

2017年2月13日 全3頁

受託者責任を拡張する規則は実施延期か—トランプ政権における規制緩和政策③

受託者責任を大幅に拡張する労働省規則を実施延期する方向で見直し

金融調査部 主任研究員
鈴木裕

[要約]

- トランプ大統領は、2017年4月から適用開始予定の、受託者責任の拡張に関する規則の見直しを指示する覚書（memorandum）を労働省に伝達した。
- 労働省規則は、個人退職勘定（IRA）の運用について助言を行う証券会社等の金融商品販売業者職員等も受託者として責任を負うべきとする内容だ。金融商品販売業者では、この規則の実施にあわせてコンプライアンス体制等の充実に取り組んできた。
- 資産運用に関する受託者責任を所管するSECが関連する規則を策定するまで、労働省規則の実施を停止する見通しだ。しかし、現在のSEC委員長代行は、規則の制定に慎重な考えをもっていることから、労働省規則の内容である受託者責任の拡張は、相当先送りされることになるとと思われる。

受託者責任の拡張に関する労働省規則の見直しを指示

トランプ大統領は、2月3日付の米国労働省長官あての覚書（memorandum）¹で、労働省が2016年4月に制定した受託者責任（fiduciary duty）の拡張に関する規則²（以下、「受託者責任規則」）を見直し、撤回か変更するよう指示を發した。覚書では期限を設けていないものの、受託者責任規則は、一部を除き2017年4月から適用開始であることから、迅速な見直しが進められるものと思われる。

トランプ大統領は、規制緩和に関して矢継ぎ早に大統領令を發しており、1月30日には①規

¹ White House “Presidential Memorandum on Fiduciary Duty Rule” (February 03, 2017)

<https://www.whitehouse.gov/the-press-office/2017/02/03/presidential-memorandum-fiduciary-duty-rule>

² GPO “81 FR 20945 – DEFINITION OF THE TERM “FIDUCIARY” ; CONFLICT OF INTEREST RULE–RETIREMENT INVESTMENT ADVICE” (April 8, 2016)

<https://www.gpo.gov/fdsys/search/pagedetails.action?granuleId=2016-07924&packageId=FR-2016-04-08&cCode=FR&collectionCode=FR>

制官庁が新たな規制 (regulation) を一つ作る場合には、二つ以上の廃止すべき規制を特定しなければならない、②2017 年中の新規制実施と既存規制廃止によるネットのコストアップを禁じる、との方針を示した³。今回、受託者責任規則を特定して見直しを指示したのは、現政権がこの規則を廃止する意思を示したものとも考えられよう。

受託者責任規則の概要

受託者責任規則は、これまで受託者とは考えられていなかった証券会社等の金融商品販売業従事者の一部を受託者とすることで、重い責任を負わせるものである。確定給付制度にせよ確定拠出制度にせよ、年金制度の管理者には、受託者としての責任が課され、加入者や受給者の最善の利益を図るべきとされる。しかし、退職後の生活に備えるための個人貯蓄の運用については、この受託者責任の網は及ばない。401 (k) 制度など企業の確定拠出年金制度から、退職によって個人退職勘定 (Individual Retirement Account、以下 IRA) に資産を移管した後は、IRA の中で資産運用を継続するが、ここではいわば自己責任で運用しなければならない。IRA では、金融商品販売業者の営業員が、資産運用について何らかの示唆をすることはあっても、この示唆は受託者責任の範疇とはされない。営業員に対しては、別に適合性原則⁴と呼ばれる金融商品販売業界の自主規制が適用される。同様の考え方は日本でも採用されており、顧客の知識、経験、投資目的及び財産状況等に照らして、不適当な勧誘をしてはならないというルールとして理解されている。

金融商品販売業者の営業員が、投資商品を勧誘する場合には、投資信託業者等金融商品を組成する業者から販売手数料 (commission) が支払われる場合がある。これが一因となって、顧客の利益が損なわれているおそれがあるものの、こうした手数料のやり取りは、必ずしも適合性原則には反しない。

しかし、この販売手数料による顧客の損失が無視できないほど大きなものであれば、政策的対応が行われることとなる。オバマ政権時代に大統領経済諮問委員会がまとめたレポート⁵によれば、IRA における顧客利益を優先しない投資アドバイスによって、額にして年間 170 億ドル、率では年 1% の利益が失われているとのことである。この結果オバマ大統領が、IRA について助言する金融商品販売業者の営業員をも受託者として規制すべきとする、新たな規則の制定を求めることとなった。

³ White House “Presidential Executive Order on Reducing Regulation and Controlling Regulatory Costs” (January 30, 2017)

<https://www.whitehouse.gov/the-press-office/2017/01/30/presidential-executive-order-reducing-regulation-and-controlling>

⁴ FINRA “2111. Suitability”

http://finra.complinet.com/en/display/display.html?rbid=2403&element_id=9859

⁵ White House “The Effects of Conflicted Investment Advice on Retirement Savings” (February 23, 2015)

<https://obamawhitehouse.archives.gov/blog/2015/02/23/effects-conflicted-investment-advice-retirement-savings>

受託者責任の拡張によって失われる利益

受託者責任規則によって、高齢となった個人の貯蓄が真に守られるのであれば、こうした規則に反対するのは難しいだろう。では、トランプ大統領が、規則の実施前に撤回か変更することを検討するよう求めたのはどのような理由からだろうか。

トランプ大統領が見直しを指示した理由はいくつかある。まず、受託者責任を課すことによって投資アドバイスのコストがアップして、少額な資産しか持たない者は、投資アドバイスを受けることができなくなるおそれがあるとの懸念だ。適合性原則の下での投資アドバイスが仮に不十分なものであったとしても、何のアドバイスもないよりはましだということであろう。また、受託者責任によって、顧客の最善の利益を重視するとなると、目に見える利益は諸手数料の大小で判断するようになるかもしれない。そのため、手数料が比較的安い指数連動型の投資商品ばかりが勧められることとなれば、かえって顧客に不満感を抱かせることになるかもしれない。結果的に、IRA の運用は、十分な助言を得られず硬直的になってしまうおそれがある。

もちろん、こうした小規模な貯蓄者の利益を守ろうとする理由だけではなく、金融商品を販売する業者側からも、コンプライアンス・コストの増加を嫌い、受託者責任規則導入を阻もうとする動きもあった。しかし、こうしたコスト増も結局は顧客に跳ね返るとすれば、やはり顧客の負担増を懸念するが故の反対論であるともいえる。

規則制定プロセスへも疑問が

金融商品の販売については、通常であれば証券取引委員会 (U.S. Securities and Exchange Commission、以下 SEC) が所管すべきであるが、受託者責任規則は IRA に関係するため、労働省が規則を制定した。しかし今後 SEC は、金融商品販売業者営業員が負うべき受託者責任に関する何らかの規則を制定するかもしれない。この将来の規則と労働省の受託者責任規則の間で齟齬を生じさせるわけにはいかないだろう。

トランプ政権が成立を目指している Financial CHOICE Act 法案⁶では、SEC が金融商品販売業者の営業員等に対する受託者責任の拡張に関する規則を制定するまでは、労働省による規則制定を禁じるとの条文も含まれている。つまり、労働省は SEC の規則を待つべきということだ。この点、SEC が早期に規則を制定するとの見通しもないわけではないが、現在の SEC 委員長代行のマイケル・ピオワー氏は 2014 年に、規則制定はかなりの困難を伴うと述べている⁷ことから、労働省の受託者責任規則が早い時期に効力を持つようになるとは考えにくい。

⁶ <http://financialservices.house.gov/uploadedfiles/bills-114hr-hr5983-h001036-amdt-001.pdf>

⁷ SEC “Remarks at the National Association of Plan Advisors D.C. Fly-In Forum” (Sept. 30, 2014) <https://www.sec.gov/News/Speech/Detail/Speech/1370543077131>