

平成 29 年度 証券ゼミナール大会

5

第四テーマ B ブロック

10

今後の証券会社経営のあり方



15

神奈川大学 戸田ゼミナール

2 班

目次

	一章	証券会社が担う役割や機能
	一節	証券会社とは
	二節	証券会社の機能
5	三節	証券会社の役割
	四節	証券会社の問題点
	二章	証券会社の収益構造の特徴
	一節	大手、銀行系、ネット専門証券会社との相違
	二節	日本の証券会社の収益構造
10	三節	アメリカの証券会社の収益構造
	三章	対面型およびネットリテールビジネスのあり方とは
	一節	証券会社の内部管理体制
	二節	ネットリテールビジネスの現状と問題点
	三節	ネットリテールビジネスのあり方
15	四節	対面型リテールビジネスの現状と問題点
	五節	対面型リテールビジネスのあり方
	四章	証券会社の今後のあり方とは
	一節	今後の商品設計のあり方について
	二節	方策
20		参考文献

25

30 一章 証券会社が担う役割や機能

本章では証券会社の定義と機能、役割を確認し、証券会社の問題点について考察する。

一節 証券会社とは

- 5 証券会社とは、有価証券の売買の取次ぎや引受けなどを行う企業であり、「有価証券の発行者」と「投資家」、あるいは「投資家」と「投資家」を結ぶ役割を果たしているものと定義する。2007年に証券取引法から金融商品取引法への改正により法律上の証券会社の定義「証券会社とは証券取引法に基づき証券業を営む会社」がなくなった。開業にあたっては、金融商品取引法の規定に基づき、
- 10 内閣総理大臣の登録(登録要件は(1)株式会社である(2)資本金 5,000 万円以上である(3)自己資本比率が 120%以上である、ほかに社内の「人的構成」や主要株主の規制あり)を受けなければならないとされている。

二節 証券会社の機能

- 15 証券会社には主に 4 つの機能がある。1 つ目にブローカー(委託売買)業務がある。ブローカー業務は一般に有価証券関連業の主要業務と位置付けられ、投資家などの株式の売買に関する注文を証券取引所に伝える業務である。流れとしては①口座開設②売買約定③委託手数料計上④証券保管である。委託手数料は、「統一経理基準」においてその計上時期が具体的に定められている。顧客は、
- 20 証券会社から信用供与を受けて株式の売買を行うこともできる。これを「信用取引」といい、顧客は例えば手元に株式買付代金がない場合でも株式の売買を行うことができるから、信用取引制度により株式の公正な価格形成と流通の円滑化が図られている。各証券会社の株式売買高に占める信用取引売買高の割合は、その規模、営業方針等によってかなりの差はあるものの、総体的にみると
- 25 各証券会社の経営および貸借対照表の中で重要な位置を占めていると言われている。

- 2 つ目にディーラー(自己売買)業務がある。同様、有価証券関連業の主要業務と位置付けられ、その処理については多くがシステム化されている点が特徴である。証券会社自身が株式の売買を行い、時価評価を行う際に判断や見積りが
- 30 介入することもあるため、そのリスク量や評価額の算定等に関しては独立した

専門部署（ミドル部署等）による検証が行われるなど、内部統制が強化されている点も大きな特徴と考えられる。また、複雑なデリバティブ取引等が行われる場合には、商品性の検証に関する統制や時価評価の際のより高度な判断や見積りが必要になると考えられる。ディーラー業務の流れは①口座開設②約定③
5 決算④会計計上⑤評価である。証券会社は、ショート・ポジションの解消や、顧客からの有価証券等需要に応じるために、さまざまな方法で有価証券等を調達し、また、貸し出している。その方法には、現金担保付債券貸借取引（レボ取引）、売戻・買戻条件付債券等売買取引（現先取引）あるいは貸株取引等がある。規模等にもよるが、これらの取引残高の証券会社における資産および負債
10 総額に占める割合は高く、重要な位置を占めている。

3つ目にアンダーライティング(引き受け及び売り出し)業務がある。顧客企業が株式、債券などの有価証券を発行する際に、当該有価証券を売り出すことを目的として証券会社が全部または一部を引き受ける業務である。売れ残った場合は、証券会社が引き取ることになる。つまり、引き受けとは、証券会社が
15 証券を買い取って、発行・募集の手続きを行うことである。売り出しは、すでに発行された証券を対象にして、同様の業務をすることである。

4つ目にセリング(募集・売り出しの取り扱い)業務がある。セリング業務は募集と売り出しがある。前者はこれらから新しく発行される株式や債券について、不特定多数の一般の投資家に対して、買い入れにより出資をするように勧誘する業務のことである。通常は発行会社からの委託を受けて行われるもので、勧誘に成功すると、発行会社から手数料を受け取ることができ、これが証券会社としての収益になる。また、後者は資金調達の必要が生じた企業からの委託を受けて、すでに発行された株式や債券について、投資家に向けて販売をする業務のことをいい、売買に成功すれば証券会社には売買手数料が入る。この場合
25 は大量の株式を売りさばくことが多く、しばしば株価の乱高下の要因になることもある。アンダーライティング業務と似ているが、「セリング」の場合は、仮に売れ残っても証券会社が引き取る必要がないのが相違点である。

三節 証券会社の役割

30 証券会社の役割のひとつに、証券の取引を行う発行市場と流通市場を円滑に

運営することが挙げられる。

「(資本市場に係る) 広義の助言者

この役割の中心となるのは投資家への助言活動＝アドバイスだが、その内容は市況・商品・投資家の運用方針やライフプランに対する助言も含まれる。米
5 国の対面リテール証券は、その収益の6割近くを投資助言に対するアドバイザー・フィーで稼いでいるが、日本のリテールは投信や外債販売時の手数料に頼っているとよく言われる。日本の対面リテール営業現場で行われる様々な助
10 言活動の対価として、投資家から比較的高率の手数料を受け取るというビジネスモデルがあっても良い。ただしその事を投資家に明確に示すことと、金融商
品取引法上の投資助言業務との関係を明確に整理しておく必要があるだろう。

(金融商品に係る) 売買執行機能の提供

投資家の売買ニーズを執行する為、売買執行機能を提供するのも基本的な役割になる。一つ目は、取引所へのアクセス機能だが、ここ2年で高度化された
15 取引所取引機能を、どの様に個人投資家まで提供していくかが課題になっている。ネット証券では、個人投資家に合った高速化・高度化対応を試みてはいる
が、そのサービス強化に合った収益モデルはまだ確立されていない。また、証券会社の海外取引所へのアクセスについても格段に向上しているものの、個人
20 投資家が求める関連情報を十分に提供する態勢が取れるのは、まだ少数の証券会社に限られている。二つ目は店頭取引の機能だが、外国債券やデリバティブ
などが主な取引対象となり、個人投資家が保有する金融商品に対して流動性を与えたり、リスクヘッジ機能を提供することも可能となっている。この機能の
25 前提としては、金融商品を取り扱う商品部機能が重要になるが、他社の機能を利用して売買を取り次ぐといった分業も同業者間で行われている。ただしこの
機能は、カウンターパーティー・リスクとして個人投資家のリスクも管理する
必要がある。特に1日中変動する外国為替などを投資対象とするデリバティブ
取引は、原則リアルタイムの対顧客リスク管理が求められる。」(リテール証券
30 会社の変化と進化の可能性についてより引用)

以上の引用文から投資家や企業への助言活動と売買執行機能の提供(取引所への仲介や店頭取引の機能)の2つも主な証券会社の役割ということが出来る。

近年はネット証券など格安な手数料で取引できるところもあるが、証券会社か

ら助言をもらえるのは投資家からすれば大変心強い。また、海外の取引所へのアクセスや、情報があることも投資家にとっては魅力のひとつである。

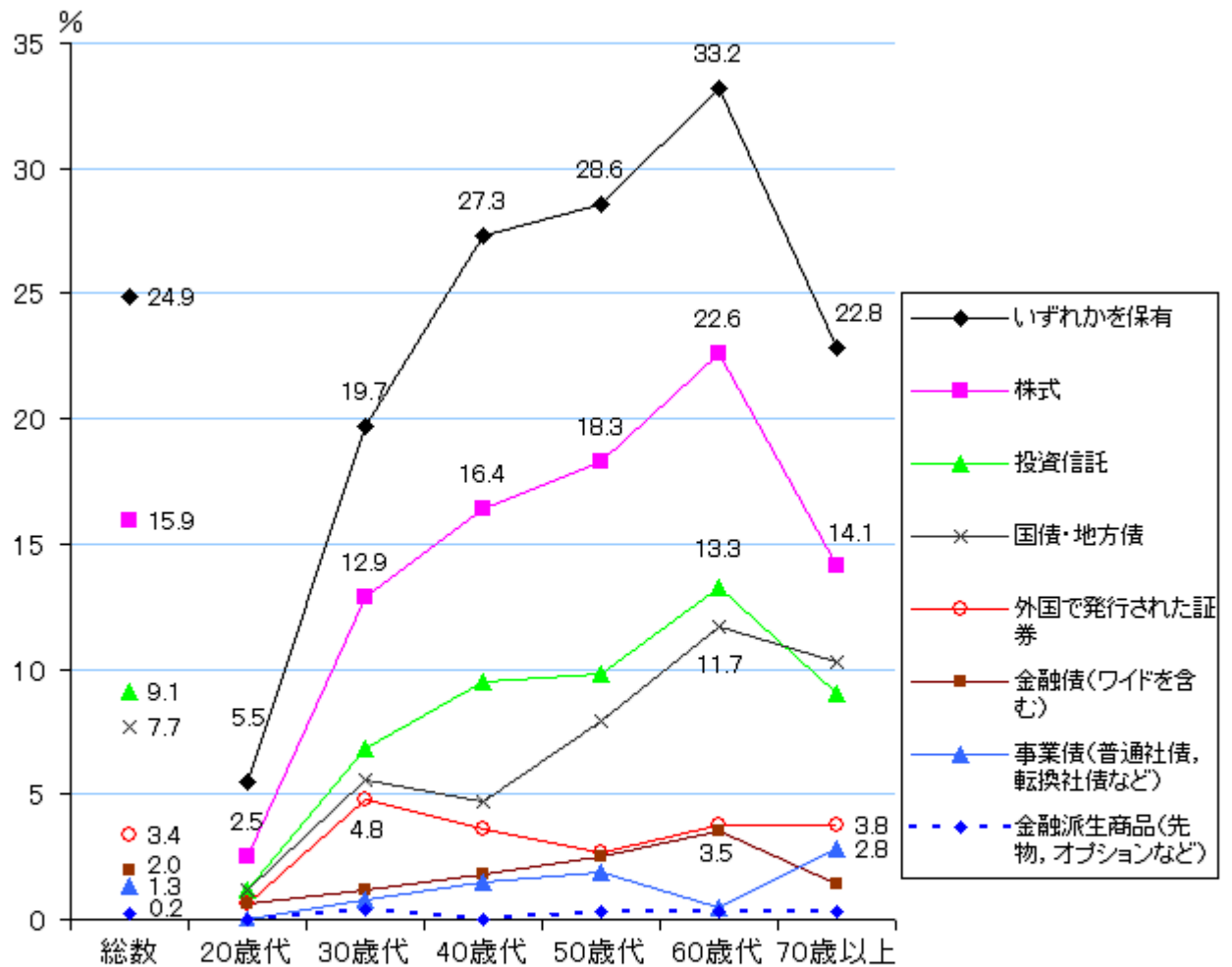
「自己売買業務や委託売買業務は、流通市場における業務である。前者の目的は証券会社自身が自己の資金で株式や債券などの証券の売買を行い、流通市場に流動性を供給することである。つまり、取引しやすい流通市場を形成して流動性に関わるリスクを低下させるのが役割である。後者は投資家から委託を受けた証券の売買相手を探すものである。株式は証券取引所、債券は証券会社を通じて業務が遂行されるのが一般的である。これら業務の経済学的意味は投資家が反対売買に応じる相手を探すために必要となる探索コストを削減させることである。具体的には、証券取引所への株式注文の集中や証券会社自身が知り得る債券の保有情報などを通じて売買を円滑にさせているのである。また、安全な取引相手であることを担保する側面もある。」(総合部会・論点整理より引用)

ここから証券会社の役割の一つにリスクを軽減させ、コストを削減、取引を円潤にさせるものもあるといえる。

四節 証券会社の問題点

銀行の預貸を中心とした日本の間接金融では、資金調達に苦しむ新規産業への融資や日本の巨額な金融資産の効率的な資金分配を行うことは難しい。そこで銀行に代わる資金調達の間として考えられるのが証券市場である。資金仲介ニーズを満たし、リスク負担とリスク分散の機能に優れた証券市場であれば最適であるが、日本の証券市場の現状はそうではない。なぜなら個人資産は預貯金に回されることが多く、有価証券保有の割合は低い。

年齢別有価証券保有率(2005年)



(注) 証券の種別は次の通り。株式(ミニ投資, 累積投資, 従業員持株制度を含む)、投資信託(株式投信, 公社債投信, MMF, ETF, 不動産投信など)、国債・地方債、外国で発行された証券(外国株式, カントリーファンド, 外貨建て債券(二重通貨債を含む), 外貨建てMMFなど)、金融債(ワイドを含む)、事業債(普通社債, 転換社債など)、金融派生商品(先物, オプションなど)

(資料)内閣府「金融商品・サービスに関する特別世論調査」

<http://www2.ttcn.ne.jp/honkawa/4692.html>

図録・年齢別有価証券保有率より

上記図より一番保有率の高い60歳代でも有価証券の保有率は33.2%となっている。また、日本人全体で見た有価証券保有率は18%である。(日本証券業協会平成27年度証券投資に関する全国調査(個人調査)より)個別に見ていくと有価証券の中で一番保有率の高いものが株式で、60歳代で22.6%、次

に保有率の高い投資信託で 60 歳代で保有率が 13, 3%となっている。

それに比べ、アメリカの有価証券保有率は 50, 3%(2005 年・米国の個人株主実態調査：日本証券経済研究所より)と、日本の約 2, 5 倍である。ここから分かるように日本の有価証券保有率は低い。これは企業の資金調達で銀行からの借入れが多くなっている原因となっている。企業の銀行からの借入れが多くなると証券会社の取引が減ってしまう事につながってしまう。

また、店頭取引でのカウンターパーティー・リスクもある。これは金融取引の取引相手先の債務不履行により、あらかじめ定められた契約が履行されないリスク（契約上定められた支払いなどが行われず損失を被るようなリスク）である。これがあつたため、証券取引はリスクの高いものや、手の出しにくいものと思われてしまう場合がある。

二章 証券会社の収益構造の特徴

本章では証券会社の種類と特徴を確認し、日本の証券会社がどのようにして利益を上げているのかを見ていく。また、アメリカで手数料自由化された年である 1975 年付近のアメリカの証券会社の動向と比較してどこが改善できるかを探していく。

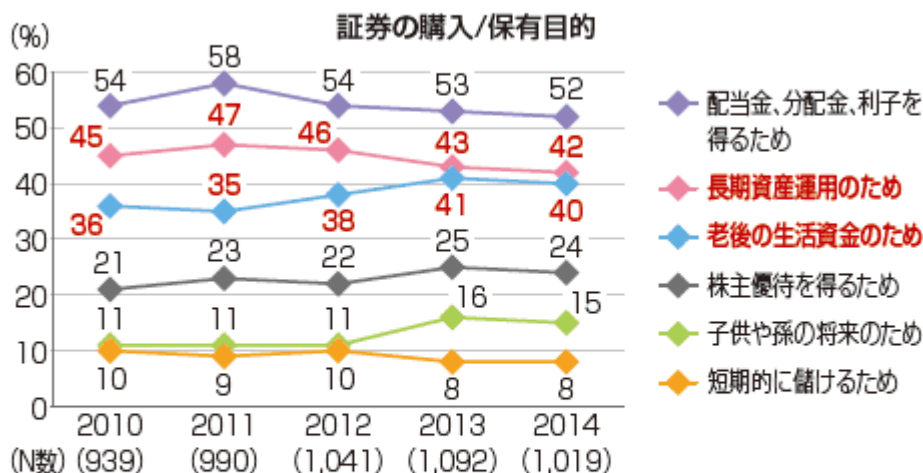
一節 大手、銀行系、ネット専門証券会社の相違

初めに総合証券会社のリテールビジネスについて説明する。一般的に総合証券とは、証券業務が免許制だった時代、証券会社の各業務に関する免許をすべて持っていた証券会社を指す。例えば、日本を代表する 2 大証券会社である野村證券、大和証券は免許制時代の免許をすべて持っていた総合証券であり、ほかにも、みずほ証券、SMBC 日興証券などの銀行財閥系の証券会社も総合証券会社である。総合証券は対面営業を主力チャネルとし、資産残高に応じた手数料収入に重きを置くビジネスモデルが典型である。各社は、営業員の提供サービスの幅を広げ、質を高めるために、組織的な支援に取り組んでいる。

日本証券協会が毎年実施する「個人投資家の証券投資に関する意識調査」で個人投資家の証券購入（保有）目的の上位に「長期資産運用のため」「老後の生活資金のため」という項目が毎年並び、「短期的に儲けるため」を大きく上回る。

老後や年金への不安が根強い中、証券会社に対し、長期的かつ安定的な資産形成・運用の指南役を期待する声は強い。

図表 「長期資産運用」「老後の生活資金」を目的とする声は継続的に多い



(注) 設問「あなたが証券を購入(保有)した主な目的をお答えください。(いくつでも)」の回答のうち、回答上位5つ(2014年実施調査)と短期保有目的の「短期的に儲けるため」のみ掲載し、回答率が10%以下の「その企業等を応援するため」(9.1%)、「耐久消費財(自動車、家電など)の購入やレジャーのため」(7.9%)、「証券投資を通じて経済の勉強をするため」(7.3%)は未掲載

(出所) 日本証券業協会 平成26年「個人投資家の証券投資に関する意識調査報告書」より野村総合研究所作成

5

一方、個人投資家の取引チャネルとして、店舗のある証券会社の存在感は、従来に比べて低下している。野村総合研究所が2013年に実施した「NRI生活者1万人アンケート調査(金融編)」によれば、1998年の投信窓口販売解禁や1999年10月の手数料自由化以降、初めて投資をする際に選択する取引チャネルとして「店舗型証券会社」のシェアは低下し、「店舗のある銀行」「ネット専業証券」のシェアが上昇している。対面営業チャネルを主力とするリテール証券会社は、オンラインチャネルとは異なる価値の提供が求められている。このような状況から、一部のリテール証券会社は、株式や投資信託等の売買手数料を中心とする「フロー型」から、投資信託の信託報酬(代行手数料)のように手数料収入が預かり資産残高に比例する「ストック型」へと収益構造の移行を

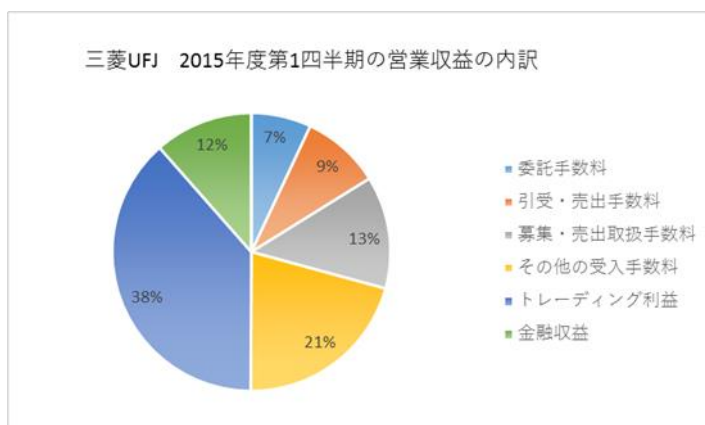
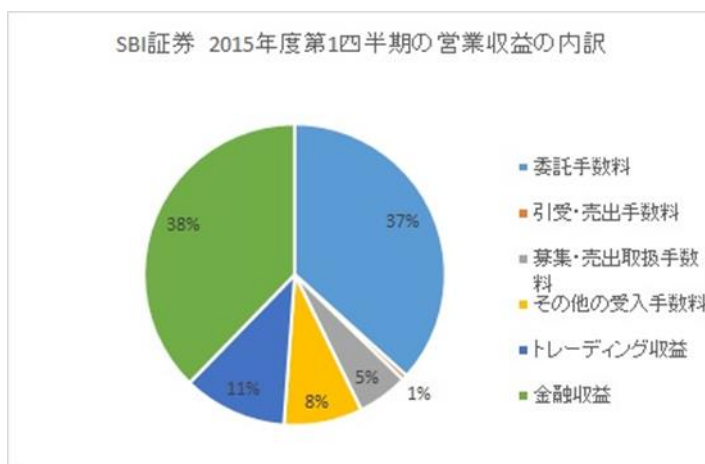
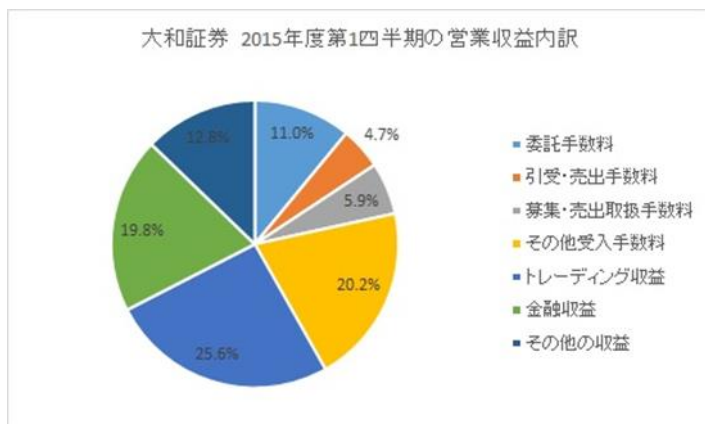
10

15

進めてきた。

大手証券、銀行系、ネット専門証券の収益構造の比較をするために、いわゆる五大証券会社を比較した。大手証券会社として大和証券、銀行系として三菱UFJモルガンスタンレー証券、ネット専門証券会社としてSBI証券の営業収益内訳を円グラフにまとめた。

5

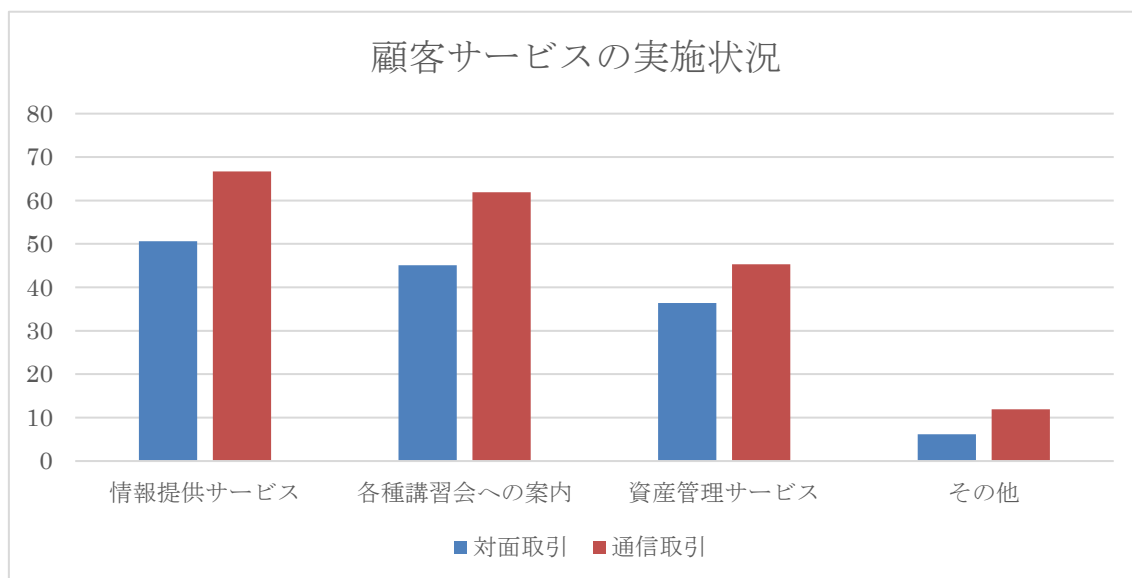


<http://www.hd.sc.mufg.jp/finance/000008347.pdf>

これらの内訳を見ると、SBI証券は委託手数料が非常に高く、三菱UFJはトレーディング利益が非常に高いことが分かる。よって、大手証券はその他受け手数料やトレーディング収益が高く、ネット証券では委託手数料、金融収益が高く、銀行系ではトレーディング利益がとて高い傾向にあるといえる。

5

二節 日本の証券会社の収益構造



手数料比較 (約定代金が 100 万円の場合)

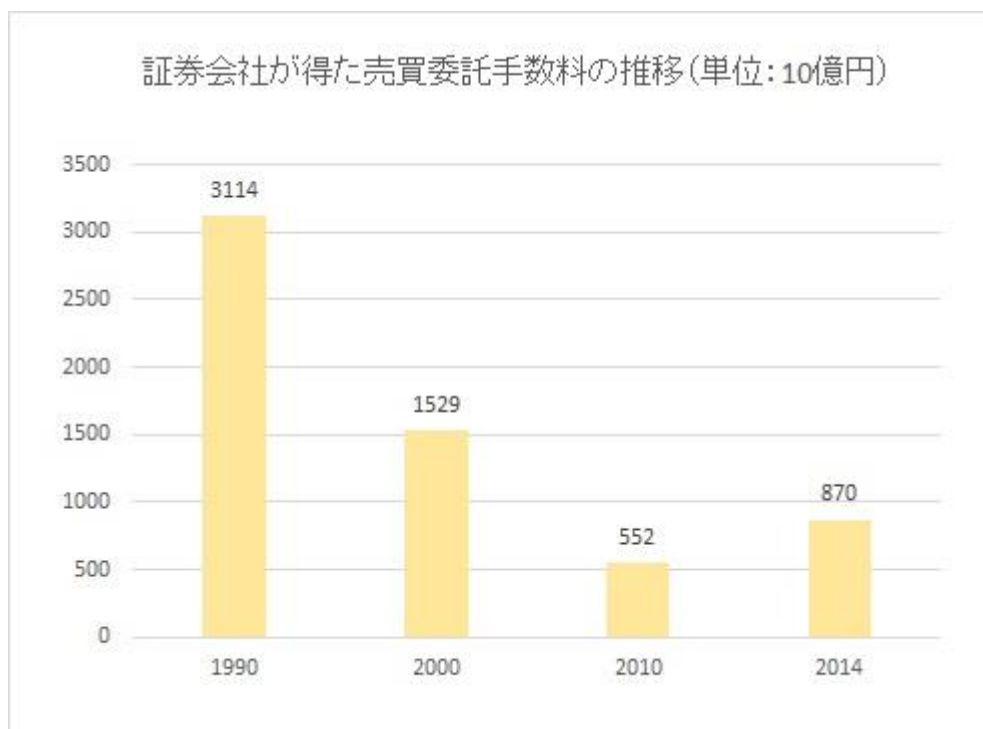
証券会社	コース	手数料率 (%)
野村	店頭	1.163
野村	ネット&コール	0.100
大和	店頭	1.2075
大和	ダイレクト	0.3622
SMBC日興	店頭	1.2075
SMBC日興	ダイレクト	0.3622
SBI	—	0.0639
GMO	—	0.0525
楽天	—	0.0639

10 自作 各証券会社ホームページ参照

大和証券とSBI証券を比較すると店舗型証券ではその他受入手数料が大きくネット証券ではブローカー業務の割合が多い傾向が見られる。上記表にあるように店頭とネット証券での手数料率では圧倒的にネット証券のほうが安い
5 ため、頻繁に売買を繰り返すデイトレーダーなどの支持を集め、株式売買委託手数料が多くなっている。一方、店舗型の証券会社は、売買手数料の落ち込みをカバーするために資産管理業務に力を入れ始め、このような収益構造の差ができた。

1998～1999年にかけて株式売買委託手数料が自由化された。同時期には証券会社が免許制から登録制になり、比較的資本金額が少なくても証券業界に参入できるようになったことで新規参入業者も増加した。

10 新規参入してきたネット証券は、店舗を持たないことで経費を抑え、安い手数料を実現した。手数料自由化と業者増加によって手数料の価格競争が起き、このように急激に安くなった。これにより富裕層を除く個人顧客の多くはネット証券に流れ込んだ。一方、店舗型証券は富裕層の個人顧客から多くの手数料を得ている。そのため、ネット証券と店舗型証券では住み分けができてい
15 といえる。



<http://orekabu.jp/brokerage-commission/>

証券会社とはどんな会社？証券会社の仕事と手数料収入より

三節 アメリカの証券会社の収益構造

アメリカでは純営業収益の構成比率ではその他が高いウエイトを占めており、金融商品の販売等で発生する募集・売り出し取り扱い手数料は日本の証券会社と比べて低くなっている。

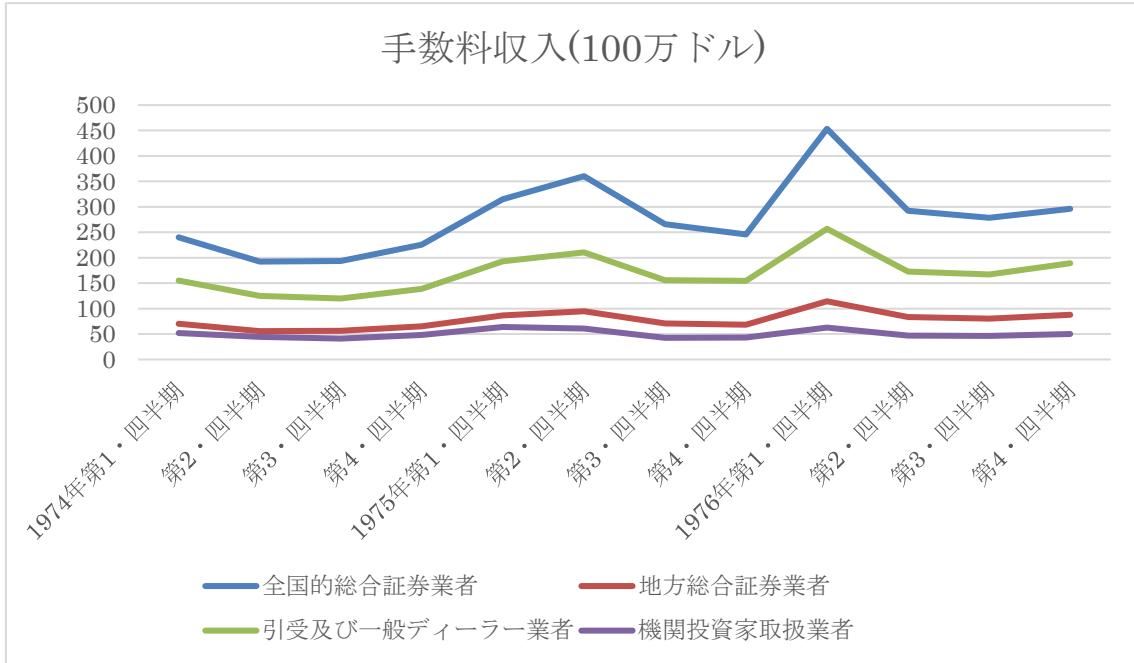
- 5 アメリカでは 1975 年 5 月に手数料自由化した。日本より約 25 年自由化が早い。そのため、日本の証券会社の将来の方向性の一つを示していると言え、参考にできる。そのアメリカの手数料自由化の収益構造への影響を見てみる。手数料自由化とは、その証券業の収益構造への影響も一様ではなかった。これは収入全体に占める手数料の割合だけでなく、誰(機関投資家、個人投資家など)
- 10 に向けた営業を基盤としているかによって受ける影響が異なることを意味する。まず、この時期の手数料収入の比重を見てみる。

手数料収入の比重

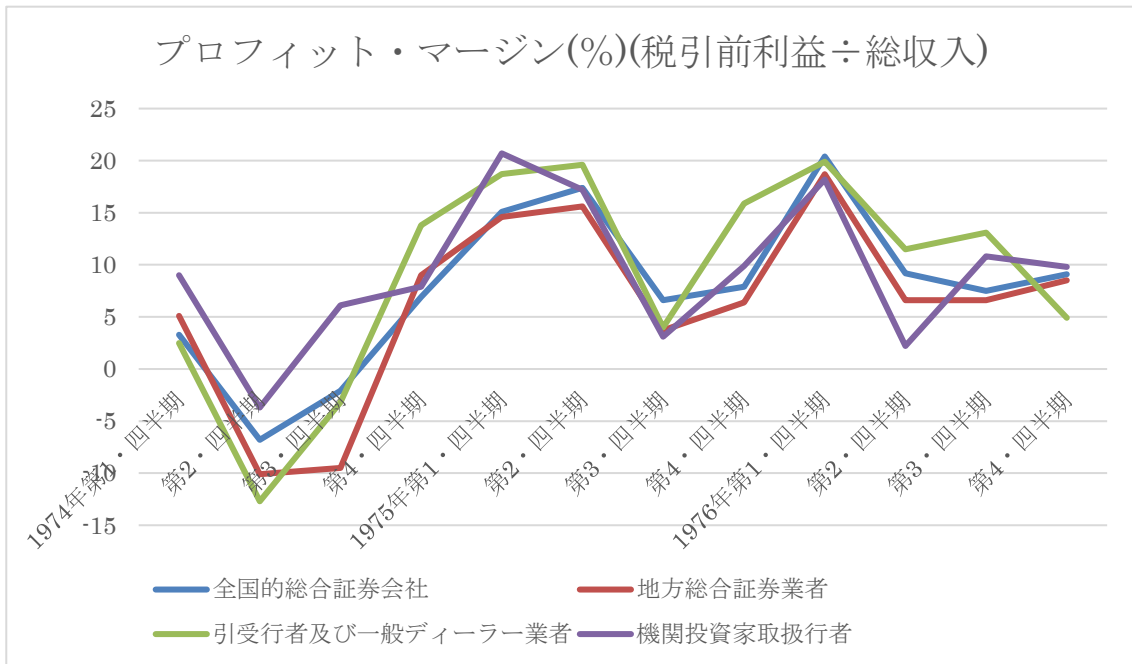
	1974 年	1975 年	1976 年
全国的総合証券業者	47.1%	50.9%	49.5%
地方総合証券業者	59.3	58.5	58.6
引受業者および一般ディーラー業者	44.2	42.8	37.8
機関投資家取扱業者	<u>84.3</u>	<u>76.5</u>	<u>64.4</u>
トレーダー及びマーケット・メーカー	33.4	25.7	19.6
ブローカー主体業者	66.6	73.3	72.2
手数料媒介業者	<u>83.0</u>	<u>75.6</u>	<u>73.4</u>

出所 SEC1977、1978 より

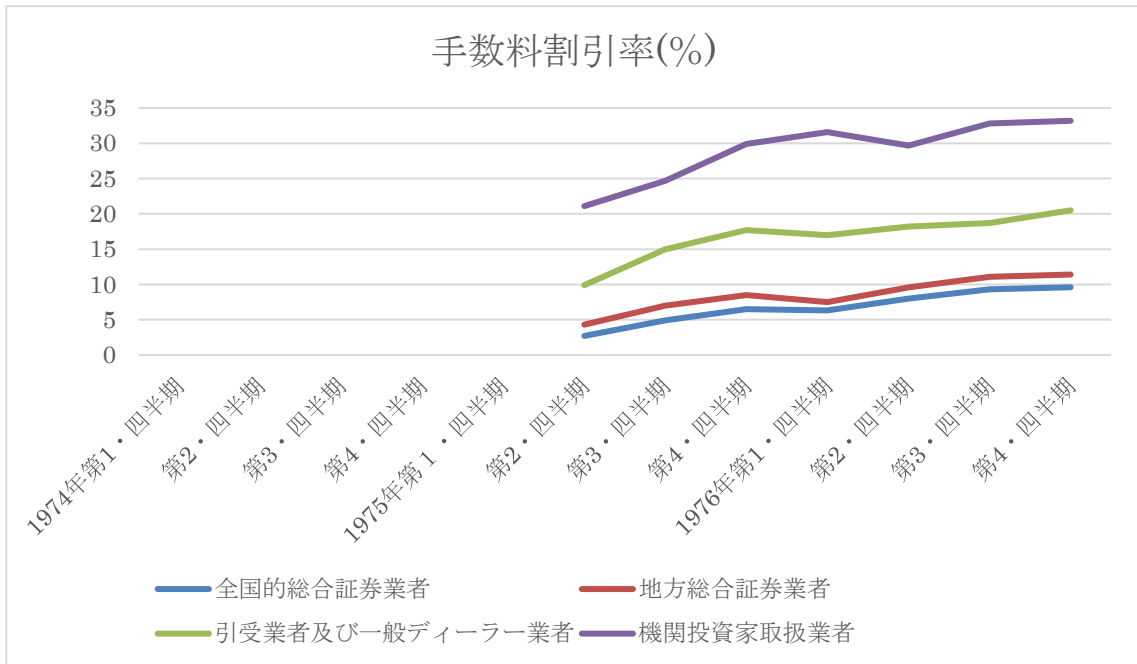
- 15 1975 年を境にどの証券会社も手数料収入が減っていることがわかる。特に手数料収入の大きいとされる機関投資家取扱業者と手数料媒介業者に変化が大きく表れている。手数料自由化はこれらの業種に深刻な影響を及ぼしたといえる。機関投資家取扱業者の 84.3%を最高に、トレーダー及びマーケット・メーカーの 33.4%までの幅がある。しかしこれでは具体的にどこがどう変化したのかわ
- 20 からない。そのため、より詳しく見てみる。



出所 SEC1977、1978



出所 SEC1977、1978



出所 SEC1977、1978

上記折れ線グラフの手数料割引率を見てみると、機関投資家取扱業者が高いことがわかる。また、全体的に手数料割引率が年々高くなっていく傾向にある。

- 5 SECは仮に75年5月1日以前の料率が適用されたとした場合の手数料収入との差額を推計しているが、76年第4・四半期では1億3000万ドルにもなった。深刻な事態ではあるが、1975年、76年ではプロフィット・マージンは0%以下になっていない。これは各証券会社が利益を上げているということである。

- 10 ではどの項目で利益を得たのだろうか。ここで各証券会社の収入構成の変化をしてみる。

	全国的総合証券業者		地方総合証券業者	
	76 年月間平均	75 年 1-4 月からの変化	76 年月間平均	75 年 1-4 月からの変化
証券手数料	110.1	2%	30.5	4%
引受収入	28.7	15	5.6	51
売買及び投資収入	33.3	34	7.2	4
証拠金取引 利子収入	26.2	26	4.5	15
その他	26.7	28	4.3	30
総収入	225	13	52.1	10

	機関投資家取扱業者		引受業者	
	76 年月間平均	75 年 1-4 月からの変化	76 年月間平均	75 年 1-4 月からの変化
証券手数料	17.2	-20%	65.5	0%
引受収入	1.0	233	30.1	45
売買及び投資 収入	2.0	67	42.7	54
証拠金取引利 子収入	1.0	100	9.3	66
その他	4.9	250	23.9	38
総収入	26.2	4	171.6	25

出所 SEC1997

5 統計より、全国的総合証券業者は売買及び投資収入とその他収入が伸びていることがわかる。また、地方総合証券業者は引受収入が 51%も伸びている。機関投資家取扱業者は手数料収入では-20%になってしまっているが、引受収入やその他収入がマイナスを補って余りあるほど増加している。引受業者に関し

ては例外的で売買及び投資収入や証拠金取引利子収入が大きく伸びていた。全国的総合証券業者、地方総合証券業者の主な顧客が個人投資家であり、手数料割引率が小さいこと、他の業務拡大・その他手数料により手数料収益低下をカバーすることができた。「その他手数料」は、定義されてはいないが「委託手数料」、「引受手数料」、「募集手数料」には入らない手数料すべてを包含している。

5

したがって、それ以外の商品（外為証拠金取引＝FX、店頭デリバティブ、証券化商品あるいは各種ファンドなど）あるいはサービス・業務（投信関連代行業務、M&A 助言・仲介業務、レポ取引の仲介、投資助言、投資運用業等）さらには顧客斡旋手数料など、極めて多様な収入源を包含している。また、機関投資

10

家取扱業者はもともと手数料収入への依存度が少なく、手数料収入低下分は引受収入などで補ったと考えられる。こうしてアメリカの証券会社は引受収入やその他手数料を伸ばすことにより手数料収入だけに依存しない形に変化していった。

アメリカの対面の特徴として投資助言業務による報酬に重点をあてていること、アドバイザーを核とした運営をしていること、銀行商品を含めた複合的な金融商品を提供していること、同業他社からの部門買収により業務内容の拡大などが挙げられる。インターネットでの特徴としては様々な顧客層からの取引手数料に重点を置いていること、顧客層に合わせた複数の取引プラットフォームを提供していること、などが上げられる。

20

三章 対面型およびネットリテールビジネスのあり方とは

本章では証券会社の内部管理体制について確認した後、実際に起こっている問題点や、どうあるべきかを述べていく。

25 一節 証券会社の内部管理体制について

証券会社などの金融商品取引業者は、顧客の信頼性の観点から、内部管理、法令遵守が重要である。つまり、会社内の内部管理体制が整っていることが、信頼へとつながるのである。

証券会社および銀行などの金融商品取引業者は、市場の主たる仲介者と位置付けられ、適正かつ効率的に金融商品取引業務を遂行しなければならない。そ

30

のためには、内部管理体制が整っているか、不祥事の発生にも冷静に対応できるかが重要である。もちろん内部の管理体制へのチェックは重要であることは間違いがないが、外部からのチェックも必要である。行政官庁や金融商品取引業協会等の自主規制機関は、種々の法令・規制等を制定し、公正な金融商品取引
5 や適切な投資勧誘の法的枠組みを示すとともに、検査・監査等により、それらの遵守状況をチェックしている。

業者の営業活動が収益重視・収益至上主義に流されやすいことについては、業界内でもしばしば認識され、その都度、営業姿勢の適正化の必要性が強調されてきた。営業活動は時に行き過ぎが生じてしまうことから、万一問題視され
10 る取引や行為が発生した場合には早急に是正措置が講じられる体制が社内に整備されていることが必要である。

以上のように、内部管理体制が重要である。体制の整備をよりよくするには、社内を監視する内部管理統括責任者の役割が重要になってくる。内部管理統括者は、原則として会社の代表権を有する社長等に次ぐ高位の役員を充てるもの
15 とされ、その氏名等は日本証券協会に登録される。

内部管理統括責任者の責務は以下のとおりである。

1、社内全体に法令等を遵守する営業姿勢を徹底させるとともに、適正な顧客管理等を行えるよう内部管理体制の整備に努めること。

2、支店等に置かれる営業責任者・内部管理責任者を指揮・監督するとともに、法令等の違反事案が生じた場合にはそれを適正に処置すること。
20

3、法令等の遵守に関し、行政官庁や日本証券協会等の自主規制機関と適切な連絡調整を行うこと。

4、営業活動や顧客管理に関し重大な事案が生じた場合には、速やかにその内容を社長等に報告し、社長等の指示を受けること。
25

以上のような責務を遂行するため内部管理統括責任者は、内部管理統括補助責任者を、自己の責任で任命し、職務を分担することができる。内部管理統括補助責任者は支店長等の営業責任者や内部管理責任者からの報告を内部管理責任統括責任者へ報告する義務がある。

30 営業責任者の責務は以下のとおりである。

1、自ら金商法その他の法令諸規制を遵守するとともに、支店等に所属する役職員に対し、金商法その他の法令諸規則等を遵守する営業姿勢を徹底させ、投資勧誘等の営業活動、顧客管理が適切に行われるよう、指導、監督しなければならない。

- 5 2、支店等における投資勧誘等の営業活動、顧客管理に関し、重大な事案が生じた場合には、速やかにその内容を内部管理統括責任者に報告し、その指示をうける。

内部管理責任者の責務は以下のとおりである。

- 10 1、支店等の営業活動が、金商法その他の法令規則等に従って、適正に遂行されているかどうか常時監査する等、適切な内部管理を行う。

2、支店等における投資勧誘等の営業活動、顧客管理に関し、重大な事案が生じた場合、速やかにその内容を内部管理統括責任者に報告し、指示を受ける。

- 15 また、金融商品取引業者の行動規範については、IOSCO(証券監督者国際機構)で採択された7つの原則がある。

1、誠実・公正

業者は、その業務にあたっては、顧客の最大の利益および市場の健全性を図るべく、誠実かつ公正に行動しなければならない。

2、注意義務

- 20 業者は、その業務にあたっては、顧客の最大の利益および市場の健全性を図るべく、相当の技術、配慮および注意をもって行動しなければならない。

3、能力

業者は、業務の適切な遂行のために必要な人材を雇用し、手続きを整備しなければならない。

- 25 4、顧客に関する情報

業者は、サービスの提供にあたっては、顧客の資産状況、投資経験および投資目的を把握するよう努めなければならない。

5、顧客に対する情報開示

- 30 業者は、顧客との取引にあたっては、当該取引に関する具体的な情報を十分に開示しなければならない。

6、利益相反

業者は、利益相反を避けるべく努めなければならない。利益相反が回避できない恐れがある場合においても、すべての顧客の公平な取扱いを確保しなければならない。

5 7、遵守

業者は、顧客の最大の利益および市場の健全性を図るため、その業務に適用されるすべての規則を遵守しなければならない。

10 こうした責任者等を設置することにより、内部管理体制を整備し、法令・諸規則を遵守し、公正な企業活動を実践できる。内部管理体制の重要な点は、業務ラインから独立した立場で内部管理の主要目的（リスク管理の適切性、業務運営の効率性、財務報告の信頼性、法令等及び社内諸規則の遵守等）の達成を客観的・総合的に評価し、課題解決のための助言・指導をすることである。

15 二節 ネットリテールビジネスの現状と問題点

1997年から始まった金融システム改革によって引き起こされた、証券業の免許制から登録制への移行、株式売買委託手数料完全自由化は、証券業への自由な参入と、同時期に進行したIT革命によるインターネット証券取引の急速な発展によって、瞬く間に急激な価格破壊をもたらすこととなった。このような競争環境の中では、伝統的なチャネルである店舗と営業担当者で注文を受ける既存の証券会社は、大打撃を受けた。インターネット証券は、店舗を持つ必要がなく、営業担当者を雇わないという利点に加えて、システムで注文を受け、問い合わせには電話で対応する。このため、コスト面を削減できるインターネット証券は、手数料を安価に設定することが可能になり、既存の証券会社は厳
20 しい状況になった。この状況下で、既存の証券会社は新たなビジネスモデルとして、それまで主要な収益源は委託手数料であったが、資産管理業務を中心とした営業へとシフトしていった。こうしてネット専門証券会社の勢いは、既存
25 の証券会社の経営体制を変えたのである。

このようにして、新規参入してきたネット証券は、システム投資を中心とした「薄利多売型」のビジネスモデル、つまり、利益は少ないが多く売ること
30

収益を得るモデルであり、大手インターネット証券の収益のほとんどは、株式売買の委託手数料と信用取引からの金利収入である。この費用収益構造は、伝統的な店舗と営業担当者で推進される証券営業とはコスト構造が根本的に異なり、異なるビジネスモデルの間での競争となった。結果的に、インターネット証券取引は一面ではデイトレーダーのような個人投資家層を生み出したということもあるが、格安の手数料によって、それまで株式投資の経験のない新たな個人投資家を市場に呼び込み、市場を拡大するという役割を果たした。

5

割安な手数料やネット取引の利便性を使い、勝ち組となったネット専門証券会社であったが、大手証券会社から顧客が大量に移動した後、リーマンショックのリスクオフでの取引低迷もあって最近では成長の限界指摘されることが多くなった。

10

最近の決算説明資料等から、大手ネット証券会社の事業戦略の特徴について、取り上げる。そこには、各社共通している方向性が二つほどある。ひとつは、個人トレーダー層の獲得競争であり、もうひとつは、投資のグローバル化にあわせたものだ。各社の取り組みは以下のようになっている。

15

[SBI証券]

同社の戦略を一言でいえば、総合ネット証券会社だったが、最近ではグループでの保険や金融の強化で、総合金融業を目指すイメージが強まっている。最優先される戦略は顧客の囲い込みだが、顧客獲得手段の中心は手数料の安さだ。収益面でみると、前年同期に比べ委託売買代金は4.7倍に急増しているが、委託手数料は、2.7倍、金融収益は、1.9倍にとどまる。

20

[マネックス]

ネット証券ビジネスを、米国や中国において推進していこうとする同社の戦略は変わらない。日米中の各拠点をネットワーク化することで相乗効果を狙い、顧客へのサービス向上を目指している。また、米国子会社においては、システム開発要員を抱えていることも同社の強みであるが、同時に米国人件費は同社グループ全体の固定費削減の課題にも見える。なお、従来から注力していた店頭FX取引等によるトレーディング収益は、上期で営業収益の15.9%を占め、ネット証券会社でもっとも収益貢献率が高い。

25

30 [カブドットコム]

率先したネットでの取引機能改善が同社の特徴であるが、MUFGグループと組むことで経営資源を自社システム開発に注力できる体制を整えたようだ。大手ネット証券会社全体にいえることだが、取引機能の進化やグローバル化対応のために、恒常的なシステムやネットワーク維持費用の負担が見込まれる。そのため、自社インフラの他社利用を進める BtoB ビジネスの推進が課題となっている

10 以上のように各社、収益は伸び続けているものの、以前のような勢いはなさそうだ。また、日本は高齢化が進展している。日本では、個人金融資産の6割以上を60歳以上の高齢者が保有している。一方、30歳から50歳にかけての保有率は驚くほど少ない。高齢化という環境の変化に対応し、ネットを使いこなせる中年層をいかに獲得するかが課題であり、新たな投資家を市場に呼び寄せるため、いかに投資を身近に感じてもらえるか、どのようにしたら投資に踏み込んでもらえるかを考えるべきである。

15 三節 ネットリテールビジネスのあり方

金融ビッグバン以降、ネットリテールビジネスは、勢いに乗ってきた。しかし、インターネット証券が普及している今、いかにして顧客を獲得できるかが課題である。こういった課題も踏まえて、今後のネットリテールビジネスのあり方について5節では述べていく。

20 はじめに、日本は、少子高齢化、就職難による非正規雇用の増加など様々な問題を抱えている。また、多くの若者が、ツイッターやフェイスブックなどのソーシャルネットワークサービス（SNS）を利用している。この環境下、将来への不安や金銭面での問題から、ネットを使った資産形成を考えている人も少なくない。この環境の変化に対応し、それぞれの顧客にあった金融商品を提供できれば、ネットリテールビジネスはさらなる盛り上がりをみせるだろう。実際にインターネットの利用率は、65歳以上の層でも4割に達し、SNSの利用者は国内人口の4割にも上っている。さらに、震災以降は、環境認識の高まりに加え、社会の今後の投資にお金を使おうという新たな流れもでてきた。このような変化を背景として、金融に対するニーズもますます多様化する傾向にある。

30 これまで、資産形成に関連する金融サービスはお金持ちのためのものという位

置づけから、生活不安、社会不安の高まりに伴い、年齢、資産の有無にかかわらず、普通の個人の生活のために欠かすことのできないものになっていくことが想定される。さらに、環境の変化から考えると、今後もさまざまな金融商品やサービスの需要が高まると考えられる。少子高齢化、就職難による社会格差が拡大すると、富裕層を中心により多様な資産形成手段が求められる一方で、低収入者を支援することの重要性も高まるであろう。その結果、一人ひとりの顧客に合わせた運用商品や小口の証券商品、安価な送金手段などの金融ニーズも高まることが考えられる。

しかし、金融商品・サービスのニーズが高まるからといって、何も考えずに提供するのは非効率だ。インターネット専門証券会社が多く存在し、ネットリテールビジネスが広く普及した現在、インターネットを利用した自分たちならではの付加価値をつけ、他社との差別化を図る必要がある。米国では、インターネットや SNS を使って、顧客の取り込みに成功した企業もある。例えば、新興銀行である movenbank である。movenbank は、SNS の情報を融資の審査に取り入れたり、ゲーム感覚で顧客個人の目標実現に向けて、資産をどれだけ蓄えたかを楽しみながら認識させる仕組みを取り入れたり、画期的な方法で事業拡大に成功している。日本でも、SNS は広く普及しているため、SNS をうまく利用した新たなビジネスモデルの開発が必要だ。

ネットリテールビジネスの今後のあり方としては、商品視点ではなく、顧客視点に立ったアプローチができるかという点が最も重要な点であり、顧客自身が達成したいことに着目し、そこを起点として求められるニーズを特定し、提供することで、顧客の期待を超え、顧客の生涯にわたって強固なロイヤリティーを構築する。そのため、一人ひとりの顧客にフォーカスし、その人がどのようなコミュニティに属し、どのような人生設計を描いてどのような生き方をしているか、といった部分まで掘り下げ、よりきめ細やかな視点で顧客を見ることが重要である。また、米国の例をみると、いかにインターネットを使った資産形成を身近なものに感じてもらえるかという点も差別化を実現するために重要だ。SNS などを使った簡単な方法で、資産形成の入口をつくり、前述したように、顧客の視点に立って、一人ひとりのニーズに合った金融商品・サービスを提供することが、ネットリテールビジネスの可能性を広げるために必要であ

る。

四節 対面型リテールビジネスの現状と問題点

「最近では、金融機関が、中小企業や家計向けの小口与信を積極的にビジネス・モデル化していく動きもみられています。こうした例としては、クレジット・スコアリング・モデルという統計的な審査手法を通じて審査期間を短縮する無担保ビジネスローンの提供や、消費者金融会社等との提携などを通じた消費者ローン市場の開拓が挙げられます。この背景としては、不良債権問題の次の経営課題として与信の大口集中リスクの是正が意識される中、ITの発達の下でリテール向け与信の膨大なデータを管理していくこともより容易となり、その小口分散効果を活かす余地が大きくなっていることが指摘できましよう。」

さらに、金融機関は、投信・保険など広範な金融商品の販売や、個人資産の運用サービスへの取組みを積極化させています。例えば、99年に銀行による投資信託の販売が解禁されて以降、銀行の投信販売は大きく増加し、現在では投信販売全体の半分以上を占めるに至っています。」2006年12月7日「金融リテール戦略2006」における日本銀行岩田副総裁講演より引用

このように小口分散効果もあり、リテール金融は証券市場の活性化に繋がると言える。また、経済活動の複雑化によりリテール金融サービスのニーズは生まれ続ける。こうしたニーズを金融機関が敏感に察知し、ニーズに合った金融商品を生み出していけば金融機関の経営安定化につながる。アメリカでもリテール金融の発展が証券市場の成長促し、証券市場に支えられてリテール金融が発展していくという相乗効果も見られる。

しかし、問題点もある。

1つ目はカウンターパーティー・リスクである。カウンターパーティー・リスクとは「あるカウンターパーティ（取引先）との間のOTCデリバティブ取引や証券金融取引（レポ取引等）が正の価値を持つ場合、当該カウンターパーティが破綻したときに、正の価値の金額を取り損なってしまうリスク（銀行勘定とトレーディング勘定の双方が対象）。」金融庁より

カウンターパーティー・リスクが起こってしまう要因は当該リスクに対する自己資本賦課の枠組みがこれまでなかったことにある。デフォルトが起こった

から返済できない、ではなくデフォルトが起きても返済できるような仕組みを作るべきである。証券化商品の担保としての適格性が社債と同等に扱われているが、デフォルト時の証券化商品の価格変動が非常に大きく、担保としての価値に疑問が付けられている。

- 5 2つ目はラップ口座・SMAである。投資顧問料や運用管理手数料など、手数料が必要になる。預けている資産の約2%+管理手数料などがかかるため投資信託を自分で購入するより高コストになってしまうことが多い。

- 10 3つ目はMOBである。「上場企業の場合、非上場企業とは異なり、インサイダー情報を知らない株主が、証券市場を通じて株式を売買することにより株価が形成されており、当然経営陣と株主との間には情報の非対称性があります。MBOは対象企業のことを最も良く知る取締役（経営陣）が買い手になるため、対象会社を安く買いたいという誘引が働き、他の株主と利益相反の関係になります。」
(上場企業によるMBOの増加と問題点より引用)

- 15 経済産業省が平成19年に公表した企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収(MBO)に関する報告書に「MBOは、構造上の利益相反の問題に起因する不透明感が強いことにかんがみ、価格の適正性に関し、対抗買付の機会を確保する等の客観的な状況により担保がなされる必要がある。」と書かれているように不透明感が強いことも問題として挙げられる。

20 五節 対面型リテールビジネスのあり方

- リテール証券にとって新規の投資資金導入に3つの可能性がある。1つ目は震災復興に関して大きな資金が流れる可能性。2つ目は既に始まっている郵貯の大量償還や団塊世代のリタイア本格化の資金の流れ。3つ目は今後拡大が予想される資産形成のための継続投資(確定拠出年金制度など)増加の流れである。
- 25 これらを踏まえた上で新規資金獲得の努力がされれば投資家の数は大きく増加すると予想される。また、貯蓄から投資への流れが起こる可能性がある。

- 次に「共働」があげられる。証券業務は多様化した分専門化も進んでいるが、ファンドや債券・デリバティブにおいて益々他社機能を利用する機会が増えるだろう。他の事業者等と証券仲介業務を通じて繋がっていくことも、業務拡大
- 30 の中心的な戦術になる可能性がある。小さな証券会社の新しい金融商品、と聞

- くと買いたいと思う人は少ないかもしれない。しかし「大手証券会社とコラボして新しい金融商品を売り始めた」と言えば信用され、買う投資家も出てくると思われる。個人投資家のニーズに応えるためにはサービスの多様化が必要で、その為に他社機能を利用する協働だが、顧客と直接対応することを強みにし、
- 5 競合他社と連携していけばそれぞれの顧客のニーズに合った金融商品を提案することができる。共働のメリットを生かし、柔軟に対応することが対面型リテールビジネスのあり方だと考える。

四章 今後の証券会社のあり方について

- 10 本章では証券会社のあり方について述べていく。また、投資家が証券会社を活用しやすくなる方法を探っていく。

一節 今後の商品設計のあり方について

- 15 三章五節でも述べたように、顧客のニーズに柔軟に対応するためには共働する必要がある。現在の日本では証券会社の連携はあまり見られないが、武蔵野銀行と千葉銀行がちばぎん証券株式会社と共働するということが平成 29 年 4 月 6 日に発表された。このように自社だけでなく他の金融機関と連携していくことは顧客にとっても証券会社にとっても顧客のニーズに合わせた提案を証券会社の視点、銀行の視点の両方でできるため柔軟な対応ができるという利点がある。こういった共働している金融機関が商品設計していくことは理想の商品設計の形の 1 つだと考える。
- 20

二節 方策

- 25 イギリスでは資産運用している人口が 4 割もいる。しかし、日本では資産運用している人口は 2 割に満たない。この差が出た原因は英国の ISA と日本の NISA の制度的違いにあると考える。もしも NISA が ISA のようになれば、日本の資産運用している人口は増えるのではないだろうか。

ISA と NISA の違いを挙げていく。

- 30 まず一つ目に投資限度額の違いが挙げられる。ISA も NISA も個人向けに用意された少額投資の非課税制度である。そのため投資金額に限度が設けられてい

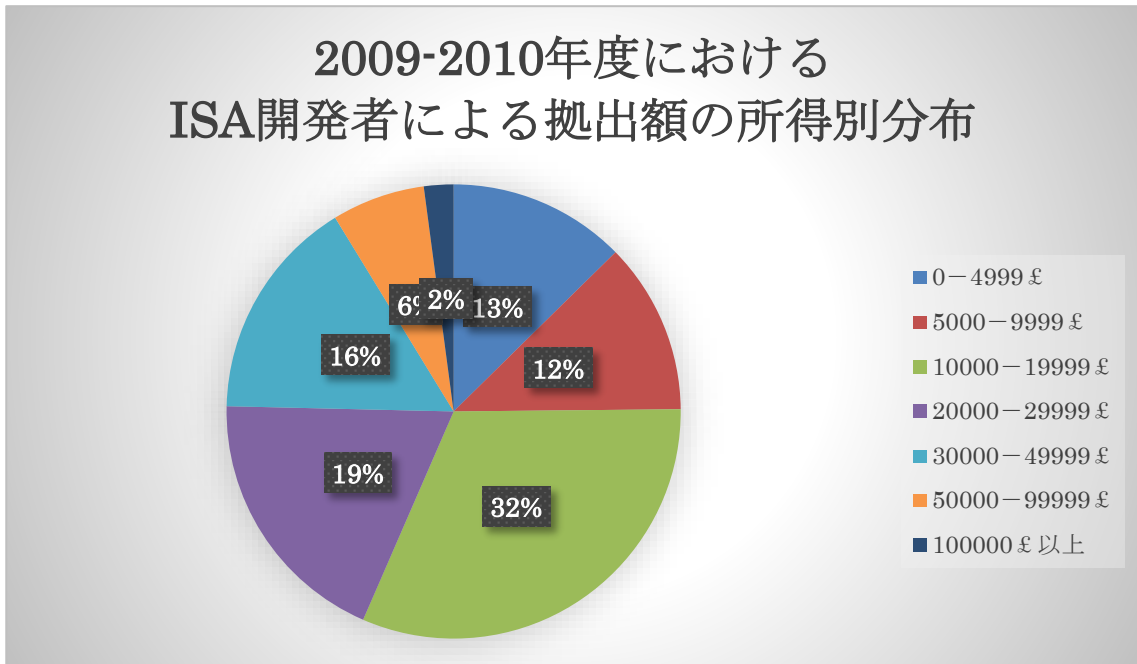
る。日本の NISA が年間の購入額に 100 万円の限度を設けているのに対し、イギリスの ISA では株式型と預金型の口座への拠出額の合計を年間で 11,520 ポンドである。しかし、英国の ISA と違い日本の NISA では、株式などを売却して得た代金は証券総合口座などに払い出される。従って、その代金を利用して NISA
5 で株式などを購入すると、購入額の合計に数えられるため、すぐに年間の 100 万円限度額に達してしまう。

二つ目に運用機関の違いが挙げられる。日本の NISA の非課税期間は 5 年である。5 年で必ず廃止するという言い方である。一方英国の ISA は少なくとも 10 年は続けるということで、10 年以上続く可能性がある。英国の株式型 ISA で
10 は運用機関の制限が無く恒久化されている。さらに異なる金融機関への口座移管も可能であるため、誰でも気軽に口座を開設することができる。

三つ目に配当や分配を再投資することができるかの違いが挙げられる。NISA も ISA も、それぞれの口座で保有している株式の配当金や投資信託の分配金に税金が掛からないことは同様である。しかし、NISA は配当金や分配金が NISA
15 の口座ではなく、別の口座に振り込まれるため、配当金や分配金で再投資しようとする NISA の購入額として加算されてしまう。一方 ISA は株式や投資信託の配当金や分配金は ISA 口座に支払われるため、配当金や分配金は現預金とされるため再投資が可能である。

これらの違いが解消されれば、日本の NISA は英国の ISA にかなり近付き、口
20 座保有者も増えるはずである。しかし、現実に解消される見通しは付いていない。

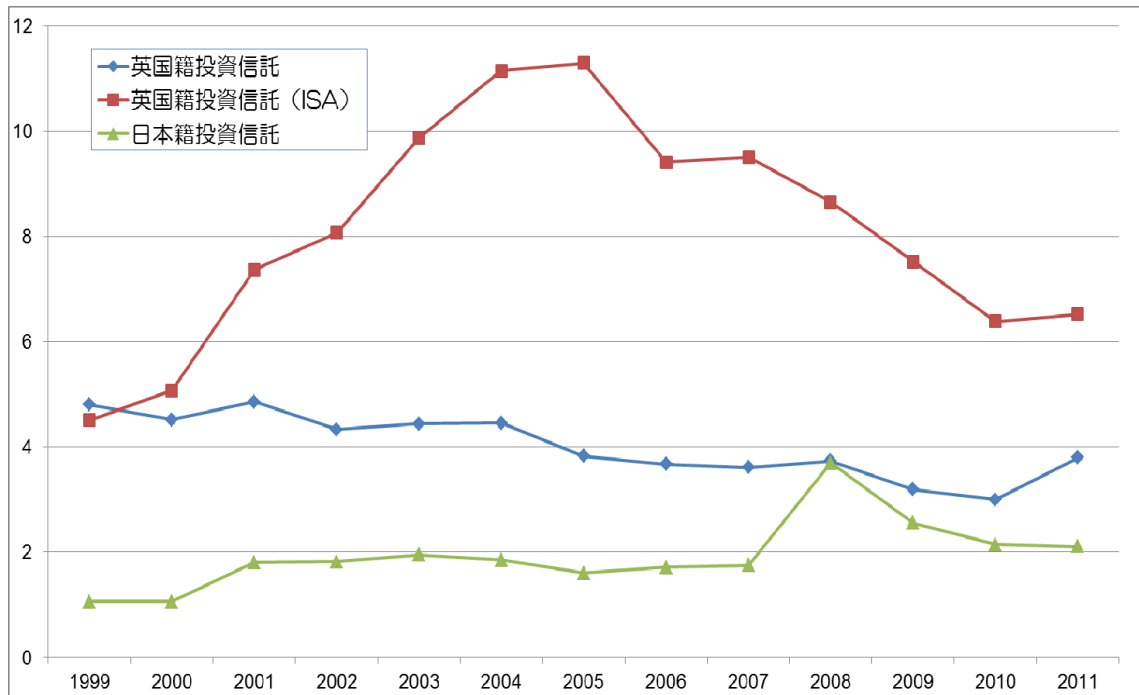
2009-2010年度における ISA開発者による拠出額の所得別分布



英国の ISA (Individual Savings Account) の実施状況等について
 ～英国の ISA の実態調査報告～平成 24 年 11 月 日本証券業協会 を参
 考に作成

5

最近 10 年間に於ける英国籍及び日本籍の投資信託の平均保有期間の推移



http://www.jsda.or.jp/shiryō/houkokusyo/files/houkoku_uk_isa_20121101.

(投資信託協会及び英国投資信託協会の資料に基づき日本証券業協会作成を引用)

- 5 日本の NISA を英国の ISA に近付けることができないのであれば、似た環境を作り出せばいいのではないだろうか。英国の ISA は投資対象の金融商品をスイッチングにより随時変更することが可能であり、ラップ金融商品的な性質を有しているといえる。つまり、「スイッチングにより随時変更することが可能で
- 10 証券市場に近づく可能性があるということである。すなわち日本の人口の 2 割に満たない投資人口が英国のように 4 割まで増加する可能性があると言える。

それを実現するためにどうすればいいか考察する。

- 現状は「スイッチングする」ことは簡単ではない。信託財産留保額がかかってしまう。「信託財産留保額とは、ファンドの追加設定や解約によってファンド
- 15 に組み入れる有価証券等の購入や売却費用について、投資家間の公平性を図るため、投資家から徴収する金額のことです。投資信託によっては一切徴収しないもの、保有期間によって軽減するもの、一定期間保有すれば徴収されないものなど、様々なものがあります。徴収された額は信託財産内に留保され、基準価額等に反映されます。解約時に負担するケースが一般的ですが、ファンドの
- 20 なかには購入時に必要なものもあります。」(日本証券業協会 信託財産留保額より引用)

- 信託財産留保額という手数料は運用会社や販売会社が受け取るのではなく、投資信託の純資産に加えられる。信託財産留保額の保険をつくり、そこに入るか、国から補助金を支給してもらい、補助金を信託財産留保額に当てることができ
- 25 ればスイッチングするときに信託財産留保額を払わずに済む。

- 次に「ラップ金融商品的な性質を持った金融商品を販売する」ことを考える。しかし、ラップ口座では証券会社に投資を一任してしまうことになる。そのため、ラップ口座と似た SMA が適切だと思われる。「SMA (Separately Managed Account) とは、投資家が証券会社などのサービス提供者にある程度のまとまった資金を預け、資産管理・運用を行うための「ラップ口座の一形態」です。
- 30

米国で 1970 年代に生まれたラップ口座の原型サービスはさまざまな形態に進化してきましたが、そのうちのひとつが「SMA」という名称で呼ばれています。SMA の主な特徴は、アセット・アロケーションに関するアドバイス、運用会社や投資信託の紹介、注文の執行、お客様への定期的な報告などのサービスを包括的に提供し、資産を総合的に管理していく専用口座といえます。また、手数料は一般的に、売買ごとの手数料ではなく、資産残高に対して一定料率が課される体系や成功報酬による体系となっています。」(SMBC 日興証券 SMA (エスエムエイ) より引用)

また、これは英国における個人向けの金融商品の販売と似ている。英国では、独立金融アドバイザー (Independent Financial Adviser : IFA) が大きな役割を担っている。英国投資信託協会の統計によると、2009 年では投資信託の 87.1%が IFA 経由により販売されていることがわかる。SMA のサービス提供業者が英国の独立金融アドバイザー (IFA) の役割を果たせば英国に近い環境を作り出せると考えられる。

方策をまとめると、「スイッチングにより随時変更することが可能でラップ金融商品的な性質を持った金融商品を販売する」ことを可能にしたい。そのためには①「スイッチングする」際にかかる信託財産留保額を保険や国の補助金等で払うこと、②「ラップ金融商品的な性質を持った金融商品を販売する」ために、SMA に独立金融アドバイザーの役割を果たす人を配備すること、の 2 点を達成することができれば英国の ISA に近い投資の魅力がある環境を作り出すことができると考えるため、これを方策として提案する。

参考文献

https://www.nomura.co.jp/terms/japan/si/securities_co.html

野村証券より (3 ページ目 5~11 行)

2

http://torufukufc2.web.fc2.com/dir1/ynu_sem_lec13.pdf#search=%27%E8%A8%BC%E5%88%B8%E4%BC%9A%E7%A4%BE+%E6%A9%9F%E8%83%BD%27

13. 証券会社の機能より

30

<https://www.jip.co.jp/report/detail.php?report=00102>

リテール証券会社の変化と進化の可能性について

http://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a501f2.htm

5 総合部会・論点整理より(三節)

<http://www.daiwa->

[grp.jp/japanese/pdf/ar2006/ar2006_02.pdf#search=%27%E8%A8%BC%E5%88%B8%E4%BC%9A%E7%A4%BE+%E5%8F%8E%E5%85%A5%E6%A7%8B%E9%80%A0%27](http://www.daiwa-grp.jp/japanese/pdf/ar2006/ar2006_02.pdf#search=%27%E8%A8%BC%E5%88%B8%E4%BC%9A%E7%A4%BE+%E5%8F%8E%E5%85%A5%E6%A7%8B%E9%80%A0%27)

10 証券業界の変遷と大和証券グループ

<https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/report/report10-0922.pdf#search=%27%E3%82%A2%E3%83%A1%E3%83%AA%E3%82%AB+%E8%A8%BC%E5%88%B8%E4%BC%9A%E7%A4%BE+syuuekikouzou%27>

15 みずほレポート 2010年9月22日 米国におけるリテール証券会社の特徴

<http://fis.nri.co.jp/ja->

[JP/publication/kinyu_itf/backnumber/2016/02/201602_7.html](http://fis.nri.co.jp/publication/kinyu_itf/backnumber/2016/02/201602_7.html)

内部管理体制 コンプライアンス(法令等遵守)体制

20

<http://f->

[bank.co.jp/pdf/03goukaku.pdf#search=%27%E8%A8%BC%E5%88%B8%E4%BC%9A%E7%A4%BE+%E5%86%85%E9%83%A8%E7%AE%A1%E7%90%86%E4%BD%93%E5%88%B6%27](http://f-bank.co.jp/pdf/03goukaku.pdf#search=%27%E8%A8%BC%E5%88%B8%E4%BC%9A%E7%A4%BE+%E5%86%85%E9%83%A8%E7%AE%A1%E7%90%86%E4%BD%93%E5%88%B6%27)

内部管理・法令遵守体制の重要性

25

<http://orekabu.jp/brokerage-commission/>

証券会社とはどんな会社?証券会社の仕事と手数料収入より(三節)

アメリカの証券業 佐賀 卓雄 著

30

<http://www.jsri.or.jp/publish/general/pdf/g23/13.pdf#search=%27%E3%83%8D%E3%83%83%E3%83%88%E3%83%AA%E3%83%86%E3%83%BC%E3%83%AB%E3%83%93%E3%82%B8%E3%83%8D%E3%82%B9+%E7%8F%BE%E7%8A%B6%27>

第 13 章 リテール証券業のビジネスモデルについて

5

<https://www.jip.co.jp/report/detail.php?report=00150>

リテール証券業～2020年に向けて、その進化の可能性

10

https://www.atkearney.co.jp/documents/10192/5277880/Agenda_Vol.2_Yabuki-FINAL.pdf/blf45f87-3511-4265-bacf-54c754c62743

2020年を見据えた金融サービスのあり方

https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2006/ko0612c.htm/

15

リテール金融の課題と展望 「金融リテール戦略 2006」における岩田副総裁講演 2006年12月7日 日本銀行

<http://www.growin.jp/report/report03/?pa=2>

上場企業によるMBOの増加と問題点

20

http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/pdf/MB0houkou2.pdf

企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収(MBO)に関する報告書 平成19年8月2日 企業価値研究会

25

http://www.jsda.or.jp/shiryo/houkokusyo/files/houkoku_uk_isa_20121101.pdf#search=%27%E3%82%A4%E3%82%AE%E3%83%AA%E3%82%B9+ISA%27

英国のISA (Individual SavingsAccount) の実施状況等について

～英国のISAの実態調査報告～平成24年11月 日本証券業協会

30

http://www.jsda.or.jp/manabu/qa/qa_trust05.html

日本証券業協会 信託財産留保額

<http://www.smbcnikko.co.jp/terms/eng/s/E0010.html>

SMBC 日興証券 SMA (エスエムエイ)