

# 逆風下の準大手、中堅、中小証券経営

深見 泰孝

## 1 はじめに

一九九九年に株式委託手数料が自由化されて以降、個人投資家の株式売買が、手数料の安さをセールスポイントにしたインターネット取引に移っており、現在では個人投資家の売買代金の九割以上をネット取引が占めている<sup>(1)</sup>。そして、インターネット取引は、若年層に普及していると言われるが、「インターネット取引に関する調査」によれば、六〇代以上の口座開設比率が全体の三一・四％あり、有残高口座数は全世代の中で最も多い二五五万口座に上る<sup>(2)</sup>。このことは、ネット取引に関心を持つ世代が若年層だけでなく、高齢層にも広がっている証左と言えよう。

また、株式の委託売買における手数料率は、ネット証券を中心とする手数料割引競争が激化し、低下を続けている。このように、個人投資家のブローキング業務に収益の多くを依存している準大手、中堅、中小証券会社の経営には強い逆風が吹いている。平成二二年三月期決算においても、日本証券業協会会員証券会社三〇〇社のうち、一八一社が当期損失を計上している<sup>(3)</sup>。こうした厳しい環境を反映してか、二〇〇八年度末には三三二社を数えた日本証券業協会の会員数は、その後、相次ぐ証券会社の合併や廃業で、二〇一〇年度末には二九四社に減少している<sup>(4)</sup>。

近年の証券会社の合併・再編は、一九九〇年代後半に行われた金融ビッグバンの頃から始まった。中でも、二

〇〇〇年頃からメガバンクが主張し始めた「銀証連携ビジネスモデル」と呼ばれるビジネスモデルに沿って、メガバンク主導での再編が起こり、大手証券に次ぐ規模の銀行系証券も生まれた。最近もみずほ証券とみずほインバスターズ証券の合併が明らかになったばかりである。こうした再編は、銀行系証券ばかりではない。昨年来の証券会社の合併や廃業を振り返れば、ネット証券ではマネックス証券がオリックス証券を合併し、準大手証券では東海東京証券がトヨタファイナンシャルサービス証券を、いちよし証券が環証券や佐世保証券、飯田証券といった地場証券を吸収合併している。また、中堅証券では岩井証券がコスモ証券を合併、地場証券では六二証券が大石証券を吸収合併して三縁証券となった。さらに今年に入って、二月には大成証券が自主廃業、先月には金十証券が対面証券営業部門をばんせい山丸証券に分割譲渡し、廃業した。

本稿では、証券各社の決算を用いて次の諸点を確認し、その上で逆風下での準大手、中堅、中小証券の経営について考察したい。そのために、まず、売上高営業利益率の推移を用いて、本業での収益力がどのような推移を辿っているのかを確認したい。次に、各社の収入構造がどのように変化したのかを確認する。その後、上述した厳しい環境においても、収入構造の変化に成功させ、売上高営業利益率を高めた準大手、中堅、中小証券会社もある。それらの特徴を簡単に整理したい。

## 2 証券各社の決算から見える変化

### (1) 売上高営業利益率の変化

まず、各社が本業である証券業務を通じて稼ぎ出した営業利益と、本業での収益力を示す売上高営業利益率が、近年どのように変化しているのか、その推移を表1にまとめた。

表1 上場証券会社の営業利益と売上高営業利益率の推移

(単位：百万円)

	2006. 3			2008. 3			2009. 3			2010. 3		
	営業利益	売上高営業利益率	営業利益	雑営業収益	販管費	売上高営業利益率	営業利益	売上高営業利益率	営業利益	雑営業収益	販管費	売上高営業利益率
野村HD	445,600	38.899%	-64,588	787,257	851,845	-8.20%	-780,265	-2,495,58%	105,247	1,150,822	1,045,575	9.15%
大和G本社	254,159	43.87%	83,632	447,491	363,838	18.69%	-143,725	-72.03%	95,261	458,105	362,844	20.79%
SMBC日興	138,213	32.85%	50,945	217,878	166,932	23.38%	19,685	12.39%	23,539	100,511	76,972	23.42%
みずほ(旧新光)	39,263	26.44%	12,223	128,666	116,443	9.50%	-15,861	-16.96%	30,887	250,401	219,513	12.34%
旧和光	61,423	48.19%	-30,252	93,919	71,771	-60.85%	-21,756	-22.12%				
旧みずほ	91,439	35.66%	4,573	243,612	239,038	1.88%	-28,547	-12.41%	24,049	287,153	263,103	8.37%
三菱UFJ	31,046	45.50%	19,074	150,74	41,110	31.69%	2,339	5.46%	22,792	67,205	44,013	33.91%
SMBCフロンツ	32,689	39.21%	7,258	60,402	53,143	12.02%	-13,068	-37.61%	7,238	50,288	43,049	14.39%
みずほインベスターズ	34,747	39.84%	11,929	69,638	57,709	17.13%	-2,270	-4.26%	7,477	64,373	56,626	12.03%
岡三G	26,543	37.48%	14,073	61,004	46,931	23.07%	-896	-2.15%	10,516	57,110	46,583	18.41%
東海東京FHD	5,723	22.05%	-3,467	21,124	24,591	-16.41%	-6,346	-42.61%	142	17,178	17,036	0.83%
大手・中堅	12,735	43.16%	3,320	19,539	16,218	16.99%	-2,454	-19.09%	1,387	16,630	15,042	9.54%
丸三	9,784	35.73%	1,879	21,339	19,460	8.81%	-3,183	-22.48%	233	15,661	15,427	1.49%
いちよし	8,119	34.19%	6,158	22,399	16,241	27.49%	-3,085	-27.28%	-729	12,704	13,434	-5.74%
東洋	8,858	42.89%	1,706	14,632	12,925	11.66%	-3,032	-30.62%	-631	11,045	11,677	-5.71%
水戸	7,978	48.23%	2,333	9,550	7,216	24.43%	-347	-5.28%	-417	5,667	6,085	-7.36%
岩井コスモHD	6,311	45.03%	1,376	8,962	7,586	15.35%	-1,083	-20.01%	929	7,473	6,543	12.43%
高木	5,097	43.09%	2,884	8,960	6,075	32.19%	-998	-21.08%	7,212	15,087	7,874	47.80%
極東	8,451	34.34%	-179	15,241	15,421	-1.17%	-3,199	-33.83%	-810	10,804	11,615	-7.50%
藍沢	534	28.65%	99	1,588	1,489	6.23%	-175	-13.41%	-388	856	1,245	-45.33%
丸世	1,311	18.23%	-1,470	3,475	4,944	-42.30%	-2,173	-125.83%	-184	2,474	2,659	-7.44%
SBI	30,012	53.29%	22,842	58,017	35,175	39.37%	9,651	22.88%	12,454	42,393	29,938	29.38%
旧イー・トレード	8,046	50.69%										
旧SBI	25,174	66.55%	13,016	26,988	13,971	48.23%	5,269	25.03%	4,461	19,921	15,460	22.39%
ペネックスG	37,116	68.54%	20,660	36,689	16,030	56.31%	9,943	40.64%	11,385	23,276	11,891	48.91%
松井	12,790	64.32%	9,940	19,299	9,339	51.51%	6,024	40.19%	4,333	13,556	8,623	36.39%
カブネットコム												

※以下の表では、SMBC日興証券の2000年3月期～2008年3月期は、日興コーポラルGの数値を使用し、2010年3月期決算の数値は、2009年6月15日～2010年3月31日の決算を使用(出典) 各社決算短信より作成。

表1によれば、株式取引が活況であった二〇〇六年三月期には、多くの会社が高水準の営業利益を計上していることがわかる。ところが、リーマンショックが起きた二〇〇九年三月期には、ネット証券以外のほぼすべての会社が営業損失を計上する事態に陥った。翌二〇一〇年三月期には大手、銀行系、準大手、中堅証券の多くが営業利益を計上するまでに回復したものの、中小証券の多くは依然として営業損失を計上している。

そして、対面型証券より高収益を誇っていたネット証券でも、二〇〇六年三月期以降、営業利益は減少を続けている。この背景には、もちろん売買高の減少は言うまでもないが、ネット証券各社が行った手数料割引競争により、収益力が悪化していること。また、ビジネスモデルの転換がうまくいかなかったことが挙げられよう。すなわち、開業当初、ネット証券各社は安い手数料で断然のシェアを奪い、その販売力を背景に引受をはじめとする様々なビジネスを展開する、総合証券化を目論んでいた。しかし、手数料引き下げは一社が行えば他社も追随するため、販売面で突出したシェアをとることはできなかった。そのため、主たる収益源は未だブローキング業務であり、相場動向に左右される不安定な収益構造が続いているのである。これらがネット証券の利益減少の背景として指摘できよう。

次に、売上高営業利益率に目を転じると、各社とも例外なく二〇〇九年三月期に急激な低下が見られる。ところが、二〇一〇年三月期になると、大手、銀行系証券と準大手証券の一部は、リーマンショック直前の二〇〇八年三月期の水準までそれを回復させている。他方、中堅、中小証券では、一部例外的に売上高営業利益率が、二〇〇八年三月期のそれより高い会社もあるものの、その多くは回復に至っていない。

売上高営業利益率を上昇させるには、一般企業の売上高に当たる純営業収益を増やすか、販売費・一般管理費（以下、販管費と略記）を削減することが考えられる。そこで、表1の二〇〇八年三月期と二〇一〇年三月期に

は、純営業収益と販管費も掲出した。これによれば、準大手、中堅、中小証券では、次の特徴が見て取れた。それは、岡三証券グループ、東海東京フィナンシャルホールディングス、極東証券の三社は、販管費にそれほどの変化がないか、もしくはは増えているが、一方で純営業収益を二〇〇八年三月期並みに回復、もしくはそれ以上に拡大させることによって、売上高営業利益率を回復、上昇させている。一方、コスモ証券、いちよし証券、藍澤証券は、純営業収益は減少しているが、販管費を二〇〇八年三月期と比較して二割以上削減することによって、売上高営業利益率を回復させている。しかし、それ以外の会社は、純営業収益の伸びはなく、もう一方の販管費削減もそれほど進んでいないため、営業利益も低迷を続けている。

では、純営業収益を伸ばした三社は、他社と比較して収入構造に、何らかの特徴的に異なることがあったのだろうか。次にそのことを確認しておきたい。

## (2) 収入構造の変化

証券会社の本業での収入は、手数料収入、トレーディング損益、金融収益、その他の営業収益で構成される。中でも大きなウェイトを占める、手数料収入、トレーディング損益、金融収益の推移を表2にまとめた。なお、表2は、手数料自由化前後の変化を見るため、一九九〇年三月期からのデータをまとめている。

表2によれば、バブル期には各社とも、ほぼ例外なく手数料収入を最大の収入源にし、一社を除く全社が七〇%以上の収入をそれに依存していたことがわかる。表3には手数料収入の内訳をまとめた。これによれば、大手証券で六〇%、準大手、中堅、中小証券のほとんどは、手数料収入の約八〇%が委託手数料であったことがわかる。すなわち、収入の四〇%から五〇%を委託手数料に依存していたことがわか

る。

ところが、バブル崩壊に伴う個人投資家の株式離れに加え、金融ビッグバンで手数料の全面自由化が実施されるとともに、証券業が免許制から登録制となった。これを契機として、大和証券や松井証券などがインターネットでの株式取引を開始した。これに続いて異業種からもネット証券への参入が相次ぎ、手数料割引競争による手数料率の低下が始まった。そして、手数料率の低下は株式の出来高の増加以上のペースで進み、委託手数料に収入の五〇%以上を依存していた準大手、中堅、中小証券にとっては、死活問題となった。

これに対し既存証券各社も、野村証券が先導し、中堅、中小証券に至るまで「資産管理型営業」と呼ばれるコンサルティングベースの新たな営業形態への転換が進められた。それとともに、証券会社の経営安定化には収入構造の多様化の必要性が叫ばれ始め、証券各社はリテール業務で株式の委託売買に依存しない、収入構造の構築を目指してきた。より具体的には、各社とも預り資産に応じてファイイーが入る投資信託の販売を推進した。

その結果、大手、銀行系証券の多くはバブル期と比較して、かなりバランスのとれた収入構造になっている(表2)。ただ、手数料収入が最も大きな収入源であることは変わらない。しかし、その内訳を見ると委託手数料の比率は低下し、投信の募集手数料が含まれる募集等の取扱手数料や信託報酬、投資銀行業務からなる、その他手数料の比率が上昇しており、投信販売や投資銀行業務の成果が表れている(表3)。

一方、準大手、中堅、中小証券の収入構造にも変化が見いだせる。表2によれば、二〇一〇年三月期に、手数料収入が営業収益に占める比率を低下させた会社は、岡三証券グループ、東海東京フィナンシャルホールディングス、コスモ証券、岩井コスモホールディングス、高木証券、極東証券、光世証券、丸八証券の八社あり、逆にそれを上昇させた会社は、丸三証券、いちよし証券、藍澤証券の三社、横ばいの会社が東洋証券、水戸証券の二

表2 証券各社の収入構造の変化

	1990. 3			2000. 3			2006. 3			2010. 3		
	手数料	トータル	金融									
野村HD	70.26%	13.46%	16.28%	44.63%	23.89%	31.47%	31.67%	16.97%	38.70%	47.80%	30.77%	17.34%
大和G本社	73.92%	8.14%	17.94%	55.62%	17.97%	15.87%	36.36%	26.60%	29.00%	47.01%	20.63%	10.17%
SMBC日興	82.28%	2.17%	15.55%	71.62%	12.28%	16.10%	66.82%	16.15%	9.99%	73.32%	22.65%	4.03%
みずほ(旧新光)	85.08%	2.17%	12.75%	73.43%	22.35%	4.21%	66.38%	30.03%	3.45%	46.71%	20.54%	32.95%
旧和光	84.79%	1.68%	13.53%	73.43%	22.35%	4.21%	66.38%	30.03%	3.45%	46.71%	20.54%	32.95%
旧みずほ	N/A	N/A	N/A	49.15%	13.64%	37.21%	47.91%	43.11%	7.76%			
三菱UFJ(旧三菱)	N/A	12.60%	12.12%									
旧UFJつばさ	87.88%	-0.88%	13.01%				43.71%			54.00%	29.21%	17.57%
旧太平洋	85.80%	0.36%	13.84%	76.34%	19.54%	4.13%		36.72%	18.75%			
旧第一	96.31%	-9.09%	12.78%									
SMBCフロンツ(旧明光)	81.01%	-0.16%	19.15%	83.99%	0.00%	6.44%	76.85%	20.21%	2.94%	43.11%	54.24%	2.65%
旧ナショナル	80.14%	5.59%	14.27%									
旧さくらフロンツ	78.25%	10.40%	11.35%	85.35%	11.49%	3.15%						
みずほインスターズ	88.43%	-1.07%	12.64%	83.71%	12.60%	3.68%	51.39%	46.62%	1.78%	51.78%	42.71%	5.51%
岡三G	72.73%	10.61%	16.66%	80.40%	16.17%	3.32%	59.27%	29.34%	2.42%	66.20%	27.60%	3.74%
東海東京FHD(旧東京)	84.96%	2.19%	12.85%	81.46%	16.42%	2.12%	73.99%	23.08%	2.92%	50.72%	44.88%	4.39%
旧東海丸万	79.02%	2.89%	18.09%									
コスモ	83.99%	-1.06%	17.07%	N/A	N/A	N/A	78.23%	13.19%	8.58%	58.62%	33.35%	8.02%
丸三	86.42%	-7.33%	20.91%	91.95%	3.95%	4.21%	83.73%	11.45%	4.81%	90.73%	5.60%	3.66%
いちよし	72.07%	5.53%	22.39%	85.50%	11.13%	3.37%	88.80%	6.88%	2.78%	88.36%	5.93%	1.60%
東洋	80.35%	3.17%	16.48%	72.28%	24.03%	3.80%	74.92%	19.90%	4.75%	77.71%	18.72%	3.97%
水戸	80.53%	1.67%	17.80%	89.07%	0.00%	3.63%	88.42%	7.75%	3.45%	78.22%	17.62%	3.52%
若井コスモHD	69.97%	5.85%	24.18%	72.23%	0.00%	5.39%	58.65%	25.72%	15.63%	58.85%	17.04%	24.11%
高木	72.04%	6.10%	21.86%	72.83%	14.78%	5.38%	73.66%	22.49%	3.84%	61.36%	36.01%	2.61%
極東	59.35%	22.90%	17.75%	51.07%	42.42%	6.50%	45.99%	43.12%	10.48%	11.90%	81.38%	6.26%
藍沢	70.90%	4.02%	25.08%	85.51%	10.30%	4.19%	64.87%	29.43%	5.70%	79.42%	16.79%	5.21%
光世	72.00%	3.02%	24.97%	43.75%	47.97%	8.25%	21.01%	71.20%	7.73%	14.21%	73.17%	11.65%
丸八	76.00%	3.01%	20.98%	93.95%	2.06%	4.01%	61.20%	34.03%	4.77%	70.37%	24.79%	4.76%
SBI	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
旧イー・トレード	—	—	—	87.85%	9.87%	2.29%	73.17%	4.43%	21.97%	53.09%	17.89%	28.21%
旧SBI	72.74%	6.28%	20.97%	79.25%	14.45%	6.30%	93.13%	3.09%	3.78%			
マネックスG	N/A	—	N/A	N/A	N/A	N/A	82.01%	0.21%	17.19%	57.87%	15.17%	26.70%
松井	N/A	N/A	N/A	90.90%	0.00%	7.60%	74.43%	-0.43%	26.00%	70.98%	0.02%	29.00%
カブネットコム	—	—	—	N/A	N/A	N/A	79.24%	-0.07%	20.79%	66.68%	0.00%	33.32%

※以下の表では、野村HD、大和証券G本社の1990年3月期の数値は、野村証券、大和証券を使用(出典) 各社決算短信より作成。

社であった。

ただ、手数料収入の比率が上昇していると言っても、表3から、丸三証券といちよし証券は、募集手数料とその他手数料の合計が六〇%を超えている。この間、丸三証券では、二〇〇七年度から三年間で投信の残高を倍増させる計画を立て、<sup>(5)</sup>積極的に投信を販売していた。一方のいちよし証券も、投信販売を株式の委託売買と並ぶ収益の柱と位置付け、毎月分配型ファンドを中心に販売していた。その成果が表れているのであり、フィージビネスへの転換が進んでいると評価できよう。また、手数料収入の比率を低下させた八社は、表3から岩井コスモホールディングスを除く七社はトレーディング損益を増加させていることがわかる。

このように、準大手、中堅、中小証券でも、委託手数料に依存しない収入構造への転換が進められてきたが、その結果、彼らの収益力は向上したのであるか。そのことを表1で確認してみると、興味深い事実が浮かび上がる。まず、投信の販売に注力した丸三証券といちよし証券は、二〇一〇年三月期の売上高営業利益率が、二〇〇八年三月期のそれまで回復はしないものの、営業利益は黒字転換させている。他方、トレーディング損益で、手数料収入の低下をカバーした八社は、営業利益を黒字転換させた会社が五社（岡三証券グループ、東海東京フィナンシャルホールディングス、コスモ証券、高木証券、極東証券）、黒字転換できなかった会社が三社（岩井コスモホールディングス、光世証券、丸八証券）であった。そして、営業収益の多くを未だ委託手数料に依存している東洋証券、水戸証券、藍澤証券の三社も黒字転換できていない。

以上から明らかとなることは、投信販売やトレーディング等によって、収益の多様化を推進した会社の多くは、営業利益を黒字に転換させていることである。一方、収益源の多様化が実現できていない東洋証券、水戸証券、藍澤証券は営業損失が継続している。では、なぜトレーディング損益の比率を増加させた八社には、営業黒字に

表3 手数料収入の内訳の推移

	1990. 3				2000. 3				2006. 3				2010. 3			
	委託	引受	募集	その他	委託	引受	募集	その他	委託	引受	募集	その他	委託	引受	募集	その他
野村HD	55.44%	20.19%	12.44%	11.92%	49.69%	16.07%	16.35%	17.89%	62.75%	14.18%	26.37%	22.08%	60.91%	13.22%	35.55%	39.09%
大和G本社	60.79%	17.74%	13.27%	8.20%	40.50%	9.58%	24.22%	25.69%	28.66%	20.80%	18.30%	39.96%	21.49%	13.22%	35.55%	43.20%
SMBIC興業	61.91%	16.74%	13.36%	7.98%	46.26%	11.25%	15.86%	26.52%	28.96%	12.78%	18.30%	39.96%	25.33%	35.55%	27.57%	
みずほ(旧新光)	67.57%	11.14%	12.73%	8.35%	60.80%	17.77%	13.52%	56.18%	7.39%	16.43%	19.99%	22.79%	30.00%	15.33%	31.88%	
旧和光	73.53%	5.99%	12.76%	7.71%												
旧みずほ	N/A	N/A	N/A	N/A	10.07%	32.83%	9.80%	46.74%	12.73%	36.46%	2.66%	48.15%				
三菱UFJ(旧三菱)	55.38%	5.87%	31.03%	7.71%												
旧UFJつばき	73.66%	3.06%	16.89%	6.39%	49.66%											
旧太平洋	72.82%	4.71%	15.44%	7.03%												
旧第一	74.13%	5.65%	13.25%	6.96%												
銀行系	SMBICクレッド(旧明光)	80.59%	7.90%	7.77%	3.74%	72.45%	6.63%	13.39%	7.53%	72.19%	1.65%	17.69%	8.47%	49.08%	7.78%	13.37%
	旧ナショナル	77.82%	4.73%	12.21%	5.23%	58.42%	3.20%	32.24%	6.14%							
	旧さくらフロンティア	75.39%	6.74%	10.48%	7.39%	60.30%	5.13%	18.94%	15.62%	74.42%	1.53%	19.71%	4.34%	33.14%	1.54%	40.31%
	みずほインベスト	69.43%	11.46%	10.61%	8.49%	60.47%	1.90%	30.00%	7.63%	74.42%	1.53%	19.71%	4.34%	33.14%	1.54%	40.31%
	関三G	81.03%	3.55%	10.27%	5.15%	60.47%	1.90%	30.00%	7.63%	74.42%	1.53%	19.71%	4.34%	33.14%	1.54%	40.31%
	東海東京FHD(旧東京)	74.57%	4.28%	14.38%	6.76%	70.67%	2.89%	18.68%	7.76%	69.98%	3.82%	14.98%	11.21%	34.25%	1.06%	45.78%
	日本東海丸万	80.93%	7.26%	7.12%	4.69%											
	大手・コスモ	79.80%	6.79%	9.44%	3.96%	N/A	N/A	N/A	76.82%	4.91%	8.93%	9.34%	45.36%	0.59%	32.98%	21.06%
	丸三	82.43%	4.88%	8.15%	4.63%	66.42%	2.21%	21.16%	10.21%	56.70%	1.06%	22.41%	7.82%	34.88%	1.33%	39.54%
	中堅	79.87%	2.44%	12.99%	4.69%	76.90%	8.57%	10.22%	4.30%	54.61%	4.20%	20.82%	20.36%	36.86%	1.03%	26.85%
	東洋	81.65%	4.37%	8.27%	5.70%	78.87%	2.75%	11.70%	6.67%	74.62%	2.18%	16.85%	57.79%	1.17%	17.57%	23.46%
	水戸	83.36%	2.23%	8.67%	5.75%	86.72%	6.84%	6.84%	5.50%	88.11%	0.78%	6.31%	4.79%	62.70%	2.25%	20.10%
	京井コスモHD	94.40%	0.50%	2.82%	2.27%	96.77%	30.98%	30.98%	2.58%	95.57%	0.08%	0.90%	3.47%	90.83%	0.00%	1.9%
	高木	80.66%	1.99%	13.94%	3.41%	81.65%	2.42%	11.09%	4.82%	69.40%	3.13%	14.92%	12.53%	44.12%	1.38%	37.19%
	極東	71.93%	3.27%	17.08%	7.72%	84.30%	1.65%	9.43%	4.61%	71.15%	1.85%	12.64%	14.32%	44.67%	0.11%	22.91%
	藍沢	91.68%	1.14%	4.76%	2.42%	89.54%	0.57%	5.43%	4.46%	96.54%	0.25%	8.26%	4.66%	72.37%	1.16%	19.08%
	光世	82.55%	5.36%	9.54%	2.53%	88.62%	4.13%	2.68%	4.46%	95.69%	0.50%	1.02%	2.79%	96.03%	0.00%	0.00%
	丸八	80.21%	0.89%	11.64%	7.25%	68.49%	23.84%	2.80%	4.87%	86.54%	2.37%	7.56%	3.33%	67.87%	0.00%	25.42%
	SBI	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
	旧オー・トラート	—	—	—	—	52.05%	14.82%	10.85%	22.29%	91.18%	1.12%	3.43%	4.27%	79.74%	0.85%	5.51%
	NETSBI	80.22%	2.38%	13.22%	4.18%	77.04%	1.60%	15.39%	5.97%	79.13%	1.75%	14.68%	4.43%	—	—	—
	マネックスG	—	—	—	—	N/A	N/A	N/A	N/A	84.89%	2.51%	2.37%	10.23%	80.59%	0.18%	4.14%
	松井	N/A	N/A	N/A	N/A	96.82%	0.02%	0.19%	2.99%	92.24%	0.39%	0.05%	7.32%	89.25%	0.06%	10.68%
	カブドットコム	—	—	—	—	N/A	N/A	N/A	N/A	94.18%	0.00%	1.24%	4.57%	81.84%	0.00%	16.97%

(出典) 各社決算短信より作成。

転換した会社とできなかった会社が存在するのだろうか。

証券会社の経営安定には収益の多様化が重要というものの、さらに重要になるのは、収益を生み出す源が何かということであろう。すなわち、株式がその収益の源となるのか、それとも債券や投資有価証券が源になるのか、この分散が重要なのであろう。そこで、準大手、中堅、中小証券の純営業利益に占める株式関連収益を表4にまとめた。

表4によれば、二〇一〇年三ヶ月に株式関連収益が純営業利益の五〇%を超える六社の営業利益を表1で確認すると、六社とも営業損失を計上している。他方、これが五〇%に満たない七社は営業利益を計上している。このことから、収益源の分散こそが重要であることが改めて確認できるとともに、丸三証券やいちよし証券が二〇一〇年三ヶ月に営業黒字に転換できたのも、数年かけて投信販売を株式の委託売買と並ぶ収益の柱へと成長させてきたことに起因することが明らかとなる。

ただ、表1によれば、投信販売に注力してきた丸三証券やいちよし証券よりも高い売上高営業利益率を計上している準

表4 純営業収益に占める株式関連収益の比率

(単位：百万円)

	2008. 3				2010. 3			
	株式委託 手数料(a)	株式トレー ディング(b)	純営業 利益(c)	(a+b)/(c)	株式委託 手数料(a)	株式トレー ディング(b)	純営業 利益(c)	(a+b)/(c)
光世	201	1,199	1,588	88.2%	116	643	856	88.7%
岩井コスモHD	5,137	1,805	9,550	72.7%	3,184	1,006	5,667	73.9%
丸八	1,734	800	3,475	72.9%	1,201	493	2,474	68.5%
藍沢	8,260	1,193	15,241	62.0%	6,325	1,033	10,804	68.1%
水戸	8,203	1,663	14,632	67.4%	5,442	1,086	11,045	59.1%
東洋	8,346	394	22,399	39.0%	5,811	690	12,704	51.2%
高木	2,920	605	8,962	39.3%	2,035	1,457	7,473	46.7%
コスモ	10,220	1,123	21,124	53.7%	4,639	2,489	17,178	41.5%
いちよし	7,422	728	21,339	38.2%	5,068	455	15,661	35.3%
丸三	8,535	67	19,539	44.0%	5,425	215	16,630	33.9%
東海東京FDH	19,404	7,659	61,004	44.4%	10,074	9,132	57,110	33.6%
岡三G	18,926	7,278	69,638	37.6%	13,286	7,802	64,373	32.8%
極東	1,541	182	8,960	19.2%	806	2,406	15,087	21.3%

(出典) 各社決算短信より作成。

大手、中堅、中小証券が四社ある。そして、表2からこの四社に共通することは、トレーディング損益が営業収益に占める比率の高いことである。特に、二〇一〇年三月期の極東証券は、準大手証券トップレベルの営業利益を計上している。この要因はどこにあるのか、最後に、トレーディング損益の変化を確認しておきたい。

### (3) トレーディング損益の変化について

準大手、中堅、中小証券のうち、トレーディング損益が営業収益に占める比率の高い会社は、表2によれば八社あった。また、表1によれば、その八社の中でも極東証券のように、中小証券でありながら二〇一〇年三月期に、準大手証券トップレベルの営業利益を計上している会社もある。その一方で、岩井コスモホールディングスや光世証券は、それが二〇〇八年三月期よりも落ち込んでいる。この違いがどこに起因するのかを調べるため、表5にトレーディング損益の商品別比率の推移をまとめた。

表5によれば、表1において売上高営業利益率が、二〇〇八年三月期並みに回復している四社のうち三社（岡三証券グループ、東海東京フィナンシャルホールディングス、極東証券）は、トレーディング損益に占める債券トレーディングの比率が六〇%を超え、極東証券においては八〇%を超えている。すなわち、極東証券は営業収益の六六%、東海東京フィナンシャルホールディングスは二九%、岡三証券グループは一六%を債券トレーディングが占めているのである。また、高木証券はその他のトレーディング損益の比率が高いが、これはFX関連収入である。ただ、いずれにせよ一七%を債券トレーディングとFX関連収入で占めていることがわかる。

では、前者三社がどのようにして債券トレーディングで収益を上げてきたのかを明らかにするため、表6に内訳を公表している極東証券と東海東京フィナンシャルホールディングスの債券トレーディングの内訳をまとめ

表5 各社のトレーディング損益の商品別比率

	2000. 3			2006. 3			2008. 3			2010. 3		
	株式	債券	その他	株式	債券	その他	株式	債券	その他	株式	債券	その他
野村HD	45.3%	46.4%	8.3%	48.7%	49.6%	1.7%	221.9%	-113.8%	-8.1%	47.0%	51.5%	1.4%
大和証券(本社)	44.5%	51.2%	4.3%	55.3%	17.4%	27.4%	10.7%	74.5%	14.9%	22.1%	52.3%	25.7%
SMEBC日興	29.2%	61.4%	9.4%	38.2%	45.1%	16.7%	1.2%	72.6%	26.2%	4.5%	91.3%	4.2%
みずほ(旧新光)	42.7%	53.2%	4.1%	33.7%	69.4%	-3.1%	24.6%	67.5%	7.8%	39.5%	56.8%	3.7%
旧みずほ	N/A	N/A	N/A	48.7%	43.5%	7.8%	-120.0%	793.5%	-573.4%	10.6%	101.9%	-12.5%
三菱UFJ	22.1%	70.6%	7.3%	25.0%	53.1%	22.0%	11.1%	107.8%	-18.9%	10.6%	101.9%	-12.5%
SMEBCフロンツ(旧明光)												
旧フジヨナル	22.1%	70.6%	7.3%									
旧さくらフロンツ	37.7%	45.8%	16.5%									
みずほインベスターズ	21.6%	66.4%	12.0%	6.7%	92.5%	0.8%	1.0%	97.4%	1.6%	16.6%	84.8%	-1.5%
岡三G	70.7%	22.7%	6.5%	64.0%	35.7%	0.3%	36.5%	63.2%	0.3%	42.7%	59.2%	-1.8%
東海東京FHD	48.2%	46.3%	5.4%	67.9%	28.3%	3.7%	47.8%	42.6%	9.6%	34.8%	65.2%	0.0%
コスモ	N/A	N/A	N/A	65.5%	35.4%	-0.9%	22.9%	78.9%	-1.8%	42.3%	59.8%	-2.2%
丸三	128.1%	-35.7%	7.6%	34.0%	59.9%	6.0%	4.9%	81.5%	13.5%	22.8%	50.2%	26.9%
いちよし	79.3%	3.0%	17.7%	73.7%	25.7%	0.6%	66.2%	34.1%	0.1%	48.7%	54.1%	-2.8%
東洋	79.9%	17.7%	2.4%	66.0%	21.1%	12.8%	12.2%	43.0%	44.8%	28.3%	42.0%	29.6%
水戸	54.1%	45.9%	0.0%	78.9%	13.4%	7.7%	85.1%	12.5%	2.4%	55.0%	43.4%	1.6%
岩井コスモHD	N/A	N/A	N/A	100.0%	0.0%	0.0%	100.0%	0.0%	0.0%	98.3%	1.7%	0.0%
高木	56.9%	43.0%	0.0%	35.9%	61.5%	2.6%	31.8%	63.1%	5.0%	53.4%	12.0%	34.6%
極東	N/A	N/A	N/A	50.6%	60.2%	-10.9%	4.6%	97.1%	-1.7%	19.3%	81.2%	-0.5%
盛沢	96.8%	3.2%	0.0%	87.2%	4.2%	8.5%	36.6%	13.2%	50.2%	55.4%	7.5%	37.1%
光世	88.8%	7.0%	4.2%	99.0%	1.0%	0.0%	97.4%	2.6%	0.0%	99.1%	0.9%	0.0%
丸八	110.6%	-10.6%	0.0%	92.5%	7.5%	0.0%	74.8%	25.2%	0.0%	21.0%	78.9%	0.0%
SBI	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
旧イー・トレード	93.1%	6.9%	0.0%	12.3%	55.0%	32.7%	7.1%	48.1%	44.8%	0.5%	9.6%	90.0%
IHSBI	83.4%	14.7%	1.9%	91.5%	6.9%	1.4%						
ラネックスG	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
松井	N/A	N/A	N/A	103.7%	0.0%	-3.7%	0.0%	0.0%	100.0%	0.0%	0.0%	100.0%
カラットコム	N/A	N/A	N/A	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

(出典) 各社決算短信より作成。

た。

表6によれば、両社の債券トレーディングの特徴は、顧客への外債や仕組債の販売が大半であることがわかる。そして、それは表7および図1から、いずれも新興国通貨建ての外債販売が中心であることがわかる。また、岡三証券グループも同様であると思われる。<sup>(6)</sup> 債券の店頭取引は、一時的にポジションを抱えねばならずリスクも伴う。しかし、投資家への売却の際に、実勢価格に取引コストを含めた価格で販売できるため、高収益が得られるという魅力がある。それゆえに、株式委託売買手数料の割引競争が激しさを増す中、これら三社は、新たな収益源として、外債販売に着目したのであろう。

表6 極東証券、東海東京フィナンシャルHDにおける債券トレーディングの内訳

(単位：百万円)

	極東証券				東海東京フィナンシャルHD			
	リテール	ホールセール	自己	合計	外債・仕組債	ディーリング	合計	
2005. 3	1,864	232	586	2,682	N/A	N/A	N/A	
2006. 3	2,152	255	711	3,118	N/A	N/A	N/A	
2007. 3	2,535	233	482	3,250	6,084	413	6,497	
2008. 3	3,572	209	55	3,836	7,804	77	7,881	
2009. 3	2,573	189	-1,468	1,293	13,470	39	13,509	
2010. 3	N/A	N/A	N/A	N/A	15,528	51	15,579	

(出典) 極東証券「アナリスト向け決算説明会資料」(平成20年度3月期～平成22年度3月期)、東海東京フィナンシャルHD「2010年3月期決算説明資料」より作成。

表7 東海東京フィナンシャルHDの通貨別外債販売高

(単位：百万円)

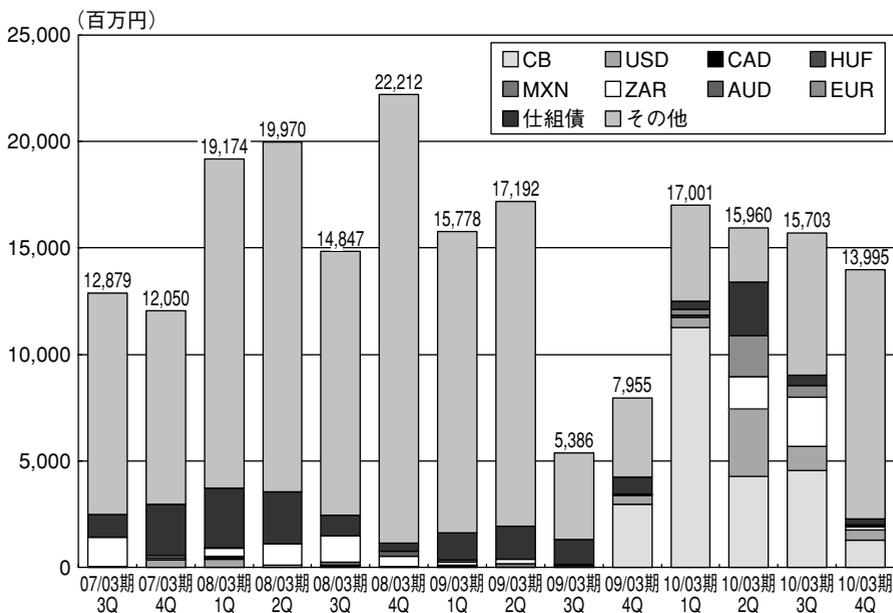
	2008. 3	2009. 3	2010. 3
米ドル	3,160	6,537	2,437
豪ドル	26,844	27,317	10,980
NZドル	58,131	14,660	23,508
ユーロ	1,127	2,671	709
加ドル	8	15	0
英ポンド	11,225	21	5
南アランド	0	113,767	28,055
トルコリラ	0	0	6,876
ブラジルリアル	0	0	19,467
合計	100,495	164,989	92,035

(出典) 東海東京フィナンシャルHD「2010年3月期決算説明資料」より作成。

また、岡三証券グループや東海東京フィナンシャルホールディングスは、外債販売に注力する一方で、投信販売にも注力してきた。岡三証券グループは、国内投信としては初となる「中国A株」に投資する投信の販売や毎月分配型投信の拡販を、東海東京フィナンシャルホールディングスは、投信積立サービスの企業団体向け販売を開始し、投信の募集を強力に推進している。そのことは、表3の募集・売上の取扱手数料の急激な伸びからも明らかである。このように、両社は収益に占める株式の委託売買の比率を下げる一方で、外債、投信の販売を拡充させている。

これら二社に対し、極東証券は少し特異で、外債販売に特化して高収益をあげている。同社は、もともと「(会社規模に似つかわしくないほどの)有数の先物ブローヤ<sup>(7)</sup>」であり、先物撤退後も「株式市場の変動によって収益が大きくぶれることがないよう」J-REITや私募ファンドの組成など、新たなビジネス

図1 極東証券の通貨別外債販売高



(出典) 極東証券「アナリスト向け決算説明会資料」(平成22年度3月期)より作成。

に積極的に取り組んできた。それゆえに、できたことかもしれないが、外債販売に関して、同社は顧客に販売する債券を、一時的なポジションとして抱えるだけでなく、自己でも債券を保有した<sup>(9)</sup>。そして、営業を債券販売中心にしてから、毎年、新規顧客開設要因の半数近くは既存顧客からの紹介となったという副次的な効果も上がっている<sup>(10)</sup>。このように、これら三社のうち、二社は授信販売に加えて外債販売を、一社は外債販売に特化した。つまり、濃淡はあるものの外債販売に注力し、収入構造を変化させることに成功した。このことが、他社と特徴的に異なる点と言えよう。

### 3 むすびにかえて

バブル崩壊に伴う個人投資家の株式離れや手数料の全面自由化、手数料割引競争に伴う手数料率の低下など、ここ一〇年で準大手、中堅、中小証券を取り巻く経営環境は極めて厳しく変化した。それゆえに、中小証券の中には、株式委託手数料収入が減少する中、自己売買に生き残りをかけている会社もある。しかし、東証のアローヘッド稼働後、売買端末を見つめて値動きを追いつながら、差益を狙う手法はもはや通用しなくなっている。本稿では、こうした逆風下での準大手、中堅、中小証券の経営について、各社の決算から分析した。

その結果、次の点が明らかになった。すなわち、経営を安定させるためには、収益の多様化が必要と叫ばれたが、中堅・中小証券の多くは収益の多様化がうまくいっていない。そのため、未だ株式関連収益への依存度が高く、収益が市況に左右されている。ただ、準大手・中小証券の中でも収益力を回復させた会社もある。これらの会社に共通することは、収益に占める比重に差はあるものの、新興国を中心とした、外債や仕組債を投資家に店頭取引で販売し、高収益を得ていることである。

これまで我が国の証券会社は、各社類似のサービスを提供しており、アメリカの証券会社に見られる多様性は見られない<sup>(1)</sup>。ところが、これら三社は、一時的にポジションをとって債券を販売することにより、価格競争に巻き込まれない分野で高収益を得てきた。このことが示唆することは、もちろん収益の多様化は言うまでもなく必要である。それとともに重要なことは、横並びではなく新たな分野に、リスクをとって参入することこそが、今の準大手、中堅、中小証券に必要なということではなからうか。

#### 注

- (1) 「日本経済新聞」二〇一一年三月二日
- (2) 日本証券業協会「インターネット取引に関する調査結果」二〇一〇年一月二四日  
<http://www.jsda.or.jp/html/oshirase/1003kessan.pdf>
- (3) 「日本経済新聞」二〇一一年三月二日
- (4) 丸三証券株式会社「平成一九年三月期決算短信」二〇〇七年四月二七日
- (5) このことは岡三証券グループでも同様である。すなわち、二〇一〇年三月期の債券トレーディングは、国内債券から一億二四〇〇万円の収益であったのに対し、外国債券からは九六億九一〇〇万円の収益を上げていた。また、外国債券の内容であるが、二〇〇六年三月期の「決算説明資料」によれば、南アフリカ・ランド建て債券が好調で、新たにメキシコ・ペソ建て外債の取扱開始が記述されており、同社でも新興国通貨建ての外債販売に注力していたことがわかる。

(7) <http://www.nsjournal.jp/column/detail.php?id=195570&dt=2010-01-29>

- (8) <https://www.kyokuto-sec.co.jp/company/pdf/20071105sai.pdf>
- (9) その証左として、二〇〇八年三月中間決算で、自己保有債券から六億四一〇〇万円の受取利子などを得ていた(<https://www.kyokuto-sec.co.jp/company/pdf/20071105sai.pdf>)。
- (10) 二〇〇五年三月期には四九・六%、二〇〇六年三月期には四七・四%、二〇〇七年三月期には四八・九%、二〇〇八年三月期には六一・四%、二〇〇九年三月期には五六・八%、二〇一〇年三月期には四八・四%と、毎年約半数の新規顧客が、既存顧客からの紹介で口座開設している(極東証券「三月期決算説明会資料」平成二一年度、平成二二年度)。
- (11) アメリカでは、一人店舗型の証券会社として有名なエドワードジョーンズや、販売チャネルの多様化を進めたレイモンド・ジェームズ、ネット証券からRIAを活用した対面営業に進出したチャールズ・シュワブなど、証券経営に多様性が見られる。

(ふかみ やすたか・客員研究員)