

In April 2022, Osaka City University and Osaka Prefecture University merge to Osaka Metropolitan University

Title	アメリカ証券業における競争と集中
Author	佐賀 卓雄
Citation	季刊経済研究, 17 卷 2 号, p.103-121.
Issue Date	1994-09
ISSN	0387-1789
Type	Departmental Bulletin Paper
Textversion	Publisher
Publisher	大阪市立大学経済研究会
Description	濱田博男教授退任記念号
DOI	

Placed on: Osaka City University

Osaka Metropolitan University

アメリカ証券業における競争と集中

佐 賀 卓 雄

はじめに

I 「メーデー」と証券会社の戦略対応

- 1 投資銀行業務
- 2 ブローカレッジ業務
- 3 資産管理業務
- 4 リスク・ティキングの積極化

II. 証券会社の財務および収益構造の変化

III. 証券業における競争と集中

- 1 金融革新の影響
- 2 合併による成長戦略
- 3 集中度の推移

おわりに

はじめに

1975年5月1日の「メーデー」（株式委託売買手数料の自由化）以降、アメリカ証券業の業務内容は大きく変化した。それまで収益全体の5割強を占めていた手数料収入は以後、傾向的に低落し、最近では17—20%前後の水準にまで落ち込んでいる。こうした手数料収入の低下を補ったのは、70年代末からの金利の乱高下、80年代後半におけるM&Aブームを背景としたトレーディング収入、マーチャント・バンキング収入などであった。同時に、82年の一括登録制度の導入による中期債（medium-term note, MTN）発行プログラムの急増、90年の私募債についての規制緩和など、この間の金融市場における規制緩和の進展は証券市場の活況をもたらした大きな背景となった。

米国証券業はこのような環境激変をどのように乗り切っていったのであろうか。また、その結果として競争構造はどのように変化していったのであろうか。一般的には、「メーデー」以降、証券会社は業務の多角化、リスク・ティキングを積極化して収益の低下を補った。また、安定的な収益を確保できる資産管理業務へと進出していった。他方、経営資源を特定の業務に集中させ、比較優位の獲得を目指した業者も存在した。さらに、70年代初頭以来進行していた規制緩和のもとで、積極的に新商品の開発へと向かっていった。つまり、規制緩和の流れの中で、証券業も極めて多様な戦略対応を採ったのである。

しかし、周知のように、アメリカ証券業においては伝統的に業務のすみわけが進んでおり、

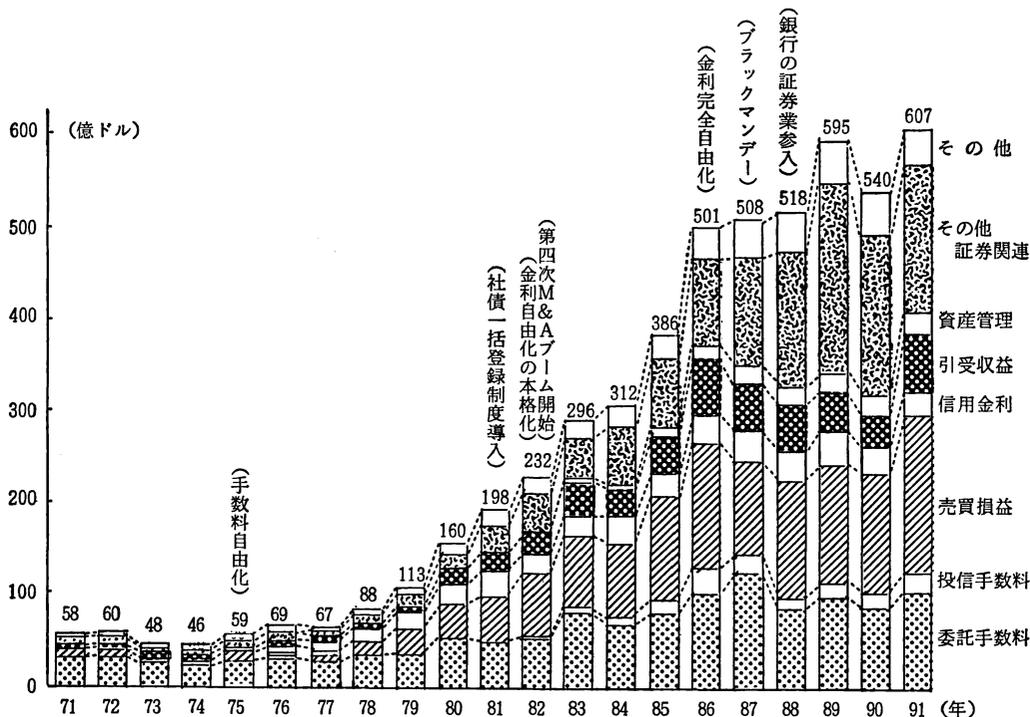
[キーワード] メーデー, MTN, マーチャント・バンキング, ディスカウント・ブローカー, CMA, ラップ・アカウント, 一括登録制度

以上のことが直接集中度の上昇に結びついたわけではなかった。むしろ、メリル・リンチに代表される「総合証券」と呼ばれる業者のようにあらゆる業務をてがけている業者は例外的であり、程度の差はあれほとんどの業者は明確なコンセプトに基づいて限定的な業務に経営資源を集中している。したがって、証券業の変貌が競争構造に影響を及ぼす経路も一様ではなく、それ自身興味深い問題である。本稿においては、最初に証券市場の変化を背景に「メーデー」以降の証券業務の変貌を概観する。また、それが証券会社の財務構造、収益構造に及ぼした影響を明らかにする。そして最後に、新商品開発に代表される金融革新 (financial innovation) が証券業の競争構造に及ぼした影響を検討する。

I. 「メーデー」と証券会社の戦略対応

アメリカの証券会社の収益は、70年代には停滞していたが、80年代前半には順調な伸びを示した。その後、「ブラック・マンデー」によって、証券会社の収益も停滞したが、90年代には市況の好転を背景に再び好調な収益を記録している (第1図参照)。しかし、この間に証券会

第1図 アメリカ証券会社の業務別収入の推移



注) その他証券関連には、M&A関連手数料、私募証券手数料、レボ取引利息、投資証券利息・配当などを含む。

S I A 会員318社 (91年末現在)

資料) SIA; Securities Industry Database

出所) 証券団体協議会 [1993], 16ページ

社の収益の柱は大きく変化してきた。

手数料の自由化によって、特に機関投資家向けを中心に手数料は大幅に低下した¹⁾。このような状況の下で、証券会社の採った戦略面での対応は様ではなかった。SEC（証券取引委員会）—SIA（全米証券業協会）は、アメリカの証券会社を、全国総合証券（national full line）、大手投資銀行（large investment bank）、地方証券（regional firm）、ニューヨークに営業基盤を置く証券会社（New York City-based firm）、ディスカウント・ブローカー（NYSE discounter）の五つに分類している。これらの業者の業態は大きく異なっているため、手数料自由化によって受ける影響も様ではなかった。まず、証券市場の変貌にともなう業務の性格変化を概観しておこう。

1 投資銀行業務

引受業務を業務の中心としていた大手投資銀行や80年代になってその業務の比重が高くなってきたニューヨークに営業基盤を置く業者は、手数料自由化の直接的な影響は少なかったものの、証券市場における機関化の進展によって分売力を強化する必要に迫られた。手数料の低下によって機関投資家の銘柄の入れ換えが活発になり、またインデックス投資の比重が高まるにつれ、業者の側でもそれに対応してマーケット・メイク能力を高めることが必要になってきたからである。それにともない、トレーディング収入の比重が高まった。このため、かつての閉鎖的なパートナーシップ形態から公開会社へ移行して資本力を強化する動きがみられ、現在でもなおパートナーシップ形態を採っている大手投資銀行はゴールドマン・サックスだけとなった。80年代には一括登録制度（Shelf Registration, Rule 415）の導入にともなって、引受業務をめぐる競争が激しくなりスプレッドが縮小してきたこと、また非シンジケート方式での証券発行の比重が高まり少数の幹事証券がいったんは発行証券のすべてを買い取って販売するようになってきたことから、こうした傾向はいっそう顕著になってきた。また、伝統的な引受業務のスプレッドの低下は、規制緩和を背景として業者間での新商品開発競争を激化させ、80年代にはジャンク・ボンド、モーゲージ担保証券（mortgage-backed securities, MBS）、資産担保証券（asset-backed securities, ABS）などの市場が急拡大した。これらの市場では開発者（innovator）が圧倒的なシェアを占めることが多いが、短期間のうちに模倣者（imitator）が参入し市場が飽和状態になって、収益性は急速に低下していく。このため、新商品開発によって高付加価値の業務を追求する戦略は、それにとまなうシステムの開発、人件費などの開発費用の負担から現実にはごく一部の大手業者においてのみ可能である。したがって、金融革新は大手業者へのシェアの上昇をもたらすことになった。

さらに、CP市場を補完する役割を果すものとして70年代初めに発行されはじめた中期債（MTN）は、流動性の問題、SECへの発行手続きにとまなう発行費用の問題から、これま

1) 「メーデー」以降の手数料水準の動向については、佐賀 [1991]、第3章第3節1.を参照されたい。

では私募の形で発行されていたが、一括登録制度の導入にともない登録手続きが簡略化されることによって発行が急増している。MTNは期間が9ヶ月から30年の幅があり、期間を自由に選択でき柔軟な資金調達手段であることも急増の理由である。この市場の最大の利用者である金融会社は10年以下のプログラムを利用することが多いが、非金融会社の場合にはそれより長期のプログラムで発行することが多い。現在、MTNプログラムの約3分の1は非金融会社によるものである。発行額は、83年には55億ドルにすぎなかったが、86年に198億ドル、90年に466億ドル、そして92年には742億ドルに達している。発行残高は92年に1,758億ドルであり、公募債とMTNの合計に占める割合は16%となっている。また、近年のMTNの発行の少なくとも3分の1はデリバティブ（スワップ）がらみのものであるといわれ、仕組み金融（structured finance）の不可欠の手段となっている²⁾。

最後に、80年代後半のM&Aブームはマーチャント・バンキングという新たな高収益の業務分野を提供し、投資銀行においてはこの業務の比重が高まった。この業務は、M&A案件のアレンジにとどまらず、ブリッジ・ローンの供与、ジャンク・ボンドの発行などのファイナンス・サービスもあわせて提供するのが普通であるため、収益性はきわめて高い。と同時に、伝統的な証券業務とは異なりクレジット・リスクを抱え込むことになるのでリスク管理の重要性が高まってきた。最も、ジャンク・ボンド市場を事実上押えていたドレクセル・バーナム・ランベール社の倒産によりM&Aファイナンスの有力な手段が消滅し、M&Aブーム自体は90年代には下火になっており、この分野では投資銀行は80年代末の拡大戦略の見直しを迫られている。

2 ブローカレッジ業務

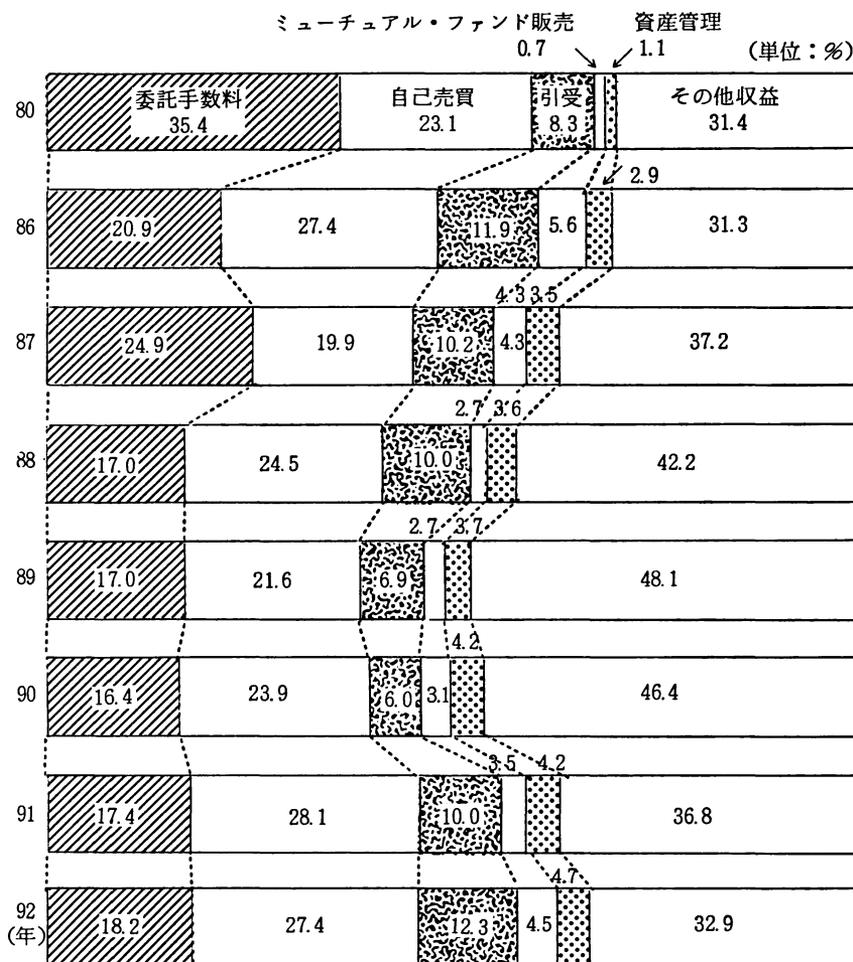
ブローカレッジ中心の業者（national full line 及び regional firm）は、自由化の影響を直接受けた。手数料の低下幅が比較的小さかった個人投資家についても、ディスカウント・ブローカーが台頭し、これらをめぐる競争が激しくなった。ディスカウント・ブローカーは基本的には電話によって注文を取り次ぎ執行するだけで、投資助言のようなサービスを提供しない代わりに、大幅に手数料を割り引く業者で、「メーデー」以降に台頭した。ディスカウント・ブローカーのシェアは、80年には手数料収入全体の1.3%にすぎなかったが、93年には約14%に達している。しかし、これは割り引きされた後の数値であるから、実際の売買注文では20%強を占めるといわれ、大手業者も競争上一定のディスカウントを強いられているのが実情である。ある推定によると、フル・サービス業者の売買注文の35—40%がディスカウントされているといわれる³⁾。これらの業者のシェアが高まるにつれて、業者間の差異も顕著になってきた。この分野では、チャールズ・シュワブ、フィデリティ、クイック&レイリーの大手3社がディスカウント・ブローカー全体の収入の約75%を占め、きわめて寡占的な構造となっている。こ

2) Crabbe [1993], 及び Schwimmer [1994a], [1994b], を参照されたい。

3) Pratt [1994], p. 13.

れら大手業者は、顧客のニーズが多様化するにつれて、投資アドバイスを行わないことを除けば総合証券とそれほど異ならないサービスを提供するまで多角化してきた。他方、それ以外の業者の中にはディープ・ディスカウンターと呼ばれるように、ディスカウント幅をより大きくして総合証券に対抗するものも出現してきた。大手3社の手数料が総合証券の50%前後であるのに対して、全国展開をしているディープ・ディスカウンターであるウォータハウスのそれは20%前後である。このように、ディスカウント・ブローカーのシェアが大きくなるにつれて、この分野においても総合化と専門化という二極化の動きがみられる⁴⁾。

第2図 営業収入の業務別構成比
(NYSE 会員業者)



注) 1992年は第3四半期実績
資料) SIA, *Securitize Industry Database*
出所) 証券団体協議会 [1993], 17ページ

4) 証券団体協議会 [1992b]. もっとも、「ディープ・ディスカウンター」には厳密な定義はなく、デブ

この間、総合証券や地方証券は、一方では業務を多角化し多様な収益源を模索しつつ、他方では安定的な収益を確保できる投資信託、資産管理業務に注力してきた。まず、投資信託については、70年代末から短期金利の急騰を背景にMMFを中心として残高が急増し、そのミューチュアル・ファンド残高に占める割合は80年代初頭には約75%に達した。しかし、80年代後半になって預金金利の低下、株価、債券価格の上昇を背景に株式、債券を組み入れたミューチュアル・ファンドが急増し93年には両者で約70%を占め、MMFのシェアは約25%にまで低下している。NYSE 会員業者のミューチュアル・ファンド販売からの収益の総収益に占める割合は、80年の0.7%から92年には4.5%にまで上昇している（第2図参照）。一方、非金融会社の資金調達との関連では、その調達総額の約4分の1はミューチュアル・ファンドを通じるものとなっている。また、92年に発行されたジャンク・ボンドの約75%はミューチュアル・ファンドが購入し、その残高の50%を保有しているといわれる⁹⁾。要するに、投資信託は現在では家計部門の貯蓄資金が赤字部門に動員される際の不可欠の経路として機能しているのである。しかし、このような株式、債券を組み入れたミューチュアル・ファンドの急増は、それが時価での買い戻しを認めているという商品特性により、マーケット・インパクト、流動性などの問題から金融政策上、何らかの対策が必要であるという声もある⁹⁾。

3 資産管理業務

次に、資産管理業務はあらゆる業者がおしなべて重視してきた業務分野であり、近年の伸び率はミューチュアル・ファンドよりも高い。この背景には、機関化にともなって競争上、より高度な金融コンサルティング機能が要請されたこと、また証券会社の顧客重視という営業方針に適合的な業務であったことがあげられる。証券会社は、預り資産に比例して手数料収入が増加することから、市況の影響を受けにくい安定的な収益源として預り資産の獲得に力を入れてきた。この代表的な例は、70年代末に一大ヒット商品となったメリル・リンチのCMA (Cash Management Account) であり、同社は従来から預り資産の増加に力を入れてきた。同社や

9) ディスカウント・ブローカーについての調査会社は全国に約100社ほどあるディスカウント・ブローカーのうち手数料の低い方から約30社をそう呼んでいる（同、23ページ）。

5) Mack [1993], を参照されたい。

6) Kaufman [1994] は、規制および監視体制の包括的な見直しが必要であるとして、3点にわたる体制整備を提案している。第一は、会計基準、ディスクロージャー基準、取引基準、最低資本基準について、銀行、証券、保険についての各規制当局間での合意を作り上げることである。第二に、債券や株式の価格に大きな影響を及ぼすミューチュアル・ファンドの解約について、60—90日間の通告期間を設けることである。第三に、国際的な規制の整合性を確保するために新しい国際機関を設けることである。

一方、近年の個人投資家のミューチュアル・ファンドを通じた株式や債券投資へのシフトは、ベビーブーマー世代の年齢が35才以上に達したことから将来に備えて貯蓄を増加させていることによるものであり、基本的に短期の市況に左右されるような性格はもっていないという反論がある（Morgan [1994] を参照）。

シェアソンのような大手総合証券の場合、資産管理業務からの収益は最近では収益全体の10-15%に達している。NYSE 会員業者全体では、資産管理手数料収入の総収益に占める割合は、80年の1.1%から92年の4.7%に上昇している（第2図参照）が、地方業者の場合には、手数料収入全体の8%が資産管理業務からもたらされており、中心的な業務のひとつになっている。

この中でも、「ブラック・マンデー」以降注目を集め著しく残高をのぼしてきたのがラップ・アカウント (wrap account) である。これは、E・F・ハットンが手数料が自由化された75年にはじめて売り出したものであるが、売買回数に関係なく預り資産に対して一定の手数料年率を課すところに特徴がある。これによって投資家はより多くの手数料の取得を目的とした証券会社営業マンの過当売買 (churning) に対する不安を回避することができる。この商品は最近までほとんど注目されることはなかったが、87年の「ブラック・マンデー」以降の市況低迷下で、安定的な収益の確保、リーティル重視、顧客第一主義の徹底という証券会社の営業方針の転換の中で急増してきた。SIAの推定では、92年には、ブローカレッジ業者全体の3分の2がラップ・アカウントを提供している⁷⁾ (SIA, *Securities Industry Trends*, May 8, 1992)。

4 リスク・ティキングの積極化

このように個々の業者によって対応は大きく異なるものの、「マンデー」以降、業務の多角化によって手数料収入への依存を大きく低下させていったのである。しかし、大きな傾向としては、87年の「ブラック・マンデー」まではトレーディング・テクニク、新商品開発などの金融イノベーションを推進するためにシステム開発など金融インフラへの投資を中心として拡大戦略が採られたのに対して、それを契機として株価の急落、出来高の停滞によってオーバー・キャパシティが顕在化し、人件費、不動産関連費などの圧縮を中心としたコスト削減に取り組むと同時により安定的な収益の確保に向かっているといえよう。

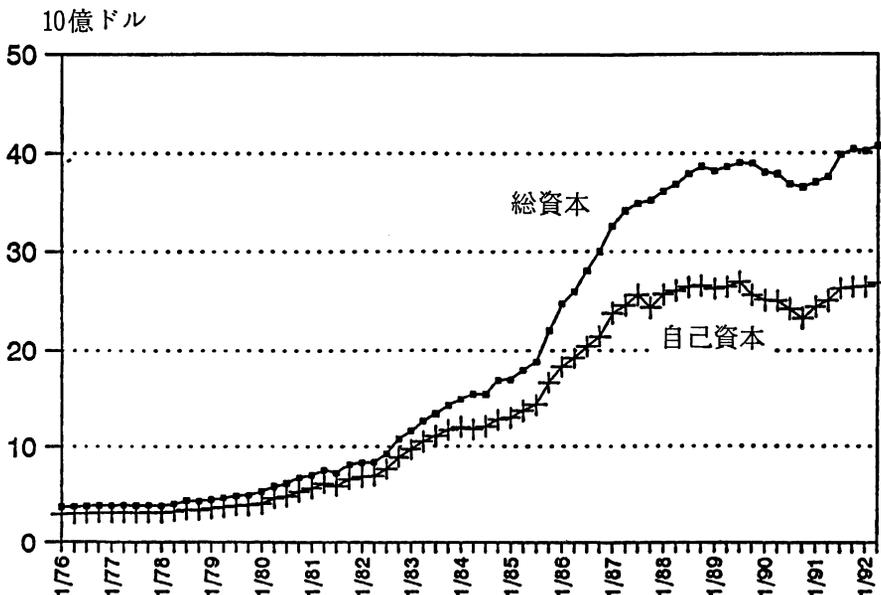
しかし、以上のような多角的な業務展開は、ブローカレッジ業務のような伝統的な仲介業務とは異なり、多かれ少なかれ自己資金の投入をともなっている。この結果、証券業はポジション・リスク、クレジット・リスクにさらされるようになってきた。今、トレーディング、引受、マーチャント・バンキング、私募債斡旋など、自己資金の投入をともな業務 (principal transaction) からの収入の比重をみると、90年代には7割弱にも達している。証券会社は、収益をあげるためには積極的にリスクをとらざるをえなくなっているため、他方ではそれに対してデリバティブなどを利用したヘッジによってリスク管理を徹底することが必要になっている。

7) 資産管理業務およびラップ・アカウントについては、証券団体協議会 [1993] を参照されたい。

II. 証券会社の財務および収益構造の変化

70年代後半以来の多様な業務展開は、証券会社の財務構造にも大きな変化をもたらした。まず、80年代の証券業の概況を証券会社数、従業員数などの推移からみておこう。82年をボトムとして証券市場は成長を続けるが、それにともない証券会社数（NASD 会員数）は80年の2,933から87年の6,722へと2倍以上に上昇した。しかし、その後の不況下で減少し続け、92年6月には5,232となりピークから2割以上減少している。また、NYSE 会員に占める赤字会社の割合も、87年第1四半期の55%をピークとして、以後90年第4四半期まで高い水準が続くものの、それを除いてはほぼ20%前後の水準で推移している。同様に、証券会社の従業員数も87年第3四半期の26万2千人をピークとして、以後減少し続け91年第1四半期にはピークから約5万人減の20万9千人のボトムを記録した。その後増加に転じ、92年第1四半期には21万8千人となっている。自己資本利益率も毎年大きく変動しているが、80年代初めから87年までは高い水準で推移し、その後90年代に入って回復するまでは低迷を続けた（以上の数値は、SIA, *Securities Industry Trends*, Aug. 17, 1992, による）。これらの数字からも、87年10月の「ブラック・マンデー」が証券業に大きなショックを与えたことがわかる。このような変動の中で証券会社全体（公衆業務を行っている NYSE 会員）の財務構造、収益構造はどのように変化したのであろうか。

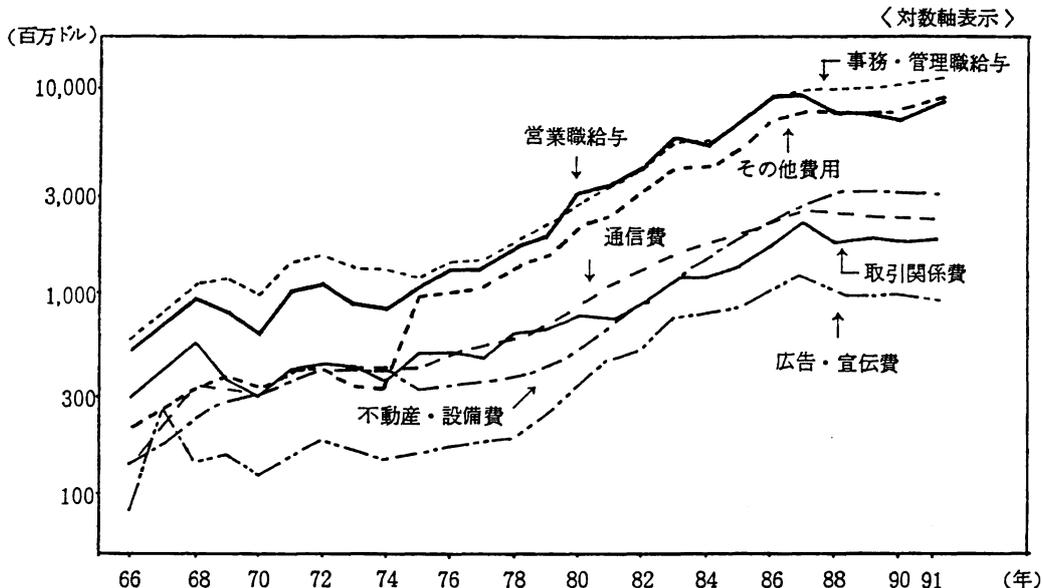
第3図 総資本額の推移



資料) SEC

出所) Matthews [1994], p. 61

第4図 NYSE 会員業者の費目別費用の推移 (ネット・ベース)



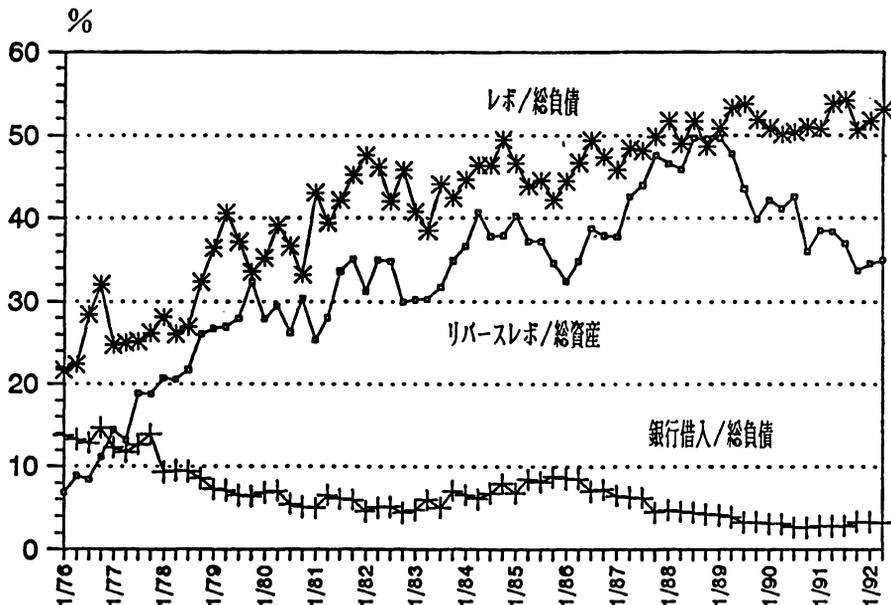
注) 1 支払利息は其他収益から控除しているため費用項目として表示されない。
 2 人件費のうち役員・パートナー報酬は74年以前は事務・管理職給与に含まれ、75年以降は其他費用に含まれる。

資料) NYSE, *Fact Book*, SIA, *Securities Industry Database*, より作成。

出所) 証券団体協議会 [1992 a], 21ページ

証券会社の資本額は80年代に急激に増加している(第3図)。この背景には、新商品開発競争にもなって、システム開発投資やそのためのスタッフや販売人員への給与の支払いが増加したことがある(第4図参照、70年代末より不動産・設備費、営業職給与および事務・管理職給与の伸びが大きいことがわかる)。80年代後半には総資本額と自己資本額の乖離が大きくなっていることからわかるように、この資本額の増加のかなりの部分が劣後負債(subordinated liabilities)によって調達されている。しかも、この時期にはそれ以外の負債による資金調達も大きく増加しており、劣後負債に自己資本(equity)を加えた広義の自己資本比率(劣後負債+自己資本/資産)は76年の12.4%から91年の6.3%にまで低下している。これには、トレーディングの比重増大にもなって在庫金融の手段としての短期資金調達の増加が背景にある。この源泉も大きく変化している(第5図)。かつては銀行借入が主要なものであったが(76年には総負債の13.7%を占めていた)、この比重はほぼ一貫して低下し91年にはわずかに3%にすぎなくなっている。それに代わって、レポやリバース・レポが短期の資金需給のギャップを埋める主要手段として定着している。在庫金融の手段である買い戻し条件付き債券売買(レポ, repurchase agreement)の総負債に占める割合は、76年には26.8%であったが、91年には52.4%に上昇している。また、短期の資金運用を意味する売り戻し条件付き債券売買(リバース・レポ, reverse repo)も、76年の9%から91年の36.9%にまで上昇している。このよう

第5図 短期資金の調達状況



資料) SEC

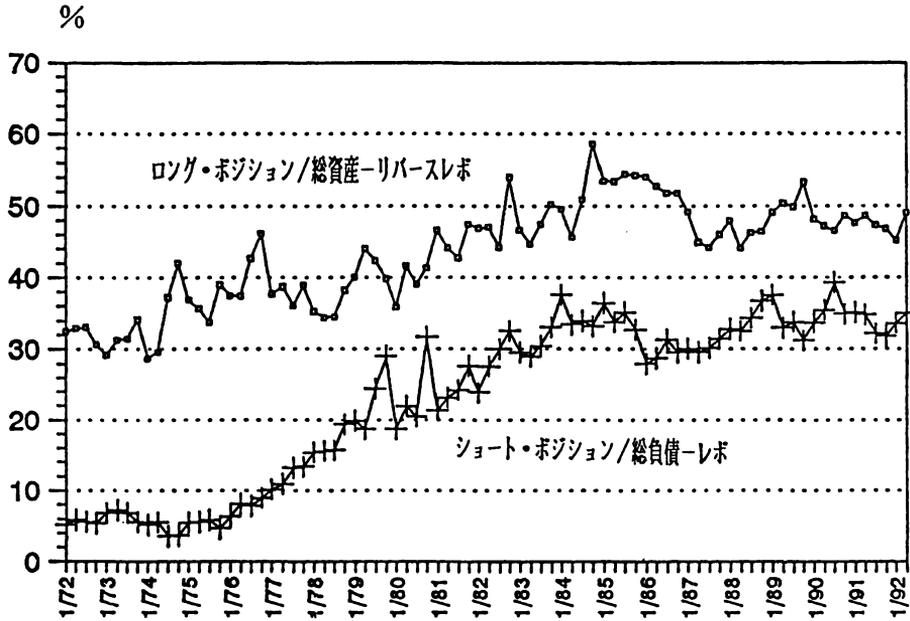
出所) Matthews [1994], p. 28.

に、現在ではレポ市場が証券会社の短期資金調達の過半を占めており、レポ市場の急成長がこの間の最も大きな特徴である。在庫金融の手段が銀行借入からレポ、リバース・レポに大きくシフトしてきた背景には、この間に国債の発行が増加して市場の流動性が高まったこと、70年代後半からの金利上昇によって証券会社がよりコストの安い在庫金融の手段を求めたこと、がある⁸⁾。

もちろん、レポ、リバース・レポで利用される証券は在庫の一部にとどまっており、トレーディングの比重増大ともなって買い持ち（ロング・ポジション）や空売り（ショート・ポジション）の割合も高まっている。第6図は、ロング・ポジションが総資産からリバース・レポを除いた額に対して占める割合、およびショート・ポジションが総負債からレポを除いた額に占める割合をみたものである。したがって、前者はいわば純ロング・ポジション、後者は純粹にヘッジングに利用されているショート・ポジションの総負債に占める割合を示している。前者は72年の32.2%から92年には47.6%へと増加しているが、後者は同じ期間に5.5%から33.4%へと急激に上昇し、この間にディーラー業務に関連した資産・負債が非常に大きな割合を占めていることがわかる。この巨額の純ポジションに対しても、当然ながらデリバティブ（派生商品）を利用してヘッジが行われている。いずれにしろ、これらの結果として、高レバレッジによって証券会社の自己資本利益率は大きく変動するようになっている。

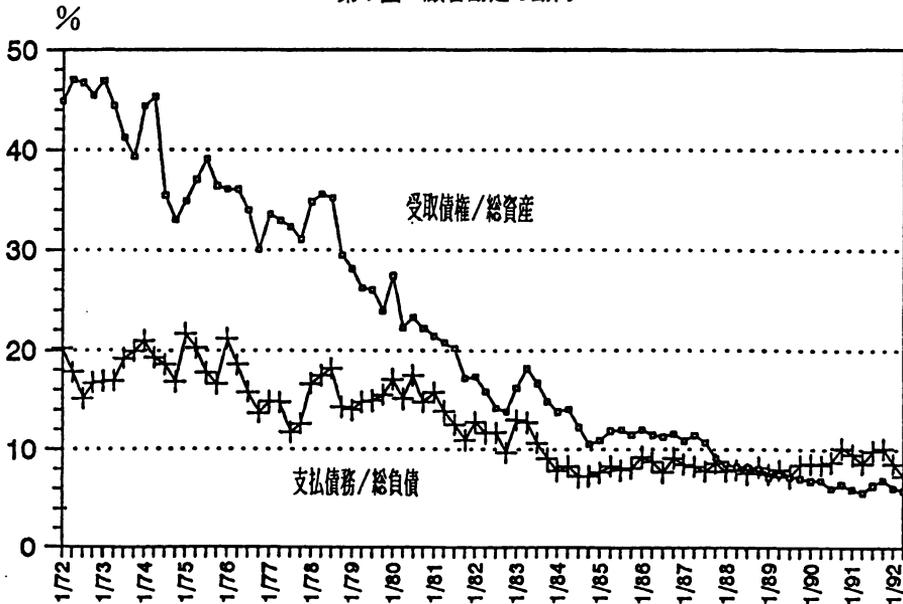
8) Matthews [1994], pp. 27-28.

第6図



資料) SEC
出所) Matthews [1994], p. 30

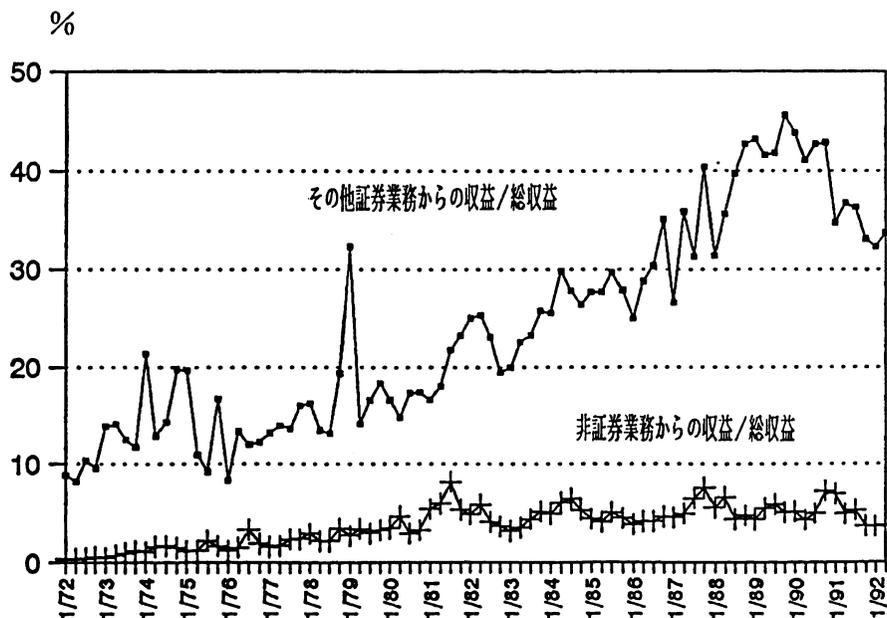
第7図 顧客勘定の動向



資料) SEC
出所) Matthews [1994], p. 27

他方、手数料の自由化にともなって、株式売買にかかわる受取債権 (customer receivable), 支払債務 (payables to customers) の割合は大きく低下してきた (第7図)。総資産

第8図 収益構成の変化



資料) SEC

出所) Matthews [1994], p. 31

に占める受取債権の割合は72年には45.4%を占めていたのが、92年には6.3%にまで激減している。これは証拠金取引の衰退を反映している。ちなみに、証拠金取引に対する貸付けからの金利 (margin interest) の総収入に占める割合は、72年の8.5%から91年には4.3%に低下している。同様に、支払債務の総負債に占める割合も、72年の16.7%から91年の9.6%に低下している。これは顧客が次の投資先が決まるまで証券会社に預けているもので、無条件貸付残高 (free credit balance) として証拠金取引への貸付 (margin loan) の原資になるものである。したがって、この部分の減少も委託売買の相対的な比重低下を反映している。

最後に、証券会社の業務の変貌を収益構成の変化からみておこう。第8図は、収益全体に占める「其他証券業務からの収益」の割合、および「非証券業務からの収益」の割合を示したものである。前者は、M&A、私募債の斡旋、ブリッジ・ローン、レポなどの業務から生み出される収益を示しているが、72年には10%以下であったものが、80年代末、90年代初めには40%を超える割合を占めている。その後、M&Aブームの終焉、私募債をめぐる競争の激化などによって、この割合は低下し、92年には35.2%となっている。また、後者はベンチャー・キャピタル、リース、不動産、保険といった業務からの収益の割合を示しているが、これは92年でも数パーセントにとどまっている。80年代初頭には異業種からの証券業への参入が相次いだ。その後の展開は必ずしも期待されたような効果をあげておらず、多角化戦略じたいが見直されていることを示しているといえよう。言い換えれば、この間の業務の多角化が無原則に様々な

分野に出ていくということではなく、従来までの証券業務に密接に関連する分野への展開を中心としていたということである。いずれにしろ、証券会社の収益の約半分はブローカレッジ、引受、トレーディングなどの伝統的な証券業務以外から生み出されており、証券会社の業務はきわめて多様な広がりをもつようになっている。

III. 証券業における競争と集中

アメリカの証券市場においては、1970年代後半からトレーディング・テクニックの目覚ましい革新、新商品の開発などがみられた。この背景には、「メーデー」以降、証券会社が生き残りを賭けて新たな収益源の開発にしのぎを削ったことがある。この過程で、多くの業者の倒産、あるいは合併がみられた。次に、証券業における競争の激化が、その競争構造にどのような影響を与えたのかを検討する。

1 金融革新の影響

1970年代後半から、アメリカ証券市場では新商品の開発が相次ぐ。70年代前半には、既にMMF、ラップ・アカウント、あるいは通貨先物といった商品が開発されていたが、それが加速されるのは後半になってからである⁹⁾。このような動きは証券業の競争構造にどのような影響を与えたのであろうか。

投資銀行による新商品開発の競争環境への影響を検討した数少ない研究である Tufano [1989] によると、投資銀行が一つの新しい商品を開発するために必要な投資額は5万から500万ドルであるという。これには、(a)法律、会計、規制、および税金についての助言、(b)発行者、投資家、トレーダーの教育に必要な時間、(c)値付けやトレーディングに必要なコンピューターへの投資、(d)マーケット・メイキングを支援するための人材、これらに加えて2ないし6人から構成される新商品開発グループへの年100万ドルの支払い、が含まれる。しかし、金融商品には特許が認められることは少なく(メリル・リンチが77年に開発したキャッシュ・マネジメント・アカウント(CMA)は数少ない例外である)、またSECは開発者が商品の仕組みについて情報を開示することを義務づけているため、新金融商品の模倣は容易である。この結果、模倣者は開発者よりも50—75%少ない費用で追随することができるという¹⁰⁾。したがって、コスト的には「2番手戦略」が有利であるということになるが、マーケット・シェアをみると必ずしもそうはいえない。いずれにしろ、これらのコスト負担から、新商品の開発、また迅速な模倣は事実上、少数の大手業者に限定されざるをえない。

そこで、このような行動がマーケット・シェアとどのように関連しているかが問題になる。

9) 1970年代以降の新商品のリストについては、Matthews [1994], pp. 10-12, を参照されたい。
10) Tufano [1989], pp. 213-14.

Tufano は、1974年から87年までに開発された58の新商品について開発者 (innovator)、また迅速な模倣者 (rapid imitator) のその後のマーケット・シェアの推移を明らかにしている。これら58の新商品の発行は、この期間に2,780億ドル、公募総額の10.7%を占めていた。そして、大手6業者 (ソロモン・ブラザーズ、ファースト・ボストン、モルガン・スタンレー、ゴールドマン・サックス、シェアソン・リーマン、メリル・リンチ) が、これら58の新商品の76.3%を開発し、その後の発行の71.8%を占めた。1976—87年に、これら新商品からもたらされた収益は37.5億ドルであり、全国総合証券10社と大手投資銀行10社の引受収入総額の15.9%を占めていた。これら58商品の中で1年以内に模倣された商品は35、それよりも後に模倣されたものは23となっている。1年以内に模倣された35商品についてマーケット・シェアの推移をみたのが第1表である。これによると、開発者のマーケット・シェアの中位数は47.9%、迅速な模倣者のそれは15.4%であり、前者は後者の約2.5倍に達しており、先行者利益がきわめて大きいことがわかる。さらに、それがどの程度の期間持続しているかをみると、開発から2年目でも開発者のシェアは31.1%、2番手のそれは14.7%、3番手のそれは13.4%となっており、新商品開発による先行者利益は相当期間にわたって持続することがわかる。これらの実証分析の結果は、ジャンク・ボンド、MBS、ABS の各市場においてそれぞれドルクセル・バーナム、ソロモン・ブラザーズ、ファースト・ボストンといった開発者が高いマーケット・シェアを占有していたという事実と符号する。

したがって、新商品開発のためのコストを考慮すれば、70年代後半以来の新商品開発競争の激化は大手業者への集中度を高めるような影響を及ぼしたと考えられる。

第1表 新商品開発とマーケット・シェア

投資銀行	開発者		模倣者	
	商品数	開発者のシェア	商品数	模倣者のシェア
ソロモン・ブラザーズ	7	47.8%	16	18.7%
ファースト・ボストン	6	54.5	12	16.8
モルガン・スタンレー	5	45.3	12	18.3
ゴールドマン・サックス	4	35.5	10	12.4
シェアソン・リーマン ¹	4	47.3	15	15.8
メリル・リンチ	3	37.4	12	23.0
スミス・バーニー・ハリス	2	54.7	2	1.4
ブライス・イーストマン・ディロン	2	61.6	1	49.9
ドレクセム・バーナム	1	69.2	7	15.1
ベア・スターンズ	1	11.7	3	4.5
シェアソン・ロブ・ローズ	1	62.2	1	0.6
中位数	36 ²	47.9	91	15.4

注) 1. リーマン・ブラザーズとシェアソン・リーマンを含む。

2. 2つの投資銀行が同じ日に競合する類似商品を開発しているため、商品数は36になっている。
出所) Tufano [1989], p. 233.

2 合併・買収による成長戦略

アメリカの証券業はある意味では合併・買収の歴史であり、それが規模拡大のための主要な戦略と位置づけられてきた。しかし、業務分野の拡大を主要な目的とした合併はやはり70年代後半以降のことである。

まず、戦後の証券会社の合併・買収の動きについて概観しておく。60年代末の「バック・オフィス」危機の時期には、大手ブローカー業者も含めてかなりの業者が経営危機におちいった¹¹⁾。その救済のために、同業者の間での合併・買収が多くみられた。1972—74年には、手数料自由化がほぼ避けられない状況になってきたことから、販売力の強化を目的としてブローカー・レッジ業者と投資銀行の間での合併がみられた。1976—78年には、手数料が自由化されたことを受けて、機関投資家向けの業務を強化する意図から、調査能力の評価の高い業者や機関投資家への販売に強みをもっていた業者が合併の対象とされた。78年にかけては、こうした動きはメリル・リンチによるホワイト・ウェルドの買収、リーマン・ブラザーズによるクーン・ロボの買収など、大手業者も巻き込んだ大型買収へとつながっていった。

そして、1981—82年にかけては、多角化戦略の有力な分野として証券業務が注目され、いくつかの異業種による証券会社の買収がみられた。これらの代表的なものには、アメリカン・エクスプレス（カード）によるシェアソン・ヘイドン・ストーンの買収、シアーズ・ローバック（小売り）によるディーン・ウィッター・レイノルズの買収、フィプロ（商品先物）によるソロモン・ブラザーズの買収、プルーデンシャル（保険）によるベーチェの買収などがある。これらの異業種からの証券業務への参入は、多角化にともなうシナジー効果を目的としたが、その後の推移を見るとその多くは所期の目的を達したとはいえない。

さらに、「ブラック・マンデー」の前後からは経営危機に陥った業者が買収される事例が多くなる一方、多角化戦略の見直しによって再びブローカレッジと投資銀行業務を分離するケースがみられる（例えば、シェアソンとリーマン・ブラザーズの分離）。

このように、その目的はもちろんその時期の市場環境によって異なるものの、アメリカの証券業は合併・買収の歴史といっても過言ではないほど、環境の変化に対応して合併・買収を繰り返してきたのである。

そこで、証券会社の合併・買収と規模拡大との関係についてみよう。第2表は資本金額でみた上位20証券会社の1974—79年の間の総資本金額の増加と合併・買収との関係についてみたものである。この間にまったく合併・買収を経験しなかった業者は約半数の11業者である。しかし、それらの業者も80年代には合併・買収を経験している。例えば、79年の総資本金額では第3位のE. F. ハットンは経営危機からシェアソンに買収され、ソロモン・ブラザーズはフィプロと合併し、キダ・ピボティも経営危機からGEに買収されている。かくして、アメリカの証券会社にとって内部成長のみによって規模拡大を遂げるのはきわめて例外的であり、買収・合併が

11) 佐賀〔1993〕を参照されたい。

第2表 1979年の総資本額上位20社と74年の構成会社

74年の総資本額による順位	79年の会社名と74年の構成会社名	74年の総資本額 (千ドル)	79年の総資本額 (千ドル)
	Merrill Lynch (1)		\$ 784, 245
1	Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.	\$ 546, 002	
17	White, Weld & Co.	50, 745	
	Shearson, Loeb, Rhoades (2)		246, 255
7	Loeb, Rhoades & Co.	78, 320	
10	Shearson Hayden Stone, Inc.	65, 733	
29	Hornblower & Weeks-Hemphill, Noyes	26, 529	
45	Spencer Trask & Co., Inc.	14, 969	
69	Faulkner, Dawkins & Sullivan, Inc.	9, 207	
	The E. F. Hutton Group (3)		237, 954
4	E. F. Hutton Group Inc.	99, 895	
	Paine Webber (4)		236, 000
6	Paine Webber, Jackson & Curtis, Inc.	84, 384	
57	Mitchell, Hutchins, Inc.	11, 015	
	Salomon Brothers (5)		228, 700
2	Salomon Brothers	123, 700	
	Dean Witter Reynolds (6)		193, 727
5	Dean Witter & Co. Inc.	85, 519	
16	Reynolds Securities, Inc.	55, 051	
52	Baker, Weeks & Co., Inc.	13, 182	
	Goldman Sachs & Co. (7)		181, 000
8	Goldman Sachs & Co.	76, 000	
	Bache Halsey Stuart Shields (8)		162, 549
3	Bache & Co., Inc.	120, 431	
30	Shields Model Roland, Inc.	24, 310	
46	Halsey, Stuart & Co., Inc.	14, 734	
	Stephens, Inc. (9)		145, 098
15	Stephens, Inc.	56, 139	
	First Boston Corporation (10)		127, 200
13	First Boston Corporation	61, 655	
	Morgan Stanley & Co. (11)		107, 542
32	Morgan Stanley & Co., Inc.	22, 522	
	Drexel Burnham Lambert (12)		107, 250
19	Drexel Burnham & Co., Inc.	49, 059	
60	William D. Witter, Inc.	10, 498	
	Allen & Company (13)		104, 700
9	Allen & Company	70, 302	
	Lehman Brothers, Kuhn, Loeb (14)		103, 784
18	Lehman Brothers, Inc.	49, 998	
40	Kuhn, Loeb & Co.	17, 762	
	Kidder, Peabody (15)		92, 389
20	Kidder, Peabody & Co., Inc.	48, 486	
	Donaldson, Lufkin & Jenrette (16)		81, 000
12	Donaldson, Lufkin & Jenrette, Inc.	63, 122	
43	Pershing & Co., Inc.	15, 625	
	A. G. Becker/Warburg Paribus Becker (17)		80, 747
14	The Becker and Warburg-Paribus Group Inc.	56, 580	
	Shelby Cullon Davis & Co. (18)		79, 959
36	Shelby Cullon Davis & Co.	20, 084	
	Bear, Stearns & Co. (19)		73, 675
27	Bear, Stearns & Co.	30, 000	
	Smith Barney, Harris Upham & Co. (20)		69, 099
22	Smith Barney & Co., Inc.	39, 829	
35	Harris, Upham & Co., Inc.	21, 035	

規模拡大、業務拡大の有力な手段であることを確認できる。

3 集中度の推移

次に、金融革新が証券業の集中度に及ぼした影響をみよう。アメリカの証券業の集中度を検討する場合、業者の専門化が著しく進んでいることから、業務毎に取り上げていく必要がある。しかし、この間の証券市場の変化によって各業務の関連が密接になっていること、また積極的なリスク・テッキングにともなって資本金の強化が至上命題になってきたことから、資本金を基準として集中度の推移をみるのが妥当であろう。

第3表は1968—91年の総資本額の集中度を整理したものである。「メーデー」をはきんで、三つの期間（1968—74年，1975—81年，1982—91年）に分けて集中度の推移をみると、興味深い傾向が明らかになる。まず、第2の期間（1975—81年）は手数料自由化の影響が最も強く現れた時期であるが、予想に反してそれ以前の時期ほど集中度は上昇していない。これは60年代末から70年代初めにおける証券業の危機によって多くの業者が統合に追い込まれたことから、1968—74年には上位50業者全体において集中度が上昇したことを示していると考えられる。別の側面からいえば、アメリカの証券会社は手数料自由化にともなう競争激化を多角化、積極的なリスク・テッキングによって巧みに乗り切ってきたといえよう。第二に、1982—91年には再び集中度が上昇していることである。しかも、それは上位8ないし10業者への集中度が著しいという特徴をもっている。これは82年の一括登録制度の導入によって引受業務の大手業者への集中がすすんだこと、また買取引受 (bought deal) のように少数の業者が引受証券のすべて

第3表 上位100証券会社（総資本額）の集中度の推移，1968—91年

	1968	70	72	74	76	78	80	82	84	86	88	90	91
トップ 1	9.6	12.3	13.7	18.0	17.2	18.0	16.4	15.0	12.6	10.8	17.3	19.8	17.5
4	19.5	23.0	23.8	29.4	29.2	33.4	35.6	37.7	40.3	37.4	40.3	49.8	55.6
8	29.1	32.3	33.8	40.1	39.9	47.4	49.6	51.8	58.3	56.6	57.3	66.0	72.3
10	33.2	36.1	38.3	44.4	44.4	52.6	54.5	56.9	64.7	63.5	64.3	71.4	76.6
20	49.7	52.3	55.2	62.9	63.2	70.2	72.5	74.9	80.3	80.4	80.0	82.9	86.1
50	77.6	78.9	81.4	85.3	86.5	85.5	90.5	91.2	92.4	93.0	93.0	93.9	95.3

変 化 率

	1968—74年	1975—81年	1982—91年
トップ 1	8.4%	-2.8%	2.5%
4	9.9	7.1	17.9
8	11.0	11.3	20.5
10	11.2	11.7	19.7
20	13.2	10.8	11.2
50	7.7	5.2	4.1

出所) 1968—76年: *Finance Magazine*, various issues; 1978—1991年 *Institutional Investor*, various issues.

を販売する機会が多くなり資本力を強化する必要が強まったという事情もある¹²⁾が、これまでみてきたような新商品の開発とそれにとまなう先行者利益の取得がせんぜい上位10業者に限られていたということを反映していると考えられる。新商品開発競争は業者間格差をより一層拡大する傾向を強めたのである。

したがって、やや長期的に証券業における集中度の推移をみれば、70年代後半以降の金融革新の進行は大手業者への集中を強める大きな要因の一つであったといえよう。

おわりに

アメリカ証券業は、「メーデー」以降の規制緩和の進展、証券市場の構造変化の下で、様々な業務展開によって対応してきた。その特徴を要約すれば、一方で資産管理業務のような安定的な収益源を確保しつつ、他方では積極的なリスク・テイクングによって高付加価値業務を開拓してきたということになる。その結果、証券会社の財務構造も高レバレッジの体質となり、収益の変動も大きくなった。このため、証券会社にとってポジション・リスク、クレジット・リスクの管理がより一層重要になっている。

このような証券会社の戦略対応は、コスト負担の点から事実上、大手業者においてのみ可能であったことから、上位業者への集中をいっそう促進する効果をもった。アメリカの証券業においては従来から合併・買収が規模拡大、業務拡大の有力な手段であったが、70年代後半以降は各証券業務の間の関連が密接になったことを背景に、それまではそれぞれ専門化した業者によって営まれていた、ブローカレッジ、調査、引受けといった業務をあわせ営むことを動機とした多角化戦略の一環として位置づけられてきた。しかし、80年代初頭の異業種からの証券業への進出がことごとく失敗に終わったことから、近年はその反省に基づいて中核となる業務（コア・ビジネス）を確定しそれを支援する業務への多角化という、より限定的でコンセプトの明確な多角化戦略に変化しているのが現状である。

引用・参考文献

- Blume, M. E., Siegel, J. J., and Rottenberg, D. [1993], *Revolution on Wall Street; The Rise and Decline of the New York Stock Exchange*.
- Blume, M. E. and Zeldes, S. P. [1994], "The Structure of Stockownership in the U. S.", *Conference Paper*, Otaru University of Commerce, May 25.
- Carey, M. S. [1993], "Recent Developments in the Market for Privately Placed Debt", *Federal Reserve Bulletin*, Feb.
- Casserley, D. [1993], *Facing up to the Risks; How Financial Institutions Can Survive and Prosper*: 工藤長義訳 [1994], 『リスクへの挑戦』金融財政事情研究会。
- Crabbe, L. E. [1993], "Anatomy of the Medium-Term Note Market", *Federal Reserve Bulletin*

12) 佐賀 [1991], 第6章を参照されたい。

- tin, Aug.
- , et al. [1990], “Recent Developments in Corporate Finance”, *Federal Reserve Bulletin*, Aug.
- Hayes, S. L. III (ed.) [1987], *Wall Street and Regulation*.
- (ed.) [1993], *Financial Services; Perspectives and Challenges*.
- Kaufman, H. [1994], “Structural Changes in the Financial Markets: Economic and Policy Significance”, *Economic Review*, FRB of Kansas City, 2nd Quarter.
- Mack, P. R. [1993], “Recent Trends in the Mutual Fund Industry”, *Federal Reserve Bulletin*, Nov.
- Matthews, J. O. [1994], *Struggle and Survival on Wall Street; The Economics of Competition among Securities Firms*.
- Morgan, D. P. [1994], “Will the Shift to Stocks and Bonds by Households be Destablizing?”, *Economic Review*, FRB of Kansas City, 2nd Quarter.
- Pratt, T. [1994], “Will the Wirehouses Wake up in Time”, *Investment Dealers’ Digest*, Aug. 8.
- Remolona, E. M., et al. [1992-93], “Corporate Financing in the 1990s”, *FRBNY Quarterly Review*, Winter.
- Schwimmer, A. [1994a], “MTN Filings Set Record for Third Year in a Row”, *Investment Dealers’ Digest*, Jan. 24.
- [1994b], “Cross Currents in MTNs”, *Investment Dealers’ Digest*, July 25.
- Securities Industry Association (SIA), *Securities Industry Trends*, each issue.
- Tufano, p. [1989], “Financial Innovation and First-mover Advantages”, *Journal of Financial Economics*, 25.
- 川端孝一 [1994], 「米国年金基金によるデリバティブ（金融派生商品）の利用戦略」, 『証券アナリストジャーナル』, 7月.
- 佐賀卓雄 [1991], 『アメリカの証券業』東洋経済新報社.
- [1993], 「アメリカ証券業の危機と制度改革」, 『証券研究年報』（大阪市立大学証券研究センター）第7号, 12月.
- 証券団体協議会 [1992 a], 『米国証券会社の収益基盤の変化と経営対応』, 2月4日.
- [1992b], 『ディスカウント・ブローカーについて』, 6月2日.
- [1993], 『米国証券会社の資産管理業務とラップ・アカウント』, 2月2日.
- 的場年昭 [1994], 「米国株式市場の現状」, 『投資月報』（日興リサーチセンター）, 8月.
- 御代田雅敬 [1994], 『米銀の復活』日本経済新聞社.