

金融市場の変貌と証券経営

小林 襄 治

小山理事長 定刻でございますので、ただいまから講演会を始めます。

本日の講師は、専修大学教授の小林襄治先生です。初めに、私から講師のご経歴等を簡単にご紹介いたします。

小林先生は、昭和四二年に京都大学経済学部を卒業、東京大学大学院経済学研究科博士課程を履修された後、昭和四八年に研究員として当研究所に入所され、主任研究員を経て、昭和六一年、青山学院大学経済学部助教授、平成四年、同教授に就任され、ことし四月、専修大学にお移りになり、経営学部教授に就任しております。

小林先生のご専門は、証券・資本市場の分野で、英米両国の証券市場や証券業に関する論文や著書を数多く発表しております。最近では、小林先生が主査として研究を指導してこられた証券経営研究会の成果を取りまとめた『金融市場の変貌と証券経営』という本が先月末、当研究所から発表されています。

本日は、小林先生に、この新しく出た本の表題と同じ「金融市場の変貌と証券経営」というテーマでお話しいただくことといたしました。ご清聴をお願いいたします。

それでは、小林先生、よろしく願います。

一、はじめに

ご紹介いただきました小林です。きょうは、お忙しい中をお集まりいただき、恐縮に存じます。

ただ今ご紹介いただきましたとおり、日本証券経済研究所で証券経営研究会を二年半ほど前に組織しまして、その研究成果という形で『金融市場の変貌と証券経営』を出版させていただきました。

きょうは、この研究会とこの本の紹介という、多少宣伝を兼ねたようなお話になって恐縮ですが、これまでの証券経営、さらにはこれからの証券経営をどういふふうに考えたらいいかという観点を含めて、この研究会でどんなことを考えているのかを多少ご報告させていただければと思えます。

証券経営を取り巻く環境は九〇年代に入って非

常に変わった。これは、単純化すれば、バブルの崩壊ということになるわけですが、よく見れば、単にバブルの崩壊とはいえない、基本的な金融システムの变化が生じている。それは、金融革命とか金融革新とか、あるいは機関化、証券化、自由化、情報化、国際化というようなキーワードでいろいろいわれてきたこの間の变化の中で、証券経営を取り巻く環境が変わってきている。そういう中で、いま一度証券業とか証券経営のあり方を考え直してよいのではないか。

とりわけ、日本の場合、総合証券化、総合金融会社化というようなことで、規模が大きいことを追求する、あるいは業務の拡大、業容の拡大を一つの理想として、そういうものを求めて、バブル期まで拡大してきたということがあってはならないかと思うわけです。それは、例えば総合証券会社

が八〇年代の一〇何社から五〇社ぐらいにまで広がったことに示されるように、いわば拡大一辺倒で来たわけですが、その路線を多少考え直す必要があるのではないか。英米、特に手数料の自由化以後、アメリカなりイギリスでの証券界の動きを見てみると、もう激震続きであり、恐らく今も一〇年前と同じ名前で残っている会社は数えるほどしかないような状況が生まれつつあったわけですね。

そういう中で、研究所としても証券経営について研究してみたい。また、我々も、証券経済学会とかいろいろ活動をしてきたわけですが、いわゆる証券市場論はあるのですが、証券会社論とか証券経営、そういう分野での研究は非常に少ない。

日本では、一九九二年には金融制度改革法が通って、いわゆる銀行の証券子会社が生まれ、新

しい競争関係が出てくる。それから、手数料の自由化が九四年から始まったわけですが、手数料自由化の動きが今後も続くことはほぼ間違いないという中で、今後のあり方を見ていこう。そんなことの中から、東京と大阪の両研究所が研究員主体で研究を進めていくような形の研究会ということ、この研究会がスタートしたわけですね。

その後約二年半ほどで研究成果を取りまとめたわけですが、目的としては、最終的には日本のことをやりたいわけですが、まずアメリカなり、イギリスなり、特に手数料の自由化を契機としたいろいろな変化、そういうものをフォローしながら、これからの方向性を考えていこうということ、きょうお話しできるのは、主としてアメリカなどの例を参考にしながら、今後はこういうあり方が考えられるのではないかということを幾

図表1 アメリカにおける金融仲介機関の総資産シェア (1960~94年) (%)

	1960年	1970年	1980年	1980年	1994年
預金機関	58.7	59.3	58.4	44.9	37.6
商業銀行	38.6	38.5	37.2	30.4	28.6
その他 ¹⁾	20.1	20.8	21.2	14.5	9.0
保険会社	24.0	19.1	16.0	17.4	17.6
生命保険	19.6	15.3	11.5	12.5	13.0
損害保険	4.4	3.8	4.5	4.9	4.6
ファイナンス・カンパニー	4.7	4.9	5.1	5.6	5.3
年金基金	9.7	13.0	17.4	21.6	24.6
私的年金	6.4	8.4	12.5	14.9	16.2
公的年金 ²⁾	3.3	4.6	4.9	6.7	8.4
ミューチュアル・ファンド	2.9	3.6	3.6	10.5	15.0
株式・債権	2.9	3.6	1.7	5.9	10.8
マネー・マーケット	0.0	0.0	1.9	4.6	4.2
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

(注) 1) Saving and loans and mutual savings, and credit unions.

2) State and local governments.

〔出所〕 Edwards and Mishkin [1995], p. 29 Table 1.

図表2 アメリカの個人資産構成 (残高ベース) (%)

	1965年	1970年	1980年	1985年	1990年	1995年
預貯金	19.8	21.9	23.9	23.9	20.9	14.7
生命保険	5.5	5.53	3.4	2.7	2.7	2.6
債券	8.9	9.9	7.5	8.8	8.8	8.6
株式	31.4	27.4	15.2	13.0	12.4	20.4
マネー・マーケット・ファンド	-	-	1.0	2.1	2.6	2.1
ミューチュアル・ファンド	1.8	1.8	0.7	2.0	3.3	6.0
年金	8.1	9.7	14.8	21.0	23.3	26.1
個人信託	-	-	3.4	3.6	3.9	3.6
その他	24.5	24.0	30.1	22.9	22.1	15.9
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

〔出所〕 FRB, Flow of Funds Accounts より計算。

つかお話しさせていただきたいと思えます。

二、年金基金・投資信託の拡大と債権の証券化

まず最初は、証券経営を取り巻く環境変化と金融市場の変貌ということを考えていきたいわけです。日本の場合は、特に九〇年代に入ってからバブルの崩壊というような問題、さらにいえば、日本経済が九〇年代に入って低迷している、そういうことが究極的には株価の低迷の原因でもあるわけですが、そういう話もそれとしては非常に重要なのですが、ここでは、もう少し広いスタンスをとって、現在、証券市場がグローバルでどういうふうに変わろうとしようとしているのかをまず大きく考えておこうということから、話を始めさせていただきます。

図表1「アメリカにおける金融仲介機関の総資産シェア」と図表2「アメリカの個人資産構成 (残高ベース)」をごらん下さい。大体六〇年代から九四、五年までのデータを代入してあります。データの細かいことはどうでもよろしいのですが、これからすぐ気がつくことは、アメリカでは、いわゆる預金機関、これには商業銀行のほか貯蓄貸付組合 (S&L) などがあるわけですが、これも、そういう預金機関、さらに保険会社、これは生保と損害保険でございしますが、そういう昔からある伝統的金融機関の資産額に対して、例えば年金基金とかミューチュアル・ファンドというところの資産額をシェアとして見ますと、そういうものが非常にふえているというはつきりとした傾向が出てくるわけです。日本でも似たようなデータをとり、年金基金のデータがすんなりは出てまいりませんが、基底としては同じような

傾向があるのではないか。またアメリカの個人資産構成で、預貯金と債券、株式、ミューチュアル・ファンド（投資信託）、年金、そういうものを比較してみても、年金のシェアは非常に拡大していく、それから、投資信託も非常にふえていく傾向にあるわけです。

金融システム、あるいは金融制度は国ごとに違っていて、アメリカがそうだからといって、日本はそうならないとか、イギリスだって違つてはいないかとかいうこともありすが、イギリスですと、もっと派手に年金の比重が高いというようなことが出てまいります。

ところが、こういう傾向は、よく考えてみると、これからの金融システムの方向性を示唆しているのではないか。その示唆していることの理由ですけれども、一つには、特に銀行、アメリカの場合はS&Lになります、八〇年代の経営危機

がどのくらいであって、それに対して収益がどのくらいなのか、そういう意味で、パフォーマンスが非常にわかりやすい機関である。恐らく年金基金というのは、まだディスクローズされていない機関も多いわけですが、原理からいえば、すべてディスクローズされる、そういう機関になってくるわけです。

また、最近アメリカなどではやっている確定拠出型の年金ということになると、個人が自分で選んで運用していくという形の年金です。いわば、それに伴う成果は自分に入ってくる。そういう意味で、透明性の非常に高い機関ではないか、そういう意味では、透明性の高い機関へとお金はシフトしていくというふうに考えられていくのではないか。

それ以外にも、人口の問題にもなりますが、当分年金基金がふえていくだろうと予想される。

によって信用が失墜してお金が逃げたという問題もあるかと思えます。ですけれども、金融システム、特に資金の仲介機関、例えば預金を集めて貸し付けるといふ意味で資金を仲介しているような機関のあり方として見た場合に、預金機関とか保険会社は多少無理がある。無理があるという意味は、例えば、銀行にお金を預けると、銀行が一体どこに貸しているのか、そういうことは明らかにされていない機関だ。それに対して、投資信託の場合、自分のお金をどこに投資しているのか、一体何に使われているのかがわかる形の機関である。恐らくこれも銀行等のディスクロージャーのやり方いかんによっては変わってくるのかもしれないが、そういう観点からみると、投資信託と銀行を比較すると、投資信託は非常に透明な機関であるわけです。自分のお金がどういふふうに使われているのかがわかるし、それに伴ってリスク

そういう中で、トータルでいえば年金基金どこか投資信託のような資産管理業務が今後とも拡大していく。世界的な動きを見ても、銀行にしる、あるいは証券会社にしる、八〇年代後半以降、いろいろな機関が一番重要視していることは、資産のアセット・マネジメントをいかにうまく行うか、それによっていかに顧客を獲得していくかということ。この点は、恐らく日本においても基本的な動きは同じであろうと考えております。

資産管理業務については、それを証券業務とみなすのか、みなさないのかという考え方はございます。現在の証取法を読んでいくと、資産管理業務なんていうのはどこにも入っていない。証券会社はやってはいかぬとなるのか、ならないのか、それはわかりませんが、むしろ、そういう資産管理業務は、これからの金融ビジネスの一つの大きな中核になっていくことをまず確認してお

きたいと思います。

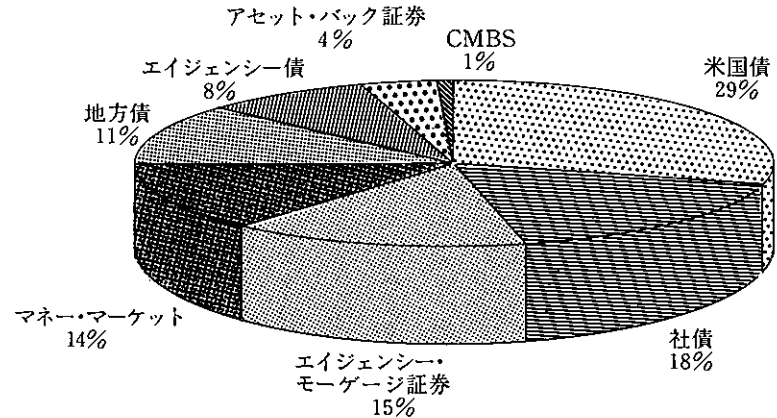
もう一つ、本では銀行の役割が多少縮小するなんて、大胆なことを書きましたが、銀行としても、決済業務とか信用保証業務とかは別として、資金の仲介ということを考えていきますと、最近よくいわれている債権の証券化、あるいは資産の流動化とは何かといいますと、貸し付け債権自体が証券化していく。実際に最初に貸し出すのは銀行なのかもしれませんが、そういう貸し出し債権は何らかの形で証券化されて、証券として売買される、そういう傾向が非常に強まっているということでございます。

この点は、例えば図表3「アメリカ債権市場の構成」をごらん下さい。これは、モルガン・スタンレーで出しているデータをそのまま使っておりまして、細かなところまで全部をチェックしているわけではございませんけれども、エイジェン

シー・モーゲージ証券、これは、住宅ローンをモーゲージ化した証券と単純に考えていただければ結構ですが、そういうものがほぼ社債に匹敵するぐらいの規模になっている。また、アセット・バック証券といわれているものは、自動車ローンとかカードローンとかを証券化したようなものが多いと考えてください。CMBISは、商業用不動産に対するモーゲージですが、こういうものを合わせる、社債を上回るほどの規模になっている。あるいはアメリカの国債市場の規模と比べても、国債のシェアは二九%ですから、単純にいえば、その六割ぐらいの規模で、そういう証券化商品が出回っているということです。これも銀行が持ったりしているわけですが、そういうものが証券として非常に取引されるようになった。そういう新しい証券化ビジネスも拡大している。

日本で証券化ビジネスというと、不良債権の問

図表3 アメリカ債券市場の構成（1997年11月現在）

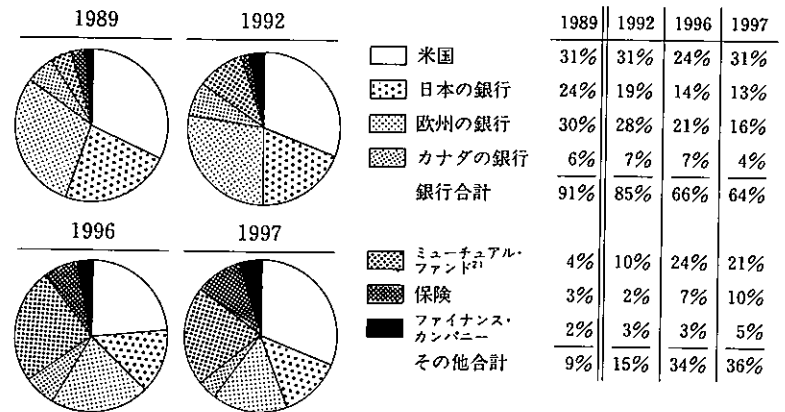


〔出所〕 モルガン・スタンレー、The Bond Market Association

題に絡んでいろいろいわれておりますが、ただ、恐らく将来を見ていけば、こういう住宅ローン債権などが証券化されて取引される、そういう機運は非常に大きいのではないかと。それはまた投資する側から見れば、自分たちのお金がどういうところに使われているのか、一体どれだけのリスクがあり、どれだけの収益が上げられるのかが非常にわかりやすい形で提示される。また、それぞれキャッシュフローをいろいろ変換することによって、そういうリスクなり収益性を工夫する、投資家のニーズに合わせた形でさまざまなモーゲージ証券を工夫してつくることができるといような話になってくるだろうと考えているわけです。

そういう意味では、別に銀行がなくなるとか、銀行の貸し出しが減るとかといっているわけではないわけですが、証券化ビジネスは非常に拡大していくであろうとまず考えて、実際、そう

図表4 レバレッジド・ローン市場の参加者別マーケット・シェア¹⁾



(注) 1) 商業銀行の引受時におけるアンダー・ライティング・コミットメントは除外
 2) ハイブリッド・ファンドやローン・ファンド等のミューチュアル・ファンド

【出所】 Public Filings

いう動きは世界じゅうで強まっていると理解しております。

それから、住宅ローン以外でも、図表4ではレバレッジド・ローン市場と書きましたけれども、レバレッジド・ローンとは、単純化して言えば、リスクの非常に高い貸し付けというふうにアメリカでいわれているものです。そういうもの自体がアメリカでは結構売られているということですが。それは、以前は、銀行がほとんど扱っていた市場ですが、そういうものを、日本でいえば投資信託にあたるミューチュアル・ファンドが組み込んでいく。これは、証券会社や銀行がアレンジして、ミューチュアル・ファンドが購入していく、そういう部門が急激にふえつつある。

そういう意味で、銀行の市場といわれたようなところは、もう必ずしも単に銀行の市場というふうに解釈できなくて、証券化されて証券市場の一

翼を構成していく。そういうふうを広い意味では、証券化ビジネスは広がっている。今後こういうトレンドが続いていくのではないかということを確認しておきたいわけです。

本の中では、ローン関連ビジネス、債権の証券化というビジネスの状況については、かなり技術的なこともあるので、外資系の証券会社に勤めている方たちにお願ひして、多少紹介をさせていただいております。そういうふうには債権の証券化が拡大しているという意味では、ビジネスが拡大しているということだけをまず確認しておきたいと思ひます。

三、証券業務のアンバンドリング

次に、証券経営を取り巻く環境変化の中で証券会社のあり方がどうなるのが問題になってきま

す。それについて、これから特に伝統的な証券業務の変貌というような話、あるいは多少アメリカの証券会社の組織構造なり人事政策を、何か参考になることがあればと思ひて、幾つかご紹介したいと思ひます。

大きな意味で証券業務のあり方を考えていきますと、一つの流れとして、情報化の進展とともに証券業務のアンバンドリングが生じている。アンバンドリングという、非常にややこしいことのように思われるかもしれませんが、証券業務といっても、いろいろな要素から成り立っている。

通常のブローカー業務でいえば、お客さんを勧誘する行為、それに伴って投資アドバイスを与える、あるいはリサーチや調査の資料を与えるという行為もある。勧誘して注文を受け取ったら、その注文を取引所につないで執行する。債券の場合では、違った形でディーリングという形になるか

もしもせんけれども、そういう注文を執行する作業がある。注文を執行した後は、顧客の口座をいかに管理するかという問題もありますが、それと同時に、受け渡しできちんと証券と現金とを交換しなければならぬ、そういう受け渡し決済に伴う仕事もある。

これを伝統的にいいますと、こういう業務は全部証券会社の仕事だ、執行だけは取引所でやりなさいというのが今までの一般的なあり方だったのだらうと思います。

ところが、手数料の自由化以降何が起きてきたかといいますと、一体手数料とはどういうサービスなのかという話になってくる。そういう中で、例えば「おれはもう調査レポートもアドバイスも要らない。勝手に売買したい。そうしたら手数料をまけてくれないか」という要求が出てくる。そうすると、結局、勧誘して注文を執行する

行為と、勧誘なしに勝手にお客さんが来て執行だけをやるビジネスと、当然料金も違ってくるのではないか。また証券会社も「うちはアドバイスなんかしないから、安い手数料でやりますよ」というふうな形でのビジネスが分化してくる。

さらには、受け渡しとか決済は、日本の証券会社の感覚でいうと、当然証券会社がやらなければいけないという話になってくるわけですが、受け渡しとか決済も、ある程度規模の経済が働いてくる、大規模にどこかでまとめてやってくれた方がいい、そうしたら、その部分をどこか別の証券会社がやって、「うちはもっぱら勧誘だけやりますよ」というような形も出てくる。これからお話ししますけれども、アメリカでは、実際そういう形のものが非常にふえてきているわけです。

これまで、一つの証券会社の業務として、特に八〇年代半ばから、あるいは八〇年代といっても

いいでしょうか、いわゆるワンストップ・ストアとか、要するに、証券会社ができるだけたくさん品ぞろえをしていく。これは証券にとどまらず、銀行業務を含む預金であるとか、保険とか、そういう意味で、百貨店的に品ぞろえをしていく。そういう動きが非常に強まってきました。総合金融業というようなことが八〇年代半ば以降、非常に強調されたわけです。

そして、それを正当化する理論として、エコノミーズ・オブ・スコープ（範囲の経済学）というようなことが非常に宣伝されてきた。そういう中で、カード会社と証券会社が合併したりする動きが見られたわけです。そういう総合金融業務化という動きも成功すれば、それでいいでしょうけれども、恐らく今までの経験から見ると、それで成功したところはほとんどないが実態だらうと思います。

それから、今や日本でも銀行が、例えば投資信託の販売を間もなく始めることになっております。既にアメリカでも銀行が投資信託の販売を相対行っておりますし、イギリスでももう二〇年ぐらい前からそんな動きは行われているわけです。

ただ、そういう流れの中で、よく見ていきますと、もう一つの流れとしては、それぞれ自分の得意の分野だけを行うという動きも同時に強まっている。これがブティック化とか専門店化ということであるわけです。これは、後から述べますディスプレイ・ブローカーであるとか、あるいは単に清算業務のみを行う会社であるとかということになりますけれども、ある特定の範囲だけ展開するような業務、そして必要な場合には必要なところと提携していく。例えば、これは日本でも行われておりますけれども、「うちはリサーチなんて行いませんけれども、どこかの会社からリサーチ

を買ってきて、必要ならお届けしますよ」とか「いろいろな会社のリサーチを選んで、必要ならそれを紹介する」というような形での提携を結んでいく。それから「決済業務なんて、あんなのはコストがかかるから、うちはやりませんよ。これはどこかの会社にやってもらいますよ」といって、だれかに頼んでいく。

証券業務自体がさまざまな要素に分解されて、それぞれを担当する証券会社が生まれてくるという動きと、同時に、そういう中でさまざまな組み合わせがあって、それぞれが専門店同士でネットワークを結んで、トータルとして証券取引がスムーズに行われるようなシステムができて上がってくる。ここでは、それを「専門店のネットワーク」と言っています。具体例は後で述べますけれども、そういう方向も非常に進んでいる。むしろ、そういうネットワーク化された姿の方が、自

て、ちょっと基本的な視点として述べておきたいと思います。

四、デイスカウント・ブローカーの拡大

そういう観点から見えていった場合、いわばブローカー業務ということで、株式を念頭に置いて、お客さんから注文を受け取って、それを執行して、受け渡しを行う、そういう業務がどういふふうに変貌しつつあるのかをちょっと考えてみたいと思います。

この点は、特にアメリカの七五年の手数料自由化以降、何が問題になったかという点、まず最初は、手数料は大体どのくらい下がってしまうのですか、下がってしまったら経営が大変ですね、ですから、ほかの業務をやるうとか、そういう話が

分たちの得意分野を持っている専門店同士が結び合っているという意味で、非常に効率的な組み合わせになっているのではないかと。

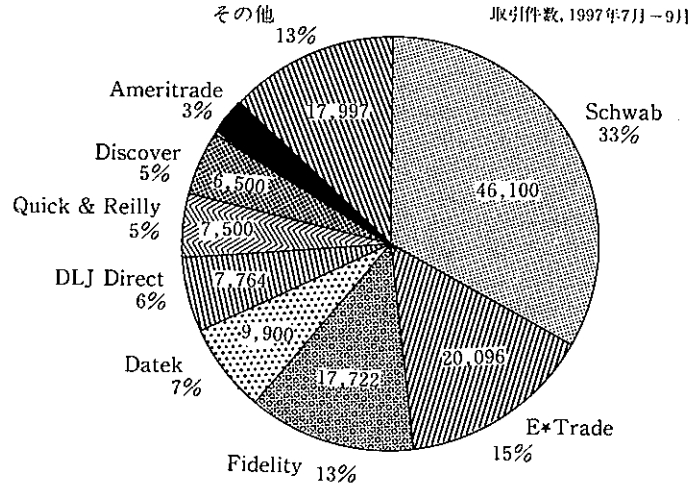
これは、従来いわれているような一つの会社が大きくなってすべてをやるのと結果としては同じなのかもしれないが、発想は全く逆だということです。例えば百貨店で何でも品物がそろっているよりも、専門店に行った方が質の高いサービスが得られる。その命題が正しいとすれば、そういう専門店がネットワークを結んだ形の方が、これからのアンバンドリングされてきた時代にはいいのではないかと。むしろ、そういうような視点を含めて考えていきたい。これが情報技術の発展とともに可能になってきた、これからの業務を考える上での一つの視点ではないか。この点は、発行市場なんかを見ても、同じようなことがいえるわけですから、先ほどのブローカー業務に関し

アメリカでも多かったわけです。

いわば、手数料水準がどのくらいになるかという点に関心があつたわけですが、そういう中から一つ生まれてきたものとして注目されたものが、デイスカウント・ブローカーであるわけです。デイスカウント・ブローカーも、最近ですと、定義するのもいろいろ難しいのですが、通常は執行サービスのみを行う、いいかえれば、自分の方から買いたくないとか、売りたいとか、そういう介入などは行わないで、お客さんから注文がきたら、それを迅速に執行する、そのかわり手数料を安くしますよ、というような業者を指して、デイスカウント・ハウス、あるいはデイスカウント・ブローカーといっているわけです。

そのシェアは、一九八〇年代ぐらいですと、せいぜい一%ぐらいでどうってことはなかったのですが、最近ですと、大体一五%ぐらいのシェアを

図表6 オンライン業者のシェア 取引件数1997年7月-9月



(注) SchwabとFidelityのシェアはノーロードのミューチュアル・ファンドの取引も含む。

資料: Piper Jaffray Inc.

[出所] The American Banker, Dec. 1997.

図表5 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 (100万ドル)	リテール手数料総額 (100万ドル)
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.

持つようになってきている。これは、図表5の「ディスカウント・ブローカーのシェアの推移」のところに書いてあります。

ところが、最近では、もう一つ、オンライン・ブローカーという表現が広範に使われるようになってきております。オンライン・ブローカーとは、端的にいえば、インターネットを使って、そこから注文を取ってくるような業者です。インターネットを使って取引すること、ディスカウント・ブローカーといわれていた業者よりももっと安い手数料で競争に挑んでくるものが一つ出現してきたわけです。

このオンライン・ブローカーとディスカウント・ブローカーをどこで区別するかということですが、ディスカウント・ブローカーでも、インターネットを使った取引等を行い始める業者も出てきていて、事実上はもう区別がつかないので、両方

とも同じようなものだと考えてください。

具体的にどんな業者があるかということは、図表6「オンライン業者のシェア」をごらん下さい。これを見れば、どんな業者かということもわかりただけかと思えます。この中では、シュワブが伝統的にトップの業者といわれております。恐らく数年前までですと、シュワブ、フィデリティ、クイック・ライリーが三大業者だったのですが、最近でありますと、Eトレッド、ディテック、DLJダイレクトとか、その他いろいろありまして、変動が非常に激しいので、別にどの業者がいいとか、悪いとかということではなくて、シェアの変動が激しいということを申し上げておきたいと思えます。

こういう業者がなぜ革新的かという点、通常証券業者というのは、店舗があって、営業員がいて、その営業員を中心に注文を取ってくるという

図表7 手数料表
(単価20ドルの上場株式を800株売買する場合)

業者	手数料	手数料率
E★Trade	14.95ドル	(0.09%)
e. Schwab	29.95ドル	(0.19%)
Charles Schwab	104.32ドル	(0.65%)
Merrill Lynch	319.00ドル	(1.9%)

(注) オンライン発注の場合。オンラインでの売買注文を受付けていないMerrill Lynchは電話での注文の場合。e. Schwabは、Charles Schwabによるインターネット取引サービス。

97年9月15日時点。

〔出所〕E★Trade

ては、シュワブの広告から確認をいたしました。単価二〇ドルの株式八〇〇株ですから、一万六〇〇〇ドル、そういう程度の取引をするのに、手数料率はどのぐらいかかるのかということ、特にEトレードはもう徹底的に安くて、大体一五ドルぐらいです。シュワブの場合、インターネット経由だったら最低の手数料で三〇ドルぐらいになっている。それに対して、シュワブの通常の電話による注文の場合は一〇〇ドル、メリルリンチの場合はディスカウント・ハウスではございませんで、通常のブローカー業務ですけれども、三〇〇ドルで、これだけの差があっても競争が展開されていることに一つ注目しておきたいと思うわけです。

インターネットが、九〇年代、それも三、四年ででしょうか、急激に普及してまいりまして、それに伴って価格破壊が展開されているとい

スタイルで活動するものだった。恐らく日本においても、今でもそれがほとんどのスタイルだろうと思います。それに対して、いろいろ宣伝はいたしますけれども、電話だけで注文を受ける、お客さんからかかってくる電話を待つだけの営業に徹してしまっただけ。あるいはインターネットにしても、画面を見て、よかったら注文してくださいということ、それが一つには安い手数料を実現した。また、逆にいいますと、投資家の中で、外務員や営業員と交渉をする煩わしさは嫌だ、おれは勝手に取引したい、そういう投資家層をつかんだこと、さらには手数料の安さの一つの魅力だったということになるだろうと思うのです。

図表7に「手数料表」を出しております。これもちょっと変わっていますが、去年時点のEトレード社が出しているインターネットの広告から引っぱり出してきたものです。シュワブについ

もよろしいわけですが、Eトレードのように徹底的に安さを売り物にする業者がいる一方で、シュワブのように、一面ではそれに対応しようとしておりますけれども、価格破壊には非常にちゅうちょする、あるいは安ければよいというような路線を捨てて、それなりに投資情報などを例えばインターネットの画面に出していく、それから、必要とあれば投資相談にも応じるとか、そういうふうな単なる価格の安さだけでは勝負しない、そういう動きもまた逆に強まっていることも事実です。これが二、三年に顕著に出てきているのだろうと思います。

図表8に、「評価の高い上位25オンライン・ブローカー」が出ております。これはアメリカの『The San Francisco Chronicle』という雑誌からとったものですけれども、あるコンサルタントが調べて、いろいろなブローカーの評価に関し

図表8 評価の高い上位25オンライン・ブローカー

ブローカー	使い勝手	顧客の信頼度	情報量	サービス	コスト	平均スコア
DLJ direct	7.86	7.82	7.66	5.85	7.19	7.28
Waterhouse Securities	5.58	7.62	7.66	6.26	8.95	7.21
Lindner Funds	8.77	7.98	5.63	5.85	7.03	7.05
National Discount Brokers	6.71	7.94	6.28	5.96	7.44	6.86
Web Street Securities	7.58	4.84	7.53	5.96	8.13	6.81
Suretrade	5.58	7.70	7.19	3.00	10.00	6.75
Schwab	4.05	9.05	8.57	6.89	4.84	6.68
Quick & Reilly	4.84	7.70	6.69	6.19	7.48	6.58
E★Trade	7.94	5.32	6.82	5.19	7.26	6.50
Wall Street Electronica	5.08	7.38	5.50	6.85	7.58	6.48
DateK	6.19	7.10	5.02	3.30	9.96	6.32
Freeman Welwood	5.40	6.98	6.10	4.96	7.48	6.18
Investor	5.75	5.91	7.66	6.59	4.80	6.14
AB Watley	4.84	6.87	7.06	4.15	7.42	6.07
Wall Street Access	6.45	6.31	6.75	5.30	5.35	6.03
Discover Brokerage	7.34	5.32	6.28	3.78	7.39	6.02
Fidelity Web Express	3.04	6.75	7.97	5.44	6.64	5.97
American Express	3.93	6.27	7.00	6.44	5.69	5.87
Bull and Bear	5.73	7.22	4.88	4.41	7.04	5.86
Ameritrade	8.33	5.83	2.42	2.74	9.25	5.71
Mr. Stock	5.73	6.75	4.18	4.19	7.48	5.66
Trade-Well Disc. Investors	5.26	4.88	6.58	4.78	6.59	5.62
Compu Tel	4.96	7.58	5.25	3.33	6.81	5.59
Tradefast	4.94	6.51	3.33	4.56	8.53	5.57
Bidwell & Co.	4.62	6.11	6.88	5.26	4.72	5.52

基準：使い勝手一分かりやすい説明、標準化された仕様。

顧客の信頼性—資本金、電話の応答時間、取引ルールや執行についての重要な情報の開示。
情報量—気配、チャート、ニュースに加えて、株式やミューチュアル・ファンドの選択機能、
投資アドバイス。

サービス—口座情報のリアル・タイムの更新、丁寧な注意、シームレスではあるが安全性に優れている、幅広い商品ライン。

コスト—大部分の投資家について、平均して1,500ドルの残高、交互に500株と1,000株の単位で、成行、指値注文を年10回だす。もっと頻繁に取引を行う投資家については、2万ドルの残高、同じように年80回取引を行うとする。

平均スコア—以上の5つの基準の平均点。10点満点。

資料：Gomez Advisors.

【出所】The San Francisco Chronicle, Apr. 6, 1998.

てこんな数字を出しております。この数字そのものについては、我々は中身をチェックしているわけではないのですが、例えば、インターネットなり、あるいは電話注文でも使い勝手がよいか否か、インターネットの画面にいっぱい情報が出ていくかどうか、自分の口座の情報が入るか否か、それから、コストがどの位かかるかなどですが、いわばお客さんというのは、必ずしもコストだけで取引しているわけではないということですよ。

例えばシュワブなどは、コスト的にはそれほど評価は高くないけれども、信頼度は非常に高いとか、あるいは別の業者はコストは非常に安いけれど使い勝手が悪いとか、いろいろあるわけです。そういう中で、いろいろな業者が競争している。

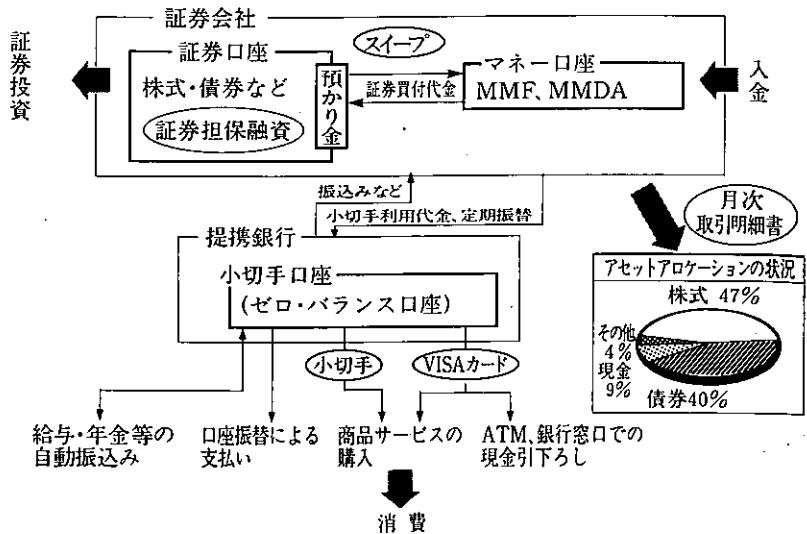
ただ、実際にはこういうディスクアウント・ブローカーが儲かっているかいないかということも

ございまして、赤字の業者も非常に多いといわれております。けれども、こういう多様な中での競争が促進されていくということが、ディスクアウント・ブローカーについて言えることだと思えます。

五、資産管理業務の重視

他方、ディスクアウント・ブローカーに対して真っ向から対立する形で活動してきているというのが、メリルリンチや名前を変えましたがスミス・バーニーなどのいわゆる伝統的なアメリカの大手のリテール業者ですが、そういうものが、特に八〇年代以降何をやってきたかといいますと、いわば資産管理業務を重視していくという形で経営スタイルを展開してきた。それは、実質的には八〇年代後半ぐらいからその動きが特に強まってお

図表9 証券総合口座の基本構造



ります。

資産管理業務というと、これは日本の証券会社
 だって預かり資産というものをいかにふやしてい
 くか、そういうことに重点に置いていっているとい
 味では同じだといわれるかもしれません。ただ、
 これはアメリカでもそうですけれども、伝統的に
 証券の営業員は、手数料を獲得して、それが結局
 報酬につながっていくわけです。やはり売買をし
 てもらうことによって手数料を得、それが自分の
 報酬につながる構造ですから、どうしても売買し
 てもらわないことには、証券の営業員は食ってい
 けない。そのため、そこから回転売買へのインセ
 ンティブが出てくるとか、そういう動きが出てき
 たわけです。

それに対して、資産管理業務を重視するとな
 りますと、預かり資産に応じて、お客さんから手
 料を取り、営業員の報酬もそれにに応じて支払うと

いうことになりましたが、これをやろうとすると非
 常に大変なのです。お客さんも、投資顧問など
 頼めば相当な額になります。投資顧問をみずから
 使えないとなると、証券会社に預けて、その預か
 り資産に応じて手数料を払い、後は売買をやっ
 てるということになればいいわけですけれども、
 例えバイ・アンド・ホールドの投資家にし
 てみれば、何でわざわざ資産残高に応じて払わ
 なければならぬのかということになる。

お客さんは預かり資産に対して年間1%か2%
 の手数料を払ってください、そうすれば、我々は
 資産額がふえるように一生懸命努力します、とい
 うことをいっても、お客さんはなかなか納得し
 けない。これは営業員の報酬に関して全く同
 じことで、預かり資産はふえたけれども、あのお
 客さんは売買してくれない、そうしたら、自分
 手数料が入ってこないというような問題がいろい

ろ出てくるわけです。

そういう中で、例えばメルルが始めたいわゆる
 CMA (証券総合口座) とかスミスバーニーが
 トップになっているラップ口座とか、そういうも
 のもいろいろつくられてくるようになったわけ
 です。

図表9に「証券総合口座の基本構造」として、
 口座の仕組みについて図を示しておきましたが、
 こういう口座をつくることによって、今までは
 と単に株とか債券、投資信託、そういうものに回
 されるお金だけを預かっていたのに対して、預金
 性のお金までもMMFに入れられるようになり、
 お客さんの金融資産全体を取り込んでいく、そ
 ういうようなことが可能になったといわれており
 ます。証券総合口座それ自体としては、出発点
 ではMMFの金利が非常に高かったので大分騒
 がれましたけれども、それ以降は、それほど収益

には貢献していない。

しかしながら、お客さんの金融資産を預かれる金融商品のアイテムが拡大した、それに伴って、金融資産全体をにらんだ上でさまざまなアドバイスをすることができる、そういうことが、結局、預かり資産を拡大するというか、資産管理に焦点を合わせた形での業務を展開できる基礎をつくり上げたということがいわれております。

それから、ラップ口座（図表10）は主として九〇年代に急速に伸びていったといってもよろしいかと思いますが、これも一定のラップ手数料を払えば、投資顧問がついて運用してくれるというシステムを、比較的安いコストでつくり上げたということことです。

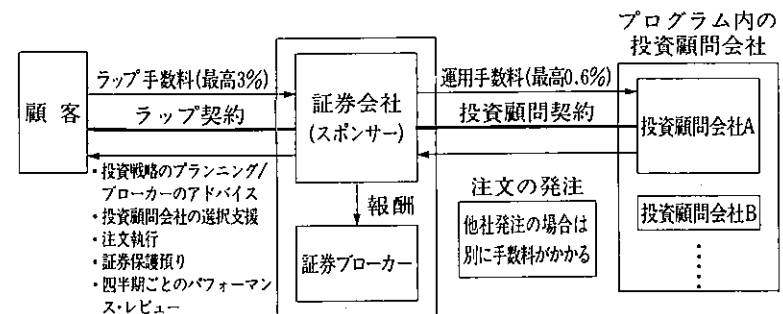
ただ、これ自体も現在どこまで儲かっているのかわかりませんし、特に証券営業員という観点から見ると、以前ならば一回の売買で一%とか二%

取れたのが、ラップ口座になりますと、ラップ手数料のうち、証券営業員に戻ってくるのはそのうちの〇・六%ぐらいとか、そういうことではなかなかうまくいかないということがいわれております。

こういうことから、証券会社の仕事というものが、単に売買してもらおう、それによって手数料を得ていくというよりも、いわばお客の資産全体をいかにふやしていくのか、あるいは、お客の金融資産をトータルに考えて、それをどういうふうに分けて、どういうふうな収益を上げていったらいいのか、そういうことを全体を見ながらアドバイスをしていく、そういう方向に営業のスタイルが変わりつつある、それがメリットだということが一般にいわれているようです。

恐らく、手数料重視であった今までの経営から多少は変わってきた。それで成功しているかどうか

図表10 ラップ口座の仕組み



かはわかりませんが、それに見合うような形で、営業員に対しても、資産額がふえた場合フィーをどのくらい戻すのか、それからそれに応じた形でフィーをどういう水準に設定するのか、ここでは各社ともさまざまな工夫をしているようです。

それが必ずしもすんなりとうまく行っているかどうかということについては、我々もそこまではまだチェックできておりません。中には、非常に不満を持つ営業員もいる、あるいは、伝統的に手数料を中心に考えていた人からすれば、その証券会社は嫌だといって逃げ出してしまふ、そういうことも全くなきにもあらずというふうに聞いております。これは、恐らく日本の証券会社でも同じで、訪問販売を中心にやっていた会社がインターネット中心に移ったため、営業員に逃げられたという話を聞かないわけでもございません。た

図表11 日米証券営業員の比較

		会社との関係	報酬	営業コスト負担	証取法上の規定
日本	社員外務員	被雇用者	(原則) 固定	会社	両者区別なく外務員
	歩合外務員	独立自営業者	歩合(約4割)	会社	
米 国	社員営業員	被雇用者	歩合(約4割)	会社	両者区別なく登録代理人 (Registered Representative)
	I. C.	独立自営業者	歩合(約8割)	本人	

証券会社につないでいる。報酬としては、アメリカで社員営業員ですと、手数料の大体四割を戻しているのが一般ですけれども、インディペンデント・コントラクターになると八割ぐらいの戻しでやっている。中には、戻し率を決めないで、契約によって逆に一定額を提携している証券会社に払うという、いろいろなケースがあるようですけれども、平均的には大体八割ぐらい戻しているの

が実情です。このインディペンデント・コントラクターというのは、先ほど言いましたように、独立の業者で、例えば、会計士だけと片手間にそういう証券業務を行う、あるいは、不動産業者だけでも、ついでに証券業務も取り扱う、保険外務員だけでも、ついでに証券も販売する、そういう観点から、特定の証券会社と提携している業者です。ある意味では、専業というよりも何らかの兼業をしている。それなりの一種のファイナンシャル・プランナーというのでしょうか、一種の金融顧問的、あるいは投資アドバイザー的にそういう業務を行っている。証券会社は、そういう人たちを組織して証券業務を展開している。そういう証券会社が、インディペンデント・コントラクターとの提携型の証券会社といわれて、中には二千人とか三千人のインディペンデント・コントラクターと契約し、そ

だ、長期的にそういうことをやっているということとです。

特にそういう中で、メリルリンチなどは、会社の方針として明らかに、手数料を安くするということによって競争するわけではない、お客様との長期的な信頼関係を築き上げていく中で、最高のサービスを展開していく、そういうことが我が社の方針である、そういうことをはっきりと宣言して、お客様に接していく、その一つのあり方として、資産管理業務を重視していくということ、そういう動きはまだまだあるということとございます。

六、アウトソーシングの拡大

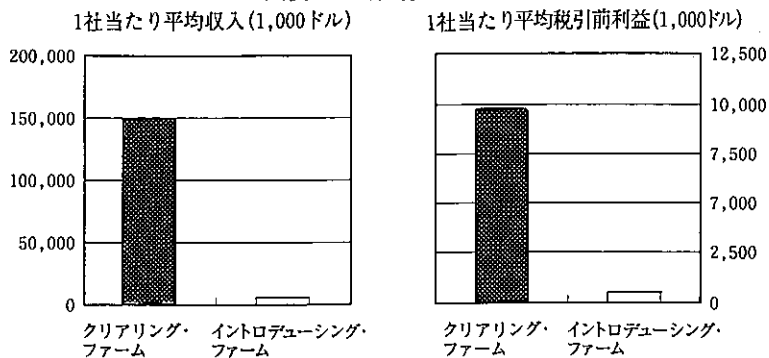
それから、同時に、これは昔からアメリカであつたものですが、これは昔からアメリカであつたものですが、証券業者のやり方とし

て、インディペンデント・コントラクターという人たちを使う動きが強まっている、あるいは、そういうものを大量に使うことで、それなりに成功している一部の証券会社があるというふうにいわれております。

図表11に「日米証券営業員の比較」があります。日本では社員外務員と歩合外務員が、アメリカには社員営業員とI.C.という者がいると書いてあります。I.C.というのは、インディペンデント・コントラクターです。

アメリカで社員営業員というと、日本の歩合外務員に比較的近い存在ですが、これは、会社に雇われていて、報酬は歩合です。ところが、インディペンデント・コントラクターは、社員ではなく、完全に独立の自営業者として会社と契約して証券業務を営んでいます。具体的には、投資家に対して投資勧誘をして注文を取ってきて、それを

図表13 会社規模の比較



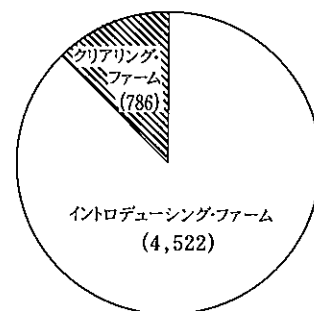
【出所】 SEC, 1996 Annual Report.

れを主たる収益源とする、そういう証券会社も存在しているわけです。

また、もう一つ、アメリカの場合ですと、お客さんを勧誘して注文を取り、それを執行し、受け渡しを行う、そういう業務を分けて、営業活動だけを行う会社はイントロデュースング・ファーム（注文取次会社）と呼ばれております。アメリカでは、現在証券会社は約五千ぐらいあるわけですが、それでも、そのうちの大体八五％はイントロデュースング・ファームというふうにはSECは分類してあります。それ以外に、売買の執行、受け渡し、決済業務、清算業務、そういうものまでを行うのがクリアリング・ファームといい、これが一五％ぐらいを占めています（図表12）。

クリアリング・ファームとイントロデュースング・ファームを比べると、イントロデュースング・ファームは非常に小規模な業者でございます。

図表12 証券会社の数（社）



【出所】 SEC, 1996 Annual Report.

それは、図表13を見ていただければよくわかります。

そういうことから、アメリカでは、証券会社で働いている営業員は、独立しようと思つと、まずお金がなければインディペンデント・コントラクターになる、それで、多少会社ができるぐらいの基盤ができれば、今度はイントロデュースング・ファームをつくり上げる。これは比較的小規模でもできるということでございます。いわば、証券の営業員からすれば、独立したいあるいは自分の

好きな会社をつくりたい、ということであれば、このイントロデュースング・ファームという形で比較的实现できる。そのために、お客さんは以前から自分でつかんでいるということ。ところが、執行とか受け渡しということになると、インフラの整備とかいろいろなコストもかかってくるので、そういう部分は、別にクリアリング・ファームとかそういうところに頼んでやってもらう。そういう形で分業化されていく。

また逆に、こういうことは、従業員の側から見ますと、一定期間証券会社に勤めたら独立したいという場合のインセンティブになっている。そういう便宜を提供しているという形になっている。それと同時に、お客さんに対しての勧誘的を絞った最高のアドバイスだけを展開できる。そういう形での業務の分化がかなり進みつつあるのではないか。それが恐らくこれからも非常に強まっ

ていくということをし、いま一つ述べておきたいと思います。

七、アメリカ証券会社の人事戦略

それに絡んでいま一つ述べておきたいことは、そういうことが可能になる背景として、アメリカでの営業スタイルということになります。個人を対象としたリテールビジネスを展開している証券会社になりますと、大手で全国的な店舗網を持つて、あるいは地域でもかなり広範囲に店舗を持つて、外務員を雇いながら展開しているリテール業者、有名なところではメリルリンチのような大手の証券会社と、それ以外に、地方に先ほど述べたようなたくさんのイントロデュースング・ファームが存在しているわけです。

特に、そういう大手の証券会社の場合、多数の

もう固定給は払われない。歩合給だけです。歩合給は、通常ですと、大体手数料の四割です。ですから、最初の二年間でお客さんを取れない人は自動的にやめていく、あるいはやめざるを得ない。そういうスタイルの会社だということです。

この点は、日本の人事制度との恐らく決定的な違いなのだろうと思います。証券営業員の採用も、これは大阪米國証券市場視察団でまとめたものですが（図表14）、ほとんど従業員による紹介、あるいはお客さんからの紹介、そういうことから各支店で採用していくというスタイルをとっている。大学でのリクルートはある程度されていますけれども全く効果がないというのがアンケートの結果から出ております。

そういう中で、証券会社に入って営業員として一生食っていく。それでうまくいけば、インディペンデント・コントラクターになったり、あるいは

店舗と外務員を使って、フルサービスで業務を展開していますが、その場合営業員はどういうふう雇っているかといいますと、基本的に支店長が現場で雇っている。要するに、支店ごとに採用している。日本ですと、大体人事部がすべて採用して、ローテーションでいろいろな部署を回していきますが、そういうことはなくて、営業員は支店単位で採用されて、ずっとその支店に勤める。そういうスタイルです。支店長は、営業をみずから行うケースもありますが、文字どおり営業をサポートし、営業を管理する、さらに重要なのは、コンプライアンスで、営業員が規則を守っているかないか、そういうことをチェックし、お客の苦情を処理していく。そういうことが支店長の仕事で、支店長は、本社等からも派遣されてくる。

営業員の報酬は、通常ですと、最初の一年二年は見習的に固定給を払われるけれども、あとは

図表14 証券営業員の採用方法

採用方法	はい (%)	もっとも効果的であった (%)	もっとも効果がなかった (%)
従業員による紹介	78	56	4
従業員以外による紹介	76	16	7
求人広告	41	9	41
ヘッドハンティング	35	9	18
大学でのリクルート	19	3	30
その他	11	7	0

資料：SIA資料

〔出所〕 大阪米國証券市場視察団 [1996]

は自分でイントロデュースング・ファームをつくらしたりしてゆく。そういうふうな形で、従業員へ一つインセンティブを与えているということだろうと思います。

日本の場合、お客さんは通常は、会社に属するのか、営業員個人に属するのか、基本的には会社に属するということで、断りもなく営業員がやめてお客さんを連れて行った場合、私もチェックしていませんけれども、問題は時々発生しているようです。それに対してアメリカでは、営業員は顧客に尽くしていくといわれており、そうすると、常に何が起きるかといえますと、会社と営業員との間では絶えず緊張関係がある。営業員の方は、もっといい戻しをくれ、あるいはもっといいサービスをしてくれ、あるいは、営業の補助スタッフを提供してくれ、そうすると、よいリサーチレポートを提供してくれたら、営業サポートをよく

る必要があるのではないか。恐らく、多くの日本の人事のあり方、営業のあり方、そういうものも変わっていくのではないかという感じがしております。

以上は、大体リテールにかかわることですが、アメリカの場合、投資銀行業務といわれているもの、これは引受に絡むものとか、あるいはM&Aにかかわる部分、それから商品部門、ディーリングを中心に扱っているところ、そういうことを主体とする証券会社が別にございます。

これについては、ちょっと時間の制約もあってお話しできませんけれども、大体投資銀行では、ビジネススクールからリクルートして、見習い期間をある程度置いて、それから専門でやっている。一〇年あるいは二〇年ぐらい前ですと、投資銀行でもゼネラリストで何でもやっていたということですから、最近ですと、だんだんと業種

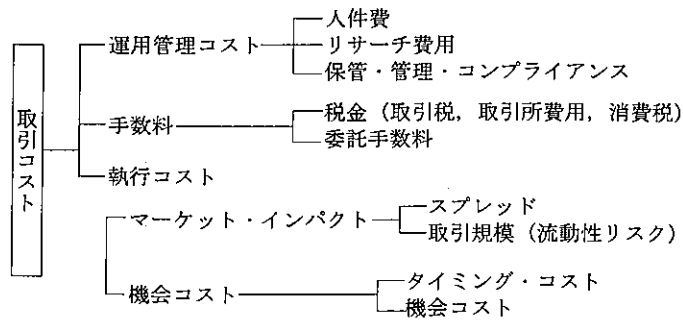
してくれる証券会社に移ろうとする、それは当然歩合の戻しの率がいいところになるだろう。逆に、証券会社の方も、いかに優秀な営業員を確保するかということをめぐる競争している。そういうよい意味での緊張関係というのが存在しているというか、そういうところが一つのアメリカ的なシステムの特徴ではないか。

恐らくこれを日本でやろうとしたら、非常に大変なことも起きてくるだろうと思います。いわゆる労働市場の条件が違うわけです。ただ、日本でもこれから証券業務がだんだんと専門性を帯びていった場合、ゼネラリストで何でもやるというスタイルで果たしてやっていけるのか。また、地域密着型で、高度なサービスを供給し、お客さんの信頼を勝ち取っていく、そこでは、人と人との関係が非常に重要になってくる。そうすると、やはりある程度何らかでこういう要素を持ち込んでく

別、商品別のスペシャリストというものが生まれてきている。ただ逆に、そういうように非常に細分化されると困ることもあるので、今度はそれをチームに再編成するとか、営業用にはリレーショナルシップ・マネジャーというものを設けて、顧客の窓口は一本化するとか、そういう形にしております。いずれにしても、投資銀行業務で人を雇うとなれば、投資銀行部門で雇う、あるいは、そのユニットなり、部門なりで雇う。日本のように人事部が総括的にどうこうすることはないということ、そういう意味でスペシャリスト性も非常に強いということ、です。

いわゆる商品部門、あるいはディーリング部門といったいいのかもしれないけれども、その部門に関して、ここでは必ずしも学卒とかそういうことに関係なく、希望者は一定期間見習いで、最初は電話番号をし、そういうことを何年かさせて

図表15 取引コスト



覚えてくれば、優秀な者を残して専門家にしていくというスタイルがトレーダーといわれている人たちには多いのが実情のようです。

そこでも、証券会社の人事という意味では、ゼネラリストは全く不要になってきているわけではございませんけれども、どちらかというわけに専門性を持った人間を育てていくのか、そういう形での人事、それをめぐって、いかに業績評価をし、報酬を与えていくのかということが問題になっております。特に、投資銀行部門とか商品部門というのは、個人の成果がばっと出てきませんので、これをめぐっては常に対立とけんかがある。いかにそれを調整していくのが、経営者の手腕ともいわれております。

投資銀行のことに关してはそのぐらいにして、ただいずれにしても、アメリカでは人事システムのある方が決定的に違っているということ、そう

いうことから何か学ぶべきことがあるのではないかとということをも一つ述べておきたいと思えます。

八、取引システムの変貌

それから、もう一つ述べておきたいのは、金融システムが変化し、そういう中で証券会社に変化していったわけです。アメリカでもかつてそうだったわけですが、特に日本でも、手数料の自由化に伴って、恐らく機関投資家などを中心として、その引き下げの要求は非常に強まってくる。事実、アメリカでも機関投資家によって手数料水準は半分以下になったというふうにいわれているぐらいです。恐らく、日本でもそういう可能性は強いわけです。

そういう意味で、手数料についてみてみますと、図表15のように、やはり取引コストというものは、単に手数料だけの問題では済まないということとです。資産を運用している側からいたしますと、「運用管理コスト」ということで、特に機関投資家の場合、ファンド・マネージャーのコスト、それから調査のコスト、そういうものもかかってくるわけです。これは自分の会社でやった方がいいのか、あるいは外部から買った方がいいのか、そういう選択の問題もかかってくる。

それからもう一つ「執行コスト」と書きましたが、けれども、特に機関投資家のようにまとまって注文を行う場合、それによってある程度値段は動いてしまうかもしれない。マーケット・インパクトといっておりますけれども、大規模な注文を出す時、それに伴って値段が動いてしまう可能性がある。希望した直近の値段で売買できないような可能性です。そういうものをいかにして下げるのかということが非常に問題になっていく。そういう

中で、例えばアメリカでも、現在出ている気配の中値で取引したいとか、終値で取引したいとか、これは先物取引との裁定との関係でもそういうニーズが強まってくる。また、タイミングの問題もあって、現在の値段で売買できるかもしれないけれども、もう少し待てばいい値段が出てくるかもしれない、あるいは、下手すると全く買えなくなってくるかもしれない、そういうふうなことを機会コストともいいますが、そういうことが証券の売買にはつきまとう。それらを執行コストと呼んでいるわけですが、そういう執行コストをいかに下げているのかということも考えていかなければならない要素だということがございます。

その点、アメリカでは一九七〇年からNASD A Qが稼働し、一九七五年には手数料が自由化され、ナショナル・マーケット・システムというこ

のようなシステム、これはマーケットメカニズムで、最近変わりますけれども、あれでは自分の出したい値段が出せないから、少しシステムを変えてくれという要求が強まってくる。また、例えば、イギリスではマーケットメーカー世代がビッグ・バンをやったわけですが、去年からオークションを取り入れた新しいシステムにころっと変わってしまった。

こういう売買システムという意味でも、多様なものが展開されるようになってきている。多様ではあるのですが、利用者の側から見ればどれかは選択できる。それはある面では、情報システムによって結ばれているというか、そういう中でどういう取引システムがいいのかということも、一つの選択の対象になってきている。恐らく、そういうことを通じてよりさまざまな投資家のニーズに合う、取引システムが模索されてい

とで、すべての取引所を結びつけるという方向がセッティングされてきたわけです。それから以降、何が起きているかといえますと、既にご存じのように、PTS（私設取引システム）、あるいはATS（代替的取引システム）というような新しい売買システムがかなり生まれてきている。

こういう新しい売買システムが何をやっているかといえは、中値での取引をしたり、あるいはバスケットでの取引を行うシステムをつくり上げているということです。SECは、一貫して市場喚起をするということで、ある面ではそういうものを奨励してきた、それをめぐってはいろいろ議論もございますけれども、その一つの背景は、やはり投資家が多様化してくる、そういうことに伴って、マーケット・インパクトを回避してくれるような取引、そういうものを望む声も出てくる。

また、投資家によっては、例えばNASD A Q

く。そういう意味では、きょうも、例えば環境が変化した、そういう中で資産管理業務は拡大してきます、債権証券化ビジネスが拡大してきますというふうに述べたわけですが、証券業務のあり方も、デイスカウント・ブローカーやオンライン業者のように、できるだけコストを安くする、あるいは逆に、我々は最高のサービスを維持していくんだというように、いろいろ分化していく。

それから、業務のやり方も、我々は注文を獲得するだけだ、あとのことは別の人がやってください、そういう形になっていく。恐らく、いろいろな取引システムができて、自分のニーズに合ったものにいか結びついていくか、あるいは選択して使っていくのか。今後ともそういう多様な中で、いかに選択していくのか、そういうことを行

わなければならぬ時代に来たということなんだろうというふうにご考えております。

逆に、自分の得意分野を見つけて、そこに集中していかねばならない。同時に、そのことは、現在いる従業員に対してどういう新たな能力とインセンティブを与えていくのか。恐らく、そこではかなりの痛みを伴うというふうにご予想される。実際に、ディスカウント・ブローカーなどを見てみると、大体新しい業者になっていて、古い業者でこういうものを展開したというのとはほとんどございません。

先ほどいいましたように、スミス・バーニーでもこういうものを導入した場合、新しい報酬システムをどうするのかということについては、この一五年間は試行錯誤の連続だったというふうにいってもいいのではないかと私は見ております。やはりそういう中で、ある程度の試行錯誤を覚悟

問 ICに関しまして、いわゆるRRの資格にいろいろございます。そのどついうのをこなしているのかということ、それから、コンプライアンスの責任はどうなっているのか、その辺を。

答 最初に、コンプライアンスの責任は、それと提携している証券会社にあります。ICが契約している証券会社が全部負うことになります。ICと契約する証券会社との間で、ICに対して何か補償を求めるといふことはあるのかもしれないけれども、基本的に証券取引にかかわる責任は、提携している証券会社が責任を負うというふうにご考えてください。

いわゆる登録外務員の資格についてですけれども、これは取らなければ営業できない。ですから、証券取引所法上では、全く区別のない登録外務員ということになります。ただ、労働法上は契約関係にはなくて、証券会社の従業員ではないと

しながら、経営資源をどこに集中していくのか、そういう選択を図っていくということがこれからのあり方で、どういうふうな選択をするかということでは多様な道が開けている。逆にいうと、選択に困るといふのが現状ではないのかというふうには私は見ている。

そんなことで、既にご承知の話も多かったかもしれないですが、一つアメリカの例を参考にしているところを調べてみたということ、こういうことが何らかの参考になればと思います。不十分な点が多いので、さらにこれからも研究会を続けていきたいと思っております。

以上、お話はこのぐらいにします。

小山理事長 予定された時間がまだ少し残っておりますので、ご質問をなさりたい方、もしいらっしゃいましたら、ご発言いただきたいと思っております。

問 いう、ちょっとわかりにくい構造になっております。

問 ブローカーに属していませんけれどもいいのですか。

答 いいということです。

問 独立しているということですか。

答 独立で営業をしているということですね。ですから、一人でも、注文を取れば、事実上営業できるといふことですね。実態は、いま一つ我々も確認していないのですけれども、生命保険を売りながらついでに売るとか、あるいは不動産業者だけど地区の名士で、お客さんを持っていて売るとか、そういうのも多いだろうと思えます。

また、話は別ですけれども、例えばイギリスですと、弁護士とか会計士が証券会社にお客さんを紹介して、注文が成立したらバックがある、そういう慣行は昔からありますし、恐らくそういうも

のと近い。ただ、日本はそれが余りにもリジッドで、そういうことを許してこなかったということではないかという気がしております。

小山理事長 ほかにございませんでしょうか。
——よろしゅうございますか。

それでは、これで本日の講演を終わります。

小林 どうもありがとうございます。(拍手)

(こばやし じょうじ・専修大学教授、当研究所主査研究員)

(本稿は、平成一〇年六月一五日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。)

前号(第三八巻第六号)講演録の三〇頁表4に過誤
がありましたので左記のように訂正いたします。

日本の税額控除方式欄

誤

正

インボイス ↓ アカウント