

成長する証券市場と低迷する証券会社

証券会社経営の未来(1)



一橋大学大学院 経営管理研究科 特任教授 **藤田 勉**

1. 海外のビジネスモデル転換の成功例に学ぶ

世界的に、証券市場は大きく成長している。世界の株式市場の時価総額は1.0京円（103兆ドル）と、過去5年間で61%増（昨年末）、同じく、債券市場の時価総額は1.1京兆円（114兆ドル）と32%増である（昨年6月末、出所：

〈目次〉

1. 海外のビジネスモデル転換の成功例に学ぶ
2. 世界の証券会社の歴史
3. 米国の証券会社のビジネスモデルの転換
4. 米国の証券会社の成功例からの教訓
5. 証券会社が変わると資産運用会社も変わる
6. 日本の証券会社経営に対する示唆

国際決済銀行)。株高の恩恵を受けて、米国の個人金融資産（昨年9月末）は、9,900兆円と、過去5年間で36%増加した。世界における中国の株式市場の時価総額構成比は11%であり（日本は7%）、株価上昇率も高い。

証券市場が拡大しているため、米国や中国ではリテール分野に強い証券会社が成長している。世界の証券会社時価総額上位10社中4社が米国企業、6社が中国企業である。つまり、世界では、証券市場の成長と共に、証券会社も成長している。

もちろん、米国でもすべての証券会社が成長しているわけではない。リーマン危機後、金融規制は強化され、機関投資家向け業務を中心に経営の自由度は低下した。さらに、デジタル化によって、リテール向け資産運用サービスに関わる手数料などが大きく低下し、投信や株式などゼロになった手数料も多い。

こうした環境で、時代の変化に対応してビジネスモデルを大きく転換した少数の証券会

(図表1) 日本の証券会社時価総額上位10

(億円)	時価総額	純利益 (2015年度)	純利益 (2020年度予想)	増減額	株価 (過去5年)
1 野村ホールディングス	17,623	1,316	3,200	1,885	-19.7%
2 大和証券グループ本社	7,987	1,168	670	-498	-36.9%
3 SBIホールディングス	5,952	341	700	359	85.2%
4 松井証券	2,100	148	90	-58	-27.4%
5 マネックスグループ	1,000	36	50	14	21.8%
6 GMOフィナンシャルホールディングス	841	65	80	15	-5.8%
7 東海東京フィナンシャル・ホールディングス	795	124	63	-61	-58.8%
8 岡三証券グループ	781	111	27	-84	-46.0%
9 澤田ホールディングス	385	67	54	-13	-18.5%
10 藍澤証券	351	20	47	27	6.6%

(注) 2020年末時点。2020年度純利益は東洋経済予想。

(出所) Astra Manager、東洋経済

社が大きく成長している。それが、フィデリティ・インベストメンツ（非上場）、チャールズ・シュワブ、モルガン・スタンレーの3社である。時価総額最大のモルガン・スタンレーの株価は過去5年間で2.1倍になった。一方で、多数の証券会社は、衰退、あるいは消滅した。

日本の株式市場の時価総額は694兆円と過去5年間で18%増（昨年末）、公社債現存額は974兆円（国内起債分）で14%増になった。日本の個人金融資産は1,901兆円と世界2位であり、過去5年間で10%増加した。

このように、日本でも証券市場は成長しているのだが、証券会社の成長力は高くない。過去5年間、東証株価指数は16.6%上昇しているが、時価総額上位10社中7社は株価が下落している。2020年度までの5年間に、10社中5社が減益になる見込みである。先進国では、上位10社中（米国7社、日本3社）、株

価が下落しているのは日本の2社だけである。

このように、海外では、証券市場の成長と共に証券会社が成長しているが、日本では証券市場は成長しているものの証券会社は必ずしも成長していない。そこで、今回から連載で、リテール戦略を中心に、証券会社の成長力を高めるための経営戦略を検討する。なお、時価総額、株価などは断りのない限り昨年末時点、円ドル相場は1ドル100円換算である。

2. 世界の証券会社の歴史

時価総額1兆円を超える大手独立系証券会社は、中国では8社あるが、先進国では6社（米国5社、日本1社）しかない。欧州では大手独立系証券会社は消滅した。そこで、冒頭に、世界の証券会社の歴史を振り返る。

金融業の発達は、宗教と密接に関係がある。

(図表 2) 先進国の証券時価総額上位10社の純利益

(10億円)	国	時価総額	純利益 (2015年度)	純利益 (2020年度予想)	増減額	株価 (過去5年)
1 モルガン・スタンレー	米国	12,398	613	942	329	115.4%
2 チャールズ・シュワブ	米国	9,953	145	320	176	61.1%
3 ゴールドマン・サックス・グループ	米国	9,458	608	784	176	46.3%
4 インタラクティブ・ブローカーズ・グループ	米国	2,616	5	18	13	39.7%
5 野村ホールディングス	日本	1,762	132	320	188	-19.7%
6 レイモンド・ジェームズ・ファイナンシャル	米国	1,310	50	82	32	65.0%
7 LPLファイナンシャル・ホールディングス	米国	826	17	45	28	144.4%
8 大和証券グループ本社	日本	799	117	67	-50	-36.9%
9 SBIホールディングス	日本	595	34	70	36	85.2%
10 スティーフル・フィナンシャル	米国	520	9	44	35	78.7%

(注) 1ドル100円で換算。2020年度はブルームバーグ予想。レイモンド・ジェームズは、2020年9月期実績。
(出所) ブルームバーグ

ユダヤ教およびキリスト教の正典である旧約聖書の申命記23章19は、利息を取り立てることを禁じている。ただし、同20は、「外国人(異教徒)から利息を取り立ててもいい」ことを明記している。

ローマ教皇の権力が高まった中世に、キリスト教の教義の尊重と、異教徒であるユダヤ教徒の本格的な排斥が始まった。1179年と1215年のラテラノ公会議で、利息付き金貸しが厳禁され、そして、ユダヤ人の職業が厳しく制限された。

ユダヤ教徒も、同教徒に対して利息を取り立てることは禁止されている。しかし、異教徒であるキリスト教徒を相手に貸金業を営むことが可能であったため、ユダヤ教徒が貸金業に従事するようになった。これが今もなお、ユダヤ系金融資本が大きな影響力を持つ理由である。彼らの多くは商人出身で、手形や為替業務など金融業を兼営していたが、やがて

収益性の高い金融業へとシフトしていった(注1)。

近代的な証券取引は、17世紀のオランダで生まれ、18世紀の英国で成長した。世界の株式会社の起源は、1602年のオランダ東インド会社である(注2)。株式取引が行われた世界最古の証券取引所は、アムステルダム証券取引所である(1602年設立)。1606年には、オランダ東インド会社の株式が売買された(注3)。国債の発祥は12世紀のイタリアであるが、国債(公債)取引が本格的に拡大したのは、17世紀のオランダである(注4)。

17世紀の3度に亘る英蘭戦争でオランダを圧倒した英国が、18世紀以降、世界の金融の中心地となった。その後、産業革命、植民地経営による資本の蓄積などによって、ロンドンが世界の金融センターの地位を獲得した。

世界の主要な証券取引所は、18~19世紀に設立された。1773年にロンドン証券取引所、

1792年にニューヨーク証券取引所が発足した。

証券市場が本格的に発展したのは、19世紀後半である。ナポレオンなどの戦乱、ユダヤ人排斥運動の激化（ポグロム）によって、ロスチャイルド、シュローダ、ウォーバーク、クライノート・ベンソンなどドイツ系ユダヤ系金融資本が本格的にロンドンに進出した。これらが英国証券会社の源流となった。

米国では、鉄道王バンダービルド、金融王モルガン、鉄鋼王カーネギー、石油王ロックフェラーなど多くの富豪が登場した。石油開発、鉄道建設などが活発化し、株式、債券による資金調達ニーズが高まった。この時期に、ゴールドマン・サックス、ソロモン・ブラザーズ、リーマン・ブラザーズの創業者もドイツから米国に移住し、投資銀行を設立した。

こうして、英米で世界的な規模の証券会社や投資銀行が誕生した。一方で、大陸欧州は、銀行、証券を兼営するユニバーサルバンクの影響力が強かったため、間接金融主体であった。そのため、現在でも、株式、債券市場の規模は相対的に小さい。

1986年、英国のサッチャー政権は証券市場を自由化するビッグバンを実施した。これにより、英国の大手証券会社は外国企業に買収された。これがウインブルドン現象である。米国では、1999年に銀行と証券の垣根を定めるグラス・スティーガル法が撤廃された。日本でも規制緩和が実施され、銀行による証券

会社の買収が増えた。

米国でも、ドレクセル・バーナム、リーマン・ブラザーズは消滅し、ソロモン・ブラザーズ、メリルリンチ、ペインウェバー、スミス・バーニー、シェアソンは買収された。日本でも、山一証券が消滅し、日興証券、新日本証券、和光証券、国際証券は買収された。

■ 3. 米国の証券会社のビジネスモデルの転換

米国の大手独立系証券会社は、フィデリティ、チャールズ・シュワブ、モルガン・スタンレー、ゴールドマン・サックスの4社である。それを追うのが、機関投資家向け電子取引業者インタラクティブ・ブローカーズ・グループ、総合証券会社レイモンド・ジェームズ・ファイナンシャルである。

2008年リーマン危機では、名門投資銀行リーマン・ブラザーズがデリバティブなどにおいて過度なリスクを取ったため、経営破綻し、これが世界的な金融危機をもたらした。このため、ドッド・フランク法などによって、機関投資家向け証券業務が厳しい規制を受けることとなった。結果として、2010年代は、非リテール部門業務の収益が低迷した。

伝統的な投資銀行であるゴールドマン・サックスは、成長分野であるリテール部門が相対的に小さい。全体の税引前利益は、2014年度の1.2兆円から、2019年度は1.1兆円と14%減少した。

(図表3) 米国と日本のリテール証券会社の預かり資産

(兆円)	特徴	2015年末	2020年9月末	増減額	増加率
フィデリティ・インベストメンツ	独立系、総合	510	880	370	72.5%
チャールズ・シュワブ	独立系、総合	251	640	389	154.6%
モルガン・スタンレー	商業銀行	199	363	165	83.1%
バンク・オブ・アメリカ	商業銀行	246	307	61	24.7%
ウェルズ・ファーゴ	商業銀行	139	163	24	17.2%
UBS WMアメリカ事業	スイス系銀行	109	144	35	32.2%
野村ホールディングス	総合	109	119	10	9.6%
レイモンド・ジェームズ・ファイナンシャル	独立系、総合	50	99	49	98.7%
大和証券グループ本社	総合	55	67	13	22.9%

(注) 1ドル100円で換算。チャールズ・シュワブ、レイモンド・ジェームズ、野村HDは2020年11月末時点。モルガン・スタンレーはEトレードの2020年6月末時点の数字と合算。

(出所) 各社資料

商業銀行を兼営するJPモルガンの投資銀行部門は、好調であった。投資銀行部門の税引前利益は、2014年度の1.1兆円から、2019年度は2.2兆円と92%増加した。世界の大手金融機関の中で純利益（3.6兆円、2019年度）が最大であり、信用格付けが高い。さらに、企業買収などにおいて、商業銀行部門とのシナジーがある。

次回以降で詳述するが、米国の証券会社のビジネスモデルを大きく変えたのが、個人の金融資産を一任運用するマネージド・アカウント（MA）と、運用をアドバイスする登録投資顧問業者（RIA）である。MAは、残高試算に対して年1%前後の運用報酬を得る場合が多い。

従来、証券会社の収入は売買手数料に依存していたが、それでは顧客と営業員の利益は必ずしも一致しない。以前は、顧客の利益よりも短期的な自身の利益を優先することがあ

ったため、証券外務員に対してフィデューシヤリー・デューティ（受託者責任）を課すことが検討されてきた（注5）。

証券外務員がRIAを兼ねることにより、顧客資産の一任運用を行うことが増えている（注6）。現在、証券外務員の過半数が投資顧問業も登録している。残高比例の収入の場合、顧客の運用資産が増加すれば、証券外務員の収入は自動的に増加する。こうして、証券会社と顧客の利益を一致させるビジネスモデルができた。

2010年代に、フィデリティ、チャールズ・シュワブといった新興勢力が急速に台頭した。両社はMAとRIAのプラットフォーム事業を作り上げ、安定収益源としつつある。名門企業の中では、モルガン・スタンレーが大型買収を繰り返してビジネスモデル転換に成功した。

一方、メリルリンチ（現バンク・オブ・ア

メリカ)、スミス・バーニー(現モルガン・スタンレー)、ペイン・ウェバー(現UBS)など伝統的な大手リテール証券会社は、預かり資産の増加率が低い。2014年度からの5年間でチャールズ・シュワブの税引前利益は2.3倍に増加した(2,125億円→4,848億円)。一方、バンク・オブ・アメリカの個人資産運用部門の税引前利益は同期間に37%増加にとどまっている(4,107億円→5,632億円)。

■ 4. 米国の証券会社の成功例からの教訓

2010年代に、以下の3社が対面とオンライン両方のサービスを提供し、ビジネスモデルを進化させ、リテール市場の高成長の恩恵を受けることができた。

フィデリティ

かつて世界最大の資産運用会社であったが、投信の直販を軸に、証券業務に進出した。現在では、世界最大の個人向け総合資産運用サービス会社に変身した。2019年度の営業利益は6,900億円と、チャールズ・シュワブの4,848億円(税引前利益)、モルガン・スタンレーの個人営業部門の4,832億円(同)を上回る。

同社が重視するのは、管理資産(assets under administration、AUA)である。AUAは880兆円、運用資産(AUM)は340兆円である(2020年9月末)。401(k)プランの運営管理、RIA用のプラットフォームなど

資産管理サービスを提供する。証券口座数は3,250万口座と、チャールズ・シュワブ(2,920万口座、統合後、昨年11月末)を上回る。

2018年に、経費率ゼロのインデックス・ファンドの販売を開始し、既存のインデックス・ファンドについても、平均35%の手数料引き下げを実施した。直販の投信販売手数料はゼロである。

個人向け総合資産運用サービスにおけるプラットフォームとして高い市場シェアを持ち、薄利多売で収益を上げる戦略である。非上場であり、ジョンソン一族が経営するオーナー会社であるため、大胆な経営改革を実現することができたものと考えられる。

チャールズ・シュワブ

創業時は、ディスカウントブローカーであったが、現在、世界2位の預かり資産を持つ総合リテール証券会社になった。2020年に、オンライン専業最大手のTDアメリトレードを買収した。

2019年度は、純収入の61%が金利収入、30%が資産運用・管理手数料である。売買手数料は5%に過ぎないこともあり、2019年に、最初に株式手数料無料化に踏み切った。金利収入の多くは、顧客の待機資金の運用益であるため、金利低下がリスク要因である。低金利が長期化する中で、資産管理サービス強化が大きな課題である。

モルガン・スタンレー

世界の証券会社の中で、時価総額、純利益とも首位である。2010年にCEOに就任した

(図表4) 米国公募型投信、ETF資産上位10

上位10	種類	経費率 (%)	クラス別純資産額 (兆円)
1 バンガード500インデックス・ファンド (Adm)	投信	0.04	34.7
2 SPDR S&P500 ETF	ETF	0.09	33.2
3 フィデリティ500インデックス・ファンド	投信	0.02	28.7
4 バンガード・トータル・ストック・マーケット・インデックス・ファンド (Adm)	投信	0.04	26.5
5 iSharesコアS&P 500	ETF	0.03	23.9
6 バンガード・トータル・ストック・マーケット・インデックス・ファンド (Institu Plus)	投信	0.02	22.6
7 バンガード・トータル・ストック・マーケットETF	ETF	0.03	20.2
8 バンガード・トータル・ストック・マーケット・インデックス・ファンド (Institu)	投信	0.04	18.1
9 バンガードS&P500ETF	ETF	0.03	17.8
10 バンガード・トータル・インターナショナル・インデックス・ファンド (Inv)	投信	0.17	17.4

(注) MMF除く。投信の純資産額は、シェアクラス別。1ドル100円で換算。2020年末時点。インデックス・ファンド太字。

(出所) ブルームバーグ

ジェームス・ゴーマン氏は、スミス・バーニー、Eトレードの買収などによってリテール部門を強化し、名門投資銀行を総合証券会社に転換した。顧客資産の半分がファイ型(MA)の資産であり、手数料依存から脱却しつつある。

5. 証券会社が変わると資産運用会社も変わる

米国では、「顧客と共に栄える」という証券会社の営業方針が、資産運用会社の経営も大きく変えている。米国の投信資産額上位10本は、すべて経費率の低いインデックス・ファンドと上場投資信託(ETF)である。インデックス・ファンドのほとんどは販売手数料が無料であり、また、ETFの売買も手数料がゼロであることが多い。

MAを運用するRIAとしては、できるだけコストの低い投資商品を顧客のポートフォリオに組み込むことが、顧客と自身の利益に直結する。結果として、ETFに強いブラックロックと、インデックス・ファンドに強いバンガードの資産額が大きく増加している。

米国の公募投信資産純資産額は1,893兆円である(MMF除く、昨年11月末)。2010年末が914兆円であったので、約10年間で2.1倍になった。日本の公募投信純資産額合計(ETF除く)は82兆円(昨年11月末)と小さく、同期間で35%増えたに過ぎない。米国最大の公募投信は約35兆円(クラス別純資産)であるが、日本のそれは1兆円弱と小さい。

また、米国ではETFが急成長している。ETF純資産額は520兆円である。日本の内国ETFの純資産額合計53兆円だが、日銀保有分35兆円(昨年11月)を除くと、残高は18兆

円（米国の3%）に過ぎない。

日本では、公募型投信の純資産上位は、信託報酬率の高いテーマ型投信が多い。大規模なテーマ型投信が存在するのは、日本独自の現象である。そして、これらの多くの販売手数料は3%以上であり、信託報酬は年1.5~2.0%のものが多い。

一般的な大型公募投信を10年間保有した場合、投資家のコスト（経費率+販売手数料）は、米国は0.5%以下だが（ETFも同様）、日本は20%前後になる。コストが高い分、投資家の投資収益率が毀損する。

金融庁は、投信の販売姿勢を問題視してきた（注7）。毎月分配型投信、テーマ型投資、外貨建保険などの商品を販売し、過度に販売手数料を稼いでいるとの指摘がある。系列会社の商品販売が行われ、グループ収益の確保が顧客利益よりも優先される傾向にあった。日本でも、MAやRIAが定着すれば、米国同様、インデックス・ファンドやETFなど、低コスト投資商品が主流になっていくことが期待される。

■ 6. 日本の証券会社経営に対する示唆

米国のリテール証券会社のビジネスモデル転換は、日本企業にとっても大きなヒントを与えてくれる。米国で成長している証券会社は、以下の二つの共通項を持つ。

第一に、顧客と共に栄えるビジネスモデル

構築に成功した。手数料などの経費を引き下げた結果、証券会社のマージンは低下したが、パイが増えることによって、収入が増えた。この戦略の有効性は、日本でも、株式の売買手数料率を大きく引き下げたオンライン証券が、利益を成長させていることで証明済みである。ただし、値下げ重視の戦略は、業界の寡占化を生み、経営力が優れる一部の勝ち組企業しか生き残れない。

第二に、オンラインと対面のサービスの融合に成功した。上述の大手3社は、対面サービスと共に、高品質で低価格のオンラインサービスを提供している。このため、米国では大手オンライン専門証券が存続する余地がない。イー・トレード、TDアメリトレードが買収されたため、オンライン専門証券が消滅した。

日本では、大手証券会社がオンラインサービスを提供しているが、手数料が高いなど、競争力は必ずしも高くない。このため、大手オンライン専門証券が5社も存在しているが、これは世界でも例がない。

日本でも、同様に、①手数料依存型から残高収入依存型に転換する、②オンラインと対面のサービスを融合する、ことが有効であると考えられる。日本の大手オンライン専門証券はオンラインと対面の融合を目指すものが出てきた。SBI証券は、傘下のSBIマネープラザ、また、楽天証券も独立系フィナンシャルアドバイザー（IFA）を通じて、対面ビジネスを強化している。

日本の大手証券会社にとって、大いに参考になるのは、モルガン・スタンレーを名門投資銀行からオンラインを含む総合証券会社に転換させたゴーマンCEOのリーダーシップである。大規模な組織がビジネスモデルを抜本的に転換することは容易でない。しかし、日本の証券会社は有能な経営者が多いだけに、強力なリーダーシップを発揮して、ビジネスモデルを再構築することが期待される。

(注1) 山本利久「マーチャント・バンク」(新潟産業大学経済学部紀要 第29号、2005年) 89～110頁。

(注2) Ron Harris, “The Formation of the East India Company as a Cooperation-Enhancing Institution”, December 2005

(注3) 日本証券経済研究所編『図説ヨーロッパの証券市場2009年版』158頁参照。

(注4) 北村行伸「国債管理の歴史と教訓」(日本経済新聞「やさしい経済学」、2010年10月4日)

(注5) 米澤康博「GPIFの運用、およびガバナンス改革」(証券レビュー 第55巻第5号、2015年) 1～48頁。

(注6) 浅倉真理、鶴ゆかり「米国における最善の利益規制とフィデューシャリー・デューティーに関する議論」(月刊資本市場No. 411、2019年) 40～50頁。

(注7) 金融庁「平成27事務年度 金融レポート」(2016年9月) 62～70頁参照。

