

2019年7月2日 全8頁

# SECのブローカー・ディーラー規制の強化

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]

- 2019年6月5日、米国証券取引委員会（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（投資顧問会社）の行為基準を強化、明確化することを内容とする新規則や解釈指針を採択し、公表した。個人投資家が金融商品にアクセスすることや金融商品を選択できるようにすることを確保しつつ、投資家保護を強化することが目的とされている。
- BDに対する新規制である「最善の利益規則」（Regulation Best Interest）は、証券取引や証券に関わる投資戦略の推奨をするBDに対して、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り、現状BDに適用されている適合性原則が強化されたものといわれている。ただし、投資アドバイザーに課されているいわゆるフィデューシヤリー・デューティーが課されるわけではない。
- 最善の利益規則では「最善の利益」について、「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は定義していない。実質的に、いわゆるプリンシプルベースの規制を採用したものといえよう。今後、各金融機関は最善の利益規則を順守するための方針や手続きを策定、維持、実施していく必要がある。
- 何が最善の利益なのかについては、金融機関の対応とそれに対するSECやFINRA（米国金融取引業規制機構）による判断や執行の積み重ねにより徐々に明らかになっていくものと思われる。その意味では、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、米国金融機関の取組みと当局の対応を注視する必要があるだろう。

## 1. ブローカー・ディーラーに対する新規則が最終化

2019年6月5日、米国証券取引委員会（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（投資顧問会社）の行為基準を強化、明確化することなどを内容とする新規則や解釈指針（以下、新規則）を採択し、公表した<sup>1</sup>。個人投資家が金融商品にアクセスすることや金融商品を選択できるようにすることを確保しつつ、投資家保護を強化することが目的とされている。2018年4月にSECが公表した新規則案<sup>2</sup>について、市場関係者からのコメントを受けて約1年間の議論の末、最終化されたものである。

新規則は、2つの規則と2つの解釈のパッケージであり、①新しく制定された「最善の利益規則」（Regulation Best Interest）<sup>3</sup>、②BDと投資アドバイザーが顧客に新たに提示することが要求される「フォーム CRS（Customer or Client Relationship Summary）」に関する規則<sup>4</sup>、③1940年投資顧問法（以下、顧問法）における投資アドバイザーの行為基準に関する解釈指針<sup>5</sup>、④顧問法におけるBDの適用除外に関する解釈指針<sup>6</sup>の4つで構成されている。

このうち①と②については、連邦官報公表日から60日後に施行される。ただし、規則順守のための準備期間が設けられており、最終的には2020年6月30日までに完全に順守することが求められている。また、③と④については、連邦官報で公表された時点で施行される。

### 新規則制定の背景とこれまでの経緯

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問法のもとで顧客に対していわゆるフィデューシャリー・デューティー（以下、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、いわゆる「適合性原則」<sup>7</sup>（suitability rules）が課されている。

しかし、①投資家の立場からすれば、自分に対して投資に関する助言や推奨などを提供する者が、投資アドバイザーなのかBDなのかを明確に意識することは稀であり、両者の差異を厳密に理解することは通常困難であることや、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。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問題は、約20年前から議論されてきたといわれている。

次の図表1にあるように、新規則は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が具体化したものである。

<sup>1</sup> <https://www.sec.gov/news/press-release/2019-89>

<sup>2</sup> 新規則案については、鳥毛拓馬「SEC、新たな投資家保護規則の提案」（2018年7月13日付大和総研レポート）参照。[https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20180713\\_020199.html](https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20180713_020199.html)

<sup>3</sup> <https://www.sec.gov/rules/final/2019/34-86031.pdf>

<sup>4</sup> <https://www.sec.gov/rules/final/2019/34-86032.pdf>

<sup>5</sup> <https://www.sec.gov/rules/interp/2019/ia-5248.pdf>

<sup>6</sup> <https://www.sec.gov/rules/interp/2019/ia-5249.pdf>

<sup>7</sup> BDが特定の証券を顧客に推奨する場合、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いと認められないとする原則。

図表 1 新規規則制定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>8</sup> を公表	顧客に証券に関する投資推奨をする 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>9</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>10</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コメント募集を実施 <sup>11</sup> 。
2018年4月	SEC、新規規則案を提案。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規則案を提案。
2019年6月	SEC、新規規則の最終化を採択	①BD に課される「最善の利益規則」(Regulation Best Interest)、②「フォーム CRS」に関する規則、③顧問法における投資アドバイザーの行為基準に関する解釈指針、④顧問法における BD の適用除外に関する解釈指針の 4 点で構成される新規規則を採択。

(出所) SEC ウェブサイトより大和総研作成

上記図表のように、これまで SEC は、BD と投資アドバイザー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)」の策定について長年検討してきた。しかしながら、最終的に SEC は統一フィデューシャリー基準や投資アドバイザーに適用される行為基準を BD に適用することはしなかった。その理由として SEC は、本来、異なるビジネスモデルである投資アドバイザーと BD に対して統一した基準を適用すると、個人投資家の金融商品・サービスの選択やアクセスが狭められ、また、投資アドバイザー、BD および個人投資家に生じるコストが増加することを挙げている<sup>12</sup>。

一方で、新しく策定された BD の「最善の利益規則」における BD に適用される行為基準の重要な要素は、顧問法における FD に従って投資アドバイザーに適用される行為基準の重要な要素

<sup>8</sup> <https://www.sec.gov/news/studies/2011/913studyfinal.pdf>

<sup>9</sup> <https://www.sec.gov/rules/other/2013/34-69013.pdf>

<sup>10</sup>

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

<sup>11</sup> <https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-chairman-clayton-2017-05-31>

<sup>12</sup> 脚注 3 資料 pp. 20-23

と実質的に同様であるとしている<sup>13</sup>。つまり、個人投資家が BD か投資アドバイザーのいずれか（または両方の資格を有する者）と取引をしても、BD や投資アドバイザーの利益が個人投資家の利益に優先されないような投資推奨やアドバイスが受けられることを目指したものであるとしている。

## 2. 新規則の概要

### (1) BD に課される「最善の利益規則」(Regulation Best Interest)

最善の利益規則は、1934 年証券取引所法に基づく新しい規則であり、証券取引や証券に関わる投資戦略の推奨<sup>14</sup>をする BD に対して、**顧客の最善の利益のために行動**することを義務付け、フィデューシャリー・プリンシプル (fiduciary principle) を取り入れたものであるとされる。これは、現状 BD に適用されている**適合性原則が強化**された新たな行為基準である。

ただし、最善の利益規則においては、そもそも「最善の利益」について、「**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は**定義していない**。実質的に、いわゆるプリンシプルベースの規制を採用したものといえよう。BD が最善の利益のために行動したといえるか否かについては、顧客に投資推奨をする際に以下の 4 つの義務（開示義務、注意義務、利益相反回避義務、コンプライアンス義務）を順守しているかを事実と状況に基づいて客観的に判断されるとしている<sup>15</sup>。最善の利益規則はプリンシプルベースに基づいた規制と考えられるため、BD 各々が自身で規則を解釈し、その対応方法を検討して社内での体制を整備することが求められる。

図表 2 BD が顧客の最善の利益のために行動したといえるための 4 つの義務

#### 1. 開示義務:

- BD は、投資推奨時または投資推奨の前に顧客に対して、書面により以下に関する完全、公正な開示をすること。
- (1) 以下を含む、**顧客との関係の範囲や条件に関するすべての重要な事実**。
  - I. BD が投資推奨に際して BD として行動していること。
  - II. 顧客の取引、保有資産、口座にかかる手数料や費用。
  - III. 顧客に提供されるサービスの種類と範囲。これには、顧客に推奨される可能性のある証券または証券投資戦略に対する重大な制限【注参照】を含む。
- (2) 投資推奨事項に関連する利益相反に関わるすべての重要な事実。

<sup>13</sup> 脚注 3 資料 pp. 58-59

<sup>14</sup> 職域退職年金から IRA（個人退職勘定）へのロールオーバーなど、顧客が取引をする口座の種類に関する推奨も含まれることとされている。脚注 3 資料 p. 34

<sup>15</sup> 脚注 3 資料 pp. 129-130

**2. 注意義務:**

- BD が投資推奨を行う際に、以下に関して、合理的な勤勉さ、注意、技術をもって行うこと。
  - I. 推奨に関連する潜在的なリスク、リターン、コストを理解すること、かつ、その推奨が顧客に最善の利益をもたらすと信じる合理的な根拠を持つこと。
  - II. 特定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、リターン、コストに基づいて、その推奨が特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。そして、BD の経済的利益などを顧客の利益より優先させないこと。
  - III. 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。そして、BD の経済的利益などを顧客の利益より優先させないこと。

**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、実施すること。
  - I. 当該推奨に関連するすべての利益相反を特定した上で、最低限開示するかまたは排除する。
  - II. BD が顧客よりも自身の利益を優先するインセンティブが生じるような投資推奨に関連した利益相反を特定し、緩和する。
  - III. 顧客に推奨される可能性のある証券または証券投資戦略に対する重大な制限、およびそのような制限に関連する利益相反を特定し、開示する。また、そのような制限や利益相反により、BD が顧客よりも自身の利益を優先するような推奨を防止する。
  - IV. 限定された期間内で、特定の証券または特定の種類の証券を販売することが求められるようなセールスコンテスト、販売ノルマ、ボーナス、現金以外の報酬を特定し、排除する。

**4. コンプライアンス義務:**

- 上記の利益相反回避義務に加えて、BD は最善の利益規則全体を順守するために、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、実施すること。

【注】脚注3資料 p.342によると、例えば、自社やその関連会社が管理、発行、またはスポンサーとなる商品のみを推奨するような場合とされる。

(出所) 脚注3資料より大和総研作成

**一定の利益相反は許容**

BD が上記の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、ただちに禁止されるものではないとしている<sup>16</sup>。

**図表3 最善の利益規則において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

<sup>16</sup> 脚注3資料 p.75

- ・ 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
- ・ IPO の割当などの投資機会や自社のリサーチを特定の顧客を対象に提供すること
- ・ 顧客のために取引または戦略を実施する BD のコスト (例えば、複雑、流動性の低い証券の売買コスト) を考慮すること
- ・ BD の推奨に反する顧客の注文を受け入れること

(出所) 脚注 3 資料より大和総研作成

## BD と投資アドバイザー両者の資格を有する場合

BD と投資アドバイザーの両者の資格を持って投資家にアドバイスする場合、投資アドバイザーとしてその立場でアドバイスする場合には、最善の利益規則は適用されないことが明確にされた<sup>17</sup>。

## (2) フォーム CRS に関する規則

SEC は、投資アドバイザーや BD が顧客と取引をするにあたり、**顧客に対し一定の情報を簡易な書式による書面 (フォーム CRS と呼ばれる) で提供**することを求める新たな規則も策定した。**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**などの情報が顧客に提供されることにより、顧客は、**投資アドバイザーや BD のサービスを容易に比較**することができることがポイントである。フォーム CRS には、サービスに関連する手数料・費用、特定の利益相反事項、懲戒歴などが要約して記載される。取引開始時だけでなく、当該情報に重要な変更が生じた際にも、顧客はフォーム CRS の提供を受ける<sup>18</sup>。

## (3) 顧問法における投資アドバイザーの行為基準に関する解釈指針

SEC は、顧問法の下で、投資アドバイザーの行為基準の解釈指針を公表した。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、公表された解釈指針は、それを再確認し明確化している<sup>19</sup>。

解釈指針では、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るとしている<sup>20</sup>。注意義務には、①顧客の最善の利益となる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追求する義務、③顧客との合意された関係の範囲において、顧客にとって最善の利益となる

<sup>17</sup> 脚注 3 資料 p. 35

<sup>18</sup> 脚注 4 資料 p. 1

<sup>19</sup> 脚注 5 資料 p. 5

<sup>20</sup> 脚注 5 資料 p. 7

頻度でアドバイスと顧客の投資のモニタリングを提供する義務が含まれる<sup>21</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いえるためには、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>22</sup>。

#### (4) 顧問法における BD の適用除外に関する解釈指針

新規則のパッケージには、2018年4月の新規則案では提案されていなかった、顧問法における投資アドバイザーの定義に関する解釈指針も新たに盛り込まれた。

顧問法では、BDの助言行為がBDの業務に「単に付随的」で、かつ、助言行為に関して特別の報酬<sup>23</sup>を受けない場合、その **BDは「投資アドバイザー」の定義に該当しないもの**とされている<sup>24</sup>。解釈指針は、この「単に付随的」の解釈を明確化している。

具体的には、証券の価値や特性に関する助言行為や、証券取引の妥当性に関する助言行為が、BDの主たる業務に**関連して**提供されている場合には、「単に付随的」に**該当する**としている。逆に言えば、証券の価値、特性や証券取引の妥当性に関する助言行為をBDの**主たる業務**としている場合には、「単に付随的」に**当たらない**ことになる。また、その判断に当たっては、BDの業務を取り巻く事実と状況、提供される特定のサービス、BDと顧客との関係が考慮される<sup>25</sup>。

解釈指針は、実務での解釈指針の適用例として、①顧客口座に対する投資裁量の行使、②顧客口座に対するモニタリング監視について示している。①については、BDが顧客口座に対して無制限に投資裁量を行使できる場合、例えば、**BDが顧客に相談せず顧客に代わって証券を売買する権限を有する場合**において、BDの助言行為は「単に付随的」とはいえないとしている<sup>26</sup>。②については、BDが顧客に対し証券の購入、売却や保持を推奨する目的で口座を定期的にモニタリング監視する合意をしている場合には、その助言行為は「単に付随的」に当たり得ることを示しているものと考えられる。

### 3. SECの新規則と州のフィデューシャリー規則の関係

民主党が優勢な複数の州はこれまでSECの新規則案に反対しており、実際に州独自のBDに適

<sup>21</sup> 脚注5資料 p.12

<sup>22</sup> 脚注5資料 p.21

<sup>23</sup> BD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>24</sup> Investment Advisers Act of 1940 202条(a)(11)(C)

<sup>25</sup> 脚注6資料 pp.12-13

<sup>26</sup> 脚注6資料 p.16

用する規則を提案している。例えば、ニュージャージー州当局は 2019 年 4 月 15 日に、投資家に投資アドバイスを提供する BD や投資アドバイザーなど同州に登録するすべての投資専門家に対し FD を課す、統一フィデューシャリー基準 (Uniform Fiduciary Standard) を提案した<sup>27</sup>。ネバダ州当局も同様の提案をしている<sup>28</sup>。

こうした州当局の動きに対して、SIFMA (米国証券業金融市場協会) などの業界団体は、連邦と州で異なる規制を適用することは投資家の混乱を招き、投資家の情報アクセスや商品選択を狭めることになる、などと警告しており、SEC による連邦での統一した規則制定を支持している<sup>29</sup>。また、一部大手金融機関は州独自の BD に対する規制強化の姿勢に反発しており、それらの州からの業務撤退も示唆しているという。

最善の利益規則には、明示的に州法に優先するとは書かれていない。SEC は、規制の対象となる企業とその顧客との関係を規定する州の規則に対して最善の利益規則が優先するかは、その規則の具体的な文言および効果に基づいて将来の司法手続において決定され得るとしている<sup>30</sup>。したがって、将来的には州と SEC による訴訟の可能性もあり得るが、クレイトン SEC 委員長は、SEC、労働省、州規制当局などと引き続き協力して規制間の不一致を最小限にし、投資家保護を図っていくとしている<sup>31</sup>。

#### 4. 新規則制定による今後の展開

前述のように、最善の利益規則は実質的にプリンシプルベースの規制を採用したものといえ、今後、各金融機関は最善の利益規則を順守するための方針や手続きを策定、維持、実施していく必要がある。各金融機関は 2020 年 6 月 30 日までに規則の完全な順守が求められており、その対応を急ぐものと思われる。ただし、既に裁判により無効になったものの、最善の利益規則よりは厳格であるとされる労働省のフィデューシャリー規則への対応のためにコンプライアンス体制を整備した経験がある金融機関などは、最善の利益規則への対応もそれほど負担にならない可能性はあるだろう。比較的大規模な金融機関は対応が進んでいる一方で、中小規模の金融機関は対応のための負担が大きいとの指摘もある。

また、前述のように「最善の利益」が定義されていないこともあり、何が最善の利益なのかについては、金融機関の対応とそれに対する SEC や証券業界の自主規制機関である FINRA (米国金融取引業規制機構) による判断や執行の積み重ねにより徐々に明らかになっていくものと思われる。その意味では、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、米国金融機関の取組みと当局の対応を注視する必要があるだろう。

<sup>27</sup> <https://www.njconsumeraffairs.gov/News/Pages/04152019.aspx>

<sup>28</sup> <https://www.nvsos.gov/sos/home/showdocument?id=6156>

<sup>29</sup> <https://www.sifma.org/resources/news/sifma-comments-on-nevada-fiduciary-rule-proposal/>

<sup>30</sup> 脚注 3 p. 43

<sup>31</sup> <https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-clayton-060519-iabd>