

2015年における本邦証券会社の経営展望

みずほ総合研究所株式会社 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、アベノミクスが始まり、日本銀行による「異次元緩和」が開始された2012年末～13年春にかけての大きなターニングポイントを経て、大幅に改善している。こうした中で本邦証券会社の経営状況も2012年末から好転し、2014年も基本的には堅調に推移した。本邦証券会社の当期黒字先は、09年度～12/上期は4割前後に留まっていたものの、13/上期～14/上期は8割前後となっている。

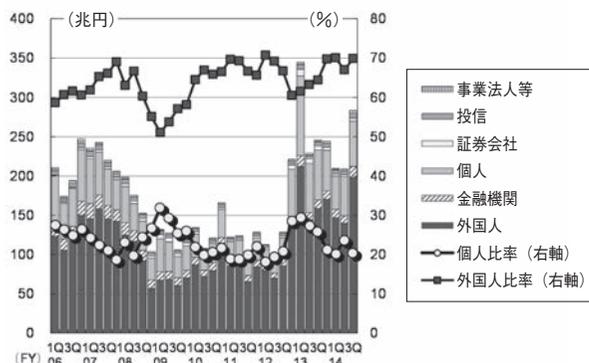
目次

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. 2015年における本邦証券会社の経営展望

証券会社の収益構造は元来「フロー」が中心で、業績は市場環境や投資家の動向に影響されやすい特性を持っている中、本邦証券会社では、個人向けビジネスにおいて、投資信託（以下「投信」）等の預かり資産額である「ストック」を重視する動きを最近強めてきている。2014年は、「NISA」、「貯蓄から投資へ」、「ストック重視」がキーワードとなった一年であり、こうしたキーワードに沿ってビジネス手法の転換を実践していく一年ともなった。

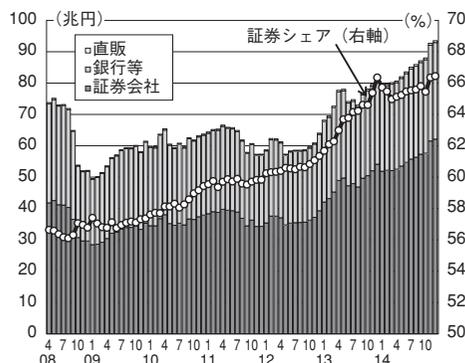
本稿ではこうした流れを踏まえつつ、2015年における本邦証券会社の経営について考えてみたい。最初に本邦証券会社の昨年秋までの業績推移をレビューし、続いて最近の本邦証券会社の取組み及び証券ビジネスを取り巻くトピックを見ていく。更に米国証券会社の経営動向を踏まえた上で、2015年の本邦証券会社経営を展望したい。

(図表1) 株式売買代金動向



(出所) 東京証券取引所

(図表2) 公募投信純資産残高 証券/銀行間シェア推移



(出所) 投資信託協会

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の源泉である株式、投信等の市場動向について確認した上で、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。東証一部の株式売買代金を見ると(図表1)、12/4Q(2013年1-3月期)以降は従前水準と比べてほぼ倍増しており、2014年も2013年後半並の水準で推移している。2014年の主体別売買比率を見ると、個人は20~25%で推移しており、外国人が60~70%と高いシェアを占める構造に大きな変化は見られない。

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

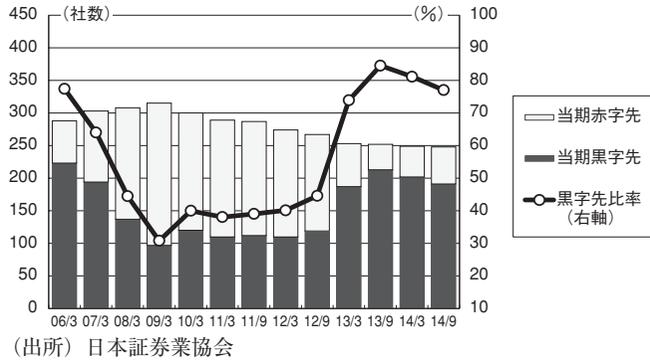
残高及び証券/銀行間シェア推移(図表2)を見ると、公募投信(図表2棒グラフ)の純資産残高は2014年も増加が続き、14/12末では約93兆円と過去最高に達している。また証券/銀行間の残高シェア(図表2折れ線)を見ると、2014年における証券会社シェアは65%前後で推移している。証券会社のシェアはここ数年上昇が続いてきたものの、2014年に入るとそのテンポは緩やかになっている。これは、証券会社が相場変動のある金融商品の取扱いに長けており、銀行よりも相場変動の大きな投信残高が多いと考えられる中、2014年は期中で日本株式や新興国市場の調整局面も生じたため証券会社のシェアが伸び悩んだことや、銀行が窓販を強化していることがその要因と考えられる。

(2) 本邦証券会社の決算動向

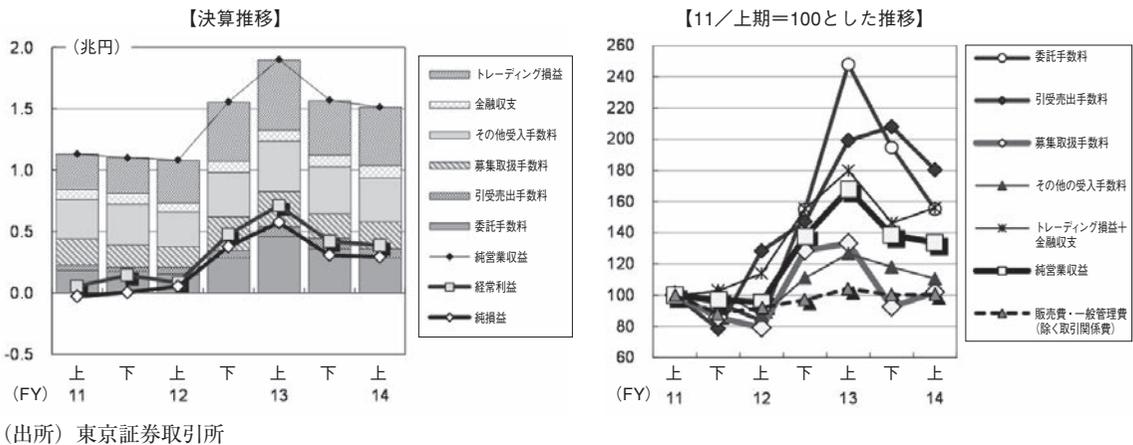
① 本邦証券会社の決算推移

最初に証券業界全体の動向を確認したい。

【図表3】本邦証券会社における当期黒字／赤字先推移



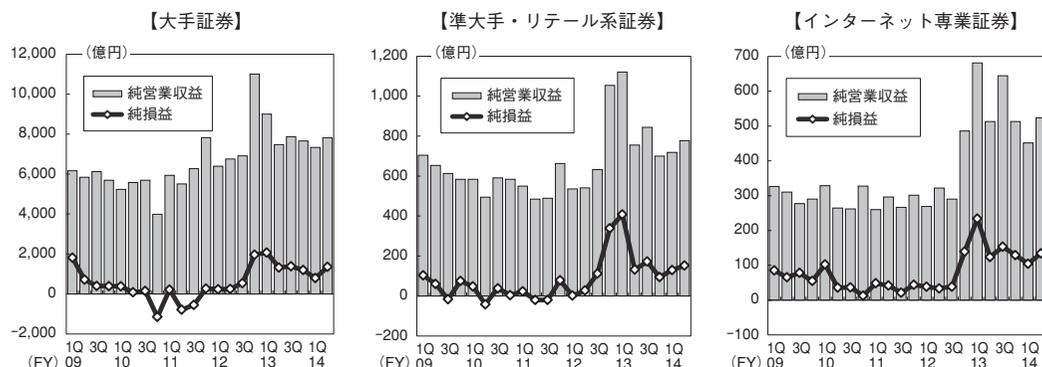
【図表4】本邦証券会社の決算推移



本邦証券会社の業績は13/3期以降に改善している。日本証券業協会会員会社における、半期毎の当期黒字／赤字先推移を見ると（図表3）、当期黒字先の占める比率は、14/9期は77%となっている。直近ピークである13/9期の85%からはやや低下しているものの、金融危機後の09/3期から12/9期にかけては4割前後と低位で推移していたことと比べると、改善が見られる。

次に、東京証券取引所総合取引参加者（約95社）の決算推移を、半期毎（11/上期～14/上期）に見ていきたい（図表4）。純営業収益（事業会社の売上高に相当）は、12/下期から大幅な増収増益に転じており、14/上期も堅調に推移している。純営業収益について、11/上期=100とした個別項目の推移を見ると、14/上期は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

(図表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

かる募集取扱手数料が102、トレーディング損益+金融収支が155、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110となっている。純営業収益の増加は委託手数料及びトレーディング損益+金融収支の増加が寄与しており、投信販売のフロー収益である募集取扱手数料は横ばいとなっ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101となっている。純営業収益の増加と比べて販管費の増大は抑制的であり、利益水準の底堅さにつながっている。

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(図表5)を見ると、13/4Q~14/2Qの純営業収益・純損益は各カ

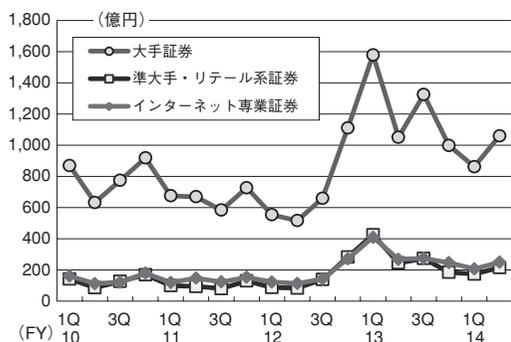
テゴリーともに比較的堅調である。

各カテゴリー別に見ると、大手証券は、純損益が12/4Q以降大幅に改善し、2014年もその傾向が続いている。リテール部門が堅調に推移し、ホールセール部門でも株式・債券ビジネスが拡大し、トレーディング損益も増加している。

準大手・リテール系証券は、2013年~2014年にかけて純営業収益・純損益の振れ幅が大きくなっている。比較的大きなウェイトを占める募集取扱手数料が12/4Q~13/1Qに急増した後、13/2Q以降は、アベノミクス前の2012年前半並の水準に減少したことが影響している。

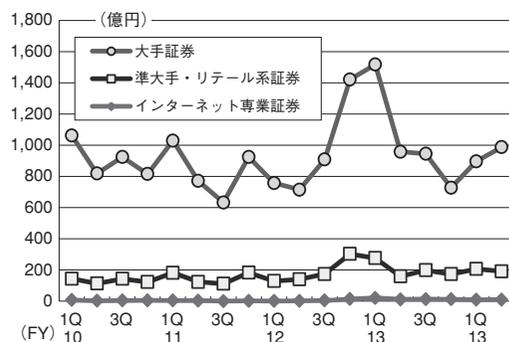
インターネット専門証券は堅調に推移している。株式売買等の委託手数料の増減影響はあるものの、元々募集取扱手数料のウェイトが小さい中、株式信用取引に関する金融収益が安定的に貢献している。

(図表6) (株)委託手数料推移



(出所) 各社決算資料

(図表7) 募集取扱手数料推移



(出所) 各社決算資料

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。

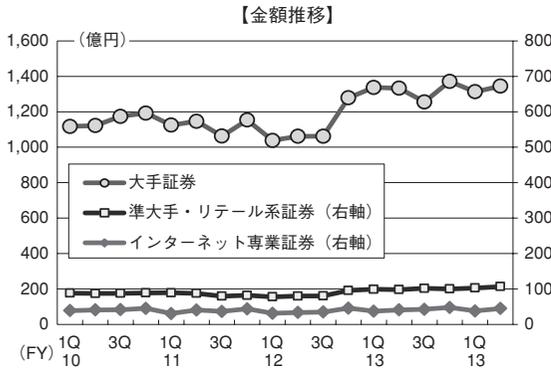
委託手数料のうち、株式売買委託手数料の推移を見ると(図表6)、12/4Q以降はインターネット専門証券と準大手・リテール系証券はほぼ同水準で推移している。個人の株式売買代金ベースではインターネット専門証券が圧倒的なシェアを持つものの、株式売買委託手数料ベースでは、準大手・リテール系証券も一定の顧客層を有し、市場動向に応じた株式取引を取り込めている。

募集取扱手数料の推移を見ると(図表7)、12/4Q~13/1Qは市場環境が好転する中で急拡大したものの13/2Q以降は減少し、

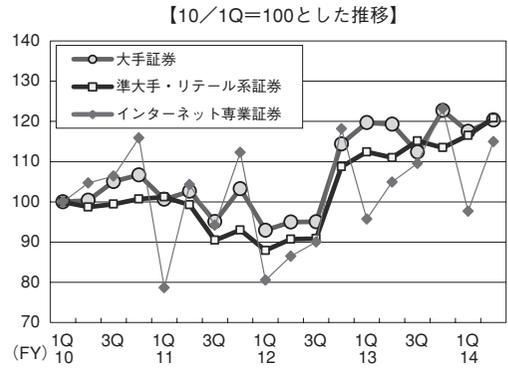
2014年はアベノミクス前の2012年前半と大差ない水準となっている。こうした募集取扱手数料の推移は、投信販売が市場環境の方向性に左右されやすい特性を持つことに加え、近時多くの社で推進強化している、「ストック(預かり資産)重視」の営業戦略が影響している面もあるだろう。

その他の受入手数料の推移を見ると(図表8)、大手証券及び準大手・リテール系証券では12/4Q以降増加している。10/1Q=100とした推移を見ると、14/2Qは大手証券、準大手・リテール系証券共に120となっている。その他の受入手数料は投信預かり資産の代行手数料だけでなく、M&Aフィーや子会社のアセットマネジメント会社収益等も含まれていることに留意する必要があるものの、近時では、株価上昇や円安等による時価増大だけでなく、「ストック重視」の営業戦略の実践を通じ、預かり資産増大を通じた代行手数料の増加も相応に寄与しているものと

(図表 8) その他の受入手数料推移



(出所) 各社決算資料



(出所) 各社決算資料

考えられる。

(3) 証券会社における取組み

本項では、本邦証券会社の足許の取組みを見ていきたい。

大手証券は、ホールセール・リテール部門ともに業績は改善している。ホールセール部門では、アベノミクスの下で企業活動も活発化し、株式・社債引受、IPO、M&Aビジネスは堅調に推移している。リテール営業部門では各社共にコンサルティング営業を推進している中、2014年は、投信等の販売手数料よりも、持続的な基盤拡大につながる「ストック重視」の戦略を一層鮮明にしたこと、ラップ口座（投資一任勘定）の取扱拡大、アセットマネジメントビジネスへの注力強化などの点が特徴的である。

準大手・リテール系証券は、引続き各社の重点分野を中心に商品・サービス提供力を強化しながら、投信・外債等販売や内外株式売

買取次による預かり資産の拡大を進めている。市場環境の好転もあり、経営状況はここ2年で大きく向上しているものの、長年の取引関係をベースとする顧客はシニア層の比率が高く、中期的な経営展望を考えれば、顧客層を若年層にも広げていくことが喫緊の課題であろう。

インターネット専門証券は、提供サービスの継続的なレベルアップを通じ、主力顧客であるデイトレーダー等の囲い込みや、幅広い個人投資家層の取引獲得に注力している。若年層の取込みという点では、若年層に馴染みやすい取引サービスの提供を通じ、大手証券や準大手・リテール系証券よりも優位に進めている面もあろう。

最後に地場証券について触れてみたい。地場証券は、特に2008年の金融危機後から2012年にかけて厳しい経営環境下にあったものの、2013年～2014年は市場環境の好転を受けて、業績が改善した社も多いと考えられる。

但し、顧客はシニア層の比率が高い上、多くの地域で将来的な人口減少が見込まれる中、今後を見据えた顧客基盤の構築が強く求められよう。地域社会に根差した「貯蓄から投資への身近な推進役」として力を発揮し、NISAも活用しながら顧客層を広げていくことが重要であろう。

(4) NISA、東京国際金融センター

最近の証券ビジネスを巡るキーワードとしては、冒頭で示した「NISA」、「貯蓄から投資へ」、「ストック重視」に加え、「コーポレートガバナンス・コード」、「ROE重視」、そして「東京国際金融センター」などが挙げられよう。本項では、この中から「NISA」、「東京国際金融センター」について触れてみたい。

① NISA

少額投資非課税制度であるNISAは、個人の自助努力に基づく家計の資産形成の支援・促進と、経済成長に必要な成長マネーの供給拡大の両立を図ることをその役割として期待され、2014年1月にスタートした。金融庁によれば、2014年6月末現在、NISA総口座数は約720万件（うち証券：約460万件）、総買付額は約1.5兆円（同：約0.9兆円）となっており、「貯蓄から投資へ」の一翼を担い始めている。もっとも、日本証券業協会によれば、証券会社でのNISA口座開設者は60歳代以上が約60%を占める一方、20～30歳代は10%程度である。また各年齢層共に投資経験者が中心で、投資未経験者は全体の約12%に留

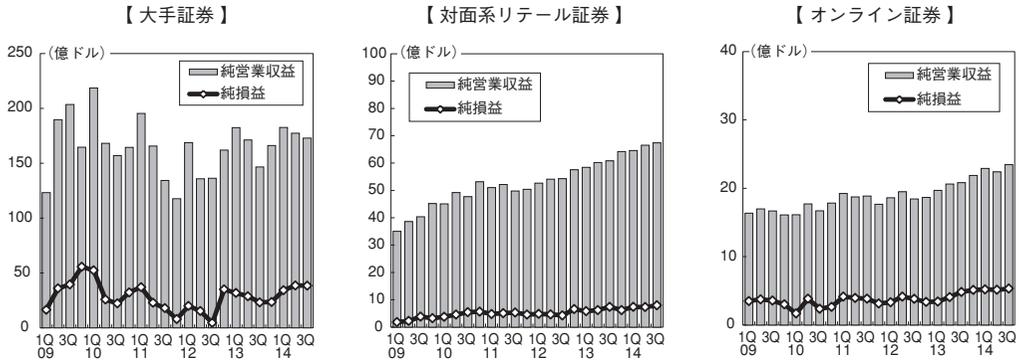
まっている。NISAには、「個人の自助努力に基づく中長期的な資産形成の支援・促進」が期待されており、若年層・投資未経験者への普及促進が重要であろう。こうした中、今年1月に閣議決定された2015年度税制改正大綱では、ジュニアNISA（仮称）の創設、NISAの年間投資上限額の引上げ（100万円→120万円）が盛り込まれており、実現すれば利用拡大につながるだろう。更に安定的な普及拡大を図る上では制度恒久化が欠かせず、早期実現が期待される。

② 東京国際金融センター

2014年6月末に閣議決定された政府の『日本再興戦略』改訂2014』の中で、具体的施策として「東京の国際金融センターとしての地位確立」が掲げられた。これに呼応するように、東京都は「東京国際金融センター推進会議」を設置し、証券・運用業界では日本証券業協会、日本取引所グループ、投資信託協会、日本投資顧問業協会が共催で2014年10月に「東京国際金融センターの推進に関する懇談会」を設けている。この懇談会では、「東京市場を、多くの魅力ある国内企業への投資や豊富な金融資産の運用の場として機能を向上させ、アジアでナンバーワンの国際金融センターとするべく、証券界・運用業界の専門的知見を活かして施策の検討を進める」、としている。

日本における証券ビジネスの拡大を進めていく上では、各証券会社の創意工夫もさることながら、政府・業界連携による戦略立案・

(図表 9) 米国証券会社の決算推移



(出所) 各社決算資料

遂行も大切であろう。日本経済研究センター、大和総研、みずほ総合研究所は2014年5月に共同提言「東京金融シティ構想の実現に向けて」を公表^(注4)している。その中では「貯蓄から投資へ」の推進を通じた個人金融資産の活性化、アジアの金融ハブ化に向けた市場インフラ整備、資産運用ビジネス拡大、東京市場のプロモーション強化などを提言している。足許の証券会社の経営環境が好転している中、更に成長を進めていく上では、個社の取組みだけでなく、「業界力」の発揮を通じた東京市場のパワーアップが一層重要になってくる。様々なアイデアを早期に検討・実践していくことが求められよう。

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。

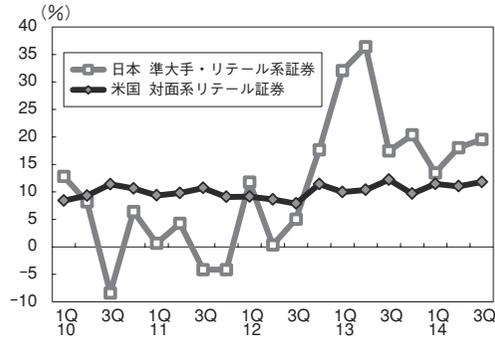
(1) 米国証券会社の決算動向

まず本項では、米国証券会社の14/3Q(2014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(図表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。

大手証券について見ると、ホールセール部門の収益変動に伴う四半期毎の損益変化が比較的大きい傾向が見られる中、14/3Qの純損益は対前年同期比で増収増益となっている。

対面系リテール証券は、純営業収益は趨勢的に増加し、純損益も黒字を安定的に計上し

(図表10) 米国対面系リテール証券と本邦準大手・リテール系証券の純損益／純営業収益推移比較



(注) 四半期表記は、CYベース
(出所) 各社決算資料

ている。利益の安定性は、リテール部門における個人との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いるためである。もっとも、直近の純営業収益に対する純利益率（14／3Q：11.8%）は、同時期における本邦準大手・リテール系証券会社の水準（19.5%）を下回っている（図表10）。日米の比較対象各社ではホールセールを含む事業構造に違いがあり、同比率の単純比較はできないものの、米国の対面系リテール証券は、足許では本邦の準大手・リテール系証券会社と比べて利益率の安定性では勝っているものの、利益率自体は優位ではない点には留意する必要がある。

オンライン証券も純営業収益は緩やかに増加し、純損益も黒字を継続している。オンライン証券はフロー収益の比率が高く、本来損益が変動しやすい構造を持つものの、RIA^(注5)への取引プラットフォーム提供というコスト

ディー業務^(注6)への注力を通じて預かり資産が拡大しており、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。

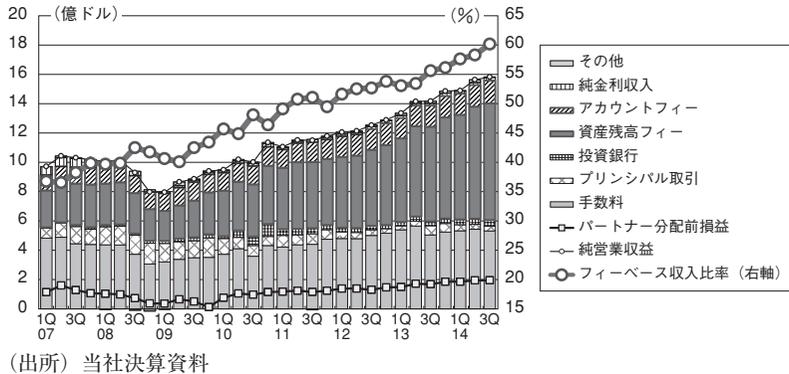
以上を踏まえた注目点としては、対面系リテール証券の動向が挙げられよう。日米対比では、米国の対面系リテール証券は、本邦の準大手・リテール系証券と比べて利益の安定性では優位にある一方、利益率の伸び悩みも見られる。証券会社経営の観点からは、ストック収益とフロー収益の適正バランスが求められる所であろう。

(2) 米国のリテール証券ビジネスにおけるストック重視の背景

本項では、対面系リテール証券のEdward Jonesの動向を確認しつつ、米国のリテール証券ビジネスにおけるストック重視の背景について考えてみたい。

Edward Jonesは、全米で支店数は約11,900カ所、社員のフィナンシャルアドバイザー（以

(図表11) Edward Jones決算推移



下「FA」は約13,800名（共に14/9末）を擁し、1支店あたりFA 1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。業績推移を見ると（図表11）、純営業収益の中で、個別の株式売買や投信販売手数料よりも、預かり資産残高に応じた資産残高フィーの増加が目立っており、業績は堅調な伸びを示している。

このように預かり資産残高に応じたフィーが拡大する動きは、他のリテール証券会社でも見られるものの、これは証券会社の戦略だけをその要因としている訳ではなく、顧客・証券会社・アドバイザーのニーズや規制動向等、様々な要件を背景に選択されてきているものと考えられる。これらの要因を記したのが図表12である。

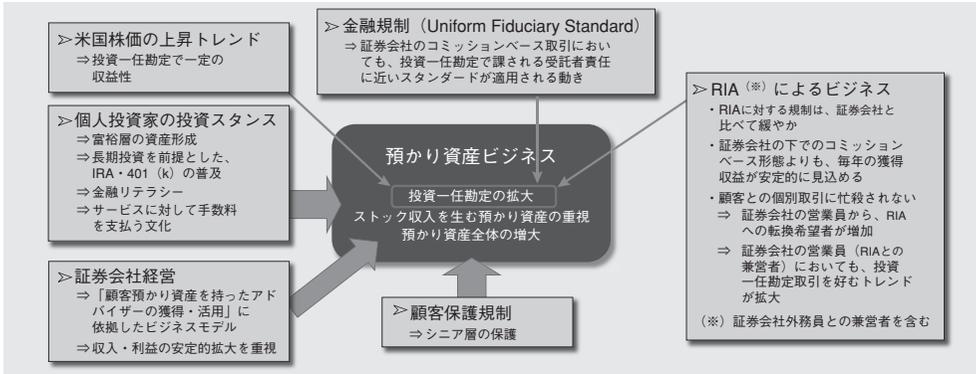
米国のリテール証券ビジネスにおける「ストック重視」の普及には、①米国株価の長期的な上昇トレンド、②個人投資家の投資スタンス（長期投資による資産形成を好む）とい

う背景があり、また顧客取引を担うアドバイザーの側にも、③コミッションベースよりもRIAによる投資一任勘定取引を扱う方が規制上の負担が少なく、かつアドバイザーの収入が安定するためという理由がある。加えて、④証券会社にとっても、収入・利益が安定的に見込めるというメリットもある。以上のように、米国のリテール証券ビジネスで「ストック重視」の普及が進んでいる理由には、「市場動向」・「個人の投資スタンス」・「アドバイザーのインセンティブ（規制対応・収入の安定性）」・「証券会社経営上のメリット」などの様々な要件がベースとなっている点に留意する必要がある。

■ 4. 2015年における本邦証券会社の経営展望

最後に2015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。

(図表12) 米国のリテール証券ビジネスにおける「ストック重視」普及の背景



(出所) みずほ総合研究所

2015年の本邦証券会社の経営を展望すると、昨年に引続き、顧客の持続的な資産形成に一層貢献することを通じ、経営基盤をより市場環境に左右されにくい強固な構造へと変革を進めていくことが重要となる1年となるだろう。但し、昨年と比較すると、①顧客の立場にたった「ストック重視」戦略の深化、②市場環境変化への備え、③中長期的な顧客基盤を見据えた顧客層の拡大が一層肝要になってくると考えられる。

①証券会社の営業戦略における「ストック重視」は、(a)顧客の中長期的な資産形成に資する施策、(b)証券会社の安定的な経営を図る上で有効な施策、の両面から導出されているものと思われる。従前のような「販売額重視」から「ストック重視」への転換自体は望ましい動きと言えるものの、今後、「ストック重視」を一層深化させていく上では、これまで以上に顧客のニーズに寄り添っていく必要があるだろう。

②市場環境については、通年ベースでは堅調さを見込むとの予想も少なくないものの、日米欧における金融政策の方向性の違い、新興国情勢の不安定さ等を背景に、株式・為替・金利・資源価格等の各市場において、昨年以上に期中で大きく変動する可能性もある。このため、顧客とのコミュニケーションには一層の緊密さが求められるよう。

③中期的な顧客基盤形成については、2年目を迎えたNISAの活用、資産承継への取組み、様々なコンタクト手段の活用等を通じ、従来以上に積極的に取り組んでいく必要がある。

また2015年は、個社の取組みだけでは実現しにくい、日本の証券市場全体を更に力強くするような取組みを業界全体で進めていくことがこれまで以上に重要となるだろう。本邦証券会社では、個社の経営体力が2～3年前と比べて強固になってきている中、その個社の力を合わせて、日本の証券市場の魅力を国

際的により高め、日本の市場規模を拡大していくメリットは大きい。「東京国際金融センター」の推進強化は、まさに今臨むべきテーマであろう。

本邦証券会社にとって、2015年は昨年と同様に「貯蓄から投資へ」、「ストック重視」を引続き推進するという意味では「連続性」を保ちつつ、一方でそのプロセスは不断に見直していくという「非連続性」が一層重要になってくる1年となるのではないだろうか。

- (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
- (注4) 本誌2014年12月号「東京国際金融センターの地位確立に向けて～東京が目指すべきモデルと戦略に関する考察～」(みずほ総合研究所 長谷川克之)も参照いただきたい
- (注5) Registered Investment Adviser（登録された投資顧問業者）
- (注6) 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

