

2018年1月26日 全6頁

# 米国、フィデューシャリー規則の動向

労働省規則の完全施行は2019年7月に延期。SECも独自基準を策定中

ニューヨークリサーチセンター  
上野 まな美  
主任研究員 鳥毛 拓馬

## [要約]

- 2017年11月29日、米国労働省は、2017年6月9日から段階的施行が開始されているフィデューシャリー規則（Fiduciary Rule）について、その完全施行日を当初予定されていた2018年1月1日から1年半延期し、2019年7月1日にすることを正式に公表した。労働省は、フィデューシャリー規則の完全施行日を延期したことにより、トランプ大統領の指示に基づく同規則の見直しのための十分な時間的猶予を得たものと思われる。既に施行されている規則の大幅な見直しは想定されていない一方、未施行の規則については、改正ないし廃止など大幅な見直しの可能性もある。
- 一方、トランプ政権のもとで任命されたSECのクレイトン委員長は、労働省の規則とは異なるSEC独自のフィデューシャリー基準（投資アドバイザーとブローカー・ディーラーに適用される統一フィデューシャリー基準）の策定を進めている。労働省とSECはそれぞれの規則等を策定するに当たり連携することが想定されている。ただし、両方の規則が並存するのか、あるいは、ブローカー・ディーラーに対して本来的管轄権を有するSECの規則が優先するのかなどについては現時点では不透明である。
- 労働省とSECがどのように連携して、利益相反となるアドバイスを排除し、顧客の最善の利益の実現に資する規則を制定するか、今後もその動向を注視する必要があるだろう。

## はじめに<sup>1</sup>

2017年11月29日、米国労働省は、2017年6月9日から段階的施行が開始されているフィデューシャリー規則（Fiduciary Rule<sup>2</sup>）について、その完全施行日を当初予定されていた2018年1月1日から1年半延期して2019年7月1日にすることを正式に公表した<sup>3</sup>。労働省は、トラ

<sup>1</sup> 本稿は「REGULATIONS 2017 September」（セミナーインフォ刊）に掲載された原稿を加筆修正したものである。

<sup>2</sup> 正式名称はDefinition of the Term “Fiduciary”；Conflict of Interest Rule-Retirement Investment Adviceである。本稿ではフィデューシャリー規則とする。

<sup>3</sup> 労働省プレスリリース <https://www.dol.gov/newsroom/releases/ebsa/ebsa20171127-0>

ンプ大統領から要請されている同規則の見直し（同規則により、退職資金を運用する投資家（以下、退職投資家）の退職資金に関する情報へのアクセスや退職投資家への投資アドバイスに関してどのような影響が及ぶのかという観点からの見直し）には時間を要することなどから、完全施行日の延期を決定したものである。

一方、トランプ政権下で2017年5月に就任したSEC（Securities and Exchange Commission）のクレイトン委員長は、労働省のフィデューシャリー規則は、SECが管轄する個人投資家や事業体に重大な影響を及ぼす可能性があるとして、個人投資家に投資アドバイスを提供する投資アドバイザーとブローカー・ディーラー（以下BD）双方に適用される、統一フィデューシャリー基準の策定を進めている。

本稿では、労働省の規則の施行延期の経緯およびSECの統一フィデューシャリー基準策定の動きにつき概説する。

## 労働省によるフィデューシャリー規則の制定

米国人は、退職後に様々な収入源から収入を得ている。例えば、公的年金であるソーシャルセキュリティ（Social Security）<sup>4</sup>、雇用主が提供する企業退職年金制度の確定給付型年金、401(k)や個人退職勘定（Individual Retirement Account:IRA）などの確定拠出型年金がある<sup>5</sup>。

401(k)やIRAは、一般に投資信託や個別株、変額年金に投資をして、自助努力による資産形成を行う。その際、退職資金の運用は複雑であるため、通常、金融機関のアドバイザーやBDによりアドバイスが行われる。このアドバイスが行われる際に、アドバイザーやBDと退職投資家との間に利益相反を生じるケースがあるとされており、特にIRAにおいては、年間約170億ドルもの投資損失につながっていることが指摘されていた<sup>6</sup>。

米国においては、企業年金の加入者を保護するため、従業員退職所得保障法（Employment Retirement Income Security Act of 1974: 以下ERISA）<sup>7</sup>が制定されている。ERISAにおいては、401(k)などの企業年金において、投資アドバイスを提供する者が受託者（フィデューシャリー）に該当すれば、投資家の最善の利益のために行動する法的責任が課され、一定の禁止取引条項とその免除規定など受託者に関する規制に従うこととなっている。IRAについても内国歳入法（Internal Revenue Code : IRC）により、ERISAと同様の受託者に関する規制に従うこととなっ

<sup>4</sup> ソーシャルセキュリティについては、土屋 貴裕、上野 まな美「米国の公的年金、ソーシャルセキュリティ」（2013年8月30日付大和総研レポート）参照。

[http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20130830\\_007627.html](http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20130830_007627.html)

<sup>5</sup> 米国の退職貯蓄制度については、佐川 あぐり、土屋 貴裕「米国投信市場における退職貯蓄制度の役割」（2017年9月5日付大和総研レポート）参照。

[http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20170905\\_012271.html](http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20170905_012271.html)

<sup>6</sup> ホワイトハウス “The Effects of Conflicted Investment Advice on Retirement Savings”

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

<sup>7</sup> ERISAは民間セクターの企業年金制度のみに適用され、連邦、州、地方政府や教会の年金制度には適用されない。

ている。

この規則に関して、オバマ前政権下の2016年4月8日に労働省は、投資アドバイスを提供する受託者の定義を拡大することなどを内容とするフィデューシャリー規則の改正を行い、1年後の2017年4月10日が施行日となった。この改正は、IRA加入者等の退職投資家に投資アドバイスを提供する多くのアドバイザーが受託者に該当しないため、当該退職投資家が十分に保護されていないことから、長年の議論を経て、実現したものである。ERISA制定以来、最も重要な改正とされる。

改正では、退職投資家保護のため、投資アドバイスを提供する受託者は、手数料などを直接又は間接的に得て、企業年金あるいはIRAの加入者等に一定のアドバイスを提供する者と幅広く定義された。ここでいうアドバイスとは、証券やその他の投資資産の売買・交換などや資産移転（ロールオーバー）などに関わる投資、投資戦略やポートフォリオ構成などを含む証券やその他の投資資産の管理について推奨することをいうとされている。

改正により、企業年金からIRAへのロールオーバーの際の退職投資にかかる投資アドバイスなどについても、受託者に関する規制が適用されることとなる。また、銀行、保険会社、BDは、企業年金やIRAの加入者に投資アドバイスを提供する際に、一定の要件の下、受託者とみなされる。さらに、禁止取引条項に対する免除規定も改正されており、受託者に該当する場合であっても、顧客の最善の利益を優先するなど一定の要件の下、手数料などの受領が許容される（例えば、BDは証券の販売手数料としてコミッションや12b-1手数料<sup>8</sup>などを受け取ることができる）とされる。

#### 図表 1 改正後の労働省フィデューシャリー規則の概要

- 直接または間接に手数料などを受け取り、企業年金またはIRAの加入者などに下記の推奨を行った者は、受託者とみなされる。
  - ・ 証券その他資産の売買・交換
  - ・ ロールオーバー等に関わる投資
  - ・ 投資戦略やポートフォリオ構成などを含む証券や投資資産の管理
  - ・ 手数料その他報酬のために投資アドバイスを提供しようとする者の推奨
- 受託者は、最善の利益契約(Best Interest Contract :BIC)などを遵守しない限り、例えば、コミッション(BDが投資家から受け取る証券の販売手数料など)や12b-1手数料などの受け取りは原則禁止。
- 個人または金融機関が退職後の投資家の最善の利益のために助言を提供することなどに同意することを条件として、BICの免除規定により大半の現行の報酬に関する慣行の継続が可能になる。

(出所) Congressional Research Service “Department of Labor’s 2016 Fiduciary Rule: Background and Issues”などを基に大和総研作成

<sup>8</sup> ファンド資産からBDなどに支出される販売促進費用などのこと。

## フィデューシャリー規則に対する評価

労働省のフィデューシャリー規則に関しては、消費者保護団体や非営利の退職者団体から、退職投資家の保護が行われるとして強い支持を得た。一方、金融業界は、同規則が複雑でコンプライアンス費用が増大し、投資家に対する金融商品の選択肢やアドバイスが制限されるとの懸念が示された。

SIFMA (Securities Industry and Financial Markets Association) によると、フィデューシャリー規則のコンプライアンスの費用は当初 47 億ドル、その維持費は 11 億ドルと見積もられている。また、金融機関のアドバイザーや BD は、利益相反を生じるアドバイスを避けるために、より低コストかつ低リスクの上場投資信託 (Exchange Trade Fund: ETF) やインデックス投資といったパッシブ投資に投資家を向かわせることが予測されるとの指摘もある。

## トランプ政権によるフィデューシャリー規則の見直し

トランプ大統領は、2017 年 2 月 3 日、労働省に対して、フィデューシャリー規則の経済的および法的分析を行い、悪影響が懸念される場合には同規則の撤回または改正を要求する覚書に署名した<sup>9</sup>。労働省はトランプ大統領の覚書を受け、フィデューシャリー規則を分析するため、2017 年 4 月 7 日、同規則の施行日を当初の同年 4 月 10 日から 60 日間延期した。これにより、フィデューシャリーの定義の拡大に関する規則などについては、施行日が 2017 年 6 月 9 日とされ、開示や保証方針、書面による契約などを含めたその他の全条項の完全施行日は、2018 年 1 月 1 日とされた。

## 段階的施行開始後の動き

フィデューシャリー規則の段階的施行が開始された 2017 年 6 月 9 日から約 1 ヶ月後の同年 7 月 6 日に、労働省は、完全施行日とされていた 2018 年 1 月 1 日をさらに延期することの妥当性やフィデューシャリー規則の変更などに関して追加のパブリックコメントを求めた。これにより、労働省がフィデューシャリー規則の完全施行日をさらに延期する可能性が示唆された。

続く 2017 年 8 月 9 日、労働省はフィデューシャリー規則の完全施行日を 2018 年 1 月 1 日から 1 年半延期し、2019 年 7 月 1 日とする提案を行政管理予算局 (Office of Management and Budget: OMB) に提出した。通常、OMB の審理期間は 90 日であるが、僅か 20 日後の 8 月 28 日に OMB は早々と延期提案を承認した。これは、完全施行日の 2018 年 1 月 1 日が迫る中、コンプライアンスに対応する必要がある金融機関に配慮したものと考えられる。

労働省は OMB の承認を受けて、2017 年 8 月 31 日に、完全施行日を 2018 年 1 月 1 日から 1 年

<sup>9</sup> ホワイトハウス

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

半延期し、2019年7月1日とする延期提案を行い、同提案に対するパブリックコメントを実施した。

2017年11月29日、労働省はフィデューシャリー規則のうち、2018年1月1日から適用されることになっていた一部の規則の完全施行日を1年半延期して2019年7月1日にするを正式に公表した。労働省は、同規則の徹底的な見直しを行い、トランプ大統領から要請された同規則の経済的および法的分析を終了させるには時間を要することから、完全施行日の延期が必要であるとしている。

## SECによる統一フィデューシャリー基準策定の動き

### オバマ前政権下での経緯

米国では、個人向けの投資アドバイザーは、1940年投資顧問法の下で、顧客に対してフィデューシャリーとしての責任を負うこととされている。一方、(助言行為がBDの業務に単に付随的で、かつ、助言行為に対して特別の報酬<sup>10</sup>を受けない)BDは、1940年投資顧問法の「投資アドバイザー」には含まれないものとされ<sup>11</sup>、直ちに顧客に対してフィデューシャリーとしての責任を負うものではないとされている<sup>12</sup>。しかしながら、BDと投資アドバイザーは、通常、同様のサービスを顧客に提供しており、また、そのサービスを利用する顧客にとってみれば、両者の差異は不明確であると指摘されていた。

そこで、2010年に成立したドッド・フランク法913条では、リテール顧客に証券に関する投資助言を提供するBDに対して、投資アドバイザーに適用される行為基準(standard of conduct)と同じ基準を定める権限をSECに付与した<sup>13</sup>。また、基準設定のための調査・研究もSECに求めた。これを受けSECスタッフは、2011年1月に「投資アドバイザーとBDに関する調査報告」<sup>14</sup>を公表した。調査報告では、リテール顧客に証券に関する投資アドバイスを提供するBDに対して、投資アドバイザーと同様にフィデューシャリーとしての責任を負わせる統一フィデューシャリー基準(uniform fiduciary standard)についてSECが設定することを提言している。

2013年3月にSECは、統一フィデューシャリー基準を策定するためのデータと情報(特に定量的データと経済分析)について、一般に募集を行い<sup>15</sup>、2013年11月には、SECの投資家助言委員会が、SECに対してBDにフィデューシャリーとしての責任を課すルールを策定すべき旨の勧告をした<sup>16</sup>。しかしながら、その後、オバマ前政権下では、統一フィデューシャリー基準の策

<sup>10</sup> ブローカー・ディーラーが、証券取引執行により顧客から受け取る、いわゆるブローカレッジ手数料(コミッション)については「特別の報酬」には該当しないと考えられている。

<sup>11</sup> Investment Advisers Act of 1940 202条(a)(11)(C)

<sup>12</sup> 松尾直彦『Q&A アメリカ金融改革法』(金融財政事情研究会、2010年) p. 266。

<sup>13</sup> 上記脚注12、p. 268。

<sup>14</sup> SEC ウェブサイト <https://www.sec.gov/news/studies/2011/913studyfinal.pdf>

<sup>15</sup> SEC ウェブサイト <https://www.sec.gov/rules/other/2013/34-69013.pdf>

<sup>16</sup> SEC ウェブサイト

<https://www.sec.gov/spotlight/investor-advisory-committee-2012/fiduciary-duty-recommendation-2013.pdf>

定は具体的に進まなかった。

## トランプ政権下での動き

トランプ政権になり、2017年5月に任命されたSECのクレイトン委員長は、統一フィデューシャリー基準策定の必要性について検討を始めるため、労働省のフィデューシャリー規則の施行直前となる2017年6月1日、パブリックコメントを実施した<sup>17</sup>。これは、統一フィデューシャリー基準の策定に向けて、2013年のパブリックコメントの実施以来の進展であるといえる。なお、SECのパブリックコメントには期限が設けられていない。

クレイトン委員長は、2017年10月4日に開催された下院金融サービス委員会の公聴会で、労働省を含む他の規制当局と連携し、投資家の最善の利益のためにSEC独自の統一フィデューシャリー基準案作成を進めていると表明した<sup>18</sup>。なお、報道によると、SECの統一フィデューシャリー基準の提案については、2018年第2四半期ごろが見込まれている。

## 終わりに

労働省は、フィデューシャリー規則の完全施行日を2019年7月まで延期したことにより、トランプ大統領の指示に基づく同規則の見直しのための十分な時間的猶予を得たものと思われる。既に施行されている規則の大幅な見直しは想定されていない一方、未施行の規則については、改正ないし廃止など大幅な見直しの可能性もある。

また、SECは、統一フィデューシャリー基準の策定に当たり、労働省と連携することを想定しているが、両方の規則が並存するのか、あるいは、BDに対して本来的管轄権を有するSECの規則が優先されるのかなどについては現時点で不透明である。

労働省とSECがどのように連携して、利益相反となるアドバイスを排除し、顧客の最善の利益の実現に資する規則を最終的に制定するか、今後もその動向を注視する必要があるだろう。

<sup>17</sup> SEC ウェブサイト <https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-chairman-clayton-2017-05-31>

<sup>18</sup> 下院金融サービス委員会

<https://financialservices.house.gov/uploadedfiles/hhrg-115-ba00-wstate-jclayton-20171004.pdf>