

# 証券会社決算に見る証券業務の変化

一上季代司

二〇〇六年三月期の証券会社決算は株式市況の追い風を受けバブル崩壊以後、最高の営業利益を記録した。<sup>(1)</sup>この好決算は株式市況という循環的要因による部分が大きいが、収益項目の構成をみると最近の構造的な変化も反映されている。もともと、市場の構造的変化をどの程度ビジネスチャンスとし「収益化」し得ているか、各社によってマチマチではある。そこで、以下ではビッグバンが始まった一九九九年三月期を基点として現在までの七期にわたる証券会社決算の推移を概観し、ビッグバン以降の市場の構造的変化が証券決算にどのような形で反映しているのか、簡単に整理してみた。

## 1 収益項目の内訳

まず、〇六年三月期の証券会社決算概況（東証総合取引参加者ベース）をみると表1のようである。これによると、最大の収益源は、国内証券会社では依然として委託手数料、外国証券会社では「その他手数料」であることが分かる。とくに外国証券の「その他手数料」への依存度は、純営業収益の三分の二を占め、きわめて高いばかりか、国内証券のそのの一・三倍以上にもなっている。

これを別の角度から確かめてみよう。一九九九年三月期を基点として、各種手数料およびトレーディング損益の伸び率を、一〇七社全社についてみたものが、図1である。これによると、「その他手数料」の伸び率が最も高く、

かつ安定的である。ついで「株券委託手数料」、「トレーディング益」、「引受手数料」、「募集手数料」の順で高いが、これらは「その他手数料」と比べてボラティリティ（変動）が大きく不安定であるように見える。そこで、これを国内証券会社と外国証券会社に分けて、同様のグラフを作成したものが図2、3である。

これによれば、国内証券会社と外国証券会社とでは非常に大きな違いがあることがわかる。国内証券では、トレーディング益の伸び率もつとも高く次いで株券委託手数料、引受手数料、その他手数料、募集手数料の順であり、他方、外国証券では、その他手数料の伸び率もつとも安定的かつ高く、ついで株券手数料、引受手数料、募集手数料、トレーディング益の順となっている。つまり、「その他手数料」の安定的かつ高い伸び率は、外国証券によってもたらされており、国内証券の収益構造は株式市況の変動にかなり大きく左右されている、ということになる。

そこで、最も伸び率の大きい「その他手数料」がどのよ  
うなビジネス（あるいは証券サービス）の収益化なのか、

表1 東証総合取引参加者決算概況

(単位：百万円)

2006年3月期	全社	国内	外国	全社	国内	外国			
	107社	88社	19社	純営業収益を100とする構成比(左) 受入手数料を100とする構成比(右)					
受入手数料	3,045,897	2,180,046	865,851	70.8%	100.0%	65.6%	100.0%	88.3%	100.0%
(内訳) 委託手数料	1,346,939	1,152,128	194,811	31.3%	44.2%	34.7%	52.8%	19.9%	22.5%
引受手数料	246,944	219,268	27,676	5.7%	8.1%	6.6%	10.1%	2.8%	3.2%
募集手数料	344,388	339,734	4,654	8.0%	11.3%	10.2%	15.6%	0.5%	0.5%
その他手数料	1,107,489	468,797	638,692	25.7%	36.4%	14.1%	21.5%	65.1%	73.8%
トレーディング損益	1,067,422	1,022,907	44,515	24.8%		30.8%		4.5%	
金融収益	610,340	304,176	306,164						
金融費用	428,366	192,325	236,041						
金融収支	181,974	111,851	70,123	4.2%		3.4%		7.2%	
純営業収益	4,303,647	3,323,156	980,491	100.0%		100.0%		100.0%	
販売・一般管理費	2,596,132	1,948,543	647,589						
営業損益	1,707,465	1,374,566	332,899						
当期純損益	1,144,241	823,338	320,903						

(出所) 東京証券取引所ホームページより作成。

図1 受入手数料の伸び率（東証全社）

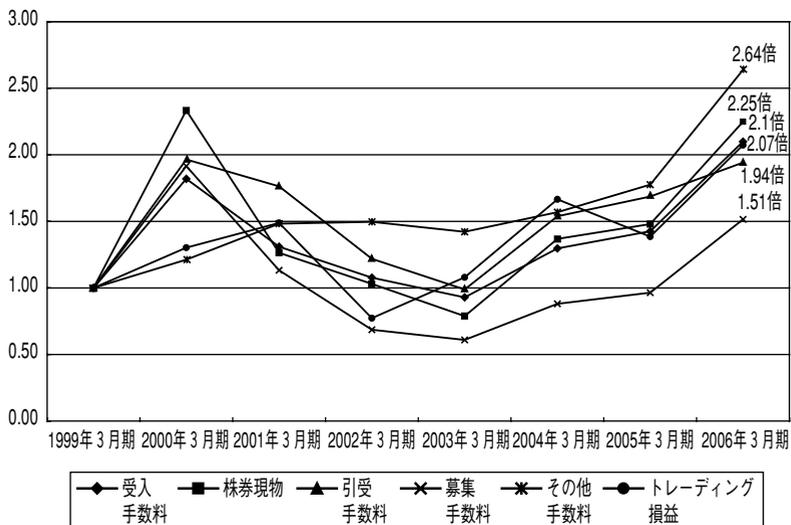


図2 受入手数料の伸び率（東証国内証券）

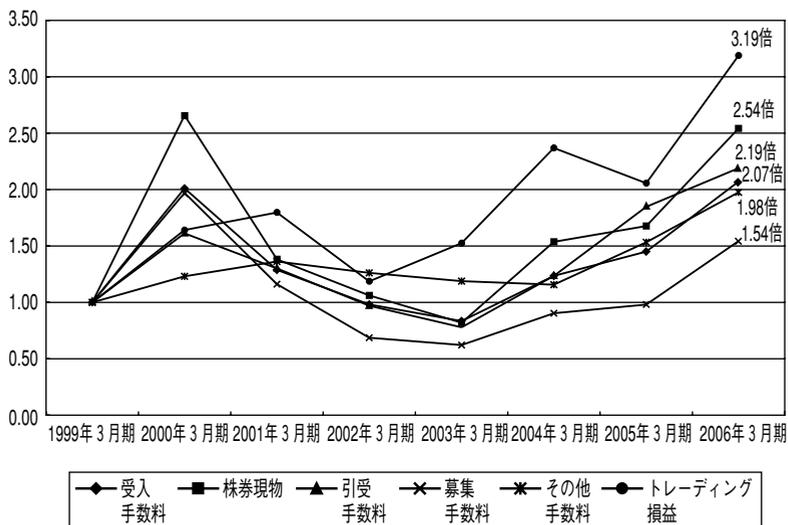
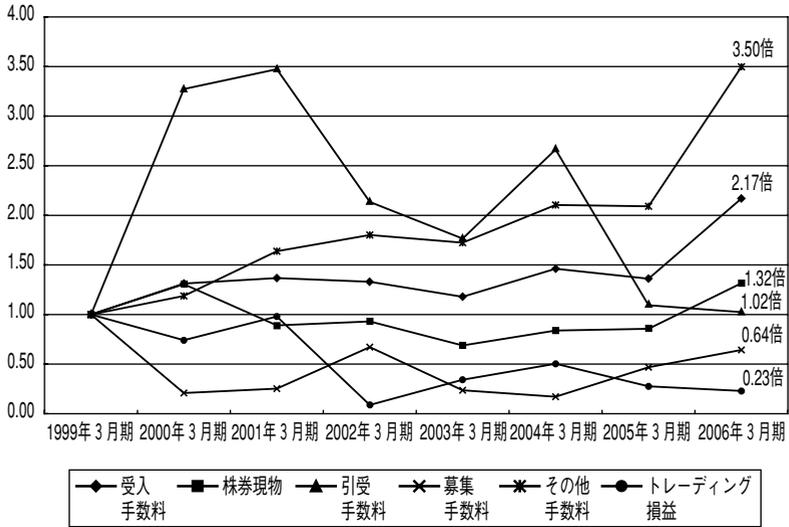


図3 受入手数料の伸び率（東証外国証券）



それを見てみよう。

## 2 コーポレート・ファイナンスの「市場化」に対応した収益化

基本的に、委託手数料、引受手数料、募集手数料に入らない受入手数料は、すべて「その他手数料」に含まれるのだが、①外国証券および国内大手証券（投資銀行部門）の場合には、企業へのアドバイザリー・フィー、各種ファンドの運営管理手数料などが、また②大手・準大手証券国内営業部門および中堅・中小証券の場合には、投資信託の信託報酬代行手数料や変額年金・保険の受入手数料などが、これに相当する。

すなわち、外国証券・国内大手証券（投資銀行部門）では、M&A（企業買収・合併）のアドバイザリーやプリンシパル・インベストメント（自己資金による投資）における投資先企業へのアドバイザリー、買収ファンドや不動産ファンドの組成、不動産証券化商品の組成（不動産証券化）などが活発に行われており、その対価としての助言料、ファンド運営管理手数料等が「その他手数料」に計上されているわけであ

る。近年のM&Aの拡大、不動産証券化の増加という構造的な変化から生まれた企業側のニーズに込えているわけである。

言い換えれば、これまでメインバンクを中心に行われてきた企業再編、破綻企業の再生、不動産など企業資産のリストラクチュアリングが、市場メカニズムを通じて行われるようになったことであり、それをビジネスチャンスと捉えなおした外国証券、大手証券が収益化しているわけである。いふなればコーポレート・ファイナンスの「市場化」という構造変化に即応した経営対応と評価することが出来る。

しかも、こうしたビジネスに基づく収益が前述の「その他手数料」に全て反映しているわけではない。M&Aのアドバイザーは証券会社の専売特許ではなく、銀行や会計事務所も行ってゐるし、不動産ファンドの組成は、専門のファンド運営会社<sup>(3)</sup>が最も積極的に行っている。加えて外国証券や大手証券の場合、プリンシパル・インベストメンツや不動産ファンドの組成を別会社として行っているため、東証や証券業協会が集計する前述の決算概況には反映されないケースも多いからである。したがってコーポレート・ファイナンスの「市場化」に伴うビジネスは先の数字が示している以上に大きいし、業際を超えて今後も拡大していくだろう。

### 3 アセット・マネジメント（資産管理）に対応した収益化

他方、リテール営業における構造改革を、収益面から反映しているのも「その他手数料」なのである。証券界は一九九〇年代後半、長期資金に対する資産管理サービスを提供するという観点から「資産管理型営業」を提唱したことがあった。この営業手法のモデルとなったのはアメリカ最大の証券会社メリルリンチ社であるが、同社の収益構成を見ると、表2のようになっている。これは連結ベースであるが、表1と比較可能にするために、収

益項目をセレクトし並べ替えてある。

これによると、世界最大のリテール証券会社である同社でも、日本の委託手数料プラス募集手数料に相当する「コミッション」は受入手料の四割強にすぎない。他方、委託手数料・引受手数料・募集手数料を除くその他手数料にあたるものは「ストラテジック・アドバイザー」「ポートフォリオ・サービス・フィー」「アカウント・フィー」「そのほか」の四項目となるが、このうち「ストラテジック・アドバイザー」は、M&A等の企業向けアドバイザー・フィーに相当し、「ポートフォリオ・サービス・フィー」は個人顧客に対する投資アドバイザー・サービスへの対価であって、預かり資産に連動する手数料である。これが「資産管理型営業」からの収益であり、年々増加傾向にあって、今やコミッションの約半分、受入手料料の二割強を占めるにいたっている。

同社の「ポートフォリオ・サービス・フィー」の中核は、「メリルリンチ・コンサルタンツ」と呼称する投資アドバイザー・サービスからの収益であり、これは①（顧客プロファイルにもとづく）投資戦略の評価↓②ポートフォリオの構築と運用業者の選定↓③専門的マネジャーによる運用の実行↓④目標達成のモニター↓①投資戦略の再評

表2 メリルリンチ社の収益構成（抜粋、連結ベース）

（単位：百万ドル）

暦年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年
コミッション	5,094	4,529	4,299	4,874	5,371	42.91%	44.55%	42.86%	41.56%	41.44%
引受	2,438	1,710	2,092	2,585	2,710	20.54%	16.82%	20.86%	22.04%	20.91%
ストラテジック・アドバイザー	1,101	703	551	683	884	9.27%	6.92%	5.49%	5.82%	6.82%
ポートフォリオ・サービス・フィー	2,202	2,134	1,990	2,409	2,769	18.55%	20.99%	19.84%	20.54%	21.37%
アカウント・フィー	488	525	529	516	491	4.11%	5.16%	5.27%	4.40%	3.79%
そのほか	549	565	570	662	735	4.62%	5.56%	5.68%	5.64%	5.67%
小計	11,872	10,166	10,031	11,729	12,960					

（注）日本の証券会社の受入手料構成比と比較できるように収益項目をセレクトし並べ替えてある。

（出所）メリルリンチ社、アニュアルレポート2005年版より作成。

価↓……の一連のサービスから成り立っている。わが国でいう「ラップ・アカウント」がこれに相当する。

このサービスが、リテール営業の構造的改革を反映しているという理由は、①対面営業主体の証券会社にとって手数料自由化に対処しうる安定収益源であること（売買のあるなしにかかわらずフィーが残高連動で徴収できる）、②顧客との利益相反が小さいこと（顧客資産が増えてこそフィーも増える）、③顧客のライフステージや家族構成、年収・資産状況におうじたオーダーメイドの分散投資を促進できること（「貯蓄から投資へ」の流れに沿っていること）、などであろう。

#### 4 わが国リテール証券業者の「その他手数料」

そこで、わが国証券会社の「その他手数料」のうちラップ・フィーはどの程度あるか、推定してみよう。ラップ・アカウントの残高は、二万三五〇件、三四四一億円となっており、このほか投資顧問契約を結んでいないものが六八八億円、合計で四一三〇億円あるとされている。<sup>(4)</sup>したがってラップ・フィーは残高の最大三%とみても年間一二〇億円強と推定され、国内証券の「その他手数料」全体のわずか三%程度に留まっている。

すなわち「その他手数料」のリテール関連の大部分は、投資信託の信託報酬代行手数料（以下、代行手数料と略）から構成されるということになる。これはたしかに預かり資産に連動するフィーであり、残高が積みあがれば安定収益源になるが、サービスの内容から見れば、上記のような「アセット・マネジメントに対応した収益化」とはいいにくいだろう。なによりこの手数料は、その名のとおり、運用会社が本来行うべき口座管理、分配金の支払い、運用報告書等の法定開示資料の送付を販売会社が代行していることに対する手数料であって、顧客からではなく運用会社から徴収している。

したがって、ラップ・アカウントを除き、上述のような顧客に対する投資コンサルタント・アドバイスに相当するサービスが提供されても、それに対する対価は、現状では依然として株券委託手数料や投信の募集手数料として現れている。こうした売買ごとの「コミッション」は、市況変動にさらされてボラティリティが高いし、手数料自由化とアドバイスなしのネット証券会社のシェア拡大によって傾向的にも料率低下にある。この傾向は投信にも波及しており、例えば、最近では募集手数料がゼロ（ノーロード投信）で、投信販売の収益を代行手数料で賄おうという傾向が出ている。<sup>(5)</sup>しかし、代行手数料はあくまで運用会社が支払うフィーであるから、根本的な解決になっていないように思われる。

アドバイスなしで低率の手数料でシェアを拡大しつつあるネット証券に対して、対面営業の証券会社はその優位性をどこに求めるか、といえは、顧客に対するコンサルタント・アドバイスの有用性に求めるしかない。それは、ネット証券の顧客が自信を失う時、コンサルタントやアドバイスを求めたい時、すなわち相場低迷期に出でくる。ライブドア事件以来、新興市場が総崩れとなった今が、その時ではなからうか。

## 5 わが国対面営業証券会社の課題

これに関連して、米国ではITバブル期のピーク時（二〇〇〇年三月）に取引件数の三三％を占めたネット証券の売買シェアが、ITバブル崩壊後に徐々に低下、〇五年六月には六・七％にまで落ち込んで、個人投資家が対面営業に回帰したという指摘がある。<sup>(6)</sup>またアメリカの某大手ディスカウントブローカーの顧客七・八万人のデータに基づいた調査では、九二年～九五年に電話ベースからネット取引に変更した顧客一六〇〇人の属性を調べたところ、①年齢が比較的若く、②年収・金融資産残高が高く、③投資経験が長いベテランで、④パフォーマン

スの良かった投資家がネットに移ったが、移行後は売買回転が速くなって成績が悪くなった、という平均像が示されている。<sup>(7)</sup>この④については、「行動ファイナンス」による説明が説得的であるが、<sup>(8)</sup>いずれにせよ、相場低迷期にはアドバイスの有用性に気付いて、再び対面営業に回帰するという傾向がアメリカでは見られる。<sup>(9)</sup>

この点、わが国では、二〇〇〇年以降のITバブル崩壊では対面営業への回帰は見られず、むしろネット証券の売買シェアは高まっていき、〇五年後半からの相場上昇期にネット取引への投資家参入が加速し、デイ・トレーダーの存在が顕著となっていた。こうした日米間の相違は、何に由来しているのだろうか？また新興市場が不振に転じた今春以降も、対面営業への回帰は起きないのだろうか？

俊野（前掲論文）は、ネット投資家の属性はアメリカと同様、若くて年収・金融資産残高が多いが、異なるところは「ベテランではなく投資経験の浅い層」が多いこと、<sup>(10)</sup>と指摘している。ではパフォーマンスはどうかといえば、熊野（前掲論文）は、ネット証券の①預かり資産残高（実額）と②口座数・株価の要因で説明した推計の預かり資産とを比較して、基本的にネット投資家のパフォーマンスは日経平均と変わらないこと、むしろライブシヨックのような乱高下では大きな損失が出ている、と推定している。また、熊野は、日本のネット投資家は、ファンダメンタルズ分析（個別企業の財務分析、マクロ環境の変化）を全く無視して、チャート分析を武器にしている点でもアメリカのネット投資家と大きく異なると指摘している。このようにみると、日本のネット投資家の平均像は、アメリカ同様、速い回転売買で敗退していく一方、それを上回って次々と未経験の若年層が参入して取引が拡大している、ということになりそうである。

そうだとすると、対面営業の証券会社にとってのネット取引拡大には二面性があることになる。ネット取引の拡大は、手数料率の強烈な引き下げ競争を引き起こしている反面、新しい投資家を開拓し顧客を増やしてくれて

いるという積極的な側面、共存共栄の関係もみられるのである。むしろ問題は、知識と経験もない若年層が、証券投資に心理的バリアーの低いネット取引を始めてみたが、相場の波のなかで成功と失敗を重ねて長期投資の有利性に目覚め、ファンダメンタル分析の重要性に気付き始めた時に、本来は対面販売の証券営業員がその相談相手になってやらなければならないのに、日本ではそうはなっていない、ということである。営業員への信頼性などがネックとなっているのかもしれない。

では、どうすればよいか？現在、このような状況に対して一部の対面営業の証券会社が取っている対応の一つは「コール・センター」の拡充である。対面営業、ネット取引、コール・センターと三つあるチャンネルの中で、某中堅証券会社のコール・センターは顧客専任制を取っており、電話をかければアドバイスが受けられるが、外交はせず全くの受身であるが、コール・センターの取引は対面営業部店よりも増えており、収益性も高い、という。ちなみに、大手証券でもコール・センターの増設が計画されており、オペレーターの確保に拍車がかかっているようである。<sup>(1)</sup>自己責任で投資を行ってきたネット投資家がアドバイスを受けようとする時に、受身の相談に徹することは、ネットから対面への橋渡しになるのかもしれないのではなからうか？

注

(1) 東証総合取引参加者(旧東証会員証券会社)ベースで、二〇〇六年三月期の営業利益は一兆六九九一億円となっており、これは過去一〇年間における既往最高の二〇〇〇年三月期(一兆三三三億円)を上回る。

(2) 二〇〇六年三月期では、国内八八社、外国一九社となっている。なお、この間、メリルリンチ証券が日本法人であるメリルリンチ日本証券に営業譲渡し(二〇〇一年三月)、ついで日興シテイグループ証券が日本国内法人に転換してい

る（二〇〇四年）ため数字は連続していないのだが、大まかな傾向を捉えるには差し支えないと思われる。

- (3) ちなみに、ダビンチ・アドバイザー、ケネディックスなど上場不動産ファンド運営会社九社の運営資産残高が昨年末には三・四兆円に上り、年内には四兆円を突破の見込みとされている（『日経金融新聞』六月二一日）。

- (4) 〇六年三月末現在（『日本経済新聞』六月九日）。

- (5) ネット專業証券会社がノーロード投信を増やしているし、この動きに追随する対面販売中心の証券会社もでている。郵政公社でもネットでの投信販売について募集手数料の大幅割引に踏み切るようである。なお、ノーロード投信の公募投信全体に占める割合はまだ一％程度であり、今後この比率は高くなるう。ちなみにアメリカでは六割強といわれている（『日本経済新聞』五月一八日）。

- (6) 佐賀卓雄「株式個人ネット取引への証券会社の取り組み」（『証券アナリストジャーナル』二〇〇六年六月）。

- (7) 俊野雅司「インターネット取引と株式市場」（『証券アナリストジャーナル』二〇〇六年六月）。

- (8) 熊野英生「デイトレーダーの隆盛をどう見るか」（『証券アナリストジャーナル』二〇〇六年六月）、なお、俊野論文は、

①自己帰属バイアス（投資が成功したときは自分の判断が正しかったと思ひ、失敗した場合は、不運や市場環境等、自分以外のせいにしたがる↓パフォーマンスの良かった投資家が自信を深めて運用の自由度の高いネットに移りたがる）、②知識の幻想（プロの機関投資家と同様の情報量に接すると、投資判断が正確になると錯覚する）、③コントロールの幻想（他人ではなく、自分で何かを実行するときのほうが、成功確率が高くなるという幻想↓発注は自分で行おうとネットに移る）、④プロスペクト理論（利益の領域では凹関数、損失の領域では凸関数↓利益が出ていれば小口の利益を何度も獲得するほうが満足度が高くなり、短期値ざや稼ぎに走ってしまう）、などの仮説を提示している。

- (9) その結果、ITバブル以後は、米国のネット証券も資産管理サービスに注力している（伊豆久「米国のネット証券」

本誌一六三六号、二〇〇六年六月。

(10) 平均一三年であり、非ネット投資家の二三年と比べて経験が浅い(俊野、前掲論文)。

(11) 『日本経済新聞』七月一七日。

(にかみ きよし・客員研究員)