

証券会社の経営戦略と今後の課題

(財)日本証券経済研究所

主任研究員 佐賀卓雄

目次

はじめに

1. 金融システム改革の進展と証券経営
2. 証券業務をめぐる競争の構図

3. 経営改革の動き

おわりに

- 新たなビジネス・モデルの構築に向けて -

はじめに

1997年5月の証券取引審議会報告書に示された金融システム改革のスケジュールは2001年3月をもって完了し、ほぼ当初のスケジュールどおり規制の撤廃、緩和が実施された。それは、銀行に過度にリスクが集中する資金仲介システムを是正し、家計が広くリスクを負担できるシステムに改め、それによって新興成長企業への資金配分を可能とするシステムに改革することを目指したものであった。この目標に照らして評価すれば、広範囲な改革にもかかわらず、この間の資金フローに大きな変化が見られないことから、いわゆる「日本版ビッグバン」の成果は極めて限定的であったと評価せざるをえない。

しかし、それは証券市場、および証券業務をめぐる競争環境を大きく変化させた。さらにそれ以上に、情報処理技術(IT)の発展は業務プロセスに革命的ともいえる変化をもたらした。今後の証券経営は、このような変化を踏まえ、新たなビジネス・モデルの構築が不可欠である。

1. 金融システム改革の進展と証券経営

98年12月に22の関連法案からなる金融システム改革法が施行され、金融システム改革が本格的に始まった。それらは、投資対象、市場、市場仲介者にわたる広範囲な改革であり、証券業務をめぐる競争環境を大きく変化させた。その内容をみると、業者については、証券業の免許制から登録制への移行、新規参入の促進、株式売買委託手数料の完全自由化、市場については、取引所集中義務の撤廃、証券取引所の集約、店頭市場(現ジャスダック市場)の機能強化、未登録・未公開市場の整備、PTSの認可、また商品・サービスについては、個別株オプションの導入、店頭デリバティブの解禁、銀行・保険の投信業務への参入、私募投信、不動産投信(REIT)、会社型投信の導入など、である。これらの広範囲にわたる改革により、外資系金融機関、異業種からの新規参入が活発になるとともに、証券会社の収益の太宗を占めてきた株式委託手数料収入が激減すると予想されたため、業務の見直し、収益源の多様化が差し迫った課題となった。

他方、IT 技術、とりわけインターネットを利用したオンライン取引は、従来の情報処理コストを大幅に引き下げたため、99 年 10 月の手数料完全自由化を契機として、本格的な価格競争が展開されることになった。オンライン・サービスを提供する業者は、一挙に自由化前の手数料の 10 分の 1 前後の低い手数料を提示し、個人投資家の注文を獲得した。その結果、2001 年 6 月現在、オンライン業者は 67 社、口座数は 230 万口座、2000 年度後半(2000 年 10 月 - 2001 年 3 月)には、個人投資家の売買代金に占めるオンライン取引の割合は 34%を占めるに至った。

しかし、これらの業者の中で黒字を記録しているのは松井証券と DLJ ディレクト SFG 証券だけであり、未だビジネス・モデルとしての有効性が実証されたとはいえない。今後の動向が注目される。

これら以外では、未公開株・未上場株の取り扱い、投資信託商品の開発・運用・販売、年金資産の運用、また富裕層(ハイネットワース)をターゲットにしたプライベート・バンキング業務などに特化した業者が登場している。このように、参入規制、業務規制の撤廃は、多数のニッチ分野に特化した特色のある業者を輩出させることになった。

このように、将来有望とみられるそれぞれの業務分野に専門性の強い業者が存在するようになると、これまでの競争形態は質的に変わらざるをえなくなる。変化の方向性を探るために、バブル期までの証券経営の特徴を整理しておこう。

わが国証券会社の業務・収益構造、およびその経営の特徴は、証券市場の構造、および制度によって規定された。まず、構造的には、戦後の金融システムの再建が銀行中心の間接金融優位の下で進められたことが、長らく証券市場が未発達な状態に置かれた決定的な要

因であった。金利規制、長期信用銀行制度の創設により長期資金調達まで銀行システムによって担われたため、本来、そうした役割を果たすべき証券市場は限界的な資金調達源に押しやられることになった。

金利規制により債券市場はまったく未発達、株式発行市場は既存の株主への額面割当発行が一般的で証券会社の引受機能が発揮される余地はほとんどなかった。その結果、証券会社の業務もブローカーレッジ業務などの株式流通市場に関わる業務が中心にならざるをえなかった。

制度面では、1965 年の証券不況を契機に免許制に移行してから、外資系金融機関と銀行の証券子会社を例外として、数年前まで新規に免許を取得した業者は皆無であった。このことは、証券業について事実上の参入禁止措置が採られたことを意味している。既存の証券会社は証券市場の拡大がもたらした利益を独占的に享受することができたのである。そして、大蔵省は証券会社の経営を安定させるためにブローカーレッジ業務を業務の中心に据えるように行政指導を行った。この結果、わが国の証券会社の収益構造は株式売買委託手数料が圧倒的比重を占めるようになったのである。

このような証券会社を取り巻く競争環境の下で、産業の旺盛な資金需要に応えるには、個人投資家向け販売力が競争力の決め手になったから、戦前から公社債の現物商として支店ネットワークを有していた大手 4 社が有利な立場に立つことになった。しかし、販売網の維持にはコストがかかるから、それをカバーするためにディーリングや引受業務もあわせ営む「総合証券」という業態が特徴になるのである。ちなみに、近年は総合化する傾向が強まっているが、アメリカでは歴史的に引受業務に特化した投資銀行とリテール業務に特

化したブローカーがほとんど別の業態を形成し、メリルリンチのような総合証券は例外的存在であった。

準大手、中堅証券も積極的な支店展開によりリテール販売力を強化し、「総合証券」となることが経営目標になった。言い換えれば、わが国の証券会社にとってバブル期まではこれが唯一のビジネス・モデルであった。他方、そうした多角的な業務展開が困難な中小証券は、歩合外務員という雇用形態により弾力的なコスト構造を維持しつつ、相場をリードした4社の系列下に入り、大手の「推奨銘柄」の販売に関与することによって利益をあげるようになった。

こうした構造に変化がみられ始めるのは、1966年からの国債発行の開始、60年代後半の時価発行増資への移行、さらには70年代以降の国債大量発行の開始と優良企業を中心とした銀行離れ、証券市場からの資金調達の増加をきっかけとしている。それにともない、証券会社の業務も引受業務や国債のディーリング業務の重要性が増してきた。しかし、それは当時の大手4社にほぼ独占されており、準大手以下の業者は依然として株式の委託手数料収入の割合が圧倒的であった。

1980年代後半のバブル期には、企業の本業の資金需要は低下していたにもかかわらず、証券市場の活況を背景に、「財テク」の名の下に資産運用によって利益をあげようとする傾向が強まる。財務担当者の頭の中では、エクイティ・ファイナンスの支出原価としての資金調達コストはほとんどゼロに近く、機会費用はほとんど意識されなかったから、「財テク」の当然の帰結はROEの低下であった。ちなみに、機会費用は額面発行であろうと、時価発行であろうと、同じである。

その結果、わが国企業はバブル崩壊後、低いROEに悩まされることになる。資産運用か

らのリターンは究極的には実物投資からの利益を源泉とする以上、「財テク」からの利益が本業のそれを恒常的に越えることはありえない。平常の状態であればほとんど常識に近い正常な感覚が消失していたのである。

こうした環境の中で、証券会社は「シナリオ営業」の名の下にそれまでの営業手法を採り続けた。ようやく、バブル崩壊後に露見した不祥事をきっかけとして、営業手法の見直しがすすめられ、支店の独立性を強める「自主営業」へと転換していくことになる。そしてさらに、長期にわたる証券市場の低迷を背景に、経営組織、人事制度の見直し、支店の統廃合、人員の削減、「資産管理型営業」に向けた体制作りなど、それまでの証券経営の全面的な見直し、新たなビジネス・モデルの模索を続けているのが現状である。

2. 証券業務をめぐる競争の構図

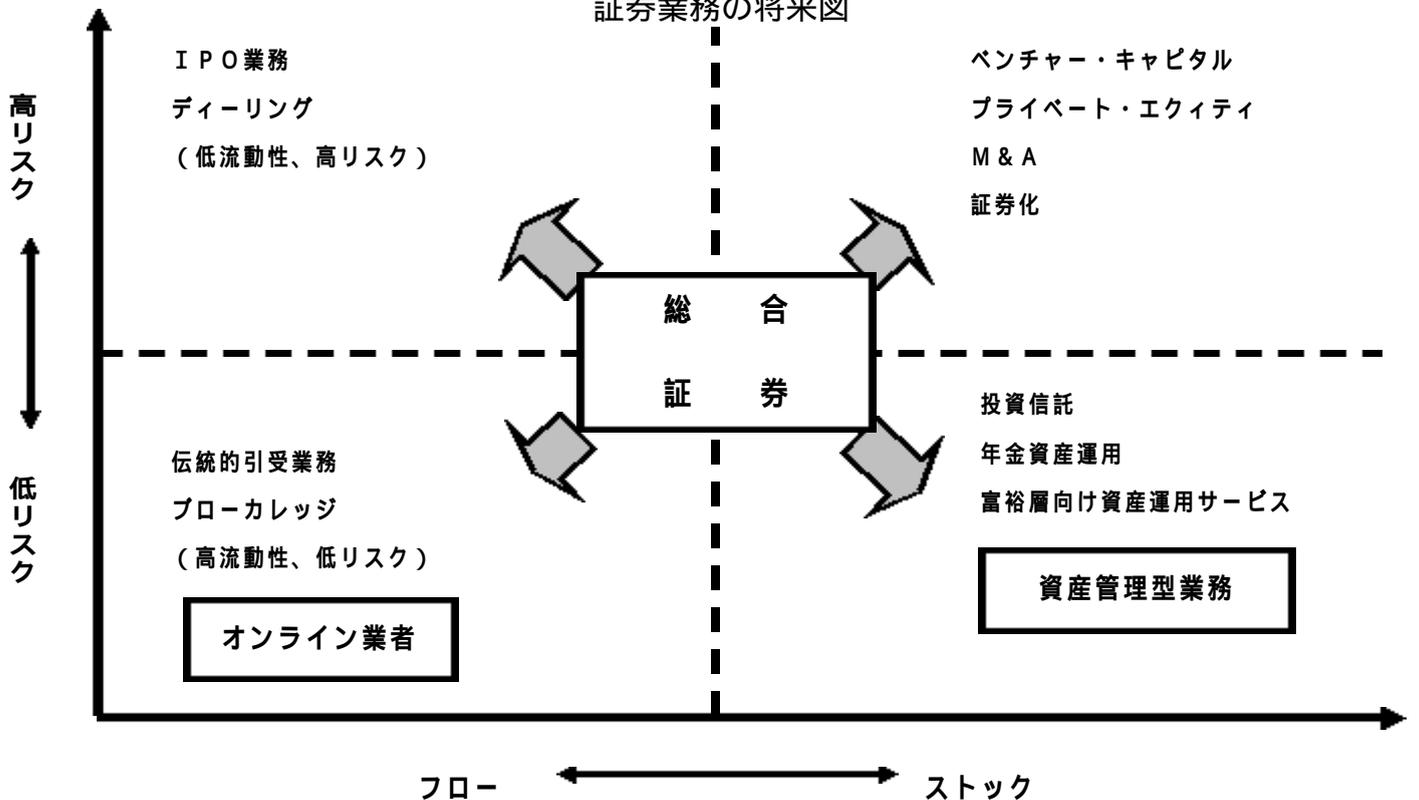
わが国の証券会社は、免許制の下で、ブローカーレッジ、ディーリング、引受、セリングという4業務をあわせ営む「総合証券」という業態が一般的であった。しかし、今後の証券業の競争環境を考えれば、これまでのリテール業務を中心とした「総合証券」化という戦略は有効性を欠く可能性が高い。まず、このことを説明しよう。

図はリスク、フロー/ストックを軸に証券業務を分類している。下段はブローカーレッジ業務、資産管理業務など、自己勘定での資本投下をとまなわない、したがってリスクの小さい業務である。「伝統的引受業務」をここに分類したのは、通常の状態であれば、公共債や、知名度の高い公開会社の発行する株式や社債などは、プライシングの公正性、妥当性が確保されやすく、売れ残りの危険はそれほど大きくはないからである。上段は一般に投資銀行業務と呼ばれているものである。20年

ぐらい前であれば、「投資銀行業務」といえば、引受業務のことを指しており、M&A や証券化といった上段の右半分に分類されている業務自体、存在しなかった。しかし現在では、伝統的な引受業務はコモディティ化され、収益は

それほど高くなく、積極的な自己資本の投下をとまなう業務展開でなければ高い収益を期待できなくなっている。言い換えれば、リスクを取らなければ、リターンをあげることができない環境になったといえる。

証券業務の将来図



証券業務をこのように分類すると、それぞれの業務に適合的なビジネス・モデルの輪郭が浮かび上がってくる。下段に分類される証券業務は「規模の経済性」が大きく働き、マス顧客が、富裕層を獲得しない限りビジネス・モデルとしては成り立たない。前者を目指すのであれば、チャンネルの強化、コスト・コントロールが最も重要な戦略課題となる。後者を選択するのであれば、アドバイスやコンサルティングの能力を高めることが必要である。このような例として、メリルリンチの最近の動向を紹介する。

オンライン取引の普及にともない、店舗と営業マンに依拠する伝統的な証券会社は、チャンネル・コンフリクト問題に悩まされること

になった。つまり、顧客がオンラインで注文を出し始めると、バイパスされた歩合制の営業マンは収入の糧を失うことになる。チャールズ・シュワップやフィデリティのようなオンライン業者が最初から営業マンに対して固定給制度を採用しているのは、この問題を回避するようなビジネス・モデルを構築したことを意味している。かくして、メリルは98年後半からオンライン取引に本格的に進出すべきか否か、仮に進出するとして本体の1部門として手掛けるのか、あるいは子会社方式を採用すべきか、をめぐって苦渋の選択を迫られることになった。最終的な結論は、オンライン専門口座をその一部として含む「インテグレイテッド・チョイス」と呼ばれる口座群の

採用であった(この問題については、拙稿「メリルリンチのチャネル・コンフリクト問題」、『証券レビュー』2000年8月、参照)。

今年になって、同社は営業マンによるコンサルテーション体制の強化に乗り出している。その意図は、営業部隊を再編して、運用資産額に応じてコンサルテーションのレベルを差別化し、顧客満足度を高めることである。すなわち、営業マンを、(1)フィナンシャル・アドバイザー(フィナンシャル・コンサルタントという古い呼称は廃止)。預り資産額100万ドル以下の顧客を担当、(2)ウェルス・マネジメント・アドバイザー。預り資産100万から1,000万ドルの顧客を担当、(3)プライベート・ウェルス・アドバイザー。1,000万ドル以上の預り資産の顧客を担当、に分け、後2者の地位につくにはメリルの社内研修で不動産、信託、デリバティブ、株式の集中投資戦略についてのコースを終了し、資格をうることが必要である。

他方、もっと小口の顧客に対しては、コール・センターなどを活用して、対応している(例えば、預り資産2万ドルの顧客に対しては、コール・センターのブローカーが年2回、ポートフォリオのレビューを行う。また、預り資産5万ドル以上の顧客は専任チームのアドバイスを受けることができる)。

メリルは、顧客を預り資産額を基準にセグメント化し、各セグメントの満足度を高めることによって、すべてのセグメントにおけるシェアを高めようとしているのである(Registered Representative, May 2001)。

メリルは、チャネル・コンフリクト問題に対応するために、まず顧客セグメントにあわせて口座群を整理した。今回の措置はこれを踏まえて、同社が伝統的に強みを発揮してきた資産管理型アプローチの強化に向けた動きといえる。

ちなみに、「資産管理型営業」といえば、経営者が判で押したように営業マンにフィナンシャル・プランナーの資格をとらせると答えていたように、わが国の証券会社に決定的に欠けているのはセグメンテーション戦略に基づくきめ細かな顧客対応である。もっとも、そのためには営業マンのコンサルテーション能力の向上、スキルアップが前提であることはいうまでもない。相手がまわす同じレベルのコンサルテーションをやれば、小口顧客に対してはコスト倒れ、富裕層は物足りなくてプライベート・バンキング業務に定評のある業者に逃げていくであろう。

他方、オンライン取引は薄利多売型のビジネスであるために、如何にコストを抑えながらマス顧客を獲得するためのチャネルを構築するかが勝負になる。オンライン業者のコストの過半は、システム開発費とマーケティング費用である。つまり、競争を勝ち抜くためには、システムの使い勝手、信頼性、流される情報の質量などを不断に向上させることが基本であるが、意外と見過ごされるのがブランドの欠如に起因するマーケティング・コストの負担である。特に、新規参入のオンライン業者は知名度が低いため、顧客獲得のためにはアグレッシブに広告を打つ必要がある。その結果、伝統的な証券会社と比較して、オンライン業者のマーケティング費用は大きくなる傾向がある。

Eコマース全体に共通した課題であるが、このコストを抑えるためには、リピート客の比重を高める必要がある。アマゾン・ドット・コムが創業以来赤字を続けているにもかかわらず、アナリストの評価が高かった理由は、売上高の伸びが高いことに加えて、リピート客が70%を越えていたことである。そのことは顧客満足度が高く、将来的にはマーケティング費用が小さくなることを意味するから、

早晚、黒字に転換すると予想されたのである。

この費用を削減するために、近年、店舗を中心に物理的拠点が再評価され始め、伝統的証券会社との間で一定の収斂化がみられるようになってきている。こうした動きは「クリック・アンド・モルタル」戦略と呼ばれているが、創業以来、オンライン取引と店舗を組み合わせたチャネル戦略を追求してきたチャールズ・シュワップが優位に立っている。

オンライン証券取引に関連していうと、各業者が試行錯誤を繰り返しているのが現状である。アメリカでは、オンライン取引の伸びが2000年第1四半期をピークに鈍化しているため、不稼動口座に対して手数料を徴収する動きが広まっている。スマートマネー・ドットコム調べによると、シュワップ、E*トレード、アメリートレード、デーテックなど、主要8業者が四半期につき15ドル前後の追加的な手数料を徴収し始めている。また、デーテック、アメリートレード、TDウォーターハウスは顧客から2ドル程度の取引確認書郵送料を徴収し始めた。このような動きは、オンライン取引の伸びが頭打ちになったことで、「規模の経済」を前提としたプライシングでは黒字の目途が立たず、ビジネス・モデルとして成り立たなくなっていることを示している。

わが国のオンライン業者においても同じような試行錯誤がみられる。プライシングの点では、顧客へのサービスの一環としてオンライン取引を始めた業者（既存の業者がほとんどである）は、オンライン取引単独での採算を考慮しない傾向がある。この極端な例は、定額料金制を採用している業者である。このような手数料体系を採用しているある業者の場合、ある顧客の1ヶ月の注文回数が800回を越えたという。アメリカの業者よりも早く、不稼動口座に対して口座基本料を徴収してい

るのは松井証券である。同社は、一日の取引合計金額が一定額までであれば何度取引しても同じ手数料というボックス・レートを採用している。アクティブな顧客をターゲットとした同社のセグメンテーション戦略は、オンライン業者の中では唯一コンスタントに黒字を達成することを可能にしている。

次に、上段に分類された投資銀行業務に適合的なビジネス・モデルはどのようなものだろうか。これらの業務の中には、マーケット・メイクなどの流通市場関連の業務も含まれるが、ベンチャー・キャピタル、IPO、M&A、証券化に関連した業務は、基本的にリスクを取りながら産業構造の転換の促進を介助する役割を果たす。したがって、求められるスキルも、ソリューション・ビジネスに求められる企画力、提案力、そしてリスク・コントロールである。

かつては、引受業務の世界ではリレーションシップが案件獲得の決め手であり、発行体と投資銀行の個人的繋がりがすべてであった。この頃の投資銀行業務は、変化の少ない静態的な世界であった。しかし、1960年代後半から産業構造の転換を背景にして新顔の発行体が登場する一方、個人投資家が大量して市場に参入してくると、リテール販売力が重要性をまし、メリルのような業者が台頭した。70年代の金利乱高下、そして82年の一括登録制の導入に象徴される規制の撤廃、緩和、それらを背景にした証券化商品などの新商品・サービスの開発が相次ぐと、リレーションシップを拠り所にした業界秩序は崩れ、発行体のニーズを汲んだ商品やサービスの提案力、市場環境をみて発行のタイミングを捉える判断力、さらには引受けた証券をスムーズに売り捌いていくプレースメント力が投資銀行業務における競争を左右する要因になってきたのである。

以上のように、各業務に必要とされるスキル、ノウハウは異なる。わが国の証券会社が「総合証券」という業態であらゆる業務を手掛けてきたとはいっても、その中心はリテール業務であり、その販売力の強さがその他の業務における優劣を左右した。わが国では、M&A や証券化といった固有のスキルが求められるビジネス自体が存在しなかったのである。しかし、今後、各業者は図のいずれかのマトリックスに経営資源を集中させない限り生き残りは難しいと思われる。というのは、参入規制が撤廃され、各業務に特化型の専門業者が存在する状況では、薄く広く業務をこなす「総合証券」ではあらゆる業務で敗退せざるをえない可能性が強いからである。例えば、投資銀行業務では、業務の歴史が長くノウハウの蓄積が進んでいる大手投資銀行がわが国の大手3社よりも優位にある。また、資産管理業務では、これらの業者に加え、フィデリティやプライベート・バンキング業務の歴史が古いスイスの金融機関が競合者として存在する。さらに、プライベート・エクイティ業務やオンライン取引においても、外資系業者の他、国内専門業者が存在する。

様々な業務を数年ずつ経験させ、ジェネラリストとして育成するこれまでのわが国企業の人事政策は、組織全体を鳥瞰しバランスの取れた意思決定を下すには適切的な制度であったと考えられる。また、それほど大きな格差のない報酬も社員の平等感を醸成するには適切的な制度であったといえる。しかし、高度のスキルが要求される業務分野で社員個人あるいはチームの能力を最大限発揮させるには、スペシャリストとしての処遇と、彼らにインセンティブを与える成功報酬的、あるいは実績給的な報酬の採用は避けられないであろう。

3 . 経営改革の動き

1990年代の証券市場の低迷、金融システム改革の進展を背景に、証券会社の経営改革の動きも活発になった。一般的には、株式の委託手数料に大幅に依存した業務・収益構造を是正し、多様化を図ろうとするものであったが、当然ながらそのための資本力、人材の有無によって対応は大きく異なっている。

免許制のもとで1号から4号までのすべての業務の免許を取得した資本金 30 億円以上の証券会社は「総合証券」と呼ばれ、ピークでは40社強を数えた。この中でも、大手3社は資本力、人材の厚みでも優位にあったから、手数料の完全自由化が視野に入ってきた98年頃から、残高重視の資産管理型営業を標榜した。この戦略転換は直ぐに他の総合証券にも広まり、残高重視の資産管理型営業が中堅以上の業者の合言葉となったのである。

それでは、資産管理型営業とはどのようなものかということ、要するに市況に左右される手数料への依存度を下げ、安定的なフィー・ビジネスの比重を高めようということである。具体的には、投資信託の残高を積み増し、それから得られる事務代行手数料によって収益を安定させようということである。代行手数料は、証券会社と投信委託会社の取り分の合計で約1%程度である。株式売買委託手数料の自由化前の料率は、100万円までは1.15%であった。したがって、仮に100万円以下の小口取引ばかりと想定すれば、1億円の手数料収入をフィー収入に換えようとするれば、100億円弱の残高の増加が必要になる。もちろん、これは極端な数値例であるが、おそらく手数料収入への依存度を相当程度引き下げようとするれば、5 - 10倍程度の残高の増加が必要であろう。しかも、それまでにも相当数の総合証券は数年間にわたり赤字を記録していたから、資産管理型営業が成果を上げるまで、他

の業務から収益を上げる必要があった。

このようにみえてくると、この戦略転換を遂行できる体力と他の収益源を持つ業者は大手3社に限られることは明らかである。予想どおり、99年の春からITブームで出来高が回復すると、資産管理型営業という言葉すら聞かれなくなった。2000年3月は手数料が完全に自由化されてから最初の決算であったが、各業者ともバブル期以来の最高益を記録したのであった。しかし、その内容を見ると、軒並み手数料依存度が上昇しており、好決算がもっぱら出来高の増加によるもので、業務、収益の構造にはほとんど変化がみられないことを改めて印象づけることになった。

かくして、大手3社を除く総合証券の選択肢は、系列の親会社による資本の補強か、外資系金融機関や銀行の傘下に入り支援を仰ぐことであった。ところが、大手3社は支店や系列証券を動員して特定の銘柄を売り捌く営業手法は時代のニーズに合わないという認識から、系列証券の切り離しに動き始めていた。逆に、投資信託の将来性が期待され、自ら販売を手掛けることが認められるようになった銀行にとって、投信業務に精通した人材の確保とリテール販売網の強化が課題であった。

かくして、両者の利害が一致し、大手証券による系列証券株の売却が行われ、準大手、中堅業者の大部分が大手銀行の系列下に入った。大和証券によるユニバーサル証券株の三和銀行への売却、また野村証券による国際証券株の東京三菱銀行への売却がこのような例である。また、大手銀行は系列証券や証券子会社の合併による証券会社の集約も積極的に進めている。合併によって誕生した、新光証券、みずほインベスターズ証券（みずほフィナンシャルグループ）、明光ナショナル証券、さくらフレンド証券（三井住友銀行）、東京三菱証券、東京三菱パーソナル証券（三菱東京

フィナンシャル・グループ）、UFJキャピタルマーケット、つばさ証券、東海東京証券（UFJホールディングス）がこのような例である。

他方、大手証券といえども、環境激変下で従来のままのビジネス・モデルでは生き残りは難しいという認識は共有していたから、経営組織、人事制度の見直し、業務提携の模索といった対応が採られた。一言でいえば、大手3社は準大手以下の業者と較べて、自己革新に耐えるだけの資本力、人材などの経営資源を持っていたということになる。ただし、その方向は3社三様であった。

まず、野村証券はデリバティブや年金の運用サービスのように専門性の強い業務分野については日本興業銀行と合併会社を設立した。しかし、最近になってこの提携は解消され、野村証券の動向が注目されている。同社も年内に持株会社組織に移行することになっているが、大和証券、日興証券とは異なり、ホールセル業務とリテール業務を別々の会社に分離することは考えていない。日興証券はホールセル業務を切り離し、アメリカのシティグループと合併会社を設立した。同社も年内に持株会社組織に移行する予定である。そして、大和証券はいち早く持株会社組織を採用し、その傘下にホールセル業務については住友銀行と合併で大和SBキャピタル・マーケットを設立し、大和証券はリテール業務専門になった（なお、その後、住友銀行はさくら銀行と合併し、三井住友銀行となったため、大和SBキャピタル・マーケットは社名を大和SMBCキャピタル・マーケットに変更した）。

このように、大手3社はそれぞれの提携相手により業務やスキルを補完しながら、将来の方向性を模索している。その成否を判断するにはいますこしの時間の経過が必要であろう。

最後に、中小証券は元々、株式の委託手数

料への割合が高いが、さらに高まっている。それ以外では、最も伸びが大きいのが株式売買益である。一部の中堅・中小証券では、「歩合制ディーラー」や「契約ディーラー」制度を取り入れ、株式ディーリング業務に力を入れている。また、オンライン専業を志向する業者の中には、対面的なサービスの提供を重視して、新たなタイプの店舗展開に乗り出している業者もいる。

おわりに

- 新たなビジネス・モデルの構築に向けて -

金融システム改革により、証券業は参入、退出が容易で、個性的な業者が独自のビジネス・モデルを競う環境になった。ここでビジネス・モデルというのは、「利益の上がる仕組み」という意味であるが、各業者が商品・サービス、チャンネル、そしてプライシングに工夫を凝らし、顧客満足度を高めて、利益を確保しようとしている。

最初から登録制を採用し、自由な参入、退出が認められてきたアメリカの証券会社におけるいくつかの特徴のある例をあげよう。

- ・ セントルイスのAGエドワーズは利益相反の発生を防ぐために自社投信は提供せず、もっぱら顧客にとって良いと思われる他社の投信を勧めている。
- ・ サンフランシスコのチャールズ・シュワップの「ワンソース」は約 1,500 の投信を提供しているが、この中には、たとえ競合他社の商品でも顧客にとって良いと思われる投信が含まれている。
- ・ わが国のミニ店舗のモデルにもなっているセントルイスのEDジョーンズは、退職者を顧客ターゲットにきめ細かな対面型のサービス提供を重視し、約 7,000 の店舗を展開している。

- ・ オンライン業者のE*トレードは、ネット上でのサービスの充実に加え、マンハッタンに初の店舗を構え、また ATM サービス会社の買収やディスカウント・ストアとの提携により、顧客のアクセスの利便性を高めようとしている。
- ・ サンフランシスコに拠点を置く有力投資銀行は、現在はすべて大手商業銀行に買収されその傘下に入っているが、これらの業者はいくつかの業務分野にアナリストを張り付け、ニューヨークの大手投資銀行にひけをとらないリサーチの質を維持してきた。これらの業者は従業員数ではわが国の準大手証券以下の 1,000 人前後であり、「選択と集中」が最も効果を発揮した例であろう。

これまでみてきたように、わが国の中堅以上の証券会社は広範囲にわたる支店網を構築し、「総合証券」となってリテール業務を中心に利益をあげることが経営目標であった。したがって、既存の業者はこれだけ自由化が進んでも、リテール業務以外の業務分野でシェアを取っていかうという意識自体が希薄である。今年になって、EB をめぐる顧客とのトラブルが相次いでいるが、これも手っ取り早く手数料が稼げる商品を販売したということで、「資産管理型営業」の理念とはまったく相反するものであろう。この原因を辿っていけば根本には手数料完全自由化に対応できなかった証券会社の姿が浮かびあがってくる。証券市場が長期にわたる停滞が続ければ、これらの既存業者の戦略は店舗、人員の削減を中心とした縮小均衡しかないであろう。

しかし、証券業務が分解され、専門性が問題になる環境を迎え、大手業者以外でも、少数ではあるが独自のビジネス・モデルの構築に向けた動きを示している業者も存在する。

- ・ 松井証券はアクティブな投資家を顧客ターゲットとし、信用取引ではトップのシェアを取ることによって日興証券並みの利益をあげている。企業規模を考えれば、これは驚異的である。
- ・ いちよし証券は早くから店頭市場への特化を鮮明にし、アナリストなどを補強している。
- ・ スパークス証券は創業初年度から黒字を達成するために、資産運用の裁量が効く公開企業のオーナーをターゲットにした。その結果、従業員 11 名で預り資産額約 700 億円を実現している。
- ・ プリヴィエ・チューリッヒ証券は、パテント・ファンドなどのユニークな業務分野を開発し、上場を目指している。
- ・ みらい証券はベンチャー・キャピタルの日本アジア投資が創設した証券会社であるが、未上場・未公開株の取り扱いというニッチ分野に特化することによって、堅実な業績を記録している。

これらはいくつかの例に過ぎないが、わが国の証券会社の中にも、独自のビジネス・モデルの構築によって成果をあげている業者が登場していることを示している。

極端に言えば、業者の数だけビジネス・モデルが存在するということであり、既成の解答はない。しかし、金融サービス業において最も重要なことは、「最初に顧客ありき」ということであろう。サービス業である限り、顧客に相手にされない限り、ビジネスとして成り立つ余地はない。これは今更いうまでもない自明の事のように思われるかもしれないが、供給者側の論理がまかりとおり、意外に忘れられている場合がある。例えば、証券会社の扱う投信が系列証券の品揃えに限られ、投資家が欲しい投信が買えないといったこと

はこの典型であろう。

したがって、主としてどのようなセグメントの顧客を対象にするのか、その顧客がどのような特性、ニーズをもっているのか、ということを確認することがビジネス・モデル構築の最も基本的な前提条件である。それに応じて、提供すべき商品・サービス、また中心となるチャンネルが決まってくるであろう。

最後に、コンプライアンスの重要性について強調しておきたい。アメリカでは、“Good compliance is good business”という言葉がある。これは法令遵守が、それを守らないことによって生じる機会損失を考慮すれば、決定的に重要だということを述べたものである。確かに、アメリカの証券会社の中には、キダ・ピボティ、ドレクセル・バーナム、ベークェなど、違反行為によって名前が消えていった業者は珍しくない。それほど SEC を中心とした監視体制が厳しいともいえるが、見方を変えれば、金融サービス業で成功するためには顧客の信頼を得ることが最も基本的なことである。これを“reputation risk”というが、証券会社にとって顧客の信頼を損ねることは間違いなく致命傷になる。これは監視体制が厳しいかどうかには関係のないことである。