―スティーフル社の紹介を中心に―

小林陽介

はじめに

筆者は、平成二八年三月一〇日にニューヨーク

で開催された第八回日本証券サミットに参加する

の証券会社、シンクタンク、情報ベンダー、自主機会を得た。また、同サミットに合わせて、米国

クにも支店を持ち、近年、積極的なM&Aを通じで、セントルイスを本拠地としながらニューヨー

て規模と業容を拡大させている中堅証券会社ス

規制機関等を訪問するツアーが実施された。そこ

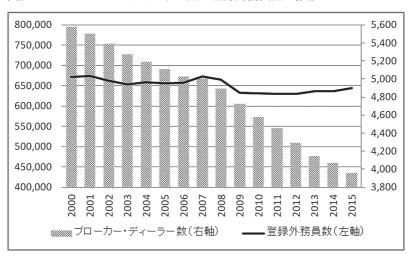
フル社と略記)から貴重なお話をうかがうことがティーフル・フィナンシャル社(以下、スティー

てのような勢いを失ったかに見える米国証券業にできた。同社のプレゼンテーションからは、かつ

あっても、規模と業容を拡大させ既存の序列に挑

拡大戦略の一端を紹介することとしたい。証券業の最近の動向をまとめ、スティーフル社の付けられた。そこで、本稿では、この機会に米国戦しようと試みる中堅業者が存在することを印象

ブローカー・ディーラー数・登録外務員数の推移(単位:人、社) 図表 1



FINRA 報告業者。

(

0

後

[出所] SIFMA, Fact Book, 2015および FINRA ホームページより作成。

員数 合併 推 約 収、 年 年 どを背景として、 ステム負担 した。こうした業者数減少には、 -の 金i 移 規 七年から二〇 以 図 一万人の の推 制 が進んだことが考えられる。 金融危機 表 数と登 強化によるコンプライア 融危機以 1 移をみると、 業者数は 直近では若干の は 0 減少を見たが、 増加 **録外** 時 証 降 匠に減少 一務員数 券 Ŧī. 減 証券業からの撤退や業者 おける業者の 業 年 少 商業銀 金融 傾 者 \dot{o} Ĺ 尚 間 0 0 ·昇傾向 その 危機 で **√**° にあ ブ 推 行による証券会社 移 1 \Box 〇〇〇社以上 後 後 淘 ス 0 である。] 向もみら ・ス負 はほ 010 他方、 汰 IT化によ が加速し、 たが、二〇〇八 力] 担 ぼ 金融危 登録 れる。 〇九 $\overline{\overline{\bigcirc}}$ 横 0 デ ば 同 増 るシ 外 減 イ 年 機 の買 士 加 業 務

米

玉

証券業

0

最

近

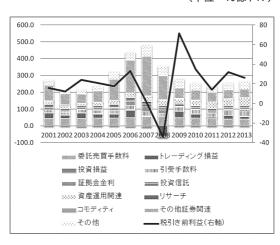
0

動

向

1

証券会社の総収入・税引き前利益の推移 図表2 (単位:10億ドル)



む中

が

存

在する可能性を読み取ることができる。

外務員を集約して規模を拡大させた業者

続

て図表2から総収入の動きを見ていく。

堅く維持されてきたが、ここから業者の淘汰

貫して業者数が減少する中で外務員の

まったことが考えられる。

このように、

近年

人数が

が 淮 底

(注) NYSE 報告業者。

SIFMA. Fact Book. 2014より作成。

〇三年から二〇〇七年の

間 は、

急激に総収入が

であ とい 伸 ル 私 ス 募手数料、 び (総収入の約七〇%) ŋ った雑多な項目からなる レポを含む) た時期であった。 その 規模は二〇〇七年には二一二六億 Μ & 投資勘定からの配当・ A手数料、 その伸びを主導 に達していた。「その他 一 その: $\widehat{\nu}$ ポ および 他 証 したの 券関 金利収入 リバ は 連

が K. 2 者 広がるにつれて、 5 数 バイザーとしての外務員に対するニーズが高 n 0 な 推 移 に見られたような減少傾向がここで 0 は 身近なファイナンシャル 九九〇年代以降投資家 0 裾

T

化商品の私募発行等を活発に手掛け、そこから多 ポ取引やサブプライムローンを裏付けとする証券 大な収益を得ていたからだと考えられ であったが、 IJ] マンショック前の証券会社がレ

証券関連」

が急増したのは、

特に大手業者に顕著

となり(同二五%)、ピーク時と比べて二割以下 かつて収入の 金融危機以降は、業界全体の収入が大きく減少 からの収入は、二〇一三年には三九八億ドル 危機前の水準を回復するには至っていない。 伸びをけん引した「その他証券関

なっている。

関連」に代わって金融危機後の総収入の伸びを支 打撃を受けたためだと考えられる。「その他 の水準にとどまっている。その理由は、 えてい その規模は、二一五億ドル クによって、 るのが、「資産運用関連」 レポ取引や証券化関連業務が から (同六%) から三 の収 IJ] 入であ 証 マン

三二億ドル

(同二〇%) へと上昇した。これに

取引やヘッジファンド向けのプライム・ブロ

ーカ

で、 に、 券関連」と並ぶまでになっている。 テール関連業務が収益を下支えするような状況と を加えると総収入の約二四%となり、 投資信託」 「資産運用関連」 金融危機後は、業界全体の収入が伸び悩む中 の収入である六五億ドル Þ 「投資信託」 以上 「その などの 同 0) 洒 よう 他証 %

一五社」「それ以外」に区分して、総収入の構成

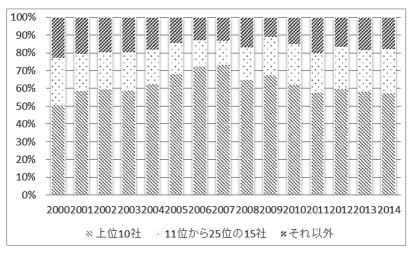
図表3は、「上位一〇社」「一一位から二五位

業者と捉えるならば、金融危機までは、大手業者

は、二〇〇七年になると七三・六%に達し、 ○年に五○・八%であった「上位一○社」の の得る収入の割合が高まる傾向にあった。二〇〇

業者への収入の集中が著しかった。 みた証券化関連業務やレポ の推移を見たものである。「上位一〇社」を大手 取引のほか、 これは、 自己勘定 大手 先に 割合

図表3 総収入の規模別構成比の推移



(注) NYSE 報告業者。

〔出所〕 SIFMA, Fact Book, 2015より作成。

0 金 は、 れ でも規模の拡大によって収入を高めている業者が する中堅業者である。 てきたのが 大手業者のシェ や証券化関連業務が打撃を受けたことに加えて、 の背景には にくくなったこともあげられる。 融 収 % 几 る割合は 上昇. 危機 入低 ク時から一 て寡占的 金融危機後に反転した。「上位一 三%から二〇 しかし、 後 している。 0 が指摘できると同時に、 0 規制 に手掛けら 1) た高収益業務 この収入の大手業者へ 六 ĺ ア低下を埋めるようにして拡大し 位 強化によって自己勘定取引を行 7 兀 四四 この背景に ンショ から二五位 その割合は 年には五七 %も減少したのである。 年 n <u>。</u> ックによってレポ取 てい が 兀 は 0 たからだと考えら 部 そして、 五社 0) 大手 五 % 五%とな 中 二〇〇六年 〇 社 _ 、の集中に 一堅業者 大手業者に 業者自 へと約 に位 の占 傾 0 置 そ 体 側

以上のように、近年の米国証券業は、登場している可能性が指摘できよう。

業界全体

の収入が低迷し、リーマンショック前の水準を回

ティ 数や収入の面で規模を拡大させた中堅業者の存在 と、また、収入面で中堅業者のシェアが高まって して規模を拡大させた業者の存在が考えられるこ 象を与える。しかし、他方で、登録外務員を集約 を急拡大させている業者であり、そういった存在 在する可能性は検討に値しよう。今回訪問したス 業がかつてのような勢いを失っているといった印 復するには至っていない。また、 うに見える中でも勢力を拡大させている業者が存 が考えられる。 いることから、業者の淘汰が進むなかでも外務員 に減少を続けている。これらは、 ・フル 社 は、 全体としては勢いを失ってい 数々の買収によって規模 業者数は長期的 近年の米国 業容 んるよ 証 券

の一例だと考えられる。そこで、次に、同社

0

構成されている。

拡大戦略の一端を紹介することとしたい。

一、スティーフル社の紹介

スティーフル社は、

創業が一

八九〇年であり、

ショナル 部門である「グローバル・ウェルス・マネジメン にいくつかの海外拠点を持っている。我が国にお ト」と投資銀行部門である「インスティチュ 目を集めた。事業は、 いては、二〇一三年末に東海東京フィナン 員と全米三九○の支店を擁するほか、 セントルイスに本拠地を置き、 ル・ホールディングスとの業務提携が発表され注 ヨーロッパ 二六年の歴史を有する老舗の証券会社である。 ・グループ」との二つのセグメントから (イングランド、スペイン、 図表4のように、 七一〇〇名の従業 リテ スイス) カナダ・

図表4 スティーフル社の組織構造

スティーフル

グローバル・ウェルス・マネジメント グローバル・ウェルス・マネジメント プライベート・クライアント スティーフル・バンク&トラスト M&A アドバイザリー リサーチ		インスティチューショナル・グループ	
		ミドルマーケット専門	金融機関専門
		機関投資家向けエクイティ・債券取引 エクイティ・債券の資金調達 M&A アドバイザリー リサーチ	M&A アドバイザリー 機関投資家向エクイティ取引 エクイティ・債券での資金調達 リサーチ
スティーフル (ブライベート・クライアント)	スティーフル (バンク&トラスト)	スティーフル (インスティチューショナル)	KBW

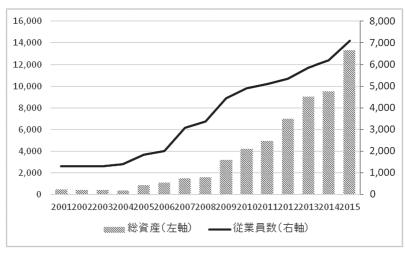
〔出所〕 スティーフル社資料より作成。

見ると、 万ドル(二〇一五年) 従業員数は一八二四名(二〇〇五年)から七一〇 らであったが、二〇〇五年以降、 急拡大させてきた。加えて同社は、 のように、 〇〇〇万ドル(二〇〇五年)から二三億七七〇〇 まで目立った動きはなかったが、その後、二億七 〇名超へと (二〇一五年) 〇万ドル 資産・従業員数とも増加に転じ、 た動きはなかった。ところが二〇〇五年以降、 く事業の構成も変化させてきた。 一〇〇万ドル(二〇〇五年)から一三三億三三六 推 図 図表6の総収入の推移を見ても、 移である。 表5は、 かつては収入の約 (二〇一五年)へと約一六倍に増加 同社はこの一〇年あまりの スティー 両者とも、 へと約九倍に増加 フル 八割が 二〇〇四年まで目 社の総資産 約五・五 ?リテ 再度、 投資銀行部門 総資産は八億四 規模だけでな 二〇〇四年 倍に 間] 図表 従業員数 に規模を ル した。こ 増 部 6を 門 加 7 総 0 か 0

証券レビュー 第56巻第6号

図表5 スティーフル社の総資産・従業員数の推移

(単位:百万ドル、人)



業務を拡充した。

二〇〇七年には、

ツを買収し、

投資銀行業務やトレ

1

デ

イ

プからレッグ・メイソン・キャピタル・

とめたものである。

二〇〇五年には、

シティ

ものである。

図表7は、

同

社の主要買収案件をま

〔出所〕 スティーフル社資料および Form 10-K より作成。

盤

に拠点を置くライアン・ベックを買収し、

顧

客基

ランティック・バンコープからニュージャー

を東部 В は、 査 13 ○年のトー に力を入れてきた。 W買収である。 「ミドル シリコンバ 南東部に広げた。 マーケット」 マス・ レリ スティ ワイゼル買収と二〇一三年の . О 前者の ハ と呼 イテク業界に関するリ 注目すべきは、 . フ ば ĺ 社はリ] n る中 マ ス サー 小 ワ 型 イゼ 株 チ、 0

特

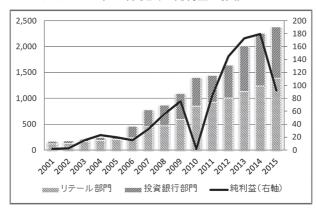
K

ル調

○五年以降展開してきたM&Aからもたらされたこのような規模・業容の急拡大は、同社が二○めるまでになっている。

ンク・

図表6 スティーフル社の総収入・純利益の推移(単位:百万ドル)



(注) リテール部門は、プライベート・クライアント・グループ(2001年~2008年)、グローバル・ウェルス・マネジメント(2009年~2015年)。投資銀行部門は、エクイティ・キャピタル・マーケットとフィクスド・インカム・キャピタル・マーケットとの合計値(2001年~2008年)、キャピタル・マーケット(2009年~2011年)、インスティチューショナル・グループ(2012年~2015年)。

[出所] スティーフル社 Form 10-K より作成。

きた。 ステ 続 位 the を抜き全米トップに チ 投資銀行であ 几 + 1 ケット業者との繋がりを拡充させ、さらにリサ は 0 以内に登場 1 夕 オ 1 Street 調査に レッジ数は 後者 1 こうし 力 ッ ○社近く広げることができたので チ 1] これ の買収 バ プ五位入りするなどの実績に結びつい ル・ 0 の K 強 StarMine 5 ル み ッジ数を四 ス た 社は、 Ó Ź, В を持つ業者で してい によってリサ 1 IJ 買収 W IJ + は、 お 几 同] 人によっ Analyst Awards ることのほ 61] 躍り ○○社を超え、 社を買収することによっ 金融業界におけるミドル \vdash て一〇年連続でトップ一二 チ 金融業界に強みを持つ ○○社近く広げることが 出ることができたの 体 て、 ĺ あ 制 チ ヤ 0 0 か、] 同 充 社 ナ 力 ス 実 J P テ 1 ル 0 バ でも は ij A レ イ 0) 七 あ # ッ Best 同 九 ル フ 7 社 中 で 年 7 数 ガ チ ル 社 連 口 が 0 堅 ま

証券レビュー 第56巻第6号

図表7 スティーフル社の主要買収案件

年月	被買収企業	
2005年12月	Legg Mason's Capital Markets Division	
2007年2月	Ryan Beck	
2007年4月	First Service Bank	
2008年12月	Butler Wick & Co.	
2009年10月	56 UBS Private Client Group branches	
2010年7月	Thomas Weisel Partners	
2011年10月	Stone & Youngberg LLC	
2012年12月	Miller Buckfire & Co.	
2013年1月	Knight Capital Group's Institutional Fixed Income Brokerage unit	
2013年2月	KBW, Inc.	
2013年10月	Acacia Federal Savings Bank	
2013年11月	Ziegler Capital Management, LLC	
2014年 4 月	De La Rosa & Co.	
2014年7月	Oriel Securities	
2014年11月	1919 Investment Counsel & Trust Co.	
2014年12月	Merchant Capital, LLC	
2015年7月	Stone Agee Group, Inc.	
2015年12月	Barclays' Wealth & Investment Management	
2016年1月	Eaton Partners	
2016年3月	ISM Capital LLP	

方政

け金融ビジネスの拡充)、

同

年

0

才

IJ

工

ル

セキュ 府向 ラ・

リティ

ーズ買収

(ロンドンにおける投

地

方債関連ビジネス

口

ーサ買収

(カリフォルニアにおけ への進出)、二〇一

る地 年 ン&ヤングバーグ買収

(カリフォ

ルニアにお

け

几

0

年

0

ス

投資銀行業務については、二〇

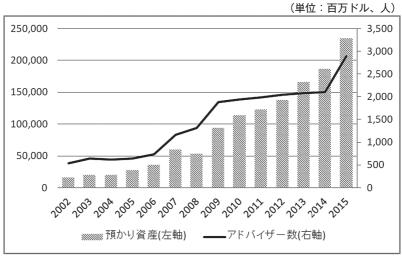
〔出所〕スティーフル社資料より作成。

える。 は、 拡大が が 間 年に急増を見た後、 事業の強化、 資銀行業務 は ・アドバイザー数の推移である。 あ 二〇〇八年を除き、 デ 漸増し、二〇一五年に大きく増加している。 ŋ アドバイザー数は、 図ら ール部門に M ħ & 新規 7 Aを通じて新規業務 ブロ 13 おい 地域 る。] 二〇一〇年から二〇 カレッジ業務 てもM&Aによって規模 図表8は、 堅調に増加してきたとい の進出等を行ってい 二〇〇七年と二〇〇九 同社 へ の 0) 預 進出 0 進出や既存 か 預 ?り資産 四 か 年の り資 など る。

る。

0

図表8 スティーフル社の預かり資産・アドバイザー数の推移



(注) アドバイザー数にはインディペンデント・コントラクターが含まれる。

〔出所〕 スティーフル社資料より作成。

ザ 収 ょ 角 行 のであり、 もとはリーマン・ブラザー ンディペンデント・コントラクタ で買収 二月には、 わ $\overline{\overline{}}$ ス・マネジメント」 に伴って、 と二〇〇億ド てスティー れたからである。 五年に大きく増加 したことで注目を集め 地方業者がかつての五大投資銀行 バ スティ 1 フル社には、 クレ jレ 0) 1 部門 七月 イズの米国 預 フ かり資産が ル 社には ズの を買収 0 したのは二件 えト 米国事業だっ た。 [におけ ĺ 約七〇〇名 した。 1ン・ が加わ が 名 この 加 0) アド これ アギ :の買 ŋ る わ 買 0 たも 収 0 は ゥ た。 同 バ 収 0)] 社 買 エ が 億ド · つ Ŏ 七 j 0) 年 預 約 匹 か 0 増 り資産が追 \bigcirc 〇名 加 は、 0 ライ T 加され F ・アン バ 1 たことによる。 # ベ と総 ッ ク 額 0 買 九 収 13

収

に伴っ

て三二〇名

O U

Ź

K

バ

1

ゖ゙

<u>خ</u> __

Ŧi.

 $\overline{\bigcirc}$

億

 \bigcirc

0

九年

0

増

加

ば

BSの米国

内五六支店の買

ル

の預か

り資産が追加されたことが大き

ある。 二八九一名(二〇一五年)へと約四・五倍に増加 ドバイザー数は六四四名から(二〇〇五年)から ○億ドル(二○○五年)から二三四○億ドル(二 ○一五年)へと約八・七倍に増加した。また、ア は超富裕層向け市場に参入することができたので これらの買収によって、預かり資産は二七

後にはどのような考え方があったのであろうか。 容の拡大を紹介したが、こういった拡大戦略の背 同社の会長兼CEOクルゼウスキー氏は、KBW し、全米ランキングで第六位に躍り出た。 以上でスティーフル社の買収を通じた規模

: 業

のであるといえよう。

縮小によって生まれた隙間を埋めてい 二〇〇八年の金融メルトダウン以降、大手業者の 行業において規模は重要だ。スティーフル社は、 る。また、「最大手の金融機関が縮小し成長 る」と述べ

していないという事実は、(当社に)成長し収益

買収を発表した直後のインタビューで、「投資銀

性を高める十分な機会を与える」とも述べてい おいてもダイナミックな動きがあることを示すも な勢いを失ったように見える現在の米国証券業に で既存の序列に挑戦しようという思惑がうかがえ る。このような中堅業者の存在は、 よる事業縮小を好機と捉え、その隙を埋めること る。これらの発言から、 金融危機後の大手業者に かつてのよう

ないわけではない。たとえば、二〇一五年のス

利益率がスティーフル社の伝統的なウェルス・マ 加わったインディペンデント・コントラクターの トーン・アギー買収のケースでは、買収に伴って

の一員になることを拒否し、他社への移籍や独立 全体の利益率を押 ークレ イズ買収のケースでは、 し下げる要因となった。また、 スティーフル社

バ

ネジメント業務の利益率よりも低く、結果として

ただし、スティーフル社の拡大戦略にも課題が

買収戦略に今後どのような影響を与えるのかが注離れたと言われている。このような経験が同社ののアドバイザーが買収完了の前にバークレイズをのといれたが、それにもかかわらずおよそ半数にが、では、

を考えるアドバイザーが多数生じた。

同社はアド

おわりに

目される。

本稿では、はじめに米国証券業の最近の動向を

し、業者の淘汰が進む中でも勢力を拡大させた中たように見えること、ただし、登録外務員を集約にあり総収入の伸びが見られないなかで、米国向にあり総収入の伸びが見られないなかで、米国にあり総収入の伸びが見られないなかで、米国

堅業者が存在する可能性をみてきた。そして、そ

ことを示すものとして興味深い存在である。
しており、かつてのような勢いを失ったかに見えしており、かつてのような勢いを失ったかに見える米国証券業の中でもダイナミックな動きがあるる米国証券業の一例としてスティーフル社の拡大のような業者の一例としてスティーフル社の拡大のような業者の一例としてスティーフル社の拡大のような業者の一例としてスティーフル社の拡大のような業者の一例としてスティーフル社の拡大のような業者の一例としてスティーフル社の拡大のような業者の一例として興味深い存在である。

PEファンド、ファミリー・オフィスとの繋がりている。二〇一六年一月には、ヘッジファンド、スティーフル社は、今年に入っても買収を続け

には、ロンドンに拠点を置く独立系投資銀行ISを持つイートン・パートナーズを買収した。三月

Mキャピタルを買収した。スティーフル社の会長

続け、夏までには総資産で一五〇億ドルを達成し兼CEOクルゼウスキー氏は、今後も買収活動を

どのようにビジネスに組み込んでいくのか、そし業を買収していくのか、新しく取り入れた事業をたいと考えているという。これからどのような事

ど、同社の動きは今後も注目に値しよう。てどこまで上位業者に食い込んでいけるのかな

(参考文献)

の証券市場 二〇一六年版』日本証券経済研究所。沼田優子[二〇一六]「証券業者と証券業務」『図説 アメリカ

Horowitz, J. [2012], "Stifel CEO again bucks the trend in buying a work out firm", Chicago Tribune, Dec 21. (http://articles.chicagotribune.com/2012-12-21/business/sns-rt-us-stifel-buckfirebre8bk11c-20121221_1_kbw-retail-investors-full-service-firm)

Kelly, B. [2015], "Stifel CEO wants better results from Sterne Agee's independent B-D business", Investment-News, Nov 6.

FREE/151109947/stifel-ceo-wants-better-results-fromsterne-agees-independent-b-d)

(http://www.investmentnews.com/article/20151106.

Kostov, N. [2014], "Oriel Securities' new owner: 'Call me if you want a job'", Financial News, May 13. (http://www.efinancialnews.com/story/2014-05-13/ron-kruszewski-stifel-financial-oriel-securities-open-for-business)

Regan, M. [2016], "Stifel's Growing Pains", Bloomberg

Gadfly, Feb 25.

(http://www.bloomberg.com/gadfly/articles/2016-02-24/ stifel-financial-shares-show-struggle-with-growing-pains)
Walsch, A. [2015], "Almost Half of Barclays Advisors Left

Before Stifel Closed on Deal", On Wall Street, Dec 8. (http://www.onwallstreet.com/news/almost-half-of-barclays-advisors-left-before-stifel-closed-on-deal)

(注

- ページに掲載されたレポートを参照されたい。ツアーへの(1) サミットの様子については、日本証券業協会のホーム
- (2) 沼田 [二〇一六]。

係者の方々にこの場を借りて感謝申し上げる次第である。同行を許可していただいた同協会の方々および訪問先の関

- 3 Horowitz [2012]4 Kostov [2014].
- © Kelly [2015].
- © Walsch [2015]
- Regan [2016].

(こばやし ようすけ・当研究所研究員)