

証券市場の活性化と証券業界の変貌 (日本の経験と示唆)

NOMURA



野村資本市場研究所
研究部長 主任研究員
関 雄太

2013年5月25日

STRICTLY PRIVATE AND CONFIDENTIAL
株式会社野村資本市場研究所

証券市場活性化の意義

- バブルの反省：（1）低金利・マネーサプライ増を背景とした不動産への過剰融資、（2）バブル崩壊過程における調整の遅れ（不動産の売買取引収縮、銀行も投資家も不動産価格が不明な状況に） → 資本市場を活用した資産の流動化、市場メカニズムは不良債権処理に活用できる
- リスクマネーの供給：低成長化 → 新興・成長企業への資本供給、企業再生にもリスクマネーが必要
- 金融資産の活用：経済成熟化・高齢化で年金財政は逼迫、一方で金融資産蓄積が進む → 運用ニーズが高まる

証券市場活性化への取り組み

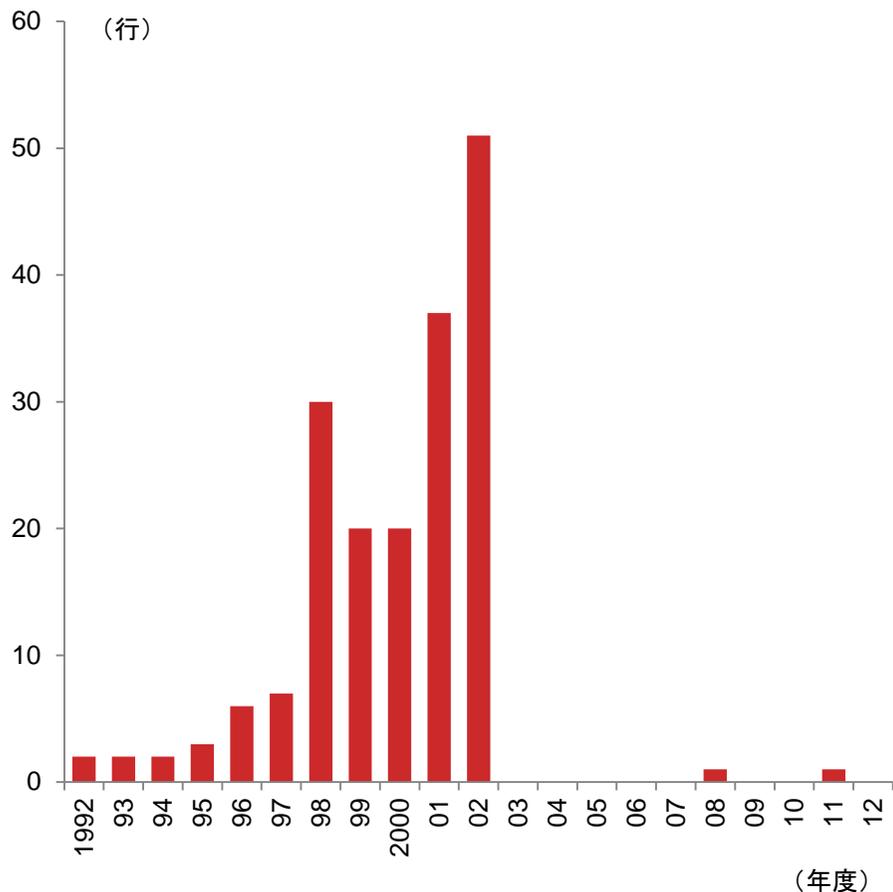
- 政策の方向性は「貯蓄から投資へ」：具体的には「ビッグバン」「金融商品取引法」などを推進
- 競争の活発化、投資商品の多様化、不動産を含む資産取引の透明性向上などでは大きな成果
- 不良債権問題の長期化、株式市場の長期低迷、投資家育成の遅れなどあって、マネーフローの構造改革は未だ道半ば

投資家行動の変化と証券業界の変貌

- 低金利・低成長経済下で各主体の金融行動は大きく変貌
- 高齢化により投資サービス業へのニーズは高まる
- 規制改革、投資商品の多様化、オープン・アーキテクチャー化によって、投資サービスにおける業態の壁は無意味化し、競争は激化する
- 対法人顧客、対リテール顧客ともに、投資サービス業の競争力の源泉は『顧客ニーズへの対応力』へシフトする

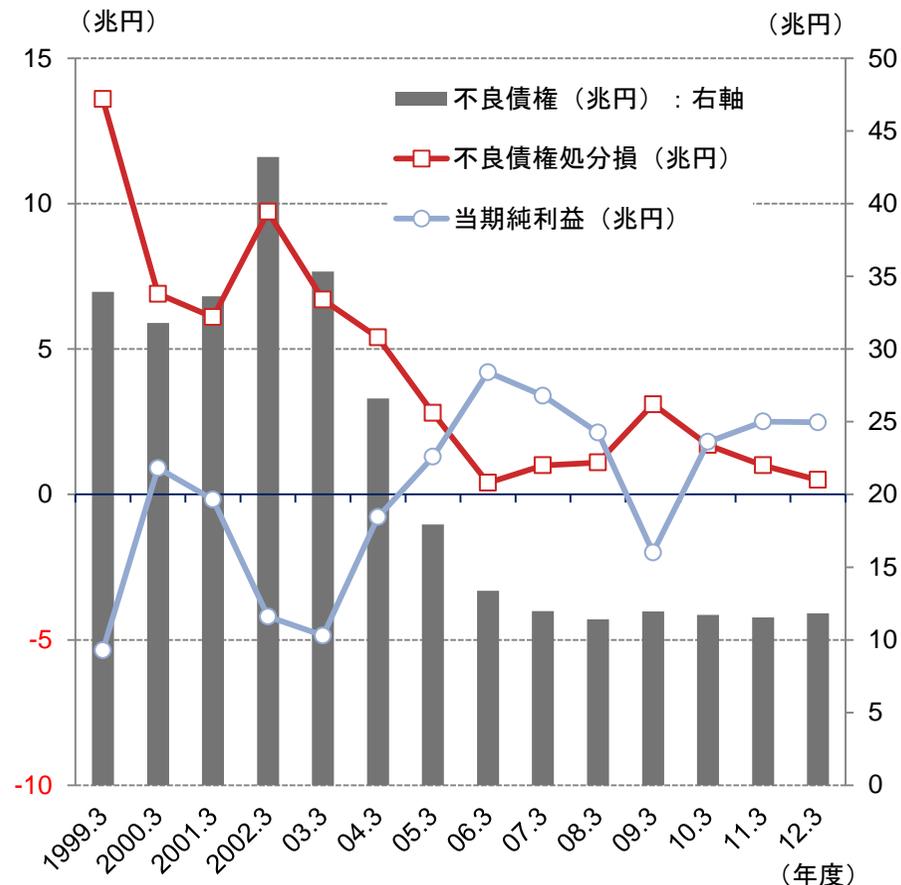
- 1997-98年前後に、連続的な金融機関破たんが発生し、危機的状況に
- 1998年度以降の6年間は銀行セクターが不良債権処理に追われて利益出せず。成長資金の供給が停滞

日本：破たん金融機関数の推移



(出所) 預金保険機構資料より野村資本市場研究所作成

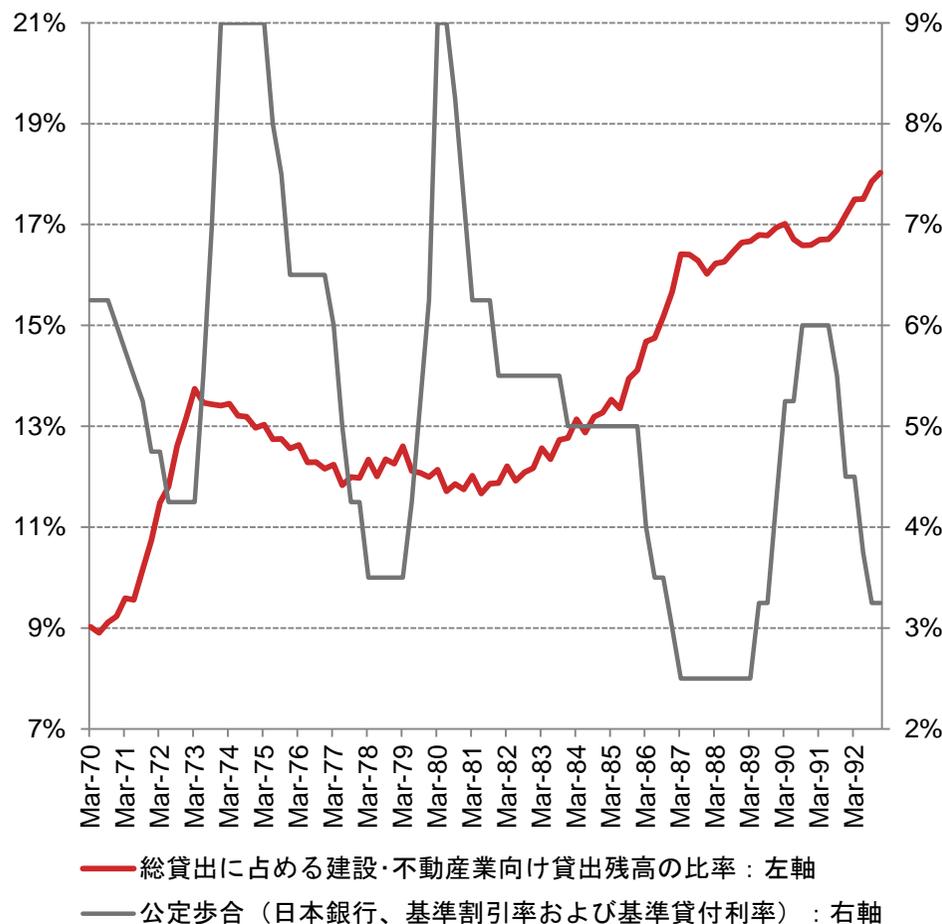
銀行不良債権と処分損：全国銀行ベース



(出所) 金融庁資料を基に野村資本市場研究所作成

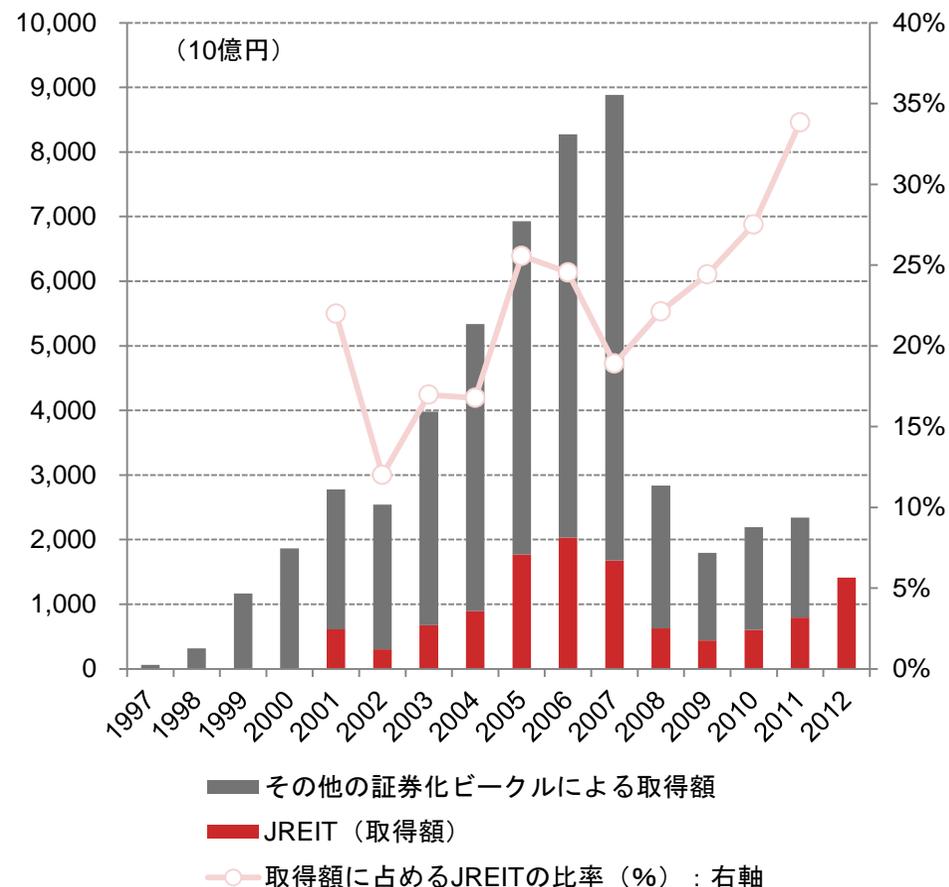
- 円高対応・景気刺激のための金融緩和が建設不動産業への融資拡大を招く
- 1997年のSPC法、2001年のJREIT市場創設により不動産取引は活性化

1980年代の銀行の建設・不動産業への貸出



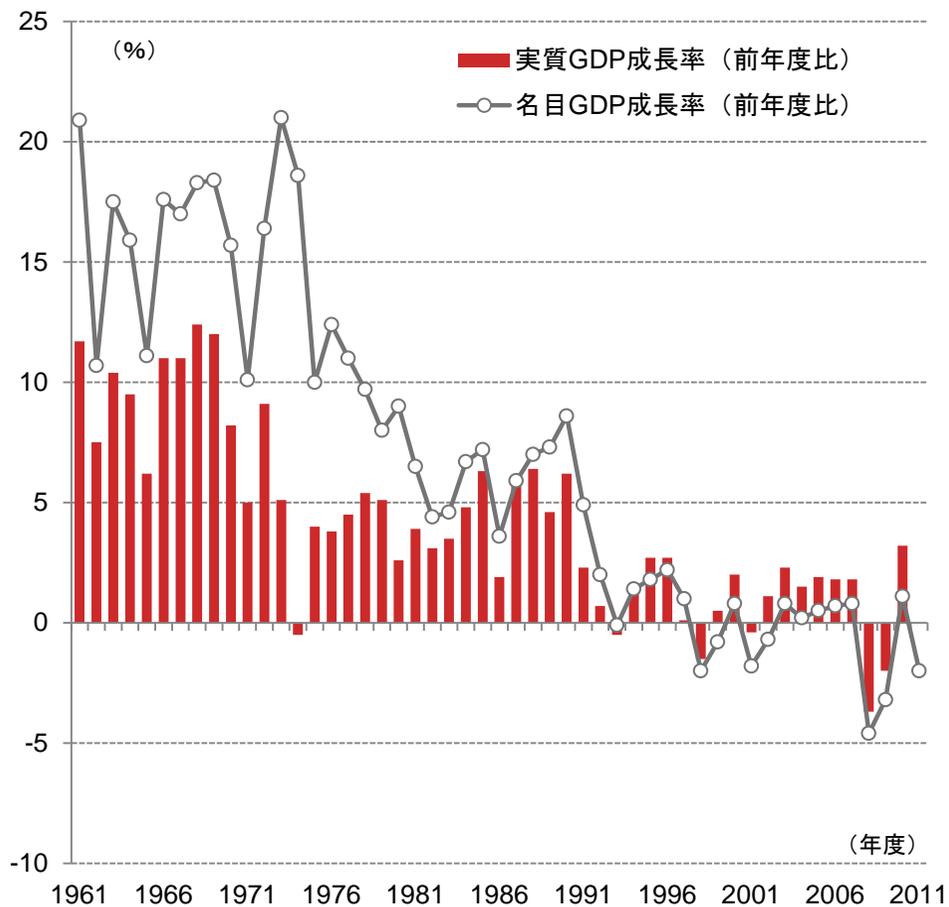
(出所) 日本銀行資料より野村資本市場研究所作成

1997年度以降の不動産証券化の実績



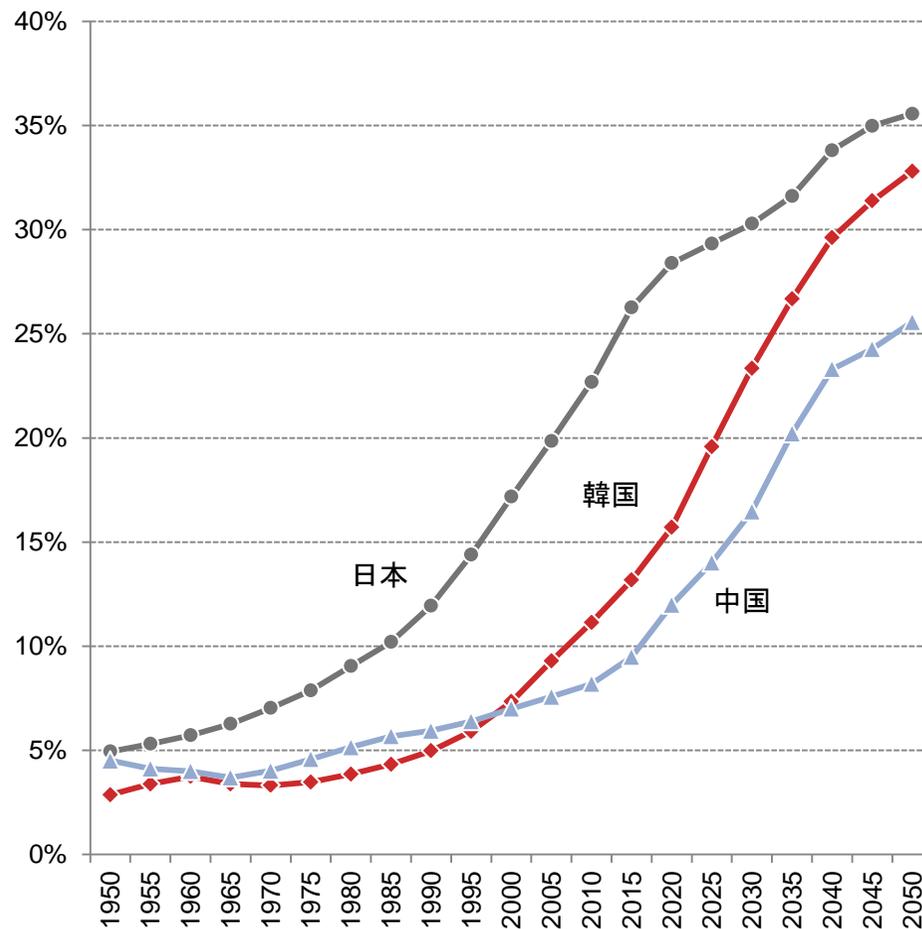
(注) 2012年度データはJリート新規取得額のみ（都市未来総研資料より）
(出所) 国土交通省、都市未来総研資料を基に野村資本市場研究所作成

日本：経済成長率の推移



(出所) 内閣府資料より野村資本市場研究所作成

65歳以上人口比率の推移と予測：日中韓比較



(出所) 国連「World Population Prospect」を基に野村資本市場研究所作成

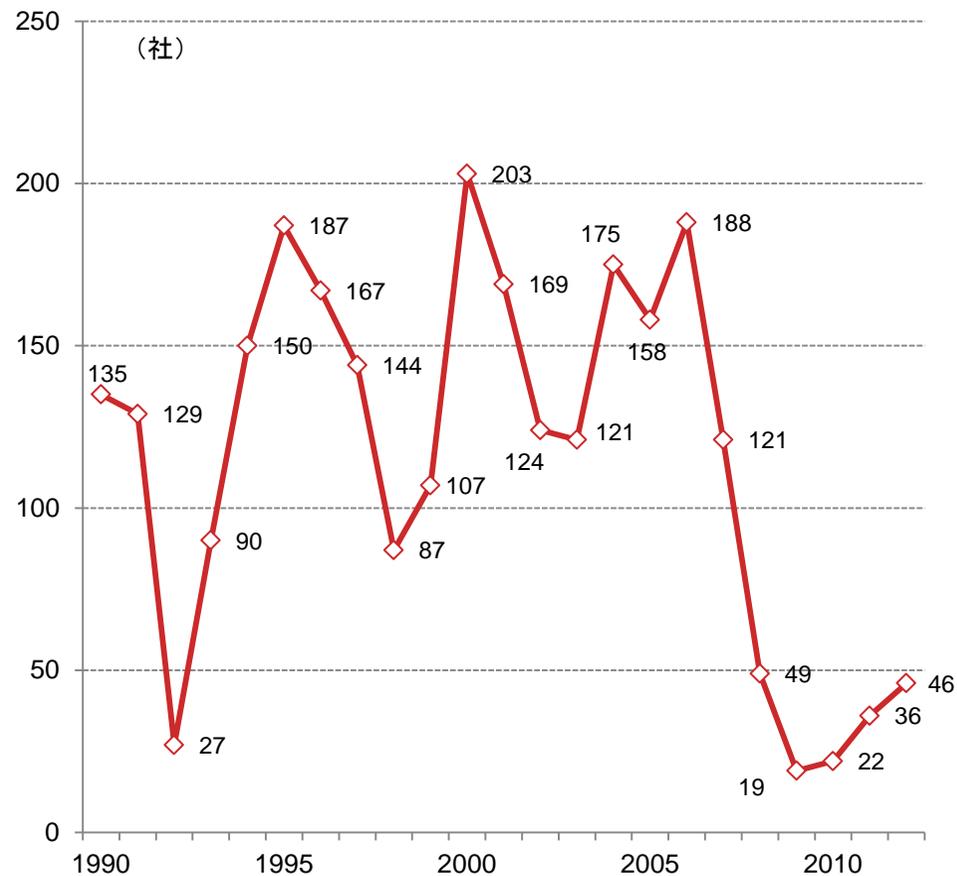
1990年以降長期低迷する日本の株式市場

日本の長期金利・株価の動向（1986年7月～2013年4月：各月末値）



(出所) Bloombergより野村資本市場研究所作成

日本の株式市場:新規株式公開(IPO)社数(年次)



(注) Tokyo PRO Marketを除く全取引所。

(出所) Deloitte Touche Tomatsu、東京IPO資料より野村資本市場研究所作成

- 「金融ビッグバン」「貯蓄から投資へ」をスローガンに、マネーフロー構造改革を目指して多様な制度改革を推進
- 不良債権問題の長期化、グローバル金融危機とその後の規制改革の動きに影響を受ける

日本の証券市場改革: 制度面での主な出来事

1996.11	橋本龍太郎首相「日本版ビッグバン構想」発表
1997.10	証券総合口座の導入
1998.6	ビッグバンを実施する金融システム改革法の成立(大部分は1998年12月に施行)
1998.12	投資信託の銀行・保険窓口販売開始
1999.10	株式売買手数料の完全自由化
2001.6	小泉純一郎内閣「骨太の方針」で「貯蓄から投資へ」が打ち出される
2001.6	商法改正により単元株制度が創設
2001.7	ETF上場 (2001年9月: 東証で不動産投資信託(REIT)取引開始)
2001.10	確定拠出年金法施行、日本版401(k)プランがスタート
2004.12	証券仲介業を金融機関に解禁
2005.6	会社法施行(機関設計の柔軟化、種類株式の拡充など)
2005.10	郵便局における投信販売が開始
2007.9	金融商品取引法の全面施行
2007.12	金融庁「金融・資本市場競争力強化プラン」
2009.1	株券電子化実施
2013.1	東証と大証が経営統合、日本証券取引所グループが発足
2013.4	金融商品取引法、投資信託法、預金保険法など金融関連法の改正案を閣議決定

- 1996年に、日本の金融市場を2001年までにニューヨーク、ロンドン並みの国際金融市場として再生させ、東京市場の活性化を図る金融システム改革、いわゆる日本版ビッグバン構想が公表される
- 日本版ビッグバンでは、①Free(市場原理が働く自由な市場)、②Fair(透明で信頼できる市場に)、③Global(国際的で時代を先取りする市場に)の改革3原則を提示
- 2000年代後半に、金融市場の国際競争力強化を巡る論議は再び活発化

日本版ビッグバンにおける主な取り組み

Free：参入・商品・価格等の自由化

- 業態別子会社の業務範囲の見直し
 - (1) 銀行等の証券子会社、信託子会社に係る業務制限の撤廃
 - (2) 保険業務と銀行業務その他の金融業務との相互参入の実現
- 外国為替及び外国貿易管理法の改正
- 投資信託の整備
 - (1) 証券総合口座の解禁
 - (2) 会社型投信の導入
 - (3) 私募投信の導入
 - (4) 銀行の店舗貸しによる投信の販売
 - (5) 銀行の本体による投信の販売

- 普通銀行による普通社債の発行
- 銀行による保険商品の販売
- 株式売買委託手数料の自由化
- 有価証券店頭デリバティブの全面解禁
- ノンバンクの資金調達多様化
- 金融持株会社制度の解禁

Fair：ルールの明確化・透明化

- 銀行に対する早期是正措置の導入
- 金融サービス法
- ディスクロージャーの充実

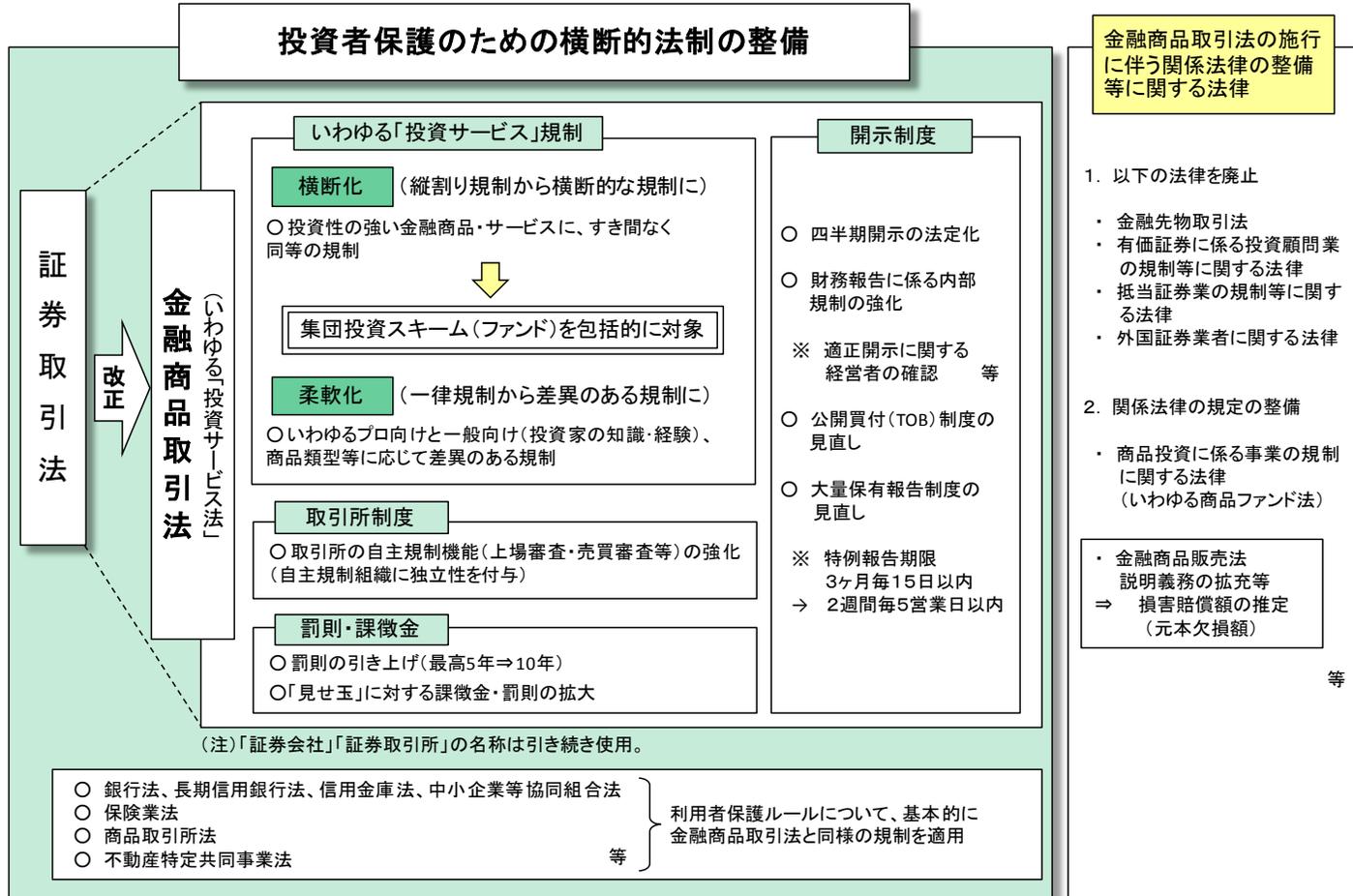
Global：グローバル化に対応した法制度、会計制度・監督体制の整備

- 証券税制の見直し
- 会計制度の整備
- 新たな金融行政への移行

(出所) 大蔵省資料より野村資本市場研究所作成

■ 投資商品の複雑化、金融チャネルの多様化を踏まえ、投資家保護、開示制度などを一新

金融商品取引法:投資家保護のための横断的法制の整備



- 個人の株式投資を促進するため、証券会社が損益を把握して税額の源泉徴収を行う「特定口座」制度や上場株式等の配当・譲渡益に係る税の軽減措置等が採られた。
- 日本版ISA(投資信託等の少額投資非課税制度、英国のIndividual Savings Accountがモデル)は、個人の株式市場への参加を促進する観点から、2014年の上場株式等の税率の20%本則税率化にあわせて導入される。

証券税制の変遷

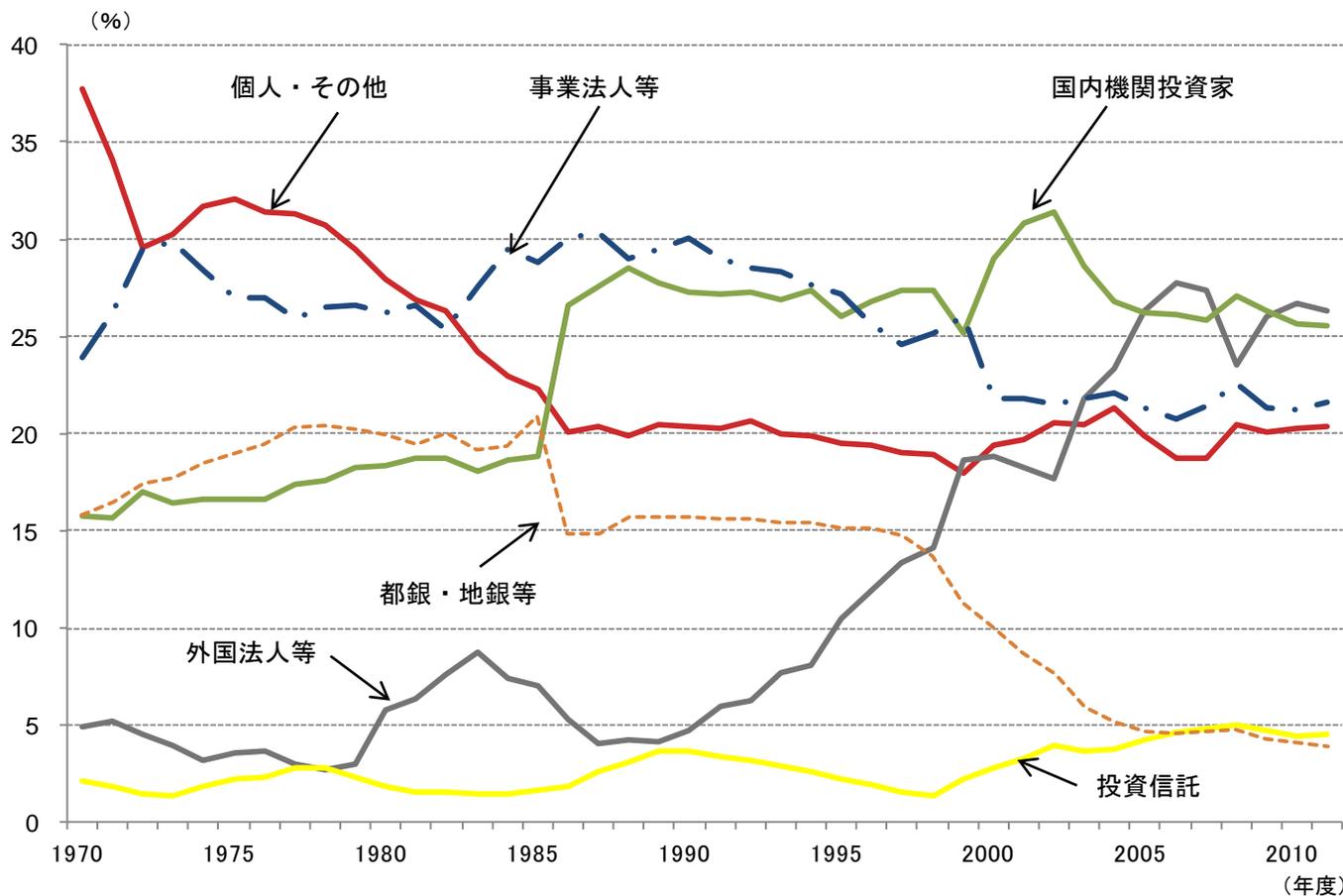
1999年	有価証券取引税の廃止
2002年	特定口座制度の創設(2003年1月実施)
2003年	上場株式等の配当・譲渡益に係る税率を5年間軽減(20%→10%)
2007年	上場株式等の配当・譲渡益に係る税率の適用期間を1年間延長
2008年	上場株式等の譲渡損失と配当との間の損益通算の仕組みを導入(2009年より)
2009年	上場株式等の配当・譲渡益に係る優遇税率の適用期間を3年間延長
2011年	上場株式等の配当・譲渡益に係る優遇税率の適用期間を2年間延長
2013年	日本版ISAの導入(2014年より)

導入予定の日本版ISA(愛称NISA)の内容

非課税対象	上場株式等の配当、譲渡益
非課税投資額	毎年、新規投資額で100万円を上限とする
非課税投資総額	500万円(年間100万円上限×5年)
非課税口座開設可能期間	2014~23年の10年間
非課税期間	投資を始めた年を含む最長5年間
途中売却	自由。ただし、売却した場合、その年の非課税枠の再利用は不可
非課税口座開設数	1人1口座
口座開設が可能な者	その年の1月1日時点で満20歳以上の日本居住者等

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

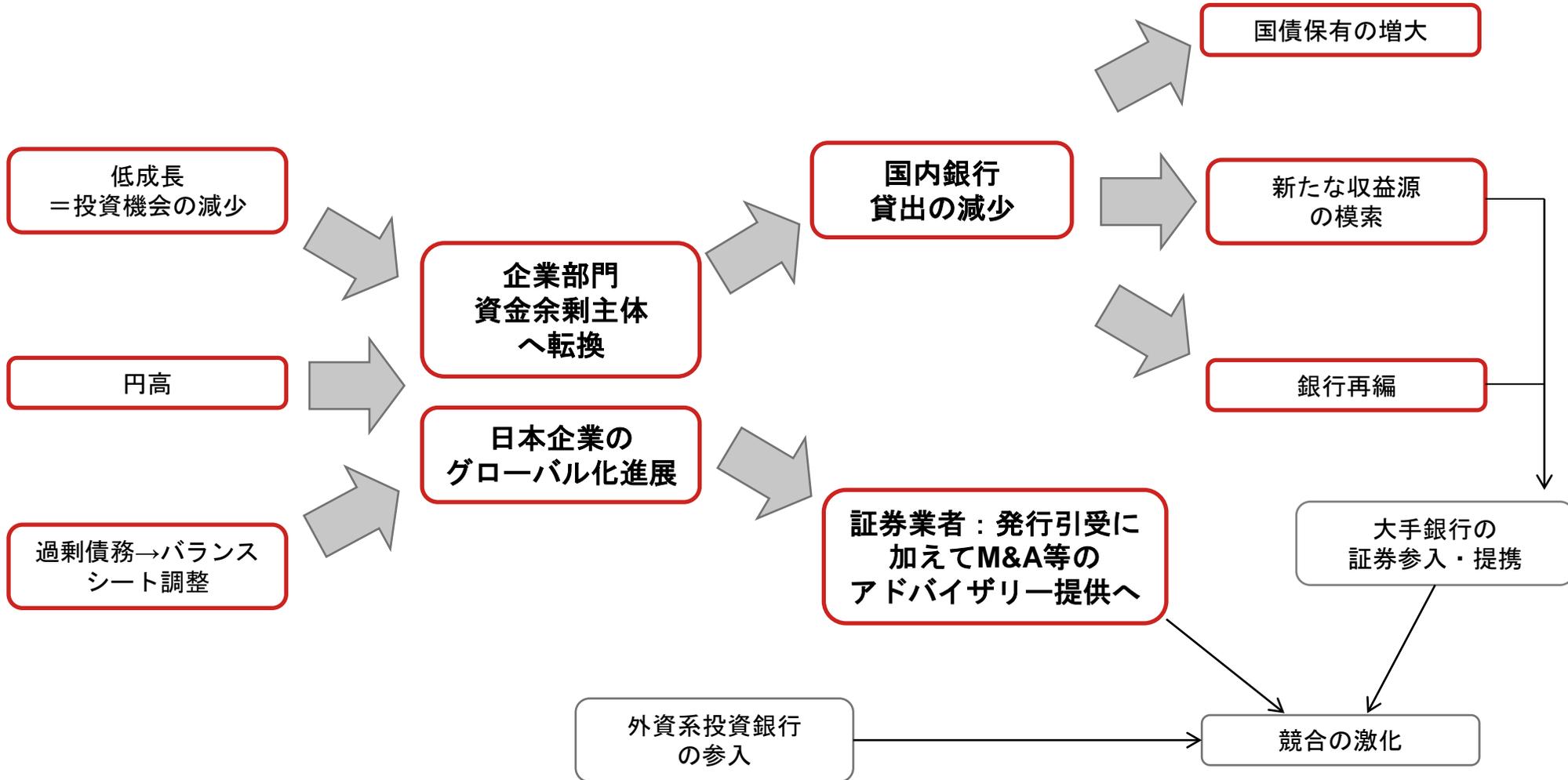
■ 海外投資家を呼び込むことにはある程度成功したが、国内マネーフロー改革は未だ道半ばともいえる
 投資部門別株式保有比率の推移(1975年度から2011年度まで)



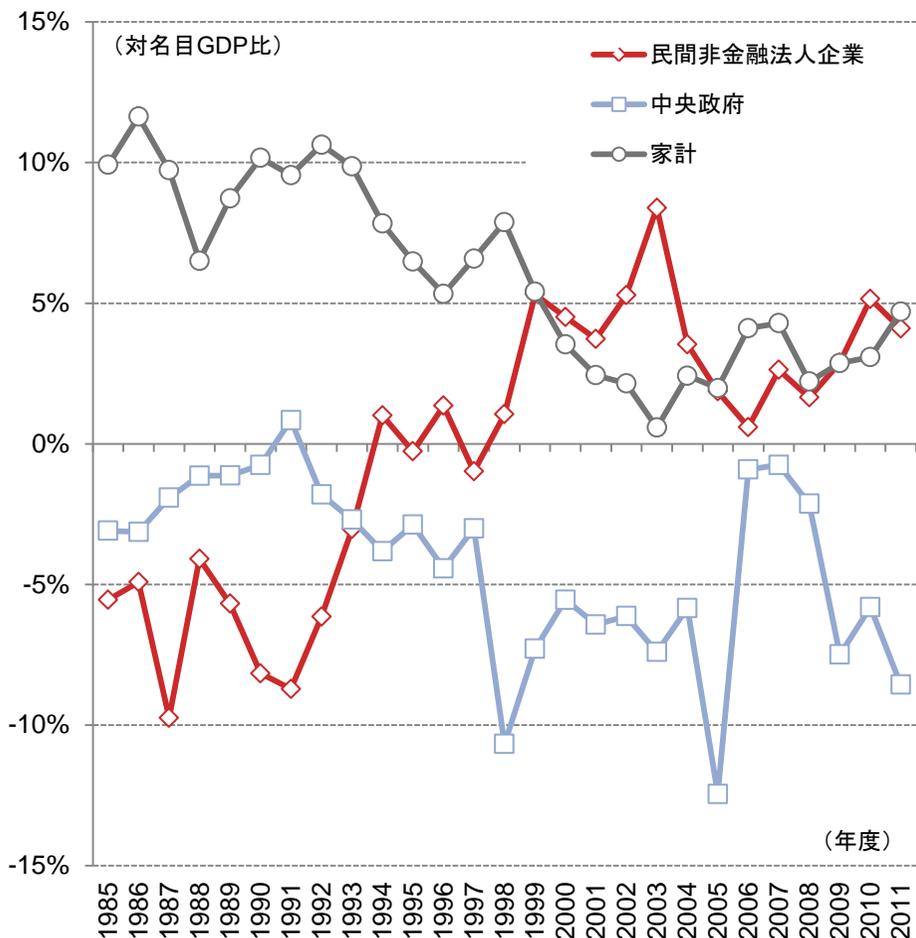
(注) 1. 「国内機関投資家」は信託銀行、生・損保、その他金融機関。1985年度以前の信託銀行は、都銀・地銀等に含まれる。

2. 2004年度から2009年度までは、ジャスダック証券取引所上場会社分を含む。

(出所) 株式分布調査(全国証券取引所)より野村資本市場研究所作成

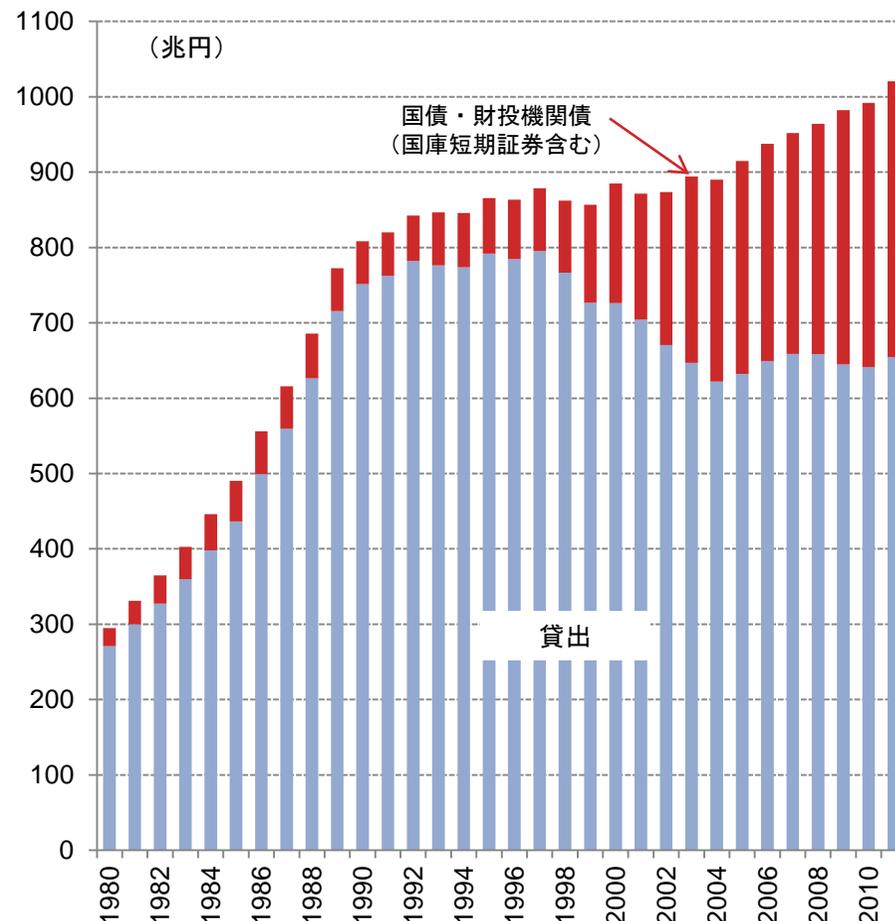


日本：部門別資金過不足(フロー、対名目GDP比)の推移



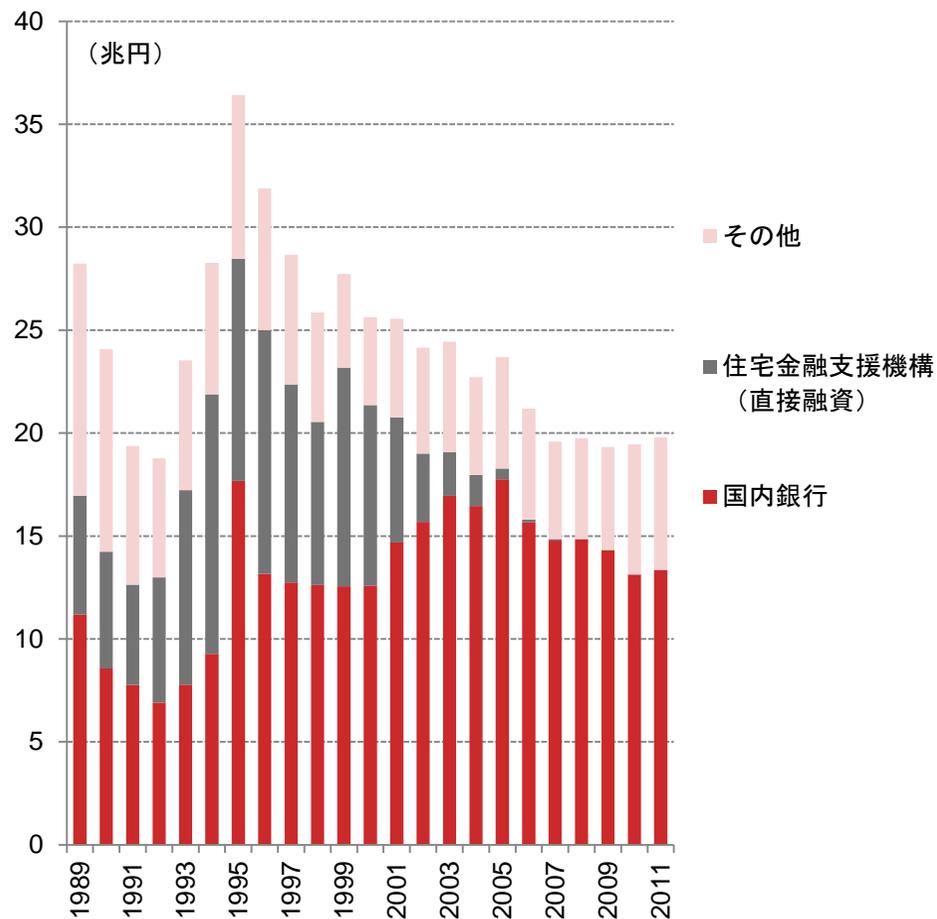
(出所) 日本銀行及び内閣府資料より野村資本市場研究所作成

日本：銀行の資産内容の変化



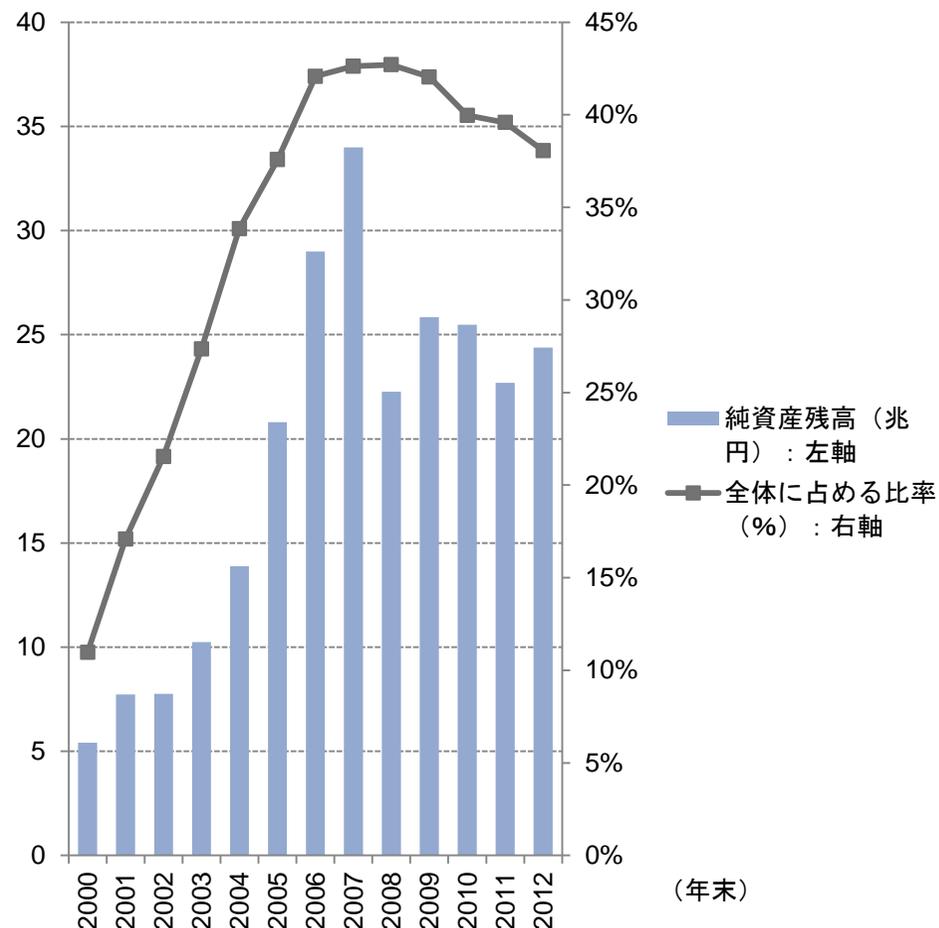
(注) 資金循環ストックデータ (各年度末)。預金取扱金融機関
(出所) 日本銀行資料を基に野村資本市場研究所作成

住宅ローン貸出残高（1989年度～2011年度：各期末残）



(出所) 住宅金融支援機構資料より野村資本市場研究所作成

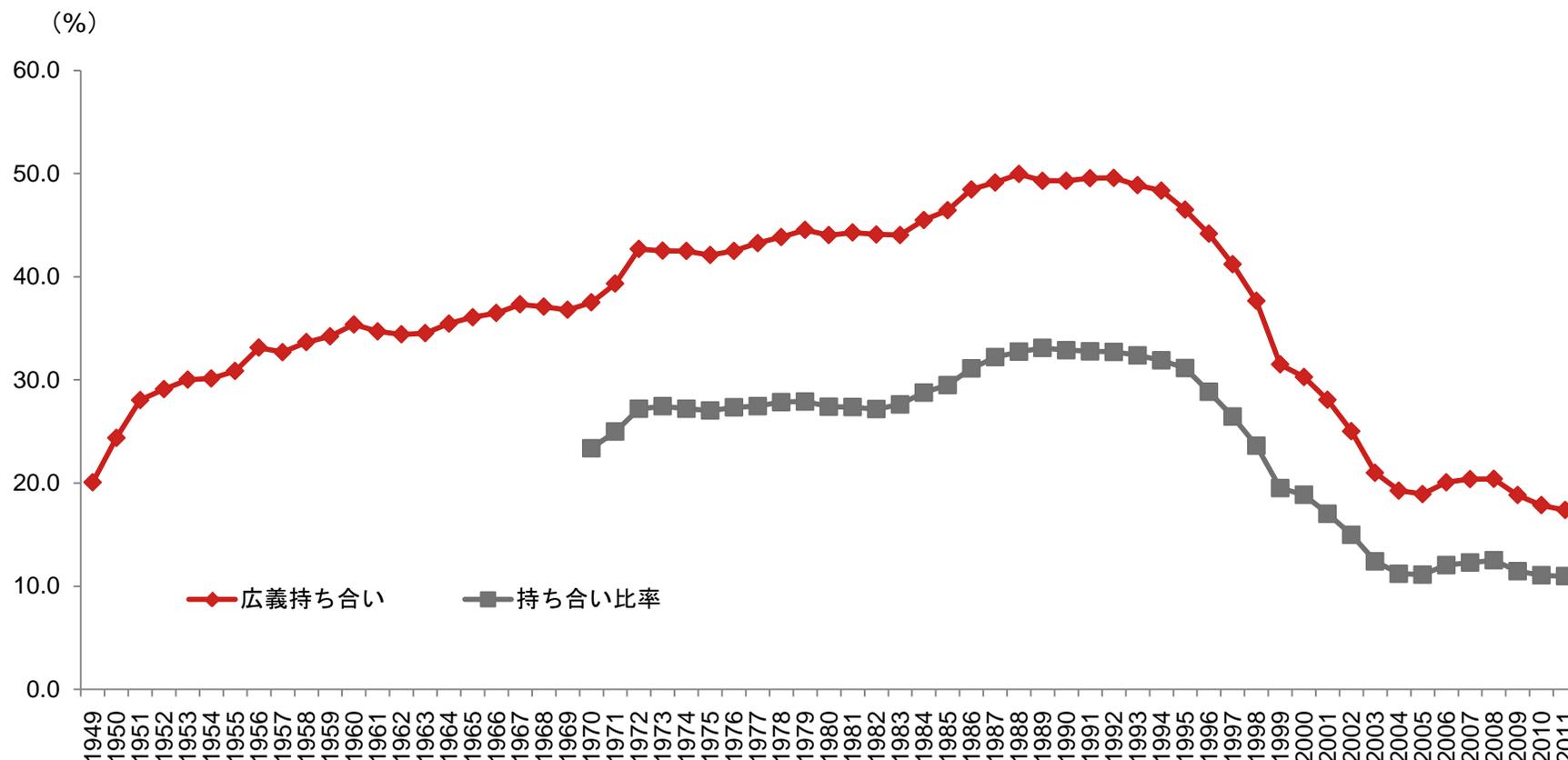
契約型公募投資信託純資産残高に占める銀行販売のシェア



(注) 純資産残高はMMFを含む総合計。銀行等登録金融機関で販売された投信。
 (出所) 投資信託協会資料を基に野村資本市場研究所作成

解消が進んだ日本の株式持ち合い構造

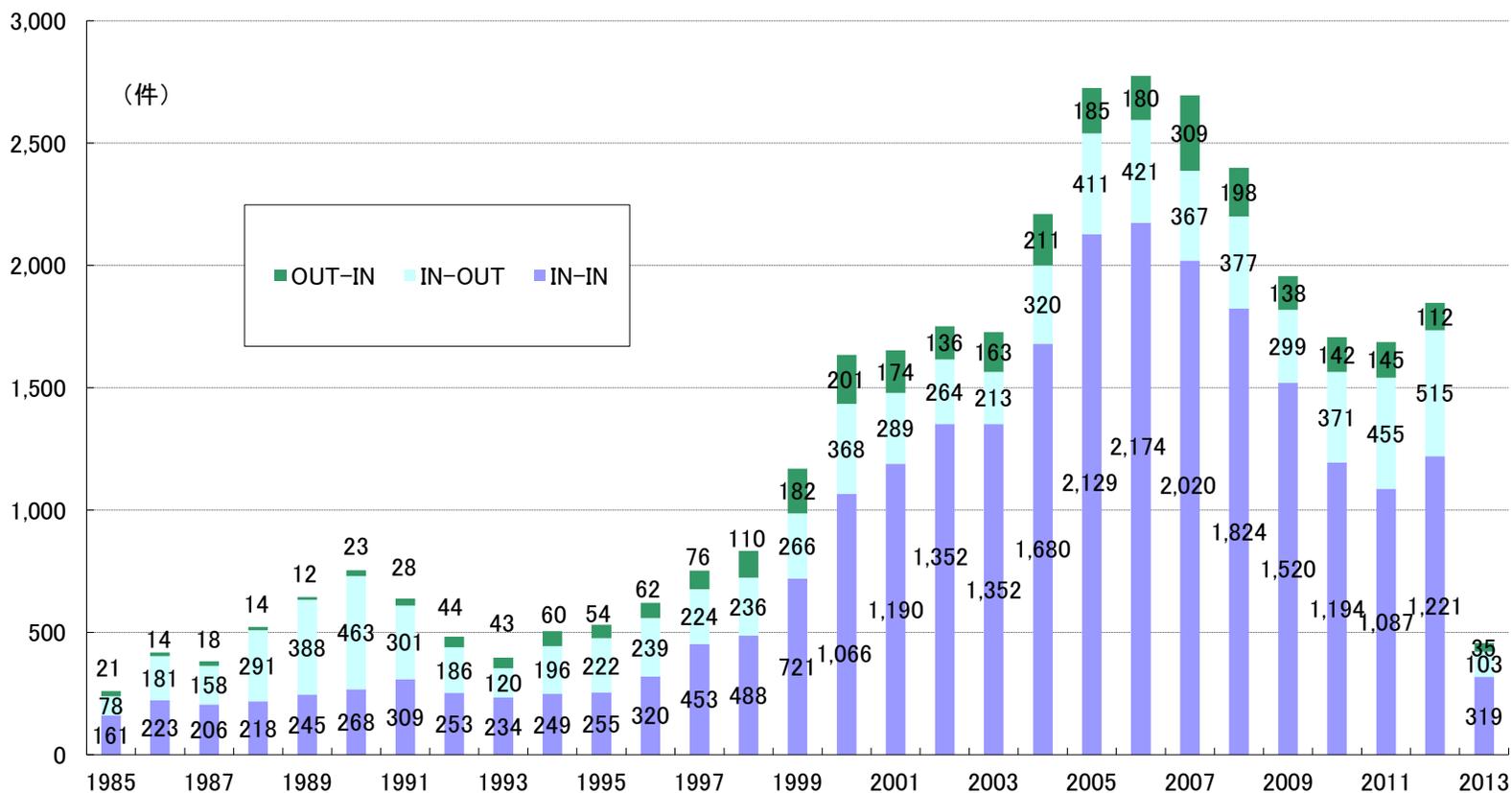
■ 1990年代半ば以降、保有株式の損失が拡大したことや時価会計の影響等を背景に、株式持合の解消が進展



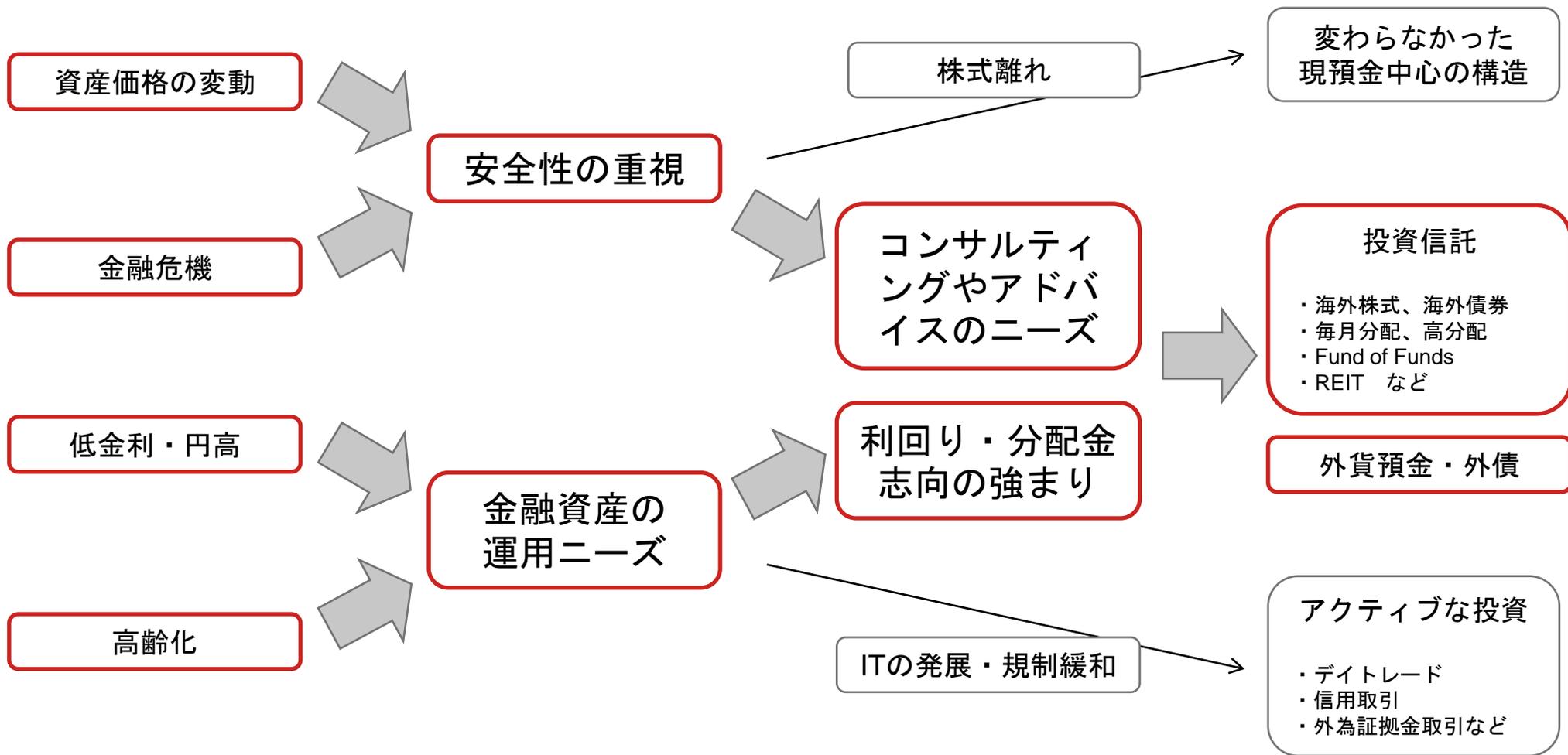
(注) 1.持ち合い比率は、上場保険会社を除く上場企業が保有する他の上場企業株式(時価ベース)の、市場全体の時価総額に対する比率(ただし子会社・関連会社株式を除く)
 2.広義持ち合い比率は、持ち合い比率に保険会社の保有比率を加えたもの
 3.1949~89年度は全国証券取引所「株式分布状況調査」を基に野村證券で試算した参考値
 4.10年度の持ち合い比率は、一部利用しているデータを修正したことから11.0%から11.1%に、広義持ち合い比率は17.8%から17.9%にそれぞれ修正している
 (出所) 大株主データ(東洋経済新報社)、各社有価証券報告書、及び株式分布調査(全国証券取引所)より野村證券作成

■ メインバンク構造の行き詰まり、グローバル化、制度改革(会社法、企業再生関連など)からM&Aが拡大

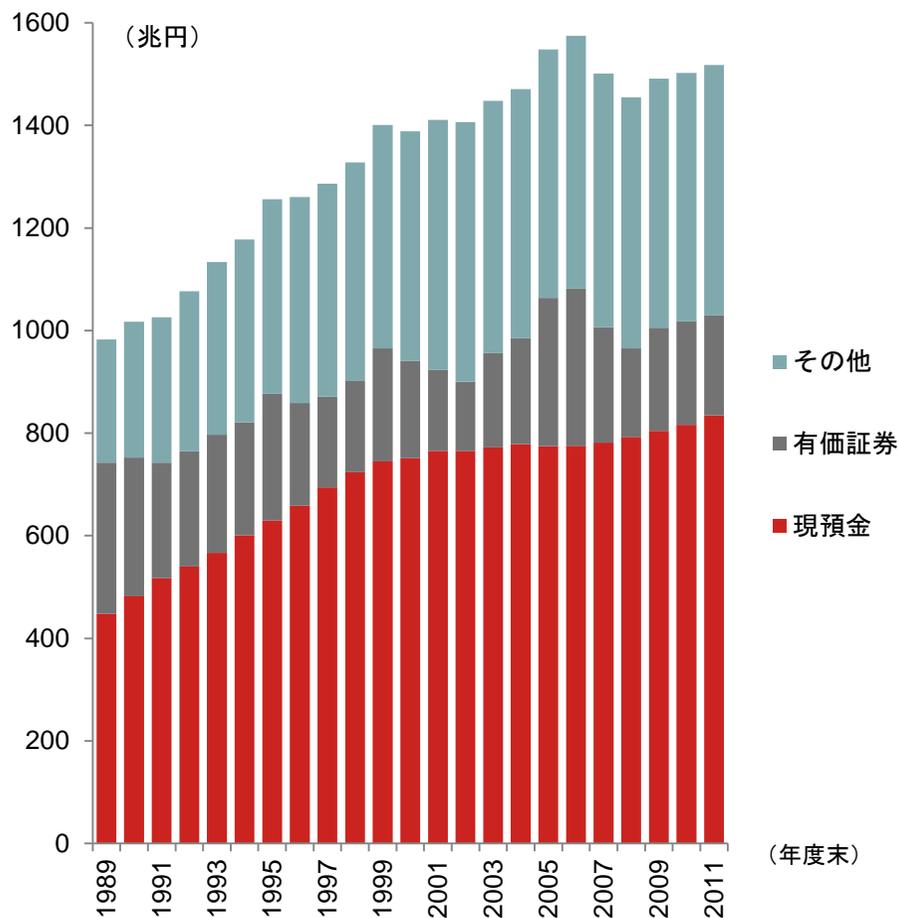
タイプ別M&A件数の推移



(注)2013年は3月末現在。グループ内M&Aは含まれていない
 (出所)RECOF “MARR”より野村資本市場研究所作成

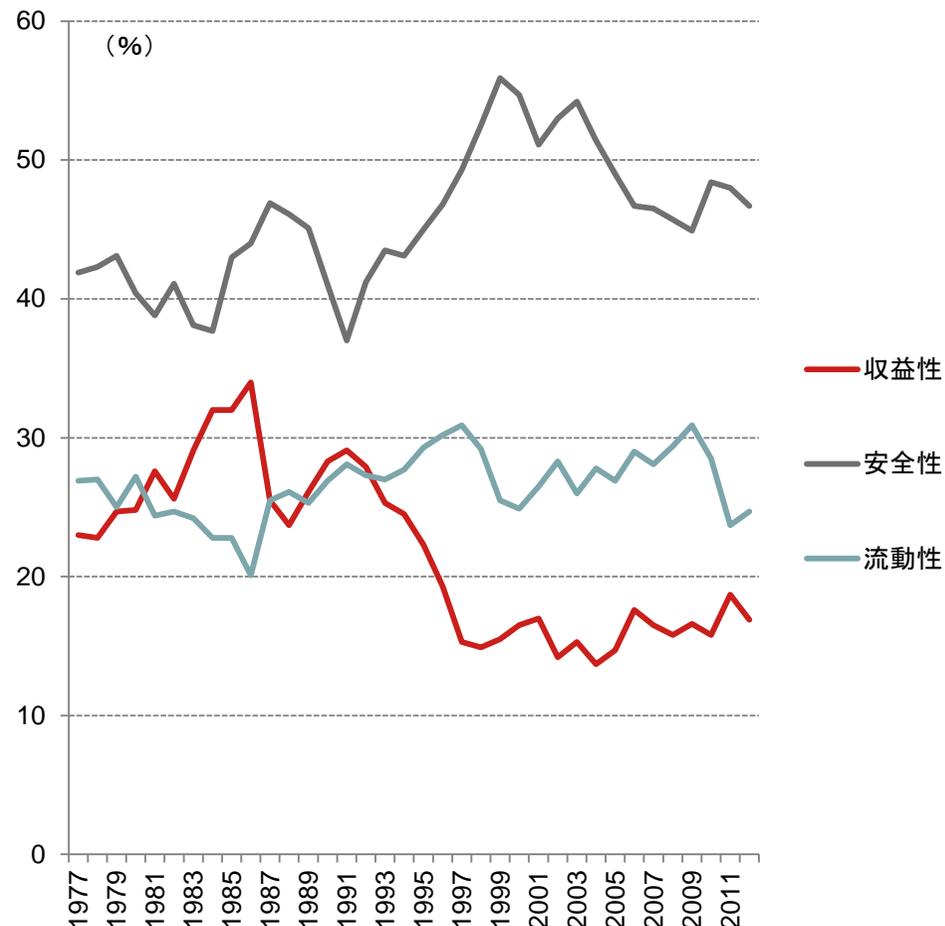


個人金融資産(ストック)の推移



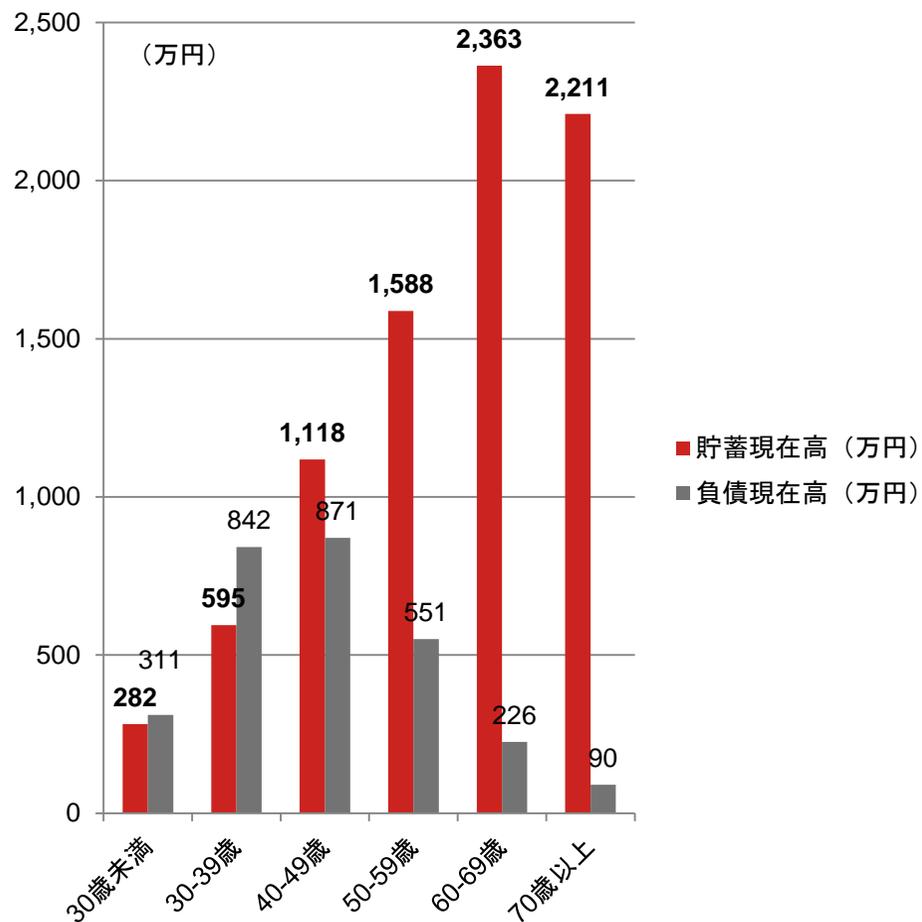
(出所) 日本銀行資料より野村資本市場研究所作成

金融商品の選択基準(金融商品保有世帯に対するアンケート)



(注) 2003年調査と2004年調査、2006年調査と2007年調査の間で調査方法を変更している。
 (出所) 金融広報中央委員会「家計の金融行動に関する世論調査」を基に野村資本市場研究所作成

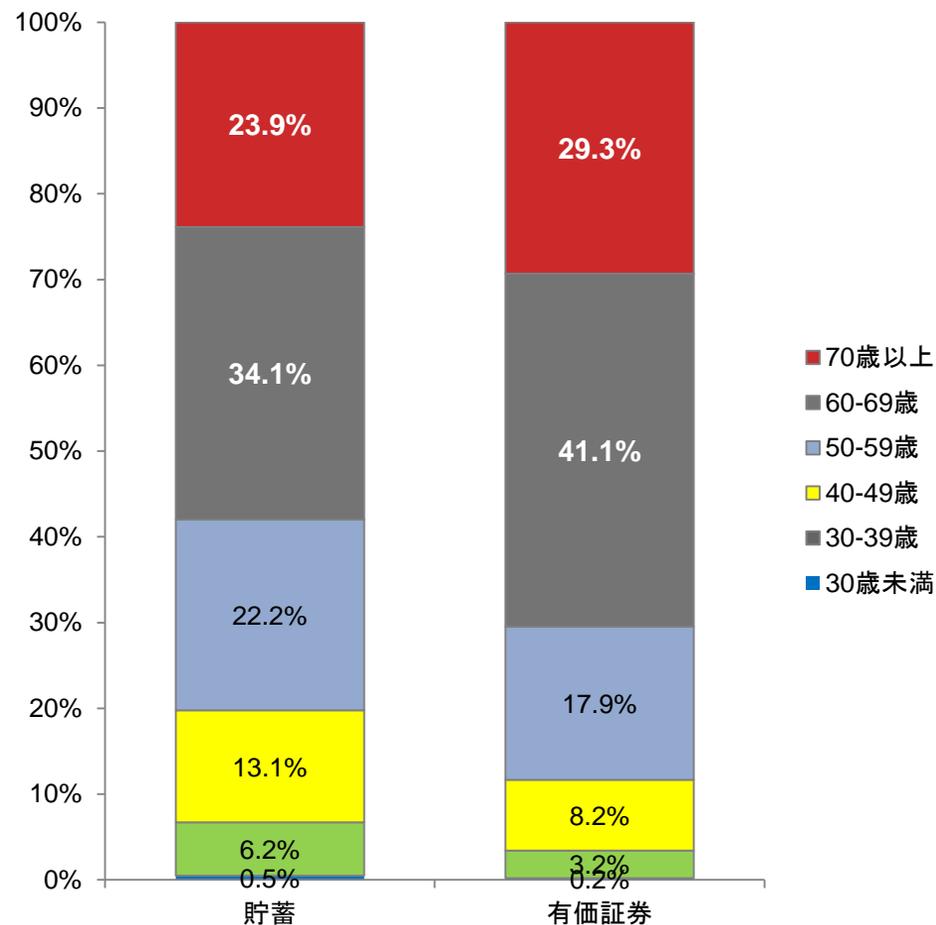
世帯主年齢階級別の貯蓄・負債残高(1世帯当たり平均)



(注) 二人以上の世帯

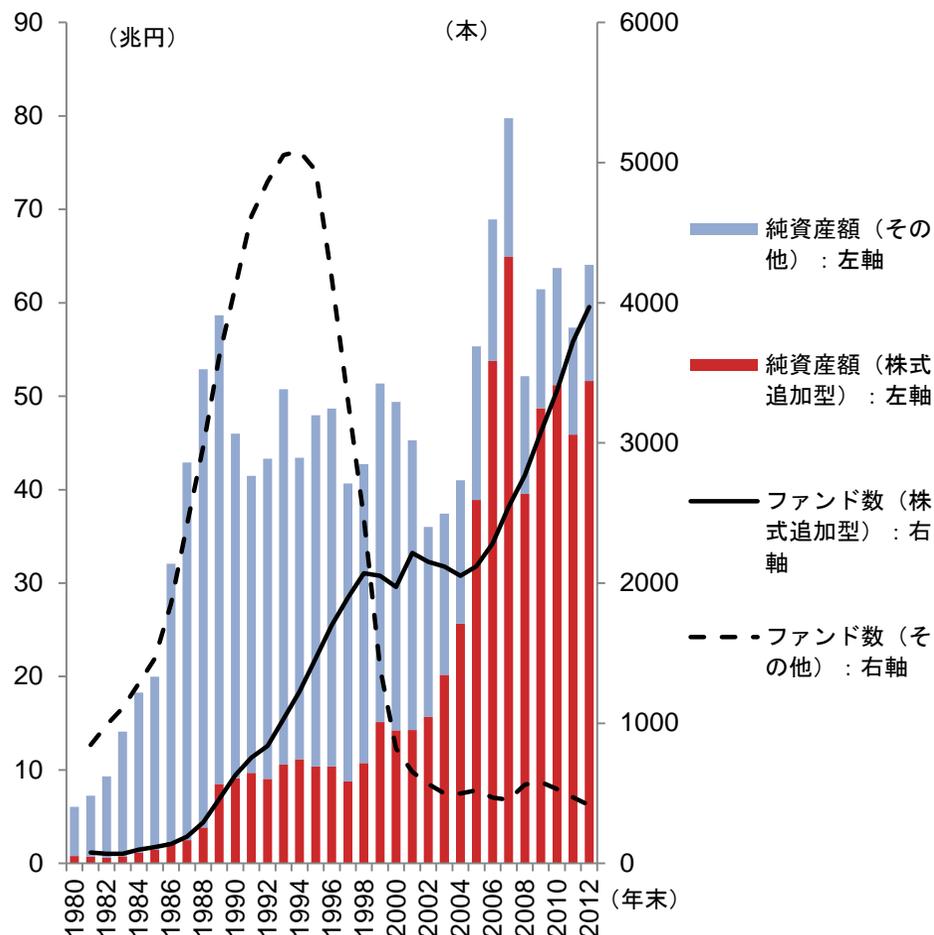
(出所) 総務省「家計調査報告」(2011年)より野村資本市場研究所作成

金融資産の世代別分布(推計)



(出所) 総務省「全国消費実態調査」2009年より野村資本市場研究所推計

「株式追加型」投資信託市場の拡大



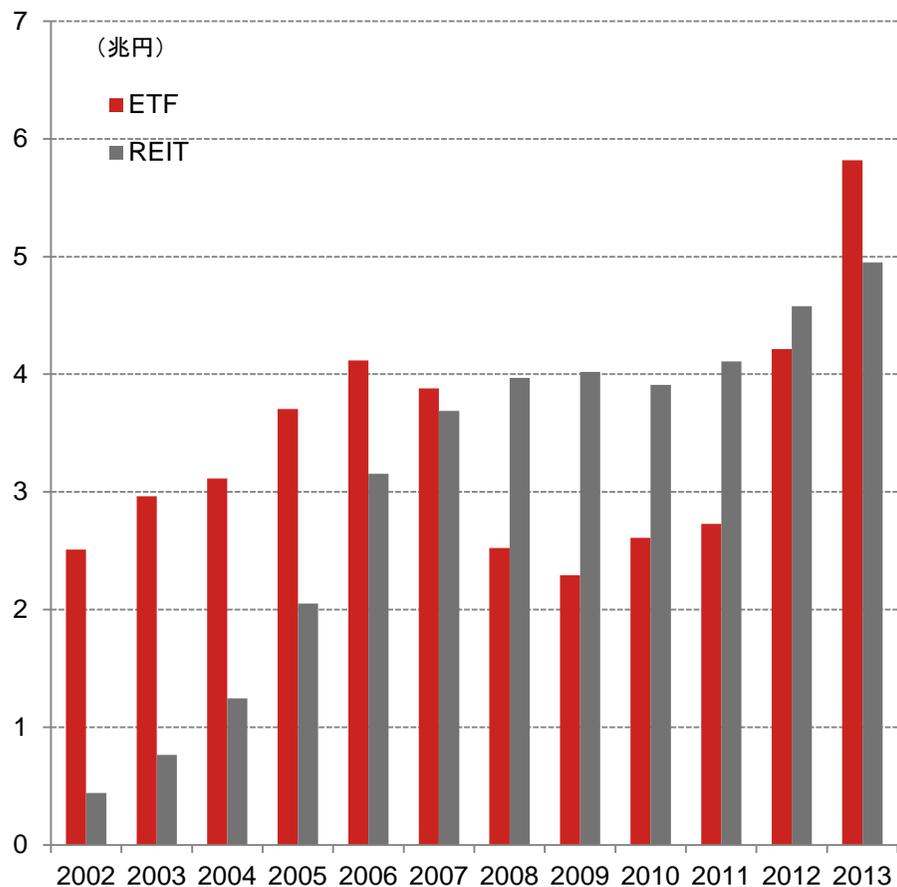
(出所) 投資信託協会資料より野村資本市場研究所作成

「株式追加型」投資信託の商品分類別資産残高(2012年12月)

	純資産 (兆円)	シェア (%)	ファンド 本数
国内株式型 Domestic Stock Fund	2.5	4.9%	599
国際株式型 International Stock Fund	3.9	7.6%	598
バランス型 Balanced Fund	15.5	30.0%	1,049
毎月決算型 Monthly Distribution Fund	12.8	24.9%	378
転換社債型 Convertible Bond Fund	0.1	0.1%	6
インデックス型 Index Fund	5.8	11.3%	256
ETF	4.2	8.2%	104
業種別インデックス型 Industry Index Fund	0.0	0.0%	24
派生商品型 Derivatives Fund	0.2	0.3%	72
限定追加型 Limited Open-Type Fund	0.3	0.5%	36
ファンドオブファンズ Fund of Funds	23.4	45.3%	1,330
REIT組み入れファンド REIT Fund	6.0	11.6%	184
株式追加型合計 Total-Open Type	51.6	100.0%	3,970

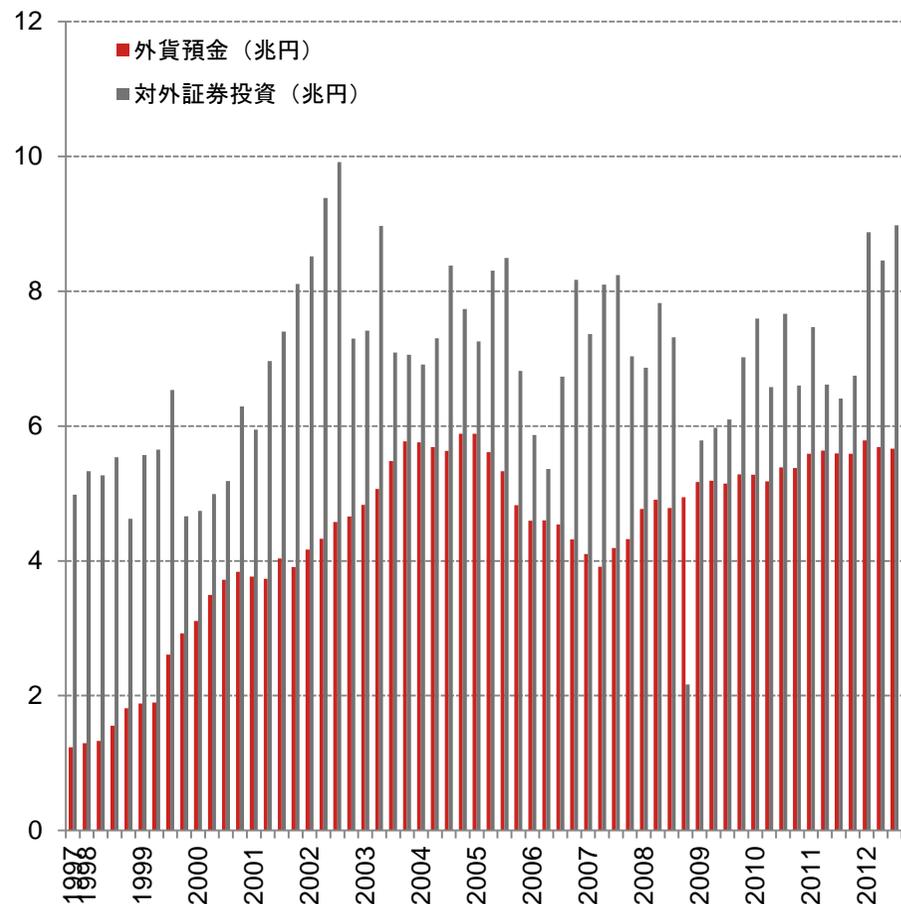
(出所) 投資信託協会資料より野村資本市場研究所作成

ETFとREITの純資産総額推移(各年末)



(注) 2013年データはETFは4月末、REITは3月末時点のもの
 (出所) 投資信託協会資料より野村資本市場研究所作成

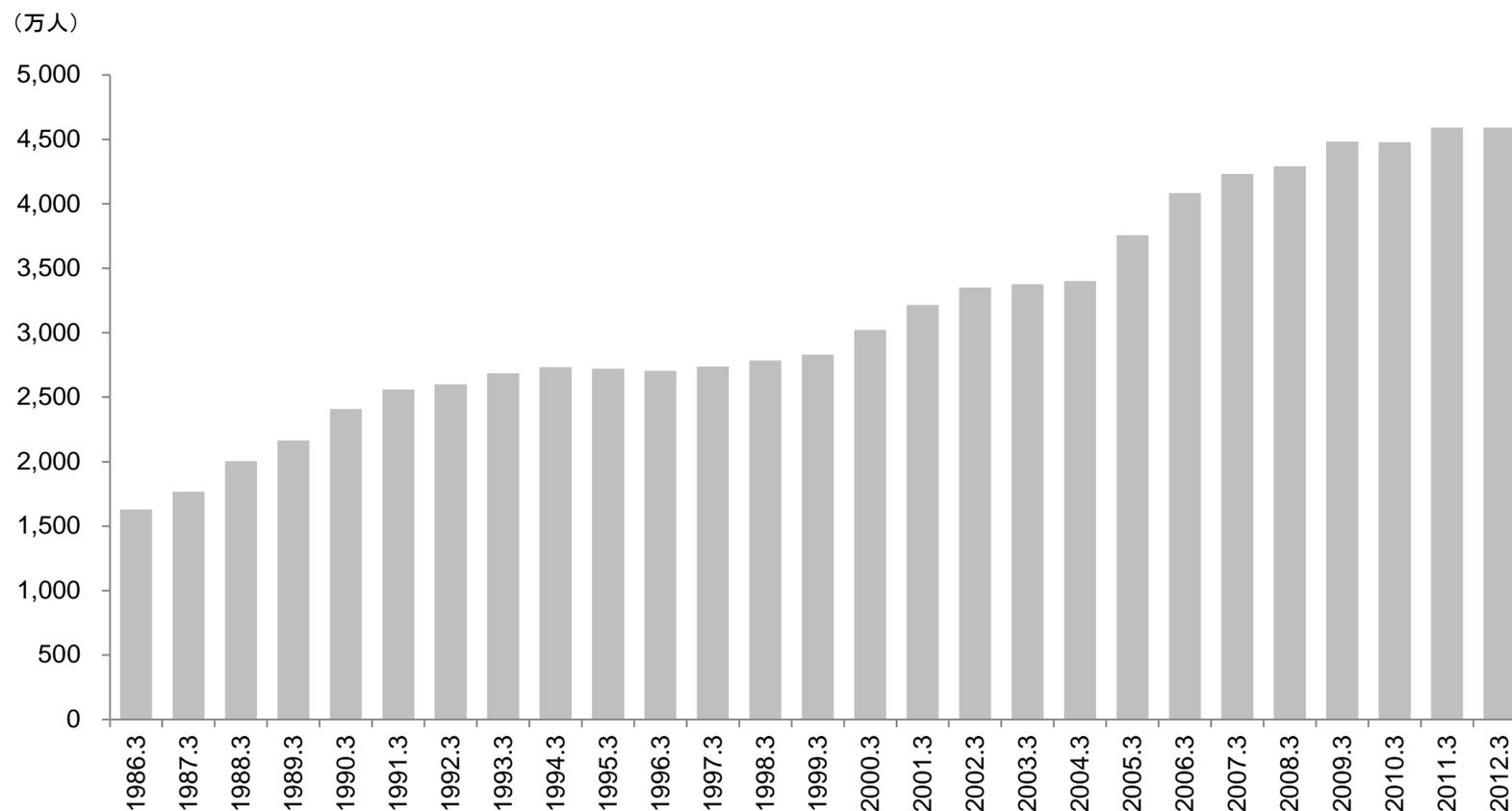
日本:家計セクターの外貨預金・対外証券投資残高 (1997年第4四半期～2012年第4四半期)



(出所) 日本銀行資料より野村資本市場研究所作成

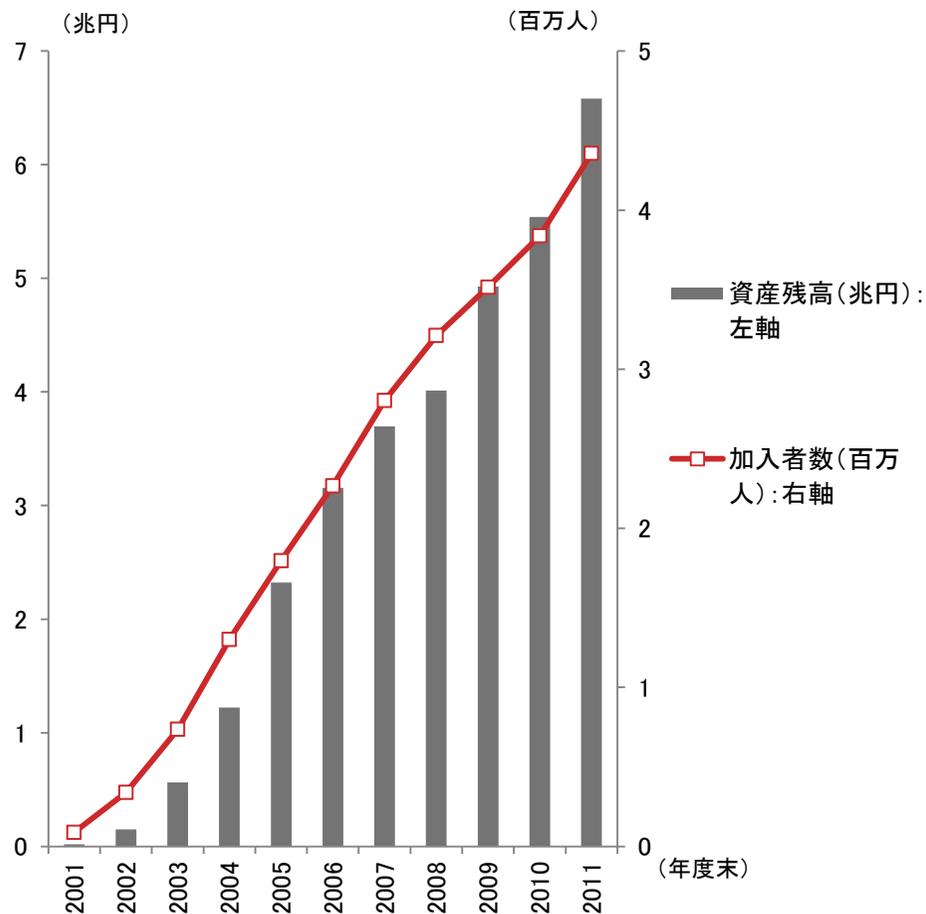
- 近年、日本の個人投資家の人数は一貫して増加傾向
- 1986年のNTT株上場、大型民営化(93年JR東日本上場、94年日本たばこ上場)、2001年商法改正における単元株制度導入(株式の売買単位引き下げ)、2010年の第一生命株式会社化・上場などが寄与した。

個人株主数(延べ人数)の推移



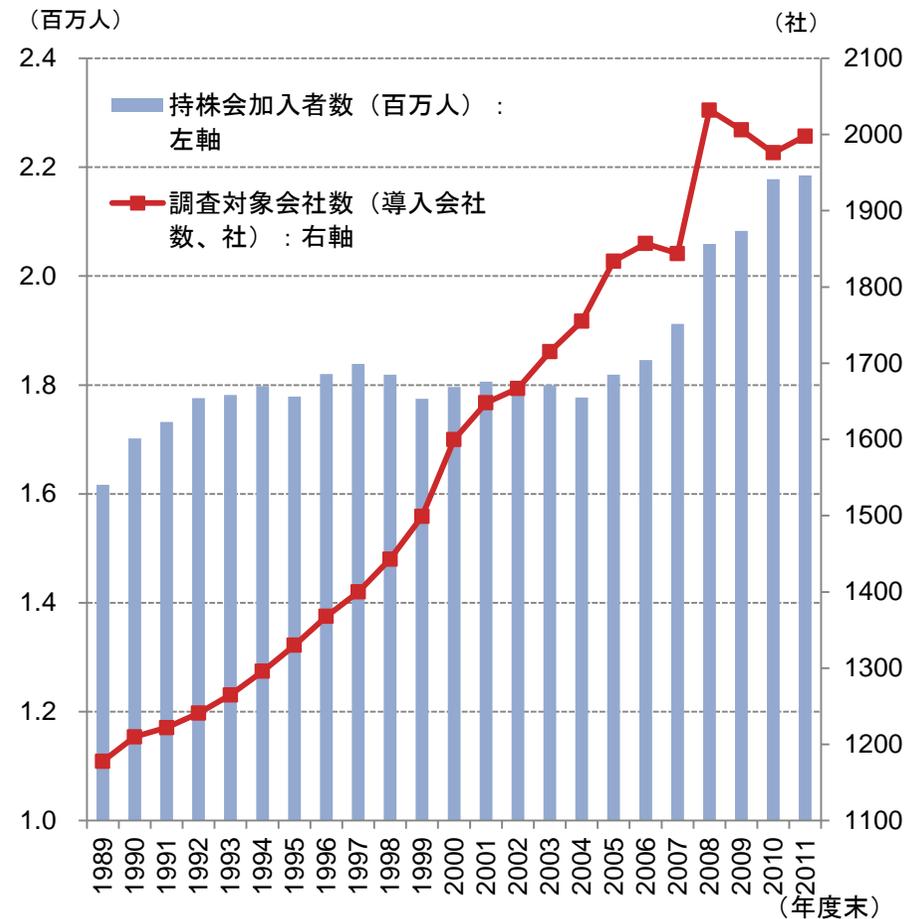
(出所) 東京証券取引所等「株式分布状況調査」より野村資本市場研究所作成

確定拠出年金の資産残高推移



(注) 資産残高、加入者数ともに企業型と個人型の合計
 (出所) 運営管理機関連絡協議会資料より野村資本市場研究所作成

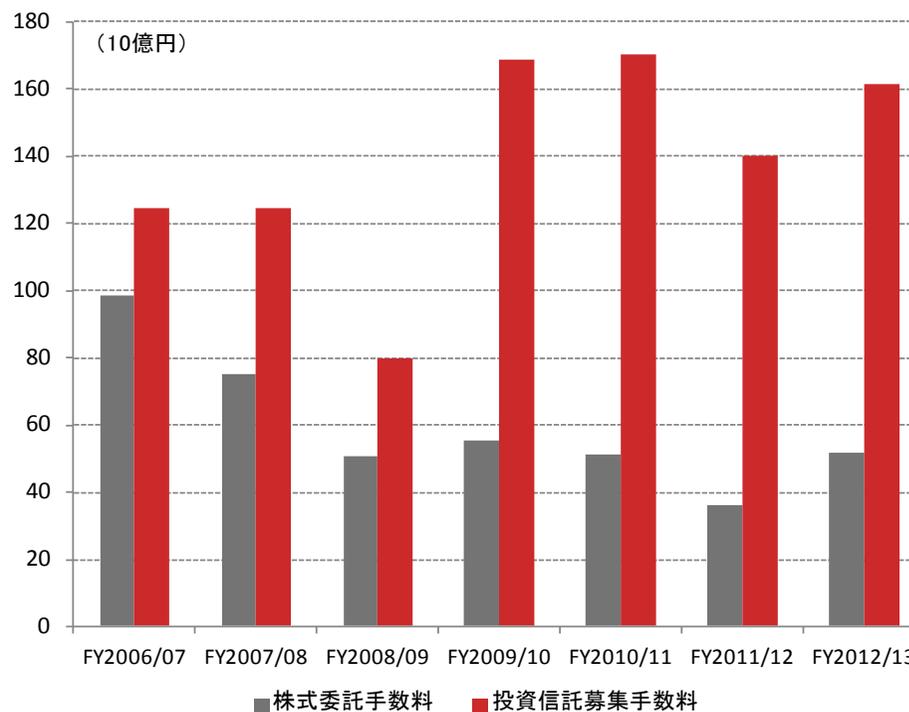
従業員持株会状況の推移



(出所) 東京証券取引所「従業員持株会状況調査結果の概要について」より
 野村資本市場研究所作成

- ホールセール証券ビジネス(投資商品の製造)とリテール証券ビジネス(ディストリビューション)のシナジー効果を狙う
- 同時にコンサルティング営業、ウェルスマネジメント、投資家の裾野拡大のためDC・職域ビジネスを強化

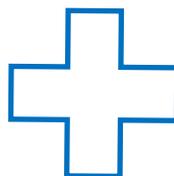
野村証券：営業部門の主要収入項目の推移



(出所) 野村ホールディングス決算資料より野村資本市場研究所作成

- 顧客の行動変化、金融商品の多様化に伴い、証券会社の提供する機能や価値は、より多面的かつ専門性の高いものにシフトしている

主要な業務（旧）	意義
<ul style="list-style-type: none"> • ブローカー (Agent) • ディーラー (Principal) • 引受 (Underwriting) • 販売 (Offering/ Selling) 	<ul style="list-style-type: none"> • 資本形成・資金調達 • 投資機会の提供 • 公開証券市場の取引仲介



主要な業務（現在）	意義
<ul style="list-style-type: none"> • リテール（マスリテール／ウェルスマネジメント／ワークプレイス） • 資産運用 • ホールセール <ul style="list-style-type: none"> – グローバルマーケット（エクイティ／フィクストインカム／デリバティブ） – 投資銀行 • その他（銀行サービス、信託など） 	<ul style="list-style-type: none"> • 顧客資産価値あるいは企業価値の向上 • フィナンシャル・プランニング／コンサルティング • 金融商品の製造あるいは販売 • アドバイス／ソリューションの提供 • リスク資本の供給