

証券会社経営分析について —2014年度決算を中心に—

(公益財団法人) 日本証券経済研究所 大阪研究所長

二上季代司

2016年6月

1、はじめに

[本稿の目的]

[検討方法]

[目次・構成]

2、類型化

[業務特性による類型化]

[株主構成]

[規模別]

[類型結果]

[収入構成概観]

[各類型別の資源配分・収支シェア]

3、ブローカー業務

[取引執行形態別の特徴]

[商品別の特徴]

4、ディーラー業務

[国内株ディーリング]

[債券ディーリング]

[その他ディーリング]

5、引受・募集業務

6、投信(受益証券)関連業務

7、証券化・流動化業務

8、その他、兼業・届出業務など

9、国内リテール証券会社の検討

10、最後に

1、はじめに

[本稿の目的]

近年、わが国証券会社のビジネスの在り方が、大きく変化している。日本証券業協会は会員全社の財務データを集計し、年に 2 回、収入構成ならびに費用、損益状況の概算を公表しているが、これをみると、委託売買手数料収入が傾向的にウェイトを低下させる反面、「その他手数料」の絶対額が着々と増大し、手数料収入の中では最大の収入源になっている。

伝統的な証券業務である①ブローカー、②ディーラー、③アンダーライター、④ディストリビューターは、それぞれ業務収入として、①委託手数料、②トレーディング損益、③引受手数料、④募集手数料を生み出しているが、それらとは別の「その他手数料」が最大の収入項目を占めているということを、どのように解釈すればよいのだろうか。

「その他手数料」は、何か積極的に定義づけされた収入項目ではない。これまでの伝統的な証券商品であった株式・債券・受益証券・その他を対象に得られた「委託手数料」、「引受手数料」、「募集手数料」には入らない手数料すべてを包含している。したがって、それ以外の商品（外為証拠金取引＝FX、店頭デリバティブ、証券化商品あるいは各種ファンドなど）あるいはサービス・業務（投信関連代行業務、M&A 助言・仲介業務、レポ取引の仲介、投資助言、投資運用業等）さらには顧客斡旋手数料など、極めて多様な収入源を包含している（なお手数料の形態をとらない収入については「その他営業収益」に計上されている）。つまり、「その他手数料」に関連する業務としては本来業務である有価証券関連業を一部含むほか、付随業務、届出・承認業務のほか、第 2 種金融商品取引業、投資助言、投資運用業など登録を要する兼業も含まれている。

日本証券業協会会員の損益計算書において、こうした収入項目が増えているということは複数の解釈が可能である。

第 1 に、金融商品取引法が、旧来の証券取引法、投資顧問業法、金融先物取引法などを包含した横断的法制として公布・施行されたため、狭義の「証券会社」だけではなく、投資顧問業者や投資信託委託業者など（投資助言や投資運用業）や証券化・ファンド運営組成販売業者や FX 取引業者など（第 2 種金融商品取引業）も第 1 種金融商品取引業者として登録し、日本証券業協会に会員として加入した結果、外見上、「その他手数料」のウェイトが高まったという解釈である。

第 2 に、狭義の伝統的な証券会社にあっても、近年、付随業務の規模が急速に拡大していること、さらには第 2 種金融商品取引業や投資助言、投資運用業など兼業登録を行って業務を多様化しており、これが「その他手数料」のウェイトを高めているという解釈である。

第 3 に、これまでとは異なった新しいビジネスが生まれているという解釈である。そもそも店頭デリバティブやレポ取引、証券化やファンド・ビジネスそれ自体がここ 20 年ほどの間に法制度その他が整備され、拡大してきたものである。また投資助言、投資運用業においてもラップ・アカウントはここ数年に急速に伸長してきたサービスである。

第4に、「顧客斡旋手数料」は「顧客斡旋」への対価である。たとえば、年金運用の顧客を親会社である海外運用会社に斡旋するといった場合などに発生するが、このケースでは、当該業務は「親会社・子会社・関連会社の業務遂行のための業務」として承認業務に該当する。こうした収入は、新しいビジネスから生まれたものといえるか、疑問である。性格的に異なった業務収入が含まれていることに注意が必要である。

以上は「その他手数料」の拡大についてみたのであるが、第5に、伝統的な証券業務においても新しい動向がみられる。たとえばブローカー業務においては市場デリバティブや海外株の取り扱いが増えている反面、ネット証券の台頭とシェア拡大やPTSの出現など代替的な業務形態がみられ、従来の業務形態の収益性は低下していく傾向がみられる。

証券業界全体として、ビジネスの潮流がどのような方向性を持っているか、という関心から見れば、「その他手数料」の拡大に関する上記の1~3までの解釈が持つインプリケーションには異なった意味付けができるだろう。

第1の解釈で大部分が説明できるのであれば、事態はさほど変わっていないことになる。異業種が参入してきたので、それを含めて計算すれば、数字が違ったものになったというだけだからである。

しかし、第2の解釈の余地が大きいとすれば、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・運用業等に経営資源をシフトさせていることになり、証券業界のビジネス構造が再構築されつつあることを意味するからである。

さらに、第3の解釈の余地が大きいとすれば、証券ビジネスのフロンティアが拡大し、商機が増していることを意味している。

他方、ブローカー業務の近年の動向が示唆しているように、新しい商品が出現して商機が増している反面、代替的な業務形態が現われて、これまでの証券ビジネスの収益性を低下させ、業務形態の転換を進行させていく動きもみられるのである。

およそ、以上の問題関心のもと、本稿では主として収入構成を手掛かりに、個社別財務データを用いて、(1) わが国証券会社のビジネスにどのような変化があらわれているか、(2) この変化を担っているのはどのような業者か、まずは、現状把握に努めた。もっとも、証券ビジネスの変化に関する十全な解析には時系列的な分析が併せて必要である。本稿は2014年度にかかる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ある。

【検討方法】

以上の課題において本稿では、日本証券業協会会員を類型化し、類型ごとの特徴を整理するという手法を用いた。

類型化の分類基準としては、「業務特性」をもっとも重視した。本稿ではビジネスの変化に焦点を置いたからである。

第2に、「株主構成」を重視した。ビジネスの選択(いい換えれば経営戦略)を決定するのは経営者であり、その経営方針は最終的には支配株主によって左右されるからである。

第3に「規模別」基準、最後に第4として「地域別」基準を考慮した。従来、わが国の

証券業界は規模格差が大きいこと、他方では、各地方に社数としては多数の小規模業者が散在していることを考慮したのである。

とくに人口減少と高齢化を迎え地域金融・証券ビジネスの縮小に直面している地方中小証券は、地域金融機関を交えた再編成の渦中にあると思われることから、地域別の財務状況を把握する必要がある、と考えた。

【目次・構成】

本稿の構成は以下のとおりである。

次節（第 2 節）では、前述した 4 つの類型基準を用いて、日本証券業協会会員全社を類型別に区分した。その際には「業務特性」を重視したが、その判断材料として、収入構成および取引状況の特性に留意した。業務の特性は、収入構成や取引状況等に反映されると考えるからである。

そのうえで、第 3 節以下では、①ブローカー業務、②ディーラー業務、③引受・募集業務、④投信業務、⑤伝統的証券ビジネスには包含できない業務の順で、「類型別」にどの業者が、非伝統的な業務(あるいは非伝統的な業務形態)を担っているのか、これらの非伝統的な特性を持った業務を遂行するうえで類型別にどのような特徴がみられるのか等、ファクトファインディングを整理した。最後の第 9 節では、地方中小証券の業務および収支状況において、地域別の特徴がみられるのかどうか、を検討した。

2、類型化

【業務特性による類型化】

日本証券業協会会員は、2015年3月末現在、251社を数える。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」を主体とする業者と、「非伝統的証券ビジネス」を主体とする業者に区分した。

本稿では、「非伝統的証券ビジネス業者」とは、①伝統的証券ビジネス以外のビジネスから稼得している収入、②伝統的証券ビジネスではあるが従来とは異なる形態で稼得している収入が、純営業収益の中でかなりのウェイトを占めている業者と定義している。

この定義に妥当する業者を特定するため、まず各種収入項目と業務の対応関係を整理してみた。それが表1-1である。引受手数料を除き、どの収入項目を見ても「伝統的なビジネス」から稼得されるものと、「非伝統的ビジネス」からのものが混在している。

このことを念頭に置きつつ、個社別の「収入構成」を「取引状況」と照らし合わせ、開示資料や各社ホームページなど他の関連情報も参考にして、個社の類型化を試みた。

この結果、「非伝統的ビジネス」に特化している業者の類型を挙げると、次のとおりとなった。

- ① 一任運用や投資信託運用業など投資運用業およびその取次（「資産運用業」と包括的に呼称する）
- ② ファンドの組成と募集勧誘および募集の取次（第2種金融商品取引業に該当するが、「ファンド組成業」と包括的に呼称する）
- ③ 不動産・金融債権等の証券化・流動化商品の組成と募集業務およびその取次（「証券化・流動化業」と包括的に呼称する）
- ④ インターネットを経由して行うディスカウントのオンライン・ブローカー（「ネット証券専業」と包括的に呼称する）
- ⑤ 外為証拠金取引の委託業務（「FX専業」と包括的に呼称する）
- ⑥ PTS専業
- ⑦ その他証券関連業（証券業に関連するが、以上のいずれにも入らない業）
- ⑧ その他（以上のいずれにも入らない業）

もっとも、非伝統的ビジネスの類型としては、上記に限るものではない。上記の類型は、個々の業者が当該類型の業務を専門的に営んでいることが特定できるものであり、他の複数の業務と併営されているために単独で取り出すことができない非伝統的ビジネスもあった。その代表例が「M&A等のコーポレート・アドバイザー」業務である。

M&A戦略の立案や斡旋などのビジネスは、大手証券や外資系投資銀行が近年、最も注力している「非伝統的ビジネス」であり、その手数料収入も多額に上っていることは各種報道でも明らかであるが、現時点ではこれにかかる手数料は「その他手数料」として、他の業務収入と合算されている。そのほかの関連情報と照らし合わせてもM&A関係にかかる収入が具体的にどの程度の金額に上るのか、把握できない。また、この業務だけに専念して

単独で営んでいる業者は日本証券業協会会員の中には現時点では存在しない¹。

また、ディーリング業務においても、従来から行われている「日計り (Day Trading)」や「顧客の注文を執行するための仕切り売買 (Agency Trading)」と、デリバティブ市場等の並行市場が拡大するにつれて近年、拡大しつつある「裁定取引 (Arbitrage Trading)」とは、外観上は区別しにくいし、裁定取引だけを単独で行っている業者も現時点では存在しないのである²。

したがって、業務特性から見た類型化の作業には限界があるのだが、この点に留意しつつ、上記の「非伝統的ビジネス」に特化している業者だけを取り上げると、251 社中、90 社を「非伝統的ビジネス業者」とカウントできた。

【株主構成】

次に、類型基準として支配株主の在り方に注目した。支配株主が海外株主か、それとも国内株主かの違いによって、国内系 185 社、外資系 66 社に分類した。この判断材料としては、日本証券業協会財務データによらず、各社の開示資料やホームページその他新聞報道に基づいて判断した。

さらに、国内系についても、上場の有無によって分類した。上場証券会社は、株主の評価が株価に反映され、株価が経営者を規律づける。つまり市場規律 (market discipline) によって経営戦略が左右される。この場合、単体では非上場であっても、持株会社が上場しており、しかも当該証券会社が持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」に含めている。

他方、非上場証券会社については、特定の大株主によって経営戦略が左右される。この特定の株主のうち、銀行系については「銀証連携」というかなり明瞭なビジネスモデルを採用している。このため、「銀行系」(メガバンク系、地銀系、そのほか銀行系) と「その他系」に区分している。大株主が「その他系」については、支配株主が証券会社であるもの、先物会社であるものなど多様な支配株主が散見できるが、今回は特にこの面での区分による検討はしなかった。

【規模別】

規模別の分類としては、国内上場証券につき、独立系大手 2 社とそれ以外に区分した。メガバンク系については大手 3 社とそれ以外の 3 社に区分した。そして独立系大手 2 社およびメガバンク系の大手 3 社を「新大手 5 社」と命名した。それ以外の「伝統的証券ビジネス」業者を「リテール業者」と命名した。

外資系については、従業員 100 人以上を「外資系大手投資銀行」として区分し、それ以外の「伝統的証券ビジネス業者」を「外資系中堅・中小」と命名した。

¹ 「レコフ」や「日本 M&A センター」など M&A 戦略の起案や斡旋業務に特化した業者は存在するが、日本証券業協会会員には存在しない。

² また、「Proprietary Trading (いわゆる「プロップ取引」)」という定義もある。これは Agency Trading に対立する用語であり、「日計り」や「裁定取引」がこれに入るであろう。

【類型結果】

以上の4つの類型基準によって251社を分類した結果、表1-2のようになった。

ところで、4つの類型基準によって各社は4つの基準特性を持つが、どの基準特性を重視するかによって類型分類は異なってくる。本稿ではビジネスの変化に焦点を当てているため、「業務特性」を優先した分類を行っている。ただし、明らかにすべき分析対象の性格上、分類を変えたほうがよいと思われる場合には、随時、入れ替えを行って分析している。たとえば、野村ファイナンシャル・プロダクツ・サービスズ(以下、野村FPS)は、野村グループの海外拠点におけるデリバティブ及び有価証券のポジションとそれらにかかるリスクの集約管理をおこなう野村ホールディングスの100%子会社であり、分類上は独立系大手2社に含めて分析している。

なお、上場証券のうち、野村、大和は「独立系大手2社」へ、SBI、GMOクリック、松井、マネックス、カブドットコムは「ネット専業」へ、だいこう証券ビジネスは日系「そのほか」へ、スパークス・アセットマネジメントは「資産運用業」へ、インヴァストは「FX専業」へ、FPGは「証券化・流動化業」へ分類している。この結果、「上場証券」に分類されるのは16社となる。

【収入構成概観】

そこで次に、こうした業務特性を中心とした類型化が収入構成によって裏付けられたものかどうか、それを確認しておこう。

表2-1は、251社全体の各収入項目の純営業収益に占める比率(収入構成)をみたものである(2014年度)。これによると、最大の収入項目は「トレーディング損益」の32.50%であり、次いで「その他手数料」25.69%が続き、かつて最大の収益源であった委託手数料は純営業収益の18.07%を占めるにすぎなくなっている。次いで「募集手数料」12.23%、引受手数料4.26%、純金融収益は6.02%となっている。

次に表2-2は、さきほど「業務特性」等によって類型化した業者ごとに収入構成をみたものである。資産運用・ファンド組成・証券化・流動化業者の収入構成は、大部分が「その他手数料」によって占められていることがわかる。他方、ネット専業は委託手数料と純金融収益によって7割以上の収入を構成していること、FX専業は、店頭FX取引の受注から生じる「トレーディング損益」が7割以上、PTS専業は委託手数料とその他営業収益で9割近くを占めていることがわかる。

また外資系は「その他手数料」への依存が非常に高いことがうかがえる。なお、先述のように「その他手数料」は極めて多様な手数料収入から構成されており、「顧客斡旋手数料」といったものも含まれる。やや性格の異なった手数料が混在していることに注意が必要である。

【各類型別の資源配分・収支シェア】

以上から、非伝統的なビジネスを担っているのは、非伝統的ビジネス業者89社(ネット専

業を含め国内 60 社、外国 29 社)であることが分かった。また、これに加え外資系伝統的証券ビジネス業者 37 社(大手投資銀行 16 社と中堅・中小 21 社)もその業務のかなりの部分を非伝統的ビジネスに向けているようである。これらを総計すると 126 社、つまり日本証券業協会会員の約半数であることが分かった。では、そうした業者はマーケットにどの程度の資源を投下し、どの程度の収入を得ているのか(つまり採算は取れているのか)。いいかえれば、非伝統的なビジネスはどの程度のウェイトを占め、ビジネスモデルとして確立しているのか。それをみるために作成したのが表 3 と表 4 である。

この 2 つの表から、次のことがわかる。大手総合証券会社 22 社(新大手 5 社と外資系投資銀行)および国内リテール証券 116 社で、資本、収入、利益、人員、店舗の 8 割以上を占めていること、他方、ネット専業を除く非伝統的ビジネスの業者 79 社は販管費の 7.3%を占めているが、純営業収益は 6.4%、したがって営業損益は 3.8%のシェアしかなく、売上高営業利益率、末残自己資本営業利益率ともに低いこと、つまり、日系ネット専業を除けば、非伝統的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おらず、単独専業では収益的に確立されたビジネスモデルとはなっていないことがわかる³。これに対して日系ネット専業は非常に高い収益性を誇り、単独専業としてのビジネスモデルが確立していることがわかる。

³ これは平均的に言えることであり、個社ベースで見ると、非常に高い収益性を誇っている業者も散見される。

3、ブローカー業務

次に業務ごとに、どのような変化が看取されるか、その変化は誰が主体的に担っているのか。それを見ておこう。

[取引執行形態別の特徴]

株式委託手数料への依存度は、PTS 専業、中堅・中小証券、ネット専業証券の順に高いことが表 2-2 からうかがえる。しかし、取引状況（株式委託売買）から見るとかなり違った風景がみえてくる。

表 5-1 は、株式委託売買について市場内取引シェア、市場外取引シェア、仲介（媒介）シェア、委託手数料収入のシェアの 4 つをみたものである。これによると、取引所市場への取次シェアは外資系投資銀行 16 社で 52.1%(金額ベース、以下同じ)を占めて最大である。次いで日系ネット専業 21.4%、独立系大手 2 社(野村 FPS 含む 3 社⁴)14.9%、メガバンク系大手 3 社と続く。この合計 30 社で取引所市場への取次の 93.6%を占める。

次いで、仲介（媒介）は売り買い双方の付け合せであり、その取引シェアをみると外資系投資銀行が 64.6%、日系 PTS 専業が 32.9%となっている。PTS の取引態様は公表されており、透明性が比較的高く、これらの数値は公表数値とほぼ一致する。これに対し、PTS を除く「仲介」は「社内付け合せ」と考えられる。

仲介（媒介）は片道計算のため 2 倍にして、全体（市場内取引+市場外取引+媒介×2）に占める割合をみると、株数ベースで 22.9%、金額ベースで 15.0%となる。つまり低位大型株が多いと考えられる。そこで、取扱い株の単価を算出すると、外資系の取り扱い単価は顕著に低いことがわかる。

しかし PTS 専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ことを意味し、機関投資家とりわけヘッジファンドや High Frequency Trader、同業者からの受注が多いことを反映している。ネット専業はディスカウントを標榜していることから料率の低いことは当然だが、それを除くと、総じて手数料率の高低は顧客属性を反映しており、機関投資家や同業者からの受注割合が高いと手数料率は低くなり、個人からの受注割合が高いと手数料率は高くなる。同じ新大手 5 社でも、メガバンク系 3 社の手数料率が高いが、これは独立系大手 2 社と比べて機関投資家からの受注割合が低いことを意味する。

以上、ブローカー業務において株数ベースで 22.9%、金額ベースで 15.0%の新しい形態（PTS など）のビジネスが発生しているが、これを主体的に担っているのは、いまのところ外資系投資銀行 16 社であること、PTS 専業は委託取引全体の 5%のシェアにとどまっていることがわかる。

⁴ ただし、野村 FPS は委託業務を行っていない。

【商品別の特徴】

委託手数料の商品別内訳は、「株式」、「債券」、「受益証券」、「その他」に分かれているが、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いない。しかし、今日、デリバティブの受注は極めて大きくなっている。そこで、取引所市場デリバティブについてその委託取引状況をみておこう。

想定元本ベースであるが、株式先物・同オプション、債券先物・同オプションともに外資系シェアが圧倒的に高い（表 5-2）。また外資系大手投資銀行（従業員 100 人以上）のみならず、100 人未満の小世帯の外資系業者のシェアも高い。いずれにしても、市場デリバティブの委託取引はその 9 割前後が外資系業者によって占められている。株券デリバティブについては国内のネット専業 5 社が 1 割を占める。

4、ディーラー業務

次に自己売買業務についてみておこう。表 6-1 はトレーディング損益について商品別(「株式」、「債券」、「その他」)ならびに現物(商品有価証券の項目)とデリバティブの内訳をみたものである。また表 6-2 は、これらの取引状況(自己売買高シェア)をみたもの、表 6-3 は金融収益・費用の内訳をみたものである。

ディーリングの分類の仕方には種々あるが、ここでは、①値動きの鞘を取る「日計り(Day Trading)」、②顧客からの注文に売り(買い)向かうことで流動性を提供する「仕切り売買(Agency Trading)」、③現物やデリバティブ等の市場間の価格の歪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 3 種類に分けてみた。各社のディーリングが、どの種類に属するのかを特定するためには、トレーディング損益、取引状況、金融収益・費用の 3 つのほかバランスシート等も状況証拠として判断する必要がある。

なお、仕切り売買等においても、必ずデリバティブを使ってヘッジを行うため、形態上、裁定取引と同様の両建て取引となり、外見上、区別がつきにくい。このため、以下で「裁定取引」に言及する場合には、ヘッジ付きの両建て取引も含めたものであることをお断りしておく。

【国内株ディーリング】

まず「株券トレーディング」損益をみると、現物(商品有価証券勘定)の利益は外資系、ついでメガバンク系 3 社が大きい。他方でデリバティブの損失も巨額である。この結果、外資系は現物・デリバティブ合算でマイナスとなり、メガバンク系 3 社も利益総額は独立系大手 2 社を下回る。独立系大手 2 社の場合には、デリバティブに損失は出ているものの現物の利益を食いつぶすほどではなく、多額の利益が計上されている。

次に取引状況(表 6-2)をみると、大手の総合証券とりわけメガバンク系 3 社や外資系投資銀行は現物株の取引高シェアが低い(17.2%と 33.7%)割には、表 6-1 にみるように現物株の利益シェア(25.4%と 50.2%)が大きい。これはポジションを持ち越しているからである。これと先ほどのデリバティブの損失が巨額であることと照らし合わせてみると、メガバンク系 3 社と外資系投資銀行は、現物とデリバティブにまたがる裁定取引を大規模に行っていることを予想させる。バランスシートをみても、前掲の表 4 にみられるように大手総合 22 社ベースで回転率が低い。とりわけ外資系投資銀行(16 社)、次いでメガバンク系 3 社が低いのである。

これに対して国内中小証券は、現物株の自己売買取引高シェアが比較的大きい(18.4%)割には現物株の利益シェア(0.9%)は小さい。また回転率をみると、総じて国内リテール業者は高めにしている。中小証券はそれよりは低い。これは信用取引への依存が高いため、これを考慮すると、商品有価証券のポジションは多くないのである。これらのことは、国内中小証券の現物株ディーリングが「日計り(Day Trading)」であることを物語っているのである。

なお、上場証券の場合は国内現物株の自己売買取引シェアは大きくないが、海外株の自

己売買取引シェアはかなり大きい。表 6-4 は海外現物株の委託売買と自己売買に関する類型別シェアをみたものだが、上場証券は委託売買シェアよりも自己売買シェアがかなり高くなっている（28.1%）。これは海外株の顧客注文の執行について、海外市場への委託取次よりも国内店頭仕切りで行う場合が多いということである。この結果、現物株のトレーディング益もかなり多くなっている。上場証券によるディーリングは、海外株についてであるが、「Agency Trading」の性格が強いといえる。

【債券ディーリング】

次に債券ディーリングをみよう。再び表 6-2 に戻ると、国内債、外債、現物、デリバティブどの方向から見ても独立系大手証券、メガバンク系 3 社、外資系投資銀行によって 9 割以上が占められている。債券についてはディーラー・ファイナンスとして債券レポや現先が多用され、ポジションにかかる債券利子も発生することから、トレーディング損益（表 6-1）をみる場合には金融収益・費用（表 6-3）も併せてみる必要がある。

そこで、これらを総合的に勘案すると、次のようなことが言えよう。

外資系投資銀行は、金融収益・費用ともに現先取引、貸借取引が多く、そのほか、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。配当金のシェアの高さは現物株のポジションが多いことを反映しているが、現物債券の自己売買シェアが非常に高い（62.4%）割には債券利子のシェアは小さく、むしろ支払債券利子のシェアが極めて高い。このことは、外資系投資銀行が、国内の現物債について現先や債券レポを駆使しながら短期資金取引を行いつつ大々的に債券ディーリングを行っていること、この年度については「買い越し（Long）」ではなく「売り越し（Short）」つまり空売りが多かったということの意味している。対顧客営業に備えるためにはある程度、在庫ポジションが必要であり、一般的には「買い越し（Long）」になって「債券利子」が多くなるはずで「支払債券利子」は計上されないケースが多い⁵。ところが、その逆が多いということである。ということは、債券についても、外資系投資銀行はイールドカーブを眺めながらの「裁定取引（Arbitrage Trading）」が多いということではなかろうか。

次に、独立系大手証券の場合には、外債において現物とデリバティブの「裁定取引」を行っている状況証拠がある（外債の現物・デリバティブの自己売買高が大きいこと、現物債の利益と同時に債券デリバティブの損失が同時に計上されていること）。このほか、債券利子のシェアが高いことから、他顧客向けの仕切り売買（Agency Trading）も多いといえよう。上記のことは、メガバンク系 3 社についても妥当する。

なお、本節冒頭でも述べたように、ヘッジ付の仕切り売買は裁定取引と外見上、区別がつかない。裁定取引についてここで言及したことは、ヘッジ付き仕切り売買であった可能性もあることをお断りしておく。

⁵ 統一経理基準によれば、債券利子と支払債券利子は、相殺した後の差額をどちらかに計上することになっている。

【その他ディーリング】

表 6-1 によると、「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および FX 専業のシェアが高いことから、この多くは外為証拠金取引の利益と思料できる。店頭 FX では、顧客の注文は仕切り売買によって執行するため、手数料相当の収入は「売買スプレッド」として計上されるためである。他方、メガバンク系 3 社、外資系投資銀行については損失が計上されている。その理由については、現時点では不明である。

5、引受・募集業務

表 7-1 は、引受および募集手数料の類型別シェアをみたものである。「株券」および「債券」の引受手数料は国内大手 5 社によってほとんど占められている。債券についてはメガバンク系 3 社が過半を占める。「受益証券」および「その他」の引受手数料は極めて微小である。

他方、募集手数料については「受益証券」が募集手数料のほとんどを計上している。その類型別シェアは国内の大手 5 社で 68%、国内リテール業者で 30%を占める。

6、投信(受益証券)関連業務

投信に関連する収入としては、「募集手数料」のほか運用会社に代わって行う「代行業務手数料」も見逃せない。この代行手数料は、「その他手数料」の細項目「受益証券」に計上され、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。

預かり資産の多寡は、投信営業の活発さを反映するものである。投信預かり資産 1000 億口超(国内投信および海外投信合算)の業者は 41 社を数え、これら 41 社で投信預かり資産は約 64 兆口となる。これは 251 社全社総預かり資産 75 兆 6556 億口数の 84.5%を占める⁶。

この 41 社について、投信関係の手数料率をみたものが、表 7-2 である。手数料率は、預かり口数あたり「募集手数料+代行手数料」と定義する。これによると、手数料率は 41 社平均で 1.03% (0.68%+0.35%) であるが、これを超えるもの 21 社、下回るもの 20 社となるが、類型別に整理すると、次のようになる。

	A	B	C	D	E	F	G	合計
平均以上	5	4	6	5	0	0	1	21
平均未満	2	2	4	1	6	4	1	20

(注)A は独立系大手+メガバンク系、B は上場証券、C は地銀系、D は中堅中小証券、E は外資系、F はネット專業、G は非伝統的ビジネス業者。

これによると、独立系大手+メガバンク系、地銀系、上場証券、中堅中小証券に手数料率の高い業者が多い。他方、外資系、ネット專業では手数料率が低い。また手数料率の高い業者はおしなべて募集手数料率が高いが、逆に低い業者は募集手数料率が代行手数料率を下回っている。この手数料率は、預かり 1 口当たり手数料であり、預かり金額ベースの料率ではない。また商品のスキームや販売方針（公募か、私募か）、営業方針によっても大きく異なる。

⁶ 1000 億口超は、41 社のほかに 3 社（総計 9.4 兆口）あるが、この 3 社は最終ユーザー向けの投信営業は行っていない（2 社は投信の保管業務であり、1 社は投信の運用会社である）。

7、証券化・流動化業務

再び表 7-1 の募集手数料の項目をみると、「受益証券」を除く、「株式」、「債券」、「そのほか」では、収入額は小さいが、非伝統的ビジネス業者のシェアも高くなっていく。株券についてはネット証券のシェアが高いが、これを除くと、「株式」、「債券」、「そのほか」において、日系の資産運用業、ファンド組成・証券化・流動化業者のシェアも比較的高くなっている。これらは、オルタナティブ・ファンドの募集手数料、リース債権や不動産賃貸物件等を裏付けとする証券化商品の募集手数料であるものが多い。しかし、これらの非伝統的ビジネス業者 22 社（ネット専業を除く）の募集手数料を全額足し合わせても、僅少である。

しかし、日本証券業協会に非加盟の第二種金融商品取引業者や投資運用業者の中には、オルタナティブ・ファンドをはじめとする各種ファンドや証券化商品の組成・自己運用・募集業務を行っている業者が存在し、こうした業務は一定程度の規模にまで拡大している。したがって、この種の業務のより詳細な検討は、別の機会に委ねるのが適当である。

8、その他、兼業・届出業務など

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業務以外の付随業務、届出業務、承認業務、兼業等に関する収入については、「その他手数料」や「その他営業収益」に計上される。近年、この収入項目は着実に増大しているが、これを生み出している業務は多種多様である。

表8は、その上段で、「その他手数料」および「その他営業収益」を生み出す業務につき、伝統的ビジネスと非伝統的ビジネスに分けて挙げており、下段では、それら収入項目について類型別の業者シェアを整理している。

伝統的ビジネスからの収入としては、口座管理手数料（主として信用取引関係）および投信の代行手数料があげられる。信用取引ではネット專業のシェアが高いため、信用取引関連の口座管理手数料が含まれる「その他手数料（株式）」では、ネット專業のシェアもそれなりに高い。他方、投信の代行手数料では国内リテール営業に強みを発揮する独立系大手証券、メガバンク系証券と並んで上場証券、ネット專業など国内証券のシェアが高い。

他方、非伝統的ビジネスからの収入としては、①M&A等コーポレート・アドバイザー、②店頭デリバティブや債券レポの仲介、③一任運用や投信運用などの運用報酬などがある。これらの非伝統的ビジネスは、収入シェアからみて外資系証券が高いシェアを持つことがわかる。

9、国内リテール証券会社の検討

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く。

前掲の表3に戻ると、上場証券16社、地銀系13社、中堅・中小証券85社にメガバンク系のリテール2社を加えた計116社は、従業員数28.5%、店舗数53.5%を占め、営業網としては半分を超える。その収入(純営業収益)シェアは15.4%、販管費シェアは15.6%である。

しかし、未残自己資本営業利益率(ROE)をみると、中堅中小証券のそれが極端に低くなっている(平均5.4%、表4)。そこで85社を本店所在地別に区分して、その収益性指標をみたものが表9である。これによると、ROEの低さは、主として売上高営業利益率の低さに規定されていることがわかる。特に東京本店および北海道東北が低い。

そこで、マンパワーあたりの売上高(純営業収益)とコスト(販売管理費)から売上高営業利益率の高低の要因をみると、東京本店業者の売上高は中部東海、中国、大阪の各本店業者を下回っていること、他方、北海道東北本店業者のコストは、九州、北陸の本店業者のそれを上回っていることがわかる。3大都市圏の中小証券の中で東京の中小証券の売上高が少ないこと、地方経済圏において北海道東北の中小証券の経費構造がやや高止まりしていることがわかる。

地銀をはじめ、地域金融機関も地域経済の疲弊と人口減少の環境下、経営統合の歩みを始めている。地方証券についても同様のことが妥当すると思われる。もっとも、検討しているのは2014年度だけであり、これを時系列的にデータ収集してみなければ、より意味のあるインプリケーションは得られないだろう。今後の課題である。

10、最後に

証券会社のビジネスは、日本経済において証券市場が果たす役割や機能を離れてあるわけではない。

証券市場の機能は、①流動性の提供、②長期リスクキャピタルの供給、③価格発見、④価格をシグナルとする資源配分である。これらは、証券業者の仲介業務によって具体化し、向上するのである。すなわち、①はブローカー・ディーラー業務によって、②は引受・募集業務によって、③と④はアドバイザー業務によってである。①と②は多言を要しないだろうが、③と④については、若干の説明が必要である。

直接金融における資源配分は、証券価格をシグナルとして行われる。それが最適な資源配分へ結実するためには、イ) 証券価格はファンダメンタルなフェアバリューを反映しなければならない。また、ロ) 市場価格から割り出した「資本コスト」は「投資家による要求収益率である」と受け止めて、経営者はこの要求収益率を上回るような投資政策・資本政策を立案しなければならない。

証券業者は投資家に対しブローカー業務に付随して(あるいは投資助言や投資一任業務を通じて)インベストメント・アドバイザー・サービスを提供している。そのサービスが適切であれば、投資家の資金は各種証券へ適正に配分され、その需給の結果として、証券価格はファンダメンタルバリューへ収斂しようとする。

他方、適正な価格発見が行われれば、その価格をシグナルとして「資本コスト」が算出され、これに基づいて投資政策・資本政策が立案される。その際、証券業者は発行会社に対しコーポレート・アドバイザーとして企業経営者に対して、「資本コスト」を上回るような投資政策(事業部門の統廃合や買収・売却)、資本政策などの提案を通じて、適正な資源配分をサポートするのである。

高度成長期にはリスクキャピタル提供機能が重視されたが、今やそうした時代は過ぎ去った。低成長期に入れば産業構造の転換(いい換えれば既存の資源の再配分)を通じて日本経済の高度化を図ることの方が重要になってくる。そうであれば、むしろ投資家および発行会社向けのアドバイザーサービスが、ますます重要になってくるはずである。

また、ブローカー・ディーラー業務、引受・募集業務においても、新たな業務形態や証券化商品や海外株などの新しい商品の開発・募集販売が現われているが、これも現在の日本経済の置かれたポジションを反映しているといっていよう。

上記のような新しい動きは、日本証券業協会会員 251 社の財務データにおいても看取できる。もっとも、今回は 2014 年度だけのデータ分析にとどまっており、より詳細な検討のためには時系列的な分析が必要である。

- (注) 1. 本稿は、日本証券業協会 政策本部 調査部(大阪駐在) 参事としての研究成果の一部です。
2. 本稿に述べられている見解は筆者個人のものであり、日本証券業協会としての見解を示すものではありません。