



日本取引所グループ金融商品取引法研究会

2021年改正「顧客本位の業務運営に関する原則」(1)－実務の取組み－
「お客様第一の業務運営に関する取組みと大和版NPSの導入」

2021年5月28日(金) 15:00～16:59

オンライン開催

出席者(五十音順)

飯田	秀総	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
石田	眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
梅本	剛正	甲南大学共通教育センター教授
片木	晴彦	広島大学大学院人間社会科学研究科実務法学専攻教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
北村	雅史	京都大学大学院法学研究科教授
久保	大作	大阪大学大学院高等司法研究科教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
小出	篤	学習院大学法学部教授
齊藤	真紀	京都大学大学院法学研究科教授
志谷	匡史	神戸大学大学院法学研究科教授
白井	正和	京都大学大学院法学研究科教授
洲崎	博史	京都大学大学院法学研究科教授
高橋	陽一	京都大学大学院法学研究科准教授
船津	浩司	同志社大学法学部教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松尾	健一	大阪大学大学院高等司法研究科教授
山下	徹哉	京都大学大学院法学研究科教授
行澤	一人	神戸大学大学院法学研究科教授

【報 告】

2021年改正「顧客本位の業務運営に関する原則」(1)－実務の取組み－
「お客様第一の業務運営に関する取組みと大和版 NPS の導入」

大和証券株式会社 常務執行役員
佐野 径

目 次

- | | |
|--------------------------|------------------|
| 1. お客様第一の業務運営に関する当社方針 | (2) 情報提供機会の充実 |
| 2. お客様第一の業務運営に関する具体的な取組み | (3) 商品の開発と提供の取組み |
| (1) お客様への良質なサービスの提供 | 3. 共通 KPI 討論 |

○川口 それでは、定刻になりましたので、金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

今回から2回に分けて「顧客本位の業務運営に関する原則」を検討したいと思います。今日はその第1回目ということで、実務の取組みにつきまして、大和証券株式会社常務執行役員の佐野様よりお話を伺います。

どうぞよろしくお願いいいたします。

○佐野 ただいまご紹介をいただきました大和証券の佐野でございます。本日は、当社における顧客本位の業務運営に関する具体的な取組みということでお話をさせていただきます。

全体の構成といたしましては、まず、どのような考えに基づいて取り組んでいるかという理念の部分をお話ししたうえで、基本的な枠組み、サービス・商品、そして従業員教育をご説明させていただこうと考えております。

金融庁主導での取組みなどに関わる部分が途中ございまして、先生方は十分ご理解のところも随分と出てくるであろうかとは思いますが、当社の

業務をご理解いただくうえで触れさせていただくこともございますので、何卒ご理解を賜ればと思っております。

1. お客様第一の業務運営に関する当社の方針
- 金融庁の「顧客本位の業務運営に関する原則」の公表を受けまして、当社も「お客様第一の業務運営に関する方針」を公表していますが、これは、もともと企業理念や「大和スピリット」というものを通して従前から社内で浸透を図ってきた考え方、取組みを改めて分かりやすく公表したものであって、このタイミングで新しい取り組みを始めたわけではないという位置付けとなっております。

・当社の企業理念(2頁)

この理念を作りました当時、証券会社では、1991年の損失補填問題や1997年の総会屋事件などの不祥事等もあり、お客様の信頼回復、それから強い大和証券を創り上げることが使命であるという決意の下、1998年に、2頁にお示ししている企業理念を公表しております。

1 番目に「信頼の構築」を掲げております。お客様からの信頼こそが自らの持続的成長の源泉であるということでございます。ほかにも、「人材の重視」「社会への貢献」「健全な利益の確保」を掲げ、基本的な考え方や心構え、社員が目指す人材像を企業理念として共有しているということでございます。

・大和スピリット（3 頁）

歴史的背景の中で企業理念が作られたという話をいたしました。ビジネス環境がより複雑さを増して一人一人が難しい判断を迫られる機会がどんどん増えていく中で、グループが一致団結して前進していくためによりどころとなる価値観を共有する必要があるという思いから、企業理念に基づきまして、2008 年に「大和スピリット」というものを作成しております。

内容は、黙示的に脈々と受け継がれてきました考え方や心構え、企業文化の根幹となる「企業理念」が根本にございまして、それをよりかみ砕いた言葉で「大和スピリット」として明文化しております。今日も、この大和スピリットを行動規範として日々業務を行っているということになります。

・顧客本位の業務運営に関する 7 つの原則（4 頁）

こちらは先生方もご存じのとおり、2017 年 3 月に金融庁から「顧客本位の業務運営に関する原則」が公表されまして、金融事業者に対してより顧客目線の商品・サービスの提供を競い合うように促されたという内容でございます。

・お客様第一の業務運営に関する当社の方針（5 頁）

これを受けまして、当社グループの「お客様第一の業務運営に関する基本方針」を先ほどの企業理念「大和スピリット」にのっとりうえて策定をいたしまして、同年 6 月に公表しております。

①方針の策定・公表、②お客様第一の追求、③

利益相反の適切な管理、④手数料等の明確化、⑤重要な情報のわかりやすい提供、⑥お客様に適した商品・サービスの提供、⑦企業文化の構築、という 7 つの方針から構成されております。

次頁以降で、具体的な当社の取り組み事例についてご説明申し上げたいと思います。

2. お客様第一の業務運営に関する具体的な取り組み

（1）お客様への良質なサービスの提供

・大和版 NPS をドライバーとした営業改革（6 頁）
お客様第一の業務運営に向けた取り組みの一環といたしまして、これは 2017 年度からとなりますが、お客様に最も近い営業店が主体となるボトムアップによる営業推進体制を導入しております。とかく証券会社の営業はトップダウンのプロダクトアウトという時代が非常に長くございましたが、それをお客様に近いところで判断できる体制に変えようというのがこの取り組みでございます。

2018 年度には、お客様第一の流れをさらに加速させ、徹底的なお客様目線での営業へ進化して「クオリティ No.1」を実現すべく、お客様満足度を計測する指標としていわゆる NPS を導入し、経営の最重要指標の一つとして位置付けて、営業体制の大々的な改革に着手しました。

さらに、「お客様本位」という意識を深化させるために、翌年 2019 年度には、評価体系にお客様の運用パフォーマンスに関する項目を組み入れるなど、「お客様の利益を第一に考える」仕組みの整備を行ってまいりました。

そして、「お客様から最も選ばれる証券会社」となるために、2020 年度よりお客様へ高い付加価値を提供することで営業品質・サービスの向上を図り、新しい企業文化の定着及び NPS の継続的な向上に取り組んでおります。

・分かりやすい情報提供と手数料等の説明（7 頁）

恥ずかしながらこれ以前は各部署、各商品によって意匠が異なっていたのですが、お客様にお配

りするパンフレット等につきまして、「見やすく・読みやすく・わかりやすい」をコンセプトに、2017年1月に、ご覧いただいておりますガイドラインを作成いたしました。高齢のお客様や投資初心者のお客様にも理解しやすいよう、ユニバーサルデザインの観点から文字サイズ、配色等を工夫しております。

また、これは他社さんも取り組んでいることではございますが、今年4月より当社ホームページ内に、資料でお示しております「リスク・手数料等説明ページ」も新設してございます。

・高い専門性を持つ社員の育成／お客様相談センターの取組み（8頁）

お客様第一のサービスを提供するために、高度な専門性とプロフェッショナリズムを有する社員の育成に取り組むということで、お客様のライフステージに応じたコンサルティングを適切に提供できるよう、営業員にAFP・CFPの資格の取得を推奨しております。

「CFP取得者1,020名（業界No.1）」と書いてございますが、大分早期から取り組んでおったことも功を奏しまして、お客様の期待に応えられる人数になっているかなと感じております。

それから2015年度より、CFPの資格保有者の中から、社内研修等を通じましてさらに高度な知識を身につけた社員を「相続コンサルタント」という特別な役職に任命いたしまして、こちらを全店配置しております。また、お客様相談センターにおきましては、お客様の意見や苦情を電話にて直接お伺いし、速やかに対象の営業店、本部部署に伝えて問題点の把握や改善に活用しております。

（2）情報提供機会の充実・多様なセミナーの実施

資料には掲載しておりませんが、セミナーを通じた情報発信にも積極的に取り組んでおります。昨年度は、先生方もご存じのとおり、新型コロナウイルスの感染拡大を受けまして店舗や会場など

を使ったセミナーを自粛することにはなりましたが、お客様よりウェビナーの積極的な開催を望むご意見を頂戴していたため、全店一斉の大規模なウェビナーを、様々なテーマで開催しております。

・定期的な情報発信（9頁）

2003年から、商品やサービスなどお客様が選択された情報を電子メールでお届けするサービスを開始しております。「ダイワのメールサービス」という名称で行っています。

今年2月のリニューアルによりまして、商品・サービス関連の配信コンテンツを大幅に拡充・細分化するとともに、保有商品に関する情報も拡充させていただいております。先ほどウェビナーの要請をお客様から頂いたという話があったのですが、お客様に直にお会いできる機会が減る中、世に言うDXの流れで、メール等のツールを使った個別の情報発信というものを細分化し実施している例となっております。

・投資教育への取組み（10頁）

投資初心者のお客様が将来の資産形成に役立てていただくことを目的として、金融や経済、投資についてホームページ上で分かりやすく説明するコーナーを展開しております。子育て世代向け情報サイトの「SODATTE」や社会人対象に積み立て投資に特化した「わたしの未来へつみたて投資。」、そして投資初心者向けのユーチューブチャンネルの「MONEY SCHOOL」——これが一番直近に手掛けたものですが、お客様の各層に合ったサイトを運営させていただいております。

（3）商品の開発と提供の取組み

ここからは商品の開発と提供の取組みについてご説明させていただきます。

・資産管理型ビジネスモデル確立に向けた取組み（11頁）

ここでは、資産管理型ビジネスモデル確立に向

けた取組みを時系列でお示ししてございます。

「ゴールベース・アプローチツール」の設計・開発、残高ベース商品の開発や関連システムの開発、そして人材育成などの取組みを行い、長期戦略に基づいて資産管理型ビジネスへの転換を目指しております。

今後は、お客様からの信頼・満足度をベースにお預けいただいている資産からフィーを頂く。すなわち、売買の都度の手数料ということではなくて、残高からフィーを頂くというような新しいサービスを、2022年にも導入する予定で開発を推進しております。

・資産管理ビジネス実現への取組み (12 頁)

資産管理ビジネス実現への取組みとして、主なものを2つ紹介させていただきます。

1つ目は、「資産運用プランニングツール」となります。お客様の金融資産の分析から投資意思決定のサポート、それから運用状況のモニタリング、資産運用のあらゆるシーンで最適なソリューションを提供すべく、2020年度に導入をいたしました。

資産運用プランニングツール自体は、海外のトップ・プライベートバンクで利用されております「Wealthbench」というMSCI社の分析ツールを日本向けにカスタマイズをして導入しているものでございます。個人投資家向けに提供するのは当社が国内では初めてとなっております。

資産運用プランニングツールを通じまして、ポートフォリオ分析、それからリスク・リターン分析機能など世界の先進的な機関投資家が利用しているサービスを個人のお客様にも提供することで、お客様一人一人のゴールの実現に向けた資産運用をサポートする、そのサポートの形を具現化したツールというふうになっております。

2つ目は「投信フレックスプラン」で、投資信託の新たな手数料プランとして昨年10月より導入しております。投資信託の購入時にお支払いいただいております購入時手数料を無料化する代わ

りに、ご購入された投資信託の評価額の合計及び保有期間に応じて残高フィーをお支払いいただくという、新しく手数料の払い方の選択肢を広げたサービスです。投資信託の購入に際しまして、お客様の投資目的や想定投資期間などに合わせまして、手数料の支払い方法をお客様が自由に選択することが可能となっております。

投資フレックスプランでは、購入時手数料をお支払いいただく必要がありませんので、投資目的や運用方針の変更、それからマーケット環境の変化やアイデアの変更に応じた銘柄の見直し・入替え等も、追加の手数料負担なく柔軟に行うことが可能となっております。

・お客様のニーズに合った商品の提供 (13 頁)

当社がお客様へ販売する投資信託の採用に当たりましては、社内でガイドラインを作成いたしまして、透明性の高いプロセスをもって商品選定を実施しております。2017年度以降、新規募集・取扱投信につきましては、当社グループ外の運用比率が結果として上昇しております。

また、お客様に提供・推奨する商品・サービスを協議する定期的な会議におきまして、お客様のニーズやお客様へのリスク説明の観点から意見交換を行いまして、お客様に適した商品提供をできるよう取り組んでおります。

・ラップ口座サービスの充実 (14 頁)

お客様の投資目的や投資方針を確認し、お客様に合った国際分散投資による運用スタイルを作り上げていく資産運用サービスであるラップ口座サービスにおきまして、運用資産の規模、相続ニーズ等に対応できるよう商品ラインナップを拡充しております。

まず、2007年より、ラップ口座サービスの一つとして、「ダイワファンドラップ」を開始いたしました。そして2016年には、お客様のゴールに応じた資産運用が行えるように複数の運用口が保有できる機能、そして相続発生時の受取人の指定

サービスなど、業界初のサービスを搭載いたしました「ダイワファンドラッププレミアム」を開始しております。

そして 2017 年、ロボ・アドバイザーによる 3 つの診断からお客様のニーズに合った運用スタイルを提案する機能の搭載に加えて、毎月 1 万円から積立投資が可能となる定期積立サービスを導入するなどして、資産形成に向け幅広いお客様に利用いただけるサービスとして、「ダイワファンドラップオンライン」を追加しております。

また、2018 年、投資環境の変化に応じてポートフォリオを機動的に変更し、より高いパフォーマンスを追求する「コア運用」に加えて、お客様の好みに合う、時々の相場テーマに合致した「サテライト運用」を追加できるタイプの「ダイワアドバンスラップ」を開始しております。

資産残高の推移と件数の推移は、画面でご覧のとおりとなっております。

・資産形成層に向けた取組み (CONNECT) (15 頁)

2020 年 7 月よりサービスを開始いたしました「CONNECT」につきましては、当社グループが生み出す新しい証券会社の形として、1 株単位の取引を主体に、主にデジタルネイティブ世代に向けた金融サービスをスマートフォンで展開するサービス形態となっております。

業界最低水準の手数料やポイント運用など資産形成層に訴求できるサービスを提供しております。

3. 共通 KPI

・共通 KPI について (16 頁)

ここからは、金融庁主導のもと開示しております共通 KPI についてご説明いたします。

多くの金融機関は、顧客本位の業務運営に関する原則、それから独自の KPI の公表を進めておられますが、金融庁は、顧客が KPI を用いて金融事業者を選ぶことが必ずしも容易ではないといたしまして、2018 年 6 月の共通の KPI の設定・公表、そしてさらなる「見える化」を推進しております。

共通 KPI は、長期的にリスクや手数料等に見合ったリターンがどの程度生じているかを「見える化」することを目的とした指標で、①運用損益別顧客比率、②投資信託預り残高上位 20 銘柄のコスト・リターン、③投資信託預り残高上位 20 銘柄のリスク・リターン、この 3 つが掲げられております。

各社が開示しております数値は表に示しているとおりでございますが、この KPI につきましては、一部問題が指摘されております。2018 年 10 月 5 日の日経新聞に掲載されておりましたが、各社が出している数値の算出開始時期、いつからのデータなのかといったところが各社まちまちでございまして、当社は 2004 年なのに対しまして、例えば野村証券は 2013 年をスタート時点としております。また、例えば債券系のファンドを多く販売している金融機関と株式系のファンドを多く販売している金融機関では取り扱っているラインナップも違うため、この数字だけで投資家の皆さんの判断の基準になるかというような問題点をはらんでいるようには感じられます。

これ以外にも、共通 KPI の運用損益算出式にはいくつか課題があると考えられます。1 つ具体的に挙げますと、収益を実現益として出してしまっただけで残高が残っていない銘柄やお客様については、算出対象から除外されてしまうという建付けになっているために、算出対象がいわゆる塩漬けになって残っている投信に偏りがちとなります。信用評価損益率がマイナスになりやすいのと同様、率が低くなるバイアスがかかる可能性が非常に高いというふうにも考えられます。

もっとも金融庁のほうも、計算式の問題点の認識は当然十分していて、共通 KPI をこれはこれで出すとして、各金融事業者がそれに加えてより優れた KPI を自主的に開示することを妨げるものではないというスタンスです。

・①運用損益別顧客比率 (17 頁)

当社の KPI を実際に御覧いただきたいと思いま

す。まずは投資信託、ファンドラップの運用損益別顧客比率でございます。基準日時点の保有投資信託に係る購入以降の累積の運用益を算出し、運用損益別に顧客比率を示した指標となっております。

2020年3月には、投信につきましては34.8%、ファンドラップについては18.9%のお客様のプラスになっております。なお、2020年3月末は相場が下落したところのタイミングでありまして、この3か月後の6月末には、投資信託は58.7%、ファンドラップは57.3%まで回復しています。

- ・②投資信託預り残高上位 20 銘柄のコスト・リターン／③投資信託預り残高上位 20 銘柄のリスク・リターン (18 頁)

設定後5年以上経過した投資信託預り残高上位20銘柄について、銘柄ごと、預り残高加重平均のコスト・リターンとリスク・リターンの関係を示した指標となっております。中長期的に金融事業者がどのようなリターン実績を持つ商品をお客様に多く提供したかを見ることができるとされておりますが、先ほどお話ししたような問題点がございました。

私からのご説明は以上となります。大和版 NPS の導入につきましては、なにぶん現場でやっております具体的な込み入った話でございまして、現状、鋭意定着に向けて取り組み中というふうにご理解賜ればと思います。ありがとうございました。

~~~~~

#### 【討 論】

○川口 ありがとうございます。大和証券が真摯に取り組まれているということがよく分かりました。

それでは、今日の実務の取り組みなどについてご質問、ご意見があればお寄せいただきたいと思

います。よろしくお願いします。

#### 【「顧客満足度」と「顧客本位」】

○小出 ありがとうございます。昔、証券会社という、なかなか厳しい営業環境の下、必ずしも顧客の利益だけではないところでビジネスをされているのではないかといった印象を持たれていたこともあったかと思うのですが、その改善に向けて大変努力をされておられるというのは感銘を受けました。

今回のご報告の中で、まず「顧客本位の業務運営」というところからスタートされていて、その上で、顧客満足度の向上を図り、資料6頁にありますとおりそれを計測する指標としてNPSを導入するという取組みについてご説明いただきました。もちろん顧客満足度及びその指標であるNPSを上げること自体は、証券会社として今後収益を上げていくために非常に重要なことであり、それは経営施策として大事なことだと思います。しかし、「顧客満足度」と「顧客本位」は果たして本当にイコールなのか。もちろん関係しなくはないと思うのですが、顧客満足度が上がれば顧客本位だというふうに言えるかということ、少し何か違うような気もするのです。

顧客本位というのは、少しアメリカ的な考え方をすれば、顧客の利益よりも販売している金融機関の利益を優先して考えてはいけないという、一般的にフィデューシャリー・デューティーと呼ばれるものから導き出された考えだと思うのです。そうだとすると、要するに顧客の利益になるかどうかということが多分本来のポイントであると思います。しかし、顧客の満足というものは、必ずしも顧客の利益だけから出てくるものではないような気がしていて、たとえば何となく会社の営業マンが気持ちいいよねとか、そういうところでも満足することはあると思います。

顧客満足度を上げること自体はもちろん大事だと思うのですが、「顧客本位」というものと「顧客満足度」やNPSというものは本当に連携するの

だろうかということをし少し疑問に思ったのですけれども、その辺は実務ではどのように捉えられているのでしょうか。

○佐野 顧客満足度は、運用成果が仮に上がっていても、感じが良いとか、すぐ来てくれるとかいうだけで、お客様からは「よくやってくれている」と思っていただけで、申し訳がちなものであり、そういったものは「顧客本位」の観点からは本質的ではないというのは、先生のご指摘のとおりだと思います。

私がこちらの担当になりましてから3年間、なぜNPSを使うのかということを含めずっと考えているのですが、ひとつ気がつくことは、このNPSの特徴として、お客様に質問をし続けていると、先ほど例としてありました営業員の感じが悪いから、実際の運用の巧拙、資料の良し悪しまで、あらゆるものにヒットして数値が下がっていく仕掛けになっています。社内であれこれと手間のかかる会議をして分析をすると、数字が動いたのはなぜか、どのように考えるべきかという内容が見える仕掛けにもなっています。分析の結果は、NPSを上げるために最も大事なものは運用成果となっています。ただ、お客様が証券会社との付き合いの中で感じられる、いわゆる顧客接点の愛想も含めた感じの良さ、マナーの良さなども含めたものを含めバランス良く向上を図るところにたどり着かないと、NPSの指標は上がってこない。「顧客満足度」は「顧客本位」すなわち顧客の利益、つまるところ運用成果と大いに連動するが、それだけによるものではないという点、小出先生がご推察のとおりでございます。

それではなぜNPSの向上に取り組むのかについて、私がたどり着いた一つの答えは、これだけを向上させていても決してお客様のためにも当社のためにもならなさそうな数字を、それでも向上させるために、会議をして作戦を立て、お客様と一緒に考え、PDCAを回すという行動を起こし、繰り返すこと自体に意味があるのではないかとことです。ただ数値を測っているだけでは多分全く

意味がなくて、何によってこの数値が動いたのかということまで見に行くと、フィードバックして、それを具体的な行動に移すと、こちらが変わるというだけではなく、こちらのアクションが変わることでお客様の体験が変わるというところまでアクションを変えるところに意味があると解釈しております。

分かりにくい概念的な説明になってしまったかと思いますが、模索をしながらやっておりますので、今たどり着いている境地がこの辺りでございます。

○小出 ありがとうございます。さすがに十分にご検討をされているとお聞きしました。

先ほど申しましたように、もちろん顧客満足度、NPSを上げることというのは大変重要なことだと思いますので、それはそれとして、しかし、その中で顧客本位との関係で言うならば、顧客の利益を第一にやっているかどうかという要素をそこから抽出するために、まずその気づきとして用いておられるのだという話を伺って、意義がよく理解できました。

#### 【利益相反関係について】

○小出 顧客本位の話に関連してもう一点、やはり顧客本位の基本的な考え方としては、証券会社と顧客、投資家との利益相反というものがどこにあるのかというのをきちんと特定したうえで、それを場合によっては除去したり緩和したりする仕組みを構築していくことが大事なのだらうと思います。この点で、顧客満足度とは少し違う観点で質問させていただきたいと思います。

これは米国も日本も共通だと思うのですが、証券会社の場合、一番問題になってくるのは営業マンの方のインセンティブ、すなわちその報酬体系あるいは目標の設定のところだと思います。米国ですと、営業成績のコンテストとかノルマみたいなものを除去しろということを法的に義務付けるようなことも始まっておりまして、そこにはかなり厳しく立ち入っているように感じられます。



日本の、少なくともこれまでの証券会社、あるいは銀行もそうかもしれませんけれども、営業のノルマ体系というものは、要は売ってきて収益を上げた者が高い評価を得られるというふうになんてなっている、また、例えば個別の商品について、この商品を今期は売ったら評価が上がるみたいな要素もあると思います。そのあたりは、少しずつ緩和されようとはしているけれども、やはり完全になくすことはなかなか難しいのではないかとも思います。

それに対して、既に御社ではそのあたりの改善を図っておられるという御説明を受けて、非常に難しい中でやられているのだらうと理解したのですけれども、そのあたりのご感触を実務的な観点からぜひ率直に教えていただければと思います。

○佐野　まず、商品に対する目標は2つありました。1つは商品の販売自体と、もう1つはそこから得られる手数料を集計して、手数料を追いかけなさいということをやってまいりました。ただ、それを転換して、ボトムアップによる営業推進にした時点で、商品別の販売目標を撤廃しております。したがって、目標別の評価も撤廃しております。

手数料収益の目標につきましても撤廃しております。最初の説明の冒頭で申しましたとおり、お客様本位の営業というのは、何も新しいことではなく、当たり前なことでもあります。それを非常に健全にやってきて、お客様の信頼を得て、だからこそたくさんの手数を稼いできたのに、それに対する評価をやめるとは何事だという声、とりわけ優秀な営業マンから数多く上がりました。しかしながら、手数料に基づく評価体系があるとどうしても手数料の上がりやすいもの、手数料率の高いものから順番にお客様にお勧めすることを促すこととなりますので、これはまさに全廃せねばならない。手数料の高い安いに対してはニュートラルに、お客様にとって必要なものは何なのかを第一にプランニングは構築されるべきであると。このような理由で、商品別、それから収益別の評

価は撤廃しております。

その代わりに、同じ相場に対して同じ期間働いて、たくさん商いをした人を良ししようと。お客様に受け入れられていないと商いがたくさんはできないだろうという前提で、それが完全なものというふうには思っていないんですが、手数料の高い安いにかかわらず、買付け全体の大きさで評価し、お客様に望まれてたくさん販売して、たくさん預かり資産を入れてもらった営業員を評価するという軸に転換をしております。

#### 【系列投信の販売状況について（1）】

○小出　もう一つ、利益相反についてまた違う観点なのですけれども、いただいた資料の中で13ページなどが関係すると思うのですけれども、例えば投資信託の販売のときに、グループ内の投信会社のものとはそうではないものを区別すべきではなく、広くいろいろな商品を扱うべきであるのだが、どうしてもグループ内の投信会社を売ろうとしてしまうという利益相反問題が指摘されています。

13頁にあるように、大和証券に関して申し上げると、グループ会社の投信の取扱いが徐々に減ってきているということ、これも非常に努力されているということがよく分かりましたけれども、この「サブアドバイザー方式」というものは、大和アセットマネジメントが設定はしているので、これを売れば大和アセットマネジメントがもうかるという構造はある意味ここでは維持されており、ただ、運用の基準について独立のものが運用していると。そういうことだとするならば、サブアドバイザー方式に関して言えば、ここにはまだ若干の利益相反的な状況というのが否定はできないものかというのが質問です。

あともう一つ。18頁の表のところ、御社の預り資産上位20銘柄というのがあって、やはり「ダイワ」という名前が付いているものが非常に多くなっています。決してそれがおかしいと言っているわけではないのですけれども、これはやはり過

去の経緯ゆえにどうしてもこうなってしまうているのか。今でも、何だかんだ言っても「ダイワ」という名前が付くものの方が売られる傾向があるのか、それとも、その傾向は変わっているのかということについても少し教えていただければと思います。

○佐野 「サブアドバイザー方式」に関しては、おっしゃる通りで、この方式だけでは利益相反がゼロではないでしょうと言われるのは、そのとおりだと思います。ただし、現状について少し申し上げますと、グループ会社の投信を採用することのほうがむしろ相当の勇気が要するという、行政バイアスのようなものが掛かっているのが現状でございます。機能だけでは完全ではないですが、運用として何とか利益相反を除去するようにしているということになります。

それから、先ほどの説明の最後で共通 KPI の課題として指摘いたしました、残高の上位 20 位を開示しなさいということで、資料に掲載したようになるのですが、過去に大きく販売して、お客様が売却できずに残っているもの、業界的には「塩漬け」ということになりましたが、それを中心に発表しているということに結果なってしまっています。特に、当社のようにそこそこ大きくて少し古い証券会社ですと、いわゆる過去のものの影響が非常に大きく出てしまうというのが現状でございます。

さらに、過去の反省として申し上げれば、特定のを、今日はこれを、もしくは今期はこれを販売した者が一番偉いですよというような、プロダクトアウトの営業推進をしてまいりました。それが今は反対側に大きく舵を切って、お客様のニーズが起点でありゴールであるという営業をしているので、売れ筋となっているものが各グループ・各店・各人ばらばらになっています。そうすると結果として、過去に販売したものを抜いて新たに残高上位 20 に食い込んでくるような大型の商品が、今は全くなくなってしまうところ。悲しいかなと言ってはいけないのですが、このリ

ストを公表するに当たって頭を抱えている部分です。

資料に掲載しておりますのは、公表の基準に準じて残高のあるもの 20 ですが、私の手元のデータで、実際に今売れているもののベストテンを見ますと、当社グループのものは 4 つ入っております。ただ、例えば具体的に、4 つの中で足元一番売れているものがダイワ Society 5.0 というファンドなのですが、これはよそにない種類のものなので、リスク・リターンで言えば、リスクが 16% に対してリターンが 41% 出ているということで、18 ページのリスク・リターン散布図に照らすとわかりますが、パフォーマンスで選好されているということが大きいものです。

もっとも、これより売れている投信がありまして、それはグループ外のもので。先ほど申しましたように、この銘柄を売りましょうという指示をしていないものですから、売れ筋が金額的にもばらけているというのが現状です。

残高上位 20 の話に戻りますと、先ほどの申し上げました課題などもありまして、これは共通 KPI としてお出ししてはいるのですが、多分お客様は、実際にこれを見て買われてはいないだろうと思います。実際に今売れている商品を見ますと、リスクが 5~10% でリターンが 20~40% あるといった商品で、今ではそういうことが調べると簡単にいろいろ分かりますので、リスク対リターンの良好なものの中から選ばれているということになっているのかなという手応えでございます。

#### 【系列投資信託の販売状況について（2）】

○黒沼 せっかくの機会ですので、2 点質問させていただきたいと思います。

一点は、今の小出先生のご質問とも関係するのですけれども、金融審議会が「顧客本位の業務運営に関する原則」について審議していたときに、証券会社が系列の資産運用会社が組成する商品を勧めがちではないかというようなことが典型的な問題になっていたわけです。今回の資料の中で、

13 頁で「投資信託の採用にあたっては、ガイドラインを策定し、透明性の高いプロセスをもって商品選定を実施」すると書かれていて、新規募集・取扱投信の採用構成比を書かれているのですが、先ほどのご説明だと、これは 12 ページの「投信フレックスプラン」の中に入れる投資信託の本数の話なのでしょうか。

○佐野 いえ、違います。

○黒沼 販売対象としている新規の投資信託ということですか。

○佐野 はい。

○黒沼 すると、グループの投資信託で新規に取扱いを始めたものは 1 年に 1 本とか、その程度しかないということでしょうか。

○佐野 そうです。投信フレックスプランについて、先ほどの説明が少し伝わりにくかったかもしれませんが、当社で品ぞろえしている投資信託をお客様はイニシャルに手数料をお支払いいただいても買えますし、フレックスを選択すると、イニシャルに払わず期間の手数料でも買えるという、どちらでもお客様が選べる仕組みになっております。フレックスでしか買えないとか、イニシャルでしか買えないとかいう商品があるということではございません。当社が採用している商品をどちらかの手数料プランを選んでお買い付けいただけるということになっております。

○黒沼 その 1 本というのは、新規に取扱いを始めた商品は 1 本しかないという意味でしょうか。

○佐野 そうです。

○黒沼 しかし、重要なのは本数ではなくて、販売高ですよね。

○佐野 はい。

○黒沼 同じ資料がホームページの取組みの事例として挙がっているのですけれども、販売高についてはどう変わってきたのかということがよく分からないので、この取組みを始めてから系列外の商品の販売高は増えているとか、あるいは変わっていないとか、そのあたりがお分かりになったらお教えいただければと思います。

先ほど人気商品の中にはというのはご説明いただいたのですけれども、トータルの販売高でいったらどういうふうなのでしょう。系列以外が組成した投資信託の販売高が増加しているという傾向はあるのでしょうか。

○佐野 足元ではパフォーマンスによるというところです。当社のもんだけが減っているというよりは、パフォーマンスがよければ、先ほど申し上げましたように当社のもんが売れることもありますし、そうでないこともあるということです。

○黒沼 販売額で見た比率はどうなっているのでしょうか。

○佐野 それも月によって異なりますので一概には言えませんが、毎月グループのものを設定して販売していたような 10 年以上前頃に比べれば激減しているということになりますが、毎月売れるもの——新しく採用しているものは先ほど申し上げたとおりですが、過去に出したものがパフォーマンスがよくなって売れ出すという事も起きております。ご質問については、相場つきによって変わるとしか、現状ではお答えできません。

○黒沼 分かりました。ありがとうございます。

#### 【販売対象顧客について】

○黒沼 2 つ目の質問ですが、原則 6 の（注 3）に、金融商品の組成に関わる金融事業者は販売対象として想定する顧客属性を特定・公表して、それに沿った販売がなされるように留意すべきであるという項目が挙がっています。しかし私は、これをするのはなかなか難しいのではないかと考えています。

原則 6 の（注 3）は、組成業者を主語に書かれているのですけれども、資産運用業者の声を聞くと、この商品はこういう人には売るなど言ったら、そもそもそのような商品は証券会社に取り扱ってもらえないという声も聞いたことがあります。どういう顧客に対してその投資信託なり商品をお売すべきかということを証券会社の側から組成業者の方に聞きに行くということはあるのでしょうか。

また、聞いた場合に、それに沿って販売をするように取り組んでいらっしゃるのかどうか、お教えいただければと思います。

○佐野 当社が取扱商品を決めるプロセスをまずご説明いたしますと、まずはお客様のニーズ—例えば新しいテーマが出てきたであるとか、世間での売れ筋が変わったときに当社の品揃えにないといったニーズがあれば、新しく導入する候補銘柄を挙げて、会議を通して決定することになります。

ご指摘の組成会社の意向については、その会議における組成会社からの提案に含まれることとなりますが、そこで要するに一部の法人向け、もしくは個人のお客様の中でもかなりリスク許容度が高く狭い範囲にしか販売ができない商品と説明された場合に関しては、採用が見送られることも当然のことながらあります。特に当社は、他社との比較の中でも、各営業のフロントをお客様のセグメントごとに分けていない営業体制で今臨んでおりますので、広くあまねくお客様に勧められるものを中心に品揃えしているというのが現状となっております。

なので、かなり狭い顧客層を対象に狙ったものは採用されないケースが多いというのは、その組成業者がおっしゃられている通りだろうと思います。

○黒沼 そうすると、顧客属性による推奨のやり方を組成業者から受け継いで、それを実行するというよりも、選別の段階でそれをはじめてしまって、採用されている商品については、特に顧客属性についての組成業者の意向というのを販売に反映させることはないと考えてよろしいでしょうか。

○佐野 いいえ。リスクや投資対象によって販売が憂慮される場合もあるけれど、それを十分検討したうえで取扱商品として採用することが、当然あります。その際には、組成会社の意向について販売現場に研修教育を行うとか、販売するプロセスの中で留意するとか、という段取りがとられ

ます。

○黒沼 分かりました。ありがとうございました。

#### 【毎月分配型投資信託について】

○梅本 少し質問にまとまりがないかもしれませんが、私の考えを申し上げて、そのお答えをいただければと思います。

まず、毎月分配型投資信託というものをどのように位置付けるか、考えるかということが、「顧客本位の業務運営」というのを考えるに当たって、よく分からないところがあります。

例えば、資料の18頁の預り資産トップのダイワ米国リートファンドも恐らく毎月分配型投資信託だっと思いますけれども、基本的に、こういった金融商品というのは長期的な資産運用にはあまり向いていないと思うのです。ただ、批判されているように顧客のニーズに合わないかという、合う人もいるのではないかと。とりわけ高齢者のそれなりに資産を持っているような方々にとってみると、毎月小遣いなし生活費が入ってくる、また中長期の運用と言いましても、中長期では亡くなっているかもしれないということで、あまりその辺りも考えなくていいと。とりわけ日本の富裕層というかお金を持っている高齢者層のニーズに合った商品という意味だと、毎月分配型投資信託というものは、もしかしたら顧客満足度を上げるうえで良いのかなという気もするのです。

ただ、それが先ほどのお話ではないですけれども、顧客本位なのかどうかという、もし投資リテラシーがすごく高い高齢者であれば、いや、そういうのは私にとっては利益にならないと言って投資しない人も出てくるのではないのかなという気がしないではない。

またもう一つ、「顧客本位の業務運営」というのは、もともと貯蓄か投資かとか、あるいは国民の資産形成のためにそういった方針を業者さんにもとっていただくということだったのではないかと思います。その結果として出てきた

預かり資産の第1位が高齢者中心の毎月分配型投資信託というのは、何か政策目標と出てきた結果がえらく違うなという、かなりの違和感を抱いてしまうのです。別に批判とか皮肉とかということではなくて、この毎月分配型投資信託をどう考えればいいのかという点、実務の見地からお考えをお聞かせいただければと思います。よろしくお願ひします。

○佐野 毎月分配型ファンドにつきましては、売れ筋ということで、とにかく毎月分配型ファンドを販売しようという計画でやっていたのも、20年ほど前がピークだったでしょうか、過去の事実でございます。その後、世間様でもいろいろ批判の対象になった時期に、極端に販売を控えていた時期もございます。

ただ、その時期、こちらからのお勧めを控えていた時期でも、梅本先生がおっしゃるように、原資からこれぐらい、こういう形で払われています、それが今月はお手取りのうち幾らですというご説明を申し上げても、それでもいいと言われる方がいなくなる、まさにニーズは存在するという事実は、我々としても感じざるを得なかったところでございます。リテラシーを高く持って、理解したうえで毎月もらいたいという機能としてのニーズを優先される方には、まさにぴったりなわけですので、そういうお客様が存在する以上、販売商品のラインナップから無くすということはして来なかったというのが現状でございます。

先ほど来申し上げていますが、18頁のベスト20は、過去のものもあつての残高ということで、今売れ筋のトップではないわけですが、毎月分配型のファンドは幾つか入っているというのは、先ほど申し上げたような歴史的な背景を含めございますので、業者としては、その分配金がどのように毎月払われているのか、どう変化しているのかというのをつぶさにお知らせしながら、リスクをご認識いただくことに努めること。あとは、それ以外の商品でご満足いただけないのかという代替手段を提案していくということが、ベストなお客

様へのお勧め、当社がターゲットとしているお客様層にはベストな態勢かなというふうには考えております。

○梅本 どうもありがとうございます。

#### 【ネット証券と対面証券の手数料について】

○片木 資料ですと16頁以下でしょうか、運用損益別顧客比率、これを非常に興味深く拝見させていただきました。

先ほどからお話しいただいております大和証券の顧客本位の業務運営というものについて確認いたしますと、おそらくネット証券などにおきましては、基本的にコンサルティングサービスが全くない、純粋に仲介に徹すると。それによって仲介手数料を非常に低く抑える、あるいは場合によっては一部ゼロにしているようなところもあるということですね。これに対して、大和証券が実施している顧客に対するサービスというのが、まさにこのコンサルティング機能といひましようか、お客様の生涯設計とかリスク志向に対応したようなポートフォリオというのを選んであげる、それによってお客様の満足度を高めるということだろうと思ひます。

ネット証券と比べると、どうしても手数料は高くなるわけですが、そういうサービスが値打ちを持つからこそ、まさにそういうサービスに対価を渡す根拠があるというふうには理解をいたしました。そういたしますと、先ほどの「主観的な顧客満足度なのか、客観的なお客様の利益なのか」という話にも関連してくるところだと思ひのですが、こういうコンサルティングというものの持つ客観的な成果として、例えば顧客別の運用損益といひましようか、特に運用成果がプラスである人の比率がネット証券と比べるとどれだけ高く出るか。ネット証券というのは、基本的にお客さんが自分の判断で投資をしますから、いわばこれは個人顧客が自分の判断で投資をしたことによる損益比率というふうには大きくは見ていいのだろうと思ひますけれども、それに対して対面型でコン

サルティングをしているようなところがお客さんにとってネット証券より値打ちがあるとすれば、やはりその運用損益別の顧客比率でプラスになっている比率がネット証券よりは高くなるというふうな考え方でいいのか。

もちろん対面型といっても、みんながみんな言うことを聞くというわけではないでしょうし、実は私も正直、自分の証券会社の担当者の言うことをあんまり聞かないので、担当者泣かせかもしれません。そういう意味では、それぞれの証券会社が仲介していらっしゃるラップファンドあたりの運用損益別顧客比率を見るのが一番正確なのかもしれませんけれども、大きな目を見たときには、この運用損益別顧客比率がネット証券などと比べてどれだけ顧客にとって有利な形になっているのかというのが、おっしゃるコンサルティング型のサービスのいわば客観的な値打ちという理解でよろしいのでしょうかという質問でございます。

○佐野 基本的に、また根本的にはおっしゃる通りだと思います。そのお客様のお預かりしている資産のリターンがどうなっているかというところは大変重要です。ただ、それに加えて、違うものもやはり我々はお客様から望まれているのだらうと思います。片木先生は営業員の意見はあまり聞かずご自身の判断でお買いになっているということですが、それを手間だ、コストだと考えるお客様にとっては、ある程度営業マンを使って自分の頭を整理することに価値を見出されている方もいらっしゃると思います。

あるいは、実は私は10年ほど前にディーラー職をやらせてもらっていたことがありまして、ディーラーですと、まさに運用成果だけが評価になりますので、好きな銘柄でも嫌いな銘柄でも、リスクを抑えながらリターンを得ることだけが正義という非常に分かりやすい世界です。ところが個人のお客様ですと、もうかりそうでも嫌いなものは買わないとか、頭では理解していてもそれには手を出さないとと言われるような、やはりお客様独自のルールがございますので、そういったお客様

の千差万別なニーズに即しつつ、営業員が知恵を絞って最適な提案をするよう努めております。

また、最近、私がこの業界に入りました30年前と大分変わったなあと思いますのは、ある程度のまとまった資産をお持ちであるお客様の大部分がもう70歳を超えているということです。そうなりますと、今のマーケットに即応していきたいというのはそのお客様も10年前、20年前と変わらないと思いますが、一方で、積極的にリスクを取るというよりは、実際には資産を守りたい、残したい、それからその次のことも考えており、そこに関しては提案をもらい安心感をほしいのだという、仮に今はそのニーズがなくても、明日には、来月には、来年には、10年後にはあるかもしれないということで、その期待ということも最近大きく感じておるところです。そこで当社としては、資料説明中に申し上げた「相続コンサルタント」が一例ですが、このあたりの取組みを大きく拡充しているところです。そのお客様のお預けいただいているご資産自体のパフォーマンスに加えて、そういったところの付加価値というものと合わせた満足度というところが、最終的な当社の評価につながるのかなと感じている次第です。

運用損益別顧客比率の比較という意味では、片木先生が先ほどおっしゃった通り、ラップ的な商品を用いて比較というのは一番いいかなとは思いますが、手前味噌ですが、ばらばらにお客様のニーズに合わせて個別商品を組み合わせるものよりも、その相場の位置どころにもよりますが、お客様の口座の運用成績としては、相対的には、恐らく近年、ラップ口座の方が良くなっているというふうに思います。現状の株価で言いますと、日米共に比較的高い位置にあるということになりますが、どこの水準で買われた方も、マーケットが多少へこんでいるときでも、8割から9割のお客様が結果としてはリターンを出せているという状況にございますので、そこはお客様自身にもお伝えしておりますし、運用成績という意味でのご満足をいただいているところでもございます。

○片木 ありがとうございました。

【顧客本位の業務運営に関する原則と適合性の原則との関係などについて】

○川口 私の方から2点質問させていただきたいのですが、顧客本位の業務運営に関する原則というのは、この数年、金融庁が非常に力を入れている政策の一つです。ただ、同原則が定められる前から、金商法上、誠実義務や適合性の原則などが規定されておりまして、顧客本位の業務や顧客に対する適切な勧誘をしなければならないというのは金商法上の義務でありました。

まず、御社の方で、この適合性の原則と顧客本位の業務運営に関する原則との関係はどのように捉えられていますでしょうか。顧客本位の原則の遵守は適合性の原則の遵守の手段なのか、あるいはそれを超えて、顧客に適合した業務運営を目指すものと位置付けされているのでしょうか。これが第1点です。

第2点は、顧客本位の業務運営に関する原則は、業者に対して自社の取り組み方針などを公表させて、これを見た顧客が業者を選別するといった、いわゆる市場原理の活用を期待するという目的があると言われてきました。本日、大和証券の方では非常に頑張られているというのはよく分かったのですが、これによって市場原理が働くようになったというふうに考えられていますでしょうか。顧客がこれを活用しているというような実感はありますか。その点について感触をお教えいただければと思います。よろしく申し上げます。

○佐野 適合性原則につきましては、昔はそれさえ守っていればという感覚で、業界全体がそういう時期もあったかと思えますし、現状としても当然、罰則・義務を盛り込まれることにもなったこともありまして、最低限担保されなければいけないものでありまして、その先の原理原則にのっとった最善の利益を目指すための土台、大前提と捉えております。

それから、投資家の皆様が弊社の公表した取組

み方針などを利用されているかという点は、顧客満足度の変動要因の分析結果などから申し上げると、そういったものを利用されているなどという手応えは少し感じづらいということになります。

○川口 ありがとうございます。いろいろ仕組みを作って頑張っているのに効果がないと、少し寂しいなというところはあるかと思えます。

先ほど少しおっしゃった適合性の原則との関係ですけれども、結局、顧客の属性などの把握というのは、法律で要求されているものよりも、御社の方では、より広く顧客の様々な情報を集めるということになっていきますでしょうか。

○佐野 はい、そのように設計をしております。

○川口 具体的には何がありますか。例えば、知識・経験、財産の状況、投資目的は法律の目的ですけれども、何か顧客のニーズとか、広い意味では広いような気もするのですけれども……。

○佐野 この場で即答はしづらいのですが、実際には、いまおっしゃったような項目をベースとしまして、順次拡大をしておる状況です。お客様の情報に関しては、実際に現場からのフィードバックを受けながら、必要なものを増やしていく方向性でございます、システムで取り込んで処理をする関係から、システム開発も含めて進めております。

○川口 分かりました。ありがとうございます。

【NPS 測定と顧客属性について】

○前田 資料6頁でご説明くださいました NPS によって顧客の満足度を指標化して測るときに、その顧客が一般の個人顧客なのか、それとも大規模な法人顧客なのかといった顧客の属性の違い、あるいは大口顧客か小口顧客かといった取引量の大小といったものは、NPS の算出には反映されるのでしょうか。それとも、とにかく1人1票といえますか、顧客の属性や取引量などは無視して機械的に算出するという性格のものなのでしょうか。

○佐野 当社ではこの取組みを始めてまだ2年の入口段階ですので、今のところは一旦「大和版」

NPS と称しまして、リスク資産額がある一定の範囲内にある個人のお客様についてのみ測っているという現状です。

先ほど御説明をいたしましたとおり、計測をするだけでは何の意味もなく、お客様に望まれているものへの行動に移すこと、数値の動きをビジネスにすぐさまはね返すことが大事ですので、的を絞ったうえでないとなかなか難しいと考えおりますことから、まずは対象を絞って始めているというのが現状でございます。

○前田 ありがとうございます。

#### 【適合性の原則と証券会社の実務】

○行澤 適合性の原則で、去年の金融審議会のワーキング・グループで出ていたのが、単に顧客属性等を把握すること、それから金融サービスの内容が顧客属性、取引目的に適合することを担保するだけではなくて、この人にはこの商品が最善だということの合理的根拠を持つことという要求がなされております。しかし、この合理的根拠を持つということについては、何をもって合理的根拠有りと言えるのかにつき、個々の事情も考慮するとなると、なかなか判断が難しいように思いますが、現場の証券会社としてはどのようにお考えでしょうか。

○佐野 行澤先生のおっしゃるとおり、いわゆるルールで決め難い、このお客様にはこうでなければだめなんだよとはいかない分野でございます。たとえば外形的なご年齢や資産、考え方が仮に同じでも、お客様それぞれの歴史や経験、ご家族の状況やお住まいの地域などによっても当然変わってくるものでございます。それらも勘案したうえで、本当にお客様に必要な取引なのかということをお客様が自立して判断できるようにするというのが、目指すべき営業スタイルの最終形と位置付けております。そこを担保することが顧客本位の営業を確立するための第一線であるという自覚からも、詳細は省略するのですが、お客様一人ひとりを深く理解して適切なサ

ービスを提供できたか、非常に丁寧な振り返りを各々の現場が行っているところでございます。

○行澤 なるほど。ということは、客観的な指標でこういう属性のお客様だからこれがベストだということももちろんあるけれども、やはりパーソン・ツー・パーソンの、継続的な関係性の中で、何が最善であるかを合理的に判断するということの方が大切であると、こういうふうにご考えておられるということでしょうか。

○佐野 はい、現状はそう考えております。ただし、外形的にこういうお客様であれば、ある程度こうである可能性、蓋然性が高いのではないかとこのガイドラインは設けておまして、そこである程度スクリーニングし、もし抵触したら、本当にそれで大丈夫なのかを検証する契機とします。ある意味、低いレベルのルールベースと高いレベルのプリンシプルによる自立判断という、二段構造となっております。ガイドラインが一律のルールであると営業マン自身に誤解が生じぬよう、ここも絶えず教育を繰り返している部分でございます。

○行澤 ありがとうございます。

○川口 それでは、特になければ、これで本日の研究会を終わらせていただきたいと思います。

本日は活発なご議論をありがとうございました。また、佐野様には貴重なご報告をどうもありがとうございました。今日の議論をまた次回に生かしてまいりたいと思います。

ありがとうございました。