

リテール・ビジネスのバリュー・チェインとアンバンドリング

一二上季代司

1 はじめに

昨年から株式相場の急回復で証券会社の収益状況はやや持ち直したようである。しかし、この収益状況の好転は相場依存であって、中小証券の多くが抱えている経営上の課題、とりわけリテール証券分野におけるビジネスモデル上の問題点が解消されたようには思えない。

中小証券にとつての現時点における最大の課題は「固定費の増嵩」である。一般に中小証券は、「身軽さ」すなわち固定費が少ないことを身上としてきた。過去を振り返れば、一世代前の中小証券経営者は、店舗を広げず、営業を歩合外務員に依存してきたが、これらはすべて、相場変動の激しい株式営業では固定費を避けることが、第一の課題だったからである。

しかし、一九九〇年代後半以降の約二〇年間で、わが国証券業界の費用構造はこれまでとはかなり異なってしまった。すなわち、販売管理費のうち固定的な部分が、店舗開設費や人件費よりも「システム関連費用」にウェイトがおかれるようになってしまったからである。その結果、固定費の回避はこれまでとは異なった方法で追及されなくてはならないが、その解決はどのようになされるべきなのだろうか。

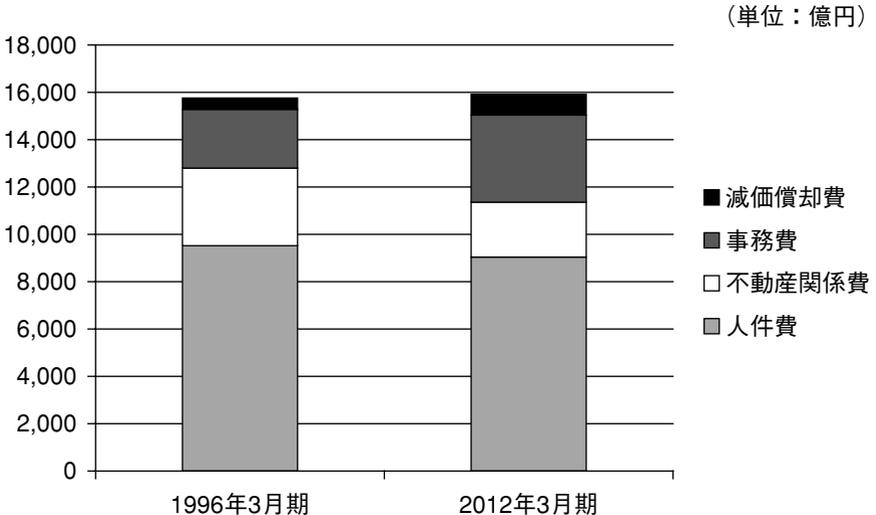
2 費用構造の変化

まず、一九九六年を起点として、わが国証券業界の費用構造がどのように変化してきたかをみよう。⁽¹⁾ 図1は東証総合取引参加者の決算概況から作成したもので、固定的性格の強い四つの費目（人件費、不動産関係費、事務費、減価償却費）を一九九六年三月期決算と二〇一二年三月期決算についてみたものである。

両年度とも、販売管理費総額は二兆円強と変わらず、四費目の合計も一兆六千億円弱であり変わっていない。しかしその構成要素はかなり変化している。人件費、不動産関係費が減少し、事務費が大幅に増加、減価償却費も増えているのである。そこで、この四費目を、一九九六年を起点として、どのように増減してきたのか、その推移をみたのが、図2である。

これによると、不動産関係費はなだらかな減少傾向にあり、ほぼ営業店舗数の増減とオーバーラップしている。一方、人件費をみると、二〇〇六年から二〇〇八年にかけて増加しているが、全体として減少傾向にある。増加してい

図1 固定的費用の構成変化



(出所) 東証『総合取引参加者決算概況』より作成

(注) 96年当時は124社、2012年は97社。

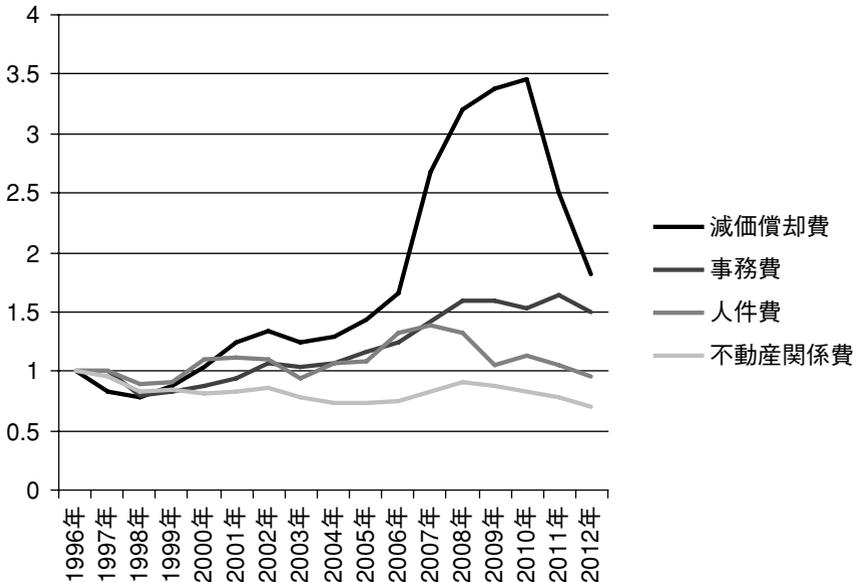
る期間中は、比較的、活況の時期であり業績連動部分の給与が増えたことが一因であろう。

この間、従業員数も大きく減少している。比較対象は異なるが、証券業協会加盟の証券会社全社を対象にすると、一九九六年末十一万三千人（二八九社）から二〇一二年末には八万三千人（二七一社）へと三万人の減少であり、このうち内勤従業員が三万七千人から一万三千人へと激減している。つまり従業員減少の八割は内勤従業員だったのである。

これに対し、大きな増加を示しているのは事務費と減価償却費である。特に事務費は景況のよしあしにかかわらず増加傾向にあり、一九九六年比で一・五倍、販売管理費の一・四%から一七・六%に上昇している。また減価償却費は事務費以上の大幅な増加傾向を示している（ただし、二〇一〇年をピークとして大きく減少しているが、この減少の原因を筆者は明らかにできていない）。

いずれにせよ、固定的要素の強い費目として、人件

図2 固定的費用の推移



(出所) 図1に同じ

費は内勤従業員の削減（または営業部門への配転）によって対処し、あるいは業績連動部分を多くして固定的部分を変動費化する努力を重ねてきたことがうかがえる。また不動産関係費も店舗の削減や、道路に面した店舗から上層階へ移動するなど店舗関係費の節減等によってもたらされたものである。しかし、事務費や減価償却費は逆に増加し、販売管理費全体の縮減にはつなげていないのである。

この間、リテール業務関係収入である委託売買手数料と投信等の募集手数料は、後者が二千億円から四千億円へ約二倍に増えたものの、前者が一兆八百億円から三六六億円へ七千億円の減収のため、投信の代行手数料の増収部分を考慮に入れても、この間、慢性的にリテール証券ビジネスは苦境に陥ってきたのである。

そこで、コスト対策として、これまでのような店舗設置の抑制、人件費の業績連動化、内勤の削減・営業部門への配転などでは根本的に解決し難くなっている。それは固定的費用の増高が、事務費や減価償却にみられるように「システム関係費」にあるからである。システム関係費は事務費、減価償却費のみならずサーバーの設置場所など不動産関係費の一部にも食い込んでおり、内製化する場合には人件費にも響いてくるのである。

3 システム関係費の増加傾向

それではシステム関係費の増加にはどのような背景があるのか。その最大の理由は、証券取引所の売買、市場情報の伝達、清算業務等のシステム化にある。

それまでもバック・オフィス関係のシステム化は進行してきたのだが、その効果は省力化という形で人件費削減に貢献してきた。売買のシステム化も市場部員（「場立ち」）などの人件費節減効果は見込めるものの、その後、システム化は際限もなく拡大していく傾向にあり、システム関係費は費用削減部分を上回る規模で増加している。

すなわち、八〇年代からはじまった取引所の売買システム化は、八〇年代後半の先物・オプションの導入、二〇〇〇年代に入るとREITやETFなどの新商品登場のたびに付加されていく。さらに証券取引所自体が市場競争にさらされて、より一層、効率的で最新のシステムへの更新に絶えず迫られているのである。したがって、これと接続しなければならぬ証券会社自体のシステム関係費も以前と同様に今後とも、増加していくと考える間違いない。これと関連して相場報道もシステム化されている。加えて株券の保管振替が九〇年代からはじまり、保管・決済関係のシステム費用もかさんでいく。

これらシステム関係費の増加は、かつてのバック・オフィスのシステム化（たとえば第一次オンライン）と比べて費用節減効果はきわめて小さく、全体として費用を増加させる傾向にある。では、増収効果があったのかと問われれば、長期的にみれば出来高拡大効果は期待できるものの、これまでは手数料自由化による料率低下で大きく減殺されてしまったという評価だろう。にもかかわらず証券会社である以上、システム費用の負担は不可避なのである。コスト面で前記のシステム関係費によく似た費目として、「コンプライアンス」関係費用がある。証券ビジネスの「品質向上・維持」のために必要不可欠ではあるものの、それ自体としては増収効果もなく費用節減効果もないのである。そしてこうしたコンプライアンス関係費用は近年、ますます増加傾向にある。とりわけ、二〇〇一年の金融商品販売法は相場変動商品の説明義務を強化したが、二〇〇七年の金融商品取引法はその精神を取り入れ、契約前書面交付を義務化するなど、コンプライアンス関係の費用も増加している。

4 証券ビジネスのバリュー・チェーンとアンバンドリング

こうしたシステム関係費、コンプライアンス関係費は必要不可欠ではあるものの、費用節減効果は見込めない

反面、増収効果は不明確な性格のもののだが、この増加に対処するためにはどうすればよいのだろうか。システム関係費用は規模の経済性が期待できるため、その縮減のためには、これを集約することが望ましいのである。そうだとすると、各社のシステム関連施設を分離し、集約することが一つの解決策ということになる。

そして暗中模索ながら、すでに一部の中小証券の間ではじまっている「リテール・ビジネスのアンバンドリング (unbundling、分解)」は、そうした解決策が、無意識のうちに個々の証券経営者によって進められている姿だ、といえるのではないだろうか。そこで、次にこの点についてみよう。

個人向けの証券営業は、実際には一連のバリュー・チェーン (Value chain、価値連鎖) から成り立っている。すなわち、それは、①投資アドバイスや勧誘などの営業行為とその結果としての受注、②証券取引所 (上場株) や運用会社 (投信) への注文の送達と売買執行、③その後の受け渡し・決済と顧客への取引報告書送付、および④顧客口座への入庫 (または入金) などの口座管理等、に大別できる。顧客こそが収入を生み出す源泉という観点からみれば、このチェーンのうち、①を「フロント営業」、②を「ミドル・オフィス」業務、③と④を「バック・オフィス」業務と呼称してきた。

そして、このバリュー・チェーンを一度、「分解」して、その構成要素ごとの「価値」(いいかえればコスト・パフォーマンス) を精査し、もっとも競争効率的な組み合わせの「連鎖」に再構成していくという試みが一部ではじまっているのである。

5 バック・オフィスの分離と外部委託

その最初の試みは、バック・オフィスの分離とその外部委託であった。一九九三年一月に「一吉証券」(現

「いちよし証券」が「大阪証券代行」（現「だいこう証券ビジネス」）を委託先として、顧客向け取引報告書の作成、重要書類等の管理・配送等のバック・オフィス業務の一部を委託したのである。こうしたバック・オフィス業務の分離、外部委託は、その後、多くの中小証券に波及していった。

他方、類似した動きは大手証券等においてもみられた。野村、大和の両社は一九八〇年代後半にビジネスサービ部門を設立しているが、³⁾両社とも設立当初はメーリングの代行業務にとどまっていた。それが、やはり一九九三年に入ると、親証券会社の営業店バック・オフィス業務を受託しはじめたのである。

こうして、アンバンドリング（分解）と業務のアウトソーシングは、最初はバック・オフィスからはじまったのだが、その後、これがフロント営業やミドル・オフィスにまで拡大していくのである。

6 フロント営業のないビジネスモデル（ネット証券）

その制度的な契機は、手数料自由化と証券仲介業（現、金融商品仲介業）制度の創設であった。一九九〇年代末の手数料自由化は、折からのインターネットの浸透と重なって、「ネット証券」と呼ばれる新しい業態⁴⁾を産んだ。この特徴は、外務員のアドバイスや勧誘が無いことである。すなわち「フロント営業」を持たず、執行サービスと口座管理、つまりミドル・オフィスとバック・オフィスのみから成り立っていることである。

日本の「ネット証券」は、手数料の全面自由化がはじまる以前から出現している。そのことが物語っているように、彼らが「ネット証券」という新たなビジネスモデルを試みはじめた理由は、アメリカのように手数料自由化によって価格競争が展開できるといふことよりもむしろ、それまでのリテール営業における「フロント営業」に価値を追求しなかった（もつと強く言えば、見いだせなかった）、ということなのだろう。

こうして、一九九〇年代後半からフロント営業の無いリテール証券ビジネスがはじまり、手数料全面自由化がはじまると、激しい料率切り下げ競争が展開されて、個人の株式売買注文はネット証券に集まり、その株式委託売買のシェアは急速に高まっていった。

7 フロント営業のみのビジネスモデル（金融商品仲介業）⁽⁵⁾

他方、これとは全く逆に「フロント営業」のみのビジネスモデルが現れはじめた。金融商品仲介業がそれである。仲介業者は、顧客の紹介や、金融商品のアドバイス・商品説明、販売勧誘など営業行為のみを行うだけである。口座開設ならびに注文は契約先の証券会社に取り次ぎ、この証券会社が注文執行、決済・受け渡し、口座管理等のミドル・オフィス、バック・オフィスを担当する。

仲介業制度創設の目的は、幅広く販売チャネルを広げて資金の流れを「貯蓄から投資へ」振り向けていくことだった、と言われる。その意味では、発足間もなく仲介業を銀行の登録証券業務の一つに加えたことは、その目的を達成するうえで効果があったといえよう。メガバンクを中心とした「銀証連携」は、仲介業ビジネスを通じて、銀行顧客の資金を「貯蓄から投資へ」振り向けることに効果があったからである。

しかし、仲介業の意義はそれだけではないだろう。なにより、伸縮自在で、フロント営業を身軽に開業でき、相場変動に迅速に対応できることが挙げられる。証券会社にとっても、フロント営業を仲介業者にいわば外部委託することで、店舗、営業員を持たず、相場変動に応じてフロント営業を拡大できるし、業務量の拡大は、ミドル・バック・オフィスを中心としたシステム関係費等の固定的費用をカバーすることにつながる。逆に、フロント営業の競争力に自信を持つ証券会社が仲介業者に転身して、ミドル・バック・オフィスを他社に外部委託する

ことも制度的には可能になってくる。

8 おわりに

ビッグバン以降、証券業界を取り巻く制度的環境は大きく変わった。固定的費用の構成要素も徐々に変化してシステム関係費、コンプライアンス関係費が増加し、この傾向はどうかやら不可逆的のように思われる。そうであるとすると、コスト対策は従来の延長ではなく、ドラスティックな発想の転換が必要であろう。

他方、外部的な環境をみれば、免許制から登録制への移行、銀行の投信窓販、手数料自由化、仲介業制度の創設など、リテール証券ビジネスのバリエュー・チェインの構成部分も、それぞれの一節ごとに、その収益性・競争力を評価できるような条件が備わってきている。その結果、フロント営業、ミドル・オフィス、バック・オフィスを効率よく組み合わせることで収益性の高いビジネスを追求することも可能になっている。

このような事例は近年、徐々に増えてきているのである。

例えば、バック・オフィスの受託からはじめた「だいたいこう証券ビジネス」が二〇〇〇年代に入るとミドル・オフィスまで進出し、各社からミドル・バック・オフィスの受託を行っている。また、非会員証券会社からのつなぎ受注を専業としてきた旧日本協栄証券を母体とする「証券ジャパン」も同様のビジネスを展開するようになった。登録制への移行が新規参入を促進し、新規参入業者からの外部委託の機会が増えたことが追い風となっている。他方でまた、大手証券系のビジネスサービソ会社は、銀行の投信窓販解禁により、投信窓販のバック・オフィスを幅広く受託している。

また、フロント営業を持たないネット証券とフロント営業のみの仲介業者の連携は、アメリカのチャールズ・

シユワブが確立したビジネスモデルだが、これと類似したケースがわが国のネット証券においてもみられるようになった。そして中堅・中小証券の間でも仲介業との連携によってフロント営業を拡大させる試みが出はじめている。他方では、証券会社が仲介業に転身してミドル・バックの固定費負担を回避する動きも出はじめている。このように、フロント営業、ミドル・オフィス、バック・オフィスのそれぞれの「価値」を精査し、場合によっては、他社への外部委託、他社との連携・ネットワークに踏みだす事例が増えているし、今後増えてくると思われる。

注

- (1) 一九九六年を起点としたのは、当時の橋本総理がフリー（自由）、フェア（公正）、グローバルのスローガンを掲げて「ビッグバン宣言」をした年であり、翌年には山一証券が破綻して証券業界がビジネスモデルの激変に突入する画期的な年だからである。
- (2) 証券業協会加盟の証券会社全社の店舗数（本店含む）をみると、一九九六年末は二七四〇店、二〇一二年末は二一三八店となっている。
- (3) 「野村ビジネスサービス」は一九八五年、「大和ビジネスサービス」は一九八八年に設立されている。
- (4) アメリカでの呼称はオンライン・ブローカーである（online broker）。
- (5) 二〇〇三年証券取引法改正（〇四年施行）により可能になった証券仲介業は、二〇〇七年金融商品取引法により「金融商品仲介業」と呼称を変えている。

（にかみ きよし・客員研究員）