2019 年度

証券ゼミナール大会

第 4 テーマ

「今後の証券会社の営業姿勢～国内市場の活性化を念頭に～」

関西学院大学　寺地ゼミナール

鈴木班

目次

序章..... **p.3**

第1章 証券市場について **p.4**

第1節 証券市場の定義 p.4

第2節 証券市場の構成者について..... p.5

第2章 証券市場活性化の意義..... **p.9**

第1節 証券市場の変遷 p.9

第2節 家計の株式投資の現状に関わる施策..... p.16

第3節 証券市場活性化の意義 p.19

第3章 証券市場の有する課題..... **p.20**

第1節 市場参加者への課題 p.20

第2節 証券会社の長期関係構築に向けた課題..... p.25

第3節 独立系フィナンシャルアドバイザー(IFA)に関する課題 p.31

第4章 証券会社の営業姿勢改善による市場の活性化提言..... **p.36**

第1節 市場参加者の課題に対する提言..... p.36

第2節 証券会社の長期関係構築に対する提言..... p.40

第3節 独立系フィナンシャルアドバイザーに対する提言 p.44

終章..... **p.47**

参考文献・参考資料 **p.48**

序章

日本経済は1990年代のバブル崩壊後、戦後初のマイナス成長を余儀なくされ、日本銀行はゼロ金利政策を敢行した。低金利時代の幕開けとともに、銀行や郵便局にただお金を預けているだけでは、貯金はなかなか増えない状況に陥っている。そのような中、現在日本では少子高齢化が急速に進行しており、現役世代の減少から年金制度の崩壊や医療、介護といった社会保障給付費増加の抑制や削減が避けられず、こうした状況下で、財政破綻に陥ることなく退職者を含む国民各層の生活水準を維持していくためには、より多くの国民が現役時代からリスクを伴う投資を経験し自助努力によって老後の生活資金を補充するための資産形成を進めることが必要不可欠になってきおり、個人投資家の証券市場への参加が強く求められている[1]。

このような状況から金融庁は「貯蓄から資産形成へ」[2]というスローガンを掲げ、銀行預金などの安全資産から株式や債券といったリスク資産への資金シフトを実現するための施策として2014年に「少額投資非課税制度(NISA)」[3]の普及を着実に進めた。加えて積立・分散投資を後押しする「つみたてNISA」が配当・譲渡所得等を20年間に渡り非課税にする制度として、導入されている。その他にも毎月の掛け金が所得控除され、運用益も非課税となり、自営業や専業主婦、公務員も加入できる「個人向け確定拠出年金制度(iDeCo)」も導入されている。しかし、現在、日本は預貯金などの安全資産の割合が依然として高く、一方で有価証券等の割合が低いことから、貯蓄から投資へのシフトが行われているとは言い難い。そのため証券会社による資産形成の促進が期待されている。

そこで本稿において、現在、日本の証券市場が抱える課題を明らかにし、証券会社を主体とする施策を提言してゆく。第1章では、証券市場や投資家について概観し、第2章では証券市場の現状を述べ、証券市場の活性化の必要性について言及する。第3章では現在の証券市場の課題を明らかにしてゆき、課題解決の必要性を述べる。最終章の第4章では証券市場の課題を解決し、活性化を促進するための提言を行う。

[1] 森田朗(2018)「人口変動が突きつける日本の将来 社会保障は誰が負担するのか」pp.1-4
[2] 金木利公(2018)「時論～今一度、『貯蓄から投資(資産形成)へ』を考える」p.1
[3] 金融庁「NISAとは？」

第 1 章 証券市場について

本章では証券市場の活性化の施策を論ずるにあたり、第 1 節で証券市場の定義について、第 2 節では証券市場の構成者について述べる。

第 1 節 証券市場の定義

(1) 証券市場

証券市場とは一般に、債権や株式といった有価証券が新たに発行されたり、すでに発行された有価証券が売買されたりする市場のことを指し、資本市場とも呼ばれる。概念的には銀行貸出市場に対比されるものであり、資金提供者はいつでも有価証券を流通市場で転売のうえ、リスクの負担を第三者に転嫁できるところに特徴がある。

取引の対象となる証券の種類を基準として、債券市場と株式市場に分けられる。債券市場においては、国、地方公共団体、民間企業などが発行した債務証書である国債、地方債、政府保証債、普通社債、金融債や、株式への転換を付与された社債である転換社債、新株引受権が付与された社債であるワラント債などが取引される。一方株式市場においては、株式が売買される[4]。

(2) 発行市場

証券市場は発行市場と流通市場に分けられる。発行市場とは、債権の発行、株式の増資というように、新たに発行される有価証券の募集が行われる市場のことをいう[5]。有価証券の発行に際しては通常、不特定多数の投資家からの応募を勧誘するため、アンダーライターである証券業者が企業などの発行者と投資家である応募者との間に立って、有価証券の円滑な発行に向けて尽力している。

(3) 流通市場

発行市場に対して、すでに発行された有価証券が売買される市場のことを流通市場という。流通市場での取引は、証券取引所で行われる取引所取引と、主として証券会社の店頭で行われる店頭取引または店頭市場といわれる 2 つの形態がある[6]。

---

[4] 酒井良清(2016)『金融システム 第 4 版』p. 126
[5] 酒井良清(2016)『金融システム 第 4 版』pp. 126-127
[6] 酒井良清(2016)『金融システム 第 4 版』p. 127

第 2 節 証券市場の構成者について

(1) 証券取引所

証券取引所の基本的機能は、高度に組織化された市場を開設し、その市場に有価証券の大量の需給を集中させ[7]、有価証券の流通性を高めるとともに、需給を反映した公正な価格を形成し、かつその価格を公示することである。

このような高度な流通性の付与と公正な価格形成機能によって、長期信用と短期信用の交換が円滑に行われるとともに、投資家は安心して有価証券に投資できるようになり、ひいては、価格メカニズムによる資金の効率的配分と有価証券の追加発行による資金調達が円滑に行われることになる。一方、公示される価格は、いわゆる公定相場として有価証券の担保価値や財産評価の基準となり、景気の動向を示す重要な指標とされている。

(2) 証券会社

証券会社が行っている固有業務としてディーリング業務、ブローカー業務、アンダーライティング業務、セリング業務の 4 種類がある。

ディーリング業務は証券会社の自己勘定による有価証券の売買のことである。証券会社は自分自身でリスクを持つことになり、相場の変動が証券会社の損益に直接的に影響を与えることになる[8]。

ブローカー業務は投資家などの顧客の指図・注文を受けて有価証券売買の媒介または取次ぎを行うことであり、顧客から有価証券の売買委託手数料を受け取ることになる[9]。

アンダーライティング業務は、企業が株式などの有価証券を発行する場合に、証券会社がこれを売り出す目的で引き受ける。また、有価証券を販売募集に出してその一部が売れ残った場合には、その売れ残り分を証券会社が買い取る義務がある[10]。

セリング業務は、投資家に対して証券の買い入れを勧誘する業務のことである。この業務は引受業者からの委託を受けて行われるものであって、売れ残った証券を証券会社が買い取る義務はない[11]。

---

[7] 米澤康博(2006)『証券市場読本［第 2 版］』p. 32
[8] 釜江廣志(2015)『入門証券市場論〔第 3 版補訂〕』p. 13
[9] 釜江廣志(2015)『入門証券市場論〔第 3 版補訂〕』p. 13
[10] 釜江廣志(2015)『入門証券市場論〔第 3 版補訂〕』p. 13
[11] 釜江廣志(2015)『入門証券市場論〔第 3 版補訂〕』p. 13

(3) 証券会社類型

① 独立系証券会社

独立系証券会社は、野村證券と大和証券の2社が主として挙げられる。2社には共通して、他社と資本関係がないため経営陣に力があり、経営戦略の意思決定が容易であるという点がある。また、昨今「顧客本位」[12]が重視されている中で、全国規模で支店を展開している独立系証券会社は、その地域に根付いた対面証券として経営を行っている。

② 銀行系証券会社

銀行系証券会社は、銀行と資本関係があるため、資本基盤が非常に強固であり、また銀行・フィナンシャルグループとの連携により顧客基盤の拡大が容易である。さらに、銀証連携が加速している中で、グループでワンストップ型ソリューションを提供できる体制の構築を進めている。代表例として、みずほ証券、SMBC 日興証券、三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券が挙げられる[13]。

③ インターネット専業証券会社

インターネット専業証券会社は 1998 年 5 月に松井証券が国内初のネット取引サービスを開始したのを皮切りに、インターネットを利用した証券会社として誕生した。ネット証券が誕生・普及した背景には「金融危機」、「インターネットの普及」、「手数料の自由化」、「株券の電子化」が挙げられる[14]。現在、楽天証券、SBI 証券、カブドットコム証券、松井証券などが大手ネット証券として挙げられる[15]。

④ 外資系証券会社

外資系証券会社は投資銀行業務等ホールセールを中心に営んでいるが、業務内容は様々である。企業を顧客として資金調達や M&A のアドバイス、機関投資家向けに金融商品の売買などを行う[16]。4 大投資銀行はゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー、JP モルガ

---

[12] 金融庁(2017)「顧客本位の業務運営に関する原則」
[13] 大木剛(2019)「2019 年における本邦証券会社の経営展望」
[14] 中山有仁/遠藤正之(2018)「中堅証券会社の差別化戦略の考察 Consider differentiation strategies of medium-sized securities companies」
[15] 大木剛(2019)「2019 年における本邦証券会社の経営展望」
[16] 野村敦子(2014)「欧米の主要な総合金融機関におけるビジネスモデルの方向性」p.14

ン、バンクオブアメリカ[17]を指し、日本でも多くのM&Aを手掛けている。2007年頃の世界金融危機により倒産したリーマン・ブラザースも外資系投資銀行に当たる[18]。

(4) 投資家とその権利

① 個人投資家

サラリーマンや自営業者だけでなく、企業の経営者などが、企業の資産ではなく個人の資産を、証券や投資信託、外貨などの金融資産に直接投資を行う者の総称であり、機関投資家と対になる語である。最近では、日計りで利益を積み重ねるデイトレーダーや、主に外国為替取引において「ミセス・ワタナベ」と呼ばれる専門知識やノウハウを持たない主婦や会社員などの投資家も増えている。

近年の、日本の証券市場における株式売買シェアは外国人投資家の次に高く、市場において存在感を示している。

② 機関投資家

顧客から拠出された資金を運用・管理する法人投資家の総称である。一般に機関投資家と呼ばれるグループをいくつか挙げると、「投資顧問会社」「生命保険会社」、「損害保険会社」、「信託銀行」、「投資信託銀行」、「年金基金」などが主なものである。

生命保険会社や損害保険会社であれば加入者の保険料収入、投資信託会社であれば投資信託を購入した人たちの提供した資金が元手となる。機関投資家の投資戦略としては、短期間での売買を行わずに各企業を吟味した上で買い注文を行い、長期的な企業の成長を見越した投資を行うことが一般的である。また、大量の資金をまとめて運用するので、市場に与える影響も大きい。

③ 外国人投資家

日本の証券市場に投資する外国籍の投資家のこと。具体的には、海外の年金基金や投資信託、保険会社、ヘッジファンドなどの外国の機関投資家やその他の大口投資家のことを指す。外為法により(1)非居住者である個人、(2)外国法令に基づいて設立された法人その他の団体または外国に主たる事務所を有する法人、(3)上記(1)または(2)に掲げる者により直接ま

[17] 野村敦子(2014)「欧米の主要な総合金融機関におけるビジネスモデルの方向性」p.14
[18] 野村敦子(2014)「欧米の主要な総合金融機関におけるビジネスモデルの方向性」p.6

たは間接に保有される議決権の合計が 50%以上を占める法人、(4)非居住者である個人が役員または代表権限を有する役員のいずれかが過半数を占める本邦の法人その他の団体の場合は、外国人投資家であると規定されている[19]。日本版金融ビックバンによる様々な諸政策を行った結果、外国人投資家の参入が促進された。それに伴い日本の証券市場において、外国人投資家の売買シェアが年々高くなっており、その売買動向が注目されている。

④ 投資家の権利

企業に対し出資を行うことで、株式を受け取った者を株主という。株主になるということは、企業の持ち主になるため、企業に対して様々な権利を持つことになる。出資した金額に応じて、配当金や株主優待が享受でき、企業の経営に対して意見を述べることもできる。これが株主の権利であり、株主権とも呼ばれる。増資や株式分割などの割当、配当などの権利が株主に与えられることが確定する権利確定日までに取引が成立することで、株主の権利を得ることができる。

株主権は自益権と共益権の 2 種類に大別される。自益権とは、株主個人の財産的な利益に関する権利のことであり、共益権とは、その行使が株主全体の利害に関する権利のことである[20]。さらに詳細に分類すると、1 株でも保有していれば権利を行使できる単独株主権と、一定割合以上の株式を保有していないと権利を行使できない少数株主権がある。

このように株主権は多少の分類ができるが、主なものは、議決権と利益配当請求権、残余財産分配請求権の 3 つである。議決権とは株主総会に参加した際に、議決に加わる権利のことである。利益配当権とは、自分が保有している株式の数に応じて、企業の利益を配当金という形で受け取ることができる権利であり、残余財産分配請求権とは、企業が解散した時などに、残った企業の資産を分配して受け取ることができる権利である[21]。

上記のような権利を株主は保有しているため、企業にとって株主は無視できない存在であり、特に、一つの企業の株式を多く保有する大株主の動向は株価に影響を与える可能性がある。この資金を求める企業と、資金を提供する株主との仲介者となるのが証券会社である。

---

[19] 日本銀行(2019)「外為法 Q&A（対内直接投資・特定取得編)」
[20] 日本証券経済研究所(2018)『図説日本の証券市場 2018 年版』p. 34
[21] 日本証券業協会「今さら聞けない！投資 Q&A 株主になるとどんな権利があるの？」

第 2 章 証券市場活性化の意義

本章では、第 1 節で証券市場の変遷について高度経済成長期から現在に至るまでの証券市場の過程を述べ、第 2 節では近年の家計の株式投資に関わる施策から、証券市場の活性化に向けた取り組みを見てゆき、続く第 3 節で証券市場活性化の意義について述べる。

第 1 節 証券市場の変遷

(1) 高度経済成長期からバブル期まで

1950 年代後半以降、日本経済は高度経済成長期に突入し、株式市場も株式投資信託ブームを牽引役に活況を呈した。しかし、景気過熱に対応した 1960 年代の公定歩合引き上げを契機に証券市場から資金が一気に流出したため、株価は暴落し、株式市場は一転して後に証券不況と呼ばれる低迷状態に陥った[22]。

このような証券不況の中で、大手である山一証券などが経営危機に瀕したが、日本銀行が政府の要請を受けて行った日銀特融などにより証券恐慌の発生は回避された[23]。

その後、戦後初の国債を発行する方針が決定され、日本経済は再び力強い成長路線に戻り、以後、世界最大の貿易黒字・債権国として、アメリカに次ぐ経済大国に台頭することになった。

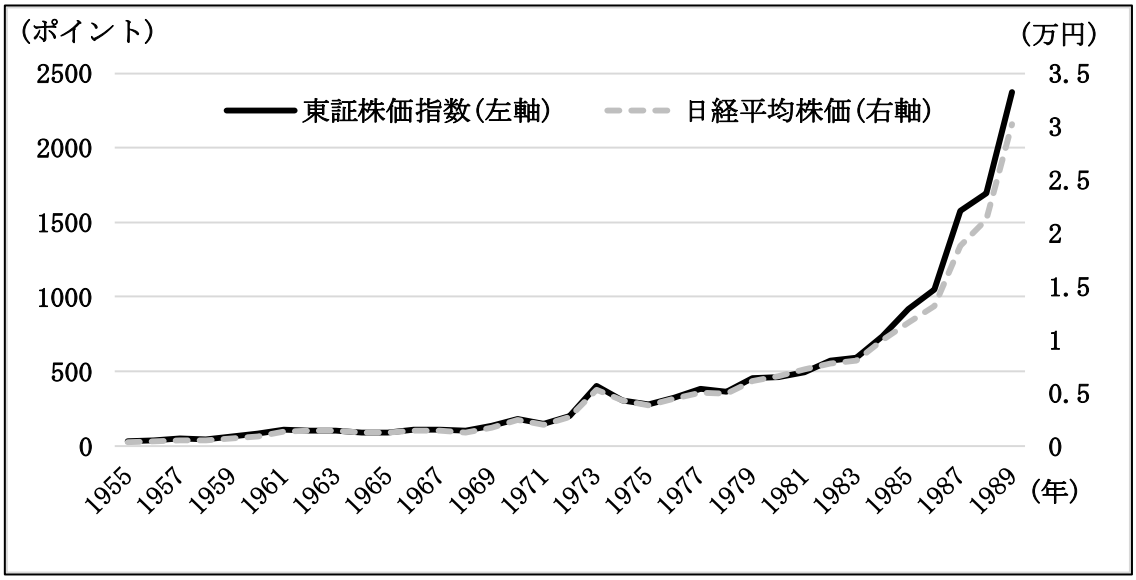
その間に証券市場に影響を与えるものとして、時価発行公募増資の盛行により株式発行市場は資本市場としての機能が拡大し、それに伴い国債流通市場が急拡大した。その他にも、ドル安誘導を決めたプラザ合意による急激な円高を抑制するため低金利・量的緩和政策が推進された[24]。

そうした中、貿易黒字大国・債権大国日本の将来への機運が膨らみ、大量の資金が株式・不動産市場に流入し、資産インフレが高進するといったバブル経済現象が 1980 年代末にかけて広がった。証券市場では、大企業によるエクイティファイナンスが盛んに行われ、【図表 1】のように、証券市場において、株式も取引高の大幅増加を伴い株価が大きく上昇するなど活況を呈した。

---

[22] 日本証券業協会(2012)『新・証券市場 2012』p. 26
[23] 日本証券業協会(2012)『新・証券市場 2012』p. 27
[24] 日本証券経済研究所(2018)『図説日本の証券市場 2018 年版』p. 24

【図表 1】バブル崩壊までの株価推移



出典)日本証券業協会(2012)『新・証券市場 2012』より作成

(2) バブル経済崩壊から現在まで

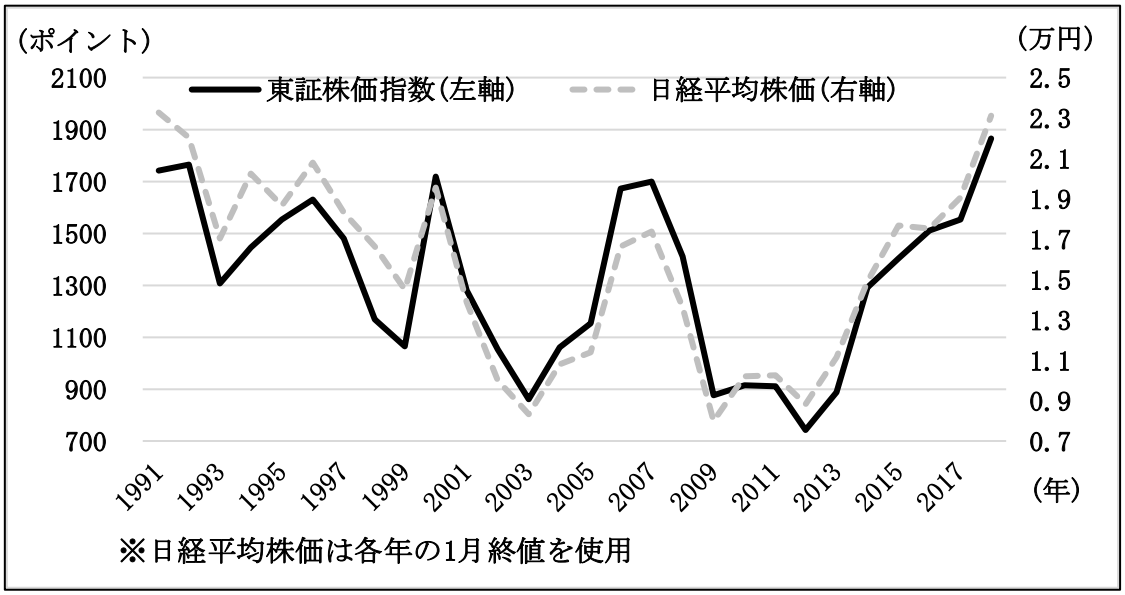
1989 年以降、6 回に渡って行われた公定歩合の引き上げと、不動産関連融資の総量規制の導入をきっかけに、バブル経済は 1990 年に入るとともに崩壊に向かった[25]。その後の安定化措置によって金融システム不安はひとまず沈静化し、株式流通市場も 2000 年にかけて回復色を強めていった。しかし、IT 革命の進展に支えられていたアメリカの株価が下落に転じたのを契機に、日本の株式市場も株価が再び下落傾向に転じた。

2003 年以降は景気の緩やかな拡大を背景に株価は回復傾向を辿ったが、2007 年に表面化したアメリカのサブプライムローン問題を契機とする世界的な金融危機の影響により、日経平均株価は 2009 年にかけ大きく落ち込み、一時バブル崩壊後最安値となる値を付けた[26]。

その後は、アベノミクスによる金融政策、機動的な財政政策の効果もあり、雇用環境や企業収益が緩やかに向上するとともに、【図表 2】のように株価はバブル崩壊前の水準を取り戻しつつある。しかし、【図表 3】から売買高は近年減少傾向にあり,株式市場が活性化しているとは言えない状況である。

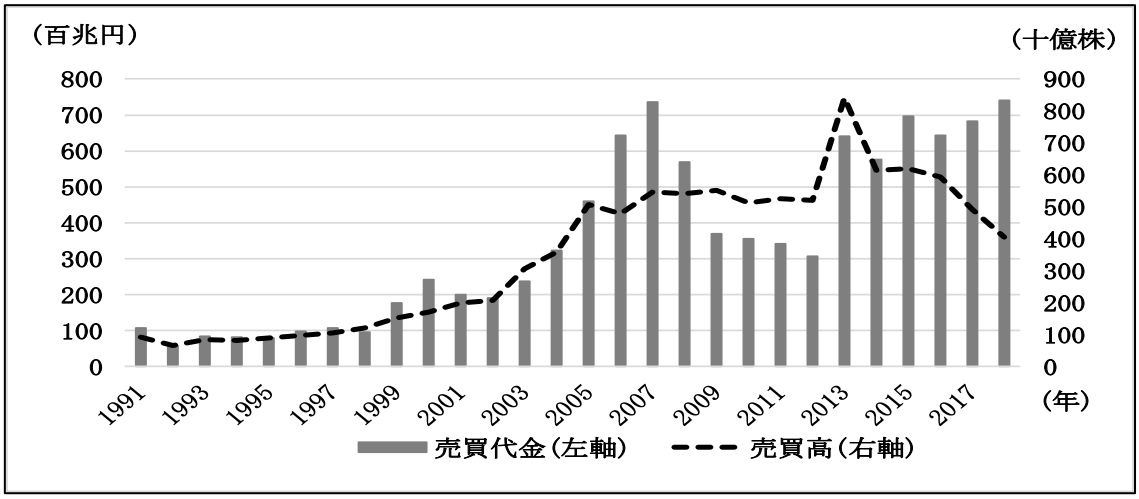
[25] 日本証券業協会(2012)『新・証券市場 2012』p. 28
[26] 日本証券業協会(2012)『新・証券市場 2012』p. 28

【図表 2】バブル崩壊から最近までの株価推移



出典)日本取引所グループ(2018)「TOPIX(東証株価指数)」、Yahoo Japan Finance(2018)「日経平均株価」より作成

【図表 3】東証 1 部取引高と売買代金



出典)日本取引所グループ(2019)「その他統計資料(売買高・売買代金)」より作成

(3) 市場参加者の株式保有構造について

従来、日本の株式保有構造は株式持ち合いを軸としていたが、現在では戦後形成されてきた株式持ち合い体制が崩れ、株主構成が劇的に変化している。そこで、市場参加者の株式保有構造の変化について、本項目では述べてゆく。

遡ること、1950 年代に独占禁止法の立場から、財閥解体を契機に当時財閥が保有していた株式が市中に開放された[27]。それにより個人持株比率は大幅に上昇したが、短期売買志向であることから、直後に売却を行ったため、以後、急速に持株比率は低下した。

その後、日本企業は市場へ参入する外国法人による乗っ取りを恐れ事業法人と，金融機関は株式保有比率を伸ばしていた。しかし、そのような法人による株式の長期、固定保有は株式の利回りを低下させていたため、個人投資家の持株比率は一層低下することになった。また、この状況においても投資利回りを高めようと思えばキャピタルゲインに頼らざるをえず、個人投資家の売買回転率を一層高めた。このような背景から、日本において個人投資家が最も投機的な行動を繰り返す株式市場の構造が形成されていった。

バブル崩壊後において、株価は低迷し含み益も大幅に低下したため，株式保有はもはや有利ではなくなった。1990 年代後半には、銀行等のトレーディング勘定への時価評価の導入、自己資本比率に基づく早期是正措置の導入、金融商品に係る時価会計の導入など、 銀行の株式保有に影響を及ぼしうる諸改革が相次いで実施された[28]。2000 年代には、TOB などが盛んに行われるようになり、持合い体制は一時的に増加傾向となったが、コーポレート・ガバナンスに対する関心が高まるにつれ、金融機関を中心に保有株式の売却が行われ、その保有率を低下させていった。

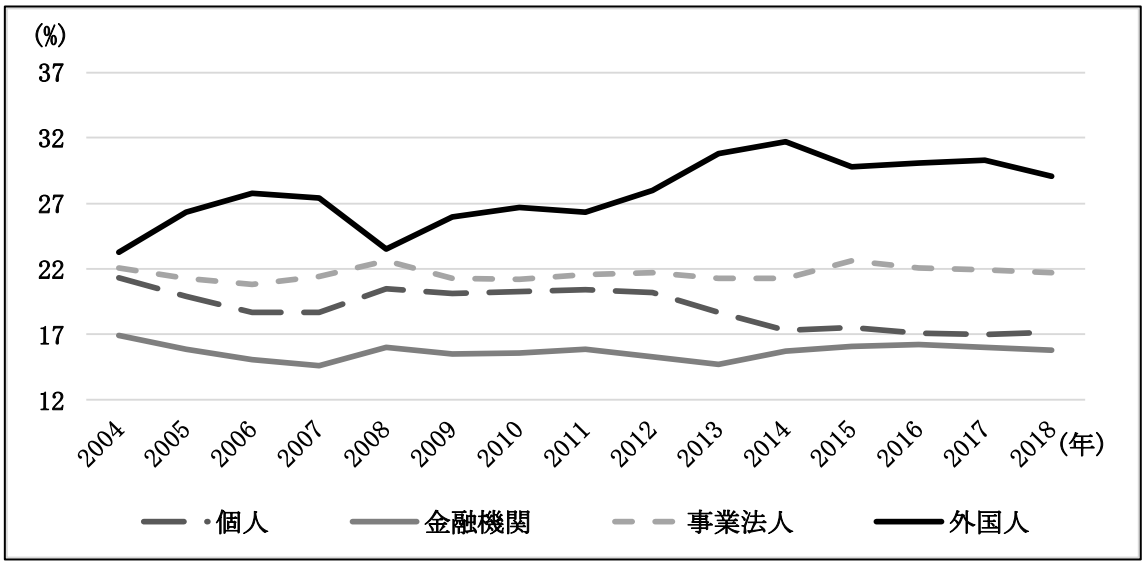
また、2001 年には銀行等の株式保有の制限等に関する法律が成立したことにより、銀行等による株式保有に制限が課されることとなった。これにより、銀行等とその子会社は合算して自己資本相当額を超えて株式等を保有してはならないこととされた。

このような経緯から【図表 4】のように株式持合いの必要性は薄れ、持合いが解消したことで、外国法人等による株式保有割合は上昇傾向を辿り、足元では過去最高を更新しているが、個人の割合は依然として低い状況である。

---

[27] 日本証券経済研究所(2018)『図説日本の証券市場 2018 年版』p. 50
[28] 日本証券経済研究所(2018)『図説日本の証券市場 2018 年版』p. 50

【図表 4】投資部門別株式保有割合



出典)日本証券業協会(2019)「FACT BOOK 2019」より作成

(4) FinTech の台頭

昨今、証券市場をとりまく環境の変化として FinTech の台頭が挙げられる。FinTech とは金融にテクノロジーが結びついて提供される革新的な金融サービスのことを指し、証券取引においても FinTech が活用されており、証券業務に様々な変革をもたらすことが期待され、注目されている。

この FinTech が証券取引において利用されている例として，人工知能（AI）があり、コンピューターが自動的に株式売買注文のタイミングや数量を決めて注文を繰り返すアルゴリズム取引においてパターン認識、異常検知、画像認識などの幅広い分野にわたり AI が用いられている[29]。ホールセール分野ではアルゴリズム取引における活用が急速に進展しており、個人向け資産運用サービスでは、コールセンターにおける相談員の投資助言業務の支援、株価動向に関するチャットでの質問への回答業務、法人向けではビジネスマッチングサービスの提供などで活用されている[30]。

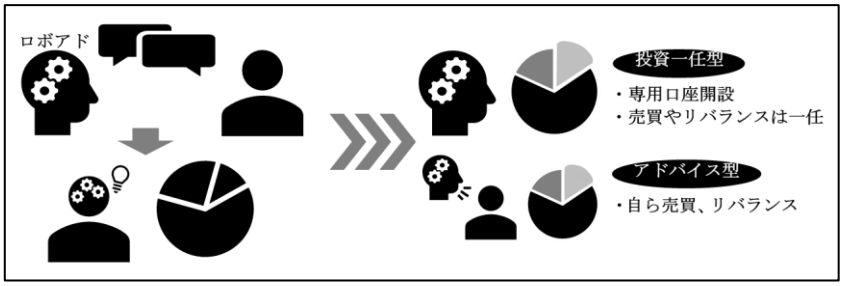
さらに、証券会社における不公正取引に関する売買審査業務、取引所における相場操縦の

[29] 日本証券経済研究所(2018)『図説日本の証券市場 2018 年版』p. 12
[30] 日本証券経済研究所(2018)『図説日本の証券市場 2018 年版』p. 12

監視でも活用が進んでいる。横断的な取り組みとしては、インターネット大手証券をはじめ、大手から地場証券までの幅広い証券会社が証券コンソーシアムを共同設立したことが挙げられる。この証券コンソーシアムは、証券及び証券関連業界が一丸となって、分散台帳技術や生体認証、AI などの先端技術を活用した新たな金融インフラの検討を目的として設立されている。

また、個人投資家向けに資産運用を行うロボアドバイザーにおいても AI が活用されている。【図表 5】のように、オンライン上で AI が運用方針や最適なポートフォリオの提示を行うなどのサービスが提供されており、既に複数の業者で利用されている。

【図表 5】ロボアドについて

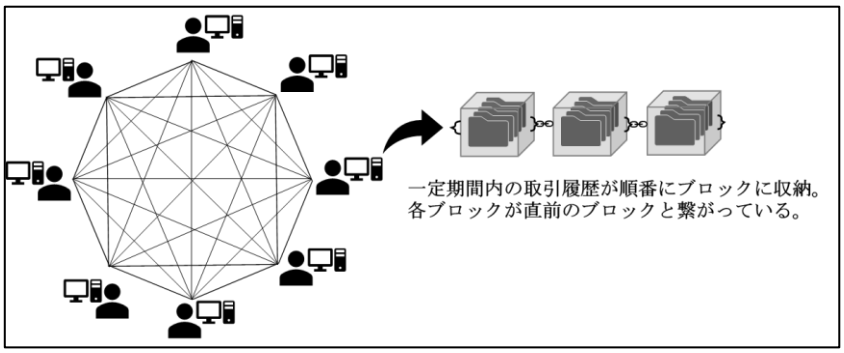


出典)NIKKEI STYLE(2018)「ロボアドバイザーってどんなもの？イチから教えて」より作成

他に証券取引に活用されているものとしてブロックチェーン技術がある。【図表 6】よりブロックチェーンとは、取引履歴を暗号技術によって過去から 1 本の鎖のように繋げ、正確な取引履歴を維持しようとする技術である。ブロックチェーン化された取引記録はその仕組みから、データの破壊や改ざんが困難であり、さらに、複数のシステムがそれぞれ情報を保有し、常に同期が取られる仕組みであるため、一部のシステムが停止や故障を起こしても、システム全体に与える影響は抑えられる[31]。元々は、仮想通貨ビットコインを支える、信頼性を担保するための基盤技術として登場したが、これを未公開株取引や，証券取引所での取引頻度の少ない株式取引などへの応用もなされている。

[31] 全国銀行協会「ブロックチェーンって何？」

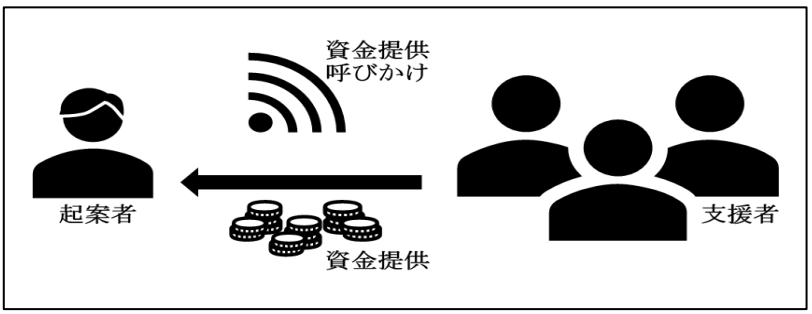
【図表 6】ブロックチェーン技術



出典)全国銀行協会「ブロックチェーンって何？」より作成

また【図表 7】よりクラウドファンディングは，2000 年代後半からアメリカで盛んになった、広く人々から小口資金を募る新しい資金調達の方式である。

【図表 7】クラウドファンディングについて



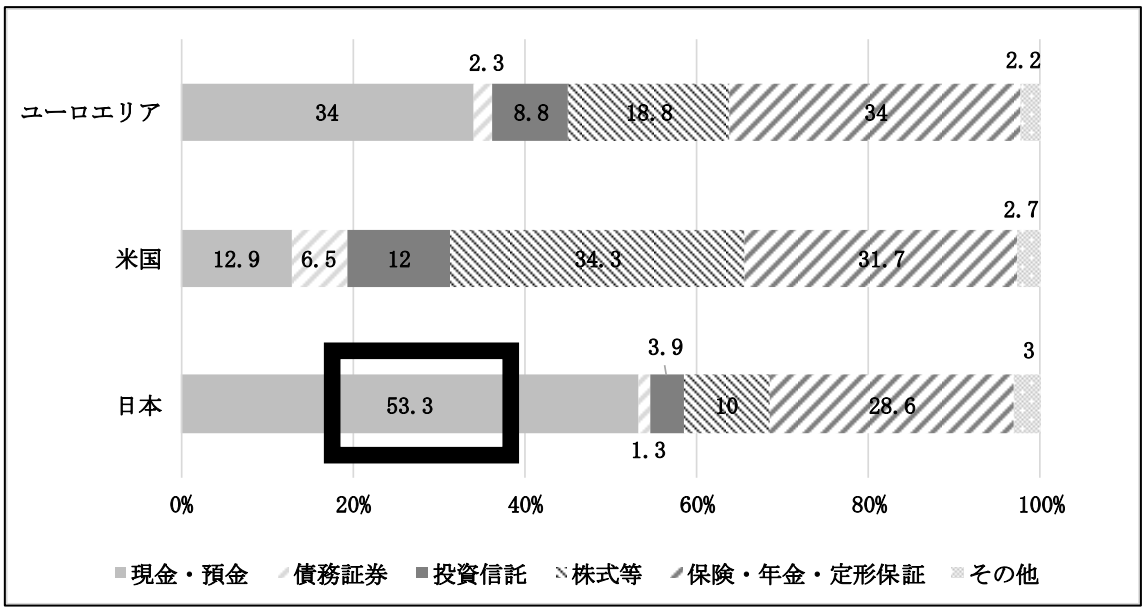
出典)A-port「クラウドファンディングとは」より作成

日本では 2011 年の東日本大震災において、被災地の復興支援金を集めるために大きな役割を果たし、注目された。現在クラウドファンディングには寄付型や融資型に加え購入型もあり、主に資金需要が高いベンチャー企業に有効である。低迷する日本の起業・開業率を改善する一助になると期待される。

第 2 節 家計の株式投資の現状に関わる施策

現在日本の個人の金融資産に占める預貯金の割合は【図表 8】より 53.3%[32]と諸外国と比較しても高い割合を占めていることが分かる。それに対し、株式や有価証券等の保有割合は世界的に低水準となっている。この状況下で政府は貯蓄から投資への移行を促進すべく施策を設けており、本節では NISA 及び iDeCo について言及してゆく。

【図表 8】家計の金融資産構成



出典）日本銀行（2019）「資金循環の日米欧比較」より作成

(1) 少額投資非課税制度（NISA）

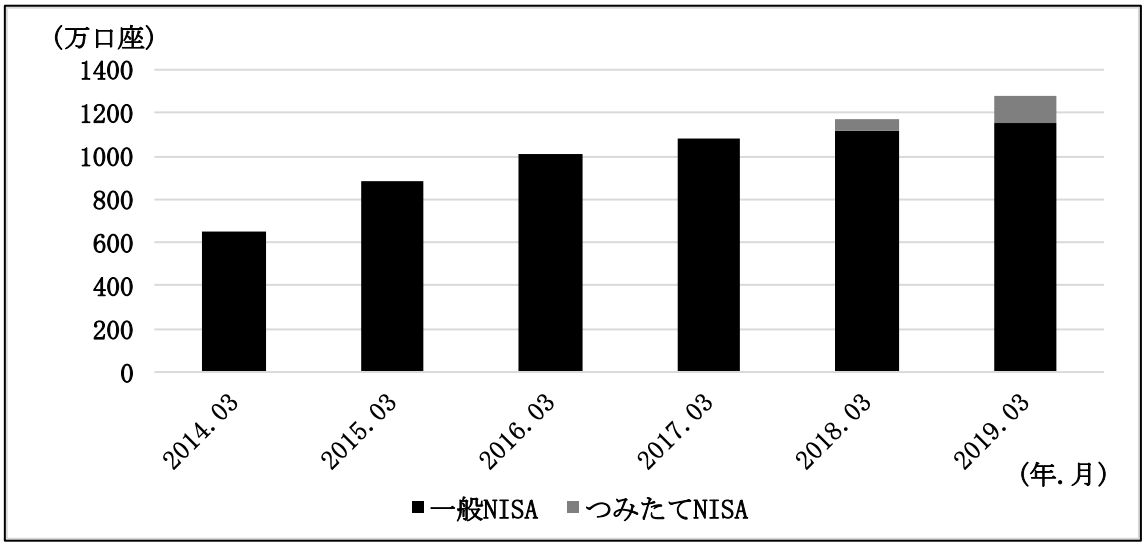
NISA とは、資産形成を後押しするために創設された少額からの投資を行うための非課税制度である。NISA 口座は 1 人 1 口座のみの開設となり、毎年 120 万円[33]の金融商品が購入可能となる。最長 5 年間が非課税期間となり、非課税で保有できる投資総額は最大 600 万円となる[34]。各年に購入した金融商品を保有している間に得た配当金や、売却益も課税されな

[32] 日本銀行（2019）「資金循環の日米欧比較」
[33] 金融庁「NISA とは？」
[34] 金融庁「NISA とは？」

い。これにより、新規投資家が増加することが期待されていたが、【図表 9】から現在 NISA 口座数は伸び悩んでいる。

また、つみたて NISA とは、少額からの長期・積立・分散投資を支援するための非課税制度である。年間 40 万円までを上限としており、非課税期間は 20 年間で最大 800 万円の非課税投資枠が設けられる。購入可能な商品は、長期・積立・分散投資に適した一定の投資信託と上場株式投資信託(ETF)に限られており、投資初心者や幅広い世代に利用されやすい制度となっている。

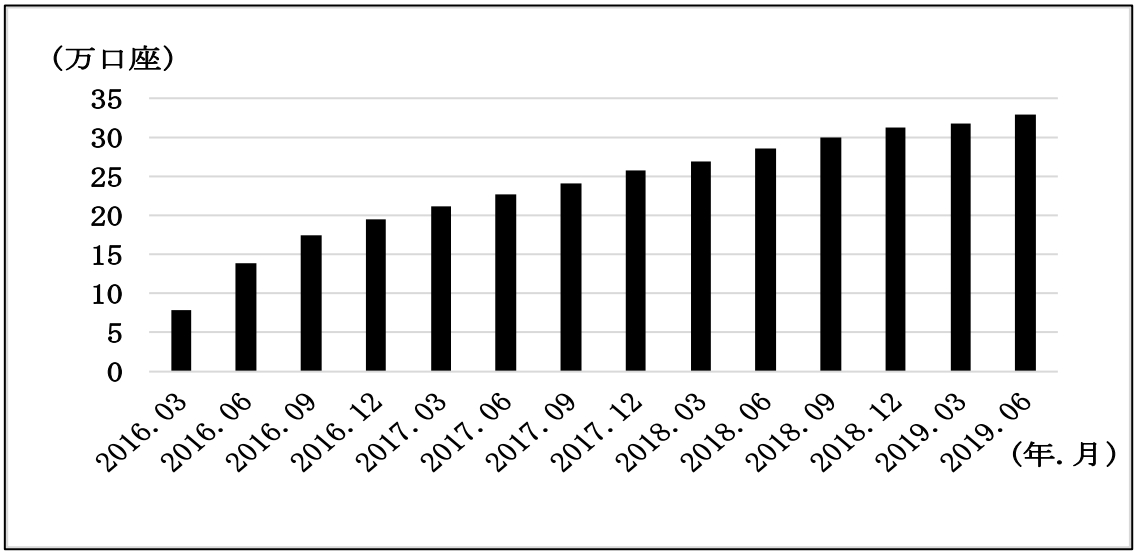
【図表 9】NISA 及びつみたて NISA 口座数の推移



出典)金融庁「NISA・ジュニア NISA 利用状況調査」より作成

また、未成年者少額投資非課税制度としてジュニア NISA がスタートし、NISA 同様口座内で投資した金融商品の配当金、譲渡益等にかかる税金が非課税になる。留意点として、ジュニア NISA は、口座開設者が 18 歳になるまでは払い戻しができず、子供や孫の将来に向けた資産形成を主な目的としている。【図表 10】のように現在ジュニア NISA の口座数は開始時点から緩やかに伸びているものの、近年ではその上昇率も停滞している。

【図表 10】ジュニア NISA の口座数推移



出典)金融庁「NISA・ジュニア NISA 利用状況調査」より作成

(2) 個人型確定拠出年金制度(iDeCo)

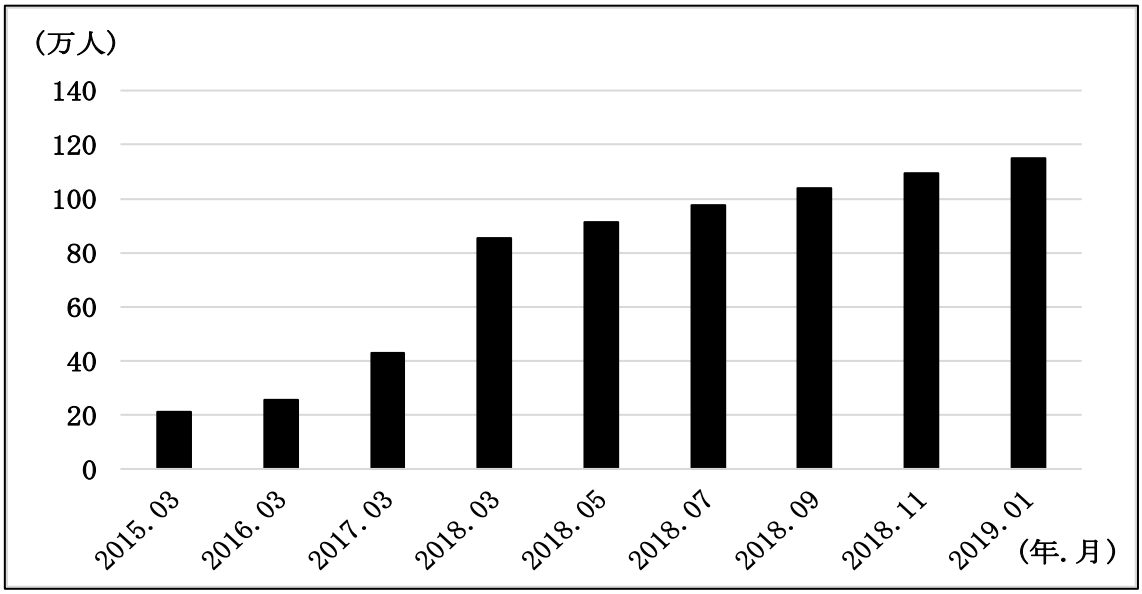
iDeCo とは、自分で掛け金を積み立て運用し、60 歳以降に年金受け取ることができる私的年金制度の一つで、公的年金とは異なり加入は任意となり、国民年金や厚生年金と組み合わせることで、老後の生活安定の一助となる[35]。【図表 11】から、開始以降着実に加入者が増えているが、近年はその勢いも落ち着きだしている。

iDeCo に対しての掛け金や運用益、そして給付を受け取る際には、税制上の優遇措置がとられており、国民年金や厚生年金と組み合わせることにより、より豊かな老後生活を送るための資産形成方法としての役割が期待されている。

また、類似の制度として iDeCo＋が存在する。企業年金を実施していない従業員 100 人以下の中小企業が、個人型確定拠出年金(iDeCo)に加入している従業員の加入者掛け金に対して、事業主が掛け金を上乗せして拠出することができる制度である。企業年金を設けることの難しい中小企業の事業主が、従業員の老後に向けた資産形成を支援できるように創設された[36]。

[35] 厚生労働省「iDeCo の概要」
[36] りそな銀行「企業年金・iDeCo のお客様 中小事業主掛金納付制度（iDeCo＋）」

【図表 11】個人型確定拠出年金制度加入者推移



出典)厚生労働省(2019)「iDeCo を始めとした私的年金の現状と課題」より作成

第 3 節 証券市場活性化の意義

これまで第 2 章内で述べてきたように、現在日本の株価はバブル崩壊以後から、革新的な制度を実施することで、一時はリーマン・ショックによる煽りを受けたものの、回復傾向にある。しかし、日本の株式売買高は近年減少傾向にあり、証券市場が潤っている状態とは言えず、金融庁は投資移行を促進するために NISA や iDeCo など資産形成へ向けた税制優遇制度を創設したが口座数は伸び悩んでいる。また、依然として個人の金融資産に占める預貯金の割合は多く、金融庁が掲げた貯蓄から投資へのスローガンも夢半ばに終わってしまう可能性がある。このように市場環境の変化が大きい中でも、絶えず道を切り開いていくことは証券業界の宿命である。

そこで、我々は証券市場の構成者である証券会社を主体とする証券市場の活性化について述べてゆく。その上で、現在、証券会社または証券市場において懸念されている課題を洗い出し、個々の解決策を論じてゆく。なお、本稿において証券市場の活性化とは投資家層の拡大及び売買高の増加と定義し、市場の区分については株式流通市場と定義づける。続く第 3 章では、証券市場の有する課題について解説してゆく。

第 3 章 証券市場の有する課題

本章では、証券市場の活性化を阻害する現在の課題を挙げてゆく。第 1 節においては、証券市場参加者の課題を若年層と高齢者層に区分し、第 2 節においては、長期関係構築に向けた課題、第 3 節においては、独立系フィナンシャルアドバイザー(IFA)に関する課題について述べてゆく。

第 1 節 市場参加者への課題

現在、日本政府主導の下、貯蓄から投資への移行を呼びかけているが、家計の金融資産に占める預貯金の割合は依然として高く、日本の証券市場は未だ活性化している状態とは言えない。そこで本節では、市場参加者を若年層と高齢者層に区分し、各々の課題について論じてゆく。

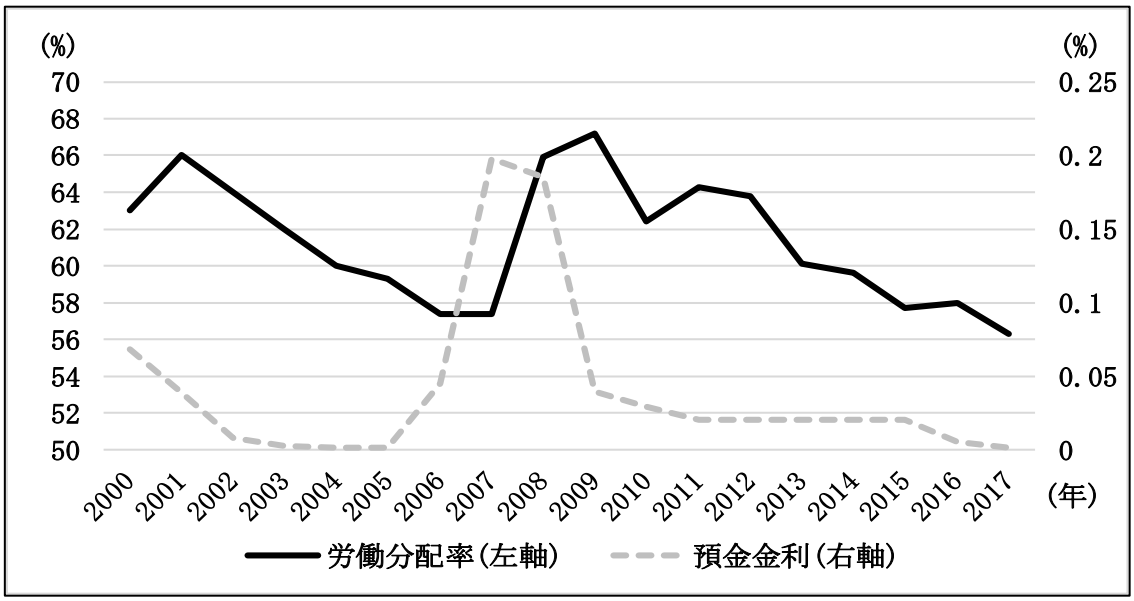
(1) 若年層に向けた課題

これまで投資を支援する制度として、NISA やつみたて NISA、iDeCo 等の税制優遇措置や制度改革の整備が行われてきた。その背景として、超高齢化社会への突入と共に、年金財政が悪化し、将来的に公的年金が安定的に支給されていくのかという懸念が広がっていることが挙げられる。加えて、個人差はあるものの、教育費や新宅購入の費用も依然として高額であり、家計支出を大きく圧迫していることも原因の一つとなっている。

しかし、現在の日本はアベノミクスの効果による長年続いたデフレ脱却の兆しと共に、企業収益は回復しているものの、企業が手元資金を増加させているため、賃金引上げがなされていない。【図表 12】のように、生産された付加価値の内、労働者に還元した割合を示す労働分配率が低下し続けていることから、今後、賃金が上昇する可能性は低く、消費税の増税や資源価格の上昇により更に家計が圧迫されることが予想される。

また、超低金利時代への突入により、預貯金のみによる従来の方法では、資産形成を行うことは困難となっている。そのため、現役世代のうちから将来の人生設計について考え、自助努力による資産形成の重要性が高まっている。このような背景から、金融商品やサービスを適切に選択するために、最低限身につけておくべきとされる金融リテラシー向上の必要性が訴えられている。

【図表 12】預金金利と労働分配率の推移



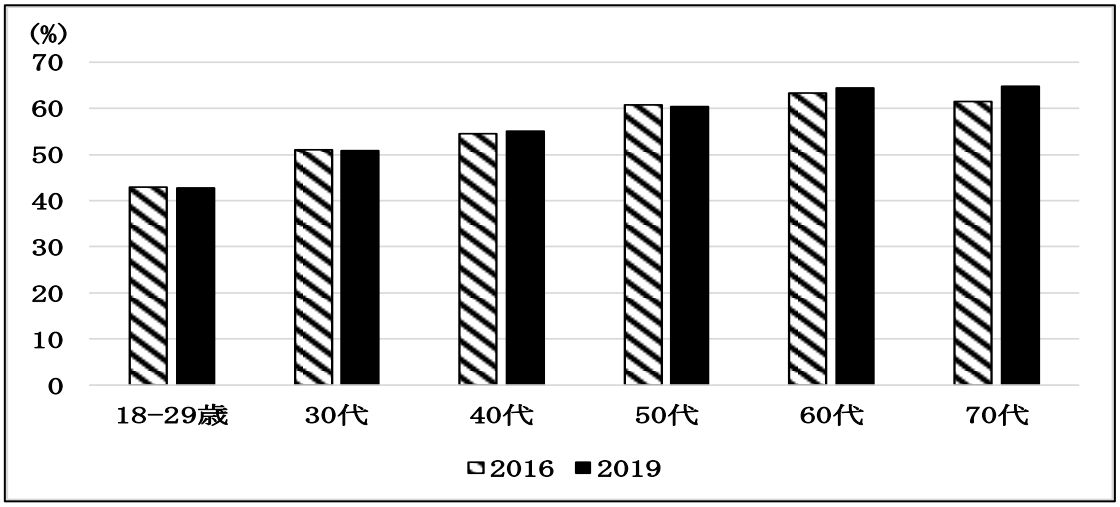
出典)日本銀行「預金種類別店頭表示金利の平均年利率等」、財務総合政策研究所「法人企業統計年報」より作成

【図表 13】は金融に関する知識を推し量るため、金融広報中央委員会が実施したアンケート調査である[37]。下図から正答率は年齢の上昇に比例していることが分かる。また、この調査においては他にも学生の正答率は相対的に低い一方、教員や公務員の正答率は高い傾向であった。加えて、金融資産額が高いほど、正答率が高くなるが傾向があった[38]。この調査でも明らかにされているように、現在の日本の若年層の金融リテラシーの低さは実際に投資経験がなく、さらに金融教育を受けていなかったことに起因しており、金融教育の実施が重要視されている。また、2016 年から投資推進の制度を設けたものの正答率は未だ変化していない状況である。

この若年層の金融リテラシーが低い状態は、20 代や 30 代からの早期の資産形成の必要性が叫ばれる近年の日本においては危機的な状況であり、金融リテラシー向上は急務の課題である。

[37] 金融広報中央委員会(2019)「金融リテラシー調査 2019 年」
[38] 金融広報中央委員会(2019)「金融リテラシー調査 2019 年」

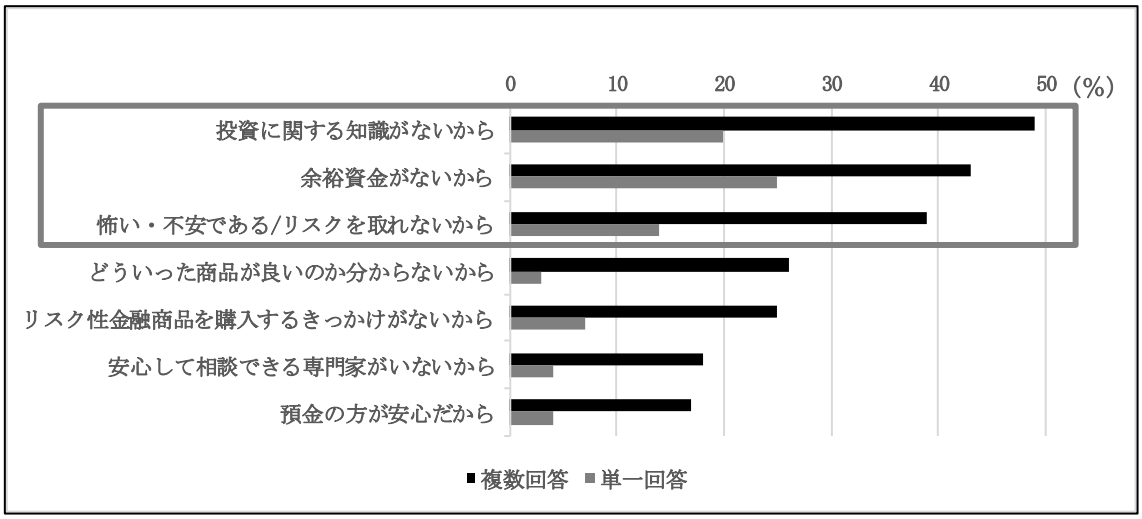
【図表 13】金融正誤問題正答率



出典)金融広報中央委員会(2019)「金融リテラシー調査 2019」より作成

現在、日本で投資が進まない理由として、【図表 14】より投資に関する知識がないことや、投資に見合う資金源がないことなどが挙げられている。

【図表 14】投資が進行しない理由



出典)金融庁(2019)「リスク性金融商品販売にかかる顧客意識調査について」より作成

このような、金融知識の低さを背景に、証券会社ではCSR活動の一環として、金融出張教育を行っており[39]、大学等の教育機関への寄付講座の提供や社会人教育講座への講師派遣、証券会社の業務内容を知るための企業見学や研修などを実施している。

例えば、SMBC 日興証券においては、小学生とその家族が支店を訪れクイズや情報端末などを使った実体験、社員による講義などを通じて、経済やお金の流れ、金融機関の社会的役割などを楽しみながら学べる「家族でワクワク体験DAY」[40]という制度を設けている。

また、野村證券では投資に必要な基礎的な知識、考え方を学べる学習教材の寄贈、株式学習コンテスト「日経STOCKリーグ」と呼ばれる中学生、高校生、大学生を対象とした株式学習コンテストの特別協賛をするなど、若年層の投資拡大に向けて取り組んでいる[41]。

しかし、政府による投資喚起の制度、証券会社による金融出張教育をもってしても若年層の投資拡大には繋がっていない状況である。以上から証券会社は現在の金融出張教育の課題を踏まえた、金融リテラシー向上に向けた取り組みを行う必要がある。

(2) 高齢者層増加に向けた課題

金融業界を巡る大きな変化として挙げられるのが、人口減少・高齢化の進展である。日本の総人口が減少局面に移行する中、長寿化は年々進行し、「人生100 年時代」[42]と呼ばれる高齢社会を迎えようとしている。

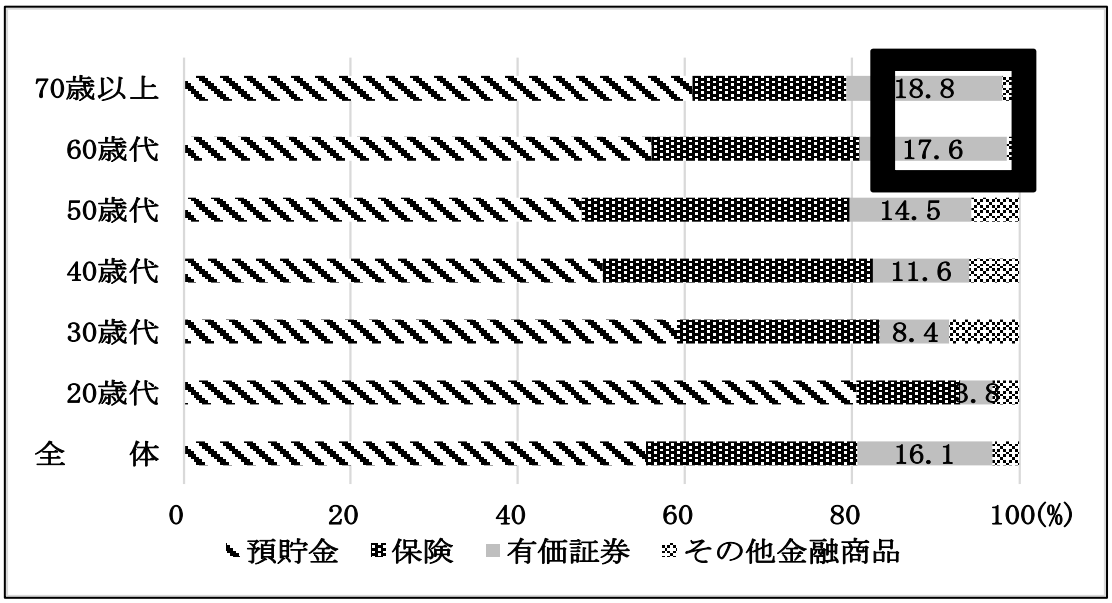
このような長寿社会における新たな課題は、加齢による認知機能の低下である。2030 年度には認知症患者数は、800万人[43]を超えると予想され、日本の全人口の1割近くが認知症になる計算である。また、認知症患者の金融資産は20年以内に100兆～200兆円規模[44]に達することが見込まれ、資産凍結によって日本全体へのリスクマネーの供給が滞る可能性があり、国内総生産の4割に相当するマネーが凍結状態になれば、日本経済の重荷になりかねない。

また、【図表15】より日本の年齢別に見た金融資産では高齢者に株式などの有価証券が集中しており、今後高齢化によりさらに割合が増加するものと見込まれる。

---

[39] SMBC 日興証券「CSR(金融経済教育)」
[40] SMBC 日興証券「CSR(金融経済教育)」
[41] 野村ホールディングス「CSR(金融・経済教育の普及)」
[42] 日本経済新聞社(2018)「金融老年学の実践 野村証券に聞く(投信観測所)」
[43] 小林慶一郎(2019)「『金融老年学』という新たな研究課題」
[44] 小林慶一郎(2019)「『金融老年学』という新たな研究課題」

【図表 15】年齢別に見た金融商品保有額の種類別構成比



出典）金融広報中央委員会（2016）「家計の金融行動に関する世論調査」より作成

この課題に現在講じられている措置として、認知症患者の財産管理をサポートする公的制度である成年後見制度がある。弁護士や司法書士などが後見人となり、家庭裁判所の許可の下で認知症高齢者の財産管理を行う[45]。これには一定範囲を超えた資産の取引において、家庭裁判所の許可が必要とされている。しかし、家庭裁判所にも処理能力の限界があり、既に件数が多すぎるためきめ細かな目配りは期待できない。また、財産を減らさないことが法律上定められているため、金融資産は元本保証される銀行預金に置くよう命じられる。そのため、成年後見制度が普及したとしても、銀行預金が増え、リスクマネー供給の停滞を加速させる。

この制度以外にも、家族信託や遺言代用信託といった、高齢者向けの金融商品やサービスが提供されている。家族信託は委託者の財産管理が、認知症等で困難になる時に備えて、家族に自分の財産の管理や処分する権限を委託者が付与する制度がある。この制度は上記の成年後見制度とは異なり、家庭裁判所による許可を必要としないため自由に財産管理を行

[45] 法務省「成年後見制度～成年後見登記制度～」

える 。また、遺言代行信託は生前に信託会社と信託契約を締結し、委託者が生存している間は自身のために財産を管理また運用し、委託者の死後は親族などに資産を引き継ぐことをあらかじめ決めておく信託である。このように時代背景に合わせた金融商品が開発されている。

ただし、前者の家族信託は契約や登記に最低 100 万円 が必要であることに加え、有価証券を家族信託で運用する場合には信託口座の開設に対応している証券会社において、信託口座の作成が必須となっている。しかし、対応証券会社が少ないことから普及していない。また、後者の遺言代行信託は、信託できる財産が現金のみである。通常、財産には不動産や株式も含まれますが、遺言代用信託では管理・運用ができない。

この課題解決の糸口として現在注目されているのが、金融ジェロントロジーと呼ばれる学問分野である。高齢者の加齢に伴う心身の変化が社会全体に与える影響を、経済学や金融の観点だけでなく、医学や心理学などの関連分野と融合させて研究し、高齢化社会への解決策を論じるものである。長寿高齢化社会を迎えた日本では、金融ジェロントロジーの知見の習得と活用が多くの金融機関に求められている。

対面証券会社では顧客の高齢化に伴って、高齢者向けの金融商品の提供を行っている。具体例として、野村證券は一早くからこの問題に着目し、「人生 100 年パートナー」[46]宣言を発表し、高齢者対応を推進している。相続関連需要が高まる中、高齢者層を手厚くケアし次世代にも顧客を広げ、ファミリー層を取り囲む狙いがある。この他にも信頼して資産形成を相談できる高齢者対応の専門家を育成する取り組みを行っている。高齢者を狙った犯罪が多発する中このような取り組みが推進されている。

しかし、活発に活動する人から認知症を患う人まで老化は個人差が大きく認知症の顧客は資産運用を行うことが困難である。そのため、証券会社が認知症を発症する前に顧客の異変に気付き、速やかに資産承継を行う必要があるが、証券会社営業員を専門家並に育成することは時間やコストの面から懸念点が生じる。ここにおいて、証券会社の高齢者の資産凍結回避に向けた取り組みを行う必要性がある。

第 2 節 証券会社の長期関係構築に向けた課題

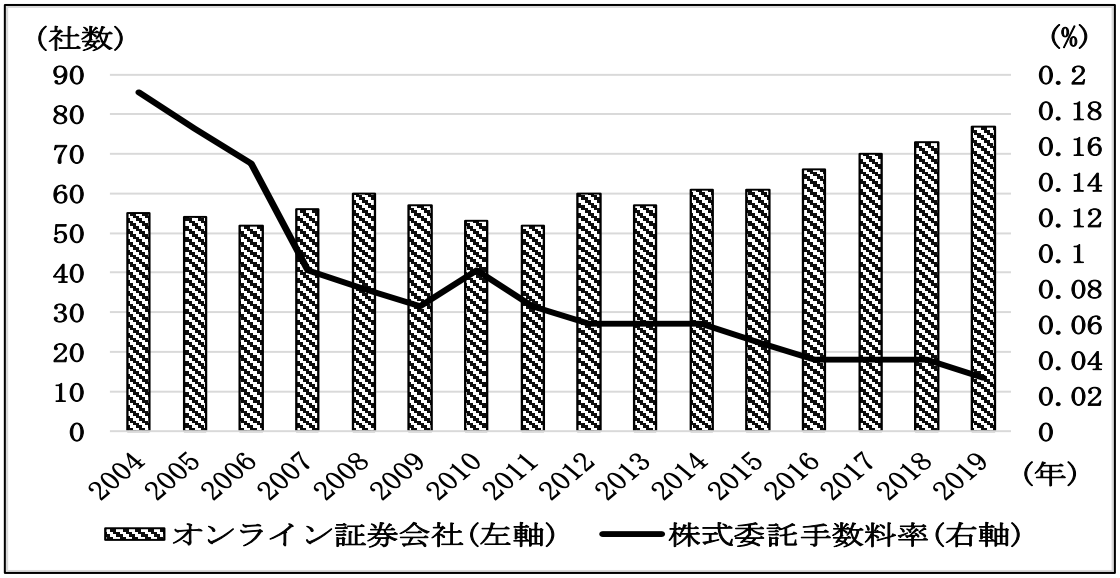
本節では、まず、従来の証券会社の収益モデルに関する課題を述べる。その後、現在変容

[46] 日本経済新聞社(2018)「金融老年学の実践 野村証券に聞く(投信観測所)」

しつつあるビジネスモデルについて述べ、それをもってしても未だ解決していない課題を露わにしてゆく。

日本の証券業界は、この 20 年程で大きく変貌を遂げてきた。アメリカ・イギリス並の証券市場の活性化を目的に 1997 年から政府主導の下で進められた日本版金融ビッグバンにおいて、証券業務改革に関するさまざまな規制緩和が実施された。特に、証券会社の経営に最も大きな影響を与えたのが、1999 年に実施された株式委託手数料の完全自由化である。その後、証券会社間の競争が激化し大幅に手数料率は引き下げられ、1998 年に証券業が免許制から登録制へと移行されたこともあり、業界への新規参入が相次いだ[47]。インターネット専業証券会社の参入が増加し、【図表 16】のように大幅な手数料引き下げによって取引シェアを伸ばした。

【図表 16】証券会社の株式委託手数料率の低下



出典）日本取引所グループ「総合取引参加者の決算概況」、日本証券業協会「インターネット取引に関する調査結果について」より作成

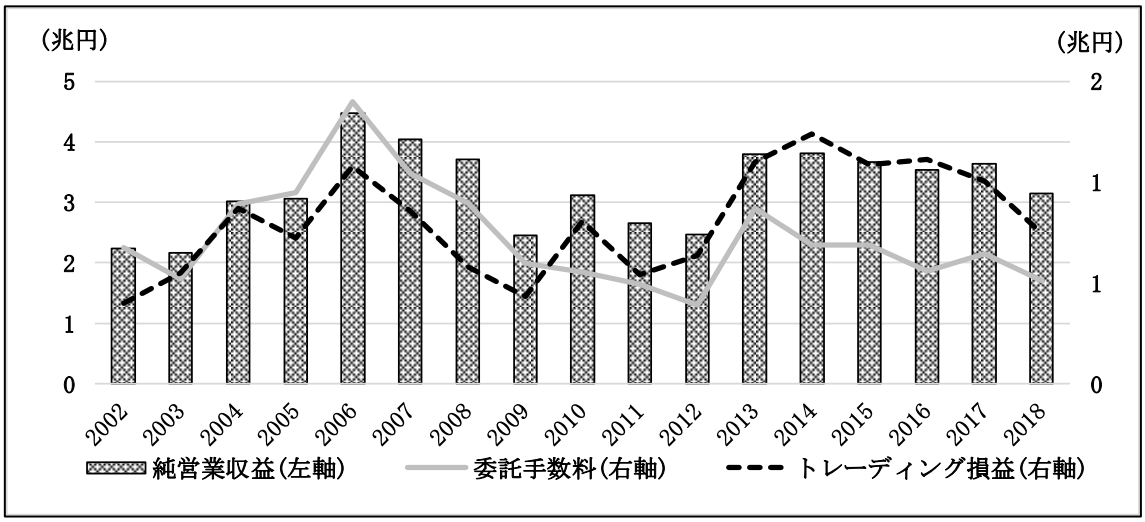
2000 年以降は IT バブルの崩壊とデフレの長期化を背景に株式市場の低迷が続いた。そ

[47] 菅谷幸一（2016）「変容しつつある証券会社の収益構造」p. 2

の後のアメリカのサブプライムローン問題の深刻化、そしてリーマン・ショックを契機とした国際金融危機の発生、さらには欧州債務危機の影響を受けて、証券会社の純営業収益は減少基調となった。こうした状況の中、多くの証券会社は売買手数料に依存した従来の収益構造からの脱却の必要性に迫られていた[48]。

証券会社の従来のビジネスモデルは、株価の動きに左右されやすいフロー収益を軸としており、【図表 17】の証券会社の純営業収益推移を見ても、市況の変化を受けて、証券会社の収支が大きく変動していることが分かる。また、委託手数料収入は手数料率の低下と共に収益の向上が見込めず、証券会社の自己売買による収益であるトレーディング損益もやはり、景気の変動を受けやすく、安定性に欠けている状態である。

【図表 17】証券会社の収益構造



出典）日本証券業協会「会員の決算概況」より作成

業界最大手である野村證券は対面営業にこだわり、営業力の強さにより収益を上げてきた。その方法として、大人数の営業員を使って対面の顧客接点を増やし、多くの商品の売買を受ける営業スタイルがある。会社規模に関わらず、証券業界では対面による販売営業が主流であり、金融商品の販売による手数料収入が主な収入源であったが、金融リテラシーの低

[48] 菅谷幸一（2016）「変容しつつある証券会社の収益構造」p. 2

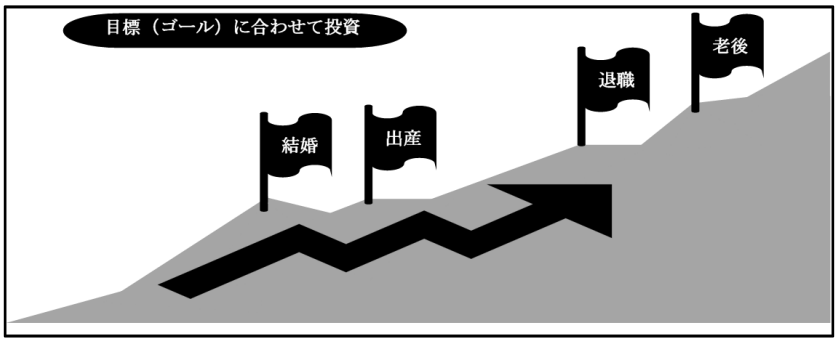
い顧客に対して手数料稼ぎの回転売買を行うことは利益相反関係の問題が生じやすい。

実際、準大手証券会社の東洋証券に業務改善命令、複数社に対して処分まではいかなくとも収益獲得を最優先する営業について指摘がなされた[49]。このことにより、顧客重視ではない証券会社の営業が浮き彫りとなった。金融庁の顧客本位の業務運営の強化等もあり、対面証券はビジネスモデルの改変が急務となっている。

(1) ゴールベースアプローチ

上記で述べた、証券会社のビジネスモデル改変の必要性から、顧客との長期関係構築を促すゴールベースアプローチによる資産形成の考え方が広がっている。【図表 18】のように、ゴールベースとは、個人の夢や目標などを叶えるために資産形成を考える方法で、最終目標を定め、そこから逆算して投資を考えるアプローチである。老後に向けた資金、住宅購入のための資金、レジャーなどの娯楽費用、子供の教育費用など、様々なライフイベントに基づき、何年後に目標とするお金がどれくらい必要かを計算する。

【図表 18】ゴールベースアプローチ



出典）著者作成

このゴールベースアプローチの一環として、大手をはじめとする証券会社は、預かり資産残高に連動した安定性のある収益の拡大に向け、投資信託の他、ラップ口座サービスといった投資一任契約の推進を通じて、収益向上を図っている。

[49] 日本経済新聞社(2019)「中小証券『対面販売』に限界、ネット台頭で構造変化」

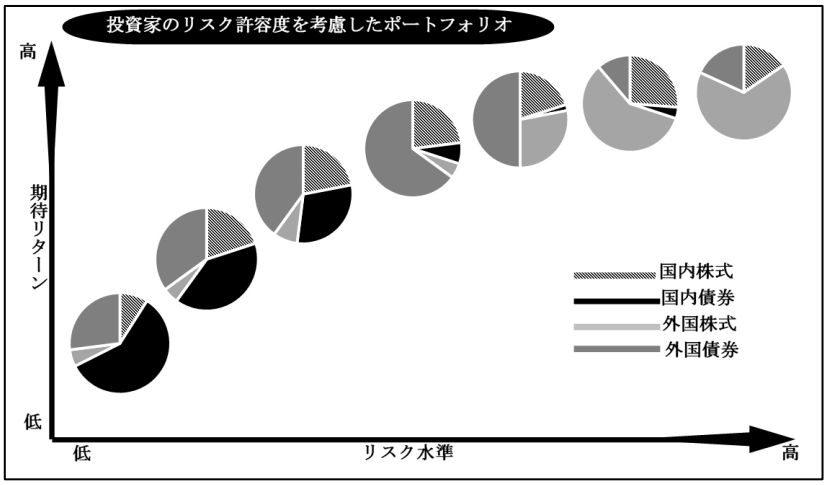
上述のラップ口座とは、投資家が証券会社と投資一任契約を結び、運用方針を示したうえで、実際の資産の運用・管理を専門家に任せる金融サービスであり、投資意向をふまえたリスク許容度で運用することができる[50]。

このように本邦証券会社は、市場環境の逆風を受ける中でも、個人向けビジネスで投資信託等の預かり資産残高に応じたストック収益の拡大を重視する取組みを継続している。

しかし、対面でのゴールベースアプローチの課題として、証券営業員とのゴール設定の過程で、コンプライアンスの面で許容範囲を逸脱したアドバイスや行動をとるケースが見られており、顧客に寄り添った営業を行えていない。また、顧客側も必然的にその金融機関に取り込まれてしまい、医療でいうセカンドオピニオンから遮断された状態になりやすい[51]。

そのような背景から、ロボアドバイザー（ロボアド）によるゴールベースアプローチの資産運用を行うサービスが実施されている。ロボアドは、【図表 19】のように顧客のリスク許容度等を加味したうえで、ゴールを達成するためのポートフォリオの組み方や、組み入れる商品の提案を行い、ロボアドが顧客に対して直接的にサービスを行っている。

【図表 19】ポートフォリオの作成



出典）野村證券「NOMURA のラップ口座」より作成

[50] みずほ証券「ラップ口座とは」
[51] 吉永高士(2019)「証券投資サービスにおける FinTech の使い倒しロボアドバイザーと対面チャネルにおけるゴールベースアプローチへの応用を中心に」

しかし、オンラインでのサービス提供は、利用者が画面上で表示された説明文等をよく理解することなく読み飛ばしていることが多く、読んだとしても知識の欠如等により十分に理解していない可能性がある。このことから、対面でのコミュニケーションによるようなフォローが期待できず、トラブルにつながる恐れもある[52]。

さらに、欧米においてはロボアドのアドバイスの質について議論が交わされており、SECの投資家教育支援局は2015年に、ロボアドのアドバイスが利用者の金融ニーズや目的にとって必ずしも適切とは限らないことについて注意喚起を行い、アメリカで実施された分析では、ロボアドのサービスが必ずしも顧客の最善の利益を追求していないことを明らかにしている[53]。

また、ロボアドが顧客に提案できる商品は限られたものであり、顧客が複雑で高度な金融ニーズや課題を抱えている場合、細かな設定をすることはできず、ゴールの再設定や細かい修正が難しいことから、真にゴールベースアプローチであるとは言い難い。

(2) 証券会社の店舗縮小

現在、実際に証券会社の口座を開設しなかった理由として「十分な知識がないから」、「何から始めてよいかわからない」、「どんな商品を選べばいいかわからない」、「誰に相談すればいいかわからない」など知識不足との回答が多く、実際に口座を開設したが、投資性資産の取引を実施していない理由として、「十分な知識がないから」、「どの銘柄を取引すればいいのかわからなかった」、「実況が変動し取引するタイミングがわからなかった」、「誰に相談すればいいのかわからなかった」などの理由が挙げられた。つまりこのことから、日本人が投資を行わない理由やリスク性資産の取引をしない理由として証券会社のサポート面不足が一因になっていたことがわかる。[54]

証券会社は投資家層の拡大や顧客のニーズを増加させるために、顧客との接点拡大を狙って新規出店を行っていたが、フルスペックの大規模店舗を出店してしまった場合、コストを賄うために商圏人口を大きく設定せざるを得なかった。エリアを拡大すれば、富裕でない地域も担当エリアに入ってくるため、富裕層比率が低くなり、収益効率性を低下させるデメリットが存在した。顧客もエリアが拡大すれば一人当たりの接点も増加しないため、個人の

---

[52] 証券経営研究会(2018)『変貌する金融と証券業』p. 261
[53] 証券経営研究会(2018)『変貌する金融と証券業』p. 262
[54] 三菱UFJフィナンシャル・グループ(2018)「金融リテラシー1万人調査の概要-『投資をしている人』と『投資をしていない人』の違いとは-」

金融資産での預貯金の割合を増加させることはできない。

そのため、現在、大和証券など数社の証券会社はバックオフィスを持たない、低コストで小規模な営業拠点を出店し始めた。効率面でも営業所という小規模店舗は優れており、大和証券では営業所の営業員の比率は 3%であるのにも関わらず、新規客開拓のシェアを全体の6%、資産導入に至っては全体の 30%のシェアに達した[55]。

また営業所は営業員が顧客訪問などで活動する拠点と位置づけられているため、営業の頻度や密度を高めることが可能になった。それにより顧客の証券市場に対する不安を取り除くことができるため、営業所の増加により段階的に、投資家が増加していき、株式市場における売買高も増加すると考えられる。しかし、多くの証券会社の動向に目を向ければ、店舗収縮のため都市部集中型になっており、その業務範囲は狭められている状況である。

第 3 節 独立系フィナンシャルアドバイザー(IFA)に関する課題

日本における家計金融資産の預貯金の割合が高い中、資産形成を実現していく上では、幅広い世代における金融リテラシーの向上が欠かせないと考えられる。現在証券会社において、顧客に様々な金融商品の乗換を行わせ、売買手数料を得る回転販売が横行している。このような状況下において、金融庁は顧客との利益相反関係を解消するフィデューシャリー・デューティーと呼ばれる、顧客の利益を第一優先にすることを金融機関に求め、徹底と監督を行っている。これを推進する金融サービス提供の担い手の一つとして、第三者の立場で顧客にアドバイスや提供を行う独立系フィナンシャルアドバイザー(IFA)が注目されている。ここで、独立系フィナンシャルアドバイザーの先進国であるアメリカを例として比較を行い、日本の IFA について論じてゆく。

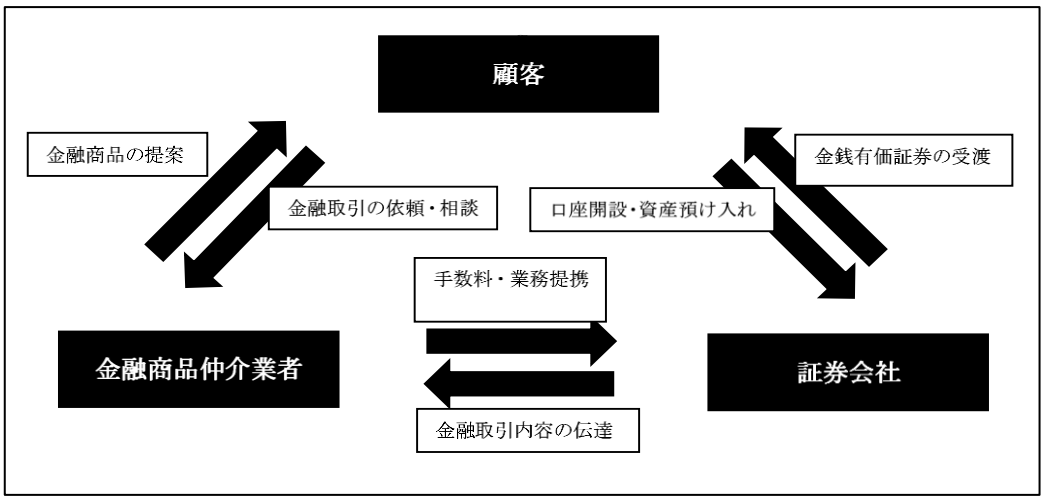
日本における IFA とは、IFA 法人である金融商品仲介業者に所属する外務員である。IFA 法人は証券会社を所属金融機関としており、複数の証券会社への所属が可能となっている。また、IFA 法人所属型とは別に、IFA が IFA 法人へ所属せず、自ら金融商品仲介業の登録を直接行う個人型もある[56]。

IFA の構造として【図表 20】より IFA は証券会社を所属機関としており、業務提携を結ぶことで、初めて仲介業務を行えるようになる。顧客に対してはアドバイス業務を行い金融商品の注文に応じて、証券会社から顧客に引き渡され、売買手数料の一部を IFA が証券会社か

[55] MONEYPLUS(2018)「プチ支店を大量出店、大和証券“営業改革”のガチ具合」
[56] みずほ総合研究所(2019)「独立系フィナンシャルアドバイザー(IFA)に関する調査研究」p.4

ら受け取るシステムとなっている。

【図表 20】IFA の主な構造



出典)みずほ総合研究所(2019)「独立フィナンシャルアドバイザー(IFA)に関する調査研究」より作成

IFA の特徴としては、特定の金融機関に所属せず独立した立場にあり、ノルマや自社運用商品販売のしがらみがなく、顧客との利益相反が生じない。加えて、会社都合の転勤がなく顧客と長期にわたる関係構築が可能であり、日本における IFA 法人は現在 3500 名[57]ほどとなっている。

日本の IFA の主な担い手として【図表 21】より証券会社勤務の人の割合が大きいことが分かる。日本の IFA 法人は、現状では一部を除いて小規模なものが少なく、IFA 法人において一定の収益を確保し事業を継続的に行っていくためには、相応の顧客基盤を確保することが必要となる。顧客基盤が小さい IFA 法人は、他業務と合わせて行う形態が多くみられる。そのため、投資助言業、税理士・会計士事務所、保険代理店、FP サービス、その他代理業・専門サービス等との兼業を行っているケースが多い。

[57] みずほ総合研究所(2019)「独立系フィナンシャルアドバイザー (IFA)に関する調査研究」

【図表 21】IFA になる直前の履歴

順位	経歴	比率
1	証券会社	42%
2	保険代理店	12.5%
3	税務・会計事務所	10%
4	生命保険会社	7.5%
5	フィナンシャルプランナー	7.5%
6	銀行	3.5%
7	不動産会社	3.5%
8	自営業・自由業	2.5%
9	投資顧問業・投資信託業	2%
	その他	9%

出典)みずほ総合研究所(2019)「独立フィナンシャルアドバイザー(IFA)に関する調査研究」より作成

一方アメリカの独立系 FA（IFA）は、現在約 12.7 万人[58]となっている。アメリカの独立系 FA は、登録外務員として個別金融商品の売買を扱う独立投資アドバイザー(IFA)と、投資顧問業として投資一任契約を結ぶ RIA の 2 形態が存在する。

現在アメリカでは、これら独立系 FA が急速に普及しており、大手証券のアドバイザー経由による顧客資産は低下しており、今後さらにシェアが縮小することが見込まれる。この低下の理由として、リーマン･ショック後に個人業務において収益性の見込める富裕層へのフォーカスを強めるようになり、小口顧客との取引を縮小させていったとことが挙げられる。また、顧客側の要因として金融危機を経て、金融機関のブランドを重視する方向から、実際のサービス内容を重視するようになったことが挙げられる[59]。

【図表 22】より IFA について日本とアメリカで比較を行うと形態に違いがみられる。日本の IFA の形態は証券外務員で、投資信託の販売手数料、預かり資産残高に応じた信託報酬等が収益の中心である。一部では、投資助言業・ 投資顧問業を行って投資一任を取り扱っている。アメリカでは、登録外務員型の独立投資アドバイザーと投資顧問業型の RIA があ

[58] みずほ総合研究所(2019)「独立系フィナンシャルアドバイザー(IFA)に関する調査研究」p.6
[59] みずほ総合研究所(2019)「独立系フィナンシャルアドバイザー(IFA)に関する調査研究」p.9

る。RIA は投資一任勘定の提供に基づくフィーが収益の中心となっている一方、独立投資アドバイザーは、日本の IFA と同様に投資信託など個別金融商品の売買手数料や投資信託の預かり資産残高に応じた収益が中心である。

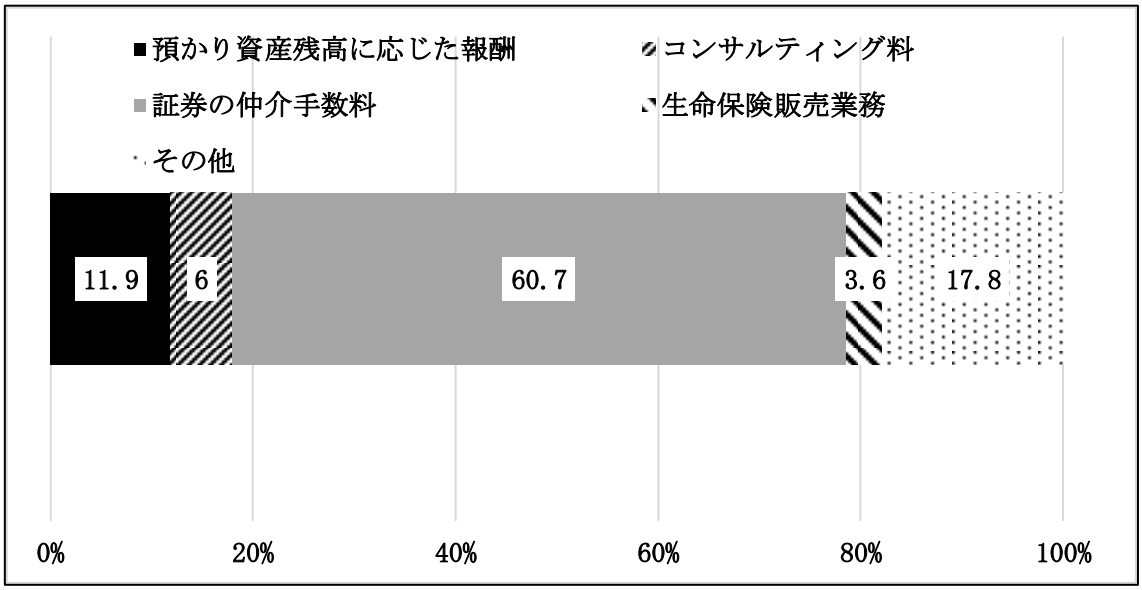
【図表 22】日本とアメリカの比較

	日本	アメリカ	
独立系 FA の名称	IFA	独立投資 アドバイザー	RIA
形態	外務員	登録外務員	投資顧問業
顧客からの 販売手数料受取	○	○	×
顧客からの アドバイスフィー受取	× (投資助言業/投資顧問業登録を行えば可能)	×	○
資産運用会社等 からの信託報酬等受取	○	○	○

出典)みずほ総合研究所(2019)「独立フィナンシャルアドバイザー(IFA)に関する調査研究」より作成

また、収益構造においても、日本とアメリカの IFA には違いが見られる。【図表 23】より、日本の IFA は株や投資信託などの売買手数料を主な収益源としており、過半数を占めていることが分かるが、預かり資産残高に応じた収益は 11%と相対的に少ない。一方で、アメリカは資産残高に応じた収益は全体の約半分を占めており、手数料収入は 30%ほどとなっている。現在日本において、顧客重視経営が叫ばれている中、顧客と長期的な関係の構築のために、注目されつつある IFA もこのように回転販売の抑制には繋がっていない状況である。

【図表 23】日本の IFA(証券会社からの転身)の収益構造



出典）みずほ総合研究所(2019)「独立フィナンシャルアドバイザー(IFA)に関する調査研究」より作成

また、日本における IFA は諸外国と比較しても割合が低い。そのような中、日本において証券会社による IFA 支援サービスが広がりつつある。実際、楽天証券の支援制度は、営業スタートアッププログラムと呼ばれる、IFA が営業開始時に必要となる具体的な取引方法や事務手続き等の研修や、新規 IFA 法人の起業支援、マーケットや商品に関する勉強会やコンプライアンスサポートなど多岐にわたる[60]。

他にも、SBI マネープラザでは社員 IFA と呼ばれる、一定の資格と実務経験を有する者を社員として採用し、収益に応じて最大 50%[61]の報酬を受け取れる明確な報酬体系を定める制度を設けている。社員 IFA 制度は月間賃金の最低保証制度及び在宅勤務制度を設け、福利厚生などの社内制度も他の社員と同様に受けられるなど、安定的に働ける環境を整えている。

しかし、このようなサポートを行っている証券会社は未だ数少なく、より国内で IFA を増加させていくためには、証券会社による支援制度の拡大が肝要である。

[60] みずほ総合研究所(2019)「独立系フィナンシャルアドバイザー(IFA)に関する調査研究」pp.59-60
[61] みずほ総合研究所(2019)「独立系フィナンシャルアドバイザー(IFA)に関する調査研究」p.60

第 4 章 証券会社の営業姿勢改善による市場の活性化提言

本章では、第 3 章で述べた証券市場の課題を元に、証券会社における可能領域での証券市場の活性化について論じてゆく。第 1 節では、若年層の投資拡大に向けた提言、高齢者増加に向けた提言を行い、第 2 節では、ゴールベースと小規模展開による長期関係構築に向けた提言、第 3 節では、IFA に関する提言を行う。

第 1 節 市場参加者の課題に対する提言

(1) 若年層の投資拡大に向けた提言

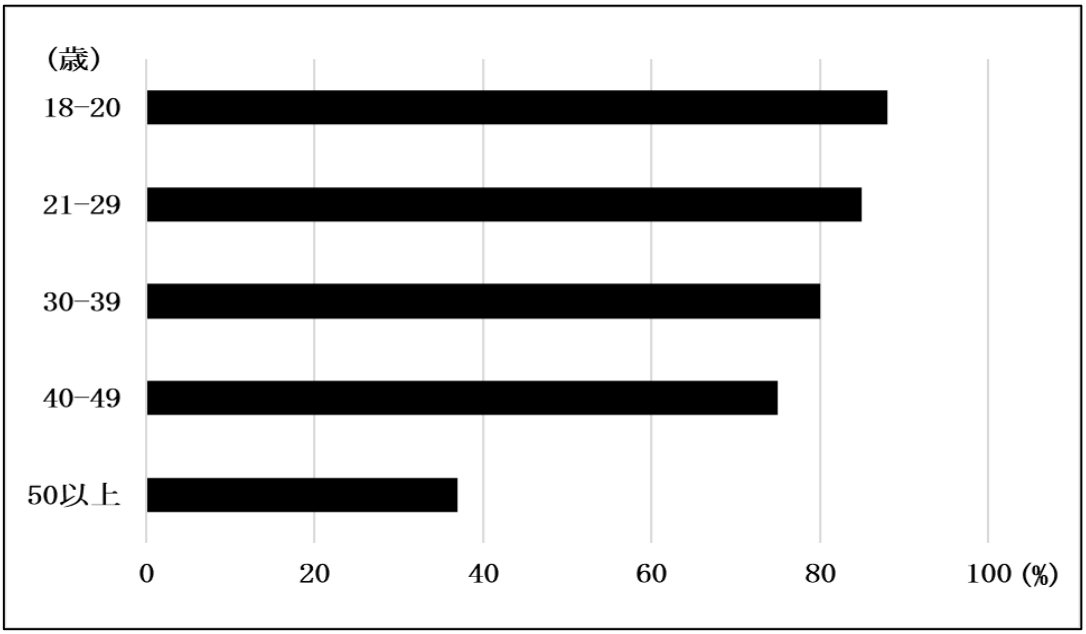
今回我々は提言するにあたり若年層の定義を大学生とする。金融経済教育は無論、なるべく早い段階から始めた方が良く、小学生の時点でカリキュラムに組み込まれるべきだと考えられている。しかし、本稿においては証券会社の可能領域の範囲で提言することが定められており、通常授業内において金融経済教育を取り入れるのは、証券会社が行える範囲ではない。仮に金融出張教育を行うにしても全国の学校を巡るのは現実的には不可能に近い。また、特に資産形成に関する金融経済教育ということであれば、より高い一定の年齢層から始めることが効果的であると我々は考える。また、高校生以下は、資産形成のメリット等の理解は容易ではないことに加え、実際に投資を行う機会がない状態では、実際の行動に結びつけることは困難であると考え、対象は大学生とする。

現在の金融リテラシー教育は、若年層の金融への積極的な関与を伴うものではなく、不十分なものであると言える。そのため、若年層が積極的に、かつ楽しみながら金融リテラシーを身に付けることができる金融リテラシー向上策が必要である。

近年の若年層は生活の一部に SNS が入り込んでいるといっても過言ではなく、とても身近なツールとなっている。その中でも、【図表 24】のように YouTube は利用率が非常に高く、YouTuber（ユーチューバー）という職業が誕生し、若者にとって憧れの職業となるほど、大きな影響力を持っている。

ユーチューバーの動画において度々行われているものの一つに、商品やアプリの紹介といった「企業案件」があり、有名で影響力のある人物の企業案件により紹介されたものは知名度が上がり、売れ行きが向上するといった効果がある。そのため、企業の広報活動においてユーチューバーを利用するというのは若年層へのアプローチとして有効であるため、証券会社が有名ユーチューバーに依頼し、株式投資の様子を動画投稿してもらうことを提言する。

【図表 24】トータルデジタルでの YouTube の利用率



出典)ニールセン(2019)「無料動画アプリは 14%、有料動画アプリは 25%昨年から利用者数を拡大～ニールセン動画サービスの利用状況を発表～」より作成

具体的には、有名ユーチューバーのチャンネルにおいて、継続的に株式投資を始めるところからその運用状況、結果を随時レポートしてもらう形の動画投稿を依頼する。YouTube を活用した証券会社の先例として、野村證券の「マネーの亀」というチャンネルがあり、その登録者数は 7 万人[62]であるが、動画再生回数はまばらである。これは、証券会社により開設されたチャンネルはそもそも認知度が低く、チャンネル登録者数も増加しにくいため、動画の視聴回数も伸び悩む場合があるが、既存のユーチューバーはチャンネル登録者数が多く、視聴者が一定に確保されているため、動画を見てくれる人が多くいることが明らかであるからだ。また、CM 等を使った宣伝には莫大な費用がかかるが、それに比べると、ユーチューバーにかかる費用は安価であるので、証券会社の負担も極力減らすことができる。

証券会社がユーチューバーに依頼することの内容としては、バーチャル投資でも実際の投資でも構わないが、ユーチューバーに資金を提供し、その資金を基に株式投資を含む資産

[62] YouTube「マネーの亀【MANEKAME】」

運用を行ってもらう。その際に、彼らに対して金融教育を綿密に行い、その中身についても動画で公開してもらう。その後、実際に投資を開始してもらい、それに対して証券会社は随時、投資方法についてのアドバイスや金融商品についての知識等を提供していく。理想としては、バーチャルではなく本当のお金を用いた投資を行ってもらいたいが、各証券会社の余裕に合わせ、柔軟に資金提供してくれたら良いと考える。

さらに、各ユーチューバーにはそれぞれの特色があり、それを好んでいる人が視聴するため、その動画内容に対し関心を持ちやすい。この特色を生かすため、証券会社は特色の異なる複数のユーチューバーに資金提供し、投資を行ってもらうと良いと考える。彼らのなかには、過激な動画を投稿する者もいれば、メイク動画といった日常的な動画を投稿する者もいて、リスクを好まず、堅実に投資をする者がいる一方で、高いリターンを求め積極的に売買するような、リスクを好む者もいることが予想されるため、より具体的でリアルな資産運用を若年層に理解してもらえる。証券会社が主催の、ユーチューバー同士で資産運用の結果を競うコンテストを開催してもいいかもしれない。また、YouTube には動画の中にリンク付けをしたテロップ等を入れることができる YouTube カードというものがあり、概要欄に URL を載せることもできるため、この機能を活用し、証券会社の HP へ飛べるようにしたり、金融リテラシーについての記載がある HP へ飛べるようにしたりすることで、動画視聴者が証券会社について知ることが容易になる。

以上のように、若年層にとって身近で関心を持っている YouTube というツールを活用することで、金融についても身近に感じられる可能性が高まり、金融リテラシーを身に付けやすい状況が作れると考える。しかし、YouTube で若年層が資産運用について興味を持ったとしても、若年層を実際に投資に向かわせる仕組みが不十分であれば、資本市場は活性化しない。

そこで、上記のような取り組みで投資に興味を持った若年層を資本市場に誘導するためには、初めから実際の貨幣を使用した投資を行うのはハードルが高いため、バーチャル貨幣を使用した投資シミュレーションアプリを提供するべきである。そのアプリの広告手段として YouTube の概要欄に URL を記載することも一つの手段と考える。

具体的には、証券会社自体がスマートフォンアプリ向け投資シミュレーションゲームを開発し、ゲーム内で仮想の株式や債券などの金融商品を組み合わせて自由にポートフォリオを組み、数か月間ゲーム内で運用させる。そして、開始時と運用終了時で比較し、どれだけ資産を増加させることができたのかで順位を決め、最終成績に応じた賞金を含んだ自社

の証券口座を授与することを提言する。

もちろん現在でも投資シミュレーションゲームは存在するが、ほとんどが証券会社以外のものであり、既存の投資シミュレーションゲームに商品提供をする形で提携することは、実現可能性が低いため、各証券会社が自社のアプリを開発することとする。投資シミュレーションゲームの開発費用及び、賞金に掛かるコストが証券会社の負担となるが、証券会社としては、現在取り組んでいる金融リテラシー教育の一助となり、さらに賞金を自社の口座で贈与する事で、自社の収益の増加につながることから証券会社側の十分なインセンティブになると考える。

以上の YouTube を活用した若年層に対する興味付け及び、証券会社の投資シミュレーションゲームを活用した投資体験の 2 点より、若年層を資本市場に参入させ、有価証券を売買させることができると考える。

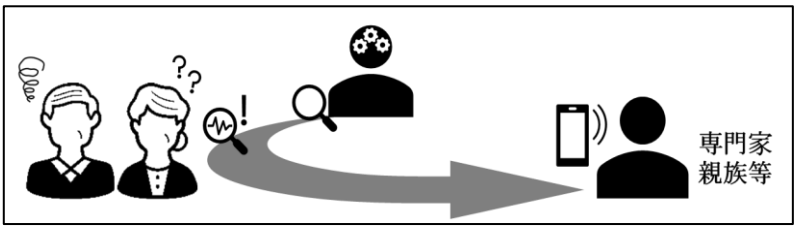
(2) 高齢者増加に向けた提言

対面証券会社が高齢者の顧客のために現在取り組んでいる、高齢者の顧客に対しての接客を学んだ営業員のみに頼った対処法では、これからますます増加する見込みである高齢者の顧客に対して十分なサービスを提供する事ができなくなる危険性がある。そこで、証券会社が FinTech を利用したデジタルツールを導入することにより、将来的に予想される営業員不足を解消し、顧客に対して十分なサービスを提供することを提言する。

具体的には【図表 25】のように、対面証券会社がアメリカのスタートアップ企業である EverSafe 社が提供するような顧客の口座情報から金融詐欺や、認知症が疑われる異常を検知し、親族や専門家へと通知するデジタルツールを用いたサービス[63]を導入し資産承継を促進させることを提言する。対面証券会社は基本的に抱える顧客が多く、各顧客に対して異常な取引がないかを常に口座を確認するなどの細やかなサービスを提供することは困難である。そこで、対面証券会社が上記のようなデジタルツールを導入することで、各顧客に対して、従来の営業体制では困難であった顧客に対して細やかなサービスを提供することが可能になると考える。

[63] 森駿介(2019)「テクノロジーは超高齢社会の金融問題を解決するのか」p. 4

【図表 25】ロボアドバイザーによる潜在認知症患者の感知



出典）著者作成

このようなデジタルツールを用いた、顧客の管理という提言の実現可能性の根拠として対面証券会社の視点から考えると、デメリットとして、デジタルツール導入に伴う対面証券会社のコストの増大が挙げられる。しかし、これからの日本は高齢化が進展していき、それに伴い対面証券会社の顧客の高齢化も進展するため、顧客の資産承継の重要性が増し、ニーズが高まることは確実である。

さらに、顧客が認知症になる前に、後見人に資産承継されることにより、認知症の顧客が資産を保有していた場合と比較して、資産を承継された後見人が活発に資産運用することが考えられる。以上の 2 点から日本の少子高齢化に伴う資産承継のマーケット拡大が見込まれることや、対面証券会社の売買の上昇につながる。つまり、デジタルツールを導入に伴う対面証券会社のコスト増大というデメリットを上回り、対面証券会社にとって収益を上げられる見込みがあることから、十分なインセンティブになると考える。

最後に、認知症の顧客が有価証券を保有していた場合と比較して、後見人に早期に資産承継を行ったほうが活発に有価証券の売買が行われることから、日本のリスクマネーを滞らせることなく、株式流通市場が活性化すると結論付ける。

第 2 節 証券会社の長期関係構築に対する提言

(1) ゴールベースアプローチのハイブリット化

現在アメリカにおいて行われているゴールベース資産管理はというと、まず対面チャネルで先行して普及していたものが、非対面チャネルにも広がったという流れがあるため、対面の営業員がロボアドを駆使しながら、アドバイスを提供するという「ハイブリット型」と呼ばれる形態が主流となりつつある。しかし、アメリカでロボアドを用いたハイブリット型

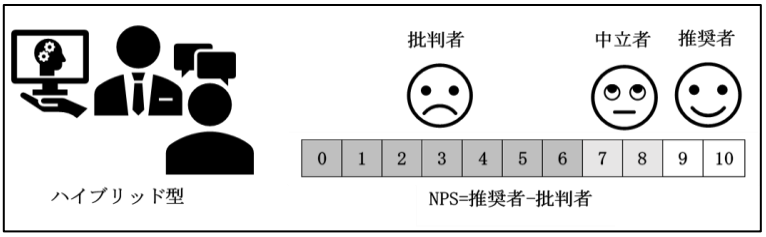
が成長すると見込まれているのも、その基となる対面証券においてゴールベース資産管理が深く浸透し、顧客からの信頼を得られているからだと考えられる。

そこで、日本においてもゴールベース資産管理が対面証券で広く深く浸透していくよう、提言する。

まず、アメリカで行われているゴールベース資産管理とは、「投資商品を売るのではなく、プロセスを売るものである」[64]という言い方がされるように、顧客の話を聞いて、顧客の本人だけでなく複数世代に跨るゴールは何か特定し、そのゴール実現のシナリオを設定したのち、実行手段の提案や継続的レビューを行う。ゴール実現シナリオの設定には、ゴール間の優先順位付けや積立・取崩し計画の策定が含まれ、継続レビュー時にはゴールへの進捗確認や修正を行い、顧客と伴走しながら資産管理をするため、顧客と証券会社の営業員との間で信頼関係が構築されてきた。

このような方法を日本の証券会社でも実現できるように、営業員へ概念の浸透、顧客との会話方法の教育を行う。その結果として、アメリカの例からしても、ゴールベース資産管理を実現できた営業員は顧客からの評価が高まり、長期的な売上を維持できると考えられる。【図表 26】顧客からの評価を判断するためには、NPS(=Net Promoter Score)という、一般的には企業やブランドに対してどれくらいの愛着や信頼があるかを数値化する指数を活用するとともに、顧客への担当者以外の営業員によるヒアリングで、ゴールベース資産管理に則った接客ができているかを確認する。

【図表 26】NPS 構造



出典)impress「顧客ロイヤルティを高める『NPS』のはじめかた」より作成

[64] 吉永高士(2019)「証券投資サービスにおける FinTech の使い倒し」p.34

このように徹底して顧客重視のゴールベース資産管理を行い、その中でも秀でた人物をロールモデルとして評価し、他の営業員のモチベーションアップにつなげる。また、現在日本で使用されているNPS調査票では、接客の細部まで評価できないことや、資産管理の結果についてまでは評価できないため、証券会社独自の項目を追加したNPS調査票を用いる。

さらに、このような手厚い対応ができる顧客数は営業員数の限りもあって多くはないため、対象とする顧客層を絞ることも考えられる。その場合に顧客となるのは、ロボアドに比べて高額な料金を支払うことができる富裕層や、退職後に次ぎの世代のために資産形成をしたい高齢者、投資について知識がなく不安な層であろう。これらの層に重点的にアプローチすることも、投資家層の拡大につながると考えられる。

(2) 証券会社の小規模展開

現在の証券会社の持つ経営体制上の課題を解決するために、大手証券会社は、従来は積極的に出店を行ってこなかった地方や郊外の地域に対して、小規模店舗の出店を進めていくことを提言する。

前章でも述べたように日本人が投資を行っていない理由として、「どのような商品を選べばいいのかわからない」ことや「誰に相談すればいいのかわからなかった」などの証券会社のサポート不足が挙げられた[65]。そのため証券会社は、より顧客が有効な投資を行い、計画的な資産形成を実現することや、投資に対しての懸念点を解決するためのサポートを行うといった、顧客のニーズを重視した店舗設計や顧客のニーズに沿った金融商品の販売を進めていくべきである。

具体例として、顧客のニーズを解決するためにアメリカの証券会社であるエドワード・ジョーンズ社は、一店舗当たり営業員がわずか一人という超小規模店舗を他の証券会社が進出しない郊外に出店している。

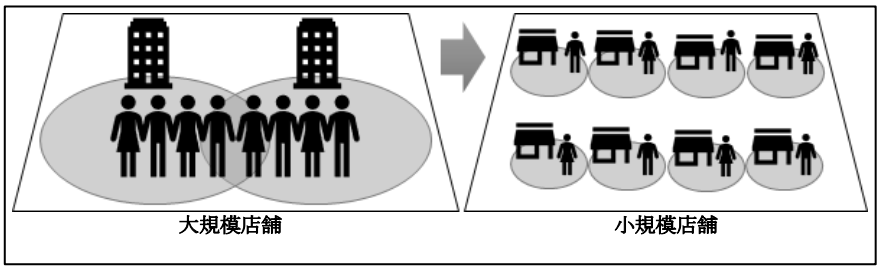
【図表 27】のように、実際、都市部の大規模店舗では家賃支払いなどの莫大な営業コストを確保するために商圏エリアを広める必要があり、様々な顧客のニーズに合った商品を用意する必要や、売買手数料を必要以上に追求する可能性もある[66]。このことは回転売買を誘発させる。

---

[65] 三菱UFJフィナンシャル・グループ(2019)「金融リテラシー1万人調査の概要-『投資をしている人』と『投資をしていない人』の違いとは-」

[66] DIAMOND online(2009)「中小証券会社が羨望のまなざし 米EDジョーンズ“勝利”の秘密」

【図表 27】小規模展開による効果



出典）著者作成

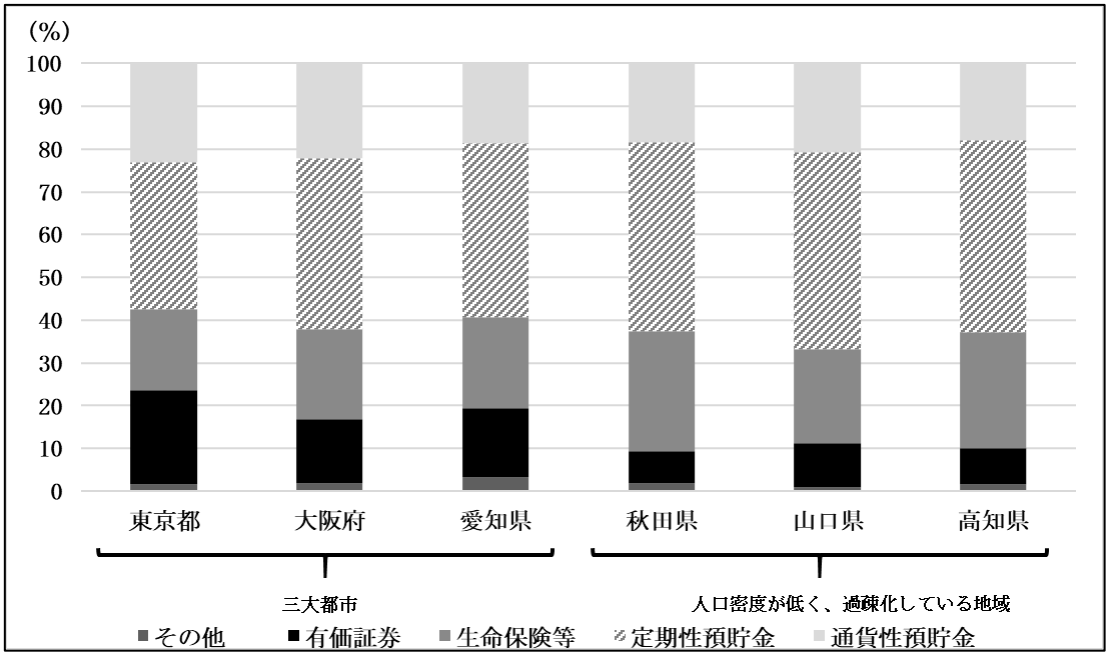
しかし小規模店舗ならば回転売買を行う必要性は薄れ、実際、エドワード・ジョーンズの主力商品は時価総額や流動性が高く、安定しており、堅い動きをする大型株や基本的に信託期間が無期限もしくは 10 年程度の長期である独立系運用会社によるオープン型の投資信託商品であり、顧客の長期保有による安定的な資産形成を目的としている。

そのため、今までの証券会社と比べて、金融商品が絞られているため、日本人が投資しない理由として挙げていた「何から始めてよいかわからない」や「どの商品を選べばいいのかわからない」という問題や、長期保有目的の金融商品がほとんどであるため、「実況が変動し取引するタイミングがわからなかった」という問題を解決することができる。

さらに日本人が口座開設を検討しなかった理由や実際に口座を開設したが、投資性資産の取引を実施しなかった理由として挙げられるものに「十分な知識がないから」や「何から始めてよいかわからない」、さらには「誰に相談すればいいかわからなかった」などがあったが、商圏エリアを絞った超小規模店舗ならば顧客一人一人に対しての証券会社のサポートが行き届かせられるため、このような懸念点も解消することができる。

【図表 28】より三大都市と比べて、地方都市は有価証券の保有比率は低いものの、従来の大型店舗の出店では営業コストを賄うことは困難であった。しかし、超小規模出店ならば、そのような地域に出店することも可能であり、地方都市の人々の有価証券保有比率を上昇させることもできる。

【図表 28】地域別金融資産構造



出典)総務省統計局(2014)「平成 26 年全国消費実態調査」、総務省統計局(2019)「第六十八回日本統計年鑑 平成 31 年」より作成

これにより投資に対して不安感のあった日本人が投資を行いやすくなるため、証券市場においての新規投資家層の拡大や株式売買高の増加を実現することにつながる。

第 3 節 独立系フィナンシャルアドバイザーに対する提言

現在フィデューシャリー・デューティーの観点から、証券会社から独立した形でアドバイザリー業務を行う IFA が注目されているが、収益分布をみると株や投資信託等の売買手数料が大部分を占めており、IFA が真に顧客本位の経営を行えているとは言えない。また、諸外国と比べると日本の独立系アドバイザー数は相対的に低いことも問題点として挙げられた。そこで我々は IFA の報酬体系を変えると共に、取引プラットフォームを提供する主体たる証券会社の IFA 支援制度を充実させることを提言する。

具体的には、IFA の金融商品の売買にかかる売買手数料率を押し下げ、預かり資産残高に

応じた手数料率を上げる。現在、楽天証券が「管理口座コース」[67]と呼ばれる IFA が売買手数料を従来よりも安い、または 0 円とする代わりに、顧客の預かり資産残高に応じた手数料を管理口座料として受取り、管理口座料から IFA への報酬が支払われる提言と類似した制度が存在する。

しかし、このコースにおいて、売買手数料は IFA の報酬加算対象とはならず、実質的に顧客の預かり資産残高に連動して IFA の報酬が増減する仕組みである。確かに、売買手数料を加算対象としなければ、回転売買のインセンティブは小さいと考えられる。ただし、現在 IFA は売買手数料減少により収益低下に直面しており、当初の預かり資産が少ないことが想定される IFA にとって、投資信託等の売買手数料ではなく預かり資産残高に応じた代行手数料に多くを依拠することは、収益面から厳しいことから、売買手数料率を報酬加算対象にしないことは新規 IFA の抑制となることが予想される。そのため、IFA の金融商品の売買にかかる売買手数料率を押し下げて報酬加算対象とし、預かり資産残高に応じた代行手数料率を上げることで、顧客基盤の弱い IFA が顧客本位の経営が行うことができると考える。

また、低割合の日本の IFA に関する課題に対しては、IFA の認知度が低いことや認知度が低いゆえに顧客から IFA への価値認識が高まらないことが原因として挙げられる。そこでアメリカの独立系証券を模倣した様々な支援制度を設ける。

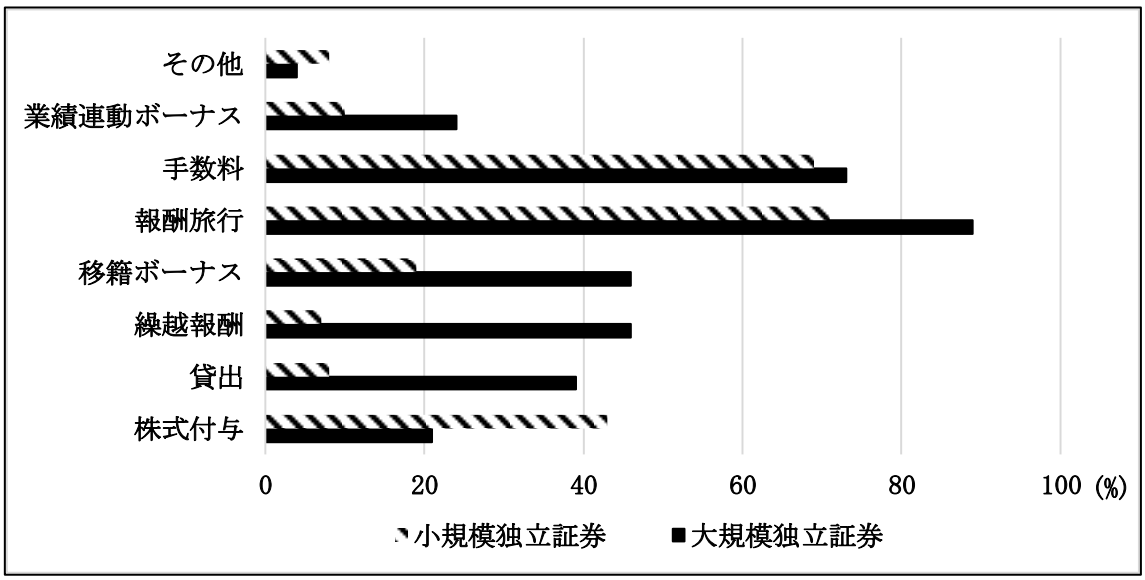
アメリカの独立系証券会社において、認知度向上に向けて、証券会社内でのロビー活動、全国展開広告を実施している。また、大手証券からの独立を後方支援し、顧客資産と共に移籍した場合のビジネスモデルをシュミレーションすることによって、転身後のビジネスプラン構築を容易としている[68]。これを模倣して日本においても実施することで、顧客への IFA 認知が進行し、IFA 転身後の不安も払拭することができると考える。

加えて、同様にアメリカの独立証券会社において実施されている制度として、【図表 29】のように、IFA に対し手数料のインセンティブに加えて一定の在籍期間後に支払われる繰延報酬、独立投資アドバイザーが業務運営に必要な費用に対応する貸出や他社からの移籍に伴う移籍ボーナスなどのインセンティブを与えている。本提言では、上記の 3 つを証券会社が行うこととし、これにより IFA への転身の動機を促すことができると考える。

---

[67] みずほ総合研究所(2019)「独立系フィナンシャルアドバイザー(IFA)に関する調査研究」p. 61
[68] 長島亮(2007)「独立系アドバイザーの拡大により成長を遂げるチャールズ・シュワブ」p. 103

【図表 29】証券会社が独立系フィナンシャルアドバイザーに提供するインセンティブ



出典)みずほ総合研究所 (2019)「独立フィナンシャルアドバイザー(IFA)に関する調査研究」より作成

また、証券会社がインセンティブを提供する際に、費用が発生することが挙げられるが、IFA 増加による手数料収入により賄われると考える。

実際、IFA サポートが充実している楽天証券では IFA 事業が順調に拡大しており、提携する IFA 法人は 92 社[69]と半年間で 10 社[70]増やし、IFA 法人に所属する外務員は約 120 人増の 1092 人[71]にのぼる。また、IFA 経由の預かり資産残高は 3821 億円[72]となり、半年間の純資金流入額は 935 億円[73]に達した。

以上から、日本における IFA は数を増してゆき、顧客本位の経営がより浸透すると考えられ、証券会社の収益悪化に歯止めをかけることができる。また、IFA の増加と共に投資への壁が払拭され、新規の顧客増加に繋がり、証券市場が活性化すると考える。

[69] 高瀬浩(2019)「楽天証券、IFA 経由で半年間に 935 億円流入 提携先は 92 社 1000 人超」
[70] 高瀬浩(2019)「楽天証券、IFA 経由で半年間に 935 億円流入 提携先は 92 社 1000 人超」
[71] 高瀬浩(2019)「楽天証券、IFA 経由で半年間に 935 億円流入 提携先は 92 社 1000 人超」
[72] 高瀬浩(2019)「楽天証券、IFA 経由で半年間に 935 億円流入 提携先は 92 社 1000 人超」
[73] 高瀬浩(2019)「楽天証券、IFA 経由で半年間に 935 億円流入 提携先は 92 社 1000 人超」

終章

現在、少子高齢社会の到来、終身雇用や年功制の変容の中で、個人を取り巻く経済・金融環境が急速に変化し、個人が金融資産の運用について自己責任で意思決定する機会が格段に増加しており、証券会社の役割が重視されている。

そこで、これまで本稿において証券市場における課題を抽出し、時代背景に応じた証券会社の営業姿勢と持続可能な証券市場の在り方について検証と提言を行ってきた。

まず、証券市場参加者の課題として、市場参加者を若年層と高齢者層に区分した。前者における課題として、若年層の株式投資実施比率が低迷していることから、金融経済教育の推進がなされているが、その実態は不十分であるものが多い。そこで、若年層に馴染み深いコンテンツを用いて、中長期的な資産形成を促すことを提言した。また、後者の高齢者層の課題として、現在認知症患者の割合が高まっており、合理的な投資判断ができなくなることにより、市場全体の停滞をもたらすことを示した。そこで、ロボアドバイザーを用いた、認知症顧客の異常取引等を感知し早期発見を行う、デジタルテクノロジーを活用した新たなサービスの提供を行うことを提言した。

また、証券会社の中長期的な構築に関する課題として、現在、金融庁から金融機関に対して顧客本位の業務運営が求められおり、これまでの売買手数料に依存した収益モデルからの脱却が迫られている。そのような背景からゴールベース資産管理と呼ばれる、将来のシナリオ設計による顧客へのアプローチが行われているが、ロボアドバイザーによるシナリオ設計はきめ細かな顧客の金融ニーズに対応できない。そのため、営業員とロボアドバイザーを組み合わせたハイブリット型のゴールベース資産管理を提言した。また、証券会社はこれまで、都市部集中出店による商圏エリアの重複により非効率な営業体制であり、顧客との接点が薄れていることを問題提起した。これに対し、店舗の小規模展開を図ることにより顧客との接点を増加させ、地方の顧客を取り込むことを提言した。

最後に、IFA の課題として、日本における低割合な IFA 法人と顧客本位が不徹底であることを示し、所属機関たる証券会社の支援制度の拡充や、IFA の報酬体系を変えることにより顧客本位の徹底と IFA 法人の増加を提言した。

これらの提言を踏まえ、証券会社の営業姿勢を改善することにより、日本の証券市場がさらなる発展を遂げることを切に願い、これを結びとする。

参考文献・参考資料

加藤洋輝/桜井駿(2016)『決定版 FinTech』東洋経済新報社
釜江廣志(2015)『入門証券市場論〔第 3 版補訂〕』有斐閣
酒井良清(2014)『金融システム　第 4 版』有斐閣アルマ
証券経営研究会(2018)『変貌する金融と証券業』日本証券経済研究所
二上季代司(2011)『証券市場論』有斐閣
日本証券業協会(2012)『新・証券市場 2012』中央経済社
日本証券経済研究所(2015)『資本市場の変貌と証券ビジネス』日本証券経済研究所
日本証券経済研究所(2018)『図説日本の証券市場 2018 年版』日本証券経済研究所
藤田勉(2017)『フィンテック革命の衝撃　日本の産業、金融、株式市場はどう変わるか』平凡社
米澤康博(2006)『証券市場読本［第 2 版］』東洋経済新報社

大木剛(2019)「2019 年における本邦証券会社の経営展望」『月刊資本市場』2019 年 2 月号 No.402
<http://www.camri.or.jp/files/libs/1245/201903041241043242.pdf>
2019 年 10 月 24 日アクセス

大庭昭彦(2016)「我が国の資産運用の質的向上に向けて」『月刊資本市場』2016 年 11 月号 No.375
<http://www.camri.or.jp/files/libs/146/201703241648267867.pdf>
2019 年 10 月 24 日アクセス

岡田功太/杉山裕一(2017)「米国の家計資産管理ツールとして注目されるロボ・アドバイザー」『野村資本市場クォータリー』2017 春号
<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2017/2017spr04web.pdf>
2019 年 10 月 24 日アクセス

家族信託と相続「これで十分！家族信託にかかる全費用 シミュレーション付」
<https://shintaku-souzoku.jp/family-trust-fee>
2019 年 10 月 24 日アクセス

家族信託普及協会「制度の概要」
<https://kazokushintaku.org/whats/>
2019 年 10 月 24 日アクセス

金木利公(2018)「時論～今一度、『貯蓄から投資（資産形成）へ』を考える」『三井住友信託銀行 調査月報』2018 年 10 月号 No.78
<https://www.smtb.jp/others/report/economy/78_0.pdf>
2019 年 10 月 24 日アクセス

木村俊文「金融教育の現状と課題―金融機関が取り組む意義―」『農林金融』2006 年 04 月号第 59 巻第 4 号通巻 722 号
<https://www.nochuri.co.jp/report/pdf/n0604re4.pdf>
2019 年 10 月 24 日アクセス

金融広報中央委員会「『家計の金融行動に関する世論調査』［二人以上世帯調査］(2016)」
<https://www.shiruporuto.jp/public/document/container/yoron/futari/2016/pdf/yoronf16.pdf>
2019 年 10 月 24 日アクセス

金融広報中央委員会「『金融リテラシー調査 2019 年』の結果」
<https://www.shiruporuto.jp/public/document/container/literacy_chosa/2019/pdf/19literacy.pdf>
2019 年 10 月 24 日アクセス

金融庁「高齢社会における金融サービスのあり方(中間的なとりまとめ)」
<https://www.fsa.go.jp/policy/koureisyakai/chuukan_torimatome/chuukan_torimatome.pdf>
2019 年 10 月 24 日アクセス

金融庁「顧客本位の業務運営に関する原則」
<https://www.fsa.go.jp/news/28/20170330-1/02.pdf>
2019 年 10 月 24 日アクセス

金融庁「リスク性金融商品販売にかかる顧客意識調査について(最終報告・全体版)」
<https://www.fsa.go.jp/news/r1/sonota/20190809fd/002.pdf>
2019 年 10 月 24 日アクセス

金融庁「NISA とは？」
<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/about/index.html>
2019 年 10 月 24 日アクセス

金融庁「NISA・ジュニア NISA 利用状況調査」
<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/about/datacollection/index.html>
2019 年 10 月 24 日アクセス

厚生労働省「iDeCo の概要」
<https://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/nenkin/kyoshutsu/ideco.html>
2019 年 10 月 24 日アクセス

厚生労働省年金局 企業年金・個人年金課「iDeCo を始めとした私的年金の現状と課題」
<https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market_wg/siryou/20190412/02.pdf>
2019 年 10 月 24 日アクセス

小林 慶一郎(2019)「『金融老年学』という新たな研究課題」『中央公論』2019 年 2 月号
<https://www.canon-igs.org/column/macroeconomics/20190220_5591.html>
2019 年 10 月 24 日アクセス

サイバーエージェント「サイバーエージェント、2018 年国内動画広告の市場調査を実施」
<https://www.cyberagent.co.jp/news/detail/id=22540>
2019 年 10 月 24 日アクセス

財務総合政策研究所「法人企業統計年報特集」
<https://www.mof.go.jp/pri/publication/zaikin_geppo/hyou07.htm>
2019 年 10 月 24 日アクセス

菅谷幸一(2016)「変容しつつある証券会社の収益構造」
<https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/it/20160916_011255.pdf>
2019 年 10 月 24 日アクセス

全国銀行協会「ブロックチェーンって何？」
<https://www.zenginkyo.or.jp/article/tag-g/9798/>
2019 年 10 月 24 日アクセス

総務省情報通信政策研究所「平成 29 年情報通信メディアの利用時間と情報行動に関する調査報告書」
<http://www.soumu.go.jp/main_content/000564529.pdf>
2019 年 10 月 24 日アクセス

総務省統計局「第六十八回日本統計年鏡 平成 31 年」
<https://www.stat.go.jp/data/nenkan/68nenkan/zenbun/jp68/index_h5.html>
2019 年 10 月 24 日アクセス

総務省統計局「平成 26 年全国消費実態調査関連情報」
<https://www.e-stat.go.jp/dbview?sid=0003131899>
2019 年 10 月 24 日アクセス

大和証券「大和証券グループの経営戦略」
<https://www.daiwatv.jp/daiwa-grp/kigyo/ir/21197-001/download/21197-001.pdf>
2019 年 10 月 24 日アクセス

高瀬浩「楽天証券、IFA 経由で半年間に 935 億円流入提携先は 92 社 1000 人超」
<https://moneyworld.jp/news/03_00014441_news>
2019 年 10 月 24 日アクセス

チャック・ウィジャー/ダニエル・クロスビー「ゴールベース資産管理入門 顧客志向の新たなアプローチ」(PDF)
<https://www.nikkeibook.com/errata_img/13465_Preface%20&%20Introduction%200603.pdf>
2019 年 10 月 24 日アクセス

中田裕子「IFA 実態調査㊤【預かり資産】証券出身者、平均 11 億円で最大」
<https://moneyworld.jp/news/03_00013630_news>
2019 年 10 月 24 日

中田裕子「IFA 実態調査㊥【収益源】柱は証券仲介手数料」
<https://moneyworld.jp/news/03_00013663_news>
2019 年 10 月 24 日アクセス

中山有仁/遠藤正之「中堅証券会社の差別化戦略の考察 Consider differentiation strategies of medium-sized securities companies」
<https://www.jstage.jst.go.jp/article/jasmin/2018s/0/2018s_238/_pdf/-char/ja〉
2019 年 10 月 24 日アクセス

長島亮(2007)「独立系アドバイザーの拡大により成長を遂げるチャールズ・シュワブ」
『資本市場クォータリー』2007 年秋号
<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2007/2007aut10.pdf>
2019 年 10 月 24 日アクセス

名古屋家族信託相談所「家族信託でできること」
<http://kazoku-shintaku.org/>
2019 年 10 月 24 日アクセス

日本銀行「外為法 Q&A (対内直接投資・特定取得編)」
<https://www.boj.or.jp/about/services/tame/faq/data/t_naito.pdf>
2019 年 10 月 24 日アクセス

日本銀行「資金循環の日米欧比較」
<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf>
2019 年 10 月 24 日アクセス

日本銀行「預金種類別店頭表示金利の平均年利率等」
<https://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/cgi-bin/famecgi2?cgi=$nme_a000&lstSelection=IR02>
2019 年 10 月 24 日アクセス

日本経済新聞社「金融老年学の実践 野村証券に聞く(投信観測所)」
<https://www.nikkei.com/article/DGXMZO36353780R11C18A0000000/>
2019 年 10 月 24 日アクセス

日本経済新聞社「中小証券『対面販売』に限界 ネット台頭で構造変化」
<https://www.nikkei.com/article/DGXMZO44111460T20C19A4EA1000/>
2019 年 10 月 24 日アクセス

日本証券業協会「今さら聞けない！投資 Q&A 株主になるとどんな権利があるの？」
<http://www.jsda.or.jp/jikan/qa/036.html>
2019 年 10 月 24 日アクセス

日本証券業協会「インターネット取引に関する調査結果(2019 年 3 月末)(6 月 14 日訂正)」
<http://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/toukei/files/interan/netcyousa2019.3.pdf>
2019 年 10 月 24 日アクセス

日本証券業協会「会員の決算概況」
<http://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/toukei/kessan/index.html>
2019 年 10 月 24 日アクセス

日本証券業協会「【参考】インターネット取引に関する調査結果(1999 年 10 月末～2013 年 9 月末までの過去データ)」
<http://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/toukei/files/interan/interank9919.pdf>
2019 年 10 月 24 日アクセス

日本証券業協会「FACT BOOK 2019」
<http://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/toukei/factbook/files/FactBook2018(J)20180913.pdf>
2019 年 10 月 24 日アクセス

日本取引所グループ「総合取引参加者の決算概況」
<https://www.jpx.co.jp/rules-participants/participants/overview/index.html>
2019 年 10 月 24 日

日本取引所グループ「その他統計資料(売買高・売買代金)」
<https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/misc/index.html>
2019 年 10 月 24 日アクセス

日本取引所グループ「TOPIX(東証株価指数)」
<https://www.jpx.co.jp/markets/indices/topix/index.html>
2019 年 10 月 24 日アクセス

ニールセン「無料動画アプリは 14%、有料動画アプリは 25%昨年から利用者数を拡大 ～ニールセン動画サービスの利用状況を発表～」
<https://www.netratings.co.jp/news_release/2019/02/Newsrelease20190227.html>
2019 年 10 月 24 日アクセス

沼田優子「日米独立アドバイザーの現状と課題」
<https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market_wg/siryou/20180921/04.pdf>
2019 年 10 月 24 日アクセス

野村敦子(2014)「欧米の主要な総合金融機関におけるビジネスモデルの方向性」『JRI レビュー』Vol.7,No.17
<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/jrireview/pdf/7440.pdf>
2019 年 10 月 24 日アクセス

野村證券「NOMURA のラップ口座」
<https://www.nomura.co.jp/retail/wrap/>
2019 年 10 月 24 日アクセス

野村総合研究所「ゴールベース資産管理により、業績拡大」
<https://www.nri.com/jp/knowledge/report/lst/2018/fis/thoughtleader/05>
2019 年 10 月 24 日アクセス

野村ホールディングス「CSR(金融・経済教育の普及」
<https://www.nomuraholdings.com/jp/csr/society/education.html>
2019 年 10 月 24 日アクセス

野村ホールディングス「金融リテラシー向上のための若年層向け YouTube 動画チャンネル「マネーの亀【MANEKAME】」公開」
<https://www.nomuraholdings.com/jp/news/nr/nsc/20180815/20180815.pdf>
2019 年 10 月 24 日アクセス

法務省「成年後見制度～成年後見登記制度～」
<http://www.moj.go.jp/MINJI/minji17.html>
2019 年 10 月 24 日アクセス

松尾健治 (2018)「米国で証券会社の投信 ・ 保険販売やアドバイザー･ビジネスが大きく変化 !独立アドバイザーとリージョナル ・ブローカー・ ディーラーの時代 !!」『投資信託事情』第 61 巻 第 5 号
<https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_180521.pdf>
2019 年 10 月 24 日アクセス

みずほ証券「ラップ口座とは」
<https://www.mizuho-sc.com/beginner/story3/products/wrap.html>
2019 年 10 月 24 日アクセス

みずほ総合研究所「独立系フィナンシャルアドバイザー(IFA)に関する調査研究」
<https://www.fsa.go.jp/common/about/research/ifahoukokusyo.pdf>
2019 年 10 月 24 日アクセス

三井住友信託銀行「よりよい高齢社会のための『老年学』」
<https://www.smtb.jp/csr/withyou/successfulaging/gerontology.html>
2019 年 10 月 24 日アクセス

三菱 UFJ フィナンシャル・グループ「金融リテラシー1 万人調査の概要-『投資をしている人』と『投資をしていない人』の違いとは-」
<https://www.tr.mufg.jp/shisan-ken/pdf/kinnyuu_literacy_01.pdf>
2019 年 10 月 24 日アクセス

森駿介「高齢社会における金融とその対応」
<https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/it/20180802_020236.pdf>
2019 年 10 月 24 日アクセス

森駿介「テクノロジーは超高齢社会の金融問題を解決するのか」
<https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/asset/20190823_020984.pdf>
2019 年 10 月 24 日アクセス

森田朗(2018)「人口変動が突きつける日本の将来　社会保障は誰が負担するのか」『NIRA オピニオンペーパー』No.34
<https://www.nira.or.jp/pdf/opinion34.pdf>
2019 年 10 月 24 日アクセス

吉永高士(2019)「米国対面リテール証券会社収益の構造的転換」『金融 IT フォーカス』2018 年 6 月号(PDF)
<http://fis.nri.co.jp/~/media/Files/publication/kinyu-itf/2018/06/itf_201806_7.pdf>
2019 年 10 月 24 日アクセス

吉永高士(2019)「証券投資サービスにおける FinTech の使い倒し」『知的資産創造』2019 年 3 月号(PDF)
<https://www.nri.com/-/media/Corporate/jp/Files/PDF/knowledge/publication/chitekishisan/2019/03/cs20190304.pdf?la=ja-JP&hash=15654122BE11D82797F9C7F33F180DFE2FEA586D>
2019 年 10 月 24 日アクセス

吉永高士「『米国投資商品調査』報告書」
<https://www.fsa.go.jp/common/about/research/beikokucyousahoukokusyo.pdf>
2019 年 10 月 24 日アクセス

吉永高士(2019)「『老後 2000 万円』と『ゴールベース投資』」『金融 IT フォーカス』2019 年 9 月号
<https://www.nri.com/jp/knowledge/publication/fis/kinyu_itf/lst/2019/09/05>
2019 年 10 月 24 日アクセス

楽天証券「IFA 支援サービス」
<https://fa.rakuten-sec.co.jp/partner/>
2019 年 10 月 24 日アクセス

りそな銀行「企業年金・iDeCo のお客様 中小事業主掛金納付制度（iDeCo＋）」
<https://www.resonabank.co.jp/nenkin/dc/ideco-matching/index.html>
2019 年 10 月 24 日アクセス

A-port「クラウドファンディングとは」
<https://a-port.asahi.com/guide/>
2019 年 10 月 24 日アクセス

DIAMOND online「中小証券会社が羨望のまなざし 米 ED ジョーンズ“勝利”の秘密」
<https://diamond.jp/articles/-/7448>
2019 年 10 月 24 日アクセス

DIAMOND online「5 大投資銀行が全て消滅！金融安定化法で米議会は大荒れに」
<https://diamond.jp/articles/-/4880>
2019 年 10 月 24 日アクセス

FinTech online「ゴールドマン・サックス、モルガンなど 4 大投資銀行が『FRB ストレステスト』に不合格」
<https://fintechonline.jp/archives/93980>
2019 年 10 月 24 日アクセス

impress「顧客ロイヤルティを高める『NPS』のはじめかた」
<https://webtan.impress.co.jp/e/2017/03/08/24303>
2019 年 10 月 24 日アクセス

Insta Lab「YouTube 動画マーケティング 3 つの手法の特徴と成功事例、効果を出すポイントなど徹底解説」
<https://find-model.jp/insta-lab/youtube-video-marketing/>
2019 年 10 月 24 日アクセス

MONEY PLUS「プチ支店を大量出店、大和証券“営業改革”のガチ具合」
<https://media.moneyforward.com/articles/1714>
2019 年 10 月 24 日アクセス

NIKKEI STYLE「大株主情報に注目　株価の動きに影響も」
<https://style.nikkei.com/article/DGXMZO09930550V21C16A1PPD001/>
2019 年 10 月 24 日アクセス

NIKKEI STYLE「ロボアドバイザーってどんなもの？　イチから教えて」
<https://style.nikkei.com/article/DGXMZO27320350T20C18A2000000/>
2019 年 10 月 24 日アクセス

NTT データ経営研究所「ニュースリリース 2010 年 7 月 22 日　金融リテラシーが行動特性に与える影響について～低リテラシー層のリスク性商品購入経験者のうち、3 人に 1 人は商品内容を理解せずに購入～」
<https://www.nttdata-strategy.com/aboutus/newsrelease/100722/index2.html>
2019 年 10 月 24 日アクセス

SMBC 日興証券「CSR(金融経済教育)」
<https://www.smbcnikko.co.jp/csr/education/index.html>
2019 年 10 月 24 日アクセス

Yahoo Japan Finance「日経平均株価」
<https://stocks.finance.yahoo.co.jp/stocks/history/?code=998407.O>
2019 年 10 月 24 日アクセス

YouTube「マネーの亀【MANEKAME】」
<https://www.youtube.com/channel/UCpE2Is5W7oNH2O_6OxrnPAw>
2019 年 10 月 24 日アクセス