

自由化時代の証券経営

—アメリカ証券業の経験—

佐賀卓雄

業界の慣習にすべての会社が従うようになってきたら、業界全体が新しい競争ルールに対して無防備になってしまふ。画一的な会社が多い業界では、まだ画一的な経営の枠組みに縛られていない会社は大きな市場機会を発見できるだろう。(Hamel, G., & Prahalad, C. K., *Competing for the Future*, 1994 一條和生訳『コア・コンピタンス経営』日本経済新聞社、一九九五年)

はじめに

アメリカの証券市場において株式の委託売買手数料が大口取引からの段階的な自由化を経て、完全に自由化されたのは一九七五年五月一日のことであった(良く知られているように、いわゆる「メーデー」(労働者の祭典)と「救助を求める国際海難信号」という二つの意味を込めて、この日を「メーデー」と呼んでいる)。

それ以来、二〇年が経過したが、証券業界全体

が赤字になった年は一九九〇年だけである。確かに八〇年代はマーケットじたいが拡大した時期であるが、それ以前の七〇年代は七四年のクレジット・クラッシュを契機に「ボックス相場」に入ったといわれ七九年にはビジネス・ウィーク誌が「株式の死」というタイトルで特集を組むほど冴えない市況が続いた。この間の手数料の大幅な低下を考へあわせれば、業者は厳しい競争環境を果敢に乗り切ってきたといえよう。以下では、業務構成の変化、商品開発、業界の再編成など、証券経営のいくつかの断面を取り上げ、この間の市場環境の変化に対する適応過程の一端を見てみたい。

一、伝統的な証券業務における変化

アメリカでは、伝統的な証券業務はブローカ

最初に、ブローカレッジ業務についてみよう。

固定手数料制度の時代には、業者が意識するか否かは別として、顧客が支払う手数料は投資助言、注文執行、受け渡し・決済、口座管理といった一連のサービス提供に対する対価であった。ところが、手数料が自由化されると、これらの機能はばらばらに(アンバンドル)され個別にプライシングが行われ、それぞれの機能のみを専門に担う業者が存立する可能性が生じる。この典型的な例は、「メーデー」以降に手数料の低下幅が比較的小さかった個人投資家をターゲットに、電話やパソコンを活用して可能な限り店舗、人件費などの経費を抑え、注文執行というサービス提供に限定する代わりに、大幅に手数料を割り引いたディスカウント・ブローカーの台頭である。また、受け渡し・決済、口座管理を専門にする清算業者(クリアリング・ブローカー)や調査を専門とするリ

レジ業務と証券発行・引受業務であり、両業務は歴史的には別々の業者によって担われていた。

特に、後者を専門とする業者は投資銀行(インベストメント・バンク)と呼ばれ金融サービスの業の中でも際立ってプレステージが高かった。しかし、徐々にこれらの業務の繋がりが密接になると同時に、業務自体も変化してきた。また、自由化によって収益源を多様化する動きが強まり、トレーディングやマーチャント・バンキング、安定的な収益が期待できる資産管理業務といった業務の比重が高くなってきた。しかし、業界内でのこれらの業務の評価が歴史的にも異なっているため、総合化戦略はしばしば部門間の対立や軋轢を引き起こしてきた。このため、アメリカの証券業界では、総合化戦略を採っている業者は稀でありコア・ビジネスを確定しそこに経営資源を集中的に投下している。

サーチ・ブティックの分立もこのような例である。これらの業者はネットワークを形成し、専門外の業務についてはアウトソース(外部委託)し固定費を変動費化することによって、市況の繁閑に柔軟に対応する仕組みを創りあげている。

こうした傾向が徹底して推し進められていくと、ブローカレッジ業者は高い手数料で高付加価値サービスを提供する総合証券と、単純な受注や執行のみを極端な低価格で提供する業者に二極化していく。ディスカウントの中でより低い手数料で執行を行うディーブ・ディスカウント、スーパードイスカウントが出現し、最近では注文株数に関係なく一件一〇ドル以下の手数料で受注するインターネット・ブローカーが出現するなど、「価格破壊」の動きが顕著である。インターネット・ブローカーの中には、E★Tradeのように、かつてはチャールズ・シュワップやフィデリ

ティなどの大手業者のソフト開発を手掛けていた業者がいる。また、インターネットを通じる資金調達に成功した地ビール会社がウィット・キャピタルという証券会社を創設している。このように、テクノロジ、ネットワーク、それに創意工夫があれば、単純な機能に分解された証券業務に容易に参入できる状況が生まれている。

他方、メルル・リンチ、スミス・バーニー、A・G・エドワーズといった総合証券は、手数料水準では競争せずに、資産管理業務を核としたサービスの質の高さをセールス・ポイントにして独自性を打ち出している。これらの業者の顧客重視の姿勢は徹底しており、例えばA・G・エドワーズは外務員の商品選択アドバイスの自由を妨げるといふ考えから自社投信はもっていない。また、長年にわたって築き上げてきたブランド・イメージを傷つける恐れのあるディスカウント・プ

ローカー業務にも決して参入しようとはしない。さらに、顧客とのフェイス・トゥ・フェイスでの財務的なアドバイスやカウンセリングを重視するため、オンライン・ブローカレッジにも消極的であり、インターネットも顧客への情報提供のための媒体として位置づけている。

次に、引受・発行業務はどのように変化したのか。この業務は、顧客企業のニーズを満たす商品の提供や新商品の開発、市場動向を適切に把握して発行のタイミングをとらえることなどが必要であり、そのためには高度の金融、会計、法務知識を駆使した企画能力が要求される。これがモルガンやファースト・ボストンなどの老舗の投資銀行がウォール街で群を抜いた高いプレステージを維持してきた理由である。このような事情は基本的には現在も変わっていないが、八二年の一括登録制度の導入以来、単独ないし少数の業者がいつ

たんは一括して買い取る買取発行(ポット・ディール)が一般的になってきたため、販売力、資本力が競争の決め手になってきた。他方、その結果として引受シンジケートから排除される傾向が強まったアレックス・ブラウンやモンゴメリーなどの引受業務に強い地方有力業者は、地方の有望な企業の新規公開(IPO)業務に注力している。また、新商品が開発され当初は独占的な収益を手に入れるうることができて、新規参入が相次ぎ競争が激しくなるため、投資適格債はいうまでもなくモーゲッジおよび資産担保証券(MBS、ABS)のような格付けの高い優良債のスペレックドは大きく低下して収益があらなくなってきた。このため、高収益をあげるためには、IPOやジャンク・ボンドなどのリスクの大きな商品を扱わざるをえなくなっている。

二、業務の多角化

七〇年代後半から、これらの伝統的な収益源に加えてトレーディング、マーチャント・バンキングのようなポジション保有、融資など、自己資金の投下をとまなう業務の比重が高くなる。要するに、積極的にリスクを採らなければ収益をあげることができなくなってきたのである。他方、安定的な収益源の確保と同時に、顧客重視の観点からもストック(残高)重視の戦略が定着してきた。

トレーディング業務は大量のポジション保有をとまなうため、そのリスク管理が最大の課題である。証券市場の機関化にとまなうて、業者が機関投資家からの注文をうるためには、迅速な執行を保証するためいったんは自己勘定で対応せざるをえない場合が多くなる。つまり、ブローカレッジ

業務も単純に委託の売り注文と買い注文を出会わせるといったものではなくってくる。この場合には、これまでであれば委託手数料収入に計上されていたものにトレーディング損益が加わり、後者の比重が高まってくる。証券会社のトレーディング収益の比重が上昇している背景にはこのような取引構造の変化がある。

こうした事情はあるにしろ、純粋な自己勘定での売買からの収益が増加しているのも事実である。「ボンド・ハウス」という系譜からも分かるように、この業務を足場に台頭してきた業者はソロモン・ブラザーズであるが、同社は常に自己資金の数十倍のポジション残高を抱え、金利予測を誤ると一挙に経営危機に追い込まれかねない構造になっている。同社の調査部には、利子率の研究でも有名なシドニー・ホーマー、その後任にニューヨーク連銀出身でその発言が金利を動かしたとい

われるヘンリー・カウフマンがいた。しかし、同社の場合でも、八七年の「ブラック・マンデー」に先立つ同年春の債券価格の下落から大幅な評価損を計上し、地方債とCP業務からの撤退を余儀なくされたのである。

また、八〇年代のM&Aブームの過程で有力な業務として脚光を浴びたのがマーチャント・バンキング業務である。この業務はブリッジ・ローンの供与、ジャンク・ボンドの引受け、マーケット・メイクなど、複合的な性格をもつが、自己資金の投入によってクレジット・リスク、ポジション・リスクをとまなう。

このように多彩な業務展開が行われると、各々の業務のプレステージと収益寄与度が必ずしも一致しないことがあるため、業務間での矛盾が生じる場合がある。いくつかの例をあげよう。ウォール街で七四年に最初に敵対的な買収を仲介したの

は、意外なことに投資銀行の老舗中の老舗でもあるモルガン・スタンレーである。しかし、単なるM&Aの仲介・斡旋業務から進んで敵対的買収を含む資金調達にまでコミットすることは、常に利益相反、顧客との関係悪化の危険性を潜在させることになる。案の定、同社はその後、「一流の顧客に対して一流のサービスを提供する」というかつての抜きん出たブランド・イメージを失ってしまった。反対に、リーマン・ブラザーズはかつてジャンク・ボンドの引受け第一号の栄誉(?)を手にするチャンスがありながら、老舗の投資銀行というブランド・イメージを損ない、既存の優良顧客を失うのを恐れて見送ったことがあった。その後、同社は七〇年代末、八〇年代初頭にトレーディング部門の収益が急増し、引受部門との対立が激しくなる。そして、同社のCEOであったピーター・ピーターソンは退陣を余儀なくされる(そ

の後、ブラックストーン・グループを創設)。しかし、トレーディング収益は本質的に不安定であり、八四年に赤字に転落すると再び内紛が生じ、結局はシェアソンに買収される。最後に、ファースト・ボストンでは八〇年代後半のM&Aブームを背景に収益の過半がマーチャント・バンキング部門からもたらされるようになると、同部門のトップであったワッサースタイン、ペレラと引受部門の軋轢が表面化し、両氏は独立してM&A関連業務を専門とする事業を始める。

リスク・テイクの活発化の一方で、安定的な収益源として伸びが著しいのが資産管理業務である。この内、投資信託は販売手数料じたいはフロー所得であるが、信託報酬の一部を事務代行手数料として入手でき、運用会社からは注文を受けられる。このため、わが国では投信は証券会社にとって「一粒で三度おいしい商品」といわれてき

た。しかし、アメリカでは販売手数料ゼロのノーロード型投信も投信純資産の三割程度を占め、投資家のニーズに合わせて多様な商品が品揃えされている。最近では、パフォーマンスの良さから、401Kプランのような確定拠出型年金の運用先として人気があり、投信残高の急増を支え、それが株高を演出させる最大の要因になっている。

資産管理業務の伸びを支えている今一つのスキームはラップ口座である。これにはいろいろなタイプがあるが、基本的なコンセプトは、一定の手数料(年間、残高の二二三%程度)で投資顧問、注文執行、口座管理などの諸サービスを一括して提供するものである。アメリカでは、個別に投資顧問サービスを受けるためには最低でも投資額が百万ドルは必要であるが、ラップ口座はこれを十数万ドル程度にまで引き下げ、小口の投資家にもそのサービスを受けることができるようにした。最近

では、運用対象を投信(ミューチュアル・ファン)に限定し、最低投資額を一万ドル程度にまで引き下げたミューチュアル・ファンド・ラップ口座も現れ、このスキームはかなり小口の資産運用までカバーするようになってきている。

ラップ口座の原型はE・F・ハットンが「メーデー」直後に販売した「E・F・ハットン・サジェスツ・パートⅢ口座」であったといわれる。しかし、特に八七年のブラック・マンデー以来、成長が著しい背景には、投資家の証券会社に対する不信感を払拭するためのスキームとして注目されたという事情がある。

三、商品開発

わが国でも広く読まれているマイケル・ポーターによると、競争に打ち勝つ基本的な戦略は、

(一)コストのリーダーシップ、(二)差別化、(三)集中、であるという(マイケル・ポーター著『競争の戦略』一九九三年、『競争優位の戦略』一九九四年、いずれもダイヤモンド社)。要するに、可能な限りコストをコントロールして、経営資源を(地域、顧客層、商品などで区分された)特定のセグメントに集中し、他社とはことなる特徴(商品やブランド・イメージなど)を出せということである。アメリカの証券会社をみると、このような傾向が明瞭である。特に、営業エリアの面で不利な地方の業者にこの傾向が強く、あたかも「一社一業」の感すらある。

ここで考えておく必要があるのは、証券会社が扱う商品の特殊性である。つまり、金融商品は模倣されやすく、差別化が困難だということである。したがって、比較優位を発揮するためには、営業地域や顧客層といった面でセグメントを絞り

込み、ブランド・イメージを高めるしか方法がない。そのためには、同じ商品にどのような付加価値をつけるかによって競争優位が決定されるといえる。

投資銀行業務における新商品開発についてのあの研究によると、新商品の開発費用は五十五百万ドルであるが、それを模倣する場合にはそのコストは二五五〇%ですむといわれる。この限りでは「二番手戦略」が有利ということになるが、マーケット・シェアでは先行者が長期間にわたって圧倒的なシェアを占めることが多く、結局、開発者が高い収益を手に入れている。このことは、ジャンク・ボンド、MBS、ABSといった新商品の市場において、開発者であるドレクセル・バーナム、ソロモン・ブラザーズ、ファースト・ポストンが長い間、高いシェアを占めていたという事実とも符合する。同じことは、メリル・リン

チのCMA(キャッシュ・マネジメント・アカウント)についてもいえる。

このような現象が生まれるのは、新商品、新市場の場合には、顧客ベースを基盤にしたマーケティング・メーカー能力によって流動性を付与するという付加価値をつけ、顧客情報の面で優位に立つことができるからである。逆にいえば、流動化の手段を提供する流通市場(セカンダリー・マーケット)が一定程度整備されなければ、商品開発は成功しない。

CMAの場合には、単なる投資信託であったMMFに、小切手の振り出し、クレジット・カードの決済、有価証券担保融資、取引・残高明細書の送付といった多数のサービスを付け加えパッケージにして多機能商品を創りあげたのである。こうして確立されたブランド・イメージはよほどいいことがない限り揺るがない。ラップ口座にお

るスミス・バーニーとメリル・リンチの圧倒的シェアもこうして確立されたブランド・イメージによるものである。

もちろん、たとえいかに便利な商品であろうとも、投資家に期待どおりには受け入れられない場合もある。メリルのCMAの場合にも、十分な市場調査をふまえて商品設計がなされ三つの州において市場テストが実施されたが、最初は見事に失敗している。これはマーケティングのまずさが原因であり、再度のテストで一大ブームを巻き起こした。

金融商品の場合には、市場環境によって商品特性が評価され直すということがしばしばおきるようである。例えば、メリルのCMAの運用の核は短期金融商品を対象にしたMMFであるが、これじたいは既に七二年には登場していた。その残高が伸びてくるのは、七〇年代末の高金利の時代に

なつてからである。また、既に紹介したラップ口座も発売当初は特に注目されることはなかったが、八〇年代末からの顧客重視という戦略の定着とともに商品が再設計され、小口化によって資産管理業務の中核的商品に成長した。

四、業界再編

安定した労使関係を最優先するわが国では考えにくいことであるが、アメリカでは一貫して証券会社の合併・買収が多い。「メーデー」以降、特に多くなつたという訳ではない。

ただし、その動機は時期によって異なり、七〇年代後半には機関投資家向け業務の強化を狙って大手業者によるリサーチ・ブティックや投資銀行の買収が多かったのに対して、八〇年代になると証券会社の裕福な顧客層を狙って小売り、保険、

クレジットなどの異業種からの買収による参入が相次いだ。しかし、いくつかの例外を除けば、合併や買収による規模や業務の拡大は期待したような成果はもたらしていないといつて良いようである。いくつかの例をあげよう。

一〇数社の合併、買収を経て業界二位の規模にまで成長したかつてのシェアソン・リーマンは、リテイル業務と投資銀行業務との融和がうまく行かず、途中でリーマン・ブラザーズを分離するが、その後、親会社のアメリカン・エクスプレスはシェアソンもスミス・バーニーに売却し、既にその名前すらない。また、メリル・リンチは七〇年代末に投資銀行業務部門の強化を目指してホワイト・ウェルドを買収するが、それを歓迎しない有能な社員が大量に退社し、メリルは「空箱」を買ったといわれたものである。アメリカでは顧客は会社よりもインベストメント・バンカーやプ

ローカーへの帰属意識の方が強く、彼らが勤務先の証券会社を変えるときには一緒に動くのが普通であるといわれる。

このように、合併や買収が頻繁におこなわれるため、業界ランキングは大きく変動している。表は八五年と九五年の資本額でみた上位一〇業者のランキングの比較であるが、いくつかの特徴を指摘することができる。まず、この一〇年間にシェアソン・リーマン・ブラザーズ(八五年のランキング第二位、以下同じ)、E・F・ハットン(第五位)、ドレクセル・バーナム・ランベール(第一位)の三社が消えている。七五年までさかのぼれば、一〇位以内に止まっているのはメリル・リンチぐらいになってしまふ。さらに資本関係の変更があったのがCS・ファースト・ボストン(CS・ホールディングの子会社に)である。

次に、規模の面ではスミス・バーニーがシェア

ソンの買収によって店舗、従業員数でメリル・リンチに次ぐ業者に成長してきた。ここで注意を要するのは、リテイル業者は販売力を強化するため

に全米に広範囲な店舗網を張り巡らせる必要があるのに対して、投資銀行はその業務における競争力が発案、企画力に依存しており、店舗、従業員数はそれほど必要ないということである。このため、投資銀行は従業員数こそわが国の大手四社に匹敵するが、店舗数は中堅証券並みである。興味深いのは、メリルがこの一〇年間に店舗数を半分に減らしていることである。従業員数についても「ブラック・マンデー」の頃の約五万人からみれば数千人の減少である。それ以外の業者については、いずれも増加しているが、急拡大というほどではない。それとは対照的に、資本額は軒並み一〇倍を超えるほどの増加を示している。このことは大手業者がリスク負担に耐えうる資本力の強化

表 大手業者の規模および業容

1995年1月1日現在

業者名	本社所在地	資本金(千ドル)	店舗数	従業員数
Merrill Lynch & Co., Inc. *	ニューヨーク	20,686,928	510(国内 460,海外50)	43,800(RR:97.4)12,639, 兼取扱業者 788
Salomon Inc. *	ニューヨーク	2,214,574	1,085	42,232(RR:11,415
The Goldman Sachs Group L.P. *	ニューヨーク	19,694,000	22(国内)	8,991(RR:97.4) 74, 兼取扱業者1,223)
Lehman Brothers Holdings Inc. *	ニューヨーク	1,731,800	10	3,293(RR:843
Morgan Stanley Group Inc. *	ニューヨーク	19,189,000	32(国内)	8,908(RR:97.4) 300, 兼取扱業者 541)
The Bear Stearns Company Inc. *	ニューヨーク	859,000	16	3,903(RR:981
CS First Boston	ニューヨーク	14,716,000	32(国内)	8,500(RR:97.4) 450, 兼取扱業者 750)
Paine Webber Group Inc. *	ニューヨーク	13,369,000	32(国内)	9,842(RR:97.4) 216, 兼取扱業者 805)
Smith Barney Inc.	ニューヨーク	355,256	7	3,084(RR:959
Donaldson, Lufkin & Jenrette, Inc.	ニューヨーク	5,810,697	20(国内)	7,400(RR:97.4) 537, 兼取扱業者 307)
		500,000	12	3,920(RR:1,130
		5,556,572	38(国内)	6,390(RR:97.4) 74, 兼取扱業者 522)
		659,000	17	2,709(RR:884
		4,131,883	291(国内)	14,500(RR:97.4) 5,370, 兼取扱業者 215)
		572,401	283	10,978(RR:3,955
		3,158,000	484(国内)	27,763(RR:97.4)11,173, 兼取扱業者 382)
		207,000	104	5,400(RR:1,950
		1,777,000	18(国内)	4,567(RR:97.4) 275, 兼取扱業者 275)
		310,863	25	3,600(RR:500

注:1995年の上位10業者のうち、95年の時点で名前が消えているのはシェアソン・リーマン・ブラザーズ(第2位)、E・F・ハットン(第5位)、ドレクセル・バーナム・ランベール(第10位)の3社である。

* 自己資本と劣後債の合計。

1. 1984年12月28日現在。
2. 1984年11月30日現在。
3. 1994年11月30日現在。シェアソン・リーマン・ブラザーズ(1985年の資本額ランキング第2位)から分離。その後、シェアソンはスミス・バーニーが買収。
4. 1995年1月31日現在。

出所: Wall Street Letter, Apr. 5, 1985. Securities Industry Association(SIA), Securities Industry Yearbook, 1995-96.

を積極的に進めてきたことを示している。

これらのことから、アメリカの証券会社はこの一〇年間に店舗、人員の面で軽量化を進める一方、積極的なリスク・テイクによる収益追求に耐えうる資本基盤の強化に注力してきたということができる。

おわりに

アメリカの証券会社は、やや誇張していえば「二社一業」と特徴づけられるほど差別化が徹底している。しかし、他方では差別化戦略は経営資源を狭いセグメントに集中することを意味するから、リスクの集中や流動性の枯渇といった金融機関の倒産原因と裏腹の関係にある(これらの関連については、ドミニク・キャサリー著『リスクへの挑戦』金融財政事情研究会、一九九四年、を参

照されたい)。これに対する対応が、損失発生に備えたクッションとしての資本額の強化である。公開会社化、日系業者の資本参加、異業種からの資本参加というこの間の動きは、リスク負担にともなう業者の過小資本是正の試みといえよう。

(さが たかお・当研究所主任研究員)