

## 米国 SEC ルール案により、投信のフィーやコスト、レベニュー・シェアはどうなる？

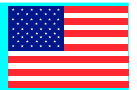
前回 2018 年 4 月 23 日付 その 220 で取り上げた米国 SEC ルール案の続きである(2018 年 4 月 23 日付 その 220～URL は後述[参考ホームページ]①参照)。

2018 年 4 月 18 日に SEC/証券取引委員会が承認、現在、2018 年 8 月 7 日までのパブリックコメント/パブコメ受付中である米国 SEC ルール案だが、今回は、フィーやコスト、レベニュー・シェアに焦点を当て、米国 SEC ルール案によりどうなるかを見る。さらに、米国 SEC ルール案によって、影が薄くなっている(消えかかっている)労働省/DOL フィデューシャリー・ルール(DOL ルール)で利益相反を減らす方法として DOL より示され急増したクリーン・シェア投信を見る。



SEC は SEC ルール案の中で、フィーやコストについて次の通り言っている(2018 年 4 月 18 日付 SEC ルール「最善の利益規制/Regulation Best Interest」案の p.274～後述[参考ホームページ]②参照)。

p.274…「リテール顧客のニーズやゴール/a retail customer's needs or goals に合っていて、『最善の利益規制/Regulation Best Interest』案に合っている限り、**ブローカーが高いコストの金融商品やサービスをリテール顧客に推奨する事を SEC は制限しない**/It is not intended to restrict broker-dealers from recommending higher cost products or services to retail customer。」



SEC は利益相反の起こりえるレベニュー・シェア(キックバック)等について次の通り言っている(2018 年 4 月 18 日付 SEC ルール「最善の利益規制/Regulation Best Interest」案の p.176 及び p.178～後述[参考ホームページ]②参照)。尚、用語が難解と思われるが、これは当コラム最後にある後述※1と※2を参照の事。

p.176…「SEC はブローカレッジ・モデル/brokerage model の重要性は認めている。しかしながらブローカー・ディーラーの金融インセンティブ/broker-dealer financial incentives(\*)が推奨に利益相反を作る可能性のある事も認めている。」



\*金融インセンティブ…社内の報酬構造の例として営業コンテスト/sales contests やパフォーマンス・レビュに連動するインセンティブ。 第三者との報酬アレンジメントの例として、ミューチュアルファンド会社から支払われるアカウント・サービシング/account servicing、サブ・トランスファー・エージェンシー/sub-transfer agency、サブ・アカウンティング/sub-accounting、レコードキーピング/recordkeeping、その他 アドミニストレーティブ・サービス/other administrative services に対する報酬。

p.178…「ブローカー・ディーラーの推奨が、リテール顧客の最善の利益になる為、SEC はブローカー・ディーラーに対し、**金融インセンティブに関連した本質的利益相反の特定、ディスクロズ、そして、軽減をめざす書面での方針や手続きの確立、維持、遵守を求める**/the Commission proposes requiring broker-dealers to establish, maintain and enforce written policies and procedures reasonably designed to identify and disclose and mitigate material conflict of interests related to financial incentives。(さらにこの後にも色々出ているが、長いので省略)。」

SECは前ページの「最善の利益規制/Regulation Best Interest」以外、別途(連動して)、「リレーションシップ・サマリー/Relationship Summary」を顧客に提供する事が求められる。そこに「提供するサービスの範囲と性質、そのサービスに関するフィーとコスト、投資家に対する法的な行動規範、利益相反/the scope and nature of the services they provide, the fees and costs associated with those services, conflicts of interest, and the applicable legal standards and duties to investors」を書く必要がある。SECは「1940年投資顧問法/Investment Advisers Act of 1940の下のForm ADVを修正、Form CRS [17 CFR 279.1]のPart 3を新しく加える」ので、この「Form ADV III for advisers」をブローカー・ディーラー(及び登録投資アドバイザー/RIA)が使う事を求めている(後述[参考ホームページ]③参照)。SECの投資管理部門/Investment Management Divisionトップであるダリア・ブラス/Dalia Blass氏が2018年4月30日に特にこの点を言及していた事が印象的である(2018年5月1日付バロンズ～後述[参考ホームページ]③参照)。



米国SECルール案のディスクロージャーの主要項目

1	提供するサービスの範囲と性質	scope and nature of the services they provide
2	そのサービスに関するフィーとコスト	fees and costs associated with those service
3	投資家に対する法的な行動規範	legal standards and duties to investors
4	利益相反	conflicts of interest

(出所: 2018年4月18日付SECルール案より三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

米国CFA協会/Chartered Financial Analyst Instituteのカート・シャクト/Kurt Schacht氏が「SECのアドバイス・ルール案は、ブローカー・ディーラーのセールスマンが、顧客に対し、顧客の目的に合った投資プロダクトを選択すると言った適合性ルールを満たし、コストと金融インセンティブの開示をしている限り、ブローカーに、より高いコミッションが支払われるプロダクト、役にも立たない退職貯蓄となるプロダクトを販売する事を許容している様だ。それはフィデューシャリー・ルールの行動スタンダードではなく、但し書や警告の様に見える。」と言う通り(2018年5月4日付米インベストメント・ニュース誌～後述[参考ホームページ]③参照)、SECはブローカーが利益相反の特定やディスクローズ等の確立、維持、遵守等をする事により、高いコストの金融商品やサービスをリテール顧客に推奨する事を認めそうだ。

その開示においてSECは詳細を求め、「売買のたびに払うフィー/Transaction-based fees、一般的にコミッション/commissionと言われているフィー/feeが、顧客の投資価値を減らす事を強調する。」(Item 4: Summary of Fees and Costs)の「Brokerage Account Fees and Cost」)、「一般的に株やETFでは分離したコミッション、債券では価格に織り込まれ(“マーク・アップ/mark-up”もしくは“マーク・ダウン/mark down”と呼ばれ)、そして、ミューチュアルファンドではフィー(一般的にロード/“load”と呼ばれる)が、顧客の投資の価値を減らす事を強調する。」(同)と言っている。SECは「ミューチュアルファンドや変額年金などについては、追加的フィー/additional feesのある事を書く。」とも言っており、明示的なフィーとコストではない金融インセンティブ/financial incentiveのある場合について「推奨もしくは売却した投資商品について別途第三者等から報酬を得ている、レベニュー・シェア/revenue shares/revenue sharing arrangementsをしている事などについて書く。」(Item 6: Conflicts of Interest～後述[参考ホームページ]④参照)とも言っている。

そして、以上について、SECは、すべて「やさしい言葉で」(plain English)とし、「やさしい言葉のハンドブック: わかりやすいSECディスクロージャー文書の作り方/A Plain English Handbook: How to Create Clear SEC Disclosure Documents」(全77ページ)を見る様にも言っている(後述[参考ホームページ]⑤参照)。


こうして、専門家達は「顧客の最善の利益を求め、SECはアドバイスをブローカーに要求している。これは、オンライン・ブローカーとの便利な区別となり、そのサービスのプレミアム料金を維持出来る。そしてSECはブローカーにフィデューシャリー・スタンダードを課していない為、顧客に開示する事でキックバックを維持出来る。米国の全てのブローカーはクレイトン委員長とSECに感謝しなければならない。」(2018年4月20日付ブルームバーグ～URLは後述[参考ホームページ]⑥参照)となる。

だが、SECの投資管理部門/Investment Management Division トップであるダリア・ブラス/Dalia Blass氏は2018年4月30日に「コストと金融インセンティブの重要をかなり強調しており、ディスクロージャーだけで十分ではない所はSECによって直接強制されよう。」とも言っている(2018年5月4日付米インベストメント・ニュース誌～後述[参考ホームページ]③参照)。また、「SECルール案で何が許され、何が許されていないかが明確でない為、懸念を引き起こしているが、ブローカーのコンプライアンスはしばしば保守的に行動する為、SECが疑問に思いそうな事を全て避ける様に命じる指示をしそうではある。」(2018年4月23日付ブルームバーグ～URLは後述[参考ホームページ]⑥参照)とも言われている。「DOLフィデューシャリー・ルールの支持者は、クレイトン委員長の言っている投資アドバイザーとブローカー・ディーラーの行動スタンダードの収斂に同意していない。…(略)…。西ケンタッキー大学のロン・ローデス氏は『SECのアドバイス・ルール案は、ブローカレッジ業界の提案にかなり近いものである。それはブローカーが顧客に対して“本当のフィデューシャリー・スタンダードはかからないが、信頼出来るアドバイザーです。”として振る舞う事を許容するものである。SECの顧客の利益の提案は、既に何が本当に信頼出来るのかで混乱している国民をさらに混乱させるだけである。』と言う。」(2018年5月4日付米インベストメント・ニュース誌～後述[参考ホームページ]③参照)の様  
にSECルール案への批判者も多く、最終案でどうなるかも不明なので、ブローカー業界はクレイトン委員長やSECに感謝してばかりしている訳にもいかないだろう。

### 米国 SEC ルール案により、クリーン・シェアは DOL ルールと運命を共にするのか？

米国 SEC ルール案によって、影が薄くなっている(消えかかっている)のが「労働省/DOLフィデューシャリー・ルール(DOLルール)」である(2018年4月23日付 その220参照～URLは後述[参考ホームページ]①参照)。このDOLルールで利益相反を減らす方法としてDOLより示されたのが「ミューチュアルファンドのクリーン・シェア投信」であり、DOLルールを受けて、多くのミューチュアルファンド会社が設定してきた。

クリーン・シェアはブローカーとアドバイザーのフィーとコミッションをアンバンドル/分離して利益相反を無くそうとする。クリーン・シェアはミューチュアルファンドから、ブローカーに払われるセールス・ロード/販売手数料を無くし、ブローカーに払われる分の12b-1手数料も無くし、やはりブローカーに払われるレベニュー・シェア(キックバック)も無くし、先述した第三者との報酬アレンジメントの無いミューチュアルファンドの事である(第三者については後述※1も参照)。下記はブローカーが取り扱う事の多い販売時に販売手数料を払うAシェアとの比較である。

 米国におけるAシェアとクリーンシェアのフィーの比較

フィー (Fees)	Aシェア (A share)	クリーン・シェア (Clean share)
アドバイザーへの販売手数料 (Sales Loads for Advisor)	様々だが、5%超が多い (Variable, often 5% or more)	無し (None)
ブローカーへの販売手数料 (Sales Loads for Brokerage)	様々 (Variable)	無し (None)
アドミニストレイティブ・フィー (Administrative Fees)	様々 (Variable)	無し アドバイスに対する明示的な報酬としてアドバイザーが設定・徴収するもの。 (None. These fees are set and charged by the advisor as an explicit fee for advice.)
オペレーショナル・フィー (Operational Fees)	様々 (Variable)	
ディストリビューション・フィー (もしくは12b-1 Fees) (Distribution Fees)	0.25%	
投資アドバイス・フィー (Advice Fees)	無し (None)	
レベニュー・シェアリング (Revenue Sharing)	様々 (Variable)	無し (None)

(出所: 米国モーニングスターより三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

尚、クリーン・シェアについて、SEC が「**ブローカー・ディーラーはコミッションを自分で設定する/set their own commissions**」などと言っており(後述)、かなりの専門家でも誤解している面が見られるので、繰り返し説明しておく。まず、フィーについての誤解である。米国 SEC ルール案の「DOL Rulemaking」と言う見出しのコーナー下段(p.310～311)で、クリーン・シェアが「**販売・サービス手数料/sales and servicing fees を含まず**」と、「fees」とあり、これで、「残高に応じ継続的に支払われる手数料だけを含まず」と考える誤解である。米国では販売手数料を「sales load」と言うが、「Initial sales fee(後払いの時は deferred sales fee)」と呼ぶ様に、販売手数料もフィー/fees となる。

そして、「**ブローカー・ディーラーはコミッションを自分で設定する/set their own commissions**」と言う「コミッション」はミューチュアルファンドの販売手数料ではなく、売買委託手数料である(後述)。つまり、クリーン・シェアは、セールス・ロード/販売手数料を含まない、ブローカーにとっては何の手数料も無いミューチュアルファンドの事である。こうなると、別途、契約顧客の預り残高に応じたフィー/投資顧問報酬/相談料/助言料/Advisory Fees を顧客から徴収しているRIA/登録投資アドバイザーは良いだろう。クリーン・シェアはETFと同様、低コストである事が多い為、RIA 及び顧客にとっては自身の利益にあてられる為、むしろ使い勝手が良いとも言える。



米国の投資アドバイザー報酬  
Investment Adviser Compensation

顧客の預り残高/AUMベース・フィー

Percentage of Client's AUM

95.2%

定期・定額フィー

Fixed Fees

42.3%

パフォーマンス・ベース・フィー

Performance-based Fees

38.2%

時間当たり課金フィー

Hourly Charges

その他

Other

14.5%

コミッション

Commissions

4.2%

購読料

Subscription Fees

0.9%

28.5%

(出所: IAA/米投資顧問業協会「Evolution Revolution 2017」より三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

IAA/米投資顧問業協会「Evolution Revolution 2017」によると、米国の投資アドバイザー報酬の95.2%が顧客の預り残高/AUM ベース・フィーを利用している(URL は後述[参考ホームページ]⑦参照)。

尚、上記に定期・定額フィー/Fixed Fees(リテイナー・フィー/retainer fee)が42.3%とある。このリテイナー・フィーについては預り資産残高ベース・フィーよりもフィデューシャリー・デューティー的と言う面もある。

「**預り資産残高ベース・フィーでは、預り資産残高が減少するだろう顧客の住宅ローン返済や寄付を躊躇する事になる。預り資産残高ベース・フィーは飽くまでも資産管理に基づくものである。また、預り資産残高ベース・フィーでは、企業が預かる401k等からアドバイザーが預かる個人型確定拠出年金/IRAへの移換/ロールオーバーでかなりメリットがあるが、リテイナー・フィーではそのインセンティブも働かず、移換/ロールオーバーせず401k等のみでいる方が顧客の利益の場合は移換/ロールオーバーは発生しにくい。さらに預り資産残高ベース・フィーでは、債券や現金よりも株式の方がフィーの高い場合に株式に向かいがちになりが、リテイナー・フィーではそのインセンティブも働かない。ただ、預り資産残高ベース・フィーの方が顧客の理解が容易であるし(アドバイザーも目標は顧客の資産残高増)、リテイナー・フィーは小口の顧客の場合に、割高になると言う意見がある。」(2016年9月7日付米インベストメント・ニュース誌～URL は後述[参考ホームページ]⑦参照)。**

クリーン・シェアはRIA/登録投資アドバイザーにとって使い勝手の良いものである。だが、ブローカーにとってはどうか。ブローカーは顧客の預り残高に応じたフィーを徴収出来ない(\*2007年5月から禁止されている)。つまりクリーン・シェアを販売しても、ブローカーには手数料が全くなくなる。そこで、SECは、2017年1月11日に、クリーン・シェアで株式やETFと同様の(取引の度に発生する)売買委託手数料/brokerage commissionsを認めたのである(URLは後述[参考ホームページ]⑦参照)。

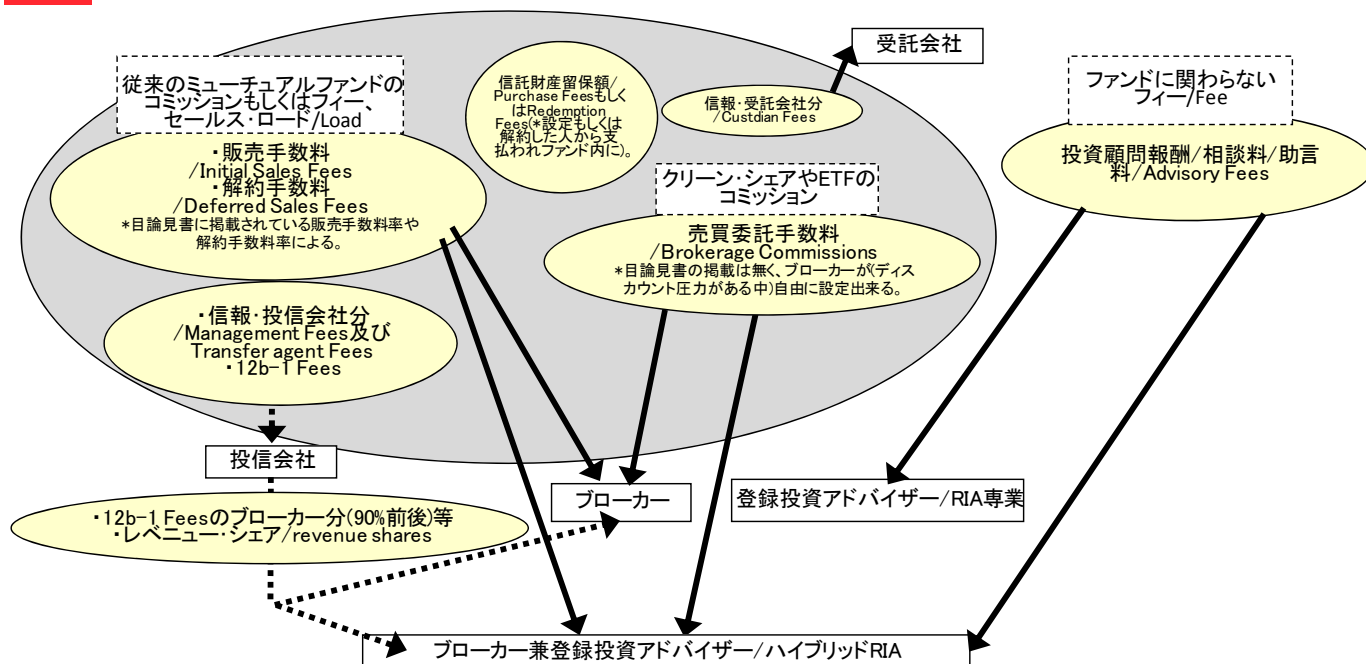
より具体的にSECは従来のミューチュアルファンドで目論見書に掲載されているセールス・ロード/販売手数料率・コミッション・テーブル/commission schedulesや12b-1手数料等を無くして(\*該当部分に「none」としても良い)、ミューチュアルファンド会社が販売手数料や12b-1手数料等を徴収せず、つまり、**ブローカーに販売手数料や12b-1手数料等を一切払わなければ、ブローカーは自由に取引の都度、売買委託手数料/brokerage commissionsを徴収して良い事としたのである。**

ちなみに、SECは2017年1月11日に米アメリカン・ファンズの「F3シェア/Class F-3 shares」をクリーン・シェアと見なし、「青信号(ノー・アクション・レター)」を与え、初めてクリーン・シェアを承認している(F3シェア/Class F-3 sharesの例として2018年4月末現在純資産が98億ドル/約1兆円とF3シェア最大の「EuroPacific Growth Fund Prospectus」～URLは後述[参考ホームページ]⑦参照)。

ブローカーは株式やETFと同様、クリーン・シェアについては販売の代理業務だけを行う事となる(\*購入と解約はブローカー・コミッションの課される前の基準価額)。これについて「投資家がブローカーに支払うコミッションが、初めて、投資家がファンドに支払うセールス・ロード/販売手数料とデ・カップリング/分離する可能性が出てきた。」(2017年1月23日付米国法律事務所Perkins Coie/パーキンス・コーイー～URLは後述[参考ホームページ]⑧参照)、「**キャピタル・グループのクリーン・シェア『F3シェア』はETFの様に使われるだろう。**」(2017年1月13日付米インベストメント・ニュース誌～URLは後述[参考ホームページ]⑧参照)、そして、「**いずれ投信も、現在の株式のようになる。株式が全ての証券会社で取引されている様に、投信も全ての証券会社で販売されるようになる。株式の取引手数料が株式発行企業ではなく顧客から証券会社に支払われている様に、投信の手数料も投信会社ではなく顧客から証券会社に支払われていくようになる。**」(2018年3月14日付米国モーニングスター・レクチャーラー・レポート/Rekenthaler Report～後述※3及び[参考ホームページ]⑧参照)と言われている。



米国のミューチュアルファンド等に関するコミッション/Commissionsとフィー/Feeのイメージ図



(出所: SEC等の資料より三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

## クリーン・シェア及びクリーン・シェア的ファンドはブローカーに小口投資家向けサービスをやめさせ、ワイヤハウスやディスカウント・ブローカーに自社プラットフォームからクリーン・シェア及びクリーン・シェア的ファンドを外させる

クリーン・シェアの売買委託手数料がいくら自由に設定出来ると言っても、1975年5月1日(ウォール街のメーデー)の株式の売買委託手数料自由化/negotiated commission rates以降、株式の売買委託手数料は劇的に低下もしくは「ゼロ」近辺になった(ETFも同様)。クリーン・シェアもそうなる可能性が高い。SECも2017年1月11日に初めてクリーン・シェアを承認した時、クリーン・シェアの売買委託手数料について「株式やETFの取引手数料と同じ競争圧力を受けるだろう/will subject fund commissions to the same competitive pressures placed on equity and ETF commissions.」と言っている(URLは後述[参考ホームページ]⑦参照)。

クリーン・シェアの売買委託手数料が競争圧力で「ゼロ」に近付いたとしてもコミッションを徴収している場合は良い。売買規模を増やし、回転を高められる方法がある。しかし、コミッションをフリーにしているディスカウント・ブローカーがいる。ミューチュアルファンドやETFで「ノー・トランザクション・フィー/no-transaction fee/NTF」と言われるプログラム(Fund Supermarkets等)を採用している場合である。しかし実はこれは「バックドア・ペイメント/backdoor payment(裏口の支払い)」とも呼ばれる方法を取っているだけで、投信はノーロード(ロード0.00%)でも、12b-1手数料やレベニュー・シェア(キックバック)等からブローカーに支払われる契約があるのだ。先述した第三者との報酬アレンジメントである。

しかし、クリーン・シェアはこの第三者との報酬アレンジメントが無い。こうなると、ブローカーはクリーン・シェアの取り扱いをやめていく可能性が高くなる。ブローカーはRIAを兼任する事で(ハイブリッドRIAで)、フィーを徴収する方向に向かう事となるが、RIAの顧客はリテールが少なくなり(一部はロボアドになり)、大口投資家ばかりとなる。つまり小口投資家は切り捨てられる可能性が高くなる。これが、長くクリーン・シェアを「推奨」する民主党政権DOLの作ったルールに反対する共和党や業界の言う批判点である。

ブローカー・ディーラーの自主規制機関である米国金融取引業規制機構/FINRAは「DOLルールで多くのブローカーは小口投資家向けサービスをやめ、より大口で利益の上がるフィー・ベース・マネージメント・アカウント(マネージメント・アカウントはSMA等の総称)に移管しよう。」(2015年7月17日)と言い、業界団体である米国証券業金融市場協/SIFMAは「英国のフィデューシャリー・デューティー(Retail Distribution Review、以下RDR)が意図せざる結果をもたらした事は警告となるべきだ。RDRにより英国の証券会社は5万英ポンド(約900万円)以上の残高を求めた事で、30万超の投資家がブローカーからのサービスを失い、6万の新規顧客がアドバイスを断られた。」(2015年5月27日)と言い、そして、小規模事業主の団体である米国商工会議所/The U.S.Chamber of Commerceは「DOLルール後に退職口座のフィーは200%増となり、最大700万人の退職口座保有者が投資アドバイスを失う。さらに保険サービスを提供する業者の70%が既に小さな退職プランからの撤退を考えている。」(2017年5月30日)と言っていた(URLは後述[参考ホームページ]⑨参照)。

そしてその兆しとなる事は既に昨年2017年6月9日からのDOLルール基本条項実施直後から起きているのだ。米国のブローカーと約15万人の金融専門家が加盟するIRI/Insured Retirement Institute/米保険退職協会の2017年7月調査によれば、「アドバイザーは顧客の中で小口の約155000人を既に見放している。小口顧客とは平均で21000ドル/約230万円で、完全実施で15%程度が見放される見込みだ。投資推奨や個人的なサポートは最低25000ドル/約270~280万円から。」と言っていた(URLは後述[参考ホームページ]⑨参照)。

ここ最近、ノーロードで12b-1手数料が無く、レベニュー・シェア(キックバック)等を払わないクリーン・シェア的ファンド(バンガードなどに多い)の商品が多くのブローカーのブローカレッジ対象/プラットフォームから外されつつある。ワイヤハウス/4大証券会社(フルサービス大手証券会社)のモルガン・スタンレーは、2017年5月からバンガードのミューチュアルファンドをアドバイザーに新規販売させていない。同社はバンガード以外のミューチュアルファンド会社がモルガン・スタンレーに支払っているプラットフォームの棚貸し料、レベニュー・シェアリング、販売データ料(\*12b-1手数料やレベニュー・シェアリングの場合もある)をバンガードが支払っていなかった事をその理由の一つとしている。また、同じワイヤハウスのUBSウェルス・マネジメントUSAも、「ノーロードで12b-1手数料の無いファンドを2018年7月からブローカレッジ・プラットフォームから外し、アドバイザー・プラットフォーム(RIAでフィーを徴収出来る)においてのみ

提供する事としている。この「ノーロードで 12b-1 手数料の無いファンド」にバンガードも該当する。

この事はディスカウント・ブローカーでも、さらにバンガード以外でも、起きている。2018年3月9日にディスカウント・ブローカーのアメリプライズ・ファイナンシャルがアメリカン・ファンズ(キャピタル・グループ、クリーン・シェアを初めてSECに承認させたミューチュアルファンド会社)の投信販売を制限したのだ(URLは後述[参考ホームページ]⑨参照)。ただ、どちらが正しく、どちらが正しくないと言う事では無く、そこは客観的に見てほしい。こうした傾向については、2018年2月17日付バロンズ「The Latest Casualty in the ETF Fee War—Objective Advice」がわかりやすい。次ページに和訳の一部を引用するのでしっかり読んでほしい(ぜひ原文を～URLは後述[参考ホームページ]⑩参照)。

「メリルリンチやモルガン・スタンレーなど従来のフルサービス型の証券会社では、高コストのファンドを好んで販売してきた。対して、TD アメリトレードや チャールズ・シュワブなどのディスカウント・ブローカーはファンドの推奨に関して中立的な立場と主張してきた。



しかし、こうした中立的な姿勢は今や完全に失われている。かつて、『ノー・トランザクション・フィー/no-transaction fee/NTF』と言われるETFのプログラムでは、モーニングスターなど独立系調査・データプロバイダーが選別したETFで構成される場合が多かった。しかし、現在はディスカウント・ブローカーもレベニュー・シェアの形で料金を支払った投信会社の商品が選定される様になっている。

直近の例として、TD アメリトレードは昨年秋に、自社プラットフォームから、バンガードの全ETFと、ブラックロックのiシェアーズ・シリーズの多くのETFを排除し、代わりに、ステート・ストリートやウィズダムツリーなどの投信会社のETFを選定した。TD アメリトレードは、バンガード、ブラックロック、ステート・ストリートの3大プロバイダーによるETFを無制限に取引手数料無料で提供する最後の証券会社だった。バンガードとブラックロックの商品が選ばれなかったのは、レベニュー・シェアを拒否した為だ。

バンガードはTD アメリトレードなどのファイナンシャル・アドバイザーと競合している事を否定する一方、レベニュー・シェアを通じてNTFプラットフォームで自社商品を販売する事に関し、利益相反を理由に、受益者(バンガードの場合株主)を第一とする同社の中核理念に反すると述べている。だが、ステート・ストリートやチャールズ・シュワブがよりコストの低い選択肢を提供する中で、バンガードの社内アドバイザーがバンガードの商品だけを顧客に推奨している事、バンガードがNTFプラットフォームでバンガードの商品だけを扱っている事は説明がつかない。バンガードが最もクローズドなシステムを採用している一方、最もオープンなシステムをとっているのは、TD アメリトレードとステート・ストリートである。

…(略)…

資産運用会社がETF資金の争奪戦を繰り広げる中であって、投資家はこうした資産運用会社と証券会社の関係を理解する事が必須と言えるだろう。」

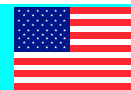
## 米国 SEC ルール案によって、クリーン・シェア投信は DOL ルールと共に消えず、ERISA の下でフィデューシャリー・デューティーのかかる RIA と共に生き続けそう

SEC ルール案でクリーン・シェアはどうなるだろう。実は、SECはSECルール案の前半に「DOL Rulemaking」と言う見出しのコーナーを設けて、そこでDOLルールの歴史と意味、仕組み等を詳細に解説している(2018年4月18日付SECルール「最善の利益規制/Regulation Best Interest」案のp.26以降～後述[参考ホームページ]②参照)。

これはSECルールがDOLルールの「後継」であり、DOLルールを「包括するもの」である事を言いたい為と思われる。野党・民主党が今もDOLルールを強く支持しており、共和党が過半数を占めるSECも、今後のルール策定プロセスをスムーズにする為と思われる。

下記にクリーン・シェアに関する部分を一部抜粋し和訳した。

p.36…「DOL フィデューシャリー・ルールへの順応が、より低いフィー、最善の利益でのアドバイスもしくはアドバイスにおける利益相反の最小化につながり、退職口座の個人投資家には前向きなものとなってきた。例えば、クリーン・シェア/clean shares と言う新しいプロダクツの開発、提供もあった。クリーン・シェアは一切の販売手数料/sales loads を持たず、販売の為のアセット・ベースフィーも無くした投信である。」



p.310～311…「利益相反を無くす elimination、もしくは、減らす/mitigation 為の選択肢はブローカー・ディーラーに色々ある。例えば、クリーン・シェアの活用も考慮する必要があるだろう。多くのミューチュアルファンド会社が最近設定している。他のミューチュアルファンドと異なり、販売・サービス手数料/sales and servicing fees を含まず、その代わりに、ブローカー・ディーラーはコミッション(取引手数料)を自分で設定する/set their own commissions。それは既存の販売・サービス手数料構造により引き起こされる利益相反を避ける。…(略)…。ブローカー・ディーラーの中にはクリーン・シェアを利益相反を減らす潜在的ソリューションとする会社もいる。」

上記下方に「利益相反を無くす、もしくは、減らす為の選択肢はブローカー・ディーラーに色々ある。例えば、クリーン・シェアの活用も考慮する必要があるだろう。…(略)…。ブローカー・ディーラーの中にはクリーン・シェアを利益相反を減らす潜在的ソリューションとする会社もいる。」とあり、DOL ルールの時の DOL と同様の見解が出ている。

これは SEC ルール案が個人顧客に投資の推奨をするブローカー(・ディーラー)に対する利益相反ルールである事から自然な見解であり、SEC ルール案でもクリーン・シェアは利益相反を減らす方法として引き続き相応しいと言う事を言っている様だ。これについて「フィデューシャリー・コンサルタント会社のフィデューシャリー・パスのケイト・マックブライド氏は『SEC はブローカーの行動スタンダードを厳しくしようとしているが、それはフィデューシャリー・スタンダードではない。SEC が DOL フィデューシャリー・ルールと同じ言葉を使っているが、DOL フィデューシャリー・ルールと同じではない。』(2018 年 5 月 4 日付米インベストメント・ニュース誌～後述[参考ホームページ]③参照)とも言うが、「DBR のフレッド・ライシュ氏は『SEC ルール案の一部は、DOL フィデューシャリー・ルールと非常によく似たブローカー・スタンダードになると思う。DOL ルールの BICE/Best Interest Contract Exemption/最善の利益契約の免除規定の言葉をそのまま使っている部分がある。』と言う。」(2018 年 5 月 2 日付米インベストメント・ニュース誌～URL は後述[参考ホームページ]⑩参照)とも言われている。

だが「完全に利益相反を無くす事/elimination はきつくなるので、減らす事/mitigation が大きな問題になる。どれだけ減らさなければならぬのかは今後数カ月以上で詳細を SEC より聞ける。ブローカー・ディーラーの自主的な方法の 1 つの例が類似のプロダクツに同水準の報酬を作る事である。」(2018 年 5 月 2 日付米インベストメント・ニュース誌～URL は後述[参考ホームページ]⑩参照)とも言われている。SEC ルール案は個別の利益相反行為を禁じるものではなく、顧客への利益相反の開示やその影響を抑える努力を全般に義務づけているのであり、クリーン・シェアは努力の結果と明確に見なされそうだが、クリーン・シェアである必要も無いと言う事だ。

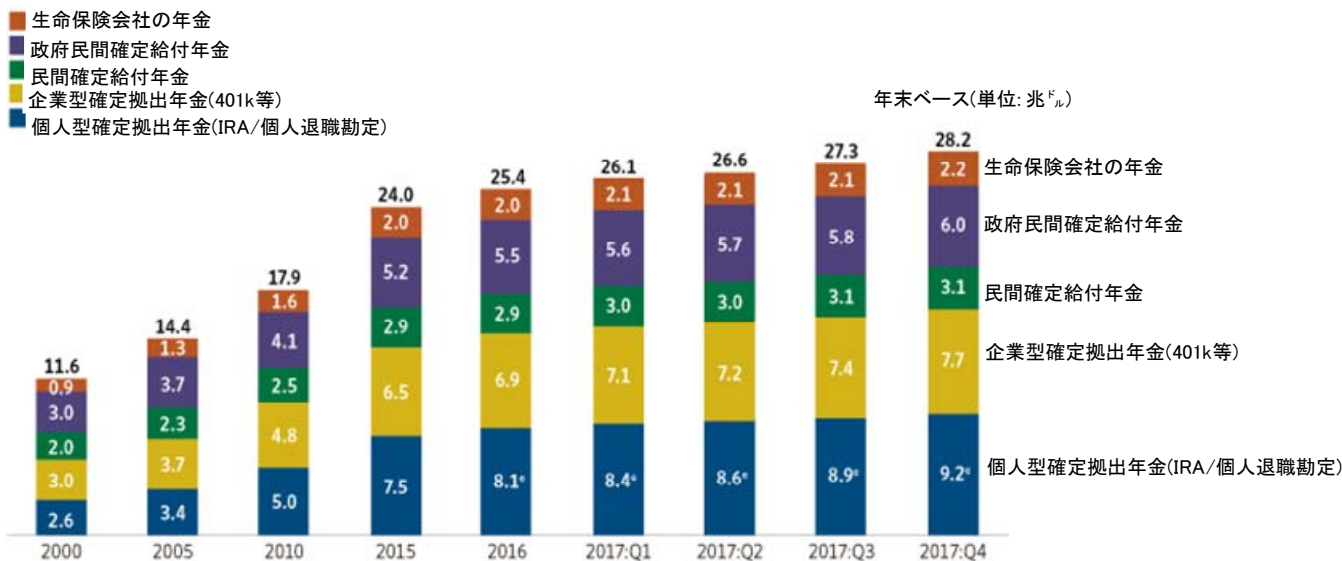
つまり、クリーン・シェアは、ブローカレッジ口座と言うより、今後は、ERISA/Employee Retirement Income Security Act of 1974/1974 年従業員退職所得保障法の下でフィデューシャリー・デューティーのかかる退職口座及びフィーを徴収する RIA によるアドバイザー・プラットフォームの中で生き続けそうである(\*退職口座専用クラスもしくは RIA を含む機関投資家専用クラスとなり、ETF と違い取引所でも売買されない為に小口の個人投資家には関係の無い超低コスト・クラスとして)。

クリーン・シェアが活用される米国の退職市場が 2017 年末に約 28.2 兆ドルと過去最多となっており、クリーン・シェアを ETF や低コストのミューチュアルファンドと同様、活用する RIA のアドバイザー人数が 2017 年に約 40 万人(12172 社)と過去最多、独立投資アドバイザー/RIA 専業(フィーのみ)人数が 4 万人近くと過去最多となっている事から、仮に DOL ルールが無くなっても、クリーン・シェアのニーズは引き続きあると思われる。





米国の退職市場資産  
US Total Retirement Market Assets

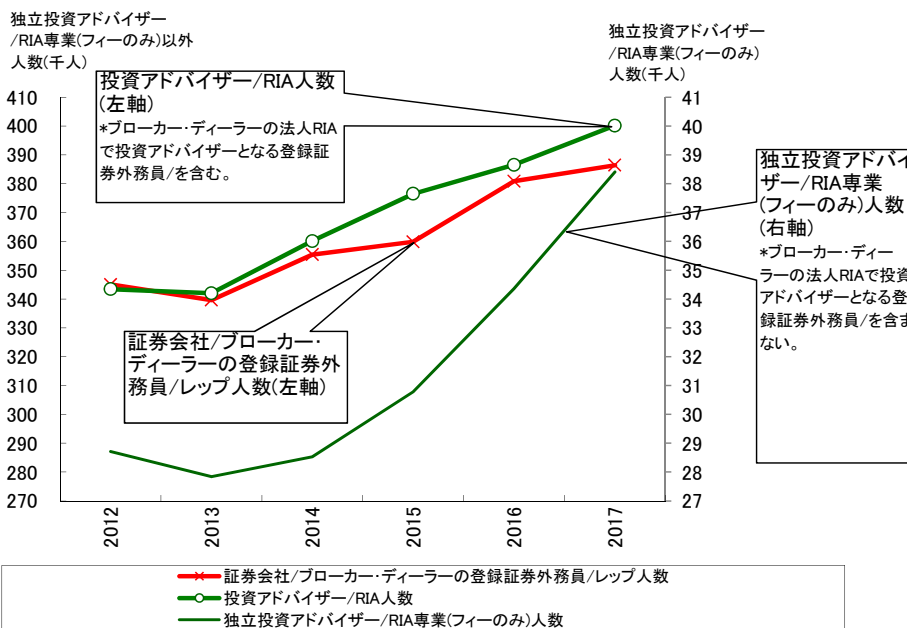


(出所: ICI/米投資信託協会「Retirement Market」より三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)



登録投資アドバイザー/RIAと登録証券外務員/レップの人数  
2012年~2017年

\*数字はSECに登録義務のある預り残高1億ドル以上のFAのみで州に登録している1億ドル未満は含まれていない。



(出所: IAA/米投資顧問業協会及び米LPL Financial Holdings Inc「Annual Report」より三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

最後に世界最大級の投信評価会社である米国モーニングスター/Morningstar の情報端末 Morningstar Direct を使い、**米国で初めて承認されたクリーン・シェアの米アメリカン・ファンズ F3 シェア/Class F-3 shares** を見る。2017年1月27日に54本が設定され、2018年4月末現在の純資産は54本計569億ドル/約7.1兆円と過去最大になっている(純設定も月次で全て純流入となっている)。

クリーン・シェアは欧州で先行している。米国以外のクリーン・シェアについては2017年6月19日付日本版ISAの道 その186「クリーン・シェア投信は既に世界で拡大中!~米国フィデューシャリー・デューティー/受託者責任ルール向け投信のクリーン・シェア投信、米国に先行する英国やオランダ、インド等のクリーン・シェア投信を見る~」などを参照の事(URLは後述[参考ホームページ]⑩参照)。

※1: 第三者…国際金融規制において、よく使われる言葉で、ブローカー・ディーラー(もしくはアドバイザー)と投資家と言う当事者に対しての第三者である。この第三者にミューチュアルファンド会社も含まれる。



これは 2018 年 1 月 3 日から欧州で施行されている MiFID II (ミフィッド・ツー)/第二次金融商品市場指令で「**独立の立場から投資助言をする会社や投資一任サービスをする会社はすべて、第三者/third party からあらゆるフィー・コミッション・非金銭的利益の受領を禁止する**」と言う原則で、売買委託手数料のアンバンドリング/分離やアドバイザーのコミッション(販売手数料や marketing fees 等代行手数料)の受け取りが出来なくなった事と同様、国際金融規制強化に準拠している。

欧州の ESMA/欧州証券市場監督局や日本の金融庁に加え、米国の SEC が参加、国際ルールを策定する証券監督者国際機構/International Organization of Securities Commissions/IOSCO にこうした話が出ている。

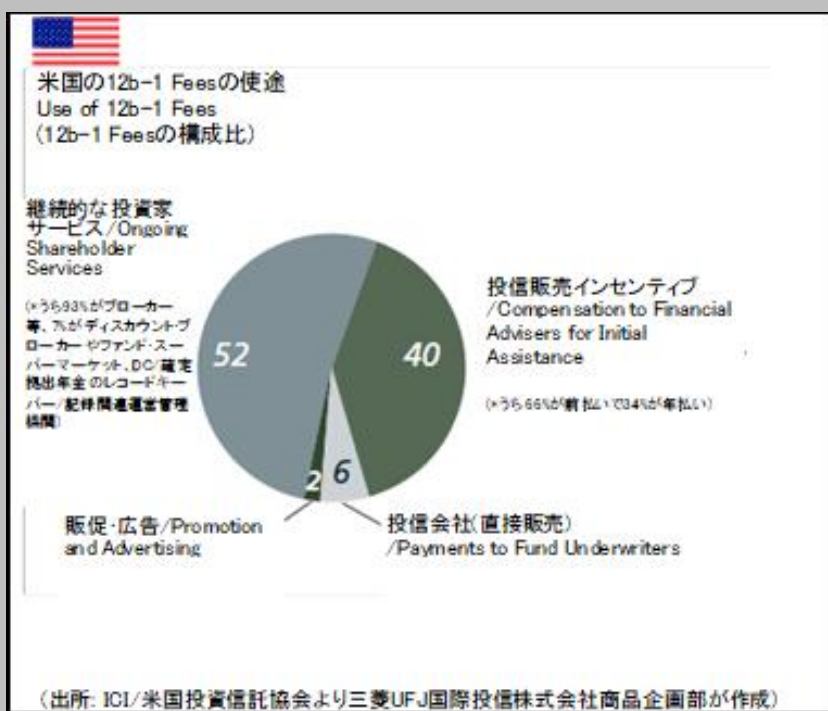
MiFIDII については、2017 年 12 月 25 日付日本版 ISA の道 その 209「2018 年 1 月 3 日から MiFID II (ミフィッド・ツー)が始まる! 欧州ではクリスマス返上も!! PRIIPs, PSD2, RDR も含め理解~PSD2によりオープン API でフィンテック拡大、データアグリゲーション型ロボアドやビットコイン活用デジタル・バンクも~」、IOSCO の関連レポートについては 2017 年 6 月 19 日付「Final Report on Order Routing Incentives」を参照の事(URL は後述[参考ホームページ]⑫参照)。

※2: 金融インセンティブの「第三者との報酬アレンジメント」とあるが(第三者については前述※1参照)、アカウント・サービシングやサブ・トランスファー・エージェンシーなど、わかりにくい言葉が並ぶ。日本の投信コストで説明すると、信託報酬・投信会社分はミューチュアルファンドのマネジメント・フィー/Management Fee とトランスファー・エージェンシー・フィー/Transfer Agency Fee の合計で、前者のマネジメント・フィーはアドバイザー・フィー/Advisor Fee とアドミニストレーター・フィー/Administrator Fee 等の合計となる。



アドバイザー・フィー/Advisor Fee は投資顧問サービス/Investment Advisory Services に対する報酬で投資顧問が徴収する。アドミニストレーター・フィー/Administrator Fee は Management and Administrative(他の関係会社のサービスを監督、規則を遵守させ、SEC 向け報告等もする業務)に対する報酬で、米国ミューチュアルファンドでは一般的に投資顧問が兼任している。トランスファー・エージェンシー・フィー/Transfer Agency Fee は Transfer agent services(設定・解約や分配等の投資家口座管理をし、投資家向け報告書等の作成・送付~カスタマーサービスも含む~業務)に対する報酬である。

尚、日本の信託報酬・販売会社分(代行手数料)はディストリビューション・フィー/Distribution Fee(もしくは 12b-1 手数料)に近く、Distribution services に対する報酬である。



※3: レクンターラー・レポート…2018年3月14日に米国モーニングスターのベテラン・アナリストであるジョン・レクンターラー氏が「レベニュー・シェア: 投信業界のディノサウルス/Revenue Share: The Fund Industry's Dinosaur」と言う見出しの「レクンターラー・レポート/Rekenthaler Report」を出した(\*米国モーニングスターで唯一著者の名前を冠したレポート~URLは後述[参考ホームページ]⑧参照)。以下に一部、抜粋、和訳する。



「2018年3月9日に『アメリプライズがアメリカン・ファンズ(キャピタル・グループ)の投信販売を制限』と言う報道がされた。これは妙である。アメリカン・ファンズは低パフォーマンスではないからだ。アメリプライズは『アメリプライズは同社の顧客が幅広く良質の投資ポートフォリオを組み立てる事が出来る様にしている』と言うが、アメリカン・ファンズはそれに当てはまらなかったのか?

その理由はアメリプライズとキャピタル・グループとの間のレベニュー・シェアリング・アグリーメントである。投信会社が自社投信をアメリプライズのプラットフォームに置いて販売してもらうには、フル・パートナー契約の場合、アメリプライズに資産の年20ベースポイント(最大)と売上の年20ベースポイント(最大)を支払う必要がある。フル・パートナーとならない契約もあり、それは資産の年10ベースポイント(最大)の支払いとなる。アメリプライズでなくとも、プラットフォームやアドバイザー、もしくはその両方を使って投信を販売する会社は投信会社によるこうした支払いを期待している。そして、投信会社はその支払いについては顧客に過大請求する事となる。

一般的に、顧客はコミッションや口座手数料などを避けがちだが、舞台裏で静かに徴収されているアセット・ベースの取り決めには鈍感である。だから、ファイナンシャル・アドバイザーはロード・ファンドからアセット・ベース・フィーに向かい、投信会社はレベニュー・シェアを使う事となる。アメリプライズだけではなく、TD アメリトレッドも既にコミッション・フリーのプラットフォームから数ダースのETFを削除している。同様、シュワブの OneSource プログラムではバンガードを見た事がない。

レベニュー・シェアリング・アレンジメントは一般の口座だけではなく、401k 業界にも存在する。401k においても従業員はコミッションや運営管理手数料を嫌う。そこで401k プランのプロバイダーは頻りにレベニュー・シェアリングを混ぜてくる。こうしてコミッション・フリーや運営管理手数料引き下げを実現する。これもまたレベニュー・シェアリングであり、その後、信託報酬/management fees で徴収する事となる。これと同じ事が529 プラン/教育資金積立制度の大学教育資金貯蓄(カレッジ・セービング・プラン)型にもある。

…(略)…

いずれ投信も、現在の株式の様になろう。株式が全ての証券会社で取引されている様に、投信も全ての証券会社で販売される様になろう。株式の取引手数料が株式発行企業ではなく顧客から証券会社に支払われている様に、投信の手数料も投信会社ではなく顧客から証券会社に支払われていく様になろう。」

以 上

[参考ホームページ]

①2018年4月23日付日本版ISAの道 その220「米国でSECがフィデューシャリー・デューティー・ルールを提案!? 顧客の最善の利益による行動? ブローカー(投信・保険の販売会社)に対する適合性プラスのルール!」…

「<https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.180423.pdf>」。

②2018年4月18日付SECルール案(一覧…「<https://www.sec.gov/rules/proposed.shtml>」)の中の「最善の利益規制/Regulation Best Interest」案(全407ページ)…「<https://www.sec.gov/rules/proposed/2018/34-83062.pdf>」。

③2018年4月18日付SECルール案(一覧…「<https://www.sec.gov/rules/proposed.shtml>」)の中の「Form CRS Relationship Summary ; Amendments to Form ADV; Required Disclosures in Retail Communications and Restrictions on the use of Certain Names or Titles」…「<https://www.sec.gov/rules/proposed/2018/34-83063.pdf>」、 「Appendix B: Instructions to Form CRS」…「<https://www.sec.gov/rules/proposed/2018/34-83063-appendix-b.pdf>」、

2018年4月30日にSECの投資管理部門/Investment Management Divisionトップであるダリア・ブラス/Dalia Blass氏が話した言葉は2018年5月1日付バロンズ「SEC's Blass Tackles Standard of Conduct Questions」

…「<https://www.barrons.com/articles/secs-blass-tackles-standard-of-conduct-questions-1525204039>」及び2018年5月4日付米インベストメント・ニュース誌「Fiduciary advocates disagree SEC advice rule harmonizes standards」…

「<http://www.investmentnews.com/article/20180504/FREE/180509946/fiduciary-advocates-disagree-sec-advice-rule-harmonizes-standards>」。

④2018年4月18日付SECルール案(一覧…「<https://www.sec.gov/rules/proposed.shtml>」)の中の「登録投資アドバイザー/RIAと登録ブローカー・ディーラーの違いを個人投資家に示す書類」…「<https://www.sec.gov/rules/proposed/2018/34-83063.pdf>」。

⑤SECの「やさしい言葉のハンドブック: わかりやすいSECディスクロージャー文書の作り方/A Plain English Handbook: How to Create Clear SEC Disclosure Documents」(全77ページ)

…「<https://www.sec.gov/reportspubs/investor-publications/newsextrahandbookhtm.html>」。

⑥2018年4月20日付ブルームバーグ「The SEC's New Advice Rule Does Brokers a Huge Favor」…

「<https://www.bloomberg.com/gadfly/articles/2018-04-20/sec-investment-advice-rule-does-brokers-a-huge-favor>」、

2018年4月23日付ブルームバーグ「The SEC Wants Wall Street to Treat Clients Better. What's at Stake?」  
～ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-04-23/sec-wants-wall-street-to-treat-client-s-better-what-s-at-stake> )。

⑦IAA/米投資顧問業協会「Evolution Revolution 2017」…「<https://www.investmentadviser.org/publications/evolution-revolution>」、2016年9月7日付米インベストメント・ニュース誌「Do retainers beat AUM-based fees under fiduciary rule?」…

「<http://www.investmentnews.com/article/20160907/FREE/160909965/do-retainers-beat-aum-based-fees-under-fiduciary-rule>」、2017年1月11日付SEC

「Investment Company Act of 1940— Section 22(d) Capital Group」-「broker to charge a commission to effect transactions in Clean Shares」…「<https://www.sec.gov/divisions/investment/noaction/2017/capital-group-011117-22d.htm>」、米アメリカン・

ファンズのF3シェア/Class F-3 sharesの例として2018年4月末現在純資産が98億<sup>ドル</sup>/約1兆円とF3シェア最大の「EuroPacific Growth Fund Prospectus」…「[https://www.americanfunds.com/individual/pdf/shareholder/mfgeprx-016\\_eupacp.pdf](https://www.americanfunds.com/individual/pdf/shareholder/mfgeprx-016_eupacp.pdf)」。

⑧2017年1月23日付米国法律事務所 Perkins Coie/パーキンス・コーイー

…「<https://www.perkinscoie.com/en/news-insights/sec-staff-allows-brokers-to-set-fund-commissions-with-clean.html>」、

2017年1月13日付米インベストメント・ニュース誌「American Funds gets SEC approval for clean shares」…

「<http://www.investmentnews.com/article/20170113/FREE/170119955/american-funds-gets-sec-approval-for-clean-shares>」、

2018年3月14日付米国モーニングスター・レクンターラー・レポート/Rekenthaler Report「Revenue Share: The Fund Industry's Dinosaur」…「<http://www.morningstar.com/articles/855284/revenue-share-the-fund-industrys-dinosaur.htm>、バックナンバー…

<http://www.morningstar.com/articles/collection/7-rekenthaler-report.aspx>」。

⑨FINRAとSIFMAは月刊「投資信託事情」2015年12月号「投資アドバイザーに対するフィデューシャリー・デューティー(FD)強化はグローバルなトレンド!～米国や英国、カナダやオーストラリア等のFD最新事情と各国ファンドのチャンネル別フロー～」…「<https://www.am.mufg.jp/text/kam151228.pdf>」、米国商工会議所は2017年6月5日付日本版ISAの道

その184「米労働省フィデューシャリー・デューティー/受託者責任ルール(DOLルール)が実施へ! 今後の展開は?DOLルール向け投信のクリーン・シェアとTシェア!!」…「[http://www.am-mufg.jp/text/oshirase\\_170605.pdf](http://www.am-mufg.jp/text/oshirase_170605.pdf)」、IRI/Insured Retirement Institute/米保険退職協会の2017年7月調査…「[https://www.myirionline.org/docs/default-source/advocacy-files/insured-retirement-institute-comment-letter---dol-rfi-on-fiduciary-rule-\(8-7-17\).pdf?status=Temp&sfvrsn=0.16649628359386193](https://www.myirionline.org/docs/default-source/advocacy-files/insured-retirement-institute-comment-letter---dol-rfi-on-fiduciary-rule-(8-7-17).pdf?status=Temp&sfvrsn=0.16649628359386193)」。

⑩2018年2月17日付バロンズ「The Latest Casualty in the ETF Fee War—Objective Advice」…「<https://www.barrons.com/articles/the-latest-casualty-in-the-etf-fee-warobjective-advice-1518840543>」、2018年5月2日付米インベストメント・ニュース誌「6 big questions about the SEC advice rule」…「<http://www.investmentnews.com/article/20180502/FREE/180509976/6-big-questions-about-the-sec-advice-rule>」。

⑪2017年6月19日付日本版ISAの道 その186「クリーン・シェア投信は既に世界で拡大中!~米国フィデューシャリー・デューティー/受託者責任ルール向け投信のクリーン・シェア投信、米国に先行する英国やオランダ、インド等のクリーン・シェア投信を見る~」…「[http://www.am-mufg.jp/text/oshirase\\_170619.pdf](http://www.am-mufg.jp/text/oshirase_170619.pdf)」、2017年7月31日付日本版ISAの道 その190「フランス版ISA・PEAがありマイナス金利で日本より先行している投信大国フランスの最新動向~英国で人気のクリーン・シェアはフランスでは不人気で、PEA適格投信が人気急増~」…「[https://www.am-mufg.jp/text/oshirase\\_170731.pdf](https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_170731.pdf)」、2017年11月27日付日本版ISAの道 その205「NISAが範とする英国ISAは過去最大81兆円まで拡大! 英国家計金融資産は間接保有を含めると株式・投信比率41%と日本の倍!! 投信はクリーン・シェアが拡大!!!」…「[https://www.am-mufg.jp/text/oshirase\\_171127.pdf](https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_171127.pdf)」。

⑫2017年12月25日付日本版ISAの道 その209「2018年1月3日からMiFID II(ミフィッド・ツー)が始まる! 欧州ではクリスマス返上も!! PRIIPs、PSD2、RDRも含め理解~PSD2によりオープンAPIでフィンテック拡大、データアグリゲーション型ロボアドやビットコイン活用デジタル・バンクも~」…「[https://www.am-mufg.jp/text/oshirase\\_171225.pdf](https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_171225.pdf)」、IOSCOの関連レポートについては2017年6月19日付「Final Report on Order Routing Incentives」~「<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD564.pdf>」。

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おりませんので、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、販売会社よりお渡し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。