

新時代に対する証券業の変化

～投資家の裾野拡大に向けて～



明治大学 国際日本学部 特任教授

沼田 優子

1. 「貯蓄から資産形成へ」が進まない日本

わが国では「貯蓄から資産形成へ」が目指されて久しいが、個人金融資産の構成に大きな変化はない。バブルが崩壊した1991年から現在に至るまで、個人金融資産に占める現預金の割合が5割を超えており、この間、個人金融資産はわずかに約1.8倍にしか増えていない（注1）。将来に対する不確実性が高まる一

方で、資産は容易に増えず、個人の金融に関わる悩みはつきない筈である。

実際、2013年以降、金融資産の保有目的は老後の生活資金（65.6%）が最も高い（注2）。また老後を心配する世帯の多くは、年金や保険が十分ではない（72.6%）と答えている。しかし、金融商品の選択の際に重視するのは、元本が保証されているといった安全性（41.8%）で、利回りといった収益性を重視する回答は、17.6%に留まった。つまり、老後を支える勤労、年金、資産所得の内、年金は十分でないと考えながらも、資産所得を増やして補うという意識が薄い。

その結果、大半は証券投資を必要とは思わず（74.6%）（注3）、損をする可能性（43.7%）を理由として挙げている。ただしこの中には、以前損をした（41.9%）経験を持つ者も少なくない。

証券会社が「顧客本位」のサービスを目指すのであれば、まずはこうした不安や不信心

（目 次）

1. 「貯蓄から資産形成へ」が進まない日本
2. 投資信託保有者の日米比較
3. 資産形成層の参入により、新時代を迎えた米国証券業
4. わが国のリテール証券業
5. 結びにかえて

(図表1) 家計の金融行動

金融資産の保有目的	
老後の生活資金	65.6%
病気や不時の災害への備え	61.1%
老後の生活が心配な理由	
年金や保険が十分ではないから	72.6%
十分な金融資産がないから	69.0%
金融商品選択の際に最も重視していること	
安全性（例えば元本が保証されている）	41.8%
収益性（例えば利回りが良い）	17.6%

(出所) 金融広報中央委員会 [2018年]

証券投資について	
必要だと思う	25.1%
必要とは思わない	74.6%
必要とは思わない理由	
損をする可能性がある	43.7%
金融や投資に関する知識を持っていない	33.7%
価格の変動に神経を使うのが嫌	28.3%
ギャンブルのようなもの	25.9%
「以前取引していたが、現在は取引していない」個人に対し	
証券会社との取引中止の理由	
以前損をした（または期待したような利益が得られなかった）から	41.9%
資金がなくなった（または現金が必要になった）から	34.0%

(出所) 日本証券業協会 [2018]

に寄り添うことから始めるべきであろう。

■ 2. 投資信託保有者の日米比較

一方、17年の現預金比率が1割強、投資商品比率約5割の米国の場合、個人金融資産は約5倍の82兆ドルとなった^(注4)。この違いは個人金融資産のポートフォリオの違いに起因すると考えられる。

なかでも米国民にとって投資信託は、00年以降、家計の4割が保有するごく一般的な商品である^(注5)。彼らは老後に向けた資産形成のため(93%)に投資信託を保有する。というのも米国では、老後の生活を支えるのは公的年金と企業年金、自助努力による貯蓄・投資の三脚足の椅子であるとされ、とりわけ80年代以降は確定拠出年金等を通じた投資が奨励された。

(図表 2) 投資信託の投資家の日米比較

日本		米国	
投資家の年齢		投資信託保有者の年齢	
65才以上	43%	65才以上	21%
就業形態		就業形態	
フルタイム*	45%	フルタイム	69%
無職・年金のみ	25%	無職	24%
専業主婦・主夫	19%		
世帯年収		世帯年収	
300万円未満	16%	5万ドル～7.5万ドル未満	16%
*** 300万円～500万円未満	27%	*** 7.5万ドル～10万ドル未満	17%
500万円～700万円未満	20%	10万ドル～15万ドル未満	24%
700万円～1,000万円未満	20%	15万ドル～25万ドル未満	19%
保有金融資産***		保有金融資産**/* **	
100～300万円未満	13%	10万ドル～25万ドル未満	18%
300～500万円未満	12%	25万ドル～50万ドル未満	17%
500～1,000万円未満	16%	50万ドル～100万ドル未満	19%
1,000～3,000万円未満	27%	100万ドル以上	15%
投資信託資産		投資信託資産	
100万円未満	36%	1万ドル未満	9%
100～500万円未満	38%	1万ドル～5万ドル未満	18%
500～1,000万円未満	12%	5万ドル～10万ドル未満	12%
1,000万円以上	14%	10万ドル以上	61%
有価証券の保有目的		投資信託の保有目的	
老後の生活資金のため	53%	老後の資産形成	93%
配当金、分配金、利子を得るため	51%	不測の事態に備えるため	46%
使い道は決めていないが、長期の資産運用のため	48%	税の最適化	45%
NISAまたはつみたてNISAの利用目的			
老後の資金づくり	50%		
確定拠出年金の加入状況		確定拠出年金の加入状況	
企業型確定拠出年金に加入している	15%	企業型確定拠出年金等に加している	85%
iDeCoに加入している	6%	個人型確定拠出年金に加入している	61%
投資信託の購入場所		投資信託の購入場所	
証券のインターネット	43%	確定拠出年金	80%
証券対面	26%	証券対面	27%
銀行対面	25%	独立系FP	24%
銀行のインターネット	10%	銀行対面	19%
証券のインターネット（スマートフォン）	8%	保険代理店	10%
確定拠出年金	4%	会計士	7%
証券のコールセンター	3%	投資信託会社直販	19%
銀行のインターネット（スマートフォン）	2%	ネット証券	22%
FP、税理士、公認会計士等の金融商品仲介業者	1%		
銀行のコールセンター	1%		

** 企業年金は含むが、住居は除く

*** ボリュームゾーンのみ記載

(出所) Investment Company Institute [2018]

投資家の79.8%が株式、52.2%が投資信託を保有

* 学生、パート・アルバイト・フリーター以外の就業者
はフルタイムとした

(出所) 日本証券業協会 [2019]

その結果、米国の投資信託の保有層は幅広いものの、現役世代が圧倒的に多い（69%）。彼らは確定拠出年金を通じて（80%）、金融資産のかなりの部分を投資信託に投じている。その運用結果で老後が大きく変わるため、自分の投資判断では心ともなく、多くが対面のアドバイスを求める。

もちろん、投資家層が厚いのは、米国の株価が堅調だからとも言える。ただし、投資信託の投資家の4分の1は90年以前、半分以上は2000年以前から投資信託を保有する。つまり、彼らはITバブルの崩壊も金融危機も乗り越え、現在に至る。むしろ、投資信託の直販とネット証券全盛の90年代に自助努力型の投資をやりつくした後にITバブルの崩壊に見舞われ、専門的アドバイスの重要性を痛感した。だからこそ対面回帰を行い、彼らに寄り添ったアドバイザーは、金融危機時にも期待を裏切らなかった。

米国と比べると、わが国の投資家は、半分弱が非就業者である^{（注6）}。投資は老後の資産形成のためと考える投資家が増えつつあるものの、投資信託の保有額は限定的である。そのためか、非就業者が多いにも関わらず、非対面での取引が圧倒的に多い。米国に倣えば、資産形成層仕様のアドバイスがより提供できれば、裾野も広がるかもしれないし、今後は2割を超えた確定拠出年金が足掛かりとなることも期待できよう。

■ 3. 資産形成層の参入により、新時代を迎えた米国証券業

次に、米国ではいかにして、富裕層の余裕資金の運用手段であった投資が、資産形成層の老後の資産形成手段へと変化していったのかを見ていきたい。

（1）販売チャネルの多様化

米国では、75年に株式委託手数料が自由化されたのを機に、チャネルの多様化が始まった。電話で注文を受けるディスカウント・ブローカー（後にネット証券として発展）と、正社員型の営業担当者の代わりに独立系の証券外務員をアドバイザーとする証券会社が登場した。後者は、ファイナンシャル・プランナーや保険代理店、会計士等の異業種組の参入も促した。また80年代後半には銀行や、投資顧問登録を行い、個人に投資アドバイスを提供する投資顧問型の独立系アドバイザーも登場した。

独立系アドバイザーや銀行は郊外で営業活動を行ったことから、投資は身近な存在となった。また独立系アドバイザーが系列商品を持たないことを逆手にとって中立性を謳ったり、異業種参入組が証券にとらわれない包括的なアドバイスを目指す等、それぞれの特色も浮き彫りになった。

守勢に回った大手証券は、90年代に台頭したネット証券との価格競争を避ける意味合い

もあり、資産管理型営業を標榜した。その中核商品が、SMAとファンドラップである。これらは残高連動の手数料であるため、回転売買のインセンティブがない望ましいサービスと考えられた。ただし初期のSMAやファンドラップは、営業担当者の裁量が限定される仕組みであったため、同様のサービスを自分の裁量で提供できる投資顧問型のアドバイザーにとっては、差別化の好機となった。

00年代に入り、ITバブルが崩壊すると、それまで投資判断を自ら行っていた投資家も、対面チャンネルに回帰するようになった。しかし大手証券は、ITバブル崩壊から立ち直るために、富裕層特化を進めたため、資産形成層を受け止めたのはむしろ新興チャンネルであった。

さらに08年の金融危機は特に大手に打撃を与えたことから、営業担当者と顧客の大手離れを促した。営業担当者の独立機運が高まり、顧客も彼らについていったのである。

こうして現在は、富裕層特化型の手証券と、それぞれの特色を生かしながら資産形成層を取り込む多様な対面チャンネルで、棲み分けが進んでいる。従来、どの指標をとっても勝っていた大手は、今も顧客当たり預かり資産は圧倒的に大きい。が、資産形成層の成長を取り込まなかった。そのため、預かり資産トップの座は独立系アドバイザーも抱える元ネット証券に譲った。また営業担当者数でも、一人店舗で知られる地方証券にまもなく抜かれると見られている。

(2) リテール証券業の機関化

このようにチャンネルの多様化は進んでも、個人の金融資産の要は年金であったため、確定拠出年金の伸張とともにリテール証券業の機関化が進んだ。つまり、年金市場や投資顧問業の投資行動がリテール証券の営業にも広がり、結果として中堅・中小年金基金や事業会社も取り込めるようになったのである。

第一に、年金基金の投資行動の規範となるモダン・ポートフォリオ理論の知見が、確定拠出年金の投資教育を通じて、個人に啓蒙されていった。具体的には単品買いではなく資産全体を鑑みたポートフォリオを構築すること、銘柄選択以上にアセット・アロケーションが重要なこと、リバランス、長期分散投資、一任運用、残高連動手数料等である。そして確定給付年金を補完・代替するものである以上、確定拠出年金に投資する際には、機関投資家の行動を手本にすべきであると説いた。

第二に、リテール証券業では資産管理型営業のもと、SMAやファンドラップが拡大したことから、投資顧問業の投資行動も周知されるようになった。ただしSMAやファンドラップは、年金の運用手法を機械化・汎用化して、個人顧客に提供する仕組みとの見方もある。

第三に、証券総合口座、SMAやファンドラップが多様化し、年金や法人部門が取りこぼしていた中堅・中小規模の事業法人や年金基金、財団等の開拓を、支店レベルでできるようになった。特にSMAやファンドラップ

の多様化とは、営業担当者の裁量の度合いを様々に変えたプログラムのバリエーションを作ることを指す。これによって、大手の機関投資家向けのようなカスタマイズ・ポートフォリオが低コストで提供できるようになり、リテール部門の預かり資産が大きく拡大したのである。

しかし何よりも功績は、リテール証券業が説明責任を負う資産を取り込んだことであろう。つまり、事業資産や年金資産の場合は企業オーナーも説明責任を負うことから、自分の好みに応じた投資ができる個人金融資産と異なり、SMAやファンドラップを使い、一般に受け入れられている投資理論に則った「無難な」運用を選択する傾向が見られた。

(3) 顧客本位の業務運営

また年金や投資顧問業の規範の最たるものと言えば、「顧客本位の業務運営（フィデューシャリー・デューティ、FD）」であろう。

議論のきっかけは、投資顧問型の独立系アドバイザーが台頭したことにあった。FDを行動規範とする彼らは、「顧客の最善の利益」のために行動することが義務付けられている。対して証券外務員は、適合性原則のもと、顧客に「適した」商品を提供すれば良い。小規模な独立系アドバイザーが提供する投資家保護水準に、大手を含む証券会社の外務員が達していないことが、徐々に顕在化したのである。

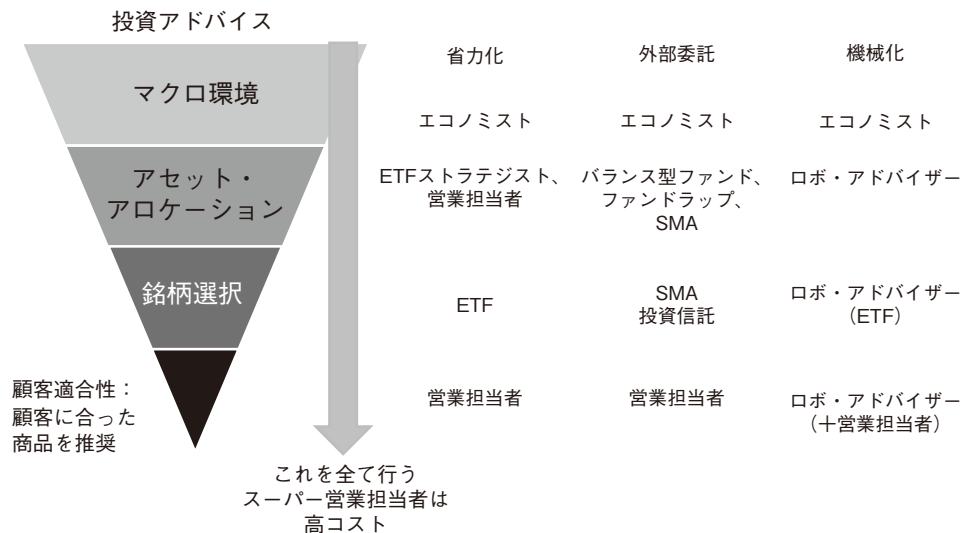
証券会社も、SMAやファンドラップ、確

定拠出年金を提供している時はFDを遵守するが、それ以外の時は適合性原則で構わない、とは言いづらく、外堀が埋められていった。そしてとうとう19年6月に、顧客の最善の利益のための行動を義務付ける規則が採択された。

適合性原則から最善の利益への方向転換は、米国証券会社にとって極めて大きな意味を持った。前者は、禁止事項を列挙するルール・ベースの規制であったのに対し（禁止事項に抵触さえしなければ良いと考える証券会社の行動は画一的になりがち）、後者は、最善の利益という原則こそ掲げるものの、その最善が何かについては、業者の創意工夫に委ねるプリンシパル・ベースの規制だからである。つまり、FDはアドバイスの多様化時代にふさわしく、顧客それぞれの「顧客本位」の追求を後押しする規制でもとも言えよう。

ただFDは行動の一律禁止は行わないものの、「最善」であると信じるに足る根拠を求めるため、証券会社にとってのコンプライアンス負担は増える。このことが、ロボ・アドバイザーを始めとする機械チャネルの活用を一層促した。重要かつ投資知識の豊富な顧客のためであれば、コンプライアンスの負担も厭わずに顧客の意に沿ったカスタマイズも目指すが、そうでない顧客に対しては無難なアドバイス、つまり機械的に弾き出された汎用性の高いアドバイスを提供するからである。

(図表 3) 対面アドバイスの省力化、外部委託、機械化



(注) ETFストラテジストとは、ETFのアロケーションを専門に行う運用業者

(4) アドバイスとは何か

さらにFDの議論は、投資アドバイスとは何か、を突き詰めることを促した。アドバイスの位置づけによってはコンプライアンス負担が変わりかねなかったからである。その結果、この議論は2つの観点から大きな進展を見た。

第一に、投資アドバイスの要素が分解され、ネット証券を中心に、その一部を省力化、外部委託、機械化した対面アドバイスのバリエーションが生まれた。例えばアセット・アロケーションを重視して銘柄選択の手間を省くとすれば、ETF版ファンドラップや確定拠出年金等が考えられる（図表3）。また銘柄選択とアセット・アロケーションを運用会社に外部委託すると考えれば、バランスファ

ンドやファンドラップ、SMA等が選択肢となる。また同様の機能を機械化すると考えれば、ロボ・アドバイザーと営業担当者の融合が考えられる。

第二に、営業担当者のどのようなアドバイスが実際にパフォーマンスを押し上げるのか（図表4）、の研究も進んだ（注7）。その効果は α 、 β に次ぐ「 γ 」や「アドバイザーの α 」と呼ばれ、銘柄選択とアセット・アロケーション以外にも、ファイナンシャル・プランニング、アセット・ロケーションや引出戦略（多様な税制優遇措置がある中、どの口座にどの資産をどの順番でいくら積み立てるべきか、または引き出すべきかというアドバイス）、投資行動のコーチング（市況悪化時にパニック売りを諫めるといったアドバイス）、税の

(図表 4) 投資アドバイスの効果測定

Blanchettの γ	
リターンの内訳	リターン (bps)
アセット・アロケーション	38
個人年金へのアロケーション	24
引出戦略	54
負債の適正化	14
アセット・ロケーション	52
合計	182
Kinniryのアドバイザーの α	
リターンの内訳	リターン (bps)
投資信託・ETFの分散投資とアセット・アロケーション	>0
低コスト・ファンドの推奨	40
リバランス	35
投資行動のコーチング	150
アセット・ロケーション	0~75
引出戦略	0~110
トータル・リターン対インカム投資	>0
合計	約300
EnvestnetのキャピタルΣ	
リターンの内訳	リターン (bps)
ファイナンシャル・プランニング	>50
資産選択及びアロケーション	28
銘柄選択	
アクティブ運用	85
パッシブ運用	82
定期的なリバランス	44
税の最適化	100
合計	約300

(出所) Blanchett [2013]、Kinniry [2014]、Envestnet [2016]。

最適化等のアドバイスがあることもわかった。

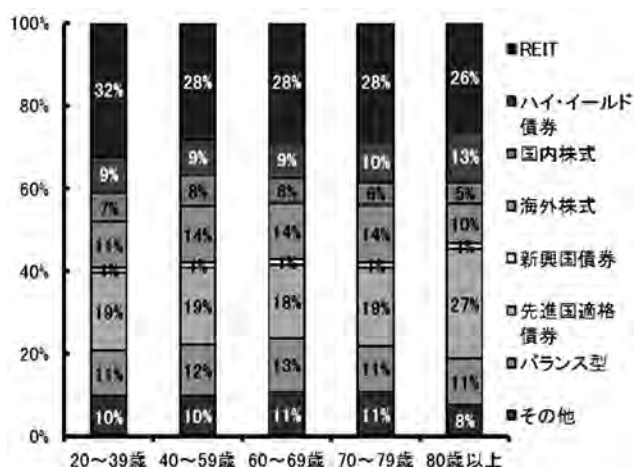
■ 4. わが国のリテール証券業

もちろん、投資文化の異なるわが国が、米国と同じような発展経緯を辿るとは限らない。それでも米国の状況と重ね合わせること

で、点として存在するわが国の最近の施策が、一定の方向性を示すのではないであろうか。

例えばチャネルの多様化に関しては、一通り出揃ったと言えよう。むしろわが国の場合、資産形成層向けチャネルとしては、銀行チャネルが大きく発展した。今後の課題はそれぞれのチャネルがいかに関特色を出し、棲み分けを進めていくかであろう。顧客が、自分はどう

(図表 5) 投資信託の預り残高上位20銘柄における顧客年齢層別の資産カテゴリー割合



(注1)17年3月末基準。
 (注2)主要行等8行を集計。
 (注3)自行販売、仲介販売、グループ証券への紹介販売の各預り残高上位20銘柄を統合ベース(一部有効回答を得られなかった先を除く。)
 (注4)分類に当たっては、バランス型を除き、最も投資割合の大きい資産クラスに分類。
 (注5)通貨選択型は、為替取引によるプレミアムを得ることを目的として、投資資産の原通貨以外の為替リスクを負う場合は、原資産ではなく「その他」に分類。
 (注6)「その他」は、上記通貨選択型のほか、ハイブリッド証券、バンクローン・ヘッジ・シフメント等に投資するファンドを含む。

(出所) 金融庁 [2018]

の金融機関が向いているのが可視化できるようになることが、アドバイスの多様化の第一歩となると考えられる。

独立系アドバイザーは米国と比べると発展途上かもしれないが、米国同様に、証券業のイノベーションの場としての役割が期待できよう。顧客ごとに異なる「顧客本位」のサービスの提供を目指すのであれば、アドバイスもロング・テール化(ネット販売でよく見られる現象で、売れ筋商品の売上よりも、ニッチな商品の売上合計が上回る現象)することから、小回りの利く独立系アドバイザーの創意工夫が生きる。

第二に機関化に関しては、2019年3月時点の企業型確定拠出年金の加入者は687万人(注8)、個人型確定拠出年金(iDeCo)は123万人(注9)と着実に増えており、彼らに対する投資教育も進んでいる。SMAやファンドラップに関しても、7年連続で過去最高を更新し、2019年6月には8.8兆円となった(注10)。

今後は、これらを単独の商品・サービスとしてではなく、老後の生活資金や資産形成といった顧客のニーズやゴールに応えるソリューションに組み込んだ部品の一つとして、提示していくべきであろう。そのためには各商品に対するアドバイスが部分最適に陥ること

なく、一貫性を保てるよう、これらをまとめるファイナンシャル・プランニングも必要であろう。そうすれば、現状のようにどの世代にも同じような商品を薦めるといった行動は減っていくであろう（図表5）（注11）。

中堅・中小規模の事業法人、年金基金、財団等の開拓については、リテール部門のフォーメーションの見直しの動き等も見られることから、今後の発展が望まれる。ただしこうした取り組みを進める場合、リテール部門にも法人・年金部門並みの専門性が必要となる。現行のSMAやファンドラップで物足りなさを感じるようであれば、顧客の意向が反映されやすい柔軟性の高い仕組みも検討に値しよう。また顧客に対しては、投資知識以上にそれぞれの立場における説明責任の果たし方を繰り返し説く必要があろう。

FDの取り組みに関しては、わが国も17年に顧客本位の業務運営が公表されて以来、1,619社が取り組み方針を採択し、自主的なKPIの公表が513社、共通KPIの公表が124社に上った（注12）。目先の課題は共通KPIのさらなる公表かもしれないが、各社が原則に沿った創意工夫を行い、自主的な取り組みを可視化することで、それぞれの個性を発揮していくことが期待できる。

アドバイスとは何かの議論は、今後の発展が期待できよう。特にアセット・アロケーションや銘柄選択に至るまでのアドバイスが現状では限定的だが、この過程を経ずして、個人が投資を行いにくいことは、冒頭の調査結

果が示している。また意を決して投資を行っても、顧客の7割がほかの金融商品との比較説明を受けていない、8割がフォロー・アドバイスを受けていないという厳しい指摘もある（注13）。

現行のコミッション主体の報酬体系で、こうした商品取引に結び付かないアドバイスがただ働きとなりかねないのであれば、これらを内包できるような商品開発が検討されてもいいかもしれない。例えば18年11月、国内初の残高連動の管理口座の導入が発表されたが（注14）、投資一任ではないこうした口座の中に、銘柄選択以外にも顧客が望むアドバイスを盛り込むことも考えられよう。

わが国では長らく、無形のアドバイスに対価を払う慣習がないと言われてきたが、サブスクリプション・サービスに慣れている若年層は異なる反応を示すかもしれない。実際、米国ではアセット・クラスによって手数料が異なる残高連動手数料よりも顧客本位なサービスとして、サブスクリプション型のファイナンシャル・プランニング・サービスも生まれた（注15）。

また、対面アドバイスの機能を分解し、その一部を提供する簡易アドバイスは、検討に値しよう。これが可能となれば、一証券会社や一営業担当者が、顧客のニーズに応じて対面アドバイスを使い分けることも可能となる。現状のわが国では、アドバイスを受けるか受けないかの二者択一となっているが、その間を埋める選択肢もあれば、個人も身の丈

にあった対面アドバイスが選びやすくなるであらう。

5. 結びにかえて

このようにわが国のリテール証券業を概観すると、チャネル、商品、制度等、資産形成層の育成に必要な要素はほぼ揃っていると言えよう。今後の営業担当者に求められるのは、全体を俯瞰する一方、不要なサービスはそぎ落とす決断を下すことで、顧客本位のサービスを実現するコーディネーター役であらう。

米国の事例に倣えば、将来の不確実性が増す現在だからこそ、従来以上に対面アドバイスが求められていく。また営業担当者の業務をやりやすくし、本当に必要とされるアドバイスに報いる仕組みの工夫は、新たな事業機会を生む可能性を秘めている。

(注1) 日本銀行「資金循環」統計<http://www.boj.or.jp/statistics/sj/index.htm/> 2019年6月14日アクセス

(注2) 金融広報中央委員会「家計の金融行動に関する世論調査(二人以上世帯調査)平成30年調査結果」2018年11月9日

(注3) 日本証券業協会「証券投資に関する全国調査(個人調査)」2018年度

(注4) Board of Governors of the Federal Reserve System “Financial Accounts” <https://www.federalreserve.gov/apps/fof/FOFTables.aspx> 2019年6月14日アクセス

(注5) Investment Company Institute, *Profile of Mutual Fund Shareholders*, December, 2019.

(注6) 日本証券業協会「個人投資家の証券投資に関

する意識調査報告書」2019年1月

(注7) Blanchett, D. and Kaplan, P. D. [2013] “Alpha, Beta, and Now... Gamma,” *Morningstar Magazine*, December/January, pp. 60–63.

Envestnet [2016] *Capital Sigma : The Return on Advice*, Envestnet.

Kinniry, F.M.Jr., Jacometti, C.M., DiJoseph, M.A., Zilbering, Y. & Bennyhoff, D.G. [2016] “Putting a Value on Your Value : Quantifying Vanguard Advisor’s Alpha,” *Vanguard Research*, September.

(注8) 確定拠出年金の統計 <https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/nenkin/sui/sui03.html> 2019年6月14日アクセス

(注9) iDeCo 公式サイト<https://www.ideco-koushiki.jp/news/> 2019年6月14日アクセス

(注10) 日本投資顧問業協会統計資料2019年6月 <http://www.jiaa.or.jp/toukei/pdf/toukei201903.pdf>

(注11) 金融庁事務局説明資料「顧客本位の業務運営の定着状況と課題」2018年9月21日

(注12) 「顧客本位の業務運営に関する原則」を採択し、取組方針・自主的なKPI・共通KPIを公表した金融事業者のリストの公表について(2019年5月8日更新) https://www.fsa.go.jp/news/29/sonota/20170728/fd_kouhyou.html

(注13) 金融庁事務局説明資料「リスク性金融商品販売にかかる顧客意識調査について(インターネット調査結果分析の中間報告)」2019年4月9日

(注14) 楽天証券「国内初、IFAに新たな報酬体系が誕生—コミッション(売買手数料)からフィー(資産残高連動)へ」2018年11月22日

(注15) Charles Schwab, “Schwab Introduces Subscription – Based Financial Planning Option in Its Digital Advisory Service.” March 29, 2019.