



# 日米比較を踏まえた 本邦証券会社の課題と展望

みずほ総合研究所  
調査本部 金融調査部 金融ビジネス調査室 主任研究員

大木 剛

## ■ 1. はじめに

証券会社は、企業や個人が行う様々な経済・投資活動に伴う資金フローにおいて、いわば「血流をアレンジする」大切な役割を果たしており、経済社会と発展を共にする存在である。一方でその事業特性ゆえに、収益構造ではフロー収益のウェイトが大きく、株式等のマーケットや企業・個人のアクティビティに直接左右されやすい。もっとも日米証券会社を比較してみると、こうした特徴は一様ではない。これは両国のマーケット動向や顧客マインドなどの業務環境の違いによるところ

### 〈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. 本邦証券会社の課題と展望

ろが大きいものの、双方のビジネススタイルの相違や、ひいては個社毎の戦略がその差異を生んでいる面も少なくない。

本稿では、日米証券会社の最近の経営動向をレビューした上で、本邦証券会社・業界の課題と展望について考えてみたい。

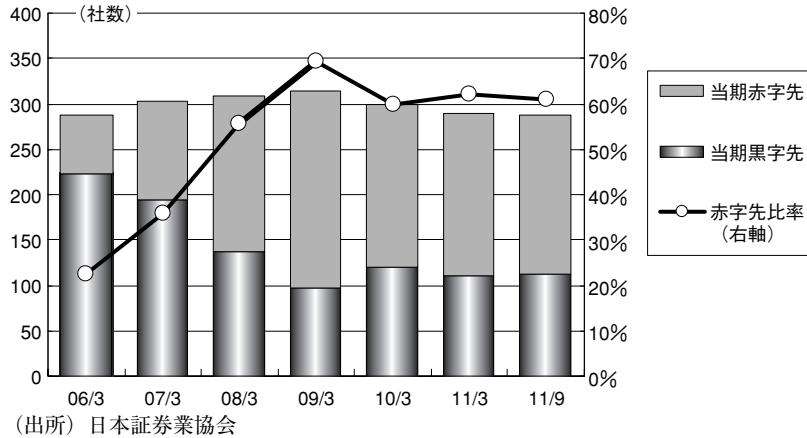
## ■ 2. 本邦証券会社の経営動向

### (1) 本邦証券会社の決算動向

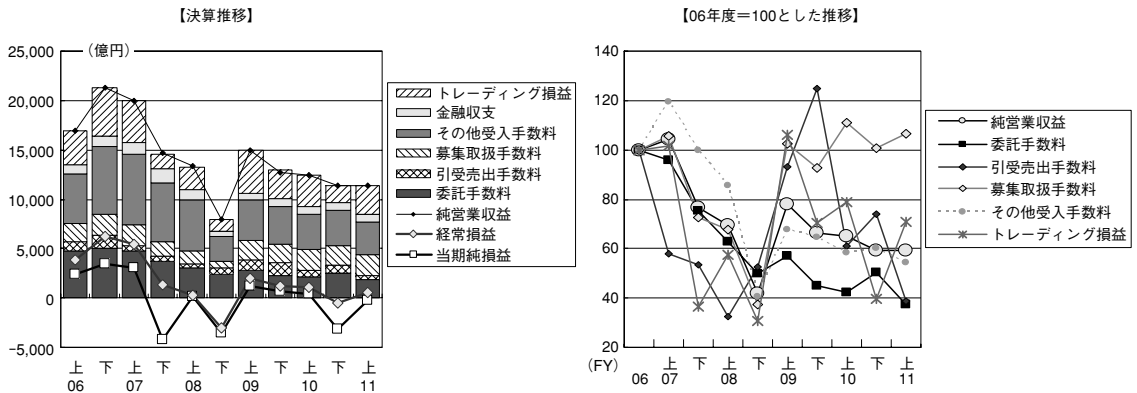
本邦証券会社は厳しい経営環境の中にある。日本証券業協会会員会社における当期純損益の動向を見ると（図1）、当期赤字先の占める比率は06/3期には約2割に留まっていたものの、09/3期以降は6割超の水準が続いている。

次に、東京証券取引所総合取引参加者（約100社）の決算（06/上期～11/上期）を半期毎に見ると（図2）、純営業収益（事業会社の売上高に相当）及び当期純損益は06/下期をピークとして金融危機が発生した08/下期に

(図1) 本邦証券会社における当期黒字／赤字先推移



(図2) 本邦証券会社の決算推移



(出所) 東京証券取引所

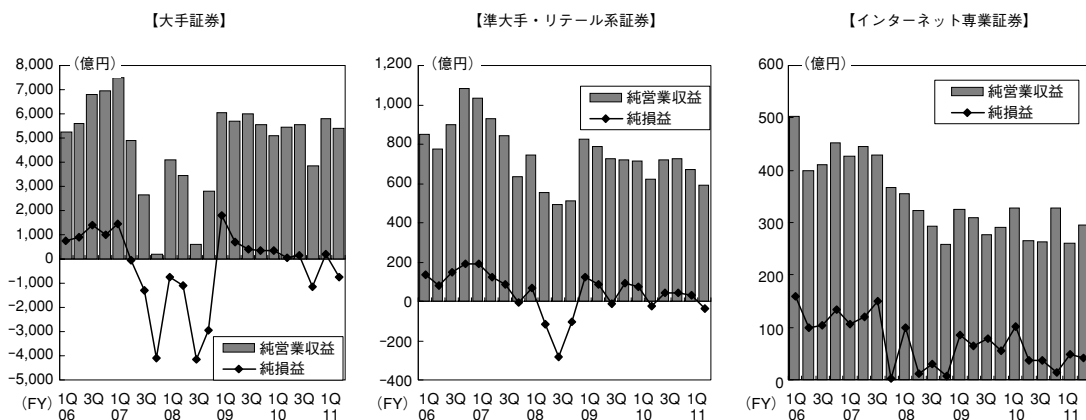
かけて低落した。09/上期に一旦復調したもののその後は再び逓減傾向が続き、10/下期～11/上期の当期純損益は赤字となっている。

純営業収益及びその構成項目について06年度の水準を100としてその推移を見ると、純営業収益全体では11/上期は60まで落ち込んでいる(図2)。また内訳では、投資信託等(以下「投信」)の金融商品販売にかかる募集

取扱手数料の水準は09/上期以降は増加して11/上期は106となった。一方で株式売買等の委託手数料は07/上期をピークとしてその後減少が続き、11/上期の水準は37と大きく落ち込んでいる。

以上のように、本邦証券会社は、全体としては純営業収益の縮小傾向が続いている中、投信等の金融商品販売に力を入れ、預かり資

(図3) 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

産ビジネスを強化する動きを進めている。

更に、事業規模や特性に応じたカテゴリー別 (大手証券 (注1) / 準大手・リテール系証券 (注2) / インターネット専門証券 (注3)) の四半期決算推移 (図3) でカテゴリー別の特徴も見ていきたい。

大手証券は、金融危機等に伴って08年前後に多額の当期赤字を計上した後、09/1Q以降は黒字回復したものの、10/4Q及び11/2Qは再び赤字となっている。

準大手・リテール系証券は、08年の赤字を経て09/1Q以降は全体としては黒字基調となったものの、その水準は低下トレンドにある。特に11/2Qの純営業収益及び純損益は09/1Q以降で最も落ち込み、純損益は対象9社中6社が赤字で、全体でも赤字である。

インターネット専門証券は、合計では06年度以降は一貫して黒字である。但し、純営業収益は一部の社でのM&Aによる業容拡大効

果があった中でも全体としては伸び悩んでおり、また利益水準も10/2Q以降はそれ以前よりやや低下している。

以上をまとめると、業界全体だけでなく、各カテゴリー別に見ても10年半ば以降の業績は悪化傾向となっている。

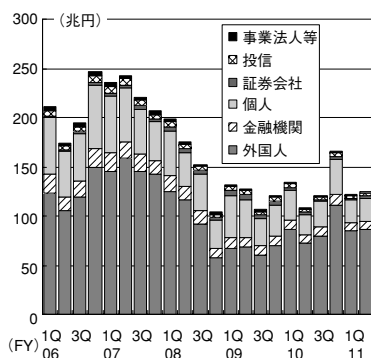
## (2) 本邦証券会社を取り巻く経営環境

前項で見たように、06年度以降の本邦証券会社の決算動向は、①08年の金融危機後の純営業収益・純損益の低下、②10年半ば～直近に至る一段の落ち込み、の2段階で変化が見られる。ここでは、こうした変化をもたらした背景を見てみたい。

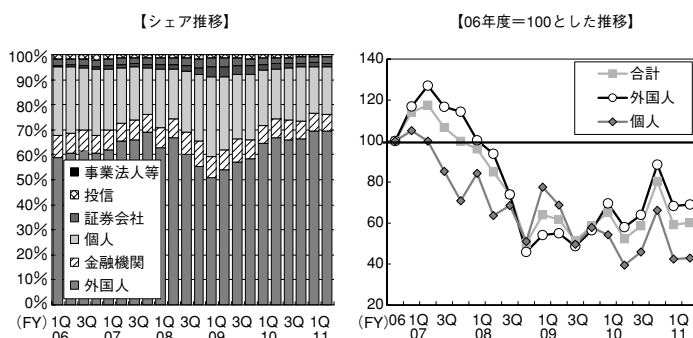
### ① 株式売買代金の動向

本邦証券会社全般の業績に大きく影響した要因として、日本市場での株式売買代金の減少が挙げられる。東証一部の株式売買代金の

(図4) 株式売買代金動向



(図5) 投資主体別売買代金シェア動向



(出所) 東京証券取引所

動向を見ると(図4)、07年から継続的に減少している。投資主体別売買代金シェア(図5)では、外国人が増加している一方、個人の低落傾向が顕著である。他方、06年度を100として売買代金の水準を時系列で見ると、11/2Qは、外国人は69、個人は42に留まり、共に大きく減少している。特に個人は10年度以降大幅に落ち込んでおり、本邦証券会社の業績に対して相当な負のインパクトをもたらしている。

## ② 投信の動向

株式売買代金の減少傾向が続く状況下、近年、本邦証券会社の多くが投信等の金融商品販売に重点を置く戦略をとっている。

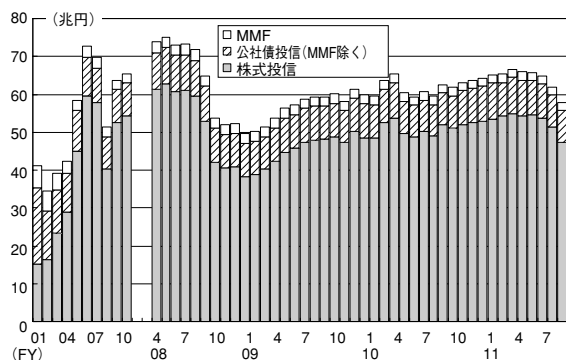
そのような中、投信市場の動向を見ると、投信の純資産残高(図6)は、08年秋に大きく減少したものの、09年度以降は資金流入も相俟って堅調な伸びを示してきた。但し、

11/8以降については株価下落や円高という環境の悪化により減少している。一方、公募投信純資産残高の証券/銀行間シェアに目を転じると(図7)、08/下期以降は証券会社のシェアが概して上昇傾向である。これは市場環境が変化の中で、証券会社が相場変動のある金融商品を長年取り扱ってきた強みを活かして取扱高を増加させたことや、銀行が証券子会社チャネルの一層の活用等を進めた結果といえる。もっとも、11/8~9月は株安や円高の進行で、強みが逆に働いて証券会社のシェアは一旦やや足踏みしている。

## ③ ホールセール業務の動向

本邦大手証券のホールセール業務を見ると、最近では欧州ソブリン問題に伴う欧州市場の環境変化等により、海外ビジネスでのリスク許容度が限定的にならざるを得ない局面となっている。また、この問題は国内企業や機関

(図6) 投資信託純資産残高推移



(出所) 投資信託協会

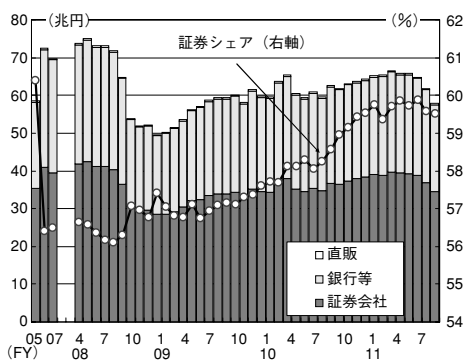
投資家の金融市場へのアクセスにも少なからず影響していることもあり、当該業務は引き続き厳しい環境が続くことが見込まれる。そのような中、今後における数少ない明るい材料は、IPO件数が復調傾向にあること、円高等を背景にIN-OUTを中心にM&Aが活発化していることである。

### (3) 本邦証券会社における取組み

前項までに見てきたように、本邦証券会社は厳しい経営環境にある中、様々な取組みを不断に進めている。以下、カテゴリー別に触れてみたい。

大手証券では、国内外のビジネス環境の変化に応じた事業再構築を進める一方で、海外では成長が見込まれるアジア市場への取組みの推進、国内ではリテールでのコンサルティング力強化や、銀行部門との連携を通じた顧客基盤拡大に力を入れている。またホールセ

(図7) 公募投信純資産残高 証券/銀行間シェア推移



ール業務では顧客フローに即した様々なディールの拡充に努めている。

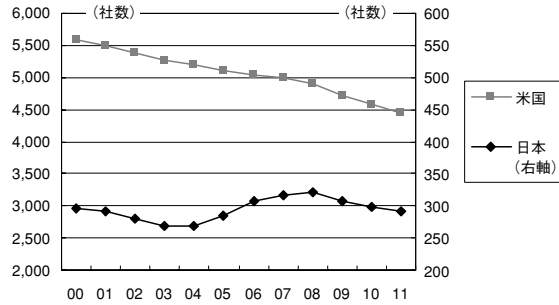
準大手・リテール系証券では、プロダクツ面では外国株式・外国債券の取扱い拡充や、戦略性を持った投信商品の選定、チャネル面では準大手証券における地域銀行と共同設立による証券子会社の運営・展開等が特徴的である。

インターネット専門証券では、専門大手4社でネットでの投信販売を共同推進する「資産倍増プロジェクト」の導入(11/3～)が特徴ある動きとして挙げられる。

## 3. 米国証券会社の経営動向

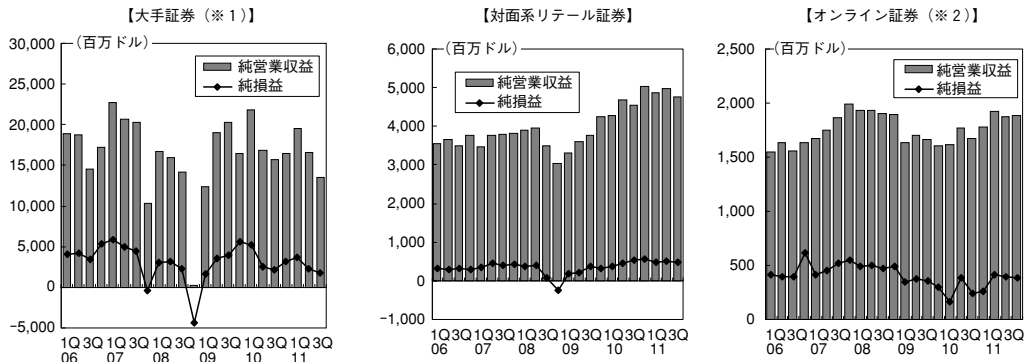
本節では、本邦証券会社との対比という観点から、米国証券会社の経営動向を見ていきたい。

(図8) 日米証券会社数推移



(出所) FINRA、日本証券業協会

(図9) 米国証券会社の決算推移



(※1) 大手証券は対象2社共に08年(08/4Q)までは11月決算、09年以降は12月決算に変更

(※2) 07/3Qの純損益では、Charles Schwabでの一時的利益1,211百万ドルを除外

(出所) 各社決算資料

### (1) 米国証券会社数

米国の証券会社数は4,486社<sup>(注4)</sup>と本邦証券会社数(約290社)を大きく上回っている(図8)ものの、その数はここ10年間、継続して減少している。特に金融危機後の09年以降については、中小証券がビジネス環境の変化やコンプライアンス管理等の運営負担との兼ね合いから、他社との事業統合や撤退等を進めたことも影響しているものと思われる。

### (2) 米国証券会社の決算動向

次に本項では、米国証券会社の11/3Q(11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、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、ピックアップする先は、大手証券: Goldman Sachs, Morgan Stanley(いずれも旧投資銀行)、

対面系リテール証券：Ameriprise、Edward Jones、Raymond James、Stifel Nicolaus、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、09年には金融危機前の06～07年に近い純営業収益及び純損益を計上したものの、その後はやや低迷している。特に最近の11/2Q及び3Qは、二期連続で減収減益となっている。

対面系リテール証券は、純営業収益は08年後半に一旦落ち込んだものの、09年以降は復調し、11年では06年を上回る水準に拡大している。また純損益も08/4Qを除いて当期黒字を安定的に計上しており、堅調に推移している。

オンライン証券については、直近11/3Qの純営業収益は金融危機前の07年に近い水準に達しており、また純損益も継続的に当期黒字を計上している。

このように、ホールセール中心の大手証券では11年に入って前期比減収減益の動きが見られる一方、リテール中心の対面系リテール証券及びオンライン証券では、11年においても純営業収益及び純損益は比較的堅調である。

### (3) 米国リテール証券会社の経営動向

前項で見たように、対面系リテール証券及びオンライン証券の業績が08年の金融危機後も比較的堅調であることは、同時期以降の本邦証券会社の厳しい業績を踏まえると興味深

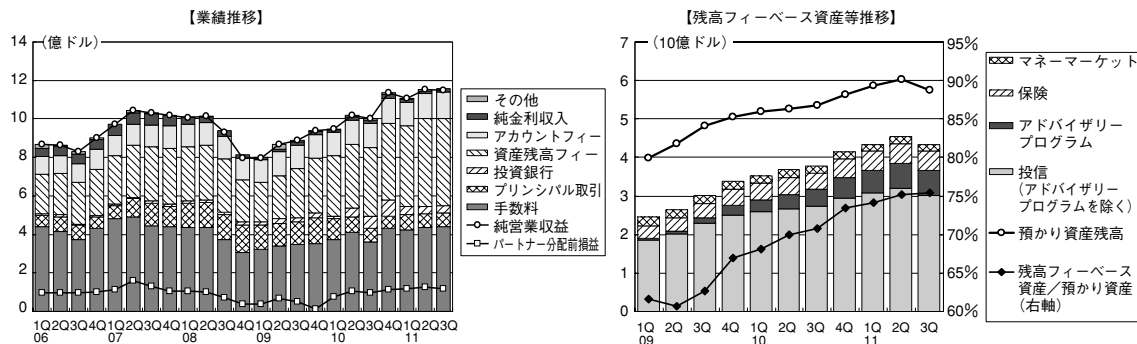
い。株式売買代金が米国では底堅く推移している点など、市場環境が日本と異なる点はあるものの、米国リテール証券会社の個社戦略が好調な業績につながっている面もある。以下では、対面系リテール証券の2社（Edward Jones、Stifel Nicolaus）及びオンライン証券の1社（Charles Schwab）でそれを考察していくこととする。

#### ① Edward Jones

Edward Jonesは、全米で有数のリテール証券会社（非上場）で、全米に約11,400支店、社員のフィナンシャルアドバイザー（以下「FA」）は約12,314名（共に11/9末）を擁し、1支店当たりFA1名（他職員と合わせて数名）の小規模店舗を多数展開している。

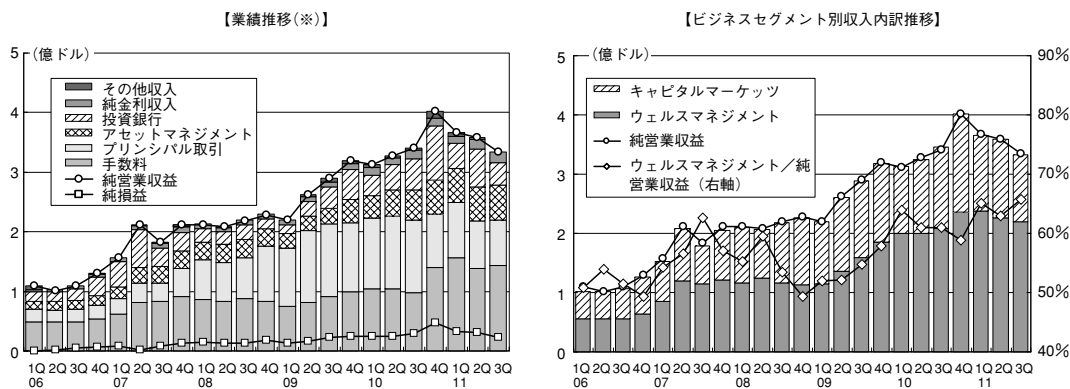
同社の業績推移を見ると（図10）、純営業収益は08/4Qに一旦落ち込んだものの、その後は増加している。また純損益も06年度以降、継続して黒字である。純営業収益の内訳においては、09年以降の増大は資産残高フィー増加の寄与度が大きい。この資産残高フィーの基盤となる残高フィーベース資産等の推移を見ると、預かり資産全体に占める比率は09年以降上昇が続いている（図10）。またその資産内訳では、「投信（注5）」と、「アドバイザープログラム」の残高が共に大きく増加している。同社は09年以降、投信販売や株式売買等にかかる手数料が緩やかな増勢に留まる中で、預かり資産営業を強化し、残高フィーベース資産を積み上げてきたことで、11/3Q

(図10) Edward Jonesの業績推移



(出所) 当社決算資料

(図11) Stifel Nicolausの業績推移



(※) 純損益はNon-GAAPベース  
(出所) 当社決算資料

にかけても堅調な業績推移を保持している。

一方で、FAの人数は10/9末：12,715名→11/9末：12,314名と約3%減らしている（支店数は約11,400支店で横這い）。新規採用抑制と共に、社内基準に達しないFAを削減し、FA1人当たりの収益性を高めることで業績の拡大を図っている。

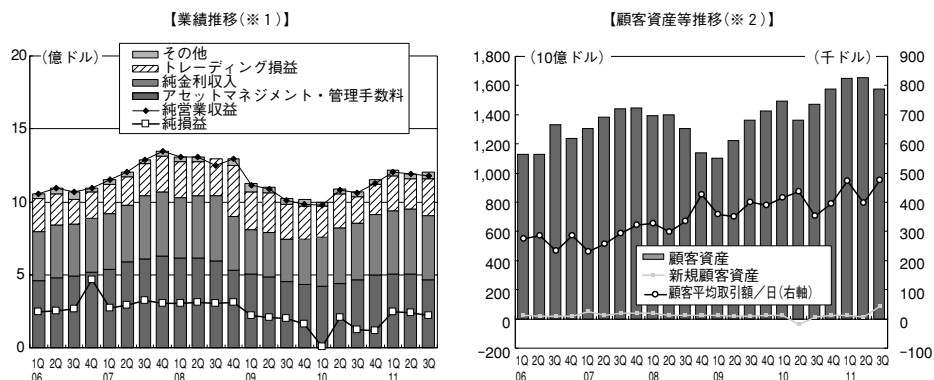
## ② Stifel Nicolaus

Stifel Nicolaus（中核証券会社）が属するStifel Financialは、全米に313支店、FAは1,961名（共に11/9末）を擁している（NYSE上場）。

業績推移を見ると（図11）、純営業収益は11/1Q～3Qは前期比減収傾向にあるものの、06年から10/4Qまではほぼ一貫して前期比増収



(図12) Charles Schwabの業績推移



(※1) 07/3Qの純損益では、事業再編に伴う一時的利益1,211百万ドルを除外

(※2) 11/3Qの新規顧客資産増加(860億ドル)は、顧客クリアリングサービス受注に伴う投信預かり資産受入額(609億ドル)を含む

(出所) 当社決算資料

基調で推移しており、11/3Qの純営業収益水準も08年以前のレベルを大きく上回っている。また純損益も06年以降黒字である。尚、10年までの事業拡大は相次ぐ他社買収に拠るところも大きい。

ビジネスセグメント別収入内訳では、リテール部門のウェルスマネジメント(以下「WM」と投資銀行部門のキャピタルマーケット(以下「CM」)のうち、06年以降はWMの比率が上昇傾向にある。中でも11/1Q～3QはCMが落ち込む中で、WMが微減に留まることで下支えしている。こうした業績動向を背景に、11/3Q決算公表時に同社CEOは「バランスの取れたビジネスモデルが十分成果を挙げた」とコメントしている。

尚、11/3QにWMが対前年同期比では増収となったのは、預かり資産や顧客取引頻度の増加、またグループのStifel Bankの規模拡大

に伴う金利収入増大等が要因である。

### ③ Charles Schwab

Charles Schwabは、全米有数のオンライン証券である(NYSE上場)。尚、オンラインチャネルを補完する形で全米に約300支店を設置しているほか、銀行のSchwab Bankも保有し、業容を拡大させている。またビジネスではオンライン証券ビジネスに加え、RIA<sup>(注6)</sup>向けのカスタディービジネス<sup>(注7)</sup>も主力業務として増大させてきている。

業績推移を見ると(図12)、純営業収益は09/1Qより一旦前期比減少に転じたものの、10/2Q以降は増勢基調にあり、また純損益も06年より継続して黒字である。特に最近の動向としては、11/3Qに11/1Q～2Qとほぼ同水準の業績を維持していることが注目に値する。これはM&Aによる業容拡大も一部影響

しているものの、顧客資産等推移（図12）から分かるように、オンライン取引プラットフォームの拡充やRIA向けのカスタディービジネスの改善を通じ、顧客取引の一層の取込みを図った成果が具現化したものである。

同社CEOは11/3Q決算公表時に、「我々はビジネス環境が弱含んでいる中でも長期的な戦略に忠実に従って計画的投資を進めている。顧客の利便性向上を伴いつつ短期的な収益性を維持していくことと、持続的な成長を適切に両立させる上では、効果的な投資規律の継続が重要な鍵と考えている。」とコメントしている。同社の11/3Qにおける業績維持は、ビジネス環境が厳しい中でも縮小均衡に走らずに、顧客サービス力の強化を通じて事業拡大を図る戦略が奏功した結果と言える。

#### （4）米国リテール証券会社の特徴と取組み

以上見てきたように、米国リテール証券会社の業績推移が対面系を中心に比較的安定しているのには、預かり資産残高比例報酬等のフィービジネスといったストックベースの収入ウェイトが高いことがある。また対面取引の担い手であるアドバイザーが自社社員だけでなく、直接の雇用関係を持たないRIAや独立アドバイザー（注8）ももう一方の主力となっているため、証券会社にとってはアドバイザーへの報酬がより可変的であることなど、コストをフロー収入と連動させていることが業績の振れ幅を小さくしていることもある。ただ、このような点は本邦証券会社のビジネ

ス構造とはかなり異なっており、日米証券会社の経営動向を比較する上ではこうした違いを考慮する必要がある。

一方で、米国リテール証券会社の事例で顧客へのアプローチ方法等における様々な取組みについては参考になる点もあろう。ここでは項目列举に留めるが、例えばネットリテラシーの高い30～40歳代の投資家層をターゲットとした対面／オンラインチャネルの組み合わせ戦略や、グループ内銀行部門との連携、更にはSocial Mediaの活用といった取組みが挙げられる。

## ■ 4. 本邦証券会社の課題と展望

最後に本邦証券会社の課題と展望について考えてみたい。

冒頭で記したように、証券会社は「血流をアレンジする」大切な役割を果たしている。こうした中で本邦証券会社が直面する課題は、その多くが日本経済の直面する課題の裏返しでもある。すなわち、日本市場で株価が比較的低下水準となった中でも株式への資金流入が高まらない要因の一つとして、企業の成長性を見出しづらいという面が考えられる。日本市場の魅力を高めるためには、根本的には企業の成長力を引き上げていくことが必要であり、これは個別企業における果敢の取組みは勿論のこと、各種規制改革や成長戦略の実施を通じて我が国の競争力向上を推進していくことも肝要であろう。

一方で、本邦証券会社や証券業界全体にとっても、企業や投資家の動向如何にかかわらず、提供商品・サービスの質向上を通じて証券市場に資金フローを取り込んでいくことの重要性は従来以上に増大している。特に、株式・投信等における個人投資家層の拡大は重要な課題である。これは株式市場の活性化や証券ビジネスの発展という側面だけでなく、個人投資家の中長期的な資産形成のサポートという重要な役割を担うものでもある。既に本邦証券会社ではこのテーマを重点課題と位置付け、コンサルティング力の向上や、インターネットを効果的に活用した利便性の高い金融サービスの提供といった様々な取組みが進められているものの、より一層の工夫が望まれよう。その際、米国証券会社におけるホールセールビジネス環境が厳しい中でのリテール重視や、長期的な戦略に基づく継続的投資を通じた顧客サービス力の持続的強化、といった取組みも参考となるだろう。

また証券業界全体では、証券インフラの一層の利便性向上が求められる。こうした中、東京証券取引所グループと大阪証券取引所の経営統合の合意には、厳しい国際競争下において本邦取引所の魅力を高め、利用者の一層の利便性向上に資することが期待される。

本邦証券会社・業界の発展と日本経済の成長は相互に関連しており、証券会社各社の創意工夫と業界団体・取引所や行政の英知を結集することが今まで以上に求められよう。

(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、SMBCフレンド証券、みずほインベスターズ証券、藍澤証券、いちよし証券、東洋証券、丸三証券、水戸証券の9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（連結決算ベース）。

(注4) FINRA（金融取引業規制機構）による（11/11現在）。

(注5) 米国では、投資購入者から毎年販売会社が投信保有残高の一定比率（現状では平均1%/年程度の賦課となっている模様）の販売手数料（12(b)-1 fees）を徴収できる。これにより証券会社やアドバイザーは、販売時だけでなくその後も継続的な収入を確保でき、安定的な収入源になっている。但し、米国証券取引等監視委員会（SEC）は、本手数料の年間上限利率を0.25%程度に引き下げる案を提示している。

(注6) Registered Investment Adviser（登録された投資顧問業者）。

(注7) RIA等の口座管理や取引発注といったバックオフィス業務を担うビジネス。

(注8) 販売金融商品仕入れ元の証券会社とは直接の雇用関係を持たない第三者のアドバイザー。



大木 剛（おおき つよし）

1993年3月東京大学経済学部卒。同年4月旧日本興業銀行（現みずほフィナンシャルグループ）入行。国内営業部、みずほ銀行総合資金部を経て2009年4月より現職。