

# 地方証券会社 - 個人顧客向け取引の増大と 個性ある経営状況

(全米証券業協会 (SIA) 発表論文の仮訳)

Rob Mills

(SIA)

このレポートは全米証券業協会 (SIA) の発表論文  
(著者: Rob Mills) を仮訳したものである。

原文のインターネットページは次のとおりである。

<http://www.sia.com/research/pdf/RsrchRprtVol6-6.pdf>

## 地方証券会社 - 個人顧客向け取引の増大と個性ある経営状況

(はじめに)

米国の証券業界の収益状況に対する多くの分析は、専ら高水準の業界全体の収益や大規模な投資銀行・ブローカーにおける四半期収益に集中している。全体収益や大口買収案件等を詳述する報道は、証券業界の同質性について誤った印象を与えている。実際には、証券業界は非常に広い階層に分散する業者で構成されており、全国規模の総合的証券会社とは大きく異なるビジネス・モデルによって顧客のニーズに応えている、非常に長い裾野を占める小規模会社も存在する。

この論文は、何百万の国民を顧客として、業界全体の業績に重要な役割を果たしている地域証券会社グループ (the regional securities firms) に焦点をあて、その収益状況等において、全国展開業者 (the national firms) や非常に多数の「顧客勧誘専門業者」 (the commission-introducing firms [手数料を生み出す業務を勧誘するだけで、自ら顧客口座の管理・決済を行わない業者]) との間に顕著な差があることを示したい。

「地域証券会社」は、ニューヨーク市域以外に本拠を置きフル・サービスを行う証券業者であって、広範な金融サービス・商品を個人投資家と機関投資家双方に提供しているが、全国的に店舗展開を行っていないものと定義される。地域証券会社は自らの支店網を持ち、通常自ら顧客口座の管理・決済を行っている。

(市場の占有状況：商品によって異なり時代によって変化する)

1990年から2004年間に、ニューヨーク証券取引所(NYSE)の会員会社は320から229まで28%減少した。これは、主として、証券界において以前から継続的に取り組まれてきた統合再編の結果である。同じ期間に、地域証券会社に分類されたNYSE会員業者は68から38に55%減少した。こうした傾向をもたらしたのは、全国展開業者による地域証券会社の買収と地域内のMA活動である。また、この減少は、個別会社のビジネス・モデルの変化に伴い、SIA(全米証券会社協会)のデータベースにおいて分類変更が行われたことによる面もある。

結果として、地域証券会社は、NYSE会員に占める比率が1990年の21%から2004年の14%にまで減少したが、同時に地域証券会社の規模は相当増大している。NYSEメンバーの平均粗収入は、90年の169百万ドルから04年の700百万ドルに314%上昇したが、同期間に、NYSEのメンバーである地域証券会社平均では、66百万ドルから514百万ドルまで、ほぼ2倍程度の早さで成長した。

しかし、このような地域証券会社の平均粗収入の急上昇は、このグループ全体の会社数の減少をカバーできなかった。結果として、業界全体の粗収入に占める地域証券会社の「市場シェア」は約11%で安定していて、1980年に記録した14%より低いけれども、90年代初めの8%の低い水準より高くなっている。

#### [ 業務別の市場シェア ]

この11%という市場シェアは、それぞれの業務部門について判断する際の有益なベンチマークとして役立つ。業務ごとに地域証券会社の市場シェ

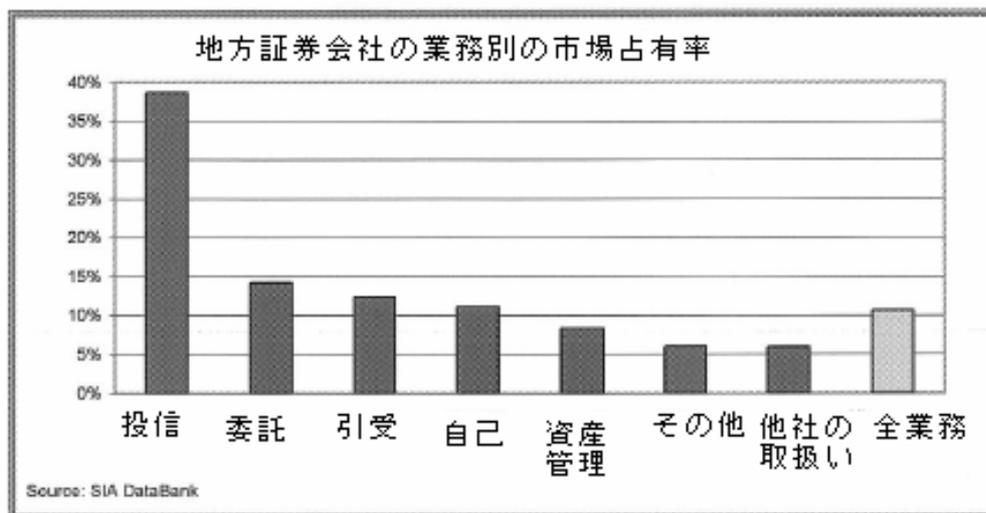
アーを分析すると、これらの会社の相対的な強みは「小売顧客向け商品（retail-oriented products）」にあることが分かる。

地域証券会社は、投資信託の販売において35%以上を占め、この分野では、大規模業者や多数の小規模な「顧客勧誘専門業者」と有効な競争を展開して規模を越える成果を挙げている。小売営業における地域証券会社の強さは、業界全体の小口営業顧客勘定（retail customers' account）からの手数料収入において、ベンチマークの11%と比べて相対的に大きなシェアを占めていることにも反映している。

対照的に、地域証券会社は、業界全体の機関投資家等営業（institutional businesses）例えば引受や売買取引においては、より小さな存在に止まり、また、「その他の証券業務収入」に計上されるようなより高度な「プライム・ブローカレッジ」（顧客との特別な契約に基づき、顧客の証券取引がどこで行われたとしても、その決済・受渡し・保管・信用取引資金の供与、証券の貸借、取引記録の整理、運用成果の伝達、リスク管理システム、分析・情報システムの提供等を併せて行う方式）や組成型金融商品（structured financial products）の分野では、やっと5%程度のシェアを持つだけである。このことは、主として専ら洗練された（sophisticated）機関投資家（ヘッジ・ファンドを含む）においてこれらの商品を必要とするが、そうした需要は、複雑な情報関連システムや専門的人材を備えた全国展開業者によって充足されていることを反映している。主要な市場センター以外では、機関投資家顧客の基盤は比較的小さく、その要求もあまり複雑でない場合が多いので、より高度な資本市場商品・サービスへの需要も少ない。

このような営業分野ごとの傾向は、時間の経過とともにより明確になってきた。小売顧客営業部門において、地域証券会社は、業界統合の流れのなかでも、小売商品について成長する営業網を維持し、直近5年間はそれを増大させた。特に、地域証券会社は、全国展開業者に比べてより早いペースで小

売部門の営業要員を増加させている。機関投資家等営業部門では、地域証券会社の主要商品におけるシェアは殆ど変わっておらず、その営業力を維持することには成功したものの、この部門の営業を目立って拡大することはできなかったことを示している。

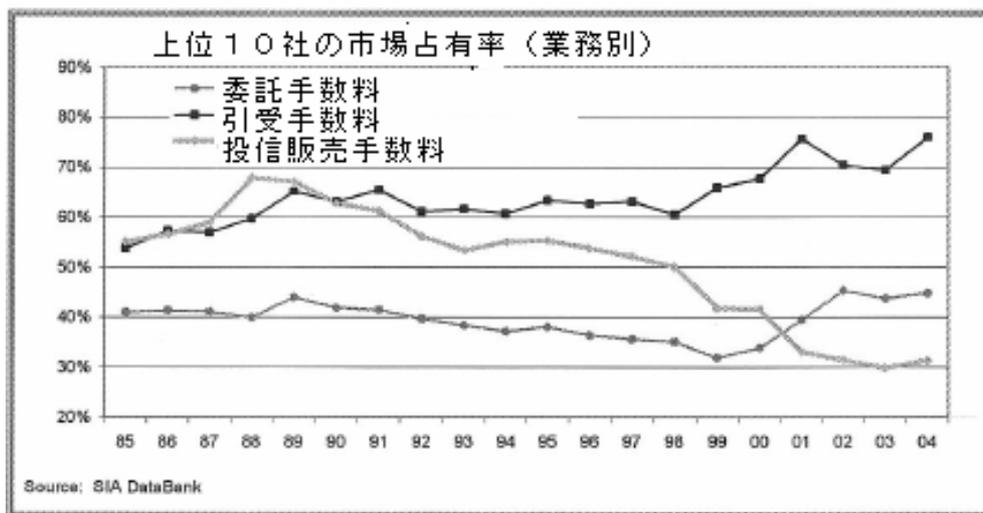


#### [ 上位部分の集中 ]

収入が証券業界の各部門にどのように分配されているかを分析するには、上位の集中の程度、例えば上位 10 社又は 25 社の市場シェアをみる方法がある。この方法でも、全国展開業者は、幾つかの機関投資家営業向け商品において支配力を高め、小売営業部門商品においては市場シェアを失っていることが分かる。例えば、投資信託の販売収入における証券会社上位 10 社のシェアは、過去 20 年間に 55% から 30% にまで低下した。

発行市場においては、上位証券会社は、ますます 特に 90 年代終わりの新株引受けと新規公開 (IPO) ブームにおいて より大きなシェアを確保するようになった。上位 10 社で今や引受市場の 75% を占め、25 社で

みれば殆ど90%に達する。このような集中の増大には主に二つの原因がある。第一は、トップ層会社の間で、より多くの高い収益が期待できる案件を獲得するため、投資銀行チームを増強し激しい競争が行われたことである。第二は、過去10年間続いた米国企業の大規模統合の動きによって、中規模企業の発行市場への参加が相対的に減少したことである。



（地域証券会社の特性：異なる収益構成と費用基盤）

[ 収益構成 ]

全体として、証券業界の収益構成は、三つのテーマによって特徴付けられる。

第一に、プライム・ブローカレッジ、仕組み金融商品、企業統合・再編顧問等の大部分が機関投資家等営業における収益 S I A のデータバンクでは「その他の証券業務収入」として記録される の重要性が増加していることである。これらの商品・サービスの幾つかは比較的新しいものであるため、

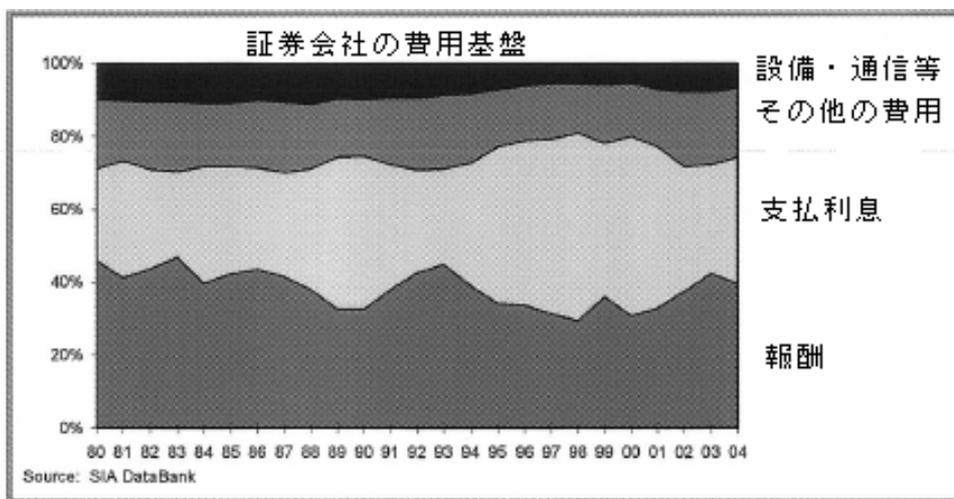
全業態の成長のなかで最大のシェアを占めることになった。業界上位グループでは、この「その他」の部分は、1980年には20%以下であったが、今や全体の約40%を占めている。第二には、幾つかの営業分野では他の分野に比べて変動が大きい（more volatile）ことである。特に、売買益の収益全体に占めるシェアは、大きく変動する。企業統合・再編ビジネス収益これは「その他証券業務収益」に計上されるの全体収益への寄与も、その成長が広範な市場動向に左右される循環的な手数料営業に比べると、変動が大きい。三番目に、長期的にとらえると、投資信託販売や資産運用のように主として小売指向の営業部門が収益構成においてより重要な部分を占めるようになった。収益全体に占めるこれらの項目の比率は、1980年の2%以下から現在の約15%に増加した。

地域証券会社の収益構成は、業界平均の場合と大きく異なる。長期的にみると、機関投資家等商品や手数料収入よりも、小売向け商品に大きく依存することになっている。地域証券会社の収益のうちの小売指向型収益（retail-oriented revenues）の比率は、80年の3%未満からほぼ4分の1に達するまでに増加した。手数料収入は、過去25年間以上にわたり、手数料水準の低下傾向によって悪化を続けたうえ、顧客の大部分が小口であるために、こうした持続的な価格変動を機関投資家による売買高の増加によって補うことができなかった。「その他証券業務収益」も、業界全体ほどではないものの、90年代末期の企業統合・再編ブームに地域証券会社が参加したことによって増加した。

#### [ 費用構成 ]

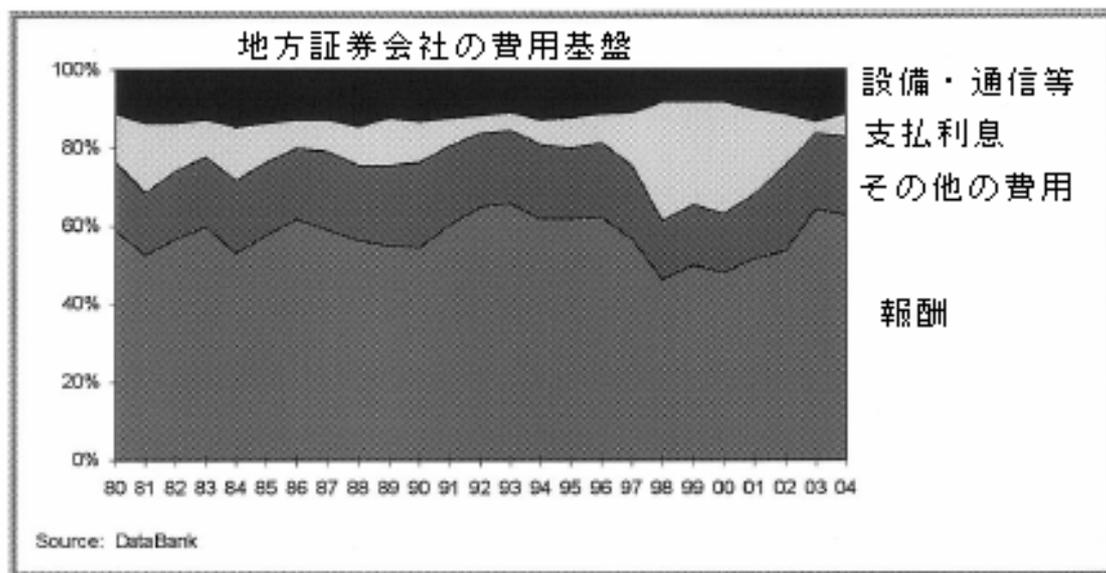
業界の費用構成をみると、業界全体と地域証券会社グループとの間には顕著な差異がある。業界全体では、報酬（compensation） 給与・ボーナス・

登録外務員（registered representatives [ R R ] ）への営業関連支出等 が伝統的に最大の費用項目であり、通常全費用の40%を少し超えている。しかし、近年では、証券業界の次第に多額になる強い資本力によって必要とされる利息費用が、全費用のより重要な部分になった。顧客の必要のためあるいは自己取引のために借入れを増やすと、損益計算書上に利息費用の増加が示される。



借入れ需要は、多くの場合、機関投資家の必要に応じあるいは自己売買の必要により発生するので、地域証券会社は、伝統的にはるかに低い水準の利息費用を負担してきた。全体費用における構成をみると、地域証券会社では、過去20年以上を平均して利息費用は12%程度であった（業界全体では36%）。報酬は、通常地域証券会社の費用構成のうち最大のシェアを占める。しかし、利息費用を除いても、地域証券会社における報酬の構成比率は、業界全体の場合と比べ、相当高くなっている。報酬比率 報酬費用総額を純収益（全収益から利息費用を控除したもの）で割って算出し、重要なコスト管理のための係数として用いられる は、地域証券会社において、02年から04年までの平均で61%であった。業界全体の報酬比率は同期間平均で

5.2%となり、9%低い水準であった。



#### 〔収益性〕

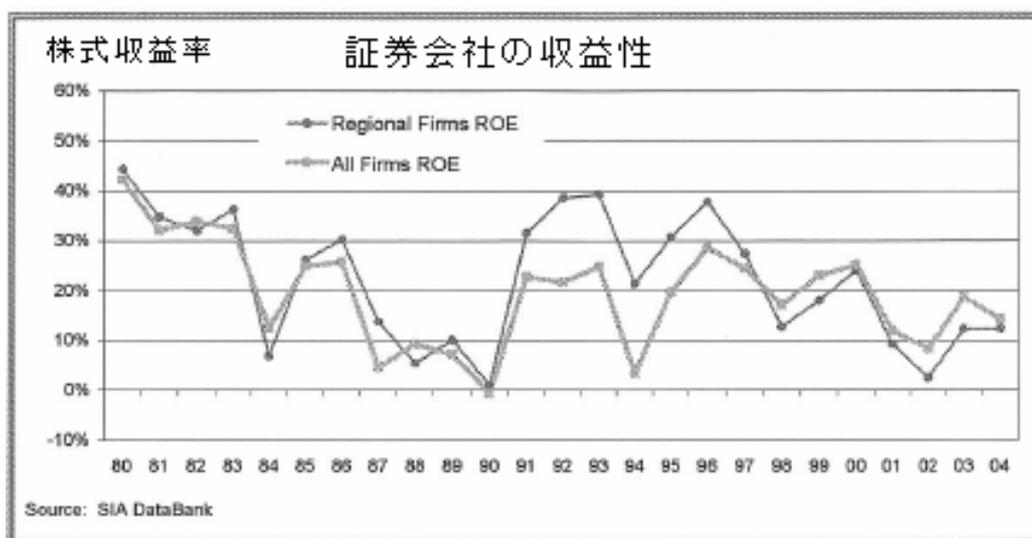
90年代末期以前は長期にわたり、地域証券会社は、業界全体に比べ、より高いROEを達成していた。これは、比率の両面からもたらされた。自己資本側では、上述したように、地域証券グループは、小売指向営業において生み出す収益1ドルごとに必要な資本がより少ないので、資本集約度がより小さく（less capital-intensive）なっていた。公式の収益側では、地域証券会社が行う企業統合・再編取引や引受活動においては、以下のような要因によって、非常に高い収益を得ることができた。

- 取引規模がより小さいため、助言手数料が巨額取引に適用されるような上限に達することがなく、取得できる平均有効マージン（取引額に対する手

数料率)が高まる

- 中間的市場における取引では、証券会社はしばしば単独のアドバイザーになり、より大きな取引では一般的である多数のアドバイザーの間で手数料を分割することなく、その取引における全手数料を取得できる

- 引受活動や企業統合・再編取引に金融提供機能が付加される場合には、中間的市場における顧客の平均的な信用格付けが低いために、有力な企業顧客 (blue-chip clients) に対する剃刀の刃のように薄い水準を上回る利鞘を増加させるよう、金融機能においてより高い利息を要求することが可能になる



しかしながら、地域証券会社の収益性における優位は、過去7年間に逆転してしまった。これにも幾つかの原因があり、その第一は、90年代末期のブル市場では発行市場が極めて活発であり (hyperactive)、それを活用する

取引を勧誘し、その後の発行手続き等を仕切り、発行される証券を全国的に投資家に分配するのに最適な立場を占めていた全国展開会社に、莫大な利益（bumper profits）をもたらしたことである。第二に、全国展開業者は、小口顧客営業・株式発行・M A 関連業務の落込みを緩和できる多様な営業分野を備えていることによって、より良くバブルの破裂に対処できたことである。特に、これらの業者は、02年の末期から04年の初期にかけて、異常に活発な売買取引に伴う利益によって収益性を確保できた。三番目には、地域証券会社の場合では高い報酬比率が存在するために妨げられたのに対し、全国展開業者は、コスト構造を積極的に管理することができた。第四は、90年代の統合の過程において、それ自体が地域証券会社の平均収益性を引き下げたかもしれないということである。全国展開業者が高い利鞘を上げる店舗網を有する比較的小規模な会社を選んで統合したことにより、地域証券会社グループに残った会社の平均ROEがより低くなった可能性がある。

#### （結論）

地域証券会社が、その中規模市場や小口顧客営業基盤によって経常的に業界平均より高い収益レベルを確保できるような状況に戻れるかどうかは、なお見守る必要がある。今後高コストのRR組織にますます依存するようなビジネス・モデルの下で、地域証券会社は、自社のRRが市場環境が悪い状況においてもビジネスを生み出し得ることを実証する必要がある。

結局、地域証券グループの将来は、広義の米國小口顧客市場が持続的にどの程度成長するかによって決まることになる。全てを考慮すると、その展望は大いに楽観的になる。この分野では、地域内同士により、あるいは全国展開業者による買収により、今後さらに統合が行われると予想されるが、地域証券会社の商品・サービスに対する根強い需要があるので、地域証券会社

グループの市場シェアが10%を大きく下回るまで縮小することはないと思う。

Rob Mills

Vice President and Director, Industry Research