

英資産運用会社のバリュー・アセスメント・レポート(AoV)

- 英資産運用会社に義務化されたAoVは日本の金融庁が資産運用高度化の参考に
- ウェルスマネジメント最大手は購入時手数料6%でも「価値において妥当」、ネット証券最大手は花形ファンドマネジャーで大失敗しても「価値を提供」、金融監督当局FCAは罰金や制裁も
- 英投資家、IFAのクリーン&スーパークリーン・シェア投信、RFAの購入時手数料6%等ファンド、私募ファンドを選好

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。

英、グローバル株投信に流入増、個人投資家、成長株選好の動き顕著



2020年9月13日付日経ヴェリタスに「英、グローバル株投信に流入増、個人投資家、成長株選好の動き顕著。」と言う見出しで、「英国投資協会(IA)が公表している地域別の株式ファンドの資金流出入状況によると、『グローバル』は4~6月期に24億500万ポンド(約3340億円)の資金が流入した。次に『北米』が10億2400万ポンドの流入超で続いた。半面、『英国』は3億9400万ポンドの流入超にとどまり、地理的に近い『欧州』は6億700万ポンドの流出超だった。」と出ていた。

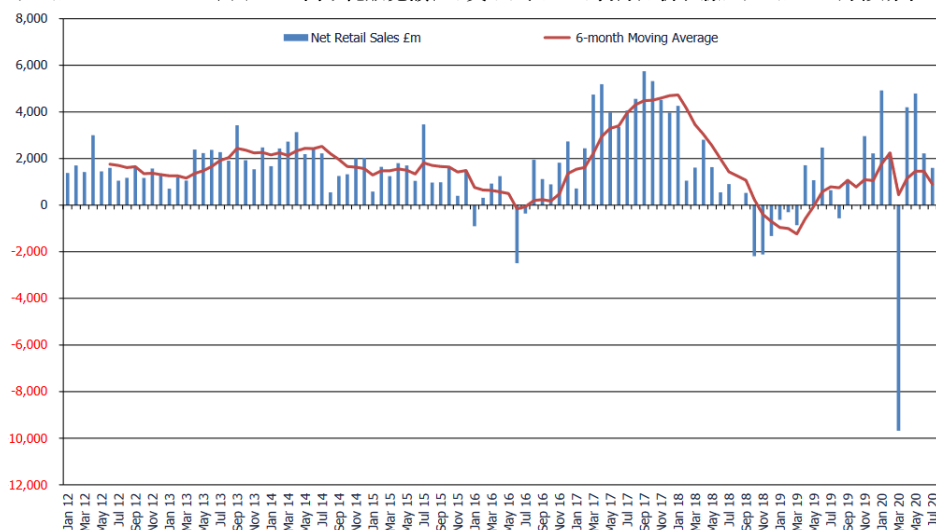
海外の投信に関する情報が少ない日本において、上記記事は貴重である。これは英国の投資信託協会である英国投資協会/Investment Association/IAが2020年8月6日に発表した統計を基に書かれている(※1参照)。同統計は2020年9月3日に2020年7月分が発表された。

英国のNET RETAIL SALES/リテール向けファンド純販売額(UK INVESTORS/英国投資家)

(単位: 百万英ポンド)

2012年1月~2020年7月

*棒グラフがNet retail sales/リテール向け純販売額(£は英ポンド、mは百万)、折れ線グラフが6ヵ月移動平均。



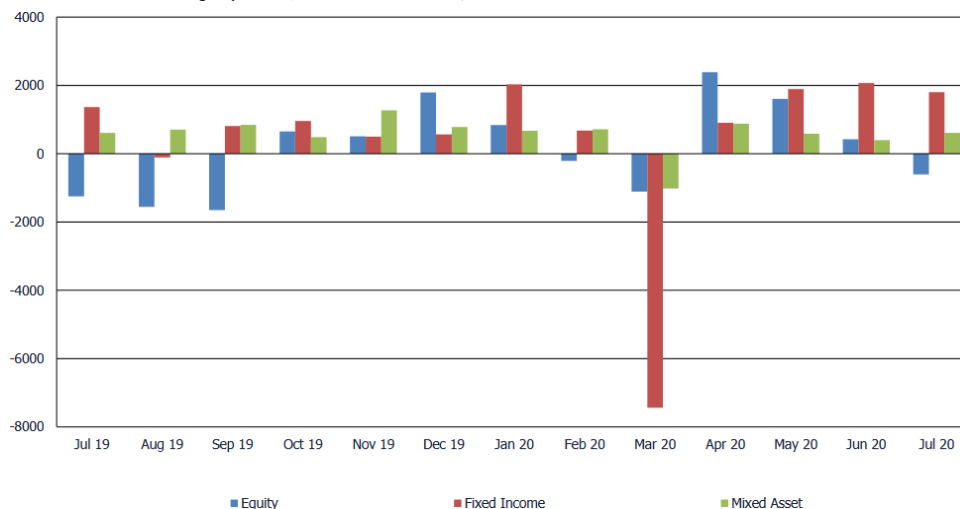
(出所: 英国投資協会/Investment Association/IA)

英国の NET RETAIL SALES リテール向けファンド純販売額(UK DOMICILED FUNDS/英国籍ファンド)

(単位: 百万英ポンド)

2012 年 1 月～2020 年 7 月

*左から Equity/株式、Fixed Income/債券、Mixed Asset/ミックス・アセット(バランス型)。



(出所: 英国投資協会/Investment Association/IA)

※1: 英国の投資信託協会である英国投資協会から入手出来る英国投資信託の基本的な統計…



英国投資信託の基本的な統計を見るには、英国の投資信託協会である英国投資協会 /Investment Association/IA の統計(ホームページ～ <https://www.theia.org/>)が良い。2020 年 6 月分は 2020 年 8 月 6 日発表である(プレスリリース～ <https://www.theia.org/media/press-releases/savers-return-funds-ps112bn-inflows-q2-2020>)。2020 年 9 月 3 日には 2020 年 7 月分が発表されている(プレスリリース～ <https://www.theia.org/media/press-releases/fund-market-maintains-momentum-ps16-billion-invested-july>)。

データ入手法は、まずホームページのトップ 上方バナーにある「DATA」をクリック、左側下方にある「FUND STATISTICS」をクリック(<https://www.theia.org/industry-data/fund-statistics>)。その左側下方にある「Full Figures」をクリック(<https://www.theia.org/industry-data/fund-statistics/full-figures>)。年月が出て来るので、もし 2020 年 6 月分が見たければ、「June 2020 All tables」をクリック(<https://www.theia.org/sites/default/files/fund-statistics/stats-0620-12.pdf>)。最初に「SUMMARY」があり、そこに「Net retail sales/リテール向け純販売額」があつて、これが IA のプレスリリースでまず出てくる統計である(<https://www.theia.org/media/press-releases/savers-return-funds-ps112bn-inflows-q2-2020>)。「All funds£ 2,221 m, Equity funds£ 421 m, Fixed income funds£ 2,071 m, Mixed asset funds£ 398 m」とある(£は英ポンド、m は百万)。

「Net retail sales/リテール向け純販売額」の詳細は「TABLE 4: NET SALES」以降にある。「Net total sales/全純販売額£ 2,092m」から「Net institutional sales/機関投資家向け純販売額£ -129 m」を引いたものが「Net retail sales /リテール向け純販売額£ 2,221 m」である。

この「Net retail sales /リテール向け純販売額£ 2,221 m」をセクター別に見たものが「TABLE 7: NET RETAIL SALES BY THE INVESTMENT ASSOCIATION SECTORS」にあり、これを使えば、2020 年 8 月 31 日付日本経済新聞電子版投信コラム「英投資家、グローバル株式型ファンドを選好ー海外投信事情」～ <https://www.nikkei.com/article/DGXMZO6309520X20C20A8000000/>)のグラフが出来る。

2019 年 8 月 13 日付日本版 ISA の道 その 277「NISA のモデルとなったイギリスの ISA は今? 『ブレグジット ISA』も登場した英国の ISA は非課税枠が日本の倍近く、補助金付き住宅購入支援 ISA もあり! 老後資金で先進国低位の英国だからこそその官民による尽力と進化!!」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_190813.pdf) も参照の事。

英投資家、IFA のクリーン&スーパークリーン・シェア投信、 RFA の購入時手数料 6%等ファンド、私募ファンドを愛好

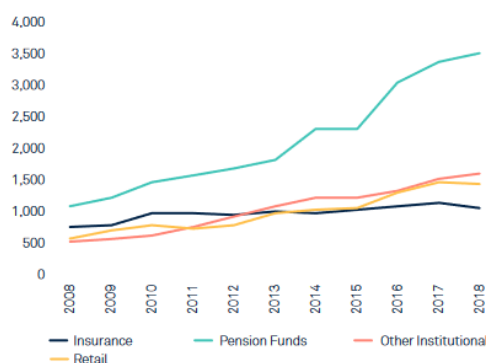
前述「英投資家、グローバル株式型ファンドを愛好」は投資信託の投資対象(セクター)別データによる調査・分析だった。投資信託の手数料/costs and charges 別、シェアクラス/share class 別のデータはどうか？英国の投資信託協会である英国投資協会/Investment Association/IA の月次データベースには、投資対象/Asset Class 別以外、販売チャネル/Distribution Channel、制度/Product(ISA/Individual Savings Account/個人貯蓄口座など)、会社形態(Fund Companies、Fund Platforms)、責任投資/Responsible Investments のデータはある。しかし手数料別のデータは無い(前述※1 参照)。

IA の情報で、手数料別があるとすれば、最新 2019 年年次レポート「The Investment Association Annual Survey」(<https://www.theia.org/industry-policy/research/investment-management-survey>)だ。今、英国の投信業界で大きな話題となっている「バリュー・アセスメント・レポート/value assessment report(Assessment of Value report/AoV report)」についても書かれている。顧客別もあるし(下記グラフ)、機関投資家向け中心に詳細な情報もある。「世界的に有名な調査・分析能力を持つ真のグローバル組織」と言う米国の投資信託協会 ICI に勝るとも劣らないレポートだ(2020 年 2 月 3 日付日本版 ISA の道 その 295「日本の証券手数料は海外に比べ割高?~米国より情報が早い日本の投信協会、手数料批判に反論するカナダの投信協会。欧米著名大博士「世界のミューチュアルファンド・フィー」の 2019 年版を作成した所、厳しい規制の英国やオーストラリアでコミッションやフィーが急低下する中、英国は今、RFA の 5%初期手数料等でロードファンドの購入時手数料は 3 年連続上昇中。~」~

https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_200203.pdf)。

英国投資信託の顧客別推移(2008~2018 年)

CHART 10: ASSETS MANAGED IN THE UK BY CLIENT TYPE,
£BN (2008-2018)



*年金基金/Pension Funds 向けが圧倒的に大きい存在で右上がりとなり、次いで、その他機関投資家/Other Institutional 向けとリテール/Retail 向けが並んで右上がり、そして保険/Insurance 向けが低迷している事がわかる。

(出所: 英国投資協会/Investment Association/IA「INVESTMENT MANAGEMENT IN THE UK 2018-2019」)

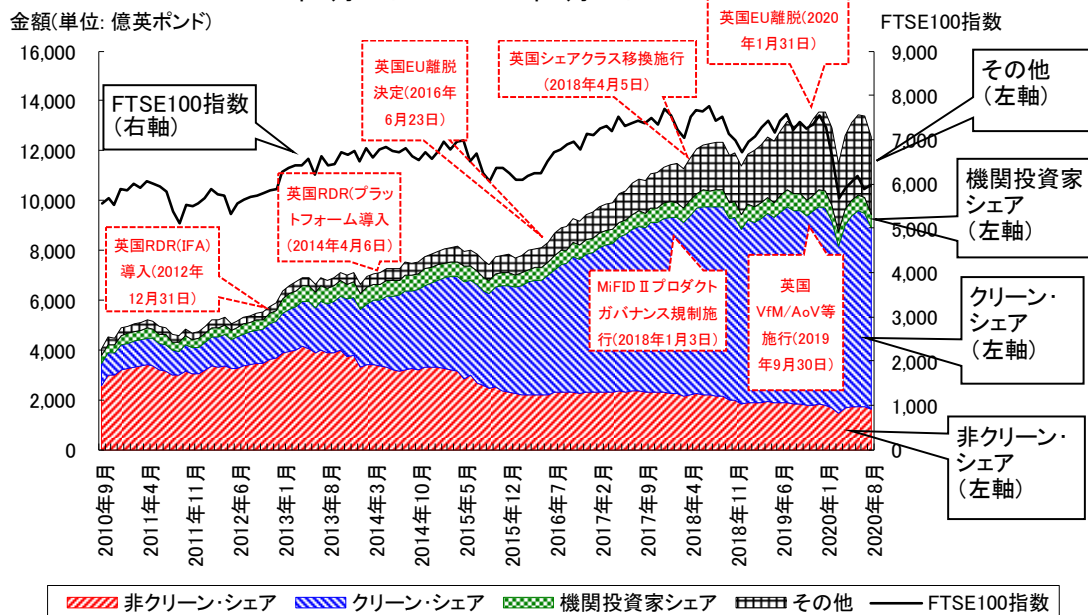
だが、英国の投資信託協会である英国投資協会/IA の年次レポート「The Investment Association Annual Survey」は年次ベースで 2018 年までしかなく、何より手数料/costs and charges 別、シェアクラス/share class 別のデータがほとんど無い。2014 年版にあったが(2014 年 9 月 29 日付日本版 ISA の道 その 73~後述※2 参照)、その後は見つからない。英国の投資信託を手数料別データで最新 2020 年 8 月まで月次で見るには(米国や日本等の投資信託も可能)、グローバルな投資分析プラットフォーム「モーニングスター・ダイレクト/Morningstar Direct」が良い(英国は Morningstar UK ~ <https://www.morningstar.co.uk/uk/>、日本はイボットソン・アソシエイツ・ジャパン ~ <https://ibbotson.co.jp/information-products/integrated-solution/morningstar-directtm/>)。

モーニングスター・ダイレクトで英国のファンドのシェアクラス別の純資産推移と純設定推移を作成した。



英国のファンドのシェアクラス別純資産推移

2010年9月30日 ~ 2020年8月31日



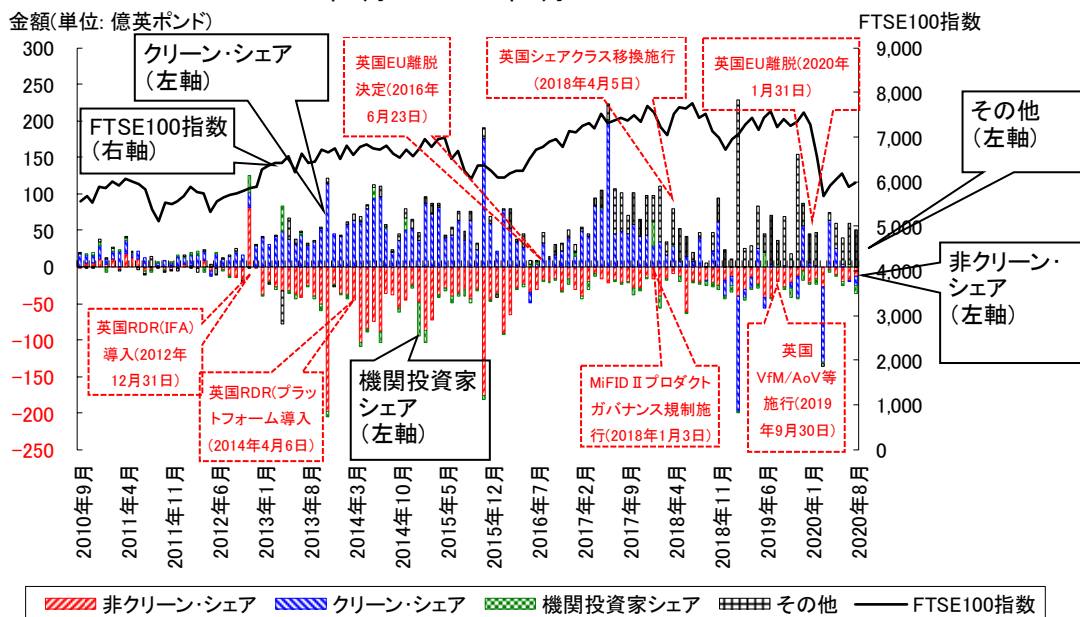
*英国のファンドは英ポンド建てで英国で販売されるオープンエンドファンドで、英国籍以外も含み、ETFやMMFは含まず、償還済みを含む。
クリーン・シェアは、モーニングスターがRDR対応クリーン・シェアと分類したもので、トレイル・コミッションのないもの(トレイル・コミッション/Trail commissionとは、販売会社/アドバイザー/ブローカーに支払われるDistribution Fees/日本の信託報酬・販売会社分/代行手数料に相当)。

(出所: プルームバーグ、Morningstar Direct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)



英国のファンドのシェアクラス別純設定推移

2010年9月 ~ 2020年8月



*英国のファンドは英ポンド建てで英国で販売されるオープンエンドファンドで、英国籍以外も含み、ETFやMMFは含まず、償還済みを含む。
クリーン・シェアは、モーニングスターがRDR対応クリーン・シェアと分類したもので、トレイル・コミッションのないもの(トレイル・コミッション/Trail commissionとは、販売会社/アドバイザー/ブローカーに支払われるDistribution Fees/日本の信託報酬・販売会社分/代行手数料に相当)。

(出所: プルームバーグ、Morningstar Direct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)

クリーン・シェア/Clean Shares が増加傾向で(直近は増えておらず本数は横這い)、非クリーン・シェアが減少傾向で(本数も減少傾向で)、「その他」が増加している(直近も増えて本数も増加)。クリーン・シェアはアンバンドリング/Unbundled ファンドでアドバイザーに入る手数料 0%の(ノーロードでトレール・コミッション/trail commission/日本の代行手数料の無い)シェアクラスである。最近、スーパークリーンと言うものも聞かれるのは AMC/annual management charge/投信会社報酬がクリーンより低いシェアクラスである。これらは IFA 及びプラットフォームにフィデューシャリー・デューティーをかける RDR/Retail Distribution Review/個人向け金融商品販売制度改革(IFA は 2012 年 12 月 31 日から、プラットフォームは 2014 年 4 月 6 日から)により増えたものである。

非クリーン・シェアは RDR 以前のシェアクラス/pre-RDR share classes が多く含まれる(レガシー・シェアクラス/legacy share classes/時代遅れのシェアクラスとも言われる)。RDR でアドバイザーが販売手数料やトレール・コミッション等をファンドから徴収する事が禁止されたものの、2012 年 12 月までに販売しているファンドについては適用されず、そのまま手数料を徴収している。ただそれが、VFM/AOV 等施行(2019 年 9 月 30 日)で大きく減っているのである。

「その他」が増加している。これは日本の私募投信に相当するもので、ACS/Authorised Contractual Scheme/認可契約スキーム(サブファンド間売買等で生じる課税を繰延出来る)や LGPS/Local Government Pension Scheme/地方政府年金基金スキームなど大口または機関投資家向け超低コスト(経費率ほぼ 0%)ファンドである。前述した英国の投資信託協会である英国投資協会/IA の「英国投資信託の顧客別推移(2008~2018 年)」でも、年金基金/Pension Funds 向けが圧倒的に大きい存在で右上がりとなっていた。

尚、モーニングスター・ダイレクトで作成した「英国のファンドのシェアクラス別の純資産推移と純設定推移」には、英国でリテール投資プロダクトを提供するウェルスマネジメン最大手のセント・ジェームズ・プレイス/St. James's Place/SJP のデータが 2015 年 6 月末を最後に除かれている。2 位のキルター/Quilter 等のデータも欠落気味だ。だから英国のオープンエンドファンドの投信会社の純資産上位には現在いない。

英国のオープンエンドファンドの投信会社の純資産上位10社

2020年6月末

*英国のファンドは英ポンド建て、英国で販売されるオープンエンドファンドで、英国籍以外を含み、ETFやMMFは含まず、償還済みを除く。

一部ファンドに純資産データの欠落あり(例、St James's Placeは2015年6月末、Legal & Generalは2018年7月末を最後にデータが収録されていない)。

	 投信会社名(ブランド名)	ファンド (クラス) 本数	純資産 (百万英ポ ンド)	純資産 (億円)	1本当たり 純資産 (百万英ポ ンド)	1本当たり 純資産 (億円)	備考
1	Vanguard	141	90,655	120,846	643	857	
2	Aviva	349	74,840	99,764	214	286	英保険大手アビバの子会社アビバ・インベスターズ、伝統的なアクティブ運用中心。
3	BlackRock	348	62,727	83,617	180	240	
4	Aberdeen Standard Investments	862	54,841	73,105	64	85	保険会社スタンダード・ライフとアバディーン・アセット・マネジメント合併(2017年8月14日)
5	Fidelity	307	50,086	66,767	163	217	
6	Baillie Gifford	182	45,617	60,809	251	334	
7	Royal London	177	44,122	58,816	249	332	
8	Schroders	417	35,194	46,915	84	113	
9	Columbia Threadneedle Investments	330	32,927	43,892	100	133	アメリカプライズ・フィナンシャル傘下。
10	Link Group	272	29,870	39,818	110	146	
	全577社の合計	16,458	1,351,601	1,801,728	82	109	

(出所: Morningstar Direct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)

セント・ジェームズ・プレイス/St. James's Place/SJP のデータのある 2015 年 6 月末時点で見ると、オープンエンドファンド純資産 6 位の投信会社である。

英国のオープンエンドファンドの投信会社の純資産上位10社

2015年6月末

*英国のファンドは英ポンド建て、英国で販売されるオープンエンドファンドで、英国籍以外を含み、ETFやMMFは含まず、償還済みを除く。

	投信会社名(ブランド名)	ファンド (クラス) 本数	純資産 (百万英ポ ンド)	純資産 (億円)	1本当たり 純資産 (百万英ポ ンド)	1本当たり 純資産 (億円)	備考
1	Schroders	525	44,026	84,725	84	161	
2	M&G	319	38,563	74,213	121	233	保険大手ブルデンシャルの資産運用部門M&Gインベストメンツ
3	Fidelity	408	34,943	67,245	86	165	
4	Columbia Threadneedle Investments	363	34,854	67,074	96	185	アメリカ・グループ傘下のThreadneedle Investment Services Ltd.
5	BNY Mellon	345	34,392	66,185	100	192	
6	St. James's Place	52	30,261	58,235	582	1,120	ウェルスマネジメント英国最大手のセント・ジェームズ・プレイス
7	Janus Henderson	296	27,465	52,855	93	179	米ジャナスと英ヘンダーソンが合併(2017年)、アクティブ運用専門。
8	Jupiter	153	26,056	50,143	170	328	Merian買収(2020年2月)個人向け2位へ。
9	Royal London	100	22,520	43,337	225	433	
10	HBOS	76	20,638	39,716	272	523	住宅金融最大手ハリファックスとスコットランド銀行が合併
	全668社の合計	12,392	799,070	1,537,756	64	124	

(出所: Morningstar Direct、会社HP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)

IFA 及びプラットフォームにフィデューシャリー・デューティーをかける RDR/個人向け金融商品販売制度改革(IFA は 2012 年 12 月 31 日から、プラットフォームは 2014 年 4 月 6 日から)で、アドバイザーや販売会社は、「IFA/独立 FA」と「RFA/限定 FA」を明示する事が義務付けられた。 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顧客のニーズと目的に合う金融商品を公平に選んで推奨する独立アドバイザーである一方、それ以外は RFA となる。 RFA は特定の会社の商品だけを推奨するアドバイザー(*その他、複数の商品を推奨しても全てではないアドバイザー、年金保険ばかりを推奨する様なアドバイザー等)であり、「Independent/独立」と言ってもアドバイスは出来なくなる。 だが、購入時手数料もトレール・コミッションも徴収出来る(後述※3 参照)。そして英国では IFA から RFA への転換が増えている。

この RFA として大きく拡大している会社が英セント・ジェームズ・プレイス/St. James's Place/SJP 等である。 SJP は Invesco Asset Management や Wasatch Advisors Inc.等に運用を外部委託した投信を幾つか設定しているが、一律、購入時手数料/Entry costs は 6.00%(=charge for advice 4.5%+ charge for the product1.5%)である(後述※3 参照)。そして SJP は 2014 年から 2019 年まで 6 年連続リテール販売額/Gross Sales1 位となっている(下記テーブル)。

英国でリテール投資プロダクトを提供するウェルスマネジメントのトップ10(預り残高の大きい順)

2020年1月末作成



社名

業態

力を入れている
アドバイス

2019年
預り
残高
(百万
英ポ
ンド)(※3)

2019年
グロス・
リテール
販売額
(百万
英ポンド)

2018年
ネット・
リテール
販売額
(百万
英ポンド)

1	セント・ジェームズ・プレイス/SJP	St James's Place Wealth Management	ナショナルズ	RFA(限定アドバイス型、垂直統合型)	110,000	15,000	+10,000
2	キルター (旧Old Mutual Wealth Management)	Quilter Financial Planning	ナショナルズ	RFA(限定アドバイス型、垂直統合型)	37,000	10,000	+3,900
3	ハーグリーブス・ランズタウン	Hargreaves Lansdown Group	プラットフォーム	プラットフォーム (オンライン直販とIFA)	33,000	6,500	+1,300
5	ロイズ・バンキング・グループ (シュローダー)	Lloyds Banking Group	銀行	RFA(限定アドバイス型、垂直統合型)	18,000	2,400	+340
4	ブリュイン・ドルフィン	Brewin Dolphin Ltd	ナショナルズ	IFA(独立アドバイス型)、 RFA(限定アドバイス型)	11,000	2,500	+800
6	オープンワーク (SJPと同じ生保のAllied Dunbar)	Openwork	ネットワーク	RFA(限定アドバイス型、垂直統合型)	9,800	2,700	+870
9	HSBCバンク・グループ	HSBC Bank Group	銀行	RFA(限定アドバイス型、垂直統合型)	9,000	1,200	+330
7	インベストেক・グループ	Investec Group	ナショナルズ	IFA(独立アドバイス型)、 RFA(限定アドバイス型)	8,200	1,800	+440
8	ティルニー・グループ	Tilney Group	ナショナルズ	RFA(限定アドバイス型、垂直統合型)	7,400	980	-480
10	サクセッション	Succession	ナショナルズ	IFA(独立アドバイス型)	5,900	1,400	+220

※1: FTAdviserの「Year founded」で、セント・ジェームズ・プレイス/SJPは1991年(株価は1988年8月18日からある)、オープンワークは2005年とも言われている(その他の会社にもある)。

※2: FTAdviserの「Number of CF30s」で、例えば、オープンワークは2018年4月10日付FTAdviserで英国で3600人超のアドバイザーと英最大と言っている。

※3: セント・ジェームズ・プレイス/SJPの預り残高/Funds Under Managementは、同グループが運用/managedまたは管理/administeredする資産を示し、年金/Pension、投資/Investment、ユニットトラスト/ISA&DFM(Discretionary Fund Management)等で、第三者が運用し当社がアドバイスのみを行った資産は含まない。

(出所: FTAdviser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)

2013 年に 1 位だった英国プラットフォーム会社最大手のハーグリーブス・ランズタウン/Hargreaves Lansdown を 3 位に抑えている(2015 年 9 月 14 日付日本版 ISA の道 その 114「英国 ISA ファンドで人気なのは英国高配当株と不動産! 販売チャネルの主流はファンド・プラットフォーム会社!!~ISA ファンド及び ISA・ジュニア ISA の最新動向~」~ <https://www.am.mufg.jp/text/kam150914.pdf>)。

※2: 英国の ISA、RDR、クリーン・シェア、VfM(AoV)...



日本の NISA は英国の ISA/Individual Savings Account/個人貯蓄口座を参考としたものだが、日本(の金融庁)は手数料に大きな影響を与える制度で米国に次いで(ここ数年では米国以上に)英国を参考とする事が多い。古くは、IFA 及びプラットフォームにフィデューシャリー・デューティーをかける RDR/Retail Distribution Review/個人向け金融商品販売制度改革、最近ではガバナンスで VfM/Value for Money/手数料に見合った価値もしくは AOV/Assessment of value/価値の評価である。



(出所: Professional Adviser)

RDR については、2014 年 9 月 29 日付日本版 ISA の道 その 73「NISA 本家の英国では RDR 販売規制で手数料の低い投信への志向が顕著に。欧州全体では? 日本では? そして、米国では?」(<https://www.am.mufg.jp/text/140929.pdf>)を参照の事。

RDR により増えたのがアンバンドリング/Unbundled ファンドでアドバイザーに入る手数料 0%の(ノーロードでトレール・コミッションの無い)クリーン・シェア/Clean Shares である。

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~」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_170619.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)、2020 年 2 月 17 日付日本版 ISA の道 その 297「日米投信のアンバンドリング(クリーン・シェア)、セミバンドリング、バンドリング(レガシー・シェア)~日米ネット証券手数料無料化の代替収益源である投信会社等からの信託報酬・販売会社分やレベニュー・シェアリング、ラップ口座/SMA や保険・年金へのシフト~」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_200217.pdf)を参照の事。

VfM もしくは AoV については後述するが、2020 年 6 月 22 日付日本版 ISA の道 その 309「日本版資産運用業高度化の道~日本の金融庁が参考にする英国 VfM(AOV)評価と欧州 MiFID II プロダクトガバナンス規制の概要と影響・課題~」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_200622.pdf)、2020 年 7 月 20 日付日本版 ISA の道 その 311「『資産運用業高度化プログ्रेसレポート 2020』~日本のパフォーマンスとファンド数と専用ファンド、欧州のプロダクトガバナンス規制、米国のインベストメント・デューティー・レギュレーション(DOL の ESG 規制)~」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_200720.pdf)を参照の事。

英資産運用会社に義務化された AoV は日本の金融庁が資産運用高度化の参考に

前述のモーニングスター・ダイレクトで作成した「英国のファンドのシェアクラス別の純資産推移と純設定推移」の所で、RDR 以前のシェアクラスが多く含まれるレガシー・シェアクラスが、VFM/AOV 等施行(2019 年 9 月 30 日)で大きく減っている。」と言った。VFM/AOV とは何か? VFM/AOV は日本の金融庁も注視している。2020 年 6 月 19 日に日本の金融庁総合政策局が公表した「資産運用業高度化プログ्रेसレポート 2020」にも出ている (<https://www.fsa.go.jp/news/r1/sonota/20200619/20200619.html>)。

【コラム①】英国における資産運用会社のガバナンスに係る政策対応

- 英国では、FCA（金融行為監督機構）が、市場調査（Asset Management Market Study）及び監督活動の結果を踏まえ、資産運用会社が顧客に対して提供する価値について従来十分に考慮せず、価値の低い商品が提供されてきたことで、投資家が不利益を受けてきたと指摘。
- こうした認識の下、FCAは、米国のファンドガバナンスを手本に、資産運用会社に対し、2名かつ全体の25%以上の独立取締役の設置や年次での「value for money」（手数料に見合った価値）の評価・開示を求めるなど、制度改革を含む一連の施策を実施。資産運用会社のガバナンスの改善を起点として、顧客利益の向上を図っている。

英国FCAによる主な施策 (契約型/会社型ファンドが対象)

- ✓ 資産運用会社の独立取締役の設置（2019年9月30日期限）
：2名かつ取締役全体の25%以上
- ✓ Value for moneyの評価プロセス（2019年9月30日～）
：最低限以下の要素について年次で評価し、評価結果を投資家へ年次報告等で開示（良好なvalue for moneyを提供できていない場合は是正措置を実施）することを運用会社の各取締役に義務付け
 - ① サービスの質と品質
 - ② ファンドの目的に照らしたパフォーマンス
 - ③ value for moneyの評価コスト
 - ④ 規模の経済
 - ⑤ 同等のファンド等の市場レート
 - ⑥ 同等の機関投資家向け商品等の運用報酬
 - ⑦ 運用報酬が割高なシェアクラスに投資家をとどめる理由
- ✓ 上級経営陣・重要役職員の適格性評価・認証制度（SM&CR）を運用会社等に拡張（2019年12月～）
：value for money評価の実施義務をはじめとする個人責任を強化。
上級経営陣については、当局が適格性（fit and proper）を判断の上、就任を承認。

米国におけるファンドガバナンスの枠組み (会社型ファンドが対象)

- ✓ ファンドの独立取締役の設置
：原則40%以上（1940年投資会社法10条(a)）、SEC規則上は50%以上。ミューチュアルファンド独立取締役の業界団体は75%以上を推奨。
- ✓ 運用契約の評価・承認プロセス（1940年投資会社法15条(c)）
：ファンド取締役は、フィデューシャリーとして投資運用契約を毎年評価・承認する必要がある。その際、独立取締役の過半数の承認が必要。承認の基礎となった要素や評価結果は年次報告書に記載する必要。評価にあたっての考慮要素は以下の通り（手数料の過剰性が同法36条(b)の信託義務違反を構成するか否かの判断基準（1982年Gartenberg判決等））
 - ① サービスの性質・品質（パフォーマンス含む）
 - ② 投資運用者の収益性
 - ③ 規模の経済
 - ④ 同等ファンドの費用割合・手数料 等
- SEC・投資家による民事訴訟の対象となるほか、SECによる検査・行政処分の対象（なお、2019年11月公表のSECの検査指摘事項集（OIEC Risk Alert）では、①運用会社からの情報収集とその検討が不足、②承認の基礎となる議論が不十分、といった不備を提示し、改善を要請）

2020年1月、FCAは資産運用会社のCEO宛にレターを発出し、2020年上半期にガバナンスやvalue for moneyの評価プロセスの実効性等を確認する旨表明。取締役会が、経営陣の提案に対し、コスト、手数料及び商品設計の点で実質を伴った牽制を行っているか等について、エビデンスを求めるとしている。

(出所: 2020 年 6 月 19 日付日本の金融庁総合政策局「資産運用業高度化プログ्रेसレポート 2020」)

また、2020 年 6 月 8 日付「ファンド情報」No.328 に金融庁総合政策局森田局長が「『資産運用高度化室』の設置の狙い、設置後の主な施策について」と言う寄稿をした(https://www.r-i.co.jp/pension/products/fund/fund_article_04.pdf)。一部を下記。

「金融庁では、昨事務年度以降、国内の資産運用会社等との間で、資産運用業の高度化に向けた対話を行ってきた。…(略)…。海外の動向、特に英国における Value for Money 評価やプロダクトガバナンスに係る資産運用会社の取組み、更には FCA による

モニタリングの状況も参考に、運用パフォーマンスの『見える化』を一層進めていくとともに、運用力向上につながる各社の取組みも後押ししていきたいと考えている。世界的に、資産運用業界を取り巻く環境は大きく変化している。先ほど述べたグローバルな手数料低下・寡占化といった動きに加え、いわゆる Fintech の進展は、投資商品の組成・販売、リスク管理、業務執行、投資運用といった様々な局面で大きな変革をもたらす可能性を秘めている。また、海外では、透明性の向上や顧客本位の業務運営の更なる徹底を求める法律が制定され、我が国においても金融審議会と同様の問題意識から議論が行われている。」(下線はコラム筆者)



VFM/AOV は、当初、VFM/Value for Moneyと言われていたが、その後、AOV/Assessment of value/価値の評価となり、一般的に、バリュー・アセスメント・レポート/value assessment report(Assessment of Value report/AoV report)と言われている(FCA「FCA sets out next steps to improve competition in the UK's asset management industry」～ <https://www.fca.org.uk/news/press-releases/fca-sets-out-next-steps-improve-competition-uk-asset-management-industry>)。

バリュー・アセスメント・レポートは英国の投資信託協会である英国投資協会/Investment Association/IA がホームページでわかりやすく紹介している(<https://www.theia.org/sites/default/files/2020-02/20200205-valueassessmentbrief.pdf>)。

THE INVESTMENT ASSOCIATION

VALUE ASSESSMENT

When purchasing any product or service, getting value is an important consideration. This is no different in financial services, and this is increasingly relevant as 75% of the UK's households use the services of an investment manager.

Value has also been an area of focus for the UK regulator. The Value Assessment, introduced in September 2019, is part of the Financial Conduct Authority's (FCA) new measures aimed at improving outcomes for investors and is one of the measures taken after the FCA's Asset Management Market Study.

What is different about the Value Assessment is that in most activities in life – for example, buying a car or taking a holiday, people decide whether they think they have received good value. The market then adjusts; manufacturers create new products or holiday destinations thrive or decline. Equally, independent third parties may also provide ratings or commentary to help people pick the best options.

This is true in investment management too. Regulators have gone further however and asked the investment management firms themselves to determine whether they consider the individual funds they offer to be providing good value, and to take action if they are not.

The Value Assessment must be performed at least once a year and requires the investment manager to ask itself a series of questions about whether its funds are delivering value to investors and to take action to fix any areas of poor value they identify. The assessment explores what the fund is delivering against what the investment manager said it would deliver, and if investors are paying a fair price for what is being delivered.

Fund boards are required to have at least two independent non-executive directors (INEDs) to provide independent challenge on behalf of investors. INEDs and the chair of the fund's board – who may also be independent – have a particularly important role in overseeing the process of the Value Assessment. The chair has a prescribed responsibility under the Senior Managers and Certification Regime to ensure that the board completes a Value Assessment and acts in the best interest of the fund's investors.

The Investment Association (IA) supports UK investment management, supporting British savers, investors and businesses. Our 250 members manage £7.7 trillion, £1.8 trillion of which is on behalf of European clients – providing the UK with an important economic contribution in the form of export earnings, tax paid, and jobs created.

January 2020

VALUE ASSESSMENT

ASSESSING VALUE

Investment managers are required to consider value against a minimum of seven criteria, which includes cost, but also requires quality of service and performance to be taken into account when assessing what is a good outcome for investors.

The assessment is at the level of the fund, including each share class, that people invest in. Investors may invest in the fund through an adviser or a platform. The services and charges of the adviser and platform will not be considered in the assessment.

Assessing value can be subjective so investors will also need to decide for themselves, together with their advisers (if they use them), what represents good value.

1. Quality of service to investors, such as efficiency of administration, timeliness of reporting, and how successfully they engage with the companies they are invested in.
2. Fund performance considered over an appropriate timescale given the fund's objectives and strategy.
3. The investment manager's costs for providing the service that each fund charge relates to.
4. Potential savings and benefits from economies of scale due to the size of the fund.
5. The comparable market rates for similar funds offered by other fund managers.
6. The investment managers' charges for other comparable services it provides, including institutional mandates, such as for pension schemes, with a similar size or investment objective.
7. The appropriateness of investors being in classes of units with higher charges than those applying to other similar share classes of the same fund.

REPORTING TIMELINE

Investment managers must publish each year a report describing the assessment they have carried out, as well as its conclusions. This report can be included in the firm's annual report, or in a separate composite report if the investment manager is reporting on two or more funds. The FCA has not provided a template for these new Value Assessments, so it is for the investment manager to decide how best to present the information.

Depending on their business models and the nature of their fund ranges, firms may consider it more effective to use a separate composite report, comprised of two or more funds, to be able to undertake the assessment effectively across their fund range and provide investors with a report that gives a wide-ranging assessment of the funds available.

The Value Assessment report must be published within four months of the fund's annual accounting date, or, if included in a composite report covering a number of funds, within four months of the date for which the Value Assessment was performed. All annual reports published from the end of January 2020 will either include a report on the Value Assessment, or information on when the composite report will be available.

Accounting year ends on...	Next accounting year	Value statement in annual long report by...
31 August 2019	Next accounting year	31 December 2020
30 September 2019	Rules effective	31 January 2020
31 October 2019	Rules effective	29 February 2020

Value Assessment reference date...	All funds	Value statement in composite report by...
30 September 2019	All funds	31 January 2020
31 December 2019	All funds	30 April 2020

THE INVESTMENT ASSOCIATION

The Investment Association
Camomile Court, 23 Camomile Street, London, EC3A 7LL
www.theinvestmentassociation.org
@theiaassoc

(出所: 英国の投資信託協会である英国投資協会/Investment Association/IA)

ウェルスマネジメント最大手は購入時手数料 6%でも「価値において妥当」

バリュー・アセスメント・レポートは 2019 年 9 月 30 日施行であるものの、ファンドごとで、期限はファンドの決算期末から 4 カ月以内となっており、現在までに、英国の運用会社の半分近くが出しており、そこには前述した英国でリテール投資プロダクトを提供するウェルスマネジメント最大手のセント・ジェームズ・プレイス/St. James's Place/SJP も含まれる。SJP のバリュー・アセスメント・レポートである「アニュアル・バリュー・アセスメント・オブ・ステートメント/年次価値評価報告書/Annual Value Assessment Statement/AVA Statement(2020 年 3 月/March 2020)」は 2020 年 7 月 14 日に公表された(全 68 ページ、 <https://www.sjp.co.uk/~media/Files/S/SJP-Corp/document-library/statements/2020/sjp-annual-value-assessment-statement-march2020.pdf>)。SJP は 39 ファンドを評価した結果、“良い評価(Good Value)”は 17 本でしかなく、5 本を“ウォッチリスト”とした。下記はそのうち 1 本「マルチアセット・ファンド」p.45 のバリュー・アセスメント。

英国でリテール投資プロダクトを提供するウェルスマネジメント最大の

セント・ジェームズ・プレイス/St. James's Place/SJPの

バリュー・アセスメント・レポート

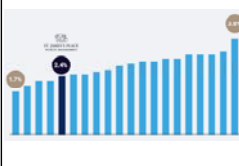
39本中、“良い評価”17本(44%)、“ウォッチリスト”5本(12%)。

【総評】ウォッチリスト

パフォーマンス向上に向け、投資戦略や運用者変更などを行うかどうか決定するべく、高水準で監視中。

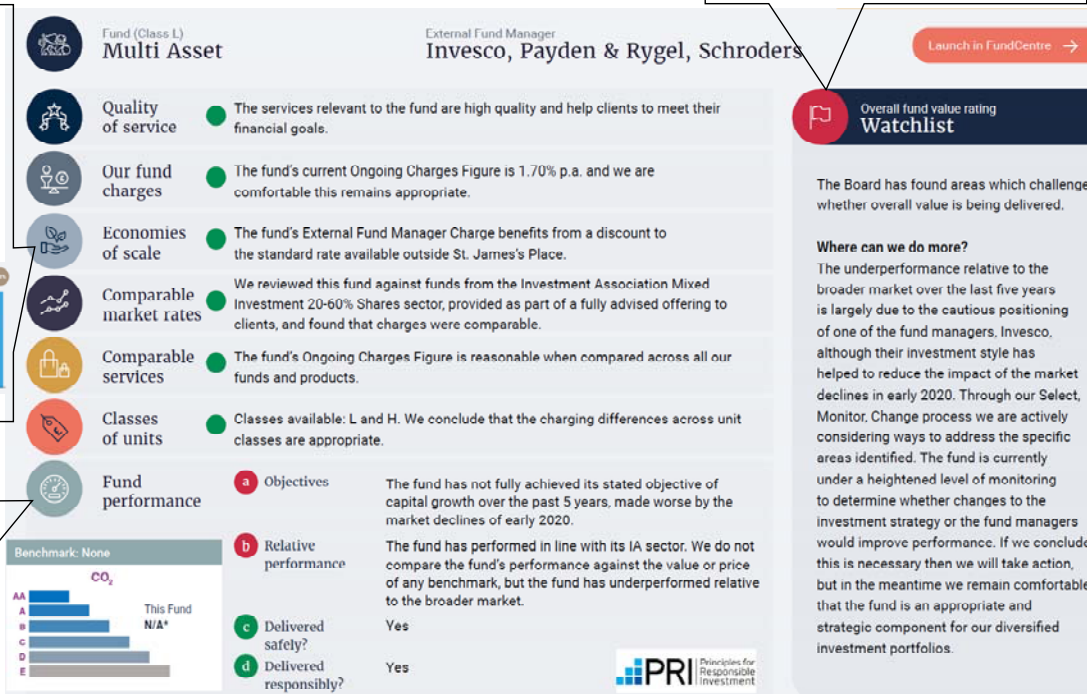
【手数料】

投資家に提供する価値において妥当である。SJPは他社と異なり継続的なアドバイスを含む(下記は手数料を揃えて業界比較したもの)。



【パフォーマンス】

過去5年で、元本成長という目標に達成しなかった。市場と比べても下回った。



(出所: 2020年7月14日付 St. James's Place「Annual Value Assessment Statement March 2020」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)

注目されるファンド手数料/fund charges については p.7 と p.8 にあるが、概要であり、他社との比較はサービスと共に p.10 に「Comparable market rates~How do our overall services, and our specific fund management services, compare to others?~」として出ている。SJP に近いサービスをする英国運用会社 19 社の一般的なバランス型ファンドに 10 万英ポンド/約 1,336 万円を 10 年間投資し、全社共に年+5%のリターンがあったと仮定した場合/Based on an investment of £100,000 over a period of 10 years, in a typical 'Balanced' portfolio of funds, assuming an investment return of 5.0% a year である。グラフの通り、ファンド手数料の最低 1.7%~最高 3.8%の中、SJP は 2.4%と 19 社中 5 番目に低い手数料となっている。結果として SJP は「フルサービスを考慮するとファンド手数料は良い価値を提供している/fund charges provide good overall value when the full range of services are taken into consideration。」と言っている。



(出所: 2020年7月14日付 St. James's Place「Annual Value Assessment Statement March 2020」)

SJP の年間ファンド手数料 2.4%は低いだろうか？ 実は購入時手数料/Entry costs が 6.00%、継続費用年 1.87%から出される手数料率である。それは 10 年間投資の場合である為。早期換金手数料 1%/early withdrawal charge of 1%がかからない 6 年超保有の場合でもある。1 年で換金した場合のコストである Reduction in Yield/RIY はバランス型ファンド 8.47%、グローバル小型株ファンド 8.55%、英国国債ファンド 7.78%(後述※3 参照)。

※3: ウェルスマネジメント英国最大手の SJP はファンドに一律購入時手数料 6%…



ウェルスマネジメント英国最大手セント・ジェームズ・プレイス/ St. James's Place/SJP は運用を外
部委託した投信を幾つか設定しているが、バランス型ファンド/SJP Balanced Managed Fund も、グローバル小
型株ファンド/SJP Global Smaller Companies Fund も、英国国債ファンド/SJP Gilts Fund も、一律、購入時手
数料/Entry costs は 6.00%(=charge for advice 4.5%+ charge for the product 1.5%)である(「～
<https://www.sjp.co.uk/fund-prices/key-information-documents/investment-bond>、2018 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・ジェームズの様に
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)。

バランス型/SJP Balanced Managed Fund を見ると、「Entry costs」が「0.42%」と出ているが、これは推奨保有期
間/recommended holding period 15 年のもの(最新 2020 年 6 月 16 日現在の同社 Key Information～
https://documents.feprecisionplus.com/PRIP/SJPPR/PRP/SJP5000_E906_en-GB.pdf?ga=2.142548662.541016208.1599900037-1524541820.1599900037)。また、「Exit
costs」が「N/A」と出ており換金手数料が無い様にも見えるが、これは 6 年超保有の場合で、それまでの早期換
金手数料 1%/early withdrawal charge of 1%がかかる。つまり 1 年で換金すると、8.47%のコストがかかる
(Reduction in Yield/RIY として明記されている)。

尚、トレール・コミッションと呼ばれる継続費用/Ongoing costs も推奨保有期間/recommended holding period
15 年のもので年 1.87%(=ポートフォリオ取引コスト/Portfolio transaction costs 0.34%+外部委託投資顧問を含む投
信会社分/Other ongoing costs 1.53%)である。

以上はバランス型ファンドの話であるが、グローバル小型株ファンドも、英国国債ファンドも基本的に変わらない。
その為、1 年で換金した場合のコストである Reduction in Yield/RIY はバランス型ファンド 8.47%、グローバル小
型株ファンド 8.55%、英国国債ファンド 7.78%と大きく変わらない。

2018 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・ジェームズの様に販売手数料 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)、2019 年 8 月 5 日付日本版 ISA の道 その 276「『英国ウェルスマネ
ジメント最新動向』英国のリテール証券ビジネスで拡大する限定アドバイス型・垂直統合型(独立アドバイス型から
の転換)、全国の IFA を RFA として取り込む事～FCA/金融当局のプラットフォーム解約手数料制限でハーグリ
ーブス・ランズタウン等のプラットフォーム vs セント・ジェームズ・プレイス/SJP 等の限定アドバイス・垂直統合型!
～」(https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_190805.pdf)も参照の事。

SJP のバリュー・アセスメント・レポートについて「SJP の手数料の他社との比較は理解が非常に難しい。 SJP の
2.4%は所有の為のコストではない。 ファンドにアドバイスを一体化する事により、正当化出来るものだ。 ポートフォ
リオ取引コスト 0.34%は非常に高い。 2.4%は誤解を招くものである。 39 本のファンドの内、28 本は目標を達成出
来ず、ベンチマークまたは類似分類平均を下回っている。 9 本はベンチマークさえ割り当てられなかった。 比較
するベンチマークがなければ、ファンドのパフォーマンスを判断する事は不可能である。 規模の経済の貴重な証
拠はほとんどない。」(2020 年 7 月 16 日付 AgeWage「SJP assess their value; I remain unimpressed.」～

<https://henrytapper.com/2020/07/16/sjp-assess-their-value-i-remain-unimpressed/>)と言われている。

また「オンライン・ウェルス・マネジャーの SCM ダイレクト/SCM Direct のミラー/Miller 女史は『これまでバリュー・アセスメント・レポートを公表した運用会社は、ファンドの半分以上が手数料控除後リターンでアンダーパフォーム/have underperformed net of fees してきて“全般的に良い価値を表している/good value for money overall。”と述べている。セント・ジェームズ・プレイス/St James's Place のバリュー・レポート/value reports は良い価値/good value が 50%未満だったし、ハーグリーブス・ランズダウン/Hargreaves Lansdown のバリュー・レポート/value reports にはウッドフォードの大失敗への関与/involvement in the Woodford debacle の言及さえ無かった。』

(2020 年 8 月 11 日付 Portfolio Adviser「Value assessments expose ‘scandalous’ inaction over investors in legacy share classes」～ <https://portfolio-adviser.com/value-assessments-expose-scandalous-inaction-over-investors-in-legacy-share-classes/>)とも言われている。

ネット証券最大手は花形ファンドマネジャーで大失敗しても「価値を提供」、金融監督当局 FCA は罰金や制裁も

前述の「ハーグリーブス・ランズダウンのバリュー・レポートにはウッドフォードの大失敗への関与の言及さえ無かった」と言う事について、バリュー・アセスメント・レポートを義務付けた英金融監督当局の FCA/Financial Conduct Authority/金融行為規制機構は問題を調査、規制を強化しようとしている。

ウッドフォード氏は大失敗(2019 年 6 月末までの 3 年間で英 FTSE 全株指数/配当込みが+30%上昇する中で基準価格/分配金再投資ベースが-20%下落、解約停止、ファンド閉鎖～後述※4 参照)で廃業した。

だが、問題はこれで終わっていない。ウッドフォード氏の旗艦ファンド「LF・ウッドフォード・エクイティ・インカム・ファンド」を英国プラットフォーム会社最大手のハーグリーブス・ランズタウン/Hargreaves Lansdown/HL が個人向けに推奨する投資信託リストに入れていた事である。

ハーグリーブスは 2013 年にリテール販売額/Gross Sales1 位となっていた事もある大手ネット証券である(2015 年 9 月 14 日付日本版 ISA の道 その 114「英国 ISA ファンドで人気なのは英国高配当株と不動産! 販売チャネルの主流はファンド・プラットフォーム会社!!～ISA ファンド及び ISA・ジュニア ISA の最新動向～」～

<https://www.am.mufg.jp/text/kam150914.pdf>)。

HL のバリュー・アセスメント・レポートである「HL MULTI-MANAGER VALUE ASSESSMENT」は 2020 年 2 月 11 日に公表された(<file:///C:/Users/%E5%81%A5%E6%B2%BB/AppData/Local/Temp/HL-Multi-Manager-Value-Assessment-Sept-2019.pdf>)。



英国でプラットフォーム会社最大手(ネット証券最大手)の
ハーグリーブス・ランズダウン/Hargreaves Lansdown/HLの

バリュー・アセスメント・レポート

ハーグリーブス・ランズダウンは、Woodford*を大幅に組み入れていた為に、パフォーマンスが大きく悪化したファンド(FOF)について“投資家に価値を提供した”と主張。

HL Multi-Manager Income & Growth Trust – Value Assessment

On the basis of our assessment, set out below, we believe the HL Multi-Manager Income & Growth Trust demonstrates value to investors.

【結論】当社の評価基準に基づき、当ファンドは投資家に価値を提供していると信じる。

2. Performance

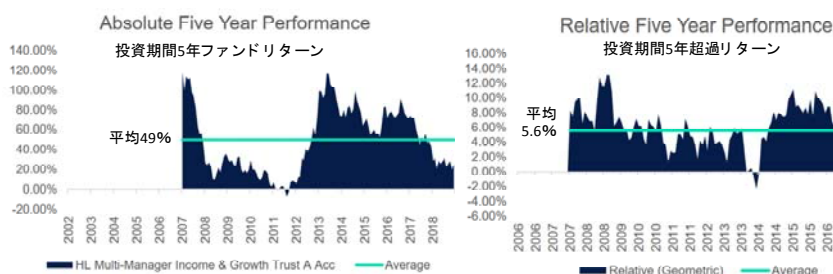
	1 Year	3 Years	5 Years	10 Years	Since Launch ¹
HL Multi-Manager Income & Growth Trust A Acc	-5.41%	6.90%	25.13%	117.94%	280.96%
IA UK Equity Income	-0.37%	14.14%	30.91%	110.79%	241.10%

Past performance is not a guide to future returns. Source: Lipper IM, performance data correct as at 30 September 2019

*p.4のWoodford Investment Management LLP社『LF Equity Income(クリーン・エンベア)』旧: Woodford Equity Income Fundの組み入れ比率は、2019年6月11% → 2020年7月31日時点2.3%。

【パフォーマンス】

1年、3年、5年いずれも 分類平均を劣後していたが、より長期ではアウト パフォーマンスしている(2020年9月末時点)。



“パフォーマンスの一貫性”はある時点のパフォーマンス同様、重要な価値基準である。ファンドの設定以降、全ての投資期間5年を検証した結果、94%がベンチマークを上回っていた(月末ベース、費用控除後)。平均すると、投資期間5年のリターンは49%、ベンチマークを5.6%上回った。

(出所: 2020年2月11日付Hargreaves Lansdown「HL MULTI-MANAGER VALUE ASSESSMENT」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)

英金融監督当局のFCA/Financial Conduct Authority/金融行為規制機構が動いた。「FCAは、英国でかつて最も有名な投資家の一人だったウッドフォード氏のスキャンダルにより、運用会社のバリュー・アセスメントの言葉よりも、その背後にあるプロセスとガバナンスを調査している。バリュー・アセスメントは価格競争の弱さと高い手数料を明らかにしたが、2019年10月15日のウッドフォード氏の旗艦ファンド閉鎖で、運用会社の信頼が低下しており、FCAは対応を取っている。運用会社は今年、バリュー・アセスメント・レポートを出し始めたばかりだが、FCAは罰金や制裁/fines or sanctionsの準備をしている様だ。同ルールが導入された時にFCAは評価を行う方法を意図的に規定せず、運用業界に正しい事を行う事/do the right thingを任せた。しかしハーグリーブス・ランズダウンはウッドフォード氏のエクイティ・インカム・ファンドへの大きなエクスポージャーにもかかわらず、良いものを出した事で『ホワイト・ウォッシュ/whitewash』として非難されている。ファンド・ボード・カウンスル/Fund Boards CouncilのCEOであるタネジャ/Taneja氏は、『過小評価していた経営者はたくさんいる。』と言う。その結果、多くの場合、かなり中途半端な努力に終わっている。』(2020年8月29日付FT「FCA begins review of fund manager value assessments」～ <https://www.ft.com/content/346e4895-5054-46cb-9d39-e2b909810256>)。

「運用会社は今年、バリュー・アセスメント・レポートを出し始めたばかりだが、FCAは罰金や制裁/fines or sanctionsの準備をしている様だ。」とある。これは米国SEC/証券取引委員会の最善の利益規制/Regulation Best Interest/Reg BIにおける「執行による規制/regulation by enforcement」もしくは「執行によるルール策定/rulemaking-by-enforcement」と通じるものがあり、シェアクラス転換も含め、米国と英国の英金融監督当局は連携している様にも思われる(後述※5参照)。

※4: ウッドフォード氏のスキャンダル…



英国で花形ファンドマネジャーでありスターでもあったニール・ウッドフォード/Neil Woodford氏はソフトブレグジット(穏健な EU 離脱)と言う予想の下、旗艦ファンド Woodford Investment Management LLP 社「LF・ウッドフォード・エクイティ・インカム・ファンド/LF Woodford Equity Income Fund(クリーン・シェア)」のポートフォリオの中でブレグジット懸念から売り込まれた銘柄に逆張り買いをした(その他、未上場株への資産配分を上限 10%を上回って投資した)。

しかし、予想が外れ、2019 年 6 月末までの 3 年間で英 FTSE 全株指数/配当込みが+30%上昇する中、同ファンドの基準価格/分配金再投資ベースは-20%下落した。これで解約が増加、大口投資家による解約請求も来て、2019 年 6 月4日に解約を停止した。

その後、2019 年 1 月 15 日に同ファンドは閉鎖となり、ウッドフォード氏は他の 2 つのファンド「LF・ウッドフォード・インカム・フォーカス・ファンド」と「ウッドフォード・パシフィック・キャピタル・トラスト」についても運用を中止、自身の資産運用事業を廃業した。

尚、Woodford Investment Management LLP 社はオープンエンドファンド純資産が 2015 年 6 月末時点で 8 本のファンドを持ち、純資産は 6,145 百万英ポンド/1 兆 1825 億円の 38 位、2020 年 6 月末時点で 9 本のファンドを持ち、純資産は 456 百万英ポンド/608 億円の 182 位だった。

)

※5: 米国と英国の英金融監督当局は連携?…



英金融監督当局の FCA/Financial Conduct Authority/金融行為規制機構がバリュー・アセスメント・レポートに関連して罰金や制裁の準備をしている様である事(2020 年 8 月 29 日付 FT「FCA begins review of fund manager value assessments」～ <https://www.ft.com/content/346e4895-5054-46cb-9d39-e2b909810256>)について、米国の SEC/証券取引委員会も近い事をしている。

SEC ルールの最善の利益規制/Regulation Best Interest/Reg BI で、そこに「ある個人の顧客にとって、その投資行動が最善の利益になる可能性がある」と信じる合理的な根拠を持つ場合でも、ブローカー・ディーラーまたはその関係者が、その投資の提供または推奨をしないかもしれない。その時、Reg BI の遵守に関して規制の執行リスク可能性/exposure to regulatory enforcement risk over their compliance with Regulation Best Interest を高めるかもしれない。」とある事である。「執行/enforcement」は SEC の法執行部/Division of Enforcement が行うが、2019 年度の執行件数は史上 2 番目の多さとなっている。

また米国では SEC が 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を選択して推奨・販売していた場合に、シェアクラス・セクション・ディスクロージャー・イニシアティブ/Share Class Selection Disclosure Initiative/SCSD 違反として、罰則を与え続けている。

こうした SEC の罰則を受け、米国 3 大銀行の 1 つバンク・オブ・アメリカ(バンカメ)/Bank of America(BofA)傘下のメリル・リンチ・ウェルスマネジメント/Merrill Lynch Wealth Management はブローカレッジ口座/Brokerage Account 向けに Reg BI 向け方針変革/Reg BI Policy Changes を発表している。

- ・メリル・リンチが扱うミューチュアルファンドの C シェア/C-shares of mutual funds が 5 年以上保有されている場合、全て(C シェアより低いフィーの)A シェアに無料自動転換する事(従来 10 年以上保有)。
- ・メリル・リンチのアドバイザーが同じカテゴリー(例えば、米国大型成長株ファンド/large-cap growth funds)に含まれる投信の販売に対し受け取れる報酬を平準化する事。
- ・販売する投信プラットフォーム(約 2000 ファンド)から(同じカテゴリーなのに)割高なフィーのファンドを外す事(40 ファンド、約 2%)。
- ・仕組債/structured notes 販売は 100 万^{ドル}の資産を持つなど SEC による適格投資家/accredited investors にする事。

メルル・リンチの Reg BI 向け方針変革については 2020 年 5 月 18 日付日本版 ISA の道 その 305「日本の金融庁が検討する米国の投資アドバイザー(含む証券会社)向け「顧客関係の概要書面/フォーム CRS」! - 欧州の投信・保険会社向け「PRIIPs KID」は欠点があつてミスリードと投信協会は言う - 米国の証券会社向け「レグ・ビー・アイ/Reg BI」は来月 6 月末が遵守日だが、訴訟も… - 米国の年金向け DOL/労働省フィデューシャリー・ルール、州フィデューシャリー・ルールは今」(https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_200518.pdf)を参照の事。

米国の Reg BI については、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 12 月 16 日付日本版 ISA の道 その 291「金融庁が参考とする米国のレギュレーション・ベスト・インタレスト/Reg BI! 日本に同様の規則が適用されたら、衝撃度は米国の比ではない? 鍵は『執行(enforcement)による規制/ルール策定!!! 保険版フィデューシャリー・ルール『ベスト・インタレスト・レギュレーション 187』適用!!!」(https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_191216.pdf)を参照の事。

米国の SCSD イニシアティブについては 2018 年 5 月 28 日付日本版 ISA の道 その 223「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米国の証券会社株価と米国(DOL)の雇用統計~」(https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_180528.pdf)を参照。

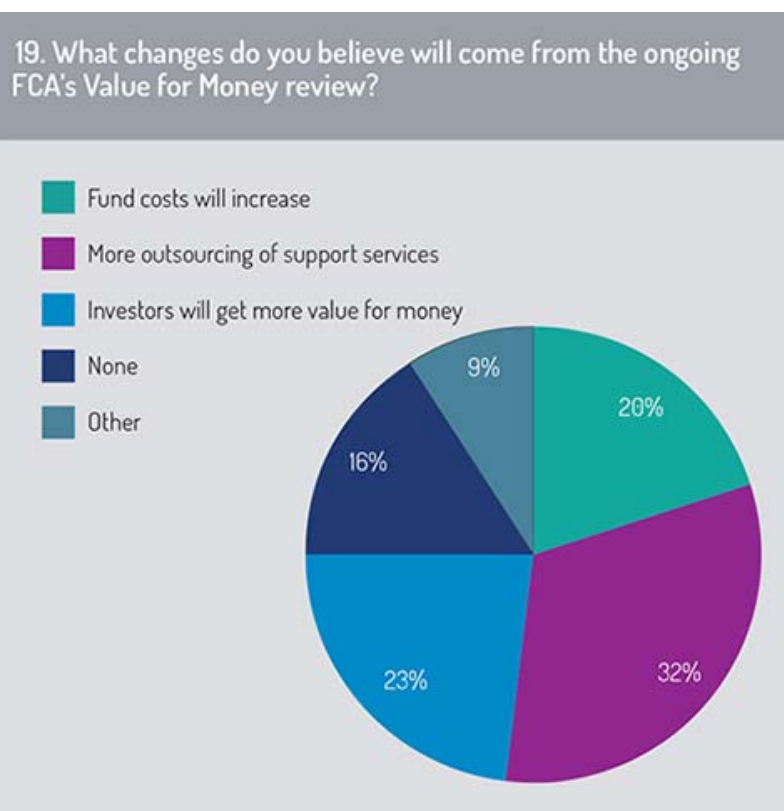
英資産運用会社のバリュー・アセスメント・レポート

以上で「英国運用会社のバリュー・アセスメント・レポートとは」が理解出来たと思われる。最後に専門家のその他意見と今後の予想について掲載する事とする。

「2019 年 11 月にバリュー・アセスメントの第一波/first wave of value assessments を受けて多くの英国投資家が保有する 1840 億ポンド以上のファンドが、RDR 以前の高コストのシェアクラス/pre-RDR share classes ~レガシー・シェアクラス/legacy share classes(時代遅れのシェアクラス)~から、低コストのシェアクラスに移された。ただ、以上は AoV を公表している 12 の運用会社の話であり、その投資家の数は 321,000 人にとどまる。運用会社の半分しかまだ公表しておらず、ブラックロック/Blackrock やフィデリティ/Fidelity という大手がまだ発表していない。SCM ダイレクト/SCM Direct のミラー/Miller 女史は『非常に多くの運用会社が顧客を低コストのシェアクラスに移さない事は恥ずべき/scandalous 事だ。だが、FCA が断固とした姿勢を示さなかった事/decisive はもっと恥ずべき/scandalous 事である。2012 年以来、個人向けアクティブ・ファンドの手数料はほとんど変わっていないのだ。AoV が無ければ、顧客はずっとレガシー・シェアクラスのままだったろう。』と言う。“エビデンスベースド・インベスター/Evidenced-Based Investor”編集者のパウエル/Powell 氏は『業界がレガシー・シェアクラスについて何もしていないと言う事実は不名誉な事/disgraceful である。』と言う。バリュー・アセスメント/value assessments は、レガシー・シェアクラスの問題に対処する為の運用会社に対する FCA の最新ソリューションである。RDR が登場してから 5 年後の 2018 年 4 月、シティ・ウォッチドッグ/City watchdog(ロンドンの金融中心街の番犬つまり FCA)は RDR 以前のクラスから顧客を“クリーン”と“スーパークリーン”のシェアクラス/“clean” and “super-clean” share classes(*スーパークリーンは AMC/annual management charge/投信会社報酬がクリーンより低いシェアクラス)に変更する最終ガイダンスを発表した。」(2020 年 8 月 11 日付 Portfolio Adviser「Value assessments expose ‘scandalous’ inaction over investors in legacy share classes」~ <https://portfolio-adviser.com/value-assessments-expose-scandalous-inaction-over-investors-in-legacy-share-classes/>)。

「アセスメント・オブ・バリュー(AoV)の第一波/first wave of Assessment of Value (AoV) reports が運用会社によるシェアクラスの転換/share class transfers、価値の乏しいファンドの閉鎖もしくは併合/closure or merger of poor value funds、継続的にアンダーパフォームしているファンドの監視/scrutiny of consistently underperforming vehicles をもたらしている。…(略)…。“ニュー・ファンド・オーダー/New Fund Order/NFO” 著者のベケット氏は『AoV は運用会社にとって“インデックス志向と疑似インデックス”についての懸念が広がる中、アクティブ運用がどう価値を提供するかを示す良い機会である。ブロードリッジのマッキューン氏は『AoV の第二波ではベンチマークの利用を価値の説明に使う可能性が高い。ウォッチリストについては2～3年の行動では遅い。価値に対する改善としてすぐ出来る事はコストの引き下げである。ただ最大の課題がパフォーマンスの場合、米国的バリュー・アセスメントでは運用チームに少なくとも12～18カ月が与えられ、変更が投資家に利益をもたらしているかどうか確かめられる。その間、運用会社はパフォーマンスやリスク等を注視する。12～24カ月が経過してファンドがまだ苦戦しているのを見たなら、ファンドを清算するか、マネージャーやサブアドバイザーを変更するか、となろう。』と言う。』(2020年8月4日付 Investment Week「The value of value assessments: What next for AoVs?」～ <https://www.investmentweek.co.uk/analysis/4018572/value-value-assessments-aovs>)。

「FCA の AoV 年次評価が昨年稼働して以来、多くの運用会社が初の AOV 開示を作成、ファンド手数料を下げる結果となった。しかし Funds Europe が AoV の今後の影響についてのヒヤリング調査をした所、『投資家はより多くの価値を得るだろう/Investors will get more value for money』は僅か 23%にとどまり、それとほぼ同じ 20%が『投資家の払うコストが増加するだろう/Fund costs will increase』だった。その他、『サポート・サービスのアウトソースがより増えるだろう/More outsourcing of support services』が 32%であった。



」(2020年8月3日付 funds europe「How to perform the FCA's Assessment of Value」～ <https://www.funds-europe.com/news/how-to-perform-the-fcas-assessment-of-value>)。

以 上

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> 」、

「 <https://www.am.mufg.jp/smp/market/report/investigate.html> 」

～Google等で「投信調査コラム」もしくは「日本版ISAの道」と検索～

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。

本資料中で使用している指数について

・FTSE International Limited(“FTSE”)©FTSE。“FTSE®”はロンドン証券取引所グループ会社の登録商標であり、FTSE International Limitedは許可を得て使用しています。FTSE指数、FTSE格付け、またはその両方におけるすべての権利は、FTSE、そのライセンサー、またはその両方に付与されます。FTSEおよびライセンサーは、FTSE指数、FTSE格付け、もしくはその両方、または内在するデータにおける誤りや省略に対して責任を負わないものとします。FTSEの書面による同意がない限り、FTSEデータの再配布は禁止します。