

地方証券とそのビジネスの変遷

深見 泰孝

1 はじめに

この二〇年の証券会社の経営環境を振り返ると、それに大きな変化を伴う二つの出来事があった。一つは、一九九八年に行われた証券業の免許制から登録制への移行であり、もう一つは、一九九九年に株式の委託売買手数料（以下、委託手数料と略記）の完全自由化である。これにより、IT企業や商品系、FX業者、短資会社など異業種からの新規参入が増え、株式ブローカー業務は従来のような収益性を確保できなくなったのである。

こうした証券業を取り巻く経営環境の変化を受け、この二〇年間で証券会社の再編が活発に行われた。一つ目は系列政策の見直しに伴うものであり、二つ目がコスト構造の見直しに伴う同業者どうしの再編である。そして、最後に銀行の参入による再編である。

これらの再編が行われたが、全国の証券会社数は一九六八年四月の二七七社に対し、一九九八年四月が二九一社、そして二〇一八年五月は二六四社であり、大きな変化は見られない。ただ、東京に本社を置く業者を除くと、かなり色合いが異なってくる。すなわち、一九六八年四月の一七三社が、一九九八年四月には一二八社、二〇一八年五月には八五社となっている。つまり、東京以外に本拠を置く会社に限れば、その数は免許制移行時から半減しており、地方の中小証券の再編、淘汰が進んでいることが明らかである。

地方の中小証券は戦後、経営環境の変化に直面するたび、その変化に対応してきた。筆者はこれまで証券会社

の経営者へのオーラルヒストリーの聞き取りを行ってきた。そこで聞き取った内容も踏まえ、本稿では戦後、東京、名古屋、大阪以外に本拠を置く地方の中小証券を地方証券と定義し、そのビジネスを歴史的に振り返りた⁽¹⁾い。

2 戦後改革と地方証券

戦前の証券会社は、業者ごとの業態別多様性が見られ、規模による分類はされていなかった。ところが、戦後改革によって証券業者は同質化された上に、戦前の店舗規制やビジネス特性から規模格差が拡大し、四社寡占の成立に至るのであった。⁽²⁾

規模格差拡大の背景には資本金格差と店舗数格差があり、公社債専門業者を祖業とする大手証券は、戦前に資本の拡充、全国的な店舗網の構築を済ませていた。これに対し、株式業者は特定顧客を相手に、顧客の来店を待つて注文を受注していたこと⁽³⁾や、仲買商は受渡、決済を必要としなかったため、店舗網の必要性がなく、この構築はされなかった。また、資本面では清算取引の仲買人には、戦前から最低資本金規制などで一定の資本が求められたが、現物商などにはそれもなく、営業供託金も取引所仲買人の保証金に比べるとかなり低額であったため、小資本での営業が可能であった。事実、大手四社と後に投信一〇社、運用五社と呼ばれた一九社を除いた業者と、大手四社との資本金格差は一九四八年末の約五〇倍が、一九五五年末では約一三六倍に拡大していた。

さて、戦後改革から一九五五年頃までの証券ビジネスを振り返ると、株式発行市場では主として株主割当額面発行が行われ、間接発行はほとんどされなかった。他方、公社債発行市場での引受業務はレギュラー九社（大手四社と日本勧業、大阪商事、角丸、玉塚、山叶）で九三%が消化され、その他業者は資本面からも参入は困難で

あつた。⁽⁴⁾

また、公社債流通市場は、発行市場での条件設定が市場金利を無視して行われたため、そもそも途中売却がほとんどされず、ゆえにその規模は限られたものであつた。そうすると、残された市場は株式流通市場しかなく、ほとんどの業者は戦後、株式流通市場業務に依存せざるを得なかつたのである。

したがつて、レギュラー九社以外の業者は、ブローカー業務か自己売買業務に依存するしかなかつた。ブローカー業務に依存した業者は、大手業者の顧客層とは異なる客層へとアプローチし、小口の顧客を取り込む一方、歩合外務員依存を強めて人件費を変動費化し、効率化させるのが一般的であつた。他方、自己売買に依存した業者には自己思惑を中心とする業者と、日計り商いやサヤ取りを得意とする業者があり、自己思惑を行つていた業者の多くは破綻してゐた。

3 日本経済の高度成長と地方証券

(1) 証券恐慌までの地方証券

戦後からの一〇年間、証券市場は株式流通市場だけが跛行的に発展を遂げたわけだが、高度成長期もその流れに大きな変化はない。発行市場では発行量こそ拡大したが、株式発行市場では依然として株主割当額面発行が主であり、公社債発行市場も計画消化割当の場に過ぎなかつた。一方、公社債流通市場も形骸化しており、証券各社は株式流通市場業務に依存する経営が続いた。

ここで大手証券は、大量推奨販売と投資信託、運用預かりを駆使して売買高を拡大させ、中小証券との規模格差をさらに拡大させた。⁽⁵⁾ところが、この方法では大規模販売組織を必要とし、固定経費が増大するため、相場低

迷時にはその弊害が露呈する。それが証券恐慌発露の一因でもあった。

一方、大手証券のような手法が採れなかった地方証券は、ビジネス上の大きな変化は見られなかったが、地方証券取引所のシェア低下が経営上の課題となった。これは、地方証券が再編を経て準大手証券などの支店となり、地方取引所ではなく東証へ発注を始めたことに加え、短波放送の登場による重複上場銘柄で東証への株価の一元化も進み、証券取引が東証に集中したことによるものである。⁽⁶⁾ その結果、地方取引所の会員業者は、重複上場銘柄の取引を東証でせざるを得なくなり、母店業者への再委託手数料が必要になる。このことが地方証券のブローカー業務の採算性を悪化させた。

こうした苦境に地方証券は、次の四つの対応を採った。すなわち、①つなぎ機関の設立、②取次母店との関係強化、③歩合外務員依存の強化、④募集営業の強化であった。①は新潟、札幌、福岡の各取引所会員業者が、再委託手数料の節約を目的に、日本協栄証券を設立した。②は大手業者の傘下に入り各種のバックアップを得ながら、生き残りが模索された。③は小規模業者ほど歩合依存を強めて効率化を図った。④は社員営業を維持した業者に見られた共通点であり、割引債や電話債の販売を強化し、安定収入の確保が図られたのであった。

(2) 証券恐慌後の地方証券

証券恐慌後は時価発行の開始や、日本企業の海外での資金調達も増え、発行市場は拡大した。しかし、地方証券は引受業務に参入できるだけの資本がなく、依然として株式流通市場業務に依存した。ただ、地方証券はブローカー依存を続ける会社と、募集営業に注力する業者に大別されていた。前者は歩合外務員依存が高い会社を中心に見られ、歩合依存の低い会社は、確定利付証券の販売を通じた新規顧客の開拓に注力した。募集営業は薄

利ではあるが安定収入が期待でき、市況依存からの脱却や経営基盤の強化に重要な役割を果たしたのであった。

4 安定成長、バブル期の地方証券

一九七三年のオイルショックを契機に、日本経済の高度成長は終焉を迎え、一九七四年には戦後初のマイナス成長に陥った。企業の資金需要は減退し、手元資金が積みあがっていった。他方で、証券市場ではオイルショック後の国債大量発行で、金融の自由化の基底が作られた。同時期、企業の余資運用は利回り重視に変化し、オイルマネーの先進国への流入も相俟って、証券市場の機関化が始まる。また、時価発行が一般化すると、株式持ち合いに伴う法人化が進んだ。

証券市場の機関化、法人化は、法人営業に弱い地方証券にとっては逆風であった。これ以降の時期は、『日経金融年報』（一九七四～二〇〇七年）で札幌、新潟、東京、名古屋、京都、大阪、神戸、広島、福岡に本拠を置く会社の営業数値が確認できる。そこで、これを利用して、証券会社のビジネスを分析していこう。高度成長期まで、証券業はブローカー業務を中心としてきた。最初に一九七九～九〇年の委託手数料が営業収益に占める比率、つまり、ブローカー依存から見えていこう。サンプルは二二六社（地方証券一七社を含む）である。

地方証券のそれは六六・三％であるのに対し、大手四社は四八・一％、投信一〇社は五九・五％、運用五社は五〇・二％、都市部の中堅・中小証券（九五社）は六〇・二％であり、地方証券のそれへの依存度は高い。その要因は、地方取引所の衰退で自己売買はほぼ不可能であり、引受業務も資本面から可能な業者は限られていたため、結局ブローカー業務に依存せざるを得なかったことにある。

また、ブローカー業務に関連した収入として金融収益がある。これが営業収益に占める比率も地方証券は七・

五%に対し、大手四社は九・九%、投信一〇社は六・四%、運用五社は六・一%、これ以外の九五社は七・一%であり、信用取引への依存が高いことが分かる。⁽⁷⁾これは個人投資家に対する信用取引開始基準が大手証券より緩かったことに依拠し、⁽⁸⁾ここから地方証券は信用取引を多用する、小口の個人投資家相手のブローカー業務に注力していたことが分かる。一方、東証会員の中小証券では同時期、大手銀行の傘下入りして法人営業を強化した。同じように、同時期に地方証券にも地方銀行からの出資が行われたが、系列化が目的ではなく、安定株主として出資したに過ぎず、法人営業の強化に繋がるものではなかった。

他方で、このころから多くの地方証券がバックオフィス業務の機械化、オンライン化を進め、固定的なシステムコストが生じていた。そこで地方証券では、中国ファンドをテコにした新規投資家層の獲得と、安定収入の確保のため募集営業の強化が行われた。その結果、中国ファンド販売前と比較して、募集関連収入が営業収益に占める比率は上昇していた

(図表1)。

図表1 募集物関連収入の推移

(単位：百万円)

	1979～82年		1983～90年	1991～98年	1999～2007年
	金額	比率	比率	比率	比率
ウツミ屋証券	1,468	100.0%	186.8%	123.6%	77.0%
神栄石野証券	1,333	100.0%	279.2%	214.1%	—
丸福証券	396	100.0%	241.4%	167.9%	170.6%
中証券	371	100.0%	209.2%	208.5%	165.4%
前田証券	333	100.0%	255.4%	293.4%	201.6%
八幡証券	309	100.0%	155.4%	154.0%	101.4%
西村証券	309	100.0%	203.2%	130.4%	48.4%
越後証券	298	100.0%	224.8%	156.8%	—
光証券	268	100.0%	152.4%	136.1%	72.3%
萬成証券	234	100.0%	168.0%	160.2%	—
上光証券	199	100.0%	186.0%	156.2%	97.5%
大盛証券	170	100.0%	113.7%	95.9%	—
丸近証券	157	100.0%	153.7%	122.0%	29.2%
六和証券	156	100.0%	167.3%	192.9%	49.7%
都証券	154	100.0%	187.2%	222.9%	—
新和証券	140	100.0%	267.4%	325.7%	180.9%
日新証券	80	100.0%	189.4%	155.8%	—

※1991年以降は1979～82年を100%とした数値
(出所) 日本経済新聞社 [1979～2007] より作成

5 バブル崩壊後の地方証券

一九八九年末をピークに日経平均株価は長い低迷を始めた。これと同じように東証の売買代金も減少に転じた。一九八五～八九年の五年間のそれは、年間平均が二二兆四八〇〇億円であったが、一九九〇～九八年には一〇兆五九〇〇億円となった。売買代金の減少は証券会社の営業収益にも大きな影響を与えた。『日経金融年報』で決算が明らかなら二四社のそれは、バブル期（一九八五年九月期決算から一九九〇年三月期決算）の五二・二％（二兆二九三五億一〇〇万円）に低下していた。規模別に仔細を見ると、大手四社のそれはバブル期の五三・八％、旧投信一〇社は四八・二％まで落ち込み、これらに地方証券一七社を除いた九六社のそれは五一・七％に落ち込んだ。これに対し、地方証券一七社のそれは五九・〇％であり、概ねその他のグループよりは落ち込みが小さい。その要因は、他のグループと異なり、地方証券はバブル期に法人取引とは無縁で、個人取引を中心としていたため、法人取引縮小の影響は小さく、そのことが収益の落ち込みを小幅でとどめられた要因であったと考えられる。

バブル崩壊後、ただでさえ収益悪化に苦しんだ証券界は、①銀証分離政策の見直し、②委託手数料自由化の開始、③証券業の登録制への移行という、従来のビジネスモデルを根底から覆す経営環境の変化が予定されていた。これに加えて、法人取引の縮小により、大手、準大手証券も個人取引分野に一層注力したため、地方証券が得意としたこの分野でも、競争が激化していた。

バブル崩壊後、証券界はビジネスモデルの見直しを迫られたわけだが、大手業者はブローカー業務依存を下げたのに対し、地方証券はむしろそれを高めていた。加えて、地方証券は同時期に金融収益の比重も高めたが、そもそも相場低迷に伴って営業収益が減少しており、これらの収入自体は一九九一年三月期をピークに年々減少し

ていた。では、地方証券はどの業務でブローカー関連収入の落ち込みをカバーしたのだろうか。

業界全体を俯瞰すると自己売買比率は、安定成長、バブル期よりも、バブル崩壊後の方が高まっている。ただ、地方証券一八社だけに限定すると、東証会員業者（五社）は大幅な増加を見たのに対し、非会員業者のそれは、むしろ低下させていた。つまり、東証会員業者には日計りのチャンスがあったのに対し、地方取引所の衰退が著しく、地方取引所会員業者にはもはやそのチャンスは皆無となり、自己売買で収入を確保することは不可能であった。

そうすると、募集営業でカバーするしか残された途はない。図表1によれば、一九九一～九八年は地方証券のほとんどが一九八三～九〇年より募集関連収入を減少させていたが、一九七九～八二年よりは拡大させていた。この時期、MMFや規制緩和を利用した自社専用投信、共同投信の販売を始める会社や、このほかにも、外債や外国投信の募集に注力する会社も見られた。つまり、募集営業を強化する会社が増えていたのであった。ただ、収入額には差があり、委託手数料収入の減収をある程度カバーできた会社と、カバーできない会社があった。

他方で、バブル期の積極経営でコストは増大しており、収入が減収ならば支出を見直すしかない。そこで、不採算店舗の閉鎖やバックオフィス業務の外部委託などのリストラが行われた。こうしたリストラを経ても、依然として損失計上の続く会社は、委託手数料自由化を目前に控えて、自ら会社解散や自主廃業、営業譲渡によって市場から退出した。

また、大手業者の系列下に入った業者も、大手業者自身が外資や銀行からの出資を受け入れざるを得ないほど危殆に瀕しており、従来のような系列政策は維持不可能となり、その見直しの過程で中堅証券以下の再編が進められていったのであった。

6 手数料自由化後の地方証券

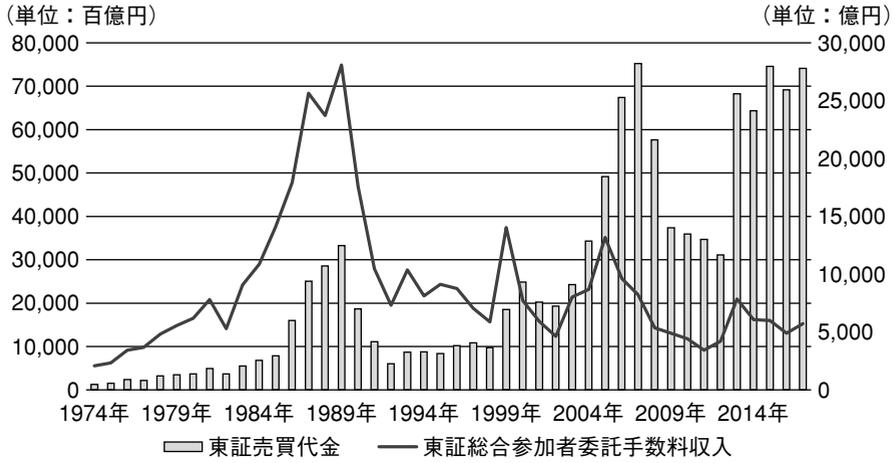
(1) 二〇〇七年以前の地方証券

一九九九年一〇月一日、委託手数料の完全自由化が実施された。その前年には証券業への参入が免許制から登録制へと移行し、さらにそれらがインターネットの普及とほぼ同時であったため、一九九九年以降ネット証券の参入が相次いだ。ネット証券は、委託手数料を大幅に割り引く、薄利多売のビジネスモデルを武器にし、対面証券会社にビジネスモデルの根本的な転換を迫った。

ネット証券の参入は、ブローカー業務の採算性に大きな影響を与えており、図表2によれば、従来は売買代金と委託手数料収入は連動していたが、手数料自由化後は売買代金が増えても、委託手数料収入が連動しなくなった。それでも、一九九九～二〇〇七年までのブローカー依存度は、中堅、中小証券を中心にITバブルやいざなぎ景気によって、日経平均株価が上昇したこともあり、一九九一～九八年より依存を強めていた会社が多く見られる。

また、金融収益の変化を見ると、数値が明らかになる業者全体では、一九七九～九〇年（一二五社）は平均七・六％、一九九一～九八年（一二八社）は平均九・三％であったが、一九九九～二

図表2 東証売買代金と委託手数料収入の推移



(出所) 「東証統計月報」、「東証要覧」、「証券」各年版、東証ホームページより作成

〇〇七年（八七社）のそれは平均三・六％へと急低下していた。これは地方証券（一三社）でも同様であり、従来対面証券にとって主要顧客であった、信用取引を使って高回転を繰り返す顧客が流出していたことを意味する。こうした環境変化に、従来はブローカー業務に強く依存していた会社でも、ディーリングに注力する会社と、募集営業を強化する会社に大きく二分された。一九七九～二〇〇七年のデータが取れる八二社の自己売買比率を確認すると、一九七九～九〇年は二六・七％、一九九一～九八年は三四・九％であったが、一九九九～二〇〇七年のそれは五二・六％へと急上昇していた。⁽⁹⁾一方、地方証券一三社のそれは、東証会員の四社は手数料自由化前後でそれを二〇～五〇％増やしていた。

しかし、二〇一〇年に東証が新株式売買システムを導入し、証券取引の高速化やHFT業者の参入が本格化すると、取引アルゴリズムとシステムの性能が問われるようになり、日計り商いで収益獲得は困難になった。その結果、手数料自由化後、自己売買比率が七〇％を超えていた会社（二九社）のうち、約四割に相当する一二社は廃業、他社への部門売却、無償譲渡、買収によって姿を消している。地方証券一三社でも、自己売買比率の高かった四社のうち二社が、地銀系証券に衣替えしている。

一方、募集営業では強固な顧客基盤をもつ地方証券が、外資系証券と提携する事例が見られた。外資系にとつては、稠密な営業網が形成できるという利点があり、地方証券には独自性のある商品や、質の高い情報の獲得が可能となり、相互の弱点を補完し合える関係であった。ただ、募集物は安定収益が期待できるものの、株式のような高回転は期待できず、手間がかかるわりに収入への寄与は株式より小さいため、相場が好調なときは募集営業は消極的になるとされる。

このことを確認するべく、東証の売買代金と地方証券の委託手数料、募集関係収入の関係を図表3に示した。

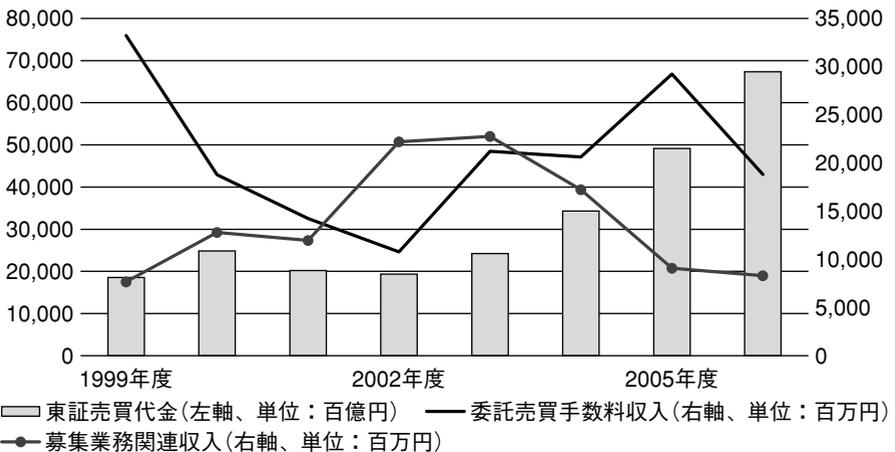
図表3によれば、いざなぎ景気の開始とともに、地方証券一三社の募集関連収入は低下している。ただ、個別会社まで立ち入って確認すると、古くから募集営業に注力していた会社は、相場上昇局面でも募集関連収入を積み上げており、これらの会社は着実にストックビジネスへの移行を進めていたのであった。

(2) 二〇一五年以降の地方証券

では、『日経金融年報』で営業数値を確認できなかった二〇〇七年以降はどうだろう。地方証券各社のホームページなどで、二〇一五年以降の「業務及び財産の状況に関する説明書」を取得できた六二社（地銀系証券二一社を含む）のデータを用いて分析したい。

まず、ブローカー業務依存では、営業収益に占める委託手数料収入の比率が七〇%を超える会社が一七社あった。これらはすべて伝統的な証券会社であった。他方、二〇%以下の会社も一六社あり、これらの多くは地銀系証券であった。次に、自己売買比率を確認すると、四七社が一〇%以下であり、自己売買比率は極めて定位で推移していた。

図表3 東証売買代金と地方証券の委託手数料、募集関係収入の推移



(出所) 日本経済新聞社 [1979~2007]、『東証統計月報』より作成

益に占める比率が六〇%を超えている会社が一七社に上ることである。また、東海東京証券と合併で設立された会社を除くと、そのすべてが募集関連収入で営業収益の九〇%以上を稼ぎ出しており、募集業務への強い依存が見られることである。これに対し、既存業者を買収、分割して設立された会社は、その比率が七〇%以下であり、三〇%台の会社も二社見られる。このように、地銀系証券には新規設立された会社と、既存の証券会社を組織換えして設立された会社では、経営戦略に大きな違いが見られるのである。

7 むすびにかえて

地方証券はこれまで、個人投資家に対する株式流通市場業務を中心に収益を上げてきた。しかし、ネット証券の参入による株式ブローカー業務の競争激化や採算性の悪化に加え、地方証券では主要顧客の流出も起きている。その結果、株式ブローカー業務への強い依存は営業収益の悪化を招き、生き残りが難しくなっている。

また、最近では地方証券のみならず、地方の金融機関は相続に伴う資産流出に直面しており、地方銀行が資産形成サービスを本格化し、証券子会社を相次いで設立している。現在は、地銀系証券の多くは募集業務を専門としているが、九州FG証券は引受業務にも参入しており、今後も地銀系証券が募集業務だけにとどまる保証はない。

このように地方証券を取り巻く経営環境は、格安手数料を武器にしたネット証券と、顧客の資産、負債のポートフォリオを把握している地方銀行に挟撃され、経営を取り巻く環境は一層厳しくなっている。特に、ネット証券は同じサービスを格安な手数料で提供しており、地方証券を含む対面証券にはこの手数料の差を正当化するだけの何かが必要となる。

それを考えるキーワードが、そもそも証券業が顧客に提供している価値とは何かではなからうか。金融機関は情報の非対称性を軽減、緩和することが、顧客に提供する価値である。個人投資家に対しては、資産運用のアドバイスを通じて、顧客の資産形成を手助けすることである。つまり、地方証券が手数料の差を正当化できる根拠は、資産運用アドバイスに求めなければならない。

アメリカの地方証券では、エドワード・ジョーンズのように小規模店舗で稠密な店舗網を構築する会社もあれば、会社自体がR I Aに転身する会社も見られる。ただ、いずれの場合も、顧客に寄り添い、資産運用の伴走者として、顧客本位に立った質の高いアドバイスを提供しようとしているところに特徴がある。ネット証券もI F Aやロボットアドバイザーを用いた資産運用アドバイスに参入しており、さらに地方証券を取り巻く経営環境は厳しくなることが予想される。こうした厳しい環境で生き残るには、アドバイス能力の向上は必須であり、その上で顧客のポートフォリオ全体を見渡し、顧客の資産形成を手助けできるような、資産形成の伴奏者となることが求められる。こうしたフロービジネスからストックビジネスへの転換こそが、地方証券が生き残る途となるであろう。

注

- (1) なお、各経営者へのヒアリング内容は、『証券レビュー』で既に公表している。
- (2) 二上「一九九〇」に詳しい。
- (3) 東海証券「一九九四」七頁
- (4) その理由は、債券が売れ残った場合に業者は、①逆ザヤを計上しての継続保有か、②途中売却して売却損を計上する

しかなく、それを穴埋めできる資本がなければ、参入できなかったためである。

(5) 投資信託や運用預かり業務をするには資本規模が求められ、大手業者しかこの手法を採れなかったためである。

(6) 証券ジャパン「二〇一五」八三〜八四頁

(7) 大手四社などと金融収益を比較したが、大手、準大手証券のそれには信用取引による収益に加え、保有有価証券の受取利息、配当金も含まれているのに対し、中小証券のそれはそのほすべてが信用取引による収益であるが、『日経金融情報』では内訳が明らかでないため、敢えてこの数値を用いて比較している。

(8) 地方証券一七社の信用取引開始基準が明らかではないが、野村証券のそれは一九九〇年まで預かり資産五〇〇〇万円以上であったのに対し、中央証券のそれは一九八六年までは預かり資産二〇〇万円以上であった。また、内外証券は一九八五年までは預かり資産一〇〇万円以上であった（中央証券「一九九三」二六三頁、内外証券「一九九〇」二二八、二四〇頁）。また、地方証券二三社への証券史談で、各社とも信用取引枠の関係から、複数の母店を持っていたことが語られていることも傍証となろう。

(9) バブル崩壊後、中堅証券や中小証券は人件費を削減しつつ自己売買益を確保する目的で、歩合制の契約ディーラーを増やした（『日本経済新聞』一九九九年一月一九日朝刊）。成功報酬型の歩合ディーラーは、利益を会社と分け合う一方で、損失はディーラーに負担させるケースが多く、歩合ディーラーを増やして自己売買益を確保しようとした会社が増えていた。

(10) 募集関連収入比率が高いにもかかわらず、経常利益が少ない会社の多くは開業間もない地銀系証券が多く、その他はレセプト債問題で損失を計上した会社である。

参考文献

- ・証券ジャパン「二〇一五」『証券ジャパン七〇年史 ゆたかな未来へあなたとともに』
- ・中央証券「一九九三」『中央証券合併一〇年史』
- ・東海証券「一九九四」『東海証券五十年史』
- ・内外証券「一九九〇」『内外証券一〇〇年史』
- ・二上季代司「一九九〇」『日本の証券会社経営―歴史・現状・課題』東洋経済新報社
- ・日本経済新聞社「一九七九～二〇〇七」『日経金融年報』各年版

(ふかみ やすたか・特任研究員)