

2013年における本邦証券会社の経営展望

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、経済社会の発展と不可分な存在である。他方、収益構造はフロー収益が中心であり、業績は市場環境や投資家の動向に左右されやすいという特性を有している。

本邦証券会社の業績に大きな影響を与える市場環境の一つである国内株式市場に目を向けると、2012年終盤より局面が大きく変化し

〈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. 2013年における本邦証券会社の経営展望

た。内外投資家が日本市場の成長性に対する着目を高めたことから相場・売買代金共に拡大基調に転じ、2013年初頭の段階では、ここ数年来断続的に続いていた底冷え状態と比べると、活況を取り戻してきている。

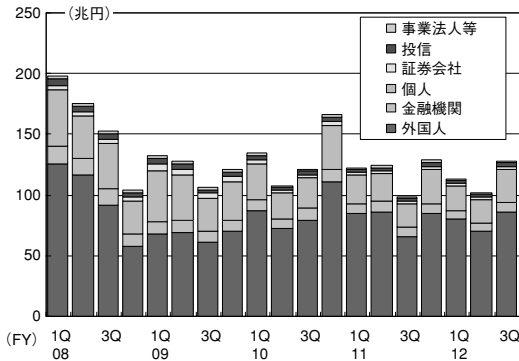
こうした中、本邦証券会社の経営環境は、特にここ数年は厳しい状況が続いていたものの、2013年は国内株式市場の活況に加えて比較的底堅い海外株式市場の動向や円安の進展もあり、足許では好転も期待できる状況にある。

本稿では本邦証券会社の昨年秋までの業績推移を振り返りつつ、最近の本邦証券会社の取組みや、更には米国証券会社の経営動向をレビューした上で、2013年における本邦証券会社経営について考えてみたい。

■ 2. 本邦証券会社の経営動向

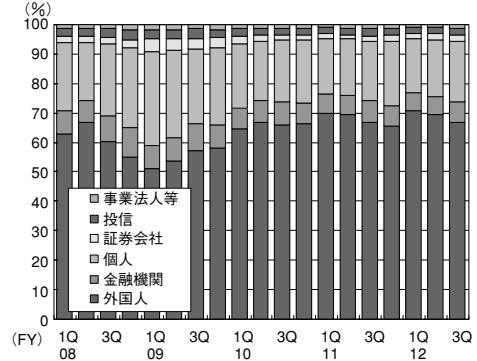
本節では、本邦証券会社の収益の源泉であ

(図1) 株式売買代金動向

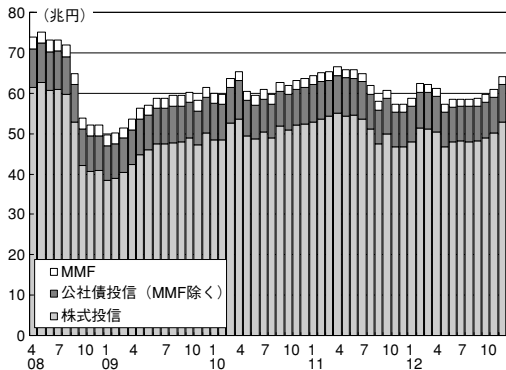


(出所) 東京証券取引所

(図2) 投資主体別売買代金シェア動向

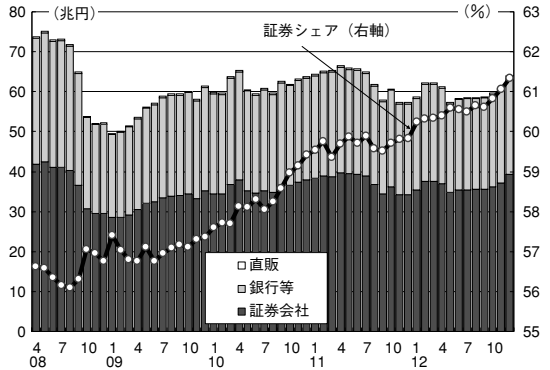


(図3) 投資信託純資産残高推移



(出所) 投資信託協会

(図4) 公募投信純資産残高 証券/銀行間シェア推移



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

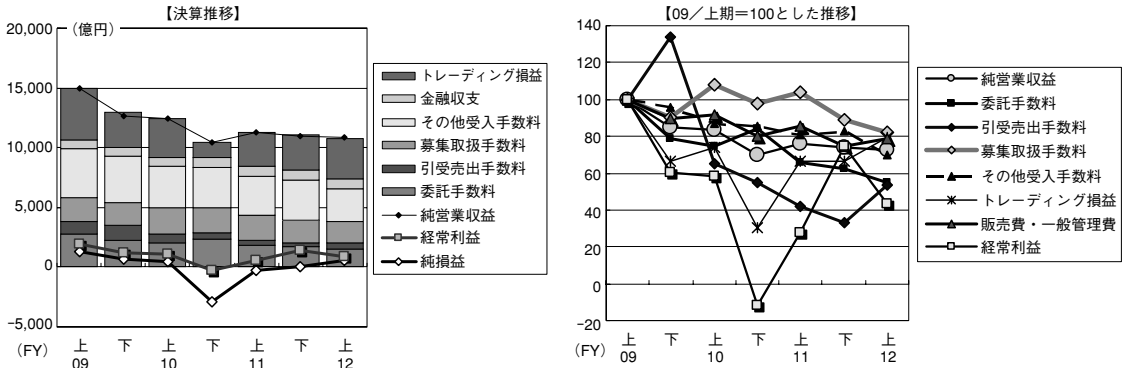
東証一部の株式売買代金を四半期毎に見ると(図1)、相場が大きく変動した際に一時的に売買が膨らんだ期もあったものの、12/2Qにかけてトレンドとしては減少してきた。但し、12/3Qは期中より内外投資家が日

本市場への着目を高めたため売買代金が膨らみ、反転している。投資主体別売買代金シェア(図2)では、外国人シェアが約7割を占めているものの、12/3Qでは外国人以上に個人の売買代金が増大し、個人のシェアはやや回復している。

② 投信市場の動向

投信市場の動向を見ると、純資産残高(図3)は2009年以降、株価や為替変動の増減による影響があるものの、趨勢的な資金流入を

(図5) 本邦証券会社の決算推移



(出所) 各社決算資料

受けて増加トレンドにある。こうした中、証券／銀行チャネル別の公募投信純資産残高シェア推移を見ると（図4）、最近では証券会社のシェアが上昇している。これは、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てきているためと考えられる。

(2) 本邦証券会社の決算動向

① 本邦証券会社の決算推移

本邦証券会社の決算動向を把握するため、東京証券取引所総合取引参加者（約90社）の決算推移を半期毎（09/上期～12/上期）に見ていきたい（図5）。純営業収益（事業会社の売上高に相当）は減収傾向で推移してきている。09/上期=100とした各項目の推移を見ると、12/上期は投信販売等にかかる募集取扱手数料が82と相対的に堅調であった一方、株式売買委託手数料を中心とする委託手数料は55と半減に近い水準となっている。また販

売費・一般管理費（以下「販管費」）の削減も進められているものの、純営業収益の落ち込み幅の方がやや大きく、12/上期の経常利益は対09/上期比で約4割の水準に落ち込んでいる。

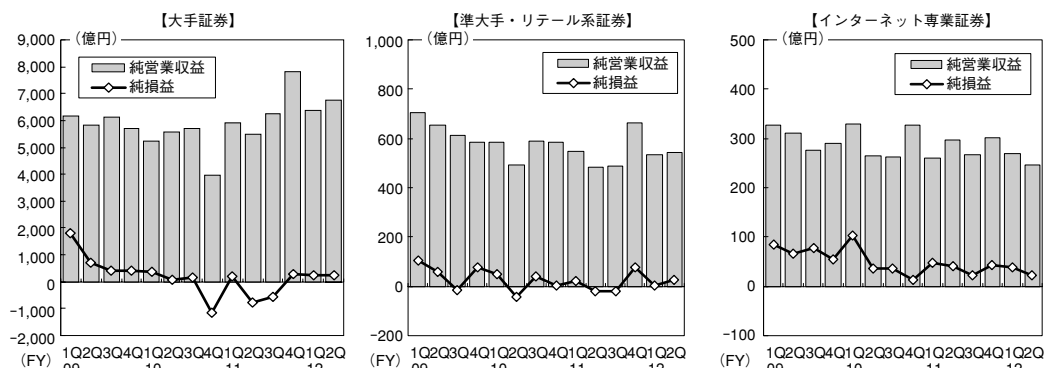
② 本邦証券会社の決算推移（カテゴリー別）

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)／インターネット專業証券^(注3)）の四半期決算推移（図6）でカテゴリー別の特徴を見ていきたい。

大手証券については、純営業収益は一部の社での連結先拡大等の要因もあって、11年度の途中から増加傾向にある。一方で純損益は、最近の11/4Q～12/2Qでは海外・ホールセール部門の事業再構築による不採算部門の縮小や販管費の削減等の効果が寄与して黒字となったものの、収益性の改善は途上である。

準大手・リテール系証券は、詳細は後述す

(図6) 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

るが、全体感を見ると、11年度半にかけて減収減益トレンドが続いたものの、12/上期にはやや回復している。但し、ここ数年における純損益は比較的振れの大きな推移となっており、また個社により違いがあるものの、全体として見れば低収益構造が続いている。

インターネット専門証券は、合計では継続して黒字である。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伸び悩み、特に12/上期はやや減収となっている。大手証券や準大手・リテール系証券と比較して株式売買委託手数料や信用取引にかかる金融収支への依存度が高い中、こうした項目の落ち込みが影響している。

③ 本邦証券会社の決算推移 (準大手・リテール系証券)

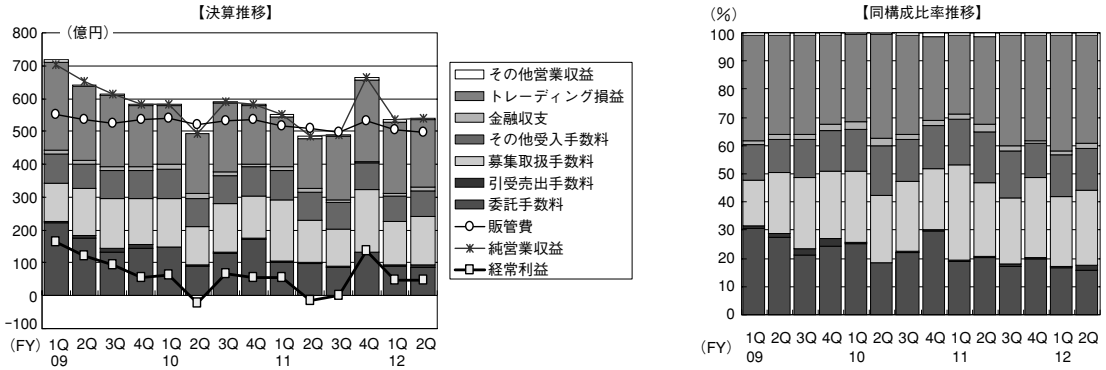
先述の通り、対面でのリテール証券業務が中心である準大手・リテール系証券では、この数年間における純損益の振れが比較的大きく推移してきた。ここではその要因を探るべ

く、収益項目別にもう少し詳しく見ていきたい。

2009年度以降の決算推移を四半期毎に見ると(図7)、委託手数料の減少を主因として減収傾向が続き、中でも11/2Q~3Qは損益面で厳しい局面となった。11/4Qには金融緩和・円安の進展を受けて各収益項目が大幅に増加して一時的に増収増益となった。その後12/上期に入ると再び不透明な経済・金融環境となったものの、経常利益は対11/2Q~3Q比で回復する動きを見せている。これは純営業収益の伸びが限定的な中、販管費の抑制により損益を改善させた要因が大きい。

純営業収益における各収益項目の構成比率推移では、委託手数料が09/1Qの31%から12/2Qには16%と半減している。一方で、外債や外国株式取扱にかかるトレーディング損益が12/2Qで38%と大きなウェイトを占めると共に、募集取扱手数料が09/1Qの16%から12/2Qには27%と増加し、個人の株式売買取次から投信や外債販売へビジネスウェイトを

(図7) 準大手・リテール系証券会社の決算推移



(出所) 各社決算資料

シフトしている状況が見てとれる。但し、投信の預かり資産残高に比例する信託報酬等が中心となるその他受入手数料は、09/1Qの13%から12/2Qには15%と緩やかな伸びに留まっている。フロー収益への依存度は引き続き高い状況にあり、また販管費の削減が進んでいるものの、経費率が比較的高い水準にあるため、市場動向に応じて損益の振れが大きくなっている。

(3) 証券会社における取組み

本項では証券会社の足許の取組みを見ていきたい。尚、先に業績推移を確認した各カテゴリーに加え、地域銀行系証券、地場証券についても触れてみたい。

① 大手証券

大手証券は、海外・ホールセール部門では不採算部門を縮小して採算性改善を進める一方で、クロスボーダーM&A等の注力分野の体制拡充に取り組んでいる。リテール営業部

門では各社共にコンサルティング営業力の向上を推進すると共に、大手銀行系では銀証連携を通じた顧客基盤拡大にも力を入れている。

② 準大手・リテール系証券

準大手・リテール系証券は、投信・外債や米国株、アジア株等外国株式の取扱拡充に注力しており、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。

③ インターネット専門証券

インターネット専門証券は、提供サービスや手数料水準で厳しい競争を続けている。こうした中でインターネット専門証券大手5社は、取引システムの高速化や利便性向上を図ると共に、2013年1月開始の信用取引の規制緩和については導入当初より積極対応し、デイトレーダー等の主力顧客層の囲い込みを進めている。また一方ではデイトレーダーだけ

でなく、各社各々の工夫を通じ、幅広い個人投資家層の取引獲得にも注力している。

④ 地域銀行系証券

現在、13社の地域銀行系証券会社があり、投信・債券販売等を中心に事業規模を拡大させている。2012年には10月に1社が新設開業し、1行が他証券会社との共同での証券子会社の設立検討を表明している。また地域銀行が従来から傘下にあった地場系証券会社の完全子会社化や地域銀行名を冠した社名への変更、営業戦略上での銀証連携強化といった強固な挺入れを図る事例も見られる。地域銀行では、預かり資産ビジネスの幅を広げていく上で証券子会社の活用に着目する動きが進んでいる。

⑤ 地場証券

地場証券は、長年に亘る個人投資家との取引や各地域に根差した営業活動を行っている先が多く、大切な役割を果たしてきている。但し、日本証券業協会によれば、12/9期決算で国内証券会社249社中、141社（57%）が当期赤字であり、地場証券では赤字先も少なくないものと考えられる。こうした中、地場証券では株式売買代金の趨勢的縮小等を受けて、証券業から撤退する事例も見られる。

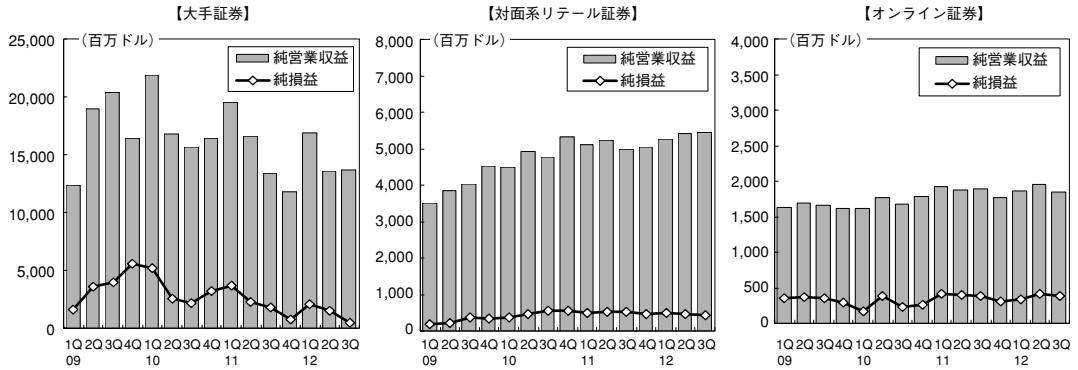
地場証券の中でも株式売買委託手数料への依存度が高い社では、体制面で投信販売等の預かり資産ビジネスへのシフトが進まずに投資家との取引に広がりや欠き、業績面でも株

式市場の動向に左右されやすい構造を抱えている先も少なくない。近時のような株式市況の好転局面では短期的には業績の上向きが期待できるものの、年齢層の高い顧客層の株式対面取引中心のビジネスは中期的には限界があり、事業構造の転換が喫緊の課題となっている。

また既に投信販売等の預かり資産ビジネスに注力している地場証券においても、強みとする投資家層や地域顧客に対して機動的にフォーカスできるメリットがある一方で、運営コスト上では小規模ゆえに「規模の利益」を確保しにくい面もある。こうした中、最近では地場証券が準大手・リテール系証券会社との統合を進める動きや、小規模ゆえの高コスト構造から脱却し、実質的な預かり資産ビジネス事業に特化するべく、前向きな業態転換として証券会社からIFA（Independent Financial Adviser）運営会社に転ずる事例もある。

地場証券においては、現状の組織形態で何ができるかを考えていくことももちろん重要であるものの、競争力ある運営コストを確保しながら、強みとする投資家層や地域顧客に対して良質なサービス提供を持続的に行っていく上での望ましい運営形態を、将来を見据えて一層柔軟に考えていくべき局面になってきているであろう。

(図8) 米国証券会社の決算推移



(出所) 各社決算資料

3. 米国証券会社の経営動向

前節では本邦証券会社の経営動向を見てきたが、本節では本邦証券会社経営に対する参考点を得るべく、米国証券会社の経営動向を追ってみたい。

(1) 米国証券会社の決算動向

本項では、米国証券会社の12/3Q（12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、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8）。尚、対象先は、大手証券：Goldman Sachs、Morgan Stanley、対面系リテール証券：Ameriprise、Edward Jones、Oppenheimer、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。

① 大手証券

大手証券は、ホールセール部門の収益動向や債務評価損益（DVA）（注4）の振れに伴う四半期毎の損益変動が比較的大きい中、12/3Qの純損益は債務評価損の影響で落ち込んでいる。

② 対面系リテール証券

対面系リテール証券は、顧客基盤を持ったアドバイザーの獲得による事業拡大、銀行子会社のビジネス成長やM&A等により、純営業収益は趨勢的に増加している。また純損益は継続的に黒字である。これはリテール部門では個人投資家との資産運用ビジネスにおいて、投資一任勘定（ラップ取引）で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ことが要因として挙げられる。12/1Q-3Qでは株式売買等の手数料（Commissions）がやや落ち込む一方で、こうしたフィーベース収入が預かり資産の増大を伴って拡大している。更にリテ

ール部門と共にホールセール部門も事業の両輪としている社では、近時ではホールセール部門をM&Aで拡充する取組みを行う一方で、両業務のバランスの取れた事業成長も重視することで、振れの少ない収益構造を築いている。

③ オンライン証券

オンライン証券についても、純営業収益は緩やかな増加傾向にあり、純損益も継続的に黒字を計上している。12/1Q-3Qは欧州債務問題を巡る不透明な市場環境下、投資家の取引がやや慎重になって株式売買取扱高は落ち込んだ。しかし一方で、オンライン取引プラットフォームの拡充や、RIA^(注5)への取引プラットフォーム提供というカスタディー業務への注力により預かり資産や投信販売等が拡大し、これに伴ってアセットマネジメント報酬が増大している。また当該報酬の拡大が安定的な利益計上にも貢献している。

このように米国証券会社の決算動向を見ると、特に対面系リテール証券及びオンライン証券では、2012年においても純営業収益及び純損益は比較的堅調に推移している。日米対比では、本邦の準大手・リテール系証券会社と比べて、米国の対面系リテール証券における純損益の安定性が目立っている。

(2) 米国リテール証券会社の取組み

本項では、対面系リテール証券の取組みとその本邦証券会社経営への参考点について触

れてみたい。

対面系リテール証券会社では、個人投資家との資産運用ビジネスにおいて、投資一任勘定取引等による預かり資産残高の増大に注力しており、こうした取組みが事業の成長と利益の安定性につながっている。またビジネスを拡大させる上で、魅力的な報酬体系や顧客取引に対する支援体制を提示し、顧客基盤を持ったアドバイザー個人、或いは証券会社やアドバイザー所属会社全体を獲得することに力を入れている。こうした中、中小証券会社等においても、競争力のあるビジネス展開を進めるべく、他社との統合に踏み切る動きも相次いでいる。

また近時では、ホールセール事業にかかるM&Aが特徴的である。Raymond Jamesは2012/4に投資銀行部門に強みを持つMorgan Keegan、Stifel Nicolausは2012/11に金融サービス業分野に強みを持つ投資銀行KBWをそれぞれ買収している。この2社はリテール部門とホールセール部門を両輪としている中、既存のホールセール事業と補完性があり、買収で更なる事業拡大が見込めるとしてM&Aに踏み切っている。

FINRA^(注6)によれば、米国の証券会社数は2012/12末で4,289社（対2011/12末比▲167社）と減少しているが、リテール部門での預かり資産残高の拡大を重視したビジネス展開と共に、前向きな事業選択としての合併等による事業統合が進展していることは、本邦証券会社にとっても参考となるだろう。

■ 4. 2013年における本邦証券会社の経営展望

最後に2013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。

2013年初頭の段階では、内外投資家が日本市場の成長性に着目する動きがここ数年来で一番高まっているとあっていいだろう。これは新政権の下での日本銀行との連携強化によるデフレ脱却に向けた政策対応や、企業の成長性を高める取組みへの期待感が後押ししており、今後は期待と実現の好循環が進展していく動きが注目される。

本邦証券会社にとっては、こうした環境と積極的に呼応していくことが2013年における成長の鍵となるだろう。リテール分野では、個人に良質な証券取引手段を提供していくことを通じて、株式売買等のフロー取引だけでなく、証券投資のストック拡大という「貯蓄から投資へ」の流れを強めていくことが、個人の中長期的な資産形成への貢献、及び証券会社の安定的な成長の両面から更に重要になってくるであろう。ホールセール分野では、資本市場調達、M&A、IPO等を通じて企業の成長に寄与するビジネスを強化していくことが大切だろう。

また12/9期決算では国内証券会社の6割弱が赤字という現実の中、特に低収益構造が続いている証券会社においては、2013年は足許の市場環境好転を活かしつつ、収益・経費構

造の改革や事業構造の転換を大胆かつ柔軟に考えていくべき年ともなろう。これは一方的に縮小均衡に向かうということではなく、証券ビジネスの中での「魚影」や、企業規模と運営コスト負担の兼ね合いを熟考した上で、自社が証券事業で果たすべき役割を効果的に担っていく一番効率的な体制を選択するという前向きな取組みである。米国のリテール証券会社でも、運営コスト削減や競争力のあるビジネス展開のために、積極的に合併をはじめとした事業再編を選択する事例も相次いでいる。本邦証券会社のビジネス環境が好転局面にある2013年は、将来を見据えた対応がとれるタイミングとして好機ともいえる。

本邦証券会社のビジネスは、企業・個人の投資活動や日本市場への期待が高まっている中、工夫次第では従前以上に飛躍しやすい状況にある一方で、「工夫」に対する真価が一層問われる局面でもあり、各社の力が試されよう。

証券会社は経済社会の発展と不可分な存在であるがゆえに、特にここ数年は日本経済の活力停滞が本邦証券会社の業績低迷の大きな要因とされてきた。しかし局面が変化し、2013年は日本経済・市場の成長に向けた期待感が高まる状況でスタートした中、その期待を具現化するために証券会社が貢献できる役割も少なくない。2013年は、本邦証券会社が正に本領を発揮し、経済成長と共に大きく飛躍する1年となることを期待したい。

-
- (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（旧みずほイ
ンベスターズ証券との合算）、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（連結決算
ベース）
- (注4) Debt Valuation Adjustment
- (注5) Registered Investment Adviser（登録された
投資顧問業者）
- (注6) Financial Industry Regulatory Authority（金
融取引業規制機構）

