

米国証券営業における受託者責任議論の 動向と我が国への示唆



明治大学国際日本学部特任准教授 沼田 優子

～要旨～

米国も 1980 年代頃まではわが国同様、預金主体の国であったが、現在は家計の 4 割が投資信託を保有する投資大国となっている。「貯蓄から投資へ」を促した要因の一つとしては、多様な営業担当者と投資アドバイスの存在が考えられる。その営業担当者の行動規範として、近年、注目をあびているのが「受託者責任（フィデューシャリー・デューティー）」である。

受託者責任は、行動規範のミニマム・スタンダードを示してきたとされる「適合性原則」とは異なり、顧客の最善の利益（ベスト・インテレスト）の追求を目指す。米国の証券営業における受託者責任議論は 20 年近い時を重ねても決着をみていないが、この間の紆余曲折が「投資アドバイスとは何か」の議論も生み、アドバイスが多様化した。結果、裾野の広い米国の個人投資家は、それぞれが身の丈にあったアドバイスを受けられるようになりつつある。

わが国でも「顧客本位の業務運営に関する原則」が発表され、最善の利益の追求へと舵が切られた。今後、証券業者や営業担当者の創意工夫によってアドバイスがさらに多様化すれば、資産形成層にとってもアドバイスがより一層身近になっていくかもしれない。

1 「貯蓄から投資へ」を促した対面チャネル

(1) はじめに

「貯蓄から投資へ」を推進しようとする我が国においては、しばしば米国の事情が参考にされる。米国も 1980 年代までは預金主体の国だったが、2000 年頃には初心者向けと言われる投資信託の家計保有率が 4 割を超えているとなれば、どのような秘策があるのか知りたくなるであろう。筆者は営業担当者¹⁾の果たした役割が大きいと考えている。そして彼らの行動規範として、近年、注目をあびているのが「受託者責任（フ

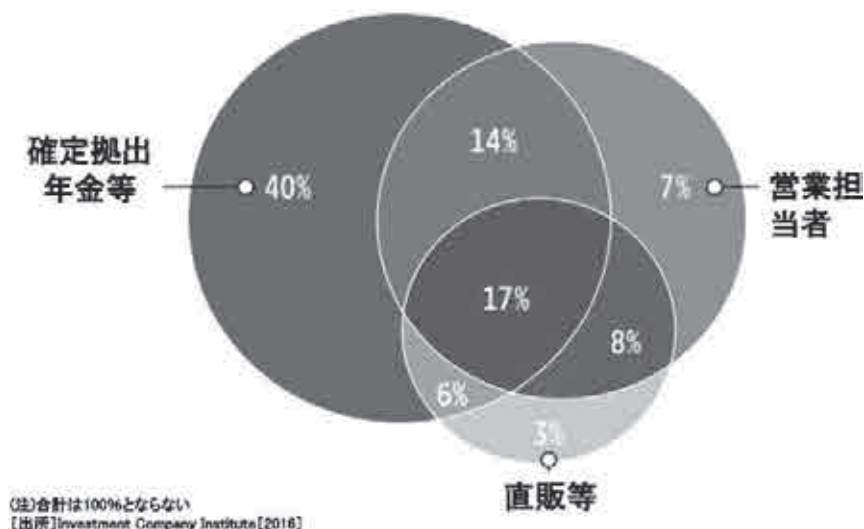
ィデューシャリー・デューティー）」である。

(2) 投資家層の裾野拡大と証券チャネルの多様化

そこでまず、米国の個人投資家にとり、営業担当者がいかに必要な存在かを確認しておきたい。

米国の投資信託保有者の購入経路を見ると、確定拠出年金等が 77% を占める（図 1）。一般的な米国人は就業先を通して投資の洗礼を受けるのである。営業担当者経由も 46% である。投資

図1 投資信託の購入経路



信託の直販やネット証券の盛んな米国は投資家の金融リテラシーが高いと考えられがちであるが、営業担当者の力を全く借りずに投資できる投資家は実は9%しかいない。

これら投資信託保有者の91%は、投資の目的を「老後に向けた資産形成」と答えている。つまり、投資はもはや投機好きの富裕層に限られたサービスではなくなっているのである。もっとも超のつく富裕層と資産形成層では、投資のゴールや資産規模、投資経験等も異なる。しかしいずれの層も対面サービスを求めていることから、金融機関はそれぞれのターゲット層に注力した営業を展開し、チャネルの多様化が進んだ。

ところがその結果、異なる業法を行動規範とする多様な営業担当者が併存するようになり、業法によっては投資家の保護レベルも異なることが明らかになった。そのすり合わせを目指す中で、証券外務員の行動規範の中核であった「適合性原則」よりも「受託者責任」の方が、高度な投資家保護を提供しているのではないかと考えられるようになった。端的に言えば系列商品や手数料商品の販売と回転売買に対する抑止力も強い、ということである。

このような利益相反行為は現在も消滅してはいない。しかしこれらが如実に顕在化したのはブラックマンデー前後で、1990年代はその反動もあって直販やネット証券チャネルを通じた非対面の取引が盛んになった。そして2001年のネットバブル崩壊で痛手を負って以来、多くの投資家は対面に回帰したのである。プロの有難みがわかったと言ってもよい。その後、図1のデータに大きな変化はないが、それは2008年の金融危機を経ても、個人投資家が営業担当者に信頼を寄せ続けたことを物語っている。

(3) 適合性原則と受託者責任は何が違うのか

それではこの間の営業担当者の行動規範として存在感を高めてきた受託者責任と、伝統的な行動規範である適合性原則は何が異なるのだろうか。

適合性原則は「顧客の知識・経験・財産力等に適合した形で販売を行わなければならない」、受託者責任は「顧客の最善の利益（ベスト・イン・テレスト）を追求すべきである」としている。いずれも顧客と真摯に向き合うことを求めているが、営業担当者の行動に与える影響は異なる。

適合性原則に代表される証券営業規制は、証

券業者や営業担当者にとっての最低基準（ミニマム・スタンダード）と解され、これに抵触しないことならば許される、といった形式的・画一的な対応を促してきた面があった。それと比べると受託者責任は、金融業者が取るべき行動の詳細について規定していない。その判断の多くは、証券業者や営業担当者に委ねられており、彼らは適切な行動をとった詳細な証跡を残すことが求められる。投資家の裾野が広がり、機関投資家顔負けの投資家と老後の資産形成目的の一般個人が投資家として混在する局面においては、顧客に最も近い証券業者や営業担当者にある程度の判断を委ねたほうが、顧客の意にも沿いやすいであろう。

なぜならば、最善の利益は、最高基準（マキシマム・スタンダード）のサービスの提供を必ずしも求めてはいないからである。最高基準のサービスを提供しようとするれば、希少性の高い複雑な商品を各顧客仕様にカスタマイズし、最高の人材が顧客の意を汲みながら、継続的にアドバイスとそのフォローアップを行っていけば良い。しかし言うまでもなく、これは資産形成層にとっては、最善の利益を追求するサービスとはならないであろう。費用が嵩むし、リスク許容度の低い投資初心者に複雑な商品を提供しても、消化不良を起こしかねないからである。

つまり最善の利益を追求するためには、顧客の状況を熟知した営業担当者がその経験と知識を駆使して顧客のニーズと手に負えそうなサービスの範囲を見極め、それ以外の不要な機能をそぎ落とし、費用も抑える必要がある。こうした判断を下すところに営業担当者の付加価値があり、サービスの個性が際立っていく可能性も秘めている。

(4) 受託者責任議論と投資アドバイス

受託者責任を全うしようとするこうした行動は、同時に「投資アドバイスとは何か」の議論も触発した。証券外務員が発する言葉が投資アドバイスであると漠然と捉えられていた頃は、最低限盛り込まなければいけない言葉と言ってはいけない言葉に気を付ければ良かった。しかし投資アドバイスが充実する一方で最善の利益を提供するために不要な要素をそぎ落とす必要がでてくると、何が投資アドバイスに不可欠な要素で何が付随的な要素か、見極める必要がでてきた。重いコンプライアンス負担を負いたくない業者が投資アドバイスに不可欠な要素をあえて抜いた投資アドバイス未満のサービスを提供することでこれを免れる、といった現実的な事情もあった。

本稿で紹介する米国の受託者責任議論は20年近い時を重ねても決着をみていない。しかしこの間、紆余曲折を経たおかげで投資アドバイスは極めて多様化した。その結果、自らの投資判断に不安を抱える投資家は、アドバイスを諦めることなく、身の丈にあったものを選ぶことができるようになった。受託者責任と投資アドバイスの議論がクルマの両輪となって営業担当者を支え、投資家の裾野拡大を促したとは言えないであろうか。

2 米国証券営業における受託者責任議論の推移

(1) 投資顧問業法上の投資アドバイスと証券外務員

そこで本節は、受託者責任議論がどのように「投資アドバイスとは何か」の議論を発展させてきたのかを見ていきたい。

適合性原則を主たる行動規範としてきた証券営業に受託者責任の概念が本格的に持ち込まれ

たのは、90年代頃から証券業者の投資顧問型サービスが注力されるようになったからである。ブラックマンデーの反動やネット証券との競争もあって、単品商品ではなく、顧客の資産全体のパフォーマンスの最大化を目指す資産管理型営業が推進されたのである。

例えば伝統的証券会社は、ネット証券との価格競争を避けるため、残高手数料型のSMAやファンドラップを推進した。これら投資一任型サービスを提供するために、証券業者やその外務員も投資顧問登録を行った。

また米国には投資顧問業者の立場で個人向けに一任型の投資アドバイスを提供する独立系のアドバイザーが存在する。投資家の裾野拡大にはこうした地域密着型アドバイザーの存在が不可欠であるが、組織に縛られない中立的な立場も有利に働き、彼らは米国で最も成長力のある一大チャネルとなった。

投資顧問業者の行動規範は受託者責任であったことから、証券業者は適合性原則と受託者責任の両方を念頭に行動するようになり、投資顧問型独立系アドバイザーはライバルの証券外務員型独立系アドバイザーよりも高度な規範に服していることを売り物にするようになった。

しかし2つの行動規範の併存は混乱を招いた。証券外務員のアドバイスは取引に付随するもので、取引が終了すれば義務も終了する。これに対して投資顧問業者はアドバイスそのものをサービスとして提供し、その対価を得る。こうした微妙な違いが、時には営業行動違反につながりかねないことが認識されるようになったからである。

例えば自社の新規公開で巨額の富を得たIPO長者が資産の大半を自社株のまま保有し続けた結果、その自社株が暴落したようなケースでは、証券外務員に落ち度はない。しかしこの外務員

が投資顧問としても行動していたと見做されると、分散投資を薦めなかったとして、受託者責任違反に問われる可能性がある。

複雑さを増すこのような営業担当者の立場を個人投資家が理解できる筈もない。そこでオバマ政権は、証券外務員と投資顧問業者の統一受託者責任を定めるべきである、との立場をとった。しかしこれは証券外務員のコンプライアンス負担増を意味したため、その導入は遅々として進まなかった。そこでオバマ政権は、後述するように確定拠出年金の枠組みの中で、これを実現しようとした。

(2) 確定拠出年金における投資アドバイス

先述したように確定拠出年金は、多くの個人にとって投資の入り口となっていたことから、証券営業は年金運用の影響も受けた。年金関連業者の行動規範となっていたのがERISA（従業員退職所得保障法）で、これも受託者責任を規定している。

米国では95年に企業型確定拠出年金の残高が確定給付年金の残高を上回った頃から、自助努力型の年金で老後に向けた資産形成が十分にできるのか、懸念されるようになった。その解決方法の一つとしては投資教育の充実が求められたが、その個別性を高めようとするほど、投資教育は投資アドバイスの様相をおびる。しかし、受託者責任を負いたくない企業や確定拠出年金業者は投資教育の充実に慎重にならざるを得ない。こうした状況を憂慮した労働省は、一般的な投資情報やアセット・アロケーション・モデル、双方向教材等は、投資アドバイスではない、との見解を示した。これらは後に投資アドバイス未満の「投資ガイダンス」と呼ばれるようになり、金融機関の新たなサービスとして発展を遂げていった。

もっとも老後資産形成が不十分であるという懸念はその後も続き、やはり自助努力による投資には限界があると考えられるようになった。そこで労働省は一定の条件のもと、確定拠出年金業者による加入者への投資アドバイス提供を段階的に認めていった。また 99 年に個人型確定拠出年金が企業型の残高を上回った頃から、労働省は年金制度改革の検討範囲に個人型確定拠出年金も含めるようになっていった。

(3) 確定拠出年金と証券外務員

企業型確定拠出年金の加入者の立場からすれば、退職時に個人型確定拠出年金に資産を移管する際も、ライフスタイルが大きく変わらない限りは、企業型確定拠出年金と類似のポートフォリオを維持するのが望ましい。しかし企業型確定拠出年金は自助努力による投資を基本とする。従って、資産額がピークに達するこの局面においてこれを動かさなければならない、という加入者の不安に寄り添うことのできる企業型確定拠出年金業者は多くない。結果として、多くの加入者は個人型確定拠出年金を提供する個人向けの営業担当者のアドバイスに依存することになる。個人向けの営業担当者にとってもこれはまとまった金額を獲得するまたとないチャンスである。

また企業型確定拠出年金は薄利多売ビジネスと考えられ、大手業者による寡占化が進んだ。結果、企業規模によって業者の棲み分けが行われ、中堅・中小企業に確定拠出年金を啓蒙するのも、支店の個人向け営業担当者の役割の一つとなった。

規模の経済が働く大企業向け確定拠出年金には法人価格が適用されるが、中小企業型・個人型確定拠出年金にはいわゆるリテール価格が適用される。これは年金であるが故に生じる追加

的なコストの吸収手段でもあり、こうした個人向けチャネルの尽力があったからこそ、米国では中小企業や個人にも確定拠出年金が普及したとの見方もある。しかしオバマ政権は利益相反が横行したとしてこの慣行にメスを入れた。

2015 年の政府発表によれば、個人型確定拠出年金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。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、取引コストで平均 15 ベーシス・ポイント、投資信託の手数料で平均 110 ベーシス・ポイント程、割高な商品を提示したというのである²⁾。

そこで 2016 年 4 月 6 日、労働省は「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」を発表し、企業型に加え、個人型確定拠出年金のアドバイス提供者も受託者の対象にすると発表した。これが実現すれば、証券外務員の大半が受託者責任を負うことになるため、営業行動が大きく変わることが予想されている。

というのも証券営業の現場では、アドバイスの重要な機能の一つとして、アセット・ロケーションが取り込まれている。アセット・ロケーションは、税制優遇のある口座も含めて顧客の複数の口座を俯瞰し、どの口座にどの順でどの資産の投資を行っていくのか、戦略をたてることを指す。これに基づき、顧客の資産規模にかかわらず、まずは税制優遇のある口座を上限まで活用しよう、というのが営業担当者のアドバイスの定石であった。従って労働省規則の影響を受ける預かり資産は全体の 5%に過ぎなくても（モルガン・スタンレー）、多くの証券外務員が影響を受ける可能性がある。

また ERISA 法等では利益相反の可能性のある

「禁止取引」を事前に定めているため、証券業者や外務員が受託者となると、委託売買手数料や販売手数料（コミッション）、信託報酬の販社取り分といった、従来型の手数料を受け取れなくなりかねなかった。そこで労働省は最善の利益を目指す契約を交わす等の一定の要件を満たせば、従来型の手数料も受け取れるとする Best Interest Contract Exemption（BICE）規定を設けた。さらにアドバイスの中身に応じて手数料が変化しない（すなわち高手数料商品を販売しようとするインセンティブのない）均一手数料のみを受け取る受託者は要件が BICE よりもやや緩和されるとした。

この労働省規則は 2017 年 4 月 10 日より段階的に適用される予定であった。しかし 2 月 3 日にトランプ大統領が覚書で、この規則により、個人が商品・サービスを購入しにくくなったり、アドバイス・情報を得にくくなったりすることがないかを精査すべきであるとした。これを受けて労働省は規則適用を 60 日遅らせると発表した。

（4）労働省規則の影響

2016 年の規則発表を受け、コンサルティング業者の AT カーニーはチャネル間の勢力図が変わることを予想した（表 1）。受託者責任が優れた行動規範とされたことは、投資顧問型の独立系アドバイザーには追い風となるため、その伸長がますます期待されるとした。一方で、伝統的な証券チャネルはコンプライアンス負担の増加を免れないため、顧客を絞り込む可能性がある。そこで営業担当者チャネルからアドバイスを受けにくくなる資産形成層の受け皿としては、ロボ・アドバイザーが期待されている。ロボ・アドバイザーは、言わば ETF 版ファンドラップを直販する投資顧問業者である。

BICE に対応しなければならない証券業者の行動にはばらつきがでた。大手証券のメリル・リンチは、コミッション型の個人型確定拠出年金の提供をやめると発表した。均一手数料型口座に絞ることで、コンプライアンス負担を軽減しようというのである。一方で最大のライバルであるモルガン・スタンレーは、コミッション型を維持すると発表した。シンプルな商品の長

表 1 チャンネル別労働省規則のインパクト

	2015 年預かり資産		2015 年収入	
	(兆ドル)	対 2020 年増減率 予想 (%)	(億ドル)	対 2020 年増減率 予想 (%)
大手証券	5.7	-5	500	-8
地方、銀行系、保険系証券	4.2	-6	250	-11
外務員型独立系アドバイザー	3.0	-11	180	-22
外務員型兼投資顧問型独立系 アドバイザー	1.6	5	170	-3
投資顧問型独立系アドバイザー	2.2	10	280	5
ロボ・アドバイザー	0.1	211	1	211
ネット証券業者	4.4	4	220	4
年金運営管理機関等	6.8	3	200	-5

〔出所〕 A.T. Kearney [2016]

期保有を好む顧客にとっては、残高手数料のほうが割高になりかねないからである。

さらに均一手数料の取り組みにも違いが生じている。従来、これは残高手数料を指すと考えられていた。しかし証券外務員型独立系アドバイザーの最大手 LPL は、これを投資信託の投資資産クラスに関わらず、同水準の販売手数料や信託報酬の販社取り分を徴収すること、と位置づけ、同水準の投資信託を集めた専用口座を開発する、と発表した。

労働省の規則適用延期の発表を受け、こうした新サービスの導入時期は定かではなくなっている。しかし証券会社によっては労働省規則の支持を表明し、商品・サービスの開発競争を継続している模様である。

3 投資アドバイスとは何か

(1) 投資アドバイスの高度化とチャネルの多様化

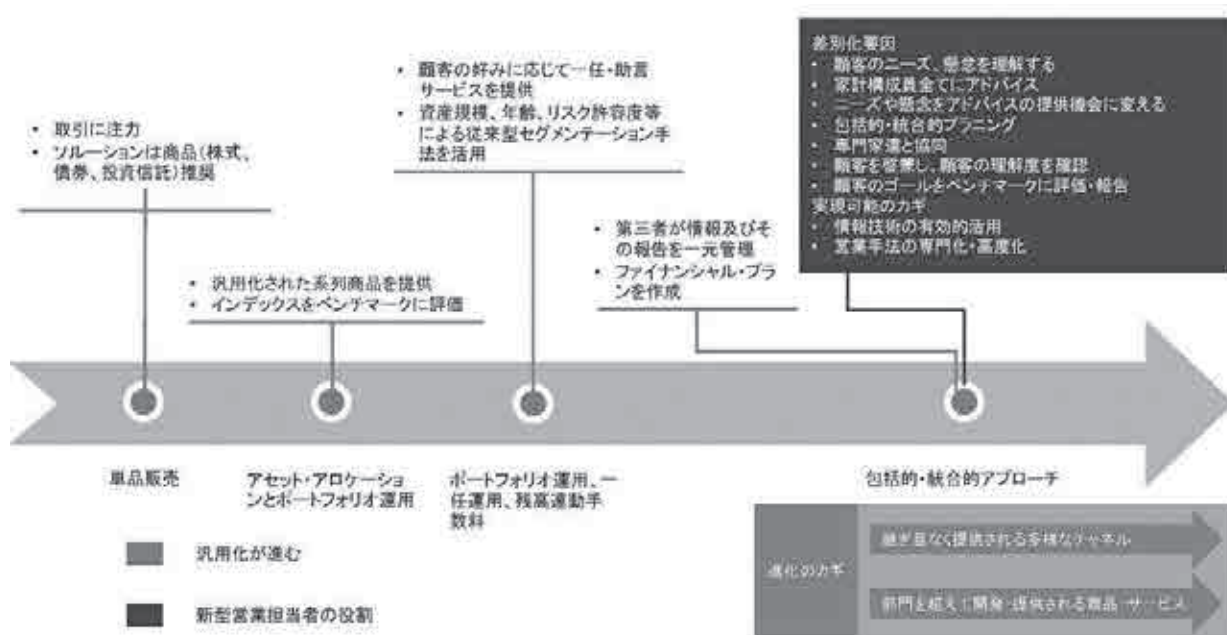
以上見てきた制度論争と競争原理を背景に、

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2）。

従来は、取引を成立させるための単品商品の推奨がアドバイスであった。その後、確定拠出年金の影響を受け、現代ポートフォリオ理論に沿ったアドバイスが顧客の最善の利益に適用という考え方が浸透していった。具体的には資産全体を俯瞰したポートフォリオ運用やアセット・アロケーション、分散投資、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。またこれを実現する手段として投資信託、バランス・ファンド、SMA やファンドラップが提供されていった。

さらに中立性を謳う独立系業者やファイナンシャル・プランナーが台頭すると、適合性原則遵守のための顧客プロファイリングがファイナンシャル・プランとして発展し、業者を横断して複数口座をまとめる資産の一元管理、運用結果のレビュー、税引き後のリターン最大化等の包括的なプランニングも行われるようになった。

図2 営業担当者が提供する付加価値の変遷



〔出所〕 AT Kearney [2016]

もっともこのようなアドバイスの進化を享受できるのは、富裕層に限られる。しかし当初は投資アドバイスの可視化が進んでいなかったため、資産形成層は従来型のアドバイスを提供する営業担当者を求める等して、チャンネルの棲み分けによるアドバイスの多様化が始まった。

(2) アドバイスの機能分化

しかしチャンネル間で投資家保護水準に差が出始めたことから、そのすり合わせやアドバイス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、図3に見る現在のフル・アドバイスには、7つの機能が盛り込まれている。適合性原則の遵守のために1.最低限の顧客プロファイリングを行い、3.銘柄選択と4.取引執行を行っていた従来と比べると、複雑さを増している。

しかしこれらを一人でこなす優秀な営業担当者の人件費も無視できなくなったため、金融機関はこれらの機能の取捨選択、外部委託、機械化等の工夫を凝らすことで、新たなサービスも生み出した。

例えば1.顧客プロファイリングは、これを充実させてファイナンシャル・プラン・サービスとして切り出すことができる。また3の銘柄選択を運用業者に託するのが投資信託、これに2.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、さらに1.顧客プロファイリングの一部と上述の2から5のリバランス、7のポ

ートフォリオ分析を証券業者や運用業者の裁量に任せるのがSMAやファンドラップ、といえよう。さらに3の銘柄選択の手間とコストを最小限に抑えるのがETFで、ポートフォリオのパフォーマンスに与える影響はアセット・アロケーションの方が銘柄選択よりも大きい、という研究に基づけば、ETF版ファンドラップという商品も開発できる。さらに1から6を機械に委ねるのが前述のロボ・アドバイザー、3の銘柄選択機能をあえて除き、ポートフォリオ分析等の一部の機能を提供するのがアドバイス未満のガイダンスである。

チャンネルによる棲み分けは、採用する人材の違いによるところも大きいのが実情であった。しかしこうして機能の有無や機械化が可視化できれば、アドバイスに異なる価格設定を行う説明もつく。一業者や営業担当者が異なる複数のアドバイスを提供することも考えられ、顧客の選択肢は大きく拡大した。

(3) 投資アドバイス効果の計量分析

こうして銘柄選択以外の投資アドバイスの付加価値が認知されるようになると、その効果を計量的に分析する試みも始まった。例えば大手投資信託業者のバンガードは営業担当者によるリターン押し上げ効果を「営業担当者の α 」と呼び、典型的な顧客の場合は約300ベシス・ポイントであると試算した(表2)。その内訳はパニック売りを諫める等の投資行動のコーチン

図3 投資アドバイスのバリューチェーン



*は対面チャネル及びロボ・アドバイザーが通常提供する機能

**対面チャネルのみが通常提供する機能

[出所] FINRA [2016]

表2 バンガードのアドバイザーの α

付加リターンの内訳	付加リターン (bpt)
投資信託・ETFの分散投資とアセット・アロケーション	>0bpt
低コスト・ファンドの推奨	40bpt
リバランス	35bpt
投資行動のコーチング	150bpt
アセット・ロケーション	0 ~ 75bpt
引出戦略	0 ~ 110bpt
トータル・リターン対インカム投資	>0bpt
合計	約 300bpt

(出所) Kinniry et al. (2016)

グ効果の150 ベーシス・ポイントを筆頭に、先述のアセット・ロケーションが0 ~ 75 ベーシス・ポイント、逆にどの口座のどの資産からどれだけ引き出すのかの計画をたてる引出戦略が0 ~ 110 ベーシス・ポイント、低コストファンドの推奨が45 ベーシス・ポイント、リバランスが35 ベーシス・ポイントとなっている。また個別性が高い故に数値が公表されていないが、アセット・アロケーション（効率的な資産配分）とトータル／インカム・リターン分析（極端にインカム型ファンドに偏っていないかの分析）も一定の効果があるとしている。

4 結びにかえて

(1) 受託者責任と投資アドバイス

わが国においても2017年3月30日、「顧客本位の業務運営に関する原則」が発表され、ミニマム・スタンダードから最善の利益追求型の行動規範へと、舵が切られた。またNISA（少額投資非課税制度）やiDeCO（個人型確定拠出年金）、中小企業向確定拠出年金が拡充され、資産形成層の受け皿も整いつつある。ただ現状のわが国においては、高コストの対面チャネルを避けたければアドバイスを諦めてネット・チャネルにおいて自己責任での投資をするという二者択一を迫られるのが実情である。投資に慣れていない資産形成層こそアドバイスを必要として

いることを考えれば、今後はその多様化が望まれる。米国のように、受託者責任とともに投資アドバイスの議論も発展していけば、資産形成層も身の丈にあったアドバイスを受けやすくなるかもしれない。

(2) 営業担当者を支えるフィンテック

もしアドバイスの多様化が実現すれば、顧客は自らのニーズに照らし合わせて、営業担当者の知識と経験に裏付けられる個性的なサービスを求めるようになり、金融機関に加え、営業担当者とも長期的な関係を築いていく、というのが一つの理想像となろう。しかしこれは営業担当者に極めて大きな負担を強いる。営業担当者の裁量が増える可能性があるし、顧客それぞれに最善の利益を図ったという証跡を残していかなければならないからである。しかも、資産形成層が増えるとなれば、効率性も要求される。

米国の営業担当者はテクノロジーを活用することで、こうした負担を乗り切ろうとしている。具体的には口座や業者を横断する資産の一元管理のシステムや、受託者責任を全うするためのアセット・アロケーション、ポートフォリオ分析、商品選択支援、手数料分析、コンプライアンス用及び顧客向けの報告書作成支援システム等が考えられる。またロボ・アドバイザーも今後は営業担当者のアドバイスを支援する黒子として

の活躍が期待されている。我が国においてもこれらの営業支援システムに関しては、一定の工夫の余地があると思われる。

(3) 確定拠出年金と個人向け証券営業の連携

さらにわが国でも「貯蓄から投資へ」の動きを促すためには、入り口商品となり得る確定拠出年金と個人向け証券営業の連携が不可欠であろう。そもそも米国で、個人が現代ポートフォリオ理論や受託者責任等の概念を理解するようになったのは、確定拠出年金を通じた投資教育やガイダンスの成果である。特にわが国においてはまだ投資ガイダンスという概念が発達していないが、投資アドバイスを提供して受託者責任を負わなくても、個人の投資判断を支援する手段は、発展の余地が大きいのではないか。

また、米国では投資教育を受けて助走期間を経た個人投資家ほど、営業担当者の投資アドバイスの付加価値も理解できるようになっている。従って助走期間の充実とともに、この期間を卒業しようとする個人投資家が対面チャネルに転着陸できるような仕組み作りは、日本でも効果が期待できるのではないであろうか。

さらに投資教育やガイダンスを受けられるのは、現状の日本では大手企業の従業員に限られる。多くの中小企業およびその従業員は、企業年金自体が手薄なままになっている場合が少なくない。中小企業オーナーに福利厚生充実の意義を、その従業員に老後の資産形成の意義を説明していくには、地域密着型の営業担当者からの働きかけも必要であろう。

いずれにせよ、今後は最善の利益の追求を目指して工夫を重ねれば、商品・サービス、アドバイスがさらなる発展を遂げることも考えられる。米国の事例に倣えば、「引き算の工夫」も一定の効果を示している。こうして証券業者や営

業担当者が従来以上に個性を発揮しやすくなれば、より多様な顧客層を惹きつける可能性も高まるかもしれない。

【注】

- 1) 本稿では個人投資家向けの投資アドバイス提供者の総称として「営業担当者」を用いる。この中には証券外務員（証券会社の正社員及び独立系アドバイザー）、個人向け投資顧問業者、証券アドバイスを提供する異業種の専門家（保険代理店、銀行窓口販売の担当者、税理士、ファイナンシャル・プランナー等）が含まれる。
- 2) ただし企業型確定拠出年金は年金としての運営費用が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。

【参考文献】

- 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.
- Department of Labor [2016a] “Best Interest Contract Exemption,” *Federal Register*, Vol. 81, No. 68, April 8, pp.21002-21085.
- Department of Labor [2016b] “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 [1996] “Interpretive Bulletin 96-1; Participant Investment Education; Final Rule,” *Federal Register*, Vol. 61, No. 113, June 11, pp.29585-29590.
- Financial Industry Regulatory Authority [2016] “Report on Digital Investment Advice,” *Financial Industry Regulatory Authority*, March.
- Iacurci, G. [2016] “Merrill's Move to End

Commissions IRAs a “Tectonic Shift” for Brokerage Industry,” *InvestmentNews*, October 7.

Investment Company Institute [2016] *Investment Company Institute Fact Book 2016*, Investment Company Institute

Kelly, B. [2016] “DOL Fiduciary Rule Sparks LPL to Standardize Fees on Mutual Funds: CEO,” *InvestmentNews*, August 24.

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.

Securities and Exchange Commission [2007] “Interpretive Rule Under the Advisers Act Affecting Broker-Dealers,” *Securities and Exchange Commission*, Release No. IA-2652, September 24.

ぬまた ゆうこ

東京大学経済学部経営学科卒業後、野村総合研究所入社。NRI アメリカ、野村資本市場研究所、野村證券を経て、12年より現職。

日米の金融機関経営・資本市場を研究。近年は個人向けの証券営業と資産運用業、個人投資家行動等に注目している。14年より証券経済研究所客員研究員。

【共著書】

『証券業者と証券業務』『図説アメリカの証券市場』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』証券経済研究所、2015年

『総解説米国の投資信託』日本経済新聞出版社、2008年

【著書】

『米国金融ビジネス』東洋経済新報社、2002年 等
