

# わが国証券業界の回顧二〇年

一二上季代司

先月（十一月）の二四日は、旧大手四社の一角を占めた山一証券が自主廃業を決断した日である。あれから満二〇年が経過した。これにちなんで、新聞や雑誌等では当時の出来事や山一証券元従業員の後を紹介する記事や書物が散見された。<sup>(1)</sup>

ところで、山一の破綻がいまなお我々の胸に深く刻まれている理由は、それが衝撃的な事件であったというだけではないだろう。この二〇年を振り返ってみると、あの時を境に、わが国証券会社の業界構造が大きく変わったことに気づかされるからである。

第一に、この時期を境に新規参入と退出が活発となった。

一九九〇年のバブル崩壊以後、免許制の運用が弾力的となり、徐々に新規参入が始まりつつあったが、一九九七年に入って小川証券、三洋証券、山一証券と証券会社の破綻が相次いだこと、九八年二月の「金融システム改革法」（いわゆる日本版ビッグバン）により、証券業の開業規制が「免許制」から「登録制」へと切り替えられたこと等の事実が重なって、証券会社の新規参入と退出が一気に活発となったのである。つまり、わが国の証券業界は、護送船団行政の保護がなくなって新陳代謝が機能する「普通の」業界に変わったのである。

第二に、このころから、証券会社の業務内容が多様化し始めた。

一九九二年に証券取引法が改正されて、兼業規制が一部緩和されたが、九八年の登録制移行と同時に「専業義

務」すなわち「兼業規制」そのものが撤廃された。また店頭デリバティブやPTS（私設取引システム）等の新しい業務も証券業に追加された。加えて、株式委託手数料が自由化されて、いわゆる「ネット証券」と呼ばれる新たな業態が現れた。こうして、一九九〇年代後半から多様なビジネスモデルをもつ他業界からの証券業参入が相次いだ。これと並行して、既存証券会社の間でも業務や提供商品・サービスの多様化が急速に進展した。

一言でいえば、九〇年代末を境に、わが国証券業界において競争のやり方が根本的に変わったのである。競争の舞台（提供する商品やサービス）は広くなり多様なビジネスが展開される一方、競争の主役は絶えず交代のリスクにさらされるようになった（活発な参入と退出）。

そこで、証券関係者にとつての実践的な関心事項は、広い舞台のどの分野を業務分野と定め、誰を競争相手にどのようなビジネスを展開すべきか、という点であろう。そのためには、まず、この間の新規参入と退出が、どのような属性の業者によって担われたのか。この結果、どのようなビジネスが伸長し、あるいは縮小しているか、といった点について事実経過を整理してみる必要があるだろう。

## 1 参入と退出の状況

そこでまず、この二〇年間につき「日本証券業協会」の新規加入と脱退の状況を見てみよう。証券会社は、証券業務を運営する上で協会に加入し、協会の自主ルールを遵守しなければならぬ。裏返せば、協会への加入と脱退の状況は、証券業務への新規参入と退出の状況を反映していることになる。すなわち、証券会社としての登録と協会への加入、自主廃業や登録取消しは協会からの脱退と同義である。

もっとも、二〇〇七年九月施行の「金融商品取引法（以下、金商法と略）」により、協会定款が変更され加入

要件が「証券会社」から「第一種金融商品取引業者」へと変更されたこと等により、以前とは異なる事情が出てきた（後述）。そこで、この前後で二つに分けた参入・退出状況の表を作成してみた。図表1-1、1-2がそれである。

図表1-1は、金融監督庁が発出した一九九八年（平成一〇年）七月から金商法が施行される直前の二〇〇七年（平成一九年）六月までの九年間を対象期間にしたもので、退出は一七二社（自主廃業等九四、合併・事業譲渡七七）、参入一九八社で二七社の増加である。年平均一九社が退出し、二二社が参入した勘定になる。

他方、二〇〇七年四月から二〇一七年三月までの一〇年間をみると、退出は一三九社（自主廃業等六一、合併・事業譲渡等六一、登録取消し九、変更登録八、組織変更二）、参入は九一社（新規登録六八、変更登録一六、組織変更三、協会加入四）で四八社の減少となっている。年平均で一四社が退出し、九社が参入した勘定となっている。退出と参入の頻度が少なくなってきたこと、とりわけ新規登録の数が減少している。この結果、二〇年間の前半では参入が退出を上回り、後半ではそれが逆転している。

金商法が施行された二〇〇七年前後を境にして、協会への加入と退出に関連していくつかの変化があった。第一は、証券業を主たる業務としない業者が増えてきたことである。

協会へ加入するためには、「第一種金融商品取引業」としての登録をする必要がある。しかし、登録したからといって証券業を実際に営む必要はないようである。実際、協会員の中には、ほとんど証券業務を営んでいない業者もある。したがって、その業務収入として、委託手数料、引受手数料、募集手数料や証券売買益がゼロの業者もいるのである。こうした業者の収入の多くは「その他手数料」や「その他営業収益」、「証券以外の（たとえば外為）」売買益からなっている。投信やファンドの組成業者である「投資運用業」の登録業者があらためて

図表 1-1 参入・退出の状況——平成10（1998）年7月～平成19（2007年）6月まで

	平成10年度	平成11年度	平成12年度	平成13年度	平成14年度	平成15年度	平成16年度	平成17年度	平成18年度	累計
参入	新規登録（免許を含む）	29	30	26	14	14	7	13	43	198
	うち外国証券	7	9	4	2	4	1	3	2	32
退出	合併（事業譲渡含む）	31	21	23	18	28	17	7	11	171
	うち外国証券	15	7	14	7	10	7	4	8	77
	自主廃業 （登録取り消しを含む）	0	0	4	0	0	0	0	5	14
純増減	うち外国証券	16	14	9	11	18	10	3	3	94
	うち外国証券	1	9	5	4	10	5	3	1	38
	-2	9	3	-4	-14	-10	6	32	7	27
	6	0	-5	-2	-6	-4	0	-4	-5	-20

(注) 1. 年度は金融監督庁（現金融庁）の事業年度。当年7月～翌年6月までの1年間  
 2. 平成10年度については、11月までは免許14社、12月以降は登録15社。  
 (出所) 白書「金融監督庁の1年」および「金融庁の1年」各年版より作成

図表 1-2 参入・退出の状況——平成19（2007）年4月～平成29（2017年）3月まで

	平成19年度	平成20年度	平成21年度	平成22年度	平成23年度	平成24年度	平成25年度	平成26年度	平成27年度	平成28年度	合計
参入	24	18	7	10	1	3	5	5	6	12	91
	新規登録	21	11	7	6	1	3	3	4	2	68
内訳	変更登録	1	6	0	2	0	2	0	0	3	16
	組織変更	2	1	0	0	0	0	0	0	0	3
	0	0	0	2	0	0	0	1	1	0	4
退出	10	15	24	19	17	29	7	4	9	5	139
	合併（事業譲渡含む）	3	6	12	10	5	2	2	3	3	59
内訳	自主廃業	4	6	11	8	7	12	2	4	2	61
	登録取り消し	1	1	0	0	3	0	0	1	0	9
	1	1	1	1	2	1	0	0	1	1	9
	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	8
	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	2
純増減	14	3	-17	-9	-16	-26	-2	1	-3	7	-48

(注) 1. 年度は当年4月～翌年3月。平成19年4月～6月は図表1-1と重複する。  
 2. 対象は「第1種金融商品取引業」であつて、かつ「有価証券関連業」の登録業者である。  
 (出所) 「金融庁の1年」各年版および日本証券業協会「協会員の移動状況等」により作成

「第一種金融商品取引業」の登録をして、証券業協会に加盟するような事例が最近増えてきたのである（これが変更登録による参入である）。

他方、協会から脱退する場合には、以前は会社を清算する場合が多かった。しかし、証券業は廃業して登録を抹消するが、会社は存続し、「第二種金融商品取引業」や「投資助言業」へ変更登録する事例も目立ってきた。一九九八年の登録制と同時に導入された專業義務の撤廃（兼業の原則自由）によって、証券業の登録をしても、それ以外の業務を主とする業者が出現することは予想されたことではあるが、金商法施行以来、目立ってそうした事例が増えてきたのである。

第二の変化は、外国証券会社の国内法人化である。金商法施行にともない「外国証券業者法」も金商法に統合され、外国証券会社も第一種金融商品取引業者となった。これ以降、白書『金融庁の一年』は登録状況の記述については国内証券と外国証券の区別を行っていない。他方、証券業協会による外国証券会社の定義（「外国法人」の協会員）は、設立根拠法に基づいている。すなわち、海外の法律に準拠して設立された証券会社が国に進出する場合には、「支店」形態での進出となるため外国証券会社東京支店を「外国法人」の協会員と定義している。しかし、国内法人化により、外国証券会社東京支店はほとんどなくなり、二〇〇六年（平成一八年）三月末には三九社であったものが、一年後には三三社と減り、本年一月末現在、わずか一〇社となっている。ゴールドマン・サックスをはじめとして海外の主要な大手投資銀行はわが国では現地法人の形態に代わっており、協会の定義からすると国内法人とされる。しかし、外資系証券会社の営業分野はホールセールが主であり、その経営戦略や営業手法については親会社によるガバナンスが働いて、明らかに国内証券とは異なる態様をとっている。

そうであれば、冒頭でみたように、多様化する業務分野の中で、どの業務分野において、どの属性の業者が競

争し、どちらがコンプライアンスを適切に遵守しつつ効率的な業務展開を行っているのか、その結果、どの属性の業者のビジネスモデルが生き残っているのか、といった課題を検討する場合には、株主構成から外国証券であるかどうかを判断すべきであろう。

## 2 業者の類型化

そこで、証券業協会に加入する協会員について、開示資料、ホームページ、各種新聞雑誌などから、①主たる業務と②株主構成を特定し、これに③規模別、④地域（本店所在）別の分類基準を加えて、類型区分してみた。このうち、①は業務多様化に関連してどの業者がどの業者によって担われているかをみるためである。また②は、業務拡大・撤退・選択等の経営戦略や財務政策において株主によるガバナンスがどのように作用しているかをみるためである。

上場証券の場合は「市場規律」が働くであろうが、非上場の場合には、大株主の属性（外資系、メガバンク系、地銀系、オーナー系）によって経営戦略などが左右されると考えられる。なお、持株会社グループでは、単体ベースで非上場であってもグループの支配的な子会社の場合には「上場証券」に含めている。

このほか、③は国内証券、外資系証券ともに規模的に大きな格差があることから分類基準に加えたものである。④は、中小証券には地元営業基盤を限定する業者が多く、競争エリアが特定されていることから地域別に類型区分しておいた方がよいからである。

以上の類型化の分類基準を用いて、一年ごとに類型化を行ってみた。このうち図表2-1は、金商法施行直前そしてリーマン・ショック以前の二〇〇七年三月末時点の類型分類表である。他方、図表2-2は、直近の二〇

表2-1 類型分類表 (2007年3月末)

類型	社数	伝統的証券 ビジネス	非伝統的 ビジネス
独立系 大手	5	4	1
銀行系	15	15	0
	メガバンク系	7	0
	地銀系	5	
	その他銀行系	3	
上場証券	16	16	
外資系	69	47	22
	投資銀行 (従業員上位10社)	12	
	資産運用・ファンド・ 証券化・金融仲介		17
	ネット		1
	FX		1
	PTS		3
	中堅・中小	35	
中堅・ 中小証券	143	143	
	東京	57	
	関東甲信越	12	
	大阪	12	
	関西(大阪除く)	13	
	中部東海	18	
	北陸	11	
	中国	6	
	四国	6	
	九州・沖縄	4	
	北海道・東北	4	
日系 非伝統的	60		60
	資産運用		1
	ファンド組成		8
	証券化・流動化		6
	ネット		11
	FX		17
	PTS		5
	そのほか証券関連業		9
	そのほか		3
合計	308	225	83

(注1) 外資系業者には、国内法人化のため準備会社を登録し、登録が2重になっている業者が5社ある。このため、大手投資銀行12社は実質10社、中堅中小証券は実質32社、会員業者総計は実質303社となる。

(注2) 「その他証券関連業」はプライベートエクイティ業6社、金融仲介受託業2社、店頭デリバティブ業2社。ICAP東短はここには含まない。

(注3) インスティテュート(PTSと重複)は独立系大手の「非伝統的ビジネス」にカウントし、PTSには含めていない。ICAP東短(店頭デリバティブと重複)はPTSに含め、その他証券関連業には含めていない。

(注4) シテイグループによる日興コーディアルのTOBは短期間で三井住友銀行へ売却されたため、「外資」に含めず独立系大手に含む。

表2-2 類型分類表 (2016年3月末)

類型	社数	伝統的証券 ビジネス	非伝統的 ビジネス
独立系 大手	3	2	1
銀行系	23	22	1
	メガバンク系	5	1
	地銀系	14	
	その他銀行系	3	
上場証券	16	16	
外資系	64	35	29
	投資銀行 (従業員上位10社)	10	
	資産運用・ファンド・ 証券化・金融仲介		21
	ネット		3
	FX		3
	PTS		2
	中堅・中小	25	
中堅・ 中小証券	83	83	
	東京	20	
	関東甲信越	9	
	大阪	8	
	関西(大阪除く)	9	
	中部東海	13	
	北陸	8	
	中国	3	
	四国	6	
	九州・沖縄	4	
	北海道・東北	3	
日系 非伝統的	60		60
	資産運用		5
	ファンド組成		10
	証券化・流動化		6
	ネット		9
	FX		16
	PTS		7
	そのほか証券関連業		2
	そのほか		5
合計	249	158	91

(注1) 野村フィナンシャル・プロダクツ・サービス(店頭デリバティブと重複)は独立系大手の「非伝統的ビジネス」に、またみずほグローバル・オルタナティブ・インベストメントメンツ(資産運用と重複)はメガバンク系「非伝統的ビジネス」にカウントし、日系非伝統的ビジネスの該当分類には含めていない。

一六年三月末時点の類型分類表である（二〇一七年三月期の類型化の作業は未完成のため前年のものを用いている）。

ここで若干の説明を加えておこう。二〇一六年三月末の「独立系大手」とは野村、野村フィナンシャル・プロダクト・サービス、大和の三社、「メガバンク系」とはS M B C日興、三菱U F Jモルガンスタンレー、みずほ、S M B Cフレンド、三菱U F JモルガンスタンレーP B、みずほグローバル・オルタナティブ・インベストメンツである。二〇〇七年三月末時点における「独立系大手」および「メガバンク系」は統合前の母体会社を含めている。

また、第一種金融商品取引業の登録をしていながら、証券業を主たる業務としない業者は「非伝統的ビジネス業者」として分類している（資産運用、ファンド組成や証券化、外為証拠金F X業務）。また証券業ではあるが、比較的新しい業務（P T S、店頭デリバティブ業務、プライベートエクイティ業務、金融商品仲介受託業務など）や新しい形態のサービス（ネット証券）を提供している業者も「非伝統的ビジネス業者」に含めている。さて、これを見ると、リーマン・ショックのような相場の激変にさらされつつ参入・退出が繰り返された結果、二〇〇七年三月末時点と比較して社数が増えたものは、地銀系証券、資産運用やファンド組成を主たる業務とする業者である。逆に社数が大きく減った類型は、中小証券（とりわけ東京本店）である。

### 3 収入構成の変化

次に観点を変えて、この間の収入項目の推移を見ておこう。図表3は、証券会社の売上高に相当する純営業収益の推移とその構成項目の割合をみたものである。これによると、一九九八年三月期から前半一〇年間の純営業



収益は、年平均二兆四五百億円、後半は三兆九百億円で、後半の方が多くなっている。しかし社数は減少気味である。

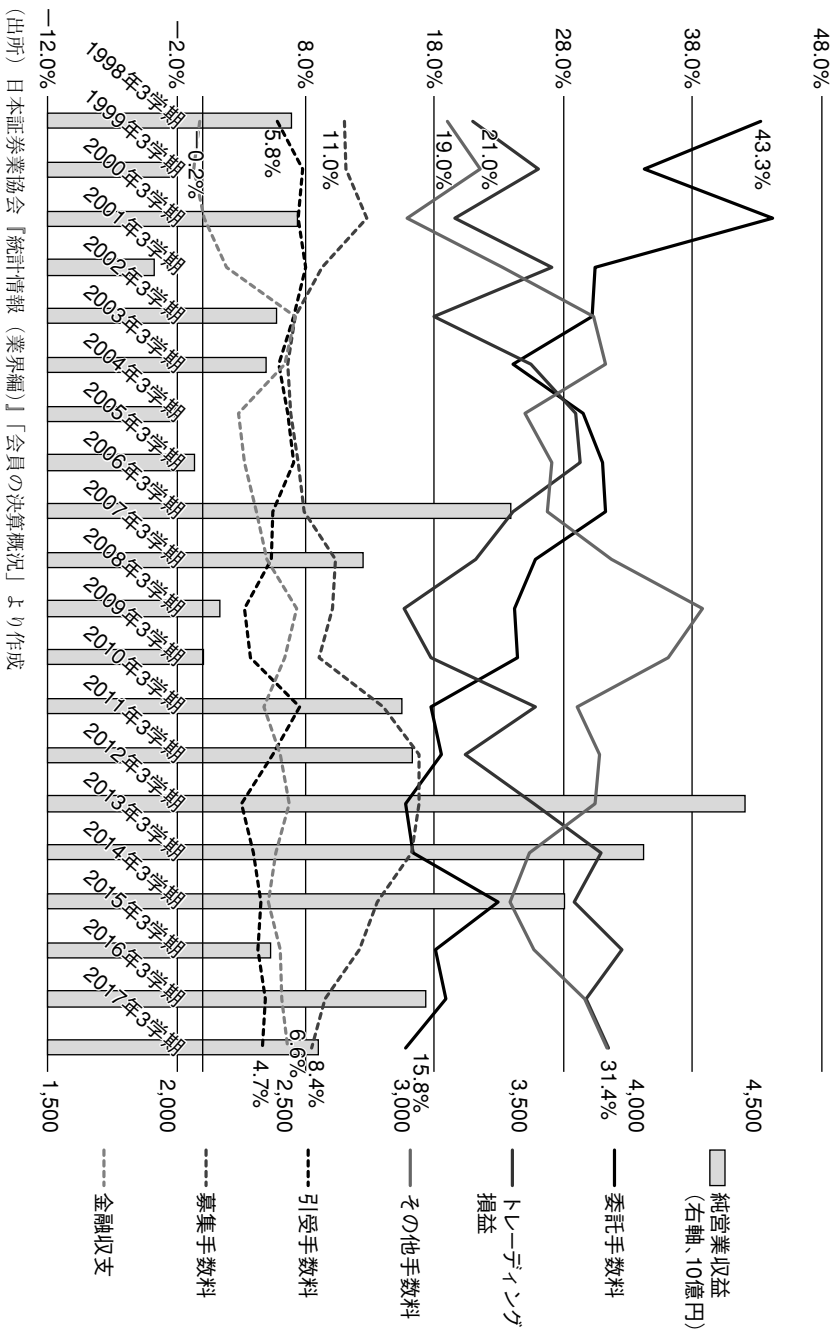
収入項目をみると、委託手数料は四三・三%から一五・八%へ一貫して低下している。この間、株式委託売買高は増えていたのだから、この低下はもっぱら手数料率の低下による。これに対し、著しく増えたのは、「その他手数料（一九%から三一・四%）」、「トレーディング損益（二二%↓三一・四%）」である。

このほか、他の収入項目についてみると、募集手数料が増加している点が注目される。もともと、募集手数料はほとんど投信販売から得られるもので、その収入としては募集手数料の他に代行手数料もあるため、これを一体的に検討する必要がある。そして代行手数料は「その他手数料」に含まれるため、いずれにしても、子細に検討すべきは「その他手数料」ということになる。

「その他手数料」は、委託・引受・募集以外から得られる手数料収入であり、その源泉となる業務としては、①本来業務では有価証券等管理業務、店頭デリバティブ取引、②付随業務ではM&Aなどの助言・仲介、投信の代行業務、レポ取引の仲介、③届出業務では保険販売等、④承認業務では、親会社への顧客紹介や支援業務、兼業ではファンド組成販売や取引所FXの委託など第二種金融商品取引業や投資助言・代理業および投資運用業などがある。

つまり、「その他手数料」のウェイトが高まるということは、証券会社の「業務多様化」を意味しているわけである。また、本来業務においても、日本株のみならず外国株の取り扱いが増えており、インターネットをツールとし手数料を大幅に割り引いたネット証券の提供する受発注・執行サービス等の新しいサービスも拡大している。

図表3 純営業収益に占める各収入項目の割合



(出所) 日本証券業協会『統計情報(業界編)』「会員の決算概況」より作成

そこで、こうした多様な業務、商品、サービスが、どのような業者によって担われているか、その結果、証券界のどの業務分野にどのような競争が持ち込まれ、既存の業者はどのような対応を取っているのか、といった問題が提起されるのである。

これを明らかにするためには、個社の業務収入と取引状況の細目を先に分類した類型ごとに集約し、その類型ごとの収入項目の伸長度合いと純営業収益に占めるウェイトをみる必要があるが、紙面も尽きた。この調査はなお途上にあるが、その結果の公表は別の機会に譲りたい。<sup>(3)</sup>

#### 注

(1) 特集「山一・拓銀破綻から二〇年―バブルで日本は何を失ったか―」週刊『ダイヤモンド』二月二十五日号。清武英利『空あかり 山一證券 ッしんがり ッ百人の言葉』講談社、二〇一七年一月。

(2) その第一歩は、一九九二年の金融制度改革法であった。その後の三年間（九三～九五）で合計一九社の新規参入を見た。しかしこれらは、すべて銀行の証券子会社である。

(3) 限られたものであるが、二〇一四年度決算を用いて、類型ごとの各収入項目のシェアや純営業収益に占めるウェイトを明らかにして、収益面に反映した業務の多様化がどの業者によって担われ、各業務分野ではどの業者が競争関係にあるかの一端を検討したことがある（拙稿「証券会社経営分析について」、同「証券会社経営分析の資料」日本証券業協会、二〇一六年六月、<http://www.jtda.or.jp/shiryo/chousai/files/160622keiteibunseki.pdf>）

(にかみ きよし・主任研究員)