

# 類型別に見た証券業界の収益別シェア

二上季代司

前回は、証券業界の収益構成（いいかえれば業務内容）について検討した<sup>(1)</sup>。これによれば、かつて純営業収益の過半を占めていた委託手数料が今や一六％にまで低下し、代わって委託・引受・募集の各手数料のどれにも分類できない「その他手数料」が三四％と最大の収益源になっていることが確認できたが、この変化はまた、外国証券会社のシェア拡大と並行していることもわかった。つまり、業務内容の変化は競争構造の変化も伴っていたのである。

そこで、今回は「競争」という側面から、証券業界における平成年間の構造変化を検討してみよう。かつて日本の証券界は大手四社の寡占構造（「四社寡占」と特徴づけられていた。それは、どの業務をとってみても大手証券四社が他社を隔絶するほどのシェアを占めていた、という意味である。この「四社寡占」は今や死語となった。では証券界はどのような競争構造に変わったのだろうか。以下では、この問題を検討するのである。

## 1 ビッグバン以前の競争構造

図表1は一九九七年三月期の決算数値である。この翌年度には山一証券が破綻しており、「四社」の数値が得られる最後である。かつまた、証券規制の大改革が行われる「日本版ビッグバン」直前でもある。要するに、「旧レジーム（体制）」下での競争構造の最期を表すものといつてよい。

(1)

この表は「大蔵省証券局年報」の巻末資料をベースにして作成したが、類型基準としては「資本金」の多寡と「会員権」の有無の二つが使われている。その理由を『年報』は明示していないが、「旧レジーム」下では資本金の多寡が証券業務の認可基準となっていたこと、証券取引所は独禁法の適用を免除され「市場集中義務」「会員枠の限定」によって会員（とりわけ東証会員）は委託業務・自己売買業務を展開する上で極めて有利な立場にあったからだ、と思われる。

これを見ると、売買益を除き受入手数料のどの項目をみてもわずかに四社で五割近くの収益を占めていたことが確認できる。とりわけ発行業務関係（引受・募集業務）のシェアは非常に高くなっている。当時は増資や起債における主幹事シェアが四社のほぼ独占状態にあったこと、四社系投信委託会社のシェアも高く、投信の募集業務においても四社のシェアは高かったのである。

ところで、ここで留意しておくべきことが二点ある。

第一は、系列証券の存在である。大手四社は準大手から中堅・中小に至るまで多くの会員業者を系列化していた。この

図表1 類型別収益シェア（1997年3月期）

		純営業 収益	委託 手数料	引受 手数料	募集 手数料	その他 手数料	売買損益	
金額（億円）		24,317	10,513	2,648	2,550	3,725	5,455	
社数		シェア						
東証会員	124	93.2%	93.9%	87.7%	94.0%	85.2%	94.6%	
国内証券	大手4社	4	47.5%	37.0%	67.8%	63.5%	41.9%	29.6%
	総合証券	45	28.5%	34.1%	16.4%	28.5%	18.9%	22.0%
	その他国内証券	54	4.8%	7.9%	0.4%	1.9%	2.1%	2.7%
外国証券	21	12.4%	15.0%	3.0%	0.1%	22.2%	40.2%	
東証非会員	159	6.8%	6.1%	12.3%	6.0%	14.8%	5.4%	
国内証券	122	4.3%	4.8%	11.9%	6.0%	3.3%	5.4%	
外国証券	37	2.4%	1.3%	0.4%	0.0%	11.5%	0.0%	

(注1) 純営業収益 = 受入手数料(委託手数料+引受手数料+募集手数料+その他手数料) + トレーディング損益(売買損益) + 純金融収益。純金融収益はこの表には掲載していない。

(注2) 総合証券とは元引受業務ができる資本金30億円以上の証券会社をさす。

(注3) 時価基準の「トレーディング勘定(特定取引勘定)」の強制導入は2001年3月期以降のため、この表では「売買損益」としている。

(出所) 大蔵省証券局年報(「4編 財務諸表」、東京証券取引所「会員の決算概況」、日本証券業協会「協会の決算概況」(『証券業報』)より作成

ため、自身のブローカー・ディーラー部門だけではなく系列証券も動員することによって証券取引所における株価形成に大きな影響力を持ち、それがまた「幹事獲得」の競争手段となっていたからである。<sup>(2)</sup>

このため「株式ブローカー」業務における大手四社の実質的なシェアは委託手数料のシェアに反映された数字よりも大きかった。つまり発行業務のみならず流通業務においても四社の実質的シェアは高かったのである。

しかし第二に、外国証券会社のシェアがすでに上昇しつつあった。バブル崩壊後も大手四社のシェアに陰りはみられなかったのだが、外国証券会社（非会員含む五〇社）の純営業収益のシェアは一九九一年三月期の七・六％が、九七年三月期では五・八社で一四・八％となっている。とりわけ「その他手数料」、「売買益」のシェアが高く なっている。機関投資家向けの外貨建て債券・仕組債・ファンドなどの販売手数料やM&A関係の報酬が「その他手数料」として計上されることが多くなり、株式や債券における裁定取引関係の売買益も多かったことなどが注目される。

つまり、ホールセール業務で徐々に変化が生じていたのである。また一九九〇年代初頭の業際問題の解決（子会社形式での銀行・証券・信託の相互参入）とのバスターで起債市場の自由化が進められ、それまでのように証券会社がインシアチブを発揮できるのはエクイティ・ファイナンスだけではなくなった。実際、株価の低迷とも相まって公募増資は大幅に減少、増資も第三者割当てや優先株など後ろ向きな案件が増えていき、成長資金の調達には社債によるものが増えていったのである。

この結果、「幹事獲得」競争の手段でもあった「株式出来高競争」、したがってまた、それを補強するための証券系列化戦略も意義が薄れていった。二度の不祥事を契機に、営業目標を「株式等の出来高」から「預かり残高」へと変える「資産管理型営業」への転換がスローガンとして掲げられるのもこのころである。これら種々の変化

が、その後の四社系証券株の浮動化へつながる下地になったと思われる。

## 2 ビッグバン以後リーマンショック直前までの競争構造

一九九八年以降になると、準大手以下の証券株が浮動化しはじめ、証券会社の再編成が始まる。証券株の浮動化は、経営破綻に陥った山一や長銀、日債銀等がやむなく保有証券株を売却したケース、他の大手三社が証券系列化戦略を放棄したケース、経営困難に陥った証券会社オーナーが売却したケースなどの複合的な結果である。この浮動化した証券株は、①証券参入を企図した他業態・業界による取得や②経営陣による新たな安定株主作りやMBOによって吸収されていった。

証券再編成は二〇〇〇年代の中頃までには収まったが、合併や事業譲渡、自主廃業によって旧来の業者の多くは姿を消し、代わって新規参入が増加していった。一九九〇年代末の「日本版ビッグバン」の一環として証券業は免許制から登録制へと変わったことが新規参入への障壁を低くした。

そこで、一九九八年以降については、支配株主の属性を分類基準の中心において類型化してみることにしよう。リーマンショック直前の業者数と類型別収益シェアをみると、図表2のようになる。証券取引所は独禁法の適用除外ではなくなり、会員（取引参加者）枠を限定することはできなくなった。つまり資格要件さえ整えば取引参加者になれるのだが、東証の総合取引参加者の数はむしろ減少し、逆に非総合取引参加者が増えていった。

まず資本金三〇億円以上の「総合証券」は、メガバンク系、上場証券、その他中堅証券へと分解していった。準大手証券の多くは、メガバンク三グループのもとで大手証券に伍する規模にまで経営統合を繰り返していった。他方では、財務の健全な中堅クラスから新規上場によって規模拡大を図る業者が現れた。さらに手数料自由化に

よって「ネット証券」が台頭し急速にシェアを拡大し、その中からも新規上場を図る業者が現れた<sup>(3)</sup>。

一方、東証非取引参加者ではFX（外為証拠金取引）専門の業者が増えた。一九九八年施行の改正外為法によって金融機関以外の業者が一般顧客を相手に外為業務に参入しはじめ、FX業者が増加したのである。また、不動産やインフラ等を運用対象とするオルタナティブ・ファンドの組成・販売業者など多様な業者の参入がはじまる。

しかしこの中でもやはり注目されるのは外国証券会社である。東証会員の外国証券会社は、

図表2 類型別収益シェア（2007年3月期）

		純営業 収益	委託 手数料	引受 手数料	募集 手数料	その他 手数料	トレーディ ング損益	
金額（億円）		40,398	10,395	2,153	4,169	12,821	8,568	
社数		シェア						
東証総合取引参加者		109	94.8%	94.6%	99.8%	95.8%	93.6%	95.6%
(内訳)	独立系大手	4	33.7%	24.7%	45.3%	64.0%	21.2%	46.9%
国内証券	メガバンク系	5	15.6%	13.2%	24.1%	16.2%	8.9%	27.2%
	上場証券	16	7.2%	12.5%	2.3%	11.3%	2.8%	6.9%
	ネット証券	6	4.4%	10.5%	0.7%	0.6%	1.1%	0.4%
	中堅・中小証券ほか	54	4.7%	8.7%	0.4%	2.0%	2.4%	5.4%
	地銀系	4	0.4%	0.9%	0.0%	0.4%	0.1%	0.2%
外国証券		20	28.8%	23.9%	26.9%	1.4%	57.2%	8.7%
東証非総合取引参加者		194	5.2%	5.4%	0.2%	4.1%	6.4%	4.3%
(内訳)	銀行系	6	0.7%	0.1%	0.1%	2.2%	0.3%	1.9%
国内証券	FX（外為証拠金）業者	17	0.6%	0.6%	0.0%	0.0%	0.7%	0.8%
	資産運用・ファンド組成 など	15	0.2%	0.1%	0.0%	0.3%	0.5%	0.1%
	中小証券	91	1.3%	3.3%	0.0%	1.2%	0.5%	0.7%
	その他国内証券	20	0.8%	0.9%	0.1%	0.1%	0.9%	0.0%
外国証券		45	1.7%	0.4%	0.0%	0.3%	3.4%	0.9%

(注1) 独立系大手は野村、大和、大和SMBC、日興コーディアルの4社、メガバンク系は新光、みずほ、みずほインベスターズ、三菱UFJモルガンスタンレー、SMBCフレンドの5社

(注2) 「上場証券」は持株会社（親会社）が上場している場合に支配的の子会社であれば含める（大手、メガバンク系、ネット証券を除く）。

(注3) 東証非総合取引参加者の「銀行系」はメガバンク系2社、地銀系1社、その他銀行系3社である。

(注4) 純営業収益＝受入手数料（委託手数料＋引受手数料＋募集手数料＋その他手数料）＋トレーディング損益＋純金融収益＋その他営業収益。純金融収益とその他業務収益はこの表には掲載していない。

(出所) 拙稿『証券会社経営の時系列的分析』付属資料（日本証券業協会委託調査、2018年）より再引用。

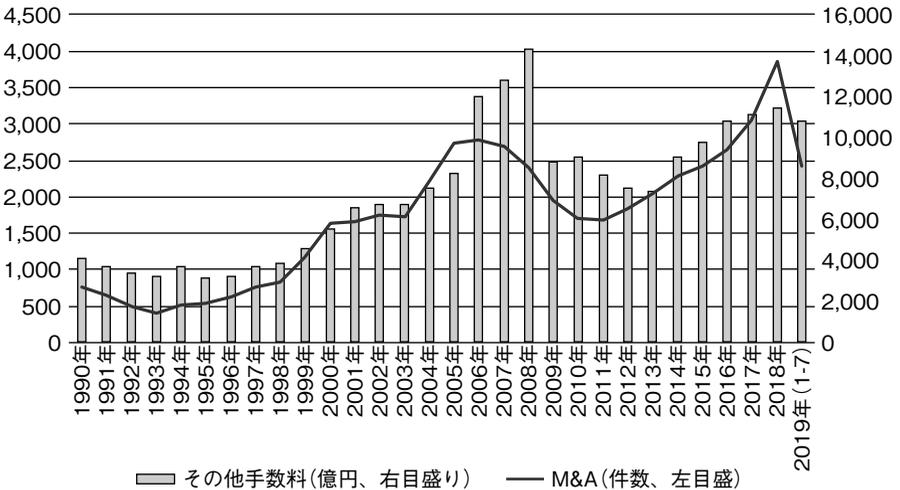
社数が増えていないものの、募集手数料を除く各手数料シエアを急速に上昇させ、純営業収益では三割近くのシエアになっている。とりわけ「その他手数料」は過半を占めている。二〇〇〇年前後に企業結合法制が整備されたこと、金融機関や事業会社間の株式持ち合いの解消とともに海外株主が増え、「選択と集中」のスローガンのもと、事業部門や企業のM&Aが増えていったが、そのアドバイザーに外国証券会社がつくケースが多かったのである。

実際、「その他手数料」の金額は、一年ほど遅れ<sup>(5)</sup>てM&Aの件数とほぼ平行に推移している(図表3)。またM&Aの実行において買収資金調達のためのファイナンスが随伴する場合も多く、アドバイザーとなった外国証券会社にとって引受幹事獲得のチャンスも増えていったと思われる。

### 3 リーマンショック後

ところが証券化ビジネスの行き過ぎから欧米の大手

図表3 日本企業のM&A件数と「その他手数料」



(注1) M&Aの仲介手数料は案件が執行されてからの成功報酬が大きい。このため「その他手数料」は、1年ほど遅らせて描図している。  
(注2) 2019年のM&A件数は7月まで。  
(出所) M&A件数はレコフ『MAAR』巻末資料より作成。「その他手数料」は日本証券業協会『会員の決算概況』より作成。

投資銀行が経営悪化に陥って、二〇〇八年九月にリーマン・ブラザーズが破綻、これが大きな転機となった。海外親会社の合理化の一環として日本拠点の見直しが始まり、外国証券会社は二〇〇九年三月期末七九社(既往ピーク)から社数の減少に転じ、二〇一六年三月末の六四社へ一五社の純減となる。この過程で、三菱UFJグループが財務困難に陥ったモルガン・スタンレーに九〇億ドルを出資、同社の投資銀行部門の一部を吸収する。また三井住友銀行が、同様に再建下にあったシティグループの持つ日興コーポリアル証券の株式を買い取り、同社を傘下に置く。さらにみずほグループも傘下証券会社を統合する。こうして、現在の「大手総合証券五社体制」(野村、大和、S M B C日興、三菱UFJモルガンスタンレー、みずほ)が出来上がった。

二〇一二年末の「アベノミクス相場」に支えられて、証券業界への参入意欲が高まり、二〇一六年の二四九社から再び、社数は増えていき、二〇一八年では二五九社となっている。そこで直近のディスクロージャー誌を利用して二〇一八年度の類型別収益シェアを作成すると、図表4のようになる。

これによると、メガバンク系三社のシェアが著しく上昇している。その一因はS M B C日興証券のシェアを独立系大手からメガバンク系に繰り入れたからであるが、それを考慮しても、やはり増えている。とりわけ、引受手数料、その他手数料、募集手数料のシェア上昇が著しい。それは「銀証連携」の効果といつてよいだろう。親銀行が金融商品仲介業者として預金顧客に投信や外債の販売の勧誘を行い、これを証券子会社に取り次いでいるのである。またファイナンスのニーズがある取引先企業を証券子会社に紹介するケースも目立っている。またM & Aの実行過程で必要な資金を機動的につなぎ融資をすることで証券子会社のM & Aの仲介業務を資金面からもバックアップできる。こういったことが募集手数料、引受手数料、M & Aのアドバイザー手数料の底上げにつながっているのである。

こういった「銀証連携ビジネスモデル」は、地方銀行にも広がっている。新設、合併、買収等、経緯は様々であるが、二〇〇七年から一八年までに地銀系証券子会社は一八社も増えており、募集手数料、外債売買益が増えている。銀行顧客に投信や外債の勧誘を行い、この販売を証券子会社に取り次いでいるのである。

他方、株式ブローカー業務でシェアを高めてきた「ネット証券」は手数料率の引き下げ競争が激しくなり、委託手数料の絶対額は頭打ちとなっている。そこで、売買回転の速い顧客向けにFXの取り扱いを増やし、そ

図表4 類型別収益シェア（2018年度）

		純営業 収益	委託 手数料	引受 手数料	募集 手数料	その他 手数料	トレーディ ング損益
金額（億円）		31,324	5,108	1,849	2,313	10,806	7,490
社数		シェア					
東証総合取引参加者	88	85.7%	92.0%	99.2%	92.3%	83.4%	71.0%
(内訳)	独立系大手	2	25.5%	27.2%	37.3%	37.4%	32.0%
国内証券	メガバンク系	3	25.2%	16.2%	52.4%	32.6%	38.4%
	上場証券	15	6.9%	10.9%	2.4%	14.5%	3.1%
	ネット証券	7	7.7%	15.2%	1.9%	3.2%	1.7%
	中堅・中小証券ほか	35	2.3%	6.3%	0.1%	2.2%	0.5%
	地銀系	4	0.5%	0.9%	0.0%	1.0%	0.1%
外国証券		21	17.3%	15.3%	5.1%	1.6%	36.8%
東証非総合取引参加者	170	14.3%	8.0%	0.8%	7.7%	16.6%	-20.9%
(内訳)	独立系大手・メガバンク系	2	3.6%	0.1%	0.0%	2.6%	0.7%
国内証券	地銀系・その他銀行系	22	1.8%	1.3%	0.8%	3.6%	1.1%
	FX（外為証拠金）業者	16	1.6%	1.7%	0.0%	0.0%	0.4%
	資産運用・ファンド組成など	19	0.7%	0.2%	0.0%	0.5%	1.6%
	中小証券	41	0.5%	1.9%	0.0%	0.7%	0.2%
	その他国内証券	20	0.9%	2.6%	0.0%	0.0%	1.8%
外国証券		50	5.2%	0.2%	0.0%	0.3%	10.9%

- (注1) 証券会社の事業年度は、2014年4月以降、3月期決算の義務づけが撤廃、表記も「3月期」から「年度」に変更された。
- (注2) 「上場証券」は持株会社（親会社）が上場している場合に支配的の子会社であれば含める（大手、メガバンク系、ネット証券を除く）
- (注3) 東証非総合取引参加者の「独立系大手・メガバンク系」の2社は、野村ファイナンシャルプロダクツと三菱UFJモルガンスタンレーPBである。
- (出所) 各社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』等）より集計し算出（1社のみ入手不能）。

の結果、為替の売買益のシェアが高まっている。二〇一三年からの異次元金融緩和により、為替は「円安」に傾き、FX取引額が急増したこともあって、FX專業者の収益も外為売買益を中心に収益シェアを高めている。

#### 4 おわりに

以上のようにみえてくると、証券業界における競争の領域分野、手段が大きく変わったことが理解できる。すでに一九八〇年代には、ホールセールとリテールの色分けはあったが、ホールセールにおける競争の核心であった「幹事競争」は「株式の出来高競争」つまり個人顧客を相手とする株式ブローカー業務の競争力に支えられていたからで、ホールセール独自の競争は展開されていなかったと筆者は考える。

しかし、バブル崩壊後の一九九〇年代を過渡期として、二〇〇〇年代に入ると、明確にホールセールとリテールは競争領域として分離した。それを推進したのは、外国証券会社の躍進であった。ホールセールに特化した外国証券会社が、事業会社へのアドバイザリーサービスを通じてM&Aの仲介、起債の主幹事で実績を残し、他方では遊休資金を抱えて運用先に困る機関投資家向けに外債や仕組債、オルタナティブ・ファンドを売り込んで、実績を積み重ねていった。こうして、ホールセールにおける固有の競争力を培うことの重要性を認識させたのである。それではリテール領域における競争はどうか。これまで、リテール営業で展開されてきた「出来高競争」がホールセールにおける幹事獲得競争に従属していたということは、リテールにおいても独自の競争が展開されてこなかったということである。そして、現在、これに代わる有力な営業スタイルが「資産管理型営業」である。これは個人顧客のプロファイルに最も適合的なポートフォリオの作成を手伝って資産形成をサポートするというものである。

この営業手法が有力な選択肢であることを否定するものはほとんどないが、問題は「収支」である。というのは、「資産管理型営業」を適正に推進しようと思えば、顧客プロフィールの作成、そのプロフィールに適したポートフォリオの選択と発注、定期的なモニタリングなどが業務内容となる。他方で、収益は基本的に残高連動であるため、ある程度の資産積み上げが必要で、そのためには顧客からの「信頼」がなければならぬ。資産管理型営業における、従来とは異なった経営資源、収支管理、顧客からの信頼醸成が必要となるのである。

## 注

- (1) 「証券会社の収入構成変化と『その他手数料』について」本誌一七二五号、二〇一九年八月。
- (2) 一九九〇年ごろまでは、証券会社が企業の資金調達でイニシアチブを発揮できたのは実質的にエクイティ・ファイナンスに限られていた。
- (3) 二〇〇〇年から二〇〇六年までにネット証券三社、中堅証券五社が上場している。一九八九年以降の二一年間、証券会社の新規上場はなかったのである。
- (4) 日本株の外人保有比率は、一九八九年（四・二％）から二〇〇七年に二七・四％に上昇した。二〇年弱で二三％の上昇である。その後、二〇一五年に三一・七％に達し、それがピークとなり、直近の二〇一八年では二九・一％である（金額ベース）。二〇〇〇年代前半までの二〇年間における外人持ち株比率の上昇がいかに顕著であったかがうかがえる（日本取引所「株式分布状況調査」による）。
- (5) M&A仲介の報酬は成功報酬が多く、計上認識はM&Aの案件成立よりやや後ずれする。

（にかみ きよし・主席研究員）