

# 新しい証券業のビジネスモデル

二上季代司

最近、「ビジネスモデル」という言葉が盛んに使われるようになった。「儲けの仕組み」という意味だそうである。<sup>(1)</sup> 要するに、利益をあげるための経営の手法・仕方をいうのであり、その限りで何ら目新しい事はない。しかし、この言葉が最近しきりに使われるようになったのには理由がありそうである。まず何より、それはカタカナ言葉であり、IT（情報通信）革命によってインターネットを利用した企業が増えてきたことと関係がある。インターネットを利用することで、たとえば無店舗、営業員なしという、これまでとは全く異なったコンセプトのやり方で商売する企業が増えてきたからである。オンラインブローカーが急速に増え、その取扱高が急増している証券界などはその典型だろう。

しかし、証券界の場合、ビジネスモデルの変革をもたらしているのはインターネットだけではない。日本経済の基調変化（産業構造の転換）や規制の大改革（ビッグバン）など証券経営を取り巻く環境が様変わりとなっているのである。今までのところ、日本経済の基調変化による経営手法への影響は大手・準大手証券に特に強くでているようであるが、インターネットやビッグバンによる経営手法への影響は大手から中小まで広範囲に波及していることが認められる。いずれにせよ、証券業において、今後求められるビジネスモデルは何か、という問題意識がでてくることは間違いないだろう。そこで以下では、この点について簡単にまとめてみた。

## 1 日本経済の基調変化と新しい証券ビジネス

日本経済の基調変化は証券会社の顧客である発行人社、投資家による証券サービスへのニーズを変える方向に働き、これはさらに証券会社の経営者に波及して、新しい証券サービスを提供するにふさわしいビジネスモデルを模索させる動きに発展する。

日本経済はこれまで、重厚長大型の産業構造を基礎に大量生産、大量販売に適した大企業体制で高度成長を続けてきた。しかし、その時代は終わった。経済停滞の現状を打破し、雇用確保、経済活力維持を計るには新規の起業、技術開発が不可避であり、これにふさわしい金融システムに脱皮する必要があるとされる。<sup>(2)</sup> すなわち、今後の日本の金融システムは、(一) 銀行に過度にリスクが集中する現在の資金仲介のあり方から家計が薄く広くリスクを負担できるシステムへ、また(二) これまでのような単に黒字主体（家計）から赤字主体（企業・政府）へ資金を移転させる機能よりも成熟産業から新興成長産業へと成長性・収益性に即して効率的に資金を配分する機能こそが発揮できるようなシステムへと、脱皮することを求められているわけだ。

証券会社に関していえば、その果たすべき役割は、これまでのような個人向け株式営業力に支えられたエクイティファイナンスの引き受けによる迅速かつ大量の資金供給ということよりも、①未公開株の取り扱いによる流動性向上、新規公開を通じた新興企業の発掘・育成、②自社株などの資本政策、資産の証券化・流動化、事業部門の分社化、M&A等に関連するアドバイスやこれに必要とされる引受け等を通じた既存産業・企業の財務や組織のリストラの促進、③投資家向けには適切なリサーチに基づくアドバイスや資産運用サービスを通じた家計貯蓄の証券市場への導入、というものに移っている。また、家計貯蓄は「市場型間接金融」<sup>(3)</sup>の形（年金基金や投資信託など）をとって投資するケースが増えると思われるため、④機関投資家向けに株式・債券等の売買執行能力

を向上させることも求められるようになる。このような証券会社の役割を通じて、産業構造の転換が促進され、また家計が広く薄くリスクを負担できる仕組みが整えられるわけである。

## 2 新しい証券ビジネスとビジネスモデル

これらには「投資銀行業務」(①②)、「アセットマネジメント業務」(③)、「トレーディング業務」(④)と総称されている。「アセットマネジメント業務」<sup>(4)</sup>は資産の運用にかかわるコンサルタント、執行、管理の業務であるが、市場型間接金融が支配的になってくると、種々のファンド(投信など)の開発・組成とその販売という二つの経路が派生してくることになり、業務としては「投資顧問・投信委託業務」と「投信等ファンドの募集業務」を形成することになる。これらが今後、証券会社において特に求められる業務ということになる。

ところが、日本の証券会社の場合、歴史的な経緯からこれらの業務は新規公開業務や投信の募集業務を除いてなじみがないか、重きをおいてこなかったもので、当然のことながらこれらの業務にふさわしい経営体制になっていないのである。そこでビジネスモデルとしては、まずは、これらの業務で先行する欧米の証券会社を参考にすることになるのである。欧米の証券会社におけるビジネスモデルの特徴は、簡単にまとめていえば、①事業部門の分社化、②組織のグローバル化、③組織のフラット化、④業績給的要素の強い報酬体系という点にある(②は国内業務に限定する限りでは関係ないということになる)。

第一に業務の特性という観点から見ても、投資銀行業務、株式や債券のセールス・トレーディング、個人向けを主とする支店営業は、異なるビジネスユニット(事業部門)である。そこで欧米では投資銀行部門、商品部門、個人営業部門ごとに社内カンパニー制をとって、独自の貸借対照表と損益計算書を持ち、部門長に権限と責任をもたせ、異なる人事制度を適用するのが一般的となる。もつと正確に言えば、欧米では投資銀行業者、トレーダー、ブローカーは異なる業態として活動してきたのであり、それが業務の多角化を求めて合併・買収を繰り返して金融コングロマリットになった後においても、部門ごとの業務の独自性を解消することはできず、会社としてはひとつであるが、分権的な社内カンパニーとして存続しているのである。ちなみに配転についても部門内で異動することはあっても部門間にまたがる異動は少ない。それは雇用契約が職種ごとに結ばれるからであるが、副産物として利益相反的行為の抑制にもなっているのではないかと思う。

第二に、アメリカ、ロンドン、東京など各地域の各部門長は、地域拠点だけではなく本社の部門長にもポジションや取引等、日常業務についてレポートイングを行い、これに基づいて本社の部門長がポジションやリスクを管理、各地域ごとの収益・費用配分を行ってグローバルにコントロールする組織運営になっている。また人事制度も国籍を問わないし、どの地域にしようが、肩書き、給与ベースは同じというケースも稀ではない。こうしたグローバルな組織運営は、機関投資家による国際分散投資の拡大、多国籍企業による国際的な資金調達など市場と顧客ニーズのグローバル化に対応したものであることは言うまでもない。

第三に、日本と違って肩書き(タイトル)がシンプルであり、そのことが指揮命令系統を簡素化し、機動的・スピーディな意思決定を可能にしている面がある。組織はピラミッド型ではなく文鎮型でフラットである。先ほども見たように各ビジネスユニットは分権的だと述べたが、ビジネスユニット内部がさらに細分化され、しかもそれらが自立した単位(ユニット)になっており、ディールがあるたびに部門を越えてアドホックにチームを組んでビジネスを進めていく。たとえば、投資銀行部門内のコーポレートファイナンス部所属のリレーションシップマネジャー(日本でいう法人部員)がある取引先企業で資金調達のニーズをつかんだとする。その企業の格付

けや規模、市況から判断して公募債よりも私募債の方がよいと判断されれば、調査部員や市場に通じているトレーダーのほか私募のセクションにいるスペシャリストも糾合して臨機応変にチームを作り、ディールが終わればチームは解散、という仕事の流れとなる。この場合、重要なことは、スペシャリストの集団であり、かつ他部門にわたるチームの結成も日常茶飯事であることから、上層部の管理職や経営陣は広範囲なビジネスに通暁し、モニターできる手腕を持つ必要があるということである。

第四に、投資銀行部員の給与は職務に規定された水準の固定給プラス実績に連動したボーナスで形成される年俸制が普通であり、これはトレーダーも同様である。営業店所属のブローカーだけがコミッションに連動した歩合給という点で異なるが、いずれにせよ実績給の占める割合が高いということである。業績にインセンティブ付けられた給与体系であり、かつ分権的な組織体系であることが、プロフェッショナルとして専門的な技能を持つ要員の確保に一役買っているわけであるが、半面でルール無視の営業行為を未然に防ぐことが難しくなるためコンプライアンス部門はどこも重視され、かつ社内調査の幅広い権限をもっているのが普通である。

以上のような特徴を持つ欧米証券会社のビジネスモデルは特に大手証券において意識されている。ホールセールとリテールの分離やビジネスユニットごとの社内分社化、年俸制の導入など人事・報酬制度の改革にその痕跡が認められるからである。この結果、証券に関するおおよそあらゆる業務を総合的に取り込んだ大手総合証券という旧来のビジネスモデルは消えて行くであろう。

### 3 ビッグバンとビジネスモデル

一方、大手証券が経営改革の上で特に意識しているアメリカの証券界においても、インターネット等IT革命の進展につれオンライン証券会社が個人向けブローカー業務の三割を占めるまでに業容を拡大、またECN（電子コミュニケーションネットワーク）と呼ばれる取引システムを利用して執行機能まで取り込みつつあり、さらに最近では新興企業向けの投資銀行業務に進出し始めている。欧米証券会社の既存のビジネスモデルだけではなく、IT革命の影響についても考慮する必要があるためである。

ところでわが国の場合には、「ビッグバン」とよばれる大規模な規制緩和が重なったことの影響もあるので、これをさきにご覧しておこう。まず、手数料自由化は従来のビジネスモデルを維持したままでは大多数の証券会社のメインビジネスであった個人向け株式ブローカー業務の収益性を低下させる方向に働くという認識が浸透してきた。今のところ、昨年春からの相場の回復で個人投資家が回帰し、手数料率の引き下げを補って余りある状況であるが、これは一時的、と見る人が多いのである。第二に、証券取引法の改正で証券業が免許制から登録制に移行し新規参入を促進させたことは、証券業の競争を激化させるとともに、潜在的に新しい発想とビジネスモデルを抱えた外部の関係者に参入の機会を与えることとなった。ちなみに九〇年代をみると一九九六年末まで新規参入は一九社を数えるが、すべて金融制度改革法に基づく銀行子会社設立によるものである。しかしビッグバンの内容を盛り込んだ三つの審議会報告書が公表された九七年から九九年末までの三年間をみると四一社もの新規参入があった。それらの多くはニッチの業務に焦点をあてるか、新規性のある経営手法を用いるなど、きわめてユニークなものが多い。第三に、本来の業務、兼業業務ともに証券業務の範囲が拡大されたこと、独禁法の改正で「持株会社」が解禁された事なども、証券会社経営の裁量の幅を広げたということができよう。

このように、証券業のビジネスモデルに対するビッグバンの影響は、最大の収益源であった個人営業部門におけるビジネスモデルの見直しと、外部からの新規参入を通じた新しいビジネスモデルの導入という効果をもたら

しつつある。では具体的にどのようなビジネスモデルは変わりつつあるのだろうか。

#### 4 リテール業務におけるビジネスモデル

これまで日本の証券会社の個人営業は値さや稼ぎの回転の速い個人資金を主たる対象としてきた。それには歴史的な事情が絡んでいたのだが<sup>(5)</sup>、一旦こうなってしまうと営業員の営業姿勢は、ゆっくりと長期にわたって顧客の資産を預かり増やそうということよりも、目先の値幅が取れそうな銘柄に関する市場情報を提供することに力を入れるようになる。それはもちろん証券会社にとって手数料が入るといふメリットがあるからだが、顧客の側でも投機思考が強く多数銘柄のポートフォリオによる資産形成などという、まだるっこしい考えはもたないからである(だからこそ蠟山教授が主張するように「投資家教育」が必要である<sup>(6)</sup>)。このため、投資信託のような長期の資産形成に適合した商品でさえ、基準価格が上がるとすぐに利食い売りがでて投信の解約率が高くなるのである。この傾向は、依然として根強く残っている。

しかし、手数料の自由化とインターネットを利用したオンラインブローカーの出現がこうした営業手法の存続余地を狭めていった。営業員が提供する市場情報などなくても従来の水準を劇的に下回る手数料表を提示すればかなりの短期回転資金をひきつけられるということがオンラインディスカウントブローカーによって実証されつつある。たとえばマネックス証券と松井証券は預かり口座数と受注高を自社のホームページで公表しているが、これによると回転率が極めて早い。しかも両社とも取り扱いシェアは上昇している。回転の速い資金の一部がここへ流れていると判断してよからう。

このように、従来の短期回転資金の顧客層を前提にすると、店舗なし、営業員なし(したがって対面での情報提供なし)、ただし大量の広告を打ってブランドイメージを高めつつ絶えずシステム投資を行って注文を集める、という従来とは様変わりビジネスモデルがオンラインディスカウントブローカーによって導入されることになった<sup>(7)</sup>。しかしオンラインディスカウントブローカーはアメリカでも広告宣伝費が利益を圧迫して多くが赤字経営に陥っており、ゴーイングコンサーン(継続企業)としてのビジネスモデルとなるかどうかはまだ証明されていない。

他方、我が国の証券会社にはこれまで貯蓄性資金の層が薄かったのであるが、日本経済の基調変化は大企業を中心とした日本的雇用慣行の修正に導き、四〇一Kプランなどの年金制度改革と相まって、投資信託等のファンドを経由して貯蓄性資金が証券市場に流入するという環境が整ってきた。短期的には高金利時代の定額郵便貯金の集中満期を迎えるというタイミングもある。そこで、個人顧客のライフサイクルや属性に応じてオーダーメイドの資産配分を提案しこれに適した金融商品を販売、長期の資産形成という観点から適時その見直しを提案するという「資産管理型営業」という営業手法を採用する証券会社が数年前から現れた。

このコンセプトの個人営業についても新規参入業者がユニークなビジネスモデルを提起している。たとえば、外部のFP(ファイナンシャルプランナー)や会計士、税理士等と契約して営業員を雇用するのではなくアウトソースする(外部委託する)方法である。無店舗の対面営業である。この場合もインターネットを利用して必要な情報の提供を行うのであるが、コンプライアンス(法令遵守)の観点から口座の開設・管理、受け渡しや受注確認は本社で行うのである。受注確認を本社でチェックすれば時間がかかるので、この間に気配が動くような株式の営業には適さない、投信のように基準気配が一日中固定しているような金融商品に適しているのである。

他方、既存の証券会社でも資産管理型営業を推進する観点から、店舗のレイアウト(コンサルタント用のプー

スを設ける一方、株価ボイドを撤去）や営業員の報酬体系（預かり資産に連動した業績給を加味するなど）などにおいて様々な試みがなされている。ただ、こうした試みや、先ほどの例にある営業のアウトソーシングのようなビジネスモデルが利益を伴った商売のやり方として定着するかどうか、その結果が判明するのは今しばらく時間が必要のようである。

(注)

- (1) 『週刊東洋経済』二〇〇〇年四月一日、二六ページ。
- (2) 平成一一年度版「経済白書」
- (3) 市場型間接金融については蠟山昌一「日本の金融システム」（東洋経済新報社、一九八七年）を参照。
- (4) 「アセットマネジメント業務」は狭義には投資顧問や投信委託業務のように資産の運用ならびにファンドの開発・組成など卸売り部門を指す場合が多い。
- (5) これは基本的には高度成長下で日本の証券業界が担わされた役割に規定された、やむをえない事情に基づくものである。この点、詳しくは二上季代司「今後の証券経営（上）」『月刊資本市場』一九九九年一〇月号。
- (6) 蠟山昌一「金融ビッグバンと投資信託」『投資信託と資産運用』日本経済新聞社、一九九九年。
- (7) これに対して、既存の証券会社では大手証券が機関投資家向けに限定していたアナリストの調査レポートを個人向けにも提供することで対抗している。

(にかみ きよし・主任研究員)