

米国証券営業における顧客本位の業務運営

沼田 優子

はじめに

ただいま御紹介にあずかりました沼田と申します。どうぞよろしくお願いいたします。本日は、「米国証券営業における顧客本位の業務運営」と題してお話しします。

本日お話ししたいことは三つあります。

一つ目は、米国における顧客本位の業務運営です。これは、米国では一般にフィデューシャリー・デューティのこととされてきました。この

点、近年、やや変化が出てきておりますが、いずれにせよ、証券外務員の顧客本位の業務運営が厳しく言われるようになったのは米国が最初で、その後、世界に伝播してきたという経緯があります。そこで、今日はまず、そもそもアメリカでどのような議論がなされてきたのかについてお話ししたいと考えています。

もつとも、この議論はもう二〇年以上なされておりませんが、いまだに決着を見ていないのが実情です。その間、証券会社や銀行などの金融機関は、営業を停めて結論が出るのを待っているわけ

にはまいりません。そこで、各社は、それぞれの解釈に基づき、自らが顧客本位と信じる形で業務を運営してきました。顧客本位に関する解釈によって、業務運営のあり方もさまざまものが考えられます。そこで、二つ目のテーマとして、各社の業務運営の内容について御紹介できればと考えています。

顧客本位の業務運営に関しては、日本でも、平成二九年三月に金融庁が「顧客本位の業務運営に関する原則」を公表しました。ここで、金融庁は、この原則を採択した金融事業者に対し、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・公表するよう求めています。合わせて、取り組みの「見える化」を促進するため、金融事業者に対してKPI（成果指標）を公表するよう働きかけてきています。また、本年六月には、「投資信託の販売会社における比較可能な共通KPI」

として三つの指標を公表し、投資信託販売会社がこれらの指標に関する自社の数値を積極的に公表することを期待するとの考え方を示しています。

金融事業者においては、最低限の対応として速やかに共通KPIの数値を公表するとともに、創意工夫をこらして、各社のKPIを公表していくことが望ましいと考えています。今日は、米国の例を御紹介することで、各社が自社のKPIを検討されるに当たって、参考となる情報をお伝えできればと思います。

三つ目は、顧客本位の業務運営を遂行する上で、どのような条件が整うことが望ましいかということです。この点に関しては、三つのことが言えると思っています。

第一は、対面チャネルの棲み分けです。さまざまな金融機関が、どのような顧客層に注力するかを見える化し、それに見合ったサービスを提供し

ていくことが考えられます。

第二は、もう少し営業担当者に裁量を与えてもよいのではないかということです。と申しますのは、証券会社や銀行などの金融機関は、顧客からやや遠いところにあります。このため、顧客本位の業務運営を進める上で、日頃から顧客に接している営業担当者が最もよく顧客のことをわかっていると考えられるようになってきています。営業担当者が顧客にとってよいと考えることを実践できるようにするためには、彼らの裁量を広げていくことが望ましいということになります。

しかし、営業担当者に裁量を与えて、自由にやらせることになりますと、コンプライアンス上の懸念が出てきます。また、彼らも、自由にやってよいと言われても、どうすればよいかわからないということになりかねません。そこで、第三として、ITツール、特に営業を支援するツールが必

要になってきます。なお、このツールは、単に営業の便に資するためのものではなく、同時に、コンプライアンス面の問題が生じないようにするための機能も備えたものでなければなりません。単なる営業支援ではなく、いわゆるレグテックの機能も備えたツールを営業担当者に与えることが必要になると考えています。

一、米国における顧客本位の業務運営

(1) 「顧客本位の業務運営」は独立系アドバイザー

ザイ発

米国では、二〇年以上前から、証券外務員に対してフィデューシャリー・デューティ（受託者責任）を課すべきであるという議論が行われてきました。

資料1のグラフにおいて、投資顧問型及びハイブリッド型の独立系アドバイザーは、投資顧問登録を行って営業していますので、もともとフィデューシヤリー・デューティを行動規範としてきました。彼らにとって、フィデューシヤリー・デューティを果たすためのコンプライアンス負担は非常に大きいと考えられます。他方、大手証券、地方・銀行系・保険系証券、証券外務員型独立系アドバイザーに対しては適合性原則が適用されてきました。

米国では、フィデューシヤリー・デューティと適合性原則の間で、投資家保護水準が異なることが問題視され、小規模な独立系の業者にできることが、なぜ大手の証券会社にできないのかと考えられるようになりました。しかし、適合性原則より厳しい、フィデューシヤリー・デューティを全体に当てはめようとしても、なかなか議論が進ま

ないのは容易に想像できることです。米国では、これまで二〇年以上この議論がなされていますが、いまだにきれいな形で整理されるには至っていません。

証券外務員型、ハイブリッド型、投資顧問型を合わせた独立系アドバイザーは、近年、人数のみならず、預かり資産や収入においても存在感を増してきており、投資家からの認知度も高まっています。このため、ハイブリッド型及び投資顧問型独立系アドバイザーの行動規範であるフィデューシヤリー・デューティが、営業担当者全体に広がってきている状況にあります。

(2) 適合性原則と顧客の最善の利益は何が異なるのか

顧客本位の業務運営とはほぼ同様のものと考えられているのが、米国では、フィデューシヤリー・

デューティですが、その核となりますのが、顧客の最善の利益 (Best Interest) という考え方です。

ここで、顧客の最善の利益と適合性原則は何が異なるのかについてお話ししたいと思います。大まかに申しますと、前者は、顧客の最善の利益に資するアドバイスを提供することとされ、後者は、顧客に適した商品・サービスを提供することとされています。

そのため、適合性原則の下では、商品・サービスが顧客に適してさえいれば、何をしてもよいのが議論になりました。顧客の最善の利益を追求しようとしみますと、提供できる商品・サービスがかなり絞られてきます。他方、顧客に適した商品・サービスは幅が広く、その範囲内であれば、系列商品、高手数料、回転売買、さらにはこれらを誘発する報酬制度などが認められるのかという議論が起きたわけです。

もう一つ、ここで、基本的な考え方の転換に目を向けていただければと思います。

従来の適合性原則を核とする証券業者規制は、してはならないことを規則で細かく定めてきました。証券業者や証券外務員は、規則で定められているのはミニマム・スタンダードであり、これをクリアしていれば、その他のことは認められるはずだと受け止めてきました。

それに対して、顧客の最善の利益は、「最善の」という言葉が、提供可能な商品の範囲を絞るものの、その内容は証券業者の創意工夫に委ねます。つまり、最善の利益は、規則で詳細な内容を定めない、いわゆるプリンシプル・ベース型の規制なのです。

このようにミニマム・スタンダード型からプリンシプル・ベース型に変わってきた背景には、投資家層が広がり、顧客の属性が変化してきている

という事情があります。米国では、「貯蓄から投資へ」の動きが進んでおり、証券市場には、多額の資産を持ち、リスク許容度が高い投資家の他に、初めて投資を行うような資産形成層が多数参加しています。投資家にとっての最善の利益は、投資家の属性によって大きく異なりますので、最善の利益のために、やってもよいことと、やってはいけないことを一律に定めることには無理があります。このため、「顧客の最善の利益」という言葉で大枠を定め、それが何かは各証券業者に考えさせる形になっています。

(3) 「顧客本位の業務運営」を巡る最近の動き (労働省規則—制定とその後の無効化)

投資顧問型・ハイブリッド型アドバイザーという少数派の規制を、多数派の証券外務員に及ぼさうという議論はなかなか進みませんでした。総論

として、顧客に適した商品・サービスより、顧客の最善の利益の方がよいということに反対する人はいませんが、具体的に何をどこまでやってよいかという点で議論が進まなかったわけです。

そこで、二〇一六年になり、オバマ政権の下で、対象を年金分野に限定して、確定拠出年金を提供するアドバイザーにフィデューシャリー・デューティが課されることになり、顧客の最善の利益に資するアドバイザーの提供が求められるようになりました。

しかし、ここで大きな問題が起きました。今、米国では、ベビーブーマーが退職期に入っているため、個人型の確定拠出年金の残高が企業型の確定拠出年金の残高を上回っています。個人型確定拠出年金を提供しているのは証券外務員です。で、多数の証券外務員が年金分野限定の新しい規則の影響を受けることになり、大きな騒ぎになっ

てしまったわけです。

この規制によって、コンプライアンス負担が増大したため、金融機関は顧客や取扱商品を絞り込むようになりました。その結果、投資アドバイザーが受けられない、いわゆるアドバイザー難民が問題視されるようになりました。トランプ大統領は、二〇一七年一月の大統領就任の翌月に、本規則の廃止を含む見直しを指示しました。その後、本年三月、連邦第五巡回区裁判所は、労働省がフィデューシャリー・デューティ規則を制定することが労働省の権限を逸脱することなどを理由に、本規則の無効判決を下しました。これに対し労働省が上訴しなかったため、本年六月、無効判決が確定しました。

(SEC規則案の公表)

本年四月、SEC（証券取引委員会）は、「顧

客の最善の利益規則案」を公表しました。

米国の個人投資家は、自分の意思決定に確信が持てず、対面アドバイザーを求めていることがわかってきています。先に申し上げたように、厳し過ぎる規制を課しますと、アドバイザーが生じてしまいかねません。

SECは、アドバイザー難民を作りたくないため、労働省規則で言われているフィデューシャリー・デューティと同じレベルの規制は入れたくないはずです。他方、これまでの適合性原則で済ませるわけにはいかないこともわかっていきます。そこで、SECは、フィデューシャリー・デューティという言葉は一切使わないで、証券業者に対して顧客の最善の利益のために行動することを義務付けることにしました。SECの規則案は、ちょうどパブリックコメントの受付期間が終了したところからです。

SECは、過去に例がないぐらい精査に精査を重ねて、今回の規則案を策定しました。一〇〇〇ページ近い大作です。SECが、顧客の最善の利益について真剣に考えるようになってくることの現れと言えましょう。なお、SEC規則案と無効になった労働省規則の間には、かなりのずれがあります。このため、この規則案が現在の形のまま適用されることはないだろうと考えている人が多いように思います。

(両規則の相違点)

ここで、SEC規則案と労働省規則の相違点に着目します。

一つ目は、労働省規則と異なり、SEC規則案は証券業者が対象ですので、投資銀行部門、リテール部門などの間でどうしても利益相反が避けられません。このため、SEC規則案では、顧客

と証券営業担当者との関係、手数料体系、推奨に関わる重要な利益相反などについて開示を行うことを求めています。顧客の最善の利益のために何かを禁止するというより、むしろ、きちんと開示を行えばよいというトーンで規則が作られています。

二つ目として、SECは、顧客本位の業務運営を求めるに当たって、横断的な統一規制を盛り込まないことにこだわりました。と言うのも、例えば手数料を見ても、預かり資産残高に対するフィーの形で手数料を得るやり方と、売買の都度、コミッションを得るやり方の両方があり、いずれか一方だけが望ましいとは言えないからです。

従来から、適合性原則の枠組の下でも、回転売買は望ましくないとされ、これを抑止する手段の一つとして、預かり資産残高に対するフィーが望

ましいと考えられてきました。しかし、フィー型の商品で、毎年、残高の1%の手数料がかかると思いますと、一〇年この商品を持ち続けた場合、手数料は、単純計算で1%×一〇年＝一〇%となります。これに比べ、販売時に3%ないし5%のコミッションを支払う方が、顧客のトータルの手数料は安いこととなります。

このようなことから、SECは、全ての顧客にとってフィーがよいわけではなく、特に資産形成層にとっては、コミッションの方が顧客の最善の利益にかなうこともあるとしています。投資家の属性によって、フィーがよい場合があれば、コミッションがよい場合もあるため、証券業者は、どちらが顧客にとって最善かを精査した上で、それを提供することが求められます。

(4) 顧客の最善の利益の基本的な考え方

顧客にとって最善の商品・サービスを提供しようとする場合、顧客のニーズを聞いてしっかりとアドバイスを提供できる優秀な人材に担当させるとか、誰でも買えるわけではない特別な商品を提供するようなことが考えられます。このようなやり方は、富裕層向けのサービスとしてはよかつたかもしれませんが。しかし、資産形成層にとっては、このようなサービスはオーバースペックになりかねません。不要なサービスが付いてきて、その分の対価まで支払わなければならないことになり、顧客本位の業務運営にはならないと言わざるをえません。

そこで、先ほど申し上げましたように、SECは、コミッションが悪とは限らないとして、従来の営業慣行を全面的に禁止することはしていません。その代わり、顧客との関係や手数料等につ

いてはきちんと詳細に開示することが求められることになりました。

二、顧客本位の業務運営のケース

(顧客に聞くーネット・プロモーター・スコア)

ここから、各社が考える顧客本位の業務運営のケースについてお話ししていきます。富裕層に対しては、従来から、顧客のニーズを聞いて、それに見合ったアドバイスが提供されてきました。そこで、今日は、これとは別に、資産形成層向けの新たなサービスについて御紹介したいと思えます。

最初は、ネット・プロモーター・スコア(NPS)です。資料9ページをご覧ください。金融機関だけでなく、GE、ナイキ、フェデックスなど、さまざまな会社がこれを採用しています。

NPSを算出するに当たって、顧客に対して一つの質問をします。具体的には、「当社の商品を、知人の方に、どの程度すすめたいと思われるか?」というものです。これに対して顧客は〇から一〇で評価します。九、一〇を付けた顧客を「推奨者」、七、八を付けた顧客を「中立者」、ゼロから六をつけた顧客を「批判者」と定義します。「推奨者」の割合から「批判者」の割合を差し引いた差がNPSで、この高低によって会社に対する評価が表されます。

評価の方法は非常に単純ですが、実務的には、「推奨者」の数を「批判者」の数より高くするのはなかなか大変だと言われています。そのような中で、チャールズ・シュワブは二〇一八年に五二のNPSを獲得し、ホンダの四九、ソニーの六一に匹敵する評価を得ています。

チャールズ・シュワブのこのような取り組みの

背景についてお話しします。同社は、二〇〇〇年代初め、ネット証券の最大手と言われていました。その後、ITバブルが崩壊して、同社の株価も暴落しました。収益も悪化していましたので、当時のCEOは、口座手数料を引き上げるとか、最低預かり資産を引き上げて顧客を絞り込むなどの業務改善策を講じました。その結果、顧客の離反を招き、会社はがたがたになってしまいました。そこで、創業者のシュワブ氏がCEOに復帰することになったのですが、そのときに導入されたのがここで言及したNPSです。二〇〇五年の導入当初、NPSはマイナス三五でした。その後、一〇年以上モニタリングを続けた結果、最新のNPSは五二まで上昇しました。

チャールズ・シュワブは、NPSの「フィードバック」を受けるだけでなく、「改善・学び・傾聴」「共有」まで踏み込んだ取り組みを行って

り、これが同社の成功の要因と言われています。ここで、改善・学び・傾聴とは、NPSが批判的なレベル（〇〜六）であった場合、支店長等が二四時間以内に対応すること、共有とは、対応事例を当事者・管理職・経営幹部で共有し、研修にも活用することを指しています。

特に、支店長が二四時間以内に対応すること、顧客の満足度を上げるのに非常に役立つと言われています。当たり前のことですが、市況が悪いときに顧客から損をしたと言われてもどうしようもありません。しかし、顧客は抱いている不安を解消してほしいと感じているということに気づけば、営業担当者が定期的にコンタクトを取って状況を説明する体制を整えるだけでも、NPSの改善に役立つはずです。

(法令順守を強みにする―説明責任保証)

説明責任保証もチャールズ・シュワブの例です。腕に自信のある営業担当者ほど、投資のパフォーマンスや、顧客に合った商品・サービスの提供を重視しがちなところがあります。しかし、顧客の中には、きちんとした説明を行うことを求める者もいることがわかってきました。そこで同社が提供し始めたのが、説明責任保証というサービスです。

同社は、二〇一三年から、SMAとファンドラップに限定して、営業担当者の説明に納得できなかった場合、手数料を全額返金するというサービスを開始しました。ただし、実際にキャッシュバックを行うわけではなく、返金すべき手数料を翌期の手数料に充当することとしています。

導入後の半年間で、同社は、四〇〇顧客から合計五〇万ドルの返金を要求されました。これに對

して、同社ができるのは改めて顧客に説明することです。それが気に入らなかつたら、顧客は同社との契約を解除するでしょう。しかし、実際には、返金を求めた顧客の多くは契約を解除することなく、その後、同社に三〇〇万ドルの資金流入をもたらしました。同社のこの取り組みは、成功事例として捉えられています。

その後、同社は、二〇一七年から、名称を「満足保証 (Satisfaction Guarantee)」に変え、対象も、SMAとファンドラップ以外の口座に拡大してサービスを展開しています。

(顧客のニーズはパフォーマンスの最大化か?)

これらの二つの事例から、資産形成層の真のニーズは、投資パフォーマンスにあるのかが問われていると言えましょう。米国の消費者金融保護局によれば、資産形成層が求めているのは、パ

フォーマンズより、健全な金融の状態 (financial well-being) ではないかと言われています。こわごわ投資を始める資産形成層にとって、人よりパフォーマンスがよいことは決して満足できる状態ではありません。彼らは、他人と違っていることに大きな不安を感じがちであり、他人と一緒にいうのが最も満足度の高いサービスということになります。

このようなことから、健全な金融の状態を実現するようなアドバイスを提供することが、資産形成層にとっての顧客本位ではないかと言われるようになってきています。

それでは、健全な金融の状態とは何でしょうか。これには、四つの要素があるとされています。一つ目は、自分の金融状態を管理できること、二つ目は、金融に関して生じるショックを吸収できる準備がなされていること、三つ目は、金

融のゴールに向かっていくこと、四つ目は、金融に関する選択肢が与えられていることです。チャールズ・シュワブが行っているNPSや説明責任保証は、顧客の健全な金融の状態を満たすサービスと言えるのではないのでしょうか。

(営業担当者の役割は、ホームドクターからパーソナル・トレーナーへ)

しばらく前まで、営業担当者は、ホームドクター(かかりつけ医)のような役割を果たすと言われていました。ホームドクターは、患者の訴えを聞いて、簡単な病気であれば自分で治療し、専門病院での治療が必要であれば、適当な病院を紹介するという役割を果たします。

しかし、資産形成層から求められているのが、健全な金融の状態であるとしみますと、営業担当者はパーソナル・トレーナーに近い役割が求められる

ていると言えるでしょう。

医者にかかる前に病気を防ぐのがベストですが、健康を維持するにしても、自分で運動することが出来る人はそれほど多くありません。多くの人にとっては、何らかのアドバイスや手助けがあった方が効果が上がるでしょう。ここにパーソナル・トレーナーが果たす役割があります。資産形成層に対してこれと同様の役割を果たすのが、営業担当者というわけです。顧客と営業担当者の関係は、商品の購入を以て終わるわけではありません。営業担当者は、長期にわたってアドバイスを続け、顧客を賢くする手助けをします。このように、長期にわたって見守ってほしいという顧客には、コミッションではなく、残高連動型のフィーが適しているように思います。

資料15ページのとおり、自助努力だけで投資できる投資家は限定的であり、米国の投資家の大半

が対面アドバイスを求めています。資産形成層でも、ある程度資産が積み上がってきますと、自らの投資判断に確信が持てなくなり、何らかのアドバイスを求めるようになります。投資家の属性によって、ホームドクター的なアドバイザーとパーソナル・トレーナー的なアドバイザーの両方が求められているように思います。

(営業担当者の付加価値の可視化)

営業担当者が、どれだけの付加価値を提供しているのかを計測する試みがなされています。この点については、まだ定説があるとは言えませんので、資料16ページでは、三つの計測結果を並列して載せています。これによれば、投資アドバイザーは、一八二bpsから三〇〇bps程度、投資パフォーマンスを改善する効果があるとされています。

投資アドバイスの効果の内訳を見ますと、アセット・ロケーションという項目があります。個人的には、今後、日本でもアセット・ロケーションが重要になってくると考えています。日本では、NISA、つみたてNISA、iDeCoなど、いろいろな税制優遇制度が導入されています。どの口座を開き、どの口座にどの程度の資産を積み立てていったらよいのか、個人で判断するには複雑過ぎるのではないかと感じます。アセット・ロケーションは、これらの点についてアドバイスをを行うものです。税制優遇口座に関する知識のない人にその存在を知らせることになりますので、税制優遇分だけパフォーマンスが上がるのは、当たり前と言えば当たり前とも言えます。

また、ある程度、資産形成が進みますと、次は、どの口座のどの資産を、どのような順番で、幾らずつ引き出すかという引出戦略が問題になり

ます。これも個人で判断するのは難しいため、アドバイスが必要になってきます。

資産の形成と引き出しの両面で、投資アドバイスを受けることによる投資パフォーマンスの改善効果は大きいと言えます。

二つ目の計測結果において、投資行動のコーチングという項目が挙げられています。行動経済学で言われますように、投資家には、利得より損失をより大きく感じる傾向があるため、自己判断では、市況が不安定になったとき、あわてて手持ち資産を処分してしまうことになりかねません。そのようなとき、営業担当者から「ここはホールドした方がよい」といったアドバイスが受けられれますと、冷静さを取り戻すことが可能になります。

ここでは、このような投資アドバイスによって、一五〇bps投資パフォーマンスが改善したという計測結果が示されています。実際にも、ITバ

ブル崩壊、金融危機など、大変なときにアドバイザーが横にいてくれたからこそ乗り切れたと感謝している個人投資家は少なくありません。

(個人も資産管理型サービスの価値を認識)

日本においても、米国においても、手数料が高過ぎるといった議論がなされてきています。資料17ページの表は、資産残高に対して一二五bpsの手数料を得ている営業担当者が、それをどのようなサービスに対する対価と認識しているかを整理したものです。

この表では、アロケーションとリバランスだけを行うロボアドバイザーへの手数料は、二五bpsとなつています。これらのサービスにおいては、ロボアドバイザーと競合し、手数料の下げ圧力がかかりますので、営業担当者が銘柄推奨アドバイスのみを提供する場合は、ロボアドバイザー

より高い手数料を得ることは困難となっていく可能性があります。考えられます。

しかし、米国の営業担当者は、これ以外のさまざまなサービスも提供しています。この表では、ファイナンシャル・プランの作成が二〇bps、そのアップデイトが一〇bpsなど、個別のサービスごとの対価の内訳が具体的に整理されており、その合計が一二五bpsであることが分かるようになっていきます。これを見ますと、顧客も一二五bpsの手数料の水準はそれほど高くないことが理解できるのではないのでしょうか。

このように、営業担当者が得ている手数料が、どのようなサービスに対する対価であるのかが見える化できれば、顧客のニーズに見合ったサービスに対する正当な対価であることが理解されるようになると思います。

なお、先ほど申し上げましたように、コミッ

ションが全面的に悪いわけではありません。しかし、コミッションの世界だけで手数料を得ることになりますと、顧客の投資行動のコーチングなどでは手数料が得られずただ働きになってしまいません。顧客の立場で、貴重なアドバイスを得るために対価を支払う必要があることが納得されれば、残高に対して一二五bpsのフィーを支払うことは決して高過ぎるものではないことが理解されるのではないかと思います。

(営業担当者は守備範囲を定めている)

資料19ページの表は、営業手法によって営業担当者や四つの種類に分けたものです。大きな方向性としては、ファイナンシャル・プランや相続対策なども含め、多様なアドバイスを包括的に提供する方向となっています。

しかし、昔ながらの相場観に基づき、個別銘柄

を組み合わせてポートフォリオを構築するためのアドバイスにも一定のニーズが存在しています。顧客のニーズがあつてそれを提供する以上、顧客本位の業務運営に他なりません。表にもありますように、このようなアドバイスを提供するマネージャーが営業担当者の9%を占めています。

三、顧客本位の業務運営を遂行するため

(チャネルの棲み分け)

次に、顧客本位の業務運営を遂行するに当たって、必要な条件を三つ取り上げたいと思います。

一つ目は、チャネルの棲み分けです。従来、優秀な人材は大手証券会社におり、優良顧客も大手証券会社を集まると考えられていました。加え

て、金融危機以降、大手証券会社では顧客の絞り込みを進め、労働省規則の導入でコンプライアンス負担が増大したことから、さらに顧客を絞り込みました。

資料21ページにモルガン・スタンレーの二〇一四年のIR資料を掲げました。ここでは、預かり資産一〇万ドル未満の小口顧客を減らし、預かり資産一〇〇万ドル以上及び一〇〇万ドル以上一〇〇万ドル未満の大口顧客を増やしたことがポジティブな材料として説明されています。

しかし、こうした大口顧客は絶対数が少ないため、預かり資産全体で見ますと、資料22ページのとおり、ネット証券のチャールズ・シュワブが、二〇一〇年にモルガン・スタンレーを、二〇一四年にメリル・リンチをそれぞれ抜く結果になりました。米国では、チャールズ・シュワブが、ネット取引と独立系アドバイザーの両方を抱える

ことによって、最も大きく預かり資産を伸ばしています。

大手証券会社や老舗証券会社は、より付加価値の高いサービスを提供していきたいと考えています。しかし、サービスのレベルを上げ、又は大口顧客にターゲットを絞り込もうとしますと、潜在顧客の市場規模が小さくなることは避けられませんが、この間のバランスをどう取っていくかが、各社の経営面の課題となっています。

(営業担当者の裁量の拡大)

二つ目は、最もよく顧客のことをわかっている営業担当者の裁量の拡大です。

その一つとして考えられるのが、SMA、ファンドラップの多様化です。今、日本では、SMAやファンドラップの運営は、全て投資顧問部に委ねられ、営業担当者は関われないようになってい

ます。しかし、両者の裁量のバランスを変えることで、バリエーションを持たせることは可能ではないかと思えます。例えば米国では、トップ営業マンに対して一任を認めることがあります。また、SMAやファンドラップのユニバースを絞った上で、あるいは、投資顧問部の承認を得るという手続きを踏ませた上で、営業担当者に裁量を持たせるようなやり方もあります。

そうしますと、例えばファンドラップであれば、顧客が「この運用会社は気に入らない」と言うようであれば、モデルポートフォリオからそのファンドを除いて、別の同様のファンドを入れることが考えられます。また、ストックオプションを持つている人には、「勤務先がハイテクセクターであることを考えると、ハイテクセクターのエクスポージャーが高い。モデルポートフォリオよりハイテクセクターの比率を引き下げはどう

か」と提案するだけで、顧客は、健全な金融の状態を意識して、自らの資産内容をコントロールしているという感覚を持つことができるようになるでしょう。

（営業担当者に営業支援とコンプライアンスツールを提供）

資料25ページは、企業型から個人型の確定拠出年金に資金を移管したい人のために、提案書を作成する際に使われるツールです。企業型と個人型を対比する形で、手数料などが比較できるようになっています。また、営業担当者のアドバイス料やプラットフォーム管理料なども入力できるようになっています。印刷して提案書として顧客のところに持って行けますので、営業担当者の多くは、これをそのまま使うのではないかと思えます。

顧客本位の業務運営を進めるに当たっては、顧客のためになると信じるに足る根拠がなければなりません。営業担当者にそのような根拠を残せるツールを与えるのも、一つのやり方ではないかと思えます。

営業促進+コンプライアンスのためのツールは、フィンテックのスタートアップ企業が作ったものが多々あります。それらを提供することによって、営業担当者に裁量を与えることが可能になります。営業担当者は、データベースに入っているファンドやアクセス権のあるサービスしか扱えないことにすれば、裁量の範囲をコントロールすることもできます。営業促進とコンプライアンスの両面から、前向きに取り組んでいく価値があるのではないかと思えます。

四、結びに代えて

（顧客本意の業務運営は追い風？）

顧客の最善の利益に資する営業は、系列商品、高手数料商品、回転売買を取り締まることを本来の目的とするものではないと考えられます。いろいろなタイプの個人投資家が入ってきている証券業界において、証券業者・営業担当者が創意工夫し、それぞれの顧客にとって最善と考えるサービスを提供できる体制を整えることが、本来の顧客本位の業務運営であると言えましょう。

（「最善の利益」を見極めるのは誰なのか？）

それでは、最善の利益を見極めるのは誰でしょうか。証券業者がこれを決めようとするすと、どうしてもリスク許容度と預かり資産が小さい顧客

に合わせた、最大公約数的なサービスになつてしまします。ETFだけ、バランス型ファンドだけを推奨するようなことになりかねません。そうしますと、従来からの投資家にとつては面白くないことになります。この顧客はもう少しリスクを取つてもよいといったことを見極めるためには、どうしても営業担当者の目利きが必要になつてきます。このため、営業担当者の裁量をもっと増やしてもよいのではないのでしょうか。ここで、営業担当者の時間の制約やコンプライアンス面への配慮といったことを考えますと、営業支援＋コンプライアンスのためのツールを提供していくことが重要になるのではないかと考えています。

日米のアドバイザーの違いを御紹介する際、「金融機関から遠いところにいる独立系アドバイザーはよからぬことをしないのか、また、しないようにするためにはどうすればよいのか」と聞か

れることがあります。この点に関し、独立系アドバイザーは、どのような取引を行う場合も、全てを機械でやらなければなりません。このため、システムが受け付けない商品はそもそも扱えないようになっていきます。したがって、そうした御質問に対しては、ツールによつて行動を制約することが可能ではないかと答えています。

（金融機関や営業担当者の個性や強みの可視化も必要）

先ほど申し上げましたように、棲み分けが鍵と
いうことになりましたと、顧客が営業担当者を選
び、営業担当者が顧客を選ぶという時代がやつて
来るように思います。

今後、金融機関や営業担当者は、どのような顧客層、どのようなサービスを得意とするのかを、
もっと明確に打ち出してもよいのではないでしょ

うか。

自分の強みが何かわからない営業担当者に、証券会社が指南するためのワークブックがあります。そこには「得意とする分野、顧客層＋得意とする商品＝付加価値」とあり、「まずは、自分が得意とする分野とお客様、そして、自分がどのような商品を提供しているかを書き出してみなさい。それがあなたの付加価値です。それを自分の強みとして掲げれば、満足したお客様が、自分と同じような悩みを抱えている別のお客様を見つけてきてくれます。そういう形で自分の強みを強化していきましょう」と説いています。

時間になりましたので、これで終わらせていただきます。御清聴、どうもありがとうございます。（拍手）

増井理事長 米国証券営業において、悩みながら

もいろいろな工夫がなされている状況をわかりやすく御説明いただきありがとうございました。大変興味深いお話でした。

せっかくの機会です。若干お時間がございますので、御質問等があればお願いします。

質問者 A チャールズ・シユワブの説明責任保証の取り組みについて御紹介いただきました。当社でも、顧客から十分な説明を受けなかったと一方的な苦情が寄せられることがあるのですが、そのような場合、説明責任保証の建て付けはどのようなになっているのでしょうか。もう少し具体的に教えてください。

沼田 顧客から「十分な説明がなかった。返金してほしい」と言われた場合、まず、「どのようなところで、どのように説明が足りなかったのか」という聞き取りを行います。その上で、足りないと言われたところについて、改めて顧客に説明

を行います。担当者が説明することもあれば、専門家が説明することもあります。それでも顧客が納得しない場合、返金の手続きに入ります。

質問者 A 日本では、損失補てんの禁止の例外として、ADR（裁判外紛争解決手続き）等の手続きを経ることによって、事故による損失が補てんできるようになっています。米国においては、一企業が顧客から苦情を聞いて、納得が得られなかった場合に返金するようなことが認められているのでしょうか。

沼田 説明責任保証に問題があるとは聞いていません。説明責任保証は、アドバイスに対する対価をいただいたけれども、それに見合うアドバイスを提供しなかった場合に、受け取った手数料を返金するというものです。

質問者 B 資料17ページにおいて、投資アドバイスを機能別に区分し、それぞれについてこれら

いの価値があるという説明がなされています。EUのMiFID IIでは、金融サービスを機能別に区分して、個別のフィーの体系を明らかにすることが求められ、いろいろな混乱が起こっているようです。米国でも、EUのように手数料の内訳を細分化して示すことが求められるようになるのでしょうか。

沼田 EUでも、米国でも、見えない手数料、すなわち、顧客に見えないところで勝手に手数料が引かれていることが問題とされています。

資料17ページに掲げたのは、あくまでも見える手数料です。これとは別に、信託報酬などの形で投資家が知らないうちに手数料が差し引かれている場合があり、米国でもそのわかりにくさが問題になっているわけです。米国では、手数料の内容の開示が求められていますが、全面的に禁止することにはなっていません。

質問者C 本日のお話から離れるかもしれませんが、米国で手数料の大幅な引き下げが大きくなるなりとなり、それが日本のマーケットにも押し寄せてきています。米国の運用会社や証券会社は、どのように今後の活路を描いているのでしょうか。また、当局はどのように考えているのでしょうか。

沼田 金融庁のレポートにおいて、手数料は、日本の方が米国より高いとされています。しかし、個別のファンドを取り上げて、例えば高分配型ファンドについて日米の比較をしますと、それほど差があるわけではありません。

日米の手数料の比較は、各ファンドの手数料の加重平均値を基に行われることが多いように思われます。仮に、売れ筋商品がパッシブ運用のファンドであれば、加重平均した手数料は低くなります。逆に、高分配型ファンドなど、手数料の高い

ファンドが売れ筋となつている場合は、加重平均した手数料は高くなります。日米の手数料に差があるように見えるのは、日米で売れ筋商品に大きな差があることによるところが大きいと考えています。

個人的には、いろいろなファンドがある方が証券市場に厚みが生まれてよいと思つていますが、一方で、多くの日本人の投資家のリテラシーを考慮しますと、売れ筋商品がこれでよいのかというギャップを感じます。

質問者C ありがとうございます。

増井理事長 まだいろいろ御質問があるかもしれませんが、時間もオーバーしております。このあたりで「資本市場を考える会」を終わらせていただきます。と思います。

最後に、大変参考になるお話をいただきました。沼田先生に拍手をお願いいたします。(拍手)

(ぬまた ゆうこ・明治大学国際日本学部特任教授
当研究所客員研究員)

(本稿は、平成三〇年九月四日に開催した講演会での講演
の要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。)

沼田優子氏

略 歴

東京大学経済学部卒業後、野村総合研究所入社。NRI アメリカ、野村資本市場研究所、野村証券を経て、12年より明治大学国際日本学部。18年より現職。14年より日本証券経済研究所客員研究員。

著書

「トランプ政権下のリテール証券業とフィデューシャリー・デューティ」『変貌する金融と証券業』11章、日本証券経済研究所証券経営研究会、2018年

「投資アドバイスとは何か—フィデューシャリーとしての米国証券営業担当者の事例から」『証券経済研究』第99号、2017年

「証券業者と証券業務」『図説 アメリカの証券市場2016年版』11章、日本証券経済研究所、2016年

「金融危機後の米国リテール証券業」『資本市場の変貌と証券ビジネス』14章、日本証券経済研究所証券経営研究会、2015年

米国証券営業における顧客本位の業務運営

1

目次

1. 米国における顧客本位の業務運営
2. 顧客本位の業務運営のケース
3. 顧客本位の業務運営を遂行するために
4. 結びにかえて

2

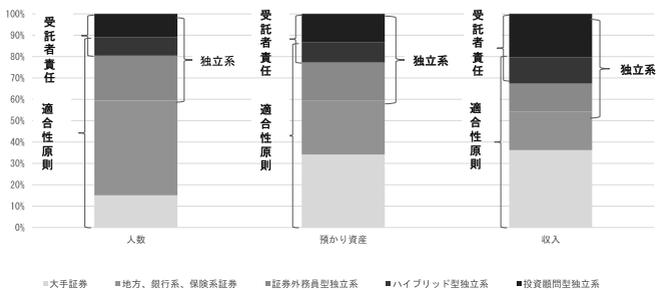
1. 米国における顧客本位の業務運営

3

「顧客本位の業務運営」は独立系アドバイザー発

- ▶ 「顧客本位の業務運営と受託者責任(フィデューシャリー・デューティ)」は独立系アドバイザー発
- ▶ 適合性原則と顧客の最善の利益では、投資家保護水準が異なることが問題視され、証券外務員全体に後者を適用しようとする試みが20年以上続いた

米国証券営業担当者の内訳



4

適合性原則と顧客の最善の利益は何が異なるのか

- 適合性原則：顧客に適した商品・サービスを提供（実際にはミニマム・スタンダードを規則等で細かく定めた）
- 顧客の最善の利益：顧客の最善の利益に資するアドバイスを提供（金融機関の創意工夫に委ねるプリンシパル・ベースの規則）
- 顧客に商品・サービスが適していれば、系列商品、高手数料、回転売買、これらを誘発するインセンティブ等も許されるのか？

5

「顧客本位の業務運営」を巡る最近の動き

- 2016年、労働省が確定拠出年金を提供するアドバイザーに受託者責任を課した
- 多くの証券外務員が個人型確定拠出年金を提供していたことから、受託者責任の対象に
- トランプ政権が、コンプライアンス負担の強化による顧客の絞り込みが行われると、アドバイス難民が増えることを懸念。2018年、第五巡回区裁判所が労働省規則を無効とした
- 2018年、証券取引委員会が「顧客の最善の利益 (Best Interest) 規則」を発表。パブリックコメント受付期間が終了。

6

顧客の最善の利益の基本的な考え方

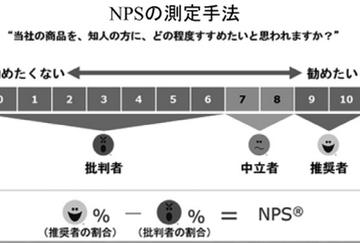
- 顧客の最善の利益に資する行動をとること
- 個人の多様なニーズとそれに応える多様な営業担当者が、それぞれ最適なアドバイスを選択できる体制作りを規制面から支えること
- 従って、横断的な統一規制は策定しない
- 顧客の最善の利益に資すれば従来型の営業慣行を全面禁止にはしない
- 顧客と営業担当者の関係を明らかにする

7

2. 顧客本位の業務運営のケース

8

顧客に聞く: ネット・プロモーター・スコア (NPS)



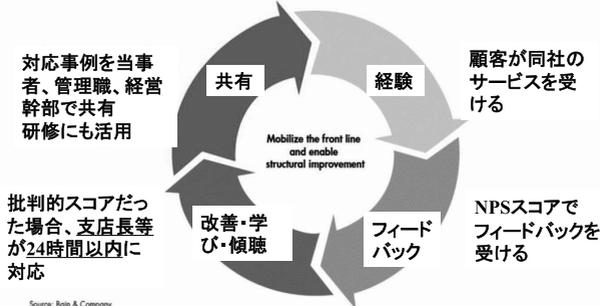
(出所) <https://customer.guru/net-promoter-score/charles-schwab-corporation>
<http://offices.bain.com/offices/tokyo/ja/what-we-do/about-nps.aspx>

9

顧客に聞く: ネット・プロモーター・スコア (NPS)

ネットバブル崩壊とその後のリストラが顧客の離脱を招き、オンライン証券トップのシュワブの株価はピークの43ドルから2003年6ドルにまで下落。翌年、引退していた創業者シュワブ氏がCEOとして復帰し、顧客との関係再構築を目指した。その際の指標がNPSで、2005年導入当初は-35

ネット・プロモーター・スコアの仕組み

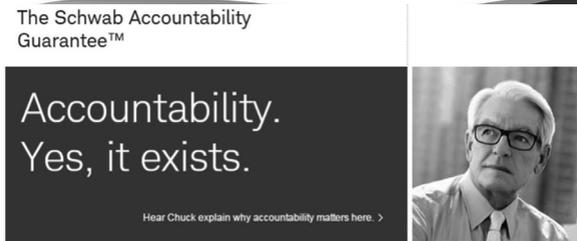


Source: Bain & Company

(出所) <https://omoto.io/academy/nps-charles-schwab/>

10

法令順守を強みにする：説明責任保証



- 残高手数料口座に関して十分な説明を行わなかった場合、手数料を返金(実際には次の期の手数料に充当)
- 2013年に導入後、半年間で、対象となる34万顧客のうちの400顧客が合計50万ドルの返金を要求。ただしこれらの顧客はその後同社に300万ドルの資金流入をもたらした

11

説明責任保証を拡大：満足保証



- 説明責任保証を他の口座にも拡大。2017年より満足保証として展開

12

顧客のニーズはパフォーマンスの最大化か？

- 従来、付加価値のあるアドバイスはパフォーマンスを向上するアドバイスと考えられた
- 現在、投資家が求めているのは健全な金融の状態 (financial well-being)
 - 自分の金融状況を管理できる
 - 金融に関して生じるショックを吸収できる
 - 金融のゴールに向かっている
 - 金融に関する選択肢がある

(出所) https://files.consumerfinance.gov/f/201512_cfpb_financial-well-being-user-guide-scale.pdf

13

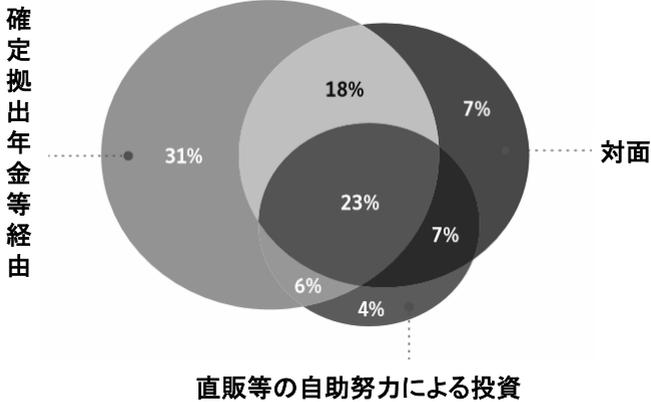
営業担当者の役割は、ホームドクターから パーソナル・トレーナーへ

- 顧客は病気を治して(問題を解決して)もらうのではなく、未然に防ぐために、アドバイスを受ける
- 営業担当者は、顧客を賢くする手助けをする
- 最終的な意思決定を行うのは顧客である。もしくは営業担当者とともに意思決定を行う
- 病気(問題)が生じているかに関わらず、健康診断(定期的なレビュー)を受ける
- 治癒によって(商品購入が終了して)関係が切れるのではなく、健全な状態を維持するために長期にわたってアドバイスを受ける
- 以上のような関係に適しているのは、コミッションではなく、残高連動手数料

14

米国の投資家の大半はアドバイスを求めている

【投資信託の購入経路】



(注)合計は100%とならない。投資信託資産の半分を占めるベビーブーマーの購入経路
(出所)Investment Company Institute, "Investment Company Institute Fact Book 2018"

15

営業担当者の付加価値の可視化

Blanchett の γ		投資アドバイスの効果測定		Investnet のキャピタル Σ	
付加リターンの内訳	付加リターン (bps)	付加リターンの内訳	付加リターン (bps)	付加リターンの内訳	付加リターン (bps)
アセット・アロケーション	38	投資信託・ETFの分散投資とアセット・アロケーション	>0	ファイナンシャル・プランニング	>50
個人年金へのアロケーション	24	低コスト・ファンドの推奨	40	資産選択及びアロケーション	28
引出戦略	54	リバランス	35	銘柄選択	
負債の適正化	14	投資行動のコーチング	150	アクティブ運用	85
アセット・アロケーション	52	アセット・アロケーション	0~75	パッシブ運用	82
合計	182	引出戦略	0~110	定期的なリバランス	44
		トータル・リターン対インカム投資	>0	税の最小化	100
		合計	約300	合計	約300

(出所) Investnet [2016], Kinniry [2014], Blanchett [2013]

16

個人も資産管理型サービスの価値を認識

投資アドバイスの対価

ロボアドバイザー	営業担当者	サービス
0.25%	0.25%	アロケーションとリバランス
なし	0.20%	ファイナンシャル・プラン
なし	0.10%	ファイナンシャル・プランのアップデート
なし	0.25%	顧客の投資行動及び期待管理
なし	0.10%	口座管理
なし	0.10%	保険分析
なし	0.15%	相続対策
なし	0.10%	リサーチ、デューデリジェンス
0.25%	1.25%	合計

(出所) Knoll, Kevin. [2017] *Exploring Advice*

17

なぜ、残高手数料なのか？

- 残高手数料の方が委託売買・販売手数料(コミッション)よりも好ましいとする従来の議論
- コミッションは、取引に連動するため、回転売買を誘発しやすい
- 残高手数料は、回転売買のインセンティブがない
- 顧客の残高が増えれば証券業者・営業担当者の収入も増えるため、「顧客の側にたった営業ができる」



- コミッションでは支払えない多様なサービスを、営業担当者は提供している

18

営業担当者は守備範囲を定めている

独立系アドバイザーの多様化

資産適用と広義のアドバイス	営業手法	定義	提供サービス	アドバイザーの認識	セラーリ社の分類
資産運用特化型 ↑	マネーマネージャー	個別銘柄を組み合わせてポートフォリオを構築。資産運用に注力	運用とアセット・アロケーション	9%	9%
	インベストメント・アドバイザー	運用を主要サービスとするが、退職プランニングや教育費積み立て等のモジュール別プランも提供	資産運用、退職・教育費プランニング中心	27%	64%
	ファイナンシャル・プランナー	顧客の資産・負債全体の分析をした上で、包括的なファイナンシャル・プランを構築	税対策や保険等も含め、包括的なプランニング・サービスを提供	54%	21%
	ウェルス・マネージャー	包括的ウェルス・マネジメントや資産継承に特化。ストック・オプション計画や経営幹部報酬、複雑な信託・相続プランニング、慈善活動等に関わるアドバイスも提供	プランニング・サービスを全て提供。複雑な相続対策、慈善活動支援、事業継承プラン等に注力	10%	5%
広義のアドバイス ↓					

差別化を目指すアドバイザーはファイナンシャル・プランナーからウェルス・マネージャーへと変容を遂げようとしているが、サービスの中身が違い付いていない

(出所)SEI[2015]"Next Wave Financial Planning." (原典はCerulli Associates)

19

3. 顧客本位の業務運営を遂行するために

20

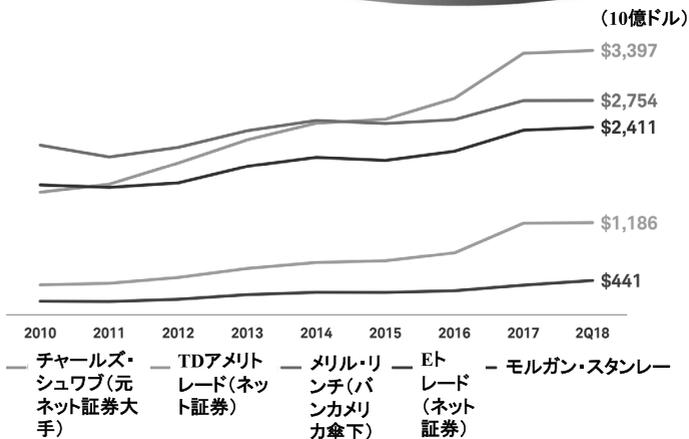
大手証券は顧客層を絞り、棲み分けが明確に

モルガンスタンレーのセグメント別預かり資産

	2009	2014	変化率 (%)
1,000万ドル以上	4,100	7,460	82
100万～1,000万ドル	6,130	8,270	35
10万～100万ドル	4,080	4,130	1
10万ドル未満	510	390	-24

21

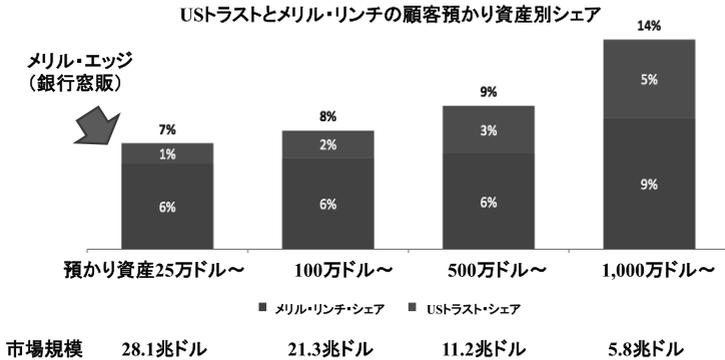
資産形成層を取り込んだネット証券が全米最大手に



(出所) https://www.on24.com/event/16/34/92/7/r/1/documents/slidepdf/summer_business_update_072018_v1.pdf

22

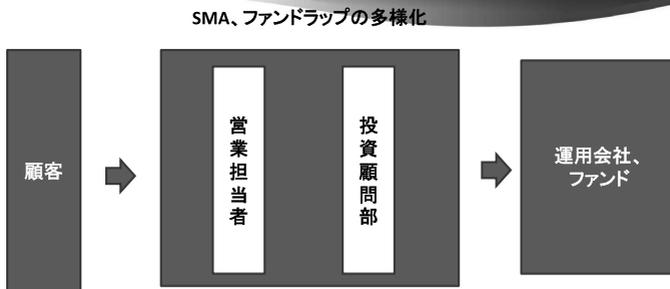
銀行はグループ内で緩い棲み分け



(出所)2016年5月31日Bank of America Deutsche Bank Global Financial Services Conference

23

営業担当者の裁量の拡大



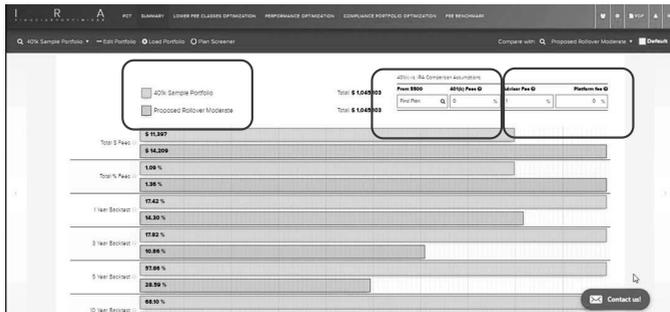
- アロケーション、銘柄選択の裁量を営業担当者にも認める
- ◆ 投資顧問部の選んだ銘柄に営業担当者が変更を申し出ることを認める
 - ◆ 特定のユニバースの中で営業担当者に銘柄選択を一任
 - ◆ 営業担当者に一任
 - ◆ 投資顧問部の選んだ運用会社、銘柄ユニバース以外の商品を加えることを認める

24

営業担当者に営業支援とコンプライアンス ツールを提供

- 企業型から個人型の確定拠出年金への移行時に活用
- 企業型と個人型のポートフォリオを比較し、手数料を比べる
- 企業型の手数料は開示資料データベースから取得
- 提案資料には、営業担当者のアドバイス料、プラットフォーム管理料を入力できる

個人型確定拠出年金提案書作成ツール



25

4. 結びにかえて

26

顧客本位の業務運営は追い風？

- 「顧客の最善の利益に資する営業」は、系列商品、高手手数料商品、回転売買を取り締まることが本来の目的ではないはず
- 証券業者・営業担当者の創意工夫により、顧客によって異なる「最善の利益」をそれぞれ模索するための、柔軟性の高い原則と捉えるべきであろう

27

「最善の利益」を見極めるのは誰なのか？

- 証券業者に各顧客の「最善の利益」を見極められるのか？最大公約数的なサービスにならないか？
- 各顧客の「最善の利益」を見極めるのは、営業担当者では？
- 営業担当者の裁量を増やしてもいいのではないか？
- 営業担当者に裁量を与えるためには、どのようなツールが必要か？

28

金融機関や営業担当者の個性や強みの可視化も必要

- どのような顧客層、どのようなサービスを得意とするのか
- 証券サービス+ α は何か
- 証券サービス+ α がどのような付加価値をもたらすのか
- 得意とする分野、顧客層+得意とする商品=付加価値