

2019 年度 証券ゼミナール大会

第 4 テーマ

5

「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～

10

駒澤大学 深見ゼミ 樽班

15

目次

	はじめに	4
	第 1 章 証券市場とは	5
	第 1 節 証券発行市場と証券流行市場	5
	第 2 節 株主の権利	6
5	第 3 節 市場参加者の保有構造	7
	第 2 章 偏重する家計金融資産の現状と資産形成の意義	9
	第 1 節 証券投資に消極的な理由	9
	(1) 家計金融資産の現状	9
	(2) 家計の資産保有目的	10
10	第 2 節 個人投資家が証券投資を行うべき意義	12
	(1) 長生きリスクと年金受給額の減少	12
	(2) 所得の低迷・インフレリスク	13
	第 3 節 諸外国と比較した個人投資家の金融リテラシー	14
	第 3 章 個人投資家参入のための諸政策	16
15	第 1 節 NISA	17
	第 2 節 積み立て NISA	17
	第 3 節 ジュニア NISA	18
	第 4 節 確定拠出年金	18
	第 4 章 日本の証券会社の過去と現在の営業姿勢	21
20	第 1 節 戦後の日本の証券会社経営を取り巻く環境変化	21
	第 2 節 株式売買委託手数料自由化	22
	第 3 節 大量推奨販売	24
	第 4 節 消えない回転売買のインセンティブ	25
	第 5 章 証券会社の役割	26
25	第 1 節 証券会社の役割	27
	第 2 節 証券会社の収益構造	27
	第 3 節 各証券会社の特徴	28
	(1) 大手、準大手証券	29

	(2) 中堅・中小証券.....	29
	(3) ネット証券.....	31
	第6章 アメリカのリテール証券会社とのビジネス比較.....	31
	第1節 アメリカのリテール証券会社を取り巻く環境の変化.....	32
5	第2節 アメリカのリテール証券会社の特徴.....	32
	第3節 アメリカ証券会社の事例.....	33
	第4節 独立系アドバイザー（RIA）.....	35
	(1) 独立系アドバイザー（RIA）とは.....	35
	(2) アメリカにおいて独立系アドバイザーが必要とされている訳.....	35
10	第5節 アメリカと比較して見えてくる我が国の課題.....	37
	第7章 証券流通市場を活性化させるための提案、施策.....	38
	第1節 証券業者に対する提案.....	38
	(1) 手数料開示義務.....	39
	(2) 顧客本位の営業義務化.....	40
15	(3) IFA についての提案.....	41
	第2節 DC についての提案.....	43
	(1) デフォルト商品の変更.....	43
	(2) DC 教育の充実.....	44
	第3節 金融リテラシー向上のための提案.....	45
20	おわりに.....	46
	参考文献.....	47

はじめに

本稿の目的は、証券会社の営業姿勢に関わる課題を踏まえて、国内証券市場の活性化を促す提案をすることである。最初に証券市場の活性化の定義について確認したい。証券市場は発行市場と流通市場からなる。発行市場は新たに発行された証券を投資家が一次取得する場であり、企業にとっては資金調達となる。他方、流通市場は、発行市場や流通市場で購入した証券を別の第三者に肩代わりさせて、資金回収する場となる。したがって、いつでも流通市場で換金が可能ならば、投資家は安心して発行市場で新たに発行された証券に投資できる。そのため流通市場の活性化は、発行市場の活性化につながり、証券市場全体の活性化になるのである。

本テーマでは、証券市場の活性化の定義の一つ目として「売買高の増加」と定めている。単に売買高を増加させるのであれば、1000 分の 1 秒単位で膨大な売買を行う HFT の参入を増やすことで実現できる。しかし、短期売買を増やせば株価は乱れ、価格形成に歪みが生じる。そこで二つ目の定義にある「投資家層の拡大」が必要になる。キャピタルゲイン獲得が投資目的の投資家だけでなく、配当の受け取りが目的の投資家など、さまざまな思惑をもった投資家が市場に参入することで、公正な価格形成がされるようになるからである。つまり「売買高の増加」、「投資家層の拡大」の 2 点が同時に達成されることで、流通市場の健全な活性化が実現すると我々は考える。

そもそもなぜ国内証券市場を活性化させる必要があるのだろうか。証券市場が活性化され、「売買高の増加」「投資家層の拡大」が実現すれば、市場の流動性が上昇する。売り買いの注文量が増えれば、売りたいときに売れないかもしれないという流動性リスクを低減させることができる。つまり市場での換金がより容易になり、さらなる投資家層の拡大や売買高の増加が見込まれる。こうして市場に流入する資金が増えれば、企業の資金調達が容易になり、市場で得た資金を使って、企業価値をさらに高めるための投資や、新規事業の立ち上げなどができる。そこで生まれた利益が投資家に還元されれば、日本経済はより豊かになるだろう。

さて、本大会では証券会社の営業姿勢が大きなテーマとなっている。証券会

社の営業姿勢は、戦後何度も問題視されたが、現在も顧客本位とは言えない営業姿勢が続いていると問題視されている。そのような営業姿勢を改めるために、金融庁は、顧客本位の業務運営に関する原則を発表した。しかし、その浸透や定着について「販売会社間での深度にバラツキが認められたほか、営業員や個人ベースでも区々な状況が見られた¹」と報告されており、課題は未だに解決したとは言い難い。

以下、本稿でははじめに証券流通市場について説明する。その活性化に必要な投資家の参入を妨げている要因を、証券会社の営業姿勢を中心に引き上げ、それらを改善するための提案を検討する。

10

第1章 証券市場とは

第1節 証券発行市場と証券流通市場

金融市場は、赤字主体が必要とする資金を資金余剰主体から移し、黒字主体は余剰資金を運用する場²である。証券市場はこの金融市場の部分市場にあたり、新しく発行された証券を黒字主体が消化する場を証券発行市場、既発行証券が二次流通される場を証券流通市場³と呼ぶ。

発行市場は実際の取引所があるわけではなく、証券会社を介して不特定多数の投資家が有価証券を購入する場である。一方、流通市場は株や債券が投資家間で転々と売買される場である。流通市場には株式流通市場と債券流通市場があり、実際の取引所が存在する。株式流通市場は、取引所市場とPTSや店頭市場といった取引所以外場で構成されている。

証券取引所の基本的な役割は、「適正な価格を発見・決定し効率的な資源配分を実現すること⁴」にある。形成される価格は多くの売りたい人と買いたい

¹ 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. 4

² 大村敬一、俊野雅司(2014)『証券論』有斐閣、p. 11

³ 前掲『証券論』p. 19

⁴ 前掲『証券論』p. 21

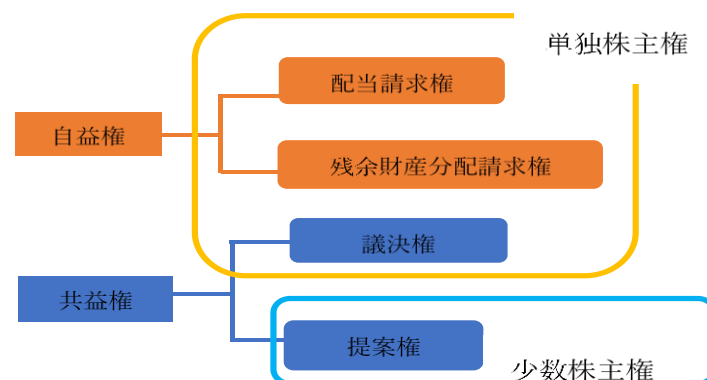
人が市場に参加することで、公正なものとなる。そして大量の取引を一ヶ所に集中させることにより、売買取引を円滑に成立させ、先述した取引所の基本的な役割が果たされるのである。

- 取引所は、取引市場への投資家の信頼を維持するために、取引参加者である証券会社にさまざまな取引ルールを定め、その違反者に対してはペナルティーを課す権限を有するなど、高度の自主規制機能を担っている。

第2節 株主の権利

- 企業が発行した株式を購入した投資家は株主となり、株主としての権利を与えられる。この株主の権利は大きく自益権と共益権に分けられる。前者は株主が財産的利益を得る権利で、後者は会社の経営に参加する権利である。さらに自益権には配当請求権、残余財産分配請求権があり、他方、共益権には議決権と提案権がある。また、株主の権利は株主になると自動的に与えられる単独株主権と、一定の株数を持つ少数の株主を対象に与えられる少数株主権にも分けることができる。単独株主権には議決権、配当請求権、残余財産分配請求権があたり、少数株主権には提案権が当たる。

(図表 1) 株主の権利



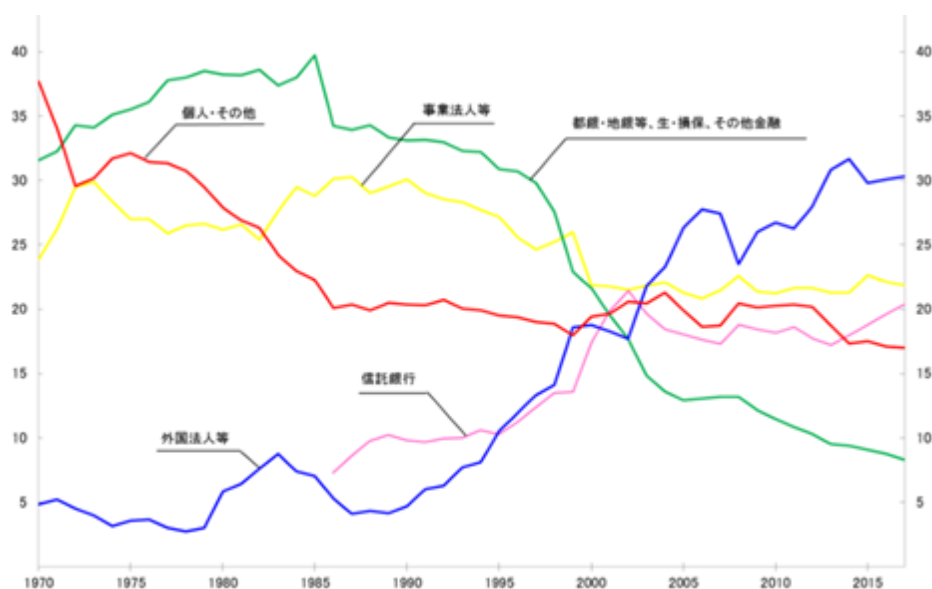
〔出典〕二上季代司、代田純（2014）『証券市場論』有斐閣ブックス p.1

より筆者作成

第3節 市場参加者の保有構造

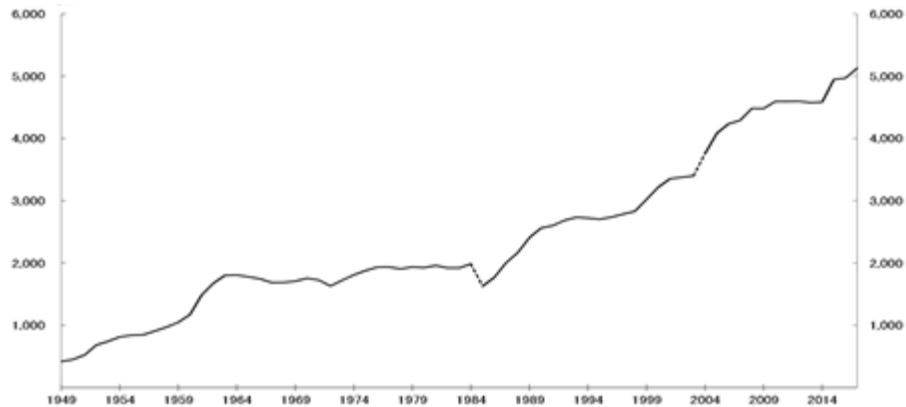
序論では証券市場を活性化させるためには、売買高の増加と投資家層の拡大が必要不可欠であると述べたが、過去から現在に至るまで、各投資部門による株式保有率はどのように推移してきたのだろうか。ここでは個人株主の株式保有率低下の原因を明らかにしつつ、どの投資家層の拡大が市場の活性化のために効果的であるのかについて述べたい。

(図表 2) 主要投資部門別株式保有比率の推移



〔出典〕日本取引所グループ（2017）「株式分布状況調査の調査結果について」p. 5 より引用

(図表 3) 個人株主数(延べ人数)の推移



〔出典〕日本取引所グループ（2017）「株式分布状況調査の調査結果について」p. 2 より引用

10 図表 2 は投資部門別の株式保有比率の推移を表したものである。この図表から、1970 年には個人投資家の株式保有率が約 40%だったのに対し、2015 年には約 17%に落ち込んでいることが読み取れる。しかし、図表 3 の個人株主数の推移を見てみると、1970 年から 2014 年に至るまでに約 3,000 万人の増加をみた。

15 これだけ個人株主数が増加しているにも関わらず個人投資家の株主保有比率が低下し続けている背景には、機関投資家や外国法人などが日本株への投資額を急速に増やしていることが考えられる。

さて、ここでの外国法人とは、ほとんどが機関投資家であることは言うまでもない。前述したように、機関投資家が日本の株式市場でさらに証券を売買すれば、市場の流動性が高まり、活性化するのだから良いのではないかと思うかもしれない。しかし、機関投資家の保有割合だけが増えすぎた場合、価格形成が一方向に流れた際に歯止めが効かないという弊害もある。そこで機関投資家と投資戦略が異なる個人投資家の参入も必要になる。

機関投資家の投資パフォーマンスはインデックスに連動しているので、みんな

なが売るときには売る、買うときには買うという行動をとる。それに対し個人投資家の投資戦略はインデックスを基準にした相対パフォーマンスに依存しない。相場に左右されず、利益を得ようとする絶対リターンを目指すため、安い時に買い、高い時に売る投資行動をとる。このように投資スタイルが二者で異なるため、両者の参入が株価の安定につながるのである。

第2章 偏重する家計金融資産の現状と資産形成の意義

証券市場が活性化するためには、個人投資家の参入が不可欠であると前述したが、現在、日本の家計金融資産は欧米に比べて預貯金に偏重し、証券の保有比率が低い。

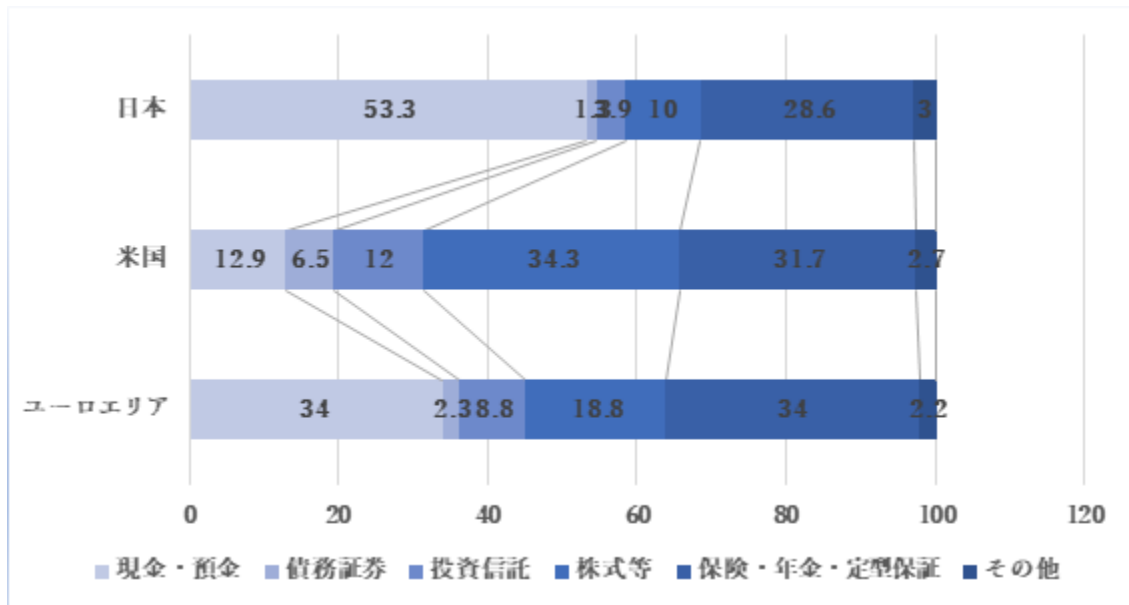
近年、金融庁が「貯蓄から資産形成へ」というスローガンを謳っている。本章では我が国の家計金融資産の現状と、なぜ家計が資産形成をしなければならないのかを述べたい。

第1節 証券投資に消極的な理由

(1) 家計金融資産の現状

図表4は日本、アメリカ、ユーロエリアの家計金融資産の構成を比較したものである。この図表によると、日本の家計金融資産に占める有価証券保有の割合は約15%にとどまる一方、資産が預貯金に偏重している。他方、アメリカでは家計のリスク性資産（株式、債券、投資信託）の保有割合が52.8%に上り、ユーロエリアも29.9%となっている。ここから、欧米諸国と比べて、日本の家計におけるリスク性資産の保有割合が著しく低いことがわかる。なぜこうした結果になるのだろうか。次項では、なぜ日本の家計は貯蓄するのかという面から、この理由を考えていく。

(図表 4) 日欧米の個人金融資産構成



5

〔出典〕 日本銀行（2019）「資金循環の日欧米比較」p. 2 より筆者作成

(2) 家計の資産保有目的

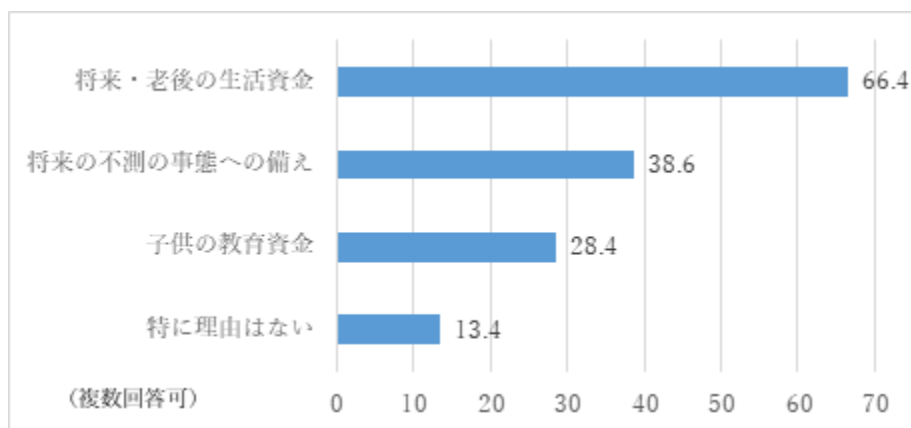
10 次に、図表 5 は家計が貯蓄をする目的を調査した結果である。この図表から、貯蓄の目的は老後に対する不安や、教育資金などであることがわかる。

このような将来のライフプラン実現に向けた資金は、一般に元本割れが許されない。元本割れリスクの懸念から、日本人は元本保証型の現預金での資産保有を選択していると考えられる。

15 また、図表 6 は証券投資を行わない理由について調べた調査結果である。この図表では、十分な知識を持っていないことや、値下がりリスクへの懸念、証券投資がギャンブルのようなもの、という理由が上がっている。このように日本人が証券投資に対してマイナスイメージを持つのはなぜだろうか。我々はその要因が、証券会社の過去の営業姿勢にあるのではないかと考えた。これに

ついて詳しくは 5 章以降で述べていく。

(図表 5) 家計における貯蓄目的

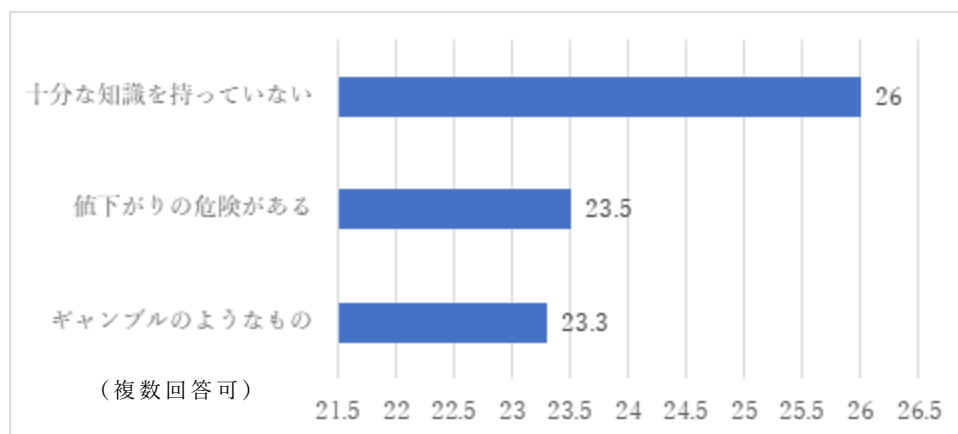


5

〔出典〕 日本証券業協会（2018）「証券投資に関する全国調査」 p. 8 より筆者作成

10

(図表 6) 証券投資を行わない理由



〔出典〕 日本証券業協会（2018）「証券投資に関する全国調査」 p. 20 より筆者作成

15

第2節 個人投資家が証券投資を行うべき意義

図表6で示したように、日本では証券投資に投機的なイメージが持たれ、そのことが、個人投資家が証券投資をしない要因になっている。しかしながら、戦後、ある程度付利されてきた預金金利も、現状では0.001%であり、この状況下で元本を倍にするには、複利で運用したとしても約7,200年かかってしまう。このように、超低金利政策の長期化で、銀行預金の金利は期待できない。その一方、長寿化が進んでいる。今後の人生にかかるコストを勘案した際に、勤労所得と年金のみでそれを賄うことは可能なのだろうか。本節では老後にかかる生活コストを中心に投資の必要性を考えていく。

10

(1) 長生きリスクと年金受給額の減少

まず、長寿化による必要資金の増加と、長期的資産形成の必要性についてみていきたい。

厚生労働省「平成29年度の簡易保険生命表の概要」によると、日本人の平均寿命は、男性81.09歳、女性87.69歳⁵であり、今後も長寿化していくと予測される。厚生労働省が「人生100年時代」を掲げ、それに向けた構想会議も行われており、今後私たちは人生100年時代を想定していかなければならない。

金融庁が発表した人生100年時代を見据えた資産形成を促す報告書では、長寿化によって定年退職した後の人生が延びるため、95歳まで生きると仮定すると、最低でも2,000万の金融資産の取り崩しが予想されている⁶。しかし、現在の若者の約半数が107歳まで生きるといわれており⁷、今、退職を迎える世代よりも、退職までに蓄えておくべき金融資産は増えるといえる。

他方、老後の生活資金を賄う年金は、財政悪化や少子高齢化の進行している我が国において、今後受給額の減額も考えられる。そのため、公的年金制度に

⁵ 厚生労働省(2018)「平成29年度の簡易保険生命表の概要」p.2

⁶ 金融庁(2019)「金融審議会市場ワーキング・グループ報告書 高齢社会における資産形成・管理」p.16

⁷ リンダ・グラットン、アンドリュー・スコット著、池村千秋訳(2016)『LIFE SHIFT』東洋経済新報社、p.40

頼った生活設計では、資金不足に陥る懸念もあるため、長期的な資産形成の必要があるといえる。

また、三菱 UFJ リサーチ & コンサルティングの試算によると、2050 年度には 85 歳の約半数が「金融資産ゼロ」になるとみられている⁸。その内容は 65 歳時点で 1,500 万円以上の貯蓄がなければ、85 歳までに資産が底をつくと計算されている。そのため、単に若いうちから預貯金を行うだけでなく、老後の資金を蓄えるためにも証券投資を行う必要性が高まっている。

(2) 所得の低迷・インフレリスク

10 我が国では、バブル崩壊後、「失われた 20 年」と呼ばれる景気停滞の中、賃金が伸び悩んできた。総務省の「家計調査」によると、可処分所得は 1997 年の 47 万 9,302 円を頂点に減少に転じ、2017 年には、月額 38 万 2,434 円と 20 年前と比較して約 20% 減少していることがわかる⁹。前述した可処分所得の伸び悩みの原因は、税金や社会保険料の料率が上昇したためであると思われる。

15 他方、公的年金の水準は、中長期的に低下が見込まれる一方で、税金や保険料負担も年々増加しており、少子高齢化を踏まえると今後もこの傾向は一層強まることが見込まれる。

その一方で現在、日銀が物価上昇率 2% を目指して金融緩和策を行っており、20 2% の物価上昇を達成すべく、金融緩和を継続すると明言している。そのことから、今後も物価が緩やかに上昇する可能性は十分に考えられる。

こうした物価上昇は家計に影響を与える。預金金利が物価上昇率を下回ると、預金金利で元本が増える割合よりも物価上昇率の方が高いため、銀行に預けたお金は実質的に減少していることになる。つまり、現状、預金金利はインフレ率を下回っているのだから、お金の価値は実質的に減価しているといえる。ま

⁸ 三菱 UFJ リサーチ & コンサルティング (2018) 「私的な資産形成に関する将来予測・政策シミュレーション分析」 p. 1

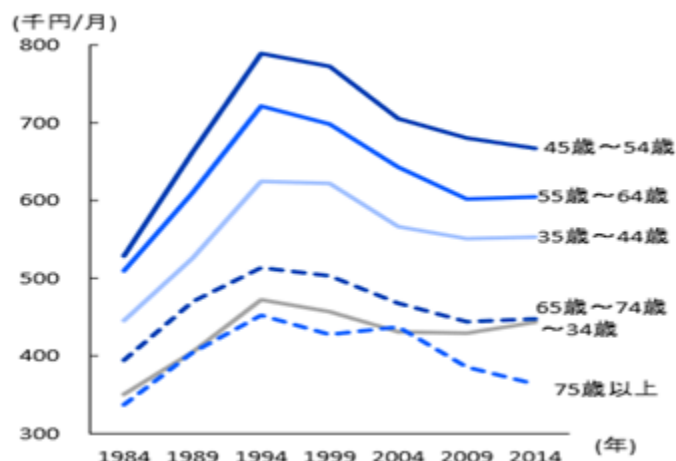
⁹ 総務省統計局 (2018) 「家計調査報告 貯蓄・負債編平成 29 年平均結果の概要」、日本共産党「じぶん赤旗」2016 年 2 月 21 日

た、今後も 2%の物価上昇の達成に向けて物価の上昇が続けば、老後の生活資金は増えるため、老後の必要資金の増加要因になる。さらに、図表 7 から賃金の伸び悩みも読み取れる。

5 以上のことから、我々の可処分所得、賃金は伸び悩む一方、老後必要資金は増えていくと考えられる。しかし、低金利下の現状では、預貯金だけではお金を増やせなくなっている。したがって、これからの日本人は、すべての世代が資産運用をする必要性が高まっているといえる。

(図表 7) 世帯主の年齢階級別収入の推移

10



〔出典〕金融審議会市場ワーキング・グループ報告書（2019）「高齢社会における資産形成・管理」p.9 より引用

15

第3節 諸外国と比較した個人投資家の金融リテラシー

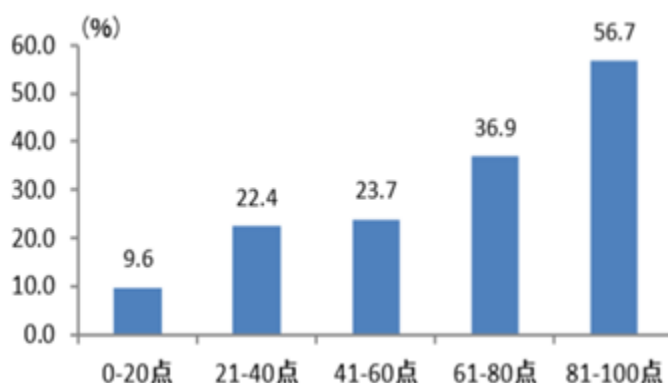
現状、投資による資産形成の必要性が高まっているにも関わらず、一般家計の金融資産は預金に偏重している。その一因として、図表 6 でも挙げられている「十分な知識がない」、すなわち金融リテラシー不足があると考えられる。

20 金融リテラシーとは、「金融に関する知識や情報を正しく理解し、自らが主

体的に判断することのできる能力¹⁰」と定義され、この能力が高い人ほどリスク性資産に投資している¹¹。

図表 8 は、金融広報中央委員会が 2 万 5 千人を対象にした正誤問題を参考に、金融リテラシーと投資行動との相関性を示したものである。これをみると、
5 正答率が高ければ高いほど、株式投資を行っている人の割合も高い。したがって、金融リテラシーを身につけた人の割合が増えれば、投資をする人も増える
と予想される。ゆえに、個人投資家を新たに参入させるには、金融リテラシー
の向上も効果的だと考えられる。

10 (図表 8) 金融教育を受けた人の割合



〔出典〕金融広報委員会（2019）「金融リテラシー調査結果」p.15 より引用

15

次に、諸外国と日本人の金融リテラシーを比較してみよう。図表 9 は金融広報中央委員会が調査した日米、日独英の金融リテラシー比較をまとめたものである。この表から日本人の金融リテラシーは、主要国の人のそれと比べて低いことが読み取れる。

20 まず、日本人とアメリカ人との大きな違いは、日本人の金融知識に自信のある人の割合が圧倒的に低いことである。これは日本における金融教育が不足し

¹⁰ 日本証券業協会ホームページ

¹¹ 金融広報中央委員会（2019）「金融リテラシー調査の結果」p.13

ていることが要因として考えられる。次にドイツ、イギリスとの比較も見ておこう。イギリスとは大差がないものの、ドイツとはアメリカと同様に、正答率が 10% 下回っていることから、我が国の金融リテラシーは、主要国に比べて低いことがわかるだろう。

- 5 以上のことから、証券投資を始めるには金融リテラシーの向上が効果的であるが、日本人の金融リテラシーは低い。また、金融広報中央委員会の「金融リテラシー調査の結果」から、金融教育を求める声が 67.2% とニーズがあるものの、その中で金融教育を受けたことがあると回答したのは、わずか 8.5% と低水準にあり、ニーズとのミスマッチが生じていることも課題といえよう。

10

(図表 9) 主要国との金融リテラシー比較

	日本	アメリカ
正誤問題 (5 問平均)	47%	57%
金融知識に自信がある人の割合	13%	73%
お金を借りすぎと感じている人の割合	11%	42%
緊急時の金銭的備えがある人の割合	55%	40%

	日本	ドイツ	イギリス
知識 (5 問平均)	60%	67%	63%
行動 (4 問平均)	65%	82%	68%
行動 (資金的余裕の確認)	72%	82%	69%
行動 (お金の運用や管理への注意)	45%	52%	49%

- 15 [出典] 前掲「金融リテラシー調査の結果」p. 6 より筆者作成

第 3 章 個人投資家参入のための諸政策

- さて、これまでは主に家計が投資しない理由を焦点に論点をあててきた。しかし、老後 2000 万問題を掲げる金融庁も、投資未経験者に対して無理に投資を進めているのではない。本章では、個人投資家が投資しやすい環境を整えるために近年導入された少額投資非課税制度などをみていく。
- 20

第1節 NISA

NISAとは、イギリスのISA (Individual Saving Account＝個人貯蓄口座) をモデルにした日本版ISAのことで、2014年に個人投資家のための税制優遇制度として導入された。この制度は2014年から2023年までの10年間の時限装置であり、年間120万円の非課税投資額が設けられている。その範囲内で対象となる金融商品への投資をすれば、それに伴う5年分の配当金と、譲渡益が非課税対象となる。

非課税対象商品は、主として上場されている金融商品（株式・ETF・REITなど）や公募株式投資信託であり、非上場株式、預貯金、債券などは非課税対象外である。また、年間120万円の非課税枠のうち、未使用分は翌年へ繰り越せないが、5年間の非課税期間終了後には、ロールオーバーと呼ばれる上限120万円を、翌年の新たな非課税投資として移行することができる。

NISAの口座開設数は、2014年1月の492万口座（うち証券会社にて口座開設数は320万口座）から、2018年9月には1,226万口座（同676万口座）へと、4年間で2倍の増加がみられる¹²。

第2節 積み立てNISA

つみたてNISAは2018年1月より、特に少額で長期・積立・分散投資を支援するための非課税制度として導入された。NISAと同様、配当金、譲渡益が非課税になり、非課税投資額は年間40万円、投資期間は最大で20年であり、これはNISAとは併用できない。

また、つみたてNISAでの運用可能商品は、手数料が低水準、頻繁に分配金が支払われないなど、長期・積立・分散投資に適したもの（公募株式投資信託・ETF）に限定されている。

¹² 日本証券業協会(2019)「NISA 口座開設・利用状況調査結果（2019年6月30日現在）について」p.1

金融庁によると、つみたてNISA口座開設数は68万口座（2018年6月現在）にのぼり、3ヶ月前（2018年3月末）の開設数が50万口座という結果からみても、今後も増加することが見込まれる。また、口座開設者の約7割が20代から30代、40代の若年層であり¹³、利用者に占める投資未経験者の割合は62.4%（2019年3月末）とNISAよりも高い¹⁴。このことから、つみたてNISAは若年層が投資を始めるきっかけとして利用されていることがわかる。

第3節 ジュニアNISA

ジュニアNISAとは、2016年から未成年者少額投資非課税制度として導入され、主に子供の将来に向けた資産運用のために利用される。基本的な仕組みはNISAと同様、非課税期間は5年、2023年までの時限措置が設けられている。ただ、非課税投資額が年間80万円、5年間で最大400万円を上限としている点、制度対象者が20歳未満である点（原則として親権者などが代理運用する）、18歳まで原則は払い出しに制限がある点がNISAとは相違する。ジュニアNISAの口座開設数は、2018年6月時点で31万口座にとどまり、普及しているとはいえないのが現状である¹⁵。

第4節 確定拠出年金

確定拠出年金制度とは、2001年10月に施行された確定拠出年金法により導入された、公的年金に上乗せされる新たな選択肢としての私的年金制度のことである¹⁶。

実際、アメリカでは雇用者年金プラン、すなわち401kを通じて株式投信の買い付けが普及した。しかしながら、日本の家計金融資産に占めるリスク性資産の比率は、確定拠出年金制度の導入前後で大きな変化は見られない。図表

¹³ 金融庁「NISA・ジュニアNISA口座の利用状況調査」p.4

¹⁴ 前掲「NISA口座開設・利用状況調査結果（2019年6月30日現在）について」p.2

¹⁵ 前掲「NISA・ジュニアNISA口座の利用状況調査」p.5

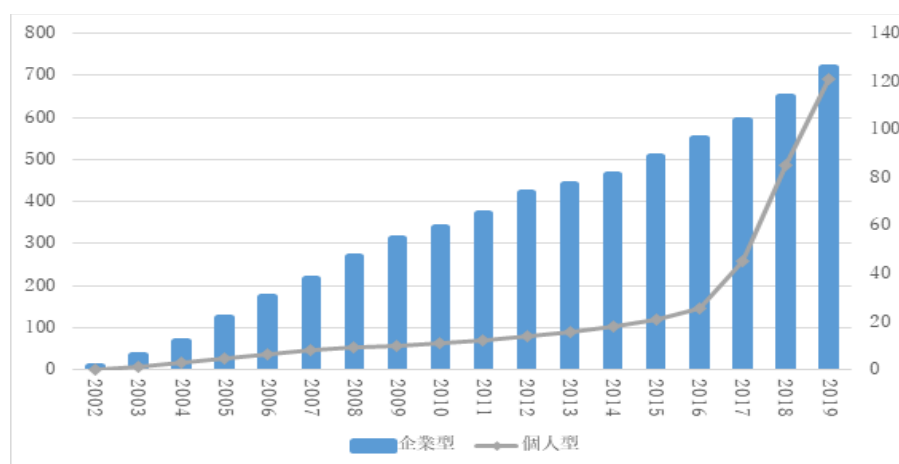
¹⁶ SBI証券ホームページ

10は確定拠出年金の加入者数を表したものであり、企業型の加入者は2002年の9万人から2017年には593万人になっており、個人型のそれは、2002年の557人から2017年には451,446人となった。2017年度の個人型の加入者数の急増は、同年の1月から加入条件が緩和された個人版確定拠出年金（iDeCo）が開始されたことによるものである。これにより、加入者は2018年8月時点で100万人を超えた。

このように、加入者は企業型、個人型両方とも増えているが、企業型確定拠出年金の導入企業は約4%であり、常用雇用者の加入率も17%にとどまっている。また、個人型確定拠出年金の加入者の割合は、国民の0.93%にとどまっている。

さらに、転職者が増加している現状で、企業型確定拠出年金制度を導入している会社から、していない会社に移った場合、企業型確定拠出型年金の資産をiDeCo口座に移管せねばならないが、加入者の半数はこれを行っていない。このことから、制度に対する教育は退職者には不十分なことが課題となっている¹⁷。

（図表 10）企業・個人型確定拠出型年金の加入者数推移

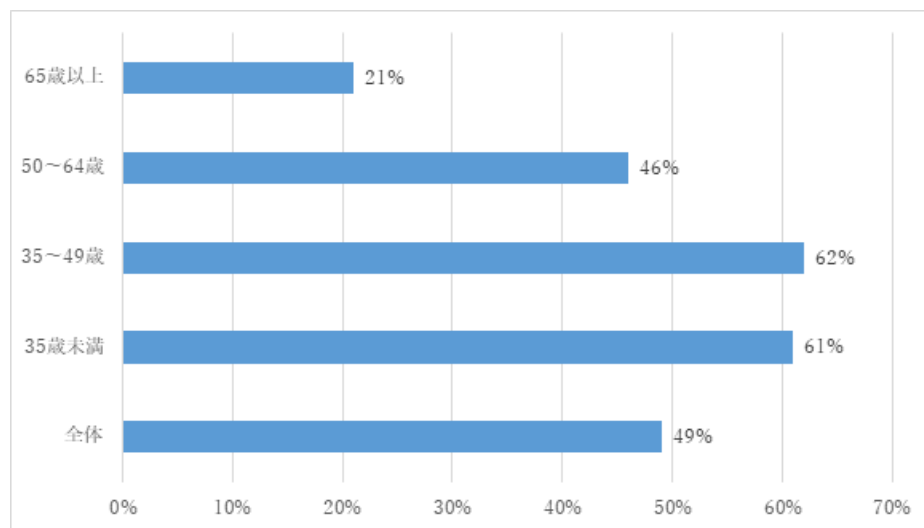


〔出典〕企業年金連合会ホームページより筆者作成

¹⁷ 「日本経済新聞」2019年8月4日 朝刊

また、アメリカでは401（k）の加入者に対して、加入時のみならず継続教育を行ってきた。その結果、証券投資の利点に気づいた投資家たちが、預貯金をリスク性資産へと移行させていき、家計金融資産に占めるリスク性資産の比率が高まる一因となった。また、図表11からも、雇用者年金プラン、すなわち401(k)を通じた株式投信が初めての投資であった人の割合が一定数を占めることがわかる。このようにアメリカでは継続教育によって、金融知識が身に付き、制度の普及と証券投資が増えたが、日本のそれは努力義務にすぎず、制度を実施する企業の約4割が実施していない。さらにその実施頻度も、ほとんどの企業が年に一回、または必要に応じてしか実施していないとされる¹⁸。このように、日本では継続教育がうまく機能しておらず、そのことが制度の普及や、利用者の金融リテラシーが高まらない要因になっているといえる。

（図表 11）「最初の株式投資は、雇用者年金プランを通じた株式投信の購入だった」という人の割合



〔出典〕 杉田浩治（2006）「米国の個人株主実態調査」 p. 6 より引用

¹⁸ 企業年金連合会（2018）「2016 年度決算 確定拠出型年金実態調査結果」 p. 18

5 以上のことから、個人投資家の市場参入のための諸制度が導入され、普及しつつあるが、まだ不完全な状態であり、かつ利用者への教育が不足していると我々は考える。そのため、既存の諸制度における投資教育の不足が課題として言える。

第4章 日本の証券会社の過去と現在の営業姿勢

さて、第2章では投資に対するイメージの悪さが、家計が投資に消極的な一因だと述べた。では何故このように消極的なイメージを持つようになったのだろうか。本章ではその要因を証券会社の営業姿勢を振り返りながら考察していきたい。

第1節 戦後の日本の証券会社経営を取り巻く環境変化

15 戦後、GHQにより証券市場改革が行われた。その代表的なものは証券取引法の施行と証券取引三原則が挙げられる。証券取引三原則は「取引の時間順位の記録（時間優先）」、「先物取引の禁止」、「上場証券取引の取引所集中」によって証券取引制度の根本的な改革を図ろうとしたものである¹⁹。こうして、日本の証券市場は資金運用だけの市場から、資金運用、資産運用の場へ転換し大きく発展した。

20 1990年代に入るとバブルが崩壊し、日本の証券市場は低迷傾向が続く。これを打開するために打ち出された日本版金融ビッグバンに加え、インターネットの発展に伴うネット証券の台頭、金融サービスの自由化など証券会社を取り巻く環境は著しく変化した。それらの環境変化に連れて、顧客の証券会社へのサービスに対するニーズも変化し、証券会社は変化が求められた。証券会社に
25 逆風が吹いた90年代に、独自のビジネスモデルを確立させ、現在もなお存続している証券会社が存在する反面、逆風に耐えられず倒産・廃業せざるを得な

¹⁹ 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』p. 16

かった証券会社も数多く存在した。

我々は、証券会社経営に影響を与えた大きな出来事を「株式売買委託手数料の自由化」と考え、この要因が従来の証券会社のビジネスモデルにどのように影響を与えたのかを次に述べたい。

5

第2節 株式売買委託手数料自由化

1998年10月の「金融システム改革法」では資産運用の充実、活力のある仲介を通じた魅力あるサービスの提供、特色のある市場システム整備、利用者が安心して取引を行うための枠組みの構成が提唱された²⁰。活力のある仲介を通じた魅力あるサービスの提供のなかでも「証券会社の免許制から登録制への移行」と「株式売買委託手数料の自由化」は証券会社のビジネスモデルの在り方を変えさせるものであった。前者の証券業の免許制から登録制への移行により、証券業の参入障壁を下げ、IT企業や商品系、FX業者、短資会社など異業種からの参入が増えた。また、「株式売買委託手数料の自由化」も証券会社経営に大きな影響を与えた環境変化の一つとして考える。

従来、株式売買委託手数料は、どの証券会社で取引を行っても手数料が変わらない固定手数料制度が採られていた。固定手数料制の下では、取引金額に応じて手数料が段階的に定められていたが、業務プロセスは同じなのに大口取引と小口取引で割引率に大差がなかったため、機関投資家の不満は高まった。この批判に応えるように80年代後半、手数料は何度か引き下げられた。しかし、手数料自由化には消極的で、固定手数料制を維持しつつ、料率を変動させていくという考えが一般的だった。ところが、大手証券会社の不祥事が発覚し、株式売買委託手数料自由化の議論に火が付いた。

バブル時の証券会社は、法人顧客に対して行っていた「にぎり」と呼ばれるきわめて悪質性の高い営業をしていた。「にぎり」とは顧客に対して利益を保証して証券を売買する行為である。バブル経済の頃、証券会社は、顧客から売

²⁰ 金融庁ホームページ

買を一任する約束を取り付け、利回りを保証して運用していた²¹。そのため、バブル崩壊時に、株価が下がったことで生じた顧客の損失を填補しなければならなかった²²。この損失補填問題が明らかになり、証券会社への信用が失われることで証券離れが進んだ²³。

- 5 この不祥事を契機に、94 年には「固定手数料制の撤廃」が一部導入され、99 年に手数料は完全に自由化された。これは証券会社にビジネスモデルの改革を求める大きな出来事であった。

- 10 多くの証券会社は手数料自由化以前、ブローカー業務を中心とした株式売買委託手数料によって収益を上げていた。しかし、手数料の自由化と同じタイミングで証券業への参入が免許制から登録制に変わり、参入が容易になったことに加え、インターネットの発展によるネット証券の台頭により、手数料の引き下げ競争は激化の一途をたどった。そのため、多くの証券会社は、株式売買委託手数料を中心としたビジネスモデルの維持が難しくなった。図表 12 から、2000 年代以降株式の売買代金は増えているのかかわらず、株式売買委託手数料収入は大幅に低下していることが分かる。
- 15

20

25

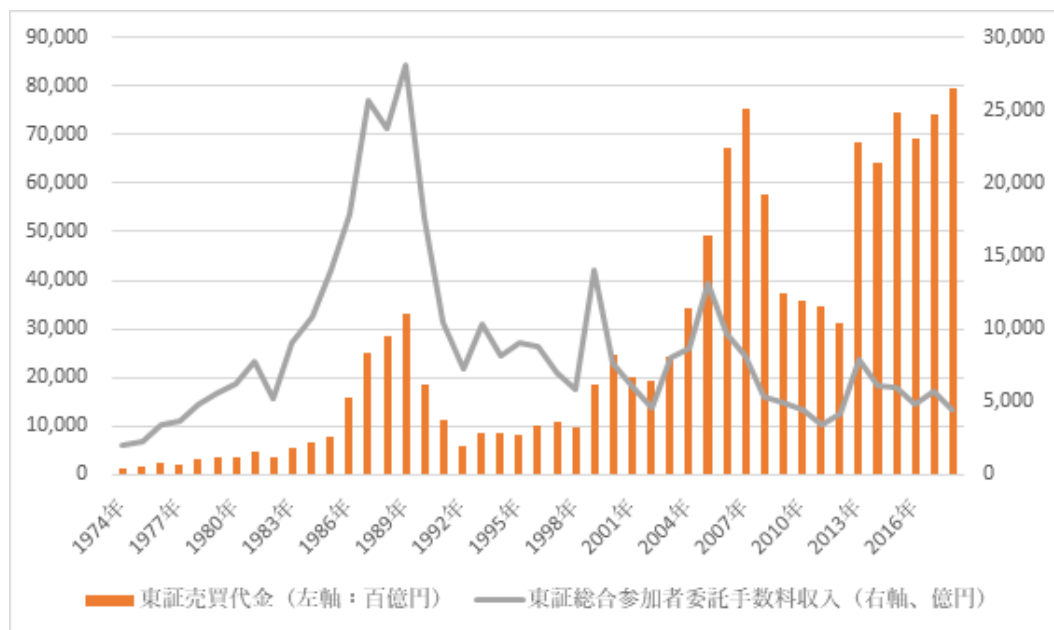
²¹ 永野健二（2016）『バブル 日本迷走の原点』新潮社 p. 135

²² 前掲『バブル 日本迷走の原点』p. 238

²³ 前掲『証券論』p. 398

(図表 12) 株式売買委託手数料の変化

5



〔出典〕『東証統計月報』、『東証要覧』『証券』、東証ホームページより筆者作成

10

第3節 大量推奨販売

さて、バブル崩壊後に発覚した企業の不祥事に加え、家計に投資に対して誤った認識を植え付けた証券会社の営業方法があった。それが大量推奨販売である。

15

GHQ による変革後、債券市場では起債統制が行われ、証券会社が行える業務はほとんどなかった²⁴こと、増資の 9 割以上が株主割り当てで行われていた²⁵

²⁴ 江川雅子 (2008) 『株主を重視しない経営』日本経済新聞出版社 p. 191

²⁵ 前掲『株主を重視しない経営』 p. 191

ことから、大半の証券会社は株式の委託売買業務と自己売買業務中心にならざるを得なかった²⁶。そこで生まれた大量推奨販売は次のようにして行われた。

まず、大手証券会社が推奨銘柄を決め、その銘柄を自己売買で株価を釣り上げて、営業部隊が積極的に推奨し、販売する。そして、有力証券会社が推奨の
5 対象としたという情報を受けて、準大手、中小証券会社が追随することで、対象銘柄の人気をさらに上昇させる。

証券会社の自己売買や営業によって作られた株価は、長期保有すると値下がりするリスクがある。これにより投資家は短期で売り抜けようとするため、投資家の投機的・短期的行動を助長した。また、この販売方式では、営業マンに
10 ノルマが課せられていたことも相俟って、手数料稼ぎを目的とした回転売買をあおった。それに加えて、65 年の証券恐慌以降、証券会社の自己売買は抑制され、委託手数料への依存が高まったため、回転売買がより助長された。証券会社はこうした営業を続けたため、長年「投機」のイメージを払拭できなかったのである。

15

第 4 節 消えない回転売買のインセンティブ

前節では大量推奨販売により、回転売買が助長されたと述べた。本来、大量推奨販売が一時的なものであれば、もう少し現在の投資＝投機という誤ったイメージが改善されていてよさそうである。にもかかわらず、現在までこのマイ
20 ナスイメージが根付いているのは、今も回転売買が行われているからではないか。

金融庁は我が国の投資信託の販売方法に関して、短期での回転売買を問題視している²⁷。この問題の背景には、投資信託の手数料体系があると考ええる。投資信託の手数料には、販売会社が商品を販売すると得られる販売手数料と、顧
25 客資産を運用している間、継続して受け取ることのできる信託報酬の 2 つによって構成される。

²⁶ 前掲『株主を重視しない経営』p. 192

²⁷ 金融庁(2017)「金融レポート 平成 29 年 10 月」p. 62

図表 13 に示したように、販売手数料はすべてが販売会社の収入となり、信託報酬は販売会社と運用会社、信託銀行の三者で折半しなければならない。ここで問題となるのは販売会社にとって信託報酬と販売手数料では、販売手数料の方が、料率が高いという点である。つまり、販売会社が顧客に次々と短期間で商品をのりかえさせる、回転売買のインセンティブが生じてしまう。

(図表 13) 投資信託の手数料の内訳

主 益 源	概 要	販売会社	運用会社	受託会社
販売手数料	ノーロード 0% 債券ファンド 1% 株式ファンド 2～3%	全額収入	なし	なし
信託報酬	0.7～2.5%	①受託会社分を差し引いたもの 50%②純資産増加に応じて、運用会社とのより文変更	① 受託会社分を差し引いたもの 50% ② 純資産増加に応じて、運用会社との取り分文変更	0.1%程度

10 〔出典〕宇野淳（2010）『アセットマネジメントの世界』東洋経済社 p.69 より引用

15 こうして、戦前の先物取引から受け継がれた、証券投資に対するギャンブル・賭博というイメージは拭い去られることがないまま現在に至っているのである。

第 5 章 証券会社の役割

20 ここまでは証券会社の営業姿勢を歴史的に振り返った。それを通じて、証券会社のみならず証券投資に対するマイナスイメージをもたらした経緯を確認してきた。本章では証券会社の役割や収益構造に着目していきたい。

第 1 節 証券会社の役割

証券業者の役割は証券の発行、流通に関する業務を通じて、資金の移転を円滑にすることである。発行市場で証券会社は主にアンダーライティング業務とセリング業務を行っている。アンダーライティング業務では、発行会社が新たに発行した証券を証券会社が買い取って、投資家に販売する。これには、投資家に販売する前に、新規発行証券のすべてを買い取る総額引き受けと、販売したあとに売れ残った証券を買い取る残額引き受けの 2 種類がある。一方、セリング業務は委託を受けた企業の株式を、投資家に対して販売する業務である。

アンダーライティング業務とは、買い取り責任を負わない点が大きく異なる。

他方、流通市場では投資家の売買の仲介をするブローカー業務や、証券業者が自己資金や在庫を用いて売買を行うディーリング業務を行っている²⁸。

現在、証券会社の収益構造は、次節や第 4 章で述べるように大きく変化しており、それに伴い取扱商品や業務も多様化していった。

第 2 節 証券会社の収益構造

証券会社の収益は大きく分けて受入手数料、トレーディング損益、金融収益の 3 つから構成されている。一つ目の受入手数料は、ブローカー業務による委託手数料、アンダーライティング業務による引受手数料、セリング業務による募集・売出手数料、投資信託代行手数料や M&A 助言業務などによるその他の受入手数料に分けられており、これらの受入手数料が収益の中心となる。二つ目のトレーディング損益は証券会社自身の自己勘定での売買による収益を表わす。最後の金融収益には、信用取引の際に株や資金を投資家に貸し付ける際の収益や、証券会社が保有する有価証券から発生する受取配当金や、債券利子などが含まれる。

では、現在の収益構造を見てみよう。図表 14 から分かるように、委託手数

²⁸ 前掲『証券論』p. 409

料、その他受入手数料、トレーディング損益の割合が大きいことが分かる。しかし、委託手数料は図表 14 から分かるように、2005 年のピーク時の半分程度となっており、2013 年にアベノミクスの影響で一時上昇するものの、その後は減少し、伸び悩んでいる。一方でその他受入手数料は 2013 年以降増加傾向にあるのは、証券会社がラップ口座（投資一任契約）や預かり資産に連動した収入に力を入れ始めたことが背景にある²⁹。

（図表 14）証券会社の純営業収益（項目別）の推移



〔出典〕大和総研(2016)「変容しつつある証券会社の収益構造」p.3より引用

15 第3節 各証券会社の特徴

前節では証券会社全体の収益構造をみてきた。証券会社といえども、一概には言えず、前述した株式売買委託手数料を契機に、証券会社の営業方法は多様化してきた。本節では、各証券会社の収益構造を切り口にどのような業務に注力しているのか確認したい。

²⁹ 大和総研(2016)「変容しつつある証券会社の収益構造」p.3

(1) 大手、準大手証券

戦後まもなくは、大量推奨販売の推進役となった大手証券会社だが、図表 15 によれば、株式売買委託手数料自由化前から業務の多角化が進み、委託手数料からの脱却が進んでいたことが分かる。これは、大手証券会社の全国的ネットワークと豊富な資金力が、業務の拡大を比較的容易にしたためだと推測される。

一方で準大手証券は、委託手数料が営業収益の約半分を占めており、これへの依存が読み取れ、1997 年までの時点では業務の多角化は進んでいなかったこともわかる。

10 それに対し、図表 16 から現在の状況を見てみると、大手は委託手数料への比重をさらに低くしている。反面、その他受入手数料や債券売買損益が占める割合は高まっている。その理由は、投資信託の募集やラップ口座の投資一任受入手数料、外債の販売が増えているためであり、リテール部門で資産管理型営業に力を入れ始めたことが要因と考えられる。一方で、ホールセール部門で
15 は M&A の助言や仲介などのコーポレート・アドバイザリー業務による手数料が増加している。

準大手は大手と傾向は似ているがその内容は大きく異なっており、自己売買損益の比重が大きい。また、募集手数料が増加していることから、投資信託の販売に力を入れていることが分かる。加えて、準大手は大手と異なりその他受
20 入手数料にコーポレート・アドバイザリー業務によるものがほとんどない。このことから準大手はリテール部門に傾注しているといえるだろう。

(2) 中堅・中小証券

中堅証券は、各社によって収入構成に違いがみられ、既発債や外国株取引、
25 資産管理型営業への注力など、各社が得意分野に特化した戦略を採っている。そして中小証券は、その多くが株式委託売買業務とディーリング業務に依存している。しかし、ディーリング業務は 2010 年の東京証券取引所による新たな売買取引システムの導入により、収益確保が厳しくなった。また、図表 16 からわかるように、営業収益が小さくなるにつれて、株式委託売買業務への依存

がより顕著になっている。したがって、中小証券は株式委託売買業務とディーリング業務への依存からの脱却が課題といえる。

(図表 15) 各証券会社の収益構造(1994～1997 年度)

5

	A(4社)	B (44社)	C (28社)	D (29社)	E (21社)	F (3社)
受入手数料	72.9%	72.1%	52.3%	67.0%	76.3%	82.8%
委託手数料	34.1%	49.3%	43.4%	59.3%	69.4%	75.4%
引受・売出手数料	12.7%	4.6%	0.9%	0.6%	0.5%	0.0%
募集・売出手数料	11.7%	8.7%	3.4%	3.0%	2.3%	2.7%
その他受入手数料	14.5%	9.5%	4.7%	4.1%	4.1%	4.7%
有価証券売買益	11.6%	13.5%	38.8%	15.3%	7.8%	-3.5%
株式	-0.1%	1.3%	4.1%	15.0%	6.5%	-3.7%
債券	10.8%	11.7%	34.4%	0.4%	1.1%	0.3%
その他	0.9%	0.4%	0.3%	0.0%	0.2%	-0.1%
金融収益	15.4%	14.4%	8.9%	17.7%	15.9%	20.8%

※A：大手4社，B：資本金30億円以上，C：資本金10～30億円

D：資本金5～10億円，E：資本金2～5億円，F：資本金2億円以下

〔出典〕大蔵省証券局『大蔵省証券局年報』、証券年報編集委員会『証券年報』より筆者作成

10

(図表 16) 各証券会社の収益構造(2015～2018 年度)

	A (5社)	B (2社)	C (10社)	D (34社)
受入手数料	52.7%	48.6%	72.6%	59.3%
委託手数料	12.9%	21.6%	37.6%	45.2%
引受・売出手数料	7.6%	1.2%	1.1%	0.1%
募集・売出手数料	10.9%	16.0%	17.2%	7.3%
その他受入手数料	21.2%	9.7%	16.4%	6.7%
有価証券売買益	34.6%	48.0%	20.0%	30.6%
株式	8.9%	24.0%	9.7%	15.9%
債券	21.9%	21.8%	8.5%	14.7%
その他	3.8%	2.2%	1.8%	0.0%
金融収益	12.5%	3.5%	7.4%	7.4%

※A：大手5社、B：準大手証券、C：中堅証券、D：地場証券（東京、名古屋、大阪）

15

〔出典〕各社決算資料より筆者作成

(3) ネット証券

最後にネット証券である。ネット証券の収益は株式売買委託手数料と信用取引による金融収益に依存しており、株式売買委託手数料は市況に影響されるため、収益が安定しない。

- 5 ネット証券は注文の執行に特化する代わりに、手数料が安価なことが特徴として挙げられる。これを武器にデイトレーダーを中心に顧客を開拓し、株式売買委託手数料と金融収益で収益を上げてきた。しかし、デイトレーダーの開拓が一巡し、売買回転率が大幅に下がると、営業収益も低下した。

- 10 そのため、さらに価格変動の大きいFXやCFD取引を開始して、デイトレーダーからの注文受注を図る業者と、長期投資家向けに投資信託の募集や資産管理営業を始めた会社が現れた。後者の場合、営業マンを雇うとコストがかかるため、IFAへの支援サービスや、ロボットアドバイザー業者との業務提携を進めている。

- 15 近年、ロボットアドバイザーを始めとしたフィンテックは急速に進んでいる。この背景には、情報通信（IT）革命が、人工知能（AI）革命とともに進化を遂げていることがあるだろう。

- 20 フィンテックといえば、ビットコインなどの暗号資産や、フィンテックベンチャー企業への投資といった狭い分野が注目されがちだが、フィンテックはそれだけにとどまらず、決済、送金、資産管理・運用、保険、資金調達、預金、貸付、市場インフラなどの幅広いサービスがある。また、証券業とフィンテックは競合する部分もある。競合部分は、個人向け資産管理という面では、PFM、ロボ・アドバイザー、おつり投資、モバイル専用証券があり、資金調達面ではクラウド・ファンディングが挙げられる。

25 第6章 アメリカのリテール証券会社とのビジネス比較

第4章では日本の証券会社のリテール部門での課題が浮き彫りになった。本章ではアメリカの証券会社と比較しながら、日本の証券会社の営業姿勢の課題を明らかにしていきたい。

第 1 節 アメリカのリテール証券会社を取り巻く環境の変化

5 従来、アメリカでは多くの証券会社が個人向け業務か、法人向け業務のどちらかに力を入れていた。そのため、両者に注力している総合証券会社は例外的であった。

アメリカでは、株式売買委託手数料が 1975 年に自由化された。それまで、委託手数料による収入は収益全体の約半分を占めていたが、株式売買委託手数料自由化を契機に、その比率を年々下げていった。ゆえに、個人向け業務において、収益源は株式売買委託手数料から、預かり資産残高に連動した手数料が
10 得られる資産管理業務へシフトしていった。

加えて 1990 年代半ばにはネット証券が台頭し、それと同じタイミングで IT バブルが始まったため、手数料が安いネット証券に顧客が流出した。しかし、IT バブル崩壊後、投資家は投資アドバイスの価値を再評価し、再び対面証券会社へと回帰した。リーマンショック後も同様の理由から対面証券会社への回
15 帰が起きている。このように、アメリカでは株価暴落を経て、常に身近でアドバイスをくれるファイナンシャル・アドバイザーが必要とされていった³⁰。

第 2 節 アメリカのリテール証券会社の特徴

アメリカのリテール証券会社は顧客へのアプローチの手段として、対面とネットを 2 大チャネルとしている。本節では、それぞれの特徴を確認したい。
20

まず、対面のビジネスモデルでは、顧客への投資助言による残高ベースの報酬を受け取れる資産管理業務に注力している。そのため、アドバイザーを核とした運営を行っており、自社社員アドバイザーとともに独立系アドバイザーを雇っている会社もある。アメリカのリテール証券会社は、競争力が高い。その
25 ため、より優秀な人材を求めて、顧客を多く抱えた優秀なアドバイザーを他社から引き抜くこともある。このようにアメリカ対面証券会社は顧客への投資助

³⁰ 前掲(2016)『図説 アメリカの証券市場』p. 226

言を重視している。

一方、ネット証券は従来、デイトレーダーを顧客に薄利多売のビジネスモデルを展開してきた。ところが、最近では個人投資家だけでなく、独立系アドバイザー向けに取引プラットフォームも提供し、IFA や RIA をネットワーク化して、安いコストで資産管理業務を提供する業者も出てきた。

このようにアメリカのリテール証券会社は、業態を問わず顧客へのアドバイスにこそ付加価値の源泉を求めている。また、投資家も IT バブル崩壊や金融危機を経験して、アドバイスを重視しており、そうしたニーズの変化がネット証券をも資産管理業務に進出させた背景にあらう³¹。

第 3 節 アメリカ証券会社の事例

では次に、実際にアメリカで成功している証券会社、チャールズシュワブの事例を取り上げ、株式売買委託手数料中心の収益構造から、資産管理型の収益構造にどのように変化を遂げたのか見ていきたい。

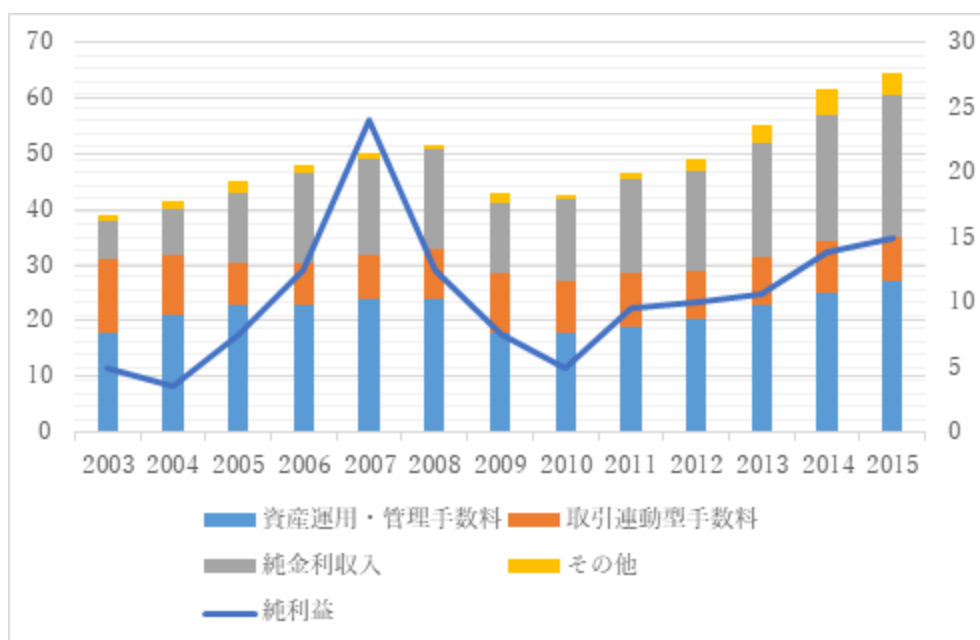
チャールズシュワブは店舗とコールセンター、ネット取引の融合で、ネット証券最大手となった。2001 年に IT バブルが崩壊すると、多くのネット証券は淘汰されたが、チャールズシュワブは独立アドバイザーを活用したフルサービス化を目指していった。

図表 17 は IT バブル後のチャールズシュワブの収益の推移を表している。

チャールズシュワブは、ネット証券最大手として、IT バブルが崩壊するまでは取引連動型（コミッションベース）の手数料が中心であった。しかし、独立アドバイザーチャネルを活用したことで、資産運用・管理手数料（残高連動型手数料）が総収入の 4 割を占めるまでに収益構造は変化した。

³¹ みずほ総合研究所(2010)「米国におけるリテール証券会社の特徴～顧客資産コンサルティングと様々な取引ツールの提供～」p. 9

(図表 17) チャールズシュワブ収益構造



5 〔出典〕日本証券経済研究所（2016）「図説 アメリカの証券市場 2016 年度版」p. 229 より筆者作成

独立アドバイザーチャネルとは、RIA などに代表される独立アドバイザー向けに取引プラットフォームやバックオフィス業務を提供し、独立アドバイザー
 10 が自身の顧客に対して、投資助言などを行って顧客から売買注文を受注し、その執行をチャールズシュワブなどのネット証券が行うものである。その対価として、証券会社は売買の際に発生した委託手数料、販売手数料を独立アドバイザーが顧客から得た手数料から受け取る。

独立アドバイザーの多くは、フィーベースのビジネスモデルで営業している
 15 ため、預かり資産に応じた手数料を受け取るだけで、売買の都度、手数料は受け取らない。したがって、売買を繰り返させるインセンティブが生じない。リーマンショック後も、チャールズシュワブは伝統的証券（取引連動型を主とする従来型の証券会社）を離職したアドバイザーのネットワークをさらに広げ、預かり資産を急速に伸ばした。そして、2015 年には全米最大の証券会社とな

ったのである³²。

第4節 独立系アドバイザー（RIA）

第2節では、アメリカの証券会社では、自社社員アドバイザーとともに独立
5 系アドバイザーを雇っている会社があることを述べた。そこで本節では独立系
アドバイザー（RIA）について詳しく述べていきたい。

（1）独立系アドバイザー（RIA）とは

独立系アドバイザー（RIA）の収入源は、顧客への資産運用に対するアドバ
10 イスやポートフォリオを作成して、その対価として得る預かり資産に応じた手
数料である。したがって、顧客からの預かり資産を増やせば、その分収入が増
える。このため、利益相反の心配が少なく、アメリカで広く支持されている。

15

（2）アメリカにおいて独立系アドバイザーが必要とされている訳

独立系アドバイザーは、一定の預かり資産がないとビジネスとして成立しづ
らい。また、証券営業の経験もなく独立系アドバイザーになっても、独立前に
20 顧客を獲得していないため、収益を獲得するのが難しい職業でもある。そのた
め、多くは大手証券会社などから顧客を抱えて独立する。

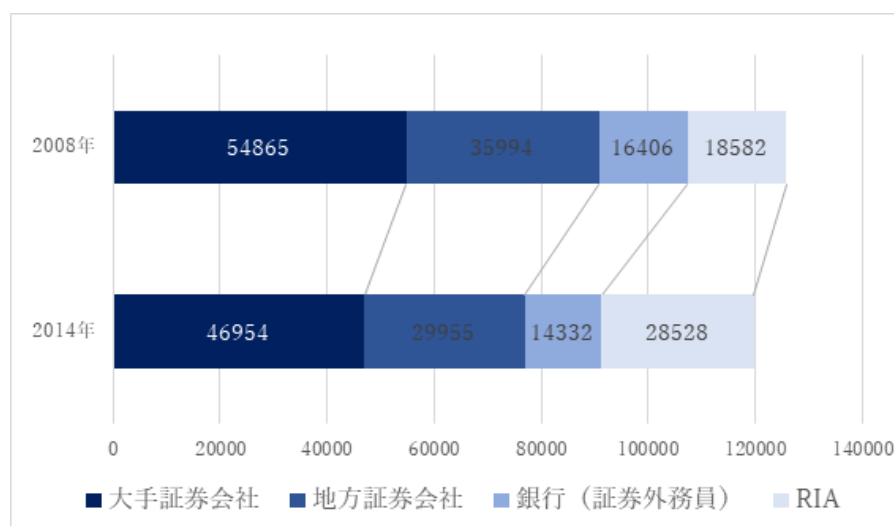
図表 18 からわかるように、リーマンショック後の証券営業担当者の推移
を見ると、大手証券会社や地方証券会社、銀行は営業担当者が減っているのに
対し、独立系アドバイザー（RIA）は数を増やしている。これは営業担当者や
25 顧客がより身近なアドバイザーを求めている証拠でもある。

³² 前掲『図説 アメリカの証券市場 2016 年度版』p. 228

また、図表 19 からは、リーマンショックの翌年も 91% の独立系アドバイザーが新規資産を獲得しており、その多くは伝統的証券会社や他の金融機関からの顧客であった³³。

よって、アメリカでは株価の大暴落後、アドバイスの重要性に気付いた投資家が、利益相反の可能性が低い独立系アドバイザー（RIA）を頼って、資金を流入させていったのであった。

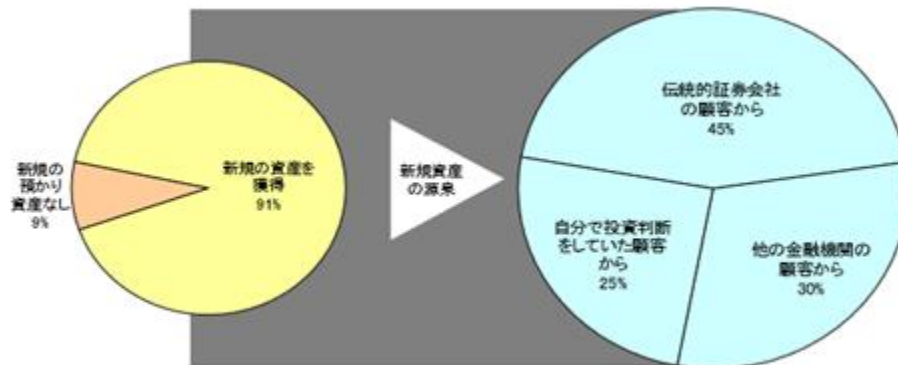
（図表 18）2008 年から 14 年にかけての証券営業担当者の推移



〔出典〕前掲「図説 アメリカの証券市場 2016 年度版」p. 227 より筆者作成

³³ 沼田優子（2009）「独立系アドバイザーから見た米国の個人向け証券市場－2009 年 1 月のチャールズシュワブ調査より－」p. 407

(図表 19)2008 年 7 月-2009 年 1 月にかけての新規預かり資産の獲得状況



- 5 〔出典〕沼田優子（2009）「独立系アドバイザーから見た米国の個人向け証券市場-2009 年 1 月のチャールズシュワブ調査より-」 p. 407 より引用

第 5 節 アメリカと比較して見えてくる我が国の課題

これまで日本とアメリカの歴史的背景を見てきたが、両者は全く異なることが分かった。アメリカの証券会社は、株式売買委託手数料自由化をきっかけに、
10 ビジネスモデルを自ら顧客に寄り添ったアドバイスを行い、長期的な関係を築いてく資産管理業務へと移行させた。

他方、バブル崩壊後、日本でもアメリカでいう資産管理業務に相当する資産管理型営業への移行が叫ばれたものの、実現には至らなかった。というのも、
15 資産管理型営業を成功させるには、豊富な経験を持ったアドバイザーが必要であり、その人材育成も短期間でできるものではない³⁴。また、資産管理型営業は長期にわたって顧客と関係を作るものであって、多大な時間を必要とする。しかも、従来、取引の都度得ていた手数料が取れなくなるため、その落ち込み
20 黒字にはならない。これらを踏まえると、伝統的なビジネスモデルからの変革

³⁴ 公益財団法人 日本証券経済研究所(2015)『資本市場の変貌と証券ビジネス』証券経営研究会 p. 437

には、膨大なコストと時間がかかり、赤字になる懸念もある。

そこで、移行が叫ばれた当時、本来の資産管理業務とは別の業務内容が資産管理型営業として目標とされた。その内容は、投資信託に注力し、手数料自由化によって利益が得られなくなった株式委託手数料に代えて、それより利益の上がる募集手数料と信託報酬の獲得を目指すものである。³⁵

本来の証券会社のあるべき姿とは、長期的に顧客に寄り添った顧客本位の姿勢をとることではないだろうか。もちろん、アメリカで行われているフルオーダー型のコンサルティングサービスを意味する資産管理型への移行は、前述したように容易ではない。そこで我々は、まずは日本型の資産管理型営業へ移行し、それを足掛かりにアメリカ型の資産管理型へ移行することが望ましいと考えた。しかし、第4章第4節で述べたように、日本型資産管理営業の中核を担う投資信託の問題は解消されていない。

本来、新規個人投資家、すなわち投資初心者の投資の入り口として、投資信託ほど適したものはない。そこで、投資信託の問題を解消し、投資信託を長期で持つことで、成功体験をすることが、前述したマイナスイメージの払拭にもつながると考える。そして、イメージ改善により、投資家が増え、証券会社の預かり資産が増えれば、本来の資産管理型に移行しやすくなるだろう。

第7章 証券流通市場を活性化させるための提案、施策

第1節 証券業者に対する提案

はじめに、本大会の主旨文にある証券会社の営業姿勢を変えるための施策、すなわち既存投資家に対する施策の意義について確認したい。第5章までは家計が投資しない理由を中心に述べてきたが、他方、まったくの初心者が投資に踏み切るタイミングとはいったいどんな時であろうか。

日本証券業協会の証券投資に関する全国調査によると³⁶、家族や知人に勧められて株式を購入している人の割合が最も高い。これは証券会社に勧められて

³⁵ 前掲『資本市場の変貌と証券ビジネス』p. 429

³⁶ 日本証券業協会(2018)「証券投資に関する全国調査」p. 89

購入した人よりも1割以上も上回る。このことから、証券会社から新規参入を促すことは一定程度の効果がもちろん見込まれるが、むしろ既存投資家に多くの成功体験をさせることが、投資に対するイメージの改善や個人投資家の新規参入に効果的であると我々は考える。

- 5 そこで我々は、証券会社ならびに最近日本でも話題になっている IFA の営業姿勢を変えるインセンティブを与え、家計の投資に対するイメージを改善するための施策として、以下、証券業全体に二つ、IFA に対しても二つの提案を行いたい。

10 (1) 手数料開示義務

現在、金融庁は「顧客本位の業務運営に関する原則」の中で、金融機関に対して「手数料等の明確化」や「重要な情報のわかりやすい提供」を望ましいとしている。しかし、これらは原則であるため、強制力がなく不明瞭である。

- また、投資信託の販売手数料は高いうえに、キャッシュフローが複雑なため、
15 ほとんどの投資家は手数料をいくら払っているかわからない。そのため販売会社は顧客の利益を第一に考えた営業でなく、自社の利益のために高コストの商品を顧客に販売するインセンティブが生じる。そこで我々は、投資信託の手数料開示の義務化し、行動基準も明確化することを提案する。

- 具体的には、証券会社に顧客に対して平易な表記で書かれた手数料の内訳を、
20 金額ベースで提示させることを義務化する。しかし、一口に義務化といっても、法的に整備するには時間がかかるため、現実的とは言えない。そこで、日本証券業協会の自主規制ルールとすることで、迅速な対応が可能となるだろう。ところで、本当に現在の投資信託の手数料体系は不明瞭なのだろうか。まず、投資信託の手数料がどこから発生し、受け取られているのかを確認したい。

- 25 日本の投資信託の販売方法は、口数指定と金額指定の二通りある。前者の口数指定ではファンドを何口買うか投資家が指定する。例えば、正午に100口購入の発注を入れたとしよう。すると契約時点で代金が支払われるわけだが、基準価格はその日の終値を基に決まるため、まだ確定していない。そこで、投資家は代金として直近の基準価格を基にした概算金額を一度支払う。そして、基

準価格が決まった後に販売会社はファンドの買付資金、販売手数料を受け取り、残った金額を顧客に返金する。

一方、金額指定の場合、文字通り投資家は金額でいくら買うか指定する。したがって、投資家は購入したい金額を支払う。そして、販売会社はその金額から販売手数料を除いた残金でファンドを買い付ける。そして、余った資金があれば、それを顧客に返金する。

現状、これら二つの販売方法ではいくらが買付資金でいくらが手数料かが分かりにくい。ゆえにこの提案により、手数料が明確になり、証券会社が高コストの商品を売りづらくなると考えられる。実際にイギリスでは、RDR という制度の中で手数料開示を義務付けている。RDR では「手数料体系の開示は、可能な限り明瞭かつ平易な言葉を使い、かつ、金額ベースによるものでなければならない³⁷」としている。制度の効果として、IMA 調査では「RDR 実施前は最も高い手数料の投資商品が 60%を占めていたが、実施後には、それ以外の商品の割合が 80%を占めていた」と報告している³⁸。加えて、平石康徳の欧州レポートにも、「RDR 実施後、顧客への手数料の透明化など、これまでにない良い変化があった³⁹」とある。

このようなことから、我々は手数料開示の義務化により、投資家から手数料が見えやすくなり、販売会社が高コスト商品を販売しづらくなるのではないかと考える。

(2) 顧客本位の営業義務化

第4章第4節において、現在の手数料体系では回転売買を誘引しかねないことを指摘した。そこで我々は、高コスト商品の販売抑止に向けた手数料開示義務化加え、回転売買を抑止するために、顧客本位の営業義務化を提案する。

保険ブローカーには、ベストアドバイス義務がある。これは、顧客の委託を

³⁷ 大橋善晃(2015)「英国におけるリテール投資商品販売制度改革 FCA による RDR 実施後調査について」p. 7

³⁸ 前掲「英国におけるリテール投資商品販売制度改革 FCA による RDR 実施後調査について」p. 7

³⁹ 投資信託相談プラザホームページ

受けて、その顧客のために誠実に保険契約の締結を図ることであり、自らの専門知識を習得し、公正・適切な保険契約の媒介活動によって顧客の信頼を得なければならないとされる。ただし、保険ブローカーには顧客に損失が生じた場合、賠償金を支払う義務も課されており、損失と常に隣りあわせにある証券業
5 にこのまま適用することは難しい。

そこで、ベストアドバイス義務より緩やかな基準で、顧客本位の営業義務化をする。具体的には、金融庁が掲げている「顧客本位の業務運営に関する原則」により近い状態に証券業界全体がなるように促す。

実際にアメリカでも、投資家保護を目的として、証券取引委員会（SEC）が、
10 証券会社（ブローカー・ディーラー）と投資アドバイザー（投資顧問会社）の行為基準を強化、明確化することなどを内容とする新規則や解釈指針を採択し、公表している⁴⁰。

この施策を導入することで、金融庁が掲げる「顧客本位の業務運営に関する原則」を、現状より強制力を持たすことができると同時に、証券業界に現状より
15 り顧客本位の営業姿勢に向かわせるインセンティブになると考える。

（3）IFA についての提案

提案に入る前に、IFA について説明したい。IFA とは、個人向けに資産運用などの金融サービスを提供する担い手の形態の一つで、運営会社である IFA 法人と、IFA 法人に所属する IFA（個人）で構成される。
20

最近、IFA が日本でも存在感を高めつつある。IFA の数は 2019 年 6 月末には約 3,600 人、預かり資産も 2018 年末には 3,520 億円まで伸ばしている⁴¹。この背景には、特定の金融機関に属さないために、顧客の利益を優先した商品選択への期待がある。

25 しかし、IFA の収入構造を見てみると、その多くは提携先金融機関からの取引手数料の割戻（顧客が払った手数料の割戻）を中心としている⁴²。似たよう

⁴⁰ 大和総研(2019)「SEC のブローカー・ディーラー規制の強化」p. 2

⁴¹ 金融庁(2019)「金融商品仲介業者に関する調査 事務局説明資料」p. 5

⁴² IFA ナビホームページ

な収益構造を持つ保険業界では、代理店に対する手数料体系の見直しが始まっている。つまり、IFA も今後証券業者同様に、手数料体系の在り方をはじめとする顧客本位の営業姿勢の確立が重要になってくるといえる。

5 そこで我々は、IFA 専門の自主規制機関を設けることと、それによるプラットフォームの構築を提案する。自主規制機関とは、有価証券の売買・その他の取引を公正にならしめ、且つ投資家の保護に資する目的で、法律の規制に基づき仲介者等が自主的に組織した、金融庁の認可を受ける団体のことをいう⁴³。

10 現状、自主規制機関は日本証券業協会や日本取引所グループ、投資信託協会、日本投資顧問業協会などがある。前述したように IFA は金融機関に属さず、外務員資格さえあれば誰でも名乗ることができる。我々は IFA が本当に顧客本位なのかを問題視した。独立しているがために IFA の営業実態が分かりにくい。

 そのため、IFA を会員とする自主規制機関を設け、そこが IFA 紹介プラットフォームを構築することで、現状より、営業実態が見えやすくなり、顧客本位の営業姿勢を IFA にも確立できるのではないかと考える。

15 プラットフォーム上では、各 IFA の手数料、運用パフォーマンスなどを開示させることも提案する。手数料体系の見直し（を図るだけでなく、投資家は登録された IFA の手数料や、既存顧客の預かり資産に対する運用パフォーマンスを比較できるようになる。その結果、顧客本位の営業をしていない IFA は淘汰されていくだろう。

20 さらに、プラットフォームへの参加時に加え、一定期間をごとに審査を行い、それにクリアすれば掲載も継続される。これにより、プラットフォーム自体の信用力も上昇すると考えられる。

 このようにして、IFA に顧客本位の営業を促すことで、IFA だけでなく証券会社にも圧力がかかり、証券業界全体が顧客本位の営業に向いていくだろうと
25 考える。

⁴³ 前掲『図説 日本の証券市場 2016 年度版』p. 304

第 2 節 DC についての提案

第 2 章では、家計を含む個人が預貯金のみでなく、証券投資の必要性が高まっていることを述べた。それを踏まえて、私たちは証券投資を始める第一段階として、投資信託が使われるべきだと考えている。その理由は以下に述べる投資信託のもつ二つの特徴にある。

- 一つ目は、専門家が運用するという点である。投資信託は投資家から資金を集めて、それをファンドマネージャーと呼ばれる投資の専門家が運用する商品である。そのため、顧客は自分の資金を預ければ、プロが運用してくれるので、自分自身で企業分析などを行う必要なく投資ができる。
- 二つ目は、少ない投資金額で分散投資できる点である。通常、分散投資する場合、多額の資金が必要になる。しかし、投資信託は投資家から集めた少額の資金を一つにまとめて合同運用するため、さまざまな資産への分散投資が可能となり、リスクを軽減することができる。

以上の 2 点の特徴より、家計を含む個人が証券投資を始めるきっかけとして、投資信託が最適であると考えられる。

(1) デフォルト商品の変更

上記で述べたように投資信託は投資初心者向けの商品である。にもかかわらず、現在、企業型確定拠出型年金において、投資信託で運用されている比率は、46.1%にすぎず⁴⁴、過半数以上が元本保証型を選択している。元本保証型での運用が多い要因として、デフォルト商品の存在が挙げられる。

デフォルト商品とは、加入者が自ら運用商品を選択しなかった際に、自動的に事業主等が設定した運用商品で運用される商品のことである。預貯金に資金が集中する理由に、指定運用方法を選定している企業のうち元本保証型商品を設定する企業が 70.7%に上っていることが挙げられる⁴⁵。

これを踏まえて我々は、デフォルト商品にターゲット・デット・ファンドを

⁴⁴ 企業年金連合会(2019)「平成 29 年度決算 確定拠出型年金実態調査結果」p. 11

⁴⁵ 前掲「平成 29 年度決算 確定拠出型年金実態調査結果」p. 10

設定することを提案する。ターゲット・デット・ファンドとは、「若いうちはリスク性資産を多く保有して積極的に収益を追求し、退職が近づくにつれて安定資産を増やしていく⁴⁶」というライフサイクル理論を用いた投資信託のことである。若年期には株式への投資比率が高いため、リターンを期待でき、老後

5 に向けた資産形成手段になると考えられる。

実際に DC が普及しているアメリカでは、ターゲット・デット・ファンドをデフォルト商品に組み入れており、MMF や元本確保商品を設定できないようになっている。この提案により、日本でも若いうちから資産形成を行えるような商品を導入し、預貯金からリスク性資産にシフトさせることができるだろうと

10 考える。

(2) DC 教育の充実

加えて、DC 教育の充実も提案したい。第 3 章第 4 節で述べたように、アメリカでは 401k の加入者に対する継続教育がされることで、制度の普及と証券

15 投資が増えた。

しかしながらわが国では、2018 年 5 月に施行された確定拠出年金法の改正により、継続教育が配慮義務から努力義務に引き上げられたが、完全な義務化とはなっていない。改正前の 2015 年度に行われていた企業年金連合会の調査によると、継続教育の実施率は 60.9%と約 4 割は継続教育を実施していない。

20 その継続教育の手段は「集合研修」、「社内報などの定期刊行物」、「e ラーニング」、「ビデオ研修」などがあげられるが、これでは継続教育を受けるか、否かは加入者個人の裁量に任されるために実効性が担保されていない。このことから私たちは、DC の継続教育が不足していると考ええる。

また、企業年金連合会による企業型確定拠出年金投資教育ハンドブックでも

25 継続教育だけでなく、導入教育における課題点も挙げられている。よって私たちは、企業の提供する金融教育が不十分だと考え、継続教育だけでなく、導入教育についても以下の提案をしたい。

⁴⁶ 杉田浩治(2015)「確定拠出年金(DC)をめぐる世界の働き」証券レビュー 第 55 巻第 5 号 p.9

導入教育は一般的に、入社時の研修の一環として行われる。その際、企業によって説明にばらつきがないよう、日本証券業協会の確定拠出年金のパフレットに記載されている基礎知識をマニュアル化し、これに沿った説明を、DCを導入している全企業に義務付けることを提案する。DCの利点を少しでもこの提案によって植えつけ、口座を稼働させるように促せると考える。

続いて継続教育では、加入者が気軽に利用できるLINEのアプリを考案し、DCをより身近にする施策を提案する。具体的なアプリの内容は、DC年金コンパスと呼ばれる東京海上日動のアプリをもとに、DC運用状況・残高を確認することができる仕組みに加えて、質疑応答が可能なAIチャットシステムの搭載、DCに関する動画のリンクの掲載、DC関連情報にとどまらない資産運用の基礎知識の定期配信を提案する。狙いは残高を気軽に確認できるようにすることで、資産の増加を実感させることと同時に、金融の基礎知識を理解してもらうことである。

以上2点のDCの提案により、資産が増加した利用者は成功体験を得られる。証券投資に興味をもつきっかけとして最も多い理由は、今の収入を増やしたいというものであり⁴⁷、一度成功を体験できれば、さらなる投資をしてくれるものと考えられる。

第3節 金融リテラシー向上のための提案

最後に、日本人の金融リテラシーの低さを改善する解決策として、妊娠・出産時に読まれる雑誌・電子書籍などのコラムに、日本証券業協会が行っている無料派遣講師の広告を掲載、並びにライフプラン診断の掲載を提案する。

第2章第3節で説明したとおり、62.2%の人が金融教育の必要性を感じているのに対し、そのうち8.5%しか金融教育を受けていない。また、金融リテラシーの高さと投資には相関性があることを前述したが、人生100年時代を踏まえて資産形成を必要とする若年層を含めた社会人に対する金融教育のチャンスを増やしていくことが必要である。

⁴⁷ 日本証券業協会(2018)「個人投資家の証券投資に関する意識調査」p.6

既に社会人向けにセミナーの開催や、講演会が行われているが、そこに参加するのは既に投資に関心のある人のみであり、投資無関心層はほとんど参加しない。そこで、資産形成の重要性に気づいてもらうために、お金に関して考える時期（妊娠・出産）に読む雑誌・電子書籍に金融教育に関するコラムの掲載を提案する。

今でも、結婚や出産関連の雑誌には、子供の教育資金に関する記載はみられるが、それに限られており、将来のライフプランを考えるような記事の掲載は不十分だと考えられる。そのため、雑誌上にライフプラン診断と、それによってどれくらい資金が必要なのかを判断できるテストを掲載する。

10 さらに NISA や積み立て NISA、ジュニア NISA などの少額投資非課税制度などの簡単な紹介もする。そして、日本証券業協会が行っている無料講師派遣の広告も記載し、関心を持った人へアプローチをかける。これにより、ライフプラン診断によって資産形成の重要性を認知した人が、少額投資非課税制度などを用いた資産運用手段を活用しようとする人が増えると考えられる。

15 ライフステージが変化する時は、お金に対する関心が高まっている時期であり、資産運用に対するニーズも高まると考えられる。そういった関心の高い時期にアプローチをかけることで、金融に興味を持つ人が増えるだろう。

おわりに

20 我々は、証券市場活性化の定義である「売買高の増加」ならびに「投資家層の拡大」を達成するためにさまざまな視点から提案を考えてきた。

はじめに、証券業者の営業姿勢を変え、マイナスイメージを払拭させるための施策として、証券業界には手数料開示・顧客本位営業の義務化、IFA には自主規制機関を設け、プラットフォームを構築することを提案した。これにより、
25 証券業者の営業姿勢が改善されれば、マイナスイメージが払拭され、既存投資家の成功体験を積み上げることで、新規投資家の参入が促されるだろうと考えた。

次に、確定拠出型年金については、デフォルト商品の変更・教育の強化を提

案した。これにより、金融リテラシー向上、元本保証型から一定数のリスク性商品の流入が見込まれると考えた。

- さらに、金融リテラシー向上のための施策として、出産・育児の情報誌・ホームページにおいて、金融知識やライフプラン診断の掲載も提案した。人生のターニングポイントにアプローチをかけることで、普段あまり金融に対して関心がない層でも、資産形成を身近な問題として考える機会になるだろう。

- 第6章では、証券会社の営業姿勢として資産管理型営業を目指すべきだと述べた。本来の資産管理型営業は、アメリカで行われているオーダーメイド型のコンサルティングサービスを指すが、これへの迅速な移行は難しい。そこで、まずは比較的買いやすい投資信託で顧客に成功体験を積み上げさせる。ここから、マイナスイメージが払拭され、預かり資産が増えることで、本来の資産管理型移行への足掛りとなるだろう。

参考文献

- ・宇野淳（2010）『アセットマネジメントの世界』東洋経済社
- 15 ・江川雅子（2008）『株主を重視しない経営』日本経済新聞出版社
- ・大村敬一・俊野雅司（2014）『証券論』有斐閣
- ・大蔵省証券局『大蔵省証券局年報』
- ・金融証券問題研究会（2017）『証券営業プロフェッショナル』ダイヤモンド社
- 20 ・公益財団法人 日本証券経済研究所（2016）『図説アメリカの証券市場』
- ・公益財団法人 日本証券経済研究所（2019）『図説アメリカの証券市場』
- ・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』
- ・公益財団法人 日本証券経済研究所（2015）『資本市場の変貌と証券ビジネス』証券経営研究会
- 25 ・証券年報編集委員会『証券年報』
- ・永野健二（2016）『バブル 日本迷走の原点』新潮社
- ・二上季代司・代田純（2011）『証券市場論』有斐閣ブックス
- ・日本経済研究学会・日本証券経済研究所（2017）『証券事典』一般社団法人

金融財政事情研究会

・野村亜希子（2017）『進化する確定拠出年金』一般社団法人金融財政事情研究会

- 5 証券のビジネスモデル』一般社団法人金融財政事情研究会
- ・リンダ・グラットン、アンドリュー・スコット著、池村千秋訳（2016）『LIFE SHIFT』東洋経済新報社

日経新聞・雑誌

- 10 ・日経新聞 2019 年 8 月 4 日朝刊
- ・東洋経済 2019 年 8 月 31 日号

参考資料・論文（最終アクセス 10 月 25 日）

- ・SBI 証券ホームページ
- 15 <<https://ad401k.sbisec.co.jp/howto/glossary/>>
- ・IFA ナビホームページ
- <<https://www.a-ifa.jp/faq/q1.html>>
- ・大橋善晃（2015）「英国におけるリテール投資商品販売制度改革 FCA による RDR 実施後調査について」
- 20 <http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1603_01.pdf>
- ・企業年金連合会ホームページ
- <<https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/nenkin/suii/suii03.html>>
- ・企業年金連合会（2018）「2016 年度決算 確定拠出型年金実態調査結果」
- 25 <https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/files/dc_chosa_kessan2016_1.pdf>
- ・企業年金連合会（2019）「2017 年度決算 確定拠出型年金実態調査結果」
- <https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/files/dc_chosa_kessan2017_1.pdf>
- 30 ・金融広報中央委員会（2019）「金融リテラシー調査結果」

- <https://www.shiruporuto.jp/public/document/container/literacy_chosa/2019/pdf/19literacy.pdf>
- ・金融庁(2017)「金融レポート 平成 29 年 10 月」
- <<https://www.fsa.go.jp/news/29/Report2017.pdf>>
- 5 ・金融庁(2019)「金融商品仲介業者に関する調査 事務局説明資料」
- <https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market_wg/siryou/20190424/04.pdf>
- ・金融庁(2019)「NISA・ジュニア NISA 口座の利用状況調査 (2019 年 3 月末時点)」<<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa/20190702/01.pdf>>
- 10 ・金融庁(2019)「金融審議会市場ワーキング・グループ報告書 高齢社会における資産形成・管理」
- <https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20190603/01.pdf>
- ・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」
- 15 <<https://www.fsa.go.jp/news/r1/sonota/201908fd/002.pdf>>
- ・金融庁ホームページ
- <https://www.fsa.go.jp/p_mof/low/lf001a1.htm>
- ・厚生労働省(2018)「平成 29 年度の簡易保険生命表の概要」
- 20 <<https://www.mhlw.go.jp/toukei/saikin/hw/life/life17/dl/life17-02.pdf>>
- ・杉田浩治(2006)「米国の個人株主実態調査」
- <http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/0607_01.pdf>
- ・杉田浩治(2015)「確定拠出年金(DC)をめぐる世界の働き」証券レビュー
- 25 第 55 巻第 5 号
- <http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1505_01.pdf>
- ・総務省統計局(2018)「家計調査報告 貯蓄・負債編平成 29 年平均結果の概要」
- <http://www.stat.go.jp/data/sav/sokuhou/nen/pdf/h29_gai.pdf>
- 30 ・大和総研(2019)「SEC のブローカー・ディーラー規制の強化」

- <https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20190702_020883.pdf>
- ・大和総研(2016)「変容しつつある証券会社の収益構造」
- <https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/it/20160916_011255.pdf>
- 5
- ・東京証券取引所「東証統計月報」
- <<https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/monthly/index.html>>
- ・投資信託相談プラザホームページ
- 10
- <<https://toushin-plaza.jp/column/vol10/>>
- ・日本銀行(2019)「資金循環の日欧米比較」
- <<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf>>
- ・日本取引所グループ(2017)「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/nlsgeu0000036n2d-att/j-bunpu2017.pdf>>
- 15
- ・日本証券業協会ホームページ
- <<http://www.jsda.or.jp/nisa/investment/more/>>
- ・日本証券業協会(2018)「証券投資に関する全国調査」
- <<http://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/toukei/data/files/h30/H30gaiyou20181219.pdf>>
- 20
- ・日本証券業協会(2019)「NISA 口座開設・利用状況調査結果(2019年6月30日現在)について」
- <<http://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/toukei/files/nisajoukyou/nisaall.pdf>>
- 25
- ・沼田優子(2009)「独立系アドバイザーから見た米国の個人向け証券市場-2009年1月のチャールズシュワブ調査より-」
- <<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2009/2009spr41.pdf>>
- ・みずほ総合研究所(2010)「米国におけるリテール証券会社の特徴～顧客資産コンサルティングと様々な取引ツールの提供～」
- <<https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/report/report10-0922.pdf>>
- 30

- ・みずほ銀行「投資信託取引規定集」

<<https://www.mizuhobank.co.jp/regulation/pdf/fund.pdf>>

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

5 <<https://www.fsa.go.jp/common/about/research/ifahoukokusyo.pdf>>

- ・三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング(2018)「私的な資産形成に関する将来予測・政策シミュレーション分析」<https://www.murc.jp/wp-content/uploads/2018/01/seiken_180112_2.pdf>