

証券業務の収益性を考える

小 峰 みどり

証券会社の業績は九四年三月期に少し明るさを取り戻したかに見えたが、中間決算は再び証券市場の低迷を色濃く反映するものとなってしまっ

た。このようになかなか出口の見えてこない証券不況に対して、証券界には有価証券取引税の撤廃や株式売買に関する規制緩和等、既存の制度および枠組みの変更を迫る声があがっている。それと同時に、この厳しい市場環境を乗り切るためにはどのような経営がなされるべきかが真剣に問われている。ここでは、証券会社経営のあり方を考えるにあたってキーポイントとなる証券業務の収益

性について、過去の決算およびこの中間決算の結果をもとに考察する。

一、証券会社の規模グループによる収益状況

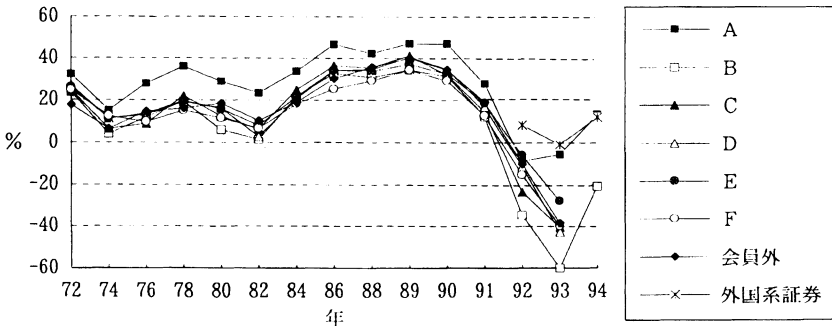
つい最近までわが国の証券会社は、「金太郎飴」と比喻されるように、比較的似通った業務を行ってきた。ところが、ここ数年で状況は大分変わってきたように思われる。大きく分類すると、収益源の多様化を推進した大手および準大手証券会

社、従来通りの株式業務を中心とする中小の証券会社、債券業務を主体とする銀行系証券子会社およびデリバティブズに強い外国系証券会社に分かれ、グループ毎にその特徴が鮮明になってきた。そこで、まず、規模グループによって収益性に差があるかどうかをみることにしよう。

図1は大蔵省証券局年報による証券会社の規模別データにもとづいて、収益性の指標であるプロフィット・マージンをもとめて図示したものである。この図からは、大手四社および外国系証券会社の収益性が抜きんで高いことと、準大手証券会社グループの収益性の低いことが読み取れる。なお、外国系証券会社のデータは証券局年報には含まれていないため、東京証券取引所の『証券』のデータを用いた。

そこで、これらの収益性の差異が業務内容の差によってもたらされたものであるのかどうかを見

図1 プロフィットマージン



(出所) 大蔵省『証券局年報』各号 および 東京証券取引所『証券』より作成

(注) A: 四社

B: 資本金30億円以上(四社を除く)

C: 資本金10億円以上30億円未満

D: 資本金5億円以上10億円未満

E: 資本金2億円以上5億円未満

F: 資本金1億円以上2億円未満

るために、各グループ毎の収益源の構成比を比較する。それを示しているのが図2（後掲）である。

収益源は委託手数料収入、引受・売出手数料、募集・売出手数料、その他手数料、売買損益、金融収支に分解されている。なお、金融収益は金融費用の水準と連動する傾向があるため、収益源として捉える場合には金融収益でなく、費用を除去した金融収支の方が適切であると考え、ここでは、金融収益ではなく金融収支を収益源とした。

収益源の構成比から、大手四社の収益源がもっとも多様化されていることがわかる。四社に次いで多様化されているのは準大手グループである。

この事実と先ほどのプロフィット・マージンの結果を重ね合わせてみると、次のように言えるであろう。大手四社を見る限りでは業務の多様化が収益性の高さをもたらしていると考えられるが、準大手証券会社グループにとっては多様化がむしろ

収益を悪化させているようである。その原因としては多様化は專業化に比べ多額のコストを必要とするが、準大手の場合は収入面では大手四社の後塵を拝し、そのコストに見合うだけの収益をあげられなかったということが考えられる。つまり、多様化はそれ自体で効果を発揮するものではなく、規模の経済性と結びついて初めて効果を発揮するものではないのだろうか。その結果、四社は多様化のメリットを享受し、準大手は多様化のデメリットを被っていると考えられる。

二、外国系証券会社の収益性の高さについて

つぎに、外国系証券会社の収益性の高さの原因を探ってみよう。ただし、ここで注意しなければならぬのは、一口に外国系証券会社と言って

表1 国別分類による決算の状況（単位億円、▲は赤字）

	営業収入			営業費用			経常損益		
	94/3	93/3	92/3	94/3	93/3	92/3	94/3	93/3	92/3
米国証券系合計	2,153	1,915	2,010	1,862	1,765	1,587	320.7	163.1	441.4
“ 商業銀行系合計	388	223	280	283	223	238	104.5	7.4	42.7
英国マーチャントバンク系合計	460	409	437	411	430	442	50.2	▲18.9	▲7.0
“ 証券系合計	145	109	100	136	113	102	9.3	▲5.1	▲1.7
“ クリアリングバンク系合計	124	123	89	113	130	133	9.4	▲9.8	▲44.0
ドイツ系合計	90	63	78	97	91	90	▲10.2	▲22.3	▲6.1
スイス系合計	225	212	163	238	193	161	▲12.8	21.4	2.2
フランス系合計	217	178	253	172	171	179	45.5	9.0	74.8
オランダ系合計	6	5	5	5	7	10	2.7	▲2.9	▲5.5
カナダ系合計	7	8	8	7	8	8	▲0.1	▲0.2	0.6
韓国系合計	0	—	—	1	—	—	▲1.1	—	—

(出所) 日本公社債研究所『日経公社債情報』94年7月25日号

も、その中身は実にさまざまで、すべての外国系証券会社の収益性が高いわけではないという点である。表1は、直近の三年間の外国系証券会社の国別タイプ別の決算状況である。表から明らかなように、一貫して利益を出しているのは米国系とフランス系の証券会社である。その中でも特に米国系証券会社数社に利益は集中している。九四年三月期では、トータルの経常損益五一八億円に対して、ソロモン・ブラザーズ、モルガン・スタンレーおよびJPMorganの上位三社で二八〇億円の経常利益をあげている。

国別タイプ別に収益源を特定する詳細なデータを手することができないので、ここでは前出の東京証券取引所会員会社データから求めた収益源の構成比を参考にして、外国系証券会社の業務内容を知る手がかりとする。ただし、表1が示しているように、米国系証券会社が収入、費用および

損益の面で圧倒的に高いシェアを占めているので、構成比はほぼ米国系証券会社の姿を反映したものである。間違ったものでないであろう。

この構成比とわが国証券会社の構成比とを比較した場合、際だった相違点は、我が国の証券会社に比べて、売買益の占めるシェアが圧倒的に高いという点である。ただし、中身を見ると、九二年三月期にはそのほとんどが株式の売買益であったのに対し、九四年三月期ではほとんどが債券の売買益になっている。これは当初、裁定の機会の十分にあった株価指数先物から利益を得て、その後、株価指数先物での収益機会が減少し、それに替わって債券がらみの取引から多大な利益を得ることができたことを示している。

それでは、なぜ、外国系証券会社はこれほどまでにディーリング業務で利益を得ることができたのであろうか。その原因としては、先物、オプション、

フィン、スワップといったいわゆるデリバティブズの取り扱い能力が勝っていたということと、規制、あるいは行政指導によってわが国の証券会社には認められていない業務を外国系の証券会社は行うことができたということの二点が考えられる。たとえば、わが国の証券会社は自己売買が委託売買の補完業務として認められている（免許の条件による規制）、あるいは、株式の店頭派生商品の取り扱いには証取法（二百一条）で禁じられているといったことが指摘できる。

外国系証券会社に見られるもうひとつの特徴は、その他手数料収入の割合の高いことである。四社もその他手数料の割合が高いが、外国系証券会社のケースとわが国の証券会社のケースでは中身が大きく異なる。わが国の証券会社の場合、大きなウェイトを占めるのは債券あるいは投資信託の代行手数料であるのに対し、外国系証券会社の

場合は、外国口座取引に係わるセールスクレジットと本邦企業の海外起債に伴うバックフィーのウェイトが高い。これらのフィーは、本店への取次ぎにより得られるものであり、注文は本店の帳簿に記載されることから、いわゆる「媒介」行為ではないか、利益操作の温床になっているのではないかとの批判の声がある。

外国系証券会社の収益性の高さに関していえることは、まず、外国系証券会社とわが国の証券会社が同一の土俵で競っているとはいえないのではないかということである。証券市場空洞化阻止の観点からも土俵の統一を阻む規制は早急に廃止されるべきであろう。しかし、わが国の証券会社の側にも問題がないわけではない。機関投資家から「外国系証券会社の提供する情報および商品の方が質が高い。」という声が聞かれることも事実である。

三、九四年九月期中間決算から

今まで見てきたのは、グループによる比較であったが、業務内容の相違と収益性との関係を厳密にみるためには個別の証券会社のデータを分析するのが望ましい。そこで、九四年九月期の個別の証券会社の中間決算のデータを使って、業務内容の相違と収益性の関係を見ることにしよう（注）。

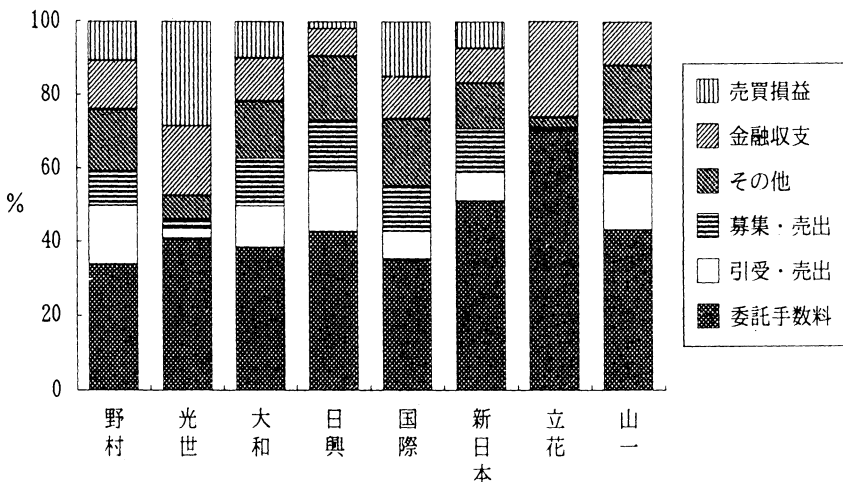
グループ別の分析と同様に、収入を委託手数料収入、引受・売出手数料、募集・売出手数料、その他手数料、金融収支、売買損益に分解した。そして、それぞれが収入全体に占める割合と利益率の関係を調べたところ、利益率の高い証券会社は比較的金収支の占める割合が高く、委託手数料収入への依存度が低い傾向が見られた。しかし、その一方で、委託手数料収入への依存度の極めて

証券業務の収益性を考える

高い証券会社でよいパフォーマンスを上げているケースも見られる。そこで、相対的にパフォーマンスのよい八社について収益構造を調べた。それを示しているのが図3である。

これからわかることは、野村、大和、日興、山一、国際、新日本といった収益源の多様化されている証券会社が健闘している一方で、光世、立花といった特色のある証券会社の健闘ぶりが注目される。光世は自己売買に、立花は委託売買に注力している様子が、それぞれ売買損金と委託手数料収入のウェイトの高さとなって表れている。そして、この両社には共通してみられる着目すべき特徴がある。それは金融収支のウェイトの高さである。金融収支のウェイトが高いという特徴は大手四社にもみられる。この事実、逆境に強い証券会社の必要不可欠な条件は財務体質の健全性であることを物語っているといえるのではないだろう

図3 94年9月中間決算に見る証券会社の収益構造



(出所) 「94年9月中間決算決算短信」より作成

か。

(注) 分析は中間決算データを入手することのできた四五社を対象として行った。

四、おわりに

ここでは、証券業務の収益性を収益源の構成と結びつけて見てきた。その結果、業務の多様化がかならずしも収益性の高さを保証するものではない、業務の多様化のメリットと思われていることが実は規模の経済性の反映に他ならないのではないか、外国系証券会社と互角に闘うためには規制の撤廃が必要である、といったことがわかった。

さらに、正確に個別の証券業務の収益性を見るためには、業務別のコスト分析が不可欠である。ところが、現実には費用勘定はすべて統合されているため、業務別のコストデータを入手することは

できない。それでも強いてアド・ホックな仮定をおけば分析することも可能ではあるが、分析結果に仮定の恣意性が出てしまうことは否定できない。したがって、ここではこれ以上業務別の収益性を追求することはしない。

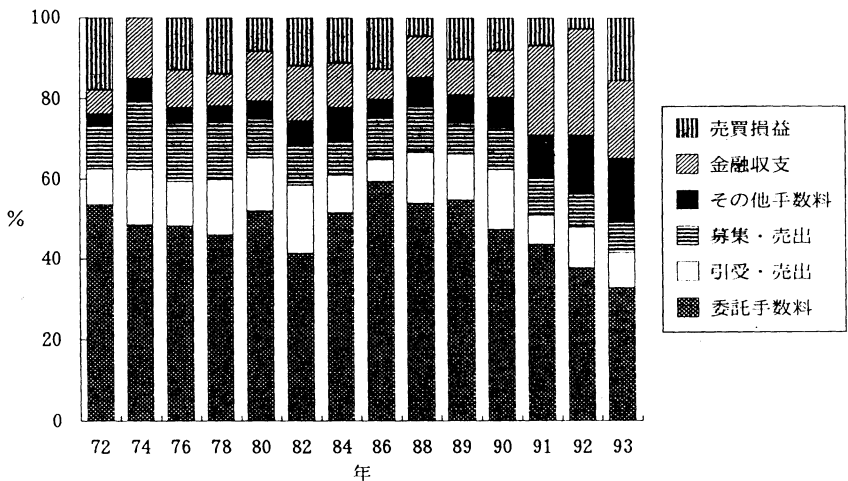
規制緩和にともない、証券会社の業務範囲は今後一層拡大が見込まれている。多様化がかならずしも全ての証券会社にとってメリットではなかったということからわかるように、業務範囲の拡大がすべての証券会社の収益性の向上に結びつくとは思われない。しかし、これまで証券会社はかなり限られた範囲で業務を選択しなければならなかったということから比べれば、業務範囲に関する規制緩和は、個々の証券会社の業務選択に関してそれだけ自由度を与えることを意味する。まさに証券会社の独創性が試される時代になってきたといっても過言ではあるまい。

だが、その一方で、証券界には何十年もの間、依然として解決されずにきている問題もある。たとえば、証券会社に対するイメージの悪さである。先頃、証券広報センターが行った証券貯蓄の調査レポートによれば、「証券会社の店舗は入りにくい」に賛成している人が四五・九%もあり、「入りやすい」に賛成する人はわずか一〇・一%である。また、株式投資に関する認知度の調査では、「何らか知っている」と答えたのは全体の二七・一%にすぎない。新しい業務の開発ももちろん重要ではあるが、これらの基本的な問題を解決することができれば、証券界全体のパイを拡大させることができることは間違いない。

証券会社経営に求められていることも、セオリを越えた発想の転換なのではないだろうか。

(こみね みどり・当研究所主任研究員)

図 2-A 四社の収益構造



(出所) 図 1 に同じ

図2-B Bグループの収益構造

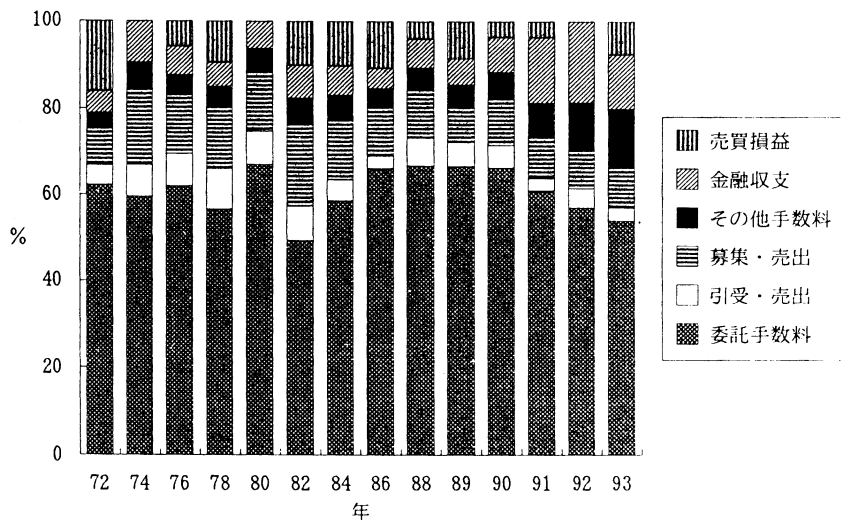
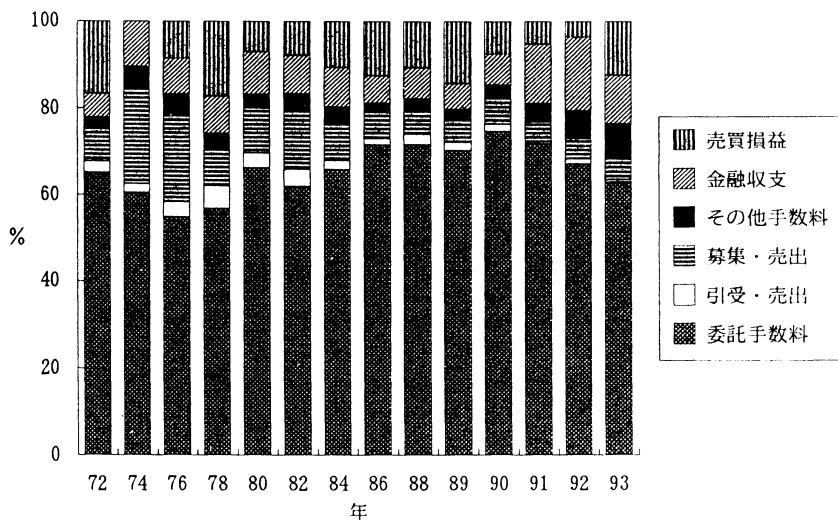


図2-C Cグループの収益構造



証券業務の収益性を考える

図 2-D D グループの収益構造

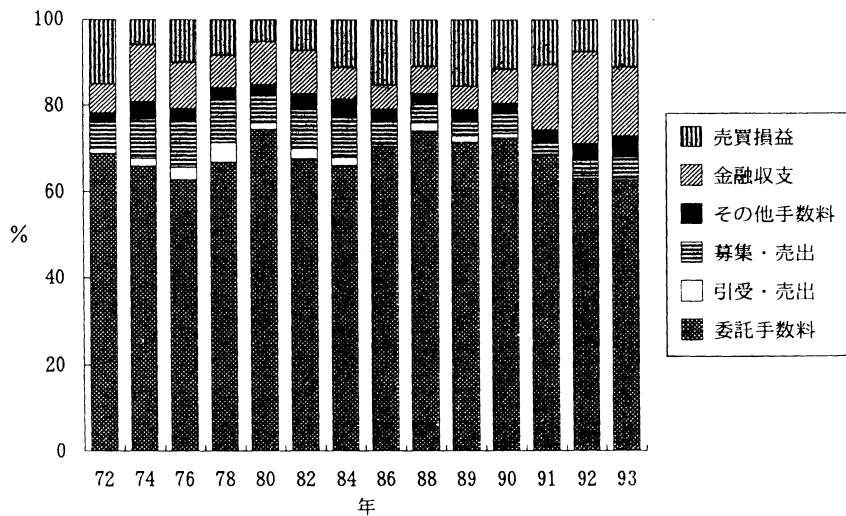


図 2-E E グループの収益構造

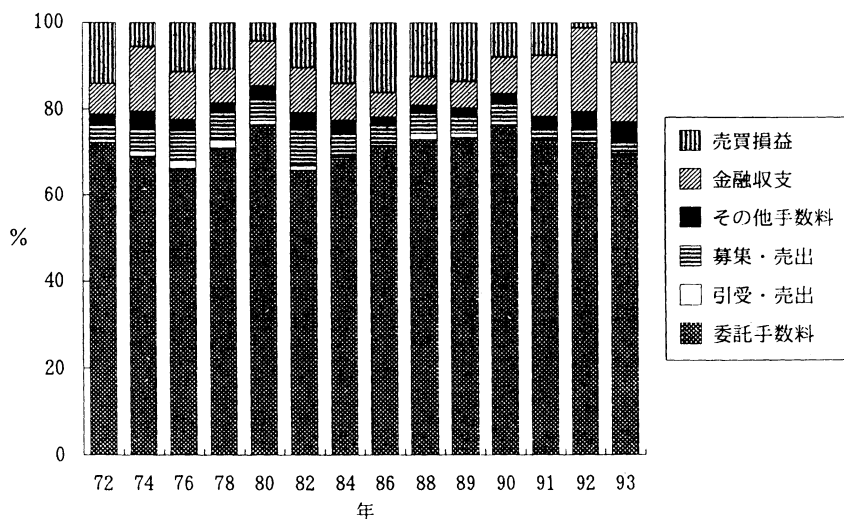


図2-F Fグループの収益構造

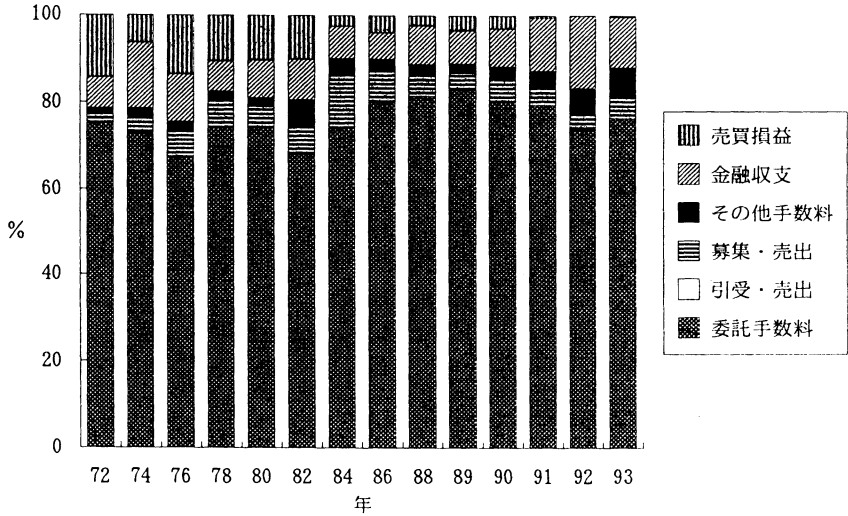


図2-G 会員外の収益構造

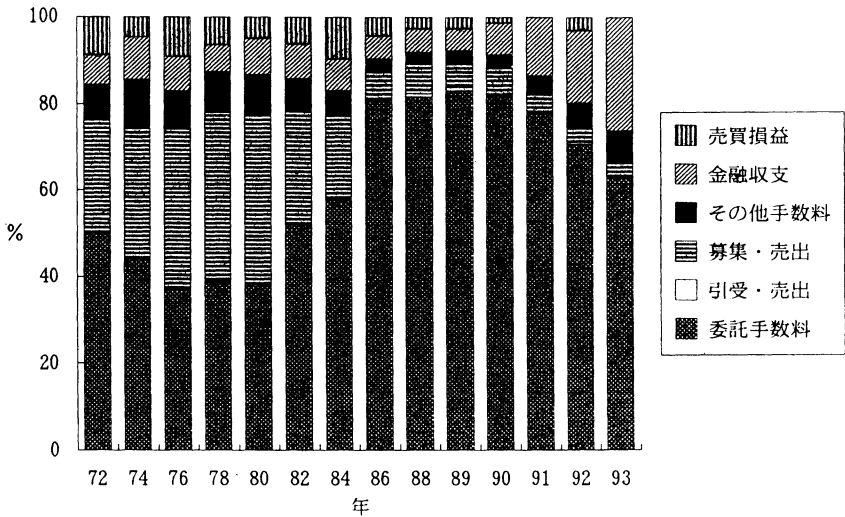


図 2-H 外国系証券会社の収益構造

