

# 今後の証券業

一上季代司

近年、証券市場のエンドユーザーである家計および発行会社を取り巻く環境にあらたな変化がみられ、さらに銀行による証券仲介業への参入など証券業務それ自体にかかわる重要な制度改革が加わるようになった。金融ビッグバンは、市場仲介業者である証券会社・証券業界のあり方に大きな影響を与えてきたが、エンドユーザーの今後予定される行動変化と証券業界に対する再度の制度改革は、証券業の機能や産業組織をどのような方向に変化させるであろうか。以下では、(1) 家計金融資産を取り巻く新たな動向、(2) 発行会社を取り巻く新たな動向を整理した後、(3) 証券業の機能や産業組織にどのような変化が見られるか、について検討してみたい。

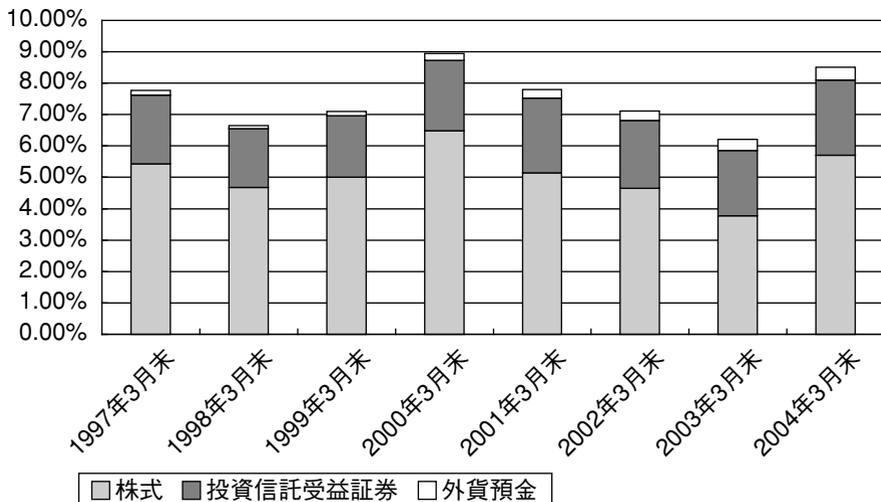
## 1 家計金融資産を取り巻く動向

日銀の資金循環勘定によると、二〇〇四年三月末における家計の金融資産に占めるリスク性資産(株式、投信、外貨預金)の比率は、八・五一%となり前年度比二・三%の上昇となった(図1)。

もっとも、二〇〇〇年のITバブル崩壊以後、低下傾向にあったリスク性資産の比率が、これで底を打ったかどうか、判断が難しい。リスク性資産の残高増加を、株式および投資信託についてネットの資金流入および評価益に分解してみると表1のようになる。

これによると投資信託は、相場動向に関わらずほぼ一貫して資金流入が見られるが、株式のほうは資金流出の<sup>(1)</sup>

図1 リスク性資産の比率（家計金融資産）



(出所) 日銀資金循環勘定より作成

表1 リスク性資産残高増加の内訳

(単位；億円)

年度	株式			投資信託			外貨預金 残高増加
	残高増加	内訳		残高増加	内訳		
		資金純流出入	評価損益		資金純流出入	評価損益	
1997	-77,237	1,373	-78,610	-33,584	-32,922	-662	-5,603
1998	50,175	-6,633	56,808	14,232	15,356	-1,124	5,896
1999	252,076	-1,231	253,307	56,344	24,709	31,635	12,241
2000	-192,248	-20,669	-171,579	20,056	69,993	-49,937	6,603
2001	-81,862	806	-82,668	-34,882	-12,060	-22,822	3,988
2002	-134,962	-17	-134,945	-20,497	10,356	-30,853	6,642
2003	292,726	-23,715	316,441	54,684	8,133	46,551	9,262

(注) 資金純流出入は「金融取引表」、評価損益は「調整」勘定による。

(出所) 図1に同じ。

ほうが多く、しかも相場動向に左右される性格が強いことが見て取れる。すなわち、この限りでは——もっと詳細な検討が必要であるが——、株式市場には短期回転資金はともかく、家計の中長期資金は安定して流入していないように見える。では、家計資産の動向についてこのトレンドは今後も続くのであろうか。

そこで、証券リテールビジネスの展開にどうつながりがある、

個人金融資産の今後の環境変化を取り上げてみると、注目されるのは次の四点である。

第一に、二〇〇五年春に予定されている流動性預金へのペイオフ解禁である。銀行、証券各社はペイオフ解禁とともに証券投資などに振り向けられる待機資金を推測している。例えば、みずほ証券は、ペイオフ解禁を目前にした待機資金を一四〇兆円と推計し、これがペイオフ解禁とともに部分的に消費や投資に回ると推測している。<sup>(2)</sup> もう少し堅めに見積もった推測として三七兆円がシフトする、とする報道もある。<sup>(3)</sup> 推定額の多少には幅があるが、兆円規模の金額が待機資金となつて証券投資をうかがっていることは間違いないと思われる。

第二は、人口動態的な理由から生じてくることである。まず団塊の世代が退職時期を迎え、大量の退職金運用ニーズが生まれる。これと重なることであるが、少子高齢化を迎え、六〇才以上の高齢者の資産運用ニーズが高まつてくる。世帯主六〇才以上の家計資産（いわゆるシニアマネー）は現在七四〇兆円であり、さらに年間の相続財産は一二兆一七〇〇億円であるとされる（国税調べ）。退職金あるいは相続財産の運用について税務も含めた幅広い知識を必要とする世代が、今後、中長期にわたつて継続することになる。

第三に、商法改正により「株券不発行制度」が導入され、今後五年以内の一斉日上場株券・店頭株券が不発行になることである。現在、保管振替機構への預託率は六五％程度といわれている。<sup>(4)</sup> 個人投資家の株式保有比率は二〇・五％（二〇〇四年三月末）であるが、その半分がタンス株券と仮定すると約四〇兆円となる。タンス株券の特定口座への入庫期限は今年末までであり、現在急速に入庫されつつある現状であるが、いずれにせよ五年以内に証券会社等の預かり資産として吸収される運命にある。

第四は、金融所得課税の一元化である。この一〇月から株式投資信託の売買損益についても株との損益通算が認められたが、今後、その対象が広げられ、来四月には配当所得も加えられることが検討されている。将来的に

は預貯金利子も含めることが検討されているが、このように、金融所得について課税が一元化されるようになる  
と、家計の金融資産は少数のメイン口座へ集約される傾向が起こってくるであろう。従来、わが国の資産家は、  
税務上の理由等から、むしろ口座を分散させる傾向が強かった。それが反転する可能性ができたのである。

以上の四点は、証券リテールビジネスの今後の展開にとつて考慮すべき重要なファクターであるが、証券市場  
へのニューマネーが期待できるのは前二点である。しかし、実際にペイオフ解禁に向けた待機資金やシニアマネ  
ーが中長期の資金として株式市場に入ってくるかどうかは、投資対象である株式価値の向上、セルサイドのサー  
ビスの質・信頼性向上にかかっている。

## 2 発行会社を取り巻く動向

次に、コーポレートファイナンスの動向についても重要な動きがある。第一に、商法の抜本的改正により二〇  
〇六年春には外国企業に株式交換でのM&Aが解禁されることである。現状、株式交換による企業合併は国内企  
業にのみ許されているが、これを外国企業にも認めようというわけである。これにより、外国企業が一〇〇%の  
在日現地法人を通じて日本企業を買収・合併する際にキャッシュではなく親会社株式との株式交換ですませる  
「三角合併」方式が可能となる。このことは、M&Aの活発化に導くことはもちろん、その防衛策に関するアド  
バイスニーズを高める方向に働く。

なお、M&Aの件数は一九九七年ごろから急増しており、二〇〇四年（八月まで）は一三五八件と前年比二  
二%の増加、暦年で二〇〇〇件ベースに上っており、五年前の二倍になっている。<sup>(5)</sup>これに関連して第二に、近年、  
企業再生ファンドが急速に投資額および投資対象業種を拡大していることである。公表ベースで企業再生ファン

ドの国内投資累計額は一兆円を超えたとされているが、この八割が最近一年以内のものである。

M&Aおよび企業再生の活発化は、コーポレートガバナンスにおける市場規律を向上させ、今のところわが国企業の収益力向上に貢献している。このことは株式のファンダメンタル価値を高め、家計が中長期資金を株式市場に投入する条件を満たすことにつながる。

第三に、新興企業向け三市場におけるIPOは二〇〇〇年以降、五百社超にのぼり毎年一〇〇件以上のペースで進むトレンドが定着したことである。このことは、わが国にもIPOで創業者利得を得る富裕層が多く生まれることを意味する。

わが国証券会社のホールセール業務は、一九九七ごろを境に、それまでの引受業務偏重からコーポレートアドバイザーをはじめ問題解決型の投資銀行業務中心に変わってきているが、以上のようなコーポレートファイナンスにおける近年の動きは、こうした傾向を一層強めることになろう。それとともに、富裕層向けのプライベートバンキングビジネス<sup>(6)</sup>が証券会社においても展開できる状況を作り出しつつある。

### 3 証券ビジネスにおける中心的機能、ビジネスモデルと産業組織の変化

一九九八年の金融ビッグバンによって導入された手数料自由化や証券業の登録制、銀行による投信窓販等は、すでに証券業の機能、ビジネスモデルや産業組織に大きな影響を与えつつあるが、上述のエンドユーザーの行動を取り巻く環境変化ならびに今年四月からの証券仲介業制度の導入（および一二月からの銀行による証券仲介業への参入解禁）は、さらにその傾向を強めよう。

ビッグバン以後に顕著となり今後それが定着、あるいは一層強化されると目される傾向は次の五点である。

第一は、リテール証券業務におけるビジネスモデルの多様化である。すなわち、ビッグバン以後、①オンライン証券のようにシステム投資に注力し低い手数料と信用取引供与で短期回転資金を誘引する薄利多売型ビジネスモデル、②積極的な勧誘はせずコールセンターやインターネットで顧客対応するプル型営業、③コンサルタントベースの資産管理型営業、④富裕層向けの相続や資産運用に関連するプライベートバンキングビジネスの四つの類型が現出した。最後のプライベートバンキングビジネスは、中小企業オーナー向けの事業承継・売却やIPOなどのコーポレートファイナンス業務と背中合わせの関係にある。

第二は、証券ビジネスにおける中心的機能のシフトと業態区分の曖昧化である。資産管理業務やプライベートバンキングではアドバイザーやコンサルタントの質が決定的なファクターとなるのだが、こうしたアドバイザーは従来はブローカー業務に付随するサービスとして位置づけられ、それ単独でビジネスとして成り立つものとは考えられてこなかった。しかしながら、証券仲介業に見られるように、ファイナンシャルプランナーや保険代理店、会計事務所などがそのコンサルタント能力を發揮してアドバイザーを展開するようになってきている。またホールセールにおいてもM&Aのコンサルタントはこれまで引受ビジネスの付随サービスという位置づけであったが、M&Aの規模が拡大、それ自体として十分に採算の取れるものとなった今日では、銀行ならびに会計事務所が有力なプレイヤーとなっているのである。証券ビジネスのフロントティアがアドバイザーやコンサルタントによる付加価値に求めるようになればなるほど、業態間の境は曖昧になってこよう。

第三は、証券業界の産業組織である。かつての「四社寡占」は崩壊し、大手証券による中小証券系列化の解体、銀行系証券の再編統合、新規参入と自主廃業による新陳代謝等、証券業の産業組織は流動化した。もともと、既に見たようにビジネスモデルは多様化しており、各モデルにおける中核的な経営資源は異なっている。今後はモ

デルごとに産業組織を検討する必要があるわけだ。例えば、オンライン証券ビジネスでは、四社一六社の寡占状態が定着しつつあるが、そのほかの資産管理型営業やプライベートバンキング、投資銀行業務では、新規参人が盛んであり、極めて流動的である。

これに関連して第四の傾向は、業態間のアライアンス（連携）の活発化である。証券仲介業は証券会社と他業態とのアライアンスを引き起こす契機となったが、銀行へのその解禁は、証券会社と銀行とのアライアンスを活発にさせる傾向を生むであろう。銀行はペイオフ解禁による流動性預金シフトの受け皿として、また取引先である中小企業向け再生ビジネスや中小企業オーナーの相続・事業承継などにおいて、証券業務を展開できるカウンターパートを必要としているからである。<sup>(7)</sup>

最後に、銀行による投信窓販さらに証券仲介業参入など証券販売チャンネルの多様化、取扱商品の多様化（ワinstoppバンキング）<sup>(8)</sup>は、これまでの証券リテールビジネスを構造的に変えてしまう可能性があることである。例えば野村総研<sup>(8)</sup>は、①投資信託の商品イメージが銀行窓販によって変わり購入資金の性格が変わったこと<sup>(9)</sup>を取り上げ、株式も銀行の窓口で販売されるようになれば同様の事態が起こりうること、②また一つの販売窓口で扱える商品が多様化したことで、顧客プロファイリング能力を発揮できる余地が生まれる反面、営業スタッフが過剰となり、販売サイドで顧客リレーションマネジメントの分極化が起こりうること、③商品横断的なサービス（例えば特定口座のような）へのニーズが高まること、④商品横断的なシステムのプラットフォームへのニーズが高まること、などが指摘されている。これらは、今後の証券リテールビジネスを展開する上で示唆に富む重要な指摘である。

注

- (1) 二〇〇一年度の資金流出はMMFの「元本割れ」に伴う大量解約によるもので、例外的なケースである。
- (2) 『日経金融新聞』八月二日。推計方法は、家計金融資産一四〇〇兆円から保険・年金準備金など任意に処分できない部分を控除した残り九三〇兆円について、ペイオフ解禁への警戒感から現金・流動性預金の比率が九〇年代前半と比較して高まった分一五%を待機資金とみなしている。
- (3) 『日経金融新聞』九月一五日。すなわち①一〇〇〇万円超の流動性預金四五兆円(二〇〇四年三月末)のうち二六%がシフトすると仮定して一二兆円。二六%の根拠は、二〇〇二年春、定期預金にペイオフ解禁したとき、その前後一年間で個人定期が減少したが、その減少率が二六%であったためである。②この一一月に新札が発行されるが、それを契機にタンス預金が改札を契機に戻る可能性がある(流通高伸び率から推定してタンス預金は二三兆円と推測される)。③さらに東京三菱とUFJの合併により、名寄せが行われて二兆円弱が一〇〇〇万超円となる。あわせて三七兆円。
- (4) 座談会「金融庁の取り組み」『証券レビュー』二〇〇四年九月、四三ページ。
- (5) レコフ社調べ(『日本経済新聞』九月二七日)。
- (6) プライベートバンキングビジネスでは、顧客の保有財産(土地や株式等)を担保とする融資業務が事業展開の重要なパーツとなるので、わが国では信託銀行等が先行してきたが、IPOによって財産形成が行われるようになってくる証券会社もこのビジネスに関与しうる余地が出てくる。これに伴い、証券会社が兼業として貸金業の登録を行うことも出てくるだろう。
- (7) もっとも、銀行はすでに本体で公共債ならびに投信を販売でき、仲介業によって新たに販売できるのは株式、社債、

外債にすぎない。顧客ニーズという観点から見れば、むしろIPOの証券会社への斡旋などの「市場誘導業務」のほうが高いともいわれている。

(8) 「本格的な金融業態間競争の幕開け」(野村総研『知的資産創造』二〇〇四年八月)。

(9) 同様のことは、筆者も以前に論じたことがある(「最近の個人顧客の動向」『証研レポート』二〇〇一年二月)。

(にかみ きよし・客員研究員)