

地方証券会社のビジネスモデルの変遷

深見泰孝

はじめに

○増井理事長 今日この講師の深見研究員は長年にわたり証券史を手がけておられます。このような地道な研究をしてくださる方は非常に少ないので、とても貴重な存在であり、このような方々に出きていただかないと、基礎研究は進んでいかないと思っております。

私どもは昨年、深見研究員を中心に、地方証券会社の経営者の方々から昭和から平成にかけての

経験談をお聞きし、それを踏まえて地方証券会社のビジネスモデルについて研究した『地方証券史』を発行いたしました。オーラルヒストリーと同時に、いろいろな分析をしており、非常に貴重なものができたと思っております。

それでは、深見研究員、よろしくお願いいたします。

○深見 ただいま御紹介いただきました駒澤大学の深見です。

私の専門は「証券史」と言われる分野で、証券

市場の歴史を研究しています。証券史は金融史の一分野ですが、日本では証券史はあまり研究されておられません。そもそも研究者自体ほとんどおりません。志村嘉一先生や当研究所の名誉研究員である小林和子先生などがこれまでたくさんの方の業績を上げておられますが、それを専門とする研究者はごくわずかです。

歴史研究は一次史料に依拠して分析がされます。私も、大学院では生命保険会社の歴史を研究していましたが、生命保険会社には一〇〇年前の史料でも結構たくさん残っているので、分析は比較的容易でした。これに対し、証券史研究が進まないのは、まず業界の性格として、「あるのは未だだけで、過去は振り返らない」という特徴があるからではないかと思えます。例えば、日本証券業協会に「こういう資料がありますか」と聞いても、ほとんどのものは「ない」と言われます。つ

まり、第一次史料に依拠した研究ができないのが、証券史研究が進まない一番大きな理由だと思えます。銀行史や生命保険業史や損害保険業史のように、大体この辺を調べれば史料があるだろうというところを調べても、なかなか見つかりません。

では、なぜ地方証券会社の歴史を勉強してみようと思ったのかと言えば、先行研究があまりないことが一つの理由です。先行研究としては、私の恩師である二上季代司先生が一九九〇年に出された『日本の証券会社経営』があります。その中で、大手、中堅、中小と規模別に分析しているわけですが、その一部に、地方証券会社がブローカー業務に依存し、しかも歩合依存が高いという指摘にとどまっています。

また、もう一つの理由は、この二〇年間の証券

業界の変化です。その影響を一番受けたのが地方証券会社だと思うのです。まず最も大きな変化が一九九九年に行われた株式の委託売買手数料の完自由化です。これにより、株式ブローカー業務の収益性は低下しました。それとネット証券の参入や系列政策の見直しによって再編が進みました。さらに地方銀行の証券業務への参入で地方証券会社が地方銀行に買収されるなど、この間、地方証券会社は再編に巻き込まれました。

では、再編はどのくらい進んだのでしょうか。

戦後、証券市場が再開された一九四八年には、日本全国に証券会社は八二〇社あり、東京以外に本社を置く会社は六七六社ありました。つまり、八割以上が東京以外に本社を置いていたわけです。ところが、免許制に移行した一九六八年、証券会社は全国で二七七社、東京以外に本社を置く会社は一七三社まで減りました。そして一九九八年、

免許制から登録制に再度移行したときには、全国二九一社のうち、東京以外に本社を置く会社は一二八社で全体の四四%まで減っています。さらに二〇年後の今年の四月末現在、全国で二六七社、東京以外に本社を置く会社は七一社と、全体の三割弱となっています。

ここに歴史的視点から何らかの経営のヒントを見出せないかと考えて、昨年、地方証券会社に焦点を当てた本を発行したわけです。

一、戦後改革から証券恐慌まで

(戦後改革と業者間格差の拡大)

ここから本題に入りますが、今日は主に、戦後、地方証券会社がどのようなビジネスモデルを展開してきたのか、四つの時期に分けてお話ししていきたいと思います。

今は、大手、準大手、中堅・中小と、証券会社は規模別でグループピングされていますが、戦前は業態別に分けていました。戦後、証券取引が再開されたときに参入したのは、次の①～⑤の五つに分けられるのではないかと考えています。

① 戦前の公社債専門家

戦前に公社債の売買を中心としていた業者で、今の野村証券、大和証券、S M B C日興証券と今はなくなりました山一証券です。彼らは戦前から債券の引受をしていたので、お金があり、かつ債券を全国で販売しないといけないので、全国的な店舗網を持っているという特徴がありました。

② 戦前の仲買商

これは取引所で株式の取引をしていた業者です。ただし、戦後と違って戦前は清算取引、今で言う個別銘柄の先物取引が取引所では行われていました。仲買商には最低資本金規制があったの

で、ある程度のお金は持っていました。しかし、店舗規制があり、全国的な店舗網を持つことができませんでした。また、業者の側からも、取り扱っているのは先物取引ですから受渡決済の必要もありませんので、そもそも店舗をもつ必要がありません。ですので、取引所の近くに一店舗だけが店に来るのを待つて注文を受けていた業者が多かったのです。

③ 戦前の現物商

これは取引所の外で現物の株式の取引をしていた人たちですが、彼らには資本金規制がなかったので、かなり小資本の業者が多かったと言われています。

④ 戦前に仲買商や現物商で働いていた場立ちや営業員が独立開業した業者

彼らは仲買商や現物商から独立して開業するわ

けですから、当然、②や③よりも資本は乏しいと言えます。

⑤ 戦前の投資家が創業

最後が戦前から株式の取引を繰り返していた投資家、要するに証券会社からみるとかなりのお得意さんですが、そのような人たちが取引手数料の節約を目的に業者となつて、証券取引に参加していました。

①以外の②③⑤は、店舗網も持たない、小資本の業者が多かつたと言われています。戦後、この五つのプレーヤーが参加して証券業界が形成されたわけですが、すぐに四社寡占が形成されていきます。

(戦後改革と四社寡占の形成)

戦後改革の一つは、証券会社の業務の規定です。すなわち、流通市場でのブローカー業務、

ディーリング業務、発行市場でのアンダーライティング業務、セリング業務の四つです。もう一つは、銀証分離です。戦前は銀行も証券の引受に参入できましたが、戦後は証券会社しかできなくなりしました。

では、発行市場業務に全ての業者が参入できたかというところ、そうではありません。なぜなら、発行市場業務に参加するには、証券を引き受けるためのお金と、売りさばく店舗網が必要だったからです。

ちなみに、後に大手四社、投信一〇社、運用五社と言われる会社の資本金の平均を一九四八年と一九四九年で比べてみました。一九四八年は、大手四社が五〇〇万円、投信一〇社は一〇一〇万円、運用五社は二四〇万円、その他の業者は九八万円でした。ところが、翌年には、大手四社は二億円、投信一〇社は三五四〇万円、運用五社は四

八〇万円、その他は一六二万円となっており、資本金差がついていたことがおわかりになると思われます。しかも、大手四社や投信一〇社以外は全国的な店舗網を持っていません。したがって、発行市場業務に参入できる業者はごく一部に限られたわけです。

では、大手四社や投信一〇社は発行市場業務ができたかという点、これがなかなかできませんでした。というのも、当時は株主割当額面発行が中心で、発行市場での間接発行は限定的だったからです。また、債券も起債調整が行われており、発行は限られていました。その結果、戦後すぐは、会社の規模を問わず、株式ブローカー業務に依存せざるを得ない状況でした。

ただ、株式ブローカー業務においても、全国的な店舗網を持っていることは大きな意味を持ちました。理由としては三つ考えられます。

戦前は、清算取引、すなわち先物取引なので、差金の決済だけで済みましたが、戦後は現物取引となり、お金と証券の受渡しが必要になりました。それには、近くに店があるほうが便利ですし、株式や債券の券面を保管しておくためにも店舗が必要になってくるわけです。これがまず一点目に挙げられます。

二点目は、財閥解体により、大口のお客さんが全部解体され、お客さんが大衆化したことです。

三点目が、財閥解体に伴って、持株会社の持っていた株式が強制的に取り上げられ、一般の人に販売されたことです。そのとき、全国的な店舗網を持っている業者に優良な会社の株式が優先的に配分され、その販売を通じて、全国的な顧客基盤の形成に役立てることができました。

このように、ブローカー業務でも店舗網が必要となれば、当然、大手のほうが有利だったと言えます

ます。

さらに、四社寡占を形成していくもう一つの理由として、資本金格差と店舗格差が低利資金調達や兼業承認にも影響を与えたことが挙げられます。

低利資金調達は、信用取引の融資枠の問題ですが、証券金融会社は証券会社の財務内容や営業内容などによって融資枠を設けますので、小資本の会社はなかなか信用取引の枠がとれなかったわけです。

また、兼業承認の一つとして、一九五一年に投資信託が始まるわけですが、今と違って、運用会社を別に設ける必要はなく、証券会社が兼業でき、商品を組成することができました。投資信託は、投資家にかわって運用し、リターンを返していく商品ですから、本来は運用のうまい、下手で兼業を承認すべきだと思いますが、当時、大蔵省が兼業承認の条件として挙げたのは次の三つでし

た。

一つ目は、資本金が二億円以上あること。二つ目に、従業員が五〇〇人以上いること。三つ目に、店舗が二〇以上あることです。特にすごいのは、証券投資信託法では資本金五〇〇万円以上と規定されていたにもかかわらず、二億円以上なければ認めないとしたことです。したがって、大手四社以外は投資信託に参入することはまずできませんでした。

もう一つの兼業承認として、運用預かりがありました。これは、割引債をお客さんに売って、売った割引債を「金利を一%上乘せしますから、貸してください」と言って、借りるものです。お客さんからすれば、運用預かりをできる会社で割引債を買えば、利回りが上昇しますから、大手四社は顧客基盤をさらに強化していきます。この運用預かりの兼業も資本金一億円以上と決められて

いたので、やはり大手四社しかできませんでした。

そして、運用預かりで借りた割引債は、コール市場での資金調達の担保に使い、そのお金は自己売買などに使われました。そうすると投資信託と相まって、株式市場での価格形成力が増します。

そして、これをブローカー業務でも利用して顧客を拡大し、さらに価格形成力を強化していったのです。しかも、投資信託は、売ったときに販売手数料が得られます。そして、社内で募集と運用をしていますから、投信で運用する株式の売買もします。そのときには委託売買手数料も取れるわけです。このようなやり方で四社は規模を拡大し、寡占体制を築いていきます。

(株式ブローカー業務への依存)

一方、このころの地方証券会社は、株式ブロー

カー業務に強く依存しなければなりませんでした。証券取引所の会員業者の場合、ブローカー業務だけでなく、ディーリング業務にも参入できました。しかし、地方証券会社は、一部、地方証券取引所の会員業者もいましたが、非会員業者が圧倒的に多く、そもそもディーリングはできません。また、店舗もなく、小資本ですから、発行市場業務も行えません。さらに、投資信託や運用預かりといった兼業業務も、そもそも基準を満たしていないため、ブローカー業務に強く依存せざるを得なかったわけです。

この当時の地方証券会社の顧客層ですが、大手が大企業のオーナーや役員など、かなりお金を持っている人たちが相手していたのとは明らかに異なります。その地域の中小企業のオーナーが多いというのは大体想像できますが、地方証券会社の経営者へのインタビューでもおもしろかったの

は、農家の人に、株券を背負って売りに行ったという話です。農家は秋口になるとお金が入ってくるので、そのころを狙って行ったそうです。そして、次に多いのは商店主。さらに、お寺の住職も多かったそうです。お寺はお金を持っていて、しかも法人としては非課税ですから、結構買ってくれたと言っていました。あとは、大学の先生などもよく買ってくれたそうです。

(株式ブローカー業務依存の課題)

証券恐慌以前は、このように株式のブローカー業務に依存するしかなかった地方証券会社には、課題もありました。

一つ目は、ブローカー業務は市況に依存することです。株価が上がって相場がよいときは活発に売買が行われますが、相場が下がったり動かないときはなかなか売買してもらえません。とはい

え、手数料が自由化される前は、委託売買手数料は固定で、しかも、一定の収益が出るように設定されていたので、株価が下がる局面が二年ぐらい続いても、大相場が来ればすぐに取り返せたという話を全国の証券会社の方からよく聞きました。それに、証券恐慌までは株価が上昇を続けていたため、この問題は顕在化しませんでした。潜在的には市況依存という課題がありました。

二つ目が、母店への再委託売買手数料率が高いことです。先ほど非会員業者が多いという話をしましたが、そもそも証券取引所の会員ではないので、お客さんから注文をとっても、それを取引所で執行することができません。そのため、取引所会員である母店を見つけて、そこに執行をお願いしなければならぬわけですが、その手数料が非常に高かったのです。東京の証券会社の方からは反論されそうですが、地方証券会社の方からは、

「東京の証券会社は我々からかなり高い手数料を取っていた」とよく聞きました。

では、どれぐらい取っていたのか。一九五八年までは、お客さんから取った手数料のうち、六〇％を母店が再委託手数料として取っていました。お客さんから注文をとつても、自分のところは手数料の四〇％しか残らないわけです。これではやっていけないということで、各社が母店と協議した結果、一九五八年以降、一九六〇年までは五〇％に引き下げられました。再委託手数料としては五五％取るけれども、例えば電話など、いろいろな経費がかかるので、その分は実費戻しということで五％返してもらえることになりました。一九六〇年から一九六九年までは四〇％に下がります。再委託手数料は五〇％で、実費戻しが一〇％です。そして、一九六九年以降、三〇％に下がります。再委託手数料は五〇％のまま、実費戻

しを二〇％に拡大して、実質的に地方証券会社の負担を少なくしました。

三つ目は、地方証券取引所の衰退です。一つ目は全業者に当てはまり、二つ目は取引所非会員業者に当てはまったわけですが、三つ目は、地方証券取引所の会員業者に打撃を与えました。

一九五五年以降、証券市場の売買高は一九六三年まで大幅に増えていきましたが、その取引のほとんどは東京証券取引所で行われたものです。地方証券取引所の売買高が下がれば、その会員業者は当然困ります。例えば、京都は名古屋と大阪の間にあるので、名古屋と大阪の値段を聞いて、京都が安ければ京都で買って高いところで売り、京都が高ければ安いところで買って京都で売ることが結構できたようです。ところが、地方証券取引所で自己売買ができない状況ではさや取りや日計りができません。

また、それまでは、お客さんの注文は地方証券取引所に発注すればよかったのですが、取引所のシェア低下に伴って取引が成立しませんから、非会員業者と同じように、東証や大証の会員業者に執行を頼む必要があるわけです。そうになると、今までは払わなくてよかった再委託手数料を払わなければならなくなり、ブローカー業務の経費が上昇し、採算が悪化することが昭和三〇年代に起きました。

(課題への四つの対応)

このような課題に、地方証券会社はどのように対応していったのでしょうか。

まず一つ目が、大手や取次母店との関係の強化、つまり実質的な支店化です。地方証券会社に聞くと、これがなかなかよかったそうです。例えば、決算期末に収益が上がっていないと、母店が

大量に注文をくれるので委託売買手数料収入が増え、決算をよくすることができたそうです。要するに資金面のバックアップです。そのほかにも、売出株の一部を提供してくれたり、営業の支援、人材派遣が行われていました。

これは、大手にとってもメリットがありました。まず、地方証券会社を大量推奨販売の販売網として使うことができました。通常、大手の証券会社は、主要都市にしか店舗を置きません。主要都市以外では採算割れになるからです。しかし、地方証券会社は主要都市以外にも店舗をもっているため、そこを使えば販売網はより拡大します。

また、証券業界の中での選挙のときに、投票権が一社一票となっているので、自分たちの系列にある会社が多いほど選挙などで有利になり、業界内での力を拡大できるメリットもありました。そのため、大手は地方証券会社を自分たちの系列の中

図表1 1963年9月時点での業者規模別歩合依存度

	業者数	店舗数	従業員	うち 歩合外務員	歩合依存度
大手4社	4	456	34,144	448	1.31%
投信10社	10	465	21,079	1,246	5.91%
運用5社	5	143	4,586	175	3.82%
その他会員	170	1,075	23,177	3,175	13.70%
非会員	370	735	13,863	5,500	39.67%
合計	559	2,874	96,849	10,544	10.89%

〔出所〕 大蔵省理財局証券年報編集委員会 [1964] p.167より作成

におさめ、地方証券会社も実質的に支店化されていくという対応をとったわけです。

二つ目の対応としては、小規模な業者ほど歩合外務員への依存を強化していったことが挙げられます。大手四社と非会員の歩合依存度にはかなり差があることがわかります（図表1）。要するに、社員の給料を固定費とするか、変動費とするかです。変動費とすることによって、相場がよくないときは人件費をカットできるので、そのようにして収支バランスをとっていました。

三つ目の対応として、社員営業を維持した業者は募集業務に力を入れていきます。例えば割引債や電話債です。割引債は満期が一年ですから、毎年乗りかえ需要があるので、毎年販売できます。また、当時は電話を引くときに電話債を買わなければならなかったわけですが、地方の農家や商店主からすると、お金はないけれども電話は引きた

いから、電話債を仕方なく買っており、売りたいというニーズがあります。そして、売った際に損失が出て、それは電話を引くためのコストだと思ってくれます。ですから、電話を引く説明会の会場の隣に机を置いて、電話を引いた人から電話債を買い取り、それを東京の大手業者に売ってさやを取るということをしていました。割引債も電話債も、一つ一つの単価は小さいですが、かなりのボリュームがあったので、それなりに安定した収入が期待できたようです。

四つ目は、先ほどのブローカー業務の経費上昇要因への対応です。札幌、新潟、福岡の業者は協力して日本協栄証券（現証券ジャパン）というつなぎ機関を作りました。そこを介して売買すれば、高い再委託手数料を払う必要はなく、地方証券取引所の場口銭と通信料などの実費だけで済むので、かなり収支が改善されました。

ところが、その後、一九六四年に証券恐慌が起きます。その年の委託売買手数料は五八一億円、前年に比べて四二%も減りました。また、五三社のうち四〇九社が損失を計上しました。さらに、坂野通達や、免許制導入の際に比率行政が導入されたことによって、資金が足りず経営を維持できない会社が出てきて、地方証券会社はここで二回目の再編をむかえました。

言い忘れましたが、一回目の再編は昭和二〇年代後半、スターリン暴落のころです。先ほどお話しした戦前の投資家から創業した業者は、自己売買を中心にしていましたが、暴落でそれが維持できなくなり、一回目の再編が起っています。

二、証券恐慌からバブルまで

(地方証券会社の変化①)

次に、証券恐慌からバブル（一九九〇年）までの変化をみていきます。昭和三〇年代までは、各社の損益計算書や貸借対照表などが、私には見つけられませんでしたので、決算数値を使った分析ができませんでしたが、証券恐慌以降は決算数値を使って見ていきたいと思えます。

証券恐慌後に地方証券会社は、大きく二分されます。一つは、株式ブローカー業務に注力した会社です。これは特に、歩合依存を強めていった会社に見られました。その背景には、そもそも非会員なのでデイリーリングができない。もしくは、地方証券取引所の会員であるものの、その売買高が低下したことによってデイリーリングが難しく

なった。また、アンダーライティング業務をしようにも、資本も店舗網もないのでできないといったことがありました。

日本経済新聞社の『日経金融年報』で、一九七九年から一九九〇年までの営業収益に占める委託売買手数料の比率を平均してみると、募集業務に力を入れていた会社は少し低めだと言えます。大手四社はその典型です。

ブローカー業務に関連して営業収益に占める金融収益を見ると、一九七九年から一九九〇年にかけて、地方証券会社の金融収益の比率は平均七・五%でした（図表2）。なお、金融収益には、持っている証券の配当や利子なども入りますが、地方証券会社の場合はデイリーリングをほとんどしていないので、信用取引の金利収入を金融収益と見て計算しています。

一方、大手や投信一〇社のそれは、大手が九・

地方証券会社のビジネスモデルの変遷

図表2 金融収支を含むブローカー業務依存の推移 (単位：百万円)

	1979-90年		1991-98年		1999-2007年			
	委託手数料	金融収益	委託手数料	金融収益	委託手数料	金融収益		
上光証券	949	100.0%	109	100.0%	92.1%	101.7%	79.3%	18.8%
丸福証券	2,094	100.0%	210	100.0%	70.9%	94.8%	92.0%	28.4%
西村証券	1,449	100.0%	215	100.0%	57.1%	80.1%	56.3%	20.2%
丸近証券	720	100.0%	89	100.0%	65.9%	88.5%	56.3%	10.0%
都証券	810	100.0%	145	100.0%	100.8%	128.1%	—	—
六和証券	665	100.0%	73	100.0%	91.1%	71.6%	82.4%	9.4%
光証券	1,334	100.0%	142	100.0%	85.6%	147.2%	138.1%	66.9%
ウツミ屋証券	5,214	100.0%	499	100.0%	68.6%	147.7%	77.0%	64.8%
八幡証券	1,324	100.0%	115	100.0%	93.0%	110.9%	90.3%	42.7%
新和証券	827	100.0%	73	100.0%	130.1%	135.8%	97.4%	14.6%
中証券	1,911	100.0%	384	100.0%	64.9%	45.6%	99.0%	14.1%
大盛証券	591	100.0%	80	100.0%	65.0%	57.4%	—	—
萬成証券	989	100.0%	110	100.0%	69.4%	74.7%	59.0%	18.5%
前田証券	1,924	100.0%	185	100.0%	127.6%	110.7%	172.6%	77.5%
越後証券	1,354	100.0%	122	100.0%	68.5%	45.8%	—	—
日新証券	329	100.0%	27	100.0%	82.1%	70.3%	—	—
神栄石野証券	6,906	100.0%	523	100.0%	84.2%	115.5%	—	—
営業収益に占める 金融収益の比率	7.5%		7.3%		2.2%			

〔出所〕 日本経済新聞社 [1979-2007]

九%、投信一〇社が六・四%、その他中堅・中小(九七社)が七%でしたので、地方証券会社の金融収益の比率が高いことがわかります。

地方証券会社へのインタビュでも、信用取引の枠がなくて困ったという話はよく聞きましたので、地方証券会社のお客さんは、信用取引をよく利用していたと思います。この当時の野村證券の信用取引開始基準が、預かり資産五〇〇万円以上だったのに対して、中央証券では二〇〇万円、内外証券は一〇〇万円とかなり低く設定されました。恐らく地方証券会社も同じと思われるので、大手のお客さんよりも零細で信用取引を利用していたお客さんが多かったと思います。

(地方証券会社の変化②)

もう一つは、株式ブローカー業務を主としつつも、それだけに依存するのではなく、割引債や電

図表3 募集関連収入の推移

(単位：百万円)

	1979-82年		1983-90年	1991-98年	1999-2007年
	金額	比率	比率	比率	比率
上光証券	199	100.0%	186.0%	156.2%	97.5%
丸福証券	396	100.0%	241.4%	167.9%	170.6%
西村証券	309	100.0%	203.2%	130.4%	48.4%
丸近証券	157	100.0%	153.7%	122.0%	29.2%
都証券	154	100.0%	187.2%	222.9%	—
六和証券	156	100.0%	167.3%	192.9%	49.7%
光証券	268	100.0%	152.4%	136.1%	72.3%
ウツミ屋証券	1,468	100.0%	186.8%	123.6%	77.0%
八幡証券	309	100.0%	155.4%	154.0%	101.4%
新和証券	140	100.0%	267.4%	325.7%	180.9%
中証券	371	100.0%	209.2%	208.5%	165.4%
大盛証券	170	100.0%	113.7%	95.9%	—
萬成証券	234	100.0%	168.0%	160.2%	—
前田証券	333	100.0%	255.4%	293.4%	201.6%
越後証券	298	100.0%	224.8%	156.8%	—
日新証券	80	100.0%	189.4%	155.8%	—
神栄石野証券	1,333	100.0%	279.2%	214.1%	—

〔出所〕 日本経済新聞社 [1979-2007]

話債といった募集業務も行う業者です。この中には、中国ファンドや、あるいはバブル期に非会員業者だけが共同で設定した投資信託を売る業者も見られました。

募集関連収入の推移を見ると、一九七九―八二年に比べて一九八三―九〇年のほうが伸びていることがわかります（図表3）。中国ファンドがあるので全体的に伸びていますが、特にウツミ屋証券（現ひろぎん証券）はもともと大きかった募集関連収入を二倍近くに増やしていますし、前田証券（現FFG証券）も二・五倍、神栄石野証券（現SMBC日興証券）も三倍近くまで増やしています。このように募集業務にも力を入れる業者が出てきました。ただ、元々募集業務による収入は少ないので、増えたとはいえ、あくまでも主はブローカー業務であったと思います。

三、バブル崩壊後の動き

(大幅に減少した営業収益)

さて、バブルが崩壊すると、証券会社の営業収益は低下していきます。業界全体で見ると、バブル期の一九八五年から一九九〇年は一社当たり平均四兆四〇〇億円あったものが、バブル崩壊後の一九九一年から一九九八年には二兆三〇〇億円と約半分に減っています。

会社の規模別では、バブル崩壊後(一九九一年から一九九八年)のバブル期(一九八五年から一九九〇年)に対する営業収益の割合は、大手四社が五三・八%、旧投信一〇社(七社)が四八・二%、地方証券を除く中堅・中小(九六社)が一・七%となっています。

一方で、決算がわかる地方証券会社(一七社)

は五九%となっており、この中では一番落ち込みが少なかったと言えます。また、旧投信一〇社と中堅・中小の営業収益は大手以上に落ち込んでいます。これはバブル期に法人営業を拡大した反動が出たためです。

地方証券会社はそもそも法人取引が少ないので、営業収益の落ち込みは少ないですが、それでもやはり減っていますので、ビジネスモデルの見直しが必要になってきます。ただ、引受はできないので、残されている業務はディーリングか募集業務かです。しかし、ディーリングは地方証券取引所の会員権を持っていても、約定のチャンスがほとんどありませんから、事実上できません。そうすると、ディーリングを選択した会社は、東証の会員権を取るか否かがこの時期最大の経営課題になります。結局、再委託売買手数料を毎年どれぐらい払っているのかと、会員権を取るためのコ

図表4 自己売買比率の推移

会社名	1979～1990年	1991～1998年	1999～2007年
ウツミ屋証券	7.18%	46.66%	64.03%
越後証券	7.20%	2.19%	—
上光証券	1.58%	5.33%	1.01%
神栄石野証券	23.34%	18.58%	—
新和証券	3.73%	1.50%	1.54%
大盛証券	5.44%	0.38%	—
津山証券	—	2.40%	43.91%
中証券	4.82%	0.94%	0.29%
西村証券	3.05%	1.18%	14.29%
日新証券	0.97%	0.84%	—
萬成証券	11.17%	25.73%	0.36%
光証券	11.54%	38.20%	88.12%
前田証券	7.44%	41.63%	63.47%
丸近証券	4.23%	5.73%	19.60%
丸福証券	3.14%	25.85%	57.22%
都証券	0.27%	1.70%	—
八幡証券	0.92%	0.46%	5.69%
六和証券	1.50%	0.90%	0.40%

〔出所〕 日本経済新聞社 [1979-2007]

ストを比較検討して安いほうを選択していたよう
です。

（地方証券会社のさらなる変化）

こうした経営環境の変化によって、地方証券会
社にはさらなる変化が見られました。

まず、地方証券会社のうち、東証会員業者と非
会員業者の違いを見ると、東証会員業者は、ほか
の中小証券と同じように自己売買比率が上昇して
います。ウツミ屋証券、光証券、前田証券、丸福
証券（現岡三にいがた証券）など、会員権を持っ
ていた業者は軒並み自己売買比率が上がっていま
す（図表4）。

一方、非会員業者はそれでもできないので、結
局、株式ブローカー業務への依存を強化していく
か、募集業務に注力するかに分かれます。そし
て、前者を選択した会社は、営業収益に占める委

託売買手数料の比率がかなり高くなっていきました。

他方、後者を選択した会社は、この時期も募集業務を強化していきます。例えば、自分たちしか売れない地元企業の株式で運用する投信やローリスクの投信を設定し、それを割引債の乗りかえ先として販売していました。さらには、非会員証券会社だけが販売する専用の投信を販売したりしていきました。こうしてバブル期よりも、さらに募集の比率を上げている会社も見られました(図表3)。一九七九―八二年を一〇〇としたとき、一九九一―九八年も、中国ファンドを売る前に比べれば、それなりに増やしています。

しかし、相場が低迷しているので、ブローカー業務に依存している業者は営業収益が減少します。しかも、バブル期には拡大路線をとっていた業者が多く、固定費が増えて経営を揺さぶり、不

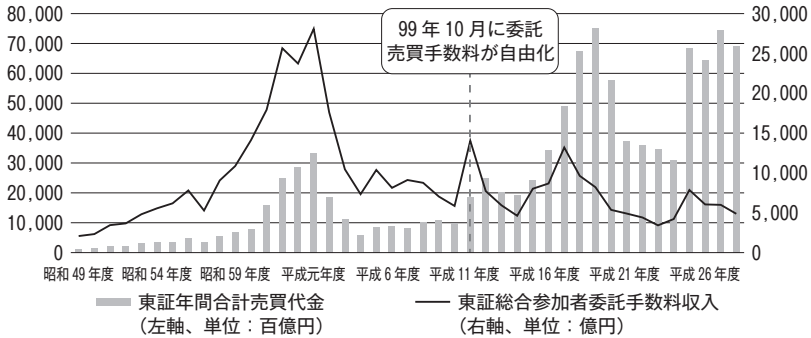
採算店舗の閉鎖やリストラを余儀なくされました。それまでなら、経常損失の計上が続いても母店である大手業者から経営支援をしてもらえましたが、バブル崩壊後は、母店自身の経営が悪化し、銀行からの出資を受け入れたり、外資系に買収されたりしていましたので、地方の業者を救うことはできない状態でした。そのため、系列政策の維持が困難になり、市場から退出する業者がこのあたりから出始めました。これが三回目の再編です。

四、手数料自由化後の動き

(手数料自由化の影響)

次は、一九九九年に委託売買手数料が完全に自由化された後の地方証券会社です。手数料自由化の影響としては、主に三点挙げることができま

図表5 東証売買代金と委託手数料収入の推移



〔出所〕「東証統計月報」、「東証要覧」、「証券」各年版、東証ホームページより作成

す。

一点目は、ネット証券の参入によって委託売買手数料が大幅にディスカウントされたことです。

日本証券業協会が二〇〇〇年に調べた約定金額当たりの手数料をみると、自由化からわずか一年で、例えば一〇〇万円の取引の場合、固定手数料時代の一万一五〇〇円が、ネット取引では五二・三四%もディスカウントされています。調べたところ、現在一番安い会社は三二〇円でした。三二〇円で本当にやっていけるのかと思いますが、現状はここまで手数料のディスカウントが進んでいます。

二点目は、売買代金と委託売買手数料収入の関係です(図表5)。委託売買手数料が自由化される前は、売買代金と委託売買手数料収入はほぼパラレルの関係にありました。つまり、売買代金が増えると委託売買手数料収入も増え、売買代金が

減れば委託売買手数料収入も減っています。

しかし、一九九九年一〇月に委託売買手数料が完全に自由化されると、このパラレルの関係はなくなってしまう。先ほど、複数の経営者の方から、相場が下がっても、大相場が来れば二、三年は食べていけたという話を聞いたと言いましたが、今はもうその期間はかなり短くなっています。売買代金はバブル期よりも多いのですが、委託売買手数料収入はそのときよりも少ないので、かなり厳しい状況と言えます。

三点目は、信用取引で高回転していた主要なお客さんの流出です。ブローカー業務に依存していた業者は、信用取引を利用する人たちを主たるお客さんとしていましたが、ネット証券がディスカウント戦略をとってきたことで、信用取引を利用した高回転のお客さんはネット証券に流れてしまったと思われれます。その影響は金融収益がかな

り減っていることからもはっきりとわかります(図表2)。

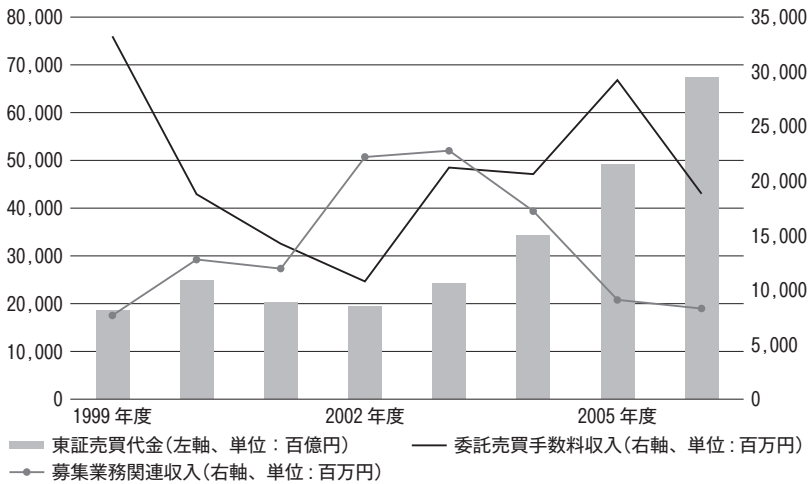
このように、売買代金は増えても委託売買手数料収入は増えず、高回転のお客さんは逃げてしまふという非常に厳しい経営環境になりました。

(自由化への対応)

このときの地方証券会社の対応は、大きく二つに分かれたように思います。

東京証券取引所の会員会社は、デイリーリングを強化していきます。一九七九年から二〇〇七年まで、データがとれる八二社の自己売買比率は、一九七九年から一九九〇年は二六・七%でしたが、バブル崩壊後、一九九一年から一九九八年は三四・九%。そして、一九九九年から二〇〇七年は五二・六%に急拡大していきます(図表4)。ブローカー業務だけでは収益を維持していくのが難

図表6 東証売買代金と募集関連収入の推移



〔出所〕 日本経済新聞社 [1979-2007]、『東証統計月報』より作成

しい業者がディーリングを強化していったことが、この数字からもわかります。

ところが、この戦略は、二〇一〇年に東京証券取引所がアローヘッドを導入したことをきっかけにしてピンチに陥っていきます。日計りができなくなったからです。それまではリスクをとらずに日計りで収益を得ることができたわけですが、それが難しくなっていました。

一方、東京証券取引所の非会員会社は、募集業務を強化しようとしています。ただ、これにも二つあり、募集業務に関しては、相場があまりよくないときは頑張るものの、相場がよくなると消極的になる傾向があります（図表6）。営業マンからすれば、株式ブローカー業務は手間がかからず、手数料を稼ぐことができますが、募集業務は手間がかかります。そのため、相場がよくなると手取り早く稼げる株式ブローカー業務への比重を再

び高めてしまうのです。

グラフを見て頂きたいのですが、このグラフは縦棒が売買代金で、横の細い折れ線が委託売買手数料収入、点と線の折れ線が募集関連収入です。

売買代金が減っているときは募集を頑張りますが、売買代金が増えると募集は減るという傾向がはっきりと出ています。

しかし、中には相場環境に左右されず、募集に注力した会社もありました。そのような会社は二〇〇〇年以降どのような展開を見せたかという点、外資系証券会社と提携し、彼らの商品を販売していきます。つまり、相互補完を図ったわけです。地方証券会社としては、外資から情報を提供してもらおうことで、今までお客さんに伝えられなかった情報を提供できます。一方、外資系証券会社は、多くの地方証券会社と提携することにより、店を出さなくても稠密な販売網がつけられるの

で、双方にとってメリットがありました。

五、今後のビジネスモデル

地方証券会社は以上のように、その時々々の経営環境に対して、限られた業務で必死に抗ってきたことが分かります。こうした歴史から見て、ビジネスモデルは今後どのようなようになっていくのでしょうか。それを考える前に、まず業界全体でみられる変化を確認しておきましょう。

まず、最近の証券会社の収入構成にはどのような特徴があるのかを規模別に見てみたいと思います（図表7）。

大手証券と準大手証券は、委託売買手数料依存からの脱却がうまく進んでいるように思います。大手は、M&Aのアドバイザー業務やラップ口座の提供でその他受入手数料が多いですし、準大

図表7 証券会社の収入構成 (2015～2018年度)

	A (5社)	B (2社)	C (10社)	D (34社)	E (39社)
受入手数料	52.7%	48.6%	72.6%	59.3%	83.8%
委託手数料	12.9%	21.6%	37.6%	45.2%	58.3%
引受・売出手数料	7.6%	1.2%	1.1%	0.1%	1.2%
募集・売出手数料	10.9%	16.0%	17.2%	7.3%	14.4%
その他受入手数料	21.2%	9.7%	16.4%	6.7%	9.8%
有価証券売買益	34.6%	48.0%	20.0%	30.6%	10.5%
株式	8.9%	24.0%	9.7%	15.9%	1.5%
債券	21.9%	21.8%	8.5%	14.7%	8.8%
その他	3.8%	2.2%	1.8%	0.0%	0.2%
金融収益	12.5%	3.5%	7.4%	7.4%	5.6%
	F (16社)	G (9社)	H (8社)	I (9社)	
受入手数料	62.8%	42.8%	71.1%	41.5%	
委託手数料	26.0%	4.2%	12.3%	32.1%	
引受・売出手数料	0.1%	0.3%	1.4%	0.7%	
募集・売出手数料	19.0%	23.1%	0.1%	2.4%	
その他受入手数料	17.5%	15.2%	57.3%	6.3%	
有価証券売買益	35.0%	57.1%	-15.2%	24.1%	
株式	7.3%	0.2%	-23.3%	0.3%	
債券	27.4%	57.7%	8.9%	1.8%	
その他	0.2%	-0.8%	-0.8%	21.9%	
金融収益	2.0%	0.1%	43.9%	33.5%	

〔出所〕 各社「業務及び財産の状況に関する説明書」より作成

※A：大手5社

B：準大手証券

C：中堅証券

D：地場証券（東京、名古屋、大阪）

E：地方証券

F：地銀系証券（既存会社買収）

G：地銀系証券（新設会社）

H：主要外資系証券

I：ネット証券

手は、債券の販売やデーリリングのほか、募集・売出手数料も多くなっています。

ここに載せているのはグループの平均値ですが、中堅証券一〇社を個別に見ていくと、債券のデーリリング益の比重が大きい会社もあれば、その他受入手数料と募集・売出手数料が非常に大きい、つまり資産管理型営業をしている会社もあります。このように中堅証券は、自社が強みを感じている分野に特色を打ち出していることが分かります。

中小証券は、そもそも実質的にできる業務が限られており、まだまだ委託売買手数料依存からの脱却が進んでいない感じがします。

外資系証券は、引受やM&Aのアドバイザー業務が多いので、引受手数料やその他受入手数料が特に大きいように思います。

ネット証券は、委託売買手数料と金融収益を中

心として、FXの収益が増えているのと、その他受入手数料が少し増え始めていることがわかります。信用取引を利用する高回転のお客さんだけでなく、従来とは異なる層のお客さんも取り込んでいこうとしている姿が見られます。

最後に地方証券会社の今後のビジネスモデルのあり方について少し考えてみたいと思います。そもそも証券会社の四つの業務のうち、アンダーライティング業務は多くの地方証券会社が行えませんが、また、流通市場業務のうち、デーリリング業務も稼ぐのが難しくなっています。そうすると、株式のブローカー業務と募集業務しか途が残されていないと思います。

しかし、外部環境としては、委託売買手数料の引き下げは今後も続く予想されます。今や委託売買手数料ゼロという会社も出てきていますし、投資信託の販売手数料の引き下げ圧力も強くなっ

てきました。そうすると、例えば、委託売買手数料が安い会社、あるいは、投資信託の販売手数料が安い会社との手数料の差をどう説明するかが求められてきます。結局は、お客さんにどのような価値を提供していくのかという話になると思います。ありきたりな答えになりますが、リテール業務のお客さんは資産を増やすことに価値を求めますので、それにどうコミットしていくかが非常に大事になってきます。

例えば、アメリカに一人店舗で有名なエドワード・ジョーンズという会社があります。あの会社はセントルイスという地方都市に本拠を置いています。この会社は年金生活者をターゲットにしています。年金生活者は金融に関する知識の少ない人が多いから、対面営業を採用し、かつコストをかけないように一人店舗を展開しているわけです。つまり、お客さんの伴走者としてお客さんの

資産を増やす、守るための有益なアドバイスを提供することに価値を見出しているわけです。これは日本でも同じだと思います。

では、それをどの商品で行うのがよいのか。そこで、募集関連収入と経常利益には相関性が見られるのか調べてみました(図表8)。二〇一五年から二〇一八年度の各社の平均値をプロットしたものです。丸で囲んだのは、募集関連収入の比率が非常に高いのに経常利益が少ない会社です。これらは二〇一五年以降につくられた会社です。設立後間もなくはどうしても赤字が出ますので、平均値が押し下げられています。しかし、それ以外を見てみると、募集関連収入の比率と経常利益にはある程度相関性が見られると思います。

そう考えると、地方証券会社も売買の都度、手数料を取るコミッションベースではなく、フィーベースに移っていくべきだと考えます。しかし、

地方証券会社が大変な状況に置かれていることは今のお話でもよくわかりますが、それに加えて、地方の経済自体も相当疲弊していて、資産運用をしようという人たちの構造もかなり変わってきているような感じがします。そのあたりへの対応として何か御示唆はありますでしょうか。

○深見 地方の業者の皆さんがおっしゃるのは、相続への対応です。地方の業者の皆さんは、とにかく盆暮れには挨拶に行くと言います。ですが、親の資産を相続した層はコストに敏感です。やはり手数料の差を説明できないと資産を移されてしまうと思うのです。月並みですが、リテール業務は、お客さんの資産を増やす、守ってあげることには価値があるわけですから、それをいかに手助けしてあげるにかかってくるのではないかと思えます。

一方で、ロボアドなども参入してきて、アドバ

イス業務にも価格破壊が起こっていますので、それこそ御用聞きのような本当にかゆいところに手が届くアドバイスができるかが問われているのだろうと思います。

○質問者A 中小証券並びに地方証券会社が、外資系の商品を取り扱って経営成績を伸ばしているというお話がありました。それについての調査研究がございましたら、簡単に結構ですので、その内容を教えていただければありがたいと思えます。

○深見 例えばドイツ証券は二〇〇〇年ごろ、彼らを取り扱っている投資信託を販売してくれる業者には、ドイツ証券が顧客に提供している情報を、投資信託を販売している地方の業者にも提供し、そのパンフレットに自社のロゴを入れて配ることを認めていたようです。そうすると、地方証券会社ではなかなか提供できない情報をお客さん

に提供できるので、お客さんはありがたがっていたという話を聞きました。ドイツ証券だけではなく、外資系証券会社は、各地方で募集業務に強い証券会社と提携していました。

○質問者B 資料の中に地銀系の証券会社の数字が出ています。山陰合同銀行が証券業務を野村證券に全部委託したというような動きもありましたが、地銀系の証券業務についてはどうお考えでしょうか。

○深見 業者の方に聞くと、証券会社と地銀系の証券会社はやはり違うとおっしゃいます。地銀系の証券会社は、波があり数字が予想できない株式のブローカー業務などはしないようです。結局、投資信託を売る、もしくは外債を親銀行に売るといった、ある程度数字が予想できるビジネスをやっている感じがします。

ごうぎん証券も、募集の比率は結構高かったで

す。ただ、預かり資産がある程度ないと経営的には苦しいので、少し判断が早かったようにも思いますが、当初の見込みよりも預かり資産が集まらなかったのかなという感じがします。ですから、いかに預かり資産を増やしていくかが重要でしょうし、そこに親銀行がいかにサポートするかが重要ではないかと思えます。

○増井理事長 それでは、時間も過ぎておりますので、このあたりで今日の「資本市場を考える会」を終わりたいと思います。

どうもありがとうございました。(拍手)

(ふかみ やすたか・駒澤大学経済学部准教授
日本証券経済研究所特任研究員)

(本稿は、令和二年七月十三日に開催した講演会での講演の要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある)

深見泰孝氏

略 歴

I. 学歴・職歴

- 2009年3月 滋賀大学大学院経済学研究科博士後期課程経済経営リスク専攻修士
学位取得 博士（経済学）（滋賀大学）第17号
- 2011年4月 公益財団法人日本証券経済研究所研究員
- 2014年4月 公益財団法人日本証券経済研究所主任研究員
- 2015年4月 駒澤大学経済学部専任講師
- 2015年6月 公益財団法人日本証券経済研究所特任研究員（現在に至る）
- 2017年4月 駒澤大学経済学部准教授（現在に至る）

II. 主要業績

- （共著）日本証券経済研究所『図説・日本の証券市場2020年版』日本証券経済研究所、2020年
- （共著）深見泰孝、二上季代司『地方証券史－オーラルヒストリーに学ぶ地方証券のビジネスモデル』金融財政事情研究会、2019年
- （共著）証券経済学会『証券事典』金融財政事情研究会、2019年
- （単著）「戦時期のインフレリスクと国債消化政策」『彦根論叢』滋賀大学経済学会、2019年2月
- （単著）「戦時期の証券会社経営について－山一証券を中心に－」『証券経済研究』第97号、日本証券経済研究所、2017年3月
- （単著）「満洲証券取引所の設立と日系証券業者の満洲進出について」『証券経済研究』第84号、日本証券経済研究所、2013年12月
- （単著）「統制経済下における生保会社の公債投資と国債消化政策」『証券経済研究』第81号、日本証券経済研究所、2013年3月
- （単著）「戦前期の株価維持機関の活動－生保証券を中心に－」『証券経済研究』第78号、日本証券経済研究所、2012年6月