

デイーリング業務は証券会社の活性剤となりうるか

小 峰 みどり

この四月から株式の委託手数料は一〇億円を超える部分に関して自由化され、そのレートは顧客と証券会社との合意により決められることになった。今後の方向についてはその影響を見ながら検討されることとなっているが、安易な自由化はそれに収入の大半を依存している証券会社の経営基盤を揺るがすことにもなりかねないため、慎重に検討されることが望まれる。

ところで、手数料の自由化が論じられる際にはきまって、わが国の証券会社も委託手数料依存体質からの脱却を図る必要があるといわれる。それ

に代わる業務として取り上げられるのはデイーリング業務である。その最大の根拠はいち早く完全自由化を達成した米国の例に求められる。周知のごとく、七五年の手数料の完全自由化前後で米国証券会社の収入構成比は大きく変化した。自由化後に委託手数料収入のウェイトはたしかに低下し、グロスでは自己売買益とその他収益がそれにとって代わった。しかし、受取利息、M & A 仲介手数料、私募手数料、資産管理手数料等からなるその他収益の受取利息の部分を支払利息で相殺させると、その他収益がネット・ベースで収入全体

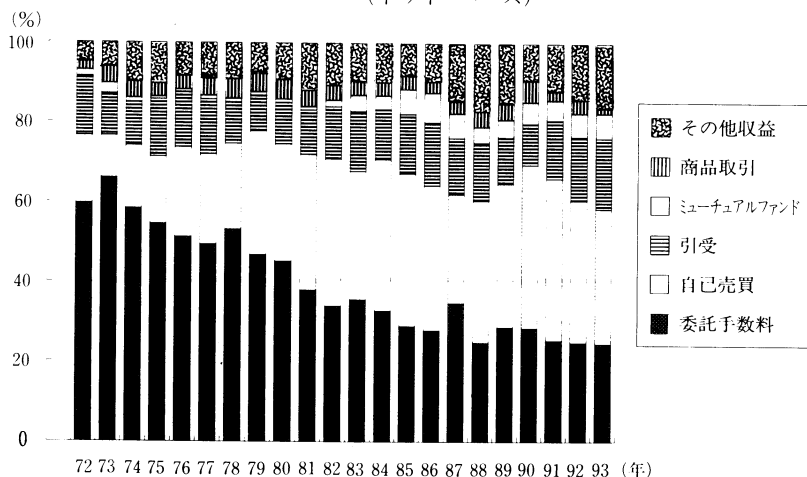
ディーリング業務は証券会社の活性剤となりうるか

に占める割合は十数パーセントまで低下する。図1はニューヨーク証券取引所（NYSE）会員証券会社の収入の構成比である。この図から明らかに、委託手数料の自由化後、ネットの収益でみるとディーリング業務の比重が飛躍的に高まった。

また、本邦証券会社の九四年三月期の決算では債券売買の巧拙が決算結果を左右したとの報道がなされ、ディーリング業務の頼もしさを印象づけることになった。

それでは、わが国も米国のように手数料の完全自由化を行った場合、委託業務からディーリング業務へとスムーズに移行するであろうか。以下では、この問題についてさまざまな観点から考察する。

図1 NYSE会員証券会社の収益構成比
(ネット・ベース)



〔出所〕 NYSE, FACT BOOKより作成。(但し、93年は9月まで)

検証1 「米国証券会社のケース」

前出の図で示したように、米国の場合、ディーリング業務が委託手数料業務にとって代わったとよく言われるが、これは全ての証券会社についてあてはまることではない。ブローカレッジ業務を専門とする業者あるいは全国網総合証券会社以外の総合証券会社は手数料収入への依存度が相対的に高い。また、米国の場合は委託手数料の自由化後、債券市場の規模が急速に拡大しディーリング益の増加に寄与したことも忘れられてはならない。

検証2 「九四年三月期の決算か

ら」

証券大手四八社の九四年三月期の決算は、個別

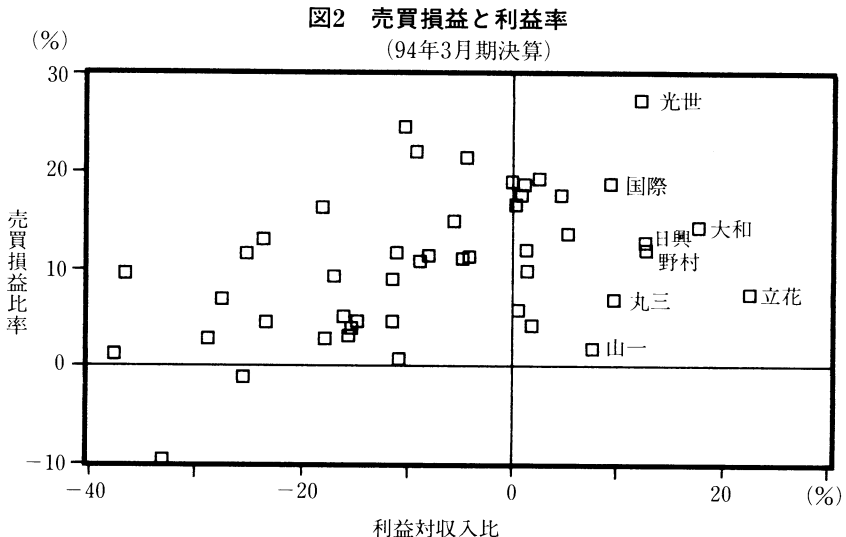
でみれば赤字決算の会社もあったがその赤字幅も前期に比べれば大幅に縮小し、全体では三期ぶりに黒字決算となった。このような好決算をもたらした要因としては、一般に、債券売買益の増加が指摘されている。

この好決算の背景についても少し詳しくみることにしよう。

証券決算をみる場合、しばしばなされることは、まず、委託手数料、引受・売出手数料及び募集・売出手数料等の受入手数料から販売費・一般管理費を引いて営業収支を求めてそれが赤字か黒字かをみる。次に、金融収益から金融費用を引いた金融収支を営業収支に加えて求めた経常収支をみる。そして、最後にその経常収支に売買等損益を加えて求めた経常利益をみる。たとえば、九四年三月期については、「受け入れ手数料から販管費を差し引いた営業収支は三〇〇〇億円を超える

赤字だったものの、高水準の金融収支と債券売買益でカバーした格好だ」(『日経公社債情報』一九九四年五月二三日号)という具合である。このように見ると、受入手数料等を収益源とする業務は採算のとれない業務であったかのような印象を与えるが、売買益を得るためにはそれに従事する人・モノを必要とすることはいうまでもない。それらのコストはどこに入っているかといえば、販売費・一般管理費に含まれているのである。したがって、ディーリング業務が本当に採算のとれる業務であるのかどうかを正確に見るためには売買益からディーリング業務に必要なコストを差し引く必要がある。

図2は売買損益がどれだけ高収益に寄与したかを見るために、売買損益が営業収入に占める割合と経常利益対収入比を対比させたものである。この図からは売買損益の比率が高いほど経常利益対



(出所) 日本公社債研究所『日経公社債情報』94年5月23日号より作成。

収入比が高くなるという関係は見いだせない。經常利益対収入比がもっとも高いのは立花証券である。ついで大和、野村、日興、光世、丸三、国際、山一の順になっている。この中で飛び抜けて利益率の高い立花証券は売買益の割合が一〇%にも満たない。また、その他の証券会社でも売買益の割合の高さと利益率の高さの間には有意な相関は認められない、という具合に九四年三月期の決算をみるかぎりではディーリング業務に傾斜している証券会社が好決算であったとはかならずしも言えない。

ディーリング業務を考える

一口にディーリングといってもその中身は実にさまざまである。ディーリングの実体をすべて把握しているとはとても言えないが、私なりの推測

も交えてディーリング業務を整理してみた。

まず、ディーリング業務は大きく二つに分けられるであろう。ひとつは、割高・割安銘柄を発掘し、自己のポジションをとること。もうひとつはマーケットに流動性を付与すること、つまりマーケット・メイキングを目的として自己のポジションをとることである。

割高・割安銘柄発掘による自己ポジション

この中身をさらに分解すると対象商品が株式であるか、債券であるか、派生商品までも含めるかによってかなりイメージも戦術も異なるものとなる。たとえば、株式の現物を対象とした自己売買は投機性の強い、そして、リスクも高い手張りのイメージを抱かせる。また、派生商品を含めた自

己売買には現物と先物、先物とオプションといった異なる市場間で割高・割安がある場合に使われる裁定取引も含まれる。このような派生商品も含めたディーリングは一般に高度のテクニックと専門知識を必要とし、新金融商品の取り扱いになっている外国の証券会社あるいは機械化の進んでいる大手証券会社に歩があると言われている。

マーケット・メイキングを目的とする自己ポジション

マーケット・メイキングを目的として自己ポジションをとる場合には、マーケット・メーカーの収入は基本的には売買スプレッドになる。そして、マーケット・メーカーとしての機能を十分に発揮するためには相当量の在庫を保有すると同時に、ヘッジ・ポジションをとっておく必要がある。

る。

米国証券会社の短期の運用および短期の資金調達手段である逆レポ取引、レポ取引は債券市場の拡大と共にその比重を高めてきたが、これらの取引がディーリング業務を側面から支えている。なお、米国の証券会社の場合、逆レポ取引とレポ取引はそれぞれその他収益と支払利息に含まれるが、わが国の場合、現先取引の収益は売買益に含まれているという点に注意する必要がある。

ディーリング業務の問題点と展望

いろいろな角度からディーリング業務を眺めてみると、いくつかの問題点が浮かび上がってくる。まず、割高・割安銘柄の発掘に関しては、市場の効率性の問題がある。基本的に割高銘柄・割

安銘柄があるということは市場が十分に効率的でないということを意味する。たとえば、先物導入時に相当量の裁定の利益が得られたが、その後縮小したということからもわかるように市場参加者が経験を積み、市場の効率性が高まれば、たとえば、高度なテクニクを用いても割高・割安銘柄を発掘するのは困難になるかも知れない。ただし、相当規模の資金量を動かすことができれば一時的に価格に影響を与え、売買益を得るということも可能であろう。しかし、そのような行動は基本的に許されるものではなく、また、証券市場の機能そのものを損なわせるおそれがあるため、継続的に売買益をあげるということは困難になろう。

他方、マーケット・メイキングを目的とするディーリングに関しては、すべての証券会社に適した業務ではないという問題点がある。マーケット・メーカーとして十分な機能を果たせるのは、顧

客の要望に迅速に応えられるだけの在庫を十分に持っているか、あるいは潜在的な需給情報を十分に持ち、短期間のうちに取引相手を見いだすことのできる業者だけである。また、この業務に関しても多数のマーケット・メーカーの間で十分な競争が行われるようになれば売買スプレッドは縮小し、魅力的な業務でなくなる可能性もある。

さらに、これまでのところ、わが国の証券会社は金利が低下する局面でのみ儲けることができ、ディーリング益の安定性は極めて低い。それに対し、外国の証券会社は自己のポジションをヘッジし、全体のリスクを減らしているため、相対的に安定しているように思われる。

このように考えてみると、米国なみに委託手数料収入をディーリング益で代替させるということは相当困難であるように思われるが、近づかせるための方策はいくつかあるように思われる。ま

ず、必要なことは債券市場の拡大である。その為には、市場機能を損なわせるような規制を廃止する、あるいは緩和するということが望まれる。さらに、ディーリング益を安定化させるためにはヘッジ手段を充実させることが不可欠である。ただし、これらの措置がとられたとしても委託手数料収入の減少をディーリング益で代替させることのできる証券会社は既存の証券会社の一部分に留まることになろう。

(こみね みどり・当研究所主任研究員)