

顧客本位タスクフォースが新しい資本主義の 資産所得倍増プランに具体策を！

～日本版RIA(カストディアン)と日本版TAMPの道、米国のエデルマン・
ファイナンシャル・エンジニアーズとチャールズ・シュワブ～

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、NISAなど内外の資産運用に関連する情報を発信するコラムです。

●岸田首相がニューヨーク証券取引所で講演、「NISAの恒久化が必須だ」と発言

2022年9月22日(日本時間9月23日朝)に岸田文雄首相が米国のニューヨーク証券取引所/New York Stock Exchange/NYSE(世界最大の証券取引所)で講演、「私は、『新しい資本主義/New Form of Capitalism』という経済政策を掲げている。これは、日本経済を再び成長させるための包括的なパッケージだ。…(略)…。日本の五つの優先課題を紹介する。第1に、『人への投資』だ。…(略)…。メンバーシップに基づく年功的な職能給の仕組みを、個々の企業の実情に応じて、ジョブ型の職務給中心の日本に合ったシステムに見直す。…(略)…。第2は、イノベーションへの投資だ。AI(人工知能)、量子、バイオ、デジタル、脱炭素の分野の研究開発について、国家戦略づくりを進めている。私が特に重視するのがスタートアップだ。…(略)…。第3は、GX(グリーン・トランスフォーメーション)への投資だ。…(略)…。第4に、資産所得倍増プランだ/Asset-Income Doubling Plan。日本には、2,000兆円の個人金融資産がある。現状、その1割しか株式投資に回っていない。資産所得を倍増し、老後のための長期的な資産形成を可能にするためには、個人向け少額投資非課税制度の恒久化が必須だ/it is essential to make our small investment tax exemption system for individuals permanent。第5に、世界と共に成長する国づくりだ。…(略)…。」と発言した(下線は当コラム筆者、2022年9月22日付首相官邸ホームページの講演和訳～ https://www.kantei.go.jp/jp/101_kishida/statement/2022/0922speech.html、

講演原文/英語～ https://japan.kantei.go.jp/101_kishida/statement/202209/00009.html、講演及び講演後質疑応答/政府インターネットテレビ～ <https://nettv.gov-online.go.jp/prg/prg25159.html>)。



(出所:首相官邸ホームページ)

前回の海外講演、2022年5月5日の英国講演で岸田首相は4本の柱「人への投資(賃上げと教育訓練投資、NISAの抜本的拡充など資産所得倍増プラン)」、「科学技術・イノベーションへの投資」、「スタートアップ投資」、「グリーン、デジタルへの投資」だった(2022年5月16日付日本版ISAの道その356「米国の新しい最善の利益規制と日本のNISAの抜本的拡充で一層インデックスファンドに資金が向かう?」～https://www.am.mufg.jp/text/oshirase/220516_2.pdf)。4か月弱前の2022年6月7日閣議決定「新しい資本主義」の実行計画も同様(2022年6月13日付日本版ISAの道その358「資産所得倍増プランに『iDeCoの改革や子供世代が資産形成を行いやすい環境整備』!」～https://www.am.mufg.jp/text/oshirase/220613_2.pdf)。

それが今回2022年9月22日の米国講演で岸田首相は5つの優先課題「人への投資(ジョブ型)」、「イノベーションへの投資(スタートアップ)」、「GX(グリーン・トランスフォーメーション)への投資」、「資産所得倍増プラン(NISA恒久化)」、「世界と共に成長する国づくり(コロナ対策の水際対策を緩和、2023年G7広島サミット主催)」と言っている。「資産所得倍増プラン(NISA恒久化)」が1つの柱/優先課題として分離独立、「科学技術・イノベーションへの投資」と「スタートアップ投資」が「イノベーションへの投資(スタートアップ)」に統合、「世界と共に成長する国づくり」が加わった(後述*、**、***参照)。

	2022年6月7日現在 岸田首相の経済政策「新しい資本主義」の実行計画(2022年6月7日閣議決定) 新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 ～人・技術・スタートアップへの投資の実現～ Ⅲ. 新しい資本主義に向けた計画的な重点投資		2022年9月22日現在 岸田首相の米国講演(2022年9月22日) 「新しい資本主義」という経済政策 日本の五つの優先課題
---	---	---	--

重点投資する4本柱	具体策 *(3)貯蓄から投資のための「資産所得倍増プラン」の策定は詳細まで記入(下線は当コラム筆者)。
1. 人への投資と分配	(1)賃金引上げの推進 (2)スキルアップを通じた労働移動の円滑化 (3)資産所得倍増プラン <u>NISAの抜本的な拡充</u> <u>iDeCo制度の改革</u> <u>子供世代が資産形成を行いやすい環境整備</u> (4)子供・現役世代・高齢者まで幅広い世代の活躍を応援 (5)多様性の尊重と選択の柔軟性 (6)人的資本等の非財務情報の株式
2. 科学技術・イノベーションへの重点的投資	(1)量子技術 (2)AI実装 (3)バイオものづくり (4)再生・細胞医療・遺伝子治療等 (5)大学教育改革 (6)2025年大阪・関西万博
3. スタートアップの起業加速及びオープンイノベーションの推進	(1)スタートアップ育成5か年計画の (2)付加価値創造とオープンイノベ
4. GX及びDXへの投資	(1)GXへの投資 (2)DXへの投資

日本の五つの優先課題	具体策 *「資産所得倍増プラン」の策定は詳細まで記入(下線は当コラム筆者)。
1. 人への投資	(1)メンバーシップに基づく年功的な職能給をジョブ型職務給中心に見直し、高い賃金を払うことで高いスキルの人材が集まり、労働生産性が上がり、更に高い賃金を払うことができる (2)就業者のデジタル分野でリスクリテラシー支援を大幅に強化 (3)2023年4月に、こども家庭庁を立ち上げ、子ども子育て政策を抜本的に強化
2. イノベーションへの投資	特に重視がスタートアップで、スタートアップを生み育てるエコシステムを作り上げるため、株の売却益を元手にスタートアップ投資を行う場合の税優遇措置やストックオプション税制の拡充、スタートアップ教育に定評のある米国大学の日本への誘致
3. GX	カーボンニュートラル実現に向け年末までに今後10年のロードマップ
4. 資産所得倍増プラン	<u>資産所得を倍増し、老後のための長期的な資産形成を可能にするためには、個人向け少額投資非課税制度の恒久化が必須</u>
5. 世界と共に成長する国づくり	コロナ対策の水際対策を緩和 2023年G7広島サミット主催

(出所: 2022年6月7日閣議決定「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」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)

(出所: 2022年9月22日の岸田文雄首相米国講演等より
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)

*資産所得倍増プラン…2022年5月30日付日本版ISAの道その357「資産所得倍増プラン『NISAの抜本的拡充』でNISA縮小回避?」～https://www.am.mufg.jp/text/oshirase/220530_2.pdf、
2022年6月13日付日本版ISAの道その358「資産所得倍増プランに『iDeCoの改革や子供世代が資産形成を行いやすい環境整備』!」～https://www.am.mufg.jp/text/oshirase/220613_2.pdf、
2022年9月12日付日本版ISAの道その364「新しい資本主義に沿う税制改正要望と金融行政方針」～https://www.am.mufg.jp/text/oshirase/220912_2.pdf。
**スタートアップ…2022年7月11日付日本版ISAの道その360「資産所得倍増プランだけではなくスタートアップも!」～https://www.am.mufg.jp/text/oshirase/220711_2.pdf、
2022年7月25日付日本版ISAの道その361「新しい資本主義における長期運用資金のベンチャー投資には日本版LTAF、日本版VCT」～https://www.am.mufg.jp/text/oshirase/220725_2.pdf。
***GX…2021年5月31日付日本版ISAの道その334「世界のサステナブル投資ファンド」～https://www.am.mufg.jp/text/oshirase/210531_2.pdf、
2021年11月22日付日本版ISAの道その346「グリーン・ボンド、グリーン・ファンド、グリーンISA」～https://www.am.mufg.jp/text/oshirase/211122_2.pdf。

●顧客本位タスクフォースが新しい資本主義の資産所得倍増プランに具体策を！

岸田首相がニューヨーク証券取引所で講演、「NISAの恒久化が必須だ」と発言をした2022年9月22日、日本で金融庁が金融審議会「顧客本位タスクフォース」(第1回)議事次第を公表した(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/kokyakuhoi_tf/siryu/20220926.html)。「顧客本位タスクフォース」は2022年9月26日午前10～12時開催(<https://www.fsa.go.jp/news/r4/singi/20220915.html>)。

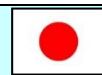


顧客本位タスクフォース Task Force on Customer-Oriented Business

「金融庁は近く、金融審議会市場制度ワーキング・グループ(WG)の下部組織として『顧客本位タスクフォース』を設置する。家計の安定的な資産形成を後押しするための施策を集中的に議論。年末までに政府が取りまとめる『資産所得倍増プラン』への反映を目指す。」(2022年9月12日付ニッポン「顧客本位を集中議論『倍増プラン』に反映 金融庁」～

<https://www.nikkonline.com/article/62608>)と報じられている。事務局説明資料2のp.31(最終頁)には「ご議論いただきたい事項」として次の文が出ている(下線は当コラム筆者)。

■顧客本位の業務運営に係る進捗について



- ・「原則」において、金融事業者には顧客本位の良質なサービスの提供や顧客の最善の利益を図ることが求められていることに照らして、「原則」策定以降の顧客本位の業務運営の進捗をどのように評価すべきか。
- ・顧客本位の業務運営の進捗が芳しくないとなれば、原因は何か。また、顧客本位の業務運営をさらに進めていくにあたって優先的に取り組むべき課題や具体的な方策として考えられるものは何か。
- ・「原則」を採択し、その趣旨・精神を自ら咀嚼した取組方針を公表している金融事業者の数は少数にとどまっている。金融事業者による顧客本位の業務運営に係る取組み状況が、顧客にとって有益な形で「見える化」されるためには、どのような取組みが必要か。
- ・今後、顧客本位の業務運営の進捗をフォローアップしていくうえで、判断基準や参考指標として追加的に調査すべき項目はないか。あるとなれば何が考えられるか。
- ・家計による安定的な資産形成を促していくために、金融リテラシーの向上に向けてどのような取組みを行うべきか。各団体によって推進されている取組みをどのように評価するか。

「原則」とは「顧客本位の業務運営に関する原則」の事で、「顧客の最善の利益の追求」、「利益相反の適切な管理」、「(金融商品の)手数料等の明確化」などである。

「顧客本位タスクフォース」は金融行政方針とも一致している。2022年8月31日に金融庁が「2022 事務年度金融行政方針」を公表(<https://www.fsa.go.jp/news/r4/20220831/20220831.html>)、そこにも「国民の安定的な資産形成のため、『資産所得倍増プラン』を策定することも踏まえ、NISAの抜本的拡充や国民の金融リテラシーの向上に取り組むとともに、金融事業者による顧客本位の業務運営の確保に向けた取組みを促す。」とあった(2022年9月12日付日本版ISAの道 その364「新しい資本主義に沿う税制改正要望と金融行政方針」～https://www.am.fg.jp/text/oshirase/220912_2.pdf)。「顧客本位タスクフォース」は新しい資本主義の資産所得倍増プランとも一致している。岸田首相の最側近である木原誠二官房副長官は「大切なのは顧客本位のアドバイスがなされること。善管注意義務や顧客本位、適合性原則などを全てひっくるめて、顧客の目線に立った、そして顧客の役に立つアドバイスを提供できるかどうかが大変重要であり、原理原則をしっかりと打ち立てていくということが重要と思う」と発言している(2022年9月12日付ファンド情報「[木原誠二官房副長官]NISA 恒久化が重要シンプルな新制度に」～<https://www.f->

https://www.fsa.go.jp/pension/products/fund/backNumber.html?htmlContentId_504485)、木原官房副長官…2022年5月30日付日本版ISAの道 その357「資産所得倍増プラン『NISAの抜本的拡充』でNISA縮小回避!」～https://www.am.fg.jp/text/oshirase/220530_2.pdf、新しい資本主義実現本部事務局の新原浩朗・局長代理が木原官房副長官に「新しい資本主義実現会議」を提言したと～2022年7月22日付週刊ポスト～https://www.news-postseven.com/archives/20220708_1771613.html?DETAIL)。



顧客本位の業務運営に関する原則 Principles for Customer-Oriented Business Conduct

「顧客本位の業務運営に関する原則」で金融庁が2017年3月30日に確定してKPI(運用評価別顧客比率、銘柄別コスト・リターン)導入を促し、2021年1月15日に改訂して重要情報シート導入を促した(確定… <https://www.fsa.go.jp/news/28/20170330-1.html>、KPI…

2018年7月30日付日本版ISAの道その232「日本の金融庁共通KPIは顧客の利益に焦点!」～ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.180730.pdf>、改訂… <https://www.fsa.go.jp/news/r2/singi/20210115-1.html>、重要情報シート…2021年3月22日付日本版ISAの道その330「日本の金融庁『重要情報シート』」～ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.210322.2.pdf>)。

「顧客本位の業務運営に関する原則」で、KPIや重要情報シートの導入など「見える化」が、どのような金融商品に対して進んだかは、過去の金融行政方針でわかる(過去の過去の金融行政方針テーブル…2022年9月12日付日本版ISAの道その364「新しい資本主義に沿う税制改正要望と金融行政方針」～ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.220912.2.pdf>)。

■金融行政方針の「顧客本位の業務運営に関する原則」におけるKPIや重要情報シートについて



・2017年…「『顧客本位の業務運営』の確立と定着(金融機関の行動や取組みの『見える化』促進。長期的にリスク・手数料等に見合ったリターンを提供しているか金融機関間で比較可能なKPIの公表など)」(2017年11月10日付金融行政方針～

<https://www.fsa.go.jp/news/29/20171110.html>)。

・2020年…「顧客本位の業務運営の更なる進展を目指す。金融事業者には、金融商品の手数料や投資リスク、利益相反等を簡潔に記載した『重要情報シート』の活用により、商品と比較しながら顧客にわかりやすく提供することを促す。」(2020年8月31日付金融行政方針～ <https://www.fsa.go.jp/news/r2/20200831.html>)。

・2021年…「投資信託で導入されている『投資信託の販売会社における比較可能な共通KPI』(運用損益別顧客比率等)について、外貨建保険についても同様の基準で作成・公表するよう金融機関に対して促す。」(2021年8月31日付金融行政方針～ <https://www.fsa.go.jp/news/r3/20210831/20210831.html>)。

・2022年…「外貨建保険の共通KPIについても、投資信託と同様に分析結果を公表する。また、外貨建保険の共通KPIの普及・浸透を図るとともに、金融機関による公表を促す。」「顧客本位の業務運営を踏まえた販売状況(特に、仕組債のような複雑なリスク構造を持つ商品の販売)等について検証する。」(2022年8月31日付金融行政方針～

<https://www.fsa.go.jp/news/r4/20220831/20220831.html>)。

以上からKPIおよび重要情報シートの導入が投信で先行、外貨建保険が追随、そして仕組債に向かっている事がわかる。そして今、「H) いずれにしろ、保険販売を巡る混乱は広がりそうだ。金融庁は(2022年)1月に入り、外貨建て保険に共通KPIを導入、運用実績の詳しい開示も求めるとした。B) …(略)…。昨年(2021年)盛り上がった仕組債の販売も重要情報シートを通じた手数料開示で逆風が吹いているし。N) 残るセールスの柱は投信か。…(略)…。(リテール業界内の)保険から投信へのシフトはもう起きている。」(2022年1月24日付ファンド情報「保険販売に課題続々 金融庁と静かな攻防戦 投信業界は“漁夫の利”?」～ https://www.r-l.co.jp/pension/products/fund/backNumber.html/#htmlContentId_496545)。となっている。

KPIおよび重要情報シートの導入が投信で先行、資金がパッシブ運用投信(インデックスファンド)に向かう大きな原因の一つになった(2022年5月16日付日本版ISAの道その356「米国の新しい最善の利益規制と日本のNISAの抜本的拡充で一層インデックスファンドに資金が向かう!?」～ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.220516.2.pdf>)。この導入が遅れた外貨建保険や仕組債に資金が向かう大きな原因の一つにもなった。「(地銀の仕組債)手数料の相場観はリターンを上回らない範囲で3%程度、アクティブ投信の販売手数料が目安だという。一部で7%抜くような仲介業者もあったそうだが、当局が目を見せるなか、さすがに暴利を貪るようなことはできない状況になりつつある。」(2022年8月22日付ファンド情報「地銀の仕組債ビジネス みんなで渡る赤信号? 『もぐら叩き』逃れに終止符を」～ https://www.r-l.co.jp/pension/products/fund/backNumber.html/#htmlContentId_503999)と言う。コスト低下でアクティブ運用投信から資金が流れている。

米国や英国ではこの様な資金の流れがあるのか？ 米国や英国ではコミッションもフィーも手数料の水準を取引商品(投信、保険、仕組み債等)すべての間で同じ様にし、手数料目当ての取引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する「レベル・フィー・フィデューシヤリー/Level Fee Fiduciaries」の考えが強い (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」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_190318.pdf)。



レベル・フィー・フィデューシヤリー Level Fee Fiduciaries

重要なのは「アドバイザーの選択可能な近い特徴を持つ取引商品(投信、保険、仕組み債等)すべて」と言う事だ。 日本の重要情報シートが参考とする欧州の「PRIIPs KID/Key Information Document/重要情報書類」(PRIIPs… Packaged Retail and Insurance-based Investment Products/パッケージ型リテール投資商品及び保険ベース投資商品)は、その対象をインベ
ストメントファンド/Investment funds(UCITS、AIF/オルタナティブ投資ファンド、ベンチャーキャピタルファンド/EuVECA、投資事業有限責任組合
ファンド/EuSEF等)、生命保険(死亡保険を除く)、デリバティブ、仕組債・仕組預金/Structured product and Structured
deposits 等 (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が始まる」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_171225.pdf)としている。



重要情報書類 PRIIPs KID/Key Information Document

日本では投信の手数料についての批判が20年近く前から起こってきて(情報が得にくい外貨建保険や仕組み債の手数料等への批判は少ないまま)、そのたびに投信の資金が、外貨建保険や仕組み債に流れる事があった(2000年初めの日経平均リンク債やEB/他社株転換債など)。顧客本位の業務運営はとても重要と思われるが、その対象を一部で先行させると、手数料目当ての取引インセンティブを起し、利益相反を生む可能性を高める(当コラム筆者が2003年月号から連載寄稿している月刊「投資信託事情」の2006年11月号「日本の投信手数料はG7最低!～日本の資産運用の為、FPの為、さらなる手数料の押し下げをやめるべき～」～ <https://ibbotson.co.jp/research/jitr/jitr/>)。米国や英国でもそれは常に言われており、だからこそその「レベル・フィー・フィデューシヤリー」が重要となる。

なお、NISAなど日本の金融庁が範とする事の多い英国において(米国においても)日本の様なKPIは見つからない。例えば、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/St. James's Place/SJPのKPIは下記の様なものだった(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)。

■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/St. James's Place/SJPのKPI

- (1)「顧客数/Client numbers」
- (2)「顧客維持率/Client retention (%)」
- (3)「顧客支持率/Client advocacy (%)」
- (4)「アドバイザー数/Adviser Numbers」
- (5)「アドバイザー維持率/Adviser retention (%)」
- (6)「アドバイザー1人当たり資金総流入額/Gross inflows per Adviser」
- (7)「ファンド預り残高/Funds under management」
- (8)「資金総流入額/Gross inflows」
- (9)「資金純流入額/Net inflows」
- (10)「EEV Operating Profit Before Tax」(EEV/European Embedded Value…純資産に将来生じる利益の見積額を合計したもの)
- (11)「基礎現金収支/Underlying cash result」
- (12)「配当/Dividend (pence per share)」



日本の 2022 年 9 月 26 日開催「顧客本位タスクフォース」に話を戻す。この「顧客本位タスクフォース」の具体策についてメディアは次の様に言っている(下線は当コラム筆者)。「**金融商品の販売・助言サービスに関する制度的枠組みのあり方や、デジタルツールを活用した顧客への情報提供の充実、金融教育を含む金融リテラシーの向上策などが主要な論点になる見通し。** 井藤英樹企画市場局長は同日(9 月 12 日)の WG(市場制度ワーキング・グループ)で、『年末までの取りまとめに向けて精力的な議論をタスクフォースにお願いしたい』と述べた。』(2022 年 9 月 12 日付ニッポン「顧客本位を集中議論『倍増プラン』に反映 金融庁」～ <https://www.nikkei.com/article/62608>)、**「(顧客本位タスクフォースでは)2 つの視点で議論する。1 つは金融商品の販売・開発体制だ。販売面では大手証券が有償でアドバイス業務を兼業する際の仕組みづくりが焦点になる。現行の金融商品取引法では証券会社の付随業務に投資家への無料のアドバイスが含まれているが、有償の場合は投資助言業の兼業が必要になる。…(略)…。有料の場合は利益相反行為に関する規制がかかる。…(略)…。金融商品の開発面では資産運用会社が顧客需要に沿った商品を開発するための新たな制度を検討する。…(略)…。2 つ目の柱が金融リテラシーだ。…(略)…。高利回りをうたい、投資家をだます詐欺的な投資商品が増えており、安定的な資産形成を促す教育体制を議論する。」**(2022 年 9 月 13 日付日本経済新聞朝刊「資産所得倍増へ『顧客本位』『金融リテラシー』再点検 株式市場の規制緩和、来年までに 金融審」～ <https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUB11ISV0R10C22A900000/>)。

■「顧客本位タスクフォース」の具体策



・取引付随業務か投資助言か…

米国では「ブローカー・ディーラー(証券会社や IFA 等)のアドバイザリー・サービス(投資助言)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、かつ、特別の報酬/special compensation for their advisory services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(投資顧問業者/RIA)の定義からの除外対象/Exclusions となり、『金融商品取引業に該当しない無償の付随業務で投資判断の参考として無料情報提供』となる。ただ、登録証券外務員が登録証券外務員を雇う会社の管理の届かない所でファイナンシャル・プランナー/financial planners として行動する場合は投資アドバイザーから除外されない。』(2022 年 1 月 31 日付日本版 ISA の道 その 350「アドバイスの付加価値」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_220131_2.pdf)。

・デジタルツール…

ウェルステック/wealthtech(AI やビッグ・データ等、ウェルスマネジメントや投資サービスを効率的・自動化する革新的テクノロジー)が進む米国が参考となる(2022 年 3 月 7 日付日本版 ISA の道 その 352「エドワード・ジョーンズ vs レイモンド・ジェームズ!~ウェルステックのアプリとツールとロボアド~」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_220307_3.pdf、2020 年 8 月 28 日付日本版 ISA の道 その 314「ゼロ化とコロナ禍と規制強化の中で米大手金融機関は無料のロボアド等デジタル・ツールでフリーミアム・モデルを採用!」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_200828.pdf)。

・資産運用会社が顧客需要に沿った商品を開発するための新たな制度…

2022 年 9 月 12 日付「市場制度ワーキング・グループ」(第 20 回)事務局説明資料にある「プロダクトガバナンスの確保」とあり、このプロダクトガバナンスについては「想定する顧客を明確にし、その利益に適う商品を組成するとともに、そうした商品が想定した顧客に必要な情報とともに提供されるよう、販売にあたる金融事業者へ必要な情報を提供することや、商品組成・情報提供のあり方について継続的に評価・検証等を行うこと」と注記されている(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryu/20220912/02.pdf)。これはまさに欧州の MiFIDII プロダクトガバナンス規制/MiFID II product governance requirements である(2021 年 3 月 22 日付日本版 ISA の道 その 330「欧州資産運用業界最新動向」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_210322_2.pdf、2022 年 8 月 8 日付日本版 ISA の道 その 362「積立投資のフォローアップ、プロダクトガバナンス、フィデューシャリー・デューティー」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_220808_2.pdf)。

・金融教育を含む金融リテラシーの向上策…

米国の金融リテラシー教育委員会/Financial Literacy and Education Commission/FLEC、英国のマネー・ペンション・サービス/Money and Pensions Service/MaPS の事例が参考となる(2022 年 9 月 12 日付日本版 ISA の道 その 364「新しい資本主義に沿う税制改正要望と金融行政方針」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_220912_2.pdf)。

●「顧客本位タスクフォース」上部組織の「市場制度ワーキング・グループ」

「顧客本位タスクフォース」上部組織の「市場制度ワーキング・グループ」は前回(2022年6月21日)の中間整理(案)以来3か月弱ぶり(2022年6月22日中間整理～ https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20220622.html)の2022年9月12日、第20回が開催された

(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/20220912.html)。事務局説明資料は次の通り(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/20220912/02.pdf)。

I. 成長・事業再生資金の円滑な供給▶引き続き、市場制度ワーキング・グループにおいて検討を進める
アセットオーナー等による VC 投資等の拡大、投資信託への非上場株式の組み入れに関する枠組みの整備等

II. 経済成長の成果の家計への還元促進▶「顧客本位タスクフォース」を設置、今後、集中的に検討を進める

- ①顧客本位の業務運営の確保(①適切な勧誘・助言、顧客への情報提供の充実、②プロダクトガバナンスの確保、資産運用業の高度化)
②金融リテラシーの向上 *2022年9月12日付日本版ISAの道その364「新しい資本主義に沿う税制改正要望と金融行政方針」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase/220912_2.pdf)。

III. 市場インフラの機能向上▶引き続き、市場制度ワーキング・グループにおいて検討を進める
非上場株式や証券トークンの適切な流通の確保、上場株式等の市場間競争の促進

「II. 経済成長の成果の家計への還元促進」として「顧客本位タスクフォース」が出ている。「I. 成長・事業再生資金の円滑な供給」と「III. 市場インフラの機能向上」が「市場制度ワーキング・グループ」となる。前者は「アセットオーナー等による VC 投資等の拡大、投資信託への非上場株式の組み入れに関する枠組みの整備等」である(2022年7月25日付日本版ISAの道その361「新しい資本主義における長期運用資金のベンチャー投資」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase/220725_2.pdf)。後者は「非上場株式や証券トークンの適切な流通の確保、上場株式等の市場間競争の促進」である(2022年8月29日付日本版ISAの道その363「ダレクト・インデックスは次世代インデックス投資 3.0 で ETF 後継?」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase/220829_2.pdf)。

金融市場の整備(家計の安定的な資産形成、成長資金の供給)は新しい資本主義実行計画工程表の「貯蓄から投資への流れの促進」関連部分にもある(2022年6月13日付日本版ISAの道その358「資産所得倍増プランに『iDeCo』の改革や子供世代が資産形成を行いやすい環境整備!」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase/220613_2.pdf)。

 新しい資本主義実行計画工程表の「貯蓄から投資への流れの促進」関連部分、 「貯蓄から投資への流れの促進」関連の税制改正プロセス 現在													2022年9月26日現在	
		現在 2022年6月	2022年7月	2022年8月	2022年 9月	2022年 10月	2022年 11月	2022年12月	2023年 1月	2023年 2月	2023年3月	2023年4月		
新しい資本主義実行計画工程表の「貯蓄から投資への流れの促進」関連部分	III. 新しい資本主義に向けた計画的な重点投資 1. 人への投資と分配 貯蓄から投資のための「資産所得倍増プラン」の策定	新しい資本主義実現会議に「資産所得倍増プラン」の検討の場を設置。 年末までに策定。「今夏にも政府内に検討会議を立ち上げ」(下記*参照)。												
	VI. 個別分野の取組 金融市場の整備 家計の安定的な資産形成、成長資金の供給 (貯蓄から投資への流れの促進)	年度内、金融審議会において家計による資産形成のための助言・勧誘に関する制度整備(金融商品取引業者等の助言や勧誘等の制度整備等の検討)。 下記**参照。 プロダクトガバナンスの推進、資産運用会社等のガバナンス強化について検討、結論(資産運用業等高度化の制度整備の検討)。 下記*** 参照。							所要の措置の実施					
「貯蓄から投資への流れの促進」関連の税制改正プロセス		「資産所得倍増プラン」など「新しい資本主義」の実行計画案が閣議決定(2022年6月7日)。	関係協会(日証協、全銀協、信託協会、生保協会、投資顧問協会など)が金融庁、厚生労働省、文部科学省など関係省庁に税制改正要望を提出。	基本8月末に関係省庁が財務省および総務省に税制改正要望を提出。			与党税制調査会(自民党税制調査会および公明党税制調査会)が税制改正要望を踏まえ、小委員会や総会で審議。	12月前半に与党税制調査会が与党税制改正大綱を取りまとめて公表。 12月20日前後に与党税制改正大綱をほぼ踏襲する税制改正の大綱を閣議決定。	財務省および総務省が「2023年度/令和5年度税制改正関連法案」を作成、国会に提出。	「2023年度/令和5年度税制改正関連法案」が国会で成立して公布(3月31日が多い)。	「2023年度/令和5年度税制改正関連法」が施行(4月1日が多い)。			

*メディアは「今夏にも政府内に検討会議を立ち上げ…年内に総合計画を作る。」(2022年5月30日付日本経済新聞朝刊1面「イデコ加入65歳以上も 政府が拡大検討、年内に計画策定」～ <https://www.nikkei.com/article/DGXZQQUA2920M0Z20C22A5000000/>)と報じている。

**「助言・勧誘に関する制度整備」は2022年3月7日付日本版ISAの道その352「エドワード・ジョーンズ vs レイモンド・ジェームズ!」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase/220307_3.pdf)。

***「プロダクトガバナンス」は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」(<https://www.am.mufg.jp/text/oshirase/200622.pdf>)、2021年3月22日付日本版ISAの道その330「欧州のMiFIDIIプロダクトガバナンス規制」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase/210322_2.pdf)。

(出所: 日本の財務省および内閣官房のホームページより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

●米国証券ビジネスの変遷・動向(顧客本位の業務運営に向けた取組関連) ～日本版 RIA(カストディアン)と日本版 TAMP～

2022 年 9 月 12 日に金融庁で開催された金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」(第 20 回)事務局(金融庁)説明資料 2 の p.11～12 には下記が出ている(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryu/20220912/02.pdf)。

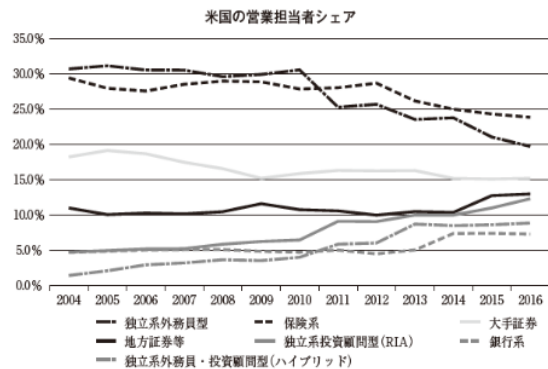
Ⅱ A 1 販売 米国証券ビジネスの変遷・動向(顧客本位の業務運営に向けた取組関連)①

- 米国では、1970年代頃から、株式委託手数料の自由化等を経て、大手証券の社員ではない、自営業型の証券外務員が台頭。これらの証券外務員に商品や注文・執行に係るサービスを提供する証券会社も登場(Independent Broker Dealer (IBD)。代表例としてレイモンド・ジェームズ)。
- 1980年代以降、確定拠出年金(401k)や低手数料のネット証券の勃興等により、個人投資家の裾野が拡大。また、ブラックマンデー以降、回転売買などの商慣行が問題視されたことで、投資顧問型のアドバイザー(Registered Investment Advisor (RIA))が注目。

沼田氏(帝京平成大学教授)は、米国のRIAの現状について「顧客本位のサービスを提供しているが故に、RIAに利益が付いてくるという仕組みが出来ている」と説明した。RIAには、証券会社の証券外務員が独立し、投資顧問の資格を取って個人向けにアドバイスしたりする人がいるが、「証券会社の利益ではなく、顧客の利益を優先して、顧客のためにアドバイスしてくれる」と信頼されることで、手数料収入を得ているという。顧客がRIAに求めるものは「資産運用でパフォーマンスを上げること」や「値上がりしそうな銘柄を日利きすること」だけではなく、「(お客さまの)金融資産全体を管理してくれること」や「自分に合った個別化したアドバイスを提供してくれること」だという。顧客層については「さまざまなタイプのアドバイザーがいて、富裕層から資産形成層まで幅広い」。

(出典)IFAとは何者か? = フィデリティ投信がパネルディスカッション(2020年11月25日) JIJI Financial Solutions (https://financial.jiji.com/long_investment/article.html?number=15)

- 2008年の金融危機以降、証券会社の営業担当者の独立気運が高まり、RIAや、証券外務員・投資顧問業者を兼業するアドバイザーが増加。
- こうしたなか、例えば、
 - RIA法人の大手エデルマン・ファイナンシャル・エンジンズは、顧客と利益相反のないアドバイス・サービスに注力(顧客からのみ助言料を收受)。同社は業界内で最大規模の預り資産残高(一人当たりの預り資産は平均15万ドル)であり、個人向けアドバイス・サービスが高い評価を受けているとの指摘がある。
 - ネット証券大手チャールズ・シュワブは、「顧客目線に立った経営戦略」を掲げ、手数料の開示や顧客本位のサービスを展開。また、証券販売のほか、RIA向けプラットフォームビジネス(顧客の注文執行等RIAの営業をサポート)を展開。預り資産残高でメリルリンチをおさえて業界第1位。



- 11 -

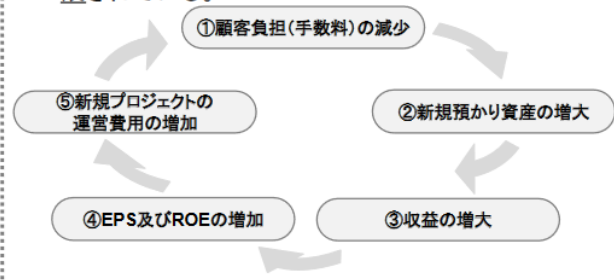
Ⅱ A 1 販売 米国証券ビジネスの変遷・動向(顧客本位の業務運営に向けた取組関連)②

例1 エデルマン・ファイナンシャル・エンジンズの経営理念

- ①一般的な米国民に対して、良質なファイナンシャル・プランニング及び投資アドバイスを幅広く提供すること、②利益相反を抑制し、顧客の利益を最優先に考えること、を設立時の経営理念に掲げる。
- 特に①については、投資アドバイス以外にも、相続、子どもの進学費用、退職金の受け取り方など、包括的なファイナンシャル・プランニングの顧客への提供に注力。
- こうした顧客満足度を高めるサービスによって、バロンズが毎年公表しているランキングでは4年連続で1位に選出。

例2 チャールズ・シュワブの経営理念

- 「顧客目線に立った経営戦略」を掲げ、顧客負担の減少を起点として、5項目からなる「好循環」を定義。
- 顧客負担(手数料)の減少による投資リターンの上昇と顧客満足度の上昇によって顧客基盤が強化され、預かり資産の増大、会社収益の増大につながる。それが、さらに、EPS及びROEの増加、新規プロジェクトの運営費用の増加、顧客負担(手数料)の減少につながるという好循環が形成されている。



(出典)『チャールズ・シュワブの経営理念と事業戦略』(野村資本市場クォーターリー(2019年秋号)) (岡田功太・下山貴史)、『エデルマン・ファイナンシャル・エンジンズの経営戦略 - 米国で最も高い評価を受けるIFA会社 - 』(野村資本市場研究所、2021年12月29日) (岡田功太・植田剛将)をもとに金融庁作成

- 12 -

前頁「米国証券ビジネスの変遷・動向(顧客本位の業務運営に向けた取組関連)①」に「**米国では、1970年代頃から、株式委託手数料の自由化等を経て、大手証券の社員ではない、自営業型の証券外務員が台頭。これらの証券外務員に商品や注文・執行に係るサービスを提供する証券会社も登場(Independent Broker Dealer(IBD)。代表例としてレイモンド・ジェームズ)。**」とある。最後に出てくる**レイモンド・ジェームズは、(A)伝統的外務員、(B)高収益・高歩合・準独立(外務員の希望する所で働く)外務員、(C)ブローカー、(D)RIA/Registered Investment Advisers/投資顧問業者、(E)TPM/Third-Party Marketers と多様なアドバイザーを持つ会社**(2022年3月7日付日本版ISAの道その352「エドワード・ジョーンズ vs レイモンド・ジェームズ」!」
～ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.220307.3.pdf>)。 **日本の IFA(金融商品仲介業者)に最も近い IBD の代表例は LPL ファイナンシャル/LPL Financial**(2020年末のIBDの預り残高は、1位LPL、2位アドバイザー・グループ/Advisor Group、3位レイモンド・ジェームズ/Raymond James。2020年の収入は、1位LPL、2位アドバイザー・グループ、3位アメリカプライズ・ファイナンシャル/Ameriprise Financial。2020年末のアドバイザー数は1位LPL、2位アドバイザー・グループ、3位リンカーン・ファイナンシャル・ネットワーク/Lincoln Financial Network、7位レイモンド・ジェームズ。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!」～ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.190527.pdf> 、2022年1月31日付日本版ISAの道その350「アドバイスの付加価値」～ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.220131.2.pdf>)。

RAYMOND JAMES

LPL Financial

なお、日本の IFA(金融商品仲介業者)は複数の所属金融商品取引業を持つが、米国の自営業型の証券外務員は LPL ファイナンシャルなど IBD1 社(だけに)に所属する(個人レベルでは IBD に所属するアドバイザーの会社で働く事が多い)。米国では登録投資プロフェッショナル/registered investment professional が投信など投資プロダクツ売買を投資家の為にする場合、ブローカー・ディーラー/Broker-Dealers(証券会社)と提携する事が求められている(2022年3月7日付日本版ISAの道その352「エドワード・ジョーンズ vs レイモンド・ジェームズ!〜ウェルステックのアプリとツールとロボアド〜」～ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.220307.3.pdf>)。FINRA/米国金融取引業規制機構(登録証券外務員の属するブローカー・ディーラー/登録ブローカー/registered brokers の自主規制機関)は**ファイナンシャル・アドバイザーに1つだけのブローカー・ディーラー/Broker-Dealers を提携先に選ぶ事を求めている。仲介/ブローカレッジ業務では IBD1 社が所属する IFA など登録投資プロフェッショナルのコンプライアンス責任を負う為だ。**1社と言う事は、所属 IBD を変えたい場合は別の IBD に移籍する事となり、米国では頻繁に移籍が起きている。

前頁「米国証券ビジネスの変遷・動向(顧客本位の業務運営に向けた取組関連)①」に「**1980年代以降、確定拠出年金(401k)や低手数料のネット証券の勃興等により、個人投資家の裾野が拡大。また、ブラックマンデー以降、回転売買などの商慣行が問題視されたことで、投資顧問型のアドバイザー(Registered Investment Advisor(RIA))が注目。2008年の金融危機以降、証券会社の営業担当者の独立気運が高まり、RIA や、証券外務員・投資顧問業者を兼業するアドバイザーが増加。**」とある。米国で投資助言・投資一任をする場合、RIA/投資顧問業者となり、SECもしくは州に登録する必要がある(ハイブリッド RIA つまり金融商品仲介との兼任も可)。この場合、**チャールズ・シュワブ/Charles Schwab やフィデリティ・インベストメンツ/Fidelity Investments など RIA カストディアンを利用する事が多い(IBD 最大手の LPL も RIA カストディアンをしている)。**RIA は複数の RIA カストディアンを利用出来る。RIA 自身がコンプライアンス責任を負い、RIA カストディアンのチャールズ・シュワブやフィデリティ・インベストメンツは(RIA カストディアンとしての LPL も)所属 RIA のコンプライアンス責任を負わない。



尚、RIA の中には IBD が企業として登録する RIA 下で投資助言・投資一任をするが、この場合は IBD 側にコンプライアンス上の監督責任がある。ただ自身の登録もしている場合があり、このようなハイブリッド RIA の場合は、IBD とアドバイザー自身との部分部分の責任を負う事となる。「**全てのアドバイザーと独立系ブローカー・ディーラーのほぼ 90%がブローカーと投資アドバイザーとして二重に登録されている。**」(2021年9月30日付 ThinkAdvisor「Kites: The 5 Trends

Shaking Up the Advisor World」～ <https://www.thinkadvisor.com/2021/09/30/kites-the-5-trends-shaking-up-the-advisor-world/> 、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」～ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.191216.pdf>)。



日本版 RIA(カストディアン) Japanese RIA(custodian)

RIA は自身でコンプライアンス責任を負う為、中には SEC などから多額の民事制裁金/penalty(日本で 2005 年 4 月から開始された課徴金に相当)を課される場合もある。さらにコロナ禍でビデオ会議やオンライン口座登録などテクノロジーの採用が喫緊の課題となり、小規模の RIA は近代化するか、それとも身売りをするかという状況に追い込まれている

(2020 年 9 月 11 日付 Barron's「Prepare for a Wild Stock Market Ride. It's Quadruple Witching Day.」~ <https://www.barrons.com/articles/barrons-2020-top-independent-advisors-the-most-nimble-are-thriving-51599870236>)。それでも「**米国の RIA は 2012 年から 2021 年にかけて 41%増加し、1 万 5000 社に達している。**」

(2022 年 9 月 16 日 Barron's「The Top Independent Advisors and RIAs: How to Pick the Right One for You.」~ <https://www.barrons.com/advisor/articles/the-top-independent-advisors-and-rias-how-to-pick-the-right-one-for-you-51663358400?tesla=y>、独立系 RIA 人気の理由は 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」~ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.190318.pdf>)。コロナ禍は一方で「**アドバイザーは自宅から働きたいと思っているが、多くの大企業は従業員アドバイザーをオフィスに戻そうとしている。この衝突がアドバイザーを転職に向かわせる。アドバイザーは自宅です仕事をと言う自律性が好きで、オフィスに戻って再びスーツを着たくないのである。**」と言う理由で RIA 法人に入ろうとしている(2022 年 1 月 4 日付 InvestmentNews「Advisers to focus on staying home in 2022」~ <https://www.investmentnews.com/advisers-focus-working-from-home-in-2022-215061>)。

米国で RIA が拡大する中、日本で「日本版 RIA」が期待される。日本では投資助言・代理業(投資判断は客自身が行う)は最低資本金要件が無いものの営業保証金 500 万円の供託義務がある。投資判断も出来る日本の投資運用業は最低資本金 5000 万円以上などがあって、さらに規制に過度な負担もある。結果、参入が極めて容易な米国と違い、日本では一般個人や中小企業には参入が極めて困難となっている(2022 年 1 月 31 日付日本版 ISA の道 その 350「アドバイスの付加価値」~ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.220131.2.pdf>)。この「**日本版 RIA が 2022 年 9 月 26 日から始まる「顧客本位タスクフォース」で議論される**と思われる。ただ**日本版(米国)RIA や日本版(英国)IFA の道には、米国の RIA カストディアン(や英国のファンドプラットフォーム)、TAMP(*), スーパーOSJ ネットワーク(**)など、ファイナンシャル・アドバイザーをサポートする体制が必要となる**」(*TAMP…Turnkey Asset Management Platform~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』」~ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.190304.pdf>、**スーパーOSJ/super-OSJ…OSJ は Office of Supervisory Jurisdiction/内部管理責任者の事で、近年はこれに IT や営業等の支援もするスーパーOSJ も出て来ている~ <https://www.jsri.or.jp/publish/general/pdf/g27/11.pdf>、米国の RIA カストディアン(歴史)は 2019 年 4 月 22 日付日本版 ISA の道 その 263「アドバイザーのフィーにサブスクリプション(リタイナー)・フィー? 革新を生んだ『ウォール街のメーデー』に匹敵するシュワブの戦略」~ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.190422.pdf>、英国のファンドプラットフォームは 2021 年 3 月 22 日付日本版 ISA の道 その 330「欧州資産運用業界最新動向」~ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.210322.2.pdf>)。



日本版 TAMP Japanese Turnkey Asset Management Platform

参考までに、英国では IFA は米国 RIA と同じく金融当局に直接規制される事から、英国の IFA は複数のサポート・サービス会社(米国で言う所の RIA カストディアン)と提携している(英国の IFA はフィデューシャリー・デューティーを負うので米国の IRA に近い)。

ただ、英国では厳しく監督されコミッションが徴収出来ない IFA から、米国の IBD 同様、1 社所属の RFA/Restricted Financial Advisers/限定 FA でその会社の商品だけを扱い「限定アドバイス/restricted advice」をし、販売手数料 6%などの投信等のコミッションで利益を上げている会社に向かうアドバイザーが増えている(2019 年 7 月 29 日付日本版 ISA の道 その 275「英国 IFA から考える日本版 IFA の道」~ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.190729.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」~ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.190805.pdf>)。

●米国証券ビジネスの変遷・動向(顧客本位の業務運営に向けた取組関連) ～エデルマン・ファイナンシャル・エンジンは独立系 RIA 業界 1 位～

前々頁「米国証券ビジネスの変遷・動向(顧客本位の業務運営に向けた取組関連)①」に「RIA 法人の大手エデルマン・ファイナンシャル・エンジンは、顧客と利益相反のないアドバイス・サービスに注力(顧客からのみ助言料を収受)。同社は業界内で最大規模の預り資産残高(一人当たりの預り資産は平均 15 万ドル)であり、個人向けアドバイス・サービスが高い評価を受けているとの指摘がある。」とある。エデルマン・ファイナンシャル・エンジンス/Edelman Financial Engines は独立系 RIA だが、平均的な独立 RIA に比べかなり大きく全米 145 を超えるオフィスを構え 2022 年 6 月末で 130 万超の顧客にアドバイザー 452 人が 2410 億ドル超の資産を担当。独立系 RIA の平均(100 社はオフィス 24、顧客 2 万、アドバイザー 89 人(https://www.edelmanfinancialengines.com/press_category/barrons-names-edelman-financial-engines-americas-top-independent-registered-investment-advisor-for-the-fifth-consecutive-year/、

Barron's「2022 Top 100 RIA Firms」～ <https://www.barrons.com/advisor/report/top-financial-advisors/ria?mod=faranking.subnav>)。職場を通じ 401k など雇用主が提供する退職プラン加入者へ、または、直接顧客へテクノロジーを活用したアドバイザー・サービスを提供している(5000 ドル以上で年 1.75%から 0.50%の一任ラップ口座か、年 300 ドル以下の非一任のオンライン・アドバイス・プログラムか)。バンガード/Vanguard の退職プラン(Vanguard Managed Account Program)やデジタル・アドバイスにテクノロジー支援(powered by Edelman Financial Engines)もしている(2022 年 2 月 1 日付 PLANSponsor「New Developments in Managed Accounts」～ <https://www.plansponsor.com/in-depth/new-developments-managed-accounts/>、2022 年 6 月 30 日付

Vanguard Digital Advisor and Vanguard Personal Advisor Brochure～ <https://personal.vanguard.com/pdf/vanguard-digital-advice-brochure.pdf>)。



エデルマンは「フィーオンリー/fee-only」でコミッションを受け取らないと言っている。ただ、米国の 401k など退職口座は 2022 年 7 月 1 日からフィデューシャリー・デューティー/Fiduciary Duty が強化されている為(2022 年 5 月 16 日付日本版 ISA の道 その 356「米国の新しい最善の利益規制と日本の NISA の抜本的拡充で一層インデックスファンドに資金が向かう?」～ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.220516.2.pdf>)、顧客と利益相反のない投資アドバイスを以前にも増してするしかないとも言える。ただ、「エデルマンは関係会社に複数の保険代理店がいて保険のコミッションを受け取っているのでフィーオンリーではない。」と言う批判報道が Forbes から出ている(2019 年 7 月 21 日付 Forbes「Is Edelman Financial Engines A Fee-Only Fiduciary?」～ <https://www.forbes.com/sites/feonlyplanner/2019/07/21/is-edelman-financial-engines-a-fee-only-fiduciary/?sh=7f2739b331ea>)。

RIA とエデルマンは 2022 年 9 月 16 日 Barron's(投資家のバイブルと称される週間金融専門誌「バロンズ」) がわかりやすい。一部を引用する。「米国の RIA 業界が成熟するにつれ、極めて規模が大きいプレーヤーも登場しつつある。最大手のエデルマンの顧客数は全米で 160 万口座に上り、約 2900 億ドルを運用している。…(略)…。独立系 RIA は、合計で 5 万人を超えるアドバイザーを擁するウォール街の大手企業メリルリンチ、モルガン・スタンレー、UBS、ウェルズ・ファーゴとは全く異なる。2021 年末時点のモルガン・スタンレーの顧客資産は 4 兆 9300 億ドルと、エデルマンの 2900 億ドルとは比べものにならないほど大きい。独立系 RIA がしばしば強調するのは、法的に受託者責任を負っており、顧客とのリレーションシップの全ての側面について忠実義務および善管注意義務を継続的に負う点だ。これに対し、大手や中小の証券会社で証券会社規制のもとで業務を行う金融専門家は『レギュレーション・ベスト・インタレスト/Reg BI』として知られる規制に従うが、これは一般的には受託者責任ほど厳格ではないと考えられている。しかし、大手証券会社では、証券口座に加え、RIA と同様の受託者責任が適用されるフィー・ベースのウェルスマネジメント口座を提供しているため、話はそれほど単純ではない。…(略)…。独立系アドバイザー業界の多くはいわゆるマス富裕層/mass-affluent population、すなわち投資可能資産が 100 万ドル、あるいは 200 万ドル以下の世帯に焦点を当てている。RIA 大手のエデルマンが良い例である。時間単位のプランナーは、ロボアドバイザー(顧客に自動化された投資サービスを提供し、多くの場合、追加料金で人間のアドバイザーへのアクセスを提供する)と同様に、こうした層にサービスを提供する傾向がある。」(2022 年 9 月 16 日 Barron's「The Top Independent Advisors and RIAs: How to Pick the Right One for You.」～

<https://www.barrons.com/advisor/articles/the-top-independent-advisors-and-riAs-how-to-pick-the-right-one-for-you-51663358400?tesla=y>、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」でも紹介～ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.190318.pdf>)。

「米国証券ビジネスの変遷・動向(顧客本位の業務運営に向けた取組関連) ①」に「(RIA 法人の大手エデルマン・ファイナンシャル・エンジンズは) 個人向けアドバイス・サービスが高い評価を受けているとの指摘がある。」とあった。これは 2022 年で 7 年目を迎えるバロنزの「RIA 上位 100 社ランキング/Top 100 RIA Firms ranking」の事で、下記の通り 7 種類あるファイナンシャル・アドバイザーランキングの 1 つ(バロنزが 1.資産残高/Assets、2.収益/Revenue、3.取組/Quality of practice で決定)。

	パロンズ/Barron'sの各種フィナンシャル・アドバイザーランキング2022				2022年9月時点
対象	名称	発表日	概要	1位 個人名の後の()内は会社名。	備考
個人	Top 100 Financial Advisors	19回目 2022年4月15日	全米のファイナンシャル・アドバイザー	Gregory Vaughan (Morgan Stanley PWM)	資産449億 ^{ドル} 、口座残高7500万 ^{ドル} (通常)。
	Top 100 Independent Financial Advisors	16回目 2022年9月16日	独立ウェルズ・アドバイザー	Spuds Powell (Kayne Anderson Rudnick Investment Mgmt)	Kayne Anderson Rudnick Investment Mgmtは1984年設立、運用資産479億 ^{ドル} 、従業員117名(2022年6月末)。口座残高1000万 ^{ドル} (通常)。
	Top 100 Women Financial Advisors	2022年6月19日	女性フィナンシャル・アドバイザー	Karen McDonald (Morgan Stanley WM)	チーム資産1842億 ^{ドル} 、口座残高300万 ^{ドル} (通常)。
	Top 1200 Financial Advisors Ranked by State	14回目 2022年3月11日	州別にみたフィナンシャル・アドバイザー	—	—
チーム/会社	Top 100 RIA Firms	7回目 2022年9月16日	独立アドバイザー(RIA)会社	Edelman Financial Engines	1986年創業、顧客数130万超の資産2410億 ^{ドル} (2022年6月末)、アドバイザー452名、オフィス145、38州にまたがる。Edelman Financial Servicesのアドバイザー部門とFinancial Engines Advisors L.L.C.が統合、Edelman Financial Enginesに(2018年11月)。
	Top 100 Private Wealth Management Teams	2022年4月15日	ウェルズ・マネジメント(RIA)会社	The Polk Wealth Management Group/Morgan Stanley WM	チーム資産377億 ^{ドル} (Morgan Stanley WM全体で300チーム/資産6190億 ^{ドル} ～2022年6月末)。100位までのチームの会社はMorgan Stanleyが多く、Merrill、UBS、Ameriprise Financial、First Republic Investment Management、Hightowerなど。
	Top 100 Institutional Consulting Teams	8回目 2022年4月15日	年金・大学基金のような大手機関に特化したウェルズ・マネジメントチーム	Graystone Consulting, The Dobbs Group /Morgan Stanley	100位までのチームの親会社はMorgan Stanleyが多く、Captrust、CBIZ Investment Advisory Services、Baird、UBS、Mason Investment Advisory Services、Bank of Americaなど。

(出所: 米パロンの2022年ランキング及び各社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)

「独立系アドバイザー業界の多くは、いわゆるマス富裕層/mass-affluent population、すなわち投資可能資産が100万ドル、あるいは200万ドル以下の世帯に焦点を当てている。RIA大手のエデルマン・ファイナンシャル・エンジェンズが良い例である。」(2022年9月16日 Barron's「The Top Independent Advisors and RIAs: How to Pick the Right One for You.」～

<https://www.barrons.com/advisor/articles/the-top-independent-advisors-and-rias-how-to-pick-the-right-one-for-you-51663358400?tesla=y>)と言う。エデルマンはマス富裕層(投資可能資産が

100 万^{ドル}、あるいは 200 万^{ドル}以下の世帯)向けに強く、小口の多いロボアド(バイザー)で最大手となっている。ただエデルマンは(3 位のモーニングスター/Morningstar や 4 位のフィデリティ/Fidelity、10 位のガイデッド・チョイス/GuidedChoice と同じで)DC プラン加入者向けにオンラインでアドバイスやプランニングサービスをするオンラインアドバイザーとしての残高が大きい。

	名前	預り残高 /AUM(億円) 2022年3月末	最小 投資額/Account Minimum	アドバイザー・フィー/Advisory Fees	損益通算 /tax-loss harvesting	特徴等	
						老後資産の取り 出し機能	その他
1	エデルマン・ファイナンシャル・エンジン /Edelman Financial Engines	353,361	5千 ^円 %	年1.75%(40万 ^円 以下)40~75万 ^円 部分1.25%、 75~100万 ^円 部分1.00%、100~300万 ^円 部分0.75%、 300~1000万 ^円 部分0.60%、1000~2500万 ^円 部分0.50%	○	○	MoneyMyLife~MoneyMyLife Best Robo-Advisor Promotions ※2022年3月末現在、マネー・タッチ・サービスは有料 エデルマン・ファイナンシャル・サービスと、ノーベル経済学賞 獲得のウィリアム・シャープ氏が共同創業者の40%以上加入 する「ファイナリエ」退避プランニングは投資アドバイス の「ファイナリエ」エンジンズが合併・誕生(2018年)。 米国の投資最大手。人間味/Human Touchでベストなロボ アドバイザー(MoneyMyLife)。
2	バンガード/Vanguard	326,156	DA 5万 ^円 % PAS 3千 ^円 %	パーソナル・アドバイザー・サービス(PAS)年0.30%/500万 ^円 未満の場合、500 ~1000万 ^円 部分0.20%、1000~2500万 ^円 部分0.10%、2500万 ^円 超の部分0.05% デジタル・アドバイザー(DA) 年0.15%	×→○ 予定	×	PASO (CPR)がハイブリッド型(一部無料)電話 メール・ビデオチャット(下記参照)
3	モーニングスター/Morningstar	127,907	0 ^円 %	年0.1~0.5%	—	—	モーニングスターのリタイアメント・マネジャーによるDCプラン の参加者向けパーソナライズされた投資戦略が提供される。
4	フィデリティ/Fidelity	106,488	Fidelity Go 0 ^円 % PPA 25000 ^円 %	フィデリティ・ゴー/Fidelity Go 1万 ^円 未満無料(エクスペンシオ無料投信で 無料)1万 ^円 以上5万 ^円 未満月3 ^円 、5万 ^円 以上年0.35% パーソナライズド・プランニング&アドバイザ(PPA) 年0.5%	×	△ (DCプラン向け退 職貯蓄型)申し込 み	フィデリティ・ゴー × PPAO
5	チャールズ・シュワブ/Charles Schwab	92,614	インテリジェント・ポート 5000 ^円 未満(未滿)も プレミアム25000 ^円 %	インテリジェント・ポート無料(デジタルのみ) プレミアム当初300 ^円 、で月30 ^円 。 別途ETFエクスペンシオ0.08~0.24%	△ (5万 ^円 超)	×	インテリジェント・ポート × プレミアム○(CPRと無制限電話 ~下記参照)
6	ベターメント/Betterment	41,182	デジタル 0 ^円 % プレミアム 10万 ^円 %	デジタル年0.25%(1年間無料) プレミアム0.40% 200万 ^円 超は年0.30%、別途ETFエクスペンシオ0.07~0.17%	○	○	デジタル△(有料) プレミアム○(CPRと無制限電話 ~下記参照)
7	ウェルスフロント/wealthfront	30,264	500 ^円 %	年0.25%5万 ^円 以下(無料) 別途ETFエクスペンシオ平均0.08% (Wealthfront Risk Parity Fundは0.11%)	○	○	×
8	パーソナル・キャピタル /Personal Capital	27,815	10万 ^円 %	100万 ^円 未満年0.89%、300万 ^円 未満0.79%、500万 ^円 未満0.69%、1000万 ^円 未満 0.59%、1000万 ^円 超は0.49% 別途エクスペンシオ平均0.08%	○	○	○ (100万 ^円 以上)は有料(未滿も全 サービスは無料)
9	TDアメリカトレード/TD Ameritrade	26,409	5千 ^円 % (預り金次第で500 ^円 %)	年0.30% 別途エクスペンシオ0.08~0.07%	○	×	×
10	ガイドド・チョイス/GuidedChoice	7,545	0 ^円 %	年0.45%	—	—	—

2022年9月20日入手

*CFP®-Certified Financial Planner. 2019年5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®注目する米国で大きな話題のSECルールその後～米国のCFP/サティファイド・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.mufjg.jp/text/oshirase_190624.pdf)及び2019年7月22日付日本版ISAの道 その272「米国投資家向けの新米務務通」CFP®着目の利益調整は10月18日付(FDAバイヤー)発表 概観は12月1日付「労働長官辞任と「新労働党」の誕生」(12月1日公表)を参考に、新しいCFP®倫理規定と行為基準施行日がReg 802と同日と同年6月30日に(出所: 森井 His. Condon Capital Management「The Robo Report」及びMoneyML「Best Robo-Advisor Promotions 2022」(Automated Investor) 第1回と三菱UFJ国際信託株式会社商品マーケティング企画部企画)を参考に、

●米国証券ビジネスの変遷・動向(顧客本位の業務運営に向けた取組関連)

～チャールズ・シュワブは RIA カストディアン業界 1 位で証券ブローカー業界 1 位～

「米国証券ビジネスの変遷・動向(顧客本位の業務運営に向けた取組関連)①」に「ネット証券大手チャールズ・シュワブは、『顧客目線に立った経営戦略』を掲げ、手数料の開示や顧客本位のサービスを展開。また、証券販売のほか、RIA 向けプラットフォームビジネス(顧客の注文執行等 RIA の営業をサポート)を展開。預り資産残高でメリルリンチをおさえて業界第 1 位。」とある。チャールズ・シュワブが預り残高で業界 1 位は RIA カストディアンとして、もしくは、証券ブローカー/stock brokerage firms として。シュワブを RIA カストディアンとして RIA 法人で最大規模のエデルマンも使っている(エデルマンは、その他、RIA カストディアンとしてフィデリティ/Fidelity 等複数を使っている～ <https://www.edelmanfinancialengines.com/wp-content/uploads/2022/04/FEA-ADV2A-B.pdf>)。

シュワブはかつてディスカウント・ブローカー最大手で(シュワブの歴史は 2019 年 4 月 22 日付日本版 ISA の道 その 263「アドバイザーのフィーにサブスクリプション(リタイナー)・フィー? 革新を生んだ「ウォール街のメーデー」に匹敵するシュワブの戦略」※2: 革新を生んだ「ウォール街のメーデー」/May Day 1975/deregulation of fixed commissions in 1975)～ <https://www.ammf.jp/text/oshirase/190422.pdf>)、その後フィデリティ/Fidelity や TD アメリトレード/TD Ameritrade に抜かれたものの、2020 年 10 月の TD アメリトレード買収完了でシュワブは証券ブローカー/stock brokerage firms の預り残高 1 位に返り咲いている(2021 年末現在 2 位フィデリティ、3 位バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ/Bank of America Merrill Lynch～2021 年 12 月 29 日付 The Ascent「The Largest Brokerage Firms in 2022」～ <https://www.fool.com/the-ascent/research/largest-stock-brokerage-firms/>)。

シュワブが 1987 年から始めている RIA カストディアン(RIA 向けプラットフォームビジネス)は RIA 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。現在シュワブは RIA カストディアンとして圧倒的の最大手である(2019 年 4 月 22 日付日本版 ISA の道 その 263「アドバイザーのフィーにサブスクリプション(リタイナー)・フィー? 革新を生んだ「ウォール街のメーデー」に匹敵するシュワブの戦略」※1: ロボアド比較～バンガード vs フィデリティ vs シュワブ～、※2: 革新を生んだ「ウォール街のメーデー」/May Day 1975/deregulation of fixed commissions in 1975)～ <https://www.ammf.jp/text/oshirase/190422.pdf>)。シュワブは RIA カストディアンとして圧倒的の最大手だが RIA として大きくない。…と言うより大きくなれないでいる。シュワブは、かつて(2000 年)、メリルリンチやモルガン・スタンレーへ挑戦すべく、フルサービス・アドバイザリー会社への移行を考え、プライベート・バンク老舗 US トラスト/U.S.Trust(現バンク・オブ・アメリカ・プライベート・バンク/Bank of America Private Bank)を買収した事がある(2000 年 1 月 14 日付 New York Times「Schwab to Pay \$2.73 Billion For U.S. Trust」～ <https://www.nytimes.com/2000/01/14/business/schwab-to-pay-2-73-billion-for-us-trust.html>)。しかし、ディスカウント・ブローカーのシュワブとプライベート・バンク老舗 US トラストの間でカルチャー対立(2004 年 10 月 1 日付 Wealth Management「Cultures In Conflict」～ <https://www.wealthmanagement.com/archive/cultures-conflict>)、さらに、シュワブは RIA カストディアン最大手でシュワブと提携する多くの RIA がこの US トラストを競合と見た(2007 年 1 月 1 日付 ThinkAdvisor「Schwab To Sell U.S. Trust Unit」～ <https://www.thinkadvisor.com/2007/01/01/schwab-to-sell-u-s-trust-unit/>)。こうしてシュワブは 2008 年に US トラストをメリルリンチ/Merrill Lynch を持つバンク・オブ・アメリカ(バンカム)/Bank of America(BofA)に売却する事とした(US トラストはバンク・オブ・アメリカ・プライベート・バンク/Bank of America Private Bank になった)。「(ネット証券大手チャールズ・シュワブは)証券販売のほか、RIA 向けプラットフォームビジネス(顧客の注文執行等 RIA の営業をサポート)を展開。預り資産残高でメリルリンチをおさえて業界第 1 位。」は注意して読んでほしい。

「『顧客目線に立った経営戦略』を掲げ、手数料の開示や顧客本位のサービスを展開」するシュワブなど RIA カストディアンだが、米国では利益相反も指摘されている。「(シュワブやフィデリティはカストディアンとして)アドバイザーを無料とする一方でアドバイザーの顧客にフィーを転嫁している。(カストディアンとして)顧客の遊休現金を自動で集め連携銀行に預け、銀行はカストディアンに手数料を支払い顧客はごく一部を還元(キャッシュ・スイープ/cash sweep)。一部アドバイザーは遊休現金のリターンを高める為に他のプロダクトを探している。」(2021 年 11 月 8 日付 InvestmentNews「New fee models could open up pricing choices」～ <https://www.investmentnews.com/new-fee-models-open-pricing-choices-213790>)。「シュワブのロボアド『インテリジェント・ポートフォリオ/Intelligent Portfolios』は継続フィーも ETF 取引手数料も無料。だが、ETF にはエクспENSEスレシオ 0.05%の利益がシュワブにある。現金への配分を推奨、積極型 6%、保守型 23%の現金配分を推奨、訴訟も受けた。シュワブ銀行はスイープ・アロケーション(現金)で収入を得ており、利益相反の可能性が生じやすい。ETF からの利益 0.05%より高い利益を得ている。」(2021 年 11 月 15 日付 Morningstar「The Hidden Costs of Free Investment Services」～ <https://www.morningstar.com/articles/1068183/the-hidden-costs-of-free-investment-services>)。

米国で、エデルマンが「顧客と利益相反のないアドバイス・サービスに注力(顧客からのみ助言料を収受)。個人向けアドバイス・サービスが高い評価を受けているとの指摘がある。」、シュワブが「『顧客目線に立った経営戦略』を掲げ、手数料の開示や顧客本位のサービスを展開。」と言う事を否定するわけではないが、米国証券ビジネスの変遷・動向(顧客本位の業務運営に向けた取組関連)は業態などもっと詳細に見たい。また、米国を見るのであれば、「2021年5月6日に米国調査会社ハーツ&ウォレット/Hearts & Wallets が約 5,900 人の投資家を調査した結果、顧客満足度で最も高かった金融サービス企業はアメリカプライズ/Ameriprise、エドワード・ジョーンズ/Edward Jones、メリルリンチ/Merrill Lynch だった。」(2021年5月6日付 InvestmentNews「Clients most satisfied at Ameriprise, Ed Jones, Merrill: Report」～

<https://www.investmentnews.com/ameriprise-edward-jones-merrill-lynch-satisfaction-report-206197>、2022年1月31日付日本版 ISA の道 その 350「アドバイスの付加価値」～
https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_220131_2.pdf)と云う、アメリカプライズ、エドワード・ジョーンズ、メリルリンチも見たい(アメリカプライズとメリルリンチは 2022年1月31日付日本版 ISA の道 その 350「アドバイスの付加価値～メリルリンチ 12-4-2 ルール(スーパーノヴァ・モデル)、アメリカプライズのパーソナライズされたアドバイスの価値」～
https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_220131_2.pdf、エドワード・ジョーンズは 2022年3月7日付日本版 ISA の道 その 352「エドワード・ジョーンズ vs レイモンド・ジェームズ!～ウェルステックのアプリとツールとロボアド～」～
https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_220307_3.pdf)。その他、米国だけではなく、米国よりフィデューシャリー・デューティーが進んでいる英国証券ビジネスの変遷・動向(顧客本位の業務運営に向けた取組関連)も見たい(2019年7月29日付日本版 ISA の道 その 275「英国 IFA から考える日本版 IFA の道」～
https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_190729.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」～
https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_190805.pdf)。

今回のコラムでは米国証券ビジネスの変遷・動向(顧客本位の業務運営に向けた取組関連)の一部事例を詳細に見てきた。だが、もっとほかの米国の会社や各種規制、さらには英国など海外の動向も見たいもの(随所に参照している日本版 ISA の道を見てほしい)。「虫の眼(詳細に見る)」、「魚の眼(流れて見る)」、「鳥の眼(全体で見る)」で見ると言う事だ。顧客本位タスクフォースでもぜひそうした視点を持ち、新しい資本主義の資産所得倍増プランに実効性の高い(米国や英国で実証されている)具体策を盛り込んでくれる事を期待する。

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:
「各年… <https://www.am.mufg.jp/market/report/investigate.html>」、
「2013年2月1日付日本版 ISA の道 その 1 から一気に見る/検索する…
<https://www.am.mufg.jp/smp/market/report/investigate.html>」もしくは
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。



三菱UFJ国際投信

三菱UFJ国際投信株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第404号
加入協会：一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会