

証券リテール・ビジネスの現状と課題

二上季代司

はじめに

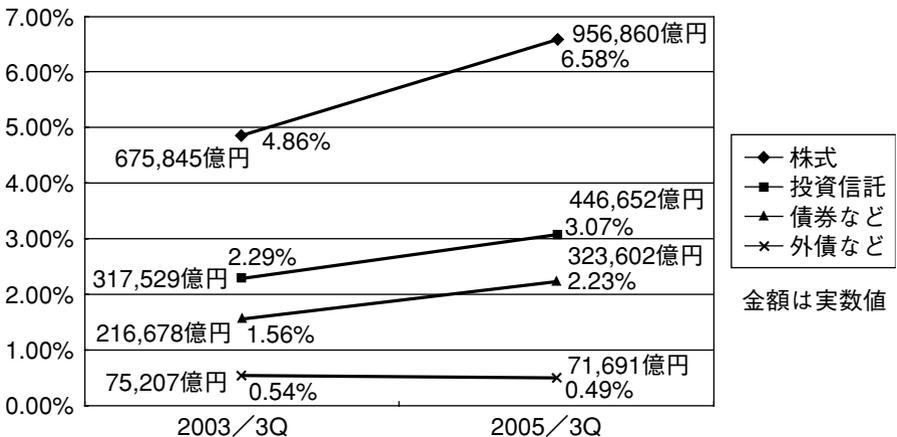
昨年夏以来の活況相場で、証券会社の第三四半期決算はほとんどの社で増収増益基調となり、新規採用・出店の増加や、新規分野への参入など強気の経営方針を打ち出すところも出てきた。日銀資金循環勘定や投資家別売買状況などをみても、家計金融資産の流れの変化（「貯蓄」から「投資」へ）が看取され、証券リテール・ビジネス拡大に向けて明るい材料を提供している。もともと、今国会会上程予定の「金融商品取引法」（いわゆる「金融サービスタク」）は、行いうる業務範囲の拡大とともに、参入規制や行為規制において従来とは異なつた基準・考え方（金融商品の製販分離、参入規制における財務要件の段階的適用、「プロ」「アマ」の区別など）を持ち込んでおり、これが今後のビジネス展開にどのような影響を与えるかを見極める必要があるが、その内容はまだ流動的のようである。

そこで以下では、証券リテール・ビジネスの展開にとって関係が深いと思われる論点、すなわち（1）家計金融資産の動向、（2）証券市場へのチャネル別資金流入状況、（3）リテール・ビジネスにおける営業展開のチャネル別特徴、（4）新規参入者のビジネスモデルの特徴、などについて事実経過を整理してみたいと思う。

2 家計金融資産の動向

日銀の資金循環勘定によれば、図1のように家計が保有する株式、投資信託、債券、外債は絶対額においても、家計金融資産全体に占める比率においても増大している。これら四項目の合計は約一八〇兆円（全体の一一・三％）となり、二年前の百二八兆円（同九・三％）と比較して大幅な増加となっている。もつとも、資金循環勘定の残高表は時価評価のため、値上がり益も含まれており、増分の五二兆円金額が新規流入資金というわけではない。そこで残高増分から値上がり益を差し引いた新規流入資金をみるとこの二年間の合計で、投信七兆六千億円、債券一〇兆六千億円の資金流入であるが、株式は五兆六千億円、外債七千億円の資金流出となり、差し引き一兆九千億円の流入超となっている。なお、株式は、相場上昇の折に資金流出が多くなる傾向がなお見られるものの、一〇月以降の投資家別株式売買動向をみると、株式投信による株式買い越しが増え、家計による直接・間接（投信経由）の株式市場への資金流入はプラスに転じたと考えてよいであろう。他方、家計の流動性・定期預金（外貨預金、譲渡性預金を除く）はこの二年間で五兆五千億円の流出となっている。

図1 家計金融資産に占める比率



(出所) 日銀『資金循環勘定』より作成

以上のように見てくると、家計の中期資金は「貯蓄から投資」への流れに沿って動いていると考えて間違いなさそうである。では、この中期資金はどのようなルートをとどって証券市場に流入しているのか？ 次に、銀行経由、ネット専門証券経由、対面証券経由の三つのチャネル別に資金流入状況を見よう。

3 家計貯蓄はどのように証券市場に流入しているか？

(1) 銀行経由

銀行経由としては、①本体による投信販売、②証券仲介業や共同店舗を通じた提携先証券会社への取次ぎの二つのチャネルが考えられる。

〔投信窓販〕

まず、投信の銀行窓販を見ると、表1のようである。投信の銀行窓販は全体の三八%、株式投信⁽¹⁾では約半分を占めるにいたっている。なお、これは公募投信のみであるが、このほか私募投信の残高が二五兆六千億円に達しており、その六割以上を銀行が販売している。私募投信は変額年金などの月掛け貯蓄の組み入れ商品としても利用されており、安定的な資金流入が見込まれている。

〔証券仲介業〕

次に、証券仲介業者としての銀行経由を見ると、解禁後一年のメガバンクによる実績は新聞報道によれば、表2のようになっている。メガバンクによる証券仲介業の提携先としては系列証券会社とし、取扱商品は外債が多

い。コンプライアンス上の負担があるため、株式の取り扱いには行っていないようである。また、アドバイス不要で自己責任対応の顧客に対しては、ネット專業証券を提携先としている、たとえば、みずほ銀行―マネックス証券、東京三菱銀行―Meネット証券、UFJ銀行―カブドットコム証券などの組み合わせである。

(2) ネット專業証券經由

他方、同じ投機資金がグルグル回転しているだけ、と思われていたネット專業証券においても、中長期資金の流入が見られ始めたようである。そのひとつの兆候は、口座数・預かり資産の急増である。專業五社（イー・トレード、松井、楽天、マネックス、カブドットコム）ベースで昨年末の口座数は二六〇万口を数え、昨年一年間で百万口の増加、また預かり資産は一〇兆円超と前年比二倍となっている。この結果、取引高は急増してい

表1 販売別投信の残高（2005年12月末）

（億円）

	証券会社		銀行 (登録金融機関)		直接販売 (投信委託会社)		合計
株式投信	205,769	50.4%	199,086	48.8%	3,434	0.8%	408,289
公社債投信	112,028	97.4%	2,898	2.5%	58	0.1%	114,985
M M F	24,168	80.0%	5,987	19.8%	47	0.2%	30,202
合計	341,965	61.8%	207,972	37.6%	3,539	0.6%	553,477

(注) 公募投信のみ。公社債投信にはMMFを除く。

(出所)「投資信託月報」より作成。

表2 メガバンクによる証券仲介業の実績（2005年11月末現在）

仲介業提携関係	実績
三井住友―SMBCフレンド証券	<ul style="list-style-type: none"> ・約400店で外債販売、開設3.6万口座。 ・SMBCフレンド証券の稼動口座42万件の約1割を占める。 ・外債の累計販売額は1400億円、外債購入額は平均300万
東京三菱―三菱UFJ証券	<ul style="list-style-type: none"> ・248店で外債、外国投信販売、開設3.1万口座、残高2200億円
UFJ―三菱UFJ証券	<ul style="list-style-type: none"> ・全国15店に専門デスク、トヨタの海外金融会社の外債などを定期的に販売、2.3万口座、760億円
みずほ―インベスター証券	<ul style="list-style-type: none"> ・富裕層向けの外交販売、一般向けは共同店舗（06年2月現在、70店）で対応。

(出所)『日本経済新聞』05年12月8日、19日、『日経金融新聞』06年2月3日より作成。

るにもかかわらず回転率（売買代金÷預かり資産）は、前回の活況期である〇四年第一四半期と比べてみて、顕著に増加しているわけではない。⁽²⁾ すなわち、ネット専業証券にも中長期資金が流入しているといえそうである。特に、イー・トレード証券がソフトバンク・インベストメント・グループ内の投資先企業の新規公開幹事となつて新規公開株を仕入れ、これを顧客に配分するようになってから、めだつて預かり資産が増えていること⁽³⁾に注目する向きがある。新規公開株を入手するためにネット証券に口座を開設する顧客が多くなり、マネックスをはじめ他社も追隨、幹事獲得へ注力している。

なお、ネット証券で注目すべきもうひとつの特徴は、携帯電話による取引の増加である。日中、パソコンから発注することは普通のサラリーマンには無理であるが、携帯電話なら可能である。したがって、この現象は三代のサラリーマン層の資金をネット証券会社⁽⁴⁾が取り込み始めたことの表れである。昨年一年間の個人投資家による株式売買高は二四〇兆円。うちネット取引が一七〇〃一八〇兆円、対面取引（電話含む）六〇〃七〇兆円の内訳であるが、携帯取引は専業五社ベースで一四兆円にのぼり、対面取引の二割相当にまで拡大、無視できない規模になっている。

(3) 対面証券会社経由

最後に、対面取引中心の証券会社についてみよう。対面取引中心の証券会社も同様に預かり資産を増やしている。ただ、その増加率は上場証券会社では、イー・トレード（一四八%増）、カブドットコム（八八%増）、松井（六六%増）となりネット専業が上位にくる。

「ネット專業証券子会社の設立」

すでにみたようにネット專業証券への中長期資金流入が鮮明となってきたため、ここへきて対面中心の証券会社でもネット取引の機能拡充策を打ち出すところも出ている。

業界最大の野村グループは今春、ネット專業証券を株式会社傘下で設立する方針である。この子会社は野村のブランドを冠せず（社名「ジョインベスト証券」）、証券業務のみならず金融全般、将来的には非金融にも事業分野を広げることである。同グループは野村證券本体でネット取引のツール「ホームトレード」を抱えており、大和証券のように本体ネット取引部門のトレーディング機能拡充も考えられるのだが、その方策を採らないようである。いずれにせよ業界最大手がネット專業子会社を設置する動きはきわめて異例であり、それだけネット証券の影響力が大きくなったということであろう。なお、準大手の岡三も今夏にネット專業証券を立ち上げる予定とされる。

「ラップ口座」

いまひとつの動きは、一任運用業務への参入である。○四年四月に「ラップ口座」が解禁され、大手証券を始め数社がすでに参入し、このほか準大手や中堅証券も参入の見込みである。手数料率低下で採算が厳しくなってくると、付加価値の高い富裕層向けビジネスに注力するのは当然であり、今後も増えてくることと思われる。この取り扱い状況をまとめてみると、表3のようになる。

「証券仲介業との提携」

最後に、証券仲介業者との提携による顧客資産獲得の動きがある。特にこれに意欲的なのは日興コーポリアル証券である。同社の仲介業提携先は三〇〇社（者）に達し、その預かり資産は三万口座、一八〇〇億円（〇五年九月末）の実績である。なお、野村、大和の大手二社は、金融機関（とりわけ地方銀行）とのみ仲介業提携を結んでいる。もともと、いまのところ実績は大きなものになっていない。

4 新規参入業者は証券業をどうみているか？

それでは、少し角度を変えて、証券業への参入を図ろうとしている者が、証券ビジネスをどのように捉えているのか、買収あるいは新立の形で証券業に参入をはかってきた業者の動きをまとめてみよう。

(1) 地方銀行の参入

メガバンクは系列証券の再編統合・育成策に入っているが、地方銀行においても証券会社を子会社化する動きがここ

表3 ラップアカウントの現況

社名	野村	大和	日興コ	新光
最低預かり	3億円	0.5億円	0.1億円	0.2億円
契約残	100億円	1200件 1150億円	6000件 860億円	510億円
参入時期、商品名、担当部署など	・05年10月に参入	・日本株運用が85% ・ダイワSMA (05年12月に「SMA本部」設置=部員60人)	・投信品揃えに注力 ・日興SMA	・04年12月参入 ・LONG UP (日本株と投信の組合せ)

(出所)『日本経済新聞』05年12月28日

参入予定

社名	岡三	いちよし	三菱UFJ	光
最低預かり	0.3億円	0.2~0.3億円		
契約残				
参入時期、商品名、担当部署など	06年2月「SMA事業部設立準備室」設置	・投信ラップを主体 ・いちよし投資顧問との協業		・06年4月予定

(出所)『日本経済新聞』06年1月24日、27日、2月1日

にきて強まっている。たとえば福岡銀行が〇四年一二月、前田証券の株を買い増しグループ内に取り込み（一五%→二九・二%）、共同店舗や新規公開企業の斡旋などを行っているし、今年に入ると長野の八十二銀行がアールプス証券を株式交換によって子会社化し、ネット取引への参入方針を打ち出している。続いて、新潟の第四銀行でもオーナーから株を授受し、新潟証券の筆頭株主（四六・三%）となっている。これらの動きは、上記で見たネット証券の台頭が地方においても顕著であること、団塊の世代が退職時期を迎えつつあり、県下の団塊世代の退職金運用を取り込むことにあるのであろう。

（2）新規登録業者

次に、最近三年間の新規登録業者のビジネスモデルについて、公表されている範囲内で整理すれば表4のようになる（国内証券のみ、外国証券による東京支店設置をのぞく）。これを見ると、オルタナティブ投資のためのファンド組成・販売などが多いことがわかる。すなわち、製販分離を前提に、販売は既存の証券会社や金融機関に任せ、自らは新規性のある金融商品のメーカーになろうというわけである。逆に言えば、そこがマージンの厚いビジネスであると見ているのであろう。

注

（1） 税制上の理由で、「株式投信」に分類されているが、銀行窓販の最大の取扱商品は毎月分配型の外債であるといわれている。

（2） 『日本経済新聞』（〇五年一〇月三十一日）は、〇五年第二四半期と〇四年第一四半期と比較し、イー・トレード、松井

表4 新規参入のビジネスモデル

協会加入時期	社名	主たるビジネス	備考
2003年			
1月	日本証券代行	コルレスブローカー	執行、バックオフィス（受け渡しなど）の代行業務
	だいがう証券ビジネス	コルレスブローカー	執行、バックオフィス（受け渡しなど）の代行業務
6月	インタースイストラスト証券	外債（ヨーロッパ）販売	インタースイストラストAGの100%子会社
11月	ユニオンセイビング証券	商品先物	現USS証券。05年10月商品先物取引の受託業務を目的にコスモフューチャーズ株式会社と合併
	インテグレイテッド・ファイナンス証券		
	MMG証券	証券化など各種ファンド組成販売	MMGグループ。
2004年			
1月	アーツ証券	投資銀行業務。	証券システム開発の「インタートレード」が筆頭株主。
3月	IPO証券	公開引き受け業務	
8月	ラッセル・インベストメント証券	オルタナティブ投資の販売、資産運用コンサルタント	フランク・ラッセルグループ
10月	アルストラ・キャピタル・マネジメント・ジャパン証券	ヘッジファンド販売	
12月	海洋証券	一種のアルゴリズム取引	リスクストップ現物取引（自動的に損きり）
	マンインベスツメント証券	オルタナティブ投資の販売	代替投資運用会社マン・インベスツメントの100%子会社。
	フィディリティ証券株式会社	投信販売支援業務	
2005年			
4月	ミスター証券		2005年6月営業休止
	ファンドネット証券	オンラインのデリバティブ仲介	日経225先物・オプション特化のオンライン証券。
6月	I B S証券		
	ガートモア証券投資顧問		
7月	レフコ証券	デリバティブ仲介	2005年10月営業休止
9月	Bridge Capital証券		
	プレミアム証券		
	ヴァリュール証券		
10月	田中価値証券	ヘッジファンドの販売	ヘッジファンド各社と提携し、HFを国内投資家に提供。
	FROMEAST証券	私募債の組成・販売	中小企業向け私募債を専用ファンドで買い取る。
	プレステージ・アセット・マネジメント証券	オルタナティブ投資の販売	大証2部の「ゼネラル」が設立
	エコ・プランニング証券	仲介業支援業務	野村OB3人が仲介業専門の証券会社設立。
	リライアンス・ジャパン証券		
	フィンテック・グローバル証券	仕組み金融の組成	
	DTはやぶさ証券	M&A関係、投資ファンド関係のアドバイス	ドリームテクノロジーズ社の証券子会社
	JAIC証券	オルタナティブ投資のファンド組成・販売	日本アジア投資（JAIC）の証券子会社
	ビービーネット証券		ビービーネットの証券子会社
	ユービーエヌ・アムロ証券投資顧問		

(出所) 日本証券業協会『証券業報』、新聞報道および各社HPより作成。

(3)

の両社において回転率が低下していることを指摘している。
同社の預かり資産は昨年末、四兆五千億円近くに達し、専業五社のおよそ半分を占めている。

(にかみ きよし・客員研究員)