証券会社経営の時系列的分析

(公益財団法人) 日本証券経済研究所 大阪研究所主任研究員
二上 季代司
2018年1月

1. はじめに

本稿は、わが国証券会社の経営および財務に関する動向とその特徴をまとめたものである。分析に際しては、日本証券業協会が収集する会員決算データ（単体ベース）を利用した。期間は平成27年度を含む過去10年間のデータである¹。

本稿では、会員業者を新たに類型化しなおし、類型ごとに収入構成や費用構成、取引動向、収益性関連指標を算出し、これに基づいて証券会社経営の最近の特徴と変化を整理するという手法をとっている。

なお、類型区分に際しては、①主とする業務の特性、②株主構成を重視し、これに③規模別特性、④地域別特性を加えた4つの分類基準を採用した。このような分析手法を用いた理由は次のとおりである。

第1に、平成19年（2007年）9月の金融商品取引法施行により、日本証券業協会の定款が改正され、会員要件が拡大した²。この改正が唯一の原因であるかどうかは不明確であるが、第1種金融商品取引業の登録さえしておけば、実際に証券業務を営んでいなくても協会に加入する事例が増えてきた。その結果、協会の決算データは、これまでとは不連続になっている。

1990年代後半からの「金融ビッグバン」とよばれる金融規制改革を経て、会員の収入構成は顕著な変化をみせている。これが、単に証券プロパー以外の業者の参入による形式的な変化にすぎないのか、それとも証券会社経営の実質的な変化を反映したものなのか（そうであれば、それはどの程度なのか）。それを判断するうえで、業務特性を基準とする類型化が必要であった。

そこで、業務特性に注目した分類基準では、証券業プロパー以外の業務のほか証券業プロパーであっても比較的新しいビジネスについては区分して取り扱うこととした。

第2に、外国証券会社の多くは、従来は「東京支店」の形でわが国に参入してきたが、平成18年（2006年）以降、わが国の準拠法（旧証券取引法、のちには金融商品取引法）に基づく日本法人に組織変更するケースが多くなった。この点も協会データの不連続性を

¹ 証券会社の決算年度は、従来、3月期決算を義務付けられていたが、2014年4月以降、その義務付けはなくなった。このため、決算数値を用いる場合には、表記を異にしている。たとえば、決算年度変更の直前期は「2014年3月期」（2013年4月～2014年3月）、変更後は「2014年度」と表記する。

² 旧定款では、協会は「証券会社」によって組織されるが、金商法施行以後、協会は「第一種金融商品取引業者」（以下、第一種業者と略）によって組織されるようになった。つまり、会員は証券会社から第一種業者へと拡大されたのである（ただし、第一種業者のうち店頭金融先物業者等は除かれている）。

もたらしている³。この時期以降、外国証券会社の分類基準は、設立根拠法におくのではなく株主属性に置くべきである。

また、国内においてもメガバンク系、地銀系など銀行系証券会社の増加と規模拡大が顕著になっている。株主は経営者を規律づける主体であり、株主構成のあり方は「コーポレート・ガバナンス」を左右し、当然、経営戦略に影響する。類型化の分類基準としては株主構成のあり方をこそ重視すべきである。

ちなみに、表1は協会員の社数、経営規模（資産、収益、利益、店舗や人員等）および収益性について、この10年間の全体的な推移を見たものである。リーマン・ショック（2008年9月）により資産規模および収益、利益、収益性指標は大きく落ち込んだが、現在は、その直前の水準にまでほぼ回復している。しかし、協会員の社数は回復せず、55社の減少をみている。この間、79社の参入がありながら、134社の退出があった（後述）。市況変動の過程で業界は新陳代謝を繰り返しつつ、一貫して社数が減少している。これをどのように理解すればよいか。

1990年代後半のビッグバン以前から徐々に進められてきた規制緩和により、証券会社の兼業規制はほとんど撤廃され、業務の多様化が進んでいる。規制緩和はグローバル化の潮流と並行して進められたから外資系証券会社のプレゼンスも大きくなっている。そして、金融制度改革の進展により銀行系証券会社の社数、業容拡大が進展している。こうした証券業界を取り巻く環境変化の集約した姿が、表1に反映している。業務の多様化、外資系証券と銀行系証券のプレゼンスの拡大。これらのことも「業務特性」と「株主構成」を分類基準とする類型化の手法を採用した理由の一つである。

³ 協会の定義する「外国法人」は、国外法に設立根拠を持つ法人であるため、国内には「東京支店」として進出している。外国法人東京支店は平成18年3月末の39社、19年3月末32社と減り、平成28年3月末現在、11社（店）へと激減しているが、本文で見るように株主基準でカウントすると外資系証券会社は減少していない。ちなみにゴールドマン・サックス等の大手投資銀行のほとんどは、現在、国内法人に組織変更されている。

2. 分類基準

[業務特性]

4つの分類基準のうち、最も重視したのは「業務特性」である。本稿では、協会の業務特性について新しい傾向を示すものを「非伝統的ビジネス」と包括的に定義した。非伝統的ビジネスの業者に含まれる類型として、次のものを挙げておく。

- ① 一任運用や投資信託運用業など投資運用業およびその取次（「資産運用業」と包括的に呼称する—以下、同じ）。
- ② ファンドの組成と募集勧誘および募集の取次など第2種金融商品取引業に該当するもの（「ファンド組成業」）。
- ③ 不動産・金融債権等の証券化・流動化商品の組成と募集業務およびその取次（「証券化・流動化業」）。
- ④ 外為証拠金取引の委託および自己売買業務（「FX業」）。
- ⑤ インターネットを經由して行うディスカウントのオンライン・ブローカー（「ネット証券」）。
- ⑥ 私設取引システム運営業（「PTS業」）。
- ⑦ その他証券関連業（証券業に関連するが、以上のいずれにも入らない業として「金融商品仲介業者からの受託業」、「店頭デリバティブ業」、「プライベートエクイティ業」など）。
- ⑧ その他（証券業には関連するが、バック・オフィスなど関連事務の受託に主眼を置くものなど）。

上記の類型は、個々の業者が当該類型の業務を主たる業務として営んでいることが特定できるものであるが、他の複数の業務と併営されているために単独で取り出すことができない非伝統的ビジネスもある⁴。

なお、店頭FX業務（店頭金融先物業務）は協会加入要件には入っていないが（定款5条1）、少なからず有力なFX業者が加入している。その理由は、日経225等の市場デリバティブや証券関連のCFD（Contract for difference, 差金決済取引）も行うためである。そこで「FX業等」には証券関連のデリバティブ業を取り扱う業者も含むこととする。

[株主構成]

株主構成の在り方等によって、会員を以下のように類型分類した。

⁴ その代表例として「M&A等のコーポレート・アドバイザー」業務があげられる。なお、⑤のネット証券は証券業プロパーに属するが、手数料自由化後に急速に業容を拡大した業態として、特に分離して「非伝統的ビジネス」に含めて検討した。

- ⑨ 「国内系」と「外資系」に区分。
- ⑩ 「国内系」を、さらに「上場」証券会社と「非上場」証券会社に区分。
- ⑪ 「非上場」証券会社については「銀行系」とそれ以外に区分。
- ⑫ 「銀行系」についてはさらに「メガバンク系」、「地銀系」、「その他銀行系」に細区分。
- ⑬ それ以外の「非上場」証券については、規模的に中堅・中小証券が多いため、「中堅・中小」証券会社と包括的に定義し、「地域別」（本店所在別）に細区分した。
- ⑭ 「上場」証券会社については、特定の株主に従属するものではないことから、市場規律の下で「経営者支配」が働いていると想定している。そこで、規模的に区分して、「独立系大手」とそれ以外の「上場」証券会社に細区分した。なお、単体としては「非上場」であっても、持株会社が上場しており、当該証券会社が支配的な子会社の場合には、これも「上場」証券会社に含めている。支配的な子会社ではない場合には「非上場」証券会社に含めた。
- ⑮ 「外資系」の証券プロパーについては規模的に区分し、従業員数で上位10社を「外資系大手」投資銀行、それ以外を「外資系中小」証券会社に区分した。ちなみに前者の親会社はすべて欧米の大手投資銀行である。

以上のように、4つの分類基準を用いて区分したが、これをすべて考慮したうえで細区分すると極めて多くの煩雑な類型となるので、「業務特性」を優先基準にシンプルな類型区分を採用している⁵。以下の分析では、理解を容易にするため、論点によっては、いくつかの類型を一つのグループにまとめた検討を行っている。

⁵ たとえば、上場していてもFXを主業務としている場合には、「上場かつFX業」のように分類せず、「FX業者」に含めている。

3. 類型別の社数と規模の変化

以上の分類基準を用いて平成 18 年度末と 27 年度末につき会員業者の類型分類表をみると、表 2-1、2-2 のようになる。

この間の大まかな変化を見るために、これらの類型を 3 つのグループ（①大手およびホールセール主体、②リテール主体、③非伝統的ビジネス主体）に集約し、この間の社数、純資産、純営業収益、販売管理費、役職員の推移をみた（表 3）。

全体として社数は 10 年前と比較して、54 社（実質）の純減、純資産合計は 8 兆円から 7.5 兆円の若干の減少、製造業の売上高に相当する純営業収益はほぼ変わらず、販売管理費と役職員は 1 割弱の減少となっている。

しかし、類型別にみると、いずれをとっても「非伝統的ビジネス主体」の業者は増加している。また伝統的ビジネス主体の業者においても、大手・ホールセール、リテールいずれにおいても銀行系（メガバンク系・地銀系・その他銀行系）のシェアが上昇している⁶。

大手・ホールセールでは独立系大手、メガバンク系ともに社数が減少しているが、これらの類型では合併などにより経営統合が進んだからである。リテールでは地銀系の社数（および純資産・純営業収益）の増加が注目される。他方、中堅・中小証券の社数が 60 社も減少しており、純資産、純営業収益も減少傾向にある。

次に、この間の社数の変化について、要因別にみたものが表 4 である。これによれば、減少のほとんどは、自主廃業と合併によること、時期的にはリーマン・ショック後 4 年間に集中している。他方で新規登録も廃業と同じ数だけある。本社移転や業態転換（FX 業への転換が多い）、銀行や外資による買収等による類型区分間の移動も 18 社を数える。

以下の分析では、収入、費用、収益性について、各類型の特徴とその変化について検討するが、類型区分の構成各社には変更がある。このうち三井住友銀行による日興コーディアルの買収により、同社を独立系大手からメガバンク系大手へ類型区分変更したことは、同社の規模が大きいため、結論を下すにあたっては注意する必要がある。そこで、独立系大手とメガバンク系大手を合算して日系新大手 5 社⁷と一括し、必要に応じて説明を加えたことをお断りしておきたい。

⁶ 表 3 は、独立系とメガバンク系を合算しているが、両者を個別にみると独立系大手のシェアは低下し、メガ系大手のシェアは上昇している。これは、三井住友銀行による日興コーディアル証券（現 SMBC 日興証券）買収で、同社を独立系大手からメガ系大手に類型変更したことが大きく影響しているが、この影響を除いても結論は変わらない。

⁷ 野村、大和、SMBC 日興、三菱 UFJ モルガン・スタンレー、みずほの証券会社 5 社を「新大手 5 社」と呼称することもある。規模的ならびに業務特性において、これを「日系大手」として「外資系大手」と対比させて検討することは合理的であろう。

4. 収入構成

表5は、この10年間につき類型ごとの収入構成の変化を見たものである。全体として最大の収入項目は「その他手数料」であり、次いでトレーディング損益、委託手数料、募集手数料、金融収支（純金利収入）、引受手数料の順となっているが、類型ごとにかんがるとの偏差があり、シェア変化も看取できる。

「ホールセール」のグループの最大の収入項目は、日系ではトレーディング損益（特にメガバンク系大手）、外資系では「その他手数料」となっている。表3でも、日系新大手5社として合算していたが、合算する前ではメガバンク系大手の方が純営業収益のシェアは伸びている。

「リテール」のグループでは、メガバンク系のリテール2社がトレーディング損益、地銀系では募集手数料、中堅・中小証券では委託手数料が最大の収入項目となっている。上場証券では委託手数料の構成比率がトレーディング損益とほぼ同率まで低下している。表3に戻ると、純営業収益のシェアでは地銀系が上昇し、中堅・中小証券が下落傾向にある。

「非伝統的ビジネス」のグループは業態的に多様であるため、これをさらに細分化した。資産運用/ファンド/証券化・流動化の類型では日系・外資系ともにその他手数料の比率が最大である。ネット証券では、日系は委託手数料ついで純金利収入、外資系ではその他手数料となっている。FXでは日系、外資系ともにトレーディング損益が最大項目である。

そこで次に、各収入項目における各類型のシェアとその変遷を見ることで、どの業務をめぐってどの類型が競争関係にあるのかを見よう。

5. ブローカー・ディーラー業務

(1) 日本株のブローカー・ディーラー業務

表6は、委託手数料についてシェアの高い類型をとりだしたものである。委託手数料は約1兆円（平成18年度）から6,300億円へ減少している。他方、委託売買金額および株式の仲介はむしろ増えているので、現物株の手数料率は概算、0.1%から0.05%へと低下したと推定できる。

この間、大手では外資系の手数料シェアが低下、日系の新大手5社のそれはやや上昇している。売買高では外資系の委託シェアは横ばい、日系はやや上昇している。仲介では外資系のシェアは低下しているが、総合的に判断すると、手数料収入の低下には外資系の料率低下が大きく起因したと考えられる⁸。

他方、リテール顧客向けでは、ネット証券の手数料シェアが大きく上昇、銀行系も上昇、他方、中堅・中小証券が低下している。日系PTSの委託手数料シェアは1%強で、なお極めて小さい（もっとも、株式の仲介に占めるPTSの出来高シェアは近年、急速に上昇している）。

委託手数料は国内株について現物取引、先物、オプションの売買委託からも生じるが、その内訳は報告されていないので、参考のために表6にはデリバティブの委託売買高も掲載している。

他方、大口取引やバスケット取引などの受注に際しては、自己勘定を使った仕切り売買によって執行する場合が多い。表7は、株式のトレーディング損益とそれに関連する取引を掲載している。全体として、この10年間で現物・デリバティブいずれにおいても委託売買取引高は増加しているが、自己売買高は半減している。ただし、類型ごとに大きく異なっている。

[大手およびホールセール業者]

外資系証券会社の現物・先物・オプションの委託売買金額のシェアは非常に高い反面（現物で50%以上、デリバティブで70-80%）、信用取引依存度は極めて低い。しかも、現物・デリバティブ委託額の外資系シェアは委託手数料の外資系シェアを大きく上回っている。これは手数料率が他の類型に比べて最も低いことを意味している。こうした関係は、外資系証券会社が、海外の機関投資家およびヘッジファンド等からの受注に大きく依存していることを示している。これらの海外顧客はヘッジ目的あるいは投機目的でデリバティブ

⁸ 仲介の場合、売り買い双方から手数料を徴収することを勘案しても、株式の仲介額は委託売買高に比べ小さいので、外資系の仲介のシェアが低下しても「委託+仲介」の合算シェアはなお依然として大きい。このため委託手数料の減収は、外資系が受注した取引の料率低下によると考えられる。他方、外資系の仲介の約半分近くは社内で対当させたものをToSTNeTへ付け出して約定させている（後述）。このため外資系の国内株委託売買高には、この部分が重複して計算されていると想定される。

ブを利用しながら「大口取引」を繰り返す場合が多いとされる。

他方、外資系証券会社は国内株の現物や先物の自己売買高シェアも高い。さらに、トレーディング損益を現物とデリバティブに分けた場合、ほとんど「マイナス1」の逆相関⁹を示している。これは、自己勘定で顧客注文を執行した場合、デリバティブをヘッジ手段として利用したか、もしくは「裁定取引」を組成していたかのどちらかであろう。

同様のことは国内系大手にも看取できる。独立系、メガバンク系を問わず現物とデリバティブのトレーディング損益は逆相関であり、かつまた国内株やデリバティブの自己売買高シェアも高い。とりわけ、メガバンク系大手が自己売買高シェアを急速に高めており、自己勘定を使つての機関投資家向け受注に積極的であったことがうかがえる。

他方、独立系、メガバンク系を問わず国内大手証券の委託売買業務においてデリバティブの出来高シェアが低い。また、信用取引依存度も低い。このことは国内大手証券の株式委託業務における顧客注文の中心はデリバティブ多用のヘッジファンドではなく、とって回転売買の短期資金でもなく、やや中長期の機関投資家からの注文が多い、ということの傍証になろう。

[リテール業者とネット証券]

以上とは対照的に、信用取引依存度の高い類型がリテール業者とりわけ日系ネット証券、中堅・中小証券、上場証券である。この中で日系ネット証券が委託手数料シェアを大幅に上昇させ、かつ信用取引依存度を高めていることがわかる。また委託手数料シェアより現物委託売買高のシェアの方が高い¹⁰ので外資系に次いで手数料率が低いことがわかる。

顧客にとって、信用取引でレバレッジを高め、かつ手数料コストを抑えれば、わずかな値幅で利益をふくらませることができる。そこで、信用取引を利用するうえでの利便性の向上や手数料の引下げは、短期回転売買の投機顧客資金を誘引する有力な手段となる。ネット証券は、信用取引利用の利便性向上と手数料の引下げにより、こうした短期回転売買の顧客からの取引を誘引していったと考えられる。なお、高いレバレッジは、先物・オプションでも得られる。先物・オプションの委託売買高は現物株を上回る伸び率を示しており、こうした取引でもネット証券のシェアは他の類型と比べ高い。

他方、上場証券や中堅・中小証券も信用取引依存度は高かったのだが、ネット証券とは逆に信用取引依存度を低下させ、委託売買高シェアも低下させている。このことは、短期

⁹逆相関とは「現物のポジションで利益を出しているときは、デリバティブのポジションでは損が出ている」という関係である。

¹⁰平成27年度は18年度に比べ、海外からの発注が多く、相対的に大手および外資系の委託売買高シェアが高くなっている。このため、これを含めた全体の中でのシェアをみるとネット証券の国内株委託売買シェアは低下しているように見えるが、「リテール」業者の中だけを見るとシェアが上昇している(67%→82%)。

回転売買の顧客注文がネット証券へ流出したことを反映している。なお、委託手数料シェアは国内株委託売買高のシェア低下よりも緩やかだが、この理由は手数料率の引下げがネット証券よりも穏やかだったことが大きい。

観点を変えて、これら類型の株式ディーリングを見ておこう。中堅・中小証券、上場証券の自己売買高シェアは、10年前はかなり高かったが、直近では大きくシェアを低下させている。デリバティブの自己売買では上場証券のシェアは低下しているが、中堅・中小証券はむしろシェアを高めている。そこでこの間の現物・デリバティブ売買益の相関係数を見れば、中堅・中小証券はプラスになっている。つまり中堅・中小証券のディーリングは、現物、デリバティブともに相場動向を睨んでの値ザヤ目的であるため、値段が同じ方向を示す株式の現物とデリバティブの損益はプラスの順相関を示すことになる。後掲表16に見るように、中小証券の回転率は信用取引に依存する程度が高い割には、さほど低くはない。このことは、中堅・中小証券の株式ディーリングが大手証券と異なってポジションを極力持たない回転売買が多いことを物語る。そして、この間の中堅・中小証券は、ディーリングの規模を徐々に縮小させ、しかも、その対象を現物株からデリバティブへとシフトさせているように思われる。その背景としては、現物取引において高頻度取引（HFT）のウェイトが高まりトレーディング利益を容易には稼ぎにくくなったという事情があるのではなかろうか。

他方、上場証券の自己売買の規模は急速に縮小している。現物・デリバティブ損益の相関係数はマイナスであるが、絶対値は大手証券と比べて低い。銀行系ではもともと自己売買比率は高くなく、相関係数もマイナスだが絶対値はさらに低い。つまり、上場証券、銀行系ともに自己売買は大手証券や中堅・中小証券とは態様が異なっていると考えられる。それはこれら類型の株式トレーディング損益の中に、日本株と相場動向の異なる海外株の損益が混在しているからではなかろうか。そこで次に、海外証券のブローカー・ディーラー業務を見よう。

（2）外国株のブローカー・ディーラー業務

表8は、外国株の委託および自己売買の規模と類型別シェアを見たものである。外国株の委託売買高は国内株を合わせた金額の0.3%に過ぎないが、独立系大手、メガバンク系大手、ネット証券の順でシェアが大きい。このうち、メガバンク系とネット証券のシェアが急伸している。上場証券は10%程度でシェアは横ばいである。銀行系、中堅・中小証券もシェアを伸ばしている。この反面、外資系の委託シェアは急減している。

他方、外国株の自己売買高は急伸しており、国内株を合わせた自己売買高合計の3%に相当する。シェアをみると新大手5社が55%から60%へ、次いで上場証券がシェアを高めている。株式ディーリングに占める外国株の比率をみると、類型別に大きなばらつきがあり、銀行系（メガバンク系リテールおよび地銀系）の比率が最も高く、ついで上場証券の

比率が高い。

すなわち上場証券および銀行系のリテール業者は委託手数料の減収を外国株取り扱いによって補おうとしている。その執行方法としては、提携先海外証券会社への委託取次と店頭仕切り売買があるが、この10年間、委託取次よりも店頭仕切り売買の比率が高まっている。外国株の店頭仕切り売買では日本株のようにデリバティブでリスクヘッジすることは容易ではない。その理由は、デリバティブ市場が整備されている欧米市場とは時差があること、逆に時差のほとんどないアジア市場ではデリバティブ市場が整備されていないことによる。その結果、外国株の取扱比率が高ければ、現物とデリバティブの損益の相関係数の絶対値が低くなると考えられる。

なお、預かり残高に占める外国株のウェイトをみると、外資系証券会社が最も高く、次いで上場証券、メガバンク系大手、さらにネット証券、中堅・中小証券と続く。メガバンク系、ネット証券、中堅・中小証券が近年、ウェイトを高めていることがわかる。これは株式ブローカー業務における外国株依存度をしめす指標といえよう。

(3)株式の仲介とPTS業務

ところで、株式のブローカー・ディーラー業務における新しいビジネスとして「PTS業務」があげられる。これは90年代後半の「取引所集中義務の撤廃」によって可能となった。証券取引所の外で電子情報処理システムを利用して多数の「売り」および「買い」の注文を付け合わせ、執行するものである。この行為は、証券業務としてみれば「媒介」

(協会資料では「仲介」と呼称)であるが、機能的には証券取引所の市場運營業務に類似している。このため、法はこれを証券業務の一種と位置付けつつ、「登録」ではなく「認可」を得ることを要求している。また、証券取引所と同様に気配情報および約定情報の開示義務が課せられている。

他方、こうした取引所外で行う「仲介」業務は、認可を得た「PTS業者」以外でも行われている。表6でみたように、PTSによる「仲介」の金額は3割にすぎず¹¹、残る7割のほとんどは外資系業者によって占められるが、これらはPTSの認可業者ではない。それでは、PTSの認可をもたない業者による「仲介」の内容は何か。

[ダーク・プール]

1つは、社内で売り買い双方の顧客の同数量の注文をあらかじめ対当させたのち、証券取引所の売買立会によらない立会外取引(たとえば東証のToSTNeT)にこのペア注文を

¹¹ PTSにおける日本株の取引執行については、平成22年からJSCC(日本証券クリアリング機構)が清算の対象に加えたこと、さらに平成24年にTOB規制の適用除外となったことから、平成22年以降、PTSによる日本株の仲介は急速に拡大している。もっとも平成26年に東証が値刻みを縮小してからは、やや取引規模は停滞している。

取り次いで「クロス」で約定するというものである。平成 22 年 3 月に改定された金融庁の監督指針では、こうした行為をシステムックに行っても約定自体は証券取引所において行われるため「PTS」には該当せず、したがって「認可」も「気配情報の開示」も不要としている（ただし約定情報の開示は必要）。世上、わが国で「ダーク・プール」と呼ばれるビジネスがこれに当たる（気配情報は公開されていないため「ダーク」と呼ばれる）。

この取引額は、近年、増加傾向にあるとされる。大墳[2017年]¹²によると、2014(平成 26)年までは「ダーク・プール」の取引シェアは PTS を下回りつつ連動する動きを見せていたが、2015(平成 27)年以降は増加傾向が顕著となって、2016 年には PTS を上回るようになったという。そこで、ラフにとらえて平成 27 年度において PTS とダーク・プールがほぼ同額だったと仮定すると、仲介額の 6 割は PTS とダーク・プールで分け合った「取引所外のシステム売買」の数字と推定できる。しかしそれでも、残る 4 割は PTS やダーク・プール以外による「仲介」ということになる。

[外国株の仲介]

わが国の認可 PTS 業者は、平成 27 年度末において 8 社あるが、うち国内株を扱うものは 2 社であり、残る 6 社は国債等債券を扱うものとなっている。現状、株式の認可 PTS と対比して捉えられている「ダーク・プール」は ToSTNeT へ取り次ぐことで認可を免除されている国内上場株式のシステム売買を指している。

しかし、ここで調査対象としている「仲介」は、上場株や非上場株あるいは日本株や外国株の区別をしていない。また「仲介」とは、有価証券の売買の媒介を指すのであって、これを電子情報システムによって処理しているかどうかの区別も行っていない。したがって、仲介の 4 割は、システム的に行っていない手動の媒介か、それとも国内上場株式以外（たとえば外国株）の売買の媒介ということになる。表 6 に見るように、株式の仲介は外資系が 7 割を占めており、外国株の取り扱いのウェイトが高いと思われる¹³。

(4) 債券のブローカー・ディーラー業務

次に債券についてみよう。表 9 は協会員による債券現物の委託売買、仲介、自己売買ならびに委託手数料とトレーディング損益の規模を見たものである。債券市場は店頭仕切り売買が中心であり、対象物件は圧倒的に国債で占められている。他方、債券の仲介は、かつては社債が半分を占めていたが、この間に国債の仲介が急速に拡大し、国債の売買は、「店頭仕切り」から「仲介」へシフトしつつある（現状、3/4 強が自己売買、1/4 弱が仲介によって執行されている）。なお、債券売買関連収入としては依然として、トレーディ

¹² 大墳剛士[2017], 「日本におけるダーク・プールの実態分析」JPX Working Paper, Vol21.

¹³ 表 8 に見るように、外資系証券の預かり株券における外国株の割合が 5 割前後を占めていることもその傍証となる。

ング損益がほとんどを占める。

表 10 は自己売買、仲介および債券トレーディング損益の類型別内訳をみたものである。これによると、外資系、国内新大手 5 社のシェアが合計で 9 割を超えている。特に外資系のシェアが極めて高く、債券の仲介は 90%以上を維持している。他方、PTS のシェアは、自己売買高の 5%前後にとどまり、仲介のシェアはむしろ低下している。

表 11 は債券デリバティブの取引高とその類型別シェア、ならびにトレーディング損益における現物とデリバティブの相関係数をみたものである。これによると外資系はいずれにおいても高いシェアを占め、特に委託売買において圧倒的シェアを占めている。自己売買では、メガバンク系、次いで独立系の大手、上場証券がそれなりのシェアを占めているが、近年では上場証券のシェアは大きく低下している。

トレーディング損益の現物とデリバティブの相関係数は、中小証券がプラスで他はマイナスとなっているが、絶対値はいずれも低い。これは先述の株式の事例とは異なるものであるが、以上のような状況をどのように理解すればよいか。

まず、自己売買において現物とデリバティブ（想定元本）の金額を比較すると、株式の場合はデリバティブの方が規模的に現物を上回るが、債券の場合は逆に大きく下回る。つまり、債券のデリバティブは債券現物の顧客注文を店頭仕切りで執行した場合のリスクヘッジとして利用する割合は小さいということである。顧客注文の執行では玉や資金の調達を債券レポや債券現先で即座に手当するが、そのこと自体がリスクヘッジになっているからだろう。

それよりも、値ザヤ目的か、あるいは債券デリバティブの顧客注文を自己向かいのクロスで執行したという場合の方が多いのではないだろうか。

今一つの注目点は、国債の顧客注文の執行形態が、「店頭仕切り」から「仲介」へシフトしつつあるということである。仲介はポジションを持たないで顧客注文を執行する手法であるが、これを主導しているのは仲介の 9 割以上を占める外資系である。この仲介の対象となる国債は日本国債に限られるわけではない。外資系のシェアが高いままで増加していることから、海外国債の扱いにおいて仲介が増加した可能性もある。この期間中、アメリカ、EU、わが国において異例ともいえる長期の金融緩和が続き、債券価格は右肩上がりに上昇した。こうした市場環境の変化が国債の取引形態にどのような影響を及ぼしたか、なお検討を要する課題である。

6. 引受業務

次に、引受業務を見よう。表 12 は、引受手数料の種類別シェアを見たものである。株式および社債の発行額は、リーマン・ショック後の極度の信用不安の高まりで平成 21 年度に一時的に急増した。このため、引受手数料も、大きく増減したのだが、一貫して独立系・メガバンク系・外資系のシェアが高く 95%をキープしている。この間、メガバンク系のシェア伸長が著しく、社債に至っては過半を占めている。

7. 投信の募集業務

募集業務にかかる手数料の9割以上は投資信託の募集による。投信募集による収入はこのほか「代行手数料」がある。これは運用会社が行うべき業務（購入後の情報提供、運用報告書等の必要書類の送付、口座内のファンドの管理等）を代行することによって運用会社の信託報酬から支払われる手数料である。そこで、投信の募集手数料と代行手数料ならびに投信預かり残高等の類型別シェアをみたものが表13である。

これによると、この間、投資信託の預かり残高は51兆口から78兆口へ1.5倍に増えている。これに対し募集手数料は若干の低下、代行手数料は若干の増加を見ている。類型別にみると、メガバンク系大手、ネット証券の増加が著しく、次いで、銀行系（メガ系リテールと地銀系）、上場証券の増加が続く。次に、募集手数料、代行手数料の投信預かり1口当たりの金額をみると、全体として低下しているが、類型別に見て大きな格差がある。ただ、その格差は収斂する方向にあるように見える。

口数当たりの料率は様々な要因によって左右される。通常、募集手数料や信託報酬は1万口当たりの基準価格をベースに決定されるので、基準価格の水準、募集の形態（公募か私募か）によって1万口当たりの料率は違ってくる。また募集手数料の場合には募集と解約の頻度（いわゆる回転売買の速度）によっても左右される。類型別の料率の格差は、①募集手数料と信託報酬の料率水準のほか、②基準価格の高低、③募集形態、④売買回転の4要因から生じる。外資系の場合には私募が多いこと、ネット証券の場合には売買回転が低いことが募集手数料の低い理由であると思われる。

なお、「日系その他」の類型には、同業他社からバック・オフィスの受託を主業務とする業態が含まれている。したがってこの類型の投信預かり残高は、販売した受益証券を顧客から保護預かりしているものではない。したがって、募集手数料も代行手数料も本来は発生しないが、受託先の同業他社から支払われた保管手数料が計上される。

8. その他業務

最後に「その他手数料」のうち受益証券以外にかかわる部分を見よう。その他手数料の10年間平均額は9,778億円、その商品別内訳は、株式(8.8%)、債券(14.4%)、受益証券(22.2%)、その他(54.6%)となっている。受益証券については既にみたので、ここでは株式、債券、その他の3つについてみよう。

なお、協会データでは、これらの手数料がどのような業務からの収入なのか、これ以上の説明は加えられていない。以下では、各社のホームページや開示資料(「業務及び財産に関する説明書」等)その他によりつつ、推測してみたものである。

表14は、これらの類型別シェアである。3つのどれを見ても最大のシェアは外資系が占める。ただし、最大の金額を占める「その他」では外資系はシェアを急速に落とし、「非伝統的ビジネス」の類型のシェアが上昇している。とりわけ資産運用関連の類型が上昇している。順次見ておこう。

(1) 株式および債券にかかる「その他手数料」

株式にかかる「その他手数料」では外資系のシェアは2/3~3/4を占めている。また独立系、メガバンク系の新大手5社のシェアが上昇している。このほかネット証券、上場証券、中小証券のリテール業者も合計5%前後を占める。これらリテール業者は信用取引の依存度が高く、この部分は信用取引事務管理料と考えてよいだろう。「日系そのほか」の数%のシェアも、株式に係る事務手続きや管理手数料と考えてよいと思う。

他方、平成18年度だけのデータであるが、有価証券の店頭デリバティブ(先渡し、オプション、スワップ)の取引状況が報告されており、これによると、取引シェアは外資系が圧倒的に高く、次いで独立系大手証券、店頭デリバティブ組成・仲介業者となっている。このシェアの序列は、株式および債券にかかるその他手数料のシェアの序列とほぼ同じである。なお、株価が大きく下落したリーマン・ショック時を含む平成20年度のデータでは外資系の「株式に係るその他手数料」が軒並みマイナスの手数料となっている。

以上の状況から、株式および債券にかかる「その他手数料」は店頭デリバティブに関連するものによって占められているのではないかと推測するが、これ以上に断定できる判断材料は持ち合わせていない。

(2) その他にかかる「その他手数料」

この部分は「その他手数料」の過半を占める。当初は外資系のシェアは高かったのだが、最近では急速にシェアを後退させ、代わって、独立系、メガバンク系の手、資産運用会社をはじめとする「非伝統的ビジネス」の類型のシェアが上昇している。

これらの収入は、各社開示資料その他から判断して、①M&A等にかかるコーポレート・アドバイザー報酬、②クレジット・デリバティブに関連する手数料、③資産運用にかかる報酬(委託者報酬や運用受託報酬等)、④取引所FXの委託手数料、⑤保険販売手数料、⑥親会社からの顧客斡旋手数料、⑦親会社への業務サポートに係る手数料などから構成さ

れている。

このうち①のコーポレート・アドバイザー報酬は、M&Aのアドバイザーランキングから判断して外資系および独立系・メガバンク系大手によってほとんど占められていると想定される。

次いで、②のクレジット・デリバティブはリーマン・ショック後に急減、その後低迷しているが、これと歩調を合わせるように外資系のシェアが低下している。③の運用報酬は、投資運用業者が変更登録により第1種金融商品取引業者として協会に加入したことから統計上、表面化し、シェアが上昇したものである。④の取引所FXにかかる委託手数料は、ネット証券、FX業者のシェアに反映されている。業者によって「委託手数料(その他)」に計上する場合と、「その他手数料(その他)」に計上する場合とが散見される。経理基準の統一をはかる必要があるだろう。なお、FXにかかる注文執行は店頭仕切り売買によって行われる部分が多いことから、これにかかる収入はトレーディング損益(「その他)」に計上される。ちなみに、この10年間の年平均でトレーディング損益(「その他)」とその他手数料(「その他)」を比較すると；

(単位：10億円)	トレーディング損益(「その他」)	その他手数料(「その他」)
日系ネット証券	21.0	6.8
日系FX業者	21.8	5.0

となっている。FXに係る収入は「トレーディング損益(その他)」に計上される場合が多いことがわかる。

なお「その他手数料」については詳しい説明がないため、以上は推測の域を出ないことをお断りしておきたい。

9. 販売管理費

観点を変えて、経費構造を見ておこう。近年、証券会社の費用に占めるシステム関連費が増え、事務費、減価償却費のかなりの部分はシステム関連費用で占められる。そこで簡便のため「事務費+減価償却費」を「システム関連費」として一括し、取引関係費、人件費、不動産関連費、システム関連費、租税公課その他の5つの部分にまとめ、類型ごとの構成比率を算出した（表15）。

まず全体の構成比率からみると、この10年間で、取引関係費が上昇傾向にあり、次いでシステム関係費が若干上向きの方角にあって、人件費は低下傾向を示している。次に、全体平均よりも上方にかい離している類型をみると、次のようになる。

[取引関係費]

取引関係費が全体平均よりも上位にかい離している類型は「非伝統的ビジネス」業者に多い。すなわち、「店頭デリバティブ組成・仲介業者」、「その他銀行系」は、店頭デリバティブの組成に際し自己運用にかかる支払手数料の比率が高い。資産運用会社は、投信の販売に際して販売会社に支払う代行手数料の比率が高い。

またネット証券、FX業者は、宣伝広告費のウェイトが高い。ネット証券、FX業者は、基本的に勧誘を行わないので、受注獲得の手段として広告宣伝は欠かせないのである。

ちなみに、上述した類型の協会員に占める存在が、近年になって大きくなっていることが、取引関係の構成比率を高めている主因と思われる。

[人件費]

人件費が全体平均よりも上位にかい離している類型は、「金融商品仲介受託業者」、「中堅・中小証券」である。金融商品仲介受託業者は受取手数料のうち比較的高い比率で契約先の金融商品仲介業者に「歩合外務員報酬」を支払っている。中堅・中小証券の人件費は、地方によって高低差がある。1人当たりの人件費はもともと協会員全体平均と比べて低かったが（平成18年度、58%）、27年度には67%にまで格差が縮まっている。その背景には営業員が歩合外務員から社員外務員にほぼ入れ替わって、人件費に占める歩合外務員報酬の比率が低下し、従業員給料の比率が上がってきたという事情がある。

[システム関連費]

システム関係費が全体平均よりも上にかい離している類型は、ネット証券、国内大手証券、PTS業者である。ネット証券は必要な情報の提供、受発注と執行を人手によらずシステムを通じて行うためにシステム関連費の比率が高くなる。PTS業者も取引先が投資家ではなく同業者であるという違いはあるが、ネット証券と同様にシステム関係費の比率は高くなる。国内大手証券についてはグループ内にシステム兄弟会社を抱えている場合が多い

ことが関係しているように思われる。

10. 類型別 ROE

最後に、収益性関連指標として、自己資本営業利益率（ROE）とその3構成要因¹⁴の推移を類型別にみておこう。

図 1-1 は、全体の平均値である。リーマン・ショックによる大きな落ち込みを経て、2013 年度(平成 25 年度)以降は、リーマン・ショック以前にまで回復している。図 1-2 は、3 節でみたように、①大手およびホールセール主体、②リテール主体、③非伝統的ビジネス主体の3つのグループに分けて、平均値からどの程度乖離しているか、平均値からの差をみたものである。

これによれば、③非伝統的ビジネス主体の業者の ROE が最も高く、次いで①ホールセール主体、最も低いのは③リテールの順となる。もっとも、③のグループは、非常に異なった業務特性の類型が混在している。①と②は、顧客基盤の共通性(ホールセール、リテール)といった属性を持っているために比較する合理性はあるが、③にはそうした共通の属性が無い。

以上の点に留意しつつ、ROE を「売上高利益率」、「総資産回転率」、「レバレッジ倍率」の3要素に分解し、それぞれの数値を見たものが表 16 である。これによると、ROE の高低は、主として「売上高利益率」の高低に左右されているようにみえる。そこで、以下、各グループ内で類型ごとの ROE とこれを構成する3つの要因について検討することとする。

[ホールセール]

売上高営業利益率（営業利益÷純営業収益）は、 $(1 - \text{販売管理費} \div \text{純営業収益})$ すなわち $(1 - \text{経費率})$ と変形できる。まず、ホールセールのグループから見ておこう。

このグループでは、独立系大手の利益率が高く、次いで外資系大手とメガバンク系大手が並び、外資系中小と続く。この利益率格差は何に基づいているのだろうか。表 17 は、この4類型について、平成 18 年度における「1 人当たりの純営業収益と販売管理費」の額を 1 とする 27 年度の数値、ならびに右端欄は平成 27 年度の「1 人当たりの経費率」から平成 18 年度の経費率を差し引いた数値である。

外資系の売上高利益率は平成 18 年度において日系新大手 5 社に比べ低く、その後のリーマン・ショック時の損失が大きくなって、さらに売上高営業利益率が極端に低下したのである(表 16)。しかし、その後、早急な合理化策をとり、販売管理費は削減されて経費率は大幅に改善されている(表 17)。

他方、日系では独立系とメガバンク系はともにリテールにも営業基盤を持ち、類似した収入構造と経費構造をもっている。しかし、メガバンク系大手はこの間、戦略的に急速な

¹⁴ ROE は $(\text{営業利益} \div \text{末残純資産})$ 。構成要素は、①売上高利益率 $(\text{営業利益} \div \text{純営業収益})$ 、②回転率 $(\text{純営業収益} \div \text{総資産})$ 、③レバレッジ倍率 $(\text{総資産} \div \text{純資産})$ 。ROE は①、②、③から構成される $(\text{ROE} = \text{①} \times \text{②} \times \text{③})$ 。

規模拡大を図り 1 人当たりの販売管理費が増えたが、収入の増加がコスト増加をカバーしきれず、収支は悪化（経費率は上昇）している。しかし独立系とメガバンク系を比較すると、1 人あたり純営業収益の格差は縮小しつつある。当初は営業基盤の広狭に差があったのだが、規模拡大につれてこの格差は徐々に埋めつつあるように思われる。

他方、回転率をみると独立系大手が最も高く、次いでメガバンク系、外資系と続く。大手、ホールセール業者はトレーディングや引受業務でポジションを抱えることが多く、それだけ総資産が膨らむ。外資系次いでメガバンク系はそうした資本集約的な業務への依存が高いということである。回転率は業務特性によって大きく左右される。

最後にレバレッジの高さをみると、外資系、メガバンク系、独立系の順となる。

レバレッジは、その上限が自己資本規制比率によって画されているが、その範囲内でどの水準まで高められるのかは、経営者の財務政策によってきまる。つまり、ある程度、経営者の裁量にゆだねられるが、その大枠を決めるのは株主のリスク許容度である。

上場会社の場合には「市場規律」によってレバレッジ上昇に市場からの抑制力が働くが、非上場会社では、支配株主が経営戦略上、必要とあればリスクを積極的に取ってレバレッジ上昇を容認する場合もある。銀行系証券会社や外資系大手投資銀行の場合には、支配株主自体が上場会社であったとしても、市場規律は間接的にしか機能しないだろう。

メガバンク系、外資系はトレーディング業務すなわち資本集約的な業務への依存度が高いが、これへの財務対策としてレバレッジを高めることを親会社が許容しているのではないかと考えられる。つまり、レバレッジは「業務特性」と市場規律あるいは支配株主のリスク許容度によって左右されるということになる。

[リテール]

このグループも、ROE の水準は基本的に売上高利益率に規定され、銀行系（メガ系リテール、地銀系）、上場証券、中堅中小証券の順となる。しかし、営業基盤を共有し、競争関係にあるネット証券の ROE（そして売上高利益率）が最も高い。

このグループとりわけ上場証券と中堅・中小証券はネット証券と強い競争関係にあった。ネット証券が信用取引依存度を高める一方、上場証券、中堅・中小証券は低下させていき、ネット証券は短期回転売買の顧客層の囲い込みと深耕を図ってデリバティブや FX などレバレッジの高い商品を取り扱う方向へ進んでいった。

他方、上場証券、中堅中小証券は、自己勘定による現物株さらにはデリバティブの回転売買へ向かう一群がみられる一方、これまでの短期回転売買の顧客層以外の中長期顧客資産を開拓すべく、投信の募集や外国株へ注力するなど取扱商品多様化を通じた増収策をとってきた。もっとも、短期回転売買は HFT の攻勢で利幅が縮小しており、投信や外国株もネット証券が取扱シェアを上昇させ、競争は激しくなっている。

この間、こうした新たな顧客層開拓、新たな商品の取り扱いによって増収策を図る動き

と並行して、リーマン・ショック後の下降期に対応したコスト削減策も取られてきた。この結果、どの類型も1人当たりの販売管理費を縮減してきたのである。ただし、例外は銀行系であった。銀行系だけは規模拡大に積極的であった。しかしながら、どの類型も収支は悪化（経費率は上昇）しており、この間、収支が改善したのはネット証券だけであった（表17）。

[非伝統的ビジネス]

このグループは、比較可能で営業基盤が重なっている類型は少ない。近い類型としては、①資産運用、ファンド、証券化、②ネットとFX/CFDである。①は資本をさほど使わず、回転率は高い。売上高利益率をみても、ファンド組成など第2種業務において低い業者がみられるものの押し並べて高い。この結果、大体においてROEも平均より高い。

ネットおよびFX等は顧客へ信用供与しているため受入証拠金との見合いで顧客分別金だけ資産が膨らむ。その結果、回転率は低くなる。そうしたなかで短期回転資金の顧客囲い込みに功を奏して売上高利益率は高い。

[小括]

以上、ROEを高めるためには、異なったレベルの対策が必要のように思われる。

売上高利益率の改善はコスト対策と増収策である。増収策としては、①これまでの顧客層に対してクロスセリングのできる商品の品ぞろえ、②新たな顧客層の開拓とそれに沿った商品・サービスの提供といった方向性が確認できる。コスト対策としては外資系がかなりドラスティックな策をとっている。これらは業務改革や業務選択の問題である。

しかし、さらに進んで、ドラスティックに改善するために業態そのものを転換する動きもみられる。すなわち、証券業からFX業、投資助言業、金融商品仲介業等への登録変更が、この間、みられたのである。この業態転換は、従来の顧客関係の延長上で増収策を追求するもの（FX業への転換）、従来の顧客関係を維持しつつコスト構造を転換させたもの（投資助言業、金融商品仲介受託業務）と理解できるだろう。

FX業者は、市場デリバティブや証券CFDの委託業務を兼ねるものが多いが、これは顧客にとってレバレッジの高い短期回転売買志向の商品である。信用取引依存度の高い中小証券にとっては転換しやすい業態ではある。他方、投資助言業への転換は、ミドル・オフィスやバック・オフィスにかかる業務を外部委託に出し、フロント業務といえる顧客へのアドバイザー業務に特化する効果がある。逆に金融商品仲介受託業務はフロント営業を契約先の仲介業者に外部委託し、自らはミドルおよびバック・オフィスに特化する効果がある。

こうした業態転換は、日々の業務改革とはレベルの異なる事業選択（経営戦略）の課題である。こうした業態転換は、業務特性を質的に転換させるので、回転率やレバレッジを

も変化させることで ROE に影響してくる。

なおレバレッジを高めることで ROE を高める手段は財務政策であり、それには株主のリスク許容度が制約を課すことになる¹⁵。それは支配的株主の経営戦略の課題ということになる。メガバンク系大手証券のレバレッジにそれが看取できるように思われる。

(注) 1. 本稿は、日本証券業協会 政策本部 調査部 (大阪駐在) 参事としての研究成果の一部です。

2. 本稿に述べられている見解は筆者個人のものであり、日本証券業協会としての見解を示すものではありません。

以 上

¹⁵ 最低資本金制度があるために、ある程度、資産規模が大きくなるとレバレッジも高めようがない。