■レポート――■

2022年における本邦証券会社の経営展望

みずほリサーチ＆テクノロジーズ 調査本部 調査部
大木　剛

1．はじめに

2021年、新型コロナ影響が2年目に入った中、経済活動の再開による景気回復期待が高まり、世界的に株高が進展した。米国S&P500は年間で27%の上昇となり、欧米株では2割以上の上昇も目立った。日経平均株価の年初来騰落率は＋4.9%となり、欧米株と比べると力強さに欠けたものの、2～4月と9月に一時3万円を超え、2021年末終値は1989年以来、32年ぶりの高値水準となった。2022年に入ってからは、日本では新たな変異株（オミクロン株）による新型コロナ感染者が急増、「まん延防止等重点措置」を適用する都道府県が増加し、社会・経済の不透明感の高まりが懸念される状況にある。また米国でのインフレ加速、利上げ拡大観測も踏まえた金利上昇が生じる中、不安定な市場環境となっている。

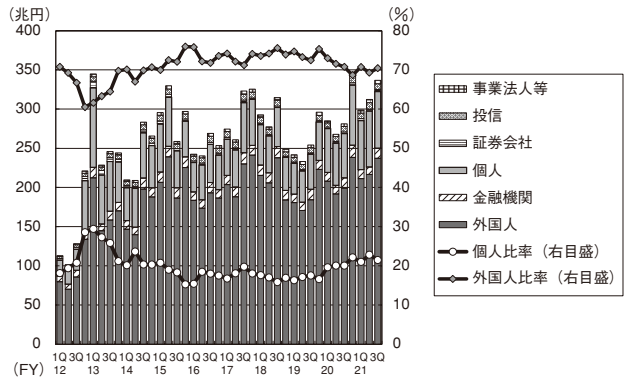
〈目　次〉

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
4．2022年における本邦証券会社の経営展望

本邦証券会社は、ホールセールでは増加する企業の資本市場調達やM&Aニーズの取り込み、リテールでは顧客預かり資産の増加やオンライン取引の拡大等を受けて、業績改善の動きがみられる。デジタル活用、サステナビリティへの取り組みについても進展している。もっとも、社会の基本構造として少子高齢化が続いていることに加え、新型コロナ影響が社会・経済の変化を加速させている中、ホールセール／リテール分野ともに、環境変化を見据え、先取りした変革が求められる状況にある。

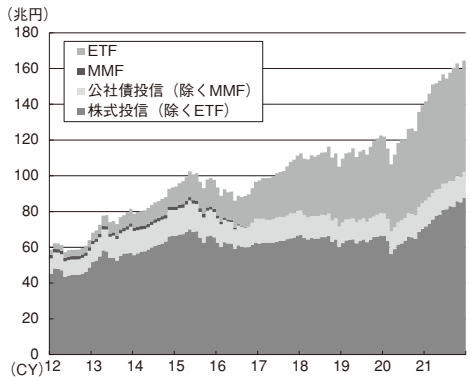
本稿ではこうした潮流を踏まえつつ、2022

（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

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り組みを見ていく。次に米国証券会社の経営動向について触れた上で、2022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

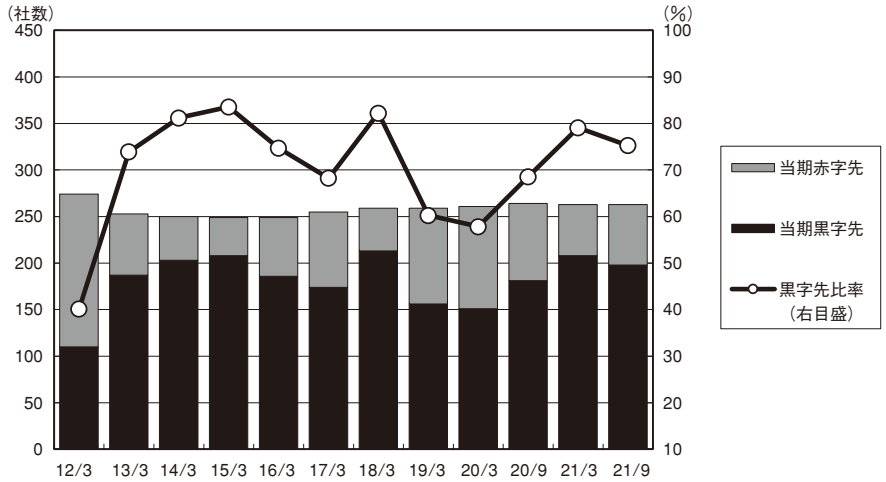
① 株式売買代金の動向

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2021年の株式売買代金は前年比＋13.9%と増加している（図１）。主体別売買比率では外国人比率が低下した一方、個人が上昇している。

② 投信市場の動向

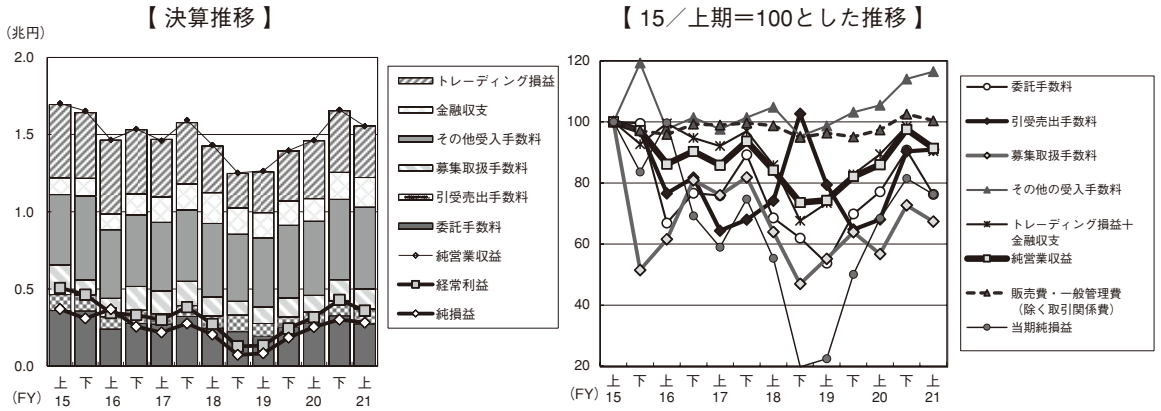
次に投信市場について、公募投信の純資産残高推移（図２）を見ると、2021年末では164.5兆円（前年末比＋18.0%）と増加している。内訳では、株式投信（除くETF（上場投資信託））は87.6兆円（同＋24.5%）、ETFが62.4兆円（同＋13.9%）となっている。従前は日本銀行が金融緩和政策の一環として実施しているETF買入れに対応した日本株式のインデックスETF組成増加が寄与し、ETFの伸び率の方が堅調だったが、2021年３月に日本銀行がETFの買入れ方針を見直して以降、ETF買入れ額は急減し、逆にETFの伸び率の方が軟調となっている。一方で、株式投信（除くETF）は資金流入や時価増大により堅調に増加している。

（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

（図４）本邦証券会社の決算推移



（出所）東京証券取引所

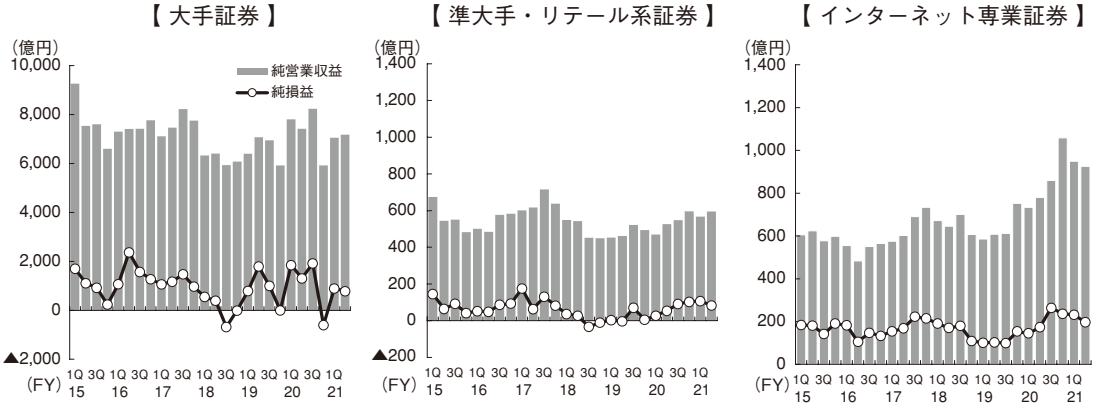
⑵ 本邦証券会社の決算動向

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21／９期で75%となっている。投信販売等にかかる募集取扱手数料やその他の受入手数料の増加等が寄与し、対20／９期比では黒字先の割合が上昇している。

次に、東京証券取引所総合取引参加者（21

（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

／上期で87社）の決算推移を、半期毎（15／上期～21／上期）に見ていきたい（図４）。21／上期は対20／上期比で純営業収益（事業会社の売上高に相当）、純損益ともに増加している。純営業収益は、募集取扱手数料、引受売出手数料などの増加が寄与している。また、販売費・一般管理費（取引関係費を除く。以下「販管費」）は小幅増に留まり、純損益は対20／上期比で＋11.4%の増益となっている。

15／上期＝100とした場合の21／上期の純営業収益及びその内訳項目、販管費の水準を見ると、純営業収益は91となった中、株式売買等の委託手数料が76、募集取扱手数料が67、引受売出手数料が91、トレーディング損益＋金融収支が90、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）が116、販管費が100、純損益は76となっている。その他の受入手数料が増加した一方で、募集取扱手数料や委託手数料が減少したこと、販管費が横ばいとなったことが影響している。

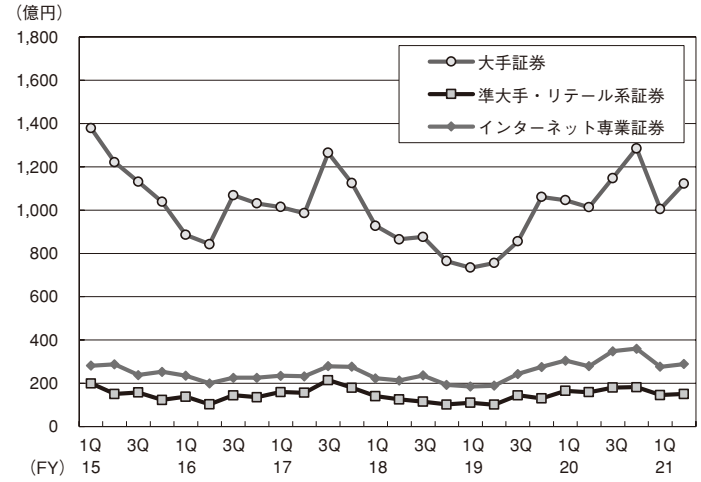
②　本邦証券会社の決算推移（カテゴリー別）

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）／インターネット専業証券（注３））の四半期決算推移（図５）を見ると、21／上期の純営業収益・純損益の傾向には各々特徴がみられる。

大手証券は、引受売出手数料やその他の受入手数料などが増加したものの、一部の社で海外顧客関連取引損失を計上し、全体では減収減益となっている。引受売出手数料は、株式は初回の緊急事態宣言下で大きく減少した前年同期比での反動増、社債は企業の資金調達ニーズ増大等を受けてともに堅調となった。

準大手・リテール系証券は増収増益となっ

（図６）株式売買委託手数料推移



（出所）各社決算資料

ている。準大手証券における連結対象先拡大も寄与し、委託手数料は小幅減となったものの、募集取扱手数料、その他の受入手数料、トレーディング損益がいずれも増加した。

インターネット専業証券も増収増益となっている。委託手数料は、無料化対象拡大による委託手数料率の低下を受けて減少となったものの、その他の受入手数料、トレーディング損益、金融収支が拡大した。トレーディング損益では、FX（外為証拠金取引）や一部の社での暗号資産取引関連収益の大幅増が寄与した。

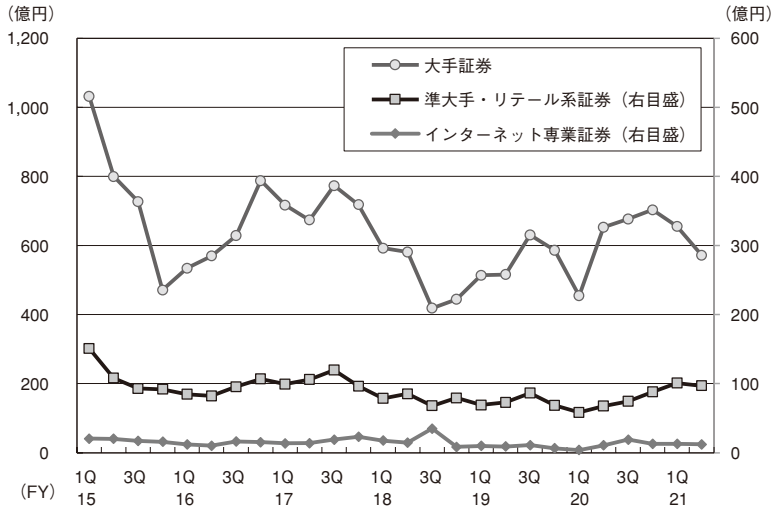
③　本邦証券会社の決算推移（委託手数料、募集取扱手数料、その他の受入手数料）

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の推移を、カテゴリー別に見ていきたい。

まず、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）、21／上期は対20／上期比で大手証券は＋3.3%と小幅増となった一方、準大手・リテール系証券は▲8.7%、インターネット専業証券は▲3.1%と減少している。準大手・リテール系証券では、株価復調の中で対19／上期比で取引が大幅増となった20／上期との対比では反動減となったこと、インターネット専業証券は、売買金額は増加した一方で、株式売買委託手数料無料化の対象拡大等による委託手数料率の低下が影響している。

次に、募集取扱手数料の推移を見ると（図７）、21／上期は対20／上期比で大手証券は＋10.8%、準大手・リテール系証券は＋57.1%、インターネット専業証券は＋70.7%となっている。準大手・リテール系証券は、初回の緊急事態宣言下で対面取引が制約を受けて取引

（図７）募集取扱手数料推移



（出所）各社決算資料

が落ち込んだ前年同期比では反動増となり、また準大手証券における連結対象先拡大も寄与した。インターネット専業証券は、ネット投信販売での募集取扱手数料廃止が減少要因となっているものの、IFA（独立系フィナンシャルアドバイザー）や地銀連携等の金融商品仲介チャネルによる販売手数料の増加が寄与した。

最後に、その他の受入手数料の推移を見ると（図８）、21／上期は対20／上期比で大手証券は＋29.0%、準大手・リテール系証券は＋29.1%、インターネット専業証券は＋51.6%となっている。主要な内訳項目である投信預かり資産額に基づく代行手数料は、堅調な相場や資金流入で各カテゴリーともに増加した。また、大手証券ではM&Aアドバイザリー報酬の拡大、準大手・リテール系証券ではファンドラップフィーの増大、インターネット専業証券では一部の社での暗号資産関連収益の増加も寄与している。

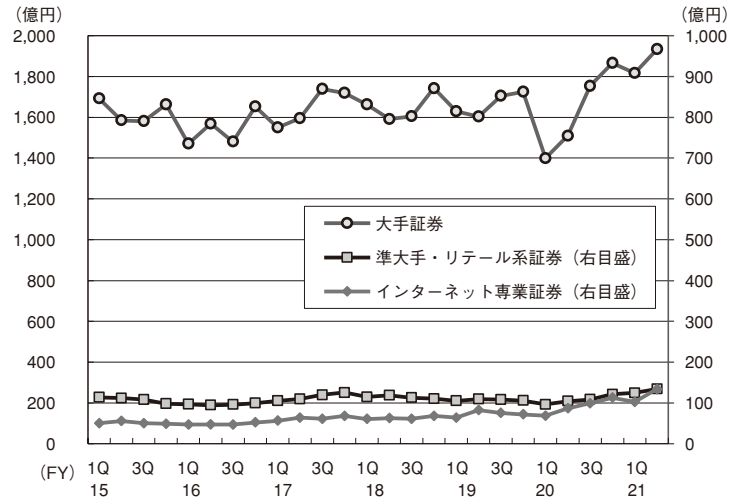
⑶　本邦証券会社における取り組み

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、ホールセール分野では、アドバイザリービジネスの強化、リスクマネー供給増強、プライベート領域の拡大（非上場企業への投資、オルタナティブ運用等）、外国株ビジネスの強化、DX（デジタルトランスフォーメーション）、サステナビリティへの取組強化などの動きがみられる。

リテール分野では、富裕層、資産形成層の双方の特性に応じた取り組みを強化している。ラップ取引の強化、投信に関する手数料

（図８）その他の受入手数料推移



（出所）各社決算資料

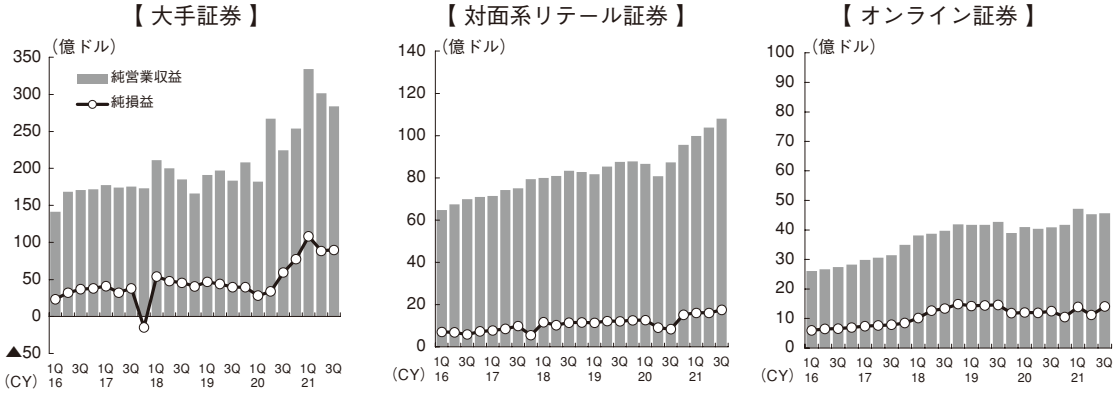
体系の複線化（売買手数料／残高手数料）の取り組みがみられる。顧客とのコンタクトでは、コロナ影響で対面取引が制約される中、積極的なコンタクトセンターとしてのコールセンターの活用強化が進んでいる。また、地域金融機関との協業拡大、スマホ専業証券の拡充も行われている。新たな領域では、STO（セキュリティトークンオファリング）等のデジタルアセットビジネスへの取り組みも行われている。

準大手・リテール系証券は、他証券会社の連結子会社化を含むグループ経営の拡張、富裕層ビジネスの強化、地域銀行等との提携を通じたプラットフォーマービジネスの拡大等を進めている。また、IFAビジネスへの注力、スマホ専業証券の設立準備等の動きがみられる。

インターネット専業証券は、米国株取引サービスの拡充、ロボアドバイザーやポイント投資サービスの提供等による顧客基盤の拡大を進めている。また地域銀行等との金融商品仲介業務にかかる提携拡大、IFAチャネルの拡充など、ネットでの取引プラットフォーム提供に留まらない取り組みにも力を入れている。加えて、一部の社で事業を急拡大させている、暗号資産取引などの取り組みも注目される。

地場証券は、21／３期は対20／３期比では大部分の会社が増益（もしくは赤字縮小）となり、また18／３期以降で最も高い利益水準となった社も少なくない。新型コロナ影響を受けた20年３月の相場急落からの回復過程における株式、投資信託関連収益の増加、経費抑制等が寄与したもので、市場環境の追い風

（図９）米国証券会社の決算推移



（出所）各社決算資料

と自助努力の両面を通じて一定の改善が図られている。しかしながら、社会の基本構造として少子高齢化が進展し、顧客の高齢化が更に進展している中、引き続き事業基盤の安定確保に向けた施策が求められる状況にある。

また証券業界全体として、サステナブルファイナンスの推進など、脱炭素（グリーン）社会の実現に向けた「持続可能な開発目標（SDGs）」達成への取り組みが引き続き図られている。2021年１～９月の日本国内で公募されたSDGs債発行額（注４）は、約1.7兆円（前年同期比＋17.2%）と拡大している。証券業界がサステナブルファイナンスの推進等を通じてSDGsの達成に向けて果たす意義は大きく、引き続き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。

(1) 米国証券会社の決算動向

米国証券会社の21／３Q（2021年７－９月期）までの四半期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）（注５）に見ていきたい（図９）。

大手証券は、2021年の業績は好調に推移し、21／１Q～３Q累計は対前年同期比で純営業収益は＋36.4%、純損益は＋135.9%と増収増益となっている。ホールセール部門がSPAC（注６）のIPO拡大による株式引受収入の増加、顧客取引の活発化による株式トレーディング収入の増大が寄与し、大幅な増益となった。ウェルスマネジメント部門は顧客運用資産の増加、買収したオンライン証券の寄与も加わり、増益となった。また、資産運用部門も買収した資産運用会社の寄与、預かり資産の増

（図10）Raymond Jamesの近時M＆A実績・計画

計画公表年月	買収先社名	事業内容	強み
2020.12	NWPS Holdings	企業リタイアメント プラン管理	中小企業向け同分野の成長に対応
2020.12	Financo	ブティック投資銀行	美容・アパレル等の消費者向け投資銀行分野
2021. 5	Cebile Capital	プライベートエクイティ アドバイザー	プライベートエクイティファンドのプレースメント
2021. 7	Chalres Stanley	英国（ロンドン） ウェルスマネージャー	英国進出の基盤
2021.10	TriState Capital	銀行・アセットマネジメント	テクノロジーを活用した証券担保ローン管理

（出所）当社公表資料

加により堅調に推移した。

対面系リテール証券は、21／１Q～３Q累計は対前年同期比で純営業収益は＋22.3%、純損益は＋65.2%と増収増益となっている。ホールセール部門を持つ会社では、M＆Aアドバイザリーや株式引受等の増加により堅調に推移した。リテール部門では投資一任勘定（ラップ取引）の収益が運用資産の増大に伴って増加した。また銀行部門を持つ会社では、貸出の増加や、新型コロナ影響を見越して前年に計上した貸倒引当金の戻入計上等が寄与した。

オンライン証券は、21／１Q～３Q累計は対前年同期比で純営業収益は＋13.0%、純損益は＋7.5%と増収増益となった。顧客取引関連収入は、前年同期比での市場環境の落ち着きにより伸び悩んだものの、預かり資産額に応じたフィーベース資産の増大を受けた、アセットマネジメント報酬の拡大が増益に寄与した。

米国と日本を比較すると、ホールセール分野の好調さは日米ともに共通ながら、米国の力強さが顕著となっている。またリテール分野についても、日米ともに顧客預かり資産の増大等を背景に、堅調さがみられる形となっている。

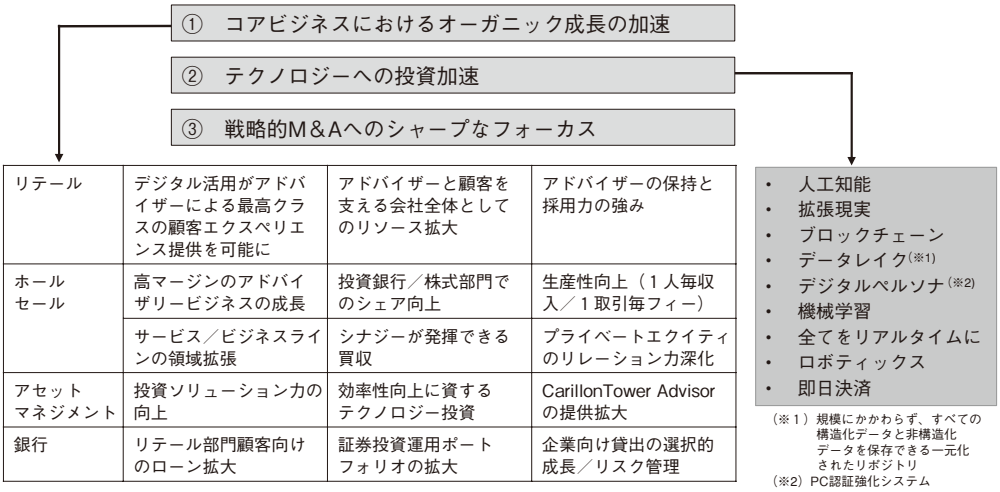
⑵　米国証券会社の取り組み

本項では、アドバイザーによる対面リテール証券分野を中心としつつ、ホールセール業務にも強みを持ち、M＆A等も活用した事業拡大を進めている、独立系証券のRaymond Jamesの動向を取り上げてみたい。

当社は、2021年決算（９月決算）において、純営業収益：約1.1兆円（１＄＝110円換算）、純利益：約1,540億円（同）、顧客預かり資産（21／９末）：約130兆円（同）となっている。税引前利益のセグメント構成比率は、リテール：37%、ホールセール：26%で、他にアセットマネジメントと銀行子会社で構成されている。10年前との比較では、純営業収益は3.1倍、純利益は4.8倍、顧客預かり資産は約4.6倍といずれも大きく拡大させている。

当社は積極的にM＆Aを活用している（図

（図11）Raymond James の成長イニシアチブ



（出所）当社公表資料

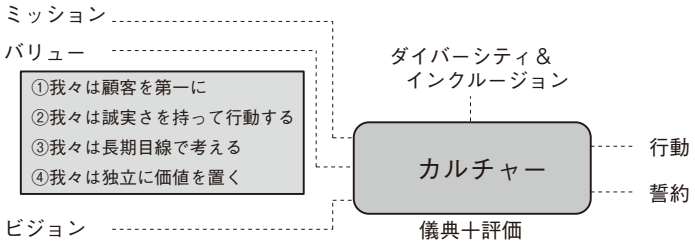
10)。ホールセール分野では、Financo（ブティック投資銀行)、Cebile Capital（プライベートエクイティアドバイザー)、リテール分野では、NWPS Holdings（企業リタイアメントプラン管理)、Charles Stanley（英国ウェルスマネージャー)、銀行分野ではTriState Capitalの実績・計画が挙げられる。こうしたM&Aを活かして、新規分野の構築、既存分野とのシナジーによる競争力強化等に取り組んでいる。特に近時では、将来の成長に寄与しうるテクノロジーを持つ企業のM&Aが特徴的である。

当社は、成長イニシアチブとして、「①コアビジネスにおけるオーガニック成長の加速」、「②テクノロジーへの投資加速」、「③戦略的M&Aへのシャープなフォーカス」、を掲げている（図11)。テクノロジー投資、デジタル活用を重視すると共に、戦略的M&Aへのフォーカスを示しており、近時のテクノロジーに強みを持つ企業のM&A実行は、本イニシアチブに沿った取り組みといえる。

一方で、オーガニック成長の加速を第一に挙げている点も重要である。リテール分野では、「デジタル活用を通じたアドバイザーによる最高クラスの顧客エクスペリエンス提供」、「アドバイザーと顧客を支える会社全体としてのリソース拡大」等を掲げ、顧客エクスペリエンスの向上を重視している。

また、当社は企業としての「カルチャー」を重視している（図12)。その主要な構成要素である「バリュー」では、「①我々は顧客を第一に」、「②我々は誠実さを持って行動する」、「③我々は長期目線で考える」、「④我々は独立に価値を置く」、の４点を掲げている。こうした「バリュー」を主要な構成要素とした「カルチャー」に基づき、顧客を第一に考

（図12）Raymond Jamesの「カルチャー」と「バリュー」



（出所）当社公表資料

え長期目線で向き合い、誠実さを持って行動することが、オーガニック成長の重要な基盤になっている。その上でM&Aの機動的活用を組み合わせることで、長期にわたる継続的な成長に結びついているものと考えられ、こうした当社の取り組みは参考になるものと考えられる。

4．2022年における本邦証券会社の経営展望

最後に2022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。

2022年の内外株式市場は、ワクチン普及の下での新型コロナ影響の減退を見据えた経済活動拡大による堅調さが期待されるものの、年初時点では新型コロナの感染が国内外で再度拡大しており、引き続き新型コロナ影響に左右される状況となっている。一方、米国ではインフレが進行する中、利上げ等の金融引き締めが加速する可能性もあり、グローバル市場への影響も懸念される局面も十分考えられる。

本邦証券会社においては、リテール分野では長期的な資産形成の支援を通じた顧客基盤の拡大と預かり資産残高の推進、ホールセール分野では企業の経営環境に即した資本市場調達やM&Aニーズへの機動的な対応が重要で、引き続き強化すべき方向性であろう。

かかる取り組みを通じ、持続的成長を実現していく上では、従来以上に確かな座標軸が求められるだろう。こうした中、顧客を第一に考え長期目線で向き合い、誠実さを持って行動することをオーガニック成長の重要な基盤とした上で、M&Aの機動的活用を組み合わせることで長期にわたる継続的な成長を遂げている、米国独立系証券Raymond Jamesの取り組みは参考例の一つとなろう。

本年4月には、東京証券取引所の市場区分がプライム市場・スタンダード市場・グロース市場の3つに再編予定となっており、本見直しを通じ、上場会社の持続的な成長と中長期的な企業価値向上を支え、国内外の多様な投資者からより高い支持を得られる、魅力的な株式市場となることが期待されている。

資本市場は、家計金融資産を含む幅広い資

金を集め、企業の成長を支える上で重要な役割を持っている。またコロナ影響を踏まえた社会構造変化への対応、脱炭素化の取り組みを考える上でも、資本市場を規律とした枠組みは有用かつ欠かせないものであり、資本市場と密接に関わる証券会社の果たすべき役割は大きいものと考えられる。

区切りを持った「アフターコロナ」はなかなか見通しづらい中、むしろ断続的な変化が求められる環境にある。そうした下では、短期的な機動性は勿論大事だが、それだけではなく、長期的な視座に基づく判断軸を十分持って進めていくことが重要であろう。こうした中、本邦証券会社において、2022年は「長期的な視座に基づく、時間軸に応じた対応」が一層求められるものと考えられる。「家計の資産形成支援」・「DX」・「企業の成長支援」・「サステナブルファイナンス」等の各分野において、「長期的な視座」を如何に判断軸として活用していくかは、長期的な役割発揮と事業成長を実現していく上で、大きな鍵となるだろう。

(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、アイザワ証券グループ、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、auカブコム証券、松井証券、マネックスグループ、楽天証券の5社

(注4) 発行体によりグリーンプロジェクト、ソーシャルプロジェクト、サステナビリティプロジェクトへの資金充当が公表された、日本国内で公募されたSDGs債（日本証券業協会の集計による）

(注5) 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。尚、20／3Q（2020年7月～9月期）までは同社とTD Ameritrade（2020年10月にCharles Schwabが買収完了）の2社合計

(注6) 特別買収目的会社（Special Purpose Acquisition Company）