

英国IFAから考える日本版IFAの道

～世界の投信販売チャネルにおいて英国は独立系ファイナンシャル・アドバイザー/IFA がかなり多い。だが最近ではコミッションを徴収する限定FA/RFA が拡大中。日米金融当局が参考にする英国の IFA や金融規制～

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

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

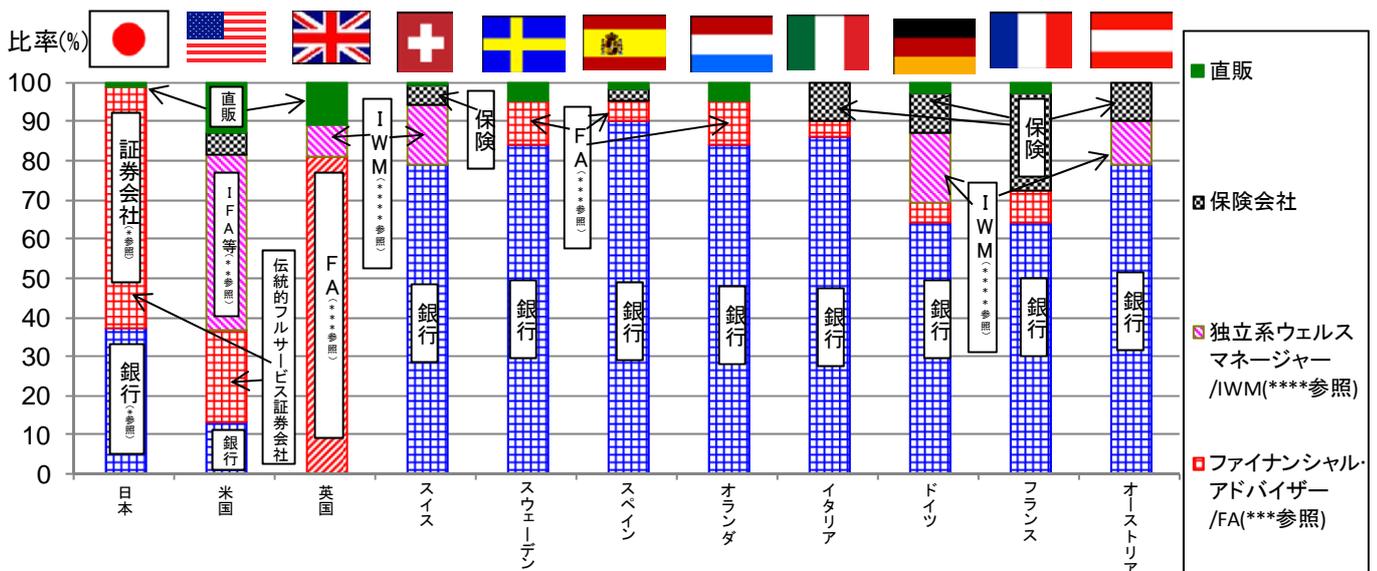
日米金融当局が参考にする英国の IFA や金融規制～世界の投信販売チャネル～

2019年7月24日に英国でジョンソン首相が就任し、2019年10月31日のEU離脱/ブレグジット/Brexitを公約とした。同首相は「**合意なき離脱/ノーディール・ブレグジットの確率は100万分の1。**」と言うものの、その確率はかなり高まっている(2018年7月23日付日本版ISAの道 その231～後述[参考ホームページ]①参照)。

英国は金融先進国である。日本の金融当局もNISA、フィンテック、共通KPIなどかなり英国を参考としている(2015年11月2日付日本版ISAの道 その119、2018年8月6日付日本版ISAの道 その233～後述[参考ホームページ]①参照)。最近も金融庁が2019年7月19日に「**IFAに関する調査研究**」(委託先: みずほ総合研究所)と言う報告書を公表、米国に26ページ、英国に17ページを割いている(後述[参考ホームページ]①参照)。

米国も英国を参考としている。2019年9月10日施行のSEC/証券取引委員会「最善の利益規制」も英国のIFAや金融規制を参考にしてしている(後述※1参照)。そこで今回はEU離脱で揺れる英国のIFAや金融規制を見る。「世界の個人向け投信の販売チャネル(除く企業型確定拠出年金)」を作成した。左から日米英である。

世界の個人向け投信の販売チャネル(除く企業型確定拠出年金)



*日本は2018年末の個人向け投信は契約型公募投信(除くETF)の純資産に占める比率。

** 米国は2018年のミューチュアルファンド保有家計の一次的供給者/Primary Source比率。

米国のIFA等は独立系FP、保険代理店、会計士、直販のディスカウント・ブローカーの合計(RIA/投資顧問業者を含む)。

*** 英国のFAはファイナンシャル・アドバイザー/Financial Advisers会社の事で個人向けにアドバイスをする証券会社の事。

社数の88%がIFA、10%がRFA、2%弱がIFA・RFA両方。

****英国のIWMは独立系のウェルス・マネージャー/Wealth Management会社の事で資産運用の一任・助言の投資顧問業者の事。

米国のRIAにも似るが、RIAと違いフィーもコミッションもある。

(出所: 日本は投資信託協会、米国はICI/米国投資信託協会、英国はFCA/金融行動監視機構、その他欧州は英コンサルタント会社Platforum

より三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

※1: 米国 SEC は英国の IFA や金融規制をかなり参考にしている…



米国 SEC/Securities and Exchange Commission/証券取引委員会の 2019 年重点活動テーマの筆頭、SEC ルール「投資アドバイス改革パッケージ/investment-advice reform package」の中心的存在は「(Item 1)最善の利益規制/Regulation Best Interest/Reg BI: ブローカー・ディーラー(証券会社)の行為基準」で、それが 2019 年 6 月 5 日に SEC で承認された。2019 年 7 月 12 日に公布され、2019 年 9 月 10 日に施行される。



ブローカー・ディーラーに対し、アドバイザーに適用しているフィデューシャリー・デューティーこそ課さないものの、利益相反を軽減する方針や手続きを作らせて、それを開示させ、限定的な商品メニューをやめさせて、限定期間・特定商品の営業コンテストやホルマ等もやめさせ、その上でコミッションの販売モデルを維持する。

英国 FCA/Financial Conduct Authority/金融行動監視機構(英国の金融監督当局)は 2012 年 12 月 31 日から個人向け金融商品販売制度改革/Retail Distribution Review/RDR を段階施行した。IFA と(IFA も使う)プラットフォーム会社(URL は後述)の信頼を高める為だ。プラットフォーム会社とは、投信や株・債券などの売買・管理・情報提供にネットを活用、低コストで一括して(ワンストップで行う「投信スーパーマーケット」で ISA/Individual Savings Accounts/個人貯蓄口座(日本の NISA の範)ファンドや SIPP/Self-invested Personal Pensions などの個人年金を主要商品としている事が多い。ただネットだけではなく、預かり資産次第でアドバイスを受けられ、IFA 向けサービスもしている。最大手がハーグリーブス・ランズダウン/Hargreaves Lansdown である。



英国 FCA は、「IFA/Independent Financial Advisers/独立 FA」と「RFA/Restricted Financial Advisers/限定 FA」を明示する事を義務付けた。IFA は全ての個人向け金融商品かつ全てのプロバイダーを対象に、関連市場の包括的かつ公正な分析に基づいて、偏らず、限定されない「独立アドバイス/independent advice」をし、コミッションを徴収せず、顧客から直接フィーを徴収する事とした。RFA は特定の会社に所属して特定の商品を扱い、「限定アドバイス/restricted advice」をし、条件付でコミッションを容認した(後述※4 参照)。その他、英国 FCA は RDR 以降、個人投資家向けアドバイザー/Retail investment adviser に対して、公認機関/accredited body からの「単位資格枠組み/Qualifications and Credit Framework/QCF(2008 年から)」の最低レベル/Level を「3」から「4(大学入学程度)」に引き上げ難しくしている。

米国 SEC が英国 FCA の IFA 等規制をかなり参考にしている事は下記からわかる。

<英国でコミッションを禁止した事で多くの英国国民がアドバイスから締め出された事への懸念>

2018 年 7 月 24 日に米国の SEC 委員であるピアース/Peirce 女史は「**英国で IFA のコミッションを禁止した英国金融商品販売改革/RDR が施行された 2013 年以降、IFA がフィー・ベースのみ提供、多くの英国国民がアドバイスから締め出された事が米国で起きる事を懸念。**」と言っていた(2018 年 7 月 24 日付 SEC「What's in a Name? Regulation Best Interest v. Fiduciary」~



<https://www.sec.gov/news/speech/speech-peirce-072418>)。米国の SEC 委員は英国で起きた事を参考としているのだ。

より具体的には、ピアース女史は英国で起きた「2013 年の RDR 以前、アドバイザーはアドバイスには課金せず、その代わりに商品販売のコミッションで利益を得ていた。しかし、RDR 施行後、アドバイザーは商品販売のコミッションが禁止され、顧客が事前に承認したフィーを顧客からもらうだけとなった。RDR 施行後、銀行アドバイザーの 44%超、IFA の 20%がアドバイスを減らし、多くの英国国民がアドバイスから締め出された(アドバイス・ギャップ/advice gap が生まれた)。(2013 年 12 月 10 日付 Deloitte UK「RDR one year on - How the regulations are affecting financial advisers」～ <https://www2.deloitte.com/uk/en/pages/press-releases/archive-press-release/rdr-one-year-on-how-the-regulations-are-affecting-financial-advisers.html>)を参考とした。

実はこの事はピアース/Peirce 女史が SEC 委員になった 2018 年 1 月 11 日のかなり前、米証券業界、さらには英国 FCA が指摘していた事でもある。2015 年 5 月 27 日には米国の証券会社業界団体である証券業金融市場協会/Securities Industry and Financial Markets Association/SIFMA が「英国の RDR が意図せざる結果をもたらしたこと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ことで、30 万超の投資家が証券会社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。」と言っていた(月刊「投資信託事情」2015 年 12 月号<Strategic Vistas>「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ネル別フロー～」～ <https://www.am.mufg.jp/text/kam151228.pdf>)。



さらにその前、2014 年 12 月 16 日に、英国FCA は「RDR の影響評価調査/Retail Distribution Review Post Implementation Review～二段階実施で、2014 年と 2020 年に結果公表～」(<https://www.fca.org.uk/publication/research/rdr-post-implementation-review-europe-economics.pdf>)で、「RDR 後に直販/Direct Sales が減り続ける中、プラットフォーム販売/Platform Sales(個人投資家向け直販とアドバイザー向け販売支援チャネルがある)や他の間接販売/Other Intermediary Sales が急増している。」と言う事を示している(p.15)。そして、英国国民がアドバイスから締め出されるアドバイス・ギャップ/advice gap についても触れている(p.57)。



(出所: 2014 年 12 月 16 日付FCA「Retail Distribution Review Post Implementation Review」の p.15)

SEC のピアース/Peirce 女史は「2018 年 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委員の案にも反対した。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 Bloomberg～ <https://www.bna.com/secs-newest-republican->

[n57982092578/](#))などと言われていたが、現実には、米証券業界の意見や英国の事例をしっかりと聞いて、プラグマティック/実際的な思考をする人である様だ。



米国のSEC/証券取引委員会の委員/Commissioners

2019年7月8日現在

<p>総じて 規制緩和 (共和党的)</p> <p>↑</p>	<p>クレイトン/Clayton委員長(共和党寄り無党派) *1993年ロー・スクール卒の弁護士。</p>  <p>SECルールについて2018年4月18日の当初案も2019年6月5日の最終案も賛成。</p> <p>2017年5月4日に就任。 2021年6月5日に任期終了だが2022年12月まで延長可。</p>	<p>ロイズマン/Roisman委員(共和党) *米上院銀行委員会首席顧問でその前はNYSE Euronextの弁護士。SECルールについて2019年6月5日の最終案に賛成(2018年4月18日の当初案は就任前)。</p>  <p>2018年9月11日に就任。 2023年6月5日に任期終了だが2024年12月まで延長可。</p>	<p>ピアース/Peirce委員(共和党) *1997年ロー・ルール卒の弁護士。ジョージ・メイソン大学シンクタンク勤務。SECルールについて2018年4月18日の当初案も2019年6月5日の最終案も賛成。</p>  <p>2018年1月11日に就任。 2020年6月5日に任期終了だが2021年12月まで延長可。</p>
<p>総じて 規制強化 (民主党的)</p> <p>↓</p>	<p>ジャクソン/Jackson委員(民主党) *ロー・スクール教授。</p>  <p>SECルールについて2019年6月5日の最終案には反対(2018年4月18日の当初案は賛成)。</p> <p>2019年秋に退任?</p> <p>2018年1月11日に就任。 2019年6月5日に任期終了だが2020年12月まで延長可。</p> <p>…だが、「2019年秋にも退任しそう。」(2019年5月7付WSJ)と報じられている。</p>	<p>リー/Lee委員(民主党) *1997年ロー・ルール卒の弁護士。2005年2月から2018年1月までSEC。</p>  <p>2019年7月に就任!</p> <p>2019年7月8日に就任。 2022年6月5日に任期終了だが2023年12月まで延長可。</p>	<p>・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とも1人参加しないと成立しない。</p> <p>・定員5人。同政党から選出出来る委員は3人まで。</p> <p>・新たな規則を導入する時の採決で少なくとも3委員が投票する必要がある。</p> <p>・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。</p>

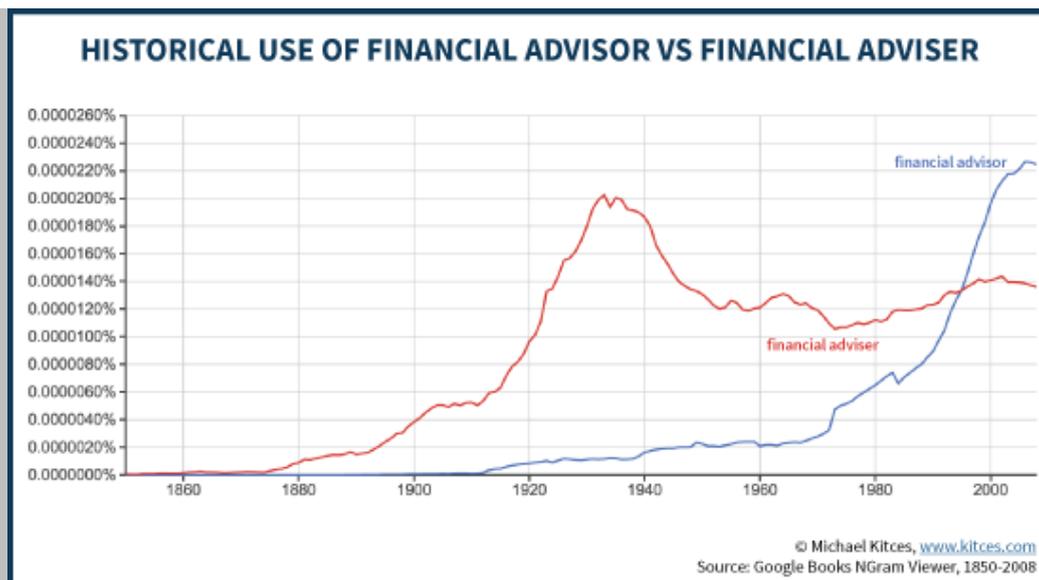
(出所: 米SEC/証券取引委員会等より三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)
*赤は共和党の党としてのカラー、青は民主党の党としてのカラー。

＜英国で肩書の制限をした事を参考に、米国でアドバイザーと言う肩書を使えなくした＞

米国の Reg BI では“アドバイザー/adviser or advisor”などと言った肩書を当初案では「制限」、最終案では投資アドバイザー(投資顧問業者)に登録していないブローカーは“アドバイザー/adviser or advisor ”と言う肩書を使えなくした(アドバイザーに登録しているブローカーでも、所属する会社に監督責任者のいない場合は使えない)。

英国でも似た様な肩書の制限をした事は先述通りである。

ちなみに、米国では、かつてアドバイザーは“adviser”であった。しかし、そのアドバイザーを規制する1940年投資顧問法/Investment Advisers Act of 1940が出来てから、アドバイザーは“advisor”を急速に使い出し、今では“adviser”を上回っている。ただ、現在の Reg BI は“advisor”も規制対象である。



(出所: Kitces.com「Financial Adviser Vs Advisor: Why The Difference Matters」~ <https://www.kitces.com/blog/financial-adviser-vs-advisor-vs-financial-planner-whats-the-difference/>)

＜英国の限定アドバイス(基本アドバイス)は米国の“単に付随的、かつ、報酬を受けないアドバイス?”＞

米国の SEC ルール最終案 Item 4 には“単に付随的/solely incidental”の解釈/Interpretation of “Solely Incidental”がある。これは米国の 1940 年投資顧問法/Investment Advisers Act of 1940 の解釈であり、「もしブローカー・ディーラーのアドバイザリー・サービスのパフォーマンスが、ブローカー・ディーラーとしてのビジネスに単に付随的/solely incidental であり、かつ、そのアドバイザリー・サービスに対しての特別の報酬を受けない場合、そのブローカー・ディーラーは投資アドバイザーの定義からの除外対象/Exclusions となる。」だ。これについては、先述通り、英国の「独立アドバイス/independent advice」と「限定アドバイス/restricted advice(含む基本アドバイス)」を思い出す(後述※3 参照)。

以上、米国の SEC ルールについては、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!」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_180423.pdf)、2019 年 6 月 10 日付日本版 ISA の道 その 268「『米国金融規制最新動向』ブローカー・ディーラー(証券会社)及びアドバイザー(投資顧問業者)に対する行為基準規則『SEC ルール/最善の利益規制等』施行へ! 次は今年 12 月の新・労働省/DOL フィデューシャリー・ルール!!」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_190610.pdf)、2019 年 6 月 24 日付日本版 ISA の道 その 270「『ファイナンシャル・プランナー最新動向』CFP も注目する米国で大きな話題の SEC ルールのその後～英国の CFP/サーティファイド・ファイナンシャル・プランナーとチャータード・ファイナンシャル・プランナー～」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_190624.pdf、https://emaxis.jp/text/oshirase_190624.pdf)、2019 年 7 月 22 日付日本版 ISA の道 その 274「米国版『顧客本位の業務運営』SEC『最善の利益規制』は 9 月 10 日施行(アドバイザー解釈は 7 月 12 日施行)! 労働長官辞任で新・労働省フィデューシャリー・ルール 12 月公表が遅れる? 新しい CFP『倫理規定と行為基準』施行日が Reg BI 遵守日と同じ来年 6 月 30 日に!!」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_190722.pdf)を参照。

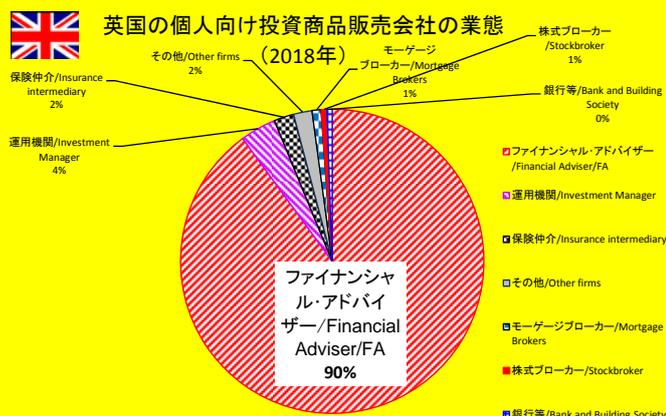
英国の RDR については、2014 年 2 月 24 日付日本版 ISA の道 その 46「NISA が範とする英国の金融業界改革! 世界屈指の保険・年金大国を支える IFA と英国 ISA を支えるファンド・プラットフォームに今また新しい改革(RDR)が!!」(<https://www.am.mufg.jp/text/140224.pdf>)、2017 年 11 月 27 日付日本版 ISA の道 その 205「NISA が範とする英国 ISA は過去最大 81 兆円まで拡大! 英国家計金融資産は間接保有を含めると株式・投信比率 41%と

日本の倍!! 投信はクリーン・シェアが拡大!!!」…「https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_171225.pdf」、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～」…「https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_171225.pdf」、2019年1月28日付日本版ISAの道 その253「投信コスト(手数料等)の長期国際比較 2018～日本はつみたてNISA、米国はフィデューシャリー・ルールやコミッション・フィーの値下げ戦争、英国はRDRに加え解約手数料規制やVfM、オーストラリアはFOFA、カナダはCRM2やCFR/顧客本位改革が影響～」(https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_190128.pdf)、2019年6月24日付日本版ISAの道 その270「『ファイナンシャル・プランナー最新動向』 CFPも注目する米国で大きな話題のSECルールのその後～英国のCFP/サーティファイド・ファイナンシャル・プランナーとチャータード・ファイナンシャル・プランナー～」(https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_190624.pdf 、 https://emaxis.jp/text/oshirase_190624.pdf)を参照。

英国は独立系ファイナンシャル・アドバイザー/IFA がかなり多い。 だが最近ではコミッションを徴収する限定FA/RFAが拡大中。

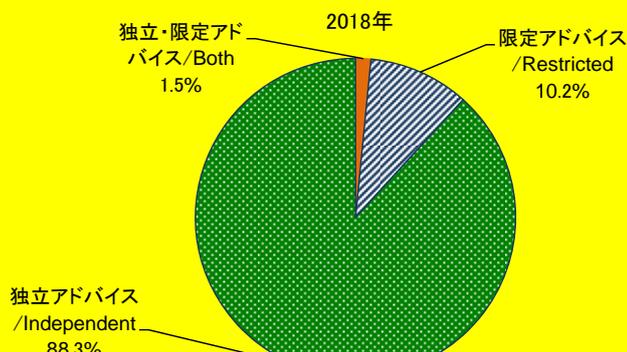
冒頭図表「世界の個人向け投信の販売チャンネル」で左から三番目が英国だ。その英国の右隣にEU不参加国のスイスがある。スイスの右にスウェーデン、スペイン、オランダ、イタリア、ドイツ、フランス、オーストリアとEU参加国が並ぶ。特徴的なのは欧州では英国を除き銀行が多くを占める事である。英国は「ファイナンシャル・アドバイザー/Financial Adviser/FA」が圧倒的に多い。FAについて英国FCA/Financial Conduct Authority/金融行動監視機構(英国の金融監督当局)は次の通り言っている(FCAのホームページ～後述[参考ホームページ]②参照)。

全てのファイナンシャル・アドバイザー/FA会社(個人向け証券会社)は「独立アドバイザー/IFA」、「限定アドバイザー/RFA」、「独立/IFAと限定/RFA」の3つのどれかになる必要がある(承認後、顧客にそれを明示する必要がある)。2018年現在、英国で個人向け商品の全販売会社の内、会社数90.0%・アドバイザー人数74.8%がファイナンシャル・アドバイザー/FA会社(個人向け証券会社)である。FA会社以外では、会社数3.8%・アドバイザー人数6.1%が運用機関/Investment Manager、会社数2.1%・アドバイザー人数0.9%が保険仲介/Insurance intermediary、会社数0.6%・アドバイザー人数9.1%が銀行等/Bank and Building Societyとなっている。



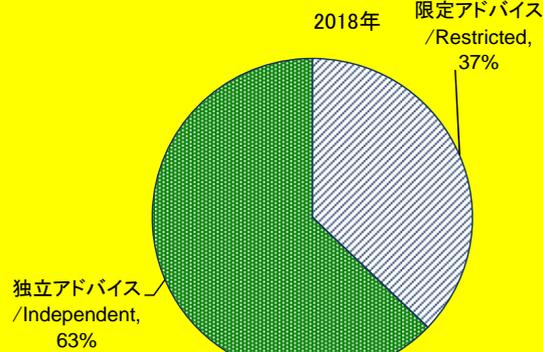
英国の個人向け商品で圧倒的な大きさを占める「ファイナンシャル・アドバイザー/FA」の内訳を見たのが次頁である。2018年現在、会社数88.3%・手数料収入63%が独立アドバイス/independent adviceである。会社数10.2%・手数料収入37%が限定アドバイス/restricted adviceである。そして、会社数1.5%・手数料収入不明が独立・限定の両方アドバイスが出来る会社である。

英国のファイナンシャル・アドバイザー/FAの会社数比率
アドバイスのタイプ別



(出所:英FCA より三菱UFJ国際投信株式会社
商品マーケティング企画部が作成)

英国ファイナンシャル・アドバイザー/FAの手数料収入比率
アドバイスのタイプ別



(出所:英FCA より三菱UFJ国際投信株式会社
商品マーケティング企画部が作成)

英国は IFA がかなり多い(後述※2 参照)。RFA は会社数こそ 10.2%と少ないものの、手数料収入は 37%にのぼる。IFA 等 FA は基本的にコミッションの徴収が禁止されるが、RFA が「限定アドバイス」に含まれる「基本アドバイス/basic advice」(後述※3 参照)を提供する場合、コミッションが徴収出来る。

※2: 英国は IFA がかなり多い…



現在、英国は IFA がかなり多いが、昔から IFA が多かったわけではない。1990 年前半までは金融機関の外務員がチャネルの大半を占めていた(*当時の IFA は 20%~30%前後)。IFA が金融機関の外務員を大きく上回るまで拡大した理由は、1988 年の金融サービス法施行に起因する。金融機関のコンプライアンスが強化され、さらに、金融アドバイスをして保険・年金、そして投信等を販売するには、(1)複数の金融機関の商品を取り扱う IFA、もしくは、(2)単一の金融機関と契約してその金融機関の商品だけを取り扱う一社専属の営業員であるタイド・エージェント/Tied Agent でなければならないとされた(*ポラリゼーション・ルール(polarization rule)…polarization は「分断」と言う意味だが、「金融機関から独立しているか」「金融機関に属しているか」かに「分断」されたと言う事)。保険会社など金融機関は自社営業員で膨らむコンプライアンス費用や訴訟リスクを削減する為に IFA を利用し、投資家は取扱商品が多く豊富な知識や経験を持つ(とされている)IFA へ一括(ワンストップ)相談・購入をする為に IFA を利用した。こうして IFA は拡大する。

だが、その後、IFA の中に、特定の会社と関係を深めたり(*特定会社だけの取り扱いが禁止されている)、コミッションの高い商品を中心に販売したりする者が出てきた(*コミッション…運用会社等から IFA やファンド・プラットフォームに払われる販売奨励金等)。そこで 2004 年 12 月に「ポラリゼーション・ルール」を廃止すべく、(3)複数の会社と契約してそれらの会社の商品を取り扱う複数社契約の営業員/マルチ・タイド・エージェント/Multi Tied Agents も金融アドバイスをして投信や保険・年金等を販売することが可能となり、IFA の優位性は低下、IFA の販売は抑制されていく。IFA は小口から撤退する。小口の代表で、ISA/Individual Savings Accounts/個人貯蓄口座(日本の NISA の範)などは、ISA が導入された 1999 年度に IFA が 4 割近くも占めていた(*当時の直販は 20%超、その他 30%超)。だが、この「ポラリゼーション・ルール」廃止により、IFA の販売が減少傾向をたどった。

2014 年 2 月 24 日付日本版 ISA の道 その 46「NISA が範とする英国の金融業界改革! 世界屈指の保険・年金大国を支える IFA と英国 ISA を支えるファンド・プラットフォームに今また新しい改革(RDR)が!!」

(<https://www.am.mufg.jp/text/140224.pdf>)も参照の事。

※3: 基本アドバイス/basic advice とガイダンス/guidance と簡易アドバイス/Simplified Advice…



「(2005年4月導入の)基本アドバイスは『ステークホルダー商品/stakeholder products』を対象とするアドバイス。」(FCAのホームページ～後述[参考ホームページ]②参照)である。「ステークホルダー/stakeholder」は利害関係者の事で、顧客や株主など企業活動に関わる全ての人を意味するが、ここでは「ステークホルダー」は労働者を中心に見ており、「ステークホルダー商品」は「労働者つまり個人客にわかりやすく単純で手数料上限がある商品」の事で、具体的には「ステークホルダー年金/stakeholder pension schemes(確定拠出型私的年金)」や「ステークホルダー・チャイルド・トラスト・ファンド/stakeholder CTF/Child Trust Funds」等の事である。



2013年のRDR施行後、多くの英国国民がアドバイスから締め出された(アドバイス・ギャップ/advice gap が生まれた)が(前述※1参照)、英国のFCAと財務省は「金融アドバイス市場の検証と改革/Financial Advice Market Review/FAMR」を実施、勧告の中でアドバイスに当たらない「ガイダンス/guidance」(下記)と「簡易アドバイス/Simplified Advice」(消費者の一部のニーズだけに対応、ロボアドを含む)を勧告した(2017年4月11日付FCA「Guidance consultation: Financial Advice Market Review (FAMR): Implementation part 1 (GC17/4)」～



<https://www.fca.org.uk/publication/guidance-consultation/gc17-04.pdf>)。「ガイダンス/guidance」は「顧客に選択肢を絞り込む事を助ける偏らないサービスで、顧客のする事、もしくは、商品を買う事を言わないもので、決定権は顧客にある/Guidance is an impartial service which will help you to identify your options and narrow down your choices but will not tell you what to do or which product to buy; the decision is yours.」、「ガイダンスは商品プロバイダーが明確に料金等を明示しない限り無料/Guidance is free unless your provider clearly tells you otherwise.」と言うものだ(2017年3月15日付FCA「Consumer explanations of “advice” and “guidance”」
<https://www.fca.org.uk/publication/research/fawg-consumer-explanations-advice-guidance.pdf>)。

参考までに、欧州MiFID II/第二次金融商品市場指令では「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」であるが、その例外に「(容認可能な)小さな非金銭的な利益/minor non-monetary benefits/MNMBと認められるものについては無料で受領出来る。」と言うものがあつた。それは次のa～e。「(a)金融商品や投資サービスに関連する情報や文書で、個人顧客の状況からして自然な場合、(b)証券の発行(見込み)企業が負担して第三者に作らせる資料で明確に開示されて運用会社に同時に提供されて一般対象も希望で受領出来る場合、(c)特定の金融商品や投資サービスの利益や特徴に関連するコンファレンスやセミナー、研修へ参加する場合、(d)上記(c)における途中の飲食などリーズナブルでデミニミス/de minimis/最小限なおもてなしの場合、(e)顧客に提供されるサービスの質向上の可能性がある場合」(2017年12月25日付日本版ISAの道 その209～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_171225.pdf)。

チャイルド・トラスト・ファンドは2013年12月2日付日本版ISAの道 その37「日本版ジュニアISA(子ども版NISA)の道、日本版529プランの道～英国のジュニアISAとチャイルド・トラスト・ファンドの歴史、米国の529プランの歴史、そして米国の529プランファンドの今～」(<https://www.am.mufg.jp/text/131202.pdf>)、アドバイス・ギャップは2013年10月21日付日本版ISAの道 その32「『本家』英国で、RDR改革もたらしたIFA数減少によって、ISAを中心にDIY投資家が増えて投資の危機が進行中?～最新の英国ISA(ファンド)動向～」(<https://www.am.mufg.jp/text/131021.pdf>)参照。

RFA/Restricted Financial Advisers/限定 FA で大きく拡大しているのが英セント・ジェームズ・プレイス/St. James's Place/SJP である。3810 人(2018 年 6 月末)の‘パートナー/partners’と呼ぶ RFA がコミッション・ベースの手数料を稼いでいる(後述※4 参照)。 同社はグローバルに運用会社を外部委託、自社投信として設定、販売する垂直統合型企業/vertically integrated firms である。英国では RFA 部門を持つ垂直統合型企業が増えている。



(出所: St. James's Place「Investment Management Approach」～ <https://www.sjp.co.uk/investment-management-approach>)

SJP は投信販売で一律、購入時手数料が 6%で、6 年超保有しない場合の換金手数料は 1%(後述※4 参照)。 **それも、エマージング株ファンドから MMF まで同じだ(後述※4 参照)。** **SJP は 2014 年から 2018 年まで 5 年連続リテール販売額/Gross sales of retail investments and pensions で 1 位(ftadviser.com～後述※4 参照)。** 2013 年に 1 位だったプラットフォーム会社最大手でフィー・ベースのみの(コミッション・ベースは無い)ハーグリーブス・ランズタウン/Hargreaves Lansdown は 3 位である(ここにも 90 人の RFA はいる)。2017・2018 年の 2 位はキルター/Quilter plc(2017 年 11 月に Old Mutual Wealth Management Limited から改名)で、3700 人のアドバイザーを抱え、IFA(モーゲッジ補償保険スペシャリストを含め 57%)と RFA(43%)の両方がいる。

※4: 購入時手数料 6%とレベル・フィー・フィデューシャリー...



英国で最も個人向け販売が大きい英セント・ジェームズ・プレイス/St. James's Place/SJP の手数料は「重要情報書類/Key Information Documents/KID」でわかる。販売時に顧客に提供する A4・3 ページのもので、日本で投資家に必ず交付しなければならない投資信託説明書(交付目論見書)に近い(交付目論見書は 10 ページ以上)。

SJP の投信は一律、購入時手数料/Entry costs は 6.00%(=charge for advice 4.5%+ charge for the product 1.5%)。 例えば、エマージング株ファンド「SJP Emerging Markets Equity Fund」の場合、KID には「Entry costs」として「0.43%」と出ている(下記、https://documents.feprecisionplus.com/PRIIP/SJPPR/PRP/SJP5000_KDVH.en-GB.pdf?_ga=2-50644329-1726735526-1564105430-1799795799-1564105430)。だが、これは推奨保有期間/recommended holding period 15 年で計算したものだ。

KID にはさらに「Exit costs」が「N/A」と出ており換金手数料が無い様にも見える。だが、これは6年超保有の場合であり、それまでの換金には「1%」がかかる。これは p.2 に「If you withdraw all of the money from your bond in the first six years after making a contribution, an early withdrawal charge of 1% will apply to the funds accumulated from that contribution.」とある通りだ。最後に KID には「Other ongoing costs」として「(年)1.74%」とある。これは日本の信託報酬に近いもので、その中には「our charges for ongoing advice」として「(年)0.5%」とある。これは日本の代行手数料に近いもの(トレール・コミッション)である。結果、1年で換金すると、「(年)9.22%」がかかる事が p.2 に「Impact on return (RIY) per year」として出ている。

英セント・ジェームズ・ブレイス/St. James's Place/SJPのエマージング株ファンド「SJP Emerging Markets Equity Fund」の重要情報書類/KID

This table shows the impact on return per year of each cost category over the 15 year recommended holding period

Cost Category	Sub-category	Impact (%)	Description
One-off costs	Entry costs	0.43%	The impact of the costs you pay when entering your investment. This is the most you will pay, and you could pay less. This includes the costs of distribution of your products. This reflects our charge for advice (4.5% of the amount you invest) and our charge for the product (1.5% of the amount you invest).
	Exit costs	N/A	The impact of the costs of exiting your investment.
Ongoing costs	Portfolio transaction costs	0.77%	The impact of the costs of us buying and selling underlying investments for the product.
	Other ongoing costs	1.74%	The impact of the costs that we take each year for managing your investments and providing advice. This includes our charges for ongoing advice (0.5%) and our charges for the product, as well as the costs of managing and maintaining the funds, such as fees paid to the external fund manager.
Incidental costs	Performance fees	N/A	The impact of the performance fee. We take these from your investment if the product outperforms its benchmark.
	Carried interests	N/A	The impact of carried interests.

The table above shows the impact each year of the different types of costs on the investment return you might get at the end of the recommended holding period and the meaning of the different cost categories. This table is based on the moderate performance scenario shown above.

(出所: St. James's Place「SJP Emerging Markets Equity Fund」KIDより、下線は三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部)

購入時手数料 6.00%はMMF「SJP Money Market Fund」も同じである。KID には「Entry costs」として、「0.41%」と出ているが、やはり、これは推奨保有期間/recommended holding period 15年で計算したものである(下記、https://documents.feprecisionplus.com/PRIP/SJPPR/PRP/SJP5000_RO84_en-GB.pdf?ga=2.117820361.1726735526.1564105430-1799795799.1564105430)。「Exit costs」も6年以内の換金に「1%」がかかる。「Other ongoing costs」の「(年)1.22%」は日本の信託報酬、「our charges for ongoing advice」の「(年)0.5%」は日本の代行手数料に近いものである。結果、1年で換金すると、「(年)7.55%」がかかる事が p.2 に「Impact on return (RIY) per year」として出ている。利回りは2019年7月26日現在、3年、5年、10年、ずっとマイナス1%台となっている(<http://www.morningstar.co.uk/uk/snapshot/snapshot.aspx?id=VAUSA06397&tab=1&InvestmentType=SA>)。

英セント・ジェームズ・ブレイス/St. James's Place/SJPのMMF「SJP Money Market Fund」の重要情報書類/KID

This table shows the impact on return per year of each cost category over the 15 year recommended holding period

Cost Category	Sub-category	Impact (%)	Description
One-off costs	Entry costs	0.41%	The impact of the costs you pay when entering your investment. This is the most you will pay, and you could pay less. This includes the costs of distribution of your products. This reflects our charge for advice (4.5% of the amount you invest) and our charge for the product (1.5% of the amount you invest).
	Exit costs	N/A	The impact of the costs of exiting your investment.
Ongoing costs	Portfolio transaction costs	N/A	The impact of the costs of us buying and selling underlying investments for the product.
	Other ongoing costs	1.22%	The impact of the costs that we take each year for managing your investments and providing advice. This includes our charges for ongoing advice (0.5%) and our charges for the product, as well as the costs of managing and maintaining the funds, such as fees paid to the external fund manager.
Incidental costs	Performance fees	N/A	The impact of the performance fee. We take these from your investment if the product outperforms its benchmark.
	Carried interests	N/A	The impact of carried interests.

The table above shows the impact each year of the different types of costs on the investment return you might get at the end of the recommended holding period and the meaning of the different cost categories. This table is based on the moderate performance scenario shown above.

(出所: St. James's Place「SJP Money Market Fund」KIDより、下線は三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部)

エマージング株ファンドから MMF まで、投信の購入時手数料が同じ、さらに「6%」もある事に日本で違和感がある人が多いかもしれない。しかし、これが「顧客本位」と英国では(米国でも)考えられている。 米国や英国の IFA は全ての投信や保険等の比較、その中の商品も比較、顧客のメリット・デメリットを明示、より顧客本位のアドバイスをしているが、日本の様にまず投信と保険の販売手数料で大きな差があり、その中の商品も大きな差があると、どうしても高い手数料の保険、出来る限り高い手数料の投信に向かうインセンティブ/誘因が働く。英国でも米国でも、フィデューシャリー・デューティーにおいて、このインセンティブによりもたらされる利益相反の問題(顧客の不利益)はかなり大きな課題である。そこでコミッションやフィーの水準を取引商品間で同水準にしてインセンティブを抑制、顧客の利益を優先したアドバイスを提供するようにしている(これを「レベル・フィー・フィデューシャリー/Level Fee Fiduciaries」と言う)。

日本では、コミッションやフィーの水準を出来る限り下げる事が「顧客本位」とされる事が多いが、近い商品を全て同水準に下げるのならまだしも(あまり低下が行き過ぎると IFA 等は撤退へ)、バラバラに下げるのは「顧客本位」にはならないと英国や米国では考えられている。**英国でも、2004 年にかけて IFA の中に、手数料等の高い商品を中心に販売したりする者が出てきた為、「ポラリゼーション・ルール」を廃止する大きな要因となった(前述※2 参照)。**

欧米でコミッションやフィーの水準がどんどん下がっている事からそう思う者が多いが、これは大口化、アンバンドリング、無料商品によるクロス・セリング等による所が大きいのだ(2019 年 5 月 20 日付日本版 ISA の道 その 265『米国ウェルスマネジメント最新動向』～史上初のネガティブ・フィー・ファンド! フィデリティがインハウスで貸株!! モデル・ポートフォリオにモーニングスターが参入しバンガード・フィデリティ・ブラックロックが参加!!! コスト低下や FD 強化の流れがさらに進む中、アドバイザーはどうすればよい?～」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_190520.pdf)。

最後に、ドイツやスイス、オーストリアで銀行より多い独立系ウェルスマネージャー/IWM についてである。

英国 FCA は「ウェルスマネジメント/Wealth Management は顧客と会社が合意した上で、資産運用を一任/discretionary(顧客の承諾無しにポートフォリオの変更可)もしくは助言/advisory(顧客の承諾の上でポートフォリオの変更可)をするものである。一任も助言も継続的に適合性の責任を持つ(取引アドバイス/transactional advice はアドバイス提供時のみ)。手数料は預かり残高に対してのフィー/annual management charge も場合もあるし、取引毎のコミッション/commission の場合もある。」と言っている(FCA のホームページ～後述[参考ホームページ]②参照)。米国の RIA/Registered Investment Advisers/投資顧問業者にも似るが、RIA と違いフィーもコミッションもある。

以上、英国の IFA や金融規制を見てきた。英国に学ぶ事は多い事が示されたと思う。

今、英国は EU 離脱/ブレグジット/Brexit に向かいつつある。その中、英国金融当局の FCA は 2019 年 7 月 23 日、「ウェルスマネジメントと株式仲買会社の監督/Wealth Management and Stockbroking Supervision」を公表して、EU Withdrawal、つまり、EU 離脱/ブレグジット/Brexit について書いている。そこには「顧客の最善の利益で行動する事/act in their customers' best interests を期待する。」と言う言葉もある(2019 年 7 月 23 日付 FCA～後述[参考ホームページ]②参照)。米国の「最善の利益規制/Reg BI」とほぼ同じ事を言っている。国家レベルでの金融の大きな変化の中、どの様な「顧客の最善の利益」が示されるのか、英国の IFA や金融規制に注目が集まる。

英国 ISA/Individual Savings Accounts/個人貯蓄口座(日本の NISA の範)から考える「日本版 ISA の道」も大事だが、英国 IFA から考える「日本版 IFA の道」も大事である。しっかり見ていきたい。

米国の IFA 等については、2019 年 3 月 18 日付日本版 ISA の道 その 259「米国 IFA から考える日本版 IFA の道～米国アドバイザーはコミッションからフィーへ、独立へとシフトしており、IFA では独立 RIA が増加中! IFA からの人気の高い投信はバンガードとディメンショナル/DFA!!」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_190318.pdf), 2019 年 5 月 27 日付日本版 ISA の道 その 266「『米国 IFA 最新動向』米国資産運用業界で台頭する IFA! 日本の IFA に相当する IBD をコミッションやフィーの構成、その歴史と今から見る!!～IBD ビッグスリーの LPL とアメリプライズとレイモンド・ジェームズ、フィー・オンリーに向かうコモンウェルスとケンブリッジ、保険会社のリンカーンとウッドベリー、そして、アドバイザーに革新的なモデルを提供するセトラ～」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_190527.pdf), 2019 年 3 月 4 日付日本版 ISA の道 その 257「アセット・マネジメント(資産運用)のプラットフォーム『TAMP』! Google 的存在のエンベスタネットに、バンガード・フィデリティ・ブラックロック・シュワブも、IFA やラップ/SMA のアドバイザーも、続々と提携へ!!」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_190304.pdf)を参照の事。

英国の IFA 等については、2013 年 10 月 21 日付日本版 ISA の道 その 32「『本家』英国で、RDR 改革がもたらした IFA 数減少によって、ISA を中心に DIY 投資家が増えて投資の危機が進行中?～最新の英国 ISA(ファンド)動向～」(<https://www.am.mufg.jp/text/131021.pdf>), 2014 年 2 月 24 日付日本版 ISA の道 その 46「NISA が範とする英国の金融業界改革! 世界屈指の保険・年金大国を支える IFA と英国 ISA を支えるファンド・プラットフォームに今また新しい改革(RDR)が!!」(<https://www.am.mufg.jp/text/140224.pdf>)も参照の事。

以上

[参考ホームページ]

①2018 年 7 月 23 日付日本版 ISA の道 その 231「英国はハード・ブレグジット、ノーディール・ブレグジットへ!? 投信が英国から逃げる中、英国ではセント・ジェームズのように販売手数料 6%の投信で 4 年連続販売額 1 位と言う会社も!!」…「 https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_180723.pdf 」、2015 年 11 月 2 日付日本版 ISA の道 その 119「フィンテックの衝撃! 『本家』英国で第三の ISA、イノベティブ・ファイナンス ISA が 2016 年 4 月から開始!!」…

「 <https://www.am.mufg.jp/text/kam151102.pdf> 」、2018 年 8 月 6 日付日本版 ISA の道 その 233「共通 KPI の英国版と米国版～日本は英国とコスト・リターンが酷似するものの、米英より高リスク! 自主的な KPI として『顧客数』、『ファンド預り残高』、『資金純流入額』、『EEV』も検討余地～」…「 https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_180806.pdf 」、2019 年 7 月 22 日付日本版 ISA の道 その 274「米国版『顧客本位の業務運営』 SEC『最善の利益規制』は 9 月 10 日施行(アドバイザー解釈は 7 月 12 日施行)! 労働長官辞任で新・労働省フィデューシャリー・ルール 12 月公表が遅れる? 新しい CFP『倫理規定と行為基準』施行日が Reg BI 遵守日と同じ来年 6 月 30 日に!!」

「 https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_190722.pdf 」、2019 年 7 月 19 日付金融庁「独立系フィナンシャルアドバイザー(IFA)に関する調査研究」(委託先: みずほ総合研究所)…「 https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20190703_3.html 」(同日付金融庁「米国投資商品調査」(委託先: 野村総合研究所アメリカ)～ https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20190703_2.html)、「委託調査等に関する支出状況の公表」～ <https://www.fsa.go.jp/common/budget/kourituka/07.html>)。

②FCA のホームページでフィナンシャル・アドバイザー/Financial Adviser/FA は IFA 及び RFA は「Types of investment adviser | FCA」…「 <https://www.fca.org.uk/consumers/types-investment-adviser> 」、ウェルスマネージャーは「Wealth management | FCA」…「 <https://www.fca.org.uk/consumers/wealth-management> 」、限定アドバイス及び基本アドバイス、認可事項規制

は「restricted advice - FCA Handbook」…「<https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/glossary/G2762.html>」、
2019年7月23日付FCA「Portfolio Strategy Letter: Wealth Management and Stockbroking Supervision」
…「<https://www.fca.org.uk/publication/correspondence/portfolio-letter-wealth-managers-stockbrokers.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.mufj.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留意ください。
- 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。