

証券会社のビジネスモデルについて

二 上 季代司

はじめに

ただいまご紹介にあずかりました二上でございます。

ごらんのような表題でお話をさせていただくことになりましたけれども、自分でもちよつと大それた表題をつけてしまったのかなと、今になって反省しておる次第でございます。

ビジネスモデルと申しますと、要するに商売の仕方を指すわけで、どうすれば消耗戦に陥ること

なく継続的に利益を上げられるか、そういう商売の仕方を指すと理解しております。それには各社各様のやり方がありまして、簡単には模倣できないもの、あるいは企業秘密に属することであつたりもします。したがって、私のような者がお話しできる立場でもないし、またその能力もないのですが、今日は、そのような経営指南みたいなことをお話しするわけではなくて、ビジネスモデルにはそれを組み立てる上で重要な鍵となる幾つかのファクターがあるものでございまして、その中には近年新しいと思われるファクターがかいま見ら

れるということを御紹介してみようということでございます。

前からなかったわけではないけれども、新しく継続的に利益が上げられるようなビジネスモデルを立てるためには、前からあっても時代とともに非常に重要なものになってきて、無視できないファクターも出てきました。そういう新しいキーファクターを御紹介してみようかなというのが、今日のお話でございます。

このような新しいキーファクターの存在を知っていただければ、皆様の今後の経営に何ほどかのお役に立てるのではないかというのが、私の本日の報告の狙いであり、目標でございます。

前置きはこれくらいにいたしまして、早速本題に入らせていただきたいと思います。

お手元に御用意させていただきましたレジュメ兼資料は、全部で二四ページございます。今日の

御報告は、内容的には二つに分けることができると思います。まず、前半で、ここ一〇年ばかりの日本の証券会社の収入構成の変化を見ておきたいと思います。この収入構成の変化の中から、既に皆様の会社経営において幾つかの変化が看取できる。つまり、ビジネスモデルにおいてこれまで見られなかった新しいキーファクターが見てとれる、それは何かを御紹介したいと思います。

これに関連して使った資料としては、三種類ございます。一つは、東京証券取引所がホームページ等で発表しております総合取引参加者決算概況、いわゆる会員証券会社の決算概況です。二つ目は、日本証券業協会のホームページでも公表しております協会員決算概況。三つ目は、証券各社のディスクロージャー誌。金融商品取引法第四六条の四の規定に基づきまして、公衆縦覧に提供すべき説明書、正式な名前は業務および財産に関す

る説明書と銘打っているものでございます。この三つを使いまして、収入構成の変化を見てみようと思います。

これに関連して注意していただきたいことが二点ばかりございます。

一点目は、最後のディスクロージャー誌につきましては、各社のホームページあるいは証券業協会のホームページからアクセスできるようになっておりますけれども、いずれのやり方でも入手困難なものが何社かございます。したがって、全社全てについてこの説明書に目を通したわけではございません。

二点目は、この三つの資料はいずれも基本的には単体ベースでありまして、関連会社や子会社、親会社を包括した連結ベースの資料ではありません。上場証券会社の場合には、有価証券報告書が連結ベースで公表されておりますので、補足的に

参考にいたしましたけれども、基本的に単体ベースでの検討であるということを御承知おきいただきたいと思います。

以上の資料に基づきまして、これら収入構成の変化並びにその背景を手がかりにして、既に皆様のビジネスモデルにおいて鍵となるファクターに幾つかの変化がかいま見えることを御報告して、新しいキーファクターはどんなものなのかを御紹介する、これが私の今日の御報告の前半部分であります。

後半部分で、やや角度を変えまして、これまでの日本の証券会社のビジネスモデルを振り返って見てみたいと思います。学者の世界に経路依存性(Path Dependency)と云う言葉があります。現実の会社の経営は、過去からずっと続いて今日に至っておりますので、過去の成功体験が顕著であればあるほど、周りの環境が変わっても、そこか

ら脱却する、自分を変えるということは、なかなか難しいものでございます。もし経営上の困難に逢着しているのであれば、ビジネスモデルに新しいキーファクターが発生していることを想起して、どういう方向に行けばよいか考える手がかりになればと願っております。そのためにも、後半では、今後の証券市場のあり方と証券会社のビジネスモデルとの関係についてお話ししたいと考えます。

もっと強く言えば、こういうことになるかと思えます。要するに、ビジネスモデルも、畢竟、ビジネスの舞台であるマーケットを離れてはあり得ませんので、今後の証券市場の健全な発展、今後の日本経済の発展に資するものでなければなりません。そういった期待される証券市場の機能を十分に発揮させるゲートキーパーの役割を果たすべき主体、これが証券会社であるはずでございます

す。そういった、あるべき証券会社の姿に照らしてみても、前半で検出したキーファクターをどういう方向で自社の経営に取り入れていったらよいのかということについてお話しできればと思っております。それが、後半の報告趣旨になります。

一、現行の金融商品取引業者

それでは、早速ですが、資料の二ページをお開きいただきたいと思います。ここには、金融商品取引法上の業者の数が掲載されております。証券会社は第一種金融商品取引業として登録されていると言われておりますけれども、この中には有価証券関連業を営んでいない金融先物取引業者、実体としては、外為証拠金取引の事業者、いわゆるFX専業業者が三〇社ほど含まれておりますので、これを除く二七〇社強、証券業協会に加盟し

ている業者が、これから検討する対象であります。

二、決算概況

続いて、四ページの二―一の表を見ていただきますと思います。こちらは、東京証券取引所の総合取引参加者、いわゆる東証会員と呼ばれている業者、一〇〇社の収入構成を見たものでございます。次の五ページは、東証の会員業者ではない業者の収入構成であります。この表は、証券業協会が公表している協会加盟全業者の数値から、前ページの東証会員業者の数値を控除した残りを東証非会員業者の分とみなして表をつくっております。

東証と証券業協会のほうで経理区分は統一されていると思いますが、食い違っているところ

ろがあるかもしれないという疑念はございます。例えば、五ページの「引受手数料」の二〇〇六年分を見ていただきますと、マイナスになっています。これは、引受手数料と募集手数料の経理処理が違っているから、マイナスになるはずがないところがマイナスになっているのかもしれない。そういうことで、やや限界がある表だということに注意しながら、ここ一〇年ばかりの変化を見ておきたいと思います。

三、収入項目の変化

（委託手数料）

収入構成の変化についてのまとめは、八ページに載せてございます。まず、「委託手数料」から見てみますと、表二―一、表二―二ともに、委託手数料については東証会員、非会員ともに絶対額

の減少、収入ウエート——収入ウエートというのは純営業収益に占める比率で出しておりますけれども、いずれも低下を示しております。

もっとも、委託手数料の中身ですけれども、六ページを見ていただきますと、東証の会員業者の分だけですけれども、委託手数料のほとんどは株券委託手数料で占められておりまして、それが急激に減少していることが理解できますが、急減しているのは現物株のほうでありまして、株券先物オプションの手数料はそれほど減っていないこともわかりになるかと思います。その結果、委託手数料に占める株券先物オプションのウエートが徐々に上がってきている。つまり、この間、株券委託手数料は現物株からデリバティブに少しずつシフトしていることが見てとれるわけであります。

（トレーディング損益）

表二―一、二―二にもう一度戻っていただきまして、少し飛びますが「トレーディング損益」を見ていただきたいと思います。二―一の東証会員の場合には、トレーディング損益と純金融収入を合わせますと、収入ウエートに大きな変化はございません。なぜ合計するのかといいますと、御理解いただけたと思いますが、売買益と受取債券利子、受取配当は区別せずに考えたほうがよいからです。合算しますと大きな変化はありませんが、その構成の中身については大きな変化がございます。

七ページの三―二のトレーディング損益の変化を見ていただければと思います。東証会員の分ですけれども、これを見ますと、株券の比率の低下と債券比率の上昇が見てとれます。これは、東証会員業者の中で手数料自由化以降、貴重な収益源

であった株券ディーラー益が急減し始める一方、外債販売などでお客さんからいただく手数料相当分のスプレッドが収入構成上その意義を高めていることを意味しています。

他方、東証非会員のトレーディング損益、五ページの二―二の表を見ますと、トレーディング損益が非常に大きくなっていることがわかります。この理由につきましては、協会の決算概況だけではわかりませんけれども、各社のディスクロージャー誌を拝見させていただきますと、店頭FXでお客さんから受注したときに外為銀行に出したカバー取引との間の差額、いわゆるFXのスプレッドによるものが多いということが確認できました。

つまり、トレーディング利益の対象が、株式から債券、外債が多いのですが、外債やFXに移っていること。また、自己勘定を使っているもの

の、日計りではなくて客注に伴うもの、言い換えればエージェンシーベースのトレーディング益がふえていることが理解できると思います。

（引受手数料、募集手数料、その他手数料）

次に、後回しにしておりました「引受手数料」「募集手数料」「その他手数料」について見ておきたいと思います。

引受手数料は、基本的には顧客企業のファイナンスの動向に規定されておりまして、年々大きく変動しておりますが、募集手数料は主として投資信託の募集によって占められておりまして、これが東証会員の大きな収益源になっていることが、二―一の表を見たら御理解いただけたと思います。

もっと大きな収益項目は、その他手数料でございます。その他手数料の収益項目は、手数料収入

のうち委託手数料、引受手数料、募集手数料のいずれにも分類できないものをここに合算して載せておりますので、具体的にどのようなものなのかというのは、これだけではわからない。

そこで、各社、ディスクロージャー誌から拾い上げて、どういうものから成り立っているのかをまとめましたものが、八ページの三―三表でございます。三―三表には、これまで指摘しましたことをまとめておきました。

「そのほか手数料」の項目をごらんいただきましたと思います。東証の会員業者のそのほか手数料は、金額の多いものから順に挙げておきますと、投資信託の代行手数料、顧客企業のM & Aや資本政策といったファイナンシャルアドバイザーに関する手数料、外債販売に関連する為替手数料、そして保険販売の手数料、ラップアカウントの手数料、東証会員業者の中にもFXを扱っていらっ

しゃる業者がございますので取引所FX、金融先物取引所とか大証FXとか、そういった取引所FXに関する手数料。商品先物手数料などが散見されます。

他方、東証非会員のそのほか手数料を見ますと、一番大きいのが、取引所FXであるとか、Contracts for Differenceと呼ばれる、直訳すれば差額決済契約ですが、株価指数証拠金取引というのでしょうか。株価指数やら、外為だけでなくいろいろなものを対象にした証拠金取引、Contracts for Differenceと呼ばれるイギリスから来た取引手法です。これに関連する手数料がある。

また、外資系の運用会社の子会社ですが、親会社の外国籍の投資信託を日本に持ち込んだときの代行手数料。例えば、代行協会員となって親会社にかわって目論見書の配付や基準価格を公表する

ような仕事をしているわけです。これに対して親会社から代行手数料をもらおうといったものも入っております。

また、海外関連会社への役務提供収入、顧客紹介料などがこの中に入っております。数社ですが、証券化・流動化関連手数料を計上している業者もございました。

(収入項目の変化から見た証券ビジネスの傾向)

そこで、とりあえず、収入項目の変化から見た一つの傾向を整理してみますと、九ページの三～四のような形にまとめられるのではないかと思います。

第一の傾向は、株式のビジネスでは、現物株よりもデリバティブを対象とするものの成長性のほうが高いという傾向が日本でも見られます。これは、株券先物オプション手数料のウエート上昇と

いう形で反映されております。

第二といったしましては、デリバティブの対象がFXとかCFDとか、多様化を始めているということでもあります。これは、その他手数料のウエート上昇という形であらわれております。

第三といったしましては、国内証券よりも海外証券、外債投信であるとか外国籍の投信であるとか、外債、外国株の取り扱いを志向する傾向が看取されます。

以上が取扱商品の変化ですが、ディーラー業務の変化も看取されました。これは、株式現物ディーラーの後退ということでした。

四、ビジネスモデルのキーフアクター

以上から、ビジネスモデルのキーフアクターに

どのような新しい動きが見られるのか、それらはどのような課題をはらんでいるのかということについて見てみたいと思います。

（対面営業かネット取引か）

一〇ページです。まず、対面営業か、ネット取引かという対顧客の接点の選択がございます。対面営業は、手数料自由化以降、執行サービスの面でネット取引業者との激しい競争にさらされていますので、それ以外のサービス、投資アドバイザリーや資産管理サービスの注力することが課題となっております。

現在のところ、日本では、残高に比例する形で資産管理フィーという名目で直接投資アドバイザリーとか資産管理サービスの対価を徴収するというビジネスモデルは確立できておりません。その辺がアメリカと違うところです。

強いて挙げれば、それに近いものとしては、投資信託の代行手数料といった別の名目での手数料収入になっております。形はどうでも、お客さんによい品物を提供した、お客さんから見てよい品物を提供してもらった。基準価格が下落したときに納得できる理由を説明してもらった、さらには、そういうときにどうしたらいいかというアドバイスをもらった。そういうアフターケアが行き届いているといった満足感を与えることができなければ、今いただいている投信の代行手数料もいずれは下がっていく可能性があります。

今申しましたように、お客さんの属性に合ったよい品物を提供すること。基準価格が下落したときに納得できる理由を説明してあげること、その後どうしたらいいのかというアフターケアをしてあげること。これが大事なことはないかと思えます。

他方、ネット取引業者のほうはどうか。ネット

取引は、既に十分確立したビジネスモデルになっております。ネット取引業者は、低い手数料率とITを駆使した売買システムを提供すること、日計り商いのお客さん、つまりデイトレーダーの受注に成功してきたわけであります。しかし、ネット業者は執行オンリーですので、そのビジネスモデルはブッシュではなくてプル、つまりお客さんの受注待ち、受け身の形になっております。したがって、ネット取引業者にとっては、常にお客さんの発注意欲をかき立てるような喚起手段が必要である。

アメリカでは、かつて広告を打って発注意欲を喚起したことがございましたが、広告を打ち過ぎて経費倒れになったこともございます。我が国では、顧客の発注意欲をかき立てる喚起手段について、フロンティアの拡大に迫られているのが実情

ではないかと思えます。

具体的に申しますと、当初の喚起手段であった手数料競争は限界に近づきつつあります。その中で、現物株の信用取引だけでなく、先物オプションとか、さらにFXといったデイトレーディングの対象を拡大させる方向に行っているように思われます。それは同時に、IT関連業者や商品先物取引業者の新たな参入の過程と重なってまいりましたし、ネット業者の市場環境でもあるデイトレーディングのあり方についても、近年大きく変化しております。ちょっと耳慣れない概念ですが、後ほど一六ページの時間レバレッジのところでの点について触れたいと思います。

繰り返しになりますが、ネット証券については、顧客の発注意欲をかき立てる喚起手段を開拓していくことが課題になっているように思われます。

(顧客勘定ビジネスか自己勘定ビジネスか)

一一ページのエージェンシー(顧客勘定ビジネス)とプリンシパル(自己勘定ビジネス)という選択、そのビジネスモデルのキーファクターについてお話ししたいと思います。

手数料の自由化によって、最大のエージェンシービジネスであったブローカー業務の収益性が落ちてきたとき、では自己勘定、つまりディーリングで稼ぐという代替案が出てきました。これは、アメリカでも日本でも見られる現象であります。そして、アメリカでは、リテールのブローカーディーラーの面だけではなく、投資銀行業務にもエージェンシーからプリンシパルへというシフトが出てきたわけであります。その一つは、引き受け業務の量的かつ質的拡大というか、質的变化と言ったほうがよろしいかと思います。

例えば、アメリカの引き受けビジネスの歴史

は、一九七〇年ぐらいまでは優良大企業の引き受けに限られていましたが、一九八〇年ぐらいから投資適格ではない中堅企業のジャンクボンドの引き受けが始まりました。それから、LBO(Leveraged Buyout)の受け皿会社が発行するジャンクボンド、そしてまた証券化商品の引き受けと、量的に拡大するとともに質的に変化してきたわけであります。徐々にエージェンシーからプリンシパルというふうになり、引き受けビジネスも変質してまいりました。

どういうことかと申しますと、通常、引き受けというのはお客さんから依頼されて行うエージェンシーベースのビジネスですけれども、お客さんの裾野を拡大させるばかりか、実体を持たないペーパー会社、受け皿会社、ついにはマーケットで買い付けた住宅ローンを証券化するために、自分が設定したSPC(特別目的会社)に住宅ロー

ンを移して証券化し、それを引き受けするという自作自演のプリンシパルベースの引き受けビジネスに変質していったわけであります。

もう一つのプリンシパルビジネスは、マーチャントバンキングとかプライベートエクイティビジネスと呼ばれるものです。現在、アメリカでは、証券化及びファンド組成とそこへの自己投資が行き過ぎまして、リーマンショックに帰結したわけであります。

他方、日本ではどうかと申しますと、日本では投資銀行におけるプリンシパルビジネスは、二、三の大手の業者が始めたところで大やけどをしたという段階にとどまっております。日本の場合には、投資銀行業務におけるエージェンシーからプリンシパルへのシフトは、アメリカと比べてそれほど進んでいったわけではございません。

プリンシパルビジネスは、アメリカでは非常に

評判が悪くなっておりますけれども、ビジネスとして成り立たなくなっているのではなくて、程度の問題だと私は思っております。むしろ、日本の場合には、その辺にはまだまだ余裕があると私は思います。これが、一線を越えてアメリカのような行き過ぎになるという程度はどこに画されているのかを検討すべきではないかと考えております。これは、後でもう一度触れてみたいと思います。

（現物かデリバティブか）

一二ページです。第三番目に、現物とデリバティブというビジネス対象の選択の問題がございます。デリバティブ市場の拡大は世界的な傾向でございます。多分それは、経済成長の鈍化、したがって投資のインセンティブを持ってないキャッシュが金融市場に非常に多く滞留していることが

背景にあるものと考えられます。

現物株は、結局は、ファンダメンタルなファクターに制約されるわけで、経済成長が鈍化している限り、株価も余り成長しないし、時価総額もふえないと思われます。これに引きかえ、デリバティブは、現物市場に制約されことなく、ある程度までマーケットをつくることが可能です。上場株式は、企業が上場を申請してくれなければふえません。いわば、相手の事情による。

ところが、デリバティブや、それを組み込んだETFといった仕組み商品は、業者が申請して上場されるわけです。要するに、デリバティブは、業界がイニシアチブをとって創造し、拡大させることのできるマーケットなわけです。ここに、現物市場から乖離して、現物市場よりもデリバティブマーケットを拡大させることのできる根拠があるように思われます。

加えまして、我が国は、欧米先進資本主義国よりも先行いたしまして、現在、逆利回り革命の時代に入っております。配当利回りが債券利回りを上回るという事態が数年前から続いております。これは、一面から見ますと、現物株が割安だというセールストークに使える現象ですけれども、根本的には企業の利益率が低くて、利益成長が見込めない。したがって、配当の成長が見込めない。成長期待が薄れて株価が低迷した結果であります。

そうした状況のもとでは、資産の成長よりも相場変動の波間に適度の売りを出して資産の保全を図ろうという方向に関心が移るものであります。オプション市場の出現によりまして、シヨートをつくりやすくなったこと。デリバティブ市場の拡大と多様化は、そういった風潮にも合致するよう思われます。

同じシートでも、信用売りや先物売りは売りから入るのでアマチュアには非常に抵抗があるのですが、プットオプションとか、それを組み込んだ仕組み債は買いから入るシートですから、大衆向きだとも言えます。しかし、一方でデリバティブ市場はリスクの配分市場であって、リタインの面ではゼロサムゲームですので、必ずカウンターパーティーの一方には損が出るわけです。その損がヘッジコストの範囲内、さらには適合性の原則から判断してリスク許容度の高い資金額の範囲内にとどまってくれば問題は大きくなりませんが、往々にしてそうでないということは、これまでの歴史が教えるところでありますので、ビジネスの上でこれまでは違ったリスク管理が必要になってくるだろうと思われます。

(銀証連携)

一三ページに移ります。銀証連携か、あるいは独立系かという選択が、ビジネスモデルを考えるうえでの要素の一つであります。

金融持株会社制度の解禁と証券仲介業、今は金融商品仲介業という名前になっておりますけれども、これが金融機関の登録業務として認められたということ。そして、ファイアーウォールの緩和などによって現実化し始めたビジネスモデルとして、銀証連携モデルが挙げられます。

これは、メガバンク系を含む大手銀行のほか、地方銀行系もふえております。特に地銀系は、二〇〇六年以降ふえ始めまして、地域的には西日本、特に中四国や九州などに多いように見受けられます。既存の地場証券を買い受けるといったことのほか、地方銀行がみずから新設する例も見られますし、既存の証券会社が地方支店を現物出資

して地銀との合併証券会社として設立するという例も見られます。

この銀行系証券会社のメリットは、言うまでもなく、銀行顧客へのアクセスが容易になることであります。親銀行との共同店舗であるとか、親銀行との仲介業の契約、そして役職員の相互派遣や兼任等々によって、顧客の紹介であるとか銀行と証券会社のクロスセリングを行っているわけであります。

もう一つのメリットとして、主としてメガバンク系の証券会社について当てはまることですけれども、銀行の傘下に入ること、銀行の持っているセーフティーネットを、ちょっと言葉は悪いですけれども、裏口利用できることが挙げられます。メガバンクを初めとして銀行は、日銀信用であるとか預金保険のようなセーフティーネットを使うことができまして、そのことによって銀行自

身の信用格付を底上げしています。銀行傘下に入ること、証券子会社もそれを利用できる。その結果、どういうメリットがあるかというところ、投資銀行業務におけるトレーディング、レポ取引とかデリバティブ取引などで有利なレートがとれる、担保繰りが楽になるといったホールセールでのメリットが挙げられます。

他方で特定の銀行色が強いと、投資銀行業務で顧客企業から敬遠されるケースとか、金融制度改革の動向によっては業務制限などのおそれがあるというデメリットも考えられると思います。

（本業とサポート業務）

一四ページに移ります。五番目として、本業に注力するか、サポート業務に注力するかといった業務選択も考えられるのではないかと思います。

立命館大学の大垣尚司先生は、金融審議会のメ

ンバーでもいらつしやるわけですが、その大垣先生が、最近、ビジネスモデルの三つ目の型として、エージェンシーベースの業務でもない、プリンシパルベースの業務でもない、プロデューサー型のビジネスモデルも考えられるのではないかと言われて、私もある会合で聞いたことがあります。おもしろいアイデアだと思いました。例えて言えば、映画をつくるのに、自分が演技するのではなくて、監督をするのでもなくて、いろいろなお膳立てをして、プロデュースングをして、それでメシを食う、そういうやり方も金融の世界では考えられるのではないかとおっしゃるわけですね。

これを、証券ビジネスに持ってきたらどういうことになるのか。例えば、同業者向けに売買執行や受け渡しといったバックオフィス業務を提供する業者を、アメリカでは、コルレスバンキングの

証券版という意味で、コルレスブローカーと呼んでいる業者がごいます。具体的にはパーシングとか、最近倒産したベアー・スターンズの傘下にあった子会社などもそうです。そういったコルレスブローカーが、日本でもこれを収益的に確立させて頑張っているという業者も見られます。

また、金融商品仲介業者に開業のための手続を代行してあげるとか、研修を施してあげるとか、必要なシステムの提供や各種投信を初めとした投資信託の品ぞろえなどで仲介業者を支援しようという業者もあらわれております。

アメリカでは、こうした金融商品仲介業者は証券業者に属さない投資助言業者（インディペンデント・ファイナンシャル・アドバイザー）と呼ばれている業者が多い。そこで、彼らを支援するという意味でIFA支援業者と呼ばれる業者も始めている。

こういったサポート業者は、自分で証券売買を行う、つまりもちろんディーラーではないし、か

とってお客さんとも接しないのでエージェンシーとも言えない。ブローカー業務や、投資信託および債券の募集業務は、多くの一連の業務から成り立っておりますので、こういった一連の業務のいわゆるサプライチェーンみたいなものを一旦アンバンドリングして、みずから最も得意とする分野だけを切り取って、あとはアウトソーシングする。そういったやり方も、日本でも徐々に見られるようになりました。それとともに、こうしたサポーター業務を専門とするビジネスモデルも徐々にふえてくるのではないかと思われます。

(財務レバレッジと時間レバレッジ)

最後に、一六ページを見ていただきたいと思います。財務レバレッジと時間レバレッジといった

キーフアクターもあるのではないかと思われるです。

時間レバレッジという耳慣れない言葉ですけれども、普通、レバレッジというと財務レバレッジを指しております。限られた自己資本でできるだけ多くの資産を持てば、資産利益率が一定でもそれだけ自己資本利益率が高められる、これが普通言われている財務レバレッジです。

これに対して、時間レバレッジというものも前からある。ただ、それが非常に大きな意味を持ってきたというのが最近の特徴だろうと私は感じているわけです。時間レバレッジというのはどういうものかといいますと、限られた自己資本でできるだけ多くの取引をすることで利益率を高めようとするやり方を指します。私たちは、利益率を計算するときに、一定期間の利益を自己資本で割って計算しておりますけれども、この一定期間を極

度に短縮して、つまり回転を早めて利益率を向上させるというレバレッジの方法もあるだろう。

具体的に申しますと、その名のとおり回転商い、日計り商い、デイトレードینگがこれに相当するわけであります。

これまで、日計り商いといえ、会員証券ディーラーの専売特許とされてきました。その理由は、会員証券会社とお客さんとの間に圧倒的な格差があったからです。こういった格差かと申しますと、まず会員ディーラーは、もちろん取引所への場口銭は必要ですが、手数料は要らない。お客さんは場口銭を含む手数料を払わないといけません、会員ディーラーは場口銭だけでよろしい。ですから、手数料格差がありました。したがって、同じ価値でも、会員ディーラーは取引コストが少ない分だけ日計りで利益が出た。

第二番目に、証券取引所では決済は一日単位で

あって、それを会員ごとにネットアウトするため、日中に手じまうことができれば自己資本も要らない。これに対して、お客さんはそんなことはできません。

第三番目に、取引所内部の売買手口、いわゆる板情報ですが、これは会員限りの時代がかなり長い間続きました。

この三つがあるおかげで、時間レバレッジを利用できるのは会員業者だけに限られてきた期間が長く続いてきましたけれども、この三つの要素がだんだんと失われてきた。お客さんと会員ディーラーの格差が近年どんどん縮小してきた。

まず、手数料が自由化されて、手数料コストの格差が短縮されてしまいました。また、取引所以外にPTSができて、中には東証よりも狭いティック（呼び値の刻み）のPTSも出てきております。そうすると、少ないスプレッドで値ざや

稼ぎの機会が多くなってまいります。

それから、信用取引の証拠金が日中に転用できるようにになれば、頻繁な日計りはお客さんにも十分に可能になってまいります。最近では、ハイフリークエンシートレード、高頻度取引と訳されておりますけれども、これが発注されて、高率回転の売買プログラムが発動されて、しかも売買システムの高速化を可能にいたしますと、お客さんのほうが値ざや稼ぎにまさってくるということになってきます。

要するに、一言で言うと、時間レバレッジが会員ディーラーに限られていた時代から、一般顧客にも広がっていった、一般顧客も時間レバレッジを利用できるようになったということであります。このことは、東証の中小証券に極めて大きな打撃を与えております。その反面、これを客注として取り込むビジネスが新たに開けてきたという

ことであろうかと思えます。

このほか、レジュメに書いておりませんけれども、国内証券か海外証券か、特にアジア株。そういった取引対象の選択も考えられます。特に、アジア諸国の経済発展は、ちょうど我が国の高度成長期に相当する段階だと言われております。戦後、日本の証券会社のビジネスモデルは高度成長向きにできていることから、同様に高度成長段階にあるアジア株を取り扱うことについては、日本の証券会社にとって親和性があって、だから取り扱う証券会社も多いのではないかと思います。もっとも、この点については持ち合わせている材料が余りなく、特にお話しできることはありませんので、割愛させていただきたいと思えます。

五、期待される市場機能と証券ビジネス

（証券市場、証券業界に求められる役割・機能の変化）

そこで、一七ページ以下に移りまして、次に、こうしたビジネスモデルのキーファクターを今後どういう方向に経営の中に取り込んでいったらいいのか、この点についてお話をさせていただきたいと思います。

この点につきましては、これらキーファクターの御紹介のときに断片的に触れたことでもありますが、改めて、今後、証券市場に求められている市場機能を効率的に発揮するということに貢献し得るものかどうかという観点から再検討してみたいと思います。

改めて言うまでもございませんが、証券会社のビジネスは、その時々の証券市場に求められている、あるいは証券界に求められている役割、機能を何らかのやり方で果たすことに貢献しなければ持続可能（サステナブル）なものになりません。ところが、証券市場、証券業界に求められている役割、機能は、高度成長期から今日まで、徐々に重点が変わってきているように思われます。

高度成長期に証券市場に求められていた役割は、増資や新発債を大量かつ迅速に売りさばいて大量の資金を産業界に供給することにあります。そのために証券界に求められてきたビジネスモデルは、支店網を整備して、ロイヤリティーの高い社員セールスを動員した証券大量販売組織を整備することでした。これにいち早く着手したのが大手証券であり、準大手証券会社では

なかったかと思えます。

金融システムの機能としては、資金調達のほかに資源の効率的配分、つまり各産業、各企業に過不足なく資金を配分するという機能もございませうけれども、高度成長期の資源配分機能は、政府・日銀・銀行界による資金割り当てを通じて行っておりまして、証券界は資源配分にはタッチできなかったという経緯があります。このために、一九六〇年代の高度成長期には、銀行融資が限界に達してファイナンスの環境が一番悪い資金逼迫期にこそ増資が集中するという事態にたびたび見舞われて、昭和四〇年証券恐慌のような悲劇にも至ったわけでありませう。

しかし、一九八〇年以降、成長率が鈍化したしまして、財政主導型経済に移行する中で、大量国債発行の時代を迎えて、債券流通市場が形成されてまいります。その結果、金利の自由化とか金融

の自由化が始まってまいります。この結果、市場メカニズムの發揮される金融システムへの移行が始まっていきます。そういう時代の証券市場は、単に資金調達だけではなくて、資源配分のシグナルとなる価格がファンダメンタルな要因によって形成されている、そしてまた証券価格を基準にして各産業、各企業に資金を配分する、そういったことが重要な機能になってまいります。価格発見と効率的資源配分が、現在、証券市場に求められている機能であります。

一九八〇年代はそういう移行期にあったわけですが、このような移行期においても、相変わらず価格水準のいかんにかかわらず証券大量販売機構をフルに稼働させて証券を売り込んできた結果、証券界は一九八〇年代に不要な大量資金を産業界に提供して、それが投機に回ってバブルに加担したと批判されたわけでありませう。

そういう苦しい、苦い時代をくぐり抜けた今日です。で、ブローカーディーラー、アセットマネジメント、インベストメントバンキングの三つの本業におきまして、今日の証券市場に期待されている諸機能を直接あるいは間接、何らかの形でその機能を発揮させることに貢献する方向での業務運営がなされるようなビジネスモデルが形成されることが望ましいわけであります。

(ビジネスモデルの新しいキーファクターの評価)

このような観点から、さきに挙げたビジネスモデルの新しいキーファクターについての評価を試みようというわけであります。

まず、今日の証券市場に求められている第一の機能は、企業価値の発見機能であります。ブローカーは、買い推奨、売り推奨のアドバイスを通じて、投資家による企業価値発見を手助けいたします。

す。

また、アセットマネジメント業務では、投資家の代理としてファンドマネジャーが企業価値発見を代行いたします。

また、インベストメントバンカーは、こうした直接・間接の経路を通じた投資家の企業価値に対する意見表明を受けとめて、顧客企業にファイナンス・シャルアドバイザーとしての立場から資金調達や資本政策、配当政策、新規公開や事業再編、M&Aなどのアドバイスを与えて、引き受けその他の業務を通じて価格をシグナルとした資金調達、資源配分、再配分を手助けしていくわけです。この意味では、どの業務におきましても、企業リサーチが極めて重要になります。

第二番目に、投資家が企業価値についてどの水準が適正なのかを発見することがなかなか難しい。買い推奨、売り推奨の投資アドバイザー

も、時間やコストの面で、零細な投資家にまで提供することには限界があります。これを代行するのがアセットマネジメントですけれども、前提として、投資家の資金をその投資家の属性に応じたやり方でアセットマネジメントに手渡すプロセスが必要であります。これが、ブローカーの行う資産管理サービスに当たるのではないかと思います。

そういうわけで、顧客属性に応じた多種多様なリスク・リターンプロファイルを持った商品やファンドマネジャーを用意して、それにふさわしい商品やファンドマネジャーをお客さんにお勧めする。そのためには、販売に当たるブローカーの側では、投資家属性をわきまえた投資アドバイザーの質的な向上、販売チャネルの多様化、充実、そして提供する側のアセットマネジメントも含めて商品企画の充実が望まれるわけでありま

す。

ファンドマネジメントにつきましては、これまで日本の投資信託は販売の力で売ってきたという嫌いがなきにしもあらずでございました。今後は、リサーチに基づく運用力で競争できるファンドビジネスでなければならないのではないかと思います。

他方、ブローカービジネスを見ますと、対面営業では、資産管理型営業の旗印を掲げて各種投資信託の販売に注力されておりますけれども、その方向性は間違っていないと思います。問題は、それを進めるに当たって重要となる投資アドバイザーの質、販売チャネルの多様化、商品企画の充実であります。そして、一連の業務のコスト管理を徹底して、外部委託に出したほうがよいと思われるところは大胆に切り出すべきであると思います。

リテールにおける銀証連携とか金融仲介業の役割は、販売チャネルの多様化という点で貢献いたしますし、外部委託の利用はコスト管理に貢献するように思いますが、これに並んで投資アドバイザーの質的向上や商品企画の充実がもっと望まれるわけがあります。

第三点目に、証券市場は流動性を与えることで短期しか運用できない資金をつなぎ合わせて長期資金に転換するという機能を持っております。そのためには、いつでも売れる、いつでも買えるという流動性が維持されていなければいけません。また、売り買いの注文があれば、迅速にこれをつき合わせて、一物一価の均衡価格が形成されなければ、ユーザーの信頼を失います。こうした流動性並びに均衡価格の形成ができるだけ低コストで提供できる市場が望ましい市場ということになります。

証券界は、証券取引所と手を携えて、こうした流動性向上、均衡価格形成の機能に対して執行サービスや日計り商いという形で貢献しているわけがあります。

ところで、これに関連いたしまして、先ほど申しましたように、手数料競争の激烈なまでの展開、並びに東証アローヘッドに見られる需給適合のシステム化とその高度化、アルゴリズム取引や高頻度取引のウエート上昇によって、現状のやり方ではブローカー業務は消耗戦に陥ってしまうという状況に至っております。ここから脱却するためには、現在進行しているように、証券以外に取引対象を拡大して損益分岐点を下げていくか、あるいは高頻度取引やアルゴリズム取引を客注として抱え込むようなビジネスを考える以外にないように思います。

第四に、低成長の証券市場では、右肩上がりの

企業価値の成長、株価成長が期待できなくなっていると思います。以前のように大抵の上場銘柄は上昇するという感覚は、投資家の間では見られなくなっています。逆利回り革命は、明らかに投資家が日本企業の利益成長率を疑問視している結果であります。

また、産業構造の転換、資源の再配分を効率よく遂行するためにも、企業選別が必要であります。どの企業を取捨選択するか、それは明らかにリサーチの仕事ですけれども、それをマーケットにおいても実行していくためには、成長銘柄に買いを入れると同時に衰退銘柄には売りを入れて退場させる必要があるわけです。ところが、我が国では、言葉は悪いですがけれども、諸外国から「ゾンビ企業」の存在を許容している」と悪口を言われるようなありさまです。

デリバティブ、特にオプションは、ショートポ

ジションをつくりやすいと述べましたし、株価上昇に疑念が持たれている状況では、デリバティブを利用して適度に利食いを行って資産を保全するというのは当然のリアクションだと思います。そのためには、インデックスではなくて個別株オプションがもっともと拡大する必要があるように感じております。諸外国と比べまして、我が国のデリバティブ市場は、インデックスに偏っているように思いますので、個別株オプション、さらにはそれを組み込んだETFのような仕組み商品が開発される必要があるように私には思えます。

第五といたしまして、証券業界が関与する資源の再配分は、実際には事業再編やM&A、新興企業のIPOや、逆に上場廃止という形をとって、証券界が資源配分に関与しているわけであります。事業分野としてはインベストメントバンキングの領域に入りますけれども、ファイナンシャル

アドバイザーとして顧客企業に適切な資本政策その他に関するアドバイスをアイデアを与えると同時に、マーチャントバンキングあるいはプリンシパルファイナンスと呼ばれているように自己資金を使ってみずから企業資源を組みかえていくという形で実行されていくわけであります。

近年、世界的な金融規制改革でプリンシパルビジネスに逆風が吹いておりますけれども、これは銀行の話でありますし、また、特に問題になっておりますのは、証券化商品に絡んだ自己投資であつて、プライベートエクイティビジネスではないように思われます。つまり、この業務が全て否定されているわけではありません。

我が国は、高度成長期に長い間銀行を中心とした資金割り当ての時代が続いて、大手証券といえどもファイナンシャルアドバイザーとしての歴史がアメリカの投資銀行と比べれば比較的浅いも

のがあります。それとアンバランスのような形で販売力が強いものですから、販売力に依存した過大なファイナンスに傾くことが往々にしてあるような感じが私はしております。証券市場の機能を發揮するのはゲートキーパーである証券会社であるということを肝に銘じて、リサーチに基づくアドバイザー機能を中心とした業務に励んでいただきたいと思います。

むすびにかえて

本日は、初めに申し上げましたように、証券会社の収入構成の面から新しい動向が見られる、ビジネスモデルを組み立てる上での新しいキーファクターが見られるということを最初にお話しして、後半ではそれをどのように取り入れるかという点につきましては、期待された証券市場の機能

を十分に發揮できる、よい方向での利用の仕方が望まれるということで、私の報告を終わりたいと思います。

以上でございます。(拍手)

高坂常務理事 二上先生、大変興味深いお話をどうもありがとうございます。

多少時間がございますので、御質問がある方は、どうぞ挙手をお願いいたします。

では、必ずしも証券ビジネスに詳しくないものでございますから、ちょっと論点がずれるかもしれませんが、私から一点、質問をさせていただきますと思います。

バブル崩壊後二〇年余りがたつて、証券ビジネスを取り巻く環境は随分変化しているということでございますが、この間、ほとんど変化しなかったことが一つあると思っております。それは、重

要な市場参加者である個人投資家の裾野が一向に広がっていないこと。確かに、デイトレードディングとかもありますけれども、それはごく一部の方々に限られておりますので、もうちょっと投資家の裾野が広がる必要があるかなと思います。

個人投資家のベースが拡大しないことには、証券ビジネスの持続的な発展も期待できないのかなと思います。この間、当然、官あるいは民とも手をこまねいていたわけではないと思いますが、なかなか効果的な方法が見つからないのが現状ではないかと思います。

そういった点について何か考えていることがありましたら、ぜひ先生のほうから御教示をいただきたいと思います。

二上 顧客の裾野の拡大のために政府がこれまで考えていた施策は、まず一つは証券仲介業、いわゆる現在の金融商品仲介業を解禁したこと。それ

によって、他業態のチャネルを通じて投資家の裾野を拡大しようという意図があったのではないかと思います。二つ目には、それを銀行の登録業務として認めて、銀行に金融商品仲介業をやらせる。そういうやり方で、銀行預金を証券市場に導入しようという意図もあったと思います。それがどの程度成功しているかというのは各人の評価によると思います。私は、歩みはのろいかもしれませんが、効果がないわけではないと思います。

二つ目に、金融資産一四〇〇兆円のうち五五%ほどは預貯金にへばりついていて、証券に入ってくるのは十数%だと、これはアメリカやほかの国に比べて極めて低いとよく言われます。

これは、このように考えるべきではないかと思っています。つまり、金融資産だけを取り上げてみたらそうかもしれませんが、資産全部をひっくり回して考えると、持ち家志向の日本人の資産は、物の

統計のとり方にもよりますが、多分三分の二ぐらいが不動産で占められている。あとの三分の一が金融資産である。そのあとの三分の一のさらに五%は預貯金なので、全体で見れば預貯金は二〇%もいかないわけです。つまり、投資家の身になってみると、不動産というのは換金しにくい。

換金しにくい資産を三分の二も抱えていて老後を暮らそうと思ったら、ある程度現預金を持たないといけない。そうすると、それはさらにリスクのある証券には投入しにくい。このようになってるので、それは証券界の努力でもなかなか難しい。金融仲介業や銀行の銀証連携で預金を証券のほうに振りかえようとしても、投資家はなかなかついてこない。

どうしたらいいかといいますと、これも立命館大学の大垣先生が何かの会合でおっしゃったのですが、このへばりついている換金しにくい不動産

を何とか流動化して、換金できる資産にすればどうか。例えば、高齢者の持っている土地や不動産は、少子高齢化でどんどん空き家がふえている。

空き家を、家賃保証が何かで若い人に貸してあげて、活用する。今、高齢者はどんどんふえていて、空き家がいっぱいあるわけです。そういう形でこれを貸家に向けていく、家賃保証をして借り上げて、若い人に貸してあげる。そして、高齢者には証券化した証券をお渡しする。高齢者は、必要ときにはそれを売って老後の資金に充てればいいし、持ちたければずっと持っていてもしっかりい。

そういうことになれば、換金しにくい不動産が流動化して、広い意味の証券市場が広がっていくし、現金化されたおカネが消費に向いていって、デフレ脱却の契機にもなる。そういうふうになれば、何もそんなに現預金を持っていなくても、証

券のほうに回っていくのではないかというアイデアも出されています。私は、これはなかなかいいアイデアだと思います。

そのように考えると、今の金融資産だって、ほとんど六〇歳以上の人が持っているわけですから、六〇歳以上の方の資産運用についてももっとと研究して、彼らの財産をなるだけ流動化して、証券市場に持っていくという努力が必要なのではないかと思っています。

高坂常務理事 どなたか御質問ございませんでしょうか。

質問者A リーマンショック以降、投信の残高がなかなかふえないという状況が続いています。投資家の皆さんの期待リターンになかなか成果がついてこない、あるいは最近では分配型の投信のパフォーマンスも非常に落ちている。こういったことが積み重なって現状になっているのかなと思います。

ます。

投資家は、期待リターンがなかなか得られそうにないので足踏みしているのか、あるいは、こういうマーケットであれば、期待リターンを下げて、ある程度の確率でそれが達成できるようなものが組成されればマーケットに戻ってくるのか、そこらあたりはどのようにお考えでいらっしゃいますか。

二上 ひとところ、毎月分配型投信が非常にふえました。あれは、リターンが高いと思って買っていたというよりも、年金型の商品として買っていたと思います。つまり、買っている人は圧倒的に高齢者が多くて、若い人が買っているようには思えないのです。圧倒的に高齢者の方が多い。年金は二カ月に一回出ますので、あとの年金をもらえない月に、毎月分配型でもらおう。自分で管理して、毎月毎月おカネを引き出せばいいのですが、

人間の習性からすると、誰かにおカネを預かってもらって、強制的に「これがあなたの今日の生活費です」ともらうのが、気が楽なわけです。

だから、必ずしもリターンがいいと思っていないから買っているのではない。特別分配金のほうが多いですから、要するにだんだんと元本を取り崩していくわけですよ。そうやって、いつか自分が死んでいくときに元本がなくなってもいいと思ってるのではないのでしょうか。ですから、私は、リターンが高い商品がいい商品というのではなくて、その人の身になった、その人の生活、人生設計に合った商品を勧めるべきだと思います。そうすれば、買ってくれるのではないのでしょうか。

高齢者の人は、自分が死んだときに、全部なくなってもいいわけですから、元本を取り崩す形の年金型商品をおつくりにならなければいいわけで、

それをまがいもののような形の年金商品にして売っているという感じが私はします。もっとダイレクトに、買っている人が何の目的で買っているかを考えておつくりになったほうがいいと思います。それなら、リターンがそんなによくなくても買ってくれるような気が私はするのです。

以上です。それぐらいしか言えないのですけれども。

質問者A 生保とか信託が、はつきりとそういうものを商品にして売っていますからね。

二上 そうですね。ですから、証券界も、もっと洗練されたアニウイティ（年金型商品）をおつくりになって売ったら、買ってくれるのではないかと思います。

高坂常務理事 ほかにどなたかいらっしゃいますか。

それでは、ほぼ時間になりましたので、今月の

「証券セミナー」をお開きとさせていただきますと思います。

改めまして、二上先生、どうもありがとうございます。（拍手）

にかみ きよし・
滋賀大学経済学部教授 ファイナンス学科長
当研究所客員研究員
日本証券経済学会 代表理事

（この講演は、平成二四年十月九日に開催されました。）

二 上 季 代 司 氏

(滋賀大学経済学部教授 ファイナンス学科長・当研究所客員研究員・
日本証券経済学会 代表理事)

略 歴

1952年 大阪市生まれ

1980年 大阪市立大学大学院修了

1980年 日本証券経済研究所大阪研究所 研究員

1985年 同 主任研究員

1992年 商学博士授与さる

(博士論文『日本の証券会社経営』東洋経済新報社、1990年)

2003年 滋賀大学経済学部教授 (現在に至る)

この間、証券取引審議会委員 (1992年-3年)、ロンドン大学極東アフリカ学院客
員研究員、大阪大学大学院国際公共政策研究科客員教授を歴任。

2012 年 10 月 9 日

証券会社のビジネスモデルについて

滋賀大学経済学部

教授 二上季代司

(参考資料) ①東証総合取引参加者決算概況、②証券業協会会員決算概況、③各社ディスクロージャー誌(「業務および財産に関する説明書」、「有価証券報告書」)など。

(注) ①と②をベースとするため、単体ベースでの検討となる。

1

1-1 現行の金融商品取引業者——①登録業者

業者分類	社数	備考
第1種金融商品取引業者	307 社	② 日本証券業協会員 (274 社—7/20 現在) ②金融先物取引業協会員 (31 社—7 月末)
第2種金融商品取引業者	1,284 社	① ファント [※] 自己募集、 ② 信託受益権など「みなし有価証券」の売買、 ③ 為替・金利等取引所 [※] リバ [※] ティフ [※] 取引
投資助言・代理業者	1,090 社	投資顧問業
投資運用業者	319 社	投資一任、投信運用、各種ファント [※] 運用
小計	2,170 社	重複登録を除く(延べ登録は3,000)。

2

証券会社のビジネスモデルについて

1-2 現行の金融商品取引業者——②届出業者

適格機関投資等特例業者	3,516 社	各種ファンド [*] の募集・私募および運用において、出資者が適格機関投資家で、一般投資者が 49 人以下の場合、登録を要せず届出で可能
-------------	---------	---

(出所) 金融庁 HP より作成 (2012 年 6 月 30 日現在)

2-1 東証総合取引参加者の決算概況

東証総合取引参加者

(百万円)	2004年3月期	2005年3月期	2006年3月期	2007年3月期	2008年3月期	2009年3月期	2010年3月期	2011年3月期	2012年3月期	2004年3月期		2012年3月期	
社数	108	108	107	110	110	107	106	102	97	構成比			
営業収益	3,096,639	3,199,884	4,723,659	4,447,324	4,277,127	2,775,612	3,052,459	2,646,741	2,472,091				
受入手数料	1,882,987	2,069,420	3,045,897	2,797,143	2,631,438	1,611,135	1,916,632	1,735,656	1,489,062	66.9%		66.6%	
委託手数料	828,333	890,021	1,346,939	987,622	845,741	555,278	502,330	458,307	361,120	29.4%		16.2%	
引受手数料	195,628	214,503	246,944	214,388	119,681	91,057	233,803	144,486	74,566	6.9%		3.3%	
募集手数料	200,163	219,315	344,388	400,042	357,132	210,301	390,919	423,670	385,728	7.1%		17.7%	
その他手数料	658,729	745,441	1,107,489	1,194,946	1,308,759	754,381	789,475	709,076	657,551	23.4%		29.4%	
レバレッジ損益	857,740	713,500	1,067,422	821,560	566,125	363,473	725,765	486,060	580,332	30.5%		26.0%	
純金融収入	74,191	90,325	181,974	198,139	256,878	153,379	147,037	159,247	165,701	2.6%		7.4%	
金融収益	355,912	416,964	610,340	828,621	1,079,564	801,004	410,062	425,025	402,697				
信用取引収益	43,402	70,096	108,234	118,911	112,810	69,736	58,196	56,337	48,135				
金融費用	281,721	326,639	428,366	630,482	822,686	647,625	263,025	265,778	236,996				
信用取引費用	18,826	22,928	30,620	29,582	31,427	29,583	19,038	13,444	11,588				
支払利息	29,647	35,811	53,098	149,043	244,961	239,060	115,098	102,573	78,366				
純営業収益	2,814,918	2,873,245	4,295,293	3,816,842	3,454,441	2,127,987	2,789,434	2,380,963	2,235,095	100.0%		100.0%	
販売一般管理費	2,054,859	2,160,916	2,596,132	2,825,201	2,852,196	2,459,404	2,444,382	2,365,091	2,065,009				
営業利益	760,059	712,329	1,699,161	991,641	602,245	-331,417	345,052	15,872	170,086	27.0%		7.6%	
経常黒字	100	95	103	90	60	27	46	38	35				
当期黒字	96	91	102	84	57	29	51	37	37				

(出所) 東証『総合取引参加者の決算概況』

2-2 東証(非)総合取引参加者の決算概況

東証(非)総合取引参加者

(百万円)	2004年3月期	2005年3月期	2006年3月期	2007年3月期	2008年3月期	2009年3月期	2010年3月期	2011年3月期	2012年3月期	2004年3月期	2012年3月期
社数	157	159	181	193	198	209	194	187	180	構成比	
営業収益	197,638	188,881	187,858	239,160	305,817	381,337	329,303	273,697	327,884	84.3%	61.3%
受入手数料	163,214	152,380	149,623	159,643	198,931	191,820	211,610	162,691	183,822	31.7%	14.9%
委託手数料	61,450	58,772	52,720	54,924	52,439	39,428	49,941	34,748	44,712	0.9%	4.7%
引受手数料	1,823	1,586	-856	876	1,156	736	855	649	13,949	0.0%	0.6%
募集手数料	6,541	9,015	8,503	16,860	18,667	12,473	45,351	20,580	20,503	3.4%	6.8%
その他手数料	93,534	83,147	89,393	87,128	126,794	139,301	115,568	106,831	104,765	48.3%	34.9%
トレーディング損益	14,075	181,326	10,593	35,225	13,204	59,779	79,053	54,113	85,822	7.3%	28.6%
純金融収入	9,196	-207,281	4,163	53,106	13,944	2,464	1,916	1,260	1,764	4.7%	0.6%
金融収益	13,164	-198,874	11,979	69,321	70,495	60,046	6,964	3,839	29,734		
信用取引収益	4,049	4,291	4,787	5,147	6,294	4,894	3,225	2,285	2,381		
金融費用	3,968	8,407	7,816	16,215	56,551	57,582	5,048	2,579	27,970		
信用取引費用	2,731	3,226	3,916	3,843	3,875	3,225	2,214	1,592	1,501		
支払利息	544	591	1,002	2,670	6,535	4,188	1,916	512	15,437		
純営業収益	193,667	180,471	180,041	222,942	249,384	323,641	324,253	271,117	299,811	100.0%	100.0%
販売・一般管理費	166,150	159,006	197,807	218,004	271,503	305,536	329,196	253,137	330,525		
営業利益	27,517	21,465	-17,766	4,938	-22,139	18,105	-4,943	17,980	-30,714	14.2%	-10.2%
経常黒字	N.A.	118	125	113	85	71	70	74	76		
当期黒字	N.A.	117	121	110	80	68	68	73	72		

(出所)証券業協会『会員の決算概況』の数値より東証『総合取引参加者の決算概況』の数値を控除して計算

(注)上記、両者に経理区分での違いがある可能性(例えば、引受手数料と募集手数料、取引所FX手数料の取り扱いなど)

3-1 収入項目の変化 (1) ―株券委託手数料

株券委託手数料の構成変化(現物 vs デリバティブ)

(百万円)	2004年3月期	2005年3月期	2006年3月期	2007年3月期	2008年3月期	2009年3月期	2010年3月期	2011年3月期	2012年3月期
委託手数料	828,333	890,021	1,346,939	987,622	845,741	555,278	502,330	458,307	361,120
うち株券現物	777,400	844,300	1,287,300	929,200	780,100	498,000	457,400	410,700	314,800
うち株券先物 オプション	25,575	23,698	31,493	35,324	41,375	37,532	27,579	30,801	27,977
構成比									
委託手数料	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
うち株券現物	93.9%	94.9%	95.6%	94.1%	92.2%	89.7%	91.1%	89.6%	87.2%
うち株券先物 オプション	3.1%	2.7%	2.3%	3.6%	4.9%	6.8%	5.5%	6.7%	7.7%

(出所)2-1に同じ。東証総合取引参加者ベース

3-2 収入項目の変化（2）——トレーディング損益（＋純金融収入）

トレーディング損益の変化

（百万円）	2004 年 3 月期	2005 年 3 月期	2006 年 3 月期	2007 年 3 月期	2008 年 3 月期	2009 年 3 月期	2010 年 3 月期	2011 年 3 月期	2012 年 3 月期
売買損益	857,740	713,500	1,067,422	821,560	566,125	363,473	725,765	486,060	580,332
うち株券	329,838	281,926	515,883	246,985	115,372	-37,177	147,732	44,947	28,955
債券	451,977	349,557	302,527	380,146	545,661	626,469	578,771	404,146	543,929
その他	75,888	81,978	248,979	194,384	-94,928	-225,843	-770	36,946	7,430
純金融収入	74,191	90,325	181,974	198,139	256,878	153,379	147,037	159,247	165,701
売買益＋純金融収入	931,931	803,825	1,249,396	1,019,699	823,003	516,852	872,802	645,307	746,033

構成比

売買損益	92.0%	88.8%	85.4%	80.6%	68.8%	70.3%	83.2%	75.3%	77.8%
うち株券	35.4%	35.1%	41.3%	24.2%	14.0%	-7.2%	16.9%	7.0%	3.9%
債券	48.5%	43.5%	24.2%	37.3%	66.3%	121.2%	66.3%	62.6%	72.9%
その他	8.1%	10.2%	19.9%	19.1%	-11.5%	-43.7%	-0.1%	5.7%	1.0%

（出所）2－1に同じ。東証総合取引参加者ベース

3-3 収入項目の変化——①まとめ

	東証総合取引参加者	東証(非)総合取引参加者
社数(2012年3月末)	97社	180社
委託手数料	絶対額減少、比率も低下 (デリバティブは健闘)	絶対額減少、比率も低下
募集手数料	絶対額増加、比率も上昇	絶対額増加、比率も上昇
その他手数料	最大項目、比率も上昇	最大項目、比率は若干の低下だが依然として非常に高い
	①投信代行手数料 ②FA(M&A 関連など)手数料 ③為替手数料(外債販売) ④保険販売収入 ⑤ラップ手数料 ⑥取引所 FX、商品先物手数料 など	①取引所 FX、CFD、カバードワラント手数料 ②外国籍投信関連手数料(代行協会員) ③海外関連会社への役務提供収入、顧客紹介料、 ④証券化・流動化関連手数料、 など
トレーディング損益	合算すれば比率に変化なし	大幅に増加、比率も急上昇 店頭 FX のカバー取引スプレッドが多い
金融収支	(ただし、株券売買益低下、債券売買益大幅に増加)	減少、比率も低下

(注) その他手数料の細目は、各社ディスクロージャー誌から主要なものを抽出。

8

3-4 収入項目の変化——②収入構成からみる証券ビジネスの傾向

[取り扱い商品の変化]

収入項目への反映

- ・現物株よりもデリバティブ 「株券先物オプション手数料」の比率上昇
- ・デリバティブ対象商品の多様化 (FX、CFD など) 「その他手数料」の比率上昇
「その他売買益」の比率上昇
- ・国内証券よりも海外証券(外債投信、外国籍投信、外債、
外国株＝特にアジア株) 「募集手数料」「その他手数料」の比率上昇
「債券売買益」「その他売買益」の比率上昇

[日計り商内の変化]

- ・現物ディーラーの後退、店頭FXディーラーの台頭 「現物株券手数料」の比率低下

9

証券会社のビジネスモデルについて

4 ビジネスモデルの Key Factors

(1) 対面 vs ネット

資産管理型営業 vs Day trading

課題：

- ・対面＝投資アドバイザーの質向上。
- ・ネット＝あらたな Day trading の対象、喚起手段が求められる（手数料競争、スプレッド競争は限界に近づく）、（6）時間レバレッジを参照

10

(2) エージェンシー（顧客ビジネス）vs プリンシパル

米国の例：投資銀行、Agency→Principal へ

- ・引き受け対象の拡大・「創造」（上場企業→ジャンクボンド→LBOファンド→証券化）
- ・マーチャントバンキングまたはPEビジネス

日本では？

プリンシパル型の課題：リーマンショックで頓挫、国際的な金融制度改革が不透明

11

(3) 現物 vs デリバティブ

- ・デリバティブ市場の成長
- ・オプション関連仕組み商品の多様化・拡大
- ・ショートポジションの多様化・大衆化（＝買いから入るショート）
（信用売り、先物カラ売り→ブットやワラントの買い→ショートを組み込んだETF、）
主要先進国で「現物よりもデリバティブ」は、共通の傾向（実体経済成長率の鈍化）

デリバティブの課題：ゼロサムゲームから脱却できるか。

12

(4) 銀証連携

日本の例：メガバンクなど大手銀行系、地方銀行系

メリット：

- ① 銀行顧客へのアクセス（リテール）、
- ② セーフティネット（日銀信用等）の裏口利用＝信用力の底上げ（ホールセール）

銀証連携の課題：国際的な金融制度改革の行方が不透明

13

証券会社のビジネスモデルについて

(5) 本業とサポート業務（アウトソーシング）

Agency でもなく Principal でもない、Producer 型（大垣尚司立命館教授）？

アンバンドリングを反映して進行する可能性高い。

① 同業者向けサポート業務

コルレスブローカー（執行等バックオフィスを提供）

② 金融仲介業者向けサポート業務

IFA 支援

（日本の仲介業者は、「外務員転換型」、「他業態顧客アクセス型」が多い）

14

参考

金融仲介業者数（2012 年 7 月末）、実数、701

延べ数、940、（内訳）

単独契約	複数契約	個人契約	法人契約	合計
526	414	235	705	940

（出所）金融庁 HP より作成。（注）銀行は除く（登録業務の一つ）

③ そのほか運用業者など周辺業者のサポート業務

外国籍投信の代行協会員業務

海外親会社・関連会社へのサポート業務

15

(6) 財務レバレッジと時間レバレッジ

財務レバレッジ＝限られた自己資本で多くの資産（ストック）

時間レバレッジ＝限られた自己資本で多くの取引（フロー）

（目計り商い、HFT＝高頻度取引など）

時間レバレッジにおいて、ディーラー優位が消滅し、顧客の Day trading が台頭

（背景：手数料率の低下、取引所取引システムの高度化、気配値刻みの縮小、証拠金の同日利用、PTS の台頭など）

顧客の Day trading をどう取り込むか？（ダイレクト・アクセス、コロケーション）

16

5、期待される市場機能と証券ビジネス

・証券会社のビジネスモデルは、その時々、証券市場および証券界に求められる役割、機能を、何らかのやり方で果たすことに貢献しなければ、サステナブル（持続可能）にはならない。

・証券市場、証券業界に求められる役割・機能は、高度成長期から今日まで、徐々に重点が変わりつつある。

高度成長期（規制金利下）

供給される株式・債券・投信を、証券価格に関係なく（たとえ株価が割高であっても）、大量・迅速に売りさばくことで産業界に成長資金を供給すること。

（注）各産業・企業への資源配分は、政府・日銀・銀行界による資金割り当てを通じて行い（低金利政策下での起債統制）、証券界は資源配分にタッチできなかった。

17

証券会社のビジネスモデルについて



1980 年度の国債大量発行＝自由性金利市場が契機となり

金利・金融自由化（起債統制の撤廃など）が進展



低成長期（自由市場下）

- ・市場メカニズムに基づく資源配分、すなわち、「ファンダメンタル価値の発見」と「その価値に基づく資源配分」に貢献すること。
- ・企業価値が証券価格に適切に反映し、それがシグナルになって衰退・成熟産業から資金が引き揚げられ、成長産業に資金が移転される。結果として、日本経済全体の生産性が向上し、成長の底上げに貢献すると同時に、企業価値すなわち株価も上がる。（win-win）

18

- ・一方で、成長資金ニーズの減退、投資資金過剰によって、投機化＝バブルに陥りやすい。

[日本]

大量・迅速な証券販売体制の構築体制のもとで、大量の不必要なファイナンスが行われ、それが営業特金の形で再び株式市場に還流し、バブルを加速した。その結果、バブル崩壊後、証券不祥事に直面した。

[米国]

かつて上場会社に限られていた証券引受対象を、拡大してビジネスを創造。①ジャンクボンドの引受（非上場会社まで拡大）→②LBO ファイナンス（実体のない発行体を創造、発行体はSPC）、③証券化商品の引受（同左）。②、③は、経済成長とは無関係にファイナンスビジネスを作ることができるが、配当や利払いの源泉は、実体経済のうみだす付加価値に依存することを無視してつづけることはできない。それを無視すればいずれバブルとなる。

19

5-1 ブローカー・ディーラー業務の変化の方向

市場機能とブローカー・ディーラー業務の関係

市場機能	時代の傾向	証券業者の対応
①流動性の提供 [執行サービス]	付加価値低下、手数料自由化のもとで収益性低下	・ネット取引など薄利多売型 ・証券以外に多様化 (FX、コモディティ、CFD など)
②投資・運用手段 の提供	投資資金過剰のもとで顧客属性に応じた多様なリスク・リターン商品がますます求められる。	・投資アドバイザーの質向上 ・商品企画の充実 ・販売チャネルの多様化・充実
③均衡価格の形成	取引のシステム化、アルゴ取引などにより、ディーラースプレッドが縮小	ITブローキングサービスの提供・充実

20

④企業価値発見機能	市場全体としての株価成長の鈍化 ^(注) 。企業価値から判断した銘柄選別、売り買いのタイミングの意義は高まる。特に「売り」(ショートポジション)が重要	リサーチ能力の充実。 「ショートポジション」の組成 (ブット・ワラント、ETF)
-----------	---	---

(注) 日本、米国、欧州など主要先進諸国では、利回り革命は終焉? (配当利回り≧公社債利回りになった)。これは株価成長期待が終わったことを示す。この場合、「Buy and Hold」は適切ではなく、「売り」のタイミングが重要になる。

21

証券会社のビジネスモデルについて

5-2 アセットマネジメント業務の変化の方向

市場機能とアセットマネジメント業務の関係

市場機能	=	運用手段の提供	価格発見
アセットマネジメント (投資運用業、投資一任、 投信運用、ブローカーの付 帯業務として)	=	(組成) = 多様なリス ク・リターン特性の投 信・ファンドの提供、ポー ト作成	(運用) = プロが価格を 企業価値に収斂させる

・従来の日本の投信業務は、投資家の資金調達機関（供給される株式・債券の受け皿機関）。「運用」「組成」よりも「販売」重視。今後は、「運用」「組成」能力が重要

22

5-3、投資銀行業務の変化の方向

市場機能と投資銀行業務の関係

市場機能	=	資金調達	価格に基づく資源配分・再配分
投資銀行業務	=	引き受けを通じて	コーポレートアドバイザーを通じて（資金調達、資本政策、配当政策、IPO、事業再編・M&A など） マーチャントバンキング（ブリッジファイナンス）業務＝自ら企業を買い取って企業価値を高めて売却
期待される効果	=	土地・住宅の証券化によるビジネス創出と高齢者の消費促進	企業のリストラ、産業構造の転換を促進させ、日本経済の底上げに貢献

23

(1) 高度成長期には、強力なリテール販売力を支えに資金調達機能を発揮させただけであった。

(2) 今後は、リサーチに基礎を置いたコーポレートアドバイザリーを発揮させ、①顧客企業の資本政策、配当政策、事業再編、M&A にコミットし企業価値を高める案件（証券発行＝資金調達はその一つに過ぎない）を提供しなければならない。②あらたな産業、企業を発掘し、成長を支援して産業構造の転換を促進し、日本経済成長の底上げに貢献しなければならない。

(3) 他方、既存の実物資産（土地・住宅など）を証券化し、投資資金の運用手段を提供するほか、高齢者の消費意欲を高めることができれば、引き受けビジネスの拡大と日本経済の成長底上げが両立する（win-win）