

# 存在感高める外国証券会社

二上季代司

わが国証券業界における外国証券会社（とりわけ欧米系外国証券）の存在感が高まっている。全体的な数値に占めるウェイトはもちろん個々のマーケット、ビジネスにおけるシェアも上昇しており、新しいマーケットやビジネスの創設という点でも積極的であり、外国証券会社の役割、意義は無視出来なくなっている。しかしながら外国証券会社は在日支店という形で進出しており、その財務資料は開示されていないため、その活動よりははつきりしない。そこで以下では、新聞報道その他の公開された資料から外国証券会社の活動ぶりを簡単に整理、紹介してみた。

## 1 外資系証券会社の全体的シェア

まず外国証券会社のわが国証券市場における全体的なウェイト<sup>(1)</sup>を概観しよう。約三〇〇社のうち外国証券会社は五九社、うち取引所会員業者は二六社となっている。また、わが国証券従業者は一九九一年の総数約一六万人をピークに一貫して減り続け、二〇〇〇年三月末現在、九万一千人となっているが、外国証券会社の従業者は九七年頃から逆に増え始め、この四年間で四千人近く増員、現在は九、一五六人となり、証券従業者の約一割を占めるに至っている。

次に最近の手数料ビジネスについてみておこう。表1は外国証券会社のうち東証会員業者について手数料収入

表1 外国証券会社（東証会員）の手数料収入と販売管理費 (百万円)

	外国証券会社		東証会員業者全体に占めるシェア			(参考) 国内証券会社		
	1999年 3月期	2000年 3月期	1999年 3月期	1999年 3月期	2000年 3月期	1999年 3月期	2000年 3月期	
受け入れ手数料	399,145	524,937	10.70%	26.68%	19.87%	1,096,652	2,116,904	
内訳	委託手数料	182,263	217,019	11.17%	26.72%	15.00%	499,858	1,229,485
	(うち株券現物)	140,893	183,779	5.90%	24.01%	13.43%	445,797	1,184,677
	引受手数料	27,038	88,495	5.99%	17.73%	35.41%	125,478	161,385
	募集手数料	7,242	1,510	1.37%	3.13%	0.35%	224,332	433,844
	その他手数料	182,602	217,913	16.51%	42.51%	42.72%	246,984	292,191
販売管理費	393,893	531,699	9.55%	21.11%	25.69%	1,471,761	1,538,070	
内訳	取引関係費	92,230	109,785	12.95%	30.41%	29.46%	211,094	262,928
	人件費	182,074	286,573	9.99%	21.16%	27.55%	678,298	753,564
	不動産関係費	33,804	41,873	8.55%	12.00%	15.42%	247,855	229,637
	事務費	23,292	37,429	4.87%	11.50%	17.45%	179,310	177,078
	減価償却費	4,033	5,643	N.A.	9.49%	11.64%	38,483	42,830

(出所) 片桐純「東証会員123社の決算概況」『月刊資本市場』2000年7月などより作成。

と販売管理費を見たものである。九〇年代を通じて外国証券会社はブローカー、引受その他、ほぼすべての手数料ビジネスにおいてシェアを伸ばしてきている。前年度の変化としては株券委託手数料の絶対額は増えているが、シェアは大きく低下していることがあげられる。これは昨春来の相場の上昇で個人投資家が株式市場に復帰、売買部門別にみても個人投資家の売買シェアが上昇し、しかも手数料率が比較的高かったことから国内証券会社の個人営業部門が株券現物手数料を前年度比二・六倍に増やす一方、外国証券会社のブローカー部門の顧客は主として海外機関投資家であり、国内証券会社ほどには株券現物手数料が増えなかったためである。すなわち、外国証券会社はわが国で業容を拡大しつつもなお依然としてホールセールに軸足を置いた営業展開となっており、このことは募集手数料がきわめて少額であることにも反映されている。

むしろ注目すべきは引受手数料の増加ぶりであり、東証会員業者全体の三分の一以上を占めるに至っている。またその手数料が依然高いシェアを保っていることも注目点である。

表2 外国証券会社主幹事案件（普通社債、円建て外債）

（単位：億円）

	2000年（4月～7月）		1999年度		1998年度	
普通社債	1,700	(500)	6,650	(1,900)	6,900	(2,450)
シェア	10.0%		8.5%		6.6%	
円建て外債	5,650	(2,150)	3,350	(3,350)	300	(300)
シェア	59.9%		36.2%		29.0%	

（注）右側カッコ内は単独主幹事  
（出所）日本証券業協会「公社債発行要覧一覧」より作成。

なお、ここでは手数料ビジネスだけに言及しているが、トレーディング業務も活発であり、特に最近では日本の国債増発の影響で欧米機関投資家中心に円債の組み入れニーズが高まっており、それを背景に円債ビジネスへの注力が顕著である。特に昨年度はドイツチェ証券など欧州系が躍進し、昨年度の国債落札シェアは欧州系一三・六%、米系一・一%となっている。

他方、費用の方を見ると積極的な人員の採用と報酬の上昇により人件費が急増、これが販管費を大幅に押し上げているのである。このため、外国証券会社の販売管理費は手数料収入を上回り、営業収支（手数料収入マイナス販売管理費）は赤字になっている。この点、国内証券会社がおしなべてリストラを継続中で販管費を抑制し、今年度は営業収支を黒字に転換させたのと対照的である。しかも外国証券会社の従業員数が全体の約一割であるのに対して、人件費は二八%を占めている。その結果、外国証券会社従業員賃金水準は単純計算すると、国内証券会社の従業員に比べ平均約三倍の水準となっているのである。

(3)

## 2 外国証券会社の引受業務

次に、個別に立ち入って観察してみよう。まず手数料収入が大幅に増加した引受業務をみよう。外国証券会社（東証会員ベース）の引受手数料収入は九七年までは一〇〇億円以内と横バイでいたが、九八年度一二二億円、九八年度二七〇億円、九九年度八八五億円と増え、これにつれて引受手数料シェアも上昇している。この要因としては、公募円建て外債の発行が急増し、しかも外国証券会社が主幹事になるケースが増えたことが最も大きい。しかもこの傾向は今年に入っても続いているのである。そこで昨年の公募普通社債と円建て外債の外国証券会社主幹事案件をみると表2のようである。

円建て外債は九八年度までは日系証券会社が主幹事をほとんど独占していたのだが、昨年度来、外国証券会社の活躍が顕著となり、シェアは五〇%を越え、しかも起債額は急増しているのである。この原因としては、円債の調達コストが低いことに加え、①欧米企業を中心に日系企業のM&Aのための資金、日本における事業資金の調達ニーズが高まっていること（具体例を挙げると、GEキャピタルが昨年度に四本の円建て外債を合計一、六〇〇億円発行、その後、日本リースや東邦生命を買収した。またJPモルガン、ゴールドマンサックス、リーマンブラザーズ等の外国証券会社が日本での事業資金として昨年度から今年にかけて総額二、二〇〇億円を円建て外債で調達した）、②やや技術的であるが米SECの会計基準変更（デリバティブの時価評価）により従来、海外発行体がつけてきた、ドル資金にスワップをかけて円資金にする方法はバランスシート上のリスクが高くなったこと、等が挙げられよう。このほか国内普通社債の主幹事案件においても外国証券会社のシェアは上昇してきている。特に昨年度に目立ったのはリース、クレジット、消費者金融などノンバンク案件の主幹事に外国証券会社になるケースが多かったことである。このほか、まだ数は少ないが新興企業のIPO（新規公開）の主幹事になるケースも出始めている。

(4)

## 3 外国証券会社のM&A業務

先ほどもみたように、近年、円建て外債の起債が急増している背景として、欧米企業

が日本企業をターゲットにM&Aを仕掛けるケースが増えていることがあげられるが、そのアドバイザリーのシェアでは外国証券会社とがきわめて高いのである。表3は、日本企業が絡んだM&Aのアドバイザリーランキングであるが、米系投資銀行が常にトップランキングにある。そして証券会社がM&Aやその他顧客企業の財務政策に関する助言活動を行った場合に徴収するアドバイザリーフィーは「その他手数料」として計上されることから、外国証券会社の「その他手数料」の絶対額およびシェアは高くなるのである（前掲表1）。

#### 4 外国証券会社のリテール戦略

外国証券会社はおしなべてホールセールに特化しているものであり、そのことは収入構成にも現れているのであるが、リテール市場に無関心というわけではないのである。注1でも触れたように自主規制機関が集計している種々の統計数値での外国証券会社は必ずしも株主構成からの定義ではないから、国内証券会社と定義されていても外資系が支配権を握るケースがあり、そのなかでリテール営業を行っている業者もあるからである（具体例としてはメリルリンチ日本証券等がある）。またホールセールに特化している業者の中で、最近

注目されるリテール戦略として国内証券会社との販売提携が挙げられる。すなわち、昨年度来、他社株転換債、株価指数連動債などが国内中堅中小証券によって個人投資家に販売されてきたが、これを組成しているのは主として外国証券会社である（ただし、これは海外非居住者発行のユーロ円債に店頭オプションを組み合わせて国内に持ち込んでくるため、外国証券東京支店の引受手数料としてはカウントされず、どの程度の収入があるのか、数値として掴みにくい）。さらに最近ではカバードワラントを組成して、これをオンライン証券会社を通じて販売するケースが急増している。他社株転換債、株価指数連動債、カバードワラントなどは九八年末の店頭デリバティブ解禁により可能となった商品であるが、これを組成しているのは今のところ外国証券会社を中心となっている。

#### 5 小括

国内証券会社と定義されていても外資系の支配下にある業者も増えており、そう考えると外資系証券会社の下で働く証券従業員は今や一割を大きく上回る数になる。それだけではなく、証券界の雇用の流動化は九七年以降、加速している。このことはこれまで他産業と同様の日本の雇用慣行を墨守してきたわが国証券業界に、有能な人材を引き留めるための新たな人事・報酬制度を構築するインセンティブを与えることになろう。このことは巡りめぐってさらに雇用の流動化を進め、証券マンの独立（証券会社開業）の動きを加速し、証券業界の新陳代謝をすすめていくだろう。

また、産業構造の転換の過程でわが国でも企業再生ビジネスが本格化し始めているが、背後に欧米機関投資家を顧客に持つ米系投資銀行が、プライエイトエクイティファンドの組成、M&A等のアドバイザリーならびにこ

表3 国内M&Aアドバイザリーランキング（公表案件・取引金額ベース）

アドバイザー	2000年（1～6月）			1999年（1～12月）		
	順位	取引金額 （百万ドル）	案件数	順位	取引金額 （百万ドル）	案件数
メリルリンチ	1	15,623	9	2	105,068	20
ソロモンスミスバーニー	2	10,736	11	4	16,884	7
ドイッチェ銀行	3	6,974	4	8	4,297	6
興銀	4	5,931	19	7	5,720	21
ゴールドマンサックス	5	5,905	7	1	111,167	24
J Pモルガン	6	5,176	9	6	9,318	12
日興証券	7	5,103	39	—	—	—
KPMG	8	5,019	8	—	—	—
野村グループ	9	4,987	34	10	3,445	33
モルガンスタンレーDW	10	4,729	7	5	14,594	23

（出所）「週刊東洋経済」2000年3月4日、日本金融通信「ニッキン」2000年8月11日。  
（原資料）トムソン・ファイナンシャル・セキュリティーズ・データ

れから派生する引受業務など、新しい法人営業の手法を持ち込んで業容を展開しようとしている。外国証券会社の引受手数料の増加、高水準の「その他手数料」にそれが反映している。

またホールセールに特化している外国証券会社はリテール営業員を持たないため販売チャネルとして準大手・中堅・中小証券のほか、オンライン証券会社と補完的な関係を作りやすい。カバードワラント販売にみられるオンライン証券会社との提携関係は今後、商品開発等を通じて多方面に拡大していき、個人営業においてもシェアの変化をもたらす可能性がある。

注

- (1) 証券業協会や証券取引所など自主規制機関が集計している様々な数値についての「外国証券会社」の範疇とは「証券取引法」や「外国証券会社に関する法律」の定義に基づくものであることに注意する必要がある。すなわち外国の法令に基づいて設立された外国証券会社がわが国の「外国証券会社に関する法律」に則って支店を設置し、在日支店の形で営業している者を外国証券会社という。従って外国証券会社が親会社となつて日本に子会社を作り、その子会社が「証券取引法」二八条の登録を受けて営業している場合には法律的には国内証券会社である。例えばメリルリンチ日本証券は国内証券会社であり、アイビージェイ・ノムラ・ファイナンシャル・プロダクツ証券は外国証券会社である。
- (2) なお、九八年三月期から約定基準・時価法の採用により国債引受手数料が債券トレーディング益に振り代わり債券引受手数料が外見上減収となる経理処理事の上の変更があったことから、日本の証券会社では逆に引受手数料が減少している。このことが外国証券会社のシェア上昇の一半の理由でもある。

(にかみ きよし・主任研究員)