

新時代に期待される証券業の役割



みずほ総合研究所 調査本部 金融調査部

大木 剛

1. はじめに

証券業は、企業や個人が行う様々な経済・投資活動に伴う資金フローにおいて、いわば「血流をアレンジする」大切な役割を果たしており、経済社会と発展を共にする存在である。一方でフロー収益のウェイトが大きく、株式等のマーケットや企業・個人のアクティビティに直接左右されやすい収益構造を持っている。

もっとも証券業が直面する課題は、単なる収益の変動幅への対処ではなく、大きな構造変化への対応にある。構造変化の要素として

は、デジタルイノベーション、高齢社会の進展、金融規制の動向、緩和的な金融環境の継続などが挙げられる。そしてSDGs（持続可能な開発目標）の重要性が一層高まってきている。こうした中で証券業に期待される役割は大きく、また様々な変化も求められている。

本稿では、証券会社の業績動向、足下の構造変化を踏まえつつ、2020年代を見通した「新時代」に期待される証券業の役割について考えてみたい。

2. 業績動向

本節では、証券会社の業績動向について確認したい。

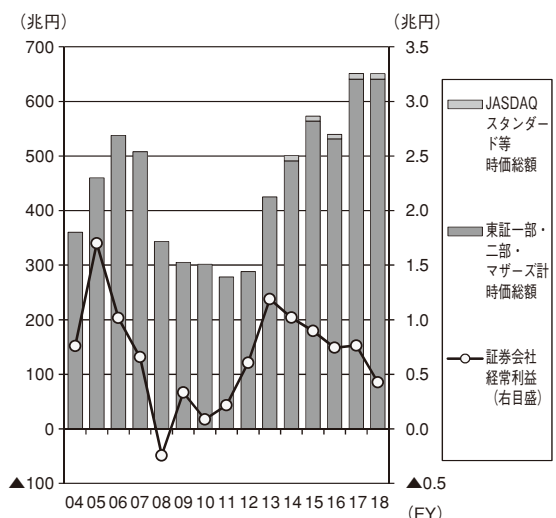
(1) 証券会社の業績推移

まず、証券会社の業績推移を確認したい。2004年度～2018年度の15年間について、証券会社（日本証券業協会会員会社（19／3末：

（目 次）

1. はじめに
2. 業績動向
3. 証券業が向き合う構造変化
4. 新時代に期待される証券業の役割

(図1) 証券会社の業績と株式市場時価総額推移

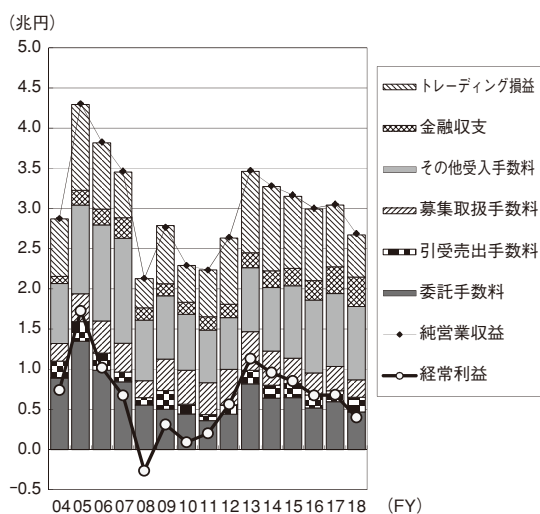


(注) 1. 各年度の時価総額は各月末時点での額の単純平均
2. JASDAQスタンダード等は、JASDAQスタンダード、JASDAQグロース、TOKYO Pro Marketの合計 (2014年度より反映)
(出所) 東京証券取引所、日本証券業協会

259社))の経常利益と東証一部等の株式市場時価総額の年度推移を対比して見ると(図1)、株式市場時価総額はアベノミクスが通年度で寄与した2013年度以降、概して堅調が見られる。2018年度平均の株式市場時価総額は約650兆円で、2013年度平均対比で約1.5倍に増大している。その一方、証券会社の経常利益は、2013年度が約1.2兆円と2005年度以来のピークとなった後は低下傾向にある。特に2018年度は約4,300億円と2013年度の約3分の1に落ち込み、株式市場時価総額のトレンドとの乖離が大きく広がっている。

次に、項目別収益の動向を確認する観点から東京証券取引所における総合取引参加者(19/3末:88社)の決算推移を見ると(図2)、

(図2) 東京証券取引所総合取引参加者の決算推移



(出所) 東京証券取引所

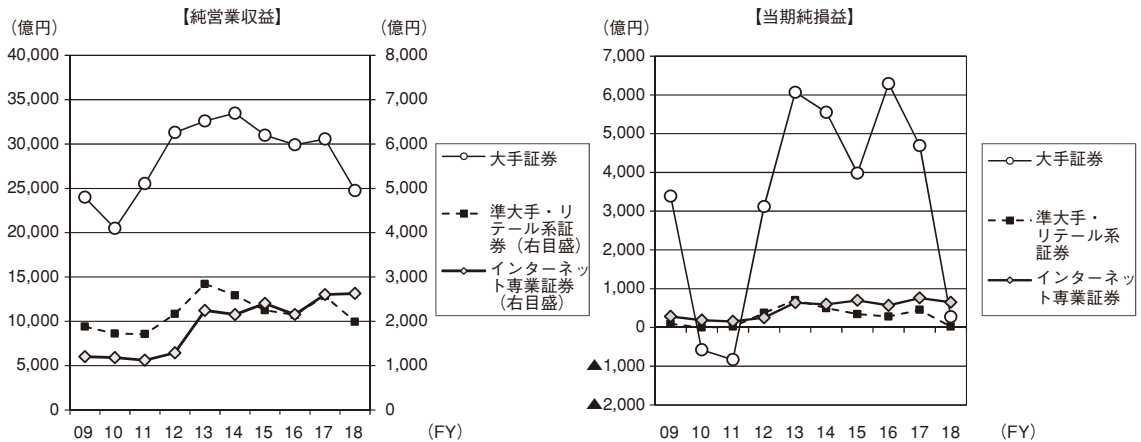
項目別収益ではその他受入手数料(投信預かり資産の代行手数料及びM&Aフィー等)が増加している一方、株式売買委託手数料を中心とする委託手数料、投資信託販売等での募集取扱手数料、トレーディング損益が大きく減少している。

特に個人向けビジネスでは、販売手数料等のフロー収益から投資信託等の預かり資産増大を通じたストック収益を重視する手法へのシフトを推進している中、フロー収益の厳しさが足元の収益を下押ししている。

(2) カテゴリー別の業績推移

次に、事業規模や特性に応じたカテゴリー別(大手証券^(注1)／準大手・リテール系証

(図3) 証券会社の業績推移 (カテゴリー別)



(出所) 各社決算資料

券^(注2)／インターネット専門証券^(注3)の業績推移(図3)を見ると、純営業収益(事業会社の売上高に相当)及び当期純損益で、いずれもインターネット専門証券に力強さが見られる。2009年度→2018年度でのカテゴリー別の増減率を見ると、純営業収益では大手：+3.2%、準大手・リテール系：+5.7%、インターネット専門：+118.2%となっている。また当期純損益は大手：▲91.9%、準大手・リテール系：▲77.3%、インターネット専門：+128.8%となっており、2018年度にはインターネット専門(649億円)が大手(275億円)を追い抜く状況となっている。

(3) 当期黒字先の占める比率

日本証券業協会会員会社において、当期黒字先の占める比率は2018年度で60% (対前期比▲22%Pt) となっている。黒字比率はアベ

ノミクスが開始された2012年度以降、従前の約4割から約8割に改善、その後は6～8割で推移してきたものの、2018年度は特に年度後半の厳しい環境を受けて低下している。再び業績は悪化しており、また次節で触れる構造変化の諸要因を踏まえれば、業績改善に向けた変革の必要性が増している。

3. 証券業が向き合う構造変化

前節では証券会社の業績動向を確認したが、本節では証券業が向き合う構造変化の諸要素について整理したい。

(1) デジタルイノベーション

デジタルイノベーションは、デジタルテクノロジーを活用した新たなサービス提供だけでなく、業務プロセスの改革、ひいてはビジ

ネスモデルそのものの転換という包括的で革新的な取組みを指し、証券分野でも進展を見せている。中でもAIの活用は将来的にも高い可能性が期待されている。これまでもHFT（高頻度取引）などのアルゴリズム、規制対応（RegTech）などで活用が進んでいる。また資産運用ツールのロボアドバイザー、コールセンターにおける顧客照会業務での利用なども行われている。もっとも、AIの進化や活用方法が拡がりを見せた場合の種々の責任を巡る法的枠組み整理などが課題となりうる。

証券取引基盤では分散型台帳技術（DLT^{（注4）}）の研究が進み、個別分野では実際の取引でも活用されている。現時点では中核的な証券取引基盤を包括的に代替することは考えにくいとされるが、各分野の特性に応じた活用が期待されている。一方資金調達では、新たな金融取引手法としてICO^{（注5）}（Initial Coin Offering）、そして証券規制に則ったSTO（Security Token Offering）が注目されてきている。

フィンテック企業^{（注6）}と証券業との関係は、近時では競合・脅威論というよりも、協調関係を通じたwin-winの実現を重視する動きが強まっている。テクノロジーの進展が急激に進んでいる中、オープンイノベーションに基づく協業を通じた革新が期待される環境にある。

（2）高齢社会の進展

世界的に高齢化が進んでいる中、日本における進展の足取りは速く、高齢化比率も上昇の一途を辿っている。また、日本の個人金融資産に占める高齢者の保有割合は年々上昇している。

高齢社会が進展する中、証券業、特に対面チャネルでの顧客層は高齢者の割合が高まっている。高齢者における金融ニーズは各々の置かれた環境に応じて多様化しており、顧客のニーズに合わせた対応が鍵である。また将来的には子世代への資産承継の増加も見込まれ、証券業として高齢者世代の金融資産を子世代にバトンタッチしていく上での役割発揮が一層求められる状況にある。

（3）金融規制・取引電子化

2008年の世界金融危機を受けて国際金融規制改革が進んだ。バーゼルⅢ^{（注7）}による自己資本比率規制の強化やレバレッジ比率規制の導入、グローバルに活動する金融システム上重要な銀行（G-SIBs^{（注8）}）への追加的な規制導入が行われた。さらに過度なリスクテイクを制限するため、主要各国で高リスク業務を禁止・制限（米国：ボルカー・ルール等）が導入された。こうした規制導入を受けて、欧米大手金融機関等の投資銀行部門では高リスク業務やバランスシートを用いた証券ビジネスからの撤退・縮小の動きが生じると共に、規制対応コストも増加している。

またEUでは2018年よりMiFIDII^{（注9）}が

導入されている。①市場構造の枠組み、②市場透明性の向上、③投資家保護等で構成され、最良執行義務や誘因報酬規制（コミッションアンバンドリング）の導入が証券ビジネスに影響を与えている。

さらに、国際金融規制改革の進展と時を合わせて取引電子化が進んだ。取引電子化はテクノロジーの進展と規制対応の両面から進行し、取引の効率化が進む一方で、債券・株式等のセカンダリービジネスの収益性低下をもたらしている。

（4）金融環境

2008年の金融危機後は世界的な金融緩和が進んだ。日米欧の中央銀行では、政策金利の調整だけでなく、国債の大量購入等の量的緩和政策も導入された。米国は2015年末から利上げに転じたものの、日本及びユーロ圏等ではマイナス金利政策が続いている。

強力な金融緩和政策は、景気や株式市場には一定の寄与も考えられる一方、債券市場に大きな影響を与えている。日本では国債10年物金利がマイナス水準^{（注10）}で推移しており、流動性も低下している。マイナス金利政策の長期化は企業の社債調達ニーズに寄与する一方で、機関投資家では国債・社債運用ニーズ縮小、個人では低リスクの債券運用手段の縮小をもたらし、証券業に逆風を与えている。米国では利下げへの転換が想定される中で日本銀行の出口戦略は見通せず、日本のこうした金融環境は中期的な前提とせざるを得ない

状況となっている。

■ 4．新時代に期待される証券業の役割

前節では証券業が向き合う構造変化の諸要素を見てきた。証券業にとっては厳しい要素も多いものの、将来を展望する上では正面から向き合うことが求められる。本節ではこうした諸要素を踏まえつつ、新時代に期待される証券業の役割について展望してみたい。

（1）様々な顧客に寄り添う担い手

リテール分野では、高齢者層・資産形成層など様々な顧客層に寄り添う担い手としての役割を高めていくことが期待される。また「顧客本位の業務運営」の取組みを進めているが、顧客（国民）が求める「顧客本位」の観点から従前の業務運営に改善点がないか、検証・見直しを不断に行うことが求められる。

① 高齢者層との関わり

2019年6月にはG20財務トラックで「高齢化と金融包摂のためのG20福岡ポリシー・プライオリティ」^{（注11）}が策定公表された。これは8つの優先項目を示すもので、政策立案者、金融サービス提供者、消費者等が高齢化・世界的な長寿化に伴う課題を特定し、対応することのサポートを狙いとしている（図4）。高齢者に対する金融サービス提供の主な担い手の一つである証券業は高齢社会の進展に直面しており、本プライオリティ等を踏

(図4) 高齢化と金融包摂のためのG20福岡ポリシー・プライオリティ

- データとエビデンスを活用しよう
- デジタルと金融リテラシーを強化しよう
 - ・金融環境が変化していく中で生きていくための実践的なスキルと知識をあらゆる人々に提供する
- 生涯にわたるファイナンシャルプランニングをサポートしよう
 - ・長期の計画を奨励するための事業や商品を開発する
- カスタマイズしよう ―高齢者の多様なニーズへの対応
 - ・高齢者の多様なニーズに合わせた商品やサービスを開発する
- イノベーションを進めよう ―包摂的なテクノロジーの活用
 - ・金融商品の開発、消費者保護、金融教育の実施にあたり、テクノロジーを最大限活用する
- 高齢者を守ろう ―高齢者への経済的虐待や詐欺への対応
- みんなで連携しよう ―分野横断のアプローチ
 - ・一貫性があり、包括的な金融包摂の実現のためのアプローチを確保するため、様々な分野と協力する
- 特に重要となる対象 ―脆弱性への対応

(出所) GPFI、OECD

まえた対応が期待されている。

② 新たな顧客層の拡大

証券業は、新たな顧客層の拡大が一層重要となってくる。高齢者顧客との関連では、子世代層との資産承継を見据えた接点・取引構築が必要である。また若年層・資産形成層の顧客層自体の拡大が大切である。将来に備えた長期・分散・積立投資は早い年齢から継続的に行うことが有用であり、若年層へのアプローチは一層重要性を増してくる。

③ 対面取引の重要性

新時代では顧客との接点でデジタルでのアプローチが重要性を増すとしても、ライフプランコンサルティングや資産承継等を考える上での対面機能の大切さは引き続き変わらないだろう。もっともこの機能は従来型の自前主義に基づく証券業単独でのアプローチとは

異なった形が求められる。信託・不動産会社等、地域金融機関、税理士・会計士事務所、IFA^(注12)(独立系フィナンシャルアドバイザー)等との連携が有用となりうる。IFAは税理士・会計士事務所等との兼業も多く、地域に根差した複合的な金融サービス提供の担い手として期待され、証券業が協調先として組むメリットもありうるだろう。

(2) 顧客起点へのビジネスモデルシフト

顧客取引の拡大を図る上では顧客との接点強化が大事だが、デジタル化された社会では、その手法で大きな変革が迫られる。それは顧客起点へのビジネスモデルシフトである。

① 金融機関起点(BtoC)から顧客起点(CtoB)へ

金融機関は、従来は金融機関起点のビジネ

モデル（BtoC）が出発点となり、個別サービスの向上が進んでも、「サービスの供給者」を中心とする枠組みを大きく変革することは難しかった面がある。しかしデジタル化された社会では、金融機関起点（BtoC）から顧客起点（CtoB）へのビジネスモデルのシフトが不可欠となっている。証券業のリテール分野でも、まさにこうした変革が求められる。

② 金融・非金融との連携の必要性

顧客の金融に関するニーズやアクセスポイントが一層変化することが想定される中、証券業でも金融・非金融との連携の必要性が増すと考えられる。

海外では、例えばアリババは決済、融資、資産運用といった各種金融サービスをワンストップで提供している。プラットフォームに蓄積した膨大な取引データ等の利活用により、既存の金融機関では事業化が困難だった領域で金融ビジネスを創出し、市場シェアを拡大している。国内でも既に非金融企業（百貨店、携帯会社等）が証券分野に参入する動きが見られる。こうした非金融企業は膨大な顧客基盤を持っており、既存の証券業にとっては新たな顧客層の獲得で競争が高まる可能性がある。

顧客接点では、非金融事業者による膨大な顧客基盤を背景としたアクセスポイントの提供や証券業以外の担い手による革新的で利便性の高い取引ポータルサイトの出現等も考えられる。証券業は、顧客とのアクセスポイン

トで競争優位性が損なわれれば、単純な証券取引執行・仲介や口座管理を担うだけで、顧客との接点を別の担い手に奪われるという「土管化」のリスクを顕現化しかねない。

証券業は、金融業に閉じこもった自前主義では顧客のニーズに対応できなくなる恐れがある。顧客へ付加価値の高い金融サービスを提供していく上では、主体的な形で外部（特に非金融）と有機的に連携することの有効性が一層高まるだろう。

(3) 資本市場の担い手

① 投資銀行分野におけるフォーカス領域の修正

投資銀行分野では、国際金融規制や日本銀行・ECB（欧州中央銀行）によるマイナス金利政策の継続等を受け、高リスク業務やバランスシートを用いたビジネスの見直し、債券ビジネスの縮小、セカンダリービジネスの収益悪化が生じている。国際金融規制の影響は勿論、金融政策の影響も一過性ではなく所与の条件とすべき状況となっており、こうしたパラダイムシフトに対応したフォーカス領域の修正が必要となろう。

② 証券業が果たす本源的な役割

証券業が果たす本源的な役割として、価格発見機能とリスクマネー供給機能が挙げられる^{（注13）}。経済が躍動的な成長を遂げていく上で革新的な企業の育成・成長が欠かせないが、こうした企業に対するリスクマネーの供給機能において、証券業が発揮する役割は一

層高まるだろう。また資産運用ニーズが機関投資家・個人共に高まる中、こうしたアセットオーナーとの共栄が一層重要となる。アセットオーナーへの投資機会提供の手法高度化も望まれよう。

(4) SDGsの担い手

証券業界全体として、証券投資による資産形成の推進及び活力ある金融資本市場の実現を通じた、「持続可能な開発目標（SDGs）」の推進が図られている。

日本証券業協会では2018年3月に「SDGs宣言」を公表、SDGsの達成に貢献するとともに、証券業も自ら持続的な成長をめざし、①貧困、飢餓をなくし地球環境を守る取組み、②働き方改革そして女性活躍支援を図る取組み、③社会的弱者への教育支援に関する取組み、④SDGsの認知度及び理解度の向上に関する取組み、に関して宣言を行い、各分野で取組みを推進している。

(5) 証券業として持続可能なビジネスモデル

証券業が期待される役割を発揮する上で、証券会社における持続可能なビジネスモデルの構築は非常に大切である。リテール分野では顧客の高齢化が進む中、「10年後の顧客層をどう想定するか」は非常に重要である。また、顧客が金融サービスを利用する上での負担費用のシンプル化・低下が進んだ場合の想定収益構造も十分念頭に置く必要があるだろ

う。

また、当面の事業継続に支障はないとしても、単体での役割発揮がどの程度持続的にできるか、より良い役割発揮の方策がないか、冷静な見極めが必要であろう。証券業における他グループのネットワーク化の一翼を担う形態、地域金融機関との連携、あるいは証券業からIFAへの業態転換といった方策もビジネスの持続性を保つ観点からは有効な選択肢となる可能性がある。また別の方策として、非金融との融合の中で証券業として培ってきたノウハウを新たな形で活かすことも考えられよう。

対面系証券のうち、大手証券ではネットチャネル強化の動きが見られる。一方で中小証券ではネットチャネルの拡充には限界もあり、限られた既存の経営資源を活かす手法も有用だろう。人と技術の融合による対面での高い付加価値の提供を強みとする方策である。長寿化が進む中、50～60才代などの顧客層の金融資産を80才代以降につなげる橋渡し役は対面系証券が役割を発揮しうる領域だろう。

(6) 新時代に期待される証券業の役割

証券業は、経営環境が大きく変わる中でも資本市場の健全かつ公正な担い手としての中核的な役割が期待される（図5）。デジタルイノベーションが進展し、多様な金融の担い手が登場する中でも、資本市場に関わるプレイヤーとして中核かつ規範となる役割を引き

(図5) 新時代に期待される証券業の役割

証券業				
様々な顧客に 寄り添う担い手	顧客起点へのビジネス モデルシフト	資本市場の担い手	SDGsの担い手	証券業として 持続可能な ビジネスモデル
・ 高齢者層・資産形成層など様々な顧客に寄り添う担い手 ・ 高齢者層への取組み ・ 新たな顧客層拡大への取組み ・ 対面取引の重要性	・ 金融機関起点(BtoC)から顧客起点(CtoB)への変革 ・ 金融・非金融との連携の必要性	・ 投資銀行分野におけるフォーカス領域の修正 ・ 価格発見機能とリスクマネー供給機能での役割発揮 ・ 機関投資家、個人などアセットオーナーとの共栄	・ 証券業界全体として、証券投資による資産形成の推進及び活力ある金融資本市場の実現を通じた、SDGsの一層の推進	・ 顧客の高齢化が進む中、10年後の顧客層をどう想定するか ・ 単体での役割発揮の持続性、より良い役割発揮の方策がないかの冷静な見極め
新時代に期待される証券業の役割				
・ 資本市場の健全かつ公正な担い手としての中核的な役割発揮 ・ 他の金融や非金融事業者との連携が成長を生み出す鍵になってきている一方、証券業ならではのオリジネーション機能、ダイナミズムを大切にすることも重要 ・ 資本市場の健全な成長 → 持続的な経済社会の発展に貢献 → 証券業の発展という好循環。このプロセスを担う鍵がSDGs				

(出所) みずほ総合研究所

続き発揮していくことが望まれる。

証券業は、他の金融や非金融事業者との連携が成長を生み出す鍵になってきているが、一方で証券業ならではのオリジネーション機能、ダイナミズムを大切にすることが重要であろう。これは企業等の資金調達者と機関投資家・個人の双方にとって有用で、他の金融サービス提供者との差別化を図る上での大切な鍵である。

証券業は資本市場の健全な成長を通じて持続的な経済社会の発展に貢献することで、自らの発展も共に遂げられていくという好循環が期待される。このプロセスを担う鍵となるのがSDGsであり、その取組みが長期に亘って大切となるだろう。

(注1) 野村ホールディングス、大和証券グループ本社、SMBC日興証券(2011年3月まで旧日興コーディアル証券)、IHSMBCFレンド証券(2017年12月まで)、みずほ証券、旧みずほインベスターズ証券(2012年12月まで)、三菱UFJ証券ホールディングス(2010年3月まで旧三菱UFJ証券)の5社(連結決算ベース)

(注2) 岡三証券グループ、東海東京フィナンシャル・ホールディングス、藍澤證券、いちよし証券、東洋証券、丸三証券、水戸証券の7社(連結決算ベース)

(注3) SBI証券、カブドットコム証券、松井証券、マネックスグループ、楽天証券の5社

(注4) Distributed Ledger Technology

(注5) 従来のIPO(Initial Public Offering)とは異なり、事業者やプロジェクトが電子的にトークン(証券)を発行し、公衆から法定通貨や仮想通貨の調達を行う行為を指す

(注6) ITを活用した新たな金融サービスを開発・提供するITベンチャー企業等

-
- (注7) 2013年から段階適用され、2019年に完全実施
(注8) Global Systemically Important Banks
(注9) Markets in Financial Instruments Directive II
(金融商品市場指令)
(注10) 2019年6月14日現在で▲0.135%
(注11) GPMI (金融包摂のためのグローバルパートナーシップ) とOECD (経済協力開発機構) による共同作成
(注12) Independent Financial Adviser
(注13) 「フィンテック時代の証券業」(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」(2018年4月))

