

今こそ行動コーチング! 米国ではタックス・マネジメント
より価値の高いアドバイス!!
～バンガード vs ファイデリティ vs シュワブ～

三菱UFJ国際投信株式会社 商品マーケティング企画部 松尾 健治
窪田 真美

※三菱UFJ国際投信がお届けする、日本版ISAに関する情報を発信するコラムです。

米国株を中心に相場が大きく変動、投信にも大きな影響を与えている!

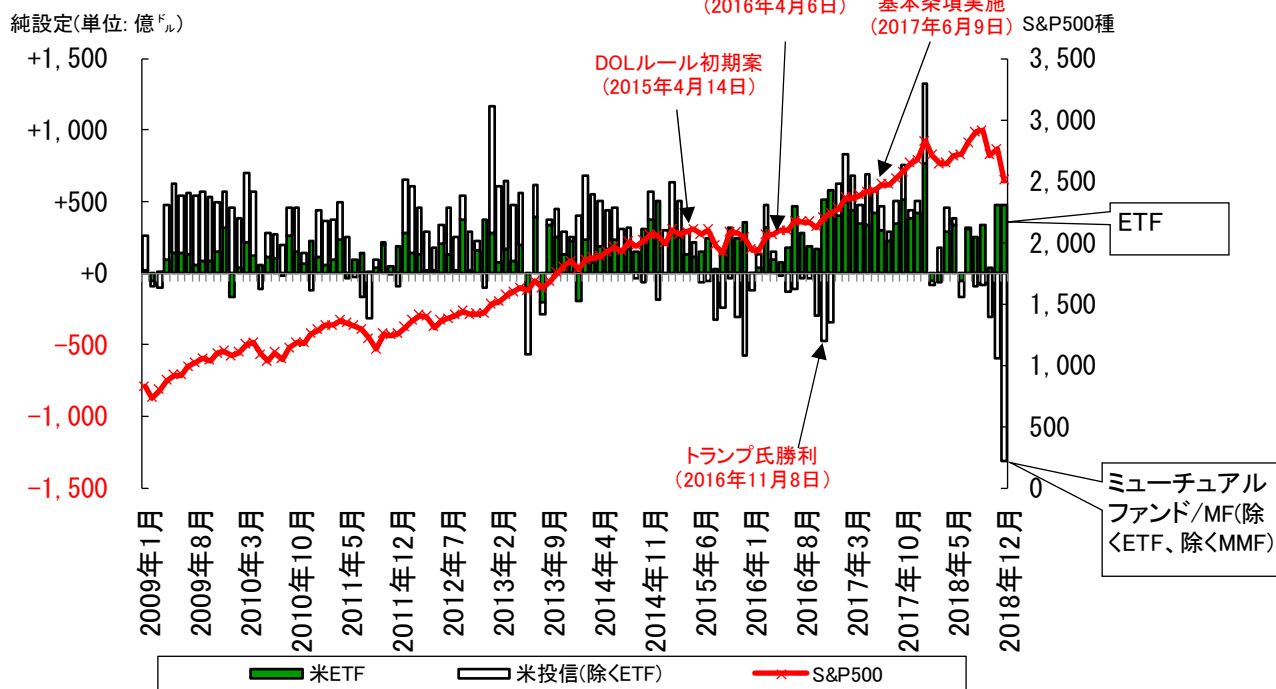
米国株を中心に相場が大きく変動している。2018年12月24日に米国の株価指数を代表するS&P500は2351.10と2017年4月21日以来安値を更新、2018年9月20日に付けた2930.75(過去最高値)から-19.8%下となった(その後反発傾向にあり2019年2月1日は2706.53と2018年12月3日以来高値)。この相場変動が米国で投信の資金純出入動向にも大きな影響を与えている。

2019年1月10日にMorningstar Directより入手された2018年12月の米国投信概況/Asset Flowsによると、米投信(含むETF、除くMMF)の純設定は、2018年12月に-830億ドル/約9兆1007億円の純流出と、金融危機のあった2008年10月以来の大きな純流出となっている。ETFこそ+481億ドル/約5兆2712億円と6カ月連続の純流入となっているものの、投信(除くETF、除くMMF)、つまり、ミューチュアルファンドだけで見ると、-1310億ドル/約14兆3718億円の純流出と、金融危機のあった2008年10月(-1018億ドル/約10兆250億円)を上回って、月次データのある1993年2月以来最大の純流出となっている。米国の投資家が大量に解約している。



米国の投信全体の純設定とS&P500種の推移
(2009年1月～2018年12月、月次データ)

*償還済みを含む。DOLルール…労働省/DOLのフィデューシャリー・デューティー/受託者責任ルール。
米ドル換算インデックス…S&P500



(出所: Morningstar Direct、ブルームバーグより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

今こそ行動コーチング！米国ではタックス・マネジメントより価値の高いアドバイス!!

相場変動が米国で投信の資金純出入動向に大きな影響を与えている理由には投資家の解約がある。今、それは「感情的」となっていると言う。「相場変動がアドバイザーの顧客をナッツにしている(狂わせている)。恐怖と欲望と言う感情が、論理より優先している。例えば、『2019年は1929年の大暴落から90周年にあたる』と言うが、当時と今では状況がまるで違うだろう。NYダウの変動幅が歴史的だが、変動率で見ると1929年や1987年の大暴落よりかなり小さい。大きな損失を被ったとも言うが、過去8年以上で見れば、膨大な利益を獲得している。テレビは相場変動を強調するが、これはアドバイスでも何でも無く、責任も無い。この様に、顧客は悩まされる事があるが、アドバイザーは悩まされてはいけない。」(2019年1月9日付 ThinkAdvisor「10 Unexpected Reasons Volatility Drives Clients Nuts」)とされている。

上記記事に「NYダウの変動幅が歴史的だが、変動率で見ると1929年や1987年の大暴落よりかなり小さい。」とあるのを確認する。下記図表は左列がNYダウの変動率の「幅」ランキング(1~10位)で、右列がNYダウの変動率の「率」ランキング(1~10位)であり、上段は「上昇幅・率」、下段は「下落幅・率」である。「幅」ランキング(1~10位)には「2018年」が多数登場するが、「率」ランキング(1~10位)には皆無で、記事の通り、1929年や1987年などがあり、最新で「2008年10月」つまり金融危機の時である。

NYダウの変動率の「幅」・「率」ランキング(1~10位)～上段は「上昇幅・率」、下段は「下落幅・率」～

...2018年
2018年12月31日現在

NYダウの上昇幅ランキング

順位	日付	曜日	引け値	上昇幅
1	2018年12月26日	水	22,878.45	+1,086.25
2	2008年10月13日	月	9,387.61	+936.42
3	2008年10月28日	火	9,065.12	+889.35
4	2018年3月26日	月	24,202.60	+669.40
5	2015年8月26日	水	16,285.51	+619.07
6	2018年11月28日	水	25,366.42	+617.70
7	2018年2月6日	火	24,912.77	+567.02
8	2008年11月13日	木	8,835.25	+552.60
9	2018年10月16日	火	25,798.42	+547.87
10	2018年11月7日	水	26,180.30	+545.29

...2018年
2018年12月31日現在

NYダウの上昇率ランキング

順位	日付	曜日	引け値	上昇率(%)
1	1933年3月15日	水	62.10	+15.34
2	1931年10月6日	火	99.34	+14.87
3	1929年10月30日	水	258.47	+12.34
4	1932年9月21日	水	75.16	+11.36
5	2008年10月13日	月	9,387.61	+11.08
6	2008年10月28日	火	9,065.12	+10.88
7	1987年10月21日	水	2,027.85	+10.15
8	1932年8月3日	水	58.22	+9.52
9	1932年2月11日	木	78.60	+9.47
10	1929年11月14日	木	217.28	+9.36

...2018年
2018年12月31日現在

NYダウの下落幅ランキング

順位	日付	曜日	引け値	下落幅
1	2018年2月5日	月	24,345.75	-1,175.21
2	2018年2月8日	木	23,860.46	-1,032.89
3	2018年10月10日	水	25,598.74	-831.83
4	2018年12月4日	火	25,027.07	-799.36
5	2008年9月29日	月	10,365.45	-777.68
6	2008年10月15日	水	8,577.91	-733.08
7	2018年3月22日	木	23,957.89	-724.42
8	2001年9月17日	月	8,920.70	-684.81
9	2008年12月1日	月	8,149.09	-679.95
10	2008年10月9日	木	8,579.19	-678.92

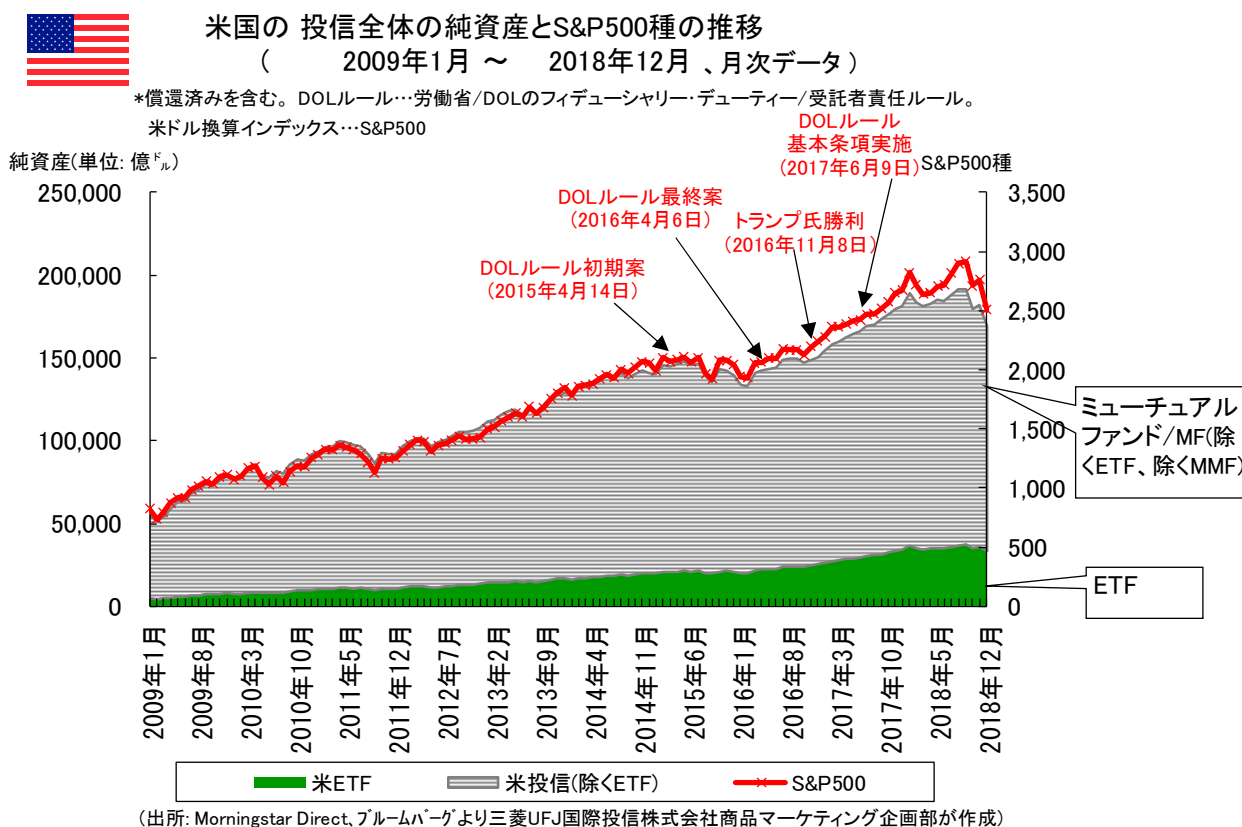
...2018年
2018年12月31日現在

NYダウの下落率ランキング

順位	日付	曜日	引け値	下落率(%)
1	1987年10月19日	月	1,738.74	-22.61
2	1929年10月28日	月	260.64	-12.82
3	1899年12月18日	月	230.07	-11.73
4	1929年11月6日	水	232.13	-9.92
5	1899年12月18日	月	58.27	-8.72
6	1932年8月12日	金	63.11	-8.40
7	1907年3月14日	木	76.23	-8.29
8	1987年10月26日	月	1,793.93	-8.04
9	2008年10月15日	水	8,577.91	-7.87
10	1933年7月21日	金	88.71	-7.84

(出所: S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

NY ダウ自身の水準が大きくなっている為で、先の米投信(含む ETF、除く MMF)も純資産が 2018 年 12 月末に 16 兆 9535 億ドル/約 1859 兆 6240 億円と(*2018 年 8 月末の 19 兆 1258 億ドルが 1993 年 2 月末からのデータで最高)、10 年で 3 倍、25 年で 12 倍になっている事を考慮すべきであろう。



こうした時に重要なのが、「顧客の投資行動におけるコーチング/Behavioral coaching(以下、行動コーチング)」である。ファイナンシャル・アドバイザー/financial advisers のアドバイスの価値として、「タックス・マネジメント/tax management/税務業務」より高く、今の様な相場変動時にはとりわけ重要となる。2018 年 11 月 26 日付日本版 ISA の道 その 247 で「投資コーチングは分かりにくいかもしれない。例えば、株価急落でパフォーマンスが悪化した時、動揺した投資家に向けて当初にたてた長期的な投資方針を見失わないよう、継続に導く事で、投げ売りなどを防ぐ事である。」と書いたものである(2018 年 11 月 26 日付日本版 ISA の道 その 247 ~ URL は後述[参考ホームページ]①参照)。

タックス・マネジメントは日本では難しい面が多々あるものの(後述※1 参照)、行動コーチングは日本でも十分出来るものである。米国でアドバイスの価値が最も高い行動コーチングを日本の証券会社や銀行などが学ぶ時である。

行動コーチングはアドバイザー・フィーの低コスト化が進む中、今後、生き残る方法の大きなものでもある。米国では「伝統的な 3 つのアドバイザー・サービスは、1.銘柄選別/Security Picking、2.分散/Diversification、3.ファイナンシャル・プラン提供/Financial Plan Deliver である。だが、激しい競争下、各々、1.ロビンフッド/Robinhood、2.フィデリティ/Fidelity、3.ウェルスフロント/Wealthfront がそれをゼロにした。フリー・プロダクツ&プランの世界である。今や、ファイナンシャル・プランニングにおいてこの 3 つはテーブル・ステークス/Table stakes、つまり最低限必要なものとなっている。今のアドバイザーは、顧客の利益の為、顧客と会話し、顧客を動かし、顧客の行動を

調整する事が重要となる。テクノロジーは顧客に対し、どれ位の蓄えが可能であるか、何年で退職出来るか、を教える事が出来る。だが、市場急落時に顧客を落ち着かせる事は出来ない。顧客家族の病気を考慮出来ない。顧客が表に出していない事についての調整も出来ない。アドバイザーが行う最も価値あるプランニングとは、アドバイザーと顧客の間で、連続する判断において協力関係を持つ事である。」(2018年11月9日付 ThinkAdvisor「フリー・プロダクツとプランの世界でのファイナンシャル・プランニング/Financial Planning in a World of Free Products and Plans」～URLは後述[参考ホームページ]②参照)と言われている。

米国での行動コーチングだが、投信と投資顧問と証券会社等で幅広くコミッションやフィーの値下げ競争をしているバンガード・グループ/Vanguard Group、フィデリティ・インベスメンツ/Fidelity Investments、チャールズ・シュワブ/Charles Schwab の例を見る(2018年9月3日付日本版ISAの道 その235、2018年10月29日付日本版ISAの道 その243、2018年12月17日付日本版ISAの道 その250～URLは後述[参考ホームページ]③参照)。



米国のバンガード vs フィデリティ vs シュワブ

2018年12月31日現在

グループ名		バンガード・グループ /Vanguard Group	フィデリティ・インベスメンツ /Fidelity Investments	チャールズ・シュワブ /Charles Schwab
投信会社	投資顧問 (資金を拠出、投資会社に受託者責任を負う)、 アドミニストレーター (監督、規則遵守、SEC向け報告)、 トランスファー・エージェント (投資家口座管理、報告書等の作成・送付)	バンガード・グループ/Vanguard Group 1位(MMFを含む残高)	フィデリティ・マネジメント&リサーチ /Fidelity Management and Research 2位(MMFを含む残高)	チャールズ・シュワブ・インベストメント・マ ネジメント/Charles Schwab Investment Management
	ディストリビューターもしくは プリンシパル・アンダーライター (投信元引受、投資家もしくは販売会社に分売)	バンガード・マーケティング/Vanguard Marketing	フィデリティ・ディストリビューター/Fidelity Distributors	チャールズ・シュワブ/Charles Schwab
グループ会社	投資顧問のロボアド	バンガード・パーソナル・アドバイザー・ サービス/Vanguard Personal Advisor Services 1位(ロボアド預り残高)	フィデリティ・パーソナル&ワークプレイス/ Fidelity Personal and Workplace Advisors、 ストラテジック・アドバイザーズ/ Strategic Advisers	チャールズ・シュワブ・インベストメント・アドバイザー /Charles Schwab Investment Advisory、 シュワブ・ウェルス・インベストメント・アドバイザー/ Schwab Wealth Investment Advisory 2位(ロボアド預り残高)
	ブローカー	バンガード・ブローカレッジ・サービス /Vanguard Brokerage Services(バンガード・ マーケティングの部門)	フィデリティ・ブローカレッジ・サービス /Fidelity Brokerage Services 1位(ディスカウントブローカー預り残高)	チャールズ・シュワブ/Charles Schwab 2位(ディスカウントブローカー預り残高)
その他	運営管理機関	バンガード・マーケティング/Vanguard Marketing 3位(401k等預り残高)	フィデリティ・ブローカレッジ・サービス/Fidelity Brokerage Services、その子会社のフィデリティ・インタ ラクティブ・コンテンツ・サービス/Fidelity Interactive Content Services 1位(401k等預り残高)	チャールズ・シュワブ/Charles Schwab、チャールズ・ シュワブ・バンク/Charles Schwab Bank、シュワブ・リタ イアメント・プラン・サービス/Schwab Retirement Plan Services
	管理業務その他	バンガード・フィデューシヤリー・トラスト /Vanguard Fiduciary Trust	ナショナル・フィナンシャル・サービス /National Financial Services	チャールズ・シュワブ・バンク/Charles Schwab Bank
	RIAカスタディアン RIA/Registered Investment Advisersは投資顧問業者で、 RIAに代わり、顧客管理、注文執行、ポートフォリオ管理、情 報提供、書類管理(含む納税)、報酬管理等のバックオフィス 業務)	バンガード・マーケティング/Vanguard Marketing	フィデリティ・カストディ&クリアリング /Fidelity Custody & Clearing 2位(預り残高)	シュワブ・インスティテュショナル /Schwab Institutional 1位(預り残高)

(出所:各社ホームページ等より三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

行動コーチング～バンガード～

まずバンガード・グループ/Vanguard Group である。バンガードは米投信会社 1 位、投資顧問のロボ・アドバイザー(以下、ロボアド)預り残高 1 位、401k 等預り残高 3 位である。

「行動コーチング/behavioral coaching はアドバイスにとって提供する価値の基礎/cornerstone of the value proposition for advice となってきた。行動コーチングとは、顧客が自分の目標達成を妨げる様な行動を取らない思考を促す事/To facilitate thinking such that the client succeeds in changing a behavior which would

otherwise prevent him or her from achieving their goals である。スポーツでコーチがする様に、アドバイザーも顧客が良い結果/successful outcomeを残す様に働く。交流/interaction や時に干渉/intervention を通じて顧客のより良い結果の可能性を高める事を助ける。『バンガード・アドバイザーズ・アルファ/Vanguard Advisor's Alpha』では、常にファイナンシャル・アドバイザーが、『アセットマネジメントよりもクライアント・リレーションシップ・マネジメント』、『ポートフォリオよりも人に焦点を置く事』を推奨している。また、『市場を上回るリターン』よりも『顧客からの高い信頼を得る事』の重要性を強調する。アウトパフォーマンスはアドバイザーにとって価値ある目標ではあるが、その確率はアドバイザーのコントロール外の部分で大きいからだ。『バンガード・アドバイザーズ・アルファ』の行動コーチングは『3つのP/3 Ps』で顧客のより大きな満足と投資の成功を導くと考えている。『3つのP』は1.プランニング/planning(計画)、2.プロアクティビティ/proactivity(事前行動)、3.ポジティブティ/positivity(積極性)である。』(2018年12月13日付米国バンガード・ホワイトペーパー「Advisor's Alpha guide to behavioral coaching」、2018年7月「Vanguard Advisor's Alpha」～URLは後述[参考ホームページ]④参照、ホワイトペーパーについては2018年9月3日付日本版ISAの道 その235～URLは後述[参考ホームページ]③参照)。

バンガード・アドバイザーズ・アルファ/Vanguard Advisor's Alpha の行動コーチングの「3つのP/3 Ps」

1.プランニング/planning(計画)



- ・文書になったファイナンシャル・プランは行動コーチングの基礎/foundationとなる。
- ・簡単なファイナンシャル・プランでも、無しよりは良い。
- ・住宅購入、子供の教育費、退職資金準備、寄付など、どの目標に強い思いがあるかで計画する。

2.プロアクティビティ/proactivity(事前行動)～バンガード・アドバイザーズ・アルファ/Vanguard Advisor's Alpha の特徴～

- ・事前の準備が出来ている時こそ行動コーチングが最も有効/Behavioral coaching in the moment is most effective when the client has been prepared in advance.
- ・ポートフォリオの変更は(市場)ニュースのヘッドラインではなく、子供の誕生や退職延期、宝くじ当選など顧客人生のヘッドラインによって行われるべき。
- ・プロアクティビティ・コーチングは疑念による混乱/disorder of doubt にとって解毒剤/antidote。

顧客が「市場がかなり急落した。リバランスする時ではないのか?」と質問したら、アドバイザーは「リバランスする時は事前に合意したファイナンシャル・プランのルールで決めた時(乖離が5%以上など)です。」と言えば良い。

3.ポジティブティ/positivity(積極性)

- ・アドバイザーはスキルを変えるのではなくマインドを変える。
- ・問題のある感情的な決定/emotional decision-making から投資家を遠ざける。

(出所: 2018年12月13日付米国バンガード・ホワイトペーパー「Advisor's Alpha guide to behavioral coaching」)。

行動コーチング～フィデリティ～

次にフィデリティ・インベスメンツ/Fidelity Investments である。米投信 2 位、米ディスカウント・ブローカー預り残高 1 位、401k 等確定拠出年金(DC)の運営管理機関 1 位である。

「良いファイナンシャル・アドバイス/Quality financial advice には、1.ファイナンシャル・プランニング/financial planning、2.コーチング/coaching、3.投資戦略/investment strategy、4.タックス・マネジメント/tax management、5.退職後収入計画/retirement income planning を含んでいる。こうしたアドバイスは通常、無料ではない。では、コストに見合ったものだろうか？ アドバイスの価値を計測しようと、著名な調査機関や運用会社において多くの研究がなされてきた。どの計測法も完全なものではないかもしれないし、いずれの人にも適合するという方法は無いかもしれない。しかし、長期的に見ると、専門的なアドバイスは投資リターンを平均年 1.5%～4%押し上げる付加価値があるだろう。アドバイスにかかるコストを上回るかもしれない。」(2017 年 12 月 14 日付米国フィデリティ・ビューポイント「The value of advice」～URLは後述[参考ホームページ]⑤参照)。

下記は「ファイナンシャル・アドバイスの 5 つの柱/The 5 pillars of financial advice」で、特に「2.コーチング/coaching(指導/guiding hand)」を中心に和訳(意識)したものである。

ファイナンシャル・アドバイスの 5 つの柱/The 5 pillars of financial advice
～投資リターンを平均年 1.5%～4%押し上げる付加価値～



1.ファイナンシャル・プランニング/financial planning

・良いアドバイスは顧客の特定の目標/specific goals、経験/experiences、心構え/attitudes、財務状態/financial situation、予定/timeline から始める。…(略)…。

2.コーチング/coaching(指導/guiding hand)

・アドバイザーは顧客のプランを確実にする手伝いをする。市場のボラティリティー/market volatility に過剰反応しプランを放棄する様な間違いなどを避ける手伝いをする。上昇相場に乗ってパフォーマンスを追求する市場タイミング/market timing は投資家がしばしば市場平均のリターンを下回る原因になる。モーニングスターの調査結果/Morningstar study がそれを示している。

行動科学/behavioral science は人間が欲望と恐怖/greed and fear を陥りやすい事を教えてくれる。欲望と恐怖が市場を極端に動かす。市場の頂点で買い、市場の谷で放棄し、市場平均のリターンを下回る事となる。規律ある投資アプローチ/disciplined investment approach が利益をもたらす。ファイナンシャル・アドバイザーはそれを助けるのである。

3.投資戦略/investment strategy(規律ある投資アプローチ/disciplined investment approach)

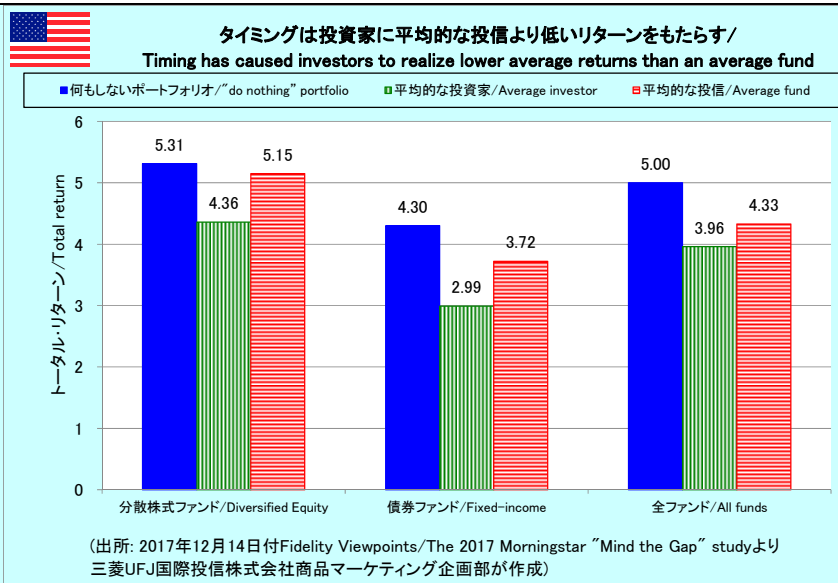
・アドバイザーは顧客が自分の目標やリスク許容度、財務状態、予定の為の資産配分を選ぶ事を助ける。

4.タックス・マネジメント/tax management(税金に敏感な投資アプローチ/ tax-sensitive investment approach)

・ファイナンシャル・ストラテジー/financial strategy の主な部分が顧客の決定における税務上の影響/tax implications である。課税口座の損益通算/tax-loss harvesting in brokerage、非課税地方債(ファンド)の活用、分配や短期キャピタルゲインの管理は最低限必要である。その他、幅広い課題もあり、中にはファイナンシャル・アドバイザーだけでなく、会計士や税理士と課題に取り組む必要があるかもしれない。

5.退職後収入計画/retirement income planning

・顧客毎に異なるキャッシュ・フロー・ニーズ/cash-flow needs についてアドバイスをして手助けする。



(出所: 2017年12月14日付米国フィデリティ・ビューポイント「The value of advice」)。

行動コーチング～シュワブ～

そして、チャールズ・シュワブ/Charles Schwab である。投資顧問のロボアド預り残高2位、米ディスカウント・ブローカー預り残高2位、RIA カストディアン預り残高1位である(*RIA…Registered Investment Advisers、投資顧問業者。RIA カストディアはRIA に代わり、顧客管理、注文執行、ポートフォリオ管理、情報提供、書類管理(含む納税)、報酬管理等のバックオフィス業務をする会社)。

「アドバイザーは『感情的な象を調教』する事で、顧客をやる気出来る。行動科学で『人間は理性より感情によって動かされる』と言うが、投資家にも当てはまる。アドバイザー・ビジネスに20年携わっているティム・モーラー/Tim Maurer氏はそれをアドバイザー実務に取り入れる事をめざしている。それが『顧客により良い結果をもたらす9つの行動科学アイデア/9 behavioral science ideas to achieve better outcomes for clients』だ。モーラー氏はアドバイザー・デベロップメント/Advisor Development/DAI社のディレクターであり、140を超える独立アドバイザー会社の集まりであるBAM ALLIANCEの講演者であり、フォーブス/Forbes やマネー/Money のブログを長年書いている著名ブロガーである。」(2018年4月4日付米国シュワブ・アドバイザー・サービシーズ「9 behavioral science ideas to achieve better outcomes for clients」～URLは後述[参考ホームページ]⑥参照)。

下記が「顧客により良い結果をもたらす 9 つの行動科学アイデア」を和訳(意識)したものである。

顧客により良い結果をもたらす 9 つの行動科学アイデア/9 behavioral science ideas to achieve better outcomes for clients



1. 意思決定は多くがシステム 1(感情)により、システム 2(理性)は僅か

/Decision-making is controlled by two processes: System 1 and System 2

2002 年にノーベル賞を受賞したダニエル・カーネマン氏は「重要な投資の決定は合理的であろうとする一方、実際はその多くがシステム 1(感情)により、システム 2(理性)は僅かである。」と言う。アドバイザーはこれをまず理解すべきだ。

2. 感情(象)はいつも理性(象の背中に乗った象使い)に勝つもの

/The emotional elephant always trumps the logical rider

著名心理学者のジョナサン・ハイト/Jonathan Haidt 氏はシステム 1(感情)を「象」、システム 2(理性)を「象の背中に乗った象使い」にたとえ、「象と象使いが戦えばいつも象が勝つ。」と言っている(詳細は後述)。

3. アドバイザーは感情に訴える様にならなければならない

/Advisors must become even more fluent at speaking to emotions

「人生設計の父」ジョージ・キンダー/George Kinder 氏とスーザン・ガルバン/Susan Galvan 女史は著書「たいまつ
の火をつける/Lighting the Torch」で「感情をどう動かすかが重要だ。」と言う。アドバイザーは「象」にどう話すべきか。アドバイザーは利益率ではなく、顧客の夢や人生の目標を話すべきだ。

4. 象はソリューションにもなる

/The elephant is a meaningful part of the solution

気分屋の「象」を切り捨てるアドバイザーもいるが、象使いの致命的な弱みを克服してくれる場合もある。

5. 直感でしか動けない事もある

/Sometimes it's impossible to act without intuition

理性が機能なくなる状況がある。アドバイザーは自身の直感を顧客が信頼する様に顧客を「調教」する。

6. 授かり効果からの保守は誤り

/Err on conservatism because of the endowment effect

自分が持っているものを過大評価、もっているものを失う痛みから保守的になる感情を「授かり効果/endowment effect」と言う。2017 年にノーベル賞を受賞したりチャード・セイラー/Richard Thaler 氏とキャス・サンスティーン

/Cass Sunstein氏は著書「Nudge(相手を肘で軽くつつく事)」で、「**確定拠出年金/401kの自動加入/auto opt-inでそうした感情が排除され、参加率が上昇した。**」と言っている。

7. 顧客が決定した事にする

/It needs to be their decision

人と言うものは、外部からの「飴と鞭/carrot or a stick」よりも、その人自身の動機/intrinsic motivationで動く事が多い。ゴア副大統領スピーチライターであった事もあるダニエル・ピンク/Daniel Pink氏は「**人の動機と言うものは、自主性/autonomy、使いこなす事/mastery、目的/purposeによって、実践し、積極的かつ熱心になりがちだ。**」と言う。アドバイスは顧客に対して「すべき」より「出来る」と言う方が良い。

8. 何をどう進めるかは、なぜに根ざす

/What to do and how to go about it are rooted in why

マーケティング・コンサルタントであるサイモン・シネック/Simon Sinek氏は著書「WHYから始めよ/Start With Why」で、アドバイザーは顧客を駆り立てる「なぜ/why」に時間をかける事が良い事を示している。

9. 悪い習慣はやめられないが、良い習慣に変換する事は出来る

/Bad habits can't be eliminated, but they can be transformed into good habits

ピューリッツァー賞/Pulitzer Prizeを受賞したチャールズ・デュヒッグ/Charles Duhigg氏は著書「習慣の力/The Power of Habit」で「**あらゆる習慣の背後には報酬につながるルーチンを引き起こす手がかりがあり、報酬と手がかりはそのままでルーチンを変更する。**」と言う。アドバイザーは確定拠出年金/401kの自動加入にルーチンを変更すればよい。

(出所: 2018年4月4日付米国シュワブ・アドバイザー・サービスズ「9 behavioral science ideas to achieve better outcomes for clients」)。

以上がシュワブのホームページに掲載されているティム・モラー氏の話である。像と像使いの話があるが、これは「2. 感情的な象はいつも理性的な象使いに勝つ」の所に登場したジョナサン・ハイト氏のたとえを使っている。ハイト氏は2006年の著書「しあわせ仮説/The Happiness Hypothesis」の中で、人間の感情の強さと、それをコントロールするはずの理性の弱さを、「**象(感情)の背中に乗った象使い(理性)**」にたとえている。自分自身の行動について、理性にもある程度はコントロールする力があるが、主導権は感情に握られている。「私は手綱を握り、あっちへ引っ張ったり、こっちへ引っ張ったりして、**象に回れ、止まれ、進めなどと命令する事が出来る。象に指令する事は出来るが、それは象が自分自身の欲望を持たない時だけである。象が本当に何かしたいと思ったら、私はもはや彼にかなわない。**」と言っている(「The Happiness Hypothesis - Jonathan Haidt」のサマリー~URLは後述[参考ホームページ]⑥参照)。



尚、チャールズ・シュワブは顧客満足度/カスタマー・サービスがとて高い会社であるので、より参考になりそうだ。2018年3月29日に米国のJ.D.パワー/J.D. Powerが「2018年J.D.パワー米国投資フルサービス顧客満足度調査」(<http://www.jdpower.com/press-releases/jd-power-2018-us-full-service-investor-satisfaction-study>)、2018年3月20日に米国のテムキン・グループ/Temkin Groupが「2017年テムキン・カスタマー・サービス・レーティング」を発表した(<https://temkingroup.com/temkin-ratings/temkin-customer-service-ratings/#2017>)。各々左側と右側に示してある(*同じ会社に赤い矢印) ~URLは後述[参考ホームページ]⑦参照)。

「2018年J.D.パワー米国投資フルサービス顧客満足度調査」ではシュワブが3年連続1位となっている。先述のフィデリティは6位(*2017年2位、2016年3位、2015年1位~2社)である。「2017年テムキン・カスタマー・サービス・レーティング」の投資/Investments関連ではシュワブが2位(全産業18位)、先述のバンガードが3位(全産業33位)、フィデリティは8位である。



2018年J.D.パワー米国投資フルサービス顧客満足度調査と2017年テムキン・カスタマー・サービス・レーティング・投資/Investments関連
*順位は一部同順位である事を注意(例: 2018年J.D.パワーで6位フィデリティと7位LPLと8位UBSは同ポイントであり同じ順位となる)。

2018年J.D.パワー米国投資フルサービス顧客満足度調査 2018年3月29日発表				2017年テムキン・カスタマー・サービス・レーティング 投資/Investments関連、2018年3月20日発表					
順位	社名	レーティング (1000ポイント満点)		順位	社名	レーティング (%)			
		前年 順位	ポイント			前年 順位	ポイント		
1	チャールズ・シュワブ/Charles Schwab *2016年から3年連続1位。2015年3位2社)。	867	1	838	1	アメリカプライズ・ファイナンシャル Ameriprise Financial	72	6	55
2	エドワーズ・ジョーンズ/Edward Jones *2017年3位、2016年2位、2015年1位(2社)。	866	3	833	2	チャールズ・シュワブ/Charles Schwab	71	3	60
3	シュティーフェル・ニコラウス /Stifel, Nicolaus	865	6	826	3	バンガード/Vanguard	69	5	58
4	RBCウェルス・マネジメント /RBC Wealth Management	863	11	814	4	モルガン・スタンレー・スミス・バーニー /Morgan Stanley Smith Barney	67	2	63
5	メリル・リンチ・ウェルス・マネジメント /Merrill Lynch Wealth Management	852	9	818	5	エドワーズ・ジョーンズ/Edward Jones。	66		
6	フィデリティ・インベストメンツ/Fidelity Investments *2017年2位、2016年3位、2015年1位(2社)。	851	2	835	6	TDアメリートレード/TD Ameritrade	66	8	48
7	LPLファイナンシャル /LPL Financial	851	13	809	7	レンディングクラブ/LendingClub *ソーシャルレンディング。	66		
8	UBSファイナンシャル・サービスーズ /UBS Financial Services	851	5	827	8	フィデリティ・インベストメンツ/Fidelity Investments	64	1	64
9	レイモンド・ジェームズ /Raymond James	842	8	819	9	ウェルズ・ファーゴ・アドバイザーズ /Wells Fargo Advisors	62	9	48
10	ノースウェスタン・ミューチュアル /NorthWestern Mutual	839	18	778	10	Eトレード/E*TRADE	60		
	業界平均	839		819	11	スコットトレード/Scottrade *TDアメリートレード/TD Ameritrade傘下。	60	7	50
11	チェース /Chase	838	14	807	12	メリル・リンチ・ウェルス・マネジメント /Merrill Lynch Wealth Management	59	4	58
12	アメリカプライズ・ファイナンシャル /Ameriprise Financial	828	10	817	13	キャピタル・ワン360/Capital One 360 *オンライン・バンキング。	56		
13	アクサ・アドバイザーズ /AXA Advisors	824	20	772					
14	PNCウェルス・マネジメント /PNC Wealth Management	824	12	810					
15	モルガン・スタンレー・ウェルス・マネジメント /Morgan Stanley Wealth Management	821	16	801					
16	ウェルズ・ファーゴ・アドバイザーズ /Wells Fargo Advisors	814	7	824					
17	シティグループ /Citigroup	811	15	805					
18	AIGアドバイザー・グループ /AIG Advisor Group	800							

(出所: J.D.パワー/J.D. Power及びテムキン・グループ/Temkin Groupより三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

以上だが、先に示したバンガードの例で行動コーチングは「スポーツでコーチがする様に、アドバイザーも顧客が良い結果/successful outcomeを残す様に働く。」である。

スポーツのコーチングと言うと、昨年 2018 年 9 月 8 日にテニスの大坂なおみ選手が全米オープンで日本人初の優勝をした際、コーチであるサーシャ・バイン氏のコーチングがかなり大きかった事が思い出される(2019 年 1 月 26 日の全豪オープンでも日本人初の優勝、1 月 28 日に日本人初の世界ランキング 1 位)。バイン氏は 2018 年 12 月 10 日に世界の女子プロテニスを統括する WTA/Women's Tennis Association から初代年間最優秀コーチ賞に選出されている。日本のアドバイザー業界、日本の証券会社や銀行などもしっかり行動コーチングを学び、大坂なおみ選手やサーシャ・バイン氏の様な成功を収めてほしいものである。



※1: 日米の違い～タックス・マネジメント、投信・保険手数料、フィデューシャリー・デューティー～…

米国ではファイナンシャル・アドバイザーが個人客等に提供するサービス、アドバイスの価値として、タックス・マネジメント/税務業務が大きい(2018 年 11 月 26 日付日本版 ISA の道 その 247～URL は後述[参考ホームページ]①参照)。基本的な所で言えば、顧客の口座で売却益が出て課税されそうな株式・投信等があれば、含み損のある株・投信等を売却して損出しをし、損益通算により税額を抑える「タックス・ロス・セリング/tax-loss selling」もしくは「タックス・ロス・ハーベスティング/tax-loss harvesting」だ。この際、売却損を出した銘柄と実質的に同じ銘柄を 30 日以内に買い戻す「ウォッシュ・セール/wash sale」になると損失と認められない為、そうならない様にマネジメントする事もアドバイザーに求められている(<https://www.sec.gov/answers/wash.htm>、ロボアドのウェルスフロントがウォッシュ・セールを発生させ、2018 年 12 月 21 日に SEC より民事制裁金が課された事も～<https://www.sec.gov/news/press-release/2018-300>)。こうしたタックス・マネジメントが米国ではアドバイザーの価値を高め、ラップ口座や SMA 等を含む投資顧問業務の大きなメリットとなり、業務が拡大、活用される投信も拡大している。



特に米国ではミューチュアルファンド(除く ETF)のファンドマネージャーが大量解約などに対応すべく評価益のある証券を売却した時に投信保有者が課税されてしまう事がある(キャピタル・ディストリビューションと言う)。また、証券のインカムゲインを 90%以上分配する必要もあり、インカムゲインの発生する債券等に投資するとやはり投信保有者が課税されてしまう事がある。一方、日本ではキャピタル・ディストリビューションも無ければ、インカムゲイン 90%以上分配の必要も無いので、投信のタックス・マネジメントの必要性は小さくなる。2003 年からは証券会社が顧客に代わって損益通算する確定申告不要の「特定口座」もありさらに必要性は小さくなる。

だが、日本でも投信以外の保険など多彩な金融商品もあり、タックス・マネジメントは必要である。ここで問題は有償無償問わず、税務業務、より具体的には「税務代理、税務書類の作成、税務相談」は税理士しか出来ない独占業務である事だ(1951 年制定の税理士法、国税庁「非税理士により行うことが禁止される税理士業務」)。日本で税理士資格を持たない投信・保険の販売会社の外務員などは、個別具体的な税務業務はせず、一般的な税法の解説や講演にとどまるタックス・マネジメントしか出来ない。

米国にも税理士/登録代理人/EA はいるのだが、税務業務が EA の独占業務ではない。弁護士、公認会計士/CPA、政府職員及び一般職員、州の職員及び一般職員登録年金数理士が税務業務は可能で、その他一時的に承認された場合なども可能となる(米財務省通牒 230 号)。さらに、税法上の無資格者を含む約 7 万人の「確定申告代行者/税務申告書作成者」もいる(2017 年 10 月 19 日付 CNNMoney)。こうして「日本では、税理士法により有償無償を問わず税理士の独占業務となっている税務申告、税務代理が、米国では何の資格も無くて、開業登録を申請することで可能となっています。」(東京税理士会)となる。

また、日本では「税理士の収入源は、顧問先の中堅・中小企業からの毎月の顧問料、決算時に受け取る決算料、税務調査の際の立ち合い料が三本柱。」(2013年4月16日付週刊エコノミスト)とされている。国税庁の職員が退職後に税理士試験免除で税理士となる事が多く(2017年4月~2018年3月の試験合格者は28.6%で試験免除者が50.4%~日本税理士会連合会)、60~80歳代が51.6%と過半数を占める。その様な中で、中堅・中小企業ではなく、個人を相手にしてもらい、目まぐるしく変わる市場動向を見ながら行動コーチングをし、多彩な金融商品を取り扱い、ロボアドも活用、そして税務業務をする米国的ファイナンシャル・アドバイザーに近付くと言うのはどうだろうか。

ただ、税理士も変わりつつある様だ。やはり中小企業向けであるものの、保険代理店の税理士が節税保険「法人定期保険」が拡大している。こうした保険代理店の中には、独立系ファイナンシャル・アドバイザー/IFAへの関心を高めている人もいると言う。「保険代理店で保険商品を扱っている営業担当者が投信など販売する目的で証券外務員資格を取得し、IFAビジネスに乗り出すこともある。この他、税理士が顧問先企業へのサービスの一環として、経営者の資産運用をサポートするために投信などを仲介する場合もある。」(2018年3月12日付ファンド情報)である。

しかし、保険から投信に向かうには課題がある。それは保険と投信の手数料の大きな差である。日本では「外貨建てや変額年金は4~7%程度と高め。投信の販売手数料などを上回る。販売手数料が10%程度の保険商品もあるといい実態はベールに覆われている。」(2016年5月21日付日本経済新聞)のである。米国でも「変額年金/VAの販売手数料は4~7%、株価指数連動年金/FIAの販売手数料は6~8%。」(2018年11月25日付The Balance)である(VAは運用成果を享受する一方、FIAは利息収入を財源にオプションを購入する事によって指数上昇時にはその上昇に応じたリターンを得る)。

日米で保険の手数料には大きな差が無いが、投信の手数料に差がある。日本は、販売手数料の平均が2.79%(単純平均)、最も多い販売手数料が3.00%(最頻値)、最も高い販売手数料が5.00%(2018年4月末時点、販売手数料は最大、最頻値はノーロードを除く)。一方、米国は、販売手数料の平均が4.73%(単純平均)、最も多い販売手数料が5.75%(最頻値)、最も高い販売手数料が5.75%である(2018年4月末時点、販売手数料は最大、最頻値はノーロードを除く、5.75%も販売手数料込み基準価額に乗じる率で純投資額に対する率は6.1%)。

米国では投信と保険(投信に近い年金保険)の販売手数料に大きな差が無いのである。その為、アドバイザーは投信と保険の比較をし(顧客のメリット・デメリットを明示し)、より良いアドバイスをする事が可能となる。しかし、日本では販売手数料の大きな差で、どうしても保険に向かうインセンティブ/誘因が働く。

販売手数料水準の高いプロダクトに向かいがちとなる事は、米国では(英国など欧州でも)フィデューシャリー・デューティーに反するものとされている。そこで規制当局はプロダクト間で同じ水準の報酬/level-feeを適用し、そのインセンティブを無くす方向にしている。

投信の間でも同様に、例えば、グローバル中小型株ファンドも国内短期債券ファンドも同じ販売手数料水準とする。2018年12月末現在、米国のミューチュアルファンドで、グローバル中小型株ファンドの販売手数料はノーロードを除く平均5.44%(2.50%~5.75%)となっている(ETF・機関投資家向け・その他・リタイアメントクラスを除く、ノーロードの場合は解約手数料等を徴収する機会が多い~Morningstar Direct)。国内短期債券ファンドの販売手数料はノーロードを除く平均2.49%(0.75%~5.75%)である。

グローバル中小型株ファンドを平均の5.44%、国内短期債券ファンドを平均の2.49%とすると、アドバイザーが「今の局面は国内短期債券ファンドが良い。」と考えても、販売手数料が倍のグローバル中小型株ファンドに向かうインセンティブが働く。グローバル中小型株の相場が崩れれば5.44%を大きく超える損失を顧客に与える事もある。

実際、米国ではグローバル中小型株ファンドも国内短期債券ファンドも販売手数料を 5.75%としている会社がある。この場合、各々のファンドで購入時手数料ゼロと言う選択肢も提供している事が多い(*解約手数料や代行手数料で購入時手数料 5.75%を補填)。

日本の業界関係者は、以上のタックス・マネジメント、投信・保険手数料、フィデューシャリー・デューティーにおける日米(欧州)の違いを十分理解し、少しでも良いビジネスやルールの方策などをしてもらいたいものである。

尚、米国と日本の税制の違いについては月刊「投資信託事情」2016年11月号<Strategic Vistas>「日米の毎月分配型ファンドの違い、日本の目標払い出し型/元本払い出し型ファンドと米マネージド・ペイアウト・ファンドの昔と今、それらをしっかり理解、投信超大国の米国の良い部分を参考にしてほしい」

(<https://www.am.mufg.jp/text/oshirase161121.pdf>)、日本の無分配については2013年7月16日付日本版ISAの道 その20「NISA(日本版ISA)向け投信はDC(日本版401k)の様な無(低)分配へ? 5年間無分配の投信の現状と無分配型投信史～ジャンボ&トップ(マル優)、LLF、日本国債ファンド～」を参照の事(<https://www.am.mufg.jp/text/130716.pdf>)、日米の税理士及びタックス・マネジメント比較については2018年12月3日付日本版ISAの道 その248「米国でファイナンシャル・アドバイザーのサービス、アドバイスの付加価値、フィーとしても大きいタックス・マネジメントが日本では…～日米の税理士比較～」を参照の事(<https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.181203.pdf>)。

*掲載した和訳は、筆者が作成した英文記事の参考抄訳であり、英語の原文と抄訳内容に相違がある場合には原文が優先します。

以上

[参考ホームページ]

①2018年11月26日付日本版ISAの道 その247「アドバイザーの価値の『見える化』～米国で今、ラップ口座/SMAを含む投資顧問業務をしているアドバイザーの最もホットなテーマ～」…「<https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.181126.pdf>」。

②2019年1月9日付ThinkAdvisor「10 Unexpected Reasons Volatility Drives Clients Nuts」～
<https://www.thinkadvisor.com/2019/01/09/10-unexpected-reasons-volatility-drives-clients-nuts/>」、2018年11月9日付ThinkAdvisor「フリー・プロダクトとプランの世界でのファイナンシャル・プランニング/Financial Planning in a World of Free Products and Plans」～
<https://www.thinkadvisor.com/2018/11/09/financial-planning-in-a-world-of-free-products-and/>」。

③2018年9月3日付日本版ISAの道 その235「米国で投信のコミッションやフィーの値下げ戦争が勃発! ノーロードで経費率ゼロのミューチュアルファンドも誕生!!～「フリー<無料>からお金を生み出す新戦略」投信版のホワイトペーパー～」…「<https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.180903.pdf>」、2018年10月29日付日本版ISAの道 その243「米国でアドバイザー・フィーが値下げへ! 残高手数料かリテイナー・フィーか? 顧客の話を聞きリレーション向上!!～ニューパラダイム・マネジャーの道～」…「<https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.181029.pdf>」、2018年12月17日付日本版ISAの道 その250「米国でフィデューシャリー・デューティー強化・低コスト化の流れの中で進むラップ口座/SMA等のモデル・ポートフォリオ化(モデル・デリバリー)～ここでもバンガード vs フィデリティ～」…「<https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.181217.pdf>」。

④2018年12月13日付米国バンガード・ホワイトペーパー「Advisor's Alpha guide to behavioral coaching」…「https://advisors.vanguard.com/VGApp/ipp/site/advisor/researchcommentary/article/IWE_InvResAlpAdvGdToPractBhvrlCchng」、2018年7月「Vanguard Advisor's Alpha」…「<https://www.vanguard.com/pdf/ISGAA.pdf>」。

⑤(2017年12月14日付米国フィデリティ・ビューポイント「The value of advice」…「<https://www.fidelity.com/viewpoints/tcm:526-421011-22612.comp>」。

⑥2018年4月4日付米国シュワブ・アドバイザー・サービス「9 behavioral science ideas to achieve better outcomes for clients」…「https://advisorservices.schwab.com/insights-hub/perspectives/9_behavioral_finance_tips」、「The Happiness Hypothesis

- Jonathan Haidt」のサマリー…「 <https://www.happinesshypothesis.com/chapters.html> 」。
- ⑦2018年3月29日に米国 J.D.パワー/J.D. Power「2018年 J.D.パワー米国投資フルサービス顧客満足度調査」…「 <http://www.jdpower.com/press-releases/jd-power-2018-us-full-service-investor-satisfaction-study> 」、
2018年3月20日付米国テムキン・グループ/Temkin Group「2017年テムキン・カスタマー・サービス・レーティング」…「 <https://temkingroup.com/temkin-ratings/temkin-customer-service-ratings/#2017> 」。

三菱UFJ国際投信【投信調査コラム】日本版ISAの道 バックナンバー…「 <https://www.am.mufg.jp/market/report/investigate.html> 」。

本資料に関してご留意頂きたい事項

- 当資料は日本版ISA(少額投資非課税制度、愛称「NISA/ニーサ」)に関する考え方や情報提供を目的として、三菱UFJ国際投信が作成したものです。当資料は投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料中の運用実績等に関するグラフ・数値等はあくまでも過去の実績であり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。また、税金、手数料等を考慮していませんので、投資者の皆様の実質的な投資成果を示すものではありません。市況の変動等により、方針通りの運用が行われない場合もあります。
- 当資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は信頼できると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性等を保証するものではありません。
- 当資料に示す意見等は、特に断りのない限り当資料作成日現在の筆者の見解です。
- 投資信託は、預金等や保険契約とは異なり、預金保険機構、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。
- 投資信託は値動きのある有価証券を投資対象としているため、当該資産の価格変動や為替相場の変動等により基準価額は変動します。従って投資元本が保証されているわけではなく、基準価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
- 投資信託は、販売会社がお申込みの取扱いを行い委託会社が運用を行います。
- 投資信託をご購入の場合は、販売会社よりお渡りする最新の投資信託説明書(交付目論見書)の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。
- クローズド期間のある投資信託は、クローズド期間中は換金の請求を受け付けることができませんのでご注意ください。
- 投資信託は、ご購入時・保有時・ご換金時に手数料等の費用をご負担いただく場合があります。