

「顧客本位の業務運営」にみる日米の現状と課題

イボットソン・アソシエイツ・ジャパン 取締役会長 山口 勝業 CFA/CMA

昨年3月末に金融庁が公表した「顧客本位の業務運営に関する原則」は、いわゆるフィデューシャリー・デューティを明文化したもので、我が国では多くの金融機関がこれを踏まえた遵守宣言を公表してきた。筆者は過去2年、本誌7月号で毎年このトピックで論考を本誌に発表してきた¹。これらのフォローアップとして、我が国だけでなく最近の米国での業界動向も踏まえて、経済学からの示唆を得ながら論点を整理してみたい。

米国では労働省からSECへ主役交代か？

米国の労働省(DOL: Department of Labor)が2016年4月に公表して、1年後の2017年4月から適用されるはずだった「フィデューシャリー・デューティ」の定義:退職者の投資助言における利益相反規則」は、現在一時棚上げ状

態になっている。2016年11月に就任したトランプ大統領が「待った」をかけて見直しを命じたからである。その後いくつかの州の裁判所が、「この規制は労働省の越権行為だから無効だ」という判決を下している。その理由は、投資助言業者の監督権限は証券取引委員会(SEC: Securities

¹ 「米国労働省発 フィデューシャリー・デューティ規範の衝撃」本誌2016年7月号、「“お客様ファースト”の投資信託業務の実現方法」本誌2017年7月号。

【解説】米国SEC「最善の利益」規制は必ずしも金融セクターに望ましいとは限らない

株式リサーチ・ディレクター, Morningstar, Inc. マイケル・ウォン CFA/CPA



米国の証券取引委員会(SEC)が新たに公表した「最善の利益ルール」が、先に労働省(DOL)が公表したフィデューシャリー・ルールと比較して(それ以上とは言わないまでも)同じくらい

の影響を金融セクターの構造改革にもたらすかどうかは、ひとえにどの程度ルールの強制執行力をSECが行使するにかかっている、と我々は考える。

SECとDOLの2つの規制案の違い

SECの規制案は現在パブリック・コメントを募集中で、一方のDOLルールは執行が一時停止の状態だ。現状どちらのルールも堅固に確立されていない状況ではあるが、米国では最善の利益に関する何らかの基準が設けられる方向にあることはほとんど間違いない。

SECの「最善の利益ルール」とDOLのルールは多くの点でその内容が重複してはいるが、2つの点で大きな違いがある。第一に、SECルールが網をかける範囲は課税口座あるいは(非課税の)退職口座に対して投資を推奨する

人々なのに対して、DOLのルールが対象とするのは後者の退職口座だけだ。ファイナンシャル・アドバイザーの預かり資産の規模は、課税口座のほうがIRA(個人退職口座)の2倍から4倍も大きい。

第二に、SECはその規制の強制執行力を持っているが、DOLルールが適用されるかどうかは「最善の利益に関する免責条項」* (BICE: Best Interest Contract Exemption)をめぐって起される集団訴訟の成否にかかっている。

金融サービス業界の当事者たちは集団訴訟に直面する危険性がより少ないという点ではSECルールを歓迎するはずだが、その反面SECの規制は強制執行を持っているのでコストはもっと高くなるだろう。DOLのBICEでは金融機関に対して懲罰的なダメージを与えないという条項を顧客との契約書のなかに盛り込むことができるので、集団訴訟で敗訴しても投資家へは現状の回復か損失補てんまでにとどまる。しかしSECの強制執行では、損失を被った投資家への現状回復だけでなく、監督当局から罰金を科せられる可能性がある。これはウェルス・マネジメント業界が

* 米国労働省が公布した条例。米国の年金基本法にあたる従業員退職保障法(ERISA: Employees Retirement Income Security Act)のフィデューシャリー・デューティ要件では保護されない口座——例えば個人退職口座(IRA: Individual Retirement Account)などに関与する金融機関に対して適用される免責条項。口座開設、投資助言などの契約書等に書面で記載され投資家と合意すべき事項として、フィデューシャリーとしての立場の明記、利益相反に当たる可能性のある報酬の開示、投資家から受け取る報酬の対価として提供される継続的サービスの内容などを明示することで、当該金融機関およびそのアドバイザーの行為がフィデューシャリー・デューティに反していないとされる。

Exchange Commission)に属しているから、労働省がこれを行うのは行政上の越権だというものだ。

DOLが監督するのは「退職者のための年金口座」だ。他方、SECが監督するのは金融機関とその商品で、具体的には投資商品の販売や助言に関わる「役職員」セールス担当者や投資アドバイザーである。この行政上の守備範囲の違いが、DOLが規制案を公表した一昨年の当初から筆者も疑問視していた点だ。

こうした動きを受けてSECは本年(2018年)4月18日に独自のフィデューシャリー・デューティ規制案“Best Interest Rule”を公表して、現在パブリック・コメントを募集しているところだ。今後、DOL案とSEC案がどのような決着をみせるのかは現段階ではなんとも予想しがたい。DOL案が廃案になってSEC案が採用されるのか、あるいは両方の案で折り合い

をつけて統合された案に一本化されるのか、などいくつかの帰結が想定される。Morningstarのアナリストで本件に詳しいマイケル・ウォンが最近公表したコメント²の邦訳を【解説】コラムに掲載したので、そちらも参照いただきたい。

規制案がいずれであれ、主要な論点は3つ

このように米国では行政上SECとDOLの2つの案が併存し、行政と司法で意見が食い違っており、州によって司法の意見が異なるという、やや混沌とした状態にある。しかしフィデューシャリー・デューティ論争の根源は次の点にあることは明らかだ。すなわち、投資信託をはじめ金融商品の販売を担うブローカー/ディーラー(金融機関の営業職員)が推奨行為を行うことが、顧客とのあいだで利益相反が存在するにも関わらず、顧客にとっての最善の利益であるかのように顧

² Michael Wong, “The SEC’s Regulation Best Interest May Not Be What the Financial Sector Wished For”, April 23, 2018. <http://www.morningstar.com/articles/860666>

想定していなかった点だ。実際過去2年間でSECは摘発を通じて約20億^{ドル}の罰金を課してきた。

どのような影響を金融サービス業界にもたらすか?

DOLのフィデューシャリー・ルールと同様、SECの「最善の利益ルール」も金融セクター全体にわたって広範囲な影響を及ぼす可能性がある。その影響度は、投資信託や証券などの主な金融商品の販売に携わるファイナンシャル・アドバイザーの行動をSECがどのように規制するのにかかっている。DOLのフィデューシャリー・ルールと同様、SECが提案するルールでも「利益相反に関する義務」が盛り込まれている。

具体的には、ある投資推奨行為が金銭的インセンティブを伴うために重要な利益相反がブローカー/ディーラー側にある場合には、アドバイザーはその利益相反を完全になくすか、開示するかまたは回避させなければならない。またブローカー/ディーラーは、こうした利益相反の発生を検知するための方針と手順を明記したものを用意しておかなければならない。

もしSECがそのルールを厳格に適用すると、DOLルールと同様に劇的な変革をもたらすに違いない。仮にDOLルールが完全に廃棄されたとすると、SECが提案した規制によって相対的に得をする業界はどこかといえば保険会社だろう。なぜならSECは証券取引に関する監督当局だからだ。保険商品のいくつかは「証券」とは見做されていないので、規制の隙間をすり抜けてしまうかもしれない。

運用業界は新しい潮流に適応すべきだ

このように現状では規制はやや混乱している。だが投資運用業界の潮流は今後もこの方向に向かって続くであろう。SECが提案する「最善の利益ルール」、には、アドバイザーに要請される開示の新たな様式と既存のフィデューシャリー・デューティの明確化が盛り込まれているが、これらは改訂されるかもしれない。また退職口座へのアドバイスに対するDOLの規制もさらなる検討を経て改訂されるかもしれない。しかも、いくつかの州では自らフィデューシャリー・ルールを制定する動きがある。

「最善の利益」あるいは「フィデューシャリー基準」が米国内の多くの司法管轄地域で拡散し、またグローバルにも標準となるのは間違いないので、ウェルス・マネジメント会社はこれに対処できるシステムを準備しておくべきだろう。最善の利益基準に適合しているかどうかをどこかで問われることになるはずだから、そのシステムによって「自社の利益よりも顧客にとって最善の利益を優先している」ことを合理的に証明できるようにしておくべきだ。

また最善の利益を志向する業界の潮流に加えて、投資運用会社はまた低コストの投資商品、(販売手数料ではなく)運用報酬ベースのサービス、そしてデジタル技術を利用するアドバイスなどに向けた長期的な業界のトレンドにも対応していくべきである。とはいえ、短期的な収益に影響するのは資産価格や金利動向ではあるが……。

(本コラムは、Michael Wong, “The SEC’s Regulation Best Interest May Not Be What the Financial Sector Wished For”, April 24, 2018, Morningstarの主要部分を翻訳したものです)

客に誤解されがちだ、という点である。

投資プロフェッショナルの世界的組織であるCFA協会で見解を表明するカート・シャクト氏は、上記の問題を解決するには「誰がなにを誰に(どういう立場で)販売しているのか」を明らかにすべきで、そのためには3つの点——①職員の肩書きの規制、②「付随的な助言」という抜け道の撤廃、③エージェント(販売担当職員)の報酬体系の開示を行うべきだと述べている。³

第1に、金融機関の営業職員は証券外務員に登録されていて所属する会社の利益のために働いている。彼らはしばしば「ファイナンシャル・アドバイザー」の肩書きを標榜しているため、顧客は彼らから受けるアドバイスをあたかも「自分の最善の利益を考えてくれたアドバイスだ」と誤解しがちだ。「投資アドバイザー」を名乗る者はSECに登録された投資顧問・助言業者に限り、フィデューシャリー基準に則って顧客資産を扱わなければならない。

第2に、金融商品を推奨・販売するにあたって営業職員が行うアドバイスは、あくまでも「付随的なアドバイス」だと主張されるが、これが一種の抜け道になっている。SECはその監督権限のもとで、この抜け道をふさぐような明確な行政的ガイダンスを示すべきで、金融機関の職員にはこのガイダンスを遵守することをコンプライアンス上の要請とすべきである。

第3に、営業職員は雇用主である金融機関のエージェントとして活動しており、顧客の利益を代表してはいないことを、明示的・継続的に顧客に対して開示すべきである。これは言わずもがなの当然の事実なのだが、一般の投資家から見れば「金融機関の職員は自分より情報を多く持っており知識も豊富なはずだから、彼らから受ける助言は有益だろう」と誤解しがちである。

金融機関の営業職員はアドバイザーではない。金融商品を販売することが仕事だ。取り扱う商品を顧客に分かりやすく説明する義務はあるが、顧客にとって最善の利益のためにアドバイスを行うフィデューシャリー・デューティまでは負っていないと理解すべきだ。販売担当者に「どの投信がいちばん儲かりそうで私にとってベストなおすすめファンドですか?」などと尋ねるのは、宝くじ売り場のおばちゃんに「どれが当たりくじですか?」と尋ねるようなものだからだ。

このように整理すると、フィデューシャリー・デューティをすべての金融機関職員に対して、またすべての顧客に対して現場で一律に適用するのは無理があることが分かる。それぞれの職員の業務上の責任範囲を明確にして、金融商品

の販売担当者の責任範囲は商品のリスクやコストの説明にとどめ、顧客にアドバイスを与える役職員は一定の資格要件を満たしたうえで別の肩書き(例えばコンサルタントとかアドバイザー)を持つべきである。また当該役職員がプロフェッショナルとしての職業倫理を身につけるよう、資格試験や社内研修を通じて指導することもマネジメントの責務だ。

「取引コストの経済学」からの示唆

米国の金融業界がフィデューシャリー・デューティ規制をめぐって大騒ぎになっている理由は、それがどの程度のコストとリスクを業務運営にもたらすかという点が不透明だからだ。まずコストの点では、あらゆる顧客、あらゆる金融商品に厳密に適用しようとすると、取引の都度、顧客対応とコンプライアンス業務に膨大な労力と時間がかかる。リスクの点では、抽象的であいまいな基準をもとに業務を行った結果、顧客から訴訟され裁判に持ち込まれれば訴訟コストがかかる、SECに摘発されれば課徴金支払いのコストがかかる。つまり潜在的な「取引コスト」が高すぎるという懸念である。

もし商品とサービスの供給者である金融機関が潜在的な取引コストの高さを理由に業務を縮小したり撤退したりすると、顧客の需要が充足されない、つまりサービスを受けられない顧客層が発生する社会的なデメリットがある。例えば、小口の個人顧客へのサービス提供はコスト的に見合わないので廃止して、アドバイスへの報酬を支払える大口富裕層だけに限定すると、富裕層と一般庶民の間の格差がますます広がるおそれがある。こうした問題を回避するためには取引コストをいかに最小化するかが、フィデューシャリー・デューティを実務的に実効性のあるものにするかのキーポイントであろう。

取引コストの最小化を扱う経済学の分野には、オリバー・ウィリアムソン⁴らが主導した新制度派経済学がある。標準的経済学で想定されている世界では、合理的経済人と想定される個人が一般的な財・サービスを多数の参加者がいる市場で売買して、価格と取引量が決まる。これに対してウィリアムソンらの新制度派経済学が扱う現実に近い世界では、①人々は限定合理的で、②完全には正直でない(ずるがしこい)機会主義の行動をとりがちで、③標準化された財・サービスではなく特殊個別性が強い財・サービスを、④市場ではなく売買契約を通じた相対取引で、多くは継続的に取引が起きる世界である。⁵

³ Kurt N. Schacht, "What's in a name? The first step to solving the fiduciary debate". The Hill web-site. February 2, 2018. <http://thehill.com/opinion/finance/372016>

⁴ カリフォルニア大学バークレー校経営大学院の名誉教授。2009年度ノーベル経済学賞を受賞。

⁵ Williamson, O.E., *The Economic Institutions of Capitalism*. Free Press, 1985. (pp.30-35)。

フィデューシャリー・デューティを伴う金融取引では、上記の①から④がすべて当てはまる。①顧客も金融機関職員も合理的な判断をしようとはしているが、顧客は金融商品がどのようなリスクとリターン特性があるかの情報が不足している、金融機関職員は顧客の投資目標、知識・経験、リスク許容度、財政状態などに関する情報を十分に把握できていない場合がある。②金融機関が情報提供を行っても取引に結びつくとは限らず、顧客は他社で取引するかもしれない。金融機関側は代替案を示さずになるべく手数料や運用報酬を多く獲得できる商品に誘導したがる傾向がある。③自社でしか取り扱っていないファンドが対象になる場合や、ある顧客に特有の事情がある場合など特殊個別性がある。④投資助言を伴う場合には必然的に契約にもとづいた相対取引かつ継続的取引となる。

こうした潜在的な問題に対処するためには、機会主義に陥る危険から保護すると同時に取引主体が限定合理的であることを前提としたうえで、取引コストを最小化できるように取引手法や契約内容を標準化して整備しておくべきだ、とウィリアムソンは提案している。「取引コストの最小化を目指せ」という考え方は、従来の標準的経済学が「利益の最大化を目指せ」と主張するのとは対照的だ。

こうした世界で取引コストを削減できる経済活動のプロセスは、市場競争ではなくガバナンスである、というのがウィリアムソンの主張だ。その主張に照らせば、前節で紹介したシャクト氏が提起する3点(アドバイザーか販売員かの肩書きの明確化、販売員による付随的アドバイスの原則禁止、利益相反の開示)を業務運営のプロセスに取り入れ、顧客との取引に先立って契約書にこれらを明記することを徹底することが有効なガバナンスのあり方であろう。具体的なガバナンス上の制度設計としては、アドバイザーと販売担当者の職種と責任範囲を明確に区別し、報酬体系のインセンティブを別体系にして利益相反を回避する工夫をすることが必要である。

医者と薬剤師にみる役割分担

アドバイザーと販売担当者の区別は、医療業界での医薬分業に似ている。我が国では医薬分業は法律で定められていたにも関わらず、法律の例外条項が抜け穴となっていたため、かつては医者が自ら処方した薬を調剤して患者に販売することが普通であった。現在では医者は診断と治療にもとづいて処方箋を出すまでで、薬は調剤薬局で薬剤師が販売することが一般化している。この変革の理由は医者と薬剤師それぞれの専門知識の違いを活かすというポジティブな側面もあるが、医者が薬の販売からも利益を得られる仕組みだと過剰投薬になって薬漬け治療が横行しがちな弊害があったからだ。

金融業界にあてはめれば、患者を診察して適切な治療法に精通している医者に相当するのがアドバイザー、その治療法にそくして医師の処方箋にもとづいて調剤する薬剤師にあたるのが販売担当者だ。同じような効能の数多くの医薬品のすべてを医者は把握しきれていないことがあるので、その部分は専門的知識を持つ薬剤師が担っている。同様に、同じようなリスク特性とパフォーマンスをもつ多数の投資信託をすべてアドバイザーが把握しているわけでない。

アドバイザーに必要なのはそれぞれの顧客(患者)の長期的な目標、リスク許容度、知識・経験、財産の状況など(金融商品取引法第40条に列挙された項目)から総合的に判断して、資産配分の基本方針とその見直しを顧客に提案することで、特定のファンド(薬)を推奨することではない。一方、販売担当者の仕事は、アドバイザーの推奨する資産クラスに該当する複数のファンド群のなかから、それぞれのリスクやコストを説明したうえで、顧客にとって最適な購入候補となりうるファンドに絞りこむことであろう。

例えば調剤薬局では「〇〇先生はAという薬を指定していますが、同じ効能でジェネリック薬品にBという薬もあります。どちらにしますか?」と患者に最終的に選択させることがある。金融商品でも同様に、販売担当者は「アドバイザーが指定する日本株ファンドのなかでは、最近設定されたAファンドは純資産残高が大きくて有名ですが、リスク特性がほぼ同じで昔からあるBファンドは長期のトラックレコードがあって信託報酬も安いです」というように、顧客に複数の選択肢を示すべきだろう。

日本の「顧客本位の業務運営」はどこまで進んだか

さて一方、日本ではフィデューシャリー・デューティはもっぱら金融庁主導で議論が進んできた。年金を管轄する厚生労働省が関わっていないのは、米国で問題になったような「年金口座から個人退職口座への移行する際に、従業員退職所得保障法(ERISA)のフィデューシャリー・デューティの保護の下で守られていた退職者がはげずれてしまう」というリスクが認知されていないためだ。なぜなら米国のERISA法と違って、日本の年金法にはそもそも「フィデューシャリー・デューティ」が明記されていないからだ。

むしろ日本で金融庁が問題視したのは、投資信託の回転売買、高い販売手数料や信託報酬、不十分な顧客説明、系列会社の商品の優先販売など資産運用業界の悪弊だ。これを正すべく金融庁の掲げた「顧客本位の業務運営に関する原則」は、基本的なあるべき方針を示したもので、これを具体的にどう現場で実践するかはそれぞれの金融機関の努力に任されている。なにごとも「御上の意向を忖度する」我が国の文化だから、この「原則」を具体的に実務におい

て実践できるように各金融機関が取り組んでいるはずだ(と、筆者は信じた)。

ところで、どれほど「原則」が実際の業務運営を改善したのか、その効果はどこに現れているのか、はなかなか可視化しにくい。そこで金融庁は、各金融機関に自社の取り組み状況を主要な業績指標(KPI: Key Performance Indicators)を設定して、自らモニタリングするよう要請してきた。さらに各社に任せきりでは監督官庁の務めを果たしていないと感じたのか、金融庁自身はなんらかの数量的な指標を作成して検査・監督の手段としたいと考えているようだ。⁶

だが筆者が懸念するのは、こうした形式要件を整備することでかえって顧客本位の業務運営を形骸化する、あるいは業務運営の向上をめざす努力を矮小化するのではないか、という点だ。つまり「これさえやっておけばOKだ」とミニマム・スタンダードを形式的に守るだけに陥り、「顧客のために何が最善なのか?」を真剣に考えなくなる危険性はないのか、という懸念である。試験に例えれば「合格最低点をクリアしていればOKで、なにも頑張らなくて100点目指さなくても……」という安易な姿勢になるのではないか?「他社もやっているのと同程度でOK」と横並び意識にとらわれて、「顧客本位の業務運営」に資するサービスや商品で差別化に積極的に取り組まなくなるのではないか?

これまでの資産運用業界のビジネス・モデルは、新商品をいかに販売するか、新規顧客をどれだけ獲得するかに重点が置かれすぎてきたように思われる。むしろ自社のサービスを継続的に長く利用してもらうにはいかにすべきか、をあらためて問うべきだろう。「顧客本位の……」を言い換えれば、「顧客満足度が高いサービスや商品を継続的に提供するには?」という問いに尽きる。

ところで「顧客満足度が高い」とはどういうことだろうか? 投資信託の場合、リターンが高いことだろうか、それともリスクが低いことだろうか? 毎月分配金が支払われることだろうか、それとも分配金は再投資して複利効果が得られるファンドだろうか? 少数の優良銘柄を厳選して投資するアクティブ型だろうか、それとも世界中の主要市場に分散投資するパッシブ型だろうか? 販売手数料や信託報酬などコストが低いファンドだろうか、それともコストが高くて多様な付加サービスを楽しむ口座だろうか? これら多様な選択肢に対する消費者(投資家)の好みは一概には決まらない。

なにが「顧客本位」かは、実は顧客自身にしか分からない

最終的な判断を顧客に委ねるとするのは、たんに自己責任での投資をうながすだけでなく、こうしたやりとりを顧客との間で行うことによって、(1) 販売現場では顧客の好みやリスク許容度を知ることができるし、(2) 顧客自身も商品選択に必要な情報を得て納得したうえで決めたと実感できる、という双方にとってメリットがあるはずだ。顧客が自分自身で十分に納得して決断した場合には、後になって金融機関の販売担当者や運用会社にクレームが来るリスクは少なくなるはずだ。

筆者自身が顧客の立場であれば、前述の例では迷わずジェネリックのBファンドを選択するだろう。だが人によっては「多くの投資家に人気があって最近注目されているAファンドがよい」と思うかもしれない。あるいは「Aファンドの運用会社は大手外資系で世界的に有名だから」とブランド志向の人もいるかもしれないし、「何人が友達もAファンドを買ったって言っていたし……」という流行に乗る人もいるだろう。

このように、「顧客本位の……」という場合には、ファンドのリスク特性やパフォーマンスなど提供される商品の内容や、顧客の知識・経験や財産状況など客観的要素だけでなく、顧客が持つ多様な価値観や好みという主観的要素が最終的な決め手になるだろう。しかも、ある一人の人の客観的要素と主観的要素は生涯を通じて不変ではなく、年齢とともに変わっていく。また人によっても判断基準は様々なので、何が顧客にとっての「最善の利益」なのかは実は顧客自身でないと分からないのだ。

アドバイザーが関与する投資戦略の策定プロセスでも、販売員が関与するファンドの選定局面でも、誰にでも適用できる唯一の「顧客にとってベストな商品」は存在しない。顧客本位の業務運営とは、顧客が自分自身にとって最も適切な選択ができるように導いて、納得感がある決断をし、金融機関はその後もアフターサービスを継続的に提供して顧客満足度を持続させることにある。

こうした顧客それぞれの主観的な要素を考慮に入れると、標準的なポートフォリオ理論が依拠するリスクとリターンでは不十分で、行動経済学からの応援が必要となってくる。今回は行動経済学、特に行動ファイナンスの観点から見て「顧客にとって最善の選択とはなにか?」を考えてみよう。

※各ルールの詳細については本号のStrategic Vistasをご参照ください。

⁶ 金融庁公表資料2018年4月26日「顧客本位の業務運営に関する原則」を採択し、取組方針・KPIを公表した金融事業者のリストの公表について」https://www.fsa.go.jp/news/29/sonota/20170728/fd_kouhyou.html 上記資料にもとづく共同通信配信ニュース(2018年5月2日)は以下のとおり。「金融庁は投資信託や保険商品などの金融商品を販売する銀行、証券などに対して、顧客本位な営業かどうかを評価する比較可能な業績評価指標の導入を検討している。販売会社に対する指標は、顧客へのリターンの実態、販売手数料の高さで構成。一過性の流行を追うテーマ型投信などのように商品性に問題がないかどうか、厳しい営業ノルマを課すような販売担当者の業績評価が顧客本位かどうかなども含まれる見通し。販売会社の営業姿勢が顧客の中長期的な資産形成につながっているかを顧客にも分かりやすくする「見える化」を目指す。」<https://this.kiji.is/364317216273040481>