

## 証券業の経済的機能と その変化

二上季代司

Kiyoshi Nikami

滋賀大学経済学部 / 教授

## I はじめに

証券業の定義をどのように理解し、認識するか、これは古くて新しい基本的な問題である。経済史家はものごとの起源を知りたがるが、証券業の起源は、証券業の定義に適った存在が確認されてはじめて認識できるものである。したがって証券業の起源を知ろうとするものは、実は証券業の定義を知ろうとしているのである<sup>1)</sup>。現代の証券業についても同様である。証券業は1980年代以降、大きく変貌したといわれるが、変貌とは「基準」からの偏差であって、これまた基準となる証券業の定義なくしては真に理解できるものではない。

以下で、検討しようというのは、証券業の定義を、経済的機能・役割の観点から明らかにしようということである<sup>2)</sup>。ところで、この問題を追及するにあたって、冒頭で紹介したように二つのアプローチがあるように思われる。1つは発生史的アプローチであって、証券を売買するものの中からどのようにして証券業者が分離独立し「顧客」と「専門的仲介者=証券業者」に分化するか、その「発生のロジック」を追求することで証券業の経済的機能・役割を把握する方法である。

いま1つの方法は、すでに現存する現在の証券業者を対象に、時を遡り、そのビジネスモデルの変遷を辿ることによって異時点間の変化を整理し、その間の証券業者による経済的機能・役割の変

1) ブローカー・ディーラーの起源については、E. V. Morgan and W. A. Thomas, *The Stock Exchange: Its History and Functions*, Elek Book, 1962, および R. C. Michie, *The London Stock Exchange: A History*, Oxford University Press, 1999. また投資銀行の起源については、V. P. Carosso, *Investment Banking in America: A History*, Harvard University Press, 1970 (小畑二郎他訳『アメリカの投資銀行(上)(下)』証券研究55巻、56巻、1978年)、マーチャントバンクの起源については、S. D. Chapman, *The Rise of Merchant Banking*, HarperCollins Publishers, 1984 (布目真生他訳『マーチャント・バンキングの興隆』、有斐閣選書、1987年)等を参照されたい。

化を推察する方法である。証券業者の稼得する収入は、彼らの果たす経済的機能・役割の代価である。その収益性が低下するということはその機能の低下を予測させるし、新たな収入源の出現は新しい機能が付加されたことを予想させるだろう。手数料自由化以後、ブローカー業務の収益性は低下し、これを補うため、証券業者の業務は多様性・複雑性を増していったといわれる。そうだとすれば、多様化・複雑化のプロセスを辿ることで、証券業者が果たしてきた経済的機能のどの部分がどのように変化した（あるいは変化しなかった）のか、が理解されるだろう。

小稿では、後者の方法から証券業の経済的機能・役割とは何か、どのような背景・要因によって、その経済的機能・役割に変化が生じているのかについて検討したいと思う。前者の方法（発生的アプローチ）からの検討は別の機会に取り上げる予定である。

## II | アメリカ証券業の収入構成の推移

1975年、アメリカでは証券手数料の自由化をはじめとする証券市場の規制緩和が行われた。それ以来、主要先進各国に同様の規制緩和が波及していった。1986年にはイギリスで「ビッグバン」と呼ばれる市場改革が着手され、その後、同様の市場改革はドイツ、フランス等大陸ヨーロッパに拡大、

1990年代末には、わが国でも「金融ビッグバン」の名称で呼ばれる総合的な金融・証券市場改革が行われた。この結果、主要先進諸国の証券ビジネスは、大きく変貌を遂げたと言われている。

そこで、以下では、手数料自由化をはじめ市場改革の先鞭をつけ、世界の証券ビジネスの約半分を占めるアメリカ証券業を例に取って、そのビジネスの変遷をあとづけてみよう。

### 1: 1970年代

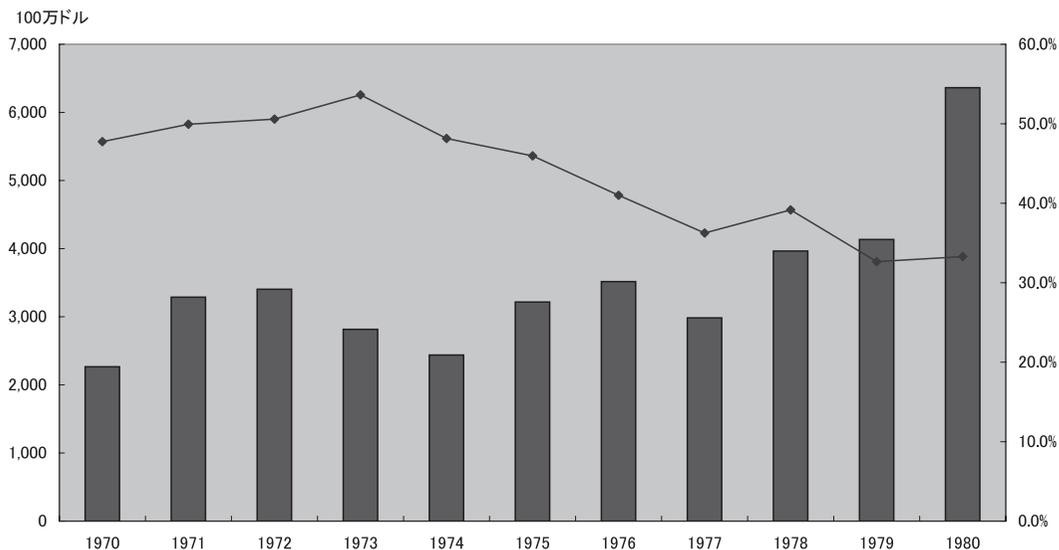
第1図は、証券委託売買手数料が自由化された1975年を間にはさんだ1970年代について、証券業者の売買手数料額（棒グラフ、左軸）とそれが総収入に占める比率（線グラフ、右軸）をみたものである（以下、同じ）。なお、対象は総収入50万ドル以上の比較的、規模の大きい業者であって、実数は609社（最低、1974年）～1,214社（最高、1980年）、平均844社である。この数字は業者総数の約2割だが、総収入ベースでみると9割以上を占める<sup>3)</sup>。

これをみると、委託売買手数料は売買高に応じて大きく変動し、手数料自由化以降の70年代後半には増加をみせているが、総収入に占める比率は逆に低下傾向にある。そこで、自由化される直前の1974年とその後の1980年を比較し、その収入構成の変化をみたものが第1表である。

これによると、委託売買手数料の構成比率がこの6年間で、14.8%と最も大きく低下している反

2) もっとも、証券業をどのように定義付けるかは、目的によっても異なってくる。アメリカの34年証券取引所法やわが国の旧証券取引法（現在の金融商品取引法）には証券業（現在の第1種金融商品取引業）の定義はある。しかし、これは「投資家保護」を目的に開業規制・財務規制・行為規制など証券業者を規制監督するための定義である。

3) NASD（全米証券業協会）に登録の対顧客営業の証券業者数は1980年時点で5,102社、その総収入額は20,715百万ドルである。他方、総収入50万ドル以上の業者は1,214社、その総収入は19,116百万ドルである



(出所) Securities Exchange Commission, Annual Reportより作成

(注) 棒グラフは手数料収入額。線グラフは総収入に占める割合(以下同じ)。対象は総収入50万ドル以上のブローカー・ディーラー。

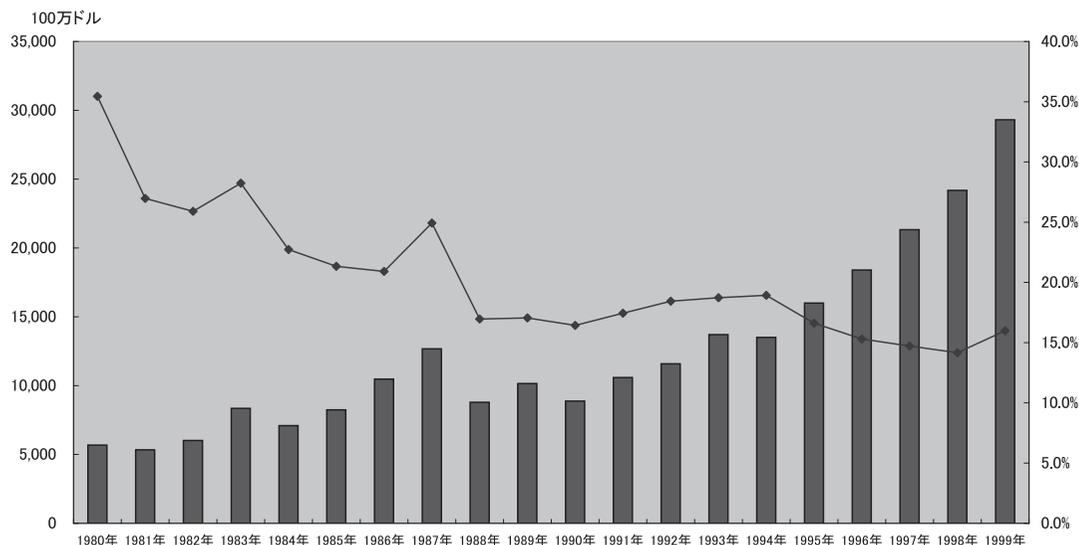
第1図 委託売買手数料(Commission)とその構成比率の推移 [1970年代]

第1表 アメリカ証券業者の収入構成と資産変化(1974年、1980年)

(単位: 100万ドル)

	1974	構成比	1980	構成比
社数	609		1,214	
委託売買手数料	2,438	48.1%	6,362	33.3%
売買損益	777	15.3%	4,953	25.9%
内訳(トレーディング収入)	722	14.3%	4,230	22.1%
(投資収入)	55	1.1%	723	3.8%
引受収入	496	9.8%	1,526	8.0%
投信販売収入	79	1.6%	252	1.3%
資産管理手数料	85	1.7%	362	1.9%
コモディティ収入	168	3.3%	715	3.7%
金利収入およびその他収入	1,022	20.2%	4,946	25.9%
総収入	5,065	100.0%	19,116	100.0%
(参考) 金融費用	750	14.8%	3,586	18.8%
総資産	23,787	100.0%	111,281	100.0%
うち証券・コモディティの買い残	10,789	45.4%	65,612	59.0%
同上 売り残	1,038	4.4%	22,007	19.8%
借入(money borrowed)	10,421	43.8%	42,969	38.6%

(出所) 第1図に同じ。



(出所) Securities Industry and Financial Markets Association, Fact Bookより作成

(注) 対象は対顧客業務を営むNYSE会員業者

第2図 委託売買手数料とその構成比率の推移 [1980年代、90年代]

面、増えたのは売買損益の+10.6% (15.3%→25.9%)、金利収入を含むその他収入の+5.7% (20.2%→25.9%) である。後者の細目については不明であるが、金利収入の伸びが大きかったのではないかと推測される。その根拠としては金融費用もまた対総収入比率で4.0%上昇しているからである。

他方、資産構成をみると、証券などの買いポジションのウェイトが高まっていること、これと並行して借入れと空売り残高の合計もウェイトを高めていることがわかる。要するに、負債を使って証券を手持ちし、自己売買を積極化して売買益を稼ぐことに注力した結果、売買益ならびにポジションから派生する株式配当・債券利子などの金利収入

も増えたのであろう。その反面、金利費用も増えたという構図が浮かび上がってくる。

このように、手数料自由化直後の数年間は、手数料率の低下によってブローカー業務の収益性低下に直面した証券業者は、とりえずディーラー業務等の自己売買業務に経営資源を振り向けたと考えられるのである。

## 2：1980年代、90年代

第2図は、1980年～1999年までの委託売買手数料額とそれが総収入に占める構成比率の推移である。SECの統計では連続した数字が得られないので、SIFMA (Securities Industry and Financial Markets Association) のファクト・ブックから作

成している。対象はニューヨーク証券取引所(以下、NYSEと略) 会員業者のうちで対顧客業務を営む業者であって<sup>4)</sup>、実数は280社(最低、1999年)～405社(最高、1983年)、平均342社である。この数字は業者総数の約5%～8%だが、総収入ベースでみると71%～80%を占める<sup>5)</sup>。

これによると、委託売買手数料の総収入に占める比率は1980代を通じて低下しているものの90年代に入ると絶対額は増加し、構成比率も底打ちをみせ15～20%で推移していることがわかる。ではこの間、他の収入項目はどうだったのだろうか。1980年、1989年、1999年の3時点と比較してみよう。それが第2表である。

第2表は、第2図と同じSIFMAのファクト・ブックを使って、NYSE会員業者(対顧客業務の業者)

の収入構成につき1980年と1989年、1999年を対比させたものである。これによれば、1980年代を通じて手数料収入比率は、この10年間で18.4%(35.4%→17.0%) 低下、マージン取引金利収入も6.7%低下(13.0%→6.3%) した反面、その他証券関連業務収入が23.4%も上昇(10.8%→34.2%) したほか、投信販売収入と資産管理手数料がそれぞれ2.0%(0.7%→2.7%)、2.6%(1.1%→3.7%) 上昇したことがわかる。70年代後半以降に、ウェイトを高めた売買損益はこの間、比率は横ばいである。

80年代を通じてブローカー業務に代わって伸長した業務は、自己売買業務から、「その他証券関連業務」、「投信販売業務」、「資産管理業務」等にシフトしていることがわかる。90年代に入ると、総収入全体が急増し始めるが、構成比率の大き

第2表 NYSE会員業者の収入とその構成変化(1980年代、90年代)

(単位:100万ドル)

	1980年	構成比	1989年	構成比	1999年	構成比
社数	386		351		283	
委託売買手数料	5,682	35.4%	10,151	17.0%	29,311	16.0%
売買損益	3,698	23.1%	12,831	21.6%	38,802	21.2%
内訳(トレーディング収入)	3,138	19.6%	12,343	20.7%	36,423	19.9%
(投資収入)	560	3.5%	488	0.8%	2,379	1.3%
引受収入	1,328	8.3%	4,120	6.9%	16,026	8.7%
マージン取引金利収入	2,089	13.0%	3,723	6.3%	13,416	7.3%
投信販売収入	105	0.7%	1,580	2.7%	6,663	3.6%
資産管理手数料	175	1.1%	2,226	3.7%	11,450	6.2%
調査	14	0.1%	27	0.0%	157	0.1%
コモディティ収入	625	3.9%	1,408	2.4%	-8,723	-4.8%
その他証券関連業務収入	1,728	10.8%	20,338	34.2%	66,719	36.4%
その他収入	586	3.7%	3,134	5.3%	9,547	5.2%
総収入	16,030	100.0%	59,538	100.0%	183,368	100.0%
(参考)金利費用	3,445	17.5%	24,070	40.4%	70,345	38.4%

(出所) 第2図に同じ。

4) 業者間のみの取引に従事するスペシャリスト、フロアブローカー等は除外される。

5) NASD登録の対顧客営業の証券業者数と総収入額は1980年現在5,102社、20,715百万ドル、1999年には5,482社、256,615百万ドルである。

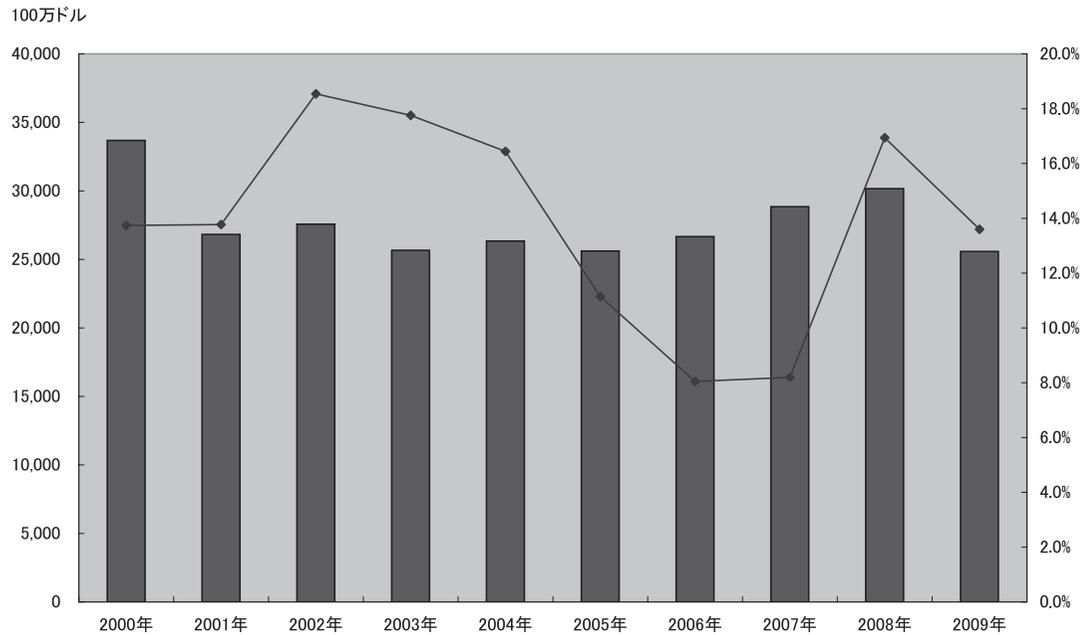
な変化はみられなくなっている。しかしその中でも、その他証券関連業務収入、投信販売収入、資産管理手数料のウェイト上昇は一貫して継続している。

### 3：2000年代

最後に2000年代についてみておこう。第3図は同じくNYSE会員業者について委託売買手数料の額と総収入に占める比率をみたものである。実績があまり変化していないのに構成比率が2005年～2008年に大きく変動しているのは、その間、総収入すなわち委託売買手数料以外の収入項目に大きな変化があったためである。そこで、2000年と2008年のほかに2005～7年をばさんだ各収入項目をみてみた。第3表がそれである。

第3表によると、トレーディング収入が大きく変動しながら、2008年には巨額の損失を出していること、その他証券関連収入がこれまでもウェイトを高めながら増加してきたが、2005年～2008年にかけて急増していること、投信販売は横ばい、資産管理手数料は安定的に増加していることがわかる。

以上、手数料自由化以後のアメリカ証券業者における収入構成比率の変化は、各証券業務の伸長度合いの格差を予想させるが、この間の各証券業務は質的にもおおきく変化してきたのである。そこで、収入との対応関係を検討しながら各証券業務の内容の変化についてみよう。



(出所) 第2図に同じ。

第3図 委託売買手数料とその構成比率の推移 [2000年代]

第3表 NYSE会員業者の収入とその構成変化(2000年代)

(単位:100万ドル)

	2000年	構成比	2004年	構成比	2006年	構成比	2008年	構成比
社数	271		229		204		194	
委託売買手数料	33,685	13.7%	26,340	16.4%	26,665	8.0%	30,166	16.9%
売買損益	46,562	19.0%	19,020	11.9%	37,830	11.4%	-71,812	-40.3%
内訳(トレーディング収入)	44,715	18.2%	17,364	10.8%	34,523	10.4%	-71,796	-40.3%
(投資収入)	1,847	0.8%	1,656	1.0%	3,307	1.0%	-16	0.0%
引受収入	17,013	6.9%	16,659	10.4%	20,884	6.3%	16,463	9.2%
信用取引金利収入	22,335	9.1%	6,146	3.8%	20,777	6.3%	16,748	9.4%
投信販売収入	7,745	3.2%	6,839	4.3%	7,844	2.4%	6,676	3.7%
資産管理手数料	15,872	6.5%	13,942	8.7%	18,195	5.5%	20,899	11.7%
調査	236	0.1%	208	0.1%	206	0.1%	62	0.0%
コモディティ収入	-9,662	-3.9%	930	0.6%	55	0.0%	3,713	2.1%
その他証券関連業務収入	99,618	40.6%	59,260	37.0%	175,354	52.9%	125,185	70.3%
その他収入	11,798	4.8%	10,854	6.8%	23,526	7.1%	29,968	16.8%
総収入	245,202	100.0%	160,198	100.0%	331,336	100.0%	178,068	100.0%
金利費用	110,513	45.1%	51,084	31.9%	198,804	60.0%	114,533	64.3%

(出所) 第2図に同じ。

### III 手数料自由化以後の証券業務

#### 1: ブローカー業務の機能と対価

手数料自由化によって委託売買手数料は総収入に占める構成比率を低下させていった。これはアメリカのみならず、わが国はもちろんイギリス、ヨーロッパにおいてもみられる現象である。では、委託売買手数料は何の代価なのであろうか。委託売買手数料は、顧客から受注した証券売買を執行し、その受渡・決済を結了させることに対して顧客から徴収するものである。この売買執行、受渡・決済サービスをブローカー業務と呼んでいる。

ところで、業者は、売買を受託する前段階で、顧客に市場情報や銘柄情報の伝達、投資アドバイ

スの提供などの付随サービスを行うことで注文を出しやすいようにしている。手数料が自由化される以前には、こうした投資助言サービスそれ自体には代価は支払われていなかった。また注文執行、受渡決済終了後は顧客資産を保管・管理する。その代価として口座管理手数料等の名目で徴収しているケースもあるが、その場合も低額である。

つまりブローカー業務とは、主たる業務内容は売買執行、受渡・決済であるが、その前後に投資アドバイスや口座管理の業務を附随させていたのである。そして、この附随業務は独立した代価を徴収する必然性は手数料自由化前まではなかったのである<sup>6)</sup>。すなわち、証券取引所が委託売買手数料率を決め、会員業者にその割引を許さず、

6) 投資アドバイスが一任運用の形で資産運用業務として独立する場合には運用手数料として別個の代価が要求されるが、これは証券業者というより投資顧問業者の領域に入る。

7) L. Shepard, *The securities brokerage industry: nonprice competition and noncompetitive pricing*, Lexington Books, 1975.

8) 1990年代に入るとインターネットを利用した受発注へ移行した。これに伴いディスカウンターはオンライン・ブローカー(Online broker)と呼ばれるようになる。

事実上のカルテル価格であった時代には、売買があるたびに徴収する委託売買手数料は、上記のような投資アドバイスや口座管理のコストをも補填できる水準であったとされる<sup>7)</sup>。

ところが、手数料が顧客との自由交渉制に移行すると、手数料を大幅に割引くかわりに売買執行、受渡・決済だけのサービスを提供する業者があらわれた。「Discount brokerまたはDiscounter」がそれである<sup>8)</sup>。彼らの出現により投資アドバイスも提供するブローカー業者は「Full-Line Broker」と呼ばれるようになる。ディスカウンターの料率とフルサービス業者の料率に格差がつくようになり、その差額が投資助言サービスや口座管理サービスの代価だと認識されるようになる。

しかし、フルサービス業者も当初は、投資助言や口座管理に別料金を請求するのではなく、そのコストは、売買ごとの委託売買手数料から回収していたのである。ところが、1980年代とくに後半以降になると、投資助言や口座管理サービスに固有の料金を取る動きがでてきた。それが「資産管理手数料」である。この資産管理手数料は80年代に入って急速に増加していく。

資産管理手数料は、①一任運用を含む投資助言、②口座管理や保護預り、名義書換、配当・利子支払などの資産保管・管理、そして③「ラップ手数料」から成り立っている。このうち、ラップ手数料の増加が資産管理手数料増加に大きく寄与しているが、これはまた、実質的には委託売買手数料であるものが資産管理手数料に形態変化したものを部分的に含んでいるのである。

ラップ手数料とは「Wrap Account (ラップ口座)」の代価である<sup>9)</sup>。この商品における証券業者の役割は、次のようである。①業者の営業員は、顧

客の資産状況・ニーズを聞きとって投資目標の確立を援助し、その顧客に資産配分を提案し、資産クラスごとに最も適切な投資スタイルをもつ投資顧問業者(ファンド・マネージャー)を選別、顧客に斡旋する(顧客資産を運用するのは選別・斡旋されたマネージャーが行う)。②業者内部では、出来るだけ多くの投資顧問業者について投資スタイル別に定量(運用パフォーマンス)および定性(経験、投資哲学など)のデータが集められ、これら投資顧問業者を評価・格付する(このパフォーマンス・データを前述の営業員が利用する)。③運用期間中、業者は運用状況をモニターし、顧客ニーズに適さないと判断すればファンド・マネージャーの交代を顧客に助言する。

以上のサービスの中には、一任運用を含む投資助言、売買執行、受渡・決済、口座管理など全てが含まれている。これらのサービスに対して顧客預かり資産残高の一定料率を「ラップ手数料」として徴収するのである。以前なら、売買ごとに委託売買手数料(Commission)として徴収する売買執行、受渡・決済サービスの代価も残高比例のラップ Fee<sup>10)</sup>のなかに一括徴収される。この結果、委託売買手数料の一部は形を変えて資産管理手数料の中に入りこむことになったのである。

なお、資産管理手数料と並行して投信販売収入も絶対額、構成比率ともに上昇している。投資信託は、一任運用、売買執行、受渡・決済、口座管理が出来合いのパッケージ商品になっている。しかし、どの資産クラスの、どのような投資スタイルの投資信託を購入すれば良いのか、顧客の資産状況・ニーズに適したものを選択する必要がある。そのアドバイスを含めて証券業者は顧客に投信を販売し、その代価として投信販売手数料を徴収す

わが国では手数料自由化とインターネット普及とが期的に重なったため、インターネットで受発注する割引業者は「ネット証券」と呼ばれている。

9) ラップアカウントについては、  
拙稿「ラップアカウントについて」  
『証研レポート』1475号、1991年5月を参照。

10) ちなみに、「Wrap」(包み込む)という用語は、投資助言から最後の口座管理まで全てのサービスとその代価を1つに包み込んだ商品である、という意味から来ている。なお最近では、Wrap Accountとは呼ばず、SMA(Separately Managed Account)と呼ぶ方が一般的である。

る。したがって投信販売収入にも投信銘柄の選別等の投資助言サービスに対する代価が含まれている。

ラップ・アカウントにせよ、投信にせよ、証券業者がディスカウンターと差別化を図ろうとしているのは、①顧客の資産状況・ニーズの把握と、②それに適合した資産配分の提案ならびに資産クラスごとの投資顧問業者、あるいは投資信託の選別・斡旋といった、コンサルタント・サービスの質の高さである。最良価格での売買執行や迅速さ、正確さといった、執行サービスの質の高さは、個人投資家のような少額で単純な売買執行の場合にはおおきな意味を持たないのである。

そして、こうしたラップ・アカウント、投信の伸びが1980年代にはいって、特にその後半に急増し始めたのは、1つには1978年の米国内歳入法により可能となった確定拠出型年金プラン(401Kプランなど)に投資信託が組みこまれるようになったこと、また手数料自由化によりディスカウンターに侵食されつつあったフルライン業者にとって、ラップ・アカウントは顧客を囲い込む有力な武器になったこと、残高比例の手数料は出来高の変動に左右される委託売買手数料より安定した収益源のため、有力な収益源として育成・注力したこと等が挙げられよう。

## 2:ディーラー業務の機能と対価

ディーラー業務は、それ自体よりもブローカー業務や引受業務の補完として行われるのが一般的であった。すなわち、ブローカー業務において顧客注文が「売り」または「買い」の一方に偏ってこのままでは売買執行がすぐには行われ難いが、しばらく待てば反対注文が予想されるような場合には、

業者は自己勘定で、とりあえず売り(買い)向って顧客注文を執行し、しかる後に反対売買でポジションを清算する。この場合のディーラー業務の役割は、売買が執行できない恐れがあるという不確実性(すなわち顧客の不安感)を除去し、顧客に時価に近い値段で必ず売買できるという信頼感を持たせ安心して発注させることにある。つまり流動性を自ら提供することでブローカー業務を補完するという役割である。

もちろん、自己勘定で手持ちする場合、業者は在庫保有コストと価格変動リスクにさらされる。そのため、このコストとリスクを補償する意味で、顧客に対する売気配値を高めにし、買気配値を低めにする。この値サヤを「スプレッド」(spread)といい、それがトレーディング収入(trading gain)となる。投資家からみれば、このスプレッドはコストになるが、それは即時執行による時間および価格変動リスクの節約の代価である。

また引受業務においても、買取引受の場合は自己勘定でいったん買取ることになるし、残額引受の場合も、引受後に売れ残った発行証券は自己勘定で手持ちしなければならない。この意味ではディーラー業務と引受業務は区別の線引きが困難である。もっとも会計処理上は、新規証券の募集終了後の売買益がトレーディング収入で、募集期間中の発行価格と買取価格の差額(買取引受の場合、残額引受の場合は引受手数料)は引受収入(underwriting revenue)となる。

他方、トレーディング収入とは区別された証券売買益もある。これが投資収入(Investment gain)である。典型的には自己資金を投じて事業会社等を買収し、その経営を立て直して企業価値を高め、高値で売却してえられた投資利益を指し

ている。証券業者はこうした業務を「Merchant Banking」業務とか「Principal Investment」業務、あるいは「Principal Finance」業務等という名称で行っているが、これはブローカー業務とも引受業務とも関連性を持たない売買益であって、上記から理解できるように本来のディーラー業務とは異なっているのである。

このように、自己勘定による売買には顧客のための売買と自己利益追求のための売買があり、前者をAgent-baseの売買、後者をProprietary baseの売買と呼ばれる。

しかし、トレーディング収入も投資収入も、とにかく「安く買って高く売る」という点では同じである。証券業者は顧客と違って証券取引所の中に居るため気配値等の市場情報に最も早くアクセスでき、さらには取引物件である株式のファンダメンタル価値についても顧客よりは精通している。またブローカー業務においてさまざまな顧客から受注する中で、どの顧客がいつ、どのような銘柄を、いくら（売値）で、どのくらい保有しているか（売ったか）、といった情報も蓄積している。このため、需給変動の予想は顧客よりはるかにたてやすい。かくして、ブローカー業務の補完としてではなく積極的な売買益追求も、行おうと思えば出来るのである。

ディーラー業務はすべてがAgent-baseではなく、Proprietary baseのものも含むのである。したがって、ディーラー業務の対価であるトレーディング収入は、顧客注文を円滑にするために提供した流動性の代価と積極的に追求する売買益とが混在している。しかし、外観からは区別が出来ないのである。

手数料自由化後の1970年代後半以降、委託手数料収入の構成比率が低下し、トレーディング取

入の構成比率が上昇した。その背景には、手数料自由化によってもたらされたブローカー業務の収益性低下に直面して、Proprietary baseのディーラー業務が増えていったと考えられる。

その後も、ディーラー業務（あるいはプリンシパル・インベストメント業務）のためのポジションは増えていったと思われる。その証拠として、金融費用が総収入対比率を高めながら急増していることが確認できるからである。ただ、売買益がこれに見合って総収入対比率を高めながら増加していったのは、1993年ごろまでで、それ以降、金融費用の動きから推察できるように自己勘定残高は高水準でむしろ増加させながら、売買益は伸び悩み、2000年代には2008年に巨額の損失を出すようになるのである。ディーラー業務はブローカー業務、引受業務の補完として行われる側面があると述べたが、1990年代後半から2000年代に入って引受業務の補完に利用されるようになったこと、そしてほかならぬ引受業務におおきな変質が生じていたことがその背景にある。そこで次にそれをみよう。

### 3：引受業務の機能と対価

引受業務は一般的には、発行会社が資金調達のために証券を発行する上で、所定額すべてについて消化できることを保証することで、資金調達が未達成になるリスクを除去してやる。その対価として引受手数料を受け取るのである。ところが、1980年代ごろから、こうした伝統的な引受機能に変化が生まれ始めた。「証券化」がそれである。自動車ローンや消費者ローン、さらには企業融資や住宅ローンなどおおよそキャッシュフローを生むものを裏づけとして証券を発行し、それを引受の対象とすることが急増した。

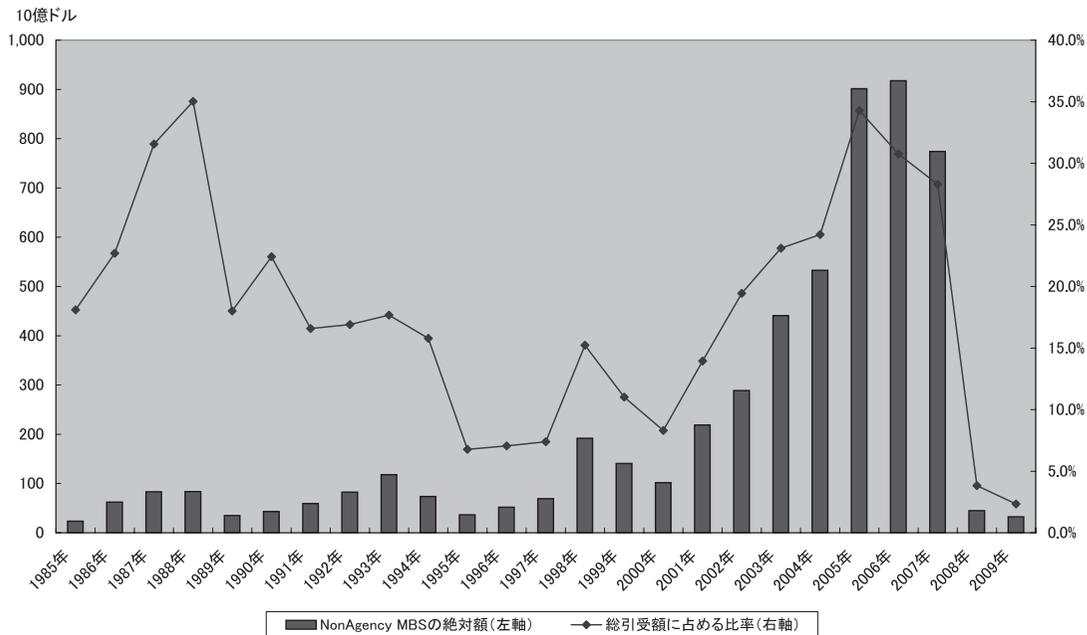
第4図は、民間モーゲージ証券の引受額とその引受総額に占める比率をみたものである。なお、MBSは不動産担保ローンを証券化したものであり、Non-Agencyとは政府機関（ファニーメイやフレディマック等）が発行したものではないもの、したがって政府保証はつかないものを指す。裏づけ資産は格付の低いサブプライムローンが多いといわれている。

証券化証券の発行体は、SPV (Special Purpose Vehicle) であって、その設定主体はオリジネーターである。そして、今、問題となっているMBSの場合には、引受証券会社自身である。すなわち、証券業者がみずから住宅ローンなどを買い

集め、複数の住宅ローンその他を束ねて証券化商品を作成し、それを引受けて販売するのである。したがって、住宅ローンの仕入れを増やすと、金利費用が高む反面、金利収入が増える。そして金利収入は、「その他証券関連収入」に含まれるのである。これが組成できて引受販売にこぎつけられれば引受収入が入ってくる。しかし組成完了前に市況が崩れれば、手持ちの住宅ローンの時価は減価し、巨額のトレーディング損失が発生する。それが第3表から読み取れる。

#### 4: 財務アドバイザー業務の機能と対価

引受業務との関連性の強いもう1つの業務とし

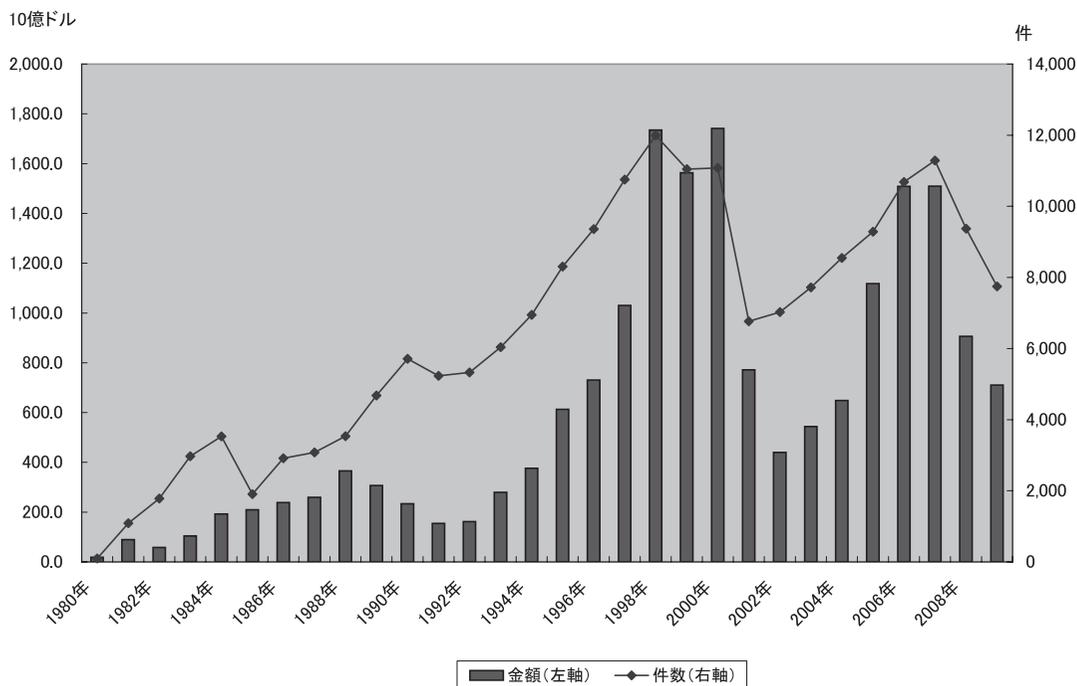


(出所) 第2図に同じ。

第4図 民間MBS (Non-Agency MBS)の引受額の推移

て財務アドバイザー業務がある。これは発行会社の経営財務上の課題、たとえば企業合併・買収 (Merger and Acquisition, M&A)、資本の再構築などについて助言を与えるものである。これも、引受業務から派生した業務である。事業会社による大規模な証券発行は、どの国でも歴史的には鉄道債が最初であるが、アメリカでは1880年代に、過剰投資がたたって債務不履行に陥る鉄道会社が続出した。そこで鉄道債を引受けた証券業者は、合併・再編を主導して鉄道会社の経営を立て直し、社債投資家の利益を守ろうとした。

このときに編み出された、鉄道会社再建のための財務助言(企業価値算定、証券交換、資本再構築を通じた経営統合のアイデア)は、企業・部門買収の資金調達(したがって新規の証券発行)を伴い、本業の引受業務とのシナジー効果が高かったのである。鉄道会社の再編時に使われた財務助言や手法は、1900年前後の第1次企業合併ブーム (USスチールの大合同など)にも応用されていく。こうして財務アドバイザー業務が証券業者による独立した業務として確立されていったのである。



(原資料)トムソン・ロイター。  
(出所) SIFMA、Fact Bookより作成。

第5図 米国内M&Aの推移 (公表ベース)

このアドバイザー手数料は、「その他証券関連収入」に含まれる。これはM&Aと共に急増していった。第5図は、M&Aの推移をみたものである。

## IV | おわりに

以上、アメリカ証券業を対象に手数料自由化以後の証券業務の機能変化とその収入の変遷について見てきたが、紙幅も尽きた。ここで取り上げることの出来なかった重要な業務としてデリバティブがあるが、委託売買手数料や売買益について上場オプションの内訳はあるものの、店頭オプションや先物、スワップ等の内訳を見ることは出来なかったため、省略せざるを得なかった。個社別の財務データを使って別の機会に取り上げてみたい。

## The Transformation in Roles and Functions of Securities Firms

Kiyoshi Nikami

In 1975, U.S. brokerages switched from fixed commission to negotiated one. After that, negotiated commission regime has disseminated over some other countries including Japan. As a result, securities businesses have transformed in their economical functions and their revenues. This paper discusses the roles or functions of securities firms and their transformation after 1975 negotiated commission regime in U.S.