

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

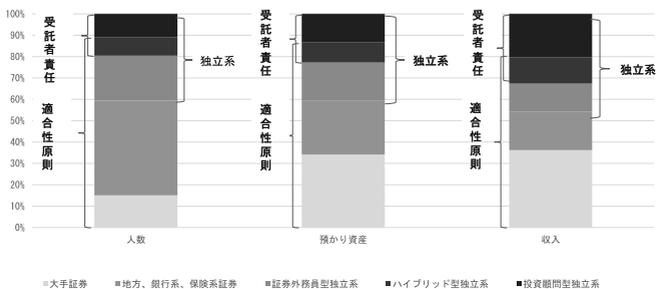
1. 米国における顧客本位の業務運営

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

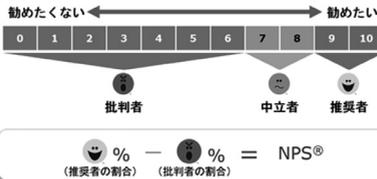
8

顧客に聞く: ネット・プロモーター・スコア (NPS)



NPSの測定手法

“当社の商品を、知人の方に、どの程度すすめていと思われませんか？”



(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

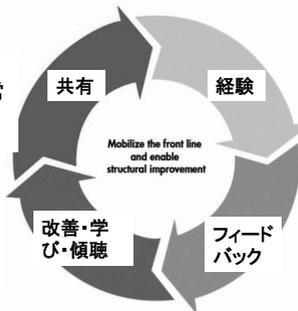
顧客に聞く: ネット・プロモーター・スコア (NPS)

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

対応事例を当事者、管理職、経営幹部で共有
研修にも活用

批判的スコアだった場合、支店長等が24時間以内に対応



顧客が同社のサービスを受ける

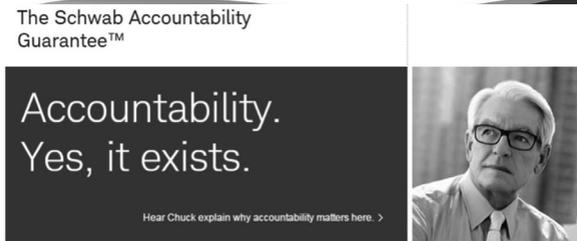
NPSスコアでフィードバックを受ける

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

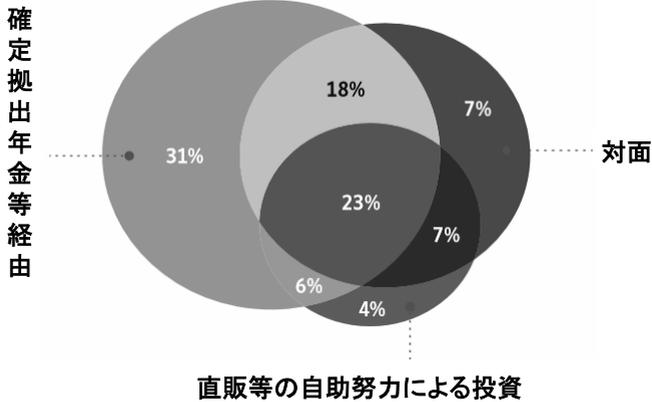
営業担当者の役割は、ホームドクターから パーソナル・トレーナーへ

- 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) Knull, 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	セルーリ社の分類
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

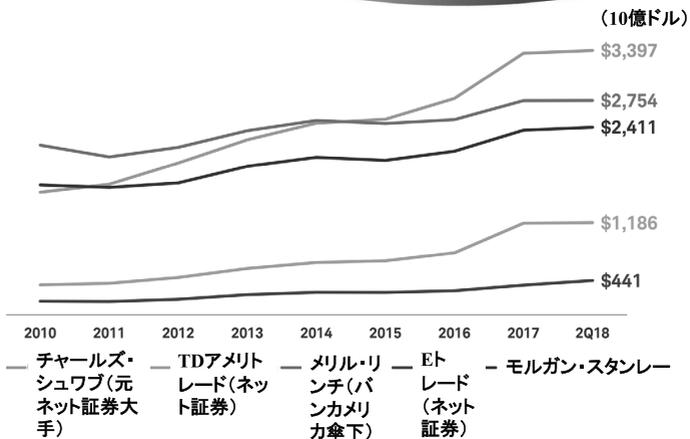
大手証券は顧客層を絞り、棲み分けが明確に

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

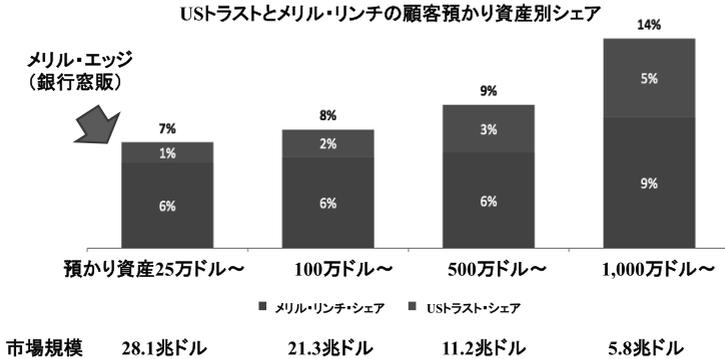
資産形成層を取り込んだネット証券が全米最大手に



(出所) https://www.msc.com/2018/07/16/34/92/7/r/1/documents/slidepdf/summer_business_update_072018_v1.pdf

22

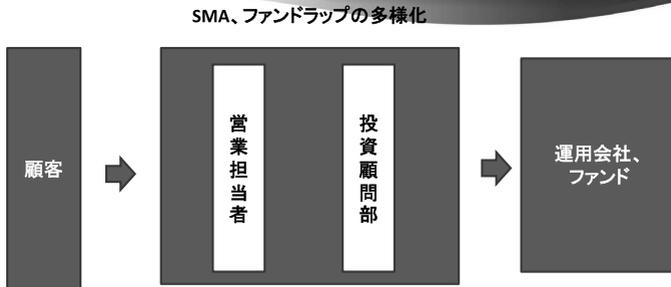
銀行はグループ内で緩い棲み分け



(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



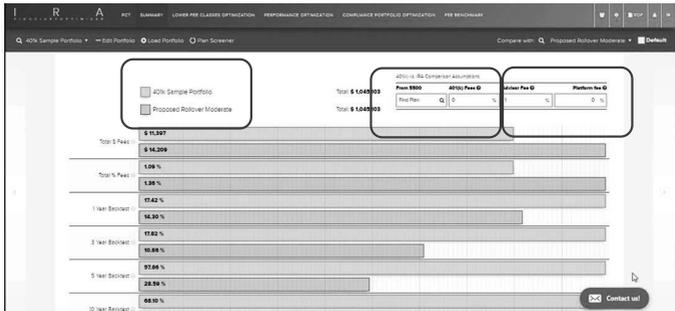
- アロケーション、銘柄選択の裁量を営業担当者にも認める
- ◆ 投資顧問部の選んだ銘柄に営業担当者が変更を申し出ることを認める
 - ◆ 特定のユニバースの中で営業担当者に銘柄選択を一任
 - ◆ 営業担当者に一任
 - ◆ 投資顧問部の選んだ運用会社、銘柄ユニバース以外の商品を加えることを認める

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