令和元年度　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

～国内証券市場の活性化を念頭に～」

関西学院大学
阿萬ゼミナール　山内班

目次

はじめに.....3

第１章　本論文の前提条件.....4

第１節　株式投資に家計を参入させる方法.....4

第２節　国内証券市場を活性化させる目的.....6

第３節　証券取引所の機能と役割.....8

第２章　家計部門の現状と課題.....9

第１節　家計投資の現状.....9

第２節　家計の参入方法.....14

第３節　NISA と DC の課題に対する指摘.....21

第３章　証券会社の現状と課題.....24

第１節　証券会社全体の現状.....25

第２節　各証券会社の比較.....27

第３節　その他の競合業者.....31

第４節　証券会社の課題.....34

第５節　証券会社の望ましい営業姿勢.....39

第４章　家計と証券会社に対する提言.....41

第１節　家計に対する提言.....41

第２節　証券会社に対する提言.....44

終わりに.....49

はじめに

安倍内閣総理大臣が 2 度目の総理就任を果たしてから今年で 7 年目を迎え、通算在任日数は戦後最長となった。しかし、第二次安倍政権が掲げる「アベノミクス政策」を以てしても、未だ我々の生活水準に著しい変化は見られない。そんな中、今年 6 月に金融庁が公表した「高齢社会における資産形成・管理」という報告書が大きな話題となったのは記憶に新しいのではないだろうか。「貯蓄から投資（資産形成）へ」という国策に基づき、今注目を集めているのが投資の必要性である。

顧客と取引所の仲介役として投資に関わる機関の一つが証券会社である。証券会社は顧客にとって最も有益な商品を提供することが求められているが、現状の営業姿勢は決して顧客本位なものとは言えない。その最たる課題が回転売買である。検証の難しさから、長きにわたってその実情は明らかにされてこなかったが、金融庁が公表した平成 28 事務年度金融レポートでは、「投資信託全体の平均保有期間は３年未満の期間に留まっており、依然として、回転売買が行われていることが窺われる」と明記された。また、令和元年度金融レポートでは「顧客本位の趣旨に反する収益獲得優先の業務運営が行われている実態があった」との記載があった。これらのことから、金融庁は営業姿勢についての注意喚起や監視の強化を行っているものの、未だ撲滅には至っていないことが窺える。

証券会社の潜在顧客となり得る「家計部門」が保有する資産は、その大半が預貯金である。超低金利水準が続いているにもかかわらず、保有資産を積極的に運用する人は多くない。もし、家計の保有資産を投資という手段で金融市場に流入させることが出来れば、証券市場の活性化、ひいては日本経済全体の活性化に寄与する可能性が高まる。そのためにも、投資家になり得る家計と証券市場をつなぐ証券会社がその役割を発揮し、家計の市場参入を促す必要があるといえるだろう。

そこで本論文では、家計と証券会社が抱える課題とその解決策を軸に、どのように家計の投資を促し、証券市場の活性化を果たしていくべきか、我々の主張を展開する。

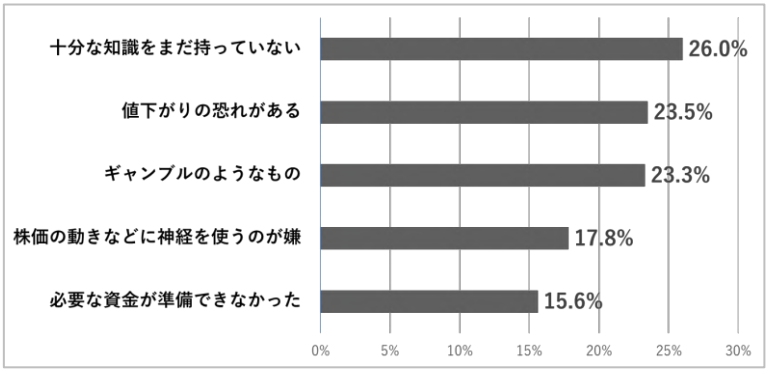
第１章　本論文の前提条件

第１節　株式投資に家計を参入させる方法

株式購入未経験者を対象に実施されたアンケート調査の結果、株式投資を始めない理由で最も多かったのは「知識が無いから」であった。日本では未だに金融教育が浸透しておらず、投資に対し、知識不足の観点からハードルが高いと感じる人が多いと推測される。

下に続く理由には、値下がりの危険や投機的な側面が挙げられる。しかしこれらは株式の特性上、改善することは難しい。そのため、上記のようなリスクを軽減するための「分散投資の必要性」や「資産形成のための投資」について理解を促すことが望ましいと考える。

図１　株式非購入の理由（複数回答）



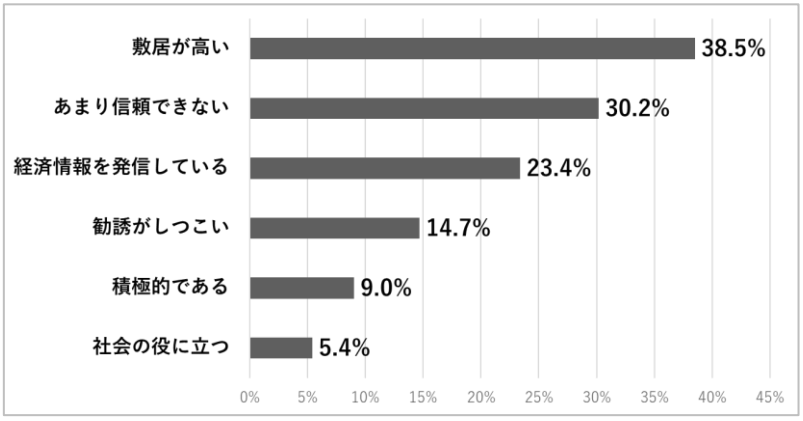
出典：日本証券業協会（2018）「証券投資に関する全国調査
平成 30 年度調査報告書（個人調査）」より筆者作成

また、証券会社のイメージが悪いことも問題である。家計を対象に実施されたアンケート調査によると、「敷居が高い」、「あまり信用できない」と感じている声が多く見られた。このことから、証券会社は家計にとって身近な存

在ではなく、仮に投資を行う場合であっても信用がない限りは任せる可能性は極めて低いことが分かった。

つまり、現在の証券会社のままでは、家計が投資へ参入する際に積極的に利用する可能性が極めて低い状況にあるといえる。

図 2　証券会社のイメージ（複数回答）



出典：日本証券業協会（2018）「証券投資に関する全国調査平成 30 年度調査報告書（個人調査）」より筆者作成

これらのことから我々は、家計を今以上に株式投資に参入させるためには、証券会社の営業姿勢の見直しとともに株式投資の参入に対するハードルを下げることが必要であると結論付けた。

具体的な方法として、投資未経験層でも参入しやすい投資信託の購入を通して投資経験をつけさせることを提案する。理由として、投資信託は株式と異なり運用を一任することができる点や、複数の金融商品を組み合わせることで変動リスクが抑えられている点などが挙げられる。

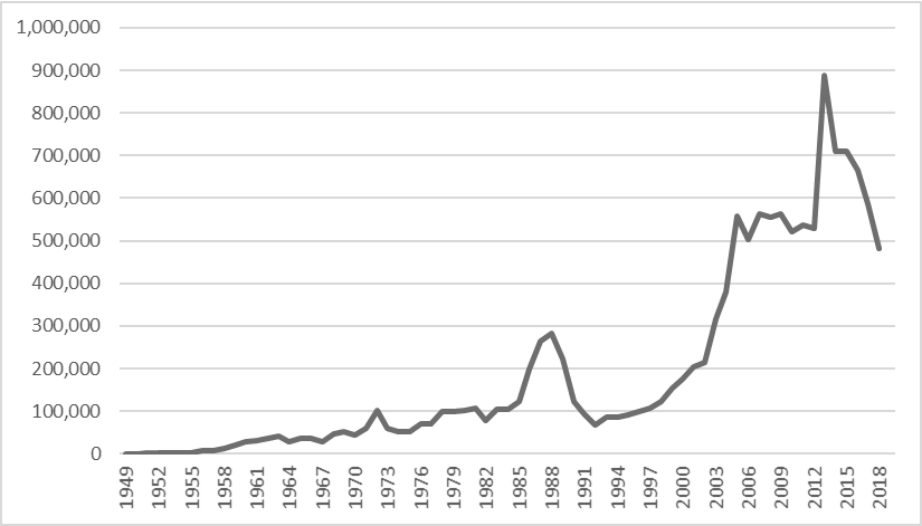
したがって、我々は家計の投資参入の方法として投資信託の普及に焦点を当て、家計の視点からその有効性を述べるとともに、それを通した市場の活性化についての提言を行う。

第 2 節　国内証券市場を活性化させる目的

国内証券市場を活性化させることで期待できるのは、日本経済水準の底上げである。証券市場を経由して企業に流入した資金は、設備投資や新規事業などへの積極的な支出によって経済全体へと循環する。企業の活発な生産活動が家計にも資金流入をもたらし、家計の消費が活発化することで、日本経済全体の活性化に寄与することが予測される。

市場の現状として、東証の株式売買高の推移を図 3 に示す。

図 3　東京証券取引所の株式売買高の推移



出典：日本取引所グループ「売買高・売買代金（月間・年間）」より筆者作成

東証の株式売買高は、市場の拡大に伴って緩やかに増加してきた。2013 年には東証と大阪取引所が合併した影響で売買高が大きく跳ね上がったものの、近年は合併前の数値を下回っている。

その背景にあるのは投資家、特に海外投資家からの日本株への関心の低さである。『日本株の売買の過半数を握る外国人投資家が、２年連続で保有を減らし

ている』[1]ことに加えて、国内投資家が市場の売買高に大きく貢献していないことも、市場の売買高への大きな打撃となっている。

投資家からの日本株の関心が低い原因として、日本株の利益率の低さが挙げられる。現状では、取引所が本来持つ機能が十分に効果を発揮出来ていない可能性があることから、企業の質が保証されているとは言い切れない。また、近年はアジア圏を中心に成長性の高い市場が増えているため、日本の取引所で売買するよりも、他国の取引所を利用するほうが高い利益を得られる状況にある。これらのことから、特に外国人にとって日本株に対する関心は低下傾向にあると考えられる。

上記の事情を鑑みても、取引所や証券会社が投資家にとっての市場の魅力、投資商品の魅力を向上させることは急務であるといえるだろう。

[1] 日経速報ニュースアーカイブ（2019）「マネー激動、外された日本　企業改革こそ選ばれるカギ」

第３節　証券取引所の機能と役割

日本最大手の東京証券取引所は、上場企業・時価総額ともに世界第３位の巨大な市場となっている。近年は、東証市場の再編や総合取引所への変革を通して、上場株式や株式市場の質の改善に取り組んでいる。

図４　主な取引所の国際比較

	上場企業数(社)	時価総額（億円）	売買代金（億円）
ニューヨーク証券取引所	2,338	24,824,322	6,541,299
東京証券取引所	2,630	5,776,290	3,016,818
ロンドン証券取引所	1,158	5,087,862	646,798
ユーロネクスト	1,241	5,006,138	964,395
ナスダック（米）	3,071	11,814,130	7,347,404
ジャスダック	677	83,172	37,581
マザーズ	285	57,524	125,146

出典：野村資本研究所「市場の各種推移　株式市場」より筆者作成

取引所の機能は２つある。１つは、『有価証券取引における大量の需給を集中し、流通性を高めること』[2]、もう１つは『競争売買の原則に従って売買取引を行わせることで公正な価格を形成し、それを公示すること』[3]である。

取引所の役割は、公益・投資者保護の観点に基づく市場運営である。投資者が適切な投資判断を行ううえで必要な情報を、適時、正確かつ公平に提供するため、会社情報の迅速な開示に努めているほか、企業から報告を受けた情報の周知を図るなど上場有価証券の管理を行っている。

[2] 有馬弘純（1996）「金融取引選書　証券」ｐ.16

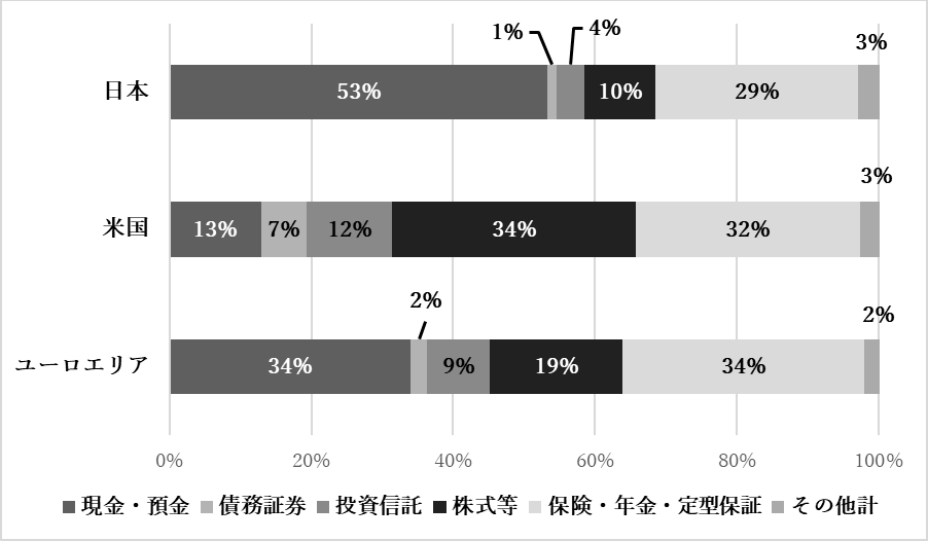
[3] 同上

第 2 章　家計部門の現状と課題

第 1 節　家計投資の現状

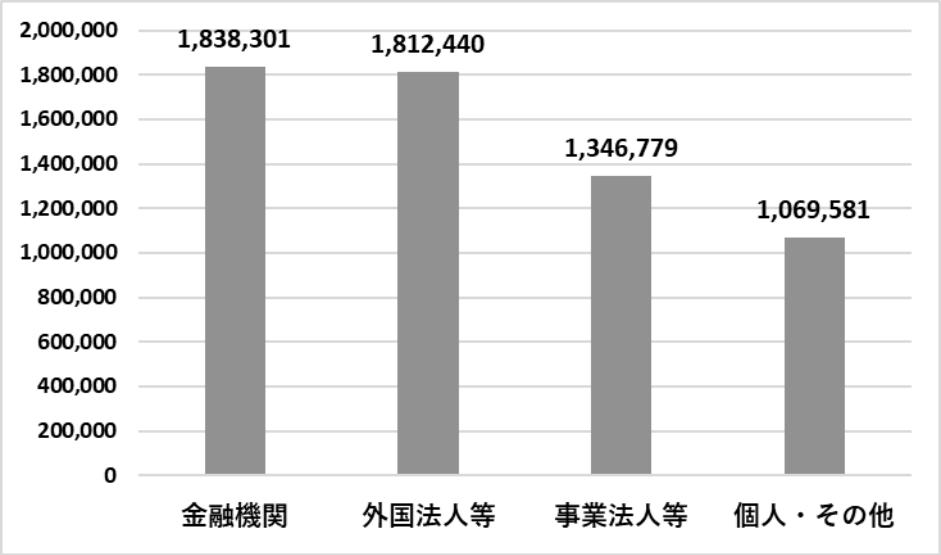
2019 年 3 月末時点の家計における金融資産残高は、1,835 兆円であった。その内訳は、全体の 53%を現金・預金が占めており、株式投資に至っては、10%に留まっている。図 5 を見ると、日本は他国と比べて投資への割合が格段に低いことが見て取れる。超低金利時代である現代日本においては、預金による利息は無いに等しい。それにも関わらず、現金・預金を除いた金融資産の割合が増えていないことから、「貯蓄から投資（資産形成）へ」という国策は十分に機能していないといえる。

図 5　家計の金融資産構成



出典：日本銀行調査統計局（2019）「資金循環の日米欧比較」より筆者作成

図 6　投資部門別株式保有金額（単位：億円）



出典：東京証券取引所他（2019）「2018 年度株式分布状況調査の調査結果について」より筆者作成

この影響が顕著に表れているのが、図 6 の投資部門別株式保有金額である。金融機関や外国法人等に比べ、個人の株式保有金額が低いことが見て取れる。このような状況を打破し、家計金融資産を投資に参入させることで、売買高の増加に伴い流動性が向上し、市場の活性化が期待できる。

また、「人生 100 年時代」と言われている現代において、少子高齢化の加速が社会問題となっている。高齢化が進むことにより、公的年金制度が不安定になることで、年金給付が不確実になってしまう危険性が出てきている。金融庁の報告書の中には、年金だけでは『老後資金が 2000 万円不足する』[4]といった内容のものがあり、今後は年金に頼らず自らの手で将来の資産形成を行っていくことが重要になってくるだろう。

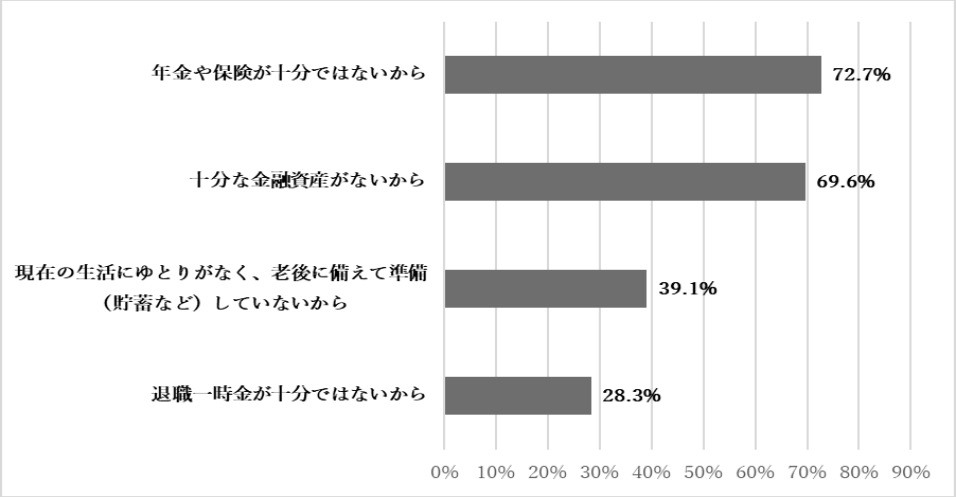
特に、日本の家計金融資産の約 3 分の 2 を保有しているとされる『65 歳以上

[4]日本経済新聞（2019）「資産や貯蓄「不満」54%、内閣府調査、5 年ぶり増、「老後 2000 万円問題」影響か。」

の高齢者の 34%が投資の経験がこれまで全くない』[5]という結果から、高齢者層でも資産形成手段としての投資が十分に浸透していないことが窺える。現在の若年層が投資に参入せず、今後もこのような状態が続くと、将来的な公的年金の給付水準の低下が懸念されている中、生活費が不足する可能性も十分にあり得る。

実際、「家計の金融行動に関する世論調査」では、老後の生活について心配であると回答した家計は 7 割を超えた。その理由としては、「年金や保険が十分ではないから」という回答が最も多い。このことは、老後の生活のためにも早期から資金形成を行う必要性を示唆している。

図 7　老後の生活を心配している理由(複数回答)



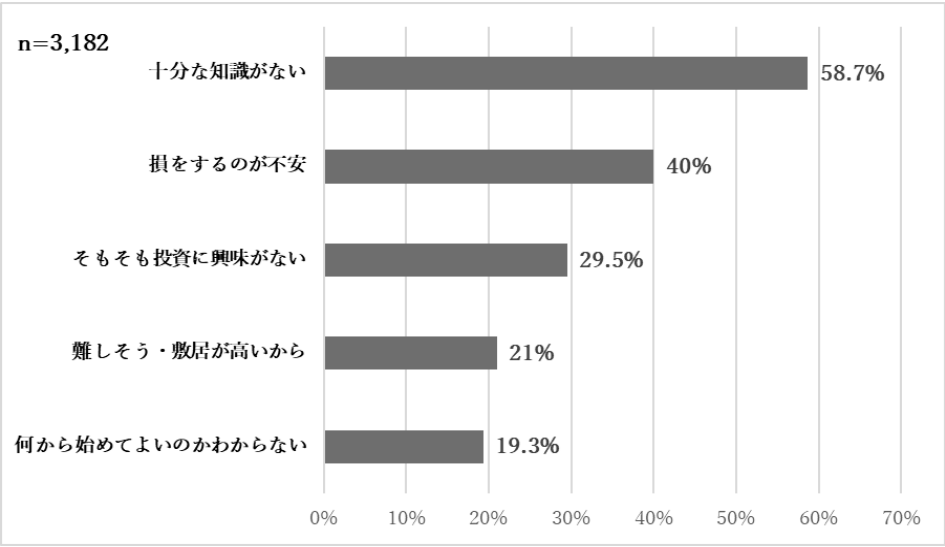
出典：金融広報中央委員会(2018)「家計の金融行動に関する世論調査」より筆者作成

また、投資未経験者に対するアンケートによると、投資を行わない理由として、「十分な知識がない」という意見が最も多く、投資を始めるには豊富な知識

[5]日本経済新聞（2019)「注目リポートから、高齢者 3 人に 1 人が投資未経験（市場点描)」

が必要と感じている。つまり、金融リテラシーが十分でないために、投資を生活から遠ざけてしまう傾向にあるといえる。

図 8　口座開設の検討をしなかった理由(複数回答)



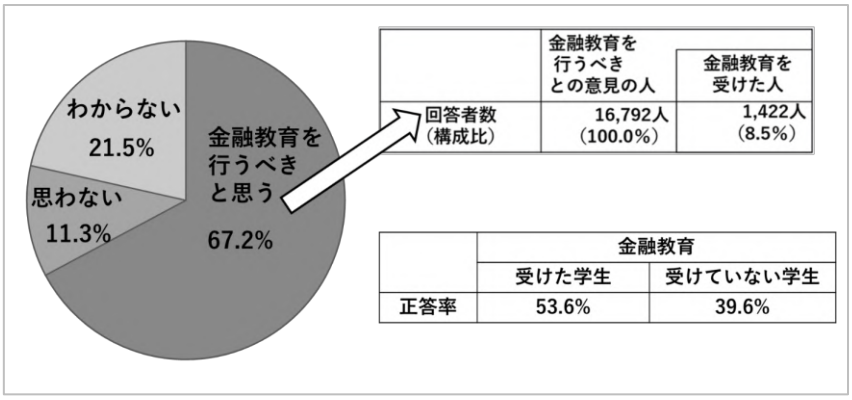
出典：三菱 UFJ フィナンシャルグループ(2018)「金融リテラシー1 万人調査の概要－「投資をしている人」と「投資をしていない人」の違いとはー」より筆者作成

2019 年には金融広報中央委員会が、『わが国の個人の金融リテラシー（お金の知識 や判断力）の現状を把握するため』[6]に、「金融リテラシー調査」を実施した。『最低限身に付けるべき金融リテラシー』[7]と考えられている家計管理や生活設計について、「金融教育を行うべき」という意見が 67.2%と過半数であったのに対し、実際に金融教育を受けたと認識しているのは、そのうち 8.5%であった。また、金融教育を受けたと認識している学生とそうでない学生では、前者の方が、金融リテラシーに関する正誤問題の正答率が高かった。

---

[6] 金融広報中央委員会（2019）「「金融リテラシー調査　2019」の結果」p.37
[7] 金融経済教育研究会（2013）「金融経済教育研究会報告書」p.9

図 9　金融教育を求める声と金融教育を受けた認識



出典：金融広報中央委員会(2019)「「金融リテラシー調査 2019」の結果」より筆者作成

これにより、国民の多くには家計管理と生活設計をするための知識が上手く形成されていないことが浮き彫りになった。特に、生活設計を行うためには『ライフプランの明確化及びライフプランを踏まえた資金の確保の必要性の理解』[8]が重要である。しかし、この理解が浸透していないために、未だに家計には資産形成の必要性が伝わっていない。つまり、今後の生活にどれくらいの資金が必要で、どのような手段で資金確保を行うべきかを考えたうえで、計画的に資産運用等を実施することが現状の家計にとって必要である。そのためには、預貯金中心である家計資産を、投資へ転換させることが不可欠である。

これらの結果を踏まえ、第 2 節では、家計が資産形成を行うために投資に参入する方法として、少額投資非課税制度(NISA)と確定拠出年金(DC)を挙げる。

[8] 金融経済教育研究会（2013)「金融経済教育研究会報告書」p.9

第2節　家計の参入方法

第1項　少額投資非課税制度(NISA)

少額投資非課税制度(以下、NISA)は、2014年1月から導入された個人投資家のための税制優遇制度である。この制度は、イギリスの ISA(個人貯蓄口座)をモデルにしており、日本版ISAという意味合いでNISAと呼ばれている。

現在施行されているNISA制度には、一般NISAのほか、ジュニアNISA（2016年～）とつみたてNISA（2018年～）の3つがある。

図10　NISA制度の主な特徴

	一般NISA	ジュニアNISA	つみたてNISA
年齢	20歳以上	0～19歳	20歳以上
年間投資上限額	120万円	80万円	40万円
非課税期間	最長5年	最長5年	最長20年
制度終了年	2023年	2023年	2037年

出典：金融庁「NISA特設ウェブページ」より筆者作成

全てのNISAに共通するのは税金が控除されるという点である。通常、金融商品に投資した際には売却益や配当に対して約20%の税金が課されるが、「NISA口座（非課税口座)」を利用することで収益の一部が毎年一定金額の範囲内で非課税になる。

一般NISAは、5年間の非課税期間が終了した後に、その時点で保有している金融商品を翌年の投資非課税枠に移すこと（ロールオーバー）ができる。他にも課税口座への移管や、資産売却などの方法がある。ただし、NISAは時限措置があるため、金融商品の購入は2023年までしかできない。2023年のうちに購入した商品においては、5年後の2028年まで非課税対象となる。

ジュニアNISAの特徴は、子供が進学・就職する時期を想定しているため、18歳まで払い出し制限があることである。また、ジュニア NISA を活用すること

で、『子どもが成長して一定の判断能力を備えるようになった後に、自分自身の口座が設けられていることで、早くから投資に関心を持ち、金融や投資の仕組みについて学ぶきっかけとなることが期待』[9]されることである。

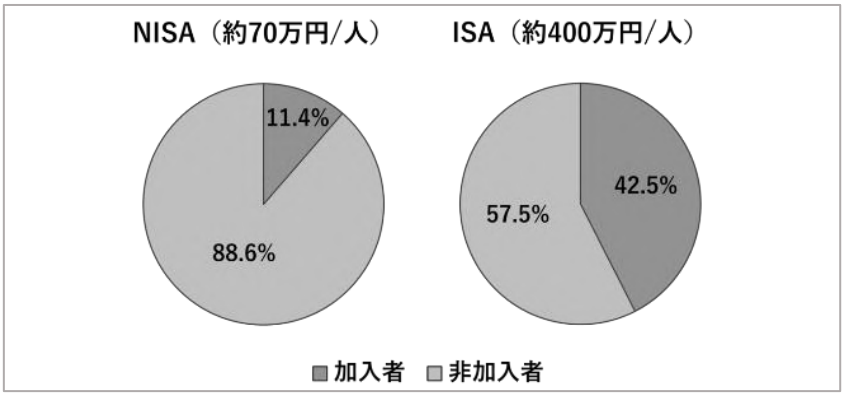
つみたてNISAの特徴は、投資初心者をはじめ、幅広い年代で利用しやすい仕組みとなっていることである。商品面では、長期・積立・分散投資に適した公募株式投資信託と上場株式投資信託（ETF）に限定されていること、手数料が低水準であること、頻繁に分配金が支払われないことなどが挙げられる。ただし、一般NISAとつみたてNISAは、同時に利用することができないため、注意が必要である。

[9] 金融庁　NISA特設ウェブサイト「ジュニアNISAの使い方　投資教育」

第 2 項　NISA の現状

NISA は税制優遇措置が付いた家計向けの制度ではあるものの、ISA に比べて普及は進んでいない。図 11 より、イギリスの成人人口約 5,200 万人の 4 割以上が ISA を利用しているのに対して、日本では成人人口約 1 億 500 万人の中で 1 割程度しか NISA を利用していないことが分かる。

図 11　各国の資産形成に対する税制優遇制度の普及状況（2018 年）

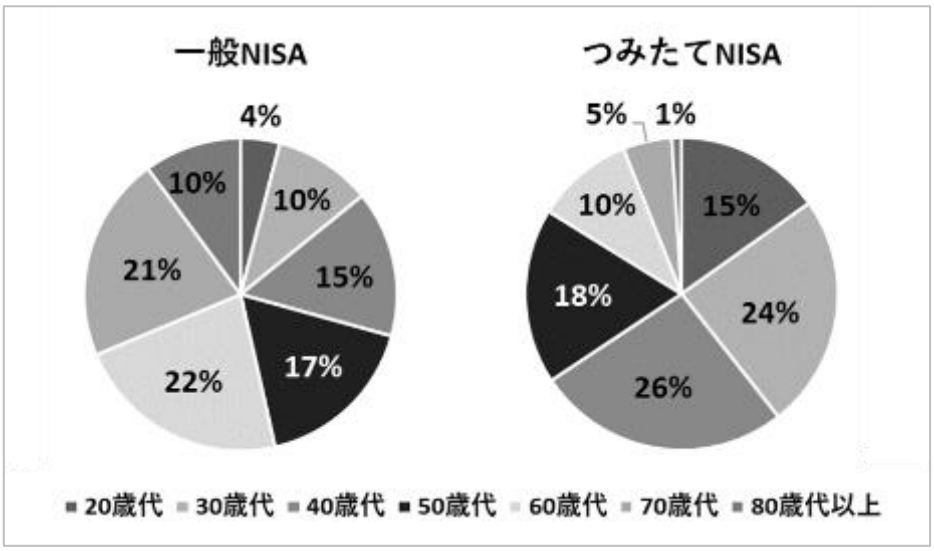


出典：金融庁(2018)「安定的な資産形成に向けた取り組み(金融税制・金融リテラシー関連)」より筆者作成

2018 年 12 月末時点における NISA の口座数は 1,253 万 7,230 口座で、そのうち 103 万 6,630 口座はつみたて NISA の口座である。両者の世代別口座開設数の割合は図 12 のようになっている。

一般 NISA は、60 代から 70 代といった高齢者層の口座開設割合が高い。これに対し、つみたて NISA は 30 代から 40 代の若い世代による口座開設割合が高く、20 代から 40 代の開設割合が全体の 6 割以上を占めている。

図 12　世代別 NISA(一般・つみたて)口座開設割合



出典：金融庁(2018)「NISA 口座の利用状況調査」より筆者作成

5

第3項　確定拠出年金（DC）

確定拠出年金(以下、DC)は『企業年金等を含む私的年金の一種で、拠出された掛金が個人ごとに明確に区分され、掛金とその運用収益との合計額を基に年金給付額が決定される制度である』[10]。この制度には、掛金を企業が拠出する企業型DCと、加入者自身が拠出する個人型確定拠出年金がある。

個人型確定拠出年金（以下、iDeCo）とは、確定拠出年金法に基づいて老後資金の準備を行うための方法として2001年に施行された私的年金の制度である。iDeCo専用の口座を開設し、60歳になるまでの間、毎月一定額の掛金で定期預金や保険・投資信託を購入し運用する仕組みとなっている。運用する際には、リスク許容度や目標利回りといった自分の運用方針を定めたうえで、運用商品を選ぶ。掛金については、月々最低5,000円から始めることが可能であり、限度額は個人の職種などによって異なる。

iDeCo の最大のメリットとして、他の制度に比べて税制優遇が充実していることが挙げられる。掛金が全額所得控除の対象となるだけでなく、運用益も非課税となる。さらに、受給時にも所得控除が受けられる。受給年齢に到達した際、確定拠出年金を一時金で受給する場合は「退職所得控除」、年金で受給する場合は「公的年金等控除」の対象となる。ただし、受給可能となるのは60歳以降となるため、注意が必要である。

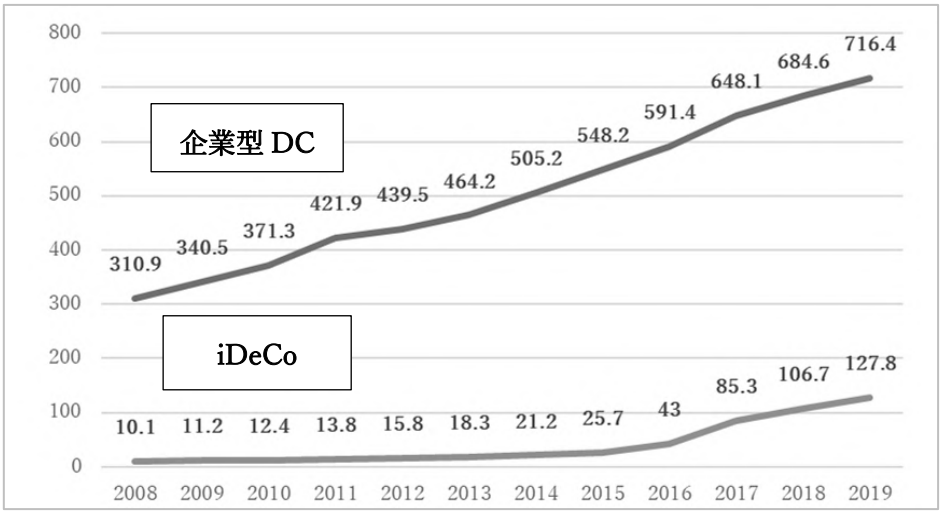
[10] 金子　久(2017)「iDeCoの意義、問題点と今後の展望」p.36

第 4 項　DC の現状

確定拠出年金の加入期間は、『手厚い税制優遇は働いて得る賃金から掛け金を出すのが前提』[11]という考えから、現在 60 歳までとされている。しかし、総務省の労働力調査によると、制度が始まった 2001 年時点での 60～64 歳の就業率は 50.7%であったが、2018 年には 68.8%まで上昇し、20～24 歳の就業率（71.4%）に迫っていることが分かっている。これを受け、厚生労働省は確定拠出年金(企業型・個人型双方)の加入期間を 65 歳まで延長することを検討している。

2019 年 6 月末時点での企業型 DC への加入者数は 716 万 4,000 人、iDeCo 加入者数は 127 万 8,260 人となっている。図 13 より、企業型 DC・iDeCo 共に加入者が増加傾向にあり、今後の加入者拡大が期待される。

図 13　企業型 DC と iDeCo 加入者の推移（万人）

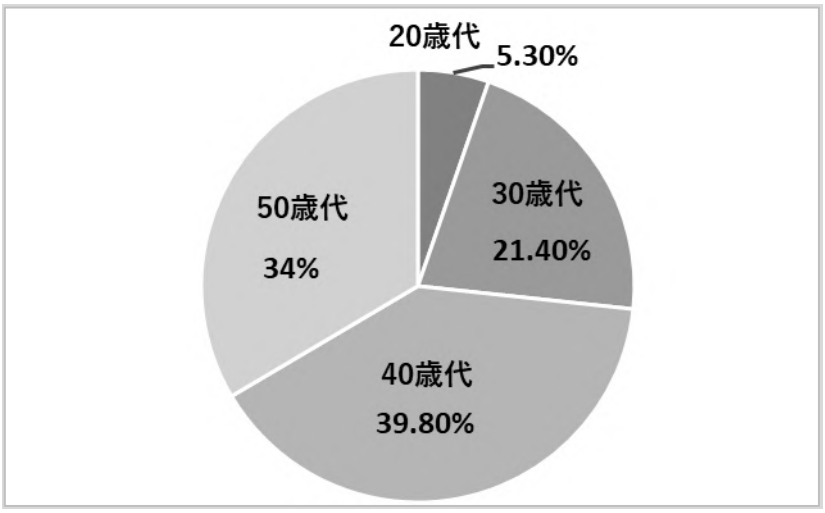


出典：厚生労働省「確定拠出年金の施行状況」より筆者作成

[11] 日本経済新聞（2019）「イデコ加入、65 歳まで延長、高齢者就業増に対応、厚労省法改正案、来年提出へ。」

また、iDeCo 加入者数の内訳を年代別で見ると、図 14 から見て取れるように 20 歳代、30 歳代の若年層の加入割合が低くなっており、若い世代のうちから将来にむけた資産形成を行う手段として、iDeCo が上手く浸透していないことが分かる結果となった。

図 14　iDeCo 加入者の年齢構成(2019 年 2 月末時点)



出典：厚生労働省提出資料(2019)「iDeCo を始めとした私的年金の現状と課題」より筆者作成

また、現在 iDeCo に加入するには運転免許証などの本人確認書類の写しや申込書を郵送する必要がある。これに対し厚生労働省は、公的年金の補完役として重要性が高まっている iDeCo の加入を妨げる可能性のある面倒な手続きを簡略化させるため、インターネットで加入手続きを完結できるようにするサービスを 2021 年にも開始する予定である。これが実現されると厚生労働省のホームページから簡単に申し込むことができることから、iDeCo 加入者の増加が期待される。

第3節　NISAとDCの課題に対する指摘

第1項　NISAにおける課題

NISAにおいてまず挙げられる課題は、時限措置があることである。特に、つみたてNISAの投資可能期間は2037年までとなっているため、開始時期によっては積立期間が短くなってしまう。一般NISAにおいても、時限措置による購入可能期間の不平等が懸念されることから、加入者間の平等性に欠けることが課題となっている。

また、一般NISAの口座開設数は、昨年末時点で約1,150万口座に上ったが、その中で実際には投資を行わなかった口座数が約 518 万口座あった。さらに、つみたてNISAも約103万口座のうち43万口座近くがつみたて0円の状態であり、それぞれ開設口座数の4割以上が稼働することなく放置されているという現状が問題となった。

その原因の一つが投資意欲の低下である。その背景には、口座を開設する際に税務署で二重口座ではないかの確認をするため、投資が可能になるまで最低でも1～2週間程度の時間がかかることが挙げられる。

この問題に対し金融庁は、2019年1月より、NISA口座の即日開設、同日買付を可能にした。これにより、上記の課題を解決することが期待できる。

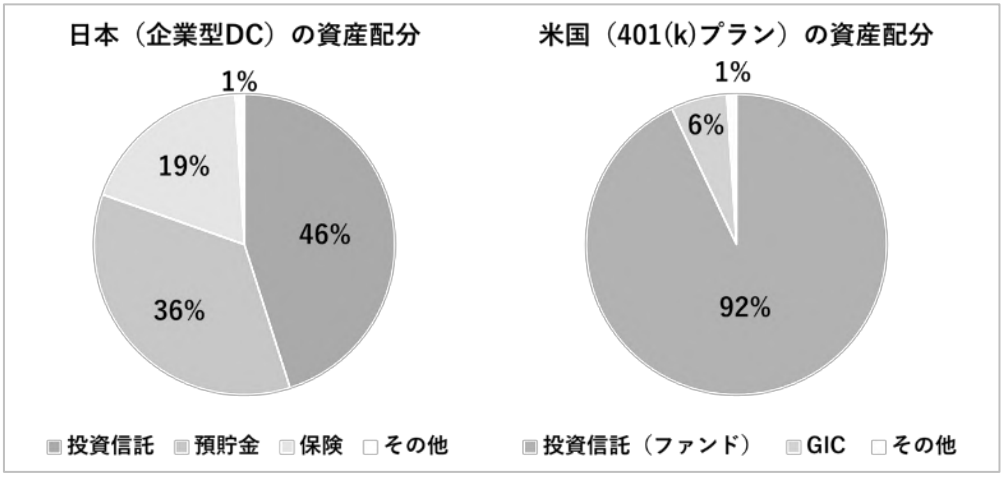
第 2 項　DC における課題

DC の課題は、企業型 DC において運用対象が預金と保険に投資が偏り、投資信託への運用比率が低いことである。

類似の制度があるアメリカでは、9 割以上を投資信託が占めており、GIC（元本・利回り保証契約型保険商品）などの安全資産の割合は 1 割にも満たない。それに対し日本では、安全資産である預貯金と保険が約 5 割を占めている。このことから、日本の加入者は安全資産への投資に偏っていることが分かった。

保有資産を増やして老後の生活資金を形成する方法としては、元本保証されている分リターンが低い預金や保険よりも、多少のリスクがあってもリターンが大きい投資信託に拠出する方が有効であると考えられている。しかし、この結果を見ると、日本ではその考えは浸透していないと判断できる。

図 15　日本の企業型 DC と米国 401（k）の資産配分の比較



出典：金融庁(2017)「平成 28 事務年度金融レポートの主なポイント」より筆者作成

現在はリスクのある金融商品への投資割合が多いアメリカであるが、1990 年代初頭までは銀行預金等の安全資産の比重が高かった。しかし、『勤労者の間に

「年金資金のように超長期運用の場合は、短期的リスクはあっても長期的に高いリターンの見込める株式組入れ商品に投資すべし」との認識が浸透するにつれ、投信へのシフトが進み』[12]、ライフサイクルファンドの活用度が高まっていった。理由として、アメリカの消費者性向が日本と比べて強く、危険資産投資へのシフトも早かったことが挙げられる。

[12] 日本証券経済研究所（2012）「米国の確定拠出年金 30 年の推移から日本の DC ビジネスを考える」p.1

第 3 章　証券会社の現状と課題

第 3 章では、証券会社のデータを用いて分析を行う。使用データは、対面型証券会社の大手 5 社（野村證券、大和証券、SMBC 日興証券、みずほ証券、三菱 UFJ モルガンスタンレー証券)、ネット専業証券会社の大手 5 社（SBI 証券、楽天証券、マネックス証券、松井証券、カブドットコム証券）の昨年度の決算資料を参照した。

図 16　2018 年度の各証券会社データ（単位：百万円）

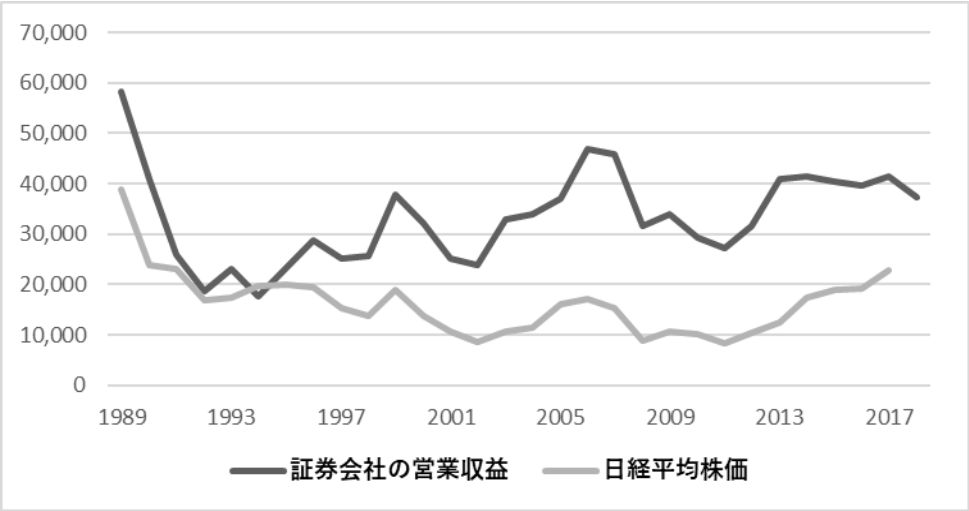
	受入手数料					トレーディング損益	金融収益
		委託手数料	引受・売出手数料	募集・売出手数料	その他受入手数料		
野村證券	355,401	95,707	32,438	60,589	166,666	150,570	69,084
大和証券	283,027	58,336	41,810	26,047	156,833	92,218	291,005
SMBC日興証券	197,033	38,170	39,479	35,220	84,162	111,738	47,640
みずほ証券	167,998	29,774	41,996	36,942	59,284	101,382	104,446
三菱UFJMS証券	113,273	23,756	20,499	12,721	56,295	83,066	31,582
SBI証券	52,623	30,599	3,387	5,462	13,175	27,667	42,182
楽天証券	20,803	15,088	26	1,484	4,204	15,777	21,875
マネックス証券	25,741	19,463	70	355	5,852	6,461	19,242
松井証券	14,986	14,285	21	27	652	1,214	11,112
カブドットコム証券	8,821	7,090	0	262	1,468	1,040	11,041

出典：各社決算資料より筆者作成

第 1 節　証券会社全体の現状

1996 年 11 月 17 日、バブル崩壊後の金融市場の停滞を改善し、欧米からの遅れを取り戻すために「金融ビッグバン」と呼ばれる金融大改革が行われた。この改革によって、金融関係業務（証券・銀行・保険）の垣根を取り払い、銀行や証券会社を含む金融機関の収益機会を拡大するとともに、東京証券取引所市場が再度「世界の三大市場」の一角を占めることを目指した。また、金融ビッグバンにより株式売買委託手数料の自由化と参入規制の緩和が行われ、ネット証券が多数設立された。新しい形態の証券会社が登場したことは、業界に激しい価格競争をもたらした。

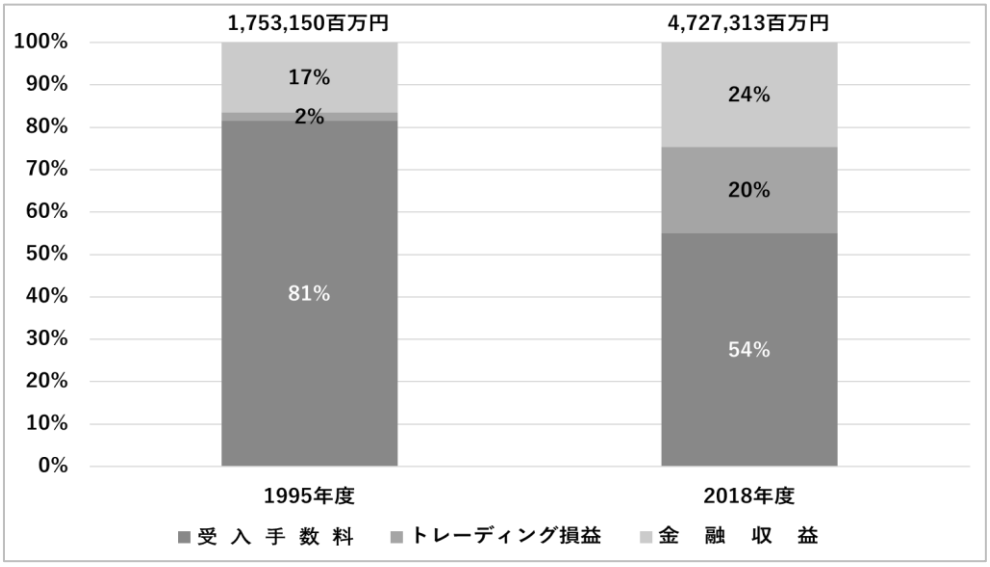
図 17　証券会社の営業収益（単位:億円）と日経平均株価（単位:円）の推移



出典：日本証券業協会「会員の決算概況」・
日経平均プロフィル「ヒストリカルデータ」より筆者作成

また図 17 は、証券会社の営業収益と株価に概ね相関があることを示している。このことから、証券会社の収益は景気変動に左右されやすく、経営が不安定になりやすいことが分かる。したがって、証券会社は景気変動に左右されない収益構造への変革を行い、安定的な収益構造を目指す必要がある。

図 18　証券会社における営業収益と収益構造の経年変化



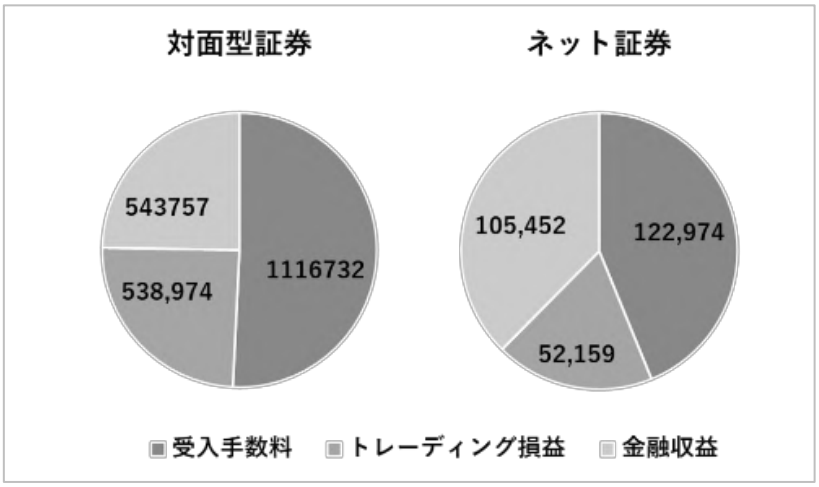
出典：日本証券業協会「会員の決算概況」より筆者作成

証券業界全体では、株価に左右されない収益構造への転換が進んでいる。図 18 から分かるように、現在は金融ビッグバン以前と比べ、業界全体で受入手数料以外の項目の収益率が増加していることがわかる。委託手数料収入の不安定性に対し、受入手数料だけに頼らない収益構造へと変化しているといえる。

第 2 節　各証券会社の比較

第 1 項　営業収益

図 19　各証券会社 5 社合算の営業収益（単位：百万円）



出典：図 16 より筆者作成

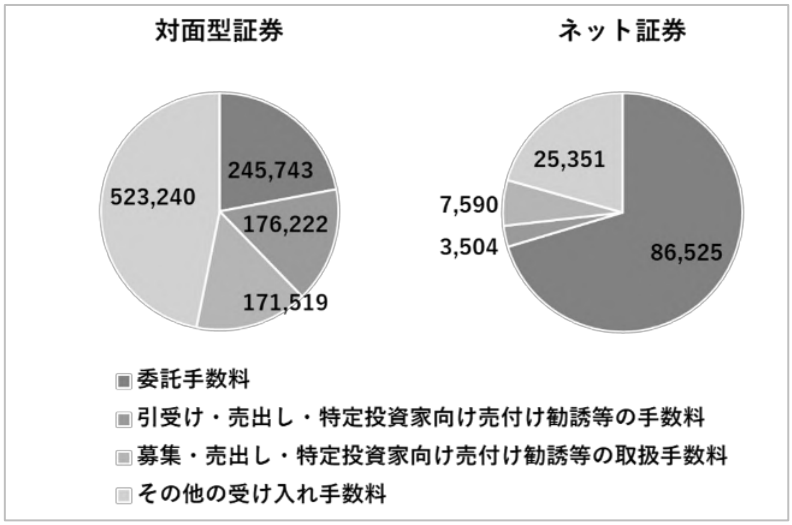
図 19 では、大手対面型証券と大手ネット証券 5 社の営業収益の割合を示している。対面型証券では、金融ビッグバンによる委託手数料の減少を受け、株式委託売買業務への収益依存からの脱却を図っていると考えられる。そのため、ネット証券と比べて顧客の売買に影響されにくいトレーディング損益の割合が高まっている。

これに対し、ネット証券では受入手数料と並んで金融収益の割合が高い。この理由の一つが信用取引の増加である。『信用取引では、手数料の引き下げなどで残高が積み上がり、各社の金融収益を押し上げた』[13]と考えられる。そのほか、信用取引を手掛ける個人向け融資に伴う金融収益や、法人業務、仮想通貨取引の収益も寄与したと見られている。

[13] 日本経済新聞（2018）「ネット証券 4 社が増益、4 月～6 月、金利収入が寄与」

第 2 項　リテール部門

図 20　各証券会社 5 社合算の受入手数料内訳（単位：百万円）



出典：図 16 より筆者作成

図 20 より、対面型証券会社の多くは「その他の受入手数料」が占めていることが分かる。これは『投資信託の販売による代行手数料などの伝統的業務に縫合できない業務からの手数料収入』[14]のことを指す。近年はラップ口座をはじめとした投資一任契約の商品が推進されており、その取り組みがその他の受入手数料のシェア急増に反映されているものと考えられる。投資一任契約の商品は預かり資産残高に比例して収益が得られるため、安定性が高い収益源の一つといえる。

それに加え、「委託手数料」が減少したことも特徴である。対面型証券会社は、顧客収益を重視する「顧客本位の業務運営に関する原則」に基づき、投資信託の売買回数を減少させた。その影響で、大手対面型証券 5 社の投信関

[14] 山沖・茶野（2019）「日本版ビッグバン以後の金融機関経営」勁草書房 P.160

連収益（特に投信募集手数料）が前年比で約 35%減少しただけでなく、株式委託手数料についても前年比で約 20%減少した。

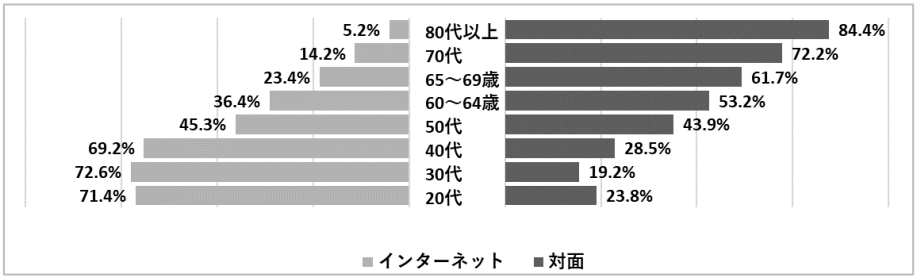
これに対し、ネット証券の収益源は「委託手数料」である。ネット証券は、対面型証券会社に比べて購入手数料が低く、多くの新規顧客を集めることに成功した。そのため、株式を中心とした購入手数料に収入依存している傾向が強いといえる。

しかし、株取引の委託収入は株式相場の動向によって変動しやすく、安定した収益が期待できない。そのためネット証券は、『個人の株売買による収入が先細る懸念』[15]への対策として、収益源の多様化を図る必要がある。

[15] 日本経済新聞（2018）「ネット証券、次の柱探る、手数料頼み危機感、楽天系、IPO 引き受け再開、SBI は対面で資産作り助言」

第 3 項　顧客層

図 21　証券会社との主な取引方法（年代別）



出典：日本証券業協会（2018）「証券投資に関する全国調査（個人調査）」より筆者作成

図 21 を見ると、対面型証券会社を利用する顧客層については、60 代から 80 代の高齢者層が中心となっていることが分かる。一方、インターネット取引の利用者は、20 代から 40 代の若年層の割合が高い。両者の中間層にあたる 50 代は、どちらの証券会社にも同程度の利用者がいることが分かった。

これにより、証券会社の業態によって顧客層が偏っている現状が明らかとなった。

第3節　その他の競合業者

近年は、証券会社以外にも金融商品を販売する企業、資格者が増えている。その中でもより顧客本位な商品を提案する存在として、IFA（独立系フィナンシャルアドバイザー）とロボ・アドバイザーが注目されている。

IFAとは、証券会社などの金融機関に所属せず、財務・金融全般の助言を行うアドバイザーである。『IFAは、運営会社であるIFA法人と、IFA法人に所属する個人のIFAで構成』[16]され、特定の金融機関とは独立した立場で顧客の資産運用に関する提案・仲介を担う。そのため、証券会社の営業員と比べて中立性が高く、より顧客本位なアドバイスができることが期待されている。

既にIFA市場が発達しているアメリカには現在約12.7万人のIFAが存在し、個人向け資産運用などの金融サービス提供の担い手として、大きな役割を果たしている。アメリカのIFAは、登録外務員として個別金融商品の売買を行う独立投資アドバイザーと投資顧問業として投資一任勘定等を扱うRIA（投資顧問）の2種類に分かれている。両者は兼業することが可能であるため、兼業する者（ハイブリッドRIA）も多い。

図22　アメリカのIFA

出典：みずほ総合研究所株式会社（2019）より筆者作成

[16] みずほ総合研究所株式会社（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.3

日本では IFA の知名度は未だ低いが、 IFA 法人を含む金融商品仲介業者の登録外務員数（法人所属）は『ここ数年は増加傾向にあり、2018 年 12 月末現在で約 3,500 名』[17]、加えて個人の金融商品仲介業者としての登録外務員数が約 300 名おり、合計で約 3,800 名となっている。

また、IFA はネット証券の弱点である対面販売を補う提携先としても存在感を強めている。背景には、ネット証券が進める『独立系金融アドバイザー（IFA）と提携して個人向けに家計の相談に応じながら、証券投資の売買注文をネット経由で取り込む戦略』[18]が挙げられる。SBI 証券や楽天証券は 2014 年から IFA と提携し、家計相談や注文の橋渡しを委託している。また、楽天証券では 2019 年から IFA への新たな報酬体系として、『顧客の預かり資産に応じて報酬が増減する体系』[19]（フィー型）を導入した。これまでは『顧客である個人の売買から得られる手数料をベースとしてきた』[20]（コミッション型）が、報酬体系を見直し、IFA に長期の資産形成に向けた助言を促す。

次に、ロボ・アドバイザーについて説明する。ロボ・アドバイザーとは、パソコンやスマートフォンなどを通して、AI を利用した投資助言や運用を行うインターネットサービスのことである。年齢や資産状況などの質問に回答することで、AI が利用者の希望に沿ったポートフォリオを提示するアドバイス型と、助言に加えて運用・リバランスまで行う運用一任型の 2 種類が存在する。

運用一任型のサービスの利点は 3 つある。1 つ目は、多くの層のニーズを網羅している点である。例えば、ネット取引への抵抗感が薄い若年層や、資産形成層の中で投資に関する知識が無いため投資を行っていない層、時間が無いため投資を行っていない層など、資産運用に興味があるもののそれぞれの事情で

---

[17] みずほ総合研究所株式会社（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」P5

[18] 日本経済新聞（2014）「証券店舗「身近」で顧客開拓――ネット系も実店舗強化、家計に助言、運用取り込む。」

[19] 日本経済新聞（2018）「楽天証券、資産残高に応じて報酬、独立アドバイザー向け。」

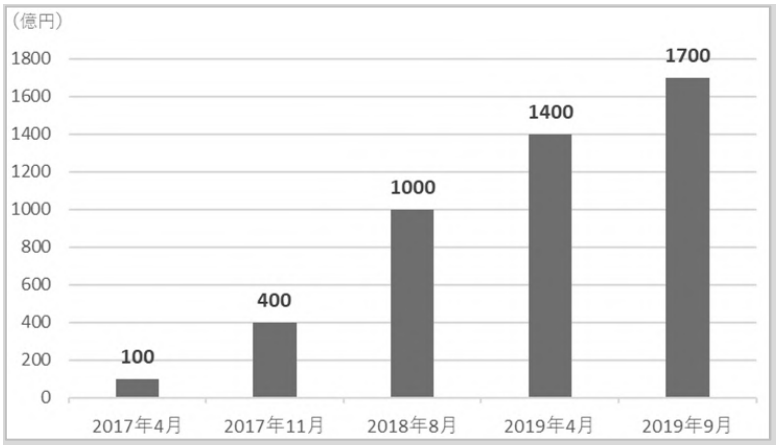
[20] 同上

投資を行っていない層が考えられる。2 つ目は同じような運用一任型のサービスと比べて少額から始められる点、3 つ目は人の手を介さないため手数料が低い点である。 AI 技術を活用することで人件費などのコストが抑えられることから、他の類似サービスよりも安価に利用できる。

アメリカでは 2006 年頃からロボ・アドバイザーの使用が始まり、2016 年時点で約 900 億ドルという巨額の市場に発展している。『小口投資家や人口の多いミレニアル世代を主な顧客ターゲットとして、操作の容易さや手数料の低さなどを差別化要素にサービスを提供している』[21]ことから、投資一任運用の利用者は 30 代から 40 代が 6 割を占めている。

日本でのロボ・アドバイザーサービスの先駆けとなった WealthNavi は、操業を開始した 2016 年から、順調な伸び率で預かり資産残高を増やしている。2019 年に『資産運用サービスの預かり資産が 1600 億円を突破した。口座数は 23 万口座で、人工知能（AI）を活用した資産運用サービスでは国内 1 位のシェア』[22]となった。

図 23　WealthNavi 預かり資産残高推移



出典：WealthNavi「ニュースリリース一覧」より筆者作成

[21] 金融 IT フォーカス（2018）「米国ロボ・アドバイザー利用者にみる日本での普及のヒント」P12

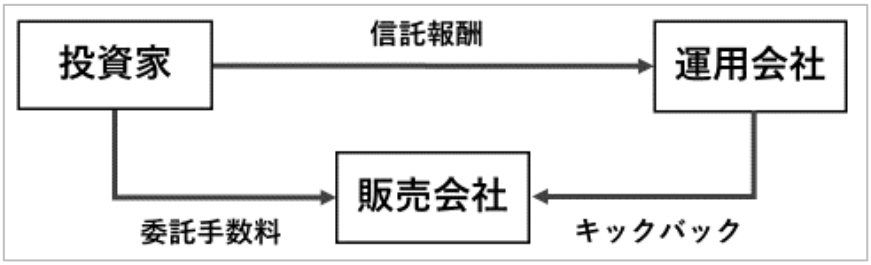
[22] 日経産業新聞（2019）「ロボアド預かり資産、1600 億円突破、ウェルスナビ」

第 4 節　　証券会社の課題

第 1 項　顧客本位な業務運営を妨げる手数料体系

証券会社の課題は、現在の手数料体系であるコミッション型の仕組みにある。コミッション型とは、販売会社が、投資家からの委託手数料に加えて運用会社からの信託報酬（キックバック）を主な収益源とする収益構造である。キックバックは運用会社が受け取る信託報酬の一部から支払われており、その割合は運用会社によって設定されている。

図 24　コミッション型の手数料体系

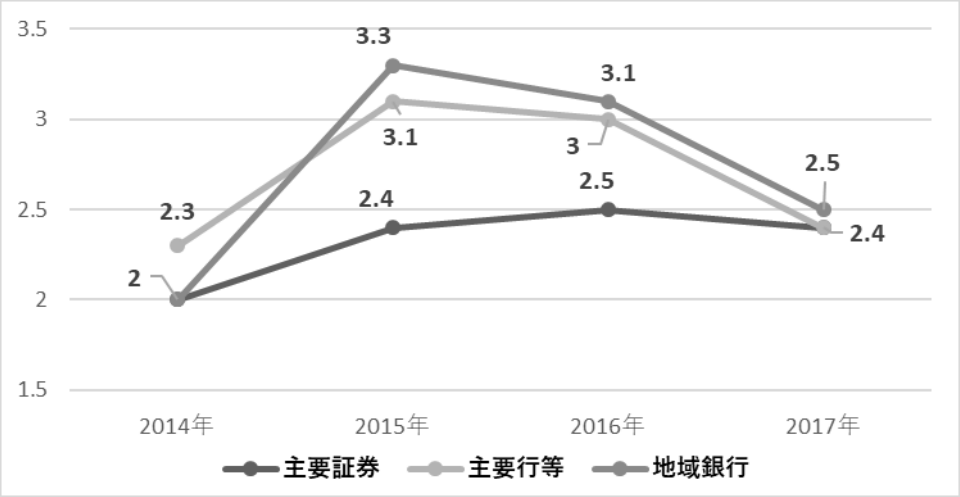


出典：筆者作成

このような手数料体系で販売会社が利益を得るためには、委託手数料又は信託報酬を多く徴収する必要がある。委託手数料を多く徴収するためには、証券会社の販売員は顧客に短期的に商品を売買させることが効率的であり、それにより発生する顧客本位ではない「回転売買」が問題視されている。「回転売買」とは、証券会社や銀行などの金融商品取引業者が顧客から多くの手数料収入を得ることを目的に不当に行われる売買のことを指し、近年では金融庁や証券取引等監視委員会などの検査でも指摘されるようになった。

また、平成 28 年事務年度の金融レポートからも投資信託全体の平均保有期間を見ると、以下の図 25 より 3 年未満の期間にとどまっており、依然として短期間に投資信託が売買されていることが窺える。

図 25　投資信託の保有期間の推移(単位：年)



出典：金融庁「投資信託等の販売会社における顧客本位の業務運営のモニタリング結果について」より筆者作成

2019 年 3 月期の連結最終損益によると、野村證券では預かり資産は 2 倍弱に増加した。しかし、野村の営業部門の税前利益は前期より 52%減少した。また大和証券の個人部門の経常利益も同 52%減と大きく下落した。これは証券会社各社が金融庁の求める顧客本位の営業に基づき、毎月分配型投信や株式の頻繁な売買を手控えた結果であり、株式の売買仲介や投信の販売に伴う手数料収入が減少したためである。

大手対面証券会社のリテール部門の営業収益の大幅な下落からも今後証券会社等の販売会社は手数料体系の見直しが迫られると言える。

以上のことから、現状のコミッション型の手数料体系では顧客と販売会社との間で利益相反が発生しやすくなり、現状のまま顧客本位の業務運営を行うと証券会社の収益には繋がらないという課題がある。

第 2 項　金融庁の定める共通 KPI

金融庁は、業務運営の成果指標として共通 KPI の公表を促している。共通 KPI とは『①運用損益別顧客比率、②投資信託預り残高上位 20 銘柄のコスト・リターン、③投資信託預り残高上位 20 銘柄のリスク・リターン、の３指標』[23]を指す。『多くの金融事業者が本原則を採択の上、取引方針を策定・公表し、また、一定数の金融事業者が、取引方針と併せて顧客本位の業務運営を客観的に評価できるようにする』[24]のが目的である。

また、『銀行や証券会社などの金融機関の間で、顧客満足度を評価するための手段として、「ネット・プロモーター・スコア（NPS)」という調査を活用する動きが広がっている』[25]。『NPS はサービスを受ける顧客の、その会社に対する愛着度や信頼度、いわゆる「顧客ロイヤルティ」を計る指標』[26]であり、『サービスを提供する企業を「友人や知人に勧められるか」という観点から顧客などに 0 から 10 の 11 段階で評価』する。金融庁は、NPS が『金融機関の「顧客本位の業務運営（FD)」を推進するうえで、大きな効果を発揮すると期待しており、「成果指標（KPI)」としての注目度も高まっている』[27]。

共通 KPI の課題としては以下の 3 点が挙げられる。1 つ目は公表社数が少ない点である。2019 年６月末の時点で規約を採用している投資信託等の販売会社 1,679 社のうち、共通 KPI を公表しているのは 281 社（うち 72 社が証券会社）であった。

２つ目は、「共通 KPI の採択社」の基準が曖昧な点である。現行の共通 KPI は 3 指標のうち 1 つでも公表していれば「共通 KPI の採択社」として扱われるた

---

[23] 金融庁（2019)「投資信託等の販売会社における顧客本位の業務運営のモニタリング結果について」p.1

[24] 金融庁（2019)「投資信託の販売会社における比較可能な共通 KPI について」p.2

[25] 『日経速報ニュースアーカイブ』(2019)「顧客満足度の新指標「ＮＰＳ」金融機関で活用広がる」

[26] 同上

[27] 同上

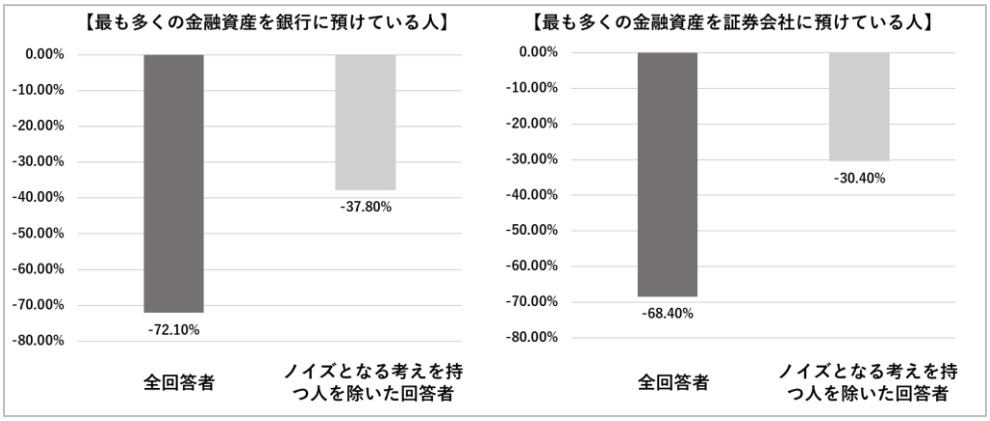
め、全ての会社を同様に比較する指標としては不十分である。

3 つ目は、KPI の公開方法が会社ごとに異なる点である。そのため、KPI 採択社の比較が難しく、投資家にとって不便な状態である。これに対し、金融庁では KPI 採択社の掲載ページ一覧を公開しているが、各社の URL が掲載されているのみとなっていることから、利便性が高いとは言えない。

また、金融庁が新たな共通 KPI 指標として導入を検討している NPS にも課題が 2 つある。

1 つ目は、ノイズとなる考え方を持つ人の存在である。ノイズとは、『顧客ロイヤルティとは直接関係がない理由によって、顧客ロイヤルティの測定を妨げる「人の考え方」』[28]を指す。これが多いとロイヤルティの数値に外れ値が混ざり、精度の高い数値が測定できない。NPS の場合は、「人に勧める可能性（推奨意向）」を評価するため、「そもそも金融機関は人に勧めるものではない」という考え方がノイズとなる。

図 26　ノイズとなる考え方の有無による推奨意向



出典：野村総合研究所（2019）「日本の金融機関向けに「顧客本位の業務運営」の測定指標と管理手法を開発」より筆者作成

[28] 野村総合研究所（2019）「日本の金融機関向けに「顧客本位の業務運営」の測定指標と管理手法を開発」

野村総合研究所が行った調査では、ノイズにあたる回答が全回答の約 80%を占めた。その結果、調査結果では「全回答者」と「ノイズとなる考え方を持つ人を除いた回答者」の間で、NPS の値に大きな差が生じた。

2 つ目の課題は、ビジネス指標との相関が弱いことである。実際に NRI では、「1. 対象金融機関への預入金額」「2. 対象金融機関でのリスク性商品への投資金額」「3. ウォレットシェア（顧客の全金融資産に対する、対象金融機関への預入金額の割合)」「4. 対象金融機関への預入金額の増減率（5 年前と比較)」「5. 対象金融機関でのリスク性商品への投資金額の増減率（5 年前と比較)」の 5 つのビジネス指標と「推奨意向（NPS)」との相関関係を分析した。その結果、ノイズとなる考え方を持つ回答者を除いても、最も多くの金融資産を証券会社に預けている人では、NPS との間に強い相関（相関係数 0.7 以上）が見られたビジネス指標は無かった。このことから、NPS を用いることで顧客ロイヤルティを高め、増収や健全な業務運営の確立につながるとは言えないということがわかる。

第５節　証券会社の望ましい営業姿勢

上記の課題を受け、我々は証券会社の望ましい営業姿勢を、金融庁の定める「顧客本位の業務運営（FD：フィデューシャリー・デューティー）に関する原則」に基づいた営業姿勢であると定義づけた。本原則は、真に顧客のためになる質の高い金融商品やサービスを提供し、顧客の安定的な資産形成に資することを目的に採用された。これにより、投資信託の回転売買や不透明な手数料体系に警鐘を鳴らすこととなった。

図 27　顧客本位の業務運営に関する原則

【顧客本位の業務運営に関する方針の策定・公表等】

原則１.金融事業者は、顧客本位の業務運営を実現するための明確な方針を策定・公表するとともに、当該方針に係る取組状況を定期的に公表すべきである。当該方針は、より良い業務運営を実現するため、定期的に見直されるべきである。

【顧客の最善の利益の追求】

原則２．金融事業者は、高度の専門性と職業倫理を保持し、顧客に対して誠実・公正に業務を行い、顧客の最善の利益を図るべきである。金融事業者は、こうした業務運営が企業文化として定着するよう努めるべきである。

【利益相反の適切な管理】

原則３．金融事業者は、取引における顧客との利益相反の可能性について正確に把握し、利益相反の可能性がある場合には、当該利益相反を適切に管理すべきである。金融事業者は、そのための具体的な対応方針をあらかじめ策定すべきである。

【手数料等の明確化】

原則４．金融事業者は、各目を問わず、顧客が負担する手数料その他の費用の詳細を、当該手数料等がどのようなサービスの対価に関するものかを含め、顧客が理解できるよう情報提供すべきである。

【重要な情報の分かりやすい提供】

原則５．金融事業者は、顧客との情報の非対称性があることを踏まえ、上記原則４に示された事項のほか、金融商品・サービスの販売・推奨等に係る重要な情報を顧客が理解できるよう分かりやすく提供すべきである。

【顧客にふさわしいサービスの提供】

原則６．金融事業者は、顧客の資産状況、取引経験、知識及び取引目的・ニーズを把握し、当該顧客にふさわしい金融商品・サービスの組成、販売・推奨等を行うべきである。

【従業員に対する適切な動機付けの枠組み等】

原則７．金融事業者は、顧客の最善の利益を追求するための行動、顧客の公正な取扱い、利益相反の適切な管理等を促進するように設計された報酬・業績評価体系、従業員研修その他の適切な動機付けの枠組みや適切なガバナンス体制を整備すべきである。

出典：金融庁「顧客本位の業務運営に関する原則」より筆者作成

現在の手数料体系における課題が解決されることで、証券会社と顧客との利益相反が適切に管理できるようになる（原則 3)。また、共通 KPI の課題を解決することで、顧客に対し誠実・公平に業務運営が行われているか（原則 2）という点や顧客属性に即した商品提供がなされているか（原則 6）という点が可視化できる。

課題の解決を踏まえて上記の原則に即した業務運営を行うことで、新たに投資に参入する家計を顧客として取り込むことができる。家計に対し、それぞれの目的に即した営業を行うことで投資を促し、投資家層の拡大・売買高の増加の両面から証券市場の活性化をもたらすことができるようになると考える。

第４章　家計と証券会社に対する提言

第１節　家計に対する提言

第２章の第３節では、家計が投資に参入するための課題を述べた。本節では、それらの課題の解決に向けて２つの提言を行う。

第１項　NISA 制度の恒久化

NISA に対して行う提言は「NISA 制度の恒久化」である。第２章の第３節で提示したように、NISA には時限措置が存在し、積立期間に差が生まれてしまう。NISA 制度を恒久化することで、このような課題は解決され、より長期的な積み立てが可能となる。

ここで示す恒久化とは、制度自体の恒久化であり、期間の恒久化ではない。これまで、つみたて NISA を手掛けている金融庁が NISA 恒久化などといった改正要望を出す動きも見られたが、結果的には見送りとなり、現在も NISA の恒久化は実現のめどが立っていない。しかし、2008 年に恒久化されたイギリスの ISA では、恒久化されたことで飛躍的に利用者数が増えており、将来における資産形成を支援する制度として確立するためには、恒久化することが効果的であると予想される。ただし、ISA における恒久化は、制度と期間の両方が恒久化されている。今回の提言においても、制度・期間ともに恒久化することを検討した。しかし、我々は先に制度の恒久化を行い、その後の動向を観察した後に期間の恒久化を段階的に行うことが効率的であると考える。そこで、今回は NISA 制度の恒久化を提言する。

第２項　企業型 DC への自動加入

確定拠出年金に対して行う提言は、「確定拠出年金への自動加入」である。現在の日本では、加入するかを本人の選択に委ねる任意加入によって企業型確定拠出年金への加入を決める。自動加入とは、企業型確定拠出年金を導入している企業に入社する際に、自動的に加入するというシステムである。ただし、本人が加入しないという旨を申し出た場合は脱退（オプトアウト）することができる。最終的に加入を決定するのはあくまで本人であり、強制的に加入させるものではないが、自動化を行うことで確定拠出年金への加入者数増加が期待できる。

『アメリカでは 2006 年に年金改革法が成立し、401(k)プラン（企業型 DC）を採用している企業は、全従業員を対象に自動加入・オプトアウト方式を採用できることとなった。』[29]制度変更にあたっては、行動ファイナンスの研究成果を活用しており、その知見はイギリスの自動加入方式採用にも活かされた。

イギリスでは 2012 年に自動加入制度が導入された。これは、従業員へ年金プランを提供することを雇用主に義務付けるものであり、自発的な貯蓄を促進しようとするこれまでの政策から一歩踏み込んだものであった。また、独自に DC 制度を導入することが困難な中小企業等の制度導入を容易にするため、政府主導で汎用的な DC 積立口座（“National Employment Savings Trust”、通称「NEST」）を新設して、その運営・口座管理業務を単一の受託機関（NEST コーポレーション）でおこなう方式を採り入れている。

以上のように、世界では日本より先に自動加入方式が取り入れられており、日本も導入することで、加入者の増加が期待される。第 2 章第 2 項では、企業型 DC における運用対象が定期預金や保険といった元本保証の商品に偏っていることを課題として提示した。つまり、自動加入を行うことで加入者数が増えても、運用対象として投資信託の比率が増えなければ証券市場の活性化には繋がらない。

---

[29] 日本証券経済研究所(2017)「確定拠出年金（DC）をめぐる世界の動き」p.5

そこで、企業型DCに自動加入した加入者には、自動的に運用対象を投資信託に設定する。これにより、加入者の増加とともに「貯蓄から投資（資産形成）へ」を推進する。自動的に投資される投資信託は、ターゲットイヤー型ファンドを採用する。このファンドは、加入者のライフサイクルに合わせてリスクを加減できることが特徴である。具体的には、購入者が若いうちは、運用期間を長く見込めるため、リスクは高いが長期的には高いリターンが期待できる株式の組入比率を高めた積極運用を行う。一方、年を重ねるごとに残りの運用期間が短くなるため、年齢が上がると共に低リスクで安定的な商品の組入比率を増やした安定運用に資産配分を切り換える。つまり、企業型DC加入者にとって長期的な運用を行うことが可能なプランである。ターゲットイヤー型ファンドに自動的に運用されるのは、加入者が運用対象を設定しなかった場合であり、加入者自身の意思で運用対象を選択することも可能とする。

第２節　証券会社に対する提言

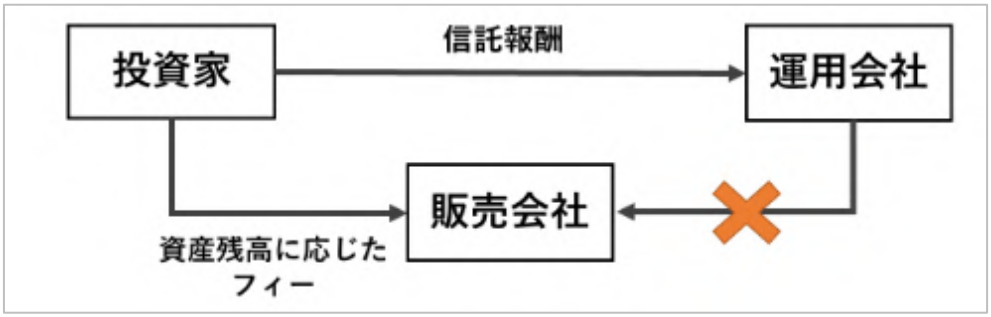
第 3 章では第 4 節にて証券会社の課題を述べたうえで、第 5 節にて証券会社の望ましい営業姿勢を定義した。本節では、それらの課題に対して２つの提言を行う。

第 1 項　新たな手数料体系の導入

証券会社が抱える手数料体系と「回転売買」の課題を解決する方法として、証券会社の手数料体系を「フィー型」へと移行させ限定的に「コミッション型」を採用する新たな手数料体系を提言する。

「フィー型」とは、投資家が運用会社に支払う信託報酬と、販売会社に支払う資産残高に応じたフィーからなる手数料体系である。

図 28　フィー型の手数料体系



出典：筆者作成

フィーとは、投資家から販売会社に対して支払われる手数料を指す。図 28 の場合は、投資家は各投資信託商品の預かり資産残高に応じて一定割合のフィーを販売会社へと支払う形となる。

「フィー型」を導入するメリットは、販売会社の収入源と顧客の利益が一致することである。「フィー型」の場合、販売会社がより多くの収入を得るために

は、資産残高を増やす必要があるからである。資産残高を増やす方法は、預け入れ金額を増やすか預かり資産の運用益を出すかのどちらかが考えられるが、販売会社主導で行うことが出来るのは後者のみである。顧客の希望に沿った商品を提供し、最大の利益を目指して運用を行うことは、顧客にとっても利益となる。そのため、これは両者の利益が一致した手数料体系であるといえる。

しかし「フィー型」は、一部の顧客には「リバース・チャーニング」と呼ばれる利益相反を生む可能性がある。リバース・チャーニングとは、『頻繁に取引を行わない顧客をコミッション型サービスからフィー型サービスに移行することで、結果的に顧客に不必要な手数料に負担を強いる』[30]ことを指す。取引回数が少なく資産残高の多い顧客は、口座を保有しているだけで「コミッション型」以上の手数料を支払う可能性がある。こういった顧客の場合は、「フィー型」よりも「コミッション型」の方が適していると考えられる。

そのため、本提言では証券会社に対し、投資信託の手数料として「コミッション型」と「フィー型」両方の導入を提案する。但し、原則「フィー型」で商品を提供し、一定期間中の取引回数次第で手数料体系を切り替える提案を証券会社から行うこととする。取扱金額や取引回数に応じて適切な手数料体系を提示し、顧客の運用方針を実現することで、顧客本位な営業姿勢が可能となる。

この提言の課題は、顧客一人一人にかかる手間が増えることである。顧客本位のサービスを実施するが故に、口座残高や取引頻度を管理する必要があるため、コンプライアンスコストがかかる。その結果、多くの資産を預ける大口の投資家に比べ、小口の投資家へのサービスが疎かになる可能性がある。

そこで、この課題を解決するために、小口投資家向けにFintech技術を活用したロボ・アドバイザーと対面営業を掛け合わせたハイブリッド・ロボ・アドバイザー（以下、ハイブリッドRA）の導入を提案する。

ハイブリッド RA とは、すでにアメリカで小口投資家向けにリリースされて

---

[30] 岡田功太（2017）「米労働者とSECのフィデューシャリー・デューティー規則を巡る議論の進展」P13

いるサービスである。基本的にネットやモバイルで提案から投資実行、レビューまでの循環プロセスがほぼ無人対応で完結する投資一任型 RA とは異なり、対面チャネル営業員が補完的に RA を活用する。具体的には、来店した顧客に、RA がリスク許容度の計測を行い、顧客にあった金融商品のポートフォリオを提示する。その結果をもとに、対面販売員から商品の選別や最終的な意思決定を行う。このメリットとして考えられるのは、小口投資家へのサービス提供の効率化である。コンプライアンスコストの増加によって対応が疎かになる可能性が高い小口顧客に対してハイブリッド RA を有効活用することで、営業員の対応時間を短縮することができ、人件費削減にも繋がると期待されている。

また、ハイブリッド RA は他の用途への活用も期待されている。例えば、NISA の非課税期間満了時や DC の期間満了時に資産移管を行う際、新たなポートフォリオを作成する手段やファイナンシャルアドバイスを受ける手段として活用することで新たな顧客を獲得することができる。

第 2 項　金融機関向け共通 KPI・CX 指標の拡充

証券会社の望ましい営業姿勢でも触れたとおり、金融機関が顧客に対し長期的な視点でリスク・手数料等に見合ったリターンを提供しているか否かは、顧客に分かりやすく開示されるべきである。それに加え、証券会社に対する愛着や信頼を可視化することで、会社が提供している商品やサービス、サポート体制等の更なる改善につながると考える。

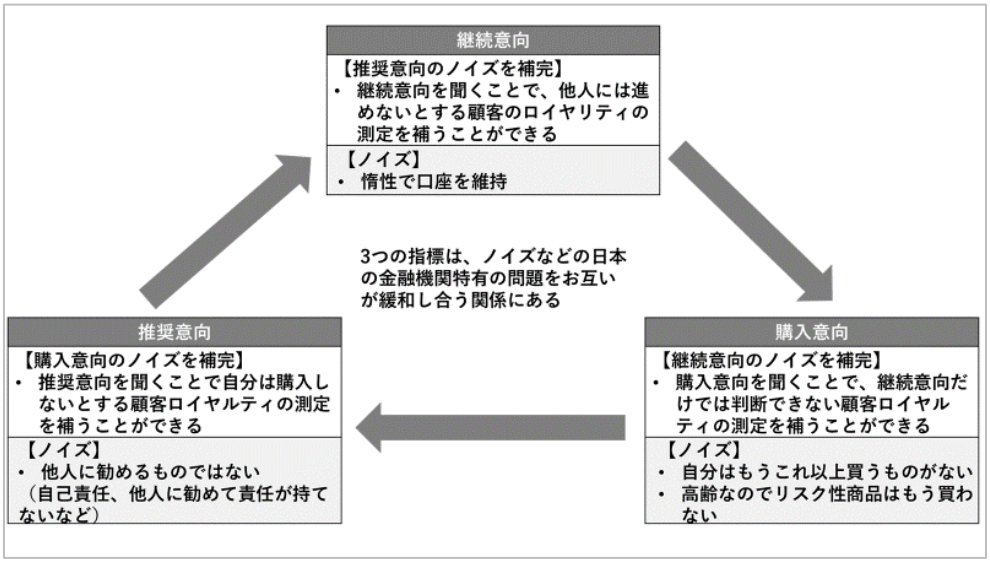
そこで我々は、金融機関間で比較可能な「共通 KPI」の拡充に加え、CX 指標を KPI に盛り込むことを提言する。共通 KPI の全社導入により、全ての金融機関の取組みの「見える化」を図る。これを通じて、単純な手数料引下げ競争ではなく、顧客本位の良質な金融商品・サービスの提供に向けた金融機関間の競争を促すことができると考えられる。

具体的には、1,679 社全てが共通 KPI の 3 指標の成果を公表し、それらを金融庁が 1 つのページに集約し、公開する。この方法であれば、KPI の課題である導入社数の少なさ、導入基準の曖昧さと公開データの不便性を解消出来ると考える。また、全販売会社が共通して 3 指標を 1 つのページで公表することで、真に比較可能な共通 KPI として『より良い取組みを行う金融事業者が顧客から選択されていくメカニズムの実現』[31]が期待できる。

また、現在 KPI に導入が検討されている NPS に代わり、金融機関向けの CX 指標（カスタマー・エクスペリエンス：顧客経験価値）の導入を提言した。CX 指標とは、顧客本位の業務運営に取り組む日本の金融機関で活用されることを目的に作られた指標である。証券会社に対する愛着や信頼を顧客ロイヤルティとして示すために、①継続意向②購入意向③推奨意向（NPS）の 3 つを組み合わせている。3 つの意向に基づいてアンケート調査を行うことで、それぞれの意向が持つノイズを打ち消すことが期待されている。

[31] 金融庁（2017）「顧客本位の業務運営に関する原則」

図 29　CX 指標の定義



出典：野村総合研究所（2019）「日本の金融機関向けに「顧客本位の業務運営」の測定指標と管理手法を開発」より筆者作成

具体的には、図 29 のように、それぞれの意向が他の意向のノイズを補完する。これにより、ノイズとなる本来測定に適していないデータをなくし、より正確な顧客ロイヤルティを数値化することができる。

共通 KPI と CX 指標を活用することにより、投信販売会社に対する信頼が確保され、より顧客目線の商品が推奨されることが期待できる。また、CX 指標の 3 つの意向に沿った顧客満足度の高い商品提供を行うことにより、既存顧客のみならず新規顧客の参入が見込め、投資家層の拡大に貢献できると考える。

終わりに

我々は、本論文において国内証券市場の活性化を念頭に、家計の参入と今後の証券会社の営業姿勢について考えてきた。国内市場の活性化の条件である「投資家層の拡大」及び「売買高の増加」を達成するために、家計と証券会社に焦点を当て、提言を述べた。

家計については、「貯蓄から投資へ（資産形成）」という国策とは裏腹に投資へ参入している家計資産が少ない現状を提示した。そして、将来における資産形成の重要性から、家計が投資に参入する手段として NISA と確定拠出年金を挙げ、それぞれの課題を提示した。また、投資未経験層にも注目し、気軽に加入できる制度の必要性を述べた。それをもとに、「NISA の恒久化」、「企業型 DC への自動加入」という提言を行った。

証券会社については、はじめに証券会社の現状を対面型証券とネット証券に分けて提示した。次に、証券会社が抱える営業姿勢の課題と、それに付随する制度の問題点を指摘し、我々の考える証券会社の望ましい営業姿勢について定義づけを行った。その定義に基づき、課題を解決するために「手数料体系の変革とハイブリッド RA の導入」、「共通 KPI の拡充と CX 指標の導入」を提言した。

以上の提言から、家計の参入と証券会社の営業姿勢の改善により、投資家層の拡大並びに売買高の増加が期待できる。これらの提言が、国内証券市場の活性化に伴う日本経済の更なる発展への糸口となることを切に願い、本論文の結びとする。

参考文献

・松村明（2006）「大辞林　第三版」三省堂
・松村明（2012）「大辞泉　第二版」小学館
・有馬弘純（1996）「金融取引選書　証券」社団法人金融財政事情研究会
・公益財団法人日本証券経済研究所（2018）「図説　日本の証券市場（2018 年版）」
・榊原茂樹・城下賢吾・姜喜永・福田司文（2005）「入門証券論［新版］」有斐閣
・釜江廣志（2015）「入門証券市場論〔第 3 版補訂〕」有斐閣
・二上季代司・代田純（2011）「証券市場論」有斐閣
・川村雄介・田中久志（2003）「お金のひみつ-証券会社の仕事-」学研
・秋山謙一郎（2017）「図解入門業界研究　最新証券業界の動向とからくりがよ～くわかる本[第 4 版］」株式会社秀和システム
・神作裕之・小野傑・湯山智教（2018）「金融と IT の政策学　東京大学で学ぶ FinTech・社会・未来」株式会社きんざい
・山沖・茶野（2019）「日本版ビッグバン以後の金融機関経営」株式会社勁草書房

・大和総研（2019）「グラフと表で見る株式市場（2019 年 9 月号）」
< https://www.dir.co.jp/InfoManage/pdf/DI02_STOCK.pdf>
最終アクセス日　2019 年 10 月 24 日
・金融庁（2018）「安定的な資産形成に向けた取り組み(金融税制・金融リテラシー関連)」
<https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market_wg/siryou/20181116/01.pdf>最終アクセス日　2019 年 10 月 24 日
・金融庁(2018)「NISA 口座の利用状況調査」
<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa/20190524/01.pdf>
最終アクセス日　2019 年 10 月 24 日
・金融庁（2016）「NISA 制度の効果検証結果」

＜https://www.fsa.go.jp/policy/nisa/20161021-1/01.pdf＞
最終アクセス日　2019 年 10 月 24 日
・野村総合研究所(2017)「iDeCo の意義、問題点と今後の展望」
<http://fis.nri.co.jp/~/media/Files/knowledge/media/2017/camri201705.pdf>最終アクセス日　2019 年 10 月 24 日
・野村総合研究所（2019)『日本の金融機関向けに「顧客本位の業務運営」の測定指標と管理手法を開発』
＜https://www.nri.com/jp/news/newsrelease/lst/2019/cc/0903_１＞
最終アクセス日　2019 年 10 月 24 日
・金融庁（2017)「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>
最終アクセス日　2019 年 10 月 24 日
・金融庁(2018)「総合取引所の実現に向けて」<https://www8.cao.go.jp/kisei-kaikaku/suishin/meeting/committee/20181029/181029honkaigi01.pdf>
最終アクセス日　2019 年 10 月 24 日
・日本証券取引所グループ（2019)「現在の市場構造を巡る議題（論点整理)」
<https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/market-structure/nlsgeu000003pd3t-att/nlsgeu000003wftx.pdf>
最終アクセス日　2019 年 10 月 24 日
・日本銀行調査統計局（2019)「資金循環の日米欧比較」
<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf>
最終アクセス日　2019 年 10 月 24 日
・東京証券取引所他 (2019)「2018 年度株式分布状況調査の調査結果について」
<https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/nlsgeu0000043n00-att/j-bunpu2018.pdf>
最終アクセス日　2019 年 10 月 24 日
・厚生労働省(2019)「確定拠出年金の施行状況」
<https://www.mhlw.go.jp/content/000463291.pdf>
最終アクセス日　2019 年 10 月 24 日
・金融庁(2017)「平成 30 年度税制改正について－税制改正大綱における金融庁

関係の主要項目ー」
<https://www.fsa.go.jp/news/29/sonota/20171222/20171222.pdf>
最終アクセス日　2019 年 10 月 24 日
・金融庁（2018）「平成 28 事務年度金融レポートの主なポイント」
<https://www.fsa.go.jp/news/29/Point2017.pdf>
最終アクセス日　2019 年 10 月 24 日
・金融庁（2019）「投資信託等の販売会社における顧客本位の業務運営のモニタリング結果について」
<https://www.fsa.go.jp/news/r1/sonota/201908fd/002.pdf>
最終アクセス日　2019 年 10 月 24 日
・日本証券経済研究所(2012)「米国の確定拠出年金 30 年の推移から日本の DC ビジネスを考える」
<http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1205_01.pdf>
最終アクセス日　2019 年 10 月 24 日
・金融広報中央委員会(2018)「家計の金融行動に関する世論調査」
<https://www.shiruporuto.jp/public/data/movie/yoron/futari/2018/pdf/yoronf18.pdf>最終アクセス日　2019 年 10 月 24 日
・三菱 UFJ フィナンシャルグループ(2018)「金融リテラシー1 万人調査の概要ー「投資をしている人」と「投資をしていない人」の違いとはー 」
<https://www.tr.mufg.jp/shisan-ken/pdf/kinnyuu_literacy_01.pdf>
最終アクセス日　2019 年 10 月 24 日
・金融広報中央委員会(2019)「「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>最終アクセス日　2019 年 10 月 24 日
・日本証券経済研究所(2017)「確定拠出年金（DC）をめぐる世界の動き」
<http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1505_01.pdf>
最終アクセス日　2019 年 10 月 24 日
・神山哲也(2014)「英国企業型確定拠出年金における自動化の取り組み」
<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2014/2014spr04.pdf>
最終アクセス日　2019 年 10 月 24 日

・みずほ総合研究所株式会社(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」
<https://www.fsa.go.jp/common/about/research/ifahoukokusyo.pdf>
最終アクセス日　2019年10月24日
・野村資本研究所「市場の各種推移　株式市場」
<http://www.nicmr.com/nicmr/data/market/index.html#stock>
最終アクセス日　2019年10月24日
・日経平均プロフィル「ヒストリカルデータ」
<https://indexes.nikkei.co.jp/nkave/archives/data>
最終アクセス日　2019年10月24日
・札幌証券取引所ホームページ<https://www.sse.or.jp/about>
最終アクセス日　2019年10月24日
・名古屋証券取引所ホームページ<http://www.nse.or.jp/>
最終アクセス日　2019年10月24日
・福岡証券取引所ホームページ<https://www.fse.or.jp/>
最終アクセス日　2019年10月24日
・日本証券取引所グループホームページ<https://www.jpx.co.jp/>
最終アクセス日　2019年10月24日
・野村証券「証券用語解説集」<https://www.nomura.co.jp/terms/>
最終アクセス日　2019年10月24日
・市場と経済の分析　第２次レベル・第３回「日本の証券・金融市場」
<https://www.saa.or.jp/cma_program/gentei/cma2/pdf/2-3_kz.pdf>
最終アクセス日　2019年10月24日
・NTTデータ「ブロックチェーン」
<https://www.nttdata.com/jp/ja/services/blockchain/>
最終アクセス日　2019年10月24日
・金融庁「NISAとは？」
<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/about/index.html>
最終アクセス日　2019年10月24日
・大和総研「なるほどNISA第4回・英国のISAとの制度比較」

〈https://www.dir.co.jp/report/research/introduction/financial/nisa/20140213_008215.pdf〉最終アクセス日　2019年10月24日
・大和総研「なるほどNISA第5回・なぜこのような制度になったのか？」
〈https://www.dir.co.jp/report/research/introduction/financial/nisa/20140310_008304.pdf〉最終アクセス日　2019年10月24日
・厚生労働省「iDeCoの概要」
〈https://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/nenkin/kyoshutsu/ideco.html〉最終アクセス日　2019年10月24日
・国民年金基金連合会「iDeCo公式サイト」
〈https://www.ideco-koushiki.jp/operations/〉
最終アクセス日　2019年10月24日
・日本銀行調査統計局「参考図表　2019年第1四半期の資金循環（速報）」
〈https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sj.htm/〉
最終アクセス日　2019年10月24日
・セゾン投信「フィデューシャリー宣言」
〈https://www.saison-am.co.jp/guide/fiduciary/〉
最終アクセス日　2019年10月24日
・MORNINGSTAR 「ファンドランキング」
〈http://www.morningstar.co.jp/FundData/FundRankingReturn.do〉
最終アクセス日　2019年10月24日
・Financial Solutions「米国ロボ・アドバイザー利用者にみる日本での普及のヒント」
〈http://fis.nri.co.jp/~/media/Files/publication/kinyu-itf/2018/01/itf_201801_6.pdf〉最終アクセス日　2019年10月24日
・金融ITフォーカス2018年1月号「米国ロボ・アドバイザー利用者にみる日本での普及のヒント」
〈http://fis.nri.co.jp/ja-JP/publication/kinyu_itf/backnumber/2018/01.html〉最終アクセス日　2019年10月24日
・野村総合研究所（2019）「日本の金融機関向けに「顧客本位の業務運営」の測定指標と管理手法を開発」

<https://www.nri.com//media/Corporate/jp/Files/PDF/news/newsrelease/cc/2019/190903_1.pdf>　最終アクセス日　2019年10月24日
・SMBC日興証券株式会社「2020年3月期　第1四半期決算短信〔日本基準〕(連結)」
<https://www.smbcnikko.co.jp/company/indicator/finance/kessan/2020/q1.pdf>最終アクセス日　2019年10月24日
・みずほ証券株式会社「2020年3月期　第1四半期決算短信〔日本基準〕(連結)」
<https://www.mizuho-sc.com/company/financial/er/pdf/data202003_1q.pdf>最終アクセス日　2019年10月24日
・三菱UFJ証券ホールディングス株式会社「2020年3月期　第1四半期決算短信〔日本基準〕(連結)」<https://www.hd.sc.mufg.jp/finance/000017248.pdf>最終アクセス日　2019年10月24日
・大和証券株式会社「2020年3月期　第1四半期決算短信〔日本基準〕(連結)」
<http://www.daiwa-grp.jp/data/attach/2871_2019-1Q_0200J_C-financial-summary.pdf>最終アクセス日　2019年10月24日
・野村ホールディングス株式会社「2020年3月期　第1四半期決算短信」
<https://www.nomuraholdings.com/jp/investor/summary/financial/data/2020_1q_usgaap.pdf>最終アクセス日　2019年10月24日
・SBIホールディングス「2020年3月期　第1四半期決算短信」
<https://www.sbigroup.co.jp/investors/library/earning/pdf/h32_1q_hrc.pdf>最終アクセス日　2019年10月24日
・楽天証券株式会社「2020年3月期　第1四半期決算短信」
<https://www.rakuten-sec.co.jp/ITS/disc_PDF/kessann_20190808.pdf>
最終アクセス日　2019年10月24日
・松井証券株式会社「2020年3月期　第1四半期決算短信」
<https://www.matsui.co.jp/company/ir/pdf/2020_1.pdf>
最終アクセス日　2019年10月24日
・マネックスグループ株式会社「2020年3月期　第1四半期決算短信」
<https://file.swcms.net/file/monex-group/dam/jcr:41a90a89-02a9-4230-

8e15-0cacfeb4c4b9/140120190725476171.pdf>
最終アクセス日　2019年10月24日
・カブドットコム証券株式会社「2020年3月期　第1四半期決算短信」
<https://kabu.com/pdf/Gykpdf/accountingline/shihanki2019_06.pdf>
最終アクセス日　2019年10月24日
・みずほ証券「2019年3月期　決算短信〔日本基準〕(連結)」
<https://www.mizuho-sc.com/company/financial/er/pdf/data201903_4q.pdf>最終アクセス日　2019年10月24日
・SMBC日興証券「2019年3月期　決算短信〔日本基準〕(連結)」
<https://www.smbcnikko.co.jp/company/finance/kessan/bn/index.html>
最終アクセス日　2019年10月24日
・野村證券株式会社2019年3月期第4四半期決算　財務情報等
<https://www.nomuraholdings.com/jp/company/group/nsc/pdf/2019_4q.pd>
最終アクセス日　2019年10月24日
・大和証券「2019年3月期　決算短信〔日本基準〕(連結)」
<http://www.daiwa-grp.jp/data/attach/2836_2018-4Q_0110J_C-financial-summary.pdf>最終アクセス日　2019年10月24日
・三菱UFJモルガンスタンレー証券「ディスクロージャー誌　業務及び財務の状況に関する説明書」【2019年3月期】
<https://www.sc.mufg.jp/company/finance/000017236.pdf>
最終アクセス日　2019年10月24日
・SBI証券「2019年３月期　決算短信」
<https://search.sbisec.co.jp/v2/popwin/info/home/irpress/tanshin_190426.pdf>　最終アクセス日　2019年10月24日
・楽天証券「2018年12月期　決算短信」
<https://www.rakuten-sec.co.jp/ITS/disc_PDF/kessann_20190212.pdf>
最終アクセス日　2019年10月24日
・楽天証券「2019年12月期　第1四半期 決算レポート」
<https://www.rakuten-sec.co.jp/ITS/disc_PDF/kessann_20190424.pdf>
最終アクセス日　2019年10月24日

・マネックスグループ株式会社「2019年3月期　有価証券報告書」
<https://file.swcms.net/file/monex-group/dam/jcr:2bcee18c-b0cf-4723-8e33-f03fe1092410/S100G3VY.pdf>　最終アクセス日　2019年10月24日
・松井証券株式会社「2019年3月期 決算短信」
<https://www.matsui.co.jp/company/ir/pdf/2019_4.pdf>
最終アクセス日　2019年10月24日
・カブドットコム証券株式会社「2019年3月期　決算短信」
<https://kabu.com/pdf/Gykpdf/accountingline/shihanki2019_03.pdf>
最終アクセス日　2019年10月24日
・WealthNavi「ニュースリリース一覧」
2019年9月6日「預かり資産・運用者数No.1 ロボアドバイザー（※１）「WealthNavi（ウェルスナビ)」が預かり資産1700億円を突破」
<https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000000143.000014586.html>
2019年4月2日「預かり資産・運用者数No.1 ロボアドバイザー（※１）「WealthNavi（ウェルスナビ)」が預かり資産1400億円を突破」
<https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000000124.000014586.html>
2018年8月24日「預かり資産・運用者数No.1 ロボアドバイザー（※１）「WealthNavi（ウェルスナビ)」が預かり資産1000億円を突破」
<https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000000093.000014586.html>
2017年11月30日「預かり資産・運用者数No.1 ロボアドバイザー「WealthNavi（ウェルスナビ)」が預かり資産400億円を突破」
<https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000000050.000014586.html>
2017年4月28日「正式リリース9ヵ月で預かり資産100億円を突破」
<https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000000022.000014586.html>
最終アクセス日2019年10月23日

・『日本経済新聞』2019年7月31日朝刊7面「総合取引所、ようやく船出　日本取引所、東商取買収で最終合意、構想から12年、世界の背中遠く。」
・『日本経済新聞』2015年8月29日朝刊3面「2025年問題――団塊世代が75歳以上に（きょうのことば)」

・『日本経済新聞』2014 年 12 月 14 日朝刊 5 面「証券店舗「身近」で顧客開拓――ネット系も実店舗強化、家計に助言、運用取り込む。」
・『日本経済新聞』2018 年 11 月 22 日朝刊 7 面「楽天証券、資産残高に応じて報酬、独立アドバイザー向け。」
・『日本経済新聞』2019 年 6 月 30 日朝刊 7 面「「イデコ」加入、ネットで完結、厚労省、21 年度にも。」
・『日本経済新聞』2019 年 2 月 26 日朝刊 19 面「注目リポートから、高齢者 3 人に 1 人が投資未経験（市場点描）」
・『日本経済新聞』2019 年 8 月 31 日朝刊 38 面「資産や貯蓄「不満」54%、内閣府調査、5 年ぶり増、「老後 2000 万円問題」影響か。」
・『日本経済新聞』2019 年 8 月 24 日朝刊 5 面「イデコ加入、65 歳まで延長、高齢者就業増に対応、厚労省法改正案、来年提出へ。」
・『日本経済新聞』2018 年 5 月 31 日朝刊 7 面「ネット証券、次の柱探る、手数料頼み危機感、楽天系、IPO 引き受け再開、SBI は対面で資産づくり助言」
・『日本経済新聞』2018 年 7 月 19 日朝刊 7 面「ネット証券 4 社が増益、4 月～6 月、金利収入が寄与」
・『日本経済新聞』2019 年 4 月 26 日朝刊 9 面「野村、10 年ぶり赤字、前期最終 1004 億円、改造改革進まず、大和なども 4 割前期減益」
・『日経産業新聞』2018 年８月７日 16 面「ロボアド預かり資産、1600 億円突破、ウェルスナビ。」
・『日経産業新聞』2015 年 5 月 22 日 1 面「5 年ぶりシステム刷新、東証ネバーストップ作戦、2.7 億件処理可能・稼働率 99.999%、暴走・障害防ぐ機能満載。」

・『日経速報ニュースアーカイブ』2019 年 8 月 1 日「マネー激動、外された日本　企業改革こそ選ばれるカギ」最終アクセス日　2019 年 10 月 24 日
・『日経速報ニュースアーカイブ』2019 年 6 月 14 日「顧客満足度の新指標「NPS」金融機関で活用広がる」最終アクセス日　2019 年 10 月 24 日
・『日経速報ニュースアーカイブ』2018 年 11 月 28 日「英ロボアド最大手も「ロボ＋ヒト」（海外投信事情）」最終アクセス日　2019 年 10 月 24 日