

日本における外国証券業者について

二上季代司

Kiyoshi Nikami

(公益財団法人)日本証券経済研究所 /

主席研究員

滋賀大学 / 名誉教授

バブル崩壊後の1990年代を通じて、日本の証券会社の業績は芳しくなく、他方で日本に進出した外国証券会社の業績は、押しなべて良好であった。90年代半ばから、大手証券を筆頭に種々の経営改革¹⁾が行われるが、その改革のあるべき姿として業績良好な外国証券会社とりわけ米系証券会社がモデルとなってきたのである。

ところが、わが国証券業界における外国証券業者については、その存在感の大きさにもかかわらず、財務資料が開示されていなかったため、その詳しい活動ぶりにははっきりしてこなかった²⁾。金融商品取引法(以下、金商法と略)は、事業年度ごとに「業務及び財産に関する説明書」(以下、ディスクロージャー誌と略)を作成して公衆縦覧に供することを義務付けているが³⁾、外国証券業者のみならず非上場証券会社も含めて全社がインターネット上でディスクロージャー誌を公表し、業者間の比較が行えるようになったのは、比較的最近のことに過ぎない。

外国証券業者の純営業収益⁴⁾は、バブル崩壊直後(1991年3月期)には8%弱にすぎなかったが、リーマンショック直前(2008年3月期)には証券業界全体の3割以上にまで上昇した。その後はややシェアを低下させたものの、現在においても1/4近くを占めている。そこで、以下、外国証券業者の活動について、公表された資料から可能な限り、明らかにしてみたいと思う。

I 外国証券業者の定義

外国証券業者法(1971年公布、以下、外証法と

1) 90年代の日本の証券会社の経営改革については、別項を準備している

2) 日本における外国証券会社について言及したものとして、立脇和夫「外国証券会社の日本進出の史的分析」早稲田商学同攻会 早稲田商学第393号(2002年6月)

3) 金商法46条の4および57条の4による。

略)」によると、外国証券業者とは外国の法令に準拠し外国において証券業を営む者と定義される(2条)。外証法の目的は外国証券業者が国内支店において証券業を営む道を開くために立法化された(1条)もので、支店ごとに免許を受けることとされた(3条)。したがって、わが国で活動する外国証券業者は、正確には「外国証券業者在日支店」(以下、外証在日支店と略)だったのである。

1998年に証券業が免許制から登録制に移行すると、外証在日支店の開業要件も登録制へと移行した。2007年に金商法が成立し、外証法は金商法に吸収されて廃止された。ところが、その直前の2006年、会社法が改正され、「疑似外国会社」の定義が厳格となった。「疑似外国会社」とは、設立根拠を外国法に置くが、実質的には日本での業務が主である会社を指している。実質的には日本法人であるにもかかわらず、形だけ外国法人を装っているに過ぎないというわけで、2006年改正により日本での業務が継続できないこととなった(会社法第821条1項)。もっとも、従来からの経緯に鑑みて「支店形態」での業務を直ちに継続できなくなるわけではなかったようであるが、これを契機として⁵⁾、主だった外証在日支店は国内法人化(外国親会社の在日子会社設立)の道をたどった。法律上の定義では、これらは国内証券会社とみなされる。この結果、2000年3月末には57社を数えた外証在日支店は、2021年現在、わずか10社となっている。

したがって、外国証券業者について、時系列的に業務内容の推移をフォローする場合には、2006年以降に付き、株主属性(支配株主が外国

籍であるかどうか)を基準とした定義になおす必要がある。

ところで、先述のように、全証券業者のディスクロージャー誌がインターネット上で公表されるようになったのは数年前に過ぎないため、以前にさかのぼる包括的な業務・財務に関する公表資料としては、①『大蔵省証券局年報』第4編「財務諸表」、②東京証券取引所の『証券』、③日本証券業協会の『証券業報』等によらざるを得ない。

この3つの資料はカバーする対象が異なっている。①は資本金別・取引所本店会員別に証券会社を類型化しており、規模別・会員別の違いが把握できるが、国内証券会社だけであり、外国証券業者は含まれていない。しかも1997年版で終刊となっている⁶⁾。②は東証会員⁷⁾業者だけが対象で、非会員業者は含まれていない。会員業者のうち国内証券会社と外国証券会社は区別されているが、その区別は2006年3月末まででしかない。③はすべての証券業者が含まれており、1996年3月期以降は、国内証券業者と外国証券業者の区別が行われている(ただし、外国証券業者の定義が在日支店なので、国内法人化した後は、連続しなくなる)。

そこで以下では、分類の異なるこれらの資料を使い分けながら、バブル崩壊以後の外国証券業者の活動について、整理してみたい。

II 外国証券会社の業務収益シェア

第1表は、バブル崩壊直後の1991年3月期と三洋・山一両証券が破綻する直前の1997年3月期を

4) 「純営業収益」は①受入手数料、②トレーディング益、③純金融収益(金融収益から金融費用を控除)の合計をいう。証券業の「粗利益」に相当する。

5) 外証在日支店は税法上の理由から、タックスヘブんに子会社を設立し、その子会社が在日支店を設置する形態が多かった。このため「疑似外国会社」に該当する懸念があった。

6) 金融(銀行・証券・保険)行政が大蔵省から金融監督庁(現金融庁)に移管されたことが理由であるが、その後継となる「金融庁の一年」には、この種の財務諸表は継承されなかった。

7) 証券取引所は2000年ごろに相次いで「株式会社化」したため、会員権は「株主権」と「取引参加権」に分かれた。以後、東証が開設するすべての市場取引に参加できる業者は「総合取引参加者」と呼ばれるが、ここでは「会員業者」と略称しておきたい。

比較して、純営業収益の類型別シェアの変化をみたものである。国内証券会社は、東証会員権を持つ業者を大手証券、総合証券、中小証券の3類型に分け、非会員業者は中小証券と銀行系証券子会社に分けている⁸⁾。外国証券業者は、東証会員権の有無に応じて2分している。

純営業収益は営業収益から金融費用を控除した額で、証券業の「粗利益」に相当するが、1.3兆円の減収となっている。類型別にみると国内証券会社は押しなべて減少しシェアも落としているが、特に総合証券と中小証券の収入減が大きい。逆にシェアを伸ばしたのは東証会員権を持つ外国証券会社であり、1社あたり純営業収益も増えて規模を拡大させている。

その後、国内ではバブル崩壊後の金融危機で銀行界、証券界ともに大規模再編成が始まり、大手銀行23行(都銀・興長銀・信託)体制はメガバンクを中心とする5大銀行グループに集約された。証券界でも大手証券と総合証券(の上層部)は、大手独立系とメガバンク系に集約されていく。この再編成は2000年代中ごろに一段落するが、こ

の動きと並行しながら、外国証券会社は順調にシェアを伸ばしていった(なお前述のように、この時期から、外証在日支店は国内法人化していくため、以後、本稿では、支配株主が外国籍の場合に「外資系証券⁹⁾」として国内証券と区別する)。

第2表は、リーマンショック直前の2007年3月期と直近の2019年度の決算から作成したものである。2007年3月期に東証会員権をもつ外資系証券は21社、非会員業者は44社あるが、両方合わせ純営業収益のシェアは3割を超えている。10年前の15%と比べ倍増している。特に会員権を持つ外資系のシェア上昇が著しく、1社あたりの純営業収益も144億円から581億円へ4倍になっている。

ところが、翌年のリーマンショックを過ぎると、急速にシェアを低下させ、1社あたりの収益規模も半減している。ただし、同じ外資系でも非会員業者の場合は社数も増加し、シェアも上昇させ、1社あたりの収益規模も増加している。全体としてシェアを低下させてはいるものの、なお収益シェアは2割を超えている。

第1表 純営業収益のシェア変化(1990年代)

(東証会員)	社数		純営業収益のシェア		1社当たり純営業収益(億円)	
大手4社	4	4	44.6%	47.5%	4,183	2,890
総合証券	42	45	37.2%	28.5%	332	154
中小証券	53	54	7.1%	4.8%	50	22
外国証券	25	21	6.3%	12.4%	95	144
(東証非会員)						
中小証券	111	103	3.5%	2.2%	12	5
銀行系証券子会社		19		2.2%		28
外国証券	25	35	1.3%	2.4%	20	17
全協会員(社、億円)	260	281	37,509	24,317	144	87

(注) 1) 左は1991年3月期、右は1997年3月期

2) 純営業収益=受入手数料+売買益+(金融収益-金融費用)。

(出所)『大蔵省証券局年報』、東証『証券』、『日経公社債情報』1997年5月19日号などより作成。

8) 大手証券は、野村、大和、日興、山一(社名は当時)の4社を指す。総合証券は資本金30億円以上の業者(大手4社を除く)を指し、証券本業の4業務(委託売買、自己売買、引受、募集)に加えて元引受業務を行うことができる業者をいう。中小証券は30億円未満で、元引受業務は行えない。銀行の証券子会社19社は1992年の金融制度改革法を根拠に次々と

設立されたもので、当初は株式ブローカー業務の禁止など業務制限(1999年に撤廃)が課せられていた。

9) 株主属性に基づいて類型化するため、買収の他によって支配株主が交代すると連続しなくなる。なお、分類基準を異にするため、2006年を境に以前を「外国証券」、以後を「外資系証券」として区別する。

第2表 純営業収益のシェア変化(リーマンショック以降)

東証総合取引参加者	社数		純営業収益のシェア		1社当たり純営業収益(億円)	
新大手証券	9	5	49.3%	49.1%	2,215	3,150
その他国内証券	80	60	16.8%	16.9%	85	90
外資系証券	21	21	28.9%	17.1%	581	262
非総合取引参加者						
国内証券	149	125	3.4%	11.3%	9	29
外資系証券	44	51	1.8%	5.6%	16	35
全業者(社、億円)	303	262	40,398	32,047	133	122

(注)1) 左は2007年3月期、右は2019年度(2014年4月より3月期決算の義務付けは廃止)。

2) 新大手証券は、①旧大手証券と②メガバンク系の合計。2007年3月期は①野村、大和、大和SMBC、日興コーディアル、②新光、みずほインベスターズ、三菱UFJ、SMBCフレンド、みずほの9社。2019年度は、①野村、大和、②SMBC日興、みずほ、三菱UFJモルガンスタンレーの5社。

(出所)2007年3月期は二上[2018]、『証券会社経営の時系列的分析』(日本証券業協会委託調査)資料編より再引用(一部改変)。2019年度は各社『業務及び財産に関する説明書』より集計、算出。

それでは、外国証券業者(外資系証券業者)は、いったい、どのような業務によって収益を上げているのだろうか。証券会社の営業収益は、受入手数料(委託、引受、募集、その他)とトレーディング損益、金融収益の3つから構成されており、純営業収益はこれから金融費用を控除したものである。そこで、純営業収益の構成とその推移をみることで、業務内容とその時系列的な変化を推測してみよう。

Ⅲ 外国証券(外資系証券)会社の収益源—1990年代—

第3表は、東証『証券』掲載の決算書により東証会員権を持つ外国証券会社の収入および費用構成とシェアにつき1991年3月期と1998年3月期を比較した(97年ではなく98年をとったのは、それが91年と比較可能な項目が揃っていたからである)

これによると、受入手数料のうち「委託手数料」と「その他手数料」の増加、トレーディング益が急

増している反面、金融費用の増加も著しいことがわかる。この4つの項目は、純営業収益のシェアを上回っている。つまり、わが国証券業界の平均値から上方へ乖離しており、この4つの項目に外証在日支店の特徴が反映されていることがうかがえる。

そこで、最初にトレーディング業務の内容をみておこう。第4表は、売買損益の種類別内訳とポジションに係る収益や持ち越し費用をみたものである。これによると、最初は株券売買益が多かったが、後になれば債券売買益が極めて大きくなっている。この逆転は93年を境に起こっている。

(1) トレーディング業務

1980年代後半、わが国にも先物市場ついでオプション市場が開設され、その理論価格が現物価格よりも上方へ乖離する状態が続き、割安の現物を買って、割高の先物を売る「買い裁定取引¹⁰⁾」が外国証券業者を中心に行われるようになった。その株式売買益は、株式裁定利益が多かったと考えられる。ところが93年ごろから株式裁定取引

¹⁰⁾ 先物の理論価格は[現物価格-受取配当金+持越費用]である。実際先物価格が、それから乖離すると裁定取引による利益が得られる。

第3表 外国証券会社(東証会員)の損益計算書

	1991年3月期		1998年3月期	
	25社		23社	
委託手数料	1,310	6.9%	2,266	27.3%
引受手数料	95	5.5%	122	16.1%
募集手数料	25	0.8%	4	0.2%
その他手数料	529	15.3%	1,391	39.8%
金融収入	613	4.9%	1,591	38.3%
金融費用	464	7.5%	2,864	69.0%
売買損益	257	12.2%	2,200	52.3%
純営業収益	2,365	6.3%	4,709	24.9%
販売・一般管理費	2,282	7.9%	3,953	20.9%
営業損益	83	1.2%	756	N.A

(注)1) 左は金額(億円)、右はシェア(各項目の全社合計を100とする)

2) 1998年3月期は全社合計が営業赤字のためN.Aとする。

(出所) 第1表に同じ

第4表 外国証券会社(東証会員)のトレーディング関係収益・費用

		1991年3月期	1998年3月期
売買損益		257	2,200
内訳	株式	263	573
	債券	-19	1,713
金融収益		613	1,591
内訳	受取利息		725
	受取債券利子・配当・品貸し料	520	847
金融費用		464	2,864
内訳	うち支払利息	301	716
	品借料・その他金融費用	109	2,121

第3表に同じ、単位は億円。

の高利益にひかれて国内証券会社が参入し始め、利益率が下がり始めた。そこで、株式から債券へ裁定取引の対象をシフトさせたと考えられる。

それはポジションにかかわるファンディング(資金繰り等)からもうかがえる。当初は支払利息が多かったが、のちになると債券等の品借り料が増えてくる。そして、1993年を境に金融費用が金融収

益を上回るようになり、94年3月期から純金融収益は赤字になるのである。

翌1995年の阪神大震災の折、株価が急落してベアリング証券が倒産した。これを機に、日本の債券貸借取引は無担保から現金担保に変わった¹¹⁾。この結果、債券利回りと金利、長短のイールドカーブなどの動きから債券の先物価格が理論値から乖離すると、取引不履行リスクを気にせず

¹¹⁾ ベアリングは大阪証券取引所の日経平均先物、同オプションを大量に買い建てていたのだが、その際、取引証拠金として国債を差し入れていた。その国債は、日本の金融機関から無担保で借り受けていた。同社はオランダのINGが買収したので、日本の銀行は甚大な損害を回避することができたが、以来、取引不履行リスクに耐えうる市場整備が行われた。

裁定取引の組成が容易となった。とくに97年ごろから、不良債権問題で日本の銀行への信用不安が高まり、いわゆる「ジャパンプレミアム」が発生して円資金の取入れが外国証券業者には非常に有利になった。この結果、大規模な円債の裁定ポジションが採られるようになった。

その結果、債券の売買益は増える一方、品貸料と品借料、現金担保金の受取利息と支払利息が両建てで膨らんでいった。他方で、国内証券会社の金融収益・費用で一般的にみられる個人顧客向けの信用取引から生じる金利等は極めて少額である。

つまり、外証在日支店のトレーディング業務の主たる中身は、日本の大手証券が行うようなブロックやバスケットのトレーディング（機関投資家からの大量の売買やバスケット売買を自己勘定で執行する）ではなく、中小証券が行うような「日計り=Day Trading（ポジションを持ち越さないで日々の値鞘を稼ぐ）」でもなく、現物とデリバティブの市場の歪みに着目した裁定取引だったということである（もっともバスケットトレーディングのポジションと裁定ポジションとは、どちらも現物とデリバティブの両建てでポジションが建つので外形上は区別しにくい）。

(2) 海外親会社との業務提携

次に国内シェアが高いのが、「その他手数料」である。これは受入手数料の中で委託手数料、引受手数料、募集手数料のいずれにも入らない手数料収入をいう。日本の国内証券会社では、「その他手数料」は投資信託の預かり残高から生じる「代行手数料¹²⁾」が主であるが、外国証券業者の

場合には募集手数料が僅少であることからうかがえるように投信の募集取扱い自体が少なく、投信の代行手数料ではないことは明白である。その詳細は不明であるが、その多くは海外親会社・関連会社との「業務提携手数料」と考えられる¹³⁾。この当時、日本企業・金融法人は、時価会計導入の前でもあり、決算対策のため海外で利益先取りのできる仕組債や店頭デリバティブを購入する事例が目立った。外証在日支店は、海外親会社等に日本の顧客を「紹介」したり、「商品説明」を行って、成約に貢献したが、その貢献度に応じた収益分配が含まれる。

また、97年ごろから2000年代初頭にかけて日本の銀行の不良債権のバルクセールが始まり、不動産ファンドが組成された。また日本企業をターゲットにしたM&Aの件数も増え始め、またMBO専用ファンドの組成もみられるようになった¹⁴⁾。それらを外証在日支店はアレンジするケースが増えていったのである。

仕組債や店頭デリバティブ、不動産ファンド、MBOファンドの組成やM&Aの成約は実際には多くが海外親会社・関連会社によって行われるが、そこに至るまでに顧客を発掘し、それを親会社に紹介し、顧客に商品説明を行うなどを外証在日支店が行っているのであり、その貢献に応じて支払われる収益を「その他手数料」に計上していると思われる。

(3) ブローカー業務

東証会員業者合計で、委託手数料は91年3月期から97年3月期までに1兆9千億円から1兆円弱まで減少したが、外証在日支店は逆に増加し（第

12) 分配金の支払い、運用報告書の発送など、本来は運用会社が行うべき業務を販売会社が代行していることから生じる手数料を指す。

13) 2020年から、日本証券業協会は「その他手数料」の明細を公表するようになったが、それによれば、「国際取引に関する日本法人等への収益分配金等」が最大項目で、その他手数料の1/4を占める(後述)。

14) 「M&A専門誌マール」レコフ社、巻末資料を参照のこと。

3表)、その結果、シェアは大きく上昇した。そこで、商品別内訳が公表されている98年3月期と比較してみたのが第5表である。

株式現物委託手数料が増加した背景として、売買シェアを高めている外人投資家¹⁵⁾の受注のかなりの部分を獲得していることがあげられる。外証在日支店の受注シェアは80年代末まで高くなかったが、東証会員権を獲得してからは急速にシェアを高めていった。

内外を問わず、機関投資家は発注先ブローカーを、①市場・業種・銘柄の調査能力¹⁶⁾と②執行コ

スト(執行能力と明示的な手数料¹⁷⁾)の2点から格付け評価しているが、外証在日支店は執行コストにおいて優位に立っていたと考えられる。例えば、ロンドンで日本株売買を受注する場合、欧米の業者は顧客に有利な値段で自己勘定を用いて迅速に執行し、折をみて在日支店に発注してポジションを解消する頻度が日本の業者よりは多い。この間のポジションリスクは株式先物やオプションでヘッジするため、在日支店のデリバティブ関係の受注は日本の証券会社より多くなるのである。

第5表 外国証券会社(東証会員)の委託手数料商品別内訳

		1991年3月期		1998年3月期	
委託手数料		1,310	6.9%	2,266	27.3%
内訳	株式現物	981	5.9%	1,765	25.1%
	株式先物等	224	21.4%	246	48.7%
	債券現物	67	5.9%	148	25.1%
	債券先物等	37	17.5%	99	69.1%

第3表と同じ

第6表 外資系証券会社の損益計算書

	2007年3月期		2019年度			
	21社(東証会員)		21社(東証会員)		51社(東証非会員)	
委託手数料	2,490	23.9%	611	12.5%	74	1.5%
引受手数料	580	26.9%	59	3.9%	0	0.0%
募集手数料	58	1.4%	26	1.0%	6	0.2%
その他手数料	7,366	57.5%	4,009	35.4%	1,627	14.4%
金融収入	465	54.8%	4,234	49.0%	9	0.1%
金融費用	420	65.0%	2,308	39.7%	10	0.2%
売買損益	749	8.7%	-1,153	-13.3%	2	0.0%
純営業収益	11,689	28.9%	5,494	17.1%	1,780	5.6%
販売・一般管理費	9,878	32.5%	4,420	15.8%	1,532	5.5%
営業損益	1,811	18.2%	1,074	26.4%	279	6.9%

(注)1)左は金額(億円)、右はシェア(各項目の全社合計を100とする)

2)2007年3月期の外資系証券(東証非会員)はシェアが小さいため省略した。

(出所)第2表と同じ

15) 東証『証券統計年報』によると、東証1部銘柄の投資家別売買シェアでは、外人投資家は1990年の9.8%から98年には30.5%にまで拡大している(買い付け、金額ベース)。

16) どこの国でもそうだが、国内株に関しては母国の証券会社のほうがよく知っており、調査能力は上である。

17) 手数料コストについては、当時、海外では自由化されていたが、わが国では1999年末まで全面自由化されていなかった。この結果、海外で割り引いた手数料で受注しても、東証へ発注すると一般手数料率の50%(同業者の料率は半額)を支払わねばならず、海外親会社・関連会社は赤字になる恐れがあった。しかし欧米の証券会社ではレポートング体制

IV 外国証券会社の収益源 —2000年代—

第6表は、外資系証券会社の主な収入項目の金額とシェアをみたもので、リーマンショック直前と直近を比較している。2007年3月期の東証非会員は、シェアが小さいために省略しているが、直近になれば外資系証券のうち東証会員が金額、シェアともに低下する一方で、非会員は増加の傾向にある。

リーマンショック後、外資系証券は急速な事業の撤退、縮小に着手したため、全般的にシェアを後退させたが、「その他手数料」の金額が依然として大きく、シェアも高い。また東証会員の場合は、金融収益・費用の項目が両建て的に一層拡大している。

先述のように、「その他手数料」の細目についてはこれまで明らかではなかったが、日本証券業協会は、2020年度よりその細目を公表した。第7表がそれである。業界全体でその合計額は、2019年度は1兆1222億円に対し2020年度は1兆2228億円とほぼ同額であり、純営業収益に占める構成割合は32.9%（2019年度）、35.0%（2020年度）で、業界全体としても最大の収益項目となっている。

その細目は「商品別」に区分けされており、株式、債券、投信のいずれにも入らない「その他」が過半を占める。投信の「その他手数料」は20%近くを占めるが、外資系証券業者は個人向けの投資販売はほとんど行っていないのでそのシェアは極めて低くはなからずである。そこで、「その他手数料」のうち、外資系シェアが高い項目は、投信に係る部分以外の「その他手数料」となる。そこで時期的にはややずれるが、2015年度につき、類型別の細目がうか

第7表 「その他手数料」(2020年度)の細目

(単位: 億円、%)		
株式	1,064	8.7%
債券	1,437	11.7%
受益証券	2,400	19.6%
その他	7,327	59.9%
国際取引に関する日本法人等への収益分配金等	2,916	23.8%
M&A関係収益	927	7.6%
投資信託の委託者報酬	811	6.6%
ラップ関係収益	807	6.6%
投資一任契約の運用受託報酬	461	3.8%
アドバイザー／コンサルティング手数料	292	2.4%
事務手数料	206	1.7%
保険関係収益	157	1.3%
システムの利用・開発等に係る報酬	145	1.2%

注) 1) 「その他手数料」の合計額は1兆2228億円

2) パーセンテージは「その他手数料」を100とする。

(出所) 日本証券業協会「会員の決算概況2020年度」。

と管理会計の面で地域別ではなく商品別の経営組織をとっているため在外拠点に赤字が溜まっても、貢献度に応じて収益(および費用)が分配されることになっており、思い切って手数料をディスカウントすることができたのである。

第8表 外資系証券会社の「その他手数料」内訳

(単位：億円、%)

	2007年3月期				2015年度			
	東証会員		東証非会員		東証会員		東証非会員	
社数	21社		44社		22社		42社	
株式	1,245	76.3%	13	0.8%	731	68.8%	4	0.4%
債券	1,876	82.3%	50	2.2%	1,257	86.1%	16	1.1%
投信	23	1.1%	36	1.7%	41	1.6%	145	5.9%
その他	4,221	61.9%	305	4.5%	1,976	33.9%	502	8.6%
合計	7,366	57.5%	403	3.1%	4,005	37.0%	666	6.2%

(注) 1) その他手数料は全体で2007年3月期は1兆2821億円、2015年度は1兆829億円である。パーセンテージはシェア。

(出所) 二上[2018]、『証券会社経営の時系列的分析』(日本証券業協会委託調査) 資料編より再引用(一部改変)。

第9表 外資系証券(東証会員)の媒介高

(兆円)

	株式	債券	内訳	
			国債	社債
2008年3月期	92	558	293	266
	95.1%	89.4%	87.1%	92.4%
2015年度	81	2,782	2,364	418
	67.1%	91.1%	92.5%	83.5%

(注) 1) パーセンテージはシェア

2) 両年度とも22社。

(出所) 第8表に同じ

がえる資料があるので、それを掲載しておいた(第8表)。

(1) 株式、債券に係る「その他手数料」

株式に係る「その他手数料」の外資系シェアは7割前後、債券の場合はさらに高く8割以上を占める。これは推測であるが、実質上の媒介手数料だと思われる。媒介とは、「売り」「買い」双方を付け合わせて約定させるもので、約定金額は「片道計算」、媒介手数料は売り買い双方から徴収し、本来は「委託手数料」に計上する。ちなみに、資料の

得られる2008年3月期と2015年度につき外資系証券(東証会員)の「媒介高」をみると第9表のようになる。2015年度の株式の媒介高はシェアが低下しているが、これはPTS¹⁸⁾の媒介高が2010年ごろから増え始め、2015年度には36兆円(シェア30.3%)に上ったからである¹⁹⁾。

なお、別の資料では2015年度には「ダーク・プール」のシェアはPTSより若干少ない30兆円程度と推測されている²⁰⁾。日本の「ダーク・プール」はPTSと同じように「売り」「買い」付け合わせをしておきながら、「認可」を回避するため、最後の執行

18) PTS (Proprietary Trading System) とは、電子情報処理組織を利用して同時に多数の者を当事者とする証券の売買を行わせる「私設取引システム運営」業務である。取引所に類似することから「認可」を必要とする。

19) その背景としては、①値刻み(ティック)の縮小(2009年)、②クリアリング機構利用による決済リスク排除(2010年)、③TOB規制の適用除外(2012年)があげられる。

20) 大塚剛士「日本におけるダーク・プールの実態分析」JPXディスカッションペーパー、2017年9月。

のみを東証の立会外取引 (TosTNeT) で行って「取引所取引」の形式をとっている。したがって2015年度の媒介高全額120兆円のうち、PTSの35兆円、ダーク・プールの30兆円を差し引いた55兆円は、日本株以外、つまり「外国株の媒介」と推測できる。他方、債券の媒介も外資系証券のシェアが極めて高いことから、国債、社債ともに海外の債券が多いと推察する。

外国株や外債の媒介は、おそらく海外の親会社・関連会社（「売り手側」）と国内の証券会社（「買い手側」）を付け合わせていると思われる。国内の証券会社は、これを国内店頭仕切り売買で個人顧客に販売しているのであろう。また外債の場合には、買い手側として地方金融機関が登場しているケースも多いように思われる。

以上を要約すると、媒介に応じる片側（例えば海外親会社）が手数料込みの値段で株式や債券を反対の片側（例えば国内の機関投資家）に売り、その売買を在日拠点が手数料なしで「媒介」とし、海外親会社にトレーディング益が計上される。このトレーディング益は実質上、「媒介手数料」なのだが、これを在日拠点に配分する場合には、「その他手数料」の「その他」に計上するケースもあれば、「株式」や「債券」に計上するケースがみられたのである。

(2) 「その他」に係る「その他手数料」

「その他」にかかわる「その他手数料」は、「その他手数料」全体の過半を占める。そのシェアでも外資系証券は高い。リーマンショック直前の「その他」に係る部分は4千億円以上で、シェアも6割を超えていた。これは店頭デリバティブの「媒介」だったと推察する。ただし金利スワップ、クレディッ

ト・デフォルト・スワップの媒介による収益は「媒介手数料」という形はとっていない。店頭デリバティブの損益は満期になるまでは残高の「評価損益」として計上されるので、これを媒介した外資系証券業者は親会社からの収益分配金を受け取ることになる²¹⁾。

さらに外国株や外債、店頭デリバティブ等についても、海外親会社が日本の顧客と直接に約定する場合でも、その前段階で、日本法人が顧客紹介や商品説明などをおこない、約定に貢献する業務行為を行えば、それに収益を分配することがある。2019年度には、これが「その他手数料」の1/4を占めている。

V | 終わりに

以上、外国証券会社について限られた資料であるが、推測を交えてその業務内容を検討してみた。結論として、日本の証券会社とはかなり異なった業務内容である。それは、親会社のグローバルな業務の一環に過ぎない性格が濃い。外資系証券会社の太宗を占める欧米系の金融機関は、レポーティング体制と管理会計の面で地域別ではなく商品別の経営組織をとっている。取引の形態や執行場所にかかわらず、その収益は、貢献度に応じて各部店に分配していく。したがって、例えば、外債を国内顧客に募集販売する場合には、通常なら募集手数料に計上すべきところ、これを海外の親会社が在日拠点に「媒介」によって国内地方銀行に販売すれば、在日拠点は「債券」に係る「その他手数料」として計上するだろう。

これは外資系証券会社に限らない。野村証券をはじめ国内大手証券会社も1990年代半ば以降、

²¹⁾ したがってリーマンショック時には多額の評価損が発生したため、一部の外資系証券会社の「その他手数料」は赤字を計上していた。

商品別の経営組織に改編している。従来の管理会計制度では「営業部門」だけがプロフィットセンターで「商品部門」や「引受部門」はコストセンターであって、営業部門は決まった比率で本部に費用を分担する制度だった。これを欧米流に「社内レート」を決めて貢献度に応じた収益分担制にしたのである。したがって、日本の大手証券も「その他手数料」として計上する頻度が増えているのである。グローバルな展開が進んでくると、従来の方法では正確な財務分析はしにくくなるだろう。

Foreign Securities Firms in Japan

Kiyoshi Nikami

Foreign securities firms in Japan are significantly different from the business of domestic securities firms. After the burst of the bubble economy, the share of the revenue pool increased and exceeded 30% just before the Lehman shock (2008). Although it showed a move to withdraw due to the subsequent deterioration of business performance, it still boasts the share of over 20%. In this paper, I inferred the business content from the characteristics of the profit sources of foreign securities companies.