

顧客の最善利益を意識してビジネス変革を図る米大手証券会社 — 人事・報酬とデジタル戦略を中心に —

岡田 功太、下山 貴史

■ 要 約 ■

1. 米国の証券業界は、近年、顧客の最善利益を意識する形での、個人向けビジネスにおける変革を迫られている。その契機となったのは、米労働省が2016年4月に最終化したフィデューシャリー・デューティー規則（DOLFD規則）である。同規則自体は行政手続法違反であるとして提訴され、2018年6月に無効化されたものの、その後、証券取引委員会が米労働省に代わって、顧客の最善利益の追求義務を課す規制の策定を進めることとなった。そのため、米大手証券会社は、無効になってもなお、DOLFD規則の影響下でビジネス改革を進めている。
2. 第一に、営業担当者の報酬体系の変更である。メリルリンチは、顧客の預かり資産を増加させ、かつ、大口の新規顧客を獲得した営業担当者に対して追加的な報酬を支払う。他方で、それができなかった営業担当者については、報酬を減額することで、顧客の最善利益に適う形での営業担当者の生産性の向上を目指している。
3. 第二に、営業担当者の雇用方針の変化である。DOLFD規則が最終化されて以降、所属先の意向ではなく、自身の考え方に基づいて顧客の最善利益を追求すべく、独立系ファイナンシャル・アドバイザーに転身する者が増加した。そのため、米大手証券会社は、営業担当者との契約を変更するなどして、顧客の流出を抑止しようとしている。
4. 第三に、デジタル戦略である。モルガン・スタンレーは、小口投資家を主眼とするデジタル・プラットフォームを高度化し、営業担当者がパーソナライズしたファイナンシャル・プランニングを提供できるようにした。これを活用する営業担当者には追加的な報酬を支払う一方で、それができない営業担当者の報酬は減額する。
5. 米大手証券会社の個人向け営業部門の改革は、企画、人事、IT等の各機能が横断的に取り組んで初めて成功するものとなっている。その際、DOLFD規則の理念を把握した上で適切な報酬体系を設定することが、足下では重要な鍵を握っていると見受けられる。今後、いかなる変貌を遂げていくのか、引き続き注目すべきであると言えよう。

I 引き続き影響力を有するフィデューシャリー・デューティー規則

近年、米国の証券業界は、個人向けビジネスにおける変革を迫られている。その一つが、米大手証券会社による営業担当者の報酬体系の見直しであり、優秀な営業担当者及びその顧客の確保が目的である。他方で、費用対効果の観点から対面サービスの提供が困難な小口投資家に対して、テクノロジーを活用した非対面サービスの提供も実現している。

このような変革の契機となったのは、米労働省が 2016 年 4 月に最終化したフィデューシャリー・デューティー規則（DOLFD 規則）である。DOLFD 規則は、従業員退職所得保障法（ERISA）におけるフィデューシャリーの定義に関する新たな規制であり、同規則の下、個人退職勘定（IRA: Individual Retirement Account）の加入者等に対して、投資アドバイスを提供する営業担当者は、顧客の最善利益を追求する必要があるとされた¹。そのため、米大手証券会社は、個人向け営業部門におけるサービス内容、顧客セグメンテーション、営業担当者の報酬体系等を包括的に見直す必要に迫られることとなった。

しかし、DOLFD 規則は、一度も完全に施行されることなく無効となった。同規則は 2017 年 6 月に一部施行され、2019 年 7 月に完全施行される予定であったが、米国証券業金融市場協会（SIFMA）等の業界団体が 2016 年 6 月に米労働省に対する訴訟を提訴し、2018 年 6 月に勝訴が確定したためである。その司法判断の根拠は、米労働省は投資アドバイス提供者全体に対する規制策定の権限を有しておらず、DOLFD 規則の策定は行政手続法違反であるというものだった。

そこで、現在、証券取引委員会（SEC）が、米労働省に代わって、顧客の最善利益の追求義務を課す規制を策定している²。SEC は、投資アドバイス提供者を監督しており、規制策定の権限を有する。つまり、米大手証券会社は、引き続き、顧客との潜在的な利益相反を抑止すべく、営業部門の改革を進める必要がある。今後、最善利益の追求義務に係る規制を策定するのは SEC であるが、同規制の内容は、依然として定まっていない。他方で、DOLFD 規則は、無効化されたとはいえ既に規定内容が具体化されている。そこで、米大手証券会社の個人向け営業部門は、主に DOLFD 規則に準拠する形で変革を進めている。

本稿では、DOLFD 規則の概要に触れた上で、同規則の影響を受けて、米大手証券会社によるサービス提供の効率化に向けた報酬体系の変更と営業担当者の雇用方針、また、生産性向上を目的とするデジタル戦略について整理を図る。

¹ 詳細は、岡田功太、杉山裕一「変貌を遂げる米国の個人向け証券ビジネス—米労働省フィデューシャリー・デューティー規則の影響—」『野村資本市場クォーターリー』2017 年冬号、同「米労働省フィデューシャリー・デューティー規則の見直しを巡る議論—トランプ新政権による金融規制緩和の期待と現実—」『野村資本市場クォーターリー』2017 年冬号、岡田功太、吉川浩史「トランプ政権による金融規制の緩和に対する期待の醸成—ドッド=フランク法とフィデューシャリー・デューティー規則の行方—」『野村資本市場クォーターリー』2017 年春号（ウェブサイト版）、岡田功太「米財務省による米国資産運用業界の規制改革提言」『野村資本市場クォーターリー』2018 年冬号（ウェブサイト版）を参照。

² 詳細は、岡田功太「SEC の米国個人投資家向け投資推奨行為の基準に係る規則案」『野村資本市場クォーターリー』2018 年夏号（ウェブサイト版）を参照。

II DOLFD 規則を巡る議論

1. 地殻変動要因と評される DOLFD 規則の概要

DOLFD 規則は、資産運用商品の販売網における退職口座の活用動向、商品選定、テクノロジーの利用動向を大きく変え得るものであり、米国の個人向け証券業界の地殻変動要因 (Game Changer) と評されている³。同規則は、米大手証券会社等の金融機関に対して、IRA 加入者等に投資アドバイスを提供する際、事前または同時に「顧客の最善利益を目指す旨を明示した契約 (BIC: Best Interest Contract)」を書面で締結することを要請した (図表 1)。BIC には、金融機関自身がフィデューシャリーであることが明示され、①顧客の最善利益となる投資アドバイスを提供すること、②投資アドバイスに基づく売買の結果、受け取る報酬が合理的な範囲を超えないこと⁴、③顧客の最善利益とならない推奨の誘因となるような業績評価等を行ってはならないこと等が明記される。

その一方で、営業担当者が「レベルフィー・フィデューシャリー」の要件を満たす場合は、IRA 加入者等の顧客と BIC を締結することが免除される。レベルフィー・フィデューシャリーとは、資産残高の一定率または定額など、個別の取引に左右されない手数料

図表 1 顧客の最善利益を目指す旨を明示した契約の概要

1	最善利益契約	<ul style="list-style-type: none"> 金融機関は、IRA 加入者等の投資に関して推奨を行う際、事前または同時に下記 2 から 4 の内容を含む書面の契約を締結する。 ただし、新規契約の場合は口座開設手続きの一環であり、既存顧客の場合は消極的同意でも可能である。
2	明示	<ul style="list-style-type: none"> 金融機関は自身がフィデューシャリーであることを書面で明示する。
3	公平な行為基準	<ul style="list-style-type: none"> IRA 加入者等の最善利益となる投資アドバイスを提供する。 投資アドバイスに基づく売買の結果、受け取る報酬が合理的な範囲を超えない。 推奨する取引、手数料や報酬、重大な利益相反等の開示がミスリーディングではない。
4	保証	<ul style="list-style-type: none"> ファイナンシャル・アドバイザーの公平な行為基準遵守確保のための方針・手続きを策定し遵守する。 重大な利益相反及び回避策を特定する。 最善利益とならない推奨の誘因となるような、業績評価やインセンティブ付与を行わない。
5	情報開示	<ul style="list-style-type: none"> BIC または別の書面で、最善利益基準、重大な利益相反の説明等を開示する。
6	レベルフィー・フィデューシャリー	<ul style="list-style-type: none"> 資産残高の一定率または定額など取引に左右されない手数料体系で投資アドバイスを提供する場合、最善利益契約等は不要である。 ただし、金融機関はフィデューシャリーであることの明示、公平な行為基準については遵守する。

(出所) 米労働省より野村資本市場研究所作成

³ “BlackRock Cuts ETF Fees,” *Wall Street Journal*, October 5th 2016.

⁴ 合理的な報酬の範囲に関する資産運用業界への影響については、神山哲也、岡田功太「アクティブ運用の苦境と資産運用業界再編の可能性—英ヘンダーソンと米ジャナス合併の事例—」『野村資本市場クォーターリー』2017年冬号を参照。

料体系でアドバイスを提供するサービスを指し、残高フィー型サービスが該当する⁵。当該サービスには個別商品毎の販売手数料が存在しないことから、営業担当者にとってインセンティブの高い個別商品提案を減少させ、利益相反の可能性を最小化できると考えられている。顧客の最善利益を追求するという DOLFD 規則の理念と合致していることから、レベルフィー・フィデューシャリーは BIC を締結しなくても同規則を遵守したことになる。

2. DOLFD 規則の無効判決と SEC による規則策定開始の背景

一般に、個人投資家が保有する口座には、DOLFD 規則の対象となる IRA 等の口座と、その他の口座が併存することから、同規則の導入は非効率な状況を生み出す可能性があった。そこで、SIFMA 等の業界団体は、DOLFD 規則を無効にする代わりに、本来、投資アドバイス提供者を監督する SEC が顧客の最善利益の追求義務に係る規制を策定すべきであるとして、米労働省を提訴した。第五巡回区連邦控訴裁判所は 2018 年 3 月、SIFMA 等の業界団体の訴えを認めて、米労働省は DOLFD 規則策定時に行政手続法に違反していたとの見解を示した⁶。その後、米労働省は、連邦最高裁判所に対して同判決の見直しを申請しなかったため、第五巡回区連邦控訴裁判所は 2018 年 6 月、同判決を命令 (Mandate) として発出し、これをもって DOLFD 規則は正式に無効となった⁷。

同判決を受けて、SEC は 2018 年 4 月、個人投資家に投資推奨をするブローカー・ディーラー及び投資顧問業者に対する行為基準に係る規則案 (行為基準規則案) を採択し、パブリックコメントの募集を開始した。行為基準規則案は、ブローカー・ディーラー及び投資顧問業者と個人投資家間の利益相反の抑止を目的としている。つまり、SEC は、米労働省に代わって、投資アドバイスを提供する営業担当者に対して、顧客の最善利益の追求義務を課す規制枠組みの策定を目指しており、ジェイ・クレイトン SEC 委員長は、行為基準規則案について、2019 年 9 月までに最終化する方向性を示している⁸。

以上の司法及び行政の判断を経てなお、前述の通り、米大手証券会社等の金融機関は、主に DOLFD 規則に即した形で、個人向け営業部門の改革を進めている。DOLFD 規則は無効になったものの、今後、SEC を中心に顧客の最善利益の追求を促すような規制枠組みが策定される可能性が高く、DOLFD 規則の規制内容は既に具体的に明示されているためである。すなわち、DOLFD 規則は、依然として、米国の個人向け証券業界に対して大きな影響を及ぼしていると言える。

⁵ 詳細は、岡田功太、和田敬二郎「米国 SMA・ファンドラップの拡大を支えた規制と金融機関経営の変遷」『野村資本市場クォーターリー』2015 年夏号、同「近年の米国 SMA 及びファンドラップ市場におけるイノベーション」『野村資本市場クォーターリー』2015 年夏号 (ウェブサイト版) を参照。

⁶ No. 17-10238, United States Court of Appeals Fifth Circuit.

⁷ No. 17-10238, D.C. Docket No. 3:16-CV-1476, D.C. Docket No. 3:16-CV-1530, D.C. Docket No. 3:16-CV-1537, United States Court of Appeals Fifth Circuit.

⁸ “SEC’s Clayton: Advice Standards Package Done by September, ‘if Not Sooner,’” *ThinkAdvisor*, November 1st 2018.

III サービス提供の効率化に向けた報酬体系の変更

1. 営業担当者の生産性向上を目指すメリルリンチ

DOLFD 規則の影響が顕著な事例として、米大手証券会社の営業担当者に対する報酬体系の変更が挙げられる。例えば、メリルリンチは、2018 年の報酬体系として「グロース・グリッド」と呼称される報酬体系を設置しており、営業担当者の生産性の向上を促している。グロース・グリッドにおいて、営業担当者は最低 2 名の新規顧客をバンク・オブ・アメリカに紹介した上で、預かり資産を前年対比で 5%以上増加させ、かつ、投資可能資産を 25 万ドル以上有する新規顧客を 5 名獲得した場合、営業担当者が得る報酬は 2%増加する。他方で、預かり資産を前年対比で 2.5%減少させ、かつ、投資可能資産を 25 万ドル以上有する新規顧客を 3 名以上獲得できなかった場合、営業担当者が得る報酬は 2%減少する⁹。つまり、報酬の増額条件を満たす営業担当者と、減額条件を満たす営業担当者の報酬の差は 4%となる。

メリルリンチは、今後、SEC が顧客の最善利益の実現を義務付ける規制枠組みを策定し、同社が負うコンプライアンス・コストが高まる可能性があることから、より効率的にサービスを提供するために、グロース・グリッドを導入したとみられる。これにより小口投資家の口座を開設する営業担当者の報酬を減額し、大口投資家へのサービス提供に注力している。同時に、メリルリンチは、主に残高フィー型サービスを顧客に提供し、その結果として、預かり資産を増加させた営業担当者に対しては追加的な報酬を支払うとしている。これは、DOLFD 規則におけるレベルフィー・フィデューシャリーの要件を満たした取り組みである。

更に、グロース・グリッドでは、メリルリンチが開発したデジタル・プラットフォームを活用し預かり資産を増加させた営業担当者に対して、追加的な報酬を支払うとされている。つまり、メリルリンチは、小口投資家に対するデジタル・プラットフォームの提供を促し、他方で大口投資家には対面サービスを提供することで、営業担当者一人当たりの生産性の向上を促進している。

なお、グロース・グリッドにおいて、特定の商品の勧誘に係る推奨はされていない。これは、DOLFD 規則において、顧客の最善利益とならない推奨の誘因となるような業績評価が禁じられているためである。

2. 顧客の家計全体にアプローチするモルガン・スタンレー

モルガン・スタンレーは 2018 年 11 月、2019 年度の報酬体系を公表し、営業担当者の評価基準において、顧客のファイナンシャル・プランニングに関する活動実績を重視する

⁹ “Merrill Lynch releases new compensation plan,” *InvestmentNews*, November 8th 2017.

ことを決定した¹⁰。ここで言うファイナンシャル・プランニングとは、顧客が保有する有価証券に係る最適なポートフォリオの構築のみを意味しているのではなく、預金や融資も含めた家計全体の最適化を指す。モルガン・スタンレーは、前述のグロース・グリッドのように、預かり資産及び大口の新規顧客獲得数に応じて、報酬の追加的な増減の要件を設定しているが、それ以外にも、以下の3点を規定している¹¹。

第一に、営業担当者が、融資を提供した実績に対し追加的な報酬を1%、キャッシュ・マネジメント口座を提供した実績に対し追加的な報酬を0.15%支払う（ただし、キャッシュ・マネジメント口座については、休眠口座は除かれる）。モルガン・スタンレーは、家計全体の一括管理を実現し、顧客とより長期的な関係を構築するために、資産運用商品を提供するだけでなく、融資とキャッシュ・マネジメント口座の活用を推奨している。

第二に、営業担当者が預かり資産10万ドル以上25万ドル未満の顧客に対して、ファイナンシャル・プランニングを行った場合、追加的な報酬を1%支払う。他方で、同顧客に対して、十分なファイナンシャル・プランニングを実施しなかったと判断された場合、営業担当者のペイアウト率（営業担当者のあげた収益に対する報酬の比率）は25%に減額される。一般的に、モルガン・スタンレーの営業担当者のペイアウト率は30~40%であることから、同率が25%に低下するというのは、大幅な報酬減を意味する。

仮に、ある顧客が富裕層であるにもかかわらず、モルガン・スタンレーに20万ドルしか預けていないとする。その場合、営業担当者は、ファイナンシャル・プランニングを実践する必要があり、そのためには、他の金融機関に預けられている顧客資産についても把握しなければならない。モルガン・スタンレーは、後述するように、顧客の家計全体を把握し、ファイナンシャル・プランニングを実施するためのデジタル・プラットフォームを開発している。つまり、モルガン・スタンレーは、報酬体系を変更することで、営業担当者に対してデジタル・プラットフォームを活用することを促している。

第三に、営業担当者が、預かり資産10万ドル未満の顧客に対してサービスを提供して得た収益については、営業担当者に対する報酬に含めない。これは、営業担当者が、同顧客にファイナンシャル・プランニングを行ったとしても、費用対効果が見込めないためである。

以上の通り、モルガン・スタンレーは、有価証券の売買や管理だけではなく、家計全体にアプローチして、融資やキャッシュ・マネジメントも含めた包括的なファイナンシャル・プランニングをすることこそ、顧客の最善利益に適うと考えている。これにより、DOLFD規則に準拠できるとしている。

¹⁰ モルガン・スタンレーの個人向け証券業の取り組みに関する詳細は、岡田功太、木下生悟「米モルガン・スタンレーのウェルス・マネジメント部門の取り組み」『野村資本市場クォーターリー』2018年夏号を参照。

¹¹ “Morgan Stanley unveils compensation plan changes for 2019,” *InvestmentNews*, July 30th 2018.

IV 米大手証券会社の雇用方針の変化

1. 優秀な営業担当者の流出抑止策

米大手証券会社は、優秀な営業担当者の流出を抑止する必要にも迫られている。近年、米国の個人向け証券業界における顕著な変化として、独立系ファイナンシャル・アドバイザー（IFA: Independent Financial Advisor）の増加が挙げられる。IFA とは、米大手証券会社の常勤職員ではない営業担当者、または、個人向け営業に特化した独立系の金融機関を指す¹²。実は、米大手証券会社に所属する営業担当者数は、過去 6 年間で約 5.1 万名から約 4.7 万名に減少しており、一部の営業担当者は IFA に転身した。その要因として、米大手証券会社の文化や経営陣に対する不満が挙げられる。例えば、2016 年に発覚したウェルズ・ファーゴの不祥事においては、営業担当者に過度な収益拡大圧力をかけていたことが明るみになった。このような風潮を嫌い、自身の考えに基づき顧客の最善利益に資する投資アドバイスを提供することを、従来以上に志向する営業担当者が増えている。

そこで、モルガン・スタンレー及び UBS アメリカは、優秀な営業担当者の流出を抑止すべく、「ブローカー・プロトコル」から離脱することを決断した。ブローカー・プロトコルとは、2004 年に米大手証券会社が策定した協定であり、現在、金融サービス業を営む約 1,700 社が参加している。同協定の目的は、①参加する金融機関に対して、営業担当者の転職を阻害するような訴訟等を制限すること、②営業担当者が転職する際に、顧客が取引をする証券会社を自由に選択できるようにすることである。つまり、ブローカー・プロトコルでは、参加金融機関の間で営業担当者が転職する場合に、一定の顧客情報（顧客の氏名、住所、電話番号、メールアドレス、保有口座に関する情報）を持ち出すことを認めている。

従来、米大手証券会社は、優秀な営業担当者を競合他社から円滑に引き抜き、その顧客を獲得するために、ブローカー・プロトコルに参加していた。しかし、特に DOLFD 規則が最終化されて以降、米大手証券会社は自身が人材を獲得するというよりも、むしろ、IFA 業界に向けて人材が流出することの方が多くなった。そこで、モルガン・スタンレーは、ブローカー・プロトコルから離脱する代わりに、営業担当者と新たに独自の契約を締結し、顧客の秘密保持契約と非勧誘契約を盛り込んだ。同契約において、営業担当者は、競合他社に転職する際、12 ヶ月間にわたって顧客と接触することが禁止され、それに違反した者については法的な措置を講じることが規定されている¹³。

営業担当者の顧客及びキャリア形成に対する考え方は変化しており、これが IFA に転身する者を増加させ、米大手証券会社と IFA のパワーバランスを変化させた。その結果、米大手証券会社の中でも、優秀な営業担当者の流出を抑止するために、ブローカー・プロ

¹² 詳細は、岡田功太、下山貴史「米国の独立系ファイナンシャル・アドバイザーを巡る近年の動向」『野村資本市場クォーターリー』2019年冬号を参照。

¹³ “Morgan Stanley dumps broker recruiting protocol,” *InvestmentNews*, October 30th 2017.

トコルから離脱するものが出現するに至った。顧客の最善利益の追求をめぐる一連の規制改革は、米大手証券会社の雇用方針にも変化をもたらしたと言える。

2. 顧客の流出抑止に係る措置

米大手証券会社は、営業担当者だけではなく、その顧客についても、流出を抑止しようと試みている。例えば、モルガン・スタンレーは、2019年度の報酬体系において、営業担当者が退職する際に90日間のガーデンリーブを取得した場合、その営業担当者に対して追加的な報酬を支払うことを規定した¹⁴。ここでのガーデンリーブとは、従業員が競合他社に転職する際に、顧客が流出することを防ぐために、企業が退職する従業員に取得を促す有給休暇のことある。モルガン・スタンレーは、退職する営業担当者がガーデンリーブを取得している間に、顧客に対して新たな営業担当者を紹介することで、同社と顧客との関係維持に努め流出を抑止しようとしている。

UBS アメリカは、退職する営業担当者に対して、顧客との契約を同社に譲渡することを要請している。例えば、退職する営業担当者が、年間70万ドルの収益を上げていたとする。その場合、UBS アメリカは、最大で300%の金額、すなわち最大210万ドルで、営業担当者から顧客との契約を譲渡される。仮に、営業担当者が、退職時に、UBS アメリカに対して顧客との契約を譲渡した場合、同営業担当者は転職後に、同顧客に接触することが禁じられる。

しかし、このような顧客流出の抑止策には批判も多い。営業担当者の転職に関する自由を阻害し、顧客の意向を軽視している側面があるためである。米国では、一部の個人投資家は、特定の営業担当者との取引を望んでおり、その営業担当者の所属先である金融機関を重視しない傾向がある。つまり、米大手証券会社による顧客流出の抑止策は、顧客本位ではないという指摘である。それでも、DOLFD規則の最終化以降、IFAに転身する営業担当者が増加していることもあり、米大手証券会社は、顧客との関係の維持について、上記のような工夫を施すことを迫られている。

3. 中途採用時の高額インセンティブの抑止

更に、米大手証券会社は、優秀な営業担当者を競合他社から高額で引き抜くことを取り止め始めている。モルガン・スタンレー、メリルリンチ、UBS アメリカ等は、長年におわたって、優秀な営業実績を有する営業担当者を競合他社から引き抜くために中途採用時に高額ボーナスを支払う契約を提示し、その代わりに高いコミッション収入を営業目標として課してきた。モルガン・スタンレーのジェームズ・ゴーマン会長兼CEOが、営業担当者の転職について「毎週のイベント (weekly event) のようだ」と述べている通り、米国の個人向け証券業界における人材の流動性は高く、優秀な営業実績を有する営業担当者

¹⁴ “What 2019 Wirehouse Comp Changes Mean for Advisors,” *Think Advisor*, November 15th 2018.

は、より高い報酬を提示する金融機関への転職を繰り返してきた。

しかし、DOLFD 規則は、金融機関に対して、顧客の最善利益にならない推奨の誘因となるような業績評価を行わないことを要請している。すなわち、高額なボーナス提示に伴う営業目標の規定は、DOLFD 規則に反する可能性がある。そこで、モルガン・スタンレーは、中途採用時に営業担当者に提示する賞与額を 25%以上削減した¹⁵。メリルリンチは、8 年以上の業界経験を持つ営業担当者の中途採用時に付与するインセンティブを撤廃することを表明し、若手の営業担当者の育成に注力することを決定した。UBS アメリカは、収益性改善措置の一環として中途採用に係る費用を 40%削減した。このような措置の結果、米大手証券会社の人材獲得競争は縮小する可能性がある。

V 営業担当者の生産性向上を目的とするデジタル戦略

1. テクノロジーを活用した複数の顧客口座の一元管理

米大手証券会社は、中途採用に係る高額なインセンティブを抑止する一方で、社内のリソースのより多くをデジタル・プラットフォームの開発に割くようになってきている。DOLFD 規則の最終化によってコンプライアンス・コストは高まるが、米大手証券会社は、富裕層や大口投資家に対して、対面サービスの提供を充実させる必要がある。そこで、米大手証券会社は、同時に小口投資家に対して、デジタル・プラットフォームを活用することで、効率的な事業展開を模索する必要性に迫られている。実際に、メリルリンチ及びモルガン・スタンレーは、小口投資家に対してデジタル・プラットフォームを活用して預かり資産を増加させた営業担当者に対して、追加的な報酬を支払うことによってデジタル・プラットフォームの活用を普及させ、トータルなサービス提供コストの抑制につなげて開発コストを回収しようとしている。

メリルリンチは 2016 年 1 月、新たなデジタル・プラットフォームである「メリルリンチ・ワン」を全面的に導入した¹⁶。その背景として、メリルリンチの営業担当者が、1 人の顧客につき、複数の投資一任口座を管理しなければならなかったという点が挙げられる。メリルリンチは、営業担当者が顧客に提供している「パーソナル・アドバイザー」と「パーソナル・インベストメント・アドバイザー」等、複数の投資一任口座を別々に管理していた。前者は、営業担当者が顧客の同意に基づいて各種金融資産の投資を助言する投資一任口座¹⁷であり、後者は、営業担当者が受託者責任を負うことで、投資の執行に関して顧客の事前同意を得る必要がない投資一任口座¹⁸である。

¹⁵ “Morgan Stanley joins competitors in cutting back on recruiting,” *InvestmentNews*, May 23rd 2017.

¹⁶ メリルリンチは、厳密には、2013 年 9 月にメリルリンチ・ワンを導入し、2016 年 1 月に既存の投資家も含めて、全ての口座をメリルリンチ・ワンに正式に移行した。

¹⁷ 営業担当者が顧客の同意に基づいて、各種金融資産の投資を助言する口座は、レップ・アズ・アドバイザーと総称される。

¹⁸ 営業担当者が受託者責任を負うことで、投資行動に関して顧客の同意を得る必要がない口座は、レップ・アズ・ポートフォリオ・マネージャーと総称される。

これらの管理が別々に行われていた結果、複数の投資一任口座を有する顧客からは、書類等の管理が煩雑であり、口座毎に別の担当者がいて混乱する等の批判を招く一方で、メリルリンチの営業担当者の業務負担は飛躍的に高まるという事態を招いていた。例えば、1人の顧客に対して、2つの投資一任口座を開設する際には、約80ステップの手順を踏む必要があり、顧客と2種類の契約書類を交わした上で、300ページに及ぶ目論見書を交付しなければならなかった。しかし、メリルリンチ・ワン導入後は、手順は約40ステップに減少し、目論見書も64ページに圧縮され、同社の営業担当者の負担は軽減し、顧客満足度は向上した。実際に、メリルリンチ・ワンの預かり資産は、約9,000億ドル（2018年6月時点）に達している¹⁹。メリルリンチは、メリルリンチ・ワンの導入により、営業担当者の生産性と顧客満足度の両方の向上を目指している。

また、メリルリンチは2018年7月、「フィデューシャリー・ダッシュボード」と呼ばれるツールを導入した²⁰。同ツールは、メリルリンチ・ワンを保有する顧客に対して、営業担当者が効率的に残高フィー型サービスを提供することを目的としている。例えば、顧客のキャッシュ・ポジションが大幅に増加した場合、営業担当者に対して適切な資産配分の変更や商品の選択に関する通知を行い、営業担当者はその情報を顧客との対話に活かすことが可能である。フィデューシャリー・ダッシュボードの通知内容は、DOLFD規則に準拠したものであり、営業担当者によるリバランスの推奨等が同規則に反しないよう設定されている。結果的に、営業担当者は、顧客に対するサービス内容のレビューにかかる時間を、1週間当たり平均1時間程度節約できるといふ。

2. テクノロジーによる小口投資家に対するファイナンシャル・プランニングの高度化

モルガン・スタンレーは2018年5月、「ネクスト・ベスト・アクション」という営業担当者向けのツールを導入した。これにより、同社の営業担当者は、市況が急変した場合、数百名の顧客に対して、それぞれパーソナライズした現状報告と投資推奨の連絡を短時間で実行することが可能となった。モルガン・スタンレーのチーフ・データ・オフィサーのジェフリー・マクミラン氏は、「営業担当者は約10~15名の大口投資家に対して、パーソナライズした対面サービスを提供している。今後は、営業担当者にネクスト・ベスト・アクションを活用させることで、営業担当者が担当する約300名の小口投資家に対しても、大口投資家と同様のサービスを提供することを目指す」と述べた²¹。つまり、モルガン・スタンレーは、大口投資家に対して対面サービスを提供しながら、小口投資家に対しても非対面で同様のサービスを提供することを目指しており、そのサービス内容の充実を図っている。

¹⁹ “Merrill Lynch launches fiduciary dashboard for advisers,” *InvestmentNews*, July 11th 2018.

²⁰ “Merrill Upgrades Managed Account Platforms to Alert Brokers on “Variances”,” *Advisor Hub*, June 25th 2018.

²¹ “Morgan Stanley draws from ‘hundreds of conversations’ with experts to build its AI,” *American Banker*, July 12th, 2018.

また、モルガン・スタンレーは 2018 年 11 月、「ウェルス・デスク」と呼称する新たなデジタル・プラットフォームを導入した²²。同社の経営陣は、ウェルス・デスクについて、全顧客に対してファイナンシャル・プランニングを実践するための主要ツールであると位置づけており、今後 2 年間で同社の全営業担当者が活用することを期待している。ジェームズ・ゴーマン会長兼 CEO は、毎年約 40 億ドルをテクノロジーに投資し、他社との提携によって技術力を獲得したいと述べており、特にウェルス・デスクについては、より高度で効率的なデジタル戦略を採用する方向性を示している²³。

実際に、モルガン・スタンレーは 2017 年 1 月、他社資産を含めた一元管理サービスを提供するアデパー（Addepar）と提携した。アデパーは、未公開株式を含む顧客の全資産を分析・管理するクラウドサービスを提供している。次いで、2017 年 6 月、顧客行動予測分析サービスを展開するヒアセイ・システムズ（Hearsay Systems）と提携し、顧客ニーズに合致した形で情報提供を行うサービスを開始した。モルガン・スタンレーは、これらのアプリケーションをウェルス・デスクにおいて一元管理し、営業担当者にとって煩雑な作業の簡略化を重視し生産性を向上することを目指している。

ウェルス・デスクについて特筆すべきは、2018 年 5 月に、ブラックロックのリスク管理プラットフォームであるアラディン（Aladdin）と提携し、顧客のリスク許容度に合致しない資産を特定するサービスの提供を開始した点である。同提携の結果、モルガン・スタンレーの営業担当者は、ウェルス・デスクを活用することで、融資やキャッシュ・マネジメントも含めた顧客家計全体のファイナンシャル・プランニングを、より高度な形で実施することが可能となり、顧客の運用目標に適合した資産設計を策定できるようになった。

VI 個人向けビジネス部門の機能横断的な取り組み

本稿で紹介したように、DOLFD 規則の顧客の最善の利益原則を受けて、米国の個人向け証券事業は変革期にある。米大手証券会社は、営業担当者の雇用方針等の人事戦略及び小口投資家に対するデジタル戦略を変更し、同時に営業担当者に対する報酬体系も変更している。すなわち、米大手証券会社の個人向け営業部門は、サービス内容を検討する商品企画機能、営業担当者を評価する人事機能、大口投資家には対面サービスを提供し小口投資家には非対面サービスを提供することを推進する営業企画機能、非対面サービスに係るテクノロジー開発に従事する IT 機能等が、横断的に連動し、DOLFD 規則に準拠しながらも効率的に収益を上げるべく、最適な事業構造の構築を目指している。

米大手証券会社は人事戦略において、優秀な営業担当者だけでなく、顧客の流出を抑制することも重視している。一般的に、優秀な営業担当者が競合他社に流出すれば、それと同時に顧客も流出する可能性がある。これに対し、モルガン・スタンレーは、優秀な営業担当者が流出したとしても、ガーデンリープの取得を促すことで新たな営業担当者を顧

²² “Morgan Stanley Unveils New Advisory Platform,” *ThinkAdvisor*, November 20th, 2018.

²³ “Morgan Stanley’s CEO Gives Himself an A-Minus,” *Bloomberg*, February 5th 2018.

客に紹介し、関係を構築し直して顧客が流出しないようにするという対策を講じている。また、米大手証券会社は、高額な中途採用のインセンティブを廃止する一方で、リソースをデジタル・プラットフォームの開発に割いている。つまり、現在、米大手証券会社が採用する人事戦略には、デジタル戦略の進展と連動している側面がある。

加えて、米大手証券会社のデジタル戦略は、①営業担当者の生産性向上、②小口投資家に対する非対面サービスの拡充、③DOLFD 規則への準拠を主眼としている。この3点を実現するには、一貫性を伴う顧客セグメンテーションを正確に実施した上で、営業担当者が小口投資家を高度化したデジタル・プラットフォーム活用に誘導するよう、報酬体系を設定する必要がある。仮に、顧客セグメンテーションを頻繁に変更する、または、デジタル・プラットフォーム活用のインセンティブを伴わないといった場合、営業担当者が注力すべき事項は不明確となり、本格的な生産性の向上は期待しづらい。結果的にテクノロジー関連の開発コストは嵩み、デジタル戦略が機能する可能性も低下する。

米大手証券会社による個人向け営業部門の改革は、各機能が横断的に取り組んで初めて成功するものとなっている。その際、DOLFD 規則の理念を把握した上で適切な報酬体系を設定することが、足下では重要な鍵を握っているように見受けられる。今後、米国の個人向け証券業界が更なる変貌を遂げていくのか、規制改革動向と併せて注目すべきであると言えよう。