

米国証券会社の収益アニユイタイズ化と総合金融戦略

米主要証券会社では90年代以降、市況に左右されにくい収益体質への転換を進めてきたが、これはSMA等の残高型フィービジネスの強化だけによるものではない。最近ではローン・預金などの銀行商品事業が収益成長を牽引しており、伝統的証券事業とのシナジーももたらしている。

銀行事業強化で成長軌道を上方シフト

米国の有力証券会社では株式市況や金利環境に左右されにくい収益の比率が高まっている。委託手数料やトレーディング収益などの市況依存型収入 (market-driven revenues)¹⁾とは対照的に、証券会社に予測可能かつ安定的キャッシュフローをもたらす非市況依存型収入は「アニユイタイズド収入」(annuitized revenues)²⁾などと呼ばれる。

収益アニユイタイズ化が単にSMAなどラップ商品や投信運用・管理料手数料等の拡大によってもたらされているというだけならば、遅くとも90年代前半には始まっていた残高型フィービジネス強化の進捗にすぎず目新しさはない。しかし、最近の非市況依存型収益の増大は、証券会社が顧客バランスシートの負債サイドも含めた収益機会を追求し、かつみずからのバランスシートを積極的に活用した銀行商品事業を拡充してきたことにより牽引されている点で、収益成長軌道の上方シフトと経営モデル転換としての意味を持つ。

米大手証券のなかでも銀行事業強化を伴う収益アニユイタイズ化にいち早く取り組んできたメリルリンチでは、純収入に占めるアニユイタイズド収入の割合は90年代初頭の2割強から05年には4割強にまで漸増してきたが、同収入のうち純金利収入が占める割合は98年の19%から05年には44%にまで急拡大している。98年以前の同社純金利収入はほとんどが信用取引やトレーディングなど伝統的証

券事業に付随するもので横ばい傾向にあったが、99年にローンや預金などの銀行商品事業の本格的取組みを開始してから05年までに年率18%のペースで急増している。NRIアメリカの試算³⁾によると、かりにメリルリンチが銀行事業への本格的取組みに着手していなかった場合、05年のアニユイタイズド収入に占める純収入比率は現在の半分程度の20%前後にとどまっていた可能性が高い。銀行事業による純利益への貢献度も高まっており、メリルリンチの連結純利益に対する銀行子会社純利益の比率は00年の5%から05年には27%にまで上昇している。

メリルリンチを含む先行組の収益的成功が確認された後には、他の大手総合証券や大手ディスカウンターがほぼ一様に銀行事業の拡充で追随した⁴⁾。米証券の決算発表においてはいまや銀行商品の残高増加が増収増益の主因の一つとして挙げられることは珍しくない。

FAが顧客固有の負債側ニーズにも対応

証券会社にとってのローン・銀行事業の拡充は顧客バランスシートの両側(資産、負債)の金融ニーズを取り込むことで関係の強化と収益機会の実現を図る「リテール総合金融戦略」の一環である。しかし、それは大手米銀が広範な預金・ローン商品と保険・投資商品を取り揃え展開する総合金融戦略に正面から対抗するものではない。むしろ証券会社独自の顧客セグメントと商品戦略、チャネルの深

Writer's Profile



吉永 高士
Takashi Yoshinaga

NRIアメリカ
上級研究員

専門は米国金融経営調査
focus@nri.co.jp

堀による内生的成長機会の実現を目指すという点で大きく異なる。

米主要証券の提供するローンは投資銀行サービスの顧客である大企業向けを除くと、大部分は証券取引関係のある個人や中小企業などリテール顧客向けである。銀行子会社自身が物理的な営業拠点網を展開するケースはきわめてまれであり、ローンは主に親証券会社が銀行子会社の代理業者となるかたちで提供されている。とくに総合証券会社の場合は支店の外務員（FA）が担当顧客固有のニーズに個別対応する体制をとっており、大手銀行のように大量の広告や多様なチャンネルで不特定多数からのローン申請を大量処理するのは異なるポジショニングを取ることでオーバーバンキング突入を回避している。

主要証券8社の銀行子会社の05年末貸出残高の内訳をみると、計1,060億ドルのうち住宅担保ローンが48%と約半分を占め、これに商工業向け（24%）、商業用不動産向け（9%）が続く。米総合証券のリテール顧客の中心は中小企業オーナー経営者で占められ、その多くは不動産投資を好む傾向があるといわれるが、それが貸出資産にも反映されている。また統計上は「その他」に区分されるローンの割合も4年前の5%から19%にまで急増しているが、増分の多くは使途自由の有価証券担保ローンが占めているとみられる。

投資家顧客が証券会社のローンを利用するメリットの1つは、既存の証券資産を活用しながら銀行よりも有利な条件で借りられることである。住宅ローンの場合、預り資産残高に応じて数十ベーシスポイント金利優遇を受けられることで、競合する大手銀行よりも若干低い金利での借入が可能となることがある。証券会社に一日の長がある有価証券担保ローンについては銀行が積極的に取り組んでいないなか、銀行よりも数百ベーシスポイント単位で有利な金利で借入れを行うことができる。

銀行事業はもはや低収益分野ではない

目の前に着実な顧客ニーズと事業機会がある時に、本格的に取り組むべきかどうかの判断基準となるのはその収益的意義と伝統的事業との補完性による戦略的意義だろう。

収益的には米主要証券会社の銀行子会社のROEはほとんどのケースで親証券の連結ROEを上回っており、銀行事業はもはや資本集約的な低収益分野とはいえない。銀行子会社の税引前利益率も70%前後と、リテール証券部門の20%前後を大きく上回っている。

伝統的証券業務とのシナジーという点では、たとえば有価証券担保の融資枠の場合、担保の融資枠の数倍の資産を担保設定することで預り資産の流出防止や新規獲得に有効活用されている。実際、スミス・バーニーでは貸付額に対し4倍の預り資産流入があるとの相関関係が報告されている。また、FAと顧客との関係深化による効果も指摘されており、ワコーピア・セキュリティーズでは住宅ローンを取り扱うFAはそうでないFAに比べ手数料売上高が57%も多いという。

米国では大手メガバンクや大手証券会社が資産運用や保険引受から撤退するなかで金融商品の製販分離傾向が指摘されてきた。しかし、こうしたオープンアーキテクチャー化の本質は自前製造範囲の一方的縮小を意味するものではなく、むしろ販売面での付加価値に重点を置きつつ収益的意義や戦略的意義のあるもののみ（新規進出も含め）是々非々で自前製造することにある。米主要証券会社においては、既存基盤を最大限に活用しながら特定の銀行商品を自前製造することに収益的・戦略的意義があると判断されたわけである。日本においても競争環境や制度環境、顧客特性の異同を超えて、日本の証券会社ならではのローン・銀行事業機会はあるはずだ。たとえば、有価証券担保ローンの拡充はその取組み易さや事業基盤の応用可能性にも鑑み、優先的な事業化課題の1つとなりうるだろう。 **N**

NOTE

- 1) 市況依存型収入の英語表記には他に「transaction revenues」「market-oriented revenues」などがある。
- 2) 非市況依存型収入の英語表記には他に「annuity-type-product revenues」「predictable revenues」「recurring revenues」などがあり、その比率の上昇傾向は「収益アニユイタイズ化」(revenue annuitization)などと呼ばれる。
- 3) 99年以降の純金利収入増加率が、銀行事業の本格的取組開始前10年間の年率8.2%増にとどまったと仮定しシミュレーション。
- 4) 銀行子会社（開店休業状態のものを除く）を持つ主要証券会社8社をみると、連結純金利収入合計に占める銀行子会社の純金利収入合計の割合は99年の3%から05年には40%にまで増大している。