

# 資産運用サービス育成で期待される 金融行政の役割

## 証券会社経営の未来(6)



一橋大学大学院 経営管理研究科 特任教授 **藤田 勉**

### 1. リテール事業が牽引する 米国証券会社の成長

米国の資産運用業は、2010年代以降に大きく成長した。それに伴い、証券会社や資産運用会社の時価総額や純利益は大きく増加した。とりわけ、リテール事業が中核であるチャールズ・シュワブや、買収によってリテ-

ール事業を強化しているモルガン・スタンレーの成長率が高い。そこで、以下、リテール資産運用サービスを中心に分析を進める。

米国の個人金融資産は1.3京円（10年前比109.5%増、1ドル110円換算、以下同）と、日本の2,000兆円（同29.4%増）を大きくしのぐ（2021年9月末時点）。米国の家計部門のリスク資産（株式+投信）は、リーマン危機前の株価にピークに近い2007年3月末の1,930兆円から2021年9月末の6,480兆円に増加した。同期間に、構成比は全体の32.2%から51.7%まで19.5ポイント上昇した。

一方、日本は、同期間に274兆円から308兆円に増加したものの、構成比は16.7%から15.4%に1.3ポイント減少した。日本の家計部門の年間配当利子収入は13.2兆円（利回り0.7%、2020年）と、米国の323兆円（同2.8%）を比較すると著しく低い。このように、「貯蓄から投資へ」は必ずしも進んでいない。

米国の売買（あるいは販売）手数料や投信

#### 〈目次〉

1. リテール事業が牽引する米国証券会社の成長
2. 米国の資産運用サービス改革における政府の役割
3. 資産運用の付加価値の移転
4. 日本の資産運用サービス業の改革が期待される
5. 販売会社が変わると運用会社も変わる
6. 日本版タリー委員会の設置の検討

(図表1) 米国の資産運用業者の時価総額と純利益

| (兆円)             | 純利益<br>(2011年) | 純利益<br>(2021年) | 増減額 | 時価総額<br>(2011年2月末) | 時価総額<br>(2021年2月末) | 増減額  |
|------------------|----------------|----------------|-----|--------------------|--------------------|------|
| モルガン・スタンレー       | 0.5            | 1.7            | 1.2 | 4.0                | 17.8               | 13.7 |
| チャールズ・シュワブ       | 0.1            | 0.6            | 0.5 | 1.9                | 17.6               | 15.7 |
| ゴールドマン・サックス・グループ | 0.5            | 2.4            | 1.9 | 6.5                | 13.2               | 6.7  |
| ブラックロック          | 0.3            | 0.6            | 0.4 | 3.9                | 12.5               | 8.6  |

(注) 1ドル110円で換算。

(出所) ブルームバーグ

と上場投資信託 (ETF) の報酬率は日本よりはるかに低い。米国の投信販売額の72%がノーロードである (2020年、MMF除く)。米国において、個人の83%は確定拠出年金プラン (ノーロード、401k、IRAなど) を通じて投信を保有している (うち、46%は年金プラン以外でも保有、2020年、出所: ICI)。

2019年に、チャールズ・シュワブが株式の売買手数料を無料にし、他社もそれに追随した。フィデリティ (非上場) は、販売手数料、残高報酬ともゼロの投信 (純資産額合計2.7兆円) を発売した。資産運用コスト低下が、投資家の投資収益率を高め、結果として、投資資金の増加をもたらしたと考えられる。

リテール金融サービスは薄利多売となり、その結果、証券業界や運用業界の整理淘汰が進んだ。独立系の大手リテール証券会社はモルガン・スタンレー、チャールズ・シュワブ、フィデリティの3社に集約された。運用会社も、パッシブ運用に強いブラックロック、バンガード、フィデリティによる寡占が進みつつある。そして、生き残った少数の会社は高収益、高成長を実現している。

## 2. 米国の資産運用サービス改革における政府の役割

米国の資産運用サービスの発展には、行政や司法の果たした役割が大きい [詳細は「進化する米国リテール証券業のビジネスモデルから学ぶ～証券会社経営の未来(2)」(資本市場428号、2021年4月)を参照]。1995年に、証券取引委員会 (SEC) 主導で、メリルリンチのタリー会長を議長とする委員会 (タリー委員会) が、投資家の口座について、残高に応じて報酬を営業員に支払う方法を提唱した (注1)。これは、証券売買の手数料、保管料などの手数料を包括して、資産残高に応じて報酬を支払うものである (レベルフィー、ラップフィー、フラットフィーとも言われる)。

1999年に、SECはこのサービスを投資顧問業の登録対象外とする規則案を公表し、2005年に規則化した。しかし、2007年に、フィナンシャルプランニング協会がSECを相手に訴訟を起こし勝訴した。SEC規則は無効化され、このサービスの提供には、投資顧問業の登録

が必要となった。

2010年ドッド・フランク法は、SECに受託者責任に関する規則制定の権限を付与した。2016年に、労働省が年金運用に関わる受託者責任規則を制定したが、2018年に裁判でこれが無効化された。ただし、一部は施行されたため、規則の基本的な考え方は証券会社の営業方針に影響を残している。2019年にSECが施行した最善の利益原則規則において、ブローカー・ディーラー（証券会社、BD）は、利益相反回避が義務付けられた。こうして、2010年代に、証券会社の多くは手数料主体から残高報酬主体の営業に転換した。

### ■ 3. 資産運用の付加価値の移転

証券会社の販売戦略が変わったことにより、資産運用業界は大きく変化した（詳細は「資産運用業と融合する米国のリテール証券業～証券会社の経営の未来(3)」(資本市場431号、2021年7月)を参照)。マネージド・アカウント(MA)の資産残高は顧客と投資一任契約を締結し、資産運用を行うものである。残高は約1,000兆円であり(2021年3月末、出所: Cerulli Associates)、一般に、顧客が負担するコストは全体で年1%前後である。つまり、MAだけで年間10兆円前後の収入を資産運用サービス業にもたらしていると推測できる。

また、独立フィナンシャル・アドバイザー(IFA)や登録投資顧問業者(RIA、法人が

多い)が成長している。証券業務の登録従事者のうち、インベストメント・アドバイザー(資産運用者)登録のみが10%、証券外務員のみ46%、両方に登録しているのが44%である(2020年、出所: FINRA)。

金融資産全体の投資収益率において、株式の個別銘柄の選択よりも資産配分比率の影響が大きい。さらに、効率的市場仮説では、アクティブ運用は株式指数を上回る投資収益率を長期的に実現することは困難とされる。

FA(フィナンシャル・アドバイザー)によるMAの運用において、株式、債券の個別銘柄やアクティブ投信より、低コストのインデックス・ファンドやETFを中心に投資するものが主流である。こうして、MAが普及するにつれ、資産運用における主たる付加価値は、アクティブ運用の投信からMAを運用するFAに移行しつつある(Rep as a portfolio manager)。

チャールズ・シュワブの顧客資産890兆円(2021年末)のうち、助言資産(自社及び独立系RIA)の顧客資産は450兆円と全体の過半を占める。同社のMAの手数料は、投資対象が投信の場合は預かり資産に対して年間0.2%~0.9%、ETFの場合は0.5%~0.9%である。預かり資産が大きくなるにつれ、手数料率は下がる。個別銘柄の一任運用(SMA, Separately Managed Account)も行っており、株式の場合、報酬率は預かり資産に対して年間1.0%である。バランス型は0.95%、債券は0.65%、地方債は0.45%である。

(図表 2) 日米のシャープレシオとエクスペンスレシオの比較

|           | シャープレシオ |       | エクスペンスレシオ (%) |       |
|-----------|---------|-------|---------------|-------|
|           | パッシブ    | アクティブ | パッシブ          | アクティブ |
| 日本        | 0.41    | 0.27  | 0.52          | 1.56  |
| 米国        | 0.81    | 0.73  | 0.14          | 0.66  |
| 差 (日本-米国) | -0.40   | -0.46 | 0.38          | 0.90  |

(出所) 金融庁「資産運用業高度化プロGRESSレポート2021」(2021年6月)

モルガン・スタンレーの顧客資産は540兆円、うちアドバイスを受ける顧客資産は430兆円、そして、200兆円がフィー型顧客資産である(2021年末)。報酬率は全体で平均0.7%である。

米国の投信は、個人が利息収入免税の恩恵を得られる地方債ファンドを含む。ただし、インデックス・ファンドのみでは、配当重視、成長重視など、個別のニーズに十分対応できない場合がある。そこで、多様な品揃えを持つスマートベータ用のETFが使われる。

スマートベータETFのうち、主要なものは、資産額1位バンガード・バリュウ(10.9兆円)、2位バンガード・グロース(8.7兆円)、3位iSharesラッセル1000グロース(7.5兆円)である(ETF全体の1位はSPDRS&P50043.9兆円、2022年2月末時点、出所:ETF Database、ブルームバーグ)。

スマートベータを含むため、ETFの経費率は投信より高い。インデックス型投信の経費率は0.06%(2020年、加重平均)に対し、株式ETFは0.47%、債券ETFは0.25%である。

#### 4. 日本の資産運用サービスの改革が期待される

日米の投信のコストの差は大きい。米国のリスク資産の投資コストは低下し、ゼロに近づきつつある。公募投信純資産額上位10本の経費率は日本が1.5%(信託報酬、税込、2022年3月2日現在)であるのに対して、米国は0.09%(クラス別、機関投資家向け含む)と大きな差がある。

米国で最も売れ筋であるフィデリティ500インデックス・ファンドは、過去5年間でクラス別純資産増加額が41.8兆円と公募投信中最大であり、同資産額が2位(純資産42.6兆円)と急成長している。経費率は2ベースである(2022年1月末現在)。販売手数料はゼロであるので、これを10年間保有すると、投資家のコストは0.2%前後になる。

日本の場合、投信の販売手数料は3%台、信託報酬率は1.8%のものが多い。日本で最大の純資産を持つ「AB・米国成長株投信Dコース(H無)予想分配金」(同1.6兆円)の信託報酬率は1.73%である。10年間保有する

(図表 3) 日米の運用会社上位10 (2020年末)

| 米国                  | 総資産<br>(兆円) | 日本                | 総資産<br>(兆円) |
|---------------------|-------------|-------------------|-------------|
| 1 ブラックロック           | 954.4       | 三井住友トラスト・ホールディングス | 116.6       |
| 2 バンガード・グループ        | 786.4       | MUFG              | 93.8        |
| 3 フィデリティ・インベストメンツ   | 397.0       | 日本生命              | 81.3        |
| 4 ステート・ストリート・グローバル  | 381.4       | 野村アセットマネジメント      | 62.5        |
| 5 JPモルガン・チェース       | 298.8       | 第一生命ホールディングス      | 60.7        |
| 6 キャピタル・グループ        | 262.2       | アセットマネジメントOne     | 57.9        |
| 7 バンク・オブ・ニューヨーク・メロン | 243.2       | 信金中央金庫            | 41.9        |
| 8 ゴールドマン・サックス       | 236.0       | 明治安田生命            | 41.2        |
| 9 ブルデンシャル・ファイナンシャル  | 189.3       | 住友生命              | 36.3        |
| 10 フランクリン・テンプレトン    | 164.8       | りそなホールディングス       | 23.2        |

(注) 1ドル110円で換算。

(出所) Willis Towers Watson

と、投資家のコストは計20%前後になる場合がある。資産額上位の投信の多くは高コストであり、これが、日本のリスクマネーが拡大を阻害している原因の一つであるとも考えられる。

2017年に、金融庁は「顧客本位の業務運営に関する原則」を導入し、金融機関に対して投信などの販売において「顧客の最善の利益の追求」(原則2)を求めてきた(注2)。しかし、「2021事務年度 金融行政方針」においても、金融庁は金融機関の「顧客本位の業務運営」について課題があることを指摘している(注3)。

「資産運用業高度化プログレスレポート2021」では、金融庁は資産運用会社が顧客利益を最優先していないことを指摘する(注4)。それによると、投信の経費比率が高く、投資収益率が低い。インデックス・ファンドのシャープレシオ(リスク調整後投資収益率)は

平均0.41であるのに対して、アクティブ・ファンドは0.27と劣る。

長期に亘る金融庁の指導、監督にもかかわらず、日本の資産運用会社のガバナンスは課題が少なくないと言われる。米国の大手運用会社はすべて独立系であるが、日本の大手運用会社はすべて金融機関の系列である。社長や経営陣の多くが親会社からの移籍、出向しており、社長が比較的短期間(例:2~4年)に交代する例がある。

## 5. 販売会社が変わると運用会社も変わる

米国同様、日本でも行政がリーダーシップをとって、個人向け資産運用サービスの高度化と低コスト化を実現することが期待される。そして、金融機関の営業政策を手数料重視から残高報酬重視に転換することが望まし

い。

日本の投信が高コスト構造であるのは、販売会社との関係の影響が大きい。歴史的に、投信の販売チャネルは証券会社に限定され、系列の運用会社の投信販売が中心であった。大手運用会社は金融機関の系列であり、運用会社は親会社である銀行や証券に商品を提供する役割が重視された。

1992年に、運用会社の直接販売、1998年に銀行の販売が解禁された。現在の公募投信の販売シェアは証券会社が78%、銀行は21%、直販は0.7%である（2022年1月）。銀行の対面販売額は、主要行3.8兆円、地域銀行1.8兆円である（2020年度）。

しかし、規制緩和後も、銀行や証券会社により販売してもらうためにも、運用会社としては高い販売報酬の投信を設計せざるを得ない。よって、投信の高コスト構造を是正するには、金融商品の販売手法を変えることが効果的であると考えられる。

米国の例では、投信販売において①直販、②オンライン販売、③積立投資、の構成比を高めることが有効である。日本でもオンライン証券の積立投資が拡大しつつあり、三菱UFJ国際投信の運用する低報酬ファンドであるeMAXISシリーズは資産残高が2.6兆円に達した（2022年3月11日時点）。

MAでは、販売手数料や経費率の高い投信を組み入れると、全体の投資収益率が悪化する。このため、MAを担当する営業員は、インデックス・ファンドやETFなど、コスト

の低い商品を多く組み入れる。したがって、日本でもMAを普及させれば、必然的に高コスト投信のニーズが低下し、低コスト商品に資金が流れることが期待できる。

## ■ 6. 日本版タリー委員会の設置の検討

米国では、タリー委員会の報告書が出発点となって、MAが普及し始めた。同様に、手数料依存型から残高報酬型へ営業政策を切り替えるべく、日本版タリー委員会を設置することが考えられる。日本でも、大手証券会社が残高報酬口座（以下、レベルフィー）の本格導入を検討している。そこで、日本版タリー委員会は、レベルフィー、ファンドラップ（投信の一任運用）、MAなどのベストプラクティスを検討することが期待される。

個別銘柄の売買を対象にするレベルフィーで、グローバル株式投資のサービスを提供するには、システムコストなどの経費が高くなる場合がある。その点、ファンドラップであれば、投資銘柄数が少ないのでシステムコストは抑えられる。

日本のファンドラップの契約資産残高は12.9兆円である（2021年9月末時点）。ただし、金融庁はファンドラップ販売会社の営業姿勢の問題点を指摘する。ファンドラップでは、販売会社がラップフィーを得ながら、高コスト投信を組み入れ、残高報酬を二重に得ることがある。結果として、ファンドラップのコ

スト控除後の運用成績はバランス型投信のそれに劣る（注5）。

そこで、以下によって、ファンドラップのコストパフォーマンスを改善し、日本版MAに進化させることが考えられる。

第一に、ファンドラップの手数料を引き下げるのが望ましい。ファンドラップ手数料は、投資一任報酬（0.6%前後＋成功報酬）とファンドラップ報酬（1.3%前後）の合計額であり、残高に対して年2%前後である。前述のように、米国では1%以下で同様のサービスが提供されている。

第二に、ファンドラップの投資対象を、インデックス・ファンドやETFを中心とする。これによって、ファンドラップ運用者が投資コストを削減することを促進する。日本の投信販売残高上位のほとんどは米国を中心とする外国株に投資するものである。米国のETFの種類は豊富であり、米国以外の証券に投資するETFも数が多いので、これを活用すれば、低コストでグローバル投資が可能である。

日本では、日本企業の公募増資や新規株式公開に伴う新規発行株式のかなりの部分を個人投資家に販売することが一般的である。個人投資家においても、個別の株式投資のニーズは残るので、これらは一般の口座やレベルフィーの売買口座で対応可能である。

これに対して、「報酬率を引き下げると、証券会社や運用会社の収入が減る」という反論があるかもしれない。しかし、報酬率を引

き下げても、運用資産が増えれば、全体の収入が増えることが実証されている。

米国では、株式や投信の手数料をゼロ、もしくはゼロに近い水準まで引き下げているが、2021年度の純利益はチャールズ・シュワブが6,400億円（時価総額15.7兆円、2月末）、ブラックロックが6,500億円（同8.6兆円）と大きく、かつ成長している。日本でも、手数料率が低いSBIホールディングスの純利益は1,300億円（東洋経済予想）と大きい。このように、経営力の高い証券会社や運用会社は、積極的に報酬率を引き下げることにより、顧客と共に繁栄している。

米国でも、証券界自身で抜本的な営業改革を実施することは容易でなく、タリー委員会のように、SECによる指導やガイダンスによって大きな改革が実現された。同様に、日本でも、証券会社の営業政策が残高報酬重視に向かうような制度改革の実施が期待される。

これまでも、金融庁の政策は、個人型確定拠出年金iDeCo（残高3.0兆円、2021年3月末）、少額投資非課税制度（NISA、買付け額24.3兆円、2021年6月末、ジュニアNISA含む）など大きな成功を収めてきた。行政の支援を得ながら、証券会社は長期的な利益が顧客と合致するようなビジネスモデルに転換することが期待される。それによって、経営力の高い証券会社は、顧客と共に大いに繁栄することであろう。

（注1） SEC, “Report on the Committee on

---

Compensation Practices”, April 10, 1995

(注2) 金融庁「顧客本位の業務運営に関する原則」

(2017年3月30日、2021年1月15日改訂)

(注3) 金融庁「2021事務年度 金融行政方針」(2021年8月)

(注4) 金融庁「資産運用業高度化プログレスレポート2021」(2021年6月)

(注5) 同上

