

2023年のリテール証券 ～5年後、個人投資家にどう向き合うのか

平成30年3月27日

株式会社資本市場研究所きずな



過去5年間の変化について

ドクイヤーという言葉があるが、まさにこの5年間のリテール証券(個人の投資に係る金融商品取引業(以下、金商業者)を総称して)を取り巻く環境の変化も大きかったのではないだろうか。経済的にはアベノミクスが5年間続き、個人のスマートフォン利用が進み、来日外国人数は2800万人と2.8倍に増加、人口減少は20万人/年を超えるようになり高齢化社会は進んだ。10年一昔と言われるが、変化のスピードは加速して今後は5年一昔というほうが実感に近いかもしれない。その5年後、リテール証券はどの様に変化しているだろうか。先ず、過去5年間に起きた変化を見直してみたい。

個人の投資を推進する政策が進んでいる。その代表が、投資による資産形成を目指すNISA(少額投資非課税制度)やiDeCo(個人型確定拠出年金制度)など個人の継続投資を促すものだ。2014年1月にスタートしたNISAは、当初年間非課税投資枠100万円×5年間で設定されたが、2016年1月に年間非課税投資枠が120万円に拡大され

最大で600万円まで利用できるようになった。未成年者の為にジュニアNISAも2016年4月にスタートしたが、これは非課税投資枠80万円×5年間(最大で400万円)で両親や祖父母が運用し、本人が18歳になるまで原則引き出せない。2018年1月からは、NISAとの選択制でつみたてNISAが始まり、非課税投資枠40万円×20年(最大で800万円)が利用できる。この制度の利用状況は、昨年9月末でNISAが1,100万口座で運用総額11兆8,716億円、ジュニアNISAが24万口座で運用総額561億円となっている。また、つみたてNISAは日経の聞き取り調査によると1月末で約38万口座と報じられている。一方、個人の投資促進を税制面から支援する金融所得一体課税に関しては、2016年1月から株式・投信と債券の損益通算(配当や利金を含む)が認められたが、デリバティブにまで含むまでに至っていない。

金商業者や取引に関するものでは、アベノミクスによる新規・成長企業へのリスクマネー供給として制度整備された投資型クラウドファンディングや株主コミュニティ制度が2015年6月から始まり、個人投資家層の拡大を意識した金商業者へのフィデューシャリー・デューティーの徹底として、

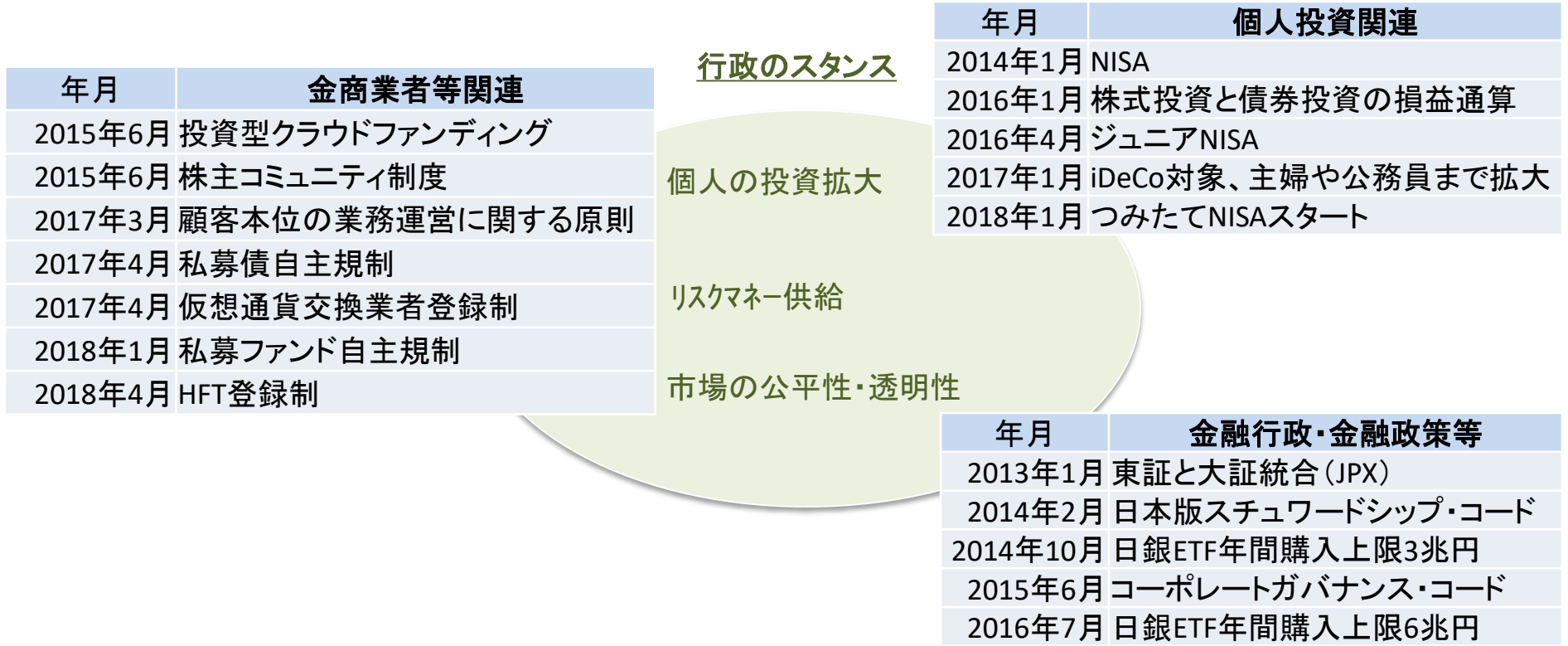
“顧客本位の業務運営に関する原則”を公表することが、2017年3月から行われるようになった。また金商業者が個人へ私募の販売をする場合、商品審査とモニタリングを徹底することの自主規制ルールが私募債は2017年4月より、私募ファンドは2018年1月より施行されている。なお、他の制度整備として改正資金決済法で、2017年4月より仮想通貨交換業者が登録制となり、また改正金商法により2018年4月よりHFT(高頻度取引)を行うものも登録制となる予定である。

その他、資本市場に対する政策や金融政策に関するものでは、日銀による日本株指数ETFの購入拡大政策の影響が大きいですが、これは2010年12月に年間1兆円枠で始まったものが、2014年10月に年間3兆円枠に拡大し、更に2016年7月に年間6兆円まで再拡大している。また市場インフラとしての取引所機能強化として総合取引所構想などが示されて久しいが、株式主体の東京証券取引所とデリバティブに強い大阪証券取引所の合併で日本取引所グループがスタートしたのは丁度5年前であった。

一方、日本の上場企業のコーポレートガバナンス強化を

目的に、機関投資家側から企業に対話を促す日本版スチュワードシップ・コードが2014年2月より、企業側の規範としてのコーポレートガバナンス・コードが2015年6月より制定され、既に見直しも行われている。

過去5年間の制度変更



金融行政が考える5年後のリテール向け金商業者

本稿では、個人に金融商品・金融サービスを提供するものをリテール証券と総称したが、現在の金融商品取引法（以下、金商法）での金商業者分類では、証券会社やFX業者などが第一種金融商品取引業、ファンド業者が第二種金融商品取引業、金融商品の運用を行うのが投資運用業、投資一任契約を取り次いだり助言サービスを行うのが投資助言・代理業となっており、金融機関の内、個人に投資信託や債券を販売するものは登録金融機関、以上の仲介を行うものは金商業者と定義されている。

これらの金商業者は、昨年3月からの“顧客本位の業務運営に関する原則”を公表することが求められ、公表した内容の取組み状況を顧客向けに示していく必要がある。つまり5年後の金商業者の在り方に、“顧客本位の業務運営に関する原則”が大きく影響してくる。顧客の最善の利益を追求する為の具体的な取組みや、コスト・リスク・商品性を的確に顧客に伝えるための体制整備・従業員の教育体制など、各業者の選択や対応が業務内容を変化させていく可能性もある。

また金商業者の間では、業務の収益性を高めたり顧客の投資ニーズの多様化に応える為に、登録業務の兼業や金融機関などとの協働が進んでいるが、例えば証券会社（第一種）がファンド（私募）を取扱う場合第二種の登録が必要で1月末時点で第一種と第二種の兼業は123社、その内51社はラップ口座などの投資一任契約の取次ぎが可能な投資助言の登録も行っている。なお、社内の利益相反防止体制が求められる投資運用業を含め4つの兼業登録を行っている証券会社などは26社に留まっている。また、登録金融機関である地方銀行などでは、店頭での投資信託や外国債券の品揃えを増やす為、子会社証券会社や大手・ネット証券などと複数の第一種業者の仲介を行うケースが増えてきている。

5年後のこの金商法上の業態が、どう変わる可能性があるについて、現在金融審議会・金融制度スタディグループで検討が始まったが、機能別・横断的な金融規制の整備等、情報技術の進展その他の我が国の金融を取り巻く環境変化を踏まえた金融制度のあり方について見直すことをその主な目的としている。業界に関する環境認識は次の様なものだ。

—ITの進展等により、金融サービスを個別の機能に分解して提供(アンバンドリング)する動きや、顧客ニーズに即して複数の金融・非金融のサービスを組み合わせ提供(リバンドリング)する動きが広がりつつある。また現行制度の課題として、規制が緩い業態への移動や業態間の隙間の利用等を通じ、規制を回避する動きが生じるおそれがある一方、環境の変化に対応していない規制が原因となって、ITを活用した合理化等が円滑に実現できない可能性もある。—

例えば、先進技術であるAI(人工知能)の活用に関しても、今後ロボアドバイザーや運用のプロ グラムに活用し、投資の勧誘・助言・運用等の判断をAIが独自に行うサービスが広く出現してくることも想定されるとしているが、アンバドリングやリバンドリングが進む中で、それぞれのAI機能をどの様に評価し、AIによるサービスの提供をどう規制していくか議論が始まったところだ。

また、クラウドファンディングの貸付型としてソーシャルレンディングが伸びているが、ベースは貸金業法で規制されている。株式型やファンド型などのクラウドファンディングで

は其々の金商法に基づいた自主規制ルールが適用されるのに対して、貸付型では審査基準などは現在各社の社内規定に拠っている。なお注目される仮想通貨交換業者は、FX取引と称してレバレッジを掛けたCFD(差金決済取引)取引を現在顧客に提供しているが、これは現在のFX取引での証拠金取引と取引の仕組みは同様である。本来のFX取引では、現在のレバレッジ上限25倍を10倍まで下げる議論が始まったところだが、仮想通貨のFX取引においては明確な制限がない。注目度の高いICO(トークン発行による資金調達)と合わせても議論が進むか注目される。

金融サービスのビジネスモデル変化

現状

供給側の論理による
マス提携商品の供給
B⇒C

限られた顧客情報の蓄積

富裕層と大企業向け以外の
テーラーメイドはコストに合わ
ない

進展しつつある変化

人間生活のデジタル化

顧客のライフログの自動
蓄積

AIによるビックデータの
処理・学習

将来の方向性？

顧客情報に根ざす共
有価値の創造
C⇒B

深度のある顧客情報の蓄積

テーラーメイドのマス化が
可能に

※金融審議会事務局説明資料より

社会の変化、個人の変化、 そして金融技術の変化はあるか

2023年の日本は東京オリンピックも終わり、更に高齢化が進む中、海外観光客も更に増加してインバウンド需要が経済に与える影響も大きくなっているだろう。現時点で2023年はNISAの制度期限だが、成長戦略が続き、長年の貯蓄から投資政策から考えてNISA、ジュニアNISA、つみたてNISAは制度の恒久化を目指すこと予測される。

5年後の日本社会の変化を推し量る為の一つの物差しとして本誌2017年11月号で紹介した成長戦略“未来投資戦略2017”があるが、Society 5.0 (ICTの進展で実現した情報化社会の更に進化した次世代社会として)に向けた戦略分野として、①健康寿命の延伸②移動革命(自動運転など)の実現③サプライチェーンの次世代化(IoT等による様々なネットワーク化)④快適なインフラ・まちづくり(インフラ整備・維持管理の生産性向上)⑤FinTech(新たな決済サービスの創出など)を上げている。これらの共通項として、其々の分やでのビックデータ活用やブロックチェーンを始めとする情報共有インフラの構築が上げられるが、これら

を支える通信インフラが2020年から実用化(サービス開始)を目指す5G(第5世代移動通信システム)という事になる。

なお、この成長戦略における投資に関連した部分としては、日本企業の「形式」から「実質」へのコーポレートガバナンス・産業の新陳代謝を測ることで、目標としてTOPIX500企業のROA(2016年度で米国S&P企業の7割程度)について、2025年までに欧米企業に遜色のない水準を目指すとしている。アベノミクスの5年間で、日経平均は10,000円から22,000円(2月末)まで約2.2倍上昇したが、今後の5年間で年間1割程度上昇していけば2023年には35,000円を超えることになる。

また、個人の投資に関しては家計の安定的な資産形成の促進として、次の様な項目を上げている。

- ・積立NISAを含め、NISA制度全体の更なる普及・促進を図る。
- ・家計の投資に関する投資リテラシーが深まるよう、実践的な投資教育等を推進するとともに、投資家における投資信託の比較・選択に資する情報提供の在り方を検討する。

- ・国民の安定的な資産形成に活用されるよう、ETF市場の流動性の向上、ETFの認知度の向上等に関する市場関係者の取組を政府として促していく。

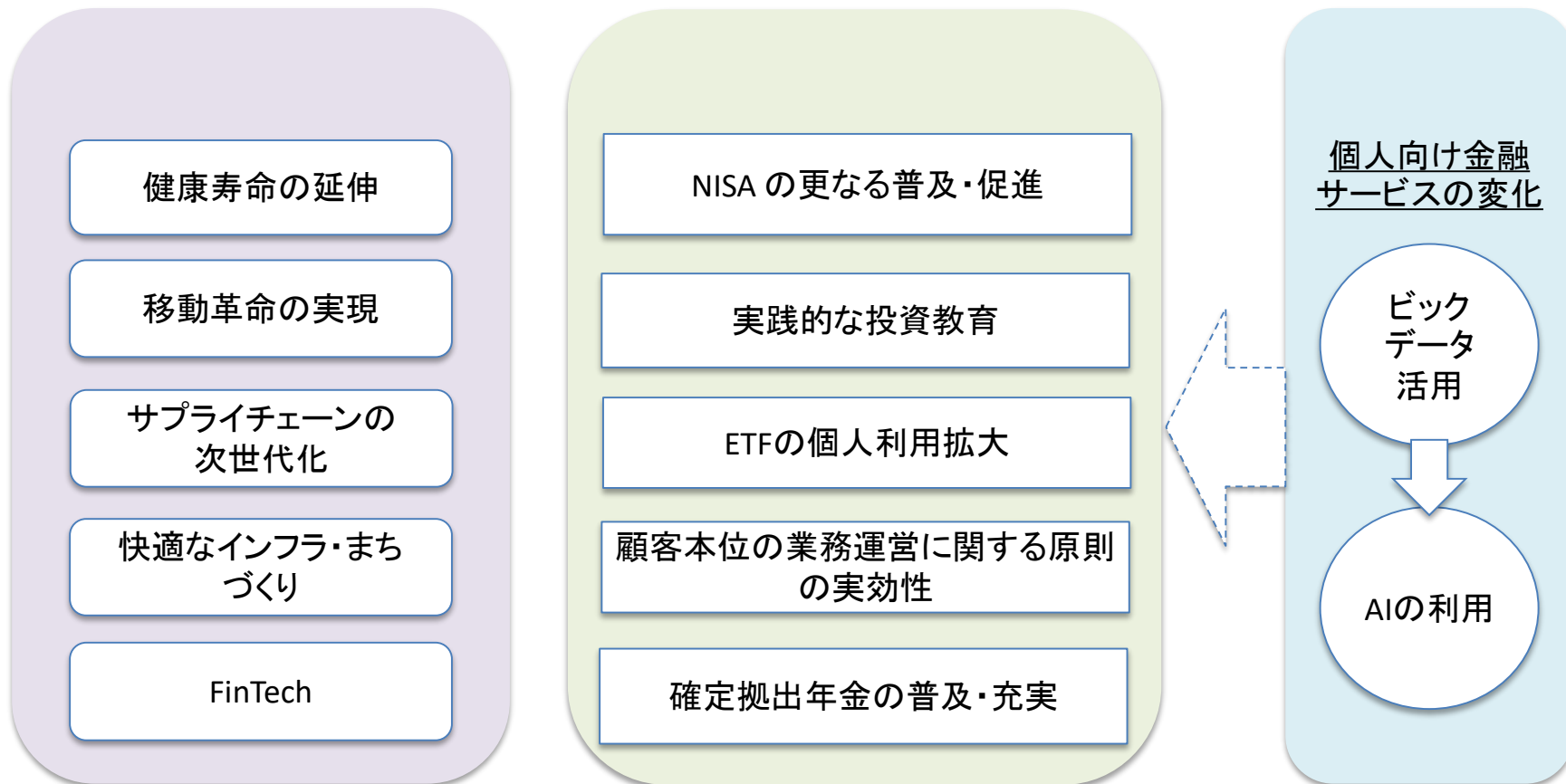
- ・各金融機関が公表した「顧客本位の業務運営に関する原則」の実効性を高める為、金融庁においてモニタリングを行いそれを公表する。

- ・リスク分担型企業年金制度の周知や、年金基金等におけるスチュワードシップ・コードの受入れの促進等を通じて、iDeCoや企業年金等の普及・充実を図る。

この様に日本社会が変化し投資環境も変わる中、前頁の図に示したようにIoTやスマートフォンの利用拡大により個人の生活におけるデジタル化対応が進むことが予想される。それが個々のライフログとして蓄積されたものがビッグデータになって、それぞれのビジネスによって分析され有効な利用方法が模索されていけようが、それを手助けするのはAIだ。金融におけるAI利用は、現在はフィンテック企業の専売の様に感じるが、5年後はAI利用がもっと一般化して、リテール証券の様々な分野での利用が広がるかもしれない。ビッグデータを基にした分析・選択・検証などが、投資対象にのみならず顧客の特性分析においても

AI利用で行われ、顧客にとって最適な金融商品・売買タイミングを助言することを可能にしていくC2Bモデル投資が期待される。

社会の変化・個人投資の変化



2023年の選択

年後は近い未来だがデジタル化の進行で変化は早まっている。社会・個人の変化を受けて個人に金融商品・金融サービスを提供するリテール証券はどう変化しているのだろうか。リテール証券側からの選択という視点で考えてみたい。

◇顧客の選択＝個人投資家は個人トレーダー層・資産運用層・資産形成層に大別されるが、政策的にも資産形成層が拡大していることが予想される。但し、DC(確定拠出年金制度)やNISA利用促進の影響が大きく長期積立投資が増加の中心になりそうだ。また、両者のインフラが異なるので、当然投資家に向かうインフラも異なってくる。また既存の投資家である資産運用層も、相続などで世代交代が進み今迄とは違った投資スタンスを取るかも知れない。なお、リスクを取るということでは、昨年急増した仮想通貨投資家もトレーダー層に入ってくる可能性がある。

◇業務の選択＝金融商品取引業務4つの中では、投資助言の比重が高まりそうだ。理由は、顧客の投資運用に

対する成功報酬を顧客から得やすいからだ。商品販売型から資産管理型へ個人営業の比重が移っているが、この流れは5年後も変わらずリテール証券の収益構造も販売手数料から成功報酬へ移っていく可能性がある。なお、実効性のある投資教育に関する需要が高まっているが、現在のボランティア的対応から一歩進んでリテール証券のビジネスとして成り立っていくか注目される。

◇金融商品の選択＝トレーディング商品としては株式(ETFを含む)、販売商品では投資信託・外債中心の現在の形に大きな変化はないが、デリバティブ商品の中でFX取引・CFD取引のリテール証券取扱いが今よりは増加するかも知れない。また、不動産への投資としてJ-REITや私募リート・私募ファンドなどがあるが、仮想通貨絡みの投資商品も販売される可能性がある。リテール証券側の選択としては、主要金融商品の代替投資手段として、新たな金融商品を選択することがあっても良い。

◇機能の選択＝第二章で当局の金融アンバンドリング・リバンドリングに関する見方を紹介したが、個人の投資に関する部分でもこれ等が進む可能性が高い。個人の投資

行動は、情報収集・分析・投資判断・売買・資産管理と大きく分かれるが、どの部分で助言し其々の必要とする機能を提供するかがリテール証券として重要になってくる。例えば自社に機能がなくても他社の機能を使い自社の得意分野で競争優位となるアンバアンバンドリングが今より一層進むだろうし、顧客の多様なニーズに応えるためのリバンドリング能力も問われる。

◇リソース＝資本・陣容・地理的優位さなど経営資源をどの業務分野に使っていくかは、投資に係るアンバンドリングが進んでいく中でどこで競争優位を確立するかに繋がる重要な経営戦略になるだろう。リソースがないから業務が出来ないのでなく、必要な業務は機能を細分化して、ある部分で競争優位があるのであれば不足部分は借りてくれば良い。今より一層アンバドリングを進める要因としては、AIの利用などが中心になりそうだ。

◇提携＝アンバンドリングの中での同業他社との提携ではなく、他業態との提携を進めることの重要性が増すかも知れない。例えば、個人資産の管理業務を行う信託銀行との金融資産運用部分での提携、ローン紹介などでの

金融機関、私募リートや個人の不動産管理での不動産会社との提携など本業の強みを背景に他業態との提携を進めることが期待される。

5年という期間は短いですが、その中で多くの変化が起きることも予想されており、これ等の変化を乗り切りながら、市況に影響されない競争有利の投資サービス提供を目指すリテール証券に期待したい。

リテール証券の選択

