

2017年における本邦証券会社の経営展望



みずほ総研 金融調査部 上席主任研究員

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、大きな潮流変化の中にある。2016年を振り返ると、日本の金融政策では2月のマイナス金利政策の導入実施、7月のETF買入れ額の増額、9月にはイールドカーブ・コントロール等の導入と様々な政策が採りいれられ、証券市場にも大きな影響を与えた。海外情勢では、6月に英国国民投票でのEU離脱選択があり、国内外の市場が大きく変動した。そして11月には米国大統領選挙でトランプ氏が当選、開票当日の日本株式市場は急落した

〈目 次〉

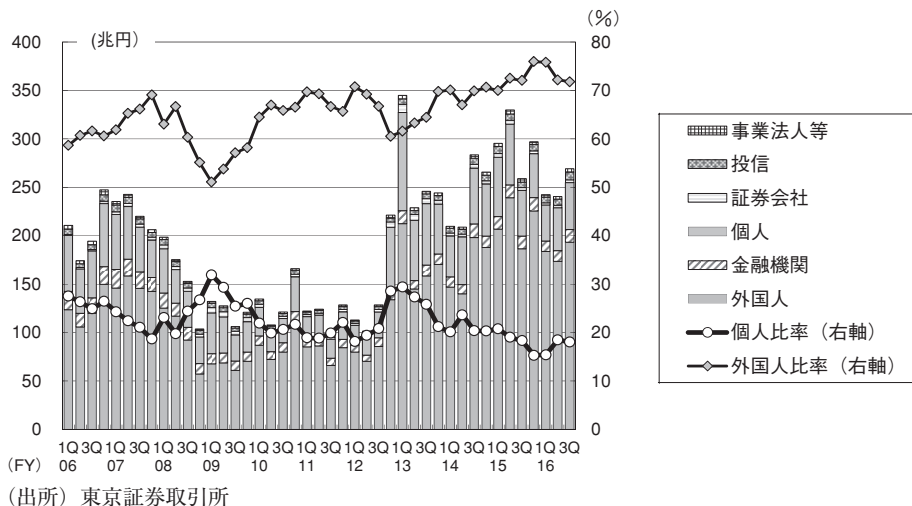
1. はじめに
2. 本邦証券会社の経営動向
3. 米国証券会社の経営動向
4. 2017年における本邦証券会社の経営展望

ものの、翌日からは国内外の株高・円安という「トランプ相場」が進んだ。縮めてみれば、2016年の日経平均株価は5年連続の上昇となり、2017年入りしている。

2016年にはいくつかの「想定外」が生じたものの、市場環境の変化が大きい中でも絶えず道を切り開いていくことは、証券業の宿命であり、DNAともいえる。本邦証券会社は、時に市場環境の逆風を受ける中でも、個人向けビジネスでは投資信託（以下「投信」）等の「預かり資産（ストック）」を重視する取組みを継続している。またフィンテックについて鑑みると、2016年は証券業務でも個人証券投資におけるロボアドバイザーや証券決済におけるブロックチェーン技術の実証実験など、様々な取組みが進んだ。その潮流は2017年にもつながっている。

本稿ではこうした流れを踏まえつつ、2017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年秋まで

(図1) 株式売買代金動向



の業績推移をレビューし、続いて最近の本邦証券会社の取組み及び証券ビジネスを取り巻くトピックを見ていく。更に米国証券会社の経営動向を踏まえた上で、2017年の本邦証券会社経営を展望したい。

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

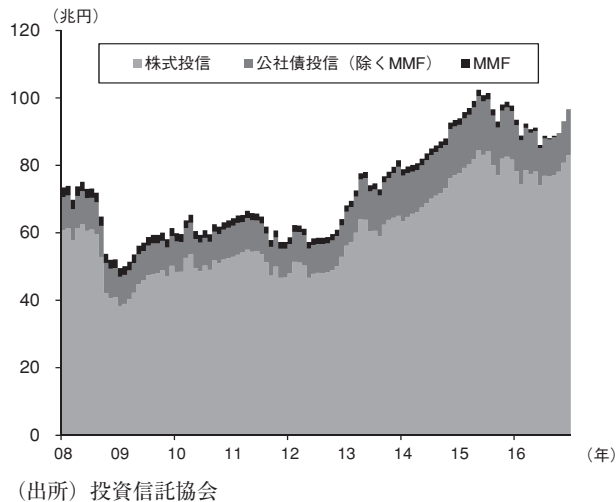
まず、株式売買代金の動向について見てみたい。東証一部では2016年の株式売買代金は前年比▲8.8%と減少している(図1)。外国

人の売買も減ったものの、それ以上に個人の売買が大きく減少し、主体別売買比率では外国人比率がさらに上昇している。7月に日本銀行が金融緩和策の一環としてETF買入れ額を増額(3兆円/年→6兆円/年)させたことは、株式相場を下支えする効果を生んでいる一方で、相場のダイナミズムを抑制しているという一面もあり、個人投資家の動きをやや足踏みさせているとも考えられる。

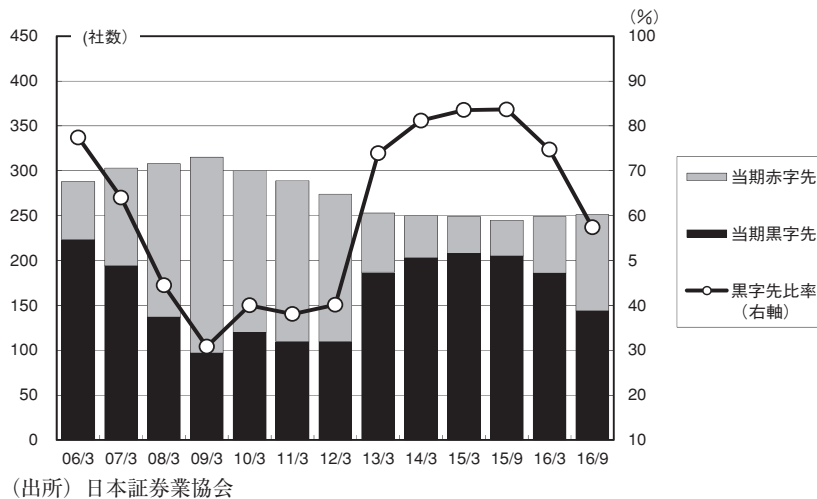
② 投信市場の動向

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、年初から秋にかけては軟調となった。年初からの株安・円高が響くとともに、マイナス金利政策に伴って、MMFや公社債投信における中期国債ファンドなどの取扱いが停止され、残高が減少したことも影響した。但し、年末にかけては、ト

(図2) 公募投信純資産残高推移



(図3) 本邦証券会社における当期黒字／赤字先推移



ランプ相場を受けて復調してきている。

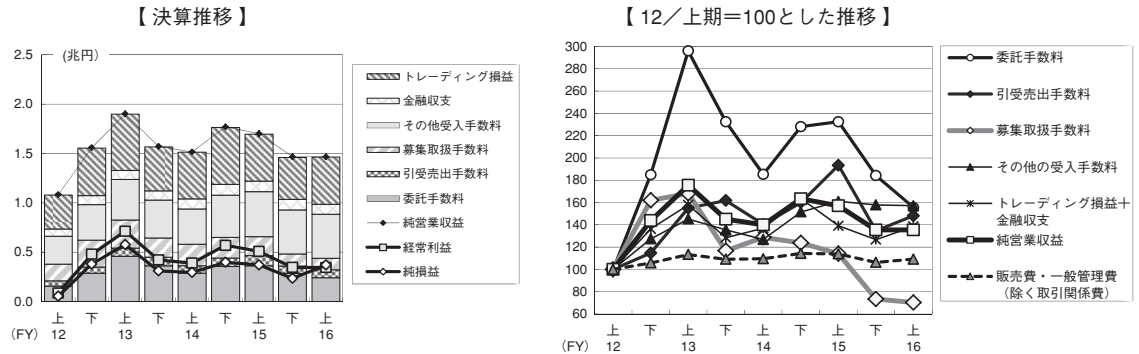
(2) 本邦証券会社の決算動向

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16/9期で57%となっている。2009～2011年度は4割程度で推移した後、2012年度以降は改善して8割が黒字となる時

(図4) 本邦証券会社の決算推移



(出所) 東京証券取引所

期もあったものの、16/9期は軟調な市場動向を受けて個人の動きが縮小したことを背景に、数年ぶりに厳しい状況となっている。

次に、東京証券取引所総合取引参加者（16/9期で92社）の決算推移を、半期毎（12/上期～16/上期）に見ていきたい（図4）。16/上期は純営業収益（事業会社の売上高に相当）及び経常利益が15/上期比で減収減益となっている。12/上期=100とした場合の16/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135となった中、株式売買委託手数料を中心とする委託手数料が155、投信販売等にかかる募集取扱手数料が70、引受売出手数料が148、トレーディング損益+金融収支が138、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）が157となっている。委託手数料に加えてその他の受入手数料が増加した一方で、投信販売のフロー収益である募集取扱手数料が減少に転じていることが特徴である。

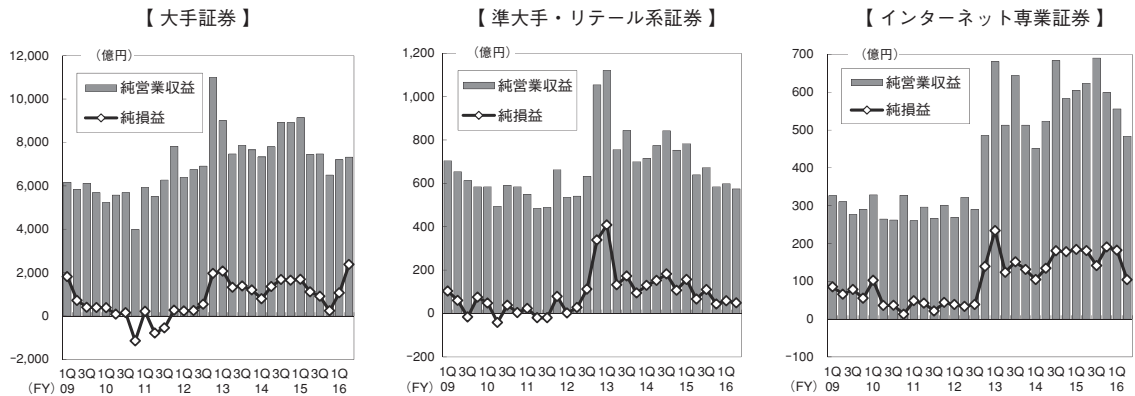
一方、費用項目である販売費・一般管理費（除く取引関係費）（以下「販管費」）は109で、純営業収益の伸びに比べて抑制的なトレンドとなっている。しかし、16/上期では下方硬直性がみられ、減収に伴う減益インパクトを強める結果となっている。

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^(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5）を見ると、16/上期の純営業収益・純損益は、カテゴリー毎にやや違いが見られる。

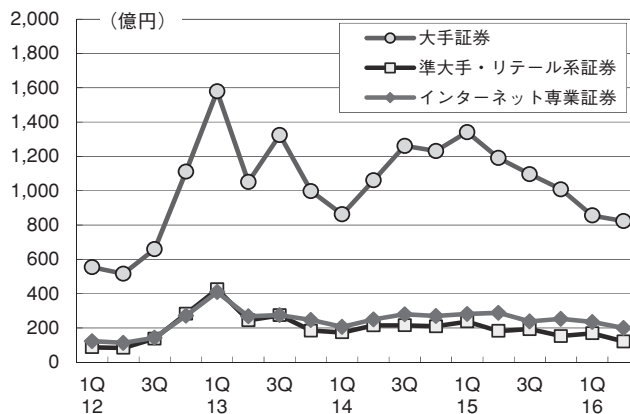
大手証券は、リテール部門においては厳しい環境の中、他カテゴリーと比べて堅調に推移したことに加え、ホールセール部門において、金利低下局面を捉えた債券トレーディングや海外部門の損益改善等が寄与し、他カテゴリーとの比較では堅調さがみられる。純損

(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

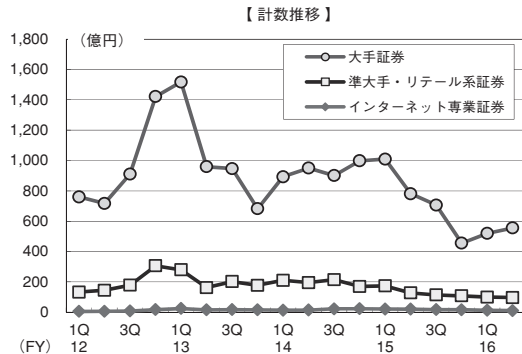
益は15／4Qでは5社合計でゼロ近傍まで低下したものの、その後は復調、16／2Qでは一時的な特別利益の計上影響もあって大幅増益となっている。

準大手・リテール系証券は、16／上期では対15／上期比で減収減益となっている。外債販売等にかかるトレーディング損益は増加し

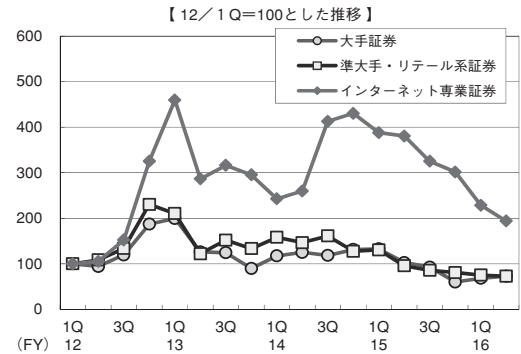
たものの、それ以外の募集取扱手数料、投信預かり資産の代行手数料が含まれるその他の受入手数料などの減少が影響している。

インターネット専門証券も減収減益となっている。15年度では相場環境の変化が激しくなる中で短期志向の強い個人の取引が増加し、他カテゴリーと比べて堅調に推移する動

(図7) 募集取扱手数料推移



(出所) 各社決算資料



(出所) 各社決算資料

きが見られたが、16/上期では、軟調かつ膠着感が強まる市場環境下、相場変動を捉えた個人取引が減少したことが響いている。

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。

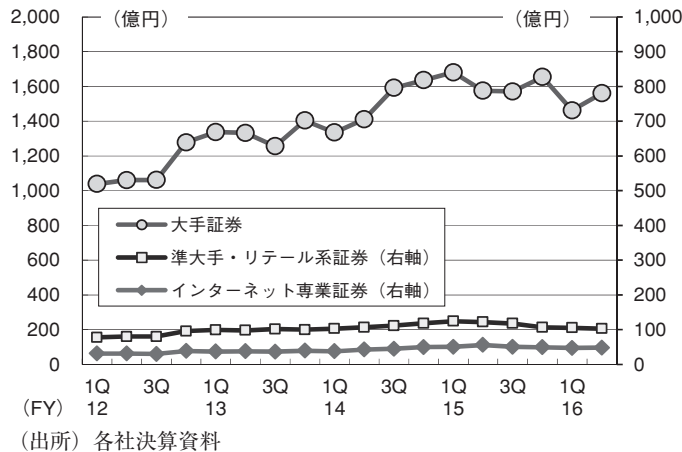
委託手数料のうち、株式売買委託手数料の推移を見ると(図6)、16/2Qは、各カテゴリーともに対前年同期比で約3割減となっている。2015年度と異なり、インターネット專業証券が大手証券や準大手・リテール系証券と同程度の減少となったことが特徴である。

募集取扱手数料の推移を見ると(図7)、

16/2Qはともに対前年同期比で減少し、大手証券と準大手・リテール系証券では、アベノミクス前の12/2Q水準を下回っている。12/1Q=100とした推移をみると、インターネット專業証券の16/2Q水準は12/2Q比で倍増しているものの、対15/2Q比では半減している。但し、これには、インターネット專業証券が投信の募集取扱手数料を取らない「ノーロード化」を推進していることも大きく影響しているものと考えられる。

その他の受入手数料の推移を見ると(図8)、16/2Qは対前年同期比で減少している。大手証券ではM&Aフィーが堅調に推移したものの、業界全体でみれば、株安・円高が進行した中で、投信預かり資産の代行手数料などの減少が影響している。もっとも、代行手数料の変動はあっても、預かり資産の増加を重視する戦略の方向性に変化はみられない。

(図8) その他の受入手数料推移



(3) 本邦証券会社における取組み

本項では、本邦証券会社の足元の取組みを見ていきたい。

大手証券は、ホールセール部門では、全体としては厳しさがみられたものの、マイナス金利政策の下での債券トレーディング、社債引受の活発化がみられ、またM&Aビジネスの拡大や海外事業の損益改善がみられている。リテール営業部門では、各社ともに持続的な基盤拡大につながる「預かり資産（ストック）」を重視する戦略の継続に加え、ラップ口座（投資一任勘定）のラインアップ拡充やデジタルチャネルにおける新たな取組みの導入といった動きが特徴的である。

準大手・リテール系証券は、大手証券よりもやや弱い動きとなっている。不確実性の高まった市場環境下、短期的には個人の投資意欲が落ち込んだことの影響をより大きく受けた面があるものと考えられる。こうした中、

各社では、出資・提携を通じたアライアンス経営の強化、新たな店舗戦略、海外金融商品の拡充、といった取組みを進めている。

インターネット専門証券は、主力顧客であるデイトレーダー等の囲い込み、幅広い個人投資家層の取引獲得に引き続き力を入れている。16年は、短期志向の個人投資家の取引がやや停滞し、業績面ではやや軟調さがみられたものの、収益力は準大手・リテール系証券よりも高水準を保っている。こうした中、デイトレーダー向けには高度な取引プラットフォームの拡充、幅広い個人向けには投信ビジネスの拡充や資産運用ツールであるロボアドバイザーの導入といった動きがみられる。

加えて、地場証券と地域銀行証券子会社についても触れたい。地場証券は、業績面では、16／上期はやや厳しい状況となったことが推察されるが、地域社会に根差した「貯蓄から投資への身近な推進役」として期待される役

割は引き続き大きい。「今後を見据えた顧客基盤の構築」が引き続き大きな課題であろう。

地域銀行の証券子会社は社数・業容ともに拡大が進んでいる。2017年1月現在で18社が既に事業展開し、今後の予定先を含めると23社になっている。地域面では北海道から沖縄まで拡がり、また第二地方銀行が証券子会社を持つ動きが出るなど、多様性を増している。地域銀行では、銀行窓販と証券チャネルの複線活用を進める動きが拡大しており、注目される。

(4) 金融行政、フィンテック

本項では、証券会社経営に関するキーワードとして、金融行政、フィンテックについて触れてみたい。

① 金融行政

金融庁が2016年10月に公表した「平成28事務年度金融行政方針」では、人口の減少や高齢化が進む中、これまで蓄積された国民の貯蓄（資産）を安定的に増大させることが重要としている。その観点から、(a) 家計における長期・積立・分散投資の促進、(b) 金融機関等（運用機関／販売会社）における顧客本位の業務運営（フィデューシャリー・デューティー）の確立・定着、(c) 機関投資家（年金基金等）における運用の高度化を挙げている。

(a) では、NISA・ジュニアNISAに加えて、積立NISAが新たに創設されることとなり、ま

た今年1月から加入対象範囲が拡大された個人型確定拠出年金（iDeCo）も長期・積立・分散投資を促進する役割が期待されている。

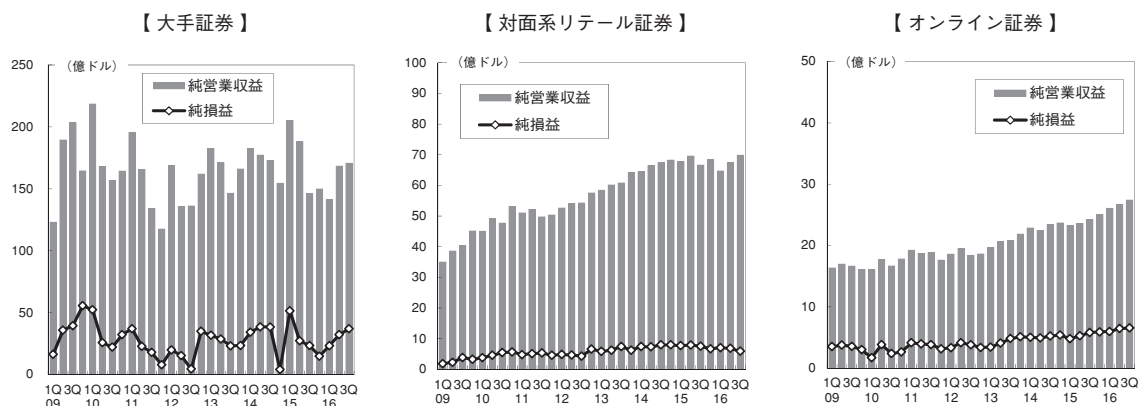
また、2017年1月に金融庁が公表した「顧客本位の業務運営に関する原則（案）」では、2016年12月の金融審議会／市場ワーキンググループの提言を踏まえ、金融事業者が顧客本位の業務運営におけるベスト・プラクティスを目指す上で有用な原則を定めている。具体的には金融事業者に対し、(a) 顧客本位の業務運営に係る方針の策定・公表等、(b) 顧客の最善の利益の追求、(c) 利益相反の適切な管理、(d) 手数料等の明確化、(e) 重要な情報の分かりやすい提供、(f) 顧客にふさわしいサービスの提供、(g) 従業員に対する適切な動機づけの枠組み等、を求めている。金融事業者に「顧客本位の業務運営の『見える化』」を求めている。証券会社においても重要なテーマとなろう。

② フィンテック

金融分野で拡がりをみせるフィンテックだが、2016年は証券分野でも取組みが進んだ。

個人向け資産運用サービスでは、インターネットを通じて投資運用ポートフォリオの提案や投資一任勘定のサービス提供を行うロボアドバイザーが拡がってきている。フィンテック企業とともに、既存の大手証券、インターネット専門証券でも取組みが進んだ。デジタルの活用はこれまでも行われてきたが、従来の「対面チャネルの補完、便利な取引ツ

(図9) 米国証券会社の決算推移



(出所) 各社決算資料

ル」という概念から、「対面とデジタルを有機的に組み合わせた複合チャネル」という方向に進んできたのが2016年の特徴であろう。

証券決済の革新という観点からのブロックチェーン技術などを活用したDLT (Distributed Ledger Technology) では、日本取引所における実証実験が進んだ。また、海外の証券取引所におけるDLTの実証実験を主導する取り組みも行われた。

こうした動きは、今年に入ってさらに加速していき、証券業務に様々な変革の流れをもたらす可能性があり、注目される。

3. 米国証券会社の経営動向

前節までに本邦証券会社の経営動向や取り組みを見てきたが、本節では、米国証券会社の経営動向を見ていきたい。

(1) 米国証券会社の決算動向

まず本項では、米国証券会社の16/3Q (2016年7-9月期) までの四半期毎の決算の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、2016年に入って復調の動きがみられ、16／3Qは対15／3Q比で増収増益となっている。ホールセール部門では金利・クレジット商品を中心とした債券・為替等(FICC)トレーディング収益が好調となり、またウェルスマネジメント部門も堅調に推移している。

対面系リテール証券は、2009年以降、業容は趨勢的に拡大したものの、近時ではやや弱さがみられ、16／3Qは対15／3Qで小幅な増収ながら減益となっている。但し、減益は年金事業が大きな証券会社において低金利環境を受けた変額年金に関する費用計上の影響が大きかったもので、個人向け証券部門については引き続き堅調さがみられている。利益水準の安定性という観点では、リテール部門における個人向け資産運用ビジネスで投資一任勘定(ラップ取引)の取引ウェイトが高く、預かり資産残高に応じたフィーベース収入を安定的に得ており、特段の変化は見受けられない。

オンライン証券は堅調さが続き、16／3Qは対15／3Q比で増収増益となっている。株式取引等に関する手数料収入にはやや厳しさがみられたものの、デジタルと人の組み合わせによるチャネルの拡充を通じて預かり資産が拡大、これに伴ってアセットマネジメント報酬が安定的に増大している。また、MMF規制改革と利上げを睨んだ金利上昇局面を受

けて、自社MMFや短期資金の運用収益が増加したことも増益に寄与している。

以上を踏まえた注目点としては、日本・米国ともに大手証券が相対的に堅調だったこと、インターネット専門証券においては、日本よりも米国に力強さが見られたことが挙げられよう。

(2) 米国労働省のフィデューシャリー・デューティー

米国において、目下大きな対応課題となっているのは、労働省(DOL)によるフィデューシャリー・デューティーである。これはフィデューシャリーの範囲を見直し、事業者が提供する私的年金(401(k))や個人退職勘定(IRA)に関して、投資に関するアドバイスや推奨を行う者は、定期的な形ではなくても、原則としてフィデューシャリーに該当する(従来は、定期的なアドバイス実施がフィデューシャリー適用の要件)とするものである。2017年4月10日から基本条項実施、2018年1月に完全実施が予定されている。

本件自体は退職優遇税制口座を対象にした話だが、こうした口座に関する金融商品サービス提供を行うブローカー・ディーラー(証券外務員)にフィデューシャリー・デューティーが課されるインパクトは大きい。実際、退職優遇税制口座と通常の資産運用口座に関する金融商品サービス提供をともに手掛けるブローカー・ディーラーも少なくなく、個人向け金融商品アドバイス全般のルールや業務

運営に大きな影響を及ぼすものとして注目されている。

(3) フィンテックの活用

米国の証券分野におけるフィンテックの活用では、既存の大手金融機関・オンライン証券や資産運用会社が、自ら金融サービスを開発提供したり、フィンテック企業の買収等を進める動きが進んでいる。例えばロボアドバイザーの分野では、元々はフィンテック企業がいち早く手掛けてきたが、2016年ではVanguard、Charles Schwabが主力となっている。既存大手では、フィンテック企業をライバルとする次元ではなく、デジタル環境の変化や顧客ニーズに即して自社のビジネス戦略を進化させていく中で、こうした取組みを拡充させているという側面が強い。こうした方向性は、日本においても同様といえよう。

■ 4. 2017年における本邦証券会社の経営展望

最後に2017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。

2017年の本邦証券会社の経営において、リテール業務では、「顧客の預かり資産額重視」の手法を引き続き進化させていくとともに、その取組みについて、顧客をはじめとした様々なステークホルダーに分かりやすく打ち出していくこと、つまり「見える化」が一層重要となってくるだろう。これは、顧客向け

サービスパッケージを一層分かりやすくすることと、その考え方や理念などを発信することの両方が含まれる。前者では、デジタル活用が鍵であろう。各証券会社によって事業特性の違いはあるにしても、対面かオンラインかという二元論ではなく、「人とデジタルによる統合的なサービス提供体系」を進めていくことは、これまで以上に業界全体を貫く重要な方向性になっていくものと考えられる。

2017年の金融市場は、昨年末のトランプ相場を受け継いでスタートしたものの、トランプ大統領の実際の政権運営動向、英国のEU離脱プロセスを巡る動き、欧州の政治情勢など、様々な不確実性の下にある。日本では、イールドカーブ・コントロール等の金融緩和が継続されるものと思われるが、特にETF買入れについては急激なペースで増加しており、日本銀行の財務健全性との兼ね合いからは持続可能性の高い政策とも言い難い。2017年かどうかは分からないが、金融市場の転換点を再び迎える可能性もあり、証券会社経営では、ホールセール／リテールの両面から、警戒心を緩められる局面とはならないだろう。

本邦証券会社にとって、2017年は市場動向に関しては期待と不安が交錯する1年となるかもしれないが、「顧客の預かり資産重視」という変わらぬ姿勢と、デジタル環境や顧客志向が大きく変化する中の「サービス提供体系の大胆な革新」を両輪で進めていくことが、顧客の継続的な支持を得て持続的な成長を遂

げていく上での鍵となるであろう。

(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、藍澤証券、いちよし証券、東洋証券、丸三証券、水戸証券の8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

