

# 資産運用立国成功条件とは（上）

～金融サービス業の高度化と低コスト化が不可欠～



一橋大学大学院経営管理研究科 客員教授

藤田 勉

## 1. 米国の個人金融資産は株式を中心に成長

日本の金融商品やサービスの手数料や料金は相対的に高い。投資に関わるコストが高くと、投資家の利益はその分減少する。これでは、「貯蓄から投資」は進みづらい。そこで、コストを引き下げべく、銀行や証券などの金融サービス業者がビジネスモデルを抜本的

### 〈目次〉

1. 米国の個人金融資産は株式を中心に成長
2. 日本の金融サービスのコストは高い
3. 米国の証券会社は合従連衡が進む
4. 進化する米国のリテール証券会社
5. 顧客の最善の利益を追求する米国の金融監督行政

結論：金融行政の進化が期待される

に革新しかつ高度化することが期待される。以下、資産運用立国実現の視点から、先行する米国の資産運用サービス業を分析し、その上で、日本の金融サービス業の在り方を検討する。

米国の個人金融資産は1.9京円（2024年末、1ドル150円換算、以下同）であり、リスク資産投資額（株式等、投資信託）は過去10年間に4,879兆円（資産全体の45%）から1.1京円（同57%）、配当・利息収入は、2014年の327兆円から2024年には592兆円（対GDP比14%）まで増加した。

過去10年間の株価上昇率は、米国（S&P500）は180.5%、日本（TOPIX）は67.4%である（2025年5月末）。このように、米国の個人金融資産の成長に、株価上昇が大きく寄与している。

米国では個人投資家の株式保有比率が高い。1980年代までは確定給付型年金が成長したが、1990年代以降、確定拠出型年金が成長

(図表 1) 日米家計のリスク資産比較

日本 (兆円)	株式等	投資信託	リスク資産	構成比	金融資産 合計	配当利息 収入	利回り
2014年末	171	80	251	14.3%	1,751	12	0.7%
2024年末	298	136	434	19.4%	2,230	15	0.7%
増減	127	56	183	5.1%	480	2	0.0%
米国 (兆円)	株式等	投資信託	リスク資産	構成比	金融資産 合計	配当利息 収入	利回り
2014年末	3,560	1,320	4,879	45.4%	10,739	327	3.0%
2024年末	8,404	2,550	10,953	56.7%	19,330	592	3.1%
増減	4,844	1,230	6,074	11.2%	8,591	265	0.0%

(注) 1ドル150円で換算。日本の配当利息収入は、2023年時点。

(出所) 日本銀行、内閣府、FRB、BEA

し、同時に投信の残高が伸びている。個人株主（家計）の保有比率は、1945年末には94.8%であったが、2024年末時点で（以下同）、40.6%と低下した。一方、個人による株式投資は年金や投信などを通じた間接保有に移行しており、個人の株式保有比率が直接、間接合計では77.7%である。

外国人による保有比率は緩やかに上昇してきた。ただし、その構成比は17.5%と、日本の31.8%（2024年3月期）、英国57.7%（2022年末）、ドイツ55.3%（2023年末）、フランス45.7%（2023年末）などと比べて低い。

日本の個人金融資産は2,230兆円である。過去10年間に、リスク資産の金額は251兆円（資産全体の14%）から434兆円（19%）に増加しているものの、配当・利息収入は15兆円（2023年、対GDP比2%）にとどまる。この収入を高めることが、資産運用立国実現の有力な手段になると考えられる。

## 2. 日本の金融サービスのコストは高い

金融庁によると、資産運用立国構想実現ためには①家計の安定的な資産形成、②販売会社などの顧客本位の業務運営、③資産運用業の高度化、④金融・資本市場の機能向上、などが必要とされる<sup>(注1)</sup>。そして、①を実現するためには、②と③が欠かせない。つまり、資産運用立国構想の実現には、「証券会社や銀行が顧客本位の業務運営を行い、低コストで良質のサービスを提供する」ことが有効と考えられる。しかし、これらの実現はいずれも容易ではない。

日本のリスク資産投資が低水準である理由の一つに、銀行や証券などの営業姿勢の問題があると考えられる。長年にわたって、金融庁が顧客本位の業務運営を証券会社や銀行に要請している。金融庁が「顧客本位の業務運

営に関する原則」を策定したのは2017年のことである。しかし、「資産運用業高度化プログレスレポート2023」において、金融庁は「銀行や証券会社など、販売手数料獲得を目的とした顧客本位ではない販売行動が見受けられる」と述べる。2025年になっても、金融庁は外貨償還特約付預金の問題点を指摘するなど、この問題の終わりは見えない<sup>(注2)</sup>。

米国では、公募長期投信の販売額の92%がノーロードであり(2024年)、銀行や証券会社が対面で販売する公募投信もノーロードが中心である。日本のファンドラップに近いマネージド・アカウント(MA)は、投信、上場投資信託(ETF)を含む総コストは残高に対して年1%弱のものが多い。

米国最大の公募投信であるバンガードの米国株インデックスファンド(Vanguard Total Stock Market Index Fund Institutional Plus Shares、純資産106兆円、2025年5月末)の経費率(資産残高に対する報酬率)は0.02%である。バンガードの運用する米国最大の米国株ETF(98兆円)の経費率は年0.03%である。

一方、日本の銀行や証券会社(対面型)が販売する公募投信は、販売手数料が3%台、信託報酬は年1.5~2%のものが多い。これを10年保有すると、コストは合計20%前後になる。また、ファンドラップの総コストは年2%前後と見られる。

日本で資産最大の公募投信であるeMAXIS米国株式(S&P500、三菱UFJアセットマネ

ジメント)の純資産は6.9兆円(2025年5月末時点)、信託報酬率は年0.08%である。これでも、信託報酬率は大きく低下したものの、米国と比較すると高い。チャールズ・シュワブのロボアドバイザーのフィーはゼロであるが、ウェルスナビのそれは年1%である。

これらを改革するためには、投資商品を提供する金融機関と資産運用会社の経営の高度化が不可欠であると考えられる。

### ■ 3. 米国の証券会社は合従連衡が進む

米国では、証券会社の合従連衡とビジネスモデルの革新が進んだため、低コストで優良な金融商品を顧客に提供することが可能になっている。

歴史的に、証券会社は大きな統合を繰り返してきた。シェアソン・ロブ・ローズは、アメリカン・エクスプレスによる買収後(1981年)、リーマン・ブラザーズ、EFハットンと合併した。1993年に、シェアソンとEFハットンの事業は、プライメリカに売却され、その後、スミス・バーニーと経営統合した。2000年に、ペインウェバーはUBSに買収された。

不祥事により、ドレクセル・バーナム・ランバートは1990年に消滅し、ソロモン・ブラザーズは1997年に現シティグループに吸収された。2008年金融危機によりリーマン・ブラ

(図表 2) 先進国の証券時価総額上位10社の純利益

(10億円)	国	時価総額	純利益 (2020年度)	純利益 (2025年度 予想)	増減額	株価 (過去5年)	
1	モルガン・スタンレー	米国	27,776	1,649	2,068	418	139.2%
2	ゴールドマン・サックス・グループ	米国	25,202	1,419	2,144	726	165.9%
3	チャールズ・シュワブ	米国	22,185	495	1,136	641	77.8%
4	インタラクティブ・ブローカーズ・グループ	米国	10,893	29	122	93	216.8%
5	バンク・オブ・ニューヨーク・メロン	米国	8,629	542	727	185	61.9%
6	アメリプライズ・フィナンシャル	米国	6,728	230	543	313	220.9%
7	ロビンフッド・マーケット	米国	6,501	0	179	178	-
8	レイモンド・ジェームズ・ファイナンシャル	米国	4,212	123	319	197	124.5%
9	LPLファイナンシャル・ホールディングス	米国	3,836	71	179	108	331.6%
10	野村ホールディングス	日本	2,503	153	301	148	75.9%

(注) 1ドル150円で換算。2025年度はFactSet予想。2025年4月末時点。

(出所) FactSet

ザーズは経営破綻し、メリルリンチはバンク・オブ・アメリカに買収された。モルガン・スタンレーは、2009年、2012年に、シティグループからスミス・バーニーの株式を取得し、完全子会社化した。

こうして、米国の独立系大手証券会社は、モルガン・スタンレー（時価総額28兆円、2025年4月末、以下同）、フィデリティ（非上場）、ゴールドマン・サックス（25兆円）、チャールズ・シュワブ（22兆円）の4社に集約されつつある。また、銀行系大手証券はJPモルガン・チェース、バンク・オブ・アメリカ、シティグループなどがある。ちなみに、野村ホールディングスの時価総額は2.5兆円、大和証券グループ本社は1.5兆円である。

世界最大のリテール証券会社（預かり資

産）はフィデリティであり、次いでチャールズ・シュワブ、モルガン・スタンレー、バンク・オブ・アメリカの順である。上位2社は、オンライン証券業務に強く、また、独立系財務アドバイザー（IFA）向け証券業務のプラットフォームの大手業者でもある。他2社は、富裕層向けウェルス・マネジメント業務に強い。

## ■ 4. 進化する米国のリテール証券会社

米国のリテール証券会社はビジネスモデルを抜本的に革新してきた。売買手数料を引き下げ、預かり残高に対して年1%もしくはそれ以下の一任運用（あるいは助言）の料金を徴収するサービス（MAなど）が主流になっ

た。

低価格競争をリードしてきたのが、チャールズ・シュワブである（1971年創業）。1975年にディスカウントブローカー事業、1996年にオンライン証券業に参入した。2000年に金融持株会社、2007年に貯蓄貸付（S&L）持株会社になり、現在、連邦貯蓄銀行（シュワブ・バンク）を有する。そして、ウェルス・マネジメント、証券仲介、銀行、資産管理、カスタディ、財務助言を手掛ける。

2019年に、米国株式、ETF、オプションの売買手数料無料化を発表した（オンライン取引対象）。これが大きな業界再編を生み、値下げ競争についていけない独立系の大手オンライン証券であるTDアメリトレードはチャールズ・シュワブ、Eトレードはモルガン・スタンレーに買収された。

預金の受け入れが可能であるため、純収益のうち純金利収入が全体の46.6%を占める。資産管理収入の構成比は29.2%である（前年比20.2%増）。トレーディング収入の構成比は16.6%と小さい（2024年）。

顧客の待機資金が預かり資産（1,515兆円）のうち10.1%を占める。これに関わる純金利マージンは、2023年の1.98%から2024年の2.12%に上昇した。ただし、顧客が現金から高利回り商品に資産を移行したことで、有利子資産が減少し、純金利収入は前年比3.0%減少した。

IFA向けのサービスを中心に成長しているのが、アドバイザーに対するサービスを主力

業務とするLPLファイナンシャルである。過去5年間に株価は4.4倍になっており、主要証券会社の中で最も株価上昇率が高い。収益の44%がアドバイザー・フィー、27%が売買手数料、20%が資産ベースの手数料である（2024年度）。アドバイザー・フィーと売買手数料合計のペイアウト率（アドバイザーへの歩合の戻し率）は87%である。28,900名のアドバイザーは、自営業者54%、従業員アドバイザー24%、独立RIA（登録投資顧問業者）22%で構成される。

ロビンフッド・マーケット（2013年設立）の顧客層はミレニアル世代やZ世代が中心であり、モバイル取引では業界1位である。スマートフォン向けアプリケーションの開発、手数料無料、少額投資といった強みで事業を拡大させた。最近では、暗号資産売買の収入増が顕著である。

売買手数料無料化が可能な要因の一つとして、取引所外で注文執行するマーケット・メーカーからの注文回送のリベート（PFOF）があった<sup>（注3）</sup>。マーケット・メーカーからのリベートで事業運営費用を賄い、株式売買手数料無料を可能にしている<sup>（注4）</sup>。つまり、他の証券会社に顧客の注文を流して、その報酬を得ている。

しかし、PFOFについて、適切に開示せず、最良執行義務を果たさなかったとして、ロビンフッドは証券取引委員会（SEC）に対し65億円の和解金を支払った<sup>（注5）</sup>。また、2019年に、FINRA（金融取引業規制機構）より、

最良執行義務に違反したとして、1.3億円の罰金が科された<sup>(注6)</sup>。

2021年から3期連続赤字を計上したが、2024年には黒字化を果たした。株価は、2021年安値から2025年高値（6月2日時点）まで10.0倍となった。2024年の純収益は4,430億円と前年比58.2%増加した。取引ベースの収入が、純収益の55.8%を占め、そのうち、オプション取引が26%、暗号資産取引が21%を占める。暗号資産取引収入は、前年比4.6倍となった。純金利収入が純収益の38%を占める。顧客預かり資産の公正価値は28.9兆円と前年比88%増加した。

## ■ 5. 顧客の最善の利益を追求する米国の金融監督行政

歴史的に、米国では、金融機関が顧客の利益を軽視したために起こった事件が数多くある。その度に、法制度が厳格化した。1929年大暴落後に1933年証券法、1934年証券取引所法、2001年エンロン危機後に2002年サーベンス・オクスレー法、2008年リーマン危機後に2010年ドッド・フランク法が制定された。

これらに違反すると、SECや司法省などから訴追され、事実上の罰金（あるいは制裁金）である和解金の支払いが求められることがある。米国では、2010年代に、不正行為に対して、司法省などから巨額の制裁金（和解金含む）が科された。バンク・オブ・アメリカは合計で8兆円近い制裁金（和解金）を支

払った。

ドッド・フランク法では、「顧客の最善の利益の追求」について明確な規定は設けられなかったが、それ以降の議論の中で、金融機関がそれを重視する傾向が定着した。

2019年に、顧客利益優先に関する規制（Regulation Best Interest、Reg BI）が導入された（2020年施行）。この規制はハードローであるため、顧客への金融商品推奨で、潜在的なリスクや費用を合理的に理解するような措置を取らなかった場合など、違反すると厳しい制裁が科されることがある。

Reg BIに関し、SECとFINRAは、個人と証券会社に対し、数々の執行措置を実施している。2024年に、SECは、JPモルガン・チェースの関連会社2社に対し、顧客に誤解を招く情報開示などReg BI違反で、227億円の制裁金を科した<sup>(注7)</sup>。Reg BI違反としては最高額である。また、2024年にSECとTIAA-CREFの証券子会社は、3.3億円（220万ドル）を支払うことで合意した<sup>(注8)</sup>。

行政が厳しく指導、あるいは摘発してきた結果、多くの証券会社は、販売手数料依存から脱却し、資産残高フィー重視に転換した。顧客と証券会社の利益相反が減り、証券会社のビジネスモデルは「顧客と共に栄える」ものとなった。このように、米国の販売会社の経営改革において、行政は大きな役割を果たしたといえる。

(図表3) 主要な米国金融機関に対する制裁・和解金

年	金融機関	国	事由	制裁・和解金 (10億円)
2014	バンク・オブ・アメリカ	米国	RMBS不正販売	2,498
2013	JPモルガン・チェース	米国	RMBS不正販売	1,950
2012	バンク・オブ・アメリカ	米国	モゲージサービス、差押えの乱用	1,773
2013	バンク・オブ・アメリカ	米国	ファニーメイへのモゲージ販売	1,560
2014	バンク・オブ・アメリカ	米国	RMBS不正販売	1,425
2008	シティグループ	米国	オークションレート不正	1,065
2014	シティグループ	米国	RMBS不正販売	1,050
2012	ウェルズ・ファーゴ	米国	モゲージサービス、差押えの乱用	803
2012	JPモルガン・チェース	米国	モゲージサービス、差押えの乱用	794
2016	ゴールドマン・サックス	米国	RMBS不正販売	759

(注) 1ドル150円で換算。

(出所) 米国司法省、米国財務省、SEC、FHFA、HUD、各社資料

## ■結論：金融行政の進化が期待される

「顧客本位の業務運営」の実現において、行政の役割は大きい。米国同様に、日本でも、金融庁のエンフォースメント（規則の実効性の確保）強化が必要であると考えられる。

金融庁のエンフォースメントが相対的に弱いことが、販売会社が顧客の利益を軽視する原因の一つであると考えられる。たとえば、金融商品取引法に違反しても、必ずしも厳しい処分があるとは限らない。2023年に、金融庁は、4社に対し、適合性原則に抵触する勧誘があったとして行政処分したが、業務改善命令を発出したにとどまった。

2024年に、金融サービスの提供及び利用環境の整備等に関する法律（金融サービス提供

法）が施行され、金融サービス提供事業者に対し、顧客の最善の利益を勘案しつつ、顧客に対し誠実かつ公正に業務を遂行する義務（誠実公正義務）が規定された。ただし、誠実公正義務違反は行政処分の対象となるものの、罰則はない（注9）。そして、「顧客本位の業務運営に関する原則」はソフトローであり、罰則はない。なお、最高裁判例（注10）で、適合性原則違反は不法行為責任になりうるとの判断が示され、下級審では適合性原則違反に対する不法行為責任を認める判例が出てきている（注11）。

金融庁による最大の課徴金は東芝の73.7億円（2015年）にとどまる。金融機関に対するものでは、アレイオン・アセット・マネジメントの6.8億円（2018年）である。

同時に、金融庁の人事制度改革も必要である。金融庁発足後25年間に、長官は14人を数える。つまり、平均在任期間は1.8年と短い。

同様に、局長や課長クラスも1、2年で交代することが多い。その結果、幅広い知見を持つことができるものの、専門性が十分でない幹部が多くなるおそれがある。ちなみに、財務省の次官は1、2年で交代することが多いが、その前に、主計局長、官房長、総括審議官を務めることが多いため、政策の一貫性が相対的に高い。

金融庁は、金融機関に対して「顧客本位の業務運営」を求める。同様に、我々国民は、金融庁に対して「国民本位の業務運営」を求める。はたして、金融庁長官が1年で交代することが国民本位であろうか。過去の慣習や内輪の論理にとらわれることなく、「金融行政にとって何がベストか。国民にとって何がベストか」という視点で、人事や人材育成を行うことが期待される。

結論として、金融庁の権限を強化し、また罰則規定を厳格化することは、顧客本位の業務運営の実現に有効と考えられる。さらに、金融庁の幹部人材の任期を長期化し、それらの専門性を一段と高めることが、資産運用立国構想実現に資するであろう。

(注1) 金融庁長官 栗田照久講演「資産運用立国の実現」

(日本FP学会交流会、2024年3月11日)

(注2) 金融庁長官 井藤英樹「今後の金融行政の方向性」

(2025年1月17日金曜例会)

(注3) 清水葉子「アメリカの証券委託売買手数料無料のビジネスモデル」(証研レポート1720号、2020年6月) 42~49頁。

(注4) Robinhood blog, "A Letter From Robinhood Co-

Founder & Co-CEO Vlad Tenev", October 12, 2018  
CB Insights, "How Robinhood Makes Money",  
December 2, 2020

(注5) SEC, "SEC Charges Robinhood Financial With  
Misleading Customers About Revenue Sources and  
Failing to Satisfy Duty of Best Execution", December  
17, 2020

(注6) FINRA, "FINRA Fines Robinhood Financial,  
LLC \$1.25 Million for Best Execution Violations",  
December 19, 2019

(注7) SEC, "JP Morgan Affiliates to Pay \$151 Million  
to Resolve SEC Enforcement Actions", October 31,  
2024

(注8) SEC, "SEC Charges TIAA Subsidiary for  
Failing to Act in the Best Interest of Retail  
Customers", February. 16, 2024

(注9) 今泉宣親、寺川和真「顧客本位の業務運営と「最  
善の利益」の法定」(旬刊 商事法務No.2359、2024年  
5月25日号) 15~22頁。

(注10) 最判平成17年7月14日(民集 第59巻6号1323  
頁)

(注11) 桜井健夫「説明義務と適合性原則の系譜」(現代  
法学45号、2023年12月) 61~112頁。

