

最近の証券業界の動向

一上季代司

昨年あたりから、証券業界ならびに証券ビジネスに重要な変化が見られるようになった。

その第一は、三井住友銀行による日興コーディアル証券の買収である。これが起因となって大和証券グループと三井住友ファイナンシャルグループとの合併事業は解消された。この買収は、一昨年秋の国際的金融危機により苦境に陥ったシティグループが傘下に収めていた日興コーディアル証券を売却する決断を下したことから始まった。しかし、国際的金融危機以降の世界的な金融監督規制の潮流は、一言で言えば「規制強化」であり、危機の震源地アメリカでは、オバマ政権が銀行による投資の制限など実質的に証券業務兼営に制限を課すような法案が準備されている。⁽¹⁾ こうした国際的な規制環境の激変の中で、上記のような大手証券とメガバンクを舞台とする再編劇は、何を意味し、今後何をもたらすのであろうか。

第二に、手数料自由化の産物であった「オンラインブローカー（ネット証券）」というビジネスモデルが、市場飽和状態に近づきつつある兆候が見られるということである。すでにアメリカではネット証券大手の間で、各社が異なるビジネスモデルを立ち上げつつあるが、日本でも同様なことがおきるのであろうか。あるいは、アメリカとは異なる道を歩むのだろうか。

第三に、一九九八年の金融制度改革法（ビッグバン）さらには二〇〇七年の金融商品取引法により、証券会社の業務範囲は拡大する反面、証券業界への参入障壁はきわめて低くなった。その結果、外為証拠金取引や不動産

ファンドなど新しい商品・サービス、ビジネスモデルが他業態からの新規参入を伴って持ち込まれてきた。しかしそれら新しいビジネスも、昨年来の金融危機に端を発した市況低迷その他により、試練を迎えようとしている。

事態は流動的であり、断定的な判断は下せないのだが、以下では、証券業界、証券ビジネスに見られる変化を簡単に整理し、今後を展望できるような論点を指摘することとしたい。

1 「銀証融合モデル」の行方

三井住友銀行による日興コーディアル証券の買収におけるひとつの論点は、それまでメガバンクが主張していた「銀証融合モデル」が確立したビジネスモデルになるのかどうか、である。

銀行・証券の連携効果は、①リテールの面では、銀行証券共同店舗ならびに「仲介業」のルートを通じた顧客資産の積み上げ・収益拡大効果であり、②ホールセルの面では、M&Aや引受けなど投資銀行ビジネスへの拡大効果であろう。

「リテールにおける連携効果」

第一の点であるが、次の三つの表は三大メガバンクグループの銀行証券共同店舗と金融商品仲介業の現況を見ものである。

表1 メガバンクの銀行証券共同店舗

銀行	証券会社	共同店舗数
みずほ銀行	みずほインベスターズ	プラネットブース149店 (2009年11月)
三菱UFJ銀行	三菱UFJ証券	MUFGプラザへの出店39店 (2008年9月)
三井住友銀行	SMBCフレンド証券	6店 (2009年5月)

(出所) 各社IR情報等より作成。

表2 三菱UFJ証券のリテール営業実績に占める仲介業効果 (2009年3月期)

	預かり残高	有残口座数(千件)	株式投信販売	個人向け国債	リテール外債販売
億円	22,650 (19,891)	218 (182)	279 (1,188)	870 (1,935)	2,203 (1,511)
比率	12.3% (9.8%)	16.0% (14.4%)	3.9% (7.9%)	91.8% (78.5%)	41.1% (22.6%)

(出所) 「三菱UFJ証券」決算説明資料より作成。

(注) 預かり残高、有残口座数は2009年3月末。比率は全体に占める割合。預かり資産は国内営業部門(金融機関含む)。下段のカッコ内は2008年3月期。

表3 みずほ銀行とみずほインベスターズ証券の連携効果

	05年3月期	06年3月期	07年3月期	08年3月期	09年3月期
連携収益(百万円)	6,685 (14%)	32,950 (39%)	35,354 (48%)	27,508 (43%)	14,393 (38%)
連携預かり資産残高(億円)	8,029 (15%)	22,048 (29%)	28,179 (37%)	28,131 (43%)	26,292 (40%)
連携新規口座登録数(件)	11,526 (24%)	10,154 (25%)	11,159 (21%)	8,622 (21%)	12,495 (23%)

(出所) みずほインベスターズ証券「2008年度決算概況および基本戦略について」より作成。

(注) カッコ内は、全体に占める連携効果の比率。

これによれば、メガバンクグループにおける親銀行からの紹介・取次ぎによる収益・顧客預かり資産・新規口座開設への連携効果は、かなりの程度と推察できる。とくに「みずほインベスターズ証券」の営業収益、預かり資産の積み上げにおける銀行連携効果は四割を占め非常に高い。

日興コーディアル証券はもとも金融商品仲介業者のネットワーク作りには熱心であるが、今回、これに親銀行となった三井住友銀行が仲介業者として加わり、同社に銀行顧客の紹介・取次ぎを行うことになる。そこから発生する連携効果はかなりのものになると期待されている。

「ホールセールにおける連携効果」

他方、ホールセールの面における連携効果はどうであろうか。公募増資や社債引受、持合株の処分などにあたってその中心となるのが「主幹事証券」であるが、表4は全国上場企業における主幹事証券（会社側発表による）を見たものである。

この一年間、上場廃止企業は戦後最高の一六三社を記録し、その反面、新規上場は一九社にとどまっている。廃止理由は完全子会社化や経営破綻などであるが、差し引き一四四社の上場減となるため、主幹事証券の数も当然、減少するが、その増減にはバラツキがある。表4によれば、野村、大和証券CM、日興コーディアルの三大証券に対して、銀行系のみずほの減少はわずか一社のみ、三菱UFJに至っては逆に一三社の増加となっている。また、シテイグループから三井住友銀行に支配権が移譲された日興コーディアル証券の幹事会社数の減少が顕著である。日興コーディアルの主幹事会社には三菱系が多く、三井住友への売却が明らかになって以降、日本郵船、三菱商事、三菱レイヨンなどの有力な三菱系企業が、日興コーディアルから三菱UFJ証券に主幹事を変更している。また三井住友との合併事業を解消した大和証券CMの幹事会社数の減り方が、野村と比べて大きいことも注目点の一つである。

歴史的に、幹事会社関係はメインバンク関係（および企業集団関係）とかなり重なる面があった⁽³⁾。そうした関係は高度成長期に形成されたのだが、その原因・要因ならばにその要因が現在でも続いているかどうかは、今後の法人ビジネスにおける「銀証

持合株の処分などにあた

表4 大手・銀行系証券の主幹事会社数

	2008年12月	2009年12月	増減
野村	1,416	1,389	-27
大和証券キャピタル・マーケット	810	772	-38
日興コーディアル	694	624	-70
みずほ	308	307	-1
三菱UFJ	246	259	13

(注) 共同主幹事の場合は最上位を主幹事とみなす。2008年12月の「みずほ」は旧みずほ証券と旧新光証券の合算。

(出所) 日本経済新聞1月8日付、原資料)『日経会社情報』。

融合モデル」の成否を決する重要な論点の一つでもある。

こうしたメインバンクと幹事証券の重なり合った関係が形成され維持されてきた理由は、①新規公開を目指す企業を証券会社に紹介するファインダーがメインバンクである場合が多いこと、②資金調達においてメインバンクに依存する度合いが高いときには幹事選定においてもメインバンクの意向が働くこと、③同業種間で競合するライバル企業の主幹事は避ける傾向があるため融資系列ごとに主幹事関係が分断されるケースがあること、^⑤などであろう。

しかし、九〇年代後半以降の、山一証券の破綻、金融危機とその後の銀行統合（メガバンクの形成）によりこの関係はかなり変化してきた。なにより最も重要なことは、幹事関係があるからといってそこから自動的に法人ビジネスが湧き出てくるとは限らない点である。コーポレートファイナンスの各段階で、どの程度、メインバンクの関与が強いかによって、今後の法人ビジネスにおける銀・証連携効果は違ってくることになる。

例えば、新規公開の段階では、今でもファインダーとしての銀行の関与は高い。その場合には、銀行系証券に有利に働くだろう。

しかし、一旦、株式を公開した上場会社の場合、資金調達におけるメインバンクへの依存は大企業になればなるほど低下しているうえに、主幹事だからといって増資や起債において案件が取れるとは限らなくなっている。

ところがまた、財務が悪化するような経営危機の場合にはメインバンクの関与が強くなる（もつともその場合には法人ビジネスの収益性は低いだろう）。

最後に、今日のようなボーダーレス時代における事業再編、企業合併等のステージでは、メインバンクであるか否かに関わらず、世界的なネットワークを備えているかどうかが重要な要素となる。

他方、投資銀行ビジネスにおいてきわめて重要なものは機関投資家向けのセールス・トレーディング能力であるが、これについて、銀行と連携したからといって何かメリットがあるかといえ、それはないだろう。あるとすれば、ランニングストックを抱えるための資金調達（ならびに格付取得）の面で、銀行の信用力を補完的に利用できるということだけである。

いずれにせよ、企業金融の各ステージならびにその置かれた状況次第であって、法人ビジネスにおける

表5 親（子）銀行と証券子（親）会社とのファイアーウォール
（「金商法44条の3」）

1. アームスレングスルール	通常とは異なる条件であって取引の公正を害する恐れのある条件下で当該金融商品取引業者とその親銀行、子銀行と証券の売買そのほかの取引、店頭デリバティブ取引を行うことを禁止
2. 信用供与にかかる抱合せ販売の禁止	当該金融商品取引業者が顧客と証券取引等に関する契約をする事を条件に、親（子）銀行が信用供与していることを知りながら、当該取引の契約を締結することを禁止
3. 投資助言・運用業との利益相反の禁止	親（子）銀行の利益を図るため不必要な取引を行うことを内容とする投資助言、投資運用を行うことを禁止
4. 投資家保護に欠け、取引の公正を害し、金融商品取引業の信用を失墜させる行為の禁止または制限 （金融商品取引業等に関する内閣府令153、154条）	1. 資産の売却その他取引にかかるアームスレングスルール
	2. 親（子）銀行が顧客と有利な条件で資産取引その他の取引を行っていることを知りながら、金融商品取引契約を行うことを禁止
	3. 親（子）銀行の債務者の発行する証券の引受けにおいて、当該証券を募集・売却する際における利益相反行為の開示義務
	4. 親（子）銀行の発行する証券の引受主幹事の制限
	5. 親（子）銀行からのバックファイナンス付で引受けた証券を当該顧客に売却することを禁止
	6. 引受けた証券の親（子）銀行への販売を制限
	7. 書面での事前同意なしの親子間における発行者等および顧客等の非公開情報授受を制限
	8. 共同訪問における親法人、子法人と同一と誤認させる行為の禁止
	9. 親子関係にある金融商品取引業者あるいは親（子）銀行が主幹事である場合において、募集・売出し条件に影響を及ぼす目的で、作為的な相場を形成することを目的とした内容で投資助言・運用業を行うこと
	10. 親子関係にある金融商品取引業者あるいは親（子）銀行が引受を行っている場合において、当該証券の取得・買付けの申し込みが未達の状況下で当該証券を取得・買付けることを内容とした投資助言・運用業を行うこと

銀証連携効果の程度をア・プリアリに言うことは出来ない。

これに加えて今一つ重要な論点は、規制すなわちファイヤーウォールのあり方である。表5は、現行法制下でのファイヤーウォールを整理したものである。

一九九二年の「制度改革法」によって銀行による証券子会社設立が可能になったときに導入されたファイヤーウォールは、その後、次々に緩和されていった。すなわち、①共同訪問禁止、②証券子会社の主幹事制限等は撤廃され、③銀行証券共同店舗は解禁、④市場誘導業務（新規公開の斡旋など銀行顧客企業の証券会社への紹介業務）も可能になった。また昨年六月には⑤証券会社・銀行間の役職員の兼職規制が撤廃、法人顧客が拒否（opt-out）しない限り非公開情報共有も可能となった（情報共有が拒否される場合を考えると、実際にフロントの職員が兼職することは難しいとの意見もある）。

ところで、冒頭で見たように、先月、打ち出されたオバマ大統領による新提案のインパクトはどの様に評価したらよいのだろうか。「銀証融合モデル」を主張するメガバンクグループにおいて展開された投資銀行業務では、ヘッジファンドやプライベートファンド、プリンシパルインベストメント、証券化商品など高リスク・低流動性の資産保有の程度はさほど大きくは無かった。したがって、それほどの影響はない、という声が多い。またこの新提案も現実性が低いとも言われている。

しかしながら、国際的金融危機後、世界的な規制強化への方向転換は、緩和傾向にあったファイヤーウォールのあり方を見なおす契機になるのではなからうか。

2 ネット証券を巡る論点

次に検討すべきはネット証券のビジネスモデルである。ネット証券においても、昨年来、再編成の波が生じている。まず、①野村証券本体へのジョインベスト証券の吸収、②オリックス証券によるジェット証券の吸収合併、③かざか証券と丸八証券のオンライン口座をオリックス証券が継承、④マネックス証券とオリックス証券との統合、などである。

こうした背景には、①ネット証券大手五社による個人取引シェアが昨年第3四半期で八割に近づき、ネット取引への移行が飽和状態になりつつあること、②昨年、SBIと楽天との間で展開された手数料引下げによる注文獲得競争もその効果は限界に近いことがわかった、という事情がある。

ここで想起されるのは、一足先にビジネスモデル転換に迫られた米国のネット証券の経験である。二〇〇〇年初頭のITバブル崩壊を契機に米国の大手ネット証券は次のようにそのビジネスを転換させていった。すなわち、①チャールズ・シュワブは売買仲介業務から資産管理業務に軸足を移し、以降、それがメインビジネスになっていること、②イトレードは銀行業務の比重を高め委託手数料依存を低めている。では、日本のネット証券は今後、どのような路線を選択するのだろうか。

「FX取引、CDS取引」

現在見られる傾向として第一に、現在のビジネスの主流である短期売買・信用取引依存の顧客に新しい商品・サービスを誘導して収益を高めようとする戦略があげられる。例えば、ネット証券の多くは大証の日経二二五先物・オプションを取り扱っているが、これに加えて「外為証拠金取引(FX)」やCFD取引(Contract for

Difference) を取り扱う動きも出ている。

F X取引とは、証拠金（保証金）を業者に預託し、主に差金決済による通貨の売買を行う取引であり、一九九八年の外為法改正により外貨取引が自由化されたことを受け、一部の商品先物業者が先鞭をつける形ではじまったとされる。少額の証拠金で高いレバレッジ（一〇〇〇倍、平均二〇倍）の取引が可能とされ、きわめてハイリスクである。

現在、F X取引の中心は、対面からネット取引に移行しており、専業者（外為ドットコム、外為オンラインなど）のほか、ネット証券も積極的に手がけるようになった。なお、外為に限らず、証券・証券指数・金利・コモディティを対象資産とし、少額の証拠金で差金決済する店頭取引は、CFD取引（Contract for Difference）と呼ばれる。この取引はイギリスを発祥とするが、わが国でも一部の業者において手がけられているようである（表6）。

以上のうち、外為証拠金取引に付いては収益的にかかなりの程度に達するネット証券もでてい

「資産管理型営業への参入」

第二の傾向は、チャールズ・シュワブの先例に倣って資産管理型営業への路線を踏襲しようというものである。シュワブは、説明能力の要する資産管理型営業を展開するにあたって、独立系投資アドバイザーのネットワークを組織し、自らは投信種類の品揃えや受注執行などのバックオフィスなど彼らのサポートに徹し、残高比例フ

表6 証券を対象とするCFD取引

	2008年4月	2009年3月	増減
口座数	1,248口座	13,139口座	+11,891口座
証拠金残高	5.1億円	20.7億円	+15.6億円
取引件数	1,826件	149,708件	+147,882件
月中取引高	150億円	1,518億円	+1,368億円
取扱会社数	2社	7社	+5社

日証協調べ（7社からのヒアリング結果を集計）
（出所）証券CFD取引ワーキング・グループ中間報告書

ーのキックバックを受けるといふビジネスモデルを確立した。

これと類似した動きとして、金融商品仲介業者を組織しネットワーク化するという戦略を取る業者も現れている。例えば、ネット証券最大手のSBI証券は、昨年九月、日本インベスターズ証券を買収、同社の保有する仲介業者ネットワークを継承した。その結果、契約仲介業者数はPWN日本証券、日興コーディアル証券に次いで三位（七五件）、そのほかのネット証券大手では楽天が自ら開拓した契約先一件となっている（〇九年末）。

もつとも、仲介業者からのビジネスは（先に見たメガバンクによる仲介業務を除けば）、きわめて僅少であり、ビジネスモデルとして確立したとまではいえず、まだ萌芽段階にとどまっている。

3 証券会社（第一種金融商品取引業者）の新たなビジネス

最後に、九八年の登録制および〇七年の金融商品取引法施行を経た現時点における証券会社のビジネスを俯瞰してみよう。

証券会社は、金融商品取引法（以下、金商法と略）により、法的には「第一種金融商品取引業者」とされるが、その登録状況ならびに主たるビジネスをまとめたものが、表7である。金商法は、証券取引法、金融先物取引法、投資顧問法等を統合したものであり、証券業、金融先物取引業、投資顧問等は金商法の下で横断的に規制されることになった。このため、既存の証券業務にほぼ相当する業務は「第一種金融商品取引業」、各種ファンドの募集販売ならびに市場金融先物取引業は「第二種金融商品取引業」とされ、投資顧問業は「投資助言・代理業」、投資一任業務については「投

表7 第1種金融商品取引業者（305社）の登録状況と主たる業務

	登録	営業	主たる業務
第1種金融商品取引業	305	303	287
第2種金融商品取引業	121	66	5
投資助言・代理業	62	45	1
投資運用業	30	30	12

2009年9月末現在。

（出所）日本証券業協会「会員における業務内容の実態調査」『証券業報』2009年12月より作成。

資助言・代理業」のほか「投資運用業」の登録を要することとなった。

そこで表7に戻ると、第一種金融商品取引業の登録業者三〇五社のうち、併せて第二種金融商品取引業の登録を行っている業者が一二一社となっている（以下、同様に投資助言・代理業六二社、投資運用業三〇社）。他方、三〇五社のうち、実際に第一種金融商品取引業を行っている業者は三〇三社、これを主業とするもの二八七社となっている。すなわち、残る一八社はいわゆる証券業を主業とするのではなく、一任運用業務を主業とするもの一二社、ファンド募集等を主業とするもの五社となっている。

ちなみに、証券界への新規参入が始まったのは、九三年の金融制度改革法（子会社形式による相互参入の解禁）からであるが、表8はそれ以降の新規参入・退出状況を見たものである。

これを見ると、新規参入・退出による業界の流動化は、一九九七年五月小川証券の破綻（自主廃業）から本格化していることがわかる。これ以降、昨年一二月までの一二年余で、自主廃業、営業譲渡、合併等により退出した国内証券会社は一九一社、これに対し新規参入は一七二社である。

こうした業界の新陳代謝・流動化が、業界に新しい商品・サービス・ビジネスモデルをもたらす契機にな

表8 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～96年	19	-3	
1997年	4	-2	-1
1998年	16	-7	-9
1999年	21	-10	-7
2000年	24	-10	-2
2001年	15	-7	-3
2002年	11	-9	-9
2003年	7	-4	-7
2004年	7	-5	
2005年	20	-3	-2
2006年	25	-1	-2
2007年	22	-2	-10
2008年	22	-6	-9
2009年（11月まで）	4	-6	-17

（注）1. 93年から96年までの新規参入19社は制度改革法に基づく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。4. 外国証券在日支店の日本法人化等、組織変更に伴う廃業と登録は含めない。

（出所）日本証券業協会『証券業報』『協会通知』より作成。

ったことは言うまでもない。

その最たるものは「ネット証券」である。現在のネット証券大手五社のうち松井証券を除く四社はすべて、IT関連企業をはじめとする外部からの新規参入者である。

ついで大きなインパクトを与えているのが商品先物業者の参入である。日経二二五先物・オプション取引に参入するほか、外為証拠金取引等、証券以外のデリバティブ系商品・サービス導入の先鞭をつけた。

もつとも、現在のFX業者（外為証拠金取引業者）大手五社（外為ドットコム、外為オンライン、マネーパートナーズ、クリック、サイバーエージェント）もネット関連企業の設立によるものが多い。なお、先の協会調査によると登録業者三〇五社のうち、証券オプションの取扱業者一七二社、同様に指数先物一六五社、FX四六社、金利・通貨オプション・スワップ三五社、CDS（クレジットデフォルトスワップ）二三社となっている。また東京金融先物取引所や大証の上場FX取引の取扱業者は第二種金融商品取引業の登録を義務付けられているが、第二種登録一二二社のうち二八社が上場FX取引を扱っている。

このFX取引では、証拠金比率がきわめて低い（したがってレバレッジがきわめて高い）業者がみられることから、金融庁は過当投機抑制の観点から二段階でレバレッジの上限を抑える規制を導入する予定である（八月から五〇倍以下、一一年八月以降二五倍以下）。高レバレッジをセールスポイントにしてきた業者もいることから、この規制はFX業者の淘汰に結び付く可能性がある。

他方、この間、業界に持ちこまれたビジネスとして「ファンドビジネス」がある。第二種登録業者のうち、ファンド持分の募集あるいはその取扱を行っている業者は三〇社、このうち取扱商品別に見ると①「不動産ファンド」一七社、②「買収ファンド」六社、③「ヘッジファンド」四社、④「ベンチャーファンド」四社、⑤「その

ほかのファンド」一五社となっている。またその取扱実績は①〇八年度（四月～〇九年三月）、取扱業者二七社、取扱本数三五八本、②〇九年度上期、一七社、九〇本となっている。

このうち金額的にも大きい不動産ファンドについて言えば、そのビジネスモデルは、①更地の購入→②ビル開発→③不動産私募ファンドの購入（ファンド持分の募集）→④REIT（上場不動産投資信託）への売却（ファンド解散・分配金支払い）、というプロセスを取っている。したがって出口戦略としての上場REITの組成あるいは増資（これによる新規物件の購入）がうまくいかなければこのビジネスモデルは成功しないことがわかる。REITの中にはレバレッジを働かせるために債務（投資法人債）を発行しているところがあるが、税法上、内部留保が出来ないことから、一般企業と比べて借り替えがクリティカルな問題であることも昨年明らかになった。

以上は、業界に持ち込まれたあたらしい商品・サービスについての紹介ならびにそれがビジネスとして定着しているかどうかの検討であるが、もちろん伝統的な証券ビジネスが直面している問題も取り上げる必要がある。それは、後日にまとめてみたい。

注

- (1) 一月二二日に新聞発表されたアメリカの新金融規制案の内容は、商業銀行に対して①ヘッジファンドやプライベートファンドなどの所有・投資を禁止、②自己資金による高リスク投資の制限を課すことに加え、金融機関全般に対し③負債に上限を課して規模拡大を制限する、というものである（『日本経済新聞』一月二二日付）。この案がそのまま通過する可能性は低いとされているが、商業銀行に対する上記一点の規制強化は、オバマ政権の経済顧問であるボルカー

氏（元FRB議長）が主催する賢人会（G30、グループオブサーティ）の報告書「世界金融改革の骨組み（"FINANCIAL REFORM: A Framework for Financial Stability"）」にすでに盛り込まれている。このことは、ボルカー氏の思想なり考え方が今後、一層、力をもつであろう事を予想させて興味深い。なお、同報告書は杉田浩治氏（日本証券経済研究所）による翻訳があるので参照されたい（http://www.jsri.or.jp/web/topics/pdf/0903_01.pdf）。

(2) 二〇〇九年二月末現在、金融商品仲介業者は五六〇（銀行除く）であるが、仲介先としてP W M日本証券九七に次いで日興コーディアル証券九四などとなっている（金融庁「金融商品仲介業者登録一覧」より集計）。

(3) 具体的には、野村——三井・三和・一勧、大和——住友、日興——三菱、山一——富士・三菱という関係である。もつともこの関係は、現在かなり弛緩している。大手証券の間で関係が相対的に最も鮮明といわれる大和証券の場合でも主幹事会社のうちメインバンクが三井住友銀行である企業は約八〇〇社のうち二〇〇社強にすぎない。

(4) 幹事会社関係の形成に付いては、かなり古いが拙著『日本の証券会社経営』東洋経済新報社、一九八〇年を参照されたい。

(5) 例えば、ライバル企業間で主幹事を比較してみると、トヨタ自動車（野村）と日産自動車（日興コーディアル）、日本郵船（三菱UFJ）と商船三井（野村）、三菱商事（三菱UFJ）と三井物産（野村）、東レ（野村）と三菱レイヨン（三菱UFJ）等となっている。

(6) 米国ネット証券のビジネスモデルの変化に付いては、伊豆久「米国のネット証券について」『証研レポート』二〇〇六年六月を参照のこと。

()にかみ きよし・客員研究員