

フィンテック時代の証券業

一上季代司

近年、金融 (Finance) と情報技術 (Information Technology) を融合させた「フィンテック (Fin Tech)」とよばれる動きが注目されている。情報技術を利用した金融取引という意味なのであろう。これを特集した記事も散見されるし、また研究所も本年一月にこれに関する報告書を公表している⁽²⁾。

証券界に身を置く人々に関心があるのは、こうしたフィンテックの動きが既存の証券会社にどのような影響を与えるのか、であろう。現状、わが国の証券会社は四つの基本的な証券業務（ブローカー、ディーラー、アンダーライター、セリング）のほか、これに付随する業務ならびに他業（保険販売、投資運用業・助言等その他）を兼営するなど多岐にわたっているが、フィンテックは、このうちのどの業務とどのような競合あるいは補完関係にあるのだろうか。これが関心を抱く焦点だろう。

この問題を考えるにあたっては、フィンテック現象の具体的な進展についての観察がもちろん必要であるが、同時にまた既存の証券会社が行っているビジネスの現況についての理解も必要である。そこで、最初に、簡単ながら主なフィンテックの事例をとりあげてみる。フィンテックは証券ビジネスのどの分野でどのような形で進展しているのか、これを最初に確認しておきたい。

次いで見方を変えて、証券会社のビジネスの現状を概観し、フィンテック現象は既存の証券会社のビジネスのどの部分で競合しているのか（あるいは補完しているとすればどの空白部分なのか）、についてみておきたい。

1 証券分野の主なフィンテック

フィンテックと呼ばれる現象は、個人の財務管理や融資、決済、仮想通貨など証券業よりもむしろ銀行業に係る分野で多く観察されるが、これらの包括的な紹介は、上述した特集や報告書に委ねるとして、以下で、特にとりあげたいのは、①モバイル証券、②クラウド・ファンディング、③ロボット・アドバイザー（以下、ロボ・アドバイザー）の三つである。これらは、既存証券会社が営んでいる現在のビジネスに直接、関係すると思われるからである。

「モバイル証券」

モバイル証券とは、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を指す用語である。日本では、「One Tap Buy」が、スマホの簡単な操作（三タップ）で個別株が取引できるサービスを提供している。このサービスは仕切り売買での執行であるため、株式ディーラー業務に属するが、ユニークなのは、注文が株数ではなく金額指定かつ少額だ（千円以上、千円単位）ということである。

また、電子マネーやクレジットカードで買い物をした時に付与される「ポイント」や「お釣り相当額」をためておき、一定の金額に達すれば自動的にETFや投信に積立投資していくサービスも、超小口顧客の開拓という点で共通しているだろう。

「クラウド・ファンディング」

クラウド・ファンディングは、インターネットを通じた不特定多数からの少額資金調達を指している。直接、株式を発行するというやり方も考えられるが、現状で多いのはファンドを組成・販売するやり方であり、第二種金融商品取引業に属するものが多い。これもまた、コンセプトは「小口」である。

調達額が一億円未満であれば、従来から開示義務は免除されていたのだが、こうした少額資金調達は、引受サイドではこれまで採算が取りにくかったのである。それがインターネット上のプラットフォームを提供することによって採算可能性が高まったことから、数社が「少額電子募集取扱業者」としての登録を得て、こうしたサービスを提供するようになって⁽³⁾いる。

ビッグデータやAI（人工知能）をつかった融資審査がこれまで信用リスクの高いと考えられていた中小企業や個人向けの融資業務において利用されつつあるが、これらの融資債権を裏付けとするファンド組成を通じて資金調達が可能になる。

「ロボ・アドバイザー」

ロボ・アドバイザーは、インターネットを通じて、投資家のプロファイリングの実施とそれに基づく運用方針に沿ってETFや投信を使ったポートフォリオを作成し、一任運用を行うサービスを指す。運用期間中もリバランス・リロケーションを自動的に行う。つまり、投資助言・運用業に属するサービスを、人手によらずあらかじめプログラムを組んだアルゴリズムに依拠して行うサービスである。

2 証券会社のビジネス現況

以上のように、モバイル証券、クラウド・ファンディング、ロボ・アドバイザーは、基本的な証券業務（ブローカー・ディーラー業務、アンダーライター・セリング業務）のほか資産運用業務など既存証券会社が営んでいる業務のほぼ全域にわたっている。今後、その影響はどのような形で現れるのだろうか。

次に、影響を受けると考えられる既存証券会社のビジネス現況についてみておこう。

表1は最近一〇年間の日本証券業協会加入業者の社数・資産・収益・利益等の推移を隔年ごとにみたものである。これによると、資産や収益・利益は増減しながらほぼリーマン・ショック（平成二〇年九月）直前の水準に回復していること、すなわち依然として証券業は市況産業であることが確認できる。しかし、社数は一〇年前の水準には回復せず減少したままである（二割減）。

そこで、直近の平成二七年度現在の協会員二四九社について、①主要株主、②業務特性、③規模、④本店所在地等の基準を用いて類型化したものが表2である。⁴これによると外資系が六三社ある。日系一八六社のうちネット專業証券九社を除いても五四社が伝統的な証券業務以外のビジネスを営んでいる。たとえば、純営業収益の構成を類型別にみると、表3のようになる。これらの非伝統的証券ビジネスを営んでいる業者の収入は、多くが「その他手数料」から成り立っている。つまり伝統的な証券業務以外のビジネスを収入源としている。伝統的な証券業プロパーに従事している日系証券会社はネット証券を含めてもはや一三二社しかないのである。もつともこれら非伝統的な業者の純営業収益の規模は小さい。ところが「その他手数料」は全体として純営業収益の三割を占める。ということは、伝統的な証券業プロパーの業者も収益源の多くを

表1 10年間の資産・収益・利益・店舗・人員数

億円	平成20年 3月期	平成22年 3月期	平成24年 3月期	平成26年 3月期	平成27年度
社数（協会員）	308	301	274	251	249
総資産	1,472,004	1,093,471	980,751	1,261,507	1,336,755
純資産	72,789	72,145	54,580	70,378	74,744
営業利益	5,801	3,401	1,848	11,722	8,582
純営業収益	37,038	31,137	24,710	38,006	36,576
自己資本営業利益率（末残）	8.0%	4.7%	3.4%	16.7%	11.5%
店舗数	2,281	2,353	2,164	2,079	2,120
人員	99,726	99,888	83,390	82,584	87,117

（出所）日本証券業協会『統計情報』（同協会HP所載）その他より作成

（注）平成26年4月以降につき、決算期間は個社が定款によって変更可能となっている。ただし、資産額や店舗数・人員については3月末日の数値を用いている。

表2 249社の類型化（平成27年度）

類型	社数	伝統的証券 ビジネス	非伝統的 ビジネス	備考
独立系大手	3	2	1	
銀行系	23	(22)	(1)	
		メガバンク系	5	1
		地銀系	14	
		その他銀行系	3	
上場証券	16	16		伝統的証券業のみ、大手、ネット、FX、証券化など11社除く
外資系	63	(35)	(28)	
		投資銀行（従業員100人以上）	16	
		資産運用・ファンド・証券化		21
		ネット		2
		FX		3
		PTS		2
		中堅・中小	19	
中小証券	83	(83)		
		東京	20	
		関東甲信越	9	
		大阪	8	
		関西(大阪除く)	9	
		中部東海	13	
		北陸	8	
		中国	3	
		四国	6	
		九州・沖縄	4	
		北海道・東北	3	
日系その他	61		(61)	
		ネット		9
		FX		16
		資産運用		5
		ファンド組成		10
		証券化・流動化		6
		PTS		7
		その他証券関連業		3
		その他		5
合計	249	158	91	

(出所) 各社開示資料、HP、新聞記事その他より作成

- (注) 1. ネット取引等も新規の営業手法として非伝統的ビジネスに含む。また伝統的証券ビジネス主体の証券会社も非伝統的ビジネスを営んでいる社もある。
 2. 外資系は株主構成を基準にしており、設立根拠法が国外法であることを基準にしていない。また地域基準は本店所在地であり、加入地区協会を基準にしていない。

表3 類型別収入構成 (平成27年度)

類型	社数	委託手数料	引受手数料	募集手数料	その他 手数料	トレーダー ング損益	純金融収益	その他 営業収益
総計	249	18.87%	4.83%	9.46%	29.61%	29.75%	6.14%	0.00%
[伝統的証券会社]								
大手総合	22							
独立系大手	3	16.06%	6.71%	11.59%	22.28%	41.25%	2.13%	0.00%
メガバンク系大手	3	11.69%	9.30%	12.43%	20.03%	43.09%	2.93%	0.53%
外資系投資銀行	16	17.23%	2.19%	0.26%	64.43%	1.81%	14.08%	0.36%
国内リテール								
115								
上場証券およびメガバンク系中堅	18	28.82%	1.57%	20.87%	12.82%	33.00%	2.88%	0.04%
中堅・中小	83	51.89%	0.25%	11.86%	9.96%	18.72%	6.41%	0.90%
地銀系証券	14	20.74%	0.16%	25.49%	21.01%	31.77%	0.82%	0.00%
その他								
22								
その他銀行系	3	3.28%	8.34%	4.25%	11.40%	72.11%	4.56%	-3.95%
外資系中堅・中小	19	39.71%	0.31%	0.67%	49.83%	-6.22%	14.71%	4.08%
[非伝統的証券会社]								
日系	62							
ネット専業	9	41.18%	0.54%	2.97%	7.28%	18.43%	28.09%	1.51%
FX	16	13.68%	0.00%	0.03%	7.77%	74.56%	-5.06%	4.13%
資産運用 (メガバンク系1社含む)	6	0.06%	0.00%	0.85%	99.35%	0.01%	-0.29%	0.02%
ファンド組成	10	12.61%	0.00%	4.27%	49.70%	32.65%	0.42%	0.35%
証券化・流動化	6	3.58%	0.00%	18.85%	69.13%	8.74%	-0.30%	0.00%
PTS専業	7	63.48%	0.00%	0.00%	12.98%	0.22%	0.03%	23.29%
その他	8	3.20%	0.00%	3.83%	73.92%	0.38%	1.56%	17.06%
外資系								
28								
資産運用・ネット・FX・PTS専業	28	1.65%	0.00%	0.09%	67.35%	0.13%	-0.71%	30.89%

(出所) 証券業協会資料などにより作成

(注) 非伝統的証券業者の内で親会社が独立系大手の1社は「独立系大手」に含めている。

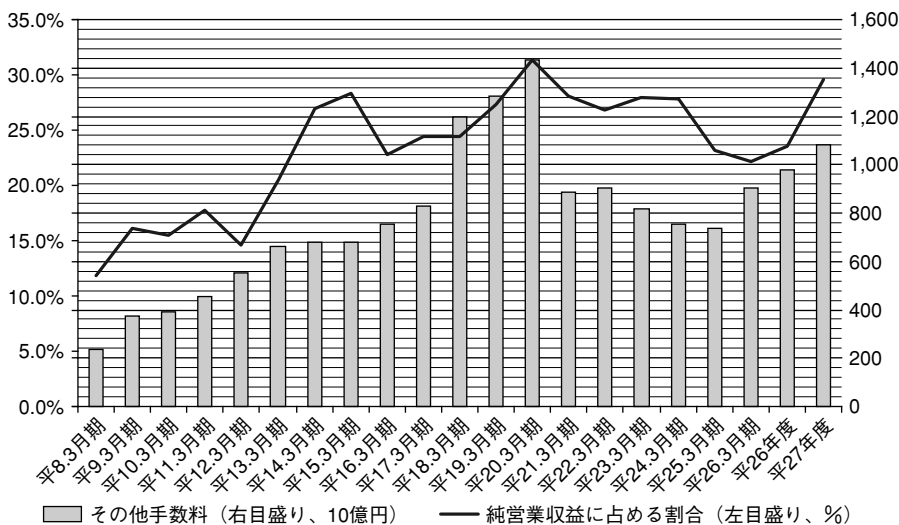
非伝統的業務に属するビジネスに依存するようになったということがある。

「非伝統的な証券ビジネス」

そこで、「その他手数料」の推移をみたものが図1である。これによると、「その他手数料」はリーマンショック前までに急増し、純営業収益の三割を占めるに至る。その後、やや低迷しているが、それでもなお、収益構成割合は今でも三割近くを占める。

そこで平成二七年度につき、その商品別構成と類型別シェアをみたものが表4である。これによると、外資系のシェアが極めて高く、その多くはM&Aをはじめとするコーポレート・アドバイザリー、店頭デリバティブ、運用報酬等から成り立っている。他方、日系では投信の代行手数料のシェアが高く、M&Aをはじめとするコーポレート・アドバイザリーや運用報酬についても近年、増加傾向にある。おおよっぱにいえば、コーポレート・アドバイザリーと資産運用関連（運用アドバイザリーや投信等ファンド販売、保険販売など）および店頭デリバティブの割合が、ここ一

図1 「その他手数料」の推移と構成割合



(出所) 表3に同じ

表 4 「その他手数料」「その他営業収益」に関連するビジネス

平成27年度	株		債券		その他手数料		その他	その他営業収益
伝統的ビジネス	信用取引口座管理手数料				代行手数料			
非伝統的ビジネス	店頭エクイティデリバティブ イテツ		店頭債券デリバティブ イテツ				M&A等コーポレート アドバイザリー 店頭クレジットデリバ イテツ 運用報酬(委託者報酬、運用受託報酬) 保険販売収入 FX委託手数料	債券レボ仲介
その他手数料および その他営業収益 の類型別業者シエ テ	外資系投資銀行		外資系投資銀行		外資系投資銀行		外資系投資銀行	30.3%
	66.5%		85.8%		外資系非伝統的		外資系非伝統的	11.1%
	外資系、小計		外資系、小計		外資系、小計		外資系、小計	44.0%
	メガバンク系大手		メガバンク系大手		独立系大手		独立系大手	21.9%
	16.6%		8.0%		メガバンク系大手		日系資産運用・フアネッド・証券化	13.5%
	6.3%		2.0%		上場証券		メガバンク系大手	13.6%
日系ネット		日系ネット		日系ネット				
3.4%		4.7%						

(出所) 表3に同じ
 (注) 伝統的ビジネスおよび非伝統的ビジネスの具体的な業務内容については各社ホームページ、「有価証券報告書」、「業務及び財産の状況に関する説明書」その他の開示資料より筆者が推測したものである。

○年、大きなウエイトを占めているわけである。

「トレーディング業務」

もつとも、純営業収益に占める割合としてはトレーディング損益が最も大きい。そこでリーマンショック直前と直近につき、各二期をとって、その内訳をみたものが表5である。これによると、純営業収益に占める割合が

高まっていること、現物（商品有価）とデリバティブの動きが逆方向にあること、「その他」の構成が高まっていることが分かる。

現物とデリバティブの方向性が逆であるのは、トレーディングの大部分が基本的にエージェンシーベースの「仕切り売買」であって、自己ポジションのリスクをデリバティブでヘッジしているからである。こうした仕切り売買はメガバンク系を含む大手五社が主として担っている。

他方、上場株式の日計り益は国内中堅中小証券に散見され、外債の売買益は日系証券全体において広くみられる。ちなみに「その他」のトレーディングが増えているが、これは主として為替売買によるもので、外債販売に伴うもののほか店頭FX業務から派生するものも多い。

〔手数料業務〕

さて、最後になるが、ブローカー・アンダーライター・セリングの証券ブローカー業務についてみておこう。表6はこれらの手数料収入のほか投信の「募集手数料」プラス「その他手数料（多くは代行手数料）」の欄も作成してこれらの類型別シェアをみたものである。これによると、投信の募集手数料と代行手数料の合計額は委託手数料の八割以上の規模になっている。

これらの類型別シェアは独立系およびメガバンク系の大手証券が高いが、委託手数料ではネット証券、投信関連手数料では上場証券等の準大手・中堅

表5 トレーディング損益とその内訳

	平成19年 3月期	平成20年 3月期	平成26年度	平成27年度
トレーディング合計(億円)	8,568	5,793	12,372	10,881
純業務収益に占める割合	21.2%	15.6%	32.5%	29.7%
うち株式	6.3%	3.1%	6.0%	4.0%
商品有価	4.0%	-50.8%	43.0%	-10.5%
デリバティブ	2.2%	53.9%	-37.0%	14.5%
うち債券	9.8%	15.3%	24.1%	16.3%
商品有価	10.1%	10.2%	22.9%	17.2%
デリバティブ	-0.2%	5.0%	1.2%	-0.9%
その他	5.1%	-2.7%	2.3%	9.5%

(出所) 表3に同じ

証券のシェアも高いことが分かる。

以上、既存の証券会社のビジネス概況に対して、フィンテック現象は、どのビジネス領域においてどのような影響を与えると考えられるのだろうか。

3 フィンテックと証券会社

先述のモバイル証券は株式ブローカー・ディーラー業務に属するのであるが、金額指定かつ少額という点が特徴的である。一件ごとの取引が小口であればそれだけリスク許容度は高く、手軽な意識でリスクの高い投資も行えるだろう。

スマホをツールに使った株式取引は現在でもネット証券が提供している。したがって、モバイル証券はネット証券と競合するであろう。他方また、金額指定の株式注文は、SMBC日興証券が「キンカブ」という名称でサービス提供しており、また小口という点ではミニ株あるいは端株の取引がある。したがって、「One Tap Buy」のサービスはキンカブやミニ株・端株取引とも競合する可能性はある。しかし、業界全体として、これまで積極的にマーケットニングの対象としてこなかった超小口顧客を開拓するとい

表6 証券手数料業務の類型別シェア（平成27年度）

類型	社数	委託手数料	引受手数料	募集手数料	うち投信の募集手数料	投信のその他手数料
総計（億円）	249社	6,900	1,768	3,459	3,303	2,469
大手総合	類型別シェア					
独立系大手	3	26.0%	42.4%	37.5%	38.3%	40.9%
メガバンク系大手	3	14.7%	45.6%	31.2%	30.7%	25.5%
外資系投資銀行	16	15.1%	7.5%	0.5%	0.5%	1.6%
国内リテール						
ネット専業	9	14.9%	0.8%	2.1%	2.0%	4.0%
上場証券およびメガバンク系中堅	18	13.8%	2.9%	20.0%	20.2%	15.4%
中堅・中小	83	9.1%	0.2%	4.1%	4.1%	3.0%
地銀系証券	14	1.5%	0.0%	3.8%	3.9%	2.8%

（出所）表3に同じ

（注）投信の代行手数料として、「その他手数料」の受益証券に係る部分の数値を取っている。やや過大評価であるが、大きなかい離はないと考える。

う「補完」的な可能性もある。

次に、クラウド・ファンディングも、コンセプトは「少額」である。これまでリスクやコストの面でマーケティングの対象としてこなかったベンチャー企業や中小企業分野などへの資金供給の可能性がでてくるだろう。既存の引受業務とも競合しないように思われる。

最後のロボ・アドバイザーは運用アドバイザーにアルゴリズムを使って人手を無くし、取引物件も各種のETFを利用して、資産運用業務、投信業務に関連する。一任運用サービスの手数料は残高連動の「Fee」であって取引ごとに徴収する「Commission」ではない。したがって一任運用のターゲットは、回転売買の短期資金ではなく、資産形成を目指す中長期の資金であるが、従来の一任運用は、コストの面である程度以上のロットが無ければ採算が取れなかったために、富裕層や機関投資家向けの大口顧客に限られていたのである。近年、これを小口化した「ラップ口座」とりわけ「投信ラップ」が拡大してきた。「投信ラップ」によって小口化された一任運用は、さらにロボ・アドバイザーによって超小口でも可能になったのである。つまりここでは、中長期かつ小口顧客資金、これがマーケットイングの対象に入ってきたのである。

ところで、すでにみたようにわが国証券会社にとって投信関連収入は委託手数料の八割水準に達している。また「ラップ口座」の収入である「運用報酬」も「その他手数料」の細項目「その他」に計上され、近年、増加傾向にある。ロボ・アドバイザーのアドバイスと組み合わせた投信販売によって既存証券会社の投信業務やラップ口座はどのような影響を受けるのだろうか。

その手掛かりはネット証券の投信業務である。というのはロボ・アドバイザーのサポートを受けて投信業務やラップ口座を拡張する戦略はネット証券に多くみられるからであるし、もともと情報技術の応用という点ではネ

ット証券と親和性が高いからである。表7は国内証券の預かり残高とその類型別シェアである。これと表6を比較すると、次のことが分かる。

手数料シェア（A）と預かり残高シェア（B）を比較した場合、ネット証券では、委託手数料はA＜Bとなる。年間手数料収入は「預かり残高×年間売買回転数×料率」に分解できるため、低料率のネット証券では極めて売買回転の速い資金が株式売買に流入していることになる。

では、投信の募集手数料ではどうか。A＜Bの関係を示し、しかもその乖離率が大きいのは順に地銀系、上場証券等の準大手・中堅証券、メガバンク系大手となる。逆にネット証券は株式売買の時とは逆にA＞Bとなる。これは前者の類型において、募集手数料が高いか、あるいは回転数が高いか、のどちらか（あるいは両方）ということになり、ネット証券はその逆なのである。

ついで投信の代行手数料をみると、A＜Bの関係を示し、しかもその乖離率が大きいのは順に上場証券等の準大手・中堅証券、メガバンク系大手、地銀系となり、逆にネット証券や中小証券はA＞Bとなる。これは前者の類型において代行手数料率が他類型比較で高いということを意味するだろう。

ロボ・アドバイザーの利用が拡大し、これとネット証券が連携してく

表7 預かり残高の類型別シェア（平成27年度）

類型	社数	国内株券(億株)	国内債券(兆円)	国内受益証券(兆口)
総計	249	2,205	491	74
国内大手証券	類型別シェア			
独立系大手	3	48.2%	41.1%	38.9%
メガバンク系大手	3	26.0%	45.6%	22.2%
国内リテール証券				
ネット専業	9	6.5%	0.5%	4.8%
上場証券およびメガバンク系中堅	18	6.7%	4.0%	13.1%
中堅・中小	83	4.1%	0.2%	3.6%
地銀系証券	14	1.0%	0.3%	2.5%

(出所) 各社『業務および財産の状況に関する説明書』等により集計

れば、株式の短期回転売買志向の顧客とは別に中長期の小口資金がネット証券へ流入してくる可能性が指摘できるのではないだろうか。

もつとも証券業におけるフィンテックの動きはまだ始まったばかりである。今後も注視する必要がある。

注

(1) 『エコノミスト』誌、二〇一七年六月六日号。

(2) 日本証券経済研究所『証券業界とフィンテックに関する研究会サーベイグループ報告書』二〇一七年一月二六日。

(3) クラウド・ファンディングにおいて開示免除を得るためには、資金総額要件（一億円未満）のほか投資者一人当たりの払込額が五〇万円以下であるという要件が必要である。

(4) 株主基準は「ガバナンス」を左右するものとして重視した。市場規律の下にあるものを「上場証券会社」と規定したので、親会社（あるいは持株会社）が上場している場合には「上場証券」に含めている。このうちさらに規模別に大手証券を別区分している。また類型基準として業務特性を重視しているので、上場していてもネット専業やFX専業、証券化専業などは別区分している。同様の類型化は前年度についても行っている（二上季代司「証券会社経営分析」同「資料」<http://www.jsda.or.jp/shiryo/dhousa/keibunsekirhtml>）

(にかみ きよし・大阪研究所長)