

# 米国のリテール金融の パラダイムシフト

～求められる顧客本位の投資助言と生産性向上の両立～

内野 逸勢／森 駿介／鳥毛 拓馬

## 要 約

米国におけるリテール金融のパラダイムシフトは既存のビジネスモデルの分解から始まった。「顧客にとっての付加価値の追求」と、「金融機関にとっての儲ける仕組みの追求」が別々の要素に分かれたのである。この2つの要素のバランスを調整するだけなら既存のビジネスモデルを修正すればよい。しかし、顧客の利益に反する不祥事等に起因して、規制強化が急速に進む中で、顧客本位の業務運営の必要性が高まった。その結果、顧客にとっての「付加価値の追求」に比重を移す、ビジネスモデルの大きな変革が必要となった。これに顧客ニーズ対応のカスタム化、パーソナル化を可能にするテクノロジーの進化が加わることで、リテール金融のパラダイムシフトが起きた。

大手証券をはじめとする米国リテール証券業界では、ここ10年で、金融商品を単品で売買するブローカレッジ中心の“フローのビジネス”から資産管理型中心の“ストックのビジネス”への移行が進んでいる。投資アドバイスがコモディティ化する中、顧客本位の業務運営に向けた規制の強化によって、ファイナンシャル・アドバイスの付加価値が高まっており、それがリテール証券業界のパラダイムシフトにつながっている。

## 目 次

はじめに 米国におけるリテール金融のパラダイムシフトと金融エコシステムの変化

1章 米国のマネージド・アカウント（MA）の多様化・高度化

2章 米国におけるモデル・ポートフォリオ活用拡大の動き

3章 米国大手証券会社の製販一体モデルの進化（モルガン・スタンレーの事例）

おわりに 顧客本位の業務運営に向けた日本の動向と示唆

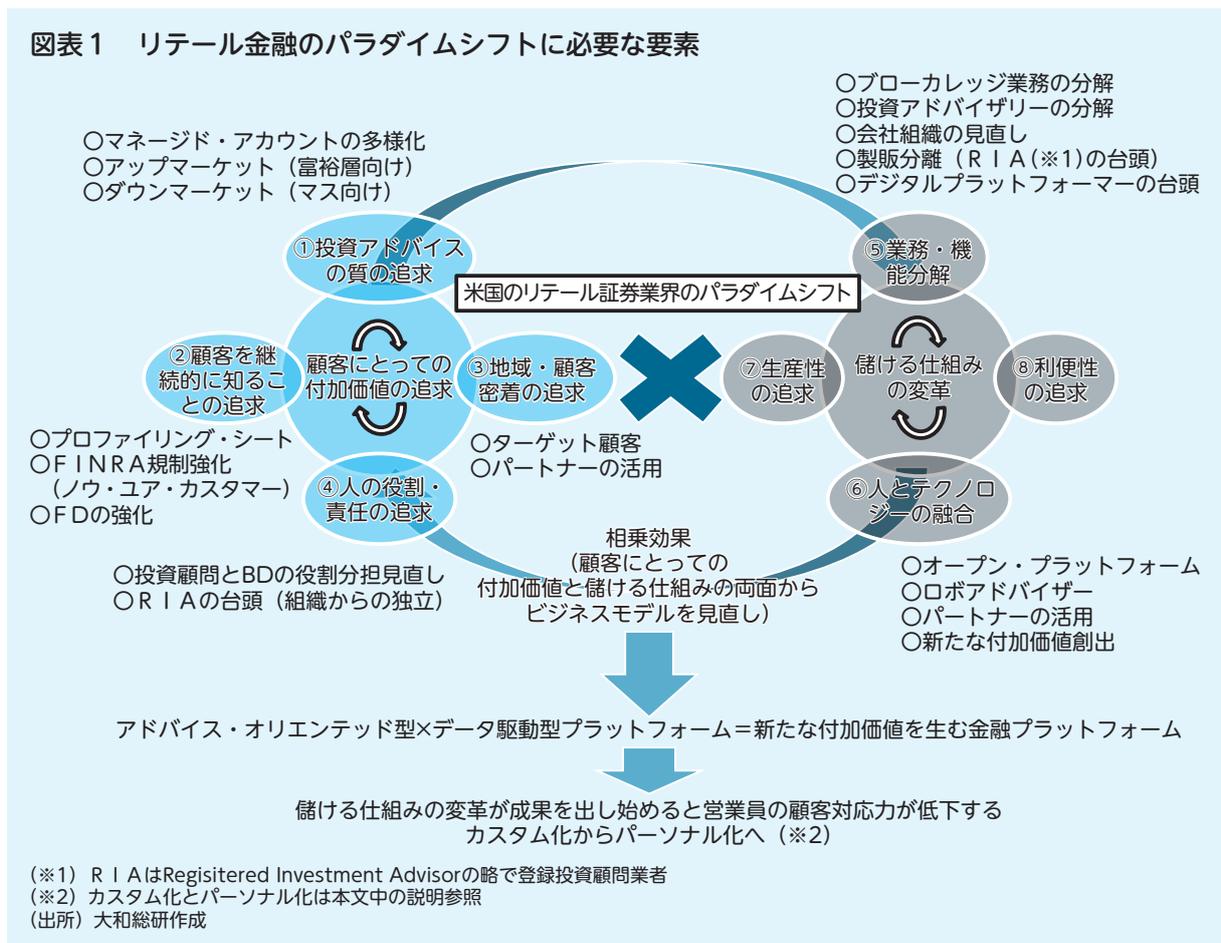
## はじめに 米国におけるリテール金融のパラダイムシフトと金融エコシステムの変化

米国におけるリテール金融のパラダイムシフトは既存のビジネスモデルの分解から始まった。「顧客にとっての付加価値の追求」と、金融機関にとっての「儲ける仕組みの変革」が別々の要素に分かれたのである（図表1参照）。この2つの要素のバランスを調整するだけなら既存のビジネスモデルを修正すればよい。しかし、顧客の利益に反する不祥事等に起因して、規制強化が急速に進む中

で、顧客本位の業務運営の必要性が高まった。その結果、「顧客にとっての付加価値の追求」に比重を移す、ビジネスモデルの大きな変革が必要となった。これに顧客のニーズをカスタム化（顧客自身が欲しい金融商品・サービス、必要な情報を自身の嗜好に合わせて使いやすいように設定すること）することからパーソナリ化（金融商品サービスあるいは情報を提供する証券会社等が、顧客にあわせて最適化すること）を可能とするテクノロジーの進化が加わることで、リテール金融のパラダイムシフトが起きた。

大手証券<sup>1</sup>をはじめとする米国リテール証券業界では、ここ10年で、金融商品を単品で売買す

図表1 リテール金融のパラダイムシフトに必要な要素



1) ワイヤハウスと呼ばれるメリルリンチ、モルガン・スタンレー、ウェルズ・ファーゴ、UBSアメリカの4社を指す。

るブローカレッジ中心の“フローのビジネス”から資産管理型中心の“ストックのビジネス”への移行が進んでいる。図表1に示すように、「顧客にとっての付加価値の追求」は、「①投資アドバイスの質の追求」「②顧客を継続的に知ることの追求」「③地域・顧客密着の追求」「④人の役割・責任の追求」の4つの要素で構成されている。投資アドバイスの成果である資産ポートフォリオの組成では、例えば「モデル・ポートフォリオ」を使ったポートフォリオ組成の仕組みがコモディティ化しており、付加価値が低下している。一方、投資者保護（顧客本位）の規制（ベストインタレストとフィデューシャリー・デューティー）の強化によって、「②顧客を継続的に知ることの追求」を踏まえた顧客本位のパーソナル化したフィナンシャル・アドバイスの付加価値が高まっているといえよう。ただし、これまでの既存の個別金融機関の「儲ける仕組みの変革」の延長線ではフィナンシャル・アドバイスの事業性は維持できない。新たなビジネスモデルが必要になる。これがリテール証券業界のパラダイムシフトにつながる。既存のビジネスモデルで、4つの要素をバラバラに追求しても、相乗効果のある「付加価値の追求」にはならない。ビジネスモデルの変革が必要である。

その出発点は①であり、顧客本位のパーソナル化したフィナンシャル・アドバイスを前提とする投資アドバイスの質を見直すことで、②～④が見直され、付加価値が継続的に追求されていく循環が生まれる。その循環の中では、②において、人（アドバイザー）の業務範囲が拡大され、役割・責任が増していき、それによって商品が多様化し、それに対して顧客と証券会社の利益相反などがないかチェックされ、規制が見直される。証券会社

は利益相反を回避するためには、②を見直し、④を改善した上で、投資アドバイスの質をさらに追求していくこととなる。

これらを踏まえ、本稿では、米国のリテール金融のパラダイムシフトを牽引する要因を見ていくこととする。ここでは、米国の大手証券会社の中でウェルスマネジメント部門の開示が進んでいるモルガン・スタンレーの事例を見る。同社が資産管理型中心のビジネスで、顧客本位の業務運営と生産性向上を両立させていること、およびそれを可能にしている3つの要因について説明する。

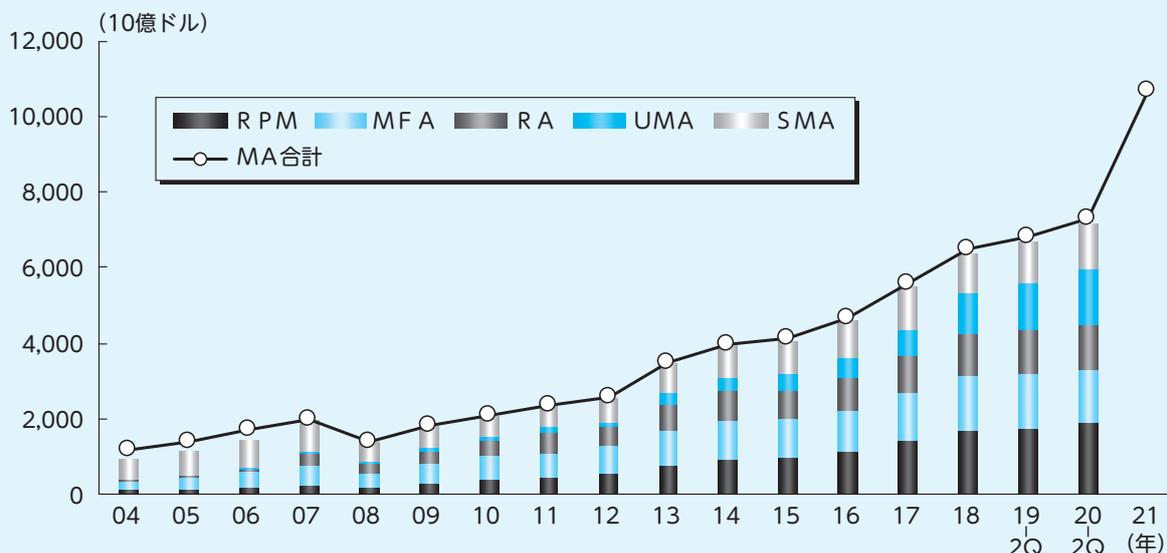
以下の構成は次の通り。第1章ではマネージド・アカウントの多様化・高度化について、第2章ではポートフォリオ組成機能のコモディティ化に伴う同機能の外部委託の増加によるモデル・ポートフォリオの増加および製販分離の進展について、第3章では大手証券会社の製販一体モデルの取り組みについて、説明していくこととする。

## 1章 米国のマネージド・アカウント（MA）の多様化・高度化

米国のマネージド・アカウント（以下MA）とは、これまでのブローカレッジのアカウント（証券口座）ではなく、投資アドバイザリーのアカウント（証券口座）を指し、そのアカウントには商品・サービスの組み合わせによって異なった手数料体系が適用される、様々な種類のアドバイザリー・プログラムが付与される（図表2（次頁））。

MAの残高が1兆ドルを突破した2004年から2021年までを時系列で見ると（図表2（上））、2009年のリーマン・ショック以降、成長のスピードが増し、2021年には10兆ドルを超えた。

図表2 MAの多様化・拡大（上）と各MAの説明（下）



(出所) Cerulli Associates, Money Management Institute (MMI) のデータから大和総研作成

	手数料率	投資一任	残高ファイ	投資助言	アドバイザー	概要
SMA	14	○	○			サードパーティと関連の資産マネージャーが顧客との投資一任契約で顧客資産の運用・管理（＝モデル・ポートフォリオ）を行うアカウント。一人のサードパーティFMのよる戦略（投資対象はミューチュアル・ファンドのみではない）は個別顧客口座ごとに有する。（日本のラップ口座類似）。口座管理料、ブローカレッジ手数料等はMSが徴収。
MFA	—		○	○※		顧客が体系的に幅広いミューチュアル・ファンド（のみ）の中から運用資産アロケーションを可能とするアカウント。投資判断は顧客が実施（投資一任の商品も存在）。
UMA	97	○※	○	○※	○	顧客にSMA、ミューチュアル・ファンド、ETFのすべてを一つの口座内で一緒に提供できるアカウント。投資判断と裁量権限は、顧客、ファイナンシャル・アドバイザー、ポートフォリオ・マネージャーのいずれかによって執行される。投資助言はMSのコンサルグループがオーバーレイ・マネージャーとして行い別途手数料がかかる。ファンドラップの商品特性も有する。タックスアドバイザー等の非金融アドバイスを含む。
RA	93.5		○	○※	○	投資判断は顧客の承認が必要であり、ファイナンシャル・アドバイザー（FA）による当該顧客の口座、投資に対する変更は、その都度、顧客の承認を得る義務があるアカウント
RPM	83.5	○	○	○	○	FAが裁量権を持ち（顧客によって契約上承認されている）、個々の変更に対する顧客の承認なしで、継続的な投資決定を行うことができるアカウント。

(注) 表中の手数料率はベース・ポイント (bps) であり直近2年分の平均。ミューチュアル・ファンド・アドバイザーの手数料率は2018年では119ベース・ポイント。ここでのアカウントとはブローカレッジ口座ではなく、投資アドバイザー口座と呼ばれる専用口座。新規に口座開設でき、アドバイザーおよびアドバイザー・プログラムの準備が整うまで（約90日）はブローカレッジ口座として活用できる。

(出所) モルガン・スタンレー2021年Form10-Kから大和総研作成

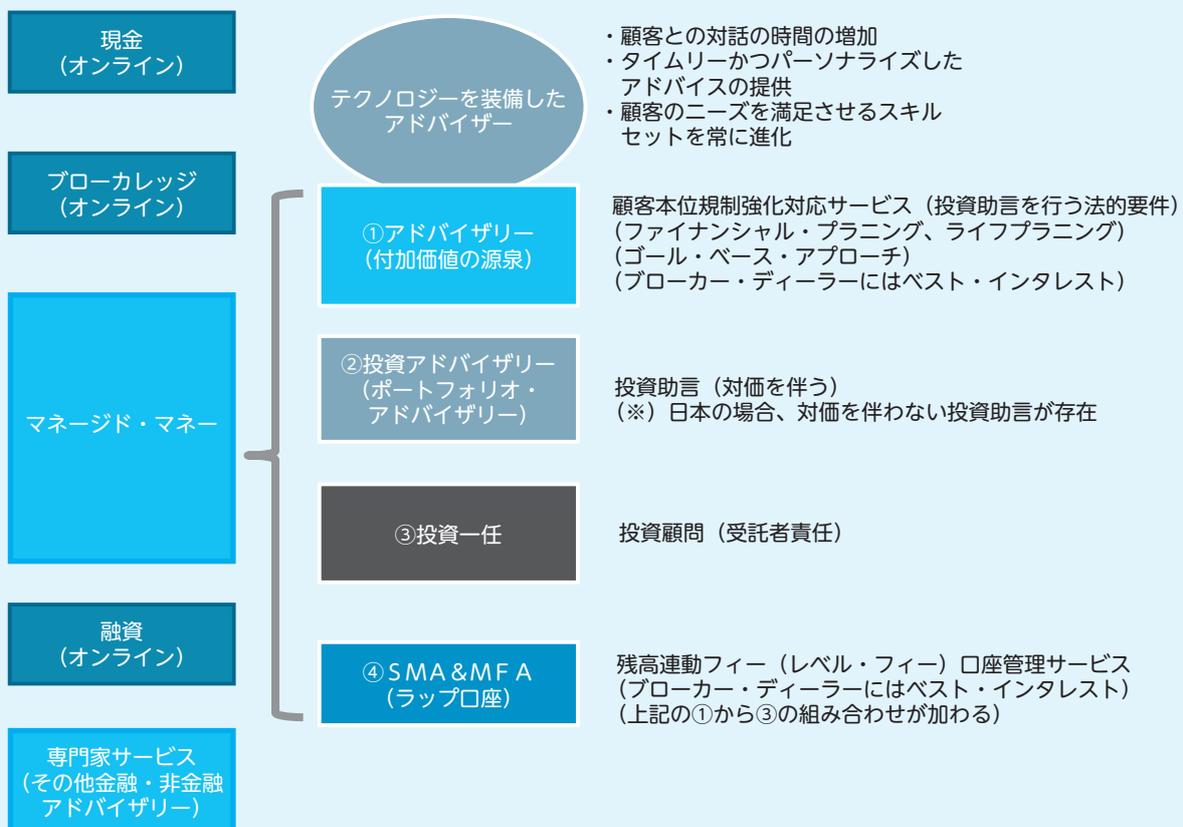
2004年から2021年の期間の年平均成長率は 12%を記録した。MAの種類別では、比較可能な2004年から2020年（第2四半期末）までの年平均成長率で見ると、高い順にユニファイド・

マネージド・アカウント（以下UMA）42%、レップ・アズ・アドバイザー（以下RA）24%、レップ・アズ・ポートフォリオマネージャー（以下RPM）20%、ミューチュアル・ファンド・アドバイザー（以下MFA）12%、SMA 5%となる。2020年（第2四半期）の種類別構成比では、RPMが26%まで上昇し、UMAが20%を超えた一方、RAは16%と前年より低下、MFが19%と20%を下回り、SMAが16%と2017年に20%を下回ってから横ばいとなった。このような種類別の動向の背景には、図表2（下）が示すように、「アドバイザー」のサービスが付随するMAであるRPM、UMAが全体の残高を成長させるドライバーになっていることがあると

考えられる。両MAの手数料率で見ても相対的に高い水準を維持している。

図表3では、マネージド・アカウント（口座を管理）の基盤である「マネージド・マネー（資金管理）」を構成する4つのサービスを示している。この4つのサービスの組み合わせでMAの特性が決まる。その基本のサービスが、「④SMA&MFA（ラップ口座）」の残高連動フィー（残高手数料）ベースの口座管理サービスと「③投資一任」であると考えられる。この③と④はコモディティ化していき、大手証券会社は外部の業者にアウトソースしていった（図表2（下））。一方、アドバイザーの付加価値として「②投資アドバイザー（ポートフォリオ・アドバイザー）」と「①アド

図表3 米国における「アドバイザー」の定義とテクノロジーの導入



（出所）各種資料から大和総研作成

バイザリー」が重要になってきたため、RPMとRA、あるいはUMAが登場した。これがMAの多様化と高度化につながっていった。SMAは、サードパーティのアセット・マネージャーによって管理される単一のアカウントであり、顧客が資金を割り当てることを決定した特定の投資戦略に準拠している。ただし、富裕層の多くは、複数のSMAを使用することになり、費用と時間がかかり、管理が面倒になる可能性がある。このような場合、複数のSMAが「スリーブ」（別名、サブアカウントUMA）に統合されるか、あるいは混合モデルまたは全体的なUMAが使用されることになるが、現在好まれているより一般的な方法は後者である。

ただし、米国の過去の経緯を見ていくと、ラップ口座を含むSMAとMFAの台頭など、ブローカー・ディーラー（BD）<sup>2</sup>の提供するサービスの変化を背景に、BDの提供するアドバイス（BDの業務に単に「付随的」で、かつ、特別な報酬<sup>3</sup>を受けない助言行為。投資顧問法の適用除外となる）と投資顧問（投資アドバイザー）<sup>4</sup>の提供する投資顧問法上の「投資アドバイス」の境界が非常に曖昧になっていった。このような状況の中、2007年にファイナンシャル・アドバイザー（外務員資格保有、以下FA）が顧客に投資アドバイスを提供して残高に応じた手数料を徴収しながら

も投資顧問業としての登録は免除されるというSECの規則案、いわゆるメリルリンチ・ルール<sup>5</sup>が裁判所の判断で無効となった。このため、大手証券会社は本格的な資産管理型中心のビジネスモデルを追求するために強制的にBDを投資顧問業に登録したFAへの転換を図った。これはアドバイザーの質の改善といえよう。この改善は、営業担当員であるFAの投資アドバイスに対する役割と責任範囲の拡大でMAの高度化・多様化が進んだことを意味する。FAの投資アドバイスの業務範囲をブローカー・ディーラー（BD）の業務範囲から投資顧問としてのポートフォリオマネージャーに拡大していき、顧客ニーズあるいはメリルリンチ・ルールに対応したことで、RA、RPMの成長を促したといえよう。

RPMは、FAが運用会社のポートフォリオマネージャー（以下PM）と同等の受託者責任を負う商品である。このため、MAの提供は投資顧問法の適用除外とはなっていないため、証券業登録は証券外務員（通常BD）と投資顧問の二重登録が多く、直近2020年では68.7万人いる証券業登録個人数のうち投資アドバイザーと証券外務員の両方に登録する人の比率は2009年の35%から2020年には44%に増加し、投資アドバイザーのみの比率は2020年に初めて10%を超えた（図表4）。顧客との利益相反を回避しながら、投資

2) 1934年証券取引所法においてブローカーとは「他者の計算において、証券取引の執行を業として行う者」、ディーラーとは、「自らの計算において、ブローカー等を通じて、証券の売買を業として行う者」と定義（浅倉真理、霧ゆかり「米国における最善の利益規制とフィデューシャリー・デューティーに関する議論」日本証券業協会国際規制調査室 月刊『資本市場』（2019.11）No.411 p.41からの引用。オリジナルの出所はSecurities Exchange Act of 1934, 3条（a）（5）（A））。

3) BDが証券取引執行により顧客から受け取る、いわゆるブローカレッジ手数料（コミッション）については「特別の報酬」には該当しないと考えられている。

4) 1940年投資顧問法において、投資アドバイザーとは、「有償で、直接または出版物若しくは文書を通じて、有価証券の価値、有価証券への投資、購入または販売の妥当性に関して、他者に助言する業務に従事する者、若しくは有償で、通常の業の一環として、有価証券に関する分析または報告書を発行または公表する者」と定義（脚注2と同じ出所。オリジナルの出所はInvestment Advisers Act of 1940, 202条（a）（11））。

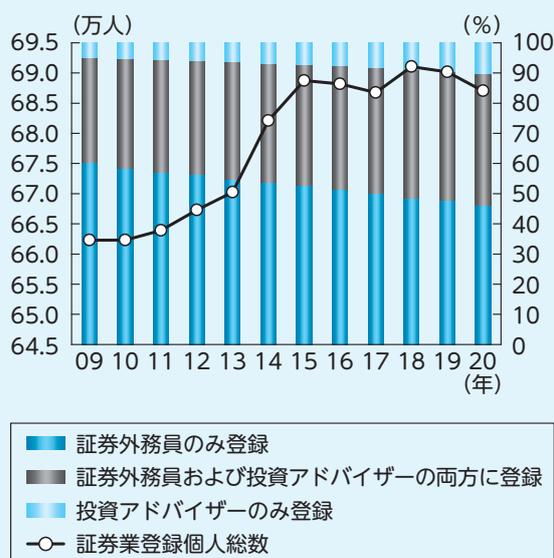
5) 1999年にメリルリンチが提供した「アンリミテッド・アドバンテージ」（資産残高フィー型の株式ブローカレッジ証券取引口座）を投資顧問法の適用除外とするというSECの規則案。

アドバイスを顧客のニーズに適合させることで商品を多様化して、預かり資産を増やしてきた。同時に無料・有料の投資アドバイスの両方に対応できる役割・責任を持つ営業員を増やすことで投資アドバイスの質を追求し、商品サービスを多様化してきたといえよう。この背景には、米国では、投資助言業者が有償の助言を行う場合、フィデューシャリー・デューティーが課され個別ルールが定められていることがある。また、BDがリテール顧客に対する投資商品の推奨（無償の助言を含むと解される）を行う場合は、投資助言業者とブローカー・ディーラーの間で同等の義務を設けることを目的に制定されたベストインタレスト規則における個別規定を遵守する必要があることも、その理由として挙げられる。図表5のように、投資助言業者のフィデューシャリー・デューティーの内容は、SECの解釈により明確化されている。また、ベストインタレスト規則は、フィデューシャリー・デューティーそのものではないものの、開示・適合性・利益相反管理等、顧客の

最善の利益となるよう行動するための具体的なルールを定めている。

他方、2003年に登場した家計金融資産一括管

図表4 顧客本位規制強化による営業員のマインドの変化（投資アドバイザーと証券外務員の両方に登録する人の比率が上昇）



(出所) Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) Industry Snap Shot2021のデータから大和総研作成

図表5 米国の投資助言・推奨に関する主な義務・個別ルール

		投資助言業者が助言行為を行う場合	ブローカー・ディーラーが推奨を行う場合
個別ルール	主な義務	<ul style="list-style-type: none"> <li>フィデューシャリー・デューティー（投資顧問法206条・合衆国最高裁・2019年SEC解釈）</li> <li>自己の利益を顧客の利益に優先させてはならない</li> <li>顧客目標の合理的理解に基づき、当該顧客の最善の利益となる助言（顧客に適合する助言）を提供する義務</li> <li>顧客との継続的な関係を通じた助言・監視の提供義務</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>適合性原則（FINRA規則2111・2090）</li> <li>看板理論に基づく義務</li> <li>リテール顧客に係るベストインタレスト規則（以下の点等を履行することで）推奨の時点で、顧客の最善の利益となるよう行動する義務</li> </ul>
	開示	<ul style="list-style-type: none"> <li>手数料・費用、提供されるサービスの種類と範囲、評価（報酬）体系、利益相反に係る重要事項の開示（フォームCRS）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>手数料・費用、提供されるサービスの種類と範囲、評価（報酬）体系、利益相反に係る重要事項の開示（フォームCRS）</li> </ul>
	適合性	<ul style="list-style-type: none"> <li>顧客の投資プロファイル（経済状況、知識・経験、目的等）の合理的調査、顧客の投資プロファイルの更新等</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>適合性の合理的根拠を確保（含む代替商品の検討）</li> <li>リテール顧客の投資プロファイルの入手（SEC解釈）</li> </ul>
	利益相反への対応	<ul style="list-style-type: none"> <li>排除、又は完全かつ公正な開示</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>利益相反を特定し、開示又は排除</li> <li>期間や販売対象を限定したノルマ等の禁止</li> </ul>

(出所) 金融庁金融審議会市場制度ワーキング・グループ 第16回「資料2 事務局説明資料（顧客本位の業務運営の確保と金融サービスの向上）」（2022年3月29日）から大和総研作成

理の税制優遇効果を最大化するMAとして、UM Aの残高が2013年ごろから2018年まで増加して、MA全体に対するシェアを高めた。この理由として、同商品のパフォーマンスへのリーマン・ショックの影響の度合いが低かったこと、さらに家計の複数の口座（老後資金用の確定拠出年金、教育資金積立など）への資産配分の最適化のニーズが大きくなったことなどが挙げられる。

### 2010年代ベビーブーマー第一世代が大量退職。投資アドバイスニーズの高まり

米国では、2006年にベビーブーマー第一世代が60歳代に突入し、それ以降ボリューム顧客の老後に向けた資産形成ニーズが高まっていき、その後、2010年代に、このベビーブーマー世代が大量退職する時期を迎えたことにより、投資アドバイスに対するニーズが高まったと考えられよう。ベビーブーマー世代の退職時期から、確定拠出年金(401(k)プラン)から個人退職勘定(IRA: Individual Retirement Account)に多くの資金がロールオーバーされ、多くの加入者が専門家による投資アドバイスを必要とした。加えて、世帯数が大幅に増加していることも投資アドバイスのニーズの高まりに寄与したと想定される<sup>6</sup>。

これに対して、米国の大手証券会社は、リーマン・ショック後に世帯数の比率が上昇していたマス富裕層と超富裕層に対する投資アドバイスを強化した商品のニーズへの対応に迫られていたと考えられる。そのニーズへの対応商品として、これまでのようなブローカレッジ中心の商品ではなく、資産管理型中心の商品を提供していった。米国では、既に2000年初頭のITバブルの崩壊による営業部門の改革と、オンライン中心のブロー

カーによりミューチュアル・ファンド・アドバイザーが提供されたことで、大手証券会社によるMAの強化が本格化していたことも背景にある。

ブローカー・ディーラー中心のアドバイザーから投資アドバイザー中心のFAへの転換は、顧客との接点部分のコスト負担が増えることを意味する。これには顧客本位の業務体制に向けた規制への対応も含まれる。FAの手数料率が低下している中、ポートフォリオ組成という製造部分のコストを削減する必要がある。このため、サードパーティのモデル・ポートフォリオを活用するようになった。これが、第2章のモデル・ポートフォリオの拡大につながっていった一因と考えられる。

## 2章 米国におけるモデル・ポートフォリオ活用拡大の動き

モデル・ポートフォリオとは、様々な定義があるが、顧客のリスク許容度に基づいて、幅広いミューチュアル・ファンドの中からポートフォリオをシステムティックに組成し、市場の状況の変化や、それによる顧客のリスク許容度等の変化に応じて、システムティックにリバランスされる仕組みを持つポートフォリオと解される。例えば、商品の選択の幅をミューチュアル・ファンドに限定し、顧客のリスク許容度に一定の基準を設けてマッチングしている点において、前述したミューチュアル・ファンド・アドバイザーと同等のアドバイザー・プログラムといえる。純粋にFAの立場から見れば、顧客とのコミュニケーションの頻度を高めてニーズを把握する以外の部分を、外部のサードパーティに委託するか、内部の本部機能に任せることを可能にする仕組みと捉えられ

6) 内野逸勢「リテール金融のパラダイムシフト」2021年1月『大和総研調査季報』2021年新春号(Vol.41)掲載

よう。

モルガン・スタンレーでは、以前は、ミューチュアル・ファンド・アドバイザーはMAの種類の一つであったが、現在ではUMAのサービス・プログラムの中の一つのサービスとして取り入れられている。UMA残高の高い成長に伴い、大手証券会社のポートフォリオ組成のサードパーティへのアウトソースが活発化したことも、モデル・ポートフォリオの米国での活用が拡大していった要因と捉えられよう。さらにモデル・ポートフォリオのプロバイダー数が増え、独立系のアドバイザー・登録投資顧問業者（RIA：Registered Investment Advisor）が販売の受け皿となって、モデル・ポートフォリオが拡大・普及していった。

### モデル・ポートフォリオ本数拡大とその背景

モデル・ポートフォリオの格付けを行うモーニングスター社が捕捉するモデル・ポートフォリオの本数やプロバイダー数は増加の一途を辿っており、2021年時点の本数は2,000本を超えている（図表6）。運用資産規模では、FinTech企業のBroadridge社が2021年第3四半期時点で約4.9兆ドルと推計した。このように近年、米国で活用が広がったモデル・ポートフォリオは、今後も規模が拡大する見込みである。2025年にかけて10兆ドル超まで拡大すると予測されている。

モデル・ポートフォリオの利用（ポートフォリオ構築機能の外部委託）が進んでいる背景として、①受託者責任のほか、顧客にとっての最善の利益を追求する要請、②運用商品やポートフォリオ管理のコモディティ化などが挙げられる。

①について、RIAの存在感が高まっているものの、自らポートフォリオを構築する能力・リソース・時間が限られるRIAは少なくないと言われ

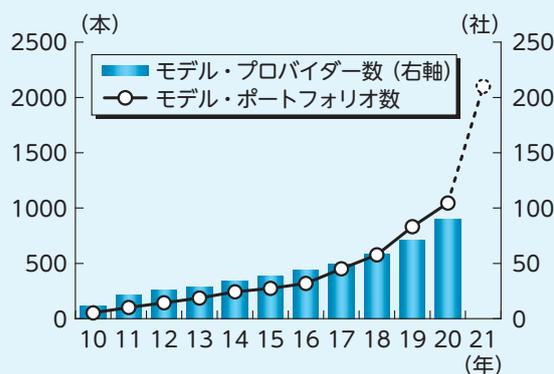
ている。このことが、モデル・ポートフォリオ普及の背景として挙げられる。また、2020年に施行された「最善の利益規則（レギュレーションB I）」（図表5参照）が、投資戦略を推奨するブローカー・ディーラーに対して顧客の最善の利益のために行動することを義務付けていることも、モデル・ポートフォリオ普及拡大の後押しになっているとの見方もある。

②について、パッシブ投資の割合の高まりやロボアドの普及を背景に、運用商品やポートフォリオ管理のコモディティ化が進展している。そうした中、営業員やアドバイザーは付加価値の創出や差別化に迫られており、証券会社や運用会社などのプロバイダーにポートフォリオ構築機能を委託することで、対面での価値がより発揮できる業務に注力するという流れが強まっている。

### モデル・ポートフォリオを巡るエコシステム

米国では、モデル・ポートフォリオを巡るエコ

図表6 モデル・ポートフォリオ数、モデル・プロバイダー数の推移



(注1) 2020年までは、Brogaard, et al. [2022] の集計。2021年は、モーニングスター社による調査。  
(注2) モデル・プロバイダーからモーニングスター社への報告をもとに算出。大手証券会社（ワイヤハウス）の提供するモデル・ポートフォリオは含まれておらず、実際に提供されている数より少ない可能性が高い。  
(出所) Kephart [2021]、Brogaard, et al. [2022] から大和総研作成

システムが発展している。大きくはモデル・ポートフォリオ組成機能と販売機能が分離している  
1) 製販分離型モデルと、2) 製販一体型モデルによってエコシステムの発展が見られる(図表7)。

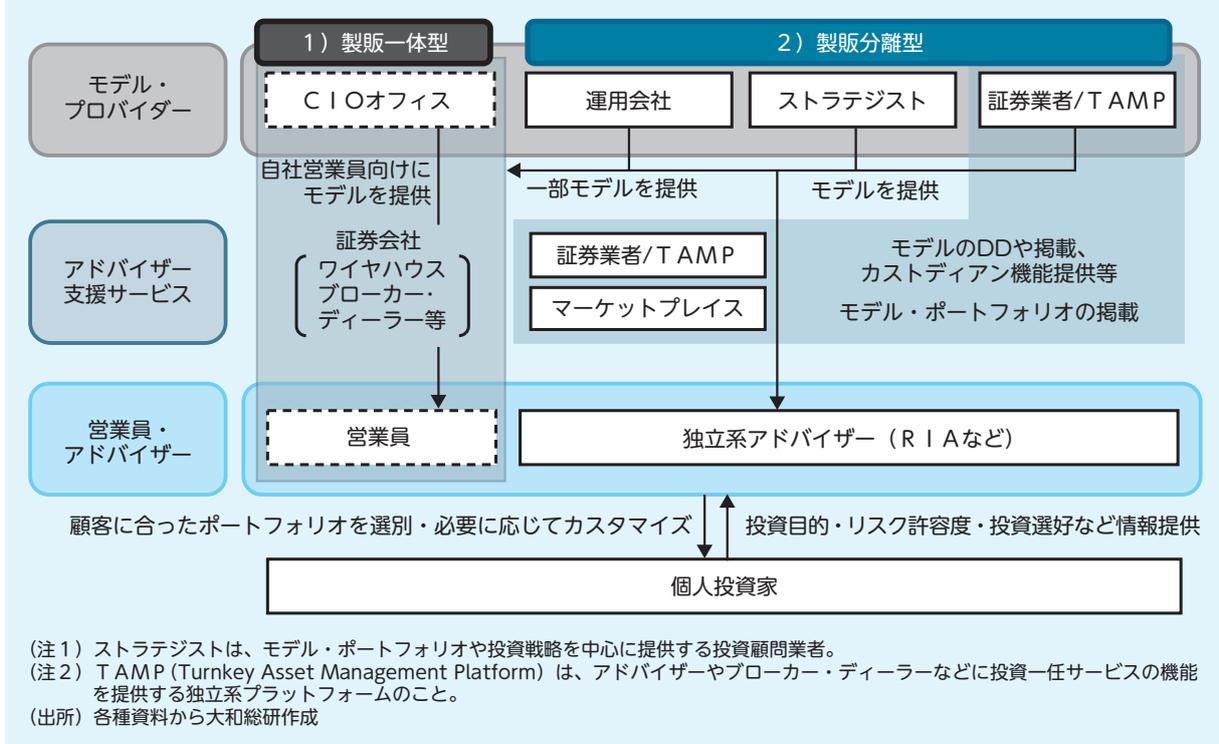
**製販分離型モデル**

まず2)の製販分離型モデルであるが、その発展に伴い、RIAに対して多様な主体がプロバイダーとして構築したモデル・ポートフォリオを提供している。モデル・ポートフォリオを用いた運用残高が上位のプロバイダーを確認すると、ブラックロックを始めとした運用会社に加えて、モデル・ポートフォリオや投資戦略を中心に提供する投資顧問業者(ストラテジスト)も含まれる(図表7)。なお、実際のポートフォリオ構築はアド

バイザー側の責任で行い、運用会社やストラテジストはモデル・ポートフォリオの情報提供に留まる。そのため、これらの主体のモデルは、“paper portfolio”と呼ばれることがある。また、モデル・ポートフォリオの利用に伴う手数料について、通常、運用会社は徴収せず、投資家にモデルに含まれる自社ファンドへの投資を促すことで賄うのに対して、ストラテジストは0.10～0.25%の手数料を徴収する模様である。

アドバイザー支援サービスとして、資産の管理・取引・パフォーマンス等の評価といったカスタディアン機能を提供する証券業者(チャールズ・シュワブなど)や投資一任システムを提供する独立系プラットフォームのTAMP(Envestnet<sup>7</sup>など)は、プロバイダーから提供されるモデル・

図表7 モデル・ポートフォリオを巡るエコシステム(製販分離 vs 製販一体)



7) Envestnetは、メリルリンチ・UBSといった大手金融機関などのアドバイザーに対して、資産管理ソフトウェア・サービスを提供する投資顧問会社。同社のように、投資一任サービスのシステムソリューションを提供する事業者は、TAMP (Turnkey Asset Management Program) と呼ばれる。

ポートフォリオのデューデリジェンスやアドバイザーに合わせたモデルの提示、ポートフォリオの実装、投資後のモニタリングやリバランス、モデル・ポートフォリオのアロケーションや保有銘柄が変更された場合の調整などを行っている。なお、これらの証券業者やTAMPの中には、自ら構築したモデル・ポートフォリオを提供する先も少なくない。

このほか、様々なプロバイダーから提供されるモデル・ポートフォリオを取りまとめているマーケットプレイス（モーニングスター社など）も存在する。TAMPなどのカストディアン機能を利用する場合と比べると、アドバイザー自身でポートフォリオ構築や投資後のモニタリング、リバランス等を行う負担が生じるものの、マーケットプレイスを利用する場合は、カスタマイズ等の裁量の余地が大きいといった特徴がある。

ただし、営業員・アドバイザーは、顧客の投資目的・リスク許容度・投資選好（サステナビリティやファクターなど）を把握した上で、最適なモデル・ポートフォリオの選定や必要に応じたカスタマイズを行う必要がある。この点、営業員・アドバイザーの7割強がモデル・ポートフォリオを何らかの形で活用しているとの調査もある。また、プロバイダーが提供するモデル・ポートフォリオを、カスタマイズせずにそのまま顧客に提供するアドバイザーも相応にあり、特に保有資産額が相対的に少ない顧客に対しては、その傾向が強まる。なお、営業員・アドバイザーは、顧客の投資目的や投資選好などを踏まえて、プロバイダーによるモデル・ポートフォリオのアロケーション調整や保有銘柄の変更に従わないことも可能である。

### 製販一体型モデル

次に2) 大手証券会社の製販一体型モデルでは、

ウェルスマネジメント部門の投資戦略策定を中央集権的に担う部署（CIOオフィス）が設立されており、そこでは内部のポートフォリオマネージャーが顧客のリスク許容度および投資目的を詳細に把握して組成する専用の「ポートフォリオ」を内部のFAに提供している。つまり、専用のアカウントがあり、専用のプログラムがある。

一方、サードパーティの「ポートフォリオ」は、SMAあるいはUMAの内部プラットフォームに揃えられており、UMAあるいはSMAの専用の外部あるいは内部の投資アドバイザーがアドバイスを提供するアカウントのアドバイザー・プログラムに組み込まれている。

いわゆる完全内部のポートフォリオ組成であるCIOモデルはピュアなオーガニックの製販一体型モデルであるが、その他は顧客から薄く広く手数料を取りながら顧客ニーズを把握し、投資アドバイスと非金融アドバイスでグリップを握る内部の「製販分離型プラットフォーム・モデル」といえよう。

ただし、上記の製販一体型モデルの「ポートフォリオ」はこの章の前半で説明したミューチュアル・ファンドのみで組成される「モデル・ポートフォリオ」とは意味合いが異なることには留意が必要であろう。前述したように純粋にFA（大手証券会社のFAとRIAの両方）の立場から見れば、リスク許容度に応じてポートフォリオを組成する、リバランスすることを外部のサードパーティあるいは内部の本部機能に委託することを意味し、どちらに委託することが有効であるかが、ポイントとなる。

このような大手証券会社の動きは、組織全体の生産性を向上させるために、インハウスで全て完結する付加価値の高い商品・サービスを生み出す

仕組みに内部の経営資源を集中し、労力が増えてコストが嵩み、リスク管理、顧客本位の業務運営に向けた規制の強化に対応したコンプライアンスのコントロールがあまり効かない付加価値の低い商品・サービスを外部に委託することで、他の業者との差別化を図ることが背景にある。ミューチュアル・ファンドのみでのポートフォリオ組成だけではなく、SMA・UMAのラップ口座の幅広い商品でのポートフォリオ組成も外部委託している。MAが増加していくにつれ、個人口座向けのポートフォリオ組成（投資一任）、それに伴う投資アドバイスは手間ばかり増え生産性が低下していったと考えられる。このため、大手証券会社はこのようなMAの投資一任、投資アドバイスをアウトソースした。

また製販一体型モデルと製販分離・上下分離型モデルの違いは、それぞれがターゲットとする顧客の違いに起因するが、その顧客のニーズをどこまで把握できるか、それが提供する付加価値の優劣を左右することとなる。ただし、一般的には、SMA専用のサードパーティの運用会社等は、顧

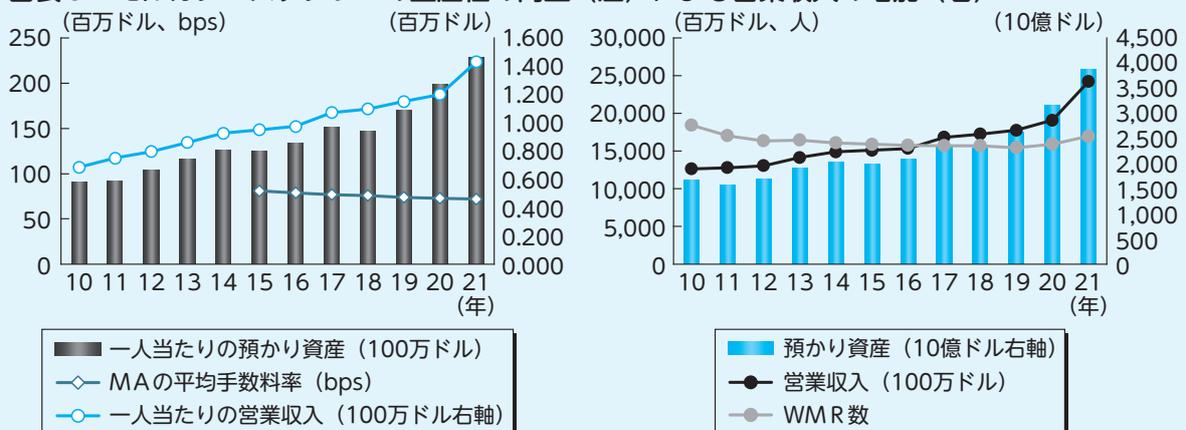
客のニーズをベースにしてポートフォリオを変化させていないから非常に低い手数料しか稼げないと認識されており、ポートフォリオ組成の仕組みの構築に特化するビジネスモデルの付加価値の低下が進んでいるといえよう。

### 3章 米国大手証券会社の製販一体モデルの進化（モルガン・スタンレーの事例）

#### 進むモルガン・スタンレーの生産性向上

大手証券会社の生産性の改善が進んでいる。ウェルスマネジメントの開示が充実しているモルガン・スタンレーの直近11年（2010年～2021年）のウェルス・マネージャー（WMR＝ファイナンシャル・アドバイザーと同等）一人当たり（以下同様）の営業収入では、2010年の0.71百万ドルから、2021年の1.43百万ドルに2倍強まで上昇させてきた（図表8（左））。MAの平均手数料率は減少傾向にある中、一人当たりの預かり資産を2021年には229百万ドルと2010年（91百万ドル）対比2倍強まで増加させた（図表8

図表8 モルガン・スタンレーの生産性の向上（左）による営業収入の増加（右）



(出所) MSの各年Form10-Kから大和総研作成

(左)。一方、WMRの数を削減させてきた(図表8(右))。WMRの数は直近2年では増加させてきたものの、それ以前の2010年から2019年の約10年間で2割弱削減した。アドバイザーの質の改善によるMAの高度化・多角化が進むとともに顧客全体の預かり資産に占めるMAの比率では、2010年の28%が2021年には47%に達した。ただし、MAの平均手数料率は低下傾向にあるため、WMRの数を減少させていると考えられよう。

平均手数料率の低下は、ウェルスマネジメント業界全体の問題であり、特にポートフォリオ構築部分については、運用のパッシブ化の進展と、手数料の開示等の透明性への要請の高まりなどが主な原因と考えられる。他方、WMRの手数料は相対的に高い水準で維持されているものの、足元のポートフォリオのリターンの高さは、株式市場の堅調さが主因であり、WMRの投資アドバイスの質が改善されてきたとはいえ、その貢献度は高くないと想定される。これに対してWMRは、ダイレクト・インデックス(DI)<sup>8</sup>などの活用を通じたカスタマイズにより付加価値の維持を図る動きも見られるものの、手数料を上昇させていくまでには至らない。さらに前述したInvestnetのように、ワンクリックで複数口座のアセット・アロケーションを行うことができるツールの登場も、WMRの付加価値低下の要因となっている。

### CIOモデルの導入と進化

手数料率が低下する中で生産性向上のために、モルガン・スタンレーは、MAサービス要素を分解し、顧客のニーズがありながらもコストが

かかり生産性を低下させるボトルネックとなる機能を質は維持したままアウトソースし、手数料が効率よく取れる必要なサービス要素は内部で整理・統合してプラットフォーム化することに戦略的に取り組んでいる。

さらに、顧客接点の部分を個々のWMR主導で改善し、生産性を向上させていくことは、限界があり、中央集権化していくとともにテクノロジー主導で生産性を上げていくことが課題として浮上していた。このため資産管理型中心のビジネスモデルへシフトする取り組みを進めるとともに、ポートフォリオ組成と顧客のニーズとのマッチング機能をフロントから本部に集中させる基盤を整備し、その上でAIとデータサイエンティストを活用するようになった。

これらの取り組みを踏まえて、近年、大手証券会社では、図表9に示すような投資アドバイス機能を中央に集中させるビジネスモデル(=CIOモデル)の構築を進めている。例えばモルガン・スタンレーは、投資アドバイザーアカウントの契約の中で、投資一任、投資アドバイス、個人投資家へのマッチングまで全てをインハウスで行うプログラムを提供している。このCIOモデルを冒頭の「新たなビジネスモデル」=「顧客にとっての付加価値の追求」×「儲ける仕組みの変革」の方程式に当てはめて説明すると、「顧客にとっての付加価値の追求」では、まず提供する「アドバイス」を、投資アドバイス(=投資プランニングと投資マネジメント)とファイナンシャル・アドバイス(=ファイナンシャル・プランニングとライフ・プランニング)に分解する。次に投資アドバイスはCIO本部という営業本部とは独立し

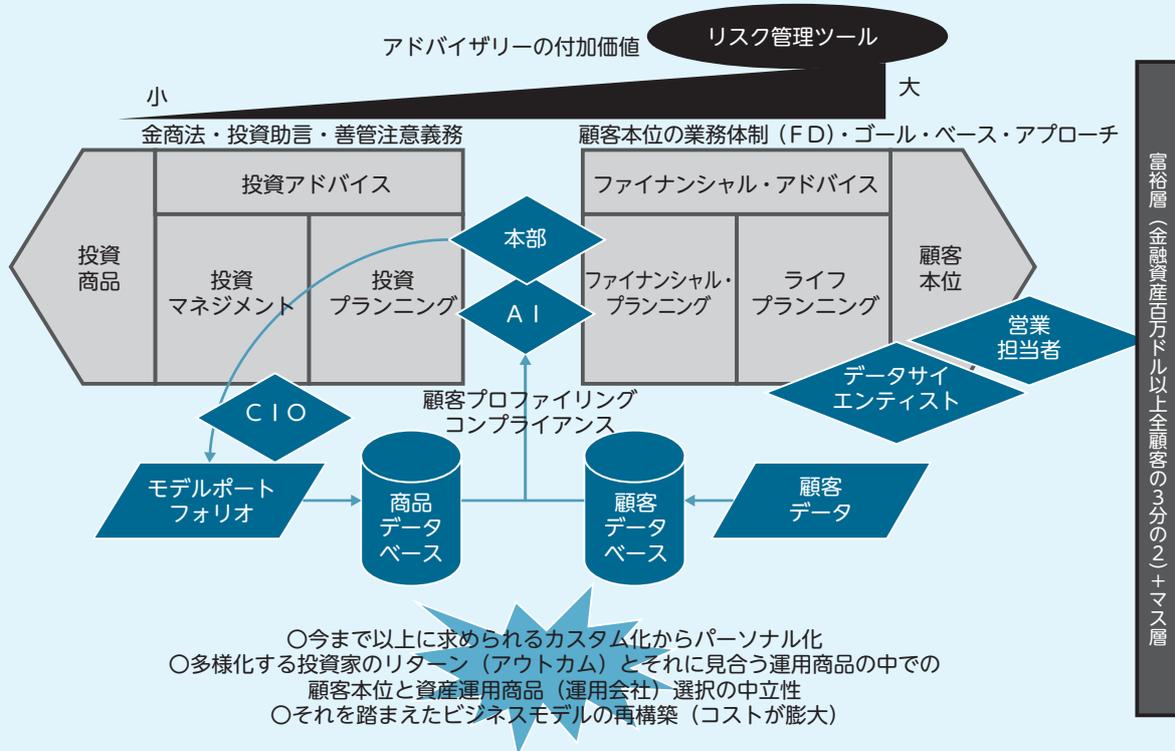
8) (インデックス投資戦略において)ETFやインデックス・ファンドを購入するのではなく、指数の構成銘柄を直接保有する「ダイレクト・インデックス」への注目度が高まっている。この手法の用途としては、税負担の最適化に加えて、指数のカスタマイズ機能が挙げられる。

た担当者を組織に集中させ、ポートフォリオ組成のための中立性と採算性を重視した商品選択にこれまで以上に取り組み、顧客のリスク許容度を類型化して開発した「ポートフォリオ」をウェルス・マネージャーから得た顧客ニーズをもとに提供する。つまり、これまでWMRが担当した投資アドバイスをC I Oに集中させ、営業員はファイナンシャル・アドバイスを通じて顧客とのリレーションに特化する。投資顧問の投資アドバイスとF Aの投資アドバイスの境界がなくなる中で、付加価値の中心であった投資アドバイス自体をWMRの担当から外し、顧客本位のリレーションの構築をWMRの新たな付加価値として再定義した。

この中心にある仕組みがN B A (Next Best Action) であり、「投資のゴールやリスク許容度

と合致しない顧客の特定」をもとにしたT O D Oリスト、メール等のアプローチの反応率などをアドバイザーに提示する仕組みとなっている。顧客のニーズに沿ったポートフォリオをカスタム化することからパーソナル化することへシフトするための仕組みであるともいえる。パーソナル化するためには、顧客のポートフォリオ・データ、リスク許容度を設定するためのデータベースの蓄積が非常に重要となる。モデル・ポートフォリオのサードパーティによる供給が増え、パフォーマンスの評価も外部機関によって公表される中、C I Oモデルのモデル・ポートフォリオのリターンの評価も顧客からは注目される。リターン以上にパーソナル化することが顧客の満足度につながる事が重要となる。この顧客の満足度が証明できないと、

図表9 米国の大手証券会社が追求するC I Oモデルと中央集権的な営業体制の構築



(出所) 各種資料、取材から大和総研作成

リレーション構築に特化したWMRの信頼を勝ち得ることができないこととなる。

「儲ける仕組み」では、デジタル化が進み、フィデューシャリー・デューティー<sup>9</sup>が強化されて、WMRによる投資アドバイスの差別化が困難となる中で、大手証券会社は、コンプライアンスを含めた投資商品と顧客のニーズをつなげる投資アドバイスの機能を本部とC I Oに集中させて、営業の効率性を組織として高める変革に取り組んでいる。さらに、手数料ベースのプラットフォームへの取り組みは、投資マネジメントのプラットフォームとファイナンシャル・プランニングのツールを統合するようになってきている。大手証券会社の中でもメリルリンチとモルガン・スタンレーの2社がMAの進化を牽引してきており、この2社がC I Oの仕組みを導入し、営業体制の効率化を目指して、プラットフォームを変革している。モルガン・スタンレーのWealth Deskは、本社が中央集権的に管理するダッシュボードによって様々な情報源からストックされた個々の顧客の情報をA I等がキュレーションして担当するWMRに“洞察”を与え、アドバイザーの質を高める仕組みであり、これによって個々のWMRのレベルをボトムアップして会社全体の目的を達成する方法である。

これらの取り組みは将来のマーケットの動きを見据えたものといえよう。米国で新規の顧客開拓が必要とされているが、同時にテクノロジーが進化し、顧客の投資行動が変化することが想定されているためアドバイザーの質の向上によるアド

バイザー主導の顧客接点の改革とともにデータ・テクノロジーが主導するアドバイザーの改革が必要となる。顧客行動の変化によって顧客との接点はロボアドバイザーが主流になっても、WMRが付加価値の高いF A（＝ライフプランナー）を通じて顧客のライフスタイルなどのアナログの情報を対面に近い形態で収集することで“人のアドバイス”の付加価値を維持するのである。その情報をアグリゲートし、支店に常駐するデータサイエンティストが分析して、本部とC I Oにデジタル化して送付して組織全体の営業力を高めていく。つまり、付加価値の中心は依然人が担うWMRということになる。

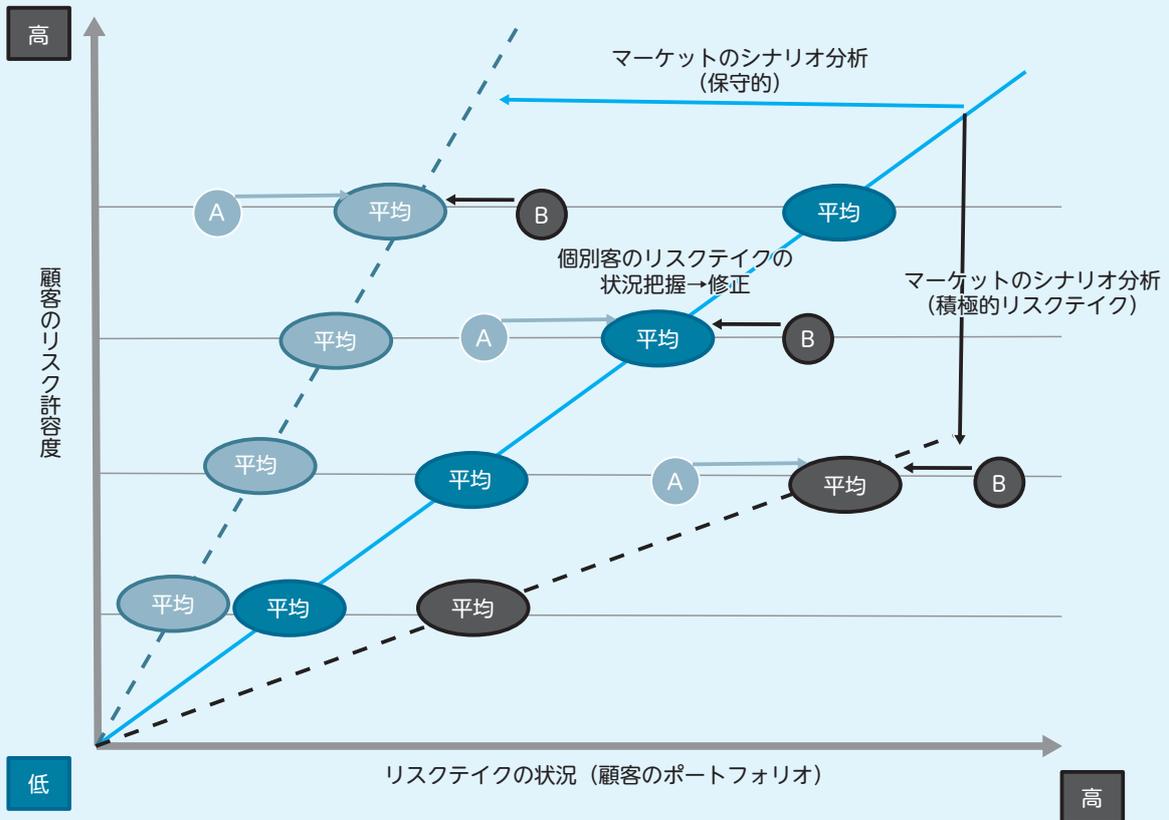
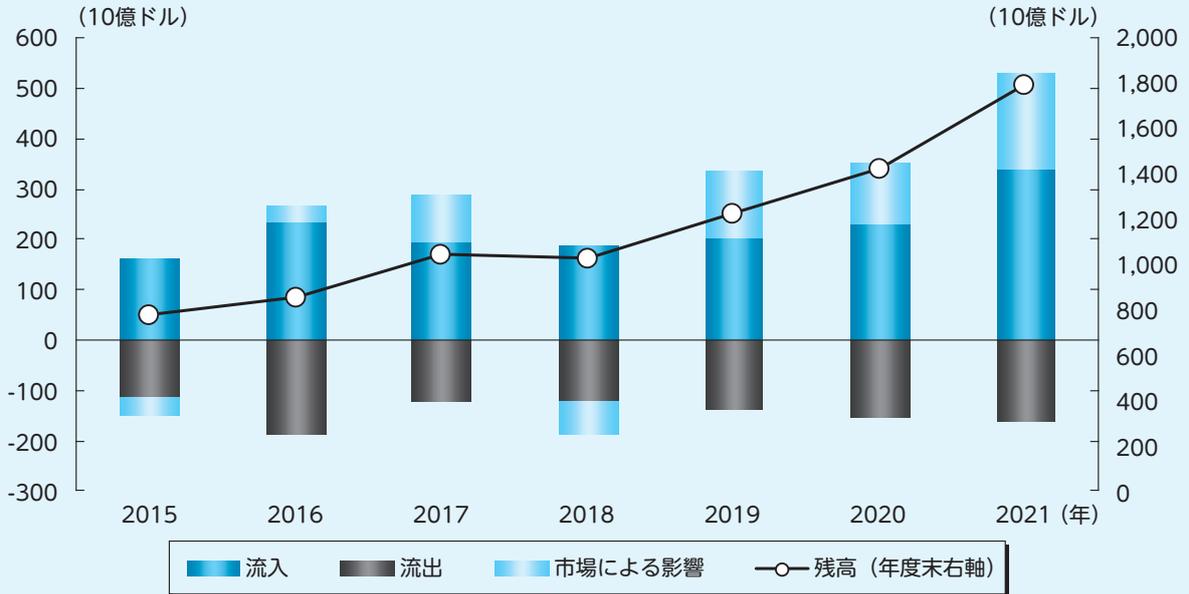
## 会社・組織全体のリスク管理の精密化を伴う営業改革

モルガン・スタンレーは、前述したC I Oモデル構築のためにWMRの同モデルへの信頼を高める取り組みを本格化している。そのポイントは会社・組織全体のリスク管理の精密化あるいは可視化されたリスク管理システムの導入である。モルガン・スタンレーにおいては、ブラックロックのAladdin<sup>10</sup>を活用して、C I Oモデルによって投資一任・投資アドバイスを中央集権化した上で、リスクマネジメントも中央集権化できるメリットを享受している。図表10（上）は、C I Oモデルを除くMAの残高の増減要因を、流出、流入、「市場による影響」の3つに分解して時系列で示したものである。「市場による影響」が残高を変動させる大きな要因になっているため、手数料率が低

9) プロカー・ディーラーに対し、投資アドバイザーと同様のフィデューシャリー・デューティーを課すことがドッド・フランク法によりSECに求められていた。2020年6月施行のベストインタレスト規制は、「投資アドバイザーの義務とは異なるものであり、『顧客の最善の利益の追求』は定義せずに開示義務や利益相反回避義務などに実質的に置き換えるというプラクティカルなアプローチが取られている」（脚注2と同じ出所でp.49からの引用）。

10) ポートフォリオのデータを統合的に管理することで、正確な意思決定、効果的なリスク管理、効率的なレポートイング、拡張性の高いオペレーションの実現をサポートする統合的な運用プラットフォーム。

図表10 MA資産残高の増減要因の分解（上）とリスク管理手法の概念図（下）



(出所) (上図) MSの各年Form10-Kから大和総研作成。(下図) 各種資料から大和総研作成

下する中で生産性を高めるためにもリスク管理の重要性が高まっている。ただし、本部で活用するオルタナティブ商品も含むグローバルな全てのアセットクラスを詳細に網羅したリスク管理による多数かつ複雑なリスク分析結果を、支店レベル、フロントまで理解させて、顧客に説明し、納得させる必要がある。同社ではリスク分析結果を単純化して、データ・アナリストの分かりやすい説明を介して、フロントまで理解させている。それは、オーバーナイトで顧客のポートフォリオのリスクパラメータを都度評価し、ダッシュボードで示す形となっている。

ただし、NBAおよびAladdinをうまく活用・普及するためには、顧客のニーズを、AIを活用して分析してモデル・ポートフォリオとマッチングさせることにより、AIを顧客の保有資産データを用いた可視化・見える化を進めることが必要

である。またWMRへの教育が不可欠であろう。

さらに、図表10（下）に示すように、全社的なリスク管理の下、各リスク許容度のクラスの平均を、その時々マーケットの状況を踏まえて算出し、各クラスの平均から乖離したリスクテイクをしているポートフォリオを有する顧客を抽出して優先的にコミュニケーションを取り、提案の頻度を高めている。また、事前にマーケットの方向性を示すシナリオ分析により、リスクテイクにおいて保守的か積極的かを示す、あるいは現状のポートフォリオの将来的なリスクの変動を示すことが可能となる。

これによって、例えば優先してアプローチすべき顧客上位を洗い出してWMRに提示することが可能となる。WMRからは「ある程度信頼できる情報と認識している。もちろん、実際の顧客へのアプローチ方法はWMR側に裁量があるものの、



そのまま提案に従うことも少なくない」といった評価が聞かれている<sup>11)</sup>。

### ゴール・ベース・アプローチの仕組化と課題

NBAがうまく機能するか否かは、良質なデータが収集できるかに依存する。特に、ゴール・ベース・アプローチ(GBA)を実現するデータセット・分析モデルの構築は時間を要する作業であり、大手証券会社でも、投資回収までには至っていないと考えられる。この背景には、多くのFAは、金融機関別のアカウントごとに考えてきたが、顧客の中にはアカウント単位で考えるのではなく、家計単位、あるいは目標単位で考えるようになってきたという顧客の本質的なニーズの範囲とFAの把握すべき顧客データの範囲の違いが拡大してきていることがある。

加えて、このGBAを完全に実現するようなテクノロジーが追いついていないため、このようなGBAが有効となるグループ分けができる顧客層は、現状ではデータ量が圧倒的に不足しており、少ないと考えられる。FAに対してアカウント中心の考え方からゴールや世帯を中心とした考え方への移行を支援することは、壮大な取り組みであり、実際に多くの既存顧客や潜在顧客からGBAが求められているといえよう。FAは、そのようなニーズに対応するために、考え方を再構築する必要がある。しかし、これはテクノロジー主導では難しいことであり、FA自身がテクノロジーを活用して、GBAを実現することが必要となろう。

重要なフレームワークの一つとして挙げられることは、あらゆるリスクの観点から金融業態、金融・非金融を問わずに顧客のライフプランに沿って総合的に考えることである。米国ではさまざま

な金融機関に資金を預けていることが珍しくないため、アドバイザーが顧客の全ての投資をまとめて、「これがあなたの総合的なリスクアプローチです」と説明することが、大きな流れになっているといえよう。

このような全体的なアプローチや目標に基づいたリスクを示すことが、富裕層を含めた多くの顧客層に対して非常に大きなセールスポイントとなり、顧客と会話をすることができるようになると考えられる。異なる金融機関が同じリスクを負ったり、金融機関間でリスクを分散させたりして、顧客が不必要に高額な手数料を支払っているケースは珍しくないと想定される。このことが、総合的なリスクアプローチが台頭している背景にあると考えられよう。アカウントを考えることからゴールを考えることに転換することは、簡単なことではないが、どの金融機関も、最終的にはそこに到達する必要があることを認識しているのではないと思われる。

将来的には、GBAの分野においても、データ、テクノロジー、アナリティクスを統合され、データサイエンティストとFAが主導して効果的な仕組みが構築されることとなろう。

GBAまでを含めて製販一体型モデルが完成すれば、「顧客にとっての付加価値の追求」×「儲ける仕組みの変革」＝「新たなビジネスモデル」が成立し、新たなビジネスモデルの影響が業界全体に波及することでパラダイムシフトが起こる可能性が高まるといえよう。

11) 筆者の米国出張時のインタビューに基づく。

## おわりに 顧客本位の業務運営に向けた日本の動向と示唆

### 日本の金融機関の動向

米国では顧客本位の業務運営に向けた規制強化を発端としてMAの多様化・高度化が進み、それが業界全体でポートフォリオ組成の高度化と顧客本位の業務運営につながり、ビジネスモデルのパラダイムシフトが起きた。

米国のみならず、日本でも顧客本位の業務運営に対する要請は高まっている。2017年3月30日に金融庁が「顧客本位の業務運営に関する原則」を取りまとめて公表し、プリンシプルベースのアプローチを用いて金融事業者の行動変化を促す方針を示した。その後も2018年6月29日に「投資信託の販売会社における比較可能な共通KPIについて」が公表され、比較可能な共通KPI3つが提言された。2021年1月15日には「顧客本位の業務運営に関する原則（改定版）」が公表され、「重要情報シート」の積極的な活用が促されている。足元では、2022年11月28日に公表された「資産所得倍増プラン」<sup>12</sup>において、販売会社に対して、「顧客等の利益を第一に考えた立場から行動することを求めるとともに、ルール化等により、保険を含めた金融商品について手数料などのコストや利益相反の可能性の見える化を進めることにより、『顧客本位の業務運営に関する原則』の推進を一層強化する」との方針が示されている。また、プロダクト・ガバナンスの観点か

らも「『顧客本位の業務運営に関する原則』の見直しや必要なルールの整備を図る」との方針が示されている。

このような規制当局の動きを背景にしつつ、日本の金融機関では、米国ウェルスマネジメント業界に類似した動きが見られる。

例えば、大手証券会社を中心に“フローのビジネス”から“ストックのビジネス”への移行を方針に掲げる金融機関が増加している<sup>13</sup>。このような動きを背景に、第1章で触れたSMAと類似したラップ口座の提供が拡大している。大手証券会社の中には、顧客のゴールに応じた資産運用が行えるよう、複数の運用口を保有できる機能を組み込んだラップサービスを提供する先が出てきている。資産運用の一任のみならず、相続関連の付帯サービスが設けられるなど、ファイナンシャル・アドバイスまで踏み込むような事例もある。

第3章で触れたCIO機能を持つ専門組織を、日本の大手証券会社が設置する事例が2020～2021年にかけて相次いでいる。いずれも、提案力の底上げや提案内容の均質化、組織の機能集約による生産性の向上を目的としている模様である。CIOによる投資アイデアやハウスビューの提供が、顧客との対話のきっかけになっているとの声も聞かれている。

さらに、営業員の投資アドバイス等をサポートするシステムを提供する事例も少なくない。例えば、ラップサービスの営業を通じて顧客との対話を図る地域金融機関の営業員向けに、顧客のゴール達成確率を推計するシミュレーションツールや

12) 資産所得倍増プランの詳細や家計の資産形成への影響については、是枝俊悟・藤原翼「『資産所得倍増プラン』により家計の資産形成は大きく前進する見通し」大和総研レポート（2022年12月8日付）を参照。

13) 例えば、野村ホールディングスは、2025年3月期に向けた定量目標として、「ストック資産：25.8兆円（2022年3月末：19.6兆円）」「ストック資産純増：1.4兆円（2021年度：4,772億円）」を掲げている。また、大和証券グループは、2023年度第4四半期に向けたKPIとして「リテール部門残高ベース収益比率：50%以上（2021年度第4四半期：46.1%）」を掲げている。

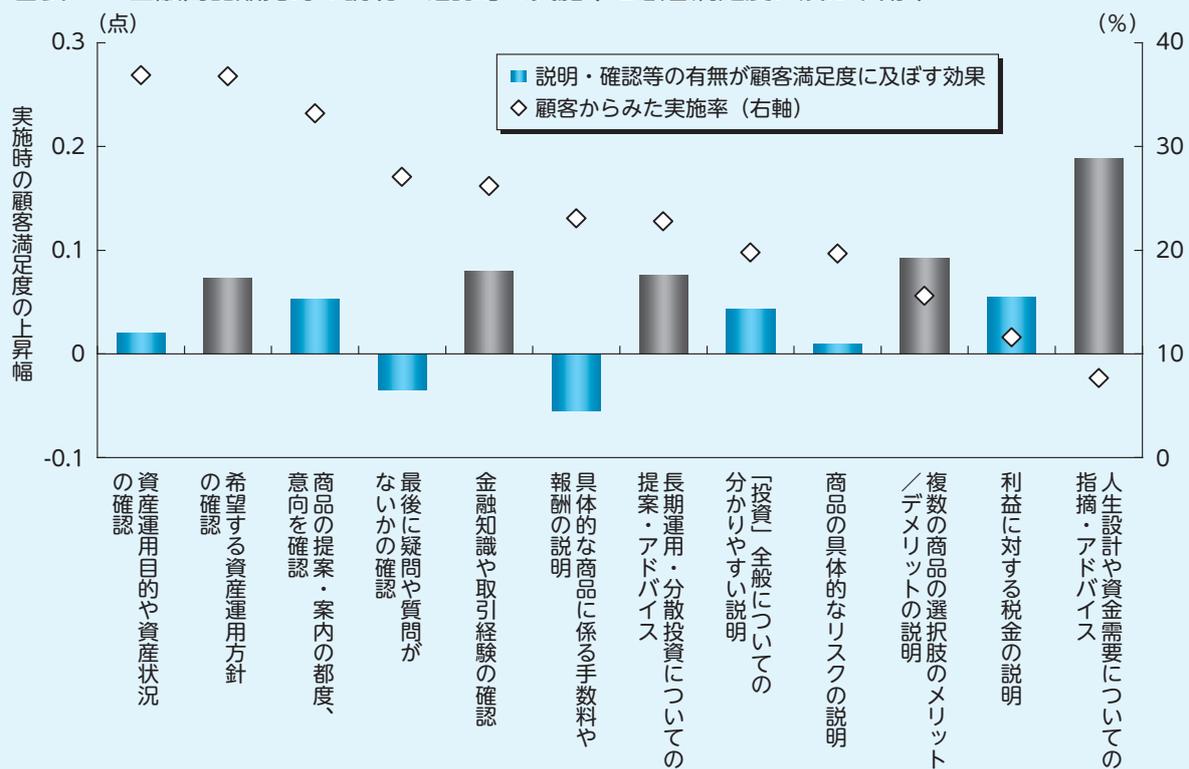
運用成果のレポート機能を組み込んだ支援システムを提供するフィンテック業者が出てきている。また、大手証券会社の中には、本稿で紹介したような顧客ポートフォリオのリスク分析やストレステストなどの機能を持つリスク管理ツールを導入し、営業員と顧客との間の対話の高度化を試みる取り組みも見受けられる。

### リテール顧客の顧客満足度を高めるには

このような顧客の付加価値向上の取り組みは業界全体への普及・拡大を目指す途上の段階といえ

るだろう。例えば、金融庁が2021年6月に公表した「リスク性金融商品販売に係る顧客意識調査結果（以下、顧客意識調査）」を見ると、金融商品販売時に顧客の運用目的・方針や金融知識・取引経験などの確認に加え、投資アドバイスやファイナンシャル・アドバイスなどの実施率<sup>14</sup>はさほど高くはないことが分かる（図表11）。この点を子細に見ると、「顧客を（継続的に）知ることの追求」に当てはまる項目の中では、「資産運用目的や資産状況の確認」「希望する資産運用方針の確認」が相対的に高い一方で、「金融知識や取引経

図表11 金融商品販売時の説明・確認等の実施率と顧客満足度に及ぼす効果



(注) 「対面銀行・証券」の利用者における調査結果。「説明・確認等の有無が顧客満足度に及ぼす効果」については、「顧客満足度」を被説明変数、説明・確認等の項目を説明変数、「顧客満足度」と説明・確認等の実施のどちらに対しても影響を及ぼし得る基本的な属性（例：世帯資産額）をコントロール変数とした重回帰分析により得られた係数を掲載している。統計学的に有意に顧客満足度に効果を持つと解釈できる項目は色付き、そうでない項目は白抜きとなっている（有意水準5%）。

(出所) 金融庁「リスク性金融商品販売に係る顧客意識調査結果」（令和3年6月30日）、渡辺・是枝（2021）から大和総研作成

14) ここでは、「リスク性金融商品を購入する際、メインで利用している金融機関（現在、利用している金融機関がない場合は、直近、メインで利用していた金融機関）から、次のような説明や確認がありましたか。」という設問への回答を示している。

験の確認」については相対的に低い。また、アドバイスの関連する項目の中でも、「人生設計や資金需要についての指摘・アドバイス」といったファイナンシャル・アドバイスに当てはまる項目は、実施率が約8%と低い。

もっとも、対面営業における丁寧な説明や確認には人件費等のコストも考慮すべきであり、「選択と集中」が必要かもしれない。この点に関するヒントを得るために、様々な説明・確認等の効果を定量的に分析した大和総研の調査<sup>15</sup>を見ると、「金融知識や取引経験の確認」「希望する資産運用方針の確認」といった顧客を知るという面での項目や「長期運用・分散投資についての提案・アドバイス」「複数の商品の選択肢のメリット／デメリットの説明」といった投資判断に資する情報の提供は顧客満足度<sup>16</sup>を有意に押し上げることが示

されている（図表11）。さらに、実施率が低かった「人生設計や資金需要についての指摘・アドバイス」は、最も顧客満足度の押し上げ効果が高いことも示されている。このほか、商品購入後にフォローアップがあった人は、なかった人よりも顧客満足度が有意に高くなることも同調査で分かっている。以上から、ファイナンシャル・アドバイスを中心とした説明・確認等における上記の項目を重点的に実施することに加え、商品購入後のフォローアップの実施率の向上が顧客満足度向上につながりやすいことが示唆される。

このような「選択と集中」の検討に加えて、生産性の追求やテクノロジーの活用による付加価値の向上も選択肢となるだろう。例えば、本稿で紹介した米国におけるモデル・ポートフォリオを活用したポートフォリオ構築機能の外部委託の進展



15) 渡辺泰正・是枝俊悟「顧客満足度を高める金融サービスとは」大和総研レポート（2021年8月11日付）

16) 顧客満足度は「リスク性金融商品を購入するにあたり、メインで利用している金融機関（現在、利用している金融機関がない場合は、直近、メインで利用していた金融機関）のサービスに満足していますか。」という設問への回答をもとに測定している。ここでは、「とても満足している」は4点、「どちらかといえば満足している」は3点、「どちらともいえない」は2点、「どちらかといえば満足していない」は1点、「全く満足していない」は0点とした。

やC I Oモデル、営業員の支援ツールを活用すれば、アドバイザーが顧客と向き合う時間を増やすことができる。金融機関がそうしたサービスを始めるにあたっては、付加価値が相対的に発揮しやすい対話やファイナンシャル・アドバイスに、アドバイザーを注力させることが大きな動機になっている。日本でも、顧客本位の業務運営に対する要請が高まる中で、付加価値の向上を効率的に図る業務体制をどのように構築するかを検討する際、米国の取組事例を参照する必要性は高まっているのではないだろうか。

[著者]

内野 逸勢（うちのはやなり）



金融調査部  
主席研究員  
担当は、金融機関経営、  
グローバル金融課題

森 駿介（もり しゅんすけ）



金融調査部  
研究員  
担当は、金融資本市場

鳥毛 拓馬（とりげたくま）



ニューヨークリサーチセンター長  
主任研究員（NY 駐在）  
担当は、米国金融制度