

# 外国証券会社の動向について

二上 季代司

九〇年代を通じて、わが国証券界は大きく変わったと言われる。四社の一角が破綻し、大手四社を頂点とする総合証券体制は崩れ、四社以外の既存の証券会社も業績悪化で疲弊しつつある一方、外国証券や銀行系証券子会社がシェアを伸ばし、業界の地図は大きく塗り替えられつつある。とりわけ、在日外国証券の存在感は八〇年代と比べて格段に大きくなっている。しかも、その営業成績は、相場低迷から業績悪化に苦しむ日本の証券会社と比べて相対的に良好なのである（第1図）。

外国証券会社のこの相対的に良好な営業成績について、従来、日本の証券会社関係者の間では、次のような理解が主流であった。すなわち、外国証券会社の儲け頭は、店頭デリバティブの販売ならびにヘッジファンドと一体となった株式・債券の裁定取引の売買益であり、これらは日本の会計制度の不備や大蔵省の裁量行政、監督当局や取引所の売買管理体制の不備によるものにすぎないという否定的な見解である。この見解に依れば日本の制度や規制がグローバルスタンダード化し、そのギャップが埋まってくれば、外国証券会社の収益性は徐々に低下して行くはずである。

他方、これとは逆に、資産の流動化・証券化ビジネスやM&A業務、債券レボや貸し株を駆使したトレーディング、デリバティブを使ったリスクマネジメントビジネスなど、わが国で今後の成長分野と目される新しい証券ビジネスに対応できるスタッフ、それを活かす経営組織を持っているからこそ高い収益性が生まれてくるの

だという肯定的な評価もみられ、特に最近はそのような見解のほうが強くなっている。金融ビッグバンの進行とともに上記のような新しい証券業務がビジネスとして花開くとすれば、外国証券会社に見習った経営革新を取り入れようとする動きが出てくるだろう。

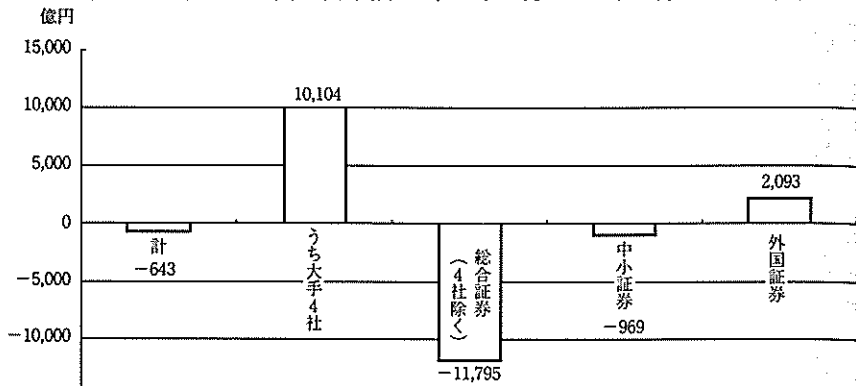
いずれにせよ、収益分野という観点から見て外国証券会社の営業領域が日本の証券会社のそれと重ならない部分が多いようである。それを否定的に見るか、肯定的に見るかは見解の相違であるが、これだけ存在感を増してきた外国証券を無視することは出来ないだろう。そこで以下では、外国証券の経営動向について簡単に整理してみた。

## 1 収益動向

まず、在日外国証券（東証会員）の営業損益について、日本の業者と比較してみよう。

第1図は九一年三月初から九八年三月初の八年間の営業損益を累計したものである。経常損益ではなく営業損益を取ったのは本業の収益力をみたいからであるし、累計したのは

第1図 東証正会員の営業損益（90年4月～98年3月までの累計）



(注) 東証会員は124社、ただし98年3月期(97年4月～98年3月)以降については山一、三洋、丸莊を除く。総合証券は資本金30億円以上の43社、中小証券は54社、外国証券は21社(98年3月期現在)。なお、会員権売買、業者の合併等による会員業者の移動の調整はしていない。

(出所) 「東証」より作成。

第1表 大手4社の損益計算書

(百万円)	1991年3月期	1992年3月期	1993年3月期	1994年3月期	1995年3月期	1996年3月期	1997年3月期	1998年3月期
	4社	4社	4社	4社	4社	4社	4社	3社
会員数								
受け入れ手数料	1,186,833	775,299	603,373	877,905	730,030	849,020	886,054	537,340
委託手数料	731,003	412,335	303,552	461,966	351,022	443,010	388,605	251,637
引受手数料	120,941	112,096	82,024	107,444	129,454	121,939	179,527	45,484
募集手数料	158,393	90,021	69,434	136,491	98,112	134,374	161,826	103,241
その他手数料	176,496	160,847	148,363	172,004	151,442	149,697	156,096	136,978
金融収入	601,444	457,353	264,265	203,213	161,412	182,937	177,618	176,931
信用取引受取利息等	203,266	104,106	27,693	24,399	17,085	14,419	14,846	10,131
受取利息						51,910	41,756	39,877
受け取り債券利子								
受け取り配当金	398,178	353,247	236,572	178,814	144,327	116,608	121,016	126,923
その他(レボ品貸料等)								
金融費用	229,222	169,076	84,486	61,016	59,238	65,631	69,938	77,247
信用取引支払利息等	20,622	14,898	8,818	3,232	3,706	6,423	7,595	6,882
支払い利息	200,145	147,836	70,356	49,464	42,755	40,393	45,378	46,528
品借り料								
その他金融費用	8,455	6,342	5,312	8,320	12,777	18,815	16,965	23,837
売買損益	114,188	29,551	143,608	130,108	11,478	221,682	162,103	81,511
株券など	-57,819	-52,845	20,524	-7,169	-5,165	13,662	-11,770	-252
債券等	81,555	49,999	102,125	102,976	19,661	176,302	168,556	65,758
そのほか	90,452	32,397	20,959	34,301	-3,018	31,718	5,317	16,005
販売・一般管理費	1,152,971	1,068,710	969,726	989,812	933,960	958,570	955,228	710,050
経常収支	33,862	-293,411	-366,353	-111,907	-203,930	-109,550	-69,174	-172,710
金融収支	372,222	288,277	179,779	142,197	102,174	117,306	107,680	99,684
営業損益	520,272	24,417	-42,966	160,398	-90,278	229,438	200,609	8,485
(参考) ネット金利+売買益	486,410	317,828	323,387	272,305	113,652	338,988	269,783	181,195

参考	1991年3月期	同シェア	1998年3月期	同シェア		1991年3月期	1997年3月期	1998年3月期
委託手数料内訳						シェア	シェア	シェア
株式現物	597,262	36.1%	209,104	29.7%	委託手数料	38.5%	39.3%	30.3%
株式先物等	49,237	47.0%	11,216	22.2%	引受手数料	70.5%	77.3%	60.2%
債券現物	71,778	62.9%	27,985	47.4%	募集手数料	51.2%	67.5%	48.8%
債券先物等	8,484	40.4%	2,230	15.5%	その他手数料	51.1%	49.2%	39.2%

(注) シェアは東証会員業者全体に占める割合。98年3月以降は山一除く3社。  
 (注) 決算年度は、前年4月から当年3月まで。  
 (出所) 東証「証券」より作成。なお、各社有価証券報告書により一部修正した。

「トレーディング勘定」の導入(九七年四月以降)までは評価損益が顕在化せず、年度間に売買益がまたがっていたためである。これによると東証会員業者全体としては、この八年間、利益は全く出ず、六四三億円の赤字に  
 なっている。この内訳をみると、大手証券は累計一兆円、外国証券は二一〇億円の利益、逆に、資本金三〇  
 億円以上の総合証券は一兆一八百億円、資本金三〇億円未満の中小証券は一千億円の赤字となっている。それ  
 は、全体として相場が停滞していた九〇年代において、大手証券と外国証券はどのような分野で収益を挙げてき  
 たのだろうか。

表1-4は、東証会員業者を大手証券、外国証券、資本金三〇億円以上の総合証券、三〇億円未満の中小証券  
 の四つにグループ分けし、そのおの損益計算書における主要項目をみたものである。これによると外国証  
 券会社の場合には、次のような特徴がみられる。まず受け入れ手数料を見ると、

①国内証券の委託手数料は九三年三月期をボトムに落ち込んだ後、横ばいしないしは低下傾向である(大手証券  
 の場合、九八年度以降は四社から三社に減ったため、外見上さらにシェアが急減したように見えるだけであ  
 る)が、外国証券の場合はバブル崩壊以後も落ち込みを見せず、しかも九七年三月期つまり九六年頃から、  
 急増している。

②その内訳につき、九一年三月期と比較すると、外国証券の場合には、どの項目でも増えており、かつシェア  
 も高まっていること、また先物・オプションの委託手数料のシェアが九一年三月期当初から高く、特に債券  
 先物委託手数料のシェアは九八年三月期には七割近くになっている。

③引受手数料については、九八年三月期以降、銀行系証券子会社(東証非会員)の引受シェア上昇の影響によ  
 り、東証会員業者は全体として急減しているのであるが、外国証券会社はその影響を全く受けていない。そ

第3表 総合証券(4社除く)の損益計算書

(百万円)	1991年3月期	1992年3月期	1993年3月期	1994年3月期	1995年3月期	1996年3月期	1997年3月期	1998年3月期
会員数	42社	43社	44社	44社	44社	44社	44社	43社
受け入れ手数料	1,134,268	703,607	490,072	704,126	538,101	573,954	543,118	472,984
委託手数料	850,055	492,630	331,355	495,668	358,823	414,723	356,681	285,974
引受手数料	40,026	39,236	18,592	30,770	35,939	27,197	43,485	17,209
募集手数料	138,180	75,087	55,876	91,204	66,301	62,098	72,446	103,316
その他手数料	106,007	96,654	84,249	86,484	77,038	69,936	70,506	66,485
金融収入	459,917	300,067	139,153	103,105	86,958	66,729	64,006	65,490
信用取引受取利息等	377,234	217,425	69,669	56,722	42,585	31,498	35,372	27,313
受取利息						10,499	6,746	9,539
受け取り債券利子								
受け取り配当金	82,683	82,642	69,484	46,383	44,373	24,732	21,888	28,638
その他(レボ品貸料等)								
金融費用	250,080	139,999	63,053	43,229	44,023	40,019	37,002	41,061
信用取引支払利息等	74,729	46,289	23,919	13,012	11,599	15,271	18,443	19,726
支払い利息	171,089	90,894	36,474	27,360	26,877	19,006	13,941	11,352
品借り料								
その他金融費用	4,262	2,816	2,660	2,857	5,547	5,742	4,618	9,983
売買損益	50,839	267	46,904	43,394	7,505	140,283	119,943	98,400
株券など	17,487	-21,004	1,549	41,977	-2,634	44,975	-3,242	28,958
債券等	19,638	16,874	45,385	-4,684	9,840	90,050	122,638	61,087
その他	13,714	4,397	-30	6,101	299	5,258	547	8,355
販売・一般管理費	1,273,757	1,164,931	1,008,251	940,184	860,888	793,879	761,456	670,863
経常収支	-139,489	-461,324	-518,179	-236,058	-322,787	-219,925	-218,338	-197,879
金融収支	209,837	160,068	76,100	59,876	42,935	26,710	27,004	24,429
営業損益	121,187	-300,989	-395,175	-132,788	-272,347	-52,932	-71,391	-75,050
(参考) ネット金利+売買益	260,676	160,335	123,004	103,270	50,440	166,993	146,947	122,829

参考	1991年3月期	同シェア	1998年3月期	同シェア	1991年3月期	1997年3月期	1998年3月期
委託手数料内訳					シェア	シェア	シェア
株式現物	778,635	47.1%	257,033	36.5%	44.7%	36.1%	34.5%
株式先物・オプション	31,043	29.7%	11,211	22.2%	23.3%	18.7%	22.8%
債券現物	33,848	29.7%	15,558	26.4%	44.7%	30.2%	48.9%
債券先物等	8,612	41.0%	2,038	14.2%	30.7%	22.2%	19.0%

第1表と同じ

第2表 外国証券会社(東証会員)の損益計算書

(百万円)	1991年3月期	1992年3月期	1993年3月期	1994年3月期	1995年3月期	1996年3月期	1997年3月期	1998年3月期
会員数	25社	25社	25社	24社	24社	22社	21社	21社
受け入れ手数料	195,857	191,052	194,723	226,393	202,615	190,026	248,532	378,209
委託手数料	130,992	126,449	128,606	155,080	140,815	134,459	157,425	226,552
引受手数料	9,457	9,735	5,635	8,180	11,466	7,670	7,945	12,150
募集手数料	2,481	2,373	447	1,756	452	347	322	414
その他手数料	52,928	52,495	60,035	61,377	49,882	47,550	82,840	139,093
金融収入	61,306	65,701	55,482	63,846	64,200	61,441	74,251	159,062
信用取引受取利息等	9,331	6,556	2,013	793	509	432	580	1,834
受取利息	31,958					12,013	28,719	72,538
受け取り債券利子	12,831							
受け取り配当金	963	59,145	53,469	63,053	63,691	48,996	44,952	84,690
その他(レボ品貸料等)	6,223							
金融費用	46,356	59,930	54,120	109,944	152,969	162,607	240,582	286,402
信用取引支払い利息等	5,297	3,921	1,479	515	543	540	990	2,645
支払い利息	30,115	49,723	20,086	33,306	59,742	25,945	39,545	71,631
品借り料	8,294							
その他金融費用	2,650	6,286	32,555	76,123	92,684	136,122	200,047	212,126
売買損益	25,669	103,440	81,472	136,196	167,159	147,417	219,439	220,018
株券など	26,312	92,507	44,048	13,439	42,294	1,284	38,173	57,278
債券等	-1,889	10,619	37,365	121,570	117,290	138,198	183,247	171,278
その他	1,246	314	59	1,187	7,575	7,935	-1,981	-8,538
販売・一般管理費	228,175	254,976	268,255	281,591	259,609	244,690	278,683	395,274
経常収支	-32,318	-63,924	-73,532	-55,198	-56,994	-54,664	-30,151	-17,065
金融収支	14,950	5,771	1,362	-46,098	-88,769	-101,166	-166,331	-127,340
営業損益	8,301	45,287	9,302	34,900	21,396	-8,413	22,957	75,613
(参考) ネット金利+売買益	40,619	109,211	82,834	90,098	78,390	46,251	53,108	92,678

参考	1991年3月期	同シェア	1998年3月期	同シェア	1991年3月期	1997年7月期	1998年8月期
委託手数料内訳					シェア	シェア	シェア
株式現物	98,070	5.9%	176,532	25.1%	6.9%	15.9%	27.3%
株式先物等	22,411	21.4%	24,602	48.7%	5.5%	3.4%	16.1%
債券現物	6,693	5.9%	14,821	25.1%	0.8%	0.1%	0.2%
債券先物等	3,681	17.5%	9,908	69.1%	15.3%	26.1%	39.8%

第1表と同じ

第4表 中小証券(東証会員)の損益計算書

(百万円)	1991年3月期	1992年3月期	1993年3月期	1994年3月期	1995年3月期	1996年3月期	1997年3月期	1998年3月期
会員数	53社	52社	51社	52社	52社	54社	55社	54社
受け入れ手数料	209,038	116,084	78,800	112,363	90,396	104,477	98,924	77,302
委託手数料	187,982	100,432	66,516	96,331	72,893	91,009	84,872	65,380
引受手数料	1,203	1,319	596	1,165	1,517	1,169	1,204	735
募集手数料	10,178	6,307	4,767	6,906	5,527	4,440	5,045	4,406
その他手数料	9,675	8,026	6,921	7,961	10,459	7,859	7,803	6,781
金融収入	126,854	76,927	30,791	24,060	18,903	16,074	18,970	14,244
信用取引受取利息等	119,287	70,103	24,079	20,132	15,586	13,702	17,212	12,527
受取利息						775	358	320
受け取り債券利子								
受け取り配当金								
その他(レボ品貸料等)	7,567	6,824	6,712	3,928	3,317	1,597	1,400	1,397
金融費用	90,120	49,321	17,142	11,504	9,421	9,798	12,790	10,262
信用取引支払利息等	45,434	24,653	9,955	7,177	5,981	7,785	11,276	9,432
支払い利息	44,485	24,425	7,083	4,256	3,328	1,978	1,489	797
品借り料								
その他金融費用	201	243	104	71	112	35	25	33
売買損益	20,281	7,654	13,064	21,180	9,909	20,940	14,564	28,656
株券など	21,938	6,601	10,036	16,944	9,731	19,340	14,548	19,487
債券等	- 940	1,601	3,263	4,208	322	824	72	9,434
その他	- 717	- 548	- 235	28	- 144	776	- 56	- 265
販売・一般管理費	223,985	181,705	150,567	152,537	141,361	138,134	132,575	116,141
経常収支	- 14,947	- 65,621	- 71,767	- 40,174	- 50,965	- 33,657	- 33,651	- 38,839
金融収支	36,734	27,606	13,649	12,556	9,482	6,276	6,180	3,982
営業損益	42,068	- 30,361	- 45,054	- 6,438	- 31,574	- 6,441	- 12,907	- 6,201
(参考) ネット金利+売買益	57,015	35,260	26,713	33,736	19,391	27,216	20,744	32,638

参考	1991年3月期	同シェア	1998年3月期	同シェア	1991年3月期	1997年3月期	1998年3月期	
委託手数料内訳	シェア	シェア	シェア	シェア	シェア	シェア	シェア	
株式現物	180,110	10.9%	60,994	8.7%	委託手数料	9.9%	8.6%	7.9%
株式先物等	2,005	1.9%	3,527	7.0%	引受手数料	0.7%	0.5%	1.0%
債券現物	1,803	1.6%	657	1.1%	募集手数料	3.3%	2.1%	2.1%
債券先物等	212	1.0%	166	1.2%	その他手数料	2.8%	2.5%	1.9%

第1表と同じ

の引受手数料は九七年三月期まではほぼ横這いに推移してきたが、その後増加し、九九年三月期はさらに増加した模様である。これとは逆に、大手証券ならびにその他国内証券会社は急減している。

④募集手数料の額は極めて少ない。

⑤その他手数料の額ならびにそのシェアは九〇年代初頭から高かったのだが、特に九七年三月期以降急上昇している。

次に、金融収支ならびに売買損益を見ると、

①外国証券会社の場合には、信用取引関連の利息収入・費用がもともと少なく、九〇年代を通じて信用取引のニーズが激減したことによる影響は、外国証券会社の場合、ほとんどなかったと言って良い。

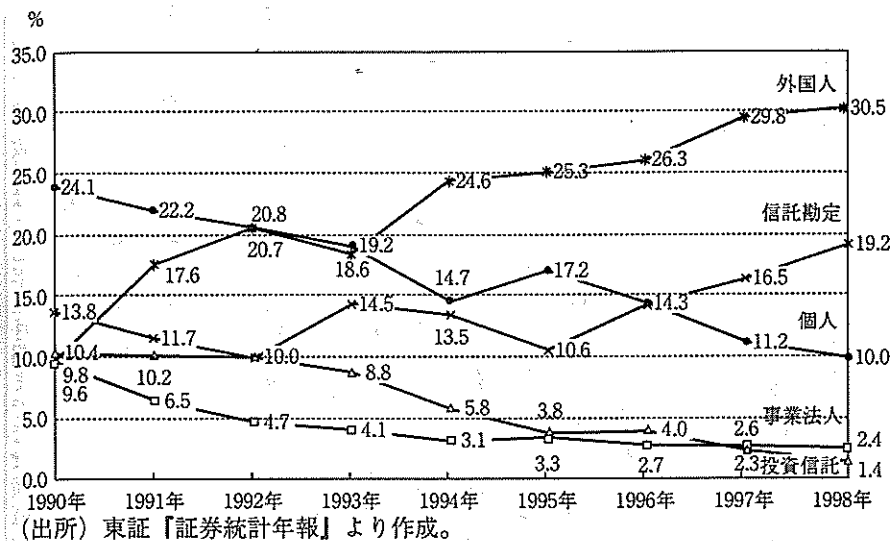
②これに対し、金融収入では受け取り債券利子・株式配当と債券・株券の品貸料が多い。一方、金融費用では九三年三月期以降、債券・株券品借り料等のその他金融費用が急増し、その結果、九四年三月期以降は金融収支が逆転し、しかも赤字幅が年々拡大している。

③時期を同じくして、売買損益の太宗を占めてきた株式売買益が九四年三月期以降減少し、替わって債券売買益が急増し、金融収支のマイナスを相殺する形で拡大している。

## 2 営業動向

以上のように、外国証券会社の収益動向は国内証券会社と比べて著しく異なっているのである。それは、異なる領域を営業分野にしているからだろう。そこで、収益動向から営業動向や彼らの競争力を推測してみよう。

第2図 投資家別内訳(東証1部、買い付けベース)



(1) 株式ブローカー業務

株券現物委託手数料が増加している背景としては、売買シェアを高めている外人投資家の受注のかなりの部分を外国証券が獲得していることが挙げられよう。第2図は東証一部銘柄の投資家別シェアであるが、外人投資家は九〇年一〇%弱から九八年三〇%強へ、年金等の信託勘定も一四%から二〇%弱へ上昇し、他方、個人は二四%から一〇%へ、投資信託と事業法人はともに一〇%から二%へ激減している(自己勘定を含めた全体としての割合)。

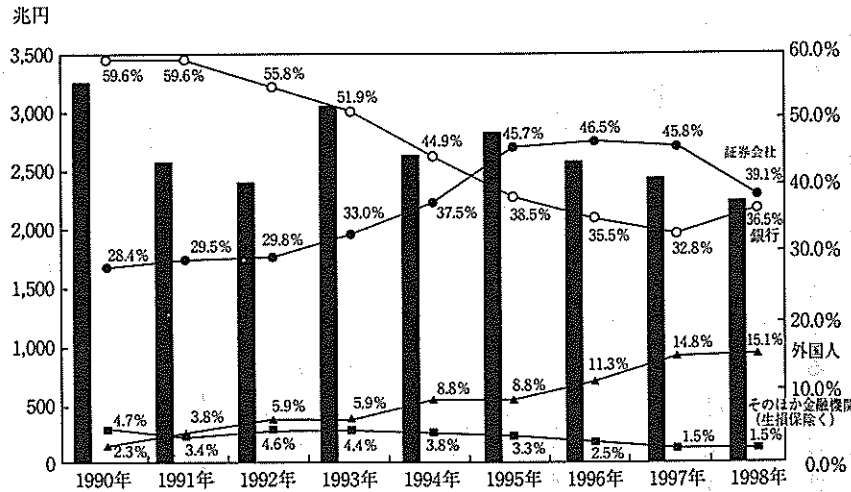
ところで、外人投資家から在日外国証券会社への発注シェアは、八〇年代末まで高くなかったのである。「金融ビジネス」誌(九四年二月号)によれば、八八年当時、欧州からの発注シェア——大手四社六〇%、外国証券七%、米国からの発注——大手四社三五%、外国証券四〇%、東南アジアからの発注——大手四社四〇%、外国証券二五%であったものが、九二年にかけて外国証券のシェアが急上昇し、九四年七月時点では、欧州からの発注シェア——大手四社三五%、外国証券四八%、米国からの発注——大手四社一六%、外国証券

券七八%、東南アジアからの発注——大手四社二六%、外国証券六五%となっている。

このような変化の背景は八〇年代後半から末にかけて外国証券会社が東証会員権を入手したこと、米国の業者のように欧米機関投資家との強固な取引関係を既に築いていることのほか、ブローカー業務の競争力において、次のような事情が働いた結果と思われる。通常、海外の機関投資家は(少し遅れて日本の機関投資家でも)、調査能力、執行コスト(執行能力、明示的な手数料)の二つの観点から発注先ブローカーを格付評価している。このうち、調査能力については、全体として日本の大手証券の方が優れている。どこの国でもそうであるが、国内株については自国の業者が一番よく知っているのである。もちろん、外国証券会社の中には業種や銘柄を絞った深い調査を得意にしている業者があるが、全体としての調査能力で大手証券を上回っているとはいえないであろう。

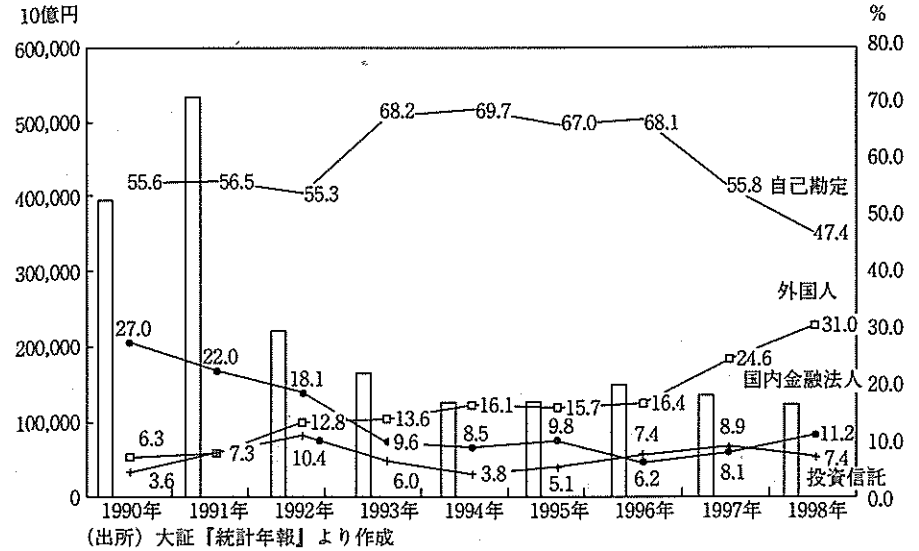
そうだとすると、執行コストの差が考えられる。特に欧州ロンドンからの発注にはその要素が強いように思われる。銘柄ごとの流動性にもよるが、大手証券の現法が現地で株の発注を受けるとその八割はそのまま東京本社に発注し直すのに対し、欧米の業者が在日東京支店の場電店に発注するのはそれより低い六割程度にとどまり、四割程度は現地で仕切り売買で執行すると言われる。それだけ機関投資家に対して迅速で場合によっては良い値段での執行サービスを提供しうるのであるが、反面、それだけ外国証券の場合にはポジションコスト・リスクを抱えることになり、在日拠点への株の発注は現地でのポジションカバーのためのものとなり、グローバルトレーディングの中で処理されることになる<sup>(2)</sup>。その際には先物によるヘッジも使われるため、先物取引の委託手数料が計上されることになる。

第4図 債券先物投資家別内訳



(注) 会員、特別参加者の自己売買および委託売買の合計が出来高全体に占める割合  
(出所) 東証「証券統計年報」

第3図 日経225先物出来高と投資家別内訳



(出所) 大証「統計年報」より作成

していただと考えられる。

(2) トレーディング業務

在日外国証券会社のトレーディング収益の太宗は、従来は株式の裁定取引によるものであった。また親会社・関連会社の裁定取引のポジションからの発注は実質的には自己勘定によるものと考えられるが、顧客注文という形を取るため、外国証券東京支店には現物や先物の委託手数料として収益計上されることも多いと言われてきた。しかし九三年頃から、国内業者も株式の裁定取引に参入し始め、株式裁定取引の利益率は徐々に低下し始める。これに替わってトレーディング収益の中心をしめるようになったのが円債のトレーディングである。

そのファンディングとしては資金の借り入れよりも債券を借りこれを売却する方が多かつたと目される。というのは、九三年以降、支払い利息よりも品借り料等その他金融費用のほうが多くなっていくからである。また、これと平行して債券先物委託手数料も急増していることから、親会社・関連会社ならびに取引先のヘッジファンドが円債の裁定取引ポジションを組んでおり、そこから先物取引を受注

第3図は大証日経二二五先物の投資家別内訳をみたものであるが、これによると九三年に自己勘定の比率が上昇した後、九七年から低下し、これに代わって外人の比率が上昇しているのがわかる。先ほどもみたように国内証券が参入したため九三年以後、自己勘定のシェアが高まっていったのであるが、外国証券の東京支店では、自己勘定のポジションとしてはむしろ株式から円債の方にシフトしていったのである。九七年頃にはジャパンプレミアムの高まりにより円資金採り入れが一層有利となつて大規模な円債の裁定ポジションが取られると同時に、海外からは銀行株の品借りによる空売りが始まり、そのヘッジとして株式先物の受注が多くなつていったと目される。

なお第4図は国債先物取引の投資家別内訳である。右記でみたように、一九九四年を境に外国人からの発注と証券会社の自己勘定の比率が増えているのが看取される。

いずれにせよ、外国証券のトレーディング業務は顧客の注文を円滑に遂行するための補完機能というよりも、市場

の歪みを掬う裁定利益追求に重きを置くものであり、それが親会社・関連会社、ヘッジファンドを巻き込んでグローバルに展開されているのである。

### (3) 投資銀行業務

投資銀行業務として考えられるのは引受業務のほか、M&Aや資産の流動化・証券化、プライベートエクイティファンドの組成等であろうが、これは収益項目としては、引受手数料のほか、「その他手数料」に一括される。しかし「その他手数料」は委託業務、引受業務、売り捌き業務以外の付随業務、兼業業務などからの雑多な手数料が入り込んでいるため、どの業務が大宗をしめるのか、それだけでは特定できない。

大手証券以下、国内証券の場合は、若干のずれはあるが、募集手数料とほぼパラレルに連動していることから、「その他手数料」の大部分は投資信託の代行手数料と考えられる。しかし、外国証券の場合には募集手数料は極めて少額であることから、これは当てはまらない。とすれば、まず親会社等在外拠点との業務提携手数料が考えられる。すなわち、日系企業・金融法人が海外で仕組み債や店頭デリバティブを購入した際の紹介料や商品開発料等の名目である。特に店頭エクイティデリバティブについては、九八年末の金融システム改革関連法施行までは国内で契約できず、海外でポジションがもたれていたのだが、その営業行為を国内証券会社は行政指導により出来なかつたのである。ところが在日外国証券ならびに一部の都市銀行にはそれが許されていたのであつた。問題は、それを購入する側の日系企業、金融機関の意図が利益先取りや損失先送りによる決算操作のために使われる場合が多かつたということである。この部分のマージンは極めて厚いと言われており、外国証券の「その他手数料」のかなりの部分を占めていると考えられる。

しかし、九七頃から邦銀の不良債権のバルクセールが始まり、日本企業をターゲットにしたM&Aの件数が増え始め、またMBO（経営者による事業部門買い取り）専用のファンドの組成もみられるようになり、それを在日外国証券がアレンジするケースが多くなつていった。M&Aの仲介斡旋は「情報提供コンサルタント業務」、バルクセルの斡旋は「金銭債権の売買・取り次ぎ業務」、MBOなどのプライベートエクイティファンドの組成は「投資事業組合の持ち分権の売買・取り次ぎ業務」として、それぞれ兼業業務として認められている。これらの業務から挙がる収益も「その他手数料」として計上され、むしろ最近では、こっちの収益の方が拡大しているのである。

一方、引受業務としては最近では、ABS（資産担保証券）、CLO（貸付債権担保証券）、CBO（社債担保証券）など仕組み債券が増え、外国証券が主幹事として引き受ける例も増えている。このような仕組み債は、単独幹事が多く引受手数料も比較的厚いといわれている。

### 3 小括

以上、在日外国証券の収益動向を手がかりに、その営業動向を整理してみた。これによると、冒頭でみたように、たしかに制度や規制の不備を狙った営業行為で利益を上げてきた側面があつたと思われる。しかしそのような営業手法は、連結会計・時価会計の導入、取引所の売買管理規制の強化、事後摘発体制への監督行政の転換などにより、取り難くなるであろう。

しかし、一方、この二、三年の間の経験から分かるように、M&Aや債権のバルクセール、プライベートエクイティファンドの組成など米系業者によつて持ち込まれた新しい投資銀行業務が拡大する予兆も感じられる。

なお、以上はすべてホールセール業務での変化であった。在日外国証券会社の営業分野としてはホールセールが主舞台となるからである。しかし、投信などアセットマネジメントの分野でも外国証券の営業攻勢は強まっており、リテールの分野でも新しい変化が予見される。従ってリテール業務に置いて、検討を加えるべきであるが、それは後日改めて取り上げたい。

注

(1) 「営業損益」は営業収益(受入手数料+金融収益+売買損益)から営業費用(販売費・一般管理費+金融費用)を控除したものである。経常損益はこれに営業外損益(営業外収益から営業外費用を控除)を加えたものである。さらにこれに特別損益(株式含み益等の特別利益から関連会社支援損などの特別損失を控除したもの)を加えたものが税前当期純損益となる。

(2) なお、手数料コストについては、これまで在外拠点との連結制度など経営組織の違いが反映していた。海外では委託手数料は自由化されているが、これを受注した在外拠点(四社現法あるいは外国証券本社・子会社など)が東京本店ないしは在日支店に発注すれば手数料の五〇％は支払わなければならないため、それ以上を割り引けば在外拠点には赤字がたまる。そのため大手四社の場合には在外拠点の手数料割引には限度があった。しかし、多くの外国証券ではレポートインク体制ならびに管理会計の面で地域別ではなく商品別の経営組織を採用しているため、在外拠点に赤字がたまったとしても、貢献度に応じて収入が再配分されることになっており、思い切った手数料の割引が可能になったのである。しかし、手数料の完全自由化によって、こうした経営組織の違いが海外の手数料テーブルに影響するとはなくなろう。