

変貌を遂げる米国の個人向け証券ビジネス —米労働省フィデューシャリー・デューティー規則の影響—

岡田 功太、杉山 裕一

■ 要 約 ■

1. 米労働省は 2016 年 4 月、従業員退職所得保障法のフィデューシャリーの定義に関する規則を改定した。改定されたフィデューシャリー・デューティー規則により、個人退職勘定（IRA）の加入者等に対し投資アドバイスを提供するフィナンシャル・アドバイザーは、「顧客の最善の利益を目指す旨を明示した契約」の締結など、新たな規制対応を求められることになる。
2. 同規則への対応を契機に、個人向け証券ビジネスを手がける金融機関は、約 14 兆ドルに上る確定拠出型企業年金及び IRA のビジネス戦略の見直しに着手し始めている。例えば、メリルリンチは IRA 保有者に対して、コミッション型サービスの提供を停止する旨を公表した。一方で、モルガン・スタンレーは、IRA 保有者に対して同サービスの提供を継続するとした。顧客の最善の利益の追求という共通理念の下で、異なる営業改革及び顧客マーケティング・アプローチを採用する動きが始まっている。
3. コンプライアンス・コスト負担増により、資産残高の少ない投資家向けに対面サービスが行き届かなくなる可能性が懸念されているが、これをビジネス機会と捉える動きもある。大手金融機関によるロボ・アドバイザー業界への参入が増加している他、自己指図型オンライン証券プラットフォームを強化する方向性が示されている。
4. 米国の個人向け証券ビジネス業界は、歴史的に、規制や金融機関経営の変化と共に変遷を遂げてきた。トランプ政権の誕生により新規則の実施に関する不透明感が増してはいるが、金融機関としては対応を取りやめるわけには行かない。今般の規則改正が、どのような形で新しいビジネスモデルの構築や再編などにつながるのか、各金融機関の動向が注目される。

I 約 14 兆ドルの市場における地殻変動誘発の可能性

米労働省は 2016 年 4 月 6 日、従業員退職所得保障法（ERISA）のフィデューシャリーの定義に関する規則を改定した（以下、フィデューシャリー・デューティー規則）¹。ERISA はフィデューシャリーに対し、自己の利益を優先するような利益相反行為を禁じ、受益者の利益のみのために行動することを求めている。現在、401(k)プラン等の確定拠出型企業年金制度及び個人退職勘定（Individual Retirement Account: IRA）の加入者に対して、投資アドバイスを提供するフィナンシャル・アドバイザーは、2017 年 4 月の段階的適用開始日に向けて当該規則に準拠するための準備を進めている。

一方で、2016 年 11 月 8 日、米国大統領選挙において共和党候補のドナルド・トランプ氏が第 45 代米国大統領に選出され、連邦議会選挙においては共和党が上下両院で過半数の議席を確保し、過去、民主党政権下で進められてきた金融規制強化の巻き戻しに対する期待感が高まっている。特にジェブ・ヘンサーリング議員（下院金融サービス委員会の委員長）がフィデューシャリー・デューティー規則撤廃の意向を示したことを受け、新政権における同規則の動向が注目された²。

しかし、フィデューシャリー・デューティー規則は既に 2016 年 4 月に最終化されており、現実問題として撤廃は容易ではなく、本稿執筆時点では、同規則適用の延期の可能性が濃厚である³。つまり、台頭する金融規制緩和論とは裏腹に、撤廃される保証がない以上、フィナンシャル・アドバイザーによる同規則への対応の必要性に変わりはない。フィデューシャリー・デューティー規則は、ローレンス・フィンク氏（ブラックロック CEO）が「かつてドッド・フランク法が銀行に与えた衝撃並みのインパクトがある」と言及している通り、約 14 兆ドル（2016 年 6 月末時点）を有する米国の確定拠出型企業年金制度及び IRA 市場において、大きな営業改革を伴うものである⁴。

事実、バンクオブアメリカ・メリルリンチ（以下、メリルリンチ）は IRA 保有者に対してコミッション型サービス提供の停止を決定した。また、中小規模の証券会社は、フィデューシャリー・デューティー規則を遵守するにあたって、コンプライアンス・コストの上昇が想定されることから再編を活発化させている。このような状況を受けて、フィンク氏は「資産運用商品の販売網における退職口座の活用動向、商品選定、テクノロジーの利用動向が大きく変わる」と述べている。また、A.T.カーニーが 2016 年 8 月に公表した予想によると、フィデューシャリー・デューティー規則の適用によって、米国のウェルス・マネジメント業界内では 2020 年までに約 200 億ドルの収益低下が見込まれており、個人

¹ “Definition of the Term “Fiduciary”; Conflict of Interest Rule-Retirement Investment Advice,” *Federal Register*, April 8th 2016. 詳細は、野村亜紀子「米国 DC の投資アドバイス提供者のフィデューシャリー・デューティーをめぐる議論」『野村資本市場クォーターリー』2016 年夏号を参照。

² “Republican Lawmakers Eye Freeze on Obama Regulations,” *Wall Street Journal*, November 18th 2016.

³ 詳細は、岡田功太、杉山裕一「米労働省フィデューシャリー・デューティー規則の見直しを巡る議論—トランプ新政権による金融規制緩和の期待と現実」『野村資本市場クォーターリー』2017 年冬号を参照。

⁴ “BlackRock Cuts ETF Fees,” *Wall Street Journal*, October 5th 2016.

向け証券ビジネスは大きな転機を迎えようとしている⁵。

本稿では、「地殻変動誘発要因（Game Changer）」とも評されるフィデューシャリー・デューティー規則が米国の個人向け証券ビジネスに及ぼす影響について、足下の動向を紹介し、論点の整理を図る。

Ⅱ 米労働省フィデューシャリー・デューティー規則の概要

1. 「最善の利益契約の免除」の概要

今般最終化されたフィデューシャリー・デューティー規則において、IRA等の加入者に対し投資アドバイスを提供するフィナンシャル・アドバイザーは「顧客の最善の利益を目指す旨を明示した契約（Best Interest Contract: BIC）」の締結、あるいは「レベルフィー・フィデューシャリー（Level Fee Fiduciaries）」の要件遵守といった新たな規制に服することが求められる⁶。フィナンシャル・アドバイザーが顧客とBICを締結すると、「合理的な報酬（Reasonable Compensation）」を得ることができる⁷。そして、合理的な報酬の範囲内であれば、フィナンシャル・アドバイザーは顧客に対して従来と同様にコミッション型サービスや自社系商品等の提供が可能となる⁸。

BICの締結は、ERISAが適用される401(k)プラン等については不要とされていることから、主に401(k)プラン等からIRAの移行（ロールオーバー）及びIRAの投資アドバイスを直接的に関係する。フィナンシャル・アドバイザーは、提供商品及びサービスの手数料体系や報酬体系等の情報開示が必要であり、フィナンシャル・アドバイザーが所属する金融機関は、顧客の最善利益とならないような推奨を誘引する業績評価を行ってはならない。これら一連の要件を遵守することにより既存の商慣行をある程度維持することが可能になるグラッドフェザリング規定であり、「最善の利益契約による適用除外」（BICE: Best Interest Contract Exemption）と呼ばれる⁹（図表1）。改定されたフィデューシャリー・デューティー規則は2017年4月から適用されるが、BICEは2018年1月が完全適用期限とされている。フィデリティが行った調査によると、約1,000名のフィナンシャル・アドバイザーは、自身が担当しているIRA保有者の約30%とBICを締結することを予測している¹⁰。また、約20%のフィナンシャル・アドバイザーは、どのIRAについてBICEを活用すべきか既に判断を下している。

⁵ A.T. Kearney, “The \$20 billion impact of the new fiduciary rule on the U.S. wealth management Industry,” August 2016.

⁶ “Best interest Contract Exemption,” *Federal Register*, Vol.81, No.68, April 8th 2016. 今般の改正によって、フィデューシャリーの定義が拡大されたことにより、これまでフィデューシャリーではないことを前提とした商慣習が、フィデューシャリーに課せられる禁止取引規定に抵触する可能性が考えられる。そこで禁止取引の適用除外要件を設け、BICEを規定した。詳細は前掲脚注1論文を参照。

⁷ BICの記載内容に公正な行為基準の明示が含まれ、その中に合理的範囲を超えない報酬が含まれる。

⁸ 合理的な報酬の範囲に関する資産運用業界への影響については、神山哲也、岡田功太「アクティブ運用の苦境と資産運用業界再編の可能性－英ヘンダーソンと米ジャナス合併の事例－」『野村資本市場クォーターリー』2017年冬号を参照。

⁹ グラッドフェザリング条項とは、規則制定時に既に存在した取り決めの存続を認めるなど、新たな規制下で不利となる取り扱いをしないとする規定。

¹⁰ Fidelity, “Number of financial Advisors Who See Opportunity in the DOL Investment Advice Rule More Than Doubles, According to Fidelity,” September 2016.

図表 1 最善の利益契約の免除の概要

BIC の内容	明示	金融機関がフィデューシャリーであること等
	保証	最善の利益とならない推奨を誘引するような業績評価を行わないこと等
	公平な行為基準	受け取る報酬が合理的な範囲内であること等
BIC 締結後に提供可能なサービス		<ul style="list-style-type: none"> ・コミッション型サービス ・自社系列商品の推奨
情報開示		手数料体系やアドバイザーへの報酬体系等の開示と更新
適用開始日	部分適用	2017年4月10日
	完全適用	2018年1月1日

(出所) 米労働省より野村資本市場研究所作成

2. 不透明な「合理的な報酬」の水準

米国の個人向け証券ビジネスにとって BICE における最も重要な点は、「合理的な範囲の報酬」の水準である。この水準がどの程度を意味するのかは、約 7 兆ドルの資産残高を有する IRA 市場において、当該口座の保有者に対してどのような投資アドバイスの提供が可能であるのか、その際、どのような報酬を受け取ることができるのか、という個人向け証券ビジネスの収益性及び営業戦略と直接的に関係するからである。

しかし、フィデューシャリー・デューティー規則においては、「合理的な範囲」の水準について具体的な言及はされていない。また、米労働省は 2016 年 10 月、フィデューシャリー・デューティー規則を補足するため、第 1 回目のガイダンス¹¹を公表したが、その中でも、合理的な報酬の範囲とは投資アドバイスが提供される時点の特定の要因や状況次第であるとして、具体的な水準について明言することを避けた¹²。BICE に準拠しているフィナンシャル・アドバイザーが、万が一、合理的な範囲を超えて報酬を受け取った場合、顧客の最善の利益を目指していないと判断され、当該フィナンシャル・アドバイザーはフィデューシャリー・デューティー規則に反しているとして IRA 保有者から集団訴訟を提起される可能性がある。

具体的に合理的な報酬の範囲が示されていない以上、IRA 保有者向けコミッション型サービスの提供には法的リスクを伴うことに加え、フィナンシャル・アドバイザーが取得できる報酬については保守的にならざるを得ないことなどが指摘されている。

¹¹ Department of Labor, “Conflict of Interest Exemptions FAQs,” October 2016.

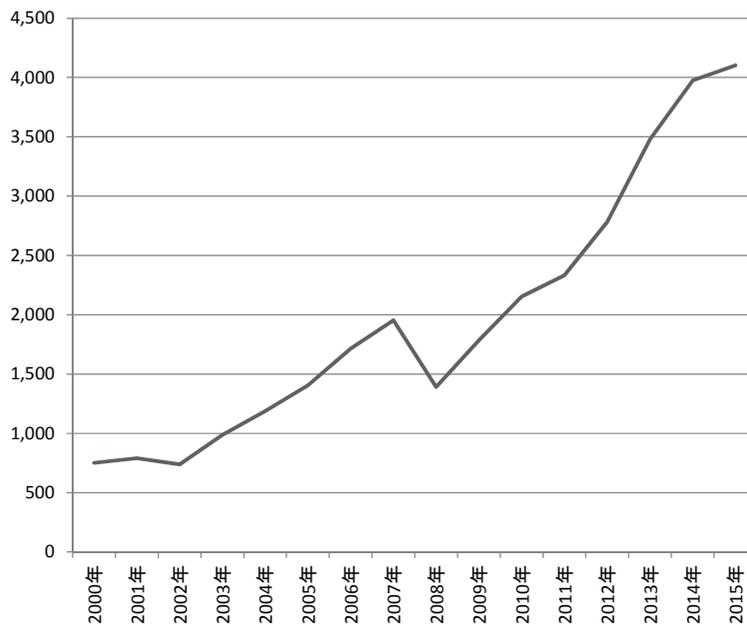
¹² “What is clear from DOL’s fiduciary FAQs — and what requires more guidance,” *InvestmentNews*, November 1st 2016. 米労働省は、ガイダンスを合計 3 回にわたって公表する予定であるとしており、本稿執筆時点においては第 1 回目のガイダンスが公表されている。

3. レベルフィー・フィデューシャリー

合理的な報酬の範囲に加えて注目度が高い論点として、フィナンシャル・アドバイザーが BIC 締結を免除される条件であるところの、レベルフィー・フィデューシャリーが挙げられる。レベルフィー・フィデューシャリーとは、資産残高の一定率または定額など取引に左右されない手数料体系でアドバイスを提供するサービスを指し、残高フィー型サービスが該当する。当該サービスには個別商品毎の販売手数料が存在しない。そのため、フィナンシャル・アドバイザーにとってインセンティブの高い個別商品提案を減少させ、利益相反の可能性を最小化できると考えられている。これは顧客の最善の利益を追求するというフィデューシャリー・デューティー規則の理念と合致しているため、レベルフィー・フィデューシャリーは BIC を締結しなくてもフィデューシャリー・デューティー規則を遵守したことになる。

残高フィー型ビジネスの代表的なサービスであるファンドラップ及び SMA は、米国において約 4 兆ドルの資産規模を有しているが、フィデューシャリー・デューティー規則の適用後に、IRA 口座等において更に増加する可能性を秘めている（図表 2）。前述のフィデリティの調査によると、約 1,000 名のフィナンシャル・アドバイザーは、自身が担当する顧客年金資産の 67% に対して残高フィー型サービスを提供する予定であると回答した。また、約 40% のフィナンシャル・アドバイザーは、どの IRA についてレベルフィー・フィデューシャリー規定を活用すべきか既に判断を下している。

図表 2 米国のファンドラップ及び SMA の資産規模の推移（10 億ドル）



(出所) セルリーより野村資本市場研究所作成

しかし、レベルフィー・フィデューシャリー規定に準拠した残高フィー型ビジネスの推奨には留意点もある。前述の米労働省が発出したガイダンスは、「リバース・チャージング」は明らかに重大な利益相反を伴うと指摘している。リバース・チャージングとは、頻繁に取引を行わない顧客をコミッション型サービスからフィー型サービスに移行することで、結果的に顧客に不必要な手数料の負担を強いる状況を指す。フィデューシャリー・デューティー規則の対象は 401(k)プランや IRA の加入者であり、もともと頻繁に取引を行わない保有者が多く存在することから、一概にフィー型の方が顧客にとって最善とは言えない。

実際に、ウォールストリート・ジャーナルは、66 歳・退職者の個人投資家を例に挙げて、投資家によっては残高フィー型サービスより、コミッション型サービスの方が有利なケースを紹介している¹³。同氏はエドワード・ジョーンズで IRA を開設し、コミッション型サービスの提供を受けている。現在、同氏の IRA はポートフォリオをリバランスする時のみ手数料がかかるが、例えば資産残高に年率 1%の手数料が課されると、年間の利回りが半減するという。同氏はウォールストリート・ジャーナルに対して「法令の意図は分かるが、その影響は全員に対してフェアだとは言えない」とコメントしている。

III 大手証券会社の営業戦略の見直し

1. コミッション型サービスを停止するメリルリンチ

BICE の影響が少しずつ明確になる中、大手証券会社は営業戦略の見直しを開始している。14,000 名を超えるフィナンシャル・アドバイザーを擁するメリルリンチは、2016 年第 3 四半期決算発表において、IRA 保有者に対するコミッション型サービス停止及び BICE を敢えて活用しない旨を発表した¹⁴（図表 3）。コミッション型サービスとは、個別株のブローカレッジ業務のように顧客から売買の発注に基づきコミッションを受け取るこ

図表 3 メリルリンチの営業改革の概要

1	コミッション型サービスの停止	IRA 保有者に対するコミッション型サービス提供を停止し、フィー型サービスに移行
2	オンラインへの誘導	IRA 保有者のうち、コミッション型サービス継続を希望する顧客をメリル・エッジへ誘導
3	ロボ・アドバイザーの提供開始	コミッション型サービス継続を希望する IRA 保有者のうち、自身でポートフォリオ管理が困難な顧客については、メリル・エッジ・ガイデッド・インベスティングへ誘導
4	トレール・コミッション	オンライン若しくはロボ・アドバイザーへ移行した顧客を担当するフィナンシャル・アドバイザーは、給与・賞与の対象にトレール・コミッションを含むことができない

(出所) メリルリンチより野村資本市場研究所作成

¹³ “Game Over for Broker Commissions,” *Wall Street Journal*, October 7th 2016.

¹⁴ “Bank of America CFO says decision to stop paying IRA commissions won't incite Merrill Lynch brokers to quit,” *InvestmentNews*, October 17th 2016.

とで収益を上げるタイプのビジネスである。そして、当該決定はメリルリンチに所属するフィナンシャル・アドバイザーが、万が一合理的な範囲を超えて報酬を受け取った場合に発生し得る集団訴訟の可能性を、完全に排除することを目的としている。

メリルリンチは IRA 以外の証券口座に対しては、従来通り、コミッション型サービスの提供を継続するが、約 7 兆ドルの IRA 市場において当該サービスから完全に撤退するということは大きな経営判断であると言える。ただし、メリルリンチは独自のメリルワン・プラットフォーム（従来、5 種類存在した SMA やファンドラップを一括管理するシステム）を開発し、以前から残高フィー型サービスの提供を積極化している¹⁵。そのため、バンク・オブ・アメリカ CFO のポール・ダノフリオ氏によると、メリルリンチの預かり資産 2 兆ドルのうち、コミッション型サービスを提供していた IRA 保有者は 10%未満だった¹⁶。

メリルリンチに IRA を開設している顧客のうち、既にコミッション型サービスの提供を受けている投資家は、2017 年 4 月の当該規則適用後も継続することが可能である。しかし、その場合、追加の投資提案やポートフォリオのリバランス等のアドバイスを享受できなくなる。その代わりに、メリルリンチは、同社が提供するオンライン証券プラットフォームであるメリル・エッジ（Merrill Edge）に切り替える選択肢を提供する。同時に、相場観を持って自身のポートフォリオ管理を行うことが困難な IRA 保有者に対しては、同社が自社開発したロボ・アドバイザー（詳細は後述）であるメリル・エッジ・ガイドド・インベスティング（Merrill Edge Guided Investing）の提供開始を表明した。つまり、オンライン証券等の自己指図型サービスへの誘導は、コミッション型サービス継続を希望する顧客流出の最小化を目的とした施策である。

今後、メリルリンチのフィナンシャル・アドバイザーは、既にコミッション型サービスを提供している顧客に対して売却若しくは継続保有の 2 通りの投資アドバイスのみ可能となる。ただし、継続保有を推奨する投資アドバイスについても、顧客の最善の利益を遵守しなければならないため、自身のトレール・コミッション（信託報酬における販売会社の取得分）を目的とした推奨はコンプライアンス違反となる。フィナンシャル・アドバイザーにとってトレール・コミッションは安定的な収益源であり、中には約 10 万ドルのトレール・コミッションを、自身の給与・賞与の計算にカウントできなくなるケースがあるという¹⁷。その結果、給与・賞与の減少の可能性に失望したフィナンシャル・アドバイザーが、他の金融機関への移籍や独立するケースが増加すると報道されており、今般のメリルリンチの営業改革は、実質的にフィナンシャル・アドバイザーの人員削減策と言うこともできる¹⁸。

また、いわばメリルリンチに追随する形で、JP モルガン・チェースは、IRA 保有者に

¹⁵ 米国の SMA 及びファンドラップの詳細は、岡田功太、和田敬二郎「米国 SMA・ファンドラップの拡大を支えた規制と金融機関経営の変遷」『野村資本市場クォーターリー』2015 年夏号を参照。

¹⁶ “Merrill Lynch to End Commission-Based Options for Retirement Savers,” *Wall Street Journal*, October 6th 2016.

¹⁷ “Merrill Lynch enters the robo-advisory business,” *InvestmentNews*, October 5th 2016.

¹⁸ “Adviser managing \$250 million in assets joins HighTower from Merrill Lynch,” *InvestmentNews*, October 18th 2016.

対するコミッション型サービスの提供を停止すると共に、残高フィー型サービスへの移行及びオンライン証券への顧客誘導を表明した¹⁹。コモンウェルスも投資家からの集団訴訟の可能性を排除するため、コミッション型サービスの停止を表明した²⁰。同社のプレスリリースによると、収益におけるコミッション型サービスを提供する IRA が占める割合は10%以下である。

2. BICE 活用を表明した金融機関の事例

一方で、モルガン・スタンレーは 2016 年 10 月の第 3 四半期決算発表において、BICE を活用することで、IRA 保有者に対するコミッション型サービスの提供を継続することを表明した²¹。モルガン・スタンレーは、コミッション型サービスを希望する顧客に対しては、当該サービスを提供することが顧客の最善の利益に適合しており、フィデューシャリー・デューティー規則の理念に合致していると判断した。

モルガン・スタンレーに追随してエドワード・ジョーンズ及び LPL フィナンシャル等の証券会社がコミッション型サービスの継続を表明した。ただし、当該 2 社は BICE 活用に一定の条件を付与している（図表 4）。エドワード・ジョーンズは 2017 年 4 月より、IRA 保有者が購入可能な商品から投信及び ETF を除外し、個別株・債券・保険商品のみに限定する²²。LPL フィナンシャルは、フィナンシャル・アドバイザーと顧客間の利益相反を排除することを目的に、2017 年初頭より IRA 保有者に対して提供する投信の販売手数料率を一律 3~3.5%に統一する²³。

つまり、当該 3 社は、メリルリンチのように残高フィー型サービスへ完全移行するのではなく、コミッション型サービスとして提供可能な商品の限定や手数料率の統一等の制約を課すことで、投資家からの集団訴訟のリスク最小化を目指していると言える。

図表 4 IRA 加入者に対するコミッション型サービス継続の事例

金融機関名	対応策の概要
モルガン・スタンレー	コミッション型サービス提供を継続
LPL フィナンシャル	IRA 保有者に対する投信の販売手数料率を一律 3~3.5%に統一
エドワード・ジョーンズ	IRA 保有者が購入可能商品から投信及び ETF を除外し、個別株・債券・保険商品のみに限定

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

¹⁹ “JPMorgan Chase will stop charging commissions on IRAs due to DOL fiduciary rule,” *InvestmentNews*, November 10th 2016.

²⁰ “Commonwealth Financial eliminates commission-based retirement products in wake of DOL rule,” *InvestmentNews*, October 24th 2016.

²¹ “Morgan Stanley may not follow Merrill Lynch's lead to ban IRA commissions,” *InvestmentNews*, October 19th 2016.

²² “Edward Jones Really Likes Those Fees,” *Bloomberg*, August 23rd 2016.

²³ “DOL fiduciary rule sparks LPL to standardize fees on mutual funds: CEO,” *InvestmentNews*, August 24th 2016.

3. 4大証券会社（ワイヤーハウス）に対する影響

米国で個人向けの証券業務を営む4大証券会社（ワイヤーハウス）はメリルリンチ、モルガン・スタンレー、ウェルズ・ファーゴ、UBS アメリカである。本稿執筆時点において、ウェルズ・ファーゴ及びUBS アメリカは、フィデューシャリー・デューティー規則に対応した営業改革を正式に公表していない。ただし、インベストメントニュースによると、当該2社はコミッション型サービスの提供を継続すると予想されている（図表5）²⁴。両社の広報部は当該サービスの提供方法について言及を避けているものの、エドワード・ジョーンズ同様に購入可能商品を限定して提供する可能性が高いと見られる。

以上の動向を踏まえると、図表5のように、BICEの適用・非適用について、金融機関の対応は分かれはじめている。そして、IRA保有者に対するコミッション型サービスから得られる収益は総じて減少することが予想される。A.T.カーニーの調査によると、ワイヤーハウスのIRA保有者の預かり資産は全体の約40%を占める。また、ワイヤーハウスの預かり資産のうち、約60%に対してコミッション型サービスが提供されている。残高フィー型サービスへの移行の加速が予想される一方で、小規模なIRA加入者に対する当該サービスの提供は、リバース・チャージが生じ得るリスクがあること、及び、費用対効果の観点から経済的合理性に欠ける。したがって、比較的大規模なIRA保有者に投資アドバイスの提供が集中し、競争が激化する可能性が高い。

その結果、A.T.カーニーは、ワイヤーハウスについて、2020年までに3,000億ドルの資金流出と40億ドルの収益低下を予想している。前述のフィデリティの調査によると、フィナンシャル・アドバイザーはフィデューシャリー・デューティー規則を転機と考えており、回答者のうち10%は離職及び引退、18%は転職を検討している。また、LIMRAセキュア・リタイアメント調査によると、54%の証券会社が自社のアドバイザーの一部は退職すると予想している²⁵。

図表5 BICE適用・非適用の分類

IRA保有者に対するコミッション型サービス継続	BICE活用	条件なし（※）	・モルガン・スタンレー
		商品限定	・エドワード・ジョーンズ ・ウェルズ・ファーゴ ・UBSアメリカ
		手数料統一	・LPLフィナンシャル
IRA保有者に対するコミッション型サービス停止	BICE活用せず		・メリルリンチ ・JPモルガン ・コモンウェルス

（注） ※は本稿執筆時点の措置。

（出所） 各種資料より野村資本市場研究所作成

²⁴ “Broker-dealers split on commissions in wake of DOL fiduciary rule,” *InvestmentNews*, October 30th 2016.

²⁵ “DOL Rule Prompts 10% Of Advisors To Consider Leaving The Business,” *FA Magazine.com*, September 18th 2016.

IV 中小規模証券会社・個人向け登録投資顧問業者を含む影響の概観

1. 再編が加速する中小規模の証券会社

米国の代表的な中規模の証券会社とは、LPL フィナンシャル、アメリプライズ、レイモンド・ジェームズ、コモンウェルス等である（図表 6）。実は、中小規模の証券会社に対するフィデューシャリー・デューティー規則の影響はワイヤーハウス以上に大きい。前述の A.T.カーニーの調査は、2020 年までに中小規模の証券会社は約 5,000 億ドルの資金流出と約 70 億ドルの収益減少を予想している。

実際、LPL フィナンシャルは 2016 年 10 月、ゴールドマン・サックスを合併・買収のアドバイザーとして採用し、プライベート・エクイティ・ファンドを含む他社への事業売却を検討中であると報道された²⁶。LPL フィナンシャルはボストンに拠点を置き、約 14,000 名の独立系フィナンシャル・アドバイザーと約 700 行以上の銀行及び信用組合に、取引に係る清算機能やコンプライアンス研修、リサーチ情報などを提供している。その後、事業売却の検討を中止するとも報じられているが、LPL フィナンシャル程の金融機関であつてもフィデューシャリー・デューティー規則の影響を相当程度受けることが、如実に表れていると言える²⁷。より小規模な証券会社については既に合併・買収（M&A）が増加しており、2013 年の M&A 件数は約 60 件であったが、2015 年には倍増した（図表 7）²⁸。

図表 6 主な米国の中小規模の証券会社一覧（2015 年末時点）

	金融機関名	2015 年の収益 (億ドル)	FA の人数
1	LPL Financial LLC	42.0	14,054
2	Ameriprise Financial Services Inc.	39.2	7,706
3	Raymond James Financial Services Inc.	17.3	3,544
4	Commonwealth Financial Network	10.0	2,073
5	Wells Fargo Advisors Financial Network	8.6	1,316
6	Lincoln Financial Network	8.5	8,523
7	Northwestern Mutual	8.0	6,015
8	AXA Advisors	7.5	4,743
9	Cambridge Investment Research Inc.	7.0	3,495
10	Cetera Advisor Networks	5.6	1,966

（注） FA とはフィナンシャル・アドバイザーの略称。

（出所） インベストメントニュースより野村資本市場研究所作成

²⁶ “LPL Financial exploring potential sale: report,” *InvestmentNews*, October 11th 2016.

²⁷ “LPL Reportedly No Longer Considering a Sale,” *Wealth Management.com*, December 8th 2016.

²⁸ DEVOE&Company, “RIA M&A Activity for 2015,” April 2016.

図表 7 米国の中小規模証券会社の再編



(注) 個人向け投資顧問業者を含む。

(出所) DEVOE&Company より野村資本市場研究所作成

2. 恩恵を受ける可能性がある個人向け登録投資顧問業者

一方で、個人向け登録投資顧問業者（Registered Investment Advisor）は、A.T.カーニーの調査によると、2020年までに約2500億ドルの資金流入と15億ドルの収益増加が見込まれており、フィデューシャリー・デューティー規則の恩恵を受ける可能性がある。個人向け登録投資顧問業者とは、SECに投資顧問登録を行うことで、主に個人向けに残高フィー型サービスを提供する小規模な金融機関である²⁹（図表8）。

個人向け登録投資顧問業者は1940年投資顧問法の規制下にあるため、既にフィデューシャリーと見なされており、ルールに備えて特別な措置を採る必要はないと考えられている。実際に、前述のフィデリティの調査によると、IRA保有者に対するサービス提供手法を見直すと回答した個人向け登録投資顧問業者は全体の半数にすぎない。また、フィデューシャリー・デューティー規則適用によって、個人向け登録投資顧問業者は優秀な人材を獲得することができる可能性が高いと見られている。現在、IRA加入者向けのコミッション型サービスの停止や、トレール・コミッションから得られる収益を賞与計算に含まないという決断をした大手証券会社から人材が流出している。

事実、レイモンド・ジェームズと業務提携を結ぶ個人向け登録投資顧問業者であるスチュワード・パートナーズは2016年11月、ウェルズ・ファーゴ及びエドワード・ジョーンズからリアーナ・プーディアック氏をはじめとする3名のフィナンシャル・アドバイザーを獲得した³⁰。当該3名の顧客預かり資産は約5億ドルで、年間300万ドルの収益をあげている成績優秀者である。プーディアック氏は、今般の移籍決断理由として、以前のように会社内の雑務に追われることなく、独立性を持って顧客の利益を最優先に投資アドバイスの提供が可能な環境を挙げている。

²⁹ 個人向け投資顧問業者の中でも、ブローカー・ディーラーとしてコミッション型サービスを提供する金融機関も存在する。当該金融機関をデュアルRIAと呼称する。

³⁰ “Two Wells Fargo advisers and one from Edward Jones join Raymond James affiliate Steward Partners,” *InvestmentNews*, November 7th 2016.

図表 8 主な米国の個人向け登録投資顧問業者一覧 (2015 年末時点)

	金融機関名	2015 年の預かり 資産残高 (億ドル)	FA の人数
1	Fisher Investments	654	1,110
2	Hall Capital Partners	319	133
3	Silvercrest Asset Management Group	312	117
4	Chevy Chase Trust Company	232	84
5	Edelman Financial Services	149	397
6	Veritable LP	136	85
7	Oxford Financial Group, Ltd	136	145
8	Jasper Ridge Partners	133	68
9	Aperio Group	132	50
10	Comprehensive Financial Management	113	26

(注) FA とはフィナンシャル・アドバイザーの略称

(出所) インベストメントニュースより野村資本市場研究所作成

3. フィデューシャリー・デューティー規則対応のポイント

以上の影響を踏まえ、A.T.カーニーはフィデューシャリー・デューティー規則の対応策として、以下の3点を挙げている。第一に、残高フィー型サービスへの移行を加速させるための戦略立案である。IRA 保有者に提供していたコミッション型サービスの停止もしくは限定措置を受け、逸失する収益を算出し、どの程度、残高フィー型サービスを拡大させるべきか検討する。ただし、米労働省のガイダンスが指摘している通り、リバース・チャージングには注意する必要がある。顧客の資産状況、取引頻度、資産運用の目的とゴールを踏まえ、残高フィー型サービス拡大の余地を算出する。

第二に、フィナンシャル・アドバイザーに対する報酬体系の変更である。フィデューシャリー・デューティー規則は、フィナンシャル・アドバイザーの賞与に影響を及ぼす個別商品の推奨を、利益相反行為として禁じており、報酬体系と整合性を取ることが求められる。また、トレール・コミッションの扱いや、コミッション型サービスの継続を希望する顧客への対応について、割くべきリソースを検討する。

第三に、BICE を活用する際のガイドラインの明確化である。特に IRA 保有者に対するコミッション型サービス提供について、顧客層、商品性、手数料等を勘案し、どのような制約を課すべきか判断が必要となる。また、社内のコンプライアンス体制を整備し、厳格な事前・事後の対応により、フィナンシャル・アドバイザーをフィデューシャリー・デューティー規則に違反するような状況から保護しなければならない。

V 注目されるオンライン証券及びロボ・アドバイザー

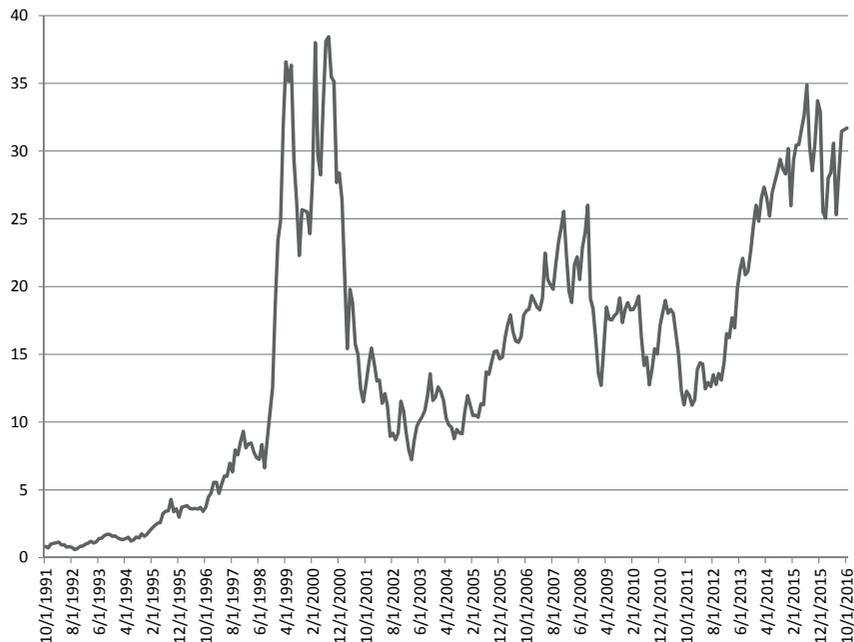
1. オンライン証券プラットフォームとチャールズ・シュワブの存在感

上記に加え、メリルリンチがメリル・エッジ及びメリル・エッジ・ガイディッド・インベストメントの提供を表明している通り、フィデューシャリー・デューティー規則への対応策としてテクノロジー投資が注目されている。特に、オンライン証券プラットフォームは投資家の意思による自己指図型であるため、フィデューシャリー・デューティー規則への対応が不要であると考えられており、以前より重要性が増している。

オンライン証券プラットフォームの中でも、近年、チャールズ・シュワブの好調な業績が目立つ。同社はカリフォルニア州サンフランシスコに拠点を置くリテール営業中心の証券会社で、1971年に創業し当初はディスカウント・ブローカーとして成長を遂げるが、1980年代より投資アドバイス機能も強化してきた。一時期はITバブルの代表銘柄と見なされたこともあるが、今日では全米に330にも上る支店を展開し、顧客資産は2.69兆ドル、個人向け登録投資顧問業者を約7,000名抱える全米最大級の証券会社となっている。

2016年10月に公表された同社の第3四半期の決算は、営業利益が前年同期比33%増の5億300万ドル、収益も前年同期比17%増の19億ドルと、いずれもアナリスト予想を大

図表9 過去25年のチャールズ・シュワブの株価推移
(単位：ドル、期間：1991年10月から2016年10月)



(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

幅に上回った³¹。同社の預かり資産は 2.7 兆ドル（前期比 4%増、前年同期比 13%増）となり、安定的に資金を獲得している。この結果、同社の株価は過去最高値に迫っている（図表 9）。同じくオンライン証券プラットフォーム提供者である TD アメリトレードの業績も良好であり、2016 年 10 月には同じくオンライン証券大手のスコットトレードの買収を発表した³²。

2. 小規模 IRA の運用獲得の可能性のあるロボ・アドバイザー

さらに、フィデューシャリー・デューティー規則に対する対応策として、ロボ・アドバイザーが挙げられる。ロボ・アドバイザーとは、アルゴリズムを用いたコンピューターが、顧客のプロファイル（各種質問事項に回答することで判別されるリスク許容度やゴール）に応じて自動で資産管理を行うサービスの総称である³³。対面のサービス提供を担うフィナンシャル・アドバイザーは、フィデューシャリー・デューティー規則適用後に、小規模な IRA 保有者に対してサービスの提供を停止する可能性がある。フィナンシャル・アドバイザーは潜在的な訴訟の可能性に備え、追加的に膨大な顧客情報と文書管理を行う必要があり、コンプライアンス・コストは上昇する。

全米保険金融アドバイザー協会（NAIFA）が 2016 年 9 月に 1,167 名のフィナンシャル・アドバイザーに対して行った調査によると、今後、3 分の 2 のフィナンシャル・アドバイザーが中間層以下の顧客対応を断念すると回答した³⁴。さらに、前述のフィデリティの調査においてもフィナンシャル・アドバイザー 1,000 名のうち 3 分の 2 が顧客層を見直すと回答し、54%は小規模な IRA に対するサービスの停止又は他社に移管するとしている。その結果、対面のフィナンシャル・アドバイザーに代わって、小規模口座にサービスを提供する主体としてロボ・アドバイザーの活用が注目されている。ロボ・アドバイザーは低コストで運営され、小規模な口座の管理にも向いているため、各金融機関はロボ・アドバイザーを自社開発また提携することを表明している（図表 10 及び図表 11）。

その中でも特に注目されているのは、前述のメリルリンチのメリル・エッジ・ガイディッド・インベスティングである。当該サービスの投資対象は、クリストファー・ハイツィーCIO 率いる投資運用部門が、株式、ETF、投信のリストから選択する。つまり、銘柄選定から運用に至るまで一貫してコンピューターに一任する他のロボ・アドバイザーと異なり、最終的な投資判断は専門家が行う。メリル・エッジ・ガイディッド・インベスティングの手数料体系は資産残高に対して年間 0.45%の管理料に加え、売買毎に 6.95 ドルが徴収される。当該手数料は競合他社比で割高だが、バンク・オブ・アメリカという強

³¹ “Schwab Profits Soar 33%, Beat Estimates: Q3 Earnings,” *ThinkAdvisor*, October 17th 2016.

³² “Scottrade acquisition could be a boon to TD Ameritrade RIAs,” *InvestmentNews*, October 24th 2016.

³³ 詳細は、和田敬二郎、岡田功太「米国で拡大する「ロボ・アドバイザー」による個人投資家向け資産運用」『野村資本市場クォーターリー』2015 年冬号及び、岡田功太、幸田祐「米国の資産運用業界で注目されるロボ・アドバイザー」『野村資本市場クォーターリー』2015 年秋号を参照。

³⁴ “Advisers may drop lower- and middle-income clients due to DOL fiduciary rule: NAIFA survey,” *InvestmentNews*, September 28th 2016.

図表 10 大手金融機関による既存のロボ・アドバイザー業者との提携または買収事例

2015年8月	ブラックロック	フューチャー・アドバイザー買収
2016年1月	インベスコ	ジェムステップ買収
2016年1月	BBVA	フューチャー・アドバイザーと提携
2016年2月	RBC	フューチャー・アドバイザーと提携
2016年3月	ゴールドマン・サックス	オネスト・ダラー買収
2016年4月	LPL	フューチャー・アドバイザーと提携
2016年5月	UBS	シグ・フィグと提携
2016年11月	ウェルズ・ファーゴ	シグ・フィグと提携

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

図表 11 自社開発のロボ・アドバイザーを公表した大手金融機関

2015年5月	バンガード	新サービスをリリース
2015年6月	チャールズ・シュワブ	新サービスをリリース
2015年10月	モルガン・スタンレー	参入予定と報道
2015年10月	ステート・ストリート	参入予定と報道
2016年6月	イー・トレード	新サービスをリリース
2016年7月	フィデリティ	新サービスをリリース
2016年10月	メリルリンチ	2017年に参入を表明
2016年11月	TDアメリトレード	2017年に参入を表明

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

固なブランドの下、多様な顧客にリーチできる機会が多い同社のサービスには競争力があると言えよう。ただし、ロボ・アドバイザー業界も競争は激しさを増しており、単なるプロファイリングや運用管理コストだけでは差別化を図りにくくなっており、損益通算機能やデータアグリゲーション等の付加価値の追求が求められる³⁵。

VI 結語

過去 40 年の歴史の中で米国の個人向け証券ビジネスは様々な転機を迎え、規制及び金融機関経営の変化と共に変遷してきた。規制改革の潮流としては、1975 年の株式売買手数料自由化、2000 年代初頭の投信関連のスキャンダルを背景にした取扱商品のオープン・アーキテクチャー化、2008 年の金融危機以降の規制強化などの流れが挙げられる。その中で、顧客とフィナンシャル・アドバイザーの間の利益相反回避を可能とするサービスとして、SMA やファンドラップなどの残高フィー型サービスが望ましいとされてきた側面がある。

また、金融機関経営の変化としては、自主規制の見直しを契機としたフィナンシャル・アドバイザーの報酬体系の変更や、IT バブル崩壊後のワイヤーハウスの営業部門のリストラ等があり、個人向け証券ビジネスの経営戦略はフィナンシャル・アドバイザーの生産

³⁵ 詳細は、岡田功太、幸田祐「米国ミレニアル世代顧客化の重要性とロボ・アドバイザー」『野村資本市場クォーターリー』2016年夏号を参照。

性の向上を主な目標とした。2000年代前半にITバブル崩壊などの苦境に直面したメリルリンチが、フィナンシャル・アドバイザーの解雇などの厳しいリストラを通じて、残高フィー型サービスの普及に努めたケースは典型的な事例である。

一般の労働省のフィデューシャリー・デューティー規則は、個人向け証券ビジネスにおける根本的なルール変更につながる地殻変動要因と言われている通り、同業界の歴史に新たな一頁が加わる契機となりうる。米国の確定拠出型企業年金及びIRAは14兆ドルの規模を誇る巨大な市場であり、個人向け証券ビジネスにとって極めて重要なセグメントである。その中で、メリルリンチは同市場におけるコミッション型サービスの停止を決定した一方で、モルガン・スタンレーは同サービスの提供継続を決定するなど、顧客の最善の利益を追求するという共通の理念の下で、異なる営業改革を実施し、異なる顧客マーケティング・アプローチを採用する動きが始まっている。顧客がどちらを選好するのか、コミッション型サービスによる収益の減少分をどのようにカバーするのか等、この決定の差異が中長期的には両社の個人向け証券ビジネスの命運を分ける可能性もある。

過去の変革以上に、一般のフィデューシャリー・デューティー規則改定によって、オンライン証券プラットフォームやロボ・アドバイザーなどのテクノロジーの活用に焦点が当たっている。現在、米国ではロボ・アドバイザーを提供していない大手金融機関の方が少ないという状況になり、既にどのように差別化すべきかという局面を迎えている。そして、ロボ・アドバイザーの導入は、どの程度コスト削減できるのかという議論とも直結しており、個人向け証券ビジネスの効率性の向上が期待されている。

足元の動向としてはトランプ政権樹立を前に、フィデューシャリー・デューティー規則の適用時期などについて不確実性が増しているものの、冒頭で述べた通り、すでに開始した対応を止めるわけにはいかない。今後の新政権の動向を踏まえつつ、引き続き、フィデューシャリー・デューティー規則を契機とした各証券会社の個人向けビジネスの変革が注目される。