

証券市場の活性化と証券業界の変貌：日本の経験

野村資本市場研究所

執行役員

関 雄太

2019年7月6日

STRICTLY PRIVATE AND CONFIDENTIAL

株式会社 野村資本市場研究所

要旨：日本における証券市場活性化と証券会社の変貌

証券市場活性化の必要性

- 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（自由化と規制改革）、金融商品取引法（規制の統合）、資産形成制度の開発などを推進
- 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
- 株式市場の長期低迷、投資家育成の遅れなどもあり、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
- 外資や銀行系証券会社の参入、競争の活発化によりサービス、提案・執行の質は向上
- 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

経済成長トレンドの変化と規制改革

制度面から見た過去20年間の証券市場改革

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
2001.7-9	東京証券取引所においてETF、J-REITの取引開始
2001.10	確定拠出年金法施行、日本版401（k）プランがスタート
2003	証券優遇税制導入（上場株式の譲渡益、配当に対する税率を10%に軽減）
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
2014.1	NISA（少額投資非課税制度）の導入
2016.1	ジュニアNISA（0歳～19歳居住者向け少額投資非課税制度）の導入
2018.1	積立NISA（Dollar-Cost Averaging NISA、適格投資商品に対して最長20年間の非課税期間）の導入

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

国際金融センター化を目指した規制改革：日本版ビッグバン

■ 日本版ビッグバン構想の公表(1996年)

- 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
- 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

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が多様化
- 金融持株会社制度の解禁

Fair：ルール of 明確化・透明化

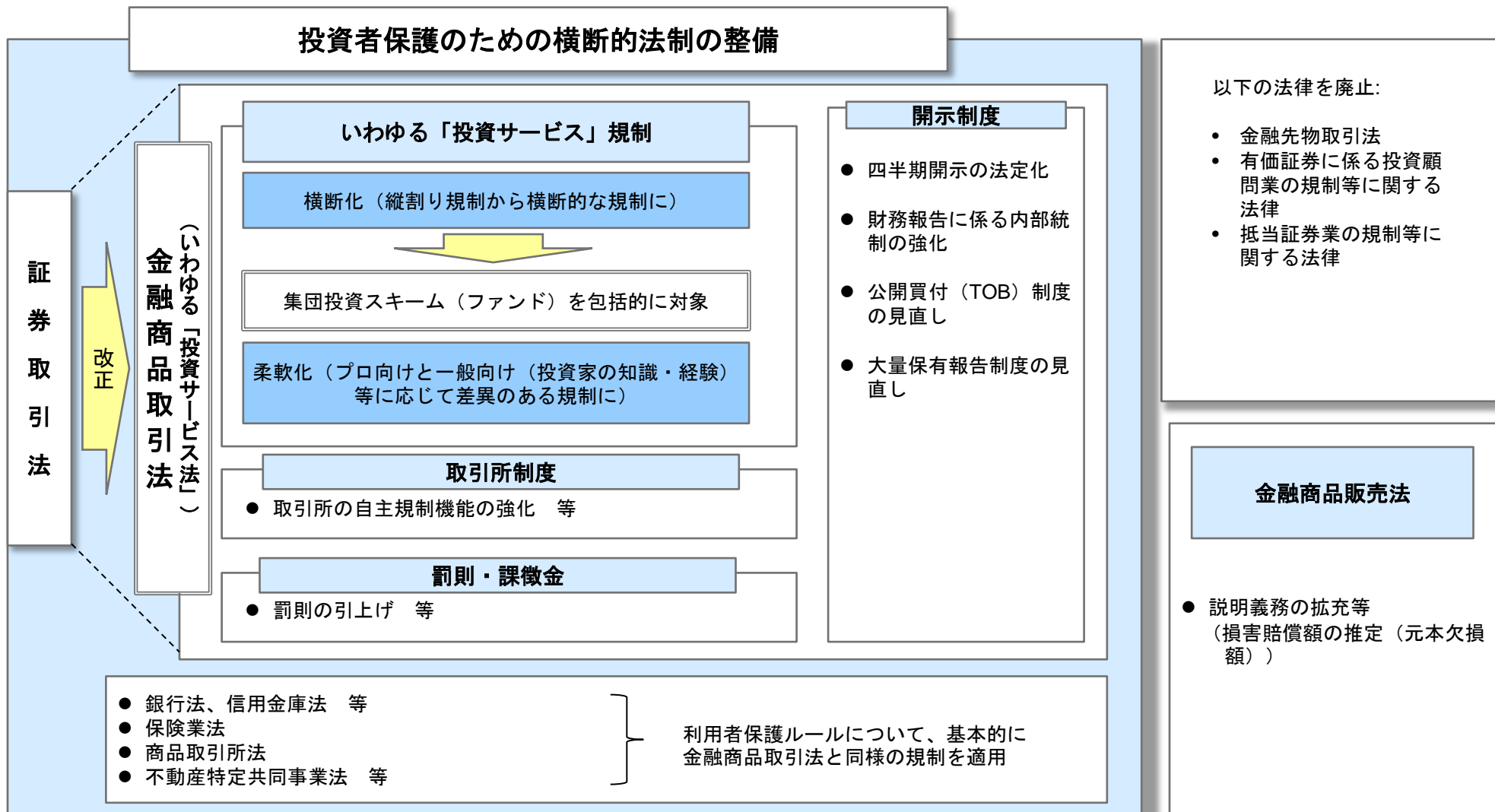
- 銀行に対する早期是正措置の導入
- 金融サービス法
- ディスクロージャーの充実

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

金融商品取引法: 投資者保護のための横断的法制の整備

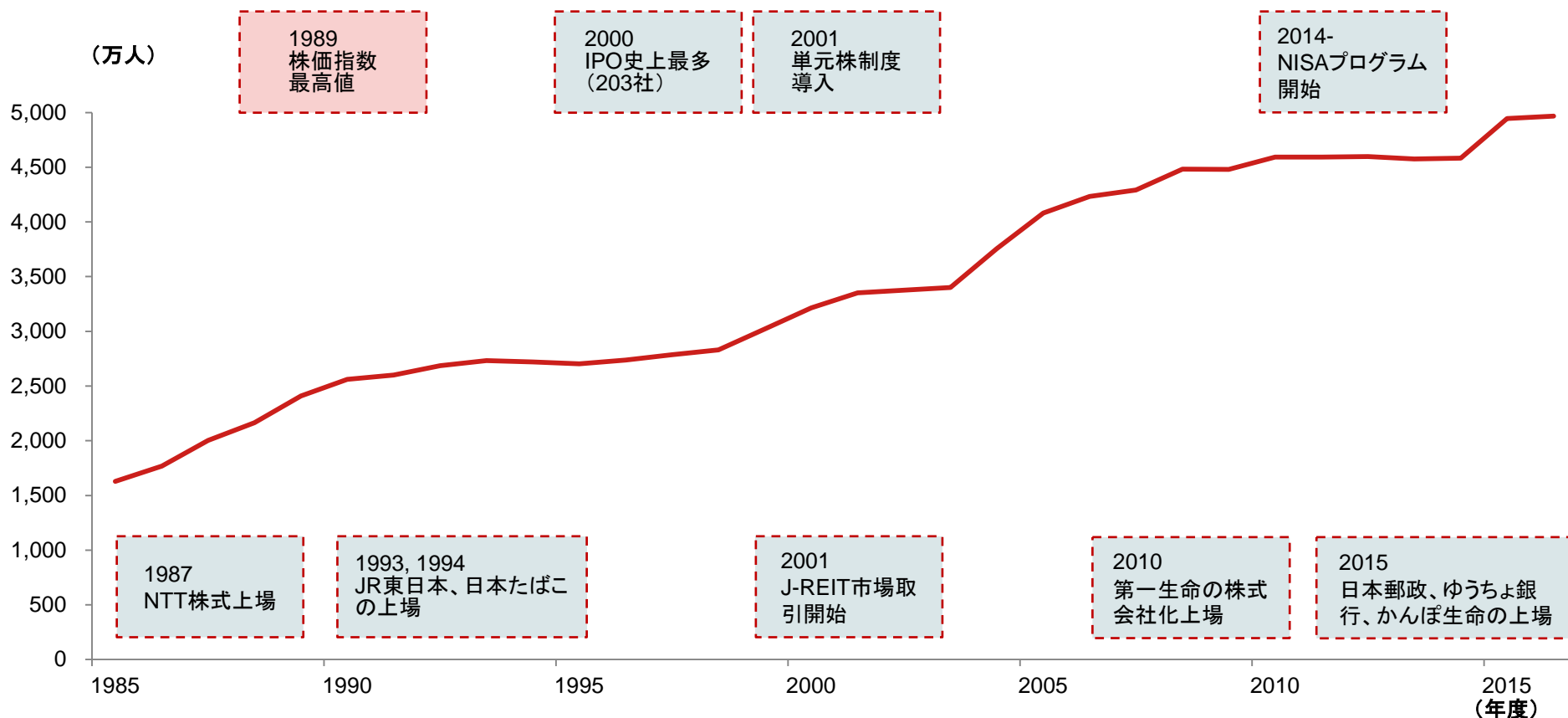
金融商品取引法(2007年9月30日施行)の概要



日本における個人投資家数の推移

- 大型民営化(1987年のNTT株上場、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・上場などが個人株主数増加に寄与。

日本の個人株主数(延べ人数)の推移(1985年度~2017年度)



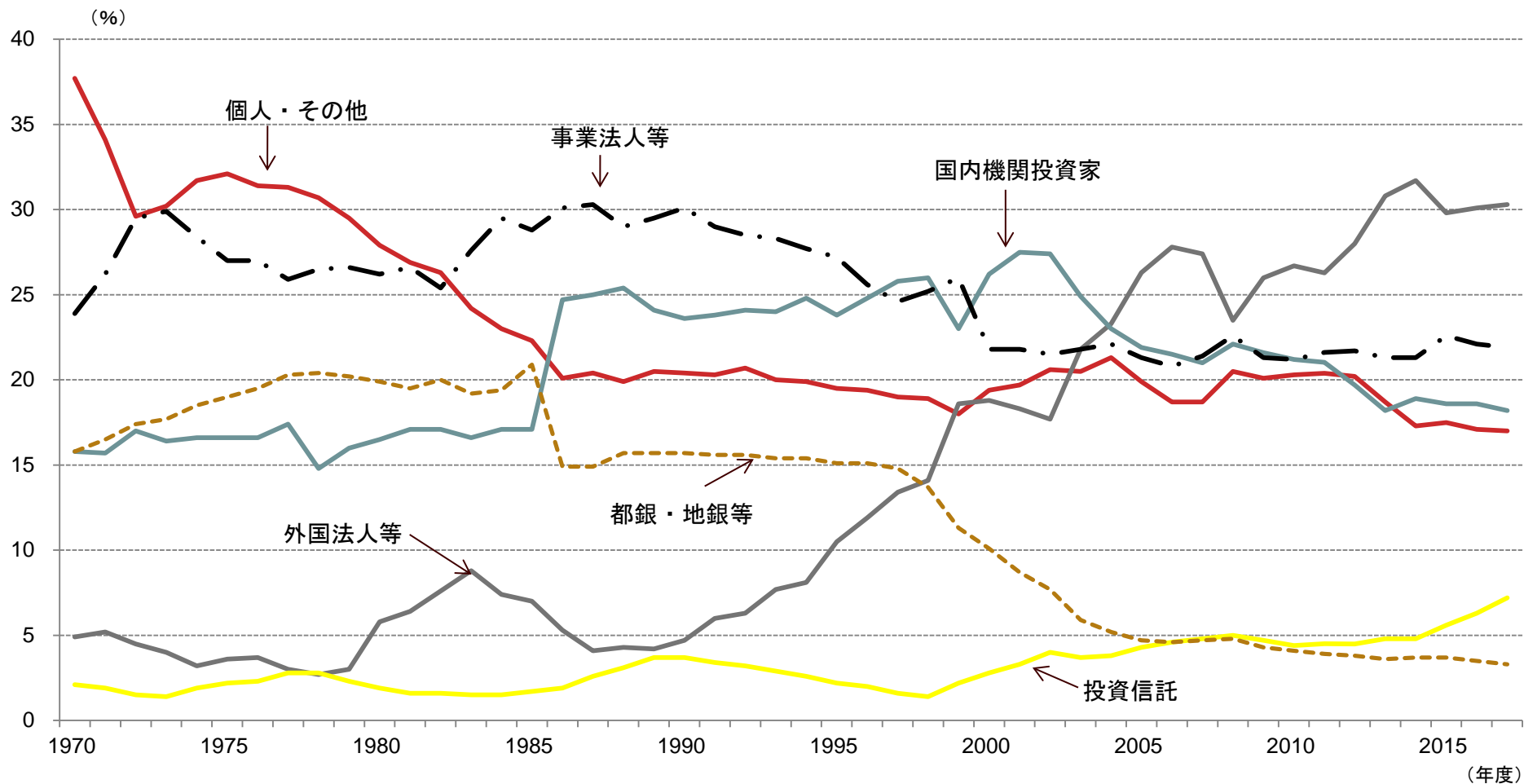
(注)1. 全国5証券取引所上場会社の個人株主数。平成16年度から平成21年度までは、ジャスダック証券取引所上場会社分を含む。

2. 1985年度からは単位数ベース、2001年度からは単元数ベース。

(出所)東京証券取引所「株式分布状況調査」より野村資本市場研究所作成

株式保有構造の変化:外国人投資家が優勢に

日本:投資部門別株式保有比率の推移(1970年度-2017年度)



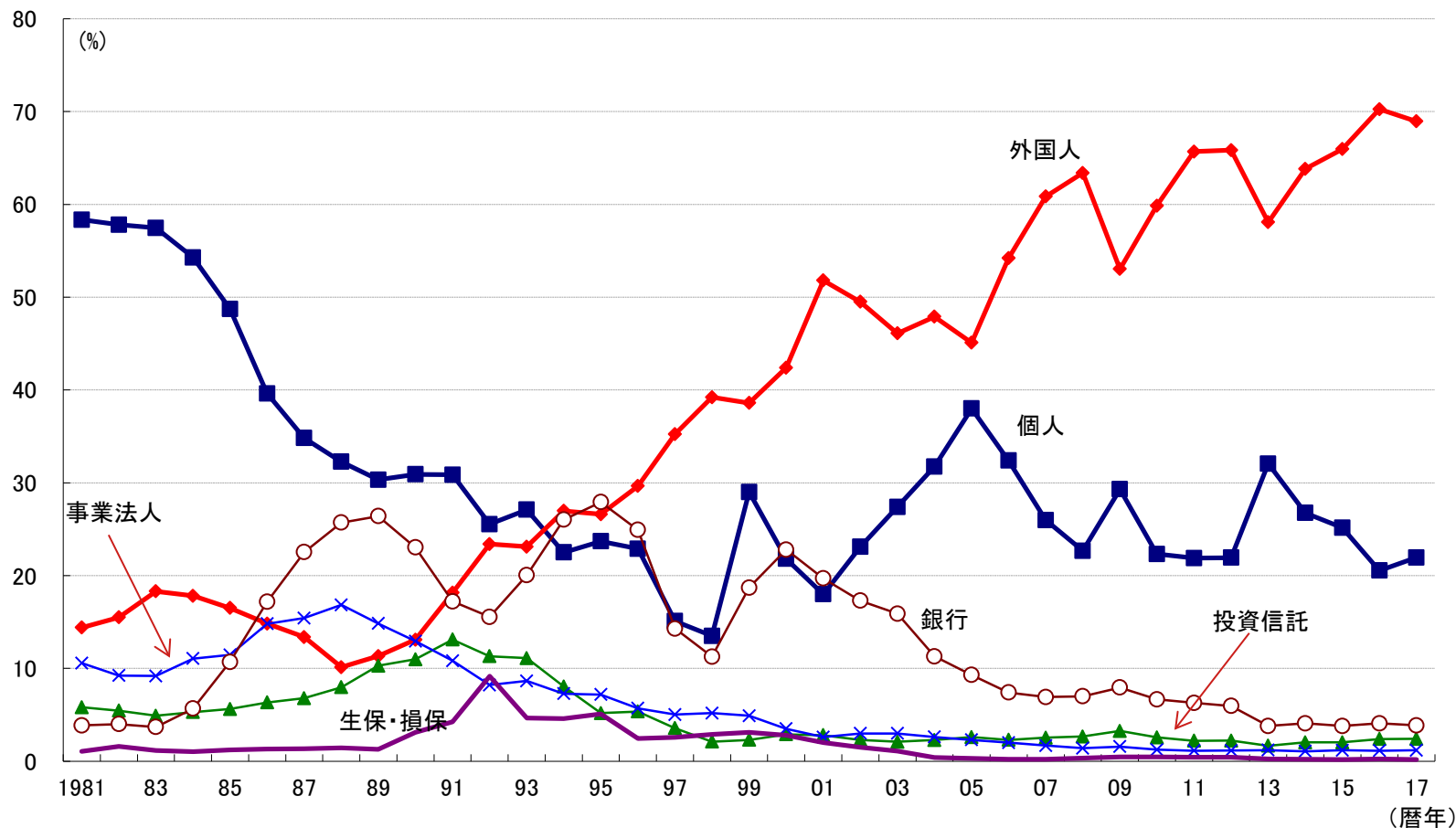
(注) 1. 「国内機関投資家」は信託銀行、生・損保、その他金融機関。1985年度以前の信託銀行は、都銀・地銀等に含まれる。

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) 株式分布状況調査(全国証券取引所)より野村資本市場研究所作成

株式セカンダリー市場では外国人が圧倒的なシェアを保持

日本：投資部門別株式売買状況の推移(二市場一・二部等総売買代金、1981年－2017年)



- (注) 1. 集計対象は資本金の額が30億円以上の取引参加者である。
 2. 二市場とは東証、名証を表す。
 3. 内国普通株式を対象とし、優先株式等を含まない。
 4. 立会外取引を含む。

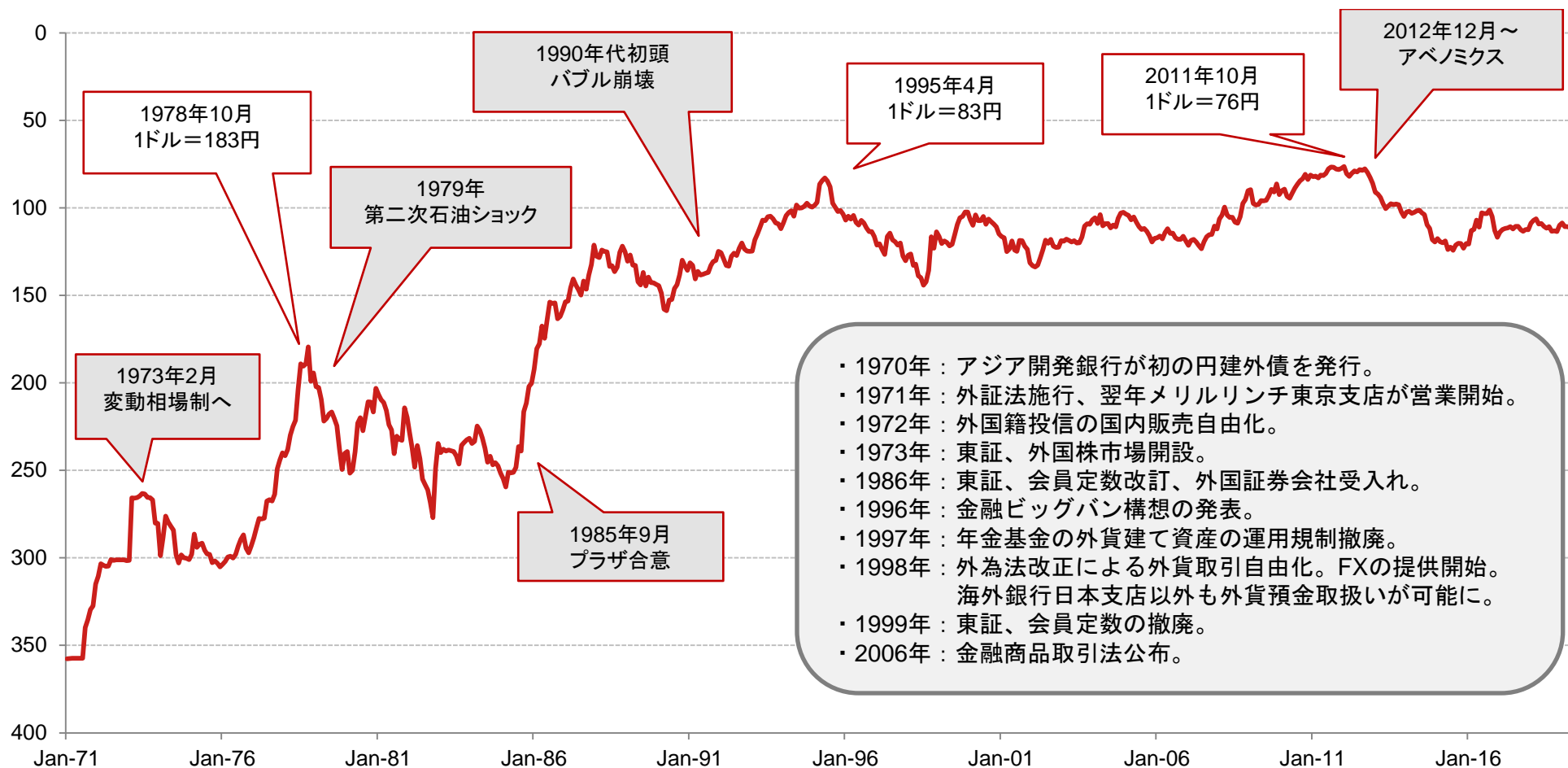
(出所) 投資部門別株式売買状況調査 (JPX) より野村資本市場研究所作成

個人投資家の行動変化と証券会社のビジネスモデル変化

クロスボーダー取引の自由化の経緯

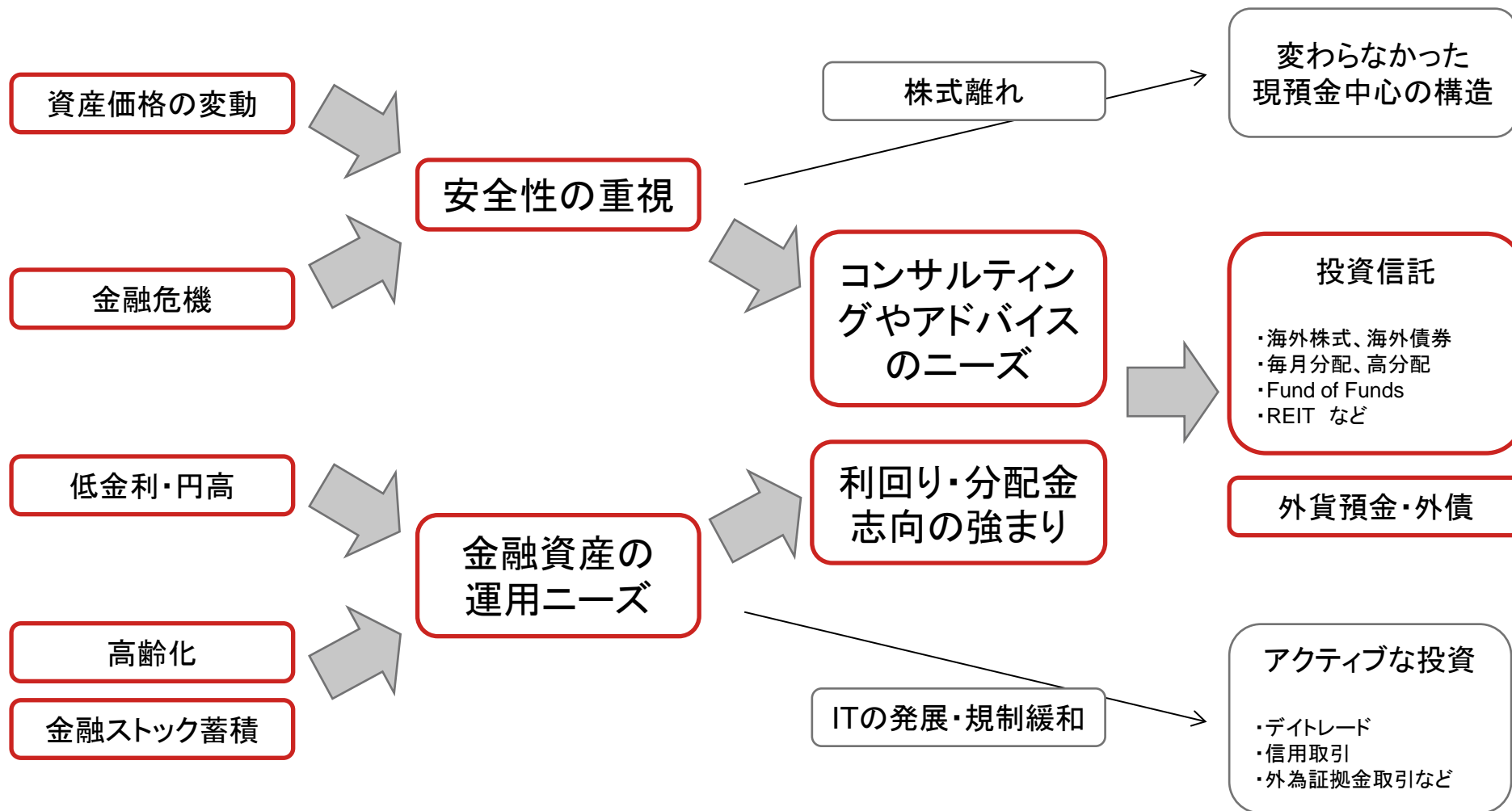
- 1990年代後半まで外貨での資産運用の自由化が遅れた日本では、余剰な投資資金が不動産に向かうことになり、80年代後半の土地バブルの遠因となった。

ドル円レートの推移(月末値、2019年4月まで)



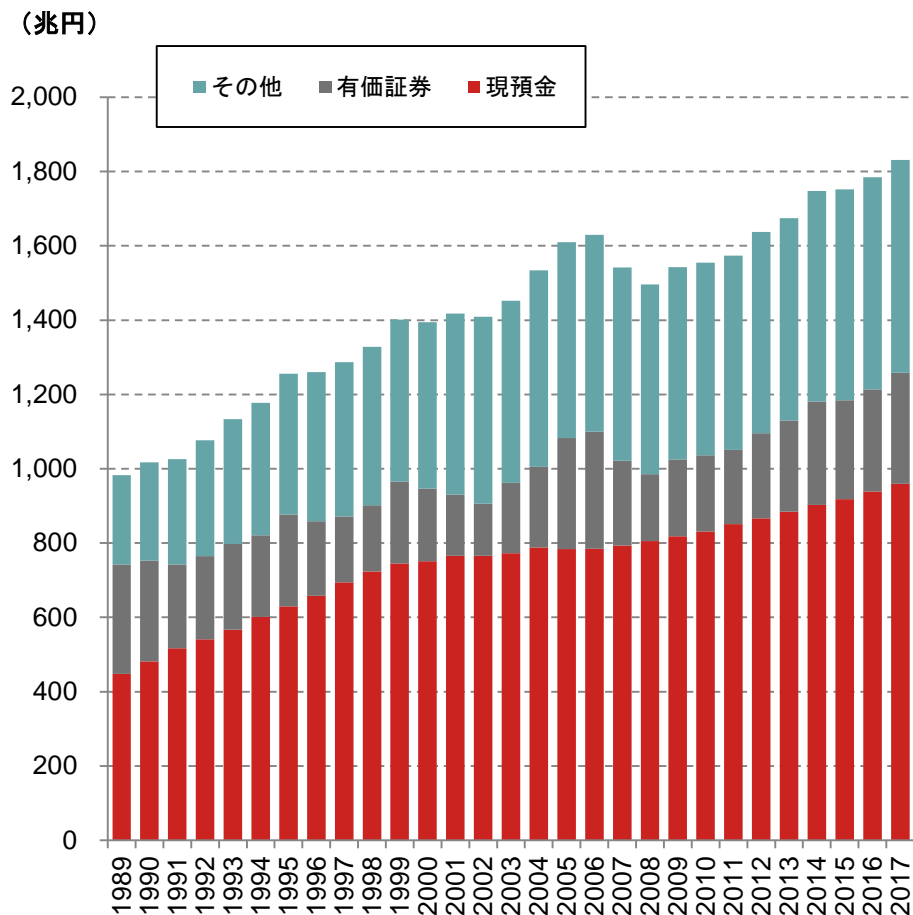
(出所) Bloombergなどより野村資本市場研究所作成

日本:個人投資家の行動変化と資産運用



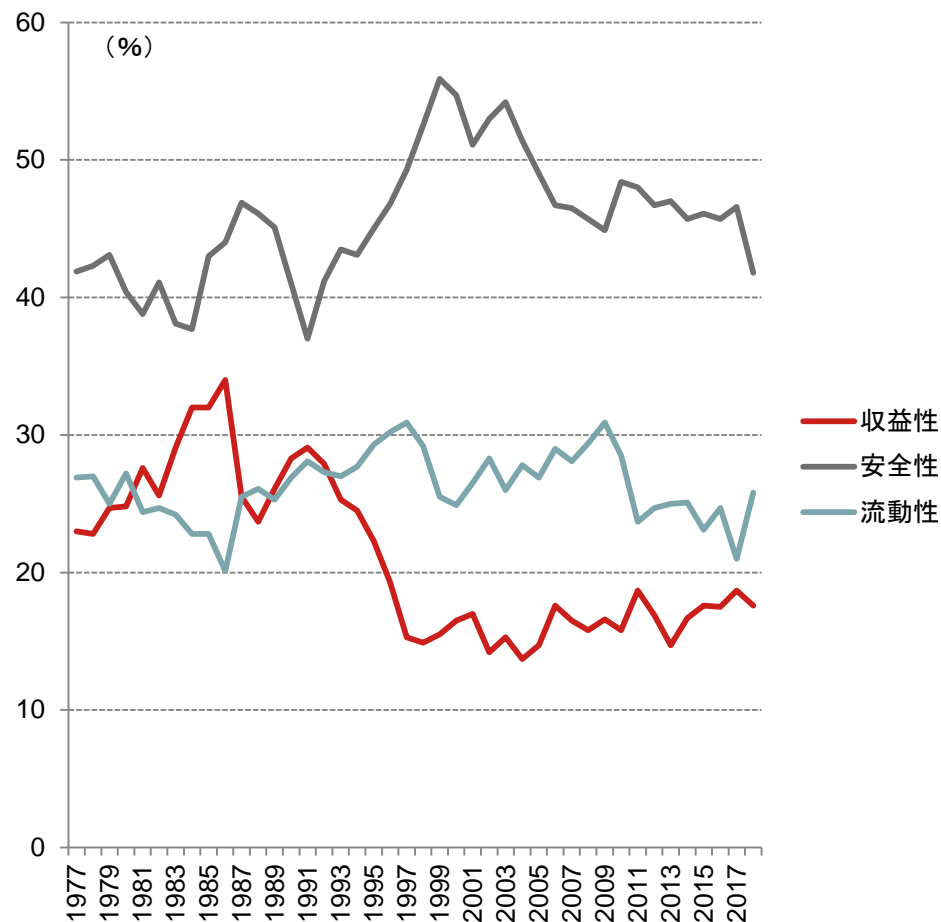
現預金依存型ながら絶対水準を維持した日本の個人金融資産

個人金融資産(ストック)の推移:年度末



(出所) 日本銀行資料より野村資本市場研究所作成

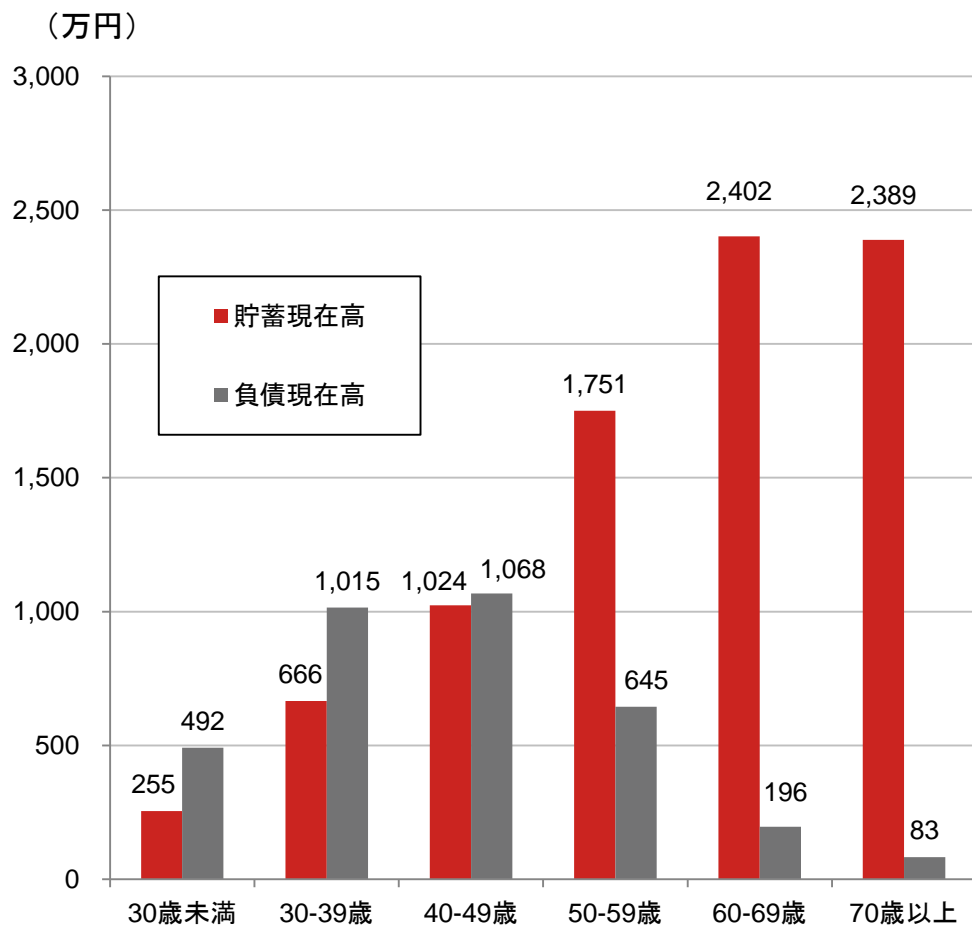
金融商品の選択基準(金融商品保有世帯に対するアンケート)



(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

高齢者層に偏在する日本の個人金融資産

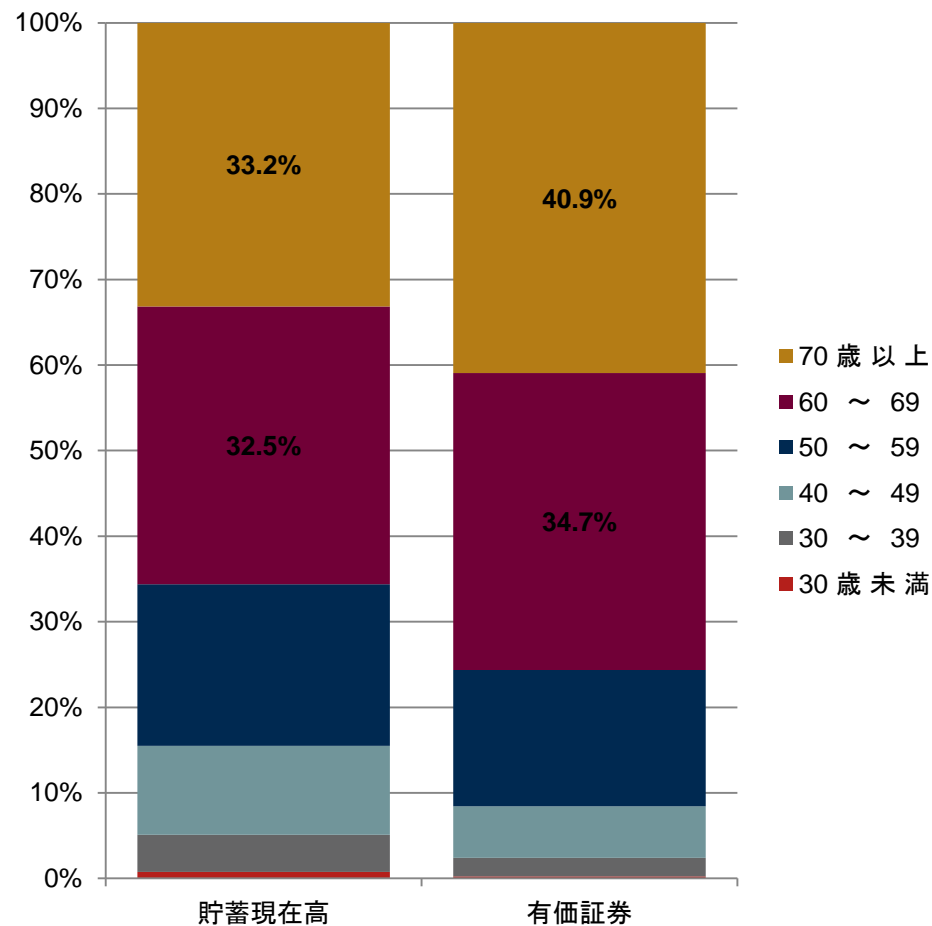
世帯主年齢階級別の貯蓄・負債残高(1世帯当たり平均)



(注) 二人以上の世帯

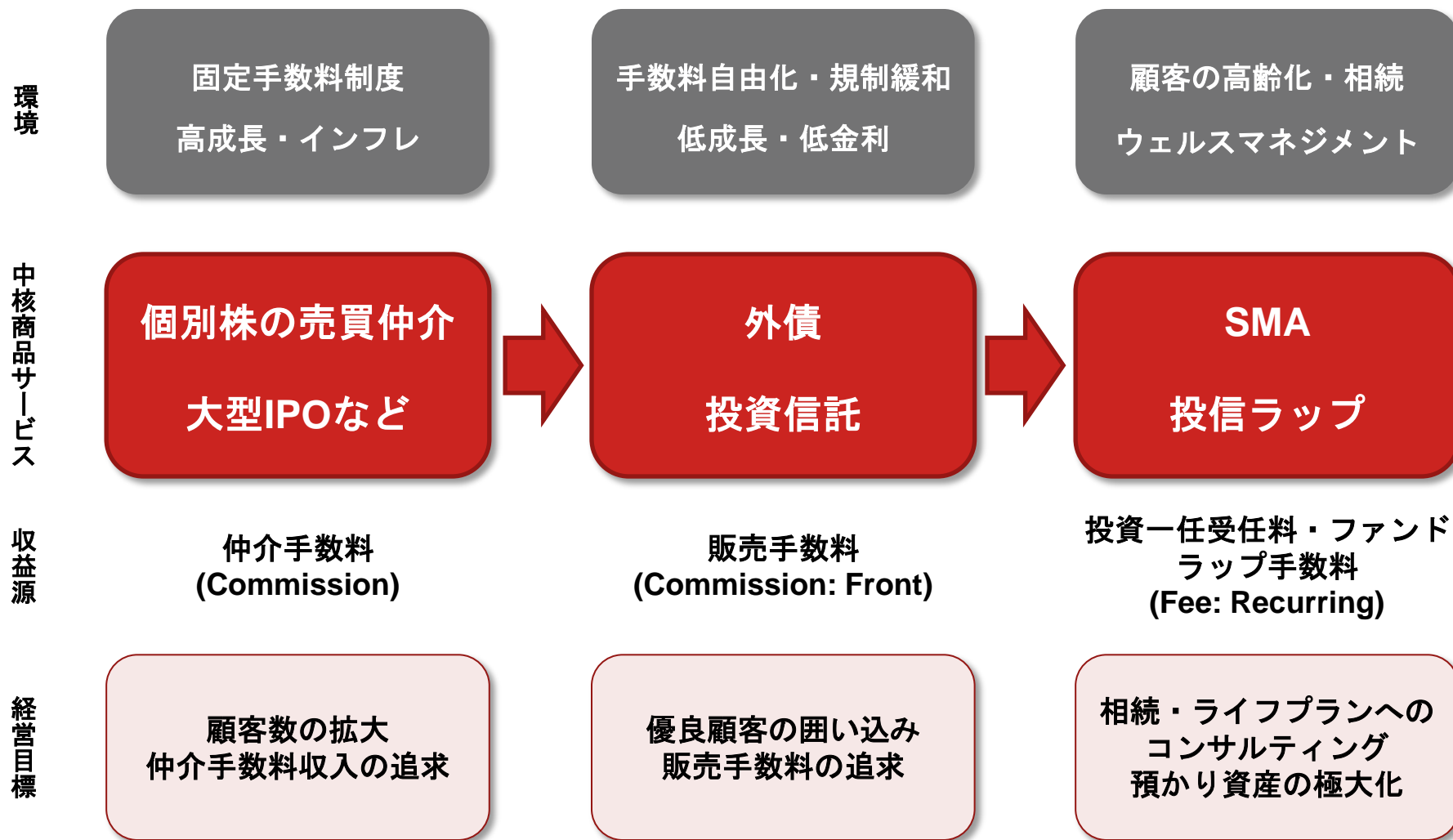
(出所) 総務省「家計調査年報」(2015年)より野村資本市場研究所作成

金融資産の世代別分布(推計)



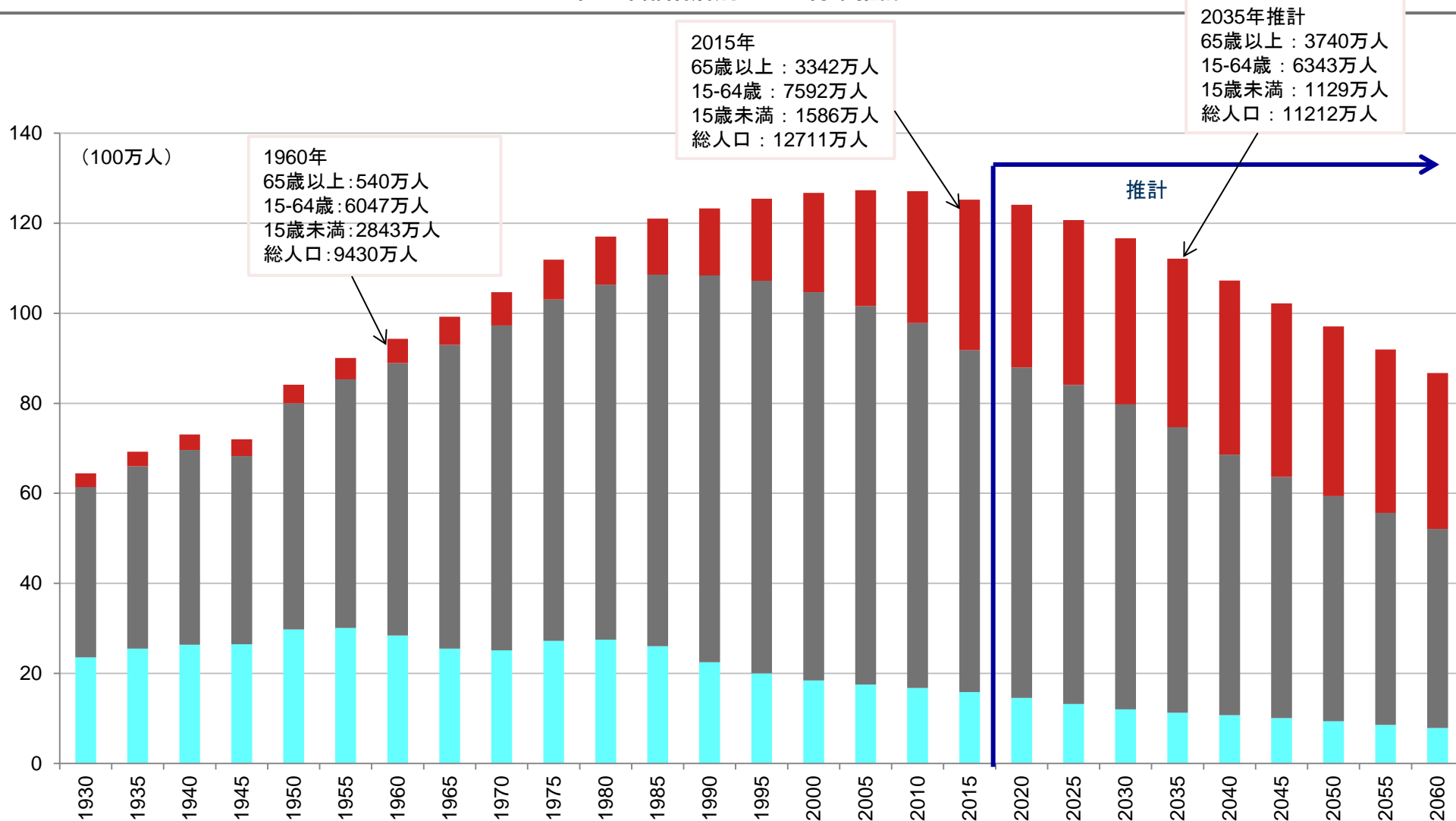
(出所) 総務省「全国消費実態調査」2014年より野村資本市場研究所推計

日本のリテール証券ビジネスの変遷



2045年まで高齢者人口が増加する日本

日本の年齢階層別人口と将来推計



長寿化する日本人

- 長生きする「確率」の議論 → ライフプランを考える時の「時間軸」は最低でも25年

60歳日本人男性・女性の『長生き確率』推計

	男性	女性
[平均余命]	23.72年（84歳）	28.97年（89歳）
65歳（まで生きる確率）	96.1%	98.3%
70歳	89.9%	95.7%
75歳	81.0%	91.6%
80歳	68.3%	84.8%
85歳	50.0%	72.5%
90歳	27.8%	52.2%
95歳	9.8%	26.6%
100歳	1.6%	7.1%

(出所)厚生労働省「平成29年簡易生命表の概況」より野村資本市場研究所作成

証券税制の変化とNISA

- 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

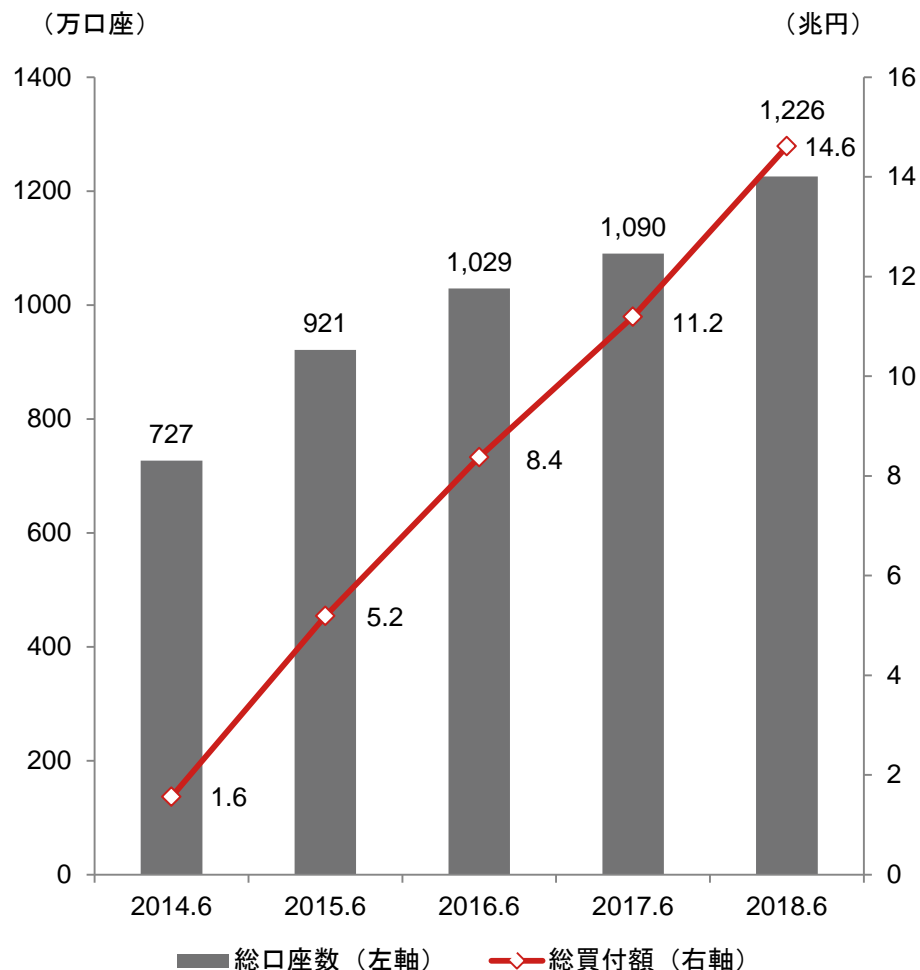
1999年	有価証券取引税の廃止
2002年	特定口座制度の創設(2003年1月実施)
2003年	上場株式等の配当・譲渡益に係る税率を5年間軽減(20%→10%)
2007年	上場株式等の配当・譲渡益に係る税率の適用期間を1年間延長
2008年	上場株式等の譲渡損失と配当との間の損益通算の仕組みを導入(2009年より)
2009年	上場株式等の配当・譲渡益に係る優遇税率の適用期間を3年間延長
2011年	上場株式等の配当・譲渡益に係る優遇税率の適用期間を2年間延長
2013年	NISAの導入決定(2014年より)
2016年	NISAの購入上限額を年間120万円に ジュニアNISAの開始
2018年	つみたてNISAの開始(非課税投資枠40万円/年×最長20年間、限定対象商品に投資可能)

一般NISA(少額投資非課税制度)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120万円を上限とする
非課税投資総額	600万円(年間120万円上限×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
口座開設が可能なる者	その年の1月1日時点で満20歳以上の日本居住者等

NISA(少額投資非課税制度)の普及

NISA利用状況の推移



(注) 2017年以降ジュニアNISAを、2018年以降つみたてNISAを含む
 (出所) 金融庁「NISA口座の開設・利用状況調査」より野村資本市場研究所作成

NISA投資家(一般+つみたて)：年代別口座数・買付額構成

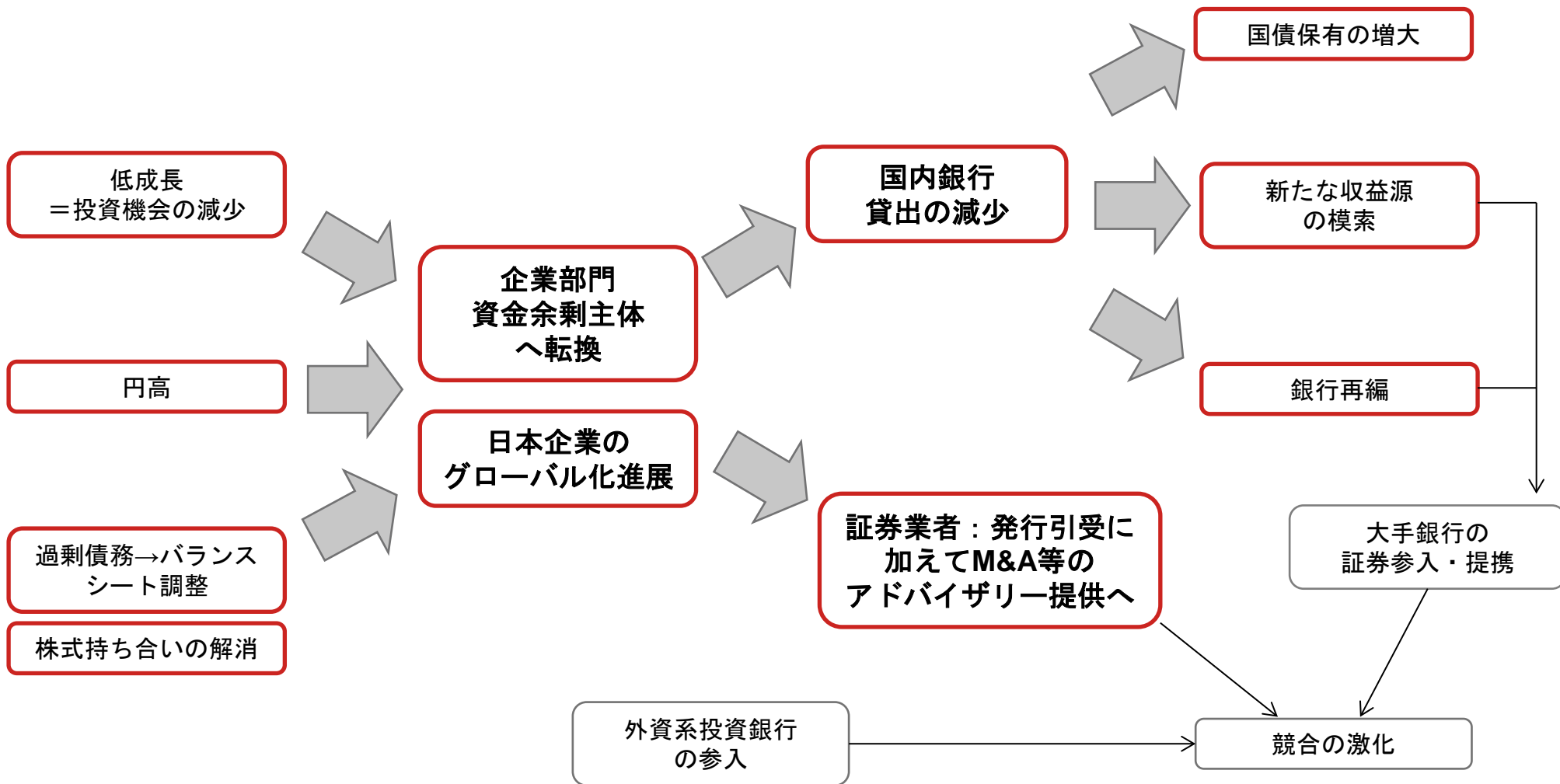
(2018年6月時点)

	口座数 (万)	比率%	買付額 (億円)	比率%
20歳代	57.1	4.8%	4,020	2.8%
30歳代	130.5	10.9%	12,504	8.6%
40歳代	186.6	15.6%	19,200	13.2%
50歳代	198.8	16.6%	24,408	16.8%
60歳代	263.0	22.0%	42,726	29.4%
70歳代	226.4	18.9%	32,156	22.1%
80歳代以上	107.1	8.9%	10,162	7.0%
総数	1,197.1	100.0%	145,176	100.0%

(注) 2018年6月時点のジュニアNISA口座数=約28.5万、同買付額=約945億円

法人部門の環境変化と証券業界の国際化

法人部門の変化と日本の銀行・証券業界の対応



ケーススタディ(1)メリルリンチ日本証券

米国メリルリンチ証券：1998年の旧山一証券リテール部門継承

- 金融危機時に進出したこと、若手中堅のみを採用したこと、預かり資産が増えなかったこと(2001年3月時点で約1.7兆円足らず)、顧客に「資産管理型営業」の理念が伝わらなかったことなどが縮小の要因とされた。

年月	イベント
1971年9月	「外国証券業者に関する法律」施行。外国証券会社が本邦内で支店を開設し、証券業務を行うことが可能に。
1972年6月	メリルリンチ証券会社東京支店設立。証券業の免許を取得（外資系金融機関の中で第1号）。リテール・ホールセールの一体運営を標榜したが、1993年にリテールから撤退。
1997年11月	4大証券の一角であった山一証券の経営が破綻（自主廃業）。
1998年2月	旧山一証券の33支店、従業員約2000人を引継ぐ形でメリルリンチ日本証券を設立（1998年7月営業開始）。一方、メリルリンチ証券日本支店はホールセール業務（法人営業）にフォーカス。
2001年3月	メリルリンチ日本証券とメリルリンチ証券在日支店との合併を発表（社名はメリルリンチ日本証券）。同社は店舗35支店、従業員約3,400人を擁し、ホールセール・リテール双方の業務を行う国内準大手証券並みの規模に。
2001年夏	メリルリンチ日本証券の2001年3月期決算が3期連続の赤字となったことを受け、リテール部門のリストラが検討され始める（2001年夏に5店舗を閉鎖）。
2002年1月	リテール営業部門の社員約1200人を削減、20店舗を閉鎖と発表。2002年7月にさらに5店舗を閉鎖。支店は東京、大阪、福岡のみに。
2006年5月	三菱東京UFJ銀行、三菱UFJ証券と合併で三菱UFJメリルリンチPB証券を設立してリテール部門を営業譲渡。メリルリンチ日本証券はホールセール専門の証券会社に。
2008年9月15日	バンク・オブ・アメリカによるメリルリンチの買収（1株29ドル、総額500億ドル）が発表される。
2009年4月	メリルリンチ日本証券、バンク・オブ・アメリカ証券会社東京支店より事業の全部を譲り受ける。
2012年末	三菱UFJメリルリンチPB証券の全株式を三菱UFJフィナンシャル・グループに売却（現在の三菱UFJモルガン・スタンレーPB証券）。

ケーススタディ(2)シティグループと日興証券

米国シティグループ：1999年に日興証券とホールセール事業のJV設立。その後、2007年にリテール事業(日興コーディアル証券)を傘下に収め[銀行+ホールセール証券+リテール証券]の体制を形成

- 2009年に三井住友FGに証券ビジネスを売却。その後、2014年にリテール銀行も同グループに売却。
- シティバンクが8年余りの期間に3回の法令違反・行政処分を受けており、コンプライアンス体制を構築できなかったことも日本事業定着の失敗の背景と考えられる。

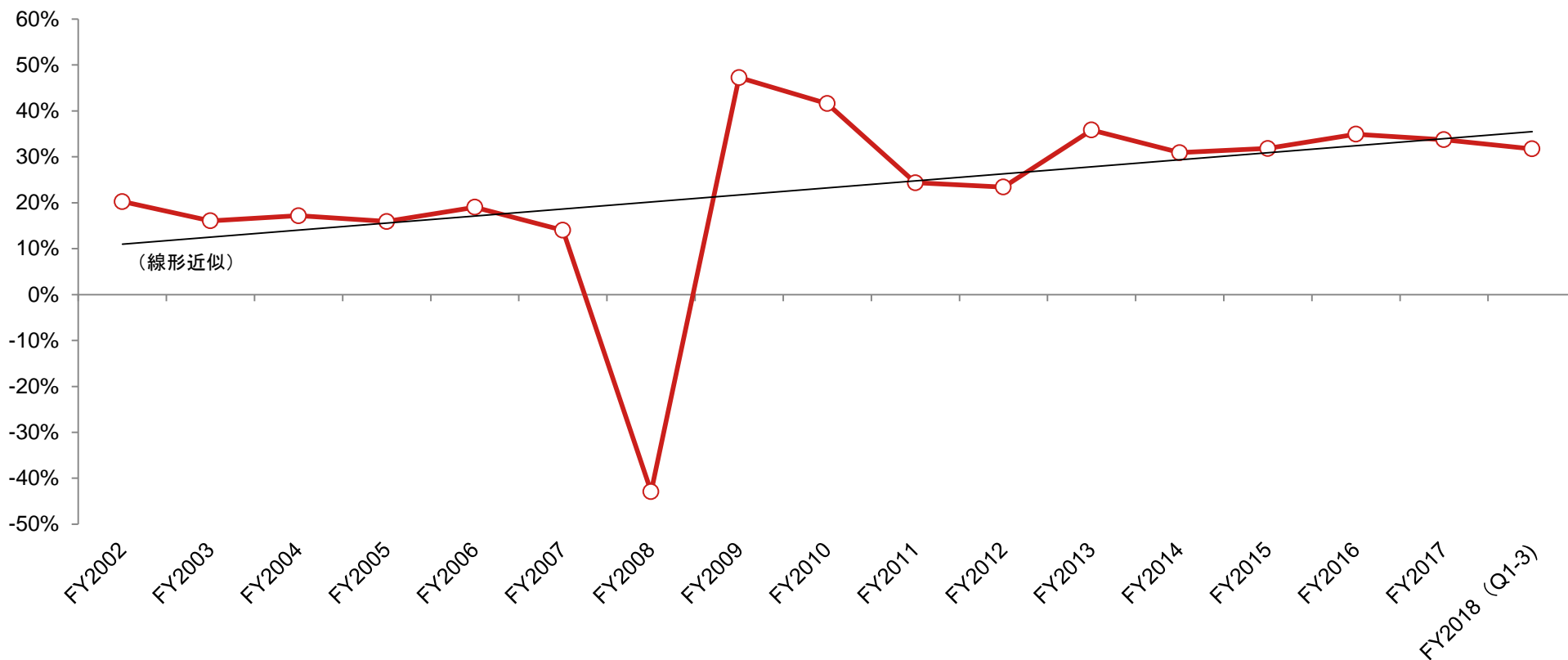
年月	イベント
1999年2月	3大証券会社の一角であった日興証券が、シティグループとの合弁により、投資銀行業務を行う日興ソロモン・スミス・バーニー証券会社(後の日興シティグループ証券)を設立(日興49%、シティ51%)。
2001年10月	日興証券が持株会社化(持株会社=日興コーディアルグループ、事業会社=日興コーディアル証券に社名変更)。
2004年9月	シティバンク日本支店に対する金融庁の行政処分。認可取消等が命じられ、プライベートバンク部門の閉鎖・全面撤退。
2006年12月	日興コーディアルグループの粉飾決算が発覚。
2007年3月	日興コーディアルグループと資本・業務両面で包括提携することで基本合意。日興コーディアルグループに対して株式公開買い付けが行われ、2007年5月9日付でシティグループが61.08%の株式を保有する筆頭株主となった。
2009年5月1日	シティグループ、三井住友フィナンシャルグループに日興コーディアル証券および日興シティグループ証券の一部を売却に合意。
2009年6月	シティバンク銀行に対しての2回目の業務停止命令。
2009年7月	野村信託銀行、日興シティ信託銀行の買収に合意。
2009年10月	日興コーディアル証券の三井住友フィナンシャルグループへの売却に伴い、日興シティグループ証券の一部事業(法人金融本部、資本市場部)を会社分割により売却。社名をシティグループ証券に変更。
2011年4月1日	日興コーディアル証券、SMBC日興証券に社名変更。
2011年12月	シティバンク銀行及びシティグループ証券株式会社に対して業務停止命令(3回目)。
2014年12月	SMBC信託銀行(三井住友銀行の子会社)、シティバンク銀行のリテールバンク事業取得に合意。2015年11月に新ブランド「PRESTIA」として業務開始。

野村グループ：グローバル化への努力

- 1990年代：比較的ニッチな投資銀行・資産運用ビジネスへの取り組み
- 2008年：リーマン・ブラザーズの欧州・アジア事業継承
- 「アジアに立脚したグローバル投資銀行」を標榜

野村ホールディングスの純収益(金融費用控除後)：海外／連結比率の推移

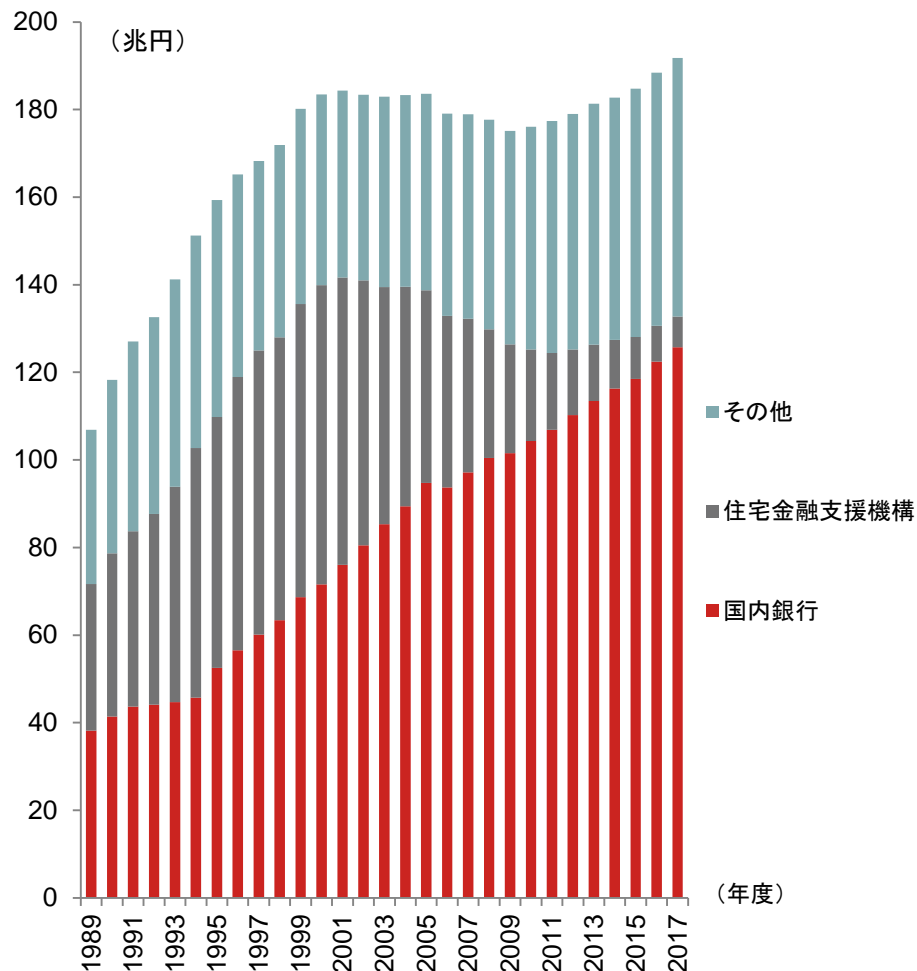
野村ホールディングス：純収益（海外）／純収益（連結）



参考資料

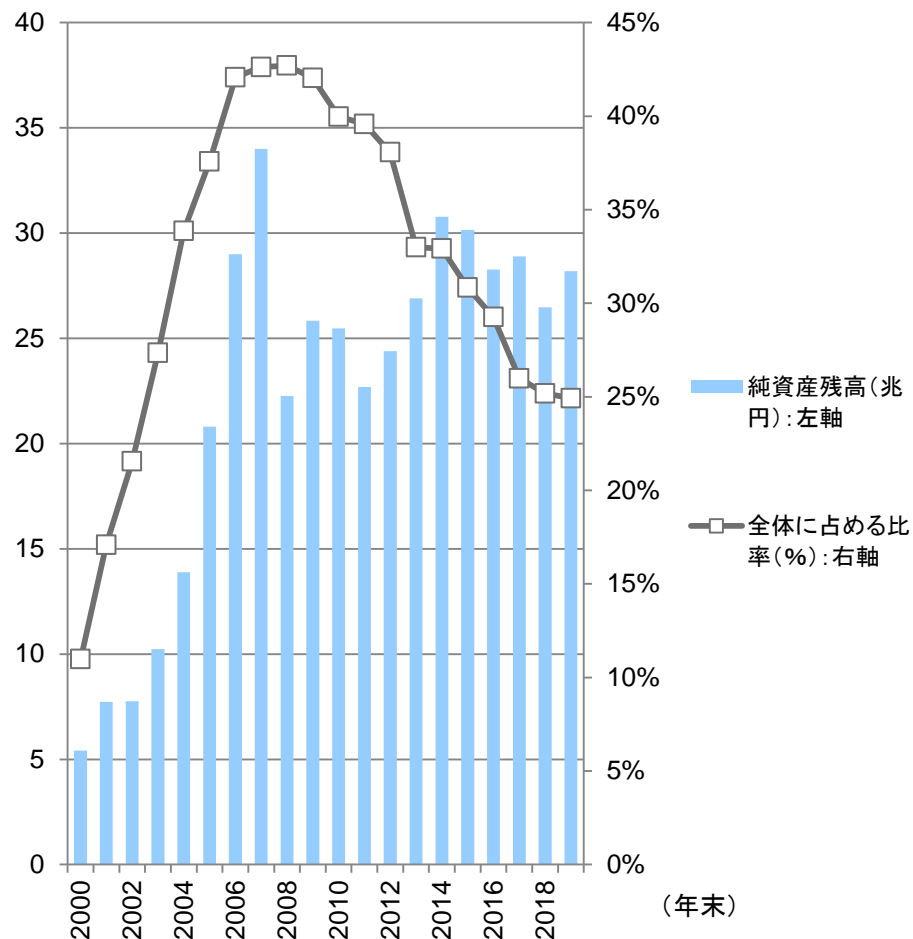
リテール金融ビジネスにシフトする銀行

住宅ローン貸出残高（1989年度～2017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

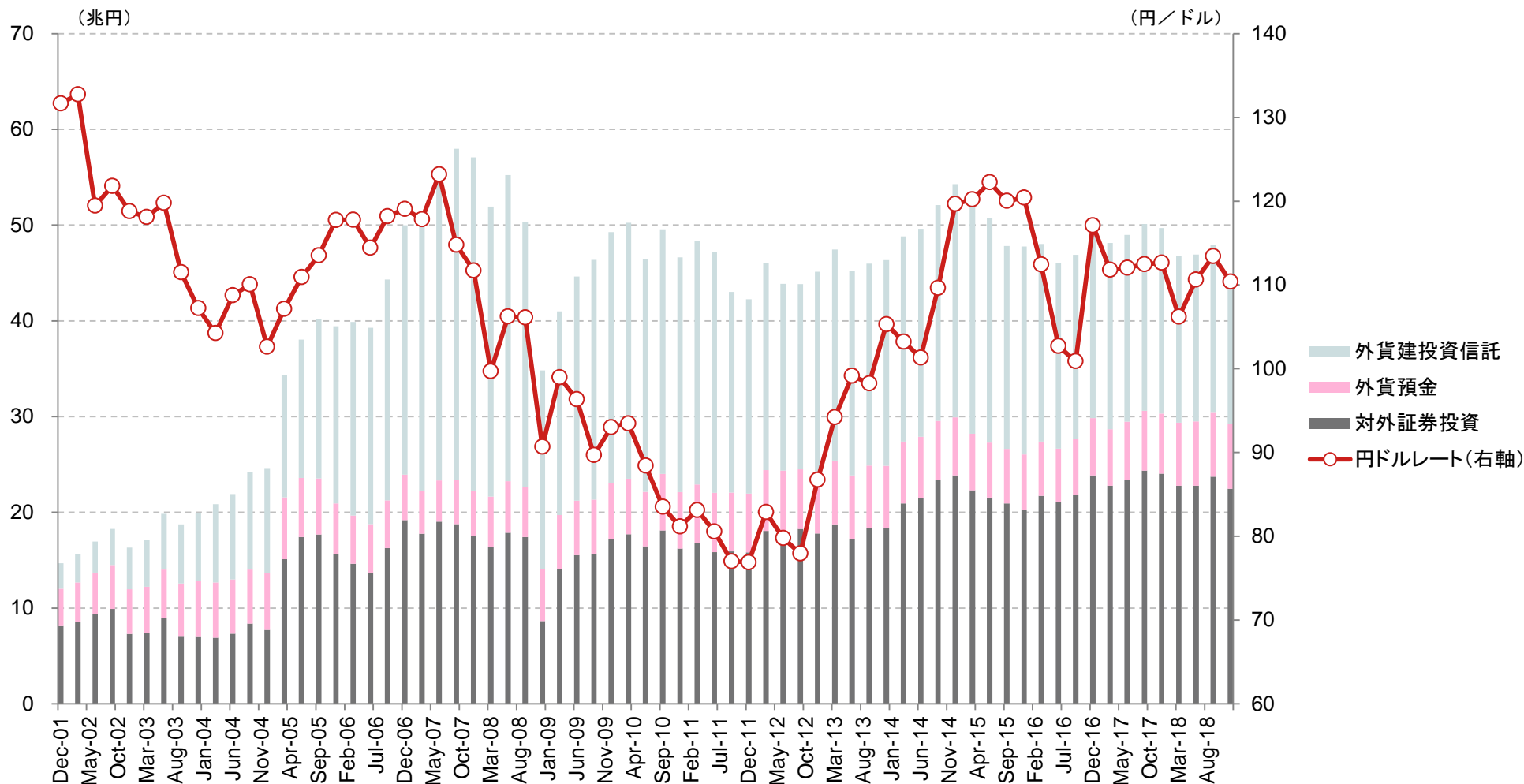
契約型公募投資信託純資産残高に占める銀行販売のシェア



(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

個人金融資産の対外投資

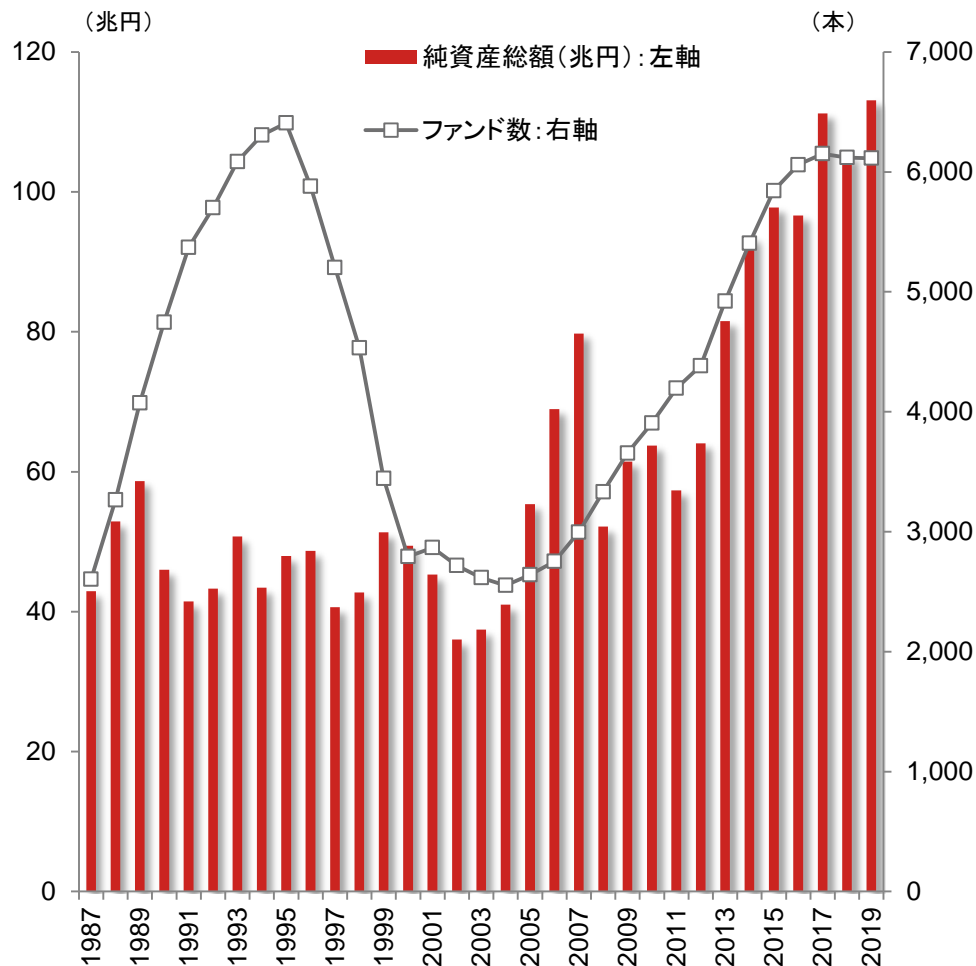
家計セクターの外貨預金・対外証券投資残高（2001年第4四半期～2018年第4四半期）



(注) 外貨預金は国内全銀行、信用金庫、外国銀行支店ベース。2009Q4以降の外貨建て投資信託残高は、野村資本市場研究所による推計
 (出所) 日銀、投資信託協会資料より野村資本市場研究所作成

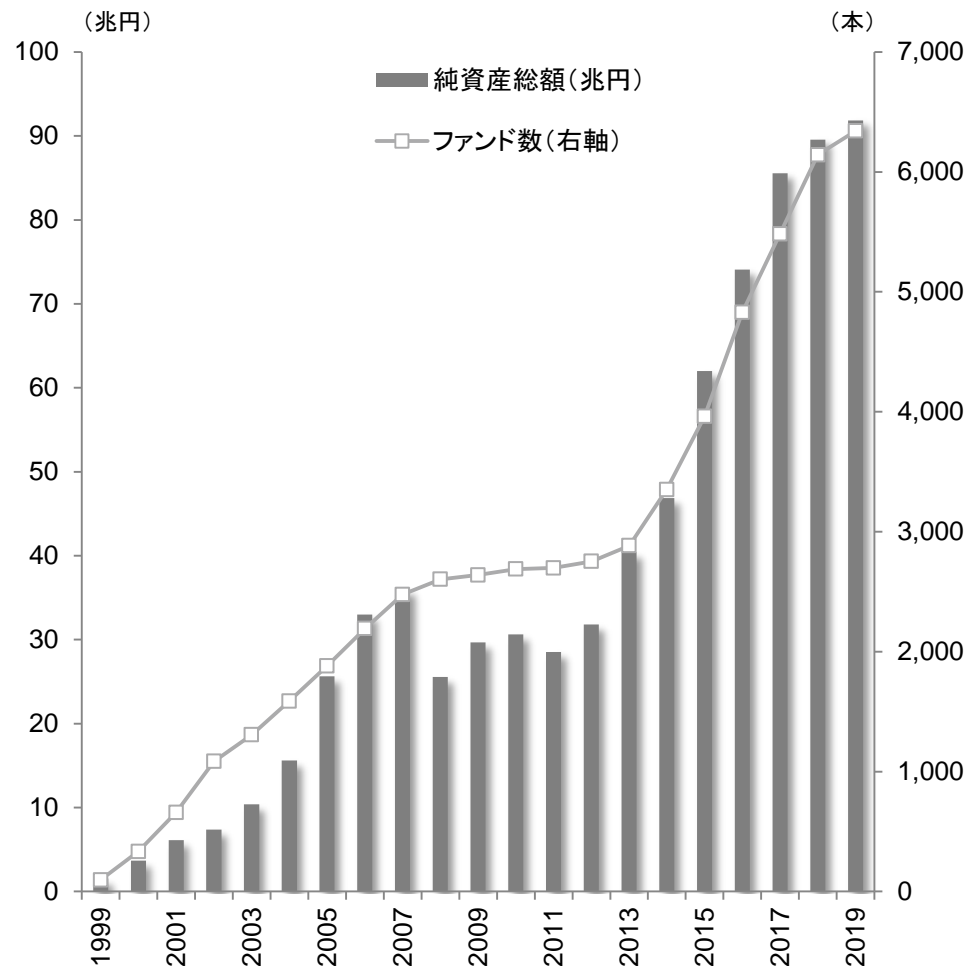
投資信託市場の拡大

公募投信純資産残高の推移



(注) 2019年データは3月末。
(出所) 投資信託協会資料より野村資本市場研究所作成

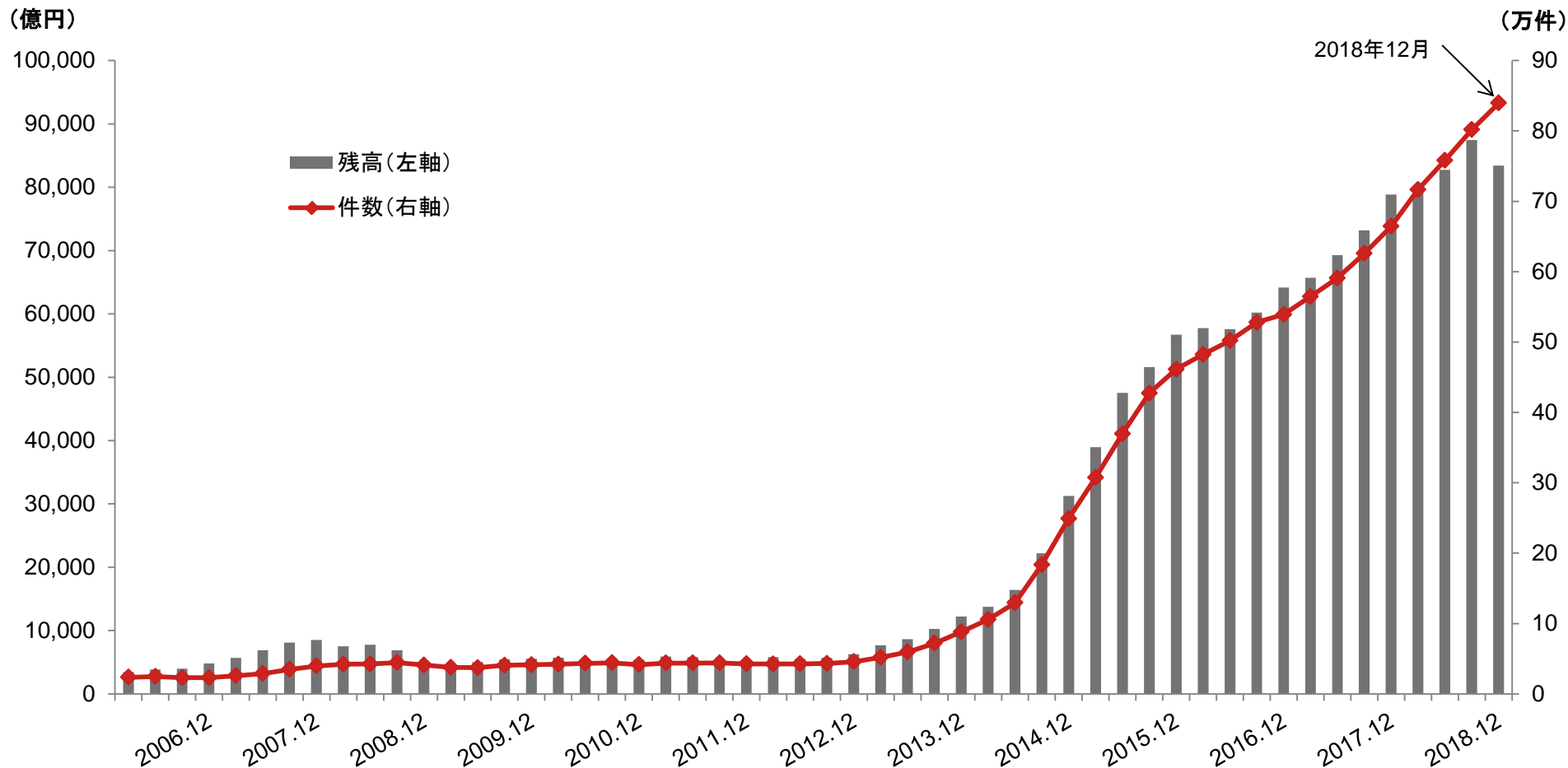
(参考) 私募投信純資産残高の推移



(注) 2019年データは3月末。
(出所) 投資信託協会資料を基に野村資本市場研究所作成

急拡大する投資一任サービス(ラップ口座)

- 投資一任サービス(ラップ口座)市場は、リーマン・ショック時に落ち込んだものの回復し、2013年以降急激に成長。
- 2013年末時点で1.2兆円、8.8万件だったが、2018年12月末には約8.3兆円、約84万件へ。

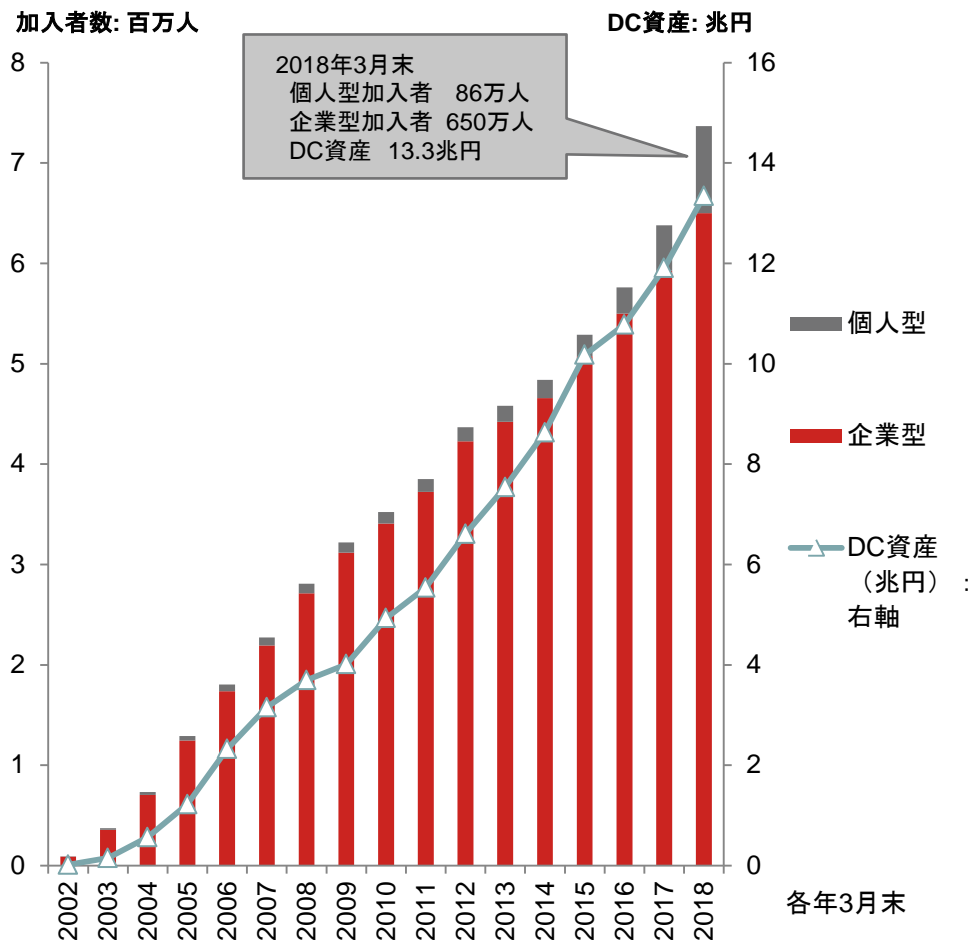


(注) ラップ口座とは、顧客が投資顧問業務に係る報酬と売買執行手数料及び口座管理料等の手数料を運用資産残高に応じて一括して支払う口座をいう。

(出所) 日本投資顧問業協会統計より野村資本市場研究所作成

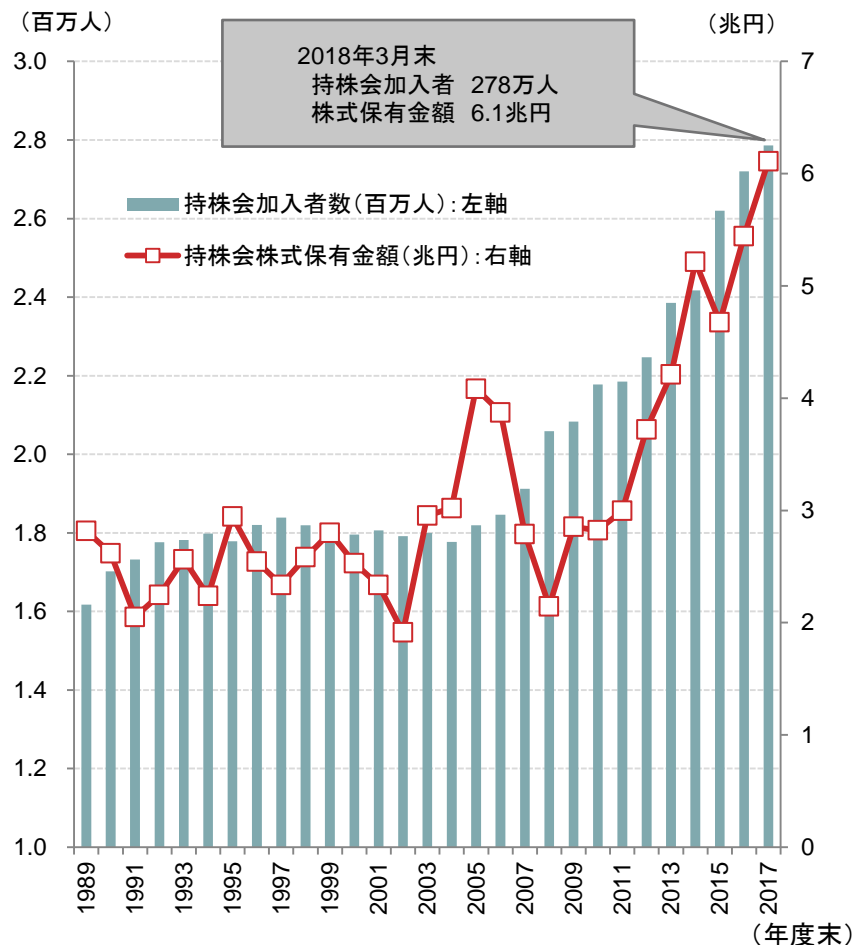
個人投資家育成と勤労者向けの投資サービス

確定拠出年金の資産残高推移



(注) 資産残高は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

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。