

米国と英国の「顧客本位の業務運営」 ～米国のレギュレーション・ベスト・インタレスト/Reg BIと 英国のIFAとRFAを理解する事が日本の資産所得倍増プラン・ 顧客本位のアドバイスにとり非常に重要な事～

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。

●米国の「顧客本位の業務運営」～米国のレギュレーション・ベスト・インタレスト/Reg BI を理解する事が日本の資産所得倍増プラン・顧客本位のアドバイスにとり非常に重要な事～

2022年9月26日の金融審議会「顧客本位タスクフォース」(第1回)で委員の松元暢子・慶應大教授から「レギュレーション・ベスト・インタレスト」という発言があった(「顧客本位タスクフォース」～ https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/kokyakuhoni_tf/siryou/20220926.html)。松元教授は神田秀樹・学習院大教授「顧客本位タスクフォース」の委員で、その上部組織である金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」の座長でもある金融審議会会長が責任編集の2019年12月発行・資本市場研究会「企業法制的将来展望 2020年度版」第10章「2019年6月にSECが採択した Regulation Best Interest について」の執筆者である(後述*参照)。



レギュレーション・ベスト・インタレスト

(最善の利益規制/ベストインタレスト規制)

Regulation Best Interest

(Reg BI～レグ・ビー・アイと読む)

「レギュレーション・ベスト・インタレスト」は「最善の利益規制/ベストインタレスト規制/Regulation Best Interest/Reg BI(レグ・ビー・アイと読む)」の事。2019年9月10日施行・2020年6月30日遵守の米国SEC/証券取引委員会ルールでブローカー・ディーラー(証券会社やIFA等)にかかる規制となる。投資顧問業者/投資アドバイザー/investment advisersの義務であるフィデューシャリー・デューティーはかからないが、適合性ルール/suitability ruleより厳しくSEC委員が「適合性プラス/suitability-plus」と言う規制。厳しい順に並べると「(投資助言業者にかかる)フィデューシャリー・デューティー」>(販売会社にかかっている)ベストインタレスト規制>(販売会社にかかっていた)適合性ルールである(後述*参照)。

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」)に「独立系RIA/Registered Investment Advisers/投資顧問業者がしばしば強調するのは、法的にフィデューシャリー・スタンダードを負っており/legally bound by a fiduciary standard、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/ongoing duty of loyalty and care covering all aspects of their relationship. In contrast. 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。」とある通りである(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>

2022年9月26日日本版ISAの道 その365「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!」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_220926_2.pdf)。

2022年9月26日の金融審議会「顧客本位タスクフォース」(第1回)の翌2022年9月27日付週刊金融財政事情に次の様な記事があった。記事のごく一部を引用する。「証券会社や銀行グループの金融商品販売を巡って、勧誘・販売に付随する情報提供(助言)と有償の『投資助言』の峻別が問題になっている。…(略)…。販売会社においては従来と同様の情報提供であっても、『規制強化』になる可能性がある。…(略)…。今後、市場制度WGやその傘下の『顧客本位タスクフォース』で考え方が示される見込みだ。…(略)…。海外事例も参考になる。米国では、投資商品の推奨(無償の助言)を行う場合、有償の助言を行う投資助言業者と同等の義務を課す『ベストインタレスト規制』を順守する必要がある。EUでは、金融商品の販売・勧誘は(無償の)投資助言を伴うと考えられており、有償の投資助言と同様の開示・利益相反管理などが求められる。」(2022年9月27日付週刊金融財政事情「幕が上がった投資助言を巡る議論、無償助言も規制強化の可能性」～

<https://kinzai-online.jp/node/9430>)

先述の繰り返しだが、レギュレーション・ベスト・インタレスト/Reg BIは投資助言業者と同等の義務であるフィデューシヤリー・デューティーはかからない。ただ、適合性ルールより厳しくSEC委員が「適合性プラス」とも言う規制である。

さらに言えば、2022年9月28日にSEC/証券取引委員会のゲリー・ゲンスラー/Gary Gensler委員長がIAA/Investment Adviser Association/米投資顧問業協会の会合で「投資家は投資アドバイザー/investment advisersとブローカー/brokersを区別していない。」と言う問題をなげかけ、IAAのCEOであるカレン・バー/Karen Barr氏が「SECがレギュレーション・ベスト・インタレスト/Reg BIを施行している事が投資アドバイザーとブローカーの違いをわからなくしている。投資助言業者は顧客のフィデューシヤリー/受託者/fiduciariesである一方、ブローカーは証券売買等をしている場合のみ顧客の最善の利益の為に行動する。」と言っていた(<https://www.sec.gov/news/upcoming-events/chair-gensler-investment-adviser>)。ゲンスラー委員長は「おっしゃる通り。ただ、たまにしか取引しない顧客の場合にその売買は非常に重要である。」と話していた。

□…DOLルール、⋯SEC投資顧問法フィデューシヤリー・デューティー・ルール、▭…SECルール「レギュレーション・ベスト・インタレスト/Reg BI」。



米国の個人投資家への投資アドバイス及び推奨等に対するアドバイザー/ブローカーやルール(案)について～FD別～
*FD…フィデューシヤリー・デューティー。

2022年10月11日現在

SEC投資顧問法
フィデューシヤリー・デュー
ティー・
ルール
(1940年投資顧問法)

口座	アドバイザー (投資顧問業務)	ブローカレッジ (証券売買業務)
一般口座	FDあり (受託者責任基準 /fiduciary standard) (※1)	FDなし (適合性基準 /suitability standard) (※1)
退職口座	FDあり (受託者責任基準 /fiduciary standard) (※1)	FDなし (適合性基準 /suitability standard) (※1)

SECルール「レギュレーション・ベスト・インタレスト/Reg BI」

(最善の利益規制/レギュレーション・ベスト・インタレスト/Regulation Best Interest)

*2018年4月18日に当初案承認、2019年6月5日に最終案承認、Reg BIは2019年9月10日施行、2020年6月30日までに遵守(2019年12月16日付日本版ISAの道その29「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.mufj.jp/text/oshirase_191216.pdf)

DOL/労働省ルール

(DOLフィデューシヤリー・デューティー・ルール)

*民主主義主導のDOLルールは2018年6月21日に無効確定。共和党主導のDOLルールは2021年2月16日施行、2022年6月30日までに遵守(だったが訴訟を抱えてしまい2022年12月遵守の可能性～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.mufj.jp/text/oshirase_220516_2.pdf)

※1: アドバイザー業務の「FD」ありは「注意義務/duty of care」と「忠実義務/duty of loyalty(受益者の利益)」からなる。前者「注意義務」は、1)「アドバイスを与える時は顧客の最善の利益で行動する事/Acting in the clients' best interest when giving advice、2)取引は最良執行する事/Getting best execution on trades、3)投資ポートフォリオのモニタリングを継続する事/Ongoing monitoring of investment portfoliosからなる。後者「忠実義務」は、アドバイザーが自分の利益を後回しにしてでも忠実に義務を果たす事。SECルールの中心的存在の「最善の利益規制/Regulation Best Interest/Reg BI」は、前者「注意義務」の1)「アドバイスを与える時は顧客の最善の利益で行動する事」だけである。SECルールでは、2)取引は最良執行する事も、3)投資ポートフォリオのモニタリングを継続する事も、後者「忠実義務」も、関係無い。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ヤリー・ルール12月公表が遅れる？新しいCFPI「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.mufj.jp/text/oshirase_190722.pdf)を参照の事。

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

レギュレーション・ベスト・インタレスト/Reg BIは細かい規制ではなく、SEC/証券取引委員会による機動的で柔軟なもので、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)「執行(enforcement)による規制」と言われている

(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」鍵は『執行による規制/ルール策定!!!』～

https://www.am.mufj.jp/text/oshirase_191216.pdf)。元SECのディレクターで現在セトラ/Cetera(IBD/Independent Broker-Dealers/独立ブローカー・ディーラー)

の最高法務責任者であるリサ・ゴック/Lisa Gok氏は「Reg BIはSECが定義し強制しているが、今後はケース・バイ・ケースで定義され続けられる。」と言う(2022年8月4日付ThinkAdvisor「Reg BI Will Be Defined Case by Case, Cetera's Chief Legal Officer

Says: SEC Roundup」～ <https://www.thinkadvisor.com/2022/08/04/reg-bi-will-be-defined-case-by-case-ceteras-chief-legal-officer-says-sec-roundup/>)

SEC 等規制当局が検査・ガイダンス(SECは2022年3月に第一弾を発行)・執行/examinations, guidance and enforcementを通じて投資家に最善の利益を提供する事を保証しようとしている。 2022年8月24日にSECが発表した「戦略計画2022-2026年/SEC Strategic Plan FY 2022-2026」案では、顧客の最善の利益の為に行動しなかった事/failures to act in retail customers' best interests when making a recommendation やフィデューシャリー・デューティーに従った行動をしなかった事/failure to act in accordance with the fiduciary duty に対しての**執行/examinations, guidance and enforcement が前回(戦略計画2018-2022年、トランプ大統領指名のクレイトン委員長の時)より強調されている** (2022年8月24日付SEC.gov「SEC Strategic Plan FY 2022-2026」～ <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-148>)。2022年9月15日にSECのゲンスラー委員長は上院銀行委員会で「**SECは執行/enforcementも検査/examも増やし続けている。**」(2022年9月15日付SEC「Testimony Before the United States Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs」～ <https://www.sec.gov/news/testimony/gensler-testimony-housing-urban-affairs-091522>)と言っている。

つまり、ブローカー・ディーラー(証券会社やIFA等)や投資顧問業者/投資アドバイザー/investment advisers は、先述した規制内容を参考とするだけでなく、SECの検査・ガイダンス(2022年3月に第一弾が発行)・執行動向をブローカー・ディーラーや投資アドバイザーの法務担当者がしっかり見て、SECが何を「顧客の最善の利益」と考えて、違反と考えるのかを常に考え、社員に遵守を徹底していく事が必要となる。なお、**2020年6月30日遵守のReg BIについて、SECは2021年末までに570件以上の検査を実施してきたが(FINRA/Financial Industry Regulatory Authority/米国金融取引業規制機構も検査・仲裁をしてきたが)、2022年6月16日に初の執行措置を実施した**(下記の通り)。

・2022年6月16日にSEC/証券取引委員会がウェスタン・インターナショナル証券/Western International Securities(カリフォルニア州の対面営業によるブローカー・ディーラーと投資アドバイザーの兼業会社)および同社証券外務員5人(全員独立請負人/Independent contractor)をReg BI違反として、初のReg BI執行措置を実施した(<https://www.sec.gov/litigation/complaints/2022/comp-pr2022-118.pdf>)。



・ウェスタン・インターナショナル証券が、退職者などの個人投資家に、固定利付き(満期によって5.5~8.5%)だが、無格付けで高リスク・非流動性(と発行会社GWGも開示している)ハイールド社債の「(GWG)Lボンド/(GWG)L Bonds」を、デューデリジェンスもせず推奨・販売した事について、SECはReg BI違反と言う。

・Lボンドは2020年7月~2021年4月まで販売され(同社で1,330万ドル)、2022年4月に発行会社GWGは破産申請。

レギュレーション・ベスト・インタレスト/Reg BI(2019年9月10日施行時点)は次の様なものを含む。

- ① 既存の適合性義務/suitability obligationを強化した注意義務/duty of careを課しており、ブローカー・ディーラー(証券会社やIFA等)が個人投資家の最善の利益にならない一連の取引推奨(報酬)となる、いわゆる“**回転売買/チャurning/churning**”、“**リバース・チャurning/Reverse Churning**(取引がほとんど無いのに手数料がかかる~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>)”などの時に違反対象となる。
- ② 限定的な期間で特定の証券もしくは特定の種類の証券を販売する事をベースにした**営業コンテスト/sales contests**や**販売割当/sales quotas**(日本のノルマ/norma~ロシア語~)、**賞与や賞品/bonuses**, and non-cash compensationが利益相反として禁じられている。
- ③ 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”と言う肩書が使えない**。投資アドバイザーに登録しているブローカー(二重登録アドバイザー)は“アドバイザー”と言う肩書を使えるものの、会社の(コンプライアンス)オフィサーなど**監督責任者のいない二重登録アドバイザーの登録証券外務員は、“アドバイザー”と言う肩書を使えない**。



(出所: 2019年6月24日付日本版ISAの道その270「CFPも注目する米国で大きな話題のSECルールのその後」~ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.190624.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レギュレーション・ベスト・インタレスト」~ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.191216.pdf>、

2020年5月18日付日本版ISAの道その305「米国の証券会社向け「レッグ・ビー・アイ/Reg BI」」~ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.200518.pdf>、

2020年12月17日付日本版ISAの道その324「米国の最善の利益規制/Reg BI」~ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.201217.pdf>)

実際にブローカー・ディーラー(証券会社や IFA 等)や投資顧問業者/投資アドバイザー/investment advisers がレギュレーション・ベスト・インタレスト/Reg BI にどう対処しているかを見る。代表例として、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)傘下のフルサービス・ブローカレッジ部門メリル・リンチ・ウェルスマネジメント/Merrill Lynch Wealth Management を参考とする。同社は、ブローカレッジ口座/Brokerage Account に対し Reg BI 向け方針変革/Reg BI Policy Changes を発表している(2020 年 4 月 16 日)。「**ミューチュアルファンドの C クラス(後述*)が 5 年以上保有されている場合、全て(C クラスより低いフィーの)A クラス(後述*)に無料自動転換する事(従来 10 年以上保有)、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)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 による公認投資家/accredited investors にする事。**」などである(2020 年 5 月 18 日付日本版 ISA の道 その 305「米国の証券会社向け「レグ・ビー・アイ/Reg BI」」~ https://www.am.mufj.jp/text/oshirase_200518.pdf *A クラス…基本的に初期最小購入単位が 2500 ^{ドル}以下で 4%~5.75%の購入時手数料あり、C クラス…購入時手数料なしで A クラスより 12b-1 手数料は高く 1 年以内に売却すると解約手数料が 1%かかるなどする~2022 年 3 月 22 日付日本版 ISA の道 その 353「欧州投信協会が欧米投信コストの同種比較」※1~ https://www.am.mufj.jp/text/oshirase_220322.3.pdf)。

なお、上記で仕組債に投資出来る「公認投資家/accredited investors」とは「**(1)100 万^{ドル}/約 1.4 億円以上の純資産(個人住宅を除く)を持つ個人もしくは夫婦、(2)直近 2 年の年収が年 20 万^{ドル}/約 2900 万円以上(もしくは夫婦で 30 万^{ドル}/約 4400 万円以上の個人、(3)FINRA/Financial Industry Regulatory Authority/米国金融取引業規制機構の一般証券登録外務員試験「シリーズ 7」、統一投資顧問法試験「シリーズ 65」、私募証券外務員試験「シリーズ 82」のどれかに合格した金融専門家」**だ(2020 年 8 月 26 日付 SEC/証券取引委員会~ <https://www.sec.gov/education/capitalraising/building-blocks/accredited-investor>、2020 年 12 月 17 日付日本版 ISA の道 その 324「米国のフィデューシャリー・デューティ・ルールや ESG ルール、最善の利益規制/Reg BI やフォーム CRS」~ https://www.am.mufj.jp/text/oshirase_201217.pdf)。 **公認投資家はプライベート・エクイティ、ヘッジファンド、スタートアップ(新興)企業株式、その他の私募債・株式にも 100%投資出来る**(SEC「Accredited Investor」~ <https://www.sec.gov/education/capitalraising/building-blocks/accredited-investor>、2020 年 10 月 14 日付日本版 ISA の道 その 317「米国では私募ファンドに個人が投資」~ https://www.am.mufj.jp/text/oshirase_201014.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 の道も」~ https://www.am.mufj.jp/text/oshirase_220725.2.pdf)。

省庁名	規制名	規制対象	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
			共和党政権			民主党政権	
DOL / 労働省	フィデューシャリー・デューティ・ルール(以下、DOL FDルール) <small>2019年7月22日付日本版ISAの道 その214 https://www.am.mufj.jp/text/oshirase_190722.2.pdf</small>	ERISA/1974年従業員退職所得保障法下、退職口座にアドバイスをするブローカー・ディーラー(証券会社)及び投資顧問業者及び保険ブローカー(株価指数連動年金/FIAを含む保険プロダクツのルールを策定するのは州)	民主党主導DOL FDルール無効判決(2018年3月15日)、無効確定(2018年6月21日)、2019年7月1日完全実施も無効に。		共和党主導DOL FDルール当初案公表(2020年6月29日)。 共和党主導DOL FDルール最終案公表(2020年12月15日)、2020年12月18日に公布。	共和党主導DOL FDルール施行(2021年2月16日)。	DOL FDルール・PTEでロールオーバーのアドバイスは民主党主導DOLのガイダンス「顧客の最善の利益になるという理論的根拠を裏面を開示」義務。2021年4月13日にガイダンス、2022年6月30日までに遵守すべき根拠を添えて、2022年10月現在未就任。
	DOL長官、DOL EBSA(従業員利益保障局)次官の就任・辞任 <small>(参考)</small>	ERISA法下、退職プランの証券プロダクツ(ミューチュアルファンドと変額年金/variable annuitiesを含む)、退職プランの保険プロダクツ(株価指数連動年金/FIAを含む保険プロダクツのルールを策定するのは州)		アコスタ労働長官辞任(2019年7月19日)。 スカリア長官指名(2019年7月18日)。 スカリア長官就任(2019年9月30日)。	ラトラッジ次官辞任(2020年5月31日)。	スカリア長官辞任(2021年1月20日)。 ウォルシュ労働長官指名(2021年1月7日)。 ウォルシュ労働長官就任(2021年3月23日)。 リサ・ゴメス次官指名(2021年7月28日)。	リサ・ゴメス次官指名(2021年7月28日、2022年1月4日)。 リサ・ゴメス次官上院本会議承認(2022年9月29日)。 *2022年10月11日現在未就任。
SEC / 証券取引委員会	最善の利益規制(以下、SEC Reg BI)及びフォームCRS(以下、SEC CRS) <small>2019年7月22日付日本版ISAの道 その214 https://www.am.mufj.jp/text/oshirase_190722.2.pdf、2019年7月25日付日本版ISAの道 その215 https://www.am.mufj.jp/text/oshirase_190725.2.pdf、2020年9月14日付日本版ISAの道 その302 https://www.am.mufj.jp/text/oshirase_200914.pdf</small>	1933年証券法、1934年証券取引引所法下、全てのブローカー・ディーラー(証券会社)	共和党主導SECのSEC Reg BI及びSEC CRS当初案公表(2018年4月18日)。	共和党主導SECのSEC Reg BI及びSEC CRS最終案公表(2019年6月5日)、同施行(2019年9月10日)。	共和党主導SECのSEC Reg BI及びSEC CRS遵守(2020年6月30日)。	公布・施行されており、2021~2022年の停止や破壊は難しく、情報収集、パフォーマンス評価をすべきという意見。 <small>2021年8月10日にコンプライアンス委員及びReg. 404修訂案に同意するも、SECは、両案に賛成するつもりは、現時点では無いとしている。最終的にどうなるかは、不明確である。上述している2021年8月10日SEC Treasury Before the Public Committee and Financial Services https://www.sec.gov/news/press/2021/20210810sec-treasury-before-the-public-committee-and-financial-services</small>	共和党主導SECのSEC Reg BI及びSEC CRSに関する執行措置/enforcement actionsを課す事に民主党主導SECが積極的に2022年6月16日に初の執行措置。
	私募ファンド(プライベート・エクイティ及びベンチャー・キャピタル)に投資出来る公認投資家/accredited investor ruleルール、公認投資家を勧誘出来るファインダー/Findersルール <small>(1)証券会社にのみ適用、SEC Reg. 405が免除される。 https://www.sec.gov/education/capitalraising/building-blocks/accredited-investor</small>			共和党主導SECのSEC 私募ファンド公認投資家ルール案承認(2020年8月26日)。 共和党主導SECのSEC 私募ファンド・ファインダー/Findersルール案承認(2020年10月7日) *2022年7月11日議決、ブローカー・ディーラーとしての登録結果と同等のファインダーについて勧誘が可能。		共和党主導SECのSEC 私募ファンド公認投資家ルール適用 <small>リサ・ゴメス次官に合格した金融専門家も加入する。</small>	共和党主導SECのSEC 私募ファンド公認投資家ルール適用 民主党主導SECのSECプライベート・ファンド・アドバイザー/Findersルール/Private Fund Advisers Rules案承認(2022年2月9日)。
	(参考) SECの構成等(定員5人) 民主党・民 共和党・共	1933年証券法、1934年証券取引引所法、1940年投資会社法、1940年投資顧問法下、証券プロダクツ(ミューチュアルファンドと変額年金/variable annuitiesを含む)	5人(民2、共3) 1月11日~ 4人(民2、共2) 7月7日~ 5人(民2、共3) 9月11日~	選挙(2018年11月6日)で共和党が委員を承認する上院過半数。	4人(民1、共3) 1月2日~ 5人(民2、共3) 7月8日~	4人(民1、共3) 2月15日~ 5人(民2、共3) 8月17日~ 4人(民2、共2) 12月24日~	4人(民2、共2) 2020年12月24日~ 5人(民3、共2) 2021年4月17日~

その他、2022年9月20日にNASAA(後述*)の会長に就任する事が決まったアンドリュー・ハートネット/Andrew Hartnett氏(アイオワ州保険部門の証券担当副管理者)は「Reg BIがブローカーと顧客のやりとりでどの様に展開しているかの調査」を優先事項の一番上に置き「**私募証券/private placements、変額年金/variable annuities、非上場投資信託/nontraded real estate investment trusts、レバレッジおよびインバース上場投資信託/leveraged and inverse exchange-traded funds など潜在的に高リスクで高コストな商品**に関する推奨がReg BIに準拠しているかを評価する。顧客のリスク選好に合っている事の確認、インセンティブの開示、利用可能な低コストで低リスクの選択肢を提示しているかを見る。」と言う(*NASAA…North American Securities Administrators Association/北米証券監督者協会の事で、SEC/Securities and Exchange Commission/証券取引委員会およびFINRA/Financial Industry Regulatory Authority/米国金融取引業規制機構と連携して監督、2022年9月22日付InvestmentNews「NASAA leader wants Reg BI to give investors ‘best bang for buck’」~ <https://www.investmentnews.com/new-nasaa-leader-wants-reg-bi-to-give-investors-best-bang-for-buck-226888>)。

日本で金融庁が、投資家への説明不足が問題視される「仕組み債」への締め付けを厳しくしているが(2022年8月31日付2022事務年度金融行政方針~ <https://www.fsa.go.jp/news/r4/20220831/20220831.html>)、これはレギュレーション・ベスト・インタレスト/Reg BIに通じている様に思われる(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>)。

●(参考)米国ではブローカレッジ口座では「残高(フィー)ベース」の手数料を徴収出来ない

参考として、日本と違って、米国ではフィー・ベースド・ブローカレッジ口座が禁止されている事(英国ではより複雑で詳細は後述)を取り上げる。米国では**ブローカー・ディーラー(販売会社)がRIA/Registered Investment Advisers/投資顧問業者として(投資顧問法で規制される)アドバイザー口座であれば「残高(フィー)ベース」の手数料を徴収出来る。だが、そうでなければ、つまりブローカー・ディーラー(販売会社)としてブローカレッジ口座であると「残高(フィー)ベース」の手数料を徴収出来ない。**

そもその話となるが、1994年に**民主党委員長(レビット/Levitt氏)のSEC/証券取引委員会はコミッション・ベースが回転売買の要因と考え、委員会を招集(タリー/Tully委員長…メリルリンチ/Merrill Lynch CEO)、1995年のタリー・レポートで「コミッションからフィーへの転換」を求めた。**こうした流れを受けて、1999年6月1日にメリルリンチが「アンリミテッド・アドバンテージ/Unlimited Advantage account」を発表した(*SECはこれを投資顧問法適用除外、投資顧問業登録免除とする「メリル・ルール/Merrill Rule」を認めた)。**年1%(上限)のフィーで「アンリミテッド」なオンライン取引が可能な「フィー・ベースド・ブローカレッジ口座/Fee-based Brokerage Account Programs」**だ(2018年9月18日付日本版ISAの道 その237「日本のラップ口座/SMAが8兆円と大幅増」~ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.180918.1.pdf>)。1999年7~9月に約10万口座/160億ドル、その後約2800億ドルに拡大した。

フィー・ベースド・ブローカレッジ口座(1999年~2007年) **Fee-based Brokerage Account Programs(1999~2007)**

しかし米FP協会/Financial Planning Association/FPAがフィーの徴収やフィデューシャリー・デューティーのかからない事等を問題視して訴え2007年3月30日に裁判所で「SECの越権行為」とされ、メリル・ルールは無効となり、共和党委員長(ロックス/Cox氏)のSECはその無効を受け入れ、**2007年5月14日にフィー・ベースド・ブローカレッジ口座の無効が決定した**(2018年9月18日付日本版ISAの道 その237「日本のラップ口座/SMAが8兆円と大幅増」~ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.180918.1.pdf>)。**禁止されたフィー・ベースド・ブローカレッジ口座の受け皿となったのが、フィデューシャリー・デューティーがかかる投資顧問業登録「ラップ・アズ・アドバイザー/Rep as Adviser/RA」と「ラップ・アズ・ポートフォリオ・マネジャー/Rep as Portfolio Manager/RPM」によるアドバイザー口座**である(2018年9月18日付日本版ISAの道 その237「日本のラップ口座/SMAが8兆円と大幅増」~ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.180918.1.pdf>)。共に個別株、債券、投信、現金等を運用するが(ミューチュアルファンドだけを対象とするものもある)。「RA」は助言で、資産配分の見直し等を行う毎に(モデル・ポートフォリオも活用し)顧客と面談、顧客が最終判断をする必要がある。「RPM」は一任で、顧客と面談する必要も無く自由に資産配分、銘柄選択、最終判断が出来る。

●英国の「顧客本位の業務運営」～英国の IFA と RFA を理解する事が日本の資産所得 倍増プラン・顧客本位のアドバイスにとり非常に重要な事～

2022年9月27日付週刊金融財政事情「幕が上がった投資助言を巡る議論、無償助言も規制強化の可能性」に「EUでは、金融商品の販売・勧誘は(無償の)投資助言を伴うと考えられており、有償の投資助言と同様の開示・利益相反管理などが求められる。」とあったが(先述)、米国だけではなく、欧州の「顧客本位の業務運営」も知りたい(米国については上記と2022年9月26日付日本版ISAの道その365「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!」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_220926_2.pdf)。欧州といっても様々なので、今回は英国の「顧客本位の業務運営」を見る。英国は2021年以降EU法が適用されなくなり、現在、政府が2022年9月23日に発表した大規模減税計画とエネルギー価格急騰対策をきっかけにポンドや国債相場が急落して金融市場が混乱しているものの、やはり欧州の金融大国でフィデューシャリー・デューティー強化では米国に先行する国(日本では難しい社会実験してきた国)として非常に参考となる(フィデューシャリー・デューティー先行度…2018年3月5日付日本版ISAの道その216「フィデューシャリー・デューティー強化で米欧にも先行する部分を持つオーストラリア」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_180305.pdf、2017年6月19日付日本版ISAの道その186「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)。

2022年9月27日付週刊金融財政事情の示す通り、**英国の IFA/Independent Financial Adviser/独立 FA はフィデューシャリー・デューティーを負う。特定の金融商品や金融サービスから「独立/Independent」という意味で、日本の IFA の様に「証券会社から独立」や「自営」などという意味ではない事に注意したい。IFA が当局に直接規制される事も日本の IFA とは違い、米国の RIA/Registered Investment Advisers/投資顧問業者と近い。**そして、米国の RIA が複数の(チャールズ・シュワブ/Charles Schwab 等の)RIA カストディアンと提携している様に、英国の IFA も複数のサポートサービス会社と提携している(2022年9月26日付日本版ISAの道その365「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!」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_220926_2.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」の公表について～ https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20190703_3.html)。



独立 FA と限定 FA

IFA and RFA

Independent Financial Adviser and Restricted Financial Advisers

2012年12月31日からの「RDR/Retail Distribution Review/個人向け金融商品販売制度改革」の施行以降、**「IFA/Independent Financial Adviser/独立 FA」と「RFA/Restricted Financial Advisers/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、そうでない場合が RFA である。**

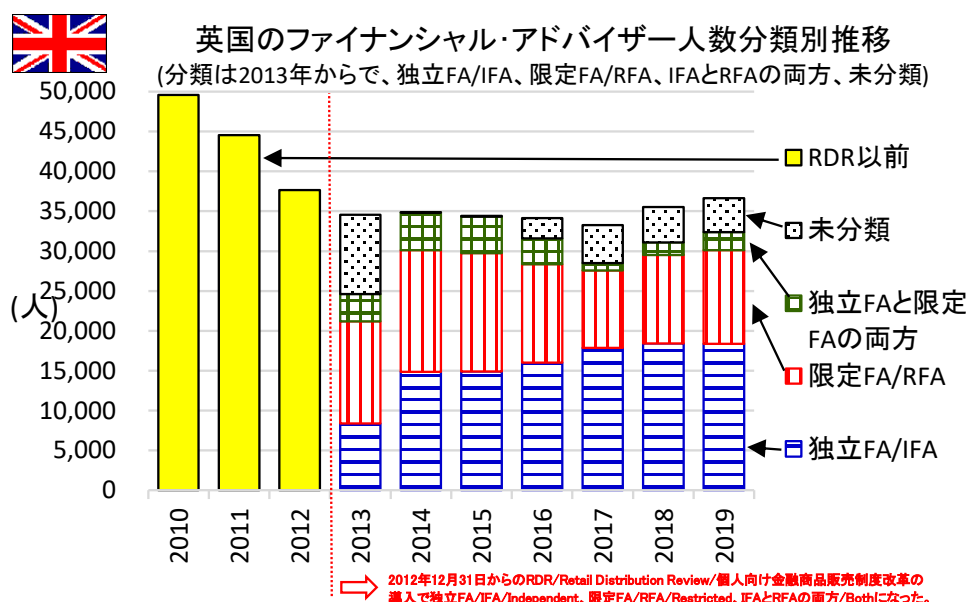
RFA は特定会社の商品だけを推奨する場合に当てはまるが、複数の商品を推奨しても全てではない場合や、年金保険ばかりを推奨する場合にも当てはまる。この場合、RFA は『Independent/独立』としてアドバイスは出来なくなる

(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)。

2012年12月31日からの RDR でファイナンシャル・アドバイザーは(1)IFA、(2)RFA、(3)IFA と RFA の両方/Both となった。それまでは(2004年12月から)、(1)IFA(Independent と言いながら商品プロバイダーからの販売奨励金等が高い商品を販売する IFA を含む)、(2)タイド・エージェント/Tied Agent(単一の会社と契約してその会社の商品だけを取り扱う一社専属の営業員)、(3)マルチ・タイド・エージェント/Multi Tied Agents(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)であった(さらにそれ以前は IFA とタイド・エージェントで詳細は2014年8月4日付日本版ISAの道その66「英米で投資一任のオンライン化が進んでいる」～ <https://www.am.mufg.jp/text/140804.pdf>)。

2012年1月時点で「最高手数料/highest annual management charge で販売されている投資商品の割合が販売高の60%だった」(Investment Management Association/IMA「Asset Management in the UK 2013-2014」～ <https://www.theia.org/sites/default/files/2019-05/20140909-IMA2013-2014-AMS.pdf>)という。こうした事もあり、**英国ではRDR以降、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」の考えが強くなる**(詳細は2022年9月26日付日本版ISAの道その365「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!」～ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.220926.2.pdf>)。

IFAは(RDR/retail distribution reviewが導入された)2013年の約8,400人から2018年の約18,400人(2.2倍)まで増加し続けた(英金融監督当局のFCA/Financial Conduct Authority/金融行為規制機構のデータ～ <https://www.fca.org.uk/data>)。一方、RFAは2013年の約12,800人(>IFA約8,400人)から2014年にいったん約15,200人(>IFA約14,900人)まで増加したものの、その後は減少で2017年に約9,700人(<IFA約17,900人)まで減少、2019年に約11,700人(<IFA約18,400人)まで増えた。IFAもRFAもするアドバイザーは2013年の約3,400人(<IFA約8,400人<RFA12,800人)から2014年にいったん約4,700人(<IFA約14,900人<RFA15,200人)まで増加したものの、その後は減少、2017年に約900人(<RFA約9,700人<IFA約17,900人)まで減った後、2019年に約2,300人(<約11,700人<IFA約18,400人)まで増えた。



「英国ファイナンシャル・アドバイザー会社(Financial adviser firms only)の数と収入 2021」を見ると、**独立FA/IFAの会社数の多さと1社あたりのアドバイス収入/adviser chargesの少なさからIFAは中小規模の多い事がわかる。限定FA/RFAは大規模が多く、独立FAも限定FAもする会社はもっと大規模となる。**

英国ファイナンシャル・アドバイザー会社の数と収入 2021
*円換算は2021年12月31日の1英ポンド=155.74円。

アドバイスのタイプ	会社数	アドバイス収入 (百万円)	アドバイス収入 (%)	1社あたりのアドバイス収入 (百万円)
独立FA/IFA	4,463	450,267	56.3%	101
限定FA/RFA	492	270,214	33.8%	549
独立FAと限定FAの両方	69	79,953	10.0%	1,159
合計	5,024	800,433	100.0%	159

(出所: 英FCA/Financial Conduct Authority/金融行為規制機構「The retail intermediary market 2021」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 とならず、(米国の IBD/Independent Broker-Dealers/独立ブローカー・ディーラーと同様に)1 社所属の RFA となって、自社の商品だけを扱う「限定アドバイス/restricted advice」で購入時手数料 6%などの投信等を取り扱っているアドバイザーは大規模の会社に多い(人数は後述、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>、

2022 年 3 月 7 日付日本版 ISA の道 その 352「日米英のファイナンシャル・アドバイザー」～ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.220307.3.pdf>)。

RFA のメリットについてウェルスマネジメント英国 2 位のキルター・ファイナンシャル・プランニング/Quilter Financial Planning(ランキング表を後述)のアンディ・トンプソン/Andy Thompson 最高経営責任者/CEO は「**RFA の数が増えているのは、リスクが低く、独立した企業やプランナーが経験している規制の影響が大きいことに起因している**」。

RFA は金融商品を研究および吟味する専門家/experts who research and vet products の恩恵を受けられ、ファイナンシャル・プランニングに集中する事が出来て、顧客に大きな付加価値を提供出来る。」(2020 年 4 月 30 日付

International Adviser「Fewer IFAs in the UK for first time」～ <https://international-adviser.com/fewer-ifas-in-the-uk-for-first-time/>)と言う。なお、「**RFA は IFA と同じ資格に合格しなければならない**。」(2013 年 1 月 5 日付 Financial Times「Advisers opt to ditch independence」～ <https://www.ft.com/content/542a3f08-54de-11e2-a628-00144feab49a>)。

また、**RFA は特定の会社に所属と言うより、提携すると言った方が近く、歩合給の多いファイナンシャル・アドバイザーである。さらにその提携する会社がアドバイザーのコンプライアンス責任を負う。つまり、米国の**

IBD/Independent Broker-Dealers/独立ブローカー・ディーラーや日本の IFA(金融商品仲介業者)に近い(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>)。「英国の IFA の様に日本の IFA も」などと言われるが、そもそも日英で IFA はかなり違う業態なのである。



英国 IFA ≡ 米国 IRA

英国 RFA ≡ 米国 IBD ≡ 日本 IFA

ただ IFA も RFA も 2012 年 12 月 31 日からの RDR で「A でなく B の商品をすすめるインセンティブ/incentivised to recommend one product over another」は与えられなくなっている事は同じである(レベル・フィー・フィデューシャリー/Level Fee

Fiduciaries の考えで、その詳細は 2022 年 9 月 26 日付日本版 ISA の道 その 365「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!」～

<https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.220926.2.pdf>)。



英国の IFA/独立FAとRFA/限定Fの主な違い

項目	IFA/Independent Financial Adviser /独立FA	RFA/Restricted Financial Advisers /限定F
顧客に対し、提供アドバイスのタイプについて説明義務 /Has to explain to you the type of advice they offer	○/Yes	○/Yes
全ての個人向け投資商品を検討 /Will consider all retail investment products	○/Yes	×/No
提供するアドバイスが「独立」であると説明 /Can use 'independent' to describe the advice they offer	○/Yes	×/No
特定のマーケットにのみフォーカス /Can focus only on a particular market	×/No	○/Yes
特定の商品プロバイダーの商品のみ検討 /Can consider products only from certain product providers	×/No	○/Yes
AでなくBの商品をすすめるインセンティブが与えられている /Incentivised to recommend one product over another	×/No	×/No

(出所: 英FCA/Financial Conduct Authority/金融行為規制機構より三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

英国では商品プロバイダーからアドバイザーなどへの支払い(販売奨励金/キックバック等)を「コミッション/Commission」と呼び(日本では顧客から支払われる手数料をコミッションと呼ぶ事が多いが、英国では顧客から支払われる手数料はフィーと呼ぶ事が多い)、その意味での「コミッション」は2012年12月31日からのRDRでIFAでもRFAでも禁止されている(日本のコミッションと意味が違い混乱する)。ではRFAが受け取る購入時手数料6%など、日本から見ると「コミッション」にしか見えない手数料は何か? 顧客が直接アドバイザーや商品プロバイダーに(顧客が合意して)支払うアドバイスや商品に対するフィー/Fees、「アドバイザー・チャージ/Adviser Charge」や「プロダクト・チャージ/Product Charge」等と言う(<https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/glossary/G2760.html>)。

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のファンドの場合(MMFからプライベート・エクイティファンドまで手数料は基本似ている)、PRIIPs KID/Key Information Document/重要情報書類に「一回限りコスト/One-off costs」の「エントリー・コスト/Entry costs」として(プライベート・エクイティ・ファンドでもMMFでもレベル・フィー・フィデューシヤリー)の観点から水準に近い6~7%(=4.5%が多いアドバイスに対する支払いと1.5%もしくは2.5%が多い商品に対する支払い)となっている(SJPは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、PRIIPs KID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」日本の金融庁「重要情報シート」が参考にする欧州の「PRIIPs KID」~ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_210322_2.pdf)。

その他、継続コスト/Ongoing costs(継続アドバイスや外部ファンドマネジャーに対しての支払い)もかかる。SJPのMMF「SJPI Money Market GBP Fund」の場合、一回限りコスト7%(=アドバイザー・チャージ4.5%+プロダクト・チャージ2.5%)で(注: MMF7%は間違っていない~ <https://www.sjp.co.uk/fund-prices>)、継続コストは年1.36%のみ(どんなに良いパフォーマンス・シナリオでも現状リターンはマイナスへ)。一方、SJPのプライベート・エクイティ・ファンド「Princess Private Equity Holding Ltd」の場合、一回限りコストが6%(=アドバイザー・チャージ4.5%+プロダクト・チャージ1.5%)で、継続コストが年4.2%もかかり、さらに偶発的コスト/Incidental costsとしてパフォーマンス・フィー/Performance feesがある(<https://www.sjp.co.uk/fund-prices>)。



アドバイザー・チャージとプロダクト・チャージ

Adviser Charge and Product Charge

一回限りコストと継続コスト

One-off costs and Ongoing costs

参考までに、一回限りコストと継続コストについて、英FCA/Financial Conduct Authority/金融行為規制機構(英国の金融監督当局)が2022年7月21日に発表した「The retail intermediary market 2021」に、どの位の割合なのかわかるデータがある(「英国ファイナンシャル・アドバイザー会社のアドバイス収入の課金タイプ 2021」~ <https://www.fca.org.uk/data/retail-intermediary-market-2021>)。「当初/Initial、一回限り/one-off、臨時収入/ad-hoc」の比率は27.3%、「継続収入/Ongoing」は72.7%となっている。「継続収入/Ongoing」の課金は「ファシリテーター~ファシリテーターが顧客に課金してアドバイザーへ支払う~」を使う場合が多い。5年前の「同2016」では「当初、一回限り、臨時収入」45.2%で「継続収入」54.7%だったので、「継続収入」が増えている。ただ「ダイレクト~プロダクト・プロバイダーやプラットフォームが顧客に課金してアドバイザーへ支払う~」は「当初/Initial、一回限り/one-off、臨時収入/ad-hoc」が大きい。



英国ファイナンシャル・アドバイザー会社のアドバイス収入の課金タイプ 2021

*円換算は2021年12月31日の1英ポンド=155.74円。

アドバイス収入の課金タイプ	ダイレクト ~プロダクト・プロバイダーやプラットフォームが顧客に課金してアドバイザーへ支払う~ (百万円)	ファシリテーター ~ファシリテーターが顧客に課金してアドバイザーへ支払う~ (百万円)	総収入 (百万円)	総収入 (%)
当初/Initial、一回限り/one-off、臨時収入/ad-hoc	24,373	194,276	218,648	27.3%
継続収入/Ongoing	12,478	569,306	581,785	72.7%
合計	36,851	763,582	800,433	100.0%

(出所: 英FCA/Financial Conduct Authority/金融行為規制機構「The retail intermediary market 2021」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)

●英国のセント・ジェームズ・プレイス/SJP とハーグリーブス・ランズタウン/HLの商品の残高とフィー&コミッション収入の内訳

英国ウェルスマネジメントの実例を見る。下記図表がランキングで、伝統的ウェルス・マネージャー、垂直統合型ウェルス・マネージャー、プラットフォーム別になっている。それぞれで運用資産/AUMの大きい順となる(垂直統合型およびプラットフォームについては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>)。



英国ウェルスマネジメントの運用資産/AUMの大きい順

2022年4月公表

種別	順位	社名	運用資産/AUM (百万英ポンド)	左記の日付	
伝統的 ウェルス・ マネージャー	1	ラスボーン	Rathbones	68,200	2021年末
	2	ブルウィン・ドルフィン	Brewin Dolphin	59,000	2021年末
	3	ブルックス・マクドナルド/BM	Brooks Macdonald	17,300	2021年末
	4	チャールズ・スタンレー	Charles Stanley	3,800	
	5	WH アイルランド	WH Ireland	1,600	2021年末
		中央値		17,300	
垂直統合型 ウェルス・ マネージャー (※1)	1	セント・ジェームズ・プレイス/SJP	St James's Place	153,990	2021年末
	2	キルター(旧Old Mutual Wealth Management)	Quilter	111,800	2021年末
	3	マティオリ・ウッズ	Mattioli Woods PLC	12,100	
	4	タビストック	Tavistock Investment Plc	1,150	
		中央値		61,950	
プラットフォーム(※1)	1	ハーグリーブス・ランズタウン/HL	Hargreaves Lansdown Group	141,200	2021年末
	2	AJベル	AJ Bell	72,800	
	3	インテグラフィン(Transactを運営)	IntegraFin	41,093	
		中央値		72,800	
		中央値(全体)		49,250	

* 数値はモーニングスターおよび各社アニュアルレポートより、日付の指定がないものは公表日の直近。

※1: 垂直統合型およびプラットフォームについては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>)。

(出所: Dyer Baade & Company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)

上記図表の中でも大きい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 と、プラットフォーム英国最大手(ブローカー英国最大手)のハーグリーブス・ランズタウン/Hargreaves Lansdown/HLの商品の残高とフィー&コミッション収入の内訳を見る(SJPとHLについては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>)。

まず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の商品の残高とフィー&コミッション収入の内訳を見る(2022年4月20日付St. James's Place「ANNUAL REPORT & ACCOUNTS 2021」～ <https://www.sjp.co.uk/sites/sjp-corp/files/sjp/reports-presentation/2022/sjp-annual-report-and-accounts-2021-april2022.pdf>)。下記図表はSJPの商品の残高である。



セント・ジェームズ・プレイス/SJPの商品の残高

2021年12月31日現在

種類	残高/SJP			備考
	億ポンド	億円 (2021年12月末 の為替)	%	
DC等	748	116,542	48.6%	DCはDefined contribution schemes。
UT、ISA、DFM	432	67,296	28.1%	UTはUnit Trusts、DFMはDiscretionary Fund Management(※2)。顧客及び第三社のものは除く。
OEIC等	360	55,989	23.3%	OEICはOpen-Ended Investment Companies(※1)。
計	1,540	239,827	100.0%	


※1: OEICはOpen-Ended Investment Companies。会社型でミューチュアルファンドとも言う。2000年まではUTが大きかったが、2000年代にはOEICが主流。

※2: UTはUnit Trusts、DFMはDiscretionary Fund Management/一任投資顧問。UTは信託法に基づくもので日本の契約型投信が該当、OEICとは違う。

(出所: St. James's Place「ANNUAL REPORT & ACCOUNTS 2021」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)

SJP の商品の残高では「DC/確定拠出年金等」48.6%、「UT/Unit Trusts(日本の契約型投信)、ISA/Individual Savings Account/個人貯蓄口座(日本のNISA)、DFM/Discretionary Fund Management/一任投資顧問」28.1%、「OEIC/Open-Ended Investment Companies/会社型ミューチュアルファンド等」23.3%となっている。**SJP の商品はISAを含む投信と確定拠出年金からなっていると言えます**(英国のISAは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、英国の年金は2019年9月24日付日本版ISAの道その281「日米英の家計金融資産を見る時は年金・保険等」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_190924.pdf)。

下記図表はSJPのフィー&コミッション収入の内訳である。


 セント・ジェームズ・プレイス/SJPのフィー&コミッション収入の内訳 2021年12月31日までの1年間

種類	収入額			備考
	億ポンド	億円 (2021年12月末 の為替)	%	
ウェルスマネジメント・フィー	9.7	1,518	45.5%	継続的なフィー。 St. James' s Place Wealth Management plc等。
アドバイス・フィー&コミッション	9.5	1,474	44.2%	プロダクツのアドバイスに対するフィー&コミッションで、当初投資の場合や継続ベースの場合もある。
その他フィー&コミッション	1.4	211	6.3%	第三者のプロダクト・プロバイダーから受け取るプロダクツに伴うフィー&コミッション。
インベストメント・マネジメント・フィー	0.6	99	3.0%	継続的なフィー。 St. James' s Place Unit Trust Group Limited等。
DFMフィー	0.2	35	1.0%	セント・ジェームズ・プレイス100%子会社ロワン・ダーティントン/Rowan Dartington。
計	21.4	3,337	100.0%	

(出所: St. James' s Place「ANNUAL REPORT & ACCOUNTS 2021」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)

SJPのフィー&コミッション収入の内訳では「ウェルスマネジメント・フィー(継続的なフィー)」45.5%、「アドバイス・フィー&コミッション(プロダクツのアドバイスに対するフィー&コミッションで、当初投資の場合や継続ベースの場合もある)」44.2%、「その他フィー&コミッション(第三者のプロダクト・プロバイダーから受け取るプロダクツに伴うフィー&コミッション)」6.3%、「インベストメント・マネジメント・フィー(継続的なフィー)」3.0%、「DFMフィー(100%子会社ロワン・ダーティントン/Rowan Dartington)」1.0%となっている。**SJPのフィー&コミッション収入はアドバイス・フィー&コミッションとプロダクツ・フィー&コミッションからなっていると言えます**。「アドバイス・フィー&コミッション(プロダクツのアドバイスに対するフィー&コミッションで、当初投資の場合や継続ベースの場合もある)」について、先述通り、**SJPではファンドの「エントリー・コスト」6~7%(=4.5%が多いアドバイスに対する支払いと1.5%もしくは2.5%が多い商品に対する支払い)や継続コスト/Ongoing costsの年4.2%や年1.36%などの収入が大きい様**である。

次にプラットフォーム英国最大手(ブローカー英国最大手)のハーグリーブス・ランズタウン/Hargreaves Lansdown/HLの商品の残高とフィー&コミッション収入の内訳を見る(2022年8月5日付Hargreaves Lansdown「Results and presentations」の「Results 2022 Data Pack」～ <https://www.hl.co.uk/investor-relations/results-and-presentations>)。下記図表はHLの商品の残高である。

 ハーグリーブス・ランズタウン/HLの商品の残高 2022年6月30日現在

種類	残高/SJP			備考
	億ポンド	億円 (2022年6月末 の為替)	%	
ISA	491	81,156	42.0%	個人貯蓄口座
SIPPs	388	64,131	33.2%	SIPPはSelf-invested Personal Pension/自己投資型個人年金。
FUND & SHARE	289	47,768	24.7%	投信・株式等
計	1,168	193,055	100.0%	

(出所: Hargreaves Lansdown「Data Pack 2022」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)

商品の残高ではISA/Individual Savings Account/個人貯蓄口座(日本のNISA)42.0%、SIPPs(Self-invested Personal Pension/自己投資型個人年金)33.2%、FUND & SHARE(投信・株式等)24.7%となっている。**HLの商品はISAを含む投信がかなり大きい事がわかる**。

下記図表は HL のフィー&コミッション収入の内訳である。

🇬🇧 ハーグリーブス・ランズタウン/HLのフィー&コミッション収入の内訳 2022年6月30日までの1年間

	種類 ※主なもの	収入額		比率
		億ポンド	億円 (2022年6月 末の為替)	
継続的収入 /Ongoing revenue	プラットフォーム・フィー/Platform fees	2.89	478	49.6%
	ファンド・マネジメント・フィー/Fund management fees	0.60	100	10.3%
	継続アドバイザー・チャージ/Ongoing advice charges	0.08	14	1.4%
	金利収入/Interest earned on client money	0.52	86	8.9%
	更新コミッション/Renewal commission	0.05	8	0.8%
	合計	4.14	684	71.0%
取引の 都度収入 /Transactiona l revenue	株式取引フィー/Fees on stockbroking transactions	1.65	272	28.2%
	初期アドバイザー・チャージ/Initial advice charges	0.04	7	0.7%
	その他取引収入/Other transactional income	0.00	0	0.1%
	合計	1.69	279	29.0%
	計	5.83	964	100.0%

(出所: Hargreaves Lansdown PLC決算資料より三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

HL のフィー&コミッション収入の内訳では継続的収入/Ongoing revenue として「プラットフォーム・フィー/Platform fees」49.6%が大きく、取引の都度収入/Transactional revenue として「株式取引フィー/Fees on stockbroking transactions」28.2%が大きい。HL のフィー&コミッション収入はプラットフォーム・フィーが圧倒的に大きい。例えば、顧客がプラットフォーム間のスイッチングをする際の解約手数料/Platform exit fees である。ただ、プラットフォーム解約手数料について英金融監督当局の FCA/Financial Conduct Authority/金融行為規制機構は問題視している(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)。

●英国のセント・ジェームズ・プレイス/SJP とハーグリーブス・ランズタウン/HL のバリュー・アセスメント・レポート

最後に、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 と、プラットフォーム英国最大手(ブローカー英国最大手)のハーグリーブス・ランズタウン/Hargreaves Lansdown/HL のバリュー・アセスメント・レポート(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、今は一般的に、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)に出ている「ファンド手数料/fund charges」の「他社との比較/Comparable market rate」を見る(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)。


SJP のバリュー・アセスメント・レポートの「他社との比較/Comparable market rate」を見る(St. James's Place「Annual Value Assessment Statement/AVA Statement March 2022」~ <https://www.sjp.co.uk/fund-prices/unit-trust-group-funds/annual-value-assessment-statement> , 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)。SJP では 10 万英ポンドを 10 年間投資、全社共に年+5%のリターンがあったと仮定した場合(2022 年 3 月 31 日まで、SJP に近いサービスをする英国運用会社 19 社の(ISA や SIPPs 等の中にあるものではない)アクティブ運用のバランス型ミューチュアルファンド(Unit Trusts/日本の契約型投信、OEIC/Open-Ended Investment Companies/会社型ミューチュアルファンド等)のエントリー・コストや継続コストが、年当たりどれだけ収益を目減りさせたか/Reduction in Yield each year を見ている(外部のコンサルタントである Ernst & Young LLP/EY により作られたもの)。

そして、「ファンド手数料の最低 2.1%~最高 3.5%の中、SJP は 2.3%と 19 社中 3 番目に低い手数料となっているのでファンド手数料は良い価値を提供している。」と言う(2020 年 9 月 17 日付日本版 ISA の道 その 315「英資産運用会社のバリュー・アセスメント・レポート(AoV)」~ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_200917.pdf)。



(出所: St. James's Place「Annual Value Assessment Statement March 2022」)

次に HL のバリュー・アセスメント・レポートにおけるファンド手数料/fund charges の「他社との比較/Comparable market rate」を見る(HL FUND MANAGERS「ASSESSMENT OF VALUE」～ <https://www.hl.co.uk/funds/hl-funds/hl-select/other-documents>)。 **HL では経費率/オngoing・チャージ・フィガー/Ongoing Charges Figure/OCF の同分類中央値/peer group median を比較、「13 本中 12 本が中央値以下で、価値を示す/Represents value 緑色、特に HL Select funds は 29～37%低かった。HL Multi-Manager Strategic Bond Trust は 16%高く、価値を示すが継続的な着目を必要とする/Represents value but requires continued focus 黄色」などとなっている**(経費率/OCF は 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.mufj.jp/text/oshirase_220516_2.pdf)。「価値を示さない-価値の提供の為に行動が必要/Does not represent value - action is required or has been taken in order to deliver value for money」の赤色は無い。

 ハーグリーブス・ランズダウン/HLのバリュー・アセスメント・レポート(2021年9月現在)

THE OUTCOME OF OUR REVIEW	QUALITY OF SERVICE	PERFORMANCE	COST OF THE FUNDS	COMPARABLE MARKET RATES	COMPARABLE SERVICES	ECONOMY OF SCALE	CLASSES OF UNITS	2021 OVERALL
HL Multi-Manager Asia & Emerging Markets	●	●	●	●	●	●	●	●
HL Multi-Manager Balanced Managed Trust	●	●	●	●	●	●	●	●
HL Multi-Manager Equity & Bond Trust	●	●	●	●	●	●	●	●
HL Multi-Manager European	●	●	●	●	●	●	●	●
HL Multi-Manager High Income	●	●	●	●	●	●	●	●
HL Multi-Manager Income & Growth Trust	●	●	●	●	●	●	●	●
HL Multi-Manager Special Situations Trust	●	●	●	●	●	●	●	●
HL Multi-Manager Strategic Assets	●	●	●	●	●	●	●	●
HL Multi-Manager Strategic Bond Trust	●	●	●	●	●	●	●	●
HL Multi-Manager UK Growth	●	●	●	●	●	●	●	●
HL Select Global Growth Shares	●	●	●	●	●	●	●	●
HL Select UK Growth Shares	●	●	●	●	●	●	●	●
HL Select UK Income Shares	●	●	●	●	●	●	●	●

● Represents value - we are satisfied that value is delivered to our clients.
 ● Represents value but requires continued focus - Whilst we consider the fund broadly provides value, some areas need additional focus to improve the delivery of value in the future.
 ● Does not represent value - action is required or has been taken in order to deliver value for money.

(出所: HL FUND MANAGERS「ASSESSMENT OF VALUE」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 CFA 協会/CFA Society of the UK/CFA UK (英国で証券アナリストを認定)が、「投資家の利益にとって重要な情報を多数のバリュー・アセスメント・レポートは提供していない。…(略)…。バリュー・アセスメント・レポートの約 20%だけが顧客調査や独立した外部評価を使用していた。」などと批判していたが(2021 年 1 月 29 日付 CFA Society of the UK「A Review of UK Fund Assessment of Value Reports」～ <https://www.cfauk.org/professionalism/research-and-position-papers/review-of-uk-fund-assessment-of-value-reports%5c%tab=0>)、大きく改善していない様だ(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」英国のバリュー・アセスメント・レポート/AoV レポート(ハーグリーブス・ランズタウン)」～ https://www.am.mufj.jp/text/oshirase_210322_2.pdf)。

以上、米国と英国の「顧客本位の業務運営」、米国のレギュレーション・ベスト・インタレスト/Reg BI と英国の IFA と RFA を理解する事は日本の資産所得倍増プラン・顧客本位のアドバイスにとり非常に重要である。引き続き、「虫の眼(詳細に見る)」、「魚の眼(流れて見る)」、「鳥の眼(全体で見る)」と言う視点を顧客本位タスクフォースでも持ち、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