

# 新規参入業者に見るビジネスモデル

一上季代司

## 1 はじめに

九八年一二月に免許制から登録制に代わって満三年が経過した。この間、証券業への新規参入が増加した反面、自主廃業などの退出や合併再編が進められ、業界の新陳代謝・流動化が生じている。証券市場それ自体が構造的な変革過程にあり、既存の「ビジネスモデル」が有効性を失いつつある一方で、新しいビジネスモデルの実験が多様な形で進められていると理解した方がよいだろう。それが、業界再編のかたわらで、市場低迷にもかかわらず新規参入がとまらない理由とおもわれる。

もつとも、新しい「ビジネスモデル」がすべて有効であるとは限らない。新規参入組の中には早くも退出を余儀なくされた業者もでているのである。また、その中でどれが望ましいもので生き残っていくのか、もまだわからない。それは競争の中で淘汰、選択されていくのである。以下では、この三年間に生じた証券界の新陳代謝、流動化について紹介かたがた整理しておく。

表1 国内証券会社の新規参入・合併・廃業等による増減

	新規参入	合併など	自廃等
1993年	5	- 1	
1994年	8		
1995年	4	- 1	
1996年	2	- 1	
1997年	4	- 2	- 1
1998年	16	- 7	- 9
1999年	21	- 10	- 7
2000年	24	- 10	- 2
2001年	16	- 7	- 3

(注) 1. 93年から96年までの新規参入19社は金融制度改革法に基づく銀行系証券子会社設立によるもの。

2. 営業譲渡による廃業は合併に含む。

3. 自廃等は協会脱退時点。

(出所) 日本証券業協会『証券業報』『協会通知』などより作成。

## 2 新規参入の動向

まず、新規参入、退出の動向を見ておこう。表1によると、新規参入は登録制移行の約一年半ほど前の九七年夏ごろからはじまっており、そのころから免許制の運用が弾力化されたことが窺える。一方、自主廃業、合併、営業譲渡などの形で退出していく業者も同じころから増えている。なお、外国証券会社は従来、東京支店開設という形で進出してきたが、最近では日本法人を設立して国内証券会社として参入するケースも見られるようになった。

それでは、実質的に新規参入が始まった九七年夏から二〇〇一年末までの四年半についてどのような業者が参入してきたのか。それをみたものが表2である。

これによると、新規参入業者は参入分野・業務を絞ってきているのがわかるし、多様なビジネスモデルの実験を試みていることが窺える。もっとも新規参入業者だけが新しいビジネスモデルの担い手ではない。しかし、過去のビジネスモデルを引きずっていないだけにより鮮明に新しいビジネスモデルを体現していることは言えるだろう。そこで新規参入業者を取りあげて新しいビジネスモデルを整理してみると次のようになる。

### (1) オンラインブローカー

まずリテールビジネスから見ると、第一に挙げられるのがオンラインブローカーである。九九年一〇月の手数料全面自由化の前後からオンラインブローカーへの新規参入が増加し始める。また、既存の証券会社の中でもむしろ業態転換の軋轢の小さい中小証券の一部（松井やイー・トレード＝旧大沢など）でオンラインブローカー専門への業態転換が計られ、これらが従来の中小証券の主要顧客層であった売買回転の早い信用取引顧客を吸引し

表2 新規参入業者一覧（1997年以降）

日本証券業協会加入年月	社名	備考
【1997年】		
1997年7月	トウキョウフォレックス（現ガーバン東短）	東京短資系、2000年10月ガーバンインターナショナル証券を譲受しガーバン東短に商号変更、債券、先物・オプションの仲介、2001年1月、債券PTSの認可を受ける。
	日短ブローカーズ	セントラル短資系、債券売買、先物・オプションの仲介
1997年8月	ディーブレイン	未公開株の仲介、経営者は会計士出身
1997年10月	上田短資	上田短資系、債券売買仲介、2001年10月営業休止、12月解散。
【1998年】		
1998年2月	エンゼル	未公開株の売買仲介、経営者は会計士出身
	アクシーズジャパン	機関投資家向け。韓国企業とのM&A、ベンチャー投資コンサルティング。
	八木インターナショナル	八木短資系、債券売買仲介、1999年10月営業休止、11月会社解散
1998年6月	メリルリンチ日本証券	全米最大メリルリンチ証券が旧山一證券の店舗、従業員の一部を承継しリテールビジネスの拠点として設立、資産管理型営業を導入。2001年3月、ホールセール部門のメリルリンチと統合。
	日商岩井証券	総合商社日商岩井の100%子会社。オルタナティブ投資、証券化、IPO業務。
	スパークス証券	投資運用会社スパークスグループの100%子会社。
1998年8月	日本インベスターズ証券	独立系FA支援による投信販売
1998年9月	アイティーエム証券	中堅・ベンチャー企業受けの資産運用・投資銀行ビジネス、各種証券化商品・私募投信開発、経営者は山一出身
	コアパシフィック山一証券	旧山一香港現地法人、98年1月に香港コアパシフィックが買収。中国系企業の引き受け業務などに強み。
1998年11月	山根ブレボン	山根短資（現セントラル短資）とブレボンとの合併。一般債、店頭デリバティブなど。
	未来	大手ベンチャーキャピタルの日本アジア投資系。未公開株の売買仲介およびIPO業務
	中泉	静岡県磐田市中泉に設立
1998年12月	トゥエンティ・トゥエンティ証券（現ウェストウッド）	ウェストウッドに商号変更。
	ブリヴェチュリーヒ	投資銀行業務、ファンド組成など
	日本電子証券	大阪証券取引所の関連会社。2000年8月小林洋行が買収、商品先物を組み合わせた投資スキームの提案。
	伊藤忠キャピタル	伊藤忠商事グループ、ファンド組成販売
【1999年】		
1999年1月	日立クレジット	日立キャピタルの100%子会社、証券化商品の組成、販売
	野村ファンドネット	インターネットで投信販売
	大和リテール準備（現大和証券）	持株会社化に伴い、旧大和証券のリテール部門を譲受。旧大和証券は廃業し、現大和証券グループ本社。
	大和SCBM	旧大和証券のホールセール部門を譲受。

1999年4月	日本ティピーピー 三菱商事証券	三和銀行(現UFJ)とパートナー投信との共同出資によるサードパーティプロバイダー(投信注文受付、口座管理、帳簿作成の代行)三菱商事の証券子会社。オルタナティブ投資の組成販売など
1999年5月	ブルームバーグトレードブックジャパン	情報配信会社ブルームバーググループ。証券取次業務
	ゲット	オンラインブローカー
	ディーエルジェーディ レクトエスエフジー	オンラインブローカー
	アドバーザーテック	独立系FA支援による投信販売、2001年11月日興コーディアル証券に営業譲渡
1999年6月	パンタレイ	
	ビーエスアイ	
1999年8月	スターフューチャーズ マネックス	商品先物「国際トレーディング」が証券業に参入し商号変更 オンラインブローカー、2001年6月、セゾン証券を吸収合併
	日興ビーンズ	日興グループ。オンラインブローカー。2001年3月、同業のインターネットトレーディングを吸収合併。
1999年9月	日本オンライン(現カ ブドットコム証券)	伊藤忠商事系、オンラインブローカー。2001年4月、同業のイーウィング証券と合併。
	サザレ	中堅企業向け資金供給、2001年3月営業休止、5月廃業。
	安田火災シグナ	安田火災と米シグナとの合併。確定拠出年金運営管理機関としてプラン導入・運営の支援業務
1999年10月	シュワブ東京海上	オンラインブローカー。チャールズシュワブと東京海上との合併。2002年2月廃業(予定)
1999年11月	エルピーエル日本	独立系FA支援による投信販売
	ソフトバンクフロンティア	ソフトバンクグループ。未公開企業の資金調達支援

【2000年】

2000年1月	セブンキャピタル	
2000年2月	イーウィング(現カブ ドットコム証券)	三和銀行(現UFJ)系、オンラインブローカー。2001年4月、同業の日本オンライン証券と合併。
	ジェット	オンラインブローカー、ミニ株取り扱いに特徴。
	スターツ	不動産スターツグループ、不動産の証券化など。
	ウィットキャピタル	オンラインブローカー、ネットIPO業務。オンラインブローキングはカブドットコム証券に移管しネットIPO業務に特化、2001年11月投資会社アントファクトリージャパンが買収。
2000年3月	ブルデンシャルファイナ ンシャルアドバイザーズ	米生保ブルデンシャルグループ、投信ラップなど。
	インターネットトレー ディング(現日興ビーンズ)	オンラインブローカー、富士通と日興との合併、日興ビーンズに吸収。
	トレーダーズ(現トウキョウ フォレックストレダーズ)	インターネットで外為などの受注・執行。2001年5月トウキョウフォレックストレダーズに商号変更。
	グローバルネットトレード	海外株のオンラインブローカー(現在、リテールは停止)
2000年4月	ウェストバック	2001年4月営業休止、5月廃業
2000年5月	イー・ボンド	ソフトバンクファイナンスとリーマンブラザーズとの合併。債券PTS業務。2001年4月営業休止、5月廃業

	東京三菱ティディーウォーターハウス	東京三菱とTDウォーターハウスとの合併、日本株と米国株のオンラインブローカー
2000年9月	オリエント証券 アイ・キャピタル	商品先物「オリエント貿易」の証券子会社 投資事業組合への出資・仲介
	コンセーユ・アクモス	店頭上場アクモスの系列、未公開株ファンドの組成販売・管理業務
2000年10月	エムティーエスジャパン	債券PTS業務
	ファイナンシャルプランナーズ・リンク	独立系FA支援による投信販売
	プライベート証券マネジメント	UFJ系、プライベートバンク客向け業務
2000年11月	ひまわり ジェイ・ナイト	商品先物「ダイワフューチャーズ」が証券業に参入、商号変更 日興とナイトジャパンの共同出資、マーケットメイカー業務。
	ジェービック	未公開株ファンドの組成販売
2000年12月	日本ファースト	IPO支援業務
	トヨタファイナンシャルサービス	トヨタ自動車の金融部門トヨタファイナンシャルサービスの100%子会社、投信販売など。

【2001年】

2001年1月	バンガード・インベストメンツ・ジャパン	バンガードの投信を販売している証券会社の支援業務
2001年2月	ブライト	実業証券を廃業後の受け皿、投信販売、株式営業。
2001年4月	ファースト・メイク タイコム	商品先物「タイセイコモディティ」が証券業に参入、商号変更。
	新生	新生銀行の証券子会社、プティック型ボンドハウス、債券、デリバティブ仕組債、証券化。
	ブラウン・ブラザーズ・ハリマン証券・投資顧問 フリート	
2001年5月	ジャパン・クロス	日興SSBとインスティネットの合併。海外投資家向けに日本株のPTS業務
	静銀テーエム	静岡銀行の証券子会社、投信販売
2001年6月	ステートストリート	世界最大のカストディバンク、ステートストリート銀行グループ。トラジションマネジメント業務（年金基金の資産配分変更を内部クロスなどにより取引コスト最小で行う）
2001年8月	エンサイドットコム エスピーシー	野村、大和、日興、ドイツ、東京三菱、みずほ証券などの円債主要取り扱い業者による合併会社、債券PTS業務 不動産証券化。
2001年9月	インベスコ	インベスコの投信を販売している証券会社の支援業務
2001年10月	ワンアジア	中国人相手、中国株の売買仲介、アイティエム証券と提携
2001年12月	アクセス（旧大中証券） スーパージーク	商品先物「日本ユニコム」の証券子会社、独立系FA支援による投信販売。 ジーク証券渋谷支店が独立、M&A、IPO、私募投信など

（注）下線は合併・営業譲渡・自主廃業などにより退出した業者。

（出所）各社ホームページ、新聞報道などより作成。

ていった。そして、いまやオンラインブローカーは個人顧客の注文の四割（金額ベース）を獲得したといわれている。オンラインブローカーは確固たるビジネスモデルとして定着したといつてよい。同時に上位数社への集中度は高まっている。オンラインブローカーへの新規参入は一段落しており、逆に自主廃業、合併による退出も進んでいる（日本オンライン、シユワブ東京海上、インターネットトレーディングなど）。

## （2）IFAブローカー

第二に、外務員資格をもつ会計士、税理士、ファイナンシャルプランナー、生保代理店などと委任契約を結んで彼らに証券営業（主として投信販売）を外部委託するIFA（Independent Financial Adviser）支援ブローカーである。この業態は店舗を持たずに営業網を拡大でき、人件費が変動費に切り替わる点、中立の立場からコンサルタントサービスを提供する独立のプランナーに営業を委ねている点などに新味がある。もっともビジネスモデルとして確立したとはまだ言いがたいだろう。なにより相場の低迷で投信の純資産が増えず、目論見書の郵送費用や顧客管理システムのリース料などを収入でカバーできていないからである。

しかし、中長期的な観点から資産形成目的で証券投資を行う投資家層が潜在的には成長すると目されていること、また証券業務システムの開発・運営それ自体が独立したビジネスになってきたことによるバックオフィス専門業者の出現、証券会社における人材の流動化などを背景に、IFAブローカーのようなネットワーク型ビジネスモデルへの期待はなお薄れていないのである。その結果、このビジネスモデルへの新規参入は続いているし、既存の証券会社の間で部分的にIFA課のようなセクションを設けるところも出始めているのである。

### (3) 資産管理型営業

メリルリンチ社がアメリカで定着させた「資産管理型」営業をそのまま日本に持ち込んだのがメリルリンチ日本である。これを既存の証券会社（大手、準大手証券、一部の中堅証券など）も導入し、これまでのリテール営業を「資産管理型」営業に転換しようとしてきた。このビジネスモデルの有効性の度合いは、預かり資産から生み出される収入（投信代行手数料など）でもって固定費をどの程度カバーできるかによって図られる。この尺度から見ると、定着したと言つことはできない。預かり資産の積み上げは新規資金の導入と株価上昇に依存するが、ここ数年、株価は下落し新規資金導入の効果を大きくそいできたからである。

また、この営業手法は顧客に適した投資提案（適正ポートフォリオなど）を作成するためあらかじめ個人情報（家族構成や年収、資産額など）を顧客から聞き出す必要がある。リスク許容度を見るためであるが、これを嫌がる顧客が多かったといわれている。日米の個人顧客の証券商品に対する認識や経験、証券会社への信頼度の差などが、その背景にあるともいわれている。

そうした困難はあるものの、資産管理型営業の将来性にはなお高い期待がある。少子高齢化や年金制度改革、日本の雇用慣行の修正などの構造変化とともに、個人による自律的で戦略的な資産形成へのインセンティブが高まるなかで、値鞘稼ぎの回転売買ではなく中長期の観点から資産形成目的で証券市場に参加する個人顧客は将来的には増えてくると思われる、こうした顧客に対してはコンサルタントベースの資産管理型営業は最も適した営業手法と考えられるからである。

#### (4) 投資銀行業務

他方、ホールセールでは投資銀行業務およびブローカーズ・ブローカー業務などにおいて新規参入業者による多様な展開が見られる。

第一に未公開株の仲介、公開支援のコンサルタント、株式公開業務（IPO）、未公開株ファンドの組成・販売などに力点を多く業者の参入である。いわゆるITバブルの崩壊で当該業務への新規参入は一段落しているものの、この業務の裾野は広い。公認会計士が兼業として行うケースが見られるほか、公開支援のコンサルタントなどは証券業の登録を必要とせず、参入障壁は無いに等しいからである。また、新興三市場におけるIPOは、金額ベースでは大幅減少したものの件数としては前年水準をキープしており、全体として小型化しつつなお公開意欲は衰えていないのであるが、このことは小規模IPOに適したブティック型の業者にとつて有利な状況ともいえる。IPOの引受幹事は既存の大手証券、準大手証券、銀行系証券子会社、大手外資系証券が獲得しているが、その周辺業務では新規参入業者が活躍する余地も広がっているのである。

第二に、少数の機関投資家向け（あるいは富裕層向け）にオルタナティブ投資ファンドの組成・販売に注力することに専念する業者の参入が見られる。ヘッジファンド、商品ファンド、不動産ファンド、プライベートエクイティファンド等のような、伝統的な株式や債券、投信とはひと味違った金融商品はオルタナティブ投資（代替的投資）と総称されるが、こういったファンドをオーダーメイドで私募投信の形で提供するのである。これは、空前の低金利と資金運用難のなか機関投資家に絶対利回り追求への根強いニーズがあるので少数のプロフェッショナルが手がける余地があるのである。こうした業態では証券出身者のほか、国内外の投融資に携わって種々のファンドの取り扱いになれている総合商社系の参入が見られるのである。

第三は、不動産等の証券化商品の販売に専念する業者の参入である。もつともこのビジネスでは、証券化商品の販売マージンは大きくない。それを仕組む過程でのコンサルタント、オリジネート（起案）、原資産の管理業務（不動産の管理、維持、賃料回収）などにマージンの源泉があるとされる。それゆえ、すでに不動産事業やリース業を行っている親会社が販売までの一貫したビジネスを囲い込むために参入したケースがみられる。

金融機関の不良債権、破綻企業債権の処理が本格化していること、また東証に不動産投信（REIT）市場が創設されたことなどから、不動産の証券化ビジネスの成長性は高いと思われる。このビジネスでは不動産事業と金融技術を融合させた米系投資銀行が先行しているのだが、日本の不動産ベンチャー企業のなかにこうしたビジネスモデルを踏襲するケースも見られる。

#### （５）ブローカーズ・ブローカー

債券のブローカーズ・ブローカー業務は日本相互証券が最大手であったのだが、その分野への新規参入は当初、短資会社が証券子会社を作って参入するケースが多かった。しかしこの動きはすでに一段落し、最近では電子取引システムを利用し執行コストを安くして競争力を高めようとする業者がブローカーズ・ブローカー業務に新規参入する動きが見られるようになった。同じことは株式の分野でもおきているのである。なかにはP.T.S.<sup>(2)</sup>の認可を受けたケースもある。

IT技術の発展と市場集中義務の撤廃、ならびに機関化の進展がこつしたビジネスに息吹を与えつつある。参入の親母体は大手証券、外資系証券が多いのだが、情報配信会社、カスタディアンバンクなど近縁業務から参入するケースも見られる。

(6) 商品先物業との融合

この他、特に最近多く見つけられるのが、商品先物業者が証券業の登録を取得し、商号変更を経て参入するケースである。商品先物業界では手数料自由化の本格化を迎え、近接分野である証券ブローカー業務に参入して多角化をはかろうという意図があるものと思われる。

3 業界の再編

最初の方で見たように、九七年ごろから新規参入の一方で合併・営業譲渡・自主廃業などの形で退出する件数も多くなった。これを一覧すると、表3のようになる。経営破たんによる退出は九八年ごろまでに一段落しており、最近では営業譲渡、合併が多い。それは主としては銀行系証券子会社および銀行系準大手証券において進んでおり、銀行の統合にからんだ系列証券会社の集約ならびに証券戦略（ホールセール）証券子会社、リテール系列準大手証券の役割分担の一環と考えられる。このほか、大手証券も持株会社に移行し、経営形態に大きな変化が生じている。

総じて新規参入業者ならびに既存業者による新しいサービス・商品・ビジネスモデルはまだ模索の段階であり、オンラインブローカーを除くと確固としたものに定着したとはいえない状況である。

表3 国内証券の合併・営業譲渡・自主廃業（1997年以降）

	営業譲渡	合併	自主廃業
1997年8月			小川（会社解散）
1997年10月		丸宏+大華（丸宏大華） 大山+日の丸（大山日の丸）	
1997年11月			三洋（営業停止、99年12月解散） 山一（営業停止）
1997年12月			丸荘（営業停止）
1998年1月	安田信証券（3月に 富士証券へ譲渡）		越後
1998年4月		アルプス+長野山田（アルプス）	松彦（営業休止、7月会社解散）
1998年6月	長銀証券（現UBSウォ ーバーグ証券へ譲渡） 不二（東洋証券へ譲渡）		北海道拓殖証券（解散） 中村証券（営業停止）
1998年7月		堂島+関東（堂島関東）	日新（営業休止）
1998年8月			東宝（営業休止）
1998年9月			丸荘 石塚（営業休止、99年2月解散）
1998年10月		偕成+日本+山加（日本グローバル）	昭和（営業休止） 山吉（営業休止） 中村
1998年11月			日本店頭（廃業） 東京フラワー（営業休止） 共済（営業休止）
1998年12月			東洋信（営業休止） 三井信（営業休止）
1999年1月			和歌山（営業休止） 中井（営業休止）
1999年3月			あさひ（営業休止、4月解散） 横浜シティ（営業休止、4月解散）
1999年4月	住友キャピタル（大 和SBCMへ営業譲渡） 大和（大和リテール 準備へ営業譲渡）	菱光+大七（東京三菱パーソナル） ワールド+日榮（ワールド日榮） 明光+ナショナル（明光ナショナル） 岡宮+松本（岡宮松本） 東海丸万+内外（東海丸万） 今川+三沢屋（今川三沢屋、現リテ ラ・クレア）	仲立（営業休止、5月解散）
1999年5月			五福（営業休止、12月廃業）
1999年7月	三菱信証券（東京三 菱証券へ営業譲渡） イセキ（水戸へ営業 譲渡）		

1999年10月		明倫社+大盛(キングコモディティ証券)	八木インターナショナル(営業 休止、11月解散)
2000年3月			名古屋共栄(営業休止、解散)
2000年4月		新日本+和光(新光) ユニバーサル+太平洋+東和+第一 (つばさ) 山種+神栄石野(さくらフレンド)	住友信証券(営業休止、6月解散)
2000年10月		勸角+公共(みずほインベスター) 東海丸万+東京(東海東京) 岡宮松本+諏訪(長野) 興銀+第一勧業+富士(みずほ)	
2001年3月		日興ビーンズ+インターネット・トレ ーディング(日興ビーンズ)	サザレ(営業休止、5月廃業)
2001年4月	さくら証券(大和 SBCMへ営業譲渡)	千代田+山文(あさひリテール) みずほインベスターズ+大東(みずほ インベスターズ) イーウィング+日本オンライン(カブ ドコム)	実栄(廃業) イー・ボンド(営業休止、5月 廃業)
2001年6月		マネックス+セゾン(マネックス)	
2001年7月		三和+東海インターナショナル(ユー エフジェイキャピタルマーケット証券)	

(注) 年月は証券業協会からの脱退時点。

(出所) 表1に同じ

注

(1)

昨年の新規上場企業(新興三市場)は、一四七社(前年比一〇社減)、公募増資額二九六九億円(前年比四七%減)である。

(2)

証券取引法ではPTSを「電子情報処理組織を利用して多数顧客の証券取引を媒介する業務」と規定し、その業務を行う場合には「認可」を要する、としている。

(にかみ きよし・主任研究員)