

## わが国証券会社経営の類型化について

二上 季代司

### はじめに

ただいま御紹介にあずかりました大阪研究所長の二上でございます。

本日は、「わが国証券会社経営の類型化について」というテーマで一時間ほど御説明させていただきまして、残った時間で、御質問なり御疑問なりにお答えしていきたいと思っております。どうぞよろしくお願いいたします。

本日のテーマについては、御紹介にありました

ように、日本証券業協会の御依頼を受けて行った研究結果についての御報告に基づくものでして、最初に、今回の御報告の目的、趣旨について申し上げたいと思います。皆様のお手元にパワーポイントのレジюмеと資料が配付されているかと思えますけれども、パワーポイントの2ページをあらんいただきますと、「本稿の目的」がございます。

### 一、本稿の目的

日本証券業協会の会員である証券会社の収入構

成を見ますと、近年の傾向として「その他手数料」という項目のウェイトが非常に高まっております。旧来、伝統的な証券業務でありますブローカー、ディーラー、アンダーライター、ディストリビューター、これら四つの基本的な証券業務は、業務収入として、委託手数料、トレーディング損益、引受手数料、募集手数料をそれぞれ生み出しておりますけれども、それらに該当しない「その他手数料」という項目が非常に大きくなってきている、これをどのように解釈すればよいのかということがそもそも問題意識であります。

「その他手数料」という項目は、何か積極的に定義づけられた収入項目ではございません。その名のとおり、「それ以外のもの」というニュアンスです。したがって、これまで伝統的な証券商品でありました株式や債券、受益証券を対象として得られた委託手数料、引受手数料、募集手数料に

は入らない手数料を全て含んでおります。

資料の表1-1をごらんください。業務と収入項目との対応関係をマトリックスとしてまとめておりまして、中ほどの「その他手数料」は、例えば、FX、店頭デリバティブ、証券化商品及び各種ファンド、また投資信託の代行手数料やM&Aの助言、仲介業務、あるいはレポ仲介、投資助言、投資運用業——一任契約のラップ口座なども投資助言、投資運用業に入るかと思えますけれども——など、非常に多様な収入源を含んでおります。

それから、手数料の形態をとらないものは「その他営業収益」として計上することになっております。これらの「その他手数料」「その他営業収益」はどういった業務から得られるのかと申しますと、口座管理手数料など、証券プロパーの業務からの収入も確かにあると思えますけれども、そ

のほかに、付随業務や第二種金融商品取引業、あるいは投資助言、投資運用業といった他業の業登録をしなければいけない業務からの収入も入っております。

そういうことを念頭に置いて考えますと、こうした収入項目がふえていることについて、幾つかの事情が重なっているように思います。

第一の事情は、外観上のことで、中身は余り変わっていないということであります。これまで、いわゆる伝統的な証券会社だけしか日本証券業協会に入っておりませんでしたけれども、最近、投資顧問業者や投資信託の委託業者、あるいはFXやファンドの組成業者といった第二種金融商品取引業者も、第一種金融商品取引業の業登録をして日本証券業協会に入ってきています。そうしますと、そういった業者の業務収入がカウントされますので、外観上、「その他手数料」がふえ

たように見えるというのが第一の事情として考えられると思います。

第二の事情といたしまして、伝統的な証券会社業務内容の転換も進んでいるということが挙げられます。近年、投資信託の代行手数料がふえてきているということに加えて、大手の証券会社を中心に、M&Aの仲介といった付随業務の規模が大きくなっています。それから、第二種金融商品取引業の業登録をしてFXの取り扱いをしています。また、投資助言や投資運用業の業登録をしてラップ口座の取り扱いをしているといったように業務の多様化が進んでおりまして、このことが「その他手数料」のウェイトを高めている事情の一つとして挙げられると思います。

第三番目に、これまでと異なった新しいビジネスが生まれているという事情もあるかと思えます。例えば、店頭デリバティブであるとかレポ取

引（証券貸借）、それから、証券化やファンドビジネスといったような業務がここ二〇年ぐらい、いわゆる金融ビッグバン以来、法制度の整備に伴い拡大してきたこと、また、先ほど申しましたラップ口座なども新しいサービスだと思いが、こういったものがふえてきているというのが三つ目の事情として考えられると思います。

第四番目に、ノイズです。例えば「顧客斡旋手数料」といったような収入項目があるやに聞いております。その会社に確かめたわけではありませんけれども、そういった収入項目があるとしたら、何か積極的なビジネスをしているということと言えるかどうか、疑問であります。このような収入もそこに含まれているとすれば、見た目上、「その他手数料」がかさ上げされている可能性もあるかと思えます。

以上が、「その他手数料」がふえている背景事

情を収入面から推測したものですけれども、第五の事情として、取引の状況から見ましても、証券業務プロパーにおいて新しい動向が見られると思います。例えば、ブローカー業務におきましても、市場デリバティブや海外株、ETFなど、商品種類の多様化が進んでおります。また、ネット証券の台頭とそのシェアの拡大、あるいはP T Sの出現といったように、同じブローカー業務におきましても、異なった業務形態のものがあらわれてきて、従来の業務形態の収益性が低下してきている傾向にあります。

したがって、私たちに突きつけられている問題は、証券業界全体として、ビジネスの潮流がどういう方向を向いているのかについて、もう少し考えるべきではないかということだと思えます。

この観点から見ますと、今挙げた五つの事情には異なったインプリケーションが含まれているよ

うに思います。

第一の事情は外観上のことですので、大して重要な意味を持つていたとは思いません。もちろん、他の業態の業者がわざわざ第一種金融商品取引業の登録を得て日本証券業協会に入ってきているわけですから、何か新しいビジネスをやるかと考えておられるのだと思います。ただ、これは、土俵の外にいた人たちが土俵の中に入ってきた結果、数字が変わったということを意味しておりまして、決して無視していいとは思いませんけれども、当面、重要度は低いのではないかと思えます。同じく、第四の事情として挙げたノイズも、そんなに考える必要はない。

問題は、第二、第三、第五の事情です。

まず、第二の事情ですが、これは、既存の証券会社が従来の証券ビジネスを縮小させて、付随業務や投資助言、投資運用業に経営資源をシフトし

ているということになりますので、証券業界のビジネス構造が再構築されつつあるということの意味することになります。

第三の事情は、証券ビジネスのフロンティアが拡大している、ビジネスチャンスがふえているということの意味しますので、これも非常に重要な論点だと思います。

そして最後に、第五の事情ですけれども、これは同じ業務が異なった形態で行われている。例えば、対面営業からネットの非対面営業へ、それから、取引所市場への取り次ぎの執行からPTSのような取り次ぎではない仲介による執行に置きかわってきているとすれば、業務形態の変化が進行しているということの意味しておりますので、非常に重要な論点だと思います。これは往々にして料率の低下を伴っていますので、非常に深刻な変化でもあると思います。

このように、五つの事情のうち、注視しなければいけないのは、第二と第三と第五の事情だと私は思いますけれども、今後の証券業界のビジネスがどういった方向性を持っているのかという問題につきましても、この三つの事情について、それがどの程度まで進行しているのか、あるいは、どこまで進行しようとしているのかということを探る必要があるかと思えます。ただ、今申し上げました問題をもっと具体的に検討するために、

時系列的な分析によってトレンドを見ることは、必要なのですが、今回の報告はそこまで行っておりません。二〇一四年度一年間の決算資料を材料に分析した結果を暫定的にまとめたものですので、そういう意味では中間報告だと思って聞いていただければと思います。

少し長くなりましたが、今回の報告の目的、趣旨はこれで御理解いただけたかと思えますので、

次に、パワーポイントの3ページをごらんください。この目的を追求する上で今回私どもが用いた検討方法についてです。

## 二、検討方法

日本証券業協会の会員を類型化し、その類型ごとに特徴をピックアップしました。類型化の分類基準は四つです。まず、「業務特性」を最も重視しました。二番目に、「株主構成」も重視しました。ビジネスの経営戦略を決定するのはもちろん経営者でございませけれども、経営者の経営方針というのは、最終的には支配株主によって左右されますので、株主構成から見た分類もあわせて行いました。それから「規模別」の基準、そして

「地域別」の基準を考慮しました。従来、我が国の証券業界は規模格差が大きいことと、他方で

は、各地方に多数の小規模業者が散在しておりますので、規模別基準と地域別基準もあわせて考慮して分類したということでございます。

では、類型化の結果としてどのようなことが得られたのか、パワーポイントの4ページにまとめております。資料は表1-1と表1-2です。

### 三、類型化の結果

資料の表1-2をごらんください。会員数は、二〇一五年三月末現在で二五一社を数えております。

#### (業務特性からの類型化)

これを個社別の収入構成から判断して、伝統的証券ビジネスを主体とする業者一六一社と、非伝統的証券ビジネスを主体とする業者九〇社に区分

しております。後者をどのように分類したのかと申しますと、一任運用や投資信託、運用業といった業務を主体にしている業者、これがまず一つ。

二つ目に、ファンドの組成や募集・勧誘といったことを主体にしている業者も看取されました。それから、不動産あるいは金融債権、リース債権の証券化を主にやっている業者がございました。また、今までなかった業務形態の種類としてネット証券。さらにはFXの専業業者、それからP T Sの専業業者(株式P T Sおよび債券P T Sあわせて)もございました。こういうふうにかウントしていった結果、九〇社になったということであり

#### (株主構成からの類型化)

次に、株主構成からの類型基準として、支配株主のあり方に注目したわけでございますけれど

も、支配株主が海外株主か国内株主かの違いによりまして、国内系一八五社、外資系六六社に分類いたしました。この判断材料としては、各社の開示資料やホームページ、その他新聞報道等に基づいて、二五一社のうち六六社が外資系だろうというふうに分類したわけでありませぬ。

また、国内系一八五社については、上場しているか否かによっても分類いたしました。上場証券は、株主の評価が株価に反映されて、市場規律 (market discipline) によって経営戦略が左右されるだろうということで、上場しているか否かによって区別したわけでありませぬ。この場合、単体では非上場であっても、持ち株会社が上場している、しかも、当該証券会社が持ち株会社グループの事業中核会社である場合には上場証券会社に含めております。

他方、非上場証券会社におきましては、特定の

大株主によって経営戦略が左右されませぬ。特定の株主のうち銀行系につきましては、銀証連携というかなり明確なビジネスモデルを採用してございませぬので、銀行系については特に区分したわけでありませぬ。

その他につきましては、支配株主が証券会社であるか否か、また、先物会社であるか否かというふうに多様な支配株主が散見できませぬけれども、今回はこの面での区分は検討いたしませぬでした。

#### (規模別からの類型化)

上場証券会社につきましては、先ほど申し上げたような基準でカウントしますと二七社あるのですけれども、そのうち、規模別の基準によりまして、独立系の大手証券会社とそれ以外では業務の内容が違いうだるうということで、独立系の大手証



券会社とそれ以外とは区分いたしました。また、上場証券会社の中でも、ネット専業やFX専業、あるいは証券化を専業にしているような業者は、それぞれ非伝統的なビジネスのほうに区分いたしましたので、残った一六社が上場証券のところにカウントされています。

それから、メガバンク系につきましても、大手三社とそれ以外の三社とは区分いたしましたし、外資系につきましても、従業員一〇〇人以上を外資系大手投資銀行として区分し、それ以外の業者については外資系中堅・中小証券として区分しました。その結果、表1-2のような分類になったわけです。

#### 四、類型別の収入構成

次に、パワーポイントの5ページです。業務特

性を中心とした業者の類型化が収入構成によって裏づけられているかどうかを確認したのが、資料の表2-1と表2-2であります。表2-1は全二五一社の収入構成を見たものですけれども、表2-2は類型ごとに収入の構成比率を算出したものであります。

表2-2の下半分は、非伝統的な証券会社の収入構成を記載しております。資産運用、ファンド組成、証券化・流動化を専門にしている業者の収入構成は、大部分が「その他手数料」で占められているということが確認できます。また、ネット専業業者は、委託手数料と純金融収益——信用取引関係の金利が大部分です——が七割以上の収入を構成しているということがわかります。FX専業業者の場合は、店頭FXの取引の受注から生じるトレーディング損益が七割以上あるということがここからわかります。PTS専業業者につきま

しては、委託手数料とその他営業収益が九割近くを占めているということが確認できます。

そして、上半分を見ますと、外資系の数字が挙がっていますけれども、外資系の証券会社の収入構成のうち、「その他手数料」が非常に高いということがうかがえます。

以上のことから、非伝統的ビジネスの業者九〇社と、外資系証券会社の業務のかなりの部分が非伝統的ビジネスに向けられているように推察できます。

## 五、類型別の資源配分・収支シエア

類型化した業者はそれぞれ、マーケットにどの程度の資源を投下して、どの程度の収入を得ているのかというのを見たのが、資料の表3と表4です。パワーポイントでは6ページになります。

まず、表3をごらんください。大手総合証券会社二二社、そのうち独立系大手二社とメガバンク系三社を合わせて「新大手五社」と呼んでいますけれども、それと従業員一〇〇人以上の外資系投資銀行一六社、そして国内リテール証券会社一一六社で、資産、収入、人員、店舗といった経営資源の八割以上を占めていることがわかります。

他方で、ネット専業を除く非伝統的なビジネスの業者を見ますと、販管費の七・三%を占めているけれども、純営業収益としては六・四%です。したがって、営業損益は三・八%のシエアしかありません。また、表4にありますとおり、売上高営業利益率や末残ベースのROEがともに低いことがわかります。そういうわけで、ネット専業業者を除けば、非伝統的証券ビジネス業者の多くは依然として小さな割合の経営資源しか投じていない。単独専業では、収益的に確立されたビジ

ネスモデルには至っていないのではないかと思  
います。

これに対して、日系ネット専業者は非常に高  
い収益性を誇っておりまして、単独専業としての  
ビジネスモデルは確立しているのではないかと思  
います。

## 六、類型別の証券業務における特徴

このように概観した後、次に、ブローカー業  
務、デイトリング業務、引受・募集業務、投資信  
託業務、証券化・流動化業務、その他の業務のそ  
れぞれについて、類型ごとにどのような特徴が見  
られるのかということをお話ししてみたいと思  
います。

### (1) ブローカー業務

#### (株式委託売買のシェア)

まずは、パワーポイントの7ページ、ブロー  
カー業務であります。関連する資料は表5-1、  
株式委託売買の類型別シェアです。ここでは、市  
場内取引、市場外取引、仲介のそれぞれのシェア  
と、委託手数料収入のシェアを見ております。

これによりますと、取引所市場への取り次ぎの  
シェアは、従業員一〇〇人以上の外資系投資銀行  
一六社が金額ベースで五二・一％と最大シェアを  
占めております。次いで、日系ネット専業者が  
二一・四％、独立系大手が約一五％、メガバンク  
系大手三社が以下に続きまして、合計で取り次ぎ  
の九三・六％を占めているということがわかりま  
す。

次に、仲介、あるいは媒介とも言えるかと思  
いますが、その取引シェアを見ますと、外資系投資

銀行が金額ベースで六四・六%、PTS專業が三二・九%になっております。

仲介は片道計算ですので、二倍にして全体の中で仲介の占める割合を見ますと、株数ベースで二二・九%、金額ベースで一五・〇%になります。

株数ベースのシェアのほうが大きいということ、要するに、低位大型株が好んで使われているということになるのかと思いますけれども、取り扱った株の単価を算出いたしますと、外資系の取り扱った単価は顕著に低いということになります。

しかし、PTS專業や外資系投資銀行は、取引シェアが高い割には手数料シェアが低い。それは、極めて低い手数料率で多額の取引を受注しているということを意味しております、機関投資家、とりわけヘッジファンドとかハイブリークエンリートリーダー、あるいは、同業者といったようなところからの受注が多いのかなというふう

に推察いたします。ネット專業業者はディスプレイを標榜しておりますので、料率が低いことは当然ですけれども、それを除きますと、手数料率の高低というのは、顧客属性を反映しているように思います。機関投資家や同業者からの受注割合が多いと、どうしても手数料率は低くなってくるということになります。

このように、ブローカー業務におきまして、株数ベースで二二・九%、金額ベースで一五%の仲介ビジネスが発生しているわけですけれども、これを主体的に担っているのは、今のところ外資系投資銀行ということになるかと思えます。

#### (市場デリバティブの委託売買シェア)

委託業務の商品別内訳は、株式や債券や受益証券というふうに分かれておりますけれども、現物株とデリバティブの受注による手数料収入の内訳

は示されておりません。しかし今日、デリバティブの受注は極めて大きくなっておりますので、ここでは取引所市場のデリバティブの委託取引状況を見ることとし、それを示したものが資料の表5-12であります。パワーポイントは8ページです。

これを見ますと、想定元本ベースですけれども、株式先物・株式オプション、債券先物・債券オプションともに、外資系のシェアが圧倒的に高くなっています。また、株券デリバティブにつきましては、国内のネット專業業者が1割ぐらいを占めているということがうかがえます。

## (2) デイリーリング業務

### (国内株デイリーリング)

次に、自己売買業務について見ておきたいと思えます。パワーポイントの9ページと、資料の表

6-11、表6-12、表6-13をごらんください。

表6-11は、トレーディング損益についての商品別内訳、それから現物とデリバティブの内訳を見たものであります。表6-12は、その取引状況、自己売買高のシェアを見たものであります。表6-13は金融収益や費用の内訳を見たものであります。

デイリーリングの分類の仕方にはいろいろありまして、ここでは、値動きのさやをとる日計り(Day Trading)と、お客さんからの注文に売り買い向かうことで流動性を提供する仕切り売買(Agency Trading)と、現物株やデリバティブといった市場間の価格のゆがみを是正することで裁定利益を追求する裁定取引(Arbitrage Trading)の三種類に分けて見たわけですけれども、各社のデイリーリングがどの種類に属するのかを特定するために、先ほど資料として挙げました

トレーディング損益、取引状況、金融収益・金融費用の三つを使って、かつ、バランスシートも状況証拠として使って判断しております。

あらかじめ申しますと、仕切り売買につきましては、必ずデリバティブを使ってヘッジしていきますので、形の上では裁定取引と同様の両建て取引になって、外観上、区別が付きません。このため、以下、裁定取引に言及する場合には、ヘッジつきの両建て取引も含めたものであるということをお断りしておきたいと思えます。

まず、表6-1、国内株のディーリングの状況を見ますと、現物の利益は外資系とメガバンク系三社が非常に大きいわけですが、デリバティブの損失も巨額に上っています。この結果、外資系は現物、デリバティブ合算でマイナスになっています。メガバンク系も、利益総額は独立系大手を下回ってしまっているわけでありませ

次に、表6-2の取引状況を見ますと、大手の総合証券、とりわけメガバンク系三社と外資系投資銀行は、現物株の取引高シェアはそんなに高くありません。しかし、表6-1に見られるように、現物株の利益シェアが非常に大きい。これはポジションを持ち越しているからだと考えられます。これと、先ほどのデリバティブの損失が巨額であるということとを照らし合わせてみると、メガバンク系三社、外資系投資銀行、それから独立系の大手もそうでしょうけれども、裁定取引、あるいはヘッジつきの仕切り売買を非常に大規模に行っているということを予想させます。バランスシートを見ましても、収益性を説明した表4にあるとおり、大手の業者の回転率が非常に低い、要するに資本集約的であるということから、かなりポジションをとってディーリングを行っていることがわかります。

これに對しまして、国内中小証券は、現物株の自己売買取引シェアが非常に大きいのですが、その割には現物株の利益シェアがそんなに大きくないということが表6-1からわかります。また、回転率を見ましても、国内リテール業者は高目に出しております。中小証券はそれよりは若干低いですけれども、これは、信用取引の依存度が高いために、信用取引関係の資産、負債が膨らんでいるからでありまして、商品有価証券のポジションはそんなに多くありません。そういうことを考えますと、国内中小証券の現物株のディーリングは日計りが多いのではないかと思われれます。

#### (海外株ディーリング)

以上が国内株の例ですけれども、パワーポイントの10ページを見ていただきますと、海外株のことをまとめてございまして、資料の表6-4では

海外現物株取引高（金額ベース）類型別シェアを見ております。

海外現物株の委託売買と自己売買に関する類型別のシェアを見ますと、上場証券は委託売買シェアよりも自己売買シェアのほうがかなり高くなっております。これは、海外株の顧客注文の執行について、委託取り次ぎよりも、国内店頭仕切りで行う場合のほうが多いということを意味しております。ネット証券の場合は逆の数字が拵がっております。

#### (債券ディーリング)

次に、債券のディーリングについてどのような特徴があるのかということをお話ししたいと思います。資料は、表6-1、表6-2、表6-3に戻ります。

表6-2は自己売買高のシェアを見ているわけ

ですけれども、国内債、外債、デリバティブ、どの方向から見ましても、独立系大手証券会社、メガバンク系三社、外資系の大手投資銀行、それぞれが九割以上を占めているということが示されております。債券につきましては、ディーラーファイナンスとして債券レポとか現先を多く使いますので、ポジションに係る債券利子も発生することから、トレーディング損益を見る場合には、金融収益や金融費用もあわせて見る必要があるかと思えます。

これらを総合的に勘案いたしますと、次のようなことが言えるだろうと思えます。外資系投資銀行の場合には、表6-13の金融収益・費用の類型別シェアを見るとわかるように、現先取引や貸借取引が多くて、そのほかに、金融収益では配当金、金融費用では支払債券利子のシェアが多いということがわかります。配当金のシェアの高さと

いうのは、現物株のポジションが多いことを意味しているわけですが、現物債券の自己売買シェアが非常に高い割には債券利子のシェアが小さくて、むしろ、費用のほうの支払債券利子のシェアが極めて高いという特徴があります。これはほかの類型には見られないことです。

これは、外資系投資銀行が国内の現物債については、現先や債券レポを駆使しながら短期の資金取引を行いつつ、大々的に債券ディーリングを行い、この年度におきましては、買い越しではなくて売り越しが多かった、つまり空売りが多かったのではないかと思えます。対顧客営業に備えるためには、ある程度、在庫ポジションを持たないといけませんけれども、そのためには一般的には買い越しになってしまいますので、債券利子のほうが多くなるはずなのですが、支払債券利子が多い。債券利子と支払債券利子は個社ごとに合算し



て相殺しますので、支払債券利子は大体がゼロになるはずなのですけれども、そうではなく、逆になっているということは何を意味しているかというところ、外資系の場合には、イールドカーブを見ながら裁定取引を行っているのではないだろうかというふうには私は類推しております。もちろん、裁定取引と店頭仕切りは区別しにくいのですが、ここだけ別のこと（すなわち支払債券利子が多いこと）を示しているというのは特徴的であります。

### （その他のデイーリング）

パワーポイントの12ページは、その他のデイーリングです。資料の表6-1にもう一度戻っていただきますと、その他トレーディング損益の類型別シェアでは、ネット専業やFX専業のシェアが高いことが見てとれます。ということは、この多くは大体が外為証拠金取引の収益と史料できま

す。このような特徴がその他のデイーリングのところでは見られるだろうと思います。

### （3）引受・募集業務

パワーポイントの13ページは引受・募集業務の特徴で、資料の表7-1に引受・募集手数料の類型別シェアを示してございます。

株券及び債券の引受手数料は、国内の大手五社によってほとんど占められているということが見とれますし、債券については、メガバンク系の三社が過半を占めていることがわかります。他方で、募集手数料につきましては、受益証券がほとんどなのですけれども、その類型別シェアは、国内の大手五社で六八%、国内リテール業者で三〇%を占めております。

(4) 投資信託業務

募集業務の中の大部分を占める投資信託の業務ですけれども、それだけ抜き出して、投資信託の関連業務について見たものがパワーポイントの14ページです。

投資信託に関連する収入としましては、募集手数料のほか、運用会社にかわって行う代行業務手数料もございまして、これはかなりの金額に上っておりますので、見逃せない部分になります。この代行手数料は「その他手数料（受益証券）」というところに計上されております。

通常は、預かり資産に比例して運用会社から信託報酬の一部を割いて支払われるわけですから、預かり資産の多寡は投資信託の営業の活発さを反映するものでございます。そこで、投資信託の預かり資産一〇〇〇億口超の業者を数えますと四一社ございまして、この四一社を対象に、投資

信託の預かり資産に対する手数料率を見たものが表7-12です。ちなみに、四一社合計の投資信託の預かり資産は、口数ベースで六四兆口を数えます。これは、二五一社の総預かり資産（国内投信と海外投信の合算）およそ七五兆六五〇〇億口のうち、約八五％に当たる数字です。

手数料率は、預かり口数当たりの募集手数料プラス代行手数料と定義しています。これによりまして、手数料率は四一社平均で一・〇三％です。内訳は、募集手数料が〇・六八％、代行手数料が〇・三五％となります。一万口売って一〇三円の手数料が入ってきている。その内訳は、募集手数料が六八円、代行手数料が三五円となります。

これを超えるものと下回るものを分けて類型別に整理いたしますと、パワーポイントの14ページのようになります。Aが独立系大手証券会社とメガバンク系の業者で七社、Bが上場証券、Cが地

銀系、Dが中堅・中小証券、Eが外資系、Fがネット專業業者、Gが非伝統的ビジネス業者です。

これを見ますと非常に大きな格差がありますけれども、この数字の違いというのは、もちろん商品のスキームによって大きな違いがございますし、また公募か私募によっても料率は違ってきます。したがって、どういうふうに見るかにについてはいろいろ解釈が出てまいりますし、時系列的にとってみないと何とも言えませんが、このような特徴が得られるということだけ指摘しておきたいと思えます。

##### (5) 証券化・流動化業務

次に、パワーポイントの15ページ、証券化・流動化ビジネスについて御説明したいと思います。

再び資料の表7-1に戻りまして、募集手数料

の項目を見ますと、受益証券を除く株式、債券、その他は、収入額は非常に小さいですけれども、非伝統的ビジネス業者のシェアが高くなっていることがわかります。株券につきましてはネット証券のシェアが高いですけれども、これを除きますと、株式、債券、その他におきまして、資産運用業者やファンド組成業者、証券化・流動化業者のシェアも比較的高くなっております。これは、オルタナティブファンドの募集手数料や、リース債権、不動産の賃貸物件を裏づけにしたような証券化商品の募集手数料であるものが多くて、これらのシェアがここに反映されていると思われる。ただ、絶対額は非常に僅少であると申し上げておきます。しかし、日本証券業協会に加盟していない第二種金融商品取引業者や投資運用業者はいますし、こうした業務は一定程度の規模まで拡大しておりますので、この種の業務のより詳細な検討

はまた別に行わなければいけないと思います。

(6) その他の業務

次に、パワーポイントの16ページですが、その他の付随業務や届け出業務、それから兼業に関する収入について申し上げたいと思います。

冒頭で申しましたように、これらは「その他手数料」のかなりの部分を占めるわけですが、これも、これを生み出している業務は多種多様でありまして、その細目を見たのが資料の表8になります。「その他手数料」の細目として、「株式」「債券」「投信」「その他」に区分し、それに関連するビジネスをマトリックス状に掲げております。

これを見ますと、「その他手数料」のうち、「その他」に相当する部分が半分以上を占めております。投資信託にかかわる「その他手数料」は約四分の一、債券にかかわるものは一割ちょっと、株

にかかわるものは五、六%です。したがって、「その他」にかかわる部分が非常に大きいということが言えます。

旧来の伝統的なビジネスから上がってくる「その他手数料」としては、例えば口座管理手数料があります。信用取引関係のものがほとんどですが、先ほど申しましたように、これは非常にわずかでありまして。投資信託にかかわるものについては代行手数料がございしますが、これは四分の一ぐらいを占めている。そうすると、それらを除くものについては、非常に新しい、非伝統的なビジネスから成り立っているということがここでわかるかと思えます。例えば、M & Aに関連する業務収入、店頭デリバティブや債券レポの仲介手数料、一任運用や投資運用などの運用報酬などが挙げられていて、これらの部分が非常に大きいことがわかりますし、それを類型別の業者シェアで見

ますと、外資系の証券会社のシェアがこういった部分では高いということが見てとれます。

## 七、国内リテール証券会社の経営状況

最後に、国内リテール証券会社の経営状況について検討しておきたいと思います。資料は、表3、表4、表9です。

まず、表3をごらんください。上場証券一六社、それから地銀系一三社、中堅・中小証券八五社にメガバンク系のリテール二社を加えた計一一六社が、従業員数では二八・五%、店舗数では五三・五%を占めまして、営業網としては半分を超えているわけでありまして。その純営業収益のシェアは一五・四%、販管費のシェアは一五・六%を占めておりまして、リテールの業務としてはかな

りの部分を占めておりますが、収益性の指標である表4の末残ベースの自己資本営業利益率（ROE）を見ますと、中堅・中小証券は五・四%と非常に低くなっております。

そこで、この八五社を本店所在地別に区分し、収益性指標だけを抜き出して見たのが表9です。

これによりまして、ROEの低さは何が原因かということ、売上高営業利益率の低さに起因することがわかります。特に東京本店と北海道や東北といったところが低いということが見てとれます。

さらに、一人当たりの売上高と一人当たりのコストから売上高営業利益率の高低の要因を見ますと、東京本店業者の売上高が、名古屋とか中国地方、大阪の各本店業者を下回っていることがわかります。他方で、北海道・東北本店業者のコストが、同じく地方の九州や北陸の本店業者のそれを上回っていることがわかります。そういうわけ

で、ROEの規定要因として売上高営業利益率の違いがなぜ出てきているのか、改めて考えておく必要があるのではないかと思います。

今日は、類型化によってどのような特徴が見られるかということをお話ししたわけでありましてけれども、これは、二〇一四年度限りの話です。特にトレーディング損益などは相場によって非常に大きく変動しますので、もう少し時系列的な数字を並べて、トレンドを読まないといけないと思っております。また、最後の地方の証券会社の収益性につきましては、店舗のあり方や地方経済の動向とも照らし合わせて考えないと、確定的なことは言えません。そういうわけで、限界がありますけれども、二〇一四年度単独でとってみた場合にはこのようなことがわかったということで、ここで一旦終わらせていただきます、あとは質問等でお答えしたいと思います。

以上でございます。(拍手)

**増井理事長** どうもありがとうございます。

それでは、時間も若干ございますので、御質問等いただければと思いますが、いかがでございますでしょうか。

私から質問するのもおこがましいのですけれども、一番初めの問題意識のところ、新しいビジネスがどの程度展開されているかということがあったと思います。そういう分析をある程度進められているとは思いますが、具体的に新しい部分というのは、まだそんなに大きく出てきているわけではないと思います。そこで、これらの展望として、どのようなものが伸びてきそうかと、もちろん具体的なことではなくてよろしいのですけれども、方向性としてどのようなものが考えられるかということについては、どのよう

な御意見をお持ちでしょうか。

二上 月並みですが、僕はやっぱりラップ口座のようなものもっと伸びてほしいと思っておりますし、またそれは、日本経済の動向にもマッチしているのではないかと思います。

戦後の日本経済を見ますと、高度成長のときに証券界に何が求められていたかというところ、産業界に必要なお金をどんどん調達してきなさいということでしたので、たくさん店舗をつくって、社員、外務員をたくさん抱えて、ノルマ営業と悪口を言われながらも、大量に供給される証券類をお客さんに勧めていって、資金調達を支援していくということが日本経済に貢献したわけでありまして。ところが、高度成長が終わりますと低成長ですので、今度は、既存の経営資源を、より生産性を上げるような方向に再配分していくということが求められてきます。新しいお金を引っ張って

るといっても、既存の経営資源をもっと効率的に再配分していくことが求められています。

そのことを証券界でやろうと思えば、どういう仕事が必要になるのかというと、結局それは、お客さんに対して、この新しい商品を買いなさいというよりも、アセットアロケーション、つまり、ラップ口座のように、既存の資産をより効率的に組みかえていくというアドバイザーサービスが重要になってきますし、そうやって証券のフェアバリューというものを実現していく。そうした上で証券の価格発見機能がより高まっていけば、それを前提にして、こういうふうな値段になっているから、これに基づいて資本コストを計算すれば、おたくの会社の業務のここは資本コストより低いですよ、ここは売ってしまった、もう少し組みかえたらどうですかというコーポレートアドバイザーができる。だから、高度成長が終わった

後、企業の経営資源を組みかえるということが日本経済に貢献することであるとすれば、証券界としては、インベストメントアドバイザーとコーポレートアドバイザーが主たる業務になっていくべきだろうと思うし、なっていくだろうと思います。

そういうふうになれば、ラップ口座のような一任契約と、ホールセールでいえば、M&Aというようなコーポレートアドバイザーが今後は期待できる業務だと思います。

**質問者A** 日本証券業協会の会員会社二五一社の経営内容に焦点を合わせて、いろんな側面で変わってきていることを強調された御説明であったと思います。そういう中で、一番最後に、地域のリテール証券会社について若干の言及をしていたいただきました。この地域のリテール証券会社八五社の業務の内容や、その変化の状況についてどのよ

うに評価されておりますでしょうか。最後におっしゃいましたけれども、分析の対象とされました二〇一四年度といえますと、年度当初の株価が一万四〇〇〇円台で、年度末の株価が一万九〇〇〇円台になっておりました。非常に市況のよい時期が対象になっています。そういったことも踏まえて、地域の中堅・中小証券会社の業務のあり方が変わってきていると言つてよいのか、そう変わっていないと見るべきなのか、あるいは今後についての示唆、そのあたりのことをお教えいただけますでしょうか。

**二上** 非常に難しいのですが、市況のよいときだったのですけれども、収益性から見ると余り芳しくない、地域別に見てもこぼこぼがある。これはどうしてかというところ、この時期の地方の中小証券は、実は非常に大きな再編成が進んでおりまして、自主廃業も多かつたし、吸収合併も多かつ



た。そして、再編成が進んだところはまだ収益性の低下が押しとどめられていたけれども、再編成が余り進んでいないところは数字が余り芳しくない。そういう意味では、再編成の程度に違いがあったのかもしれない。まだ時系列的に数字を追いかけていませんから、断定はできませんけれども、再編成の進行の度合いが地域別で違っていた。

もう一つは、地域経済に非常に大きな格差があった。地方の証券会社は地方の経済に左右されますので、地方経済にでこぼこがあって、悪いところはどうしたって悪くなるわけであり。収入ベースというよりも、費用の面での再編成というのですか、それが再編成によって進行しているところとそうでないところの違いがある。その程度しかまだ申し上げられません。

**質問者B** ちよっと数字を知りたいのですが、い

わゆる証券人口というのはですか、証券業に従事している人員数、かつては二〇万だの一七万だのと言われていたと思いますが、今は一体何人ぐらいなのか。また、もう一つは有人の店舗数、バーチャルなネットトレーディングやコールセンターもありますから、それは別として、昔、バブルのピークで三三〇〇店舗とかあったと思いますけれども、今は一体どのぐらいになっているのかというのをおわかりでしょうか。

**二上** 数字はここに示しておりませんが、従業員数は八万五二三人というふうになっています。これは役職者も含めてです。店舗数は二一〇四店です。この数字は全て単体ベースです。

**質問者B** 証券界に身を置く者としては、どういう証券マンを育てていったらいいのかなと思っています。株式ブローカーの時代はとうに終わって、金融商品取引業者になって、主力の投信につ

いては、銀行も売りますし、郵便局も売るとい  
ことで、大変な過当競争の時代にあつて、証券マ  
ンは単なる販売員になっていったいいのか。銀行  
員と郵便局員と証券マンとどこが違うのかなとい  
うと、金利と為替までは彼らも入ってきますの  
で、やっぱり株式、エクイティーのところの皮膚  
感覚を養っている必要があるのかなと思ってい  
るのですけれども、その勉強のさせ方ですね。中小  
の証券会社であれば、生株の取引もあれば信用取  
引もあるかと思えますけれども、大きくなって  
くればくるほど、逆に言えば生株の取引から遠の  
いていって、エクイティーの感覚が持ちにくいと  
いうことでは、投資銀行業務の素養なども育たな  
いし、どうやって株の素養を植えつけていったら  
いいのかなと。ただ勉強しろと言ってもだめで、  
毎日やる勉強も、やはり収入にならないと成り立  
ちませんので。

そういう意味では、お話にあつたラップアカウ  
ントの中で、例えばアメリカ型のように生株の運  
用までやっていくとか、そういうような形で、高  
度なアドバイザリービジネスの中に生株の運用な  
んかも重要なファクターとして入れていくとい  
うようなやり方をして、どういうビジネスモデルを  
つくったらハイレベルな証券マンを育てられるか  
というようなところを、我々証券界のほうも考え  
ていかなきゃいけないのだろうと思っております。  
これはお話を伺った上での改めての感想でござ  
います。

**質問者C** 今の件に絡むこともあると思うんです  
けれども、この二〇年ぐらいを見ていますと、  
「貯蓄から投資へ」という言葉がずっとありま  
す。流れを見ていると、日本の投資家というの  
は日本の株を買わないで、外国の株を買ったり投  
信を買ったりして、逆に、外国の投資家は日本の

株をどんどん買って、失われた二〇年で外国人の持ち株比率は数%から昨年の三月で三三%までいっている。「貯蓄から投資へ」というのは、日本の企業を活性化させるために日本の個人のマネーを使うのかなと思っていたら、全く逆のことが起きていて、日本人は日本株を買わないで外国の人が買って、日本人は外国の株や投信を買っている。

例えば、今ですと、自社株買いばかりやっていますから、公募して資金を調達するということはない。これは恐らく金利のせいもあると思うのですけれども、何かちよつとちぐはぐな感じがする。多分、株の手数料が非常に安くなったので、手数料の高い投資信託に行つたのではないか。「貯蓄から投資へ」という意味が、私は最初、貯蓄から日本の企業に投資をして活性化して云々と思つたのですが、お金の行き方が何か全く逆の方

向に行つてしまつている。今のマーケットは、外人が売ると下がる、日本人が主体性を持たなくなつていふような気がするのですけれども、このままこういうふうになつてしまうのか。

ラップ口座の話も、ラップをつくるけれども、外国のものをどんどんやっちゃったら、またそういうのが続きますし、何か非常にわからなくなつてきたといひますか、そんな感想でございます。

二上 確かに外人の売買高が多いですから、今の日本の株価形成に影響力があるのは外人なんですけれども、先ほど申しましたように、マーケットの機能として、流動性、資金調達、価格発見、資源配分と四つあるわけですが、今問われているのは価格発見と資源配分で、それを日本人がイニシアチブをとつてやればいいんでしょうけれども、そこまで行つていないというのは確かにそうなのですよね。じゃ、どうしたらいいのかと言われる

と、それはもう業者さんの努力によるのかなと思います。済みませんが、そうとしかちよつと申し上げられないですね。

**増井理事長** では、そろそろお時間でございますので、今日の「資本市場を考える会」はこのあたりで終わりにいたしたいと思います。二上所長、ありがとうございます。(拍手)

(にかみ きよし・当研究所大阪研究所長)

(本稿は、平成二八年六月一四日に行われた講演会での講演の要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。)