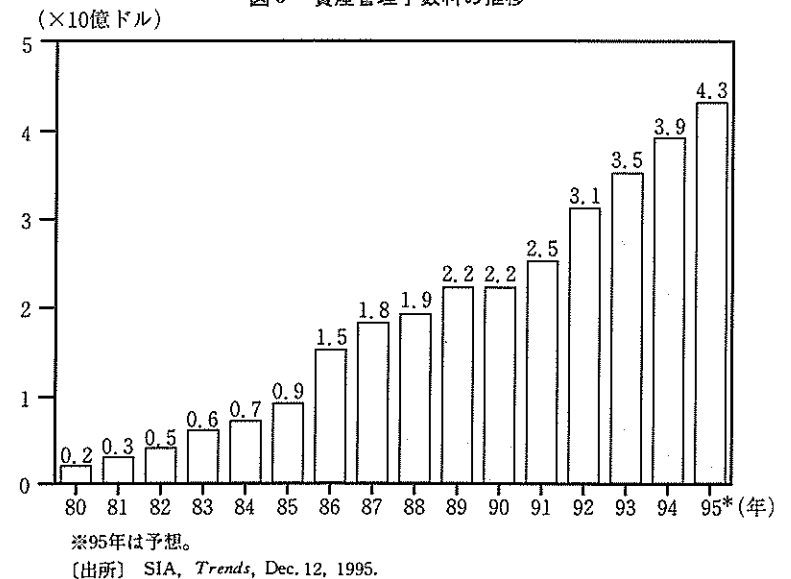
2. 安定した収益源の追求

委託手数料収入の比重低下、収益源の多様化の中で、特にブラック・マンデー以来、市況に左右されない安定的な収益源として順調に伸びているのが資産管理手数料である。業態別では、全国総合証券とニューヨーク市中証券では

このウェイトが10%弱を占めるに至っているが、地方証券でもテネシー州のレッグ・メイソンのように業務の柱として重視する業者がいる(同社の「投資顧問料など」の収益全体に占める比重は95年は23.8%に達し、資産管理業務が業務の柱の一つになっていることがわかる。なお、業態別の収益の比重については表5、業務の伸びについては図3を参照)。

特に、ブラック・マンデー以降、安定的な収益の確保、リテール重視、顧客第一主義という証券会社の営業方針の中で急増しているのがラップ・アカウントである¹³⁾。これはもともとは1975年にE.F.ハットンが始めて売り出したもので、売買の回数に関係なく一定の手数料を徴収するところに特徴がある。この手数料には投資顧問料、委託手数料、保護預り料などが一括されており、投資家は証券会社が契約している投資顧問のサービスを受けることができる。この手数料率も競争が激しくなるにつれ、初期の3%から2.3%程度に低下している。投資家が個別に投資顧問と契約するためには、最

図3 資産管理手数料の推移



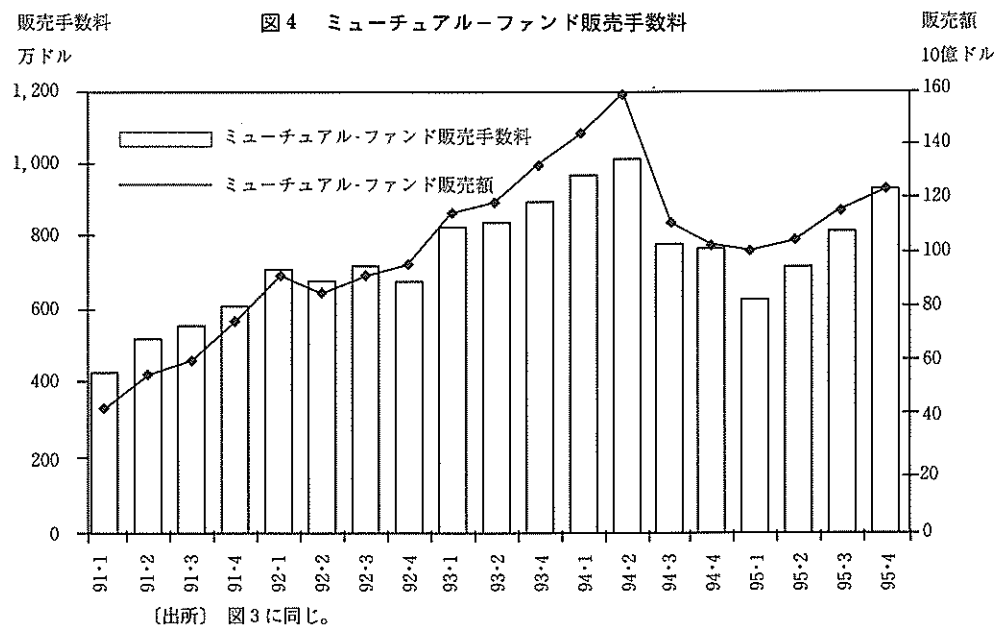
低でも100万ドル程度の投資資金が必要であるが、ラップ・アカウントは通常は10万ドルが最低投資資金となっている。さらに、近年では投資対象をミューチュアル・ファンドに限定したラップ・アカウントが売り出されているが、これは最低投資額が2万5千ドル程度である。このように、ラップ・アカウントは顧客の証券会社営業マンの過当売買に対する不安を払拭する一方、より零細な顧客層まで取り込むことを可能にしている。

ラップ・アカウントの資産残高に関する正確な統計はないが、SIAの調査(1991年)は約400億ドルと推定している。94年末には1,170億ドルに達している(Investment Dealers' Digest, May 22, 1995)。これは小口化などの多様化と同時に、ミューチュアル・ファンド会社や銀行の参入によって顧客のニーズの掘り起こしが行われていることを示している。

次に、資産管理手数料とは異なり、必ずしも安定的な収益源とはいえないが、証券市場の状況を反映して90年代になって順調に増加してい

るのがミューチュアル・ファンドの販売手数料である(図4参照)。業態別では、総合証券と地方証券は収益に占める比重が95年第3四半期にはいずれも約9%を記録しているが、近年、「総合化」志向のディスカウント・ブローカーも販売し始め、徐々にシェアを高めている(表5参照)。

この業務分野での顕著な傾向は、商業銀行の投資信託の販売額およびそのシェアの急増である¹⁴⁾。既に、91年には全投資信託の販売額の31%を占め、その後もさらに増加している。これは証券業界にとって確かに脅威ではあるが、一面では販路の拡大につながっている側面もある。というのは、ここでもアンバンドリングが進んでおり、銀行の投信販売が必ずしも証券会社のシェアの低下を意味しないからである。銀行が販売する投信には三種類あり、①専用投信(proprietary fund)はその銀行でしか購入できず、銀行本体あるいは関連会社が運用アドバイザーの名目で実質的に運用し、販売手数料はもちろん、運用手数料も銀行が手にする、②プ



プライベート・ラベル・ファンドの場合は、その銀行独自の名前がついているが、運用は外部の投資信託会社が行う、③投信会社の投信(通常投信)をそのまま銀行が販売する、である。投資会社協会(ICI)の調査(92年1~6月の期間)では、銀行の長期公社債投信の販売額の約30%が専用投信で、残りの70%がプライベート・ラベル・ファンドと通常投信であった。プライベート・ラベル・ファンドと通常投信は大手銀行が品揃えの目的で扱う場合もあるが、資産運用能力に乏しい中小銀行が販売するが多い。これらの中で、専用投信の場合は明らかに証券会社にとって直接的にシェアを奪われることになるが、それ以外の場合にはむしろ投資顧問会社や証券会社にとって運用収益や販売手数料の増加につながる。実際、ICIの調査(92年)によれば、投信投資家のうち27%の人が金融機関で投信を購入した経験をもっていたが、そのうちの三分の一にあたる8%は金融機関でしか購入したことのない人であった¹⁵⁾。

銀行が販売している通常投信をみると、フィデリティやドレイファスなどの大手投信専業会社や証券会社系列の投信会社のものは少ない。これらの投信会社は共に強力な自前の販売網をもっているためであり、銀行の店頭で販売されている通常投信は独自の販売網が弱い投信会社のものが多いという特徴がある。これはこれらの業者が銀行を有力な販売ルートとして捉え、銀行向けのセールス活動を活発にした結果である。商業銀行は投信販売にあたって、ブローカレッジの免許をもった証券ブローカーを銀行店舗内に配置する必要があるが、それには三つの方法がある。それは、①自らの証券子会社でブローカーを確保する、②証券会社などと合併でブローカレッジ子会社を設立し、そこでブロー

カーを養成する、そして③資本関係のない独立系ブローカレッジ会社(通称、サード・パーティ・プロバイダー)からブローカーを派遣してもらう、である。投信を扱う銀行の6割強は何らかの形でサード・パーティ・プロバイダーを利用しているといわれる¹⁶⁾。銀行側からいえば、契約資産残高が集まらなければスケール・メリットが発揮できずに、コスト倒れに終わってしまう。このリスクを回避するために、銀行の店舗で投信を販売したり、投信の名義書き換えなどのバック・オフィス部門を引き受けるサード・パーティ・プロバイダーと機能分担しているのである¹⁷⁾。これも、アンバンドリングを前提としたアウトソーシングの形態のひとつといえる。

3. リスク・テッキングの積極化

伝統的な証券業務からの収益が低下する中で、証券会社は安定的な収益源を模索する一方では、積極的にリスクを採るようになっていく。言い換えれば、リスクを採らなければ収益があがらなくなっているのである。

80年代には、M&Aブームの過程で総合証券や大手投資銀行はブリッジ・ローンの供与、ジャンク・ボンドの引受けなどを手掛け、いわゆるマーチャント・バンキング業務から極めて大きな収益をあげていた¹⁸⁾。これらの業務には大きなクレジット・リスク、ポジション・リスクがともなっていたが、ブームの過程では高収益の面だけが喧伝されていた。しかし、90年にジャンク・ボンドの引受け、マーケット・メーカーを事実上独占していたドレクセル・バーナムが倒産すると、M&Aファイナンスの有力な源泉を失ってブームが終焉し、リスクも顕在化することになった。その後、M&A件数は

いったんは激減するが、近年はリストラなど事業の再編に関連したストラテジックM&Aが増加している(かつての金融的利得の取得を目的とするものをフィナンシャルM&Aと呼んでいる)。また、80年代の反省から、その手段も株式交換が主流になっている。したがって、M&Aに関連した業務からの収益はかつてほど寄与度が高くない。

「メーデー」以降の収益構成の中で顕著な伸びを示し、80年代以降、証券業全体の収益の約20%を占めているのが「トレーディング収入」である。ただ、この業務からの収益は、業態によって大きな幅がある。近年では、全国総合証券と大手投資銀行では、この比重が20%を超えている(表5参照)。ただ、全国総合証券や地方証券では店頭登録銘柄のトレーディング収入がかなり大きいものに対して、大手投資銀行の場合にはそのほとんどが債券から生み出されているという違いがある(これも個々の業者によって大きな違いがある。ソロモン・ブラザーズのように歴史的にボンド・ハウスとして成長してきた業者は、当然ながら債券のトレーディングが中心である。それに対して、モルガン・スタンレーやゴールドマン・サックスはもともとM&A業務に強いことから、株式のトレーディングの比重が高い)。

トレーディング業務は典型的な自己勘定での取引であり、ポジション保有にともなう価格変動リスク(ポジション・リスク)が発生する。したがって、資本力のある総合証券や大手投資銀行がトレーディング業務を積極的に手掛けているのは当然であるが、この資金源は主としてレボ取引によって調達されている。大手投資銀行の場合、負債比率は95年には約50倍に達しており、極めて大きなポジション・リスクを抱え

ている。したがって、かつて87年春に債券価格が暴落してソロモンが一举に苦境に追い込まれたように、市況の読みを誤ると大きなリスクを背負い込むことになる。

おわりに

アメリカの証券会社は登録制で兼業制限がないため、その数も多く、自由な業務展開が特徴になっている。この中でメリル・リンチのように総合化戦略で成功しているのは例外的で、大手の証券会社といえども特定業務に経営資源を集中し競争力を発揮している。他方、多数のより小規模な地方証券はこれら大手業者と正面から競合することは避け、業務、地域、顧客といった基準でニッチ(隙間)に焦点を合わせた業務展開をしている。この結果、多数の個性の強い証券会社が存在する。他方、特化している業務が不振になると一挙に経営的に行き詰まるという側面もある。

アメリカの証券会社の特徴は、「メーデー」を契機として、専門化、アウト・ソーシングが徹底して追求されていることである。それによって、市場の繁閑に柔軟に対応しうる仕組みになっている。このように、本体のスリム化を前提としなければ、ディスカウント・ブローカーのような独特の業態は成り立たないと考えられる。

「メーデー」以降、手数料引下げ圧力、引受スプレッドの縮小により伝統的な証券業務からは収益があまり期待できなくなっており、それに代わる収益源として70年代後半よりトレーディングやマーチャント・バンキング業務が注目された。しかし、これらの業務は自己勘定での取引であり、大きなクレジット・リスク、ポ

ジション・リスクを抱え込むことになるため、80年代末のM&Aブームの終焉とともにかつてほど大きな事業機会とはみなされなくなっている。他方、国民の資産形成意識の高まりを背景に、資産管理業務が市況に左右されない安定的な収益源として重視されている。また、証券市場の活況により投信業務も高い伸び率を記録している。アメリカの証券会社は、これらの相対的に安定的な収益源を維持しつつ、高収益が見込める新商品の開発、新規業務の開拓に取り組んでいる。

注

- 1) Marshall and Ellis [1994], p. viii. 最も、これは正確には投資銀行業について述べられたものであるが、機関投資家向けブローカレッジ業務は現在ではその重要な一部を構成しているから、証券業全体についても妥当する見方の一つである。
- 2) 近年の証券取引システムの多様化と機関投資家のニーズとの関係については、佐賀 [1995] を参照されたい。
- 3) 手数料自由化の背景、過程、および証券業への影響については、佐賀 [1991], 第2章, 第3章, および佐賀 [1993], を参照されたい。
- 4) 一括登録制度採用の背景、および証券業への影響については、佐賀 [1991], 第4章, 第5章, を参照されたい。
- 5) 新商品開発と業者の市場シェアとの関係についての実証研究については、佐賀 [1994], 15-16頁, を参照されたい。
- 6) 80年代初頭の他業種からの証券業への参入については、佐賀 [1987], (3), (4)を参照されたい。
- 7) 商業銀行の証券業務への参入については多数の文献があるが、さしあたり佐賀 [1991], 41-46頁, を参照されたい。
- 8) Scott [1983], p. 20. クリアリング・サービスを外部委託しているかどうかは同書, Part II, より集計。
- 9) とりわけシステム投資に熱心なのは、業界最大手のチャールズ・シュワップである。同社は1995年には少なくともキャッシュ・フローの64%をテクノロジーに投資し、過去3カ年で一取引当りのコストを半分にしたといわれる。こうした積極的な投資によって95年には1,000株までは注文株数に関係なく一律39ドルの手数料で執行を保障する“e. Schwab”システムが稼働している(Lappen [1996], p. 68-69)。これはディーブ・ディスカウンターの手数料水準と比較してもはるかに安い。それに加えてロイターやS&P社などの情報へのアクセスも可能になっている。参考までに、ウォール・ストリート・ジャーナル紙1996年4月3日号に掲載されたシュワップの比較広告を紹介しておく。

- 10) 桐谷 [1995], 47-48頁。
- 11) 証券団体協議会議 [1996], 39-40頁。なお、E★TRADEのようにインターネット上のW.W.W.を利用して証券取引を行っている業者はインターネット・ブローカーと呼ばれ、今年3月の時点で少なくとも3社は存在しているといわれる。E★TRADEはもともとはシュワップなどのディスカウンターのオン・ライン・ソフトを開発していたシステム会社であった(*Financial Times*, March 11, 1996)。
- 12) Lappen [1996], pp. 70-71.
- 13) ラップ。アカウントの歴史、および現状については、証券団体協議会 [1993], 横山 [1995], 坂本 [1996], が詳しい。
- 14) 商業銀行の投信販売については、山田 [1993] および『日経公社債情報』1993年11月15日号, に負うところが多い。
- 15) 山田 [1993], 56頁。
- 16) 山田 [1993], 55頁。
- 17) サード・パーティ・プロバイダーの役割については、『日経公社債情報』1993年11月15日号, 4-7頁を参照されたい。
- 18) 80年代のマーチャント・バンキング業務については、佐賀 [1991], 159-63頁, を参照されたい。

追記 本稿作成にあたって、所内の「証券経営研究会」における近藤哲夫氏(野村総合研究所)報告資料の一部を利用した。また、米銀の投資信託販売については、竹腰雄一郎氏(投資信託協会)から御教示頂いた。深謝する次第である。

【引用・参考文献】

- Eccles, R. G. and Crane, D. B. [1988], *Doing Deals*; 松井和夫監訳『投資銀行のビジネス戦略』東洋経済新報社, 1992年。
- Hayes, S. L., III (ed.) [1993], *Financial Services*. _____ and Hubbard, P. M. [1990], *Investment Banking: A Tale of Three Cities*; 細谷武男訳『世界三大金融市場の歴史』TBSブリタニカ, 1991年。
- Lappen, A. A. [1996], "Chuck Schwab's Search for the Next Paradigm", *Institutional Investor*, Apr.
- Lo, A. W. (ed.) [1996], *The Industrial Organization and Regulation of the Securities Industry*, NBER Conference Report.

Marshall, J. F. and Ellis, M. E. [1994], *Investment Banking & Brokerage*.

Matthews, J. O. [1994], *Struggle and Survival on Wall Street*.

Pratt, T. [1994], "Will the Wirehouses Wake up in Time?", *Investment Dealers' Digest*, Aug. 8.

Rappaport, S. P. [1988], *Management on Wall Street: Making Securities Firms Work*; 藤原英郎訳『アメリカの証券会社経営』東洋経済新報社, 1991年。

Scott, D. L. [1983], *The Investor's Guide to Discount Brokers*.

Securities Industry Association (SIA), *Trends*, each issue.

_____, *Securities Industry Fact Book*, each issue.

_____, *Securities Industry Year Book*, each issue.

Willoughby, J. [1995], "The Fee Dilemma", *Investment Dealers' Digest*, Nov. 13.

青山佳弘 [1996], 『米国ミューチュアルファンドの現状と諸問題』日本証券経済研究所ニューヨーク事務所, 5月

桐谷重毅 [1995], 「ディスカウント・ブローカーの差別化戦略」, 『証券レビュー』(日本証券経済研究所)第35巻第3号, 3月。

近藤哲夫, 國見和史 [1996], 「米国証券会社の差別化戦略」, 『財界観測』(野村総合研究所), 3月。

坂本正喜 [1996], 『ラップアカウント・ビジネスの現状』日本証券経済研究所ニューヨーク事務所, 6月。

佐賀卓雄 [1991], 『アメリカの証券業』東洋経済新報社。

_____, [1987], 「規制緩和と証券業」(1) - (8), 『商品先物市場』, 10月以降。

_____, [1993], 「アメリカ証券業の危機

と制度改革」, 『証券研究年報』(大阪市立大学証券研究センター)第8号, 12月。

_____, [1994], 「アメリカ証券業における競争と集中」, 『季刊経済研究』(大阪市立大学経済研究所)第17巻第2号, 9月。

_____, [1995], 「アメリカにおける証券取引システムの変貌」, 『証券研究年報』第10号, 12月。

_____, [1996], 「規制緩和と米国証券会社」, 『インベストメント』(大阪証券取引所), 第49巻第1号, 2月。

証券団体協議会 [1992], 『ディスカウント・ブローカーについて』, 6月。

_____, [1993], 『米国証券会社の資産管理業務とラップ・アカウント』, 2月。

証券団体協議会 [1996], 『米国証券市場および証券業界の現状』, 5月。

日本証券業協会経営問題研究会第1部会 [1995a], 『今後のリテール営業体制の在り方等について』, 3月。

_____, 第2部会 [1995b], 『リテール営業における提供商品・サービスの今後の方向について』, 3月。

_____, 第3部会 [1995c], 『バックオフィスの効率化・合理化と今後の方向について』, 3月。

ふっこ会 [1994], 『米国証券会社調査団報告書』。

堀部 明, 高山一男 [1996], 「システムと業務の共同化による証券業の経営革新」, 『知的資産創造』(野村総合研究所)第4巻第1号, 新春。

山田耕司 [1993], 「拡大する米銀の投信ビジネス」, 『金融財政事情』, 10月25日。

横山 淳 [1995], 「ラップ口座の成長とその意義」, 『大和投資資料』, 10月。

(当所東京研究所主任研究員)

〈参考資料〉チャールズ・シュワップの比較広告 (Wall Street Journal, Apr. 3, 1996)

The end of the commission compromise. Introducing e.Schwab.

Stock Commission Comparison*				
	200 Shares \$107.50/Share	500 Shares \$117.50/Share	1,000 Shares \$127.50/Share	5,000 Shares \$137.50/Share
e.Schwab	\$39.00	\$39.00	\$39.00	\$159.00
Quick & Reilly	\$76.50	\$77.75	\$109.00	\$205.00
Waterhouse	\$41.69	\$52.05	\$112.58	\$330.80
Oldie	\$60.00	\$80.00	\$125.00	\$235.00

If you've been reading about all the new trading services with fire sale prices, you might think that you have to settle for bare bones service when you pay bare bones commissions. Not anymore. With e.Schwab™ investment software for Windows, you can get the low commissions you want and access to the services, information and investing tools you need. The commission compromise is over.

More than low commissions, the confidence you need.

With e.Schwab you'll enjoy low commissions of just \$39 for stock trades up to 1,000 shares. (Just three cents a share for additional shares.) But you also have the confidence of knowing that you're trading with Charles Schwab. That means people and systems with 22 years of trading experience through all kinds of markets. You know who we are.



Savings, convenience and the tools you need, through your computer.

e.Schwab investing software and your computer give you

a higher level of control and convenience. You can access your

portfolio, create charts and

graphs, and get company

reports and quotes 24 hours

a day, seven days a week. What's more,

you'll have access to Reuters Money

Network* and S&P MarketScope* And, of course, because

you're a Schwab customer, you'll also be

able to take advantage of our Mutual

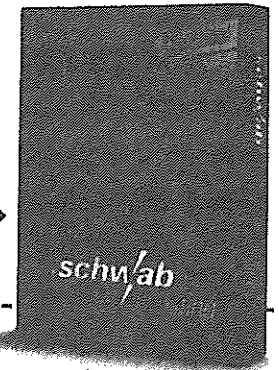
Fund OneSource* service and Mutual Fund

Select List.™ Plus, you'll pay nothing for e.Schwab software.

e.Schwab. It's the end of the commission compromise.

\$39 a Trade

(click)



The No Compromise Guarantee.

Just open your e.Schwab account before June 30, 1996, and if you're not satisfied for any reason, you will not be charged any Schwab exit fees to switch your account to another broker. No questions. No compromises. Stop in to any of our more than 230 local offices or call:

1-800-e-Schwab ext. 126

1-800-372-4922 ext. 126
http://www.ichwab.com

Charles Schwab