

証券会社収入の変化をどう見るか

一上季代司

半年ごとに日本証券業協会は加盟正会員の決算概況を公表している。同様に、東京証券取引所もかつての正会員にあたる総合取引参加者の決算概況を公表している。これらの決算概況を時系列的に並べてみると、証券会社の収入構成には長期的な傾向として変化の方向性が看守される。収入構成の変化は各種収入の伸長度合いに格差があることを反映しており、そのことは、各種収入源泉である各証券ビジネスの成長度合いに格差があることを意味する。いいかえれば、証券会社にとって自ら営んでいるビジネスの将来性を暗示しているのであるから、収入構成の変化は重大な関心事であることはいうまでもない。

他方、金融商品取引法（以下、金商法と略）が施行された二〇〇七年以降、日本証券業協会の正会員は「第一種金融商品取引業者（以下、第一種業者と略）」となった。証券会社は第一種業者であるが、「逆は真ならず」である。第一種業者には「証券会社」だけではなく「金融先物取引業者」、たとえば外為証拠金取引（いわゆるFX）業者も含まれるのである。また、金商法によって兼業規制が大幅に緩和されたことから、投資顧問業そのほかの業者も何社かが、第一種業登録を行い協会に加盟するようになった。

金商法は旧証券取引法のほか金融先物取引法や投資顧問業法等を横断的に包含しているために、狭義の証券業を全く含まないFX業者や投信委託業者・投資顧問業者も証券業協会の正会員として加盟するようになったのである。この結果、証券業協会加盟正会員の収入構成は、こうした「非有価証券関連業者」の収入にも左右される

こととなった。

そこで、協会の収入構成の変化は、どの程度まで証券会社ビジネスの変化を実体的に反映しており、どの程度まで、法制上（あるいは分類上）の取り扱いの変化によるものだろうか。以下では、この点について、考えてみることにしたい。

1 一〇年間の社数の変化

前期二〇一五年三月期と一〇年前の二〇〇五年三月期ならびにその間の九年間平均をとって、証券業協会の収入構成の変化をたどってみよう。表1は全社ベースで、日本証券業協会がホームページ上で公表している「会員の決算概況」より作成したものである。表2は東証総合取引参加者ベースで、東証がホームページ上で公表している「東証総合取引参加者の決算概況」より作成したものである。表3はそれ以外の協会の数値で、全社ベースから東証総合取引参加者の数値を控除して算出した数値である。（なお、以下では、東証総合取引参加者を、過去の慣例に従って「東証会員」、それ以外を「東証非会員」と簡略化する⁽¹⁾）

表1 日本証券業協会加盟正会員の収入構成

	2005年3月期	2006年3月期～ 2014年3月期平均	2015年3月期
社数	267	287	251
営業収益（百万円）	3,388,765	3,744,453	4,156,310
受入手数料	65.6%	61.5%	55.2%
委託手数料	28.0%	20.0%	16.6%
引受手数料	6.4%	4.2%	3.9%
募集手数料	6.7%	10.8%	11.2%
その他手数料	24.5%	26.5%	23.5%
トレーディング損益	21.3%	20.6%	29.8%
金融収益	12.8%	17.0%	13.9%
信用取引収益	2.2%	2.2%	2.3%
その他営業収益	0.3%	0.9%	1.1%
金融費用	9.9%	12.0%	8.4%
販売管理費	68.5%	72.6%	67.7%

(注) パーセンテージは営業収益を100%として算出したもの。

表2、表3も同様である。

(出所) 日本証券業協会「会員の決算概況」より作成。

こととなった。そこで、協会の収入構成の変化は、どの程度まで証券会社ビジネスの変化を実体的に反映しており、どの程度まで、法制上（あるいは分類上）の取り扱いの変化によるものだろうか。以下では、この点について、考えてみることにしたい。

ある。これによると、全体の社数はこの一〇年間、市況と連動して増減しているが、新規に取引参加権を得る業者は少なく、合併や自主

表2 東証会員の収入構成

	2005年3月期	2006年3月期～ 2014年3月期平均	2015年3月期
社数	108	103	94
営業収益(百万円)	3,203,367	3,451,776	3,588,200
受入手数料	64.6%	61.6%	56.2%
委託手数料	27.8%	20.3%	17.9%
引受手数料	6.7%	4.5%	4.5%
募集手数料	6.8%	11.1%	11.9%
その他手数料	23.3%	25.6%	22.0%
トレーディング損益	22.3%	20.8%	29.3%
金融収益	13.0%	17.6%	14.4%
信用取引収益	2.2%	2.3%	2.6%
その他営業収益	0.1%	0.1%	0.2%
金融費用	10.2%	12.4%	8.6%
販売管理費	67.5%	71.0%	65.4%
(参考)			
営業収益の占有率	94.5%	92.2%	86.3%

(注) 最下段は証券業協会正会員全社の営業収益のうちで東証総合取引参加者が占める割合。

(出所) 東証「総合取引参加者の決算概況」より作成。

表3 東証「非」会員の収入構成

	2005年3月期	2006年3月期～ 2014年3月期平均	2015年3月期
社数	159	184	157
営業収益(百万円)	185,398	292,677	568,110
受入手数料	82.2%	61.0%	48.9%
委託手数料	31.7%	15.7%	8.3%
引受手数料	0.9%	0.7%	0.2%
募集手数料	4.9%	7.7%	6.9%
その他手数料	44.8%	36.9%	33.5%
トレーディング損益	5.3%	18.6%	33.0%
金融収益	9.5%	10.4%	10.9%
信用取引収益	2.3%	1.3%	0.4%
その他営業収益	3.0%	10.0%	7.2%
金融費用	4.5%	7.0%	7.3%
販売管理費	85.8%	90.9%	81.9%
(参考)			
営業収益の占有率	5.5%	7.8%	13.7%

(注) 営業収益の占有率については表2と同じ。

(出所) 表1と表2の差額から算出。

廃業などで減少する業者のほうが多かったのである。こうして、全体の社数の動きは主として東証非会員の新規参入と退出（自主廃業や合併）の動きに左右される。実際、この一〇年間で約一二〇社が新規に第一種業に登録し協会に正会員として加盟、他方で自主廃業・合併等により一四〇社近くの業者が退出したが、そのほとんどが東証非会員である。全業者のほぼ半分が入れ替わっている計算になるが、それは主として東証非会員業者の枠内でのことであるといつてよいだろう。

そこで、二〇一五年三月末時点の二五一社について、各社ホームページ、上場会社の場合には有価証券報告書、決算公告、ディスクロージャー誌（「業務および財産の状況に関する説明書」）そのほかにより、有価証券関連業者と非有価証券関連業者に分類したところ、表4のようになった。なお、証券業協会の分類では、外国証券会社のカテゴリについて、国外法に基づく証券会社がわが国において設置している在日支店と定義し、その数を一五社としているが、ここでは株主構成（つまりガバナンス）から見て、外国証券会社と目されるものを拾い上げている。

これによると、国内証券と外国証券は一八五社と六六社、証券関連業者と非証券関連業者は一八六社と六五社となる。なお、証券関連業者とは、有価証券の①ブローカー、②ディーラー、③アンダーライティング、④ディスクロージャーリングおよびそれに関連する業務を指しており、非証券関連業者とは、それ以外の業務を指している。具体的には、投信委託業、投資顧問業などの投資運用業に分類できるものやFX（外為証拠金取引業）専業が非証券関連業といえよう。なお、証券化やファンド組成・販売業務についてもこの表では非証券関連業に含めている。その理由は、当該業者のディスクロージャー誌その他の資料では、主な収入項目が「その他手数料」や株式・債券以外の「その他トレーディング収益」、「その他営業収益」から構成されているからである。つまり、

有価証券関連業から生まれる収入以外の収入から成り立っている、と目されるからである。

また、有価証券関連業に分類できる業者においても、PTSや店頭デリバティブなど、伝統的な証券業務とはいいたい業務特性を持つ業者も見られる。そしてこれらのほとんどが、東証非会員業者であり、かつ、この一〇年ほどの間に、増えてきているのである。

2 収入構成の変化

次に営業収益の占有率を見ると、東証会員のシェアは絶対的にはなお高いものの、徐々に低下しつつあり、非会員は六%から一四%近くまで上昇している。非会員業者の存在感が増しているのである。

そこで、収入構成を見ると、東証会員の場合は、「委託手数料」、「引受手数料」が絶対額としても減少し、営業収益に占めるウェイトも三五%から二三%へ低下している。その反面、「募集手数料」や「トレーディング益」の増え方が顕著で、両者合わせて営業収益の二九%から四一%に上昇している。

他方、東証非会員の収入構成はどうであろうか。委託手数料は激減し、引受手数料はもともと一%にも満たない。その反面、「トレーディング益」の増え方が顕著で、もともとウェイトの極めて高い「その他手数料」と合わせて、営業収益の六

表 4 証券業協会加盟251社の分類

	証券関連	非証券関連	内訳		
			資産運用 関連	FX (外為 証拠金取引)	そのほか
国内業者185社 うち東証会員	145 (74)	40 (1)	21	15 (1)	4
外国業者66社 うち東証会員	41 (20)	25 (0)	20	5	

(注)「非証券関連業」とは有価証券関連業を営まない業者をいう。また「資産運用関連」とは投信委託業、投資顧問業などの投資運用、ファンド・証券化組成販売をさす。

2015年3月末、営業休止中の3社を含まない。

七%を占めているのである。また、有価証券関連業以外の業務を源泉とする「その他営業収益」のウェイトも比較的高い。なお、東証会員、非会員ともに「受入手数料」では「その他手数料」が最大項目となっている。

そこで、こういった収入構成のなかで、ウェイトを高めた、あるいはもともと高い収入項目について、もう少し具体的に見ておこう。

まず、東証会員、非会員ともに受入手数料の中で最大項目となった「その他手数料」を見よう。東証会員には大手、準大手のほか、メガバンク系証券、大手外資系投資銀行などが含まれているが、これらの「その他手数料」は、M&A等のコーポレートファイナンスにかかるアドバイザリー収入と投信の代行手数料が大きな構成部分となっている。M&Aのアドバイザリーランキングは、大手、メガバンク系、外資系投資銀行が上位にくることから、コーポレートアドバイザリー収入はこれらの大手に偏っていると考えられる。他方、国内証券会社の場合には大手から中小まで、投信販売に傾注する業者が多いことから投信代行手数料が多いと推定される。

では、東証非会員の場合にはどうか。東証非会員一五六社の業務別内訳は、非証券関連業で、資産運用関連が四一社、FXが二〇社と目される(表4、参照)。また、証券関連業では、①外国証券二一社(外資系に買収されるなどの国内証券も含む)、②地方を含む中小証券四七社(地銀系含まず)、③銀行系証券一四社(うち地銀系九社)、④国内PTS七社などとなっている。

地銀系証券や中小証券の場合の「その他手数料」は、投信代行手数料が多いと考えられるが、資産関連業者のうち投信委託業や投資顧問業者の主たる収入は、投信の運用からくる「委託者報酬」や一任運用の「投資顧問料」である。その他の資産関連業者の中には、海外のファンド販売について海外運用会社の販売を取次いでいる事例も見られるが、その取次手数料や顧客斡旋料も「その他手数料」に計上されている。また、FX専業の場合、取

引所FXのブローカー業務では、「委託手数料」に計上される場合と「その他手数料」に計上される場合が散見される。⁽²⁾

次に、営業収益のうちで最大項目となっているトレーディング益について見よう。国内証券会社の場合には、預かり資産積み上げ営業の代表的な商品として投信のほかに外債にも注力しているので債券等のトレーディング益が多いということは推察できる。ただ、東証非会員の場合は、伸び方が急速であるため、それだけでは説明できない。他方、東証非会員の金融収益・費用のウェイトが比較的小さいことからポジション保有のファンディングコストが小さいという特徴がある。ここから類推できることは、店頭FXの売買スプレッドが考えられる。これは「その他トレーディング損益」に計上されるのである。

そのほか、CDS等の証券以外の店頭デリバティブの取り扱いについても、執行された場合の媒介手数料は、「その他手数料」に計上されているのだろう。外資系証券会社の場合にはこうした店頭デリバティブの媒介が多いと考えられる。

3 最後に

アメリカの証券業界の姿は、二〇年後の日本の証券業界を予想させる、とよくいわれる。そこで、アメリカ証券業界の収入構成を見れば、上述してきたことと重なる点が多い。表5は、アメリカのNYSE会員業者とNYSE非会員業者の収入構成を比較したものである。

これによると、NYSE非会員業者の営業収益に占めるウェイトは徐々に高まり、二〇一三年には四割近くになっている。また証券のブローカー・ディーラー・アンダーライティング・ディストリビューティングなど伝統

的な証券業務からの収入はNYSE会員でも半分に満たない。NYSE会員の最大収入項目は、M & A等の証券関連その他手数料と資産管理手数料である。つまり証券の流動性や発行を保証するビジネスではなく、投資家と発行会社に対するアドバイザー業務が中心的なビジネスになっている。このほか、NYSE非会員の場合には、証券業とは無関係な「その他収入」が三割を占めている。

もつとも、わが国の場合は、以前は「証券業界」の土俵の外にいた業者が、金商法により土俵の中に入ってきただけ、とも解釈できる余地がある。どこからどこまで、証券ビジネスの変化を反映しているのか、なお注意深い検討が必要である。

注

(1) 証券取引所の株式会社化により、会員権は株主権と取引参加権に分離し、取引所で取引できる業者は「取引参加者」と呼ばれるようになった。このうち現物株やデリバティブなど取引所が提供するすべての市場での

表5 アメリカ証券業界の収入構成

	2001		2002-12 (年平均)		2013	
	NYSE	非NYSE	NYSE	非NYSE	NYSE	非NYSE
社数	261	5,241	211	4,721	183	4,024
手数料	13.8%	21.9%	13.2%	23.3%	14.2%	16.3%
売買益	13.0%	11.0%	4.5%	7.8%	7.3%	5.7%
引受収入	8.0%	1.8%	9.2%	3.4%	15.3%	6.7%
投信販売収入	3.2%	13.2%	3.2%	14.6%	4.0%	15.0%
信用取引利子	6.6%	1.2%	5.1%	1.6%	3.5%	1.2%
資産管理手数料	6.8%	7.4%	9.4%	10.6%	20.4%	14.5%
調査収入	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.2%	0.1%
コモディティ収入	2.5%	0.6%	0.9%	0.5%	1.2%	0.1%
その他証券関連収入	40.9%	16.0%	44.8%	12.3%	24.5%	9.9%
その他収入	5.1%	26.8%	9.6%	25.8%	9.5%	30.5%
営業収入 (百万ドル)	194,768	78,401	199,894	92,648	162,843	101,662
シェア (%)	71.3%	28.7%	68.3%	31.7%	61.6%	38.4%

(注) 暦年ベース。「非NYSE」はFINRA登録業者の数値からNYSE会員業者の数値を差し引いたもの。パーセンテージは営業収入を100%として算出したものである。

(出所) 拙稿「証券業者ビジネスの変容について」(『証券レビュー』55巻8号、2015年8月) 所載の表より引用。

(2)

取引参加権を持つ業者を「総合取引参加業者」と呼称している。しかし、便宜上、依然として「取引所会員」と呼ばれることが多いので、ここでも簡略化して「会員」と呼称することとする。

取引所F Xの委託業務では、「委託手数料」に計上する業者と「その他手数料」に計上する業者などまちまちである。これらの会計処理は統一されるべきだろう。

(にかみ きよし・大阪研究所長)