

# 2024年における 本邦証券会社の経営展望

大和総研 金融調査部 担当部長 主席研究員

**内野 逸勢**



## 1. はじめに

2023年は、2022年に引き続きインフレと金利上昇が世界経済にとっての懸念事項として残った。この背景には、ロックダウン解除後の需要急増と人手不足による人件費増加などに起因する物価の高止まりがいつまで続くのかという懸念に加えて、中東情勢やウクライナ情勢が緊迫するという地政学リスクの顕在化などがある。

地域・国別にみると、米国では、3月には銀行の経営破綻が相次ぎ、強い信用収縮の発

生が懸念されたものの、個人消費が底堅く推移したことで景気は拡大基調を維持した。年後半にかけては、インフレ率は低下傾向が続き、経済のソフトランディングの可能性が高まっている。ユーロ圏経済は、2023年を通じて停滞が続いているが、利上げの効果もあってインフレ率は低下傾向が続いた。日本経済に目を向けると、経済正常化が大幅に進み、賃上げや価格転嫁が加速したことから、前向きな変化が多く見られた一年であった。もともと、物価高に賃上げが追い付かず、実質賃金は前年比マイナス圏で推移した。

このような経済状況の下、主要国の株式市場は、2023年の年初は米欧での利上げ幅の縮小観測や中国でのゼロコロナ政策終了などを背景に上昇基調でスタートした。3月には、欧米での金融システム不安の台頭に伴い反落したものの、当局の対応などによりやがて不安が和らいだ。その後、生成AIの急速な普及などにより、GAFAM（グーグルの親会社

### 〈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. 2024年における本邦証券会社の経営展望

アルファベット、アマゾン・ドット・コム、メタ・プラットフォームズ（旧フェイスブック）、アップル、マイクロソフト）にエヌビディア、テスラを加えたいわゆる「マグニフィセント・セブン（壮大な7銘柄）」を主なけん引役として概ね上昇傾向となった。10月には金融引き締め長期化観測などを背景に米10年国債利回りが5%に達し、また中国の景気減速と不動産業の債務問題への懸念も高まって株価が軟調となる場面があった。しかし、年末には米金融政策の利上げ終了と、その先にある利下げ期待が高まり株価が反発した。

主要株価指数の現地通貨ベースの年初来騰落率を比較すると、日本のTOPIXが26.7%（2023年1月4日1,868.15から2023年12月29日2,366.39に上昇）と大幅に上昇した。3月の東京証券取引所のガイダンスによる低PBR（株価純資産倍率）の改善をはじめとする国内企業の構造改革期待や、インバウンド需要による国内経済の後押し、緩和的な金融政策の継続見通しなどを材料に上昇した。さらに生成AIブームを背景に成長株を物色する動きも加わった。TOPIXは9月には33年ぶりの高値を更新した。その後、米インフレの落ち着きや、景気の「ソフトランディング」見通しが高まり、日米企業の堅調な企業業績なども支えとなって、TOPIXは年初と比較して大幅に上昇した。これに対し、欧州のユーロストックス600の年初来騰落率は11.7%（2023年1月2日428.95から2024年12月29日479.02）と、2021年以来の大幅上昇となった。

3月にクレジットリスクが破綻して、銀行セクターへの懸念が高まったものの、その後、インフレが落ち着き、中央銀行が利下げに踏み切るとの見方を材料に年末にかけて上昇した。中国の上海総合指数の年初来騰落率は、▲5.8%（2023年1月4日3157.63から2023年12月29日2974.93）となった。不動産不況の懸念が持ち上がった2023年春以降下落が続き、10月には心理的節目の3000を下回り、景気減速への懸念は強く、下落傾向は続いたままである。米国のS&P500種指数は24.7%（2023年1月3日3824.14から2023年12月29日4769.83）と、大幅上昇。年後半にはインフレ鈍化を示唆する経済指標が目立つと、利上げ終了観測の台頭などを受け、10月に5%まで上昇した長期金利が低下に転じたのに続き、2024年の利下げ観測の強まりとともに年末にかけて上昇した。

2024年に入り、米国では金融政策の順調な緩和のシナリオと景気のソフトランディングのシナリオに支えられ、株式指標は好調を維持している。日本では、好調な企業業績などを背景に2024年1月11日の日経平均株価が1990年2月以来、33年11カ月ぶりとなる3万5000円台に乗せた。

本邦証券会社は、2023年においても前年に続き、ホールセール部門では金利ボラティリティの拡大がFICC（Fixed Income, Currencies and Commodities）業務を支えたが、引き続き世界的な金融引き締めを背景に投資損益の悪化が続き、グローバルに投資

銀行（IB）需要が枯渇するなど、株式関連のプロダクトでは顧客アクティビティが軟調に推移してきた。リテール部門では、株式トレーディング損益（外国株）や委託手数料（日本株）が改善し、収益が大幅に改善した。加えて、2024年にNISA（少額投資非課税制度）制度が拡充され、「貯蓄から投資へ」の本格的なシフトが実現する可能性が高まる。リテール部門の顧客取引のさらなる活発化が期待されるが、引き続き、対面の販売チャネルを中心とする証券会社（対面証券）では、NISAでアドバンテージがあるオンライン証券による手数料無料化を受けた競争環境の変化が論点となる。上場企業の企業価値経営の浸透にも期待が高まる。東京証券取引所では、2023年3月からガイダンスを公表し、プライム市場とスタンダード市場に上場する全ての企業を対象に、低PBR改善をはじめ、資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応を要請している。

本稿ではこうした潮流を踏まえつつ、2023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2023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、2024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

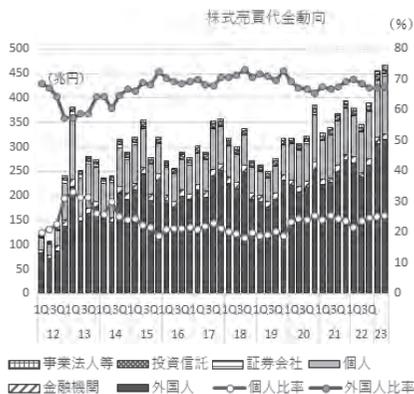
本節では、本邦証券会社の収益要素となる株式、投資信託（投信）等の市場動向を確認した上で、本邦証券会社の2023年秋までの業績、及び最近の取り組みについて見ていきたい。

### (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

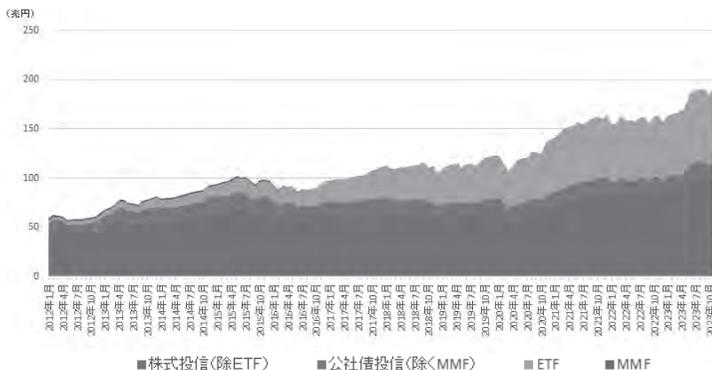
まず、株式売買代金の動向について見ていく。日本の2市場（東証と名証）の年間合計（売り買いの総額）では2023年の株式売買代金は前年比7.2%増加した。図表1で2023年の四半期ごとの主体別売買比率を見ると、外国人比率が2022年第2四半期の70.1%から2023年第2四半期には67.5%に若干低下した一方、個人は23.7%から25.6%にわずかに上昇している。個人の上昇の理由は、投信や国内株式等の購入により、証券総合口座の待機資金の受け皿であるMRF（Money Reserve Fund）から資金が流出したと考えられる。参考までに、東京証券取引所が2024年1月10日に発表した投資部門別売買動向（同2市場）によると、海外投資家は2023年通年に3兆1,215億円買い越した。東京証券取引所によるPBR改革に企業が呼応し、海外勢による日本株再評価につながったと考えられる。他方、日銀の上場投資信託（ETF）買いはほぼ止まっており、この状態で歴史的な株高を実現

(図表 1) 株式売買代金動向 (東証と名証合計の売買総額 四半期ベース)



(出所) 東証・名証のデータより大和総研作成

(図表 2) 商品別公募投信純資産残高推移 (月次ベース)



(出所) 投資信託協会のデータより大和総研作成

した意味は大きい。

## 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 (図表 2) を見ると、2023年11月末では195.2兆円 (前年同月末163.2兆円、同比 +19.6%) と大幅に増加し、過去最高の残高となった。その内訳は、株式投信 (除くETF) は104.6兆円 (同 +20.7%)、ETFが75.1兆円 (同 +5.3%) と、いずれも過去最高値である。これは、日経平均が11月に入って再び3万3,000円を超えてきたというマーケットの影響がある一方、つみたてNISA対象ファンドの純資産残高が伸びたことなどに象徴されるように、長期・積立で投資を行うことが定着してきたためと考えられよう。従前から日本の家計金融資産の半分以上が預金であるが、直近の公表値では、企業型確定拠出年金 (以下、企業型DC) の資産額のうち投信・金銭信託等の割合は約6割、個人型確定

拠出年金 (以下、iDeCo) の資産額のうち約7割が投信となっている。これは政府が公表した資産所得倍増プランの影響もあり、投信への流入が続いてきた結果であろう。加えて、資産運用立国の公表など、政府が一般の生活者の資産形成を重要な国家戦略として位置づけたことに大きな意味があるだろう。また、企業型DC専用ファンドの純資産総額は、この10年間で約4倍に増加し、裾野が広がってきた。同時に、加入者の中核である20~40代の間で、貯蓄より投資をすることによって果実を受け取るという明確な意識の変化が見て取れる。2023年以降は、NISAや資産所得倍増プランがその変化を後押ししてきた。

米国では、ミューチュアルファンドの資金が徐々にETFに流れているため、日本でも今後、ETFの純資産残高、資金流入額については、長期的な視点で見ることが必要だろう。加えて、ETFはその透明性の高さなど

が評価されると考えられ、家計を主たる買い手として長期的な残高増加が期待できる。株高の影響が大きかったと考えられるが、2023年6月のETFの残高は前月比5.2兆円増の72.7兆円となり、3カ月連続で過去最高を更新した。その後、8月（72.8兆円）、9月（73.0兆円）、11月（75.1兆円）と過去最高を更新した。この期間、日銀の買い入れはなかった。参考までに、2023年には、TOPIXの前場下落率が2.0%を超えた日があったことで、3回の買い入れが実施された。

## (2) 本邦証券会社の決算動向

### ① 本邦証券会社の決算推移

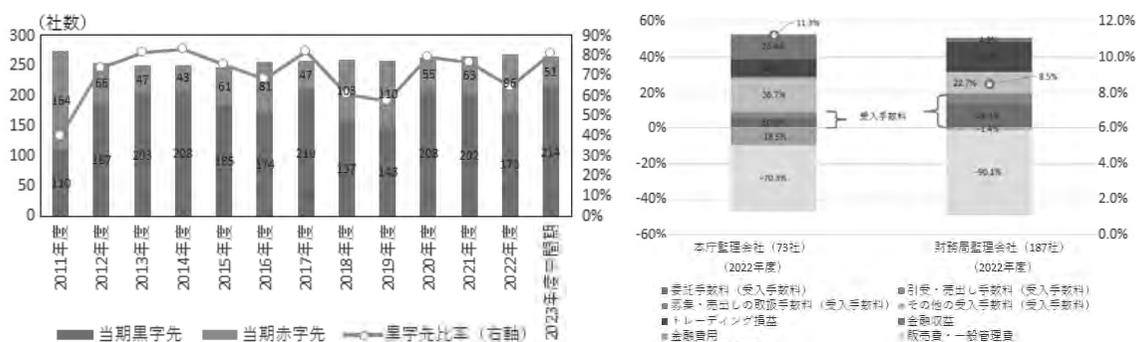
最初に証券業界全体の動向を確認したい。日本証券業協会会員会社（22年度269社）における当期黒字／赤字先推移を見ると（図表3左）、当期黒字先の占める比率は22年度で64%となり、前年度と比べて▲12%ポイントと大幅に低下した。ただし、2023年度中間では、265社中214社が黒字となり、同比率は81%と大幅に上昇した。

直近の2023年度中間期の決算概況（2023年12月20日公表）を確認すると、市況の上昇を受け、営業収益は前期比31%増となった。その中の受入手数料の内訳において、1）委託手数料が前年同期比33%増、2）引受・売出し手数料が同99%増、3）募集・売出しの取扱手数料が同41%増といずれも前期を大幅に上回った。トレーディング損益は、同5%減となったが、金融収益は金利上昇により同

104%増となった。委託手数料は1990年度には営業収益の53.5%で過半を占めていたが、2022年度には同12.2%（委託手数料に占める株式委託手数料は89.8%）と大幅に低下した。ちなみに、2）と3）の合計の営業収益に占める割合は1990年度18.3%から2022年度には6.0%と3分の1の水準に低下した。他方、営業収益に対してその他の受入手数料が占める割合は、1990年度の5.7%から2022年度には35.5%と約6倍に上昇した。その内訳では、「株式」、「債券」、「受益証券」の受入手数料の合計が占める割合（14.3%）よりも、「その他（M&A関係収益、投資信託の委託者報酬、ラップ関係収益、投資一任契約の運用受託者報酬、アドバイザー／コンサルティング手数料等が含まれている）」の割合（21.2%）が高い。

これらを踏まえ、大手・準大手証券中心の本庁監理会社（73社）と中小証券中心の財務局監理会社（187社）の2022年度の収益構造の主な違いを確認しておく（図表3右）。2022年度の営業収益では、前者（大手・準大手証券）が前年度比11%増、後者（中小証券）が同7%減となった。この2022年度の営業収益（全体の売上高に該当）に占める委託手数料（受入手数料の中の項目）の比率では、前者が10.6%、後者が26.1%と後者の比率が高い。その一方、その他の受入手数料では前者が36.7%、後者が22.7%と前者の比率が高い。次に、証券会社自身が株式・債券などの売買を行って得た収益である同トレーディング収

(図表3) 本邦証券会社における当期純損益ベースでの黒字/赤字会社推移(左図)と本庁監理会社(大手・準大手証券)と財務局監理会社(中小証券)の決算と収益構造(右図)



(出所) 日本証券業協会のデータより大和総研作成

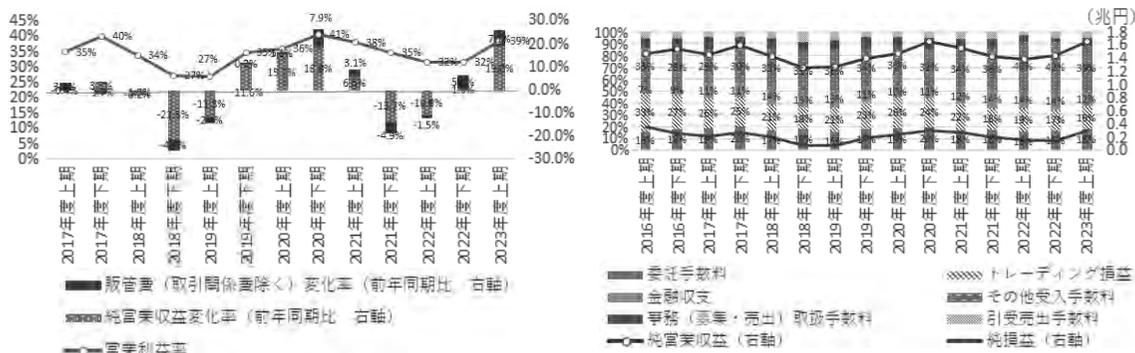
益では、全体で前年度比▲0.8%であるが、前者は同5.1%、後者は同▲22.9%の減収となった。営業収益に占める割合では、前者が19.3%、後者が31.7%と後者の比率が高い。国内法人は、債券売買(営業収益の14.5%)が中心であるため、2023年に仕組債の販売に関する自主規制によって、営業収益に占める比率の高い後々への影響が大きかったと考えられる。さらに金融収益については、2022年度では全体で前年度比62%増と前年度を大きく上回った。後者では、顧客への信用取引供与に際して徴収する利子・品貸料、レポ取引等で行う株券や債券の貸付に伴う品貸料、証券在庫から発生する利子・配当金等からなり、大手・準大手証券中心の本庁監理会社は受取配当金、中小証券中心の財務局監理会社は信用取引収益が多い。

次に、東京証券取引所総合取引参加者(2023年度上期で86社)の営業利益率(図表4左)と純営業収益の内訳と純利益の推移を、半期

ごと(2016年度上期~2023年度上期)に見ていきたい(図表4右図)。2023年度上期は前年同期比で純営業収益は19.0%の増加となり、純利益も84.1%と大幅増となった。純営業収益は、委託手数料(同期の構成比18%)、トレーディング損益(同19%)が各々33.5%、20.0%のプラスとなった。その他受入手数料の構成比は2023年度上期の4割近い水準(39%)となり、前年同期比10.3%増加した。販売費・一般管理費(取引関係費を除く。以下「販管費」)は同7.1%と増加したが、純営業収益の増加分では吸収し、純利益は同84.1%の大幅増益となった。このため、同期の営業利益率は、直近のピークであった2020年度下期の41%に近い39%(前期比7%ポイント上昇)となった。

図表4右図で2016年度上期から2023年度上期の純営業収益及びその内訳項目、販管費の構成比を見ていく。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

(図表4) 本邦証券会社の営業利益率(左図)と純営業収益内訳と純利益の推移(右図)



(出所) 東京証券取引所のデータより大和総研作成

が含まれる)が2016年度上期の33%から上昇し、2022年度では42%となった。2023年度上期はやや低下したものの39%を占めた。

「その他の受入手数料」は1990年度では営業収益のうちわずか5.7%だったが、これが4割近くを占めるようになったのである。日本の証券会社全体では「その他の業務」からの受入手数料が有価証券関連業からの手数料収入とほぼ同水準まで増加している。大手証券会社がラップ口座(投資一任契約)や預かり資産に連動した収入に力を入れ始め、米国のワイヤハウス(大手証券会社)が10年ほど以前から戦略的に資産管理型中心のビジネスにシフトしてきたように、本格的にブローカレッジビジネスというフロービジネスから、預かり資産残高連動フィービジネスであるストックビジネスへの移行に取り組んでいる。対面でのビジネスが中心の中堅証券会社も同様である。確かに、短期的にみると、2023年度上期は委託手数料が大幅に増加したが、次世

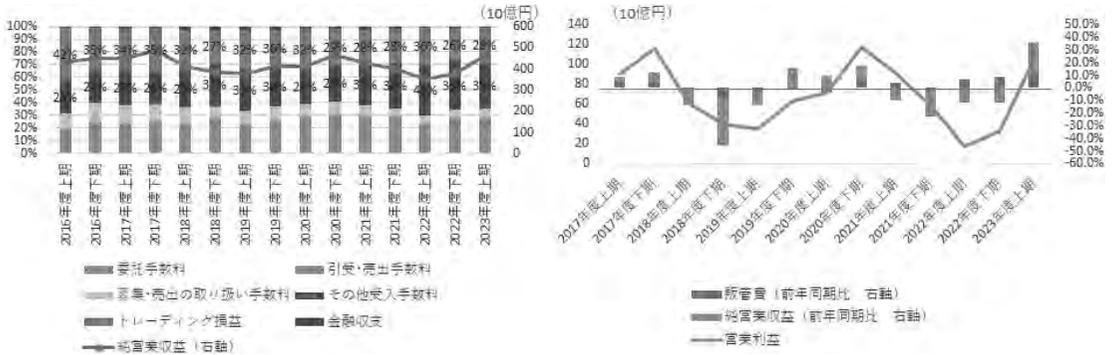
代の投資家を見据えれば、対面からオンラインへの流れは進み、対面では中長期的には資産管理型中心のビジネスへの移行は着実に進展すると考えられよう。ただし、日本では、その進み方が大手総合証券、銀行系・中堅証券会社によって異なる。

## 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>、銀行系大手証券会社<sup>(注2)</sup>、中堅リテール系証券<sup>(注3)</sup>、インターネット専門証券<sup>(注4)</sup>)の四半期決算推移を見ると、2023年度上期の純営業収益・純損益の傾向には各々特徴がみられる。

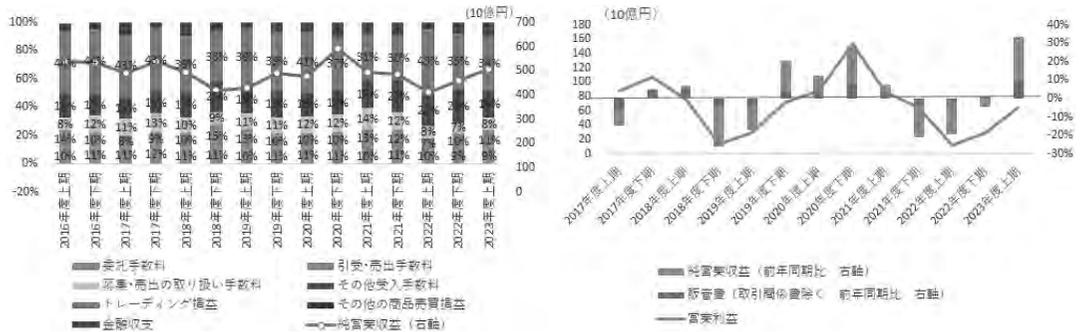
大手証券会社(2社の単体ベース)合算の2023年度上期の純営業収益は前年同期比26.9%、販管費の伸び(同9.2%)を十分吸収し、営業利益は増加した(同5倍超)(図表5)。全体では、リテール収益の拡大や投資損益の改善がホールセール部門のコスト増を吸収す

(図表5) 大手証券会社2社の純営業収益の推移(左図)と営業利益の変動要因(右図)



(出所) 各社決算データより大和総研作成

(図表6) 銀行系証券3社の純営業収益の推移(左図)と営業利益の変動要因(右図)



(出所) 各社決算データより大和総研作成

る構図が続いている。ホールセール部門はマーケットでのポジションを持つため、使用資本が大きくなる。株主資本コストを意識すると、使用資本を減少させていく調整が行われている。これらを踏まえ、ホールセール部門から営業部門への構造的な配置転換が進み、その結果として、フロー収入、ストック収入がともに拡大している。営業部門の増収は、マーケットの変動に左右されにくい安定的なストック収入の基盤拡大に伴うフロー収入の

増加によるものとなった。ストック収入の構成比率に大きな変化は見られない。さらに、生産性向上のための営業改革も進み、コスト水準も抑制され、営業利益がマーケットの変動にあまり影響を受けないコスト構造となってきた。

銀行系証券3社合算の2023年度上期の純営業収益は前年同期比24.2%、販管費は同9.6%増となり、営業利益は増加(同24.2%)した(図表6)。同年度第1四半期では、委託手数料、

投信募集手数料が収益を牽引した。世界的な株高を背景にリテール、ホールセールともに株式取引が活発化した。第2四半期では、リテールにおいて株式投信や外債等の取引が活発化したことに加えて、株式引受、債券引受、M&Aといった投資銀行業務の好調が目立った。純営業収益の構成比率では、その他受入手数料の比率、委託手数料は低く、トレーディング損益、引受、募集の比率が高いという特性にあまり変化は見られない。

中堅リテール系証券10社合算の2023年度上期の純営業収益は前年同期比22.6%の増収となり、販管費の同2.5%の増加を吸収し、営業利益は大幅増（同20倍弱）となった（図表7）。第1四半期は、前四半期と比較すると、日本株及び外国株の取引が活発化し、委託手数料や株式等トレーディング損益を押し上げた。株価指数が高値を更新するなど時価要因も追い風となり、10社全てが営業黒字となった。（前年同期は10社中5社赤字）。一方、第2四半期は、日本株や外国株は取引急増の反動が見られたが、投信や債券販売の増加で吸収。時価要因が追い風になる形で信託報酬等も増加している。個社別でも、10社全てが営業黒字となった。中堅リテール証券において、SBI証券や楽天証券はオンラインでの日本株取引の手数料無料化による影響が懸念された。ただし、今回の決算を見る限りでは、対面証券の顧客ニーズが異なるため、オンライン無料化の影響は限定的と考える。

インターネット専業証券5社合算の2023年

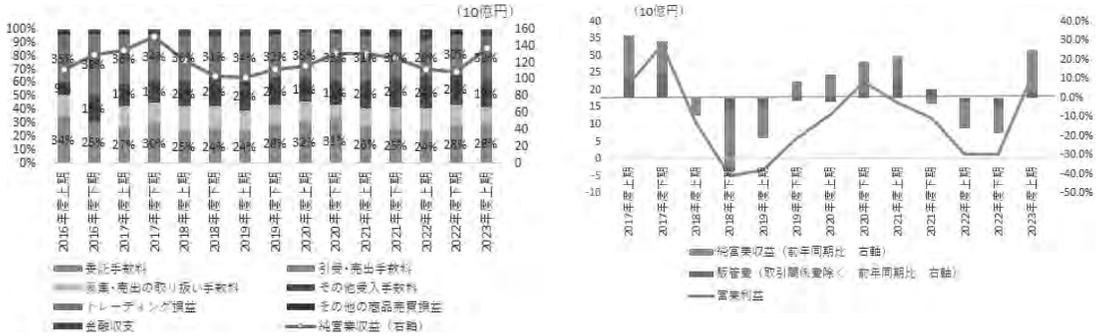
度上期では純営業収益が前年同期比18.4%の増収となり、販管費の同5.8%の増加分を十分吸収し、営業利益は同58.3%の増加となった（図表8）。口座数の増加もあり、国内株式売買代金は増加したものの、無料化対象拡大による委託手数料率の低下により委託手数料は減少した（2021年度と2022年度の第2四半期まで期間の手数料率（先物・オプションや外国株式等の国内株式以外の委託手数料の数値を含む）の比較では、5社平均の手数料率は3.75bpsから3.09bpsへ低下）。ただし、収益の軸の一つである先物・オプションの委託個人売買代金シェアは引き続き高水準を維持し、加えて信用取引も口座数が順調に増えており、収益の軸となっている。信用取引買平残の増加に伴い金融収支も拡大している。もともと金融収支の比率は3～4割程ある（直近の2023年度第3四半期の5社の平均は36.7%で、範囲は25.9%～48.3%）。インターネット専業証券では、一部の会社で暗号資産関連収益の増加が純営業収益の増加に寄与している。

### (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。

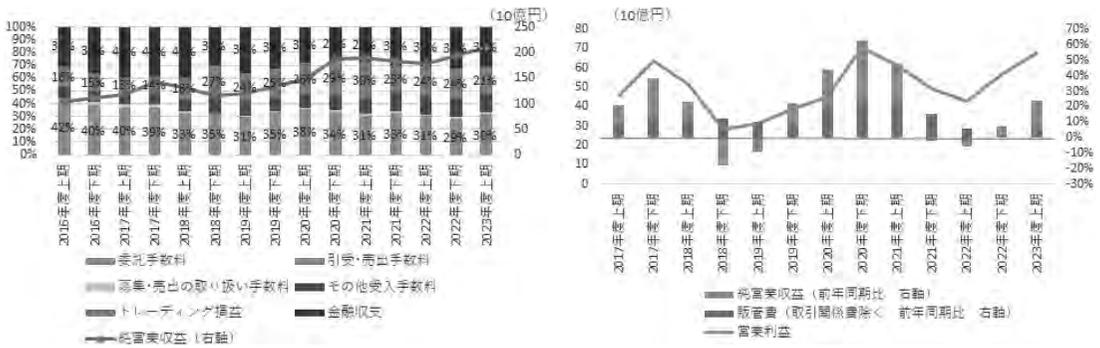
証券業界では市況に依存する収益構造を抱えるため、安定的な収益の割合を拡大させ、コストカバー率を高める取り組みが進められてきた。具体的には、投信の信託報酬や投資一任に係る手数料等、残高比例のフィービジ

(図表7) 中堅リテール系証券の純営業収益の推移 (左図) と営業利益変動要因 (右図)



(出所) 各社決算データより大和総研作成

(図表8) インターネット専門証券の純営業収益の推移



(出所) 各社決算データより大和総研作成

ネスに注力している。例えば、安定収益によるコストカバー率 (= 投信の信託報酬等 ÷ 販売費・一般管理費) の高い会社は、経営環境の悪化時に委託手数料や投信募集手数料といったフロー収益が落ち込んでも相対的に安定した業績を期待できる。ただし、コストカバー率が低く、損益分岐点を割り込む会社が依然多いため、コストカバー率の絶対水準の引き上げが課題である。

準大手・中堅証券の多くでは近年の収益が損益分岐点の近辺にあり、コストカバー率の

絶対水準の引き上げも課題と言えるが、2023年度上半期では委託手数料や投信募集手数料といったフロー収益の大幅な増加に伴って黒字化や利益水準の大幅な上昇に成功している。前述したようにオンライン無料化の影響は限定的であり、収益改善度合いが大きかったと評価できる。ただし、個人投資家がオンラインの利便性に傾注する中、1月から開始された新NISA (少額投資非課税制度; 新NISA) ではインターネット専門証券のアドバンテージがあるため、中長期的には次世代

の顧客に向けて、中堅リテール系証券会社のコアの強みが何かを示すことができるかが引き続き試されているといえよう。

大手証券は、引き続き、ホールセール分野では、コスト構造改革、アドバイザービジネスの強化、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）、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り組み強化などの動きがみられる。リテール分野では、ウェルス・マネジメント、アセット・マネジメントの両方を強化する戦略を打ち出し、富裕層シェアを向上させ、生産性の一層の改善を目指す取り組みを本格化している。特に、ラップ取引の強化、投信に関する手数料体系の複線化（売買手数料／残高手数料）の取り組みがみられる。販売チャンネルでは、地域金融機関との協業拡大、スマートフォン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。不動産を裏付け資産としたセキュリティトークンの発行が増えている。

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。従来NISAでの投信積立設定口座数・残高と取扱商品の数量及びiDeCo口座数・残高でも相対的にアドバンテージがあり、新NISAの導入が追い風になる可能性

がある。ただし、手数料の無料化の範囲拡大が収益性をより圧迫し、業界の再編を促す可能性がある。例えば、マネックスグループはNTTドコモとの資本業務提携を発表した。

また、証券業界全体として、2023年においても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。

### ■ 3. 米国証券会社の経営動向

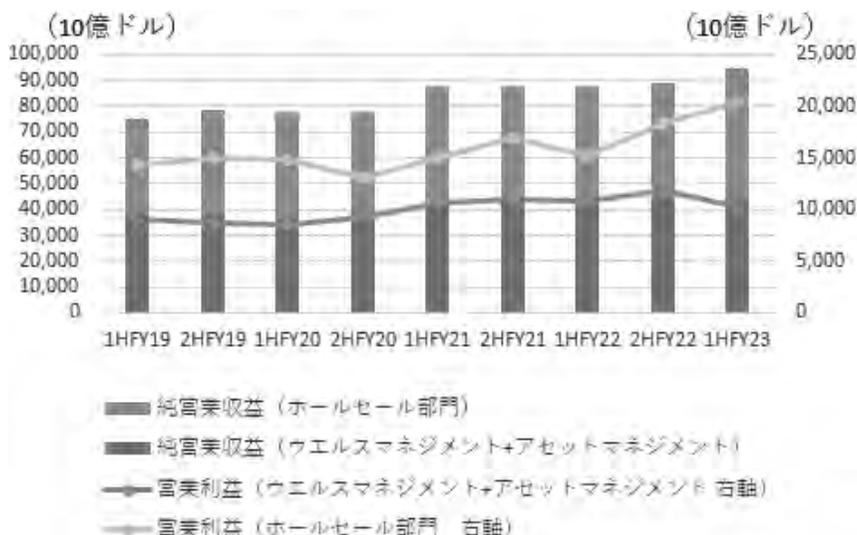
本節では、米国証券会社の経営動向を見ていきたい。

#### (1) 米国証券会社の決算動向

米国証券会社の2023年上期決算（1月～6月）における特徴をカテゴリー別（大手証券<sup>(注5)</sup>、対面系リテール証券<sup>(注6)</sup>、オンライン証券<sup>(注7)</sup>）に見ていきたい。

大手証券（ワイヤハウス4社）合算の2023年上期では純営業収益は前年同期比8.1%、同営業利益は同4.4%の増益となった（図表9）（参考までに前期の2022年下期では純営業収益は同1.3%と増加したが、営業利益は、同▲1.5%となった）。これはウェルス・マネジメントが前年同期比で増収増益（純営業収益は同1.5%、営業利益は同3.8%）を維持する中、ホールセール部門が純営業収益同14.7%、営業利益同5.3%と増加した影響が大きい。2020～21年は、ホールセール部門の大幅

(図表 9) 米国大手証券（ワイヤハウス 4 社）の純営業収益と営業利益の推移



(出所) 各社決算データより大和総研作成

な増益の要因となったSPAC<sup>(注8)</sup>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あったが、2022年はそれらの需要増が消滅した。2023年上期はその反動減を乗り越えた。トレーディング部門では、エクイティが増収に転じ、FICCも堅調を維持し、増収となった。しかし、IB手数料 (M&A、ECM (エクイティ・キャピタル・マーケット)、DCM (デット・キャピタル・マーケット)) は、引受市場に回復機運がみられるものの、M&Aは低調で、前年以降低い水準で横ばいの動きが続いた。

その一方、ウェルズ・マネジメント (WM) では、前下期 (2022年下期) は純営業収益、営業利益とも各々前年同期比▲1.2%、▲3.9%となったが、それを底に、2023年上期は増

収増益 (純営業収益は同1.5%増、営業利益は3.8%増) となった。これは、純資金流入が続いていることと、新規及び既存顧客のアドバイザーチャネルへの転換が進み、資産運用手数料収入が増収に転じたことなどが要因として挙げられよう。その一方、アセット・マネジメントのみでは、純営業収益、営業利益とも前年同期比各々▲24.0%、▲67.8%と大幅にマイナスとなった。この主因として、流動性商品の流入が増加したが、長期商品が流出したことで純資金流入はマイナスとなり、加えてマーケットが下落したことなどが挙げられる。純金利収入が前年同期比でマイナスとなっていることも大きい。

対面系リテール証券 3 社合算の2023年上期純営業収益は前年同期比で3.4%増加、純利益は11.0%増加と、増収増益となっている。

金利収入は、預金等及び顧客証拠金口座の残高に適用される短期金利の大幅な上昇により減少した。一方、投資家の資金の一部がキャッシュに配分される際に、自動的に銀行口座に預金としてスweep（入金）させるプログラム（スweep口座）を導入しており、これが市場運用もしくは融資資金の原資として活用されている。スweep口座に移管された預金は、決済性預金がかなりの割合を占めることから、2022年以降の金利上昇局面でも、このスweep口座への適用金利は比較的低位で推移しており、それが利ザヤの拡大に寄与している。ただし、短期金利の大幅な上昇が2023年には見られ、適用金利が上昇し、その利ザヤの恩恵は一部相殺されている。

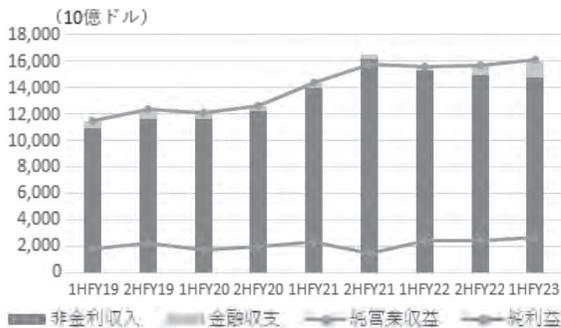
その一方、非金利収入の中心である外部の投資アドバイザーを活用したリテール部門の預かり資産額が債券市場などの下落の影響を受けて、減少したことがある。ただし、金利が上昇する中においても、資産管理型中心のビジネスの収益を基盤として、組織的なバックアップもあり、投資アドバイザーが市場のボラティリティの預かり資産への影響をコントロールし、ラップ口座への流入を促すなど、収益の落ち込みをミニマイズしていると考えられる。さらに投資アドバイザーが退職後の資産形成とともに保険のソリューションも提供しているため、商品の多様さによる一定の水準の収益維持につながっている。これを支えているのが独立系の投資アドバイザー（RIA）であり、上記3社の証券会社へのロ

イヤリティが高い。それを示すのが、「J.D.パワー2023年米国ファイナンシャルアドバイザー満足度調査」である。米国の証券会社は、市場の苦戦、コンプライアンスや事務作業の増大、アドバイザーの高齢化が進む中、アドバイザーのエンゲージメント（アドバイザーと証券会社間の信頼関係）に課題を抱えている。その状況下で、上記3社は顧客のアドバイザーに対する満足度とともに、アドバイザーの証券会社に対するロイヤリティが強みになっている。

オンライン証券は、2023年上期の純営業収益は前年同期比▲11.1%、税引前利益は同▲27.9%と減収減益となった。純金利収入は、同▲15.0%、非金利収入は同▲7.9%と大幅に減少した。純金利収入は、金利上昇局面での顧客のキャッシュ配分を支えるために、より高いコストの補足的資金源を利用したことにより、利息収益資産が減少し、利息収益資産の平均利回りの上昇によるメリットは消し去られ、大幅減収となった。

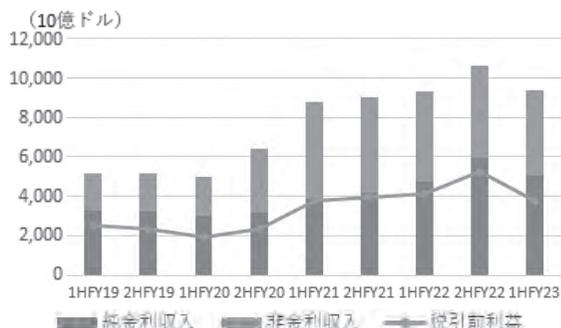
ただし、2022年下期は前年同期比12.6%、28.3%の大幅な増収増益となったため、その反動ともいえる。2023年上期の株式売買が引き続き減退したため、純営業収益が減少した。純営業収益では、2021年の上半期ごろから2020年9月に買収したTDアメリトレードが非金利収入に寄与し始めた。非金利収入の約5割を占める資産管理手数料は主にマネー・マーケット・ファンドの残高の増加と、株式市場が堅調になったことによる顧客の平均資

(図表10) 米国対面系リテール証券（3社）の純営業収益と営業利益の推移



(注) レイモンド・ジェームスは9月決算  
(出所) 各社決算データより大和総研作成

(図表11) 米国オンライン証券（1社）の純営業収益と純利益の推移



(出所) 各社決算データより大和総研作成

産残高の増加によって拡大した。しかし、非金利収入の約4割を占めるトレーディング収益は、オプション注文フロー収入の減少（顧客の取引活動とオプション市場における相場スプレッドの縮小の組み合わせの変化による）と、株式注文フロー収入の減少（低価格証券へのシフトと株式取引活動全体の低迷を反映）によって減少した。さらに、クライアントの取引活動が減少し、取引日数が減少した結果、手数料は減少した。TDアメリトレードとの統合は順調に進んでいるものの、統合効果が出るには中長期的な視点が必要とされている。TDアメリトレードの買収の成功は、チャールズ・シュワブとTDアメリトレードの事業を統合することで期待されるコスト削減やその他の利益を実現できるかどうか大きく依存する。税引き前利益は、TDアメリトレードの統合後の準備のための業務合理化措置に関連して、リストラ費用の発生を開始したために減少した。

## (2) 米国証券会社の取り組み（米国の大手証券会社の企業価値経営の現状と課題）

企業価値を測定する一つの指標であるPBR（＝時価総額÷簿価）1倍は、東証のガイドラインの開示から俄然注目が高くなっている。PBRとROE（自己資本利益率）について米・欧・日の金融部門を比較すると、米国の銀行・地方銀行（地銀）・証券は企業価値が相対的に高い。中でもモルガン・スタンレー（MS）の評価が相対的に高い。同社がリーマン・ショック後の10年以上の期間にわたって実施してきている経営構造改革、テクノロジーへの成長投資、それによる事業ポートフォリオの全体の収益性の向上などを振り返ることとする。

MSはインスティテューショナル・セキュリティ（IS）部門、ウエルス・マネジメント（WM）部門、インベスト・マネジメント（IM）部門の3部門で事業ポートフォリオを構築し

ている。図表12に示すように、ROE、純利益率が高水準で安定しているWM部門の強化が中心である。その一方、機関投資家、法人向けが中心である他の2部門のROE、純利益率のボラティリティは高く、リスク管理、収益コントロールが課題となっている。WM部門に話を戻すと、MSはリーマン・ショック後から直近の2022年の期間を振り返って、WM部門の強化を3つのステージに分けている（図表12上）。1）2010年～2015年（6年間）のスミスバーニーの買収における顧客基盤拡大と一人当たりの生産性向上を達成した「規模の拡大」ステージ、2）営業の組織改革を進めるために、アドバイザーを機能分解したうえで人の役割を決めて、テクノロジーとの融合を図る2016年～2018年（3年間）の「アドバイザーとTechの融合」ステージ、3）富裕層を確実に掌握したうえで、マス市場、職域市場をE\*トレード買収によって販売チャネルの多様化を効果的に進めていく2019年～2022年（4年間）の「販売チャネル拡張」ステージである。1）から3）のステージごとの平均純利益率は1）が15%、2）25%、3）26%と改善している。

どのステージにおいても、企業価値経営の軸である使用資本の割り当てについては、WM部門に資本割当額を多くしている。ただし、IM部門は2015年と比較して、ROEと純利益率が落ち込んでいながらも、使用資本の割当額が増加している（図表12中）。ウエルス・マネジメントの強化は、アセット・マネ

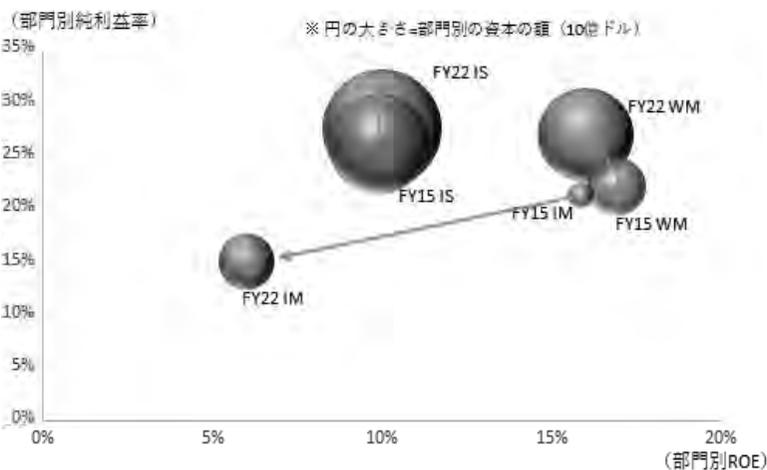
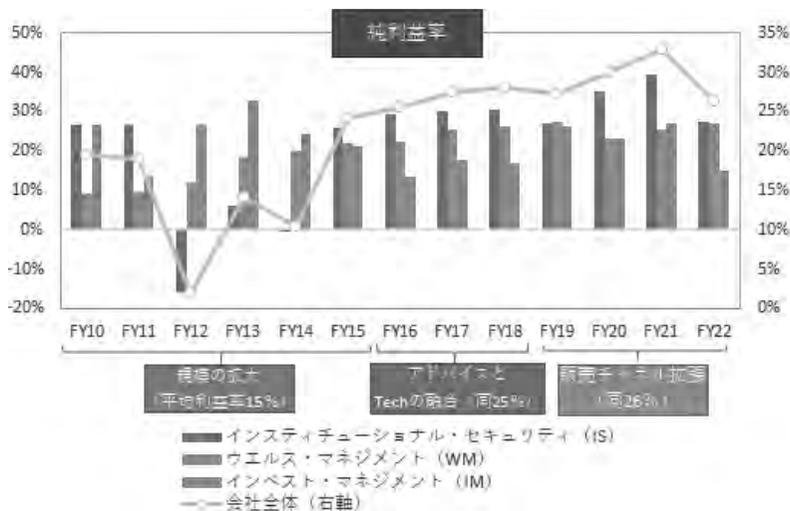
ジメントを同時に強化することが必要という戦略的な軸が存在している。2023年3月には、中長期的な販売チャネル拡張の方向性が示されている。まず、①アドバイザー主導の販売チャネルを主軸としつつ、セルフ・ダイレクトと職域の開拓によって、さらなるコア顧客の安定化と顧客基盤の規模の拡大を目指すビジネスモデルの構築し、次に②さらにテクノロジーの活用により、「ファイナンシャルアドバイザーとプライベートウエルス」を軸としながら、サービスモデルを「バーチャル・アドバイザーとデジタル・ダイレクト」及び「デジタル・アドバイスとファミリーオフィス」を加えて拡張し、③同業他社との差別化を図るために、新しい機能への投資（プライベートマーケット、オルタナティブ運用、統合リスクプラットフォーム、職域開拓、それらを統合するテクノロジーへの投資）を実施していくこととしている（図表12下）。

#### ■ 4. 2024年における本邦証券会社の経営展望

最後に2024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。

2024年の内外株式市場は上昇していくという期待は高いものの、ボラティリティが高まる可能性も否定できない。その背景には、米国では、金融引き締めの可能性が残りつつ、「金融政策の順調な緩和」のシナリオがあり、その上で景気のソフトランディングシナリオ

(図表12) モルガン・スタンレーの過去の3つの改革ステージ（上）、2015年と2022年の部門別の資本配賦の比較（中）、今後の販売チャネルの多角化の方向性（下）



	現状	今後
規模の拡大	250万人 (コア顧客基盤)	1,800万人 (顧客基盤)
販売チャネル拡充	投資アドバイザーのみ	投資アドバイザーのみから セルフリテクト、地域へ多様化
サービスモデル拡充	ファイナンシャルアドバイザー プライベートウェルス	ファイナンシャルアドバイザー・ プライベートウェルス+ ① パーティクルアドバイザー+ デジタルリテクト、 ② デジタルアドバイス+ファミリーオフィス
新たな機能へ投資	同業他社の追従する機能強化	① プライベート・マーケット・オフリング、 ② 統合リスクプラットフォーム、 ③ オルタナティブ商品のリーディングポジション、 ④ 量子オフリング、 ⑤ 統合テクノロジーでのリーディングポジション

(出所) モルガン・スタンレーの各当該年のForm-10Kのデータ、公表資料より大和総研作成

が依然不安定なことがある。このため、利下げ期待先行を織り込んで株式市場がポジティブに過剰反応すると、景気のソフトランディングシナリオが崩れた場合、その反動が日本を含めた主要国の市場にマイナスの影響を与える可能性が残る。日本では、企業の好業績に加えて、2024年1月からは東証が、プライム市場とスタンダード市場に上場する全ての企業を対象に、低PBR改善をはじめ、資本コストや株価を意識した経営の実現に向けて、具体的な改善策や対応策を開示した企業の一覧リストを毎月公表することになっている。このため継続的に日本企業の経営改革に対する姿勢を評価する動きや、日本株全体を底上げする動きにつながっていくことが期待できる。

2024年1月から始まった新NISAが「貯蓄から資産形成へ」の本格的なシフトを進めるとの期待も大きい。日本証券業協会が発表した2023年1～9月の旧NISA口座での買付額（全証券会社対象）は、一般NISAで2兆7,300億円、つみたてNISAで8,869億円となった。新NISAでは年間投資枠の拡大（一般NISAの120万円は成長投資枠の240万円に2倍増、つみたてNISAの40万円はつみたて投資枠の120万円に3倍増）が図られている。これらを踏まえると、2024年には個人投資家による日本株投資が増加する可能性が高い。その一方、証券会社としては、リテール分野での顧客本位の営業体制の下、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

資産残高の推進が一層重要となることも忘れてはならない。投資家の金融教育の普及も必要であるが、証券会社にとって付加価値の源泉であるアドバイスの質を高めることを追求していかなければ、「貯蓄から資産形成へ」の流れは一時的なものにとどまる可能性がある。他方、ホールセール分野では、機関投資家向け事業において、過大な装置産業化を回避するための固定費削減がより一層重要となってこよう。当然ながら、ホールセール分野でも金利が上昇する中、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引き続き重要となろう。ホールセール分野もリテール分野も、顧客本位の営業体制を強化しつつ、アドバイスの質を高めていくことが重要となろう。同時に、顧客のニーズを常に把握できる仕組みを構築して顧客ニーズとアドバイス、ソリューションを効率的につなげることも必要である。顧客本位の営業体制が強化されていく中、その体制強化と生産性の両立に中長期的に取り組んでいくことが重要であろう。

日本の証券会社を含む金融機関自体の企業価値経営の取り組みも本格化していくことが、より一層必要不可欠となろう。先述したモルガン・スタンレーなどの米国の金融機関は、リーマン・ショック後の金融危機から、地政学リスク、政策リスク、規制リスク、事業リスク、金利リスク、信用リスク、オペレーショナルリスク等のさまざまなリスクをコントロールする仕組みの構築に取り組みなが

ら、株主が求める収益性を最大化していくという企業価値経営を着実に強化して実行に移してきた。具体的には、部門別ROEをベースに使用資本を決めて、ROEの高い部門により多くの使用資本を割り当てている。それを投資家に示し、会社全体の収益成長のトラックレコードを積み重ねて、投資家の信頼を得てきた。日本においても直近の決算説明会では、このような取り組みが見られる。直近の2022年度（2023年3月期）の金融機関の決算説明会では、メガバンク、大手主要地銀、証券会社は、上記の企業価値経営を意識した内容となっている。今後、中期経営計画等において目標とする企業価値経営を、組織として着実に実践することが企業価値を継続的に向上させていくために重要になってこよう。

(注8) 特別買収目的会社 (Special Purpose Acquisition Company)

1



(注1) 野村証券、大和証券 (単体)

(注2) SMBC日興証券、みずほ証券、三菱UFJ証券ホールディングスの3社 (連結決算ベース)

(注3) 岡三証券グループ、丸三証券、東洋証券、東海東京フィナンシャルHD、光世証券、水戸証券、いちよし証券、極東証券、岩井コスモHD、アイザワ証券グループ

(注4) 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5) ワイヤハウスと呼ばれる4大大手証券：Morgan Stanley、Bank of America (Merrill Lynch)、UBS、Wells Fargo

(注6) 対面系中堅リテール証券3社：Ameriprise Financial、Edward Jones、Raymond James

(注7) オンライン証券 (インターネット証券)：Charles Schwab。2020年10月にCharles Schwabが買収完了