

証券市場改革と証券経営

佐賀 卓雄

小山理事長 定刻になりましたので、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、私から講師の略歴等を紹介します。

佐賀さんは、昭和二二年のお生まれで、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と博士課程を履修しておられます。その後、小樽商科大学と大阪市立大学の助教授を経て、平成四年に大阪市立大学商学部教授に就任され、平成七年に大阪市立大学から当研究所主任研究員に移籍されています。

佐賀さんは、特にアメリカの証券市場及び証券業についての造詣が深く、この方面的著書としては、平成

三年に東洋経済新報社から『アメリカの証券業－変貌

過程と規制緩和－』を、また、昨年、日本短波放送から『メリルリンチの真実－動き出したウォール街の対日戦略－』という本を発表しておられます。また、昨年、当研究所から出版いたしました『金融市場の変貌と証券経営』と『図説アメリカの証券市場』という二冊の本につきましても、佐賀さんは熱筆取りまとめの中心的役割を果たしています。証券市場の改革が本格的に実施されて、証券会社の経営を取り巻く環境は、今、当初の予想を超える速さで大きく変貌しています。

そこで、本日は、佐賀さんに「証券市場改革と証券経営」というテーマでお話しいただくこととしました。()清聴をお願いいたします。それでは、よろしくお願いします。

ご紹ひいただきました性質でござります。

を感じたのは、もう一〇年以上前に、トム・ピーターズの『エクセレント・カンパニー』という本が出て、これは日本でもベストセラーになったのですが、この本を読み終えたときに少し気になりました。どういうことかといいますと、アメリカの銀行とか保険とか証券会社、総じて金融サービス業といつていいかと思いますが、この金融サービス業の中からエクセレント・カンパニーの中に一社も入っていないのです。これはひょっとして最初から対象から落ちているのかなと思って読み返してみたら、金融サービス業ももちろんちゃんと対象になっているのですが、結局候補から全部落ちてしまっているわけです。

そのことが最初に証券経営の問題を考えるきっかけになって、その後、最近ですと、例えば『ビ

ルしにくいということなのか、私自身は、一番田のマネジメントのところにも若干問題があるかなという感じはしているのですが、どちらかというと証券業はやや独特の性格の業務じゃないかと考えております。

しかし、どちらかというと一番日の証券会社のマネジメントの質が落ちるんだという見方がアメリカでも強いのです。この最たるもののは、八七年のブラックマンデーのときに、ドランカーという経営学者が新聞記者のインタビューを受けまして、「証券会社にマネジメントなんていうものはないよ」ということをいった記事が残っております。それくらいアメリカでは、証券会社のマネジメントの質が問題なのではないかという見方が根強くあります。

他方、そうではなくて独特の性格があるんだという見方の代表格は、ハーバード大学の先生方が

ジョナリー・カンパニー』(日経BP社、一九九五年)とか『コア・コンピタンス経営』(日本経済新聞社、一九九五年)など、アメリカで出版されて日本でも広く読まれてあるものを読んでみると、いずれも銀行とか証券会社の名前がほんまでも挙がってこないのです。たまにシティーバンクとかゴールドマンサックスといった名前が挙がってくることはありますが、まずリアケースという感じであります。

そこで、なぜエクセレント・カンパニーが証券業界あるいは銀行業界にはないのかということが非常に気にかかるおりまして、これが実は一〇年来の私の問題意識になっていきます。これには二つの解釈があります。一つは、証券業界というのは、マネジメントの質が落ちるのか、もう一つの見方としては、業務の性格が非常に独特であつて、通常のマネジメントではなかなかコントロール

まとめた『ドゥーリング・ディール』という原題の本、『投資銀行のビジネス戦略』(日本経済新聞社、一九九一年)という翻訳書になっていましたが、これでは証券業というものは独特的の性格があつて、それをコントロールすることがなかなか難しいのではないかという立場をとつたものであります。ただ、これはどちらかというと少数派で、私の知る限り、それ以外に積極的に証券業界のマネジメントを擁護するような見解というのは、なかなか見当たらないという状況になっております。

最初に、私の問題意識ということでお紹介させていただいたのですが、恐らく証券業の独特的性格というのは、これからますます強まっていくだろうと思つております。その理由は、環境と業務の性格が非常にスピーディーに変化してきている

アメリカでメーデーといわれる手数料の自由化

が一九七五年ですが、私は一〇年たった一九八五年に、メーデー以後一〇年の間の変化を調べにウォール街に行つたのです。もちろんいろいろな変化があるのですけれども、八五年に行ったときには、ウォール街は別のこととて大変騒いでおったわけです。それは何かというと、ルール415といわれる一括登録制がその二、三年前に導入され、引受業務が大変厳しくなっているということです、もっぱら関心はそちらの方に向いていて、メーデー以後一〇年というのはどうでもいいよと感じだったわけです。

もちろんニューヨークタイムズとかウォールストリートジャーナルは「メーデー以後一〇年」という特集記事は組んでいましたけれども、業界の関心はもっぱらルール415の一括登録制の方に移っていて、手数料の自由化は、ほぼ一〇年たったころには余り話題にもならなくなっていたのです。

一、証券経営を取り巻く競争の枠組みの変化

日本版ビッグバンの内容のうち証券経営との関係で重要な影響を及ぼすであろうと思われるものを取り上げますと、三つぐらい挙がつてくるかと思います。

一つは、株式の売買委託手数料の自由化ということで、これは一〇月一日から完全に自由化されることが決まっております。もう一つは、免許制から登録制への移行ということで、新規参入業者、しかもこれまでとは違つて業務分野をかなり絞り込んだ業者がたくさん入つてきて、それに対応して、既存業者の方でも変化が見られるということあります。

が、私が八五年にウォール街に行つたときの状況であります。

一九九六年二月にEトレードが公開してインターネット取引が始まつてから、ちょうど三年半ぐらいたつているわけですが、この三年半の変化と八五年行ったときのメーデー以後一〇年間の変化、どちらがどうかということを最近ちょっと比較してみたのですが、実はこの三年半の変化の方が激しいのです。ともかく我々が状況に追いついていくのが大変な状態になつております。ここまでテクノロジーはすさまじいインパクトを持つのかと、改めて考えさせられております。こういう変化の激しい時代に入つてきますと、恐らく証券業というのは、もつともっと独特の性格を持ち始めてきて、その変化のスピードに対応するようなマネジメントが求められてくるだろうというのが、私のこのところ考へてることであります。

それから、三つ目に、情報技術の方に含めてしまつていいと思うのですが、もう一つ別建てにするとすれば、取引所外取引の解禁、いわゆる場外執行が認められて、こういうものをビジネスにする業者が恐らく出でてくる可能性があるということになります。インステイネットは既に申請の段階に入つてはいますので、近いうちに日本でもATS／PTSを専業とするような業者が出てくるだらうということになります。制度改革ではないのですけれども、やはり情報技術革新というのが大変なインパクトを及ぼしているのではないかということで、これは証券取引全般に非常に大きな変化をもたらしていると思います。

まず最初に、チャネルの変化というのがあります。その代表格は、きょう比較的詳しく述べますが、オンライン取引が非常に伸びてきているということであります。

それから、業務、商品、サービスというのが多様になってきている。これも日本ではまだ出ていませんが、例えば投資信託の販売であれば、投信のスーパー・マーケットといわれるような形のサービスが出てくる。それを最初に九三年にチャールズ・シュワブが始めたのですが、シュワブは、ノーロード、ノートランザクション・ファイーの投信を五〇〇種類ぐらい集めて、これを投資家に提供するというサービスをやったわけです。日本で例えていいますと、投信のスーパー・マーケットに行けば、そこでは野村の投信も買えるし、日興の投信も買えるし、ゴールドマンサックスも買えるし、モルガンスタンレーも買えるなどいうことで、系列等の枠組みにとらわれないサービスの提供がアメリカで出てきたわけです。しかも、これがごく一般的な商品、サービスになつているのが現状であります。

日本既存の系列色の強い業者は、恐らくこういうことは絶対にできない。野村系列の業者が大和の投信も売ります、あるいは日興の投信も売りますということは、およそ想像できないのです。が、例えば、Eトレード証券あるいはHIS協立証券がやるという可能性は非常に強いと私は思っています。そういう既存の系列にとらわれない新規参入業者が思わず展開を仕掛けてくる可能性は十分あるだろうということで、そういう多様な業務とかサービスがこれから出てくる可能性が強いと思います。

そうしたときに証券業界の競争の構造がどういうふうに変わっていくかということですが、ごく抽象的にいいますと、競争のルールが変わっていくということになります。今まで大蔵省が認めた免許業種でありますので、一号免許から四号免許で、みんなそれぞれ決まった業務で競争をやる

ということであつたわけですが、業務の制限が取つ払われますと、それに業務分野を絞り込んだ特化型の業者、ニッチ業者というのが出てまいりまして、恐らく従来型の総合証券という業態は、ほとんど成立する余地がなくなります。それぞの業務分野で非常に専門色の強い業者が存在するということになりますと、競争をやっても絶対に特化型の方が勝つわけですから、競争にならない。

例えばアメリカでいいますと、サンフランシスコには代表的な地方の有力投資銀行が三つあります。この三つの投資銀行は、社員数でいいますと大体一〇〇〇人前後の業者ですが、モルガンスタンレーとかゴールドマンサックスという、経営資源からいうと自分たちよりも一〇倍以上の規模の業者を向こうに回して、シリコンバレーでは圧倒的な強さを發揮しているわけです。

これは今後連携戦略といつても必ず守らなければ、アウェーホーンキングを競争戦略のかなり重要なポイントとして活用しなければ。

抽象的立場をあわてて、やつこつ形の証券市場のトレーニングを決めていく必要があるといふべきであります。これは完全に規制が撤廃された自由競争の時代の生残り戦略といつてはいかど思ふが。

表1は、アメリカの資本額で見たランキングの推移です。これらなどといひて紹介されていねむので、見ていただくと一目瞭然ですが、一九七一年、手数料が自由化された前のランキングと一九八年のランキングを比べたものです。シャンパニエで遡った部分が、110回出間に上位110社があつて生じたもので、111社しかない。メリルリッチューハーバーマンサックス&ペインウェーバーの111

社しかばんじゅうついドウのド、やれやんじ新陳代謝がの間は起きてるんでついドもあらね。

この間に、証券会社の数は、71年には1100社あつたのが九八年には5600社とふつりんじある。約1倍にふくらむ。手数料が自由化され、まだまたとつるれて、証券会社の数が非常に減つたところもどうか、いぶれるといふのがわけじめ、むしろ新規参入もふえたといふあります。

最近は、トライアーグループとシットマーチャーの合併とかいう形で、ちよつと驚くほつな大型合併が相次いでいるのですが、実は私自身は、あれに対しては半分程度の確率で解体する可能性が強こと感つてます。一九八〇年代の初めに異業種合併のブームがあつた時期があつます。シャンパニエアメリカンエキスプレス、トヨタ・リー

表1 米国証券業界資本額ランキング推移

(単位 百万ドル)

順位	1971年ランキング	資本額	備考	順位	1998年ランキング	資本額
1	Merrill Lynch	393	-	1	Merrill Lynch	52,046
2	Bache	128	Prudential保険が買収	2	Morgan Stanley Dean Witter	33,577
3	Salomon Brothers	102	Smith Barneyと合併	3	Credit Suisse First Boston	32,148
4	Paine, Webber	80	Kidder Peabodyを買収	4	Salomon Smith Barney	27,592
5	Du Pont	78	倒産	5	Lehman Brothers	24,784
6	Dean Witter	77	Morgan Stanleyと合併	6	Goldman Sachs	21,774
7	Loeb, Rhoades	75	Shearsonに合併	7	Bear Stearns	14,789
8	Allen	75	98年ランキング33位	8	Paine Webber	5,911
9	Walston	69	廃業	9	Donaldson, Lufkin & Jenrette	4,513
10	Hornblower & Weeks-Henphill	53	Shearsonに合併	10	BT Alex Brown	3,066
11	Goldman Sachs	53	株式会社化を決定	11	UBS Securities	2,162
12	The First Boston	52	Credit Suisseが資本参加の後買収	12	Prudential Securities	1,983
13	Eastman Dillon	51	Shearsonに合併	13	Nations Banc Montgomery Securities	1,839
14	Reynolds	51	Dean Witterに合併	14	Chase Securities	1,778
15	E. E. Hutton	51	Shearsonに合併	15	Shelby Cullom Davis	1,734
16	White Weld	49	Merrillに合併	16	Nomura Holdings America	1,646
17	Donaldson, Lufkin & Jenrette	48	Equitable保険が買収後、再公開	17	Charles Schwab	1,506
18	Blyth	43	Shearsonに合併	18	Deutsche Morgan Grenfell	1,485
19	Shearson, Hammill	43	Anexが買収の後、Smith Barneyが買収	19	J. P. Morgan Securities	1,454
20	Oppenheimer	41	Mercantile Houseが買収後CIBCが買収	20	A. G. Edwards	1,414

ドとトラベラーズ、デイーン・ウイッターとシアーズ・ローバック、チャールズ・シュワブとバンカメリカ等々ありました。これらはすべて失敗し、現在はすべて解体しております(表2参照)。

このときの失敗の理由は、シアーズ・ローバックがデイーン・ウイッターという証券会社を買収したときに、たしかビジネスウイーク誌だったと思いますが、「投資家はシアーズでソックスは買ってもストックは買わないだろう」といったわけですが、これは非常に的確な言い方だったと思います。つまり、この時期の異業種合併は、顧客買つてもストックは買わないだろう」といったわけですが、これは非常に的確な言い方だったと思われたのは、シナジー効果とか、兼業の利益(エコノミー・オブ・スコープ)ということでした。が、そんなものはすべて幻想にすぎなかつたというものが、一〇年後の状態であります。

こういう経験を我々は既に八〇年代にしている

証券市場改革と証券経営

わざですから、現在の大型合併が表面的な華やかさとは別に、必ずしも順調に行くとは到底思えない。私の感触からいいますと、これからかなりの経余曲折があるだらうと思っております。

さて、総合証券という業態は、これから分解していくかざるを得ないだらう。分解していくときには、これは業者によってもちろん違うのですが、恐らく四つぐらいの方向に動いていくんだろう。図1を見ていただくとわかるのですが、左下の方にディスカウンターライン、右上に行きますと、ベンチャー・キャピタルとか、マーキャント・バンキングという世界、左の上が、もっと伝統的な投資銀行業務、右下が、いわゆるアセット・マネジメントの世界ということで、このいずれかに自分たちのポジショニングをとらざるを得ないような状況が、これから生まれてくるだらうと考えております。

図1 証券業務の今後の展開

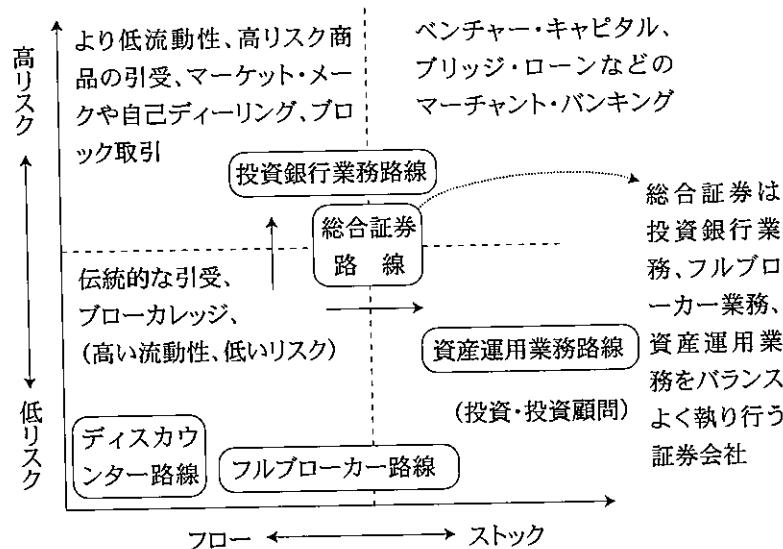


表2 金融スーパー・マーケットの解体

証券会社	親会社	時 期	結 末
Shearson	American Express (クレジットカード)	1993年3月	Primericaへ売却、Smith Barneyと合併
Dillon, Read	Travelers (保険)	1991年	経営陣が買い戻した後、1997年2月、SBCが買収、Warburgと合併
Dean Witter	Sears, Roebuck (小売り)	1993年	公開1997年5月、Morgan Stanleyと合併
Charles Schwab	Bank America (銀行)	1987年3月	LBOにより独立
DLJ	Equitable (保険)	1995年10月	一部公開
Kidder, Peabody	GE(総合電機メーカー)	1994年10月	Paine Webberに売却

(注) DLJ は Donaldson, Lufkin & Jenrette の略、SBC は Swiss Bank Corporation の略、GE は General Electric の略。

(出所) 野村総合研究所

一、リテール営業戦略の一極化

野に入つていくことはなかなか難しいだらうと思つております。

第39巻第8号

きょうは時間の関係もありますので、機関投資家向けのビジネスの話は省略させていただきます。省略する理由はかなりはつきりしていまして、現在、機関投資家向けのビジネスは、基本的大口とかバスケット取引をどういうふうに執行していくかという執行のノウハウが問われるような世界に入つてきています。

典型的には、VWAP、つまり取引高加重平均価格での執行というのがごく一般的になつていますが、こういう注文をこなせる業者は、大手の機関投資家に聞いたところ、大体七社、ちょっと多めに見ても一〇社ぐらいの業者しか相手にされてないということで、そこまで集中が高まつていままでの、それ以外の業者にとっては、こういう分

社とか一〇社の世界に入ります。

そうすると、それ以外の業者にとって、機関投資家向けビジネスというのは、これから参入を試みるというような世界ではありませんので、とりあえずきょうはその話は省略させていただくということで、リテールビジネスを中心にお話ししたいと思います。

リテールビジネスにつきましては、これもさまざまな方がいろいろなところでいっていますが、基本的に認識は同じで、大きく二極化していくだろうということであります。

結論的にいいますと、二極化していったときに、一つは、オンラインの世界に入ります。つまり、ノードバイスの世界ですね。できるだけ正確かつスピーディーな執行ということを売り物にした、非常にシステム化された世界、これが一つです。もう一つは、大手業者の対応ということ

なブラインドビッドという取引手法がありますが、これからこういうものが出てくると、もっと絞られてくる可能性があるということで、これはごく一部の資本力の強い業者の世界の業務になるだらうということであります。

もう一つは、特に、年金基金とか投資信託のファンドマネージャーが、現在どういう形で注文先を選んでいるかというと、基本的にリサーチなんですね。アナリストのプレゼンテーションを聞いた上で注文先を決定しております。日系の業者も既にそうなつていて、リサーチ力が問われる世界に入つてますので、こここの分野も大手のリサーチ力に定評のある業者に限定されるということで、これもいいところせいぜい上位一〇

で、これはアドバイス業務を中心とした対応という形に変わつていくだらうと思います。

まず、日本の業者でオンライン取引を始めた業者は、先月末で二九社であります。最近始めた業者の方からの話は伺っていないのですが、かなり早い時期に入つていった中小の業者からの話を聞く限り、異口同音に、自分たちが今まで相手にしてきた投資家とは全く別の投資家層がオンラインで注文を出してくれているということを、半ば感激しておっしゃる経営者の方が多いのです。

これはどういうことかというと、今まで支店に来て注文を出すお客様、しかも従業員が一〇〇人、二〇〇人の証券会社に来て注文を出すお客様は、どちらかといえば中小企業の経営者とか、セミプロ的な投資家の方が多かった。ところが、オンライン取引を始めてみたら、そこを経由して注文を出してくるお客様が、四〇代から五〇代

と比較的若くて、高学歴層の人たちが多いという特徴がある。私が聞いた業者は、感激した口調で、すべて口をそろえてそうおっしゃるわけであります。

上場会社の役員の人たちとか、医者とか弁護士などの専門職的な人たち、少なくとも自分たちを今まで相手にしてくれなかつた人たちが、オンラインで注文を出してくれる。

チャネルを変えると、顧客のセグメントもどうも変わつてくる。これは非常に重要なポイントですが、チャネルと顧客セグメントの対応関係が、

その時点あたりから意識され始めてきていると思います。荒っぽい比喩を出しても、年金生活者にオンラインで注文を出してくださいといつても、それは無理な話なんですね。ですから、オンラインで生き残りを図る業者は、あらかじめ顧客セグメントをどこに絞り込むかということをやっておかないと、不整合が起きる可能性があるということ

提供を考える必要があります。

では、オンライン・ブローカーはどういう形でビジネスモデルをつくり上げてきたのか。これは簡単にいいますと、コスト構造を変えたということです。例えばチャールズ・シュワップが最初にやつたことは、七五年に自由化されたころにはパソコンはまだそれほど普及していませんので、基本的に電話で注文を受けるということをやつた。外務員、証券マンを使わないで、電話のオペレーターが注文を受けるということで、まず人件費を抑える。それから、店舗を余りつくらないで、店舗にかかるコストを下げる。このようにして安い手数料で提供することができたわけです。

今までのブローカージ業務の理解としては、証券売買の仲介サービスが中心的な業務であつて、情報の提供とか投資アドバイス、清算にかかわるサービス等々は付随するサービス、付加的な

であります。

日本では四月末でオンライン口座は約五万五〇〇〇口座、先月末で六万口座を超えていきますので、一ヶ月から二ヶ月で大体一万口座ぐらいのペースでふえているという状況です。アメリカは現在七五〇万口座ありますし、少なくともそこで行くには何年かかるので、とりあえず現在の段階では、そういう顧客セグメントを意識したチャネルということを考える必要があるだらうと思います。

チャネルとしては、もちろん店舗がありますし、通常の電話のほかにタッチトーンで注文を受ける場合もありますし、いろいろな形がありますが、顧客セグメントに合わせたチャネルの提供が必要になつてくるということになります。チャネルを変えていきますと、コストも当然変わっていきますので、それに合わせた商品とかサービスの

サービスという理解だったと思ひます。こういうふうに意識はしてなかつたのですけれども、何となくこれらが一括されて、それに対しても手数料は幾らというふうに考えていました。要するに、中心的なサービスは証券売買の仲介ですよ、こういう理解だったと思ひます。

この証券売買の仲介というところだけ取り出すと、結局そんなに人手をかけなくていいんじやないか。むしろここのこととはシステム的に処理できるから、その分手数料を下げる事ができるという話になりまして、このサービスの中で投資アドバイスというサービスを切り捨てて、人件費を抑えて、売買の仲介のところは限りなくシステム化すれば、手数料は大手の半分とか三分の一でも黒字になる。これがディスクウンターのアプローチ、ビジネスモデルということになつてゐる

と思います。

ですから、ブローカレッジ業務の要素サービスというものがばらばらに分解されて、その中で人手ができる限り省けるようなサービスに特化する、コストを下げる、非常に安い手数料で注文を取りというのが、ディスカウンターとかオンライン業者のアプローチの仕方ということになります。

これは新規参入業者の方が圧倒的に有利なんですね。というのは、店舗は最初からつくるなければいい、人も証券営業の資格をもった登録外務員ではなく、電話やパソコンのオペレーターを必要なだけ採ればいい。例えば九六年にEトレードが入ってきたときに、そこはもともとショウワブとかクイック・アンド・ライリーという大手のディスクウンターのシステムをつくっていた会社ですので、システムには定評があったわけです。これを武器にシリコンバレーで証券会社を始めた。で

ところが、これで去年、おととしぐらいまでは何とか来たのですが、ここに来てオンラインの伸びが急激なものですから、どうもメリルも旗色が悪いということで、ことしの一月からオンラインサービスも提供するというふうに変わりました。これは正式に決まっていましたけれども、きのうの日経の夕刊に出ていたのですが、ハーバード・アリソンというナンバー2が退任しました。これは実はメリルのオンライン取引への取り組みをめぐる戦略の対立から退任という話になつたというものが、もっぱらのうわさですが、ある意味では当然予想されることなんです。ハーバード・アリソンというのは、メリルは別会社方式でオンライン取引していくべきだという主張をしていたわけですね。それに対して、次期CEOの対抗馬だったジョン・ステファンズは、本体でやるべきだということ意見が対立して、とうとう退任と

すから、店舗は全くないわけですが、現在はショウワブに次いで一位のシェアを獲得しているという状況になっています。

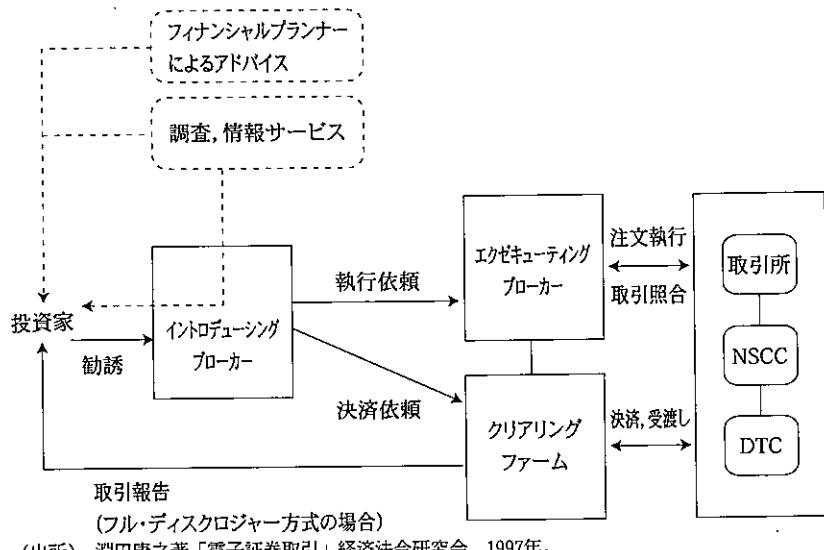
では、新規参入業者が入ってきたときに、証券ブローカーもたくさん抱えていて、店舗もいっぱい持っているような大手の業者はどうすればいいのかというと、何らかのレーン・デールを確保して生き残りを考えなければならないわけです。そのときに大手の業者がとったアプローチは証券ブローカレッジの要素サービスの中で、投資アドバイスを中心的なサービスにして業務展開していくことを考えましょうということで、代表的には、メリルリンチがとったアプローチの仕方であります。時間があれば、メリルリンチの話はもうしますけれども、投資アドバイスという附加值をつけて高い手数料を合理化するということがあります。

いう話になつたみたいです。

私個人としては、子会社方式の方が問題が少なくていいんじゃないかと思っているのですが、メリルは、今回的人事を見る限りでは、本体で入っていくことにしたようですので、これでメリルのフィナンシャル・コンサルタント（営業マン）がどういう影響を受けてくるかというのが、次の問題になります。ここはかなりダメージを受けてくる可能性が強いだろうと思ひます。

要素サービスがばらばらに分解されていくと、結局それぞれの要素サービスに特化した業者が出てまいりますので、これはアウトソーシングして外に出してやるということができます（図2参照）。ですから、機能特化型の業者が存立する余地が出てくるということです。日本はまだここまで行ってないのですが、アメリカでは、証券業務のアンバンドリング、アンバンドルというのばば

図2 証券業務のアンバンドリング



らばらにするということです。要するに、分
解されるという状態になっています。

そこで、耳なれない言葉がたくさん出てくると
思いますが、イントロデューシング・ブローカー
というのは勧誘だけをする業者、エグゼキュ
ティング・ブローカーというのは執行だけをや
る業者、クリアリング・ファームというのは清算・
保管というバックオフィスをする業者といふこと
で、日本も多分、最終的にはこういう姿になつて
いくと思うのですが、特定の要素サービスに特化
して、それぞれが最も良質のサービスを提供する
という形のネットワークができ上がってきます。
チャールズ・シュワブはそうじやなかつたので
すが、今、大方のオンラインブローカーは、ここ
でいうイントロデューシングだけをやっているん
ですね。注文を受けるだけです。例えばエグゼ
キューティング・ブローカーの例として、九五年

にオンラインブローカー「五社が共同出資して、
ナイト証券という執行専門の業者をつくっている
わけです。このナイト証券というのが、今NAS
DAQの出来高の約二割弱を占めております。こ
ういう執行専門の業者を自分たちでつくって、そ
ういう形でコストをできるだけ抑えるという動き
になつてきております。

クリアリング・ファームですと、例えば、
DLJの子会社のペーシングとか、ニューヨーク
のカウエンといった業者が有名ですが、手数料が
自由化されて、この二〇年間ぐらいの間にこうい
う姿ができ上がってきたということです。日本は
これからですけれども、行き着く先としては多分
こういう姿になるだろうということで、紹介し
ておきたいと思います。

インターネットブローカーの一取引当たりの平均
的な手数料金額は、一九九六年の第1四半期で五
三ドルくらいだったのが、九七年の第4四半期で五
一六ドルくらいまで落ちていて、その後横ばいと
いう形になっております。ですから、大体九七年
末くらいで価格破壊の動きは一応落ち着いたとい
うふうに見られておりまして、現在はほぼ小康状
態で推移しております。

こういう急激な価格の低下がどうして可能にな
ったのか。これはさつきの説明と若干重複しま
すが、一つは、店舗をつくらないということと、
アメリカでは証券外務員のことをレジスタード・リ

プレゼンタティブ、「登録外務員」(RR)と呼んでいますが、RRは報酬が高いですから、人手を介さないで単にオペレーターだけということであれば、これはただの事務員ですので、給料を安く抑えることができるわけで、人件費を抑えている報酬体系を低くすることができます。この二つをやって、コストを下げていった。

オーダー・フロー・ペイメントというのアメリカの独特の慣行ですけれども、先ほどのインポートデューシングとエグゼキューティングの関係のところにかかわってきます。つまり、インポートデューシングブローカーが執行をエグゼキューティングブローカーに依頼するときに、エグゼキューティングブローカーは自分たちのところに注文を回してもらうように、一株につき一セントとか三セントの払い戻しをする。つまり、リベートを払って注文を集めることをやっている

六分の一に下がっております。ですから、アスク・ビッグのスプレッドが最低でも一二・五セントということだったのですが、これが一六分の一に縮小されていますので、六セントちょっとになります。六セントちょっとということであれば、その中から一セント、三セントを払い戻すのは収益的にかなりきついということで、このエグゼキューティング・ブローカーもオーダー・フロー・ペイメントを払えなくなっているということで、かなり減ってきてまして、それが価格破壊の動きにブレークをかけている一つの理由だといわれております。

それで、価格競争の方が落ちついてきて、今、競争の形態は、サービス競争の形に変わってきております。一つは「システムの使い勝手や信頼性」ということで、例えばディーティックというオンライン業者がいますが、このホームページ

プレゼンタティブ、「登録外務員」(RR)と呼んでいます。

これは問題のある慣行ですけれども、SECは、問題はあるということを認めながらも、一部はお客さんに低い手数料という形で還元される、ただしディスクロージャーはきちんとやりなさいということで、基本的に認めてきた。それでオーダー・フロー・ペイメントが、オンラインブローカーのかなり大きな収入項目になってします。ETレードの場合でいいますと、大体収益の四分の一がこのオーダー・フロー・ペイメントから上がっているといわれております。

ただ、このオーダー・フロー・ペイメントは、現在かなり急激に減少しております。その理由は何かといいますと、九六年に注文執行ルールをSECが定めまして、それをきっかけにアスク・ビッグ・スプレッドが急激に縮少しています。そして、以前は八分の一ドルだった値刻みが現在一を見ていたらすぐわかりますが、例えば、成行注文は六〇秒以内に執行されなければ手数料は要りませんというのがうたい文句の業者であります。通常は一〇秒以内で執行するという、タッチの差の世界になってきてるようですが、こういうシステムのグレードをめぐって競争をやるというのが競争の一つのタイプであります。

それから、「提供する情報の充実」ということで、これは事実上、日本のオンラインサービスもかなりこういう性格が強まっていますが、要するに、例えば気配情報はごく普通のサービスになっていますし、いろいろな業者と業務提携してりサーチレポートを提供したりというサービスもやっております。こういうふうに情報をめぐる競争が行われてくる。

次に、「IPO銘柄の提供」です。これは特にサンフランシスコの投資銀行と組んでやっている

ケースが多いようです。これも、例えばサンフラ

ンシスコの投資銀行は、ハンブレクト・アンド・クイスト（H&Q）とか、モンゴメリー、ロバー

トソン・ステイーブンス、これが三大業者といわれているのですが、幾つか支店は持っていますけれども、基本的に支店は要らないわけです。

つまり、公開して、それを投資家に売るわけですから、この売り子の役目をオンライン業者が果たしてくださいというのが、この業務提携の内容であります。

現在はIPO（公開）ブームですので、個人投資家はIPOの銘柄をなかなか買えない。だから、逆に今度はショウワブとかEトレードに口座を持っていると、例えばモンゴメリーとかロバートソン・スティーブンスが公開（引受）した銘柄については、優先的に回しますよというふうなサービスになっています。

況になっております。

四、オンライン取引の将来性

アメリカのオンライン口座はフォレスター・リサーチによると、五四〇万口座ですが、ほかのところですと、大体七〇〇万とか七五〇万という数字が出てきます。

オンライン口座資産は一九九九年には三七四〇億ドルです。ですから、これが大体二〇〇三年ぐらいまで、かなり急激に伸びるだろうという予想がなされています。オンライン業者は、九八年で一〇〇社ということあります（図3、4、5を参照）。

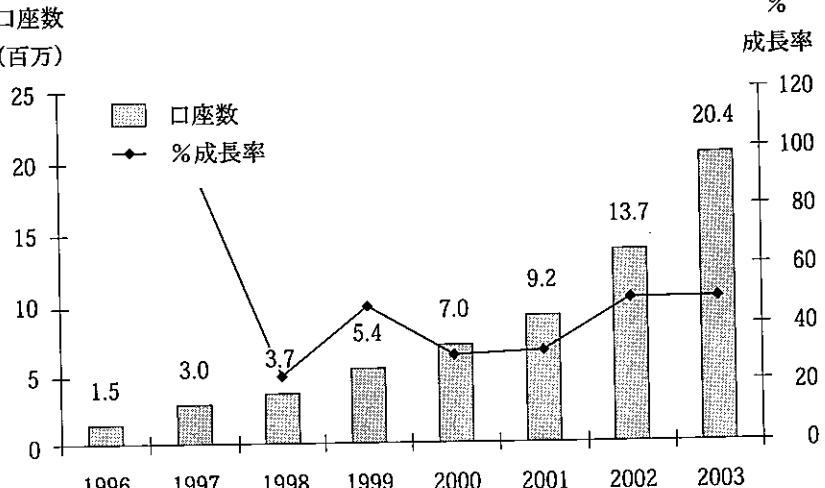
日本は、大和証券が参入したのが九六年の四月ですでの、ちょうど三年ぐらいで、二九社まできていますので、業者のふえ方のペースは非常に速

ビスをやっているわけです。

投資銀行の方は、なぜそういうサービスを提供するのかといいますと、今はまだ問題なく売れているけれども、これからマーケットが少しよくな状態になると、多分売るのに苦労するだろうな、そのときのために、顧客基盤をある程度確保しておいた方がいいという思想があります。そういう形の投資銀行との業務提携です。

最後に、「付加的サービスの提供」です。たとえば、ブル&ベア・セキュリティーズはアメリカン航空とくんでマイレージ・サービスを提供しております。いろいろな証券取引ごとに航空会社のポイントを加算していくよというサービスです。こういうサービスは、恐らく日本でもやる業者がすぐ出てくると思います。私も、一、二、三の業者から問い合わせを受けていますので、そういうことを考えている業者は既に何社があるという状

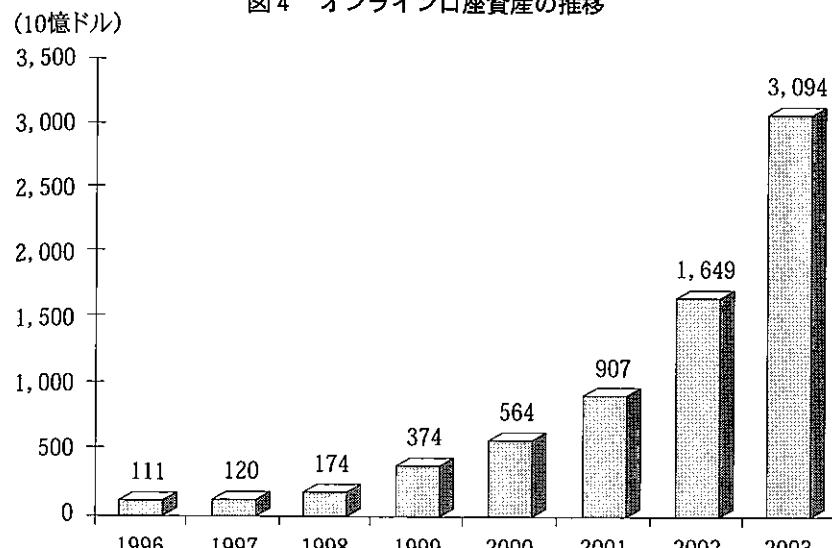
図3 オンライン口座数の推移



(資料) Forrester Research, Inc.

(出所) SIA, Securities Industry Trends, May 12, 1999.

図4 オンライン口座資産の推移



リテール取引および手数料に占めるオンライン業者のシェアですが、これも九八年でとりますと、リテール取引の二七%を占めている。ただ、手数料が非常に安いので、手数料のシェアはそんな七・九%ということです（図6を参照）。

図7は「リテール投資家の所得分布」を示したものですが、所得分布を一〇万ドル以下、一〇万ドル以上に分けて、オンライン投資家と全体をくらべて見ると、ほとんど違いがなくなってきたいわゆるわけです。最初のころはオンラインというチャネルを使う投資家というのは、ごく一部の自分で投資判断のできるお客さんに限られていたのですが、ここまでオンライン取引が普及してくると、ごく普通のチャネルの一つになってしまったとい

図6 リテール取引および手数料に占めるオンライン業者のシェア

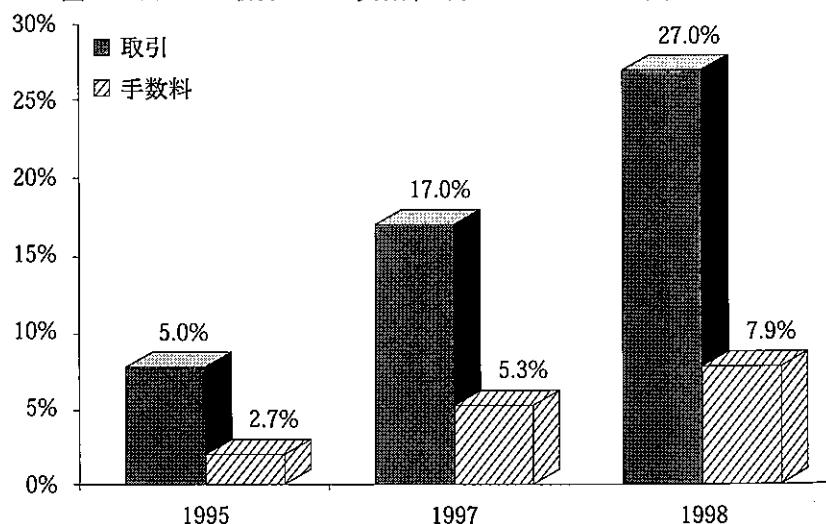
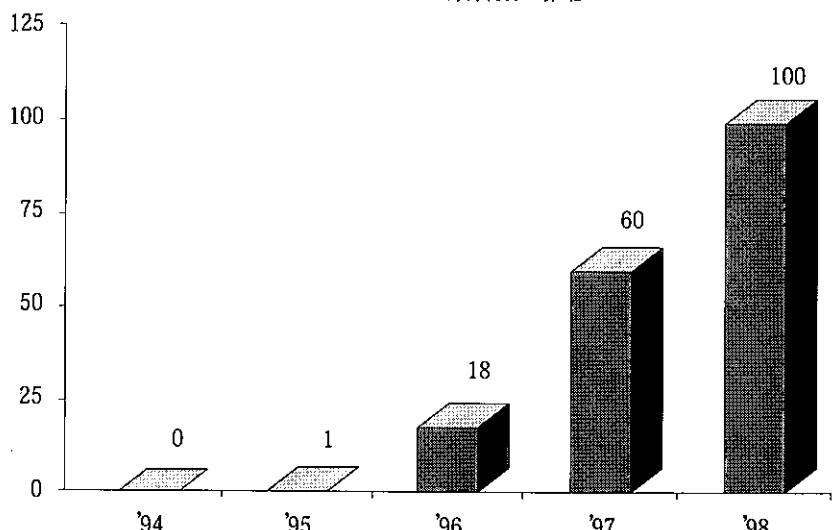


図5 オンライン業者数の推移



うのが、この棒グラフの意味することです。ここから非常におもしろい問題が出てきます。

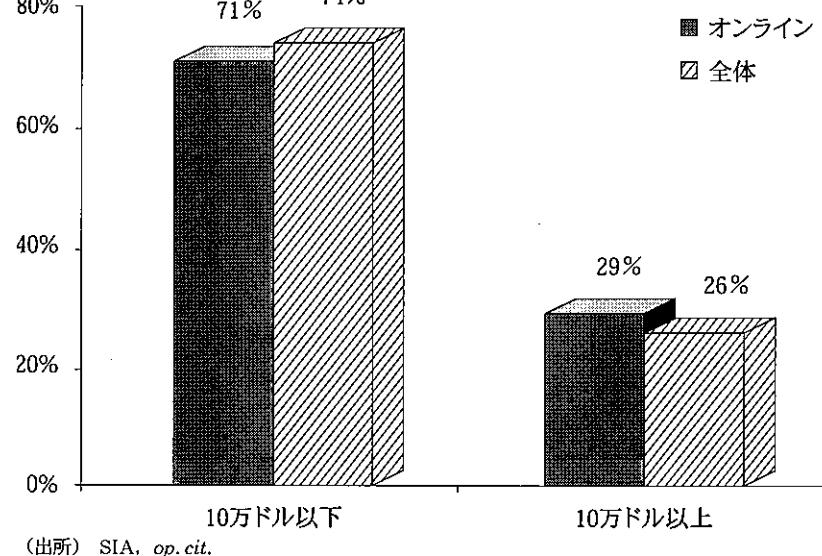
「よく普通の投資家になってくると、どういう問題が起きるかといいますと、今までには情報さえきちっと提供してくれれば判断は自分でしますという投資家が典型的なオンライン投資家だったのですが、ここまで普通のチャネルになってくると、オンラインで投資する投資家の中には、自分で投資判断のできない投資家がかなり紛れ込んでくるわけです。そうなると、Eトレードのように店舗のない、一応ネット上のアドレスはわかるけれども、どこにあるのかわからないような業者はどうも不安だねという投資家が結構ふえているのです。

結局どういうことになっているかといいますと、オンライン業者も、やはり店舗がないと競争上ちょっととつらいというふうな局面に変わってきた

ているわけです。そこで、逆に今度はチャールズ・シュワブが非常に競争力を発揮するという局面が現われているわけです。シュワブはオンライン業者の中では約三〇〇の店舗をもつた一番手数料の高い業者です。メリルリンチが約六〇〇ですのでも、メリルリンチのほぼ半分の店舗を抱えているわけです。

最初のころは、Eトレードのような低価格を武器に参入していく業者と競争する上で、この多数の店舗は大変に不利だったのですけれども、局面ががらっと変わってしまいまして、やはり店舗があつた方がいいなという投資家がふえてくると、シュワブの方が非常にヒューマンタッチのサービスを提供できるということで、逆に今オンライン業者の店舗網が見直される局面に入ってきていました。これがアメリカのオンライン取引の現状であります。

図7 リテール投資家の所得分布



日本はここまでいくのに、まだしばらくかかるんじゃないかなという気はしますけれども、アメリカでは既にそういうふうに競争の局面ががらつと変わってきているということは注目されるのではないかと思っております。

今年春ぐらいからだったと思いますが、チャールズ・シュワブの時価総額が、メリルリンチを抜いたのはそういう競争の局面が変わってきたることをマーケットの関係者が評価した結果であると私は思います。

それから、表3は「インターネット投資家のプロファイル」ということで、ゴメツ・アドバイザーというボストンのコンサル会社がありまして、ここのはじめページからとったものです。「ハイパー・アクティブ・トレーダー」というのは、ディートレーダーみたいなものです。年間八〇回以上売買するということで、トレーダーに

とっては迅速な執行、リアルタイムの情報が重要です。で、こういうハイ・ペー・アクティブ・トレーダーというのが初期のころにはほぼ半分ぐらい占めていた。これがどんどん減ってきているわけです。

「シーリアス・インベスター」は、直訳すると真面目に考えて投資する投資家ということで、要するに、リサーチ情報に基づいて投資判断をする投資家ということになります。ここは余り変わっていないのですけれども、自分で投資判断ができるという投資家が三分の一強ぐらい占めていた。

「ライフゴール・プランナー」は、結婚とか退職といったイベントを考えて投資に参加してくるような投資家です。アドバイスとかプランニングを評価するということで、こういう投資家も、実は九八年になると三割を超えているわけです。だから、三分の一程度がこういう形の投資家になつてくるということです。

「ワンストップ・ショッパー」というのは、「ワンストップ・ショッピング」という言葉がありますが、要するに一ヵ所で何でも充足してくれるようなお店がいいというのがワンストップ・ショッピングの考え方ですが、こういう投資家がいます。こういう投資家は、やはりネットじゃ不満だということで全然いなかつたのですが、九年で少しふえてきているということで、このワンストップ・ショッパーをどれだけ取り込めるかと

している企業と提供を検討している企業を合計しますと大体四〇社ぐらいになります。これは、ブルンバーゲが毎月、オンライン取引調査というのをやっていますので、もしご関心があれば、二〇日おくれぐらいで、もう六月末の分が来週あたりに出ますので、それを見ると、大体どういう動向になっているかということがわかりります。

五、資産管理型営業へのシフト

資産管理型営業は、最初に説明しましたように、アドバイスを中心的なサービスとして、ブローカレッジ業務というのを再構成し直すということです。その目的は、もちろんディスクヴァンターやオンライン業者が出てきたということがあるのですけれども、実はこういう指向性というのはそれよりもっと早くあったわけあります。

次は、日本の証券会社の現状であります。オンライン取引業者は、現在二九社にのぼっておりますが、今後オンライン取引サービスの提供を予定

表3 インターネット投資家のプロフィール

	1997	1998	1999	2000
ハイパー・アクティブ・トレーダー	45%	28%	24%	14%
シーリアス・インベスター	37%	41%	35%	34%
ライフゴール・プランナー	18%	31%	35%	37%
ワンストップ・ショッパー	0%	1%	6%	15%
顧客数(百万)	2.8	5.0	7.3	10.8
口座数(百万)	4.1	7.1	10.5	14.0

(注) 1999年1月時点の推計。

(出所) Gomez Advisorsのホームページより。

特にラップ口座が注目された時期は八七年のブラックマンデーのときなんです。この商品自体は、個人退職年金向けの商品として、一九七五年、ちょうどメーデーの一週間後に、もうなくなっていますがE・F・ハットンという証券会社が最初に売り出した商品です。だから、商品としては一〇年ぐらい前にもうあつたんですが、当時はほとんど注目されなかつたのです。それが八七年のブラックマンデーを機会に、非常に注目されましたわけです。

なぜラップ口座が注目されたのかといいますと、業者の側からいと、市況がこれだけ大きくなれば、証券会社の収益基盤も何か危うい、もつと安定的な収益をもたらすような業務に変えていかなければいけない、フリー・ビジネスに変えましょうということで、残高からコンスタンツにフリー収入が上がる商品を探していいたところに、

だきませんという商品ですから、営業マンが何か手数料稼ぎのために過当に売買しているんじやないかという不信感をぬぐい去ることができるということで、それが八七年のブラックマンデーから注目された理由であります。こういう形で、ラップ商品というのが非常に有力な商品として、資産管理型営業の中で注目され始めてきたということであります。

メリルリンチでは、TGAというサービスがあるのですけれども、これをよく簡単に整理したものが表4です。第一段階から第五段階で、こういうアプローチをシステム的にもバックアップするということで、「テクノロジーと熟練したアドバイザーの結合」というのがメリルリンチのうたい文句であります。

メリルリンチの最もプランニングを重視したもののとしては、ファウンデーション・ファウンデーション

たままラップ口座というのがあって、これを売り出していくたというのが、業者側の理由です。

他方、これはアドバイスサービスをセットにしたパッケージ商品ですので、結局そういう形でお客さんのニーズがどういうところにあるかを探りながら、いろいろなポートフォリオの提案ができるということで、これが顧客ニーズの捕捉に適合的商品であるということで、この時期に伸びてきた理由であります。

それでは、ラップ口座自体がどういう意義を持つていたのかといいますと、今いったフリー・ビジネスということが一つなんですが、もう一つ、お客様との関係でいいますと、利益相反の防止というのがかなり大きなポイントになります。つまり、これは運用残高に対して年間何%という手数料体系になりますので、例えば証券売買を何十回繰り返しても、それ以上の手数料はいた

表4 メリルリンチのTGA (Trusted Global Advisory System)
—テクノロジーと熟練したアドバイザーの結合

<第一段階>プランの策定
<第二段階>慎重な調査
<第三段階>投資戦略（アセット・アロケーション）
<第四段階>投資する業種の選択
<第五段階>銘柄の選択

ン・サービスというのがあります。これは日本でも最初に物議を醸したのですが、要するに、お客様の資産を全部いってくださいということで、それがちょっと新聞記事になつたりしたのですけれども、アメリカ本国でもあそこまでストレートな言い方はしていませんで、別に書きたくないけれど書かなくていいですよということで、後は長期にわたる取引の過程で把握しながら、ポートフォリオの提案とか運用のサービスをやるというのが、このファイナンシャル・ファウンデーション・サービスというものであります。

たまたま旧山一の社員が余りなれていなかつたということで、ああいう形で新聞に出たりしたんですねけれども、要するに、お客さんのニーズを考えながら、いろいろな投資戦略とか銘柄の選択をしましよう、こく平たくいいますと、そういうアプローチの仕方になります。

どういう状況になっているかといいますと、メリルリンチ日本証券の三月末の口座数が四万三〇〇〇口座、残高が六〇〇〇億円ということですのでも、大体もくろみとしては一兆円ぐらいを考えていたみたいで、これも、はるかに及ばない金額ということで、この辺が、苦戦しているという評価になる理由だと思います。

赤字が三月末で一五〇億円です。ただ、ホールセールの方が、大体一〇〇億円ぐらいの黒字になっていますので、メリルの日本での業務全体として見れば、一五〇億円程度の赤字ということですでの、余り大した赤字ではないという感じかなと思います。

この数字をどう理解するかということですが、私は本の中に書いていますように、資産管理型営業というのは、三年とか五年、赤字を続けざるを得ません。それだけの体力が日本の業者に残つて

メリルリンチがフリー収入でどの程度固定・準固定費をカバーしているかをみると、大体九四年から九七年ころまではそんなに伸びていなかったのですが、九八年あたりから非常に伸びてきていましたから、口座が少し動いただけで、黒字になるような収益構造になつていているということです、財務的にはかなり強固な基盤を持つような段階に入つてきていると思います。

ついでですので、メリルリンチ日本証券がちょうど一年たちまして、私もたまたま『メリルリンチの真実』という本を書いたせいもありまして、新聞、雑誌の取材が多かったのですけれども、この評価は多分分かれると思うのです。私はどちらかというと、予想どおりということなんですねけれども、マスコミの評価は、苦戦しているというふうな評価が多かつたと思います。

いるんだろうかというような書き方をしているのですが、それに尽きます。要するに、一年で黒字になるというのは到底考えられませんので、メリルの本当の怖さというのは、これを三年とか五年、続けられるということになります。続けていたときにはどうなるかということになります。

例えば、メリルは、口座数とか残高が余り振るわないという、その裏側で、非常にボランティア的なアプローチをとっているわけです。例えば、五〇万、一〇〇万円の投資金額のお客さんに対して、一時間とか一時間半かけてアドバイス業務といいますか、相談に乗つてやつてます。これはほとんど収益にならないわけです。こういうことを愚直に続けていったらどうなるのかということです、私はむしろそちらの方が怖いという感じを持つております。

メリルの場合には、これを多分三年とか五年、

続けられるのです。しかし、日本の業者は、体力的にそれだけのことを続けられる業者が果たして何社あるんでしょうかということです。逆に、メリルの競争力の強さが浮き上がってくるのではなかという気がしております。

ります。

小口取引については、これは、メーデーから一〇年たっても、何となく牧歌的な雰囲気だったという話を最初にしたのですが、実は日本では、テクノロジーの発達と自由化、これが一緒に来ますので、恐らく三年から五年のうちに、アメリカが二〇〇年かけて経験したことを一举に経験することになると思います。ですから、小口についても、最初から下がってくる可能性があるのかなと思つております。

ただ、これはそこだけいいますと、ちょっと誤解されますので、自由化というのはケース・バイ・ケースでネゴで決めるということですので、業者によっては上げるところが出てきますし、低価格を武器に猛烈な価格破壊を仕掛けてくる業者もあるということで、要するに自分たちが提供するサービスに対してのプライシングをきっちりや

六、手数料自由化の問題

まず、大口取引については、銀行とか生保とか投資顧問業者は、日本の場合にはすべて免許制になっていますので、アメリカに比べて非常に数が少ないことがあります。ですから、例えば日生とか明治生命、第一生命は、非常に巨大な運用資産を持っていますので、こういう機関投資家と業者がネゴをやりますと業者は圧倒的に不利になるということで、自由化後は、かなり大きく下がっていく可能性が強いのではないかと思ってお

る、そういうことが求められる環境になってくるということです。

例えば、先ほどのメリルは、小口については上げるということをいつていますし、日本の大手の業者は横ばい、据え置きというふうにいつています。オンライン業者は五割のディスカウントとか七割のディスカウントというふうにいつているわけですから、これはもう価格がばらばらになってしまいます。要するに、自分たちの提供するサービスに対するプライシングによって、価格が決まるということですので、単純に下がるといつてしまふと、そのところがちょっと誤解されますので、そうじやなくて多様な手数料体系になるというふうにいった方がいいかもわかりません。

そこで、もう三～四ヵ月しかないわけで、三～四ヵ月で戦略転換をやるといつても、これはもう到底遅すぎるという話になりますので、とりあえず

この表の見方は、例えば、表5のディスカウントを除く表で紹介しますと、縦に株価のレンジがあります。横に株数があります。アメリカの場合には、こういうテーブルが一般的であります。これが取引金額一本でやっていますので、ちょっと事情が違うのですが、アメリカの場合は、各社がこういうテーブルをつくっています。その表の見方は、集計したものを挙げていますので、例えば、一番左上でいいますと、株価が一〇ドルで株数が一〇〇という場合には、その集計した業者の中で、最低の手数料が二八ドル、最高が七一ドル

ル、中位値が五〇ドル、こういう結果になつているということです。

それから、一番下の方で、五〇ドルで二〇〇〇株というところになりますと、ここはもう非常に開いてきます。一番右下になりますが、最低が二六〇ドル、最大が一三五五ドルということですから、一〇〇〇ドル以上の開きがある。業者によって、これぐらい手数料がまちまちという状況になります。ただ、これはディスカウンターを除いていますので、ディスカウンターを入れれば、この開き方はもっと広くなります。それが表6です。今の五〇ドルで二〇〇〇株というところを見ていただきますと、最低が八ドルといふところがあります。これは、多分アメリカトレードだと思います。名前を伏せてアンケートをとっているのですが、ハドルのフラット・レートという手数料はアーリトレードしかありませんので、これは名前が

わかつちゃうということなんですが、要するに、一律八ドルの手数料という体系になつてているわけです。ディスカウンターですから、一番高いところでも一六四ドルということですので、上の表と比較していただくと、ディスカウンターはやはり非常に安いことがわかります。

こういう形の手数料表を各社ごとに決めていまして、日本でも取引金額に応じて、例えば松井証券のようなところは公表しています。今川三沢屋証券も公表していますが、それぞれ公表するかどうかは別としまして、こういうテーブルをつくる必要があります。こういうテーブルをついた上で、アメリカの場合には、そこから幾ら割り引くかという形の対応をします。

表7はこういうテーブルから「手数料を割引く理由」ですが、「RR」は、先ほどいましたように登録外務員のことですが、「RR」は注文の大

表5 手数料の水準(1) (ディスカウント・ブローカーを除く)
(最低-中位値-最大)

	(株価)	100	200	400	500	700	1,000	2,000
\$ 10	28-50-72	55-83-100	76-134-160	83-158-184	94-205-241	104-271-327	139-480-574	
\$ 20	42-66-83	76-114-137	97-190-225	104-227-270	118-299-361	139-410-498	183-632-764	
\$ 30	50-82-100	90-142-172	111-245-293	121-294-355	141-392-475	161-500-612	216-752-916	
\$ 35	50-90-109	94-156-189	118-273-327	130-329-398	149-424-515	172-530-650	227-812-995	
\$ 40	50-95-118	97-171-206	124-300-361	139-364-441	156-457-555	183-560-688	238-872-1115	
\$ 45	50-99-127	100-185-223	131-328-395	145-387-469	164-482-589	194-590-726	249-932-1235	
\$ 50	50-101-135	100-196-240	139-356-429	150-410-498	172-503-616	205-620-764	260-992-1355	

(出所) SIA, Report on Prices Charged Retail Clients in 1998.

表6 手数料の水準(2) (ディスカウント・ブローカー)
(最低-中位値-最大)

	(株価)	100	200	400	500	700	1,000	2,000
\$ 10	4-35-46	8-41-63	8-52-81	8-58-88	8-66-99	8-76-109	8-108-143	
\$ 20	8-38-54	8-50-81	8-64-102	8-70-109	8-80-125	8-96-143	8-130-187	
\$ 30	8-39-54	8-59-95	8-74-116	8-82-126	8-98-145	8-115-165	8-155-220	
\$ 35	8-39-54	8-61-99	8-79-123	8-88-134	8-106-153	8-121-176	8-167-231	
\$ 40	8-39-54	8-63-102	8-82-129	8-92-143	8-108-161	8-122-187	8-170-242	
\$ 45	8-39-54	8-64-106	8-85-136	8-96-148	8-109-168	8-123-198	8-172-253	
\$ 50	8-39-54	8-65-108	8-88-143	8-100-154	8-110-176	8-125-209	8-175-264	

(出所) SIA, op. cit.

きさではなく、顧客との総合的な関係を考慮して「割引幅を決める」というケースが一番多い。それから、お客さんから要求されて割り引いている。それから、多いところでは、経験の浅いブローカーは、注文をとるために、割引幅を大きくするケースがある。こういう集計結果が出ております。

日本ではどういうふうになるのかよくわからぬのですけれども、例えばアメリカの場合ですと、サンフランシスコのようなところは、チャーリーズ・シュワブとかEトレードとか強力なオンライン業者がいますから、ああいうところで高い手数料で注文を取ろうとしても無理なんです。そうすると、サンフランシスコの地域ではディスカウント幅をちょっと広げなきゃいけないとか、「地域」とに対応しなければいけないという問題が出てきます。

日本も、地域とか顧客との関係を考慮しながら、手数料をどれだけ割り引いて決めていくかといふ対応が必要になってくるだらうということです。

もう一つは、これは損失補てんとの関係が問題になります。たまたま前の取引のときに損をさせたお客様に対し、次回の取引で割引幅を大きくしたら、これは損失補てんじゃないのかというのが、皆さん心配していることあります。私は、金融監督庁の人間じゃないので、割引幅を多くしたって、せいぜい何万円の世界ですよ、そんなもの損失補てんで監督庁が一々チェックしますかねというふうにいっているのですけれども、どうも皆さん心配なようですね、これはむしろ個別の業者ではなくて、業界がある程度緩いルールを決めておく必要があるのではないかと思っております。

証券市場改革と証券経営

七、証券市場の裾野の拡大

時間が余りなくなりましたので、証券化や起業を支えるファイナンスの話、そこを裾野の拡大といたします。たまたま前の取引のときに損をさせたのは、結局リテールとかホールセールも含めてですが、伝統的な証券業務から離れて、いろいろなビジネスの可能性があるのではないかということがあります。たまたまNASDAQジャパンの問題があつたからといふこともないわけではないのですが、結局ニュービジネスを支えるファイナンスの仕組みを、国を挙げてもっと考えていく必要がありますが、結局NASDAQジャパンの問題に、結局NASDAQジャパンの問題もそうなんですが、尽きるところは投資家の問題になってしまいます。要するに、リスクテイクできる投資家がどの程度いるのかということです。

表7 手数料を割引く理由

(複数回答、全体に占める割合)

ディスカウント・ブローカーとの競争が厳しい	3.3%
経験の浅いブローカーの割引幅が大きい	15.0%
郡部よりも都市部での割引幅が大きい	6.7%
割引幅は支店長によって異なる	10.8%
RRは注文の大きさではなく、顧客との総合的な関係を考慮して割引幅を決める	32.5%
顧客からの要求	20.0%
1年前よりも割引幅が大きくなっている	11.7%

(出所) SIA, Report on Prices Charged Retail Clients in 1998.

例えばNASDAQと日本の店頭市場を比べると、公開基準は日本の方が緩いわけです。これは、取材を受けたときに、取材するテレビとか新聞の方は、日本が何でこんな状況になつてゐるかというと、公開基準がきつ過ぎて公開できないため、資金繰りに困つてベンチャー企業が多いんじやないかというふうに先入観を持つてゐる人たちが多いわけです。だから、アメリカと日本の公開基準を対比した表を見せまして、実は日本の方が緩いんですよ、緩いけれども、これはあくまで形式的な基準で、実質基準がもつと別にあるのです、その実質基準というのは、証券会社が形式的基準を満たしたからといって、なかなかすぐ公開に踏み切れない。踏み切れない理由は、証券会社の方も、投資家が買ってくれるかどうか自信がないから、ある程度高い水準のレベルを満たさないと、なかなか公開まで引き受けられないとい

と、私個人は思つております。

ですから、この前、NASDAQジャパンの説明会をやつたときに、一四〇〇人の人が集つたといつていましだけれども、多分そこにお集まりの方々は、日本の店頭市場ではなかなか公開できないうから、NASDAQだと赤字でも将来性があれば公開できるというふうに聞いてるので、今すぐにも資金の調達ができるんじゃないかな、公開できるんじゃないかなというふうに思つて行かれた方がどうも多かったのではないかと思うのです。実は全くそんなことはないわけで、むしろ日本で公開する方が、リスクの開示なんかもつとルーズですでの、こっちの方が楽だという感じなのです。

途中で変な話になりましたけれども、アメリカの場合は、要するに創業から大体五年で公開までいつてゐるわけです。これが日本の場合ですと、

うことで、その実質基準の方が非常にきついんだという説明をしていたのです。

NASDAQの方がきついというのはもう一つありまして、レッドヒーリング・プロスペクタス、仮田論見書のことですが、これは大体五〇ページぐらいのものですが、このうちの実に〇一五ページがリスク要因（リスクファクター）の説明に費やされている。要するに、SECのディスクロージャーの基準は、その時点でわかるリスクをすべて開示しなさいというふうになっていますから、実に詳細なんです。

例えば二〇〇〇年問題は、そのベンチャー企業に対してどういう影響を及ぼすかというよなことまで開示しなければいけないわけです。ここまで詳細なリスク要因を開示してまで、NASDAQでの公開に踏み切るベンチャー企業が日本にどの程度あるかというと、多分そんなにないだらう

実際に公開した企業の集計をとりますと、一七年ぐらいになつています。一七年といいますと、大体会社の寿命は三〇年というのが通説ですで、死にかかったときによく公開にこぎつけるという状況になつてゐるということになります。

米国ベンチャー企業の成長段階別の資金調達を見ても、アメリカは日本とは随分違つております。要するに、シードマネーといいますか、開業資金、自己資金は、日本も大体同じですが、この時点でエンジエルからの資金が七%ぐらい入ります。ですから、エンジエルがかなり初期の段階から入つてくる。それから、二次調達、三次調達となりますと、エンジエルが非常に力強いサポーターになつてゐるということです。このところが一番違うところです。

銀行も意外と早いところからファイナンスに入つて來ていますので、これも日本と比べると、

銀行が大分リスクをとっているという状況がうかがえるかと思います。

常に効率が悪いのです。

ですから、通常、ベテランほど地元で名士になつて、ロータリークラブとかライオンズクラブの一員になって、そのお客さんを紹介してもらつ

八、インセンティブ・システム の構築

最後ですが、今いつたふうな業務に広げていったときに、社員のやる気といいますか、インセンティブをどういうふうに仕組んでいくかということが重要になってくると思います。例えば資産管理型営業ということありますと、顧客密着、地元密着型の人事ということになりますので、これはアメリカではごく普通ですけれども、地元採用の割合をふやすとか、顧客取引の深耕をすすめる必要があります。新入社員の場合はコールドコール、勧説電話をかけて、証券投資の勧説をするというアプローチの仕方が一般的ですが、これは非

と、前の担当者はもっと引いてくれたとかいうお客様がいないとは限りませんから、そうするとと、ケース・バイ・ケースでネゴで決めなければいけないという環境になつてくると、どうもやはり今までの人事制度ではまずいのではないか。ある程度地元採用で一〇年、二〇年勤めて、そこで信頼を得ていくというアプローチの仕方の方が、多分、顧客第一主義とか資産管理型営業という趣旨には合っているのではないかと思います。

各業者が大分ここのこところ変わってきていると思いますが、結局そういう手数料収入に依存しないで、残高にリンクしたフィー・ビジネスということになりますと、残高にリンクした報酬体系に変えていかなければいけない。これは幾つかの業者がもう既にやっているようですけれども、そういう形に変えていく必要があると思います。

私が聞いた話では、例えばいくつかの投信委託

会社は、随分以前から、生命保険会社の女性の営業職の給与体系を参考にして、給与のシステムを検討しているという話を聞いています。生保で、保険の契約をとつてきたときに報酬を支払うやり方というのは残高リンクですので、応用が効くのかなという気がしますが、そういう投信委託会社もあると聞いております。

それから、もっと重要なだと思うのですけれども、要するにこういう状況になつてきますと、マーケットが拡大を続けていて、普通にやっていると収益が上がるという時代でなくなってきたので、結局経営者がどういうところにポジショニングをとるのか、自分たちはどういう方向に向かって動いているのかというメッセージを下に向かって発しないと、やる気のある社員は、危機意識は持つているけれども、何をやっていいのかよくわからないというような状態におかれてしま

まいります。

ですから、今みたいな環境になりますと、マネジメントが物すごく重要になってしまいます。つまり、どういう方向に向かって動こうとしているのか、そういうメッセージをマネジメントは発する必要がある。当然そういう重責を担っているわけですから、これはもっと業績にリンクした報酬を経営者のレベルでまず最初にやるべきだらうということ、これもいろいろな方法があると思うのですが、アメリカの場合のように、ストック・オプション制度を活用する必要があるのではないか。

ちなみに、例えば、シティグループのサンデー・ワイルの去年の報酬は円に直して約二〇〇億円、一年間でそれだけの報酬を手にしているわけです。これが高すぎるか、それとも妥当なのかというの、多分意見が分れると思うのですけれども、それだけべらぼうな年俸を得ている経営者も

そんなに珍しくないのです。アメリカの証券会社の場合は年俸が非常に高いことがあります。それぐらい経営者に対するインセンティブシステムはすさまじいものがあって、そういう形でアメリカの証券経営は動いているんだということです。そこまで極端な形にしなくとも、何らかのインセンティブシステムを経営者のレベルでも考える必要があるのではないかと思つております。

時間が少し超過しましたが、以上で終わりたいと思います。
（清聴、どうもありがとうございました）
（拍手）

小山理事長 それでは、
（質問をなさりたい方があるかもしれません、大分時間が超過しておりますので、本日の講演をここで終わります。）

（さが たかお・当研究所主任研究員）
（本稿は、平成十一年七月十四日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。）