

## 証券業者ビジネスの変容について

二上季代司

### はじめに

ただいま御紹介にあずかりました二上季代司でございます。

今日は、「証券業者ビジネスの変容について」と題してお話しします。ここでは、題名を「証券ビジネス」ではなく「証券業者ビジネス」とさせていただきました。近年、証券業者が行うビジネスが大きく変容してきていることを踏まえ、その内容と背景についてお話ししたいと考えて、この

ような題名にさせていただいた次第です。

日本版ビッグバンが実施されて一五〜一六年が経つ中で、証券業界の流動化が非常に激しくなってきました。新規参入、自主廃業の他、買収や合併といった業界再編成が続きました。また、その過程で証券業者が行っているビジネスの内容も非常に変わってきています。

もつとも、具体的にどのような変容してきているのか、また、その背景に何があるのかなどについて改めて考えようとする、明確に整理することはなかなか難しいところがあります。したが

いまして、今日の御報告にも生半可な理解によるところが多々含まれておりますが、とりあえずこれまで考えてきたことを御報告し、質疑応答の中で皆様の御疑問なども伺うことよって、より明快で正確な理解に進んでいきたいと考えているところです。

## 一、お話ししたいポイント

(アドバイザーサービスに向かう証券業者ビジネス)

御出席いただいている皆様に御理解いただきやすいように、あらかじめ、これから申し上げることについて結論めいたことを申し上げます。

日本の証券業者が行うビジネスは、従来、アメリカと同様に、ブローカー（委託売買）、ディーラー（自己売買）、アンダーライター（引き受

け）、ディストリビューター（募集・売り出し）の四つの伝統的な業務から成っていました。近年、それが、投資家向けのアセットアロケーション、発行会社向けのM&Aをはじめとするコーポレートアドバイスなど、広い意味でのアドバイザーサービスに向かいつつあるように見えます。そして、そうした動きは、今後、日本経済が進んでいく方向性にも合致しているように思います。もともと、変化の程度はまだ小さいものにとどまっています。今日の御報告では、このようなことを申し上げたいと思っております。

(証券業者の担っているビジネス)

証券業者が行うビジネスの変化の方向性は、国民経済的に見てどのように評価できるのででしょうか。この点については、次のように整理できるのではないかと思います。

釈迦に説法ですが、証券市場には大きく三つの機能があります。一つ目は、いつでも買え、いつでも売れるという流動性を提供する機能です。これがあるからこそ、短期の資金を長期の資金に転換することが可能になります。二つ目は、リスクキャピタルを供給する機能です。ここまではわかりやすいのですが、三つ目として、証券価格をシグナルとした資源配分機能があります。

ブローカー業務、ディーラー業務は、一つ目の流動性提供機能に沿ったビジネスです。この業務が効率よく展開できれば、国民経済的に見て証券の流動性が増すことになります。そうした貢献に対する対価として委託手数料やスプレッドを得ているわけです。

アンダーライター業務、ディストリビューター業務は、発行会社の投資計画に必要なリスクキャピタルの調達に関して、不確実性を取り除く、あ

るいは、発行会社に代わって証券を売ったり募集したりすることによって、調達そのものを代行するものです。そうした貢献に対する対価として引受手数料や募集手数料を得ているわけです。

三つ目に挙げた資源配分機能について申し上げますと、証券市場における資源配分は証券価格をシグナルとして行われます。成長が期待されている産業や経営効率の良い企業の株式は買われて、値段が上がっていきます。反対に、停滞している産業や経営効率の悪い企業の株式は売られて、値段が下がります。その結果、成長が期待される産業、経営効率の良い企業では資金調達の環境が良くなり、停滞している産業、経営効率の悪い企業では資金調達の環境が悪くなります。株価の動きが経営者に規律を与え、前者に成長投資を迫る一方、後者にはリストラを迫ることになります。このようにして、経済全体で効率的な資源配分が実現さ

れるわけです。

(アドバイザリービジネスの国民経済的評価)

証券業者のアドバイザリーサービスは、投資家の資産配分にアドバイスをを行うことを通じて、価格メカニズムによる資源配分を後押しする役割を果たします。他方、発行会社に対しては、コーポレートアドバイザーとして、株価から算出される資本コストを基準にして、投資政策や財務政策を提案します。このような機能を果たすことを通じて、証券業者は経済の効率性の向上に貢献しています。

日本では、証券会社のアドバイザリービジネスはまだまだ小さいものとどまっています。そのような中、昨年、スチュワードシップ・コードが公表され、それを受け入れる機関投資家が増えてきました。また、今年になって、取引所の上場政

策の一環として、コーポレートガバナンス・コードが整備されました。このような動きは、今後ますます証券業者のアドバイザリーサービスが求められるようになり、将来に向けてこのビジネスの伸びしろが大きいことを示していると思います。

二、収入規模から見た証券業界の  
日米比較

(証券業収入の対GDP比率)

以上で結論的に申し上げたことについて、これから資料に基づいて裏付けていきたいと思います。

資料4ページと資料5ページの図1をご覧下さい。これらの資料に基づきまして、収入ベースで見ると、我が国の証券業界の規模がどの程度なのかを確認しておきたいと思えます。これによって、

日本の証券業界に今後の成長の余地があるのかどうかを考えることもできるのではないかと思っております。

ここでは、アメリカの証券業界と比較した数字を掲げています。日本とアメリカでは、経済規模が異なりますので、単純に両国の証券業界の収入規模を比較しても意味がありません。したがって、これらの資料では、証券業収入をそれぞれ国のGDPで割ることによって、経済規模で基準化して比較を行っています。

図1において、薄いグレーが東京証券取引所（東証）会員業者、濃いグレーがニューヨーク証券取引所（NYSE）会員業者を表しています。証券取引所が株式会社になったことに伴い、従来の会員権は、株主権と取引参加権に分かれました。したがって、今は正確には取引参加業者と呼んでいるのですが、冗長ですので以下では

「会員」という呼称を使わせていただきます。

東証会員業者の計数は、純営業収益をGDPで割って求めています。ここで、純営業収益とは、手数料収入、トレーディング損益、金融収入を合わせたものから、金融費用を差し引いたものです。広い意味で証券会社の売上高に相当するものです。

NYSE会員業者の計数は、Net Revenue（純収入）をGDPで割って求めています。ここで、Net Revenueとは、Total Revenue（総収入）から金融費用を引いたもので、日本で言えば純営業収益に当たるものです。

図1では、これらの計数の一九九〇年から二〇一三年までの動きを、日米で比較しています。アメリカが暦年で、日本は年度ですから、実際にはぴったりと重なってはいないのですが、それほど支障はないと思います。

(収入規模の日米比較)

要約した内容を資料4ページに掲げています。

アメリカのNYSE会員業者のNet Revenueの対GDP比率を見ますと、リーマンショックのときを除いて、最も低かったのは一九九〇年で〇・五二%です。逆に、最も高かったのは二〇〇〇年の一・三一%です。平均しますと〇・八七%、ボラティリティーの尺度である標準偏差は〇・二%となりました。

それに対して、日本の東証会員業者の純営業収益の対GDP比率は、最低が一九九七年度の〇・三七%、最高が二〇〇五年の〇・八五%です。平均しますと〇・五四%、標準偏差は〇・一四%となりました。つまり、日米の証券業界の収入規模を経済規模で基準化して比較しますと、日本はアメリカの約六割の水準にとどまっているということです。四割相当の差があることとなります。も

ちろん、日米間で金融システムにおける証券市場の位置付けは異なるわけですが、ともかくこの四割相当の差は何だろうかということに関心を持たざるをえないわけです。

以上では、NYSE会員業者と東証会員業者の比較を行いました。実際には、この他に非会員業者が営業しています。この点、日本の場合、東証会員業者が全業者の九割以上のシェアを占めますが、アメリカでは、NYSE会員業者のシェアは、全業者の六割強にすぎませんので、会員業者と非会員業者を合わせて計算しますと、日米の証券業界の収入規模の差はもつと大きくなります。

### 三、収益性から見た証券業界の日米比較

(自己資本営業利益率の日米比較)

次に、日米の証券業界の収益性について見てみたいと思います。資料6ページの図2と資料7ページの表1をご覧ください。

これ以降では、証券業者の対象を広げて見ていきます。具体的には、アメリカに関しては、NYSE会員業者の他、NYSE非会員業者を含む、FINRA（金融取引業規制機構）の会員について、日本に関しても、東証会員業者の他、東証非会員業者を含む、日本証券業協会の会員について見ていくことにします。また、ここでは証券業界の本来業務の収益性を見たいと考えておりますので、日本については、当期純利益ではなく、営業

利益を純資産で割った自己資本営業利益率に着目します。営業利益とは、純営業収益から販売管理費を控除したものです。アメリカについては、Pre-tax Net Income（税引き前純利益）を自己資本で割って自己資本利益率を計算しています。ここで、税引き前純利益とは、Net Revenueから経費を控除したものです。計数が二〇〇二年以降しか得られませんので、それ以降の一二年間について見ていきます。

図2と表1から、自己資本営業利益率は、大部分の時期において、アメリカのほうが高いことがわかります。一二年間の平均では、アメリカが一〇％、日本が九％でした。また、自己資本営業利益率の振れ（ボラティリティー）もアメリカのほうがずっと高くなっています。一二年間の標準偏差は、アメリカが一三％、日本が八％でした。

(財務レバレッジと総資産回転率が低いアメリカ)

こうした格差の背景にある要因を探るために、自己資本営業利益率をデュポン方式に従って三つの要素に分解しますと、売上高営業利益率と総資産回転率とレバレッジ倍率の掛け算で表わすことができます。

表1から、アメリカの自己資本営業利益率が日本より高くなっている背景には、アメリカのほうがレバレッジ倍率と総資産回転率が一貫して高いという事情があることがわかります。他方、売上高営業利益率、いわゆるマージン率については、日本のほうが高い年が多くなっています。

昨年、伊藤邦雄一橋大学教授を座長とする経済産業省の「持続的成長への競争力とインセンティブ」プロジェクトの最終報告書、いわゆる「伊藤レポート」が公表されました。ここでは、日本企業のROEは欧米と比べて非常に低いこと、8%

を上回るROEを確保する必要があることなどが指摘されています。伊藤レポートでも、ROEをデュポン方式で三つの要素に分解して分析が行われています。ここでは、レバレッジ倍率や総資産回転率では、日本と諸外国の間でそれほどの違いがない一方、売上高利益率に大きな差異があることが指摘されています。その上で、売上高利益率が低いことは、日本企業の事業の収益性が低いことを表しており、これをもっと高める必要があると結論づけられています。

日本の証券業界は、こうした日本企業全体の傾向とは大きく異なった特性を持っていることがわかりただけだと思います。

(経営者の裁量、業務特性が及ぼす影響)

レバレッジ倍率は財務政策のいかんによって左右されますので、経営者の裁量に委ねられている

部分が大きいと言えます。もちろん、証券業界の場合、自己資本規制によって規定される大枠があります。日本では自己資本規制比率が定められておりますし、アメリカでもネットキャピタルがあります。また、アメリカの大手投資銀行は銀行持ち株会社の傘下にありますし、日本においても、総資産一兆円を超える大手証券業者、メガバンク系証券業者、大手外資系証券は「特別金融商品取引業者」に指定されているため、バーゼル銀行監督委員会その他の資本規制によって大枠が決められています。したがいまして、そうした規制の範囲内で経営者の裁量によってレバレッジ倍率の高さが決まってくるようになります。

もう一つ、レバレッジ倍率や総資産回転率に違いが生じる理由として、証券業者の業務特性の違いが挙げられます。一口に証券業者と言いましても、その業務のあり方には、ホールセールに重き

を置くか、リテールに重きを置くか、エージェンシー（代理人）ベースなのか、プロプライエタリー（自己勘定）ベースなのか、さらにはポジションを持つのか持たないのかなど、さまざまな違いがあります。これらの違いによって資本集約度が変わってきますので、それに応じて、総資産回転率やレバレッジ倍率が左右されることとなります。

売上高営業利益率は、日本のほうが高い年が多いのですが、このことは、日本の証券業者の営業効率が高いことを示すものというより、むしろ両国の業務特性の違いによるところが大きいのではないかと思われれます。特にアドバイザリービジネスが多くなると、資本が不要で総資産回転率が高くなる一方、人件費がかさみますので、売上高営業利益率は低くなる傾向があるのではないかと考えられます。ただし、この点はより詳しく検

証する必要がある。

#### 四、収入構成から見た証券業界の 日米比較

##### (日米の収入構成の動向)

以下では、日米の証券業者の業務特性を見ていきます。業務特性は収入構成のあり方に反映されますので、両国の証券業界の収入構成を見ることがしたいと思います。資料8ページの表2をご覧ください。この表では、二〇〇一年の計数が左、直近の二〇一三年の計数が右にあります。また、その間に、これらの年には含まれる一一年間の平均値を掲げています。

これによりますと、日米の最も大きな違いとして、日本では、トレーディング損益のウエイトが一貫してアメリカより高いことが挙げられます。

トレーディングにはデイトレーディングも含まれますが、最も大きな部分は内外の債券類の売買です。これに伴って、保有有価証券のポジションが膨らみ、総資産回転率が低下する結果となっています。

二つ目に、日本もアメリカも、リーマンショックの前後に収益の大きな振れを経験しています。資料6ページの図2でも明らかのように、自己資本営業利益率は、リーマンショックの影響を受けて、二〇〇八年に大きく落ち込んでいます。このことが、両国の証券業界の収入構成にも影響を及ぼしています。

##### (日米の収入構成の特徴)

改めて表2をご覧ください。

アメリカにおける一貫した傾向として、伝統的な証券業務から得られる収入が全収入の半分以下

であることが指摘できます。ここで伝統的な証券業務から得られる収入とは、ブローカーであれば委託手数料、ディーラーであればトレーディング損益、アンダーライターであれば引受手数料、ディストリビューターであれば募集手数料であり、これに信用取引金利収入を加えたものです。

それに対して、日本の場合は、委託手数料が落ち込む一方、募集手数料が増加しており、前者のマイナスを後者のプラスが埋め合わせて余りある状況です。さらに、トレーディング損益も考慮しますと、伝統的な証券業務からの収入の比率がむしろ上昇しているように見えます。日本では、まだまだ伝統的な証券業務のウエイトが高いと言えます。もともと、こうした傾向が今後とも続くかどうかについてはもう少し詳しく調べてみる必要があります。

## 五、米国の証券業者の業務特性

### (概況)

資料9ページの表3では、アメリカの証券業者の収入構成を、NYSE会員業者とNYSE非会員業者に分けて見ています。NYSE会員業者については、それ自体の計数が取れます。NYSE会員業者とNYSE非会員業者を合わせた、FINRA会員業者の計数も取ることができます。そこで、FINRA会員業者の計数からNYSE非会員業者の計数を差し引いたものを、NYSE非会員業者の計数とみなして表を整理しています。

これによりますと、NYSE会員業者の収入総額は、二〇〇一年で一九四七億ドルでしたが、二〇一三年になりますと一六二八億ドルまで減少しました。FINRA会員業者の収入総額に占め

る、NYSE会員業者の収入の割合も、二〇〇一年の七割強から、二〇一三年には六割強まで低下しました。他方、NYSE非会員業者の収入総額は絶対的にも相対的にも増加しています。

次に収入構成を見ますと、NYSE会員業者、NYSE非会員業者ともに、最もウエイトが高いのがAsset Management Fees（資産管理手数料）です。これが、NYSE会員業者の二〇％超、NYSE非会員業者の一四・五％を占めています。

### （NYSE会員業者の収入構成の変化）

ここから、NYSE会員業者の収入構成についてより詳しく見ていきます。

NYSE会員業者の場合、Other Revenue Related（その他証券関連収入）が最大のウエイトを占めています。この項目は、証券業に関係し

ておりますものの、ブローカー、ディーラー、アングーライター、ディストリビューターなどの伝統的な証券業務に当てはまらない業務から得られる収入で、非常に雑多な収入項目から成っています。具体的には、私募手数料、委任状勧誘代行手数料、M & A手数料、取引所外のオプション取引手数料、投資勘定に帰属する利子配当金、レボ金利収入、調査収入に含まれない定期刊行物出版収入などが含まれます。これらの収入が二〇〇〇年代から非常に膨らんできまして、そのウエイトも徐々に高まってきている状況です。

Other Revenue Relatedは、リーマンショック前の二〇〇七年に絶対額でピークに達し、総収入に占めるウエイトも五割を占めるまでになりました。その後、この収入項目は急速に減少し、総収入に占めるウエイトも二〇一三年には二四・五％まで落ち込みました。このように大きく変動した

要因としましては、私募手数料、投資勘定に帰属する利子配当金、レポ金利収入などが急増した後、急減したことによると見ています。アメリカの証券業者は、リーマンショック前には、サブプライムローンを裏付けとする証券化商品の私募発行やレポ取引によって、証券化ビジネスの資金繰りを行うとともに、そこから収入を得ていました。リーマンショック発生後は、証券化商品の私募発行、レポ取引等が減少し、そこから得られる手数料収入、利子配当金、レポ金利収入などが剥げ落ちてしまったことがあるのではないかと見ています。

しかし、その後も Other Revenue Related が総収入の中で最大のウェイトを占めている状況に変化はありません。加えまして、Asset Management Fees に反映される投資家向けアドバイザリー収入、M & A などに関するコーポレー

トアドバイザリー収入が根雪のようになって、NYSE 会員業者の収入の安定的な部分を構成するようになってきています。これらの二つだけで、総収入の半分を占めるまでになっています。投資家向けであれ、発行会社向けであれ、アドバイザリービジネスがアメリカの証券業者のビジネスの中心を占めるようになっていることを確認しておきたいと思います。伝統的な証券業務は、売買や証券発行などの取引の執行が中心で、収入もそこから得るものが多くを占めていましたが、現在では、アドバイザリービジネスから発生する収入が中心になってきているように思います。

#### (NY 非会員業者の収入構成の変化)

次に、NYSE 非会員業者の収入構成を見ていきます。ここでは、一番下の Other Revenue (その他収入)、つまり証券業とは無関係の収入が中

心になっており、これが収入全体の三割ぐらいを占めています。

NYSE非会員業者は、数が圧倒的に多く、極めて小規模な業者が含まれています。こうした業者は、ブローカー・ディーラーの登録をしておきながら、それらとは関係のない業務から総収入の三割を稼いでいることになりました。この収入は、極めて雑多なものから構成されています。例えば申しますと、バックオフィスのアウトソーシングに絡む手数料等も入っているようです。もっとも、それがどの程度のウエイトを占めているのかは定かではありません。

NYSE非会員の総収入は、二〇〇一年時点で証券業界全体の総収入の三割弱でしたが、二〇一三年になりますと四割弱まで高まっています。その過程で、こうした証券業と直接関係しない収入のウエイトが高まっていることを確認しておき

たいと思います。

(アドバイザリービジネスへの変化)

資料5ページの図1では、NYSE会員業者のNet Revenueだけを取り上げて、対GDP比率を見ました。資料10ページの図3においては、これと合わせて、NYSE非会員業者のNet Revenueの対GDP比率を表しています。濃いグレーがNYSE会員業者で、薄いグレーがNYSE非会員業者です。これによりますと、NYSE非会員業者の純収入の対GDP比率は〇・六%で安定しておりまして、リーマンショックのときも全く落ち込んでいません。このことは、NYSE非会員業者のビジネスが、相場の変動とは無縁などところで行われていることを物語っているのではないのでしょうか。

このようにアメリカの証券業者は、伝統的な証

券の取引執行業務からアドバイザービジネスに、徐々にビジネスの内容をシフトさせてきています。さらには、証券業務と直接関係のない領域にもビジネスを拡大させてきていると言えるように思います。

## 六、日本の証券業者の業務特性

### (東証会員業者の収入構成の変化)

以下では、日本の証券業者について見ていきます。資料11ページの表4をご覧ください。

日本証券業協会の会員証券業者は二五〇社あります。そのうち東証会員業者は一〇〇社近くで、社数で言いますと四割弱ですが、営業収益では九割以上を占めています。アメリカにおけるNYSE会員業者と比べて、証券業界に占めるウエイトははるかに大きいと言えます。なお、二〇〇二年

三月期においては、このウエイトは九五%を占めていましたので、近年、若干の低下を見ている状況にあります。いずれにせよ、日本の証券業者の収入構成は、東証会員業者の収入構成にほとんど左右されていると言ってもよいと思います。

東証会員業者の収入構成を見ますと、証券業務の手数料収入に含まれない、「その他手数料」が二割以上を占めています。この項目の詳細については、協会資料や取引所資料ではわかりませんが、協会の資料やディスクロージャー誌と呼ばれてはいますが、ディスクロージャー誌と呼ばれる、各証券業者の「業務及び財産の状況に関する説明書」、上場証券会社の「有価証券報告書」、各社のホームページ上で公表している決算書類などから、具体的な内容を把握する必要があります。これらの資料によりますと、東証会員業者の場合、「その他手数料」には、投資信託を売った後の残高にかかる代行手数料、M & Aのコーポレー

トアドバイザリー手数料、ラップアカウンツの投資顧問などが含まれています。また、他社からバックオフィスのアウトソーシングを受託したときの手数料収入もここに計上されています。

(東証非会員業者の収入構成の変化)

東証非会員業者の場合、「その他手数料」が総収入の三分の一以上を占めています。ここには、例えば東京金融取引所が開設している、通称「くりつく365」と呼ばれる外為証拠金取引（FX）の委託手数料、日本証券業協会の会員の投資顧問業者が得ている委託者報酬、運用受託報酬などが計上されています。また、海外の運用会社の日本法人が、国内で親会社をサポートしたり、日本の運用会社を海外の親会社に紹介したりすることがあります。このような業務に対して、海外の親会社から受け取るサポートサービス料、

紹介あつせん料などもこの中に含まれています。

また、証券業とは無関係の「その他営業収益」を最後に掲げておりますが、東証非会員業者の場合、この項目も一割超を占めるに至っています。

(広がりつつある証券業者ビジネス)

日本証券業協会の会員は第一種金融商品取引業者ですが、その中には、有価証券関連業だけでなくそれ以外の業務を行っている業者も含まれています。現在の法令では、有価証券関連業を全く行っていない業者でも、第一種金融商品取引業者の登録ができるわけです。したがって、日本証券業協会の会員の中には、投資運用業者、FX (Foreign exchange) 業者、CFD (Contract for Difference) 業者、店頭差金決済取引業者なども含まれています。資料12ページで整理しましたとおり、そうした業者が四〇社ぐらいありま

す。これらの他にも、通常の意味で証券業者とは言いがたい業者もたくさんあります。

アメリカほどではありませんが、日本でもアドバイザリービジネスが徐々に増えてきており、証券業とは直接関係しないビジネスも増えてきています。

## 七、これからの日本の証券業者ビジネス

(日本の証券業者が果たしてきた役割)

冒頭で申し上げましたように、国民経済的に見て、日本の証券業者は、流動性提供機能とリスクキャピタル供給機能の面で貢献してきたように思えます。流動性提供機能は、ブローカー業務、ディーラー業務を通じて、また、リスクキャピタル供給機能は、アンダーライター業務、ディスト

リビューター業務を通じてその役割を果たしてきました。

しかし、資源配分機能の面で、証券業者が果たした役割は限られていたと思います。

戦後の高度成長期においては、極度に資金が逼迫し、人為的な金利統制が行われましたので、起債市場は全く機能していませんでした。増資に当たっても、株式が額面で発行されたため、市場メカニズムが働くような状況ではありませんでした。そのような中、必要な産業に過不足なく資源を配分していく機能は、間接金融優位という言葉で表されますように、大蔵省、日本銀行、メインバンクによって担われていました。証券業者の出番は限られたものにとどまっていたわけですから。

一九七〇年代に入って、高度成長から低成長に移行する中、資金需給が緩和されました。金利の自由化が進み、株式の時価発行が定着してき

ました。ようやく価格メカニズムに基づく資源配分が期待される時代に入ったわけですが、不幸にもこの時期に、資本自由化対策として株式の持ち合いが急速に進展しました。これに伴って、株価形成が非常にゆがんだものになってしまいました。株価をシグナルとする資源配分は、株価がフェアバリューを反映していることが大前提となります。このような前提条件を欠いたままでは、まともな資源配分機能は発揮できません。安定株主に守られた経営者には、市場規律が働くことも期待できませんでした。

(株価をシグナルとした資源配分が現実化)

株式の持ち合いを背景に株価が高値に維持される中、時価ファイナンスと特金運用の両建てでバブルが生まれました。その後、バブルが行き過ぎ、一九九〇年になってバブルは崩壊しました。

株価が下落し、株式を続けることができなくなった金融機関や事業会社は、持ち合い株を放出するようになりました。その結果、二〇〇〇年代に入ってようやく持ち合いが解消され、フェアバリューが形成される素地ができてきました。これによって、ようやく株価をシグナルとした資源配分が実現する条件が整ったこととなります。

証券業者も、アドバイザービジネスに本腰を入れて、新たな分野を開拓することができるようになってきました。これまで申し上げてきました計数の中に、その予兆が表れているのではないかと思います。ようやく日本企業でも、ROEなどの指標を基に経営判断が行われるようになってきました。株価がシグナルとなって、経営者に規律を与える時代に入ってきたように思います。そのような状況を背景として、政府においてスチュワードシップ・コードが策定され、取引所におい

て上場政策の一環としてコーポレートガバナンス・コードが整備されました。

(アドバイザリー機能発揮への期待)

金融システムを大きく二つに分けて、「マーケットオリエンテッド金融システム」と「バンクオリエンテッド金融システム」と言われることがあります。前者では、価格メカニズムが資源配分を採配する一方、後者では、銀行が資源配分を採配します。

フランクリン・アレンによりますと、鉄鋼業や化学産業など、技術特性がよくわかっている業種では、投資を行うことよってどの程度採算がとれるか、ある程度予測がつかます。このような状況の下では、銀行の調査部なり、融資審査部なりの少数のエリートが融資の可否を決めることが望ましく、バンクオリエンテッドな資源配分に優位

性があるとされます。実際、日本でも、高度成長期にはアメリカやドイツから既知の技術を導入し、メインバンクから融資を得て盛んに設備投資が行われました。

他方、先端技術産業やバイオテクノロジー産業など、先がよく見通せないような分野の場合には、マーケットオリエンテッドのほうがすぐれていると言われます。なぜなら、先の見通しがつきにくい状況の下では、銀行の調査部なり、融資審査部なりが融資の可否を決めてしまいますと、それが裏目に出たとき、最初の判断を修正しようとしても困難が伴います。他方、マーケットオリエンテッドの場合は、最初の判断が裏目に出たらすぐに株価に反映されて修正が行われます。このような状況の下では、バンクオリエンテッドな資源配分機能は優位性を持たず、マーケットに任せたほうがよいということになります。なお、マー

ケットオリエンテッドの場合、企業は開示資料を作る必要がありますし、株価がフェアバリューになっ  
てきているかどうかを調べるためのアナリストが  
必要になるなど、大きなインフラコストがかかる  
ことに留意する必要があります。

今後の日本を展望しますと、日本もいよいよ  
マーケットオリエンテッドな資源配分が優位性を  
持つような時代が来たと感じます。アメリカは既  
にそういう時代に入っていますので、資源配分に  
必要なアドバイザリー機能がアメリカの証券業者  
のビジネスの大きな部分を占めるようになってき  
ています。日本でも、これからそういう時代に  
入っていくと思いますし、現にその兆候は出てき  
ていると思っています。

時間も参りましたので、以上で私のお話を終わ  
らせていただき、質疑応答に移らせていただけれ  
ばと思います。

**大前常務理事** 我が国の証券業者のビジネスがど

のように変わってきているか、あるいは変わって  
いきそうか、アメリカとの対比も交えながら、非  
常にわかりやすくご説明いただきました。

時間を残していただきましたので、御質問等お  
受けしたいと思えます。お手をお挙げいただけ  
ればマイクをお回ししますので、どうぞよろしくお  
願いいたします。

それでは、私のほうから一つ伺います。日本の  
証券業者あるいは日本の企業について、変わって  
きた、あるいは変わろうとしているというお話を  
伺いました。もう一つのプレーヤーである投資家  
については、何かこの場で御教示いただけるよう  
なことはありませんでしょうか。

**二上** 市場メカニズムに基づく資源配分におい  
ては、株価がフェアバリューとして形成されるこ  
とが何よりも重要です。

今、東証では、アメリカの投資家が日本株の売買シェアの六割か七割ぐらゐを占めています。したがって、東証では、アメリカの機関投資家の考え方が持ち込まれて、株価が形成されていると思います。株式の持ち合いが行われていた時代の名残でしょうか、これまで日本の投資家は、市場規律を振りかざして声高に自己主張することがありませんでした。

しかし、ここに来まして、スチュワードシップ・コードが策定され、多くの機関投資家がこれを受け入れる状況になっています。今後、機関投資家は、受託者責任を踏まえ、自らの背後にある受益者の利益を考えて資産配分を行うことを求められます。発行会社に対して、主張すべきことを主張しなければならない時代になってきています。必要な場合には、発行会社の経営者と対話することなどによっても、受益者の利益を実現する

よう努めなければなりません。日本の場合、従来、そうしたことはあまり行われておりませんでした。今後は行われていくことになるだろうと思っています。徐々に望ましい方向に動いてきていると言えるように思います。

また、アメリカの証券業者は、ラップアカウントを運用することを通して、Asset Management Feesを稼いでいます。ラップアカウントは、年金運用の大衆版とも言えるものです。この点を踏まえ、このビジネスの貢献は、資産配分を通じて市場規律の発揮という機関投資家の役割を大衆化したところに見出せるように思います。ラップアカウントは、日本でも非常に増えてきておりますが、その規模はまだ小さいものにとどまっています。今後、日本でもラップアカウントを普及させていただくことにより、そうした機関投資家の役割の大衆化を進めていただければと

思っています。

**大前常務理事** 他に御質問はありませんか。まだ少し時間がありますが、これ以上御質問がないようでしたら、今日の「証券セミナー」はこれでお願いとさせていただきますと思います。

二上先生に拍手をお願いします。(拍手)

(にかみ きよし・当研究所大阪研究所長  
滋賀大学名誉教授)

(この講演は、平成二七年七月九日に開催されました。)