

米国証券市場調査団報告書

平成9年3月

十三会米国証券市場調査団

調査団団員名簿

団 長	岡 部 陽 二	(明光証券株式会社	取締役会長)
団 員	小 西 正 純	(内外証券株式会社	取締役社長)
	依 田 昌 三	(大東証券株式会社	取締役社長)
	青 柳 与曾基	(中央証券株式会社	取締役社長)
	松 井 昭 治	(協立証券株式会社	取締役社長)
	石 川 弘 道	(太平洋証券株式会社	取締役副社長)
	守 照 男	(山丸証券株式会社	取締役社長)
	永 野 泰 道	(丸宏証券株式会社	取締役社長)
	葛 谷 哲 三	(大七証券株式会社	取締役社長)
	益 田 莞 爾	(ナショナル証券株式会社	専務取締役)
	打 海 壤 治	(ウツ屋証券株式会社	取締役社長)
事務局長	白 井 隆 二	(山一証券株式会社	取締役副社長)
事務局	金 杉 豊	(山一証券株式会社	業務部長)
	石 井 茂	(山一証券株式会社	企画室次長)
随 行	竹 田 周 平	((株)山一ワールドツリスト	営業部次長)

総目次

第一部 報告編

I. 米国の証券業をめぐる状況

1. 米国証券業界の新たな潮流：収益力格差広がる
(第1の潮流) 1
2. 米国証券業界の新たな潮流：保守化するベビーブーマー
(第2の潮流) 1
3. 米国証券業界の新たな潮流：手数料自由化への対応
(第3の潮流) 3
4. 米国証券業界の現状 5
5. 今後の米国証券業を変えるもの 7
6. 日本の証券界への示唆 8

II. 米国証券会社の対応

1. アウトソーシング・ニーズをとらえたパーシング社 9
2. 業種、地域に特化して収益率の高いビジネスを展開する地方証券会社
(カウエン社、ウィリアム・ブレアー社、ハンブレヒト・アンド・
クイスト社) 12
3. 歩合制を一段と進めたインディペンデント・コントラクター(独立外務員)
(ファースト・モントーク社、ネイサン・アンド・ルイス社) 17
4. 資産管理業務を強化する大手証券会社
(スミス・バーニー社、オッペンハイマー社) 20

目次

I. 米国の証券業をめぐる状況

1. 米国証券業界の新たな潮流：収益力格差広がる （第1の潮流）	1
2. 米国証券業界の新たな潮流：保守化するベビーブーマー （第2の潮流）	1
(1) 金融市場への影響力を強めるベビーブーマー	1
(2) 強まる個人の株式志向	1
(3) 躍進著しいミューチュアル・ファンド	2
(4) 401(k)プランを通して株式に流れ込む大量の年金資金	2
(5) 401(k)プランが人気となる背景	2
(6) 活発化する401(k)プランによるミューチュアル・ファンド購入	2
3. 米国証券業界の新たな潮流：手数料自由化への対応 （第3の潮流）	3
(1) トレーディング・ビジネスを志向した大手業者	3
(2) リテール部門で強まる大手業者のアセットビジネス志向	3
(3) インターネット普及が証券手数料の価格破壊を推進	4
(4) 金融コンサルティング機能の充実を図るフルサービス・ブローカー	4
(5) ディスカウンターの評価基準は「より安く」から「より豊富」へ	5
4. 米国証券業界の現状	5
(1) 多様化進む米国の証券業界	5
(2) 好調な収支状況	6
(3) 米国証券会社経営陣の意識	6
(4) 米国証券会社の抱える問題	6
5. 今後の米国証券業を変えるもの	7
(1) 人口・社会構成の変化	7
(2) 新技術の登場	7
(3) 競争の激化	7
(4) 投資家の行動パターンの変化	8
6. 日本の証券界への示唆	8

I. 米国の証券業をめぐる状況

1. 米国証券業界の新たな潮流：収益力格差広がる(第1の潮流)

96年第3四半期の状況を見ると、各社の間で収益力の格差が広がった。証券市場の活況を受けて全体的には証券業界の収益は好調であるために目立たないが、収益力のばらつきはここ数年を通じて見られる傾向である。なお、第3四半期には、部門別ではディーリング、投資銀行、資産管理の3部門が好調であった。投資銀行業務拡大の背景は買収、提携、アウトソーシングを中軸とするアメリカの企業革新の流れがある。また、資産管理業務の拡大にはベビーブーマーの存在が大きく影響している。

2. 米国証券業界の新たな潮流：保守化するベビーブーマー(第2の潮流)

(1) 金融市場への影響強めるベビーブーマー

1946~64年に生まれた7600万人のベビーブーマーが今年から50歳に達し始めた。ベビーブーマーの代表格は再選されたクリントン大統領(1946年生まれ)。ランボーで有名な俳優のシルベスター・スタローン、カントリー歌手のドリー・バートン、映画監督のオリバー・ストーンなどもベビーブーマー世代である。

今後10年間に3800万人にのぼるベビーブーマーが50歳を越えてくる。自分の老後、子供の教育費、そして両親の世話を同時に考えざるを得ないベビーブーマーの抱えるプレッシャーは極めて大きく、これが個人の貯蓄志向、株式志向につながっているといわれている。

退職後も現在と同じ生活水準を維持するのに必要な現時点の貯蓄額と実際の貯蓄額を比較すると、今後増税や社会保障給付の削減がないというベストシナリオでも38.2%にすぎない。今後貯蓄をかなり増やさない限り、彼らの退職後の生活水準は大幅な低下が必至の状況と言えよう。ベビーブーマーのこのような状況は当面変わることはない。ベビーブーマーの資金が株式市場に流入するという現在の傾向は当分の間続くものと予想されるのである。

(2) 強まる個人の株式志向

アメリカの個人金融資産の内容をみると日本とはかなり異なっている。日本では安全志向の強さを反映して株式のウエイトは低水準にとどまっているのに対して、アメリカでは株式が資産形成の柱の1つとして認識されており、特に、90年代に入ってから株式およびミューチュアル・ファンドに対する投資を増加させている。

米国では、個人金融資産残高に占める株式のウエイトは85年の11.8%から96年央には20.6%へと拡大した(日本では株式は6.5%)。もっとも、こうした株式資産拡大には株式相場の好調が大きく寄与している。金額ベースで株式資産は85年の1兆1550億ドルから96年央には4兆4820億ドルへと3.88倍に増大したが、この間NYダウは3.66倍に上昇し、ニューヨーク市場の時価総額も3.41倍に増えている。

(3) 躍進著しいミューチュアル・ファンド

個人金融資産におけるミューチュアル・ファンド(MMFを除く)の資産残高は、85年末の1980億ドルから96年央には1兆4290億ドルへと7.22倍に増え、個人金融資産に占めるウェイトも85年の2.0%から96年には6.6%に膨らんだ(日本では投信のシェアは2.8%)。米国では銀行預金からミューチュアル・ファンドへと資金シフトが進む傾向が読み取れる。

その結果、金融市場に与える影響力も著しく増大し、全投資家の保有する株式残高に対するミューチュアルファンドのシェアは、85年の4.8%から95年には12.5%に、財務省証券残高では4.8%から8.0%へ、社債・外債では2.6%から7.9%へ、それぞれ高まった。

(4) 401(k)プランを通して株式に流れ込む大量の年金資金

年金資産(個人金融資産では非流動性資産に分類される)は85年末の2兆618億ドルから96年央には5兆7146億ドルへ2.8倍に膨らんだが、なかでも全体の48%を占める私的年金のうち78年税制改正に基づく内国歳入法401(k)適格プランが極めて大きな伸びをみせている。

401(k)プランの資産額は、86年の1550億ドルから95年末の6750億ドルへ、9年で4.35倍に増加した。99年には1兆ドル突破が見込まれている。つれて私的年金全体に占めるシェアも86年の12.4%から96年には24.6%へと膨らんだ。ヒューイット・アソシエイツ社によれば現在では大企業の95%が401(k)を提供し、加入適格者の72%が実際に加入していると推計されている。

(5) 401(k)プランが人気となる背景

401(k)プランは確定給付型年金や公的年金と異なり受給額が保証されない、というリスクはあるが、以下のようなメリットがある。

①資産の運用益や雇用主拠出分の従業員に対する課税が給付時点まで延期されるという税制上のメリットに加え、②個人の税引き前の拠出が認められているので課税所得を減らす節税効果がある、③確定した給付を行わない代わりに通常本人拠出額の50%、年収の6%を上限として企業からのマッチング拠出がある、④確定拠出型全般の特徴でもあるが、転職の際に一括給付金を60日以内に一旦、特別IRA(個人退職金勘定)に移行・積み立てすれば引き出さない限り課税繰り延べを継続できる、⑤従業員に投資運用の選択肢がある、などである。とりわけ④のポータブル性が雇用の流動的なアメリカの社会システムにマッチしているほか、⑤の個々の従業員に運用の選択権があること、株式市況の活況で順調なパフォーマンスをあげていることが人気の源泉である。

(6) 活発化する401(k)プランによるミューチュアル・ファンド購入

401(k)プランについては株式投資、ミューチュアル・ファンド、貯蓄債券(savings bond)などリスク、リターンの異なる最低3種類以上の投資選択肢を提供することが求

められている。平均的には4.7種類の選択肢が提供され、個々の従業員は選択肢を用いて独自にポートフォリオを組んでいる。

こうした選択肢のなかでも、商品の品揃え、購入・売却・乗り換えの容易さから、ミューチュアル・ファンドへの投資が活発であり、株式相場の堅調もあって401(k)内のウェイトを急速に高めている。特に92年以降この傾向が著しく、401(k)残高に占めるミューチュアル・ファンドのウェイトは86年の8.4%から90年には12.3%、92年には13.2%、95年にはこれが38.6%にまで高まった。アメリカ証券業者にとって、アセット・ビジネスの重要性が高まっている。

3. 米国証券業界の新たな潮流：手数料自由化への対応（第3の潮流）

(1) トレーディング、フィー・ビジネスを志向した大手業者

68年から75年5月のいわゆるメーデーにかけ証券手数料が段階的に自由化されるにつれて、手数料率は単一のレートから複数の異なるシステムに移行した。ホールセールについては自由化前の1株25セントから85年までに6セント前後、現在ではインターネット取引ではわずか1セント強へと低下している。この間、一般投資家を対象とするNYSE 会員証券会社の数は75年の494社から77年には473社へわずか2年で4%強、21社減少した。

こうした中、メーデー以降、大手を中心に証券業者はトレーディング志向を強め、機関投資家との競合関係が強まった。トレーディング（自己売買）収入の総収入に占める比率は76年の17.5%からピークの91年には26.5%へ増大した（95年には18.2%へ低下）。なお、ホールセールの株式営業は注文執行能力やリサーチでの差別化も難しくなりつつあるといわれている。

一方、M&A 関連などのその他証券関連業務の収入は76年の7.8%から95年には38.0%に膨らんでいる。単なる証券の売買ではなく、ある契約に基づいて手数料を得るというビジネスに注力しているという事情を反映している。なお、米国の証券業界では、証券の1回毎の売買から得られる手数料収入をコミッション、売買ではなく一定の契約に則って得る手数料収入をフィーと呼んで区別している。

こうした新たな収入源模索の動きと平行して、コスト面では手数料自由化直後においてはホワイトカラーの人件費を抑制すると共に不動産・設備費が抑えられた。最近ではバックオフィス業務の郊外への移転などにより不動産・設備費を大幅に抑える傾向が一段と強い。

(2) リテール部門で強まる大手業者のアセット・ビジネス志向

一方、リテールは手数料自由化後も機関投資家向けと比較すれば料率低下は小幅にとどまり、引き続き手数料を稼げる分野である。ただ、最近の大手業者の動向をみると、業務の重点は伝統的な売買仲介業務から投信を媒介とした資産運用ビジネスへとシフトする方向にある。少なくとも将来の成長の種としてはアセット・ビジネスの方

に焦点が絞られつつある。ミューチュアル・ファンドとアセット・マネジメントを合わせた収入の総収入に占めるウエイトは、77年にはわずかに2.0%であったが90年代に入って拡大ペースを速め95年には8.1%へと着実に増えている。これらの動きをまとめれば、アセット・マネジメントという業務に対して手数料を得る、あるいは残高に対して手数料を受け取るといった業務を拡大しようという動きといえよう。リテール部門でもビジネス・スタイルは、コミッション・ビジネスからフィー・ビジネスへとシフトしつつあるといえよう。

(3) インターネット普及が証券手数料の価格破壊を推進

一方、手数料自由化を機にディスカウント・ブローカーが登場、業界全体のリテール手数料収入に占めるシェアは、80年の1.3%から、95年には13.6%へ拡大している。しかも、ここにきてインターネット利用の広がりという新たなトレンドが売買手数料の価格破壊に拍車をかけ始めた。

こうしたインターネット取引隆盛の背景には、①オンライン取引はディスカウント・ブローカーの生命線を握る重要なツールであること、②業務機能の分化やアウトソーシング化が急速に進み、提供するサービスが均質化しつつあること、③インターネットの普及で顧客による業者の選別がより容易になったこと、などがある。

例えば14ドルの株式2000株、即ち2万8000ドル相当の注文執行に要する手数料でみた場合(1000株の注文に2をかけて計算)、ディスカウンターの草分けともいえるチャールズ・シュワップの247.20ドルに対し、ディープ・ディスカウンターのウォーターハウスは180.66ドル、これがインターネットのE*トレードだと14.95ドル(20ドルの株式1200株の注文執行、すなわち2万4000ドル相当の場合)で済むという。1株当たりわずか1.2セントである。インターネット取引の普及によってリテール証券業務における競争は超格安な価格を提供するか、もしくは何らかの付加価値を創造するか、のどちらかに生き残るすべを見出す新たな段階に入ったといえる。

(4) 金融コンサルティング機能の充実を図るフルサービス・ブローカー

こうした変化に対して、フルサービス・ブローカーは金融コンサルティング機能の充実によって対応しようとしている。ブローカー業務は、①注文執行、②調査情報提供、③アドバイス・サービスの3つに分けられる。顧客の潜在的もしくは顕在的な投資ニーズに対して最適な投資アドバイスとファイナンシャル・プランニングを行うこと、これこそがフル・サービス・ブローカーのリテールにおける存在意義ということになる。これはまた、フィー・ビジネスを志向することでもある。

こうしたアドバイスを基軸とする金融コンサルティング機能の強化戦略が、今のところ成功を収めている。その理由としては、①個人投資家は情報量が膨大すぎてこれを処理しきれなくなり、結局専門家にアドバイスを求めざるを得ない、②当初は自分の資産は自分で管理すると考えていた個人投資家でも次第に管理する資産が拡大し、遺産相続などで多額の資産が入ってくると、何らかのアドバイスが欲しいと思うよう

になる、といった点が挙げられている。

(5) ディスカウンターの評価基準は「より安く」から「より豊富」へ

また、ディスカウンターに対する顧客ニーズにも多様性がみられる。顧客は次々と新たなサービスを求める。そして、品揃え、素速い応答など顧客の求めるサービス体制を整えたブローカーが高い評価を得て、生き残ってきた。毎年顧客から高い評価を得ているジャック・ホワイト社などはこの好例である。

ディスカウント・ブローカーでも、多少売買コストは高めでも商品の品揃えや付帯サービス、対応の迅速さ、計算書類の的確さ・見易さなど、サービス内容の良い業者が高い評価を得ていることは注目されよう。ジャック・ホワイト社のホワイト会長は「コンピューター時代ではあっても人間的な触れ合いを求める時もある」と述べている。売買コスト(price)、商品(product)、サービス(service)という2つのPと1つのS、これが成長のキーワードと言えそうだ。

4. 米国証券業界の現状

(1) 多様化進むアメリカの証券業界

現在のアメリカ証券業界の動向を一言でまとめると、多様化の進展である。一口に投資銀行と言っても国内特化の傾向を強めるアレックス・ブラウンや国際投資銀行業務をベースとした上で、債券ディーリングへの依存度を強めるソロモン・ブラザーズ、独立系運用会社の買収を通じて資産運用ビジネスに熱い眼差しを寄せるモルガン・スタンレーやゴールドマン・サックスなど様々である。

このほか、リテールに特化したフルサービス・ブローカーのAGエドワーズが小規模店舗の全国展開、ヒューマンタッチで業績を伸ばしている。ディスカウント・ブローカーの間でもテクノロジーの進展やインターネット普及の波に積極的に跳び乗り、電子取引推進で売買コストのより一層の引き下げを志向するE*トレードの流れがある一方では、手数料なしでファンド間の乗り換えができるワン・ソースを開発し、これを武器に資産ビジネスへの重点シフトを図るチャールズ・シュワップ、さらには提供する商品の品揃えの拡大に成長への道筋を模索するジャック・ホワイトなど、その戦略も多様だ。フルサービスのブローカレッジ、引き受け、資産運用など幅広い証券業務をバランスよく手がけるメリル・リンチやスミス・バーニー、ペインウェバーなども依然健在である。

また、上記以外では証券業界において合理化、アウトソーシング化へのニーズが高まる中で、マーケット・メーカーやクリアリングなどの特殊分野に特化する専門ブティックも着実に地歩を固めつつある。大規模業者から中小業者に至るまで智慧を絞り、それぞれが自分の持ち味を生かしながら独自の道を切り開く、これがアメリカ証券業界の現在の姿といえよう。

(2) 好調な収支状況

冒頭に述べたように、アメリカの証券会社の収支は好調である。基本的には金利の低位安定、企業業績の好調といったマクロ面で収支好調の下地があったことが大きい。また、自社株買い、M&Aなどが高水準であったことも一因として挙げられる。

(3) 米国証券会社経営陣の意識

- ① 海外展開の強化： 米国証券会社の経営は海外展開の多角化を意識している。メリル・リンチのコマンスキー社長（次期会長）は 2000 年までに海外からの収入の割合を 50%にまで高めたいと述べている。
- ② 安定的収益源の確保： 経営者の意識としては安定的収益源の確保が挙げられる。それが預り資産重視の戦略となって現れている。ラップアカウント、投信といったものに注力している。なお、投信については、ノーロード投信の登場で投資家のコスト意識が高まると共に、業者間の競争も激化した。メリル・リンチ、プルデンシャルもノーロード投信を提供する予定だと伝えられる。
- ③ ビジネスラインの充実： アメリカの証券会社が選択してきた今一つの道は、ビジネスラインの充実である。基本的に、顧客のニーズに支えられて市場が拡大してきた。M&A についても企業の戦略的ニーズに基づくものであった。また、証券会社としては収益源が高いところに注目して、短期間に進出して利益を挙げるという行動であった。
- ④ 得意分野へ特化した業務展開： アメリカの証券会社はまた、得意分野に特化した業務展開ということを心がけている。すべての証券会社が同じことをやるのではなく、得意とするところへ資源を集中するのである。この事は、一方で収益構造にばらつきをもたらしている。
- ⑤ アウトソーシングの活用： アメリカの証券経営ではアウトソーシングの活用を積極的に行っている。たとえば、バックオフィスの外注である。ただ、アメリカにはアウトソーシングできるだけのカルチャーがあることも注意しておきたい。
- ⑥ 機動的な参入と退出： アメリカ証券会社経営の特徴として、最後に機動的な参入と退出を挙げたい。例えば、大手証券は株式手数料自由化後コモディティに進出したが、うまくいかないと分かるとすぐに撤退している。またアジア株でも同様の動きがあった。長期にわたって利益を挙げることは難しいという判断が背景にある。

(4) 米国証券会社の抱える問題

- ⑦ コスト管理の複雑化： 証券業界では人材がすべてとあってよい。したがって、有能な人材の確保のため人件費が高騰している。現在、米国の証券会社ではこのコストをどのように管理するかが大きな問題となっている。
- ⑧ 愛社精神の確立・維持： 労働市場が流動的ななかで人材を確保し、流出を防止するためのひとつの方法として、愛社精神の確立を図る会社もある。ゴールドマン・

サククスでは7000名の社員に対して200名のパートナーがおり、非常にステータスが高い。ゴールドマンでは最近準パートナー的なポジションを設けることとし、パートナー直前の社員の流失を防止しようとしている。また、メリルでは自社株支給による報酬体系を採用し、長期勤務のインセンティブを高めようとしている。

⑨ リスク管理の重要性： 米国の証券会社では売買損益のウエイトが高くなっている。つれて流動性が低い商品の在庫をどのように管理するかと言ったことが重要になっている。

⑩ 安定収益の確保とブローカーのインセンティブの整合性： ノーロードファンドは投資家の人気が高いが、ブローカーにとっては収入を大きく減らすこととなるため歓迎されない商品である。また、オンライン取引に進出しようとするればコミッションで収入を得ているブローカー（営業マン）の処遇が問題となる。また、ストック収入を挙げようとするればフロー収入をもとに収入を得ているブローカーには必ずしも歓迎されない。これらの対立をどのように解決すべきかという問題を抱えている。

5. 今後の米証券界を変えるもの

(1) 人口・社会構成の変化

ベビーブーマーの存在はこれまでも米国社会を大きく変える原動力となってきた。現在この層が老後の準備ができていないとの意識から、証券投資に対して積極的となっている。今後とも、ベビーブーマーの資金が米国の証券市場に流入しよう。

(2) 新技術の登場

コンピュータの利用は、利便性を高めるところから、情報のコントロール、さらには総合サービスへと移っている。現在インターネットの利用者は5000万人といわれる。オンライン取引口座は94年41万口座、95年62万口座と拡大しており、今後3年間で130万口座になると言われている。これに対してSECは現状追認で臨んでおり、寛大な態度をとっている。

オンライン取引専門の業者も登場しており、その手数料はフルサービスの手数料の5分の1以下、ディスカウント・ブローカーと比べても3分の1以下の水準である。取引手段の新しさに加えて、このような低い手数料もあり、オンライン取引は新たな顧客層も開拓している。パソコン・オーナー、パソコン・オンラインの契約者の収入は高いとの統計もある。この層は、証券会社がアプローチしなければマイクロソフトなどに握られてしまう可能性もある。最近マイクロソフトは家計用ソフトの会社を買収しており、将来的には金融資産運用にまで進出する可能性は高い。

(3) 競争の激化

① 制度面から： 米国ではグラス・スティーガル法の骨抜きが進行している。米国では最も富裕な12%の家計が投資商品の44%を保有しており、この層に対する競

合が激化している。

- ② 外国勢の攻勢： 外国の金融機関が米国市場に積極的に参入している。例えばドイツ銀行は、積極的に引き抜きを図っている。
- ③ 新しいライバル： 新しいライバルとしては特に直接取引が注目される。

(4) 投資家の行動パターンの変化

投資家のうちで今後使いたい購入先として直接取引を挙げるものが 50%に達している。一方、今後使いたくない購入先としてはフルサービスが 51%でもっとも大きい。投資家は今まで以上に自分で判断する方向を選択しつつある。

6. 日本の証券界への示唆

単なる取引のブローカーではダメだというのが基本メッセージである。選択はどのようなサービスも低コストで行うことを目指すか、付加価値を付けたフルサービスのブローカーとなるかである。なぜ、単なる取引を仲介するブローカーではダメなのか。次の 6 つの理由が考えられる。

- ① 顧客のポートフォリオのパフォーマンス、資産の増加、顧客との関係、顧客満足といったものに対して手数料を徴収できていない。
- ② 資産関連商品のみであり、負債商品、遺産管理プランといったものがない。
- ③ 情報はブローカーの段階にとどまっている。
- ④ 質の高いサービス、質の高いブローカーを維持するには規模が小さすぎる。
- ⑤ 口座が依然として取引ベースで開設されており、顧客全体を把握していない。
- ⑥ 自社商品の販売が中心であり、真に開かれた販売となっていない。

低コストという選択肢を選んだ場合には、次の 3 点が重要である。

- ① 技術への投資を怠らない。
- ② 革新を怠らない。
- ③ スケールメリットを求めて規模を拡大する。

一方、付加価値を付けるという場合には、次の 8 つの要素が必要となる。

- ① 報酬を顧客に与えた価値に連動させる。
- ② ハイテクと共にハイタッチ（人としての温かさ）を高める。
- ③ 多数の販売チャネルと共存することを学び、それらを利用する。
- ④ 買収を通じて成長分野への集中を強める。
- ⑤ 自由に開かれたチャネルとする（自社商品以外も販売する）。
- ⑥ 広範な品揃えと金融マネジメントプロセスへの投資。
- ⑦ コアとなる販売管理技術を強化する。
- ⑧ 汝の顧客を知れ：競合上の優位性を確保するための源泉としてデータを使う