

## 日本版ビッグバンと証券経営

佐賀卓雄

小山理事長 ただいまから講演会を始めます。

本日の講師は、当研究所主任研究員の佐賀卓雄さんです。恒例に従って、初めに講師の経歴等を簡単に紹介いたします。

佐賀さんは、昭和四四年に小樽商科大学商学部を卒業され、大阪市立大学大学院経営学研究科で修士課程及び博士課程を履修しておられます。その後、小樽商科大学助教授を経て、昭和五十七年に大阪市立大学商学部助教授に、平成四年には同学部教授に就任されています。その後、平成七年の秋、大阪市立大学から当研究所に移籍され、現在主任研究員として活躍してお

られます。

佐賀さんのご専門は、証券市場と証券業に関する分野で、特にアメリカの証券業についての造詣が深く、この方面の著書や論文も多数発表しておられます。我が国の金融・証券市場でも、グローバルな基準に適合する、自由で公正な市場へと大規模な制度改革がスタートいたしました。そこで、本日は佐賀さんに「日本版ビッグバンと証券経営」というテーマでお話しただくことといたしました。ご清聴を願います。それでは、よろしく願います。

ご紹介いただきました佐賀でございます。現在の日本の市場環境がこういう状態ですので、何となく気が重いといえますか、話しづらいというのがあります。ただ私は、ただいまご紹介いただきましたように、アメリカの証券市場とか証券業のことをずっとやってきて、どうも現在の日本のマーケットの状況が、六〇年代末のアメリカのバックオフィス危機の頃の状況と非常によく似ており、私としては非常にダブって見ているところがあります。最初に、アメリカの状況がどういうものであったかということをおまじつとご紹介しておきたいと思えます。

一九六〇年代末には、アメリカの証券取引は、基本的に手作業で株券等の受け渡し・決済をやっておりまして、六七年から八年にかけて出来高が急増した時期がございます。そのときに、バックオフィスの処理、受け渡し・決済の処理が

追いつかなくなりまして、株券が紛失したり、あるいは盗難に遭ったりという証券事故が頻発いたします。その結果、運転資金がショートしまして、多数の証券業者が倒産するというふうな状況が生まれたわけです。そういうバックオフィス問題を解決するために、システム投資が活発に行われるわけでありまして、六九年に入りますと今度のは出来高が急激に減少しまして、システム投資にかかるコスト負担に耐え切れない業者が出てまいります。その結果、またそこで多数の業者が倒産するというふうな状況がおきます。

証券市場については、大体そういう状況だったんですが、それが証券業だけにとどまらず、今度は七〇年になりまして、当時アメリカでは、最大の鉄道会社でありましたペンセントラル鉄道がC P市場でデフォルトを起こします。この結果、金融市場全般がものすごい信用不安に襲われ、当時

リテール業務で、大手五社のうち三社までが倒産するといふような状況が生まれてまいります。

当時、最大の業者は既にメリルリンチだったわけですが、五社のうちで残ったのはメリルリンチとベーチェだけでありまして、ベーチェは後にプルーデンシャルに買収されて、現在もう名前がありませんけれども、かなり深刻な証券市場での不安感が醸成されていったといふような状況がございます。

そういう危機的な状況を解決するために、証券業界が中心になりまして、投資家の救済基金ということ、現在たびたび話題に上がりますSIPCが七〇年につくられていくわけです。このSIPCをかなり緊急につくり上げまして、結局これが現在まで強化されて、投資家救済のスキームとこのうのでき上がっている、そういう流れがございます。

話を日本に戻しますと、こここのところ、マーケットというのは非常に冷酷な判断を下すということで、結局、不良債権問題という爆弾を抱えたままビッグバンに向かうと、大変な混乱が起きるのではないかと、私自身は薄々予想していたわけですけれども、破綻処理のスキームというのが先行して整理されていないということは、ここにきてかなり深刻な問題であるような気がいたします。

アメリカの場合、今ご紹介しましたように、メーデーというのは七五年ですので、その前にSIPCのような投資家救済の仕組みというのがかなりきっちりでき上がっているんです。これは、偶然でありましたけれども、破綻処理のスキームの方が一応整理されてから手数料の自由化の方に入っていますので、業者の倒産に伴って投資家が損害を受けるということは、まずなかった

わけです。実際、メーデー以降の業者の倒産数よりも、六〇年代末のバックオフィス危機のときの倒産数の方が多いですから、六〇年代末が極めて深刻な状況であった。その結果、投資家救済のスキームというのが整理された上で証券市場の改革の方に向かった、そういう順番になっているわけです。

日本は、ほとんど同時にこれをやらなければいけない、しかも、どちらかというと後手に回っているということでありますので、恐らく公的資金導入も含めて、投資家保護のスキームというのを大急ぎで整備しないと、これ以上の混乱が起きてくる可能性があると考えております。きょうはアメリカと比較しながら、今後の証券経営の課題を考えてみたいと思います。

## 一、米国証券経営の特徴

最初に、米国証券経営の特徴として、日本との比較でどういう特徴があるかということを中心に整理しておきます。大きくいいますと、大体五つぐらいの特徴があるのではないかと考えております。一番目は、アメリカは登録制をとっておりますので、基本的に参入制限というのはありません。NASD委員会社数の推移は八七年のブラックマンデーのときがピークでありまして、六七〇〇社ぐらいあった。そのあと九二年まで低下していきまして、約一五〇〇社ぐらい減ります。九三年からまた微増に転じて、九六年で五五五三社というふうな数になっております。ですから、日本ですと外資系も含めて大体三〇〇社ぐらいです。で、証券会社の数が格段に多い。

これは、登録制と免許制という違いがあると思えますけれども、差し当たり、アメリカでは零細な業者がたくさんあるということが一つの特徴で、しかもメーデー以降も決して証券会社の数は減っていないわけです。むしろふえているわけがあります。つまり、日本でもそうだと思いますが、証券業は決して魅力がないのではなくて、改革によって非常に魅力的な業種になる。それで新規参入というのが活発に行われている。中には、既存の業者の中で経営的に立ち行かなくなる業者も出てくるということで、非常に新陳代謝が活発な業種であるというのが特徴だろうと思います。

それから、二番目の特徴は、リサーチ営業ということが大きな特徴になっているように思えます。後で紹介いたしますように、地方業者というのは、日本の場合ですと大体リテール、ブローカレッジ中心の業務が多いわけですが、ア

アメリカの場合ですと地方業者もかなりIPO（公開引受業務）の比重が高い。さらにIPOの後のマーケットメイクからの収益の比重が、高いという特徴を持っております。IPO業務に注力することになりますと、当然業種の将来性とか特徴、あるいは経営状況といったことを分析しなければいけませんから、リサーチ部門が充実していることが特徴になります。

ブローカレッジについても、銘柄を推薦するときにリサーチが勧誘するときの根拠になるということで、リサーチ部門というのは、私の感じでは証券会社の頭脳部分というふうになっていると思えます。ですから、かなり小さな証券会社で、自前でリサーチ部門を持ってない業者はどうするかといいますと、大体外注で、外のリサーチブティックとか、あるいはほかの大きな証券会社からレポート類を有料で買ってお客さんに銘柄を推薦す

るときに使うという営業のスタンス、やり方になっっているわけです。

私は、よく日本では、アナリストが売り推奨を出しにくいという話を聞いていましたので、日本に出てきているあるアメリカの証券会社の方に、「万が一、アナリストが売りの指示を出すときには、売りの指示を出された企業から文句が来ないんですか」と聞きましたら、「何でうちが売りなんだ」という文句が、ほぼ確実にくるというんです。「では、そのときどうされるんですか」というふうに聞きましたら、そのときは、「あくまでそれはアナリストの意見だ」ということで、アナリストをかばいますというお話をされておりました、アナリストの独立性といえますか、要するに自由に意見がいえるというのももう一つの特徴かなと思います。多分そういう姿勢を貫いているから、アナリストの判断が非常に高い評価をえて、

影響力を持っているのだらうと思います。そういう意味で、IPOとかブローカレッジに限らず、いろんな証券業務の中でリサーチが基礎になっているということが、日本との比較では特徴になっているのではないかと思います。

それから三番目は、スペシャリスト。これもよくいわれることですが、日本では総合商社、そこには何十年も鉄や繊維をやっているスペシャリストがおります。しかし、それはどちらかというと例外的で、それ以外の日本の業種では、大体数年おきに職種を变えるということで、あらゆる職種をこなせるような人材の育成、ジェネラリストの育成をやっているのが特徴だらうと思います。

アメリカの場合は、登録外務員、日本でいいますと歩合外務員ですが、この登録外務員というのはずっと登録外務員でありまして、要するに職種が限定されています。あるいは、インベストメン

ト・バンカーであればずっとインベストメント・バンカーということですので、いってみれば、何十年にもわたって同じ職種でノウハウを身につけていきますので、商品開発力、企画力等については、恐らく日本のローテーション人事で育成されたジェネラリストが競争しても、多分かなわないのではないか。特にデリバティブとか、先端金融商品の企画開発ということになりますと、どうしても人材の育成の仕方というのが競争上非常に不利になってくるのではないかと思います。ですから、アメリカでは、一つの会社で、特定の職種でずっと過ごしますので、仕事を变えるときにはほかの証券会社に移ります。地方の業者ですと大体大手の証券会社の支店から人材を引き抜いてくるといえますか、要するに人材をそこから見つけてくるというふうな人事をやっているようです。

もう一つそれに関連しまして、アメリカの場

合、人材の新規採用は支店長の権限でありまして、支店単位で人を採用するということから、転勤は原則的でない。ですから、地域密着、顧客密着、顧客重視といった営業のスタイルは、恐らくそういう人事によって支えられているのだらうと思います。

それから四番目は、柔軟な費用構造の問題です。これは、後でも少し詳しくお話しますが、アウト・ソーシングを非常に積極的に利用しているということ。特に日本の業者の場合には、クリアリング、大きなところだとリサーチとか、すべて自社で抱え込んでいるケースが多いと思います。アメリカの場合、もちろん大手ではそういうケースが多いんですけども、もっと零細なところだと、例えば後で紹介いたしますイントロデュースングとか、エグゼクティブティン

している証券会社はかなり多いという特徴がございます。ほかの業務はどうするのかといえますと、これは外注で出してしまうのです。そういう単機能に特化した証券会社がネットワークを形成しているということで、これはある意味では、コスト構造が非常に柔軟になっておりまして、そこが変動費化されているという特徴がございます。

それから五番目は、金融サービス業におけるマーケティングの考え方が、日本とは随分違うのではないかと思えます。金融サービス業におけるマーケティングというのは、恐らくデータベース・マーケティングに尽きると思うんです。データベースに基づく顧客のセグメント化が徹底して行われているということがあります。例えば、メーデーを契機に、ディスカウント・ブローカー、それから最近ですとインターネット・ブローカーが出てくるわけですが、こういう業者が出てくる背

にいい含めまして、ディスカウント・ブローカー業務をスタートさせるわけです。

そういうふうにコストを非常に安く抑えまして、その分手数料を半分ぐらいにするという営業のスタイルといえますか、新しい業務展開をやるわけでありまして。セグメンテーション戦略といえますか、顧客をセグメント別に分けまして、どういう顧客層に対してはこういう販売チャネルが向いているか、あるいはどういう商品が望ましいか、そういう整合性を常に考えて営業展開をやっているのが特徴だろうと思えます。

そういうセグメントに合わせて、インスタ・ブランドとかミニ・ブランド、これは銀行ですが、証券会社の場合ですと、例えばハーフウェー・ハウスとか、スペシャル・マーケット・オフィスといったミニ店舗が続々と登場してきているわけです。銀行の場合ですと、これは銀行によって

景は何かといいますと、要するに洗練された投資家の存在ということがあります。つまり、自分で情報を収集して投資判断を下せるような能力を持った投資家というのが前提になるわけです。だから、最初にチャールズ・シュワブがディスカウント・ブローカー業務に出ていったときに、明らかにシュワブはそういう投資家層を顧客層として想定して、業務を始めるわけです。だから、チャールズ・シュワブが最初にやったことは何かといえますと、電話の交換手を年収一万ドルで雇うわけです。仮に当時のレートが三六〇円だとしても、年収は大体三六〇万円という極めて安い賃金でもって電話の交換手を雇ってくる。その電話の交換手には、絶対にアドバイスはするな、勧誘はするな、勧誘をしますと、適合性の原則とか、ややこしい問題が出てきますので、あくまで受け身の営業、電話で注文を受けるだけだというふう

ももちろん違いますけれども、銀行に来るお客さんのうちの八〇九割は、店頭で寄らないで帰ってしまいます。つまり、銀行から必要とされるサービスというのは、大体ATMで済みます。アメリカの場合ですとローンマシーンというのがありまして、小口の融資もATMで済ませることができ

ます。例えば、大口の融資とか財産管理等の、いわゆるプライベート・バンキングのような業務については窓口サービスが必要ですが、それ以外の、今いった融資とか預け入れ、それから払い戻しといったものが、すべて機械的に処理されます。日本でもデータを見ますと、大体八割から九割のお客さんというのは、窓口で寄らないで帰っているわけです。そうすると、そういうお客さんにまで立派なオフィスを用意してサービスを提供するというのは全くむだなことであります。

そうすると、アメリカの銀行業界でどういうことが起きているかといいますと、要するに、過剰な店舗をどうやって活用するかということが非常に大きな問題になるわけです。だから、テナント募集をして賃貸料を得たりすることが、アメリカの銀行業界では現実には起きているわけです。恐らく日本も、今後それに近い状況が生まれてくるだろうと思います。

それから、パソコンとかインターネットとか、いわゆる情報機器を使いまして顧客の注文を受けることによって大きな変化がもたらされていきます。例えば日本でも、今川証券というのがありますが、ここの梶村社長さんから伺った話ですが、ことしの一月にインターネットで注文を受け始めてから、今川証券が一〇〇年かかってできなかったことを一挙にやってしまったという感想をおっしゃっていたわけです。どういうことかといいま

す。

表1の「税引前ROEの推移」を見ていただくとうかがいますが、アメリカはROEが赤字になった年は、八〇年以降は九〇年だけです。もちろん利益率というのは非常に大きく動きますけれども、九〇年を除いては全部黒字できております。ただ、日本ではフルラインで総合証券といわれるものは割と業績がよくないんです。ですから、マインナスになった年がたびたびあるということで、総合証券という業態は割と、収益性の面からいうと問題があるということになるかと思えます。現実には、アメリカで総合証券に分類されているのは六社ですが、日本でいう総合証券に非常に近い例外的な業態は、メリルリンチだけです。ほかは特化型といえますか、経営資源を特定の地域とか業務に特化させた業態が中心になります。例えば、大手投資銀行はインベストメント・バンキン

すと、今川証券というのは、たしか全国に六つか七つの店舗を持っているんですが、インターネットで注文を受けてから、東北から九州にかけて、全国津々浦々から注文を受けることができた。恐らく店舗展開をやっていると、これは一〇〇年かかって無理だろうというふうな感想を漏らしておりまして、こういう情報機器を使うと、地理的な制限というのがほぼ克服できるという効果があるのだろうと思います。そういうセグメント別にいろんな販売チャネルを提供するといった形の業務展開になっているわけです。

## 二、「メーデー」以降の証券経営

そこで次に、手数料が自由化された後、アメリカの業界はどういうふうに変わってきたのかということも、もう少し詳しくご紹介したいと思います。

表1 税引前ROEの推移(%)

	全国総合証券	大手投資銀行	地方証券	ニューヨーク市中証券	ディスカウンター	総証券会社※
1980年	45.0	55.7	n.a.	n.a.	n.a.	49.2
81	24.6	56.7	37.2	42.1	52.2	35.9
82	29.7	54.8	36.0	43.3	53.9	40.5
83	28.1	43.8	40.5	50.7	46.8	36.6
84	-2.6	31.1	6.8	19.9	0.8	13.3
85	17.9	38.5	29.0	31.2	25.6	29.4
86	20.3	34.2	32.7	38.3	49.5	28.6
87	-2.1	9.2	14.0	5.2	19.7	4.7
88	-0.7	18.2	5.4	15.0	5.0	9.6
89	-0.3	9.2	10.4	11.4	14.5	6.9
90	-8.3	5.4	1.0	3.1	15.4	-0.7
91	19.9	25.2	34.9	16.3	35.5	23.7
92	21.4	23.7	40.0	8.9	33.7	22.8
93	28.4	23.8	43.7	17.1	39.1	27.1
94	4.8	-7.2	21.7	-2.5	26.4	3.3
95	20.3	11.5	33.8	17.3	38.5	20.9
96	29.2	26.2	40.2	17.3	42.6	29.1

※対顧客業務を行うNYSE会員会社  
出所：SIA, Securities Industry Fact Book, 1997.

グとか、あるいはマーチャント・バンキングといった引き受けやM&A業務に特化した業者であります。それから地方証券というのは、地域に拠点を置いた業者ということで、もちろんこれもあるんな種類、タイプがありますが、大体その地域の有望な産業とか、業種といったもののIPO業務とか、あるいは地方の退職者にターゲットを絞ったような業務展開とか、いろんな工夫をした業務展開をしております。

それから、ニューヨーク市中証券というのは、ニューヨーク周辺に営業基盤を持つ業者ということで、割と投資銀行に近い性格を持った業者です。それから、デイスカウンターというのはデイスカウト・ブローカーのことですが、ここは個人投資家をターゲットにして、非常に安い手数料で注文を取っている業者であります。大体この五つに分けるのが、ごく一般的な分け方でありま

す。

ROEの推移を見ていただくとわかりますが、ROEの水準が高い業者というのは、投資銀行とか地方銀行とかデイスカウンターです。こういう特化型の証券会社の方が業績がいいという特徴がございます。要するに、全体としていいと思いますと九〇年だけ赤字で、後は変動はありますけれども、ずっと黒字でできていることになりました。

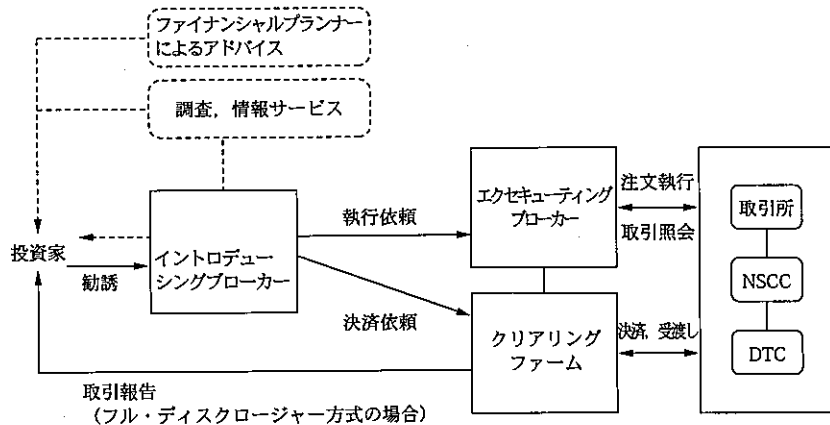
それから、証券会社の数は先ほどご紹介しましたが、従業員数の推移は、八七年のブラックマンデーのときにピークでありまして、約二六万人の証券人口だったわけですが、九〇年に二二万人のボトムを記録しまして、九六年で二六万五千人ぐらいということ、既にブラックマンデーのときの水準をこえているという状況になっております。

それから二番目に、業務の絞り込みとアウト・

ソーシングということ、これも先ほど来ご紹介しましたように、地域、業務、あるいは業種の絞り込みといったことを徹底させておりまして、経営資源を集中させるといふふうなことが特徴になっております。

図1を見ていただきますと、左側が投資家といいますが、お客さんで、ブローカレッジの業務を分解していきますとこういう形になるわけです。要するに、投資家が注文を出す、その勧誘をするのがイントロデュースング・ブローカーといわれるものであります。執行をエグゼキューティング・ブローカー、決済、清算というものをクリアリング・ファーム、大きな機能としましてはこの三つから構成されているわけです。それを支えるものとして、例えばアドバイスとかリサーチといった、上に点線で囲ってあるような業務が付随します。日本の業者は、これを全部抱えるというの

図1 証券業務のアンバンドリング



取引報告 (フル・ディスクロージャー方式の場合)  
出所: 淵田 康之著『電子証券取引』経済法令研究会、1997年。

大体一般的でありまして、これを徹底的にバラバラにしているのがアメリカの証券会社の特徴になります。

実は、これも以前からずっとそうだったわけではないのです。七五年の手数料の自由化によって機能がバラバラにされて、特化型の証券会社がそれぞれの機能を担うようになってきているのであります。ですから、七五年以前の状況を見ると日本と余り変わっていなかったということでありまして、約二〇年ぐらいの間に単機能特化型の証券会社がネットワークを形成するような姿になってきているということでもあります。

そこで、業種の絞り込みということでは一つご紹介しておきたいのは、特に地方業者にとってはIPO（公開引き受け）からの収益というのが非常に大きいんですが、やはりこれは地域によって特色がありまして、例えばハンブレクト&クイスト

ですが、いずれにしろ、フルラインで競争しても勝ち目がない。だから特定の業種に絞り込みをかけて、その分野では競争しても絶対に負けないという自負を持って業務を展開しているというのがアメリカの業者の一般的な姿といえるかと思えます。

それから三番目に、差別化戦略ということです。地方証券の収益を見ますと、トレーディング収入の中でも、店頭マーケット・メイキングの収益に占める割合が八・四%ということ、これはほかの業態と比べて非常に高いんです。例えば全国総合証券は六%弱ということですので、地方証券にとってこの店頭マーケット・メイキングというのは、かなり重要な収益源になっていることがわかります。

それに関連して、引受収入が、これも地方証券の収益に占める割合というのは随分高いわけであ

(H&Q)という、これは西海岸の業者でありまして、シリコン・バレーに近いところに所在している業者というのは、相対的な優位性ということ、例えばテクノロジリーとかヘルスケアといった特定の業種に特化しているわけでありまして。大体、七つ前後の業種に特化しているケースが多いようであります。

例えば、アメリカで最古の証券会社でありますアレックス・ブラウンという証券会社、これはバンカーストラストにこの前買収された業者ですが、アレックス・ブラウンの場合ですと大体七業種に特化している。そこにアナリストを張りつけて、その七業種についてはゴールドマン・サックスとかモルガン・スタンレーといった大手の業者よりも上であるという自負を持って業務を展開しているわけです。アレックス・ブラウンは社員が三〇〇〇人を超えますのでかなり大きい方なんです

りまして、一七%ぐらいを占めている。だから、引受業務というのは、恐らく日本では地方の業者はほとんど収益源としてはマイナーだと思えますけれども、アメリカの地方業者にとっては、店頭の引き受け、IPOと、その後のマーケット・メイキングからの収益というのを合計しますと、これ二つ合わせて大体二六%ぐらいを占めているということですから、収益の四分の一がIPO絡みの業務から上がってくるという特徴がございます。これは、地方の業者がその地域の特徴のある有望な業種の公開引き受けに力を注いでいるということの反映になっているわけでありまして。

今いいますように、非常に大きな業態から分けますと、五つほどの業態になるわけでありまして、もう少し細かく見ていきますと、これはほとんど分類のしようがないぐらい多様な業者が存在しているわけです。全国展開というところから見



ていきますと、日本でもよく知られています。メル、スミスバーニーといった業者がいます。それから、地域を限定してそこでの業務を徹底して行うという形の業者、これがモルガン・キーガン、それからインター・リージョナルといった業者であります。

それから、ホールセールについても国際的なホールセールということで、ゴールドマン・サックス、ソロモン、それからモルガン・スタンレー。国内のIPO業務に力を入れているところということで、アレックス・ブラウン、それからH&Qです。機関投資家向けのデイスカウト・ブローカーということでESI証券ということで、リテールについてもかなり特徴があります。例えばフルサービスでいいますと、通常は、これは全国展開の方に入れるんですが、セントルイスに拠点を置くAGエドワーズという非常に評

・アンド・ライリー、これが三大業者になります。インターネット・ブローカーとして代表的なのは、昨年の春ぐらいに公開したと思いますが、Eトレードです。

それから、今度はインターネットを使ってアンダーライティング業務をやっている業者ということで、ギャラハーという証券会社があります。マーケットメーカーとしてはメイドフといった業者。それから機関投資家向けの執行サービスを提供している業者ということで、ジェファリーズ。

ここの代表的なシステムは、東京にももう拠点を持っていますが、POSITになります。ここにはインステネットなども入ります。クリアリング・ブローカーとして有名なのはパーシングです。

これはドナルドソン・ラフキンの子会社です。ベアースターンズも、ほかの業務でももちろん有力な業者ですが、クリアリングでは非常に評価の高

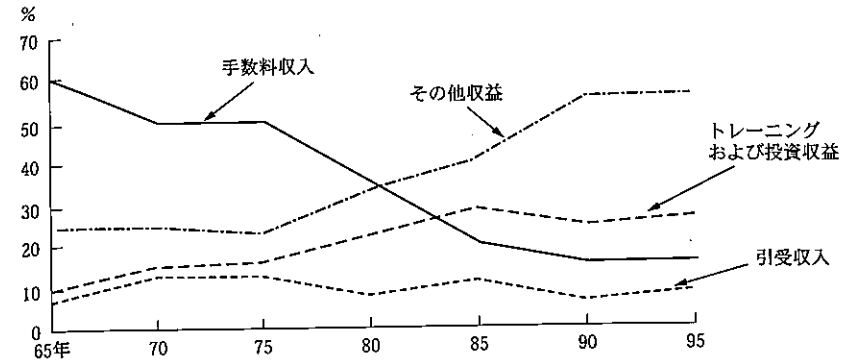
価の高い業者がいます。商品開発にはコストがかかりますから、場合によってはそれを回収するために不本意ながら顧客に販売しなければならぬということがおこります。AGエドワーズはこのような利益相反をさけるために、自社投信はもっていません。あくまで顧客本位に徹しようということですので。その結果、投資家の評価が最も高い業者のひとつです。また、エドワード・D・ジョーンズ、これは全米に一人店舗を展開している業者でありまして、現在はどれぐらいいなくなりますか、支店数が四〇〇〇ぐらいいあると思います。インディペンデント・コントラクター(IC)を活用している業者ということで、ファースト・モントークといった業者。デイスカウト・ブローカー、インターネット・ブローカーというのは、現在では区分けがはっきりしなくなっています。が、老舗ではシュワブ、フィデリティ、クイック

い業者です。エグゼキューティング・ブローカーということでは、W&D社。大体こういうふうに分けていきますと、際限がないような状態になります。これぐらいい個々の業者が、非常に特徴を出しながら競争を展開しているというのがアメリカの証券会社の姿であります。

そこで、今度はちょっと収益の方を見ていきたいと思います。図2が非常にわかりやすいと思うんですが、メーデーが七五年ですので、手数料収入が七五年のころに大体収益全体のどれぐらいいを占めていたかといいますと、五割が手数料収入であったわけです。ですから、日本の業者も平均しますと大体これぐらいいの水準になりますので、手数料自由化以前の状況というのは、アメリカも日本も一緒だったということになるかと思えます。

この手数料収入というのが、七五年の自由化によって急激に割合を低下させていきまして、特に

図2 証券会社の収益構成比の推移

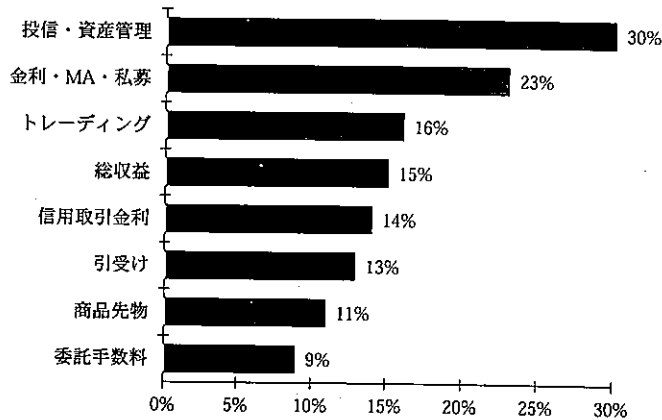


出所：SIA

みが間違ったりして経営危機に追い込まれるというケースもあったわけであります。トレーディング収益というのはそれほど安定的な収益ではないということ、特に金利の読みが決定的な意味を持ちます。ですから、ソロモン・ブラザーズの調査部には、かつてその発言が金利を動かしたといわれるヘンリー・カウフマンという人がいたわけです。それぐらい影響力のある調査部を持ってトレーディング業務を展開していったのであります。

トレーディング業務につきましては大体そういった動きになっておりますが、ほかに、もっと一貫して伸びている業務は「その他収益」であります。例えば、ここには私債の斡旋手数料とか資産管理業務だとか、いろいろな業務からの収益が入ります。それを伸び率で比較したものが図3であります。

図3 各業務収入の年平均増加率 (1975-96)



出所：SIA, Trends, Jan. 31, 1997

八五年ぐらまでの一〇年間の下がり方が非常に急激です。八〇年代の後半からようやく落ち着きまして、九五年で大体二割弱、一七〜一八%ぐらいの水準になっているということになります。

では、手数料収入の落ち込みを補った業務というのは何かといいますと、七五年からふえていて八五年までふえ続けているもの、これはトレーディング及び投資収益というところです。これが八五年以降になりますと、横ばいの状態になりますが、七五年からの一〇年間はトレーディング収益がかなり大きくふえております。これはなぜかといいますと、ちょうどインフレ・高金利の時期とぶつかっております、要するに相場でさやを抜くといえますか、売買益を稼ぐという業務が活発に行われた時期と重なります。ただし、この業務で非常に有力な業者というのはソロモン・ブラザーズであります、例えばトレーディングで読

上から四番目の「総収益」というのは、七五年から九六年までの間に、年率にすると総収益がどれぐらい伸びたかを示します。これが年率で一五%伸びている。その総収益の伸び率よりも高い伸び率を示した業務は何かといいますと、一番上の資産管理業務です。投信と資産管理業務からの収益を年率で見ますと三割の伸び率を示し、二二年間、高い伸び率を記録していることがわかります。

次に、金利、M&A、私募の斡旋手数料といった収益が年率で二三%の伸びであります。トレーディングの伸び率が一六%ですから、図2で八〇年代の後半になりますと横ばいになっていることを反映して、年率の伸びで見ますと、そう高くはないというふうになっているわけです。

「総収益」の下が、どちらかという伝統的な証券業務から上がる収益で、信用取引の金利、引とで、ここで特に問題になるのは、ディスカウンターの台頭であります。

まず、表2の「ディスカウント・ブローカーのシェアの推移」を見ると、八〇年以前はほとんど数値が出ないぐらいシェアが小さい。リテール手数料に占めるシェアを見ますと、八〇年が一・三%で、これが九六年まで若干下がる年もありますが、ほぼ一貫して上昇しているというところで、九六年で一四・五%を占めているという状況であります。

ただ、ディスカウンターというのは、手数料を半分から三分の一ぐらいに割り引いている業者です。で、実際の取引高はこれの二倍から三倍だろう、だから、シェアはこれの倍ぐらいあるのではないかといわれております。それぐらいコンスタントに伸びているのがディスカウント業務であります。

き受け業務、商品取引からの収益、委託手数料がこれに該当します。これらは平均以下の伸び率しか記録していないということですから、アメリカの証券業界にとって、収益の伸びが高いものは上の三つ、つまり資産管理業務、金利・M&Aの手数料、トレーディングということになります。特に、一番上の資産管理業務は極めて将来性のある業務で、これは証券会社だけではなくて、銀行だとか生保といったようなところ、あるいは独立系の業者も、この業務に軒並み力を入れているのがアメリカの現状であります。

### 三、リテール営業面での変化

次に、リテールの方をもう少し詳しく見ていきたいと思えます。リテールの営業面では、七五年以降どういうふうに変化していったのかということ

ディスカウンターはどういう戦略で参入していったかといいますと、アメリカで手数料が自由化されたときに、機関投資家向けの手数料が大幅に下がったわけです。これはイギリスについても同じことであります。ところが、個人投資家向けの手数料はほぼ横ばいだった。もう少しブレイクダウンしていきますと、取引金額によっては若干上がったところもあったわけです。そういう個人投資家向けの手数料水準の推移を見て、そこにビジネスチャンスを見出した業者がディスカウント・ブローカーであったわけです。ですから、これは一種のイノベーションでありまして、チャールズ・シュワブは、個人投資家向けのリテールをメイン業務として証券会社をつくれなかつと考え、その後証券業務に入っていくわけです。

最初のころは鳴かず飛ばずの状態でありました。いろいろな文献を読みますと、このときにメ

表2 ディスカウント・ブローカーのシェアの推移

年	リテール手数料に占めるディスカウンターのシェアの推移 (%)	ディスカウンターの手数料 (百万ドル)	リテール手数料総額 (百万ドル)
1980	1.3	48.1	3,788.1
81	2.2	79.7	3,559.7
82	3.7	146.8	4,007.9
83	4.6	258.1	5,566.8
84	4.9	232.3	4,729.7
85	5.4	298.6	5,492.3
86	7.7	539.2	6,981.7
87	8.5	717.5	8,449.3
88	8.2	481.6	5,860.3
89	8.6	579.9	6,767.1
90	10.4	613.4	5,918.7
91	11.0	773.2	7,059.1
92	12.9	999.3	7,722.7
93	14.0	1,283.4	9,138.3
94	14.5	1,305.4	9,002.7
95	13.6	1,446.0	10,665.0
96	14.5	1,777.2	12,266.7

注. NYSE 会員ディスカウント・ブローカーの手数料収入/NYSE 会員の手数料総額  
出所: SIA, Securities Industry Fact Book, 1997.

リルリンチがディスカウンターの潜在的な脅威に気がついておれば、チャールズ・シュワブは多分そのときにつぶされていただろうといわれております。ところが、メリルリンチは、こういうディスクアウンターという、いつてみれば安かろう悪かろうの、サービスもろくにしないような業者がそんなに台頭してくると思わなかったものですから、見て見ぬふりをするといえますか、ほったらかしておいたわけでは

ありません。ところが、いろいろ紆余曲折はありましたが、特にも、徐々に注文をふやしていきまして、特に、先ほどご紹介しましたように、いつてみれば学歴の高い、自分で投資判断できるような投資家は手数料の安さに魅力を感じまして、こういうディスクアウンターのところに注文を出すようになるわけです。そういう投資家層をうまくつかまえて、七〇年代の後半にかけてシュワブのシェアは

上がっていきます。

そこで、バンカメがシュワブの買収に乗り出します。これが八一年のことです。シュワブは、確かにそれなりにシェアを拡大していったわけですが、サービスを徹底的に切り詰めていますから、どちらかというとアドバイスはしない執行だけの業者ということで、証券業界の中でも地位がかなり低かったわけです。ところが、当時全米ナンバーワンであったバンカメがシュワブを買収するというところで、シュワブの評価がグンと上がるわけです。要するに、今までは何をやっている業者がよくわからなかったけれども、あのバンカメが買収するぐらいの業者だから、多分しっかりした業者なんだろうということで、これはシュワブにとって大変な財産になります。

その後もシュワブの業績は伸びましたので、今度はシュワブが再びバンカメから独立しにかかり

ます。八七年のブラックマンデーの一週間前に独立して公開にこぎつけまして、ちょうど高値でもって公開に成功いたしましたので、シュワブは大変強運な人だと思っております。そういう歴史を経て、現在シュワブが大変有力な業者に成長しているわけでありませう。

最初のところに話を戻しますが、シュワブがやったことは何かといいますと、要するにアドバイスはしない。そうすると、二つの側面でコストの削減が可能になります。一つは、電話注文しか受けませんので店舗が要らないということ。今であればパソコンのオペレーターの配置で十分なわけです。インターネットで注文を受けるということであれば、全米各地からコンピューターセンターに注文を集中すればいいわけで、リテール営業に伴う広範な店舗網が必要ないですから、店舗のコストが削減できる。

ことで、中小の業者も参入が容易である。特に、新たに証券業に参入してくる人たちにとっては、この参入障壁の低さが大変魅力的になるわけです。例えば、Eトレードのシェアが非常に大きいのですけれども、このEトレードは、もともとシステム会社が証券業務を始めているわけです。ですから、日本でもどうなるかわかりませんが、恐らくそういう情報処理だとか、システム関係の業者が証券業務に参入してくる可能性は非常に強くなるかと思えます。

こういうインターネット・ブローカーは、さらに大幅なディスカウントを繰り広げているのが現在の状況であります。現在、ディスカウントも含めて、二七社確認できます。シュワブ、フィデリティ、クイック・アンド・ライリー、この三大ディスカウントが、現在はずべてインターネットを使って業務をやっているという状況になって

それから、アドバイスをしない。受動的な業務ですので、コンプライアンスで問題を起こすことがないわけです。つまり、適合性の原則を考えなくていい。お客さんが勝手に電話して注文してきたものを受動的につないでいるだけですよということですから、コンプライアンスにかかる費用が要らないことになりました。そういうふうにしてコストを徹底して切り詰めて、安い手数料を実現したということでもあります。

ところが、ここ三年ぐらゐの間にインターネットを媒体とした業者、インターネット・ブローカーが急激な勢いで台頭してきまして、アメリカでは新たなイノベーションに近い状況が生まれてます。

なぜインターネットなのかといいますと、インターネットという媒体の性格からいって、要するにシステムの開発費用は非常に安くて済むという

おります。

これらの業者の手数料の割り引き競争はすさまじいものであります。例えば、エンパイア・フィナンシャルという業者は、ことしの一月に「フィナンシャル・タイムズ」だとか、「ウォールストリート・ジャーナル」で紹介されて、みんなびっくりしたのですが、要するに一定の取引条件を満たせば手数料ゼロの業者であります。

また、変わったところでブル・アンド・ベア・セキュリティーズというのがあります。これは非常にもしろいサービスで、支払った手数料の額に応じてアメリカン航空のマイレージが得られます。証券会社と航空会社が提携して、こういうサービスを提供している業者であります。これらの業者は、せいぜいここ二年ぐらゐの間に登場してきた業者であります。

現在、どういう状況になっているかといいます

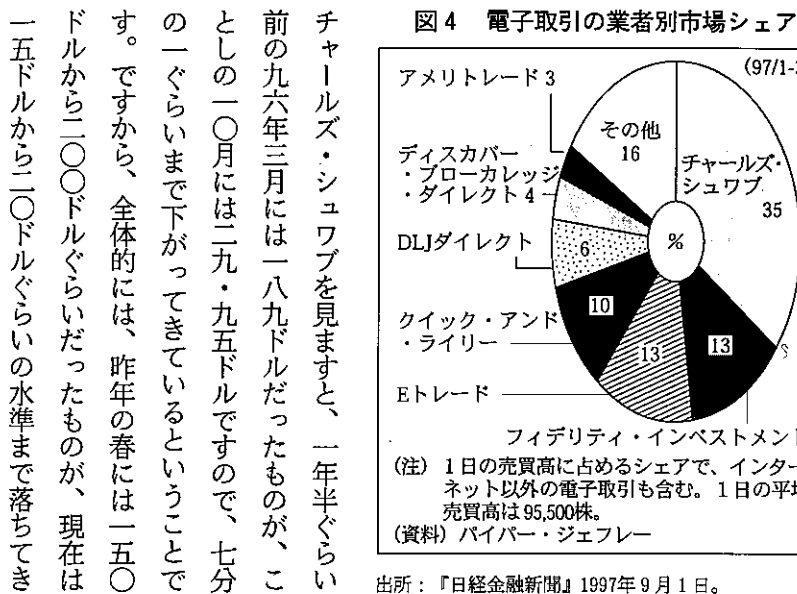
表3 大手ディスカウント・ブローカーのオンライン取引手数料推移  
(株価50ドルで1,000株、成行き注文で取引する場合の手数料、単位：ドル)

	96年3月	97年3月	9月	10月
チャールズ・シュワブ	189.00	29.95	29.95	29.95
フィデリティ	188.15	175.12	28.95	19.95
クイック・アンド・ライリー	145.80	26.75	26.75	14.95
PCファイナンシャル・ネットワーク	150.00	39.95	20.00	20.00

注) 1. シュワブの96年3月はストリート・スマートのケース、他は96年5月に導入したe・シュワブ。  
2. フィデリティは97年1月、クイック・アンド・ライリーは96年11月からインターネット取引を開始。  
3. PCファイナンシャル・ネットワークは、97年9月からDLJダイレクトにサービス名称を変更。  
出所：野村総合研究所

と、図4に各業者のシェアがあります。シュワブとフィデリティ、クイック・アンド・ライリーがもともと老舗のディスカウントであったのですが、今やEトレードがクイック・アンド・ライリーを抜いているというところで、このEトレードの伸び方が非常に大きいのがわかると思います。この四業者でもって七割のシェアを占めていますので、極めて寡占的な業務構造になっています。非常に薄利多売型の商売ですので、これ以外の業者が黒字になっているのかどうか、ちょっとわからないのですけれども、多分経営的にはそう収益が上がるとは思えないだろうと推測されます。

そこで、こういう業者が台頭してきて、手数料割引競争をやりますので、こういう下がりをしているかというのが、表3に整理されています。驚くべき下がりをしております。例えば、



チャールズ・シュワブを見ますと、一年半ぐらい前の九六年三月には一八九ドルだったものが、この一〇月には二九・九五ドルですので、七分の一ぐらいまで下がってきているということになります。ですから、全体的には、昨年の春には一五〇ドルから二〇〇ドルぐらいだったものが、現在は一五ドルから二〇ドルぐらいの水準まで落ちてきています。業者によっては一〇分の一近くまで落ちてきているというように、すさまじい割引競争が起きていくわけがあります。

なぜこういう割引が可能なのかということですが、これらの業者にとって、オーダー・フロー・ペイメントが一つの収益源になっているというところがあります。オーダー・フロー・ペイメントとは何かといいますと、英語ではペイメント・フォー・オーダー・フロー (POF) といいます。注文を回送してくれたインターネット・ブローカーには、一株につき一セントないし二セントのペイバックをするという慣行があります。調べてみれば、先ほどマーケットメーカーで名前が出てきたメイドフという業者は、自分のところに注文を流してもらいたいために、こういうインターネット・ブローカーに対して、一株につき一セントとか二セントのペイバックを支払う。イン

ターネット・ブローカーの場合ですと、個々の業者によって違うのですが、多いところだと収益の四割ぐらいがオーダー・フロー・ペイメントから上がっているのではないかとわれているわけであります。これは極めてアメリカ的な状況です。果たして日本でもこういう極端な割り引き競争が起きるのかどうかは、ちょっと予想がつきませんが、差し当たり収益的にはこのオーダー・フロー・ペイメントでかなりの部分支えられている面があるということだけご紹介しておきたいと思えます。

こういうふうな価格破壊が起きて、しかもシェアが伸びていきますと、メリルだとか、スミス・バーニーといったような大手業者はどうするかといえますと、最初のころはおっ取り刀で、うちはサービスの質で勝負する、だから手数料は高かったってそれなりのサービスはしますよと悠然と構

常にパフォーマンスがよくて、年金の運用商品として非常に人気が高いということがあります。そういう背景があって、このところ資産管理業務に各業者が、非常に力を入れてるわけでありますが、特に大手業者は、こういう資産管理業務をもって、残高をふやす方に非常に力を入れております。例えば、スミス・バーニーはこれをアセット・ギャザリングと呼んでいます。要するに、預かり資産の積み増しをもってフィージビリティをふやそうという方向に変わってきているわけであり

ます。  
総合証券は押しなべてそういう戦略をとっておりまして、その資産管理サービスの一つの例が表4になります。メリル、ペイン・ウェバー、プルーデンスシャル、スミス・バーニー、それぞれ商品に名称がついておりますが、こういう資産管理サービスを提供しているわけであり

表4 大手業者の資産管理口座サービス

口座名	最低投資額 (ドル)	基本手数料 (%)	オンライン サービス	総合口座 サービス	ミューチュアル・ ファンド	
					ロード・ ウェイブ	ノロード
Merrill Lynch (Financial Advantage)	ドル 100,000	% 0.75-1.50	あり <sup>3)</sup>	あり (CMA)	あり	あり
Paine Webber (Premier Asset Account)	50,000	0.75-2.50	あり	あり (RMA)	なし	なし
Prudential (Valued Investor Program)	100,000	0.75-1.50	あり	あり (COMINAND)	なし	なし
Smith Barney (AssetOne)	100,000	0.75-1.50	あり <sup>4)</sup>	あり <sup>5)</sup> (FMA)	なし	なし

(注) ※今夏までには提供予定。

- 1) 資産額に対する割合。
- 2) 小切手振出し、ATMの利用、VISA debitカード。
- 3) 250,000ドル以上。それ以下では、25ドルのセットアップ料金。
- 4) 総合口座にのみ利用可。
- 5) 年間手数料50ドル。

出所. Financial World, May 20, 1997.

えておったのですが、とうとう音を上げまして、メリルリンチが来年初めにインターネット・ブローキングを開始すると表明しております。幾らアドバイスをするから手数料が高くて当然だといってみたところで、手数料の水準が、一方が一〇〇〇円で他方が一万円とか二万円であれば、投資家は多分一〇〇〇円の方に行くと思えます。そうすると、どうしても分が悪くなりますので、そういうお客さんにもサービスを提供しよう、要するに販売チャネルを多様化しようということ、とうとうメリルもインターネット・ブローキングに参入するという状況になっております。

次に資産管理業務ですが、これは最近業者が大変力を入れてるところであります。一つは、年金資産が累積してきているということ、これは日本も同じ状況であります。それから、投信が非

メリルのアセット・マネジメントのサービスがどういふものであるかを紹介すると、顧客をセグメント化して、預り資産に応じて「プロンズ」、「シルバー」、「ゴールド」、「プラチナ」に分け、運用資産額に応じて手数料を下げたり、あるいはサービスをふやしたりといった、セグメント別にサービスに差をつけております。

#### 四、執行能力が問われる機関投資家向け営業

今まではリテール営業ということで、特にインターネット・ブローカーの台頭、それに対抗して大手業者は資産管理業務に非常に力を入れ始めているということだったので、今度は機関投資家向けの営業はどうなっているのかということでもあります。これは、特にアメリカではベビーブー

マーだとか、日本でいいますと団塊の世代という層が中年から高年に差しかかっておりますので、当然それに伴って年金資産額がふえているわけです。今回の日本版ビッグバンでも、外資系の証券会社あるいは銀行が、日本の市場に非常に魅力を感じている最大の理由は、この資産をどうやって取り込むかということにあります。これも後で紹介しますが、一二〇〇兆円の個人金融資産をどういふふうに取り込むかということで魅力を感じているわけでもあります。

当然、こういうふうになんか年金資産が積み増ししていきますと、バブル崩壊後の投資環境が非常に悪いということもありまして、機関投資家の場合には執行コストを低下しようという要求が非常に強くなつてまいります。

恐らく予想されることは、機関投資家向けの手数料はアメリカ以上に下がるだろうと思います。

なぜそういうふうになるかといいますと、生保だとか銀行といったところが日本の場合は免許業種ですので、非常に数が少ない。上位への資産の集中度が高いわけです。これは基本的にアメリカと違う点でありまして、その分機関投資家の交渉力が強いのではないかと思われまます。

日本とアメリカを比較すると、例えば生保をとりますと日本では二九社です。ところが、アメリカでは一七七〇社あるわけです。投信委託会社は二六社、アメリカの場合は会社型投信ですが四〇一社、投資顧問会社は五六二社、アメリカでは二万二〇〇〇社ですから、とても問題にならないくらい数が少ないわけです。その分、機関投資家の運用資産額も巨大であるということになりますと、証券業者は交渉上、非常に不利な立場にあるということになるかと思えます。

現実には日本のファンドマネージャーの方から聞

きますと、口が悪い言い方になりますけれども、証券会社に対してかなり無理難題を吹っかけているという印象を受けます。そういう注文をこなせる業者は日本にいるんですかと逆に聞いたりしているのですけれども、差し当たり機関投資家の執行面での要求水準が非常に高いといえますか、かなり無理をいっているところがあります。そういう状況がもう既に見られております。アメリカでは、七五年に手数料が自由化されてからこの二〇年間に、平均しますと機関投資家向けの手料は大体八割減です。仮に七五年に一〇〇だったとすると、現在機関投資家向けの手料は二〇まで下がっているわけです。日本がそれ以上下がるとすれば、場合によっては一〇とか五とか、そういうところまで下がっていく可能性があるということになります。

機関投資家の執行がどういふ性格を持っている



表5 米証券、株式売買高上位10社の売買執行コスト

(プレクサス・グループ調べ)

<上場銘柄>		<店頭銘柄>	
(1)メリルリンチ	15	(1)ゴールドマン・サックス	39
(2)モルガン・スタンレー	21	(2)スミスバーニー	52
(3)ペインウェバー	21	(3)インスティネット	7
(4)ソロモン・ブラザーズ	20	(4)モルガン・スタンレー	59
(5)スミス・バーニー	21	(5)メリル・リンチ	57
(6)I T G	3	(6)ソロモン・ブラザーズ	36
(7)ゴールドマン・サックス	17	(7)アレックス・ブラウン	55
(8)ベア・スターンズ	14	(8)モンゴメリー証券	86
(9)ファースト・ボストン	19	(9)ペインウェバー	63
(10)シュローダー・ワーサイム	25	(10)I T G	1

(注) 単位は0.01%で、売買金額に対する比率、大口売買のみ。96年3月末までの1年間にわたり、機関投資家約70社のデータをもとに作成。数字が小さいほど、コストは低い。

出所：『日経金融新聞』1997年10月21日。

かということですが、一つは、運用資産額が大きいわけですから注文が大口だということ。もう一つは、何十銘柄かのバスケットの注文を低コストでやってくれということになります。

機関投資家の執行コストは、タイミング・コスト、マーケット・インパクト・コスト、手数料から構成されます。ところが、日本の場合ですと固定手数料ですから、手数料は動かしようがないわけです。タイミング・コストは執行を迅速化するとき、いろいろな工夫が考えられますが、これもマーケットで決まることですので、ここも動かさない。そうすると、動かせるところは、マーケット・インパクト・コストをできるだけ下げるといふ要求になります。

マーケット・インパクト・コストを下げるにはどうするかといいますと、要するに場外執行という話になります。しかも、執行能力の高いところ

に出すということです。表5をちょっと見ていただきますと、これは執行コストを数値化したものであります。例えば、上場銘柄で見ますと、「ITG」が六番目に出ていますが、これは先ほど来ご紹介しましたPOSITを運営している証券会社です。POSITのシステムを使うと3ということ、ほかの業者と比べると数分の一の執行コストになります。

右側の店頭銘柄についていいますと、一〇番目に「ITG」がありまして、これが一。三番目にロイターが運営しています「インスティネット」が七ですので、ほかの業者と比べると二〇分の一近く執行コストが安いということです。これが実はPTS（私設取引システム）が、なぜアメリカで台頭してきているかの理由であります。つまり、機関投資家の大口だとかバスケットの注文を、極めて安い執行コストでもってこなしている

のがこの二つの業者でありまして、これが機関投資家のニーズに非常に合っているわけです。そのためシェアが非常にふえてきているということでもあります。

日本ではどうなのか。一つは、場外執行のニーズは、ご存じのように地取クロス、つまり地方証券を使ったクロス取引という形で出てきているわけです。ですから、名古屋証券取引所だとか大阪の証券取引所は、取引主体別の内訳を見ますと、個人投資家のシェア、比重が非常に小さく、金融機関だとか事業会社のシェアが高いわけです。ですから、名証だとか大証は、既に場外執行のためのマーケットとして使われている、実質はそういうふうになっているわけです。

今回、証取審の報告書で取引所外取引といいますが、取引所集中義務を外すことになりましたので、恐らくこの地取クロスで流れている部分が場

外に出ていく可能性がある。したがって、名証と大証のダメージは物すごく大きいことになりま

す。

その結果、大阪の証券取引所はいろいろな対抗措置をとっておりまして、二月八日から完全にシステム化、無人化するわけです。そういうシステムのグレードアップとか、あるいは立ち会い時間を延長したりという形の対抗策をとっているという事になります。東証の場合、今度はそういう場外に逃げていく注文をいち早く押さえようという事で、これはニューヨークの取引所も同じことをやっていますが、例えばクロッシングセッションという形で大口注文、バスケット注文を特定の時間帯でもって受けるという対抗策をとろうとしているわけです。

いずれにしろ、機関投資家がこのまで大きくなってきますと、いろいろな執行ニーズが出てま

もたらされているという意味で、ビッグバンはもう始まっているだろうと思います。マーケット原理という極めて冷酷な作用が働く世界に、日本の金融サービス業は既に入っているんだということだろうと思います。

そこで、幾つかの課題を考えたときに、大体四

点ぐらい、これからの証券経営を考えたときに意識して戦略を立てていく必要があるのではないかと思います。

その前に、日本の手数料の依存度はもう既にこの存じのことだと思えますけれども、差し当たりざっと見ておきます。ニューヨークの証券取引所の会員は、九五年で委託手数料が一七%弱まで落ちているということで、その収益の推移は先ほど来ご紹介しているとおりであります。東証の正会員はどうかといいますと、委託手数料が四一%ぐら

いりまして、それに対してどういう対応をしているかが、恐らく証券会社のこれからの戦略の中心になるかと思えます。先ほど来ご紹介していますジェップファリーズというのはサンフランシスコの業者でありまして、従業員数も数百人で、そんなに大きな業者ではありません。そういう業者が、最初からシステムに力を入れてまして、こういう機関投資家のニーズをとらえて成長を続けているというのが、アメリカのもう一つの姿だろうと思います。

## 五、日本版ビッグバンとわが国証券経営の課題

最後に、日本の話を残りの時間でしたいと思います。

マーケットの選別によって、金融機関の破綻が

いったような項目になっております。

ただ、日本の証券会社は規模が小さくなるほど委託手数料の占める割合が高くなるということ

で、例えば、取引所非会員になりますと、委託手数料が営業収益に占めるシェアが七〇%、収益の七割を超えているという状況です。ですから、問題はこの部分が九九年に完全に自由化されるということですから、恐らく大変な打撃がかけられないだろうということでありまして。

ただ、アメリカとかイギリスの経験からいえば、個人投資家向けの手数料はそれほど下がらないのではないか。今ご紹介しましたように、例えば規模の小さいところほど、確かに委託手数料に対する依存度は高いのだけれども、こういう業者が顧客としているのは個人投資家であって、その分は余り下がらないのではないかと期待を持っている向きもあろうかと思えます。私は、そ

これは恐らく違うだろうと思います。

アメリカとかイギリスでは、なぜ個人投資家向けの手数料が下がらなかったのかといいますと、要するにこれはディスカウンターが出てくるまで、そういうような情報機器、電話だとかパソコンを使って注文を受けるといふ業者が余りいなかったということ。ところが、現在の日本の環境は全然違います。最初からインターネットを使って新規に参入してくる業者は、恐らく手数料を半分とか三分の一に下げて入ってくるはず。今年の春に、店頭銘柄について手数料の割引競争がおきたのと同じ状況が予想されるということです。最初からそういった形でディスカウント競争が起きると考えておいた方がいいのではないかと思います。

現在の技術水準からいきますと、そういう新規参入の業者がたくさん出てきますと、恐らく個人

投資家の手数料水準も最初からかなり下がる可能性が強いと考えておいた方がいいだろうということでありませう。

そこで、今後の証券経営を考える時に重要だと思われれることを四点指摘しておきたいと思えます。まず一つは効率性、収益性の向上であります。実は私も最近までそういうことに気がつかないで、びっくりしたのですけれども、たまたま取材を受けたときに、「日本の証券会社のROEはどれぐらいなんですか」と聞かれて、はたと詰まってしまったのです。アメリカの資料を見ますと、ROAとかROEは当然のごとく、どこを見ても出てくるわけです。ところが、日本では「日経公社債情報」、「月刊金融ビジネス」という雑誌が証券の決算特集をやります。あれを見ていただくとうかがいますが、実はROA、ROEの情報はずべてないわけでありませう。これは私も指摘さ

れて初めてわかったことで、結局日本では絶対的

な収益の水準を考えて、効率性だとか収益性を余り気にしないのではないかということです。ちなみに、野村証券についてざっと弾いてみましたら、ROEで三%ちょっとというところ。メリルリンチはどうかかといいますと、大体二五%ぐらいです。だから、収益性という点で比べますと、全く問題にならないぐらい劣ることになります。

これは一例ですけれども、恐らく日本の金融サービス業、銀行は不良資産問題があつて、このところずっとROEがいかに低いかということ。をいろいろなところでいわれていますけれども、証券についてもかなり低いということが特徴だろうと思ひます。マーケットでの選別が強まってくれば、効率性、収益性の低い業者はかなり苦しい立場に追い込まれることになると思ひますので、

その改善にせまられるだろうと思ひます。

二番目に、個人金融資産二二〇〇兆円の行方というところで、一二〇〇兆円というのはどういう性格の資金なのかということ。もう少し分析しておいた方がいいのではないかということ。どういふことかかといいますと、よく指摘されることですが、この一二〇〇兆円のうちの半分は上は預貯金で眠っています。これをもっと活用できないかということ。と

ところが、これはグロスで見た金額でありまして、これから金融負債を引きますと、大体九〇〇兆円弱です。その九〇〇兆円弱の金融資産はどういう人が持っているかといいますと、そのうちの五四%、半分以上が六〇歳以上の人の金融資産であります。つまり、老後のために蓄えていた資金あるいは退職金をもらって一時的に所得がふえたといったような性格の資金であります。

そこからいえることは、この二二〇兆円の大部分は、積極的にリスクをとれるような資金ではないということになります。これをいきなり株式投資等を持っていくのは多分無理が伴うだろう。

ということになりますと、恐らく集合投資型のスキームがこういう金融資産にはふさわしい。皆さんお考えのとおり、恐らく投資信託がかなり有望な商品として浮かび上がってくる。その投信をどうやって個人投資家にとって魅力のある商品にするかということが、恐らくこれからの証券業界の一番の課題になるのではないかと考えております。

そこで、時間の関係で細かい話を省略させていただきますますが、三番目に、そういうふう考えたときに、結局業務のウエートを変えていくことになりますので、インセンティブを与えるためには、いろいろな仕組みを考えさなければいけません。

は、日本でも人事の工夫によっては十分できるだろうということ、業務の見直しは人事、インセンティブ・システムの見直しまで含めて考える必要があるのではないかと思います。

四番目に販売チャネルの見直しということ、顧客セグメントに対応した販売チャネル、つまり、これは先ほどご紹介しましたように、銀行の例でいいますと、ATMしか使わないような人たちに窓口のサービスを提供するのは無駄であろうということ、多様なチャネルを用意する必要はあるだろうということがあります。

私は歴史はそれほど詳しくないのですが、非常に感動して今でも印象に残っていることがあります。株式営業は、昔は株屋と呼ばれていました。要するに使用人には給料を払わなかったわけです。つまり、株屋なんだから、自分の食いぶちぐらい相場で稼いでこいというのが昔の慣行であっ

いということ。例えば、残高にリンクした報酬体系であるとか、あるいは地域密着、顧客密着ということであれば、基本的に現地採用で転勤をなくするというふうな人事制度を考える必要が出てくるだろう。

日本は、どうも性悪説の考え方が強いようでありまして、お金を扱う業種では二〜三年以上同じ場所に置いておくところくなことをしないということ、大体数年ごとに転勤させるのが業界の一般的な慣行のようになっておるようです。しかし、考えてみれば、転勤なしで地元密着型の営業をやっているところはたくさんあるわけです。地方の業者はみんなそうです。こういうところが顧客とトラブルを起こしますと、ほとんど自殺行為に近いわけです。しかも、その注文も長年の人間関係でとってくるわけですから、到底悪いことではない。そういう地域あるいは顧客密着型の経営

たわけです。そういう状態ですので、当然使用人はお客さんのお金で相場を張って損害を出したりということ、トラブルが絶えなかったわけであります。そのときに、野村證券の創業者であります二代目野村徳七が、固定給を支払うかわりお客の金には一切手をつけないということ、証券業界で初めて固定給制度を導入したわけであります。しかも、当時、住友と並んで日本で最も給料の高い企業といわれていました。

野村徳七のもう一つの優れている点は、「調査の野村」というのはそのころからできた言葉であります。調査レポートを非常に重視しまして、しかもそれを無料で投資家に配付した。当時、周りの連中は、野村徳七は気が狂ったのではないかと、早耳情報をもって金を儲けている業界なのに、そういう情報をただで投資家に上げるのは気が狂ったとしか思えないということ、非常に変

人扱いされたわけです。現在でいえば、リサーチ  
営業を最初に実践した人物ということになるかと  
思います。そういう歴史を経て、野村證券は現在  
業界トップの証券会社にまで成長していったわけ  
であります。

私がいいたいののは、金融サービス業の原点は、  
基本的には顧客とともに栄えるということに尽き  
るだろうということです。だから、顧客のニーズ  
をとらえて、それにふさわしい商品をどう提供す  
るか、あるいはどういうチャネルで提供するかと  
いうことに尽きるだろうと思います。混迷の時代  
には、何よりも原則にたちかえる、基本に忠実で  
あることが求められると思います。

ですから、先ほど来いきましたように、将来的  
に見ると、例えば、私は投資信託は極めて有力な  
商品であると思いますけれども、残念ながら現在は  
は日本では投信の評判は芳しくない。だから、投

資家にとって魅力のある商品にどうやって育成し  
直すかが、しばらく証券業界の大きな課題になる  
のではないかと考えております。

少し時間が超過しましたが、以上で終わりたい  
と思います。(拍手)

小山理事長 それでは、時間も大分超過していま  
すので、これで本日講演を終わります。

(さが たかお・当研究所主任研究員)

本稿は、平成九年一月二十六日に行われた講演会  
の記録で、文責は当研究所にある。