

## 米国で証券会社の投信・保険販売やアドバイザー・ビジネスが大きく変化！ 独立アドバイザーとリージョナル・ブローカー・ディーラーの時代！！

三菱UFJ国際投信株式会社 チーフファンドアナリスト 松尾 健治

- 米国で証券会社の投信・保険販売やアドバイザー・ビジネスが大きく変化している。労働省 / DOL のフィデューシャリー・デューティー・ルール(以下、DOLルール)の影響で、フィデューシャリー・デューティーが既にかかっている登録投資アドバイザー / RIA のビジネスは堅調が続くものの、それ以外はこれまで不調な時もあった。だが、それもおさまり、RIA 以外、特にリージョナル・ブローカー・ディーラー(地方発の証券会社)のビジネスは堅調となっている。
- RIA 法人に属するアドバイザー数は4年連続増加で直近2年は二桁の伸びだ。ワイヤハウス / 4大証券会社(フルサービス大手証券会社)から独立してRIA 法人へ移籍するほか、ワイヤハウスから独立して投信・保険販売をする独立ブローカー・ディーラー / IBD へ移籍する例も見られる。ただ、IBD のアドバイザー数はここ数年、減少傾向にある。これもまたDOLルールで競合他社から経験豊かなアドバイザーを高い報酬で引き抜くことが控えられている影響がある。
- アドバイザーを失うワイヤハウスもその対策に怠りはない。メリルリンチはアドバイザーの社内育成や小口のメリル・エッジに力を入れており、ウェルズ・ファーゴはアドバイザーの条件を良くするべくIBD 子会社を作って対応しており、モルガン・スタンレーとUBSは訴訟もしながらアドバイザーの退職を食い止めようとしている。
- ワイヤハウス等からの移籍先として、リージョナル・ブローカー・ディーラーの存在が大きくなっている。エドワード・ジョーンズが良く知られているが、レイモンド・ジェームズも有名だ。旧来の社内外務員や歩合報酬率の高い社内外務員に加え、社外ハイブリッドや社外RIA 等も用意、アドバイザーの自由度を高めることでアドバイザーに好評となっている。さらにベンジャミン F. エドワーズである。設立10年の新興企業だが、実は130年の歴史を持つが今はなきAG エドワーズの末裔の会社である。ここは今、RIA から移籍するアドバイザー(第二世代RIA)の獲得をめざす。
- 米国投資フルサービス顧客満足度調査で3年連続1位のチャールズ・シュワブは元々ディスカウント・ブローカーだが、早くからアドバイザーに注目しており、1987年にアドバイザーのバックオフィス業務を行うRIA カストディアン・ビジネスを始めており、今やRIA カストディアン最大手である。だが、そんなチャールズ・シュワブも、RIA から移籍するアドバイザー(第二世代RIA)が増えており、さらに、これまで名声を受けてきた「最善の利益」にも疑問視がなされている。DOLルールを継ぐ米SEC / 証券取引委員会フィデューシャリー・デューティー・ルール(以下、SECルール)が策定される中、チャールズ・シュワブはさらなる進化が期待される所である。
- このように、米国で証券会社の投信・保険販売やアドバイザー・ビジネスが大きく変化している。日本の証券会社の投信・保険販売やアドバイザー・ビジネス関係者も、今後の参考になることがかなり多いと思われる。米国のアドバイザー・ビジネスに対する規制、SECルールなどを含め、米国の最新動向をしっかり見ていきたい。

### 米国で証券会社の投信・保険販売や アドバイザー・ビジネスが大きく変化！

米国で証券会社の投信・保険販売やアドバイザー・ビジネスが大きく変化している。米労働省 / DOL のフィデューシャリー・デューティー・ルール(以下、DOLルール、後述※1参照)の影響で、フィデューシャリー・デューティーが既にかかっている登録投資アドバイザー / RIA のビジネスは堅調が続くものの、それ以外はこれまで不調な時もあった。だが、それもおさまり、RIA 以外、特にリージョナル・ブローカー・ディーラー(地方発

の証券会社)のビジネスは堅調となっている。

図表①は米国の投資に関する外務員・アドバイザーの人数である。

### 独立アドバイザーへシフト

図表①において、やや下方にある△付き線が「ワイヤハウス / 4大証券会社(フルサービス大手証券会社)」で、モルガン・スタンレー、メリル・リンチ、ウェルズ・ファーゴ、UBS ウェルスマネジメントUSA の4大証券会社を示している(図表②も参照)。最

新2017年まで3年連続増加であるものの、極めて緩やかな伸びである。その下方にある○付き線が「RIA」であり、最新2017年まで4年連続増加で直近2年は二桁の伸びとなっている。

これはワイヤハウス/4大証券会社(フルサービス大手証券会社)から独立してRIA法人へ移籍するほか、ワイヤ

ウスから独立して投信・保険販売をするブローカー・ディーラー/IBDへ移籍するケースも見られるからである。「伝統的にRIAへの移籍はワイヤハウスから(\*過去3年で年400人超がワイヤハウスから移籍)」(2018年3月23日付インベストメント・ニュース)、「アドバイザーの69%がワイヤハウス等からRIA、もしくは、IBDに転じている」(2018年1月27日付インベストメント・ニュース)と言われている。

RIAについては後述するとして、まずIBDである。LPLファイナンシャルやレイモンド・ジェームズ、アメリプライズ・ファイナンシャルが「ビッグスリー」と言われているが、独立するアドバイザーをプロダクツ等で支援する会社である(図表②、後述※3、※4参照)。「メリル・リンチで残り10億ドルを持つチームが退社、独立アドバイザーの会社を設立した。アドバイザーの人材や顧客資産が、ウォール街から独立アドバイザーへシフトしていることが改めて浮き彫りとなった。顧客の大半は投資管理に加え、相続計画などのサービスを受け

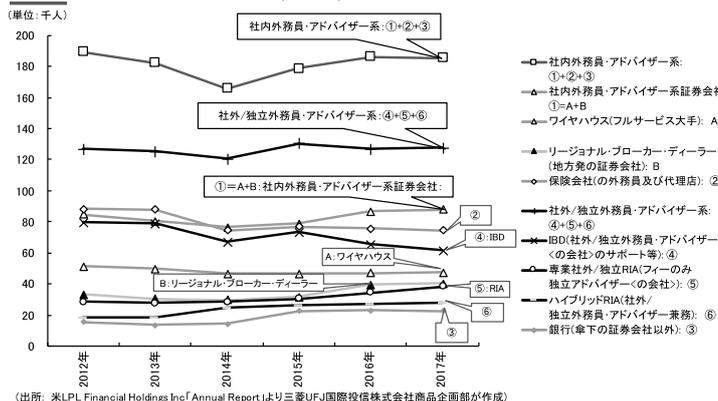
る富裕層だとしている。セルリー・アソシエイツによると、2020年までには独立アドバイザーの資産がメリルリンチやモルガン・スタンレー、UBSなどメジャーなブローカレッジ合計を超えるの見込まれている」(2018年3月26日付WSJ)、「2017年、IBDのビッグスリーはワイヤハウスからアドバイザーの118チームを採用した。これは2016年の+42%増である。残り残高で279億ドルで、これは2016年の+23%増である」(2018年1月27日付インベストメント・ニュース)と報じられている。

ただ図表①において、IBDは×付き線で、減少傾向にある。これは、ワイヤハウスからIBDへ既に移籍した後の期間を見ているため大きい。後述する通り、リージョナル・ブローカー・ディーラー(地方発の証券会社)への移籍も原因である。

### ワイヤハウスのメリルリンチはアドバイザーの社内育成や小口に力を入れる

ワイヤハウスは、DOLルールによってアドバイザーを失う面もある。DOLルールは2017年6月9日から基本条項が実施されており、その「(1)最善の利益による投資アド

図表① 米国の投資に関する外務員・アドバイザーの人数 2012年~2017年



図表② 主な米国のブローカー・アドバイザー 証券会社/ブローカー・ディーラーの登録証券外務員/レップ、登録投資アドバイザー/RIA、ハイブリッドRIA(レップとRIA兼任)。 2017年末現在

種類	社名	人数 (単位:千人)	備考
ワイヤハウス/4大証券会社(フルサービス大手証券会社)系	モルガン・スタンレー / Morgan Stanley Private Wealth Management	15,712人	1924年設立のモルガン・スタンレーが2012年にスミス・バーニー(Smith Barney)1938年設立、ラップを初めて導入した1904年設立のE.F.ハットン(E.F. Hutton)と1993年に合併を完了。2008年にモルガン・スタンレーは銀行持ち株会社。 2017年デューク・カスターマー・サービス・レーティングのInvestmentsで1位(全産業17位)
	メリル・リンチ・ウェルス・マネジメント / Merrill Lynch Wealth Management	14,953人	1928年設立のバンク・オブ・アメリカメリルバンク(BofA)が2008年にメリル・リンチ(Merrill Lynch)1914年設立を買収。25万+の投資に対応(25万以下はメリル・エッジ)。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852ポイントの5位(2017年818ポイントの9位)→2016年809ポイントの6位→2015年804ポイントの7位)
	メリル・エッジ / Merrill Edge	3,700人	BofAは2010年にデューク・カスターマー・サービス・レーティングのInvestmentsでブローカレッジ銀行サービスのメリル・エッジ(Merrill Edge)を設立。5万+、25万+の投資に対応(現在240万口座で残高1850億*)。ロボアドも使うが、やはり人間である。BofA全4584支店中、約2200所にレップが3700人いる(含むコールセンター)。BofAは2018年末までにレップを300人増やし4000人とし、2年で2800万所にレップを配置する計画(2018年3月29日発表)
	ウェルズ・ファーゴ・アドバイザーズ / Wells Fargo Advisors	14,544人	1852年設立のカリフォルニアの銀行であるウェルズ・ファーゴ(Wells Fargo)が2008年にワコビア(Wachovia)1879年設立を買収。ワコビアは2001年にファースト・ユニオン(First Union)1908年設立、2007年にAGエドワーズ(A.G. Edwards)1887年設立を買収。IBDのフィデリティNetを持つ。
	UBSウェルズ・マネジメント USA / UBS Wealth Management USA	6,822人	1862年設立のスイス銀行が1998年にUBSとなり、UBSが2000年にペイン・ウェバー(Paine Webber)1881年設立を買収。UBSペイン・ウェバー(UBS Paine Webber)。2003年に現在の名前に。2017年にブローカー採用に関する協定書から撤退(下記参照)。
銀行系 (ワイヤハウスを除く)	J.P.モルガン証券 / J.P. Morgan Securities	2,209人	1871年設立のJ.P.モルガン(1799年マサチューセッツ・カンパニー、1848年にケム・バンク設立)が2008年にベア・スターンズ(Bear Stearns)1923年設立を買収。
	エドワード・ジェームズ / Edward Jones	16,095人	1922年にエドワード D. ジョーンズ・シニア(Edward D. Jones Sr)が設立。2017年末現在支店が13,499支店(全米最大)で16,095人(全米1位)。「全米トップ」に選ばれる。2018年J.D.パワー米国投資フルサービス顧客満足度調査で866ポイントの2位(2017年833ポイントの3位)→2016年822ポイントの2位→2015年812ポイントの1位)。2017年デューク・カスターマー・サービス・レーティングのInvestmentsで4位(全産業67位)。
リージョナル・ブローカー・ディーラー(地方発の証券会社)系	レイモンド・ジェームズ / Raymond James	7,500人	1963年にレイモンド・アッシュワースとジェームズ・インベストメントが合併して設立。IBDでもある(従来の社内外務員、多歩報酬率の高い社内外務員、社外ハイブリッド、社外RIA等からなる)。
	ベンジャミン F. エドワーズ / Benjamin F. Edwards	251人	1887年設立のAGエドワーズ(A.G. Edwards)の創設者AGエドワーズの没後(子と孫)であるベンジャミン F. エドワーズ(4代目) Benjamin F. "Ted" Edwards IVがAGエドワーズのワコビア(Wachovia)への吸収を契機に2008年に設立。
IBD / 独立ブローカー・ディーラー(社外・独立外務員・アドバイザーの会社のサポート等)系	LPLファイナンシャル / LPL Financial	15,210人	1989年にリソース・ワン(Lisco)1968年設立)とプライベート・レジャー(Private Ledger)1973年設立)が合併して設立。2008年にRIAカストディアン参加。現在、IBD最大でハイブリッドRIA最大だが、RIAカストディアンは小さい(シエラ・ポイント・インスティテュショナルが最大)。
	レイモンド・ジェームズ / Raymond James	7,500人	リージョナル・ブローカー・ディーラー一歩参照。
ディスカウント・ブローカー/RIAカストディアン(専業社外)独立RIA(の会社)系	アメリプライズ・ファイナンシャル / Ameriprise Financial	10,000人	1894年にジョン・タッパン(John Tappan)氏が創立。2017年デューク・カスターマー・サービス・レーティングのInvestmentsで1位(全産業10位)。
	ウェルズ・ファーゴ・ファイナンシャル・ネットワーク / Wells Fargo Advisors Financial Network	1,323人	ワイヤハウス一歩参照。現在、2~3年契約で多歩報酬率85%(1年目)及び90%(その後)。
	TDアメリトレード・インスティテュショナル / TD Ameritrade Institutional	5,000人	1983年設立のアメリトレードクリアリング(Ameritrade Clearing)ディスカウント・ブローカー→2006年にカナダのトロント・ドミニオン銀行(Toronto-Dominion Bank)傘下のTDウォーターハウスUSA/TD Waterhouse USA(資産運用部門)を買収、オンライン専業だったアメリトレードが100店舗以上の支店を獲得。RIAとのネットワークを構築した。現在、RIAカストディアン2位。押付はRIAカストディアンで最大となっている。
	フィデリティ・カストディアン & クリアリング / Fidelity Custody & Clearing	3,000人	1946年設立のFidelity Management and Research(信託会社)等からなるFidelity Investmentsが設立。フィデリティ・カストディアン・クリアリングは、1978年設立のFidelity Brokerage/ディスクカウント・ブローカー。1983年設立のNational Financial Servicesグループが1977年にStrategic Advisors(投資顧問会社)と提携。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851ポイントの6位(2017年835ポイントの2位)→2016年822ポイントの3位→2015年812ポイントの1位)。
パーシング・アドバイザー・ソリューションズ / Pershing Advisor Solutions	530人	1184年設立(米版)のパーシング・アドバイザー(Pershing)1939年設立を買収。1977年にDLJ(Donaldson, Lufkin & Jenrette)1959年設立がパーシングを買収。2000年にタデリス・インスティテュショナルがDLJを買収。2003年にBNYパーシングを買収。BNYは2007年にメリル・リンチ・ウェルズ・マネジメントと合併。BNYメリル・リンチ・ウェルズ・マネジメントとなった。	

※1:ブローカー採用に関する協定書(protocol for broker recruiting...)。2004年に出来た協定で、アドバイザーが移籍しても訴えられないもので現在160社超のブローカー・ディーラーが加盟。(出所:各社ホームページ、investments, ThinkAdvisor等より三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

バイス、(2)リーズナブルな報酬を超えないこと、(3)ミスリードする言葉を使わないようにすること」の(2)により、採用時ボーナス等(年間収益の3倍超で数百万ドル)を支払い競合他社から経験豊かなアドバイザーを引き抜くことなどを抑えている。

そこで、ワイヤハウスは、それまで引き抜きに充てていた巨額の資金の大半を人材のつなぎ留め、さらにアドバイザーの社内育成に振り向けるなどに充てている。「メリルリンチの約15万人のアドバイザーの22%以上を退職プランの『フィデューシャリー・アドバイザー(\*DOLルールに対応できる高レベルのアドバイザー)』にする。2017年3月以来増やして3000人以上にまで膨らんだ。それまで2~300人しか年金プランのアドバイザーができるフィデューシャリー・アドバイザーと認めていなかった。3つの内部資格のどれかを必要とするが、研修が必要なほか、(退職)プランの一定以上の顧客を必要とする」(2017年11月8日付インベストメント・ニュース)という対応である。

メリル・リンチはまた小口ビジネスにも力を入れる。大口はメリル・リンチ・ウェルス・マネジメント、小口は2010年に設立されたメリル・エッジである。メリル・エッジはメリル・リンチ・ウェルスマネジメントが対応していない小口(25万ドル以下)の投資に対応しているのだ。現在、預り資産が1850億ドルで240万口座にまで拡大している。オンライン・ブローカレッジ・プラットフォーム(セルフ・ダイレクト・ブローカレッジと銀行サービス)として設立されたが、その鍵は人間のアドバイザーにある。バンカメ全4584支店中、約2200ヵ所(含むコールセンター)において「ファイナンシャル・ソリューション・アドバイザー」と呼ばれるレップが3700人、投資家等の対応をしており、2018年末までに300人増やし、その後2年で4000人、2800ヵ所に配置する計画である(2018年3月29日発表)。「メリル・エッジのアドバイザー(レップ)はRIAとしてのトレーニング・プログラムを受けているが、若いので給料は安い。経験豊かなアドバイザーを採用するための巨額な報酬も無く、安いアドバイザーを増やし続けることができる。このような銀行の支店でのレップによる投資家等の対応は、バンカーとアドバイザーの全く異なる文化を結び付けることに成功した。銀行の各支店で小口の預金集めをする(伝統的な)バンカー業務と(今後のビジネスである)フィー・ベース・アドバイス・アプローチが調和している」(2018年4月3日付米RIABiz)と言われている。ただ、若いアドバイザーが経験豊かなアドバイザーになった時に新たな課題が生まれそうである。

ワイヤハウスのウェルズ・ファーゴは、他のワイヤハウスと異なり、アドバイザーの条件を良くするべくIBD子会社を作り対

応している。同社は社外/独立外務員・アドバイザー(IC/独立自営業)チャネルのFiNet/ファイネットを作ってアドバイザーの受け皿としている。ファイネットでは2~3年契約で歩合報酬率85%(1年目)及び90%(その後)にもなる。「メリルリンチで2億ドルの預り資産を持つアドバイザーがファイネットを利用するアドバイザー会社に移籍」(2018年1月24日付インベストメント・ニュース)、「メリル・リンチで預り残高4億ドルを持つ3人の登録証券外務員/レップ/RepsとJ.P.モルガン証券で預り残高1億1100万ドルを持つレップがファイネットで独立する」(2018年3月23日付インベストメント・ニュース)などと報じられている通り、ウェルズ・ファーゴ自身のアドバイザーの受け皿というより、他のワイヤハウスのアドバイザーの受け皿となっているようでもある。

### ワイヤハウスのモルガン・スタンレーとUBSは訴訟も

アドバイザーの移籍が続くワイヤハウスの中には移籍を訴訟に訴える例も出ている。モルガン・スタンレーとUBSウェルスマネジメントUSAは「ブローカー採用に関する協定書」から脱退した(各々2017年10月30日と2017年11月末に発表)。この協定書は2004年にできたもので、アドバイザーが競合会社に移籍しても訴えられないものであり、現在1700社近くが加盟している。この協定書からの脱退はアドバイザーの移籍を訴える可能性を示すもので、実際、モルガン・スタンレーは訴訟している。

ただし、「協定書脱退でモルガン・スタンレーの退職は減った。しかし協定書脱退でアドバイザーはIDBに向かうことを検討するようになった」(2018年1月27日付インベストメント・ニュース)、「UBSが脱退を決めた2017年11月の終わりから、UBSは5社のアドバイザーを迎え入れ19億ドルの預かり資産を増やしたものの、14社のアドバイザーを失い43億ドルの預かり資産を減らし、ネットで24億ドルの預かり資産を失った。皮肉にも、移籍を止めるべく脱退したのに、移籍は加速した」(2018年3月15日付インベストメント・ニュース)、「アドバイザーを対象にしたフィデリティの調査によると、長期的に、協定書脱退に引き留め効果があると考えるアドバイザーは10人中3人のみで、協定書を脱退しない方が魅力はあると半分以上のアドバイザーは考えている」(2018年3月21日付インベストメント・ニュース)と報じられている。

### リージョナル・ブローカー・ディーラーの存在が大きくなっている

リージョナル・ブローカー・ディーラー(地方発の証券会社)の存在が大きくなっている。先の図表①において、下から4つ

目の▲付き線がリージョナル・ブローカー・ディーラーで、最新2017年まで3年連続増加で2016年は+25%の伸びを示している。エドワード・ジョーンズが有名である。「エドワード・ジョーンズは現在、ライバルが地歩を固めている都市への攻勢を強める計画を立てており、同業大手から経験豊かなアドバイザーを呼び込もうとしている。今年約700人のブローカーを採用、今年末までにさらに最大200人のアドバイザーを採用、その場合、アドバイザーの数は6%増の約1万6000人という。DOLルールもあり、現在、メリルリンチとモルガン・スタンレーとUBSは、ここ数四半期、数百万ドルのボーナスを支払ってライバルからブローカーを引き抜くことを控えている。ライバルのこうした動きを受けて、エドワード・ジョーンズは数百万ドルをつぎ込まなくてもバンクオブアメリカ・メリルリンチなどから人材を集めることができるようになった」(2017年10月16日付WSJ)とされている。

リージョナル・ブローカー・ディーラー2位のレイモンド・ジェームズも好調そうだ。「ウェルズ・ファargo・アドバイザーズで1億7000万ドルの預り資産を持つレップのヘメオン氏がレイモンド・ジェームズの社内レップになった。ヘメオン氏はフォーブス『米国トップ次世代ウェルズ・アドバイザーズ』にも出ていた人物である」(2018年3月21日付インベストメント・ニュース)と報じられている。同社はアドバイザーを2017年9月期に+200人増の7346人(過去最多)にしている(2017年10月26日付インベストメント・ニュース誌)。旧来の社内外務員や歩合報酬率の高い社内外務員に加え、社外ハイブリッドや社外RIA等も用意、アドバイザーの自由度を高めアドバイザーに好評となっている。

リージョナル・ブローカー・ディーラーとして今は小さいが、ベンジャミン F.エドワーズが絶好調である。2008年に設立され、設立後僅か2年で全米6州・10支店とし、設立後10年で全米27州・68支店とし、預り資産230億ドル以上である。同社は新興だが、業務内容は支店での伝統的なウェルズ・マネジメント・モデルである。何しろ同社を設立した会長兼CEOのベンジャミン F.”タッド”エドワーズ4世(現在62歳)は、1887年(明治20年)設立と、130年の歴史を持つAGエドワーズの創設者AGエドワーズ氏の末裔、玄孫なのである。歴史あるAGエドワーズは2007年10月にワコビア証券に吸収され、ワコビア証券

が2008年12月にウェルズ・ファargoに吸収され、今やワイヤハウスとなっている。ベンジャミン F.”タッド”エドワーズ4世はワコビア証券による吸収を受けた2008年に去り、ベンジャミン F.エドワーズを設立した。同社は今、RIAから移籍するアドバイザー(第二世代RIA)の獲得をめざす。

ベンジャミン F.エドワーズのような会社のほか、IBDから離れて、リージョナル・ブローカー・ディーラーとなる会社もある。「預り資産が一任約94億9000万ドル、非一任2740万ドル、全米38州に568人のアドバイザーを持つメガ・ハイブリッド RIA 法人がIBD/ 独立ブローカー・ディーラー最大のLPLファイナンシャルを去ることを計画している。米フロリダ州のインディペンデント・ファイナンシャル・パートナーズ社はブローカー・ディーラーを設立するという」(2018年4月6日付インベストメント・ニュース)。

ただリージョナル・ブローカー・ディーラーも伸びる一方ではない。「エドワード・ジョーンズの預り資産1億8500万ドルを持つチームがアメリプライズ・ファイナンシャルのフランチャイズ・チャンネルに入った」(2018年4月4日付インベストメント・ニュース)と報じられており、IBDへの移籍も見られる。先述通り、IBDは不調だが、アメリプライズ・ファイナンシャルは「2017年テムキン・カスタマー・サービス・レーティングの投資関連で1位(全産業10位)の会社である。しかしエドワード・ジョーンズも「2017年テムキン

図表③ 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	ポイント				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	835	2	チャールズ・シュワブ/ Charles Schwab	71	3	60
3	シュティフェル・ニコラウス / Stifel, Nicolaus	865	6	826	3	バンガード/ Vanguard	69	5	58
4	RBCウェルズ・マネジメント / RBC Wealth Management	863	4	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・ウェルズ・マネジメント / Merrill Lynch Wealth Management	857	9	815	5	エドワーズ・ジョーンズ/ Edward Jones	66	-	-
6	フィデリティ・インベストメントズ/ Fidelity Investments *2017年2位、2016年3位、2015年1位(2社)。	851	2	835	6	TDアメリトレード/ 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 / UBS Financial Services	851	7	827	8	フィデリティ・インベストメントズ/ 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argo・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	60	7	50
11	チェース / Chase	838	14	807	12	*TDアメリトレード/ TD Ameritrade傘下 メリル・リンチ・ウェルズ・マネジメント	59	4	58
12	アメリプライズ・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ウェルズ・マネジメント / PNC Wealth Management	824	12	810					
15	モルガン・スタンレー・ウェルズ・マネジメント / Morgan Stanley Wealth Management	821	16	801					
16	ウェルズ・ファargo・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)

・カスタマー・サービス・レーティング」4位(全産業67位)であり、「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2位となっている(\*LPLファイナンシャルは7位、アメプライズ・ファイナンシャルは12位)。リージョナル・ブローカー・ディーラーやIBDなど業態にはあまり関係無く、より良い会社への移籍が恒常的に行われているようである(図表③参照)。

### 顧客満足度調査3年連続1位のシュワブの アドバイザー・ビジネスへの道

「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)で3年連続1位となったのがチャールズ・シュワブである。J.D.パワーは推定30兆<sup>ドル</sup>と言われる巨額財産を相続したミレニアム世代(1982~1994年生まれ)について「金融サービス業界はミレニアム世代投資家への解決策を、巨額デジタル&モバイル投資という考えに執着してきた。だが、我々のリサーチでは、デジタルはその会社を選択されやすくして満足度は増やすものの、ミレニアル世代もまたアドバイザーとの頻繁なコミュニケーションがはるかに大きい存在である」と言っている。なお、「2017年テムキン・カスタマー・サービス・レーティング」(2018年3月20日発表)の投資関連でもチャールズ・シュワブは2位(全産業18位)だった。

チャールズ・シュワブはチャールズ R・シュワブ現会長(現在80歳)が1971年に設立した会社だが、1975年5月1日のウォール街「メーデー」にSECがそれまで固定だったブローカレッジ・コミッションを自由化し、同社は1977年からディスカウント・ブローカーとなって拡大し、ディスカウント・ブローカー最大手となった。ただ、1982年にE\*トレード、1983年にアメリトレード・クリアリング(現TDアメリトレード)などが追随。そこでチャールズ・シュワブは投資情報を付加価値としたことで1984年までビジネスは拡大することとなった。その後は、1984年から大きく拡大していたミューチュアルファンドに注目、1984年に「ミューチュアルファンド・マーケットプレイス」を始め、1992年に「ミューチュアルファンド・ワンソース」を始めたのである。「ワンソース」は販売・解約手数料無しで200本以上のミューチュアルファンドを取引できるようにしたものである。チャールズ・シュワブは投信会社から12b-1手数料(日本の投信にある信託報酬・代行手数料に近い)もしくはレベニュー・シェアリング等ももらう。そしてアドバイザーに注目した。チャールズ・シュワブは投資家スタイルを独立型(意思決定を自ら行い、アドバイスは不要)、認証型(継続的なアドバイスが必要)、一任型(アドバイス不要ですべてお任せ)に分けた(チャールズ R・シュワブ著書)。ディスカウント・ブローカーとし

ての主要顧客は独立型だが、これが全体の2割程度に過ぎず、認証型が拡大していたことを知る。そこで1987年にRIAカスタディアンを始めたのだ(図表②参照)。アドバイザーに代わり、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。これが大きく拡大し、現在ではRIAカスタディアン最大手となっている(2016年末のRIA法人数7100社、図表②参照)。

同じディスカウント・ブローカーのTDアメリトレードは2006年にカナダのトロント・ドミニオン銀行傘下のTDウォーターハウスUSA(資産運用部門)を買収したことで、100店舗以上の支店を獲得することができ、RIAカスタディアンに力を入れた。現在、RIAカスタディアン2位、RIA法人の新規増加数ではチャールズ・シュワブを上回っている(図表②参照)。一方、ディスカウント・ブローカーのE\*トレードは2000年代に銀行業(住宅ローン)に参入、金融危機もあって株価が長く低迷し、最近ではTDアメリトレードなどへの身売り説が強まっている(2018年3月7日・12日付ブルームバーグ)。だが、その中でもE\*トレードは2018年4月9日に中小のRIAカスタディアンである米トラス・カンパニー・オブ・ザ・アメリカ買収を完了しており、RIAカスタディアンへの参入をしようとしている。チャールズ・シュワブのRIAカスタディアン・ビジネスも安泰ではないと言える。

加えて、「伝統的にRIAへの移籍はワイヤハウスからRIAへの移籍だが、今、RIAから移籍するアドバイザー(第二世代RIA)が増えている」(2018年3月23日付インベストメント・ニュースでのベンジャミン F.エドワーズ会長兼CEOの発言)、「ディスカウント・ブローカーのビッグスリー(フィデリティ・インベストメント、チャールズシュワブ、TDアメリトレード)には、客を高いフィーの商品に向かわせて利益を得るアドバイザーがいる。WSJは『例えば、フィデリティのアドバイザーは、預り残高の年0.04%のフィーをもらっているが、客の預り資産のほとんどを多様なタイプのミューチュアルファンドとETFに投資し、年0.10%を受け取っている。何十年の間、ディスカウント・ブローカーはウォール街の大きな利益相反の代替として拡大してきて、『投資家のチャンピオン』、『顧客ファースト』、『最善の利益』と言っているのにもかかわらず』」(2018年1月16日付ブルームバーグ)と言われている。これまで名声を受けてきた「最善の利益」も疑問視されている。DOLルールを継ぐ米SEC/証券取引委員会フィデューシャリー・デューティー・ルール(以下、SECルール、後述※2参照)が策定される中、チャールズ・シュワブはさらなる進化が期待される所である。

このように、米国で証券会社の投信・保険販売やアドバイザー・ビジネスが大きく変化している。日本の証券会社の投信・保険販売やアドバイザー・ビジネス関係者も、今後の参考に

なることがかなり多いと思われる。米国のアドバイザー・ビジネスに対する規制、SECルールなどを含め、米国の最新動向をしっかりと見ていきたい。

※1: 米DOL/ 労働省フィデューシャリー・デューティー・ルール(以下、DOLルール)…米国のブローカー・ディーラー(投信・保険等の販売会社)が退職口座、より正確には資産/AUM5000万ドル未満の小さな退職優遇税制口座(個人退職勘定/IRAや401kなど)に対し投資アドバイス(に準じる行為)をする場合、ブローカー・ディーラー(投信・保険等の販売会社)に対し、登録投資アドバイザー/RIAと同様のフィデューシャリー・デューティーをかけるルールである。

2017年6月9日から基本条項が実施されており、(1)最善の利益による投資アドバイス、(2)リーズナブルな報酬を超えないこと、(3)ミスリードする言葉を使わないようにすることとなっている。2019年7月1日から完全実施となり、厳しいディスクロージャーや集団代表訴訟権利条項などが適用される見込み。

DOLルールは民主党政権時代に策定されたものであり、現在の共和党政権のDOLは、このDOLルールを見直し、できれば、共和党が多数派となっているSEC/米証券取引委員会と共に、退職口座以外にも適用されるフィデューシャリー・デューティー・ルール(以下、DOL・SECルール)の策定をしようとしてきた。

しかし、2018年3月15日に高裁がDOLルールを無効とした。より正確には、第5巡回連邦控訴裁/5th Circuit Court of Appeals(米ルイジアナ州ニューオーリンズ、その管轄はルイ

ジアナ州、ミシシッピ州、テキサス州)の判事がDOLルールを「合理的でない特徴を持つ」、「DOLは規則を交付する権限は無い」などという理由で無効を決めた。DOLが4月30日までに高裁全判事による大法廷での再審理を求めなければ5月7日に決定は発効、2018年6月13日までに最高裁に上訴しなければ、管轄する州の問題など反論はあるが、第5巡回連邦控訴裁の決定通り、DOLルール無効となる可能性はある。

DOLルール無効となると、2019年7月1日からの完全実施はもちろん無くなり、2017年6月9日から実施されている基本条項も無くなる。基本条項実施日前に戻り、フィデューシャリーはERISA/Employee Retirement Income Security Act of 1974/1974年従業員退職所得保障法の下、RIAや退職アドバイザー等に限られ、ブローカー(投信・保険等の販売会社)にフィデューシャリー・デューティーはかからない時に戻る。

前回の月刊「投資信託事情」2018年4月号<Strategic Vistas>「日本のフィデューシャリー・デューティー関係者と債券ファンドマネージャーは特に理解したい米国の投信・投資アドバイザー等規制改革～取り過ぎた投信手数料開示、投信の流動性分類/流動性管理プログラム、フィデューシャリー・スタンダード、MMF規制改革、リスク・リテンション・ルール～」も参照。

※2: 米SEC/証券取引委員会フィデューシャリー・デューティー・ルール(以下、SECルール)…米国の登録投資アドバイザー/RIAやブローカー・ディーラー(投信・保険等の販売会社)が個人に対し投資アドバイス(に準じる行為)をする場合、フィデューシャリー・デューティーをかけるルールである。

2018年4月18日に発表される(2018年4月11日に概略を発表)。SECのクレイトン委員長はその1ヵ月前に「SECルールは早ければ今夏での提案が期待される」(2018年3月19日)と言っていたので予想以上に早い。

SECルールはオバマ前大統領率いる民主党政権が2009年6月17日に出した「金融規制改革: 新たな基盤/Financial Regulatory Reform: A New Foundation」において「SECはブローカーが提供しているアドバイスに対してフィデューシャ

リー・デューティーをRIA同様にかける」とあるものを受けている。2010年7月21日にはオバマ前大統領の署名で「ドッド・フランク法」が成立しており、そこに「SECにブローカー・ディーラーと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・ルールを制定する権限を与える」とある。DOLルールに比べ、かなり緩和されたルールとはなりそうだが、10年越しにSECによるフィデューシャリー・デューティー・ルールができそうである。SECが2018年4月11日に先行して発表した概略は下記3つ。

- ・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
- ・ブローカー・ディーラーが個人顧客に推奨等をする時の行動規範/standard of conduct
- ・投資アドバイザーの行動規範/standard of conductの解釈

2018年4月12日にSECのインベストメント・マジネメント・デピュティ・ディレクターは「主要な目的は、アドバイザーやブローカー・ディーラーから受け取るサービスについての投資家の混乱と透明性の欠如に対処することである」と言っている。民間の専門家は「SECルールは、最終的に、退職口座でアドバイザーの利益よりも顧客の利益を優先するDOLルールに置き換わるだろう。SECルールは、販売手数料/セールス・コミッション等が、ブローカーの推奨に影響しているかどうか、顧客に対して書面で開示することを義務付けそうである。これは販売手数料/セールス・コミッションを徴収する代わりにアセット・ベースでフィーを課している投資アドバイザーにも義務付けると思われる。現在、ブローカーには顧客のゴールとリスク許容度に適合させることが求められているが、SECルールでは、顧客にとって、ゴールが同じになる安いフィーもしくは単純な代替プロダクトがある時、高いフィーのプロダクトを販売する裁量はあまり無くなるだろう。SECの新たな行動規範では、取引困難なREITや変額年金といった複雑性の高い金融商品の販売が制限される可能性がある」(2018年4月12日付WSJ)、「SECはブローカー・ディーラーを規制している1934年証券取引所法の運用で新しく『フィデューシャリー以外の最善の利益』を提案する可能性が高い。これでSECはRIAを規制している1940年投資顧問法のフィデューシャリーの定義等との問題を最小限にできる」(2018年3月27日付インベストメント・ニュース)、「DOLルールから恐ろしく中身を下げたディスクロージャー・ベース・ルールになりそうだ」(2018年4月12日付インベストメント・ニュース)と言っている。

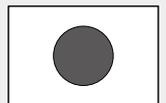
SECルールはSECが策定するため、SECが監督する証券プロダクト(含む変額年金)にフィデューシャリー・デューティーをかけることとなる。ドッド・フランク法で州が監督する保険・年金プロダクト(含む株価指数連動年金)にはフィデューシャリー・デューティーをかけることができない。もっとも、SECができないだけで、州はできる。民主党寄りの州(NY州、ニュージャージー州、マサチューセッツ州、メリーランド州、ネバダ州など)はフィデューシャリー・デューティーを保険・年金プロダクトにかけることに積極的である。

DOLが策定したDOLルールでは退職口座に限られるものの、保険・年金プロダクトにもフィデューシャリー・デューティーをかけることができたため、SECルールはDOLルールより規制する対象が減ることとなる。また、SECが規制する証券プロダクトについても、2018年3月15日にピアースSEC委員が「多様なペイメント・モデル(アドバイスに対する支払い)やサービス・レベルがあることを確認したい」などと言っていたことから、DOLルールより多様性、つまり販売手数料/セールス・コミッション等がかなり認められる可能性が高い。

今後の日程は「SECが2018年4月18日に提案を承認すれば、少なくとも2ヵ月のパブリックコメント/パブコメ期間を経て、このパブコメを考慮したSECルール最終版を作成し、それをSECで採決、承認することとなる。ルール最終版承認までのプロセスは2018年末までに終わることが期待されている」(2018年4月12日付WSJ)となる。

※3: 日本のIFA…日本のIFAは、「米国ではIFAが証券営業の担当者の約4割を占める。かたや日本では17年末時点でわずか3100人強と、証券会社に働く証券外務員の4%にすぎない」(2018年3月8日付日本経済新聞朝刊)、「IFAとは特定の金融機関に属さず、独立した立場から顧客に投資助言を行ったり、運用商品を販売したりする『独立系金融アドバイザー』のこと。知名度はまだ低いものの、最近では金融商品の販売の新たな担い手として金融庁が育成に力を入れ始めるなど、注目を集める存在となりつつある。…(略)…。こうしたIFAという職業は、1980年代から米国で起きた証券リテール(個人向け営業)革命の中で誕生した。次第に資産運用の有力な助言者として認知されるようになり、今や米国では証券会社に属する営業マンに匹敵するほどの数に及んでいる」(2018年3月17日付週刊ダイヤモンド)と言われている。

「金融庁が育成に力を入れ始める」というのは、2017年3月30日に金融庁が発表した「顧客本位の業務運営に関する原則」の定着に向けた取り組みの中にある「販売会社等とは独立した立場でアドバイスする者などに対する顧客のニーズに適切に対応できるよう必要な環境整備」のこと。



2004年4月1日に当時、証券仲介業として解禁された日本のIFAは、証券会社や銀行と業務提携を結び株・債券・投信などの売買の仲介を行う証券仲介業者(現・金融商品仲介業者)となる。これは米国の独立ブローカー・ディーラー/IBDの業務に近い(先述の2018年3月19日付インベストメント・ニュース「アドバイザーが独立することの本当の意味は?」参照)。ただ、米国のIBDは独立RIA/投資顧問業者を兼任する場合も多い。このRIAが米投信の拡大の大きな牽引力となっている。

米国のRIAは日本の「投資運用業」に近い。ただ日本の「投資運用業」には最低資本金5000万円以上などがあり、一般個人や中小企業には参入が極めて困難だ。日本の「投資助言・代理業」であれば最低資本金要件は無く営業保証金500万円の供託義務(有価証券も可)程度で参入は容易である。だが、投資判断は客自身が行うため、投資運用における機動性は無くなる。一方、米国のRIAはブローカー・ディーラーと違い厳しいフィデューシャリー・デューティーは課されるものの、資本要件等は無く一般個人や中小企業の参入は容易である。さらに、米国のRIAはチャールズ・シュワブやフィデリティ、TDアメリトレードなど、RIAカスタディアンが整備されており、より参入が容易となっているのは先に述べてある通り。

日本でも2014年6月10日に「資産形成支援のあり方を考える勉強会」(楽天証券など参加、金融庁がオブザーバー参加)が「個人資産形成の拡大に向けての提言」として「個人向

けアドバイザー制度の創設(上限付個人・小規模投資運用業の解禁)」を進める動きはあった。

その他の日米の違いとして、日本ではIFAが税理士であれば良いが、そうではないと他人のための税務申告などが税理士法でできない。米国では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、損益通算により税額を抑える「タックス・ロス・セリングもしくはタックス・ロス・ハーベスティング」が一般的で、これがIFA(RIA)によるラップやSMA、ロボアドバイザーの大きなメリットとなり、拡大を促している(月刊「投資信託事情」2018年1月号、2016年2月号<Strategic Vistas>参照)。米国でも「Enrolled Agent」という公的税理士資格はあるものの、日本のように税理士に独占的権限を与えていないため、税理士ではないIFAが他人のための税務申告なども可能となっている(月刊「投資信託事情」2014年9月号<Strategic Vistas>参照)。

※4: アドバイザーの独立…2018年3月19日付インベストメント・ニュース「アドバイザーが独立することの本当の意味は？」がわかりやすい。

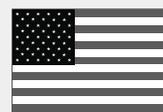
「20年前、『独立すること』は、IBDと業務提携を結び、ペイアウト率/歩合報酬率の高いI.C.の歩合レップとなることを意味した。その後20年が経過、『独立すること』は、ファイナンシャル・アドバイザーが自分のビジネスができるモデル及び構造をどう取り入れていくかとなっている。

1. IBD: BDのRIA/ broker-dealer's RIAとなる。
2. ハイブリッド・アドバイザー: (1) RIA法人を設立しているアドバイザーがBDと業務提携するモデル(\*BDはRIAの監督をFINRA/ 米国金融取引業規制機構/ブローカーの自主規制機関から要求され、BDがビジネスを変えたり柔軟性を奪ったりすること)。(2)他のRIAに包み込まれてブローカー・ディーラー登録もするモデル。
3. RIA(のみ): このモデルがよく『独立すること』と言われている。自身でRIA法人を設立しているアドバイザーがBDと業務提携しないモデルである。

今、我々は非常に多くの選択肢を持つ環境にあるので、最適なモデルを模索することが重要である」。

なお、「ワイヤハウスは客をアドバイザーの財産ではなく、会社の財産と見なしており、IBDは客を会社の財産ではなく、アドバイザーの財産と見なしている。アドバイザーの報酬体

系も転職の要因である。ワイヤハウスのベテランの場合、レベニューの約40%だが、IBDに転じると80%となる。ただ、IBDの場合、オフィスや経費は自己負担となる」(2018年1月27日付インベストメント・ニュース)とも言われている。



どの選択肢が良いかだが、次のような記載がある。「レップが、ブローカレッジ/証券会社という『船』から、RIAのチャネルに飛び込んだ人の方が幸せで利益をあげていることが、米最大のRIAカスタディアンであるシュワブの調査結果『独立アドバイザー2年生の調査結果』に示されている。『93%が独立して幸せ、70%が収入は増えた』と言っている。独立した理由は、『顧客の最善の利益のために働く自由』(94%が非常に重要と回答)、『より個人的なサービスの提供』(同69%)、『自営志向』(同69%)、『ビジネス価値構築の可能性』(同66%)だった」(2018年3月13日付インベストメント・ニュース)。「『ファイナンシャル・アドバイザーにとってベストな働き場所2018』50社はRIA33社(66%)、ハイブリッド14社(28%)、ブローカー・ディーラー3社(6%)」(2018年3月24日付インベストメント・ニュース)。

こうして先に述べた通り、RIAカスタディアン最大手のチャールズ・シュワブが「顧客満足度調査3年連続1位」となっているであろう。