

日本証券業協会員の業態分析について

二上季代司

直近の日本証券業協会員は二六九社（七月末）を数えるが、有価証券関連業の登録を行えば加入資格が得られるため、様々な業態の業者が混在している。この傾向は、証券業が登録制に移行し、兼業規制が撤廃された一九八八年以降に始まり、二〇〇〇年代中ごろから、徐々に顕著になっていった。これと並行して様々な業態の外資系業者も参入している。

この結果、証券業プロパーの業者自身の業務収入が多様化していると同時に投資運用業者や商品先物業者など他業態の業者も併存するようになった。このため、日本証券業協会（以下、『協会』と略）が年二回発表している「会員の決算概況」をみても、わが国証券業界の業務展開は把握しにくくなっている。

その理由の一つは、従来の「有価証券関連業の統一経理基準」の項目では計上しにくい業務収入が増えてきたことである。第二に、クロスボーダーの取引が増えており、その多くが外資系業者によって担われるようになったことである。外資系業者のクロスボーダー取引の多くは、そのブッキングの管理を海外の親会社等が行っている。このため、収益は在日拠点に直接は帰属せず、親会社等から貢献度に応じた収益分配金として回送され、それを計上するからである。

こうした二つの理由で委託、引受、募集のどの手数料にも計上しにくい収入が「その他手数料」として経理処理されるようになった。こうした傾向は、二〇〇〇年代中ごろから続いている。

筆者は、日本証券業協会の依頼を受けて、二〇〇六年三月期から二〇一六年度までの一〇年間の財務データを利用して、協会員の業態分析を行う機会を得た。⁽¹⁾ この分析は、個々の協会員の財務データを使って行ったもので、『単体ベース』という制約はあったが、むしろそれだからこそ業態別に類型化することができた。類型ごとに業務特性の特徴を確認し、どの業務特性を持つ類型が伸長（あるいは後退）しているのか、それを理解することを通じて、わが国証券業界の業務展開の方向性を把握できると期待したからである。この分析の公表から、すでに五年が経過した。

この間、全社の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」）がインターネット上に公開されるようになった。また三年前から、外資系や異業態の進出によってウェイトを高める一方だった「その他手数料」の内訳も開示されるようになった。開示資料だけで同様の分析を行うことが可能になったのである。そこで、以下では、直近のディスクロージャー誌（二〇二二年度版）⁽²⁾を利用して、同様の分析を行ってみた。

1 協会『会員の決算概況』

まず、『協会』が公表している決算概況から直近の収入状況をみよう。最大の収益項目である「その他手数料」の細目が公表されるのは二〇二〇年度からなので、その年を含めた三年間をみたものが図表1である。

この三年間は、コロナ感染下にあつて経済活動に制約のあつた時期であり、各国とも大規模な財政出動によるカネ余りのおかげで活況だった二〇二〇年度を過ぎると、純業務収益は減少していった。そのなかで「その他手数料」だけは増え続け、純業務収益に占めるウェイトも前年度の二〇二二年度は四二％に達している。その商品別の細目をみると、株式、債券、受益証券（投信）に係るもの以外の「その他」に係る「その他手数料」の伸び

が著しいことがわかる。そこで、その細目を見たものが図表2である。

これを見ると、「国際取引に関する日本法人などへの収益分配金等」が最も多く、約1/3を占める。次いでM&A関係収益、投資信託の委託者報酬、ラップ関係収益が各一〜一二％で合わせて約1/3を占める。ラップ関係収益や保険関係収益などはまだウェイトが小さいものの、その伸長は著しく、高齢者をはじめリテール向けの収益源として期待が持たれる。

こうしてみると、わが国証券業界の収益源泉が変化しているらしいことは窺えるが、これは協会員二六〇余社の合算である。具体的に、どの業者の、いかなる業務展開の結果であるか、これ以上の詳しいことはわからない。

そこで、合算された決算数値をもう一度、各社の決算数値に戻し、各社を類型化したうえで、各類型の決算数値にまとめなおすことにした。この作業を

図表1 協会員の収入構成

(単位：億円)

会社数	2020年度		2021年度		2022年度	
	262社	構成比	264社	構成比	267社	構成比
受入手数料	23,193	62.2%	23,544	65.5%	22,861	65.4%
委託手数料	6,611	17.7%	5,807	16.2%	5,135	14.7%
引受け・売出し手数料	1,653	4.4%	1,818	5.1%	1,215	3.5%
募集・売出しの取扱手数料	2,699	7.2%	2,550	7.1%	1,654	4.7%
その他の受入手数料	12,228	32.8%	13,360	37.2%	14,855	42.5%
(内訳) 株式	1,064	2.9%	1,439	4.0%	1,379	3.9%
債券	1,437	3.9%	828	2.3%	1,414	4.0%
受益証券	2,400	6.4%	3,119	8.7%	3,201	9.2%
その他	7,327	19.7%	7,973	22.2%	8,859	25.4%
トレーディング損益	10,715	28.7%	8,678	24.1%	8,627	24.7%
金融収益	6,924	18.6%	6,205	17.3%	10,078	28.9%
金融費用	3,872	10.4%	2,635	7.3%	6,995	20.0%
純営業収益	37,276	100.0%	35,934	100.0%	34,930	100.0%
販売費・一般管理費	29,618	79.5%	29,223	81.3%	30,270	86.7%

(注) 1. 廃業者を除く

2. 決算数値の集計に当たっては、当該年4月1日から翌年3月31日までの間に決算日を迎える会社を対象としている。

(出所) 日本証券業協会「会員の決算概況」(一部簡略化)

通じて何がみえてくるだろうか。以下は、その検討結果である。

2 類型化の区分

前掲の委託調査でも採用した方法であるが、協会の類型化は、(1) 株主構成と(2) 業務特性を基準において区分している。

株主構成としては独立系(株式公開企業)、銀行系、外資系、オーナー系、その他系列会社に分けている。このうち独立系については大手とその他(上場証券)^③に分けている。

業務特性としては、伝統的な証券業プロパー、ネット証券(スマホ証券を含む)、投資運用業(およびファンド組成・販売)、FX業(外為証拠金取引業)、PTS(債券PTSやダークプールを含む)、そのほか(店頭デリバティブ、未公開株、クラウドファンディング、証券代行等)にわけている。類型化基準は、「業務特性」を優先し、伝統的証券業プロパーについて「株主基準」により類型化している。以上の基準に基づいて二六四社(二〇二一年度)を類型化すると、図表3のようになる。

外資系業者は、株主属性からみた場合は七四社を数える。『協会』の定義する「外国法人」は、外国の根拠法に基づいて設立された業

図表2 「その他」にかかる「その他手数料」の内訳

(単位：億円)

	2020年度		2021年度		2022年度	
	金額	割合	金額	割合	金額	割合
国際取引に関する日本法人等への収益分配金等	2,916	39.8%	2,689	33.7%	3,061	34.6%
M&A関係収益	927	12.6%	981	12.3%	1,051	11.9%
投資信託の委託者報酬	811	11.1%	1,011	12.7%	987	11.1%
ラップ関係収益	807	11.0%	997	12.5%	1,103	12.4%
投資一任契約の運用受託報酬	461	6.3%	537	6.7%	522	5.9%
アドバイザー／コンサルティング手数料	292	4.0%	288	3.6%	368	4.2%
事務手数料	206	2.8%	231	2.9%	246	2.8%
保険関係収益	157	2.1%	190	2.4%	276	3.1%
小計	6,577	89.8%	6,923	86.8%	7,613	85.9%

図表1と同じ

者の在日支店である。しかし、ここではその定義は採っていない。先にも見たように、グローバルな取引の仲介が多くなっており、それに関与している業者の多くは海外の銀行や投資銀行、ファンド運用会社を親会社とする在日現地法人だからである。その稼得する「国際取引に関する日本法人等への収益分配金」は無視できないくらい多額に上っている。

そこで、この類型区分に基づいて、各業務収入の構成比率を外資系と日系とにわけてみたのが、図表4である。これによれば外資系の最大の収益源は「その他手数料」で純業務収益の八割超を占める。他方、日系も「その他手数料」の割合は高いが、トレーディング収益とりわけ債券や外為等の割合も高い。

他方、観点を变えて業務収益ごとの占有率をみれば、その他手数料の過半を外資系が占めるが、引受手数料や募集手数料のシェアは極めて低く委託手数料のシェアも一割強しかない。そこで、さらに詳しく検討を進めるため、各業務収益の類型別シェアをみたのが図表5である。

図表3 協会員（2021年度）の『類型』

	社数
大手・ホールセール系	49
独立系	2
メガバンク系	3
その他銀行系	3
外資系プロパー	41
リテール	129
上場証券	14
地銀系	27
中小証券	69
ネット（外資系、スマホ含む）	19
非伝統的証券業	86
日系投資運用・ファンド販売	18
外資系投資運用・ファンド販売	21
FX（外資系含む）	23
PTS（ダーク含む、外資系含む）	9
そのほか	15
合計	264

- (注) 1. 「外資系」は株主属性による。『協会』の外国証券の定義とは異なる。
 2. 「投資運用・ファンド販売」とは主業が投資運用業あること、または業務実態としてファンドの販売に特化している業者をいう。
 3. 「そのほか」には「店頭デリバティブ」(4社)、「クラウドファンディング」「未公開株」(5社)、証券代行等(6社)である。
 4. 外資系は74社である。

(出所) 筆者分類による

日系では独立系、メガバンク系の五社で三八%を占
 者等でその他手数料の過半を占める。これに対して
 図表5によると、外資系の証券業者と投資運用業

3 投資運用業者の参入

図表4 各業務収益と構成比

	日系190社		外資系74社	
	(億円)	(構成比)	(億円)	(構成比)
委託手数料	5,153	18.7%	624	7.4%
引受手数料	1,749	6.4%	71	0.8%
募集手数料	2,492	9.1%	66	0.8%
その他手数料	6,609	24.0%	6,993	82.8%
トレーディング損益	10,158	36.9%	-1,557	-18.4%
うち (株式)	2,324	8.4%	-1,919	-22.7%
(債券)	4,673	17.0%	516	6.1%
(その他)	3,125	11.4%	711	8.4%
金融収支	1,252	4.5%	2,377	28.2%
純営業収益	27,524	100.0%	8,442	100.0%
販売費一般管理費	22,439	81.5%	6,280	74.4%

(注) 業者によっては「販売費一般管理費」に加えて「売上原価」とか「営業費用」の項目があるが、この表では、それを除外している。

(出所) 各社ディスクロージャー誌 (2021年度) より集計

図表5 受入手数料の類型別シェア (2021年度)

	委託手数料	引受手数料	募集手数料	その他手数料
大手・ホールセール系	55.1%	94.1%	71.7%	73.9%
独立系	30.1%	36.4%	25.7%	20.3%
メガバンク系	15.5%	53.4%	43.9%	17.6%
その他銀行系	0.0%	0.4%	0.1%	0.5%
外資系プロパー	9.4%	3.9%	2.0%	35.5%
リテール	40.2%	5.8%	26.7%	7.0%
上場証券	10.0%	3.5%	13.7%	2.8%
地銀系	2.9%	0.1%	8.4%	0.8%
中小証券	8.4%	0.0%	2.4%	0.6%
ネット (外資、スマホ含む)	18.9%	2.2%	2.1%	2.8%
非伝統的証券業	4.6%	0.1%	1.5%	18.9%
日系投資運用・ファンド販売	0.0%	0.0%	0.6%	1.4%
外資系投資運用・ファンド販売	0.1%	0.0%	0.3%	15.3%
FX (外資とも)	2.3%	0.1%	0.1%	0.6%
PTS (ダーク含む、外資とも)	1.0%	0.0%	0.0%	0.1%
そのほか	1.2%	0.0%	0.5%	1.5%

図表4と同じ

め、リテール業者も7%を占めている。日系の投資運用業者のシェアは高くないのである。

【一種業の変更登録】

まず、外資系投資運用業者には、わが国で投信の組成（投信委託業）や年金基金向けの投資顧問業を営む業者が一種業の変更登録を行って協会に入っている。組成した投信の販売網を自ら保有していないため、販売を依頼する証券会社や金融機関への商品説明その他のサポートも行っており、それは一種の営業行為に該当する可能性が高いために一種業の登録を行っていると考えられる。

これに対して日系の主な投資運用業者は、親会社である銀行や証券会社が販売にあたっており、自ら一種業登録を行う必要はないのである。したがって、一種業の変更登録を行っている投資運用業者は独立系の数社に過ぎない。図表2に計上されている「投資信託の委託者報酬」や「投資一任契約の運用受託報酬」はほとんどが外資系投資運用業者のものであると考えてよいだろう。

【ゲートキーパー】

外資系、日系を問わず、図表5にある投資運用業・ファンド販売業者の中には、海外で組成されたファンドを日本国内で販売している業者も含めている。ヘッジファンドやプライベートエクイティ、プライベートクレジットなど、仕組みが複雑であるうえに流動性がなく、リスクの高いものが多い。

こうした仕組み性の強いファンドは、その内容を精査し、リスク・リターン特性を評価するアドバイザーが買い手、売り手双方にとっても必要である。買い手である機関投資家にとっては自らのリスクアペタイトに合致したファンドを取捨選別するためである。怪しげな者の立ち入りを防ぐものを「ゲートキーパー（門番）」と呼ぶが、まさにこうしたアドバイザーは「ゲートキーパー」と呼ばれる。

他方、売り手にとってもファンドの募集勧誘を行ううえで、ゲートキーパーは利用価値の高い存在である。投資家ニーズや顧客属性を知りうる立場にあるためである。そして顧客紹介は「募集行為」に相当するため、ゲートキーパーは第一種業または第二種業の登録を必要とする。ファンドの売り手は、顧客の探索、紹介、商品説明その他のサポートに対して手数料を支払う。それが「アドバイス・コンサルタント料」などの細目で「その他手数料」に計上されるのである。

4 外債の媒介

二〇〇〇年代に入って、わが国は異次元の低金利状態が続き、外債への投資が拡大していった。この結果、諸外国の金融機関が母国の債券を売り込むために、在日拠点を設立するケースも多い。こうした業者は海外の親会社とわが国の機関投資家の間で「媒介」によって売買を執行している。

売買の「媒介」は、約定した場合には売買双方から「媒介手数料」を取得するのが一般的である。その場合には、委託手数料の項目に計上されるだろう。PTSやダークプールはこれを委託手数料として計上しているし、外資系投資銀行や大手証券の中にもダークプールを運営している業者がいくつかある。それらも「委託手数料」として経理処理している。

ところが、外資系業者の中には、これを「その他手数料」として処理している業者がかなり多いように見受けられる。その理由の一つは、債券取引が基本的に「仕切り売買」だからである。みずから自己勘定をもって約定させれば、それは売買損益として計上されるはずである。事実、債券売買利益の大部分は日系業者によって占められている（図表4）。

ところが第二に、外資系業者は外債のポジションを自ら持たず、海外親会社等と日本国内の機関投資家との間を仲介している場合が多い。口銭込みの値段で取引が執行され、そのマージンは海外の親会社等に帰属し、それが貢献度に応じた収益分配金として支払われるのである。このため、実質的に媒介（委託）手数料であるものやトレーディング利益が「その他手数料」に振り替わる場合が多いと推量される。

5 商品・サービスの多様化

他方、日系の業者も「その他手数料」のシェアは半分近くを占め、純業務収益に占める割合も高くなっている。商品別にみれば「受益証券」に係る「その他手数料」が直近三年間で着実に増大しており（図表1）、その大部分は日系業者によるものである。これについても、「募集手数料」が逆に減少していることから、投信関連収益が募集手数料から代行手数料へと変わってきていることを反映している。

次に「その他」に係る「その他手数料」で多いのはM&A関連収益である（図表2）。日本企業の係るM&Aは二〇一〇年代から拡大傾向にあり、そのアドバイザーには大手証券や外資系投資銀行がなる場合が多い。とりわけ最近では、一件当たりの金額が減少傾向にあり、中堅企業のM&Aが増えていることをうかがわせる。事業オーナーの高齢化がすすみ、承継者難のなかで中堅企業のM&Aは今後も増えると思される。

同じく図表2にみられるように、「ラップ関連収益」が着実に増えており、二年ほど前からM&A関連収益を抜いて二番目に多くなっている。また「保険関連収益」の伸びも非常に高い。資産形成層へのコンサルタントサービスや相続関連ニーズの高まりの中で、こうした業務収入も増えて行くと思われる。

6 おわりに

「その他手数料」の拡大の背景には様々な理由が混在している。

第一に、他業態からの参入が容易となったことである。もともと証券業プロパーでない業者が、販売類似行為とみなされる可能性を考慮して（投資運用業者の場合）、あるいは「不招請勧誘の禁止」によってマーケットが縮小した商品先物業者が隣接分野であるFX業に参入するため、有価証券関連業の登録を行っているケースなどである。

これは他業態においてすでにある収益源を協会員の収益源として計上したもので、新しく生み出されたものではない。この場合、注意しなければならないのは、日本投資顧問業協会や日本商品先物取引協会でも「統一経理基準」があり、これと「有価証券関連業の統一経理基準」とが、必ずしも整合的ではないことである。例えば商品先物業者の場合、商品先物の委託取引において、これを「委託手数料」に計上する場合と「その他手数料」に計上する場合と混在しているケースがある⁽⁴⁾。

第二に、外資系業者が本国で組成されたファンドや債券を売り込むために日本に現地法人を設立する事例が増えていることである。外債販売の場合、通常なら委託手数料やトレーディング益として計上されるはずが、ブッキング管理を海外においているため、「収益分配金（その他手数料）」に振り替わっているわけである。

他方、仕組み性の強い私募ファンドの販売については、ゲートキーパーとしての機能が求められることから、外資系、日系を問わず二種業の登録業者が一種業の登録も得て参入している場合がみられるようになった。これもファンド組成業者から受取る手数料を「その他手数料」として計上している。

第三は、証券業プロパーの業者においても、業務・商品の多様化が進んだことである。M&A関連収益は、今

後は国内においても高齢者の事業オーナーの承継問題の深刻化につれて増えてくるだろう。また金融資産の高齢者への集中とそれに伴う相続問題解決へのニーズも、ラップ口座や保険販売など様々な商品・サービスへのニーズを高めていくだろう。これも「その他手数料」の割合を高める背景である。

注

- (1) 『証券会社経営分析について―二〇一四年度決算を中心に』（二〇一六年六月）、『証券会社経営の時系列的分析』（二〇一八年一月）、『証券会社経営の時系列的分析（続）——リテール三類型を中心に——』（二〇一八年十二月）
- (2) すでに二〇二二年度のディスクロージャー誌が開示され始めているが、全社が出そろうまでにはなお時間がかかるようであり、ここでは前年度の個別決算を利用している。
- (3) 上場証券は、持株会社子会社であって、当該持株会社が上場している場合も含めている。ただし、持株会社の中で、支配的ではない子会社であれば中小証券に含めている。
- (4) 本稿ではディスクロージャー誌によつて各社別の収益を集計したが、その数字は『協会』の決算概況の数値と必ずしも一致しない（図表1と図表4）。計算ミスもあったかもしれないが、ディスクロージャー誌の数値についても不統一な事例がみられるのである。

（にかみ きよし・特任研究員）