# 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――

（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 12 月

## Ⅰ．はじめに

本稿は、先に公表した拙稿『証券会社経営の時系列的分析』（2018 年 1 月）の続編である。以下では、リテール証券業務を営む「対面」証券会社のうち、①株式を上場して市場圧力にさらされる「上場証券会社」、②地銀の経営戦略の一環に組み込まれている「地銀系証券会社」、③全国各地で地域密着的に営業展開する「中堅・中小証券」（その多くはオーナー系）の 3 類型を取り上げ、その経営および財務に関する動向とその特徴をまとめている。分析に用いたデータならびに分析手法については、上記論文を参照されたい。

先の拙稿で明らかにしたように、平成 27（2015）年度末現在、日本証券業協会員 249 社のうち外資系は 64 社、日系は 185 社である。日系 185 社の内訳は、資産運用やファンド組成会社、FX(外為証拠金取引)専業等など伝統的な証券業とは異なる業務を主業とする 51 社ならびに対顧客営業を営まない 2 社を除く 132 社が証券業務プロパーの業者である。さらにこのうち 9 社がネット専業であるから、残る 123 社が対面で対顧客営業を営む日系証券会社ということになる。つまり従来の伝統的な「対面営業」の日系証券会社は協会員の約半数にとどまる。

この 123 社の内訳を見ると、「独立系」・「メガバンク系」の大手証券が 7 社、「地銀系」14 社、「そのほか銀行系」3 社、証券取引所に上場している「上場証券会社」16 社[1]、非上場の「中堅・中小証券会社」83 社に区分できる。これらのうち、リテール業務を営んでいない「その他銀行系」、ホールセール業務も大きなウェイトを占める大手証券を除く 113 社が、以下での検討対象である。

とりわけ焦点を当てているのが、「中堅・中小証券会社」の 83 社である。この 83 社は、社数としては協会員全体の 1/3 を占めるが、北は北海道から南は沖縄まで各地で地元密着型の営業を展開する証券会社から構成され、したがって少子高齢化に伴う相続財産の移動等、人口動態の今後の推移による影響が大きいと予想される。実際、この時系列的分析の検討時期である平成 18（2006）年～27(2015)年の 10 年間において、協会員数は 303 社から 249 社へ 54 社減少しているが、中堅・中小証券は 143 社から 83 社へ 60 社も減少している[2]。この間、もっとも大きな変化をこうむったのが中堅・中小証券だったことが窺える。それは、リーマンショック（2008 年）のような相場激変のためばかりとは言えないだろう。この 10 年間の営業、財務の推移を見る中で、中堅・中小証券の経営においてどのような変化が見られるのか。リテール営業を中心とする他の類型（上場証券、地銀系）と比較しつつ[3]、以下で検討していく。

[1] 非上場であっても、持株会社が上場しており、当該証券会社がその中核子会社である場合も含む。ただし独立系・メガバンク系など前掲の業者は別の類型区分としている。

[2] 拙稿『証券会社経営の時系列的分析　資料』(2018 年)、表 2-1、2-2 を参照

[3] 独立系・メガバンク系の大手証券の業態はホールセール業務も併営するため、そのバランスシートや収支状況をリテール営業に特化している 3 類型と同列には比較できない。

## Ⅱ．リテール 3 類型の地域別内訳

最初に、本店所在地域別の社数を確認しておこう。図表 1 は、中堅・中小証券、上場証券、地銀系証券のリテール特化 3 類型の社数変化を本店所在地別にみたものである。これによると、中堅・中小証券の純減 60 社のうち、東京本店 37 社、大阪 4 社、名古屋 2 社の 3 大都市圏合計で 43 社と純減の 7 割を占める。

他方、地銀系証券は 9 社の増加であり、その内訳は、中国、四国、九州で合計 5 社の増加となる。その結果、近畿を除く西日本では 3 類型合計で若干の増加となっている。

**図表1　地域別の 3 類型社数変化(2007/3～2015 年度)**

| 本店<br>所在地域 | 中堅･中小証券 | | | 上場証券 | | | 地銀系証券 | | | リテール<br>3 類型増<br>減合計 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2007 年<br>3 月期 | 2015 年<br>度 | 増減 | 2007 年<br>3 月期 | 2015 年<br>度 | 増減 | 2007 年<br>3 月期 | 2015 年<br>度 | 増減 | |
| 東京 | 57(35) | 20(18) | −37 | 10 | 10 | | | | | −37 |
| 大阪 | 12(11) | 8(7) | −4 | 5 | 3 | −2 | | 1 | 1 | −5 |
| 名古屋 | 9(8) | 7(7) | −2 | 1 | 2 | 1 | | | | −1 |
| 関東･甲信越 | 12(3) | 9(3) | −3 | | | | 3(3) | 5(3) | 2 | −1 |
| 近畿 | 13(2) | 9(2) | −4 | | | | | | | −4 |
| 中部･東海 | 9 | 6 | −3 | | | | 1 | 2 | 1 | −2 |
| 北海道･東北 | 4(1) | 3(1) | −1 | | | | | | | −1 |
| 北陸 | 11 | 8 | −3 | | 1 | 1 | | | | −2 |
| 中国 | 6(3) | 3(1) | −3 | | | | | 3 | 3 | 0 |
| 四国 | 6 | 6 | | | | | | 1 | 1 | 1 |
| 九州･沖縄 | 4 | 4 | | | | | 1(1) | 2(2) | 1 | 1 |
| 合計 | 143(63) | 83(39) | −60 | 16 | 16 | 0 | 5(4) | 14(5) | 9 | −51 |

(出所)『金融庁の一年』各年版、証券業協会『証券業報』「協会通知」、各社ディスクロージャー誌に新聞報道その他を加え、筆者作成。

注 1 「関東･甲信越」、「近畿」、「中部･東海」については、それぞれ、東京、大阪、名古屋の本店業者は除く。

注 2　中堅･中小証券および地銀系証券のカッコ内は取引所取引参加者(会員)。上場証券は全社が取引所取引参加者である。

## Ⅲ．収入構成

次に、リテール 3 類型の収入構成（図表 2）と売上高営業利益率（図表 3）の推移についてみる。なお、図表 2 には、参考として同様にリテール業務に大きなウェイトを置くが非対面で営業を行っているネット証券のうち大手専業 5 社（SBI、楽天、松井、マネックス、カブドットコム）の収入構成も掲げてみた。

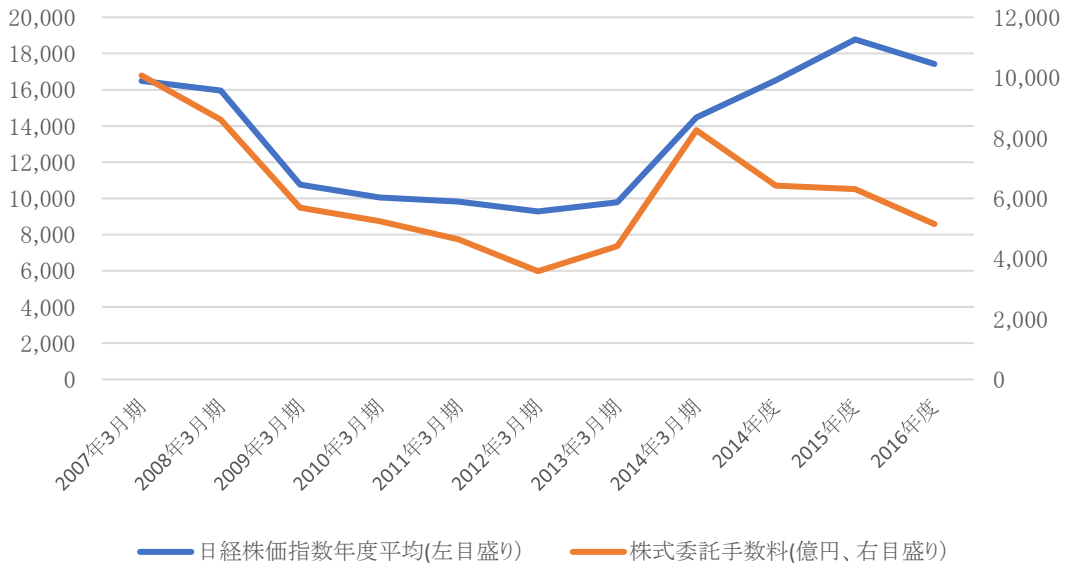
また、中堅・中小証券については、本店所在地別に、①三大都市圏（東京、大阪、名古屋）および②その周辺（関東・甲信越、近畿、中部・東海）と③その他地方（北海道・東北、北陸、中国、四国、九州・沖縄）の 7 地区に分けて収入構成を計算している。

**図表 2　収入構成の類型間比較（2007 年 3 月期 vs2015 年度）**

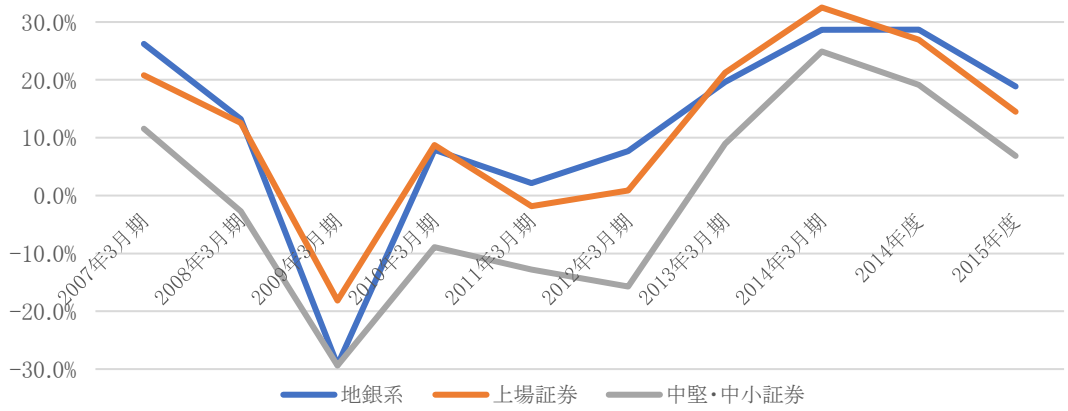
| | 社数 | 委託手数料 | 引受・売出し手数料 | 募集手数料 | その他手数料 | 純金融収入 | トレーディング損益 | （参考）信用取引依存度① | （参考）信用取引依存度② |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 中堅・中小証券 | 143 | 56.3% | 0.4% | 6.0% | 7.5% | 5.6% | 23.2% | 16.1% | 45.6% |
| | 83 | 50.5% | 0.2% | 11.5% | 9.7% | 6.2% | 18.2% | 14.3% | 42.4% |
| 上場証券 | 16 | 44.9% | 1.7% | 16.2% | 12.4% | 4.4% | 20.4% | 12.9% | 40.6% |
| | 16 | 31.6% | 1.7% | 19.7% | 12.7% | 3.0% | 29.1% | 9.4% | 34.4% |
| 地銀系証券 | 5 | 54.7% | 0.4% | 21.7% | 9.5% | 3.2% | 10.5% | 8.5% | 35.1% |
| | 14 | 20.7% | 0.2% | 25.4% | 21.0% | 0.8% | 31.7% | 4.8% | 18.7% |
| 【参考】 | | | | | | | | | |
| ネット専業 5 社 | 5 | 63.0% | 0.8% | 1.6% | 6.7% | 25.4% | 1.7% | 45.6% | 59.0% |
| | 5 | 41.5% | 0.6% | 3.2% | 7.1% | 28.6% | 10.8% | 69.6% | 67.5% |
| 【中堅・中小証券本店所在地別】 | | | | | | | | | |
| 東京 | 57 | 51.6% | 0.1% | 5.3% | 11.0% | 6.7% | 24.5% | 21.5% | 47.6% |
| | 20 | 49.2% | 0.2% | 4.8% | 8.7% | 7.2% | 23.9% | 19.7% | 51.1% |
| 大阪 | 12 | 55.3% | 0.3% | 4.9% | 4.2% | 7.3% | 27.0% | 13.4% | 42.5% |
| | 8 | 49.0% | 0.3% | 15.3% | 11.3% | 5.2% | 17.0% | 14.4% | 40.4% |
| 名古屋 | 9 | 40.9% | 0.2% | 4.0% | 4.4% | 3.2% | 45.1% | 13.3% | 42.6% |
| | 7 | 45.1% | 0.0% | 7.8% | 8.1% | 8.7% | 28.3% | 8.7% | 33.5% |
| 関東・甲信越 | 12 | 70.9% | 0.4% | 11.3% | 6.1% | 4.3% | 6.9% | 12.4% | 39.5% |
| | 9 | 49.9% | 0.4% | 18.5% | 10.6% | 4.6% | 12.9% | 15.4% | 46.1% |
| 近畿 | 13 | 67.2% | 0.1% | 4.1% | 3.0% | 3.0% | 22.5% | 10.6% | 36.5% |
| | 9 | 70.6% | 0.0% | 10.7% | 7.7% | 5.7% | 1.4% | 10.2% | 33.6% |
| 中部・東海 | 9 | 90.1% | 0.0% | 7.2% | 3.6% | 1.6% | -2.5% | 9.6% | 41.1% |
| | 6 | 50.5% | 0.0% | 21.1% | 7.4% | 13.5% | 5.4% | 5.7% | 24.9% |
| その他地方 | 31 | 72.9% | 2.1% | 9.8% | 5.6% | 4.6% | 4.4% | 11.9% | 40.4% |
| | 24 | 55.1% | 0.5% | 17.7% | 11.2% | 3.3% | 9.5% | 9.8% | 27.2% |

注 1　上段は 2007 年 3 月期、下段は 2015 年度
注 2　純業務収益（受入手数料＋純金融収入＋売買損益＋その他営業収益）に占める比率
注 3　信用取引依存度①は信用取引受取利息・品貸料を委託手数料で除したもの。②は株式委託売買高に占める信用取引の比率。両者の関係は、①＝②×（信用取引金利×融資期間）÷株式委託手数料率

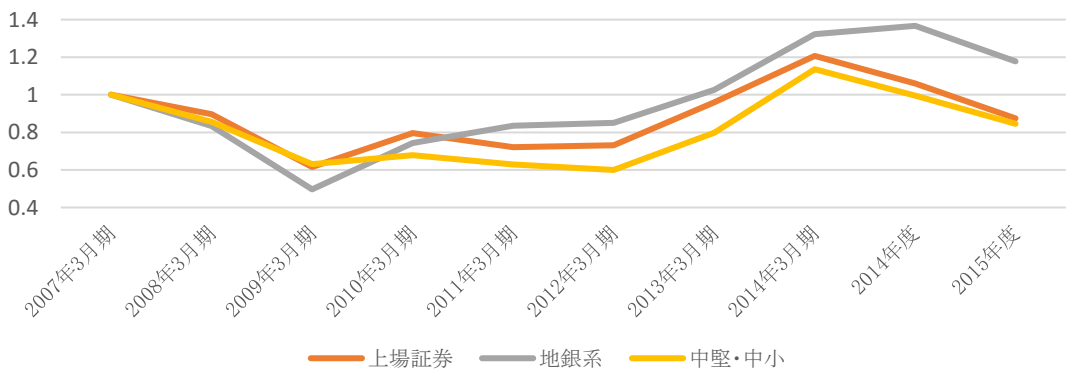
図表2-1　株価と株式委託手数料




図表3　リテール3類型の売上高営業利益率
（営業利益÷純営業収益）




図表3-1　リテール3類型の1人当たり営業収益
（2006年度を100%とする）



## １．収入構成と売上高利益率

収入構成の変化について、3 類型を比較してみると以下のとおりである。

① 3 類型ともに株式委託手数料および信用取引関係収益への依存度を低下させている。委託手数料は株価と同様に循環的に変動するものではあるが、次第に株価動向から乖離し、業界全体として傾向的に低下している(図表 2-1)。委託手数料率の低下が続き、これに対処して、信用取引を含む株式ブローカー業務への依存度を低下させていると考えられる（ただし、その低下の度合いには 3 類型の間に違いがある。のちに見るように、その程度は業務・商品の多様化の進捗度の違いを反映している)。

② 株式ブローカー業務に代わる業務多様化の方向性として、3 類型の間に違いが見られる。上場証券、地銀系(そしてネット証券も)は募集業務のほかトレーディング利益への依存度を高めているが、これとは逆に、中堅・中小証券はトレーディング利益の依存度を低下させている。

③ この間の 3 類型の売上高利益率の推移をみると（図表 3)、上場証券と地銀系証券は、年によって利益率の高低が入れ替わっているが、中堅・中小証券は他の 2 類型を下回って推移していることがわかる。

④ そこで、検討対象期間中の「業務・商品の多様化」が、どの程度、3 類型の生産性向上に寄与したのか、これをみるために、役職員[4]1 人当たりで基準化した「営業収益」を算出し、検討対象時期の初年度(2006 年度)を 1 として指数化した。これが図表 3-1 である。これによると、2007～08 年度を除いて、常に地銀系が高く、ついで上場証券、中堅・中小証券の順序となる。

なお、図表 2 において、中堅・中小証券を本店所在地別にみた場合には、かなり異なった計数になっている。このことは、上記に指摘したことがあくまでも「平均値」であって地域差があることを物語る。そこでこの地域的な差異が、どの程度まで「地域的な要因」によるもので、どこからが個社の「個別的要因」によるものか、検討を要する問題として残っていることを指摘しておく。

## ２．1 人当たり粗収入額から見た生産性比較

そこで、営業収益を構成する主要項目の収入額を役職員 1 人当たりに換算して各類型を比較することにより、株式委託業務に代えてどの業務に活路を見出そうとしているか、検討してみた。また、中堅・中小証券は地元密着的な営業を行っている事例が多いことから、地域的な特徴が見られるかどうかも検討すべく、本店所在地別の比較検討も行った(図表 4)。

これによると、株式ブローカー業務に起因する収入源(株式委託手数料と信用取引関係収益)は 3 類型ともに低下している。代わって、投信(受益証券)関係収益が増えている。つまり、どの類型も投信営業に注力している。とりわけネット専業および地銀系の投信関係収益の増加が著しいことがわかる。

また、大きく異なっているのは、「トレーディング損益」である。すなわち、「株式のトレーディング損益」では中小証券だけが大きく減額している。また、「債券トレーディング損益」では地銀系証券の増額が著しい。ネット証券では「その他トレーディング損益」が著しく増えている。

---

[4] 中小証券の場合は役員のトップセールスに伴う収入もあるので、収入を役職員数で除している。

## 図表 4　主な商品・業務別収入の生産性（1 人当たり粗収入金額）

（単位：千円）

| | 株式委託手数料 | 信用取引収益 | 受益証券手数料 | トレーディング損益 | | | | 営業収益 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | 株式 | 債券 | その他 | |
| 中堅・中小証券 | 9,843 | 1,586 | 1,501 | 4,075 | 3,430 | 622 | 24 | 18,389 |
| | 7,323 | 1,044 | 3,134 | 2,832 | 1,508 | 1,330 | −6 | 15,549 |
| | −2,519 | −542 | 1,633 | −1,244 | −1,922 | 709 | −30 | −2,840 |
| 上場証券 | 10,715 | 1,380 | 5,957 | 4,902 | 2,385 | 2,255 | 261 | 24,651 |
| | 6,371 | 599 | 7,047 | 6,277 | 2,435 | 3,297 | 545 | 21,554 |
| | −4,344 | −782 | 1,090 | 1,375 | 50 | 1,042 | 284 | −3,097 |
| 地銀系証券 | 10,011 | 850 | 5,583 | 1,934 | 729 | 1,200 | 5 | 18,762 |
| | 3,857 | 186 | 9,250 | 6,999 | 1,240 | 5,722 | 36 | 22,089 |
| | −6,153 | −664 | 3,667 | 5,065 | 512 | 4,522 | 31 | 3,328 |
| 【参考】 | | | | | | | | |
| ネット専業 5 社 | 79,841 | 36,370 | 3,618 | 2,125 | −55 | 1,076 | 1,104 | 137,193 |
| | 42,340 | 29,470 | 10,274 | 11,898 | 10 | 1,969 | 9,919 | 109,761 |
| | −37,501 | −6,900 | 6,657 | 9,772 | 65 | 893 | 8,815 | −27,432 |

【中堅・中小証券本店所在地別】

| | 株式委託手数料 | 信用取引収益 | 受益証券手数料 | トレーディング損益 | | | | 営業収益 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | 株式 | 債券 | その他 | |
| 東京 | 9,214 | 1,984 | 1,369 | 4,393 | 4,165 | 185 | 42 | 18,916 |
| | 7,271 | 1,432 | 1,568 | 3,735 | 2,275 | 1,486 | −26 | 15,657 |
| | −1,943 | −552 | 198 | −658 | −1,890 | 1,301 | −69 | −3,259 |
| 大阪 | 10,371 | 1,392 | 1,313 | 5,068 | 3,191 | 1,879 | −2 | 19,489 |
| | 7,296 | 1,050 | 5,451 | 3,006 | 1,456 | 1,550 | 0 | 17,689 |
| | −3,075 | −342 | 4,138 | −2,061 | −1,735 | −329 | 2 | −1,800 |
| 名古屋 | 8,903 | 1,186 | 1,311 | 9,831 | 7,767 | 2,064 | 0 | 22,536 |
| | 7,637 | 666 | 2,830 | 4,930 | 3,858 | 1,085 | −13 | 17,392 |
| | −1,266 | −520 | 1,519 | −4,901 | −3,909 | −979 | −13 | −5,144 |
| 関東・甲信越 | 10,766 | 1,338 | 2,397 | 1,047 | 836 | 158 | 54 | 15,942 |
| | 6,964 | 1,070 | 4,210 | 1,884 | 301 | 1,568 | 14 | 14,573 |
| | −3,802 | −268 | 1,813 | 837 | −534 | 1,410 | −39 | −1,369 |
| 近畿 | 9,435 | 999 | 842 | 3,164 | 3,105 | 60 | 0 | 14,753 |
| | 8,004 | 813 | 2,319 | 165 | −248 | 413 | 0 | 11,905 |
| | −1,431 | −186 | 1,477 | −2,999 | −3,353 | 354 | 0 | −2,848 |

| | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 中部・東海 | 12,574 | 1,207 | 1,324 | -349 | -364 | 57 | -41 | 15,053 |
| | 6,561 | 376 | 2,683 | 721 | 269 | 381 | 71 | 13,450 |
| | -6,013 | -831 | 1,359 | 1,070 | 633 | 325 | 112 | -1,602 |
| その他地方 | 10,974 | 1,311 | 1,953 | 668 | 516 | 138 | 14 | 15,816 |
| | 7,427 | 729 | 3,442 | 1,317 | 64 | 1,253 | 0 | 13,924 |
| | -3,547 | -582 | 1,489 | 649 | -451 | 1,115 | -14 | -1,892 |

注１　上段は 2007 年 3 月期、中段は 2015 年度、下段は両年度比較で増減。
注２　関東・甲信越、近畿、中部・東海には、それぞれ東京、大阪、名古屋を除く。
注３　各収入ごとに役職員数で除した金額である。
注４　「信用取引収益」は、信用取引受取利息・品貸料。「受益証券手数料」は募集手数料、代行手数料を中心に受益証券に関連する手数料を含む。「トレーディング損益」の「その他」は主として外為売買損益である。
注５　「営業収益」は、手数料収入＋トレーディング損益＋金融収益＋その他営業収益。

### （1）トレーディング損益

そこで、トレーディング損益のこうした相違をもたらす背景として、各類型のトレーディング業務の特徴をさらに検討してみた。

**【仕切り売買執行とディーリング】**

一般にトレーディング業務には、①顧客注文を「仕切り売買」によって執行する業務と、②積極的に自己売買益を追求するディーリング業務とに大別できる。この二つを外観上区別する判断材料としては、トレーディング損益を現物取引に帰属する部分とデリバティブ取引に帰属する部分に分け、両者の相関係数を算出することである。①の場合は、ポジションリスクをヘッジするために同じ原資産について反対方向のデリバティブ取引（現物が『買い』の場合は『売り』）を同時に発注するのが一般的であるため、相関係数は通常、「マイナス 1」に近い数字となる。他方、②の場合は、相場の方向性に沿って売買するため、現物で利益を得ている場合はデリバティブでも利益を得ている場合が多く、通常は「プラス」となる。

ただし、①の場合に、外国株を国内店頭仕切り売買によって執行した場合には、時差の関係(米国株など)および母国市場でのデリバティブ市場の未整備（アジア株など）により、ポジションリスクのヘッジ手段が限られる場合がある。その場合には、「マイナス 1」から乖離する可能性がある。他方、②の場合でも「裁定取引」による場合はプラスではなく「マイナス 1」になる。

もう一つの判断材料は、預かり資産の内訳である。自己であれ、委託であれ顧客注文を執行する場合には、一般的に顧客の保護預かり口座に増減が反映される。もっとも、それは一般的に言えることであって、多くの留保が必要である。例えば、海外投資家から受注する場合、あるいは大手証券や外資系証券のように海外拠点がポジションをもって委託発注する場合（いわゆる「外」自己売買）、国内拠点の保護預かり口座に反映されないことがありうる（本稿で利用している日本証券業協会のデータは「単体」ベースだからである）。また、近年では外部業者に保管を委託するケースも増えており、その場合には、保護預かり口座に反映されない。さらに、協会の資料では株式の預かり残高は株数ベースとなっているため、株価水準が異なると金額ベースでは大きな違いが生じる。

以上を念頭に置いたうえで、株式トレーディング損益の現物とデリバティブとの相関係数（図表 4-1)、株式委託売買および自己売買に占める外国株の割合（図表 4-2)、1 人当たりに基準化した保護預かり証券の内訳（図表 4-3）についてみた。

**図表 4-1 株式トレーディング損益の類型間比較**

| 類型 | 現物・デリバティブ損益の相関係数 |
|---|---|
| 【ホールセール兼営】 | |
| 大手 5 社 | -98.4% |
| 外資系 10 社 | -99.9% |
| 【リテール特化】 | |
| 中堅・中小証券 | 63.5% |
| 上場証券 | -79.8% |
| 地銀系証券 | 2.5% |
| ネット専業 5 社 | -43.2% |

（出所）拙稿、前掲論文、表 7 を一部修正の上、引用。

注 1　大手 5 社は、独立系 2 社とメガバンク系 3 社。「外資系 10 社」は従業員数でみた大手投資銀行上位 10 社。

注 2　計測期間は、10 年間（2006～2015 年度）の株式現物と株式デリバティブにかかるトレーディング損益で年間ベース。

**図表 4-2　外国株への依存度**

| 類型 | 外国株依存度 | | | | 外国株の自己売買比率 | | 外国株取扱いシェア（2015 年度） | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 株式委託売買に占める外国株の割合 | | 株式自己売買に占める外国株の割合 | | | | 委託 | 自己 |
| 【ホールセール兼営】 | | | | | | | | |
| 大手 5 社 | 0.9% | 0.5% | 1.2% | 4.2% | 46.7% | 74.3% | 49.1% | 60.4% |
| 外資系 10 社 | 0.3% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 1.9% | 18.3% | 5.5% | 0.5% |
| 【リテール特化】 | | | | | | | | |
| 中堅・中小証券 | 0.3% | 1.6% | 0.0% | 0.4% | 5.4% | 39.2% | 5.6% | 1.5% |
| 上場証券 | 0.9% | 1.3% | 0.9% | 26.4% | 55.1% | 86.8% | 9.4% | 26.3% |
| 地銀系証券 | 0.0% | 10.7% | 0.0% | 12.5% | 4.9% | 10.2% | 4.0% | 0.2% |
| ネット専業 5 社 | 0.1% | 0.4% | 0.0% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 22.0% | 0.0% |
| 【参考】 | | | | | | | | |
| 外国株全体平均 | 0.4% | 0.3% | 0.5% | 3.1% | 36.8% | 70.2% | 100.0% | 100.0% |
| 同、単価(円) | 129 | 207 | 368 | 925 | | | | |

注 1　外国株依存度は、日本株を含めた委託売買全体および自己売買全体に占める外国株の割合。外国株の自己売買比率は外国株取引全体に占める自己売買の比率。どちらも金額ベース。なお、売買金額にはいずれも信用取引を含めずに算出。

注 2　左は 2007 年 3 月期、右は 2015 年度

## 図表 4-3　1 人当たりの預かり資産(商品別)

【ホールセール兼営】

| | 大手 5 社 | | | 外資系 10 社 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 株式 | 債券 | 受益証券 | 株式 | 債券 | 受益証券 |
| 国内証券 | 2,497 | 906 | 643 | 1,658 | 850 | 166 |
| | 3,522 | 916 | 969 | 1,315 | 563 | 153 |
| 海外証券 | 174 | 698 | 71 | 1,270 | 1,243 | 51 |
| | 440 | 557 | 58 | 2,313 | 1,008 | 52 |

【参考】

| ネット専業 5 社 | | |
|---|---|---|
| 株式 | 債券 | 受益証券 |
| 5,249 | 56 | 987 |
| 6,543 | 125 | 1,641 |
| 856 | 57 | 13 |
| 832 | 131 | 102 |

【リテール特化】

| | 中堅・中小証券 | | | 上場証券 | | | 地銀系証券 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 株式 | 債券 | 受益証券 | 株式 | 債券 | 受益証券 | 株式 | 債券 | 受益証券 |
| 国内証券 | 966 | 20 | 122 | 1,118 | 125 | 361 | 1,468 | 45 | 336 |
| | 1,127 | 13 | 336 | 1,040 | 139 | 649 | 951 | 60 | 779 |
| 海外証券 | 122 | 33 | 42 | 455 | 102 | 3 | 6 | 67 | 3 |
| | 154 | 72 | 4 | 292 | 139 | 7 | 7 | 329 | 228 |

【中堅・中小証券地域別】

| | 東京 | | | 大阪 | | | 名古屋 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 株式 | 債券 | 受益証券 | 株式 | 債券 | 受益証券 | 株式 | 債券 | 受益証券 |
| 国内証券 | 804 | 13 | 90 | 992 | 10 | 86 | 1042 | 45 | 270 |
| | 1,049 | 4 | 153 | 1,066 | 3 | 389 | 1,291 | 11 | 337 |
| 海外証券 | 7 | 8 | 1 | 796 | 100 | 2 | 7 | 103 | 6 |
| | 89 | 64 | 1 | 650 | 68 | 13 | 15 | 165 | 4 |

| | 関東・甲信越 | | | 近畿 | | | 中部・東海 | | | その他地方 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 株式 | 債券 | 受益証券 | 株式 | 債券 | 受益証券 | 株式 | 債券 | 受益証券 | 株式 | 債券 | 受益証券 |
| 国内証券 | 1078 | 32 | 151 | 1037 | 8 | 65 | 1333 | 6 | 112 | 1,155 | 31 | 142 |
| | 1,193 | 33 | 382 | 925 | 3 | 265 | 1,086 | 28 | 254 | 1,256 | 30 | 635 |
| 海外証券 | 10 | 14 | 5 | 5 | 2 | 0 | 5 | 3 | 4 | 10 | 13 | 273 |
| | 10 | 50 | 3 | 3 | 14 | 0 | 1 | 44 | 1 | 14 | 69 | 1 |

注 1　上が 2007 年 3 月期末、下が 2015 年度末の比較である。ただし、国内株は、2008 年 3 月期末。大手証券の外国株は 2014 年度末

注 2　株式は千株、債券は 100 万円(額面)、受益証券は百万口。

注 3　大阪本店業者の外国株が多いが、これは特定の A 社の預かり額が多いためである。

注 4　2007 年 3 月末の海外投信預かりで「その他地方」が多いのは特定の B 社が多いため（502,300 百万口）で、2009 年 3 月末には B 社の預かりはゼロになっている。

注 5　外部業者に保管を委託する場合には「自社の保護預かり」として計上されないケースがある。逆に、グループ内の経営統合を契機に海外関連会社分を自社の保護預かりとして計上するケースもある。

注 6　株式と受益証券は株数、口数のため、同じ数字でも株価や基準価格の水準によっては金額ベースで大きな相違が生じうる。特に海外証券の場合には、米国株と中国･アジア株において株価に格段の開きがあること、加えて為替動向に注意が必要である。

図表 4-1 によると、大手証券と外資系証券は、ほぼ「マイナス 1」になっている。これは内外の機関投資家から日本株の大口取引、バスケット取引を受注する場合が多く、リスクヘッジとして日経 225 や TOPIX のデリバティブを利用するためと思われる。他方、中堅・中小証券の場合は逆にプラスとなっている。現物およびデリバティブともに相場の方向性に沿って売買益を追求するディーリングが多かったためと思われる。こうしたディーリングは、中堅・中小証券の場合、収益性が低下している（図表 4)。その原因としては、2010 年に東証が、新売買システム「アローヘッド」を導入したことが挙げられる。高速取引が可能となってアルゴリズム取引が容易となったため、「板情報」をみて投資判断するディーリングでは発注の出遅れで、利益を上げにくくなるためである。

なお、上場証券は「マイナス」ではあるが、絶対値は 1 より小さく、地銀系はほとんどゼロである。また、ネット証券はそもそも株式の自己売買が僅少である。

そこで次に、日本株以外の外国株の取り扱い状況についてみよう。

**【外国株の取り扱い】**

図表 4-2 によると、この 10 年間、外国株取引全体として、自己売買比率は 36.8%から 70.2%と上昇し、仕切り売買による執行の形で拡大している。また委託・自己ともに単価は上昇しているが、委託売買よりも自己売買の単価の方が常に高い。外国株の単価は、アメリカ株が高く、中国、香港等のアジア株は低い。したがって全体として、近年の外国株取引の拡大はアメリカ株によって牽引されてきたことがうかがわれる。

これを業者別取扱シェアでみると、委託、自己ともに大手証券が高いが、委託ではネット証券、上場証券、中堅・中小証券、自己では上場証券が高いシェアを誇る。他方、商品多様化の観点から見ると、上場証券、地銀系証券、中堅・中小証券の順で、ブローカー・ディーラー業務の商品多様化における外国株依存のウェイトは高くなっている。

まず上場証券では自己売買に占める外国株の割合が急速に高まっている。また外国株の取り扱いについては委託売買よりも自己売買の方が大きい。つまり上場証券は、この間、外国株の顧客営業に注力し顧客注文の多くを国内店頭仕切り売買によって執行していると考えてよいだろう。この結果、上場証券の株式トレーディング利益は日本株のディーリング利益の減少を補っている状況にある（図表 4)。

今度は 1 人当たりに基準化した保護預かり証券の内訳をみよう（図表 4-3)。これによると、上場証券は、外国株の預かり残高をむしろ低下させている。表 4-3 の株式預かり残高は株数ベースであって、同じ金額でも値嵩株は株数が少なく表示され、低位株は多く表示される。また、外国株の保護預かりを外部に委託すると数字に反映しなくなる。ここから推測できることは、上場証券は金額ベースでは外国株の扱いを顕著に増加させているが、1 人当たりの預かり残高ではむしろ減少させているため、値嵩株の多い米国株の扱いへシフトしていったか、あるいは取扱いの進捗とともに保管の外部委託を増やしたのではないかと考えられる。

中堅・中小証券も株式ブローカー・ディーラー業務において外国株のウェイトが高まっている(図表 4-2)が、これが全体として広がっているわけではない。というのは、1 人当たりの外国株預かり残高は、絶対水準として極めて低い中で、大阪本店業者のそれが飛びぬけて高いからである（図表 4-3）つまり、特定個社の戦略の一環である。

次に、地銀系では、株式ブローカー・ディーラー業務全体のウェイトを低めつつある中で外国株の割合は高まっている。株式委託手数料は大幅に減少しているが、株式トレーディング利益は若干の増加である（図表 4)。しかし預かり残高はきわめて僅少である（図表 4-3)。

むしろ地銀系の場合の商品多様化は、外債の意義が高いように思われる（後述）

外国株の委託売買では、ネット証券のシェアが近年、非常に高く、22%で大手証券に次ぐ。日本株を含めた委託売買金額に占めるウェイトは 1%に満たないが（図表 4-2)、1 人当たりの外国株預かり残高も大きい。

**【外債等の取り扱い】**

図表 4-3 からうかがえるもう一つの特徴は、地銀系の外債預かりが増えていることである。地銀系は同じ期間に債券トレーディング利益を急増させたが（図表 4)、これは外債販売による収入であったと思われる。外債の 1 人当たりの預かり残高は、上場証券、中堅・中小証券、ネット証券でも増えているが、地銀系で特に著しい。

**【店頭 FX の取り扱い】**

なお、トレーディング損益のうち「その他」の増収がネット証券において顕著であるが(図表 4)、これは外国為替益であって、店頭 FX(外為証拠金取引)の取り扱いから生じる。店頭 FX は顧客との相対取引であり、収益は売値と買値のスプレッド、つまり売買益として表れる。店頭 FX は少ない資金（証拠金）で値ザヤ目的の売買が可能であるという点で、株式の信用取引と共通性がある。手数料率の低下に伴い、株式ブローカー業務の収益性が低下する中で、ターゲットにする短期回転売買志向の顧客へクロス・セルを行う有力な商品として活用している。

**【小括】**

ここで、業務多様化の商品戦略としての外国株、外債、店頭 FX それぞれの各類型にとっての意義をまとめておこう（投信については後述する)。

外国株や外債については、海外証券特有のハードルがある。それは「市場アクセス」（商品の調達）と「決済」である。現地の証券取引所への取次あるいは現地市場からの買い入れ、そしてセデルやユーロクリアなどクロスボーダーの清算機関の利用には、それなりのコストが必要である。まず、直近 3 期分程度の英文で書かれた財務諸表をそろえ、ある程度以上の信用格付けを取得して契約当事者としての適格性を認めてもらう必要がある。それを避けて国内の大手証券会社や外資系証券会社から外国株や外債を仕入れる選択肢もあるが、その際には「スプレッド」を上乗せされて高く買わざるをえないから、収益性は低くなる。

上場証券は、すでに証券取引所に上場する際に情報開示その他の必要な措置を済ませており、そのハードルは相対的には高くない。また地銀系証券の場合は、親銀行による信用補完をはじめ種々のサポートが得られるであろう。これに対し、非上場の中堅・中小証券の場合、上記のハードルをクリアするのは不可能ではないが、多くの経営資源を注入し、コスト負担も厭わない覚悟が必要である。それゆえ、ごく少数の業者しか手掛けていないのだろう。

ネット証券専業 5 社は上場会社もしくはメガバンクの傘下にあり、上記の上場証券や地銀系証券について述べたことが当てはまるだろう。また、店頭 FX は対面営業ではなく、もっぱらネット経由のため「システム投資」が必要である。この面から商品・業務の多角化戦略にとって店頭 FX の取扱いでは、ネット専業証券は比較優位な位置に立っているといえよう。

**（2）投信営業**

類型の如何を問わず、リテール営業における多角化戦略の代表例は「投信営業」である。そ

れはこの間、どの類型を見ても 1 人当たりの投信関係収益が増えていることからも窺える（図表 4)。とりわけ中堅・中小証券にとっては、他の多角化戦略（外国株、外債、店頭 FX）のハードルが高いものであるだけに、投信営業の意味合いは、より一層、深いものになる。この間、中堅・中小証券の 1 人当たり投信関係収益は、初期段階での水準が低かっただけに増収額は「上場証券」よりも大きくなっている（図表 4)。

次に本店所在地別に細分化し、そこに地域的な格差がみられるかどうか、それをみる。直近（2015 年度）の 1 人当たり投信関係収益は、「大阪」本店業者が最も高く、次いで「関東・甲信越」、「その他地方」、「名古屋」、「中部・東海」、「近畿」と続き、「東京」が最も低い。これをさかのぼって 2006 年度でみると、「関東・甲信越」、「その他地方」が高い。

視点を変えて国内投信の預かり残高でみると（図表 4-3)、「その他地方」が最も高く、ついで「大阪」、「関東・甲信越」、「名古屋」となり、やはり「東京」が最も低い。預かり資産の数字には注意点[5]があるが、総合的に見て、地方業者の方が投信営業に早くから傾注してきた、と言えそうである[6]。

東証の会員業者[7]には株式のディーリングによって売買益追求の余地があったが、東証非会員業者には、その機会がなかったのである。そこで、非会員業者および地方取引所単独会員業者の多くは、比較的早くから投信営業に注力してきた、と考えられる。

## Ⅳ. 費用構成

次に、販売管理費などの費用構成についてみる。図表 5 は、類型別にみた販売管理費の内訳である。これによると、ネット証券を除き、どの類型も人件費が最大費目である。

また、取引関係費のウェイトが高いのはネット証券のほか、大手証券も高く、近年では地銀系証券のそれが急上昇している。逆に中堅・中小証券では大阪、関東・甲信越、近畿、中部・東海でウェイトが低下している。

事務費・減価償却費では、ネット証券でそのウェイトが高く、次いで、大手証券、地銀系、上場証券で高まっている。この費目は、システム関係費用を含むため、ネット証券においてウェイトが高くなる。

---

[5] 預かり資産は「口数」であるため、基準価格によっては金額ベースでかなりの違いが生じる。また、保管を外部委託すれば、この数字には反映されない。

[6] この中で大阪がやや特殊であるが、それは、特定の A 社が投信営業に極めて熱心で、これが大阪の数字を平均的に高めている。

[7] 証券取引所の株式会社化に伴い、会員権は「株主権」と「取引参加者権」に分かれたので、正確には「取引参加者」であるが、旧来の呼称の方が慣用句として通用しているようなので、本文中でも「会員権」という呼称を使用している。

**図表 5　類型別販売管理費の構成**

| | A.取引関係費 | B.人件費 | C.不動産関係費 | D.事務費+減価償却費 | E.租税公課・貸倒引当金等 |
|---|---|---|---|---|---|
| 【ホールセール・総合】 | | | | | |
| 大手 5 社 | 23.7% | 40.0% | 11.6% | 20.6% | 4.0% |
| | 22.0% | 39.1% | 9.1% | 26.2% | 3.5% |
| 外資系 10 社 | 13.7% | 54.8% | 5.9% | 12.2% | 13.4% |
| | 16.5% | 40.0% | 7.7% | 11.3% | 24.5% |
| 【リテール対面】 | | | | | |
| 中堅・中小証券 | 17.3% | 56.4% | 10.0% | 12.0% | 4.3% |
| | 16.4% | 56.9% | 9.2% | 13.4% | 4.2% |
| 上場証券 | 17.3% | 51.1% | 11.3% | 16.1% | 4.2% |
| | 15.8% | 48.9% | 10.5% | 18.5% | 6.3% |
| 地銀系証券 | 16.0% | 58.2% | 10.1% | 11.4% | 4.3% |
| | 35.6% | 38.8% | 5.6% | 17.1% | 2.9% |
| 【本店所在地別中堅・中小証券】 | | | | | |
| 東京 | 16.5% | 55.4% | 10.5% | 13.1% | 4.5% |
| | 16.3% | 56.2% | 9.5% | 13.7% | 4.3% |
| 大阪 | 18.9% | 54.5% | 11.3% | 11.7% | 3.7% |
| | 16.4% | 55.0% | 9.6% | 15.9% | 3.2% |
| 名古屋 | 18.1% | 56.3% | 8.4% | 12.8% | 4.3% |
| | 18.4% | 57.1% | 8.5% | 12.1% | 4.0% |
| 関東・甲信越 | 16.0% | 60.6% | 8.9% | 10.6% | 3.9% |
| | 13.9% | 60.5% | 8.4% | 12.4% | 4.8% |
| 近畿 | 17.2% | 60.6% | 10.7% | 7.6% | 3.8% |
| | 14.0% | 59.6% | 11.5% | 11.8% | 3.1% |
| 中部・東海 | 20.4% | 58.6% | 7.9% | 7.5% | 5.6% |
| | 12.3% | 65.4% | 6.6% | 9.2% | 6.5% |
| その他地方 | 17.5% | 58.7% | 8.9% | 10.0% | 4.9% |
| | 18.1% | 55.9% | 8.9% | 12.3% | 4.7% |
| 【リテール非対面】 | | | | | |
| ネット専業 5 社 | 33.4% | 10.3% | 16.2% | 32.6% | 7.4% |
| | 33.2% | 12.7% | 10.7% | 34.5% | 8.9% |

注 1　上段は 2007 年 3 月末、下段は 2015 年度末。
注 2　販売管理費を 100 とする比率。

そこで、リテール 3 類型（およびネット専業 5 社）における取引関係費、人件費等について、順次、その細目を見ておく。

### （1）取引関係費

まず 1 人当たりの取引関係費を見ると（図表 5-1）、おしなべて低下しているが、地銀系証券だけが突出して急増している。

**図表 5-1　取引関係費に占める各費目のウェイト**

| | 支払手数料 | 取引所・協会費 | 通信・運送費 | 広告宣伝費 | その他 | （参考） | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | | 1 人当たり取引関係費 | 取引関係費増減 | 増減率 |
| 中堅・中小証券 | 23.9% | 24.9% | 35.5% | 8.8% | 6.9% | 2,683 | -372 | -13.9% |
| | 33.0% | 17.0% | 35.4% | 7.6% | 7.1% | 2,311 | | |
| 上場証券 | 17.3% | 14.6% | 36.0% | 15.1% | 17.0% | 3,280 | -426 | -13.0% |
| | 32.4% | 7.5% | 31.6% | 15.1% | 13.5% | 2,854 | | |
| 地銀系証券 | 35.7% | 13.1% | 37.3% | 7.8% | 6.1% | 2,177 | 4,185 | 192.2% |
| | 79.7% | 1.2% | 12.8% | 3.7% | 2.5% | 6,362 | | |
| 【本店所在地別中堅・中小証券】 | | | | | | | | |
| 東京 | 16.9% | 34.4% | 35.7% | 5.6% | 7.5% | 2,745 | -338 | -12.3% |
| | 28.4% | 28.6% | 32.2% | 4.1% | 6.6% | 2,407 | | |
| 大阪 | 18.5% | 17.4% | 41.3% | 14.0% | 8.8% | 3,271 | -777 | -23.7% |
| | 28.1% | 11.3% | 42.5% | 9.8% | 8.3% | 2,494 | | |
| 名古屋 | 21.6% | 27.8% | 33.0% | 13.1% | 4.4% | 3,166 | -286 | -9.0% |
| | 28.0% | 21.4% | 35.2% | 8.2% | 7.2% | 2,879 | | |
| 関東・甲信越 | 34.3% | 14.8% | 33.2% | 11.9% | 5.8% | 1,953 | -233 | -11.9% |
| | 26.2% | 9.1% | 38.8% | 17.5% | 8.3% | 1,720 | | |
| 近畿 | 32.7% | 29.7% | 27.8% | 4.6% | 5.3% | 2,133 | -554 | -26.0% |
| | 40.8% | 8.8% | 39.6% | 4.3% | 6.5% | 1,579 | | |
| 中部・東海 | 67.3% | 1.8% | 23.9% | 2.2% | 4.8% | 2,561 | -1,019 | -39.8% |
| | 49.4% | 2.8% | 34.9% | 4.5% | 8.4% | 1,542 | | |
| その他地方 | 42.7% | 6.2% | 35.3% | 9.4% | 6.4% | 2,175 | 140 | 6.4% |
| | 51.8% | 4.1% | 31.0% | 7.4% | 5.8% | 2,315 | | |
| 【リテール非対面】 | | | | | | | | |
| ネット専業 5 社 | 18.6% | 26.5% | 34.8% | 19.5% | 0.6% | 21,714 | -3,672 | -16.9% |
| | 29.5% | 25.3% | 23.4% | 21.1% | 0.7% | 18,043 | | |

注 1　上段は 2007 年 3 月末、下段は 2015 年度末
注 2　取引関係費を 100 とする比率
注 3　1 人当たり取引関係費の増減は 2007 年 3 月期と比較した数字。増減率は 2007 年 3 月期を 100 として増減を比率で表したもの。

【支払手数料】

こうした地銀系証券の取引関係費増加の主要因は、「支払手数料」の急増にある。支払い手数料は、非会員業者が証券取引所への発注に際して会員業者に支払う手数料等を含むが、地銀系だけが飛びぬけて多い理由は、親銀行への支払い手数料が多いからだ、と考えてよいだろう。

地銀系証券は親銀行を金融商品仲介業者とする委任契約を結んでおり、取引が成立するたびに親銀行に手数料を割り戻す。それは「支払手数料」として経理処理される[8]。地銀系の投信関係収益および債券トレーディング利益の増加が著しいが（図表 4)、他面で、支払手数料がこれほど増加しているということは、親銀行からの投信や外債等の注文取り次ぎがそれだけ多かったということを意味しよう。

このことは、最初に見た地銀系証券会社の「生産性の高さ」（図表 3 および図表 3-1）について再考すべき論点があることを物語る。「戻し率」の設定如何によっては、販管費が大きく増減し、売上高利益率（図表３）も左右されるからである。つまり地銀系の生産性の高さは、親銀行のサポートによって嵩上げされている可能性を検討しなければ断定できない。

【取引所・協会費】

次に、「取引所・協会費」を見ると、どの類型も、ウェイトを下げている。もっとも、中部・東海、その他地方の中小証券では、ウェイトそのものが当初から低い。

取引所・協会費の大部分は、証券取引所の「取引参加料金」からなる[9]。従って、その有無や大小は、①取引所の会員（取引参加者）であるか否か（図表 1 を参照)、②取引所への発注件数と約定高に応じて決まる。

図表 5-1 において、地銀系証券が大きく落ち込んでいる理由は、この間、新規に参入した地銀系証券 9 社のうち 8 社が取引所非会員であったためである。上場証券および中堅中小証券については、国内株のブローカー・ディーラー業務から経営資源を他の業務へシフトさせた結果、委託売買・自己売買の発注が減少したためである。

このうち、中部・東海およびその他地方の証券会社の多くは、非会員業者であるため、もともと「取引所・協会費」の占めるウェイトは低かった。

他方、東京、大阪、名古屋ならびに関東甲信越、近畿の本店業者については、会員業者が多く、「取引所・協会費」のウェイトも高かったが、これらについても低下している。その理由は、国内株のブローカー・ディーラー業務の陣容を縮小し、投資信託の販売をはじめ、他の業務への多様化・多角化を図っており、取引所への発注・取引高が少なくなっているからである。これは、他の資料からも裏付けられる。

前掲の図表 4 によると、大阪、関東・甲信越では、1 人当たり株式委託手数料の減少が比較的大きい。この地域のいくつかの会員業者は、株式ブローカー業務の陣容を縮小し、投信販売に注力している。他方、名古屋、近畿では、1 人当たりの株式トレーディング利益が大

---

[8] 同様の事例は「その他地方」の類型に含まれる業者の一部に、またメガバンク系大手証券についてもみられる。こうした「手数料の戻し」が、他の業者と比較して取引関係費のウェイトを高めている主要因である。なお、委任契約先の金融商品仲介業者が「個人」の場合には、「歩合給与」または「その他の報酬給与」として処理されている場合もあり、人件費の増加として反映される。

[9] 取引参加料金は、①基本料（取引参加資格に応じる)、②取引料（取引高に応じる)、③アクセス料（注文件数に応じる)、④売買システム施設利用料（利用する売買施設の種類に応じる）よりなる。また、日本証券クリアリング機構で行われる証券決済の手数料（清算手数料）も、「取引所・協会費等」に計上される。なお、相場報道システムの利用料については「通信・運送費」として処理される。

きく落ち込んでいる。これらの地域のいくつかの会員業者は、株式ディーリング業務の陣容を縮小している。とくにアローヘッド導入（2010 年）後は、自己売買比率が低下している。

東京本店業者は、1 人当たりの株式委託手数料及びトレーディング利益の減少が小幅に見えるが、そもそも株式ブローカー・ディーラー業者の社数自体が大きく減少している。

**【通信・運送費】**

この費目では、東証等からリアルタイム相場情報を取得するための専用回線使用料が最大項目を占める。会員・非会員を問わず、東証等の相場報道システムに直接接続を行う場合、または外部の情報ベンダーから取得する場合も、専用回線使用料が計上される。

そのほか、郵便料、電話代などが含まれるが、証券類の受渡に伴う費用に関しては、株券の電子化（2009 年）に伴い、この部分の費用は大きく節減されている。なお、この費目については、類型間に大きな違いは認められない[10]。

**【広告宣伝費】**

広告宣伝費のウェイトは、ネット証券において比較的高い。ネット専業証券は、原則的に営業員を持たない。したがって、対面営業の業者のように顧客への勧誘は営業員による外交に訴えることはできない。これに代わって宣伝広告による勧誘手段に依存する程度が高く、取引関係費に占める同費用のウェイトは他の類型比較で高くなっている。

[10] 固定手数料制の時代には、非会員業者が会員業者へ支払う売買委託手数料の実質的な割引手段として、「通信・運送費の実費戻し」という手法が使われた。このため、会員業者の通信・運送費が嵩上げされ、非会員業者のそれは縮減されるという形で、両者間の通信・運送費にかなりの格差が認められたが、今はそうした慣行は消失している。

## （2）人件費

人件費は、リテール 3 類型では販売管理費の最大費目を構成する(図表 5)。人件費の細目を見たものが図表 5-2 である。

**図表 5-2　人件費に占める各費目のウェイト**

| | 役員報酬 | 従業員給料 | 歩合外務員報酬 | その他 | （参考） | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | 1 人当たり人件費 | 人件費増減 | 増減率 |
| 中堅・中小証券 | 8.8% | 59.2% | 9.8% | 22.2% | 8,753 | -741 | -8.5% |
| | 8.6% | 61.3% | 7.8% | 22.3% | 8,011 | | |
| 上場証券 | 3.1% | 59.4% | 7.6% | 29.9% | 9,694 | -869 | -9.0% |
| | 3.7% | 68.6% | 2.5% | 25.3% | 8,825 | | |
| 地銀系証券 | 6.3% | 65.6% | 2.8% | 25.3% | 7,902 | -962 | -12.2% |
| | 3.7% | 69.7% | 0.4% | 26.2% | 6,940 | | |
| 【本店所在地別中堅・中小証券】 | | | | | | | |
| 東京 | 9.0% | 57.8% | 11.5% | 21.6% | 9,224 | -933 | -10.1% |
| | 7.4% | 59.1% | 13.5% | 20.0% | 8,292 | | |
| 大阪 | 6.4% | 60.7% | 11.5% | 21.4% | 9,436 | -1,055 | -11.2% |
| | 6.5% | 65.9% | 5.9% | 21.7% | 8,381 | | |
| 名古屋 | 6.6% | 58.7% | 14.4% | 20.3% | 9,844 | -908 | -9.2% |
| | 8.1% | 55.4% | 12.7% | 23.8% | 8,936 | | |
| 関東・甲信越 | 8.8% | 63.3% | 3.2% | 24.8% | 7,381 | 105 | 1.4% |
| | 8.0% | 66.7% | 0.7% | 24.6% | 7,486 | | |
| 近畿 | 12.9% | 53.8% | 11.3% | 22.0% | 7,511 | -773 | -10.3% |
| | 14.0% | 58.6% | 6.7% | 20.7% | 6,738 | | |
| 中部・東海 | 14.8% | 59.1% | 1.8% | 24.3% | 7,350 | 876 | 11.9% |
| | 11.9% | 53.3% | 0.8% | 34.0% | 8,227 | | |
| その他地方 | 10.4% | 62.7% | 1.6% | 25.4% | 7,314 | -179 | -2.4% |
| | 12.8% | 63.8% | 0.5% | 23.0% | 7,136 | | |
| 【リテール非対面】 | | | | | | | |
| ネット専業 5 社 | 8.8% | 60.6% | 1.4% | 29.2% | 6,685 | 231 | 3.4% |
| | 5.4% | 63.5% | 0.0% | 31.1% | 6,916 | | |

注 1　上段は 2007 年 3 月末、下段は 2015 年度末

注 2　人件費を 100 とする比率

注 3　1 人当たり人件費の増減は 2007 年 3 月期と比較した数字。増減率は 2007 年 3 月期を 100 として増減を比率で表したもの。

まず人件費全体の絶対額(1 人当たり)をみると、2007 年度の時点では、上場証券が最も高く、次いで中堅・中小証券、地銀系となる。また地域的に見ると、名古屋、大阪、東京の三大都市圏、さらに関東・甲信越、中部・東海の都市圏周辺と続き、最も低いのがその他地方となる。物価水準や就業機会その他から見て、人件費のこのような地域的格差は首肯できるところである。

ところが、その 10 年後の 2015 年度を見ると、上場証券、中堅・中小証券、地銀系の順は変わらないが、地域的には人件費の減少度合いに格差が生じており、三大都市圏および近畿の人件費減少が大きく、逆に人件費の相対的に低かった中部・東海や関東・甲信越、その他地方において高止まりしている結果、地域間格差が縮小しつつあるように見える。その理由は以下のとおりである。

**【歩合給与】**

まず、東京、大阪、名古屋、近畿では人件費に占める「歩合外務員給与」のウェイトが高かったが、東京を除いて、大きく低下していることである。歩合外務員の給与は稼得した手数料に比例するが、多くは株式委託手数料であり、それが減少している以上、歩合給も当然に減少する。第二に、これらの地域では歩合外務員の数そのものが減っている[11]。歩合外務員は投信・債券その他、株式以外の「募集物」営業については消極的である。投信営業を積極化しようと思えば、社員営業への転換は自然な選択だったように思われる。実際、社内における外務員比率のなお高い東京本店業者では、投信関係の増収益の程度は小さいが、大阪をはじめその他では、顕著に、1 人当たり投信関係収益が増えているのである（図表 4)。

**【従業員給与】**

他方、関東・甲信越、中部・東海、その他地方では「従業員給与」や「その他報酬給与」が高止まり、あるいは増えている。その理由として、人材採用面での地銀系証券との競争があげられよう。これらの地域では、この間、地銀系証券の新規参入や営業規模拡大が相次いだ。地銀系証券の所在する地域は、関東・甲信越では神奈川、千葉、栃木、新潟、長野、中部・東海では静岡、三重、その他地方では島根･鳥取、岡山、山口、福岡、愛媛などである。

地銀系証券は、当該地域での「地銀ブランド」のプレミアム効果もあるため、当該地域の地方証券は、地銀系証券の従業員給与と比べて、若干ながら高くしなければ人材採用面で競り負ける恐れがあった、と考えられる。それが当該地域における中小証券の従業員給与が高止まりする要因ではないかと思われる。

**（3）システム関係費**

勘定系・情報系の統合システム構築・維持費用は、その多くが事務費や減価償却費として計上される。システム要員の給与は人件費に含まれるが、ネット証券以外で自前のシステム要員を抱える業者は限られており、多くは大手証券系の経済研究所や計算センター等に外部委託している。この場合には事務委託費として処理される。また情報機器やソフトウェアの購入に伴う減価償却費もシステム関係費に含められるだろう。

事務費および減価償却費の合計額は増えており、販管費に占めるウエィトも高まっている（図表 5)。それはシステム関係費の増加を反映するものであろう。そこで、1 人当たりの事務

[11] 東京本店業者の場合、人件費に占める歩合給の割合は上昇しているが、この間、社数は 57 社から 20 社へ、37 社も減少している(図表 1)。その結果、退出した業者から離れた外務員の一部が残存している業者に移籍し、そこでの歩合比率を高めた可能性がある。

費と減価償却費の合計額を類型ごとにみると、図表 5-3 のとおりである。

**図表 5-3　システム関係費(1 人当たり)**

| | 事務費 | 減価償却費 | 合計 | 販売管理費に占める割合 |
|---|---|---|---|---|
| 中堅・中小証券 | 1,492 | 367 | 1,859 | 12.0% |
| | 1,559 | 323 | 1,882 | 13.4% |
| 上場証券 | 2,486 | 570 | 3,056 | 16.1% |
| | 2,862 | 474 | 3,336 | 18.5% |
| 地銀系証券 | 1,314 | 231 | 1,546 | 11.4% |
| | 2,666 | 384 | 3,050 | 17.1% |
| 【本店所在地別中堅・中小証券】 | | | | |
| 東京 | 1,764 | 418 | 2,182 | 13.1% |
| | 1,754 | 266 | 2,020 | 13.7% |
| 大阪 | 1,688 | 343 | 2,031 | 11.7% |
| | 1,992 | 426 | 2,418 | 15.9% |
| 名古屋 | 1,840 | 395 | 2,235 | 12.8% |
| | 1,564 | 327 | 1,891 | 12.1% |
| 関東・甲信越 | 1,092 | 203 | 1,294 | 10.6% |
| | 1,225 | 311 | 1,536 | 12.4% |
| 近畿 | 684 | 263 | 947 | 7.6% |
| | 1,144 | 192 | 1,336 | 11.8% |
| 中部・東海 | 765 | 173 | 938 | 7.5% |
| | 1,002 | 151 | 1,153 | 9.2% |
| その他地方 | 862 | 380 | 1,243 | 10.0% |
| | 1,172 | 401 | 1,573 | 12.3% |
| 【リテール非対面】 | | | | |
| ネット専業 5 社 | 18,464 | 2,715 | 21,179 | 32.6% |
| | 12,367 | 6,372 | 18,740 | 34.5% |

注 1　上段は 2007 年 3 月末、下段は 2015 年度末

注 2　事務費には事務委託費を含む。

1 人当たりのシステム関係費が大きいのはネット専業であるが、リテール特化 3 類型では、上場証券、地銀系、中堅中小証券の順となる。特に地銀系証券において増加の程度が著しい。他方、中堅・中小証券における増加は緩やかで、名古屋ではむしろ減少している。中堅・中小証券のシステム利用としては、「日本電子計算」（JIP）による JIP システムの規格がある。これは名古屋の業者が日本電子計算と共同で開発したもので、中堅・中小証券の業容）に合わせ

た（いわば身の丈に合った）ものであったようであり、各地方の中堅・中小証券に普及していった。

## Ⅴ． 業務多様化と利益率

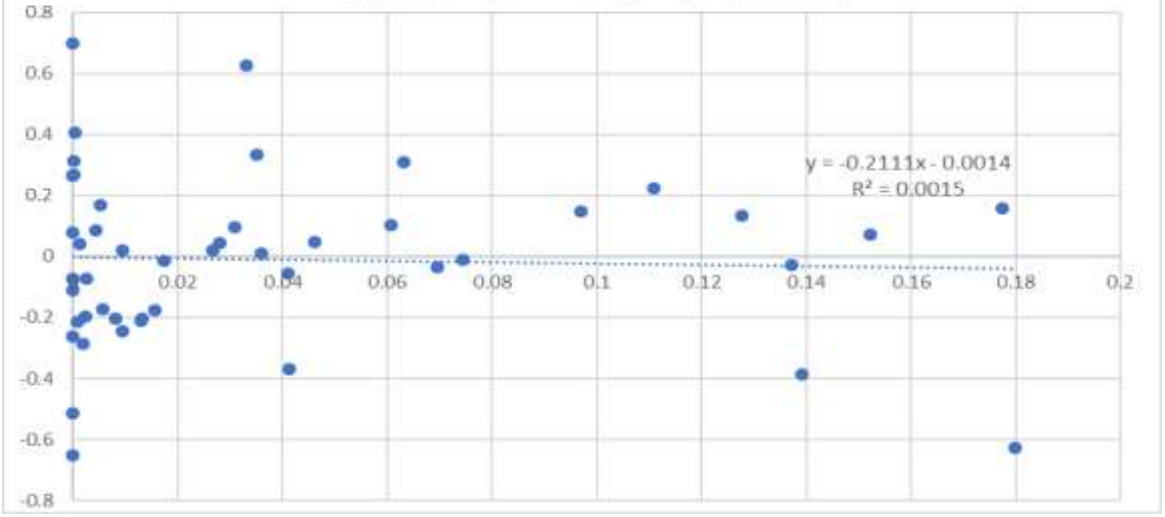
以上、リテール特化 3 類型の収支状況についてみてきた。従来、最大の収益源だった株式ブローカー業務の収益性低下に直面する中で、限りある経営資源を有効に活かしつつ、どの方向へ業務・商品の多様化を進めるべきか、経営者が模索した結果、おのずと各類型の多様化戦略に特徴が表れてきたように思われる。

そうした多様化戦略が、利益率向上に貢献しているかどうか、これを最後に検証してみる。本文で見たように、どの類型も、投信営業を多様化戦略の中核にしているので、投信営業の進捗度と利益率とは相関関係にあるか否かを最後に見ておきたい。

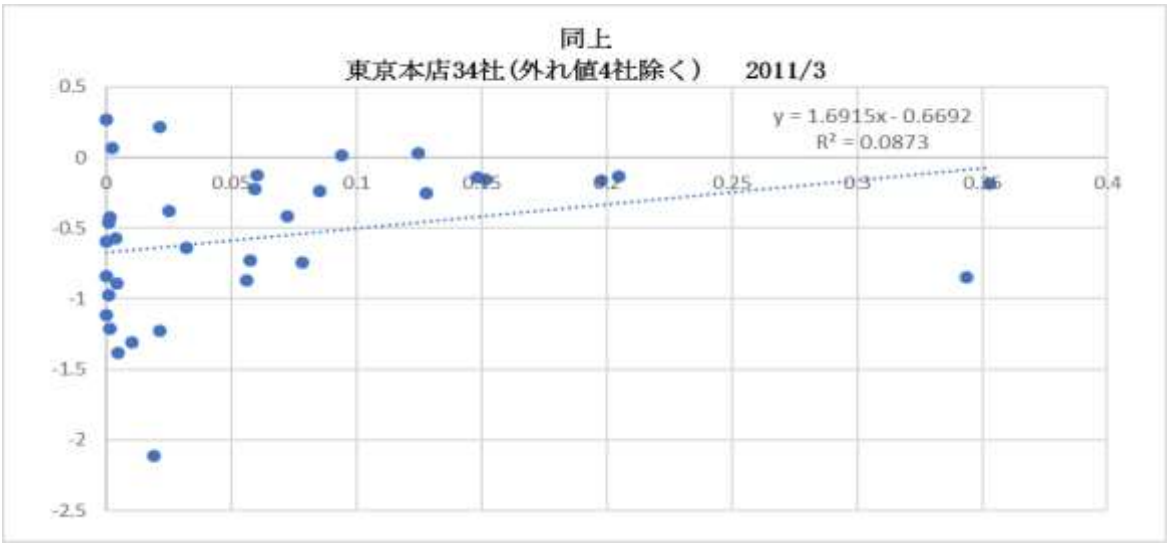
図 6-1、6-2、6-3 は、純営業収益に占める投信関係収益の割合を横軸に取り、売上高利益率を縦軸にとった散布図とその単回帰方程式である。東京本店、大阪・名古屋本店、その他地方の 3 つのグループに分け、検討対象時期の最初（2007 年 3 月期）と最後（2015 年度）およびその中間地点にあたる 2011 年 3 月期の 3 時点で計測した。この図表の意図は、投信関係収益比率が高いと売上高利益率も高くなるのかどうか、を確かめようというものである。これによると、以下のようになる。

① 東京本店業者の場合は当初、ほとんど因果関係は認められなかったが、時代を経るにつれて、社数が減少し、これにつれて、全体として投資信託関係収益の割合が上昇し、回帰係数、決定係数ともに向上している。
② 東京本店を除く、大阪・名古屋その他地方の業者は、東京本店業者よりも投資信託関係収益の構成が比較的高く、投信営業には相対的に積極的であった。回帰係数や決定係数もやや高い。ただし、2011 年 3 月期と 2015 年度比較してみると、係数は低下している。この時期はいわゆる「アベノミクス」政策による相場上昇期に当たる。株式相場が活況になると営業努力が株式営業へ傾き、因果関係は弱くなるということであろうか。市況変動を貫く傾向を検出するためには、今しばらく、時系列的な分析を継続する必要があるということだろう。
③ 全体として、回帰係数はプラスであり、投資信託営業に傾注すれば利益率が向上するように見える。しかし決定係数（$R^2$）はなお低く、明確な因果関係を断定することはできない。

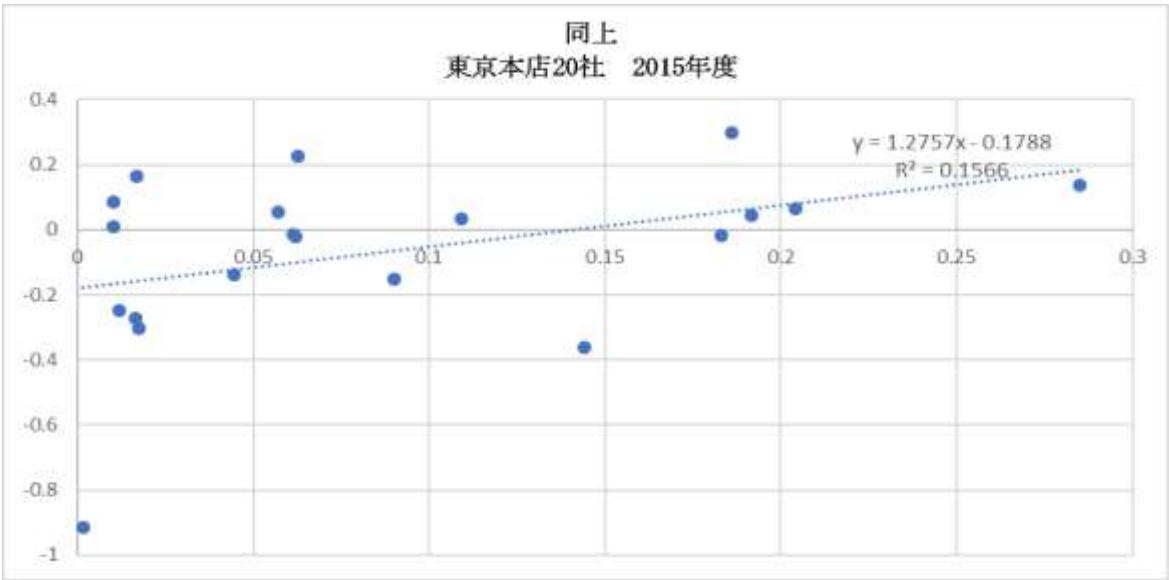
図表6-1
投信関係収入比率(横軸) と売上高利益率(縦軸)
東京本店47社　2007/3(外れ値10社を除く)



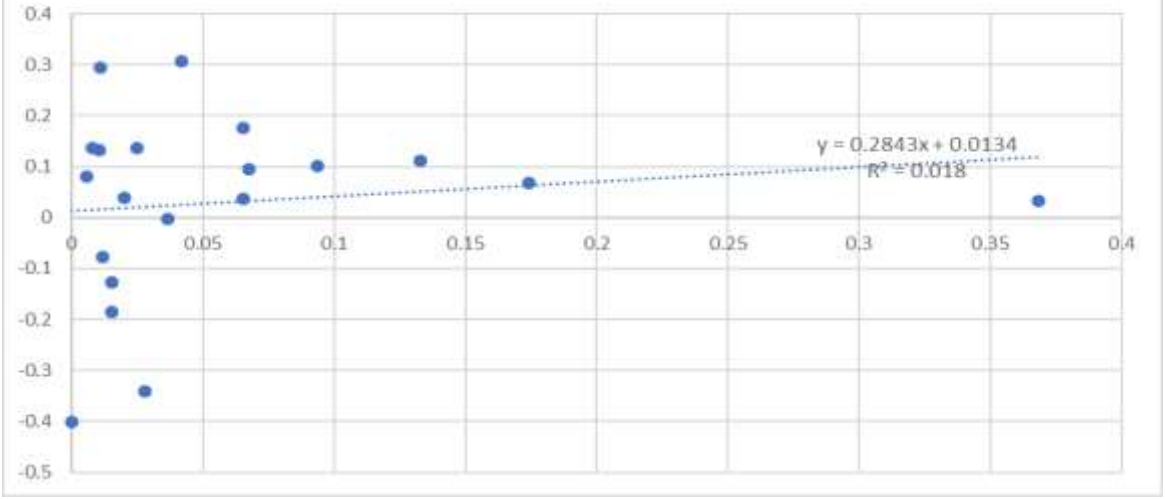

同上
東京本店34社(外れ値4社除く)　2011/3



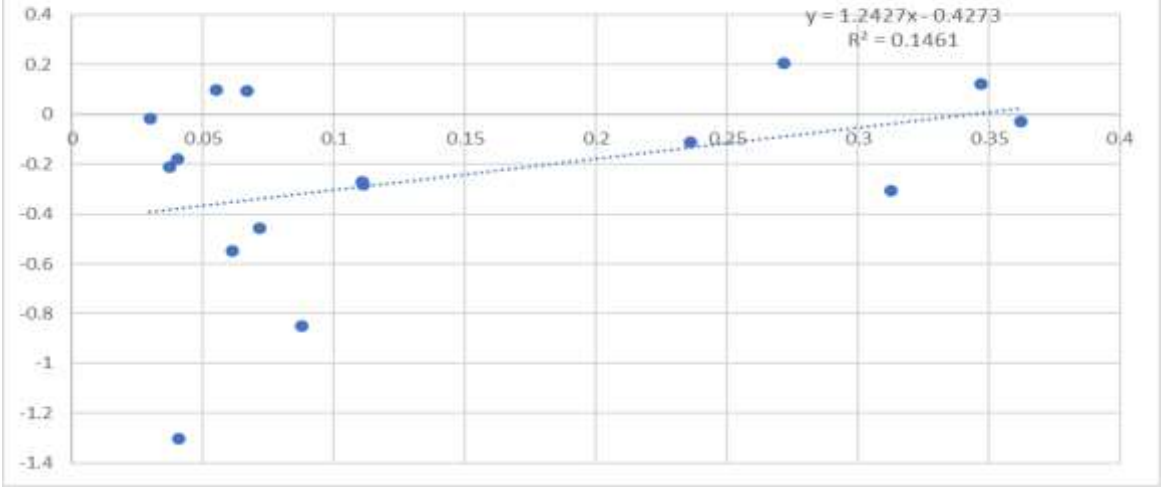

同上
東京本店20社　2015年度



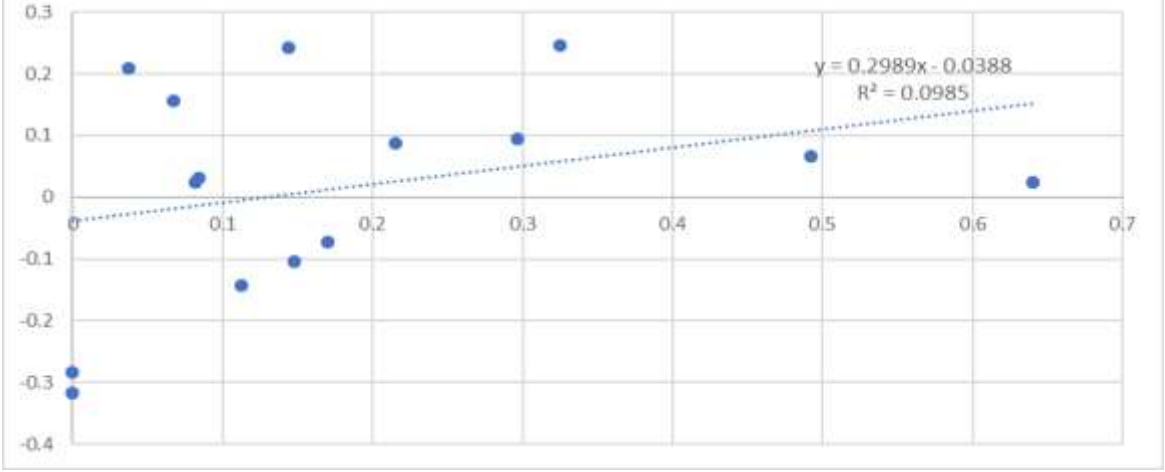
図表6-2
投信関係収入比率(横軸) と売上高利益率(縦軸)
大阪本店11社・名古屋本店9社　2007/3（外れ値1社を除く）



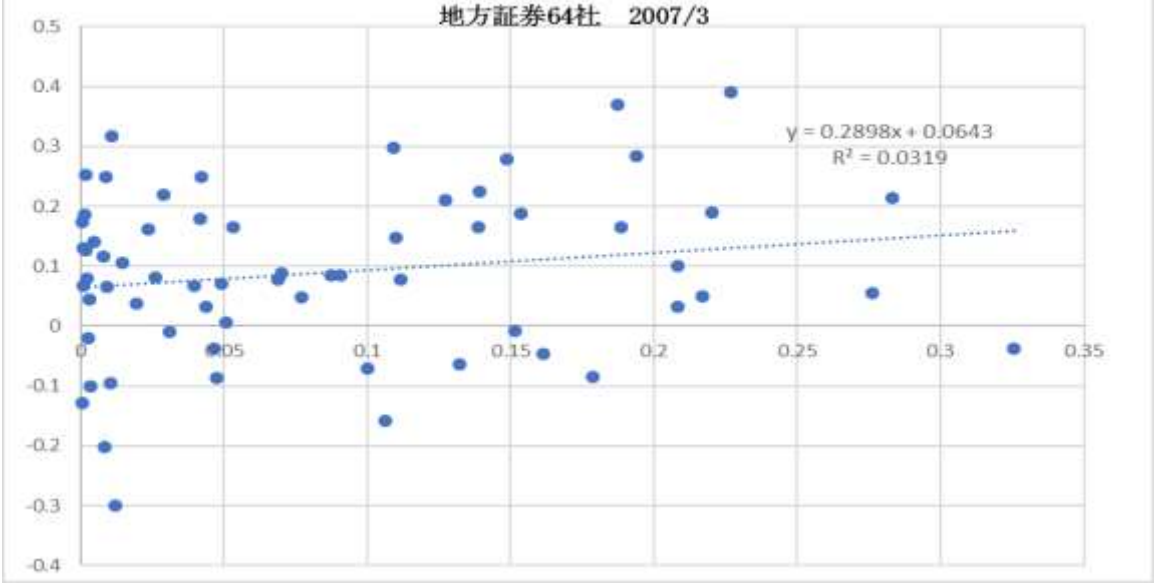

同上
大阪本店 8社・名古屋本店8社　2011/3



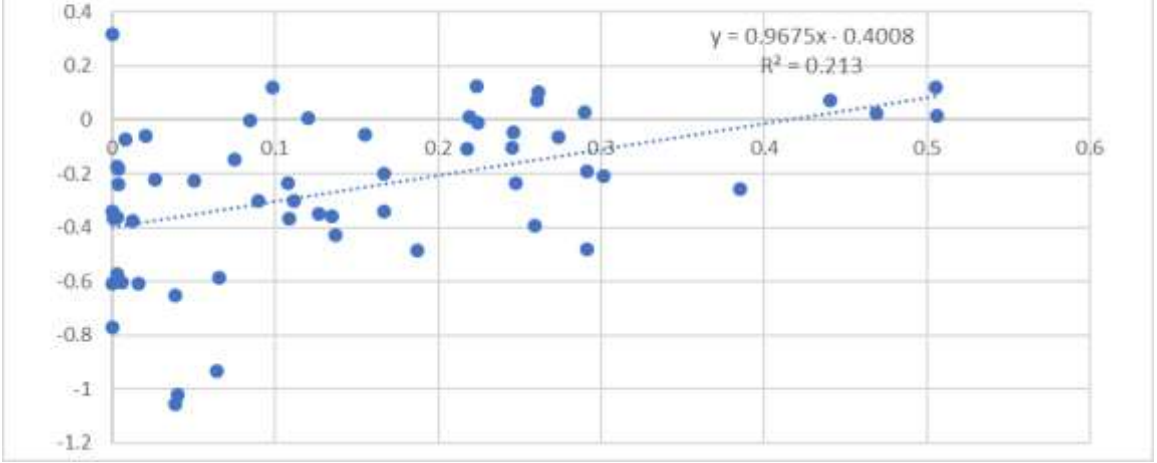

同上
大阪本店8社・名古屋本店7社　2015年度



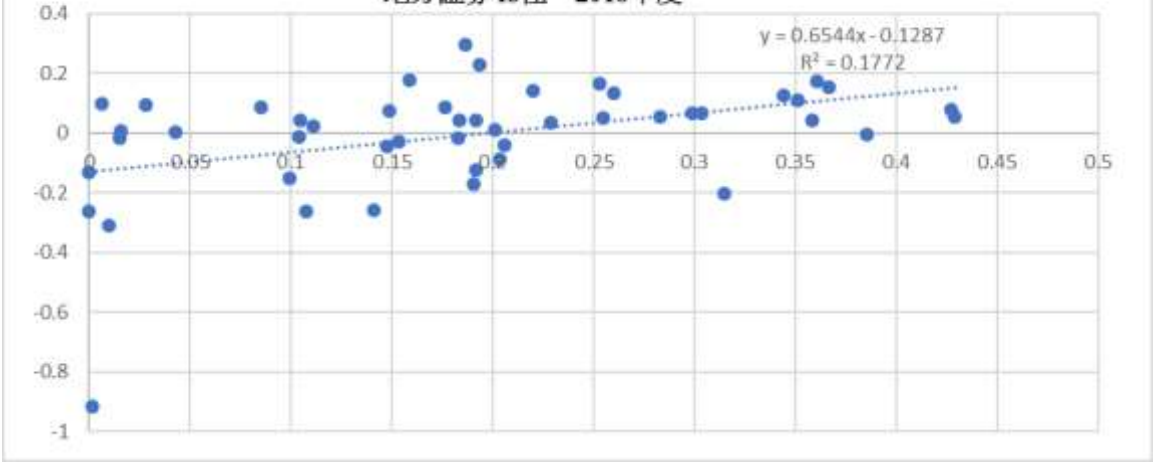
図表6-3
投信関係収入比率(横軸) と売上高利益率(縦軸)
地方証券64社　2007/3




同上
地方証券57社　2011/3




同上
地方証券48社　2015年度



＜参考＞

**図表７　１人当たり営業利益　(単位；千円)**

| | 純営業収益 | 販売・一般管理費 | 営業利益 | 増(減)益 | 増(減)益率 |
|---|---|---|---|---|---|
| 【ホールセール・総合】 | | | | | |
| 大手５社 | 42,554 | 28,885 | 13,668 | -3,489 | -25.5% |
| | 40,351 | 30,172 | 10,179 | | |
| 外資系 10 社 | 89,430 | 74,533 | 14,897 | 12,205 | 81.9% |
| | 93,323 | 66,220 | 27,102 | | |
| 【リテール対面】 | | | | | |
| 中堅・中小証券 | 17,554 | 15,525 | 2,029 | -992 | -48.9% |
| | 15,125 | 14,088 | 1,037 | | |
| 上場証券 | 23,972 | 18,982 | 4,990 | -1,931 | -38.7% |
| | 21,110 | 18,051 | 3,059 | | |
| 地銀系証券 | 18,404 | 13,574 | 4,829 | -678 | -14.0% |
| | 22,027 | 17,875 | 4,152 | | |
| 【本店所在地別中堅・中小証券】 | | | | | |
| 東京 | 17,946 | 16,647 | 1,300 | -947 | -72.8% |
| | 15,111 | 14,758 | 353 | | |
| 大阪 | 18,793 | 17,326 | 1,467 | 658 | 44.8% |
| | 17,373 | 15,248 | 2,125 | | |
| 名古屋 | 21,805 | 17,472 | 4,333 | -2,937 | -67.8% |
| | 17,056 | 15,660 | 1,396 | | |
| 関東・甲信越 | 15,205 | 12,189 | 3,016 | -1,275 | -42.3% |
| | 14,120 | 12,379 | 1,741 | | |
| 近畿 | 14,082 | 12,388 | 1,694 | -1,557 | -91.9% |
| | 11,435 | 11,298 | 137 | | |
| 中部・東海 | 13,984 | 12,540 | 1,444 | -858 | -59.4% |
| | 13,156 | 12,570 | 586 | | |
| その他地方 | 15,094 | 12,454 | 2,640 | -1,839 | -69.7% |
| | 13,565 | 12,764 | 801 | | |
| 【リテール非対面】 | | | | | |
| ネット専業５社 | 127,671 | 64,943 | 62,728 | -14,692 | -23.4% |
| | 102,418 | 54,382 | 48,036 | | |

注１　上段は 2007 年３月末、下段は 2015 年度末

注２　純営業収益、販売管理費、営業利益を役職員数で除した金額

**図表８　類型別 ROE と構成要因**

| | | ROE | | 売上高利益率 | | 回転率 | | レバレッジ倍率 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 全体 | | 12.4% | 11.5% | 24.7% | 23.5% | 2.8% | 2.7% | 17.9 | 17.9 |
| | 中堅・中小証券 | 4.3% | 1.7% | 11.6% | 6.9% | 11.0% | 10.8% | 3.4 | 2.3 |
| | 上場証券 | 10.3% | 6.6% | 20.8% | 14.5% | 12.3% | 15.6% | 4.0 | 2.9 |
| | 地銀系証券 | 11.5% | 8.8% | 26.2% | 18.8% | 18.7% | 31.0% | 2.3 | 1.5 |
| 【参考】 | | | | | | | | | |
| | ネット専業５社 | 27.1% | 22.9% | 49.1% | 46.9% | 5.6% | 4.5% | 9.8 | 10.8 |
| 【中堅・中小証券本店所在地別】 | | | | | | | | | |
| | 東京 | 2.3% | 0.5% | 7.2% | 2.3% | 9.7% | 8.5% | 3.3 | 2.4 |
| | 大阪 | 3.7% | 4.6% | 7.8% | 12.2% | 11.9% | 14.4% | 3.9 | 2.6 |
| | 名古屋 | 10.3% | 1.7% | 19.9% | 8.2% | 14.9% | 11.5% | 3.5 | 1.8 |
| | 関東・甲信越 | 6.8% | 3.0% | 19.8% | 12.3% | 9.9% | 9.4% | 3.5 | 2.6 |
| | 近畿 | 5.2% | 0.3% | 12.0% | 1.2% | 12.8% | 10.4% | 3.4 | 2.1 |
| | 中部・東海 | 5.1% | 2.7% | 10.3% | 4.5% | 10.8% | 20.6% | 4.6 | 2.9 |
| | その他地方 | 6.3% | 1.7% | 17.5% | 5.9% | 12.4% | 14.1% | 2.9 | 2.0 |

注１　左は 2007 年 3 月期、右は 2015 年度

注２　自己資本営業利益率（ROE）＝営業利益率÷自己資本＝売上高利益率×回転率×レバレッジ倍率

売上高利益率＝営業利益÷純営業収益。

回転率＝純営業収益÷総資産。

レバレッジ倍率＝総資産÷自己資本。