# 平成 29 年度 証券ゼミナール大会

5

第4テーマ 今後の証券会社経営のあり方 Bブロック

10

15

立教大学 三谷ゼミナール 佐藤班

# 目次

|    | 序章                                    | 3   |
|----|---------------------------------------|-----|
| _  | 第1章 証券会社の特徴と収益構造                      |     |
| 5  | 第1節 証券業全体の収益構造について                    |     |
|    | 第2節 リテール部門の収益構造について<br>第3節 ストック収入について |     |
|    | 第2章 証券会社の社会貢献活動とSRI関連商品               |     |
| 10 | 第1節 証券会社の機能とその意義                      |     |
|    | 第2節 証券会社の本業を通じたCSR活動                  |     |
|    | 第3節 商品の開発や提供を通じたCSR活動の取組み             | 1 7 |
|    | 第3章 今後の大手証券会社の国内へのアプローチ               | 2 0 |
| 15 | 第1節 投資信託販売の新しい手数料体系に関する提言             | 2 1 |
|    | 第2節 資産管理手数料の別計上に関する提言                 | 2 4 |
|    | 第3節 顧客のE、S、Gニーズの把握に関する提言              |     |
|    |                                       |     |
|    | 第4章 今後の大手証券会社の海外へのアプローチ               | 2 9 |
| 20 | 第1節 第1章・第2章を踏まえた考察                    | 2 9 |
|    | 第2節 アジアの現状と将来性                        | 3 0 |
|    | 第3節 アジアへのリテールビジネスに関する提言               | 3 6 |
|    |                                       |     |
|    | 終章                                    | 3 9 |
| 25 |                                       |     |
|    | 参考文献                                  | 4 1 |

# 序章

25

証券会社各社が理念¹として挙げている「顧客重視」の経営。本稿では今後の 証券会社の経営のあり方を考えるうえで、「顧客重視」を実現するためには何が 必要かを収益性と社会性の面からアプローチしていく。証券会社が、資金余剰 5 主体と資金不足主体の単なる架け橋となる時代は終わった。1999年の株式 委託手数料の自由化、同時期のネット証券の急速な普及により手数料引き下げ 競争が行われ<sup>2</sup>、伝統的証券リテールビジネスは変革を余儀なくされた。これま で、回転売買による不当な手数料稼ぎなど顧客の利益を無視して収益性のため のビジネスを行ってきたと批判され続けてきた証券会社であるが、ここ数年、 10 経営の方針は変わりつつある。今後はフロー型からストック型の収益軸に移行 し、資産管理業務に注力していく必要がある。金融庁の「フィデューシャリー デューティー」という概念の開示³に関連して、多くの証券会社のレポートから 「顧客の安定的な資産形成へ」の理念がうかがえる。今こそ、短期的な収益性 ばかりを追求せず「社会性」のある経営を追い求めて、資産形成における証券 会社への負のイメージを払拭していかなければならない。米国の証券会社の歴 15 史を辿ると、本稿の目指すイメージの整合性が理解できる。リーマンショック 前に証券化商品等の私募発行を活発に行い、多大な利益を得ていた大手証券業 者であるが、リーマンショックによって打撃を受けた後は投資信託等の販売を 進め4、コミッションからフィーへの収益転換を行った。利益の最大化のみを追 求するのではなく、顧客の資産を重視した経営で建て直しをはかった。このよ 20 うな転換が日本にも必要である。

そこで本稿では、企業のCSR活動の一環として、証券会社が本業で「顧客重視の見える化」を行い、社会性のある販売姿勢をとりつつ、商品を展開していくことを主張する。また、社会貢献、収益基盤の確保の一環として海外事業も推進していくことも忘れてはいけない。グローバル化の流れの中でいくつかの国内の証券会社は海外のリテールに乗り出したが失敗した事例が多い。しか

<sup>&</sup>lt;sup>1</sup> 詳しくは本稿 1 4 頁図 8 を参照されたい。

<sup>2</sup> 証券経営研究会(2015)428頁を参照されたい。

<sup>&</sup>lt;sup>3</sup> 金融庁(2015)23頁を参照されたい。

<sup>&</sup>lt;sup>4</sup> 野村敦子(2014)13頁を参照されたい。

し、市場を見極め、社会貢献等の目的を持つことで、効果的な海外展開を推進していきたい。

# 第1章 証券会社の特徴と収益構造

5

10

15

本章では、証券会社の経営を収益面からアプローチすることによって現在の 証券業、とりわけ販売会社のリテールビジネスの特徴の実態を掴む。諸外国と 比較する際には、欧米を中心に挙げていく。なぜなら家計の金融資産構成で証 券投資の割合が多くを占めており5、証券業が投資家のニーズに応えていると捉 えたからである。実際に、日本の証券業界は欧米の証券ビジネスや制度の影響 を大きく受けて構築されてきたという歴史もある6。

ここで、主旨文で提示されている「国内大手証券会社」の対象を明確にしたい。証券会社は大手対面型証券会社と大手ネット専業証券会社の2種類が存在する。大手対面型証券会社は、独立系大手の野村證券、大和証券、メガバンク系大手のみずほ証券、SMBC日興証券、三菱UFJモルガン・スタンレー証券の5社に絞る。また、大手ネット証券はSBI証券、楽天証券、松井証券、カブドットコム証券、マネックス証券の5社に絞る。

# 第1節 証券業全体の収益構造について

本節では、証券業全体の収益構造の特徴を論じていく。

20 大手対面型証券会社と大手ネット専業証券会社の決算推移は図1、図2の通りである。対面型証券会社もネット専業証券会社も、2012年末からはアベノミクスの影響もあり、純営業利益は増大し、純損益もプラスに転じている。特にネット証券ではアベノミクス開始による利益拡大以降の業績改善が著しいとみられる。それ以降も大手対面、大手ネット専業両者ともに純営業収益の水25 準は上昇しているが、安定的な上昇を続けてはいない。2015年からは純営業収益が停滞しているが、大手対面型証券会社では、海外部門の損益改善のお

<sup>&</sup>lt;sup>5</sup> 間接保有を含む株式・投信の割合が、日本は18.8%、米国は45.4%、 英国は35.7%である。(2015年末現在)

<sup>&</sup>lt;sup>6</sup> 日本証券経済研究所(2016b) 1頁を参照されたい。

かげでネット証券に比べて収益の下げ幅が少なかったといえる?。

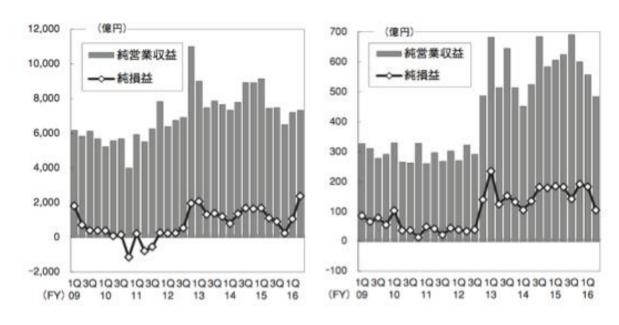
# 図1 大手対面型証券会社の決算推移

5

10

15

図2 大手ネット証券会社の決算推移



出所:大木剛(2017)「2017年における本邦証券会社の経営展望」『月 刊資本市場』44頁

また、大手対面型証券会社に限り、証券会社の収益をセグメント別に見たのが図3である。日本の大手対面型証券会社の収益の割合は、リテール部門よりもホールセール部門の割合が高くなっている。ホールセール部門は相対的に取引単価が高いことが影響しているためと考えられる。そのうえ、企業ごとにセグメント別収益の割合に大きな差がある。これは注力する事業内容の違いによるものである。例として、大和証券は富裕層の顧客向けにラップ口座の販売に注力しており、ラップ口座の残高ベースが業界の45%を占めているため、リテール部門での収益が他社と比較して大きい®。また、みずほフィナンシャルグループは国内の上場企業の7割と取引をしていることもあり、ホールセール部

<sup>7</sup> 大木剛(2017) 43頁を参照されたい。

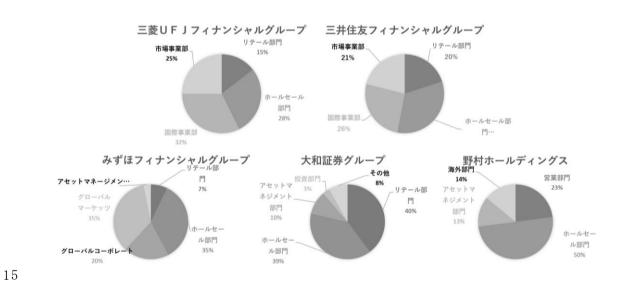
<sup>8</sup>日本電子計算株式会社(2016)を参照されたい。

門の割合が他社に比べて非常に大きいという特徴が顕著である%。

一方、海外への事業展開も目立っている。海外でのビジネスは、主にホールセール部門が中心であり、世界各国の金融機関の買収や金融機関との提携を通じて事業を展開している。リテール部門での海外進出はアジア地域が中心であり、銀行業と証券業一体として手広く事業を展開している現状にある。例として、野村證券はタイにおいてCNSを買収、フィリピンではBDOユニバンクと提携をしてオンライン証券会社を立ち上げている10。大和証券や三井住友フィナンシャルグループ、三菱UFJフィナンシャルグループでは、5社の中で最も多い50カ国に事業展開しており、海外の富裕層に特化したサービスを提供している11。大手ネット専業証券会社では、マネックス証券、楽天証券、SBI証券が海外リテール事業を行っている12。

#### 図3 各大手対面証券会社のセグメント別収益

5



出所:各証券会社13アニュアルレポートより作成

<sup>9</sup> みずほフィナンシャルグループ (2015) 9 頁を参照されたい。

<sup>10</sup> 野村ホールディングス (2017) 36、37頁を参照されたい。

<sup>11</sup> 各証券会社アニュアルレポートを参照されたい。

<sup>&</sup>lt;sup>12</sup> 各証券会社 H P (2017) を参照されたい。

<sup>&</sup>lt;sup>13</sup> 野村ホールディングス (2017 c)、三菱UF J フィナンシャルグループ (2017)、大和証券グループ本社 (2016)、みずほフィナンシャルグル

このように、日本の大手対面型証券各社は、国内、海外でホールセール、リテールとも進めている。これは日本の大手対面型証券会社の注目すべき特徴の一つともいえる。なぜなら欧米の証券業者は企業ごとに特定の部門に特化しているからである。

ここで欧米の証券業者をみていく。米国の大手投資銀行<sup>14</sup>は米国の証券市場が大きいこともあり、シティグループを除いて国内市場向けの事業の比率が非常に高いことが特徴である<sup>15</sup>。英国の金融機関は、グローバルバンクではなく、各事業のセグメントごとに展開している地域が異なるという特徴がある。

例として投資銀行志向のバークレイズやRBSは英国を拠点とする一方、商業銀行志向であるロイズバンキンググループは1980年代に国内のリテール部門に注力するとともに国際金融業務の縮小を行っている<sup>16</sup>。

以上より、日本の証券会社は海外の証券業者と比べると、より広い地域でのサービスを展開しているということが示された。欧米の投資銀行業務は、金融 危機以前には欧米においてグローバルに展開していたが現在は縮小、あるいは 各金融機関のビジネスモデルごとに分散されている。

# 第2節 リテール部門の収益構造について

前節では、証券会社の収益構造を事業全般と照らし合わせて述べてきた。本 20 節では、本稿の課題である「顧客重視」に沿って、リテール部門に特化して述 べていきたい。序章で述べた通り、「顧客重視」を考えるうえで収益的な問題と なるのが手数料である。証券会社は証券四業で図4のような収益を得ている。

図4 証券業務と関連する収入項目

25

5

10

ープ (2017)、三井住友フィナンシャルグループ (2017) を参照されたい。

<sup>14</sup> 商業銀行業務と投資銀行業務の双方を行っている金融機関も含む。

<sup>15</sup> 野村敦子(2014)12頁を参照されたい。

<sup>16</sup> 野村敦子 (2014) 21頁を参照されたい。

| ① ブローカー業務    | 委託手数料      |
|--------------|------------|
| ② アンダーライター業務 | 引受・売出手数料   |
| ③ セリング業務     | 募集・売出取扱手数料 |
| ④ ディーラー業務    | トレーディング損益  |

出所:日本証券経済研究所(2016c) 『図説 日本の証券市場』日本証券 経済研究所204頁より作成

これらの手数料に加えて、「その他手数料」がある。これは、証券四業の付随 業務にかかる手数料のことである。詳細は発表されていないが投資助言、投資 運用業の手数料や投資信託代行手数料が多く含まれているとされている<sup>17</sup>。 以上のことを踏まえ、各証券会社の手数料収入の内訳を示していく。

# 図5 大手対面型証券会社の収入内訳

10

15

| (単位:百万)    | 野村ホール<br>ディングス株<br>式会社 | 大和証券グ<br>ループ本社 |        | SMBC日興証券<br>株式会社 | 三菱UFJ証券ホー<br>ルディングス |
|------------|------------------------|----------------|--------|------------------|---------------------|
| 委託手数料      | 注1                     | 16,214         | 8,828  | 9,165            | 9,848               |
| 引受·売出手数料   |                        | 5,740          | 5,411  | 5,659            | 4,553               |
| 募集·売出取扱手数料 |                        | 11,143         | 9,763  | 10,656           | 8,716               |
| トレーディング損益  | 120,467                | 24,068         | 27,201 | 38,008           | 36,943              |
| その他手数料     | 40,628                 | 36,648         | 13,649 | 16,243           | 13,702              |

注1 野村ホールディングス株式会社は、委託・投信募集手数料 90,96 8、投資銀行部門手数料 22,707、アセットマネジメント業務手数料 58,343(単位:百万)という表記。

出所:各証券会社18の「平成30年3月期第一四半期決算短信」より作成

図5より、主な収入内訳のうち、トレーディング損益が最も多いことがわか

<sup>17</sup> 二上季代司 (2016b) 57頁を参照されたい。

<sup>&</sup>lt;sup>18</sup> 野村ホールディングス (2017a)、三菱UFJ証券ホールディングス (2017)、大和証券グループ本社 (2017a)、みずほ証券 (2017a)、SMBC日興証券 (2017a) を参照されたい。

る。これは、投資銀行部門が強い米国の金融機関等と同様の内訳となっている。また、その他手数料が次に多いが、これはデリバティブ商品等の新たな商品の取り扱いを増やしてきていることが寄与している。また、資産管理型のビジネスモデルが推奨されている中で、投資信託や投資一任口座(ラップ口座)等の販売を重要視している現状にあることが推測される<sup>19</sup>。かつては個別株の売買等を活発に行うことで委託手数料等のフロー収益を得ていた証券会社であるが、現在の収入内訳をみると様子が変化してきていることがうかがえる。次に、大手ネット専業証券会社の収入内訳を確認していく。

**がに、八子不り下寺未皿分云江の収入門所を確応してい** 

# 10 図6 大手ネット専業証券会社の収入内訳

5

| (単位:百万)    |       | - 1   | 松井証券<br>株式会社 |       | マネックスグループ 株式会社 |
|------------|-------|-------|--------------|-------|----------------|
| 委託手数料      | 7,785 | 5,518 | 4,152        | 2,047 | 3894 注1        |
| 引受·売出手数料   | 160   | 0     | 2            | 0     |                |
| 募集·売出取扱手数料 | 912   | 339   | 0            | 33    |                |
| トレーディング損益  | 4,165 | 2,263 | 138          | 224   | 883            |
| その他手数料     | 2,555 | 958   | 179          | 415   | 31             |

注1:マネックスグループ株式会社の手数料に関しては、受託手数料(委託手数料+引受・売出手数料+募集・売出取扱手数料)のみの表記のため、そのま 15 ま表示。

出所:各証券会社20の「平成30年3月期第一四半期決算短信」より作成

図6より、ネット専業証券会社は、主に委託手数料を軸に収益を上げていることがわかる。これは主に個別株の取引に関するものである。また、ホールセール業務は大手対面型証券会社とは異なり特筆するほど行っていないため、引受・売出業務による収入がほぼない。よって、ネット専業証券会社はリテール業務に注力しているといえる。

<sup>19</sup> 二上季代司 (2016b) 58頁を参照されたい。

<sup>&</sup>lt;sup>20</sup> SBI証券 (2017a)、楽天証券 (2017a)、松井証券 (2017a)、カブドットコム証券 (2017)、マネックスグループ (2017) を参照されたい。

図7からわかる通り、ネット専業証券会社は大手対面証券会社と比較して事業コストが低いため、手数料を抑えることができる。そのため、デイトレーダーのような頻繁な取引を好む投機的な個人投資家が個別株や投資信託を取引している。2016年調査の時点で個人投資家の取引の8割がネット専業証券会社で行われているというデータも存在する<sup>21</sup>。一方で、ネット専業証券会社の収入内訳も大手対面型証券会社と同様にトレーディング損益の次にその他手数料が多くを占めている。ネット専業証券会社でのその他手数料は主に、信用取引の口座管理手数料である<sup>22</sup>が、最近では、ラップ口座や投資信託の新規開設も増加してきている<sup>23</sup>。

10

15

5

# 図7 大手対面型証券会社と大手ネット証券会社の費用内訳

| (単位:百万)   | 野村ホール<br>ディングス株<br>式会社 | 大和証券グ<br>ループ本社 | みずほ証券<br>株式会社 | SMBC日興証券<br>株式会社  | 三菱UFJ証券ホー<br>ルディングス |
|-----------|------------------------|----------------|---------------|-------------------|---------------------|
| 人件費       | 136,249                | 43,215         | 27,163        | 29,583            | 26,920              |
| 販売費·一般管理費 | 283,380                | 87,121         | 61,532        | 62,353            | 73,660              |
|           |                        |                |               |                   |                     |
| (単位:百万)   | 株式会社<br>SBI証券          | 楽天証券<br>株式会社   | 松井証券<br>株式会社  | カブドットコム証券<br>株式会社 | マネックスグループ 株式会社      |
| 人件費       | 2,900                  | 992            | 581           | 369               | 注1                  |
| 販売費•一般管理費 | 12,696                 | 7,294          | 2,931         | 3,548             | 9,816               |

注1:記載なし

出所:各証券会社24の「平成30年3月期第一四半期決算短信」より作成

# 第3節 ストック収入について

序章で述べた通り、本稿では顧客重視の経営を目指すうえで、資産残高ベースの経営への移行をする。現在、大手証券会社各社でストック型の収益に移行

<sup>21</sup> 日本証券業協会(2016)9頁を参照されたい。

<sup>&</sup>lt;sup>22</sup> 二上季代司(2016b)59頁を参照されたい。

<sup>&</sup>lt;sup>23</sup> SBI証券 (2017) 12頁を参照されたい。

<sup>&</sup>lt;sup>24</sup> 野村ホールディングス (2017a)、三菱UF J 証券ホールディングス (2017)、大和証券グループ本社 (2017a)、みずほ証券 (2017a)、SMBC日興証券 (2017)、SBI証券 (2017a)、楽天証券 (2017a)、松井証券 (2017a)、カブドットコム証券 (2017)、マネックスグループ (2017) を参照されたい。

するような取り組みが行われている<sup>25</sup>が、実際に数値として現れているのかを 収益面から確認していきたい。

はじめに、販売会社が投資信託の販売で得られる手数料収入項目について見ていく。

5 顧客の投資信託の費用としては、購入時手数料、解約手数料、信託財産留保額、運用管理費用(信託報酬)、監査報酬、売買委託手数料、その他の費用・手数料がある<sup>26</sup>。このうち、運用管理費用(信託報酬)は、委託会社、販売会社、受託会社に配分される仕組みになっている。従って、これらの手数料のうち、販売会社が受け取るものが、運用管理費用(信託報酬)の販売会社分、購入時10 手数料と解約手数料である。

購入時手数料と解約手数料は、前節図4の①委託手数料に分類される。よってフロー収入である。運用管理費用(信託報酬)の販売会社分は、前節で述べたその他手数料に分類される。これが本稿で注目したいストック収入である。

ここから、ストック収入の現状を見ていきたいが、ストック収入に関しては 証券会社ごとに情報開示に差があり、全体像を把握することが難しい。これは 3章の提言で詳しく触れていくが、証券業界の好ましくない現状である。そこ で、本節では、情報開示されている企業に対して分析を行っていく。

野村證券<sup>27</sup>は、ストック収入を投資信託と投資一任口座に分けて計上しており、2016年では年間を通して共に純増し、期末に786億円までストック収入が拡大した。2015年第4四半期に719億円であったことから、年間で67億円増加している。

次に大和証券<sup>28</sup>は、グループとしての計上であり、ストック収入とは明示していないが、投資信託やラップ口座サービス等から得られる収益を「安定収益」と呼んでいる。その安定収益は2015年に約1500億円で2016年は若干減少している。

15

20

<sup>25</sup> 各社アニュアルレポートを参照されたい。

 $<sup>^{26}</sup>$  投資信託協会 HP (2017)「投資信託を学ぼう 投資信託のコスト」を参照されたい。

<sup>&</sup>lt;sup>27</sup> 野村證券 (2017b) 7頁を参照されたい。

<sup>&</sup>lt;sup>28</sup> 大和証券グループ本社(2017b) 29頁を参照されたい。

みずほ証券<sup>29</sup>は、その他の受入手数料のうち投資信託の信託報酬分を別計上している。2016年第4四半期は約405億円の収入があった。

SMBC日興証券<sup>30</sup>は、2017年3月期の投資信託代行手数料が292億円であったことが記されている。

5 SBI証券<sup>31</sup>は、信託報酬額が別計上されており、2016年末で約100 億円のストック収入があった。

最後に楽天証券<sup>32</sup>は投資信託関連収益が開示されており、2017年3月期の信託報酬は約2.5億円である。2012年から伸び続けていた信託報酬は、2017年で初めて減少した。

10 以上のように、証券会社ごとに開示の方法が異なっており、ストック収入の 現状を見ていくことは難しいが、その他手数料に対するストック収入の内訳を みていくと、野村證券は約20%、大和証券は約40%、みずほ証券は約30%、 SMBC日興証券は約50%、SBI証券は約40%、楽天証券は約25%で ある。

15

# 第2章 証券会社の社会貢献活動とSRI関連商品

第1章では、証券会社の現状を収益性の面から分析してきた。従来は伝統的な証券四業を通じて、金融市場の情報をまとめて投資家に提供をしているのみで事足りていた。しかし、経済発展とともに投資家のニーズも多岐にわたり、投信販売やアドバイザリー業務を展開していく必要が出てきている<sup>33</sup>。序章で述べた通り、本稿では、証券会社の今後の経営のあり方を考える際に、収益性と社会性の両面からアプローチしていく。本章では、証券会社の現状を社会性の面から扱っていく。

25

20

#### 第1節 証券会社の機能とその意義

<sup>&</sup>lt;sup>29</sup> みずほ証券 (2017b) 17~18頁を参照されたい。

<sup>30</sup> SMBC日興証券 (2017b) 6頁を参照されたい。

<sup>&</sup>lt;sup>31</sup> SBI証券 (2017b) 14頁を参照されたい。

<sup>32</sup> 楽天証券 (2017b) 21頁を参照されたい。

<sup>33</sup> 二上季代司 (2016a) 20頁を参照されたい。

前章で述べてきた通り、日本では収益性の面において近年、フロー型からストック型へとビジネスモデルの転換が徐々になされてきている。しかし、証券業界は過去、モラルに反した業務運営や目先の利益を追求し短期的な収益を求めるビジネスの傾向が強かった。1990年代に発覚した総会屋への利益供与を行った事件や、2008年の投機的なマネーの流入により米国で起きたリーマンショック、2012年にあったインサイダー事件がそれにあたる³4。これは証券業者ビジネスの根幹の原理原則を曲げるようなものであった。そのような問題が起こるたびに証券市場は縮小を迫られ、業界全体の収益が低迷する時期も存在した³5。さらに長きにわたって証券会社は売買手数料に依存したフロー型のビジネスモデルをとっていたことは、短期的な経営モデルの在り方であり、同時に非常に不安定な収益構造であった³6。以上のようなビジネスモデルは結果的に顧客ひいては社会の不利益となっていたといえる。

そのような状況を一新するために、収益構造の変革と同時に、証券会社の企業の在り方として持続可能な経営にシフトしていくことが肝要とされている。

そのためには証券会社自身がCSR(企業の社会的責任)を意識していくべきである。近年、企業と社会のあり方が多様化する中で、CSRに対する関心が高まっている。現在、CSRに関する明確な定義は存在しないが、企業価値を測る際に使用される財務情報や株主のための利潤最大化等ではなく、非財務情報として、例えば社会貢献活動や環境や社会課題を考慮した事業を行っていることに現在焦点が当てられているのである。これら企業活動を推進する動きは金融業でも活発化しており、金融庁でも国内の主要金融機関向けにCSR活動の現状についてのアンケート調査を行い、調査結果報告書を公表している37。また、実際に大手証券会社では社会貢献活動を通して企業価値の維持・向上を行なっていくことを重要視しており、CSR報告書を公表している企業もある

25

5

<sup>34</sup> 前田晶孝 (2012) 28頁を参照されたい。

<sup>35</sup> 菅谷幸一(2016)2頁を参照されたい。

<sup>36</sup> 同上

<sup>&</sup>lt;sup>37</sup> 金融庁 (2009) を参照されたい。

<sup>&</sup>lt;sup>38</sup> 大和証券グループ本社 (2016)、SMBC日興証券 (2017 c) の C SRレポートを参照されたい。

このような潮流の中で本稿ではCSR活動の中でも特に①証券会社が本業を通じて社会的責任を果たしていくこと、②商品の開発や提供を通じたCSR活動の取組みの二つに注力していきたい。前者は、広い分野に社会貢献していくことを意味し、企業の社会的責任を果たしたうえで中長期的な経営を続けていくために非常に重要になってくる。後者は、個人投資家、機関投資家向けのアドバイザリーサービスを行う際に重要になる上、実際にそのような性格の商品を展開し、積極的に販売していくことが望ましい。

# 第2節 証券会社の本業を通じたCSR活動

- 前述の通り、現在CSR活動の必要性を迫られている中で、各証券会社はどのような企業理念のもとにビジネス活動を行っているのか述べていく。その中でも中長期的な経営の実現には、顧客とより長く付き合っていけるようなスタイルが望ましいと仮定し、その観点から分析を行っていく。顧客本位の業務スタイルになっているのか検証していくうえで参考とする指標を金融庁の「金融事議会市場ワーキング・グループ報告」(2016年12月22日)を参考に以下の通りとする。
  - ①販売手数料が適正であるか
  - ②商品説明が明確になされているか
  - ③利益相反の管理ができているか

20

25

5

①に関しては、手数料率や手数料の対価となるサービス内容と内訳の根拠の詳細を探っていく。投資信託は商品によって手数料が異なるためここでは株式取引の際に発生する手数料を確認する。②は、主にいくつかの目論見書を参考に商品の説明が明確になされているのかみていく。③に関しては、取り扱っている商品の選定をどのような基準や手法で明示されているのかをみていく。

# 図8 各証券会社の企業理念の概要

| 社名 | 企業理念の特徴 |
|----|---------|
|----|---------|

| 野村グループ    | ・お客様に選ばれるパートナー           |
|-----------|--------------------------|
|           | ・ 最も信頼できるパートナーとしてお客様に選ばれ |
|           | る金融サービスグループ              |
|           | ・「すべてはお客様のために」が基本観       |
| 大和証券グループ  | ・お客様を第一に考える誠実さと高い専門能力を活  |
|           | かす。                      |
|           | ・ お客様に価値あるサービスを提供して適正な利益 |
|           | を獲得し、株主に報いる。             |
| みずほフィナンシャ | ・常にフェアでオープンな立場から、お客さまの未  |
| ルグループ     | 来に貢献できる知見を磨く。            |
|           | ・様々な金融サービスをグローバルに提供する。   |
|           | ・幅広いお客さまとともに持続的かつ安定的に成長  |
|           | する。                      |
| SMBC日興証券  | ・お客様を中心に考え、高い価値を提供する。    |
|           | ・お客様とともに発展し、最高の信頼を得られる会  |
|           | 社を目指す。                   |
| 三菱UFJモルガ  | ・真摯にお客さまと向き合い、その期待を超えるク  |
| ン・スタンレー証券 | オリティで応え続けること。            |
|           | ・長期的な視点で、お客さまと末永い関係を築き、  |
|           | 共に持続的な成長を実現すること。         |

出所:各証券会社39のHPより作成

このようにみていくと、どの証券会社でも最良のサービスを顧客に提供するとともに、長期的に顧客と付き合っていくビジョンを持ちながら企業とともに成長していくといった内容を掲げている。では実態としてこのような顧客本位の業務がどの程度遂行されているのかを先程の指標を使って確認していく。

(野村證券)

<sup>&</sup>lt;sup>39</sup> 大和証券HP (2017)、みずほ証券HP (2017)、野村證券HP (2017)、SMBC日興証券HP (2017)、三菱UF Jモルガン・スタンレー証券HP (2017)

- ①株式の取引手数料は、20万円以下は一律2,808円となっている。21万以上の金額のものは漸次的に手数料率は下がっているものの1.4%~0.1%の間で課せられる。ノーロードの投資信託は10本ある。各商品購入の際の手数料の明確な内訳は残念ながら明記されていない。
- 5 ②ポートフォリオ構築のプロセスは丁寧に明記してある。手数料率は目論見 書の最後に記載があるが、結局合計の費用がわかりにくく、説明も非常に分か りにくいと推測される。
  - ③基本的に自社のグループの運用会社に対象を絞って金融商品の利益相反に 関して管理している。
- 10 (大和証券グループ)
  - ①株式の取引手数料は最低手数料が2,700円となっていて100万円より大きい金額、異なる手数料率が課せられる。ここは金額を具体的に提示して手数料を金額で試算しており、より丁寧な印象を受ける。ノーロードの商品は40本となっている。手数料の明確な内訳は残念ながら明記されていない。
- 15 ②構成は他企業と同様である。手数料率の明記はあるが野村証券同様合計コストの試算がしにくい。白黒のため手数料率がわかりにくい傾向にある。
  - ③他社と同様

(みずほフィナンシャルグループ)

- ①株式の委託手数料は3サポートコース (アナリストによる投資アドバイス、 20 専用の商品やサービスの提供、3つの取引チャネルの選択肢)とダイレクトコースがあり顧客がそれぞれ選択することができる。対面では手数料率が1.
  - $1\% \sim 0.01\%$ で設定されている。手数料の明確な内訳は残念ながら明記されていない。ノーロードは21本となっている。
  - ②他社と同様。
- 25 ③他社と同様。

(SMBC日興証券)

- ①株式の取引手数料は最低金額が2,295円であり、手数料率は1%~0. 2%となっている。手数料の明確な内訳は残念ながら明記されていない。ノーロードのファンドは18本となっている。
- 30 ②他社と同様。

③他社と同様。

(三菱UFIモルガン・スタンレー証券)

- ①株式の取引手数料は2,750円以下の場合は手数料率が97%となるが、19万3,000円以下は2700円であり、それ以上の金額は1,4%~0.05%と設定されている。ノーロード対象の商品は最多の52本であった。しかし、細かな手数料の内訳は開示されていなかった。
- ②非常に細かくマーケットの説明がされているが、費用換算の部分が少なくわかりにくい傾向にある。
- ③他社と同様。

5

10 このようにみていくと、問題点として挙げられるのは手数料の対価のサービスが各社で明記されていないこと、手数料率の幅が非常に大きいこと、投資信託購入の際のコストの計上が難しいことの3点である。このような明確な根拠の詳細がない手数料設定は果たして顧客本位の業務運営とはいえないと推測される。加えて、手数料水準のばらつきが商品によってある投資信託は、顧客にとってコストが不透明で分かりにくい商品となってしまっているのではないのだろうか。

# 第3節 商品の開発や提供を通じたCSR活動の取組み

前節では、証券会社が本業を通じたCSR活動を行う、すなわち顧客本位の 営業を行っているのかについて述べてきた。本節では証券会社が社会的責任を 果たす手段の一つとしておこなっている商品の開発や提供を通じたCSR活動 の取組みについて論じていく。これは証券業の役割を踏まえた上で、顧客に商品を提供するという形でCSR活動を行っているというものである。なお、本稿では前述の通り、証券会社のリテールに分析対象を限っているため、個人向 25 けの商品に焦点を当てていきたい。ここで取り扱っていきたいのが、SRI関連商品である。

欧米が先行して広がりを見せたSRI市場であるが、現在、国内でのSRI市場は図9にもある通り他国と比べて格段に成長している。

30 図9 地域別にみたSRI関連商品の総資産の成長率

| Table 1: Growth of SRI Assets by Region 2014–2016 |           |           |                          |                                   |
|---|-----------|-----------|--------------------------|-----------------------------------|
| Region  | 2014      | 2016      | Growth<br>over<br>period | Compound<br>Annual<br>Growth Rate |
| Europe  | \$ 10,775 | \$ 12,040 | 11.7%                    | 5.7%                              |
| United States                                     | \$ 6,572  | \$ 8,723  | 32.7%                    | 15.2%                             |
| Canada  | \$ 729    | \$ 1,086  | 49.0%                    | 22.0%                             |
| Australia/New Zealand                             | \$ 148    | \$ 516    | 247.5%                   | 86.4%                             |
| Asia ex Japan                                     | \$ 45     | \$ 52     | 15.7%                    | 7.6%                              |
| Japan   | \$ 7      | \$ 474    | 6689.6%                  | 724.0%                            |
| Total   | \$ 18,276 | \$ 22,890 | 25.2%                    | 11.9%                             |

出所: GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALL IANCE (2016)「2016 Global Sustainable Investment Review」http://www.gsialliance.org/wpcontent/uploads/2017/03/GSIR\_Review2016.F.pdf 7頁

しかし、図10の通り、全資産からみた割合は、3.4%にとどまっており、 他国と比較してもその差は歴然としている。

図10 地域別に見た運用資産残高全体におけるSRIの割合

5

10

| Table 2: Proportion of SR | RI Relative to Total M | anaged Assets |
|---------------------------|------------------------|---------------|
| Region                    | 2014                   | 2016          |
| Europe                    | 58.8%                  | 52.6%         |
| United States             | 17.9%                  | 21.6%         |
| Canada                    | 31.3%                  | 37.8%         |
| Australia/New Zealand     | 16.6%                  | 50.6%         |
| Asia                      | 0.8%                   | 0.8%          |
| Japan                     |                        | 3.4%          |
| Global                    | 30.2%                  | 26.3%         |

出所: GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALL

IANCE (2016)「2016 Global Sustainable Investment Review」 <a href="http://www.gsialliance.org/w">http://www.gsialliance.org/w</a>

pcontent/uploads/2017/03/GSIR\_Review2016. F. pdf 7 頁

SRI市場に資金が流れていることは、単なる収益だけではなく、社会性に

目を向ける投資家や企業が国際規模で増加していることを示している。歴史的に見れば、ESG投資とは年金基金等の機関投資家間で始まったものではあるが、近年世界中の個人投資家の間でも注目されており、特に18歳~35歳のミレニアル世代にとっては関心が非常に高くなっている40。さらに、国内の個人投資家でも株式投資を行う上で収益性だけではなくESG要因も考慮する必要があると回答した人が、全体の45.2%存在し、必要ないと回答した7.1%を大きく上回る41結果となっている。このようにESG投資は日本の個人投資家の間でも近年注目を集めている。

5

では、SRI投資やESG投資に関連する商品はどのようにして組成されるのだろうか。日本では2000年から商品化がされてきているが<sup>42</sup>、多くの商品がスコアリングされた企業の指数を参考にしたり、それに加えて独自の項目でスクリーニングをして行ったり、その他の報告書を参考に各社でポートフォリオ構築を行っていたりする。企業をスコアリングする際の基準は算出会社によって異なり、本稿ではFTSEラッセルとMSCIを例にしてみていく。ETSEラッセルでは事業活動ごとに想定されるリスク管理を評価する中で、環境・社会・ガバナンスの3つの柱と、14個のテーマでスコアを算出し、300の指標を個別に調査している<sup>43</sup>。なお、14テーマは図11のように分類されている。企業によって重要とされるテーマは異なり、企業の特性を調査しながら設定していく。そして、各ESGテーマでの対応度合いをみていくのである。

図11 FTSEにおける事業活動の潜在的ESGリスクへの対応評価項目

| 3本柱 | 14テーマ |
|-----|-------|
|-----|-------|

<sup>&</sup>lt;sup>40</sup> シュローダー・インベスト・マネジメント株式会社(2017)を参照されたい。

<sup>&</sup>lt;sup>41</sup> 野村證券株式会社 グローバル・リサーチ本部 (2017) を参照されたい。

<sup>&</sup>lt;sup>42</sup> 日本経済新聞(2017年10月15日WEB刊)「ESG投資 同じテーマの投信でも運用成績に差」を参照されたい。

<sup>&</sup>lt;sup>43</sup> FTSE Russell (2017) 8頁を参照されたい。

| 環境    | 生物多様性、気候変動、汚染と資源、水使用、サプライチェ  |
|-------|------------------------------|
|       | ーン (環境)                      |
| 社会    | 顧客に対する責任、健康と安全、人権と地域社会、労働基準、 |
|       | サプライチェーン (社会)                |
| ガバナンス | 腐敗防止、企業統治、リスクマネジメント、税の透明性    |

- 出所: Ftse Russell (2017) 「Ftse Russell ESG Ratings Ftse4Good Japan Index FTSE Blossom Japan Index Information for companies」
- 5 <a href="http://www.ftse.com/products/downloads/ftse-russell-esg-presentation-for-jp.pdf">http://www.ftse.com/products/downloads/ftse-russell-esg-presentation-for-jp.pdf</a>より作成

次に、MSCIについてみていく。MSCIでは各産業において重要とされるESG課題のみに注力し、キーイシューを産業・企業ごとに特定し評価していく。このキーイシューは産業ごとに重要となるものにウェイトをかけて、加重平均のスコアが算出される<sup>44</sup>。キーイシューのモデルは図12の通りであるが、実際には企業ごとにさらなる分析が行われる。この各キーイシューに対して「リスク・エクスポージャー」と「リスク管理能力」の二方向から評価していき、コーポレートガバナンスは絶対評価が下されていく。

15

10

図12 MSCI キーイシューモデル

| 環境    | 地球温暖化、自然資源、廃棄物管理、環境市場機会  |
|-------|--------------------------|
| 社会    | 人的資源、製品サービスの安全性、ステイクホルダー |
|       | マネジメント、社会市場機会            |
| ガバナンス | コーポレートガバナンス、企業行動         |

・ 出所: MSCI ESG Research (2017) 「MSCI ESGリ

<sup>&</sup>lt;sup>44</sup> MSCI ESG Research (2017) 5頁を参照されたい。

#### サーチ ~ ESG Ratingメソドロジーサマリー~ |

https://www.msci.com/documents/1296102/3556282/Japanese\_ESG+Rating+met hodology.pdf/8c218faf-c82c-4a02-9c33-4e5bed564c34 より作成

5 このようにスコアリングされた指標をもとにファンドがつくられており、またこのスコアリングは各証券会社で研究報告書等を参考に独自で行っているケースもある。二つの例を見てわかる通り、同じようなESGを掲げていてもその項目は異なることがわかる。これは個人にも言えることであり、このような指標は設けているものの、一元化することは難しく、各々が考えるESGは十10 人十色であると言える。現在、ESG投資に関連する商品への関心は高まりつつあり、個々人の考えるESGもその数だけ多様化してきていると推測される。

# 15 第3章 今後の大手証券会社の国内へのアプローチ

20

ここまで、大手証券会社が長期的に顧客と付き合っていくためにはフロー型からストック型の収益軸に移行していくことが重要だということを述べてきた。ストック収入の内訳は投資信託やラップ口座等の手数料からなる。第2章で述べた、証券会社が今後CSR活動を意識していく必要がある。事実も踏まえると、以下の2つのようなビジネスモデル改善のための要素が必要だと提案する。

- ① 証券会社が理念として掲げる「顧客重視」の見える化を行う。
- ② 証券会社が顧客ニーズに照らし合せて社会性のある商品を提供していくことで、「投資=資産形成」から「投資=社会貢献」へのイメージのステップアップを図る。
- 25 ①に関しては、本章第1節、第2節で論じていくテーマである。証券会社は 顧客重視の経営を行うために、商品やサービスを幅広く展開してきた。しか し、顧客は、取扱商品の豊富さよりも手数料に敏感である<sup>45</sup>。よって、顧客重 視には様々な切り口があるが、本稿では「手数料のあり方」に注目していく。

<sup>45</sup> 会社四季報オンライン(2017)を参照されたい。

②に関しては、本章第3節で論じる。世界的なCSRの広まりの中で、ESGに関連した様々なファンドが見受けられる。ESGの格付けを行う機関なども増えており、関連する商品も多数開発されてはいるが、その定義は一律ではない。顧客もまた然り、個人によって考えるESGは様々であり、求めるSRI商品も異なる。そこで、SRIファンド販売の正しい循環を構築していくことにアプローチしていく。

# 第1節 投資信託販売の新しい手数料体系に関する提言

5

現在、投資信託の販売に関して得られる収入項目は第1章で述べた。その中 10 の購入時手数料については「商品及び関連する投資信託の説明及び情報提供等、 ならびに購入に関する事務コストの対価」とされている。しかし、購入金額の 大小によって販売会社側の業務負担が変化するとは考えられない。実際、最近 の大手ネット証券ではノーロードの商品を増やしている46が、大手対面型証券 会社ではあまりその動きが見受けられない47。例えば、松井証券は『投資信託の 15 販売に係る基本方針』において投資信託の販売手数料は徴収しないと明記して いる48。一方で大手対面型証券会社は、人件費等のコスト問題があるためノー ロードばかりを売るわけにもいかないのは納得がいく。とはいえ、日本の証券 会社の投資信託販売手数料は海外の証券業者と比べると高い水準になっている。 グローバル・ファンド・インベスター・エクスペリエンスの投資信託市場評価 49によると、日本の投資信託市場の評価は、「手数料・費用」の面で D+50である。 20 これは、信託報酬が割高であることや、ノーロードのファンド数が少ないこと によるものである51。また、同レポートでは販売会社が手数料を優先した営業

<sup>&</sup>lt;sup>46</sup> SBI証券571本、楽天証券1000本。詳しくは各証券会社HP(2017)を参照されたい。

<sup>&</sup>lt;sup>47</sup> 野村證券10本、大和証券40本。詳しくは各証券会社HP(2017) を参照されたい。

<sup>48</sup> 松井証券(2017b)22頁を参照されたい。

<sup>&</sup>lt;sup>49</sup> Grobal Fund Investor Experience Study (2015) を参照されたい。

<sup>&</sup>lt;sup>50</sup> AからFの12段階で評価。モーニングスター(2017)を参照されたい。

<sup>51</sup> モーニングスター (2017) を参照されたい。

スタイルをとる傾向にあることも指摘されており、海外の証券業者と比較しても日本の証券会社には改善の余地があることがうかがえる。そこで、大手対面型証券会社に限り、販売会社側がコストとの兼ね合いも踏まえ、投資信託の購入時手数料を販売サービスに見合った水準まで下げることを促したい。そして、その手数料設定の根拠の詳細を明確化し、開示するよう求めていきたい。これは、フロー型からストック型の収益構造に移行するという流れにも合致するのである。しかし、手数料を具体的に試算していくにあたって問題であるのが、現在の手数料が詳細な根拠がない価格設定に基づくという事実である52。加えて、各社の事業規模や対象ファンドの運用会社との関係等がある以上、不透明な部分が存在するなどの事由により本稿で具体的な数値を出すことは困難である。

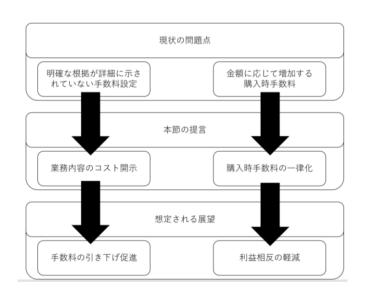
そこで、本節で主張したいことは、購入金額が増えるにつれて増加していく 購入時手数料というシステムを改善し、業務内容に見合った根拠ある手数料を 課していくということである。これを図式化したものが、図13である。

15

5

10

図13 想定されるビジネスモデルの改善プロセス①



20 図13ではまず現状の問題点として、投資信託の販売手数料をあげている。

<sup>52</sup> 各社説明資料等に手数料に関する詳細な記載がないため。

販売手数料は販売会社や商品によって異なるため、現状の体系では販売会社は より高い手数料の商品を売るインセンティブが生じることが考えられる53。ま た購入にかかる事務コストは購入金額の大小によって異なるものとは考え難い。 そこでこれらにかかわる事務コストを投資家に対して開示し、事務の対価とし て妥当な金額を定額で投資家に販売手数料として負担してもらうことが本節の 提言である。これは米国で開発されたTシェア(トランザクショナル・シェ ア)と英国で開発されたクリーン・シェアーズを参考にしている<sup>54</sup>。Tシェア は個人退職勘定(IRA)の各投資信託の販売手数料および12b-1手数料 (販売関連サービスの対価)を同水準にしたことで販売会社及び資産運用会社 が、故意に販売手数料や12b-1手数料が高い投信をIRA加入者等に提供 し、DOLFD規則違反となるような状況を回避することを目的としている <sup>55</sup>。しかし、Tシェアでは利益相反の可能性は減少するが、投信の乗り換えに よって、投資家から取得する販売手数料の総額を最大化したいというフィナン シャル・アドバイザーが有するインセンティブを抑止する効果はない56。そこ でクリーン・シェアーズに代表される目論見書や販売用資料の印刷代、作成費 の個別開示を行い、人件費の対価として妥当な金額を定額で投資家に明示して もらう。商品間の販売手数料を同水準にして投資家との利益相反関係の軽減を 図り、また販売に必要な費用を開示して販売手数料の引き下げを促すことが目 的である。米国においては、この新たな手数料体系により、販売会社は手数料 収入の金額にとらわれずに投資家に対して公平な販売活動が可能となり、投資 家は適切な金額で購入が行える。想定される展望として、コストを明確に開示 することで投資家の金融リテラシーの向上と証券会社との信頼関係の強化、そ れに伴う新たな販売活動の促進が期待される。

このように、手数料体系を変化させることによって、顧客本位の業務体系の 25 確立を先立って行っている国もある。本節の提言における手数料に関する詳細 なコスト開示と、サービスに見合った対価としての手数料設定は、今後の顧客

5

10

15

<sup>&</sup>lt;sup>53</sup> 岡田 (2017) 41頁を参照されたい。

 $<sup>^{54}</sup>$  Tシェア、クリーン・シェアーズについては、岡田(2017)41~43頁を参照されたい。

<sup>&</sup>lt;sup>55</sup> 岡田 (2017) 41頁を参照されたい。

<sup>&</sup>lt;sup>56</sup> 岡田(2017) 42頁を参照されたい。

本位の経営において有効な手段であると言える。

# 第2節 資産管理手数料の別計上に関する提言

5

10

15

20

25

本節では、投資信託の手数料の販売会社の取り分である、購入時手数料と信託報酬に注目していく。購入時手数料は証券会社側から見ると販売手数料のことであり、信託報酬はいわゆる「ストック収入」の一部である。

販売手数料はフロー収入であり、過去に問題になった投資信託の回転売買の販売会社に入る収入である。これは現在、証券四業の収入と共に募集手数料に計上されており、見えづらくなっている。顧客への誠実な販売姿勢を示すために、フロー収入の中でも投資信託に関する販売手数料を明確にしていく必要があると考えられる。

また、信託報酬は、証券会社の収入内訳のうち「その他受入手数料」に計上されており、決算書を見ただけでは正確にはわからない。企業の決算説明書やレポート等に開示されている場合もあるが、第1章で述べた通り、証券会社によって情報開示にばらつきがあり、開示していない証券会社さえ存在する。しかし、この収益はストック収入の現状を知る指標になるとともに、顧客との長期的な付き合いの度合いとも言えるため、明確に開示する必要があるといえる。実際に米国では、手数料内訳に「資産管理手数料」という項目があり57、ストック収入の見える化が行われている。これを日本でも実施することで、投資信託ビジネスのバランスを改善できる可能性がある。なぜなら、現在多くの大手証券会社で投資信託のさらなる販促のためにノーロードの投資信託の取扱商品数を積極的に増やしているにもかかわらず、販売会社に入る信託報酬は伸び悩んでいるからだ58。これは、市場全体のデータが見えにくくなっているために、顧客の動向をきちんと把握していないことが原因と推測される。

そこで、国内大手証券会社において、フロー収入とストック収入を別で計上することを提案する。ビジネスの根幹となる収益構造の正当性を明確にしていくことは、顧客への説明責任を果たす有効な手段と言える。具体的には、募集手数料に置ける投資信託の収入の別計上と、投資信託の信託報酬をその他手数

<sup>&</sup>lt;sup>57</sup> 二上季代司 (2015) 8 頁を参照されたい。

<sup>&</sup>lt;sup>58</sup> 楽天証券 (2017a) 21頁を参照されたい。

料とは別で計上していくべきである。

フロー収入とストック収入を視覚化することで、証券会社はビジネスのバランスを把握しやすくなり経営の改善に貢献することができる。また、本提言は金融庁の奨励する顧客本位の業務運営に関する原則のうち、とりわけ原則 4「手数料等の明確化」と原則 5「重要な情報の分かりやすい提供」59を踏襲する形となっており、証券会社は金融庁を通じて広く投資家に活動をアピールすることが可能である。証券会社が長期的な経営を行うためには、顧客との継続的な信頼関係の構築と強化が求められる。証券会社の透明性向上により投資家の不安を解消し、広く投資家の支持拡大へ貢献することが期待される。これらを図式化したものが図 1 4 である。

図14 想定されるビジネスモデルの改善プロセス②

15

5

10

#### 第3節 顧客のE、S、Gニーズの把握に関する提言

これまで手数料に関する提言をおこなってきたが、一貫していえる問題点は「手数料に見合った価値のあるサービスがなされているのか」ということであ

<sup>&</sup>lt;sup>59</sup> 金融庁(2017)5頁を参照されたい。

る。本章第1節では購入時手数料のコスト開示について言及した。販売会社では購入時に顧客と直接接するわけであり、その際に人件費や事務手続き等が発生するため、一定の手数料をとる必要がある。本章第2節では信託報酬の販売会社の取り分のコスト開示について言及した。その際、販売会社の手数料に対するコストとしては、例えば「購入後の情報提供、運用報告書等各種書類の送付、口座内でのファンドの管理および事務手続き等60」と記載されている。運用後の情報提供や運用報告書等各種書類の送付については、現在インターネットを通じて行われている場合が多く61、インターネット上でだれでもアクセスできるようにもなっている。もちろん、各ファンドの投資家に対してはその情報が早く伝達され、プラスアルファの情報62が提供されているが、それほど差別化が行われていないようにも見える。

そこで、本節では、証券会社で投資信託を購入した顧客が、信託報酬の支払いを通じて長く付き合っていく際に、手数料の対価としての具体的なサービスを提供できるようなモデルの1つを提案する。サービスには対価として手数料を支払うのであり、その対応関係が適切であることを重視したい<sup>63</sup>。

このモデルを提唱するにあたって、2つの点に留意したい。1つ目は、顧客と商品の関係性である。現在の投資信託の販売方法であれば、販売会社が顧客ニーズにあった商品を勧めるのみであり、顧客のニーズが運用会社に反映されるということはおそらくない。そのため、長期保有を促す投資信託において、20 顧客ニーズが定期的に商品に反映されていくような新しい商品設計をしていく必要がある。2つ目は、信託報酬はファンドの純資産総額に信託報酬率を乗じるという形態であるということである。これはもちろん申し込み金額に比例して高い手数料を支払うことと同義である。しかし、先述した通り、本来信託報酬への対価としての業務は金額の大小によらないのではないかという疑問はあるものの、証券会社は手数料を収益として成り立っている。そのため、信託報酬を純資産総額にかける「手数料率」のシステムから純資産総額の大小によら

5

10

<sup>60</sup> 野村アセットマネジメント (2017) 「野村インデックスファンド・日経 225 投資信託説明書 (交付目論見書)」を参照されたい。

<sup>61</sup> 各証券会社 H P 「電子交付サービス」を参照されたい。

<sup>62</sup> 取引残高報告書、取引報告書等

<sup>63</sup> 野村亜紀子(2006)を参照されたい。

ない「手数料」に変えてしまうということはビジネスとして成り立たなくなる 可能性が高い。そこで純資産総額の大きい投資家ほど、付加価値をつけるよう なサービスを提供していくことが肝要ではないのか。

以上2点を踏まえて、新たなモデルを提唱する。その際、本章冒頭で述べた 証券会社の役割の1つである、「証券会社が顧客ニーズに照らし合せて社会性 のある商品を提供していくことで、「投資=資産形成」から「投資=社会貢献」 へのイメージのステップアップを図ることに関連し、前章第3節で述べたSR Iファンドを例に説明していく。

第2章で述べた通り、現在、財務情報のみでなく非財務情報にも注目して 投資する動きが高まっている。その投資方法の一つがファンドの購入によるも のであり、商品としてSRIファンドが挙げられる。この商品は、運用会社が ESG格付け機関の指標等を元にファンドを組成し、運用を行なっているもの である。販売会社を通じて顧客に提供しているが、どのように顧客と商品を結 びつけているのかははっきりしておらず<sup>64</sup>、具体的手法がないと考えられる。

そこで本稿では、このような商品に対してのニーズがある顧客に対して、具体的にE、S、Gの何にどのくらいの関心があるのかを明確にし、そのニーズを運用会社に提示する。これは、販売時により顧客ニーズに近い商品を提供できるとともに、定期的にチェックすることで長期的な顧客ニーズの反映が実現することになる。

20 ここからは、①投資家の購入時、②投資家の購入期間中に分類して説明していく。

#### ① 投資家の購入時

5

10

15

販売会社に行き、ESG商品に関心があることを販売員に伝えた投資家に対してESGアンケートを実施する。アンケートの項目は、現在運用会社が使用しているESG格付け機関のプロセス等の項目からピックアップする形が望ましい。そのアンケートの結果からESGのニーズが分かるため、そのニーズに一番近い商品を販売員がいくつか例示するという販売スタイルである。なお、

<sup>64</sup> 各販売会社の情報からSRI関連商品に関する具体的な販売方法の記述は 見受けられないため。

この作業はIT技術等を利用して行い、最終的な細かな商品説明やアンケートの補助を販売員が行う。

#### ② 投資家の購入期間中

5

10

15

25

本稿では長期保有を推奨しているが、長期で保有していれば投資家の顧客ニーズは変わりゆく可能性も見込まれる。そこで、SRIファンドを保有する投資家と販売員とが定期的に接触し、購入時のアンケートを実施させる。定期的に販売員と接することで、各証券会社が現在掲げる<sup>65</sup>「顧客との長期的なおつきあい」の実現に伴い、そのアンケート結果を販売会社が運用会社に提示することで運用の参考にしてもらうことも可能である。これらのデータは、長期的に見ればビックデータなりうるため、運用会社が有効活用できるであろう。また、先ほど純資産額の大小についてふれたが、純資産額の大きい投資家の意見はより反映されやすいようなデータ設計ができることが望ましい。それはフィンテックで賄うもので、販売会社への負担等は一切ない。運用会社がそのデータを参考にするか否かの議論は本稿のテーマの本筋とずれるため割愛させていただく。このサイクルを持続することで、長期的に販売会社に支払う信託報酬の整合性が成り立ち、また顧客ニーズがファンド設計の際の参考になるのだという見解が本稿の主旨である。

# 20 第4章 今後の大手証券会社の海外へのアプローチ

前章では証券会社の国内で社会的な責任を果たしてビジネスを行っていくために、「顧客本位」の業務の見える化について述べてきた。本章では、収益基盤確保のための新規市場開拓とともに、証券会社が本業においてグローバルな視野をもって社会的責任を果たしていくための策を論じていく。

第1章第1節で述べた通り、現在の欧米の証券業者は過去に多岐にわたる業務を全世界で行った結果、各企業の特色や強みを活かせる事業や地域に特化することで現在の業務形態に至っている。しかし、日本の証券会社は事業の選択と集中を行う前段階にあり、リテール部門のアジアへの進出を現在は伸ばして

<sup>&</sup>lt;sup>65</sup> 本稿第2章第2節を参照されたい。

いくのが賢明であると考える。一方、証券会社の持続的な経営には社会性のあるビジネスを展開していく必要があるわけだが、グローバル化が進んでいる今日においてそれは国内だけに留めることはできない。とりわけ、発展途上にあるアジアの地域において経済発展の一端を金融の面から担っていくことは重要である。

# 第1節 第1章・第2章を踏まえた考察

5

10

15

20

日本の人口が減少<sup>66</sup>していくことは必然であり、それは日本経済の縮小の可能性も考えられる。その中で国内の証券会社は海外の収益が全体の10~30%<sup>67</sup>にとどまっており、今後の日本経済の限界を考慮すると海外での収益の割合を拡大していくべきであろう。第1章第1節より、欧米では事業ごとに展開している地域が異なることがわかった。その中でも英国のスタンダードチャータードやシティグループを除いてはアジアへリテール部門の進出している金融機関がないことがわかる。地の利を活かしてアジアにおいて日本がリテール事業をさらに開拓する余地は十分にあると考えられる。

また、ここ近年世界銀行は「金融包摂」をうたっている<sup>68</sup>。これは「すべての人々が、経済活動のチャンスを捉えるため、また経済的に不安定な状況を軽減するために必要とされる金融サービスにアクセスでき、またそれを利用できる状況<sup>69</sup>」を指す。対象となる金融サービスは「預金口座」「低金利融資」「怪我や病気や死亡、または天候不順や不作などに備える保険」「安全かつ素早い支払・送金手段」等が挙げられ、各国政府で取り組みを進めている<sup>70</sup>。このような取り組みに日本の証券会社が貢献をしていく機会にもなりうるであろう。

<sup>&</sup>lt;sup>66</sup> 総務省 (2016) を参照されたい。

<sup>67</sup> 野村證券 2 7 %、大和証券 1 1 %、みずほフィナンシャルグループ 3 6 %、三菱UF J フィナンシャルグループ 3 0 %、三井住友フィナンシャルグループ 2 6 % 詳しくは各社アニュアルレポートを参照されたい。

<sup>68</sup> 柏木亮二 (2016) を参照されたい。

<sup>69</sup> 同上

<sup>70</sup> 同上

#### 第2節 アジアの現状と将来性

5

10

15

証券会社のリテール部門は現在アジアを中心に展開しており、その理由として、いまだ金融インフラが整っていないこと、人口増加による顧客層の厚みがあること、産業発展による所得増加が挙げられる。一部のアジア地域では金融インフラが国民に浸透しておらず、特に金融後発国であるインドネシアやフィリピンでは金融機関に口座を持っている国民が全体の30%に満たない71。銀行の預金比率もGDP比でみてみると非常に低い国々もあるため、アジアの中でも貯蓄率には地域によってばらつきがあるといえる72。一方で、家計の金融資産構成は、日本よりも株式や債券、投資信託を含む証券投資の割合が大きい国々が多い。

#### 図15 アジアの貯蓄率

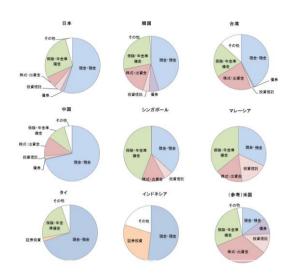


出所:チャールズ・ユウジ・ホリオカ「高齢化と貯蓄率」MAGI会 <a href="http://www.agi.or.jp/wp-content/uploads/2014/11/magi14-20141029.pdf">http://www.agi.or.jp/wp-content/uploads/2014/11/magi14-20141029.pdf</a> 7頁

<sup>71</sup> 日本証券経済研究所 (2016a) 10頁を参照されたい。

<sup>72</sup> チャールズ・ユウジ・ホリオカ (2014) 17頁を参照されたい。

図16 東アジア各国の家計金融資産構成



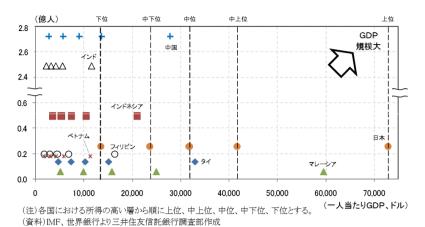
・ 出所:野村資本市場研究所(2013)「東アジア諸国における個人金融資産の現状」
 120頁

アジアのGDPの成長の伸び率は、緩やかになってきているもののいまだ高 10 い水準にあると言える<sup>73</sup>。所得水準は以前に比べて上がってきてはいるが、所 得格差は依然として大きい<sup>74</sup>。しかし裏を返せばそれは、所得水準よりも多い 所得を得ている人口が存在するということと同義である。図17を参照すると、 アジア地域でも所得の高い層は存在することがわかる。

15 図17 一人当たりGDPと人口規模

<sup>73</sup> 日本証券経済研究所 (2016a) 2頁を参照されたい。

<sup>74</sup> 同上



出所:三井住友信託銀行(2015)「平均像では見えにくいアジア消費市

場」 http://www.smtb.jp/others/report/economy/33\_2.pdf 4 頁

5

10

15

加えて、社会保障制度が整備されてきているが人口増加が進む最中で次第に 高齢化が加速する国々も今後考えられ、年金制度改革も新たな課題として浮上 している。現在、公的年金制度が各国で設けられているが対象者の範囲が狭い ことや、所得水準の低い段階で国として高齢社会を迎えることが懸念されてい る。確定給付型や確定拠出型、またはそれらを併用したシステムを採用する国 も存在するが、マレーシアを除いて加入率は人口の2割未満<sup>75</sup>と国民皆年金と は言えない状況にある<sup>76</sup>。また、高齢化が進むとともに現在の富裕層の持つ資 産の8割が約10年後には次世代富裕層へと継承されるとされている<sup>77</sup>。

それと同時に、アジアの人々の生保市場はここ近年で成長が目覚ましく<sup>78</sup>、 医療環境が整っていくほどに医療保険や生命保険の需要は高まっていくであろう。現在進出している証券会社では銀行業と証券業を一体で行うことで収益を伸ばしているため、幅広いサービスの対応が海外ビジネスでは重要視されると考えられる。このようにアジアは非常に魅力的な市場であり、金融インフラがいまだ整っていない今が各証券会社にとって参入のチャンスである。そして、新規市場の獲得ともにアジアの金融包摂に向けて一役買うことができるであろ

<sup>&</sup>lt;sup>75</sup> 内閣府(2010)第2章第4節4頁を参照されたい。

<sup>76</sup> 中国、 タイ、フィリピンでは、生産年齢人口の 2 割弱、インドネシア、ベトナムでは 1 割強、インドでは 5.7%となる。

<sup>&</sup>lt;sup>77</sup> 片岡佳子(2011)11頁を参照されたい。

<sup>&</sup>lt;sup>78</sup> 平賀富一 (2017) を参照されたい。

う。

図18 各国の年金制度の概要

|        | 社会保障基金 (老 | 15歳以上60歳未満の民間被雇 |
|--------|-----------|-----------------|
|        | 齢給付)(確定給付 | 用者              |
| タイ     | 型)        | 農民、自営業の加入は任意    |
|        | 政府年金基金 (確 | 公務員             |
|        | 定給付型及び確定  |                 |
|        | 拠出型)      |                 |
| インドネシア | 労働者社会保障制  | 10人以上の労働者を雇用または |
|        | 度 (確定拠出型) | 1か月あたり100万ルピア以上 |
|        |           | の給与を払っている事業所    |
|        |           | 上記以外の雇用主は任意加入   |
| インドネシア | 公務員年金制度   | 公務員             |
|        | (確定給付型)   |                 |
|        | 社会保障機構(確  | 60歳以下の民間労働者、自営業 |
|        | 定給付型)     | 者(月収1000ペソ以上)等  |
| フィリピン  | 公務員保険機構   | 公務員             |
|        | 社会保障給付(老  | 公務員、民間被雇用者      |
| ベトナム   | 齢年金給付)(確定 |                 |
|        | 給付型)      |                 |

- ・ 出所:内閣府(2010)「世界経済の潮流 アジアがけん引する景気回復とギリシャ財政危機 第2章 第4節 社会保障制度の整備」
   http://www5.cao.go.jp/j-j/sekai\_chouryuu/sh10-01/index-pdf.html 第2章 第4節4頁より作成
- 10 以上を踏まえて、アジアでのリテールビジネスを展開する対象地域やサービス内容を考えていく。その際に、所得面、金融インフラの面、アジア地域の特色の面の3つを参考にしていく。

まずは、所得の面からみていく。現在日本では個人投資家のうち年収300万円未満の下位中間層の割合が49%と多く、上位中間層にあたる500万円未満までを含めると全体の7割となる<sup>79</sup>。したがって、個人投資家は年収の差によって多少投資金額は左右されるが、少額でも投資を行うことができることが推測される。図19のようにアジアの中でもASEAN地域ではここ近年中間層が増加している。その中でも下位<sup>80</sup>に位置する人々は、貧困から脱し、衣服や家電製品を競って買い求める傾向が強く、携帯電話の普及もしている<sup>81</sup>。一方、中間層の中でも上位<sup>82</sup>の人々は、家電製品の購入、医療・教育サービスの支出、娯楽の支出、乗用車の購入も注目が集まっている<sup>83</sup>。両者の数が増大していくと考えられる国として、インドネシア、ベトナムが挙げられる。以上より、顧客のセグメントとしては、下位中間層と上位中間層、上位層とし、それぞれに合わせたサービスを考えていく。アジアでは中間層・富裕層が2020年には約20億人に達する<sup>84</sup>とされており、マーケットの市場規模としてはやはり非常に魅力的である。

15

10

図19 ASEANの中間・富裕層人口

<sup>&</sup>lt;sup>79</sup> 日本証券業協会 (2015) を参照されたい。

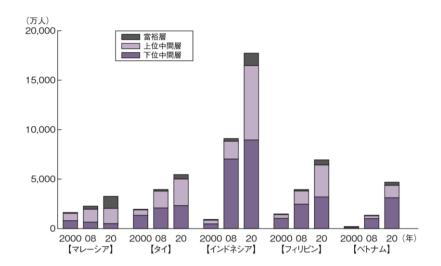
<sup>80</sup> 世帯年間可処分所得5,000ドル~15,000ドル

<sup>81</sup> 新中間層獲得戦略研究会(2010)7頁を参照されたい。

<sup>82</sup> 世帯年間可処分所得15,000ドル~35,000ドル

<sup>83</sup> 新中間層獲得戦略研究会 (2010) 8頁を参照されたい。

<sup>84</sup> 柳川・森(2010) 2頁を参照されたい。



出所: みずほ総合研究所 (2011)「中間層を核に拡大するASEAN消費市場」

https://www.mizuhori.co.jp/publication/research/pdf/research/r11010 lasia.pdf 2 頁

次に金融インフラの面から切り込む。アジアの中でも銀行にて預金をもたないアンバンクトという人々が多く、インドネシア、ベトナム、フィリピンでは人口の60%台を超える<sup>85</sup>。これは、これから所得の増加や経済活動の活発化により口座を将来的に持つであろうと予測される層の厚さでもある。つまり、所得が上がっていくにつれてまた、2016年から2021年にかけてアジアではモバイル決済市場が年平均して30.4%成長していくと予測されている<sup>86</sup>。そこで、図20のスマホの普及率をみていくと、最も低いインドのデリーでも63%と非常に浸透率が高い。アンバンクトが多く、スマホの普及率が高い地域へモバイルの預金口座と合わせて証券口座の開設を促すサービスを行っていくのが望ましいであろう。

図20 都市別スマートフォン保有率

5

10

<sup>&</sup>lt;sup>85</sup> 吉田拓史 (2017) を参照されたい。

<sup>86</sup> フロスト&サリバン (2016)を参照されたい。



・ 出所:博報堂(2017)「アジア14都市生活者のスマートフォンの保有とeコマースの利用」

http://www.hakuhodo.co.jp/uploads/2017/03/20170314GH\_2.pdf 2 頁

5

10

最後にアジア地域の特色の面からみていく。アジアの中でも東南アジアではイスラム教が根付いており、彼らはシャリアに則さない伝統的な金融のシステムに対して抵抗があり、利子の受け取りなどを嫌悪する傾向にある<sup>87</sup>。また、投資対象においても教義に反するような事業<sup>88</sup>への投資も同様である。そのため、一部ではイスラム金融というビジネスも広がりを見せている。そこでそのような地域には商品内容としてシャリアに則したESG投資関連のものを提供していくことが有効であると考えられる。

## 第3節 アジアへのリテールビジネスに関する提言

15 これまで、日本の証券会社は海外とりわけアジアの市場でリテールビジネスを行っていくことが望ましいと述べた。次に本節では、取り扱う商品に関して具体的に述べていく。想定しているのは現地の証券会社との合併や買収であるため、既存顧客に対して従来の商品を提供していくというのも一つであろう。しかし、新規顧客を呼び込むには、新たな商品を開発していく必要がある。その際、その国にあったサービスをイメージしていく必要がある。例えば現在、アフリカの市場にフィンテック関連企業が進出し成功を収めているという事例がある89。彼らは、優れた高機能な商品やサービスを提供しているのではな

<sup>&</sup>lt;sup>87</sup> 西川 健司 (2016) 2頁を参照されたい。

<sup>&</sup>lt;sup>88</sup> 豚肉、アルコール、武器、賭博等〔公益財団法人国際金融情報センター (2006)を参照されたい。〕

<sup>89</sup> **IETRO**(2017)を参照されたい。

く、フィンテックが発達していないことによって不便であった現地のニーズに合致している。それはたとえば、決済サービスや自動車自体を担保にした中古自動車ローンなどである。このような例を参考にしつつ、日本の証券会社がアジアに進出していく際に適した商品やサービスを2つを提案させていただく。第1章の各証券会社の特性を踏まえて、前者の提言を独立大手対面証券会社とネット証券会社に対して、後者をメガバンク系の大手証券会社に対して行っていく。

## (1) 独立系大手証券会社とネット専業証券会社に対する提言

5

15

20

25

10 まずはアプローチの手法であるが、個人投資家向けの証券取引として相性が 良いインターネットを活用してネット証券を中心に行っていくことが望ましい であろう。

今回は、具体的な一例としてアンバンクト<sup>90</sup>が多く、スマホの普及率も高いインドネシアを一例に掘り下げていく。インドネシアではただのデジタル決済でなく「ライドシェア+デジタル決済」モデルの競争が始まっている<sup>91</sup>。多岐にわたる業界と関連したデジタル決済が注目されていて、さらにここ2年間でフィンテックプレイヤーの成長率が78%上昇しており今後も成長が見込まれる<sup>92</sup>。そこで、現地のモバイル決済サービスを行っているスタートアップ企業と提携をし、モバイルで預金口座と連動する証券口座を提供し、証券投資を通じて資産形成を促していく。スマートフォンを購入する所得層は今後の所得拡大の可能性が高く、証券投資を通じてその資産をうまく活用できるように提供していく。これは、現地の将来的なニーズに合致するだけではなく、スタートアップ企業の支援を行っていくことが可能であるという点で社会貢献活動につながる。追加的なサービスとしてはAIを活用して、投資アドバイスを提供して自動で運用できるシステムの導入も必要となるであろう。現在日本は、最低投資金額が設定されていないロボアドもあり、所得の低い人でも利用しやすい

<sup>&</sup>lt;sup>90</sup> 人口の64%がアンバンクトに該当する〔柏木亮二(2016)を参照されたい。〕

<sup>91</sup> 吉田拓史 (2017) を参照されたい。

<sup>&</sup>lt;sup>92</sup> Daily Social (2016) を参照されたい。

ようになっているため金額に制限を設けないことが魅力的であろう。

このような地域に日本の証券会社が参入することは新規顧客獲得とともに、 その地域におけるスタートアップ企業の育成と金融サービス拡充の手助けを行 うことができると考えられる。

5

10

15

### (2) メガバンク系大手証券会社への提言

メガバンク系の証券会社は事業の幅広さを活かした金融総合サービスの事業 展開が望ましいと考える。ここでも、インドネシアを一例に具体的なサービス について述べていく。インドネシアの年金制度は国民皆保険制度に向けて動き 出しているものの、高齢化とともに現行のシステムでは老後保障は厳しくなる ことが予測されている<sup>93</sup>。それに対して2015年にはインドネシア政府は現 行の拠出型の社会保障制度に加えて給付型を並行して行っていくことを決定し た<sup>94</sup>。しかし、これは掛金率が今後上昇していくと見込まれている<sup>95</sup>。同時に インドネシアでは医療整備が進むとともに今後高齢化が進んでいくとされてい て、個人による年金への備えも重要になってくる。

下位中間層にはモバイル決済と連動する証券口座で少額から積み立てることのできる個人年金サービスを中心とする。この層は所得の厚みがいまだに十分ではないが、今後の資産形成に対する教育や、将来さらに所得が上昇していく将来性は高いと考えられる。

20 上位中間層は、年金に関するサービス提供とともに、乗用車の購入や教育への関心が強い層であるので、そのようなライフイベントに合わせた投資信託の販売を中心とする。乗用車の購入の際に自動車保険などの提案もできるようになり、保険商品の提供も需要があると想定される。ここでの投資信託は、長期投資に向いていること、宗教や文化についても考慮した上で、前節でも先述した通りESG関連商品が望ましいと考えられる。ここの層は所得の厚みが十分あるので、幅広いサービスが提供できると考えられるが、上位層に比べて所得

<sup>93</sup> 菅谷和宏(2016)78頁を参照されたい。

<sup>94</sup> Willis towers watson (2016) を参照されたい。

<sup>95</sup> 現在は3%だが、今後8%になるとされている。〔野村総合研究所 (201 6)を参照されたい。〕

は低いため低リスクの商品が望ましいであろう。

上位層となるいわゆる富裕層には、長期的な資産運用と相続に関するサービスの提供が望ましい。現在のアジアの富裕層は積極的にリスクを取りハイリターンを求める傾向にあり、従来では金融機関に対してポートフォリオマネジメント能力を求めてはいなかった。しかし、今後は資産の8割が次世代へ移行される時期に突入するため%、遺産管理を含めた資産継承・相続に関連したサービスへのニーズが高まると予測されている。相続関連サービスは日本でも現在ニーズが高く、事業の中での案件数が増えている。よって日系金融機関において得意な分野であり、強みを発揮することができるという可能性もある。

以上の提言より、収益の地域分散による証券会社の収入の基盤強化と、グローバルな視野での社会性を高めたビジネスモデルの構築が可能であると考える。そしてのちに、各証券会社は自らの経験や特性に合った事業をそれぞれの地域で展開していくのが望ましいと考える。

15

20

25

10

5

## 終章

日本の大手証券会社はこれまで批判された販売手数料などのフロー収入で稼ぐスタイルから、預かり資産に対するストック収入で稼ぐスタイルに移行している。しかし現時点では未だ問題点が多く見受けられ、顧客本位となる持続可能な経営の実現には程遠い。本稿では、収益性と社会性の両側面から証券会社の現状についてみてきた。収益性からみるとその他手数料の割合が多く、証券四業のほかに新たな事業等を進めてきているということがわかった。その中でも、資産管理型の経営方針に照らして、投資信託等の販売による収入に特に焦点を当ててきた。投資信託等の販売に関しては、情報開示に乏しく根拠の詳細が明確でない手数料設定であることがうかがえるなど顧客に対しての説明責任を果たしているとは言い難い。よって、本稿第2章で述べた通り、各社で顧客重視の企業理念を掲げているものの、それに見合った経営ができていないという現状にある。

<sup>96</sup> 片岡佳子(2011)11頁を参照されたい。

そのうえで、国内に対しては、新たな手数料体系の形成、フロー収入とストック収入の別計上と顧客のESG投資ニーズに関する提言の3つを述べた。これらは各証券会社のニーズである顧客重視の経営に合致し、顧客の長期的な資産形成のお手伝いをするために必要不可欠である。

5 一方、現在の日本の各証券会社は国内外でビジネスを行っていて海外での収益の割合も多く占める。また、今後も海外への事業展開を行う方針を示していることから、国内の今後の経済状況を加味し、海外での収益の可能性も高めていくことを推奨した。その際、アジアにおける経済発展のために、金融インフラ整備の手助けやスタートアップ企業の支援を証券会社のビジネスの基盤づくりとともに進めていくことが必要であろう。そこで、ビジネスの可能性を考慮し、所得面、金融インフラ面、アジアの特色の3つの面から金融サービスを展開していくことを述べた。これは、独立系大手証券会社とネット証券会社にはモバイル決済サービスと連動した証券口座の開設を行っていくことを提言した。一方で、メガバンク系の大手証券会社には金融総合サービスをその地域で行っていくことを述べた。各証券会社が事業の選択と集中をする前段階であり、より良いマーケットの獲得に向けて動く必要があると考える。

以上の提言により日本の証券会社が持続可能な経営を実現して収益をあげるとともに、社会的責任を果たしていくことが望ましいであろう。

20

## ≪参考文献》

## 決算資料

- カブドットコム証券(2017)「平成30年3月期 第1四半期決算短信」(最終アクセス2017年10月23日)
- 5 <a href="https://kabu.com/pdf/Gykpdf/accountingline/shihanki2017\_06.pdf">https://kabu.com/pdf/Gykpdf/accountingline/shihanki2017\_06.pdf</a>
  - ・ 大和証券グループ本社(2017a)「平成30年3月期 第1四半期決算 短信」(最終アクセス2017年10月23日)

http://www.daiwa-grp.jp/data/attach/2245\_2017-1Q\_0130J\_C-financial
-summary.pdf

10 ・ 大和証券グループ本社(2017b)「大和証券グループ 2017年度 経 営戦略説明会」

http://www.daiwa-grp.jp/data/attach/1607\_30\_20150403a.pdf

- 野村ホールディングス(2017b)「2017年3月期第4四半期 決算 説明資料」
- - 野村ホールディングス(2017a)「野村ホールディングス 2018年 3月期第1四半期決算短信」(最終アクセス2017年10月23日)
     <a href="http://www.nomuraholdings.com/jp/investor/summary/financial/data/2">http://www.nomuraholdings.com/jp/investor/summary/financial/data/2</a>
- 20 018\_1q\_usgaap.pdf
  - ・ 松井証券(2017a)「平成30年3月期 第1四半期決算短信」(最終アクセス2017年10月23日)

http://www.matsui.co.jp/company/ir/pdf/2018\_1.pdf

- ・ ・松井証券(2017b)「平成30年3月期 第1四半期決算報告資料」(最
   25 終アクセス2017年10月23日)
  - https://www.matsui.co.jp/company/ir/pdf/2018\_1\_abs.pdf
  - ・マネックスグループ(2016)「平成29年 決算短信[IFRS](連連結)」(最終アクセス2017年10月23日)
    - http://file.swcms.net/file/monexgroup/jp/news\_release/auto\_20170427
- 30 452544/pdfFile.pdf

みずほ証券(2017a)「平成30年3月期 第1四半期決算短信」(最終アクセス2017年10月23日)

https://www.mizuho-

sc.com/company/financial/er/pdf/data201803\_1q.pdf

- 5 ・ みずほ証券 (2017b)「2016年度第4四半期決算説明資料」
  <a href="https://www.mizuho-sc.com/company/financial/er/pdf/mise201703\_4q.pdf">https://www.mizuho-sc.com/company/financial/er/pdf/mise201703\_4q.pdf</a>
  - ・ 三菱UF J モルガン・スタンレー証券 (2017)「平成30年 第1四半 期決算短信」(最終アクセス2017年10月23日)
- http://www.hd.sc.mufg.jp/finance/000013391.pdf
  - ・ 楽天証券(2017a)「2017年3月期決算説明資料」(最終アクセス 2017年10月23日)

https://www.rakuten-sec.co.jp/ITS/disc\_PDF/kessann\_20170512.pdf

- ・ 楽天証券 (2017b)「平成30年3月期 第一四半期決算レポート」
- https://www.rakuten-sec.co.jp/ITS/disc\_PDF/kessann\_20170725.pdf
  - ・ SMBC日興証券(2017b)「2018年3月期 第一四半期決算説明 資料」(最終アクセス2017年10月23日) <a href="http://www.smbcnikko.co.jp/company/indicator/finance/kessan/2018/p\_q1.pdf">http://www.smbcnikko.co.jp/company/indicator/finance/kessan/2018/p\_q1.pdf</a>
- · SMBC日興証券(2017a)「平成30年3月期 第一四半期決算短信」

  http://www.smbcnikko.co.jp/company/indicator/finance/kessan/2018/q1

  .pdf
  - ・ SBI証券(2017b)「決算説明資料2018年3月期 第一四半期」 (最終アクセス2017年10月23日)
- 25 <a href="https://www.sbigroup.co.jp/investors/library/presentation/pdf/presen">https://www.sbigroup.co.jp/investors/library/presentation/pdf/presen</a>
  170727.pdf
  - SBI証券(2017a)「平成30年3月期 第一四半期決算短信」
     http://search.sbisec.co.jp/v2/popwin/info/home/irpress/tanshin\_170
     727.pdf
- 30 ディスクロジャー誌とCSRレポート
  - ・ 大和証券グループ本社(2016)「グループ統合報告書 2016」(最終 アクセス2017年10月23日)

http://www.daiwa-grp.jp/japanese/pdf/ar2016/ar2016\_all.pdf

大和証券グループ (2016)「CSR報告書 統合報告書別冊」 http://www.daiwa-

grp. jp/csr/report/pdf/2016\_Sustainability\_Report/daiwa\_csr\_2016.pdf

5 ・ 野村ホールディングス(2017c)「Nomuraレポート2017」(最終アクセス2017年10月23日)

http://www.nomuraholdings.com/jp/investor/library/ar/2017/pdf/nomur a\_report\_all.pdf

みずほフィナンシャルグループ(2017)「統合報告書 2017」ディスクロジャー誌(最終アクセス2017年10月23日)

https://www.mizuho-fg.co.jp/investors/financial/disclosure/data17d
/pdf/all.pdf

- ・ 三井住友フィナンシャルグループ (2017)「2017統合報告書 ディスクロージャー誌本編」(最終アクセス2017年10月23日)
- http://www.smfg.co.jp/investor/financial/disclosure/h2907\_c\_disc01\_pdf/h2907c01\_00.pdf
  - 三菱 UFJ フィナンシャルグループ(2017)「MUFGレポート2017」 (最終アクセス2017年10月23日) http://www.mufg.jp/ir2017/pdf/all.pdf
- SBIホールディングス(2017)「アニュアルレポート 2017」(最終アクセス2017年10月23日)

http://www.sbigroup.co.jp/investors/library/annualreport/pdf/2017ar\_jp\_all.pdf

SMBC日興証券(2016c)「CSRレポート」(最終アクセス2017年10月23日)

http://www.smbcnikko.co.jp/company/pdf/csr\_repoort/2016/report\_al
1.pdf

## インターネット

10

25

- カブドットコム証券HP(最終アクセス2017年10月23日)
- 30 https://kabu.com/
  - 大和証券HP(最終アクセス2017年10月23日)
     http://www.daiwa.jp/

- 松井証券HP(最終アクセス2017年10月23日)
   http://www.matsui.co.jp/
- マネックス証券HP(最終アクセス2017年10月23日)https://www.monex.co.jp/
- 5 ・ みずほ証券 HP (最終アクセス2017年10月23日)
  - https://www.mizuho-sc.com/index.html
  - 野村證券HP(最終アクセス2017年10月23日)
     http://www.nomura.co.jp/
  - ・ 楽天証券HP (最終アクセス2017年10月23日)
- 10 https://www.rakuten-sec.co.jp/
  - ・ SBI証券HP (最終アクセス2017年10月23日) https://www.sbisec.co.jp/ETGate
  - ・ SMBC日興証券HP (最終アクセス2017年10月23日) http://www.smbcnikko.co.jp/index.html
- ・ 三菱UFJモルガン・スタンレー証券HP(最終アクセス2017年10月 23日)

http://www.sc.mufg.jp/

### 新聞記事

• 日本経済新聞

## 20 文献

- ・ 岡田功太(2017)「米国のフィデューシャリー・ デューティー規則と金融業界への影響」『月刊資本市場』 2017年、7月号
- ・ 大木剛(2017)「2017年における本邦証券会社の経営展望」『月刊 資本市場』2017年、2月号
- 25 ・ 大嶋 秀雄 (2014) 「東南アジア諸国における銀行の経営構造 一金融 の発展段階による分類からの考察―」 (最終アクセス2017年8月14日)

https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/jrireview/pdf/7439.p
df

30 ・ 会社四季報オンライン HP (最終アクセス 2 0 1 7 年 8 月 1 4 日)

# https://shikiho.jp/

・ 片岡佳子(2011)「成長するアジア富裕層向け金融サービス」野村総合研究所 (最終アクセス2017年10月23日)

https://www.nri.com/jp/opinion/kinyu\_itf/2011/pdf/itf\_201108\_5.pdf

・ 柏木亮二(2016)「金融包摂の鍵となる FinTech」野村総合研究所 (最終アクセス2017年10月23日)

http://fis.nri.co.jp/jaJP/publication/kinyu\_itf/backnumber/2016/10/201610\_7.html

- ・ 北野陽平 (2015)「アジアにおけるインフラファイナンスの現状と今後
   10 の展望」野村資本市場クォータリー(最終アクセス2017年10月23日)
   http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2015/2015win13.pdf
  - ・ 金融庁(2009)「金融機関の CSR 調査結果の概要」(最終アクセス2017年10月23日)

http://www.fsa.go.jp/news/20/ginkou/20090331-7/01.pdf

15 ・ 金融庁(2015)「平成27事務年度 金融行政方針」(最終アクセス20 17年10月23日)

http://www.fsa.go.jp/news/27/20150918-1/01.pdf

- ・ 金融庁(2016)「金融審議会 市場ワーキング・グループ報告」最終アクセス2017年10月23日)
- 20 http://www.fsa.go.jp/singi/singi\_kinyu/tosin/20161222-1/01.pdf
  - ・ 金融庁(2017)「顧客本位の業務運営に関する原則」(最終アクセス20 17年10月23日)

http://www.fsa.go.jp/news/28/20170330-1/02.pdf

25

・ 金融庁(2017)「説明資料」(最終アクセス2017年10月23日)

http://www.fsa.go.jp/singi/kakei/siryou/20170203/03.pdf

経済産業省(2010)「通商白書2010 第3節アジア消費市場の拡大 ~良質な市場へ向けて」(最終アクセス2017年10月23日)

http://www.meti.go.jp/report/tsuhaku2010/2010honbun\_p/2010\_02-3.pdf

・ 国際金融情報センター (2006)「イスラム金融とは」(最終アクセス2017年10月23日)

http://www.jcif.or.jp/docs/20060908m.pdf

5

10

15

・ 坂本浩明(2015)「日本は"投信後進国"!?グローバル調査下位の理由」日本版モーニングスター

https://www.morningstar.co.jp/fund/analyst/2015/3q/MFA120150709.htm

・ シュローダー・インベストメント・マネジメント株式会社(2017)「ESG 投資に関する投資家意識調査」(最終アクセス2017年10月23日)

http://www.schroders.com/ja-jp/jp/asset-management/about-schroders/fund-info/other\_news/news-201701/

・ 新中間層獲得戦略研究会(2010)「新中間層獲得戦略 ~アジアを中心と した新興国とともに成長する日本~」(最終アクセス2017年10月23 日)

http://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/external\_economy/chukan\_kakutoku/pdf/report01\_01.pdf

- ・ 菅谷和宏(2016)「インドネシアの年金制度」(最終アクセス2017 年10月23日)
- 20 http://www.nensoken.or.jp/pension/pdf/Indonesia2016.pdf
  - ・ 菅谷幸一 (2016)「変容しつつある証券会社の収益構造」大和総研(最終アクセス2017年10月23日)

http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20160916\_011255.pdf

総務省(2016)「平成28年度版 情報通信白書」(最終アクセス201
 7年10月23日)

http://www.soumu.go.jp/johotsusintokei/whitepaper/ja/h28/html/nc1111 10.html

・ 大和証券グループ(2017)「個人投資家の皆様へ 大和グループ説明会」 (最終アクセス2017年10月23日) http://www.daiwatv.jp/contents/kigyo/ir/20868-001/download/20868001.pdf

- チャールズ・ユウジ・ホリオカ「高齢化と貯蓄率」MAGI会(最終アクセス 2017年10月23日)
- 5 http://www.agi.or.jp/wp-content/uploads/2014/11/magi14-20141029.pdf
  - 投資信託協会(2017)「投資信託を学ぼう 投資信託のコスト」(最終アクセス2017年10月23日)

https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/costtax/cost/

10

15

25

・ 内閣府 (2010)「世界経済の潮流 アジアがけん引する景気回復とギリシャ財政危機 第2章 第4節 社会保障制度の整備」

http://www5.cao.go.jp/j-j/sekai\_chouryuu/sh10-01/index-pdf.html

- ・ 二上季代司(2012)「証券市場の機能と証券業務」『彦根論叢』第394号(2012冬号)、12月
- ・ 二上季代司(2015)「証券会社収入の変化をどう見るか」『証研レポート 2015年度』第1692号
- ・ 二上季代司(2016a)「証券会社経営分析について-2014年度算を 中心に一」日本証券経済研究所

http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/files/160622keieibunseki.pdf

- ・ 二上季代司 (2016b)「わが国証券会社経営の類型化について」『証券 20 レビュー』第56巻第7号
  - 西川健司(2016)「イスラム金融の現状について」三菱信託銀行(最終 アクセス2017年10月23日)

http://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201608\_1.pdf

- ・ 日本証券業協会 (2016) 「個人投資家の証券投資に関する意識調査」 (最終アクセス2017年10月23日)
  - http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/kojn\_isiki/files/20160930\_isik
    ichousa.pdf
  - ・ 日本証券業協会(2017)「個人投資家の証券投資に関する意識調査 (最終アクセス2017年10月23日)
- 30 http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/kojn\_isiki/files/20171017\_ishik

### ichousa.pdf

5

20

- ・ 日本証券経営研究会(2016)『資本市場の変貌と証券ビジネス』日本証券経営研究会
- 日本証券経済研究所(2016a)『図説 アジアの証券市場』日本証券経済研究所
  - 日本証券経済研究所(2016b)『図説 アメリカの証券市場』日本証券 経済研究所
  - 日本証券経済研究所(2016c)『図説 日本の証券市場』日本証券経済研究所
- 10 ・ 日本電子計算株式会社(2004)「リテール証券業~2020年に向けて、 その進化の可能性」(最終アクセス2017年10月25日)

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

- ・ 野村亜紀子(2006)「米国の投信手数料の多様性について」『資本市場ク オータリー』(2006年夏号)
- 野村アセットマネジメント (2017)「野村インデックスファンド・日経 225 投資信託説明書 (交付目論見書)」(最終アクセス2017年10月 23日)

http://www.nomura-am.co.jp/fund/pros\_gen/Y1140518.pdf

- 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』(2014年) Vol.7, No.17
  - ・ 野村證券株式会社グローバル・リサーチ本部(2017)「ノムラ個人投資家サーベイ」(最終アクセス2017年10月25日)

http://www.nomuraholdings.com/jp/news/nr/nsc/20171020/20171020.pdf

・ 野村資本市場研究所(2013)「東アジア諸国における個人金融資産の現25 状」(最終アクセス2017年10月23日)

http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2013/2013spr08.html

博報堂(2017)「アジア14都市生活者のスマートフォンの保有とeコマースの利用」(最終アクセス2017年10月23日)

http://www.hakuhodo.co.jp/uploads/2017/03/20170314GH\_2.pdf

- ・ 平賀 富一(2017)「アジア生命保険市場の概況・展望-中長期の市場動向のダイナミックな変化を踏まえて-」ニッセイ基礎研究所(最終アクセス2017年10月23日)
- http://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=56198?site=nli
   w.jsda.or.jp/shiryo/chousa/kojn\_isiki/files/20160905\_ishikichousa.pdf
- フロスト&サリバン(2016)「Asia-Pacific Mobile Payments」(最終アクセス2017年10月23日)

http://www.frost.com/sublib/display-report.do?id=P903-01-00-00-00&bdata=aHR0cDovL3d3dy5mcm9zdGphcGFuLmNvbS8yMzIvcHJ1c3NyZWx1YXN1MTAw

MzIwMTYvQH5AQmFjaOB%2BQDEONzc5MDIyNzgyOTg%3D

5

25

- ・ 前田昌孝(2012)「証券会社は何を忘れたのか」『月刊資本市場』第324号(2012年)、8月号
- 門前太作(2011)「勃興するインドネシアのリテール金融ビジネス」『野村資本市場クォータリー』第32号(2012年冬号)
- ・ みずほ総合研究所(2011)「中間層を核に拡大するASEAN消費市場」
   https://www.mizuho-

ri.co.jp/publication/research/pdf/research/r110101asia.pdf

- ・ 三井住友信託銀行(2015)「平均像では見えにくいアジア消費市場」 (最終アクセス2017年10月23日)
- 20 http://www.smtb.jp/others/report/economy/33\_2.pdf
  - ・ 柳川・森 (2010)「アジアの「内需」を牽引する所得層」NIRA総合 研究開発機構 (最終アクセス2017年10月23日)

http://www.nira.or.jp/pdf/monograph31.pdf

- ・ 吉田拓史(2017)「デジタル決済革命はアジアで起きている:先進国凌ぐ中印」(最終アクセス2017年10月23日)
  - http://digiday.jp/platforms/asian-digital-revolution/
  - Benjamin N. Alpert, CFA, CAIA (2015) 「Grobal Fund Investor Experience Study June 2015」 MORNING STAR
- 30 · Daily Social (2016) Daily Indonesia

Tech Startup Report 2016」(最終アクセス20 17年10月23日)

 $\frac{\text{https://dailysocial.id/report/post/indonesias-tech-startup-report-}}{2016}$ 

Ftse Russell (2017)「Ftse Russell ESG Ratings Ftse 4Good Japan Index FTSE Blossom Japan Index Information for companies」(最終アクセス2017年10月23日)

http://www.ftse.com/products/downloads/ftse-russell-esg-

- 10 presentation-for-jp.pdf
  - GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIA
     NCE (2016) 「2016 Global Sustainable I
     nvestment Review」

http://www.gsi-alliance.org/wp-

- content/uploads/2017/03/GSIR\_Review2016. F. pdf
  - JETRO(2017)「アフリカ フィンテックが未来を変える」(最終 アクセス2017年10月23日)

https://www.jetro.go.jp/ext\_images/\_Reports/01/b65e34cd54825211/201 60116.pdf

 MSCI ESG Research (2017)「MSCI ESGリサーチ ~ESG Ratingメソドロジーサマリー~」(最終アクセス2017年 10月23日)

https://www.msci.com/documents/1296102/3556282/Japanese\_ESG+Rating+methodology.pdf/8c218faf-c82c-4a02-9c33-4e5bed564c34

Willis towers watson (2016)「グローバル年金 ニュース << インドネシア >>給付建て公的年金制度の新たな導入」 (最終アクセス2017年10月23日)

https://www.towerswatson.com/ja-

JP/Insights/Newsletters/Global/global-news-

 $\frac{\texttt{briefs/2015/08/indonesia-new-social-security-system-has-defined-benefit-featu}$