

米国のDOLフィデューシャリー・ルールとSECルールで証券会社の株(利益)は? 雇用は? ~近い将来の日本が見えるかもしれない
ない米国の証券会社株価と米国(DOL)の雇用統計~

商品企画部 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。

米国の DOL フィデューシャリー・ルールと SEC ルールで証券会社の株(利益)は? ~近い将来の日本が見えるかもしれない米国証券会社の株価~

米国で SEC/証券取引委員会がブローカー・ディーラー(投信・保険等の販売会社)に対する利益相反ルールもしくは
はアドバイス・ルール(以下、SEC ルール)を 2018 年 4 月 18 日に提案して、1 カ月以上が経過した(SEC ルールに
ついては後述[参考ホームページ]①参照)。

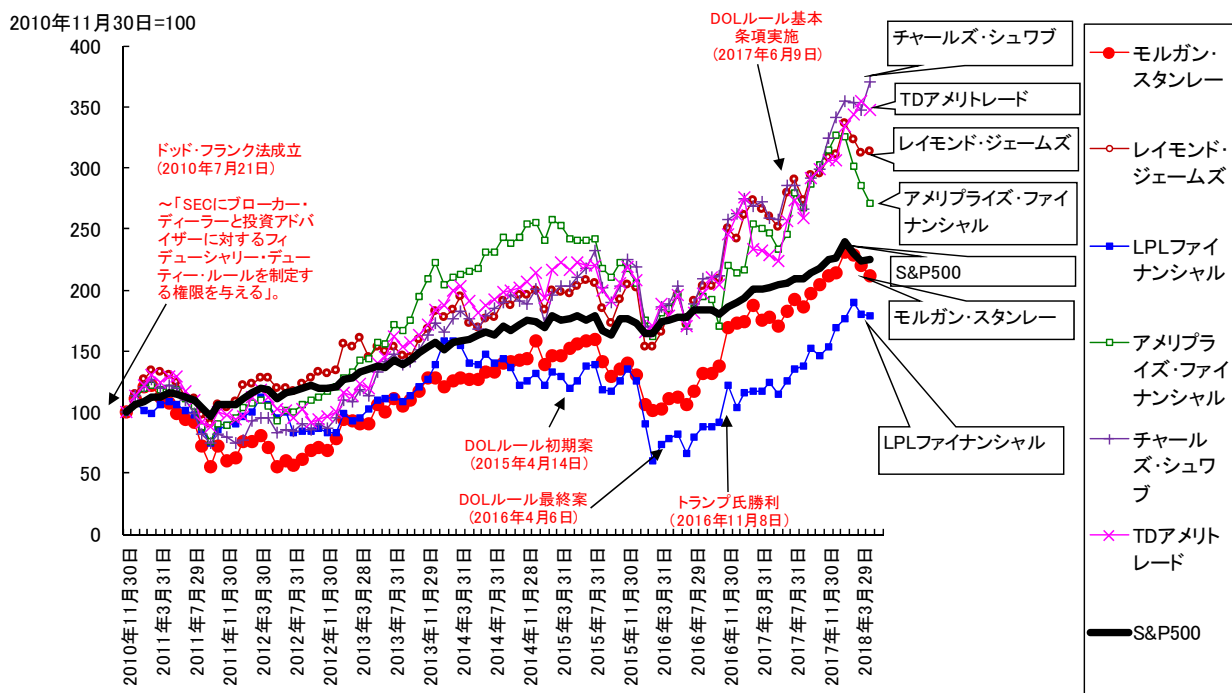
現在は 2018 年 8 月 7 日までのパブリックコメント/パブコメ受付中である。ただ、新しい情報が次々出ている。
SEC 当局者の見解(後述※1 参照)、SEC ルールの前身である DOL ルールのさらなる無効へのステップ(後述※2
参照)、そして、SEC の構成変化(後述※3 参照)などだ。最後の SEC の構成変化については、ボルカー・ルールも
絡んでおり、トランプ大統領にとって米国では大きな関心事で懸案事項となっている(後述※3 参照)。

その中、日本ではボルカー・ルールの情報についてはそれなりにあるものの、SEC ルール関連情報は本当に少ない
(後述※4 参照)。だが、この SEC ルール関連情報は日本のフィデューシャリー・デューティーや証券会社ビジネス
の近い将来を考える上で、とても重要な事である。米国で起きた事がその後の日本において起きた事は枚挙に
暇が無いもの「日本は米国の 10~20 年後れ」と言われる。しかし、かつてと違い規制等がグローバルに連動する
時代で、すぐ米国を追う可能性もある。もちろん、規制等はかなり理解が難しい。そこで、今回は、わかりやすい
米国の証券会社株価と米国(DOL)の雇用統計を見る。



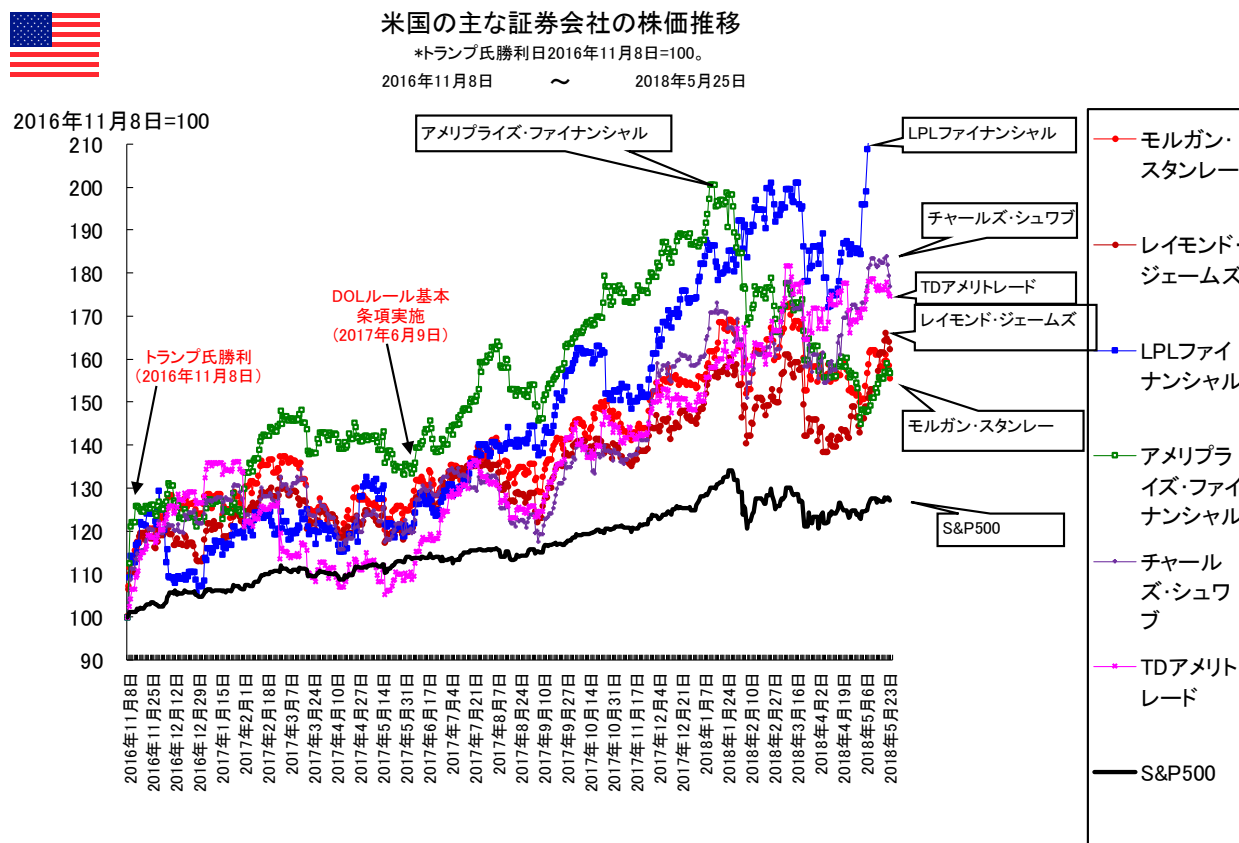
米国の主な証券会社の株価推移

*LPLファイナンシャルの上場(2010年11月18日)の月末2010年11月30日=100。
2010年11月 ~ 2018年4月



(出所: ブルームバーグより三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

まずは米国証券会社の株価である。過去10年にしたかったが、LPLファイナンシャルの上場日2010年11月17日から2018年5月25日までの7年半としている。前頁グラフの2010年11月末からの推移を見ると、チャールズ・シュワブ、TDアメリトレード、レイモンド・ジェームズの順に株価が高い事がわかる。これをもっと短期で、トランプ氏勝利日2016年11月8日からの推移で見ると、LPLファイナンシャル、チャールズ・シュワブ、TDアメリトレード、レイモンド・ジェームズとなる。



(出所: ブルームバーグより三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

トランプ氏勝利日2016年11月8日からの推移で極めて株価が好調なLPLファイナンシャルについては、次頁「主な米国のブローカーとアドバイザー」の「IBD/独立ブローカー・ディーラー系」で番号「10」にある。LPLファイナンシャル株はDOLルールにより大きなダメージを受け、2016年2月12日に過去最安値を更新した。だが、2016年11月8日の大統領選でトランプ氏が勝利、株価は急回復、2018年5月22日には過去安値から+338%(4.4倍)となる過去最高値を付けた。

トランプ氏勝利日からの推移で当初こそLPLファイナンシャルよりも株価が好調だったのに、その後軟調なのが、LPLファイナンシャルと同じIBD大手のアメリカプライズ・ファイナンシャルである。同社は2005年9月30日にアメリカン・エクスプレス(アメックス)からスピノフ(分離・独立)された会社だが、LPLファイナンシャルと同様、DOLルールにより大きなダメージを受け、2016年2月11日に2013年5月3日以来安値を更新した。しかしその後は、LPLファイナンシャルと同様、2016年11月8日の大統領選でのトランプ氏勝利を好感、株価は急回復、2018年1月12日に過去最高値を付けた。

だが、2018年5月3日において、その過去最高値から-27.8%となる2017年7月11日以来安値を付けている。2018年1月25日に発表した2017年10~12月の決算は1株営業利益が市場予想の上限を超えるもので、預り

残高も過去最高の 8970 億ドルとなるものだったにもかかわらず、株価軟調について、米国株式市場のアナリスト達は買われ過ぎの反動、テクニカルなものと言っている様だが、規制等が関係すると思われる。2018年2月28日にSECより投信手数料違反で罰金を課せられた事など(後述※5 参照)。その他、2018年3月14日の米国モーニングスターのレポートも売り材料である(後述※5 参照)。

ちなみに2018年3月20日に米国のテムキン・グループ/Temkin Group が発表した「2017年テムキン・カスタマー・サービス・レーティング」(後述※6 参照)ではアメリプライズ・ファイナンシャル堂々の1位(全産業10位)である。

2017年末現在



主な米国のブローカーとアドバイザー
*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)。

種類	番号	社名	取引所 ティッカー	人数(単位:人、 一部推測、RIAカ ストディアンは社 数で2016年末)	預り残高 (単位:億 円)	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	1	モルガン・スタンレー プライベート・ウェルス・マネジメント /Morgan Stanley Private Wealth Management	MS	15,712人	24,000	1924年設立のモルガン・スタンレーが2012年に ズニス・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)を買収。2008年にモルガン・スタンレーは銀行持ち株会社に。2017年にブローカー採用に関する協定書から脱退(下記※1)。2017年テムキン・カスタマー・サービス・レーティングのInvestmentsで3位(全産業57位)。
	2	メリル・リンチ・ウェルス・マネジメント /Merrill Lynch Wealth Management	非公開 (親会社バ ンカメは BAC)	14,953人	23,100	1928年設立のバンク・オブ・アメリカ(バンカメ)/Bank of America(BofA)が2008年に メリル・リンチ /Merrill Lynch(1914年設立)を買収。25万%超の投資に対応(25万%以下はメリル・エッジ)。2018年JD/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)。
	3	メリル・エッジ /Merrill Edge	非公開 (親会社バ ンカメは BAC)	3,700人	1,850	BofAは2010年にオンライン・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)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カ所にレップが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カ所にレップを配置する計画(2018年3月29日発表)。
	4	ウェルズ・ファargo・アドバイザーズ /Wells Fargo Advisors (ウェルズ・ファargo・クリアリング /Wells Fargo Clearing)	WFC	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argo/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のフィネット/FiNetを持つ。
	5	UBSウェルズ・マネジメントUSA /UBS Wealth Management USA	UBS	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脱退(下記※1)。
銀行系 (ワイヤハウスを除く)	6	J.P.モルガン証券 /J.P. Morgan Securities	非公開 (親会社J.P. モルガン チェースは JPM)	2,209人		1871年設立のJ.P.モルガン(1799年マンハッタン・カンパニー、1848年にケミカル・バンク設立)が2008年に ベア・ステアーズ /Bear Stearns(1923年設立)を買収。
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	7	エドワード・ジョーンズ /Edward Jones	非公開	16,095人	10,700	1922年にエドワーズ 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(全米最大級)で16,095人なので「一人店舗」に近い。2018年JD/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2位→2016年822ポイントの2位→2015年812ポイントの1位)。2017年テムキン・カスタマー・サービス・レーティングのInvestmentsで4位(全産業67位)。未上場。
	8	レイモンド・ジェームズ /Raymond James	RJF	7,500人	7,270	1963年にレイモンド・アソシエイツとジェームズ・インベストメントツが合併して設立。IBDでもある(旧来の社内外務員、歩合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)。
	9	ベンジャミン F.エドワーズ /Benjamin F. Edwards	非公開	251人	230	1887年設立の AGエドワーズ /A.G. Edwardsの創設者AGエドワーズ氏の玄孫(やしやご)であるベンジャミン F.「タッド」エドワーズ4世/Benjamin F. "Tad" 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。未上場。
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 *独立外務員が基本だが、ハイブリッドRIA、RIA法人のサポートもする。	10	LPLファイナンシャル /LPL Financial	LPLA	15,210人	6,151	1989年に リンスコ /Linsco(1968年設立)と プライベート・レッジ /Private Ledger(1973年設立)が合併して設立。2008年にRIAカストディアン参入。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(シュワブ・インスティテュショナルが最大)。
	11	レイモンド・ジェームズ /Raymond James	RJF	5,999人	2,986	リージョナル・ブローカー・ディーラー欄参照。
	12	アメリプライズ・ファイナンシャル /Ameriprise Financial	AMP	7,686人		1894年にジョン・タッパン/John Tappan氏が創立。2005年にアメリカン・エクスプレス(アメックス)からスピノフ(分離・独立)。2010年にバンカメからコロムビア・マネジメント/Columbia Managementを買収、2015年に英国の完全子会社スレッドニードル/Threadneedle Asset Managementと提携、「コロムビア・スレッドニードル・インベストメントツ/Columbia Threadneedle Investments」と言うグローバル・ブランドを立ち上げた。2017年テムキン・カスタマー・サービス・レーティングのInvestmentsで1位(全産業10位)。
	13	ウェルズ・ファargo・ファイナンシャル・ネットワーク /Wells Fargo Advisors Financial Network もしくはフィネット /FiNet	WFC	1,323人		ワイヤハウス欄参照。現在、2~3年契約で歩合報酬率85%(1年目)及び90%(その後)。
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 *RIAが基本だが、ハイブリッド RIA、ブローカー・ディーラーの サポートもする。	14	シュワブ・インスティテュショナル /Schwab Institutional (シュワブ・アドバイザー /Schwab Advisor)	SCHW	7,100社	12,840	1971年設立のチャールズ・シュワブ/Charles Schwab(1971年にFirst Commander Corp、1974年に現社名)はディスカウント・ブローカーだったが、1987年にシュワブ・インスティテュショナルを設立、現在ではRIAカストディアン最大。チャールズ・シュワブは2018年JD/パワー米国投資フルサービス顧客満足度調査で867ポイントの1位(→2017年838ポイントの1位→2016年837ポイントの1位→2015年810ポイントの3位)。2017年テムキン・カスタマー・サービス・レーティングのInvestmentsで1位(全産業10位)。
	15	TDアメリトレード・インスティテュショナル /TD Ameritrade Institutional	AMTD	5,000社	3,920	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)が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確保した。現在、RIAカストディアン2位。伸びはRIAカストディアンで最大となっている。
	16	フィデリティ・カस्टディ&クリアリング /Fidelity Custody & Clearing	非公開	3,000社	7,530	1946年設立のFidelity Management and Research(投信会社)等からなるFidelity Investmentsが設立。フィデリティ・カストディ&クリアリングは、1978年設立のFidelity Brokerage(ディスカウント・ブローカー)、1983年設立のNational Financial Services(ブローカー・ディーラー)、1977年設立のStrategic Advisors(投資顧問会社)と連携。2018年JD/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)。
	17	パーシング・アドバイザーズ・ソリューションズ /Pershing Advisor Solutions	非公開 (親会社 BNYメロン はBKI)	530社	2,000	1784年設立(米最古)のバンク・オブ・ニューヨーク/Bank of New York/BNYが2003年に証券バックオフィス業務代行サービス会社であるパーシング/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年にクレディスイスがDLJを買収、2003年にBNYがパーシングを買収。BNYは2007年にロン・ファイナンシャル(1869年設立)と合併、BNYメロン/BNY Mellonとなっている。

※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親会社に移植しても訴えられないもので現在1600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、investmentnews、ThinkAdvisor等より三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

チャールズ・シュワブとTD アメリトレードは前頁「主な米国のブローカーとアドバイザー」の「ディスカウント・ブローカー/RIA カストディアン系」で番号「14」と「15」にある(後述※6 参照)。RIA は元々フィデューシャリー・デューティーが課せられている事から DOL ルールによる株(利益)のダメージも少なく(むしろ好材料で)長く好調な推移となっている。トランプ政権となってもダメージはあまり見えない。これは DOL ルールが無効となっても、RIA には需要がありそうだと言う事であろう(2018年5月7日付日本版ISAの道 その221~後述[参考ホームページ]①参照)。

レイモンド・ジェームズは前頁「主な米国のブローカーとアドバイザー」の「リージョナル・ブローカー・ディーラー系」と「IBD/独立ブローカー・ディーラー系」で番号「8」と「11」にある。リージョナル・ブローカー・ディーラー(地方発の証券会社)であり、IBD であり、RIA でもある(旧来の社内外務員、歩合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)。

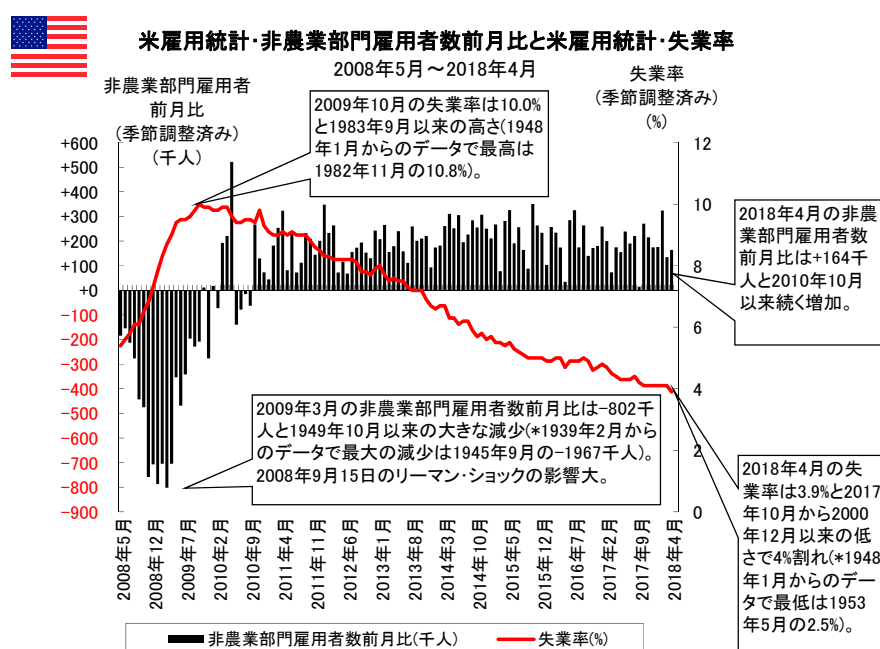
ファイナンシャル・アドバイザーの数で世界最大のモルガン・スタンレーも見ておくと、前頁「主な米国のブローカーとアドバイザー」の「ワイヤハウス/4 大証券会社(フルサービス大手証券会社)系」で番号「1」にある。同社株は相対的に軟調だ。だが、これは好調なアドバイザー等の資産運用部門が同社の主要 3 部門で資産運用部門が一番小さい為である事も要因だろう。金融危機後にヴァン・カンペン・インベストメンツを含め個人向け資産運用部門を売却している。今後については、ジェームズ・ゴーマン最高経営責任者/CEO が 2018 年 5 月 22 日に ICI/米投資信託協会が主催したワシントンでの会議で「資産運用は我々が現在有する最も重要な成長事業の一つだ。非常にわくわくしている。向こう 5~7 年で資産運用部門の顧客資産を 1 兆ドルの水準まで増やしたい(*2018 年 3 月末現在 4690 億ドル)。」と言った通り、株(利益)も堅調になる事が期待される(2018 年 5 月 22 日付 ICI/米投資信託協会「ICI - Morgan Stanley's James Gorman Builds Pride from the Inside Out」~ https://www.ici.org/viewpoints/ci.view_18_gmm_gorman-print)。

米国の DOL フィデューシャリー・ルールと SEC ルールで雇用は? ~近い将来の日本が見えるかもしれない米国(DOL)の雇用統計~

DOL ルールを管轄する米労働省/DOL は、世界の市場で注目される経済統計の米雇用統計を発表している(後述[参考ホームページ]②参照)。2018 年

5 月 4 日に発表された非農業部門雇用者数前月比は 2018 年 4 月に+164 千人(季節調整値)と 2010 年 10 月以来続く増加(←2018 年 3 月改定値+135 千人←2018 年 3 月速報値+103 千人)。失業率は 3.9%と 2017 年 10 月から 2000 年 12 月以来の低さで 4%割れ(*1948 年 1 月からのデータで最低は 1953 年 5 月の 2.5%)。

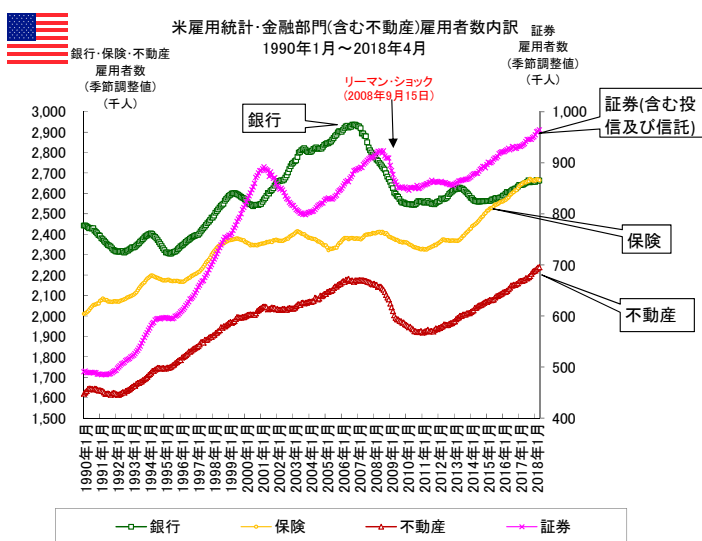
非農業部門雇用者数そのものは 1 億 4842 万 4 千人(季節調整値)で 2014 年 4 月以来最多を更新し続けている。このうち、金融業部門(含む不動産)雇用者数は 854 万 9 千人と、やはり最多を更新している。その内訳を見ると、大きい順に、



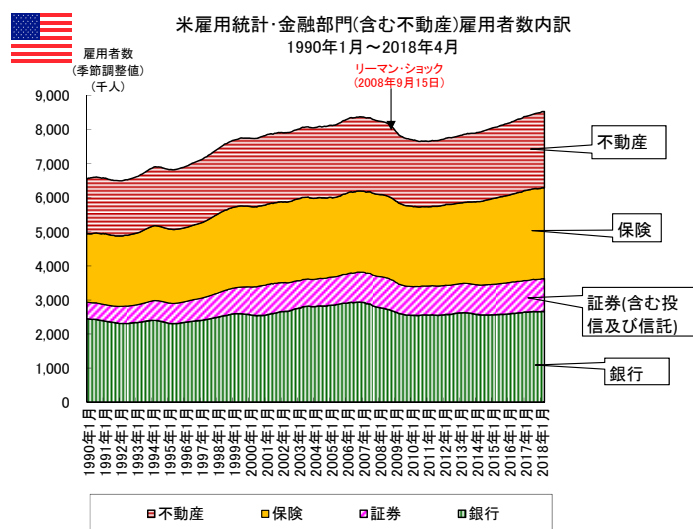
(出所: 米労働省より三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

銀行 266 万 2 千人(2006 年 9 月の 293 万 6 千人が最多)、保険 266 万 5 千人(2017 年 9 月の 267 万 1 千人が最多)、不動産 223 万 8 千人(最多)、証券(含む投信及び信託)96 万 4 千人(最多)。

証券(含む投信及び信託)は絶対数は小さいが、その伸びはかなり大きい。一方で、銀行の雇用は 2008 年 9 月 15 日のリーマン・ショック前の 2006 年 9 月の 293 万 6 千人からリーマン・ショック後の 2010 年 7 月の 254 万 3 千人まで-39 万 3 千人(-13.4%)の大幅減となっている。後述する不動産でも大幅雇用減となっているが、不動産では、その後、雇用を大きく回復させている。だが、銀行ではそれが見られない。これは銀行に課せられたボルカー・ルール(2014 年 4 月施行)等の影響もあるだろう。

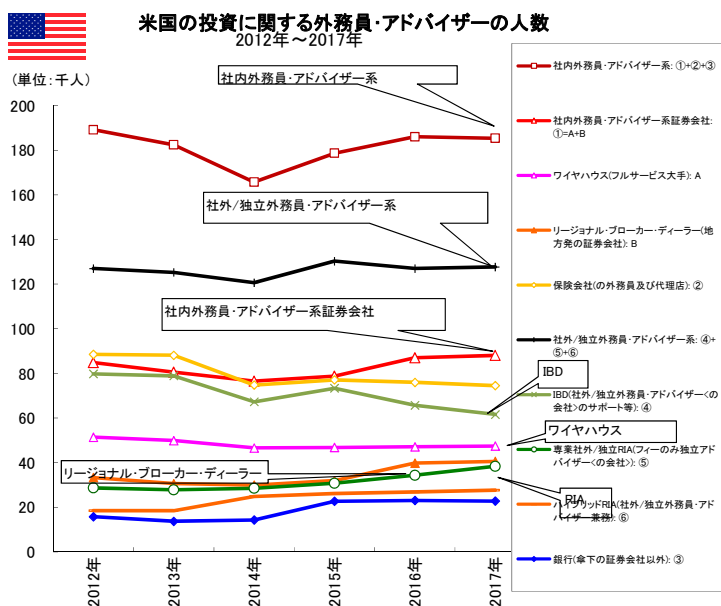


(出所: 米労働省より三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

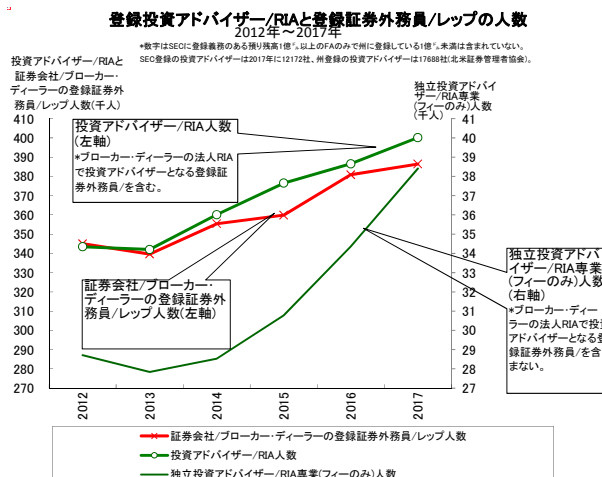


(出所: 米労働省より三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

雇用統計ではないが、米国の投資に関する外務員・アドバイザーの人数の推移を見ると、社内外務員・アドバイザー系は証券会社を中心に 2014 年を底に増えており、特にリージョナル・ブローカー・ディーラーと RIA が伸びている事がわかる(2018 年 5 月 21 日付日本版 ISA の道 特別号～後述[参考ホームページ]③参照)。



(出所: 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)



(出所: IAA/米投資顧問協会及び米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)

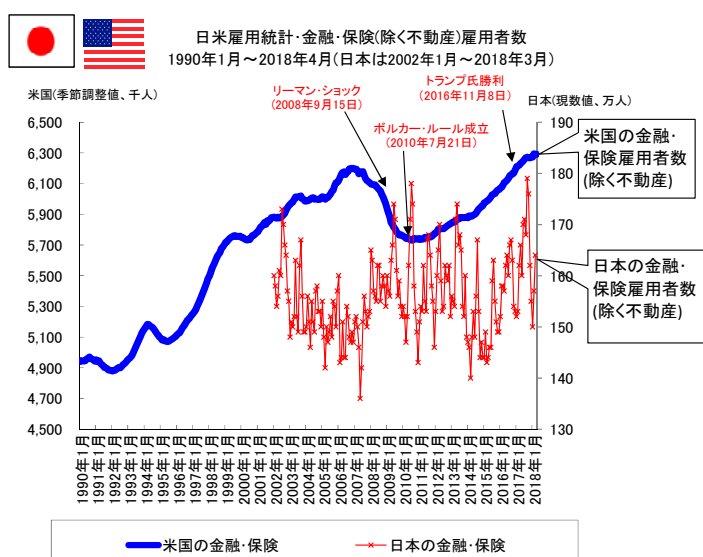
最後に、雇用統計に戻る。米国だけでなく、日本も加えて見る(後述[参考ホームページ]②参照)。

下記グラフ左側が金融・保険雇用者数(除く不動産)そのものだが、青い線で示される米国はリーマン・ショック(2008年9月15日)とボルカー・ルール成立(2010年7月21日)でいったんは雇用が減少したが、その後、とても好調となっている。一方で日本は傾向が見られず横這っている。

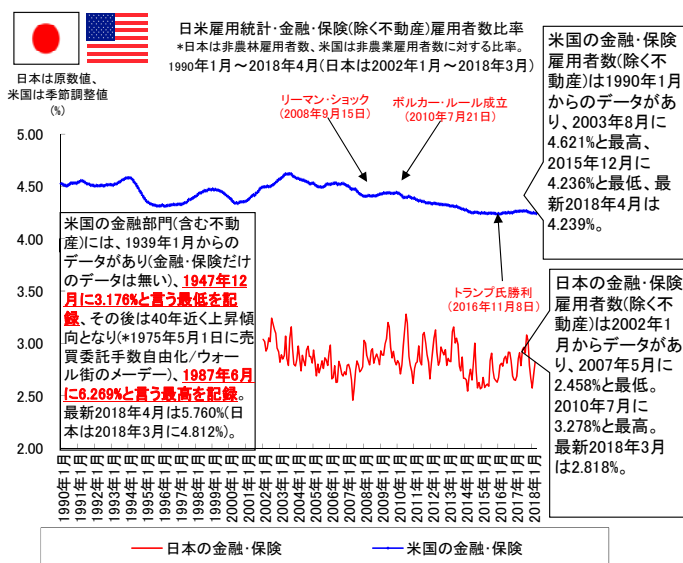
米国では全産業の雇用者が増えている事もあるので、下記グラフ右側で金融・保険雇用者数(除く不動産)雇用者数比率を見る。日本は非農林雇用者数、米国は非農業雇用者数に対する比率である。やはり青い線で示されている米国は低下傾向にある。2003年8月に4.621%と最高、2015年12月に4.236%と最低、**米国の金融・保険雇用者数(除く不動産)雇用者数比率は最新2018年4月で4.239%**。先述通り、銀行の雇用者数の緩やかな伸びが足を引っ張っている。一方で日本は2007年5月に2.458%と最低、2010年7月に3.278%と最高。**日本の金融・保険雇用者数(除く不動産)雇用者数比率は最新2018年3月で2.818%**。やや低下傾向に見える。

しかし日本の金融・保険雇用者数(除く不動産)雇用者数比率の水準は、米国よりかなり低い。データの関係で1989年までの米国が無いが、実は、金融部門(含む不動産)であれば1939年1月からのデータがある(金融・保険だけのデータが無い)。1947年12月に3.176%と言う最低を記録、その後は40年近く上昇傾向となり(*1975年5月1日に売買委託手数料自由化/ウォール街のメーデー)、1987年6月に6.269%と言う最高を記録、**米国の金融・保険雇用者数(含む不動産)雇用者数比率は最新2018年4月で5.760%**となり、**日本の金融・保険雇用者数(含む不動産)雇用者数比率は最新2018年3月で4.812%**となっている(*不動産雇用者数が米国では1.521%、日本では1.994%と言う事)。

米国の金融・保険雇用者数(含む不動産)雇用者数比率にはかつて3.176%と言う時があった。これは最新の不動産比率などからして、当時の米国の金融・保険雇用者数(除く不動産)雇用者数比率が2%台前半だった可能性を示す。つまり日本でこれまで付けた事の無い低い水準を米国は付けていた事となる。



(出所: 日本総務省と米労働省より三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)



(出所: 日本総務省と米労働省より三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

その意味で、今後、日本の金融・保険雇用者数(除く不動産)雇用者数比率が証券会社を中心にして、4%台前半に上昇する事があっても不思議ではない。如何に現在の経営資源を使ってアドバイザー業務を増やしていくかがポイントとなろう。

3 頁に出した「主な米国のブローカーとアドバイザー」の「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)」で番号「2」と「3」にあったバンク・オブ・アメリカ(バンカメ)/Bank of America(BofA)傘下のメル・リンチ・ウェルス・マネジメントとメル・エッジの例が日本では特に参考となりそうだ(後述※7 参照)。近い将来の日本が見えるかもしれない。

引き続き、米国の証券会社株価と米国(DOL)の雇用統計、もちろんそれらを大きく動かしている規制動向も忘れずに見ていきたい。

※1: SEC 当局者の SEC ルールについての見解…



2018 年 5 月 22 日にブローカー・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 /Financial Industry Regulatory Authority/FINRA のアニュアル・コンファレンスで、米 SEC/米証券取引委員会の取引・市場部門を統括するブレット・レッドファーン/Brett Redfearn 氏が 1934 年証券取引所法(及び 1940 年投資顧問法)の下、全てのブローカー(投信・保険等の販売会社)のブローカレッジ(証券売買業務)に対する規制(以下、SEC ルール)案について語った(米 SEC のホームページ「Remarks at the FINRA Annual Conference」…「<https://www.sec.gov/news/speech/redfearn-remarks-finra-annual-conference-052218>」)。

その中でレッドファーン氏は「『顧客の最善の利益』による行動とはどう言う意味か?/What does it mean to act in a customer's best interest?」において、「コンプライアンスの為の執行したかどうかのチェックボックスではなく、事実及び状況による判断/facts and circumstances determinationだ。ブローカーによる推奨がリテール顧客のニーズと整合性があるかを分析する。ある顧客の『最善の利益』が、別のある顧客の『最善の利益』ではない可能性がある為だ。SEC ルールの『最善の利益規制/Regulation Best Interest』案は、投資顧問法のフィデューシャリー・デューティー/Advisers Act fiduciary duty と、労働省フィデューシャリー・ルール/DOL Fiduciary Rule と同じ原則をいくつか適用する。」と言った。

まず SEC のレッドファーン氏について、彼は昨年 2017 年 10 月に SEC に来るまで JP モルガンの市場ストラクチャー責任者であり、「その専門性から SEC に多大な影響を及ぼしそうだ。同氏は 4 月、米国株の電子取引への移行を加速させた 2005 年採択の画期的な SEC 規制『レギュレーション NMS』について、『改革が遅れている』と語った。」(2017 年 10 月 19 日付ブルームバーグ「JPMorgan Executive Is Named to Run SEC Trading and Markets Unit」～ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-10-18/a-jpmorgan-executive-is-said-poised-to-take-key-role-at-sec>) と言われていた人である(右写真は SEC より)。



レッドファーン氏の言う「投資顧問法のフィデューシャリー・デューティー/Advisers Act fiduciary duty」は 1940 年投資顧問法の下で既にアドバイザー(投資顧問業務)を規制しているものである(以下、SEC 投資顧問法ルール～2018 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!」の後方※4 を参照の事～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_180423.pdf)。また、「労働省フィデューシャリー・ルール」は 2018 年 6 月 13 日までに無効となりそうな DOL ルールである(後述※2 参照)。

下記に「米国のDOL/労働省ルールとSEC/証券取引委員会ルールの比較(一部推測)」を作成したので、それを見ながら読むとわかりやすい(ごく一部の抜粋・引用で、筆者の和訳なので不安な読者は原文を参照)。重要な所に枠をしてある。左がDOLルール、真ん中はSEC投資顧問法ルール、そして右がSECルール案である。規制の厳しさで言えば、「DOLルール>SEC投資顧問法ルール>SECルール案」となる。

2018年5月28日現在

項目	DOLルール /DOLフィデューシャリー・デューティー・ルール	SEC投資顧問法ルール /SEC投資顧問法 フィデューシャリー・デューティー・ルール	SECルール案
1 推進している政権	オバマ前大統領率いる民主党政権。	—	トランプ大統領率いる共和党政権。
2 これまでの経緯とこれからの見込み	2017年6月9日から基本条項実施、2019年7月1日から完全実施だが、基本条項も含め、無効になる可能性大。	1940年10月31日から実施、その後、追加・修正多々。	2018年4月18日に当初版公表。2018年8月7日までパブリックコメント/パブコメ受付。
3 根拠法と規制対象	1974年ERISA/1974年従業員退職所得保障法の下、退職口座におけるアドバイザー(投資顧問業務)及びブローカレッジ(証券売買業務)に対する規制。対象はSEC担当の証券プロダクツや州保険監督官担当の年金プロダクツ。	1940年投資顧問法の下、SEC登録投資アドバイザー会社(預り残高1億\$以上)と州登録投資アドバイザー(同1億\$未満及びSEC登録投資アドバイザー会社の登録証券外務員/レップ)のアドバイザー(投資顧問業務)に対する規制。対象は証券プロダクツ。	1934年証券取引所法(及び1940年投資顧問法)の下、全てのブローカー(投信・保険等の販売会社)のブローカレッジ(証券売買業務)に対する規制。対象は証券プロダクツ。
4 フィデューシャリー・デューティー	あり (SEC投資顧問法フィデューシャリー・デューティー・ルールより厳しいとされる)	あり (DOLフィデューシャリー・デューティー・ルールより緩いとされる)	なし (顧客のリスク選好に合っているかどうか等の適合性ルールのみ)
5 私的訴訟 /集団代表訴訟権利条項	あり (2016年10月にプロダクツ間で同じ水準の報酬を適用して金融インセンティブを無くせば「なし」へ、2017年8月に条項を取り下げる方針も示唆)	なし (米国金融取引業規制機構/Financial Industry Regulatory Authority/FINRA(ブローカー・ディーラーの自主規制機関)の裁定/仲裁)。	なし (米国金融取引業規制機構/Financial Industry Regulatory Authority/FINRA(ブローカー・ディーラーの自主規制機関)の裁定/仲裁)
6 セールス・ロード/販売手数料 と12b-1手数料	なし (2016年10月にプロダクツ間で同じ水準の報酬を適用し、金融インセンティブを無くせば徴収可へ)。	条件付であり (顧客に開示すれば可、ただし、退職口座の場合はERISAの下にもなるので「なし」へ)。	あり (やさしい言葉の開示、軽減をめざす方針や手続きの確立・維持・遵守が条件)
7 利益相反、金融インセンティブ(営業コンテスト、レベニュー・シェア/キックバック、サブ・トランスファー・エージェンシー・フィー等)	なし (投信会社・保険会社等第三者からのあらゆるフィー・コミッション・非金銭的利益の受領禁止)	条件付であり (事前に顧客に開示して承認され、報告書等に記載すれば可)。	あり (利益相反特定、やさしい言葉の開示、軽減をめざす方針や手続きの確立・維持・遵守が条件)
8 開示	大量の詳細な開示 (2016年10月にプロダクツ間で同じ水準の報酬を適用し、金融インセンティブを無くせば限定的に)。	Form ADV I(業務の種類・規模、懲罰記録など)とForm ADV II(顧客の為に取引を行う際に関係会社を使うかなど利益相反に関する事)。	1940年投資顧問法にForm ADV III(リレーションシップ・サマリー)を加え、「提供するサービスの範囲と性質、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」を書く必要がある。すべてやさしい言葉で開示し、顧客の投資価値を減らす事を強調。
9 預り残高フィー /アセット・マネジメント・フィー /AUM fee	合理的でなければならない。	「2%超」を「過剰」と言い自制を課している。ただ、アドバイザーは業界標準より高い事を顧客に開示すれば例えば「2.25%」でもそれを禁じている様には思われない。	なし (売買委託手数料以外に「特別の報酬」があればアドバイザーに。残高手数料型ブローカレッジ口座/非一任投資顧問勘定があった事もありますが、2007年5月から禁止)。

(出所:米DOL/労働省及びSEC/証券取引委員会等より三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

※2: SEC ルールの前身である DOL ルールのさらなる無効へのステップ...



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)は、2018年3月15日、米ルイジアナ州ニューオーリンズの高裁である第5巡回連邦控訴裁/5th Circuit Court of Appeals(高裁)の主判事3人が『2対1』の賛成多数で無効とされた。「DOLルール無効決定は、その管轄であるルイジアナ州、ミシシッピ州、テキサス州に限られると言う主張もある」(2018年3月21日付米インベストメント・ニュース誌～<http://www.investmentnews.com/article/20180321/FREE/180329988/what-to-watch-for-next-with-the-dol-fiduciary-rule>)と言われるなど議論はある。その後、2018年4月30日までに高裁全判事による大法廷で再審理も求められなかった。さらに、その後、カリフォルニア州とオレゴン州とNY州が第5巡回連邦控訴裁に対し再審理を訴えたが、2018年5月22日にそれは却下された。2018年6月13日までに最高裁に上訴しなければ(*共和党がトップのDOLなので、最高裁への上訴をする可能性は低い)、無効となる可能性は極めて高い。

尚、第5巡回連邦控訴裁の管轄州であるルイジアナ州とミシシッピ州とテキサス州は大統領選で2012年にロムニー氏、2016年にトランプ氏を選んだ州である。一方、2018年5月16日にその第5巡回連邦控訴裁に対し

再審理を訴えたカリフォルニア州(第9巡回連邦控訴裁の管轄)とオレゴン州(同)とNY州(第2巡回連邦控訴裁の管轄)は大統領選で2012年にオバマ氏、2016年にクリントン氏を選んだ州である。

DOL ルールの定義等については、2018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」の後方※1を参照の事(https://www.am.mufj.jp/text/oshirase_180423.pdf)。

※3: SECの構成変化…



2018年7月7日までに米SEC/証券取引委員会のマイケル・ピオワー/Piwowar 委員(Michael S. Piowar, 50歳)が任期を終え退任する。ピオワー委員が2018年5月7日にトランプ大統領宛に「敬愛なる大統領、ご存知の通り、私の委員としての任期は2018年6月5日までで終わります。私は2018年7月7日もしくは私の後任の就任日の早い方の日に退任する事をご報告します。…(略)…。」と言うレターを出したのである(<https://www.sec.gov/news/public-statement/piowar-statement-letter-050718>)。ピオワー委員は2013年8月15日に委員に就任、2017年1月23日から2017年5月4日(*クレイトン/Clayton 委員長就任日)までは委員長代行をしていた(<https://www.sec.gov/biography/piowar-michael-s>)。



米国のSEC/証券取引委員会の委員/Commissioners

クレイトン/Clayton委員長(共和党/無党派)
*1993年ロー・スクール卒の弁護士(51歳)。



総じて
規制緩和
(共和党的)



ピオワー/Piwowar委員(共和党)
*経済学博士号を持つエコノミスト(50歳)。



2018年5月28日現在

ピアース/Peirce委員(共和党)
*1997年ロー・スクール卒の弁護士。



スタイン/Stein委員(民主党)
*1991年ロー・スクール卒の弁護士。



総じて
規制強化
(民主党的)

*スタイン委員
は2014年7月
23日のMMF規
制改革におい
てピオワー委
員と共に反対。

ジャクソン/Jackson委員(民主党)
*ロー・スクール教授(41歳)。



・大統領指名で上院承認(2013年11月21日以降、上院本会議の過半数で可)だが、その前に上院委員会での採決が必要で、採決は野党議員が少なくても1人参加しないと成立しない。

・定員5人。

・同じ政党から選出出来る委員は3人まで。

・新たな規則を導入する時の採決で少なくとも3委員が賛成する必要がある。

・5年の任期終了(毎年6月5日)後も後任が来るまで約18カ月まで務めてよい。

(出所: 米SEC/証券取引委員会等より三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

SECのピオワー委員退任の日本語での情報はSECルールよりも無く、2018年5月8日付ダウ・ジョーンズ「DJ-ドッド・ فرانク法に反対のSEC 共和党委員が退任へ」だけが、僅か一部の抜粋和訳としてある程度にとどまる。しかし、これは米国では大きな事である。「ドッド・フランク・ルールに反対のSEC 共和党委員が退任へ。共和党のピオワー委員退任でSECが4人となり民主党2人の拒否権/votesで行き詰まり/デッドロック/deadlockを作ろう。ここにはブローカーがリテール投資家にするアドバイスを厳しくするルールも含まれる。」(2018年5月7日付WSJ~ <https://www.wsj.com/articles/republican-regulator-who-blasted-dodd-frank-rules-to-step-down-1525707458>)、「ピオワー委員退任後、後任が無いままであると、2人の民主党委員が規制緩和の妨害をする力を増す。ここにはボルカー・ルールも含まれ

る。』(2018年5月7日付ブルームバーグ)、「ピオワー委員が後任就任前に退任すれば、SECは行き詰まり/デッドロック/deadlockをもたらそう。SECは2人の共和党と2人の民主党となり、共和党委員長であるクレイトンの議事進行を難しくするからだ。』(2018年5月8日付ロイター～ <https://www.reuters.com/article/us-usa-sec-piowar/sec-commissioner-piowar-a-republican-to-step-down-idUSKBN1828F>)、「ピオワー委員退任はアドバイザーに対し新しく提案された最善の利益ルールの承認の行き詰まり/デッドロック/deadlockを作ろう。』(2018年5月8日付バロンズ～ <https://www.barrons.com/articles/piowar-resignation-leaves-sec-in-limbo-1525797971>)、「ドッド・フランクの批判者であるピオワー委員のSECを離れる決定は後任が決まるまでSECを2対2で分断する。』(2018年5月8日付FT～ <https://www.ft.com/content/065abf70-5233-11e8-b3ee-41e0209208ec>)などメジャーなメディアで報じられている。

任期を終えて退任するのに『予想外』はおかしい」と言われそうだが、実はSECの委員は5年の任期終了(毎年6月5日)後も後任が来るまで約18ヵ月まで務めてよい事となっている。2018年4月18日のSECルール案に唯一反対票を投じた民主党のスタイン/Stein委員は、2013年8月9日就任で既に昨年2017年6月5日に任期は終えている。だが、後任はおらず(トランプ大統領が指名するので民主党の希望に沿う者となるのは難しい為)、延長している(2018年12月5日まで延長可)。こうして2018年4月18日のSECルールにも民主党らしく、しっかり反対していた。今話題のピオワー委員も2018年6月5日に任期終了なのだが、そのまま2019年12月5日まで務めると思われていたのである。

「トランプ大統領が後任指名をして就任させれば良いだろう。」と言われそうである。ピオワー委員自身も言っている。実際、「ホワイトハウスは、SECのピオワー/Piowar委員の後任として、SECのギャラガー/Gallagher委員補佐の経験(2012年12月～2014年6月)を持つ上院銀行委員会最高顧問(2017年1月～)のエラッド・ロイズマン/Elad Roisman氏、2006年ロー・スクール卒の弁護士(37歳)を検討している。』(2018年5月21日付WSJ「GOP Senate Aide Considered for SEC Post」～ <https://www.wsj.com/articles/gop-senate-aide-considered-for-sec-post-1526898425>)。

しかし、それがどうなるかわからない。SECの委員は上院本会議での採決・承認が必要だが、共和党は現在、上院で過半数51議席を占めているので問題は小さい(*2018年11月6日の中間選挙後は不明)。ここで問題は上院本会議前に上院銀行委員会での採決・承認が必要で、その採決において、民主党議員が少なくとも1人参加しないといけない事だ。つまり、民主党委員が丸となり、1人も参加しないと成立しなくなる。これは実際にトランプ大統領による指名人事でかなり行なわれてきた「ボイコット」である。2018年1月11日に就任したピアース委員はトランプ大統領が2017年7月18日に指名して上院銀行委員会での採決・承認されたのは2017年11月1日であった(上院本会議で承認したのが2017年12月21日)。つまり指名から就任まで半年近くかかっている。

仮に今すぐ後任が指名を受けても、2018年11月以降の就任となる可能性がある。尚、その2018年11月の6日に中間選挙があり、上院100議席中33議席が改選される(*下院は全議席435議席改選される)。ここでもし現在過半数の51議席を占める共和党がその議席を失うと、今後2年近く、トランプ大統領は人事がさらに困難となる。ただし、2018年5月8日の上院予備選挙の結果は「共和党は両院とまではいなくても、上院では過半数議席を確保できる可能性を高めた。』(2018年5月9日付WSJ～ <https://www.wsj.com/articles/republican-senate-salvage-job-1525908188>)と言われている。

こうして、2018年7月7日以降しばらくSECは4人体制となる可能性が高い。そもそも2018年4月18日のSECルール案が承認されたのには、2018年1月11日にSECが2015年以来の欠員無しの5人になって、共和党委員(*無党派のクレイトン委員長を含む)だけで3人となった事が大きい。SECルール案に対し民主党のジャクソン/Jackson委員も賛成したが、仮に民主党らしく反対していても、承認されていた可能性が高い。

それがピオワー委員退任で4人体制となると、共和党委員(*無党派のクレイトン委員長を含む)は2人だけとなり、承認が難しくなる。2018年12月5日までにスタイン委員も退任するので(後任は無いままになる可能性が高く)、今後、3人体制となる。これはオバマ前政権だった2015年12月31日から、既にトランプ現政権となっ

ている2018年1月10日までの体制に戻ると言う事である。「ピオワールの退任はSEC アドバイス・ルール¹⁾の策定を複雑にする。ピオワールが退任する7月7日はSEC アドバイス・ルール案のパブコメ90日が終了する8月初めの1カ月前である。この退任でルール最終化が著しく遅れるか、不可能になるとなりそうだ。2018年12月にはスタイン委員も退任するが、3人となると、1人が採決に参加しないだけで阻止出来る事態となる。迅速に動かなければ、長く3人のSECになる可能性がある。」(2018年5月8日付米インベストメント・ニュース誌～<http://www.investmentnews.com/article/20180508/FREE/18050922/piowar-departure-will-complicate-action-on-sec-advice-rule>)である。

SECの構成の変化は、当然、SECルールの今後にも大きな影響を与える。2018年4月18日に承認されたSECルール案は現在、2018年8月7日までのパブリックコメント/パブコメ受付中だが、ピオワールの後任が決まらなければ(その可能性は高い)、SECの4人(とスタッフ)でSECルールの最終版を数カ月かけて作成、再採決する。2018年12月5日までに採決があれば、ここで民主党のスタイン委員はまた反対する可能性はある。2018年4月18日には賛成していた民主党のジャクソン委員も反対に回るかもしれない。こうして最終化が遅れる可能性がある。

2018年12月5日にスタイン委員が退任すれば、クレイトン委員長(共和党/無党派)とジャクソン委員(民主党)とピアース委員(共和党)の3人体制となる。だが、「共和党のピアース/Peirce委員は1月に就任して以来、4人の委員より多くの反対をしてきた。ピアース委員はよく一人でもクレイトン委員長やピオワール委員の案にも反対する。ピアース委員はクレイトン委員長にとって今後の大きな障害となりそうだ。」(2018年5月7日付ブルームバーグ～<https://www.bna.com/secs-newest-republican-n57982092578/>)と言われているのだ。もちろん、これについてピアース委員は2018年5月11日に「SECはSecurities and Exchange Commissionではなく、'Sanctions(制裁・処罰)' and Exchange Commissionとなっている。小さな違反行為よりもより大きな違反を追求すべきだ。SECがそうしないなら、反対を恐れない。」と言って、かつて執行措置の多さで記録的だった女性検事だったホワイト前委員長(民主党/無党派)の批判をしているだけではある(2018年5月11日付米インベストメント・ニュース誌～<http://www.investmentnews.com/article/20180511/FREE/180519977/secs-hester-peirce-blasts-agency-for-pursuing-small-infractions>)。

こうして先述のメディアの言う通り「行き詰まり/デッドロック/deadlock」と言われる様になっている。今後のスケジュールだが、ピオワール委員が2018年5月7日に退任を言う以前の予想だが、「SECは2018年7～12月に分析・見直しをして、2018年10～12月から2019年1～6月までにルールの最終版を策定して行く。」(2018年4月25日付ブルームバーグ・インテリジェンス/BIの上級政府担当アナリストであるネーサン・R・ディーン/Nathan R Dean氏)と言われている。専門家中にはフィデューシ

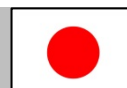
米国¹⁾のブローカーとアドバイザーに対する規制改革とSECの構成等 (現在以降は予定もしくは予想される日) *FD=フィデューシヤリー・デューティー

規制名	規制対象	2015年以前	2016年	2017年	2018年	2019年以降
DOLルール/労働省(DOL)フィデューシヤリー・デューティー・ルール	1974年ERISA/1974年従業員退職所得保障法の下で、退職口座にアドバイスをするブローカー(投信・保険等の販売会社)	2015年4月14日に当初版公表。	2016年4月6日に最終版公表。	2017年4月10日から実施→2017年6月9日から基本条項実施→ 無効 へ(2018年6月13日までDOLの最高裁上訴が無ければ無効となる可能性大)。	2018年1月1日から完全実施。 2018年3月15日に高裁無効決定 (2018年6月13日までにDOLの最高裁上訴が無ければ無効となる可能性大)。	2019年7月1日から完全実施 無効 へ(2018年6月13日までにDOLの最高裁上訴が無ければ無効となる可能性大)。
SECルール/証券取引委員会(SEC)利益相反ルールもしくはSECアドバイス・ルール	1934年証券取引法の下で、全てのブローカー(投信・保険等の販売会社)	2009年6月17日の「金融規制改革:新たな基盤」で「ブローカー・アドバイザーにFDをかける」。2010年7月21日成立のドッド・フランク法で「SECにブローカーにFDをかける権限を与える」。			2018年4月18日に当初版公表 2018年8月7日までパブリックコメント/パブコメ受付。 「2018年7～12月に分析・見直し」(2018年4月25日付ブルームバーグ・インテリジェンス/BIの上級政府担当アナリスト)。	「 2018年10～12月から2019年1～6月までにルールの最終版を策定 」(2018年4月25日付ブルームバーグ・インテリジェンス/BIの上級政府担当アナリスト)。 「ルール最終版はベネチアが自己申告・送達すれば罰則無し。2018年6月15日までに申請意思の通知(2018年2月12日公表)」
SQSD-インシアティブ/シェアクラス・セレクション・ディスクロージャー・インシアティブ	全てのブローカー(投信・保険等の販売会社)とアドバイザー				前掲の通りで販売したアドバイザーが自己申告・送達すれば罰則無し。 2018年6月15日までに申請意思の通知(2018年2月12日公表)	
証券取引委員会(SEC)の構成等	1933年証券法、1934年証券取引法、1940年投資会社法、1940年投資顧問法の下で、証券プロダクトのみ(年金プロダクトは全50州の州保険監督官)	2013年4月10日にホワイト委員長(民主)・無党派(民主)にスタイン(民主)、同月15日にピオワール(共和)就任(→SEC5人、民主/無党派3人)。 2014年7月23日にMMF規制を3対2で承認・採決(反対は共和のピオワールと民主のスタイン)。 2014年11月4日の中間選挙で共和が上院で過半数奪取。 2015年10月2日にギャラガー(共和)、同12月31日にアギナル(民主)退任(→SEC3人)。	2016年10月13日に投信の流動性管理プログラムを先取入の中、3人(民主)・無党派のホワイト委員長、民主のスタイン、共和のピオワール)の賛成で承認・採決。 2016年11月8日の大統領選挙で共和の小クランプ大統領が選ばれ、中間選挙で共和が上院で過半数奪取。	2017年1月20日にホワイト委員長(民主)・無党派(民主)退任(→SEC2人)、1月23日～5月4日にはピオワール委員代行(共和)。 2017年5月4日にクレイトン委員長(共和/無党派)就任(→SEC3人)。	2018年1月11日にピアース(共和)とジャクソン(民主)就任(→SEC4人、共和2人)。 2018年4月18日にSECルールを4対1で承認・採決(反対は民主のスタイン)。 2018年7月7日までに共和のピオワール、2018年12月5日までに民主のスタインが退任(→SEC3人)。 2018年11月6日に中間選挙。	

(出所: 米DOL/労働省及び米SEC/証券取引委員会等より三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

ャリー関連教育・ツールを提供する Fi360 社の Blaine F. Aikin 氏の様に「ルール最終版はベストシナリオで 2019 年のいつか。裁判所がプロセスを延長したり、パブコメが 90 日×2 回で終わらなかつたりすればもつとかかる。」(2018 年 4 月 26 日付米インベストメント・ニュース誌～ <http://www.investmentnews.com/article/20180426/FREE/180429942/fiduciary-watchers-say-problems-with-sec-advice-rule-portend-long>)と言う者もいる。いずれにしろ、予想外のピオワーSEC 委員で二転三転する米国のフィデューシャリー・デューティー関連ルールと SEC には目が離せない。日本語での情報がほとんど無いが、しっかり見ていきたいものである。

※4: 日本での SEC ルール関連情報…



SEC ルール関連情報は本当に少ない。SEC ルール提案当初は、2018 年 4 月 19 日付ダウ・ジョーンズ「DJ-SEC、ブローカー規則強化案を採択」、4 月 19 日付ブルームバーグ及び 4 月 20 日付サンケイビズ「SEC、利益相反ルール見直し提案 ブローカー規制意見公募へ」のごく一部の抜粋和訳があるだけだった。2018 年 5 月 2 日になって大和総研のニューヨークリサーチセンター主任研究員(NY 駐在)の鳥毛拓馬氏が「米国のフィデューシャリー・デューティーの議論は何処に」と言う見出しでレポートは発表していた (https://www.dir.co.jp/report/column/20180502_010038.html)。ただ、詳細なものとしては 2018 年 5 月 25 日にイボットソン・アソシエーツ・ジャパンが発行した月刊「投資信託事情」2018 年 5 月号を待つ必要がある (<https://www.ibbotson.co.jp/research/jitr/jitri/>)。

ちなみに、米国金融規制の日本での情報でかなり進んでいると思われる PwC Japan も、2018 年 1 月 29 日付 PwC Japan「アセットマネジメント 2025 資産運用業界における変革への対応」で、p.9「米国労働省(DOL)のフィデューシャリー規則も見直しの対象となっている。フィデューシャリーに係る統一基準策定のために、米国証券取引委員会(SEC)も一層関与を深めている。」、p.10「米国では、DOL フィデューシャリー規則により、開示に対する圧力が強まっている。」、p.14「米国では、DOL フィデューシャリー規則の影響で、ブローカーディーラーが販売プラットフォームで取り扱うファンド数を大幅に合理化している。また、ファンド価格やアドバイザー報酬も影響を受けている。なお、フィデューシャリー規則に基づく最初の規制は、2017 年 6 月 9 日に導入されているが、米国 DOL はルールの広範な見直しを行っている。」(<https://www.pwc.com/jp/ja/knowledge/~/2017/~/awm-revolution-full-report-final.pdf>)と言っているものの、2018 年 4 月 26 日付 PwC Japan「2018 年の金融サービス業界における最重要事項(米国の金融サービス業界が 2018 年に直面すると考えられる 12 の最重要事項)」の「規制緩和」では、1 年以上前の 2017 年 3 月 26 日付英文レポートへのリンクとなっている (<https://www.pwc.com/jp/ja/knowledge/thoughtleadership/2018/assets/pdf/financial-services.pdf>)。

シンクタンク、コンサルタントによる詳細なレポート等を期待している。

※5: アメリプライズ・ファイナンシャルに関する投信手数料違反で罰金を課せられた事、米国モーニングスターのレポート…



まず投信手数料違反で罰金を課せられた事である。2018 年 2 月 28 日に米国の SEC/証券取引委員会が「SEC Charges Ameriprise With Overcharging Retirement Account Customers for Mutual Fund Shares」と言い、次の様な発表をした (<https://www.sec.gov/news/press-release/2018-26>)。「アメリプライズ・ファイナンシャルが同社退職口座で、対象となっているミューチュアルファンドの中で、より高い信託報酬を持つシェアクラスを推奨・販売し、さらに、払う必要の無かった(アップ・フロントの)販売手数料や CDSC/条件付後払販売手数料を課し、そのマイナス効果について開示を怠った事で SEC に対し罰金 23 万ドルを払う事で合意した。SEC のアセット・マネジメント・ユニット・チーフであるアンソニー・ケリー/Anthony S. Kelly は『我々が最近発表したミューチュアルファンドのシェアクラス選択におけるディスクロージャー・イニシアチブ/SCSD Initiative/Share Class Selection Disclosure Initiative をする根拠であり、引き続き追求していく。』と言う。」

ミューチュアルファンドのシェアクラス選択におけるディスクロージャー・イニシアチブとは、SEC の 2018 年 2 月 12 日付「ミューチュアルファンドのシェアクラス選択におけるディスクロージャー・イニシアチブ/SCSD Initiative/Share Class Selection Disclosure Initiative(取り過ぎた投信手数料開示)」である (<https://www.sec.gov/news/press-release/2018-15>)。SEC は投資アドバイザーが取り過ぎた投信の手数を自分から開示し返金すれば罰則を免除するとした。「最善の利益による投資アドバイスをすべき投資アドバイザーが、それに反し 12b-1 手数料(*日本の代行手数料に相当)の割高なシェアクラス(*日本のファミリーファンド方式のベビーファンドに相当)を選択して推奨・販売していた場合、開示しなかった事を認めて自己申告して投資家に返金したら、SEC は罰則を与えない。ただ、そうしない投資アドバイザーに対しては積極的に捜査、より厳しく罰則を与えていく。投資アドバイザーは 2018 年 6 月 12 日までに自己申告の意思を通知しなければならない。」

2018 年 2 月 17 日付米インベストメント・ニュース誌には「SCSD イニシアチブは現在違反しているアドバイザーには良いオファーで、受けるべきである。これは恩赦ではないが、それに最も近いものである。SEC はビッグデータを駆使し、これまで以上に簡単に違反を見つけ報告しそうだからだ。」

(<http://www.investmentnews.com/article/20180217/FREE/180219923/advisers-should-take-sec-up-on-offer-to-waive-penalties>)と言っていた。

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～」も参照の事(<https://www.ibbotson.co.jp/wp-content/uploads/2018/03/201804%E6%9C%88%E3%8F%B7%E8%A1%A8%E7%B4%99.pdf>)。

次いで米国モーニングスターのレポートである。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(56～57 歳)が「レベニュー・シェア: 投信業界の恐竜/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。「レクンターラー・レポート/Rekenthaler Report」は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である(バックナンバーは <http://www.morningstar.com/articles/collection/7-rekenthaler-report.aspx>)。

「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/revenue-sharing agreement 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 ベーシスポイント(最大)と売上の年 20 ベーシスポイント(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 ベーシスポイント(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/the fund company overcharges its customers 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 アメリトレー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/revenue-sharing arrangements 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繁にレベニュー・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。】(<http://www.morningstar.com/articles/855284/revenue-share-the-fund-industrys-dinosaur.html>)である。

このレポートは既に2018年5月7日付日本版ISAの道 その221「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? クリーン・シェアはDOLルールと運命を共にするのか?」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_180507.pdf)で紹介している。

※6: チャールズ・シュワブとTD アメリトレード…



まずチャールズ・シュワブである。チャールズ R・シュワブ/Charles R. Schwab 現会長(1937年生まれの現在80歳)が1971年に設立した会社だ(1971年はFirst Commander, 1974年に現社名)。ブローカレッジと投資情報の提供をしていたが、1975年5月1日(*ウォール街の「メーデー」)にSEC/米証券取引委員会が固定のブローカレッジ・コミッションを自由化、1977年からディスカウント・ブローカーとなり、ディスカウント・ブローカー最大手となった(<https://abou schwab.com/about/history>)。

1982年にEトレード/E*Trade(1982年はTradePlus, 1991年に現社名)、1983年にアメリトレード・クリアリング/Ameritrade Clearing(現TD アメリトレード/TD Ameritrade)などに追随され、投資情報を付加価値とした事で1984年までビジネスは拡大し続けた。

その後、1984年から大きく拡大するミューチュアルファンドに注目、1984年に既に「ミューチュアルファンド・マーケットプレイス/Mutual Fund Marketplace」を始めた。250本のミューチュアルファンドを電話等でスイッチする事が出来て、報告書もまとめてくれるものである(500万ドル以上)。1992年になると、「ミューチュアルファンド・ワンソース/Mutual Fund OneSource」を始めた。これは販売・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出来る様にしたものである。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/Revenue Sharing(リベート、キックバック)等をもたらす事となる(このあたりの手数料等の意味は2018年5月7日付日本版ISAの道 その221~後述[参考ホームページ]①参照)。

加えてチャールズ・シュワブはミューチュアルファンドを販売しているアドバイザーにも注目した。チャールズ・シュワブは投資家スタイル/Investors Styleを独立型/Independents型(意思決定を自ら行い、アドバイスは不要)、認証型/Validators(継続的なアドバイス必要)、一任型/Delegators(アドバイス不要)に分け、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事を知ったのである(Charles R.Schwab 著「Charles Schwab's New Guide to Financial Independence」~2004年6月22日改定版~より)。これを受け、1987年に登録投資アドバイザー/RIA カストディアンであるシュワブ・インスティテューショナル/Schwab Institutionalを始めた。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 カストディアン最大手となっている(2016年末のRIA 法人数で7100社)。2000年にはプライベート・バンクのUSトラスト/US Trustも買収、一任型にも力を入れている。

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>)を発表したが、チャールズ・シュワブが最高1000ポイントで867ポイント(平均839)となり3年連続1位となった。それより先の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」を発表していた

(<https://temkingroup.com/temkin-ratings/temkin-customer-service-ratings/#2017>)。ここではアメリカプライズ・ファイナンシャル/Ameriprise Financial が 1 位(全産業 10 位)で、チャールズ・シュワブが 2 位(全産業 18 位)だった。ちなみにバンガード/Vanguard が 3 位(全産業 33 位)、モルガン・スタンレー・スミスバーニー/Morgan Stanley Smith Barney が 4 位(全産業 57 位)、エドワーズ・ジョーンズ/Edward Jones が Investments が 5 位(全産業 67 位)となっている。

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 (%)		順位	ポイント
		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	エドワード・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ウェルズ・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・ウェルズ・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	ETレード/E*TRADE	60		
	業界平均	839		819	11	スコットレード/Scottrade *TDアメリトレード/TD Ameritrade傘下。	60	7	50
11	チェース /Chase	838	14	807	12	メリル・リンチ・ウェルズ・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)

チャールズ・シュワブの素晴らしさがよくわかるが、ただ、2018年1月16日付ブルームバーグには「隠された数字: ディスカウント・ブローカーはフィーについてはウォール街の様に行動する」と言う見出しで次の通り出ていた。

「ディスクウント・ブローカーのビッグスリー(フィデリティ・インベストメンツ、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。何十年もの間、ディスクウント・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。』」(<https://www.bloomberg.com/gadfly/articles/2018-01-16/discount-brokers-act-like-wall-street-on-fee-conflicts>)である。今後のさらなる進化に期待したいものである。

同じディスクウント・ブローカーのTD アメリトレード/TD Ameritradeは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)を買収した事で、100店舗以上の支店を獲得する事が出来、RIA カストディアンに力を入れ、現在、RIA カストディアン 2位

である(2016年末のRIA法人数で5000社)。ただ、RIA法人の新規増加数ではTDアメリトレードがチャールズ・シュワブを上回っている。一方、ディスカウント・ブローカーのEトレード/E*Trade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た。だが、その後、TDアメリトレードなどへの身売り説もあり(2018年3月7日・12日付ブルームバーグ～ <https://www.bloomberg.com/research/stocks/private/snapshot.asp?privcapId=27807>)、2018年4月9日に中小のRIAカストディアンである米トラスト・カンパニー・オブ・ザ・アメリカ/Trust Company of America/TCA買収を完了しており、業績好調もあって、株価は10年以上ぶりの高値を付けている。

※7: メリル・リンチ・ウェルス・マネジメントとメリル・エッジ…



2018年4月3日付米RIABiz(金融アドバイス・ビジネス情報サイト)に全米最大級の商業銀行であるバンク・オブ・アメリカ(バンカメ)/Bank of America(BofA)が2010年に設立したメリル・エッジ/Merrill Edgeが大きな成功を収めておりアドバイザーを増やす計画で、どうしてバンカーとアドバイザー、バンカーとブローカーの文化の違いを克服したかが書かれていた。以下に一部を和訳、引用した。

「バンク・オブ・アメリカ/Bank of America/BofAにより買収されて10年、メリル・リンチ/Merrill Lynchはビジネスで最速の成長をしようとしていないが、今年まだ8歳のメリル・エッジ/Merrill Edgeはビジネスで大きな成功を収め、BofAの中で最も利益をあげている。2010年にオンライン・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)として設立されたメリル・エッジは25万ドル以下の投資に対応するが、現在、預り資産/AUMが1850億ドル/約20兆円で240万口座にまで拡大している。BofA全4584支店中(かつては約6000支店あった)、約2200カ所(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/financial solutions advisors』と呼ばれる登録証券外務員/レップが3700人、投資家等の対応をしている。この中、BofAは2018年末までにレップを300人増やし、その後2年で4000人、2800カ所に配置する計画だ(2018年3月29日発表)。専門家は『メリル・エッジのアドバイザー(レップ)は登録投資アドバイザー/RIAのトレーニング・プログラムを受けているが、若い為、給料は安い。凄腕のアドバイザーを採用する為の巨額な報酬も無く、若く安いアドバイザーを増やし続ける事が出来る。この様な銀行の支店でのレップによる投資家等の対応は、全く異なるバンカーとアドバイザーの文化を結び付ける事に成功した。』と言う。また、ある専門家も同様に『かつてあったバンカーとブローカーの文化の違いも無くなりつつある。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。』と言う。(<https://riabiz.com/>、 <https://riabiz.com/a/2018/4/3/how-an-overtaking-low-overhead-merrill-edge-threatens-merrill-lynch-advisors-and-dramatically-eases-bank-of-americas-transition-to-a-post-wirehouse-world>)。

メリル・エッジは5万ドル～25万ドルの投資に対応していると言う。これより上の額の投資に対応するのがメリル・リンチ・ウェルスマネジメント/Merrill Lynch Wealth Managementである。オンラインと若いアドバイザーのメリル・エッジは現在アドバイザー3700人で残高1850億ドル/約20兆円だが、凄腕のアドバイザーもいるメリル・リンチ・ウェルスマネジメントは現在アドバイザー15000人とメリル・エッジの4倍で残高2兆3100億ドル/約245兆円とメリル・エッジの12.5倍である。その差はまだまだ大きい、メリル・エッジの勢いはあり、今後のフィー・ベース・アドバイス・アプローチとも調和、フィデューシャリー・デューティー強化の流れにも沿っていると言う事となる。

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」、2018年5月7日付日本版ISAの道 その221「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? クリーン・シェアはDOLルールと運命を共にするのか?」…「https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_180507.pdf」。

②米国と日本の雇用統計…米国は非農業部門雇用者数が「<http://stats.bls.gov/webapps/legacy/cesstab1.htm>」の「Total nonfarm」(Seasonally adjusted)(1939年2月から)、失業率は「<http://stats.bls.gov/webapps/legacy/cpsatab1.htm>」の「Unemployment rate」(Seasonally adjusted)(1948年1月から)。日本は統計局ホームページ/労働力調査の「<http://www.stat.go.jp/data/roudou/sokuhou/tsuki/index.html>」。

③2018年5月21日付日本版ISAの道 特別号「投資信託事情」(2018年5月号)抜粋「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!!」…「https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_180521.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。