

テーマ

「環境変化の中の証券業」

○モデレーター

野村資本市場研究所研究部長

野村亜紀子

○パネリスト

大和総研金融調査部主席研究員

内野逸勢

NTTデータ経営研究所パートナー・

金融政策コンサルティングユニット長

大野博堂

岩井コスモホールディングス代表取締役社長COO

笹川貴生

岡三証券グループ取締役社長

新芝宏之

NRIAアメリカ 金融・IT研究部門長

吉永高士



左から野村氏、内野氏、大野氏、笹川氏、新芝氏、吉永氏。

**野村** 野村資本市場研究所の野村でございます。どうぞよろしくお願いたします。最初に、簡単にこのパネルディスカッションのテーマ設定のようなことをさせていただきたいと思っております。

本日のシンポジウム全体のテーマは「環境変化の中の証券業」となっています。デジタルライゼーションの進展や利用者ニーズの多様化など、証券会社・金融商品取引業者の経営を取り巻く環境は大きく変化しています。そのような中で、金融サービスを提供する事業者は、顧客本位の業務運営に関する原則に基づき、顧客の利益を図る中で自らの付加価値を高めていくことが求められています。こうしたことを念頭に置きつつ、本日は、今後の証券会社・金融商品取引業者の経営のあり方についてパネリストの皆様は大いに語っていただきたいと思っています。

この後、デジタルライゼーション、DX（デジタ



野村亜紀子 氏

ルトランスフォーメーション)の進展や、顧客本位の業務運営の要請などが証券業界にもたらす課題の全体像について、大野様、内野様から御報告をいただきます。その上で、現在の証券会社の取り組み状況について、証券会社経営に携わっておられるお立場から、新芝様、笹川様より御報告をいただきます。その後、今後の環境変化の見直しとそそのでの証券会社経営の課題・展望について、登壇されている皆様から御報告をいただきました

いと思っています。

一、環境変化がもたらす課題の全体像と証券会社の取り組み状況

(1) デジタルイノベーションの進展の成果をどのよう  
に経営に生かすべきか

野村 それでは、早速ですが、大野様、デジタルイノベーションの進展の成果をどのように経営に生かすべきかについてご報告をお願いします。

(経営管理機能の最適化)

大野 NTTデータ経営研究所の大野でございます。どうぞよろしくお願いたします。

IT化の対象には、内部と外部があります。ここでは、まず内部のIT化についてお話しします。具体的な内容としては、スキルの棚卸、事務



大野博堂 氏

の標準化、内部連携の強化の三つが挙げられます。内部のIT化の余地は、概ねこのようなフィールドに集中するのではないかと理解しています。

一つ目のスキルの棚卸については、属人的な作業を可視化して、マニュアルに落とし込んでいく作業が必要になります。このため、DXを念頭に置いた対応を行うに当たっては、事前準備行動としてBPR（ビジネスプロセス・リエンジニアリ

ング）が欠かせないこととなります。これが、二つ目の事務の標準化につながります。全てを機械に置き換えることができない以上、人手を要する事務作業や応答を代替する機能の見える化を図っていく必要があります。これができて初めて、三つ目の内部連携の強化が図られ、内部組織間の連携が有効に機能することになります。縦割りになりがちな内部組織間の連携を、ITを使ってどのように強化するかが課題になります。これらの三つがうまく進むことになれば、経営管理機能の高度化、最適化が促されることになると理解しています。

#### （顧客対応の高度化）

次に、外部のIT化についてお話しします。外部とは顧客との接点であり、IT化を通じて顧客対応の高度化を図ることが目標になります。もち

ろん、何もかもIT化に誘導していくのがよいとは言えない点には注意が必要ですが、対面から非対面チャネルに顧客を誘導していく際には、それに合わせて高度なセキュリティ機能を実装することが不可欠と考えています。顧客対応の高度化が図られ、属人的な対応の時間が圧縮できて、提供できる付加価値が増えることになれば、自ずと収益力の最大化につながることを期待できるようになります。

### (DXの初期目標と最終ゴール)

私は、DXの初期目標と最終ゴールは峻別して捉えるべきだと考えています。ここで取り上げた四つのポイント、すなわち、スキルの棚卸、事務の標準化、内部連携の強化、顧客対応の高度化は、DXの初期目標として位置付けられ、これによって、トップライン(売上高)とボトムライン

(最終損益)の両面の強化を図ることが最終ゴールになると理解しています。

### (求められるサイバーセキュリティの意識)

DXによって顧客対応の高度化を進めようとするとき、どうしてもインターネットを経由した取引に依存することになります。この場合、不正利用のフィッシング詐欺など、ITリテラシーの低い高齢者などが敵に狙われ、ターゲットにされがちです。金融庁は、ファイナンシャル・インクルージョン(金融包摂)を掲げ、全ての人が金融サービスにアクセスできる状況を実現することを重視しています。この点を踏まえ、金融サービスを提供する事業者にとっては、特に敵からの攻撃に弱く、ターゲットになりがちな方への手当てをどうするかが課題になります。DXによって顧客対応の高度化を図ろうとする際には、サイバーセ

セキュリティの意識を欠かすことができません。

(サイバー攻撃に遭いやすい顧客をどう守るか)

この点をもう少し敷衍して、わかりやすく説明させていただきます。インターネットトレードの経験値とITの理解度の二つに着目して、二次元のグラフ上でインターネット利用顧客の属性を整理します。横軸はインターネットトレードの経験値、縦軸はITの理解度です。

グラフの右上にいる人は、ITリテラシーが高く、取引履歴が長い顧客です。比較的安全地帯にいたため、事業者としては安心して見ていられます。他方、原点に近い人は、ITのことをよくわかっておらず、口座を開設したばかりでインターネットトレードもあまり使っていない人です。敵に狙われやすく、事業者としてはこれらの顧客へのケアが欠かせません。場合によっては、対面取

引を含めた別の取引手段への誘導も検討する必要があります。

**野村** 大野様、どうもありがとうございます。DXに関連して、幾つかの角度からお話をいただきました。今後、日本では急速に人口高齢化が進みますので、DXを進める上でもその影響を考慮する必要がありますように思います。同時に、顧客のITスキルという点では、同じ世代の中でもかなりのばらつきが出てくるのではないかとも思います。今後、証券会社がDXを推進する上で、欠かさないポイントとしてはどのようなことがあるのでしょうか。

**大野** 二点ほど考えられるように思います。

一点目は、先ほどもお話ししたサイバーセキュリティそのものです。IT技術を導入して終わり

ということではなく、事業者の立場で、使う人の立場に立った支援が欠かせません。

二点目として、DXを推進するに当たっては、外部のパートナーとの連携・協業が避けて通れません。連携・協業先は、フィンテック企業かもしれない、あるいは大手企業かもしれません。いずれにせよ、その経営実態、株主構成、サーバの設置場所など、十分に目配りすべき対象が増えてくると思います。こうしたサードパーティー・リスクにも十分な注意が求められます。

**野村** DXと言いますと、どうしても顧客との接点に目が行きがちですが、その裏にある、目に見えないところも重要であることを改めて教えてください。ただいたように思います。

(2) 顧客本位の業務運営をどのように実現すべきか

**野村** 次に、内野様、利用者ニーズが多様化する中で、顧客本位の業務運営をどのように実現すべきかについてご報告をお願いします。

(顧客本位の業務運営)

**内野** 大和総研の内野でございます。

平成二九年三月、金融庁は、「顧客本位の業務運営に関する原則」を策定し、金融事業者はこの原則の受け入れを呼びかけてきました。このとき、金融審議会に提出された金融庁資料では、顧客本位の業務運営に関する原則に盛り込むべき七つの事項が整理されています。

その一つが、「重要な情報の分かりやすい提供」です。これに関連して、先ほど遠藤講師よりお話がありました。昨年八月に公表された金融



内野逸勢 氏

審議会「市場ワーキング・グループ」報告書において、「重要情報シート」の導入と積極的な活用が提言されました。

もう一つ重要なポイントが、「顧客にふさわしいサービスの提供」です。これを実現するため、顧客の資産状況、取引経歴、知識及び取引目的・ニーズを把握することが求められています。これらの中でも、今後は、特に顧客の取引目的・ニーズの把握が重要になってくると思われ、その延長

線上に、ゴールベース・アプローチがあるように思います。これによって、アドバイザーの手数料水準の適正化につながる可能性も出てくるでしょう。

#### （利用者ニーズの多様化）

利用者ニーズの多様化に関連して、三点ほど指摘したいと思います。

一つ目は、ITを利用した情報分析ツールが顧客に普及した結果、金融事業者と顧客の間の情報の非対称性がなくなってきたことです。このことが、金融市場にも大きな影響を与えるようになってきています。

二つ目は、金融市場の構造的なボラティリティが上がってきていることです。ある公開資料によりますと、低金利状態が続く中、一〇年前と同様の高いリターンを得るためには、当時の四倍のり

スクを取らなければならないとされています。その結果、リスク管理のコストが上昇し、アクティブ運用で収益を上げることが難しくなってきました。

三つ目は、SDGsへの関心の高まり、ESG投資の広がりなどを背景として、アウトカムとしてのリターンの定義が、狭い意味での経済的リターンから、社会的な意義を含む社会的リターンに変わってきていることです。

(米国のリテール証券において新たなビジネスモデルが創出され続ける仕組み)

米国のリテール証券においては、パラダイムシフトが起きています。その中身は、「付加価値の追求」と「儲ける仕組みの変革」の二つから成っており、これが、米国のリテール証券のダイナミズムを生んでいます。このことは、日本の証券業

界にも重要な示唆を与えるのではないかと思います。

付加価値の追求は、①投資アドバイスの質の追求、②地域・顧客密着の追求、③顧客を継続的に知ることの追求、④人の役割・責任の追求の四つの要素から成っています。これらの内、「顧客にふさわしいサービスの提供」との関連で、顧客を継続的に知ることの追求が十分であったか、日本の証券業界にとって反省すべき点があるように思います。

儲ける仕組みの変革は、①業務・機能分解、②人とテクノロジーの融合、③生産性の追求、④利便性の追求の四つの要素から成っています。これらの多くは、会社としてのDXへの取り組みと関連してきます。四つの内、人とテクノロジーの融合に関しては、これまで人がやってきたことを自動化・省力化した場合、これまでと同じ付加価値

が確保できるかどうか重要なポイントになってきます。

なお、儲ける仕組みの変革に重きを置き過ぎますと、付加価値を追うことが難しくなる面がありますので、両者のバランスをどう取るかが重要になってきます。

#### （IFAの法的位置づけ）

独立した金融アドバイザー（IFA）の法的位置づけと手数料の構造は国によって異なります。英国では、独立金融アドバイザーは、商品にひもづいた手数料を受け取ることができず、顧客からのアドバイス手数料のみ受け取りが可能とされています。他方、日本では、これに相当する金融商品仲介業者は、顧客から販売手数料を受け取ることは可能ですが、投資助言業・投資顧問業の登録を行わないと、顧客からアドバイス手数料を受け

取ることにはできません。

今後、もし日本が英国の方向に進むのであれば、金融商品仲介業者は、どのような金融商品を販売し、如何にして付加価値を得ていくかを改めて考えていくべきではないかと思えます。

**野村** 内野様、どうもありがとうございます。顧客本位の業務運営を追求していくに当たっては、事業者の付加価値を再構築・再定義して、ビジネスとしてきちんと位置づける必要があるように思います。お話を伺っておりまして、そこに難しさがあると理解しました。ところで、利用者ニーズの多様化が進んでいるとのことですが、今までのニーズと比較して何がどう異なっているのでしょうか。

**内野** これは、資産運用会社の業務に関連します

が、経済的なリターンだけで顧客のニーズを満足

させられるかどうかが問題になります。ビジネスの持続可能性という観点から、金融事業者は、今後、社会的リターンを確保することが求められるようになるのではないかと思います。この点に関連し、英国では、資産運用会社は、アウトカムとしての経済的リターン・社会的リターンに関する考え方を、ファンドごとではなく、全体的な方針として提示しなければならないとされています。この場合、その方針を顧客に説明していく中で、利用者ニーズの多様化に対応していくことが重要になってくると思います。

**野村** 本日の一條先生の基調講演においても、若い世代である、ジェネレーションZのエンパシーを得ることが重要だという御指摘がありました。

今のお話を伺って、重なると感じます

した。

(3) 証券会社の取り組み状況―岡三証券グループ  
**野村** それでは、このような環境変化の下で、証券会社はどのような取り組みを進めているのか、まずは、岡三証券グループの新芝様より御報告をお願いします。

**新芝** 今日のテーマは「環境変化の中の証券業」ということになっています。これを踏まえ、岡三証券グループの具体的な取り組みについて事例を挙げながら御紹介し、そうした意思決定の背景あるいは戦略について単純化して御説明したいと思っています。

(具体的な取り組み)

既に公表されておりますが、岡三証券グループ



新芝宏之 氏

では、中核会社である岡三証券と、非対面のサービス会社である岡三オンライン証券を統合することを決定し、今、統合に向けたプロジェクトを進めているところです。この点について三つ申し上げます。

一つ目として、岡三証券というブランドは残しますが、それに加えて、岡三オンラインというブランドも残してやっていこうと思っています。

二つ目として、両者を統合するに当たって、間

接部門を共有化する他、顧客データを共有化することが重要なポイントになります。これによって、顧客サービスの高度化を図っていきたいと考えています。

三つ目として、顧客の立場から見た統合の意義として、顧客体験価値（CX）の向上を目指していきたいと考えています。

#### （二〇年余りの変化）

この背景について、少し単純化した形で御説明します。個人のインターネット取引の年代別口座数比率に着目します。これを見ますと、この一〇年余りの顕著な変化として以下の点が指摘できます。

一つ目として、年代別口座数の合計は、二〇〇八年三月が一三〇〇万口座、二〇二一年三月が三三〇〇万口座となり、この間に二・五倍に拡大し

ました。

二つ目として、一〇年余り前の年代別口座数は三〇歳代がピークだったのですが、一〇年余り経った今はピークが四〇歳代に移ってきました。このような変化は、おそらく今後も続くだろうと思っと思っています。インターネット取引は、今までのような若い人だけのものではないということがポイントです。

三つ目として、世代別の構成比率の増え方を見ますと、七〇歳代以上が最も大きく増えています。既に退職金をもらい、資産として持っているような団塊世代の方々が、デジタルシニアとして存在感を増していると見てよいように思います。

これらを見ておきますと、これからの時代は対面と非対面の区別がなくなってくると言えるでしょう。

(未来をどう描くか)

次に、未来をどう考えているのかということに触れておきたいと思っています。この点について、私は、将来、新たな投資家が生まれてくるし、新たな資金が流入してくると考えています。

日米の投資信託保有比率に着目します。日本ではアメリカと同様の構造変化が起きるとすれば、日本の投資信託保有比率は今の二倍ぐらいになるだろうと思えます。もう一つ、家計のリスク資産比率に着目します。こちらについても、日本でアメリカと同様の変化が起きるとすれば、日本の家計のリスク資産比率は三倍ぐらいになるだろうと思えます。これを掛け算しますと、今後、日本では、家計の金融資産に非常に大きな変化が起きると見込まれます。その意味で、日本における証券ビジネスのポテンシャルは非常に大きいと考えてもよいように思います。

(戦略)

最後に、当社の戦略について、三つお話ししたいと思います。

一つ目は目的です。当社では、一人一人の顧客に対して、顧客のニーズに合ったきめ細かい対応を行うとともに、付加価値の高いサービスの提供を目指したいと考えています。

二つ目は顧客への対応です。営業員は、一人で大体四〇〇〜五〇〇人の顧客を担当しています。しかし、顧客との関係（RM）を強化していくこととなりますと、アメリカの事例を見ても、営業員一人当りの顧客は一〇〇人ぐらいが適正規模だと思っています。このとき、RMを強化しない四〇〇人の顧客をどうするかが問題になります。選択肢は二つあります。アメリカ流に、顧客を一〇〇人に絞り込んでしまうというのが一つの方法です。二つ目の方法は、デジタル（DX）を強化し、

ネット、コールセンター、AI等を使うことによつて、四〇〇人の顧客にも対応していこうとするものです。当社は、こちらの道を進んでいきたいと考えています。

最後に、RMを強化するセグメント、DXを強化するセグメントのいずれにおいても、共通の目的として、「デジタル、AIを活用した一人ひとりのニーズに応えるOne to Oneマーケティングの実現」が重要であると考えております。このことを申し上げて、ここでの私の結論とさせていただきます。

(4) 証券会社の取り組み状況―岩井コスモホールディングス

野村 続きまして、岩井コスモホールディングスの笹川様より御報告をお願いします。



笹川貴生 氏

**笹川** 当社は、大阪を中心に営業活動を行っております。なぜ当社がこの場に招かれたのかよくわからないのですが、あるいは会場証券にしてはよくやっていると感じ止めていただいたのかもしれない。今日は、当社が実際にどのようなことをしてきたのか、やや細かいところも含めて御説明したいと思います。

(CEOのリーダーシップ)

先ほどの一條先生の基調講演において、非常に心に刺さったお話がありました。それは、DXはCEOアジェンダだ、組織の変革なくしてDXはありえない、CEOのタクトに合わせて組織全体が動き出さなければならないというものでした。

当社では、顧客本位の業務運営に関する原則が策定された二〇一七年以降、環境変化に柔軟に対応できるよう、ITを活用した営業体制の整備に取り組んできました。営業体制の整備に向けて、当年八〇歳のCEOが自ら先頭を切ってこれに取り組んできております。具体化に当たっては、CEO自身が営業店に足を運び、現場の社員に目的や背景などを説明することにより、施策の趣旨を社内に浸透させるよう努めてきました。以下、ITを活用した営業体制の整備について、具体的な取り組みの内容を御紹介します。

(顧客との接触頻度の向上)

台風が来ようと、地震が来ようと、電車が止まろうと、幸か不幸か東証での取引は止まりません。したがって、どのような環境下でも、顧客に情報を提供し、相談に乗って、売買の注文を受け体制を整えることが、顧客本位の業務運営の基本であると理解しています。このためには、離れていても顧客の顔を見ながら面談できるZOOMの活用、セミナー会場に足を運ばなくても最新の情報を入手できるウェビナー(WEBセミナー)の開催など、IT技術は必要不可欠であると認識しています。

二〇一七年に「顧客本位の業務運営に関する原則」が策定された後、当社では、顧客との接触頻度を向上させるためにどのような施策を講じればよいか、営業員を集めて議論を重ねました。解決策としては営業員を増やすという方法もありえま

すが、当社では、それよりもむしろITを活用して接触頻度を高める方策について検討を行ってききました。

(タブレットの活用)

営業員が顧客を訪問できる時間を確保し、顧客訪問の機会を増やすため、どのような施策を講じればよいか、営業員から意見を出してもらいました。具体的には、必要な機器はどのようなものか、どのような情報装備が必要になるのか、その際、どのようなセキュリティリスクが存在するのか、リスクを解決するために講じるべき方策はどのようなものかなど、多面的な課題について議論を重ねました。

議論の中で、営業員からは、限られた勤務時間の中で顧客との接触頻度を増やすため、支店までの出勤時間や、顧客訪問の隙間時間を営業活動に

使えないかという要望が出されました。その結果、タブレットを投入しようという流れになり、二〇一七年一〇月のタブレットの配備に至りました。

なお、セキュリティリスクを回避すべく、営業員には指紋認証機能付きのタブレットを配布しました。タブレットには、日報の作成や交通費の精算などの機能を搭載するとともに、二〇一八年五月からは、CRM（顧客管理システム）も搭載しております。

（ウェブナーの活用等）

当社では、二〇二〇年六月からウェブナーを活用しており、非常に好調に推移してきています。ウェブナーの導入について、やや懐疑的な見方もあり、当初は一〇〇IDから始めました。しかし、今では三〇〇〇IDまで拡大してきていま

す。セミナーに参加された方の内、二〇%台の顧客から何らかの注文が出されるなど、非常に反応の良いサービスになっています。

また、限られた人員でバックオフィスを効率的に回すため、AI（Artificial Intelligence）やRPA（Robotic Process Automation）も積極的に活用しています。

最後に、ITは、人の代わりではなく、むしろ人の生産性を向上させ、顧客リレーションを深めるためのツールとして注目しております。今後、積極的に活用を図っていきたくと考えています。

(5) 中間総括

野村 ここまでのお話を伺いまして、顧客のニーズを的確に捉え、如何にしてそれに沿ったサービスを提供していくかが重要であると理解しまし

た。その際、顧客ニーズを的確に捉えようとすればするほど、顧客ニーズの多様化にも直面していくことが想定されます。このため、サービスのさらなる深化が求められ、その中ではおそらくDXが鍵を握るでしょう。ただし、必ずしもデジタル・イコール若い世代ということではないという御指摘もいただきました。

先ほどの吉永様の御報告では、米国で起きたような構造変化は日本でも起き得るという御指摘をいただきました。今、申し上げたようなことも踏まえ、ここまでの内容について、吉永様からコメントをいただけますでしょうか。

吉永 今、皆様が御説明された内容と、私がアメリカで起きていると申し上げた内容は、基本的には全く矛盾しないと思います。日本ならではの工夫や適応すべき点などは当然あると思いますが、

アドバイスに対して如何にお金をいただくとか、あるいは、先ほど笹川様がおっしゃったように、ITを活用して如何に一人一人の生産性を高めていくかといった方向性は、アメリカでうまくいったモデルと全く矛盾いたしません。

証券会社のDXの方向感は、担当制のある営業員が抱える顧客と、担当営業員がつかない顧客との間で異なると考えており、前者については担当者を省力化や自動化で置き換えるのではなく、担当営業員の能力を拡張する方向で進んでいくもの。これに対し、担当営業員がつかない顧客については、省力化や自動化による生産性向上が発揮されるもの。先ほど新芝様は、これまで一人の営業員が担当していた五〇〇人の顧客の内、一〇〇人についてはRMを強化する一方、他の四〇〇人については、ネット、コールセンター、AIを活用しDXを強化することによって対応したいと言

われました。これは、一〇〇人の顧客については、従来よりも営業員と顧客の関係をさらに強化することを通じ営業員の生産性向上と顧客体験の向上を目指す一方、その他の四〇〇人の顧客については、人に代わるもののウエイトを高め、省力化を図りつつ、顧客体験や生産性を高めていくことを目指すものと解釈いたします。

いずれにせよ、アメリカでも日本でも、目指していく方向は変わらないと考えています。

## 二、今後の環境変化の見通しと証券会社経営の課題・展望

**野村** ここから後半の話題に入ります。今後の環境変化の見通しと、その中での証券会社経営の課題や展望について、登壇されている皆様から御報告をいただきます。まず、内野様、大野様、吉永

様より、それぞれの御専門のお立場から御報告をお願いします。次いで、笹川様、新芝様より、証券会社の経営に携わっておられるお立場から、今後の経営上の課題・展望について御報告いただければと思います。

### (1) 日本の顧客の特性把握と販売チャネルの多様化

(所得階級別世帯比率の推移)

**内野** 先ほどのお話の続きというところもありますが、リテール金融の視点からお話をさせていただきます。

今後の環境変化で最も大きいのは、顧客属性の変化です。一九九〇年から二〇一九年の三〇年間における米国の所得階級別世帯比率の推移に着目します。ここでは、中間所得層と呼ばれる「五万ドル以上、七・五万ドル未満」の層の比率の低下

が顕著です。それ以下の低所得層の比率も低下しています。他方、高所得層の比率は上昇してきています。低所得層、中間所得層の比率が低下する一方、高所得層の比率が上昇しているわけです。

なお、アメリカの二〇一九年と二〇三五年の人口ピラミッドを見ますと、「つりがね型」の形状に大きな変化はなく、投資アドバイスの市場は、将来もポリューム的に安定して推移することが見込まれます。

次に、日本の所得階級別世帯比率の推移に着目します。ここでは、中間層と呼ばれる「五〇〇万円以上、七五〇万円未満」の層の比率が下がるだけでなく、その上の高所得層の比率も低下してきています。逆に、低所得者層の比率が上昇しており、米国とは逆の現象が見られます。富裕層は富裕化しておらず、逆に低所得層がマスカ化している状況にあります。なお、日本の二〇一九年と二〇

三五年の人口ピラミッドを見ますと、米国とは形状が異なり、二〇三五年は若い世代が少ない「つぼ型」になっています。日本では、将来の人口の減少が見込まれています。

今後のビジネスのあり方を考える上で、この点をどう踏まえるかが課題となつてきます。

#### （バランスシートから見る日本の家計の変化）

次に、家計のバランスシートに着目して、日本の家計の変化を見ていきます。三〇歳代から六〇歳代までの世代ごとに、金融資産に占める預貯金、生命保険、有価証券の比率を見てみます。一九九四年から二〇一四年の間に、「三〇歳未満」と「三〇歳代」の世代で預貯金の比率が上昇しています。

同じ期間において、「三〇歳未満」と「三〇歳代」の世代の負債・年収倍率も上昇しています。

低金利下において住宅ローンを組んでいる若い世代がかなり多いことを示しています。このあたりを食っているのが、生命保険や有価証券、つまり将来に向けた資産形成です。

こうした若い世代、中堅の世代の資産形成の現状を変えていくためにも、将来を見据えたライフプランの作成といったことを考えていかなければならないように思います。

（今後の米国のリテール金融のビジネスモデルの方向性）

米国では、リーマンショック前から超富裕層向けのプライベートバンキング市場が縮小し、また、リーマンショック後、ロボアドバイザーの台頭により、富裕層向けのファイナンシャルアドバイザー市場が縮小してきています。今後の米国のリテール金融のビジネスモデルの方向性を考えま

すと、ロボアドバイザーなどのテクノロジート人との融合によるハイブリッドアドバイスの市場が拡大していくことが見込まれます。単なるテクノロジではなく、人とテクノロジの融合によってサービスが提供されるようになるだろうということを強調したいと思います。

（資産管理型中心のビジネスへの移行に向けたCIOモデル）

その一つの例として、資産管理型中心のビジネスへの移行に向けたCIO（チーフ・インベストメント・オフィサー）モデルがあります。

ここでは、顧客に提供されるアドバイスが、投資アドバイスとファイナンシャル・アドバイスの分解されます。前者には、投資プランニングと投資マネジメントが含まれ、後者には、ファイナンシャルプランニングとライフプランニングが含ま

れます。今後、アドバイザリーの付加価値は、ファイナンシャル・アドバイザーの方が大きくなっていくことが見込まれます。投資アドバイザーは営業部門から独立したCIOに集中させ、営業員はファイナンシャル・アドバイザーを通じて顧客とのリレーションに特化することが想定されています。投資アドバイザーはプロダクトアウトのもので、すので、思い切ってこれを分離してしまうという発想も理想型としては必要になってくるように思います。ただし、これは、非常にコストがかかる仕組みになりますので、その点への留意は必要です。

#### (コロナ禍後のDXの方向性)

最後に、コロナ禍後のDXの方向性について触れておきたいと思います。

DXに取り組んでいくためには、徹底したアナ

ログの付加価値の絞り込みと、徹底したデジタル化による仕組みの構築が必要です。デジタル化は、人・モノ、資金・情報の全ての分野にわたります。人を軸に据えながら、一〇年後を見据えて、組織・教育を変えて営業体制を根本的に変えていく必要があります。以上申し上げた点は、非常に漠とした概念的な話ですが、どのようにこれをかみ砕いて具体的な施策に落とし込んでいくかが、今後の経営上の大きな課題になると考えています。

#### (2) 3C分析で見た業界変化の兆し

##### (顧客の変化)

**大野** 私の方は、3C分析の枠組みに基づいて、今後、証券業界はどうなるのかを考えます。具体的には、顧客の変化、競争環境の変化、そして自社の変化の三つの視点からアプローチします。

顧客の変化に関連して、このところ、銀行では、小銭の両替を有料化する動きがあります。最近、ゆうちょ銀行からも、両替手数料の有料化が公表されました。そうしますと、これをきっかけに、銀行から顧客が離反していくことが容易に想定できます。証券業界では、ネット証券に対抗するため、大がかりにインターネットトレードを推進したところ、対面営業の既存顧客が離反してしまふという事態が生じました。IT化を進める過程で、これと同様に、顧客が他社に乗り換えてしまふようなことが起こり得ます。この点は、IT化を推進するに当たって念頭に置かざるをえないところではあります。

近年、さまざまな業界で、新規参入業者が増加しています。例えば、日本貸金業協会では、毎月のように二ケタのペースで新規の業者登録があるようです。同時に、同じぐらいのペースで廃業申

請も出されているようです。このように、業界の新陳代謝が進むことは決して悪いことではないのですが、場合によっては、顧客から業界への信認が揺らぎ、顧客の対応や行動が変化しかねないことに留意する必要があります。

#### (競争環境の変化)

競争環境の変化に関し、新規参入のハードルが低い場合、新規の業者登録が増加し、競争が激化するなどの環境変化が生じることがあります。

また、事業活動を巡るルールが変更されるのを契機に、顧客にとつて、新規事業者のメリットが大きいと感じられるようになり、急激な顧客の乗り換えが進む可能性も出てきます。なお、この点については、新規事業者との差別化を図るため、顧客を例えば五〇〇人から一〇〇人に絞って、対面でのRMの機能の強化を図り、そこで収益の極

大化を図るようなことも戦略の一つになるうかと思えます。

### (自社の変化)

自社の変化について申しますと、行政の規制、ルール、レギュレーションは、毎年のように見直しや高度化が図られています。当社の私どものチームは、金融庁の「金融業界横断的なサイバーセキュリティ演習 (Delta Wall)」に関し、過去五年間、企画と事務局を担ってきております。演習の結果は、業態ごとに大きく異なります。また、同じ業界の中でもその結果には大きな違いがあります。もともと、証券業界について言うと、大手証券の方が地場証券よりもポイントが高いわけではありません。私どもは、ルールやレギュレーションへの理解、デジタルの浸透、組織間の連携など、極めて内部的な取り組みの成否によっ

てこうした違いが生じていると理解しています。経営管理機能の高度化要求は一層高まりますので、如何にこれらの点への感度を高めることができるかが、今後の経営の雌雄を決するのではないかと認識しています。

### (3) アメリカの経験を日本で生かす

(米国対面リテール証券会社の資産収益率)

吉永 先ほどお話しした米国の証券業の動向の延長線上でお話をさせていただきます。

米国の対面リテール証券会社リテール部門の資産収益率(純営業収益÷預り資産)のデータにつきまして、先ほどご覧いただいたものからより長期間に渡り遡り、二〇〇〇年から二〇二〇年までの推移をご覧ください。ここで取り上げるのは、より長期に渡るヒストリカルなデータが利用可能なモルガン・スタンレー、メリルリンチ、U

BSウェルス・マネジメントの大手三社のものです。対面リテール証券業界全般的に、規模の大小やチャネルの違いに関係なく、また独立型FAModelと従業員型FAModelのどちらにも同様に当てはまることですが、米国の対面投資商品販売会社の内、特にフィードベースの営業が中心になっている会社は、ほぼ七〇パーセントの資産収益率水準を現在でも維持しています。

二〇〇八年のリーマンショックの前後ではテクニカルに振れているところもありますが、基本的にはほぼ同水準の資産収益率が、一九九〇年代までさかのぼってもほぼ維持されてきました。一九九〇年代後半には、チャールズ・シユワブのようなデイスカウント証券以外にもネット証券会社が大数多く参入し、また二年前にはオンライン売買のコミッション無料化というような流れの中でも、対面リテール証券会社は、このように安定した資

産収益率を維持してきました。この点は、日本の対面証券会社にとっては、ある意味で良いニュースではないかと思えます。

(米国対面リテール証券会社の純営業収益の内訳)  
次に、モルガン・スタンレー個人部門の純営業収益の内訳と資金収益の寄与度等の推移を見ていただきます。

モルガン・スタンレーは、二〇〇九年にスミス・バーニーを買収しました。したがって、その後、モルガン・スタンレー個人部門の純営業収益は非連続にはね上がっています。しかし、重要なことは、二〇〇九年の前も後も、それぞれに純営業収益が右肩上りで推移していることです。

純営業収益のうち何が増えているかと言いますと、最も増えているのは残高連動手数料です。これが、純営業収益の五〜六割を占めています。基

本的にはラップ関連の手数料です。もう一つ、資金収益が増加してきています。これが、純営業収益の二割強を占めています。資金収益は、主に非投資目的の貸し付けや、預金スweepによる利ざやから成っています。モルガン・スタンレーの場合、二〇一〇年頃から非投資目的の貸し付けを本格的に行うようになり、これが、純営業収益の一割近くにまで増大しています。

ここで申し上げたいことは、純営業収益の本身が変化してきていることです。ラップ関連の手数料の比率がどんどん高まってきています。アドバイザーは、マス富裕層以上の顧客に対し、予見性のある中長期分散投資と、それを担保にした非投資目的の借り入れを、バランスシートの両サイドで持つてもらうようなアドバイスを行っており、それが資金収益の増大にもつながっています。

（米国証券会社の「フィー」と「ストック収益」の中長期傾向と日本における応用可能性）

米国の対面リテール証券会社では、広義のストック収益が純営業収益の八割超を占めています。ここで、広義のストック収益は、ラップを中心とする残高連動手数料と資金収益で構成されます。資金収益は、主に非投資目的の貸し付けや、預金スweepによる利ざやから成っています。

日本では、ゼロ金利状態でもあり、預金スweepによる利ざやは再現できません。しかし、日本でも、中長期の分散投資を行っている顧客に、有価証券を担保とした非投資目的の貸し付けを行うなど、顧客のバランスシートの両サイドに関わることによって、富裕層顧客ならではのニーズに添えていくようなことができるのではないかと思えます。そのようなことができれば、日本でも、資金収益の拡大につなげていくことが可能ではない

でしょうか。

(ゴールベース・アプローチにおける投資と投資家のコア資産との親和的關係)

先ほどの報告の中で、投資家の資産には、コア資産とサテライト資産があると申しました。ここでいうサテライト資産とは、元本が毀損しても人生のゴール実現への影響が限定的な資金を指します。どこを以てサテライト資産として線引きするかはいろいろと議論の余地があるでしょうが、あえて言えば、個人金融資産の割ぐらいがサテライト資産のマックスではないかと思えます。

日本では、個人金融資産の五五％は預貯金です。この預貯金が、コア資産の多くを占めています。せめてその三分の一〜四分の一を投資に誘導しようとするなら、まずゴールにひもづけ、その上で予見可能な中長期分散投資でゴール実現を着

実に目指してもらうことが重要です。こうすることによって、顧客と証券会社、アドバイザーの間でウィン・ウィンの関係を築くことができると信じています。

個人金融資産に占めるサテライト資産の割合が大きく増えることによって、貯蓄から資産形成、あるいは貯蓄から投資が進むようなことは、アメリカでも起きていませんし、日本でも起きると思えません。つまり、短期的な相場の動きに着目した売買が拡大することによって、個人金融資産に占める証券投資資産の割合が現在以上に大きく拡大することは米国でも起きなかったし、日本でも考えにくい。繰り返しになりますが、顧客から人生の目標を聞き、ライフプランを作成してゴールを設定し、ゴールにひもづいた中長期分散投資を行った上、アフターフォローを実行しなければなりません。アフターフォローをやり続けて顧客

の話の聞き続けることと、フィーバーペースでお金をいただくことは表裏一体の関係です。これからの個人金融資産に占める証券資産拡大や貯蓄から資産形成あるいは投資への誘導はゴールベース・アプローチによる中長期分散投資のみによって実現できると考えます。

#### (4) 証券会社経営の課題・展望―岩井コスモホールディングス

(税制の見直しによる現役層の可処分所得拡大)

笹川 今後の証券会社経営の課題として、大胆な内容も含め、五点ほど指摘したいと思います。

一つ目として、現役層の可処分所得が少ないことは、証券会社の経営上大きな制約になると考えています。こうした状態を改善するため、税制面で所得課税から資産課税へのシフトを真剣に考えていただく必要があると思っています。

年を取ると忘れがちですが、若いときは可処分所得が限られています。飲食費、教育資金の他、ローンの返済などもあり、お金がいくらあっても足りない状態です。可処分所得を増やすために最も良い方法は、お金があるところから税金を取るということです。具体的には、資産課税へのシフトが考えられます。個人的な意見ではありますが、こういった大胆な取り組みをしていただく必要があるのではないかと思います。

(証券会社の情報発信能力の強化)

二つ目として、デジタル化が進みますと、証券取引所に上場する魅力が薄れてしまうのではないかとこの危惧を持っています。市場において企業が適切な評価を得られることが上場の大前提です。デジタル化が進み、STO (Security Token Offering) が導入されますと、株式公開による資

金調達の優位性が損なわれ、結果的に市場仲介者としての証券会社の必要性も低下してしまうのではないかと危惧しています。企業が市場で正しく評価されるように、証券会社は、投資家への幅広く細やかな情報提供に努める必要があると考えています。

先ほど遠藤講師も言及されましたが、六月三〇日付で、金融庁より「リスク性金融商品販売に係る顧客意識調査」の結果が公表されました。その中で、私が最も大きなショックを受けたのは、投資家の情報源は何かを問う質問への回答において、インターネット上の記事が四五%、金融機関の担当者が二一%となっていたことです。証券会社も金融機関に含まれているのですが、金融機関の担当者からの情報がインターネット上の記事の半分にとどまっていました。調査の方法に偏りがあるのかもしれませんが、いずれにせよ、対

面証券会社にとっては非常に悲しい事実を突きつけられたように思います。証券会社は、営業員のコンサルティング能力の向上、調査能力や情報発信能力の強化など、顧客とのリレーションの深化を追求していく必要があると考えています。

#### （顧客の利便性の向上とそのためのITの活用）

三つ目として、ITの活用に邁進するあまり、一部の顧客を置き去りにしてはならないと考えています。対面証券会社は、フェース・トゥー・フェースのきめ細やかな営業活動を行い、その対価として、投資家から少し多めの手数料を頂戴しています。ホテルで言えば、素泊まりのビジネスホテルではなく、コンシェルジュ付きの五つ星ホテルに当たります。

近年、IT技術が進歩する中、ITを活用しながら、顧客の利便性をさらに高めていくという経

営業姿勢が求められています。経営層は、ITを活用して生産性の向上を図ろうとして、結果的に、一部の顧客にとって利便性が低下するようなことがないようにしなければなりません。これは、単に高齢者などのITリテラシーの低い投資家を置き去りにしないという意味ではなく、むしろ、ITリテラシーが高い顧客層の中にも、必ずしもITを駆使したサービスを求めているわけではない方がおられると思うからです。再度、ホテルになぞらえて申しますと、生産性を向上させようとするあまり、自動精算機を入れたり、ルームサービスをロボットに行わせたりするようなことは、高い料金をいただく五つ星ホテルとしては、あるべき姿ではないと考えています。IT技術の利用はサービスレベルを上げる手段の一つであって、その導入自体が目的であってはならないと考えています。

(ITを活用したバックオフィスの生産性向上)

四つ目として、ITを活用してバックオフィスの生産性を向上させることには、常に取り組んでいく必要があると考えています。これは、顧客サービスから離れた世界でのITの活用です。で、今後とも積極的にやっていきたいと思えます。

(Z世代への対応の強化)

最後に、先ほども一條先生からお話がありましたが、Z世代への対応が急務だと思っています。Z世代には、共感によって動かされるという特性があります。今後、彼らがコアの投資家層となるとき、共感を基に投資を行うようになる可能性があります。現在でも、投資の内容が、利益追求型企業への投資からESG投資へとシフトしてきておりますが、将来的には、さらにその先まで進

んでいくことになるのではないかと危惧しています。

そうなったとき、従来のように証券会社経由で取引所と取引するのではなく、全く異なった投資の形態が求められることになる可能性もあるように思います。他の分野でも、例えば、これまでは古物商で物を売買していたのが、今やメルカリでの売買にシフトしてきています。メルカリで物が売買できるのであれば、セキユリテイトークンもメルカリで売買できるようになるかもしれません。

そのような時代が目の前に来ているときに、証券会社は、一九〇〇兆円の個人金融資産を資産形成に振り向けてもらうことだけを考えているのが正しいのでしょうか。Z世代とブロックチェーンの登場は、証券界にとってゲームチェンジャーになり得るといふ危機感を持ち、将来のことにも思

いを巡らせなければなりません。

(5) 証券会社経営の課題・展望―岡三証券グループ

プ (構造変化)

新芝 改めて単純化した話をしながら、当社の今後の経営の課題と展望について整理したいと思っています。

最初に、証券市場の構造変化を取り上げたいと思います。一九九八年～二〇二一年までの日経平均株価の推移と、日本証券業協会会員証券会社の経常損益の推移に着目します。これを見ますと、二〇一五年三月期以降、相場環境と会員証券会社の業績の間に乖離が生じるようになり、さらに年を追ってそれが拡大してきています。つまり、相場環境と会員証券会社の業績の間の相関関係が大きく変化してきている状況にあります。

(要因分析)

次に、極端に単純化してその要因分析をしたいと思えます。証券会社が生み出す付加価値の指標として営業収益に着目します。

営業収益は、①手数料率(手数料÷売買代金)、②回転率(売買代金÷預り資産)、③顧客数、④一顧客当たり預り資産(預り資産÷顧客数)の四つの要素の掛け算に分解できます。

それぞれの要素がどのように変化するかを、先ほど申し上げたDXを強化するセグメントとRMを強化するセグメントに分けて見ていきます。

DXを強化していくマスのセグメントにおいては、顧客数は将来的には二倍、三倍になると考えられています。一顧客当たりの預り資産についても、同様に二倍、三倍になっていくでしょう。もっとも、手数料率は、低下する方向にあると言わざるをえません。

他方、RMを強化していくセグメントにおいて

は、顧客数は絞り込んでいかなるをえません。手数料率については、その向上を狙っていくことになるでしょう。そのための手法が、ゴールドベス・アプローチによる残高連動手数料の拡大であったり、あるいは、成功報酬型の手数料体系の模索であったりするのだと思います。イメージとしては富裕層ビジネスと考えてもよいと思うのですが、この点が今後の成長戦略の重要なポイントになってくると考えています。

なお、RM強化のセグメントにおいても、DX強化のセグメントにおいても、適切な戦略を採れば、付加価値を高めていくことは可能であると考えています。

(組織のあり方も変化)

こうした戦略を実行していく上で、組織のあり

方も変わってくると考えています。岡三証券グループの事例について簡単に御説明したいと思えます。

縦にグループのファンクションを並べ、横にプロフィットを創出するさまざまなセグメントを並べます。

プロフィット創出のセグメントを考えると、最も重要なのは地域密着です。この他にも、ネットや富裕層向けサービスなどさまざまなセグメントがあります。これについては、分権化を図っていく必要があると考えています。必ずしも独立した会社でなくてもよいのですが、分権化を図ることを通じて、それぞれの会社や組織が、顧客とのリーションの強化のために、持てる経営資源を集約的に投下できるようにすることが重要になってくると考えています。

他方、ファンクションには、商品・情報、シス

テム、コンタクトセンター、コンプライアンス、管理業務、アセットマネジメントなどが入ってきます。ファンクションについては、各セグメントを通じて共有化を図ることによって、コストの削減とファンクションの高度化が可能になると考えています。プラットフォーム化された共通のインフラをイメージしていただくと思います。

#### (多様性が重要)

最後に、今後の展望に触れておきたいと思っています。証券市場においては、今後、新しい投資家が参入し、新しい資金が入ってくることが見込まれ、証券ビジネスのポテンシャルはまだまだ高いと思っています。証券会社の役割を考えたとき、新しい投資家が入ってきたときにそれをガイドしたり、既存の顧客に対して、きめ細かいアドバイスやコンサルティングを行ったりすることが、今

後、さらに求められるようになると思います。その意味では、証券会社の社会的役割・使命はますます重要になってくると考えています。

さらに、より大きな観点から、サステナビリティの実現のために証券会社、市場はどうあるべきかについて、三段論法のお話ししたいと思います。サステナビリティの実現のためには、第一に、市場機能を發揮させることが重要です。第二に、市場機能の發揮のためには、市場に参加する多様な投資家が必要になってきます。第三に、多様な投資家の参加を促進するためには、多様な証券会社があるべきだと思います。この三段論法でいきますと、サステナビリティの実現のためには、「多様性」がキーワードになるのではないかと考えています。この点を申し上げて、今日の私の話のまとめにしたいと思います。

### 三、まとめ

**野村** 非常に刺激的な報告やコメントがなされ、あつという間に時間が経ってしまったように感じます。

今後、新たな競争相手が参入してくるであろうといったことも含め、証券業界を取り巻く環境は、さらに大きく変化していくのだろうと思います。

本日、何度かお話がでてきましたが、コア資産も含めて家計の金融資産全体を念頭に置けば、証券会社は、これまでも増して、多様な家計のニーズを取り込み、多くの付加価値を提供していく余地があると考えられます。そして、その中で、新たなビジネスを開拓し、発展していく可能性が大いにあるように思われます。同時に、民間

企業として、収益性をきちんと確保していくために、それぞれの会社の判断で、デジタル技術を賢く活用していくことが求められているように思います。

デジタル技術を使いこなすのは人間です。すぐれた人材の確保にも取り組まなければなりません。若い人がこの業界に入って活躍したいと思うような、業界としての魅力を発信していく必要があるでしょう。また、別の業界から、キャリアチェンジでこの業界に入ってこようとする人も積極的に受け入れていきたいです。証券業界のサステナビリティを実現するためにも、多様性に富んだ業態になっていくのが将来に向けた鍵になるように思います。

議論は尽きないところですが、そろそろ予定の時間がまいりましたので、この当たりでこのパネルを終了させていただきます。と思います。

パネリストの皆様、活発な御議論をどうもありがとうございました。（拍手）