

Graduate School of
Business Administration

KOBE
UNIVERSITY



ROKKO KOBE JAPAN

2010-16

SBI証券とグループ戦略
: 企業生態系の形成による収益戦略の変遷

上西 聡子 松嶋 登

Discussion Paper Series

SBI証券とグループ戦略 ：企業生態系の形成による収益戦略の変遷

1. わが国におけるオンライン証券の争点と、SBI証券¹

1999年の金融規制緩和を契機に、大きく躍進してきたわが国のオンライン証券業界も、いまや曲がり角を迎えている。とくに象徴的だったのは、わが国におけるオンライン証券のパイオニアとして知られる松井証券の松井道夫が、2006年の年頭挨拶で、自ら先陣を切ってきたオンライン証券にも大きな見直しが必要であるという表明をホームページ上で行ったことであった²。オンライン証券の収益モデルは、安価な手数料によって個人投資家の積極的な取引を促していくことで、結果としてトータルの手数料を稼いでいく「フロービジネス」と呼ばれるものである。この収益モデルは、たしかに金融規制の下で作り上げられてきた証券会社の慣行に対する、抜本的な見直しを迫るものであった。だが、手数料の引き下げも限界まで行ってしまえば、収益を上げられない構図になってしまう。そのことに気づかないまま、競争を通じ加速してきた過剰な手数料の引き下げが、ついに限界のところまで進んでしまった。事実、松井証券は2006年9月には、同社の看板商品であった無期限信用取引手数料の無料化を断行しつつも³、わずか3ヶ月で撤回することになった。そして、2009年11月には、証券業界のイノベーターとして松井証券を知らしめることになった、株式売買手数料の一部を無料にするサービスをも廃止することになった⁴。

¹ SBIグループには、類似した、ないし同一の商標が存在する。例えば、富裕層向けの対面店舗を有する「SBI証券株式会社」と、今日われわれが知るオンライン証券としての「株式会社SBI証券」である。また、ソフトバンクとE*TRADE Group, Inc.が合同出資して設立した持ち株会社としての「イー・トレード株式会社」と、同社の連結子会社として大沢証券を買収することによって設立した「イー・トレード証券株式会社」には、グループ戦略上、重要な位置づけが与えられている。以下、本ケースでは、このように重要な位置づけにある類似した企業名には(株)をつけるが、個別企業の識別に問題がないものには省略して表記する。なお(株)表記のない「SBI証券」では、イー・トレード証券株式会社、SBIイー・トレード証券株式会社、株式会社SBI証券を総称するもの（ただしSBI証券株式会社は除外する）とする。また、ソフトバンク・インベストメント株式会社として、1999年にソフトバンク・ファイナンス傘下の子会社（ソフトバンクの孫会社）としてベンチャー・キャピタル事業を目的として設立された「ソフトバンク・インベストメント株式会社（2005年にSBIホールディングス株式会社へと商号を変更）」と、同社のファンド運営事業を分割しつつ、これを連結子会社であるSBIベンチャーズ株式会社に継承し、新たな称号として与えられた「ソフトバンク・インベストメント株式会社」という、同名の企業が存在する。ただし、ベンチャー・キャピタル事業を目的とするという意味において、混乱は少ないと思われるのでこの両社を同一表記とする。ただし、これらの表記は本文中に限られるものであり、新聞記事等のタイトルならびに直接引用では、もとの表記のまま記載しているので、ご留意いただきたい。

² 「正直申し上げて、松井証券はこの数年ずっと居眠りをしておりました。オンライン取引のパイオニアとしての自覚に欠けておりました。それはオンライン証券内での売買シェアの急速な落ち込みを見ただけでも明らかです。…（中略）…全て私の不徳といたすところだと思っております。本来ならばヘッドを替えるべきなのですが、もう一回だけチャンスを私に与えていただきたいと思います（2006年の同社ホームページ）」（「あえて負け犬を自称して」『日経トップリーダー』2007年7月1日号）。

³ この手数料の引き下げは、松井証券からトップシェアを奪った当時のSBIイー・トレード証券に対する反撃を狙ったものであった（「悪夢の日々を乗り越えて」『日経トップリーダー』2007年12月1日号）。

⁴ 手数料の無料化といえども、別の収益源が必要となる。松井証券の場合、信用取引の際に貸し付けられ

2007年7月から2008年から6月という、およそ1年間にわたって『日経トップリーダー』に毎月連載された松井の言葉によれば、結局のところオンライン証券は少数のデイトレーダーを作り出しただけであり、いまや手数料の引き下げから脱却した第二幕の戦い方が求められる。松井の言葉を信じれば、手数料の過度な引き下げによって、多くのシェアを獲得するという戦略は、もはや収益にはつながらぬ泥沼の戦い方となる。

高井(2006)によれば、そうした戦い方はITバブルのなか、とりわけ松井証券の模倣者たちのあいだで醸成された「支配的な通念」に他ならない。だが、松井証券だけは、自らの「初期条件⁵」に立ち戻ることによって、非合理的な戦略から脱却しえた、とする。確かに、当時の収益面からみれば、手数料の引き下げ競争から身を引いた松井証券と、それ以外の競合他社との間には開きが見られる。とは言え、第二幕の戦い方は、松井にもまだクリアに見えているわけではない。2008年5月12日に、松井証券起死回生の新サービスとしてリリースした「即時決済の私設取引市場(PTS)」もまた、いくら手数料を引き下げたとしても、実際に株を売ってから現金を手にするまでの3日間、新たな株を買うことができない⁶ことをコストと感じるデイトレーダーを訴求するものに他ならないからである⁷。

本ケースで検討するのは、こうした今日の状況において、今なお手数料の引き下げを続け、オンライン証券市場で圧倒的シェアを有するSBI証券である。今日の(株)SBI証券は、実質的には1998年のイー・トレード証券(株)として発足して以来、プライスリーダーとして手数料の引き下げを繰り返してきた。だが、手数料の引き下げによって獲得したシェアも、企業の収益性に着目してみれば、もはや意味がないということになるのであろうか?

SBI証券の収益性に対する疑問は、今に始まったものではない。新聞記事を遡ってみれば、2001年1-3月期の株式売買件数が、10-12月期のほぼ2倍に増加したにもかかわらず⁸、2000年度の決算(2001年3月)で連結営業利益が38.7%の減益となったときに、既に指摘

る融資に対する金利を引き上げることによってその収益源とし、顧客がこの金利を隠れたコストとして敬遠したためであった。信用取引のコスト構造に根ざした手数料の引き下げについては、オリックス証券の戦略についても参照されたい(松嶋・水越, 2008)。

⁵ ただし、ここで高井(2006)が指摘する初期条件とは、顧客の取引回転数を高めることによる収益化というフロービジネスに根ざしたものであり、松井が言うところの第一幕に相当する。だが、松井自身の言葉にあるように、彼は既にこの時、当初の初期条件であるフロービジネスという収益モデルに対しても、見直しが必要であると考えていた点を見過ごしてはならない。

⁶ 普通取引では、株取引の約定から株券の受け渡しまで最短でも3日間のタイムラグがあるが、松井証券のPTSではこのタイムラグがない(売却代金は即時に受け渡される)ため、日計り取引の売却代金を同日中に同一銘柄の買付代金に充てることが可能となる。

⁷ ただし、松井によれば、第一幕の最終場面はデイトレーダーの取り込みを競うものであったものの(松井は、私的取引市場を利用した即時決済は、その幕引きになるという位置づけを与えているが)、第二幕の争点はデイトレーダーの奪い合いではないとしている。第二幕は、対面営業の証券会社が握っている90兆円の預かり資産を奪いあうかたちになり(ちなみに、オンライン証券5社が顧客から預かる資産は10兆円程度)、とりわけ団塊の世代を取り込むことが必要になるとする(「敗者復活」の秘策 最後は必ず勝つ『日経トップリーダー』2008年2月1日号)。

⁸ 「ネット証券収益低迷、主要3社前期、手数料下げ競争響く」『日本経済新聞』2001年4月19日、7ページ。

されては始めている⁹。ところがその後も、同社は断続的に売買手数料の引き下げを続け、2009年に至るまでその手を緩める様子は見られない。特に2009年にはSBI証券と楽天証券が売買手数料を次々と引き下げた¹⁰。楽天証券は、7月11日に1回あたりの売買手数料を472円から198円（売買代金10万円まで）に引き下げた。これに対して、200円を設定していたSBI証券は対抗し、180円への引き下げを行うと共に、170円、150円、147円と引き下げを行い、最終的には145円まで下げられていく。

加えて、SBI証券（ないしその前身となるSBIイー・トレード証券）には、一見すると、さらなる収益悪化につながるような取り組みも見られる。ひとつが、情報システムの大幅な増強である。長谷川（2010）によれば、2006年11月にネット総研を買収しようとしたSBI証券（正確には、当時のSBIイー・トレード証券）は、手数料の引き下げ競争に終止符を打ち、技術力を基盤としたサービスの拡張に力を入れようとしていた。だが、SBI証券の手数料収入に対する販管比率を比較してみれば、競合他社に比べて突出して高い。松井証券が44.4%、もともとシステム開発の技術力を梃子にした戦略を立ててきたカブドットコム証券¹¹でも49.1%であるのに対して、SBI証券では68.1%となっている。この差は、当時のSBIイー・トレード証券が社外のバックオフィス・システムを利用していたことにもその理由の一端があり、長谷川（2010）によれば、ネット証券を買収することによって技術力を高めようとした「北尾の腹積もりはシステム費用のコントロール権を高めることだった」。ところが、ネット総研の買収は最終的にご破算となってしまふ。

もうひとつが、近年「リアル Based on ネット証券」の名の下に推進されている対面店舗の拡張である。SBI証券は、その前身となる大沢証券を買収して以降、6つあった営業拠点のうち5つを閉鎖、さらに1つをコールセンターへと移行するなど、対面店舗を積極的に切り捨ててきた。オンライン証券にとって不必要なコストと考えられたためである¹²。近年の取り組みは、こうしたオンライン証券にとっては不要なコストを改めて組み込もうとしているのである¹³。ただし、もともとSBIグループは、オンライン証券であるイー・トレード証券(株)（1999年4月）だけではなく、対面店舗を有するソフトバンク・フロンティア証券（1999年8月）を有してことを見過ごしてはならない。これに加えて、1999年にはワールド日栄証券（ソフトバンク・フロンティア証券と2004年2月に合併し、ワールド

⁹ 「ネット証券、真価問われる―「利益なき繁忙」脱却遠く（スクランブル）」『日経金融新聞』2001年4月24日、20ページ。

¹⁰ 『日経ビジネス』2009年9月7日、92ページ。

¹¹ 松嶋・水越・長谷川（2007）。

¹² 北尾吉孝（2000）「軌道に乗り始めたソフトバンクの金融イノベーター」北尾吉孝編『E-ファイナンスの挑戦Ⅱ』東洋経済新報社、26ページ。

¹³ 松井によれば、「「オンラインと対面の融合」なんてナンセンス。実際に試みて、みごとに失敗した証券会社がある。オンライン証券と対面の営業は、ある意味、水と油で、同じ器に入れて混ぜて出しても、お客様はまずくて飲めたものじゃない。だから、お互いの機能を分けて、別々に提供する。すると、お客様の胃袋の中でちゃんと交じり合う。」（「敗者復活」の秘策 最後は必ず勝つ）『日経トップリーダー』2008年2月1日号）

日栄フロンティア証券に商号変更)、さらには2003年には日商岩井証券(2004年3月にフイデス証券、2005年4月にSBI証券(株)へと商号変更)の株式を取得することで、対面店舗の拡張を進めている¹⁴。

つまり、SBI証券は、結局のところ収入源になる手数料を引き下げつつ、情報システムに対する投資によって販管比率を高めてしまい、オンライン証券としては余計なコストであったはずの対面店舗にも今更ながら手を出しているようにも見える。これでは、まっとうなオンライン証券としては十分な収益を上げられないと捉えられても当然であろう。だが、本ケースが検討したいのは、SBI証券が今や時代錯誤の無謀な戦略をとっている、ということではない。そうではなく、一見すると無謀な戦略にも、別の合理性が存在するということである。事実、株式相場の下落を受けた2003年3月期にプラス収益となった上場証券会社は、松井証券とイー・トレード証券(株)の二社であった。だが、この両社には別の論理が存在していたはずである¹⁵。つまり、もしSBI証券の取り組みが無謀に思えたとすれば、彼らの戦い方を十分に理解できていないからでもある。ここで重要になってくるのが、SBIグループの存在である。多くのオンライン証券が、フロービジネスというオンライン証券としての収益モデルに根ざした戦略を構築してきたのに対して、SBI証券では、もとよりグループによる収益化を目指してきたからである。以下では、SBIグループにおけるSBI証券の戦略的位置づけとその変化を検討していく。

表1 (株)SBI証券の沿革¹⁶

1998年	
10月	ソフトバンク(株)とE*TRADE Group, Inc.(米国法人 現E*TRADE Financial Corporation)が出資するイー・トレード(株)が大沢証券(株)(1944年3月設立 1949年4月東京証券取引所正会員権取得)を100%子会社化
12月	証券業の登録制移行に伴い、証券業の登録を受ける
1999年	
4月	コールセンター営業開始
7月	大沢証券(株)からイー・トレード証券(株)に商号変更
7月	イー・トレード証券(株)として初の引受業務を行う
10月	日本初のインターネットによる新規上場株式募集のブックビルディング受付 インターネット取引サービス開始
2000年	
1月	増資により資本金3,001百万円となり元引受業務に係る引受金額制限が撤廃される

¹⁴ 対面店舗の拡張は、証券会社の買収には留まらない。2005年にはソフトバンク BB と業務提携を行い、同社が首都圏で展開する BB スポット 4 店舗で、イー・トレード証券(株)の取引ツールを体験利用できるブースや、口座開設用のパンフレットが設置された(「イー・トレード証券、ソフトバンク BB と提携」『日本経済新聞』2005年6月16日、3ページ)。

¹⁵ 「上場証券 20 社、前期決算出そろー最終黒字 2 社どまり」『日経金融新聞』2003年5月2日、3ページ。

¹⁶ 同社ホームページ(会社情報、会社沿革)2009年1月31日、および株式会社SBI証券第67期有価証券報告書(2009年6月25日提出)、4-5ページ。

- 4月 大阪証券取引所の正会員権を取得
- 7月 増資により資本金 6,501 百万円となる
- 11月 増資により資本金 10,001 百万円となる
- 2001年**
- 7月 増資により資本金 11,501 百万円となる
- 2002年**
- 5月 インターネットによる国債の募集・販売を開始する
- 10月 オンライン専門証券初 主幹事として社債の募集・販売を引受け
- 2003年**
- 3月 福岡証券取引所の特定正会員に加入
- 4月 名古屋証券取引所の総合取引資格を取得
- 6月 当時の親会社イー・トレード(株)がソフトバンク・インベストメント(株)(現 SBI ホールディングス(株))と合併したことにより、ソフトバンク・インベストメント(株)(現 SBI ホールディングス(株))の子会社となり、エイチ・エス証券(株)と引受・販売業務における協力体制について業務提携
- 7月 オンライン専門証券初 リナックスを基幹プラットフォームとしたオンライン取引システムの導入
- 8月 インターネット証券 4 社懇話会発足
- 12月 増資により資本金 13,001 百万円となる
- 2004年**
- 1月 グリーンシートへの参入に向けて IPO プランニング(株)(現 IPO 証券(株))に出資
- 3月 (株)みずほコーポレート銀行をアレンジャーとする総額 104 億円のシンジケートローン契約を締結
- 9月 「ネット証券評議会」設立
- 10月 「マーケットメーカー」として JASDAQ 銘柄の値付け業務を開始
「J-Stock 銘柄」に選定
- 11月 JASDAQ 上場(銘柄コード: 8701)
公募増資により資本金 20,013 百万円となる
オーバーアロットメント売出分に伴う第三者割当増資により資本金 21,065 百万円となる
オンライン取引システムの大規模な増強を実施
- 12月 SBI グループ 9 社により「SBI 児童福祉有限責任中間法人」設立
(株)千葉興業銀行と市場誘導ビジネスを活用した事業展開について提携
ジャスダック証券取引所の取引参加者資格を取得
- 2005年**
- 2月 (株)西京銀行と市場誘導ビジネスを活用した事業展開について提携
米国 E*TRADE Financial Corp.による資本参加
- 3月 E*TRADE KOREA CO.,LTD を子会社化
(株)ネクシィーズと証券仲介業を展開する(株)ネクシィーズ・トレードの設立
- 4月 フィデス証券(株)と合併
- 5月 子会社 E*TRADE Korea Co., Ltd.と提携し韓国株式取引のサービスを開始する
(株)ジャパンネット銀行と証券口座紹介の提携
- 6月 ヤフー(株)との証券仲介業における業務の提携
- 8月 札幌証券取引所の特定正会員資格の取得
新規株式公開における主幹事引受業務を開始
- 11月 SBI 証券(株)と引受業務における業務の提携
(株)百五銀行と市場誘導ビジネスを活用した事業展開について提携
- 12月 公募増資により資本金 44,287 百万円となる
オンライン取引システムの大規模な増強 150 万口座体制を実施
- 2006年**
- オーバーアロットメント売出分に伴う第三者割当増資により資本金 46,394 百万円となる
- 1月 SBI モーゲージ(株)と証券口座紹介の提携
オンライン専門証券として初めて証券総合口座数 100 万口座を突破
- 3月 第 1 回無担保社債発行
- 4月 住友信託銀行(株)と市場誘導ビジネスを活用した事業展開について提携
(株)関東つくば銀行と市場誘導ビジネスを活用した事業展開について提携
- 5月 オンライン取引システムの大規模な増強 175 万口座体制を実施
- 6月 中央三井信託銀行(株)と市場誘導ビジネスを活用した事業展開について提携

7月	イー・トレード証券(株)から SBI イー・トレード証券(株)に商号変更 オンライン取引システムの大規模な増強 200 万口座体制を実施
8月	SBI ベネフィット・システムズ(株)を子会社化
11月	(株)オーエムシーカードとの証券仲介業サービス開始
12月	(株)荘内銀行と市場誘導ビジネスを活用した事業展開について提携 ソネット・エムスリー(株)との証券仲介業サービス開始
2007年	
2月	当社子会社 E*TRADE Korea Co., Ltd.が KOSDAQ 市場へ株式上場
3月	住友信託銀行(株)との提携による併営業務代理店業務を開始
7月	トレードウィン(株)を子会社化 トレイダーズフィナンシャルシステムズ(株)を子会社化
9月	住信 SBI ネット銀行(株)を所属銀行として銀行代理業開始
10月	SBI 証券(株)と合併
2008年	
4月	トレイダーズフィナンシャルシステムズ(株)(現 SBIトレードウィンテック(株))の株式を全部譲渡したことにより子会社に 該当しなくなる トレードウィン(株)(現 SBIトレードウィンテック(株))の株式を全部譲渡したことにより子会社に該当しなくなる
7月	住信 SBI ネット銀行(株)との金融商品仲介業サービス開始 SBI イー・トレード証券(株)から(株)SBI 証券に商号変更
8月	株式交換による SBI ホールディングス(株)を完全親会社とする当社の完全子会社化
9月	韓国でオンライン証券業を営む上場子会社 E*TRADE Korea Co., Ltd. の株式を売却
2009年	
1月	資金運用を専門に行うことを目的として(株)SBI ファイナンシャル(現 連結子会社)を設立
6月	コミュニティサイト「Kaeta」を運営する(株)Jubilee Lab への出資 日本インベスターズ証券(株)からの事業譲受
7月	情報セキュリティマネジメントシステムの国際標準規格「ISO/IEC 27001:2005 / JIS Q 27001:2006」の認証を取得 リアルマーケティング・ショップ(株)を完全子会社化

表2 SBI ホールディングスの沿革¹⁷

1999年	
7月	ベンチャーズ・インキュベーション事業を行う事を目的として、ソフトバンク・インベストメント(株)を東京都千代田区に設立
11月	ソフトベンチャー・キャピタル(株)、ソフトバンクベンチャーズ(株)、ソフトバンク・コンテンツ・パートナーズ(株)及びソフト トンドキャピタル(株)を完全子会社とする株式交換を実施
2000年	
1月	100%子会社であるソフトベンチャー・キャピタル(株)を吸収合併
12月	大証・ナスダック・ジャパン市場(現:ニッポン・ニュー・マーケット「ヘラクレス」)に上場
2001年	
4月	投資顧問業への事業展開を図るため、ソフトバンク・アセット・マネジメント(株)(現:SBI アセットマネジメント(株))株式 を取得 LBO ファンドの運用・管理を目的としたエスピーアイ・キャピタル(株)(現:SBI キャピタル(株))を設立
6月	資産運用業務の強化を図るため、あおぞらアセットマネジメント(株)(現:SBI アセットマネジメント(株)) 株式を取得
2002年	
2月	東京証券取引所市場第一部に上場
11月	大阪証券取引所市場第一部に上場
2003年	

¹⁷ 同社ホームページ(会社情報、会社沿革)2009年1月31日、およびSBIホールディングス株式会社第11期有価証券報告書(2009年6月26日提出)、3ページ。

- 6月 イー・トレード(株)と合併し、イー・トレード証券(株)を子会社とする
- 10月 ワールド日栄証券(株)を買収し、子会社とする
- 12月 日商岩井証券(株)(その後フィデス証券(株)と商号変更した後、イー・トレード証券(株)と合併)を買収し、子会社とする
- 2004年**
- 2月 ファイナンス・オール(株)と同社傘下であったグッドローン(株)(現:SBI モーゲージ(株))等6社を子会社とする
子会社であるワールド日栄証券(株)とソフトバンク・フロンティア証券(株)が合併し、大証ヘラクレス市場に上場
- 4月 (株)アスコットおよびスワン・クレジット(株)(現:SBI イコール・クレジット(株))の株式を取得し、子会社とする
- 6月 E*TRADE KOREA Co., Ltd.を子会社とする
- 7月 モーニングスター(株)を子会社化する
- 10月 ファイナンス・オールの子会社であるペリトランス(株)(現:SBI ペリトランス(株))が大証ヘラクレス市場に上場
- 11月 子会社であるイー・トレード証券(株)(現:(株)SBI証券)がJASDAQ市場に上場
- 12月 児童福祉の向上を目的とするSBI児童福祉有限責任中間法人を設立
- 2005年**
- 1月 サービサー関連事業への進出を目的とし、(株)クレディアとエスピーアイ債権回収サービス(株)を設立
- 3月 SBIベンチャーズ(株)(現:SBIインベストメント(株))を運用者として、コンテンツやメディア事業に投資をするSBIビービー・メディア投資事業有限責任組合(株)フジテレビジョン及び(株)ニッポン放送とともに設立
- 5月 シンガポールの投資会社と有望な中国企業を投資対象としたNew Horizon Fundを共同設立
- 6月 クレジットカード事業を展開する子会社SBIカード(株)を設立
- 7月 SBIホールディングス(株)に商号変更
会社分割制度により、アセットマネジメント事業をソフトバンク・インベストメント(株)に移管し、持株会社体制への移行
- 10月 簡易株式交換によるSBIキャピタル(株)の完全子会社化
中国関連ビジネスに係る現地業務、および中国ビジネスの市場関連情報の収集を主な活動内容とする北京駐在員事務所を開設
児童の福祉向上・自立支援を目的とし、財団法人「SBI子ども希望財団」を設立
- 11月 SBIグループ各社の総務や人事、コールセンター業務等のビジネスのアウトソーシングを請け負う「SBIビジネスサポート」を設立
生活関連情報サービスを提供する「SBIライフパートナー」を設立
(株)ジェイシーエヌランドの株式取得(子会社化)
- 2006年**
- 2月 (株)ジェイシーエヌランドとSBIアカウントティングの合併
商取引に係る保証業務を目的とし、SBIギャランティ(株)を設立
- 3月 ファイナンス・オール(株)、SBIパートナーズ(株)との合併及びSBI証券(株)の完全子会社化
- 5月 SBIフューチャーズ(株)が大証ヘラクレスに上場
- 7月 イー・トレード証券(株)は、SBIイー・トレード証券(株)に商号変更
モーニングスターの子会社であるゴメス・コンサルティング(株)が大証ヘラクレス市場に上場
- 8月 主要株主であるソフトバンク(株)の子会社による当社全株式の売却により、ソフトバンク(株)の持分法適用関連会社より除外となる
- 10月 SBI生保設立準備(株)(現:SBIアクサ生保(株))を設立
- 11月 中立的な私設取引システムの運営を目的とした「SBIジャパンネクスト証券準備(株)」を設立
ソフトバンク(株)よりソフトバンクRobo(株)(現:SBI Robo(株))の全株式を取得
- 2007年**
- インターネット上の共通ポイントサービスを展開する子会社、SBIポイントユニオン(株)を設立
- 2月 不動産を担保にした融資事業を行う(株)セムコーポレーションの株式を取得
SBIイー・トレード証券(株)(現:(株)SBI証券)の子会社、E*TRADE Korea Co., Ltd.韓国KOSDAQ市場に上場
アジア地域への投資拠点としてシンガポールにSBI Ven Capital Pte., Ltd.を設立
韓国の教保生命保険(株)の株式を取得
中立的な私設取引システムの共同運営事業に向け、SBIジャパンネクスト証券準備(株)の株式の50%をザ・ゴールドマン・サックス・グループ・インクに譲渡
- 3月 (後日、証券業登録の完了に伴い、商号をSBIジャパンネクスト証券(株)に変更)
(株)リビングコーポレーションと不動産事業分野における包括的な業務提携に関する合意書を締結
- 4月 清華ホールディングスと、中国本土において合併でアセットマネジメントカンパニーを設立することで最終合意
投資信託における『手数料革命』を目指す投信関連企画・サービス子会社、SBIファンドバンク(株)を設立

- 中華人民共和国山東省維坊市(イボウシ)人民政府との包括提携を前提とする合作意向書を締結
人々の健康を「予防」「治療」「抗加齢」の観点でトータルにサポートするサービスを目指す、SBI ウェルネスバンク(株)を設立
- ゴールドマン・サックス証券(株)のグループ会社と資本・業務提携に関する契約を締結し、連結子会社である SBI キャピタル(株)の株式 40%を譲渡
- 5月 金融商品をトータルに販売するリアル店舗「SBI マネープラザ」第一号店が東京青山にオープン
- 6月 SBI ジャパンネクスト証券(株)が私設取引システム(PTS)の運営業務に係る内閣総理大臣の認可を取得※8月27日より営業開始
- 9月 住信 SBI ネット銀行(株)が銀行営業免許を取得※9月24日より営業開始
(株)リビングコーポレーションの株式取得(子会社化)
- 10月 SBI イー・トレード証券(株)による SBI 証券(株)の吸収合併
SBI テクノロジー(株)を吸収合併
- 11月 SBI イー・トレード証券(株)(現:(株)SBI 証券)を所属金融商品取引業者とする投資信託専門の金融商品仲介業者として、SBI ファンドバンク(株)が11月14日に開業。
SBI 大学院大学が文部科学省より設置認可を取得。
オートバイテル・ジャパン(現:オートックワン(株))の株式取得(連結子会社化)
- 12月 SBI 損害保険(株)が金融庁より損害保険業免許を取得。2008年1月16日より営業開始。
- 2008年**
- 3月 中国山東省維坊市に駐在員事務所を新規開設。
- 4月 SBI アクサ生命保険(株)が金融庁より生命保険業免許を取得。4月7日より営業開始。
- 5月 アミノ酸の一種『5-アミノレブリン酸』(5-ALA)を有効成分とする医薬品、化粧品及び健康食品の開発と販売を行う準備会社「SBI アラブプロモ(株)」を設立。
- 7月 SBI イー・トレード証券(株)が「(株)SBI 証券」に商号変更。
ジェイ・エー・エーとの合弁会社で、中古車販売業者を通じた中古車購入者への金融サービス提供を支援する「SBI オートサポート(株)」を設立。
FX取引におけるリクイディティ(流動性)を担保し、利便性を高めたマーケットインフラを金融商品取引業者等に提供する「SBI リクイディティ・マーケット(株)」を設立。
- 8月 株式交換により、(株)SBI 証券を完全子会社化
- 9月 韓国の現代スイスグループと共同でカンボジアに設立した「プノンペン商業銀行 Phnom Penh Commercial Bank
- 10月 医療機関向けファイナンス事業を行う(株)フレクスルが「SBI レセプト(株)」に商号変更。
SBI ジャパンネクスト証券(株)の運営する私設取引システム「ジャパンネクスト PTS」が昼間取引を開始。
韓国において企業再生投資等を行うための投資ファンドを運営する「SBI PRIVATE EQUITY Co., Ltd.」を設立。
- 12月 香港現地法人「SBI Hong Kong Co., Limited」が開業。
- 2009年**
- 1月 アラブ首長国連邦のアブダビ政府系の Masdar Clean Tech Fund との間で、日本における有望な代替エネルギー関連ベンチャー企業を投資対象とする、新たな投資ファンド「MASDAR-SBI Fund, L.P.」を共同設立することで最終合意。
- 3月 懸賞 TV(株)の株式取得(子会社化)
- 4月 SBI ベリトランス(株)が2009年1月26日にオープンした中国向け日本 EC モール「佰宜杰.com(バイジェイドットコム)」に正規出店事業者が加入し4月27日よりグランドオープン
- 6月 米国ダウ・ジョーンズとの合弁会社「ウォール・ストリート・ジャーナル・ジャパン(株)」を設立
- 7月 (株)SBI 証券が、日本インベスターズ証券(株)の事業のうち、第一種金融商品取引業及びこれに付随する業務に関する
- 8月 当社グループ子会社等を通じて、ベトナムの商業銀行 Tien Phong Bank が実施した新株発行増資を引き受け、株式を取得。
- 9月 SBI-HIKARI P.E. を設立。光通信の100%子会社、(株)HIKARI アセットマネジメントが運営するベンチャー・キャピタル事業の一部をファンド業務執行権等とともに譲り受ける。
- 11月 ゲオグループの会員向けに SBI グループの金融関連サービスを提供することを目的とした合弁会社、「SBI ゲオマーケティング(株)」を設立
- 12月 (株)SBI 証券が、オンライン証券で初めて、証券総合口座開設数 200 万口座を突破

2. SBI グループの収益戦略

2.1 ソフトバンク・グループにおける金融ビジネスの位置づけ

今日の(株)SBI 証券の出自を遡れば、実質的に今日の SBI グループを築き上げた北尾吉孝が、野村證券からソフトバンクに転籍する 1995 年となるであろう。北尾は 1974 年に野村證券入社後、英国ケンブリッジ大学（経済学部）に留学する。1978 年に同校を卒業した後、野村證券が資本参加していた、M&A を主とした投資銀行業務を行うワッサースタイン・ペレラ社（英国）の常務取締役役に任命される。1991 年には、野村證券がワッサースタイン・ペレラ社と合弁で設立した、M&A 業務専門の野村企業情報の取締役役に就任する。その後、1992 年からは約 3 年半にわたって、野村證券の事業法人三部長を務め、1995 年にソフトバンクに移籍する。

ソフトバンクに移籍した後、北尾はソフトバンクの経理部、財務部、法務審査室、IR 室、経営戦略室などを統括する常務取締役管理本部長の職に就く。当初の財務経理部は、僅か 55 人で組織された小さな所帯であった。とはいえ、北尾によれば「(コストセンター部門ながらも) じっさいは、為替のディーリングなどによって毎半期三十億円ほど利益をもたらして」おり、ソフトバンク社長の孫正義の戦略参謀かつ CFO として、数々の大型買収や投資、企業提携などを手掛けていたという¹⁸。根っからの金融マンであったわけである。

だが、当時を振り返れば、金融ビジネスは必ずしもソフトバンク・グループの中心的な事業ドメインとして位置づけられてきたわけではなかった。ソフトバンクの有価証券報告書をひも解けば、1996 年まではソフトバンクに投資部門が設けられておらず、ソフトバンク・グループが有する事業ドメインとしては「ソフト・ネットワーク事業」「出版事業」「展示会事業」「その他サービス事業」の順に挙げられていた¹⁹。

1997 年度に、財務経理部の中に企業投資室が設けられる。だが、ソフトバンク・グループとしては、「その他」事業の中に、かろうじて「主にインターネット関連投資事業、インターネットプロバイダー事業（現在のヤフー）等」が触れられるに留まる²⁰。翌年の 1998 年には、ベンチャー・キャピタルを事業目的としたソフトバンクベンチャーズおよびソフトベンチャー・キャピタルが設立することになるが、グループとしては「その他」事業として位置づけられたままである²¹。ちなみに、後に検討するように、同年はイー・トレード(株)が発足した年でもある。

ソフトバンクがグループの事業ドメインとして「金融事業」を掲げることになるのは、

¹⁸ 北尾吉孝 (2005) 『進化し続ける経営: SBI グループ そのビジョンと戦略』東洋経済新聞社, 13-14 ページ.

¹⁹ ソフトバンク株式会社第 16 期有価証券報告書 (1996 年 6 月 27 日提出), 56 ページ. なお、この時点では、「その他サービス事業」の中にも金融ビジネスに関する記載は見られない。

²⁰ ソフトバンク株式会社第 17 期有価証券報告書 (1997 年 6 月 17 日提出), 59 ページ.

²¹ ソフトバンク株式会社第 18 期有価証券報告書 (1998 年 6 月 19 日提出), 59 ページ.

1998年以降となる。ただし、その位置づけは「ソフト・ネットワーク事業」「メディア事業」「展示会事業」「サービス事業」「インターネット事業」に次いだ最後にリストされる²²。だが、このとき既にソフトバンクは金融ビジネスを事業目的とする複数の関連子会社を抱える状態になっていた。

1999年、ソフトバンク・グループにおける金融ビジネスの位置づけが大きく転換する。グループの事業ドメインとして、「イーファイナンス事業(81社)」「イーコマース事業(15社)」「メディア・マーケティング事業(29社)」「海外ファンド事業(21社)」「インターネット・カルチャー事業(40社)」と並び(括弧は関連子会社の数)、金融ビジネスはグループトップの事業ドメインとして格上げされている²³。つまり、グループとしては、金融ビジネスを追認するかたちで、同社の事業ドメインを大きく転換することになった。金融ビジネスを統括するソフトバンク・ファイナンスが設立され、さらにはその傘下にベンチャー・キャピタル事業を統括するソフトバンク・インベストメントが設立される。いずれも、北尾がその代表を務めていた。

しかし、だからと言ってその後のソフトバンクが、金融ビジネスをメインの事業とする企業グループへと大きく舵を切ったのかというと、決してそうではない。2000年度の有価証券報告書では、北尾率いる金融ビジネスは103社とグループ全体で最も多い関連会社数でありつつも²⁴、グループの事業ドメインとしては二番手に格下げとなっている²⁵。なお、同年の事業ドメインは、「イーコマース事業」「イーファイナンス事業」「メディア・マーケティング事業」「放送メディア事業」「インターネット・カルチャー事業」「テクノロジー・サービス事業」「インターネット・インフラ事業」「海外ファンド事業」「その他の事業」の順に記載されており、グループとして事業ドメインの多様化を進めていることも分かる。

2000年度以降、2002年までは二番手ながらソフトバンク・グループにおける事業ドメインとして重要な位置づけが「イーファイナンス事業」に与えられているように見える。だが、2003年にはその位置づけが三番手に下がり、2004年にはソフトバンク・ファイナンスが²⁶、2005年にはSBIホールディングスが、改めて「その他事業」のドメインへ位置づけ直され、最終的に2006年には「イーファイナンス事業」という事業ドメインそれ自体が廃止されることになる²⁷。この変更はソフトバンク・グループとして金融ビジネスの位置づけを大きく見直したことを意味する。

²² ソフトバンク株式会社第19期有価証券報告書(1999年6月22日提出),66-67ページ。

²³ ソフトバンク株式会社第20期有価証券報告書(2000年6月22日提出),4-5ページ。

²⁴ なお、次に関連子会社の数が多いのが「海外ファンド事業」の88社となり、3番手に来るのが、事業領域としてはトップに位置づけられることになった「イーコマース事業」の42社となる。

²⁵ ソフトバンク株式会社第21期有価証券報告書(2001年6月21日提出),5-6ページ。

²⁶ ソフトバンク・ファイナンスは2005年にソフトバンク・エーエムへと商号変更し、現在ではソフトバンクテレコムとして固定通信事業を行っている(ソフトバンク株式会社第27期有価証券報告書(2007年6月22日提出),12ページ)。

²⁷ ソフトバンク株式会社第26期有価証券報告書(2006年6月23日提出),6-11ページ。

以上、ソフトバンクを中心とするソフトバンク・グループにおける金融ビジネスの位置づけとその変化を概観してきたが、実はこのソフトバンク・グループにおける金融ビジネスおよびグループ内での北尾の立ち位置の変化が、今日の SBI グループを形作るひとつの理由になる。というのは、これまで見てきてわかるように、ソフトバンク・グループにおいて金融ビジネスを行おうとする限り、グループ全体の事業方針によって、金融ビジネスという事業ドメインは必ずしも中心的なものになるわけではないからである。

とりわけ問題になったのが、資金の調達であった(李, 2006)。というのは、ソフトバンク・グループの関連会社として資金を調達する場合、親会社であるソフトバンクの財務状況によって、社債や銀行融資枠が制限されてしまうからである。当時のソフトバンク・グループは、ADSL 事業や固定通信などの巨大な事業投資のために、赤字決算が続いていた。そうした状況では、金融ビジネスを成長させていくために必要な新規事業や企業買収に求められる追加資金を獲得することは難しかったのである。

そのため、北尾は、2000年3月からソフトバンク・インベストメントを業務執行組合員とする投資事業組合を次々と設立し、2002年2月には同社を上場させる。公募や第三者割当による増資を行い市場からの直接的な資金調達を行う必要があったからである。

それだけではない。自ら上場を果たしたと言え、ソフトバンクの関連会社として位置づけられることによって受ける不利益も存在した。ソフトバンクは多様なビジネスを展開しつつも、必ずしもそこには収益面では十分な実績を上げていない企業も含まれていた。ここにきて、北尾は自らが目指すインターネット時代の金融ビジネスを推進するために、ソフトバンク・グループから距離をとる必要があった²⁸。

「ソフトバンクは次々と新しいことを手掛けてきた。孫正義社長のことを『デジタル革命の旗手』という人もいれば、『山師だ』と批判する人もいる。その意味で、ソフトバンクは確固たるブランドにはなっていない。金融にとつて最も重要なのは信用であり、ブランドである。我々は独自に『ソフトバンク・ファイナンス』というブランドを確立していく。株式を公開する以上、ソフトバンク・ファイナンスとして経済合理性があるかどうかだけを考えていく。我々のグループ企業は地に足のついた経営を心がけ、すべて黒字化して公開するつもりだ。ソフトバンクのこ

²⁸ ただし、こうした北尾の考え方に対して懐疑的な意見があったことも確かである。北尾は、ソフトバンク・インベストメントの上場記者会見において、投資家が多額の有利子負債を抱えるソフトバンク株を敬遠した所謂「ソフトバンク・ディスカウント」の影響がイー・トレード(株)の市場評価にも影響したと発言する。この発言に対して寄せられた批判が、以下である。「北尾氏自身も言うように「経営は結果」。ファンドの成績は運用を終了した段階ではっきりする。それでも言えることがある。SBI が独自に資金を集め、独自に運用を終了したファンドはまだ1つもない。要するに運用資産会社に不可欠なトラックレコード(運用結果の記録)を SBI は持っていない。例えば「投資利回り 88%と自画自賛するファンドは、米ヤフーを当てた孫氏、ないしはソフトバンクの看板で資金を集め、運用を開始したファンドを SBI が継いだにすぎない。親会社をどのように批判しようと、それは構わない。だが、SBI が孫氏やソフトバンクのふんどしで相撲を取っていることを、まさか北尾氏は忘れたわけではあるまい。」(「割安株価は親会社のせい? 上場会見で SBI 北尾社長がソフトバンク批判」『日経ビジネス』2002年2月25日号)

とをいちいち考えるわけにはいかない。」²⁹

その後、2005年3月15日に公募増資によってソフトバンクによるソフトバンク・インベストメントへの出資比率は46.9%から38.9%に下がり、連結決算上では持分法適用関連会社になった。同時期に北尾はソフトバンクのCFOの座も離れ、同年9月の株主総会では同社の取締役からも退いている³⁰。そして、2005年7月にはベンチャー・キャピタル事業を連結子会社のSBIベンチャーズに継承し、同社がソフトバンク・インベストメントの商号を引き継ぐ。旧ソフトバンク・インベストメントは純粋持ち株会社となる。すると、ソフトバンクは、グループ内に金融ビジネスを総括するふたつの純粋持ち株会社を抱えることになる。さらに、持分法適用関連会社として事業の独立性を持ち始めたソフトバンク・インベストメントは、いまやソフトバンクにとってはコントロールの効かない企業となり始めていたと考えられる。そのためソフトバンクは、2006年8月にはソフトバンクが保有する同社の全株式を売却する。こうしてSBIホールディングスは、ソフトバンク・グループから完全に切り離される。北尾率いるSBIグループの誕生である。

2.2 ベンチャー企業の上場支援とキャピタルゲインによる収益化：SBI証券が手数料の引き下げを続ける理由

さて、本ケースの主題は、ソフトバンク・グループないしSBIグループそのものではない。グループにおける証券業の位置づけを掘り下げて考えてみよう。今日の(株)SBI証券は、その沿革をみれば1944年に大沢証券として発足している。だが、実質的には、ソフトバンク・インベストメントとE*TRADE Group, Inc.との合同出資によって、1998年に設立されたイー・トレード(株)³¹に求めることができる。その戦略的意図を、SBIグループの収益戦略に位置づけて考えてみよう。

まず、そもそも金融ビジネスとして北尾が念頭に置いていた基本的な収益戦略は、IT系のベンチャー企業(以下、IT系ベンチャー)に対する投資と上場支援を行うことによって、キャピタルゲインを得るというベンチャー・キャピタル事業であった。もとより、ソフトバンク・インベストメントは、ベンチャー・キャピタル事業を目的とし、ソフトバンク・ファイナンスの傘下に設立された企業であった。こうした事業を始めた北尾の背後には、特にインターネットの普及による情報産業の爆発的成長を見込むソフトバンクの戦略があったことは言うまでもない。また、とりわけ物理的な商品の移動を伴わない金融業は、こ

²⁹ 「ネット金融戦略を聞く(2) ソフトバンク・ファイナンス北尾吉孝氏—異業種」『日本金融新聞』2000年6月21日, 3ページ。

³⁰ 「ニッポン放送買収劇に新たな役者—フジ防衛で「堀江」包囲網」『日本経済新聞』2005年3月27日, 7ページ。

³¹ 買収された大沢証券が母体となったイー・トレード証券(株)とは異なった、持ち株会社としてのイー・トレード(株)であることに留意されたい。こうした二段階の構造をとった北尾の戦略的意図は後述する。

うした情報産業の典型として考えられていた³²。そうでなければ、野村証券においてトップの座を狙っていた北尾が、わざわざソフトバンクに移籍することもなかったであろう。そして、インターネットの普及による情報産業の爆発的成長を前提とすれば、今後、成長が見込まれる IT 系ベンチャーへ投資し、彼らの上場支援を手掛けていけば、膨大なキャピタルゲインを得ることができるはずである。そう考えた北尾は、2000 年までに IT 系ベンチャーへのベンチャー・キャピタルであるソフトバンクベンチャーズ、ソフトバンク・コンテンツ・パートナーズ、ソフトトレンド・キャピタルを次々と設立する³³。

さらに、その後は成長分野のシフトとともに、バイオ産業および環境産業へとベンチャー・キャピタル事業の領域を拡張していく。2002 年にバイオビジョン・キャピタル³⁴(バイオ)、2003 年にバイオビジョン・ライフサイエンス・ファンド 1 号 (バイオ)、2005 年に SBI バイオ・ライフサイエンス投資事業有限責任組合 (バイオ)、2007 年に SBI ライフサイエンス・テクノロジー投資事業有限責任組合 (バイオ)、2006 年には環境エネルギー投資³⁵ (環境)、2007 年に環境エネルギー投資 1 号投資事業有限責任組合 (環境) を設立する³⁶。そういう意味で、いまや IT 系ベンチャーに留まるものではないが、新興市場のベンチャー企業への投資と上場支援を通じて、キャピタルゲインを得ようとする収益戦略には変わりはない。

だが、実際にベンチャー企業を上場させるためには、上場するベンチャー企業の新規公開株を引き受ける市場が必要となる。そのために、設立されたのが大沢証券を買収して設立されたイー・トレード証券(株)であったわけである。実際、イー・トレード証券(株)は設立時の 1998 年においても、「ソフトバンクが子会社を公開させるとき、公募する株式の一〇%くらいをイー・トレードの顧客向けに」と、新規公開株の引き受けに積極的な姿勢を見せていた³⁷。

その後、イー・トレード証券(株)は、1999 年 10 月 29 日にはオンライン証券としては国内初となるインターネットを通じた新規公開株の引受販売を行う。イー・トレード証券(株)が販売したのは、ソフト開発会社ビーイングであり、新規公開に伴う公募・売出株式、全 198 万株のうち 4 万株であった³⁸。なお、このときイー・トレード証券(株)は、明確に個人

³² 北尾吉孝 (2005) 『進化し続ける経営: SBI グループ そのビジョンと戦略』東洋経済新聞社, 83-50 ページ。

³³ 北尾吉孝「軌道に乗り始めたソフトバンクの金融イノベーター」北尾吉孝編『E-ファイナンスの挑戦Ⅱ』東洋経済新報社, 2000 年, 38-39 ページ。

³⁴ ソフトバンク・インベストメント株式会社第 6 期有価証券報告書 (2004 年 6 月 23 日提出), 5 ページ。

³⁵ 同社は SBI ホールディングスとみずほ証券による合弁企業であり、2007 年 7 月に現商号 (旧日本エネルギー投資) に変更された (SBI ホールディングスホームページ (ニュース「みずほ証券とのジョイントベンチャーによる環境・エネルギー関連分野を対象とする投資ファンド運営に関するお知らせ」), 2007 年 7 月 18 日)。

³⁶ ソフトバンク・インベストメント株式会社第 11 期有価証券報告書 (2009 年 6 月 26 日提出), 18 ページ。

³⁷ 「インタビュー(2)イー・トレード社長北尾吉孝氏に聞く (サイバー金融の世界)」『日経金融新聞』1998 年 11 月 18 日, 2 ページ)。

³⁸ 「新規公開株をネットで販売、イー・トレード、国内初」『日本経済新聞夕刊』1999 年 10 月 16 日, 1

投資家を志向していた。というのは、新規公開株の販売は、従来、証券会社の支店長の裁量のもと大口顧客が優先されており、個人投資家の手にはなかなか届かないものであった。こうした証券業界の慣行に対し、1千株単位40人分を抽選で販売することによって、それまで袖にされてきた個人投資家を取り込もうとしたのである³⁹。その後も同社は、個人投資家に対する中立性をアピールするために抽選には弁護士が立ち会い、その様子をネットを通じて公開するという徹底ぶりであった⁴⁰。さらには、もし落選した場合であってもポイントを付与し、ポイントがたまとると当選確率が上がるという仕組みも導入されていた⁴¹。

個人投資家の取り込みは、新規公開株の引き受けに留まるものではない。設立間もないころのイー・トレード証券(株)が新規公開株と並行して積極的に売り込んできたのが、投資信託であった。投資信託もまた、従来まで証券会社の営業マン任せの商品であり、必ずしも個人投資家に受け入れられてはいなかったからである。ほんらい、顧客にとって投資信託は、少額な投資単位、低い投資コスト、分散投資性、専門的運用という優れた特徴がある。だが、とりわけバブル期の証券会社の営業マンは、新規に発売された投資信託のノルマを達成するために、一時的にでも損が出ている投資信託を解約させたり、あるいは利益が出ている投資信託すら新たなものへと乗り換えさせる勧誘を行ってきた。回転販売と呼ばれる営業戦略である。結果として、個人投資家は投資信託それ自体に不信感を持ってしまっていたのである⁴²。

顧客が自らの判断で投資信託を購入する⁴³。そのためには、証券会社の営業マンに頼らない情報提供が必要になる。そのために1998年3月に米国の投資信託評価情報を提供するサービスを展開していた米 Morning Star との合弁会社として、ソフトバンク・ファイナンス傘下の関連子会社として設立されたのがモーニングスターである。既に米国内において同社のサービスは認知されており、新規に投資されている資金の80%が米 Morning Star によって高い格付けが与えられたものであるという調査結果も出ていた⁴⁴。だが、わが国で

ページ。

³⁹ 「抽選で配分、取得チャンス拡大！？、新規公開株もネットで(かしこく殖やす)』『日本経済新聞』1999年11月28日, 13ページ。

⁴⁰ 「ネット株取引9割が意欲、本社インターネット調査—ネット証券(火曜ワイド)』『日経金融新聞』2000年3月21日, 1ページ。

⁴¹ 「新規公開株、入手方法わかりやすく—落選、抽選配分やルール明確に』『日本経済新聞』2006年9月3日, 15ページ。

⁴² 川島克哉(1999)「投資信託市場を開拓する」北尾吉孝『E-ファイナンスの挑戦』東洋経済新報社, 78ページ。

⁴³ なお、当初は投資信託の評価情報を提供してきた同社も、2000年までには個別企業の投資リスクの評価情報や、新規公開株の評価情報を提供することになる。もちろん、個別銘柄やさらなる新規公開株の評価情報には、モーニングスターの主観的な評価の割合がより多くなる。だが、こうしたサービスが可能となったのは、投資信託を評価するために個別の銘柄を評価するためのノウハウを蓄積することにつながったということと、わが国でのモーニングスターのブランドが確立したことによって可能となるものである。(北尾吉孝「軌道に乗り始めたソフトバンクの金融イノベーター」北尾吉孝編『E-ファイナンスの挑戦II』東洋経済新報社, 2000年, 20ページ)。

⁴⁴ 川島克哉(1999)「投資信託市場を開拓する」北尾吉孝『E-ファイナンスの挑戦』東洋経済新報社, 70-71

は個人投資家による投資信託への不信感も相まって、投資信託市場は純資産額では米国（627.5兆円）の10分の1（50.2兆円）に留まっており、ここに同社のような中立的な評価機関の存在意義があると考えられた⁴⁵。ただ、そのためには米国のブランドを掲げるだけでは十分ではない。証券会社の営業マンの勧誘に苦い経験を持つ個人投資家を訴求するためには、その中立性こそ必要になってくる。そのため、同社は1999年12月にグループ最初の上場を果たすことになる。もちろん、早期の上場を果たせたことは、米 Mornings Star の実績が大きいが、上記のような戦略的意図があったことが重要な点であった。このように、イー・トレード証券(株)は、単なる手数料の引き下げだけではなく（もちろん、それも一つの大きな特徴ではあるが）、個人投資家の不利益に着目しながら、彼らを取り込む独自のサービス展開を行ってきたことに注意が必要である。

こうして、個人投資家のシェアを拡大していくことになるイー・トレード証券(株)であるが、ソフトバンク・インベストメントがグループ全体の収益戦略として構想していたことは、ベンチャー企業への投資を通じたキャピタルゲインを狙うことにあったことを忘れてはならない。事実、北尾はイー・トレード証券(株)設立時、既にブローカレッジの手数料の引き下げには限度があり「投資家が求める新規公開株を提供できるかどうかで実力がわかる」と考えていた⁴⁶。当初は投資信託の格付けを行ってきたモーニングスターも、格付けのノウハウを蓄積していくことで、2000年2月には新規公開株式を発行する企業の格付けをはじめることになる⁴⁷。

だが、北尾が目指す収益戦略を完成させるためには、まだ必要なことがあった。まず、イー・トレード証券(株)設立当初は、新規公開株は主幹事となった大手証券会社が発行ないし発売したものを引き受けるに留まっていた。ところが、手数料率を決める権限は、新規公開株の主幹事となる証券会社が握っており、新規公開株で個人投資家を囲い込もうとしても、おのずと限界があった。個人投資家を囲い込むためにも、イー・トレード証券(株)は主幹事となる必要があった⁴⁸。だが、新規公開株の主幹事になるためには、証券取引企業の定める30億円以上の資本金が必要になる（彼らの資金調達および戦略的投資のあり方に関しては、次項で改めて検討する）。

さらに、ベンチャー企業を上場させる市場の整備としては、ソフトバンク・グループとの連携によって行われた。具体的には、2000年にソフトバンクは全米証券業界（NASD）

ページ。

⁴⁵ 川島克哉（1999）「投資信託市場を開拓する」北尾吉孝『E-ファイナンスの挑戦』東洋経済新報社, 72ページ。

⁴⁶ 「進化する米オンライン証券（下） 世界を見据え日本に基盤一長期・独自戦略で浸透」『日本金融新聞』1999年11月4日, 1ページ。

⁴⁷ 格付け対象企業の第1号は2000年2月18日に、同日にマザーズに上場したメッツであり、リスク評価は5段階中の下から2番目の「平均以下」であった（「新規上場・公開株式、投資リスクを5段階評価、モーニングスターがサービス」『日本経済新聞』2000年2月19日, 14ページ）。

⁴⁸ 「新規公開株ネットで販売、個人に配分、定着も（店頭市場トピックス）」『日本金融新聞』1999年11月16日, 20ページ。

との共同でナスダック・ジャパンを立ち上げている。1971年に創設された米ナスダックが、主な上場銘柄がハイテク成長企業であることから、ソフトバンクが積極的にIT系ベンチャーの上場を仕掛けていこうとしていたことが読み取れる⁴⁹。

加えて、整備すべきはベンチャー企業が上場する市場や、上場したベンチャー企業の新規公開株の引き受け先となる顧客（SBIグループの場合には個人投資家）の囲い込みだけでは済まない。ベンチャー・キャピタルがベンチャー企業に出資したのち、新規株式公開に辿り着くには多くのつなぎ資金が必要となるからである。これを全てベンチャー・キャピタルが賄うことも、実際には不可能ではない。だが、そうしてしまうと、ベンチャー企業に対する出資割合が格段に大きくなってしまふ。例えば、1000万円で作業したベンチャー企業に対して1億円の出資を行うと、経営者の持ち分は10%以下に下がってしまい、これでは企業家のやる気も萎えてしまふ⁵⁰。そのために1999年に設立されたのがソフトバンク・フロンティア証券であり、後のSBI証券(株)なのである。同社は、富裕層向けの対面店舗を保有する証券会社であるが、その目的はリスクのとれる富裕層に、グループのベンチャー・キャピタルが投資したベンチャー企業の未公開株を販売し、ベンチャー企業が上場するまでのつなぎ融資を行うことを目的とするものであった。このような中間企業が必要になった理由としては、未上場のベンチャー企業のみ公開株という極めてリスクの高い商品は、オンライン証券の個人投資家には不向きであったからである⁵¹。

以上、手数料の引き下げによってシェアを拡大し続けてきたプライスリーダーというイメージが強いSBI証券であるが、その内実を見てみれば手数料を引き下げていく以外にも個人投資家の取り込みのために様々な取組みがなされてきた。そして、それらはいずれにしてもベンチャー企業への投資と上場支援を通じてキャピタルゲインを得る、そして、そのために彼らが上場する市場と、上場したベンチャー企業の新規公開株を引き受けられる個人投資家を囲い込んでおくという、金融マン北尾の構想のもとで仕込まれたグループ戦略だったわけである。

2.3 グループとしての資金調達と戦略的投資：無謀な情報システム投資だったのか？

これまでSBI証券は、単なるフロービジネスというオンライン証券の収益モデルとは異なった、グループとしての収益戦略があったことを検討してきた。それは、根っからの金融マンである北尾の、ベンチャー企業への投資と上場支援を通じたキャピタルゲインを目的として、ベンチャー企業の新規公開株を引き受けられることができる、とりわけ個人投資家

⁴⁹ 「第2部・情報産業特集—産業構造、劇的に変化、動き出したネット証券・金融」『日本経済新聞』1999年11月2日、2ページ。

⁵⁰ 川島克哉（2000）「ベンチャー企業とベンチャー・キャピタルの橋渡し」北尾吉孝編『E-ファイナンスの挑戦Ⅱ』東洋経済新報社、84ページ。

⁵¹ 川島克哉（2000）「ベンチャー企業とベンチャー・キャピタルの橋渡し」北尾吉孝編『E-ファイナンスの挑戦Ⅱ』東洋経済新報社、94-95ページ。

によって構成される巨大な引き受け基盤を整備するというものであった。だが、彼らが最終的に目指すキャピタルゲインを得るためには、SBI証券にはまだ問題が残されていた。

まず、先に見てきたようにSBI証券はグループで自らが売り出す新規公開株の主幹事とならなければならない。だが、そのためには資本金の増強が必要となった。では、その資金をどこから獲得してくるか、である。ここで、北尾は「仕組みレベルでの工夫」を行っている。既にケースの中で触れてきたように、イー・トレード(株)とイー・トレード証券(株)はその位置づけがまったく異なる。当初、米E*TRADE Group, Inc.の合同出資によって設立されたのがイー・トレード(株)であり、その傘下に100%子会社としてのイー・トレード証券(株)を、大沢証券を買収することによって設立した。つまり、持ち株会社としてのイー・トレード(株)であるわけだが⁵²、当時は他のオンライン証券はどこもこうした構造をとっていなかった⁵³。

実はそれだけではない。イー・トレード(株)傘下には、イー・トレード証券(株) (1999年4月)だけではなく、ドリームサポート (2001年10月)、ソフトバンク・フロンティア証券 (2001年12月)、イー・コモディティ (2001年12月)、エスエフ・リアルティ (2002年3月)などの子会社が設立されている⁵⁴。これらイー・トレード(株)傘下の関連子会社の統廃合は目まぐるしい。2003年に同社がソフトバンク・インベストメントに合併されることで、上記子会社の位置づけも変わる。イー・トレード証券(株)はソフトバンク・インベストメントの子会社として存続し、ソフトバンク・フロンティア証券はワールド日栄証券との合併によりワールド日栄フロンティア証券となり、イー・コモディティとエスエフ・リアルティは売却された。

当時、こうした仕組みを、北尾は「二層構造戦略」と呼んでいた。二層構造方式を必要とする理由は、第一に、証券業界が市場の動向によって大きく左右される「市況産業」であると認識していたからである⁵⁵。そのためには多様化によってリスクを分散する必要があった。ちなみに、同社は企業の買収に当たっては、市場価値の半分以下の買収額であることをルールとして定めていた。そうすれば、仮に、買収後の事業がうまくいかなかったとしても、対象となる企業の買収にかかるコストが市場価値より低ければ、そのリスクも

⁵² それだけではなく、イー・トレード証券(株)設立当初は、イー・トレード(株)がシステム開発を担っていた。これは、米E*TRADE Group, Inc.が蓄積してきたノウハウを活用しようとするものであったが、わが国の証券市場への接続を考えれば、バックシステムは野村証券のものを利用し、E*TRADE Group, Inc.からはフロントシステムを提供してもらうに留まった。なお、こうしたフロントオフィスについても、2001年にはイー・トレード証券(株)によって運用・管理されることになり、イー・トレード(株)は純粋持ち株会社となる。

⁵³ 北尾吉孝 (2005)『進化し続ける経営: SBIグループ そのビジョンと戦略』東洋経済新聞社, 78 ページ。

⁵⁴ イー・トレード株式会社第4期有価証券報告書 (2002年6月20日提出), 3 ページ。

⁵⁵ ソフトバンク・インベストメント株式会社第5期有価証券報告書 (2003年6月23日提出), 15 ページ。なお、SBIイー・トレード証券の有価証券報告書には、「3.事業等のリスク」において市場動向の項 ((7) 業界動向①証券市場) が設けられ検討されている (同社第66期有価証券報告書 (2008年6月25日提出), 15 ページ)。

吸収できるというわけである⁵⁶。第二に、二層構造にすることによって、より戦略的な投資が可能になるからである。イー・トレード証券(株)として単独で事業を展開する場合、同社は証券業の規制にとらわれ、また企業単体としての収益も追求していかなければならない。だが、二層構造戦略をとれば、証券業に付随する様々な事業を展開でき、連結上で安定した収益を上げることができる。実際、イー・トレード(株)は2000年3月には、グループ二番手となる上場を果たすことができた。また、イー・トレード証券(株)が単独での収益を気にすることなく、業界最低水準の手数料体系を追求できたのは、こうした仕組みに裏付けられているのである⁵⁷。

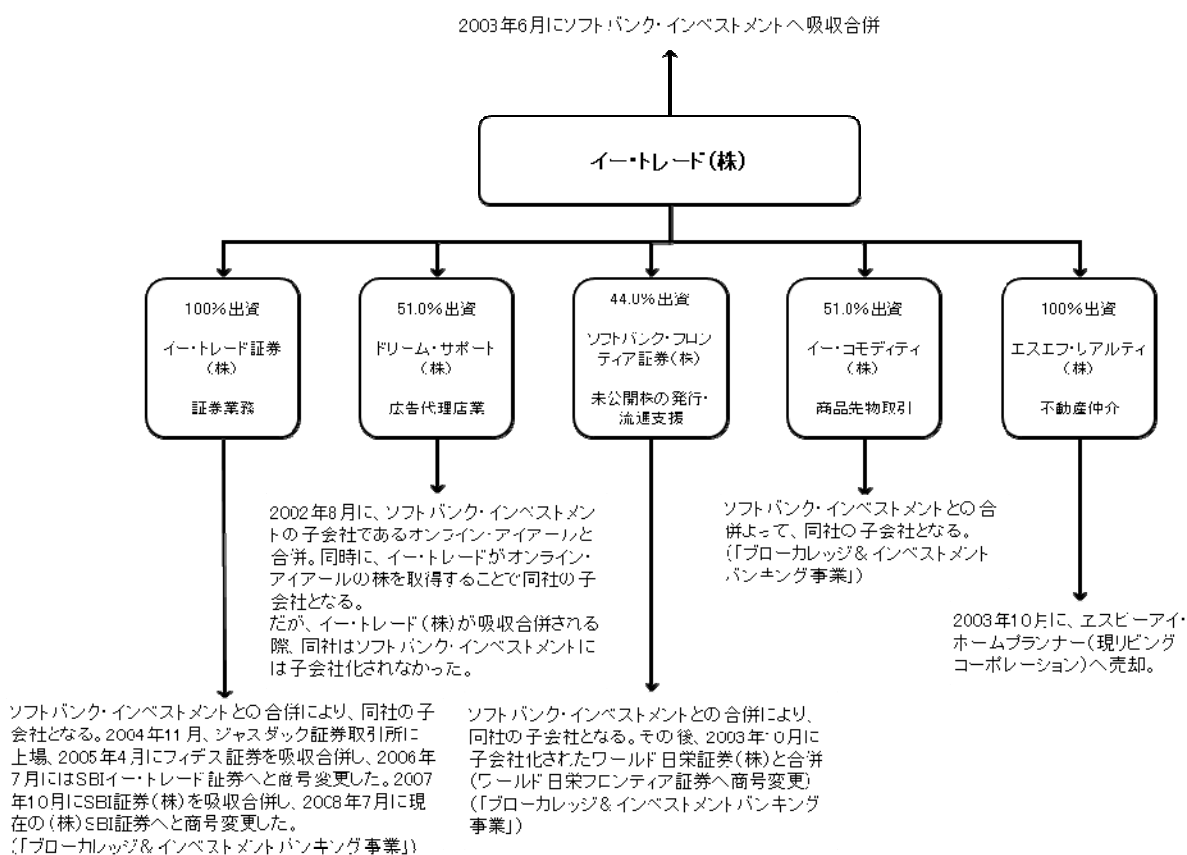


図1 イー・トレード(株)の二層構造戦略⁵⁸

⁵⁶ 「SBI グループ事業説明会資料」2005年11月15日。

⁵⁷ 北尾吉孝(2005)『進化し続ける経営: SBI グループ そのビジョンと戦略』東洋経済新聞社, 78-82 ページ。

⁵⁸ 北尾吉孝(2005)『進化し続ける経営: SBI グループ そのビジョンと戦略』東洋経済新聞社, 79 ページ, 図表1-18 「仕組みの差別化」の例」に筆者が加筆・修正。

いずれにしても重要な点は、このように事業の成長に必要な資金は、市場から直接獲得するための仕組みを構築していることである。これは、ソフトバンク・インベストメントをソフトバンクから切り離し、自前で資金を調達したことにも現れていたことである⁵⁹。北尾は、1997年に最初の自書『「価値創造」の経営』を書いているが、そこでは「フリー・キャッシュ・フローこそが、企業の真実の姿を明示する唯一のものである（51 ページ）」と断言する。このフリー・キャッシュ・フローは、債務者と株主に対するキャッシュフローに分けられ、株式の時価総額と負債の時価総額を足し合わせたものとして把握できる。後に改めて触れるが、今となっては少し偏狭すぎたと反省する金融マンとしてのクールな着想は、今日のSBIグループの戦略的な投資の礎となっている。

じつは、この市場からの資金調達による企業の成長を考えたとき、ベンチャー企業に対する投資と上場支援を手掛ける、キャピタルゲインを狙うという同社の収益戦略は、実は目的であるとともに、手段でもある。なぜなら、ベンチャー企業の上場を手掛けるということは、自らもグループ会社が上場するために必要なノウハウを蓄積することができる考えたからである⁶⁰。そういう意味で、イー・トレード(株)設立時には、即座に実現できたわけでもない（それ故に追随他社もしばらくは現れなかった）、ベンチャー企業への投資と上場支援、さらには上場したベンチャー企業の新規公開株の引き受けによるキャピタルゲインの獲得という壮大な目標を、敢えて掲げていたことも腑に落ちる。

ちなみに、イー・トレード証券(株)が主幹事として始めて手がけた案件は、2002年11月1日に消費者金融のニッシンが発行した普通社債であり⁶¹、新規公開株の主幹事が本格化するのには2005年からになる⁶²。彼らは、「2005年3月期4Qに野村証券を抜いて以降、前証券会社でトップを走り続けている⁶³」と説明するが、引受件数は2007年をピークに、大幅に落ち込んでいる。これは2008年以降に本格化する世界的な金融不安による影響であるが、このことがベンチャー企業への投資や上場支援によってキャピタルゲインを得るというグループの収益戦略の位置づけを改めて考えさせることについては、後に再度検討していくことにする。

⁵⁹ なお、社債の発行方法としても、北尾がソフトバンク時代に手がけた財務代理人方式（債権の受託銀行を社債管理会社とする慣行に対して、元利金支払代理人をおくことによって、社債の発行手数料を抑え、さらには銀行が課す財務制限条項などの支配から逃れることができる）はわが国初のものであった（北尾吉孝『「価値創造」の経営』東洋経済、1997年、169-177ページ）。また、財務代理人方式で発行された債権は、インターネット上でのPTSで流通させるも可能となり、SBIグループではイー・ボンド証券が設立されている（山内信二「インターネットが創設する債券市場」北尾吉孝編『E-ファイナンスの挑戦Ⅱ』東洋経済新報社、2000年、137-168ページ）。

⁶⁰ 「SBIグループ事業説明会資料」2005年11月15日。

⁶¹ 「イー・トレード、来月、社債主幹事にネット証券初」『日本経済新聞夕刊』2002年10月7日、3ページ。

⁶² 「IPO主幹事に相次ぎ参入—3 ネット証券、収益拡大狙う（新興市場トピックス）」『日経金融新聞』2005年1月17日、4ページ。

⁶³ 「(株)SBI証券決算説明資料2009年3月期」2009年4月30日。

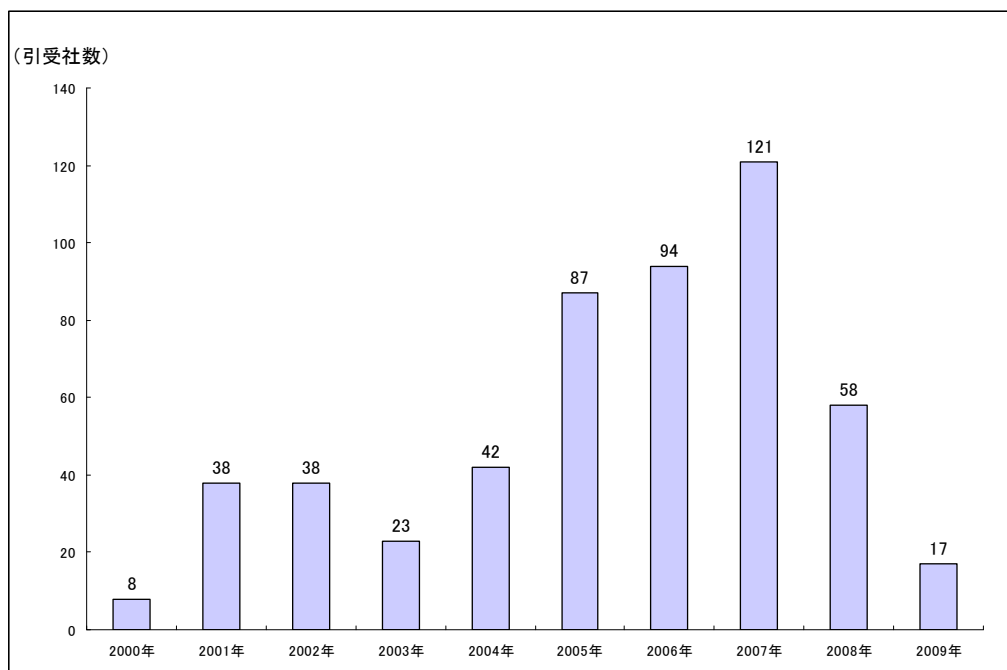


図2 SBI証券のIPO引受実績の変遷⁶⁴

このように、グループ内で関連子会社を上場させることによる資金調達と戦略的投資によって、SBIグループはどんどん関連子会社の数を増していく。ただ、それは単に多角化した事業の寄せ集めという意味でのコングロマリットを目指していたわけではない。むしろ、北尾は、いわゆるコングロマリットに対して批判的でさえある。北尾によれば⁶⁵、単なる多角化で企業価値が付加できるという信念が広まったのは、1960年代の米国の事例（テキストロンやITT）が登場してからである。多くの大企業が、その後、買収や合併によって事業範囲を広げていった。ところが、1980年代には、コングロマリット化した多くの企業の業績が低迷し、1980年代に入ると多角化よりもコア・コンピタンスへの絞り込み（選択と集中）が企業価値を高めるという考え方が主流になっている。

だが北尾は、多角化やコングロマリットそのものを否定しているわけでもない。コングロマリットがうまくいかない理由を「範囲の不経済」が発生するからだという。つまり、複数の事業をマネジメントできるスーパー経営者は、それほど多くない。重要なのは、単にばらばらな事業を寄せ集めるものではなく、各事業間でのシナジーを利かせることである。北尾は、これをネットワーク価値と呼ぶが、そうした価値を生み出すための仕組みがイー・トレード(株)の二層構造戦略であったわけである。

ただ、本質的な問題は、ここからである。北尾は、自らがグループを運営していく中で

⁶⁴ 「(株)SBI証券決算説明資料2009年3月期」2009年4月30日より作成。

⁶⁵ 北尾吉孝(2005)『進化し続ける経営: SBIグループ そのビジョンと戦略』東洋経済新聞社, 82-90ページ。

生じうる二つの問題を指摘している⁶⁶。ひとつが、グループ内の企業が成長することで生じる小さな歪みが、グループ全体の大きな崩壊へとつながる可能性である。もうひとつが、グループの規模が拡大することによって、グループとしてのベクトルが定まらなくなってしまうことである。こうした事態に対しては、グループ内企業の再編と事業ドメインの集約化が必要になるという。

具体的に振り返ってみよう。既述のようにイー・トレード(株)傘下での事業変遷は、オンライン証券業務を行うイー・トレード証券(株)を中心に行われることになる。だが、当初はイー・トレード証券(株)が現在のように豊かな顧客層を獲得し、SBIグループの稼ぎ頭になるとは考えられていなかった。当時すでに手数料の引下げ競争は始まっており、業界最低水準の手数料を追及した場合、赤字になる可能性があった。そのため、仮にイー・トレード証券(株)が手数料を引き下げた結果として赤字になったとしても、それを他の連結子会社の黒字で補うという、リスク分散のために二層構造戦略が採られていた⁶⁷。

さらに、ベンチャー企業への投資と上場支援を通じて、キャピタルゲインを得るというグループの収益戦略を実現する上では、イー・トレード証券(株)だけでは十分でなかった。まず、ベンチャー企業を上場させるためには、つなぎ融資が必要となる。そのための資金を集めるには、未上場株を引き受けられることができる富裕層や機関投資家を取り込む対面店舗が必要であった。こうしてソフトバンク・フロンティア証券が設立された。だが、本気で富裕層や機関投資家を取り込もうとすれば、ベンチャー企業の未上場株だけでは十分でない。それゆえ、イー・トレード(株)は、インターネットを利用した投資用不動産を主体とした仲介業を行うエスエフ・リアルティを買収するのである。住宅などの不動産は、機関投資家にとっては株式と並んで重要な運用資産であったからである。

そして、不動産と未公開株を組み合わせた新しい形のファンドを作り出すことができれば、さらに富裕層や機関投資家を訴求することができる。こうしたビジネスを展開するのであれば、証券ビジネスと不動産ビジネスを一元的に展開する体制が必要になる。そのため、広告代理店業を行うドリームサポートを子会社化することで、両社取引先への広告代理店営業を強化しつつ、イー・コモディティを買収することによって顧客に対する一元的な商品供給を狙うことになる。

だが、そうしたファンドを作り出す仕組みと、ファンドが発行する新規公開株を引き受ける顧客を取り込むための仕組みは別の話である。イー・トレード(株)として連結で利益を出せばよいといっても、個人顧客を取り込むために行われる、限界までの手数料の引き下げにどこまで耐えうるかが勝負であった。だが予想に反し、イー・トレード証券(株)の

⁶⁶ 北尾吉孝 (2005) 『進化し続ける経営: SBI グループ そのビジョンと戦略』 東洋経済新聞社, 119-120 ページ。

⁶⁷ 北尾吉孝 (2005) 『進化し続ける経営: SBI グループ そのビジョンと戦略』 東洋経済新聞社, 78-79 ページ。

業績は好調で、イー・トレード(株)の主たる収益源となった。逆に、収益源とならなかったドリームサポートは売却され、投資用不動産の仲介業を行うエスエフ・リアルティは、2003年10月に建設業および不動産業を営むエスピーアイ・ホームプランナー（ソフトバンク・インベストメントの子会社で、現リビングコーポレーション）に全株式が譲渡され、SBIグループの不動産業を強化していくことになる。

さらに、こうした統廃合はグループ内の親子間でも必要となる。当初、イー・トレード(株)は、米E*TRADE Group, Inc.の合同出資によって設立され、その業務は米E*TRADE Group, Inc.が有する情報システムの導入（主にフロントオフィス）という位置づけが与えられていた。だが、徐々にイー・トレード(株)独自のシステム開発へとシフトしていき、フロントオフィスのシステム構築から保守・運用管理業務は、一貫してイー・トレード証券(株)に移管する⁶⁸。そうなってくると、イー・トレード(株)はイー・トレード証券(株)をはじめとした子会社の純粋持ち株会社となり、グループ全体の持ち株会社であるソフトバンク・インベストメントとの実質的な差がなくなっていた。もちろん正確には、ソフトバンク・インベストメントは、ベンチャー・キャピタル事業を目的とした企業であった。ところが、ベンチャー・キャピタル事業を手がける関連子会社が増えていくことによって、同社は持ち株会社としての性格を強くしていく。さらにベンチャー・キャピタル事業と、上場した新規公開株を引き受ける証券事業は、密接な関係がある。そのため、2003年3月に、ソフトバンク・インベストメントに、イー・トレード(株)が吸収合併されることになる。同社のプレスリリース（2003年3月7日）によれば、当初は市場産業である証券業界においてリスクを分散しつつ、独自の経営基盤を確立してきたが、統合により「公開前の段階から株式公開を果たすまで、企業の成長段階に応じて、様々な支援を行う「一貫体制」をより強固なものとし、また顧客基盤の相互連携を行うことで、収益機会の増大を図」ることが目的とされている。

こうした親子間の統合は、実は一度だけではない。イー・トレード(株)がソフトバンク・インベストメントに吸収合併されたのち、独立上場したのがイー・トレード証券(株)である。だが、既述のようにイー・トレード証券(株)もまた、関連子会社との統合を繰り返し、その事業を拡大していく。そうなってくると、新規公開株の引き受けばかりではなく、つなぎ融資を行うSBI証券(株)と統合したSBIイー・トレード証券と、ベンチャー・キャピタル事業を総括しつつ、グループ全体の親会社でもあるSBIホールディングスは、事業目的の上で強く関連することになる。そこで、2008年8月にSBIホールディングスは、株式交換を通じてSBIイー・トレード証券を完全子会社化する。これによってSBIイー・トレード証券は2008年7月には(株)SBI証券へと商号を変更し、同時に上場廃止となる⁶⁹。

⁶⁸ イー・トレード株式会社第4期有価証券報告書（2002年6月20日提出）、15-16ページ。

⁶⁹ なお、こうした動きを否定的にとらえれば、SBIホールディングスが子会社の上場と情報廃止を繰り返すことによって、市場から何度も資金を調達しているとする動きもある。SBIホールディングスによる、

「親子上場に関しては昨今、取引所や証券会社等も否定的になっており、とくにその連結子会社の連結収益への貢献度が高く、また事実上の連関性が高く独立性が乏しい場合においては、新規公開しないように指導を強めております。そのような状況下、SBIグループとしましても時代の要請にあわせてSBIHとSBIETの親子上場関係については、解消することといたしました。」⁷⁰

ただ、グループ内で生じた業務の重複は、上記のように整理統合すべきものであると伴に、積極的には新たな事業を生み出す種でもあり、そこには戦略的な投資が必要になる。例えば、2005年12月には、SBIグループの事務代行業務、人材派遣業務、およびコールセンター受託業務を統合するSBIビジネスサポートを設立している。このように、多様化した関連会社間で共有可能な事業をビジネスとして括りだすこともできる。

情報システムの開発やそのために必要になる投資も、このようにグループとしての戦略的投資として捉えることができる。そう考えれば、長谷川(2010)が批判するように、SBI証券(正確には、当時のイー・トレード証券(株))の販管比率(2006年度)の高さも、文字どおり受け取ることはできない。まず、そもそも同社が他社に比べて情報システムに多くの開発投資を投入してきたのは、単に情報システムを内製することによってコストダウンを図ることではなかった。2004年には新たな情報システムを既存の情報システムに並列させることで容量を倍増させる開発投資を行ったが、その目的は将来的に同社が新規公開株の主幹事を獲得した場合に、新規公開株を短時間で裁くために情報システムが必要であるというグループとしての判断があったからであった⁷¹。この背後には、オンライン証券としては異例の10数億円を投じるという北尾の決断があり⁷²、そのことが同社の販管比率の高さに繋がっているのである(確かに、ネット総研の買収それ自体は頓挫したかもしれないが、同社の販管比率が高くなっていることで注目すべき点はここにある)。

そして、2007年にSBIイー・トレード証券(株)とSBI証券(株)が合併し、SBIイー・トレ

SBIイー・トレード証券の完全子会社化が発表された2007年1月15日の翌日は、株式交換比率に不満を持つ投資家による売りが進み、SBIイー・トレード証券の終値が制限値幅のストップ安値となり、また、株式交換のために発行済み株式の35%に及ぶ新株を発行するSBIホールディングスの株価も2007年来の最安値を更新した(「イー・トレード、ストップ安、株式交換比率「不利」を懸念」『日本経済新聞』2007年1月17日、16ページ)。また、2000年9月にナスダック・ジャパンに上場していたイー・トレード(株)が、2003年6月にはソフトバンク・インベストメントと合併することで上場廃止となっていたため、同社の上場廃止を二度目と受け止める市場関係者も多く、結果「親子上場する企業に投資するのはリスクがある」という認識を生み出すことにもなった(「「イー・トレード証券」の教訓—スクランブル(1)」『日経速報ニュースアーカイブ』2008年7月24日)。

⁷⁰ 「SBIホールディングス、株式交換により「SBIイー・トレード証券」を完全子会社化—8月1日に」『日経速報ニュースアーカイブ』2008年1月15日。

⁷¹ 「イー・トレード証券、基幹システム容量倍増、100万口座に対応、IPOにらむ」『日経金融新聞』2004年12月16日、3ページ。

⁷² 「ザ・プロジェクト イー・トレード証券 きっかけはトップの一言 半年強でシステムを“倍増” 入念な稼働計画とテストが奏功」『日経コンピュータ』2005年2月7日、106-110ページ。

ード証券が設立される。そこでは各社が管理していた証券バックオフィス・システムを統合することによる、大幅なコスト削減を図ることが目的の一つとして挙げられていた⁷³。李（2006）によれば、両社の合併以前からも、イー・トレード証券(株)、SBI証券(株)、およびエース証券は、バックオフィス・システムに野村総合研究所の証券システムおよび日本クリアリングサービスを共通利用しており、グループによる一括交渉をつうじて2005年5月には15%のコスト削減を達成していた。つまり、社外の情報システムに依存することが、即座に交渉力を失うわけでもない。

さらに、2008年にSBIホールディングスの完全子会社になった(株)SBI証券では、当然ながらグループ全体のシナジーを求めた情報システムの開発が行われていくはずである。つまり、SBI証券単体でシステム開発の投資を見ていくことにも今や限界がある。もとより、グループ全体に共通した情報システムに対する投資は既に行われてきた。2005年にはSBIホールディングスとシーフォーテクノロジーが戦略的な業務提携を行い、個人情報保護するセキュリティ基盤の開発が始められてきた。同様なグループとしての戦略的な投資が、今後は加速していくことになるであろう。例えば、SBIホールディングスとして北尾が2006年の春に踏み切ったIBM製の金融情報システムのパッケージの新規導入にかかった設備投資は、じつに100億円を超える。2004年に行われた情報システムの開発（SBI証券の販管比率の高さに繋がる）に対する北尾の決断と比べても、まさに桁違いである。だが、このとき投資された情報システムのパッケージは、2007年に住友信託銀行と合同で設立することになる住信SBIネット銀行を見越した、フルバンクのシステムであった。そもそも、銀行の情報システムを100億円で構築することは一昔前で考えられないことでもあり、「フルバンクで100億円は高くない」⁷⁴。さらに、フルバンクの情報システムを構築することによって、従来の口座単位で企業別に管理していたデータを、顧客単位での名寄せが容易になり、当時のSBIイー・トレード証券を含んだ、グループ全体のサービスの利便性を高めることができたのである。

つまり、SBI証券は、単なる個別の企業が寄せ集められたコングロマリットではなく、各企業が自らの成長を目指しつつも、関連会社やグループ全体のシナジーを求めて統合し、そのために必要な戦略的投資が行われてきた⁷⁵。同社を競合他社と比べる時も、こうしたグループレベルでの投資戦略を念頭に置かなければならない。

⁷³ 「SBI証券株式会社プレスリリース」2007年4月26日。

⁷⁴ 「ネット3社による「銀行」の作り方」『日経コンピュータ』2007年10月29日、62-67ページ。

⁷⁵ ただし、シナジーを求めて企業を統合するリスクが発生することも忘れてはならない。とりわけ上場企業の株式を扱うSBI証券では、同社が主幹事を務める上場企業の株式を同社の社員が売買するなどの、内部管理上の問題が発しうる。証券取引等監査委員会の内部監査を通じて内部管理体制の不備が指摘され、2008年5月23日に金融庁が当時のSBIイー・トレード証券に業務改善命令を下している。

2.4 収益源の多様化に向けた成長戦略：対面店舗の拡張はあるまじき選択なのか？

前節まででは、ベンチャー企業に対する投資と上場支援、さらにはベンチャー企業が上場する市場や上場した新規公開株を引き受ける個人投資家からなる基盤の整備という観点から同社の発展プロセスを見てきた。

ところが、現在の SBI グループが今日目指すのは、今やベンチャー企業への投資と上場支援、および新規公開株の売り出しを通じて獲得されるキャピタルゲインだけではない。そもそも、新規公開株による上場益を目論む収益化モデルも万能ではない。図 2 で示したように、実際、2007 年以降の新規公開株式の引受実績（3 月期）は 2007 年の 121 件をピークに、2008 年には 58 件、2009 年には 17 件と大きく落ち込む⁷⁶。新興市場における企業の不祥事や業績の下方修正が相次いだ 2006 年には、それまで増加していたオンライン証券の株式売買代金はじめて減少する。このとき、新興市場から個人投資家が離れていったことは想像に難くない⁷⁷。

だが、前節で見てきたように、ベンチャー企業の上場支援が、自らの企業グループの成長のための学習機会と位置づけるのであれば、グループとしての事業展開に更なる広がりが見えてくる。というのは、リスクを分散させるために多様化してきたグループ内の関連子会社企業は、新たなシナジーを生み出すからである。

図 2 は、SBI ホールディングスの関連子会社と、北尾が事業グループとして括りだしている事業ドメインの変遷を一覧にしたものである。この表を見てわかることは、まず、2000 年には 2 つ（「ベンチャー・インキュベーション事業」および「その他の投資運用事業」）の事業ドメインが、2001 年には 3 つ（「産業インキュベーション事業」および「不動産ファンド事業」、「投資顧問業」）に増え、2003 年からは事業ドメイン数自体は変わらないが内容が大幅に変わる（「アセットマネジメント事業」および「ブローカレッジ&インベストメントバンキング事業」、「ファイナンシャル・サービス事業」）。さらに 2008 年には 5 つ（「アセットマネジメント事業」、「ブローカレッジ&インベストメントバンキング事業」、「ファイナンシャル・サービス事業」、「住宅不動産関連事業」、「システムソリューションズ事業」）へと、その多様性を増している。その背景には、とりわけ 2007 年以降、グループ内で新たに設立される子会社の数は、ベンチャー・キャピタル事業を担う「アセットマネジメント事業」や、新規公開株を引き受ける顧客基盤として位置づけられる「ブローカレッジ&インベストメントバンキング事業」以外で、圧倒的に多くなっていることがあげられる。これらは当然ながら既存の事業ドメイン内で展開する企業のシナジー効果を求めて設立された企業であるが、事業の成長や統廃合を通じて次第に既存の事業ドメインの境界を超えていき、最終的には新たな事業ドメインへと括りだされているのである。

⁷⁶ 「(株)SBI 証券決算説明資料 2009 年 3 月期」2009 年 4 月 30 日。

⁷⁷ 「株式売買代金、ネット証券初の減少、06 年度、新興市場で個人離れ」『日本経済新聞』2007 年 4 月 6 日、3 ページ。

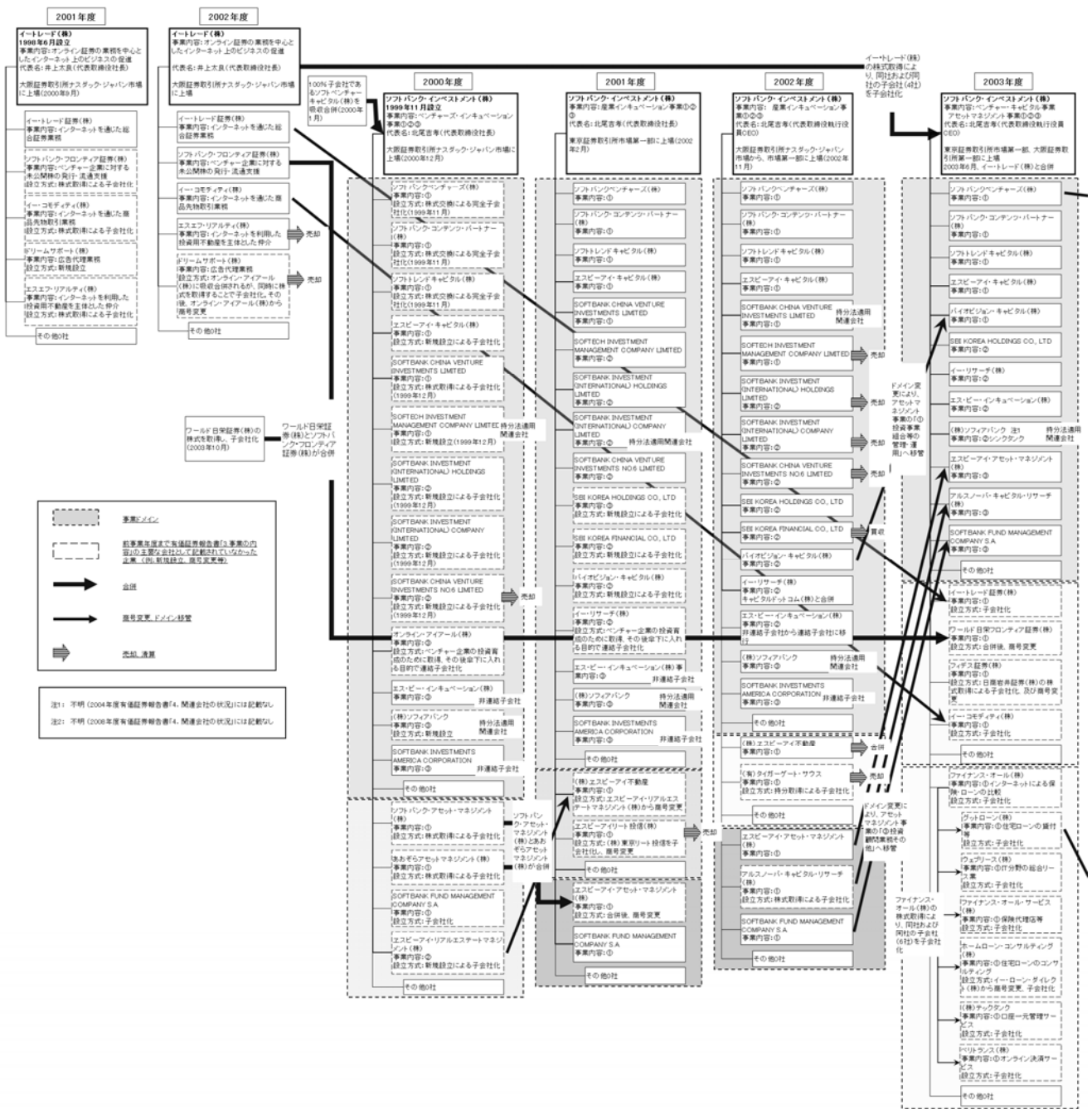
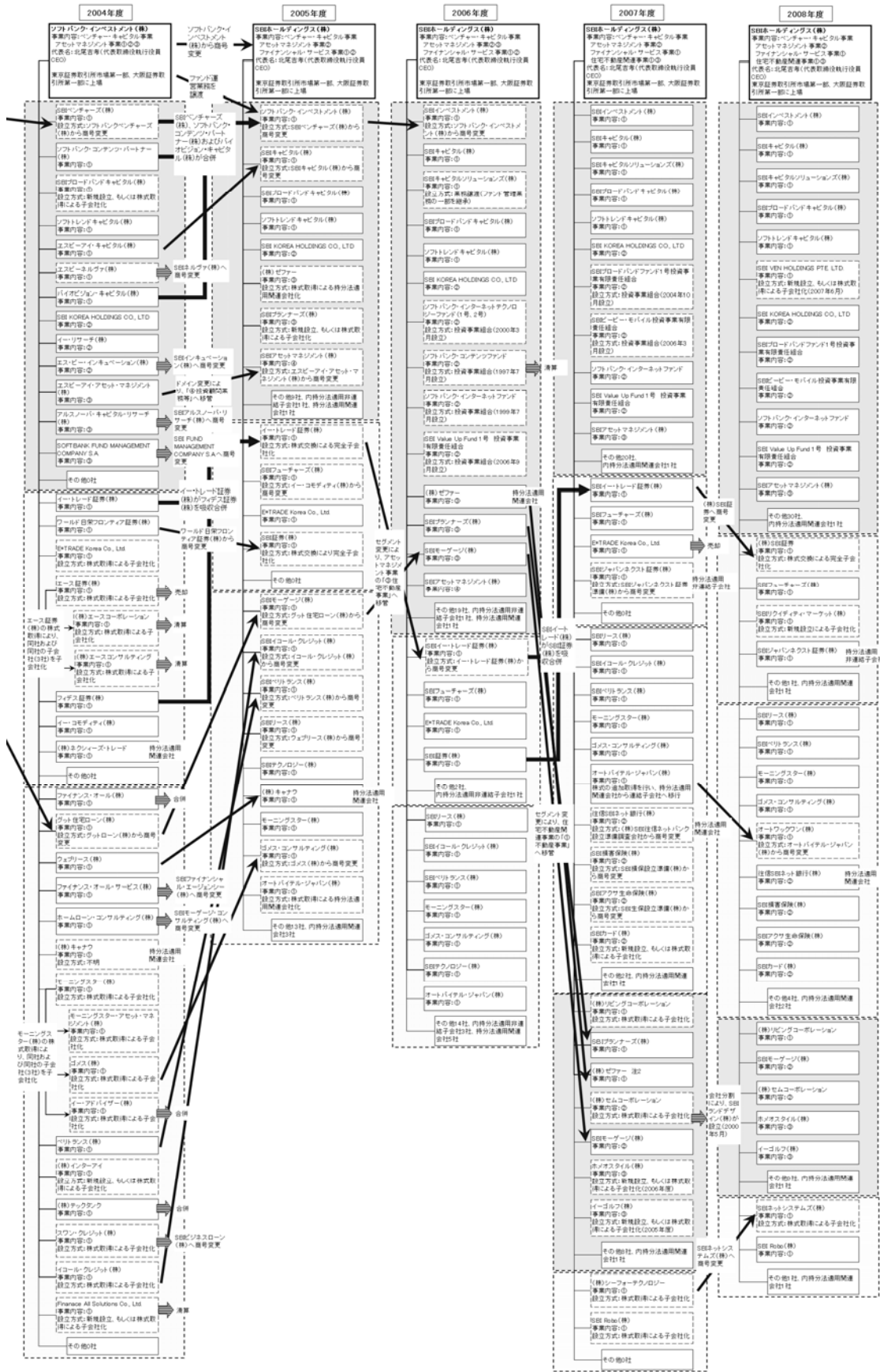


図3 SBIグループの事業変遷⁷⁸

⁷⁸ 2001年度および2002年度のイー・トレード株式会社有価証券報告書、2002年度～2008年度のソフトバンク・インベストメント株式会社およびSBIホールディングス株式会社の有価証券報告書「1.事業の概況3.事業の内容」に記載される、各ドメインの主要構成企業のみを図式化している。そのため、企業自体は存続していても「3.事業の内容」に記載されなくなった場合、図式化していない。



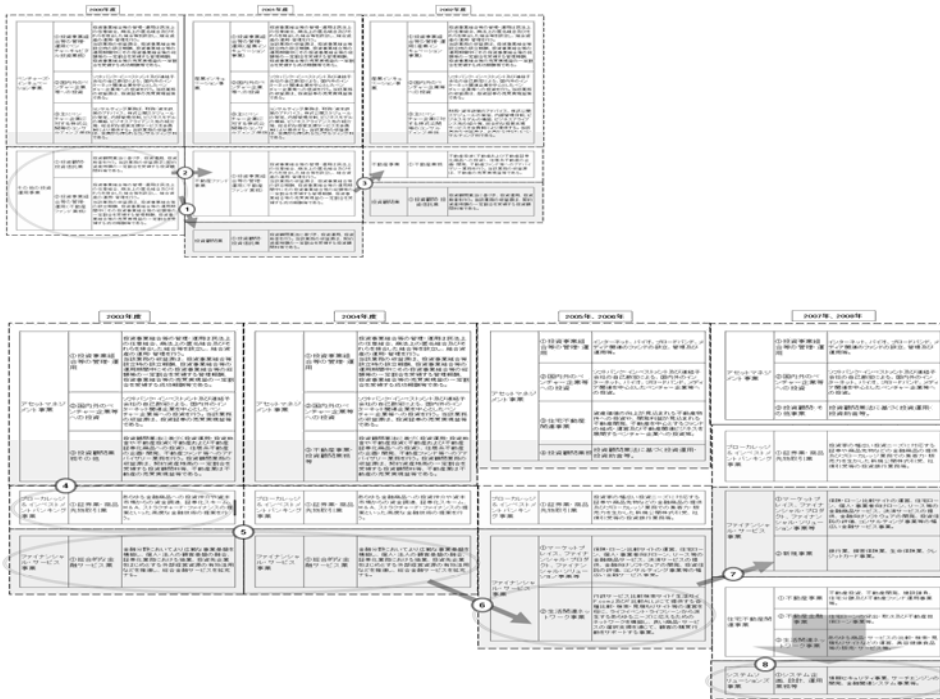


図4 SBIグループの事業ドメイン

図3および4に基づきながら具体的にSBIグループの特徴的な変遷を見てみると⁷⁹、まず、2000年の時点では「ベンチャーズ・インキュベーション事業」という事業ドメインを中心に、それ以外の事業はまとめて「その他の投資運用事業」として位置づけられている。だが、「その他の投資運用事業」とは言え、そこには単に一つの事業ドメインとして成立しない雑多な業務が束ねられているわけではない。投資顧問業への事業展開を目的に買収されたソフトバンク・アセット・マネジメント、資産運用業務の強化を目的に買収されたあおぞらアセットマネジメント、不動産業務を行うエスビーアイ・リアルエステートマネジメント（不動産関連資産の評価に関する高度なノウハウを有するクリードと提携し、そのノウハウを投資対象選定に活用する）などが含まれ、事業ドメインへ展開する準備段階にあることが分かる。翌年の2001年には、ソフトバンク・アセット・マネジメントとあおぞらアセットマネジメントは合併され(エスビーアイ・アセット・マネジメントに商号変更)、新たに投資顧問業や投資信託業を担う「投資顧問業」という事業ドメインが形成された。

(1)

また、既存の事業ドメイン内で展開された事業が、新たな事業ドメインの形成につながる。2001年にはエスビーアイ不動産（エスビーアイ・リアルエステートマネジメントから商号変更）に加え、エスビーアイリート投信（東京リート投信を買収し商号変更）を新規

⁷⁹ 図4にある①～⑧と、本文中の(1)～(8)は対応する。

設立し、新たに「不動産ファンド事業」という事業ドメインが形成された。株や債券を買う顧客の多くが投資目的で不動産を所有する顧客と被ってくる⁸⁰。そのため、採算ラインを低く設定した金融商品として、大手デベロッパーとの差別化を図ることができると考えられたからである⁸¹。(2)

こうした不動産ファンド事業の充実は、そこから派生する不動産関連業務を増やしていくことに繋がる。例えば、2001年には不動産投資（不動産および不動産証券化商品への投資）のみを扱っていたが、2002年にはそれに加えて、住宅系不動産の企画・開発、不動産ファンド等へのアドバイザリー業務も行うようになった。こうした動きを受けて2002年には「不動産ファンド事業」が「不動産事業」へと改名されることになる。なお、この時に行われたのが、先述したイー・トレード(株)との合併である。もちろん、この合併は不動産業の強化だけが目的ではないが、金融商品と不動産物件をあわせて提供する不動産証券化ビジネスをより一層充実させることはグループにとって重要であったことに変わりはない。(3)

つまり、事業が成長し、事業ドメインも拡張することで、事業ドメインの統廃合がなされるということである。このような統廃合は、イー・トレード(株)傘下の二層構造戦略においても見られた。だが、ここで改めて注目すべきは2003年当時、ソフトバンク・インベストメントの既存の事業ドメインに、子会社化されたイー・トレード証券(株)やソフトバンク・フロンティア証券、イー・コモディティが適合する事業ドメインはなかったことである。これら3社は単なる証券業を目指していたわけではなく、ベンチャー・キャピタルに対する投資と上場支援の手段として証券業に進出していた。結果、オンライン証券であるイー・トレード証券(株)だけではなく、対面店舗を有するワールド日栄フロンティア証券（ソフトバンク・フロンティア証券とワールド日栄証券とが合併）も抱え、一見すると「ネット」と「リアル」の証券会社を両方抱えるというアンバランスな体制となった。だが、オンライン証券のもつ低コスト・高い集客力・市場における圧倒的な取引ボリューム等の特徴をベースに、対面証券の持つ地域密着型・提案型営業等の特徴を組み合わせることで、あらゆる層の顧客を取り込むことが可能となる⁸²。そこでグループとしての事業ドメインを位置づけるために与えられた名称が「ブローカレッジ&インベストメントバンキング事業」なのである。(4)

このように、事業ドメイン内でのシナジーを求めた事業の成長が、当初の事業ドメインの境界を曖昧にしつつ、新たな事業ドメインの生成に繋がっていく。「ブローカレッジ&インベストメントバンキング事業」を行っていけば、証券や不動産を購入する顧客に対して、

⁸⁰ 北尾吉孝（2005）『進化し続ける経営：SBIグループ そのビジョンと戦略』東洋経済新聞社，179 ページ。

⁸¹ ソフトバンク・インベストメント株式会社「第4期事業報告書」2002年9月30日，6 ページ。

⁸² ソフトバンク・インベストメント株式会社「第10期報告書」2008年3月31日，6 ページ。

判断材料となる情報を提供することが必要になってくる。そこで、2004年2月に保険やローン商品の情報提供を行う比較サイトを運営するファイナンス・オールおよび同社の子会社⁸³をソフトバンク・ファイナンスから買収し、新たに「ファイナンシャル・サービス事業」が形成された。だが、単に情報を提供するだけでは、顧客にとって大量の情報の中から信頼できる情報を選別することは容易ではない。同社の比較サイトで提供される情報の信頼性を獲得するべく、2004年8月にはソフトバンク・ファイナンス傘下で投資信託の評価機関として高い認知度を有していたモーニングスターとその子会社を完全子会社として吸収し「ファイナンシャル・サービス事業」に位置づけられた。(5)

この「ファイナンシャル・サービス事業」に大きな変化があったのは2005年である。上記で取り上げた事業を行う中で、インターネットを通じて一般消費者が金融商品や金融に関する情報の比較・検索を可能とするマーケットプレイス業務のノウハウが蓄積される。このノウハウを他の非金融商品へ応用することで、新たなサービスとして「生活関連ネットワーク事業（このときは「ファイナンス・サービス事業」の中に位置づけられている）」を見出したのである⁸⁴。例えば、SBIホールディングスは、2005年から生活情報サービス（引越し一括見積サイトやリフォーム比較サイト等）を提供するようになり、2009年9月には、個人の信用力を評価して最適な金融機関のローン商品をマッチングさせる「会計診断サービス」を開始している。このサービスは同社の「myscore」というサイトで提供され、こうした事業を通じて蓄積したデータをもとに、顧客一人一人にファイナンシャルプランナーによる資産運用、ローン・保険の見直し、クレジットカードの活用に対する助言を提供する⁸⁵。こうした業務は証券業と直接的にはかかわりがないが、証券市場の拡大とともに個人投資家を囲い込むことによって可能になるものである。同時に、不安定な市場産業だからこそ、多様な収益源を確保するために必要になるものである。(6)

このように事業のシナジーを求めて同社が提供する事業の多様化は加速していく。2008年には「ファイナンシャル・サービス事業」内に、「新規事業」が置かれることになる。新規事業が既存の事業ドメインに位置づけるというのは一見すると不思議であるが、そこに

⁸³ グットローン（住宅ローンの貸付等）、ホームローン・コンサルティング（住宅ローンのコンサルティング）、ウェブリース（IT分野の総合リース業）、ファイナンス・オール・サービス（保険代理店等）、テックタック（口座一元管理サービス）、ベリトランス（オンライン決済サービス）の6社である。こうした企業を子会社化することによって、ソフトバンク・インベストメントは、既存の事業との相乗効果を追求する。例えば、既述したようにソフトバンク・インベストメントは不動産業務も行う。不動産業務を行うのであれば、不動産を購入する顧客向けにグットローン（現SBIモーゲージ）やホームローン・コンサルティング（現SBIモーゲージ・コンサルティング）のような住宅ローン会社が必要になる。実際米E*TRADE Group, Inc.では、銀行業における金利収入（13.55億ドル）が株式の委託手数料（8.72億ドル）を上回る。金利収入は信用取引の貸付金だけでなく、貸付残高の8割を住宅ローンが占めている（『金融財政事情』2007年11月19日、28ページ）。

⁸⁴ 北尾吉孝（2005）『進化し続ける経営：SBIグループ そのビジョンと戦略』東洋経済新聞社、181-182ページ。

⁸⁵ 「SBIホールディングス、個人の信用力を評価する総合スコアサイトで「家計診断サービス」を開始」『プレスリリースIT』2009年8月4日。

は同年に一気に獲得された銀行業や保険業、クレジットカード業を営む企業（往診 SBI ネット銀行、SBI 損害保険、SBI アクサ生命保険、SBI カード）が含まれる。顧客から預かった資産を運用して収益をあげるこれらの金融機関（銀行・損保・生保）は、SBI グループが積み上げてきたノウハウを利用することによって、極めて高い利回りの実現が可能となる。またこの高い利回りを顧客に還元することで、より一層魅力的な商品組成が可能となると考えられた⁸⁶。このように、銀行業は、将来的には新たな事業ドメインとなる可能性が高い成長分野なのである⁸⁷。(7)

最後に、既存の事業ドメインが成長することで、複数の事業ドメインの共通項として、新たな事業ドメインが生まれるようなパターンもありうる。例えば、SBI グループのようにインターネットを媒介とした金融および金融以外の分野にわたる広範囲な事業が展開されると、今度はコンテンツを充実させ機能面を強化させるために、グループ内のシステム構築や維持管理を一手に引き受ける事業が必要となってくる。さらに、これまで各事業ドメインで行ってきたシステム開発・運用・管理等の業務を切り離し、一つの事業として集約することで、ノウハウを蓄積するだけでなく、それぞれの事業ドメインが自らの業務に集中できる環境を作り出すことが可能になる。そのため、2007年にはサーチエンジンの開発や Web 2.0 プラットフォームを中心としたサービス企画、開発等を行うシーフォーテックテクノロジーや SBI Robo が子会社化され、2008年には SBI イー・トレード証券の連結子会社 2 社（トレードウィン、SBI テック）の全株式が SBI ホールディングスに譲渡された⁸⁸。SBI グループ向けのシステム開発を集約する事業ドメインとして、新たに「システムソリューション事業」が形成されたのである。(8)

このように、SBI 証券を取り巻く SBI グループの戦略は、オンライン証券を専業とする企業の戦略とは全く異なった視点で捉えていかなければならない。もちろん、オンライン証券の中でも、戦略は差異化している。冒頭で述べたように、松井証券は手数料の引き上げによって、口座数と手数料の最適バランスを見直す。他にも、カブドットコム証券は取引ツールの提供によって積極的な顧客の取り込みを目指し、オリックス証券は信用取引や個人・中小企業に対する融資による金融収益に注目していた（松嶋・水越, 2009）。それぞ

⁸⁶ ソフトバンク・インベストメント株式会社「第 9 期中間報告書」2006 年 9 月 30 日, 10 ページ。

⁸⁷ 特に、銀行業は証券事業だけではなく、住宅ローンや消費者ローン債権の証券化等といった SBI グループの既存の金融事業との大きな相乗効果を期待できる。例えば、銀行の有望な貸出先になるであろう多くの投資先を抱えるソフトバンク・インベストメントに、2005 年 8 月末には住宅ローン残高が 1080 億円に達した SBI モーゲージ、消費者金融や中小企業金融を展開する SBI イコール・クレジット、不動産ビジネスを展開する SBI パートナーズ等々と、銀行業との高い相乗効果を見込める企業はグループ内に数多く存在する。だが一方で、銀行業が簡単に参入できる業界ではないことも事実である。そのため、北尾は長期に渡る準備期間を設けた。2000 年 4 月には、スルガ銀行ソフトバンク支店という形態で銀行業に参入したが、本格的に参入したのは 2007 年 9 月に SBI ホールディングスと三井信託銀行が共同で設立した住信 SBI ネット銀行（同行は当時の SBI イー・トレード証券(株)の所属銀行となった）である（「イー・トレード証券、「銀行代理店」として住信 SBI ネット銀行が業務開始」『日経速報ニュースアーカイブ』2007 年 9 月 20 日）。

⁸⁸ ソフトバンク・インベストメント株式会社「第 10 期報告書」2008 年 3 月 31 日, 9 ページ。

れが自ら保有する資源のもとで、可能な収益化を目指し始めている。

だが、SBI証券の場合には、証券業という事業ドメインを超えて、SBIグループとして多様な事業を抱えていた。そして、これらの多様な事業の橋渡しを行うために必要であったのが、対面店舗なのである。SBI証券が対面店舗を拡張しているのは、けっして従来の歩合営業マンを中心とした証券業界へと逆戻りしようとしているわけではない。

そうした意味合いを強く打ち出した対面店舗が、「SBIマネープラザ」である。SBIホールディングスが主体となって、第一号店が2007年5月25日に東京青山にオープンした。その狙いは、SBIイー・トレード証券の申込取次をはじめとして（それだけではなく）、SBIカードやSBIグループで提携していた生命保険などを取り扱い、さらには今後開発されるSBIグループの商品をワンストップで手に取ることができることが狙いとされていた。加えて、このとき顧客ターゲットとされているのが、こうした複合的なサービスに対する丁寧な説明が必要であると考えられる、団塊の世代である。団塊世代に対して、インターネットを通じて取引される金融商品の説明はもちろん、彼らを取り組むためにキャリアアップ支援としてのビジネスセミナーや、趣味の講座、海外旅行、海外移住サービスなどを含む幅広いサービスを展望するものであった⁸⁹。

対面店舗がターゲットとするのは団塊の世代や富裕層ばかりではない。とりわけリーマンショック後の株価低迷が顕著になった2008年10月以降、新たに株取引を始めようとする個人投資家が急増する。SBI証券では2008年10月には、一日平均の申し込みが1993件と、同年9月の851件に比べて23倍と急増した。彼らは、黎明期からオンライン証券とともに育ってきた積極的な取引を行うデイトレーダーではない。そうした既存の顧客は、リーマンショック意向の証券市場の冷え込みで多くの含み損を抱えてしまい、彼らの資産は塩漬けされた状態になっている⁹⁰。SBI証券で新たに口座を開設する顧客は、2008年10月では6割が⁹¹、11月には8割弱が⁹²、投資経験のない顧客であった。

こうした顧客に対して、もはや単なる手数料の値下げは訴求力にはならない。そもそも金融商品に対する知識に乏しいからである。そのためには多様化した複雑な商品を説明す

⁸⁹ 「SBIホールディングス、東京・青山に金融商品トータル販売のリアル店舗1号店をオープン」『プレスリリース金融』2007年5月25日。他にも、団塊世代向けにSBIウェルネスバンクを2008年4月に設立し、心臓疾患やがんの有無を診断する都内の医療機関と提携し、会員に対して健康保険適応外の先端医療や健康診断を提供するサービスを始めている（「SBI、富裕層向け医療サービス」『日経速報ニュースアーカイブ』2007年7月30日）。

⁹⁰ ちなみに、含み損を抱えた株式もまた、新たなサービスを生む。2008年7月には、SBI証券が貸株サービスを開始し、個人投資家が塩漬けにした株式を、空売りする機関投資家に証券会社を通じて貸し出し、貸株料を受け取るというものである。こうしたサービスは、リーマンショックで傷を負った個人投資家を多く抱えるオンライン証券によって提供され、このサービスの利用が急増することになる（「ネット証券に貸株」急増 個人が塩漬け株活用狙う」『日経速報ニュースアーカイブ』2009年1月9日）。

⁹¹ 「ネット証券の口座開設、申し込み急増、株価低迷、個人「買い時」と判断」『日本経済新聞夕刊』2008年10月18日、2ページ。

⁹² 「SBI証券、支店で「即時口座開設・即時取引」サービスを開始」『プレスリリース金融』2009年2月26日。

る対面店舗が必要になってくる⁹³。さらには、こうした顧客は、かつてのデイトレーダーほど金融商品それ自体に興味を持っているわけでもない。事実、2008年度には新規の口座開設が相次ぎ、過去最大の口座数を記録しながら、オンライン証券大手5社の株式売買代金は、前年比で28.8%の減となった⁹⁴。4-12月期決算を見れば、松井証券や(株)SBI証券を含んでオンライン証券大手5社のすべてが大幅な経常減益を記録した⁹⁵。だが、このときSBIグループとしては、金融商品ばかりではなく、グループで展開する非金融商品を顧客に勧めていくことができるというわけである。

3. 企業生態系としてのグループ経営

以上、本ケースでは、一見するとオンライン証券としては先がないように見える、過度な手数料の引き下げと、システムに対する大規模投資、および対面証券への回帰とも思えるSBI証券の戦略を検討してきた。ところが、グループ全体の収益戦略の中に位置づけてみれば、それは合理的な戦略であることがわかる。

北尾は、こうしたグループとしての戦略を、「企業生態系」というコンセプトを引用して表現している。このコンセプトは、近年では、Moore (1993) や Iansiti and Levien (2004) などによって提示されているビジネス・エコ・システム (business eco system) という概念でもあり、既存の業界の境界を超えた競争戦略を広く指すものである。ただし、ビジネス・エコ・システムとして重要なのは既存の業界の垣根を超えるということだけではない。

Moore (1993) や Iansiti and Levien (2004) に先立って、組織生態学 (organization ecology) の概念を提示した Trist (1977) の根源的な動機は、与件とされた環境による選択と淘汰を論じてきた進化論的な個体群生態学 (population ecology) に対して、ほんらい企業にとっての環境とは競合他社や様々な利害関係者との関係によって構築されるものであり、決して企業が一方的に環境に選択され、淘汰されるものではなく、積極的にマネジメントすべき対象であると考えたことによる (Morgan, 2006, pp.62-64)。

そう考えると重要なのは、単に業界を越えた戦略をただ志向するというのではなく、既存の業界にある利害関係者をいかにマネジメントするかということにある。だが、多様な利害関係者から構成される企業生態系に統括的な支配者は存在しない。そのようなシステムをマネジメントするにはどうしたらよいのだろうか。そこで必要となるのがドメイン

⁹³ つまり、単なる株の販売窓口という意味での対面店舗では十分ではない。例えばローソンでは2004年から全国8000店舗を超えるコンビニエンスストアで株式や国債の取次業務を始めていたが、詳細な商品知識と法令順守をアルバイト店員に任せられず、2009年には撤退している（「証券仲介制度曲がり角、昨年度の業者数、初の減少、コンビニなど普及進まず」『日本経済新聞』2009年6月23日、7ページ）。

⁹⁴ 「ネット証券5社、売買代金28%減、08年度、金融危機響く」『日経速報ニュースアーカイブ』2009年4月3日。

⁹⁵ 「4-12月、ネット証券大手、全5社経常減益」『日本経済新聞』2009年1月31日、4ページ。ちなみに最も減益幅が小さかったのはカブドットコム証券であり、それでも37%減であった。

概念である。Trist (1983) によれば、ドメイン⁹⁶とは通説的に言われるようにトップ・マネジメントによる社内向けの戦略的ビジョンの表明に留まるものではなく、多様な利害関係者が存在する広範囲な業界全体において、規範性・妥当性を表すために掲げられるものである (p.270)。Trist (1983) では、こうしたドメインを掲げる組織を、参照組織 (reference organization) とするが、ここで重要なのは業界のどの企業が参照組織となるかということに限らず、ドメインという規範的な参照点を掲げることによって、多様な利害関係者を調整する環境のマネジメントが可能になるという点である。

だが、ドメインは多様な利害関係者を調整するのみならず、ゆらぎ (turbulence) も生み出す点を見逃してはならない (Trist, 1977, p.167; 1983, p.272)。ドメインが掲げられることによって、多様な利害関係者からなる組織生態系が形成される。だが、もとより多様な利害を持っている組織は、規範的な参照点となる事業ドメインを参照しつつ新しい収益源⁹⁷を次々と見出して行く。こうして多様な利害関係者の集合である組織生態系は、その成長と共に多様性を増大させ、ドメインの境界がどんどん曖昧になっていく。じつは、これが新たなドメインが生まれるメカニズムでもある。曖昧になったドメインの境界は、新たなドメインを括りだすことを可能にする。新たなドメインは何もないところから自然に生み出されるわけではなく、こうして既存のドメインの成長から内生的に生み出される。

このように、結果として既存の業界の境界を超える戦略は、既存の業界に根ざしながら構想され、またドメインの掲揚によって既存の業界に根ざした利害関係者を動員することによって可能になるものである。決して、既存の業界から自由になることではない。こうしたダイナミズムをマネジメントにいかに関り込んでいくことが、企業生態系を形成していく上での肝となる。

北尾は、SBI グループの企業生態系を形成するために、三つの理念を取り上げている。株主価値、人材価値、顧客価値 (順不同) である⁹⁸。このうち、株主価値については、既に 2.3 で触れてきた、根っからの金融マンである北尾のクールな企業価値観であり、企業が将来受け取ると予想されるフリー・キャッシュ・フローの現在価値として、株式の時価総額と負債の時価総額を足し合わせたものとして評価される。北尾は、この明確な評価指標のもとで、2005 年に 1 兆円であったグループ内上場企業 (関連子会社および持分法適用関連会社) の合算時価総額を、3 年で 3 兆円、5 年で 5 兆円とする数値目標を定めている。

だが、北尾が執筆する『進化し続ける経営 (2005 年)』では、前著『「価値創造」の経営 (1997 年)』では取り上げられてこなかった、残り二つの企業価値が加えられることにな

⁹⁶ Trist は自らが考えるドメインを組織ドメイン (organizational domain) と定義し、それまでのドメインの定義とは異なることを主張する (Trist, 1983, p.269)。さらに、組織ドメインの前に inter-をつけ、組織間ドメイン (inter-organizational domain) と定義し、Thompson (1967) が関係性システム (system of relations) として定義するドメインとも異なることを主張する (Trist, 1983, p.269)。

⁹⁷ 合弁会社やクラスターなどは組織生態学的現象である (Trist, 1977, p.164)。

⁹⁸ 北尾吉孝 (2005) 『進化し続ける経営: SBI グループ そのビジョンと戦略』東洋経済新聞社, 58-66 ページ。

る⁹⁹。まず、人材価値であるが、北尾の言う人材価値は、「役員職に対する価値（経営者人材）」であり、その背後には、さすがに北尾一人ではとてもマネジメントできなくなるほど成長した SBI グループの存在がある¹⁰⁰。現在でも、北尾がグループ企業の代表を兼任する場合は多いが、北尾以外が代表を務める企業も増え始めている。SBI 証券の場合は、イー・トレード(株)設立当時（1999 年）から現在に至るまで、井上太良が代表取締役執行役員社長を務めている（北尾は取締役会長として参加している）¹⁰¹。しかし一方で、SBI グループの有価証券報告書において、2003 年までは事業拡大に伴う優秀な人材の確保とそのスキルアップの必要性を述べるに留まっていたが、2003 年以降は同社のリスクとして北尾に加え少数の経営者に対する依存度の高さが取り上げられている¹⁰²。ちなみに、経営者人材以外の人材価値については、じつは前著の『「価値創造」の経営（1997 年）』において触れられていた（『進化し続ける経営』では触れられない）¹⁰³。つまり、北尾自身がリーダーシップを発揮する時代には、北尾が示した方針に対して人々を動機づけていくことが必要であったが、今や北尾と同等なリーダーシップを発揮する人材が、同社の企業価値としては重要な位置づけになっているということである。

次に顧客価値である。北尾は、顧客がその企業の提供する財・サービスに対して支払うキャッシュフローであるとする。なんとも北尾らしい表現ではあるが、このことは「企業にキャッシュフローをもたらす源泉は顧客である」とする以上の意味がある。つまり、当

⁹⁹ 有価証券報告書において、同社の企業価値として「顧客価値」（それまでは「顧客中心主義」と「人材価値」が明示されたのは、2005 年以降（ソフトバンク・インベストメント株式会社第 8 期有価証券報告書（2006 年 6 月 29 日提出）、13 ページ）である。

¹⁰⁰ このことを北尾は、すぐれた一人の人物が起こした国は、その一人の人物を失うことによって衰亡するという中国の諺「一国は一人を以て興り一人を以て滅ぶ」を引用し、このことを説明する（北尾吉孝『進化し続ける経営：SBI グループ そのビジョンと戦略』東洋経済新聞社、2005 年、63-64 ページ）。

¹⁰¹ イー・トレード株式会社第 4 期有価証券報告書（2002 年 6 月 20 日提出）、30 ページ、および株式会社 SBI 証券第 67 期有価証券報告書（2009 年 6 月 25 日提出）、30 ページ。また、SBI 証券以外にも、松井 一幸（SBI アセットマネジメント代表取締役社長）、竹内宏文（SBI アルスノーバ・リサーチ代表取締役）、新井 賢一（SBI バイオテック代表取締役社長）、織田貴行（SBI フューチャーズ代表取締役）、福士光徳（SBI ジャパンネクスト証券代表取締役社長）、植村佳延（SBI ファンドバンク代表取締役）、重光達雄（SBI リクイディティ・マーケット代表取締役）、朝倉智也（モーニングスター、およびモーニングスター・アセット・マネジメント代表取締役 COO）、沖田貴史（SBI ベリトランス代表取締役執行役員 COO）、森澤正人（ゴメス・コンサルティング代表取締役 執行役員 CEO 兼 COO）、田中 嘉一（住信 SBI ネット銀行代表取締役社長）、城戸博雅（SBI 損害保険代表取締役社長）、木村真輔（SBI アクサ生命保険代表取締役社長）、真鍋修平（SBI リース代表取締役 COO）、円山法昭（SBI モーゲージ代表取締役執行役員 COO）、矢田好孝（SBI プランナーズ代表取締役社長）、中村秀生（イー・ゴルフ代表取締役社長）、相原志保（SBI ライフリビング代表取締役社長）、内山昌秋（SBI ネットシステムズ代表取締役社長）など、北尾以外が代表となるグループ企業は増加している（同社ホームページ（SBI グループ企業一覧））。

¹⁰² 2002 年度～2008 年度のソフトバンク・インベストメント株式会社および SBI ホールディングス株式会社の有価証券報告書「2.事業の状況 3.事業等のリスク」。

¹⁰³ 具体的には、ソフトバンクが 1995 年にわが国では初めて今日というストックオプションが導入されたことを指している。この時、この制度の対象者は、役員ばかりではなくできるだけ対象を広げるという考え方があり、その目的は従業員と株主の利害を共有させるというものであった。これは、独自のリーダーシップを発揮できる人材の育成とは必ずしも一致しない人材価値に関する考え方である（北尾吉孝『「価値創造」の経営』東洋経済、1997 年）。

初、北尾が様々なリスクを分散するために採用してきた二層構造戦略は、あくまで企業としてのキャッシュフローを投資家視点でマネジメントすることであった。だが、その後SBIグループ全体として切り出してきた新たなドメインは、あくまで共通した顧客ターゲットを持つ企業が連携することで生み出されてきた。そうすることで、金融ビジネス以外の広がりを作り出してきた。こうしたダイナミズムは、企業が追求するキャッシュフローと、顧客が見出すキャッシュフローにずれがあることを意味する。

また、この二つの企業価値は、相互に深く関わることになる。経営者人材が充実するほどに多様なサービスが生み出されていく。だが、多様なサービスを受け止める顧客価値は自明ではない。何が顧客のキャッシュフローにとって価値があるのかは、最終的には業績として評価されることになるであろう。だが、事業をマネジメントしていく只中では、不確実なものではない。さらに言えば顧客自身、気づいていない価値も多いであろう。このとき、経営者が定める事業ドメインは顧客に対する価値の提示でもある。そして、グループの方向性として事業ドメインを最終的に定めるのは、グループのリーダーである北尾である。北尾は、以下のように言う。

「さらなる企業生態系の拡大(金融を核に金融を超える)といった状況下では、これまで公開を目指して努力してきた会社の同志の期待や夢を無情にも壊さないといけない場合もあるのである。経営トップはあくまでも一時の市場により中長期的な判断を誤ってはならない。常に勉強し、世の変化に敏感に反応する感情を磨き続けなければならない」¹⁰⁴

そういう意味では、SBIグループの企業生態系の行方は北尾に委ねられている。だからといって、北尾がグループの独裁者であると言っているわけではない。北尾自身、孫率いるソフトバンク・グループにおいて、十分にこのことを経験してきた。あの時は、北尾がソフトバンク・グループの事業方針に苦汁を嘗めていたのである¹⁰⁵。

[2010.3.2 966]

¹⁰⁴ 北尾吉孝(2005)『進化し続ける経営: SBIグループ そのビジョンと戦略』東洋経済新聞社, 153-154ページ。

¹⁰⁵ 実はこの考え方は、松井に通じる。松井は自身のリーダー観として、自分なりの歴史観を持ち、世の中の大きな流れを分析し、企業の立脚点を整理整頓するとともに、顧客に支持されるビジョンを持つことであるとする。だが、そのビジョンはあくまでリーダーが着想した仮説に過ぎず、思い込みと開き直りという決断が必要になる。それゆえ、組織観としても、そこに参加するだれもが満足するわけではなく、あくまでリーダーのビジョンに賛同した人が参加してくるべきものとする。組織の人事もまた、きわめて感情的なものであり、個人的な好き嫌いに基づいたものでしかない。だからこそ、リーダーは決断や好き嫌いの結果が問われるのである(松嶋・水越, 2005)。

引用文献

- 長谷川建一 (2010) 「ネット証券に見るマーケティングとシステム開発」『日本情報経営学会誌』近刊.
- Iansiti, Marco and Levien, Roy (2004) “Strategy as Ecology,” *Harvard Business Review*, Vol.82, No.3, pp.68-78
(松本直子訳「キーストーン戦略：ビジネス生態系の掟」『ハーバード・ビジネス』2004年5月号, pp.68-83) .
- 松嶋登・水越康介 (2005) 「制度とビジネス・モデルの革新: 松井証券(1)」首都大学東京 GSB リサーチペーパー, VB-05-01.
- 松嶋登・水越康介・長谷川建一 (2007) 「証券業界の再・再編成: カブドットコム証券株式会社」首都大学東京 GSB リサーチペーパー, VB-07-03.
- 松嶋登・水越康介 (2008) 「ブローカレッジを越えて: オリックス証券」首都大学東京 GSB リサーチペーパー, VB-08-01.
- Moore, James F. (1993) “Predators and prey: a new ecology of competition,” *Harvard Business Review*, Vol.71, No.3, pp.75-86 (坂本義実訳「企業“生態系”4つの発展段階」『ハーバード・ビジネス』1993年5-6号, pp.4-17) .
- Morgan, Gareth (2006) *Images of Organization* (Updated ed.), Sage Publications, Inc.
- 李静芳 (2006) 「SBIグループのM&A戦略およびマネジメント」『経済論叢(京都大学)』第177巻第1号, pp. 74-96.
- 高井文子 (2006) 『『支配的な通念』による競争と企業間差異形成: オンライン証券業界の事例』『日本経営学会誌』第16号, pp. 80-94.
- Trist, Eric (1977) “A Concept of Organizational Ecology,” *Australian Journal of Management*, Vol.2, No.2, pp.161-171.
- Trist, Eric (1983) “Referent Organizations and the Development of Inter-Organizational Domains,” *Human Relations*, Vol.36, No.3, pp.269-284.