

# 証券業界の構造変化について

——平成年間の30年——

二 上 季代司

## 要 旨

平成の約30年（1989～2019年）を経て、戦後のわが国証券業界を特徴づけてきた従来の構造的特徴は根本的に変化した。本稿では、①業務内容、②競争、③経営の3つの観点から、証券業界の構造変化を整理した。

第1に、「業務特性」をみると、大手から中小までどの証券会社も株式ブローカー業務に収益の大部分を依存するという画一性が消失した。業界全体として1990年代には純営業収益の5割以上を占めていた「委託手数料」がいまや15-6%程度となり、代わって委託・引受・募集の各手数料いずれにも計上されない「その他手数料」が最大の収益源となった。加えて、独禁法改正により持株会社を頂点とした「グループ経営」が可能となり、子会社を経由した他業進出、国際的展開、業務分野の多様化・多角化等が進んだ。

第2に、競争構造では「大手4社の寡占体制（4社寡占）」が瓦解し、代わって外資系証券およびメガバンク系証券が台頭した。競争領域は、大きく法人営業（ホールセール）と個人営業（リテール）に分離し、固有の競争が展開されるようになった。従来、法人営業の核心とされる幹事競争は個人営業における株式出来高競争に支えられてきた。しかし最大の収益源となった「その他手数料」の伸長が、ホールセール専門の外資系証券によってもたらされたことは、ホールセールにおける競争のあり方を変え、それがまた、手数料自由化とも相まってリテールでの競争のあり方に影響を与えている。

第3に、「大手証券 vs 中小証券」という経営形態の二極分化も消失した。大手証券は全国に多店舗を展開、社員外交によって営業活動を展開してきた。忠誠心の高い社員営業員に目標を持たせ「株式出来高競争」に打ち勝つことが、幹事競争の主要手段とされた。しかし、これは費用の固定化をもたらすため、旧大手4社は引受・募集業務、投信業務などの収入源多様化によって固定費を吸収してき

た（大手総合証券経営）。他方、大多数の証券会社は株式業務依存からくる収入の変動に対処するため、費用の固定化を抑えようと小規模かつ歩合外交へ傾斜した（中小証券経営）。この両極に徹底できなかった準大手証券は、不況のたびに「証券再編成」の舞台となった。こうした経営形態の二極化はもはや見られない。経営形態もまた多様化したのである。

## 目次

- I. はじめに
- II. 業務特性の変化
  - 1. 移転価格—transfer price—手数料
  - 2. コーポレート・アドバイザー
  - 3. インベストメント・アドバイザー
  - 4. 投信代行業務
  - 5. 証券以外のデリバティブ取引業務
  - 6. グループ経営
- III. 競争構造の変化
  - 1. 「旧レジーム（体制）」の競争構造
  - 2. ビッグバン以後
  - 3. リーマン・ショック以後
- IV. 経営形態の多様化
  - 1. 営業改革
  - 2. 持株会社の導入

## I. はじめに

戦後の証券業界の構造的特徴をあげれば、①業務（あるいは収益）特性の面では「株式委託業務（手数料）依存」への画一性、②競争構造では「4社寡占」、③経営形態では「大手総合証券と中小証券の二極分化」をあげることができる。3つの側面から見たこのような特徴は、戦後の経済再建・復興期に相互依存的に関連しあって構造化し<sup>1)</sup>、その構造は1950年代半ばに成立・確立され、部分的な変容を見せながらも1980年代まで基本的に維持されてきた。これは、いわばわが国証券業界の「戦後の構造」というべきものである。それが、バブル崩壊後の平成年代に瓦解していき、全く新しい装いの構造へと変わったのである。

本稿では、上記の3側面（業務特性・競争・

経営）における、平成初期と現在とを対比させ、その相違点を抽出する。次の課題は、こうした相違をもたらした背景・要因の析出だが、紙幅の都合上、その詳細は別稿で論じたい。

## II. 業務特性の変化

最初に、業務特性の変化を見るため1991年3月期と直近（2018年度<sup>2)</sup>）の両年における日本証券業協会の純営業収益とその構成を対比する（図表1）。収益の種類は、その源泉である業務の種類・特性を反映する。従ってその構成変化は、取扱い業務の種類・特性の変化を表現するものである。なお、比較の基準年として1991年3月期（90年4月～91年3月末）を採ったのは、その年がバブル崩壊直後であり、その後の変化の始まりを予兆させること、3次にわたる東証会員権開放によって主な外資系証券会

図表1 証券会社(協会員)の収益構成

会員数	協会員全社		うち東証会員		うち東証非会員	
	1991年3月期	2018年度	1991年3月期	2018年度	1991年3月期	2018年度
	260社	259社	124社	88社	136社	171社
純営業収益(億円)	37,509	31,401	35,707	26,852	1,802	4,549
受入手数料	76.7%	64.0%	76.3%	66.3%	84.1%	50.7%
委託手数料	53.9%	16.3%	53.2%	17.5%	68.2%	9.4%
引受手数料	4.6%	5.9%	4.8%	6.8%	0.3%	0.3%
募集手数料	8.4%	7.4%	8.7%	7.9%	2.8%	4.0%
その他手数料	9.8%	34.4%	9.7%	34.0%	12.8%	37.0%
純金融収益	17.5%	10.0%	17.7%	13.7%	12.4%	-11.8%
トレーディング損益	5.8%	23.7%	5.9%	19.6%	3.6%	47.7%
その他営業収益	0.0%	2.3%	0.0%	0.4%	0.0%	13.5%

(注) 純営業収益は(受入手数料+純金融収益+トレーディング損益+その他営業収益)より構成される。

(出所) 日本証券業協会「協会員の決算概況」および東証「会員(総合取引参加者)の決算概況」より作成

社(25社)が東証会員権<sup>3)</sup>を獲得、文字通り内外イコール・フィッティングになったことによる。

この表によると、かつて純営業収益の過半を占めていた委託手数料が現在では16%程度にまで低下している。ここでは掲載していないが、年ごとの収入構成の推移をみても、1990年代の委託手数料のウェイトは4割以上をキープしていたが、2000年代に入ると株式出来高(金額ベース)は増えているにもかかわらず<sup>4)</sup>、手数料収入は減少している。その理由は1990年代末の「手数料自由化」に加えてインターネットの普及が重なり、「ネット証券」主導による手数料率割引競争が急速に進んだからだが、より注目すべきはこれを埋め合わせるかのようにウェイトを高めている「その他手数料」である。

これは、受入手数料のうち委託・引受・募集の各手数料いずれにも計上できないものを一括して「その他手数料」としているため、どのような業務から生まれているのか、不分明である。ちなみに、手数料形態をとらないものは

「その他営業収益」に計上される。証券業務プロパー以外からの収益が全体の1/3以上を占める、このような状況についてはより詳細な検討が必要だろう。そこで、数年前から開示されるようになった各社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<sup>5)</sup>』)から関連箇所を抜粋し、収益の源泉となる業務の内容を推測してみた。

### 1. 移転価格—transfer price—手数料

外国証券会社のディスクロージャー誌に特に多い記述であるが、「その他手数料」の説明として、親会社あるいは関連会社からの「移転価格税制に基づく損益配分」ないしは「移転価格手数料」、「海外セールス・クレジット」といった記述がみられる。

日本の機関投資家への外国籍の債券や各種ファンド・仕組債等の販売、日本企業の社債・株式のグローバル・オファリングなど、国際間にまたがるセールス・トレーディング、引受・募集業務等において、親会社・関連会社が取得

したトレーディング損益等<sup>6)</sup>の一部を貢献度に応じて日本拠点が受け取る手数料を指していると思われる。

取引の形式としては「媒介」という説明が多いが、「媒介手数料（範疇としては委託手数料）」ではなく「その他手数料」として計上している理由は、親会社などの関連会社と日本の機関投資家との国境を越えた取引を「媒介」した、という意味と思われる。つまり、連結ベースでは相殺されるグループ内での取引である（ちなみに、この『説明書』は単体ベースである）。

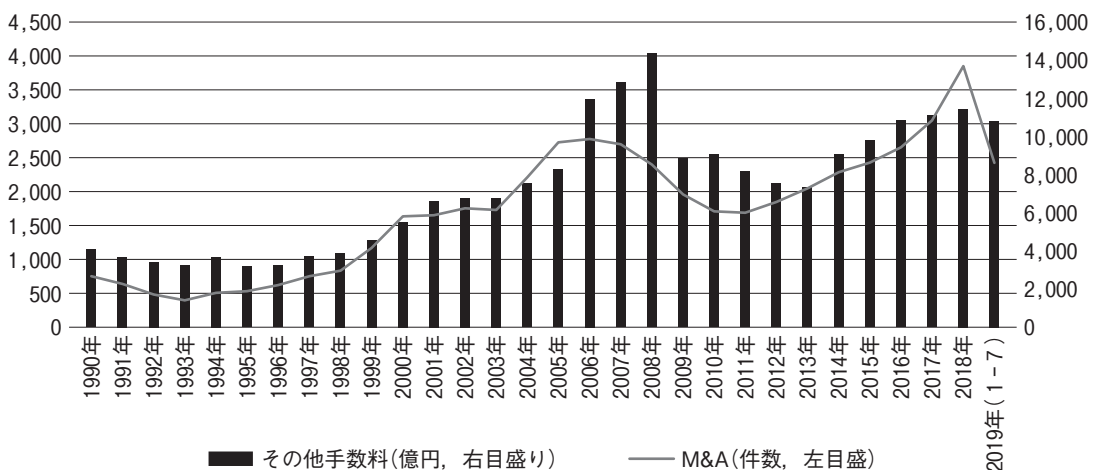
もっとも「媒介」それ自体は、証券業務プロパーの業務ではあるが、以前と異なる特徴は、これが国境を越えた外国籍証券へのわが国機関投資家への売り込みや、逆に日本企業発行証券のグローバル・オフリングのために主として外国証券会社によって行われていることである<sup>7)</sup>。

## 2. コーポレート・アドバイザー

国内大手証券や大手外国投資銀行の日本拠点では、M&Aに関連した助言・仲介手数料を「その他手数料」として計上したという記述が多い。他の事業者の事業譲渡・合併・会社分割・株式交換・株式移転に関する相談またはこれに関連する仲介は、「付随業務」に位置付けられている。これは本業である「引受業務」が顧客企業への助言を含むことから必然的に付随・派生するもので、近年、M&Aの件数が増加傾向にあるため、これに関連する手数料収入も増えてきている。

日本企業の関連するM&Aの件数は案件ベースで2006年にピークを迎えた後、2年後のリーマン・ショックで減少傾向に陥り、2011年にボトムを打った後は、再び増加傾向にある。M&A仲介の報酬形態は様々であるが、報酬の支払いは案件の約定時点から後ずれすることを勘案すると、図表2に見るように、M&A件数

図表2 日本企業の関連するM&Aと「その他手数料」の推移



(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。

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。

の推移は「その他手数料」の推移とほぼ平行であることがわかる。つまり、「その他手数料」のかなりの部分がM&A関連アドバイザー手数料によって占められていると推測できる。また大型案件のアドバイザーに大手外国投資銀行や国内大手証券会社がランクインされていることも傍証となろう（トムソン・ロイター社、レコフ社などの資料にみられる）。

コーポレート・アドバイザーは「引受業務」から派生する付随業務の位置づけであるが、引受手数料のウェイトがほぼ横ばいであるのに対し、M&A関連手数料は増加傾向にあることから、これは単なる「付随的な業務」というよりも証券業務プロパーの変化を体現するものといえよう。

### 3. インベストメント・アドバイザー

2018年度の「その他手数料」および「その他営業収益」では、東証非会員業者による部分が増加している（図表1）が、これは投資運用業者が第一種金融商品取引業の登録（変更登録）を得て協会に加入したことによる部分が多い。1990年代後半から、わが国における投信委託業務や年金の一任運用業務への参入を目的として外国の投資運用業者が参入する事例が顕著となったのだが、2000年代後半以降になると親会社組成の外国籍ファンドの販売などを目的に第1種業（さらには有価証券関連業）の登録を行って協会に加入する事例がみられるようになった。

この場合、日本国内で営んでいる投資運用業から生まれる「委託者報酬」（投信運用）や「運用受託報酬」（年金等の一任運用）が協会の「その他手数料」や「その他営業収益」として計上、加算されることになる。ただし、それ

は投資運用業者自身の本業の収益が名目上、計上されているに過ぎないといえるだろう。

これに対し国内大手証券や準大手・中堅業者の一部では、投資運用業の登録を行って、ラップ口座<sup>8)</sup>の受注獲得に注力しており、これにかかる投資一任受任料も「その他手数料」に計上される。これは明らかに、証券プロパー業者の業務多様化といえるだろう。もともと投資アドバイザーはブローカー業務から派生するものであって親近性があったのである。

### 4. 投信代行業務

国内の証券会社の多くがディスクロージャー誌で言及する項目としてあげるのは「投信残高にかかる信託報酬」である。運用会社に代わって行う「投信の収益金・償還金・解約金の支払いにかかる業務の代理」は投信の募集に付随する業務である。本来、運用会社が行うべき業務を代行しているため、運用会社の信託報酬の一部を取得している。この信託報酬には、償還金などの代行支払いだけでなく運用報告書の発送、顧客口座の管理に対する代価も含まれている。

この投信代行手数料は、株式よりも投信販売に注力した結果であるという意味では、証券プロパー業者の業務多様化（取扱商品の多様化）を意味するだろう。

### 5. 証券以外のデリバティブ取引業務

ネット証券ならびにFX（外為証拠金）取引業者に多いが、ディスクロージャー誌には、FX取引に絡んで「トレーディング損益」および「その他手数料」に言及する事例が散見される。

FX取引にかかる収益は、①東京金融取引所

で受注・執行する「くりっく365」にかかる委託手数料、②店頭FXにおいてカバー先金融機関への支払金額との差額の2つの部分からなるが、①については「その他手数料」に、②については「トレーディング損益」に計上される<sup>9)</sup>。

2005年以降、内外のデリバティブ専門家、為替（通貨）取引業者が第1種業の登録<sup>10)</sup>を得てFX等の金融先物取引を手掛け、さらにそのうちの一部業者は有価証券関連業の登録を行って協会に加入する事例がみられるようになった。

こうしたFX専門家の増加も「その他手数料」増加の一因である。ところで、これと並行して商品先物業界からの参入も顕著になっている。東証非会員業者の中にはFX取引業者が多く含まれるが、この中には商品先物業者も散見される<sup>11)</sup>。

委託手数料には株式等デリバティブに係る部分も含まれることを勘案すると、デリバティブ取引の拡大と多様化が進んでいることが注目される。日本取引所（JPX）が東京商品取引所を統合した（2019年）ことで「総合取引所構想」が現実化するなか、証券とコモディティとの業務の垣根が取り払われ、デリバティブ関連業務の拡大・多様化の可能性がでてきている。

以上、「その他手数料」を構成する業務種類の内容について各社ディスクロージャー誌を手掛かりに推測してみた。そのウェイト上昇に関しては、①証券会社自体の業務・商品の多様化（M&Aや投信販売、ラップ口座、デリバティブなど）を反映している面のほか、②他業態からの参入で「その他手数料」が、いわば嵩上げされている面（例えば投資運用業者の参入の場合）など、複数の要因が絡んでいる。

## 6. グループ経営

いま1つの注目点は、大手証券を中心に持株会社を頂点とする「グループ経営」を通じて、業務の多角化、海外業務への拡大がみられることである。旧大蔵省証券局や証券業協会、証券取引所の資料に見られる業者の決算情報は、すべて「単体」ベースである。戦後の業態間の垣根の存在（銀行・証券の分離）や免許制下での「専業主義」によって、証券会社の子会社・関連会社の業務は本業に密接に関連する領域（店舗不動産管理や事務処理等）に限定されてきた。1970年代後半からの国際化によって証券会社の海外拠点が増えつつあったが、そのウェイトは国内業務と比較するとなお小さかった。

従って、業界の収支・財務状況の把握については「単体ベース」でもさほどの支障はなかったと思われる。しかし子会社形式での相互参入による銀行・証券分離の撤廃（1992年）、持株会社解禁、証券業の登録制移行と専業主義の撤廃（1998年）などによって事情は大きく変わった。グループ全体の中での「単体」（国内証券会社）のウェイトは小さくなり、グループ全体の多角化、多様化が進展したからである。

例えば、純業務収益における「連単乖離率」<sup>12)</sup>を見ると、野村証券（現野村ホールディングス）は1991年3月期の12.4%から2019年3月期54.6%、大和証券（現大和証券グループ本社）は9.5%から33.6%へ上昇している。同様に銀行系を除く独立系準大手証券を見ても、2019年3月期では岡三証券グループ23.9%、東海東京フィナンシャル・ホールディングス15.2%となっている。

しかもここで示された乖離に反映される「多角化」は、各社によってその内容を異にしてい

る。つまり「多角化」の内容も区々であって、  
一様ではなく経営戦略もまた多様なのである。

### Ⅲ. 競争構造の変化

次に、観点を变えて「競争」という側面から  
構造的変化を見よう。

かつて日本の証券界は大手4社の寡占構造  
（「4社寡占」）と特徴づけられた。それは、ど  
の業務をとってみても大手4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「4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  
か。

#### 1. 「旧レジーム（体制）」の競争構造

図表3は1997年3月期の業者類型別の決算数

値である。この翌年度に山一証券が破綻して  
おり、この年の決算は「大手4社」の数値が得  
られる最後となる。また、証券規制の大改革（「  
日本版ビッグバン」）直前でもある。要するに  
「旧レジーム」下での競争構造の最期を表すも  
のといえよう。

この表は「大蔵省証券局年報」の巻末資料を  
もとに作成したが、類型基準としては「資本金」  
の多寡と「会員権」の有無の2つが使われ  
ている。「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」や「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。こうした  
事情が勘案されての類型化と考えられる。

図表3 類型別収益シェア（1997年3月期）

金額（億円）		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	
		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%	
	大手4社	4	47.5%	37.0%	67.8%	63.5%	41.9%	29.6%
国内証券	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+純金融収益。純金融収益はこの表には掲載していない。図表4、5も同じ。  
2) 総合証券とは元引受業務ができる証券会社をさす。最低資本金額は30億円以上であったが、1993年に100億円以上に引き上げられた。ただし5年間の猶予期間があり、1997年時点ではなお30億円以上でもよかった。  
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

## 証券業界の構造変化について

### (1) 4社寡占

これをみると、売買益を除き受入手数料のどの項目を見てもわずか4社で5割前後の収益を占めていた。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い。当時、増資や起債における主幹事シェアが4社のほぼ独占状態にあったこと、4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4社のシェアは高かったのである。

これに系列証券のシェアを加えると、4社の実質的シェアはもっと高くなる。大手4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「幹事獲得競争」の手段となった。

このため株式ブローカー・ディーラー業務における大手4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4社の実質的シェアは高かったのである。

### (2) 外国証券会社の台頭

しかし、注目すべき変化はこの時期（1990年代）に現れていた。それは、外国証券会社のシェア上昇である。バブル崩壊後も証券業プロパーからの手数料収入（委託・引受・募集）における大手4社のシェアに陰りは見られなかったのだが、外国証券会社（非会員含む50社）の純営業収益のシェアは1991年3月期の7.6%から97年3月期では58社で14.8%に上昇した。それは「その他手数料」、「売買益」のシェアが高くなったことによる。

機関投資家向けの外国籍の債券・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増えていったが、その果実を外国証券が刈り取っていったのである。つまり、法人向け、機関投資家向けのホールセール業務で徐々に変化が生じていた。

また1990年代初頭の業態間垣根の撤廃（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ニ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くなった<sup>13)</sup>。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の案件が増えていき、成長資金の調達は普通社債によるものが増えていった。

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」、それを補強するための証券系列化戦略の意義が薄れていった<sup>14)</sup>。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。これらの変化が、その後の4社系証券株の浮動化へつながる下地になった。

## 2. ビッグバン以後

1998年以降になると、大手証券のうち日興証券が米国トラベラーズ（のちシティコープと統合しシティグループ）と資本・業務提携を行って、リテールの日興コーディアルとホールセールの日興ソロモン・スミス・バーニー（のち日興シティグループ証券）へ分社する。また大和証券が住友銀行と資本・業務提携を行って、リ



テールの大和証券とホールセールの大和証券エスピーキャピタル・マーケットツへ分社する<sup>15)</sup>。

次いで、準大手以下では証券株が浮動化し、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、日債銀等が強制的な資産処分の一環としてやむなく保有証券株を売却したケース、他の大手3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界からの参入者による取得、②規模拡大を図る同業他社、③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。

### (1) 国内証券会社の再編成

証券再編成は2000年代中頃には終息したが、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た。1990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、1998年以降につき支配株主の属性を分類基準の中心において証券業者を再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4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で、「カルテル」に守られた「レント（超過収益）」は消失した。東証の会員業者の数はむしろ減少し、逆に非会員業者が増えていった。

まず資本金30億円以上の「総合証券」（1997年時点）<sup>16)</sup>は、メガバンク系、上場証券、その

他中堅証券へと分解した。準大手証券の多くは、のちのメガバンク3グループの傘下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、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た。その過程で激しい料率競争が展開され、当初は10社以上にのぼったネット証券は整理淘汰されていき、2000年代半ばには現在の専業5社体制（SBI、松井、楽天、マネックス、カブドットコム）が成立した。そしてその中からも新規上場を図る業者が現れた<sup>17)</sup>。

中堅・中小証券についても、自主廃業や合併、事業売却などにより、社数は減少していった。手数料競争の中で対面営業の中堅・中小証券を買収・統合し規模拡大を図る業者が出現する一方（例えば「日本アジア証券<sup>18)</sup>」）、対面営業部門を売却しFX専業に特化する業者へと分化する動きがみられた。またこれと関連して、東証非会員業者ではFX（外為証拠金取引）専業の業者が増えた。1998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、FX業者が増加した。2005年の改正金融先物取引法施行によりFX業務は登録義務を課されたが、そのうち証券関連あるいは市場デリバティブの取扱いを企図する業者が協会に加入してきた。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・ファンドや証券化商品、仕組債などの組成・販売業者など多様な業者の参入がはじまる。

### (2) 外国証券会社のシェア拡大

しかし、ここでも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、社数は

図表4 類型別収益シェア（2007年3月期）

金額（億円）		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	
		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) 国内証券	独立系大手	4	33.7%	24.7%	45.3%	64.0%	21.2%	46.9%
	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) 国内証券	銀行系	6	0.7%	0.1%	0.1%	2.2%	0.3%	1.9%
	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。

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）。

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。

[出所] 拙稿 [2018]、付属資料より再引用、一部改変。

増えていないが、募集手数料を除く各手数料シェアを急速に上昇させ、純営業収益では3割近くのシェアになっている。とりわけ「その他手数料」は57%も占めている。

1998年から2003年ごろまで、金融機関の不良債権処理が急速に進み、その過程で不良債権のバルクセールとその担保物件であった不動産の売却処分が進展した。このバルクセールの買い手となり、不動産ファンドの組成・運用を主導したのが外資系大手投資銀行と投資会社であっ

た<sup>19)</sup>。こうした不良債権ビジネスと並行して企業再生とリストラ支援のビジネスが盛況となった。これらに関連するアドバイザーやファンド組成・管理報酬も外資系の「その他手数料」増加に寄与したと思われる。

また、2000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。

前述のように、「その他手数料」の金額は1年ほど遅れてM&Aの件数とほぼ平行に推移している(図表2)。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。引受手数料シェアも外国証券は27%へと上昇している。また、この時期に外国法人等の持株比率上昇に伴って海外投資家の売買も急速に増え<sup>20)</sup>、この注文が東証会員権を持つ外国証券へ向けられたため、委託手数料のシェアも上昇している。

### 3. リーマン・ショック以後

ところが2000年代に入って米国で急速に拡大した証券化ビジネスが過熱し、これに深く関与した欧米の大手投資銀行が経営悪化に陥って、2008年9月リーマン・ブラザーズが破綻、これが大きな転機となった。海外親会社の経営合理化の一環として日本拠点も見直され、外国証券会社は2009年3月期末79社(既往ピーク)から一転して社数が減少し、2016年3月末の64社へ15社の純減となる。

#### (1) 新大手5社の成立

この過程で、野村ホールディングスがリーマンのアジア太平洋部門と欧州部門を買収し、人材(5,500人)と顧客、トレーディングシステムを継承した。人材のうち日本国内での継承は1,300人で、欧州2,500人、日本除くアジア1,700人とされる。この結果、連結ベースで見た同グループの規模は海外部門が大幅に拡大し、国内中心の単体規模と大きく乖離することになった。

また三菱UFJグループが財務困難に陥ったモルガン・スタンレーに90億ドルを出資、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ディアル証券(および日興シティグループ証券の引受及び法人営業部門)を買取り、同社を傘下に置いた。これを契機に三井住友フィナンシャルグループと大和証券グループの提携関係は解消された。合弁会社(大和証券SBCM)の三井住友側保有株式を大和側が買戻し、大和証券と経営統合させた。さらにみずほグループも傘下の複数系列証券会社を統合した。こうして2013年には、現在の「大手総合証券5社体制」(野村、大和、SMBC日興、みずほ、三菱UFJモルガン・スタンレー)が出来上がった。

#### (2) メガバンク等銀行系のシェア拡大

2012年末からの「アベノミクス相場」に支えられて証券業界への参入意欲は再び高まり、2016年の249社から社数は増えて、2018年では259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2018年度の類型別収益シェアを作成すると、図表5のようになる。

これによると、メガバンク系3社のシェアが著しく上昇している。その一因はSMBC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」の効果とあってよいだろう。親銀行が金融商品仲介業者として(あるいは共同店舗内での顧客紹介を通じて)、預金顧客に投信や外債の販売勧誘を行い、これを証券子会社に取り次いでいる。またファイナンスのニーズが

図表5 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) 国内証券	独立系大手	2	25.5%	27.2%	37.3%	37.4%	22.9%	32.0%
	メガバンク系	3	25.2%	16.2%	52.4%	32.6%	18.3%	38.4%
	上場証券	15	6.9%	10.9%	2.4%	14.5%	3.1%	10.7%
	ネット証券	7	7.7%	15.2%	1.9%	3.2%	1.7%	6.8%
	中堅・中小証券 ほか	35	2.3%	6.3%	0.1%	2.2%	0.5%	3.2%
	地銀系	4	0.5%	0.9%	0.0%	1.0%	0.1%	0.9%
外国証券		21	17.3%	15.3%	5.1%	1.6%	36.8%	-20.9%
東証非総合取引参加者		170	14.3%	8.0%	0.8%	7.7%	16.6%	29.0%
(内訳) 国内証券	独立系大手・メ ガバンク系	2	3.6%	0.1%	0.0%	2.6%	0.7%	20.3%
	地銀系・その他 銀行系	22	1.8%	1.3%	0.8%	3.6%	1.1%	3.6%
	FX（外為証拠金） 業者	16	1.6%	1.7%	0.0%	0.0%	0.4%	4.7%
	資産運用・ファ ンド組成など	19	0.7%	0.2%	0.0%	0.5%	1.6%	0.1%
	中小証券	41	0.5%	1.9%	0.0%	0.7%	0.2%	0.3%
	その他国内証券	20	0.9%	2.6%	0.0%	0.0%	1.8%	0.0%
外国証券		50	5.2%	0.2%	0.0%	0.3%	10.9%	0.0%

(注) 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）。

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。M&Aの実行過程で必要な資金を親銀行が機動的につなぎ融資をすることで証券子会社のM&A仲介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と思われる。

### (3) リテール3類型とネット証券<sup>21)</sup>

新大手5社はホールセール、リテールの双方に業務範囲を広げているが、リテールに大部分の経営資源を割いているのが、準大手、中堅、中小証券で、株主面からみると「上場証券」、 「地銀系証券」、オーナー経営が大部分を占める「中堅・中小証券」の3類型である。ネット証券も営業領域としてはリテールが主となる。

## (i) ネット証券

株式ブローカー業務でシェアを高めてきた「ネット証券」は手数料率の引下げ競争が激しくなり、委託手数料のシェアは高めているもののその絶対額は頭打ちとなるなか、商品やサービスの多様化を図った。委託手数料の大部分は売買回転の速い信用取引顧客から取得しているため、まずこうした顧客向けにFXの取扱いを増やした<sup>22)</sup>。

これにより、ネット証券の為替売買益のシェアが高まっている。また、ネット証券は2013年からの相場回復と同時に資産形成層向けに投信販売に注力、さらに米国株を中心に外国株の取扱いに乗り出して、商品の多様化をはかっている。この時期に後発2社がネット証券としてスタートしたこともあって、純営業収益のシェアは上昇している。

## (ii) 上場証券

上場証券は、募集手数料、その他手数料、売買益のシェアを高めている。それは投信募集と外債、外国株の販売に、他の類型と比較してより一層注力したからである。投信募集は募集手数料と代行手数料（その他手数料）を、外債販売は売買スプレッドと為替の両面から売買益を増やしたのである。また外国株の取扱いも増やしているが、現地への取次によるよりも国内店頭仕切りによる執行のほうが多い。この結果、外国株に関しては委託手数料としてよりも売買益としての収益のほうが多くなっている。

## (iii) 地銀系証券

新設、合弁、買収等、経緯は様々だが、2007年~2018年までに地銀系証券子会社は18社も増えており、募集手数料、その他手数料、売買益が増えシェアも上昇している。取扱商品としては投信と外債である。地銀系の特色としてはメ

ガバンクと同様に「銀証連携」のビジネスモデルを踏襲していることである。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。

## (iv) 中堅中小証券

他方、対面営業を主とする中堅中小証券は社数が145社から76社へと半分近く減少している。協会員全体の社数の中でウェイトが低くなっている点を考慮すると、募集手数料のシェアがむしろ低下していないことが注目される。従来、中小証券は株式委託手数料への依存が高かったのだが、手数料率の急速な低下の中で、依存度を低めていった。

このなかで東証会員権を持つ業者は、まず株式ディーリングに注力した。しかし、東証へのアローヘッドの導入（2010年）以後、HFT（高頻度取引）が急増し、板情報を視認しての日計り商いでは鞘を抜けなくなった。そこで、投信販売に注力するようになったのである。

## IV. 経営形態の多様化

最後に、経営の側面について一瞥しておく。

## 1. 営業改革

## (1) 大手証券

1997年以降、大手証券が先導する形で、人事・組織の面で従来と隔絶した変化がみられるようになった。業界最大手の野村証券が「資産管理型営業」への転換をスローガンに、①総収入予算＝収益目標の廃止<sup>23)</sup>、預かり資産拡大の重視、②営業担当役員のプロック制廃止、③営業管理本部の設置（コンプラ部門の整備）などを柱とする営業改革を打ち出した。地区プロック別の支店間競争を通じて、ややもすれば行き

## 証券業界の構造変化について

過ぎた営業目標の必達体制にミスが入ったのであった。

次いで支店事務の分離・統合が始まる。精算、証券保管、顧客への発送事務などが切り離され、支店総務課はコンプライアンスやリスク管理のみとなる。また、営業員の人事評価項目も預かり資産拡大が重視され、業績給のウェイトも高くなる。そして、転動のない「地域限定社員」制度が導入されるようになった。

法人営業でも注目すべき動きがみられた。従来、法人営業員は1人1社体制をとる場合が多かったのである。これは幹事会社が同業他社に自社の情報が漏れるのではないかと危惧することを証券サイドが忖度していたからである。しかし法人営業員一人の力量ではM&A、資金調達手段の多様化といった状況のなかで幹事会社に専門的で適切なアドバイザーを提供することはできない。そこで、2000年、野村証券では東京事業本部を改組し、業種別に10人程度のチームを作って対応することとなった。これは米国の投資銀行では普通のことである。さらにリーマン取得後は、国内法人取引部門にグローバル型職種の人事評価制度を導入して、リーマンと人事報酬体系の一本化を図る動きも見られた。

### (2) 中堅中小証券

他方、中堅・中小証券の間でもリテール営業改革の動きがみられた。従来、東京、大阪、名古屋の会員業者には歩合外務員に依存する傾向が強かった。これは収益の大部分を株式委託手数料に依存した場合に、相場変動に即応して固定費を切り詰めたコスト構造にしておくためであった。しかし手数料自由化を目前に、株式以外の商品すなわち投信などの募集商品を販売す

るうえでは会社の管理下におきやすい社員外務員であるほうが良いのであった。そこで、歩合外務員を社員外務員に置き換える動きが加速されていった。

ちなみに、地方証券は東証非会員である場合が多く、かなり早くから歩合外務員への依存から脱却していた。それは東証会員権を持たないことからくる「つなぎ手数料」の負担、デイーリング益を取得する機会が少ないことなどの不利益から、株式以外の募集商品の取り扱いに着手してきたからである。

また、これに応じて損益分岐点を下げるためにシステムの共同利用や支店事務の分離、その外部委託に乗り出す動きが一般化した。また歩合外務員から社員営業員への置き換えの中で、社員の評価制度の整備などの改革が中小証券にも広がっていった。

## 2. 持株会社の導入

持株会社制度が解禁され、1999年に大和、2001年には野村、日興が持株会社へ組織変更する。すでにその前提として各社は、社内分社化と管理会計の導入を進めていたのであった。続いて、準大手証券にも持株会社へ改組する動きが波及していった。他方では、他業態からも持株会社の傘下に入れる形で証券会社の新設や買収によって参入を図る動きがみられるようになった。その結果、多角化の方向性は一様ではなくなっている。

証券会社が親会社の場合には、連結経営の範囲は、海外拠点、投資運用業者、同業他社などであるが、野村グループは大和グループと比べて海外拠点のウェイトが非常に高い。また準大手でも岡三グループは地方の同業他社の子会社が多いが、東海東京グループは地銀との合弁会

社を多数、持分法適用会社になっている。

また、銀行持株会社の場合には、親会社が銀行であって証券会社の位置づけは従属的なものになるだろう。あるいは事業会社系やIT業界系の証券子会社も散見されるが、これらに共通した方向性を見出すことはむづかしい。ネット証券専業5社を見ても、マネックスは海外展開に大きな資源を割いているが、SBIや楽天はグループ内他社とのシナジー効果を追求しているように見える。

要するに、経営形態は1990年以前のような「大手 VS 中小」という二極化は姿を消し、個別化していったのであるが、どれが有効でサステナブルであるのか、についてはなお究明しなければならないことが多い。本稿で整理した業務特性・競争・経営形態から見た構造変化については、それを進めた要因も含め、より一層の解明に向け、今後の課題としておきたい。

#### 注

- 1) 業務特性・競争・経営形態の3側面がどのような相互依存関係をもって構造化したのか、その「戦後的構造」の歴史的由来、発生・確立・変質の過程については二上[1990]を参照されたい。
- 2) 証券会社の事業年度は、法改正により2014年4月以降、3月期決算の義務付けが撤廃、表記も「3月期」から「年度」になった。ちなみに、「2018年度」は従来の表記では「2019年3月期」に相当する。
- 3) 証券取引所の株式会社への組織変更に伴い、会員組織時代の「会員権」は「株主権」と「取引参加権」に分離された。この結果、取引所内で取引を行える業者は「会員業者」から「取引参加者」へと呼称が変わったが、会員組織の取引所も残っており、また「会員業者」の呼称もよくつかわれているので、本稿では「会員」の用語を使用している。
- 4) 東証出来高1日平均は、1990年代(1991~99年)は約4千億円、これに対し、2000年代1兆6千億、2010年代(18年まで)は2兆2千億円と増えている。
- 5) この説明書は金商法(46条の4)による開示義務書類である。
- 6) 外国株、外債、外国籍ファンドなどの海外証券は手数料ではなくmark-up(上口銭)込みの値段での取引が多く、その場合、収益は親会社等のトレーディング損益として認識計上される。
- 7) 従来の「媒介」の典型事例は、証券取引所内で才取業者による会員証券会社間の媒介、あるいは大手証券による場外での持ち株移動の媒介であった。
- 8) 2004年4月より投資顧問業法(のち金商法に統合)改正により、ラップ口座の開設が可能となった。
- 9) FX専業者には東証非取引参加者が多いため、2018年度の純営業収益に占めるトレーディング益のウェイトは非常に高くなっている(図表1)。ただし、②についてもカバー先に繋いでいる場合には価格変動リスクが無いため、差額を「トレーディング損益」ではなく「その他手数料」として計上している業者も散見される。
- 10) 改正金融先物取引法(のち金商法に統合)の施行に伴い、FX取引は金融先物取引と定義され、FX業者は同法の登録(したがって金商法の第1種業の登録)を要することになった。
- 11) FX取引に関する収益計上については取扱いに不統一がみられる。商品先物業者の場合はこれを「その他手数料」ではなく「委託手数料」に計上しているからである。これは自主規制で定められている「統一経理基準」が業界ごとの縦割りであって、統一されていないからだろう。
- 12) 損益計算書の純営業収益において、(「連結」—「中心となる主要子会社」)÷「連結」の比率を見たもの。
- 13) 高度成長期には金利規制や起債調整、のちには受託制度や社債登録制度等により起債市場で証券会社は十分な営業ができず、公共債を除けば発行業務関係の営業は実質的にエクイティ・ファイナンスに限定されていた。
- 14) 証券系列化の目的は時代によって変わったが、旧大手4社の系列化の主たる対象は会員権をもつ証券会社であって、出来高競争の補完手段としての意味は一貫して変わらなかったと筆者は考える(拙稿[1991])。なお2001年末には、野村、日興両社は系列証券を中心とした情報交換会を解散させている(『日経金融新聞』2004年5月13日)。この情報交換会は中小証券にとって大手証券の「推奨銘柄」情報に接する貴重な機会だったのだが、反面、大手証券にとっても自己資金を使わないで推奨銘柄の株価への影響を増幅させる手段でもあった。
- 15) 日興と大和の事例は類似点が多いが、決定的に異なる点があった。それは日興証券本体にトラベラーズ(のちのシティグループ)が出資を行い、株主間契約により、日興側がリテール部門を売却する場合にはシティ側に優先買取権を認めたことである。これにより、たまたま発生した不正会計問題をきっかけにシティ側はこの権利を行使し、日興コーポラルにTOBをかけて子会社にした(『日経金融新聞』2007年4月5日)。
- 16) 1998年5月以降、5年間の経過措置が終了し、総合証券の最低資本金は100億円以上となった。その社数は24社となり、前年比較でほぼ半減した。
- 17) 2000年から06年までにネット証券3社、中堅証券5社が上場している。1989年以降の11年間、証券会社の新規上場はなかったのである。
- 18) 同社は2018年、アイザワ証券と合併した。
- 19) 1997年以降の4年間で累計30兆円(簿価)の不良債権が処分された。このうち買い手となったのは、ゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーが各6兆円、

## 証券業界の構造変化について

ローンスター5兆円、ムーア1兆円とされる（『日経公社債情報』2001年6月4日、『日本経済新聞』2001年6月19日付）。言い換えれば、このわずか4社で不良債権の6割を購入した計算となる。

- 20) 外国法人等の持株比率は、91年度6.0%、97年度13.4%、2007年度27.4%で、2000年代に入って急速に上昇している（日本取引所グループ『株式分布状況調査』による）。また、海外投資家の売買高とその比率（いずれも年平均）も1990年代41.6兆円（往復計算、19.6%）、2000年代278.6兆円（35.1%）と売買回転を速めながら急速に増加、上昇している。
- 21) リテール業者の収支状況については紙幅の都合上、ここでは詳しく論じられなかった。詳しくは拙稿〔2019〕を参照されたい。
- 22) 2013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、ネット証券と並んでFX専門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。
- 23) もっとも収益目標の廃止は、収益の大幅な落ち込みに直面して1年後に撤廃される。

## 参 考 文 献

大蔵省『大蔵省証券局年報』「第4編財務諸表」各年版  
金融監督庁（金融庁）『金融監督庁（金融庁）の一年』

「資料」各年版

東京証券取引所「会員の決算概況」（月刊『証券』掲載月各号）および「総合取引参加者の決算概況」（東証ホームページ）

日本証券業協会「協会の決算概況」（月刊『証券業報』掲載月各号および協会ホームページ）

日本証券業協会各社『業務および財産の状況に関する説明書』（ディスクロージャー誌）

二上季代司〔1990〕『日本の証券会社経営』東洋経済新報社。

二上季代司〔1991〕「証券系列化のインプリケーション」『金融財政事情』42巻11号。

二上季代司〔2018〕『証券会社経営の時系列的分析』（日本証券業協会委託調査）。

二上季代司〔2019〕『証券会社経営の時系列的分析（続）——リテール3類型を中心に——』（日本証券業協会委託調査）。

（当研究所主席研究員）