

2018年7月13日 全8頁

# SEC、新たな投資家保護規則の提案

## 米労働省のフィデューシャリー規則は無効に

ニューヨークリサーチセンター  
主任研究員 鳥毛 拓馬

### [要約]

- 2018年6月21日、連邦第5巡回区控訴裁判所は、労働省のフィデューシャリー規則の無効を確定させた。同規則は、2017年6月から一部施行され、2019年7月から完全施行されることになっていた。これにより、投資アドバイスに関わる投資家保護規則については、2018年4月にSEC（証券取引委員会）が提案した新規規則が今後の議論の中心となる。
- 2018年4月18日、SECは、ブローカー・ディーラーと投資アドバイザーの行為基準を強化することなどを内容とする規則および解釈案（以下、規則案）を公表した。規則案は、2010年に成立したドッド・フランク法においてSECに対し制定することが求められていたものであり、8年の歳月を経て、ようやく提案に至った。
- 今後、規則案に対して賛成派、反対派両者から膨大な意見が提出されるものと予想される。今後の修正により、当初の規則案から大きく変更される可能性もある。最終的に、投資家保護や投資アドバイスの質の向上と投資家の金融商品選択・アクセス確保のバランスがどのように図られるのか、引き続き、議論の行方に注目する必要がある。

## 1. 労働省のフィデューシャリー規則は無効に

2018年6月21日、連邦第5巡回区控訴裁判所は、労働省のフィデューシャリー規則<sup>1</sup>の無効を確定させた<sup>2</sup>。同規則は、2017年6月から一部施行され、2019年7月から完全施行されることになっていた。2018年3月15日に同裁判所は、労働省が当該フィデューシャリー規則を制定することは、議会に付与された労働省の権限を逸脱することなどを理由に、フィデューシャリー規則の無効判決を下していた。その後、労働省が上訴しなかったため、今般、無効判決が確定

<sup>1</sup> 労働省のフィデューシャリー規則については、上野まな美、鳥毛拓馬「米国、フィデューシャリー規則の動向」（2018年1月26日付大和総研レポート）参照。

[https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20180126\\_012689.html](https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20180126_012689.html)

<sup>2</sup>

[https://images.thinkadvisor.com/contrib/content/uploads/documents/415/299631/5th-Circuit\\_chamber-fiduciary-mandate.pdf](https://images.thinkadvisor.com/contrib/content/uploads/documents/415/299631/5th-Circuit_chamber-fiduciary-mandate.pdf)

したものである。

労働省のフィデューシャリー規則とは、企業年金あるいは個人退職勘定（Individual Retirement Account:IRA）加入者等の退職投資家に投資アドバイスを提供するアドバイザーに対して、広く、いわゆるフィデューシャリー・デューティー（以下、FD）を課すことなどを内容とする規則である<sup>3</sup>。この規則はオバマ大統領（当時）の指示で2016年4月に策定されたが、トランプ大統領が2017年2月に、廃止を含めてその見直しを指示していた。

労働省のフィデューシャリー規則の無効が確定したことで、労働省が同規則制定前の規則を復活させるのか、また、投資アドバイザーや金融機関がどのように対応するのかといった点については、現時点では不透明である。しかし、いずれにせよ投資アドバイスに関わる投資家保護規則については、2018年4月にSEC（証券取引委員会）が提案した新規則が今後の議論の中心となる。

## 2. SECによる最善の利益規則などの提案

2018年4月18日、SECは、証券会社（ブローカー・ディーラー、以下BD）と投資アドバイザーの行為基準を強化することなどを内容とする規則および解釈案（以下、規則案）を公表した。規則案は、2010年に成立したドッド・フランク法においてSECに対し制定することが求められていたものである。オバマ前政権下のSECは、その検討を進めていたものの、規則案の提案には至らなかった。

2017年5月に就任したSEC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、投資アドバイザーとBD両者に対する行為基準（standard of conduct）の策定を加速させた。今般、8年の歳月を経て、ようやく提案に至った。

米国においては、BDと投資アドバイザーは異なる法規制が課されており、投資アドバイザーは顧客に対してFDを負うと解されている一方、BDは、原則として顧客に対してFDまでは負わず<sup>4</sup>、いわゆる「適合性原則」（suitability rules）が課されているに留まる。

しかし、①投資家の立場からすれば、投資アドバイザーとBDは、通常、同様のサービスを提供している者とみられ、両者の差異は不明確であることや、②両者の責任の差により顧客保護の程度が異なることは、多くの顧客の混乱を招いているなどと指摘されていた。今回の提案は、

<sup>3</sup> この規則の制定は、証券会社（ブローカー・ディーラー）が利益相反を伴うアドバイスにより高額な手数料の商品を推奨した結果、特にIRAに投資する投資家に年間約170億ドルもの投資損失が発生しているとの調査結果が発端となった。ホワイトハウス“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>

<sup>4</sup> BDの助言行為が、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を受けない場合には、BDは「投資アドバイザー」ではないとされ、直ちに顧客に対してFDを負うものではないとされる。

BDに投資アドバイザーと同様の行為基準を課すべきかという長年の議論(図表1)に対するSECからの提案である。

図表1 SEC新規則の提案に至るまでの主な経緯

日付	出来事	内容
2010年7月	ドッド・フランク法の制定	同法913条において、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と同様の基準を定める権限をSECに付与。また、行為基準設定のための調査・研究を行うこともSECに求めた。
2011年1月	SECスタッフ、「投資アドバイザーとBDに関する調査報告」 <sup>5</sup> を公表	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。
2013年3月	SEC、パブリックコメントを実施	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)についてコメント募集を実施 <sup>6</sup> 。
2013年11月	SEC投資家助言委員会の勧告	投資家助言委員会は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を勧告 <sup>7</sup> 。
2017年6月	SEC、パブリックコメントを実施	同年5月に任命されたクレイトン委員長が、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にコメント募集を実施 <sup>8</sup> 。
2018年4月	SEC、新規則を提案。パブリックコメントを実施	①BDの最善の利益規則(Regulation Best Interest)、②投資アドバイザーのFDの明確化、③フォームCRSの設定の3点で構成される新規則を提案。

(出所) SECウェブサイトより大和総研作成

規則案は、BDが投資推奨をする際に、顧客の最善の利益となる行動をすることを義務付ける最善の利益規則、投資アドバイザーが負うFDの内容の明確化、BDと投資アドバイザーが顧客に新たに開示すべきフォームCRS(Customer or Client Relationship Summary)の設定、の3点から構成されている。

### 3. 規則案の概要

#### (1) BDの最善の利益規則(Regulation Best Interest)

SECは、まず、1934年証券取引所法(以下、取引所法)の下で、BDが、顧客に証券取引や投資戦略の推奨を行う際の行為基準となる新規則を提案している<sup>9</sup>。具体的には、BDに対して、自

<sup>5</sup> SECウェブサイト <https://www.sec.gov/news/studies/2011/913studyfinal.pdf>

<sup>6</sup> SECウェブサイト <https://www.sec.gov/rules/other/2013/34-69013.pdf>

<sup>7</sup> SECウェブサイト <https://www.sec.gov/spotlight/investor-advisory-committee-2012/fiduciary-duty-recommendation-2013.pdf>

<sup>8</sup> SECウェブサイト <https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-chairman-clayton-2017-05-31>

<sup>9</sup> SECウェブサイト <https://www.sec.gov/rules/proposed/2018/34-83062.pdf>

己の利益より顧客の最善の利益のために行動することを義務付けるものである（最善の利益規則）。これは、現状 BD に適用されている適合性原則、すなわち、BD が特定の証券を顧客に推奨する場合、BD は当該推奨が顧客に適合すると信ずる合理的な根拠を持っていなければならないとする原則に代わるものである。BD にとって最善の利益規則は、適合性原則よりは厳しいものであるとは言える。ただし、「最善の利益」については、「自己の利益を顧客の利益よりも優先させてはならない」ということ以上の具体的な内容について定義していない。最善の利益規則において、BD が最善の利益のために行動したと言えるためには、以下 3 つの義務を満たすことが求められる<sup>10</sup>。

**図表 2 BD が最善の利益のために行動したと言えるための 3 つの義務**

### **1. 開示義務:**

投資推奨を行う際に、書面で顧客に対して、顧客との関係や条件に関連する重要事実及び推奨に関わる重大な利益相反を合理的に開示すること。

### **2. 注意義務:**

投資推奨を行う際に、以下に関して、勤勉、注意、技術、慎重さを持つこと。

- 1) 推奨に関連する潜在的なリスクとリターンを理解すること、かつ、その推奨が少なくとも一部の顧客にとって最善の利益となると信じる合理的な根拠があること。
- 2) その顧客の投資プロファイルおよびその推奨に関連する潜在的なリスクとリターンに基づいて、その推奨が一定の顧客の最善の利益となると信じる合理的な根拠があること。
- 3) 推奨された一連の取引が顧客にとって、個別に最善の利益となるだけでなく、全体として過度なものではなく、かつ、顧客の投資プロファイルに照らし顧客の最善の利益となると信じる合理的な根拠があること。

### **3. 利益相反回避義務:**

BD は、以下の目的で合理的に計画された書面による方針および手続きを策定、維持および実施すること。

- 1) 当該推奨に関連するすべての重大な利益相反を特定した上で、開示または排除する。
- 2) 当該推奨に関連する経済的インセンティブに起因する重大な利益相反を特定、開示、緩和または排除する。

(出所) SEC ウェブサイトより大和総研作成

また、BD が上記の最善の利益規則における義務を果たす限りにおいて、一般的に顧客との間で利益相反が生じ得るとされる、図表 3 のような取引慣行それ自体は禁止されていないとして

<sup>10</sup> 脚注 9 資料 pp. 8-9

いる<sup>11</sup>。

**図表3 規則案においてBDが禁止されていない取引慣行**

- ・ 委託手数料またはその他取引ベースの手数料の請求
- ・ 販売した金融商品によって異なる報酬の受領
- ・ 第三者からの報酬の受領
- ・ 自社の金融商品、関連会社の金融商品、または限定された範囲の金融商品の推奨
- ・ BD または BD 関連会社が引き受けた証券 (IPO を含む) の推奨
- ・ 自己売買 (自己勘定取引) で決済される取引の推奨
- ・ 複雑な製品の推奨
- ・ 異なる種類の顧客間、および顧客と BD の自己勘定との間の投資機会 (例えば、IPO の割当または自社調査または助言) の割当を含む、取引および調査の割当
- ・ 顧客に代わり取引または戦略を実施するBDのコスト (例えば、流動性の低い証券の売買コスト) を考慮すること
- ・ BD の推奨事項に反する顧客の注文の受容

(出所) SEC ウェブサイトより大和総研作成

SEC によると、最善の利益規則は投資アドバイザーの FD と類似はしているものの、同様の義務を課すものではないとしている。適合性原則と FD の中間に位置する規制であると評されることもあるようだ。また、規則案は、BD と投資アドバイザーの統一行為基準を提案するものでもないとしているが、投資アドバイザーの法的義務の潜在的な強化を通じ、投資家保護を強化できるか否かにつき引き続き検討するとしている<sup>12</sup>。

最善の利益規則により、金融機関の中には新たな開示義務やその他の義務を遵守するコンプライアンスコストが発生するものと思われる。ただし、金融機関によっては、厳格な労働省のフィデューシャリー規則に対応するため既にコンプライアンスを含めて対応済みであるため、その影響は少ない可能性もあるだろう。

## (2) 投資アドバイザーのFDの明確化

また、SEC は、1940 年投資顧問法 (以下、顧問法) の下で、投資アドバイザーの行為基準の解釈に関する提案をしている<sup>13</sup>。顧問法 206 条の下で投資アドバイザーは顧客に対して FD を負っており、顧客の最善の利益のために行動することが義務付けられていると解されているところ、提案の目的は、その解釈を再確認し明確化することである<sup>14</sup>。

<sup>11</sup> 脚注 9 pp. 53-54

<sup>12</sup> SEC ウェブサイト <https://www.sec.gov/rules/proposed/2018/ia-4889.pdf> p. 5

<sup>13</sup> 脚注 12 資料

<sup>14</sup> 脚注 12 資料 p. 5

提案では、投資アドバイザーが負う FD とは、注意義務と忠実義務であり<sup>15</sup>、最大限の誠実義務とすべての重要事実の完全かつ公正な開示義務が含まれるとしている<sup>16</sup>。ここで、注意義務とは、①顧客の最善の利益となるよう行動およびアドバイスを提供する義務、②投資アドバイザーが、顧客との取引を実行するために BD を選択する責任がある場合において、顧客の取引の最良執行を求める義務、③顧客との関係において、アドバイスとモニタリングを提供する義務を意味する<sup>17</sup>。

一方、忠実義務とは、投資アドバイザーに、顧客の利益を最優先に行動するよう求めるものである。すなわち、投資アドバイザーは、顧客の利益よりも自己の利益を優先させたり、ある顧客を他の顧客よりも不公平に利する行為をしたりしてはならない。忠実義務を果たしたと言えるためには、投資アドバイザーは、アドバイスに関連するすべての重要事実を顧客に完全かつ公正に開示しなければならない<sup>18</sup>。

### (3) フォーム CRS の設定

SEC は、投資アドバイザーおよび BD と顧客との関係や提供するサービスなどの情報を顧客に伝えるために、投資アドバイザーや BD は当該情報を簡易な書式による書面（フォーム CRS と呼ぶ）に記載して顧客に提供することを求める新たな規則も提案している。フォーム CRS には、投資アドバイザーや BD が従うべき行為の基準や、サービスに関連する手数料・費用、特定の利益相反事項などが記載される。顧客は、取引開始の際に BD などからフォーム CRS の提供を受けるほか、当該情報に重要な変更が生じた際にも、フォーム CRS の提供を受けることとされている<sup>19</sup>。SEC は、フォーム CRS について、BD<sup>20</sup>、投資アドバイザー<sup>21</sup>、両者の資格を有している場合<sup>22</sup>、それぞれについてサンプルを示している。

SEC はまた、投資アドバイザーや BD がサービスを提供する場面において、投資家に混乱が生じないようにする二つのルールを提案している。一つは、BD やその関係者が、投資家とコミュニケーションを行うにあたって、「アドバイザー」という肩書きの使用を制限するルールである。もう一つは、BD および投資アドバイザーなどに対して、投資家とコミュニケーションを行うにあたって、会社の SEC への登録状況や会社と関連者との関係についての開示を求めるルールである<sup>23</sup>。

<sup>15</sup> 脚注 12 資料 p. 7

<sup>16</sup> 脚注 12 資料 pp. 3-4

<sup>17</sup> 脚注 12 資料 p. 9

<sup>18</sup> 脚注 12 資料 p. 15

<sup>19</sup> SEC ウェブサイト <https://www.sec.gov/rules/proposed/2018/34-83063.pdf> p. 1

<sup>20</sup> SEC ウェブサイト <https://www.sec.gov/news/statements/2018/annex-b-2-bd-registrant-mock-up.pdf>

<sup>21</sup> SEC ウェブサイト <https://www.sec.gov/news/statements/2018/annex-b-3-ia-registrant-mock-up.pdf>

<sup>22</sup> SEC ウェブサイト <https://www.sec.gov/news/statements/2018/annex-b-1-dual-registrant-mock-up.pdf>

<sup>23</sup> 脚注 19 資料 pp. 1-2

## 4. 規則案に対する反応

SECは規則案に関して、2018年8月7日まで一般から意見を公募し、SECはその意見を基に規則案の修正を行い、最終規則を公表することになっている。

規則案に対しては賛否両論が出ている。興味深いのは、SEC委員から批判の声が上がっていることである。例えば、規則案の意見募集の採決で唯一反対した民主党系のスタイン委員は、最善の利益規則におけるBDに課される義務の範囲は限定されており、投資アドバイザーと同様のFDを課すことにはなっていないため、「新規則は現行規制と大きく変わるものではなく、投資家を保護するというよりはむしろBDを保護するものである」として、批判する声明を発表している。

2018年6月18日に開催されたSECの投資家助言委員会<sup>24</sup> (Investor Advisory Committee) では、数名の参加者から、規則案について「最善の利益」が定義されていないため、現行の適合性原則や顧問法上のFDとの区別が曖昧であるなどの懸念が表明された<sup>25</sup>。一方、SIFMAのハマーマン氏は、「最善の利益」が定義されていないからといって必ずしも厳格な基準ではないとは言えず、忠実義務と注意義務の両方を含んでおり、投資家の金融商品へのアクセスや選択肢が保護されつつ、労働省のフィデューシャリー規則の原則や趣旨も含まれているものであるとして、規則案を肯定的に捉えている。今後、規則案に対して賛成派、反対派両者から膨大な意見が提出されるものと予想される。今後の修正により、当初の規則案から大きく変更される可能性も否定できない。

## 5. 日本における投資家保護対応との比較-日本はプリンシプルベース

日本では、2017年3月に金融庁が「顧客本位の業務運営に関する原則」を公表した<sup>26</sup>。これは、「金融業者が顧客本位の業務運営におけるベスト・プラクティスを目指す上で有用と考えられる原則」を定めたものであり、米国と異なり、法令ではなくプリンシプルベース・アプローチを採用したものとされる。とはいえ、金融庁が金融機関に対して、同原則の受入状況、取組状況などについて、積極的にモニタリングを行っていく方針を示していることからすれば、日本の金融機関は、既に「適合性原則」(金融商品取引法40条1号)より厳しい対応が実質的に求められているといっても過言ではない。そうだとすれば、SECが適合性原則より厳しいとされる規制を策定するにあたり、金融機関がどのようなコメントを提出するのか、またビジネス上どのような対応をするのかという点は、日本の金融機関にとっても興味深いものになるだろう。

<sup>24</sup> 証券行政に投資家の声をより大きく反映させるため、機関投資家・個人など幅広い投資家代表から構成される委員会。

<sup>25</sup> SIFMA ウェブサイト

<https://www.sifma.org/resources/general/sec-investor-advisory-committee-meeting-2/>

<sup>26</sup> 「顧客本位の業務運営に関する原則」については、横山淳「顧客本位の業務運営に関する原則の公表」(2017年5月17日付大和総研レポート)参照。

[https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20170517\\_011979.html](https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20170517_011979.html)

最終的に、投資家保護や投資アドバイスの質の向上と投資家の金融商品選択・アクセス確保のバランスがどのように図られるのか、引き続き、SECの新規則の議論の行方に注目する必要がある。