

# 資産運用業 変革への道のり ～レベニュー・シェアリング(セミバンドリング)で米国の様な 資産運用立国へ? 欧州では誘因報酬として話題!～

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 (kenji-matsuo@am.mufg.jp)  
窪田 真美 (mamii-kubota@am.mufg.jp)

※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。

## ●資産運用業 変革への道のり

2023年8月8日-15日の週刊金融財政事情夏季合併号に「<特集>資産運用業 変革への道のり」とあった(きんざいOnline「週刊金融財政事情 2023年8月8日号」～ <https://kinzai-online.jp/search/?keyword=週刊金融財政事情・2023年8月8日号>)。下記にごく一部を引用する。



### 1. 木原誠二内閣官房副長官

「資産運用業の改革は、運用立国実現のための『最後のピース』」

「**企業との対話**ができていない、あるいはコーポレートガバナンスの体制強化やROE(自己資本利益率)の向上に寄与できていないとすれば、大きなマイナスだ。…(略)…。海外の新規参入だけを推し進めようとしているわけではない。例えば、『国内の資産運用スタートアップ』も誕生してほしい。…(略)…。欧米では資産運用スタートアップも数多く誕生している。…(略)…。日本で資産運用スタートアップが誕生しにくい理由をしっかりと見定め、必要に応じて支援策を講じていきたい。」(強調下線は当コラム筆者、<https://kinzai-online.jp/node/10580>)。

「企業との対話」は「資産運用業高度化プログレスレポート2023」の「時価総額が低い社になるほど資産運用会社のエンゲージメントの優先度が下がるようである。このような状況に加え、パッシブ運用の信託報酬の低下やアセットオーナーや個人投資家による外国株式投資も進む中、資産運用会社やアセットオーナーが日本企業とのエンゲージメントに割くことができるコストには限界があるとの声もある。スチュワードシップ活動の実効性を確保するには、活動に対する適切な報酬の支払いや、上場企業による議決権電子行使プラットフォームの導入促進といった業界全体の活動の効率化とコスト削減に向けた検討が求められる。」の事だろう(2023年4月21日付金融庁「資産運用業高度化プログレスレポート2023」p.33～

<https://www.fsa.go.jp/news/r4/sonota/20230421.html>、2023年5月8日付日本版ISAの道 その379「首相の資産運用業抜本的改革と金融庁の資産運用業高度化プログレスレポート～アドバイス、手数料、非上場株、インデックスプロバイダー、公版ネットワーク、一者計算、DB(OCIO)、DC(デフォルト、教育)～」～ [https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_230508\\_3.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_230508_3.pdf))。

**コーポレートガバナンスとスチュワードシップは「車の両輪」で、スチュワードシップ・コードは「パッシブ運用における積極的な対話」が求められる**(2019年11月18日付日本版ISAの道 その288「【日本版スチュワードシップ・コード(SSC)の道】英国ではコーポレートガバナンスから派生、米国ではフィデューシヤリー・デューティー(FD)

強化の中で派生、米国では議決権行使重視で低コストだけのインデックス・ファンドに課題を与える」～ [https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_191118.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_191118.pdf))。2023年7月17日に世界最大の資産運用会社である**米国ブラックロック/BlackRockは3050億ドル/約42兆円の同社最大(ETF世界2位)ETF「iShares Core S&P500ETF(IVV、経費率0.03%)」について、2024年の株主総会シーズンに議決権行使の選択肢を個人投資家(300万人以上)に提供する「BlackRock Voting Choice」プログラムを実施すると発表した**(2023年7月17日付付BlackRock「BlackRock to Expand Proxy Voting

Choice to its Largest ETF」～ <https://www.ishares.com/us/literature/press-releases/voting-choice-us-expansion-released.pdf>)。米国では**インデックスファンドの議決権行使を投資顧問業者(投信会社)から個人投資家に移すと言う法案も出されており、ブラックロックがそれに対応している**(2022年6月27日付日本版ISAの道 その359「米国

インデックス法 vs 12人の新皇帝たち(パッシブ投資の権力者)、SEC vs インデックス&モデル・ポートフォリオ(OFA等が多用)！～米国版新しい資本主義、米国版EUベンチマーク規制～」～ [https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_220627\\_2.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_220627_2.pdf))。木原内閣官房副長官の「海外の新規参入」と「国内の資産運用スタートアップ誕生」は後で触れる。

## 2. イボットソン・アソシエイツ・ジャパン 月刊「投資信託事情」 島田知保編集長

### 「運用会社だけでなく販売会社にも変革を促すプロGRESレポート」

「顧客の利益になる投信を継続的に販売することを促す人事評価制度を導入・強化することも求められる。投信の信託報酬における代行報酬やファンドラップの手数料などについて、どのようなサービスの対価であるのかを顧客にきちんと示すべきだ。…(略)…。米国では、営業・マーケティング費用(12b-1手数料、トウェルブ・ピー・ワンフィー)を徴収する投信はすでに全体の2割以下にとどまる。多くの投信では、ファンドのコストとは別にコンサルティングの対価をフィナンシャル・アドバイザーが徴収している。アドバイスを必要としない投資家はインターネットを通じて投信を購入することで、この費用を回避・最小化することができる。縮小する一方である投信販売の手数料収益に替わって、今後拡大が期待されるのが『アドバイスフィー』だ。」(強調下線は当コラム筆者、<https://kinzai-online.jp/node/10581>)。

「代行報酬」は「資産運用業高度化プロGRESレポート」の「販売会社取り分(代行手数料)に対するサービス内容の説明は同じであることが多いが、資産運用会社と販売会社の取り分は、アクティブ運用もパッシブ運用も、ほぼ半分ずつとなっていることが多い。米国においては、ファンドからの販売会社取り分の平均値は、アクティブ運用もパッシブ運用も同一。」の事(2023年4月21日付金融庁「資産運用業高度化プロGRESレポート 2023」概要版 p.10～<https://www.fsa.go.jp/news/r1/sonota/20230421.html>、2023年5月8日付日本版ISAの道その379「首相の資産運用業

抜本的改革と金融庁の資産運用業高度化プロGRESレポート～アドバイス、手数料、非上場株、インデックスプロバイダー、公販ネットワーク、一者計算、DB(OICIO)、DC(デフォルト、教育)～[https://www.am.mufj.jp/text/oshirase\\_230508\\_3.pdf](https://www.am.mufj.jp/text/oshirase_230508_3.pdf))。

米国の12b-1手数料/12b-1 feesは現在上限年1%(=distribution expenses 0.75%+shareholder servicing fee 0.25%)で、0.25%以下で購入時手数料/Front-end Load等の販売手数料が無ければ「ノーロード・ファンド/no-load fund」と言える(後述※1、2023年4月17日付日本版ISAの道その378「世界のファンド手数料～新NISAを前にインデックスファンドの低コスト競争再燃!～」[https://www.am.mufj.jp/text/oshirase\\_230417\\_3.pdf](https://www.am.mufj.jp/text/oshirase_230417_3.pdf))。12b-1手数料の上限年1%では足りない販売会社は上限7.25%の購入時手数料等を使う(12b-1手数料が無ければ購入時手数料は8.5%まで可～後述※1、2023年5月8日付日

本版ISAの道その379「首相の資産運用業抜本的改革と金融庁の資産運用業高度化プロGRESレポート～アドバイス、手数料、非上場株、インデックスプロバイダー、公販ネットワーク、一者計算、DB(OICIO)、DC(デフォルト、教育)～[https://www.am.mufj.jp/text/oshirase\\_230508\\_3.pdf](https://www.am.mufj.jp/text/oshirase_230508_3.pdf))。「アドバイスフィー」は後で触れる。

## 3. 野村アセットマネジメント 小池広靖社長

### 「常に変革を意識し、資産運用立国に向けて進化を続ける」

「海外投資家を日本に誘引することが、日本の株式市場や資本市場の活性化、ひいては国際金融センターの魅力向上にもつながる。…(略)…。21人のアナリストと投資先企業が、2400を超えるエンゲージメントテーマについて1000回ほどミーティングを行った。…(略)…。当社は、各投信の評価を緑(良好)、黄色(注意)、赤(悪い)の3段階で表示している。緑表示の投信は償還する必要はないが、黄色表示や赤表示の投信は改善に取り組み、改善されなければ償還していく方針だ。…(略)…。30年までにはあと7年ある。この間に、販売会社や投資家と対話をし、償還への理解を深めていこうと考えている。」(強調下線は当コラム筆者、<https://kinzai-online.jp/node/10582>)。

「海外投資家を日本に」および「アナリストと投資先企業」は木原内閣官房副長官に通じるもの。「各投信の評価を緑(良好)、黄色(注意)、赤(悪い)の3段階で表示」は「資産運用業高度化プロGRESレポート 2023」の「プロダクトガバナンス上、①組成時の期待リターンが投資家のコストに見合っているか、②組成後も想定通りに運用し、コストに見合うリターンを提供できているか、③商品が想定する投資家に提供されているか、を定期的に検証する必要。」の事(2023年4月21日付金融庁「資産運用業高度化プロGRESレポート 2023」概要版 p.7～<https://www.fsa.go.jp/news/r1/sonota/20230421.html>、2023年5月8日付日本版ISAの道その379「首相の資産運用業抜本的改革と金融庁の資産

運用業高度化プロGRESレポート～アドバイス、手数料、非上場株、インデックスプロバイダー、公販ネットワーク、一者計算、DB(OICIO)、DC(デフォルト、教育)～[https://www.am.mufj.jp/text/oshirase\\_230508\\_3.pdf](https://www.am.mufj.jp/text/oshirase_230508_3.pdf))。英国のファンドガバナンス「バリュー・アセスメント・レポート/AoVレポート」で英バンガードなどが、赤(「十分な価値を提供していない」、黄(「価値を提供しているがアクションまたはモニタリングが必要」)もしくは「おおむね価値を提供している」、緑(「十分な価値を提供している」)としている(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.mufj.jp/text/oshirase\\_200622.pdf](https://www.am.mufj.jp/text/oshirase_200622.pdf)、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.mufj.jp/text/oshirase\\_200917.pdf](https://www.am.mufj.jp/text/oshirase_200917.pdf)、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.mufj.jp/text/oshirase\\_210322\\_2.pdf](https://www.am.mufj.jp/text/oshirase_210322_2.pdf))。

#### 4. ニッセイアセットマネジメント 大関洋社長

##### 「地に足を着け、運用会社の使命である『顧客利益』を追求」

「今後、主に購入・換金手数料がない投信の品揃えを充実させていく。…(略)…。パッシブ運用で手数料を抑えることが最適解だと思う。…(略)…。懸念されるのは、『投信のノーロード化』の流れが強まることで、資産運用会社の収益が下がり、投資余力が低下してしまうことだ。…(略)…。そもそも**日本の投信の手数料は海外と比べても極めて安い。外資系資産運用会社の中には、日本市場への参入のために関連手数料をかなり抑えなければならず、参入計画を断念した会社もある。**外資系資産運用会社は高収益を得て、高い報酬で優秀な人材を集めている。かつては日本の金融機関も高収入で優秀な学生を集めていたが、いまや日本の金融業は必ずしも高収入を約束する業界ではなくなりつつあり、優秀な人材が給与の高い大手コンサルファームやグローバル企業に流れてしまっている。コストカットばかりしては、海外勢と戦える優秀な人材は集まってこない。**資産運用会社の収益を高める仕組みは、資産運用立国にも必要不可欠だ。**」(強調下線は当コラム筆者、<https://kinzai-online.jp/node/10583>)。

「日本の投信の手数料は海外と比べても極めて安い。」は「ロードファンドだけを見ると、購入時手数料は日本が**2.73%と7か国中6番目(最低がイタリア 2.52%)、信託報酬は日本が1.18%と7か国中5番目。**」(2023年4月17日付日本版ISAの道その

378「世界のファンド手数料～新NISAを前にインデックスファンドの低コスト競争再燃!～」(<http://www.am.mufg.jp/text/ohiraase-230417-3.pdf>)などを根拠としているのであろう(後述6ページの日米比較)。

「資産運用会社の収益を高める仕組み」は2023年7月24日付日本版ISAの道その384「資産運用立国、国際金融センターの為の資産運用改革!」(<http://www.am.mufg.jp/text/ohiraase-230724-3.pdf>)に通じるものであり、後でも触れる。

#### 5. アセットマネジメント One 杉原規之社長

##### 「競争力のあるリターンを追求し、投資家を呼び込む」

「パッシブ・インデックス系の投信の信託報酬を引き下げる動きが相次いでおり、**資産運用会社の収益が減少傾向にある。**…(略)…。無駄なコストを減らす作業を怠ることはないが、求められているのはコストを切り詰める努力だけではなく、コストを打ち返せるだけのリターンを追求する覚悟だ。かつて、定率報酬以外に、**運用成績が一定水準を上回った場合に資産運用会社の成功報酬を20%程度受け取るファンド**が存在した。今では優良ファンドを中心に、これらに加えてファンド運用に係る**調査費用などの必要なコストが増加している。**その結果、投資家が負担する総コストが以前より大きくなった海外ファンドも少なくない。それでも、こうしたファンドが売れているのは、しっかりとしたリターンを出しているからだ。…(略)…。**欧米では、資産配分の決定から運用戦略の投資実行まで、資産運用会社など外部の専門家に包括的にアウトソースする『OCIO』(アウトソースド・チーフ・インベストメント・オフィサー)という運用スキームが普及・拡大している。**…(略)…。将来的にアセットオーナーの運用において、OCIOが活用される余地は十分にあり、それに伴い資産運用会社の役割もより広がりを見せるだろう。」(強調下線は当コラム筆者、<https://kinzai-online.jp/node/10584>)。

「成功報酬」は「資産運用業高度化プログレスレポート2020」の「海外資産運用会社の主な戦略の例-パフォーマンス連動型手数料の導入」にある(2020年7月20日付日本版ISAの道その311「資産運用業高度化プログレスレポート2020」p.6～<http://www.am.mufg.jp/text/ohiraase-200720.pdf>)。 **成功報酬**

**/Performance Feeは欧州や日本では基準価額最高値(ハイウォーターマーク/High-Water Mark/HWM)を上回った場合に超過分の20%など(日本では5.5%等低い)を受ける事が多いが、米国では適格投資家向け私募投信および条件を満たす富裕層向け投資アドバイザーを除き1940年米国投資顧問法で過剰なリスクを取る可能性が増える事で禁止されている**(ただし、信託報酬・投信会社分を年±0.2%などと報酬を上下させるものは可で1970年代に導入したフィデリティ・インベストメンツ/Fidelity Investmentsを中心に本数で1%近く存在、2021年4月26日付日本版ISAの道その332「へっ

ジファンドを模倣するファミリーオフィスと投信～アルケゴスの様なレバレッジをかけるオルタナティブ投信(LJMやインフィニティQ)! アルケゴスの使ったトータル・リターン・スワップ/CFD等デリバティブは投信でも使え、手数料はエクスペンシオ/経費率の「その他費用」に入らない!～」(<http://www.am.mufg.jp/text/ohiraase-210128.pdf>)。 **「調査費用増加」はMiFID IIによる調査費用有料化運用会社負担(現在見直し機**

**運が高いが多い事が影響を与えており**(当コラム筆者の月刊「投資信託事情」2017年11月号 Strategic Vistas「MiFID IIが全世界にリサーチ革命や市場構造変化のモーメントを起す?!」-  
<http://www.am.mufg.jp/text/ohiraase-171118.pdf>)、

**「OCIO」は米欧では年金で採用する傾向が高まっている**(2021年6月28日付日本版ISAの道その336「インハウスCIOとアウトソース

CIO(OCIO)金融庁がプログレスレポートで言及、文部科学省が大学ファンドで期待!」(<http://www.am.mufg.jp/text/ohiraase-210628-3.pdf>)。 後述9.「アセットオーナーの高度化」に通ずる。

## 6. 北國フィナンシャルホールディングス/FHD 傘下 FDIco/FD アルコ今井豊社長と北國銀行藪野秀章執行役員「北國グループが目指す新時代の『顧客本位の業務運営』」

「22年11月に取り扱うすべての**投資信託のノーロード(購入時手数料無料)化に踏み切り、北國 FHD として、投資助言から得るコンサルフィーで収益を上げる**体制への転換を明確にした。…(略)…。運用資金が1億円のお客さまと2億円のお客さまでライフプランが似通った人であれば、こちらが提案する内容は大きく変わらない。従って『**残高×手数料率**』ではなく、**相談にかかる時間等で手数料が決まる体系**とした。」(強調下線は当コラム筆者、<https://kinzai-online.jp/node/10585>)。

「**時間等で手数料が決まる体系**」は米国では顧客の**預り残高/AUM ベースド・フィーからシフトする8つのフィー・モデルへの筆頭にある「時間当たりフィー/Hourly fees」**である(2019年5月20日付日本版ISAの道その265『米国ウェルスマネジメント最新動向』アドバイザーの未来、フィーの

未来)~ [https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_190520.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_190520.pdf))。ただ、「**コンサルフィーへ一本化**」は米国では「**Jカーブ/J-curve**」になる**可能性を考えておきたい**(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〜マルチリンチ12-4-2ルール(スーパーノヴァ・モデル)、アプリライズのパーソナライズされたアドバイスの価値、フィデリティ・シュワブ・バンガード・モーニングスター

エンバストネット・ラッセルの付加価値〜」~ [https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_220131\\_2.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_220131_2.pdf))。「**コンサルフィーで収益を上げる**」は後で触れる。

## 7. みさき透

### 「拡大する投信ビジネス、厳選される商品ラインアップ」

「一般的な販売員の場合、顧客に自信を持って説明できるファンドは5~10本ほどだといふ。…(略)…。**ファンドの厳選化は顧客に恩恵がある半面、資産運用会社には淘汰の圧力となり得る**。新NISAの対象商品に限られる上、**販売会社が定める少数の『厳選ファンド』**からも漏れれば、自社商品が購入される機会が非常に少なくなるからだ。プロダクトガバナンスの帰結とはいえ、資産運用会社、特に個性のない資産運用会社には厳しい時代となる可能性も低くない。…(略)…。**一般の国民(投資初心者で新NISAの枠内で十分に運用資産が収まる人)に必要なのは、投資意欲をかき立てる販売者よりも、適切なリスク水準や投資額を示してくれる助言者**ではないか。政府が準備を進めている『**中立的アドバイザー**』の存在意義は、こうした文脈で理解すべきだろう。…(略)…。既存の金融機関の中にも、**販売業から助言業に転身**を図るケースが見られる。…(略)…。**販売手数料に頼らないビジネスの模索**を始めている。」(強調下線は当コラム筆者、<https://kinzai-online.jp/node/10586>)。

「**中立的アドバイザー**」は英国の(日本のNISAが手本とする)株式型ISA限定アドバイザーが参考となる(2023年2月13日付日本版ISAの道

その374『投資信託への非上場株式組入れと認定アドバイザーが新しい資本主義の残る課題! 英国の(日本のNISAが手本とする)株式型ISA限定アドバイザーはプロダクトガバナンス遵守!』~ [https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_230213\\_2.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_230213_2.pdf)、2022年12月26日付日本版ISAの道その371『**抜本改革されるNISAと個人への投資アドバイス体制!** つみたてNISAやiDeCoに絞った「顧客の立場に立ったアドバイザー/アドバイス」とは~英国ではISAに絞った『シンプリファイドアドバイス(カスタムライン・アドバイス)』~ [https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_221226\\_2.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_221226_2.pdf))。「**助言業に転身**」および「**販売手数料に頼らない**」は前述6.の今井社長と藪野執行役員の話が含まれる。

## 8. 経済教育支援機構上地明德代表理事

### 「日本の資産運用業における問題の根源は販売会社にあり」

「**資産運用会社のインセンティブは『運用資産の最大化』**になる。運用資産残高が大きくなるほど、信託報酬額が増えることから、顧客と資産運用会社のインセンティブは一致している。一方、**販売会社のインセンティブは『手数料収入の最大化』**になる。手数料収入を増やすためには、投資信託の回転売買を行う販売スタイルが最も効率的だ。…(略)…。販売会社と、長期運用投資により資産価値の最大化を目指す顧客との間では、インセンティブを一致させることができない。…(略)…。販売会社も、顧客のニーズに沿った最適な投信を提案し、資産価値の最大化という当初決めたゴールに向けて常に寄り添う必要があるということだ。」(強調下線は当コラム筆者、<https://kinzai-online.jp/node/10587>)。

「**販売会社のインセンティブ**」は後で触れる。

## 9. ニッセイ基礎研究所 徳島勝幸研究理事

### 『資産運用立国』実現に不可欠なアセットオーナーの高度化

「企業年金基金や公的年金・共済組合等のアセットオーナーと日常的に議論をしていると、運用担当者が必ずしも十分な金融リテラシーを有していないことに気付かされることが少なくない。母体企業が銀行や商社といった企業年金の場合であっても、人事ローテーションで年金運用を担当しているからか、担当者の投資や運用についての知識・経験は必ずしも豊富ではない。…(略)…。外部からの採用も選択肢になり得る。」(強調下線は当コラム筆者、<https://kinzai-online.jp/node/10588>)。

「日本のアセットオーナー」の発言は「資産運用業高度化プログレスレポート 2023」の「多くの企業において、本業と資産運用に親和性がなく、組織内の人事ローテーションで、DB の運用担当に資産運用の経験がある人材を配置することが難しい。結果、人事部や財務部の出身者等で資産運用の経験のない人材が DB の運用担当者になる。…(略)…。担当する職員は、1~2 名程度と、その責任の重要性と比べて少なく、定期的な人事異動があり、ノウハウが蓄積されない。」の事だろう(2023 年 4 月 21 日付金融庁「資産運用業高度化プログレスレポート 2023」p.51-52~ <https://www.fsa.go.jp/news/r4/sonota/20230421.html>、2023 年 5 月 8 日付日本版 ISA の道 その 379

「首相の資産運用業抜本的改革と金融庁の資産運用業高度化プログレスレポート~アドバイス、手数料、非上場株、インデックスプロバイダー、公版ネットワーク、一者計算、DB(OCIO)、DC(デフォルト、教育)~」[https://www.am.mof.go.jp/text/oshirase/20230508\\_3.pdf](https://www.am.mof.go.jp/text/oshirase/20230508_3.pdf))。

「資産運用業高度化プログレスレポート 2023」は続いて「米国や英国では、年金基金が、ポートフォリオ選定の判断も含めて資産運用を外部機関に委託する、OCIO(アウトソース OCIO)の活用が普及・拡大している。OCIO の顧客獲得に向けて、資産運用会社や年金の運用コンサルティングを行う投資顧問会社が、それぞれの強みを活かして顧客獲得にしごきを削っている。」とある。前述のアセットマネジメント One 杉原社長の「OCIO」と同様、「OCIO」は米

欧では年金で採用する傾向が高まっている(2021 年 6 月 28 日付日本版 ISA の道 その 336「インハウス OCIO とアウトソース OCIO(OCIO)金融庁がプログレスレポートで言及、文部科学省が大学ファンド

## ●資産運用業 変革への道のり~日本の課題に多い手数料や収益~

週刊金融財政事情夏季合併号「<特集>資産運用業 変革への道のり」の有識者 9 人は、「1. 企業との対話と海外の参入と国内の資産運用スタートアップ、2. アドバイスフィーへの期待、3. 海外投資家の日本への誘引とファンドの償還、4. 収益を高める仕組み、5. 収益減少と調査費用と成功報酬と OCIO、6. コンサルフィーで収益、7. 厳選ファンドと中立的アドバイザー、8. 販売会社のインセンティブ、9. アセットオーナー高度化~」と言う感じであった。

9 人中 5 人(2, 4, 5, 6, 8)が手数料や収益に関する課題だ(2023 年 7 月 24 日付日本版 ISA の道 その 384「資産運用立国、国際金融センターの為の資産運用改革!」~

[https://www.am.mof.go.jp/text/oshirase/20230724\\_3.pdf](https://www.am.mof.go.jp/text/oshirase/20230724_3.pdf))。 「1.企業との対話」も米国では低コストのインデックス・ファンドの収益に関わる課題である(2019 年 11 月

18 日付日本版 ISA の道 その 288「【日本版スチュワードシップ・コード(SSC)の道】英国ではコーポレートガバナンスから派生、米国ではフィデューシャリー・デューティー(FD)強化の中で派生、米国では議決権行使重視で低コストだけのインデックス・ファン

ドに課題を与える」~ <https://www.am.mof.go.jp/text/oshirase/191118.pdf>、2022 年 6 月 27 日付日本版 ISA の道 その 359「米国インデックス法 vs 12 人の新皇帝たち(パッシブ投資の権力者)、SEC vs インデックス&モデル・ポートフォリオ(IFA 等が多用)! ~米国版新しい資本主義、米国版 EU ベンチマーク規制」~ [https://www.am.mof.go.jp/text/oshirase/220627\\_3.pdf](https://www.am.mof.go.jp/text/oshirase/220627_3.pdf))。 「1.海外の参入と国内の資産運用スタートアップ」は、「4. 収益を高める

仕組み」にあった「外資系資産運用会社の中には、日本市場への参入のために関連手数料をかなり抑えなければならず、参入計画を断念した会社もある。」を参考とすべきで、低コストに強いウィズダムツリーやバンガードが 3~5 年近く前に日本から撤退した事も思い出すべきと思われる(2020 年 10 月 14 日付日本版 ISA の道 その 317「金融行政の焦点は NISA や顧客本位から国際化へ? ~国際金融部

市、投信の国際化(ファンド・パスポート)、規制・監督の国際的調和」~ <https://www.am.mof.go.jp/text/oshirase/201014.pdf>)。

日本で大きな課題となっている手数料や収益を見るべく日米欧の動向を見る。日米欧で「投信・年金・保険から支払われる販売会社・アドバイザー・プラットフォーム・レコードキーパー等の収益(販売手数料など購入時に支払われる費用、代行手数料/信託報酬・販売会社分など継続的に支払われる費用)」が大きく低下している(2023 年 4 月 17 日付日本版 ISA の道 その 378「世界のファンド手数料~新 NISA を前にインデ

ックスファンドの低コスト競争再燃!」~ [https://www.am.mof.go.jp/text/oshirase/230417\\_3.pdf](https://www.am.mof.go.jp/text/oshirase/230417_3.pdf))。

**販売会社やアドバイザー等は収益や報酬を維持する為、減った手数料を埋めるべく残高を拡大、大口投資家を志向する事が多い**

「アドバイザーギャップ/advice gap、ファイナンシャル・インクルージョン/financial inclusion/金融包摂、Jカーブ/J-curveの可能性、2022年11月28日付日本版ISAの道 その369「資産所得倍増プランの目玉はNISA 抜本的拡充(恒久 NISA)より中立的なアドバイザー!?」〜日本のCFP/サーティファイド ファイナンシャル プランナー比較、米国で注目されるフイーオンリー・アドバイザー/フィデューシャリー・アドバイザー〜」[http://www.am.mifc.jp/text/oshirase\\_221129.pdf](http://www.am.mifc.jp/text/oshirase_221129.pdf) )

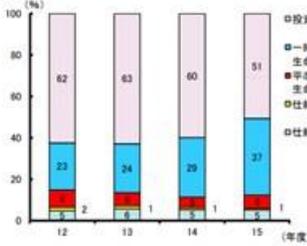
**日本では投信より高い手数料を持つ仕組債や外貨建て一時払い保険にシフトする事が多い** (2023年8月8日付金融庁広報誌「アクセス

FSA] ~ <http://www.fsa.go.jp/access/r5/24.pdf>、2023年7月24日付日本版ISAの道 その384「資産運用立国、国際金融センターの為の資産運用改革!」~ [http://www.am.mifc.jp/text/oshirase\\_230724.pdf](http://www.am.mifc.jp/text/oshirase_230724.pdf) )

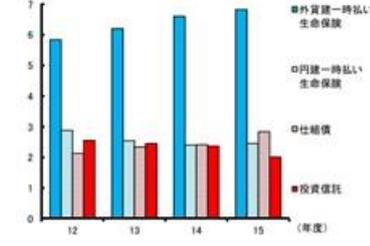
右図表は2016年8月2日金融庁「金融審議会『市場ワーキング・グループ』事務局説明資料である([http://www.fsa.go.jp/ohig/ohig/kisyu/market\\_wg/ohig/20160802.html](http://www.fsa.go.jp/ohig/ohig/kisyu/market_wg/ohig/20160802.html))。



銀行における販売手数料等の比率推移



投資信託、一時払い保険、仕組債の平均手数料率の推移

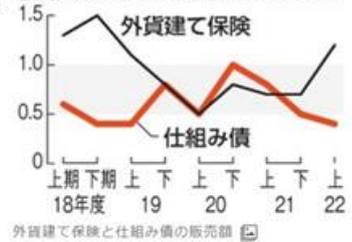


日本では「金融庁が仕組み債の次にモニタリングを強化するのが、『外貨建て一時払い保険』。他のリスク性金融商品と比べた説明が不足するケースが多いことなどから『顧客ニーズに即した販売動向か、懸念する先が相応にある』(金融庁)と指摘する。一部の**リスク性金融商品の販売は『(金融庁との)もぐらたたきの様相』**(地銀関係者)との見方もある。」(強調下線は当コラム筆者、2023

年7月20日付日刊工業新聞「地銀に問われる収益の軸『仕組み債』不適切販売が契機に」~ <https://www.nikkan.co.jp/articles/view/680031> )、「金融庁によると、銀行による外貨建て保険の販売額は2021年度下半期の0.7兆円から22年度上半期に1.2兆円に急増した。…(略)…。金融庁によると保険販売全体に占める外貨建て保険の割合が9割超のある銀行では、営業担当が外貨建て保険を販売すると円建てに比べ2~4倍高い評価をされていたという。…(略)…。『仕組み債に代わって外貨建て保険に注力しているのでは』(地銀関係者)との指摘がある。」(強調下線は当コラム筆者、2023年7月22日付朝日新聞「外貨建て保険、伴うリスク 販売額急増1.2兆円、円高進めば元割れも」~ <https://www.asahi.com/articles/DAS150516.html>)となる。

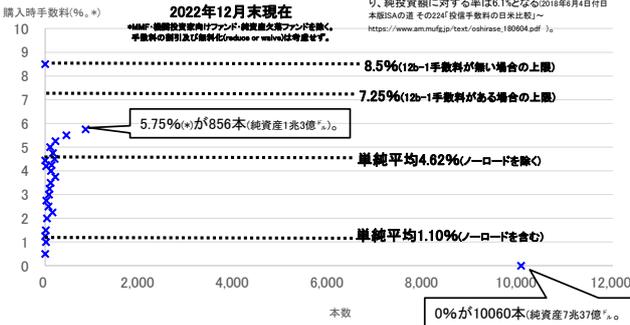
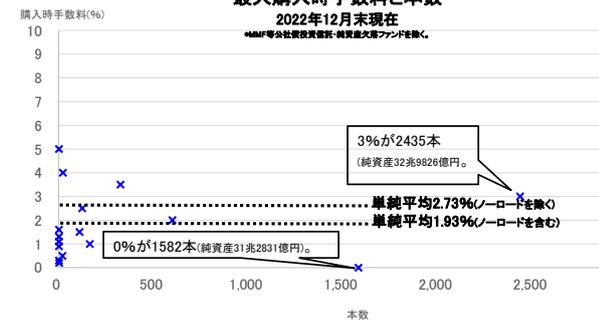


外貨建て保険と仕組み債の販売額 (兆円) 大手銀と地銀の合算。金融庁集計



日本のある米ドル建定額個人年金保険の契約によれば(2023年4月版契約締結前交付書面および重要情報シート)、**購入時に支払う費用として一時払保険料の5.5%**(販売手数料などの事、信託報酬や年1%の年金管理費など継続的に支払費用は別払い)とあり、**一時払保険料の4.5%または5%がその保険会社から販売会社へ支払われる。** **日本の投信の販売手数料(購入時手数料)は2022年12月末に1.93%と2014年から9年連続で低下** (2023年4月17日付日本版ISAの道 その378「世界のファンド手数料〜新NISAを前にインデックス

ファンドの低コスト競争再燃!〜」~ [http://www.am.mifc.jp/text/oshirase\\_230417.pdf](http://www.am.mifc.jp/text/oshirase_230417.pdf) )。日本でも購入時手数料5.0%はあるが1本(純資産41億円)のみで、ついで高いのが4%で22本(純資産1723億円)、その次に高いのが3.5%で326本(純資産5兆2066億円)。**3%が2435本(純資産32兆9826億円)と最も多い。3%に次いで多いのが0%つまりノーロードで1582本(純資産31兆2831億円)ある**(その他、2.5~0.2%が1026本で純資産13兆2649億円)。ノーロードを除いてみると米国より明らかに低い(前述3ページの4. ニッセイアセットマネジメント 大関洋社長の話)。日本では投信の販売手数料が低下すると外貨建て一時払い保険(や仕組債)へのシフト要因となる。



# ●資産運用業 変革への道のり～レベニュー・シェアリング(セミバンドリング)で米国の様な資産運用立国に?～

米国(英国など)では、投信、年金・保険(外貨建て一時払い保険)、仕組債の間で手数料バランスを取る「レベルフィー・フィデューシヤリー/Level Fee Fiduciaries」の考えがある(そうしないと高い手数料のプロダクトを推奨する利益相反が起きやすい)。投信内でもあり、米国で販売手数料一律 2.5%の T シェア/T Share も考えられた事もあり(後述)、英国では MMF の購入時手数料が 7%と言う事もある(2022 年 10 月 11 日付日本版 ISA の道 その 366「米国と英国の『顧客本位の業務運営』」～ [https://www.am.mof.go.jp/text/oshirase\\_21011\\_2.pdf](https://www.am.mof.go.jp/text/oshirase_21011_2.pdf))。ただ、その為、米英などフィデューシヤリー・デューティーが進んでいる国は外貨建て一時払い保険や仕組債へのシフトは起きにくく、投信で一時払い保険や仕組債の収益を確保する事も出来、日本で今起きている様な問題が起きにくいのである(2020 年 1 月

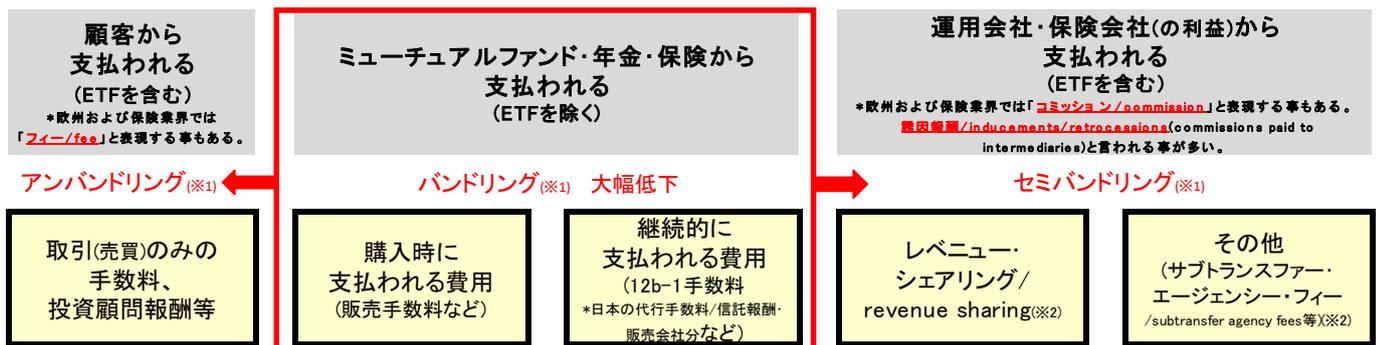
27 日付日本版 ISA の道 その 294「ネット証券手数料無料化で先行する米国で進んできた機関投資家・アドバイザー(ラップ口座/SMA 等)向け投信、ETF、保険、そして、非上場 REIT へのシフト」～ [https://www.am.mof.go.jp/text/oshirase\\_200127.pdf](https://www.am.mof.go.jp/text/oshirase_200127.pdf))。

その中、**米国では(英国でも)、フィデューシヤリー・デューティーの為、投信・年金・保険で「顧客から支払われる取引(売買)のみの手数料、投資顧問報酬等」へのシフト(アンバンドリング)が徐々に起きている。**先述した金融財政事情の「2. アドバイスフィーへの期待」と「6.(および 7.) コンサルフィーで収益」の事。しかし、**米国では(英国でも)、アンバンドリングは「Jカーブ/J-curve」(4 ページ)や「アドバイス・ギャップ/advice gap」などの問題がある為、より早く大きく起きているのはセミバンドリングへのシフトである。**(アンバンドリングの問題…販売会社やアドバイザー等の収益減少による大口投資家志向と小口投資家切り捨て/アドバイス・ギャップなど、2022 年 11 月 28 日付日本版

ISA の道 その 369「資産所得倍増プランの目玉は NISA 抜本的拡充より中立的なアドバイザー?」～ [https://www.am.mof.go.jp/text/oshirase\\_211129.pdf](https://www.am.mof.go.jp/text/oshirase_211129.pdf)、セミバンドリング…2020 年 2 月 17 日付日本版 ISA の道 その 297「日米投信のアンバンドリング、セミバンドリング、バンドリング～日米ネット証券手数料無料化の代替収益源である投信会社等からの信託報酬・販売会社分やレベニュー・シェアリング、ラップ口座/SMA や保険・年金へのシフト」～ [https://www.am.mof.go.jp/text/oshirase\\_200217.pdf](https://www.am.mof.go.jp/text/oshirase_200217.pdf))。



## 米国の投信・年金・保険の 販売会社・アドバイザー・プラットフォーム・レコードキーパー等の収益のイメージ図



※1: 米国モーニングスター/Morningstarは、投信をフィデューシヤリー・デューティーや利益相反の度合いの視点から3つの「投信バンドリング分類/Bundling Classification」をしている。  
 ・アンバンドリング/unbundled…信託報酬・投信会社分/management fees、その他費用/fund operating expensesだけで利益相反を無くした投信、クリーン・シェア/clean shares。  
 ・セミバンドリング/semibundled…レベニュー・シェアリング/revenue sharing、サブトランスファー・エージェンシー・フィー等/subtransfer Agency Fees and platform、or other access feesがある投信。  
 ・バンドリング/Bundled…販売手数料/loads and commissionsや信託報酬・販売会社分(代行手数料)/12b-1 手数料/12b-1 fee/distribution feesがある投信、レガシー・シェア/Legacy shares。  
 ※2: レベニュー・シェアリング/revenue sharingおよびサブ・トランスファー・エージェンシー・フィー/subtransfer agency fees等は2020年2月17日付日本版ISAの道 その297「日米投信のアンバンドリング、セミバンドリング、バンドリング～日米ネット証券手数料無料化の代替収益源である投信会社等からの信託報酬・販売会社分やレベニュー・シェアリング、ラップ口座/SMA や保険・年金へのシフト」～」([https://www.am.mof.go.jp/text/oshirase\\_200217.pdf](https://www.am.mof.go.jp/text/oshirase_200217.pdf))。  
 (出所: The Big Picture「Revenue Share/Mutual Fund Supermarket Shelf Space」やMorningstar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)



## レベニュー・シェアリング /revenue sharing

レベニュー・シェアリング/revenue sharing(もしくはレベニュー・シェア/revenue share)は一般ビジネス用語で、企業が協力して事業を行って収益/revenueを分配/sharingする契約/agreementもしくは慣行/revenue-sharing practicesだ。**米国の投信/mutual funds(ETFを含む)の場合では運用会社/mutual fund firms/money managersが販売会社・アドバイザー・プラットフォーム/broker-dealers and advisers and platformsに対し支払う契約で、米国の年金/401(k) and variable annuitiesの場合では保険会社・運用会社/plan providersが、記録関連運営管理機関/レコードキーパー/record-keepers・プラットフォーム等に対し、支払う契約**(2018 年 5 月 7 日付日本版 ISA の道 その 221「米国 SEC ルール案により、投信のフィーヤコ

スト、レベニュー・シェアはどうなる?」～ [https://www.am.mof.go.jp/text/oshirase\\_190917.pdf](https://www.am.mof.go.jp/text/oshirase_190917.pdf))。中国にも「顧客維持手数料」などと言って支払われるキックバック/レベニュー・シェアリング/誘因報酬がある(2023 年 7 月 24 日付日本版 ISA の道 その 384「資産運用立国、国際金融センターの為の資産運用改革!中国でも資産運用改革!」～ [https://www.am.mof.go.jp/text/oshirase\\_230724\\_3.pdf](https://www.am.mof.go.jp/text/oshirase_230724_3.pdf))。

米国の例では、投信の純資産残高に対して年 0.20% (最大) と言う「マーケティング & セールス・サポート・ペイメント / marketing and sales support payments」や年間販売額の 0.20% (最大) と言う「ディストリビューション・サポート・ペイメント / distribution support payments」を支払う事 (2018 年 3 月 14 日付 Morningstar 「Revenue Share: The Fund Industry's Dinosaur」～

<https://www.morningstar.com/funds/revenue-share-fund-industrys-dinosaur>、2018 年 5 月 28 日付日本版 ISA の道 その 223「米国の DOL ファイデューシャリー・ルールと SEC ルールで証券会社の株(利益)は? 雇用は?」～

[https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_180528.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_180528.pdf)、**変額年金 / variable annuities でキックバック / kick back 1% 以上を支払う事** (2020 年 9 月 17 日付 The

Big Picture「Revenue Share/Mutual Fund Supermarket Shelf Space」～ <https://ritholtz.com/2020/09/revenue-share-mutual-fund-supermarket-shelf-space/> )。 **下記図表を参照。**

**米国の大手販売会社・アドバイザー等 10 社のレベニュー・シェアリング (パートナー・プログラム)**

2022 年 12 月 31 日現在

\*2023 年 6 月 30 日付ファイナンシャル・プランニング / Financial Planning に出ている 10 社について各社 HP の開示資料より作成。

順位	名前	ファンドのレベニュー・シェアリング (パートナー・プログラム) 概要とフィー料率	運用会社支払い額	合計金額 (2022 年の 1 年間)	
1	アメリプライズ / Ameriprise	完全参加型は「販売、マーケティング、管理および株主サービスのサポート、商品のデューデリジェンス、トレーニングと教育、取引システム・ウェブサイト・モバイルアプリ等サポートに関連するコスト払い戻し」で投信は <b>資産の最大年 0.20%</b> 。	コロンビア 7124 万 <sup>ドル</sup> / 82 億円、MFS 2771 万 <sup>ドル</sup> / 32 億円、フィデリティ 2540 万 <sup>ドル</sup> / 29 億円、ブラックロック 2246 万 <sup>ドル</sup> / 26 億円、JP モルガン 1883 万 <sup>ドル</sup> / 22 億円等、計 30 社。	35,740 万 <sup>ドル</sup>	469 億円
2	LPL ファイナンシャル / LPL Financial LLC	マーケティング・サポート・プログラムは投信は <b>資産の最大年 0.25%</b> 、ETF は経費率に基づき <b>最大年 0.20% + 資産規模に応じて最大年 100 万<sup>ドル</sup>の定額料金</b> 。	非開示	決算書によれば、その他資産ベースのレベニューが 2022 年に 80.660 万 <sup>ドル</sup> / 約 1058 億円で、そこに投信会社からの第三者報酬を含む。	
3	UBS	投信は <b>販売額の 0.15%</b> (四半期ごとに支払い)、UBS ファイナンシャル・サービスで顧客が保有する株式 / 債券ファンド <b>資産の最大年 0.20%</b> 。定額や最低額を設けている投信会社でより高い料率の場合もある。	非開示	非開示	非開示
4	モルガン・スタンレー / Morgan Stanley	サポート・フィーとして投信とアクティブ ETF は <b>資産の最大年 0.10%</b> 。 マネジメント・フィーに応じて増加する段階料率で、高いマネジメント・フィーのファンドには高いサポート・フィーが適用される。	2021 年に 114 社が年 25 万 <sup>ドル</sup> 以上を支払った。フランクリン・テンブルトン、アメリカン・ファンズ、モルガン・スタンレー、ブラックロック、インベスコ、JP モルガン、PIMCO、コロンビア・スレドニードル、MFS インベストメンツ、ロード・アベット等。	非開示	非開示
5	エドワード・ジョーンズ / Edward Jones	顧客 <b>資産の最大年 0.13%</b> 。	アメリカン・ファンズ 1.1 億 <sup>ドル</sup> / 144 億円、MFS インベストメンツ 3510 万 <sup>ドル</sup> / 46 億円、インベスコ 2770 万 <sup>ドル</sup> / 36 億円、フランクリン・テンブルトン 2760 万 <sup>ドル</sup> / 36 億円、ハートフォード 2030 万 <sup>ドル</sup> / 27 億円等。	28,780 万 <sup>ドル</sup>	377 億円
6	メリルリンチ / Merrill Lynch	マーケティング・サービスとサポート・フィーは、 <b>投資額の最大 0.25%</b> 、 <b>資産の年 0.10%</b> 。メリルリンチの証券口座では、このフィーを支払う投信会社のファンドだけを提供するので、支払いに同意しないファンドは購入出来ない。	ブラックロック 4000 万 <sup>ドル</sup> 以上、アメリカン・ファンズ 1000 万 <sup>ドル</sup> ~ 1999 万 <sup>ドル</sup> 、フェデレーティッドとフランクリン・テンブルトン 500 万 <sup>ドル</sup> ~ 999 万 <sup>ドル</sup> 、17 社が 100 万 <sup>ドル</sup> ~ 499 万 <sup>ドル</sup> 等。	非開示	非開示
7	オザイク / Osaic (旧アドバイザーグループ / Advisor Group)	戦略的パートナープログラムとも呼ばれ、 <b>購入額の最大 0.30%</b> または保有 <b>資産の最大年 0.18%</b> または定額フィー、またはいずれか大きい大きい方。	非開示	非開示	非開示
8	JP モルガン・チェース / JPMorgan Chase	マーケティングおよびサポートサービスに対して、 <b>購入額の最大 0.25%</b> と保有 <b>資産の最大年 0.09%</b> 。 <b>年 4 万 ~ 5 万<sup>ドル</sup>の固定フィー</b> が加わる場合も。	非開示	非開示	非開示
9	ウェルズ・ファーゴ / Wells Fargo	アドバイザーや投資家に継続的なデューデリジェンス、トレーニング、運営、システムサポート、マーケティングを提供することに対して支払われる。 <b>購入額の 0.01%</b> と <b>資産の年 0.20%</b> または <b>固定フィー</b> 。	非開示	非開示	非開示
10	レイモンド・ジェームス / Raymond James	教育 & マーケティングサポートプログラムは、プレミア、プリファンド、パートナーの 3 段階 (「プレミア」のサービスが最大)。 <b>資産の最大年 0.30%</b> または <b>定額料金または両者の組み合わせ</b> 。	非開示	非開示	非開示

(出所: 各社 HP の開示資料、2023 年 6 月 30 日付ファイナンシャル・プランニング / Financial Planning 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)

**米国の投信には「12b-1 手数料 / 12b-1 fees」として信託報酬・投信会社分 / management fees (other administrative fees, service fees, transfer agent fees 等も含む) と共に投資信託から支払われる信託報酬・販売会社分 / distribution fees がある** (後述※1、2023 年 4 月 17 日付日本版 ISA の道 その 378「世界のファンド手数料」～ [https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_230417\\_3.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_230417_3.pdf))。 **レベニュー・シェアリングは投信から運用会社に支払われる信託報酬・運用会社分 / management fee を原資 (運用会社分からのキックバック) とするものの、12b-1 手数料の様な上限は無い。** なお、**ETF は販売手数料など購入時に支払われる費用、代行手数料 / 信託報酬・販売会社分など継続的に支払われる費用はほぼ無いものの、ブラックロック / BlackRock の iシェアーズ / iShares を含む多くの ETF がレベニュー・シェアに参加している** (2019 年 11 月 13 日付 Morningstar「Regulation Best Interest Meets Opaque

Practices」～ [https://ccyale.edu/sites/default/files/files/wp\\_Conflicts\\_of\\_Interest\\_111319%20FINAL.pdf](https://ccyale.edu/sites/default/files/files/wp_Conflicts_of_Interest_111319%20FINAL.pdf))。 2022 年末時点で、米国 ETF 3129 本中、12b-1 手数料がある

11 本は全てステート・ストリートのセクター ETF / Sector SPDR で年 0.02%。

レベニュー・シェアリングは2020年6月30日までに遵守となった米SEC/証券取引委員会「最善の利益規制/Regulation Best Interest/Reg BI」において、開示等を条件に容認されている。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>。 **ただ、レベニュー・シェアリングの非開示、利益相反/conflict of interestをSECや州が見つけたら、民事制裁金/penaltyの執行/enforcement対象となる** (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」日本に同様の規則が適用されたら、衝撃度は米国の比ではない? 鍵は「執行(enforcement)による規制/ルール策定!!!」～ <https://www.am.mufj.jp/text/oshirase.191216.pdf>。 **レベニュー・シェアリングの何が利益相反になりそうかと言えば、モーニングスターは「教育費用/educational expenses」は最も利益相反と見なされず、「個別の投信・保険セレクト(推奨)リスト/select lists」は利益相反と見なされ、「個別の投信・保険の販売・残高・口座に紐づくブローカーへの支払い/payments based on sales, assets or accounts」は最も利益相反と見なされると言う** (2019年11月13日付Morningstar「Regulation Best Interest Meets Opaque Practices」～ [https://cc.yale.edu/sites/default/files/files/wp\\_Conflicts\\_of\\_Interest\\_111319%20FINAL.pdf](https://cc.yale.edu/sites/default/files/files/wp_Conflicts_of_Interest_111319%20FINAL.pdf)、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>)



米国におけるレベニュー・シェアリング・アレンジメントにおける利益相反度合い

Common Types of Revenue-Sharing Arrangements and the Conflicts They Can Present



Source: Morningstar.

(出所: 2019年11月13日付Morningstar「Regulation Best Interest Meets Opaque Practices」、和訳は三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部)



米国モーニングスターが提唱する投信バンドリング分類/Bundling Classification(※)

※米国モーニングスターが提唱する投信バンドリング分類/Bundling Classification…投信会社と販売会社とファイナンシャル・アドバイザーおよびファイナンシャル・プランナーと投資家の間で取り決められたサービス・フィー・アレンジメントに基づく分類方法。未投信シェアクラスをアンバンドリング(Unbundled/クリーン・シェア/Clean Shares)、「セミバンドリング(Semibundled)」、「バンドリング(Bundled/レガシー・シェア/Legacy Shares)」の3つに分類する。

2022年12月31日現在

フィー&エクスペンス、コミッション	主な支払先	アンバンドリング/Unbundled (クリーン・シェア/Clean Shares) (※3参照)	セミバンドリング/Semibundled (※3参照)	バンドリング/Bundled (レガシー・シェア/Legacy shares) (※3参照)
該当するシェアクラス (括弧内は一般的な場合)		運用およびファンドのオペレーション費用のみを徴収する。別途フィーがかかる(顧客が直接支払う)アドバイザー口座専用ファンド、退職専用口座など機関投資家向けファンドに多い。	ETF、機関投資家シェアクラスの1シェア、退職専用口座シェアクラスのR1～5シェア等	伝統的なコミッション(販売手数料や12b-1フィー)がある。ブローカレッジ口座。
1 マネジメント・フィー /Management Fees	運用会社 /mutual fund firms /money managers	○	○	○
2 ファンド・オペレーティング・エクスペンス /Fund Operating Expenses(※1参照) *下記サブトランスファー・エージェント・フィーを除く。	運用会社、アウトソーシング会社(Goatton Financial Data Services等)、委託会社	○	○	○
3 レベニュー・シェアリング およびプラットフォームその他利用フィー /Revenue Sharing, Platform, or Other Access Fees		×	○	○
4 サブトランスファー・エージェント・フィー /Subtransfer Agency Fees/Sub-TA Fees(※2参照)		×	○	○
5 12b-1手数料/12b-1 Fees もしくはディストリビューション・フィー/Distribution Fees (日本の信託報酬・販売会社に相当、上欄1%)	販売会社/broker-dealers, アドバイザー/advisors, プラットフォーム/platforms, レコードキーパー/record-keepers等	×	×	○
6 販売手数料/Loads and Commissions (購入時手数料/Front-end Load および後継手数料/Back-end Load等、上欄8.5%)		×	×	○
7 売買委託手数料およびオペレーティング・フィー /Transactions and Other Operational Fees *エクスペンスレシオに含まれない。		×	×	○
8 アドバイス・フィーもしくはプランニング・フィー /Fees for Advice or Planning		×	×	×
純資産上位3シェアクラス (2022年12月31日現在)		1. Vanguard Total Stock Mkt Idx Instl Pls (経費率年0.02%、1億米ドル以上になると 非課税・無手数料でコンバージョン/転換 ～自動執行契約) 4881億米ドル。 2. Vanguard 500 Index Admiral 3675億米ドル。 3. Vanguard Total Stock Mkt Idx Adm 2745億米ドル。	1. Fidelity 500 Index(経費率年0.015%) 3528億米ドル。 2. iShares Core S&P 500 ETF (経費率年0.03%、米国ブラックロック 2位のETF、ETF世界9位) 2895億米ドル。 3. iShares Core MSCI EAFE ETF (経費率年0.07%、米国ブラックロック 最大のETF、ETF世界2位) 890億米ドル。	1. American Funds Growth Fund of Amer A 953億米ドル。 2. American Funds American Balanced A 909億米ドル。 3. American Funds Income Fund of Amer A 758億米ドル。

※1: ファンド・オペレーティング・フィー/Fund Operating Expenses…マネジメント・フィー/Management Fees、トランスファー・エージェント/Transfer Agent Fees、カストディアン・フィー/Custodian Fees。  
 ※2: サブトランスファー・エージェント・フィー/Subtransfer Agency Fees/Sub-TA Fees…設定・解約や分配等の投資家口座管理をし、投資家向け報告書の作成・送付等を行うトランスファー・エージェントの再委託先をサブトランスファー・エージェントと呼び、そこに支払われるフィー。  
 12b-1フィーから払われたり、12b-1フィー以外から払われたりするが、ファンドの純資産から年0.15%などと言う感じで支払われる。  
 ※3: 2020年2月17日付日本版ISAの道その29「日本投信のアンバンドリング、セミバンドリング、バンドリング～日本ネット証券手数料無料化の代替収益源である投信会社等からの信託報酬・販売会社やレベニュー・シェアリング、ラップ口座/SMART/年金へのシフト～」(<https://www.am.mufj.jp/text/oshirase.200217.pdf>)参照。

(出所: Morningstar、Broadridge、FINRA/Financial Industry Regulatory Authority/米国金融取引業規制機構より三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が和訳も含めて作成)

レベニュー・シェアリング等が無く運用およびファンドのオペレーション費用のみを徴収する**アンバンドリング(クリーン・シェア)**は**アドバイザー口座専用ファンド、退職専用口座など機関投資家向けファンドに多い**。純資産上位3シエアクラス(2022年12月31日現在)は**全てバンガード・グループ/Vanguard Group**で、1位「Vanguard Total Stock Mkt Idx Instl Pls(経費率年0.02%、1億米ドル以上になると非課税・無手数料でコンバージョン/転換~自動執行契約)」4881億ドル、2位「Vanguard 500 Index Admiral」3675億ドル、3位「Vanguard Total Stock Mkt Idx Adm」2745億ドルである。

**レベニュー・シェアリングを含むセミバンドリングは多くのETFが参加している**。純資産上位3シエアクラス(2022年12月31日現在)は1位フィデリティ・インベストメンツ/Fidelity Investments「Fidelity 500 Index(経費率年0.015%)」3528億ドル、2位ブラックロック/BlackRock「iShares Core S&P 500 ETF(経費率年0.03%、米国ブラックロック2位のETF、ETF世界9位)」2895億ドル、3位ブラックロック「iShares Core MSCI EAFE ETF(経費率年0.07%、米国ブラックロック最大のETF、ETF世界2位)」890億ドルである。ETFについて「**モルガン・スタンレー・ウェルスマネジメントは運用会社からアクティブETF/actively managed ETFs(パッシブETF/passively managed ETFsではない)の顧客残高の0.10~10%、ファイナンシャル・アドバイザーのミーティングやカンファレンスで最大年30万ドル、その他、プロダクト販売データ分析/product sales data analyticsで年最大70万ドルを受け取る**」(2022年4月27日付 Wealth Professional「Regulator wants to lift the veil on ETF revenue-sharing agreements」~ [https://www.wealthprofessional.com/translate/gloss/etfs/regulator-wants-to-lift-the-veil-on-etf-revenue-sharing-agreements/566199?x=tr&mk\\_s.tr=st&mk\\_s.tr=st&mk\\_s.tr=st&mk\\_s.tr=st](https://www.wealthprofessional.com/translate/gloss/etfs/regulator-wants-to-lift-the-veil-on-etf-revenue-sharing-agreements/566199?x=tr&mk_s.tr=st&mk_s.tr=st&mk_s.tr=st&mk_s.tr=st))とも言われている。

## ●**セミバンドリング最大のフィデリティのファンドは401kやFOF等向け**

**レベニュー・シェアリングを含むセミバンドリングの純資産最大「フィデリティ500インデックスファンド/Fidelity 500 Index」は2023年7月末の純資産が4370億ドル/約62兆円とフィデリティで純資産最大、米投信(ETFやMMFを含む)で3位だ**(1位は「Vanguard Total Stock Market Index Fund」、2位は「Vanguard 500 Index Fund」、4位は「SPDR S&P 500 ETF Trust」、5位は「Vanguard Total Intl Stock Idx Fund」~モーニングスター・ダイレクト/Morningstar Direct)。1988年2月17日に個人向けに設定し、その後、機関投資家クラスなど4本を設定したものの、**2018年11月2日に1本に統合、2018年11月以降、販売チャネルは全てインスティテューショナル/institutional(投信、年金、保険、エンダウメント等)となっている**(現在は最少投資額ゼロ、経費率年

0.015%、2023年4月29日付 Fidelity Investments「Fidelity Shareholder Reports」~ <https://fundresearch.fidelity.com/sectors/fund/>、販売チャネルはモーニングスター・ダイレクト/Morningstar Direct。)。

インスティテューショナルについて「**フォーム13F/Form 13F**を見ると(フォーム13F/Form 13F…米国で1億ドル/約145億円以上の投資を行う機関投資家が四半期ごとにSEC/米証券取引委員会へ報告する義務、SEC「Investor.gov」のForm 13F~ <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/form-13f-reports-filed-institutional-investment>)。最新2023年6月30日現在、「フィデリティ500インデックスファンド」の保有機関の内、最も大きいのが**投資助言業/Investment Advisor**。

	保有機関タイプ(Institution Type)	公表保有数(口数)	構成比(%)	四半期増減(口数)	構成比(%)
1	投資助言業/Investment Advisor	42,343,863	95.05	-350,980	+141.25
2	保険会社/Insurance Company	2,176,553	4.89	+105,153	-42.32
3	ヘッジファンド/Hedge Fund Manager	15,071	0.03	-2,660	+1.07
4	銀行/Bank	13,063	0.03	+0	+0.00

\*Form 13F…米国で1億ドル(約142億円)以上の投資を行う機関投資家が四半期ごとにSEC/米証券取引委員会へ報告する義務がある。  
(出所: SEC「Form 13F」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)

以上の投資助言業の内、最大が**フィデリティ・マネジメント&リサーチ/Fidelity Management and Research LLC**。「フィデリティ500インデックスファンド」を最も多く保有しているのが「Fidelity Multi-Asset Index」。このファンドは**株式と債券インデックスファンドで構成されるファンドオブファンズ/Fund of Funds/FOF**。

	ファンド名	寄与度(%)	保有数(口数)	四半期増減(口数)	時価(億ドル)	時価の比率(%)
1	Fidelity® Multi-Asset Index	42	20,493,536	-439,367	32	0.76
2	NH UNIQUE Fidelity 500 Index Portfolio	100	12,012,970	+139,615	19	0.44
3	MA U.Fund Fidelity 500 Index Portfolio	100	4,378,146	+54,438	7	0.16
4	AZ Fidelity CSP Fidelity 500 Index Port	100	976,207	+7,930	2	0.04

(出所: Morningstar Directより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

529 プランと呼ばれる高等教育資金を形成する為のファンドも多く投資している(529 プラン…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「DeCoの改革や子供世代が資産形成を行いやすい環境整備」! 米国など年金資産倍増国を参考に～日米英加豪の私的年金制度および非課税貯蓄・投資制度、米国の529プラン、個人奨学金口座、教育資金の一括贈与に係る贈与税の非課税措置、ジュニアNISA～」[https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_29013\\_2.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_29013_2.pdf) )

「フィデリティ500インデックスファンド/Fidelity 500 Index」の保有機関のタイプ		2023年6月末現在			
保有機関タイプ(Owner Type)	公表保有数(口数)	構成比(%)	四半期増減(口数)	構成比(%)	
1 Mutual Fund	28,736,251	60.34	-721,299	+142.85	
2 529 Portfolio	18,674,923	39.21	+216,068	-42.79	
3 13F*	202,783	0.43	-2,153	+0.43	
4 Separate Account	8,393	0.02	+2,446	-0.48	
合計	47,622,350	100.00	-504,938	+100.00	

(出所: Morningstar Directより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

ただ、「Fidelity Multi-Asset Index」が保有する「フィデリティ500インデックスファンド」の時価は32億ドルと「フィデリティ500インデックスファンド」の純資産4206億ドルの僅か0.76%である。「フィデリティ500インデックスファンド」に投資する多くは「フォーム13F」で開示される機関投資家等ではないのである。

**フィデリティは1982年に401k等DCプランのレコードキーパー/記録関連運営管理機関に参入しており(フィデリティ・ブローカレッジ・サービス/Fidelity Brokerage Services/FBS)、2018年において「フィデリティは退職プラン資産初の2兆ドル突破。米国大学教職員退職年金/Teachers Insurance and Annuity Association of America-College Retirement Equities Fund/TIAA(とその子会社CREF)やバンガード・グループが運営管理機関としての401k等DCプラン資産で1兆ドルの壁を破れない中、フィデリティは2018年6月において2.06兆ドルと圧倒的の最大手。」**(2018年8月28日

付InvestmentNews「Fidelity breaks through \$2 trillion in retirement assets」<http://www.investmentnews.com/article/2018028/FIDE/18082992/fidelity-breaks-through-2-trillion-in-retirement-assets>、2018年7月18日付InvestmentNews「Top 10 record keepers of defined contribution plans」<http://www.investmentnews.com/article/20170413/FIDE/17041982/top-10-record-keepers-of-defined-contribution-plans>、**「フィデリティ・インベストメンツの資産運用残高/AUMは前年比+15%増の2.5兆ドル、資産管理残高/AUA(フィデリティの証券口座で同社のファンド以外に投資されている金額を含む)は前年比+19%増の6.8兆ドルで、米国の資産運用会社としては最大である。…(略)…。フィデリティは、401kなどの雇用主が提供する退職金制度において最大のレコードキーパーで、2900万件以上の口座を管理している。」**(2018年10月5日付Barron's「Fidelity Is

Thriving. Here's What It Needs to Keep Thriving.」<https://www.barrons.com/articles/fidelity-is-thriving-heres-what-it-needs-to-keep-thriving-153878034>、2019年6月3日付日本版ISAの道 その267「米国資産運用業界最新動向」アセットマネジメントのみならずファイナンシャル・サービスを重視、資産運用/AUMのみならず資産管理/AUAを重視! “金融業界のアマゾン”フィデリティ!～AUM、AUA、AUA(AdvisementのA)、AUC/A、その意味と米国全体、投信への影響～」[https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_190003.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_190003.pdf)、2023年4月17日付日本版ISAの道 その378「世界のファンド手数料～新NISAを前にインデックスファンドの低コスト競争再燃! 日本で投信調査を本格化するモーニングスター～」[https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_290417\\_3.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_290417_3.pdf) )である。

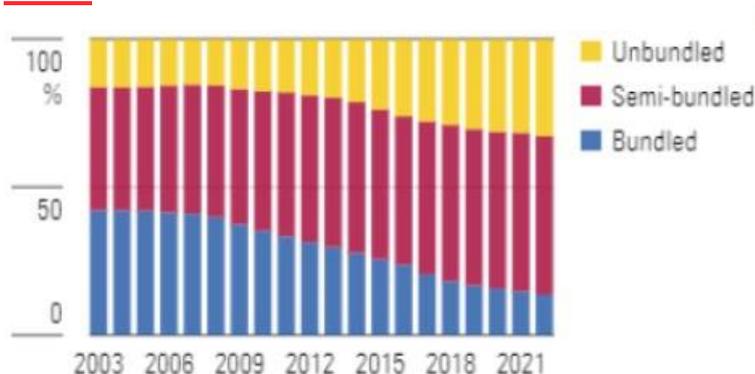
フィデリティのレコードキーパー/記録関連運営管理機関であるフィデリティ・ブローカレッジ・サービス/Fidelity Brokerage Services/FBSはSECルールの最善の利益規制/Regulation Best Interest/Reg BIの開示資料で運用会社から受け取る手数料について以下の様に記載している(Reg BIは2019年12月16日付日本版ISAの道 その291「金融庁が参考とする米国のレギュレーション・ベスト・インタレスト/Reg BI」[https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_191216.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_191216.pdf) )

**「FBSと関連会社は、ファンド取引から次の報酬を得る。継続的なマネジメント・フィーからの報酬、販売手数料の一部、特定の運用会社や関連会社から報酬で、(i)フィデリティのプラットフォーム上でのミューチュアルファンドやその他投資商品へのアクセス・購入・解約・メンテナンス/access to, purchase or redemption of, and maintenance of their mutual funds and other investment products on Fidelity's platform, (ii) **ファンドの投資家に提供するサービスで12b-1手数料/12b-1 feesや投資家サービス・フィー/shareholder servicing fees、レベニューシェアリング/revenue sharing fees、トレーニング・教育費/training and education fees、その他のフィー/other fees。**以上に加え、独占的マーケティング、エンゲージメント、分析プログラム/exclusive marketing, engagement, and analytics programに参加する特定の運用会社から固定の年会費/fixed annual feeを通じた報酬も受け取る。」**

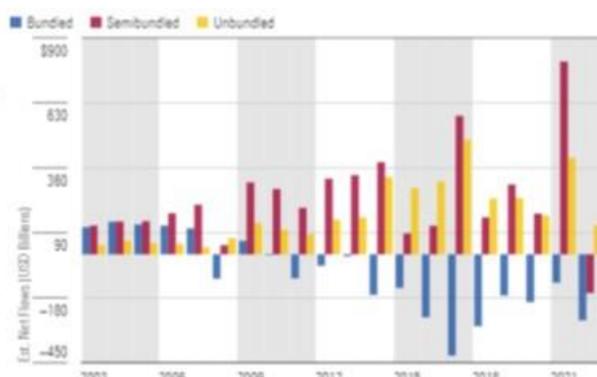
(強調下線は当コラム筆者、2023年Fidelity Brokerage Services「PRODUCTS, SERVICES, AND CONFLICTS OF INTEREST」<https://www.fidelity.com/bn-public/060/www.fidelity.com/documents/Reg-BI-Master-Disclosure.pdf> )

## ●米投資信託のアンバンドリング、セミバンドリング、バンドリング別の最新フロー～レベニューシェアリングを含むミューチュアルファンドのセミバンドリング、レベニューシェアリングを取る事が多いETFが人気～

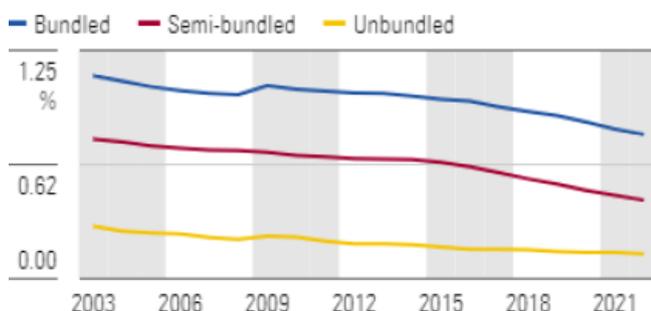
2023年8月8日に米国モーニングスター・/Morningstar から発表されたばかりの「2022 U.S. Fund Fee Study」  
 ( <https://www.morningstar.com/jp/annual-us-fund-fee-study> )には、**レベニュー・シェアリング等を含むセミバンドリングのシェア/semibundled sharesの純資産が最も大きく純流入トレンドである事、アンバンドリング/unbundledのシェア(クリーン・シェア/Clean Shares)の純資産が次に大きく純流入トレンドである事、かつては最も純資産が多かったバンドリング・シェア/bundledのシェア(レガシー・シェア/legacy shares)の純資産が最も小さく純流出トレンドである事が示されている。** 下段図表は各々の純資産加重平均経費率/asset weighted feesと単純平均経費率/equal weighted feesのトレンドである。



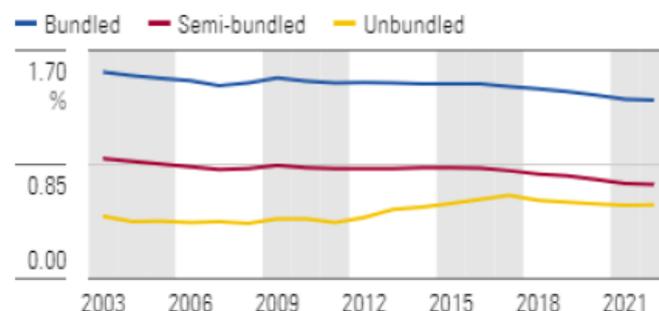
Source: Morningstar. Data as of Dec. 31, 2022.



Source: Morningstar. Data as of Dec. 31, 2022.



Source: Morningstar. Data as of Dec. 31, 2022.



Source: Morningstar. Data as of Dec. 31, 2022.

(出所: 2023年8月8日付 Morningstar「2022 U.S. Fund Fee Study」～ <https://www.morningstar.com/jp/annual-us-fund-fee-study> )

米ミューチュアルファンドでレベニュー・シェアリング等を含むセミバンドリングのシェアの純資産が最も大きく純流入トレンドである事など、もっと最新で、かつ、詳細に、ETFも加えて見たいもの。そこでモーニングスター・ダイレクト/Morningstar Direct を使って米国ミューチュアルファンドのアンバンドリング・セミバンドリング・バンドリング別フローの最新の月次10年分を見る(2020年2月17日付日本版ISAの道その297「日米投信のアンバンドリング、セミバンドリング、バンドリング～日米ネット証券手数料無料化の代替収益源である投信会社等からの信託

報酬・販売会社分やレベニュー・シェアリング、ラップ口座/SMAや保険・年金へのシフト～」～ [http://www.am.mof.go.jp/text/ohhrnc\\_20211.pdf](http://www.am.mof.go.jp/text/ohhrnc_20211.pdf) )

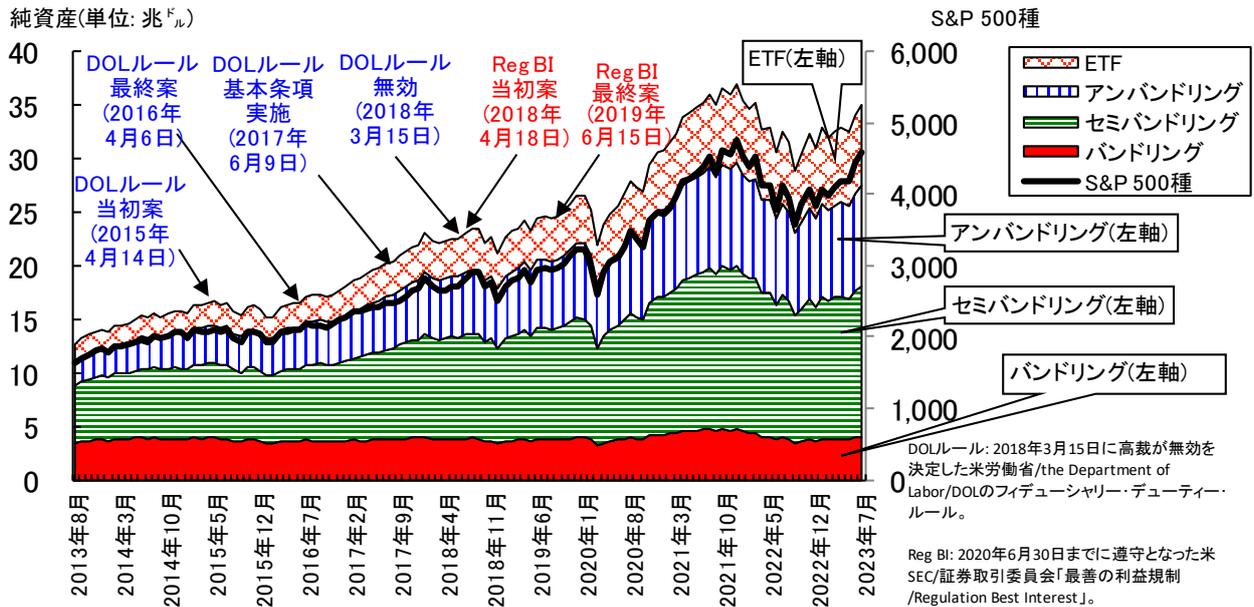
次ページ図表が2023年7月まで過去10年の純資産推移(上段)と純設定推移(下段)である。

**2023年7月末現在の純資産はセミバンドリングが14兆1347億ドルと最も多く、次いでアンバンドリング(クリーン・シェア)が9兆3346億ドル、ETFは7兆6416億ドル、バンドリング(レガシー・シェア)は3兆9768億ドルと最も少ない。**



## 米国のETFと 뮤チュアルファンドの アンバンドリング・セミバンドリング・バンドリングのシェア 純資産推移

2013年8月30日 ~ 2023年7月31日



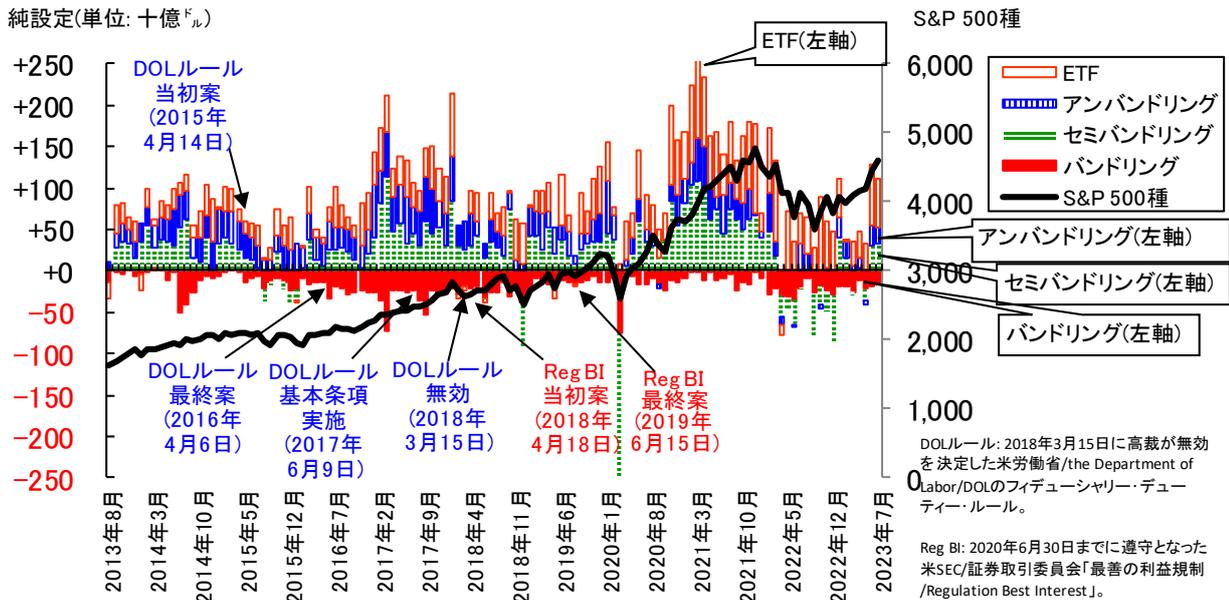
(出所: Morningstar Directより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

**2023年7月の純設定はETFが+584億ドルと最も多い純流入(1年3か月連続純流入)、次いでセミバンドリングが+333億ドルの純流入(2か月連続純流入)、アンバンドリング(クリーン・シェア)が+185億ドルの純流入(2か月連続純流入)、バンドリング(レガシー・シェア)は-173億ドルの純流出(2015年4月から8年3か月連続純流出)。** レベニューシェアリングを含む 뮤チュアルファンドのセミバンドリングとレベニューシェアリングを取る事が多いETFが人気と言う事である。



## 米国のETFと 뮤チュアルファンドの アンバンドリング・セミバンドリング・バンドリングのシェア 純設定推移

2013年8月 ~ 2023年7月



(出所: Morningstar Directより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

下記は米国のETFとミューチュアルファンドの純資産上位50クラスである。アンバドリング(クリーン・シェア)、セミバドリング(レベニューシェア)とETF(レベニューシェアリング)別に色分けされている。

アンバドリング(クリーン・シェア)とETFが上位に並ぶ。ただ、アンバドリングは2,107本/6兆2400億<sup>ドル</sup>(純資産の24.9%)と本数が少なく1クラス/本あたりが大きくなって下記では上位に並ぶ。投信全体で見ると、**セミバドリングが10,108本/8兆9233億<sup>ドル</sup>と本数も多く純資産は最大で(純資産の35.7%)、次いでETFの3,363本/6兆5245億<sup>ドル</sup>(純資産の26.1%)**となっている。バドリングは11,822本/3兆3392億<sup>ドル</sup>(純資産の13.3%)。



米国のETFとミューチュアルファンドの純資産上位50クラス

2022年12月末現在

\*アンバドリング(クリーン・シェア)、セミバドリング(レベニューシェアリング)、バドリング(レガシー・シェア)、ETF(レベニューシェアリング)別に色分けされている。

順位	ファンド/クラス名	グローバル分類 (モーニングスター分類)	運用会社名	アンバドリング (クリーン・シェア) セミバドリング (レベニューシェアリング) バドリング (レガシー・シェア) ETF (レベニューシェアリング)	設定日	純資産 (クラス) (百万 <sup>ドル</sup> ) 最新月末	インデックス スファンド かアクティ ブファンド か	総経 費率 /エク スベ ンス レシ オ (%)	販売 手数料 税 抜最 大 (%)	信託 報酬 率(年 率%)	12b- 1手 数料 (年 率%)
1	Vanguard Total Stock Mkt Idx Instl Pls	米国大型フレンド株	Vanguard	アンバドリング	2015/4/28	488,093	インデックス	0.02		0.02	
2	Vanguard 500 Index Admiral	米国大型フレンド株	Vanguard	アンバドリング	2000/11/13	367,498	インデックス	0.04		0.04	
3	SPDR® S&P 500 ETF Trust	米国大型フレンド株	SPDR State Street Global Advisors	ETF	1993/1/22	356,679	インデックス	0.09		0.09	
4	Fidelity® 500 Index	米国大型フレンド株	Fidelity Investments	セミバドリング	2011/5/4	352,765	インデックス	0.02		0.02	
5	iShares Core S&P 500 ETF	米国大型フレンド株	iShares	ETF	2000/5/15	289,467	インデックス	0.03		0.03	
6	Vanguard Total Stock Mkt Idx Adm	米国大型フレンド株	Vanguard	アンバドリング	2000/11/13	274,489	インデックス	0.04		0.04	
7	Vanguard S&P 500 ETF	米国大型フレンド株	Vanguard	ETF	2010/9/7	262,211	インデックス	0.03		0.02	
8	Vanguard Total Stock Market ETF	米国大型フレンド株	Vanguard	ETF	2001/5/24	261,084	インデックス	0.03		0.03	
9	Vanguard Total Intl Stock Index Inv	グローバル大型株	Vanguard	アンバドリング	1996/4/29	161,197	インデックス	0.17		0.15	
10	Invesco QQQ Trust	米国大型クロス株	Invesco	ETF	1999/3/10	145,932	インデックス	0.20		0.20	
11	Vanguard Institutional Index Instl Pl	米国大型フレンド株	Vanguard	アンバドリング	1997/7/7	129,299	インデックス	0.02		0.02	
12	Vanguard Total Bond Market II Idx Inv	米国債券	Vanguard	アンバドリング	2009/1/26	115,524	インデックス	0.09		0.08	
13	Vanguard Total Bond Market II Idx I	米国債券	Vanguard	アンバドリング	2009/2/17	114,556	インデックス	0.02		0.02	
14	Vanguard 500 Index Institutional Select	米国大型フレンド株	Vanguard	アンバドリング	2016/6/24	111,968	インデックス	0.01		0.01	
15	Vanguard FTSE Developed Markets ETF	グローバル大型株	Vanguard	ETF	2007/7/20	100,471	インデックス	0.05		0.04	
16	Vanguard Value ETF	米国大型バリュー株	Vanguard	ETF	2004/1/26	99,459	インデックス	0.04		0.03	
17	Vanguard Institutional Index I	米国大型フレンド株	Vanguard	アンバドリング	1990/7/31	96,179	インデックス	0.04		0.03	
18	American Funds Growth Fund of Amer A	米国大型クロス株	American Funds	バドリング	1973/11/30	95,261	アクティブ	0.60	5.75	0.50	0.24
19	Vanguard Total Bond Market Index Adm	米国債券	Vanguard	アンバドリング	2001/11/12	94,589	インデックス	0.05		0.04	
20	American Funds American Balanced A	米国債券	American Funds	バドリング	1975/7/25	90,865	アクティブ	0.56	5.75	0.42	0.25
21	Vanguard Wellington™ Admiral™	米国債券	Vanguard	アンバドリング	2001/5/14	89,645	アクティブ	0.17		0.16	
22	iShares Core MSCI EAFE ETF	グローバル大型株	iShares	ETF	2012/10/18	88,989	インデックス	0.07		0.07	
23	Vanguard Total Bond Market ETF	米国債券	Vanguard	ETF	2007/4/3	84,879	インデックス	0.03		0.02	
24	Vanguard Total Intl Bd II Idx Instl	グローバル債	Vanguard	アンバドリング	2021/2/17	84,124	インデックス	0.07		0.06	
25	iShares Core US Aggregate Bond ETF	米国債券	iShares	ETF	2003/9/22	82,483	インデックス	0.03		0.03	
26	Fidelity® Contrafund®	米国大型クロス株	Fidelity Investments	セミバドリング	1967/5/17	82,362	アクティブ	0.54		0.30	
27	Vanguard Target Retirement 2030 Fund	Target Date	Vanguard	アンバドリング	2006/6/7	76,004	アクティブ	0.00		0.00	
28	American Funds Income Fund of Amer A	米国債券	American Funds	バドリング	1973/11/30	75,824	アクティブ	0.56	5.75	0.25	0.25
29	Vanguard Target Retirement 2035 Fund	Target Date	Vanguard	アンバドリング	2003/10/27	74,833	アクティブ	0.00		0.00	
30	Vanguard Target Retirement 2025 Fund	Target Date	Vanguard	アンバドリング	2003/10/27	71,647	アクティブ	0.00		0.00	
31	American Funds Washington Mutual A	米国大型フレンド株	American Funds	バドリング	1952/7/31	70,800	アクティブ	0.57	5.75	0.34	0.24
32	Vanguard Growth ETF	米国大型クロス株	Vanguard	ETF	2004/1/26	68,198	インデックス	0.04		0.04	
33	Vanguard FTSE Emerging Markets ETF	グローバル・エマージング株	Vanguard	ETF	2005/3/4	68,120	インデックス	0.08		0.05	
34	Strategic Advisers® Fidelity US TtlStk	米国大型フレンド株	Fidelity Investments	アンバドリング	2018/3/20	67,879	アクティブ	0.13		1.00	
35	Dodge & Cox Stock I	米国大型バリュー株	Dodge & Cox	セミバドリング	1965/1/4	67,386	アクティブ	0.51		0.40	
36	Vanguard Total Stock Market Idx I	米国大型フレンド株	Vanguard	アンバドリング	1997/7/7	66,751	インデックス	0.03		0.03	
37	Vanguard Dividend Appreciation ETF	米国大型フレンド株	Vanguard	ETF	2006/4/21	65,375	インデックス	0.06		0.05	
38	American Funds Europacific Growth R6	グローバル大型株	American Funds	セミバドリング	2009/5/1	65,347	アクティブ	0.46		0.69	
39	PIMCO Income Instl	米国債券	PIMCO	セミバドリング	2007/3/30	65,306	アクティブ	0.50		0.25	
40	Vanguard Total Intl Stock Index Admiral	グローバル大型株	Vanguard	アンバドリング	2010/11/29	65,209	インデックス	0.11		0.10	
41	American Funds Invmt Co of Amer A	米国大型フレンド株	American Funds	バドリング	1934/1/2	65,057	アクティブ	0.57	5.75	0.39	0.24
42	iShares Core S&P Small-Cap ETF	米国小型株	iShares	ETF	2000/5/22	64,907	インデックス	0.06		0.06	
43	Vanguard Target Retirement 2040 Fund	Target Date	Vanguard	アンバドリング	2006/6/7	64,733	アクティブ	0.00		0.00	
44	Fidelity® Total Market Index	米国大型フレンド株	Fidelity Investments	セミバドリング	2011/9/8	63,923	インデックス	0.01		0.02	
45	iShares Core S&P Mid-Cap ETF	米国中型株	iShares	ETF	2000/5/22	63,572	インデックス	0.05		0.05	
46	iShares Core MSCI Emerging Markets ETF	グローバル・エマージング株	iShares	ETF	2012/10/18	63,285	インデックス	0.10		0.75	
47	Vanguard Interim-Term Tx-Ex Adm	米地方債	Vanguard	アンバドリング	2001/2/12	63,209	アクティブ	0.09		0.08	
48	Schwab® S&P 500 Index	米国大型フレンド株	Schwab Funds	セミバドリング	1997/5/19	60,797	インデックス	0.02		0.02	
49	American Funds Capital Income Bldr A	米国債券	American Funds	バドリング	1987/7/30	60,715	アクティブ	0.59	5.75	0.24	0.25
50	Vanguard Target Retirement 2045 Fund	Target Date	Vanguard	アンバドリング	2003/10/27	60,449	アクティブ	0.00		0.00	
	27404本 *純資産は合計、他				2010/3/17	25,027,090		0.88	4.67	0.55	0.38
	最新もしくは最大(プランク除く)				2023/7/31	488,093		6.52	8.50		1.00
	最古もしくは最小(プランク除く)				1924/7/15	5		-0.71	0.40		0.00

(出所: Morningstar Directより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

## ●資産運用業 変革への道のり～欧州では誘因報酬として話題！～

**米国のレベニュー・シェアリング/revenue sharing は欧州では誘因報酬/inducements/retrocessions(commissions paid to intermediaries)と言われる事が多い** (英国で誘引報酬を禁じられている IFA から RFA にシフトしている事やプラットフォーム・フィー等を顧客に課している事などは 2023 年 7 月 10 日付日本版 ISA の道

その 383「新 NISA で投信ビジネス変化、資産運用改革が起こる!?～英国の資産運用業(～)～ [https://www.am.mof.go.jp/text/oshirase/230710\\_3.pdf](https://www.am.mof.go.jp/text/oshirase/230710_3.pdf)、EU でアドバイスが提供されない”誘因報酬を禁止するもの”の厳しい保護条項と透明性のある勧誘については承認される案が出ている事などは 2023 年 6 月 5 日付日本版 ISA の道 その 381「資産運用業高度化プロレスレポート EU バージョン、欧州の資産運用業抜本的改革(貯蓄から投資へ)?」～ [https://www.am.mof.go.jp/text/oshirase/230605\\_3.pdf](https://www.am.mof.go.jp/text/oshirase/230605_3.pdf) )。

EU/European Union/欧州連合(2020 年 1 月 31 日に英国が離脱して 27 か国)の MiFIDII(ミフィッド・ツー)/第二次金融商品市場指令/Markets in Financial Instruments Directive の第 24 条第 7 項(b)/Article 24(7)(b)では、**2018 年 1 月 3 日から販売会社・アドバイザー等が独立アドバイスとして顧客にアドバイスをする場合は誘因報酬が禁止されているものの、そうでなければ(誘因報酬が顧客サービスの質の向上につながり、誠実・公正・専門的に行動、明確に開示する事が条件となるが)誘因報酬は禁止されていない** (2016 年 7 月 19 日付

日本版 ISA の道 その 149「キーワードはインベストメント・チューン!～米国労働省(DOL)フィデューシャリー・ルール案、英国ケイレビュー、欧州 MiFIDII」～ <https://www.am.mof.go.jp/text/oshirase/160719.pdf> )。

## **誘因報酬** /inducements/retrocessions (commissions paid to intermediaries)

そこで EC は誘因報酬の完全禁止/full ban on inducements/ban all retrocessions(the controversial commissions paid to intermediaries)を検討したが、ドイツやオーストリアの財務大臣などが EC に異議申立書を送るなどして、2023 年 5 月 24 日に EC/European Commission/欧州委員会(27 か国の EU 政策執行機関)の発表した「個人投資総合対策/リテール・インベストメント・パッケージ/Retail Investment Package では、“取引のみ、つまり、アドバイスが提供されない”誘因報酬/inducements を禁止するが、より厳しい保護条項と透明性のある勧誘について誘因報酬は承認される」とした(2023 年 6 月 5 日付日本版 ISA の道 その 381「資産運用業高度化プロレスレポート EU バージョン、欧州の資産運用業抜本的改革(貯蓄から投資へ)?」～ [https://www.am.mof.go.jp/text/oshirase/230605\\_3.pdf](https://www.am.mof.go.jp/text/oshirase/230605_3.pdf) )。 「**欧州の銀行は誘因報酬禁止/ban on retrocessions/ban on commissions に大反対であるが、運用会社/investment fund organisations も誘因報酬禁止に反対している。顧客はクリーン・シェア・クラスの外/outside of the clean share class で払う事となり、ファンドの総コスト/total cost of ownership for a fund は誘因報酬禁止国を含めて高くなっているからだ。**」(強調下線は当コラム筆者、2023 年 7 月 20 日付 FundEuro「Editorial: Scrapping commissions」～ <https://www.funds-europe.com/insights/editorial-scrapping-commission> )とされている。

2023 年 8 月 14 日付 FundEuro でもドイツの投資信託協会である投資ファンド協会/German Investment Funds Association/BVI が EU の「個人投資総合対策における誘因報酬禁止/EU inducement ban 案について」**「個人投資家のリターンを向上させない可能性がある。英国とオランダ/UK and the Netherlands で実施された誘引報酬禁止はリターンに影響を与えなかった。削減されない可能性のある流通コストがあり、アドバイザー・ギャップ/advisory gaps が要因の可能性もある。誘引報酬禁止により英国とオランダの個人投資家は貯蓄を減少させ、一人当たり年 340 ユーロ/約 54000 円の減少となった。誘引報酬禁止が個人投資家の資本市場への参加を妨げており、これは EU が達成したい事と矛盾している。」**と言っていると報じている(強調下線は当コラム筆者、2023 年 8 月 14 日付 FundEuro

「EU inducement ban hinders retail investment - BVI」～ <https://www.funds-europe.com/news/eu-inducement-ban-hinders-retail-investment-bvi> )、アドバイス・ギャップ/advice gap は 2022 年 11 月 28 日付日本版 ISA の道 その 369「資産所得倍増プランの目玉は NISA 抜本的拡充(恒久 NISA)より中立的なアドバイザー!?～日米の CFP/サートファイアド ファイナンシャル プランナー比較、米国で注目されるフィーオンリー・アドバイザー/フィデューシャリー・アドバイザー」～ <https://www.am.mof.go.jp/text/oshirase/221128.pdf> )。

**英国/United Kingdom の RDR/Retail Distribution Review/個人向け金融商品販売制度改革では、2012 年 12 月 31 日から(プラットフォームは 2014 年 4 月 6 日から)販売会社・アドバイザー等が独立アドバイスかどうかにかかわらず誘因報酬は禁止されている** (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～世界の投信販売チャネルにおいて英国は独立系ファイナンシャル・アドバイザー/IFA がかなり多

い。だが最近ではコミッションを徴収する限定 FA/RFA が拡大中。日米金融当局が参考にする英国の IFA や金融規制」～ <https://www.am.mof.go.jp/text/oshirase/190729.pdf> )。 **オランダ/Netherlands のバン・オン・**

**インデュースメント/ban on inducements for investment firms では、2014 年 1 月 1 日から(実際はそれ以前に任意でほぼ実施、個人向け保険は 2013 年 1 月 1 日から)販売会社・アドバイザー等が独立アドバイスかどうかにかかわらず誘因報酬は禁止されている** (2017 年 6 月 19 日付日本版 ISA の道 その 186「クリーン・シェア投信は既に世界で拡大中!～米国フィデューシャリー・デューティー/受託者責任ルール向け投信のクリーン・シェア投信、米国に先行する英国や

オランダ、インド等のクリーン・シェア投信を見る」～ <https://www.am.mof.go.jp/text/oshirase/170619.pdf> )。

## ●レベニュー・シェアリングに関して参考となる情報

**日本が米国の様に早くなりたいのであれば、バンドリング(レガシー・シェア)の純資産を維持しつつ、ノーロードかつ投信会社等からの信託報酬・販売会社分有りのセミバンドリング(日本にはデータが無いがレベニュー・シェアリング有り)の純資産を押し上げていく事が検討されるべきであろう**(2020年2月17日付日本版ISAの道 その297「日米投信のアンバンドリング、セミバンドリング、バンドリング～日米ネット証券手数料無料化の代替収益源で

ある投信会社等からの信託報酬・販売会社分有りレベニュー・シェアリング、ラップ口座/SMAや保険・年金へのシフト～」[https://www.am.mof.go.jp/text/obhtrac\\_200217.pdf](https://www.am.mof.go.jp/text/obhtrac_200217.pdf))。 **アンバンドリングは今後あるべき形である可能性は高いが、米国でも徐々に起きてきている事で、アドバイス・ギャップ、ファイナンシャル・インクルージョン/金融包摂、Jカーブの問題もある**(2022年11月28日付日本版ISAの道 その369「資産所得倍増プランの目玉はNISA 抜本的拡充(恒久 NISA)より中立的なアドバイザー!?～日米のCFP/サートファイアードファイナンシャル プランナー比較、米国で注目されるフイーオンリー・アドバイザー/フィデューシャリー・アドバイザー～」[https://www.am.mof.go.jp/text/obhtrac\\_221128.pdf](https://www.am.mof.go.jp/text/obhtrac_221128.pdf))。 **ただし、レベニュー・シェアリングによる資産運用拡大は、12b-1 手数料(後述※1)と同様(と共に)、米国や英国など欧州(オーストラリアや中国など)の歴史や現況を十分把握して進める必要がある。その意味で、米国や英国など欧州(オーストラリアや中国など)の資産運用ビジネスに詳しいモーニングスター等などにいると思われる資産運用の専門家の意見を参考にして検討して欲しい。**

最後に、既に当コラムで紹介してきたものも含め、レベニュー・シェアリング(や12b-1 手数料)に参考となる情報、資産運用専門家などの意見や著書を複数、引用、紹介する。

### 1. バンガードは利益相反を理由にレベニュー・シェアを他社に払わず、自社プロダクトだけを推奨・取り扱い

2018年2月17日付 Barron's「The Latest Casualty in the ETF Fee War—Objective Advice」(強調下線は当コラム筆者、

<https://www.barrons.com/articles/the-latest-casualty-in-the-etf-fee-war-objective-advice-131840541>、2018年5月7日付日本版ISAの道 その221「米国SECルール案により、投信のフィーやコスト、レベニュー・シェアはどうなる? クリーン・シェアはDOLルールと運命を共にするのか?」[https://www.am.mof.go.jp/text/obhtrac\\_180507.pdf](https://www.am.mof.go.jp/text/obhtrac_180507.pdf))。2020年10月にチャールズ・シュワブはTD アメリトレードを買収した。

メリリンチやモルガン・スタンレーなど従来のフルサービス型の証券会社(ワイヤハウス/4大証券会社)では、高コストのファンドを好んで販売してきた。対して、TD アメリトレードやチャールズ・シュワブなどのディスカウント・ブローカーはファンドの推奨に関して中立的な立場と主張してきた。



しかし、こうした中立的な姿勢は今や完全に失われている。かつて、『ノー・トランザクション・フィー/no-transaction fee/NTF』と言われるETFのプログラムでは、モーニングスターなど独立系調査・データプロバイダーが選別したETFで構成される場合が多かった。しかし、**現在はディスカウント・ブローカーもレベニュー・シェアの形で料金を支払った投信会社のプロダクトを選定する様になっている。**

直近の例として、TD アメリトレードは昨年秋に、自社プラットフォームから、バンガードの全ETFと、ブラックロックのiシェアーズ・シリーズの多くのETFを排除し、代わりに、ステート・ストリートやウイズダムツリーなどの投信会社のETFを選定した。TD アメリトレードは、バンガード、ブラックロック、ステート・ストリートの3大プロバイダーによるETFを無制限に取引手数料無料で提供する最後の証券会社だった。**バンガードとブラックロックの商品が選ばれなかったのは、レベニュー・シェアを拒否した為だ。**

**バンガードは「レベニュー・シェアを通じてプラットフォームで自社プロダクトを販売する事に関し、利益相反を理由に、受益者(バンガードの場合株主)を第一とする同社の中核理念に反する」と述べている。だが、ステート・ストリートやチャールズ・シュワブがよりコストの低い選択肢を提供する中で、バンガードの社内アドバイザーがバンガードのプロダクトだけを顧客に推奨している事、バンガードがプラットフォームでバンガードのプロダクトだけを扱っている事は説明がつかない。バンガードが最もクローズドなシステムを採用している一方、最もオープンなシステムをとっているのは、TD アメリトレードとステート・ストリートである。**

## 2. バンガードは利益相反を理由にレベニュー・シェアを他社に払わず、自社プロダクトだけを推奨・取り扱い(続き)

2017年5月4日付 Reuters「Morgan Stanley drops Vanguard mutual funds」(<https://www.reuters.com/article/us-morgan-stanley-walth-vanguard/morgan-stanley-drops-vanguard-mutual-funds-idUSKBN180011>)

および2017年5月4日付 InvestmentNews「Morgan Stanley drops Vanguard mutual funds from platform」(強調下線は当コラム筆者、<http://www.investmentnews.com/article/20170504/FREE/170509956/morgan-stanley-drops-vanguard-mutual-funds-from-platform>)、2020年2月17日付日本版ISAの道その297「日米投信のアンバンドリング(クリーン・シェア)、セミバンドリング、バンドリング(レガシー・シェア)~日米ネット証券手数料無料化の代替収益源である投信会社等からの信託報酬・販売会社分やレベニュー・シェアリング、ラップ口座/SMA や保険・年金へのシフト~」(<https://www.am.mufc.jp/text/ohhrase/200217.pdf>)

**モルガン・スタンレー/Morgan Stanley がバンガード・グループ/Vanguard Group のミューチュアルファンド/mutual funds をモルガン・スタンレーのアドバイザーには新規販売させない(既販売分の換金の強制はしない)事とした。**



モルガン・スタンレーは「不人気もしくはアンダーパフォーマンスを削減する。リサーチ・カバレッジやデューデリジエンス/research coverage and due diligence を増やすフィデューシャリー・デューティー対応。」と言った。

**米国の運用会社はモルガン・スタンレーなど販売会社に対しレベニュー・シェアリング/revenue sharing(プラットフォームの棚貸し/shelf space on platforms や販売データ/sales data の料金の場合もあり)を各々年 25 万ドルから年 85 万ドルほど払っているが、これをバンガードは払ってこなかった事がある。**

**販売会社への支払いをしない事がバンガードの低コストの一因でもあり、バンガードは公平ではなく、フィデューシャリー・デューティー的に問題があると言う。** TD アメリトレードも無料プラットフォームからバンガードを外すと発表している。

## 3. バンガードはプラットフォーム業でサービスをせず、レベニュー・シェアを他の運用会社から得ている

2019年12月27日付 Barron's「Vanguard Led the Way for Decades. Now It's Playing Catch-Up.」(強調下線は当コラム筆者、<https://www.barrons.com/articles/vanguard-led-the-way-for-decades-how-long-can-it-stay-on-top-5137473828>)

、2020年2月17日付日本版ISAの道その297「日米投信のアンバンドリング(クリーン・シェア)、セミバンドリング、バンドリング(レガシー・シェア)~日米ネット証券手数料無料化の代替収益源である投信会社等からの信託報酬・販売会社分やレベニュー・シェアリング、ラップ口座/SMA や保険・年金へのシフト~」(<https://www.am.mufc.jp/text/ohhrase/200217.pdf>)

バンガードの支持者、とりわけ独立系ファイナンシャルアドバイザーは同社に不満を募らせている。アドバイザーは同社が技術的に遅れているとみる。ロックシン氏は「**バンガードは、商品販売を支援する以外にアドバイザーと協力する方法を知らない**」と語る。過去数年で、バンガードの顧客はウェブサイトのダウン、送金の障害、不正確なファンド価格といったトラブルを経験してきた。バックリーCEOは失敗を認めた上で、規模が大きいためニュースになりやすいと付け加えた。…(略)…



**投資家は、バンガードがサービスよりも成長を優先している**と不満を述べる。ある顧客は今年8月、ボーグルヘッド・フォーラムの書き込みで「バンガードはグーグルやフェイスブックの広告に多額の資金を費やしている。まずはその資金の一部を問題の修正に使用するべきだ」と主張した。…(略)…

インデックスファンドの経費率が下がり過ぎた結果、価格のみで競争するのは困難になっている。フィデリティは2018年に経費率ゼロのインデックスミューチュアルファンドを導入した。シュワブ、ステート・ストリート、iシェアーズは、バンガードの商品と同水準の経費率のETFを運用している。**経費率の差異はわずかで、ほとんどの投資家にとっては実質的に違いがない。バンガードのブローカー事業の顧客は、必要最低限の機能しかないサイトで耐え続けている。**同社は今や、顧客還元のあるデビットカードやクレジットカードも、他の銀行やブローカーで利用できる特典も提供していない。…(略)…。バンガードの大きな謎は財務状況だ。同社はアニュアルレポートを発行しておらず、収入、利益、税額、報酬制度が開示されていない。…(略)…。**バンガードは業界慣行のレベニュー・シェアリング/revenue sharing に参加しており、同社のプラットフォームでプロダクトを販売すると引き換えに、他の運用会社から運用資産額に基づく0.4%の手数料を得ている。**

#### 4. アメリプライズはレベニュー・シェアを理由にアメリカン・ファンズ(キャピタル・グループ)の投信販売を制限

2018年3月14日付 Morningstar「Revenue Share: The Fund Industry's Dinosaur.」(強調下線は当コラム筆者、<https://www.morningstar.com/funds/revenue-share>)

[https://www.ammf.jp/text/oshirase\\_180317.pdf](https://www.ammf.jp/text/oshirase_180317.pdf))。米  
国モーニングスター/Morningstar のベテラン・アナリストであるジョン・レクンターラー氏(現在 61~63 歳)の「レクンターラー・レポート/Rekenthaler Report」である。「レクンターラー・レポート」は米国モーニングスターで唯一著者の名前を冠したレポートである([バックナンバー: http://www.morningstar.com/articles/collection/7-rekenthaler-report.aspx](http://www.morningstar.com/articles/collection/7-rekenthaler-report.aspx))。

2018年3月9日に『**アメリプライズがアメリカン・ファンズ(キャピタル・グループ)の投信販売を制限**』と言う報道がされた。これは妙である。アメリカン・ファンズは低パフォーマンスではないからだ。アメリプライズは『アメリプライズは同社の顧客が幅広く良質の投資ポートフォリオを組み立てる事が出来る様にしている』と言うが、アメリカン・ファンズはそれに当てはまらなかったのか?



その理由は**アメリプライズとキャピタル・グループとの間のレベニュー・シェアリング・アグリーメント**である。運用会社が自社投信をアメリプライズのプラットフォームに置いて販売してもらうには、フル・パートナー契約の場合、アメリプライズに資産の年 20 ベーシスポイント(最大)と売上の年 20 ベーシスポイント(最大)を支払う必要がある。フル・パートナーとされない契約もあり、それは資産の年 10 ベーシスポイント(最大)の支払いとなる。

アメリプライズでなくとも、プラットフォームやアドバイザー、もしくはその両方を使って投信を販売する会社は運用会社によるこうした支払いを期待している。そして、運用会社はその支払いについては顧客に過大請求する事となる。

一般的に、顧客はコミッションや口座手数料などを避けがちだが、舞台裏で静かに徴収されているアセット・ベースの取り決めには鈍感である。だから、ファイナンシャル・アドバイザーはロード・ファンドからアセットベース・フィーに向かい、運用会社はレベニュー・シェアを使う事となる。アメリプライズだけではなく、**TD アメリトレッドも既にコミッション・フリーのプラットフォームから数ダースの ETF を削除している。同様、シュワブの OneSource プログラムではバンガードを見た事がない。**

**レベニュー・シェアリング・アレンジメントは一般の口座だけではなく、401k 業界にも存在する。401k においても従業員はコミッションや運営管理手数料を嫌う。そこで 401k プランのプロバイダーは頻繁にレベニュー・シェアリングを混ぜてくる。こうしてコミッション・フリーや運営管理手数料引き下げを実現する。これもまたレベニュー・シェアリングであり、その後、信託報酬/management fees で徴収する事となる。これと同じ事が 529 プラン/教育資金積立制度の大学教育資金貯蓄(カレッジ・セービング・プラン)型にもある。**

…(略)…

いずれ投信も、現在の株式の様になろう。株式が全ての証券会社で取引されている様に、投信も全ての証券会社で販売される様になろう。株式の取引手数料が株式発行企業ではなく顧客から証券会社に支払われている様に、投信の手数料も運用会社ではなく顧客から証券会社に支払われていく様になろう。

レベニュー・シェアリングを理由に大手運用会社のアメリカン・ファンズ(キャピタル・グループ)の投信販売を制限したアメリプライズ・ファイナンシャル/Ameriprise Financial は大手独立ブローカー・ディーラー/Independent Broker-Dealers/IBD 2 位であるが、「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.investments.com/ameriprise-edward-jones-merrill-3rd-satisfaction-report-2021/>)**と言われるなど顧客評価は高い**(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~メリルリンチ 12-4-2 ルール(スーパーノヴァ・モデル)、アメリプライズのパーソナライズされたアドバイスの価値、フィデリティ・シュワブ・バンガード・モーニングスター・エンベストネット・ラッセルの付加価値」~ [https://www.ammf.jp/text/oshirase\\_220131.pdf](https://www.ammf.jp/text/oshirase_220131.pdf))。

## 5. チャールズ・シュワブやフィデリティは 12b-1 手数料やレベニュー・シェアで手数料を無料とし巨大化してきた

2018 年 5 月 28 日付日本版 ISA の道 その 223「米国の DOL フィデューシャリー・ルールと SEC ルールで証券会社の株(利益)は? 雇用は?~近い将来の日本が見えるかもしれない米国の証券会社株価と米国(DOL)の雇用統計~」  
(<http://www.amufic.jp/text/ohiraec/180528.pdf>) の 14 ページの「※6: チャールズ・シュワブと TD アメリトレード」。

チャールズ R・シュワブ/Charles R. Schwab 現会長(1937 年 7 月 29 日生まれの 86 歳)が 1971 年に設立した会社だ(1971 年は First Commander、1974 年に現社名)。ブローカレッジと投資情報の提供をしていたが、1975 年 5 月 1 日(\*ウォール街の「メーデー」)に SEC/米証券取引委員会が固定のブローカレッジ・コミッションを自由化、1977 年からディスカウント・ブローカーとなり、ディスカウント・ブローカー最大手となった  
(<http://charleschwab.com/about/history>)。1982 年に Eトレード/E\*Trade(1982 年は TradePlus、1991 年に現社名)、1983 年にアメリトレード・クリアリング/Ameritrade Clearing(現 TD アメリトレード/TD Ameritrade)などに追随され、投資情報を付加価値とした事で 1984 年までビジネスは拡大し続けた。



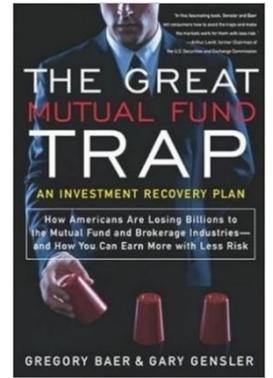
その後、1984 年から大きく拡大するミューチュアルファンドに注目、1984 年に既に「ミューチュアルファンド・マーケットプレイス/Mutual Fund Marketplace」を始めた。250 本のミューチュアルファンドを電話等でスイッチする事が出来て、報告書もまとめてくれるものである(500 万ドル以上)。1992 年になると、「ミューチュアルファンド・ワンソース/Mutual Fund OneSource」を始めた。これは販売・解約手数料無しで 200 本以上のミューチュアルファンドを取引出来る様にしたものである。チャールズ・シュワブは投信会社から 12b-1 手数料(日本の投信にある信託報酬・代行手数料に近い)もしくはレベニュー・シェアリング/Revenue Sharing 等をもろう事となる。

加えてチャールズ・シュワブはミューチュアルファンドを販売しているアドバイザーにも注目した。チャールズ・シュワブは投資家スタイル/Investors Style を独立型/Independents 型(意思決定を自ら行い、アドバイスは不要)、認証型/Validators(継続的なアドバイス必要)、一任型 Delegates(アドバイス不要)に分け、ディスカウント・ブローカーとしての主要顧客は独立型だが、これが全体の 2 割程度に過ぎず、認証型が拡大していた事を知ったのである(Charles R.Schwab 著「Charles Schwab's New Guide to Financial Independence」~2004 年 6 月 22 日改定版~より)。これを受け、1987 年に登録投資アドバイザー/RIA カストディアンであるシュワブ・インスティテューショナル/Schwab Institutional を始めた。アドバイザーに代わり、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。これが大きく拡大し、現在では RIA カストディアン最大手となっている(2016 年末の RIA 法人数で 7100 社)。2000 年にはプライベート・バンクの US トラスト/US Trust も買収、一任型にも力を入れている。

2018 年 3 月 29 日に米国の J.D.パワー/J.D. Power が「2018 年 J.D.パワー米国投資フルサービス顧客満足度調査」(<http://www.jdpower.com/press-releases/2018-03-29-full-service-investor-satisfaction-study>)を発表したが、チャールズ・シュワブが最高 1000 ポイントで 867 ポイント(平均 839)となり 3 年連続 1 位となった。それより先の 2018 年 3 月 20 日に米国のテムキン・グループ/Temkin Group が「2017 年テムキン・カスタマー・サービス・レーティング」を発表していた(<http://temkingroup.com/temkin-ratings/temkin-customer-service-ratings-2017>)。ここでは アメリプライズ・ファイナンシャル/Ameriprise Financial が 1 位(全産業 10 位)で、チャールズ・シュワブが 2 位(全産業 18 位)だった。ちなみにバンガード/Vanguard が 3 位(全産業 33 位)、モルガン・スタンレー・スミスバーニー/Morgan Stanley Smith Barney が 4 位(全産業 57 位)、エドワーズ・ジョーンズ/Edward Jones が Investments が 5 位(全産業 67 位)となっている。チャールズ・シュワブの素晴らしさがよくわかるが、ただ、2018 年 1 月 16 日付ブルームバーグには「隠された数字: ディスカウント・ブローカーはフィーについてはウォール街の様に行動する」と言う見出しで次の通り出ていた。「ディスカウント・ブローカーのビッグスリー(フィデリティ・インベストメンツ、チャールズシュワブ、TD アメリトレード)には、客を高いフィーの商品に向かわせて利益を得るアドバイザーがいる。WSJ は『例えば、フィデリティのアドバイザーは、預り残高の年 0.04%のフィーをもらっているが、客の預り資産のほとんどを多様なタイプのミューチュアルファンドと ETF に投資し、年 0.10%を受け取っている。何十年もの間、ディスカウント・ブローカーはウォール街の大きな利益相反の代替として拡大してきて、『投資家のチャンピオン』、『顧客ファースト』、『最善の利益』と言っているのにもかかわらず。』」(<http://www.bloomberg.com/gadfly/articles/2018-01-16/discount-brokers-act-like-wall-street-on-fee-conflict>)である。今後のさらなる進化に期待したいものである。

## 6. ゲンスラーSEC 委員長は「ミューチュアルファンド改革」の為に 12b-1 手数料廃止を提案した事がある

SEC/証券取引委員会のゲイリー・ゲンスラー/Gary Gensler 委員長は、ポール・サーベンス上院銀行委員会委員長のシニア・アドバイザーだった 2004 年 2 月 25 日において既に米上院で「ミューチュアルファンド改革/Mutual Fund Reform」について証言している。そこでゲンスラー現 SEC 委員長は、「12b-1 手数料/12b-1 fees を持つファンドは 12b-1 手数料を持たないファンドに比べ経費率が高くパフォーマンスが低い事を示している。12b-1 手数料の廃止を真剣に検討する時期が来た。」と言っていた <https://www.banking.senate.gov/imo/media/doc/ACF.pdf>。この時の証言でゲンスラー委員長は著書「巨大なミューチュアルファンドの罠: 投資回復計画/The Great Mutual Fund Trap: An Investment Recovery Plan(2002 年 9 月 24 日発行、<https://www.amazon.co.jp/Great-Mutual-Fund-Trap-Investment/dp/0767910729>)」を引用している。この著書は当時国際法律事務所ウィルマー・ヘイル/WilmerHale パートナーだったグレゴリー・ベア/Gregory Baer 氏との共著である(グレゴリー・ベア氏はその後、バンク・オブ・アメリカ/Bank of America や JP モルガンの法務部も務め、現在は米国などの主要行をメンバーとして、ジェ



ームズ・ダイモン/Jamie Dimon JP モルガン CEO が理事長である銀行政策研究所/Bank Policy Institute/BPI の所長兼 CEO( <https://bpi.com/> ) とジョージタウン大学ロー・スクール/Georgetown University Law Center 非常勤教授)。

2004 年 2 月 25 日のゲンスラーSEC 委員長証言について、モーニングスター/Morningstar の政策リサーチ・ヘッドであるアロン・ザピロ/Aron Szapiro 氏は 2022 年 8 月 24 日付 Barron's で「12b-1 手数料を廃止すれば事態は悪化するだろう。12b-1 手数料はレベニュー・シェアリング/revenue sharing に存在しない透明性を持つ。運用会社は個々のファンドの経費率から直接でなく、運用会社の利益から販売会社にレベニュー・シェアリングとして支払う事がよくあるが、レベニュー・シェアリングは標準化された開示が無い為、不透明な支払いの含まれる場合がある。例えば、2020 年にモルガン・スタンレー/Morgan Stanley は各ファンド・ファミリーの具体的な数字を公表していない。(\*) 12b-1 手数料が無く、レベニュー・シェアリングのあるファンドをセミバンドルと呼ぶが、セミバンドル型ファンドの資産は 2018 年 1 月の 10.1 兆ドルから 2022 年 6 月には 12.6 兆ドルに増加、12b-1 手数料のバンドルされたファンドの資産は 3.6 兆ドルから 3.2 兆ドルに減少した。昔のモグラたたきゲーム/Whac-A-Mole game と同じで、SEC が好ましくない手数料/unsavory fee に規制の鉄槌を下す度に、新しい手数料が生まれる/SEC brings the mallet of regulation down on an unsavory fee, a new one pops up someplace else。」(強調下線は当コラム筆者、2022 年 8 月 24 日付 Barron's「The SEC Sets Its

Sights on Mutual Fund Fees」<https://www.barrons.com/articles/the-sec-sets-its-sights-on-mutual-fund-fees-5165131500>) と言っている。( \*モルガン・スタンレーはレベニュー・シェアリングの開示を相対的にはしている方である。 8 頁参照。)

## 7. 販売手数料 2.5%と代行手数料 0.25%の T シェアは手数料が低く、レベニュー・シェアも無く消えた

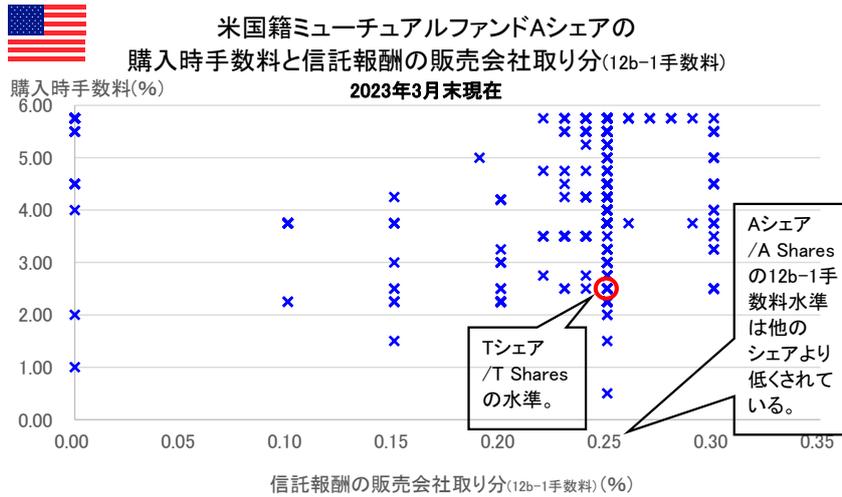
最後になるが、2023 年 7 月 26 日付日本経済新聞「代行報酬 低い水準で一律に」(強調下線は当コラム筆者、<https://www.nikkei.com/article/DGXZQ9H3D96430Q3A729C2000000>) の引用である。

英国では 2013 年にキックバック手数料が完全に撤廃され、アドバイザーにひもづくフィーに変わった。アドバイザーの収益は、構成比を手数料 8 割からアドバイス 8 割に変えながら 2 倍になった。アドバイスを受ける顧客数は 16 年の 221 万人から 21 年には 321 万人へと急増した。



英国同様に代行報酬を撤廃すべきだとの見方もあるが、低い一律水準で代行報酬を残せば、英国で課題となった少額の投資家がアドバイスを受けられない『アドバイス・ギャップ』の解消にも寄与する。超高齢社会では、代行報酬の一律化とアドバイスにひもづくフィーの組み合わせがあるべき姿ではないだろうか。

「英国では 2013 年にキックバック手数料が完全に撤廃され、アドバイスにひもづくフィーに変わった。…」については前述の「資産運用業 変革への道のり～欧州では誘因報酬として話題！～」および 2022 年 12 月 26 日付日本版 ISA の道 その 371「抜本改革される NISA と個人への投資アドバイス体制！ つみたて NISA や iDeCo に絞った「顧客の立場に立ったアドバイザー/アドバイス」とは～英国では ISA に絞った『シンプルファイ・アドバイス(≒ストリームライン・アドバイス)!!!～」([https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_221226\\_2.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_221226_2.pdf)) が参考となる。



(出所: Morningstar Directより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

「低い一律水準で代行報酬」については、**2016年4月6日に米労働省/the Department of Labor/DOLが最終版を公表した米国 DOL/U.S. Department of Labor/労働省フィデューシャリー・デューティー・ルール(以下、DOLルール)で生まれた米国ミューチュアルファンド/mutual fundsの米国のTシェア/T Shares(T…transaction)が参考になる**(2016年4月

18 付日本版 ISA の道 その 138「米国の退職口座(IRA・401k 等 DC)の投資アドバイスが大きく変わる! ロボアドバイザーはビジネスチャンスと見なしデータアグリゲーションで開き込みへ!」~ <https://www.ammf.jp/text/oshirase/160418.pdf> )o

**Tシェアはレベル・フィー・フィデューシャリーつまりプロダクツ間で同じ水準の報酬(レベルフィー/level-fee)とすべく販売手数料を 2.5%(大口割引あり)、12b-1 手数料(後述※1)を年 0.25%で統一するものだ(レベニュー・シェア無し)。**これで私的訴訟/集団代表訴訟権利条項も無くなり開示も大量ではなくなる(当コラム筆者寄稿の 2017 年 2 月号月刊「投資信託事情」~1958 年創刊の国内で最も長い歴史を持つ投資信託専門誌~

<Strategic Vistas>「米共和党へのレジーム・チェンジは投信にとってもゲーム・チェンジ? ETF・パッシブ、T シェア…」~ <https://www.ammf.jp/text/oshirase/170229.pdf> 、2017 年 6 月 5 日付日本版 ISA の道 その 184「米労働省フィデューシャリー・デューティー/受託者責任ルール(DOL ルール)が実施へ! 今後の展開は?DOL ルール向け投信のクリーン・シェアと T シェア!」~ <https://www.ammf.jp/text/oshirase/170605.pdf> )o

当時、米労働省は「**長期のソリューションとして、多くの会社はクリーン・シェアを使う事で顧客の利益相反を軽減する手段とするかもしれない。…(略)…。代わりに、T シェアを用意、顧客の利益相反を軽減する手段とするだろう。**」(2017 年 5 月 22 日付 U.S. Department of Labor「New fiduciary rule guidance from US Labor Department」~ <https://www.dol.gov/pressroom/releases/cha/cha017052> )、**米国モーニングスターは「新たに 3800 本ものミューチュアルファンドが誕生しそう**である。A シェア(クラス)のコンパニオン/仲間である T シェア(クラス)である。…(略)…。既存の A シェア(クラス)の類では投信会社によってコストが違う。同じファンド分類の中でも違う場合がある。これは投資家にわかりにくい。そこで投信業界は T シェア(クラス)を設定し、販売手数料 2.5%で 12b-1 手数料年 0.25%と決めたのである。投信会社からブローカー(販売会社)へのリベート/キックバックも禁止される。**T シェア(クラス)の販売手数料は A シェア(クラス)の半分近くになる為、劇的な変化となる。**」(強調下線は当コラム筆者、2017 年 1 月 6 日付 Morningstar「Lower-Cost T Shares

Coming to a Fund Near You!」~ <https://www.morningstar.com/funds/lower-cost-t-shares-coming-fund-near-you> )と saying していた(2018 年 6 月 4 日付日本版 ISA の道 その 224「投信手数料の日米比較」~ <https://www.ammf.jp/text/oshirase/180604.pdf> )o

しかし T シェアはほとんど設定されず消える。**DOL ルールは 2017 年 6 月 9 日から基本条項が実施されていたものの、2018 年 1 月 1 日からの(MIFID IIとは異なる)完全実施が流れた為**である。2018 年 3 月 15 日に高裁が DOL ルールの無効を決定、同年 6 月 13 日までに DOL の最高裁上訴が無かったので無効確定となった(2018 年 9 月 25 日付日本版 ISA の道 その 238「SEC ルール最新動向」~ <https://www.ammf.jp/text/oshirase/180925.pdf> )。 「T シェア(クラス)の販売手数料は A シェア(クラス)の半分近くになる為、劇的な変化となる。」と言った通り、**T シェアの購入時手数料 2.5%は米国では明らかに低い**のである(購入時手数料 2.5%は日本では高い…2023 年 4 月 17 日付日本版 ISA の道

その 378「世界のファンド手数料~新 NISA を前にインデックスファンドの低コスト競争再燃! 日本で投信調査を本格化するモーニングスター」~ <https://www.ammf.jp/text/oshirase/230417.pdf> 、2023 年 5 月 8 日付日本版 ISA の道 その 379「首相の資産運用業抜本的改革と金融庁の資産運用業高度化プロセスレポート」~ <https://www.ammf.jp/text/oshirase/230508.pdf> )。 **12b-1 手数料の年 0.25%も同様低い**(後述※1)。米国で(仮に英国など欧州で考えられても)T シェアの収益性は低く、かなり大口の投資家で無い限り、拡大する可能性は低かったと言える。

※1: 12b-1 手数料…

**米国の 12b-1 手数料/12b-1 fees は現在上限年 1% (=distribution expenses 0.75%+shareholder servicing fees 0.25%)で、0.25%以下で購入時手数料/Front-end Load 等の販売手数料が無ければ「ノーロード・ファンド/no-load fund」と言える**(後述※1、2023 年 4 月 17 日付日本版 ISA の道 その 378「世界のファンド手数料～新 NISA を前にインデックスファンドの低コスト競争再燃!～」～ [https://www.am.mufg.jp/text/ohiraas-230417\\_3a.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/ohiraas-230417_3a.pdf))。 **12b-1 手数料の上限年 1%では足りない販売会社は上限 7.25%の購入時手数料等を使う**(12b-1 手数料が無ければ購入時手数料は 8.5%まで可～後述

※1、2023 年 5 月 8 日付日本版 ISA の道 その 379「首相の資産運用業抜本的改革と金融庁の資産運用業高度化プロセスレポート～アドバイス、手数料、非上場株、インデックスプロバイダー、公版ネットワーク、一者計算、DB(OCIO)、DC(デフォルト、教育)～」～ [https://www.am.mufg.jp/text/ohiraas-230508\\_3.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/ohiraas-230508_3.pdf))。 **なお、例えば、購入時手数料がロード・ファンドで最も多い 5.75%の場合、これは手数料込み基準価額/offering price に乗じる率であり、純投資額に対する率は 6.1%となる**(2018 年 6 月 4 日付日本版 ISA の道 その 224 「投資手数料の日本比較」～ <https://www.am.mufg.jp/text/ohiraas-190604.pdf>)。 **12b-1 手数料は 1980 年 10 月に SEC/証券取引委員会が上限年 1.25%で承認したが、1990 年に NASD/全米証券業協会が各種上限を提案、1992 年 7 月に SEC が上限年 1%で承認、1993 年 7 月に現在のルールが適用された。**

米国の投信手数料については、2002 年 12 月 26 日発行東洋経済新報社「投資信託ビジネスのすべて(全 586 ページ)」がとても参考となる。2000 年 11 月 27 日発行リー・グレミリオン/Lee Gremillion 著「A Purely American Invention: The U.S. Open-End Mutual Fund Industry(375 ページ)」(<http://www.amam.co.jp/Purely-American-Invention-Open-End-Industry/dp/997054541>)を野村アセットマネジメントの稲野和利取締役社長(当時、2002～2005 年に社長、2009 年から会長で 2009～2013 年は投資信託協会会長)が監訳したものである。下記に引用する「第 8 章 ファンドの販売形態: ブローカー・チャネル(p.235～p.268)」は野村アセット投資研究所 竹林靖雄社長(当時)および杉田浩治ジェネラル・マネージャー(当時)などが担当している(杉田浩治氏は野村証券投資信託委託企画部長・NY 駐在員事務所長などを経て 2014～2018 年に



投資信託協会主任研究員、現在、野村アセットマネジメント「世界 ETF 事情」を連載中～ <https://nextfunds.jp/writer/684/>、2023 年 2 月 22 日付日本証券

経済研究所証券レビュー「21 世紀のビジネス環境変化の中で投資信託はどうか変化したか(日米の動向を中心に)」～ [https://www.jer.or.jp/publication/review/pdf/6392\\_04.pdf](https://www.jer.or.jp/publication/review/pdf/6392_04.pdf))。野村アセット投資研究所は 1990 年に野村証券投資信託委託(2000 年に野村アセット・マネジメント投信)が設立した日本投資信託制度研究所後継(2000 年に野村アセット投信研究所)。2005 年に野村アセットマネジメント研究開発センター資産運用調査室となったが、日本の投信業界への貢献は非常に大きく、「投資信託ビジネスのすべて」は 20 年以上経過した今でもとても有用な情報である。

以下「第 8 章 ファンドの販売形態: ブローカー・チャネル(p.235～p.268)」の p.240～241(強調下線は当コラム筆者、<https://www.amam.co.jp/投資信託ビジネスのすべて-リー・グレミリオン/dp/448271162/>)の引用である。

ルール 12b-1 によると、販売費用の支払いにファンド資産を用いようとするいかなる計画も文章化されねばならず、また毎年ファンドの取締役会や受託者によって承認され更新されなければならない(さらに既存ファンドに新たに適用する場合には投資家の承認が必要である)。また取締役会か投資家のどちらか一方による投票によっていつでも中止させることができるものでなければならない、と定められている。



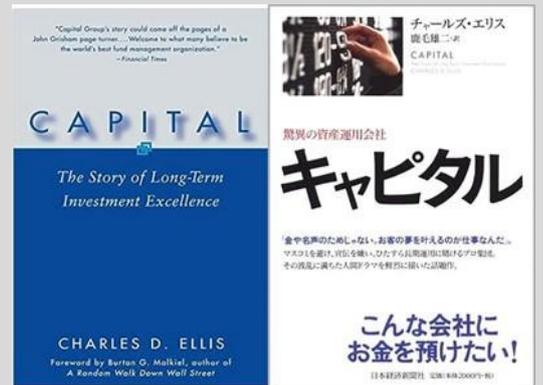
**ジョン・ボーグルが、バンガード社のためにファンドの広告宣伝やその他の販売活動に関わる費用をファンドの運用資産から支払うという特例を勝ち取ったのは、SEC がその他のすべてのファンドに同様の行為を認めるルール 12b-1 を適用する少し前のことであった。…(略)…。**

1980 年代、ロード型やノーロード型を含め多くのファンド、広告宣伝や販売促進に関わる費用を賄うために、ルール 12b-1 に基づく手数料(12b-1 手数料)としてファンド資産の 0.25 パーセント(25 ベーシスポイント)を毎年徴収するようになった。またほとんどのロード・ファンドは、ブローカーに対する新しい手数料支払い形態として、**トレイル・コミッション(Trail Commission)**と呼ばれる、時として毎年 125 ベーシスポイントにのぼる 12b-1 手数料を付け加えた。ファンド会社は、このトレイル・コミッションとして徴収した金額の全部または一部を定期的にブローカーへ支払うというスキームをつくることによって、投資家が自社ファンドを長期投資するようにブローカーの販売活動を鼓舞することができるようになった。

また**フロントエンド・ロードに代わる手数料として CDSC(Contingent Deferred Sales Charge)と呼ばれる 12b-1 手数料を設ける運用会社もあった。** この CDSC というスキームの下では、ブローカーは投資家にファンドを販売した時点で販売手数料を手にすることができるが、それを支払うのは投資家ではなくファンドのディストリビューターである点が従来と異なっていた。そしてディストリビューターは、ファンドの運用資産から 12b-1 手数料を徴収し、ブローカーへ支払った販売手数料に相当する額を何年かに分割して回収するのである。ブローカーへ支払った販売手数料の回収が完了する前に、**もし投資家がファンドを売却した場合には、ファンドの解約代金の中から解約手数料が差し引かれ、それがディストリビューターからブローカーへ支払われた販売手数料の未回収部分の弁済に充てられることになっていた。**

米国の投信手数料については、「**米国投資アドバイザーの最長老/dean of American investment advisors 氏**」(2018 年 7 月 18 日付米 CNBC ~ <https://www.cnbc.com/2018/07/18/investment-guru-charley-ellis-reveals-how-funds-fee-with-statistics.html>) の**チャールズ・エリス/Charles D.Ellis 氏**(1937 年 10 月 22 日生まれの 85 歳)の「**驚異の資産運用会社 キャピタル**」もとても参考になる(2018 年 6 月 4 日付日本版 ISA の道 その 224「投信手数料の日米比較~販売手数料は日本が単

純平均 2.79%・最多 3.00%で米国が単純平均 4.73%・最多 5.75%、エクスペンシオ(経費率)は純資産 100 億円未満では日米でほぼ同じ~<http://www.ammf.org/text/obitvase.180604.pdf>)。 **キャピタル・グループ/Capital Group** は 1931 年創設でミューチュアルファンドでは「**アメリカン・ファンズ/American Funds**」と言うファンド・ファミリー名で有名である。なお、チャールズ・エリス氏は「**敗者のゲーム/loser's game**」で有名だが、「**ニューパラダイム: 資産運用の進化/A New Paradigm: The Evolution of Investment Management**」も提唱している(2018 年 10 月 29 日付日本版 ISA の道 その 243「米国でアドバイザー・フィーが値下げへ! 残高手数料カリテイナー・フィーか? 顧客の話を開きリレーション向上!~ニューパラダイム・マネジャーの道~」~ <http://www.ammf.org/text/obitvase.181029.pdf>)。



以下、「**驚異の資産運用会社 キャピタル**」の引用である。

長期投資家を大事にする**キャピタルのいき方を踏襲するような制度が、1980 年に SEC(米証券取引委員会)によって導入された。12-(b)-1 プログラムという新しい手数料体系だった。**これで投信業界の基本コンセプトは一変することになる。というのも、この制度は投資家が投信を保有する限り、管理手数料を毎年、販売証券会社に支払うことを認めたものだったからだ。**以前は、販売証券に対する手数料は最初の販売手数料(ロード)に限られ、投資家に長期保有を勧めるようなインセンティブは働かなかった。** **いくなれば、投資家に次から次へとファンドを乗り換えさせれば、手数料がどんどん入る仕組みだった。** 割安株とか成長株とか、特定のスタイルが市場全体の動きに合わなければ成績不振に見え、投資家は見切りをつけ“一時的”に好調に見える他のファンドに乗り換えることになる。ところが、これは往々にして下がったところで売り、上がったものを買うという、最悪の結果につながるが多い。こうした乗り換えによる損失は、そうしなかった場合の長期平均リターンの三分の一にも達するのだ。



12b-1 手数料には批判も多いが、しっかり開示されている事、販売会社の回転売買を抑制する事、長期投資家を大事にする事については評価されるべきなのであろう。なお、2010 年 7 月 21 日に出された SEC のミューチュアルファンド販売手数料規制強化案は 12b-1 手数料の上限を 0.25%とする 12b-2 手数料/12b-2 fee にするものだった(<http://www.sec.gov/rules/proposed/2010/33-9125.pdf>)。 **ただ、当時から「10 万ドル以下の小口投資家はアクセスが減る。」**(2010 年 11 月 19 日付

ThinkAdvisor「12b-1 versus 12b-2」~ <https://www.thinkadvisor.com/2010/11/19/12b-1-versus-12b-2>)などと言われていた。「**12b-1 手数料を廃止すれば事態悪化するだろう。12b-1 手数料はレベニュー・シェアリングに存在しない透明性を持つ。運用会社は個々のファンドの経費率から直接でなく、運用会社の利益から販売会社にレベニュー・シェアリングとして支払う事がよくあるが、レベニュー・シェアリングは標準化された開示が無い為、不透明な支払いの含まれる場合がある。…(略)…昔のモグラたたきゲーム/Whac-A-Mole game と同じで、SEC が好ましくない手数料/unsavory fee に規制の鉄槌を下す度に、新しい手数料が生まれる/SEC brings the mallet of regulation down on an unsavory fee, a new one pops up someplace else.**」(強調下線は当コラム筆者、2022 年 8 月 24 日付 Barron's「The SEC Sets Its Sights on Mutual Fund Fees」~ <https://www.barrons.com/articles/the-sec-sets-its-sights-on-mutual-fund-fees>。516611549)とも言われていた。

以 上

三菱UFJ国際投信【投信調査コラム】日本版ISAの道 バックナンバー：  
「 <https://www.am.mufg.jp/report/investigate/> 」。

三菱UFJ国際投信株式会社 商品マーケティング企画部 企画グループ  
松尾 健治( [kenji-matsuo@am.mufg.jp](mailto:kenji-matsuo@am.mufg.jp) )、  
窪田 真美( [mami1-kubota@am.mufg.jp](mailto:mami1-kubota@am.mufg.jp) )。

#### 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いませんので、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