

第11章 トランプ政権下のリテール証券業と フィデューシャリー・デューティ

はじめに

アメリカでは、2016年に労働省規則「フィデューシャリーの定義」が採択された¹⁾。これは、証券営業担当者の大半にもフィデューシャリー・デューティを負わせようとする規則で、90年代からの議論が大きく進展したかに見えた。しかし、その後トランプ政権に交代したことにより、同規則の適用が事実上一部延期され、先行きの不透明さも指摘されている。

もっとも、20年近くにわたるフィデューシャリー・デューティ議論を振り返ってもこのような足踏みは再三あり、むしろ新たなサービスが生まれる契機ともなってきた。実際、独立系の営業担当者を採用するLPLのアーノルドCEO兼社長も「我々は労働省規則を利用してイノベーションを起こし、サービスの効率化を図り、より良いリソースを提供していく」と述べている²⁾。

そこで本章は、労働省規則とのその適用延期の直接・間接的な影響を受け、トランプ政権下の米国証券営業がどのような変容を遂げようとしているかを検証していきたい。

1. 労働省規則「フィデューシャリーの定義」

(1) 労働省規則の採択経緯と現状

アメリカでは、証券チャネルが多様化する一方で、資産管理型営業の普及と

ともにSMA (Separately Managed Account) 等の投資顧問型サービスが拡大しつつあった。しかし、その結果、チャネルや商品によって投資家保護水準が異なることが問題視されるようになり、これを統一すべきであると考えられるようになった。具体的には適合性原則を主たる行動規範とする証券外務員に、投資顧問法並みのフィデューシャリー・デューティを負わせようというのである³⁾。しかし、これは証券外務員にとって大きな負担増を意味したことから、20年近い議論を経ても決着をみることがなかった。

そこで、オバマ政権は2016年4月に労働省規則フィデューシャリーの定義を発表し、年金に関わるアドバイスを提供する者の定義を広げ、彼らはフィデューシャリーであるとした。これにより、リテール証券商品の一つとして広く普及していたIRA (個人型確定拠出年金) の提供者が対象となったため、大半の証券外務員が実質的にフィデューシャリーとなった。

各社は規則の一部適用日の2017年4月に向けて対応を急いでいたが、トランプ政権は2月に大統領覚書を発表して、この動きにブレーキをかけた。大統領覚書は、労働省規則が(i)年金関連商品・サービスや金融情報・アドバイスへのアクセスを阻害することにならないか、(ii)年金市場に混乱を招かないか、(iii)訴訟増や年金サービスの価格高騰を招かないか、を精査し、これらが確認された場合は同規則の撤回・修正案を提示すべきであるとしたのである⁴⁾。

これを受けて労働省は、適用日を60日遅らせた後に2017年6月に導入した。しかし規則の大半に設けられていた経過期間の終了日は、2018年1月から⁵⁾2019年7月まで延期した⁶⁾。

この間、議会では労働省規則を撤廃する法案の審議が進んだ⁷⁾。労働省規則が適用されても営業担当者の資格や商品によって投資家保護水準が異なる実態に代わりはないため、SEC (証券取引委員会) は統一規制に向けたパブリック・コメントの募集を再開した⁸⁾。こうした連邦政府の動きに先駆け、ネバダ州は統一規制を採択した⁹⁾。また財務省も労働省規則の見直しを支持し、統一規制を模索すべきであるとの提言を発表した¹⁰⁾ (図表11-1)。

図表11-1 フィデューシャリー・デューティを巡る動き

	フィデューシャリー・デューティをめぐる動き
2016年4月	オバマ政権が労働省規則を発表。適用開始は2017年4月、経過期間を2018年1月まで設けることを予定
2017年1月	トランプ政権発足
2017年2月	大統領覚書にて、労働省規則精査の必要性を指摘
2017年4月	労働省、規則の適用を60日遅らせる
2017年6月	労働省規則を適用
2017年7月	ネバダ州が証券業者、投資顧問業者等のファイナンシャル・プランナーに適用する統一フィデューシャリー・デューティ規制を採択
2017年7月	下院教育・労働委員会、「貯蓄者の手に届くリタイアメント・アドバイス法案」を採択。ワグナー下院議員、「小口貯蓄者向けアドバイスを守る法案（PASS Bill）」を起草。公聴会が開かれる。
2017年8月	労働省規則の経過期間を2019年7月まで延長する規則案を発表。9月15日までパブリック・コメントを求める
2017年9月	SEC、営業担当者の行動規範に関わるパブリック・コメントを求める
2017年10月	下院金融サービス委員会、PASS Bill 採択。財務省、労働省規則の見直しを支持する報告書を発表
2017年11月	労働省規則の経過期間終了日を2019年7月まで延期

〔出所〕各種資料より作成

（2）労働省規則の詳細

労働省規則が、証券外務員に大きな影響を与えたのは、フィデューシャリーの対象者が大きく拡大されたからであった。

1974年 ERISA（従業員退職所得保障法）の制定時は、個人が自助努力で積み立てを行う確定拠出年金は誕生していなかった。そのため、年金に対してアドバイスを提供するフィデューシャリーの定義は極めて狭く解釈されていた。

そこで、労働省規則はこれを改め、企業型から個人型への資産移管や引出し時も含め、個人型確定拠出年金のアドバイス提供者もフィデューシャリーの対象者とした（図表11-2）。個人投資家の中核を占めるベビーブーマー層が退職期に入り、個人型の残高が企業型を上回っているアメリカにおいては、この規則改正で証券外務員の多くが対象となった。

図表11-2 2016年労働省規則の概要

フィデューシャリーの定義
<p>投資アドバイス：企業年金やIRA, そのフィデューシャリー, 加入者, 受益者等に対して報酬を得てアドバイスを提供する者は, ERISA 及び内国歳入法上の投資アドバイスを提供するとみなす。アドバイスとは, (i) 証券等の売買や保有, 企業年金・個人型確定拠出年金資産の移管・引出し後の投資についての推奨, (ii) 投資ポリシーや戦略, ポートフォリオ構築等の運用にかかわる推奨, 投資アドバイス・運用サービスの提供者, 投資口座の選定に関わる推奨, 年金資産の移管・引出しの金額, 形態, 行き先に関わる推奨を指す。</p>
<p>推奨者：推奨者は (i) フィデューシャリーであることを認め, (ii) アドバイスは受容者の特定の投資ニーズに対応すると合意に基づき, (iii) 特定の受容者の年金の証券等についてアドバイスを提供する。推奨は, アドバイスの受容者の行動の可否についての提案を指す。ただし (i) プラットフォームの提供者がマーケティングやプラットフォーム提供を行う場合, (ii) 商品の選択・モニタリングの支援を行う場合, (iii) 一般向けコミュニケーション (ニュースレター等), (iv) 投資教育 (リスクとリターン等の一般的な情報, アセット・アロケーション・モデル, 双方向資料等) は, 推奨には当たらない。</p>
最善の利益契約による適用除外 (BICE)
<p>BICE：ERISA 及び内国歳入法はフィデューシャリーが, 投資アドバイスに応じて金額が変わる報酬を受取ること, アドバイスに関して第三者から報酬を受けることを, 以下の要件を満たす場合を除いて禁止している。</p>
<p>契約・公平な行為基準等：適用除外要件は Best Interest Standard (最善の利益基準) 等の公平な行為基準を含む。</p> <p>(i) IRA 等, ERISA が適用されない場合は加入者と書面にて契約を交わさなければならない。(ii) 金融機関及びアドバイス提供者がフィデューシャリーであることを書面にて明示する。(iii) 金融機関は公平な行為基準 (Impartial Conduct Standards) に従う。すなわち (a) 推奨時に加入者の最善の利益 (Best Interest) のために行動し, <u>アドバイスは注意 (care), 技術 (skill), 慎重さ (prudence), 勤勉さ (diligence) をもって提供し, 提供者の利益を優先せず, (b) 推奨に基づく取引から得る報酬は合理的な水準とし, (c) 推奨する取引や手数料等, 意思決定に関わる文書は誤解を招かない記述とする。</u>(iv) 金融機関は (a) 公平な行為基準を遵守するための書面による方針・手続きを策定, 遵守すること, (b) 重大な利益相反を書面にて特定した上で回避手段を講じ, その担当者を指名すること, (c) ノルマ等, 利益相反の誘因となり得るインセンティブを与えないこと, を保証する。(v) 金融機関は (a) 最善の利益基準, サービスとそれに対する対価の支払い方法, (b) 重大な利益相反, 金融機関やアドバイスの提供者が推奨に関連して受け取る報酬や手数料, (c) 加入者が方針・手続きや費用等に関する文書の請求権を有すること及びその取得方法, (d) 金融機関のウェブサイトへのリンク等, (e) 自社商品や推奨に関する第三者からの支払いの有無とこれ</p>

による制約、(f) アドバイスやサービスに懸念が生じた場合の連絡先とその取得方法、(g) 加入者の投資のモニタリングや注意喚起の有無と、モニタリング頻度、注意喚起理由等を開示する。(vi) 契約書が(a) 金融機関の責務、(b) 加入者が集団訴訟等に参加する権利等、を制限したりしてはならない。(vii) 企業年金等は書面による契約は不要。ただし(a) フィデューシャリーであることを文書で示し、(b) 公平な行為基準に従い、(c) 方針・手続きを策定・遵守し、(d) (v) の情報を開示し、(e) ERISA上の義務を放棄しない。(viii) 均一手数料(Level Fee)を採用する金融機関・アドバイス提供者は上記(i)、(iv)、(v)、(vi)、(vii)を適用しなくて良い。ただし、(a) フィデューシャリーであることを文書で示し、(b) 公平な行為基準に従い、(c) 企業年金・個人型確定拠出年金間の資産移管、コミッション型口座から均一手数料口座への資産移管の場合は、それが最善の利益をもたらすと考える理由を、代替案も含めて書面にて提示する。(ix) アドバイス提供者が銀行の従業員の場合、公平な行為基準を満たせば、行内紹介の取り決めにかかる報酬を受取ることができる。

自社商品と第三者からの支払い：自社商品を提供したり、第三者からの支払いを受けたりすることにより、投資選択肢に制約が生じる場合、最善の利益基準を満たしたと見なす要件は以下の通りである。(i) 自社商品を提供したり、第三者からの支払いを受けたりし、投資選択肢に制約が生じていること、(ii) 重大な利益相反とその情報開示要件、(iii) 投資選択肢の制約、重大な利益相反、第三者からの支払いと引き換えに加入者に提供するサービス、投資選択肢の制約、利益相反が合理的な報酬以上の報酬の誘因とならない理由、方針・手続きが不適切な推奨を抑止すると考える理由、を書面にて通知する。(iv) 方針やインセンティブの取り決めを実施・モニタリングし、不適切な推奨を誘引するようなノルマ等を採用しない。(v) 推奨時に支払われる報酬等が合理的水準を超えないようにする、(vi) 推奨は注意、技術、慎重さ、勤勉さをもって行い、加入者の投資目的等に応じたアドバイスを、その提供者の利益を優先せずに提供する。

(注) 下線が2017年に適用された公平な行為基準

[出所] Department of Labor [2016b], [2016c]

証券外務員は適合性原則を主たる行動規範としてきたが、フィデューシャリーとなったことで、顧客の最善の利益(Best Interest)に資する行動をとることが義務付けられるようになった。

またERISA法では、利益相反の可能性のある取引を禁止取引と定め、禁止取引の適用除外要件(prohibited transaction exemptions, PTE)を満たす場合に限り、これを可能としていた。しかし、現状のPTEでは、新たにフィデューシャリーとなる証券外務員がコミッション、12(b)-1手数料(信託報酬の販社取り分)、レベニュー・シェアリング(手数料折半)といった従来の手

数料や報酬慣行を維持できなくなると考えられた。そこで、労働省は禁止取引の適用除外も改正し、一定の条件のもとで、こうした慣行を維持できるようにする Best Interest Contract Exemption (BICE) を設けた¹¹⁾。

BICE では、一般に、アドバイスを提供するフィデューシャリーが、投資アドバイスに応じて金額が変わる報酬を受け取ること、アドバイスに関して第三者から報酬を受け取ることなどを下記の要件を満たす場合を除いて禁止している。その要件とは、最善の利益を目指すことを明示した契約 (Best Interest Contract) を交わすこと¹²⁾、金融機関と営業担当者がフィデューシャリーであることを書面にて明示し、「公平な行為基準 (Impartial Conduct Standards)」に従うこと、公正な行為基準を遵守するための文書による方針・手続きを策定・遵守し、ノルマやボーナスといった利益相反を誘引しそうなインセンティブを与えないと保証すること、重大な利益相反や手数料・報酬、自社商品及び第三者からの支払いの有無について開示すること、等である。なお、「公平な行動基準」とは、顧客の最善の利益 (Best Interest) のために行動すること、フィデューシャリーの推奨に基づく取引から得る報酬は合理的な水準とすること、推奨や取引、手数料、意思決定に関わる文書は誤解を招かない記述とすること、を指す。

報酬については、金融機関が利益相反の誘因となり得るインセンティブは与えないことを保証しなければならないとされた。そして、規則に関する FAQ 等では、例えば類似商品が2つあった場合に、金融機関の得る収入が多い商品の歩合戻し率を高くすることは慎むべきで、コミッションに応じた歩合戻し率の上昇幅も緩やかにすべきである。また、営業担当者が一定の営業目標を達成し、歩合の戻し率を上げる場合には、伝統的慣行に倣って年初に遡って引き上げるのではなく、営業目標達成後に引き上げるべきであるとしている。

第三者からの支払いや自社商品の提供がある場合についても、投資選択肢に制約が出ることを加入者に書面にて通知する等して、最善の利益基準を満たさなければならないとした。

なお、アドバイスの中身に応じて手数料が変化しない「均一手数料 (Level

Fee)」のみを受け取るフィデューシャリーも、公正な行為基準には従わなければならないが、それ以外の BICE 要件がやや緩和される。均一手数料であれば、利益相反の可能性が低いと考えられるからである。

以上の労働省規則の適用日は一時延期されたものの、結局、2017年6月に、フィデューシャリーの定義と、BICEの「公平な行動基準」が適用された。そして、それ以外の要件に関しては、2019年7月の経過期間終了時までに対応すればいいとされた。つまり、現状においては「公平な行動基準」要件に従えば、従来からの証券営業慣行を維持できる。ただし、労働省は規則に関するFAQで、営業担当者へのインセンティブや、自社商品や第三者からの支払い提供等の慣行は、公平な行動基準の範囲以内に止めることを強調している。

いずれにせよ、規則の全面適用が先送りになったことは、事実上の撤回ではないかとする向きもある。また今後は労働省がSEC等と統合フィデューシャリー・デューティの作成作業を開始することも期待されている。

2. 労働省規則を踏まえた営業戦略の転換

(1) チャネル勢力図への影響

労働省規則は禁止取引の適用除外規定を満たせば、これまで通りの証券営業慣行を認めている。また、メリル・リンチ等が指摘するように、個人型確定拠出年金は積立上限額が定められているため、規則の影響を直接受ける同社の預かり資産比率は10%程度である¹³⁾。加えて、セントルイスに本社を置くエドワード・ジョーンズが指摘するように、一任サービスを推進する同社では、証券外務員全員が既に投資顧問登録を行っており¹⁴⁾、フィデューシャリー・デューティを負う実務上の仕組みも研修体制も整っている¹⁵⁾。それでも、ERISA上のフィデューシャリー・デューティは、投資顧問法のそれよりも厳しいと考えられていること、従来通りの慣行を維持しようとするれば公平な行動基準に従う等、コンプライアンス負担は増えることから、営業のあり方が大き

く変わる可能性が指摘されている。

コンサルティング会社 AT カーニーの試算によれば（図表11-3）、独立系証券外務員が最も影響を受け、2020年の預かり資産は-11%、収入は-22%と予想された¹⁶⁾。コミッションが主たる収入源の小規模な業者も少なくないからである。一方、従来型の証券業者は労働省規則により、確定拠出年金口座におけるコンプライアンス負担が投資顧問型口座のそれと変わらなくなることから、より富裕層、投資顧問型口座に注力することで影響を緩和させると見られている。

そして、こうした変化はむしろ個人向け投資顧問業者¹⁷⁾には追い風となるため、兼業型営業担当者とともに預かり資産は増えると試算された¹⁸⁾。もっとも類似サービスの提供者が増え、価格競争に巻き込まれることから、兼業型の収入はマイナスと予想される。

さらに、業者によっては小口口座の取扱いを避けることから、その受け皿として機械チャネルが伸びると見られている。中でも、ロボ・アドバイザーは預かり資産、収入ともに3倍以上になると予想された。

図表11-3 労働省規則のインパクト

	2015年預かり資産		2015年収入	
	(兆ドル)	対2020年増減率予想 (%)	(億ドル)	対2020年増減率予想 (%)
大手証券	5.7	-5	500	-8
地方、銀行系、保険系証券	4.2	-6	250	-11
独立系証券外務員	3.0	-11	180	-22
外務員型兼投資顧問型営業担当者	1.6	5	170	-3
個人向け投資顧問業者	2.2	10	280	5
ロボ・アドバイザー	0.1	211	10	211
ネット証券業者	4.4	4	220	4
年金運営管理機関等	6.8	3	200	-5

(注) 証券業者、独立系証券外務員も SMA 等を提供する場合はフィデューシャリーとなる。年金運営管理機関もフィデューシャリーであるが、投資アドバイスを提供しないことが多い。

[出所] A.T.Kearney [2016]

実際、AT カーニーの試算から約1年がたち、大手証券が営業経験者の採用を控えるようになった。後述するように大きな移籍料を支払って、トップ営業担当者を惹きつけることが難しくなったからである。一方で、中小証券会社の合併・買収が活発化した¹⁹⁾。規制対応のコンプライアンス及びITコストの負担に耐えられないと考え、撤退が始まったからである。

以上より、現在は証券外務員型の独立系営業担当者を採用する証券大手の魅力が相対的に増しており、身売りする中小証券の受け皿ともなりつつある。証券業者によってはその免許を返上し、こうした有力証券傘下で、複数の独立系営業担当者店舗を束ねて管理するスーパーOSJ（office of supervisory jurisdiction）に転身した²⁰⁾。

（2）証券会社の商品・サービス改革

労働省規則導入に伴う喫緊の課題として、証券業者は確定拠出年金口座の改革に乗り出した。基本的には従来の証券営業慣行を維持すべく、労働省規則適用口座とそれ以外を分け、前者はBICE対応を行うか、均一手数料を導入してBICE対応負担を緩和しているが、新口座の仕組みは様々である。

例えば、メリル・リンチは2016年10月、コミッション型の個人型確定拠出年金口座の取扱いをやめると発表した²¹⁾。最大のライバルであるモルガン・スタンレーが、顧客に選択肢を残すべきであるとして、コミッション口座の維持を早々に発表したのとは対照的である。メリル・リンチは残高手数料という均一手数料のみの口座を提供することで、負担を軽減しようとした。もっとも、メリル・リンチも2017年5月には、労働省規則の経過期間延長を受けて方針を変更し、コミッション型の機能限定個人型確定拠出口座を新たに導入した²²⁾。この口座は当初、預かり金と預金しか積み立てられないが、後にMMFやブローカー定期預金²³⁾、株式等に投資できるというものである。

エドワード・ジョーンズは、コミッション型の個人型確定拠出年金口座は残し、BICEに対応するものの、この口座では投資信託を購入できないようにすると発表した。投資信託を購入する場合は、やはり残高手数料型の確定拠出年

金口座を利用しなければならない²⁴⁾。ただし、同社も2017年6月以降、コミッション型の口座でも投資信託購入を認める方針に変更したと報道されている²⁵⁾。

LPLもコミッション型口座を維持するが、一方で、投資信託の販売手数料を均一化した新口座を開設すると発表した²⁶⁾。同社によれば、資産クラスに関わらず、販売手数料は3.5%、12(b)-1は25ベース・ポイントで、対象投資信託は20社の1,500本になる見込みである²⁷⁾。

このように、BICE 対応に取り組んだ各社であるが、規則適用日が大幅延期されたことから、商品性に柔軟性を持たせる動きも見られている。

(3) 運用会社の対応

運用会社も証券業者の取り組みに呼応するかのようになり、労働省規則対応商品を開発し始めた。その一つが販売手数料と（平均2.5%程度）、12(b)-1（同25ベース・ポイント）を低めに抑えたTシェアである²⁸⁾。その特徴は、均一手数料要件を満たすために、資産クラスに関わらず、販売手数料と12(b)-1を一定にするというものである。また、第三者（通常運用会社）と収入を分け合うレベニュー・シェアリングといった不透明な慣行は行わない（図表11-4）。

図表11-4 労働省規則対応シェアの登場

	伝統的Aシェア	Tシェア	クリーン・シェア
販売手数料（営業担当者取り分）	様々、5%以上の場合もある	25%、資産クラスに関わらず手数料を統一	なし
販売手数料（業者取り分）	様々	なし	なし
事務管理費用	様々	様々	なし。これらの手数料は明示化されたアドバイス料とともに営業当事者が設定
運営費用	様々	様々	
販促費（12b-1）	25ベース・ポイント	25ベース・ポイント	
アドバイス料	なし	なし	
第三者との収入折半	様々	なし	なし

〔出所〕 Szapiro〔2017〕

さらに、2017年1月、SECがノー・アクション・レターをキャピタル・グループに対して発行して以来、クリーン・シェアの導入も見られる²⁹⁾。クリーン・シェアとは、販売手数料や12(b)-1をなくした運用及び管理費だけの投資信託である。

クリーン・シェアの活用方法としては2通りが考えられる。第一が、均一手数料型口座に組み込み、他の投資信託と同じ手数料を金融機関が徴収する方法である。第二が、クリーン・シェア売買のコミッションを金融機関が徴収し³⁰⁾、アドバイスも提供する場合はその対価を別途徴収する方法である。いずれにせよ、金融機関が取引の対価として手数料を徴収するため、投資信託に組み込まれている販売手数料とは異なる、というのがSECの見解である。

もっとも、クリーン・シェアにも販社取り分が残っており、完全に「クリーン」ではないとの指摘もある。実際、キャピタル・グループのF-2シェアの場合、販社がサブ・トランスファー・エージェント³¹⁾手数料として12ベース・ポイントを受け取っている。

なお、運用会社によっては、企業型確定拠出年金限定で提供してきたRシェア（販売手数料なし、12(b)-1は様々）を多様化させ、実質的なクリーン・シェアを提供している。例えば、フェデレーテッドが提供するクリーン・シェア56本の内26本は、Rシェアである³²⁾。

（４）報酬制度の見直し

さらに、報酬制度の見直しも始まった。2016年10月、労働省が規則に関するFAQにて、営業担当者を引き抜く際の「移籍料」に言及した³³⁾。それまで、大手証券では、トップ営業担当者には年間営業収入の3.3倍程度の「移籍料」を約束するが、移籍時に支払うのはその半分程度で、残りはその後9年程で分割返済する貸付とするのが一般的であった。この貸付は就業期間に応じて返済を免除する仕組みであるが、その条件として、営業収入や資産残高等の達成条件も設けることがある。

しかし、労働省は、移籍料自体は違法でないものの、営業収入・資産残高の

達成条件を盛り込むことは利益相反にあたるとした。これを受けて各社は移籍料を2～2.5倍に引き下げたり、移籍時の支払いのみに変更したりした模様である³⁴⁾。

また、UBSは2017年6月、年金口座から営業担当者が得る報酬を見直し、取引連動から残高連動に変更すると発表した³⁵⁾。顧客は当該口座で取引を行う際に、引き続きコミッションを支払うことができる。ただし、営業担当者はコミッションの対価を得られないため、取引を積極的に薦めなくなるのではないかと考えられている³⁶⁾。

さらに、レイモンド・ジェームズは証券外務員型の独立系営業担当者の歩合戻し率を、商品に関わらず、一定にすると発表した。現状では、販社取り分の内、営業担当者に渡される歩合の戻し率が投資信託は90%、株式、保険、SMA、ファンド・ラップが85%となっている³⁷⁾。それが今後は商品に関わらず、年間営業収入50万ドルまでを81%とし、営業収入に応じて徐々に引き上げながら1,000万ドル以上で90%にするという。また、一方で営業担当者は同社に対し、取引手数料を投資信託で26ドル、株式で22ドルと一株当たり1.5セントの合計額、保険で49ドル支払っていたが、これが今後は一律25ドルになる。

(5) フィンテックの支援

労働省規則対応のために、証券業者のコンプライアンス負担は間違いなく増加した。特に金融機関から独立した営業担当者は、自力で顧客の最善の利益に資するアドバイスの証跡を残さなければならない。そこで、様々なフィンテック・ベンダーがその負担を軽減するシステムを開発している。

労働省の懸念の一つには、営業担当者が企業型から個人型確定拠出年金への資産移管を薦める際、手数料の高い自社もしくは親密企業の商品に誘導することであった。企業型は就業先に応じて商品の選択肢が限定されており、投資アドバイスを受ける機会は多くない。これに対し、転職・退職の際には、金額がまとまっていることもあり、金融機関のリテール部門の営業担当者のアドバイスの影響が大きい。

そこで、例えばリスクトリーマ社は、企業型確定拠出年金のデータベースと組み合わせ、営業担当者の提案が顧客の最善の利益に資することを示す報告書を作成するアプリケーションを開発した。

401(k)フィデューシャリー・オプティマイザーと呼ばれる同社のアプリケーションは、中堅・中小企業を顧客に持つ営業担当者をターゲットとする。企業の確定拠出年金が採択した投資信託と類似の低コスト投資信託を検索し、自社に移管すればどれだけ手数料が節約できるかを分析する。また、現在採用されている投資信託の相関関係を試算し、十分な分散が行われているかも分析する。

また、IRA フィデューシャリー・オプティマイザーと呼ばれるアプリケーションは、企業型から個人型への資産移管を検討する個人を顧客に持つ営業担当者をターゲットとする。顧客のリスク許容度スコアと既存の企業型及び移管先として提案する個人型のポートフォリオのリスク・スコアや、パフォーマンス及び手数料をそれぞれ比較し、提案が顧客の最善の利益に資するものであることを客観的に示そうとする³⁸⁾。

一方、資産の一元管理は、証券総合口座やアカウント・アグリゲーション技術を用いて既に行われてきたが、今後は労働省規則遵守のために、より洗練されていくことが期待されている。

アカウント・アグリゲーション技術の発展により、顧客は異なる金融機関の複数口座を一元化し、取引情報を随時更新できるようになっていた（図表11-5）。しかもこの情報は営業担当者等に情報のアクセス権を付与することにより、共有することができる。また、独立系の営業担当者を抱える金融機関も自社のシステムをポートフォリオ管理システムと連携させるようになった。複数の金融機関と契約する営業担当者も各プラットフォームの情報の統合を目指していたのである。

もっとも、現時点では、特定の商品や業者のデータを取り込めず、資産の断片的管理に留まる資産管理ツールも少なくないのが実情である。しかし、顧客の最善の利益に資するアドバイスを提供するためには、顧客の金融状況のより

正確な把握が不可欠となるため、資産・負債に関するすべての情報を取り込んだ真の資産一元管理が期待されている。また、文字認識技術の発達に伴い、費用の仕分けが容易になったことから、キャッシュフロー管理機能も向上しつつある。さらには、アラート機能を充実させ、取引の一部の自動執行を視野に入れたベンダーも登場している。

いずれにせよ、どのようなアドバイスが顧客の最善の利益に資するのを見極められるのは、証券業者ではなく営業担当者である。従って、労働省規則の適用は営業担当者の支援ツールの充実を促していくとみられている。

(6) アドバイス難民が増える可能性

米国商工会議所は³⁹⁾、労働省規則の影響として小口口座がアドバイスを受けにくくなることを指摘した。(i) 金融機関が取扱い商品の絞り込みを行う、(ii) 手数料均一化の影響で特に債券商品が割高となる、(iii) 最低預かり資産額が引き上がる、(iv) 残高連動型商品への移管が促される、といった動きが既にみられているからである。

実際、既に商品の絞り込みに着手した金融機関を合わせると、運用資産4兆ドル、口座数1,340万口座に及ぶ、という報告もある。また手数料引き上げを発表した金融機関の口座数は合計600万に及ぶという。

最低預かり資産の要件に関しては、現在は、確定拠出年金等の税制優遇口座に限り、これを設けない金融機関が少なくない。その結果、例えば個人型確定拠出年金口座の42%の残高が2万ドル以下となっている⁴⁰⁾。しかし、例えばバンク・オブ・アメリカの証券チャンネルで一般の証券口座を開設する場合、最低預かり資産は2万ドルである⁴¹⁾。労働省規則対応のため、今後は税制優遇口座にも最低預かり資産要件が定められると、多くの一般投資家は対面アドバイスを諦めなければならなくなる。

さらに、コミッション型口座から残高連動型口座への誘導が進むと、後者の口座の方が一般に最低預かり資産は高いため、やはりアドバイス難民が生じる可能性がある。また既に購入時に販売手数料を支払った顧客は当該商品を保有

し続ける限り、販売に伴う追加手数料は基本的に発生しないはずである。しかし、残高手数料型口座に移管することにより、再び販売に伴う手数料を支払うことになる。そもそも長期保有者にとっては、販売手数料の方が残高手数料よりも割安である。それにも関わらず、選択肢が狭められる可能性が既に生じている。

3. 台頭するロボ・アドバイザー

(1) ロボ・アドバイザーの位置づけ

以上見たように、労働省規則の適用後はコンプライアンスの負担増が見込まれ、対面チャネルでは顧客を絞り込む可能性もでてきている。そこで資産形成層の受け皿として期待されているのが、ロボ・アドバイザーである。

もともと電子的な投資アドバイス・ツールは90年代後半から、投資顧問登録を行ったオンライン業者が企業型確定拠出年金市場向けに提供していた。これらの業者は企業が採用した商品の範囲内で銘柄とその構成比を提案していた。

しかし、一般向けには、NASD（全米証券業協会、当時）規則2210（d）（1）（D）が公衆向けコミュニケーションへの予測やパフォーマンス見通しの掲載を禁じていたことから、証券業者は投資分析ツールを活用できないでいた⁴²⁾。情報開示を行う等の一定の条件下で、NASDがこれを認めたのは2005年のことである⁴³⁾。もともと、証券業者の場合はオンライン上のやり取りだけで、顧客適合性原則の遵守が可能とは考えにくかったため、ツールの個別性を高めてアドバイスに踏み込むことを躊躇した。

その後、金融危機を経て、投資家のコスト意識が高まったことから、ETF版ファンド・ラップを直販形態で提供する新興オンライン投資顧問業者がロボ・アドバイザーとして急成長を遂げた。折しも証券外務員のフィデューシャリー・デューティ議論が注目されていたが、投資顧問業者はもともと適合性原則よりも高度な行動規範とされるフィデューシャリー・デューティを負うた

め、新たなコンプライアンス負担を懸念することなく、アドバイス市場に参入できた。

2015年前後からは大手運用・証券業者もロボ・アドバイザー市場に参入し、営業担当者向け支援ツールとしても使われるようになった。その結果、2017年の残高は700億ドルを超えた⁴⁴⁾が、急成長の影で、彼らが従来の規制の枠組みにおさまるのかも問われるようになった。

(2) ロボ・アドバイザーのフィデューシャリー・デューティ

ロボ・アドバイザーは原則、投資顧問業登録を行うため、フィデューシャリー・デューティを行動規範とする。その根幹をなす忠実義務 (duty of loyalty) と善管注意義務 (duty of care) に則って、フィデューシャリーは顧客の最善の利益に資するように行動しなければならない⁴⁵⁾。

忠実義務は、自己勘定取引と利益相反を避けるよう、義務付けている。ただし、投資顧問法では利益相反の大半は手数料等も含め、顧客に開示すれば良いとされる⁴⁶⁾。

善管注意義務は、証券外務員の行動規範とされる顧客適合性原則 (suitability) をも内包すると考える。ただし、フィデューシャリーの場合はより高度な投資家保護を求められ、顧客の最善の利益のために行動しなければならない⁴⁷⁾。

しかし、マサチューセッツ州の証券局は、完全に自動化されているロボ・アドバイザーはこれらの義務を果たせない可能性があるため、投資顧問業者として州登録を行う際には個別に審査を行うと発表した⁴⁸⁾。(i) 顧客の精査を十分に行わず、(ii) 最小限のカスタマイズ化しか行わずに投資の意思決定を行えば、(iii) 十分に注意義務を果たせずに、(iv) 顧客の最善の利益を追求する義務を拒否することになるからである。

実際、ロボ・アドバイザーは、顧客の口座外の資産については情報を収集・精査できず、財務状況やニーズ・目的の変更を知る術もない。簡素な質門票では顧客の身元確認が適切に行えない可能性もある。そもそもロボ・アドバイ

ザーは、自社のサービスの提供が適切かを見極めることもできない。

こうした状況に対応するため、ロボ・アドバイザーの多くは免責条項にてファイナンシャル・プランは提供しないと謳う等、義務の一部を否認している。しかし、州当局は中核的義務を否認する者がフィデューシャリーの役割を果たすことはできないとの見解を示している。

SECもロボ・アドバイザーは情報開示や顧客適合性の精査が十分に行えない懸念があり、コンプライアンス方針や手続きを策定する際には、ロボ・アドバイザー特有の事情も考慮すべきとして、2017年にガイダンスを発表した（図表11-6）⁴⁹⁾。

SECが目じたのは、情報開示、適合性原則、コンプライアンス・プログラムの3分野である。情報開示については、ロボ・アドバイザーがアルゴリズムを使用していることに加え、その前提や機能・その限界等の特有の情報を効果的に開示すべきであるとした。適合性原則については、質問票が精査に十分な内容か、顧客の回答に一貫性が見られない場合、顧客に再考を促したり、ロボ・アドバイザーの注意を喚起する仕組みになっているかを考慮したりすべきであるとした。またコンプライアンス方針・手続きを策定する際には、アルゴリズム開発、検証、過去データを用いた検証、投資収益のモニタリング等についても盛り込むべきであるとしている。

（3）ロボ・アドバイザーを活用する投資顧問業者の責務

ロボ・アドバイスのサービスは広く普及しつつあるが、その機能を提供できる業者は限られていることから、伝統的投資顧問業者がこれを活用する事例も目立つようになった。そこで、前述のマサチューセッツ州証券局は、そのような投資顧問業者に対し、ロボ・アドバイザーと提携する際の指針を示した⁵⁰⁾。

両者とも投資顧問業者としてフィデューシャリー・デューティを負うが、前者は顧客に対し、（i）契約先のロボ・アドバイザーやそのサービス内容、（ii）当該ロボ・アドバイザーを選択した理由、（iii）当該ロボ・アドバイザーが個人にも直接サービスを提供している場合はその旨、（iv）自社が提供

図表11-5 資産一元管理の発展段階

第一段階 投資口座の一元管理		第二段階 アドバイスの質向上に寄与		第三段階 自動化	
多くの営業担当者はレベル2に留まる	包括的パフォーマンス管理（複数プラットフォームの一元化）	アドバイスの付加価値を高めるためには、レベル3は必要	キャッシュフロー管理（費用の分別管理）	継続的モニタリング（アラート機能付き）	一部取引の自動執行
		資産・負債の包括的管理			
投資口座の包括的管理（自社外の口座情報も集約）					
レベル1	レベル2	レベル3	レベル4	レベル5	レベル6

〔出所〕 Kitces [2017]

する付加価値、(v) ロボ・アドバイスの制約や、(vi) 商品選択肢が狭まる可能性の有無を開示しなければならない。また (vii) コンプライアンス・コンサルタントから情報開示支援を受ける場合も、雛型通りではなく、各社の実態に合わせた開示を行わなければならない。

さらに、ロボ・アドバイザーと同程度のサービスしか提供せずに、不合理な手数料を徴収するのは倫理的ではないことから、州当局は精査にあたり、投資顧問業者の手数料とそのサービス水準、ロボ・アドバイザーの手数料、ロボ・

図表11-6 ロボ・アドバイザーに関わる規制
ロボ・アドバイザーに対する SEC の見解

情報開示	
ビジネス・モデルを説明する際に盛り込むべき内容	アルゴリズムの使用、機能、前提と限界、リスクの開示。アルゴリズムによる提案を覆すような状況や、アルゴリズムの開発・管理・所有に対する第三者の関与の有無。顧客が直接・間接に支払う手数料、顧客口座の管理・監督に人間が関与する度合い、収集した顧客情報の使い方とその限界についての開示。顧客がいつ、どのように提供情報の更新をすべきか
提供していないサービスを提供しているとの誤解を招かないよう、アドバイスの範囲を明確にすべきサービス	包括的ファイナンシャル・プラン、税の影響や質問票以外の情報を考慮したアドバイス
重要な事実の効果的開示方法	主要な情報の口座開設前開示やその強調。開示情報には双方向メッセージを付随したり、追加情報を求める顧客にこれを提供する手段を設ける。モバイル端末での開示情報の提示方法やフォーマットはプラットフォームに適したものにする
適合性原則	
顧客情報の収集を質問票に依存するが故に考慮すべき内容	質問票の情報は顧客適合性の審査に十分な内容か。内容が明快で、必要に応じてさらなる説明を顧客に与えられる体制の整備。顧客の回答に一貫性が見られない場合に、顧客に再考を促したり、ロボ・アドバイザーの注意を喚起する仕組み
顧客に推奨ポートフォリオ以外の選択肢を提示する際に考慮すべき内容	推奨ポートフォリオが顧客に適していると考えられる根拠の説明方法。顧客の投資目的と顧客が選択するポートフォリオの矛盾を喚起するポップアップ等の機能
コンプライアンス・プログラム	
文書によるコンプライアンス方針・手続きを策定し、毎年に見直すにあたり、考慮すべき内容	アルゴリズムの開発、検証、過去データによる検証、導入後投資収益のモニタリング。初回及び及び継続的な推奨が、顧客に適していると感じるに足る情報を収集できる質問票。ポートフォリオに大きな影響を与えるアルゴリズムの変更に関する開示。アルゴリズムの開発、管理、所有に関わる第三者の適切な監督。サイバーセキュリティの脅威に対する予防と検出。アドバイスのマーケティングのための SNS 活用。顧客口座と主要なアドバイス・システムの保護

伝統的投資顧問業者がロボ・アドバイザーを活用する際のマサチューセッツ州証券局方針

州証券局が投資顧問業者に求める情報開示	提携先名及び提携先がロボ・アドバイザーであることの告知。ロボ・アドバイザーの提供サービスと、当該サービスがロボ・アドバイザーからも直接受けられることの告知。投資顧問業者が手数料の対価として提供する価値と提供できないサービス。提供商品の制限。
ロボ・アドバイザーとの提携に関わる開示	特定のロボ・アドバイザーとの提携理由とそれによって生じる利益相反。提携によって生じる追加手数料。提携によって顧客が受ける恩恵と不利益。
ロボ・アドバイザーからも直接サービスを受けられることの開示	投資顧問業者のサービスを使うことなく、もしくは追加的な手数料を払うことなく、ロボ・アドバイザーのサービスを直接受けられる場合はその旨を告知
ロボ・アドバイザーのサービスに加えて、投資顧問業者が対価を得て提供する付加価値	金融面のゴールの提示、包括的・継続的なファイナンス・プランの提示とモニタリング。ポートフォリオの継続的見直し等。
顧客に提供できない機能の開示	ロボ・アドバイザーのポートフォリオや投資商品へのアクセス、選択、変更、カスタマイズができない場合等。
ロボ・アドバイザーの活用によって商品選択肢が狭まる可能性の開示	ロボ・アドバイザーがETFのみ提供する場合等。
自社及びロボ・アドバイザー独自のサービスの平易な説明	コンプライアンス・コンサルタントを採用する場合も汎用的な説明ではなく、自社独自の状況に即した文言とする
投資顧問業者及びロボ・アドバイザーが徴収する全ての手数料の開示	州証券局は、当該投資顧問業者、ロボ・アドバイザー、ロボ・アドバイザーを活用する他の投資顧問業者の手数料を比較する

[出所] The Commonwealth of Massachusetts [2016a]

伝統的証券業者がロボ・アドバイザーを活用する際のFINRAの見解

アルゴリズムのガバナンスと監督	導入時精査：ロボ・アドバイザーの手法と前提が証券業者のタスク遂行に適したものか。入力データを理解しているか。ロボ・アドバイザーの試験的な出力結果は期待通りか。継続精査：市況変化に耐えうるモデルか。定期的な試験結果は期待通りか。監督責任者を定めているか。
-----------------	--

<p>ポートフォリオのガバナンスと監督及び利益相反の精査</p>	<p>特定の投資家プロフィールごとの特性（リターン、分散、信用及び流動性リスク等）を定めているか。ポートフォリオに証券を組み込む際の基準を定めているか。各ポートフォリオに適した証券を選択しているか。投資家属性に合ったポートフォリオの提示を見極めるため、モデル・ポートフォリオをモニターしているか。特定の証券を組み込むことによって生じる利益相反を特定、軽減しているか</p>
<p>顧客のプロファイリング</p>	<p>顧客の正確なプロファイリングに必要な情報の要素を特定しているか。顧客のリスク許容度を能力・意欲面から評価しているか。プロファイリングの質問票における顧客の矛盾する答を適切に処理しているか。投資が貯蓄や負債返済よりも適切かの評価。顧客への定期連絡によるプロファイル変更がないかの確認。プロファイリング手段の適切なガバナンスと監督の仕組みの構築</p>
<p>顧客ごとの適合性評価</p>	<p>投資プロファイルの要素を全て収集しようとしているか。していないとすれば、欠落情報を不要と結論付ける合理的な理由があるか。顧客プロファイリングの矛盾する回答をロボ・アドバイザーはどのように処理するか。証券や投資戦略が顧客に適しているとする基準、前提とその限界は何か。ロボ・アドバイザーは特定の証券を優遇するか、もしする場合はその根拠は何か。ロボ・アドバイザーは特定の証券、資産クラス、業種の集中度を考慮するか</p>
<p>リバランス</p>	<p>自動リバランスを行い、手数料や譲渡税が生じることの開示。税の最小化手法の開発。スタイル・ドリフト時のリバランス基準及びそれが資産クラスごとに異なるのかの開示。定期的リバランスの頻度の開示。大きな市況変化への対応方針・手続きの策定。</p>
<p>営業担当者への研修</p>	<p>ロボ・アドバイザーの使い方及びその前提と限界。ロボ・アドバイザーの利用が適切でない条件</p>

〔出所〕 Financial Industry Regulatory Authority [2016]

アドバイザーを活用する他の投資顧問業者の手数料水準を比較すると述べている。

(4) ロボ・アドバイザーを活用する証券業者の責務

同様に、FINRA（金融取引業規制機構）もロボ・アドバイスを提供する証券業者の責務に対する見解を示した⁵¹⁾。証券業者の場合も投資顧問業者同様、ロボ・アドバイザーのモニタリング責任を負うが、何よりもFINRAは適合性原則を全うする責任がロボ・アドバイザーではなく、証券業者にあることを強調している。

FINRAは、第一にアルゴリズムのガバナンスと監督について注目している。証券業者はロボ・アドバイザーの運用手法が証券業者のタスクや期待と合致しているか等を精査する必要がある。

第二が提案ポートフォリオと利益相反のガバナンス、監督についてである。証券外務員と顧客間の利益相反の懸念は、ロボ・アドバイスの提供により払拭できるが、証券業者と顧客間の懸念は残る。そのため、FINRAは、系列商品を提供するといった利益相反がある場合は、これを特定して回避策を講じるべきであるとしている。

第三が顧客プロファイリングである。証券外務員は補足的な質問を行うことも可能であるが、ロボ・アドバイザーは4～12の質問に依存する。そのため、そもそも投資やロボ・アドバイザーが適切なのかを見極める質問項目も含め、顧客の矛盾する答を適切に処理し、プロフィールの変更も認めるような施策を講じること等が必要である。

第四が顧客適合性評価である。顧客情報は適合性評価を行うのに十分か、矛盾する情報があった場合はこれらをどのように処理するのか、等を考慮する必要がある。

第五がリバランスについてである。自動リバランスを行うことやその際に生じる手数料、譲渡税、リバランスの条件、等の開示が重要とされる。

第六がロボ・アドバイザーを活用する証券外務員の研修についてである。

FINRA はツールの適切な使い方とその前提条件及び制約、ツールの活用が不適切となる条件、等の研修をすべきであると考えている。

総括すると、FINRA は、ロボ・アドバイザーを活用していても、証券業者がその制約の理解を深め、顧客ニーズを把握して適切に活用していくことがカギであると結論づけている。

終りに

労働省規則は一部が既に導入されたとは言え、対面投資アドバイスのコストを引き上げることからアドバイス難民を生みかねないことが懸念されており、予断を許さない。しかし、他方では、フィデューシャリー・デューティが適合性原則よりも高度な投資家保護を提供することが一層認知され、これを提供する営業担当者には追い風が吹いている。負担増と新たなビジネス・チャンスの狭間で伝統的金融機関は工夫を凝らしており、実際、新たなサービスも生まれている。

また、こうした対面チャネルの改革が、結果としてロボ・アドバイザーの普及も広めたことは興味深い。投資顧問業者の一形態である彼らは当初からフィデューシャリーであるため、高度な投資家保護を提供すると考えられてきた。しかし、非対面という性格上、忠実義務、善管注意義務の遂行には懸念も生じており、その在り方については今後も議論が重ねられていこう。特に、現在は、伝統的投資顧問業者や証券業者もロボ・アドバイザーを活用する動きが目立っていることから、業務分担の在り方や責任の所在が焦点となっていこう。

証券外務員のフィデューシャリー・デューティ議論には、画一的な営業を促すミニマム・スタンダード型の販売規制から、営業担当者が工夫を凝らしつつ、最善の利益に資する商品・サービスを模索する販売規制へと、方向転換を促すという側面もある。フィデューシャリー規則そのものの行方には不透明さも残るが、様々な新サービスが生まれつつある現状を鑑みれば、一定の効果は既に現れているとは言えないであろうか。

<注>

- 1) Department of Labor [2017c]
- 2) Zulz [2017]
- 3) 沼田 [2017]
- 4) Trump [2017]
- 5) Department of Labor [2017d]
- 6) Department of Labor [2017b]
- 7) Schoeff [2017]
- 8) Clayton [2017]
- 9) Nevada Secretary of State [2017]
- 10) Munchin [2017]
- 11) Department of Labor [2016b]
- 12) 企業年金の場合、契約は不要
- 13) Wursthorn [2016a]
- 14) 投資顧問登録も行っている証券業者の関係人という立場
- 15) McCarthy [2016]
- 16) A.T. Kearney [2016]
- 17) 投資顧問登録を行って個人向けにアドバイスを提供する業者。投資顧問法上のフィデューシャリー・デューティを行動規範とする
- 18) A.T. Kearney [2016]
- 19) Financial Advisor [2017]
- 20) もともと OSJ は、近隣店舗の営業活動が適切に行われているかを管理する内部管理責任者を兼ねた営業担当者を指した。しかし近年は、コンプライアンスの支援業務のみならず、マーケティングや IT、営業指南といった支援も提供して力をつけた OSJ が現れ、スーパー-OSJ と呼ぶ
- 21) Wursthorn [2016a]
- 22) Dilts [2017]
- 23) 同社が紹介する他行の預金
- 24) Wursthorn [2016c]
- 25) Iacurci [2017c]
- 26) Kelly [2016]
- 27) Iacurci [2017b]
- 28) Waggoner [2017]
- 29) Securities Exchange Commission [2017b]
- 30) 平均的な前払い型の販売手数料の 6～7 割と考えられている Maxey [2017]
- 31) トランスファー・エージェント業務とは、名義書換等の事務代行業務。同業務の一部を販社に再委託している。Thornton [2017]
- 32) Maxey [2017]
- 33) Department of Labor [2016a]
- 34) Bloomberg News [2017]
- 35) Dilts [2017]
- 36) Reuters [2017]
- 37) Jamieson [2017]
- 38) Skinner [2016a]
- 39) 米国の個人向け運用資産16兆ドルの内の12兆ドル、2,600万口座を管理する14社を調査。US Chamber of Commerce [2017]
- 40) Holtz-Eakin [2017]

- 41) www.merrilledge.com/pricing (accessed on November 25, 2017)
- 42) National Association of Securities Dealers [2004]
- 43) National Association of Securities Dealers [2004]
- 44) www.statista.com (accessed on December 28, 2017)
- 45) Fein [2017a]
- 46) Fein [2017a]
- 47) Fein [2017a]
- 48) The Commonwealth of Massachusetts [2016b]
- 49) Securities and Exchange Commission [2017a]
- 50) The Commonwealth of Massachusetts [2016a]
- 51) Financial Industry Regulatory Authority [2016]

<引用・参考文献>

- 沼田優子 [2017], 「投資アドバイスとは何か—フィデューシャリーとしての米国証券営業担当者の事例から—」, 『証券経済研究』 第99号
- A.T.Kearney [2017], “Update on the Department of Labor Fiduciary Rule,” *A. T. Kearney Analysis*, April.
- _____ [2016], “A.T. Kearney Study: The \$20 Billion Impact of the New Fiduciary Rule on the U.S. Wealth Management Industry,” *A. T. Kearney Analysis*, August.
- Bloomberg News [2017], “DOL Rule Shows Down Wirehouse Recruiting and Crimps Bonuses,” *InvestmentNews*, February 27.
- Clayton, J. [2017], “Public Comments from Retail Investors and Other Interested Parties on Standards of Conduct for Investment Advisers and Broker-Dealers,” *U.S. Securities and Exchange Commission*, June 1.
- Department of Labor [2017a], “18-Month Extension of Transition Period and Delay of Applicability Dates; Best Interest Contract Exemption (PTE 2016-01); Class Exemption for Principal Transactions in Certain Assets Between Investment Advice Fiduciaries and Employee Benefit Plans and IRAs (PTE2016-02); Prohibited Transaction Exemption 84-24 for Certain Transactions Involving Insurance Agents and Brokers, Pension Consultants, Insurance Companies, and Investment Company Principal Underwriters (PTE 84-24),” *Federal Register*, Vol. 82, Vol. 228, November 24, pp.56545-56560.
- _____ [2017b], “Proposed Rules-Extension of Transition Period and Delay of Applicability Dates; Best Interest Contract Exemption (PTE 2016-01); Class Exemption for Principal Transactions in Certain Assets Between Investment Advice Fiduciaries and Employee Benefit Plans and IRAs (PTE 2016-02); Prohibited Transaction Exemption 84-24 for Certain Transactions Involving Insurance Agents and Brokers, Pension Consultants, Insurance Companies, and Investment Company Principal Underwriters (PTE 84-24),” *Federal Register*, Vol. 82, Vol. 168, August 31, pp.41365-41376.
- _____ [2017c], “Conflict of Interest FAQs (Transition Period),” May.
- _____ [2017d], “Rules and Regulations-Definition of the Term “Fiduciary”; Conflict of Interest Rule-Retirement Investment Advice; Best Interest Contract Exemption (Prohibited Transaction Exemption 2016-01); Class Exemption for Principal Transactions in Certain Assets Between Investment Advice Fiduciaries and Employee Benefit Plans and IRAs (Prohibited Transaction Exemption 2016-02); Prohibited Transaction Exemptions 75-1, 77-4, 80-83, 83-1, 84-24 and 86-

- 128,” *Federal Register*, Vol. 82, Vol. 66, April 7, pp.16902-16918.
- _____ [2016a], “Conflict of Interest FAQs (Part 1-Exemptions),” October 27.
- _____ [2016b], “Best Interest Contract Exemption,” *Federal Register*, Vol. 81, No. 68, April 8, pp.21002-21085.
- _____ [2016c], “Definition of The Term “Fiduciary;” *Conflict of Interest Rule-Retirement Investment Advice*, Vol. 81, No. 68, April 8, pp.20945-21002.
- Dilts, E. [2017], “Bank of America’s Merrill Lynch to Debut Fiduciary-Friendly Account Option,” *Reuters*, September 29.
- Fein, M. L. [2017a], “Are Robo-Advisors Fiduciaries?” *University of Oxford Worcester College*, September 12.
- _____ [2017b], “How are Robo-Advisors Regulated?” *University of Oxford Worcester College*, September 12.
- _____ [2017c], “How Should Robo-Advisors Be Regulated?” *University of Oxford Worcester College*, September 12.
- _____ [2017d], “Regulatory Focus on Robo-Advisors,” *University of Oxford Worcester College*, September 12.
- Financial Advisor [2017], “DOL Rule Driving Consolidation and Disruption,” *Financial Advisor*, September 1.
- Financial Industry Regulatory Authority [2016], “Report on Digital Investment Advice,” March.
- _____ [2011], “Know Your Customer and Suitability-SEC Approves Consolidated FINRA Rules Governing Know-Your-Customer and Suitability Obligations,” *Regulatory Notice*, 11-02, January. (www.finra.org/sites/default/files/NoticeDocument/p122778.pdf)
- Firvida, C. M. [2017], “Impact of the DOL Fiduciary Rule on the Capital Markets,” *United States House of Representatives Committee on Financial Services Capital Markets*, July 13.
- FIT Consulting [2017], “Fiduciary Rule: Initial Impact Analysis,” *Chamber of Commerce*, September 7.
- Hazen, T. L. [2016], *Treatise on The Law of Securities Regulation*, Thomson Reuters
- Holtz-Eakin, D. [2017], “Impact of the DOL Fiduciary Rule on the Capital Markets,” *United States House of Representatives Committee on Financial Services Capital Markets*, July 13.
- Iacurci, G. [2017a], “DOL Fiduciary Rule Has Enforcement Gaps-and They Could Widen,” *InvestmentNews*, September 11.
- _____ [2017b], “LPL to Roll Out New Mutual Fund Platform as DOL Fiduciary Rule Takes Effect,” *InvestmentNews*, July 13.
- _____ [2017c], “DOL Fiduciary Rule: Edward Jones Changing Stance on Mutual Fund Commissions in IRAs,” *InvestmentNews*, June 7.
- _____ [2016a], “DOL Fiduciary Rule Will Trim 401 (k) Advisers’ Stable of Record Keepers, Asset Managers: Study,” *InvestmentNews*, October 13.
- _____ [2016b], “Merrill’s Move to End Commissions IRAs a “Tectonic Shift” for Brokerage Industry,” *InvestmentNews*, October 7.
- _____ [2016c], “Attrition Fears Play into Broker-Dealers’ Hesitation to Detail New Commission Schedules under DOL Fiduciary Rule,” *InvestmentNews*, September 30.
- _____ [2016d], “Broker-Dealers Eye Level Commissions to Reduce Risk under DOL Fiduciary Rule,” *InvestmentNews*, July 11.
- Investment Advisers Act of 1940 [1940], Public Law 111-203, August 22. (<https://www.sec.gov/about/laws/iaa40.pdf>)
- Jamieson, D. [2017], “Raymond James Financial Moving to Single Payout Grid,” *Financial Advisor*, July 5.

- Ji, M. [2017], "Are Robots Good Fiduciaries? Regulating Robo-Advisors Under the Investment Advisers Act of 1940," *Columbia Law Review*.
- Kelly, B. [2017], "UBS Latest to Shift Broker Compensation Ahead of DOL Fiduciary Rule," *InvestmentNews*, June 2.
- _____ [2016], "DOL Fiduciary Rule Sparks LPL to Standardize Fees on Mutual Funds: CEO," *InvestmentNews*, August 24.
- Kitces, M [2017], "The Six Levels of Account Aggregation: FinTech and PFM Portals For Financial Advisors," October 9, (<https://www.kitces.com/blog/six-levels-account-aggregation-pfm-fintech-solutions-accounts-advice-automation/>) accessed on December 27, 2017.
- Lemke, T.P. & Lins, G.T. [2015], Regulation of Investment Advisors, *Thomson Reuters Westlaw*.
- Lightbourne, J. [2017], "Algorithms & Fiduciaries: Existing and Proposed Regulatory Approaches to Artificially Intelligent Financial Planners," *Duke University of Law, J. D.*
- Maxey, D. [2017], "Clean Shares' Get a Boost from Fiduciary Rule," *The Wall Street Journal*, May 26.
- McCarthy, E. [2016], "Edward Jones' Jim Weddle: Reading for the Future," *Research*, Vol. 39, No. 7. July, pp. 22-25.
- Munchin, S. T. & Phillips, C. S. [2017], "A Financial System That Creates Economic Opportunities—Assets Management and Insurance," *U.S. Department of Treasury*, October.
- National Association of Securities Dealers [2004], "Guidance: Investment Analysis Tools," *NASD Notice to Members*, 04-86, November, pp. 1027-1034.
- Nevada Secretary of State [2017], "Senate Bill No. 383," (<https://www.leg.state.nv.us/Session/79th2017/Bills/SB/SB383-EN.pdf>) accessed on December 28, 2017.
- Padalka, A. [2017], "Morgan Stanley Cut Incentives Bracing for DOL Rule," *Financial IQ*, December 17.
- Reuters Staff [2017], "USB to Change How Advisors Get Paid Ahead of Fiduciary Rule Deadline," *Reuters*, June 1.
- Schoeff, Jr. M. [2017a], "House Panel Passes Bills to Replace DOL Fiduciary Rule with One Requiring Disclosure of Conflicts," *InvestmentNews*, October 2.
- _____ [2017b], "Wagner Introduces Bill to Kill DOL Fiduciary Rule," *InvestmentNews*, September 27.
- _____ [2017c], "Rep. Wagner Drafts Bill to Kill DOL Fiduciary Rule, Replace it with Best-Interest Standard," *InvestmentNews*, July 11.
- _____ [2017d], "House Passes Bill that Would Kill DOL Fiduciary Rule," *InvestmentNews*, June 8.
- Scott, J. [2012], "Household Alpha and Social Security," *Financial Analysts Journal*, vol. 68, No. 5. September/October, pp. 6-10.
(<http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/faj.v68.n5.3>)
- Securities and Exchange Commission [2017a], "Robo Advisers," *Guidance Update*, February.
- _____ [2017b], "Investment Company Act of 1940—Section 22 (d) Capital Group," *Response of the Office of Chief Counsel Division of Investment Management*, January 11.
- Skinner, L. [2016a], "How Fintech Aims to Make DOL Fiduciary Rule Manageable," *InvestmentNews*, October 21.
- _____ [2016b], "DOL Fiduciary Rule Could Cause Half of Potential IRA Rollover Assets to Stay Put: Report," *InvestmentNews*, September 8.
- Smith, B. [2017], "Morgan Stanley Preserves Client Choice in Response to DOL Rule," *Morgan Stanley*, March 28.
- Szapiro, A. & Ellenbogen, P. [2017], "Early Evidence on the Department of Labor Conflict of

Interest Rule,” *Morningstar*, April.

The Commonwealth of Massachusetts [2016a] “Policy Statement: State-Registered Investment Advisers’ Use of Third Party Robo-Advisers,” (<https://www.sec.state.ma.us/sct/sctpdf/Policy-Statement-State-Registered-Investment-Advisers-Use-of-Third-Party-Robo-Advisers.pdf>)

_____ [2016b], “Policy Statement: Robo-Advisers and State Investment Adviser Registration,” April 1. (<http://www.sec.state.ma.us/sct/sctpdf/Policy-Statement-Robo-Advisers-and-State-Investment-Adviser-Registration.pdf>)

The U.S. House of Representatives Committee on Appropriations [2017], “Appropriations Committee Releases the Fiscal Year 2018 Labor, Health and Human Services Education Funding Bill,” *The U.S. House of Representatives Committee on Appropriations*, July 12.

Thornton, N. [2017], “Morningstar: “Industry’s Idea of Clean Shares May not be Clean Enough,” *BenefitsPRO*, July 19.

Trump, D. J. [2017], “Presidential Memorandum on Fiduciary Duty Rule,” *The White House, Office of the Press Secretary*, Feb. 3.

Waggoner, J. [2017], “Brace for Thousands of New DOL Fiduciary-Friendly Mutual Fund Share Classes,” *InvestmentNews*, January 6.

Wursthorn, M. [2016a], “Merrill Lynch to End Commission-Based Options for Retirement Savers,” *The Wall Street Journal*, October 6.

_____ [2016b], “Watch Out, Retirement Savers, Your Choices Are Poised to Shrink,” *The Wall Street Journal*, August 18.

_____ [2016c], “Edward Jones Shakes Up Retirement Offerings Ahead of Fiduciary Rule,” *The Wall Street Journal*, August 17.

_____ [2016d], “Brokerages Adapt to Pending Labor Rule,” *The Wall Street Journal*, March 16. www.merrilledge.com/pricing (accessed on November 25, 2017)

www.statista.com (<https://www.statista.com/statistics/573291/aum-of-selected-robo-advisors-globally/>) accessed on December 28, 2017.

Zulz, E. [2017], “A Look Inside LPL’s DOL Fiduciary Strategy,” *ThinkAdvisor*, August 3.