

日本版ビッグバンと業界競争構造の変化

二上季代司

日本版ビッグバン（金融大改革）の進行とともに証券業界の競争構造は画期的な局面を迎えようとしている。昨年、大手証券の一角、山一証券が破綻し、戦後このかた連続と続いてきた四社対中小証券の二極的な競争構造は崩れてしまったが、世界最大手のメリルリンチ証券が山一証券の元社員二千名と三十余の店舗を継承してリアル業務に進出することとなったこと、これと並んで今後予定されている銀行系証券子会社の業務範囲の撤廃、免許制から登録制への移行により、新しい競争秩序が幕を開ける。

とりわけ、外国証券会社の存在は、九〇年以降、無視できないほど大きくなりつつある我が証券界であるが、これまではその表舞台はホールセール分野に限定されてきた。しかしメリルリンチ証券は日本に財務アドバイス（預かり資産重視）を全面に押し出した個人営業の子会社を作ろうというのである。ついに個人営業においてもアングロサクソン型証券経営と日本の証券経営の併存、競争が始まったのである。そこで以下では外国証券会社が台頭するに至ったわが国証券界の競争構造の変化について簡単に整理してみよう。

1 収支から見た外国証券会社の特徴

まず東証正会員二四社の九七年九月中旬決算から概観しておこう。収支決算からみた外国証券会社二社の国内証券会社に比べての相対的特徴は、以下のようにまとめられる（表1参照）。①委託手数料では先物・オプション

第1表 外国証券会社（東証正会員21社）の主な収支項目——97年9月期中間
（単位、百万円、%）

	外国証券会社	シェア	東証正会員
委託手数料	109,692	22.27	492,582
株券現物	86,295	20.77	415,543
株券先物・オプション	10,831	43.15	25,103
債券現物	2,965	7.63	38,847
債券先物・オプション	9,431	77.89	12,108
その他委託手数料	170	17.33	981
引受売出手数料	3,902	7.38	52,899
募集手数料	131	0.11	117,418
その他受入手数料	46,099	28.17	163,648
金融収益	54,735	29.81	183,613
信用取引受取利息・品貸料	743	2.77	26,843
受取利息	26,726	47.69	56,038
その他金利収益	27,266	27.07	100,732
特定取引損益・売買等損益	119,689	44.01	271,979
うち株券	52,525	62.31	84,292
うち債券	72,954	44.91	162,452
その他	-5,790	-22.94	25,235
営業収益合計	334,250	26.07	1,282,283
販売一般管理費	166,915	15.86	1,052,599
人件費	71,902	15.52	463,324
金融費用	133,779	65.07	205,608
信用取引支払利息・品借料	820	4.48	18,299
支払利息	25,545	43.65	58,519
その他金利費用	107,414	83.40	128,790
営業費用合計	300,694	23.90	1,258,207

（注）シェアは東証正会員124社中に占めるシェア。
（出所）東京証券取引所「証券」1997年12月号より作成。

ンのデリバティブ関連のシェアが高い。②募集手数料は極めて少額、引受手数料のシェアもさほど高くないが、委託・引受・募集以外のその他受入手数料のシェアが比較的高い。③売買損益のシェアが非常に高く、外国証券自体の総収入の中にしめる割合（三五・八%）も非常に高い。④金融収益の割合も高いが、金融費用

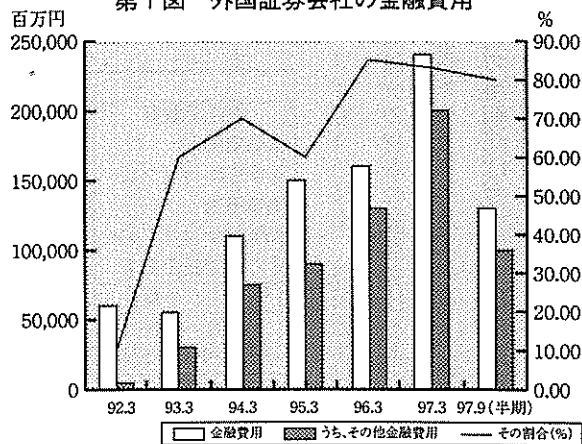
(2)

のシェアはもつと高く、外国証券自体の総費用の中にしめる割合も非常に高い（四四・五%）。その結果、金融収支は大部分の日本の証券会社と違って巨額の赤字になっている。しかも金融費用の最大の費目は信用取引支払利息・品借料や支払利息ではなく、その他金融費用であり、この関係は九二年三月期以後顕著である（図1）。

以上の事柄だけで、断定は出来ないが、次のように推量できるのではないかと思われる。すなわち、①日本の証券会社の「その他受入手数料」は投資信託の代行手数料がほとんどであるが、外国証券の場合、募集手数料が極めて少額であることからその可能性は低い。その内容は投信の代行手数料ではなく、親会社やグループ内子会

(1)

第1図 外国証券会社の金融費用



(出所) 東京証券取引所「証券」より作成

社の取引の斡旋や分与口銭ではないか、と考えられる。具体的には、国内事業会社・金融法人と海外にある親会社（またはグループ内デリバティブ子会社）との間で行われるスワップやオプション契約を斡旋した場合の斡旋手数料、あるいはユーロ債の引受に絡んでロンドン在住の親会社（またはグループ内子会社）が取得する引受手数料からの分与口銭等ではないかと考えられる。前者についていうと、世界の店頭デリバティブ市場ではマーケット規模に比べて日本株や円金利を種玉にしたものが多いこと、さらに外国証券会社は株式や債券の先物・オプションの委託手数料が比較的多いが、これはスワップやオプション契約のカウンターパーティに応じた親会社がポジションリスクをヘッジするため日支店に上場デリバティブを発注したと解釈できること等が、そう推量する根拠である。他方、日本の証券会社にとって店頭デリバティブ関連のビジネスはリーガリリスクもあつて、ごく一部を除きほとんど行つてこなかったのである。

次に順序が逆になるが、②金融費用とくに「その他金融費用」が極めて大きく、かつ金融収支が巨額の赤字になつていくことについては、通常の借入や既存の信用取引・貸借取引制度以外の方法で資金や玉を調達し、それを債券や株券のポジションに流用していると解釈できる。「その他金融費用」は債券や株券の品借料によつて構成されており、外国証券会社の場合、このような貸し債や借借取引制度以外（例えば海外経由）での貸株市場の利

用が多いと言うことである。なお、債券や株券の借入れに際し担保として現金を差し入れるとそれには付利がなされるが、「その他金融費用」に比べて受取利息が少ないことから、無担保ないしは代用有価証券での差し入れが多かつたのではないかと推量される。こうして債券貸借市場で大量の国債を借り入れ、これを市場で売却し、トレーディングや裁定取引のための債券、株券の手持ち資金にしたり、海外で借り株を調達したと考えられる。こうした関係から、株券や債券の売買益も多額に上つているわけである。

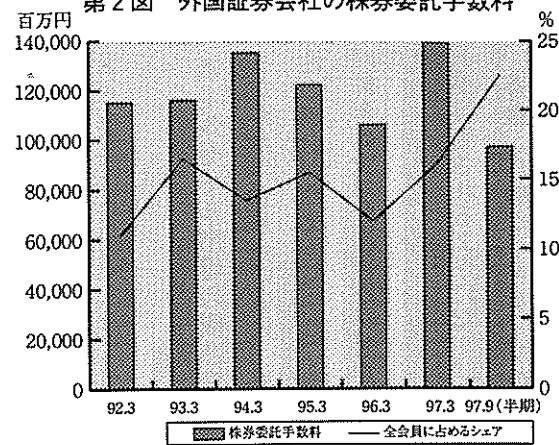
以上のようにみると、外国証券の収益源は店頭デリバティブや貸し債、貸し株を多用したトレーディング、裁定取引であつて、これまで日本の証券会社あまり積極的に手がけてこなかつた分野であることが分かる。要するに、九〇年代までの伝統的な日本の証券会社の収益源と考えられてきた株式委託業務、法人企業のエクイティファイナンスの引受業務ではほとんど競合せず、一種のニッチ市場を主な活動舞台としてきたのである。

2 ホールセール市場の構造変化と競争構造の変化

しかしながら年金基金の成長、海外分散投資の拡大（クロスボーダー取引の拡大）によつて内外機関投資家の株式発注の割合が高まるにつれ、株券委託手数料の東証全会員に占める外国証券会社のシェアは上昇傾向にある（図2）。昨年は大手証券の不祥事があり、一部業務の停止処分があつたことも影響しているが、それを抜きにしても、貸し債や貸し株、デリバティブを組み合わせた裁定取引を多年にわたつて行つてきたことで対顧客取引では執行能力が評価されるようになり、それが委託売買におけるシェア向上に結びついているとも言われる。

また、今後、店頭デリバティブの解禁、SPC（特別目的会社）法の成立を展望すると、法人営業（投資銀行業務）では、単純な株式・債券発行の引受け業務だけでなく、資産の流動化やリスク管理など資産・負債両

第2図 外国証券会社の株券委託手数料



(出所) 第1図に同じ

面にわたるアドバイスが重要になってくるとも考えられる。九〇年以降、株価低迷でエクイティファイナンスは衰退し、代わって普通社債の起債は活況を呈し、店頭株式公開もジグザグはあるにせよ引き続き活発である。つまり、発行市場自体も大きく変貌しつつある。このように九〇年以後の市場の変化により、ホールセール(投資銀行業務、機関投資家向けセールス・トレーディング)の分野では、わが国において外国証券会社は日本の証券会社とすでに本格的な競争関係に入っているといえよう。

(5)

3 リテール市場と外国証券

一方、これまで、外国証券はわが国において個人営業を本格的に展開してこなかった。それは募集手数料や信用取引受取利息・品貸料が極めて少額であることにも表れている(前掲表1)。ところが、冒頭で見たように今年に入って外国証券会社はリテールにおいても本格的な参入の動きを見せている。メリルリンチ証券だけでなく、ジャーディングフレミングが合併形態で、またフィディティも個人営業に参入することである。そしてこれらリテール営業への参入を表明しているすべての外国証券会社に共通することは、投資信託を戦略商品にして、個人顧客に財務アドバイスを提供して預かり資産を獲得する、資産管理型の個人営業をめざしているところにある。そしてこうした資産管理型の個人営業は、わが国証券界ではその試みがまだ始まったばかりで、収支の上ではまだ定着したとはいえないのである。

(1) わが国証券界の個人営業の特徴

戦後わが国証券会社の個人営業は、財閥解体を契機にした大量の財閥放出株を一般大衆にはめ込むことから出発した。そのために販売網こそが必要とされたのであり、戦前、公社債の下引受け機関として全国各地に店舗網を整備していた公社債専業者(四社の前身)がいち早く個人顧客口座を抑え、五〇年代半ばには四社寡占を作り上げたのである。その後も高度成長の波に乗って旺盛な設備投資がおこなわれ、大企業はその資金調達のため、増資を繰り返した。したがって、戦後この方、一貫して、大手証券の営業員は新規に供給される株式、その消化先でもあった投信のはめ込みに汲々としてきたのであって、本部から指令される特定の銘柄、新発の債券・投信のはめ込みには慣れきっているのである。

(6)

他方、中小証券の個人営業はこれとは無縁かというところではない。というのは、四社の市場シェアは大きい。ため、四社の取りあげる銘柄は需給関係から短期的には値上がりが見込める。したがって短期の値幅取りに徹すれば、極めて効率的なリターンが得られるので、中小証券の営業員は四社が次にどの銘柄を取りあげるか、その市場情報の取得に注力してきたのである。四社が中小証券を集めて開く勉強会や立会場での手口の解析がその手がかりとなった。そして四社にとっても中小証券が四社銘柄をこぞって取りあげてくれれば、推奨販売は成功する見込みが高い。このように、中小証券の営業員は四社のように顧客に推奨銘柄をはめ込むようなことはしないが、四社の推奨販売がなければ成り立たない個人営業であったことは否めないであろう。

以上のような四社対中小証券の二極的ではあるが互いに補完しあうような業界構造は、九一年の証券不祥事の

露呈により修正を迫られることとなった。不祥事を契機に四社は、推奨販売、ノルマ営業の廃止、支店レベルでの自主営業を宣言せざるを得なくなった。実は、低成長への移行によりこれまでのような成長資金の調達メカニズムは不要になっており、推奨販売方式もはやその使命を終えていたのである。

ところが、過渡期であるということ、また支店には予算統制の制約もあるので、支店単位での特定商品、銘柄のはめ込みがその後も行われざるをえない状況であった。他方、中小証券は四社が推奨販売を廃止して以後、四社銘柄という大きな市場情報の手がかりを失ってこれまた戦略の転換を迫られた。仕手銘柄は市場情報としては魅力であるがリスクは大きい。九〇年以後、存在感を増す外人投資家、機関投資家の手口を立会場で入手し、これを顧客に提供することが多くなった。しかしながら、取引所取引のシステム化により、東証会員会社の持つこうした市場情報の排他的なアクセスという優位性は徐々に低下していくであろう。中小証券の経営は委託手数料の自由化を待つまでもなく根本的な変革に迫られている。

(7)

(2) 多様化する証券経営

このような状況のなかで、わが国の証券会社の取った経営対応は取扱商品の多様化であった。株式以外の商品、とりわけ投資信託の取り扱い拡大により収益源を多様化しようというわけである。しかし資産管理型の営業が定着していなかったこともあり、投信販売は株式相場の影響に大きく左右され、相場低迷期にも安定的に収益があげられる不況抵抗力の強い業務にはなかなか得ないのであった。しかし、九〇年代には、投信営業以外にも多彩な試みが見られるようになった。そのことの方が重要である。まず中小証券の中から現物株の取り扱いから撤退しデリバティブに特化する業者、通信取引やインターネット取引など外交は止めて受動的な受注体制に切り替えコストを切り下げて収支の好転を図る業者、店頭株や未公開株の発掘などに注力する業者など、多彩な試みが見られるようになった。デリバティブや店頭株、未公開株の取り扱いは収益源泉の絞り込みがはつきりしており、それが成功する鍵はコスト管理、リスク管理だけである。それはむしろ小規模な業者の方が成功する見込みは高いのではないかと考えられる。

他方、大手では野村証券が昨年、支店の予算統制の枠をはずし、預かり資産の多寡を人事評価の基準に置く資産管理型の個人営業を始めようとしている。そして、同様な営業手法を外国証券会社が持ち込もうとしている。これまでの日本の個人営業とは異なったタイプの個人営業である。この数年、日本の証券会社の多くは手数料自由化を前にして外債や外国投信など募集物営業に注力してきた。一見すれば、資産管理型営業を志向しているように見えるが、売れ筋商品をアドホックに一齐に販売していることから見ると、旧来の押し込み販売の延長にあるのではないかと危惧される。本来の資産管理型個人営業とは、①顧客の資産状況、負担できるリスクの許容度、投資目的をヒアリングして、②適切な資産配分を推奨し、③その資産配分に沿った金融商品による運用を管理し、④定期的に顧客に運用状況を報告するとともにその運用状況をモニターして、必要あれば運用資産の再配分を提案する、というものである。したがって、営業員は特定の商品をはめ込むのではなく、顧客の資産配分を提案できるファイナンシャルプランナーでなければならない。そのためには営業員に対する相当の教育と研修が必要である。また資産配分に沿った運用管理を自社で行えるよう幅広い金融商品の品揃えが必要であるし、その商品のリスクとリターン特性に沿ってその商品のパフォーマンスのトラッキングレコードも必要である。

(8)

このような資産管理型の個人営業に野村証券やメリルリンチ証券がもし成功すれば画期的なことである。それはこれまでの押し込み販売的な個人営業を是正する事につながるし、社内組織や雇用慣行の異なるアングロサク

証券経営がわが国証券界のリテール営業においても定着するという二重の意味において画期的なことと

。 ① 以下の数値は、東京証券取引所「証券」一九九七年二月による。

② 外国証券と一口にいつても、その業容格差は極めて大きい。その収支状況も米系数社、欧州系数社併せて一〇社前後によって左右される。

③ 株券や債券の借入れの場合には、それに帰属する受取配当・利子は貸し手に帰属するため、借入れ側の手には入らない。外国証券会社の「その他金融収益」(この多くは株券や債券等のポジションから発生する受取り配当・利子ならびに貸付有価証券の品貸料である)がそれほど多くないのもこの関係を反映しているのでは無かるうか。

④ もつとも、九六年四月に現金担保付債券貸借取引(日本版レポ)が導入されて後は、現金担保付きが増え、九七年九月末現在、無担保ないしは代用有価証券担保の債券貸借取引は残高ベースで三分の一に低下している。

⑤ もつとも日本企業による店頭デリバティブの利用は決算対策のためとの指摘も多く、会計情報の透明性が向上すればニーズは剥離するとの見方もある。それよりも、店頭デリバティブ解禁を前にして問題なのは、わが国ではデリバティブ取引における「適合性の原則」がおろそかにされているのではないか、と云うことである。

⑥ この間の事情については以前に触れたことがある(「金融自由化の進展と証券会社経営」二上季代司編著「日本型金融システムの転換」中央経済社、一九九四年五月に所収)。