

人生100年時代と証券会社

日本経済新聞社 編集委員 **前田 昌孝**



前田 昌孝（まえだ まさたか）
1957年生まれ、1979年東京大学
教養学部教養学科卒、日本経済新
聞社に入り、産業部、神戸支社、
証券部、ワシントン支局勤務など
を経て1997年証券部編集委員、
2010年日本経済研究センターに出
向、2013年4月から現職。

「不足額約5万円が毎月発生する場合には、20年で約1,300万円、30年で約2,000万円の（金融資産の）取り崩しが必要になる」。こんな報告書を6月3日に金融庁の金融審議会市場ワーキング・グループがまとめたのをきっかけに、老後に向けての資産形成への関心が高まっている。ところが、学識経験者からは「金融機関の振る舞い自体が資産形成を遅らせている可能性がある」といった指摘もある。果たして証券会社は人生100年時代に貢献しているのか、再点検が必要だ。

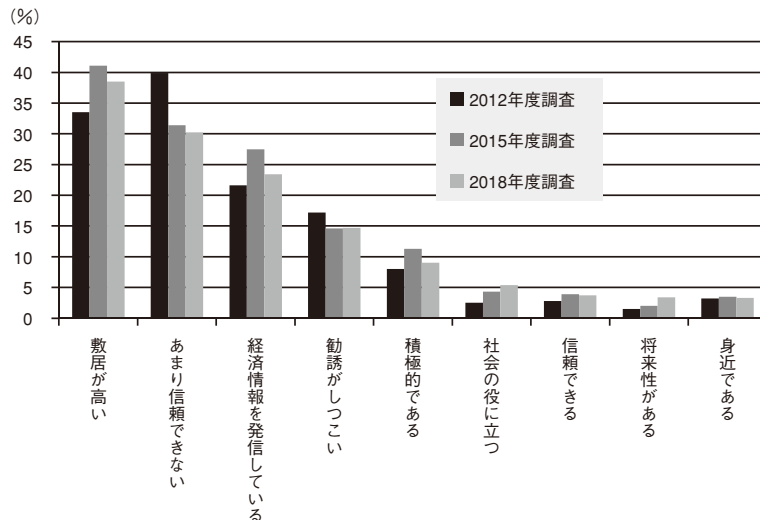
〈絶えない不祥事〉

6月20日にはまた証券会社の不祥事が報道された。中小証券の東郷証券（東京・港）が2016年7月から2019年1月にかけて、8人の個人顧客に外国為替証拠金（FX）

取引で生じた計約6,900万円の損失を補填した疑いで、経営者ら4人が東京地検特捜部に逮捕されたという。不祥事自体は2019年2月5日に証券取引等監視委員会が強制調査に入り、明るみに出ていたが、経営幹部の逮捕に至ったのは「悪質性が高い」と判断されたからだろう。

もともと金融商品取引法の前身の証券取引法では、証券会社が事前に損失保証を約束して勧誘することは禁止していたが、事前約束をせずに損失が出てから補填することは明文

(図表 1) 証券会社のイメージ (複数回答)



(出所) 日本証券業協会「証券投資に関する全国調査」

の規定がなかった。ところが、バブル崩壊後の1991年に証券会社21社が1988年9月期から1991年3月期にかけ、企業など延べ787の大口顧客に総額2,164億円の損失補填をしたことが明らかになった。市場の公正性・公平性が犯されたことで、証券会社への社会的批判が高まり、1991年の証券取引法改正で事後の損失補填や損失保証（利回り保証）も禁止するとともに、その温床となった一任勘定取引（営業特金など）も許されなくなった。損失補填をした場合、行為者には3年以下の懲役もしくは300万円以下の罰金が科され、法人にも3億円以下の罰金を科す両罰規定がある。

2018年10月30日には証券取引等監視委員会が東京証券取引所第1部上場の東洋証券の行政処分を金融庁に勧告した。2013年9月から2018年2月までの米国株の勧誘状況を検証した結果、多くの営業員が高齢の顧客に対し、売却する株式の損失額を実際よりも小さく伝えるなどの不適切な勧誘をしていたという。顧客の利益よりも手数料の目標達成を優先した営業体制に問題があると判断された。勧告を受け、金融庁は12月21日に同社に対し、金融商品取引法に基づく業務改善命令を出した。

個人営業業務に直接関係する不祥事ではないが、2019年3月5日に最大手の野村証券の3人の営業員が東京証券取引所の市場区分の見直しに関する非公開情報を延べ33の機関投資家に伝え、顧客の囲い込みや売買の勧誘に活用したことも指弾された。金融庁は「資本

市場の公正性・公平性に対する信頼性を著しく損ねかねない」として、5月28日に業務改善命令を出した。「法令等諸規則に違反する行為ではない」（金融庁）というものの、情報管理体制や社員の職業倫理の点で、2012年の増資インサイダー事件の教訓が生かされていないとして、厳しく処分した。

日本証券業協会が3年ごとに実施している「証券投資に関する全国調査」の2018年度版によると、証券会社のイメージについて「あまり信頼できない」との回答が30.2%にも達している（図表1）。2012年度調査の39.9%に比べて低下したものの、ほめられる状況ではない。「信頼できる」との回答は3.7%、「社会の役に立つ」との回答は5.4%にすぎない。繰り返される不祥事に対して社会の目は厳しく、若年投資家に人気があるオンライン証券などを除いて、顧客が増えない一因になっている可能性がある。

〈ビジネスモデルの問題点〉

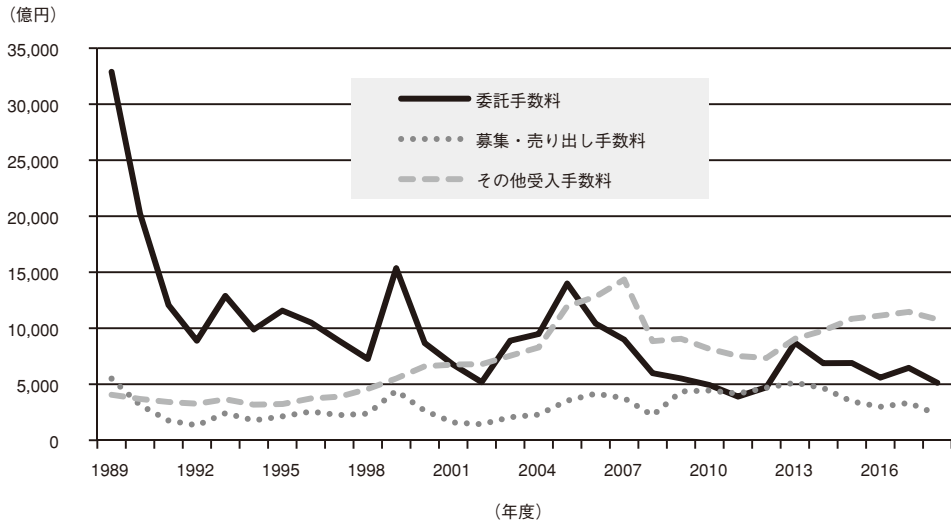
日本のリテール証券会社のビジネスモデルは1990年代後半の「金融ビッグバン」によって、根本的な変更を迫られた。1998年12月に証券業が免許制から登録制に移行するまでは、銀行の証券子会社などを除いて新たに証券業の免許を受けた国内の証券会社はほとんどなく、いわば「仲間内の競争」だった。1999年10月に株式の売買委託手数料が完全自由化されるまでは、個別株の投資勧誘が業務の柱だった。

証券業に変革を迫ったのは、俗にオンライン証券と呼ばれるインターネット専門証券だ。松井証券やSBI証券のように旧来の証券会社が衣替えしたところもあれば、楽天証券、マネックス証券、カブドットコム証券のような新規参入組もあった。東京証券取引所によると、固定手数料時代の証券会社全体の平均手数料率は0.5%程度だったが、完全自由化後の2001年3月期には0.2%台に低下し、2019年3月期にはわずか0.03%になった。

絶対額でも証券会社の株式の売買委託手数料収入は大きく減った。日本証券業協会によると、バブルのピークをはさむ1990年3月期には証券会社全体で3兆2,894億円の委託手数料収入を得ていた（図表2）。バブル崩壊後は急減したが、それでも自由化前の1999年3月期には7,264億円の手数料収入があった。ところが、日経平均株価が8,000～1万円で低迷した2012年3月期には3,908億円まで落ち込んだ。その後多少盛り返したとはいえ、2019年3月期で5,132億円にとどまっている。

しかもこのうち768億円はオンライン大手5社の委託手数料収入だ。その他はすべて既存証券会社の分だとしても、ピーク時の13%にまで減ったことになる。収益源が細り、証券会社は業務のリストラクチャリングを迫られた。証券会社の役員・従業員数は1991年6

(図表 2) 全国証券会社の手数料収入の推移



(出所) 日本証券業協会「会員の決算概況」

月末の17万76人をピークに減少に転じ、1998年12月末に10万人を割り、2013年12月末には8万4,698人になった。販売費・一般管理費も1990年3月期の3兆4,440億円から、2019年3月期には2兆7,511億円まで減少した。

こうしたなか、大手証券は1990年代後半から「資産管理型営業」を標榜してビジネスモデルの改革に乗り出した。株式などの積極的な勧誘で手数料を稼ぐ従来スタイルを改め、顧客の預かり資産残高から発生する「投資信託残高報酬」や「ラップ口座手数料」などのフィー収入によって事業を成り立たせることを目指した。

このスタイルが徹底されれば、証券会社の収益拡大と顧客資産の増加とのベクトルが一致し、証券ビジネスが顧客の資産形成に貢献しやすくなる。実際、証券会社の決算をみても「その他受け入れ手数料」が増えている。「その他」にはM&A手数料なども含むため、すべてが投資信託残高報酬やラップ口座手数料ではないが、2019年3月期は業界全体で1兆783億円を計上した。営業収益3兆7,262億円に占める割合は28.9%に達し、株式売買委託手数料の13.8%や投資信託などの募集・売り出し手数料の6.2%を大きく上回った。

ただ、フィー収入によって営業経費をまかなうためには、顧客資産が相当増えなければならない。野村証券の営業部門でも2019年3月期はフィー収入が費用の31%をカバーしたにすぎない。過渡期はやはり投資信託や仕組み債などを積極的に勧誘して、募集手数料や

スプレッドを稼ぐことに力を入れるのではないかと疑問がくすぶる。

ビジネスモデルを顧客の資産形成に直結させる作業は、まだ道半ばと考えざるをえないだろう。証券会社ではないが、三井住友銀行は2019年4月から投資信託など個人向け金融商品の販売で、行員に課すノルマを廃止し、顧客の運用残高をどれだけ増やしたかを重視して人事評価をすることにしたという。一部地方銀行や信用金庫でも同様の動きが出ている。

大手証券会社もここ2～3年、手数料ノルマを廃止し、新規資金の獲得額などで営業員を評価するようになっていく。日本証券業協会のアンケート調査でも、年収1,000万円以上の回答者のうち、「証券会社の勧誘がしつこい」と感じている人の割合は2012年度調査の34.5%から、2018年度調査では15.1%に減少した。ただ、短期的な収益を犠牲にしてでも、顧客の利益に照準を合わせた経営を続けられるかどうか、簡単には警戒心を解けない。

＜割高な運用報酬＞

投資信託など証券会社や銀行が積極的に販売している金融商品には、もう1つの問題点がある。手数料が高く、本当に顧客のための商品になっていないのではないかという疑念が拭えないことだ。例えば2019年6月末現在で6,008本ある公募株式投資信託のうち、長期の資産形成に向いているとして積み立て型の少額投資非課税制度「つみたてNISA」の対象になっているのは、わずか163本にすぎない。

金融庁は一定のスクリーニング基準を満たした投資信託だけを「長期」「積み立て」「分散」投資に向いていると判断し、つみたてNISAの対象商品としてのお墨付きを与えている。例えばインデックス型の投資信託ならば、①販売手数料や解約手数料がゼロ②信託報酬が国内資産を対象とするもので0.5%以下、海外資産を対象とするもので0.75%以下③信託契約期間が無期限または20年以上、などの条件を満たす必要がある。

アクティブ型の投資信託ならば、①販売手数料や解約手数料がゼロ②信託報酬が国内資産を対象とするもので1.0%以下、海外資産を対象とするもので1.5%以下③純資産総額が50億円以上④信託契約期間が無期限または20年以上⑤信託設定以降5年以上経過していること⑥信託の計算期間のうち、資金流入超の回数が3分の2以上、などの条件がある。ともに毎月分配型の商品は認められていない。

つみたてNISAを活用しない投資の場合でも、この基準は参考になると思われるが、実際にはアクティブ型の投資信託を中心に、販売手数料や信託報酬が高い商品が大量に売られているのが、日本の投資信託市場の実情だ。例えばアクティブ型で純資産総額首位の「ピ

(図表 3) 追加型公募株式投資信託のコスト

	信託報酬		販売手数料	
	アクティブ型	インデックス型	アクティブ型	インデックス型
2016年12月末	1.20	0.51		
2017年 3 月末	1.19	0.49	2.69	1.11
2017年 6 月末	1.19	0.49	2.69	1.10
2017年 9 月末	1.19	0.48	2.48	0.76
2017年12月末	1.18	0.46	2.46	0.68
2018年 3 月末	1.18	0.45	2.44	0.68
2018年 6 月末	1.18	0.45	2.44	0.70
2018年 9 月末	1.18	0.45	2.42	0.68
2018年12月末	1.18	0.45	2.42	0.67
2019年 3 月末	1.17	0.45	2.38	0.67
2019年 6 月末	1.17	0.44	2.38	0.64

(注) 単位%

(出所) 投資信託協会「投資信託の主要統計」

クテグローバルインカム株式ファンド（毎月分配型）」は販売手数料が3.78%、実質信託報酬が1.788%となっている。

この手数料がどれだけ高いのか、60歳で定年を迎えた人が退職金のうち1,000万円でこの商品を購入し、80歳まで保有した場合を考えてみよう。まず、購入時に1,000万円の3.78%に当たる37万8,000円を販売手数料として別途支払わなければならない。年間の運用報酬は日々の基準価格次第だが、購入時の基準価格が横ばいだったと仮定すると、1,000万円の1.788%に当たる17万8,800円になる。

この20年分が徴収されるわけだから、総額では357万6,000円になる（2019年10月に予定される消費税率の引き上げは考慮していない）。購入者は販売手数料と合わせて395万4,000円を負担する計算だ。当初の販売手数料込み投資額1,037万8,000円のうち、38.1%がこの商品のコストといってもいいだろう。

投資信託協会によると、日本の公募投資信託の平均信託報酬はわずかに低下しており、2019年 6 月末現在でアクティブ型が年1.17%、インデックス型が年0.44%となっている（図表 3）。販売手数料率の平均値はアクティブ型が2.38%、インデックス型が0.64%である。1,000万円分購入し、20年保有した場合の負担はアクティブ型が平均257万8,000円、インデックス型が平均94万4,000円になる計算だ。

米投資信託協会（ICI）によると、米国の株式ミューチュアルファンドの平均信託報酬はアクティブ型が2000年の1.06%から2018年には0.76%に低下した。インデックス型は

2000年の0.27%から2018年には0.08%に低下した。両方を合わせると2000年の0.99%から2018年には0.55%になった。ただし、米国の統計は加重平均であり、単純平均では2000年の1.60%が2018年には1.26%になったという。このほかファンドによっては販売手数料がかかる。

日本は米国に比べ、1本1本のファンドの純資産総額が小さく、規模のメリットが得られないため、コストが高くなりがちだとの指摘もある。しかし、それは供給者側の都合であり、顧客が求めていることではない。資産形成のために長期に保有すれば、コストは膨大になる。低減に向け、真摯な努力をすべきである。

〈金融商品のパフォーマンス〉

投資信託のコストが多少高くても、十分なリターンが得られているのならば、顧客も受け入れる余地があるだろう。しかし、金融庁が銀行や証券会社など金融事業者117社から報告があった運用損益別顧客比率（2018年3月末現在）を集計したところ、平均して顧客の46%が含み損を抱えていたことが明らかになった。

「株価水準が比較的低い時点での集計だった」「利益を確保した顧客は3月末には売却済みで、集計の対象外になった」など金融機関はさまざまな事情説明をしているが、おおむね顧客の2人に1人が元本割れになっていたわけで、投資信託の商品性や販売姿勢に対する疑問が膨らんだのは確かだ。

唯一の救いは顧客に積み立て投資を促している金融機関では、含み益を抱えた顧客が多かったことだ。2019年3月末現在の各社の公表値をみると、例えばセゾン投信では顧客の98%、コモンズ投信では84%、鎌倉投信では82%がプラスとなっていた。「長期の積み立て投資の有効性が明らかになった」と語る関係者もいる。

ただ、本当に長期・積み立て投資が有効かどうかは、冷静に分析する必要がある。よく金融関係者は若年層の顧客に積み立て型の少額投資非課税制度「つみたてNISA」の活用を促すため、2つのレトリックを用いる。1つは「1989年末の株式バブルのピークに積み立て投資を始めた場合でも、今まで続けていれば十分なプラスのリターンが確保できている」というものだ。もう1つは「過去10年間の投資信託の運用成績の良さをみてほしい」というものだ。

1989年末に積み立て投資を始めれば、その後はバブルが崩壊したわけだから、投資期間の大半は株式を安く買えているはずである。安く買った株式を今まで保有していれば、リターンがプラスになっているのは当然といえるだろう。日経平均株価に連動する投資信託

を毎月末に1万円ずつ買っていたと仮定すれば、2019年6月末までの355カ月間に355万円を投じて、投資信託を245,4516単位購入できたことになる。これを6月末の株価2万1,275円で評価すれば、522万円強になる。

過去10年間の投資信託の運用成績がいいのも、不思議ではない。10年前はリーマン・ショックの余波で世界の株式相場が低迷しており、例えば2009年6月末の日経平均株価は9,958円、米国のダウ工業株30種平均は8,447ドルだった。2019年6月末までの10年間の上昇率はそれぞれ113.6% (2.136倍)、214.9% (3.149倍) に達する。年率では7.9%、12.2%の上昇になる。しかし、例外的に株価指数の上昇率が高かった局面を引き合いに出して、投資信託の運用成績の良さをPRするのは誇大広告ではないだろうか。

日銀の資金循環統計でリーマン・ショック前の2007年3月末から2019年3月末までの個人金融資産の推移をみると、合計残高は1,629兆9,700億円から1,834兆9,200億円へ204兆9,500億円増えたが、82.5%に当たる169兆500億円は普通預金の増加分だった。

上場株は108兆5,500億円から102兆1,700億円へ6兆3,700億円減少した。株価上昇による含み益が20兆800億円増えたが、差し引きで26兆4,500億円の売り越しだった。投資信託は68兆5,600億円から71兆1,200億円へ2兆5,600億円増加した。資金流入は15兆2,200億円の買い越しだったが、12兆6,500億円の運用損が出た。

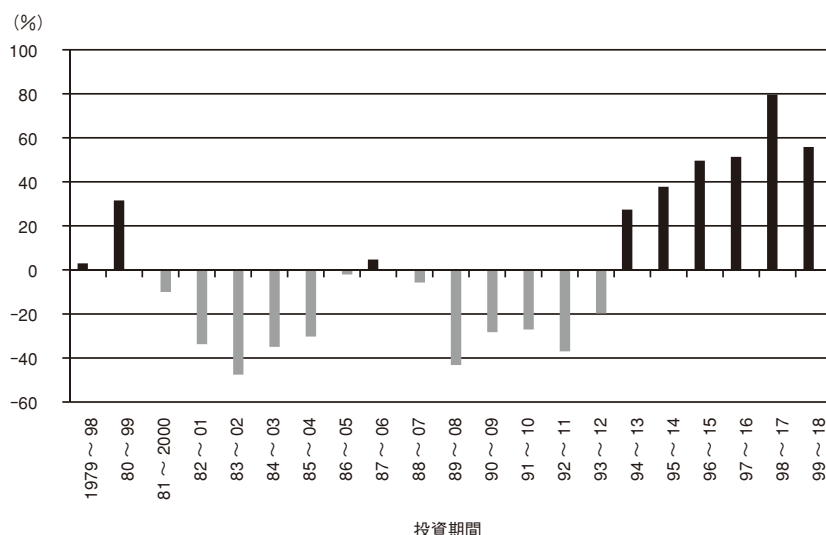
積み立て投資のリスクは、投資してきた資金を使う必要が出てきたときに評価額が低ければ、結局、損失の発生が避けられないことだ。例えば「つみたてNISA」が昔からあったと仮定して、非課税期間の20年、日経平均株価に連動する投資信託への積み立てを続け、積み立て終了後にお金が必要になった場合を想定してみよう。

確かに、1999年7月末に毎月1万円ずつの積み立てを始め、2019年6月末まで続けてきた人は、購入できた185,8894単位の投資信託を6月末の日経平均株価2万1,275円で評価するから、資産は395万4,968円となり、投資元本の240万円を64.8%上回る成果を得ることができた（配当分を除く、以下同じ）。しかし、1983年5月末から2003年4月末までの20年間、積み立て投資をした場合は、購入できた146,7954単位の投資信託を2003年4月末の日経平均株価7,831円で評価するから、資産は114万9,616円となり、投資元本の240万円を52.1%も下回ることになる。

このほかの期間の投資も同様に計算すると、20年間の積み立て投資を1980年以降に始めた場合は、全部で235回のうち、プラスのリターンを確保できたのが99回、元本割れになったのが136回である。元本割れ確率は57.9%にも達する（図表4）。

米国のダウ工業株30種平均に連動する投資信託に20年間の積み立て投資をした場合も、

(図表 4) 日経平均連動投資信託を20年間買い続けた場合のリターン



(注) 月末に等金額投資をした場合、配当を除く

投資開始時期が1980年以降ならば元本割れはないが、1912年に始めた例では最大56.3%の元本割れになったことがある。積み立てを終えた1932年は世界大恐慌のさなかで、株価が大きく下がっていたからだ。

金融庁は金融機関の振る舞いにはいろいろと注文を付けることが多いが、積み立て投資の推進だけは大いに奨励しているという。しかし、株式相場が長期にわたって上昇し続けるのかどうかは何ともいえないし、お金が必要になって解約する時点の株価水準によっては、損失を被ることもある。積み立て投資にも想定以上の元本割れのリスクがあることを顧客にきちんと伝えるべきである。

〈金融庁の対応〉

金融庁の金融審議会市場ワーキング・グループ（座長・神田秀樹学習院大学大学院法務研究科教授）が6月3日にまとめた報告書「高齢社会における資産形成・管理」が「政府の方針と異なる」との理由で、麻生太郎金融相に受け取りを拒否されたため、資産形成をめぐる同庁の施策がどんな道筋をたどるのか、予想しにくくなっている。

ただ、引き続き長期・積み立て・分散投資に若年期から取り組めるように、制度の拡充を目指していることは確かだ。同報告書でも低コスト商品だけにお墨付きを与えている「つ

みたてNISA」のメリットを強調し、「まずもって国民が長期のライフプランに沿った資産形成に安心して活用できるよう、時限を撤廃し、恒久的な措置とすることが強く望まれる」と述べている。

NISAについては報告書に①非課税保有期間を無期限にする、②ライフプランに沿って拠出額を柔軟に変更できるようにする、③スイッチングを可能にする、④配偶者死亡時に非課税枠を引き継げるようにする、などの改善課題も盛り込み、今後の制度改革の方向性を示唆している。

個人型確定拠出年金「iDeCo（イデコ）」についても、すでに厚生労働省が検討している拠出可能年齢の引き上げのほか、現在、会社員かどうかなど立場によって年間14万4,000円から81万6,000円となっている拠出限度額の引き上げを求めている。

このほか報告書では「資産形成によって構築した資産を次世代に有効に承継していくという視点も重要」と訴えている。具体的には株式や投資信託などの有価証券で相続しやすくするため、現在、時価となっている相続税評価額を不動産などと同様、時価よりも低い価格にすべきだという。相続財産として金融資産よりも不動産が選好され、資産選択のあり方にゆがみが生じているのを正すのが狙いだ。

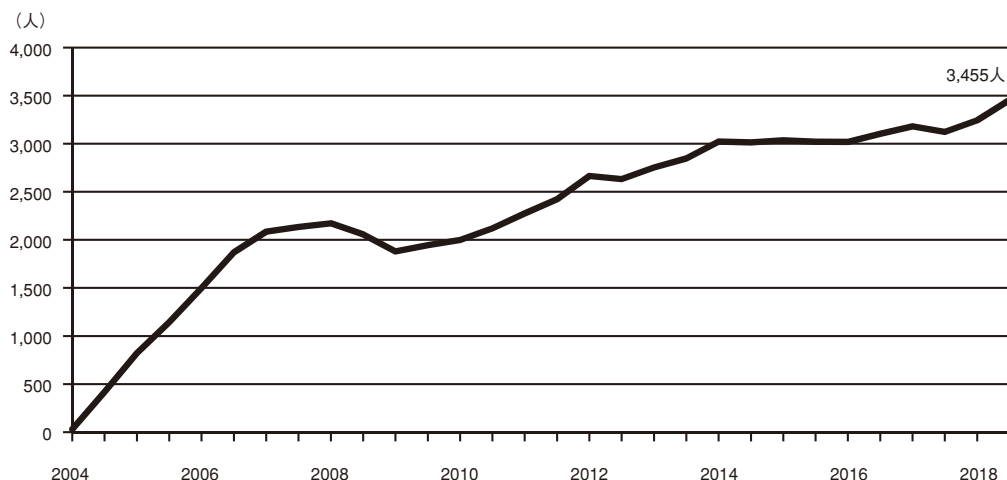
証券ビジネスには直接関係はないが、高齢者の持ち家などの住宅資産を有効に活用できる環境整備も重要だといい、リフォーム市場の活性化や、良好な既存住宅の資産価値の適正評価を促すことなどを今後の施策として掲げている。自宅を担保に生活資金を借りるリバースモーゲージの普及を視野に入れているのではないと思われる。

金融機関には「顧客本位の業務運営の徹底」と「サービスに見合う適切な対価の説明と請求」を要求している。現役期の顧客にはマネープランの提案を、リタイア期前後の顧客には就労延長や支出抑制策を含めたライフプラン・マネープランの提供を、高齢期の顧客にはマネープランの見直しをすることが顧客サービスにつながるとみているようだ。

もっとも日本では金融庁が掲げる「貯蓄から資産形成へ」の流れが簡単に起きるような状況ではない。つみたてNISAの口座数は2019年3月末に127万4,188口座となり、このうち66.2%に当たる84万3,896口座を20～40歳代が占めたが、20～40歳代の総人口4,557万人（6月1日現在）に対する普及率は1.9%にすぎない。iDeCoも2019年5月末の加入者数は125万497人となったが、加入資格がある人は約6,500万人なので、普及率は2.0%にとどまる。

金融審議会の報告書が老後30年間に取り崩しが必要な金融資産の総額は2,000万円と試算したため、本来ならば、この水準まで自助努力で資産形成ができるように、運用収益が非課税になるような税制を整備すべきである。参院選への影響を警戒してか、政府が報告

(図表 5) 金融商品仲介業者の登録外務員数



(注) 個人金融商品仲介業者を除く

(出所) 日本証券業協会「協会員の従業員数等」

書を封印してしまったため、金融行政が迷走するのではないかと懸念される。

〈IFAへの期待と不安〉

コストの高い金融商品が多いことや、営業姿勢が必ずしも顧客の利益を最優先にしていることなどが、人生100年時代を迎え、証券会社が顧客を増やせない一因になっている。良質で低コストの投資信託を商品化することと、顧客の資産形成に真に役立つアドバイスを通じて信頼を回復することは、証券界が長期的に発展するための最優先課題だ。

こうしたなか、特定の金融機関に縛られずに資産運用をアドバイスするという触れ込みのインデペンデント・フィナンシャル・アドバイザー（IFA、独立系金融アドバイザー）への転職が増えているという。日本証券業協会によると、金融商品仲介業者（個人金融商品仲介業者を除く）の登録外務員数は2018年末に3,455人と1年前から332人（10.6%）も増えた（図表5）。リーマン・ショック後の2008年12月末には2,056人だったので、10年間で1.68倍にもなった。

IFA業務に力を入れている楽天証券では、提携する金融商品仲介業者が2019年3月末現在で92社と半年前に比べて10社増え、これらの業者に所属する登録外務員数も120人増の1,092人になったという。IFAを通じて半年間で差し引き935億円の資金が流入し、IFA経

由の預かり資産残高は3,821億円に達したとしている。

ただ、米国にはIFAが約12万7,000人、英国には約2万5,000人いるのに比べると、日本では存在感は小さい。金融審議会の報告書でも「顧客の最善の利益を追求する立場に立って、顧客のライフステージに応じ、マネープランの策定などの総合的なアドバイスを提供できるアドバイザー」が特に強く求められると、IFAなどの育成の必要性を指摘している。

現状の日本のIFAにはもう1つ問題がある。投資信託や個別株を顧客に勧め、契約している証券会社から販売手数料を得ることで生計を立てているアドバイザーが多い点だ。QUICK資産運用研究所が2018年11月29日に発表した実態調査によると、主な収益源を「証券の仲介手数料（コミッション）」と答えたのが最多の36.0%で、次いで「生命保険販売業務」が14.5%、「預かり資産に応じた報酬（フィー）」と「コンサルティング業務（顧問料、相談料）」がそれぞれ8.0%だった。

証券会社所属の営業員のように営業方針やノルマに縛られているわけではないが、それでも顧客に手数料の厚い商品を頻繁に売買してもらうことが収入増につながるとすれば、顧客の利益に沿わないアドバイスが提供される可能性がある。

IFAが顧客の利益に沿った業務をするためには、顧客の預かり資産残高に応じた報酬（フィー）を収入源にする必要があるだろう。しかも、フィーは契約している証券会社からのキックバックではなく、顧客から受け取ることが重要だ。米国では預かり資産の1%程度のフィーを受け取るケースが多いという。英国やオランダ、豪州では金融機関から手数料を受け取るアドバイザーはIFAを名乗れない。

日本にはまだフィーベースのIFAは少なく、全体として発展途上といわざるをえない。ただ、IFAビジネスが健全に成長すれば、適切なアドバイスを受けて長期的な視野で資産形成に取り組む家計が増えるかもしれない。証券会社や銀行が営業力で売ってきた高コストの投資信託などは市場から排除され、高齢者の金融資産も守られることになるだろう。資産形成の指南役として根付くかどうか、期待半分、不安半分といったところだ。

