

## 変容する米国証券会社

沼田 優子

### 要 約

1. 米国では、証券業界の収入構成に占める株式委託手数料の割合が、2005 年はわずか1割となった。代わりに拡大しているのが、M&A アドバイザリーやトレーディングに伴う金利収入等を含む「その他証券関連収入」である。また資産管理型営業への転換に伴い、投資信託販売手数料や資産運用関連手数料等も増えており、両者の合計は、委託手数料にほぼ匹敵する水準となっている。
2. 引受市場においては、銀行系列証券会社の勢力拡大が著しい。これは銀行が、資本市場からの資金調達サービスと、ローン等、自らのバランスシートも用いた資金調達サービスの両方を総合的に提供することで、多くの案件を獲得するようになったからである。
3. 米国では、大手証券会社の寡占化が進みつつあるものの、その一方では、特定の産業の顧客に特化したブティック投資銀行や、証券事務をクリアリング・ファームに外部委託するイントロデュースング・ファーム等も存在しており、それぞれの得意分野に特化しつつ、棲み分けを行っている。

### ・米国証券会社の収入構成の変化

米国証券会社は、IT バブル崩壊後、順調な回復を遂げた（図表 1）。しかし、米国証券業界における構造変化には拍車がかかっている。例えば、米国証券会社は従来、株式売買委託手数料に依存する収入構造となっていた（76 年 46%）。ところが、75 年の手数料自由化を契機に、90 年代半ば以降のネット証券の台頭等を経て、その割合は 2005 年にはわずか 11%にまで落ち込んだ（図表 2）<sup>1</sup>。

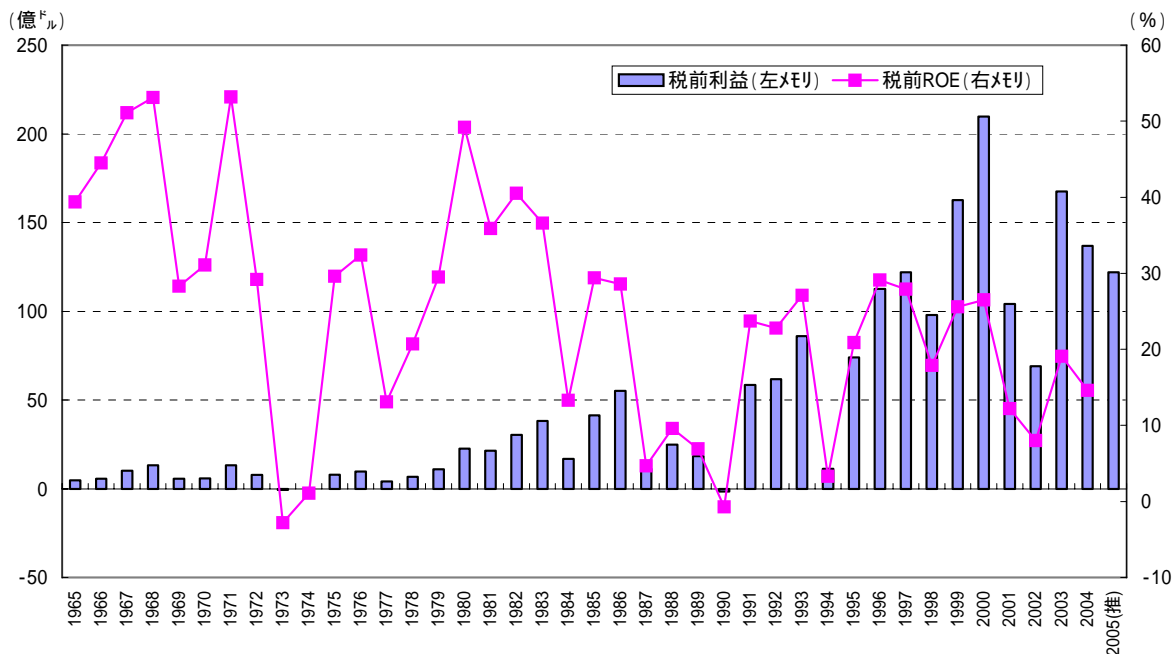
この間、証券会社のリテール部門においては、委託手数料に代わる収入源を確保する手段として、資産管理型営業への転換が目指された。その結果、投資信託販売や SMA（セ

パレトリー・マネージド・アカウント）等の資産運用サービスから発生する手数料の比率が高まり、2005 年は両者合わせて 11%と、ほぼ委託手数料に匹敵する水準となった。

発行企業を主要顧客としてきた投資銀行も、トレーディングや、企業のリストラクチャリング及び合併・買収に関して戦略的な提言を行うアドバイザリー業務等へと、多角化を進めていった<sup>2</sup>。また近年は、プライム・ブローカレッジ等、プライベート・エクイティやヘッジファンド等の非公募市場に関わる業務も拡大している。

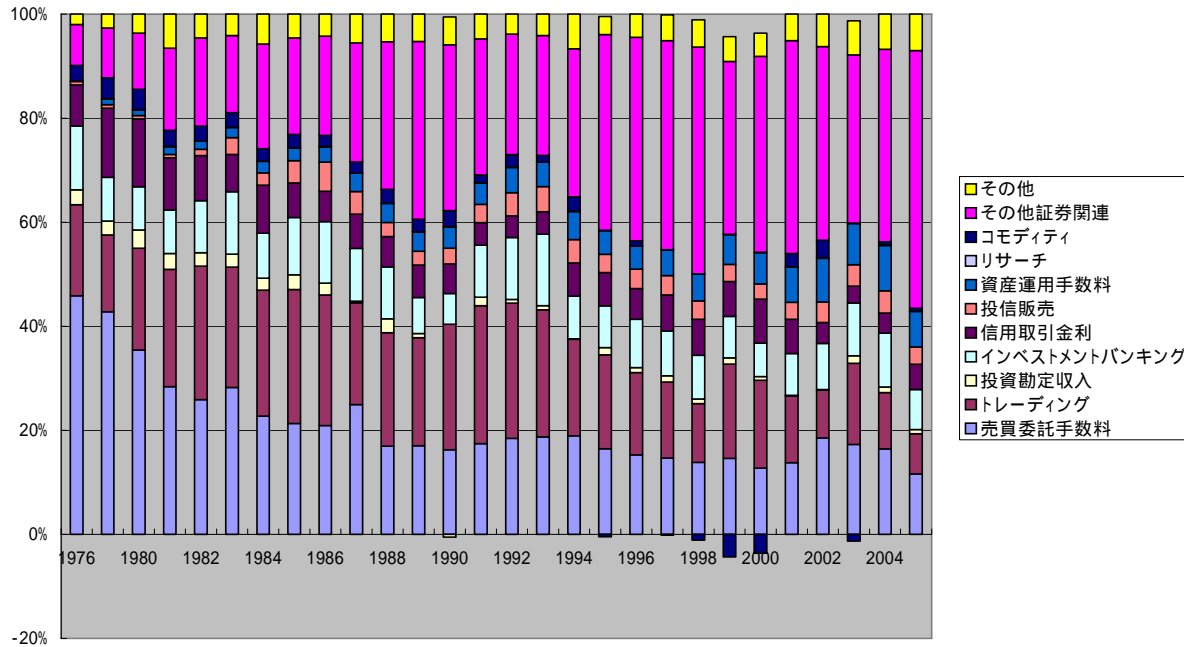
M&A アドバイザリー、トレーディングに伴う金利収入、プライム・ブローカレッジ等、新しいサービスの収入は、「その他証券関連業務」に含まれるが、その割合は全収入の約

図表1 米国証券会社の収益



(出所) SIA FACT BOOK 2005

図表2 米国証券会社収入構成



(出所) SIA

半分を占める程に拡大した。

このような変化に伴い、証券会社の再編も行われた。従来、米国では、個人向け業務に強い証券会社と、法人向け業務に強い投資銀行が並存していた。しかし、90年代後半の規制緩和を機に、より大きな資本力を求めて銀行の傘下入りを決めた証券会社が出始めると、金融機関としての規格的な見劣り感を解消する意味合いもあって、リテールもしくはホールセールに強い証券会社が、互いに手を結ぶ動きが相次いだ。

そして誕生したのが、現在のモルガン・スタンレーや、シティグループ（傘下証券）である。またリテール証券業の強さの指標となる営業マン数では、大手地銀のワコピア（傘下証券）が、モルガン・スタンレーを抜いて業界第3位となった。

こうして米国では証券会社の寡占化は進んだ（図表3）が、一方で、プティック投資銀行が復活したり、個人向けの営業機能のみを有するイントロデュースング・ブローカーも活躍したりしており、それぞれが得意分野を生かして差別化をはかっている。

## ・個人向け業務における変化

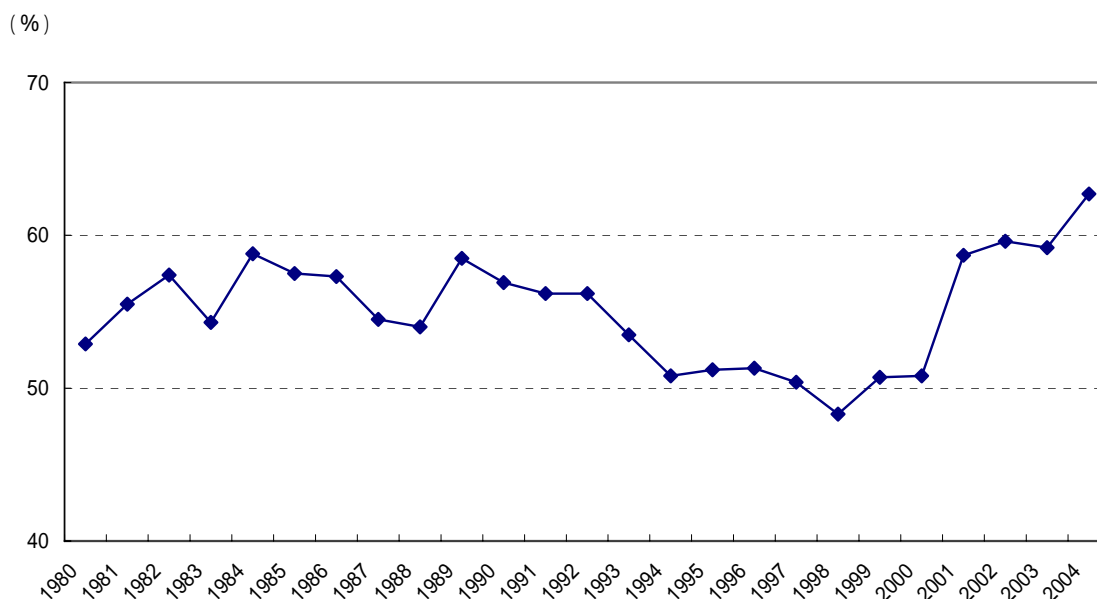
### 1. ベビーブーマーと資産管理型営業

リテール部門における資産管理型営業への転換の背景には、投資家の裾野の拡大もある。

2005年、米国では、家計の半分が株式（株式投資信託を含む）を保有しており、彼らの年収中央値は6.5万ドルである<sup>3</sup>。また、彼らの7割は、現役の就業者であり、その筆頭が退職を控えたベビーブーマーである。すなわち、「余裕資金で株式投資を楽しむ富裕層」が伝統的な顧客像であるとするれば、投資家の属性が大きく変わっているのである。

米国では、「株式の死」と言われた70年代から構築されてきた小口投資家向けのインフラが、90年代の株式ブーム期に、投資家の裾野を広げる上で、大きな役割を果たした<sup>4</sup>。そのインフラとは、初心者向け商品と言われる投資信託の多様化、ディスカウント・ブローカーや投資信託の直販と言われる非対面チャネルの充実、銀行、ファイナンシャル・プランナー、独立外務員等、地域に密着

図表3 米国証券会社上位10社のシェア



（出所）SIA FACT BOOK 2005

した身近な対面チャネルの多様化（図表 4）、

老後のための資産形成と投資を結びつけた確定拠出年金制度や個人退職勘定（我が国の確定拠出年金個人型に相当）である。

とりわけ、確定拠出年金等が、投資資金の性格を、余裕資金から老後の支える生活資金へと転換させた意義は大きく、今正に、退職期を控えたベビーブーマー達が、その運用方法を真剣に検討している<sup>5</sup>。

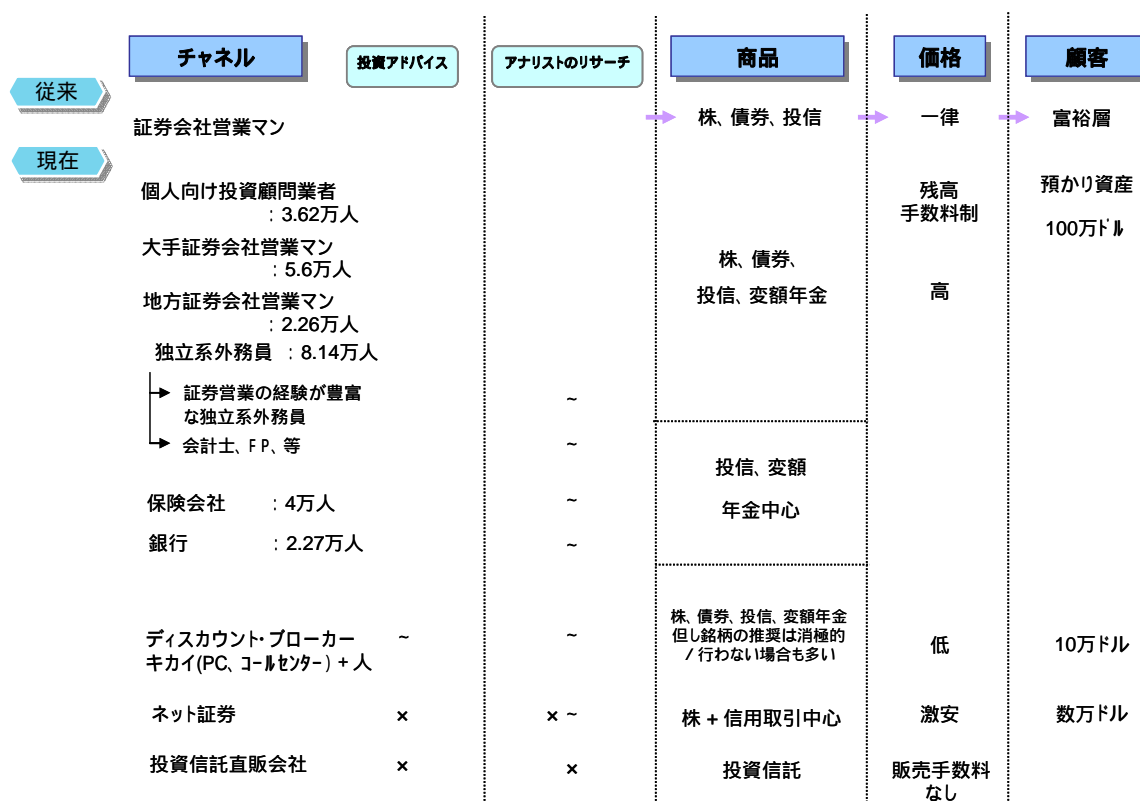
もちろん、2000年のITバブルの崩壊で、個人投資家が痛手を被らなかった訳ではない。ただし、これらのインフラを活用した自己責任による投資経験も積んだ上での失敗であったため、現在は証券会社を嫌忌するというよりは、むしろプロの専門性を再確認しているようである。実際、個人投資家の活用チャネルを比べると、対面チャネルのみ（41%）が、非対面チャネルのみ（22%）をはるかに

上回っている。

このような投資家の関心事は、儲かる銘柄というよりも、「どうすれば長生きしても資産を枯渇させないか」ということである。従って、金融資産全体を見た上での最適資産配分や途中経過のレビュー、軌道修正に関わるアドバイスを求めている。

こうしたアドバイスに付加価値を置く投資家にとって、個別銘柄の選択は、むしろファンド・マネージャーにアウトソースできる機能である。このような一任サービスの代表が、SMA（セパレート・マネージド・アカウント）であり、その残高は長期投資信託の2割程度に匹敵する1.4兆ドル（2005年第4四半期）を超えた<sup>6</sup>。これらの残高手数料型サービスの浸透を目指す大手証券会社のメリル・リンチ収入の構成（連結ベース）を見ると、既に資産運用関連手数料が23%と、株式委

図表 4 証券サービスチャネルの鳥瞰図



（注）人数は Cerulli Edge, Feb. 2005 より

（出所）野村資本市場研究所

託手数料の20%を上回っている。

また、このように、証券会社のアドバイスが高度化していく中で、営業担当者は証券外務員としてのみではなく、投資顧問業者としても規制していくべきである等、証券アドバイスのあり方に関する議論も活発化しつつある<sup>7</sup>。

## 2. 銀行サービスへの参入

リテール営業の付加価値の一つが資産の最適配分となっていくため、証券会社は一通りの金融商品を提供するようになった。中でも証券会社が2000年頃から注力しているのが、銀行サービスである。

第一に、資産継承を視野に入れ始めたベビーブーマーのニーズに応える形で、信託サービスを充実させていった。

信託サービスは従来からプライベート・バンクが提供してきたが、顧客が伝統的な世襲型の超富裕層に限定された上、通常は運用機能と一体となっていた。

しかし、証券会社の顧客は既に、多様な運用商品を保有している場合が多く、必要なのは、資産継承を可能にする信託の「器」のみである。そこで大手証券会社は器としての系列信託会社を設立し、地方証券会社は、各地に設立された独立系信託専業会社と協働するようになった。

第二に2000年から大手証券会社が、系列銀行の預金を証券総合口座に組み込み、短期運用資金をMMFから預金に誘導し始めた。すなわち期間限定で、預金にMMFよりも有利な金利を付与したのである。そしてその後は、顧客の預かり資産に応じた預金金利を設定し、主要顧客との関係強化を図った。先駆者のメリル・リンチは、わずか1年で500億ドルの預金を集め、2005年の残高は準大手行に匹敵する800億ドルとなっている。

第三に、預金の運用手段として、ローンを提供する動きが見られるようになった。対

象顧客は主に有価証券の既存顧客であるため、証券担保ローン、住宅ローン、中小企業向けローン等が中心となる。証券会社が中小企業向けローンまで手がけるのは、主要顧客の多くは、企業オーナーでもあり、彼が意思決定を下すサービスは個人、法人の枠に囚われずに、一通り提供しようとするためである<sup>8</sup>。

## 3. 自社株管理サービスの普及

さらに、主要顧客の多くが現役企業オーナーであることを念頭に、「自社株管理サービス」も発展した。ストック・オプションや新規公開を通じて富を築いた富裕層の多くは、資産の大半が自社株で、全く分散されていない上に、これらを売却しにくい。彼らに対して、自社株を保有したままで流動性を付与する証券担保ローン、値下がりリスクをヘッジするデリバティブ、インサイダー取引規制を遵守するための助言や売買支援、といったサービスを提供するのである<sup>9</sup>。

### 法人業務における変化

#### 1. 投資銀行業務における銀行の台頭

米国では、伝統的に、証券引受の墓石広告で主幹事としてトップに名前が載る投資銀行を「バルジ・ブラケット」と呼び、エリート集団企業として讃えてきた。ところが90年代後半より、主幹事として銀行が名を連ねるようになり、2005年はシティグループが多くの引受市場において、トップに君臨している(図表5)。

銀行はこの引受能力を、新規公開やアドバイザリー業務に強い、プティック投資銀行等の買収によって強化した。80年代後半から証券子会社を設立して引受業務に参入したものの、一定の成功を収めたのは、信用業務と親和性の高い証券化商品等に留まり、手数料率の厚い新規公開や合併・買収市場においては、苦戦を強いられていたからである。

図表 5 米国金融機関の証券引受ランキング

		証券系			銀行系		
		ゴールドマン・サックス	メリル・リンチ	モルガン・スタンレー	シティグループ	JPモルガン・チェース	バンク・オブ・アメリカ
米国有価証券	1995	2	1	3	5(ソロモン・ブラザーズ) 10(スミス・バーニー)	7(JPモルガン) 13(チェース)	11(ネーションズ・バンク)
	2000	6	1	5	2(ソロモン・スミス・バーニー)	4	8
	2005	8	5	3	1	4	9
投資適格債	1995	5	1	3	2(ソロモン・ブラザーズ) 10(スミス・バーニー)	7(JPモルガン) 13(チェース)	11(ネーションズ・バンク)
	2000	5	3	4	1(ソロモン・スミス・バーニー)	2(JPモルガン・チェース) 14(バンク・ワン)	8
	2005	3	7	6	1	2	5
ハイ・イールド債	1995	1	3	4	5(ソロモン・ブラザーズ) 14(スミス・バーニー)	11(チェース) 12(JPモルガン) 13(ケミカル)	-
	2000	2	6	4	3(ソロモン・スミス・バーニー)	5(JPモルガン・チェース) 15(バンク・ワン)	8
	2005	8	7	9	3	1	2
ABS	1995	8	1	14 (ディーン・ウィッター)	5(ソロモン・ブラザーズ) 13(シティグループ) 15(スミス・バーニー)	4(JPモルガン) 6(チェース) 11(ケミカル)	12(ネーションズ・バンク)
	2000	10	7	5	1(ソロモン・スミス・バーニー)	2	8
	2005	12	4	7	1	10	9
MBS	1995	13	7	6	9(ソロモン・ブラザーズ) 12(スミス・バーニー) 15(シティグループ)	-	8(ネーションズ・バンク)
	2000	6	5	11	3(ソロモン・スミス・バーニー)	8	9
	2005	9	14	8	10	11	6
普通株式	1995	1	2	3	4(スミス・バーニー) 10(ソロモン・ブラザーズ)	12(ハンブレット&クイスト) 14(JPモルガン)	9(モンゴメリー) 11(ロバートソン・ステューブ)
	2000	1	4	2	5(ソロモン・スミス・バーニー)	6	9(フリート) 10(バンク・オブ・アメリカ)
	2005	3	5	2	1	6	10
新規公開	1995	1	2	4	3(スミス・バーニー) 10(ソロモン・ブラザーズ)	11(ハンブレット&クイスト) 14(JPモルガン)	7(ロバートソン・ステューブ) 12(モンゴメリー)
	2000	1	5	2	4(ソロモン・スミス・バーニー)	7	9(フリート) 14(バンク・オブ・アメリカ)
	2005	2	6	3	1	7	10
M&A	1995	2	5	1	10(ソロモン・ブラザーズ) 11(スミス・バーニー)	7(JPモルガン)	13(モンゴメリー)
	2000	1	4	3	5(ソロモン・スミス・バーニー)	7	11
	2005	1	5	2	4	3	10
シンジケート・ローン	1995	-	-	-	5(シティグループ)	1(ケミカル) 2(JPモルガン) 7(ファースト・シカゴ) 11(チェース)	3(ネーションズ・バンク) 4(バンク・オブ・アメリカ)
	2000	9	-	15	3(ソロモン・スミス・バーニー)	1(JPモルガン・チェース) 4(バンク・ワン)	2(バンク・オブ・アメリカ) 6(フリート)
	2005	12	-	-	3	1	2
レバレッジド・ローン	1995	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	2000	12	14	10	4(ソロモン・スミス・バーニー)	1(JPモルガン・チェース) 9(バンク・ワン)	2(バンク・オブ・アメリカ) 3(フリート)
	2005	7	13	-	3	1	2

(注) - は、上位 15 以内に入っていないことを示す。( ) は後に買収された金融機関。  
(出所) Investment Dealer's Digest より野村資本市場研究所作成。

しかし、一通りの商品を揃えた銀行系証券会社は、バランスシートを活用した案件獲得に乗り出し、そのような資金を持たない名門投資銀行が、主幹事からはずされる事例も見られるようになった。

銀行のこのような行動は当然、ローンの供与を条件として案件を獲得したのではないかという、いわゆるタイピング(抱き合わせ販売)の懸念を引き起こした。しかし一方で、2001年のITバブル崩壊直後の混乱期等にお

いては、急遽資金が必要となった企業に対し、手を差し伸べたのは、名門投資銀行ではなく銀行であったという事例も相次いだ<sup>10</sup>。2003年後半に発表された銀行当局の調査報告でも、不適切なタイピングの事例は見あたらないとし、むしろ合法的なタイピングは評価している<sup>11</sup>。

もちろん、こうした銀行の勢力拡大は、単に品揃えが増えたからではなく、法人向部門の業務のあり方を見直し、より顧客のニーズ

に合った提言をくみ取る努力を行った結果であるとの見方もある。

例えばシティグループでは、銀行部門と投資銀行部門がそれぞれ、同じ顧客に営業攻勢をかける、といった弊害をなくすため、2003年に顧客の整理と組織の再編を行った（図表6）。銀行、投資銀行部門の両サービスが必要な顧客と、いずれかのサービスが必要な顧客とに分類し、両サービスを必要とする顧客の中でも最重要顧客に対しては、銀行部門と投資銀行部門の重複担当制を入れたのである。

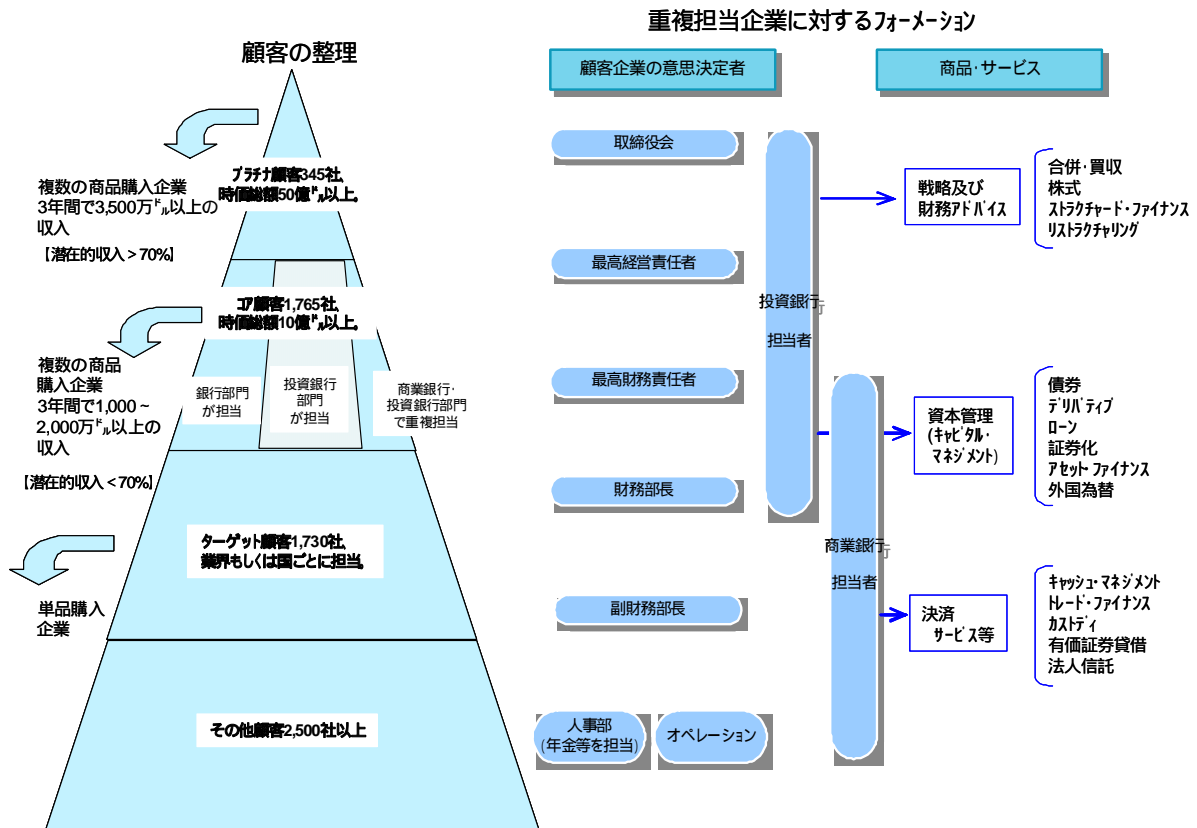
すなわち、買収・合併等、経営陣が関わる戦略的提言は投資銀行部門、債券やローン等、最高財務担当責任者が主に関わる資金調達は投資銀行部門と銀行部門、日々の資金繰りや決済等の財務担当部門とのやりとりは銀行部

門が対応することにより、重要顧客に対しては、トップから現場の人間まで、接点が明確になるようにしたという。

こうして現在は、むしろ顧客の方が、間接金融と直接金融を組み合わせたパッケージ・サービスを求めるようになったと認識されている。具体的事例は、レバレッジド・バイアウトのアドバイザーが買収資金も供与する案件、国境を越えた買収において、アドバイザーが為替変動もヘッジする案件等、枚挙にいとまがない<sup>12</sup>。近年、投資銀行がレバレッジド・ローン市場における存在感を高めつつあるのも、このような変化を反映している。

投資銀行は、引受市場のこうした変化に対応するため、自己資本の増強が喫緊の課題となった。実際、2005年の自己資本ランクを見ると、前年第2位のモルガン・スタンレー

図表6 2003年のシティグループ企業向け部門の改革



(出所) Citigroup “Global Corporate and Investment Banking Group”, 2003より野村資本市場研究所作成

と3位のゴールドマン・サックスが、それぞれ第1位と2位にあがった。

もっとも、銀行の優位性については、懐疑的な声もある。ITバブル崩壊後の引受市場は証券化商品が牽引しているため、これらの市場に強い銀行の存在感が目立つが、手数料の厚い市場の案件や大型案件では、依然として専業投資銀行が上位に位置するからである。

## 2. 中堅投資銀行の復活

加えて、顧客企業の業界に関わる深い見識と、戦略的知見が求められるアドバイザー・サービスにおいては、特定の業種に特化したブティック投資銀行も、再び、存在感を増している(図表7)。

ITバブル前後は、めばしいブティック投資銀行が銀行に買収されたこともあり、投資銀行市場における優位性の一つは資本力にあると見られていた。しかしM&A市場が回復基調にある現在は、大手証券会社がキャパシティの問題上、大型案件志向を強めているため、中堅企業向けにきめ細かいサービスを提供するブティック投資銀行や、大手地方証券会社の需要が高まっている(図表8)。

また、企業戦略の根幹に関わるアドバイスは、資金調達案件とは独立した立場の、中立的なブティック投資銀行から受けたいという

経営者も増えつつあると言われている。

さらに、サルベンス・オックスレー法の施行により、新規公開コストが高まったため、中堅企業は、プライベート・エクイティ・ファンド等を買収されることも、資金調達手段の一つとして考えるようになりつつある。このような中堅企業のM&A市場の質の変化も、中堅投資銀行の存在感の高まりを、後押ししているようである<sup>13</sup>。

## IV. 証券会社の棲み分け

以上、米国証券業界の全体的な動向を紹介してきたが、証券業は高度な専門性を有する人的資本が支えているという側面が強いため、証券会社はとりわけ労働集約的な個人向け業務において、棲み分けを行っている。実際、米国証券会社上位15社の収入タイプ別寡占度を見ると、トレーディングや引受、新規業務(その他証券関連収入)等においては、上位15社のシェアが高いが、委託売買手数料、投資信託販売手数料、金利収入等は、比較的低い(図表9)。そこで以下では、代表的な証券会社のタイプについて、その特徴を紹介する。

図表7 米国のブティック投資銀行

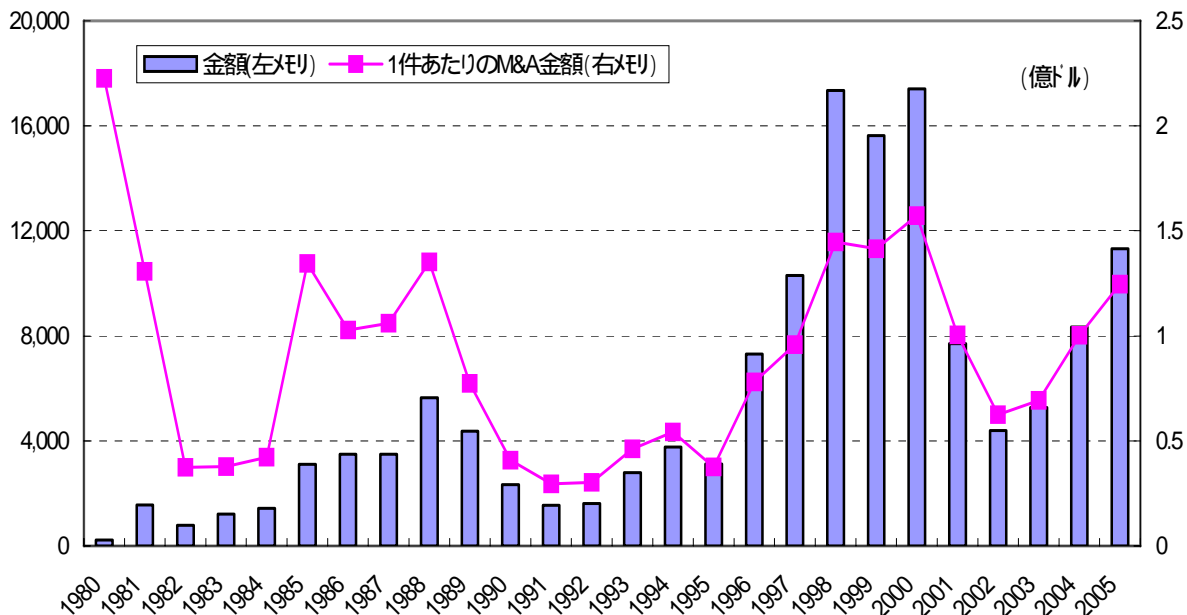
業種	上位10社に入るブティック投資銀行				
	1	2	3	4	5
エネルギー	9 ラザード	10 フーリハン・ロキー・ハワード・スーキン			
金融	4 キーフ・ブルエット&ウッズ	6 ジョセフ・ベレラ			
メディア	6 ブラック・ストーン	8 ラザード			
小売	4 ピーター・J・ソロモン	7 バンク・オブ・アメリカ	8 ダフ&フェルプス	9 ドイツ銀行	
ヘルスケア	9 ラザード				
ハイテク	8 ラザード	10 スティーブンス			
不動産	1 ワコピア	4 バンク・オブ・アメリカ	10 フーリハン・ロキー・ハワード・スーキン		
消費財・サービス	9 アレン				
素材	7 グリーンヒル	8 バンク・オブ・アメリカ	9 ドイツ銀行		
政府・自治体	1 M&Aインターナショナル	3 ジェフリーズ			
製造業	7 グリーチャー	9 ABNアムロ	10 ドイツ銀行		
食品	3 ラザード	5 グリーンヒル	8 ロスチャイルド	10 バンク・オブ・アメリカ	
通信	2 エバコア	7 グリーチャー	8 ロハティン		

(注) 2005年の米国買収・合併金額ランキング上位10社には入らないが、同業種別ランキングでは10位以内に入る金融機関。

(出所) SDC

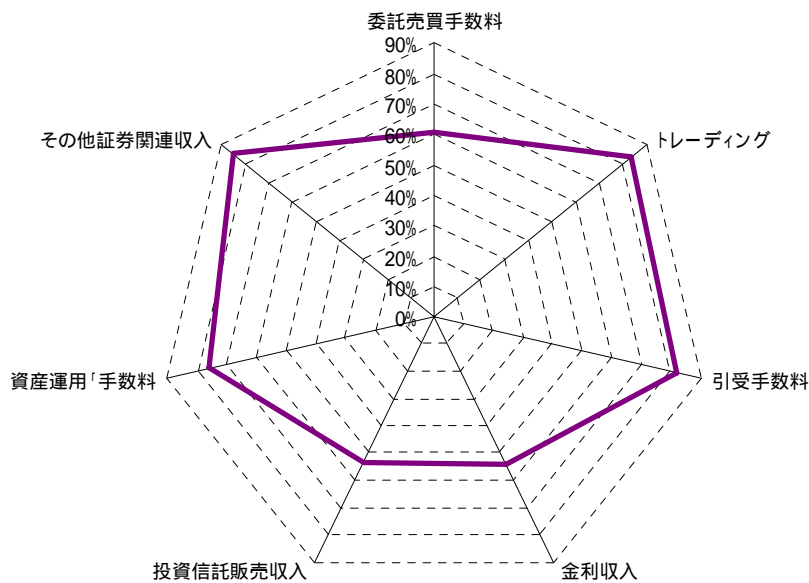


図表 8 米国の M&A



(注) 発表ベース  
(出所) SIA FACT BOOK 2005

図表 9 米国証券会社上位 15 社の収入タイプ別集中度



(出所) SIA

1. 大手証券会社

歩合制で高コストの営業マンを抱える大手証券会社は、ネット証券の安価な新興チャネルの拡大に伴い、守勢に立たされた。

そこで彼らは IT バブル崩壊後のリストラ

を機に、自らを「ウェルス・マネジメント会社」と称して、富裕層特化戦略を鮮明に打ち出している。具体的には、預かり資産 100 万ドル以上の顧客を主要顧客と規定し、信託サービス等、伝統的プライベート・バンクと

の競争も視野に入れた品揃えを増やす一方で、預かり資産 10 万ドル未満の顧客をコールセンターに誘導したのである。実際、2005 年第 3 四半期のモルガン・スタンレー顧客の預かり資産変化（前年同期比）を見ると、100 万ドル以上の顧客の資産は 15% 増となった一方で、10 万ドル未満の顧客の資産は 18% 減となった。

このような戦略が奏功したこともあり、2005 年の米国富裕層市場（預かり資産 100 万ドル以上の顧客市場）の上位 3 社は、いずれも老舗のプライベート・バンクではなく、証券会社となっている（シティグループは傘下にスミス・バーニー証券を、UBS は傘下に元ペイン・ウェーバー証券を持つ）（図表 10）。

ただし、上位 3 社の顧客一人当たりの預かり資産中央値は 100 万ドル台で、JP モルガンに代表されるような老舗プライベート・バンクの伝統的顧客と比べると、桁が一つ少ない模様である。すなわち、証券会社は、富裕層市場の「マス層」を上手く取り込んだが故に、預かり資産総額を伸ばした。

一方、伝統的顧客層に特化してきたプライベート・バンクは、対象顧客が極めて限定されるため、規模を拡大しにくかった。名門 US トラストが、ディスカウント・ブローカー大手のチャールズ・シュワブの傘下となったことは、このようなジレンマを象徴していると言えよう。

## 2. 地方証券会社

図表 10 富裕層対応金融機関ランキング

	業態	預かり資産 (1 億ドル)	最低預かり 資産(万ドル)	預かり資産 中央値 (万ドル)	営業担 当者数	営業担当 者当たり 顧客数	店舗数
1	メリル・リンチ	7,900	N.A.	(180)	14,420	N.A.	600
2	シティグループ	7,250	N.A.	177	10,992	20~50	538
3	UBSウェルス・マネジメント	3,596	100	N.A.	7,474	N.A.	361
	(参考) チャールズ・シュワブ / U.S.トラスト	3,019	N.A.	N.A.	2,723	N.A.	315
4	ワコビア	2,980	(100)	N.A.	6,553	N.A.	544
	(参考) JPEルガンプライベートバンク / JPEルガンプライベートクライアントサービス	2,630	N.A.	N.A.	1,163	125	124
5	チャールズ・シュワブ	2,290	(50)	N.A.	1,154	N.A.	280
6	バンク・オブ・アメリカ	2,282	10/300/5,000	N.A.	5,319	N.A.	150
7	フィデリティ	2,220	100	220	190	300~450	103
8	JPモルガン・プライベート・バンク	1,820	N.A.	290	300	25	20
9	ゴールドマン・サックス	1,300(GL)	200	N.A.	330	N.A.	12
10	ノーザン・トラスト	1,115	100/7,500	N.A.	185	N.A.	84
11	ウェルス・ファーゴ	1,109	100	N.A.	2,432	N.A.	103
12	モルガンスタンレー・プライベート・ウェルス・マネジメント	1,000(GL)	1,000	N.A.	130(US)	30~50	10
	(参考) ドイ銀行・アレックス・ブラウン / DBプライベートウェルス・マネジメント	994	N.A.	N.A.	277	N.A.	22
13	メロン	830	100	N.A.	400	50~75	61
14	JPEルガンプライベートクライアントサービス	810	100	N.A.	863	100	104
15	リーマン・ブラザーズ / ノーバ・ガー・バーマン	790	100	(300)	383	N.A.	26

(注) 預かり資産 100 万ドル以上の顧客資産のみ対象。2005 年 6 月末。最低預かり資産の「/」は、部門内で顧客がセグメント化されていることを指す。( ) は今年の数字。GL はグローバルの数字。同一グループの 2 部門がそれぞれ掲載されている場合は、合計値を<参考>として載せた。

(出所) BARRON'S Online, October 17, 2005

米国地方証券会社の中でも大手は、リテール及びホールセールフルサービスの提供している。ホールセール部門においては、特定の業種や規模の企業に顧客を限定すれば、一定の競争力を維持できるからである。また、特定地域の地方債の引受に特化し、当該地域の個人顧客に、これを販売するといったビジネスモデルもある。米国の地方債は、発行地域の居住者に対して、免税措置を与えるため、富裕層向け商品と位置付けられており、地域密着型の証券会社が、力を発揮し易い市場となっているからである。

また、証券業界内シェアを見ると、投資信託販売収入のシェアが突出して高いことも、地方証券会社の特徴である。資産管理型営業を推進していく上で、大手証券会社においては、投資信託からSMAへの移行が進んだが、地方証券会社は、装置産業サービスのSMAの導入では後手に回ったこと、また地方証券会社の顧客は、よりシンプルな投資信託を好む傾向が高いこと等が、背景にあると推測される。

### 3. 大手ディスカウント・ブローカー

店舗網も有する大手ディスカウント・ブローカーは、ネット専門証券との価格競争においては、守勢に立たされている。そこで彼らは近年、「ベビーブーマーの証券会社」を標榜して、預かり資産10万ドル台の個人を主要顧客と規定し、アドバイス機能を高めている。後述のネット証券と異なり、株式委託手数料以上に投資信託販売収入をあげていることも、こうした変化を象徴していよう。

最大手のチャールズ・シュワブは、プライベート・バンクのUSトラスト、個人向け投資顧問業者（ファイナンシャル・プランナー等）、自社店舗の営業マンという、3つのアドバイス付きチャンネルを備えている。ITバブル崩壊後、ほぼ毎期、預かり資産純増額ではメリル・リンチを上回り、残高でも

メリル・リンチの8割を超えた。この預かり資産残高の5割は、アドバイス付きチャンネルの資産である<sup>14</sup>。

### 4. ネット専門証券

ネット専門証券は、信用取引を駆使し、日計り商いを行う者も含め、取引頻度の高い投資家を主要顧客としている。年100回以上取引を行うネット投資家は、取引高では全取引高の40%を占めるが、顧客比率では3%に過ぎない<sup>15</sup>。また彼らは価格感応度が高いため、ネット証券は、恒常的に手数料競争にさらされる。

こうした中で、ITバブル崩壊の前後から、ネット証券の集約が進んだ。2000年の上位10社の内、現在も残っているのは5社のみである。しかもこの内の3社は対面アドバイスとの融合を、1社はネット・バンキングとの融合を志向しているため、純粋なネット証券は、わずか1社を残すのみとなった。

### 5. クリアリング・ブローカーとイントロデューシング・ブローカー

米国には、証券決済業務を代行するクリアリング・ファームが存在する。もともとは、売買の執行、精算及び決済、取引報告書送付、信用取引における信用供与、顧客資産の保管管理といった、バックオフィス業務を引き受けてきたが、近年は、営業支援的なツールも提供している。

一方、営業機能のみを有し、クリアリング・ファームに注文を取り次ぐ証券会社は、イントロデューシング・ブローカーと呼ばれる。2003年の調査によれば、全証券会社5,301社の内の9割が、イントロデューシング・ブローカーであるという。すなわち、米国においては、証券業の装置産業的な業務はクリアリング・ファームに集中させることにより、小規模で軽装備のイントロデューシング・ブローカーが、より地域に密着した営業

を行うことで、大手の証券会社と棲み分けを行なっているのである。

加えて、このイントロデュースング・ブローカーの中には、証券外務員を社員としてではなく、独立系外務員として所属させる業者が少なくない。外務員を社員として抱える大手証券会社では、営業マンの稼いだ営業収入（委託手数料と残高手数料等）の4~5割を割り戻すが、独立系外務員には9割が戻る。証券会社から見れば、人件費は業績と極めて密接に連動する変動費となっているのである。

クリアリング・ファームとイントロデュースング・ブローカーの業務における棲み分けは、収支構造にも現れている。イントロデュースング・ブローカーの顧客資産の保護預かりや彼らに対する信用供与は、クリアリング・ファームが行うこともあり、彼らは金利収入比率が突出して高い。一方、イントロデュースング・ブローカーの収入の4割は、委託手数料が占めており、証券会社のもっとも伝統的なスタイルを維持しているとの見方もできる。

経費率（対支払い金利控除後の収入）を見ても、クリアリング・ファームの人件費率は27%に過ぎないが、イントロデュースング・ブローカーのそれは54%と、業界の平均的な水準となっている。

## ・終わりに

以上見たように、米国の証券会社は、ITバブルの崩壊により、大きな打撃を受けたものの、業務の中身を変容させることで、着実に回復しつつある。

個人向け部門においては、低価格で誰もが容易に参加できるネット証券取引が一世を風靡したが、現在は、注文執行よりもその前段階のアドバイスを付加価値とする資産管理型営業が主流となりつつある。その代表的サービスが、SMAであるといえよう。

一方、法人向け部門においては、ベンチャー企業の新規公開といった華やかな話題は少なくなったものの、プライベート・エクイティ市場が中堅・中小企業にとっての新たな資金調達場として発展しつつある。またこのような動きに伴い、大手以外のプティック投資銀行や地方証券会社の活躍の場も増えている。公募市場においては、債券市場が活況を呈しているが、これに伴い、引受主幹事の座に異変が起きていることも興味深い。

いずれにしても、こうした新しい潮流が、今後どのような発展を遂げていくのかは、注目に値しよう。

<sup>1</sup> Securities Industry Association Databank. 対象は、公衆相手に業務を営むニューヨーク証券取引所会員証券会社。2004年、全証券会社数の4%弱を占めるに過ぎないが、総資産の8割を占める。2005年は第3回半期までの数字の年換算。

<sup>2</sup> 遠藤幸彦「ウォール街のダイナミズム」『野村総合研究所』、1994年。

<sup>3</sup> Investment Company Institute, Securities Industry Association, "Equity Ownerships in America." 2005.

<sup>4</sup> ノセラ, ジョセフ。『アメリカ金融革命の群像』1997年、野村総合研究所参照。

<sup>5</sup> 井潟正彦、沼田優子「日本の年金改革 拡大続く米国401(k)プラン」『財界観測』1996年2月号、野村総合研究所

<sup>6</sup> Cerulli Associates. 残高手数料証券口座も含む。

<sup>7</sup> 沼田優子「米国証券会社の投資アドバイス業務を巡る議論」『資本市場クォーターリー』2006年冬号参照。

<sup>8</sup> 沼田優子「メリル・リンチの中小企業向けサービス戦略」『資本市場クォーターリー』2003年夏号参照。

<sup>9</sup> 沼田優子「米国企業経営者向けの多様な『自社株管理サービス』」『資本市場クォーターリー』2005年冬号参照。

<sup>10</sup> "The Battle of the Bulge." *Institutional Investor*, August 2001.

<sup>11</sup> 淵田康之「米国における銀行のタイピング問題を巡る動向」『資本市場クォーターリー』2004年冬号参照。

<sup>12</sup> ゴールドマン・サックス 2005年年次報告書。

<sup>13</sup> Abrams, Sandra Lea. "Life in the Shadow of the Bulge Bracket." *Investment Dealers Digest*, July 11, 2005.

<sup>14</sup> 関雄太「再評価されるチャールズ・シュワブ」『資本市場クォーターリー』2006年冬号。

<sup>15</sup> Opdyke, Jeff D. and Jennifer Saranow. "Discount Brokers Fight for Investors---Even Amid Merger Talks, Price War Continues." *Wall Street Journal*, May 10, 2005.