

平成 29 年度 証券ゼミナール大会

第 4 テーマ

今後の証券会社経営のあり方

A ブロック

立教大学 池田ゼミナール

目次

	はじめに	3
	第一章 大手、銀行系の証券会社の仕事内容と収益構造	3
	第一節 大手、銀行系の証券会社の仕事内容	3
5	第二節 店舗型証券会社の収益構造	4
	第三節 ネット証券の仕事内容と収益構造	7
	第四節 大手、銀行系、ネット専門証券会社との相違	9
	第二章 日本と国外のリテール業の比較	12
	第一節 日本の対面型リテール業	12
10	第二節 インターネット専門証券	16
	第三節 海外のリテール業	21
	第三章 日本の証券会社の現状と課題	23
	日本の証券会社の現状	23
	第一節 独立系大手、銀行系	24
15	第二節 ネット専門証券	28
	第4章 証券会社の今後の経営の在り方	29
	第一節 独立系大手、銀行系	29
	第二節 ネット型証券会社の今後の経営	30
	おわりに	35
20	参考文献	36

はじめに

数ある証券会社のうち大手証券会社といえば独立系の野村証券、大和証券、銀行系の SMBC 日興証券、みずほ証券、三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券の 5 社が有名である。その中でも野村証券は大正 14 年創業、日本を代表する最大手の証券会社である。かつて証券業界では野村証券が長く牛耳ってきたが、1999 年に株式売買が自由化されてからは松井証券が初めてオンライン証券のサービスを開始し、現在はネット証券が大きな存在となっている。対面販売の証券会社はネット販売の会社と比較すると手数料が割高であるので、手数料が低いというネットの利点を生かしたオンライン業者に顧客を奪われてしまっているのが総合証券の現状だ。では各々の対面販売会社の役割とは何か、対面販売を利用するのはこういった顧客層なのかを第一節でみていく。

大きく分けて証券会社は総合証券とネット専門証券の 2 種類に分けられ、以降の章では 2 種類を比較していく。

総合証券	ネット専門証券
• 野村証券 • 大和証券 • SMBC 日興証券 • みずほ証券 • 三菱モルガンスタンレー証券	• GMOクリック証券 • 楽天証券 • SBI証券 • 松井証券 • マネックス証券

第一章 大手、銀行系の証券会社の仕事内容と収益構造

20 第一節 大手、銀行系の証券会社の仕事内容

証券会社とは株などの有価証券の売買や引受業務を行う、企業と投資家、投資家と投資家を結びつけ証券発行市場と証券流通市場を円滑に機能させる役割

を担う会社である。その役割には大きく分けてブローカー業務、ディーラー業務、アンダーライティング業務、セリング業務という 4 つの役割がある。ブローカー業務は株式を売買したいという人々の注文を受け付け、その注文を人々の代わりに証券取引所に取り次ぎ成立させる仕事であり、この時に発生する仲介手数料が総合証券会社の収入源となる。ブローカー業務がこの業界の本業と言えるだろう。また、証券取引所での売買を仲介できるのはそれぞれの証券取引所の会員になっている証券会社のみと決まっているため、証券会社によって取り扱える証券取引所が違っている。

ディーラー業務は売買の仲介以外に、証券会社が自社のお金で株式を売買するという仕事もしている。こうした業務により収益を得ることや、証券会社自身が取引に参加することで売買が成立しやすくなるようにしているのだ。また、過度の自己売買を抑えるために自己売買基準が設けられ、手持ちの株の保有限度枠などが決められている。

アンダーライティング業務は証券会社が行う引受・売出し業務のことで、株式会社などが株式、債券、CB などを新たに発行するとき、売り出すことを目的として証券会社が全部または一部を企業から引き受ける業務を引受という。万一売れ残ったときは証券会社が責任をもって引き取ることになる。また、既に発行された株式などを対象に行う同様の業務を売出しという。大手総合証券ではこのアンダーライティング業務を通じて企業の資金調達を担っている。

セリング業務は新規発行された株式を一時的に預かり、購入を希望する人を探し売る仕事である。上記の 4 つの業務をすべて行う会社を総合証券という。その総合証券を利用するメリットは投資家の注文の仲介をするだけでなく自らも株式の売買をしているので、株取引で悩んだ際に証券マンに直接相談ができアドバイスをもらえるというところである。

第二節 店舗型証券会社の収益構造

バブル崩壊後、日本は米国・英国に続き、証券市場の活性化を目的に 1997 年から日本政府主導の下で進められた「日本版金融ビッグバン」の中で、証券業務に関するさまざまな規制緩和が行なわれた。中でも、証券会社の経営に最も大きな影響を与えたのが、99 年 10 月に実施された株式委託手数料の完全自

由化である。これに先立つ 98 年 12 月に証券業が免許制から登録制へと移行されたこともあり、業界への新規参入が多くなった。また、家庭におけるインターネットの普及を背景に、オンライン専門証券会社の参入が増加、大幅な手数料引き下げによって取引シェアを急速に伸ばした。さらに 2000 年以降は「IT バブル」の崩壊とデフレの長期化を背景に株式市場の低迷が続き、多くの証券会社は売買手数料に依存した従来の収益構造からの脱却と新たなビジネスモデル構築の必要性に迫られた。

現在、政府は「貯蓄から投資へ」の流れをすすめている。2014 年から少額投資非課税制度（NISA）がはじまり、金融庁は顧客の長期的な資産形成に適した商品の販売方法をすすめるなど、証券会社に働きかけている。こうした流れのなかで、証券会社自体の収益構造の転換が必要となった。つまり売買手数料を主とした「フロー型」から、預かり資産残高を増やす「ストック型」への転換である。

ストックとは蓄積という意味で、ストック収入は長期的に顧客を囲い込んで得る収入である。例えば投資信託を保有している間に払う信託報酬はストック収入のひとつである。信託報酬は運用会社（投資信託を運用するファンド）を通じて販売会社である証券会社にも渡っていて、証券会社の安定的な収入源になっている。最近の広告でよく宣伝されているラップ口座（ファンドラップ）も、証券会社のストック収入の源である。ラップ口座では担当者と相談しながら投資方針を決めたら、あとは証券会社が方針に合わせて株式や債券に投資をしてくれる。300 万円から利用可能なので元手がかかるが、事前ヒアリングや経過報告などのきめ細かなサービスがシニア層に人気である。証券会社は「退職金を元手に投資をしたいが、自分で資金運用する自信がない」という人たちをターゲットに設定している。ラップ口座を維持するために、投資家は投資顧問料や管理手数料といった費用を負担し、これが証券会社の安定的な収入となる。

店舗型証券ではアセットマネジメント業務が重要な収益の柱になりつつある。顧客に頻繁に売買をうながして手数料を得るのではなく、投資信託などを通じて預かり資産を増やして、信託報酬などの安定的な収入を得ようという動きである。実際に、野村ホールディングスが発表した 2015 年 3 月期の決算短信によ

れば、預かり資産残高に応じて得られる収入が伸びている。預かり資産残高を増やそうとする場合、顧客との接点をひとつひとつ大事にしていく必要がある。営業と顧客とのあいだにしっかりとした信頼関係があれば、預かり資産はそう大きく目減りすることはないはずである。顧客は売買手数料などのコスト面に

5 代表される、経済合理的な要因だけで証券会社を選ぶわけではない。営業との接点、心情的な面で取引先を選ぶことも十分に考えられる。

証券会社の規模による収益構造の違いを見ると、収益源として、中小証券は委託手数料への依存度が高い一方、大手証券はより分散化しているという特徴がある。同様に費用構造を比較すると、中小証券は大手証券よりも人件費の割合が高い。営業収益対比の費用水準で比較しても、大手証券は中小証券よりも人件費の抑制が進んでおり、相対的に収益性が高くなっている。

10

フロー収益を中心とするビジネスモデルをベースとする証券会社の業績は、株式市場をはじめとする相場の動きに連動しやすく、変動の大きい傾向が見られる。証券会社の収益は、2012年度以降、アベノミクス等を背景にした市況や

15 企業業績の回復を受けて、3年連続で増加した。しかし、直近の2015年度には、前年夏場以降の世界的な金融市場の混乱や世界経済の先行き不透明感の高まりの影響を受けて、減少に転じた。純営業収益の推移を項目別に見ると、収益源の中心は、委託手数料からトレーディング損益やその他の受入手数料(手数料収入のうち、ブローカー業務・アンダーライティング業務・セリング業務以外の

20 付随業務・兼業業務にかかる手数料)に変化しつつあるように見受けられる。その他の受入手数料は、ラップ口座の普及促進といった、証券会社のストック収益の拡大に向けた取組みにより、その比重を増しつつある。

第三節 ネット証券の仕事内容と収益構造

インターネット専門の証券会社とは、取引の注文等の顧客との取引のすべてインターネットを通じて行う証券会社である。平成 11 年の株式売買委託手数料の自由化を契機に、インターネット専門の証券会社は、顧客との取引をインターネットに特化することでコストをおさえつつ手数料率を低く設定している。この結果、デイトレーダーなどの取引回数の多い個人投資家を中心に口座数を増やすことに成功した。インターネット専門の証券会社や、インターネット取引を取扱う大手総合証券会社の増加は、我が国での株式売買のインターネット取引の普及に大きな役割を果たした。

インターネット専門の証券会社の最たる特徴は、顧客との取引をインターネットに特化している点にあり、いわゆる総合証券会社の対面営業とは対極に位置している。インターネットが普及する以前は個人が株式を購入するときは、証券会社の店舗に足を運ぶか担当の営業職員に電話して取引を行う必要があった。現在では、パソコンやスマートフォンの普及に伴い日本全国どこからでもインターネットを通じて証券会社のホームページにアクセスし取引を行うことが可能となっている。インターネット専門の証券会社では、店舗や営業職員を自社でまかなう必要がない。店舗費・人件費といった経費を低く抑えることで、取引手数料を低く抑えることが可能になっている。大手の総合証券会社が全国主要都市に店舗を構え、多くの営業職員を配置しているのとは対照的である。そのため専門家のアドバイスの元で株取引をする対面型とは異なり、情報収集から投資判断まですべて自分で行う必要があるため、うまく運用できるかどうかは個人による。分からないことなどはメールや電話で問い合わせることができるが、やはり対面の方がすぐに対応してもらえるという安心感という点では、ネット専門証券は劣るであろう。

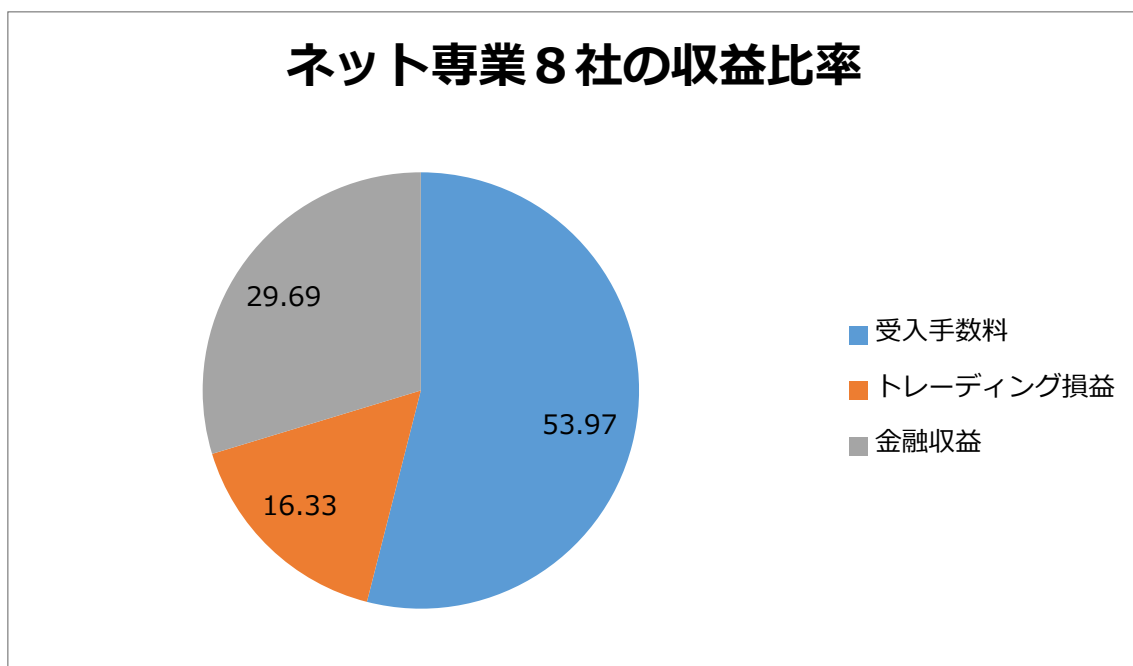
またネット専門証券と似たところで、総合証券のネット取引というものがある。これは会社にもよるがネット専門証券と多くの面で共通する。手数料について言うと、総合証券のネット取引の中にはネット専門証券に引けをとらない手数料を打ち出しているところが数多くあり、取引の金額、プランによってはネット専門証券より安い場合もある。また、総合証券のネット取引は、ネット専門証券と同様、営業マンからの投資に関するアドバイスは受け

することはできないところがほとんどである。しかし、総合証券のネット取引は店舗を構えているため、会社によっては、操作方法などに限り、店舗での対応を行ってくれる会社もある。このように、ネット専門証券の場合は、気軽に参入できてコストが安いというメリットがあり、総合証券の対面取引は、

5 投資に関する手厚いコンサルティングサービスがあり、総合証券のネット取引には、ネット専門証券と同等のサービスに加え、初心者やパソコンの操作が不安な人には店舗でのサポートがあって安心というメリットがある。

● ネット証券の収益構造

- 10 インターネットが普及したことで登場したオンライン証券会社であるが、主にインターネット上で取引するため、その集客性は対面型証券会社に比べて圧倒的である。その圧倒的な集客性を実現可能にしているのは、人件費や店舗などにかかる資金が必要なく、IT関連の設備に投資をすればよいことや、わざわざ店頭まで行く必要がなく、スマホなどの端末を持っていれば、いつでも手軽
- 15 に、かつ大手よりも安く取引ができるためであると考えられる。今現在はオンライン証券業界では SBI 証券が集客の面では独走しているという状態である



(出所) 日本証券業協会「証券会社経営分析の資料」

<http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/files/160622shiryou.pdf> より筆者作

成

上の図はオンライン証券会社の収益構造を示したものであるが、受け入れ手数料が営業利益全体の半分を占めている。オンライン証券会社は圧倒的な集客性をうまく活かしているため、委託手数料を安くしても、顧客が多いので、多大な収益を生み出している。オンライン証券会社の場合、大手証券会社とは対照的に、単価よりも数であるといえる。営業利益と受け取り手数料は、まだ上昇すると考えられ、今後はさらに成長していくであろう。

前述したように、オンライン証券会社は集客性の面に強みを持っているが、オンライン証券会社間での激しい手数料の価格競争が起されれば、オンライン証券業界の今後に影響が出るという弱みの側面も持っている。オンライン証券会社の強みとしては集客性以外に空き時間に手軽に利用できることや、人件費、店舗営業費はかからないため、低コストで運営できる点がある。

オンライン証券会社の現状についてまとめると、オンライン証券会社は、対面型証券会社よりも安い手数料で取引ができ、空き時間に手軽に取引ができるなど利益としては、人件費や店舗営業費がかからない分、手数料を安く設定し、強みである集客性を活かして多大な利益を生み出すような、単価よりも量を重視するビジネスモデルをとっている。

第四節 大手、銀行系、ネット専門証券会社との相違

ここまで述べてきたことをみて独立系大手と銀行系、そしてネット専門証券会社の相違点を考える。独立系大手のメリットとしては、公募株式などの募集物の取り扱いが多いことが挙げられる。大手証券会社は公募株式などの募集の主幹事となるケースが多く、割り当てられる株数も豊富である。新規公開株や公募株などの募集ものの株式に投資をしたいと言う場合は、こうした大手証券会社のほうがネット証券よりも当選確率が高い場合がある。また、株式以外にも債券（社債や外国債券など）の募集物の取り扱いも豊富なため、こうした投資に興味がある場合は大手証券をメイン証券とはしないまでも口座を持っておくことでプラスになることも多い。大手証券会社の業務範囲は幅広く、個人および法人に対する金融商品の販売のほかにも、金融商品の売買の仲介、企業が

新規上場にする際の手伝い、投資銀行としての銀行業務など様々である。また、野村証券などは海外に支店を持つなど国際的な展開を見せる会社も多くある。さらに、情報ツールやレポートなどが充実しているということも挙げられる。大手ならではの情報が充実していることが多い。大手証券会社のデメリットとしては、手数料が高いことが挙げられる。株投資を始めとして投資における手数料というのは確実に発生する収益性を低下させる原因である。

銀行系の特徴としては、銀行と資本提携しているため、資本基盤が非常に強固である。また、銀行・フィナンシャルグループとの連携により、同一の顧客データベースを用いることができるため、顧客基盤の拡大が容易である。一方で、会社の経営陣の力が弱く、銀行やフィナンシャルグループの言いなりになるケースが多い。更に、銀行から出向してきた社員や、兼職している社員も多くいるため、個人の専門性という観点では独立系に劣るとも言われる。場合によっては、証券会社から銀行や信託銀行へ出向することも有り得る。ただ一方で、知識や技術の幅の広さという観点では、独立系に勝るとも言える。

次に、ネット専門証券会社である。ネット専門証券には新興企業が多く、ネット専門証券の場合は、店舗や営業マンなどが必要ない分、コストを下げる事が可能なため、手数料が安い傾向にある特徴がある。ネット取引開始直後、それまでの硬直的な証券業の産業組織においては窮屈なビジネス展開しか行えなかった一部の中堅・中小証券会社、および規制緩和を契機とする新規参入業者が、一斉にネット取引に取り組んだ。これら業者は、当初は画一的なディスカウント・ブローカーであったが、低手数料に誘引された信用取引による超短期的売買が主力となった 2002 年前後における大規模なシステム投資への対応を契機として、急速な階層分化が進行した。その結果、2004 年前後には、ネット専門大手 5 社プラス数社程度による市場寡占体制が成立し、これら業者のみが、2004 年後半以降の株式投資ブームの恩恵を独占的に享受することになった。

営業収益に占める委託手数料の比率が高いディスカウント・ブローカーとしてのネット専門証券では、経営の安定を高めるためには徹底した販管費（固定費）の削減が必要になる。初期のネット証券は、店舗・外務員を排する持たざる経営によって、こうした収入・支出のミスマッチ構造に対応したが、その後は積み上がったシステム投資が固定費化する傾向が避けられず、シェアを高め

ることにより、売買単位当たり販管費を引き下げる規模の経済性志向の経営にシフトした。システムの優位性を背景に極端な低手数料戦略とは一線を画したことと、ネット取引市場の急成長に支えられて、ネット証券の経常利益率は比較的安定した推移を遂げてきたが、5社寡占が確立され、シェア争いが手数料引き下げ競争の性格を強めるようになった近年の決算では、収益性に陰がみられるようになっている。

日本総研「インターネット専門証券会社の経営分析」
<http://www.jri.co.jp/page.jsp?id=4988>によれば、「生産またはコスト・フロンティアと観察される生産量またはコストとの乖離で定義される技術非効率性概念を用いて、ネット証券経営の効率性に関する定量的な分析を行ったところ、直近における5社全体の技術非効率性スコアは13～15%程度であった。また、技術非効率性に関する5社間の企業間格差には、近年、拡大する傾向がみられた。一方、投入要素価格の変動を考慮したコスト非効率性スコアは、平均で20%強の水準であった。コスト最小化を実現する最適投入量と比較して、各投入要素はいずれも過剰投入状況にあり、こうしたコスト非効率性の発生要因としては要素間代替に関する経営判断ミスというよりは、総体的な操業規模調整の遅れに起因するところが多いという結果が得られた。これらは、低手数料により市場シェアの上昇を目指すというネット専門5社の経営戦略が、必ずしも収益性の向上に結び付いていない。」という。

ネット専門証券会社のデメリットは、すべてインターネット上での自己完結となってしまうため、簡単に株取引できるものの、情報収集から投資判断まで全て自分で行う必要があり、うまく運用できるかどうかは本人次第ということになる。また、操作方法などが分からない場合は、メールや電話での問い合わせとなるため、パソコン等の操作に不慣れていない場合は、オペレーターに困っている点を伝えることができず、解決するまでに時間がかかりうまく行えないことが多い場合がある。

一方、大手証券会社は、担当の営業マンが付く対面取引とネット取引の両方を展開している会社が多い。大手証券会社の対面取引の場合は、コストはネット専門証券会社よりも高くなる傾向にあるが、営業マンからの投資に関するアドバイスなどを受けて安心して取引を行うことができる。営業マンが銘柄を分

析して、顧客に購入を提案することができる。

5 それでは、総合証券のネット取引はどうか。手数料について言うと、大手証券会社のネット取引の中には、ネット専門証券会社に引けをとらない手数料を打ち出しているところが数多くあり、取引の金額、プランによってはネット専門証券より安い場合もある。

10 また、大手証券会社のネット取引は、ネット専門証券会社同様、営業マンからの投資に関するアドバイスは受けることはできないところがほとんどである。しかし、大手証券のネット取引は店舗を構えているため、会社によっては、操作方法など、店舗での対応を行う会社もある。

15 このように、ネット専門証券会社の場合は、気軽に参入できてコストが安いというメリットがあり、大手証券の対面取引は、投資に関する手厚いコンサルティングサービスがあり、大手証券のネット取引には、ネット専門証券会社と同等のサービスに加え、初心者やパソコンの操作が不安な人には店舗でのサポートがあり安心であるというメリットがある。大手証券会社、ネット専門証券会社ともにメリットデメリットを抱えていると言えよう。

第二章 日本と国外のリテール業の比較

20 二章以降では主に証券会社のリテール業について述べていくため、まず先に現在の日本と国外のリテール業を見ていく。

第一節 日本の対面型リテール業

25 まずは対面販売の大手証券会社の主にリテール業を会社ごとにサービス内容をみていく。

独立系証券 ①野村証券

30 まず、野村証券は個人に対してはライフスタイルやリスク許容度、資金性格などを把握した後、顧客のニーズにあった商品やポートフォリオを提案し、長期にわたって資産形成をするためのサービスを提供している。また、IT 技術を

積極的に活用し「野村ホームトレード」や「野村ネット&コール」などのサービスも提供している。一方で、長年にわたるコンサルティングとリサーチ能力や問題解決能力を活用することで、機関投資家に対しては資産運用のための各種サービスを提供し、企業に対しては引受業務を通じた資金調達や M&A 業務などを通じた企業価値向上のための支援などを行なっている。口座数、NISA 申込

5 口座数はもちろん、預かり資産も日本でトップの地位に立っており、2017 年 3 月末時点で口座数は 536 万口座、NISA 申込講座 175 万口座、預かり資産 107.7 兆円となっている。特徴的なものとして、選べる二つの取引口座がある。一つ店舗でコンサルタントと直接相談をしながら取引をする「本・支店」、二つめ

10 は店舗を持たずにインターネット・電話を使い、顧客自身で取引をする「野村ネット&コール」の 2 つだ。2 つの口座の区別は以下のようにできる。

店頭でのサービス	担当者による情報収集のサポートや運用方針に合わせた親身なサービスが受けられる。 ・情報収集や分析のサポートをして欲しい ・アドバイスを受けながらじっくり取引したい ・対面でもインターネットでも取引したい
野村ネット&コール	インターネットを使って情報収集や取引をしながら、電話で取引方法やツールの使い方などのサポートが受けられる。 ・投資情報は自分で収集・分析できる ・手数料を抑えながらスピーディーに取引したい ・インターネットと電話で取引したい

対面販売ではやはり手数料の高さが弱みとして挙げられるが、野村證券自体

15 は歴史が古く信頼性があり、各支店で実施されている無料のセミナーが充実している点は、ネット専門販売も含め他の証券会社に比べて勝っている点だといえる。創業以来「独立系」の証券会社であり、資本系列に縛られることなく顧客本位のビジネスを追求できることは他とは違う大きな強みだ。

独立系証券 ②大和証券

大和証券は1902年に創業、2009年にSMFGとの合併を解消し再び独立系証券会社として事業を行っている。一番の魅力は手数料が一日定額の「ハッスルレート」があることだ。ハッスルレートは1日に複数回、あるいは頻繁に取引を行う人にとってはいくら取引しても手数料が変わらないという定額なので、取引を多数回する人に適している。また世界16ヶ国の外国株式が取引でき、店舗による対面とインターネットによる取引の両方を持っている。また、投資家が資産運用・管理を証券会社に一任するラップ口座の預かり資産額は、証券業界の中でも信頼が高い。2007年よりラップ口座サービスの一つとして始まったこのダイワファンドラップは、一人一人にあったスタイルと一緒に作り上げていく長期的な資産運用サービスであり、運用・管理は大和証券が代わりに行うものなので管理の手間がかからない点で多くの支持を得ている。総じて資産の引き受けに強い会社だといえる。

15 銀行系証券 ①SMBC日興証券

SMBC日興証券はかつて外資系のシティグループ証券と提携していたが、2010年に三井住友フィナンシャルグループ（SMFG）の傘下に入り、現在では銀行系証券会社として銀行と証券会社による業務とサービスの連携をし、メガバンクのひとつである三井住友銀行とのネットワークを活用している。銀行からの顧客紹介などで安定的な顧客基盤を形成し、ホールセール部門の業務も強化している。SMBC日興証券では2つのコースがあり、取引手数料が安い「ダイレクトコース」と営業マンのサポートが受けられる「総合コース」がある。前者は業界最安値クラスの売買取引手数料であり、後者は手数料がやや高いものの支店にて担当者のアドバイスを直接受けることができる点が評価されている。またオンライントレード、支店、コンタクトセンターの3つの窓口があり、多方面から顧客をサポートする体制がある。個人投資家のスタンダードともいえるオンライン取引はもちろん、電話での取引も加えたワンストップ・チャネルを前面に押し出し、個人投資家に向けたフォローを行っている。

銀行系証券 ②みずほ証券

みずほ証券は売上高の点からみると野村、大和という独立系証券に追随する形で健闘している会社である。第一勧業証券と興銀証券、そしてもう1社の富士証券の3社が合併することでできあがった証券会社である。当初はホールセールを専門に行っていたが、その後新光証券との合併によって総合証券会社となり、個人の投資家とも取引を行うようになった。現在では日本各地のみずほ銀行の中に専用のブースを作り、支店という面でも大手の証券会社を大きく凌いでいる。みずほファイナンシャルグループ全体で One Mizuho を掲げているため他の銀行系2社よりも銀行、信託銀行との連携は密に取れているので、その連携力が強いことが特徴だ。業界トップの274拠点の国内ネットワークを展開している。みずほ証券もネット販売を展開しており手数料を抑えたサービスも行っている。債権引受業務や株式引受業務の面では著しく成長していて、債権という面で非常に強い証券会社である。

銀行系証券 ③三菱UFJモルガン・スタンレー証券

三菱UFJモルガン・スタンレー証券は国内最大の銀行である三菱UFJ銀行と世界最大級の投資銀行であるモルガン・スタンレーの両社の強みを生かし、世界有数の規模を誇る双方のネットワークや最大の預貯金を投資に回せることの将来性、モルガン・スタンレーによる海外投資情報を得られ、豊かなノウハウを自在に活用できることがこの証券会社の一番の特徴である。あらゆる金融ニーズに対し、多角的な視点と、高いクオリティを兼ね備えたソリューションをご提供している。その名前による信頼性の安定さでM&Aにおいては優位に位置しており、銀証連携かつ外資系のノウハウの共有が活かされている。

以上の大手総合証券の対面販売の5社から考察すると、手数料がネット販売に比べると高いものの、サービス、情報量やそのブランド力により比較的大口の取引を行うトレーダーに向いていることがわかる。特に大手に対して初心者には安心感があるだろう。しかし、すでに多くの証券会社では対面販売だけな

くオンラインにも対応しているが、ネット専業会社に比べると手数料がかなり割高であるなど劣る点も多くある。よって対面販売を主軸としている会社は、ネット販売と対面販売の双方の良いところをうまく活用すべきである。

5 第二節 インターネット専業証券

ネット専業証券はネットのみで営業し店舗を持たないことから低いコストで営業できるため、売買手数料が抑えられる。松井証券がオンラインサービスを開始してから様々なインターネット専業証券が誕生し、現在個人の投資家に熱い支持を受けている。

10

● GMO クリック証券

2006年5月にGMOインターネット証券という社名で開業し、GMOインターネットの子会社として始まった。「“取引の仲介”に特化した証券会社を目指し、取引プログラム（API）を解放して、個人投資家に自由にトレードプログラムを書いてもらい、自分なりに分析したツールを自由に使った自動売買、プログラムトレードができる環境を作る」（雑誌「ダイヤモンドザイ」「ザイスポ」記事（2006年7月））とし、2011年4月には社名を現在のGMOクリック証券とした。また、シンプレクス・コンサルティング社の取引システムを採用したフル機能のツール「スーパーはっちゅう君」という、マーケット情報を様々な視点からリアルタイムで分析することが可能な独自システムをリリースし、投資効率を向上させるツールとして評判を得ている。

15

20

● SBI 証券

SBI証券は日本で最も人気のある証券会社で、株式投資家のうち5人に1人がSBI証券で口座を開設しており、口座開設数は国内ナンバー1の実績がある。SBI証券で口座開設すると、高機能で注文も簡単な取引ツール「HYPER SBI」が利用できる。「HYPER SBI」は1ヶ月500円の利用料がかかるが、月に1回でも株取引があれば無料で利用できるのも少額でも株取引を続けていれば永久に利用料は必要ない。「HYPER SBI」はプロの株式投資家も愛用する株取引ツールで、最大20銘柄の相場状況がリアルタイムで一度に表示でき、希望した株価になっ

25

30

たら知らせてくれるアラート機能や、役立つマーケットニュースもリアルタイムで表示してくれ、約 40 種類のチャート分析もできる。また、SBI 証券はスマホで使えるアプリも用意している。そして SBI 証券の取引手数料は、主要ネット証券のなかで国内最低水準である。SBI 証券は NISA 口座からなら取引手数料が無料である。また、SBI 証券には「投信マイレージサービス」という SBI 証券で投資信託を保有している場合、月間の平均保有額が 1,000 万円未満で年率 0.1%、1,000 万円以上で年率 0.2% 相当の SBI ポイントがもらえるサービスがある。SBI ポイントは現金のほか、IC カードのポイントにも交換できる。SBI 証券では種類豊富なファンドを扱い、主要ネット証券でも取り扱い数ナンバー 1 の実績がある。SBI 証券の特徴として忘れてはいけないのが、夜間取引（PTS 取引）である。SBI 証券では昼間は仕事などで株の売買ができない人でも取引ができるよう、時間外の株取引も行っているのだ。しかしこれは不調といわれておりもう少し工夫が必要である。

● 楽天証券

ネット専門業界のなかでも最も多くの情報を得る事が出来るといわれており、日経テレコンを無料で利用できるほか、楽天グループが作った独自のレポートなども取り揃っている。株取引額に応じて楽天グループで使える「楽天スーパーポイント」がもらえることを始め、様々なサービスを受け取ることが可能である。楽天証券のツールの「Market Speed」は 60 万人が利用するツールであり、スピーディーな発注機能が好評を得ている。口座開設を行えばスマートフォンからダイレクトに発注できる iSPEED は現物取引の取引を行う場合、注文画面と銘柄画面双方から発注できるメリットが取り上げられる。iSPEED はニュースなどの情報量の多さには定評がある。楽天銀行と楽天証券の連携サービスは「マネーブリッジ」と言われ、いくつかのサービスの集合体になるが、利用するだけで楽天銀行にあずけている預金金利が 5 倍になると言うサービスがある。楽天証券は SBI 証券と同じく、国内株の売買手数料無料、海外取扱 ETF の買付手数料が実質 0 円を実施しており、この点も高い評判を得ている要因である。

● 松井証券

松井証券が今までに行った業界初サービスが以下の通り多くある。

- 1998 年 インターネット取引「ネットストック」開始
- 1999 年 定額制手数料「ボックスレート」導入
「アカウント・プロテクション」導入
- 2002 年 「預株」制度導入
- 5 2003 年 「無期限信用取引」開始
「株券ゆうパック」サービス導入
- 2004 年 「ミニ・ボックスレート」導入
- 2008 年 「即時決済取引」開始
「夜間先物取引」開始
- 10 2011 年 「即時決済信用取引」開始
- 2013 年 「一日信用取引」開始
- 2014 年 「プレミアム空売りサービス」開始
- 2015 年 「一日先物取引」開始
- 15 また松井証券は 1 日の約定代金合計によって手数料が決まる「ボックスレート」を採用している。
- 1 日の約定代金合計が 10 万円以下の場合は、手数料は無料であり、少額投資家に支持されている。現物取引だけでなく、信用取引もこの手数料設定と分かりやすい。株取引 10 万円までの手数料が無料なのは、ネット証券最安で松井
- 20 証券だけである。しかし、10 万円を超える金額になると他の証券会社と比べ、手数料は割高になる。30 万円ぐらいの取引が多い場合は、マネックス証券や SMBC 日興証券、カブドットコム証券、それ以上の場合は SBI 証券のほうが手数料は安くなる。また松井証券では信用取引でデイトレードをした場合の手数料が約定代金に関わらず無料になる。信用取引で新規建を行った当日中に反対売
- 25 買を済ませる「一日信用取引」の場合、約定代金が 100 万円でも 300 万円でも売買手数料は無料だ。さらに 1 約定あたり 300 万円以上の場合は金利も 0% と、余計な費用がかからない。1 約定あたり 300 万円未満の場合は金利 2% で、これも業界最安水準である。また松井証券は NISA 口座での取引が手数料無料だ。年間 120 万円以下という制限はあるものの、買うときも売るときも全て無料にな
- 30 る。松井証券と同じように NISA 口座内での売買手数料を無料にしている証券会

社として、SBI 証券、マネックス証券、楽天証券がある。

- 松井証券はトレードツール「ネットストック・ハイスピード」が、無料で利用できる。さらに松井証券で口座を開設していれば無料で利用できるチャート分析に役立つツール「チャートフォリオ」もある。この機能はチャートの形状から現在上昇トレンドの銘柄をピックアップできて、下落トレンドで停滞している銘柄を見付けることもできる。25 種類の形状から自分が探している値動きの銘柄を探すことができるため、チャート分析や銘柄選びに役立つ。松井証券は投資信託の取り扱いもある。松井証券ではインターネットで 8 つの質問に答えるだけで、ロボ・アドバイザーがあなたに最適な投資信託の組み合わせを提案してくれる。また、運用が開始した後も経済状況に合わせて随時ポートフォリオを更新し、国内外のいろいろな投資対象へ分散投資できるようサポートしてくれる。松井証券にはほかにも無料で利用できるサービスがある。「QUICK リサーチネット」だ。QUICK リサーチネットとは、日本経済新聞社グループの QUICK 社が提供している株式投資情報サービスで、SBI 証券やカブドットコム証券、楽天証券では有料で情報提供されているものだ QUICK リサーチネットでは詳しい個別銘柄レポートが読め、カレンダーや投資額・品物などから株主優待が検索できて、人気サービスや新商品などのトレンド情報が読め、IPO や決算情報・ランキングを調べることができる。

20 まとめ

ネット専門証券 手数料比較 (GM0 クリック証券、楽天証券、松井証券)

証券会社	GM0 クリック証券	SBI 証券	楽天証券	松井証券
10 万円まで	97 円		139 円	無料
30 万円まで	240 円		341 円	300 円
50 万円まで	240 円		341 円	500 円
100 万円まで	435 円		609 円	1,000 円

ネット専門証券内における差は、10 万円までであれば松井証券の無料という数字に勝てる会社はない。しかし 10 万円以上に取引代金が大きくなれば松井

証券の手数料は高いと言える。また 1 社に絞り取引を行っていくということであれば、クリック証券が総合的に安いという結果になる。

各証券会社における情報提供力

	情報配信の内容
GM0 クリック証券	アナリストレポート (TIW 社)、日本証券新聞、Market Win 24
楽天証券	独自ニュースレポート、日経テレコン、トムソンロイター、フィスコ
松井証券	トムソンロイター、モーニングスター、日経 Q U I C K ニュース
野村証券	独自ニュースレポート
大和証券	大和総研アナリストレポート、日経テレコン
みずほ証券	独自ニュースレポート、Global Market Digest

- 5 ネット証券は規模が小さいということもあり、独自のアナリストレポートを配信していないケースも少ないので、大手証券会社ではグループ企業などが投資情報を独自の分析から配信している。この内容はネット証券から見られる場合もあるが、限定配信というパターンも多いのだ。また、日本証券新聞や日経テレコン、モーニングスターといった投資情報は各証券会社が用意しているマーケットツール上にて確認することができる。つまりネット証券が配信しているニュースソースというのは、結果として何処も一緒と言えるのかもしれない。
- 10 よって、情報配信という点については、大和総研アナリストレポートなど独自の調査機関を設けている大手に分があると言える。

- 15 セミナーの開催については、ネット・大手ともに定期的に行っているが、大手の方が開催頻度や規模、招く講師の質には定評がある。またネット証券の場合にはライブ配信という形でセミナーを開催しているケースが多いため、現地へ行く時間を確保できないということであればライブ配信の方が便利だと言

える。今後は取扱商品の品揃え強化やツールの無料化など、サービス面での競争が激しくなると考えられる。

第三節 海外のリテール業

5 アメリカのリテールビジネス

アメリカではビッグバン以降に急速にインターネットが普及した~~ので~~ため、IT系証券会社の台頭と手数料自由化などの規制緩和の時期が続いた。時代の変化に備えるため、既存の証券会社は投資信託などに力を入れた。ITバブルなどの影響を受け、手数料自由化によって株式の委託売買による手数料収入が落ち込む投資へのアドバイスに着目し、それを付加価値とする資産管理型営業へと転換し、新たな収入源を確保してきた。

アメリカのリテールビジネスの現状として、金融商品の販売からファイナンシャルアドバイザーの提供へとシフトしている。そのため、顧客に直接アドバイスできる営業担当者の存在が重要であり、より地域に密着した営業担当者を配置できる業態に注目が集まっている。アメリカIT系証券大手会社はRIA、つまり個人向け投資顧問業者と呼ばれる独立系アドバイザーを間接的な対面証券営業チャネルとして組織している1040対面チャネルでは、自社社員アドバイザーや独立アドバイザーなど、投資助言ビジネスによる運用資産残高ベースの雑酬獲得に重点を置く手法が中心となっている。また大規模なところでは、銀行部門の拡大や投資信託の組成販売を行う自社資産運用会社の積極展開といった特徴がみられる10%事業規模については、対面重視、インターネット重視のいずれのリテール証券会社においても、企業買収などの効果も加わり、ここ数年で拡大している。そうした中で、業績の振れ幅について対面重視先のリテール証券会社では比較的小さい”。この理由には3点あり、1点目は資産運用残高ベースのフィーを収入として受ける投資助言ビジネスに重点を置いていること、2点目は、銀行部門の預貸ビジネス拡大によるストック収入が増大していること、そして3点目は投資信託販売手数料において顧客から毎年継続的にフィーを得られる手数料が寄与していることである。これに対してインターネット重視のリテール証券会社の業績の振れ幅は、収益の中心がフローの取引手数料などであるため、対面重視先と比べると大きくなっている。

イギリスのリテールビジネス

イギリスの証券業界や証券会社における変遷は、アメリカを中心とした国際
5 化の進展に対するイギリスの証券業者の対応の遅れが原因で証券市場全体が低
迷期にあった。さらにその時期にコンピューターやインターネットなどの通信
技術の発達により取引所以外での取引が拡大し、それに伴って大口取引が海外
および店頭取引へシフトし、取引所の存続が危ぶまれていた。そういった背景
からサッチャー政権時にビッグバンを起し、証券市場の改革に取り組んだ。
10 ビッグバン以降、証券業界の復活と民営化の推進でイギリス経済は成長軌道に
のり、経済と共に株式市場も好調となった。ただし、金融業界において取引業
者レベルでみるとナショナル・フラッグのような存在はなくなり、外国系の業
者が支配的な位置にいた。その中で 2008 年、サブプライム問題により世界的な
金融危機を迎え、イギリスにも負の影響が及んだことを受け、金融規制がなさ
15 れた。

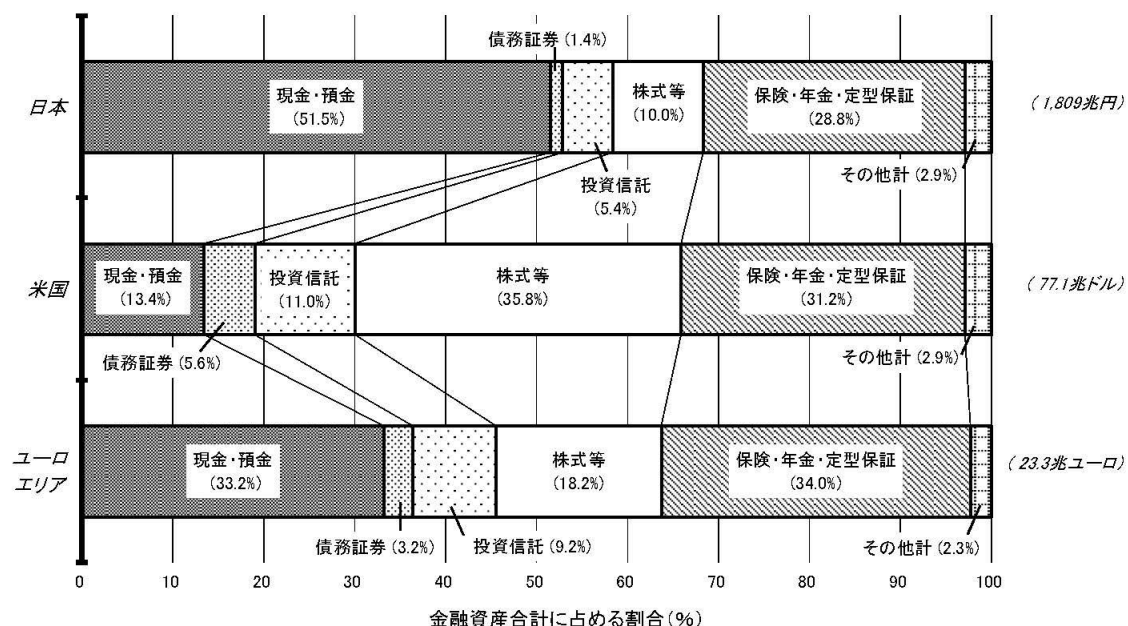
イギリスのリテールビジネスの特徴として、独立金融アドバイザーである
IFA が伝統的に中心となっていることがあげられる。特に英国の IFA は地域密
着型であり、幅広い金融商品を扱っているので顧客のニーズに沿えるという強
20 みを持つ。イギリスにおいて IFA が得意とする年金や一時払い貯蓄商品などへ
のニーズが増加したこともあり IFA の販売シェアがほとんどを占めるようにな
った。近年は上記でも述べた RDR によって、IFA の信頼度をよりあげた状態
での個人の金融サービスの利用を実現するために証券業界に対して規制がかけら
れ IFA の数は減少している。

25

アメリカ・イギリスとの違い

以下の図は、家計の金融資産構成の日米欧の比較であるが、日本において家
計資産のうち預金はアメリカとイギリスと比べて占める割合が大変大きく、
50%以上占めているのが現状である。これには、日本の家計のリスク回避志向
30 や金融リテラシーの不足といった根深い問題も関連していると考えられるが、

一方では、日本の家計が今後、米欧並みに株式や投資信託などを保有する余地は大いにあるとも捉えられる。この意味で、日本の証券会社のリテール業の改善・拡大の可能性は大きいと考えるべきであろう。



*「その他計」は、金融資産合計から、「現金・預金」、「債務証券」、「投資信託」、「株式等」、「保険・年金・定型保証」を控除した残差。

日本銀行調査統計局『資金循環の日米欧比較』（2017年8月18日）

<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf> より

第三章 日本の証券会社の現状と課題

日本の証券会社の現状

今後の証券業務はどのように変化していくかを考えるために、まずこの10年で起きた変化について述べる。株式の時価総額に対する個人の保有比率に関しては、概ね2割前後で推移していたが、2012年末からのアベノミクス相場で株価が大きく上昇したことや、2014年末までで譲渡益課税の軽減措置が撤廃されたことで、ここ3年間は大きく株式を売り越している。そのため、2014年度末（2015年3月末）は低下しているが、その後の下落相場では再び買い越しに転じている。

また、投資信託は、個人の投資分野で大きく成長した金融商品だが、証券会

社のみならず金融機関での窓口販売が解禁（金融機関 1998 年 12 月、郵便局 2005 年 10 月）されたことで、公募の株式投資信託の残高はこの 10 年間で 55 兆円から 81 兆円まで増加している。

5 第一節 独立系大手、銀行系

第一章でも述べたが、我が国の対面型証券会社の現在のリテールビジネスのあり方で最大の特徴はネットリテールビジネスの証券会社と違って窓口や担当の営業者に質問を投げかける、アドバイスを聞くことが可能という点である。もちろん、ネットリテールビジネスの証券会社と違って手数料はその分高いが、投資による儲けを大きく左右する情報力を手にすることができる。もっとも、現在、対面型の国内証券会社のリテール業務は、預かり資産残高に比例した手数料収入に重きを置くビジネスモデルに舵を切りつつある。

こうした流れに沿うものとして、金融庁から「平成 26 事務年度金融モニタリング基本方針（監督・検査基本方針）」の中で初めて導入された「フィデューシャリー・デューティー」という概念がある。「フィデューシャリー・デューティー」とは受託者責任と訳される概念で、資産運用を受託した者が、もともとの資産保有者、つまり資産運用を委託した者に対して負う責任を言う。運用会社などの金融機関は、資産を預けた人の利益を最大化する事に務めるのが義務で、利益に反するような行動は取ってはならないというものである。

安倍晋三内閣が 2016 年 6 月 2 日に閣議決定した、成長戦略の「日本再興戦略 2016」においては、IoT（インターネット・オブ・シングス）やビッグデータ、人工知能の活用による新たな成長市場の創出と、人口減少による人手不足を克服するための生産性向上、新たな産業構造を支える人材強化の 3 つを課題ととらえ、様々な施策を盛り込んでいる。実は、その中に「フィデューシャリー・デューティー」という言葉が出て来る。活力ある金融・資本市場の実現を通じた成長資金の円滑な供給という項目の具体策として、「フィデューシャリー・デューティー」の徹底、長期安定的投資を支えるツールの整備、市場の公正性・透明性・安定性の確保といった論点について、金融審議会で検討するとされたのである。そのうえで、具体的な施策として、以下のように書かれている。

「金融商品の販売・開発に携わる金融機関に対しては、顧客（家計）の利益を第一に考えた行動がとられるよう、また、家計や年金等の機関投資家の資産運用・管理を受託する金融機関に対しては、利益相反の適切な管理や運用高度化等を通じ真に顧客・受益者の利益にかなう業務運営がなされるよう、フィデューシャリー・デューティーの徹底を図ることとし、これにより、国民の安定的な資産形成への貢献を促す」。

金融機関が顧客の利益を第一に考えるのはとても当たり前に思えるかもしれない。だが、政府がわざわざこのようなことを言うのは実際のところ、従来の日本の金融機関は顧客の利益を第一とは言えない利益相反の行動を取ってきた面があるからである。フィデューシャリー・デューティーといった場合、一番に問題になるのが運用会社の姿勢、つまり運用会社が顧客を向いて運用方針をきちんと決めているのかどうかである。例をあげると、日本の銀行が、自社グループの運用会社の投信を売るのは、半ば当たり前のことだが、フィデューシャリー・デューティーが課されている欧米では、まずグループ会社の商品を売ることはしない。自社のグループの商品を売れば手数料が稼げるが、資産運用を受託している顧客の利益を第一に考えると、自社グループの商品がベストとは限らない。つまり、そこに利益相反がある。以前の銀行の窓口担当者は、来店した高齢者に自社グループの投信商品を売っていた。預金として銀行口座に置いておくよりも、株式などで運用する投信のほうが得策だ、という話に乗った高齢者が預金の 500 万円を投信に移すと、それだけで銀行には手数料収入が入る。それは顧客の利益を第一に考えた末の行動なのか、それとも手数料を稼ぎたい銀行側の都合なのかという利益相反が起きる。

いちばん重要なことは家計や年金、機関投資家が運用する多額の資産が、それぞれの資金の性格や資産保有者のニーズに即して適切に運用されることである。このため、商品開発、販売、運用、資産管理それぞれに携わる金融機関がその役割・責任（フィデューシャリー・デューティー）を実際に果たすことが求められる。成長戦略に「フィデューシャリー・デューティー」が明記されたことで、今後、金融グループ内で利益相反を防ぐにはどうするか、具体的な議論が始まる。結論はまだ見えないが、日本の大手金融グループ内の事業の再編に結び付く可能性もある。口では「お客様のため」と言いながら、自社の利益

を第一に考えてきた金融機関が、立脚点を根本から問い直されるフィデューシャリー・デューティーの影響力は計り知れない。

また日本証券業協会が毎年実施する「個人投資家の証券投資に関する意識調査」では、個人投資家の証券購入（保有）目的の上位に「長期資産運用のため」

- 5 「老後の生活資金のため」という項目が毎年並び、「短期的に儲けるため」を大きく上回る。老後の生活、貯蓄や年金に対する不安が増大してきたこのごろ、リテール証券会社は長期的かつ安定的な資産形成・運用の指南役として期待されている。一方、個人投資家の取引手段として、対面型証券会社の存在感は従来に比べて低下している。野村総合研究所が 2013 年に実施した「NRI 生活者 1
- 10 万人アンケート調査（金融編）」によれば、投資をする際に選択する取引チャネルとして「店舗のある証券会社」のシェアは低下し、「ネット専門証券」のシェアが上昇している。

ネット専門証券の商品サービスは年々進化しており、例えば、ロボ・アドバイザーによる投資一任運用サービスは、既に日本市場でも導入が進んでいる。

- 15 近年、対面営業で拡大してきたラップ口座サービスも、オンラインと競合する時代になりつつある。対面営業を主力とするリテール証券会社は、オンラインとは異なるサービスが求められている。

このような状況から、一部のリテール証券会社は、取引回数ではなく、運用結果を反映した預かり資産残高に比例する手数料体系による顧客志向の営業を

20 アピールしている。

また各社は、顧客の保有資産に関連して様々な収益機会を捉えることを模索している。近年、対面営業の現場では、株式や投資信託、SMA・ラップ商品等に加えて、保険、不動産売買仲介、相続・事業承継コンサルティングなど、商品サービスを多様化させている。

- 25 こういった収益構造改革は、営業員に顧客の預かり資産を拡大するための、顧客の運用方針やリスク許容度、現有資産を把握した上で一つの投資信託への関心のみを確認する営業では足りず、最適なポートフォリオを提案するスキルを要求する。また、保険、不動産、事業承継、相続など各分野の個別専門知識も要求される。今や対面営業チャネルを担う営業員は、提案の質や幅を追及し
- 30 ながら、コミュニケーションを継続的に行う顧客の数までも増やす努力を求め

られている。しかし、一人の営業員が単独で対応できることには限度があるため、近年、一部の証券会社では、営業員を組織的に支援する取り組みを進めている。ここでは、米国や日本の事例をいくつか挙げる。

一つは、個々の営業員の提案の質にバラつきが生じないようにするための営業支援ツールの導入である。例えば、米国のウェルズ・ファーゴでは、「エンビ
5 ジョン」という資産運用プランニングツールを用い、人生設計やポートフォリオ提案、運用開始後のモニタリング等の一連のサービスを効率的に提供している。日本市場でも、同様の営業支援ツールを導入、もしくは導入を検討する動きが進んでいる。例えば野村証券では、「相続」「家族」「税金」「趣味・娯楽」
10 などのキーワードと関連知識を記載した「ハッピーライフ・カード」を使い、人生のゴールやライフイベント等を話し合う営業員や、会話をもとに最適資産配分、相続税シミュレーションなどを行うファイナンシャルプランニングツール等を備えている。

また、複数の営業員や支援スタッフがチームを組むことで、営業員の提案の
15 質や対応口座数を引き上げる取り組みもある。米国では、80年代以降、メリルリンチなどが対面営業にチーム制を導入している。得意分野が異なる複数の営業員が互いの担当顧客に対し連携して提案を行うという事を行っている。日本でも既に、営業員の事務作業の効率化を目指し、各営業店が担ってきた一部事務を切り離し、コールセンターや特定部署に集約するケースが見られる。ただ、
20 これらの取り組みでは、営業員と集中対応先との連絡や引き継ぎに課題を残す会社も多く、顧客サービス品質を低下させない運営力が求められる。

少子高齢化が進行する日本では、個人金融資産の6割以上を60才以上の高齢者が保有している。このうち、団塊の世代は既に65-75才になっている。日本人の平均寿命が80才前半であることを考えれば、この世代が保有する金融資産
25 は今後10-15年の間にその子供世代が相続することになる。したがって、リテール証券業にとって相続資産の取込みが大きなビジネスチャンスとなる。また、資産を相続する子供世代にとっては、少子化で老後の生活不安を否応なく意識させられているため、将来の生活設計についての信頼できるプランニングに対する潜在的需要もあると考えられる。

30 しかし今後資産を相続する個人投資家層の対面サービスのニーズを見るとコ

ンサルティングや投資判断を求める投資家は少なく、対面取引そのものを利用したいとは思わないという回答が半分を占めている。したがって、現状のままでは、金融リテラシーと IT リテラシーに習熟した若い世代の投資家を対面サービス中心とした証券会社に留めることは一層困難になることが予想される。

- 5 今後、対面営業型は、顧客と直に対話できる強みを活かし、提案の質と幅でオンラインとの差別化を目指していく必要があるだろう。

第二節 ネット専門証券

- 10 近年、インターネットの普及により、急速にインターネット証券取引が広がった。ネットリテールビジネスは対面型に比べ、手数料が圧倒的に低くシェアを広げてきた。大手インターネット証券の収益のほとんどは株式売買の委託手数料と信用取引からの金利収入である。この費用収益構造は伝統的な店舗と営業担当者で推進される対面型証券営業とはコスト構造が根本的に異なり、異なるビジネスの間での競争になった。結果的に、インターネット証券取引は一面
15 ではデイトレーダーのような個人投機家層を生み出したということもあるが、格安の手数料や簡単に始めやすいなどの理由によってそれまで株式投資の経験のない新たな個人投資家を市場に呼び込み、市場を拡大するという役割を果たした。今後も少子高齢化が進むと予想されており、高齢者でも利用できるようなネットビジネスを普及させることなど、それぞれのニーズに応えられるよう
20 にしていくことが求められる。

- ネット証券会社は、個人による小口の投機的売買という、従来、見落とされてきた潜在的需要を発掘し、収益化することに成功したが、そのことが、大規模なシステム投資による費用構造の硬直化や、中心顧客層の偏りを招いて収益源多様化のための柔軟な経営対応を難しくしている点是否定できない。株式市
25 況の低迷が長期化した場合、手数料引き下げ競争は、ネット証券経営に深刻な影響を及ぼす可能性がある。委託手数料中心の経営から短期的に脱却することは困難なため、収益安定化のためには、業者間競争の対象を手数料以外の、非価格的なサービス提供にシフトさせることが不可欠であろう。

以上をまとめるとそれぞれの課題は以下のようなになる。

独立系大手、銀行系(対面型リテールビジネス)

- フィデューシャリー・デューティーの徹底
- ネット型リテールとの差別化

ネット専門

- 高齢世代の取り込み
- 多様なニーズへの対応

第4章 証券会社の今後の経営の在り方

この章では第三章で挙げたそれぞれのリテールビジネスの課題に対する今後の経営の在り方を考察する。

第一節 独立系大手、銀行系

● フィデューシャリー・デューティーの徹底

10 フィデューシャリー・デューティーを徹底すると、これまでの金融機関の営業行動を根幹から見直さなければならなくなる。ここでいち早く行動した運用業界大手の三井住友アセットマネジメントを例にとると、2015年8月に「フィデューシャリー・デューティー宣言」を出し、アクションプランの進捗状況を半年ごとに公表してきた。アクションプランとは顧客の利益を第一とする施策

15 である。顧客への情報開示の徹底などを行った結果、業界全体の投信手数料の透明化につながり、その結果、業界内の競争が激しくなり、平均的な手数料率が下がったのである。業界には、新興国の株式に投資するファンドなどで驚くような高い手数料を取る商品があったが、手数料を分かりやすく顧客に示すよ

うになって、そうした暴利が許されなくなった。

また、欧米では資産運用会社が親会社からの独立性を保っているのが一般的であり、金融機関が運用商品を販売する場合も、グループの資産運用会社の商品を顧客に奨めない。他の運用会社の商品と並べて顧客に選択させるケースが多い。フィデューシャリー・デューティーを徹底し、顧客の利益を第一に考えれば、必然的にそうなるであろう。

● ネット型リテールビジネスとの差別化

たびたび指摘してきたように、対面型の証券会社はどうしても人件費や店舗費などで手数料がネット型よりは高くなってしまうため、価格競争に参戦するのは得策ではない。そこで今までの章でも述べた通りネット型にはない対面型だけの強みを生かすことが必要と考えられる。

対面型の強さとはやはりアドバイスをもらえる安心感だろう。預かり資産残高に比例した手数料収入に重きを置くビジネスモデルはまさにネット証券ではやりづらいものだと思う。これからも高齢者がますます増えていく中で、インターネットに抵抗感のある人に、退職金などの預金を投資にまわしてもらえるような安心感のある商品開発を進めていくべきである。例えば、先に取り上げたファンドラップがある。ファンドラップとは投資一任運用サービスの一種で、顧客のリスク許容度や投資目的に合わせて、金融機関の専門家のアドバイスをもとに異なるタイプの複数の投資信託（ファンド）を選び、これらを組み合わせて運用するサービスのことだ。具体的には、運用前のヒアリングから、投資方針の提案、実際の運用、報告や見直しまで受けられる。似たようなものにラップ口座があるがこれは元手が数千万円以上の場合が多いので多くの顧客を望むなら元手が少なくすむファンドラップをさらに充実させていくべきだろう。

第二節 ネット型証券会社の今後の経営

● 高齢世代の取り込み

現在の個人投資家の56%が60歳以上であり収益を伸ばすには高齢者の取

り込みは必須だが、シニア世代はネット型証券会社よりも店舗型証券会社を選ぶ傾向がある。しかし、これからはパソコンを使える世代が高齢者になるのでビジネスチャンスが広がっている。それをつかむためには勧誘活動や受注行為・顧客の特性情報や預かり資産の時価情報・提供する情報と求められる情報の管理など、可能なところからデジタル化を進めていくことが重要ではないだろうか。電子媒体を高齢者の投資行動支援に活用していくためには、勧誘行動プロセスの明確化や、提供する投資関連情報の簡素化・提供方法の効率化などが求められ、そのこと自体が営業活動全般の効率化に繋がる可能性もある。

10 ● 多様なニーズへの対応

多様なニーズに対応するには多様なサービスを展開するしかない。ここでは注目されているサービスを述べる。まず、ITを活用した革新的な金融サービス、フィンテックである。フィンテックは単なる金融サービスのIT化にとどまらず、ブロックチェーン技術の活用等による金融取引の仕組みの変革や、人工知能(AI)・ビッグデータ等、影響の大きいイノベーションを通じて、金融の将来的な姿を大きく変えていく可能性がある。最近、フィンテック分野における新興企業の台頭や大手金融機関がフィンテックを含むイノベーションを取り込もうとする動きがグローバルに発生しており、日本においても、数多くの取り組みが行われ、今後の経営に影響を与えると予想される。従来に比べ、金融はICTとの親和性が高く、ネットバンキング、ネット証券等は今や一般化し、日常決済も高度な決済ネットワークに支えられている。ただこれらは、いずれも既存の金融機関が担う金融サービスの延長線上にある。フィンテックが注目される理由は、ICTベンチャーやEC事業者等をはじめとする異業種プレイヤーによる革新的なサービスの創出にあり、これまで既存の金融機関が担ってきた決済・融資・資産運用等のサービスを脅かす存在となりつつあることである。フィンテックは、ICTやビッグデータを活用することによって、既存の金融機関では手の届かない領域で安価で利便性の高いサービスを提供し、マーケットを拡大させている。例えば、決済分野では、スマホやタブレットのイヤホンジャックに安価な端末を接続するだけでクレジット決済を実装できるサービスを提供している。これまで高額な設置費用や決済手数料によりクレジット決済端末設置

を躊躇していた個人事業者や中小事業者が、安価かつ便利にクレジット決済を導入できるようになった。しかも、POS レジアプリ等を導入すれば、売上・在庫管理もタブレット上で完結することができる。国内でも飲食店や臨時店舗で見かけつつあり、今後確実に拡大する非現金決済市場の裾野拡大を牽引することが期待できる。

また、Apple や Google、Facebook、国内でも LINE、通信キャリア等も決済・送金サービスに参入し、顧客のネットワーク基盤や自社が提供する商品・サービス等とのエコシステムを構築しつつある。

次世代型銀行として注目される Simple は、仮想的な銀行として、個々人に、既存金融機関の金融サービスから最適なサービスを選択し提供している。ライフステージや貯蓄目的に応じた最適なマネープランや金融サービスを提案、ゲーミフィケーションの要素を取り入れることで目標に向けた日々の貯蓄をサポートしてくれる。

フィンテックが台頭する背景には、個人や企業の金融に求めるニーズの多様化、更にはこれらの環境変化やニーズに応える ICT 技術の進展がある。個人の生活や企業の事業活動の隅々まで ICT・インターネットが浸透し、多様な情報を収集・評価し、最適なサービスが選択できるようになり、金融機関への眼差しも厳しく、メインバンク等取引を集約するよりも、自らのライフスタイル等に応じた最適なサービスの組み合わせを選ぶ傾向も強まっている。特に欧米では一部金融サービスの手数料の高さ、ローン金利の高さ、与信情報の未整備等から、既存の金融サービスを十分に受けることのできない個人や企業が多かったが、フィンテックは、ICT 技術を利用することで、このような既存金融機関が手の届かかなかった利用層に安価で利便性の高いサービスを提供し、支持を集めている。

また、スマートフォンが幅広く普及し、いつでもどこでもインターネットにアクセスすることができる環境となり、莫大な固定費を必要とする店舗等の基盤を持つことなく、顧客が持つ手元のアプリがコミュニケーション窓口として活用できるようになった影響も大きいと考えられる。スマホアプリはインターネットを介して即座にアップデートが可能であり、サービス更改も柔軟に対応できることも強みである。またスマホ一つで簡単に取引ができるようになった

こともネット証券が普及した大きな要因である。近年では、年齢・年収・保有金融資産・投資目的・リスク許容度等に関する簡単な質問に答えるだけで、アルゴリズムが最適なポートフォリオを自動で作成し、運用期間中のリバランシングやリアロケーションを行うアプリもある。

- 5 さらに、欧米を中心として、AI やアルゴリズムを活用して資産運用アドバイスを提供するロボ・アドバイザーと呼ばれるサービスが拡大している。ロボ・アドバイザーは、顧客が年収、保有資産、投資経験、投資目的、リスク選好度等の簡単なアンケートに回答すれば、これらの情報に基づき、個々人に適した資産ポートフォリオ、具体的な投資対象をアドバイスし、さらに、最適な運用
- 10 プラン案を策定して、プラン通りに取引を実施することができる。最適な資産構成を提案し、手数料の低さ、透明度の高さが魅力となり、既存金融機関の高額な資産運用相談を受けられなかった富裕層から一般層の資産運用相談ニーズに応えつつある。ウェブサイトやアプリ上で個人の資産運用をアドバイスするため、人間のファイナンシャルアドバイザーと対比されるが、従来型のファイ
- 15 ナンシャルアドバイザーによる資産運用アドバイスは、基本的には対面によって資産運用アドバイスや資産運用プランを提供し、手数料を受け取るサービスで、個々人の事情に応じて資産運用プランをきめ細かく調整し、安心感を与えているのが特徴である。一方、ロボ・アドバイザーには3つのタイプがある。

- 一つ目は投資アドバイス型である。これは運用取引を実行せず、投資アドバイ
- 20 イスのみを提供するものであり、そのため、手数料は基本的に無料である。二つ目はオンライン型である。すべてオンラインで、利用者に資産運用プランを提供し、利用者が承認したプランに基づいて取引を実施し、取引手数料として0.05%から0.20%、口座管理手数料として資産残高の0.25%から0.50%を利用者が支払うものである。三つ目は対面活用型である。対面による資産運用相談時
- 25 にロボ・アドバイザーによる資産運用プランを参考として活用しており、手数料として資産残高の0.30%から0.90%を利用者が支払う。

オンライン型	オンラインで、資産運用プラン	質問の内容は、基本情報と投資の目的、リスク選	取引手数料は、0.05～0.20%
--------	----------------	------------------------	-------------------

	を提供	好度に関するものに大別 顧客プロフィールを元に、定量的に資産運用プランを分析	管理手数料は、資産残高の 0.25 ～ 0.50%
対面活用型	オンライン型に加え、運用方針の相談として、アドバイザーによる対面サービスを提供	低価格、便利さ 対面による安心感	資産残高の 0.30 ～ 0.90%

ロボ・アドバイザーは、米国に拠点を置くベンチャー企業によって提供され始めたサービスだが、近年は大手金融機関も参入を開始しており、日本でも普及が予想される。日本では現在、家計の資産は現金・預金に偏重しており、実際に資産運用している人は限られている状況である。日本では少子高齢化や公的年金への不安の高まりを背景に、若年世代を中心に自助努力による将来に向けた資産形成の必要性が高まるものと考えられ、そうした中、相談手数料の水準や、ネットの利便性、提案の中立性などへの着目から、資産運用サービスの選別が進む可能性もある。

実際に日本でも、2000 年前後よりスタートしたネット証券は、ネットを使いこなす IT リテラシーの高い既存投資家向けサービスという新たなニーズ喚起を促し、新しい市場を形成した。さらに、現役世代を中心として、ネットを使いこなす層が増えるに連れて、これまで投資をしてこなかった個人の資産運用ニーズも取り込み、投資家の裾野拡大に貢献している。現時点でのネット証券・銀行の口座の所有率を比較すると、性別では男性が高く男性 41%・女性 28%、年齢は 40 代以上が高く 40 代以上 40%・30 代以下 27%、1,000 万円以上の資産を持つ人が高く資産 1000 万円以上 50%・1000 万円未満 32%、目的を持って貯蓄している人が高く具体的な貯蓄目的有 41%・無 28%、情報感度の高い人が高い情報感度高い人 42%・低い人 24%等の特徴がみられる。

ロボ・アドバイザーも、このように潜在的な顧客のニーズを掘り起し、新たな市場を形成することができるかもしれない。テクノロジーをベースとしたロボ・アドバイザーは、貯蓄から投資への大きな流れに新風を吹き込む可能性の一つとして、金融業界で注目を集めている。投資家は、一部富裕層や機関投資家が享受してきたようなポートフォリオ理論に基づいた投資助言サービスを低コストかつ少額から受けることもできるようになっておりネット証券が普及している。スマートフォンの普及を背景としてアプリ上でのサービス提供に特化した証券会社も登場している。こうした証券会社は、モバイル証券と呼ばれており、米国では、2013年創業のRobinhoodがスマホ上で手軽に株式を売買できるサービスを提供しており、手数料も割安なことから、若年層から高い支持を得ている。また営業員支援の分野では、人工知能(AI)を活用して顧客に適した商品の推奨を行うサービスが登場しており、今後営業員も変化していくことが予想される。

15

おわりに

我々は証券会社の今後の経営のテーマとして、独立系大手、銀行系証券会社には「フィデューシャリー・デューティーの徹底」と「ネット型リテールとの差別化」、またネット専門証券会社には「高齢世代の取り込み」と「多様なニーズへの対応」を掲げた。

20

フィデューシャリー・デューティーの徹底は、証券会社のイメージ良化に大きく貢献すると考えられる。また、欧米のように資産運用会社が親会社からの独立性を保つ方向へ向かわせることもできるだろう。

ネット型リテールとの差別化は、今後の証券会社経営のうえで重要であり、対面型にしかできないこと、強みをいかす経営戦略が必要不可欠だ。

25

高齢世代の取り組みは、対面型の安心感という強みにサービスの透明性と簡略化で対抗し、サービスの価格の安さをアピールする必要がある。

多様なニーズでの対応は、本文ではネット専門証券会社の部分で述べたが、対面型の証券会社にもいえる事である。顧客のニーズを調査し、それに対するサービスを供給することが利益を生む一番の近道だからだ。

30

証券会社の機能と役割という点から、以下のような文章を最後に付け加えておく。

戦後の日本の高度経済成長を金融面から支えたのは、銀行主導の間接金融であつた。しかしながら、間接金融を通じた資金供給の経路は、バブル経済崩壊による不良債権問題の長引く処理によって毀損され、また近年では、金融のグローバル化を背景とする、いわゆる BIS 規制などの新たな規制が設けられることによって、銀行主導の間接金融には、かつてのような役割は期待ができなくなっている。この点で、今後の日本経済の発展、とりわけ新たな産業の創造に寄与するリスク資金の供給については、少なくとも他の先進国並みに、直接金融を促進していく他しかない状況にある。この意味で、日本の直接金融を担う証券会社の機能は、今後の日本経済の発展にとって極めて大きい役割を有すると言えよう。こうした観点からも、日本の証券会社の経営のあり方が大きく改善されることを期待したい。

15

20

25

参考文献

- ・ 証券経営研究会（2001）「証券会社の組織と戦略」日本証券経済研究所
- ・ 個人投資家について考える研究会著、日本証券業協会編（2005）「個

30

人投資家と証券市場のあり方：証券市場の健全な発展のために」中央経済社

- ・ 福光寛，高橋元（２００７）「ベーシック証券市場論」同文館出版
- ・ 証券会社の選び方

5 <http://www.johngillart.com/securities/company01.php> （２０１７年
９月２日アクセス）

- ・ 株初心者のための株式投資講座
<http://www.stock-traderz.com/comparison/sec-mitsubishi-ufj-morgan.html> （２０１７年９月２日アクセス）

10 ・ MANESTO <https://manesto.com/102> ・ （２０１７年９月２日
アクセス）

- ・ 岩見哲也 野村総研 「対面型証券会社のインターネット活用」（２０
０７年）
[http://www.nri.com/jp/opinion/chitekishisan/2007/pdf/cs20070210.](http://www.nri.com/jp/opinion/chitekishisan/2007/pdf/cs20070210.pdf)

15 [pdf](#) ・ （２０１７年９月４日アクセス）

- ・ 野村証券 <http://www.nomura.co.jp/> （２０１７年９月４日アクセス）
- ・ 大和証券 <http://www.daiwa.jp/> （２０１７年９月４日アクセス）
- ・ みずほ総研 「米国におけるリテール証券会社の特徴」

20 [https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/argument/mr
on1103-2.pdf](https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/argument/mron1103-2.pdf) （２０１７年９月１４日アクセス）

- ・ みずほ総研 「世界の証券会社はどこに向かうか」
[https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/today/rt120
425.pdf](https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/today/rt120425.pdf) （２０１７年９月１４日アクセス）

25 ・ みずほ総研 「ソーシャルメディアと米国リテール証券ビジネス」
[https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/report/repo
rt11-0802.pdf](https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/report/repo-rt11-0802.pdf) （２０１７年９月１４日アクセス）

- ・ 日本証券業協会 証券会社経営分析の資料
<http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/files/160622shiryou.pdf> （２
０１７年９月１４日アクセス）

30 ・ 日本総研 インターネット専門証券会社の経営分析

- <https://www.jri.co.jp/page.jsp?id=4988> (2017年9月14日アクセス)
- ・ 証券市場改革の現状と展望 野村総研
<https://www.nri.com/jp/opinion/chitekishisan/2003/pdf/cs20030403.pdf> (2017年9月26日アクセス)
 - ・ 富裕層ビジネスから生まれるリテール資産運用ビジネスの新たな潮流
野村総研
<https://www.nri.com/jp/opinion/chitekishisan/2008/pdf/cs20080306.pdf> (2017年9月26日アクセス)
 - ・ 住信SBIネット銀行
<https://www.netbk.co.jp/wpl/NBGate/i900500CT/PD/roboadvisor> (2017年10月1日アクセス)
 - ・ 金融庁 「顧客本位の業務運営に関する原則」
www.fsa.go.jp/news/28/20170330-1/02.pdf (2017年10月1日アクセス)
 - ・ 日経ビジネスオンライン 「フィデューシャリー・デューティー」の衝撃
<http://business.nikkeibp.co.jp/atcl/report/15/238117/060900025/>
(2017年10月1日アクセス)
 - ・ 大和総研 失われた20年 資本市場停滞の要因
<http://www.dir.co.jp/souken/research/report/capital-mkt/12110701capital-mkt.pdf> (2017年10月1日アクセス)
 - ・ 野村総研 国内リテール証券会社の対面営業チャネルの方向性
http://fis.nri.co.jp/ja-JP/publication/kinyu_itf/backnumber/2016/02/201602_7.html (2017年10月12日アクセス)
 - ・ 野村総研 米国のフィデューシャリー・デューティー論議とロボ・アドバイザー
http://fis.nri.co.jp/ja-JP/publication/kinyu_itf/backnumber/2016/03/201603_5.html (2017年10月12日アクセス)
 - ・ 野村総研 資産運用アドバイスを求めて彷徨う定年退職者たち

http://fis.nri.co.jp/ja-JP/publication/kinyu_itf/backnumber/2015/04/201504_5.html (2017年10月12日アクセス)

- ・ 野村総研 FinTech が金融を変える・・・なぜ FinTech が注目されるのか

5 http://fis.nri.co.jp/ja-JP/publication/kinyu_itf/backnumber/2015/06/201506_6.htm (2017年10月12日アクセス)

- ・ 大和ファンドラップとは？

http://www.daiwa.jp/products/fund_wrap/about.html (2017年10月12日アクセス)

10