

## リテール証券業務の現状と課題

— 新しいビジネス・モデルを求めて —

佐賀卓雄

関理事長 大変お待たせいたしました。今日のミニ「資本市場を考える会」を開催させていただきました。

今日は、御案内いたしましたように、当日本証券経済研究所の主任研究員である佐賀卓雄さんから、「リテール証券業務の現状と課題—新しいビジネスモデルを求めて—」という題でお話をしていただきたいと思っております。

佐賀さんは、証券界ではかなりおなじみの研究員でございますが、私どもの研究所に九五年にお入りになって、ちょうど今一〇年選手であり、当研究所の主要なメンバーとして、いろいろな場で活躍をされておられます。

特に、研究所で継続的に行っております証券経営研

究会という研究会の主旨をお願いしております、これは宣伝も兼ねてでございますが、昨年の一二月に証券経営研究会の研究成果も刊行しておりますところでございます。

御承知のように証券市場の変化が激しい中で、佐賀研究員は新しい内外の動き等を丁寧にフォローされておられますが、ごく最近ですけれども、日本証券業協会のプロジエクトとして、海外の証券教育、投資家保護の問題等を調査されておりますが、そのメンバーとして欧米を回られて、帰国されたばかりです。この成果もいづれ協会の方でまとめて発表になると思っておりますが、その先取りの部分もあるかもしれません、そういった成果も含めてお話をさせていただきます

と思っております。

なお、案内でもお書きしましたように、いろいろ御質問等の時間をとった方がいいと思っておりますので、四時半を超えてもその時間をとりたいと思っております。

それでは、佐賀さん、どうぞよろしく願います。

## 一、はじめに

御紹介いただきました日本証券経済研究所の佐賀でございます。

今、理事長の方から御紹介がありましたように、昨年の一二月に証券経営研究会の方から『証券ビジネスの再構築』という本が出まして、直接には、それに関して話をしてくれないかというようなことだったんですが、昨年の一〇月から、証券業協会の会長の諮問研究会ということで、「個

人投資家を考える研究会」が発足していきまして、そのプロジェクトの一環として、昨年一二月の中旬ぐらいから二月中旬ぐらいまでの約一カ月間、投資家のグループミーティングという手法を実施する機会がありました。

これは後で少し詳しくお話することがあるかと思いますが、なぜ証券投資をしないのですかというようなアンケート調査をやりますと、決まって、「投資知識がない」あるいは「元本割れが怖い」とか、非常にパターン化された回答が出てきて、本当にそうなんだろうかというのを常々疑問に思っております。靴の上から足をかくようなもどかしさといえますか、どうもそついう感じを個人的に持っております。

たまたまプロジェクトのメンバーの中に電通の方が入っております。彼らはその種の分析のプロですので、これ以上深く分析を進めるため

に何か方法がないんだろつかということとを相談しましたら、グループミーティングという手法があるということでした。最初は半信半疑で、お金がかかる割にはどうなんだろつかなどという感じも持っておったわけですが、実際、予算面で四力所程度でしか実施できないということでしたが、やってみて、目からうろこことがありますか、今までのアンケート調査というのはおかしいのではないかという確信に変わりました。

日本の投資家といいますが、国民の投資に関する知識はそんなに低くない。むしろ、投資知識のある、なすが、証券投資をやるかどうかの決定的な根拠にはなっていないということが、個人的にはほぼ確信に近いような状況になっております。それで、業界を挙げて、投資知識が不足だ、だから投資教育が必要だという議論は、もう一度検討

する必要があるのではないかと現在思っております。

そういった形のプロジェクトが現在進行中でありまして、とりあえず三月の末までに報告書をまとめ、皆さんの目に触れるのは多分連休明けぐらいになるかと思えます。非常に広範囲な提言を盛り込む形のものになると思うのですけれども、そういった国内でのグループミーティングをやりました。

次に、ことしの一月の末からちょうど半月間、フランス、ドイツ、イギリス、アメリカを回って、投資教育の現状、投資家保護の現状、それから、リテールビジネスについて海外調査を実施いたしました。ただ、リテールビジネスについては、メリルリンチとフィデリティの二社だけしか回れなかったわけですが、フィデリティについては、たまたま御紹介いただいた方が非常に

努力してございまして、一二時から午後四時までの四時間に、五つぐらいのプレゼンを関連した部署から責任者が出てきてやってくださるということ、非常に丁寧な現状分析をしていただきました。今日のお話も、フィデリティとメリルリンチの取組みといったことを少し御紹介したいと思っております。

## 二、日本の金融システム改革の進捗状況

最初に、日本の金融システム改革の流れをざっとおさらいして、それに沿った形で、日本の証券会社の取組みといますか、業務内容であるとか戦略が変化しておりますので、それを概観した上で話を進めたいと思います。

図表1では二〇〇一年からの金融庁のレポート

を時系列的に挙げてあります。図表2を見ていただきますと、年表の形にしまして、すべてじゃないんですが、主要なものをそこに挙げております。

図表1と図表2を見比べていただきますと、二〇〇二年三月に最初の日本版ビッグバンといわれた五年間のスケジュールが終わりまして、二〇〇二年の連休明けぐらいから、当時、柳沢さんが金融担当大臣だったわけですけども、五年間の総括と、これからどうするかを分析するという作業に取り組んだわけです。それで、二〇〇二年の年末ぐらいから再び、かなり精力的なシステム改革に対する取組みが始まったということで、それを時系列的にずっと挙げていきますと、図表1のような報告書が次々と出てくるという流れになっております。

これらの報告書を見ていただきますと、個人投

図表 1

## 金融システム改革の進捗状況(1)

- ◆2001年8月「証券市場の構造改革プログラム～個人投資家が主役の証券市場の構築に向けて～」
- ◆2002年8月「証券市場の改革促進プログラム」
- ◆2002年9月「中期的に展望した我が国金融システムの将来ビジョン」(金融審議会答申)
- ◆2002年12月「証券市場の改革促進」(金融審議会第一部会報告)
- ◆2003年5月「個人株主の育成・拡大に向けたアクション・プログラム策定の要請」
- ◆2003年12月「市場機能を中核とする金融システムに向けて」(金融審議会第一部会報告)
- ◆2004年12月「金融改革プログラム～金融サービス立国への挑戦～」

資家の市場参加をどうやって促進するかということが非常に大きなポイントになっているということ、がすぐにおわかりいただけるかと思えます。もちろん、個人投資家の市場参加といっても、それを実現するためのインフラの整備であるとか投資家保護であるとか、いろんなことが関連してありますので、いつてみれば、マーケット全体の見直しということではあるんですけども、そのときの問題意識といいますか課題というのが、個人投資家の市場参加をどうやって促進するかにあるということがこの流れの中でおわかりいただけるかと思えます。

図表2に戻りますけれども、こういった改革が行われていたかというのを、左側に大きく三つに分けてあります。投資家・資産運用者の選択の拡大、仲介者の競争促進・サービスの質の向上、効率的で公正・透明な市場の整備ということで、一

図表 2

金融システム改革の進捗状況（2）

	1997年度	1998年度	1999年度	2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度
証券総合口座解禁	10月解禁	9/10 番号振込が可能に						
投資信託の多様化		12/1 会社型投信、私営投信の導入、銀行などによる投信取扱の開始		11/30 不動産投資信託（REIT）の解禁	6/6 上場投資信託（ETF）の導入		投資委託会社の最低資本金の引下げ（5千万円～）	
株式等の投資能力向上	6/1 自社株取得オプション制度の利用拡大				10/1 金庫株の解禁			
投資家・資産運用者の選択の拡大	7/18 個別株式オプトアウトの導入	12/1 有価証券店頭オプトアウトの解禁						
株式委託手数料の自由化		4/1 上場株式5千万円超自由化、店頭株式は全面自由化	10/1 完全自由化					
証券会社の設立、組織形態		12/1 免許制から登録制へ移行 3/11 金融持株会社解禁	9/1 銀行・証券 共同店舗の解禁				証券会社、投資顧問業者の最低資本金の引下げ（5千万円～）	4/1 証券仲介業者の導入（銀行への解禁は12月）
子会社の業務範囲拡大			10/1 証券・信託子会社の業務範囲拡大の徹底					
仲介者の競争促進・サービス向上								
証券取引所の改革		12/1 取引所集中業務の徹底			証券取引所の株式会社化			12/13 JASDAQの取引所化
証券取引所の公正・透明な市場の整備		12/1 不正取引等の規制整備						
PIPS*の導入		12/1 PIPSを証券業に位置付け						
金融関連規制の改革		4/1 有価証券取引所様の証券引下げ	4/1 有価証券・取引所様の徹底				11/1 株式譲渡益課税の見直し	

リテール証券業務の現状と課題

番目の選択の拡大は、主として、商品やサービスの多様化についての規制の撤廃であるとか緩和と  
いうことであります。

特に、この間、非常に整備が進んだといえます  
か、改革が行われたところは、上から二番目の投  
資信託の多様化というところであります。これを  
見ていただきますと、毎年のように、いろんな改  
革であるとか新しい商品が認可されるということ  
で、もう既に皆さん御存じのとおり、例えばRE  
ITであるとかETFといった商品、あるいは、  
少し前になりますが、会社型投信といったものも  
認められております。ですから、投資信託の商品  
の多様化については、この数年の間に非常に進ん  
できたということがいえるかと思えます。

次に、二つ目の競争促進・サービスの質の向上  
というところですが、恐らく、証券会社の経営に  
とって非常に大きな影響を与えたものは、一番上

の株式委託手数料の自由化ということで、これ  
は、九四年に一〇億円以上の取引について手数料  
が自由化されております。そして、九八年四月一  
日にそれが五〇〇〇万円まで下げられる。それか  
らさらに、九九年一月一日には完全に自由化さ  
れるということになっております。

それから、その下の、証券会社の設立、組織形  
態のところですが、金融持株会社が九八年の段階  
で認められております。さらに、資本金の引下  
げ、これが二〇〇三年度です。それから、銀行・  
証券の共同店舗。さらに、二〇〇四年度、平成十  
六年になりますけれども、証券仲介業が四月から  
解禁されております。ただ、銀行については、一  
二月一日からということで八カ月ほど遅く認可す  
るということになっております。

次が三番目です。効率的で公正・透明な市場の  
整備ということですが、ここは、証券取引所の株

式会社化であるとか、それから、昨年一二月一三日にJASDAQが証券取引所になっております。

ちよつと話が前後しますが、今回、ライブドアの関係で時間外取引のことが問題になっていますが、これは、その年表でいいますと、九八年度に取引所集中義務が撤廃されて、これで時間外取引等が認められたということで、今回、そのところの一種のぬけ道をつくような形で、ライブドアとフジサンケイグループの問題が起きてきているということでございます。

### 三、証券会社の経営の変化

#### (1) 委託手数料の自由化

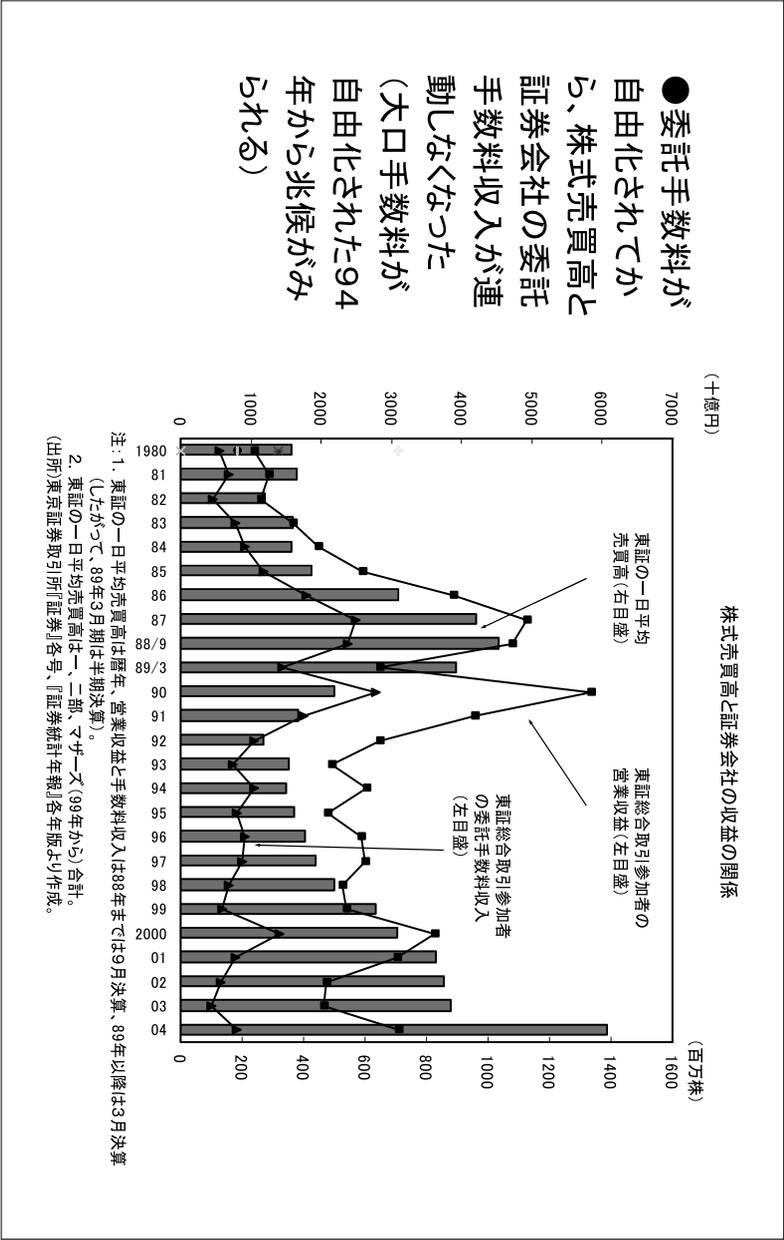
次に、図表3に移りますが、こういった規制の撤廃とか緩和の流れを受けまして、証券会社の経

営もかなり厳しい環境になってきたわけですが、とりあえず、全体として、収益であるとか取引所の出来高との関係を時系列的に見ておきたいと思えます。

図表3の右側のグラフは、棒グラフが東京証券取引所の一日の平均売買高であります。それから、上の折れ線グラフが東証取引参加者の営業収益の動向、下の折れ線グラフが委託手数料収入ということです。

左側に文字で説明してありますけれども、一〇億円以上の大口手数料が自由化されたのが九四年です。昨年三月が右端になります。そうすると、実は九〇年代というのは、市場が停滞しているとか、出来高が非常に閑散としているというところがいろいろなところでいわれていますが、全体の動向を見ると右肩上がりで、一日平均売買高というのは、ずっとふえているわけです。

図表 3



ところが、そのふえ方が、特に右端の二〇〇四年度については、極端に多くなっているということがおわかりいただけるかと思えます。ちなみに、バブルのときはどうであったかというところ、バブルでは、八八年九月と八九年三月のあたりがバブルのピークのところですが、注書きを見ていただくとわかりますが、ここで決算期が変わっておりますので、少しずれて出てくるんですが、少なくともピークだったのは、このグラフでは八八年九月でありまして、このときの出来高が右の目盛りになります。右の目盛りで見ますと、大ざっぱには一日大体一〇億株の出来高。ところが、一番右端の二〇〇四年度を見ますと、これを軽く超えているということで、一日一四億株ぐらいの出来高を記録しております。この状態は現在もまだ続いておりまして、出来高が非常に多い日が続いているという状況であります。

ところが、下の折れ線グラフを見ていただきますと、大口手数料が自由化された九四年から、出来高が右肩上がりになってきているにもかかわらず、下の折れ線グラフは、ほぼ横ばいか低下ぎみなんです。これは何を意味するかというと、出来高がふえても手数料収入が上らない構造になっているということです。棒グラフが右肩上がりになってきているのに、下の方の折れ線グラフはほとんど横ばい状態であるということですから、いかに手数料の下げの圧力が厳しくなっているかということがおわかりいただけるかと思えます。

ちなみに、ピークはどこかというところ、下の折れ線グラフでは九〇年のところがピークなんです。このときには、左目盛りですが、約三兆円近い手数料収入があった。ところが、二〇〇四年、一番右側を見ていただきますと、出来高が一日一四億株を記録しているにもかかわらず、下の折れ線グ

ラフの手数料収入は一兆円を切っているんです。

約八〇〇〇億円程度にしかすぎない。つまり、委託手数料の収入は約四分の一近くまで減っているということですから、この委託手数料収入が日本の証券会社の収入のかなり大きな割合を占めておりましたので、証券会社の業績がかなり厳しくなるのは、この表を見ても御理解いただけるかと思えます。

(2) 証券会社の収支状況

次に、財務データから証券会社の収支状況を見てみたいと思います。図表4には、一九九四年と二〇〇三年の比較が出ております。それが左側の箱なんですが、要するに、一〇年間でどう変わったかということです。

幾つかのポイントを御説明しますと、まず、上から三つ目に委託手数料というところがありま

す。ここは、今グラフの方で説明したのと大体同じことがいえるわけでありまして、九四年でもって二〇〇三年の委託手数料を割ると四〇・三という数字が出てきます。つまり、委託手数料収入は約四割の水準まで下がっているということであります。ですから、この下げが非常に厳しいということはこの中でも確認いただけます。

では、上がったものは何かというと、そこから下にながってちょうど真ん中あたり、その他手数料一八二という数字が出てきます。つまり、一・八倍に増えております。その他手数料というのは何かというと、これは投資信託の代行手数料が主なものであります。投資信託の代行手数料が割と増えているということです。

もう一つ増えているのは、その下にトレーディング収益というのがあります。ここが一六八ということ、一・七倍ぐらいに増えております。こ

図表 4

東証取引参加者の収支状況(百万円、%)

	1994/3	2003/3	2003/1994	2004年3月	
				108社	純営業収益に占める割合(%)
参加者数	124社	108社		108社	純営業収益に占める割合(%)
受入手数料	1,920,787	1,348,538	70.2%	1,882,987	66.9
委託手数料	1,209,045	487,174	40.3%	828,333	29.4
引受手数料	147,559	125,754	85.2%	195,628	6.9
募集手数料	236,357	138,578	58.6%	200,463	7.1
その他手数料	326,827	596,912	182.1%	658,729	23.4
トレーディング収益	330,878	555,923	168.0%	857,740	30.5
金融収入	394,224	341,662	86.7%	355,912	12.6
販売・一般管理費	2,645,889	2,246,123	84.9%	2,054,859	
金融費用	225,693	219,580	97.3%	281,721	
純営業収益	2,420,196	2,026,543	83.7%	2,816,442	100.0

(出所)東京証券取引所

のトレーディング収益は、債券と株式両方入っています。恐らく債券の方が多いただろうと思います。

右側の箱は、昨年の三月の決算で、純営業収益、これは営業収益から金利収入を除いたものですが、純営業収益に占める割合ということと比べてみますと、委託手数料収入は三割弱の水準です。上から二つ目の数字ですが、二九・四%の水準まで下がっているということですから、これも前のページの表と同じような結論になりますけれども、委託手数料収入が非常に厳しい下げ圧力にさらされているということでもあります。

(3) 営業収益に占める各収支項目の比率の変化

次に、図表5ですが、一〇年ないし一五年ぐらいの感覚でもってトレンドを見たものです。ただし、下の注を見ていただくとわかりますように、



ここ数年、証券業界の再編が非常に進んでまいりましたので、以前は、大手証券、総合証券、中小証券、外国証券という分類であったものが、この分類ができなくなってしまうんです。現在は、内国証券と外国証券という二つの区分に変わっておりますので、業態別にトレンドを見ることができなくなっております。

この大きなくりになる前の最後の年は九九年三月、今から五、六年前なんですけれども、そのときの数字が最後のものです。それで、とりあえず、バブルの前の八五年九月から九九年三月までずっと見ていくと、まず、全体的に比率が低下したのとして筆頭に挙げられるのは、上から二番目の株券の委託手数料です。これはさっきの委託手数料と書いているところと同じです。大手証券の場合ですと、三八・三％、これは八五年九月、バブルに入る前の数字です。それが九九年三月に

は二一・八％まで低下している。同様に、総合証券をとっても、八五年九月が四九・四％だったものが、九九年三月には、これが三五・六％まで低下しているということです。ですから、株券の委託手数料がやはり一番低下した項目であるということがわかります。

その次に、全体的に比率が上昇したものが挙げられています。大きく上がっているものはさっきいったその他手数料です。そこが、大手の場合も、総合証券の場合にも非常に上がっているということがおわかりいただけるかと思えます。同様に、債券の売買益の比率が伸びているということでもあります。

だから、大手総合証券は、投信の代行手数料、債券の売買益の比重が高まって、委託手数料が比重を下げた、そういうことになるかと思えます。

次に、中小証券の場合、何が上がっているかと

いうと、株券の売買益、いわゆる株式のディーリングが大きく上がっているということがわかります。ここが上がって、委託手数料が下がっております。

#### 四、「日本版ビッグバン」と証券業

##### (1) 営業形態の変化

次に、金融システム改革が証券会社の業務であるとか収益構造にどういった影響を与えたかということを説明します。

まず、規制が非常に緩和された中で、証券会社は委託手数料にかわる収益源を探さなければというところで、どうということが当時いわれていたかというところ、余り最近言葉は聞くこともなくなりまして、資産管理型営業ということを標榜したわけでありまして、その資産管理型営業という

のは何かといいますと、要するに、市況に左右されるような手数料収入にいつまでも頼っていてもたないということで、残高をふやして、安定的なフィー収入を高めようというのが資産管理型営業ということだといわれています。

同時に、九八年には、業務の自由化の一環として、それまでは株式のディーリングについては規制がかけられていたんですが、自由にディーリング業務ができるようになるということで、中小証券は株式のディーリングに活路を見出すという動きが出てまいります。

それから、三つ目のポイントですが、日本では九九年一〇月一日に手数料が完全に自由化されたわけですが、既にそのときには、インターネット証券がかなりの数、日本でも登場していたということでありまして、いってみれば、日本では手数料の自由化とネット革命が両方一遍に來たと

いうことで、これが、手数料の下げが非常に厳しかった最大の理由だと私は思っております。

アメリカの場合には、一九七五年五月一日、手数料が自由化された年をメーデーといっています。ネット革命がいつかといえますと、通説では一九九六年二月です。この月にE★トレードという証券会社が『ウォール・ストリート・ジャーナル』という新聞に大々的な一面広告を載せまして、チャールズ・シュワップの当時の手数料の三分の一強ぐらいの手数料でもって注文をとり始めたということ、ここがその後急激にシエアを伸ばしていきます。ということ、アメリカの証券市場では九六年がインターネット元年といわれております。

ですから、手数料が自由化された七五年とインターネット元年は約二〇年の開きがあるんです。規制の撤廃あるいは技術革新という流れは時間的

にこれだけ離れておりますので、いつてみれば、シヨックを吸収する時間的な余裕があったというのがアメリカの事情だろうと思います。ところが、日本はこれが一挙に来たということで、下げの圧力が非常に厳しかったということになるうかと思えます。

これはどういう本を読んでも大体指摘されているんですが、もう一つ重要なポイントは、二番目です。日本では、主要な機関投資家というのは免許制なんです。ですから、生命保険会社が典型的ですけども、現在は、経営破綻したりして数がちよつとよくわからなくなっていますけれども、純粋な国内の生命保険会社というのは、経営破綻が起きる前は二五社しかありません。アメリカは生命保険会社が八〇〇〇社近くありましたので、生命保険会社一社当たりの運用資産額が日本はべらぼうに大きいわけです。それで、運用資産

額の大きな機関投資家と証券会社がネゴでもって手数料を決めるということになりますと、圧倒的に証券会社を押され気味になります。これはアメリカとは全く違う競争環境でありまして、これが、手数料の下げが日本では厳しかったもう一つの理由だと私は思います。

ということ、この二点から、日本では委託手数料の水準が急激に下がっていくということ、例えば、取引額が一〇〇〇万円ですと、手数料が自由化される前の大体五〇分の一ぐらいまで一挙に下がります。ということですから、店舗と営業マンでもって経営を続けている証券会社が強烈なダメージを受けるということになります。

次に、資産管理型営業がどうなったかということですが、九九年の終わりぐらいには、ＩＴブームということもありまして、投資信託の残高は六三兆円まで伸びます。ただ、このＩＴブームは二

〇〇〇年の春に終えんしまして、株式投信の残高が減少する。それにプラス超低金利ということ、公社債投信の残高も減少を続けるということになります。

さらに、翌年、二〇〇一年秋から年末にかけて、マイカルあるいはエンロンの破綻が相次ぎまして、これらの企業の社債を組み込んでいたMMFが元本割れを起こします。

その結果、投資信託の残高は、現在でも約四〇兆円にとどまっているという状況です。つまり、ピークから見ると、二〇兆円ぐらい少ないところで現在も推移しているということですから、残高を増やして、フィー収入で安定的な収益を確保するという試みは挫折したといつていいかと思えます。

実は、昨年の九月に韓国の証券業協会から呼ばれまして、日本の証券市場及び業界の現状につい

て説明してくれということ、これと同じ話をしましたらそういう話をしてもらっては困るといわれました。

どうということかというところ、韓国の証券業協会も、業者に対して、これからは資産管理型営業でいかなきゃだめだということを知っていたらいいんです。私はもちろんそんなことは知りませんが、日本ではこうですという話をしましたら、協会の方がこういうことを知っている、日本で失敗したという話をされると困るんだというんです。でも、なぜ失敗したのかという教訓の方が大事なので、事実関係はきちつと押さえた上で、それを分析するのが本筋ではないんですかということ、この話をそのまましたので。

そのセミナーのランチのときに、証券会社の社長さん方とたまたま話をする機会がありましたら、非常に不平不満を持っているわけです。韓国

の証券業協会は我々に対してそういうことを知っているんだけど、残高を積み増して行って、それで食べるまでにどうしろというんだ、自分たちはそんなに経営体力はない、実態を分析しないでそういうことを上からいうのはちょっとおかしいのではないかとということで、韓国の証券会社の経営者の方はかなり不平不満を持っていたようでもあります。

そういう話を聞きますと、韓国では、証券協会が業者の経営のあり方について、一種の指針みたいなものを出すような慣行がどうもあるようでありまして、韓国では、資産管理型営業ということを去年の段階ではいっていたということでもあります。

(2) 証券会社・証券人口の減少

今いったような状況ですので、当然、証券会社

の数であるとか店舗数、あるいは証券人口は大きく減少しております。

まず、証券会社数でございしますが、九八年には二八八社あつたんですが、これが昨年の一二月で二六八社、つまり二〇社減っております。これは、合併だとかがここ数年起きておりますので、その結果減つたということでありませう。それから、店舗数ですが、ここはもっと減り方がすくなく、九一年には三〇〇〇を超えていたんですが、これが昨年の一二月では二〇五四、約一〇〇〇店舗減っております。この減り方はかなり大きなものだと思ひます。それから、証券人口ですが、九一年には一六万人を超えていたんですが、昨年の一二月には八万六〇〇〇人まで減少しております。

こつという数字を見ると、やはり証券業界は極めて厳しい環境に置かれていたということがおわか

りいただけるかと思ひます。

### (3) 業態別の経営状況

全体として見ると、こつという厳しい環境であつたということなんですけれども、これを業態別にブレイクダウンして見ておきたいと思ひます。

まず、大手業者ですが、九七年に山一証券が経営破綻したということで、その後、大手といえどもなかなか厳しいのではないかと、ご存じのように、日興証券はシティグループと組む、大和証券は住友銀行と組むという動きが出ております。唯一、資本面で独立を保っているのは野村証券だけという状況です。

大手業者の業務とか収益の構造はどうなつていくかというところ、委託手数料への依存度はかなり低くなつておりまして、現在約二〇％です。これは、中堅の業者は約五〇％であり、オンライン専

業の業者、これが九割を超えております。

それにかわる業務として、この間、変額年金保険といった手数料の高い業務の伸びがかなり大きいということであります。

次に、業務内容の変化についてですが、大手業者は、債券の売買であるとか引受といった業務でも強い競争力を発揮している。ただ、資産管理業務では、特に海外の金融機関との競争が激しくなっていて、なかなか厳しい競争環境に置かれているということなのです。

その結果、ROEは高いときでも一〇%前後にとどまっております。例えば野村証券は、昨年の第一・四半期のROEは五%程度ですので、収益性から見ると非常に低いということなのです。ちなみに、メリルリンチはどのぐらいかということ、悪いときでも二〇%ぐらい、いいときですと三〇%を超えております。

それから、企業再生ビジネスというのは新しいビジネスですけれども、ここは、特にアメリカの買収ファンドが圧倒的な存在感を持っていたわけですが、ようやく日本の再生ビジネスも存在感が少しずつ増すような状況になってきている。ただ、それが収益にまだ結びついていないという状況だろうと思います。

それから、オンライン取引ですが、これはじわじわと比重を高めております。二〇〇四年の第一・四半期で野村が二三%、日興グループが五九%、これは日興ビーンズを入れていきますので、こういう高い数字になっています。それから、大和証券が三五%ということで、当然、オンラインの手数料は対面より低く設定されておりますので、これが収益を圧迫する要因になってきているということでもあります。

ちなみに、アメリカでオンライン取引が今どう

いう状況かという点、実は、非常にデータがとりにくいんです。『図説 アメリカの証券市場』というのを三年ごとぐらいにうちの研究所で出しています、今その改訂作業をやっております。

オンライン証券取引のところは、野村総合研究所の大崎貞和さんに執筆していただいているんですが、今回、大崎さんの方から、「インターネット証券取引」という章はもうなくした方がいいんじゃないかという意見が出されました。要するに、ネットというのはごく普通のチャネルの一つになっている、だから、「ネット証券取引」ということで独立の章にする意味は余りないのではないかというのが彼の考え方であります。

事実、メリルリンチでは、九九年の年末から二〇〇〇年にかけて、次期のCEOの候補が退任するような内紛があったわけです。これは、チャネル・コンフリクト問題ということで、ハーバード

ビジネススクールの教材にまでなった事例ですが、ネット取引をどうやってメリルのチャネルの中に組み込むかということでもめにもめたわけがあります。ところが、幸か不幸か、翌年の春にネットバブルが崩壊したおかげで、客がネットから対面の方に移ってしまったんです。その結果、メリルのチャネルコンフリクト問題はどこかに行ってしまうって、現在はごく普通のチャネルの一つになっているという状況であります。

それから、フィデリティの場合も、ネットでの注文は約七割を占めております。しかし、それによって収益が非常に下がったとか、足を引っ張られるという話は全くしていませんで、ごく普通のチャネルの一つとして位置付けているということでありました。

そういうことですので、ここに来て、アメリカと日本ではネットの役割というのが随分違うので

はないか、違いの方が非常に大きくなってきているのではないかと印象を持っております。

いずれにしろ、ネット取引の比重が大手のところでも非常に大きくなっているということであり  
ます。

(4) 証券界の再編成の進展

図表6を見ていただきますと、これは銀行を中心とした証券会社の再編の図であります。

とりあえず、ホールセールとリテールが分かれていた二〇〇一年の段階まででこの図をつくっておりまして、これがさらに今統合されつつあります。

参考までに上からいっていきますと、名前が残っているのはどこかというところ、みずほの方では、左側のみずほ証券が残っています。それから、右側のリテールの方で、新光とみずほインベ

スターズが残っております。それから、三井住友銀行のところは、明光ナショナルとさくらフレンドが一緒になって、S M B Cフレンド証券となっています。それから、三菱東京フィナンシャルグループは三菱証券だけになっています。それから、U F Jのところは、つばさ証券とU F Jキヤピタルが一緒になって、U F Jつばさ証券。それから、東海東京証券が残っているということですから、ざっと数えていただきますと、それまで二十数社あった証券会社が、現在七社まで減っています。東京三菱とU F Jが一緒になりますと、また減るという話になるかと思えます。

これぐらい証券会社の統廃合が進んできているということでありまして。

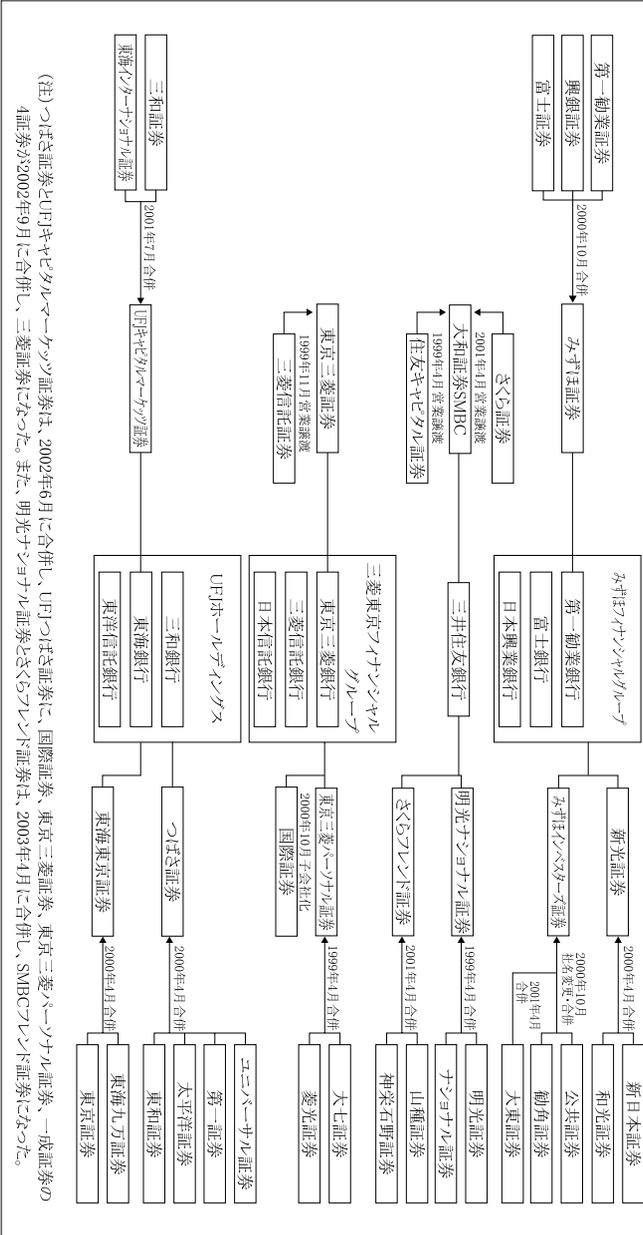
今、準大手の名前も幾つか出てきたんですが、このクラスの証券会社は非常に厳しい経営環境に置かれていたということです。

図表 6

# メガバンクによる証券会社の再編

ホールセール証券子会社

系列のリテール証券会社



まず、店舗と営業マンが主要なチャネルで、手数料依存度も非常に高いということで、経営が非常に圧迫されるという状況になります。それにかわる収益源としてどういうことに力を入れたかといえますと、例えば、EBであるとか外貨建て債券、投信、あるいは中国株の販売に力を入れたということであります。ただ、店舗の閉鎖であるとか人員の削減によるコストのカットがリストラ策の中心であったということがいえるかと思いません。

次に、総合証券が大体メガバンクの傘下に入るというのは図表6の系譜の中でもわかると思うんですが、例えば野村証券系の国際証券は、東京三菱グループに持株が売却されて、現在三菱証券になっている。それから、大和証券系のユニバーサル証券が現在UFJつばき証券になっているというところで、系列証券の切り離しというのがこの間

行われていた。それがいわゆるメガバンクの傘下に入るという動きになっております。

#### (5) オンライン株式取引の手数料

図表7はオンライン株式取引の手数料の比較ということで、左側に、約定代金と手数料自由化以前の手数料、ですから、一〇〇万円のところを見ていただきますと、自由化前は、一〇〇万円で一万一五〇〇円、つまり一・一五%の手数料であったわけです。これが、それをずつと横に見ていたと、例えば現在の楽天証券であるとかE★トレード、E★トレードは九〇〇円ですから、一〇〇〇円を切っているということで、一〇分の一以下の手数料になっています。

約定代金が大きくなればなるほど手数料は格安になっていまして、例えば一〇〇〇〇万円のところをずつと横に見ていただきますと、手数料が八万

図表 7

# オンライン株式取引手数料の比較

約定代金	1999年10月1日以前 の手数料	野村證券	大和證券	松井証券	岩井証券	リテラル証券	DLJデイト SFG証券 (楽天証券)	E★ロー ド証券	マネックス証券	日興証券	カブコム証券
50万円	5,750	5,000	4,310	3,000	1,000	2,000	1,900	700	1,000	1,575	1,500
100万円	11,500	9,200	8,620	3,000	1,000	3,000	1,900	900	1,000	1,757	1,800
200万円	20,500	16,000	15,220	3,000	1,000	4,000	1,900	1,600	2,000	3,150	1,800
500万円	47,500	35,800	35,020	6,000	1,500	4,000	1,900	1,600	2,450	7,875	1,800
1000万円	82,500	60,800	59,370	12,000	2,000	4,000	1,900	1,600	3,200	15,750	1,800
3000万円	197,500	150,800	137,970	15,000	3,500	4,000	2,900	1,600	6,200	47,250	2,800
手数料の 計算方式 およびサ- ビス			ダイワ・コン サル・イン ク(オンライン )の手数 料、ダイワ・ ネットの手数 料はこれよ り30%引き。 取引実績、 預り資産に 応じて最大 15%割引。	約定代金 が300万 円超える 毎に3,00 0円加算。	売買代金 の0.3% (下限2, 000円、 上限4,0 00円)	「ひとつき割 引」コース(月 間2回まで) の手数料。そ れをこえるこ ろ、翌日から月 まで一取引7 00円。約定 代金300万 円までなら向 度取引しても 3,000円の 「いちいち定 額コース」あり。	「スマン ターナ ラン」の 手数料。 別に、約 定回数に 関係なく 一日の約 定代金に よる「ク レイブ ラン」あり。	約定代金 200万超 について は、1.7 00十約 定代金の 0.01 5%。	預り資産に 応じた手数 料率の適用 (注3を参 照)を選択で きる。		

注 1. 2004年9月30日現在、現物成行注文の場合の手数料、松井証券は成行、指値に關係なく、何回売  
買しても同じ手数料。  
2. インターネット取引による成行注文を一日に一件行った場合の手数料、日興証券は、預り資産500万円未満は約定代金300万円ごと、150円、500万円以上は2,625円。  
3. 日興証券は、預り資産500万円未満は約定代金300万円ごと、150円、500万円以上は2,625円。  
(出所)各社のホームページより作成。

二五〇〇円だったんですが、これが、E★トレードですと一六〇〇円です。約六〇分の一、そんな数字になっているということですから、これだけ手数料が安いと、ある意味では、ネット取引の方に口座が流れるのはやむを得ないかなという感じになるかと思えます。

それで、大手五業者の占有度といえますかシェアは約七割ですから、上位五業者は黒字です。それ以外の業者は、恐らくオンライン取引単独では採算に乗っていないという状況だろうと思えます。

ただ、ここまで個人の取引に占めるシェアが上がってきてますと、個人的には、ほぼ限界に来ていると思っております。したがって、ネット業者はほかの業務に進出していく、手がけるということを試みているという状況だろうと思えます。そこに松井証券の例がありますが、要するに、リテール

ルの販売力を武器にして、IPO業務に出ていているということ、二〇〇三年度で五四件の引受を手がけているという状況です。

アメリカの歴史の中でも、ブローカーにすぎなかったメリルリンチが引受業務に食い込んでいった最大の武器というのは、リテールの販売力なんです。ですから、ある意味ではそれと同じような道筋をオンラインの大手業者は歩み始めているということがいえるかもしれません。

それで、オンライン業者の動向ですが、現在は、手数料はもう下がるところまで下がっていますから、サービス内容の競争に移行しているという事ですけれども、先ほどいいましたように、個人客の開拓はほぼ限界に来ていると私は思いますので、顧客基盤をどうやって拡大するかということが一番の課題になるだろうと思えます。

そういう動きの中、例えば銀行との提携という

ことで、松井証券とりそな銀行、福島銀行の提携。それから、ネット業者による買収、それから、みずほ証券がマネックス・ビーンズ・ホールディングに出資するという関係も出てきているということですから、それぞれ今後の業務展開をにらんで、いろんな模索が行われているという状況だろうと思います。

最後に、中小証券の方です。一言でいいますと、ここは株式の自己売買業務のところでは収益を上げようとしているということ、ただ、これはポジションをとりますので、それを企業が丸ごと負担しますとかなり危ないですので、契約ディーラー制をとっているということ、実績給的な報酬体系でもって株式の自己売買で収益を上げようとしているというのが現在の状況だろうと思います。

以上が、現在までの証券会社の業務、収益の構

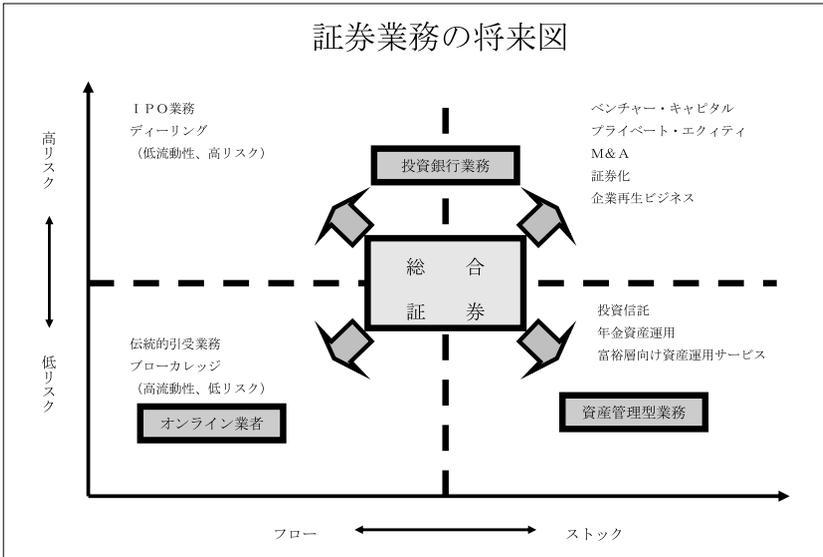
造ということになります。

## 五、証券会社の将来図

次に、図表8は証券業務の将来図を示したものです。多分、点線で分けた四つのどこかに競争力の発揮できるポジションをとらない限り、生き残りはなかなか難しいだろうと思っております。

真ん中に総合証券と書いていますが、これは、資本金三〇億円以上が四つの免許を取得できた時代の経営形態です。つまり、第一から第四までの免許をとって、すべての証券業務を営むというのが証券会社の経営目標という時代だったわけですが、これではもう恐らく経営的には立ち行かないだろう。つまり、点線で四つに分けていますそれぞれの業務分野のところ、それぞれ特化型の業者が存在しているという状況ですと、中途

図表 8



半端な総合証券の形というのは、恐らくすべての業務分野で敗退していく可能性が強い。これは経営学では随分昔からいわれていましたけれども、「選択と集中」ということが、やはり今後の証券業務を考えたときには必要不可欠な戦略になるんだらうと思っています。

その図は、縦軸はリスクが低い業務と高い業務、横軸はフローとストックというふうに分けておりまして、上の方は、普通、これをくくって投資銀行業務と呼んでおります。ただ、三〇年ぐらい前ですと、投資銀行業務というと、大体引受業務のことをいっていたわけです。それから、引受業務の中に入りますが、左上のIPOといったものが伝統的な投資銀行業務だったと思うんですが、現在、投資銀行業務には、少なくとも二、三〇年前にはなかったような業務がたくさん入っております。その右側がほとんどそうです。例え

ば、企業再生ビジネスであるとか証券化、M & A、プライベート・エクイティ、それから、ベンチャー・キャピタルは昔からあったと思います。が、ここ二〇年ぐらいの間に出てきたような業務がこの投資銀行業務の中に入っております。

それから、左下にオンライン業者が入っていますが、ここに伝統的引受業務を入れているのは、本来であると、これは投資銀行業務の方に入りますが、知名度の高い発行体の出す証券というのはそんなに売れ残りリスクは高くありませんので、そういう意味では、むしろ、現在いわれている投資銀行業務よりももっと低リスクの業務ということ、下の方に移しております。

右下は、いわゆる投資信託であるとか年金資産運用、あるいはハイネットワース向けの資産運用サービスといったアセット・マネジメントの世界です。

したがって、とりあえずリテール証券ビジネスを考えたときに、下の方の特に左側、ここで求められるスキルは何かというと、恐らく、オンライン業者というのは薄利多売型のビジネスです。で、一種の業務の標準化ということが必要で、しかも、それをシステムに乗せることが必要になります。そして、いかに顧客基盤を押さえるか、マスタ顧客を押さえるかというのが一番競争上のポイントになるかと思えます。

それから、右側の資産管理型業務というのは、高いコンサルテーション能力が要求されるということ、それぞれの業務で求められる能力が違ってきているということ、です。

それから、上の方の投資銀行業務、これは、例えば証券化に関連して、俗に「金融知識の総力戦」といいう方をします。つまり、証券化でいような債券を仕組んでいくときには、法律の知識

も必要ですし、会計の知識も必要、財務の知識も必要、それから、一種の数学的な、キャッシュフローの計算とか、そういうことも必要ですので、とてもじゃないけれども一人でできるようなビジネスではありません。ですから、俗に「ソリューションビジネス」、「問題解決型のビジネス」という言い方をしますけれども、それに必要なチームワークが求められます。それぞれが専門家である必要はあるんですけども、チームとしてある程度対応していかないと、競争できないような業務です。このように、それぞれの業務で求められるスキルが違っておりますので、これをすべてこなすのは不可能というのが現在の状況だろうと思います。

したがって、それぞれの証券会社は、どこの業務分野に自分の足場を置くかということをまず考えることが必要だろうと思います。

次に、リテールの話に移ります。

この間、金融庁が中心になって金融システム改革を推進してきたわけですが、少なくとも、二〇〇二年の秋ぐらいからのシステム改革の中心というのは、チャネルの拡大というところにポイントがあるのではないかと私は理解しております。

そのための措置がそこで三つ挙がっています、一つは銀行・証券の共同店舗です。これは、メガバンクと系列証券会社の間で展開されているというのが現在の状況です。

それから、資本金の引下げがあり、これも参入しやすくということで、現在、五〇〇〇万円まで下がっております。

それから、チャネルのアウトソーシング。外に出してしまうということで、これは証券仲介業というのが昨年の四月から導入されております。現在どういう状況になっているかというと、昨年の

十二月末現在の状況で、登録件数が一八六件、このうち、個人が九八件、法人が八八件、一二月末で九五〇〇件の口座開設ということですから、予想どおりといえば予想どおりですが、非常に少ないです。それから、銀行が入ってきておりませんので、ことしの一月一五日現在、銀行が三二行、店舗数が二二四店舗で仲介業務を展開しているという状況です。銀行が入ってきましたので、口座開設のペースは速くなると思いますが、少なくとも、銀行が入る前の数字は、一万件に満たない状況ということでありませう。

また、証取法六五条の解釈の見直しということ、書面取次業務というのはこれまで禁止的に解されてきたわけですけれども、これが事実上できるようになりました。それから、市場誘導業務といわれるものが認められました。これは、東京三菱銀行が三菱証券と業務提携を結んだというこ

とが新聞で報道されております。それから、銀行の店舗に証券会社のみずからを紹介する宣伝媒体を置くといったこと、これは、松井証券が幾つかの地銀と口座開設の業務提携をしております。ということですから、チャネルのところでは、銀行と証券の垣根が非常に狭くなってきているということが最近の特徴だろうと思います。

## 六、アメリカの証券業の現状

今までのいろんなチャネルの拡大というのは、実はアメリカをモデルにしてやっておりまして、アメリカでチャネルの拡大がどういう状況にあるかを紹介したいと思います。

まず、アメリカのインディペンデント・コントラクター（IC）制度のことをご説明します。日本の証券仲介業がこれをモデルにしたということ

ですので、アウトソーシングによって販売チャネルを拡充するという事です。ただし、日本と全く違う点ですが、アメリカでは中小の証券会社が活用しているのがほとんどであります。また、これはアウトソーシングですので、非常に複雑な商品とかサービスの提供は難しいという問題があります。

もう一つは、コンプライアンスが課題になるということで、ICによる横領、着服が結構起きているということでもあります。

図表9を見ていただきますと、このあたりからアメリカと日本の違いを意識せざるを得ないんですが、実は、アメリカの証券外務員というのは非常に高給取りなんです。報酬が非常に高い。その表の下から二番目、年俸を見ていただきますと、この数字は年によって変わりますけれども、中位数で一一万ドル、ですから、一〇〇〇万円は軽く

超えているという状況です。平均をとりますと一五万ドルぐらいですので、一六〇〇万円とか一七〇〇万円、それぐらいの数字になります。これは平均で、実は、メリルリンチの営業マンは平均して三〇万ドルです。三〇〇〇万円を超えていますので、富裕層相手の証券会社は高給取りであります。

ただ、日本の証券会社と違いまして、アメリカの証券会社は、オンライン証券を除いてはすべて歩合給です。稼いできたコミッションの大体四割がベイバックされるといいう仕組みになっておりますので、このところがアメリカと日本の違いです。また、チャールズ・シュワップであるとかフィデリティは、もともとオンライン業者というのは営業しませんので、歩合にする必要がないですから、ここは最初から固定給、そういう違いがあります。

図表 9

## アメリカの証券外務員のプロフィール

		一般外務員	支店長
年齢(才)		44	47
性別(男性比率、%)		83	92
経験年数(年)	平均	11.5	16
	中位	9	16
預り資産残高(百万ドル)	平均	52.7	62.2
	中位	25.5	30.1
年間受入手数料(千ドル)	平均	327	402
	中位	216	231
年間受入手数料/預り資産残高(%)		0.62~0.85	0.65~0.77
ペイアウト(報酬/受入手数料、%)	平均	47.6	54.4
	中位	39.9	43.8
年俸(ドル)	平均	155,176	205,222
	中位	110,238	167,187
過去5年間の転職率(%)		44.8	54.4

(出所) "2003 Compensation Survey", Registered Representative, June 2003

これだけ高給取りですので、銀行が、IC制度のような形、あるいは日本の証券仲介業のような形で外務員を使って証券を販売させても、コスト倒れになってしまうんです。あるいは、余り売れないから、そんな仕事はやっていられないということではほかの証券会社に移ってしまいますので、アメリカで銀行が証券を販売するときには、五つぐらいの支店を一人に任せて、あらかじめアポをとって巡回して歩く、そういう苦肉の策をとっております。これがアメリカの銀行の証券販売の特徴なんですけれども、それは外務員の報酬が高いことが一番の理由だといわれております。

図表10は、先ほどいいましたように、日本との一番の違いは、大手の業者はICを全く利用していないということを示しています。真ん中に点線を引いてありますが、上の方は、従業員数で見た上位一〇社であります。上から、メリルリンチと

かモルガン・スタンレーとかずっと並んでいまして、一〇番目がブルーデンシャル証券です。

こういふふうに従業員数で規模を見ていきますと、右側にＩＣという項目がありますが、このＩＣを利用して証券会社はワコピアだけなんです。これは商業銀行系の証券会社です。ワコピアが三二九というＩＣを雇っていることがわかります。それ以外の大手証券会社は全くＩＣを使っていません。これがアメリカの特徴であります。

ところが、点線から下半分を見ていただきますと、これはＩＣの数が多い順番に一〇社とつたものです。一番上がアメリカン・エクスプレス・フィナンシャル・アドバイザーで、それ以外は、余り名前を聞いたことがない証券会社ばかりで、従業員数で見ると、下の方ですと、一〇〇〇人を切っている証券会社が結構多いんです。つまり、数十人の従業員数でもって、ＩＣが何千とい

その結果、支店が数百という状況になってます。従業員一〇〇〇人ぐらいで、一〇〇〇とか二〇〇〇ぐらいの支店を持っている証券会社というのは、アメリカでは結構珍しくないんです。これが販売チャネルをアウトソースすることの意味であります。いってみれば、アメリカのＩＣ制度というのは、零細な中小の証券会社が販売チャネルを拡大していくための苦肉の策なんです。

その結果、どういふ無理が出るかというと、ＩＣの監督が必ずしも十分に行われないう問題が起きてまいります。ですから、コンプライアンスの体制が非常に難しいということで、大手の業者は、そこまで無理して評判を落とすよりも、自社の従業員でもってやった方がいいということ、上の方の一〇社はほとんどＩＣを使っていない。日本でいいますと、証券仲介業を全く活用していないということになります。

図表10

## 主要証券会社の従業員数、支店、IC(2003年1月)

証券会社	従業員数	支店	IC
アメリバンチ	50,900	667	
モルガン・スタンレー	49,792	482	
シティグループ・グローバル・マーケット・ホールディング・バンク。	39,715	580	
EDジョーンズ	23,194	8,838	
ゴールドマン・サックス	22,677	62	
ロビテ・セキユリテイズ	17,000	3,233	329
チャールズ・シュワブ	16,500	441	
AGエドワーズ	16,300	709	
リーマン・ブラザー	12,343	55	
ブルー・チンシヤル	12,272	286	
アメリカン・エクスプレス・フィナンシャル・サービス	4,732	3,620	7,433
ゴールド・グループ・セキユリテイズ・バンク。	—	522	6,191
H. D. スト・インベストメント・サービス	314	1	5,934
レイモン・ジェームズ	5,434	2,248	3,901
AXAアフィリヤーズ LLC	—	207	2,804
バーク・アシュレー・セキユリテイズ	100	131	2,700
インターセキユリテイズ	128	225	2,200
セキユリテック・フィナンシャル・サービス・バンク。	96	133	1,682
ウォルチット・ストリート・セキユリテイズ	40	280	1,630
MONYセキユリテイズ	63	46	1,554

注: ゴールドマン・サックスは2002年1月の数値  
(出所) SIA, Securities Industry Year Book, 2003—2004.

日本では逆です。証券仲介業を活用しているのは大体、大手証券です。中小証券は使っていないということですから、これもアメリカと日本の違いとして興味深い点かと思えます。

証券仲介業制度の課題ですが、まず、コンプライアンスが一番大きい問題になっています。つまり、仲介業者が何か事故を起こしたときには、損害賠償の責任は証券会社にありますから、これでは消極的な証券会社というのも当然出てくることになります。

それから、銀行が仲介業に出ていったときに独特の問題が起きてくるということで、情報の問題、それからタイピングの問題をそこで挙げておきます。

図表11は、ICがこれまでにどのような事故を起こしたかというリストです。顧客財産の着服、横領、ほとんどこれに尽きます。その損害賠償は契

約している証券会社が負うというふうになっています。

一番有名なケースは、ロイヤル・アライアンス、これは保険会社系の証券会社ですが、ここが起こした事件です。これは有名な事件でありまして、事件自体は単純なんですけれども、これでSECの規制が厳しくなったといわれております。しばしばこういう事故が起きているということでもあります。

投資信託の販売が九八年からスタートしたんですが、このシェアが非常に順調にといいますが、急激に増加しておりまして、株式投信では約五割を占めるに至っております。アメリカでもこんなにシェアは伸びておりませんで、ICIという投資信託の協会のデータを見ても、銀行のシェアは大体一五%ぐらいです。ほとんど横ばいで、増えていません。こういう状況ですので、日本では、

図表11

証券		小規模店舗における証券事故と業者への制裁
証券	証券	制裁
Consolidated Investment Services (CIS) : (98.1.15)	証券	5万ドルの制裁金
登録外務員(CO)による存在しない証券への投資勧誘による詐欺、横領。それに伴う関連書類の偽造。		
The O. N. Equities Sales Company (ONESCO) : (98.9.30)	証券	4万ドルの制裁金 独立系コンサルタントによる政策、手続きのレビューと勧告
登録外務員による、詐欺的方法による未登録の証券担保社債の販売(Selling Away)。		
Surart, Coleman & Company, Inc. : (96.12.2)	証券	2.5万ドルの制裁金 独立系コンサルタントによる政策、手続きのレビューと勧告
非登録外務員による、業者の承認、許可を得ていないミニッツ・パートナーシップの販売(Selling Away)。		
Bradford John Titus and Marcie Anne Milner (Dickinson & Company) : (98.12.9)	証券	TitusおよびMilner: 2人で合計1.5万ドルの制裁金 独立系コンサルタントによる政策、手続きのレビューと勧告
登録外務員(CO)による、業者の政策に反した顧客からの一任約定口座の指定と、顧客の適合性を無視して四枚および五枚のミニッツ・パートナーシップの管理。		
Royal Alliance : (97.1.15)	証券	5万ドルの制裁金 独立系コンサルタントによる政策、手続きのレビューと勧告
North CarolinaとFloridaの2家店(ともに1人店舗)のCO(登録管理者)による存在しない証券への投資勧誘による詐欺、横領。それに伴う関連書類の偽造。		
GNR Securities Corp. and Robert H. Gladstone : (97.1.15)	証券	10万ドルの制裁金 独立系コンサルタントによる政策、手続きのレビューと勧告
業者: 顧客からの苦情、法各運用に対する監査システムおよびトレーニング・プログラムの不備 Gladstone: 支店管理者としての(外務員への苦情等)に対する監督機能 * Gladstone: 支店管理者 New York Life Securities (NYLS) : (98.9.23)		
登録外務員による存在しない証券への投資勧誘による詐欺、横領。それに伴う関連書類の偽造。		20万ドルの制裁金
Older Discount Corp. : (98.12.10)	証券	400万ドルの制裁金 独立系コンサルタントによる政策、手続きのレビューと勧告
業者の圧力による登録外務員の不正販売(回信売買、不実表示、重要書類の隠蔽、適合性原則に反した推奨など)		
FSC Securities Corporation : (98.12.9)	証券	5万ドルの制裁金 独立系コンサルタントによる政策、手続きのレビューと勧告
登録外務員による不正販売(不当な投資のマッチング、適合性原則に則らない証券の販売)		
Lafolia Capital Corporation : (99.8.18)	証券	10万ドルの制裁金 独立系コンサルタントによる政策、手続きのレビューと勧告
NASD規則第3010条(a)項の要件を満たさない監督手続き、顧客からの苦情(登録外務員に対する)の放置		

注: カッコ内の日付は SEC が議決を下した日。  
 出所: Estes, S. B. [2000]. *Supervision of Independent Contractor Broker-Dealers: From Royal Alliance to NTM 99-45* から作成。

銀行のシェアの伸び方が非常に顕著であるということですが。

アメリカでは九五年頃に銀行が投資信託を販売するときに、その商品は銀行が元本を保証しているものではありません、それから、預金保険の対象にはなりませんということを十分説明しないで売ったということで結構もめたことがあります。

現在これは、ガイドラインだけじゃなくてNASDの規則ができて上がっておりまして、ブローシャ、つまりパンフレットとかに、投資信託を販売するときには、元本が保証されていない、それから、預金保険の対象ではないといったことを必ず目につくところに掲げておいてください、それから、窓口は別にしてくださいという規則が制定されておりまして。

二つ目の点も、証券業界が結構神経をとがらせていた問題だと思えますが、情報の問題です。顧

客情報をどこまで活用できるかという問題です。

アメリカの規制では書面での同意書というのが条件付けられております。つまり、お客さんが書面で同意しない限り、顧客情報を勝手に利用してはいけないというふうになっています。

そういう規制が行われて、銀行の投信販売が現在は問題なく行われているということでありまして。

それから、証券業務への進出ということで、一つは共同店舗、それから仲介業、さらに、昨年一月には、金融庁が今後の方針ということで、金融サービス立国ということを打ち上げまして、その中で金融コングロマリット化ということをやっております。これは二年間ですから、二〇〇七年までにこの金融コングロマリット化についても動きがあるのではないかというのが現在の状況だろうと思えます。

## 七、個人投資家と証券投資

——家計の意識調査から

次に、図表12のグラフも、皆さんいろんなところで目になっているものだと思います。簡単にいえますと、個人の金融資産が預貯金に固まっているのが日本の状況ということで、昨年の九月の段階で五四%、これは一〇年前と全く変わっていないんです。それから、証券が、債券八%、投資信託三%、株式三%で、合計一四%にすぎない。アメリカはどうかという、預貯金が一三%で、証券が五五%で半分以上を占めているという状況です。

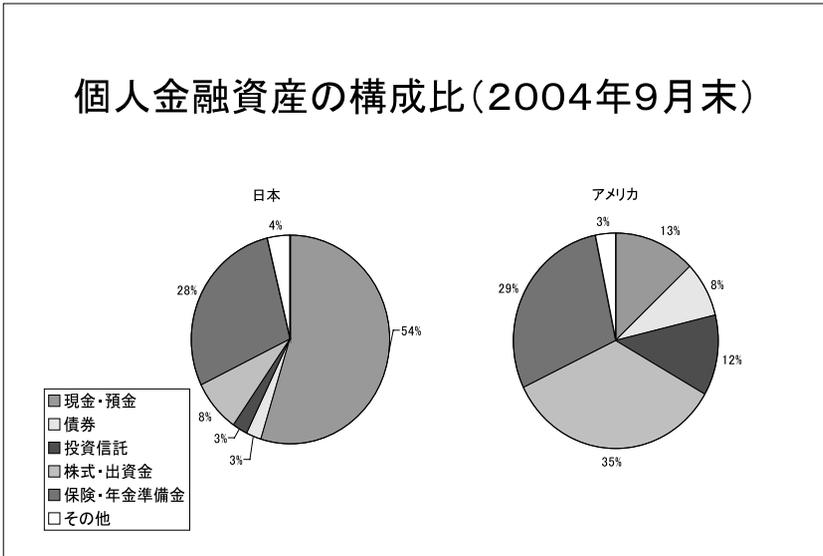
最初に御紹介しました証券業協会の今回のプロジェクトも、この五四%の塊を何とか動かせないかというのが一貫した問題意識であります。ここ

はどうすれば動くんだろうということで、いろいろ関連した事項を一つ一つ洗っていつているというのが現在の段階であります。

では、個人金融資産の実態をもう少し詳しく見てみようということで、これまでのいろんなアンケート調査からいわれていることは何かというと、一つは元本保証の壁です。つまり、元本割れは嫌だという話です。これはリスクをとるのが嫌だということです。それから、投資知識の不足もよくいわれることであります。

それから、高齢者に資産が集中している、だから保守的な運用になってしまふ。日本では、これまでは長期雇用ということで、六〇歳定年のときにまとまった退職一時金をもらえますので、お金持ちといえますか、お金が固まっておりますのは大体六五歳前後のところなんです。そうすると、そういう人たちというのは、なかなかリスクはとりた

図表12



がらない、老後の生活のための大切なお金ですの  
で、やはり元本割れは嫌だという話になりますの  
で、高齢者に資金が集中しているのが保守的な運  
用の一つの原因になっているのではないかとい  
うことです。

それから、ペイオフの解禁が延期されましたの  
で、やはり預金が安全だということで、これも一  
種の元本保証の指向性と同じところだと思います  
が、これまでいわれてきたことはそういうことで  
あったわけです。

それで、最初に紹介しましたように、今回、も  
う少し突っ込んで本音に迫ってみたいということ  
で、グループインタビューという手法を使って、  
東京、大阪、金沢、高松の四カ所、男女各二グ  
ループ、つまり、男性で株式投資をしている人、  
していない人、それから、女性で株式投資をして  
いる人、していない人ということで、各地域四グ

ループずつ、計一六グループのグループミーティングをやったわけでありませぬ。

このグループミーティングは、六人に集まっていたいただいて、勝手に二時間話をしていただくんです。勝手にといっても、もちろん司会の方はいらっしやいます。そして、警察の取調べ室みたい、我々の方からは彼らが見えるんですけれども、彼らの方からは我々が見えない。つまり、我々がいるのがわかりますと、発言内容が微妙に変わってきますので、自然に話してもらおうということで、そういう場所ですということでありませぬ。

非常におもしろい話がいっぱい出てくるんですけれども、重要なポイントと思われることをご紹介します。

これも最初にいいましたように、これまでのアンケート調査の結果というのは、どうも靴の上か

ら足をかいているようなもどかしさがある、本当にそうなんだろうかというのがあって、こういう手法を用いたというのが一つ。それから、もう一つは、地域特性の把握もこれで行けるのですが、今回は四力所しかやっていませんので、この点については、残念ながら余り大きな成果はなかったということになります。

ただ、個人的におもしろかったのは、例えば、金沢というのは、ほかの地域では全く話題に出なかつた金投資が非常に盛んだということがありまして、これは金沢らしいなと思つたんですが、金を何キ口持つているというような人が結構いらっしやいました。

それから、地域特性ということであると、大阪はもうちょっと地域特性が出るかなと思つたんですが、それでも結構おもしろい話がいっぱい出ていました。例えば、ある女性が成人式するとき、父

親に、振りそでがいいか、アサヒビールの株券がいいか、どっちか選べといわれた。それで、振りそでは一回着れば終わりだから、アサヒビールの株券をとったら、たまたまそれがバブルのちよつと前ぐらいだったので、バブルのときに非常に値上がりして、上がったところで売って非常に儲けたという話をしていました。いかに大阪らしい話です。

それから、こんな親子がいるんだなと思ったのは、たまたまおじいさんが株式投資をやっている、それをみて非常に関心を持ちまして、小学校二年のときから新聞の株価欄を見て、ろうそく足を書いていたという変わった家族がいました。親子三代で見ている番組は「ワールドビジネスサテライト」ということで、親子三代でいろんな議論をやっている投資家の人もいらっしやいます。これも非常に大阪的だなと思いました。

そういうエピソード的な話はあるんですが、少なくとも、定式化できるような地域特性というのは、今回は場所が少なかつたということで、残念ながら、余りお話しするほどの違いは出なかつたように思います。

ただ、これまでのアンケート調査の結果とかなり違うのではないかとというような手がかりらしきものは幾つかあつたように思います。上から順番に紹介していきますと、株式投資の経験の有無。実際には、株式投資をやっている人とやっていない人ということなので、経験ではないんですけども、ある、なしというのは周囲の影響が大きい。この周囲の影響で決定的なものは何かということ、血縁なんです。家族でだれかがやっている。通常はおじいさんとかお父さんなんですが、身内でだれかが株式投資をやっていると、非常に関心を持って、身近なものに感じるというのが大きい

と思います。次に多いのは、親しい友人。例えば、友達証券会社に勤めていて、何かあるとすぐに相談できるという環境に置かれている、これが決定的に大きいというのがわかりました。

この話を聞いていて、私、ちょうどパソコンを習得するかどうかの決定的な分岐点というのが、そばにすぐ聞ける人がいるかどうかというのとちよつと似たところがあるなと思いました。結局、投資知識の有無じゃないんです。投資知識というのは、実は、株式投資をやっている人もそんなにないんです。ですから、投資知識がある、なしというのはほとんど関係ないということで、それが二番目です。

ただし、知識自体は非常にパッチワーク的です。いろんなことに興味を持って、いろんなことを知っているんですけども、全然体系的でないということは、株式投資をやっている人もやって

いない人も似たような傾向があります。

三番目は、株式投資はあくまで余剰資金の範囲だということです。つまり、少し自由になるお金があるということで、それで資産を貯めていこう、形成していこうという意識はほとんどないということです。

それから、株式投資への関心ということで、今回非常に強く感じたのは、株主優待制度をきっかけに株式投資に関心を持つ人が多いということです。株主優待制度の方から株式投資に関心を持ちますので、非常にバイアスのかかったリスクの理解の仕方をしております。

これも啞然としたんですが、例えば、外貨投資はリスクが高いけれども、株式投資はそれほどじゃないというようなことを平気でいうんです。

このように、リスクに対して非常に間違つたといえますが、バイアスのかかった考え方をしている

人が結構いらつしゃるといことです。これはグローバルソブリンについても似たような話です。グロソブというのは毎月分配型ですから、元本が割れていても余り気にならないんです。あるいは気がついていないというケースがあります。

ですから、優待制度の方から入って、定期的に優待券をもらいますと、そっちの方ばかりに関心があつて、元本がどうなつているか余り気にならないというのと似たような話だと思います。

他方では、キャピタルゲインねらいで、配当利回りを意識している人がほとんどいなかったといふことで、これもちょっとびっくりしてしまつたんですが、要するに、元本保証というのが一方にありまして、あとはギャンブルとかばくち的な世界になつています。このように真ん中が全然ないという極端な姿というのが今回はつきりわかりました。株式投資のリターンというのはキャピタル

ゲインで、配当利回りじゃないんです。配当はほとんど気にしていないということがわかりました。

それで、司会の方に頼んで、だけれども、高配当利回りの銘柄がありますよねといつてもらうと、確かにそういうのもありますねという程度で、ほとんど関心がないんです。我々がそっちの方に誘導しようと思つて、東京電力だとか大阪ガスのような銘柄もありますよねといつたら、そういうのもありますねといふことで、それほど深く関心を持たないという状況だつたと思います。

次は、これも予想されていることなんですが、投資信託の評価というのは本当に悪いです。投資信託なんか考えたこともない。要するに、自分で銘柄を選んでいきたいという人たちが圧倒的に多いといふことです。

それから、自己責任意識は非常に高いです。や

る以上は、損をしたら自分で責任をとらなきゃということは皆さんおっしゃいます。これは、マスコミなどを通して証券投資は自己責任が原則ですということが徹底しているんだと思います。

それから、先ほどちょっといいましたが、証券投資に対する知識はほとんどない、ないというとい過ぎなんですけど、実際に株式投資をやられている方でも、平気で、私は財務データが読めないといわれます。だから、ほとんど知識なしにやっている人たちが結構いらっしゃるということですよ。

その結果、ポートフォリオ運用という発想自体がなく、あくまで個別株に関心があり、銘柄を組み合わせてどうのこうのという発想は全くありません。

これも、私、大学で教えていて、そういう意味では非常にショックを受けたんですけども、大

学の講義の中では、時間分散であるとか銘柄分散でリスクの低減は可能なんですよという講義を一年かけてやるわけです。ところが、実務の現場では、そういう知識はほとんど身につけていない。

これは恐らく、証券会社の営業担当者の方にも責任があるというか、そういう営業をやっていないんだと思うんです。ですから、ほとんど個別株で上がる下がるの世界だということです。

それから、非常に頻繁に出てきたテレビ番組は「ワールドビジネスサテライト (WBS)」と、日曜日の朝七時半から六チャンネルでやっています。「もっさりマンデー」が非常に人気のある番組だということ、投資家の方の情報源は大体このあたりということになるかと思えます。

また、これもある程度最初からわかっていたことではあるんですが、証券会社の店舗は入りづら。特に地方でこういう傾向が強かったんです

が、駅前の一等地というのは人に見られるので嫌だということ、何か悪いことをしているような感覚を持った発言が結構多かったです。

それから、ネット証券を利用している例が多いということ、ネットの浸透度というのは予想以上にすごいなと思いました。

実は、東京でやったときに、六五歳のおばあさんが、とっても元気なんです、六五歳の女性の方が専らネットで注文を出していて、これが老化防止になるということをしていました。ああいう話を聞きますと、ネット証券の方に注文が流れるのは嫌というほどわかるという感じです。

では、なぜネット証券を利用するのかというと、二つ挙げていまして、手数料が安いというのが一番の理由です。もう一つは、対面取引に伴う煩わしさ。特に、預けるお金を増やすときはいいんだけど、引き出すときに非常に気まずい思

いをするので、それだったら、いっそのことネットをやった方がいいということ、証券会社をネット証券にかえたという方がかなりいらっしやいました。

それから、証券会社に対する評価は残念ながら低いんですけども、実は、意外と証券会社の営業担当者の評判は悪くないんです。今回それを聞いて少し安心したところがありました。証券会社をかえた理由で、担当者が転勤してほかの人が来たんだけど、なかなかなじめないといいますが、ウマが合わないの、面倒だから証券会社をかえてしまったという人がいらっしやいましたので、証券会社にとっては、転勤というのは前から問題にされていたことですが、これはやはり考え直した方がいいんじゃないかという感じがします。

それから、意外だったのは、銀行の営業担当者

の評判が悪かったことです。地方に行きますと、特にこういふ傾向は見られなかったわけですけれども、首都圏と大阪では営業の担当者の評判はかなり悪いです。何が悪いかというと、ろくな知識もないのにいろんな商品を勧めるということですから。これは恐らく、金融庁が考えているほどうまく事は運ばないということの一種の警鐘だと私は思っております。つまり、チャネルを幾ら広げても、それを担う人材、スキルが育っていない限りは失敗する、あるいはトラブるということの一つの警鐘じゃないかと私は思っております。

それから、バブルの後遺症が見られるということとで、自分の経験だけじゃなくて、周囲から損したという話をいろいろ聞いているので、ちょっと引いてしまうという話です。

それから、信頼できる情報に対する飢餓感というところで、これは特に地方で強いです。証券会社

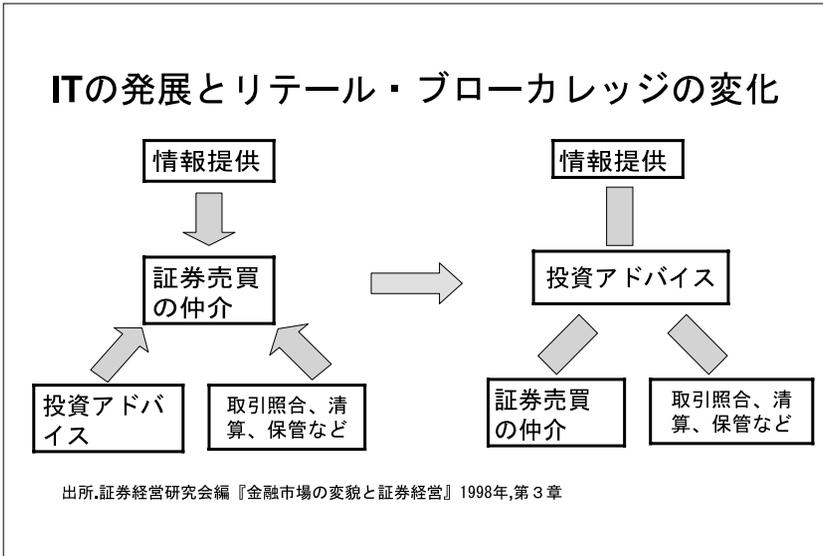
の投資説明会とかセミナーだと、何となくしくしく勧誘されるので嫌だということで行かないんだけれども、ちょっと安心できるといいますか、中立のところであれば行きたい。けれども、その機会がなかなかないということで、これは、特に証券協会のエイプロシスのようなNPOがもっともっと活動を広げる必要があるということだろうと思えます。

それから、「るいとう」とかミニ株には関心が高いということです。

## 八、ITの発展とリテール・ブローカレッジの変化

次に、リテール・ブローカレッジというのは、ネットが出てくると非常に変わってくるという話です。九八年に証券経営研究会が一冊目の取りま

図表13



とめをやったときにこの図（図表13）を載せています。事態はこのとおり進んでいるんです。左側が従来の伝統的なリテールビジネスです。証券売買の仲介、これに対してコミッションをもらうのがリテール・ブローカレッジだったわけです。だから、情報提供であるとか投資アドバイス、クリアリングというのは、これはあくまでバンドルされたサービス、つまり一括されたサービスということ、それに対してコミッションをもらう、これが伝統的なリテール・ブローカレッジのサービスの形だったんです。

ところが、ITが発展してくると、この要素サービスがばらばらに分解されます。その発端というのは何かというと、これはディスプレイカウンターです。チャールズ・シュワップが出てきたときに、電話で注文を受けて執行するだけです。だから、当然、情報提供とかそういうことはしないわ

けです。そうすると、受注して執行するときのプライシングは何かということ、当時、チャールズ・シュワップはメリルリンチの大体半額の手数料でやったわけです。ということになると、メリルリンチの手数料は、こういった要素サービスをバンドルした形で提供しているけれども、これをばらばらにしたら、執行にかかわる手数料というのは本当は半分なんです。ほかは、投資情報の提供であるとか、クリアリングのサービス、そういうものに相当するものだというところで、こういった要素サービスがばらばらに分解されるということが始まるわけです。

ITが発展してくると、情報提供だけをやる証券会社、執行だけをやる証券会社、アドバイスだけを提供する証券会社ということで、要素サービスそれぞれに特化した業者が出てきますので、要素サービスがアンバンドルされることによって

プライシングが行われる、そういう環境に変わってきます。

そうすると、どういことが起きるかということ、証券売買の仲介だけをやっていた業者は、ネットの手数料を見るとわかりますように、非常に極限まで低下していきます。なおかつ、手数料をもらうためには何を必要があるかということ、自分たちはどのような付加価値をいかに提供できるかということを考えなければ、手数料が下がっていくのはやむを得ないという状況であります。

## 九、米大手業者の顧客アプローチ

これがリテールビジネスの現状ということで、アメリカの大手の業者は、コンサルティングにあるとかアドバイスのところで付加価値をつけよ

うという試みをしております。

まず、日本とアメリカの一番の違いは、ちょっといい過ぎかもわかりませんが、アメリカでは、電話による勧誘は全くできなくなっております。

そこに書いていますように、National Do Not Call Registry という制度が二〇〇三年一〇月からでき上がっております。あらかじめ登録しておきますと、業者は勧誘の電話が一切できなくなります。これは、単に証券とか金融だけじゃなくて、通販とかそういうものにも適用されるものです。管轄はFTC（フェデラル・トレード・コミッション）、連邦通商委員会です。ですから、ここに一たん登録しますと、業者は全く電話をかけられなくなります。それを無視してかけるとどういうことになるかというと、初犯は五〇〇〇ドル、約五〇万円の罰金です。それをリピートするたびに罰金額が上がっていったら、最後は一〇万ド

ルの罰金が科せられるという状況になっていきますので、電話勧誘、つまり、日本の商品先物業者がやっているような勧誘は全くできないというのがアメリカの現在の状況です。

したがって、顧客開拓の方法というのは、既存客からの紹介とセミナーの開催、この二つしかないということであります。フィデリティの場合には、全米に一〇〇以上のインベストメントセンターというのがありまして、そこで毎週一回以上のセミナーを開くということで、フィデリティ全体としては、年間一百万回以上のセミナーを開いているということであります。

それから、さっきのリテール・ブローカレッジの要素サービスの分解の話に関連するんですが、商品を単体で売る、そんなのはもう手数料を取れないという話です。要するに、プランを提供するのが顧客アプローチとしては重要だということで

す。

同じように、メリルリンチも、個別商品の販売から顧客全体の資産管理にシフトしている。だから、フィナンシャル・アドバイザー（FA）、営業マンに求められるのは、例えば分析であるとか資産管理、そういったスキルということでありません。

## 十、証券業の将来に向けた課題

そういうスキルを身につけさせるために、研修制度に非常に力を入れているというのが大手の特徴であります。例えばフィデリティもメリルモそうなんです、三年でサーティファイド・フィナンシャル・プランナーの資格を取らせる。これはどうも五段階あるみたいで、一番難しいのを五年までに取らせるのが目標。この間、毎年定期的な

研修を実施しているということです。メリルリンチは、プリンストンに俗にメリルリンチ大学と呼ばれる研修施設を持っていまして、そこに定期的に送り込んで研修を受けさせているということです。

それから、今回は行かなかったんですが、前に訪問したことのあるEDジョーンズは、セントルイスに本社がある、一人支店で有名なところで、が、人件費総額の三・八%、一人当たり年間一四六時間の研修を実施しているということで、こういう研修で不断にスキルを向上させていかないと、なかなか顧客対応ができないような環境になってきているということです。

それから、お客さんは営業マンに何を求めているかということなんですが、これはアドバイザーであるとかをそろえておりました。

これは投資教育の問題なんですけれども、フィ

デリティの場合は、ここのところ完全にリタイアメントビジネスに特化しているというのが私の印象でありまして、特に四〇一kプランを中心とした支援プログラムが顧客アプローチの大きな柱になってきているということです。

それから、これはアメリカでもやっていることなんです、日本に対する助言として、もっと若年層に焦点を合わせたような商品だとかサービスを提供していったらどうかということ、例えばシンプル・リタイアメント・アカウントということ、毎月一五〇から二〇〇ドルぐらい積み立てていくリタイアメント・アカウントを、日本でももう少し力を入れて売ったらどうかということについておりました。

それから、フィデリティの商品というのは、証券も銀行も売っていると思うんですが、地方銀行の担当者のレベルをもうちよっと上げないと、ど

うしようもないということをちらっとおっしゃっていました。やはりフィデリティの方から見ても、日本の営業担当者のレベルはちよっと問題かなというニュアンスの発言がありました。

今回、フランス、ドイツ、イギリス、アメリカと回りました、国を挙げて投資教育に取り組むということが実は共通しているんです。我々、行く前の理解では、イギリスのFSAというのは確かに一生懸命やっている。けれども、アメリカは民間のNPOが一生懸命やっているというイメージがあつたので、日本にはどうもイギリス型の方が合っているんじゃないか。つまり、民間の自発的な活動に任せていると、いつまでたってもなかなかうまく進まないということで、金融庁はむしろFSAの方をモデルとして意識していた節があります。

ところが、今回行きましたら、フランスもドイ

ツモイギリスも、国を挙げて投資教育に取り組むという機運が急速に高まっているんです。何がそうさせているかというと、年金問題です。つまり、高齢化が急速に進んできたときに、公的扶助だけではもうもたないという共通の認識がどの国にもありまして、そのために、ある程度自立した老後の生活設計を自分で考えてください。そのためには投資教育が必要だという考え方です。これはどこの国も一緒です。

欧州は大体そんな感じだったんですが、アメリカに行ったときに、民間で一生懸命にやっているのかなと思って財務省に行きましたら、そうじゃないんです。アメリカは二〇〇一年にちょっとおもしろい名前の法律ができていまして、No Child Left Behind Act、つまり落ちこぼれ防止法というのができています。落ちこぼれを出すなということ、ブッシュ政権が、算数と読み

書きの能力、それに加えて金融教育も学校教育の中できちっと教えて、将来経済的に自立できるような大人を育てなさいということ、今いった No Child Left Behind Act というのが成立しております。この中で、財務省がリーダーシップをとって、関係する二〇の政府系機関、および民間団体の投資教育のプログラムを全部調整してやってください、そういう試みが三、四年前から行われているんです。こういう状況になってきていますので、アメリカも国を挙げて金融教育、投資教育に取り組んでいるということです。ですから、どこも高齢化問題が深刻な問題になっているという状況です。

となれば、当然、民間ベースでもいろんな試みが、リタイアメントビジネスに向けた取り組みという形で出てきます。さっきいいましたように、フィデリティは、日本の感覚でいうと、ほとんど

生命保険会社じゃないかというようなアプローチです。メルルも、今いったFAの研修を中心としたコンサルテーションが中心です。このリタイアメントに関連したビジネスというのが、恐らく、証券だけではなく金融サービス業全体の今後のビジネスチャンスになるのではないかと思います。

日本でもほとんど系列関係は崩れ始めていますけれども、例えばフィデリティの場合ですと、今、お客さんに対して五〇〇〇種類の投資信託を提供しています。アメリカでは数年前からオープン・アーキテクチャー戦略といっています。要するに、ITの発達で業務のプロセスが分解されていくと、個々の業務で専門業者が発達してくれば、その専門業者のスキルを組み合わせた方が、よりよいサービスをお客さんに提供できるという考え方です。

これがオープン・アーキテクチャー戦略という

ことで、フィデリティはしきりにこれをいうわけですから、うちはもともと、アクティブ運用で有名だったんだけど、今やそういう時代ではない、お客さんが求めるのであれば、自分たちがつくっていない投資であっても、それをお客さんに提供するのが我々の仕事だということをはっきりおっしゃっています。

ということ、途中いろいろいきましたけれども、日本とアメリカは、いろいろ違う点もあるんですが、大きな流れとしてはそれほど変わらないということ、一言でいうと、リタイアメントに関連したビジネスというのがこれから大きなビジネスチャンスになるのではないかと、そして、それに向けた営業体制が必要になってくるのではないかと考えております。

関理事長 佐賀研究員、どうもありがとうございます

ました。

大分時間も過ぎておりますが、佐賀研究員の最近の国内、海外のリサーチ活動から得たいろいろな考えとか印象も含めて、非常に率直に語られていたと思います。ですから、ご参加の皆様からすると、そういう一般論は少し問題があるというようなどころも多々あるかもしれませんが、もう時間ですので、お急ぎの方は結構でございますが、御質問のある方はどうぞお残りいただいて、それも、お一人かお二人だと思えますが、どなたか手を挙げていただけますでしょうか。いかがでしょうか。何かございませんか。——いかがでしょうか。それでは、ちょっと佐賀さんに残っていただきますから、何かありましたら、どうぞ前の方においでいただくということで、それでは、きょうの会はこれで終わらせていただきます。

どうもありがとうございました。(拍手)

(さが たかお・当研究所主任研究員)

(この講演は、平成一七年三月一日に開催されました。)