



2015年1月29日 森本紀行はこう見る

## 投資信託に満足している人は騙されているのか

どのような投資信託であれ、顧客が満足している、あるいは、少なくとも、顧客から苦情がないのならば、それで、いいではないか。いかに法外な手数料をとられようが、毎月の分配金を投資収益だと錯覚していようが、当の投資家が満足していれば、それで、いいではないか。いや、そうか。どこか、おかしくはないか。

金融庁は、新しい「金融モニタリング基本方針」のなかで、重点施策の冒頭に、「顧客ニーズに応える経営」を掲げています。これは、全ての金融機関の全ての業務について、モニタリングの基本的な視点として、適用があるのであって、特に、投資信託の現状だけが問題視されているわけではありません。

しかし、重点施策の第三に掲げられた「資産運用の高度化」との関連からみて、投資信託の現状について、金融庁が深く憂慮していることは、間違いないのです。

### 金融庁のいう「顧客ニーズ」とは、何でしょうか。

実は、「金融モニタリング基本方針」のなかでは、投資信託の「顧客ニーズ」とは何かについて、具体的な記述はありません。しかしながら、金融庁の考え方は、次の基本姿勢の表明のなかに、明瞭に表れています。

「金融庁としては、各金融機関が、真に顧客のニーズに応え、顧客の利益になる経営を行っているかとの観点から検証を行っていく。」

要は、金融庁のいう「顧客ニーズ」とは、「顧客の利益」と同じものだと思われるのです。では、「顧客の利益」とは何かというと、それは、「国民の安定的な資産形成」ということです。

金融庁が政策目的としている「好循環」というのは、「国民の安定的な資産形成」が、結果的に、金融機関の利益になるような仕組みですね。

もしも、金融機関が自己の利益を優先させるならば、顧客の利益が損なわれ、結果的に、金融機関自身の利益も失われます。これが悪循環ですが、この悪循環を逆転させるものが「好循環」です。さて、この「好循環」に、金融庁の政策課題の全てが籠められているのですから、逆にいえば、金融庁がいかに現状の悪循環を憂えているかがわかってしまうのです。

そして、悪循環に陥る仕組みとしては、次のような指摘があります。



「一般に金融商品・サービスの提供に当たっては、供給者（金融機関）と需要者（顧客）との間に情報量の格差があること等から、短期的な収益の確保・拡大のため、顧客の利益にそぐわない営業が行われうる。」

この指摘は、全体文脈との関係で、投資信託の販売の現状を強く念頭に置いてなされたものであることは、間違いありません。「短期的な収益の確保・拡大」というのは、いうまでもなく、販売手数料等の増獲を目指した営業政策のことです。

つまり、金融機関が、短期的な視点で、目先の手数料等の増獲を目指せば、顧客利益を損ない、投資信託の市場拡大を妨げ、結果的に、長期的には、大きな機会損失につながるという認識が示されているのです。これは、全くもって、反論の余地のない正論です。

**いわゆる回転売買の問題ですね。**

短期的に手数料の増収を目指すには、販売手数料を高め設定したうえで、ある投資信託を販売し、その解約を勧めて、また別の投資信託を販売する、これを繰り返せばいいわけです。これが、悪名高い回転売買ですが、これだと、残高が積み上がっていきません。故に、残高比例の報酬は伸びないのです。

残高比例報酬が伸びないので、販売時の手数料に依存することになる。販売時の手数料に依存するから、残高比例報酬が伸びない。これが悪循環です。

**悪循環は、現に、金融機関の大きな負担になっているのではないですか。**

もしも、販売手数料をゼロにしたら、一定の残高に達するまでは、赤字の事業になります。しかし、残高比例報酬は、残高が積み上がってくれば、自然に増えます。つまり、限界的な増収額に対する限界的な費用は、どんどん改善していったら、最終的には、高収益な事業になります。まさに、「好循環」です。

ところが、高額な販売手数料に依存した経営では、確かに、目先の採算はいいのですが、どこまでいっても、収益性の改善は起きません。短期的な大きな収入の裏には、常に、高い販売費が付きまとうのです。まさに、悪循環です。

実は、金融庁は、営業員の業績評価にまで、検証の目を向けています。なぜかというと、金融機関で投資信託の販売に従事する職員について、販売額を重視した業績評価により、高額の賞与等が支払われれば、結果的に、回転売買奨励になり、同時に、金融機関の収益の圧迫要素にもなるからです。

結局、手数料の獲得のために、大きな営業部門を抱えて高い営業経費をかけているのか、大きな営業部門を維持する費用を獲得するために、無理をして手数料の獲得に奔走しているのか、もはや、金



融機関自身にも、よくわからなくなっているのではないのでしょうか。

では、金融庁から「好循環」への転換を求められたことは、金融機関にとっては、渡りに船です。

私は、そう思っていますし、金融庁も、そう思っているでしょう。故に、今回の投資信託改革は、確実に断行されるはず。実際、既に、大手金融機関では、営業目標を販売額から残高に転換する動きが始まっています。

さて、いよいよ、顧客満足の問題ですが、金融庁のいう「顧客ニーズ」には反していても、顧客満足があるからこそ、現在の投資信託の事業が成り立っているのではないのでしょうか。

私の投資信託に関する論考のいくつかは、大きな反響を呼びました。反応の多くは、というよりも、ほとんど全ては、金融機関の営業姿勢を犯罪的、あるいは詐欺的だとするものです。しかし、少数ながら、高額な手数料の問題も、特異な為替リスクを内包する商品設計の問題も、顧客承知の話なので、何ら問題はないはずであるというものがありました。

実は、私の基本認識は、この少数意見に近いのです。私は、哲学の研究者として、人間の理性を信じているわけです。投資信託の現状が成り立っているからには、論理的に、顧客の一定の支持があるからに違いないのです。顧客は、満足しているに違いないのです。

しかし、私の論点というのは、投資信託の社会的機能の健全な発展という視点からするとき、重要なのは、顧客満足ではなくて、投資信託が充足すべき「顧客ニーズ」なのだということです。換言すれば、顧客満足は、表層的な「顧客ニーズ」にすぎず、真の「顧客ニーズ」ではないのだということです。

これは、金融庁の基本認識でもあるはず。実際、「金融モニタリング基本方針」には、「真に顧客のニーズに応え」や、「顧客のニーズや利益に真に適う」といった表現が見えます。この「真に」は、冗語ではないはず。

詐欺が立件しにくい犯罪であるのは、被害者側に、被害を受けたという認識がない場合も多いからですが、それと似た話ですね。

驚くほど高額な羽毛布団を買わされた人に、それは詐欺的商法に騙されているのであって、全く同じものが二十分の一の値段で売られていうという事実を告げたとしても、本人が特別な布団の特別な寝心地に満足しきっていれば、聞く耳をもたないでしょう。何よりも、問題なのは、この満足感、高額だからこそ、生じているということです。

しかも、この満足感、真の「顧客ニーズ」、即ち、布団の寝具としての物理的機能の充足を超越し



たところで成り立っています。これは、化粧品や衣料品など、多くの商品についていえることで、要は、程度の問題にすぎません。多くの場合、顧客満足は、真の「顧客ニーズ」とは、関係ないのです。

しかし、真の「顧客ニーズ」に適切に応えないといけない商品の類型もありますね。

医薬品、電気、ガスなどの必需品、医療、土業、そして、何よりも、投資信託を含む金融サービスです。これらは、本来の社会的機能に純化されて、合理的な費用で、確実に、供給されなくてはなりません。故に、高度に規制されているのです。規制は、同時に、反対の効果として、業界の保護になります。業界が保護されるのは、供給を万全のものにするためです。業界には、規制され、保護されるものとしての、社会的責任があるのです。

原理的に、営業という行為自体が必要ではない分野ですね。

社会の基盤を形成するような分野では、積極的な営業行為によって、仮の「顧客ニーズ」を作り出すことは、厳に慎むべきことなのです。実際、法令によって、営業行為が高度に規制されている分野も少なくありません。

金融サービスでも、預金や融資等、社会基盤を形成する分野では、受動的に、真の「顧客ニーズ」に応えるべきであって、積極的な営業行為は、制限されるべきでしょう。逆に、ある種の消費者ローンとか、FXなどでは、積極的な営業行為によって、仮の「顧客ニーズ」を作り出すことも、許容されていいのかもしれない。

問題は、投資信託の位置づけですね。

まさに、金融庁の新しい政策課題は、投資信託の位置づけを抜本的に変えることにあります。背景には、老後生活資金形成のあり方の構造的変化があります。

企業年金においては、確定給付から確定拠出へ、公的年金においては、給付減額と、その補償措置としての非課税貯蓄制度の創出へ、どちらにしても、投資信託が、基本的な受け皿となるのです。この投資信託の機能こそが、金融庁がいう「国民の安定的な資産形成」です。

従って、投資信託は、新たに定義された「顧客ニーズ」の充足という重要な社会的機能を果たすことが求められ、その業務に従事するもの全てに、高度な責務が課せられるわけです。その責務は、「フィデューシャリー・デューティー」と呼ばれます。この「フィデューシャリー・デューティー」という概念を導入したことは、新しい「金融モニタリング基本方針」の目玉なのです。

そうしますと、真の「顧客ニーズ」に即して、ある種の投資信託の純化が必要なのですね。



顧客満足から、「顧客ニーズ」への転換、換言すれば、仮の「顧客ニーズ」から、真の「顧客ニーズ」への転換が求められるということです。

現状の顧客満足というのは、おそらくは、二つの要素に立脚しているのです。

第一は、いうまでもなく、熱心な営業行為が作り出すものです。顧客は、熱心な営業行為の対価として極めて割高な報酬を支払って、満足を買っているわけです。多くの消費財について、これは商業の基本ですが、これからの投資信託では、このような表層的な顧客満足に基づく営業は、慎まねばならないのです。

第二は、現状の顧客満足は、為替投機の趣味とか、定期分配金など、「国民の安定的な資産形成」という社会的機能にそぐわないところに、つまり、真の「顧客ニーズ」の外に、存在しているのです。これらの顧客満足は、否定される必要もないですが、投資信託の外へもち出されなくてはなりません。

さて、最後に、投資信託に満足している人は騙されているのか。

真の「顧客ニーズ」を自覚することなく、熱心な営業によって仮の「顧客ニーズ」を誘発され、それに満足している顧客は、誰に、どう騙されているのか。換言すれば、真の「顧客ニーズ」を自覚できていないという事態について、誰に、どう責任があるのか。

真の「顧客ニーズ」を全く自覚できていない顧客に対して、金融機関に都合のいい仮の「顧客ニーズ」を押し付けることは、ある意味、商業の必然であって、騙す行為として咎めることはできないでしょう。金融庁も、そこまでの強い意見はもっていないと思われます。

では、金融機関には、顧客に真の「顧客ニーズ」を自覚させる責任があるのか、それとも、それは顧客の自己責任なのか。これは、究極の問いです。金融庁も、はっきりとは、この問いに答えていません。しかし、論調としては、少なくとも一定の責任は、金融機関に求めているようです。

以上

次回更新は 2 月 5 日(木)になります。