

# 2020年における 本邦証券会社の経営展望



みずほ総合研究所 調査本部 金融調査部

**大木 剛**

## 1. はじめに

本邦証券会社の経営を取り巻く市場環境は、底堅さが見られる状況にある。2019年を振り返ると、内外株式市場は年央を中心に調整を挟みつつも、年間では上昇相場となった。米国株は年初来騰落率が+22%と大きく上昇し、世界の株式相場を牽引した。また日経平均株価も昨秋以降は上昇傾向が続き、年初来騰落率は+18%となった。もっとも年央には米中貿易摩擦激化の影響を受けて株価が大き

く下落する局面もあり、市場の不透明感が強い時期も続いた。2020年に入り、内外株価は比較的堅調に推移しているものの、米中貿易摩擦の行方や地政学リスクや新型肺炎の影響など、海外動向を中心に依然として不透明感が拭いづらい状況にある。

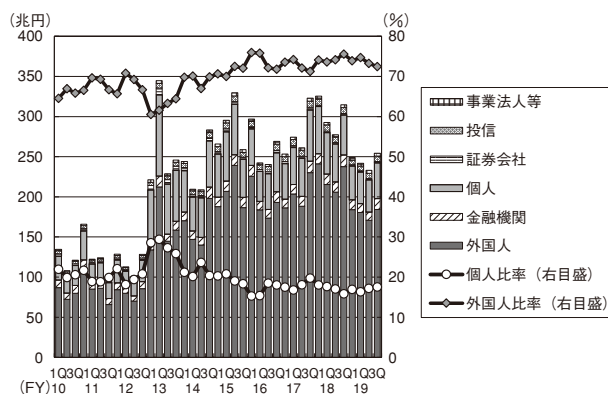
本邦証券会社は、内外株式市場が好転してきているとはいえ、引き続き厳しい経営環境に直面している中、リテール／ホールセールの両面でビジネスの発展に努めている。リテールでは、個人のライフステージに応じた資産運用ニーズに適した形で、投資信託（以下「投信」）や外国債券・株式をはじめ、様々な金融商品・サービス提供の拡充を進めている。またホールセールビジネスでは、債券・株式引受、M&Aや顧客フローの取り込み強化による収益拡大に力を入れている。

本稿ではこうした潮流を踏まえつつ、2020年における本邦証券会社の経営について考えてみたい。最初に本邦証券会社の昨秋まで

### 〈目次〉

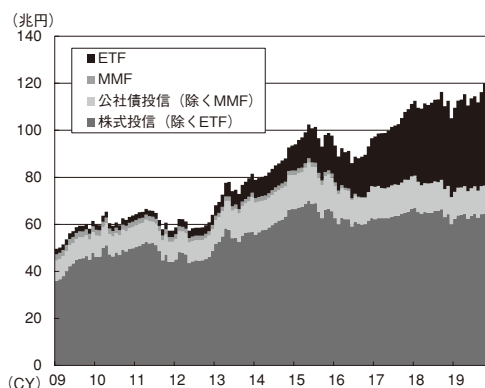
1. はじめに
2. 本邦証券会社の経営動向
3. 米国証券会社の経営動向
4. 米国オンライン証券の動向
5. 2020年における本邦証券会社の経営展望

(図1) 株式売買代金動向



(出所) 東京証券取引所

(図2) 公募投信純資産残高推移



(出所) 投資信託協会

の業績をレビューし、続いて最近の本邦証券会社の取り組みを見ていく。次に米国証券会社の経営動向及びトピックスとして米国における株式売買委託手数料等の無料化拡大や大手オンライン証券会社の統合等の動向について触れた上で、2020年における本邦証券会社の経営について展望したい。

## 2. 本邦証券会社の経営動向

本節では、本邦証券会社の収益要素となる株式、投信等の市場動向を確認した上で、本邦証券会社の昨年秋までの業績、及び最近の取り組みについて見ていきたい。

### (1) 本邦証券会社に関わる市場動向

#### ① 株式売買代金の動向

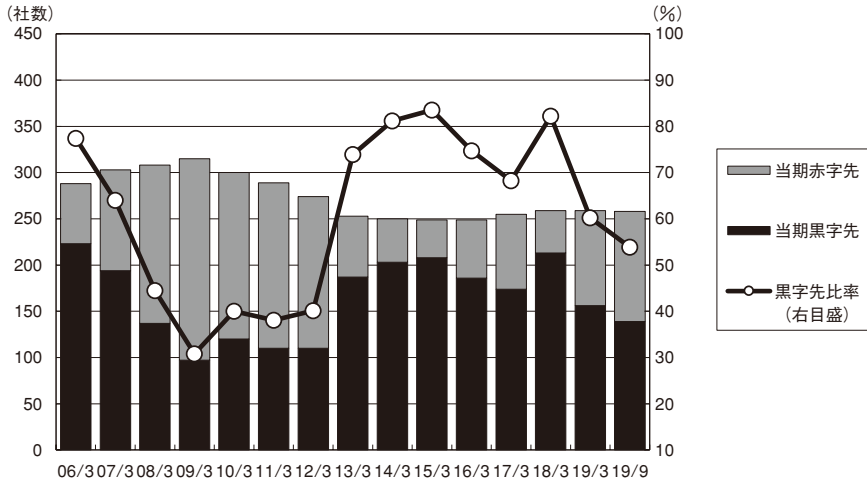
まず、株式売買代金の動向について見てみたい。東証一部では2019年の株式売買代金は前年比▲19.2%と減少している(図1)。19

／10-12月期では、個人よりも外国人の方が対前年同期比で減少率が大きく、外国人比率がやや低下している。

#### ② 投信市場の動向

次に投信市場について、公募投信の純資産残高推移(図2)を見ると、2019年末では123.1兆円(前年末比+17.1%)と増加している。内訳ではETF(上場投資信託)が2019年末で43.3兆円(同+29.1%)と大きく拡大している。日本銀行が金融緩和政策の一環として実施しているETF買入れに対応した日本株式のインデックスETFの組成が影響している。株式投信(除くETF)は2019年末で66.5兆円(同+11.0%)と拡大している。内外株価等が年間ベースでは堅調に推移し、時価要因で増加したものの、資金が純流出となって伸びを抑制した。「貯蓄から資産形成へ」の動きは緩慢な状況が続いている。

(図3) 本邦証券会社における当期黒字／赤字先推移



(出所) 日本証券業協会

## (2) 本邦証券会社の決算動向

### ① 本邦証券会社の決算推移

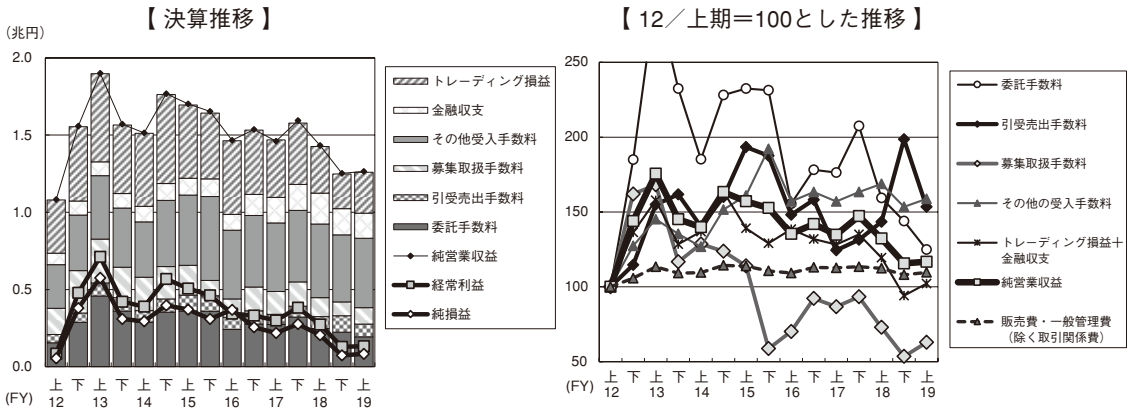
最初に証券業界全体の動向を確認したい。日本証券業協会会員会社における当期黒字／赤字先推移を見ると(図3)、当期黒字先の占める比率は19/9期で54%となっている。黒字先比率はアベノミクスが開始された2012年度以降、約8割に上った期もあったものの、19/9期は年央を中心に市場環境の不透明感が高まる中で顧客取引が減少し、アベノミクス開始後では最も低い水準へと低下している。

次に、東京証券取引所総合取引参加者(19/9期で87社)の決算推移を、半期毎(12/上期～19/上期)に見ていきたい(図4)。19/上期は対18/上期比で純営業収益(事業会社の売上高に相当)、経常利益ともに減少

している。純営業収益は、社債発行の増加を受けて引受売出手数料などが増えた一方で、株式売買委託手数料を中心とする委託手数料、投信販売等にかかる募集取扱手数料、その他の受入手数料(投信預かり資産の代行手数料及びM&Aフィー等)等の各項目が減少した。経常利益は、販売費・一般管理費(以下「販管費」)は微減となったものの、純営業収益の減少を受けて半減となっている。

12/上期=100とした場合の19/上期の純営業収益及び各内訳項目の水準を見ると、純営業収益は117となった中、委託手数料が125、募集取扱手数料が63、引受売出手数料が153、トレーディング損益+金融収支が102、その他の受入手数料が159となっている。引受売出手数料やその他の受入手数料が堅調に増加した一方、募集取扱手数料の減少が目

(図4) 本邦証券会社の決算推移



(出所) 東京証券取引所

立っている。尚、「販管費」は110で、純営業収益の伸びに比べて抑制的なトレンドが続いている。

② 本邦証券会社の決算推移(カテゴリー別)

次に、事業規模や特性に応じたカテゴリー別(大手証券<sup>(注1)</sup> / 準大手・リテール系証券<sup>(注2)</sup> / インターネット專業証券<sup>(注3)</sup>)の四半期決算推移(図5)を見ると、19/上期の純営業収益・純損益の傾向には各々特徴が見られる。

大手証券は、委託手数料や募集取扱手数料が減少したものの、昨年夏以降の金利低下を受けて社債発行が増大し、引受売出手数料が増加した。またトレーディング損益も増加し、さらに一部の会社における一時利益計上の影響が加わり、全体では増収増益となっている。もっとも一時利益要因を除けば、特にリテール部門に厳しさが見られる。

準大手・リテール系証券は減収減益となっ

ている。委託手数料、投信販売等にかかる募集取扱手数料、投信預かり資産の代行手数料が含まれるその他の受入手数料、外国債券販売等にかかるトレーディング損益がいずれも減少したことが影響している。

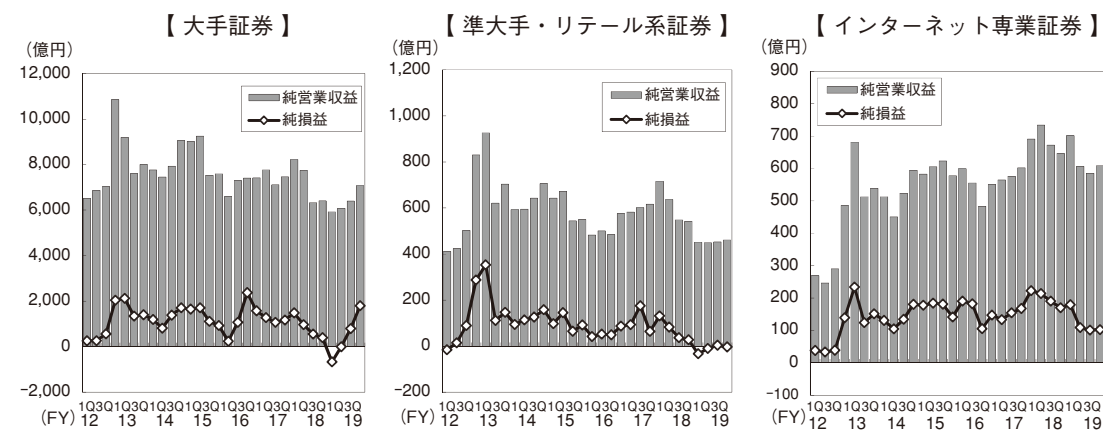
インターネット專業証券も減収減益となっている。FX事業を含むトレーディング損益が増加したものの、委託手数料や株式信用取引・貸株関連の金融収支、投信販売等にかかる募集取扱手数料が減少した。

③ 本邦証券会社の決算推移(委託手数料、募集取扱手数料、その他の受入手数料)

ここでは、証券会社決算上の主要項目である、株式売買等の委託手数料、投信販売等の募集取扱手数料、及びその他の受入手数料(投信預かり資産の代行手数料、M&Aフィー等が含まれる)の推移を、カテゴリー別に見ていきたい。

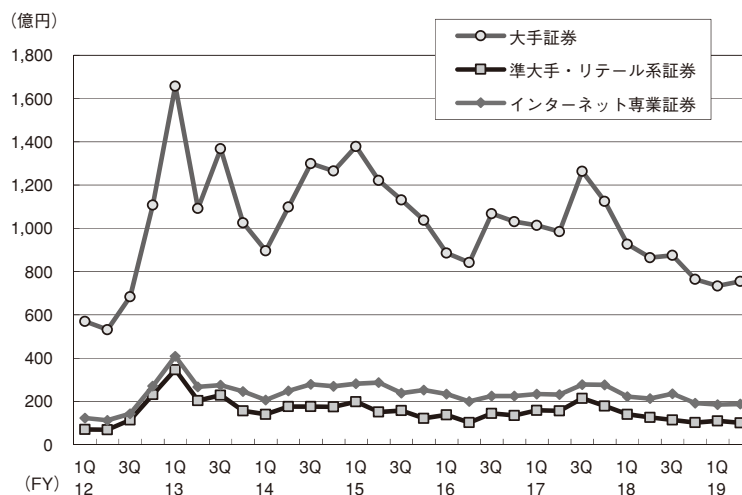
委託手数料のうち、株式売買委託手数料の

(図5) 本邦証券会社の決算推移 (カテゴリー別)



(出所) 各社決算資料

(図6) 株式売買委託手数料推移



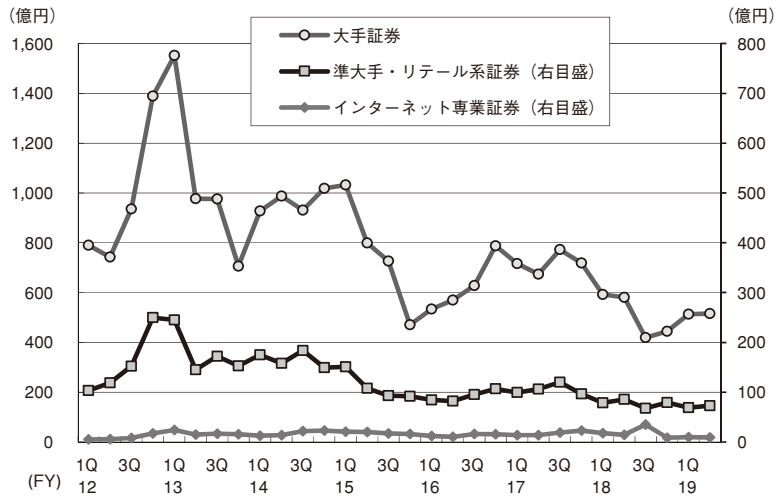
(出所) 各社決算資料

動向を見ると (図6)、19/上期は対18/上期比で大手証券は▲16.9%、準大手・リテール系証券は▲20.5%、インターネット専門証券は▲14.4%といずれも減少している。年央を中心に米中貿易摩擦の激化や英国のEU離

脱の不透明感拡大の影響を受けて不安定な市場環境が続き、顧客取引が停滞したことが影響した。

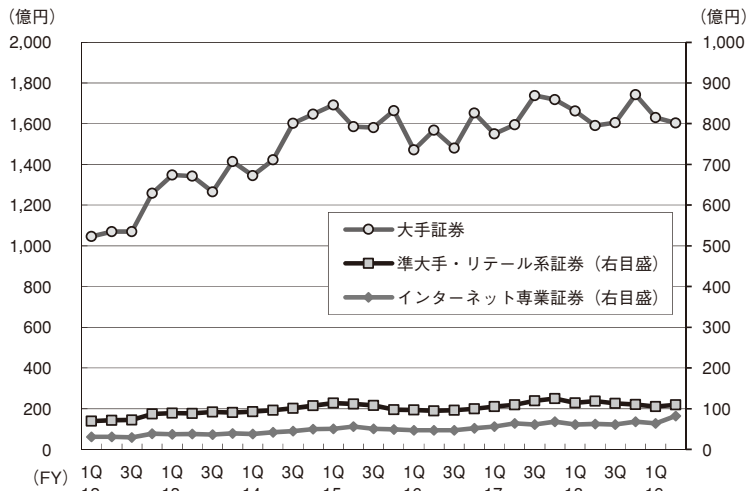
募集取扱手数料の推移を見ると (図7)、19/上期は対18/上期比で大手証券は▲12.3

(図7) 募集取扱手数料推移



(出所) 各社決算資料

(図8) その他の受入手数料推移



(出所) 各社決算資料

%, 準大手・リテール系証券は▲13.5%、インターネット專業証券は▲41.2%となっている。大手証券及び準大手・リテール系証券で

は、預かり資産重視を引き続き進めていることに加え、年央を中心とした市場環境の不透明感から顧客取引が停滞したことが影響し

た。インターネット專業証券は、手数料の絶対額は小さいながらもIFA（独立系フィナンシャルアドバイザー）を通じた金融商品仲介での対面による投信販売の拡大を進める一方、ネット取引では募集取扱手数料を取らない「ノーロード化」の割合を高め、前年同期比で大きく減少した。インターネット專業証券は、昨年12月にネット投信販売での募集取扱手数料の廃止を相次いで打ち出しており、今後はIFA（独立系フィナンシャルアドバイザー）経由分などに限定されることから、大幅減が見込まれる。

その他の受入手数料の推移を見ると（図8）、19／上期は対18／上期比で大手証券は▲0.7%、準大手・リテール系証券は▲7.9%、インターネット專業証券は一部の会社での増加が影響し、+18.4%となっている。全般的には、投信預かり資産に基づく代行手数料は前年同期比で落ち込みが見られる。

### （3）本邦証券会社における取り組み

本項では、本邦証券会社の足元の取り組みを見ていきたい。

大手証券は、ホールセール部門では、低金利環境が継続する中、社債関連ビジネスやM&Aビジネスに力を入れている。リテール部門では、利益の低下が見られる厳しい状況にあるものの、「預かり資産（ストック）」の重視を持続的な基盤拡大に資する戦略として引き続き進化させており、グループ力を活かした総合コンサルティングを推進するとともに、

デジタルを活用した資産形成層へのアプローチを強化している。

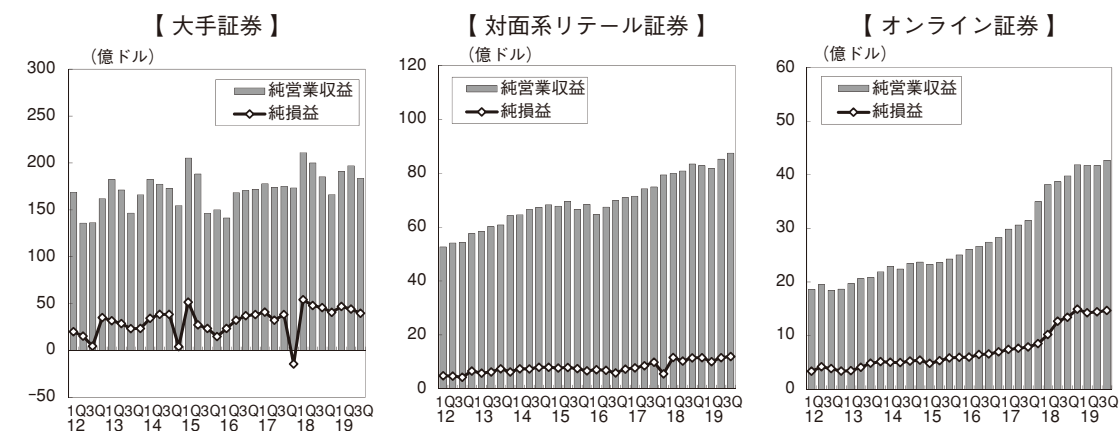
準大手・リテール系証券は、中心となるリテール分野で引き続き預かり資産の増大に力を入れている。また地域銀行や地場証券会社等との提携戦略を通じたプラットフォームビジネスを強化するとともに、都市部での新たな対面チャネルやインターネットチャネルを通じた顧客基盤の拡充に向けた取り組みを進めている。

インターネット專業証券は、主力の大口顧客の囲い込みを行いつつ、ネットでの取引プラットフォームに留まらない取り組みにも力を入れている。株式売買委託手数料不要の取引範囲の拡大や、投信販売にかかる募集取扱手数料の廃止を活かして顧客基盤の拡大・囲い込みや投信預かり資産の増大につなげる取り組みを進めている。また、IFAチャネルの拡充、地域銀行との金融商品仲介業務提携拡大などの取り組みも注目される。

地場証券は、厳しい経営環境下、19／3期では多くの会社が対前期比で減益（赤字拡大）となっている。顧客の高齢化が進み、構造的な問題として事業基盤の確保に向けた施策が一層重要になってきている。地域に根差した事業基盤を強みとしながら、今こそ変革を強力に推進することが求められよう。

また証券業界全体として、証券投資による資産形成の推進及び活力ある金融資本市場の実現を通じた、「持続可能な開発目標（SDGs）」の一層の推進が図られている。SDGsの推進

(図9) 米国証券会社の決算推移



(出所) 各社決算資料

と証券業界の役割発揮には相互連関が見込まれ、更なる取り組みが期待されよう。

### 3. 米国証券会社の経営動向

本節では、米国証券会社の経営動向を見ていきたい。19/3Q (2019年7-9月期)までの四半期毎の決算推移における特徴をカテゴリー別 (大手証券/対面系リテール証券/オンライン証券) に捉えるために、カテゴリー内でそれぞれ数社をピックアップし、その集計値の動向を見ていきたい (図9)。尚、対象先は、大手証券: Goldman Sachs、Morgan Stanley、対面系リテール証券: Ameriprise Financial、Edward Jones、Oppenheimer、Raymond James、Stifel Financial、オンライン証券 (インターネット証券): Charles Schwab、TD Ameritradeとする。

大手証券は、2019年の業績はやや弱含みで推移し、19/3Qは対18/3Q比で純営業収益は▲0.9%と微減、純損益は▲13.1%と減益となっている。ホールセール部門では債券引受やトレーディング業務が堅調に推移したものの、株式引受業務が落ち込んだ。またウェルスマネジメント部門では預かり資産が増加したものの、手数料収入や純金利収入が落ち込んだことが影響している。

対面系リテール証券は、19/3Qは対18/3Q比で純営業収益は+4.9%、純損益は+4.6%と増収増益となっている。リテール部門では株式売買等のブローカレッジ収入は伸び悩んだものの、新規採用やM&Aを通じて獲得したアドバイザーを活用した事業展開の強化により、投資一任勘定 (ラップ取引) の運用資産が増加している。またホールセール部門を持つ証券会社では社債引受やM&A部門等に堅調さが見られる。また米国FRB (米



連邦準備制度理事会)が昨年夏から秋にかけて計3回の利下げを行ったものの、顧客預かり金の運用収益が前年同期比では堅調に推移したことも寄与している。

オンライン証券も19/3Qは対18/3Q比で純営業収益は+7.3%、純損益は+9.3%と増収増益となり、大手証券や対面系リテール証券と比べても堅調さが見られる。オンラインチャネル及びRIA(独立した投資顧問業者)へのプラットフォーム提供ビジネスを通じた資金流入が引き続き活発に推移するとともに、時価増大による預かり資産の増加を受けてアセットマネジメント報酬が増大している。また、対面系リテール証券と同様に顧客預かり金の運用収益が前年同期比では増加したことも寄与している。

米国と日本を比較すると、日本と比べて特にリテール系証券、オンライン証券で米国の堅調さが目立つ形となっている。

## ■ 4. 米国オンライン証券の動向

本節では、オンライン証券を中心とした米国証券分野の動向について触れてみたい。

### (1) オンライン証券における株式売買委託手数料の無料化

米国の大手オンライン証券会社・大手金融機関系のオンライン証券は、昨年秋以降、株式売買委託手数料の全面無料化を相次いで実施した。昨年9月26日にInteractive Brokers

が株式売買委託手数料を無料とするサービス提供の開始を公表すると、10月1日にはCharles Schwab、同2日にTD Ameritrade及びE\*Trade、同10日にはFidelity Investmentsが米国株式、ETF、オプション手数料の無料化を相次いで公表・実施している。また大手オンライン証券だけでなく、大手金融機関系でも昨年12月にはBank of AmericaのMerrill Edge、Wells FargoのWells TradeがSelf-Directedコースの米国株式、ETF手数料等の無料化を公表・実施している。

### (2) 米国独自の背景

米国のオンライン証券が株式売買委託手数料の全面無料化を実施した背景には、日本とは異なる米国独自の事情も大きいものと考えられる。

米国のオンライン証券では株式売買委託手数料が収益に占める割合が元々小さい上、信用取引であれば、貸出金利が5~8%と日本(2~3%台)と比べて高水準という違いがある。また米国では、米国FRBの利上げを受けて証券会社に帰属する顧客預かり金の資金運用益が大きく増大しており、グループ内銀行預金口座と組み合わせた口座であれば、銀行預金分も資金運用益が獲得できる状況にある。

米国のオンライン証券は、株式売買のブローカレッジビジネスを継続しながらも、ロボ・アドバイザーも活用した投資一任勘定取引の拡大、RIAへのプラットフォーム提供ビジ

ネスでフィーを獲得するビジネスを強化する方向にある。大手オンライン証券会社や大手金融機関系のオンライン証券が株式売買委託手数料を軒並み無料化することで、ブローカレッジでは価格競争を脱し、最良価格執行やプラットフォームの使いやすさ、他分野を含めた総合的なサービス提供力が重要になってくる。こうした方向の下では、新たなディスクカウント証券の台頭を抑制するとともに、経営体力や総合力があり、ブローカレッジ以外のビジネスで収益を確保する仕組みを構築できる、一定規模以上のオンライン証券に有利に働くことも想定される。

### (3) 大手オンライン証券会社の統合

昨年11月26日、大手オンライン証券のCharles Schwabは、同じく大手オンライン証券であるTD Ameritradeの買収実施を公表した。2社ともにこれまで同業のオンライン証券を買収して事業規模を拡大させてきたが、今回の業績堅調な大手オンライン証券2社の統合は業界構造にも大きな影響を与える動きとして注目されている。現地報道では、本統合を契機にオンライン証券での業界再編が一層進むとの見方も示されている。

### (4) 日本へのインプリケーション

米国オンライン証券での株式売買委託手数料の全面無料化に相俟って、日本のインターネット専門証券において、昨年12月以降、株式売買委託手数料の無料適用取引額の拡大、

信用取引手数料の無料化、投信の募集取扱手数料の撤廃が相次いで打ち出されている。もっとも、日本のインターネット専門証券と米国の大手オンライン証券の対比では、収益構造や金利環境が異なることから、米国オンライン証券での方向性を日本で強く当てはめていくことは、会社によっては「単なる消耗戦」につながる恐れもある。米国との違いを踏まえつつ、良質なサービスを持続的に提供していく観点からの対応が求められよう。

## ■ 5. 2020年における本邦証券会社の経営展望

最後に2020年における本邦証券会社の経営について展望してみたい。

2020年の内外株式市場は、1月の米中貿易協議での第1段階合意等もあって足元では堅調に推移し、今後についても基本的には堅調さが期待される。但し、米中貿易摩擦の再燃や地政学リスクの拡大懸念など不透明な要素が残存している。金融市場における一定のボラティリティは証券取引の活発化につながる要素であるものの、近時の日本市場では不確実性の高まりを受けて投資家が様子見姿勢を強める局面も少なくない。市場環境の観点からは、証券会社経営は引き続き厳しさを想定する必要がある。

本邦証券会社にとって、2020年は「顧客に提供するサービスと対価のあり方」が大きなテーマの一つとなるのではなからうか。

---

昨春秋以降の米国オンライン証券での株式  
売買委託手数料の無料化実施と相俟って、日  
本のインターネット専門証券が昨年末より株  
式売買委託手数料や投信の募集取扱手数料の  
見直しを行い、手数料のあり方に対する注目  
が高まっている。

証券取引に関する提供サービスと対価の手  
数料体系は、対面／ネット、顧客基盤の現状  
と将来的に目指す方向性等に応じて考えられ  
るものだが、各機能別に期待する役割や将来  
的な顧客基盤の構築に向けた戦略性が一層求  
められるだろう。戦略判断に基づく手数料の  
ディスカウントという選択肢もあれば、そう  
した方向性とは一線を画して、むしろ対価に  
見合ったサービス提供に磨きをかける戦略も  
十分成り立つだろう。

将来に向けた顧客基盤の確保・拡充が喫緊  
の課題となっている証券会社が少なくないこ  
とが想定される。重要なことは、提供サービ  
スと対価の手数料体系に関して、従来路線を  
単に延長継続するのではなく、「現状分析と  
目指す方向性を踏まえた、戦略性を持った不  
断の見直し」であり、かかる戦略的取り組み  
が大きく前進することが期待される。

(注1) 野村ホールディングス、大和証券グループ本  
社、SMBC日興証券、みずほ証券、三菱UFJ証券ホ  
ールディングスの5社（連結決算ベース）

(注2) 岡三証券グループ、東海東京フィナンシャル  
・ホールディングス、藍澤証券、いちよし証券、  
東洋証券、丸三証券、水戸証券の7社（連結決算  
ベース）

(注3) SBI証券、カブドットコム証券、松井証券、  
マネックスグループ、楽天証券の5社

