

証券業界の近年の動向について

二上季代司

昨年来、コロナ感染状況が一年以上も続くなかで痛感されたことは、あらゆる方面での「デジタル化」（いわゆるデジタル・トランスフォーメーション、以下、DX）を推進させることの必要性であった。証券業界でも、スマートフォン等のモバイル端末を利用した証券取引や資産運用サービスを提供する業者が台頭した。その動きが新規性を伴っていたことから、本誌でもその一端を紹介したところである⁽¹⁾。

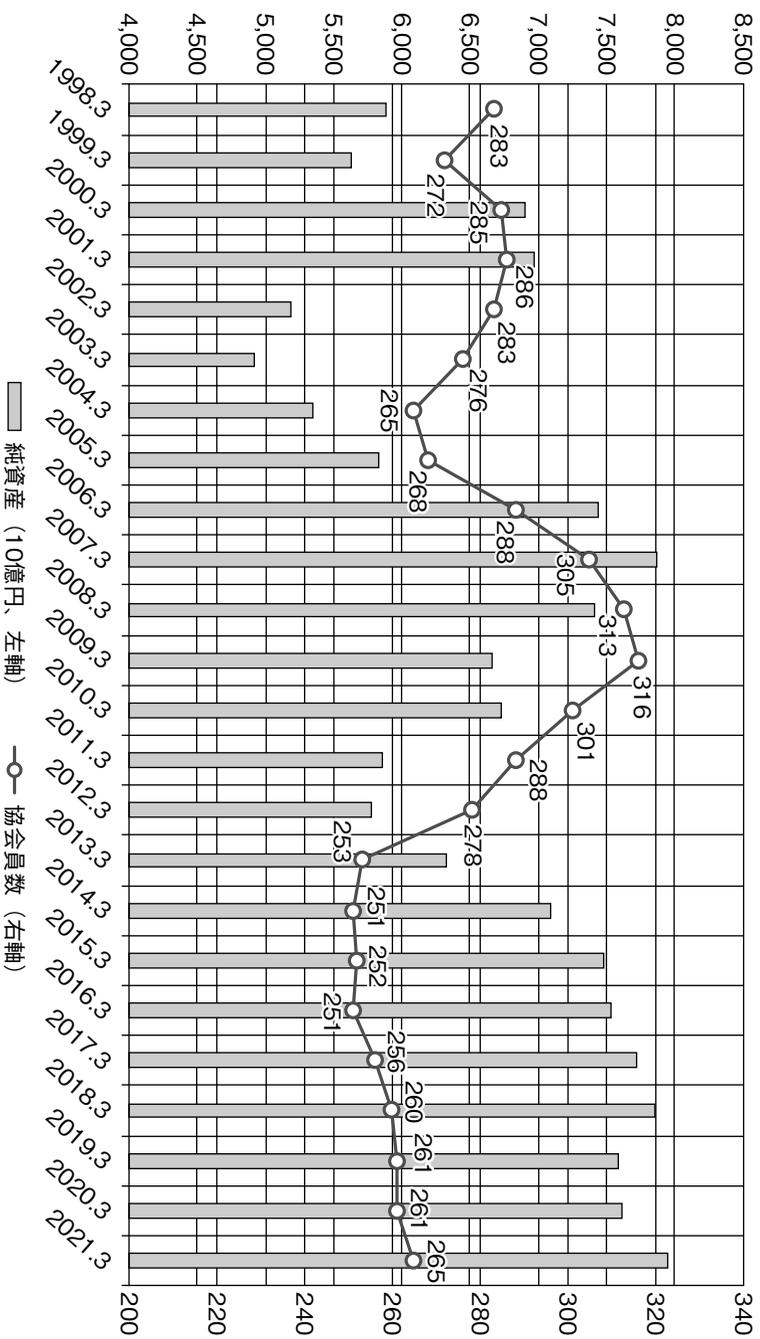
もつとも、リテール証券取引の「DX」は、まだ小規模にとどまっており、そのビジネスモデルも評価が定まっていないように思われる。そこで今回は、観点を変えて、日本の証券業界の動向をやや長い目で鳥瞰することにより、どのような方向性が読み取れるのか、考えてみたいと思う。

1 証券会社数の変遷

まず、登録制移行後のこの二〇年間の証券会社数と純財産額の推移をみておこう。図表1は、日本証券業協会の会員数の変遷とそれらの純財産額の総計をグラフ化したものである⁽²⁾。

これによるとITバブル崩壊（二〇〇一年）時を除き、リーマンショック直前までは社数も増え、純財産額も増えている。つまり証券界への参入が退出を上回り、投じられた資源も増えていったのだが、「リーマン後」はともに急減する。そして「アベノミクス相場」が始まる二〇一二年末ごろにボトムを打ち、その後、再び純財産

図表 1 純資産と証券会社数の推移



(注) 対象は「協会員」であって、「特定業務会員」や「特別会員」は含まない。なお営業休止中の業者も除く。
 (出所) 日本証券業協会『統計情報(業界編)』「会員数および資本金の推移」より作成。

額は増えていく。ただし、社数はさほど増えていない。また純財産額も二〇一七年以降はほとんど増えていない。他方、登録制への移行後は、新規参入と退出が繰り返されており、協会の顔ぶれはかなり変化している。白書『金融庁の一年』は証券業（金商法施行後は有価証券関連業）の登録業者と廃業者のリストを公表している。これは協会への加入・脱退の時期に先行するので、図表1の社数の推移と若干、ずれることになるが、参考のためにカウントすると、一九九八年七月からリーマンショック直後の二〇〇九年三月までの新規登録（または変更登録、九八年一月までの免許会社を含む）の累計は二三四社、廃業や登録取消等は一九四社で、四〇社の純増となっている。その後、「アベノミクス」相場が始まりだした二〇一三年三月までの四年間では新規登録等が二一社、廃業等が八九社で純減六八社となる。次に、二〇二二年三月までの八年間では新規登録等が累計五七社、廃業等が四七社で純増一〇社となる。

登録制移行の初期の段階では、参入も退出もかなり多く、証券業界は非常に入れ替わりの激しい業界へと変身したのだが、ここ数年はそれもかなり落ち着いてきたように思われる。しかしそれでも、年間六一七社は入れ替わっている。

それでは、どのような業態が参入し、あるいは退出したのか、そこに何らかの方向性がみられるのか、それを検討しよう。

2 証券業者の類型化

現在、協会員数は二六〇社強を数えるが、これを①株主属性と②業務特性を基準にして、類型化し、時点比較によって、どのような業態が増えたのか（あるいは減ったのか）をみてみよう。

まず株主属性からみて、日系と外資系に分け、日系は銀行系（さらにメガバンク系、地銀系、その他銀行系）と上場証券会社（さらに大手と準大手・中堅）、非上場証券会社の三類型に分けてみる。ここで株主属性に注目するのは、ガバナンス（したがって経営戦略）に違いがあるためである。例えば、外資系証券会社は日系証券会社とかなり異なった業務内容になっている。上場証券は株式市場からの圧力を受けるし、銀行系証券は「銀証連携」といった特徴あるビジネスを展開している。他方、業務特性からみると従来の証券業界にはみられなかった「新しい業務」に軸を置く業者が現れている。例えば、投資運用業者が一種業の変更登録を行って、組成した私募ファンドを販売（あるいはその関連会社が媒介）する事例、商品先業者が一種業登録を行ってFX業に参入する事例等がみられる。株式ブローカー業務ではあるが、非対面の「オンライン取引」を専業にする、

図表2 協会の類型

類型	社数			類型	社数		
[大手およびホールセール主体]				[あらたな業務主体]			
独立系大手	4	2	2	ネット専業(日系)	11	9	9
メガバンク系	7	5	4	同(外資系)	1	3	2
その他銀行系	3	3	3	スマホ証券	0	0	6
外資系	41	34	39	投資運用業など(日系)	15	22	21
小計	55	44	48	同(外資系)	18	22	24
[リテール主体]				FX(日系)	17	16	16
上場証券	16	16	14	同(外資系)	1	3	3
地銀系	5	14	27	PTS(日系)	6	6	5
中小証券	143	83	73	同(外資系)	3	2	3
うち東京	57	20	22	そのほか(日系)	12	9	10
大阪	12	8	7	小計	84	92	99
その他地方	74	55	44	総計	303	249	261
小計	164	113	114				

- (注) 1. 左から2007年3月末、16年3月末、20年3月末。
 2. メガバンク系の07年、15年の社数は統合前の社数を表す。なお、SMBC日興はシティグループ傘下の期間が短く、07年は「独立系大手」、15年、20年はメガバンク系に含めている。
 3. 持株会社が上場している場合、その支配的な子会社であれば「上場証券」に含める。
 4. 中小証券は本店所在地別に分類している。
 5. インステイネット東京支店とICAP東短（2007年）はPTSに含める。
 6. 野村フィナンシャル・プロダクツ・サービスとICAP東短（2015年、2020年）は「その他（日系）」に入れる。

(出所) 各社開示資料、ホームページ、新聞報道などにより作成。

いわゆる「ネット専業」業者も新しい業態であるから別扱いにしている。

以上の分類基準に基づき、リーマンショック前の二〇〇七年三月末、二〇一六年三月末、二〇二〇年三月末の三時点で類型ごとの社数を調べてみた。その結果が図表2である。社数変化の要因としては、新規参入および自主廃業のほか、①買収、吸収合併、事業譲渡等による社数減少、②業態転換（証券業からFXへの転換等）などが考えられる。

これによると、リーマンショック後による減少は主として外資系証券および中小証券の自主廃業が原因であることがわかる。メガバンク系の減少は系列証券の統合によるものである。また地銀系証券も新設および既存中小証券の買収・完全子会社化で増えている。より注目すべきは、日系、外資系を問わず、投資運用業やその関連会社が増えていることである。

次に社数が上昇し始めた二〇一六年以降をみると、外資系証券が若干の増加、地銀系証券の大幅な増加、スマホ証券の新規参入等が目立つところである。他方、中小証券の減少は続いている。

3 類型別の資源配分

次に、どの類型にどの程度の経営資源が配分されているのか。これをみるために「純財産額」と「使用人数」の類型別シェアを計算してみた。これが図表3である。

これによると、二〇一〇年代後半以降、純財産額、使用人ともに横ばいであるが、経営資源は、一貫して「新しい業務主体」の業者へ向かっているようにみえる。特に、ネット専業、FX、外資系投資運用業等の経営資源投下が増進している⁽³⁾。

他方、ホールセール主体では、外資系証券がリーマン後に急速に資源を引き上げたが、その後横ばいとなっている。これに対し独立系大手二社（野村、大和）とメガ系大手四社（S M B C日興、みずほ、三菱UFJモルガンスタンレー、三菱UFJモルガンスタンレーPB）を合算した「新大手五社」⁽⁴⁾では、使用人数をみるようにややシェアを上げ、その後横ばいとなっている。

これに対し、「リテール主体」では中小証券の社数、純財産額、使用人数のシェア低下は止まっておらず、その一部は地銀系証券にシフトしていることがうかがえる。

4 類型別のパフォーマンス

それでは、これらに投下された経営資源は、どのようなパフォーマンスに結果したのか。「純業務収益」、「販売管理費」、「営

図表3 類型別の経営資源配分（シェア）

類型	社数（社）			純資産（10億円）			使用人（人）		
[大手総合・ホールセール主体]	55	44	48	77.7%	69.3%	68.5%	67.1%	66.2%	65.3%
新大手5社	11	7	6	48.5%	47.4%	47.5%	51.3%	57.3%	56.6%
その他銀行系	3	3	3	0.6%	0.7%	0.8%	0.2%	0.2%	0.2%
外資系	41	34	39	28.6%	21.1%	20.1%	15.6%	8.7%	8.4%
[リテール主体]	164	113	114	15.3%	15.3%	14.8%	26.4%	24.9%	24.4%
上場証券	16	16	14	7.3%	7.4%	6.6%	12.9%	13.6%	12.9%
地銀系	5	14	27	0.5%	1.5%	2.3%	1.0%	2.6%	4.2%
中小証券	143	83	73	7.5%	6.5%	5.8%	12.6%	8.7%	7.3%
[新しい業務主体]	84	92	99	7.0%	15.4%	16.5%	6.4%	8.9%	10.2%
ネット専業	12	12	17	4.6%	6.4%	7.2%	1.8%	2.9%	3.8%
投資運用業（日系）	15	22	21	0.2%	1.1%	0.5%	0.4%	1.2%	0.9%
投資運用業（外資系）	18	22	24	0.2%	0.9%	1.5%	0.6%	1.9%	2.5%
FX	18	19	19	0.4%	1.2%	1.7%	1.1%	1.3%	1.6%
PTS	9	8	8	0.8%	0.9%	1.0%	0.3%	0.3%	0.3%
そのほか	12	9	10	0.9%	4.9%	4.6%	2.2%	1.3%	1.1%
合計	303	249	261	8,015	7,474	7,407	92,766	85,403	86,122

- (注) 1. 左から2007年3月期、2015年度、2019年度。2014年より決算年度の義務付けはなくなった。なお、3月決算の業者の2019年決算年度は2020年3月期となる。
 2. 新大手5社は独立系大手とメガ系を合算。
 3. 2019年度のネット専業には「スマホ証券」も合算。
 4. パーセンテージは全体の「純財産額」、「使用人数」を100とした場合の各類型のシェア

(出所) 2007年3月期および2015年度については二上「証券会社経営の時系列的分析」（日本証券業協会委託調査、2018年）より、一部、計算ミスを修正のうえ再引用。2019年度については、各社「業務及び財産の状況に関する説明書」を集計の上、算出。

業利益」およびROE（営業利益÷純財産）をみておこう。図表4がそれである。

これによると、「新しい業務主体」では、純業務収益および販管費のシェア上昇が顕著である。収益率（ROE）をみると、全体として低下傾向にあるが、「新しい業務主体」が他の種類の業者に比べ最も高い。次いで「大手総合・ホールセール主体」となり、リテール主体は最も低くなっている。

さらに、もう少し詳しくくみよう。

外資系は、総じて、ROEの変動が大きくない。その理由は純営業収益が増減すれば、それに合わせて販管費も増減しているからである。つまり、変動費の比率が大きい。これはコストの大部分を占める人件費が実績連動型になっているからである。

また外資系の「投資運用業等」のROEが一貫して高い。そこで、これを含めて、「新しい業務

図表4 類型別のパフォーマンス

類型	純営業収益(%,10億円)			販管費(%,10億円)			ROE(%)		
[大手総合・ホールセール主体]	79.5%	71.2%	68.4%	78.5%	69.2%	67.5%	13.2%	12.9%	6.0%
新大手5社	49.6%	53.5%	50.1%	44.4%	52.4%	50.6%	16.8%	13.8%	5.4%
その他銀行系	0.1%	0.3%	0.5%	0.2%	0.3%	0.4%	0.6%	0.7%	7.3%
外資系	29.8%	17.5%	17.8%	33.9%	16.4%	16.4%	7.5%	11.4%	7.3%
[リテール主体]	13.1%	11.5%	11.2%	14.5%	13.1%	12.8%	7.4%	4.7%	0.2%
上場証券	7.2%	6.8%	6.4%	7.6%	7.6%	7.2%	10.3%	6.6%	0.6%
地銀系	0.5%	1.4%	2.2%	0.4%	1.5%	2.3%	11.5%	8.8%	3.1%
中小証券	5.5%	3.3%	2.7%	6.5%	4.0%	3.3%	4.3%	1.7%	-1.5%
[新しい業務主体]	7.3%	17.2%	20.2%	7.1%	17.7%	19.7%	14.4%	11.7%	7.8%
ネット専業	4.5%	7.0%	7.5%	3.5%	5.1%	6.9%	20.9%	23.5%	9.3%
投資運用業(日系)	0.2%	2.4%	0.7%	0.2%	2.8%	0.7%	8.3%	12.5%	7.7%
投資運用業(外資系)	0.5%	2.3%	4.7%	0.6%	2.5%	4.5%	20.7%	17.4%	23.0%
FX	0.6%	1.5%	2.2%	0.8%	1.3%	1.8%	-3.9%	22.6%	17.3%
PTS	0.6%	0.4%	0.4%	0.6%	0.4%	0.3%	6.7%	3.8%	2.4%
そのほか	0.9%	3.7%	4.7%	1.3%	5.6%	5.5%	-3.4%	-6.3%	-1.7%
総計(平均)	4,040	3,658	3,205	3,043	2,799	2,801	12.4%	11.5%	5.4%

(注) 1. 純営業収益は受入手数料+売買損益+純金融収益。純営業収益、販売管理費のパーセンテージは全体を100とした場合の各類型のシェア。

2. ROEは営業損益(純営業収益-販売管理費)÷純財産。なお、各類型を構成する業者の数値を合算して算出している。

(出所) 図表3に同じ。

主体」の業者は、何を主たる収益源としているか、それを検討するために、丸九社について収益構成を算出してみた。それが、図表5である。

これによると、ネット証券（スマホ証券も含む）の収益源は、委託手数料と信用取引金利のほか、「その他」トレーディング益も大きい。FXでは專業のほか商品先物業界からの参入も多い。FX業者の収入源は外為のトレーディング益で、収入の七割を占めているが、実はネット証券によるFX取扱額も非常に大きく、それが「その他トレーディング益」の比率の大きさに現れている。

投資運用業等では内外とわず「その他手数料」のウェイトが高い。投資一任や投資信託委託業等の業者が変更登録によって協会に加入しており、運用受託報酬、委託者報酬が「その他手数料」に計上されているからである。

見逃せないのは外資系の投資運用業等の「その他手数料」である。そこには運用受託報酬、委託者報酬のほかに「国際取引に関する日本法人等への収益分配金等」が計上されている。これは親会社組成したファンド販売への貢献に応じて支払われた収益が計上されている。

実は、こうした海外の親会社、関連会社との協働による収益はホールセール主体の外国証券会社や日本の大手証券会社にも多い。クロスボーダーM&Aに係る助言手数料、証券発行におけるグローバル・オフアリング、外債を国内機関投資家に売却した際に顧客の斡旋や仲介をしたケースなどでも発生する。

図表5 「新しい業務主体」業者の主な収入構成（2019年度）

	社数	委託 手数料	その他 手数料	債券トレー ディング益	その他トレー ディング益	純金融 収益
ネット專業	17	33.1%	10.1%	4.2%	20.8%	29.0%
投資運用業等(日系)	21	2.9%	83.7%	1.7%	0.1%	-0.1%
投資運用業等(外資系)	24	0.0%	95.1%	0.0%	0.0%	-0.1%
FX	19	15.4%	5.4%	1.2%	69.2%	-0.1%
PTS	8	47.7%	29.5%	0.1%	0.0%	0.0%
そのほか	10	4.2%	10.7%	37.6%	81.2%	-28.6%

(注) 純営業収益を100とした比率。引受および募集手数料、株式および受益証券のトレーディング益はウェイトが小さいため除く。

(出所) 各社『業務及び財産の状況に関する説明書』（2019年度）から集計して算出。

いずれも、海外の親会社・関連会社に帰属した収益を、日本の拠点にその貢献に応じて支払われるので、業務がグローバル化するにつれ、必然的に増えてくるのである。

もつとも、こうした「収益貢献に応じた収益分配金」の配分率は、税制上の制約（「移転価格税制」）から恣意的には決められないものの、裁量余地は残っている。そのため、厳密な意味での収益獲得力を反映しているわけではないことに注意する必要がある。⁽⁵⁾

次に目を転じて、経営資源からみても、また収益やコストの面からみても半分のシェアを占める新五社について、「独立系」と「メガバンク系」に分けてみる。この表には記載していないが、独立系（野村、大和）とメガ系三社（S M B C日興、三菱UFJは二社合算、みずほ）を比較すると、前者のROEは後者のROEの二倍になっている。⁽⁶⁾ こうした収益率の格差は、メガバンク系証券の母体の多くが準大手・中堅・中小証券だったからと考えられるが、徐々にその開きは縮小している。メガ系は「銀証連携」ビジネスを展開しており、その効果が今後、収益率にどのように反映されるのか、注目点だろう。

5 おわりに

以上の記述は、二〇一九年度までのディスクロージャー誌（「業務及び財産の状況に関する説明書」）に依拠している。今回はやや長期的にわが国証券業界における資源配分が、どのような方向へ向かっているのかをみようと思ったのである。

したがって、昨年四月からの「コロナ感染症」による影響は全く反映されていない。前年度の決算概況が全社すべて出そろうのは、もう少し先のことである。前期一年間は、ネット証券やスマホ証券の口座開設が急増し、

スマホ証券の上場もみられた。明らかな変化であるが、これが決算に反映された段階で、再び検討を加えたいと思う。

追記…なお、資料に利用した「業務及び財産の状況に関する説明書」は「単体ベース」であることに留意する必要がある。持株会社が解禁され、合併法制が整備された現在、分社や事業譲渡・譲受がかなり容易になったことにより、グループ内での事業の単なる組み換えでも「単体」の財務数値が大きく変わる可能性があるためである。

注

- (1) 「証券リテール営業の『デジタル化』」(本誌一七二〇号、二〇二〇年六月)、「証券リテールビジネスのDX」(本誌一七二五号、二〇二一年四月)
- (2) 金融商品取引法施行後、協会の要件は「第一種金融商品取引業者」となっているが、店頭金融先物取引業のみを行う業者等は除かれる(『定款』五条一)。現状では、有価証券関連業の登録業者が「協会員」を構成している。
- (3) なお、「その他」には、店頭デリバティブ、ベンチャーキャピタルなどを含んでいるが、そのうちの1社(野村フィナンシャル・プロダクツ・サービシズ)の純財産額が極めて大きいため、二〇一五年度、二〇一九年度の数字が大きくなっている。
- (4) 昨年八月に、三菱UFJモルガンスタンレーは三菱UFJモルガンスタンレーPBを合併したため、現在は「五社」となっている。

(5) 媒介手数料は「その他手数料」に計上するのが一般的だが、PTSの業者には「委託手数料」もかなりあるように見受けられる。これは「媒介」によるものか、「取次ぎ」によるものか、詳細は不明である。また「その他」類型では、「その他」「債券」のトレーディング益が大きいのが、これは店頭デリバティブを主業とする業者がここに含まれており、金利スワップなどの収入がここに計上されているため、純金融収入がマイナスになる場合が多い。

(6) 独立系大手では、二〇〇七年三学期（野村、大和、大和S M B C、日興コーディアル四社合算）二一・三％、二〇一五年度（野村、大和二社合算）一八・八％、二〇一九年度（同）七・〇％となっている。これに対しメガバンク系では二〇〇七年三学期（三菱UFJMS、三菱UFJMSPB、三菱UFJウェルスマネジメント、みずほ、新光、みずほインベスターズ、S M B Cフレンドの七社合算）九・八％、二〇一五年度（S M B C日興、S M B Cフレンド、三菱UFJMS、三菱UFJMSPB、みずほの五社合算）九・八％、二〇一九年度（S M B C日興、三菱UFJMS、三菱UFJMSPB、みずほの四社合算）四・三％であった。

（にかみ きよし・主席研究員）