

第14回金融委員会資料

米国のリテール証券ビジネスと 顧客本位の業務運営

大崎貞和

株式会社野村総合研究所 未来創発センター 主席研究員
東京大学 公共政策大学院 客員教授

2024年4月8日



日本における資本市場制度改革の流れ

- 1990年代前半までの日本の資本市場は統制色が強い一方で、公正性の観点から問題も多かった。
 - 株式発行市場では利益配分ルールや増資調整、IPOの画一的な審査基準、債券発行市場では適債基準など。流通市場では固定手数料制度と厳しい参入規制、機関投資家の多様化も進まず、デリバティブ市場も未整備。
 - 企業の実態を反映せず操作可能性の高い会計基準や開示ルール、事実上野放しのインサイダー取引規制など公正な市場の確保という観点からも問題が多かった。
- 1992年の銀証分離規制の見直し以降、制度改革が続いた。1996年11月には「金融ビッグバン」始動。
 - フリー、フェア、グローバルという制度改革の方向は正しかったが、時期が悪すぎた（金融危機へ）。
 - 1992年～2012年の日本経済の「失われた20年」は「制度改革の20年」。
- 2013年以降、SSコードとCGコードによるコーポレートガバナンス改革、取引所の市場区分見直しなど。持ち合い解消が進み、企業経営は「グローバル・スタンダード」へ。
 - ✓ 欧米市場との制度面の格差は縮小。金融危機後は欧米諸国が過剰規制に向かった面もある。
 - 制度改革が奏功して日本企業の「稼ぐ力」が高まり、株価上昇につながっても個人金融資産が預貯金に偏っているままでは、改革の成果は国民に行き渡らない。
 - 他方、個人金融資産が「貯蓄から投資へ」シフトしたとしても、資金の向かう先は日本株とは限らない。米国株投資を愛好する若者も多い（ホームカントリー・バイアスとは逆）。

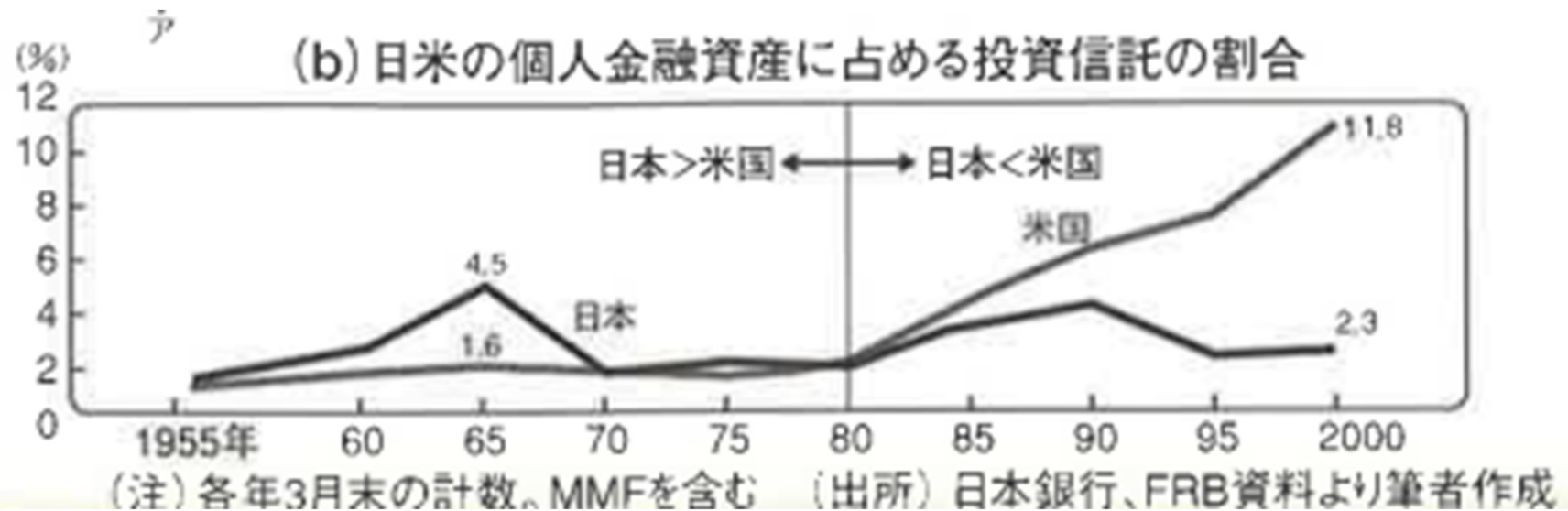
(参考) 1992年～2013年の制度改革

表1 制度改革の20年	
暦年	主な出来事
1992	銀行と証券会社の相互参入を認める金融制度改革法成立。証券取引等監視委員会発足
93	社債発行限度額規制を撤廃する商法改正
94	自己株式取得規制を緩和する商法改正（以後、数次にわたって規制緩和）
95	ベンチャー企業の株式公開促進を図る店頭特則市場開設
96	適債基準が撤廃され社債発行自由化
97	個別株オプション市場創設。北海道拓殖銀行、山一證券が経営破綻
98	「日本版ビッグバン」を実施する金融システム改革法成立。金融監督庁発足
99	株式売買委託手数料の完全自由化。新興企業向けの東京証券取引所（東証）マザーズ市場開設
2000	証券取引所の株式会社化を可能にする証券取引法（証取法）改正。不動産投資信託（J-REIT）の導入を可能にする投資信託法改正。金融庁発足
01	電子CP（コマーシャルペーパー：短期社債）を導入する短期社債振替法制定（発行は03年～）。東証が株式会社化
02	預金全額保護を上限1,000万円とするペイオフ解禁。委員会等設置会社制度を導入する商法改正
03	株式投資優遇税制と特定口座制度の導入。証券仲介業を創設する証取法改正
04	課徴金制度を導入する証取法改正。株式店頭市場がジャスダック証券取引所に改組
05	ライブドアによるニッポン放送株式の大量取得。会社法制定
06	ライブドア・ショック。名称を金融商品取引法（金商法）と改める証取法改正
07	ブルドックソース事件で買収防衛策の発動を認める最高裁決定
08	プロ向け市場開設を認める金商法改正。空売り規制強化などリーマン・ショックを受けた緊急市場対策実施。大阪証券取引所（大証）がジャスダック証券取引所を子会社化
09	上場会社の株券が一斉にペーパーレス化される。格付会社規制を導入する金商法改正
10	東証の新株式取引システム稼働。金融ADR（裁判外紛争解決手続）制度始動
11	無登録業者による未公開株販売への取引無効ルールを導入する金商法改正。東証と大証が経営統合で合意
12	総合取引所を金融庁が一元的に監督する金商法改正
13	日本取引所グループ（JPX）発足。インサイダー取引規制を強化する金商法改正

米国リテール証券ビジネスの史的展開

- 1960年代後半以降、証券取引のコンピュータ化を契機に証券会社間の競争が激化。大口手数料自由化が始動。1975年5月、株式売買委託手数料完全自由化。
 - 「第三市場」やPTS（私設取引システム）、立会場を持たないナスダックなどが登場。
 - 自由化で手数料率は低下したが、大幅に手数料を割り引くディスカウント・ブローカーは、商品・市場情報等で劣後し、急速にシェアを伸ばすことはできなかった。
- 1980年代以降、401 k プランなど確定拠出型年金が拡大し、個人のミューチュアル・ファンド投資が活発化。積立金引出し後の資産運用ニーズも高まる。
- 1990年代後半、インターネット証券取引が登場し、ディスカウント・ブローカーが伝統的なフル・サービス証券会社と同等の情報を提供できることに。
- 高額の手取手数料（コミッション）を課せなくなったフル・サービス証券会社は、預かり資産に対して残高連動手数料（フィー）を課すビジネス・モデルへと転換。
 - ラップ・アカウントやSMA（separately managed account）などを推進。

(参考) 日米の個人金融資産に占める投資信託の割合



(出所) 大崎貞和『金融構造改革の誤算』東洋経済新報社（2003）46頁。

ウェルス・マネジメント・ビジネスの現状

- モルガンスタンレーWM（かつてのスミスバーニー）、メリルリンチWM（BofA）、ウェルズファーゴ（かつてのワコビア）、UBS WM（かつてのペイン・ウェバー）がウェルス・マネジメント・ビジネスにおける大手4社とされる。
 - JPMorgan・チェース、チャールズ・シュワブ、フィデリティなどがそれらに次ぐ。
 - ウェルス・マネジメント・ビジネスは最低投資金額25万ドルといった比較的高い口座開設基準を設け、富裕層顧客を対象とする。銀行系の場合、大口の投資資金運用ニーズのある銀行顧客をWM部門に紹介することが一般的。
- ウェルス・マネジメント・ビジネスの現場は、歩合給の証券外務員（FA, IAなどと呼ばれる）が担う。顧客の資産状況と人生設計に基づいて資産配分・投資対象のアドバイスをする「ゴール・ベース・アプローチ」によるファイナンシャル・プランニングが一般化。
 - ファイナンシャル・プランニングの強化は、コミッションからフィーへの移行を促すための施策だったが、2019年制定のレギュレーション・ベスト・インタレスト（RBI）が2020年6月に全面適用されたことで拍車がかかった。
 - ファイナンシャル・プランニングとともに節税対策などの情報・サービス提供も重視されている。
 - 最近では既存顧客の高齢化に伴う相続、子・孫世代へのサービスの引継ぎが大きな課題となっている。
- 大手金融機関に所属しないIFA（independent financial adviser ブローカー・ディーラー登録）も多い。IFAに営業・取引インフラ機能を提供し、コンプライアンスを受け持つ証券会社もある。投資顧問業登録を受けてRIA（registered investment adviser）として活動する者も少なくない。
 - RIAは「不可分の忠実義務」を負うフィデューシャリー（信託受託者）であることをセールスポイントとする。
- インターネット取引やロボアドバイザーといった仕組みは競争上の脅威ではないと捉えられている。
 - ロボアドバイザー最大のバンガード・ロボアドバイザーは110万口座、AUM2,066億ドル（2023年10月）、バンガードの運用資産総額は8兆ドル、最大手ブラックロックの運用資産総額は10兆ドル。

（参考）フィー・ビジネスと利益相反

- コミッション制の下では、過当売買（チャージング）や高手手数料商品の押し付けが、証券会社・ブローカーと顧客との利益相反として問題視された。
- フィー口座では、顧客の資産残高が増加すると証券会社・ブローカーのフィー収入も増加するので、利益相反は基本的に解消するとされる。
- しかし、フィー口座をめぐっても利益相反の問題が指摘されている。
 - ほとんど売買を行わない顧客のコミッション制口座をフィー口座に転換すると、顧客がそれまでよりも不当に高額の手数料を負担することになる。
 - 証券会社・ブローカーは、預かり資産残高の増加につながらないローンの返済等について積極的にアドバイスしなくなる。引退後の資産取り崩しにも消極的になる。
 - 最近では、残高フィーに代えて顧客の純資産額や所得に応じた年間固定報酬（リタイナー・フィー）を徴収する業者も現れている。

（参考）レギュレーション・ベスト・インタレスト（RBI）とその影響

- 伝統的に証券会社は顧客に対する不可分の忠実義務を負うフィデューシャリーではなく、顧客の適合性（suitability）に照らして適切な投資推奨を行うべきだと考えられてきた。
 - 推奨する金融商品自体は適合性を満たすものであっても、顧客の利益を損なう過当売買（チャージング）や高コストの商品の押し付けといった利益相反行為は、許容されないものとされてきた。
- 2016年4月、連邦労働省が、ERISA適格プランやIRAに係るアドバイスを提供する者（証券会社を含む）すべてをフィデューシャリーとする規則を制定。
 - 厳密に言えばフィデューシャリーは自己取引を禁じられるので、証券会社がフィデューシャリーだとされると自己勘定取引が行えなくなるなど非合理的結果が生じる。
- 2018年3月、同規則は連邦控訴裁判所によって無効とされたが、SECがより実態に即したルール of 制定に動いた。
- RBIは証券会社が顧客の「最善の利益」に適った行動をとることを求め、①情報開示義務、②注意義務、③利益相反回避義務、④規定遵守のための手続き・態勢の整備義務、を課す。
- 証券会社の現場では、「証券会社もRIA等と同じフィデューシャリーになった」と理解されている。
- RBI違反とされる行為は、当初は対面営業の場面でのリスクの大きい金融商品の不適正な販売やチャージングなどであったが、2024年2月のTIAA-CREFのケースでは、手数料の高いミューチュアル・ファンドを漫然と販売し続けた証券会社の不備がRBI違反とされた。

米国の現状からの示唆

- 単なる適合性の遵守と真の顧客本位のサービス提供との違いは、顧客を抽象的な属性だけで見ず、家族構成から人生観に至るまでの個別事情を斟酌する点ではないか。
 - 形だけのファイナンシャル・プランニングや資産運用モデルならば、ロボアドバイザーでも提供可能。
- 米国でもファイナンシャル・プランニング単体ではビジネスとして成立しない。顧客の信頼を獲得した金融商品販売業者が具体的な商品選定に至るまでのサービスを提供することが重要。
- 本部が策定した戦略や目標に基づいて重点商品・サービスを集中的に販売するという姿勢からの脱却が必要ではないか。
 - 米国の証券会社本社は、FAやIAを「顧客」と捉え、そのニーズに合った商品・サービスを提供しようとする。
 - 本社は、可変的なペイアウト・レシオや成績上位者の表彰（過度になるとRBI違反とされる可能性も）などで一定のコントロールを及ぼす。
- 社会保障の大幅な拡充が財政面から不可能である以上、個人の金融資産を効率的に運用し、適切に取り崩していくことなしに老後の安心は確保できない。
 - 証券口座を保有せず、投資と無縁の人々に投資経験を持ってもらうことも重要。

(参考) 国民の8割は証券保有経験がない

■株式・投資信託・公社債への投資実態

- ◇ 現在の有価証券保有状況を見ると、株式が 13.3%、投資信託が 10.1%、公社債が 2.1%、いずれかの有価証券の保有率は 19.6% となった。【問 38、45、52】
- ◇ 前回調査、前々回調査と比較すると、投資信託の保有率は増加傾向、公社債の保有率は減少傾向にある。

◇証券の種類別保有状況

	保有比率			推計保有者数 (20歳以上)
	現在持っている	以前は持っていたが、現在は持っていない	これまでに持ったことがない	
株式	13.3%	6.6%	79.7%	約1380万人
投資信託	10.1%	4.3%	84.9%	約1048万人
公社債	2.1%	4.6%	93.2%	約218万人

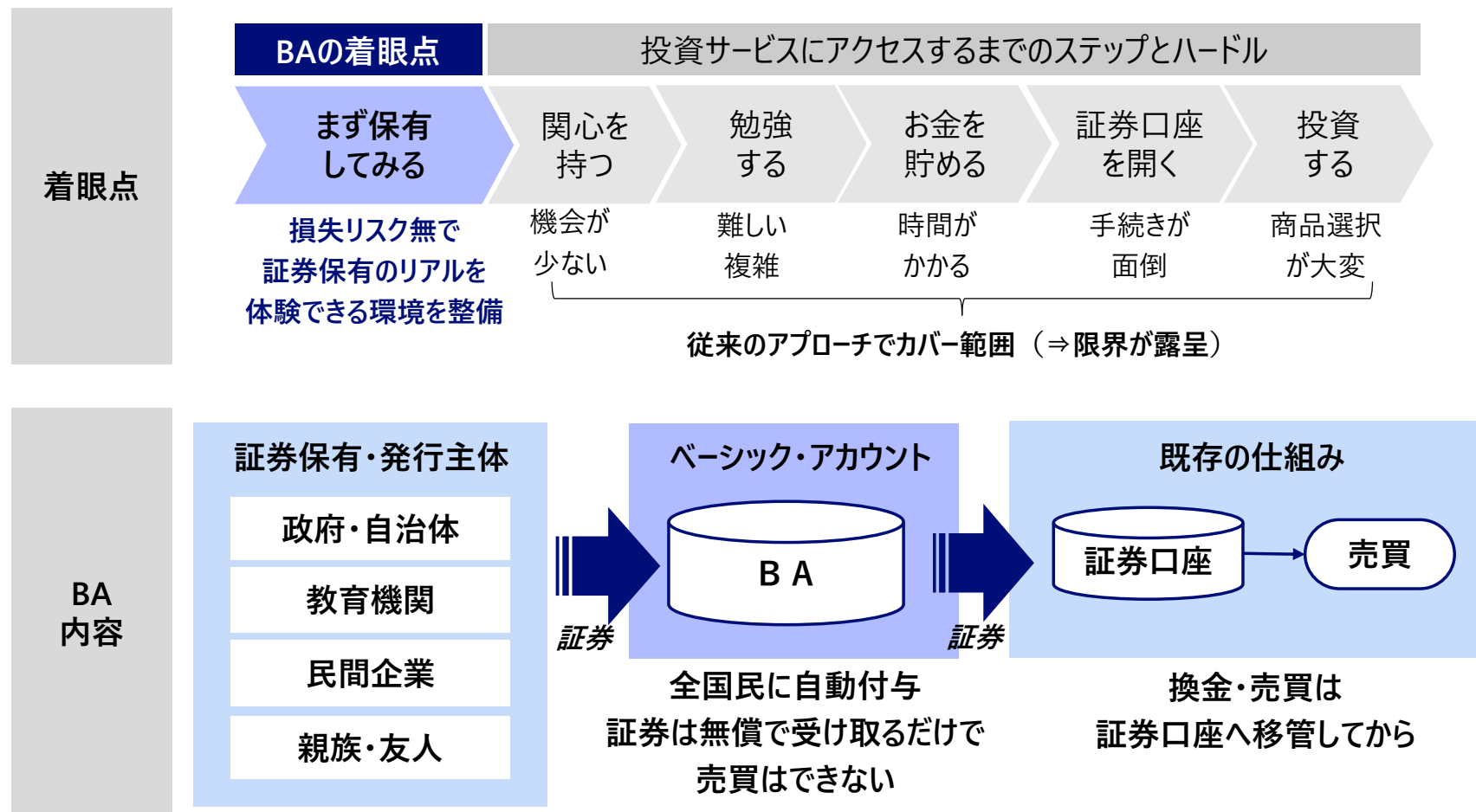
(注)推計保有者数は、現在保有率に平成27年国勢調査の20歳以上人口(103,745,789人)を乗じたものである。

(出所) 日本証券業協会「2021年度証券投資に関する全国調査」

- 米国では2019年時点で全世帯の52.6%が直接または間接に株式を保有（SIFMA調査）。

ベーシック・アカウント（B A）の着眼点とイメージ

証券を無償で受け取るだけなら誰でもできる環境を整備してはどうか



出所) 竹端克利(2020)「ベーシック・アカウント構想（B A 構想）～一人一口座で証券保有の日常化を～」『金融ITフォーカス特別号』（野村総合研究所）より作成

Copyright (C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

B A 構想の内容

もしも B A があると、何に使えるだろうか？

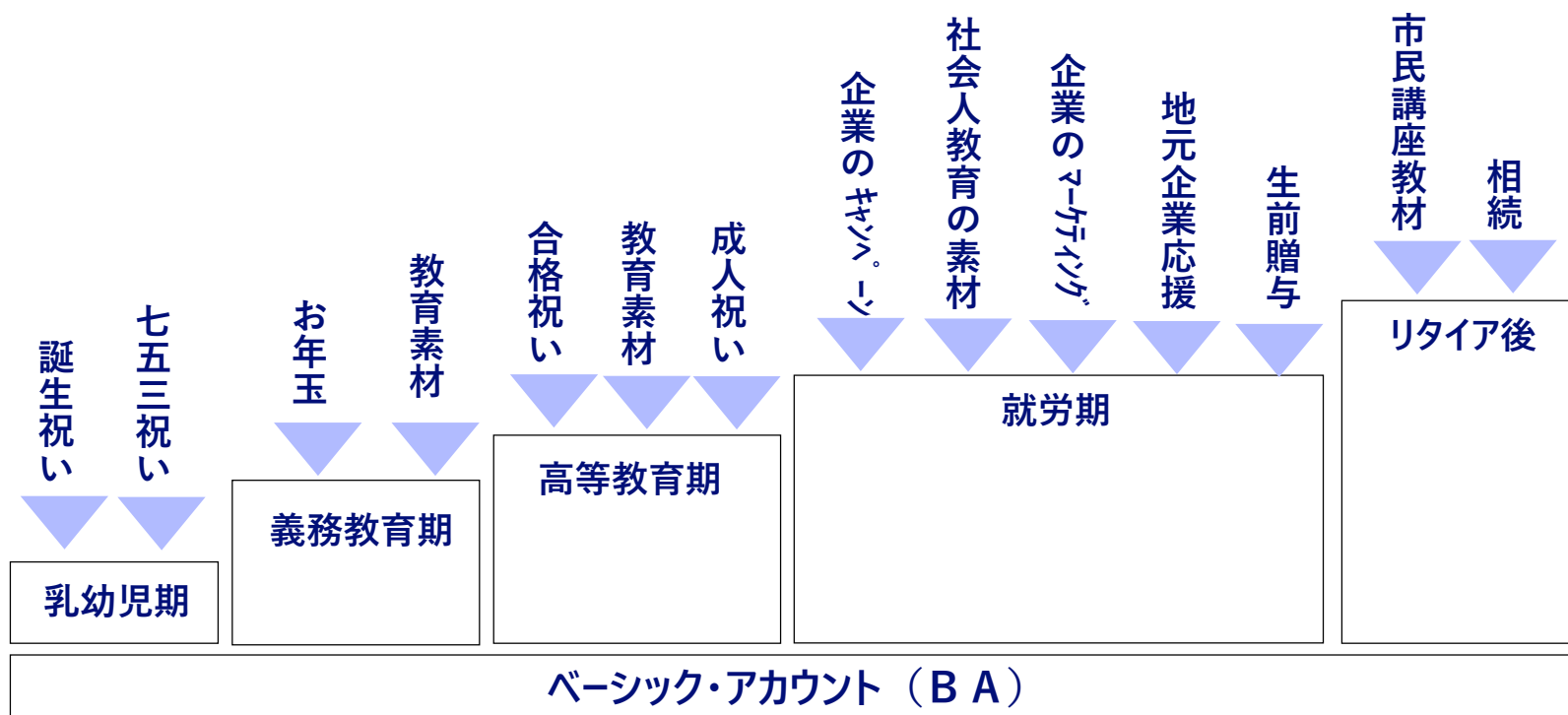
有識者・実務家との意見交換を通じて得られたアイデア

金融教育素材の受け皿	✓ 学校が、生徒全員のBAに株式や投信を配賦し、金融教育の副教材に。 ✓ 有価証券を実際に保有することを通じて、企業や経済の仕組みを理解する。 ✓ 生徒全員にPCやタブレットを用意するGIGAスクール構想とも親和性が高い。
住民サービスの受け皿	✓ 市区町村が、出生祝い・成人祝い・子育て・移住者向けに地方債を発行して配賦。 ✓ 商品性を工夫することで、自治体側の政策意図が反映しやすくなる。 ✓ 地元の店舗で使えるプレミアム商品券や振興券など、有価証券以外の「ポイント」「権利」も併せて受け取れるデジタルな器として使えと、より便利になる。
日本銀行保有ETFの受け皿	✓ あくまで将来的な話だが、日銀保有ETFの「出口」として、BAがあれば全国民に無償で配賦することが可能になる。 ✓ 国民に「薄く広く持ってもらおう」ことで、市場価格への影響を緩和できる可能性。
民間企業の施策の受け皿	✓ 企業のマーケティングや販促の一環として、個人へ株式や投資信託などを無償で配賦することが可能になる。（ポイントを付与の証券版）
個人間の譲渡の受け皿	✓ 祖父母・親世代から、証券口座を持たない子世代・孫世代への生前贈与や相続でも利用できる。 ✓ 電話番号で気軽に送金できるように、よりカジュアルなシーン（友人同士のプレゼント）でも証券を送ることが可能に。

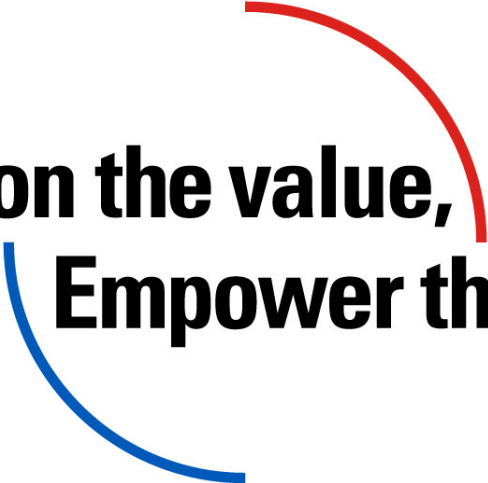
出所）有識者・実務家との意見交換を基に作成

ベーシック・アカウント（B A）の目指す姿

「証券保有＝特別なもの」から「証券保有＝日常の風景」へ



株式や投資信託などの有価証券が、勉強して知識を身につけた一部の人だけではなく、電気や水道のように国民全員にとって「あたりまえなもの」になる社会



**Envision the value,
Empower the change**