

第15章 日本の証券会社の収益性分析

はじめに

バブル崩壊後から25年、日本版ビッグバンから数えても16年経過した。この間、日本の証券界は大きく変わった。免許制から登録制に変わり、兼業が容易となったことに加えて、証券プロパーでも取り扱い可能な商品・サービスが新しく出現し、証券経営には創意工夫の余地が広がった。

しかし、登録制への移行は、新規参入を促して日本の証券界にこれまで以上の競争圧力をもたらすことになった。手数料自由化に伴い手数料率が低下し、株式委託手数料収入の激減に直面した既存の証券会社のなかには自主廃業、合併・統合による退出の動きがみられた。他方で、金融制度改革や手数料自由化などにより、銀行系証券子会社やネット証券¹⁾がシェアを伸ばし、日本の証券界は、急速に新旧業者の交代、新陳代謝が進んだ。

登録制への移行、手数料自由化、金融制度改革など一連の制度改革が進んだ日本版金融ビッグバン以降、10数年が経過した現在、証券会社経営のどの側面が、どのように変化したのだろうか。また、その結果、日本の証券会社の収益性はどう変化したのか。本章は、前半で2000年代以降のわが国証券界の主だった諸変化を整理する。後半では、こうした諸変化が、証券会社の収益性にどのように反映しているのか、これを検討する。

あらかじめ前半での検討結果を先取りすれば、次のとおりである。すなわち、この10数年の間に、わが国証券界は、①支配株主（ガバナンス）、②営業スタイル（対面、非対面）、③取扱商品・サービス、④販売チャネル、⑤外部

委託の利用などの側面において、従来とは異なった展開がみられたのである。

こうした変化は、天体運行のように自動的に進んだのではなく、経営者の意思決定を経て行われたのである。その中には外部環境によりやむを得ず選択せざるを得なかった途もあろう。しかし、冒頭でみたように証券経営における創意工夫の余地は従前より広がっている。ビジネスの取捨選択や進め方において、経営戦略の立案余地は広がっているのである。その意味では、証券経営上の変化はマネジメントによる「改革」の結果として生じたもの、という側面もあるだろう。

そうであれば、こうした証券経営の改革が望ましい方向性を持っていたのかどうかは、たえず検証していく必要がある。そして、その検証は、とりあえずは「収益性」を指標とした手法によらざるを得ないだろう。そこで、後半では、さまざまな収益性指標を用いて、証券経営上に起こった諸変化を評価してみようとしたのである。

本章の問題意識は、およそ以上のようなものであるが、開示されている資料が十分ではないこと、加えて諸変化一つ一つの断面に帰属する収益貢献だけを取り出すことは不可能である場合が多い。また、収益性の指標としてよく用いられるのは、ROE（自己資本利益率）であるが、本文でみるように、これも万能の武器ではない。前後の関連を踏まえた上での利用やその他の収益性に関する様々な指標で補完する必要がある。以上のように、本章の後段では、必ずしも満足できる検討結果が得られたわけではない。ただ、このような証券会社の収益性分析は、これまであまりなされてこなかったことから、何ほどかの意義があると考え、執筆した次第である。

1. 支配株主の交代（ガバナンス）

第1の変化は、大手から中小証券まで広い範囲にわたって支配株主に大きな変化があったことである。その結果、経営上のガバナンスに変化が生じたであろうと推測される。

山一証券が破綻した1997年から2013年末までの17年間、自主廃業、営業譲渡、合併等により退出した国内証券会社は約220社、これに対し新規参入もほぼ同数である。また、現存の証券会社においても支配株主が持株を売却し、参入を狙う他業種企業などがこれを肩代わりする動きが見られた。この結果、証券会社の支配株主層は流動化し、顕著な交代がみられたのである。

中でも最大の特徴は、大手証券の一角にメガバンク系証券子会社が誕生したことであった。三菱 UFJ フィナンシャルグループ（以下、FG と略す）は、母体となった旧 4 行が野村や大和、山一から準大手証券 3 社（国際証券、ユニバーサル証券、太平洋証券）、長銀系準大手証券（第一）等を買収し、これに証券子会社や従来の系列中小証券（菱光、一成、大七、東和）を糾合して、現在は業界 4 位の三菱 UFJ モルガンスタンレー証券を作り上げた。

また、みずほ FG でも、母体の旧 3 行系列の準大手証券 3 社（新日本、和光、勸角）や中堅証券（大東、公共）などを糾合し、業界 5 位のみずほ証券を作り上げた。そして、三井住友 FG では、母体 2 行系列の準大手証券（山種）や系列中堅・中小証券（神栄石野、明光ナショナル、泉）等を糾合して、SMBC フレンド証券を作り上げる一方、2009年には大手証券の一角を占めていた日興コーディアルを、サブプライムローン問題で苦境に陥ったシティグループから買収した（業界 3 位の SMBC 日興証券）²⁾。

これらは、2000年前後から始まったのであるが、裏返せば、それまで多くの準大手・中堅・中小証券を系列化に収めていた大手証券が、破綻したり（山一）、証券系列化政策を放棄したり（野村、大和、日興）、自ら買収されたこと（日興）の結果であった。要するに、旧大手 4 社による寡占構造が崩壊し、そのガバナンスが後退したことと裏腹の関係にあった。

他方、2006年ごろから、地方においても地域金融機関が地元で証券会社を新設したり、地場証券を買収して子会社にする動きが顕著となった。確認できたものを設立順（または子会社化した順）にあげると、図表15-1のようになる。

かつて、わが国証券界は「4社寡占」と呼ばれたことがあった。それは発行業務から流通業務まで証券ビジネスのあらゆる面において4社のシェアが高

図表15-1 地方銀行の証券会社設立・系列化の概要

社名	親銀行（出資比率）	設立年（または子会社化した年）	備考
静銀ティーエム証券（新）	静岡銀グループ（85.1%）	2000年12月	静岡銀行と東京三菱銀行（当時）等との共同出資により設立。三菱東京UFJ銀行（14.9%）。
新潟証券（買）	第四銀行（48.04%）	2006年3月	オーナー株主より株式譲受，第四銀行グループ入り。JBISホールディング（19.39%）
八十二証券（買）	八十二銀行（100%）	2006年4月	アルプス証券を買収，2007年9月商号変更。
ワイエム証券（合）	山口FG（60%）	2007年7月	会社分割により東海東京証券の山口，広島エリア内支店を承継して設立。東海東京FG（40%），
常陽証券（新）	常陽銀行（100%）	2007年11月	常陽銀行の全額出資で設立。
ひろぎんウツミヤ証券（合）	広島銀行（50%） ウツミ屋証券（50%）	2008年1月	ウツミ屋証券の会社分割により，証券業務（トレーディング業務等を除く）を承継。広島銀行への第三者割当増資と同時に商号変更。
浜銀TT証券（合）	横浜銀行（51%）	2008年7月	会社分割により東海東京証券の神奈川エリア内支店を承継して設立。東海東京FG（49%）。
中銀証券（買）	中国銀行（100%）	2009年6月	コスモ証券より津山証券全株を譲り受け子会社化，同時に現社名に商号変更。
百五証券（新）	百五銀行（100%）	2009年8月	百五銀行の全額出資で設立。
西日本シティTT証券（合）	西日本シティ銀行（60%）	2010年5月	会社分割により東海東京証券の福岡エリア内支店を承継して設立。東海東京FG（40%）
ちばぎん証券（買）	千葉銀行（100%）	2011年1月	旧中央証券，1998年3月，千葉銀行グループ入り，2011年に100%子会社，現社名に変更。
いよぎん証券（新）	伊予銀行（100%）	2012年2月	10月開業。資本金30億円。伊予銀行支店内に証券店舗を出店。
ふくおか証券（買）	福岡銀行（100%）	2012年4月	旧前田証券。株式交換により福岡銀行の完全子会社となる。
池田泉州TT証券	池田泉州銀行（60%）	2013年1月	東海東京証券神戸支店を継承し同年9月開業。東海東京FG（40%）
ごうぎん証券	山陰合同銀行（100%）	2015年10月 開業予定	

〔注1〕社名のあとがきは新設，合併，買収の略。

〔注2〕このほか2015年10月に経営統合で合意している鹿児島銀行と肥後銀行が統合1年後に証券子会社設立を予定。

〔出所〕各社『業務および財産の状況に関する説明書』やホームページ，新聞報道等より作成

かったこともあるが、加えて多くの準大手・中堅・中小証券を系列化していたからであった。それがほぼ完全に崩壊し、メガバンク系の大手証券が並列して「新大手5社（野村、大和、SMBC日興、三菱UFJMS、みずほ）」とでもよべる体制が成立した。そして、地方でも地銀系証券会社が出現したのであった。

かくて、証券界の一角にメガバンクをはじめとする銀行のガバナンスが確立したように思われるが³⁾、それは証券会社の収益性にどのように反映されるのだろうか。それは後半でみることにして、次に、営業スタイルの変化についてみよう。

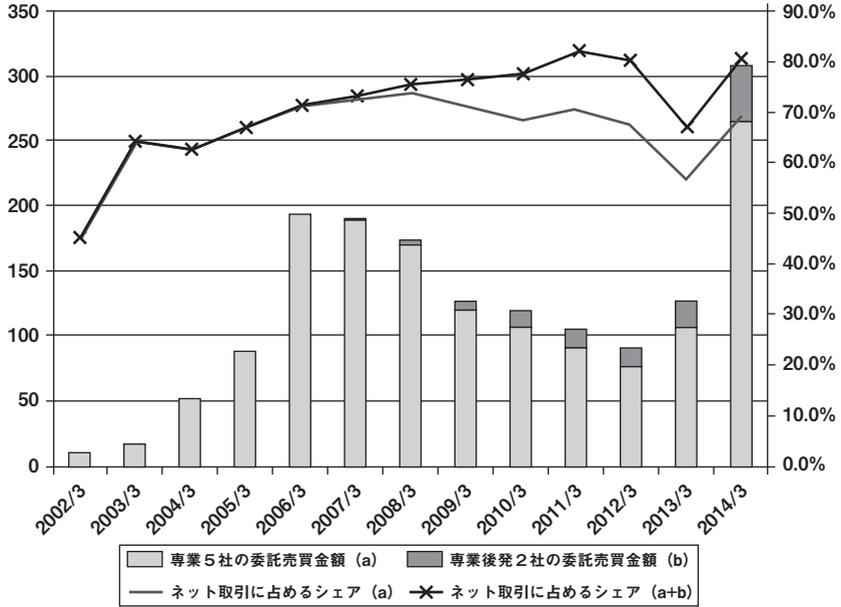
2. 対面営業と非対面営業（ネット証券）

営業スタイルの上での最大の変化は、ネット取引を専業とする「ネット証券」の台頭である。「ネット取引」とは、営業員のアドバイスはないが、インターネット経由で顧客の必要とする情報を提供し、あわせて受注・執行・決済のサービスを低廉かつ迅速に請け負うという営業手法である。

日本証券業協会によると⁴⁾、手数料全面自由化直後の2000年3月期下半期（1999年10月～2000年3月）には、株式委託売買金額のわずか1.8%に過ぎなかった「ネット取引」が06年3月期下半期には31.5%のピークに達し、その後も20～30%をキープしている。ネット取引のほとんどは個人投資家によるものであり、この間、個人の売買シェアは25～35%程度であるため、個人からの委託売買の90%近くがネット取引であると推測される。

ネット取引を手掛けている証券会社は61社（14年3月末）であり、社数としては対面営業とネット取引を併存させている証券会社の方が多い。しかし図表15-2にみられるように、ネット取引だけを取り出してみた場合に、ネット専業証券の売買シェアは上昇を続け、2011年ごろには80%を超えた⁵⁾。この水準でネット専業証券のシェアは高止まりしていることが分かる。このシェアの高止まりは、後発2社が急速にシェアを拡大する中で進行していることから、先発

図表15-2 ネット專業証券の株式委託売買金額(兆円)とネット取引におけるシェア(%)



(注) ネット專業5社はSBI、楽天、松井、マネックス、カブドットコム。專業後発2社はGMOクリック、岡三オンライン。

〔出所〕日本証券業協会〔2014〕およびネット專業各社の『業務及び財産の状況に関する説明書』より作成

5社との間でシェアを食い合っていることを示し、寡占的競争の状態にあると
いってよいだろう。

そして、残る20%前後のネット取引サービスを数十社の対面営業主体の証券会社が並行して提供している、という状況にある。対面営業主体の証券会社としては、ネット証券への防衛策からネット取引サービスを手掛けようとするのだが、そのことは自社内の対面営業部門から顧客をシフトさせ、その収入を低減させる恐れがある。つまり、対面営業とネット取引は一面では競合関係にある。

ただ、ここ数年、上記のようにネット取引全体のシェアが安定し、かつネット專業証券の売買シェアも頭打ちの状態にあることをみると、対面と非対面の

営業スタイルは均衡状態に達したと考えられる。とすれば、均衡状態での対面、非対面の各営業スタイルの収益性は、どうなっているのだろうか。これが後半での検討課題である。

3. 取扱商品・サービス

ネット証券間のシェア争いは手数料の料率低下をもたらし、この結果、証券界全体として株式委託売買手数料率⁶⁾が急速に低下した。この事態に直面して、証券各社では、取扱商品・サービス面で多様化の動きが顕著となった。

株式以外の取扱商品の多様化としては、投資信託のほか、海外株や外債、先物・オプション等のデリバティブ商品、証券プロパー以外でも外為証拠金取引(FX)やコモディティ等の他業態商品を扱う動きがみられた。

また、付随業務や兼業業務でも、信用取引以外に、投資信託の組成・運用や一任運用(ラップ口座など)に進出する業者も見られるようになった。いま、中長期の顧客資産の取り扱い状況として預かり資産に注目し、その商品別の内訳を開示資料より抽出すると、図表15-3のようになる。また、コンサルタントベースの一任運用として「ラップ口座」の預かり残高を同じく開示資料よりみると図表15-4のようになる。

なお、この表は日本証券業協会ならびに各社ホームページ上で開示している『業務及び財産の状況に関する説明書』、日本投資顧問業協会『投資運用会社要覧』および『契約資産状況』から作成しており、非開示の業者は含まれていない。また、これらは一部例外を除き、単体(非連結)ベースであり、子会社関連会社の分は含まれていない。とりわけ、海外株や外債について、大手・準大手証券の場合は、海外拠点でブックイングしていることも予想されるが、それが含まれないのである。

したがって、ややミスリードの懸念があるが、それを考慮しても、これらの表からうかがえることは、商品多様化やサービス面では、従前のようにすべての業者が営業規模に応じて一律横並び的に取り扱っているのではないことであ

図表15-3 国内投信・海外株・外債の預かり残高（上位30社）

	H26.3	国内投信残高 (百万口)		外債(額面、 百万円)		海外株 (百万株)
1	野村	16,203,619	野村	7,759,805	三菱 UFJMS	10,119
2	大和	8,302,399	大和	4,941,127	みずほ	3,246
3	SMBC 日興	5,744,258	SMBC 日興	4,696,485	東洋	2,564
4	みずほ	5,220,368	三菱 UFJMS	4,503,651	大和	2,215
5	三菱 UFJMS	3,923,553	みずほ	4,414,618	野村	2,070
6	岡三	1,907,794	東海東京	774,980	エイト	1,683
7	東海東京	1,293,746	岡三	353,718	アイザワ	1,299
8	いちよし	1,068,579	エイチエス	297,507	マネックス	579
9	SMBC フレンド	968,408	SMBC フレンド	252,255	SBI	517
10	SBI	894,503	SBI	184,967	楽天	453
11	丸三	760,906	安藤	134,877	岩井コスモ	411
12	楽天	744,271	東洋	114,522	東海東京	199
13	マネックス	744,113	ばんせい	114,100	極東	194
14	静銀テーエム	442,867	岩井コスモ	100,000	SMBC 日興	192
15	岩井コスモ	432,064	浜銀 TT	90,835	岡三	177
16	水戸	381,206	水戸	80,181	エイチエス	154
17	東洋	364,621	丸三	76,609	日本アジア	83
18	エース	224,604	中銀	69,696	SMBC フレンド	76
19	高木	191,776	マネックス	62,772	高木	42
20	アイザワ	169,350	八十二証券	42,640	岡三にいがた	32
21	カブドットコム	160,868	今村	39,298	いちよし	26
22	浜銀 TT	134,682	高木	38,533	むさし	20
23	ちばぎん	133,182	アイザワ	36,188	三津井	11
24	中銀	132,388	極東	31,082	丸三	8
25	岡三にいがた	120,374	むさし	30,099	豊	8
26	極東	115,073	ちばぎん	26,238	浜銀 TT	7
27	むさし	86,829	楽天	24,475	岡三オンライン	7
28	証券ジャパン	84,245	西日本シティ	24,301	三縁	7
29	丸八	81,450	エース	20,397	日産センチュリー	4
30	百五	72,931	常陽	19,987	エース	4

(注) 単体（非連結）ベース。なお、三菱 UFJMS には、子会社化した三菱 UFJ モルガンスタンレー PB 証券（旧三菱 UFJ メリルリンチ PB 証券）の分を含む。外債を現地通貨で表示しているものについては除外した。

〔出所〕各社「業務及び財産の状況に関する説明書」の保護預かり証券分別管理状況より抽出

図表15-4 ラップ口座の取扱業者

投資運用会社	平成26年9月	
	件数	金額（億円）
大和	55,921	7,637
野村	48,130	5,586
三井住友信託	45,416	5,533
SMBC 日興	25,672	2,333
4社小計 (シェア)	175,139 (95.4%)	21,088 (95.0%)
みずほ証券	3,111	430
水戸	2,732	340
東海東京アセットマネジメント (AM)	1,959	170
アイザワ	521	50
その他含め総額	183,596	22,192

(注) 東海東京の場合は、東海東京 AM が投資一任契約の主体であり、同社が運用を行う。一任契約の締結は東海東京証券等が代理し、ラップ口座も同証券等において開設する。AM は同証券等に対して運用指図する。

〔出所〕日本投資顧問業協会『投資運用会社要覧』および『契約資産状況』より作成

る。そこには各社ごとに商品・サービスの取捨・選択への配慮がうかがわれる。そしてこれらの取捨・選択が収益性指標にどう反映しているのか、それが後半での課題である。

4. 販売チャネル

販売チャネルの拡充策については、「金融商品仲介業」の解禁が極めて大きなインパクトをもたらした。これを最も利用しているのは、先ほど見た銀行系証券子会社であり、メガバンク、地銀を問わず、銀行と証券会社の協働において極めて重要な役割を果たしている。

2004年に「証券仲介業⁷⁾」が解禁されたが、同時に、この業務は金融機関の営みうる証券業務（登録金融機関業務）の範囲に含まれることになった。これにより、銀行は証券子会社との間で仲介業契約を締結し、銀行顧客の証券口座

開設や証券運用ニーズを証券子会社に取り次ぐことが可能になった。証券子会社にとっては、銀行店舗が一挙に販売チャネルに加わるのと同様の効果をもたらしたのである。さらに、銀行と証券子会社との間のファイヤーウォールの緩和が加わって⁸⁾、銀行と証券会社の連携プレーが以前より容易に行われるようになった。

かくして、証券子会社の営業員が銀行員として出向し、銀行窓口で銀行顧客にセールスし、獲得した証券口座の開設や注文は所属先証券会社に取り次ぐといったことが可能になった。また、銀行員と証券営業員が共同外交で銀行の顧客企業にファイナンスやM&Aの提案をするといったことも可能になった。これがいわゆる「銀証連携」業務であるが、それはファイヤーウォールの緩和と仲介業の解禁によって可能になったのである。

ちなみに、図表15-5はリテール営業における銀証連携効果を三菱UFJMSについてみたものであるが、預かり残高全体の10%、有残口座開設の20%、株式投信販売の16%、個人向け国債の28%、外債販売の50%近くが親銀行からもたらされたことが分かる。

他方、銀行以外の仲介業者についても、契約仲介業者を開拓して販売チャネルを拡大する動きがみられた。やや古い数字であるが、2013年8月末現在、金融商品仲介業者は実数で764（法人528社、個人236名）、延べ数で1041（法人767社、個人274名）である。仲介契約先を多く開拓している証券会社は、エース証券（235）、SBI証券（200）など、販売網拡大を狙う中堅中小証券やネット証券に多い（金融庁『金融商品仲介業者登録一覧』調べ）。

証券会社側としては、みずから営業店舗や営業員を増やすことなく、金融商品仲介業者と契約することで、営業網を拡大できるのである。アメリカでは独立フィナンシャルアドバイザー（IFA）とよばれる業者と契約することで既存の証券会社が営業網を拡大する戦術がとられていることから、こうしたビジネスは「IFAビジネス」と呼ばれる。

もっとも、金融機関以外の仲介業務の実績は、まだまだ小規模であり、収益に貢献するところまでは成長していないようである。

図表15-5 三菱UFJモルガン・スタンレー証券のリテール営業実績に占める仲介業効果
(単位：億円)

	預かり残高	有残口座数 (千件)	株式投信販売	個人向け国債	リテール外債 販売
2012年3月期	27,492	278	1,053	407	4,738
2013年3月期	25,799	276	2,314	240	5,413
2014年3月期	25,308	269	3,344	236	5,852
比率	13.0%	19.8%	8.3%	81.1%	53.7%
	11.3%	20.2%	14.6%	81.6%	52.6%
	10.4%	20.2%	16.7%	28.6%	49.8%

(注) 預かり残高、有残口座数は期末。比率は全体に占める割合。預かり資産は国内営業部門（金融機関含む）。

〔出所〕三菱UFJファイナンシャルグループ『2013年度決算説明会資料』、『データブック』より作成

なお、仲介業は、証券販売業務を構成している各部分、①フロント営業、②ミドルオフィス（執行）、③バックオフィス（受渡・口座管理その他）のうち、①のフロント営業だけが切り離されたものといえる。一種の証券販売業務のアンバンドリング（unbundling、分解）であり、証券会社からみればフロント営業だけを外部委託したものとも解釈できる。

逆に、証券会社が、③バックオフィスを外部委託することはかなり以前から始まっており、かなり広範な利用が行われている。さらに進んで②執行業務まで外部委託に出す事例も出ている⁹⁾。こうした、業務のアンバンドリングを前提とした業務の組み替えは、外部委託の広範な利用によって可能になっているのである。

5. 収益性の状況

以上、ここ10年余のわが国証券業界でみられた諸変化について、①支配株主、②営業スタイル、③取扱商品・サービス、④販売チャネル、の4つの側面から整理したのであるが、これらの諸変化が、収益性にどのような形で反映しているのだろうか。収益性の指標について、個々の諸変化に帰属する部分を分離し特定することは難しく、またそもそも開示資料が乏しいために十分な検討は困難であるが、限られた入手しうる資料に基づいて、以下で検討してみよ

図表15-6 リーマンショック以降の収益力

	2009年(平成21年)3 月期	2010年(平成22年)3 月期	2011年(平成23年)3 月期	2012年(平成24年)3 月期	2013年(平成25年)3 月期	2014年(平成26年)3 月期
①総資産回転率	2.0%	3.0%	2.6%	2.3%	2.6%	3.2%
②売上高利益率	-14.1%	6.5%	-10.2%	-1.0%	15.8%	24.1%
③レバレッジ倍率	17.5倍	15.4倍	16.5倍	18.2倍	18.6倍	17.9倍
④自己資本利益率(ROE)	-4.9%	3.0%	-4.3%	-0.4%	7.6%	13.6%
⑤売上高営業利益率	-12.8%	10.9%	1.3%	7.5%	20.0%	30.8%
⑥自己資本営業利益率	-4.5%	5.1%	0.54%	3.18%	9.6%	17.5%
(参考)	(百万円)					
純営業収益	2,451,139	3,113,688	2,652,081	2,470,964	2,897,886	3,800,582
販売管理費	2,761,989	2,773,579	2,618,228	2,286,183	2,317,156	2,628,353
営業利益	-310,850	340,108	33,852	184,780	580,729	1,172,228
経常利益	-243,530	333,590	87,020	217,823	605,518	1,189,069
法人税等	24,108	111,710	159,661	201,673	156,305	301,150
当期純利益	-346,341	202,480	-270,794	-25,788	456,935	914,410
社数	315社	300社	289社	274社	253社	250社
従業員数	99,200	93,308	92,056	88,807	83,056	82,976
店舗数	2,336(32)	2,254(27)	2,220(24)	2,197(23)	2,138(17)	2,106(17)

(注) 従業員数、店舗数はともに決算期間中の12月末。総資産や自己資本は平均残高（今期末と前期末との平均）。カッコ内は外国証券在日支店で内数

〔出所〕日本証券業協会「統計資料」より作成

う。

図表15-6は、証券会社全体のROE（自己資本利益率）とこれを構成する三要素（回転率、売上高利益率、レバレッジ）をまとめたものである。証券業で売上高に相当するものは「純営業収益」であろうから、表の①回転率は「純営業収益÷総資産」、②売上高利益率は「当期利益÷純営業収益」となる。そこで④ROEは①×②×③となる。ただし、日本企業全般に言えることであるが、営業外損益や特別損益の占める割合は大きく、しかも年によって大きく変動しており、ROEだけでは本業の収益力をみるのには適切とは言えない。

とりわけ、東西両取引所が合併して日本取引所（JPX）グループが設立（13年1月）されてからは、旧東証株が上場株（JPX株）に転換され、その売却で特別利益を計上し当期利益をかさ上げする事例がかなり見られた。このた

め、本業の収益力をみるためには、当期利益に代えて営業利益ベースの売上高営業利益率（⑤）と自己資本営業利益率（⑥）を見た方が適切である¹⁰⁾。

また、ROEは高ければよい、というわけでもない。赤字が続き繰越損失が累積して分母の純資産が小さくなった後なら、わずかな利益でも大きく上昇するからである。したがって、前後の関連や他の収益性指標と併用しながら判断する必要がある。

およそ以上のことを念頭に置いて、以下、（１）新大手５社、（２）地銀系証券13社、（３）ネット専門証券7社、（４）以上を除く52社に区分して、個社ごとに収益性指標を検討してみた。なお、この77社は、『業務および財産の状況に関する説明書』、『決算公告』など、インターネット上で公表されている資料から確認できたものだけを拾い集めたものである。全体（250社）の約1/3弱に当たるが、従業員数の多い業者はほぼカバーしている（なお、外国証券会社のほとんどは開示していない。加えて外国証券はガバナンス、業務内容が国内証券とかなり異なるため、そのパフォーマンス評価は別の観点が必要と思われるので、ここでは取り上げない）。

（１）新大手証券５社

図表15-7は、新大手証券５社について、過去４年間の自己資本営業利益率の推移と14年３月期につき、その構成要素を見たものである。『業務及び財産の状況に関する説明書』は基本的に国内証券会社プロパーの説明書であるため、海外ならびに証券以外の子会社・関連会社を基本的には除いている。このため、子会社・関連会社の多い大手・準大手証券の収益性をみる上ではかなり限界があるのだが、それを考慮したうえでこの表から読み取れる論点を整理してみよう。

この表からうかがえることは、メガバンク系３社の収益性パフォーマンスは、独立系大手２社と較べ決してよくないということである。三菱UFJMSの2014年３月の自己資本営業利益率は際立って高いが、これは11年３月期に巨額損失（1450億円）を計上した結果、株主資本が急減し、分母が小さくなったこ

図表15-7 新大手5社の収益性指標

	自己資本営業利益率				14年3月期				
	11年3月期	12年3月期	13年3月期	14年3月期	レバレッジ	回転率	売上高営業利益率	株主資本(億円)	従業員数(人)
野村	10.19%	6.38%	14.89%	25.19%	11.4	6.57%	33.67%	10,372	14,850
大和	-2.19%	-1.15%	13.32%	24.22%	17.6	3.39%	40.53%	7,094	8,078
みずほ	-0.40%	-5.30%	6.32%	8.74%	20.5	2.16%	19.77%	5,973	7,893
SMBC	9.01%	8.93%	15.07%	17.83%	12.7	4.62%	30.35%	5,745	8,403
日興									
三菱UFJMS	-32.33%	0.25%	18.58%	34.86%	45.5	2.06%	37.17%	3,789	4,689

(注) 11年、12年につき、大和は「大和証券キャピタルマーケット」との合算。みずほも「みずほインベスターズ」との合算。上段2社は独立系、下段3社はメガバンク系
 [出所] 各社『業務及び財産の状況に関する説明書』そのほかより作成

とが寄与している。そこで、売上高営業利益率も併せて検討すると、野村よりは高いが大和よりは低い数字になっているのである。

三菱UFJMSとみずほの両社は、親銀行との「銀証連携」でかなり収益貢献があったはずである。しかし、それだけに、売上高営業利益率の数字がさほど高くないことに注意すれば、収益貢献にマイナスに働く要因があったと推測せざるを得ない。それは何だろうか。

もちろん、ここ2、3年の実績であるから、銀行のガバナンスが証券経営においてプラスに働くのか、マイナスに働くのかは、もう少し実績が積み重ねられてからの判断にゆだねられるべきであろう。

(2) 地銀系証券子会社

他方、地方の証券会社においても銀行のガバナンスが大きくなってきている。そこで、地銀系証券子会社の収益性指標についてみると、図表15-8のようになる。

地銀系証券子会社は、メガバンク系と異なってホールセール部門関係の資産（トレーディング勘定やレボ貸付金・借入金）がほとんどなく、従業員規模や株主資本に比べ総資産規模は相対的に小さいのでレバレッジは低くなる。また、投信をはじめ募集営業は非資本集約的業務であるから、回転率は逆に高くなるはずである。明らかに、このような特徴がメガバンク系と比較して見て看

図表15-8 地銀系証券の収益性指標

地銀系証券	自己資本営業利益率				14年3月期				
	11年3月期	12年3月期	13年3月期	14年3月期	レバレッジ	回転率	売上高営業利益率	株主資本(億円)	従業員数(人)
ちばぎん	0.4%	-1.6%	4.0%	10.8%	1.6	21.2%	32.6%	188	247
ひろぎんウツミ屋	4.7%	5.2%	8.3%	12.8%	2.1	22.6%	27.3%	141	N.A.
新潟	1.1%	-1.2%	3.2%	8.6%	1.7	18.6%	26.9%	103	206
浜銀 TT	N.A.	10.2%	20.3%	33.5%	1.6	57.3%	36.8%	98	234
静銀ティーエム	N.A.	21.7%	27.9%	33.1%	1.4	52.7%	43.5%	112	223
ふくおか	-14.3%	-5.2%	3.6%	3.1%	1.6	20.6%	9.4%	104	202
八十二	N.A.	-7.6%	14.0%	19.5%	2.6	32.2%	23.6%	45	135
西日本シティTT	N.A.	-6.9%	5.2%	27.7%	1.5	63.1%	29.1%	34	125
中銀	N.A.	4.1%	13.2%	21.1%	2.2	42.6%	22.3%	37	99
百五	-3.5%	1.7%	9.0%	13.9%	1.3	37.0%	29.1%	32	85
いよぎん			-7.9%	-6.9%	1.1	28.0%	-22.3%	27	82
池田泉州 TT				-1.1%	1.3	24.7%	-3.6%	25	71
常陽	N.A.	-4.0%	13.1%	22.9%	2.4	28.6%	33.1%	26	53

(注) ワイエム証券は非開示。いよぎん、池田泉州については開業年度の翌期から記載している。

[出所] 各社『業務及び財産の状況に関する説明書』そのほかより作成

取できるのであるが、子細に見れば、地銀系証券子会社の間でもかなりバラツキがある。

まず従業員数200人以上で区分して、規模の大きい6社についてみると、自己資本営業利益率はふくおかが最も低く、ついで新潟、ちばぎん、ひろぎんウツミ屋の順になっている。前3社は、地方銀行が地場証券を買収したもの、ひろぎんウツミ屋は地場証券が営業権を現物出資し、合弁設立したものである。この4社は地元の株式顧客も多く、相場が復調した2年前から信用取引も多くなっている、このため信用取引貸付金が膨らみ回転率はやや低い。

他方、静銀ティーエムと浜銀 TT は首都圏、中部圏周辺で銀行顧客に授信、外債など募集販売に注力し、回転率、売上高利益率ともに極めて高くなっている。浜銀 TT はワイエム、西日本シティ TT、池田泉州 TT と並んで東海東京証券の地元営業店舗の営業権の現物出資を受け合弁で設立したものである。したがって、従前の証券顧客もいるので、信用取引もそれなりの規模があるのだが、それ以上に募集営業のウェイトが高い（前掲図表15-3）のである。そして、募集営業では、銀行顧客のネットワークの利用価値が高くなる。東海東京

との合弁証券会社はいずれも銀行サイドは60%の支配権を持っている。

このように、地銀系証券子会社の場合は、銀行のガバナンスが強い方が収益貢献度は、より強く出ているように思われる。この点、メガバンク系とは異なるのだが、それはなぜか。より詳細な検討が必要だが、今後の課題としておきたい。

(3) ネット專業証券

次に、非対面の営業手法の代表格であるネット專業証券の収益性指標を取り上げてみよう。図表15-9がそれである。既に見たように、ネット專業証券7社でネット取引の8割を占めており、ネット取引という営業手法の収益性は、この7社によって代表できると考えてよいだろう。

これをみると、最後発の岡三オンラインを除いて、等しく、回転率、売上高営業利益率ともに全社平均（前掲図表15-6）と較べて高く、その結果、自己資本営業利益率も高くなっていることが分かる。

ネット專業証券の手数料率は極めて低く、顧客にとって少しの値幅でも利益が出やすいので、利食い売りも出やすい。そこで、わずかな利幅を量でカバーするため信用取引を利用する顧客が多くなるのである。わずか先発5社で、信用取引貸付金は1.6兆円にのぼり、全社合計3.5兆円の46%を占める（14年3月末残高）。したがって、総資産はそれだけ膨らむことにはなるが、今のところ

図表15-9 ネット專業証券の収益性指標

	自己資本営業利益率				14年3月期				
	11年3月期	12年3月期	13年3月期	14年3月期	レバレッジ	回転率	売上高営業利益率	株主資本(億円)	従業員数(人)
SBI	5.6%	4.2%	7.1%	21.9%	10.6	4.4%	46.9%	1,531	527
楽天	20.0%	11.7%	18.7%	48.5%	14.7	6.3%	52.2%	530	453
マネックス	8.5%	5.3%	12.8%	30.8%	10.3	7.2%	41.2%	511	305
松井	11.3%	9.7%	13.0%	32.6%	7.8	6.0%	69.9%	854	269
カブドットコム	12.9%	9.1%	11.3%	29.6%	16.3	3.3%	54.4%	422	136
GMOクリック	36.3%	42.8%	48.1%	38.6%	19.8	5.7%	34.4%	171	147
岡三オンライン	-30.3%	-29.0%	-36.2%	15.8%	36.9	6.2%	6.8%	17	54

(注) 上段5社は先発專業、下段2社は後発專業。

〔出所〕各社「業務及び財産の状況に関する説明書」そのほかより作成

純営業収益が大きいため回転率は依然として高いままに推移している。また、ネット取引は非対面のため、人件費、店舗関係費が少なく、売上高営業利益率は非常に高くなっている。

こうした高い収益性に誘引されて、他からの新規参入の意欲は強いと思われる。しかし、今までのところ、後発2社が先発5社のシェアを侵食しているが、成功したといえるのはGMOクリックだけのように見える。

では、先発ネット専門にみられる高い収益性は何に起因するのであろうか。逆にいえば、ネット証券の「コア・コンピタンス」(Core Competence, 競合他社が決して模倣できない核となる企業能力)は何だろうか。

一つには、松井に見られる「手数料のボックスレート」や「一般信用取引」の導入のような価格設定・サービスのイノベーションのほか、取引システムの革新能力にあるように思われる。松井と岡三オンラインを除けばネット専門証券の多くはIT企業を母体にしており、マネックスも創業者にIT技術志向が強い。

もっとも、それは状況証拠からだけであり、なお詳細な検討が必要であろう。

(4) 準大手・中堅・中小証券

最後に、残る52社のうち、従業員規模100名以上の35社についてみよう。この35社については、従業員規模に応じて5つに区分し、その中での比較検討の結果を整理してみようと思う。それが図表15-10である。

まず、従業員2000人規模の準大手3社をみると、メガバンク系のSMBCフレンドの自己資本利益率が、この間の相場変動をほとんど反映していないことが印象的である。三井住友FGは、銀証連携ビジネスをSMBC日興に一本化しようとしているようであり、SMBCフレンドの営業利益は相場上昇期にもかかわらずほとんど増えていない。また、株主資本が他社比較で過大であるということもあるが、資本集約的なホールセール部門は縮小していることもあって、総資産は大きくなく、レバレッジの倍率も小さい。つまり、SMBCフレ

図表15-10 準大手・中堅・中小証券の収益性指標

従業員数順	自己資本営業利益率				14年3月期				
	11年3月期	12年3月期	13年3月期	14年3月期	レバレッジ	回転率	売上高営業利益率	株主資本(億円)	従業員数(人)
①2000名以上									
岡三	2.3%	2.6%	25.4%	40.9%	7.9	14.9%	34.7%	738	2,252
東海東京	2.7%	3.8%	21.2%	36.3%	7.3	14.3%	34.6%	858	2,250
SMBCフレンド	6.0%	4.8%	9.7%	7.5%	1.7	16.9%	26.2%	2,083	1,923
②800名以上									
丸三	-0.5%	-2.0%	6.8%	15.7%	1.8	26.6%	32.0%	488	1,134
いちよし	-6.5%	-0.6%	14.0%	29.3%	1.5	52.2%	36.7%	319	871
岩井コスモ	-5.4%	-12.9%	4.4%	22.2%	5.4	13.6%	30.4%	355	844
③400名以上									
水戸	-3.0%	0.0%	8.0%	10.5%	1.7	26.0%	23.4%	367	732
東洋	-1.8%	1.8%	1.9%	8.7%	2.3	17.7%	21.0%	389	722
立花	-2.8%	-3.6%	-0.4%	4.5%	2.2	7.7%	25.9%	602	528
アイザワ	-3.7%	-3.6%	3.8%	7.9%	1.7	18.5%	25.4%	501	509
内藤	N.A.	-8.3%	6.7%	17.2%	7.3	8.1%	28.9%	119	443
日本アジア	6.5%	0.7%	19.5%	41.1%	2.6	52.0%	30.9%	85	401
④200名以上									
高木	-7.5%	-2.4%	8.4%	6.9%	1.7	20.6%	19.8%	268	395
エース	N.A.	-2.1%	5.7%	9.0%	2.2	22.9%	17.6%	185	378
安藤	3.9%	4.2%	11.4%	13.6%	2.2	19.0%	33.2%	236	300
むさし	-3.8%	-5.3%	4.0%	13.4%	3.9	12.7%	26.9%	145	298
三木	N.A.	N.A.	N.A.	9.7%	2.5	16.6%	23.6%	115	259
極東	3.9%	4.2%	11.4%	13.6%	2.2	19.0%	33.2%	406	239
日の出	N.A.	N.A.	N.A.	8.6%	1.8	20.8%	23.2%	132	239
証券ジャパン	-2.9%	-3.3%	0.3%	6.6%	3.0	9.5%	23.2%	218	226
岡三にいがた	2.5%	3.0%	9.1%	11.5%	1.6	20.2%	36.3%	154	210
日産センチュリー	-8.4%	-12.2%	1.1%	6.0%	6.8	12.8%	6.9%	52	206
豊	5.0%	-1.1%	11.1%	30.6%	2.5	35.1%	34.9%	120	204
⑤100名以上									
エイチエス	-3.8%	-9.4%	0.5%	16.5%	5.7	12.5%	23.2%	72	185
KOYO証券	N.A.	17.0%	10.9%	12.0%	2.0	25.4%	23.2%	68	162
今村	0.0%	-1.4%	9.9%	30.1%	2.1	37.2%	39.2%	57	160
香川	N.A.	N.A.	5.6%	25.0%	2.4	29.8%	35.0%	58	160
あかつき	-6.5%	-10.9%	20.2%	41.3%	4.4	29.5%	31.5%	44	157
丸八	4.1%	9.3%	7.1%	20.3%	1.8	39.5%	28.3%	59	156
ばんせい	11.2%	9.3%	9.6%	11.6%	1.9	25.0%	23.8%	96	151
岡地	-4.3%	-5.0%	-1.1%	2.5%	1.9	7.7%	17.7%	194	150
リテラクレア	N.A.	N.A.	N.A.	13.6%	1.7	19.8%	40.3%	114	150
中原	N.A.	-35.2%	-5.2%	6.1%	3.8	13.4%	12.0%	49	131
明和	N.A.	N.A.	2.3%	7.8%	2.5	19.7%	15.9%	65	122
キャピタルパートナーズ	N.A.	N.A.	N.A.	45.1%	4.1	53.9%	20.5%	11	101

(注) 岩井コスモは、合併前につき、両社合算して算出している。

〔出所〕各社『業務及び財産の状況に関する説明書』そのほかより作成。決算公告も併せて利用した。

ンドの収益性指標にはメガバンクのガバナンスが色濃く出ているように思える。

他方、岡三、東海東京はほぼ類似した収益性指標を示している。資本集約的なホールセール部門はそれなりに社内であって総資産は膨らんでおり、その結果、レバレッジは平均以上に高く、回転率はやや低くなっている。もっとも投信や外債等募集営業にも注力しており、大手ほどホールセール部門は大きくないためレバレッジの高さや回転率の低さはそれほどでもない。また、ボラティリティの高い株式関連収入が14年3月期には膨らんで、自己資本営業利益率は急上昇している。

次の800名以上の3社についてはどうだろうか。岩井コスモは社内にも有力なネット取引部門を抱えており、ネット専門証券の項でみたように信用取引資産が増えて総資産が膨らみレバレッジは他社比較で高く、回転率は低くなっている。他方、いちよし、丸三は投信に強く（前掲図表15-3）、レバレッジや回転率にそれが反映している。

そのほか、商品・サービス面で特徴的な業者を見ておくと次のようである。

水戸はラップ口座の残高が比較的高い（前掲図表15-4）。東洋、アイザワは海外株の残高が多い（前掲図表15-3。内藤も中国株の取り扱いが多いといわれているが、開示されていない）

高木、エースは仲介業契約先の開拓に熱心であり、「日本版IFA」ビジネス構想を推進しようとしている。

日産センチュリーは、先物等デリバティブ取引に注力しており、証券・金融・商品にまたがる総合的なデリバティブハウスを目指している。

そのほか、特徴的なビジネスを示現している証券会社は多いのであるが、それがどのような形で収益性指標に反映しているかは、現在、手持ちの資料だけでは十分に把握することが困難である。今後の課題としておきたい。

おわりに

山一証券破綻に象徴されるように、証券業界のいわば「戦後体制」は1990年代末には終焉した。その後、日本の証券業界は大きく変わった。では、証券業界の何がどう変わったのだろうか。本章では、これについて、①支配株主（ガバナンス）、②営業スタイル、③商品・サービス、④販売チャネルの面から、諸変化を整理したのである。

しかし、そうした変化が望ましい変化なのか、あるいは永続するものか（一時的ではないか）、変化は今後も続くのか、それとも均衡状態に達し定常状態にあるのか、といった点についての判断はなお、課題として残るだろう。

そこで、後半では、その判断の基準として、収益性を尺度として利用したのである。収益性が向上していれば、正しい方向といえそうであるし、それがなおお上昇し続けるのであれば、まだ均衡状態は先で、今後も続いていくであろう、と予想したからである。そこで、後半では個々の業者ごとにここ3、4年のROE（営業利益ベース）とその構成要素を算出した。

しかし、この後半部分についてはかなり問題が残っている。というのは、①収益性を算出する前提条件としての開示資料が限られていること、②ROEが常に収益性を代表するものとは限らないこと、③変化の側面だけを切り離して評価することがそもそも不可能であること、④評価の尺度として収益性だけでよいとは言えないこと、などの理由からである。特に④については、ROEの絶対の高さよりも、年々のボラティリティも考慮すべきであるし、そもそもコンプライアンスを無視した利益追求でよいのか、といった論点もありうる。

およそ以上のような諸問題があるのだが、それを離れても個々の業者のROEを算出し、それを相互に比較した分析はほとんど見られないことから、本章も何ほどの意味があると考え、執筆した次第である。

<注>

- 1) アメリカでは「online broker」と呼ばれるが、日本では「ネット証券」と呼ぶ方が一般的であるようなので、本稿でも「ネット証券」と呼ぶことにする。
- 2) 詳しくは、日本証券経済研究所編〔2014〕、12章13節「証券業界の競争構造」を参照。
- 3) メガバンクが証券子会社設立・育成に熱心な事情については、別に稿をあらためて論じてみたい。地銀系証券子会社については、二上〔2013〕、同〔2015〕を参照のこと。
- 4) 日本証券業協会は、半年ごとに行っている「インターネット取引に関する調査結果」を『証券業報』に掲載している。
- 5) もっとも個人投資家の売買シェアの80%を占めているからといって、ネット專業証券の預かり資産がそれと同じぐらいのシェアを握っているわけではない。このことは、ネット取引を利用する投資家はごく一握りであり、彼らが、頻繁に回転売買をするのでフローの売買金額としては非常に多額になるということを意味している。中長期の顧客資産の多くはなお、対面営業の証券会社の手元に預かり資産の形で残っているとも言える。
- 6) 東証取引参加者ベースであるが、手数料全面自由化1年経過後の2002年3月期実績値で、株式委託手数料は5,784億円(料率0.2%)であった。これが、況況期の2014年3月期でさえ7516億円にすぎず、料率は0.06%に低下している。以上は「東証総合取引参加者決算概況表」による。
(<http://www.tse.or.jp/about/participants/b7gje60000004lop-att/b7gje60000004o4vq.pdf>)
- 7) 金融商品取引法施行(2007年)に伴い、証券仲介業は金融商品仲介業と改称された。
- 8) 重要な緩和事例をあげれば、銀行・証券共同店舗の解禁(02年9月)、新規公開のあっせんなど銀行顧客企業の証券会社への紹介業務(いわゆる「市場誘導業務」、05年3月)、銀行、証券会社の役職員の兼職規制の撤廃(09年6月)等である。
- 9) たとえば「ひびき証券」(旧中野証券)はミドル、バックオフィス部門を楽天証券に売却し、自らは株式ディーリング專業に特化した。他方、フロント営業部門は分社化して仲介業者(ひびきフィナンシャルアドバイザー)となり、同社は楽天証券と仲介業契約を締結している。また大徳証券は会社分割によりミドル、バックオフィス部門を証券ジャパンに売却、フロント営業部門は「だいとく投資ビレッジ」に承継させ、後者は金融商品仲介業に転換して、証券ジャパンと仲介業契約を締結している。
- 10) ちなみに、この6年間の標準偏差をとってみると、当期利益ベースの②売上高利益率は0.148436、④ROEは0.072086。他方、営業利益ベースの⑤売上高営業利益率は0.150573、⑥自己資本営業利益率は0.076045となり、当期利益ベースの変動幅の方が小さくなっている。特別利益などで決算調整が行われたものと推測される。

<引用・参考文献>

- 日本証券業協会〔2014〕、「インターネット取引に関する調査結果」、『証券業報』6月。
(<http://www.jsda.or.jp/katsudou/gaiyou/gyouhou/14/1406/internet2603.pdf>)
- 日本証券経済研究所編〔2014〕、『図説 日本の証券市場』2014年版、日本証券経済研究所、3月
- 二上季代司〔2013〕、「地銀系証券子会社の展望」、『金融ジャーナル』6月
- _____〔2015〕、「銀証連携の新たな動きと展望」、『金融ジャーナル』2月