

株式暴落後の米証券業界の動向について

— 日本生命ニューヨーク事務所 —

はじめに

昨年10月、ニューヨークに端を発した世界の株式大暴落は、まだ記憶に新しいところである。

本稿では、暴落の直接影響を受けた米証券業界に焦点をあてて、暴落から現在までの動向について紹介することとしたい。

1. プログラム・トレーディング停止等、暴落再発防止の動き

株式暴落から早9ヶ月が過ぎたが、暴落の元凶の1つがプログラム・トレーディングにあったとの見方が強い。

ブレッディ・レポートやSECの調査レポート等（下記）にみられるように、“プログラム・トレーディングは、市場の異常な変化を引き起こす要因であり、市場操作につながるものである。また、個人投資家の不信をかい、その後の株式市場離れを生み出した。”との認識である。

—(暴落に関する調査レポート)—

- ブレッディ委員会
 - 大暴落は、少数の機関投資家によるプログラム・トレーディングが主因。プログラム・トレーディングへの規制とともに、マーケット間の一元統合化が必要。
- 証券取引委員会（SEC）
 - 現物と先物をつなぐコンピュータによるトレーディングが下落を加速。先物への投機の制限、NYSEのコンピュータ・キャパシティの拡張、強化が必要。
- ニューヨーク証券取引所（NYSE）
 - 暴落は先物投機が主因であり、先物マージンの引上げ等先物投機の制限が必要。
- 会計検査院
 - コンピュータ・システムの機能不全が原因。将来の異常時に備え、コンピュータ・システムの充実を提案。
- 商品先物取引所
 - 指数先物取引に原因は見当たらない。緊密なコミュニケーションが必要。
- シカゴ・マーカントイル取引所（CME）
 - 先物取引が株価下落の原因ではない。また、先物のマージンの低さが株下落を加速したわけでもない。

チャールズ・シュワブ社による投資家5千人を対象としたアンケート調査でも、以下のとおり“プログラム・トレーディングは、マーケットに弊害をもたらした。”との意見が大勢を占めている。

＜質問＞	＜回答＞		
• プログラム・トレーディングは、株式市場の変動を大幅化しているか？	はい 80%	いいえ 18%	分からない 2%
• プログラム・トレーディングを禁止すれば、株式市場への信頼は高まるか？	はい 61%	効果なし 32%	低下する 2%

このような動きの中で、現在に至るまで、SEC等によって行われた主な対処策は以下のとおりである。

- 暴落直後、コンピュータによるプログラム取引の全面自粛要請（事実上の禁止）（NYSE）
- 1月、ダウが75ポイント以上、上下に振れた場合、コンピュータによるプログラム取引停止
- 2月に入り、上記振れ幅を50ポイント以内に強化（NYSE、SEC）
- 7月、上記値幅制限に代わるものとして、ダウが250ポイント以上下落した場合、取引所1時間クローズ等。（NYSEがSEC等へ申請の動き）

しかしながら、議会においては、先物取引に対する規制強化等についての意見の対立があり、法案化するまでには至っていない。

こうした状況の下、シェアソン・リーマン、メリル・リンチ等大手証券会社は、プログラム・トレーディングが相場のブレに全面的に責任があるとは見ていないが、株式市場への信頼回復のためとして、自己勘定によるプログラム・トレーディングを停止するとの発表が相次いだ。

株暴落に伴う個人投資家の株式投資意欲減退に加え、こうしたプログラム・トレーディングに対する自律的・他律的規制が、次に述べるように証券売買業務の伸び悩みの1つの要因となっている。

2. 収益動向

それでは次に、大暴落が証券会社の収益状況に与えた影響についてみてみよう。

表-1は、'84年から'87年のニューヨーク証券取引所会員会社の収益動向をみたものである。

まず、収支の状況についてみた場合、株暴落の影響による取引量減少から、'87年収入は伸び悩み（対前年+1.3%）、この一方で支出が11.3%と大幅に伸びたことから、収支は悪化した。

'86年まで順調に推移してきた純利益（税引後）は、'87年第4四半期に業界全体で約13.5億ドルという巨額の欠損を生じ、これが第3四半期までの利益をほぼ喰いつぶしたことから、年間の純利益は対前年マイナス89.3%に縮小。これから、株暴落の影響がうかがえよう。

証券売買業務だけをみると、'87年収入は対前年マイナス2.1%を示している一方で、M&A（企業買収：合併）業務を中心とする投資銀行部門は+20.5%と大幅な伸びを示している。

表-1 '84~'87年の米証券業界の収益動向

(単位：億ドル)

		'84	'85	'86	'87	伸び率	占率
収入	証券売買部門	146.4	182.8	230.5	225.5	▲2.1	44.5
	投資銀行部門	63.3	71.8	95.4	115.0	+20.5	22.7
	その他共(計)	311.5	387.4	500.4	506.8	+1.3	100.0
支出	(計)	295.6	345.9	445.5	495.9	+11.3	100.0
純利益(税引後)		5.0	22.1	29.0	-3.1	▲89.3	
総資本		168.5	220.4	328.3	264.9	▲19.3	
Return on Equity		4.1%	14.7%	15.5%	3.0%		
						1~3Q	4Q
						16.6	(13.5)

(資料) NYSEレポート

投資銀行部門好調の傾向は今年に入ってからも続いており、このお陰で証券業界が暴落のショックから立ち直りを速めていると言えよう。

表-2として、米証券会社の最近の収益状況を掲げているのでご覧いただきたい。

表-2 米証券会社の最近の収益状況

(単位：百万ドル)

	証券会社名	'87				'88/1Q	対前年同期比
		1Q	2Q	3Q	4Q		
リー テイ ル 型	メリル・リンチ	109	83	195	4	68	▲37.6
	ペイン・ウェバー	35	18	15	7	21	▲40.0
	ディーン・ウィッター	32	26	23	(5)	16	▲50.0
	AGエドワーズ	13	11	17	11	12	▲7.7
	シェアソン/ハットン	79	61	51	(95)	81	+2.5
ホセ ール 型	ソロモン・ブラザーズ	149	40	27	(74)	173	+16.1
	モルガン・スタンレー	64	62	73	31	99	+54.7
	ファースト・ボストン	76	(13)	41	5	42	▲44.7
	ベア・スターンズ	60	45	45	0.4	37	▲38.3

(資料) ソロモン・ブラザーズ

まず、リーテイル部門（個人投資家を顧客とする部門）の構成比の高い証券会社（メリル・リンチ、ペイン・ウェバー、ディーン・ウィッター等）の収益をみると、株暴落による個人投資家の投資意欲減退（取引量は、'87年に比べ今年はマイナス28%：ウォール・ストリート・ジャーナル）から、'88年第1四半期は対前年同期比大幅減益の会社が多い。

逆に、ホールセール型（主として機関投資家が顧客）の企業については、投資銀行部門の好調な伸び（例えば、ソロモン・ブラザーズ：+31.5%、モルガン・スタンレー：+53.0%）に支えられ、順調な収益の伸びを確保しているといえよう。

こうしたことから、米証券業界の経営戦略の特徴として、投資銀行部門、特にM&A業務拡大の方向性とその他部門の事業の見直しがうかがえる。

以下、M&A業務の拡大、事業の見直しの動向について記すこととしたい。

3. M&A業務の拡大

表-3は'84~'87年の米国におけるM&Aの成立状況を示したものである。

表-3 米国におけるM&A活動

(単位：億ドル)

	'84	'85	'86	'87	うち11~12月
M&A	751	741	822	1,321	332
LOB	94	70	178	437	237
合計	845	811	1,000	1,758	569

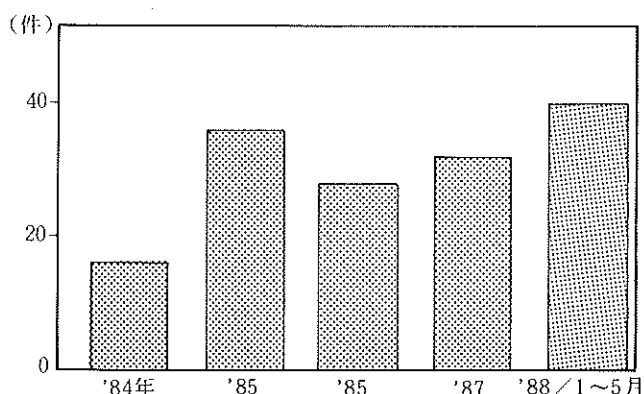
(資料) ファースト・ポストン

'87年のLBO（レバレッジド・バイアウト）を含めたM&A成立実績は、対前年75.8%増加と、過去2年間の年平均伸び率9.2%を大幅に上回っており、また、暴落直後の11~12月においても、その成立状況は'87年全体の32.4%を占め、むしろ活発化の傾向にある。

'88年に入ってからM&Aの動きについては、第1四半期の企業買収金額は457億ドル、対前年同期比で+14.1%と急増。さらに、'88年年間では、企業買収金額は2,000億ドルを超え、過去最高となるとの見通しも出されている。

こうしたM&A活発化の背景としては、以下の三点が挙げられる。

図-1 10億ドル以上の買収件数の推移



(資料) 日本経済新聞

第一に、暴落による株安（ニューヨークダウは、'87/8月のピーク時より25%程度ダウン）を契機に、証券会社が比較的フィー収入の高いと言われているM&A業務、それも特に大型案件への取り組みを増加させてきた点である。

図-1にみられるように、買収金額10億ドル以上の大型案件は、'88/1~5月で40件前後に達し、過去最高であった'85年

の36件を早くも上回るなど、一件あたりの買収金額は大型化してきているとされている。

こうしたM&Aの大型化は、証券会社の手数料収入の増大に寄与すると言われており、例えばカンボ（カナダ）によるフェデレーテッド・デパートメント買収（表-4参照）に際して、担当のファースト・ボストンは、少なくとも5千万ドル（買収金額54億ドルの約1%）の収入を得たとの推測がされている（ウォール・ストリート・ジャーナル）。

表-4 最近のM&Aテnder・オファー例（'88/1月以降）
（単位：億ドル）

買収オファー企業	対象企業	金額
R.H.メイシー	フェデレーテッド・デパートメント	62
カンボ	フェデレーテッド・デパートメント	54
イーストマン・コダック	スターリング・ドラッグ	51
BATインダストリーズ	ファーマーズ・グループ	41
ブラック&デッカー	アメリカン・スタンダード	21

（資料）ニューヨーク・タイムズ

表-5 日本企業による米企業買収の例
（'87年以降）

（資本参加のみを除く） （単位：百万ドル）

日本企業	対象企業	金額
ブリジストン	ファイヤストン	2,500
ソニー	CBSレコード	2,000
青木建設	ウェスティン・ホテル	1,530
大日本インキ	ライヒホールドケミカル	540
三井物産	ジョセフ・ホーン	150
大昭和アメリカ	ポートエンジェル	75
吉田工業	ユニバーサルファスナー	48

（資料）アルマー・ブラザーズ

M&Aを活発化させた第二の理由としては、ドル安（'87/1月初め1ドル=162円→'87/12月末1ドル=121円）に伴い、外人バイヤー、特に日本企業による米国企業買収の動きが積極化していることが挙げられる。

M&A全体に占める外国企業買収は、'86年以前は10%未満であったが、最近では20%近くまで上昇してきており、表-5にあるように、例えばブリジストンによるファイヤストン買収（25億ドル）等、超大型案件も出てきている。

三番目の理由としては、証券会社がマネージする投資ファンド（LBO）へ自らも出資し、その投資ファンドによる利益を証券会社自体も享受しようとの動きが増えてきているという点である。

投資ファンドの設定状況は表-6のとおりであるが、これを通じた最近の買収例としては、

- プルデンシャル・ベーチェ——ドクターペッパー／セブン・アップの49%取得
- シェアソン・リーマン・ハットン——チーフ・オート・パーツの86%取得
- ワッサースタイン・ペレラ（ヘンリーグループ）——ニューモ・アベックスの50%取得

等があり、今後こうした動きが活発化してくることが予想されている。

表-6 投資ファンドの設定状況

(単位：百万ドル)

	ファンド 目標金額	現時点での ファンド金額	ファンドへの自 己資本出資金額	占率
モルガン・スタンレー	1,800	1,600	225	14.1
メリル・リンチ	1,600	1,500	300	20.0
プルデンシャル・ベアチェ	1,800	800	800	100.0
シェアソン・リーマン・ハットン	1,250	700	350	50.0
ブラックストーン・グループ	1,000	700	NM	NM
ワッサー・スタイン・ベレラ (ヘンリー・グループ)	1,000	500	NM	NM
ラニエリ・ウィルソン	600	400	NM	NM
ベクター・キャピタル	300	50	NM	NM
ロデスター・グループ	500	NM	NM	NM

(注) NM=Not Meaningful

(資料) ビジネス・ウィーク

こうしたM&A業務拡大の一方で、最近証券会社の同部門のトップの退社・独立化（“ブティック”と呼ばれる専門性の高いパートナーシップ制の会社設立等）の動きが相次いでいる。

株暴落が証券会社の経営にもたらした1つの思わぬ波紋といえよう。

以上のようなM&A事業拡大の一方で、収益性の低い部門については人員削減による合理化をはじめ事業の見直しの動きが出てきている。

4. 事業見直しの動き

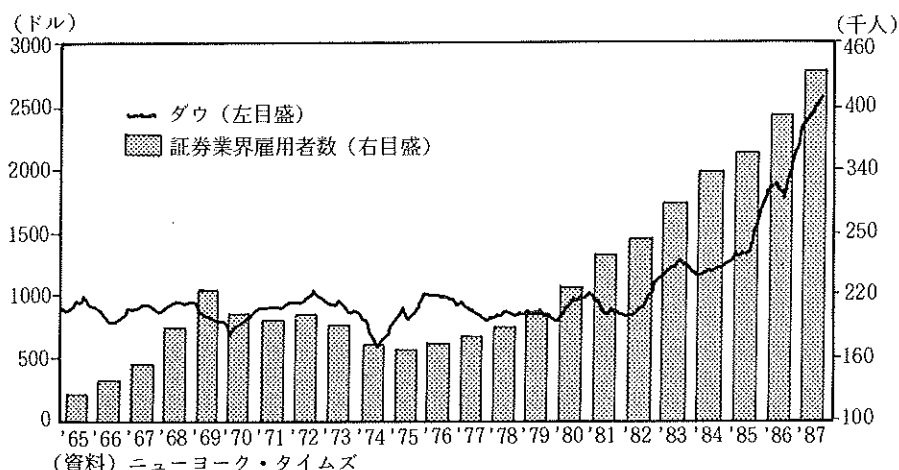
1) 人員削減

図-2は、'65～'87/10月の米証券業の雇用者数の推移等を示したものであるが、ダウが'75年に底打ちした後、12年間にわたり終始雇用者数は増加していた。

この間、米国失業率は'79年の6%を底に、'82年半ばには、11%近辺まで上昇（現在は5.3%）したことを考え併せると、米証券業界における雇用者増は驚異に近い。

特に株式市場が上昇相場に入った、'82年半ば以降でみた場合、米国全体の就業者人口が年率2.9%の伸びであったのに対し、証券業界の雇用者数は11.6%の伸びを示している。

図-2 米証券業界雇用者数等の推移（'65～'87/10月）



この状況が暴落後は一変する。発表された雇用者カットは合計で約15,000人であるが、未公表のものまで含めると推定で2万人以上と言われている。（'87/10月時点の業界全体の従事者数を43万人とした場合、暴落による失職者の割合は4%を超える数字となる。）

こうした人員削減の動きは、今後とも収益性の低いリーテイル部門を中心に予想されるが、バック・オフィスのターン・オーバー率が年40%と高い状況の下では、新規採用をストップすることにより人員削減効果を得ることができるとの見方もあり、今までほど大規模な解雇はないものと言われている（ウォール・ストリート・ジャーナル）。

2) 部門再編成の動き

こうした人員削減の動きと併せ、収益性の低い部門からの撤退あるいは新規プロジェクトの断念等の動きもみられる。

例えば

- ソロモン・ブラザーズ — 収益性の低い地方債業務から撤退
新オフィス（コロンバス・サークル）への移転中止
- ファースト・ポストン — 自社ビル（パーク・アベニュー・プラザ）の持分100%売却
- メリル・リンチ ———— ワールド・フィナンシャル・センター（不動産投資）の自社持分をオリンピア
・ヨークへ売却

一方で、こういった時機をチャンスとばかりに、弱小部門の強化を図るため、企業買収等を行ったところもある。

例えば

- シェアソン・リーマンは、リーテイル部門強化の目的もあってEFハットンを

約10億ドルで買収

- フランクリン・フィナンシャル・サービスがロスチャイルドを吸収合併等。
これらを見ていると、アメリカの証券業界のしたたかな一面をみるような気がする。

おわりに

紙面の都合もあり触れなかったが、銀行・証券の垣根を規定しているグラス・ステイ
ーガル法の改正について、現在議会に於いて議論が進められている。

その行方についてはまだ定かではないが、今後、銀行・証券という枠を越えた総合
的な金融サービス業務を目指す動きが予想される一方、専門性の高い会社設立等、特
定市場に重点を置いた業務展開の傾向も出てこよう。

米国の各証券会社のトップにとって、今こそ、将来の業務をどのように展開すべき
か極めて重要な判断を求められている時期といえよう。

株暴落からまもなく1周年を迎えようとしている米証券業界であるが、その動向に
は今後とも注目していきたいところである。

●訂正 「調整月報」7月号に誤りがありましたので、お詫びし訂正いたします。

- **Ⅲ 海外だより** ECの金融市場統合で「西ドイツ保険業界の動き」の中の
P49L6 「提供」→「提携」
P51図-1中「グルート氏」→「グート氏」「シーレン氏」→「シーレーン氏」