

証券販売チャネルの最近の状況

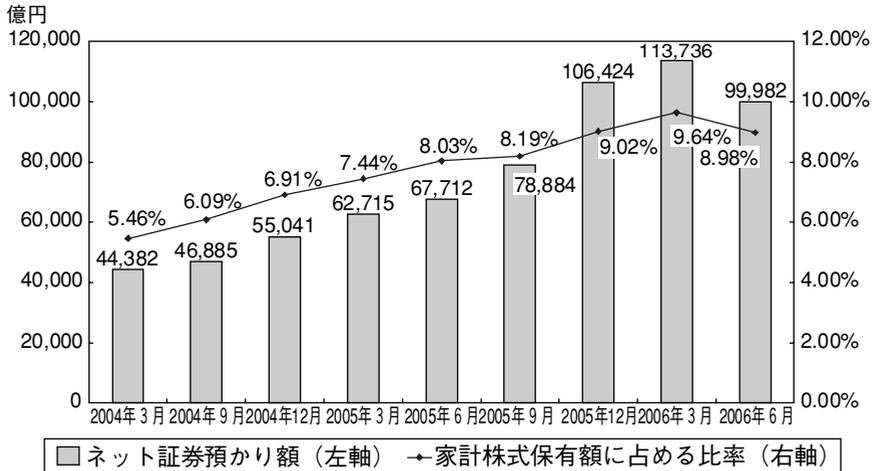
二上 季代司

ビッグバン以後、度重なる規制緩和によって多様化された証券販売チャネル（あるいは証券リテール営業）は、ここ一年ほどでいくつかの変化を見せ始めている。新しく台頭した証券販売チャネルとしては、①ネット取引（オンライン取引）、②銀行チャネル（投信窓販、証券仲介、共同店舗など）、③証券仲介業者があるが、とりわけ、ネット取引において大きな変化が見られる。また、伝統的チャネルである対面営業においても「フィービジネス」への志向などいくつかの重要な変化が見られる。そこで、以下、それぞれについて、どのような変化が見られるのか、事実経過を整理してみよう。

1 ネット取引の動き

今年にはいつてのネット取引における最大の変化は、ここ数年、順調に伸びていたネット專業証券への資金流入が停滞をみせ始めたことである。ネット專業五社の預かり資産（時価評価）は、今年三月末約一一兆四千萬円であったものが、六月末には一〇兆円に減少している。この預かり資産が全て個人投資家による株式保有分であると仮定して、日銀資金循環勘定の家計保有株式に占める割合を算出すると、図1のようになる。これによれば、ネット專業五社の預かり資産額が家計全体の株式保有額に占める割合は、〇四年三月末の五・五%から徐々に上昇して〇六年三月には一割近くに達したが、今年六月には九・〇%に落ち込んでいるのである。今春からの株価

図1 ネット証券（大手5社）の預かり資産額の推移



(注) ネット大手5社は、SBIイートレード、マネックス、松井、楽天、カブドットコム。
 (出所) 各社決算説明資料および日銀資金循環勘定より作成

下落で、家計の株式保有額は約六・六兆円の目減り（三月末の一一兆八千億円→六月末の一一兆四千億円）をこうむっているが、ネット証券五社の預かり額の目減りが比率的にそれを上回っているからである。

いまひとつの変化は、ネット証券への新規口座開設のテンポが鈍化していることである。今年二月以降、証券五社ペースで口座純増が七カ月連続で前月を下回っている（『日本経済新聞』九月九日）。なお、新規開設口座の多くは株式投資の未経験者であり、この傾向は昨年来のものであって、今年に入っても変化はみられない（ちなみに、SBIイートレード証券では新規口座の六割が株式投資の未経験者であったとされる（『日本経済新聞』一月二八日、『日経金融新聞』八月一日））。

預かり資産の減少ならびに新規口座開設の鈍化のなかで、昨年来の手数料引下げ競争がようやく限界に達しようとする現在、低い手数料率や信用取引の利便性を武器にしたこれまでの「薄利多売」型ネット証券ビジネスモデルに、次のような新しい動き・変化が生じている。

その第一は、無期限信用取引に限ってであるが、松井証券における売買手数料ゼロ（その見返りとして金利を一・五%引き上げ）という究極の価格戦略が打ち出されたことである（『日本経済新聞』八月一日、『日経金融新聞』八月二二日）。売買ごとのコミッションで稼ぐことをやめてしまえば手数料競争の影響から免れうるし、無期限信用取引残高がある限り安定的な金利収入が得られるわけである。ちなみに、信用取引依存度（純金融収益÷純営業収益）は、専業五社中、松井が最も高く二二%（〇六年三月期）⁽¹⁾、また無期限信用取引残高は一六五〇億円（九月二二日現在）⁽²⁾と五社中最大となっている。松井証券ならではの、価格戦略といえよう。

第二は、取引時間延長による取引機会の拡大、すなわちPTSを利用した夜間取引の開設である。終値ベースの夜間取引はマネックスがすでに行っているのだが、カブドットコム証券は九月一五日よりオークション方式の夜間取引をはじめている。このほか、SBIイートレード、SBI、楽天証券の三社が共同で夜間取引の開設準備で合意、これにオリックス証券も参加の意向と伝えられている（『日本経済新聞』七月一三日）。

第三は、投資家教育への注力である。既述のように、昨年とりわけ夏以降、若年層・投資の未経験者の新規口座開設が目立ってきた。従来、ネット専業証券はセミプロ級の個人投資家でも満足できるように取引ツールの高度化に注力してきたのだが、ここに来て、初心者からの質問に答えるためにコールセンターの充実をはかったり、投資家教育に注力するところも出ている（マネックスの「Eラーニング」など）⁽³⁾。

第四は、信頼に足る投資情報の共有である。ネット業者はもともとアドバイス、コンサルタントはしないので、顧客はチャットやヤフーの掲示板を利用する人が多い。ところが、ヤフーの掲示板は信頼性にかける面が多い。そこでSBIイートレード証券では口座を持つ百万余の顧客に限定した株式等に関するコミュニティであるSNS（ソーシャル・ネットワーク・サービス）をつくり、アドバイスやコンサルタントの欠如を補う計画、と伝え

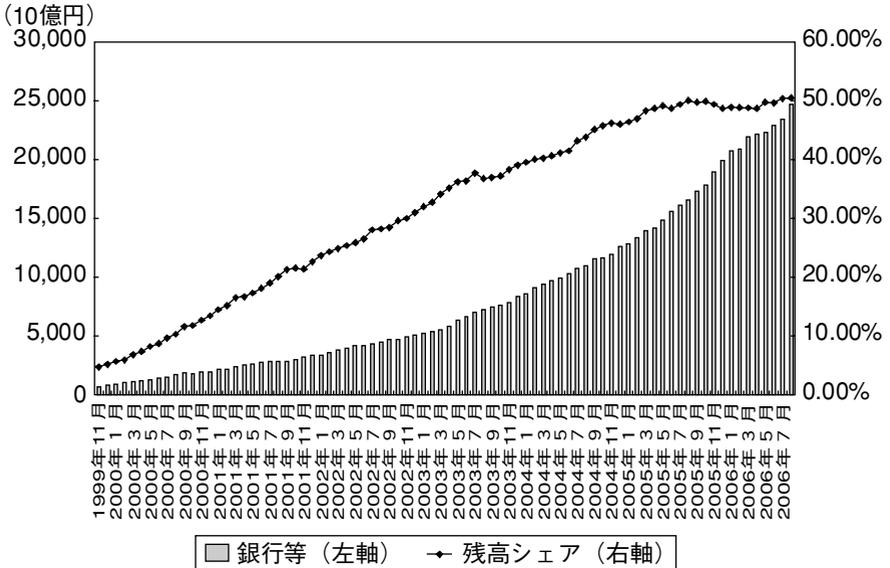
られている（『日経金融新聞』七月二七、二八、二九日）。

最近の分析によると、新聞雑誌などで「カリスマトリーダー」などともはやされているわりには、ネット投資家のパフォーマンスは大したことは無く日経平均並みで、ライブドアショックのような乱高下ではむしろ大きな損失が出ていること、また日本のネット投資家にはファンダメンタル分析を全く無視する投資家が多いこと、が指摘されている。⁽⁴⁾すでにみたように、今春以降ネット專業五社の預かり額は家計全体の株式保有額以上に大きく落ち込んでいるが、その理由として株価下落の損失がネット顧客に相対的に大きかったからだと考えられる。経験の浅いネット投資家が、チャートなどを頼りに回転売買に走ってみたが、相場の乱高下の中で失敗に遭遇すれば、やはりアドバイスやコンサルタントの有用性に気付いてくるはずである。実際、アメリカでは、二〇〇〇年のITバブル崩壊時に、ネットから対面営業への回帰がおこったし、⁽⁵⁾またネット証券会社自身もコンサルタントベースの資産管理サービスに注力しているといわれている。⁽⁶⁾今回のライブドアショックを契機に、日本でもこうした対面営業への回帰がおこるのか、ネット業者のなかから資産管理サービスへの参入が見られるのが、今後の関心事項となろう。

2 銀行チャネル

投信の銀行（生保などを含む）窓販では、昨年八月、公募株式投信の残高でシェアが五〇％を越えた後、シェアはやや伸び悩み、本年八月末現在、五〇・五％（うち郵政公社〇・六％）となっている（図2）。最近、金融機関による投信窓販で残高シェアを高めているのは地方銀行ついで郵政公社であるが、ここ一年間は、それを含めても五〇％で横ばいであり、銀行窓販による投信への投資家層の裾野拡大は、一巡したということであろう

図2 銀行等の公募株式投信販売残高



(注) 郵政公社による販売残高も含む
 (出所) 投資信託協会統計資料より作成

か。

銀行窓販の中心は株式投信であるが、その内実は、いわゆる「グロソブ」など外債投信である。ところで、株式投信への投資家ニーズには昨年夏ごろから変化がみとれる。例えば〇四年七月～〇五年六月までの一年間で公募株式投信の残高は七兆円ほど増加しているが、このうち国際債券型が六兆円の増加であった。これに対して、次の〇五年七月～〇六年六月までの一年間では一四兆円の増加、そのうち国際バランス型・国際株式型あわせて八兆円の増加に対し、国際債券型は設定減少・解約増加で三兆円の増加にとどまったのである(『日経金融新聞』八月一〇日)。こうした、売れ筋商品の変化も上記の残高シェアに反映しているのかもしれない。

銀行窓販における最近のもう一つの変化は、一極集中的な販売姿勢にやや変化が見られることである。これまで、銀行窓販は「グロソブ」など少数の売れ筋商品に集中してきた。例えば、三年前には、二千本以上

ある追加型株式投信で銘柄数ではわずか5%弱の上位一〇〇本程度に残高の九割が集中していたが、最近では上位二五〇本で残高の九割と分散しているとの指摘がある（『日本経済新聞』八月三日）。これには、上記のような投信への投資家ニーズの変化が反映している一方、少数銘柄の大量一律販売の弊害への反省から、銀行サイドで品揃えと銘柄分散に努めようとしていることの反映ともいえよう。

ちなみに、国民生活センターが受け付けた金融機関の窓口対応に関する相談件数は〇一年度には一六〇〇件であったものが、〇五年度には二八〇〇件に急増している。その多くは投信や変額保険など投資商品の販売に絡むものであり、メガバンクではコンプライアンス体制の拡充にのり出し始めている（『日経金融新聞』九月一日）。また三大メガバンクでは、投信等のリスク商品の高齢者向け販売に、①七〇歳以上は家族の同席を求め、②商品説明は二回以上行う、などの自主ルールを設けている。

次に、銀行チャネルのもう一つの柱である銀行の『証券仲介業』はどうであろうか。表1は、三菱UFJ証券が三菱UFJ銀行等の証券仲介業を通じて取り次ぎを受けた受注額（および預かり額）であるが、これによれば、七月時点で証券仲介業からの預かり資産額は一兆円を超えている。その多くはこの一年ほどに積みあがったものであり、その主たる取次ぎは個

表1 三菱UFJ証券（証券仲介分）

	残高（億円）		販売額（億円）		
	有残口座数	預かり残高	投信販売	個人向け国債	外債販売
2005年度第3 四半期					140
第4 四半期			12		
2006年度第1 四半期	20,000	1,770	9		1,686
第2 四半期			120		
第3 四半期			224		665
第4 四半期	60,000	6,933	355	1,274	
2007年度第1 四半期	87,000	9,527 7月に1兆円突破	150	1,811	384

（出所）三菱UFJ証券、決算説明資料より収集

人向け国債や外債に偏っており、株式はあまり多くない。やはり銀行で投資商品を売ることは困難であり、元本保証で銀行員にも売りやすい個人向け国債や外債が中心にならざるをえないのであろう。同様のことは、三井住友銀行とSMBCFレンド証券にも見られる。

一方、みずほ証券が広島、中国、庄内、北都、肥後など地銀約一〇行の証券仲介業先に対して行っている提供商品は、顧客の求めに応じて為替次第で支払い金利が変わる仕組み債であり、こうした富裕層向けに特化した仕組み債を中心に仲介業からの預かりは四百億円を突破（六月末）、口座数も約一千となっている（『日本経済新聞』八月一〇日）。

これまでのところ、おおまかにみて銀行の証券仲介業はメガバンクとその系列証券との組み合わせを除くと、たいした規模にはなっていない。とくに大手証券の地銀提携は目立った実績がない。その理由として、地銀の証券販売戦略は一律ではなく、富裕層向けに仕組み債を販売する地銀もあれば、窓口で量の捌ける外債に特化する地銀まで多様であり、そのために地銀と提携する大手証券は個別対応を迫られ、人員と時間がかかっているとえられる（『日本経済新聞』八月一九日）。

3 フィービジネスへの試み

では伝統的な対面チャネルではどのような変化が起きているのであろうか。対面チャネルに起きている変化の一つは、フィービジネス化の志向である。

第一に、投資信託の販売手数料を無料とし、信託報酬の割戻しで稼ごうとする動きが出ていることである。これはむしろネット証券が先行していたのだが、ここへきて対面営業の証券会社にも波及している。手数料ゼロの

ノーロード投信は残高（四〇一Kを除く）が四千億円を突破したとされる（『日本経済新聞』九月二八日）。ちなみに、米国ではノーロード投信（販売手数料〇・二五％以下）は、一九八〇年代に残高の三〇％代から、二〇〇三年には五一％に上昇、最近では六割程度となっている。したがって、日本でもノーロード投信の割合は増える可能性があると考えられる。

第二は、ラップアカウントである。表2は各社のラップアカウントの規模であるが、全体として約四千億円の規模となっている。

第三は、株式売買手数料を売買ごとに徴収するのではなく残高ベースで徴収しようとする動きである。アメリカのメリルリンチが九〇年代末から「アソリミテッドアドバンテージ」という名称で、コミッションではなく残高連動のフィーを徴収する代わりにいくら売買しても良いというサービスを始めたが、日興コーディアル証券が、これと同様のサービスをこの一〇月から「株式アドバイスセンター」と契約している顧客に提供する予定とのことである。

すでに見たようにネット証券でも手数料引き下げ競争がそろそろ限度にきている。また、投信においても手数料ゼロのノーロード投信が拡大しそうである。そこで、ネット証券でも、対面チャネルでも、手数料引き下げ競争の影響から免れたビジネスモデル構築の模索が始まっている。その一つの結論

表2 ラップアカウントの規模（投資一任契約のみ）

投資一任のみ	開始時期	契約資産（億円、06/6末）
大和	04/9	1787.6
新光	04/12	964.5
日興コーディアル	04/4	717.0
野村	05/10	288.6
三菱UFJ	06/2	8.9
光	06/4	6.9
その他とも合計		23,947件 3,776億円

- (注) 1. このほか『投資助言』のみのラップが783件（67億円）。
 2. 日興コーディアル証券はほかに投資顧問契約を結ばないラップを強化しており、これをあわせると1,633億円。
 (出所) 投資顧問協会統計資料および『日本経済新聞』9月29日より作成

が「コミッションからフィー」への志向である。もつとも、フィービジネスの構築にはさまざまな理論武装が必要であり、とりわけ「フィーは何のサービスの対価なのか」という疑問に答えられなければならない。

この面で先行するアメリカでは、SMA（ラップアカウント）を提供する営業員に対して、四〇年投資顧問法に基づく投資アドバイザー登録を要求しているが、わが国にはそうした制度はない。もつとも、アメリカと同様の制度を導入すべき、というのではないが、顧客への忠実義務すなわち最良運用義務を具体化した社内ルールの作成とそれを実効あらしめる内部統制が求められてくるであろう。⁽⁷⁾

注

- (1) 以下同様に、楽天一六・七％、SBIイトレード一六・六％、カブドットコム一五・一％、マネックス一四・一％となる（〇六年三同期）。
- (2) ちなみに、〇六年三月末現在で、五社合計、制度信用取引残高一兆三二五億円、無期限信用取引残高三八一六億円となっている。
- (3) 同社では、投資教育専門子会社「マネックス・ユニバーシティ」を昨年一月に設立、有料で投資家教育を提供している。
- (4) 熊野英生「デイトレーダーの興隆をどう見るか」〔『証券アナリストジャーナル』二〇〇六年六月〕。
- (5) 佐賀卓雄「株式会社個人ネット取引への証券会社の取り組み」〔『証券アナリストジャーナル』二〇〇六年六月〕。
- (6) 伊豆久「米国のネット証券」（本誌一六三六号、二〇〇六年六月）。
- (7) 安岡彰「アメリカの証券調査業務と証券営業の変貌」〔『知的資産創造』二〇〇六年九月号〕は、日本でのラップアカ

ウントの商品性拡充に向けて、投資情報・アイデアなどのアカウントビリティとともにアメリカの四〇年法に習い、証券会社の受託者責任とその責任基準となる「ブルーデントマンルール」を基軸とした最良運用義務の導入を検討すべき時期にきていると指摘している。

(にかみ きよし・客員研究員)