

(ニューヨーク・レポート)

米国の地方中小証券(Local Firms)の戦略と課題

保坂健志

一、地方証券を巡る議論の背景

一〇月一五日から一七日にかけて、SIAの定例会議(Annual Conference)がHoustonにて開催され、地方中小証券の戦略を中心とした討論が展開された。本レポートにおいて、そこでの議論を参考に、米国地方証券の現状と展望を分析し、日本への示唆を考察する。

堅調に推移してきた米国株式市場が海外株式市場の混乱を受けて一時株価が急落した場面があっ

たものの、過去例のない長期的な拡大を続けてきた米国証券業界を、全国展開の大手証券(National Full-line)と地方中小証券(Local Firms)に分けて考えれば、それぞれ異なる戦略、利害関係があることは興味深い。SIAは証券界の利益団体として、非常に積極的な活動を行うことで知られているが、近年急速に進展した証券業界の構造変化に伴い、SIAが地方中小証券の今後の戦略・利害を検討する会議を開催したことは非常に時機を得たものであると言えよう。本レポートでは、米国の地方中小証券の戦略と現

状を分析し、今後の日本の証券業界にとって何らかの示唆を探ることを問題意識としたものである。

以下は近年進展した主な米国証券業界の変化であり、地方中小証券の在り方を検討する上での背景を形成するものである。

(1)貯蓄傾向(saving trend)と人口動態(demographics)の変化

米国社会の高齢化と社会保険の破綻予想から、個人の証券投資が活発化し、ミューチュアル・ファンドへの資金流入が米国株式の上昇を促進したことは既に各方面で報道されている通りである。さらに、退職貯蓄(retirement saving)を奨励し、税務上の恩典を与える税制改正(Tax Payers Relief Act of 1997)が昨夏に実現したが、それ以前からSIAはロビー活動を展開

し、退職貯蓄奨励と税制改正の必要性に関する世論をリードしていた。このような社会的要因が米国証券業界にとって、プラスの影響を与えてきたことはほぼ間違いないであろう。

(2)テクノロジーの発達

オンライン取引の普及から、ディスプレイカウンターを始めとして、より安価な取引手段が提供されてきた。メリル・リンチをはじめとした全国展開の総合証券は、当初インターネットを利用したオンライン取引は既存の手数料体系を崩すものとして、消極的な姿勢を見せていたが、ディスプレイカウンターの成功に対抗するため、結局オンライン取引を推進せざるをえなくなったと言われている。これには、投資助言を必要としない(投資助言に対する手数料を支払う価値を認めない)投資家の存在も背景になっている。このような、多様な投資

家層の発生、投資知識の普及は、投資コストの低下を通じて、投資家の便益を拡大してきたと言えるよう。

一方、インターネットを通じた各種情報源の充実、多様化は、顧客と証券会社の物理的・地理的制約を緩和したため、顧客にとっての利便性の向上とともに、証券会社の顧客獲得競争の激化が進展している。

(3)グローバル化の進展

いわゆる国際分散投資の進展から、米国投資家の投資対象に占める外国証券の比率の増加、および、海外投資家による米国証券への投資の増加は、証券取引の国際化を急速に進めると予想される。この動きが、米国外の営業基盤を持たないこととの機会損失リスクを高めるとすれば、全国展開の総合証券に比較して海外部門のウエイトが低い

地方中小証券を相対的に不利にすると考えることもできよう。

(4)新しい競争の進展

九十七年は、業際を巡る規制緩和から、銀行同士、証券会社同士、銀行と証券会社間という業界統合の動きが加速した。伝統的銀行業務に比べ、収益性が高いと言われる証券業務への銀行の進出意欲の高まり、投資銀行(引受機能)とリテール型証券(個人投資家への販売網)の合併など、規模のメリットを追求しながら、ワン・ストップ・ショッピング型の金融機関の形成が顕著となった。この結果、従来米国証券業界が業態別に分化していた時に地方中小証券が維持していた業務のユニークさによる比較優位(地元密着性、人的繋がりなど)を維持できなくなるが、この傾向は地方中小証券に不利な現象となり得ると見ることも

できる。

以上のような事情を鑑みると、地方中小証券にとって今後の競争条件が不利になる可能性があり、このような米国証券業界の構造変化が地方中小証券経営者に一種の危機感を醸成していることは十分に考えられる。地方証券がどのように全国展開の大手証券 (National Full-line) との差別化を図るかは、今後の非常に重要な経営課題となると言えよう。

二、個別議論

以下、本SIA会議で発表を行った主な個別会社のプレゼンテーション概要を述べる。

(1) 地方証券としての戦略

・ Van Kasper 氏 (Van Kasper 証券社長)

(a) Clients above Company (顧客を会社に優先)

(b) Capital before Compensation (会社資本の増強を報酬に優先)

(c) No Advice before Bad Advice (誤った助言を行くことは最悪な結果を生む)

(d) Value Added before Value Received (顧客への付加価値の提供が初めて顧客から対価が受けとれる)

(e) Relationship before Transaction (顧客との関係があつて取引が可能となる)

(f) Asset Growth before Revenue Growth (顧客資産の増加が収益の増加に優先)

(g) Service to Company & Industry (会社及び業界への奉仕)

九七年九月末現在で二〇三名の外務員が在籍しているが、九三年に八九名であったので、年率一

当社は、サンフランシスコに本拠を置く private brokerage と investment banking に特

化した証券・リサーチ会社である。一九七八年に設立以降、全国展開をせず、現在ロサンゼルス、サンノゼ、サクラメント、サンディエゴ、ウォルナットなどカリフォルニア州に営業対象を限定していることは、当社が長期的な顧客との取引関係を構築することが重要であると認識するためである。なお、今後は太平洋岸地域 (例：シアトル) での営業範囲を拡張することも検討している。

以下は、当社の運営理念 (Core value) である。これらの理念を全うするため、今後も未公開会社による経営形態を継続するであろう。

(a) Honesty, Integrity and Respect (正直、尊厳、敬意)

(b) Teamwork before Individualism (チームワークを個人主義に優先)

〇%以上の増加率となっている。また、運用資産は二〇億ドルに達し、これも年率二〇%以上の成長率になっている。

当社は、戦略的提携も積極化しており、ベンチャー企業への融資で著名な Silicon Valley Bank と共同で Executive Clientele Referral Program を開発した。このプログラムは、当社が顧客化し難い東海岸の富裕層で Silicon Valley Bank の顧客となっている投資家を、当社に紹介するというものであり、当社が富裕層でビジネスを拡充する上で有効な手がかりになると言える。また、チャールズ・シュワップの Advisor Source Program において、投資アドバイザーとして当社を登録している。^(注1) 他社の資源・営業力 (resources) を十分に活用することが、小規模の会社にとって有効な戦略であるという目的意識が背景にある。

(注1) Advisor Source Program は、フィー・ベースの投資顧問業者 (advisor) のサービスを個人投資家が利用できるように、チャールズ・シュワップのネットワークに投資顧問業者を登録するプログラムで、一九九五年に開始した。登録業者もチャールズ・シュワップにフィーを払うことで、個人投資家の紹介が受けられる仕組みである。

・ Kenneth Kamren 氏 (Princeton Securities 社長)

当社はニュージャージー州のプリンストンに本拠を持つ、小型株 (small cap) の引受業務とマーケット・メイクに特化した証券会社である。自分の過去の経験から、大手総合証券と正面から競争するのではなく、ニッチ分野を強化して収益性を高めることに注力してきた。

その結果、現在は地元地域の小型株の引受 (IPO) 業務を中心に行っている。全国展開の総合証券であっても、米国全土を完全にカバーしているわけではなく、むしろ、小規模な会社の IPO

は収益に結びつかない。そのため、長期的な取引関係を構築することが必要であり、外務員の報酬形態についても、単に獲得した収益の多寡だけで決定するのではなく、長期的な収益を期待できる取引を行っている外務員に重点的に支払われるようにすべきであろう。

小規模な地方中小証券がシンジケートに参加する主な目的の中に、自社の知名度を高めるということがある。結局、発行体との関係を構築しない限り、将来のビジネス機会が得られないことは事実であるため、まずはシンジケートへの参加を優先すべきである (注：収益性は当面重視しないで、という意味であろう)。その際、比較的シンジケートの規模が小さい小型株の方が、発行体との関係強化が容易であろうし、また、この分野はニッチの要素が強いので、成功する期待が持てると思う。株価が安いということは、株価下落リス

は、全国展開の総合証券がカバーできない会社の資金調達を対象としていることから、収益性が高いものと言える。このような会社の最初の資金調達は、会社の知名度が低いことから、引受業者のリスクは高く、当然そのリスク管理が必要になる。従って、当社だけでは販売できないこともあるため、当社が日常から取引を行い、または友好関係にある証券会社を中心に販売シンジケートを組織することが有効である。また、それ以降の資金調達の際には、我々のような小規模の証券会社にも再度引受要請が来る確率が非常に高いので、その会社との取引関係が構築できるのである。

(2) 引受業務への対応

・ Van Kasper 氏 (Van Kasper 証券社長)

証券会社の業務は、多面にフローの要素が強く、外務員が顧客のアカウントを開設しただけでクも比較的限定されているわけであり、地方中小証券にとって望ましい面もある。

一方、引受業務の重要なプロセスとして、審査 (due diligence) がある。これは、リスク管理の意味でも不可欠であるから、自社内 (in-house) でこの機能が充実するようにすべきである。株価操作 (manipulation) や小型株の情報不足による予期せぬリスクには十分注意しなければならず、その対応がこの業務で非常に重要であろう。

(3) インターネット取引について

・ Carlos E. Olalvaro 氏 (WallStreetE 社長)

／Eliot Wagner 氏 (Prudential 証券)

インターネット取引の市場規模 (米国のみ) は、現在二〇〇万口座で一、二〇〇億ドル、二〇〇二年には一、四〇〇万口座で七、〇〇〇億ドルと推計されている。現在全ての業者が黒字になってい

るわけではないので、今後ある程度の淘汰が起るかもしれないが、市場規模の拡大から収支が好転するという見方が多い。

しかし、インターネット取引の発展は困難な法的問題を提起することが予想される。その代表的なものは、管轄権 (Jurisdiction) である。物理的・地理的に証券取引がどこで行われるかによって、国際的な管轄権が判断されていたのに対し、この分野ではそれが非常に曖昧である。いわゆる web site がどこに存在するものであるかに関して、現状では統一的な見解が示されていないため、証券業者が登録していない州で証券の販売を行う場合に、証券法違反の恐れが出てくる。インターネットの発達には、地理的・物理的制約を克服する有効な手段となり得る一方で、このような問題を内包しており、地方中小証券が全国展開の総合証券と競争する際の法的リスクを高めるものになる。

なりかねないことに注意すべきである。

なお、現在のところ、インターネット上で「当社は××州においては、登録されておりません」というような但し書きを表示することで免責されるという説もある。また、それ以外に、「地方中小証券に限定した問題ではないが」外務員が個人でホームページを開設した場合の法的リスクの管理、自社ホームページがリンクしている先での情報に関する責任の有無、インターネット上での契約の有効性 (署名の概念) など、問題点も多い。

三、地方中小証券会社の財務分析

次に、具体的に S I A 発表の統計を用いて、地方中小証券の経営成果を分析することにより、現状と課題を明らかにしたいと思う。S I A は、毎年発行される S I A Fact Book において、米国

証券会社を次のように分類しているため、いわゆる大手の地方証券が中小地方証券に含められてしまいが、取り敢えず S I A の分類方法に従って、これらを併せ、「Regionals (地方証券)」として分析した。(以下の分析は、九七年第 2 四半期現在の分類に基づく)

(a) National Full Line (全国証券) 六社

全国展開の証券会社で、営業対象も機関投資家と個人投資家の両方を含み、商品も多岐にわたる。

(b) Regionals (地方証券、大手も含む) 六五社

商品は多岐にわたることが多いが、本拠地はニューヨーク以外であり、営業地域が限定されている。(統計では、さらに Large, Medium, Small の規模別計数がある。^(注 3))

(c) Large Investment Bank (投資銀行) 八社

ほとんどが機関投資家を対象としたニュー

ヨークに本拠を置く投資銀行。

(d) New York City-Based Regionals (ニュー

ヨークに本拠を置く証券会社) 七一社

上記に含まれない会社でニューヨークに本拠を置くもの。欧州金融機関や日本の証券会社の現地法人が多数含まれている。

(e) Discounters (ディスカウンター) 一六社

主としてディスカウント・ブローカー業務に従事する証券会社。

(注 3) Regionals (地方証券) について、S I A の区分に基づき集計した結果は以下の通りである。

	大口資本 (百万ドル)	従業員数 (名)	外務員数 (名)	口座数 (口座)
Large Regionals	219	2,287	842	396,872
Medium Regionals	55	562	205	72,838
Small Regionals	37	255	111	44,827

(1) 分析結果

統計を分析した結果、以下のことが言えるであろう。

① 地方証券 (Regionals) の収益、税引前利益、税引後利益シェア

一九九二年から一九九六年までの推移を見ると、地方証券全社が S I A 会員会社の合計に対する収益、税引前利益、税引後利益のシェアがほとんど一定であることが判明した。これから推測すると、少なくとも九六年までの経営環境は地方証券にマイナスになっていないと言える。

一方、地方証券と類似した業務を行う全国証券は下記の通り、明らかにシェアを落としており、全国証券との比較において、地方証券が健闘している様子が伺える。

② 収益項目別トレンド

S I A 会員会社の合計に対する各収益項目別シェアの推移を見ると、地方証券合計ベースでは受入手数料、引受、資産運用部門 (ミューチュアル・ファンド販売、資産管理部門) で上昇しており、相対的な業績は良好であることが分かる。

特に引受部門での健闘が目立っているが、これは Alex Brown, Hambrecht & Quist などの地方証券が強みを持つ IPO 業務によると思われる。

③ 効率性指標としての ROE

地方証券、全国証券、投資銀行、ディスカウンターの4業態に関する ROE を見ると、図のとおり地方証券が最も安定的であり、特に一九九二年以降は全業態で最も高い ROE を実現していることが分かる。

(単位 %)

	1992	1993	1994	1995	1996	96-92
受入手数料	16	16	16	19	19	2.9
トレーディング	9	9	10	10	10	1.6
引受業務	15	14	17	17	18	2.9
証拠金取引の受入金利	10	10	10	11	11	1.2
資産運用部門	14	15	14	15	16	2.6
調査、M&Aその他	5	5	4	4	3	-1.4
計	10	10	10	10	10	-0.4

(単位 %)

地方証券シェア

	1992	1993	1994	1995	1996	96-92
収入シェア	10.3	10.5	10.2	9.9	9.9	-0.4
税引前利益シェア	15.3	13.8	60.9	16.7	15.6	0.3
税引後利益シェア	14.6	13.8	61.8	15.9	15.2	0.6

(単位 %)

全国証券シェア

	1992	1993	1994	1995	1996	96-92
収入シェア	38.8	37.2	34.1	27.8	25.1	-13.6
税引前利益シェア	34.8	35.4	46.3	28.0	27.3	-7.5
税引後利益シェア	33.6	27.5	25.4	24.4	25.3	-8.3

④収益性指標としての Profit Margin

ROA (Return on Equity) は、以下のよう
に複数の財務指標に分解することができる。

(DuPont Formula) として広く知られている
ものがある)

$$ROE = R/S(\text{Profit Margin}) \times S/A(\text{Sales per Asset}) \times A/E(\text{Asset-Equity Ratio})$$

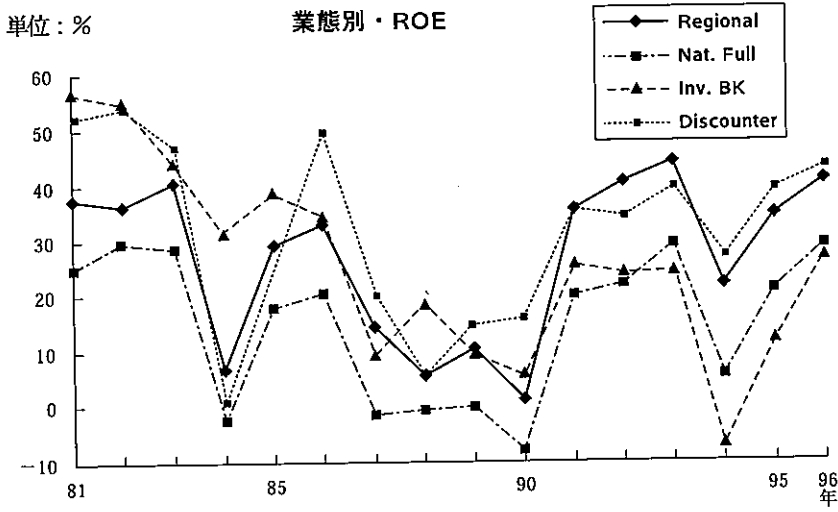
第一項 R/S は単位売上 (S : Sales) 当りの収益性 (R : Return)、第二項 S/A は単位資産 (A : Asset) 当りの売上高、第三項 A/E は資産総額と自己資本の比率 (Leverage) を表し、各項を増加させることにより、企業は ROE を高めることができる。なお、上記の式は近年発達してきたオフバランス取引 (バランス・シートの Asset に計上されない) の存在を想定していないという問題があるが、地方証券会社は全国展開の大手証券ほどにはオフバランス取引を行って

いないと想定されるため、上記の式が充分適用できると判断した。

さて、SIA は、業態別の Profit Margin

(いわゆる粗利) を発表しており、それによれば地方証券の Profit Margin は必ずしも高くない。ROE が高い一方で、Profit Margin がそれほど高くないということは、それ以外の構成要素である S/A (Sales per Asset)、または A/E (Leverage) が高いことを意味するが、地方証券のバランスシート上、A/E (Leverage) が低いことが分かっている。有価証券の持高を抑制し、バランス・シートを圧縮し、資産効率 S/A (Sales per Asset) を高めること^(注3)で効率経営を実現していると考えられる。

(注3) SIA の統計によれば、Leverage は会員証券会社平均で一・八・二倍、うち全国証券九・七倍、投資銀行三三・八倍、地方証券四・四倍、ディスカウンター九・三倍である。なお、レボとリバース・レボが米国ではオン・バラ



ンスになっていくこと、劣後負債を自己資本に含める考え方があることなど、日米の証券会社の会計方法が異なっているため、日米の単純な比較はできない。

⑤業態別就業人口

業態別就業人口の絶対数、及びそのシェア推移を見ると、全国証券のシェアが低下している一方、地方証券の相対的な健闘を反映し、地方証券のシェアが上昇していることが分かる。なお、九六年末の総合計は、八〇年の二五万人から二六万人を超えるに至った。

⑥Large, Medium, Smallの規模別地方証券の相違

上記のことから、地方証券は全体に健闘している様子が伺えるが、これを Large, Medium, Small の規模別に分けてみると、業績が向上しているのは規模の大きな大手 Large であり、Medium と Small の中小地方証券は

銀行→証券

(単位 億ドル)

発表日	買い手 (銀行)	売り手 (証券)	推定金額	売り手の業態
1997/4/6	Bankers Trust	Alex Brown	16.4	地方証券
1997/9/17	Fleet Financial Group	Quick & Reilly Group	16.0	ディスカунター
1997/6/30	Nations Bank	Montgomery Securities	12.0	地方証券
1997/7/30	J. P. Morgan	America Century	9.0	N/A
1997/5/15	SBC	Dillon Read	6.0	NYベース
1997/6/9	Bank America	Robertson Stephens	5.4	地方証券
1997/7/22	Canadian Imperial Bank of Commerce	Oppeinheimer	5.2	NYベース
1997/8/28	ING Barings	Furman Selz	5.0	NYベース
1997/8/20	First Union	Wheat First Butcher Singer	4.8	地方証券
1997/8/25	Mellon Bank	Pacific Brokerage Services	1.4	N/A

Large Regionals (大規模地方証券)

(単位 %)

	1992	1993	1994	1995	1996	96-92
収入シェア	6.5	6.8	6.7	7.4	7.3	0.8
税引前利益シェア	9.8	9.1	45.7	12.7	12.0	2.2
税引後利益シェア	9.3	9.0	46.2	11.8	11.3	2.1

Medium Regionals (中規模地方証券)

(単位 %)

	1992	1993	1994	1995	1996	96-92
収入シェア	3.2	3.1	2.9	2.2	2.0	-1.1
税引前利益シェア	5.0	4.3	14.9	3.5	3.1	-1.9
税引後利益シェア	4.8	4.4	15.1	3.7	3.4	-1.4

Small Regionals (中規模地方証券)

(単位 %)

	1992	1993	1994	1995	1996	96-92
収入シェア	0.6	0.6	0.6	0.4	0.5	-0.1
税引前利益シェア	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5	0.0
税引後利益シェア	0.5	0.4	0.5	0.3	0.5	-0.1

シェアを落としている。

以上①から⑥を総合すると、九六年までのデータで判断する限り、地方証券全体としては、全国展開の総合証券を上回る業績を挙げるトレンドにある一方、業績が順調なものは一定規模以上の会社で、規模の小さな地方証券はやや苦しい環境にあると言えよう。

四、今後の課題と日本への示唆

以上を踏まえ、日本の中小地方証券会社への示唆を検討し、当事務所の私見として述べる。

(1) 地方証券の活路

SIAの米国証券の業態別データによれば、シェア変化や効率性(ROEなど)において、地

方証券全体としては、全国証券に優っている部分があることが明らかであり、現状として効率的な経営に成功していると思われることができる。ただ、中規模・小規模の地方証券がシェアを落としている傾向にあることから、地方証券の中でも今後再編や淘汰が進行する可能性は高いと見られる。既に銀行を中心とした証券買収の動きが進んでいるが、地方証券について実現した案件(Alex Brown, Montgomery など4件)は大手の地方証券であり、有力な地方証券だけが銀行に選別されて買収されたとも見ることもできる。

このように、資本金、外務員数などの規模が全国証券や投資銀行に劣っても、効率的な経営が行われている証券会社があるが、それを維持する為の一定の技術力、戦略分野・重点分野(地域特化、特定商品、など)、人材を持つことが重要な前提であり、日本の地方中小証券がこれらの特質

を確保できるかどうかが重要となるであろう。

(2) 大手証券との関係

従来業態別の棲み分けが行われてきた米国証券業界は、昨年から急速にワンストップ・ショッピング化の動きが進展している。この動きが今後とも継続すると仮定すれば、個人投資家（特に地方の個人投資家）への販売チャンネルを強化する目的から、銀行や投資銀行が地方証券を有効な販売手段とみなし、買収・提携を図る合理性は非常に高いであろう。従って、現在大手の地方証券が中心に再編の対象となっているが、今後は中小の地方証券もその対象となることがあり得ると言える。

日本においては、従来から大手証券と地方証券の業務で重複する部分が多かったことから、米国の業態別棲み分けがなされていなかった点で、米国と相違している。従って、業務面での補完関

係が構築できなければ、米国流の買収・提携による再編が実現する可能性は、米国よりは低いであろう。ただし、今後日本の大手証券が地方での業務を見直し、地方証券に販売を委ねるなどの戦略転換を行うようになれば、日本の地方証券と大手証券の戦略的提携が進展することは大いにあると思われ^(注4)。

(注4) 本レポートを作成している段階で、日本の大手証券が支店網の見直しを行うという報道はない。この推論の根拠は、将来ビッグバン対応を考える上で、各社が独自性の高い経営を迫られることから、人件費、投資家への販売方法の見直しを進める中で、日本の大手証券が地方での業務の在り方を見直すことが選択肢の一つであろうという個人的な見解によるものであり、それ以外に特別な根拠はない。また、現在までの調査の中で、米国の全国展開の大手証券が地方の中小証券と何らかの戦略的提携を行っているという情報は得られなかった。

(ほさか たけし・ニューヨーク事務所研究員)