

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——

沼田 優子

要 旨

米国では、個人向けの証券営業チャンネルが多様化し、それぞれの業法が異なることから投資家保護水準に差が生じた。証券外務員のフィデューシャリー・デューティー（受託者責任、FD）議論が開始されたのは、この差を埋めるためである。

FDの中核をなす忠実義務は、顧客の最善の利益（best interest）のために行動することを義務付けているが、これは必ずしも最高級のアドバイスと同義ではない。顧客のニーズに合わせて費用を抑えるべく、アドバイスの不要な機能を削ぎ落とす必要もあるからである。

しかしそのためには投資アドバイスの機能や範囲を明らかにする必要があったため、「投資アドバイスとは何か」の議論が喚起された。また資産管理型営業を目指して有価証券や銘柄推奨に留まらない包括的なアドバイスを提供するようになった一方で、不要な過程は削ったり、外部委託、機械化することにより、投資アドバイスの機能分化が進み、裁量の度合いにも差が生じた。

つまり法規制の変更と実務上の工夫の相乗効果により、米国では対面アドバイスの可視化と多様化が実現したのである。こうして富裕層に留まらず、様々な投資家のアドバイス・ニーズに応えられる体制が出来上がり、投資家の裾野を広げていく一助になったとみられている。

目 次

- | | |
|---------------------|------------------------|
| I. はじめに | IV. 実務における投資アドバイスの機能分化 |
| II. 先行研究 | V. 結びにかえて |
| III. 法規制から見た投資アドバイス | |

I. はじめに

米国では、個人向けの証券営業チャンネルが多様化し、それぞれの業法が異なることから投資家保護水準に差が生じた。これを統一しようというのが、証券外務員のFD議論の端緒である。

もっともこれは証券販売規制の方向転換を促すものであったため、その後20年近く議論が積み重ねられた今も、決着をみていない。というのも従来型の証券制度は概ね、証券業者の不正行為等を禁止し、最低限遵守すべきミニマム・スタンダードを維持することを目的としていたからである。これに対しFDの中核をなす忠実義務は、顧客の最善の利益のために行動し、利益相反行為を排除しようとするものである。

この「最善」は、少なくとも投資可能資産の少ない資産形成層にとっては手数料が割高な「最高級」のサービスとは同義でないことが多い。従って投資家のすそ野が広がりつつある局面では、FD原則に基づくベスト・プラクティスを明文化することは難しい。

結局、FDを遵守するためには、各顧客のニーズなどに照らし合わせて何が最善かを見極め、商品やアドバイスの不要な機能をそぎ落とし、コストも抑えなければならない。よってFDは「投資アドバイスとは何か」という議論も喚起した。そもそも投資アドバイスの機能や範囲が明らかでないと、合理的削減もできず、FDを遵守し難いからである。

そこで本稿は米国の業法ごとのFDの発展経緯を辿りながら実務面の対応も紹介し、「投資アドバイスとは何か」を検証したい。

II. 先行研究

FDの法理論の代表的な研究としては、タマール [2014] がある。しかし米国の証券営業担当者¹⁾のFDについては、各業法の枠組みの中で議論されることが多い。例えば証券取引法はHazen [2016]、松岡 [2013]、投資顧問法はLemke [2015]、Securities Exchange Commission [2013]、Employee Retirement Income Security Act（従業員退職所得保障法、ERISA）はDepartment of Labor [2016c] 等がある。

一方、業法を跨る文献はSecurities Exchange Commission [2011]、Executive Office of the President of the United States [2015] 等に限られる。

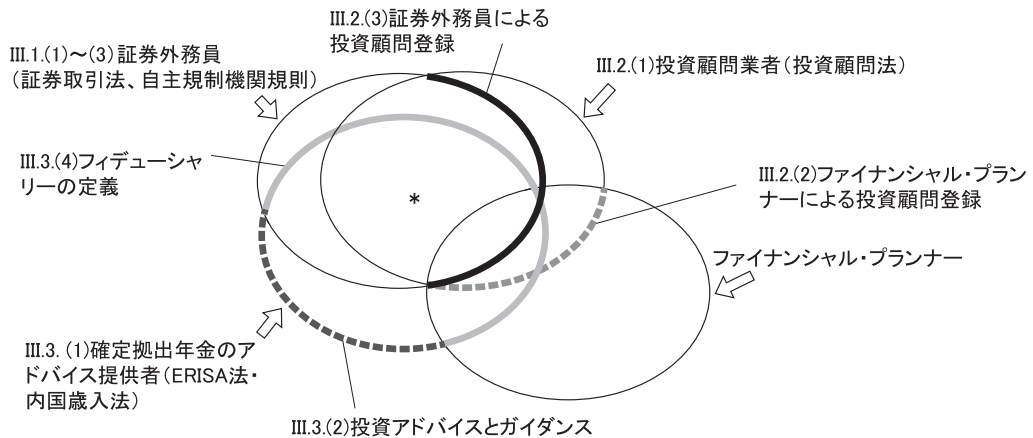
III. 法規制から見た投資アドバイス

証券営業担当者の大半が証券業者の証券外務員資格を持つ正社員であった80年代頃までは、証券取引所法と自主規制機関規則が主たる販売行為原則となっていた²⁾。

しかし、チャンネルの多様化とともに、投資顧問業者を規制する投資顧問法、年金制度を確立したERISAのFDも無関係ではなくなってきた。その結果、投資家保護水準に差があることが明らかになり、各業法の定義や範囲と同時にそもそも「投資アドバイスとは何か」についても議論の遡上に載せられた。

こうした議論により、法規制はいまだ網羅的・整合的ではないものの、次第に投資アドバイスが輪郭を現し始めた（図表1）。

図表1 投資アドバイスの提供者の法的位置づけ



* (1)証券外務員であるが、(2)投資顧問サービスも提供するために投資顧問登録も行い、(3)確定拠出年金も提供する営業担当者

- (注) 1) 矢印が指すそれぞれの円は営業担当者のタイプを示す
2) 番号は本文の該当部分。太線は業法の範囲に関わる議論

1. 証券取引法と自主規制機関規則

(1) 証券業者のFD

証券規制の枠組みでは明文化された規定はないものの、代理法理をベースにしながら、証券業者にはFDと看板理論 (Shingle Theory) という通常の注意義務 (duty of care) よりも高い概念の義務を課している³⁾。

このFDの認定基準や範囲には諸説あるが、その機能は限定的・補完的なものに留まっているとされる⁴⁾。証券取引委員会 (Securities Exchange Commission, SEC) が看板理論やそれを具現化した自主規制機関の公正慣習規則、詐欺防止条項である証券取引法規則10b-5を中核として連邦証券規制を確立させたからである。

(2) 看板理論

看板理論とは、証券業者の看板を掲げている者は、すべての公衆と公正に取引する旨を黙示

的に表示しているとする考え方である。不正取引や不当勧誘はその表示違反と捉え、その行為を詐欺的と位置づける⁵⁾。

というのも顧客と証券業者の関係は千差万別で取引関係の事情に応じてFDの内容も変わり得るため、守られるべき最低限の行為原則を形成するためには取引関係の事情に依存しないで適用できる10b-5が重視された⁶⁾。この10b-5は証券業者の詐欺的行為を禁止するものであるが、看板理論によってその適用範囲を広げてきたのである。

従ってこれに倣えば、市場価格よりもはるかに高い価格での販売、高圧的な販売等も規則10b-5違反となり得る。ただし、10b-5違反とするには詐欺的要素がなければならないし、不実表示等は証券の売買に「関して (in connection with)」行われなければならない。

(3) 適合性原則

看板理論は、公正慣習規則の中でも、特に適

投資アドバイスとは何か

合性原則と強く結びついた。具体的にFINRA (Financial Industry Regulatory Authority, 金融取引業規制機構) 規則2090は、顧客口座の開設・維持の際には、顧客に関する重要な情報を知り、維持するための合理的な注意を尽くさなければならぬとしている⁷⁾。また規則2011は取引や投資戦略を推奨する際には、(i)有価証券が投資にも、(ii)当該顧客にも適しているという合理的根拠を有していなければならず、(iii)当該顧客の取引頻度が高すぎないと信じる根拠もなければならぬとする。

つまり回転売買は(iii)で抑制され、系列運用業者の投資信託を販売するには適合性原則を満たすよう、特に注意が必要とされる⁸⁾。ただしこの枠組みで論じられる規則2111の「推奨」は定義づけられておらず、投資アドバイスそのものが不正以外の理由で議論的となることは多くない⁹⁾。

2. 投資顧問法

(1) 投資アドバイザーの定義

1940年投資顧問法の制定時の主たる規制対象は、投資信託の運用業者と個人向け投資顧問業者で、年金に代表される機関投資家が台頭するのはその後のことである。もっとも個人向け投資顧問業者がRIA (Registered Investment Advisor) と呼ばれ、広く認知されるようになったのは80年代後半以降である。

投資顧問法は、投資顧問業者を「報酬を受けて、証券の価値に関して、もしくは証券に対する投資、購入もしくは売却の可否に関して、他人へのアドバイスを業とする者（一部省略）」と定義し、投資顧問登録を義務付ける¹⁰⁾。つまり所属や職種を問わず、定義に該当すれば登録義務があるが、銀行、弁護士、会計士等と後述

要件を満たす証券業者は、定義から除外される。

(2) ファイナンシャル・プランナーの位置づけ

ところが70年頃から、ファイナンシャル・プランナー (FP) が台頭すると、彼らが投資顧問登録をする必要があるか、問われるようになった。

彼らは個人の金融資産全体を俯瞰してアドバイスを提供する専門職と認識され、ファイナンシャル・プランを作ることも多い。勃興期の多くのFPの収入は投資・保険商品の販売手数料等が主で、証券や保険外務員資格を有していた。しかし次第に金融アドバイスそのものの対価として、残高運動等の手数料を徴収する者も増えていった。

そこでSECは1987年の通達にて、運用業者や個別銘柄を特定した推奨を行う場合は投資顧問法上の投資アドバイス、一般論として証券投資の推奨を行うに留める場合は投資アドバイスではないとした。ただし、個別銘柄の推奨等に踏み込まなくても、業として報酬を得る場合は投資アドバイスと見なされる。こうして多くのFPは投資顧問登録が必要となった。

(3) 証券業者のアドバイス

次は資産管理型営業が普及してもなお、証券業者が投資顧問業者の定義から除外されるかが議論になった。投資顧問法202条(a)(11)(C)は、証券業者が本業に付随して投資アドバイスを提供し、特別な報酬を得ない場合は投資顧問業者の定義から除外するとしている。

議論のきっかけは、1999年、大手証券メリル・リンチが当時台頭してきたネット証券に対

抗するため、残高連動手数料の対面・ネット融合口座を開発したことであった¹¹⁾。同社の新口座とネット取引専用口座の手数料の差が、投資アドバイスの特別な報酬にあたるかを問われたのである。

SECは、新口座は一任取引ではなく、従来型の証券口座と本質的に変わらないため、投資顧問登録は不要とする規則を2005年に発効した¹²⁾。しかしFP協会が、投資家保護水準に差が生じるのは不当としてSECを提訴し、2007年にこの規則は無効となった。つまり、それまで投資顧問口座の大半はSMA (Separately Managed Account) 等の一任口座であったが、ヒット商品だった新口座が一夜にして投資助言口座となり、存在感を示すようになった。

同時期、前述したようにFPの多くも投資顧問登録が必要となっていたことから、大手証券の外務員が資産管理型営業を標榜してファイナンシャル・プランを作成したり、証券外務員登録も行っている独立系FPが投資商品のコミッション (委託売買手数料、販売手数料等) を包括的金融アドバイスの実質的な対価として得たりする場合も、「証券業に付随した」投資アドバイスと見なすかが問われた。

こうした証券外務員の行動については、2005年規則とこれをほぼ踏襲した2007年規則により¹³⁾、(i)アドバイスを分離して手数料を徴収したり、契約を締結したりする場合、(ii)投資の裁量行使する場合、アドバイスは証券付随業務とはみなさず、投資顧問登録が必要とした。

つまり、営業担当者のアドバイスの仕方によって投資家保護水準が異なる状態、特に独立系の営業担当者の場合は証券外務員型、投資顧問型 (RIA)、これらの兼業型が併存して顧客からは見分けがつかない状態が温存された。

そこで2010年ドッド・フランク法913条は、SECに証券外務員と投資顧問業者の規制ギャップについての調査を命じ¹⁴⁾、その結果作成された報告書は、両者に統一規制を課すべきとの提言を行った¹⁵⁾。しかしこれは証券外務員の負担増を意味することからその後の議論が足踏みしたため、オバマ政権はこれをERISA・内国歳入法の枠組みの中で実現するよう、舵を切った。

(4) 投資顧問法のFD

証券外務員が統一規制に消極的な理由は、投資顧問法では明文化されていないものの、信託法から発展したFDが義務付けられているからであった。合衆国最高裁判所は、キャピタル・ゲインズ事件¹⁶⁾において、「投資顧問法206条が投資顧問に対して、法それ自体によって当然にフィデューシャリー・デューティーを課している」と判示したのである¹⁷⁾。

その中核たる忠実義務は、顧客の最善の利益のために行動することを義務づけている。また顧客と投資顧問業者の間に利益相反が生じている場合、投資顧問業者は自分の利益よりも顧客の利益を優先しなければならない、いかなる利益相反の存在についても顧客に開示し、顧客から同意を得なければならない。

これに対して証券外務員の適合性原則は顧客に適していれば良いとする。また全ての利益相反に開示義務がある訳ではなく、利益相反の可能性があってもその旨を開示すれば義務を果たしたとされることが少なくない¹⁸⁾。

3. ERISA と労働省規則

(1) ERISA の投資アドバイス

1974年制定のERISAは信託法の考え方を基

礎として、FDを盛り込んだ。ERISA 3条(21)(A)では、年金プランに対して裁量を行使したり、手数料等の報酬を得て投資アドバイスを提供したりする者等はフィデューシャリーであると定めている。また404条においてフィデューシャリーが義務を果たすのは、加入者及び受益者のためだけであると、忠実義務を謳っている。

加えてERISAは、顧客の最善の利益を追求できるよう、406条の禁止取引条項及びその規則で、利益相反が生じ得る具体的行為を禁止している。投資顧問法206条も禁止取引条項であるが、これは証券取引法規則10b-5と同様に、詐欺的な行為を防止する制度設計となっており、ERISAのそれとは趣旨がやや異なる。また証券取引法の詐欺防止条項同様、投資顧問法の禁止取引条項違反を問うためには、「欺瞞の意図(Scienter)」を証明しなければならないことも多く、顧客にとってはハードルが高い¹⁹⁾。さらにERISAは、禁止取引除外規則(PTE, Prohibited Transaction Exemptions)で明示されない限り、禁止取引を行うことはできないが、証券取引法や投資顧問法の枠組みでは、利益相反の存在を顧客に開示し、書面にて同意を得れば事足りることもある、といった違いがある²⁰⁾。

1975年に労働省はERISA上の投資アドバイスとみなす5つの要件を定めた。その要件とは、(i)証券等の価値のアドバイスや売買の可否についての推奨を行うことを(ii)定常的に行い、(iii)双方の合意にもとづいて、(iv)アドバイスを投資の意思決定の主たる根拠とし、(v)そのアドバイスは年金ごとの固有のニーズに合わせたものであること、である。当時は企業型確定拠出年金が存在しておらず、機関投資家たる確定給付

年金にアドバイスする専門性の高い業者を念頭に、これらの要件が定められた²¹⁾。

(2) 投資アドバイスとガイダンス

ところが1980年代から拡大した企業型確定拠出年金が、1995年には企業の確定給付年金の残高を上回り²²⁾、自助努力型の年金で十分な老後の資産形成ができるのかが懸念された。そこで対応策として投資教育の個性が強まり、投資アドバイスの様相を帯びるようになったが、アドバイスのFDを負いたくない金融機関はその提供に慎重にならざるを得なかった。

こうした状況を憂慮した労働省は96年に、(i)プラン情報(プラン概要や投資選択肢)、(ii)一般的な金融及び投資情報(リスクとリターンの関係、分散投資等)、(iii)アセット・アロケーション・モデル(投資期間やリスク許容度の異なる架空の個人のアロケーション)、(iv)双方向教材(質問票、ワークシート、ソフトウェア等)は、投資アドバイスに相当しないとする解釈を明らかにした²³⁾。以降、金融機関はこれらアドバイス未満のサービスを「ガイダンス」と呼び、FDを案じることなく、積極的に提供し始めた。

一方、投資アドバイスの範囲が明確になったことからFDを負い、投資商品を特定したアドバイスを加入者に提供する投資顧問業者も登場した。ただし、ERISAは406条(b)で自己の利益のための取引や、年金資産に関する取引を第三者と行い、フィデューシャリーの勘定で報酬を受けることを禁止取引としているため、多くの年金運営管理・運用機関はこれに抵触する可能性があった。そのため加入者へのアドバイスは、これらの金融機関から独立した新興オンライン業者が主に提供した。彼らがロボ・アドバ

イザーの元祖と言われている。

(3) 確定拠出年金の運営管理機関による投資アドバイス

こうしてオンラインによる投資アドバイスが普及したが、それでも加入者の利用率は伸び悩んだ²⁴⁾。そこで、2001年12月の労働省助言意見により、独立業者のコンピュータ・プログラムを使用して投資一任・助言アドバイスを提供し、徴収する残高手数料が100ベシス・ポイントを超えず、その水準をアロケーションに応じて変えない、等の条件を満たせば、運営管理・運用機関であっても投資アドバイスを提供できるようにした²⁵⁾。

さらに2006年年金改革法601条は、投資対象に関わらず手数料が一定で、コンピュータ・モデルを使ったアドバイスの場合は禁止取引の適用除外とし、運営管理・運用機関自身もこれらを提供できるようにした²⁶⁾。ただし、このコンピュータ・モデルを使ったアドバイスは、(i)異なるアセットクラスの時系列データを用い、一般に受け入れられている投資理論を根拠としたもの、(ii)加入者の年齢、寿命予測、退職年齢、リスク許容度、他の資産、収入源、選好等の情報を活用したもので、(iii)投資選択肢を含むアセット・アロケーション・ポートフォリオを提示すること、(iv)アドバイスの提供者やその関係業者を優遇しないこと、(v)アドバイスの際には全ての選択肢を考慮した上で、特定の選択肢を優遇しないようにすること、という条件を満たさなければならない。また企業はアドバイスの提供業者の選定に関わるFDは負うが、個別のアドバイスについての責任は負わないこと等が定められている。

なおこれまで、投資アドバイスの議論は企業

型確定拠出年金の加入者が対象であったが、この法改正では、個人型確定拠出年金(IRA、個人退職勘定)も対象とした。またこれに先立ち、労働省は2005年の助言意見により、企業型から個人型への資産移管に伴うアドバイスは、対象外であるとした²⁷⁾。いずれも個人型の多様化や、転職・退職に伴う企業型から個人型への資産移管に伴い、1999年に個人型が企業型の残高で超えて主役となっていたことが背景にある²⁸⁾。

(4) 2016年フィデューシャリーの定義

FD議論の矛先を年金制度に定めたオバマ政権は、2015年2月に個人型の加入者の投資リターンは、利益相反のあるアドバイスによって年間1%、金額にして170億ドル押し下げられたと発表した²⁹⁾。例えば企業型から個人型への資産移管時に、営業担当者が企業型類似のポートフォリオを推奨しても、取引コストで15ベシス・ポイント、投資信託の手数料で110ベシス・ポイント程、割高な商品を提示したというのである³⁰⁾。

これに先立ち、2010年から労働省はERISA及び内国歳入法上のフィデューシャリーの対象を広げようとしており、遂に2016年4月6日、「フィデューシャリーの定義：年金の投資アドバイスに関する利益相反規則」でこれを実現させた³¹⁾。

この規則による大きな変更は、企業型から個人型への資産移管や引出し時も含めて、個人型のアドバイス提供者もフィデューシャリーの対象者としたことであった。証券外務員の大半が対象となり得るからである。

一方、投資教育等、投資アドバイスに当たらないコミュニケーションについては概ね96年の

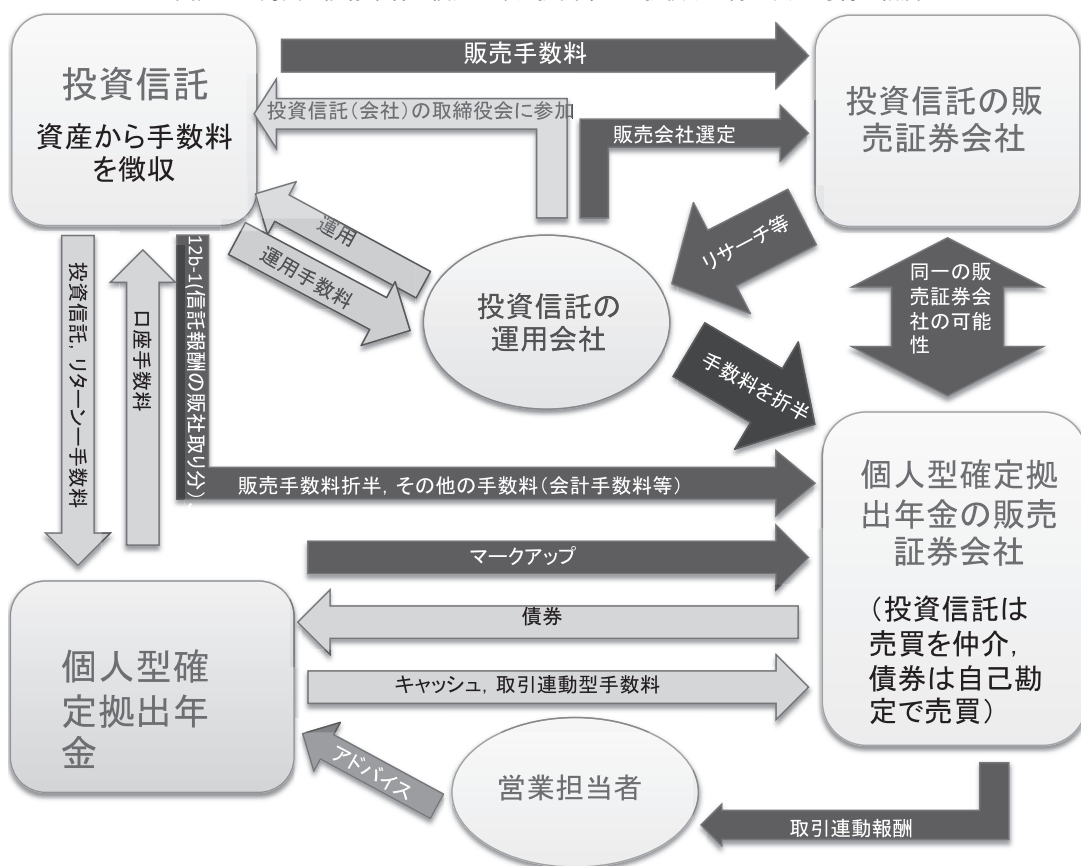
解釈通知を踏襲した。ただしアセット・アロケーション・モデルと双方向資料については、企業型では従来通り、企業が商品選定・監督を行うことから商品を選定しても推奨にはあたらないが、個人型では投資商品を選定した場合は推奨にあたり、フィデューシャリーとなるとした。

また労働省は禁止取引の適用除外も改正した。新たにフィデューシャリーとなる証券外務員のコミッション、12(b)-1手数料（信託報酬の販社取り分）、レベニュー・シェアリング（手数料折半）といった伝統的手数料慣行は利益相反の可能性があり（図表2）、前述の

ERISA 406条及び内国歳入法4975条のままではこれらの取引ができなくなる可能性があったからである。そこで労働省は、最善の利益を目指すことを明示した契約（Best Interest Contract）を交わすなど一定の要件を満たせば³²⁾、従来型の手数料を受け取れるとするBest Interest Contract Exemption（BICE）を設けた³³⁾。

その要件とは金融機関と営業担当者がフィデューシャリーであることを書面にて明示し、加入者の最善の利益（Best Interest）のために行動するといった「公平な行為基準」に従うこと、ノルマやボーナスといった利益相反を誘引

図表2 対面型証券業者が個人型確定拠出年金を提供する際の典型的利益相反



〔出所〕 Department of Labor [2016d]

しそうなインセンティブを与えないと保証すること、重大な利益相反や手数料・報酬、自社商品及び第三者からの支払いの有無について開示すること、等である。特に第三者からの支払いや自社商品の提供がある場合は、投資選択肢に制約が出ることも加入者に書面にて通知しなければならない。

なお、アドバイスの中身に応じて手数料が変化しない「均一手数料 (Level Fee)」のみを受け取るフィデューシャリーはBICEよりも要件がやや緩和される。

IV. 実務における投資アドバイスの機能分化

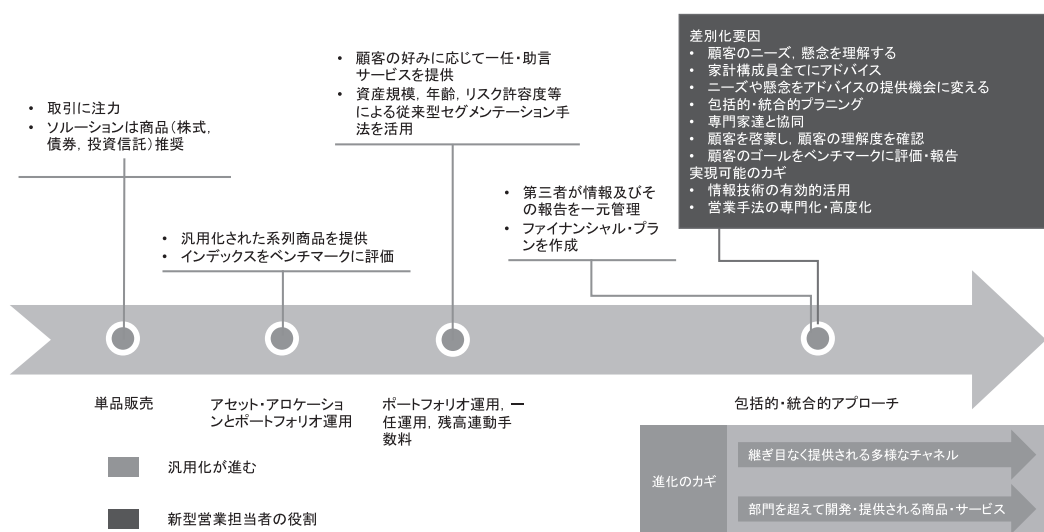
1. 投資アドバイスの歴史的推移

前章でみた制度変更等も踏まえ、投資アドバイスの付加価値は、時代とともに変容を遂げた(図表3)。

従来、証券外務員は取引を成立させることに注力し、アドバイスとはすなわち単品商品の推奨であった。しかし1974年にERISAが成立し、企業年金市場を通じて現代ポートフォリオ理論に則った投資が加入者の最善の利益に叶うという考え方が、個人投資家にも徐々に認知されていった。具体的には資産全体を俯瞰したポートフォリオ運用とアセット・アロケーション、対ベンチマークのパフォーマンス評価、リバランス等の概念である。またこの頃から株式や債券に代わり、投資初心者向けの商品として投資信託が普及していったが、当初は大手証券が系列商品を販売するのが一般的であった。

87年のブラックマンデーを経て、系列商品や高手数料商品に偏重した販売、回転売買が問題となり、中立的なアドバイスや取引高に連動しない残高手数料が求められるようになった。また90年代半ばからはネット証券に対抗する意味合いもあり、大手がSMA等の残高手数料型の一任運用サービスを充実させていった。

図表3 営業担当者が提供する付加価値の変遷



〔出所〕 AT Kearney [2016]

その後、2001年のITバブル崩壊や2008年の金融危機を経て、投資の難しさを実感した個人投資家は対面に回帰した。同時に中立性を謳う独立系営業担当者が台頭し、従来以上にファイナンシャル・プランの作成や金融情報の一元管理が重視されていった。こうして現在は、単に一金融機関や一営業担当者取引を集中させるだけではなく、資産全体、家計全体を俯瞰した上で投資のゴールを設定し、それぞれの資産の相関や税の影響等も考慮しながらアドバイスを提供することが理想とされている。もっともこうしたアドバイスが受けられるのは富裕層に限られ、顧客の資産規模に応じて従来型の簡易なアドバイスも提供されている。

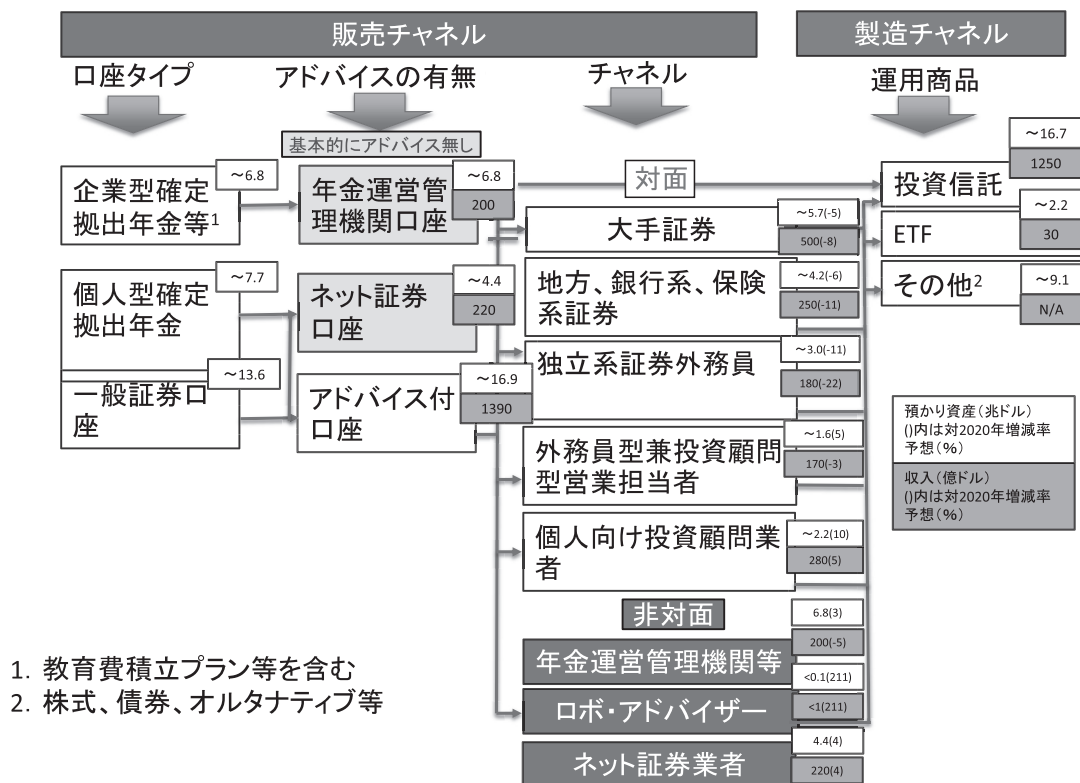
2. アドバイスのチャンネルによる多様化

とはいえ、一金融機関、一営業担当者が顧客に応じてアドバイスの中身に差をつけることは容易でない。当初は投資アドバイスの機能や範囲が規定されていなかったからである。また対面チャンネルの手数料はほぼ一律であった。そこで、投資家の裾野が広がる過程におけるアドバイスの多様化は、金融機関の棲み分けによって始まった（図表4）。

そもそも一般個人を投資に導いたのは、確定拠出年金である。実際、2016年の個人型・企業型合計の預かり資産は14.5億ドルと一般証券口座の13.6億ドルを上回る。

企業型確定拠出年金は対面アドバイスが基本

図表4 チャンネル別米国リテール証券業



【出所】 A.T. Kearney (2016)

的にないが、個人型は非対面のネット証券に口座を作らない限り、一般の対面証券口座と同様、アドバイスが受けられる。

この対面チャネルは従来、大手証券と地方証券のみであったが、組織に属さない独立系の証券外務員やFPが台頭したり、保険代理店が証券市場に参入したりして、多様化が始まった。また90年代に入ると銀行も証券販売を本格化した。異業種チャネルは、初心者向けと言われる投資信託販売に依存する傾向が強くなり、本業と証券業を跨ぐ包括的アドバイスを目指した。

さらに80年代後半からはネット証券の前身であるディスカウント・ブローカーが対面チャネルに参入する手段としてRIAを後方支援し、証券外務員の独立を促した。このRIAは次第に運用に特化したマネーマネージャー（シェア9%）、退職・教育資金プランニング等を行う投資アドバイザー（64%）、前述のFP（21%）、事業継承や相続対策等を行うウェルス・マネージャー（5%）等、得意分野・営業手法によって細分化していく³⁴⁾。

またこうした独立気運を受け、証券業と投資顧問業を兼業するハイブリッド型も増え、独立系チャネルの預かり資産合計は6.8兆ドルと大手証券の5.7兆ドルを上回った。

3. アドバイスの機能分化

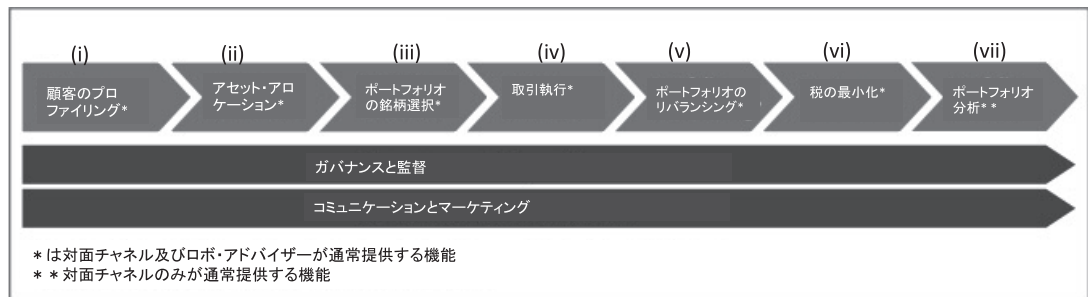
こうしてアドバイスの注力分野や投資家保護水準に差が出始めたことから、その機能や範囲についての議論が開始されたのは前述した通りである。その結果、可視化されたのが図表5に見るアドバイスの7つの機能である。そして金融機関や営業担当者はこれらの機能を取捨選択することで新たなサービスも生み出した。

例えば従来型の証券営業は、適合性原則の遵守のために(i)最低限の顧客プロファイリングを行い、(iii)銘柄選択と(iv)取引執行を行っていたといえよう。

しかし近年は、営業担当者が付加価値を提供するために(i)顧客のプロファイリングを充実させている。(i)を独立したファイナンシャル・プラン・サービスとして切り出すことも少なくない。

また従来の証券営業に比べて機能が充実すると、これらを一人でこなす優秀な営業担当者の負担が増え、彼らの人件費も上がったことから、分業化も進んだ。例えば(iii)銘柄選択を運用業者に託するのが一般の投資信託、これに(ii)アセット・アロケーションも加えたのがバランス型ファンド、また(i)～(v)の大半を証券業者や運用業者の裁量に任せるのがSMAやファンド・

図表5 投資アドバイスのバリューチェーン



〔出所〕 FINRA [2016]

者が増えるのも頷けよう。

5. 投資アドバイスの効果測定

こうして投資アドバイスの可視化が一層進むと、その効果測定も始まった。

営業担当者のアドバイスによる付加価値の名称は統一されておらず、その要素も様々で、研究は緒についたばかりである(図表7)。それでもこれらの検証結果を見ると、営業担当者のアドバイスによって、投資パフォーマンスが182~300ベシス・ポイント程、向上することが明らかになりつつある。

例えばBlanchett et al. [2013] は「 γ 」の内訳として、引出戦略(どの口座のどの資産をどの順番で引き出すかの戦略を練ること)、アセット・ロケーション(どの口座でどの資産をどのタイミングで購入するかの戦略を練るこ

と)、アセット・アロケーション等を挙げている。Kinniry [2014] も「営業担当者の α 」には、上記に加えてパニック売りを諫める等の投資行動のコーチング効果が含まれると指摘している。Envestnet [2016] の「キャピタル Σ 」には税の最小化、銘柄選択、ファイナンシャル・プラン等が含まれると結論づけている。

VI. 結びにかえて

以上、法規制及び実務の両面からこれまでの米国の投資アドバイスの議論を整理してきたが、課題も残っている。

何よりもトランプ政権は営業担当者に新たにFDを課すことで、資産形成層が投資アドバイスを受けにくくなることを懸念している。投資家保護水準が高まっても金融機関及び営業担当

図表7 投資アドバイスの効果測定

Blanchett の γ		Kinniry のアドバイザーの α		Envestnet のキャピタル Σ	
付加リターンの 内訳	付加リ ターン (bpt)	付加リターンの 内訳	付加リ ターン (bpt)	付加リターンの 内訳	付加リ ターン (bpt)
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 bpt	ファイナンシャル・ プランニング	>50bpt
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	40bpt	資産選択及び アロケーション	28
引出戦略	54	リバランス	35bpt	銘柄選択	
負債の適正化	14	投資行動の コーチング	150bpt	アクティブ運用	85bpt
アセット・ ロケーション	52	アセット・ ロケーション	0 ~75bpt	パッシブ運用	82bpt
合計	182	引出戦略	0 ~110bpt	定期的なリバランス	44bpt
		トータル・リターン 対インカム投資	> 0 bpt	税の最小化	100bpt
		合計	約300bpt	合計	約300bpt

[出所] Envestnet [2016], Kinniry [2014], Blanchett [2013]

投資アドバイスとは何か

者の負担増が費用増につながれば、顧客を選別する可能性があるからである。そのため、労働省規則の一部は2017年6月に適用されたが、残りの行方には不透明さが残る。

それでも長期にわたるFDの議論が、「投資アドバイスとは何か」について精査する機会を繰り返して与えてきたことは間違いなく、この間の実務の多様化と工夫には目を見張るものがある。

FDを中心とする営業慣行見直しの議論は我が国の他、英国、カナダ、オーストラリア等でも繰り返されているが³⁵⁾、米国に倣えば今後、投資家の裾野を広げて行く上では、利益相反の排除とともに投資アドバイスの一層の多様化が重要となっていくかもしれない。

注

- 1) 本稿では、個人投資家向けに対面で投資アドバイスを提供する者を総称して証券営業担当者と表記する。証券外務員（社員型及び独立系）、個人向け投資顧問業者、両者の兼業者、FP等が含まれる。
- 2) 黒沼 [1999]
- 3) 松岡 [2013]
- 4) 松岡 [2013]
- 5) 松岡 [2013]
- 6) 黒沼 [1999]
- 7) Financial Industry Regulatory Authority [2011]
- 8) Hazen [2016]
- 9) ただし特定の銘柄の推奨が含まれない限り、(i)一般的な金融・投資情報、(ii)企業年金や福利厚生プラン及びこれらの投資選択肢の説明等、(iii)アセット・アロケーション・モデル、(iv)双方向資料、等のコミュニケーションは、規則2011の適用除外とする。Financial Industry Regulatory Authority [2012]
- 10) ジェフリーJ. ハース [2015]
- 11) 沼田 [2006]
- 12) Securities Exchange Commission [2004], Securities Exchange Commission [1999]
- 13) Securities Exchange Commission [2007]
- 14) Dodd-Frank Act [2010]
- 15) Securities Exchange Commission [2011]
- 16) Securities Exchange Commission v. Capital Gains Research Bureau, Inc., 375 U.S. 180 (1963)
- 17) ジェフリーJ. ハース [2015]
- 18) Securities Exchange Commission [2013]
- 19) Department of Labor [2016d]
- 20) Wagner [2011]
- 21) 29 CFR Parts 2510.3-21(c)
- 22) Board of Governors of the Federal Reserve System [2016]
- 23) Department of Labor [1996]
- 24) 野村 [2003]
- 25) PWBA Office of Regulations and Interpretations [2001]
- 26) Pension Protection Act of 2006. 詳細は野村 [2006]。
- 27) Department of Labor [2005]
- 28) Board of Governors of the Federal Reserve System [2016]
- 29) Executive Office of the President of the United States [2015]
- 30) ただし企業型確定拠出年金は年金自体の運営費用が25ペーシス・ポイントかかるため、費用差は合計で100ペーシス・ポイントとなる。Executive Office of the President of the United States [2015]
- 31) Department of Labor [2016c]
- 32) 企業年金の場合、契約書は不要
- 33) Department of Labor [2016b]
- 34) SEI [2015]
- 35) Department of Labor [2016d]

参考文献

- 梅沢拓 [2016] 「「フィデューシャリー・デューティー」をめぐる議論と金融機関の今後の課題」『金融法務事情』2033号、1月10日、30-38頁
- 黒沼悦郎 [1999] 『アメリカ証券取引法（アメリカ法ベーシックス）』、弘文堂
- ジェフリーJ. ハース、ステイブンR. ハワード [2015] 『アメリカ投資顧問法』、弘文堂
- タマール・フランケル [2014] 『フィデューシャリー「託される人」の法理論』、弘文堂
- 沼田優子 [2013] 「個人の資産形成手段として進化を続ける証券投資—米国証券営業における受託者責任の事例から—」『明治大学国際日本学研究』39-56頁
- 沼田優子 [2010] 「米国に見る証券営業担当者のアドバイスのあり方に関する議論—制度改革議論が進めた証券アドバイスの類型化」『資本市場クォーターリー』春号、野村資本市場研究所、1-11頁

- 沼田優子 [2006] 「米国証券会社の投資アドバイス業務を巡る議論」『資本市場クォーターリー』冬号, 野村資本市場研究所, 35-46頁
- 沼田優子, 淵田康之 [2005] 「日米ファイナンシャル・プランナーの実態と制度比較」『資本市場クォーターリー』秋号, 野村資本市場研究所, 101-109頁
- 野村亜紀子 [2006] 「米国の企業年金改革法について」『資本市場クォーターリー』秋号, 野村資本市場研究所, 123-138頁
- 野村亜紀子 [2003] 「米国の401(k)プランの加入者教育の新潮流」『資本市場クォーターリー』夏号, 野村資本市場研究所, 1-13頁
- 松岡啓祐 [2013] 『証券会社の経営破綻と資本市場法制－投資者保護基金制度を中心に』, 中央経済社
- A.T. Kearney [2016] “A.T. Kearney Study: The \$20 Billion Impact of the New Fiduciary Rule on the U.S. Wealth Management Industry,” *A.T. Kearney Analysis*, August.
- Bogle, J. C. [2016] “Putting Investors First”, *The Journal of Portfolio Management*, Winter, pp.9-13.
- Board of Governors of the Federal Reserve System [2016] “Financial Accounts of the United States: Flow of Funds, Balance Sheets, and Integrated Macroeconomic Accounts—Historical Annual Tables,” *Federal Reserve Statistical Release*, 1995-2004 & 2005-2015, June 9.
- Blanchett, D. and Kaplan, P.D. [2013] “Alpha, Beta, and Now… Gamma,” *Morningstar Magazine*, December/January, pp.60-63.
- Chiglinsky, K. [2016] “Ameriprise Weighs Adding Advisers as Regulation Squeezes Rivals,” *Bloomberg*, April 29.
- Department of Labor [2017] “Consumer Protections for Retirement Investors—FAQs on Your Rights and Financial Advisers,” January. (<https://www.dol.gov/sites/default/files/ebsa/about-ebsa/our-activities/resource-center/faqs/consum-er-protections-for-retirement-investors-your-rights-and-financial-advisers.pdf>)
- Department of Labor [2016a] “Conflict of Interest Exemptions FAQs.” (<https://www.dol.gov/sites/default/files/ebsa/about-ebsa/our-activities/resource-center/faqs/coi-rules-and-exemptions-part-1.pdf>)
- Department of Labor [2016b] “Best Interest Contract Exemption,” *Federal Register*, Vol.81, No.68, April 8, pp.21002-21085.
- Department of Labor [2016c] “Definition of The Term “Fiduciary;” Conflict of Interest Rule—Retirement Investment Advice,” *Federal Register*, Vol.81, No.68, April 8, pp.20945-21002.
- Department of Labor [2016d] *Regulating Advice Markets*, April. (<https://www.dol.gov/sites/default/files/ebsa/laws-and-regulations/rules-and-regulations/completed-rulemaking/1210-AB32-2/conflict-of-interest-ria.pdf>)
- Department of Labor [2005] *Advisory Opinion* 2005-23A, December 7. (<https://www.dol.gov/agencies/ebsa/employers-and-advisers/guidance/advisory-opinions/2005-23a>)
- Department of Labor [1996] “Interpretive Bulletin 96-1; Participant Investment Education; Final Rule,” *Federal Register*, Vol.61, No.113, June 11, pp.29585-29590.
- Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act [2010] H.R. 4173, January 5, 2010.
- Envestnet [2016] *Capital Sigma: The Return on Advice*, Envestnet.
- Executive Office of the President of the United States [2015] *The Effects of Conflicted Investment Advice on Retirement Savings*, February. (https://www.whitehouse.gov/sites/default/files/docs/cea_coi_report_final.pdf)
- Financial Industry Regulatory Authority [2016] “Report on Digital Investment Advice,” March.

- Financial Industry Regulatory Authority [2012] "Suitability-Additional Guidance on FINRA's New Suitability Rule," *Regulatory Notice*, 12-25, May. (<http://www.finra.org/sites/default/files/NoticeDocument/p126431.pdf>)
- Financial Industry Regulatory Authority [2011] "Know Your Customer and Suitability-SEC Approves Consolidated FINRA Rules Governing Know-Your-Customer and Suitability Obligations," *Regulatory Notice*, 11-02, January. (<http://www.finra.org/sites/default/files/NoticeDocument/p122778.pdf>)
- Hazen, T. L. [2016] *Treatise on The Law of Securities Regulation*, Thomson Reuters
- Investment Advisers Act of 1940 [1940] Public Law 111-203, August 22. (<https://www.sec.gov/about/laws/iaa40.pdf>)
- Kinniry, F.M.Jr., Jaconetti, C.M., DiJoseph, M.A., Zilbering, Y. & Bennyhoff, D.G. [2016] "Putting a Value on Your Value: Quantifying Vanguard Advisor's Alpha," *Vanguard Research*, September.
- Kunel, K. [2016] *Exploring Advice: What You Need to Know About Good Financial Advice, a Quality Financial Plan and the Role of a Fiduciary*, CreateSpace Independent Publishing Platform.
- Lemke, T.P., & Lins, G.T. [2015] *Regulation of Investment Advisors*, Thomson Reuters Westlaw.
- Pension Protection Act [2006] Public Law 109-280, August 17. (<https://www.congress.gov/109/plaws/publ280/PLAW-109publ280.pdf>)
- PWBA Office of Regulations and Interpretations [2001] *Advisory Opinion*, 2001-09A, December 14. (<https://www.dol.gov/ebsa/programs/ori/advisory2001/2001-09a.htm>)
- Scott, J. [2012] "Household Alpha and Social Security," *Financial Analysts Journal*, vol.68, No. 5. September/October, pp.6-10. (<http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/faj.v68.n5.3>)
- Securities and Exchange Commission [2013] *Regulation of Investment Advisers*, March. (https://www.sec.gov/about/offices/oia/oia_investman/rplaze-042012.pdf)
- Securities and Exchange Commission [2011] *Study on Investment Advisers and Broker-Dealers*, January. (https://www.sec.gov/news/studies/2011/913_studyfinal.pdf)
- Securities and Exchange Commission [2007] "Interpretive Rule Under the Advisers Act Affecting Broker-Dealers," *Securities and Exchange Commission*, Release No. IA-2652, September 24. (<https://www.sec.gov/rules/proposed/2007/ia-2652.pdf>)
- Securities and Exchange Commission [2004] "Certain Broker-Dealers Deemed Not To Be Investment Advisers," *Securities and Exchange Commission*, Release Nos. 34-50213; IA-2278. (<https://www.sec.gov/rules/proposed/34-50213.htm>)
- Securities and Exchange Commission [1999] "Certain Broker-Dealers Deemed Not To Be Investment Advisers," *Securities and Exchange Commission*, Release Nos. 34-4209; IA-1845. (<https://www.sec.gov/rules/proposed/34-42099.htm>)
- Securities and Exchange Commission [1987] "Applicability of the Investment Advisers Act to Financial Planners, Pension Consultants, and Other Persons Who Provide Investment Advisory Services as a Component of Other Financial Services," *Securities and Exchange Commission*, Release No. IA-1092. (<https://www.sec.gov/rules/interp/1987/ia-1092.pdf>)
- SEI [2015] *Next Wave Financial Planning*, SEI.
- Wagner, M. S. [2011] *Basics of ERISA*, October 17.

(明治大学国際日本学部特任准教授・
当研究所客員研究員)