

# 米国のフィデューシャリー・ デューティー規則と金融業界への影響

野村資本市場研究所（ニューヨーク）副主任研究員

岡田 功太



## 1. アレクサンダー・アコスタ労働長官の決断

アレクサンダー・アコスタ労働長官は2017年5月22日、フィデューシャリー・デューティー規則（DOLFD規則）を2017年6月9日から適用を開始することを決定した<sup>（注1）</sup>。DOLFD規則とは、従業員退職所得保障法（ERISA）におけるフィデューシャリーの定

### 〈目次〉

1. アレクサンダー・アコスタ労働長官の決断
2. 米労働省のフィデューシャリー・デューティー規則の概要
3. 大手金融機関の対応－メリルリンチとモルガン・スタンレーのケース－
4. 新たなシェアクラスを導入する米国資産運用会社
5. 変貌する米国個人向け投資サービス

義に関する新たな規制であり、同規則の下、個人退職勘定（IRA：Individual Retirement Account）の加入者等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、顧客の最善の利益を追求する必要がある。

オバマ前政権において、米労働省は2016年4月8日にDOLFD規則を最終化した<sup>（注2）</sup>。その後、トランプ政権が2017年1月23日に発足し、各金融規制見直しの機運が高まる中、米労働省はDOLFD規則の適用日を当初の規定の2017年4月10日から同年6月9日に延期した<sup>（注3）</sup>。トランプ大統領は選挙期間中から金融規制緩和を公約として掲げており、DOLFD規則の適用日は2017年6月9日から更に再延期され、将来的に同規則は完全撤廃に至らずとも、一部緩和されることが期待されていた<sup>（注4）</sup>。しかし、今般、アコスタ労働長官は、更なる適用日延期の法的根拠は見当たらないと判断し、DOLFD規則の適用を開始した。本稿では、DOLFD規則を巡る動向と、金融業界への影響及び実務的な対応状

(図表1) 最善の利益契約の概要

最善の利益契約 (BIC : Best Interest Contract)	<ul style="list-style-type: none"> <li>金融機関は、IRA加入者等の投資に関して推奨を行う際、事前または同時に2から4の内容を含む書面の契約を締結する。</li> <li>ただし、新規契約の場合は口座開設手続きの一環であり、既存顧客の場合は消極的同意でも可能である。</li> </ul>
明示	<ul style="list-style-type: none"> <li>金融機関は自身がフィデューシャリーであることを書面で明示する。</li> </ul>
公平な行為基準 (Impartial Conduct Standard)	<ul style="list-style-type: none"> <li>IRA加入者等の最善の利益となる投資アドバイスを提供する。</li> <li>投資アドバイスに基づく売買の結果、受け取る報酬が合理的な範囲を超えない。</li> <li>推奨する取引、手数料や報酬、重大な利益相反等の開示がミスリーディングではない。</li> </ul>
保証 (Warranties)	<ul style="list-style-type: none"> <li>フィナンシャル・アドバイザーの公平な行為基準遵守確保のための方針・手続きを策定し遵守する。</li> <li>重大な利益相反及び回避策を特定する。</li> <li>最善の利益とならない推奨の誘因となるような、業績評価やインセンティブ付与を行わない。</li> </ul>
情報開示	<ul style="list-style-type: none"> <li>BICまたは別の書面で、最善の利益基準、重大な利益相反の説明等を開示する。</li> </ul>
レベルフィー・フィデューシャリー	<ul style="list-style-type: none"> <li>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投資アドバイスを提供する場合、最善の利益契約等は不要である。</li> <li>ただし、金融機関はフィデューシャリーであることの明示、公平な行為基準については遵守する。</li> </ul>

(出所) 米労働省より野村資本市場研究所作成

況について整理を図る。

## 2. 米労働省のフィデューシャリー・デューティー規則の概要

### (1) 金融機関及びフィナンシャル・アドバイザーに求められる要件

DOLFD規則が適用開始されたことにより、金融機関及びフィナンシャル・アドバイザーは、後述するような一定のケースを除いて、IRA加入者等に対し投資アドバイスを提供する際、事前または同時に「顧客の最善の利益を目指す旨を明示した契約 (Best Interest Contract : BIC)」を書面で締結する必要がある (図表1) (注5)。BICには、金融機関自身がフィデューシャリーであることが明示され、金融機関及びフィナンシャル・アドバイザーは「公平な行為基準」に服することが明記される。公平な行為基準とは、顧

客の最善の利益となる投資アドバイスを提供することや、投資アドバイスに基づく売買の結果受け取る報酬が合理的な範囲を超えないこと等の要件を指す (注6)。また、金融機関はBICを締結することで、主に以下の2点を「保証」しなければならない。第一に、金融機関は、顧客に対してフィナンシャル・アドバイザーが公平な行為基準を遵守するための方針・手続きを策定することであり、第二に、金融機関は、最善の利益とならない推奨の誘因となるような業績評価等を行わないことである。

その一方で、フィナンシャル・アドバイザーが「レベルフィー・フィデューシャリー」の要件を満たす場合は、IRA加入者等の顧客とBICを締結することが免除される。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、個別の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。顧客の最善の利益を追求するというDOLFD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を締結しなくても同規則を遵守したことになる。

## (2) 米労働省による段階的適用アプローチ

米労働省は、金融機関及びフィナンシャル・アドバイザーに対して、DOLFD規則に関する前述の一連の要件を段階的に適用する。まず、ERISAにおけるフィデューシャリーの定義の改訂、レベルフィー・フィデューシャリー、BICEにおける公平な行為基準に関しては2017年6月9日から適用を開始する。つまり、金融機関は2017年6月9日以降、合理的な報酬の範囲でのみ、コミッション型サービス等を提供することが可能である。

その一方で、米労働省は保証に関しては移行期間を設け、金融機関及びフィナンシャル・アドバイザーに対して、2017年6月9日から2018年1月1日までの期間に対応を完了することを要請した。つまり、米国の金融機関及びフィナンシャル・アドバイザーは、公平な行為基準を遵守するための方針・手続きの策定や、最善の利益とならない推奨の誘因と

なるような業績評価の策定を同期内に完了する必要がある。更に、米労働省は2017年6月9日から2018年1月1日までの期間において、各金融機関が念入りかつ誠実にルールの遵守に努める限り、DOLFD規則違反に伴う法的な執行を原則として行わない方針を示した<sup>(注7)</sup>。

## (3) 追加修正の可能性を秘めるDOLFD規則の要件

実は、トランプ大統領は2017年2月3日、DOLFD規則に関する大統領覚書に署名し、アコスタ労働長官に対して同規則の副作用について調査するよう指示した<sup>(注8)</sup>。そして、米労働省がDOLFD規則の副作用を把握した場合、または同規則が米国国民の資産形成における独自の決定を下す権利を侵害していると判断された場合、米労働省は同規則の改廃を目的としたパブリックコメントを募集しなければならないとした。

アコスタ労働長官はDOLFD規則の適用を開始したが、その一方で、同規則の要件は、現行のままではトランプ大統領が目指す金融規制緩和という目標にそぐわないという考えを示した<sup>(注9)</sup>。そこで、アコスタ労働長官は前述の大統領覚書に従って、2018年1月1日までDOLFD規則の副作用に関する調査を継続し、実際に副作用が確認された場合には同規則の追加的な修正のためのパブリックコメント募集を行うとした。つまり、本稿執筆時点において、DOLFD規則は全ての要件が

確定したわけではなく、2018年1月1日までに一部改正される可能性がある。

### ■ 3. 大手金融機関の対応 —メリルリンチとモルガン・スタンレーのケース—

#### (1) 残高フィー型サービスの提供に注力する金融機関

DOLFD規則の適用が開始される一方で、既に実務家の間では「顧客にとっての最善の利益追求」という概念は浸透しており、米国の金融機関は同規則に対応するために準備を進めていたことから、総じて冷静な反応を示している。事実、大手資産運用会社のフィデリティが2017年1月、フィナンシャル・アドバイザー約250名を対象に行った調査結果によると、回答者の44%が、トランプ政権が目指す金融規制の緩和や、DOLFD規則の適用日延期とは無関係に、同規則に対応するためのコンプライアンス規定を策定しているとした<sup>(注10)</sup>。

特に、米国のリテール向け金融業界において双璧を成すメリルリンチ及びモルガン・スタンレーは、既にDOLFD規則遵守に向けた営業改革を実施しており、リテール向け金融ビジネスの軸をコミッション型サービスから、レベルフィー・フィデューシャリーとしてBICの締結等の要件が免除される残高フィー型サービスに移行し始めている。2017年第1四半期の決算において、メリルリンチのウ

ェルス・マネジメント部門は、残高フィー型資産への資金流入が約290億ドルと前期の約190億ドルから約55%増加した<sup>(注11)</sup>。モルガン・スタンレーのウェルス・マネジメント部門は、同期間において残高フィー型資産への資金流入額が2014年第4四半期以来最高となる約190億ドルとなった<sup>(注12)</sup>。

その一方で、メリルリンチ及びモルガン・スタンレーは、コミッション型サービスについては提供商品や顧客属性を限定するとした。BICを顧客と締結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DOLFD規則に反しているとしてIRA加入者等から集団訴訟を提起される懸念があるためである。DOLFD規則において、具体的に合理的な報酬の範囲が示されていない以上、IRA加入者等向けの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が指摘されている。

#### (2) コスト削減策の推進とリソース配分先の変更

更に、メリルリンチ及びモルガン・スタンレーは、コスト削減を進めている。メリルリンチのアンディー・シーグ氏（ウェルス・マネジメント部門長）は、15,000名を超えるフィナンシャル・アドバイザーの所属部門を、現在の10部門から6部門に削減する計画を示した。全米を東海岸・中西部・西海岸など6

(図表 2) 米国投信の主なシェアクラスの概要

シェアクラス名	概要
Aシェア	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ フロント・エンド・ロードと呼ばれる販売手数料を徴収する手数料体系</li> <li>・ 12b-1手数料も徴収する場合がある</li> <li>・ 退職プランに採用されている場合は、販売手数料は徴収されない</li> </ul>
Bシェア	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 販売手数料なし</li> <li>・ 12b-1手数料とCDSCを徴収</li> <li>・ CDSCは保有期間に応じて低下</li> <li>・ 一定期間後にAシェアに転換</li> </ul>
Cシェア	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 販売手数料なし</li> <li>・ CDSC (BシェアにおけるCDSCより低い水準で設定)</li> <li>・ 12b-1手数料 (Aシェアにおける12b-1手数料よりも高く設定)</li> </ul>
Iシェア	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 確定拠出年金プランを含む機関投資家向け</li> <li>・ AシェアやCシェアよりも、最低初期投資金額が高く設定</li> <li>・ AシェアやCシェアよりも、12b-1手数料及び販売手数料は低く設定</li> </ul>
Rシェア	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 確定拠出年金プラン向け</li> <li>・ 販売手数料なし</li> <li>・ 退職プランの規模に応じて12b-1手数料の水準が異なる</li> </ul>

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

部門に区切り、各地域の特性に根差した運営を求め、部門数の削減を通じて生産性の向上を目指す<sup>(注13)</sup>。

モルガン・スタンレーは、不人気商品や低調なパフォーマンスの商品を整理することを目的に取扱商品の25% (商品数ベース) を削減した<sup>(注14)</sup>。例えば、モルガン・スタンレーの顧客においてバンガードのETFは人気を博している一方で、バンガードの投信を購入する顧客は僅かであることから、モルガン・スタンレーは取扱商品からバンガードの投信を除外した<sup>(注15)</sup>。

また、メリルリンチ及びモルガン・スタンレーは、以前から優秀な営業実績を有する経験豊富なフィナンシャル・アドバイザーを競合他社から引き抜くため、中途採用時に高額なボーナスを支払う契約を提示し、その代わりに高いコミッション収入を営業目標として

課してきた。しかし、DOLFD規則は金融機関に対して、顧客の最善利益にとならない推奨の誘因となるような業績評価を行わないことを保証するよう要請しており、高額なボーナス提示に伴う営業目標の規定は同規則に反する可能性があるとして、メリルリンチ及びモルガン・スタンレーは中途採用時にフィナンシャル・アドバイザーに提示するボーナス額を25%以上カットした<sup>(注16)</sup>。その一方で、当該2社は社内のリソースを、主にロボ・アドバイザーをはじめとするデジタル・アドバイザーの開発に割くことを決定した<sup>(注17)</sup>。

#### ■ 4. 新たなシェアクラスを導入する米国資産運用会社

##### (1) 米国投信のシェアクラスの概要

米国の資産運用会社もDOLFD規則に関する

る実務的な対応策として、新たな投信のシェアクラスの開発に取り組んでいる。米国の投信は一つの投信に異なる手数料体系を備えるにあたって、投資会社による種類株（シェアクラス）の発行という形が取られており、各投信はクラスA受益証券（Aシェア）、クラスB受益証券（Bシェア）、クラスC受益証券（Cシェア）等の複数のシェアクラスを発行することができる（注18）。

現在、投資会社協会によると8,116本の投信本数に対して、シェアクラスの数 は258,038本に上る（注19）。例えばAシェアとは、投資家が当該シェアクラスを購入した際、購入時に販売手数料が徴収され、資産残高に応じて12b-1手数料が徴収される（図表2）。12b-1手数料とは、投資家向けの販売関連サービスの対価として販売会社が取得する手数料である。

Bシェアは、12b-1手数料とCDSC（Contingent Deferred Sales Charge）を伴う。CDSCとは、投資家が一定期間内に投信を売却した場合に販売会社に支払われる手数料である。Bシェアの場合、販売会社は販売手数料を取らない代わりに、相当額を12b-1手数料の形で数年かけて得ることにより、販売関連サービスにかかる費用を回収する。しかし、投資家が短期間で投信を解約すると販売会社は当該費用を回収できないため、投資家の解約時の受取資金からCDSCを徴収することで補う。

フィナンシャル・アドバイザーが個人投資

家に対して、ある投信のAシェア（ブローカーを通じて販売される最も一般的なシェアクラス）を提案する場合、販売手数料や12b-1手数料は当該フィナンシャル・アドバイザーの業績に寄与することから、商品や運用戦略の善し悪しにかかわらず、より手数料の高いシェアクラスを設定している投信を投資家に提案しようとするインセンティブが働く側面がある。しかし、DOLFD規則は米国の金融機関及びフィナンシャル・アドバイザーに対して、IRA加入者等に投資アドバイスを提供する場合、顧客との間に利益相反が生じないよう業績評価体系を構築するよう要請しており、米国資産運用会社がAシェアをはじめとする既存のシェアクラスに加えて、販売会社がこの要請に応えやすいようなシェアクラスを開発するニーズが生じている。

## （2）利益相反の軽減を促すTシェア

そこで、米国の資産運用業界は新たに2つのシェアクラスの導入に取り組んでいる。1つ目は、Tシェア（トランザクショナル・シェア）の開発である。Tシェアとは利益相反の軽減を目的に、退職勘定向けの各投信の販売手数料及び12b-1手数料を同水準に設定するシェアクラスである。例えば、ある資産運用会社がIRA加入者等向けに、米国株投信と米国ハイ・イールド債投信を設定・運用している場合、当該2つの投信にそれぞれTシェアを導入することで両者の販売手数料と12b-1手数料は同水準となる。その結果、販

売会社及び資産運用会社が、故意に販売手数料や12b-1手数料が高い投信をIRA加入者等に提供し、DOLFD規則違反となるような状況を回避することを目的としている。

また、モーニングスターがカバーしている約3,000本の投信のうち、債券投信のAシェアの販売手数料の平均値は3.75%で、株式投信のAシェアの販売手数料の平均値は5.47%となっていることに表れているように、投信の資産クラスによって販売手数料の水準に差異がある<sup>(注20)</sup>。現在、Tシェアは販売手数料2.5%、12b-1手数料0.25%とすることが米国資産運用業界において検討されており、モーニングスターはIRA加入者等に提案される全資産クラスの投信の販売手数料及び12b-1手数料を同水準にすることで、フィナンシャル・アドバイザーは市況に応じて顧客にとって最適な投信を提案できると述べている<sup>(注21)</sup>。

既にフィデリティ・インベストメンツ、ブラックロックなど30社以上が、設定・運用している自社の投信について、新たにTシェアを証券取引委員会（SEC）に登録申請しており、モルガン・スタンレー等の販売会社は、資産運用会社によるTシェア導入の動きを好意的に受け止めていると報道されている<sup>(注22)</sup>。また、モーニングスターによると、販売会社及び資産運用会社は、今後、3,500以上のTシェアを設定する可能性がある<sup>(注23)</sup>と試算されている。

ただし、Tシェアは、Aシェア等の既存の

シェアクラスと比べて利益相反の可能性は減少するが、投信の乗り換えによって、投資家から取得する販売手数料の総額を最大化したいというフィナンシャル・アドバイザーが有するインセンティブを抑止する効果はない。そこで、UBSのウェルス・マネジメント部門を率いるトム・ナラタイル氏は2017年6月、IRA加入者等に提供するフィナンシャル・アドバイザーの報酬査定においてコミッション収入を除外し、顧客の資産残高に応じたフィー収入のみ対象とする旨を表明した<sup>(注24)</sup>。UBSはメリルリンチ及びモルガン・スタンレーと同様に、DOLFD規則に準拠した体制の下、顧客が希望する場合においてはコミッション型サービスを限定的に提供するが、報酬の査定対象からコミッション収入を除外することで、フィナンシャル・アドバイザーによる過度な投信の乗り換え提案の可能性を排除する。

### (3) 高い透明性を追求するクリーン・シェアーズ

2つ目は、クリーン・シェアーズの開発である。クリーン・シェアーズは、英国において2012年12月、個人向け金融商品販売制度改革（RDR：Retail Distribution Review）を受けた投信販売手数料規制が導入された際に考案されたシェアクラスである<sup>(注25)</sup>。クリーン・シェアーズはTシェアとは異なり、12b-1手数料を伴わないことで、より高い透明性を追求することを目的としている。

12b-1手数料は販売関連サービスの対価であるが、運営管理費用、ウェブサイトの運営等の広告費用、目論見書・販売用資料の印刷代・作成費、フィナンシャル・アドバイザーの報酬等が含まれる（注26）。しかし、近年、12b-1手数料は、実質的に投信の販売会社の間接的な報酬になっていると批判されていた（注27）。

クリーン・シェアーズは12b-1手数料を取得しないため、販売会社など資産運用会社以外の主体は直接的に投資家から各種費用を徴収する必要がある。例えば、投資家に送付される運用報告書において、目論見書・販売用資料の印刷代・作成費は個別に開示され、目論見書・販売用資料を作成している主体が投資家から直接当該費用を取得する。つまり、クリーン・シェアーズとは、資産運用会社による資産運用というサービスの対価と、販売関連サービスの対価（各種費用）をアンバンドリング（分離）するものである。

クリーン・シェアーズが普及すれば、各種費用が全て明示されるため投資家は自身が何に幾ら手数料を支払っているのか明確に理解することが可能になる。モーニングスターによると、投資家がオープンエンド型投信やMMF等を保有する上で、負担している12b-1手数料は年間約150億ドルに上ると試算しており、クリーン・シェアーズの普及によって透明性が高まることで、結果的にコストの引き下げ圧力に繋がる可能性があるとして述べている（注28）。

また、クリーン・シェアーズは、販売会社が自由に販売手数料を設定することが可能であるため、販売手数料を同水準に設定し、金融機関がIRA加入者等向けにコミッション型サービスを提供する際に活用できる。また、金融機関がレベルフィー・フィデューシャリーとして、IRA加入者等に対して残高フィー型サービスを提供する場合においても、クリーン・シェアーズを活用することで、より透明性の高いサービス提供が可能になる。

既にキャピタル・グループは2017年3月、アメリカン・ファンズのクリーン・シェアーズをSECに登録した。キャピタル・グループのマット・オコーナー氏（北米担当営業ヘッド）は、退職資産に対する投資アドバイスに係る手数料の透明性を高めることが目的だと述べた（注29）。パトナムの広報担当者のジョン・ゴールドスタイン氏は、販売会社のニーズに応じて全シェアクラスを評価・検討評価中であるが、なかでもクリーン・シェアーズは注目のシェアクラスだと述べており、フランクリン・テンプレトンも同様にクリーン・シェアーズの導入を検討している（注30）。

## ■ 5. 変貌する米国個人向け投資サービス

米国の金融機関は2018年1月のDOLFD規則完全適用日に向けて、約7兆ドルの市場規模を有するIRA市場において同規則に対応すべく準備を進めている。メリルリンチやモル

ガン・スタンレーをはじめとする販売会社は残高フィー型サービスの提供に軸足を移行し、資産運用会社はTシェアやクリーン・シェアーズ等の新しいシェアクラスを考案している。

実は、DOLFD規則はIRA加入者等に対するサービスの提供手法や手数料体系だけではなく、運用戦略にも影響を及ぼす可能性がある。前述の通り合理的な報酬の範囲が不透明であり、IRA加入者等にコミッション型サービスを提供するフィナンシャル・アドバイザーに法的なリスクが伴う以上、販売会社は提供商品についても慎重にならざるを得ない。そこで、フィナンシャル・アドバイザーは、報酬の合理性について説明しやすいETFの活用を増加させると見込まれている。実際に、A.T.カーニーは2020年までにETF業界の市場規模は約1兆ドル増加する一方、ミューチュアル・ファンド業界の市場規模は約1兆ドル減少すると試算している(注31)。

この状況についてジョン・ボーグル氏(バンガード創業者)は、「ミューチュアル・ファンド業界はゆっくりと解散に向かっている」と指摘する(注32)。また、フィデリティはETF等の収益性の低い商品への資金流入が加速しており、今から5年後には各資産運用会社は生き残りをかけて規模を追求し、アクティブ運用を主体とした資産運用会社の数は減少しているだろうと述べた(注33)。

個人向け投資サービスの「地殻変動要因(Game Changer)」とも評されるDOLFD規

則は、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、テクノロジーの活用動向、運用戦略の配分を大きく変える可能性を秘めており、今後の同規則の影響の下、金融業界がどのような変貌を遂げるのか注目される。

(注1) U.S. Department of Labor Employee Benefits Security Administration, “Conflict of Interest FAQs (Transition Period)” May, 2017.

(注2) “Definition of the Term “Fiduciary”; Conflict of Interest Rule-Retirement Investment Advice,” Federal Register, April 8 th 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。

(注3) DOLFD規則の適用日の延期は、トランプ政権発足当初から予想されていた。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。

(注4) トランプ政権の金融規制緩和の可能性に関する詳細は、岡田功太、吉川浩史「トランプ新政権下で注目される金融規制改革の方向性—ドッド=フランク法と金融選択法案(Financial CHOICE Act)—」『野村資本市場クォーターリー』2017年春号を参照。

(注5) “Best interest Contract Exemption,” Federal Register, Vol.81, No.68, April 8 th 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、BICを規定した。詳細は前掲脚注2論文を参照。

- (注6) 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ェナス合併の事例—」『野村資本市場クォーターリー』2017年冬号を参照。
- (注7) U.S. Department of Labor Employee Benefits Security Administration, “Field Assistance bulletin No. 2017-01” March, 2017.
- (注8) Presidential Memorandum on Fiduciary Duty Rule.(<https://www.whitehouse.gov/the-press-office/2017/02/03/presidential-memorandum-fiduciary-duty-rule>) 当該大統領覚書の詳細は、当該大統領覚書の詳細は、岡田功太、吉川浩史「トランプ政権による金融規制の緩和に対する期待の醸成—ドッド=フランク法とフィデューシャリー・デューティー規則の行方—」『野村資本市場クォーターリー』2017年春号を参照。
- (注9) “Deregulators Must Follow the Law, So Regulators Will Too,” Wall Street Journal, May 22nd, 2017
- (注10) “Fidelity survey finds advisers still focusing on DOL rule implementation,” InvestmentNews, Feb 7th, 2017
- (注11) “With DOL fiduciary rule looming, Merrill sees surge of AUM,” InvestmentNews, April 18th, 2017
- (注12) “3 DOL Fiduciary Takeaways From Morgan Stanley’s Q1 Earnings,” ThinkAdvisor, April 21st, 2017
- (注13) “What to Make of Merrill’s Reorg, New Ads,” ThinkAdvisor, April 17th, 2017
- (注14) “Morgan Stanley drops Vanguard mutual funds from platform,” InvestmentNews, May 4th, 2017
- (注15) バンガードの詳細は、岡田功太・幸田祐「米国投信業界で圧倒的な資金流入額を誇るバンガード」『野村資本市場クォーターリー』2016年春号を参照。
- (注16) “Morgan Stanley joins competitors in cutting back on recruiting,” InvestmentNews, May 23rd, 2017
- (注17) ロボ・アドバイザーの詳細は、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、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、同「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、岡田功太、杉山裕一「米国の家計資産管理ツールとして注目されるロボ・アドバイザー」『野村資本市場クォーターリー』2017年春号を参照。
- (注18) 詳細は、野村亜紀子「米国の投信手数料体系の多様性について」『野村資本市場クォーターリー』2006年夏号を参照。
- (注19) “Will the fiduciary rule shrink the ever-expanding world of share classes?” InvestmentNews, May 13th, 2017
- (注20) Morningstar, “Early Evidence on the Department of Labor Conflict of Interest Rule” April, 2017.
- (注21) 前掲脚注19を参照。
- (注22) “Wave of New ‘T Shares’ Puts Post-DOL Loads at 2.5%,” Ignites, January 3rd, 2017
- (注23) “New mutual funds under DOL fiduciary rule could save investors at least 0.50% in returns : Morningstar” InvestmentNews, April 18th, 2017
- (注24) “UBS to change how advisers get paid ahead of fiduciary rule deadline,” Reuters, June 2nd, 2017
- (注25) 詳細は、田中健太郎「英国における投信手数料を巡る動向」『野村資本市場クォーターリー』2014年春号を参照。
- (注26) ICI, “Background Information About 12b-1 Fees” February, 2003.
- (注27) “A Mutual-Fund Fee Falls Out of Favor,” Wall Street Journal, April 22nd, 2016
- (注28) 前掲脚注20を参照。
- (注29) “Clean shares could revolutionize the fund

---

industry,” InvestmentNews, February 2nd, 2017  
February 2, 2017

(注30) “Expect a spring torrent of new mutual fund  
share classes,” InvestmentNews, March 8th, 2017

(注31) A.T. Kearney, “The \$20 billion impact of the  
new fiduciary rule on the U.S. wealth management  
Industry,” August 2016.

(注32) “Jack Bogle : The Undisputed Champion of  
the Long Run,” Wall Street Journal, September  
12th, 2016.

(注33) “Fidelity predicts wave of consolidation among  
asset managers,” Financial Times, April 19th, 2017.

