

(2024年4月8日講演)

14. 米国のリテール証券ビジネスと顧客本位の業務運営

野村総合研究所 未来創発センター 主席研究員 大崎貞和講師

このような機会を頂戴しまして、誠に光栄に思います。前回の議論について少しご紹介があって、神田主査のコメントなども拝聴していて、随分大きな議論をされているところに、細かい変な話を持ってきてしまったと思ってやや困っています。私は資本市場の制度の調査研究を30数年やっています、講師にご指名頂いた時は、そういう制度について何か具体的な提言をするようなことが期待されているのかと思ったのですが、他方でメンバーを拝見して、神田主査や松尾委員がおられるので、会社法や金商法でこういうことを変えたら良いというような話をしても、何を言っているのだということになってしまうのではないかと思います、今日はこれまでのご議論では出ていない観点ではないかと思われるテーマを取り上げます。日本では銀行と証券を厳しく区別する考えが根強いものですから、やや違和感を持ってしまう方もあるかもしれないのですが、証券会社における金融商品営業の在り方というようなことについてお話したいと思います。証券会社の話ではあっても、先程の松尾委員のお話のところから引くと「銀行はどうしたらいいのか」ということに繋がる話が少し出来るのではないかと思います。雑駁な話をしますので、後で色々ご批判なりコメントを頂ければと思います。

まず私の現状認識なのですが（P1）、私は制度屋のようなことを30年ぐらいやっています、仕事を始めた頃から最近までやっていたことを振り返りますと、日本の資本市場制度には、いわゆるグローバルスタンダードからかけ離れたようなものが多々あったものですから、それに対してアメリカでは、あるいはイギリスでは、場合によったらドイツでは、と言っていれば物申せるようなところがあり、自分達でやや自嘲気味に出羽守(でわのかみ)などと言ってまいりました。ただ、そういうことをやってきた人間の目から見ますと、現状でもし欧米の制度を一つの基準にするとしたら、日本の制度がかけ離れておかしいようなことはほぼなくなったのではないかという気がしています。例えば1990年代前半ぐらいまでいわゆる金融制度改革が始まって銀証分離規制の見直しをしようということになる頃までの制度、これは私が実体験したものも歴史として勉強したものも両方ありますが、例えば株式の発行市場については増資の調整、利益配分ルール、IPOについても審査基準が非常に画一的でかつ形式的なもの以外に実質基準などというものがある等、あるいは債券発行市場だと適債基準ということで、会社の規模が大きくないと起債ができない等、金利も固定的に決まっていた訳です。流通市場の方を見ますと、株式の固定手数料制度で参入規制が非常に厳しく、30年以上新しい証券会社が生まれないというようなことがあった訳です。機関投資家についても信託銀行、生命保険会社を中心にそれ以外の参入は進みませ

ん。例えば投資信託の免許なども非常に基準が厳しくて、しかも資産運用業務の実績がないと免許が取れないという不思議な制度があった時代もあった訳です。また、デリバティブの市場もほぼ未整備というようなことであった訳です。他方、企業の周りの制度を見ますと、会計基準などは、勿論色々な背景は理解出来ないことはないのですが、よく言えば柔軟、悪く言えば操作可能性が高いようなルールで、開示も通り一遍というとは何ですが一通りのものでいいと。ですから変な話ですが、昨今いわゆる粉飾決算というのが、統計を取ると件数としては増えているように見えるのですが、これは別に日本企業のモラルが悪くなったという話では全くないと思っていまして、会計基準が厳しく、実態を厳しく反映しないと駄目だとなったために、結果的に粉飾決算が増えているということがあるのだと思います。同じような話で、例えばインサイダー取引なども近年は残念ながら毎年摘発がありまして、1988年の法改正以前はインサイダー取引の摘発は1件もなかった訳ですが、日本の市場は昔はモラルが非常に高かったのに最近ではモラルが低下してインサイダーやり放題になっているのか。これは全く違う訳でして、むしろやられていることが適正に規制されていなかった、摘発されていなかったということだと思うのです。こういったいわばグローバルスタンダードからかけ離れた制度や実態というのは、その後の官民合わせた努力で大きく変わったと感じております。

よく日本経済について失われた10年・20年・30年ということが言われますが、これは次のページに参考までに載せております表(P2)、これは私が10年ぐらい前に勤務先の機関誌に発表した論文に載せた表をそのまま紹介しているものです。要は失われた20年と言うのですが、制度改革という意味では20年の連綿たる制度改革の歴史だったのだということを書いたのですが、更にその後の10年、もっとそれが深化したとでも言いますか、2012年まではこの表に書いたことが色々あったのですが、2013年以降はご承知の通りアベノミクスということで経済政策も変わりまして、スチュワードシップコード、コーポレートガバナンスコードという2つのコードを使ったコーポレートガバナンス改革ということで企業経営を大きく変えて行こうということになりましたし、もう少し近いところでは取引所の市場区分を見直して企業に出来るだけ企業価値を高めるインセンティブを強く持って貰う、あるいは市場の構造で言うと持合いの解消が進んでいるということで、市場制度も企業経営もグローバルスタンダードという、少なくとも資本市場の先進国と言われる欧米の国から見て、何でこのような非常識なことをやっているのだと言われるようなことはおおよそなくなってきたのではないかと感じております。ですので、なかなか出羽守の出番がなくなってしまう。もう少し言いますと、2008年～2009年の金融危機の後、欧米諸国が主導して、先程の神田主査のお話にも国際的なコンセンサスを踏まえてという点がありましたが、世界で出来るだけ規制を統一化しようという動きがあるのですが、ややひがめに見ると、その統一的な規制なるものが、時には過剰規制に映る面もありまして、なかなか単純に諸外国に学んでということにはならないような気がしています。そうした中で、大きな課題として何が残っているのか、これが私の現状認識と申し上げた点なのですが、まず

一つはコーポレートガバナンス改革と市場制度改革が出来て、これが非常に上手く行ったとして、そうすると目指すところである日本企業の稼ぐ力の向上ということになり、株価が上昇するということになります。これは実際に本当にそうなりつつあると実感されている方も多いと思います。大体そうになると、あれはバブルだと冷やかす人が出て来るのですが、そういう人達が言っているようなこともなかなか現実化しなくて、割合に株式市場は良くなっている企業の実態を反映した動きになっているように思われる訳です。が、しかし個人金融資産が預貯金に偏っているという、最新のデータでもまだ 50%を超えていたと思いますので、その状態が続いているのでは、いくら株式市場が良くなって企業の価値が向上して株価が上昇しても、その果実はカナダやアメリカやオーストラリアの年金生活者の生活を助けるものに使われてしまうのではないかという気がする訳です。勿論それはそれで良いことだという考えもあると思います。ただ、企業が良くなるのと一緒に国民一般が豊かになるということにならないのではないかと思います。

もう一つ、これは今申し上げたこととやや矛盾するかもしれないのですが、よく貯蓄から投資へというスローガンがありますが、個人の金融資産が全然動いていないのかと言うと、確かにまだマクロ統計で如実に出るころまでは行っていない訳ですが、例えば新 NISA が始まった 2024 年 1 月以降の投資信託の資金流入のデータなどを見てみますと、かなり歴史的に高い水準で投資信託に資金が流入しているという事実がある訳です。これはやはり貯蓄から投資への動きが本当になり始めたという感じがします。しかし、その時にどういう方向にお金が流れているかと言いますと、これはネット上で言われていることに過ぎないとも言えるので本当のトレンドでないのかもしれませんが、例えばオルカン、S&P や NASDAQ100 で、要するに外国株、とりわけアメリカ株に資金が向かう傾向があるようです。別にそれで皆が豊かになるのだったら良いではないかと思う一方で、制度の改革が日本企業の価値を高め、日本国民を豊かにし、それが成長と分配と好循環をして行くということが狙いだとすれば、そうはなっていない、つまり豊かになった国民のお金は外国に行ってしまうという話で本当に良いのだろうかという問題意識も出てくる訳です。これは結構珍しい現象ではないかという気がしてしまっていて、投資理論の世界でホームカントリーバイアスということがあり、要はいわゆる理論的に最適である資金配分よりも、投資の対象が国内の株式や債券に偏るとい現象が観察されると言われてしまっていて、これは情報の入手が容易である、あるいは取引費用は国内の方が低い等色々なことが言われるのですが、考えてみますと例えば日本の若い人達に馴染みがある企業はどのような会社なのだろうかと考えたら、自分の使っているスマートフォンは Apple のものである、パソコンのシステムは Microsoft のシステムである、そこに入っている半導体は前だったらインテルが入っていて、最近だと NVIDIA の製品が入っている、そのようになって来ると、もしかしたら日本企業よりもアメリカ企業の方が馴染みがある、親しみのある、生活に密着した会社だとなっているから、そういうことが起きているのかもしれないという気がする訳です。それが問題かどうかというのは、それこそ問題なのですが、そういう現象がある中で成長と分

配の好循環を実現していくという政策課題があるとすればどうしたら良いのかという問題意識が必要と思っている次第であります。

それで、資本市場の制度をこう変えましょうというよりは、いわゆる貯蓄から投資へという流れを更に推し進めると同時に、投資家としての個人の目を日本の企業にも向けて貰うためには何が必要かという観点から、アメリカの証券ビジネスに学んでみたいということで、今日はお話をします (P3)。最初にお断りしておきたいのですが、証券ビジネスの話としてしまいますと、どうしても証券会社だけの問題でしょう、金融界全体の問題ではないのではないかとと思われる方もいるのではないかとこの気がするのですが、本当に貯蓄から投資にお金シフトしていくことになると、個人向けの金融商品は基本的に証券商品であるという、リスクを伴う商品であるという時代になって来る訳です。いわゆる業務範囲規制の問題を細かく見ていくとなかなか技術的に難しい問題はあるのですが、基本的には銀行という業態であれ、保険会社という業態であれ、資産運用会社という形態であれ、証券会社と同様に有価証券と分類されるような金融商品の顧客向け販売を取り扱うようになって来るというのが、望ましいかどうかはともかく、考えられる姿なのではないかと感じます。そういう意味で、株式や株式を組み入れた投資信託などが個人顧客向けに販売される世界を前提に今日はお話ししますが、これは銀行や保険会社その他、要するに証券会社以外の金融機関にとっても極めて重要な問題であるということをご認識頂きたいと思えます。私は証券会社の関連会社として設立された研究所にずっといまして、割と長い間証券会社の現場の人と一緒に仕事をしたりしていたので、お前はそういう経歴だから証券、証券と言うのだらうと思われがちなのですが、必ずしもそういうことではないので、ご理解を頂きたいと思えます。

アメリカの個人向け証券ビジネスの歴史をまず簡単に振り返ってみますと、1960年代以降コンピューター化が進み証券会社の競争が激化し、手数料の自由化が始まりまして、1975年には株式売買委託手数料の完全自由化が実現しました。これは日本でも10年以上遅れて同じことが起きたのですが、例えば私設取引システムという株式などを証券取引所のように付け合わせ取引をする電子取引システムが生まれた、あるいは昔は立会場というところで、人が大勢集まってワアワア言って取引をするというのが株式市場の常識だったのが、それを全く持たないコンピューター市場、例えばNASDAQ市場が出来たということで大きく変化しました。この時手数料を自由化して、手数料の割引をしようというディスカウントブローカーが出て来たのですが、意外な程ディスカウントブローカーの勢力は1975年直後には伸びなかったのです。結局、伝統的な大手証券会社の方が情報の提供やアドバイスの提供ということで高い手数料を正当化することが出来たということかと思えます。1980年代以降、日本でも追随した確定拠出型年金401kプランなどが拡大しまして、個人のミューチュアル・ファンド投資が活発化し、まさにアメリカでも「貯蓄から投資へ」という資金シフトが起きた訳です。

ちなみにこれは昔私が書いた本に載せた図ですが (P4)、アメリカ人は元々いわゆる狩猟民族だから株式投資が好きなのだ、日本人は農耕民族だからそういうのは向かないと言う人が一定数おられます。それは全然違いますよということを私は強く言いたいのですが、歴史的に統計を見ていきますと、日本の方がアメリカよりも個人の資産に占める投資信託の割合が高かった時代というのが実はあるのです。それが投資信託の規模が拡大して「池の中の鯨」などといわれた 1960 年代の半ば頃でして、実は 1965 年ですと日本は個人金融資産の 4.5%が投資信託、アメリカはたったの 1.6%だったのです。2000 年でこの図は終わっていますが、ここから先もどんどんアメリカの方が伸びて、日本は大体横這いのような感じなので、彼我の差はますます大きくなっているのですが、実はアメリカ人も昔から投資信託を通じて株式に間接投資をするのがごく一般的だった訳ではないということでした、これを見て頂きますと 1980 年からこのカーブがきつくなっていて、これが確定拠出年金が普及していく過程だったのです。やはりアメリカも、制度がてこ入れされたことによって投資行動が変わったということがあった訳です。日本も同じになって行くと思いますが、アメリカでも確定拠出年金は 60 歳以降、引き出し可能になるのですが、その段階でその引き出したものをどうするかという、それまでは言ってみれば例えば企業型の確定拠出年金だと会社が提供するメニューの中から選ばば良いという感じだったのが、自分で一から全部決めなければいけなくなり、そうすると引き出したお金をどう引続き運用しながら消費していくのかという問題が出て来まして、これに対するアドバイスが欲しいというニーズが出て来ます。1990 年代後半アメリカでは大きな変化があり、これがインターネット証券取引の登場でした。それまでディスカウントブローカーは手数料は安いサービスも悪い、情報もないし、株式を買ったり売ったりということ以外には全然使えない、しかもアメリカ人は **Self-Directed Investor** という言い方をしますが、自分で投資判断が出来る人でないとディスカウントブローカーを使っても火傷するだけだという認識があったのですが、インターネットが登場したことで、インターネットで情報提供や様々な分析ツールの提供が出来るということで、それまでのいわゆる大手証券会社が提供していたようなサービスに近いものをディスカウントブローカーも提供出来るようになった。これは非常に大きな変化であり、これを機にいわゆる大手証券会社は崩壊するのではないかという憶測も当時流れた訳です。その結果、大手証券会社はどうしたのかと言うと、結局ビジネスモデルを転換することによって生き延びていったということなのですが、そこに日本の金融商品販売が参考にすべきヒントがあるのではないかということでお話をしようと思います。

実はインターネット証券会社が出て来た頃から、大体毎年 1 回アメリカに視察団と称して中堅証券会社の方をお連れして一緒に向こうの証券営業の現場に行って話を聞くということをやっています。コロナ禍で全然行けなくなっていて、この 2 月に 4 年振りに行つて来まして、それが毎度聞いている話と同じような話を聞いたのですが、ある意味変わらないからこそ面白いというところもあり、変わらないということを確認したので、それをご紹介しようと思います (P5)。つまりアメリカの富裕層向け、富裕層と言っても極端な大金持

ちをイメージされると少し違うのですが、日本で言えば中の上ぐらいの人達のイメージです。その層向けのいわゆるウェルス・マネジメント・ビジネスはどのように行われているかということでもあります。現在アメリカでは「大手4社」、つまりモルガンスタンレー、メリルリンチ、ウェルズファーゴ、UBS というこの4つの大手金融機関のウェルス・マネジメント部門がリテール証券営業では非常に大きな存在感を示しています。JP モルガン・チェースやチャールズ・シュワブ、フィデリティなどもそれなりの存在感があります。これらの会社は例えばフィデリティやチャールズ・シュワブなどはこういうことと併せていわゆるディスカウントブローカーとしての、まさに株の取引だけするというサービスも盛んに提供していますが、そちらとはある意味一線を画してそれなりのシェアを維持し、ビジネスとして成り立っているということでもあります。昨今ですとロビンフッドが一時名を馳せまして、今も頑張っているのですが、手数料無料化をやって、チャールズ・シュワブがそれに追随してやはり手数料を無料にしたということが話題になりました。そういうものを使って株式の売買を頻繁に行う投資家というのは一定数いるのですが、それとは別に自分のまとまった資産をウェルス・マネジメントと呼ばれるところで運用をして貰うというお客さんがかなりの数存在しているということがアメリカの特徴ではないかと思っています。ウェルス・マネジメント・ビジネスをどのようにやっているかと言うと、基本的には歩合給の外務員、法制度的には証券外務員に当たるのですが、自称としてフィナンシャル・アドバイザーやインベストメント・アドバイザーというような言葉をよく使っていますが、そういう人達が営業の最前線に立つということをやっています。提供している商品・サービスは、いわゆるフィー商品と言われるものでありまして、基本的に残高に比例した手数料を年間で徴収します。年4回ぐらい確認をしてフィーの金額を決めるようではありますが、例えば3月末時点の預かり資産が何万ドルあるからその1%の4分の1を次の四半期の手数料として頂きますという取り決めになっているサービスを提供しています。ですから結構な額の手数料を取っている訳です。このウェルス・マネジメントというのはウェルス（富）と言えるぐらいの規模でないと提供しないということになっていますので、例えば最低投資金額25万ドル、会社によっては100万ドルないと口座が開けないというようなことを言っていました。例えば100万ドルで1%というフィーだけで1万ドル取る訳ですからこれは結構な金額なのですが、では、それだけの価格に応じたサービスとは一体何かということですが、顧客の資産状況と人生設計、今どういうことをしていて、今後どういうことをしたいかというようなことに関する哲学的な計画に応じた資産配分投資対象のアドバイスをします。こういうのをゴール・ベース・アプローチと言っていますが、これが今一般的な姿になっているようです。フィナンシャル・プランニングと言いますと、実は日本でも一時試みられたことがありまして、金融危機の頃に山一証券が破綻して、それをメリルリンチが買収しました。メリルリンチ日本証券を作ってアメリカ型のビジネスをやるのだと言って、その時何をやったかという、お客様が口座を開きたいと言うとまずフィナンシャル・プランニングをしましょうと言って何時間か会議室に閉じ込めて、そのお客様は300万円持っていて、

これを株に全部投じたら大変ですよというような説教をして、結局よく分からない資産分散のようなことをやってといったことをやったらしいのですが、結局客からすると時間を1時間無駄にして大したことないではないか、手数料を取るとか言われて冗談ではないというので全然普及しなかったということがありました。では、アメリカではそういうことをやっているのかというと、必ずしもそうではないと思っていますが、そういうフィナンシャルプラン作りなどというものも織り込んで年間手数料を相当な額取るということでやっているようです。

その人達がやっていることですが、基本的にはフィービジネスの口座提供をやっています(P6)。このフィービジネスが何故望ましいのか、日本でも最近大手の証券会社の一部がフィー型の口座にお客様を移していきたいということを一生涯懸命言っているようで、ラップアカウントというのがあります、例えば残高 1,000 万円を証券会社側で選んだ一定の投資信託に分散投資して、それを年に 4 回ぐらい再確認して資産配分を見直してということをやって手数料を 1%取るようなビジネスをやっていますが、基本的に何でこういうものが望ましいかというと、よく説明されるのは伝統的なコミッション制、つまり手数料制度の下では売買の回数が多くなるとそれだけ手数料の収入が増えるので、いわゆる過当売買、これはチャーニングと言ってアメリカでは昔から大問題になっている違法行為なのですが、そういうことをやらせるインセンティブが高くなってしまふ、あるいは 2 種類の商品がある時に、お客様のニーズに向いているからこちらを勧めるというのではなく、会社として手数料収入が大きくなるからこちらを勧めるというふうにお客様を誘導してしまうインセンティブが出てくる、これが非常に問題になる訳です。いわゆる利益相反があるということです。それに対して、フィー口座においては利益相反が基本的に解消されるのだという説明がよくされていまして、つまりお客様の口座の残高が 10 万ドル、20 万ドル、30 万ドルと増えてくると、手数料率を 1%に固定しておけば、手数料の収入はお客様の資産が増えると共に増えていくことになるので、いわゆる共存共栄、お客様と共に栄えるので良いではないかと言われる訳であります。ただ、これは若干注意が必要でありまして、とりわけアメリカでは最近そのような単純なものではないのではないかという議論が盛んです。例えば今まで殆ど株式の売買をしていなかった口座、これは日本でもよくある話ですが、例えばオーナー社長さんなどが自社の株を大量に持っている、あるいはご自身は社長という身分ではなくなっても元々持っていた家の資産としての株式が大量にある方がおられたら殆ど売買はしない訳です。残高は非常に大きいのですが売買はしないという人からフィーを取ると、それまでのコミッションだったら何も払わなくて良かったのにフィーになった途端に 1%取られるというおかしなことになる訳で、これはむしろ利益相反ではないかというような指摘があります。それからもう一つ、これから日本でも課題になって来ると思うのですが、金融資産を増やしていく、資産形成をしていくということでどんどん増やしていく時はフィービジネスが非常に共存共栄で良いのですが、私などもそろそろ会社を首になる世代でありますので、だんだん気になってくるのはその首になった後どうやっ

て食べていくのだということです。そうすると資産運用して少しは持っているお金をだんだん取り崩していかなければいけない訳です。資産が減っていきますと証券会社の手数料収入が減りますので、そうすると資産を上手に減らすことをどうアドバイスするかという話になると、いや、なるべく減らさないようにしましょうということになってしまう訳です。これに負債も加わってくると更にややこしい話になってきて、例えばお客さんの本当の利益を考えたら、資産を取り崩してローンを返済した方が良いという局面であっても、資産を増やすというアドバイスしかしていない人は、「ローンのことには目をつぶってとにかく株式を増やしましょう」ということを言うインセンティブが働いてしまう訳で、本当の意味のトータルなお客様のいわゆる最善の利益を実現するようなファイナンシャルアドバイスが実は出来ないのではないかという批判があります。この辺は日本ではその前にまずコミッションからフィーだというようなことを言う人も業界関係者では多いのですが、考える必要がある問題ではないかと思います。

次のページはテクニカルなので、後でご質問等あれば説明するとして、先へ行きますが、こういうファイナンシャルアドバイスを提供して大手の証券会社がそれなりに経営体として成り立っているというアメリカの現状からどのようなことが言えるのかということです（P8）。まず日本でもアメリカでも制度は殆ど一緒になったのではないかというお話を先程しましたが、例えば証券会社の営業あるいは証券会社だけではなく銀行や生命保険会社も含めた金融機関の営業に関する規制というのは、実は日本もアメリカもそれ程大きくは違っていません。日本でも金融庁が顧客本位の業務運営ということを打ち出して、顧客の最善の利益のためにサービス提供しましょうということを盛んに言われていて、これはアメリカで言っていること、アメリカでSECのレギュレーション・ベスト・インタレストなどというのがあるのですが、そうやって制度化されていることと殆ど一緒ではないかという気がします。細かいことを言いますと、例えばSECのレギュレーション・ベスト・インタレストというのは時系列で言いますと、日本の顧客本位の業務運営が出来た後で作られたということで、別にSECが日本の動きを参考にしたかどうかは知らないのですが、決して日本がいつも後追いでアメリカの制度を取り入れているということはないです。大体同じような規制がなされている、日本でも顧客の適合性に合った営業をしましょうということが盛んに言われていて、例えば投資経験や知識がない人、あるいは資産が非常に小さい人にあまりリスクの高いものを押し付けてはいけませんよということが言われる訳です。そういう適合性の原則をしっかり守るということと、本当にアメリカが真の顧客本位のサービスが出来ているかどうかというのは、これはこれで議論のあるところではありますが、日本よりは出来ているとすれば一体何が違うのだというと、何度かそういう現場のアメリカの人達と話をしてつくづく感じますのは、お客様を抽象的な属性、例えば投資経験がある、知識がある、資産が沢山あるとかないとか、そういう属性だけで見るとは、家族構成がどうであるのか、人生観がどうであるのか、リタイアしたいのかしたくないのか、旅行にお金を使いたいのか、それとも何かもっと別のことに使いたいのか、そういう個人と

しての生き方に至るまでの個別の事情を深く理解しているのかはともかく、それを知らうとした上でそのお客様に個別に合ったサービスを提供するという姿勢が貫かれているというのが一番大きな違いではないかという気がしています。私が危惧していますのは、日本でも手数料の無料化を打ち出す証券会社も出てきて、いわゆる大手証券会社あるいは既存の証券会社と言った方が良いかもしれませんが、そういうところの手数料は高いから使わない方が良いという流れが出来てきています。それ自体はしょうがないと言えしょうがないことですが、では、それをどうやって克服するのかという時に、大手の金融機関などが言うフィナンシャル・プランニングをしましょう、アセットアロケーションのモデルをしっかりと作りましょうというようなその程度のことだけであれば、ロボアドバイザーという、それこそAIなども使ったアルゴリズムで機械的に計算してこうやりましょうと、ついでに投資もきちんとやってくれるようなサービスが出て来ていて、それで十分なのです。人間がわざわざ出てきて四の五の言う必要はない訳であります。人間が出ていって言わなければいけないのは、そういう抽象的な数字だけでは分からない個人の事情に踏み込んだアドバイスが出来るからこそ人間がいる意味がある訳でありまして、そういうサービスが出来ないことには日本の金融機関の少なくとも個人営業の将来はないのではないかという気がします。その時によく日本で話題になりますのは、日本のお客様というのはそもそも貯蓄から投資へというのがまだ進んでいない、金融知識が足りないのではないか、金融リテラシーが低いのではないかという話があって、それを高めるために金融教育をしなければいけないという議論があります。今度、金融経済教育機構も設立され、認定アドバイザーというような制度も出て来ます。これで良いのかということなのですが、色々な事情があってあのようなになっていることは重々承知した上で言うのですが、例えば認定アドバイザーというのは特定の金融機関に所属している人は駄目だということになります。それは結局特定の金融機関に所属していると、その金融機関が売りたい商品をお客さんに押し付けるであろうから駄目だという理屈は分からなくもないのですが、金融機関に所属しないでアドバイスを提供するのが果たしてビジネスとして成り立つのだろうかということでありまして、アメリカを見ている限り、アメリカにはそういう人は存在しないです。つまりアドバイスをしてアドバイスでお金を貰って生計を立てている人はいないのです。アドバイスを提供すると、あくまでもそのアドバイスに従った商品の販売がその後続く訳でありまして、その商品の販売から販売手数料を取る場合と、事後に残高ベースの手数料を取る場合がありますが、手数料を取ってそれで生計を立てているというのが実態でありまして、いわばアドバイスしかしない、商品販売はしない、だから中立的だという理屈はなかなか成り立たないのではないかということです。これは実は私の個人的経験もありまして、私はある証券会社の顧客なのですが、そこはモデルポートフォリオを熱心にやっています、今月の専門家の分析によるとこういう投資分散が望ましいというのを送ってくるのです。それ程望ましいのならと「これが欲しい」と言ったのです。そうしたら、「これはない」と言うのです。では「何なのか」と言ったら、これは要するに「そ

ういう分析の結果である」と言う訳です。アメリカ株 20%とかアメリカの債券に 10%とか書いてあって「分かった、ではバラバラに買うから、アメリカ株の投資信託はあるの？」と聞いたら、これまた「ない」と言うのです。結構驚きまして、どういうことなのか、これがまさに抽象的なアドバイスでありまして、これにはビター文払う気が起きないですよ。それ程良いアイデアだったら、是非それを実現して欲しいというのが普通の人間の考えることではないかと思っています。では、日本では何が顧客本位への移行を妨げているのか、また例えばアドバイスを提供する人は中立的でなければいけないし、金融機関に所属してはいけないなどということをおっしゃる背景になっているのかと思いますと、これはやはり個別のお客様のニーズから出発してサービス・商品を提供していくのではなく、本部・本社が策定した戦略や目標に基づいて今月はこの商品、来月はこういう戦略ということが上から下りてきて、それをいわば実行する部隊として営業隊が存在するという、この辺が最大の問題ではないかと思う訳です。これは証券会社がしばしばそのようだけしからんと批判されるのですが、実は私、歴史的なことを調べたことがあるのですが、よく考えたら銀行も生命保険会社も証券会社も戦後一貫してずっとそうだったのではないかという感じがしてまして、例えば銀行が預金強化月間という預金集めに走り回るといったことです。それで批判を浴びたのが何故、証券会社だけだったのかというと、かつては銀行や保険会社にそういうものを押し売りされても、それで損をする人はいなかったからです。機会損失は実は発生していたと思うのですが、少なくとも実現する損失を目にする人はいなかったために、証券会社だと勧められた商品を買って本当に損する人がいたので、それで証券会社だけが批判されたのではないかと、多分この私の憶測は憶測ではないかと思いますが、丁度今日、外貨建ての生命保険の販売について如何なものかと金融庁から注意があったというような新聞記事がありましたし、割と最近ですと、いわゆる仕組債の販売について銀行及び銀行系の証券会社に対してだいぶきついお叱りがありました。こういうのが何故問題なのか、例えば私、仕組債なども色々批判があるのは理解するのですが、他方でそういうものは公序良俗に反するから禁止するのが正しい政策なのかということそうではないかと思っていて、一定の合理性を持ち得る利用法がない訳ではないかと思うのです。商品性によってはほぼ合理性がないものもあると思いますが、何がいけないのかというと結局、本部がこれだけ仕組債の残高を作れと言って、皆が走り回ってお金の余裕のあるお客さんに次々に「はめて行く」ということをやっている限りは、売るものが仕組債であろうが、外貨建て生命保険であろうが、あるいはオルカンであろうが何であろうが、必ずやお客様の利益を損なうことがある訳であって、少なくともそういう行動が顧客本位の、顧客の最善の利益を尊重した営業活動とはならないのではないかと思う訳であります。では、アメリカの証券会社は何が違うのだろうということ、一つ感銘を受けましたのは、アメリカの証券会社の本社部門に行った時なのですが、何を言っているのかよく分からないところがあって何がおかしいのだろうと思ったら、彼らは「client」や「customer」という言葉を使いながら自分の会社の営業員のことを語っていたのです。これはどういうことかと言

ますと、要するに営業員はそれぞれ自営業者のような位置付けになっている訳なのですが、例えばメリルリンチですと、皆メリルリンチに所属してメリルリンチの名刺を持っているが、歩合給ですから、メリルリンチから支払われる基本給というのは最初のうちはあるのですがそのうちなくなってしまって完全歩合給になります。いわばオフィスを借りて仕事をしている自営業者なのです。よく独立系のファイナンシャル・アドバイザーがアメリカにあると言われて、日本でもそういうものを入れようと言って一部でやっているらしい感じがするのですが、かなり違うと思いますのは、アメリカの独立系というのはいわばメリルリンチでそういうことをやっていた人がそのまま外へ出て別のプラットフォームの上で仕事をしていることを指す訳でして、メリルリンチもある意味独立したファイナンシャル・アドバイザーを大いに雇っているということなのです。商品本部で話を聞いた時に、例えばあの地区の何とかさんはお客さんに債券投資の好きな人が多いから、あの人には債券の案内をするのだと言うのです。だから本部の方も、そのように個別のファイナンシャル・アドバイザーをあたかも一人のお客様であるかのように見て、そのお客様のニーズに合ったものを提供するという工夫をすることによって最終顧客の最善の利益を実現しようとしています。これは日本の画一的に方針を決めて上から下ろして目標を達成出来なかつたら厳しく叱責するという伝統的な姿とは大いに異なる訳です。では、どうしたらそれが実現できるのかという一つは、営業最前線の担当員一人一人が自立した個人として自分の判断でお客さんのニーズを汲み取ってそれに合わせた商品は何だろうということを頭で考えることが出来るということが大前提になるので、なかなか容易ではないという気がします。日本では、例えば証券会社の営業は現実問題として社会の構造として税理士や弁護士よりもはるかに尊敬されていないですよね。ところがアメリカですと、例えばメリルリンチの営業で成功している人などは、成功した弁護士や税理士（厳密に言えば税務専門の弁護士や会計士）と大体同じような扱いを受けていまして、あるいは医師などと同じような扱いを受けていて、金融の専門家として個人にアドバイスをする人、開業医なども全部個人相手に商売をしている訳ですが、それと同じように思われているということでもあります。ですから、彼我の差は色々あるのですが、結局日本の金融営業を少しでもアメリカ型に近づけていくことが何とか出来ないと、今課題になっている貯蓄から投資へということを更に進め、しかもそれを全部ロボアドバイザーで解決するというのではなく、もう少し工夫のあるものにして行くことを実現することが出来ないのではないかという気がします。また、同時に「貯蓄から投資へ」を進めるためにもう一つ大事なこととして、実際に投資をして貰うことも非常に大事だと思っていまして、これにも証券営業が変わっていくということが大いに貢献し得るのではないかと思う訳です。自分でネットで探して手数料が無料の証券会社を見つけて自分で投資をするという方は放っておいても投資をする訳ですが、そうではない、何となく気になっているのだが自分からは一歩踏み出せないという人も投資の世界に入って貰うにはやはり人がある程度声を掛けることも必要でありまして、それがないとなかなか大きな流れが出来ないと思っています。

これは割と衝撃的な数字なのですが、日本証券業協会が3年に1回、証券投資に関する全国調査をやっています、これはいわゆる悉皆調査ではないのですが、ネットで少しサンプルを取ったというようなものよりは大規模な調査をやっています(P9)。これで投資経験のある人ない人、皆含めて聞いているのですが、直近の2021年度の調査の結果を見ますと、これまでに株式、投資信託、公社債を持ったことがない、要するに今持っていないだけでなく、かつても持ったことがない、全く投資経験がないという人が大体80%なのです。ですから、80%の人が「貯蓄から投資へ」ということに全く動いていないというのが現状です。アメリカでは全く同じような調査はないのですが、これもSIFMAというアメリカの証券業協会のようなところが調べた数字がありまして、2019年が最新なのですが、全世帯の52.6%が直接株を保有しているか、あるいは間接的に投資信託を通じて保有しているかの何れかで株式投資を行っているというのです。2割しか投資をしていないのと、50%超の人が投資をしているというこの違いは物凄く大きくて、ここを変えていかないと、先程申し上げたような顧客本位の営業は勿論あるとしても、全体の流れを大きく変えるのは難しいのではないかという気がしています。

そちらについてどうしたら良いかというのは、色々アイデアもあると思うのですが、一個だけ私の勤務先が2年程前に売り込もうとしたアイデアがありますので少しだけご紹介しておきますと、ベーシック・アカウント(BA)を提唱しています(P10)。これは何かというと、要するに何故、貯蓄から投資に動かないかという理由の一つは、投資を一切したことがない人は証券会社に口座を開いたこともないし口座を開こうとしたこともないということで、それが一番の障害なのではないかというアイデアでありまして、いわば無理やり証券口座を全国民に与えてしまおうという発想なのです。コロナ禍の時に給付金をどうやって国民に渡すかというので銀行口座を把握していないと渡せないではないかという話が出て色々すったもんだが起きた訳ですが、その後マイナンバーに銀行口座を紐付けしておけば、マイナンバー保有者に全部一律にお金が渡せるではないかという話が出てきて、現在、銀行口座の紐付けをやっている訳です。それと同じ発想で、証券口座も付けてしまえば良いのではないかというのが、このベーシック・アカウントの構想であります。ただ、特定の証券会社に持っている口座と紐付けするというのではいわば敷居が高過ぎるので、まずは証券を受け取るという機能だけを持った口座を国が強制的に作ってしまって、マイナンバーにくっ付けて皆に持って貰おうというのです。何のためにそのようなことをするのかというと、例えば給付金の代わりに証券を給付するようなこともこれがあれば出来るのではないかと、例えばどこかの中央銀行が大量に持っているETFなどをどうしようかという話が出ている訳ですが、国民の財産ではないかと考えたら、技術的な問題は色々あるでしょうが、全国民にETFを何口かずつ配るようなことはどうでしょうか。でも現状では、それを配ろうとしても受け取りようがない訳です。その受け取るための口座を作ったらどうか、知らないうちにETFが入っていると、気が付いたら金額が増えていた、これは良いものだ、売ってみようと思った人は、売るためには個別に証券会社に口座を開いて売却をしなければ

いけないような仕組みにしてはどうかと言っているのです。投資教育や金融教育についても結構関心があるのですが、豊の水練ではないですが、本を読んで知識を身に付けても、売ったり買ったりしないことには結局何も分からないのではないかといつも思っています。証券投資に如何に意義があるかは実際に証券を持ってみないと決して分からない、またリスクがあるということについても、例えば1万円のETFを貰ったはずなのに残高を見たら5,000円になっていると、何でこういうことになるのだというのも、実際に1万円が5,000円になって初めて分かるということもあるのではないかという気がしてしまっていて、ジャストアイデアですが、そのような提案を当社でやっています。ちなみにETFというのは私が勝手に付け足した話で、野村総研として提案している訳では全くないのですが、他にも色々なやり方があって、例えば地域の住民に商品券を配る代わりに地方債でも良いのですが、地方債を県民全部に持って貰うようなことも、県民のマイナンバーということでやれば出来てしまうのです。そのようなことを考えたりもしています。

大変雑駁な話で申し訳なかったのですが、問題提起と言うと大げさですが、少し申し上げることも出来たと思いますので、この辺で一区切りにさせて頂きまして、ご批判、ご質問、ご意見を頂ければと思います。