

長期データからみるわが国証券ビジネスの動向
—事業環境の変化と新たな潮流—

金融機構局 小林健太、山本弘樹

Bank of Japan Review

2022年6月

わが国における証券ビジネスの動向を長期的にみると、株式売買の取次ぎや投信販売などの伝統的なフロー型ビジネスによる収益の伸びが限られてきているもと、近年は、フィデューシャリー・デューティの浸透などに伴う資産管理（ストック）型ビジネスへの転換や、M&A アドバイザリー業務の拡大といった新たな潮流もみられている。また、米国証券会社との事業環境の比較からは、金融資本市場の規模や資産管理型ビジネスの発展度合いが、収益性の水準や安定性に影響している可能性も示唆される。証券会社の事業環境やビジネスモデル、収益構造や内包するリスクがどのように変容していくか、今後も注目に値する。

はじめに

証券会社は、投資家や金融機関による金融商品の売買や、企業による株式・債券の発行を通じた資金調達などにおける取引主体間の仲介をはじめとして、金融システム上の重要な役割を担っている。また、最近では、個人の資産運用に関するサポート・アドバイ業務にも注力するなど、その役割は拡大・変容している。

こうした証券会社のビジネスは多岐にわたるが、一般的には、3つのセグメントに大別して理解されることが多い。

1つ目は、個人投資家向けの「リテールビジネス」である。個人による国内株式等の売買注文を証券取引所に取次ぐ業務や、店頭市場で取引される債券・外国株等の在庫販売¹、株式の信用取引や投資信託の販売等を通じて、様々な金融商品への投資機会を提供している。最近では、ファンドラップ²などを通じた「資産管理型」のサービスに注力する動きがみられる。

2つ目は、機関投資家や金融・事業法人を顧客とする「市場ビジネス」である。とりわけ大手の証券会社は、金融市場のマーケット・メーカー（売買機会の提供主体）として、様々な顧客との間で金融商品の取引を仲介しており、その取引対象（株式・債券・外国為替など）および取引形態（現

物・デリバティブ・レポなど）も多種多様である。

3つ目は、事業法人や機関投資家を主な顧客とする「投資銀行ビジネス」である。顧客企業が資本市場を通じて資金調達を行う際の（投資家への販売を前提とした）株式・債券等の引受業務や、企業やファンドがM&Aを行う際の、買収側または被買収側に対する助言（アドバイザリー）業務が代表的なビジネスといえる。

こうした証券ビジネスの事業環境は、市場環境や制度面の変化、IT技術の進展などに伴い、長期的にみて様々な変遷を辿ってきた。本稿では、日本銀行の当座預金取引先（日銀当預先）となっている証券会社を対象とする長期時系列データ等³の分析を通じて、わが国における証券ビジネスの事業環境や収益構造の変化について考察を試みた。また、考察の一助として、日米の証券会社の収益性やその背景についても分析を行った。

なお、業界のマクロ的な事業環境の分析という趣旨を踏まえ、可能な範囲で、日本証券業協会のデータやマクロ統計を用いているが、データ制約から日銀当預先を対象を限定した分析もある。日銀当預先が日本証券業協会会員全体に占める比重は以下に示す通りであり、本稿で示す分析結果の一部は、カバレッジの面で一定の留保が必要である（図表1）。

【図表 1】日銀当預先のカバレッジ

	日本証券業協会会員	日本銀行当預取引先	日銀当預先の比重
先数	268先	34先	13%
収益	4.1兆円	3.1兆円	76%

(注) 先数は21年3月末時点、収益は20年度の営業収益。日銀当預先の内訳は、大手5先、中堅・中小13先、外資系15先、ネット系1先のものであり、所謂業者間取引専門仲立業者2先は集計の対象外とした。

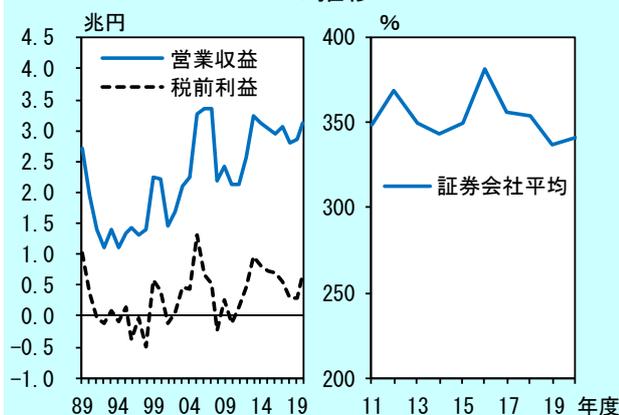
(出所) 日本証券業協会、日本銀行

わが国証券ビジネスの動向

(収益の推移と構造変化)

取引先証券会社全体の収益は、90年代から00年代半ばにかけて、振れを伴いながら拡大した。リーマンショック後に大幅な減少を経たものの、持ち直し後は概ね高水準を維持している。平均的な自己資本規制比率も高い水準で推移している(図表2⁴⁾。

【図表 2】収益・利益と自己資本規制比率の推移



(注) 直近は20年度。集計対象は、日銀当預先。

(出所) 日本銀行

この間、手数料収入を牽引役としながら、機関投資家向けビジネスの拡大や提供商品の拡大(外国株・FX等)を映じて、在庫販売・トレーディングにかかる収益も拡大している(図表3)。

手数料収入の内訳をみると、①株式取次ぎ手数料の伸び悩み、②近年における投信販売手数料の減少、③資産管理報酬の増加、④M&A関連手数料の増加、⑤株式・債券引受手数料の堅調さ、といった収益構造の変化・特徴を確認できる(図表4)。

以下では、前述①～⑤のビジネスの概要や、この間生じてきた事業環境の変化等を整理する。

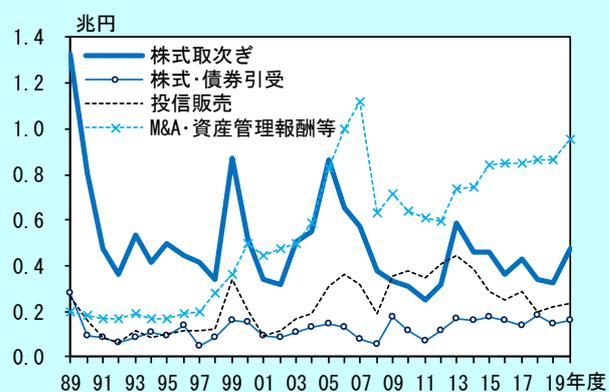
【図表 3】収益の内訳



(注) 直近は20年度。集計対象は、日銀当預先。

(出所) 日本銀行

【図表 4】手数料収入の内訳



(注) 直近は20年度。集計対象は、日銀当預先。

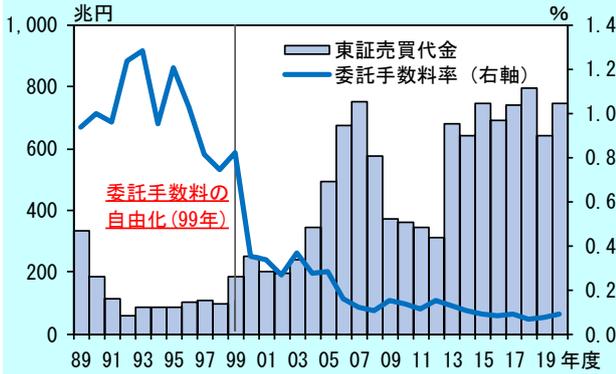
(出所) 日本銀行

(株式売買の取次ぎ)

証券会社は、証券取引所に直接アクセスできない投資家からの委託を受けて、株式の売買注文を執行しており、売買額に応じた委託手数料を収入として得ている。

当該ビジネスの収益は、株式の「売買高」と「委託手数料率」の水準に左右される。株式の売買高は、近年の相場環境下では比較的高水準で推移している。一方、売買委託手数料率は、90年代末に日本版金融ビッグバンの一環で同手数料が完全自由化⁵⁾されたもとの、所謂ネット系証券会社の参入等による競争激化を受けて顕著に低下した後、取引の電子化・オンライン化が進んだことなどにより、趨勢的に低下している(図表5)。

【図表 5】株式の売買代金と委託手数料率



(注) 直近は 20 年度。委託手数料率は、「委託手数料」÷「株式売買代金」で算出。株式売買代金は、内国株式が対象。

(出所) 東京証券取引所、日本証券業協会

この間、ネット系証券会社のプレゼンスが高まっており、個人向けの株式取次ぎでは、大手ネット系証券のシェアが 9 割を超えている⁶。最近では、新型コロナウイルスの影響で外出が制限される中、個人による「巣ごもり投資」が増加したことも、こうした傾向を加速させたとみられる。

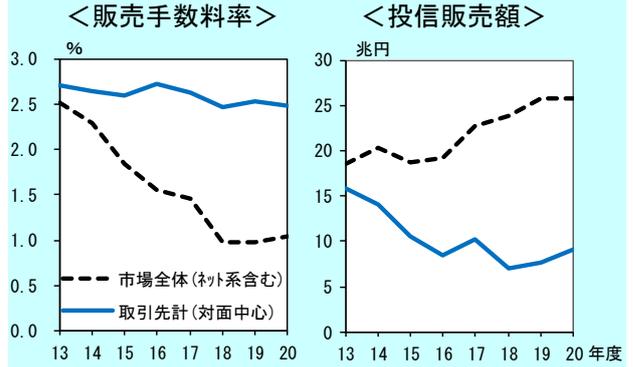
（投資信託の販売）

証券会社は、投資信託運用会社が組成した投資信託を投資家に販売しており、販売手数料を収益として得ている。

投資信託についても、ネット系証券の参入・競争激化等を背景に、販売手数料率が趨勢的に低下している。ただし、対面型販売を行う証券会社（対面証券）はアクティブ型投信、ネット系証券はインデックス型投信の販売額が多い傾向にあるなど、証券会社の業態による販売商品の棲み分けも生じている（顧客属性に応じた商品選好の違い等が背景にあるとみられる）。このため、株式取次ぎに比べて、対面証券とネット系証券の競合度合いは低く、対面証券における販売手数料率の低下も相対的に小幅となっている。

投資信託の販売額をみると、近年の株高や手数料率の低下等の影響もあり、市場全体では増加傾向にある。他方、対面証券の状況を見ると、投資信託の販売額は減少傾向にある。この背景には、販売側におけるフィデューシャリー・デューティー（顧客本位の業務運営）⁷に対する意識の高まりや、投資家側における保有（運用）期間の長期化傾向などがあると考えられる（図表 6・7）。

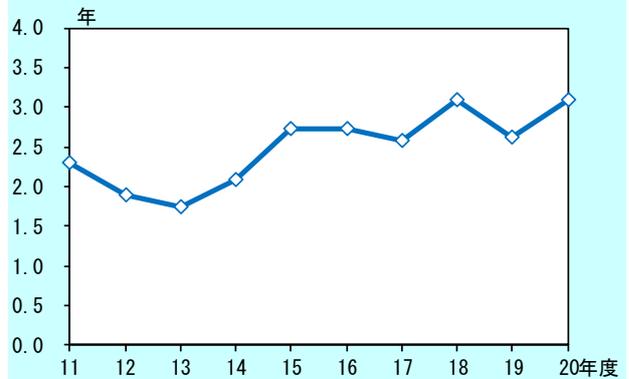
【図表 6】投資信託の販売手数料率と販売額



(注) 投信販売額は、株式投信販売額。販売手数料率は、「投信販売手数料」÷「株式投信販売額」で算出。

(出所) 投資信託協会、日本証券業協会、日本銀行

【図表 7】投資信託の平均保有年数



(注) 「該当年度の期首・期末の顧客預り資産残高の平均値」÷「該当年度の顧客預り資産の流出額」で算出。集計対象は日銀当預先。

(出所) 日本銀行

（資産管理サービス）

証券会社は、投資家に販売した投資信託に関する分配金の受渡しや運用報告書の送付等を行うほか、受託したファンドラップについても、顧客の資産形成の考え方に即した資産運用やポートフォリオ管理、定期的な運用報告やフォローアップ等を行っており、こうした資産管理サービスの対価として資産管理報酬を得ている（図表 8）。

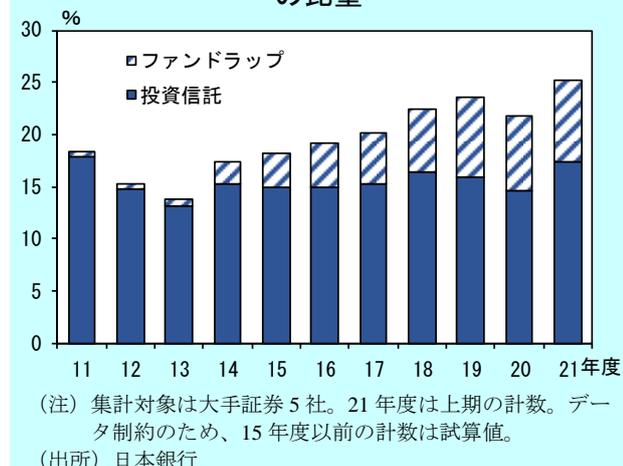
【図表 8】資産管理型ビジネスの概要

対象商品	資産管理にかかる証券会社の業務
投資信託	投資信託を保有する顧客に対して、分配金の受渡しや運用報告書の送付等、各種事務を代行
ファンドラップ	ファンドラップ契約の顧客に対して、上記のほか、資産運用の代行、ポートフォリオ管理、定期的な運用報告、フォローアップ等を実施

資産管理報酬は、前述の株式取次ぎや投資信託の販売と比べて、投資家の売買取引の多寡に依存せず預り資産の残高に応じて安定的に収益を獲得できるメリットがある。また、近年のフィデューシャリー・デューティーに対する意識の高まりも、投資家からの取引手数料を収益源とする「売買（フロー）型」のビジネスから、資産管理報酬を中心に預り資産から収益を得る「資産管理（ストック）型」のビジネスモデルへの転換を後押ししていると考えられる。

一例として大手邦証の状況を見ると、手数料収入全体に占める資産管理報酬の比重が、近年増加傾向にあることが確認できる（図表 9）。

【図表 9】手数料収入における信託報酬の比重



資産管理型ビジネスにおいては、手数料率の低さではなく、顧客サービスの質や付加価値が競争力の源泉となるため、各社では、IT ツールの活用等による提案力・顧客利便性の向上や、従業員の研修・教育等を通じて、営業体制の再構築・強化に努めている。また、最近では、売買取引に応じて手数料が発生する従来（フロー）型の報酬体系に加えて、金融商品の預り残高（ストック）に基づく報酬体系を導入する動きもみられている。

（M&A アドバイザリー）

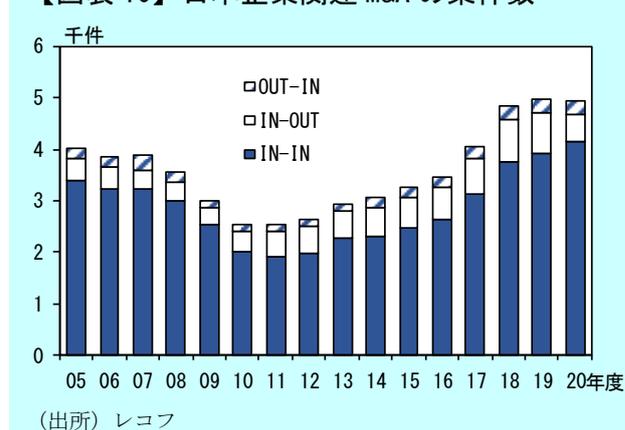
とりわけ大手の証券会社は、企業やファンドが合併・買収（M&A）を検討・実行する際に、計画立案から実行完了までの各段階において、買収側または被買収側に対する助言（アドバイザリー）業務を行っている。

リーマンショック以降、経営の合理化・効率化を企図したノンコア事業の売却が継続的にみら

れているほか、コーポレートガバナンス・コード⁸の策定（2015年）を受けた企業価値向上への意識の高まりなどもあり、国内の M&A 案件は趨勢的に増加している（図表 10）。

また、本邦企業による海外戦略の積極化・見直しに伴う、海外事業の買収・売却案件もみられている。海外案件は規模が大きく手数料率も高くなる傾向にあるため、証券会社の収益面においても、海外案件の比重が高まっているとみられる。

【図表 10】日本企業関連 M&A の案件数



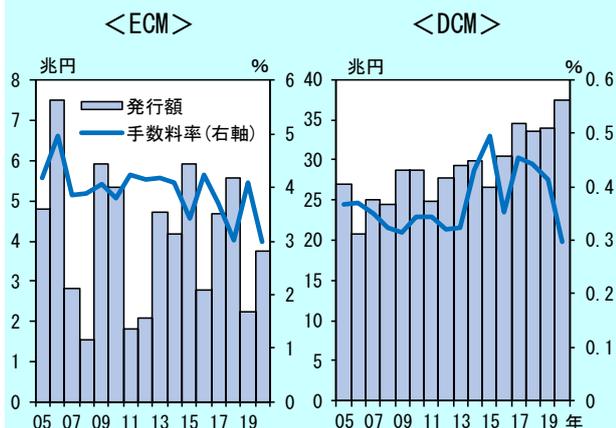
（有価証券等の発行引受・販売）

企業が株式や債券等の発行を通じて資金調達を行う場合には、とりわけ大手の証券会社がこれを引き受けた上で、投資家に販売している。証券会社は、こうした引受・販売業務や、発行体から引き受けた金融商品が売れ残るリスク（募残リスク）の対価として手数料収入を得ている。

国内市場の動向をみると、株式の引受・販売（ECM）は、案件数・実行額ともに振れが大きいですが、近年は、M&A のための資金調達や、コロナ禍に対応するための資本強化など、様々なニーズを背景として、継続的に案件がみられている。債券の引受・販売（DCM）については、低金利環境下で企業の資金調達ニーズが高まっているもとの、案件が増加傾向にあるほか、長期社債や劣後債など、手数料率が相対的に高い案件も増えている。

この間、引受・販売業務の手数料率は、さほど低下していない。これは、発行された金融商品を販売するための顧客基盤や引受けを行うための資金力、専門性の高い助言能力などを必要とするビジネスであり、参入障壁が相対的に高いことが背景にあるとみられる（図表 11）。

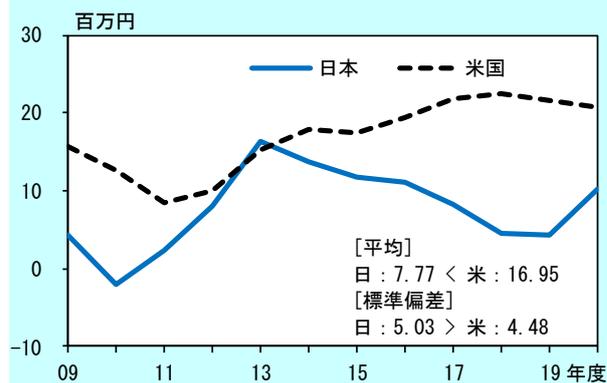
【図表 11】 ECM・DCM の実行状況と手数料率



(注) 直近は 20 年。手数料率は、各案件の手数料率を発行額で加重平均することにより算出。

(出所) アイ・エヌ情報センター

【図表 12】 従業員 1 人あたり利益



(注) 直近は 20 年度。利益は税前利益 (米国は為替換算ベース)。主要な証券会社を対象に加重平均。日本の集計対象は日銀当預先。米国の集計対象はモルガン・スタンレー、ゴールドマン・サックス、チャールズ・シュワブをはじめとする主要な上場証券会社。

(出所) Bloomberg、日本銀行

収益環境の日米比較

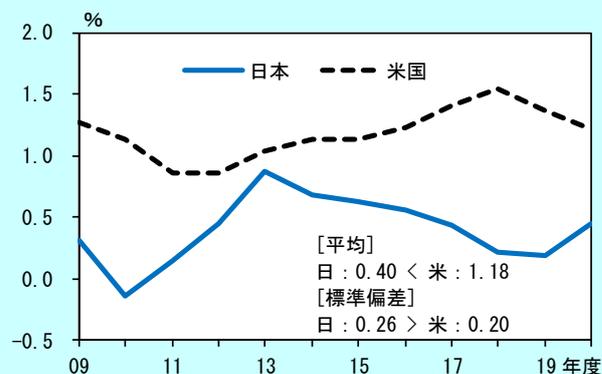
(収益性の比較)

以上のとおり、わが国における証券ビジネスの事業環境は、金融市場の状況に加え、株式売買委託手数料の完全自由化、フィデューシャリー・デューティーや企業統治に対する意識の高まりといった制度・慣行面の変化の影響も受けながら変容している。証券各社は、こうした環境変化に対応しつつ、収益性の向上や新たな収益機会の獲得を企図して、様々な取り組みを進めてきた。

以下では、視点を変えて、本邦証券会社 (日銀当預先) の収益性を、米国の大手証券会社 (投資銀行・リテール証券会社等) と比較するとともに、その背後にある日米の事業環境の違いについて考察する。

収益性の分析では様々な指標が用いられるが、投下した労働力および資本対比での収益性を表す「従業員 1 人あたり利益」と「ROA」をみると、観察期間のほとんどで米系が上回っている。また、水準 (平均値) だけでなく安定性 (標準偏差) の面でも米系の方が優位であり、米系の方が高い水準で安定した収益を実現しているという評価が可能である (図表 12・13)。

【図表 13】 ROA



(注) 図表 12 と同様。

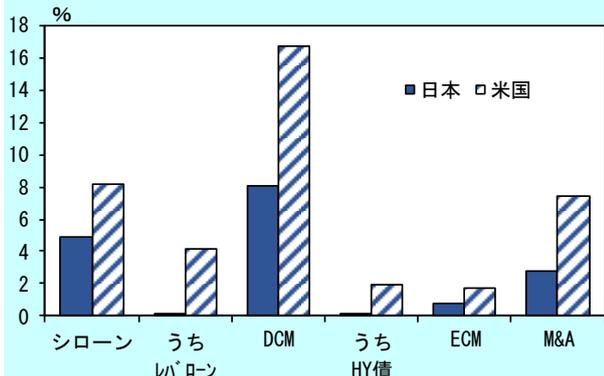
(出所) Bloomberg、日本銀行

(金融資本市場の規模)

証券会社の収益性の水準に日米間で格差が存在する要因の 1 つとして、母国における金融資本市場の規模の違いがあると考えられる。例えば、投資銀行ビジネスの対象である発行・引受や M&A の市場規模は、日本よりも米国の方が格段に大きく、とりわけ引受・販売を通じて得られる手数料率が高いハイイールド債やレバローンといったリスク性商品の市場規模には圧倒的な差がある。また、市場ビジネスの対象である流通市場の規模をみても、米国の方が大きいことが確認できる (図表 14・15)。

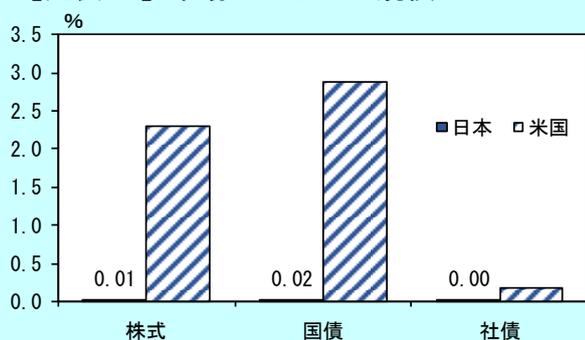
こうした市場規模の違いは、取引機会の多寡やプロダクトの多様性、規模の経済の働きやすさなど、様々な観点から収益性に影響を及ぼしていると考えられる。

【図表 14】 投資銀行ビジネスの市場規模



(注) 20年の発行額/実行額の対GDP比。
(出所) BEA、Dealogic、内閣府

【図表 15】 市場ビジネスの規模



(注) 20年の1日平均出来高の対GDP比。日本の国債および社債は、「年間出来高」÷「営業日数」で算出。
(出所) BEA、SIFMA、東京証券取引所、内閣府、日本証券業協会

(資産管理型ビジネスの発展)

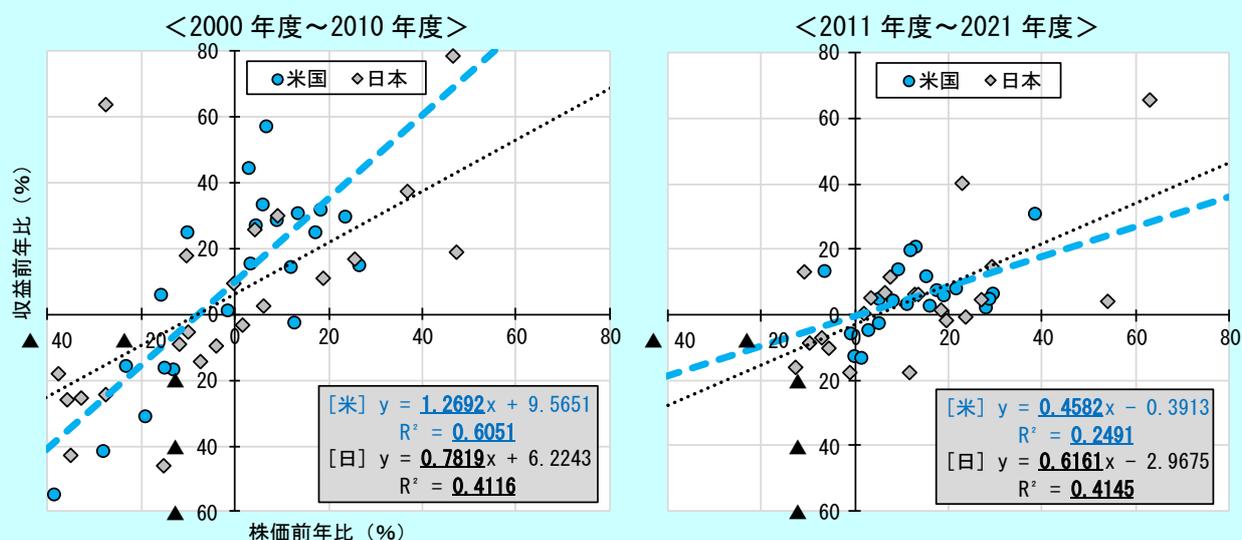
収益性の安定性に違いが生じる背景に関しては、米国証券会社において、収益と市況の連動性

が低下していることが注目される。試みに、日米の主要証券会社について、①1単位あたりの株価変動に対応する収益の変化率(傾き)と、②株価変動が収益変化に対して持つ説明力(R²)をみると、米国証券会社において、直近10年間で①・②とも顕著に低下していることが確認できる(図表16)。

モルガン・スタンレーやゴールドマン・サックス、チャールズ・シュワブなどを代表とする米国の大手金融機関は、本邦証券会社よりも早くから資産管理(ストック)型ビジネスへの注力を進めており、顧客の売買フローから得られる収益への依存度を低下させてきている。前述のとおり、本邦証券会社においても同様の動きがみられるが、取り組みの進捗度合いの差が、日米間における収益性の安定性の違いに繋がっている可能性がある。

以上のように、金融資本市場の規模や資産管理型ビジネスの発展度合いに差が生じている根源的な背景には、多くの複合的な要因が存在すると考えられる。例えば、わが国では米国と比べて間接金融(銀行貸出)の比重が高いことが金融資本市場の規模や構造に影響を与えていることは一般的に指摘されている。また、確定拠出年金制度の浸透度合いの違いが、投資家層の厚みや広がり、投資家の投資意欲やリスク選好などに影響を与えているとの指摘もある。例えば、米国では、企業型確定拠出年金制度(401(k))が広く普及してい

【図表 16】 株価と収益の関係



(注) サンプルは、主要証券会社の半期収益の前年比と株価(半期末値)の前年比。株価は、日本は日経平均株価、米国はS&P500を使用。集計対象は、図表12と同様。
(出所) Refinitiv、日本銀行

るが⁹、同制度の普及は、年金基金の資産運用主体（機関投資家）の増加・多様化に繋がり得るほか、職域（職場）でのセミナー・研修等の投資教育の機会が増えることを通じて加入者の資産形成への意識が高まりやすいと言われている。このほか、米国では、75年に株式売買委託手数料が自由化され、90年代にはフィデューシャリー・デューティーが意識・議論され始めるようになるなど、制度面における証券ビジネスの事業環境の変化がいち早く生じている点も、日米の違いとして指摘されることが多い。

おわりに

本稿では、日銀当預先を対象とした長期時系列データの分析等や日米比較などを通じて、わが国における証券ビジネスの事業環境や、そのもとの収益構造の長期的な変化について考察した。

本邦証券会社の収益構造については、株式売買の取次ぎや投資信託販売など売買フローに依存

した手数料収入が伸び悩む一方、預かり資産に対する信託報酬やM&Aアドバイザー収入の増加といった変化がみられる。こうした背景には、株価や金利等の市場環境に加えて、規制緩和やネット系証券の参入、フィデューシャリー・デューティーの浸透やコーポレートガバナンス・コードの策定といった制度・慣行面の変化など、様々な要因があると考えられる。

近年のトレンドである「資産管理（ストック）型ビジネスへの転換」をはじめ、わが国の証券業界は様々な挑戦に取り組んでいる。最近の取り組みの具体例としては、①資産管理型ビジネスの強化、②海外事業（特に米国における投資銀行・市場ビジネス）の拡大、③他業態（同一金融グループ内の銀行や地方銀行等）との連携による国内顧客基盤の拡充、④取扱商品の拡充（非上場資産や暗号資産等）などが挙げられる。証券会社の事業環境やビジネスモデル、収益構造や内包するリスクがどのように変容していくかは、今後も注目に値する。

¹ 一般に、証券取引所で取引される金融商品（株式等）では、証券会社が顧客の売買注文を取引所に取次ぐことで取引が成立するため、証券会社の自己勘定を経由しない。一方、店頭市場で取引される金融商品（債券等）では、証券会社が売買の相手方となるため、証券会社の自己勘定を経由する。

² 投資家の資産運用への考え方・方針をもとに、証券会社等が投資家に代わって資産を運用・管理する資産運用サービス。投資家にとっては、投資対象の選定や売買の発注、ポートフォリオの管理等が不要となる。

³ 本稿で利用した本邦証券会社の財務データは、わが国証券ビジネスの事業環境・収益構造の把握のため、特に断りがない限り、証券会社単体のデータを使用している。

⁴ 本稿における図表の凡例と財務会計項目の対応は次のとおり（凡例<左>：財務会計項目<右>）。

収益計：営業収益、手数料収入：受入手数料、在庫販売+トレーディング：トレーディング収益、レポ取引・信用取引等：金融収益、株式取次ぎ：委託手数料、株式・債券引受：引受・売出手数料、投信販売：募集・売出手数料、M&A・信託報酬等：その他手数料

⁵ 株式取次ぎに関しては98年12月に証券業が免許制から登録制に移行し、証券業への新規参入が容易になったほか、99年10月に売買委託手数料の完全自由化が実施された。

⁶ SBI証券の決算説明資料による。

⁷ 金融庁は、14年の「金融モニタリング基本方針」において、金融機関にフィデューシャリー・デューティーを求める方針を示し、17年3月に「顧客本位の業務運営に関する原則」を公表した。

⁸ 企業が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行うための仕組みのこと。金融庁・東京証券取引所により策定され、わが国では15年から導入された。

⁹ 米国では、企業型確定拠出年金制度への加入を後押しする仕組が整備されている。例えば、401(k)では、従業員が反対の意思表示を示さない限り、同制度に自動的に加入する仕組みが普及している。

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。

内容に関するご質問等に関しましては、日本銀行金融機構局金融第3課（代表 03-3279-1111）までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパー・シリーズは、<https://www.boj.or.jp> で入手できます。