

リーマン・ショック以降の証券決算

一上季代司

一昨年冬の安倍政権発足以来、その経済政策（いわゆる「アベノミクス」）発動と軌を一にして、株式市場では株価が上昇、出来高も増加をみせ、最近一年半の証券会社決算はこれまでと様変わりである。たとえば、東証総合取引参加者（九七社）の前年度中間期（二〇一三年四月～九月）決算数値をみると、現物株券委託手数料は四三百億円強（前年同期―以下同じ―の三・二倍）、純営業収益に占める割合も二二・一％（一二・二％から約一〇ポイント上昇）になっている。これに伴い、九七社のうち黒字会社は経常利益ベースで八九社（三七社）、純利益ベースで九一社（四四社）となっている。

下期を含む年度決算はまだ公表されていないが、株価は昨年五月下旬以来、ほぼ横ばい状態ながら現物株式出来高は上期と比べ一割減にとどまっている⁽¹⁾ので、現物株委託手数料は約八〇〇億円と推察される。この数字は、リーマン・ショック直前の二〇〇八年三月期実績とほぼ同水準と見込まれる。

これをみると、リーマン・ショック以降の長い不況に耐えてさえいけば、相場の好転で証券経営は何とかなるものだ、と思う人も多いだろう。しかし、株式ブローカービジネスの収益がリーマン・ショック以前に戻ったとはいつても、まったく同じ風景というわけではなさそうである。全体を見渡せる決算数値から把握できる変化は限られているのだが、この間の証券会社決算を手掛かりに、そこから読み取れるいくつかの事実を整理してみよう。

(1)

1 低下する日本株ブローカー業務への依存度

日本株の市況は、小泉政権下で不良債権処理に目鼻がついた二〇〇三年春から上昇し、二〇〇七年夏のバリバ・ショックで頭打ちとなり、翌年のリーマン・ショックで反転、下降し、再び二〇一二年末の国会解散で好転するという循環を描いている。表1は、この一〇年間にわたる証券会社決算（東証総合取引参加者ベース）から、現物株委託手数料の実額、販売管理費に対する割合、純営業収益に占める割合、ならびに経常損益ベースの黒字（赤字）会社の数を見たものである。参考までに東証一部の一日平均取引高推移を右欄に挙げている。

これによると、二〇一三年以降の株式現物委託手数料の実額は年換算ベースでリーマン・ショック直前の〇八年度を上回るまでに回復している。ただし、純営業収益に占める割合は〇八年度よりはやや低めになる半面、販売管理費に対するカバー率は数ポイント高くなっている。すなわち、ここ数年、現物株

表1 日本株ブローカー業務の証券会社収益性に対する寄与度

決算年度	東証総合取引参加者							参考
	株券現物委託手数料(億円)	販売管理費に対する割合	純営業収益に占める割合	株券委託手数料率	参加者数	うち 経常 黒字	うち 経常 赤字	東証1部1日平均取引高(億円)
2003年度	4,387	23.2%	21.6%	0.19%	108	22	86	7,290
2004年度	7,774	37.8%	27.6%	0.19%	108	100	8	11,453
2005年度	8,443	39.1%	29.4%	0.17%	108	95	13	13,287
2006年度	12,873	49.6%	30.0%	0.15%	107	103	4	22,522
2007年度	9,292	32.9%	24.3%	0.09%	110	90	20	26,631
2008年度	7,801	27.4%	22.6%	0.08%	110	60	50	28,790
2009年度	4,980	20.2%	23.4%	0.07%	107	27	80	20,079
2010年度	4,574	18.7%	16.4%	0.08%	106	46	60	15,300
2011年度	4,107	17.4%	17.2%	0.07%	102	38	64	15,324
2012年度	3,148	15.2%	14.1%	0.06%	97	35	62	12,853
2013年度(上)	1,317	13.0%	12.2%	0.05%	93	37	56	11,237
2013年度(下)	2,583	23.8%	16.6%	0.06%	91	79	12	18,346
2014年度(上)	4,209	35.1%	22.1%	0.06%	97	89	8	28,121

(出所) 東証「総合取引参加者決算概況」および「統計資料」より作成

- (注) 1. 決算年度は前年4月～当年3月。2013年度(下)の黒字会社は算出することができないので、2013年度通年ベースの数字である。
 2. 手数料率は現物株委託手数料を受託売買代金で除したものである。
 3. 東証1部1日平均取引高は、証券決算年度に合わせて再計算している。

式のブローカー業務以外の収益源多様化が徐々に進んだこと、同時にまたコスト削減への努力が実を結びはじめたこと、これらが数字に反映されているのである。その結果、東証取引参加者の多くが経常黒字に転換、赤字会社は八社に減少している。

なお、東証一部銘柄の一日平均取引高は〇八年当時と比べほぼ同水準、しかも手数料率が〇・〇二%低い水準ながら、現物株の委託手数料の絶対額はむしろ年換算ベースで一割近く多くなっている。これをどのように考えればよいか。

ひとつは、現物株の受託売買比率が、〇八年度は六五%に対し、一四年度(上)は八三%と上昇していることがあげられる。ただ、東証一部出来高が変わっていないのに、株式の総売買代金それ自体が一日平均六・五兆円から六・九兆円と四〇〇〇億円(片道計算で二〇〇〇億円)の増加である。とすれば、東証一部以外に増加した現物株があるということである。

そこで二部銘柄や新興株銘柄とりわけマザーズ銘柄の出来高を見ると、東証一部およびマザーズの取引高は、対〇八年度比較では合計で五七八億円(片道計算)の増加である。昨年七月に大証の現物市場が東証に統合されるなど若干の異動があるが、大証銘柄や地方銘柄はむしろ同じ期間比較では減少している。そこで片道計算で一日平均一五〇〇億円も増加した現物株は日本株以外すなわち海外株ということになるのではないだろうか。⁽²⁾

海外株の執行方法としては、海外市場への注文を受託する「外国取引」と、国内で仕切り売買をおこなう「国内店頭取引」がある。香港、中国、韓国その他アセアンなどアジア株については委託手数料として計上する「外国取引」が多く、米国株については「国内店頭取引」が多いようである。とすると、アジアなど海外新興株の受託が増えているということであろうか。

いずれにせよ、日本株ブローカー業務への依存度は、最近の表面的な活況ぶりの裏側で徐々に低下しつつある。

2 主要収入費用項目の変化

次に、相場循環の始まりとなった二〇〇三年四月以降の変化をみるため、循環の始点となる二〇〇三年度を基準年として、純営業収益がピークを見せる〇六年度、日本株市況がピークを打つ〇七年度、リーマン・ショック直前の〇八年度、ボトムとなる一三年度（上期）、そして現在（一四年度上期）の五つの時点をとって主要収入費用項目がどう変化したかを見ておこう。これが表2である。

最初に主要収入項目からみてみよう。まず株券現物手数料はピークとボトムの格差が大きく収入源として非常にポラティリティが高いことが分かる。他方、募集手数料は比較的、安定的に推移しつつ増加傾向にある。ちなみに安定収益源とされる投信の代行手数料は「その他手

表2 主要収入費用項目の推移

	2006年度	2007年度	2008年度	2013年度(上)	2014年度(上)
株券現物手数料	2.93	2.12	0.60	0.60	1.92
引受手数料	1.96	1.70	0.85	0.85	1.32
募集手数料	2.49	2.89	2.44	2.44	4.10
その他手数料	1.86	2.00	0.95	0.95	1.38
(参考)					
株式投信残高	2.15	2.71	2.67	2.44	3.40
売買損益	1.92	1.48	1.02	1.24	2.05
株券など	2.87	1.37	0.64	-0.21	1.72
債券等	0.93	1.17	1.68	1.71	2.38
そのほか	4.94	3.86	-1.88	3.39	1.17
金融収入	1.79	2.43	3.16	1.24	1.37
信用取引	3.01	3.30	3.13	1.32	2.47
金融費用	1.95	2.87	3.75	1.26	1.31
信用取引	1.36	1.31	1.39	0.45	0.53
純営業収益	2.12	1.88	1.70	1.07	1.88
販売・一般管理費	1.37	1.49	1.51	1.07	1.27
うち人件費	1.40	1.46	1.40	0.98	1.16

(出所) 東証「総合取引参加者決算概況」および投信協会「統計資料」より作成
(注) 2003年3月期を基準値として算出。

数料」に含まれるが、外見上、それほど安定的には見えない。「その他手数料」には委託・引受・募集のいずれにも入らない多様な手数料収入が含まれているが、大きな項目としては、M&Aなどコーポレート・アドバイザリー関連手数料と投信代行手数料である。前者は外資系証券および大手証券による取り扱が多い。

投信代行手数料は証券会社の投信預かり残高に比例するが、料率は「株式投資」に分類される投信残高がもつとも高い。そこで、表2には投資信託協会「統計資料」の販売体別残高より、〇三年三月末一〇・五兆円を基準値として、〇六年、〇七年、〇八年の三月末、一二年、一三年の九月末の数値を算出してある。これによると株式投信預り残高は安定的に推移し、増加傾向にあることから、投信代行手数料は安定収益源に育ってきていると考えてよいだろう。⁽³⁾

次にトレーディング益を見ると、基準年の〇三年当時に既に債券売買益のウェイトは約六割近くで最大のシェアとなっている。⁽⁴⁾そして債券売買益は株式よりもボラティリティが低く増加傾向にある。この債券売買益は外債販売に伴うスプレッドによるものが多いと言われている。

目を転じて、販売管理費を見ると、純営業収益の数値よりも常に低く、この間、コスト削減に取り組んできたことが伺える。このうち最大費目の人件費を見るとリーマン・ショック以降、販売管理費一般の推移をさらに下回る数値を示している。証券人口は〇二年末当時、八・九万人（うち外務員七・二万人）だったが、これを基準年とすると〇五年末〇・九九、〇六年末一・〇四、〇七年末一・一一（九・九万人）、一二年六月末〇・九七、一三年六月末〇・九四（八・四万人）となっている。これに対し人件費はより大きく変動しているが、これは実績給の割合が大きくなっていることを反映している。

また、前掲表1を見ても、この間、総合取引参加者の数は一一〇社から九七社へと一割減少している。自主廃

業や吸収合併が進んでいるのである。コスト対策としては、ミドル・バックオフィスを分離し、これを同業者に外部委託する動きもみられる。さらに進んで、金融商品仲介業や投資顧問業に業態転換してフロント営業は維持しつつ、注文執行や受け渡し・口座管理等は他社に取り次ぐといった動きもみられる。究極のコスト対策と言つてよいだろう。

全体を俯瞰できる統計数字から言えることは、この程度であるが、これよりさらに進んで明らかにするためには個社の財務データそのほかから推測するより他にない。これは他日に委ねたい。

注

(1) 東証一部上場株式の一日平均売買代金は、二〇一三年四月～九月では二兆八二二億円に対し、一〇月～一四年二月(五ヶ月間)では一割減の二兆五三八〇億円であった。

(2) 近年、急増するETFも考えられる。もともと、この委託手数料は、別途、「受益証券委託手数料」に計上されている。

(3) ちなみに東証の決算概況によると、〇三年四月～〇六年三月までの「その他手数料」累計額は二兆五一六億円であり、このうち外国証券(東京支店)は一兆四〇四七億円すなわち五六%を占めている。外国証券東京支店は自己資本比率規制そのほかの証券会社監督の面で国内証券会社化が望ましいことから、二〇〇六年末以降、相次いで日本法に基づく子会社へと改組された。このため統計的には国内証券会社扱いとなり、外資系証券会社の決算数値の特殊性はむしろ見えなくなっている。そのため確定的なことは言えないのだが、「その他手数料」の大きな変動は外資系証券会社のビジネスの変化に左右されているのではないかと考えられる。

(4) ○三年度の東証総合取引参加者のトレーディング益は五五九億円である。このうち債券は三二七億円で五八・

六%を占める。

(にかみ きよし・客員研究員)