

証券市場の機能と証券業務

二上季代司

Kiyoshi Nikami

滋賀大学 経済学部 / 教授

2012年3月期のわが国証券会社決算状況を見ると、全277社¹⁾のうち経常黒字会社は111社となっており、残る166社(60%)が経常赤字状態である。これを直近でもっとも業績の良かった2006年3月期と比較してみると、全288社のうち経常黒字会社は228社、経常赤字会社は60社(21%)であったから、証券会社の景況感は極めて悪いことが一目瞭然である。とりわけ、2008年9月のリーマン・ショック以来、証券会社の収支は急速に悪化している。

しかし更に注目したいのは、こうした循環的な収支状況の変動よりも、収入構成に一貫した傾向を持つ変化が看取されることである。収入構成の構造的な変化は、証券会社が抱えている複数の業務の間での収益性が構造的に変化していることを意味している。こうした業務間の収益性の構造的な変化は何を意味しているのだろうか。

いうまでもなく証券会社は証券取引の仲介者である。いい換えれば、証券市場の機能は、証券会社の営む仲介業務によって発現し、あるいは促進・向上するのであって、そこに証券会社の存在理由がある。証券業務のいくつかにおいて収益性が低下したということは、当該業務によって仲介される証券取引がもはや業者を必要としなくなったのか、あるいは当該証券取引が本来持っていた市場機能そのものが、その意義を低下させたということの意味するのだろうか?では、どのような機能が重視されるようになり、それに即応して成長が期待される証券業務は何なのだろうか?

本稿で取り扱おうというのは、ここ最近の証券会社の収入構成を検討する中で、証券市場の持

¹⁾ これは日本証券業協会に加盟している業者数である。証券会社は法的には「第1種金融商品取引業者」(金融商品取引法28条)であるが、第1種金融商品取引業者の数は、300社強である。この差、約30社は、有価証券関連業を営まず、店頭FX(外為証拠金)取引を主として取り扱う業者である。

つ機能にどのような変化が生じているのか、それが証券会社の収入構成の変化にどのように反映されているのか、さらにいえば、証券業者に期待されている役割とは何か、証券市場の持つ機能のうち、どれが今後最も期待され、証券業者の仲介によって機能向上が求められているのか、という問題である。要するに証券市場の機能と証券会社の業務の関係を、収支構成を通して検討することで、将来にわたっての証券会社の存在根拠を展望してみたいのである。

Ⅱ 証券会社の収入構成の変化

(1) 証券会社の決算概況

最初に、ここ数年の証券会社の収入構成の変化を見ておこう。第1表は、東証会員証券会社について、2004年3月期（前年4月～当年3月、以下同じ）と2012年3月期の収入構成を比較したものである。また、同じく第2表は、東証非会員証券会社についてみたものである²⁾。

第1表 東証会員業者の収入構成

(百万円)

	2004年3月期	2012年3月期	2004年3月期	2012年3月期
社数	108	97	純営業収入に占める構成比	
営業収益	3,096,639	2,472,091		
①受入手数料	1,882,987	1,489,062	66.9%	66.6%
委託手数料	828,333	361,120	29.4%	16.2%
引受手数料	195,628	74,556	6.9%	3.3%
募集手数料	200,163	395,728	7.1%	17.7%
その他手数料	658,729	657,551	23.4%	29.4%
②トレーディング損益	857,740	580,332	30.5%	26.0%
③純金融収入(④-⑤)	74,191	165,701	2.6%	7.4%
④金融収益	355,912	402,697		
信用取引収益	43,402	48,135		
⑤金融費用	281,721	236,996		
信用取引費用	18,826	11,588		
支払利息	29,647	78,366		
純営業収益(①+②+③)	2,814,918	2,235,095		
販売・一般管理費	2,054,859	2,065,009		
営業利益	760,059	170,086	27.0%	7.6%
経常黒字	100	35		
当期黒字	96	37		

(出所) 東証『総合取引参加者の決算概況』より作成

彼らは、金融先物取引業協会に加盟している。

2) 2時点間の比較ではあるが、煩雑になるために2時点だけの数字をあげただけであって、以下の記述は、毎年の数値も含めての検討であることをお断りしておきたい。

第2表 東証(非)会員業者の収入構成

(百万円)

	2004年3月期	2012年3月期	2004年3月期	2012年3月期
社数	157	180	純営業収入に占める構成比	
営業収益	197,638	327,884		
①受入手数料	163,214	183,822	84.3%	61.3%
委託手数料	61,450	44,712	31.7%	14.9%
引受手数料	1,823	13,949	0.9%	4.7%
募集手数料	6,541	20,503	3.4%	6.8%
その他手数料	93,534	104,765	48.3%	34.9%
②トレーディング損益	14,075	85,822	7.3%	28.6%
③純金融収入(④-⑤)	9,196	1,764	4.7%	0.6%
④金融収益	13,164	29,734		
信用取引収益	4,049	2,391		
⑤金融費用	3,968	27,970		
信用取引費用	2,731	1,501		
支払利息	544	15,437		
純営業収益(①+②+③)	193,667	299,811	100.0%	100.0%
販売・一般管理費	166,150	330,525		
営業利益	27,517	-30,714	14.2%	-10.2%
経常黒字	N.A.	76		
当期黒字	N.A.	72		

(出所) 証券業協会「会員の決算概況」の数値より東証「総合取引参加者の決算概況」の数値を控除して計算

なお、東証会員証券会社は、純営業収益ベースで2004年3月期に全体の94%、2012年3月期に88%を占めている。

この2つの表には、営業収益の主要項目、すなわち①「委託手数料」(ブローカー業務)、②「引受手数料」(アンダーライティング業務)、③「募集手数料」(ディストリビューティングまたはセリング業務)、④トレーディング損益(ディーリングまたはトレーディング業務)のほか、⑤付随する業務から得られる収益(「信用取引利子」や「その他手数料」)

の内訳とそれらが純営業収入に占める割合が記載されている。

これらによると、委託手数料は純営業収入に占めるウェイト(割合)が低下しているだけでなく、絶対額そのものが減少している。委託手数料のウェイトは、この9年間を通して——ジグザグではあるが——、低下が一貫しており、傾向的なものと考えられる。

引受手数料については、年間の変動が激しく構造的な趨勢は読み取れない。これらに対して募集

手数料は、委託手数料とは逆で、絶対額が着実に増えており、ウェイトも高まっている。募集手数料のウェイトは9年間を通して上昇しており、傾向的なものと考えられる。

トレーディング損益には、手持ち証券の経過利子等が含まれるため、受取り債券利子・配当と代替的な関係にある。東証会員業者はトレーディング利益のウェイトがやや低下しているが、それを埋め合わせる形で純金利収入が増えている。他方、東証非会員業者は、純金利収入を低下させている反面、トレーディング利益を著しく増やしている。

最後に、「その他手数料」を見ると、東証会員、東証非会員を問わず、最大の収入項目を占めている。「その他手数料」は、手数料収入の中で、ブローカー、アンダーライター、ディストリビューティングのいずれにも入らない付随業務・兼業業務からの手数料収入をさしてあり、極めて種々雑多な業務から得ているが、その細目は、決算概況からうかがい知ることができない。

全体としての収益性を、例えば、一般企業の売上高利益率に相当する利益マージン比率（営業利益÷純営業収入）で見ると、東証会員業者では27.0%から7.6%へ、東証非会員業者では14.2%から(-)10.2%へ落ち込んでいる。

そこで次に、証券各社の開示資料もあわせて参考にしながら、収入構成の細目をみておこう。

(2) 証券各社ディスクロージャー誌からみる 収支構成の変化

金融商品取引法(46条の4)は、第1種金融商品取引業者に対し、『業務及び財産の状況に関する説明書』（業界では「ディスクロージャー誌」と呼んでいる）を作成し、営業所・事務所に着置して公

衆縦覧に供することを義務付けている。このディスクロージャー誌は「単体ベース」である。先程の東証会員決算概況、証券業協会決算概況も「単体ベース」である。

そこで、この『業務及び財産の状況に関する説明書』を併用しながら、収入構成の変化が、複数ある証券業務の間のどのような消長の格差を表しているのか、見ておこう。

① 委託手数料の減少

まず委託手数料の細目を見ると、株式関連委託手数料が95%以上占めている。このうち「株券現物」委託手数料がその大部分を占めているのだが、そのウェイトは傾向的に低下している。その反面、「株券先物オプション」委託手数料が増えているのである。第3表は東証会員についてであるが、この点を確認したものである。

すなわち委託手数料は株券のみで95%を占める³⁾のだが、そのうち現物株の手数は絶対額そのものが減少したため比率も低下している。これに対し、先物・オプション関連の手数は絶対額は減少しておらず、その結果、比率が上昇しているのである。現物株委託手数料の絶対的減少は、主として料率低下による。2004年3月期と2012年3月

第3表 株券委託手数料の構成変化(現物vsデリバティブ)

	(百万円)			
	2004年 3月期	2012年 3月期	2004年 3月期	2012年 3月期
委託手数料	828,333	361,120	構成比	
うち株券現物	777,400	314,800	93.9%	87.2%
うち株券先物 オプション	25,575	27,977	3.1%	7.7%

(出所) 第1表と同じ。東証会員会社ベース

3) 残る数%は、受益証券(上場投資信託、ETF)や社債(転換社債)などの売買委託手数料である。

期を比較すると、1日あたりの東証現物株券売買高は、2004年3月期に11,754億円に対し、2012年3月期には13,050億円とさほど変わらない。したがって現物株委託手数料の絶対的減少は、主として委託手数料料率が0.19%から0.06%へと1/3の水準に低下したことによる。

なお、東証非会員について、その細目は詳らかではないが、委託手数料における東証会員と東証非会員のシェアは、93%対7%から89%対11%へと、東証会員のシェアが低下していることも注目すべき現象である⁴⁾。

いずれにせよ、ここでいえることは、現物株取引の収益性低下の反面、デリバティブ取引の相対的な収益性向上が生じているということである。

② 募集手数料の増加

近年、特に増えているのは「募集手数料」である。東証会員、非会員あわせて2004年3月期の2,070億円から2012年3月期には4,160億円と倍増しており、純営業収入に占める割合も上昇している。特に東証会員業者では非常に大きなウェイトを占めている。

募集手数料は、主として投信および外債の販売に際して顧客から徴収するものが多い。近年、わが国の投資信託は、定義上は「株式投信」であっても、その組み入れ資産は「外国債券」であるものが多くなっている。先述の委託手数料においても、現物株の売買委託手数料の中には、アメリカや中国等の外国株の委託手数料が混在し、徐々にその売買金額は増えている。

なお、国内新発債や増資新株、新規公開株の売り出しに際しても販売手数料を徴収するが、これらは、発行会社または大株主から引受手数料と一括して支払われるために、経理処理の上では、

「募集手数料」としては出てこない。したがって、こうした、実質上の証券販売手数料を含めて考えると、新規に発行(または売出)される株や債券および投信の販売手数料はもっと大きくなると考えられる。

③ その他手数料——最大の収入項目——

他方、純営業収入のうち最大のウェイトを占めるのは「その他手数料」であるが、この細目を各社のディスクロージャー誌から拾い上げていくと以下のようになる。

[投信代行手数料]

東証会員証券会社の場合に多いのは、投資信託の代行手数料である。これは投信運用会社が行うべき投信保有者への運用報告書の送付、分配金・解約金の支払いを販売証券会社が代行することに対して運用会社が支払うものである。投信の種類によっても異なるが、例えば株式投信の場合には、残高の平均0.7%程度(年間)が支払われる。MMFや公社債投信の場合にはもっと低くなるので、概略、投信残高の0.5%程度に見積もれば、公募投信残高60兆円として、3,000億円程度が投信代行手数料と見積もることができる。これは、2012年3月期の「その他手数料」総額7,600億円のおよそ4割相当になる。

[ファイナンシャル・アドバイザー(FA)手数料]

次に金額の大きい項目は「コーポレート・ファイナンシャル・アドバイザー手数料」(Corporate Financial Advisory Fee)である。顧客企業の資本政策やM&A(事業再編・買収合併等)に関して情報提供やアドバイスを提供することの見返りとして徴収する手数料である。こうした資本政策やM&Aはその実行に際しては資金調達を伴うことから、引受業務とも密接に関連する。もっとも、

4) この理由としては、東証非会員の委託手数料の中に商品先物ならびに取引所上場FX取引(外為証拠金取引)関連の委託手数料が含まれていることが原因ではないか、と考えられる。これらは「有価証券関連」ではないので、本来、このような委託手数料は「その他手数料」に含まれるべきであろう。

しかしこのことは、「その他手数料」がなぜ増加しているのか、という問題につながるものである。

こうしたFA業務は証券会社の専売特許ではなく、銀行や弁護士事務所、会計事務所も行うことができるし、現に行っている。これを専業とする業者も存在する。

しかし実際には、このFA業務は高度な寡占状態に有り、大手証券、メガバンク、準大手証券への集中度が高い。

[デリバティブ関連手数料]

投信代行手数料やFA手数料は東証会員業者が多いのであるが、東証非会員業者で多い「その他手数料」は、取引所上場FX(外為証拠金)取引、CFD取引等の売買手数料である。

東京金融取引所および大阪証券取引所には、インターバンク市場直物取引の為替レートを指標とするデリバティブ取引が上場されている。この取引はForeign Exchange(外国為替)の頭文字をとって業界用語ではFX取引と呼ばれる⁵⁾。

FX取引は、為替レートを参照指標とするデリバティブ取引で、4%程度の証拠金を差し入れて行う差金決済取引である。このような差金決済取引は、為替レート以外に原油や金などのコモディティ価格や株価指数などを参照指標として行うことも可能である。CFD取引(Contract For Difference)は、コモディティ、株価などを対象とした差金決済取引を指している。

FXをはじめとする差金決済取引の取り扱い金額上位シェアは、これを専業とする業者によって占められている。彼らの一部は、証券関連業務を営んでおらず、したがって本稿で対象とする「証券業者」には入っていない業者である。また、証券業協会に加盟し、「証券業者」ではあるが、証券関連業務のウェイトが小さく、したがって東証会員権を持たない業者もかなり多いのである。このことが、東

証非会員の「その他手数料」の純営業収入に占める割合をそれだけ押し上げている理由のひとつになっている。

他方、東証会員業者の中で比較的、FX取引の取り扱いが多いのは、インターネットを通じて受注を受け付けている、いわゆる「ネット証券」である。
[為替手数料]

先述のように、現物株の売買委託には外国株も含まれているし、外債や外国籍の投資信託の販売の取り扱いも、近年、徐々に増えている。その際には、外貨の売買が付随するため、顧客から為替手数料を徴収している。これも「その他手数料」に含まれる。金額的には外債販売に伴うものが多いようである。

[そのほか]

そのほかとして、東証会員業者の中には、保険販売(主として一括払い終身保険、年金保険、変額保険等)を代理しているものがあり、その手数料が含まれる。

また、一任運用の一種として「ラップ口座手数料」も「そのほか手数料」に含まれる。ちなみにラップ口座の契約残高は、2012年3月末、5,805億円(1件当たり約1,400万円)である。料率を平均1.7%とすれば、約24億円と概算できる。

④ トレーディング損益

次に、ディーラー(またはトレーディング)業務の収入をみてみよう。第4表は、東証会員業者についてであるが、トレーディング損益の対象内訳および純金融収入を見たものである。

トレーディング損益は年々の振れ幅が非常に大きいので、4年ごとに区切ってみた。これによれば、株券トレーディング利益が絶対的にも減少傾向にあることがわかる。特に2010年以降の減少が著し

5) 東京金融取引所では「くりっく365」、大阪証券取引所では「大証FX」の商品名で呼ばれている。

い。他方、債券トレーディング利益は、年々、コンスタントに計上されており、相対的にトレーディング損益全体に占めるウェイトも高まっている。他方、「その他」トレーディング利益は10年ほど前まではかなりの金額を示していたが、直近では大きな落ち込みを示している。

ところで、トレーディング損益の動きは、他の収入項目とりわけ金利収入・費用やそのほか手数料と関連させながら見る必要がある。というのは、自己勘定での売買は、ファンディングコスト（金利費用）がかさむ一方、受取債券利子・配当の金利収入を随伴する場合があるからである。加えてトレーディング損益の中には実質上の金利収入である「経過利子」が紛れ込んでいる一方、債券レポ取引のように、事実上のトレーディング損益であるべきものがレポ金利として金融収入・費用の中に紛れ込む場合もあるからである。

第4表 トレーディング損益の変化

	(百万円)		
	2004年 3月期	2008年 3月期	2012年 3月期
売買損益	857,740	566,125	580,332
うち株券	329,838	115,372	28,955
債券	451,977	545,661	543,929
そのほか	75,888	-94,928	7,430
純金融収入	74,191	256,878	165,701
売買益+ 純金融収入	931,931	823,003	746,033
構成比			
売買損益	92.0%	68.8%	77.8%
うち株券	35.4%	14.0%	3.9%
債券	48.5%	66.3%	72.9%
そのほか	8.1%	-11.5%	1.0%

(出所) 第1表に同じ。東証会員業者ベース

また、外国証券の取り扱いに際して、外国株の委託売買の場合には、顧客から為替手数料として別枠で採る場合が多いが、外債販売では委託販売の他、仕切り販売の形で顧客に譲渡する場合もある。この場合、為替売買益として売買スプレッドの中に含ませることになる。こうした為替売買益は「その他トレーディング損益」として処理される。

為替売買益についていえば、FX取引に付随するものを考慮しなければならない。FX取引は、取引所FX以外に店頭仕切りの形で行うものの方が金額的には多いのである。この場合、業者は客注の執行と同時にただちに取引先銀行ヘリスクヘッジのためカバー取引を出す。顧客に提示するレートとカバー取引を発注する際のレートの差額、これが為替売買益となる。この店頭FXは、FX専業業者のシェアが高く、この結果、東証非会員の「その他トレーディング損益」を押し上げるのである。先の証券業協会決算概況にはトレーディング損益の細目が出てこないが、各社『ディスクロージャー誌』を検討すれば、そのことが明記されているのである。

以上、トレーディング損益の動きを総括してみると、債券レポを含む債券トレーディングはレポ金利と合算してみる必要がある。この点を考慮すると、債券売買益はむしろ増えていると考えられる。また、「その他トレーディング損益」の多くを占める為替売買益は、外国株の受注増加、外債の販売方法の変化（仕切り販売から委託販売）により為替手数料として「その他手数料」に切り替わっている可能性が考えられる。他方、店頭FX取引に伴う為替売買益は、東証非会員の「その他トレーディング損益」を大きく膨張させているのである。

最後に、株券トレーディング利益の絶対的減少は、もっぱら「日計り」(デイ・トレーディング⁶⁾、Day Trading) によるものの利益が縮小していると考えられる。東証会員業者は、手数料の完全自由化以後、手数料率の急激な低下に直面して、株券トレーディングを活発化させたのだが、顧客との比較優位が薄れ、2010年初頭から東証に導入された新売買システム「アローヘッド」が致命的となりトレーディング利益が急減したのだった。

日中に売買を繰り返して細かな株価変動差益を得ようとする「日計り」で会員証券業者が優位だった条件はこれまでいくつかあった。第1に顧客は手数料を支払うが、会員証券会社は取引所への手数料を除けば支払う必要はなく、小さな値幅でも売買益を狙うことができる。

第2に、証券取引所では、決済は日中の売買を総括計算して相殺しその決済尻だけの受払を4日目に行うため、日中に売り買いを相殺してポジションをゼロにしておけば、会員証券会社は決済用の自己資金を必要としないのである。これに対し顧客は信用取引を利用する際にも日中に同じ証拠金を反対売買によって開放することはできないのであった。

第3に取引所内でどの銘柄にどの証券会社がどの値段でどの程度、発注しているのか、という注文情報は、会員証券会社にのみ与えられていた。こうした情報独占に加えて第4に、当然ながら、会員証券会社は顧客より早く発注できる場所にいたのである。

今日、こうした比較優位は崩れつつある。手数料自由化に伴い、料率が低下して第1の優位性は低下した。また、東証では2000年から各社からの発注情報(いわゆる「イタ情報」)が公開され、徐々に情報公開の対象が拡大されている。こうして第3

の優位性も低下していった。そして2010年に東証が「アローヘッド」を導入し、あわせて「コロケーションサービス」⁷⁾を提供し始めたことで、投資家の方がいち早く発注できるようになり、第4の優位性も完全に失われた。残る優位性は第2のものだけであるが、これも東証は証拠金の計算基準を、受渡日から約定日に変更することを内定している。そうなれば日中に反対売買によって直ちに証拠金は次の取引に利用できることになり、この点でも優位性は低下する。

Ⅲ 市場機能と証券業務

以上、やや詳しく、最近8年弱にわたって、わが国証券業者の収入構成にどのような変化が生じているのかを見たのである。わずか8年弱のことであるので、変化といっても循環的な変動によるものもあるのはいうまでもない。しかし、一貫した傾向も看取される。

他方、証券業者は直接的であれ、間接的であれ、証券取引の仲介者であり、この仲介行為によって証券市場の機能は顕現する、あるいは促進・向上するのである。こうして証券市場の機能の発現・向上に資するものであるならば、証券業務は持続可能な程度に収益性を持つことを許されるし、また持たなければ当該業務を担うものは現れてこないだろう。

他方でまた、証券市場に期待される機能や役割は時代によって変化するのである。そこでまず、金融システム全体における証券市場の位置づけから市場機能を整理し、ついで証券業務との関連を見よう。この作業は、その時々々の証券市場に期待されている機能、役割を証券業者が証券業務を通じて、どの程度、顕現させてきたか、そして今

6) 一日(in a day)の間に頻繁に売買(Trading)を繰り返して、値ザヤを稼ごうとするので、こうした投機家をDay Traderと呼んでいる。

7) コロケーションサービスとは、証券取引所の売買システムのすぐそばに投資家顧客が発注サーバーを置いて、素早く発注できる機会を提供するサービスである。

後はどのような方向にむかって業務の中心をシフトさせるべきなのか。証券業者のあるべき方向性を把握する作業である。そのあるべき姿に照らし合わせてみて、現在のわが国証券会社のビジネスモデルは、どの程度合致しているのか、いないのか。そういった問題を検討しようというわけである。

(1) 証券市場の機能と証券業務

① 資本移転機能と証券業務

証券市場の機能はいうまでもなく、証券形態での黒字主体から赤字主体への資本移転（赤字主体から見れば資本調達、黒字主体から見れば資本運用）である。

この資本移転機能を促進、向上させる条件の1つは、証券の流動性向上である。当該証券に転売可能性があるからこそ、安心して黒字主体は資本を提供するのである。この証券の流動性維持・向上の機能は、証券業者が共同で証券取引所を作り、ブローカー・ディーラーとして、そこに証券の需給を集中させ、秩序だった大量売買の機会を提供することで果たしてきたのである⁸⁾。

この点に関し、赤字主体の資本調達ニーズが強い時代（高度成長期）には、新規証券の発行が続くことから、証券業者には分売業者（ディストリビューター）として、支店網や営業員の拡充を通じて販売網の構築・整備、新規顧客の開拓、新規証券の募集に注力することが求められる。

逆に、黒字主体の資本運用ニーズが強い場合には、顧客属性に応じた多様なリスク・リターン特性の証券商品を提供することが求められる。このためには投資すべき証券の選別とタイミングなどの投資アドバイザリーの質的向上が特に求められる。証券業者は、顧客に接するブローカーとしての立

場から投資アドバイザリー・サービスを本業の傍らで提供してきたのだが、そのサービスに本格的に注力する場合には、投資顧問業務を兼業することもあるだろうし、別会社にすることもあるだろう。

② 価格発見と資本の効率的配分

証券市場のもう1つの重要な機能は、価格メカニズムに基づいて、過不足なく各産業、各企業に資本配分する機能である。この資本配分機能は、金融仲介機関の場合には、与信審査を通じて行うが、証券市場においては、証券価格がシグナルとなって行われるのである。すなわち収益性が高い、あるいは今後の利益成長が期待できる成長産業に属する企業、また経営の采配が良好な企業の株価は上昇し、逆に収益性が低く、成長期待が低下してきた成熟産業・停滞産業に属する企業、経営能力に疑問のある企業の株価は低迷し、あるいは下落する。こうした株価の動向は前者では新規公開や増資、起債を容易にし、後者では資金調達の困難、上場廃止、倒産の恐れを高め、この結果、資本は後者から引き揚げられて、前者に配分され、経済全体として効率的に資本が再配分されることになる。

こうした効率的な資本配分機能が発揮されるためには、証券価格がファンダメンタルな要因によって形成されなければならない。もちろん証券価格は需給によって変動するのだが、投資家はファンダメンタルな理論価格に照らして割高、割安を判断して発注し、その投資行動が理論価格への株価の収斂をもたらすのである。株価はファンダメンタルな企業価値をめぐる投資家の意見集約を表しているともいえる。

こうした理論価格への収斂機能が働くためには、専門家としての証券業者が、リサーチ機能を

⁸⁾ 理論的にも、歴史的にも、職業としての証券ブローカー・ディーラーは、証券取引所の成立と同時に確立したのであって、両者は裏腹の関係にある。この点については、以前に詳述したことがある（二上季代司・代田純共編著『証券市場論』有斐閣、

2011年4月、第6章。二上「証券ブローカー業の起源」『彦根論叢』391号、2012年3月）。

駆使して企業価値を発見し、それをもとに顧客に当該銘柄に関する投資アドバイスを与えなければならないだろう。もっとも、リサーチのコストを考えると、零細な個人投資家には投資アドバイスのサービスを提供することは困難である。そこで零細個人投資家に代わって投資信託運用業者などの機関投資家がブローカー業者の投資アドバイスを受けて投資を代行するようになる。そして個人投資家には投信商品を通じて間接的に投資に参加するという方法がとられるようになった。

他方、市場で形成された価格に基づいて、実際に資源配分を行うのは、発行会社である。新規公開や増資、起債、逆に自社株買いや債券買戻し、事業部門の売却、買収などのM&AやMBOによる上場廃止は、発行会社の経営判断である。こうした経営判断が正しいかどうかは、当該企業のファンダメンタルな要因を変化させることを通じて、株価に反映される。判断が正しければ株価は上昇し、誤りであれば株価は下落し、その後の経営を困難にするだろう。

証券業者は、コーポレート・ファイナンシャル・アドバイザーとしての立場から、こうした資本政策、事業再編、M&A、MBOに際して適切な助言を行うのである。そのためには、当然、業界・企業のリサーチが必要であるし、問題解決のための提案力が必要になってくる。こうしたファイナンシャル・アドバイザー業務は証券会社以外もやっているが、証券会社の場合には、その後に発行会社が着手する買収資金の調達あるいは自社株買い等のビジネスを獲得することができることから、アンダーライターやブローカー業務に波及していくことになる。

(2) 市場機能の歴史的变化

ところで、こうした市場機能は、時代とともに状況に応じてその意義を変化させてきているのである。証券業者はそれに応じた業務の再構築をしなければならないだろう。

① 高度成長期

高度成長期には、金利規制のもとで各産業・企業への資本配分は、政府・日銀・銀行業界による資金割り当てを通じて行われてきた。起債統制がその代表例であり、増資も株主割当額面発行であったから価格メカニズムは働きのよくなかった。こうした状況下では、証券市場の持つ資本配分機能は発揮できる余地がなく、したがって、証券界はほとんど資本配分にタッチできなかった。

増資や起債は、景気加熱で貿易赤字が拡大し、日銀が金融引き締めで転換してから急増した。つまり株価が下落しはじめ、金利が上昇し始める、もっともファイナンス環境の悪い資金逼迫期にこそ証券発行は加速したのである。こうした因果関係から証券市場は「限界資金源」と呼ばれた。その行き過ぎが、1965年の証券恐慌として結果したのであった。

こうした状況の下で、証券会社に求められたのは、大量に供給される増資新株、新規公開株、新規発行社債を、証券価格の如何に関わらず、とにかく販売していく能力であった。この時に取られた販売戦略が「推奨販売」であった。

そのために営業員をロイヤルティの高い社員⁹⁾に置き換え、全国に広範な支店網を築き上げていく必要があった。こうした大量販売機構の構築は、戦前すでに、公社債業専業として日銀支店所在の全国主要都市に店舗を設置していた大手証券会

9) 昭和20年代中頃までは、営業員のほとんどは「歩合セールス」であった。かれらは独立自営の意識が強く、所属する証券会社への帰属意識は低いのであった。

社が先鞭を付け、これに準大手証券が追随したのであった。1951年に始まった投資信託でさえ、財閥解体時の株式の受け皿、その後には、産業界からの新規発行証券の消化受け皿機関、在庫機関としての役割を担われた。このため、投信販売でさえ、運用の善し悪しではなく、販売力によって資産拡大がはかられたのである。

他方、大手証券の推奨販売は株価に大きなインパクトを与える材料である。大手証券のような大量販売網を持たない中小証券は、いち早く推奨銘柄情報を入手して、顧客に伝え、あるいは自己勘定でのトレーディングに使って、ブローカー・ディーラー業務に利用していった。この結果、中小証券の顧客には早耳情報に依拠して値鞘稼ぎを目的に回転の速い売買を繰り返す投機家が多くなっていった。

② 金融自由化時代

こうした状況に、1970年代後半、変化が訪れた。設備投資主導型の高度成長時代が終わったのである。代わって財政主導の経済運営に移り、大量の国債発行が続くことになった。資金需給は緩和し、国債流通市場が形成され、これとともに金利規制は消滅し、国債市場を舞台に自由性金利が成立したのである。この結果、証券市場には価格に基づいて資本が配分されるメカニズムが働く余地が生まれたのであった。

企業価値発見と価格に基づく効率的資本配分が証券市場の機能として求められる時代へと移りつつあったのである。したがって、これに応じて、証券会社としては、投資アドバイザー、コーポレート・ファイナンシャル・アドバイザーいずれにおいても「リサーチ力」および「提案力」を充実させることが必要であった。

ところが、高度成長期に大量かつ迅速な証券販売機構として成功したわが国証券界は、急には戦略を転換できなかった。これまで同様に、証券大量販売機構をフルに稼働させて価格水準にかかわらず証券を売り込んでいった結果、1980年代後半には、証券界は産業界に大量の不要な資金を供給することとなり、それが投機に使われて、バブルに加担することとなったのである。

IV バブル崩壊以降の新しい ビジネスモデル

バブル崩壊後は、「証券不祥事」を経て、証券業界のなかからこれまでのビジネスモデルの見直しが行われた。まず、業界最大手から証券アナリストを営業の前線に張り付けて機関投資家向け投資アドバイザーを充実させる動きが出てきた¹⁰⁾。同時に、個人向けには「資産管理型営業」という新しい営業政策が打ち出された。これは顧客属性を顧みず、証券の押し込み販売に汲々としてきた「推奨販売政策」から脱却して、顧客属性に応じてリスク・リターン特性をもつ証券商品を提供する、というものである。投資信託は、多様なリスク・リターン特性を持つ証券商品として組成することが可能であり、この面から、資産管理型営業では投資信託が中心的な商品として扱われるようになった。

これと関連して、証券業界では、投信の組成サイドである投資信託運用業に注力する動きが強まった。また顧客企業向けには、引受業務だけではなく、FA業務にも注力する動きが出てきたのである。総じて、証券市場の機能の重心がシフトするにつれ、それに即応した動きが1990年代後半か

¹⁰⁾ 証券最大手の野村証券は、1997年、別会社であった野村総研から大量のアナリストを移籍させ「金融研究所」を設置した。

ら見え始めたのである。そこで、こうした新しい証券会社のビジネスモデルが、果たして収益的にサステナブルなカタチで定着しているのかどうか。これを検討するために、最初に戻って証券会社の収益性の変化と照らし合わせながら検討してみることしよう。

(1) ブローカー業務

ブローカー業務には執行サービスと投資アドバイザー・サービスが含まれており、委託手数料はそれらを合算した対価である。執行サービスは流動性を提供し、投資アドバイザーは企業価値発見を支援するものであり、いずれもその存在根拠はなくなっていない。しかし既述のようにその対価である委託手数料は急減している。その理由はなんだろうか。

まず、1999年の手数料率全面自由化により、ブローカー業務は執行サービスと投資アドバイザー・サービスとに分解して、そのそれぞれに特化するビジネスモデルが現れたことが挙げられる。

「ネット証券」は、営業員や店舗を持たないので顧客とは対面せず、インターネットで顧客自ら発注してもらうビジネスモデルである。投資アドバイザーを提供しないのだから、それだけ手数料率は低い。加えて顧客が自ら発注してくるのを待つだけの、いわゆる「Pull」型ビジネスであり、何らかの方法で顧客を惹きつける魅力を出し続けなければならない。その方法は取引システムの簡便さ・迅速さ、顧客の欲するような情報とそのツール、そして手数料率の安さである。そしてネット証券は猛烈な手数料ダンピング競争を繰り広げ、今や専業5社で7割近くのシェアを占める寡占状態に陥っている¹¹⁾。

他方、投資アドバイザー・サービス提供の対価は、機関投資家向けには執行サービスと併せて提供するので委託手数料になるが、個人投資家向けには投信の募集手数料およびその他手数料に変形していったのである。つまり委託手数料の減少は、ネット証券の手数料ダンピング競争にその一端はあるにしても、事実上の個人向け投資アドバイザー・サービスの対価が募集手数料や、その他手数料に振り替わったことにも一因があるのである。

(2) 資産管理業務

すでにみたように、企業価値発見につながるリサーチ・サービスの提供はコスト面から機関投資家に限られるようになり、個人投資家には、機関投資家の組成した投資信託を購入することで間接的に提供されるようになっている。むしろ個人向けの投資アドバイザーとしては「資産管理サービス」という形態になるのである。

すなわち、個人向けアドバイザーとしては、顧客属性を把握して、その属性に適したポートフォリオを提案、そのポートフォリオに沿って様々なリスク・リターン特性の金融商品へ資産を配分するようアドバイスする。その後、定期的に顧客属性、初期ポートフォリオ、実際の資産構成との適合の可否をチェックし、見直しを行って、資産構成が初期のポートフォリオから乖離していればそれを補正すべく再配分を行っていく。こうした資産管理サービスの対価は、その成果が資産成長の姿で反映することから、資産額に比例した手数料 (Fee) の形を採るはずである。

ところが、ポートフォリオは様々なリスク・リターン特性の金融資産の組み合わせであることから、

11) SBI、楽天、松井、カブドットコム、マネックスの5社で委託売買高は76兆5千億円を占め、ネット委託売買総額112兆円の68.3%に上る。以上の数値は、各社『業務及び財産に関する説明書』、日本証券業協会「インターネット取引に関する調査結果」(平成24年3月末)、『証券業報』2012年5月号による。

このビジネスでは、様々な資産、銘柄をパッケージで組成する投資信託が最も適切な商品として利用されることになった。その結果、資産管理型営業を標榜する証券会社の多くは、投資信託の販売に注力するようになり、その対価として投信関連の収入(募集手数料、投信代行手数料)が増加することとなった。

(3) ディーリングまたはトレーディング業務

ディーリングまたはトレーディング業務の存在根拠はブローカー業務と同様に「流動性の提供」である。店頭取引では業者が自己勘定で顧客注文を執行せざるを得ないし、取引所内においても、需給ギャップがあるときに自己勘定での売買は流動性の提供になるからである。もっとも、トレーディング利益には、流動性の維持提供の対価のほか、顧客との比較優位(コスト面、情報面など)からくるものもあった。

もともと、証券取引所は需給を一か所に集めることで流動性を向上させる施設であり、その中でトレーディングの存在余地は店頭市場より狭いのであった。しかも、2000年に入って、証券取引所取引における顧客との比較優位は極度に縮小し、principal baseのトレーディングの余地は狭まっているのである。

かくして、取引所に取引の90%以上集中している株式のトレーディング利益が減少するのは当然であった。トレーディング利益は店頭取引が中心の債券等に限られていくだろう。このように、トレーディング損益をめぐる変化は、証券取引所におけるルールの変更や情報通信革命の影響によるのであって、市場機能の変化とは関係ないだろう。

(4) 投資銀行業務

コーポレート・ファイナンシャル・アドバイザー業務を中核とし、それと連携する引受業務や機関投資家向けセールス・トレーディング業務を包括した業務を、投資銀行業務と呼ぶ。

市場で形成された価格を企業価値の反映と受け止めて、それをシグナルとしてコーポレートファイナンスにおける様々な意思決定、すなわち新規公開、新規証券発行、自社株買い、事業部門売却・購入、再編統合、M&A、MBO等が行われる。これが、価格メカニズムによる資本の効率的配分・再配分の実際上のプロセスである。

投資銀行は、その意思決定に際して様々な金融上の助言を与える。この対価として、情報提供・コンサルタント料(Financial Advisory Fee)を受け取るのである。事実、証券会社の「そのほか手数料」に含まれるこの種の情報提供・コンサルタント料は近年、増加傾向にある。

さらに、その結果として、新規公開、増資、起債の決定がなされれば、その引受を行うし、自社株買いや買収、MBOの決定がなされれば、その委託注文を執行するだろう。これらの対価は引受手数料、委託手数料として反映される。

また、投資銀行自らが経営不振企業を買収して経営陣を送り込み、経営を立て直して企業価値を高め、新規公開に持ち込んで投資資本を回収する、というビジネスも考えられる。かつてはMerchant Banking、現在はPrincipal FinanceあるいはPrincipal Investment(自己資金投資業務)と呼ばれるものがそれである。もっともわが国の場合には、この業務はそれほど多くはない。

以上のように見てくると、近年の証券会社の収入構成に見られる傾向的な変化は、証券市場の機能上の重点が移動したことを反映したものと見えよう。市場機能の重点の移動はまた、日本経済そのものの成長軌道の変化に規定されている。

しかしながら、わが国の証券会社が、仲介者として市場機能を発揮させ、向上させる役割を十分に果たしているかどうかについては問題がないわけではない。

第1に、個人向け投資アドバイザーは「資産管理サービス」として提供されているが、実際には売れ筋商品の押し込み販売も多いといわれている。資産管理サービスを実りあるものとするためには顧客属性を把握しなければならず、そのためにはその個人が所有する全財産を把握する必要がある。ところが税務上の理由から全財産を証券会社に開示する顧客は極めて少ない。加えて、高度成長期に確立した証券大量販売機構としてのビジネスモデルからなかなか脱却できないという業界の体質もある。

その結果、このサービスの対価として資産額に比例した手数料 (Fee) が徴収できる体制にはなっていない。ラップ口座がこれに近いが、その手数料は僅少である。もっとも、残高比例の手数料としては、投信代行手数料があり、それは「その他手数料」総額の40%を占め、増加傾向にある。しかしこの手数料は、運用会社が行うべき運用報告書の送付や分配金等の支払を代行したことの対価であって顧客の資産管理サービスの見返りではないのである。

その意味では、資産管理サービスのビジネスとしての確立は、なお途上にあるといえるだろう。

第2に、低廉な執行サービスを個人向けに提供しているネット証券の手数料ダンピング競争は限界に近づいている。2012年3月期の株式委託総売買高 (全国証券取引所合計、片道計算) は約280兆円であるが、そのうちインターネットを利用した受注・執行額が112兆円 (往復計算) であり、そのウェイトは2割である。他方、個人による委託売買は売買金額で24%である¹²⁾。ネット取引の利用が個人によるものと仮定すれば、個人による売買高の8割は、ネット証券によるものとなる。その7割は専業5社によって占められている。そして、ダンピング競争の限界に直面したネット証券は、商品戦略として現物株から株券先物・オプションさらにはFXへと拡大させている。値ザヤ稼ぎを目的とする頻繁な回転売買は、現物よりもデリバティブの方が適しているからである。

もちろん値ザヤ稼ぎの投機には証券市場の機能に照らし見て、存在理由はある。それは①流動性提供のカウンターパーティであり、②リスク配分のカウンターパーティでもある。そのほかに、③投機は資本配分上の先見性をもっている。①、②については多言を要しない。しかし③については注意を要する。

実際の経済では、各業種・企業に資本が配分・再配分されるためには時間を要する。これに対し、投機は、「機に投ずる」のたとえ通り、先行きの動向を先読みしていち早く売り買いの注文を出して株価を先導するのである¹³⁾。このことから「株式市場は経済の先行指標」ともいうのである。しかしこのことは個別銘柄を対象とした投機にいえることであって、株価指数には当てはまらないだろう。

12) 以上の数値は、東京証券取引所『統計月報』および日本証券業協会「インターネット取引に関する調査結果 (平成24年3月末)」『証券業報』2012年5月号による。

13) 石炭産業から石油産業に資源を配分するには極めて長期の時間を要するが、石炭株を売って石油株を買うのは数秒でできるのである。

もちろん、経済成長の鈍化によって企業の利益成長は期待できなくなっている。資産を守るためには適度に「売り」を出しておく必要があり、デリバティブはショートポジションが作りやすい手段ではある。しかし、投機が株式市場や外国為替、さらにコモディティにまで拡散することは資産バブルの火種を増やすことでもある。デリバティブはショートだけではなくロングも作りやすいのである。

第3に、投資アドバイザー、コーポレート・ファイナンシャル・アドバイザーいずれにおいてもリサーチ業務の支援が不可欠である。そのリサーチ業務のコストをどのようにカバーするかは、日本だけでなくアメリカでも依然として大きな問題として残っている。独立したリサーチとしては投資家サイドにも、発行会社サイドにも偏ってはならないのであるが、現状ではブローカーの委託手数料または投資銀行業務の手数料からしかカバーできない。このことは常にアナリストの中立性をいかに確保するかという問題として議論され、今のところ解決を見出しにくい問題として残されている。

The Features of Securities Markets and the Business of Securities Firms

Kiyoshi Nikami

In general, the income statement is a reflection of the fate of the company's business. I do not leak exception to the income statement for the securities firms. While brokerage commissions of securities companies in Japan will be depleted, mutual fund sales commissions and others since 2000 have increased. Stock trading profit is reduced, debt is increasing also. These changes in the composition of income reflect the movement of the emphasis of the features that the Japanese securities market has.