2019 年度
証券ゼミナール大会

第 4 テーマ
「今後の証券会社の営業姿勢」
～国内証券市場の活性化を念頭に～

宮城学院女子大学　伊藤ゼミナール

目次

はじめに----------3

第１章　証券市場の現状　----------4
第１節　日本の証券市場　----------4
第２節　海外の証券市場　----------6

第２章 日本の証券会社の経営の現状　----------13
第１節　収益構造　----------13
第２節　営業･サービスの提供　----------15
第３節　インターネット取引　----------18

第３章 海外の証券会社の経営の現状　----------22
第１節 収益構造----------22
第２節 営業･サービスの提供　----------25
第３節 主要国の金融･経済の現状　----------26

第４章　今後の証券会社の営業姿勢　----------28
第１節　証券会社の課題　----------28
第２節　証券会社の営業姿勢　----------31

おわりに----------34

参考文献----------35

はじめに

我が国証券市場のあり方が、今、問われている。我が国証券市場は、我が国経済と共に発展し、国民経済において大きな役割を果たしてきた。しかし、経済・社会環境の変化に伴い証券市場への期待が高まる中で、現在の我が国市場は、はたしてそうした期待に十分応えているのであろうか。当面の市場取引の活発化といった観点を越え、21 世紀に目を向けた、中長期的な視点に立った証券市場全般の改革が求められている。

我が国の金融・資本市場は、基幹産業を中心に資金を効率的かつ重点的に配分するという役割に重点を置いてきたが、その軸足が大きく移るべき時期に来ている。人口の高齢化を控え、個人金融資産は 1,835 兆円にも上り、金融・資本市場に期待される役割は、資産の効率的な運用へと大きく傾斜しつつある。また、経済の成熟化と低金利政策による金融機関の収益低迷により、産業構造の改革が進められる中、資金調達の面でも積極的なリスク負担を伴う様々な新規産業への資金供給が重要な課題となっている。更に、我が国の巨額な金融資産の蓄積を背景に、グローバルな観点からの効率的な資金配分についても、我が国市場が一層大きな役割を果たすことが期待されている。

本稿では、第 1 章で日本証券市場の役割や機能等を定義し確認したうえで、海外の証券市場についても概観し、どのような違い、各国々の特徴があるのかを言及する。第 2 章では国内、第 3 章では英国、米国、中国（アジア）等の世界に目を向けた各国の収益構造やサービスについて触れ、今後どのような新しい環境が作られていくのかを考え、現代の証券市場について言及する。第 4 章では、第 1～3 章を踏まえて今後日本では、世界ではどのように証券市場を活性化させるべきかを提言していきたい。

第１章　証券市場の現状

第１節　日本の証券市場

（1）証券とは何か

一般的に、財産上の権利を表す株券や債券などのことを有価証券という。有価証券の特徴は、譲渡することによりその有価証券の持っている財産的権利を簡単に移転させることができることである。株式会社に出資をすれば株式という証券を、国にお金を貸せば国債という証券を所有する。株式は株主としての権利を示し、国債は貸したお金の元本と利子を国から受け取れる権利を示す。証券会社とは、株式の売買取引仲介している業者を指す。すなわち、証券会社は投資家と株式会社、あるいは投資家と投資家を結びつけ、証券の発行と流通を円滑に機能させる役割を担う会社である。金融商品取引法の施行により法律上は金融商品取引業者に分類されている。

証券会社の主要業務には、①株式の売買を仲介する「トレーディング業務」、②投資家に買い入れの勧誘する「セリング業務」、③証券会社が自分のお金と判断で売買する「ディーリング業務」、④発行会社に代わって有価証券を引き受ける「アンダーライティング業務」といった４つの業務がある。お金を預けることと証券会社の口座に株式購入の資金を送金することは、一見銀行の業務に似ているが、根本的な違いがある。銀行に預けたお金は、銀行にお金を貸したことになり、銀行の負債になる。それに対して、証券会社に送金したお金は、証券会社ではなく、買った株式を発行している会社のものということになる。

金融市場は、資金の取引が行われる場全体のことを意味するが、資金の流れは仲介手段という観点から、証券市場を通じる「直接金融」と、銀行等の金融機関を通じる「間接金融」の２つに分けることができる。直接金融とは、事業主や企業などの借り手が、個人や企業などの貸し手から直接資金を調達する方法を指す。代表的な直接金融は株式や債券などの有価証券の売買である。これに対して間接金融とは、企業など資金調達を必要とする者が銀行などの金融機関から借り入れを行う資金調達方法を指す。銀行は多数の預金者が預け入れしており、その預金を銀行から間接的に借り入れることができるため、間接金融と呼ばれている。

（２）証券市場の役割

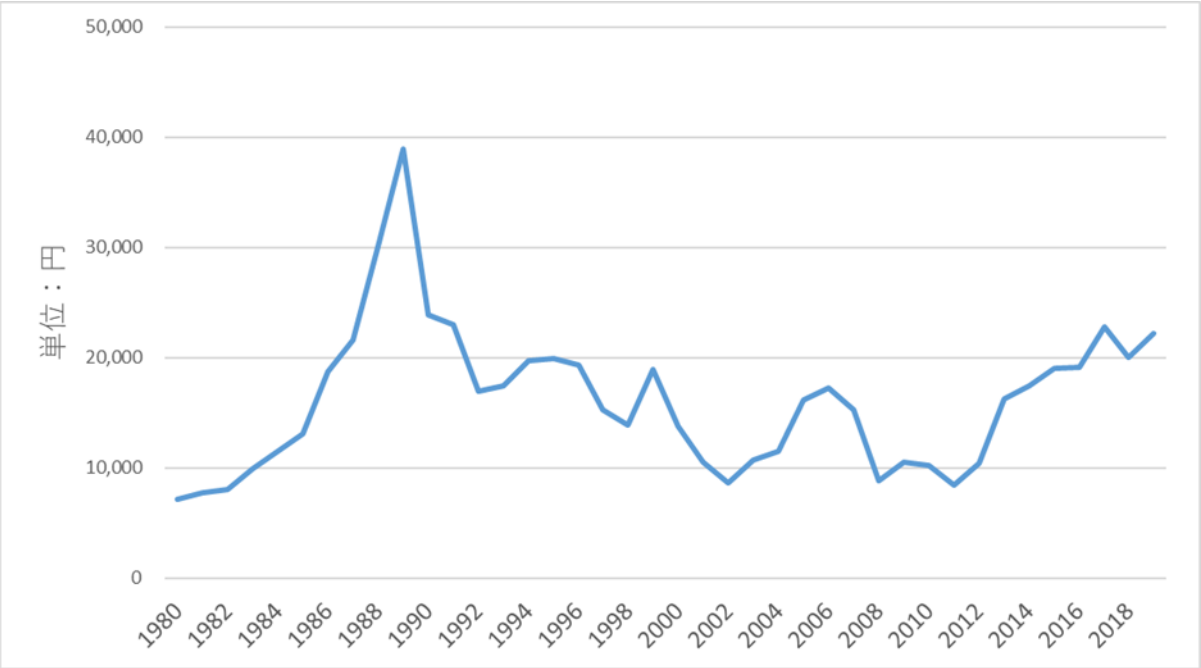
証券市場とは、株式や社債などの有価証券が取引される市場のことを指し、「発行市場」と「流通市場」の２つから成り立っている。まず、発行市場とは株式会社や国・地方自治体が新しく発行した証券等が、個人や企業などといった投資家に売り出される市場のことである。企業は新株を発行することによって、設備投資金など長期の事業資金を調達する。 一方、流通市場とは、発行された株式が、「投資家」と「投資家」の間でその時々の時価で売買される市場のことである。「発行者」から「投資家」に一次取得される「発行市場」と区別される。 流通市場は一度発行された有価証券のみが対象であり、証券取引所など具体的な市場が存在する。

(3) 株価の推移

ここでは日本の株価の推移について取り上げる。1980 年から日経平均株価は上昇し 1985 年 9 月のプラザ合意によって、日銀の金融緩和政策の下で株価は急速に高騰し、1989 年 12 月に 38,915 円 87 銭になり、過去最高値となった。しかしその後、バブル経済が崩壊し、株価は一気に下落した。2005 年に、銀行の不良債権問題に目途がついた頃から、2007 年まで序々に上昇を見せるも、2008 年のアメリカ合衆国で大手証券会社・投資銀行リーマン・ブラザーズの経営破綻によって引き起こされたリーマンショックによる世界的な景気の悪化により、再度株価は下落、平成時代最安値を記録した。2013 年には、安倍首相が就任した際に安部政権が掲げた「大胆な金融政策」、「機動的な財政政策」、「民間投資を喚起する成長戦略」といった「三本の矢」を軸とするアベノミクスにより、徐々に株価が回復してきた。2019 年 6 月に、アベノミクスによるデフレ経済から脱却した状態にあるとの認識から安部政権は新たな成長戦略を閣議決定した。

今後の安部政権によって、日本の株価がどう推移していくのか。特に米中貿易戦争の長期化や 2020 年に行われる東京オリンピックが、日本の経済にどのように影響を与えるかといったことが株価変動にとって重要な鍵である。

【図表 1-1】日経平均株価の推移（1980～2019 年）



（日経平均プロフィールアーカイブより参照）

第 2 節　海外の証券市場

現代のグローバル社会では、生活、暮らし等の利便性のために世界中の国々と貿易し、輸入・輸出や政治などと多くのつながりが持っている。そのため、多くの輸出入に頼っている日本では国内の景気や経済状況は海外市場との関連しており、海外の証券市場の動向に大きく影響される。

ここでは日本の証券市場だけではなく、米国・英国・中国（アジア）の海外市場の現状に触れて、日本の証券市場にどのような影響を与えるのか考えていきたい。

(1) 米国の証券市場

米国の主な証券市場には、ニューヨーク証券取引所（NYSE）とナスダック（NASDAQ）がある。国際取引所連盟加盟国における米国の時価総額による市場シェアは約 42%と圧倒的である。米国市場は世界最大の金融マーケットであり、世界の株式市場に非常に大きな影響を与え、世界の金融市場をリードしている。

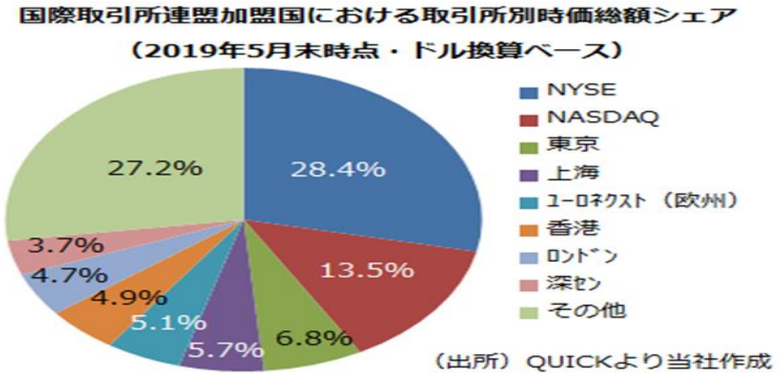
また、米国市場は「ADR（米国預託証券）という形で、世界の主要銘柄が容易

に取引できること」「米国市場は上場に際しての企業のディスクロージャー制度と会計基準が厳格で、投資家にとっての信頼性が高いこと」「充実の品ぞろえとスケールの大きさが魅力であり、諸外国とは比べ物にならないほど金融商品が充実していること」の3つが特徴として挙げられる。米国市場の特徴を活かして、ADRで上場する企業は、母国市場に上場しながら、ADRという形で米国市場にも上場し、これを利用することで新興国など日本と成長ステージが異なる企業や地域への投資が可能である。金融政策を司るFRB（米連邦準備制度理事会)、監督・ディスクロージャーに厳格なSEC（証券取引委員会)、証券会社の自主規制機関のFINRA、訴訟制度など、投資家保護のインフラが整っていることで取引も安心にできる体制が整っている。米国株口座を持っていれば、新興国なども含めたグローバル投資ができるので、約7割は個人消費によって支えられている。米国はGDP（国内総生産）が世界一を誇る経済力となっており、日本国と比べても国民の平均年齢は低く、人口も増加していく見込みとなっているため、内需が拡大し、企業の成長を促しており米国市場の潜在成長力はまだまだ大きいといえる。

ニューヨーク証券取引所は（NYSE）世界最大の市場である。図表1－2より28.4%と一番多い。米国では最も長い歴史を持ち、上場基準も高いので、伝統と高品質の特徴を持つ取引所となっている。また、ナスダックは（NASDAQ)：全米証券業協会（NASD）によって1971年から開始されたコンピューターネットワークによる証券市場システムである。

ADR（米国預託証券）は米国市場で米国以外の国、つまり日本を含めた先進国や新興国など世界の優良企業に対して、株式と同じように投資出来る証券である。

【図表 1-2】国際取引所連盟加盟国における取引所別時価総額シェア



（水戸証券「米国市場とは」より引用）

（2）英国の証券市場

英国の主な市場には大企業が上場する「メイン市場」と、新興企業が上場する「AIM 市場」の 2 つがあり、ロンドン証券取引所(London Stock Exchange:LSE)を中心に欧州最大の証券取引所となっている。

また、英国市場は 1800 年代から産業革命や自由貿易主義等の影響によって世界貿易・金融の中心となり、世界における経済的優位を確立し最も早く発達した市場といえる。現在、英国市場は欧州経済を牽引する欧州連合（EU）の下「ヒト、モノ、カネ、サービス」の自由化によって国際競争力を高めている。

英国ロンドン市場の特徴として「手数料の自由化」「単一資格制度の廃止」「取引所会員への外部資本出資の制限の撤廃」の三つの特徴が挙げられる。これによって、市場規模は、ほぼ順調に拡大していき、英国の GDP に占める金融分野の割合は、1990 年代には 17.2%にまで拡大してきた。株式による資金調達も、波があるもののおおむね順調に拡大。外国株取引は大きく躍進といった成長がみられる一方で、株主等投資 家層の裾野の拡大は不徹底のままである、という問題点もある。

（3）中国の証券市場

中国では、経済の高度成長が続いているにもかかわらず、株価が低迷している。これは一部の上場企業による不祥事が相次ぐ中で、投資家が証券市場に対

する信頼を失っているためである。中国の証券市場がこのような異常な状態に陥った背景には、上場企業の大半を国が絶対支配株主となっている国有企業が占めるという「中国的特色」がある。

中国の株式は国有株、法人株と流通株の三種類で構成されている。国有株とは、国家が保有している株式のことで、いわゆる日本の政府保有株である。また、法人株とは、国有企業をはじめとする法人もしくは法人資格を有する社会団体などが保有している株式である。流通株とは、市場に流通している株式で、一般投資家でも取引のできる株式を指す。現状では、流通株の全株式に対する割合は三分の一程度に留まっており、残りの三分の二を非流通株（国有株、法人株）が占める。実際、2004 年 10 月現在で、上海、深ｾﾝの両市場に上場している企業の時価総額は 3.87 兆元にのぼるが、そのうち、流通株の価値に相当する分は 1.22 兆元(31.5%)にとどまっている。このように流通株が不足していることもあって、各上場企業は収益性が低い割に、株価が高くなっている。こうした状況の下では、上場の権利を獲得できるものは、簡単に暴利を手にすることができる。しかしながら、あまりにも高い PER（株価収益率）に対して利潤成長率が低い現状では、大多数の株の投資価値が失われ、大株主や経営者たちはもはや投資よりもインサイダー・コントロールを悪用した株価の上昇によってリターンを求めるようになっている。

これらの問題を根本的に解決する方法は、国有株の全てを市場で流通させることに尽きる。それにより、政府の持分が民間資本に取って代わられることになり、国有企業の民営化も加速することになる。

(ｱ) 非流通株問題

上場企業の株式の三分の二も流通できないことが、中国の証券市場が抱える問題の根本である。それによって、次の四つの問題点がもたらされている。

第一の問題点は、国有株と法人株の株価に基づく収益が実現できないことである。株式投資の収益は、上場企業の配当、株式価値の上昇（含み益)、株式売買による価格差収入の三つによる。会社配当と株式価値の上昇分が同じ場合に、投資者が有限責任会社への出資ではなく上場企業への株式投資を好むのは、株式売買による収益が考慮されるためである。しかし、国有株、法人株は流通さ

せることができないため、株主は株価の上昇による収益を具現化することができない。これは、事実上、国有株主と法人株主から、株価による収益を受ける権利を剥奪したのと同じである。

第二の問題点は、国有株と法人株が譲渡困難であるため、上場企業のコーポレート・ガバナンスの改善と資金運用が制約されていることである。国有株と法人株は市場で売買できず、譲渡を行う場合は基本的に相対取引を行わなければならないため、需給に関する情報の非対称性が大きい。このため、譲渡したい側が買い手を見つけられず、譲渡を受けたい側が売り手を見つけられない事態が起こりやすい。この結果、上場企業の株主構成があまりにも安定的な状態となってしまう。これによって上場企業のコーポレート・ガバナンスが硬直化し、また、上場企業では経営者を交代させることもできないため、株主構成の調整を通じた資産の再編や合併・買収を実施できない。

第三の問題点は、非流通株の譲渡価格と流通株の市場価格が大きく乖離し、二重価格が形成されていることである。国有株と法人株は市場で流通させられないが、1株当り純資産価格に基づいて相対で取引され、その譲渡価格は低い。

第四の問題点は、国有株と法人株の存在が上場企業の資金調達を制約していることである。国有株と法人株は譲渡が難しく、譲渡価格も低いため、これまで中国の上場企業が新株発行を実施する際、国有株と法人株の株主は基本的に株式割当権を放棄してきた。したがって、上場企業の資金調達の主要な対象は、割合が比較的小さい流通株主となっている。この結果、上場企業の資金調達、資本拡大と発展が制約されている。

（ｲ）大株主による中小株主に対する権利の侵害

中国の証券市場に信認危機をもたらしたのは大株主による少数株主への権利侵害である。大株主は多数の議決権をもっており、実質的に株主総会をコントロールしている。上場企業の取締役、監査役、経営陣の人選も、大株主がコントロールしている。多くの上場企業の大株主は、少数株主より遥かに大きな権利を享受し、株主の権利だけでなく、本来取締役や監査役、経営者がもつべき権限まで持っている。

大株主による中小株主に対する権利の合法的、また非合法的侵害は、次のよ

うな形で広く行われている。まず、多くの中国の上場企業は、市場に参加している少数株主から簡単に巨額の現金を集めることができる。そのとき、高いプレミアムをつけて発行された流通株の資産価値は目減りしている(希薄化)が、一株当り純資産価格を反映した非流通株の価値は上昇する。その結果、非流通株主は新株発行には熱心だが、上場後の企業の発展を軽視しがちである。実際、増資によって得られた資金も投資という本来の目的のために使われているとは限らない。これを反映して、中国の上場企業には、上場後の業績が大幅に悪化する、あるいは赤字に転じる会社が多く、このことは証券市場の発展に悪影響を与えている。

また、大株主は、上場企業に対する絶対的なコントロール権を利用して、関連取引を通じて、会計操作を行う。通常、大株主は傘下に多くの会社を持っており、その操作の下で、自分だけの利益のために、これら会社の間で関連取引が行われる。関連取引には、受け取り型と支払い型の2種類がある。受け取り型は、大株主が関連取引を通じて上場企業の資源を自分のものにすることである。支払い型は、大株主は上場企業の業績が短期的に上がったように見せかけるため、関連会社の利益をいったん上場企業に移し、目的が達成されれば、上場企業から資源を取り出し、ほかの会社に移す方式である。

さらに、大株主は、この立場を悪用して会社情報を操作したり、虚偽情報を発表したりすることができる。一部の上場企業にいたっては粉飾されてから上場するなど、最初からこのような筋書きを立てているのである。大株主が自社の株価をつり上げ、少数株主の投資を呼び込んでから、ひそかに売却して暴利を獲得するという違法行為も跡を絶たない。

近年、中国証券監督管理委員会と深ｾﾝ・上海取引所は、上場企業に対する監督・管理を強化しているが、国有株のシェアが高いという株式構造に変化がないため、大株主が上場企業を操作する状況が続いており、中小株主の権益は制度的に保護されていない。

(ｳ) 国有株放出への模索

このように、国有株と法人株といった非流通株のシェアが高く、流通株の割合が小さいことが、証券市場の成長を妨げている。証券市場を健全に成長させ

るためには、国有株の放出や全株式の流通株化が要請されている。これにより、国有企業の「民営化」が進み、政府が企業の経営から完全に撤退することができる。

民営化に向けて、1997 年 9 月に行われた中国共産党第 15 回代表大会では、「国有経済の戦略的再編」という方針が打ち出された。この方針の重要なポイントは、国有資本がコントロールすべき部分を、国家安全に関わる産業、自然独占の産業、重要な公共財・サービス、基幹産業とハイテク産業の中の重要な中核企業に限定する点にある。すなわち、競争産業においては国有資本を縮小・撤退させる方向性が示されている。1999 年 9 月、第 15 期中央委員会第 4 回全体会議（四中全会）においても、この方針は再確認され、その一環として、国有株の放出という方針が公式に発表された。

これを受けて、当局は 1999 年と 2001 年の二回にわたり国有株の放出を試みたが、いずれも失敗に終わった。特に、2001 年 6 月、国務院は、「国有株放出による社会保障資金調達の管理に関する暫定規則」を通達・施行した。この規則では、国家は国有株の売却で得た資金で社会保障資金の不足分を穴埋めするために、国有企業が株式を公開したり増資したりする場合には、資金調達総額の 10%分の国有株を放出することが義務づけられている。しかし、国有株の放出が供給過剰につながるという懸念から株価が急落した。このため、2001 年 10 月に当局は放出を中止せざるを得なくなった。

しかし、国有株の放出は、証券市場の改革と国有企業の民営化のために避けて通れないことである。そのとき、これまでの失敗の経験を繰り返さないように、国有株の株主と流通株の株主の利益をいかにバランスさせるかの見極め、また株価が乱高下しないように市場の安定を保つことは必須である。そのためには、放出価格や数量、タイミングなどの面において、整合性の取れた計画が求められている。

第 2 章　日本の証券会社の経営の現状

第 1 節　収益構造

日本の証券会社は、収益のほとんどが手数料である。金融ビッグバン後 10 年以上経過した証券会社経営の姿勢は、委託手数料自由化・新規参入条件の緩和、インターネット取引の拡大等で随分変化してきたが、収益構造面（顧客からの手数料）でその変化を見てみると、金融ビッグバン以前と直近では、以下の様になっている。

【図表 2-1】ラップ口座推移・リテール証券会社主要 21 社の収益構造の変化

（ 日本電子計算株式会社「リテール証券会社の動向」より引用　）

株式委託手数料は全体収益の 22.1%を占め、前年度の 19.8%、2011 年度の 14.6%から拡大している。これは、下期の株式市場の堅調さもあったが、米国株式に投資する個人の増加および売買の増加によるものだ。投信募集手数料と信託報酬の合計額は、前年度に比べて 15%増加し、全体収益に占めるシェアも 28.6%と拡大した。ただし、2011 年度の 41.6%からは大幅に縮小している。2017 年 12 月末のラップ口座数は 66 万口座で、運用残高は 8 兆円近くまで増加している。大手証券会社が、個人営業における資産管理型の営業姿勢への転換として取り組んでおり、この動きは中堅・地方証券まで広がっている。この様

な証券会社の手数料構造の変化は、顧客へのサービスが有価証券の売買や募集以外に多様化している結果だが、本来の有価証券売買関係と異なる業務の実態について、日本証券業協会の“会員における業務内容の実態調査（2009 年度）”によると、以下の様になっている。 証券会社の本来の業務ではないが、金融庁に届出すればよい“届出業務”については、協会員 305 社中 179 社（58.9%）が行っている。主要な業務は、

①保険募集に係る業務…95 社

②金地金の売買又はその媒介、取次ぎ若しくは代理に係る業務…50 社

③貸金業法に規定する貸金業その他金銭の貸付け又は金銭の媒介に係る業務（主にローンの媒介）…47 社

④自ら保有する不動産の賃貸…43 社

⑤その行う業務に係る顧客に対し他の事業者のあっせん又は紹介を行う業務（ビジネスマッチング）…40 社

⑥匿名組合契約の締結又はその媒介、取次若しくは代理に係る業務（私募ファンド）…39 社

⑦他の事業者の業務に関する広告又は宣伝を行う業務…24 社

などがある。

証券会社の収入として主要なものは、株式売買の取次トレーディング業務の手数料である。 株を売買する時の手数料は、ネット証券が増えてきたこともあり、株式売買の取次手数料は安くなっているが、SBI 証券や楽天証券などのネット証券は信用取引の金利や貸株料などで収入を増やしているようである。

総合証券の大手証券会社は、新規発行の株や債券の引受や売出する際の手数料収入もある。 アンダーライティング業務での IPO の手数料も大きな収入となる。また、アンダーライティング業務と似ているセリング業務での手数料もある。

他にも自社のために株式売買をするディーラー業務での収入もある。 資金が豊富な証券会社が取引に参加することで、株の売買が活発になり一般投資家にもメリットがあると言われる。 ただ、その一方で証券会社が自社売買の割合を増やすことで経営が不安定になったり、一般投資家との利害の衝突も起こっ

たりする可能性があることから、保有できる証券の限度額が証券会社ごとに決まっている。

また、最近では、大手の総合証券会社などはアセットマネジメント業務（資産管理）に力を入れており、2014年から少額投資非課税制度（NISA）が始まったこともあり、金融庁は顧客の長期的な資産形成に適した商品販売をすすめるなどを証券会社に働きかけている。 また大手の大和証券や野村証券では、プロが運用するラップ口座というものがある。 資金を証券会社に預入をし、それをプロが運用しますが管理手数料がかかる。預入資産の 2%程度だと言われる。ただし、運用成績が 2%以上のプラスであれば問題ないが、それ以下であっても管理手数料がかかり元本割れになってしまう。 これだと意味がないため十分注意する必要がある。

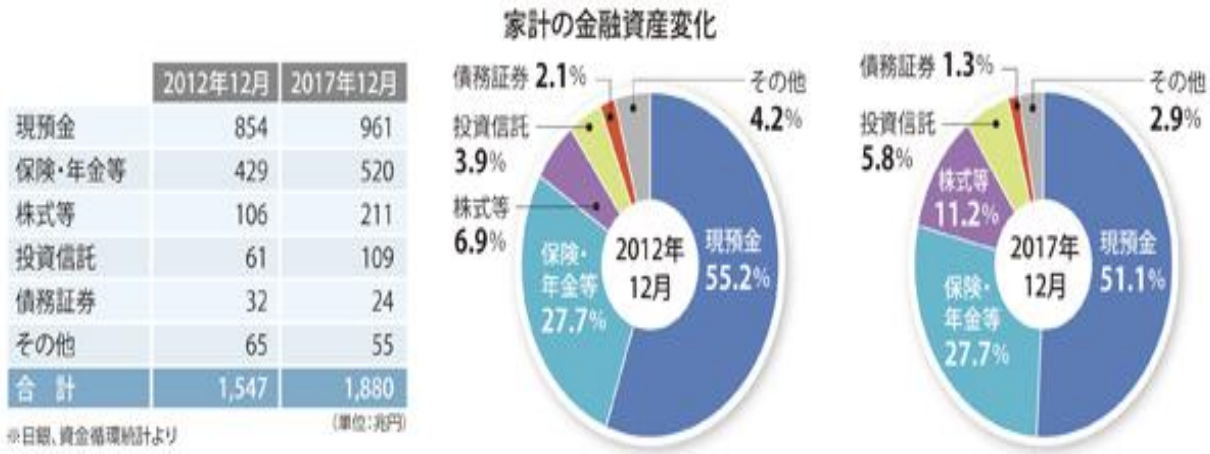
証券会社にとっての収入は、一般投資家にとっては費用だということを認識しておくことが大切である。

第2節　営業・サービスの提供

年金や税金といった将来不安が多い昨今の日本で「貯蓄から投資へ」の流れが強まっている。人々の資産形成に大きな役割を果たす証券会社の比較をする。金融業界では、個人向けの事業分野を「リテール」、大手法人向けの事業分野を「ホールセール」と呼ぶ。ともに英語の「retail（小売り)」「wholesale（卸売り)」に由来する。リテールはその国の制度や風土、国民性などによって内容や戦略が変わるが、ホールセールのビジネスはグローバル・スタンダードとされる仕組みやルールに沿って進められる。海外のトレンドを国内に持ち込み、海外で人気のある手法や商品を国内で展開するケースも多く、国内の業務でも英語力が求められる。

日本には1,835兆円の個人金融資産（2019年）があり、リテール事業はその循環を担っている。図表2-2のように家計の金融資産が5年間で333兆円(21.5%)増加している。資産の種類や目的にふさわしい提案力、顧客のレベルに合った説明力などがそのまま競争力になる。

【図表 2-2】リテール証券での販売商品の変化



（日本電子計算株式会社「５年間で何が変わったのか」より引用）

一方、ホールセール事業では資金の貸借だけでなく、資金調達方法の提案やその支援、財務戦略などのアドバイス、グローバル会計の支援、M&A の仲介・斡旋など、経営に踏み込んだサービスが増えているのである。このようなサービス・営業について大手証券会社を例に見ていく。

（1）野村證券

野村證券は、他の大手証券が外部との連携を強める中、唯一の独立総合証券として存在している。2008 年には破綻したリーマン・ブラザーズのアジア・太平洋、欧州、中東地域の事業を買収した。米国市場のセールス・トレーディング部門の設置や、リサーチ部門を本格稼働させ、2016 年には米資産運用大手のアメリカン･センチュリー･インベストメントを約 1,200 億円で買収している。

野村証券が特に力を入れているのはグローバル展開である。背景には、国内における市場の縮小が見込まれることがある。そこで野村証券は米国・中国での事業拡大に意欲的に取り組んでいる。米国では、2016 年に買収したアメリカン・センチュリー・インベストメンツ(ACI)との連携を強化し、ビジネス領域・顧客領域の多様化を目指している。2018 年 5 月 8 日には、合弁による証券会社設立を中国証券監督管理委員会(CSRC)に申請しており、富裕層や企業経営者をターゲットに事業拡大を進めている。米中対立の深まりといったリスクを抱え

る中、野村証券の挑戦がどのような未来を辿るか注目が集まっている。

(2) 大和証券

大和証券は、1999 年から 10 年間、三井住友グループと提携し、ホールセール部門を設立・運用してきたが、2009 年に提携を解消した。2011 年にはインターネット専業銀行である「大和ネクスト銀行」を開業した。銀行口座と証券口座の間での資金移動が無料で行える手軽さを備えた興味深い取り組みである。

現在、地方債引き受けにおいては、独立総合証券として野村証券を抑えてトップであり国内業務に強い基盤を持っている。大和証券は野村証券とは対照的に、従来の強みであった国内事業の更なる強化を行う見込みである。金融業界全体として、少子高齢化や顧客のニーズ多様化といった課題に直面する中、大和証券はこの課題に正面から取り組む姿勢である。実際に、大手銀行や他の証券会社が店舗数縮小に動く中、大和証券は対照的に店舗数を増加させている。店舗数を増加させ、顧客の潜在的なニーズを細かく汲み取ることで事業拡大を図る。また、外部との連携も強化し顧客層の発掘も試みる。KDDI との共同出資で KDDI アセットマネジメントを設立し、KDDI ユーザー2,500 万件のうち、手軽な資産形成を考えている 20 代～50 代のライト層の開拓が狙いである。国内の新たな投資家創出につながるか今後に期待が高まっている。

(3) SMBC 日興証券

SMBC 日興証券は 1920 年に日本日興銀行が、債券専門証券会社として日興証券株式会社を設立したことが始まりである。バブル崩壊後、1999 年に米大手銀行のシティグループと合弁会社を設立し、その後子会社になるものの、リーマンショック後のシティグループ再編で 2009 年から三井住友 FG の傘下となった。三井住友銀行と連携したことによる効果として、三井住友銀行による顧客紹介や M&A といった投資銀行ビジネスでも実績を重ねるようになった。
現在、三井住友グループの投資銀行の中核を SMBC 日興証券が担っている。

SMBC 日興証券は 3 大証券の中では唯一の銀行傘下の証券会社となっている。連携強化による銀証間の顧客紹介により、相互に顧客基盤を拡大することができているため、連携深化を進めることは間違いない。また、2017 年末に発表さ

れた営業人員の拡大も着実に行われており、銀行の支店網と組み合わせた新規顧客の拡大に努めている。

大手証券では、国内外のビジネス環境の変化に応じた事業再構築を進める一方で、海外では成長が見込まれるアジア市場への取組みの推進、国内ではリテールでのコンサルティング力強化や、銀行部門との連携を通じた顧客基盤拡大に力を入れている。対面営業のリテール証券会社にとって、投資信託が金融商品販売の中心であり現在もそれは変わりない。またホールセール業務では顧客フローに即した様々なディールの拡充に努めている。

加えて、準大手・リテール系証券では、ネットチャネルの拡充には限界もあり、限られた既存の経営資源を活かす手法も有用である。人と技術の融合による対面での 高い付加価値の提供を強みとする方策である。プロダクツ面では外国株式・外国債券の取扱い拡充や、戦略性を持った投信商品の選定、チャネル面では準大手証券における地域銀行と共同設立による証券子会社の運営・展開等が特徴的である。

第 3 節　インターネット取引

日本には現在約 1,148 社の証券会社がある。証券会社とは「金融商品取引法」に規定される金融商品取引業者のうち、第一種金融商品取引業（有価証券関連業に該当するものに限る。）を行う者を指す。五大証券と言われるのが以下の 5 社である。資本力もあるので、業界での発言権も持ち、政治力も持っている。

五大証券は、野村證券 （野村ホールディングス）、大和証券 （大和証券グループ本社）、SMBC 日興証券 （三井住友フィナンシャルグループ）、みずほ証券（みずほフィナンシャルグループ）、三菱 UFJ 証券ホールディングス（三菱 UFJ フィナンシャル・グループ）がある。

ネットが普及するまで、投資の売買取引の方法は、電話連絡がほとんどだった。しかし、ネット・スマホが普及し、いつでも２４時間ワンクリックで。という環境が出来てから一気に「インターネットトレード」が拡がった。

SBI 証券の SBI は元々ソフトバンクグループの金融関連企業として設立されたため「SoftBank Investment」の略であったが、その後同グループを離脱し「Strategic Business Innovator（戦略的な事業の革新者）」の略に変更した。

５大ネット証券は、SBI 証券、カブドットコム証券、松井証券、マネックス証券、楽天証券である。これらの５大ネット証券に加え、GMO クリック証券、岡三証券グループの岡三オンライン証券も合わせ、７大ネット証券とも言う。個人の投資家はネット証券を利用して投資をすることが、今や当たり前になってきている。個人の株式投資のうち実に８割がネット証券を通じて行われ、個人が保有する株式のうち２割がネット証券に預けられているのが現状である。

手数料や各種費用、金融収益などが、証券会社における「売上高」つまり「営業収益」となる。2013 年 4 月～2014 年 3 月における証券会社全体の営業収益は次のとおりである。

1 位 野村ホールディングスの営業収益（売上高）は、1 兆 8,318 億円 47.0%
2 位 大和証券グループ本社の営業収益（売上高）は、 6,428 億円 16.5%
3 位 三菱 UFJ 証券ホールディングスの営業収益（売上高）は、4,877 億円 12.5%

これらの 3 社はいずれも店舗型証券とネット証券の両方を抱える証券会社である。各社、どの程度の割合でネット証券から利益を上げているのかは不明だが、上位 3 社（野村ホールディングス、大和証券グループ、三菱 UFJ 証券ホールディングス）が主に店舗型証券を運営する会社であることから、手数料や各種費用がネット証券より圧倒的に高いこともこの３社が上位に来る理由のひとつであると考えられる。実際、同じ額を同じ証券会社で取引する場合においても、ネット証券と店舗型証券の手数料の開きは 10 倍以上になることも少なくない。ネット証券が個人投資家に支持されるのは、手数料の安さにあるとも言えるのである。株式や投資信託などの金融商品の「売買代金」のシェアを、ネット証券各社において比較してみる。データはいずれも 2015 年 6 月期のものである。

1 位 SBI 証券 11 兆 4000 億円（月間売買代金）42.5%
2 位楽天証券 4 兆 6000 億円 （月間売買代金）17.0%
3 位松井証券 3 兆 5000 億円 （月間売買代金）13.1%

データを見ると国内株式の個人売買代金シェアは、SBI 証券が圧倒的な売買

代金のシェアを持っていることが、一目瞭然だ。次は、ネット証券における口座数と、2015年7月期の新規口座開設数のシェアランキングである。現時点で普及しているネット証券はどこなのか、また伸びが著しいネット証券はどこなのかが分かる。

1位 SBI証券 315万口座（口座開設数）:口座開設数や、売買代金のシェアでもNo. 1を誇るSBI証券。それ以外にもIPO（新規公開株）の取扱数や外国株の取扱数などでも他社に差を見せつけている。

2位 楽天証券 180万口座 :楽天会員なら、取引手数料100円ごとに楽天スーパーポイントが貯まるなどサービスが手厚い。楽天会員でなくても、オンライントレードツールの「マーケットスピード」を利用すると日経テレコン21(楽天証券版）が使える。

3位 松井証券 100万口座 :10万円までの手数料無料で、10から30万円の投資なら300円の手数料。NISA口座を開設すれば、取引金額によらずに永久に手数料が無料。

これらのシェアランキングから、SBI 証券の口座数が群を抜いて多いこと、そして売買代金のシェアが高いのもこの圧倒的な口座数によるものだと言うことが分かる。2015年の時点では、口座開設数や売買代金から見ても、SBI証券のシェアが非常に高いことが分かる。だが月間口座開設数を公開していないため、どのようなペースでシェアが増減しているのかを一概に言いきることは難しい。しかし、約90年の歴史を誇る営業収益トップの野村証券が530万口座に対し、SBI証券が約16年で300万口座を突破したことをみても、1990年代後半以降、「ネット証券」が 急速に普及したということは、断言できるだろう。手数料の安さや時間に関係なく取引できることからも、今まで投資を行ったことがない人だけでなく、店舗型証券会社を利用して投資を行っていた人も、ネット証券に参入・乗り換えする場合が非常に多い。今後ますますシェアを増やすと思われる投資市場の中の「ネット証券」。ツールの使いやすさや取り扱う金融商品等、各自の投資スタイルに合わせて最適のネット証券を選ぶことが必要である。

このほかに証券会社の取り扱う金融商品の中で、FX の取り扱いが急速に増加している。FXとは、「Foreign Exchange」の略称である。元々は「外国為替取

引」の意味だが、最近では、「外国為替証拠金取引」を指し示すものとして一般的な言葉になっている。「外国為替取引」と「外国為替証拠金取引」の違いは、外国為替取引を“証拠金”で行うかどうかという点である。

FX（外国為替証拠金取引）とは、外国為替取引を「証拠金」で行う取引である。「証拠金」は、取引を行う際に相手方に預け入れる「担保金」である。FXは、将来必ず決済（反対売買）することが約束された「差金決済」という決済方法を採用した取引である。そのため、総取引額の現金（キャッシュ）の受渡しは必要とされず、売買の損益の受渡しのみで取引が完結する。

例えば、ドル/円が1ドル＝100円のときに10,000ドルの取引をする。本来であれば100円×10,000ドル＝100万円がなければ10,000ドルを手に入れることはできない。

しかし、FXは上述のとおり差金決済を採用した証拠金取引であるので、総取引額（100万円）の数パーセントの証拠金を預け入れるだけで、10,000ドル分の取引を行うことができるのである。もし、5万円の損失が発生すれば、預けている証拠金から差し引かれる。逆に5万円の利益が出た場合は預けている証拠金に加算される。証拠金で取引が出来るFXは、資金効率がよいため、レバレッジの効いた取引であると表現されることがある。よく耳にする「レバレッジ○倍」というのは、「証拠金に対して総取引額が何倍か」を指している。外国為替取引の特徴のひとつに、取引を行う場所または建物を特定するいわゆる「取引所」が存在しない（一部の限定的な取引を除き）という点がある。外国為替取引は電話やインターネットを介して、「買いたい人」と「売りたい人」それぞれが個々に取引を成立させる方法が主流になっていて、このような取引形態を「相対取引」という。同時刻、同通貨ペアの取引であっても、その成立価格は個々の取引によって違っている。そのため、為替レートは取引会社によって異なることがある。

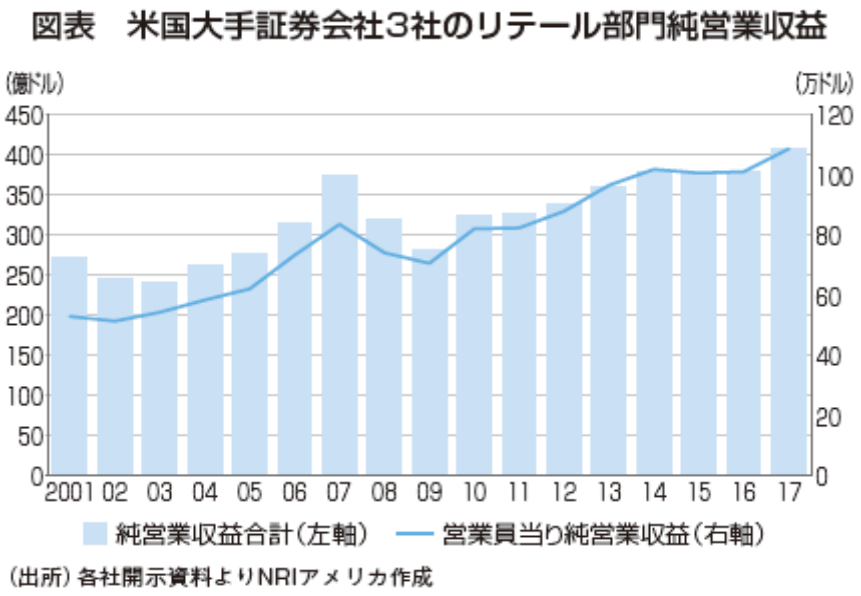
第 3 章　海外の証券会社の経営の現状

第 1 節　収益構造について

米国証券会社の対面リテール部門では、大手を筆頭にほぼ右肩上がりの増収増益傾向を過去 15 年余り（2005～2015 年）達成してきた。顧客および営業員 1 人当り収益増加とストック収益比率、利益率の上昇などに牽引されたこれらの収益趨勢は、相場や市況の波を超えて、経営者と営業員の意思と実行力がもたらした構造的転換の果実という側面が強い。

米国の対面証券会社ではリテール部門の中長期的な増収増益傾向が続いている。米国大手総合証券 4 社のうち比較的詳細な部門別開示を行っている 3 社の 2017 年リテール部門業績をみると、純営業収益合計は、前年比 7.8%増の 406 億ドル（4 兆 4,862 億円）、また税引前利益合計は同 18.1%増の 97 億ドル（1 兆 674 億円）と、いずれも過去最高を更新した。

【図表 3-1】米国大手証券会社 3 社のリテール部門純営業利益



（NRI　Financial　Solutions「米国対面リテール証券会社収益の構造的転換」より引用）

米国対面証券会社のリテール部門の多くはハイテク株バブル崩壊直後の 02 年前後を底として中長期的な増収増益フェーズに入ったが、これら大手 3 社でも 17 年までの 15 年間で純営業収益が 1.7 倍（年率 3.2%増）、税引前利益が 3.3 倍（同 8.9%増）にそれぞれ増加した。この間の純営業収益の推移をみると、リーマンショックが発生した 08 年を挟む前後に多少の凸凹があるとはいえ、ほぼ右肩上りの増加基調を辿ってきた（図表 3-1 を参照）。これを営業員 1 人当りベースでみると増収率は 2 倍（年率 5.1%増）と、勾配がより鋭角的になり、リーマンショック前後の凸凹も、よりなだらかなものとなっている。

このようなリテール部門収益の中長期的傾向は一部の大手に限定された特異な現象などでは決してなく、個社により程度や速度に多少の違いはあるとしても、銀行系や中堅中小プレーヤーを含む多くの対面証券会社にも共通してみられるものである。

以下では、大手 3 社のなかで最も詳細で長期にわたる開示データが揃うモルガンスタンレー（MS）を例に、こうした右肩上がりの収益拡大をもたらした要素を分解し、それらと整合的に機能した戦略や戦術を考察する。

純営業収益を預り資産で除したものを資産収益率と呼ぶことがあり、純営業収益は預り資産と資産収益率の積である。MS の預り資産は 17 年までの 15 年間に 1.6 倍強になっているが、資産収益率については 02 年の 0.72%に対し 0.75%と微増にとどまる。このため、純営業収益成長（1.7 倍）の大部分は預り資産増がもたらしたと推察したくなるが、それほど単純ではない。

預り資産の内訳をみると、ラップ資産の比率は 02 年の 19%から 17 年には 44%へとほぼ右肩上りに上昇している。これに伴い純営業収益に占める残高連動型手数料寄与度は 41%から 56%に高まったが、一方でコミッション型手数料は 29%から 10%に、債券販売等に伴う自己売買収益が 13%から 5%に低下した。それら投資商品関連収益の寄与度の低下分を補って資産収益率の維持を支えたのが低コスト預金やローンからの利ザヤを中心とする資金収益で、純営業収益への寄与度は 6%から 24%にまで急拡大した。このうち預金の大部分は対面証券顧客の証券総合口座に滞留する余資残高を関連銀行に日次でスイープしたもので、これを原資にしたローンを証券営業員と関連銀行の連携により提供してきた。MS では 10 年頃からローン事業に本格的に取り組んでいるが、とりわけ

証券担保ローンは 16 年末時点ですでに 17%もの対面顧客世帯が預り資産を担保に融資枠を設定、融資残高も積み上がり、資金収益の増大を牽引している。

純営業収益はまた、営業員 1 人当りのそれと営業員数の積でもある。MS の営業員数は 17 年までの 15 年間で 3 割以上減少しているが、営業員当りでみた預り資産と純営業収益はそれぞれ 3 倍近くに増大した。

同期間ではさらに顧客の抱え方にも大きな変化がみられた。米国の対面証券会社では低・不稼働顧客をコールセンターに誘導する動きを 01 年以降に強めてきたが、MS でも対面チャネルの顧客世帯数を 15 年間で 3 割近く減少させた。営業員当りの顧客世帯数も約 400 世帯から 200 世帯強へとほぼ半減させたが、顧客世帯当りの純営業収益と預り資産は 6 倍になった。営業員が担当顧客数の絞り込みによって捻出した時間を稼働顧客に必要十分な量と頻度での相談業務に充当して関係の深堀りを行い、顧客ニーズを満たすための投資商品やローンや保険商品などの提案と実行を着実に進めてきた。

米国の対面証券会社ではゴールベース資産管理という投資アプローチ（顧客や家族の生涯の目標や課題などの「ゴール」を特定した上で、その実現のためにラップを中心とする中長期分散投資を実行し、営業員が継続的レビューとともに伴走）が 90 年代半ば以降に台頭し、ハイテク株バブル崩壊後に広く対面証券会社とその営業員や顧客に普及してきた。これにより、ラップの残高連動手数料だけではなく、ローンと預金の残高増加がもたらす資金収益を合わせた「広義のストック収益」比率が 02 年の 47%から 17 年には 80%に高まった。

また、MS の税引前利益率はローン事業の牽引で資金収支が増大し始めた 10 年の 9%から 17 年の 25%まで加速的に上昇している。営業員への労働分配が限定的な資金収益は増収の大部分が増益に直結しやすく、ローン増加や短期金利上昇による預金利ザヤ拡大の効果が現れているほか、先述の営業員数絞り込みに伴う店舗物件費や営業支援要員の節減も経費率を押し下げている。

なお、米国証券会社の収益傾向分析を行う際には、日米両国の株価推移の違いを決定的な外部環境要因の違いとして指摘する声が時折聞かれる。長期の株価上昇が米国証券会社の増収にポジティブに作用したことは疑いないとしても、株価の高いボラティリティを横目に、米国対面リテール証券がほぼ毎年達成してきたきれいな右肩上がりの増収がそれで説明し尽くされるわけではない。市

場や経済の循環要因や一時的要因で説明できない部分こそ、経営者や営業員 1 人 1 人の意思や努力の積み上げによりもたらされた構造的変化に他ならない。そのなかには、日本でも応用可能な戦略や施策は確実にある。

第 2 節　営業・サービスの提供

海外の証券会社の営業・サービスを説明するにあたり、アメリカ合衆国ニューヨーク州に本社を置くゴールドマン・サックスという金融グループと、中国が本社の申万宏源証券という証券会社を例に挙げる。

(1) アメリカの金融グループ-ゴールドマン・サックス

普仏戦争勃発の前年、バイエルン王国のユダヤ人マーカス・ゴールドマン(Marcus Goldman)が信用手形引受を営みはじめた事が始まりである。1896年、ニューヨーク証券取引所へ参入し、1906 年、シアーズを買収し株式公開した。ゴールドマン・サックスは、株式・債券・通貨・不動産取引のブローカーであり、貸付・保険・投資銀行業務にくわえ、プライベート・バンキングも行う。取引執行に必要な資本と高度なトレーディング執行サービスの双方を提供しており、効果的な執行戦略の構築をサポートするために、リアルタイムのマーケット・分析情報をはじめ、お客様の執行戦略に影響を及ぼすような流動性やイベントに関する情報をタイムリーに発信している。ゴールドマン・サックスの電子取引 GSET(Goldman Sachs Electronic Trading)は、業界最先端のテクノロジーを駆使し、世界中の取引市場およびリクイディティへのアクセスを可能にする各種サービスを通じて、最適な取引執行を実現するという。

(2) 中国の証券会社-申万宏源証券

現在、中国の株式市場は、「中国本土市場」と「香港市場」の大きく二つに分類できる。「中国本土市場」は、上海および深セン市場があり、各市場で取引される株式には、原則として中国国内投資家のみに取引が制限されている「A 株市場」と、外国人投資家にも開放されている「B 株市場」に分類される。「香港市場」は、メインボードと GEM（新興市場）がある。

申万宏源証券は、中国証券大手の申万宏源証券を擁する申万宏源ホールディ

ングスが親会社である。香港市場を中心に証券ブローカー業務、引受業務、先物取引、投資コンサルティング、ファイナンス・直接貸付など証券業務全般に従事する。深センと上海のB株市場でもブローカー業務を手掛ける。

以上のアメリカ、中国の二つの例から、現代の海外の証券会社は主にネットで取引されることが多いことがわかる。インターネットの登場は、電子商取引をはじめとした新たな経済活動を産み出している。しかし、電子商取引について、現行法がどのように適用されるのか、その解釈が明確であるとは必ずしも言い難く、安心して電子商取引に参加できる法的な環境にあるとは言えない。

第3節　主要国の金融・経済の現状

現代では日本の金融ビッグバンによって、世界各国で新たな金融対策が行われている。そこで米国と英国の金融状況を含めて、ネット取引を中心に見ていきたい。

(1) 世界の金融・経済状況

世界の経済は低迷を続けている。 4月の「世界経済見通し（ WEO ）」公表以降、米国は中国からの特定の輸入品に対する関税率をさらに引き上げ、中国は米国からの輸入品の一部への関税率を引き上げるという戦争が浄化、報復している。 6月のG20サミット後、一時的に過熱は回避されたが、技術的につながっている世界のサプライチェーンにとっては、今後予想される米国の貿易制裁が脅威となっている。一方で、英国の欧州連合（ EU ）離脱をめぐる不透明感が続いている。特に 10 月末に期限として離脱を主張している英国政府の強行な態度がどのように影響を及ぼすかは不透明である。

(2) 米国の経済環境

米国では、2019 年の成長率は 2.6%と見込まれるが財政刺激策の効果が剥落していくのに伴い、2020 年は 1.9%に低下する。2019 年の成長率の見通し修正は、第 1 四半期の実績値が予想を上回ったことを反映しているが、FRB は、金融暖和に踏み切った。

現状は堅調な輸出や在庫品増加を背景に好調だが､内需は予想をやや下回り、

輸入も関税引き上げの影響を一部反映して予想より低迷していくことが懸念される。こうした動向は、景気の勢いが年末に向けて弱まることを示唆しているとの予想が強っている。

(3) 英国の経済環境

英国では、2019 年に 1.3%、2020 年に 1.4%の成長が見込まれるが、2019 年の数字は 4 月の WEO(World Economic Outlook)予測を 0.1%上回るが上方修正は、EU 離脱前の在庫品増加や備蓄の動きを受けて、第 1 四半期の景気が予想より好調だったことを反映している。年末に向けて、この一部が反動で解消されるだろう。4 月の月次 GDP は、大幅なマイナス成長となった。主要自動車メーカーが EU 離脱を控えた緊急対応策の一環として、毎年定期的に行っている操業停止を前倒しで実施したことがその一因となっている。今回の見通しでは、EU 離脱が秩序立って進み、新制度に徐々に移行すると想定しているのであるがしかし、7 月初旬時点では、EU 離脱が最終的にどのような姿になるかは依然としてかなり不透明である。

(4) 中国の経済環境

中国では、投資抑制策の影響が残り、内需の回復が遅れているほか、米国による関税引き上げによって外需も低迷している。弱い内外需と台風による被害があいまって、工業生産の伸びが鈍化し、もっとも、政府は景気失速のリスクは小さいと考えている模様である。昨年からの投資抑制策の見直しや景気対策を受けて、景気底入れの動きも 散見される状況である。こうしたなか、政府は景気重 視の政策スタンスを維持しつつも、不動産政策 については、市場の過熱抑制のため緩和から抑制へ転換している。

直近 10 年間の中国における平均経済成長率は約 9.1%となっており、一方で同期間の日本の平均経済成長率は約 0.6%、米国は約 1.7%。米国と比べてもその差は 5 倍以上あり、中国の経済成長率の高さが分かる。また、2017 年には貿易額が世界一となり、資本や技術力も世界有数になっている。

第 4 章　今後の証券会社の営業姿勢

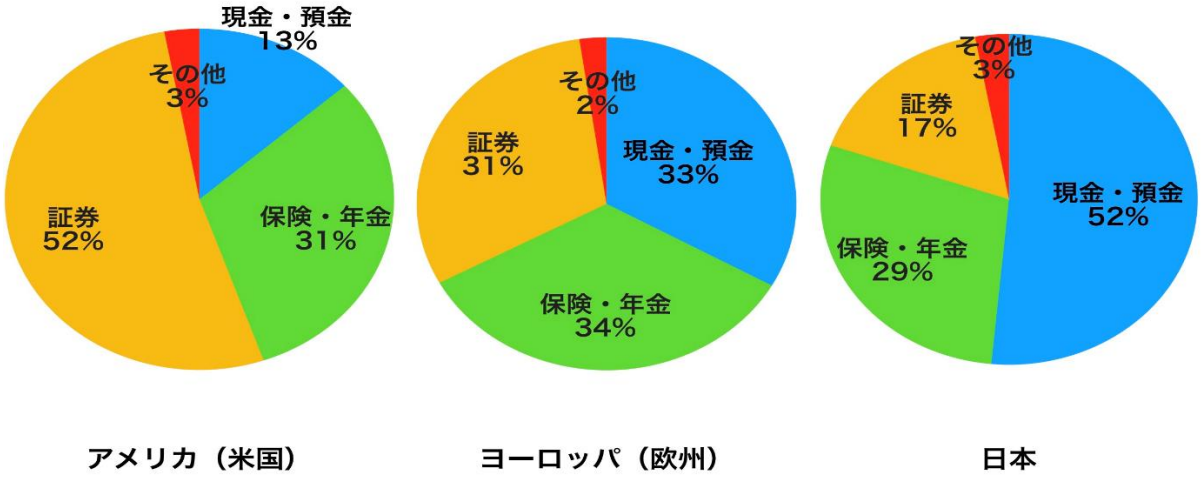
第 1 節　証券会社の課題

(1) 日本人の金融資産は預金偏向

少子高齢化とインターネットの進展とともに、顧客のニーズは多様化している。そのため、国民の安定的な資産形成を行うためには、証券会社は顧客一人一人のニーズを把握し、その顧客に合った金融商品やサービスを提供しなければならない。2017 年 3 月に金融庁が「顧客本位の業務運営に関する原則」を公表し、各証券会社へ取り組みを促している。

しかし、日本の証券会社は、顧客ニーズの多様化に対応しきれているとはいえず、金融資産のうち株式・投資信託等の割合は低い。

【図表 4-1】日米欧の個人金融資産の構成



（matcher　dictionary「証券業界の現状・課題と注目すべき今後の動向」より引用）

図表 4-1 は米国、欧州、日本で、個人金融資産がどのように運用されているかの割合を示したものである。米国、欧州では、証券投資の割合が高くなっているが、日本ではわずか 17%と低い水準となっているのである。

株式・投資信託・公社債ともに、非購入理由として、「興味がない」が最も高い。投資教育が必要であろう証券投資が必要だと思う理由は、「預貯金だけで十

分利息を期待できない」が 66.9%と最も高い。それに対し、証券投資が必要とは思わない理由は、「損する可能性がある」が 43.7%、「金融や投資に関する知識を持っていない」が 33.7%の順に高い。1997 年 11 月に、山一證券等の大手証券会社が倒産し、株券が紙切れになったことがある。証券投資は失敗する可能性が高いという考えが染みつき投資を避ける傾向に根強い。しかし、証券会社に預けた資産はペイオフの対象外だが、証券会社による「資産の分別管理」と「投資者保護基金制度」の 2 重の備えによって顧客の資産は保護されるのである。証券業界が一丸となって顧客の信頼を取り戻すことと、個人投資家育成のための金融教育に真剣に取り組む必要がある。

（２）証券会社の業務

1998～1999 年にかけて日本版金融ビッグバンによって、株式売買委託手数料が自由化された。同時期には証券会社が免許制から登録制になり、比較的資本金額が少なくても証券業界に参入できるようになったことで新規参入業者も増加した。自由化前は約定代金 100 万円で 1 万円以上の手数料がかかったが、新規参入してきたネット証券は、店舗を持たないことで経費を抑え、数十円、数百円という安い手数料を実現した。手数料自由化と業者増加によって手数料の価格競争が起きたのである。その結果、証券会社が得る手数料収入は激減した。

第 2 章で述べたように、ネット証券は手数料が安いため、頻繁に売買を繰り返すデイトレーダーなどの支持を集め、株式売買委託手数料が多くなっている。一方、店舗型の証券会社は、売買手数料の落ち込みをカバーするためにアセットマネジメント（資産管理）業務に力を入れ始めたのである。そんな中、売買手数料でネット証券に対抗しようと思うと、店舗型証券会社は経費削減のために店舗閉鎖や人員整理を迫られる。そこで、売買手数料で張り合うのではなく、きめ細やかなサービスができることを活かしてストック収入を重視する方針に転換する必要がある。

（３）国内市場の活性化

株式を購入することで、会社に出資し資金面で応援する人（資金の出し手）を株主という。株主は、その発行会社に対して出資額に応じた権利、すなわち「株主権」をもつのである。株主権は主に３つある。株主総会に参加して議決に加わる権利（議決権）、配当金などの利益分配を受け取る権利（利益配当請求権）、会社の解散などに際しては、残った会社の資産を分配して受け取る権利（残余財産分配請求権）がある。

日本における個人株主の持ち株比率は 17.1％だが、人数比では 97.3％と圧倒的で、その人数は延べ 5,000 万人といわれている。長期保有してくれる個人株主を増やすことが、経営の安定化につながる。

リターン獲得の責任を負っている機関投資家は、リターンが望めなくなれば投資を引き揚げる。一方の個人投資家は、企業の姿勢や価値観に共感して投資するケースが多い。個人株主は、その企業にとっての「世論」であるといえよう。機関投資家といえど、世論を無視した議決権行使はしにくい。近年は、将来の資産形成を真剣に考えている 20～30 代の個人投資家が増えている。こうした若い世代の株主や投資家の声に耳を傾けることが、企業の持続的成長につながる。

個人投資家を増やすには、株主総会の招集通知の内容を分かりやすくしたり、株主総会の運営を工夫したりする必要があるだろう。

売買高とは、株券等が売買された数量のことをいう。「売買高」が多いということは、取引が活発に行われたことを示す。この場合は、大きく２パターンの相場に分けられる。買いの注文需要が売りの注文供給を上回り、かつさらなる「株価上昇」が期待出る強い相場である。もしくは売りの注文供給が買いの注文需要を上回り、かつさらなる「株価下落」が予測される弱い相場である。株価が上昇するにしても下落するにしても、それを先回って読むためには「売買高」に注目する必要がある。売買高の少ない株は、証券取引所の規定によって、上場廃止になることがある。長い間、売買高が小さかった銘柄が、売買高が大きくなった場合は、たいてい株価が急騰していることが多い。その後、出来高が小さくなる場合は、たいてい株価は急落していることが多くなっている。そのため、株価の値動きだけでなく、売買高も同程度重要視する投資家は多くい

るのである。市場の公正性・透明性の確保はもちろんのこと、活力ある資本市場の実現が、最終的に証券業の発展に繋がると考える。

第 2 節　証券会社の営業姿勢

(1) 対面営業の専門化

投資によるリスクを不安に感じている人が多いということが分かった。これらの顧客に対して流通市場において、投資の助言や運用、商品の選択などをより一層サポートしていくべきである。リテール証券の対面営業においては、投資家の資産運用層に対して、今までの金融商品の販売中心の営業から中長期的な顧客資産管理型へ変化する必要がある。日本の金融資産残高や少子高齢化などの背景から、営業で求められていることは、顧客資産の管理に対する投資助言である。このため、今後は専門家の活用を進めていくべきと考える。これは、高齢者から孫世代まで、投資する目的や投資経験有無に対応しなければならない。専門家の活用によって、多種多様なニーズに応えていく営業が求められるのである。これにより、売買手数料のノルマを外してもストック収入の増加策も見込むことができる。

(2) 中堅以下の証券会社と信託銀行の連携

中堅証券会社の強みは、顧客とのきめ細かいマンツーマンや地域密着型であることなどである。中堅以下の証券会社は、リテール特化になりがちであるため、株式市場において信託銀行と連携して、幅広い業務を扱うことを提案する。各々の証券会社の持ち味を生かしつつ、業務を広げることで信頼を確保できるのではないかと考える。加えて、信託銀行を利用している顧客を必要に応じて、証券会社に紹介することで利用してもらえるのではないかと考える。信託銀行を利用する人は、富裕層や高齢者が多く、受託業務の資産運用や資産管理のために来店する人もいる。

新規顧客・個人投資資金をどのようなかたちで導入していくかが鍵である。NISA は個人の非課税投資を支えることが期待されている。NISA は少額で始められることに加え、発生した利益に対して課税されない特徴を持っていることからリスクは低いのである。最近の業況の回復や NISA 開始を契機に、再び継続

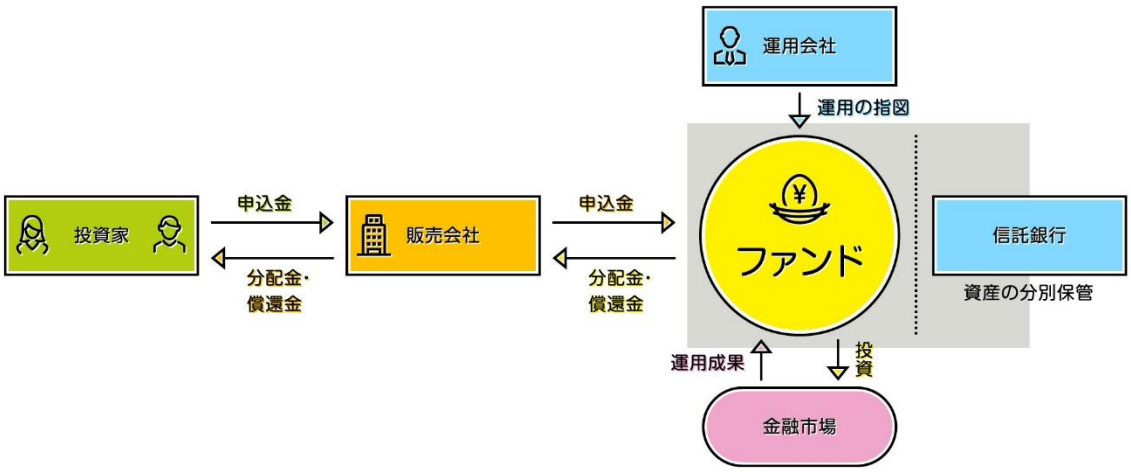
投資に対する関心が高まっている。継続投資に合った非課税投資制度が強化・整備されていくなら、今後リテール証券業務と信託銀行の業務が拡大していく可能性は高い。

(3) 投資信託とのネット連携を強化

一般に投資信託は、運用がうまくいけば、大きなリターン（収益）を期待することができるが、一方で運用がうまくいかなければ、元本割れするリスクもある。そのため、運用する際には、商品内容を理解した上で、自己責任が強く求められる。

図表 4-2 のように、投資信託運用会社の役割は、投資信託を作り(設定)、投資家から集めた資金（信託財産）を運用することである。運用会社では、経済・金融情勢などに関するさまざまなデータを収集・分析し、専門家がノウハウを駆使しながら、信託財産をどの資産にどうやって投資するのかを考え、信託銀行に対して運用を指図するのである。投資信託を作り･運用する運用会社は、投資信託において最も重要な役割を果たしているといえる。

【図表 4-2】投資信託の仕組み



（投資信託協会 2009「投資信託の仕組み」より引用）

そのような運用会社と協同して、投資信託のネット募集を提案する。ネットを使うことで、多言語対応できるようになるため、外国人投資家も利用しやす

くなる。しかし、元本割れするリスクもあるため、サポートが必要である。そこで、電話やメール、AI を使ったアドバイスを受けられるようにする。

ただし、投資信託の「新規募集」よりもオープン型の投資信託であればいつでも購入可能であり、 基準価額が下がったところで購入しても遅くはない。このため、長期的に分散投資できるオープン型の投資信託を中心とする。

（4）証券業協会による金融教育の拡充

証券投資の積極的な金融教育を定期的に開催し、金融商品の理解度向上に努めるべきである。証券業協会は、金融経済教育に関する知識や情報を学校教育関係者向けや大学生・大学院生へ提供している。しかし、本来は学校教育に頼るのではなく、証券会社がセミナーや大学への出張講義など能動的に動くべきである。そうすることで、資産形成のみならず、これから持続的に国民が国内市場を活性化していくと考える。

おわりに

日本の個人金融資産は 2019 年時点で 1,835 兆円に達し増加傾向にある。ところが、無利子に近い預貯金に偏った資産構成を是正していくことが国民の生活向上に不可欠な政策である。このことから、証券市場の活性化をこれから推し進めなければならない。そのためにも述べたように金融商品の種類や投資目的など潜在的な多種多様なニーズに対応していかなくてはならない。証券業界に戦略やセンスが問われている。しかし、そのような対応ができているとはいえない。そこで、ノルマに縛られることなくより高度な知識で対面営業の専門家の活用のほかに、数多くある中堅以下の証券会社と信託銀行の活用とネットとの連携を第 4 章で提案してきた。様々なものを組み合わせることで業務や顧客を幅広くカバーできるのではないかと考えた。そして、投資によるリスクを感じている人が多いことなどから、証券会社が金融商品の説明や教育の必要性も感じた。また、これからの日本は、高齢化にもうまく対応しなければならない。今後、さらに高齢社会が進んでいくわが国では、老後の生活資金を計画的に蓄積する必要がある。

外国人投資家や富裕層を始めとして、低リスクで中長期的な資産形成の一つとし、生活の一部として証券会社を利用し、国内市場が活性化する好循環を実現していくためにも短期的な投資収益を販売目的にするのではなく、ライフプランをヒントにした助言が求められる。このように、日本の証券会社が持続可能な経営を実現するためには、IT を活用し、人材育成とサービス向上に努め、社会的な役割を成し遂げていくことが求められている。

参考文献

・証券経営研究会（2018）「変貌する金融と証券業」日本証券経済研究所

・証券取引審議会・総合部会 2019 年 10 月 16 日アクセス
https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a501f2.htm

・日経平均プロフィールアーカイブ 2019 年 10 月 16 日アクセス
https://indexes.nikkei.co.jp/nkave/archives/data?list=annually

・首相官邸　アベノミクス「３本の矢」2019 年 10 月 16 日アクセス
https://www.kantei.go.jp/jp/headline/seichosenryaku/sanbonnoya.html

・日本電子計算株式会社「リテール証券での販売商品の変化」2019 年 10 月 16 日アクセス
https://www.jip.co.jp/report/detail.php

・Matcher　Dictionary　「証券業界の現状・課題と注目すべき今後の動向」2019 年 10 月 16 日アクセス
https://matcher.jp/dictionary/articles/477

・日本証券業協会　「証券投資に関する全国調査」2019 年 10 月 16 日アクセス
file:///C:/Users/Owner/AppData/Local/Microsoft/Windows/INetCache/IE/L31KPY2L/H30gaiyou20181219.pdf

・金融情報サイト　「オープン型投資信託」2019 年 9 月 22 日アクセス
https://www.ifinance.ne.jp/glossary/fund/fun024.html

・水戸証券株式会社「外国株式（米国株）」2019 年 10 月 16 日アクセス
https://www.mito.co.jp/products/foreignstock/about.htm/

・求められる国有株の放出による「一股独大」の是正　2019 年 10 月 16 日アクセス
https://www.rieti.go.jp/users/china-tr/jp/041222kaikaku.html

・ゴールドマン・サックス公式サイト 2019 年 10 月 16 日アクセス
https://www.goldmansachs.com/japan/?cid=PS_05_01_07_00_00_15_01&yclid=YSS.EAIaIQobChMI3OPDz_2f5QIVVaWWCh2KDQloEAAYASAAEgLQO_D_BwE

・日本電子計算株式会社　「リテール証券会社の動向」2019 年 10 月 16 日アクセス　https://www.jip.co.jp/report/detail.php

・MONEY　TIMES　2019 年 10 月 16 日アクセス
https://moneytimes.jp/investment/detail/id=1878
・エフプロ　2019 年 10 月 16 日アクセス
https://www.fx-cube.jp/fxbeginner
・年収ラボ　2019 年 10 月 16 日アクセス
https://nensyu-labo.com/gyousyu_syoken.htm
・みんなの株式　2019 年 10 月 16 日アクセス
https://minkabu.jp/beginner/basic/16.html
・岡三証券公式サイト　2019 年 10 月 16 日アクセス
http://www.okasan.co.jp/service/stock/foreign/china.html
・女子マネ活倶楽部「世界の証券取引所」　2019 年 10 月 16 日アクセス
https://yu-mi-trader.com/2017/12/28/financial-markets
・「米国対面リテール証券会社収益の構造的転換」2019 年 10 月 16 日アクセス
https://www.nri.com/-/media/Corporate/jp/Files/PDF/knowledge/publication/chitekishisan/2018/07/cs20180708.pdf
・NRI Financial Solutions　「米国対面リテール証券会社収益の構造的転換」2019 年 10 月 16 日アクセス
http://fis.nri.co.jp/ja-JP/publication/kinyu_itf/backnumber/2018/06/201806_7.html
・金融 IT フォーカス 2018 年 6 月号より「米国対面リテール証券会社収益の構造的転換」2019 年 10 月 16 日アクセス
https://www.nri.com//media/Corporate/jp/Files/PDF/knowledge/publication/chitekishisan/2018/07/cs20180708.pdf)