

2023年12月4日 全5頁

# 米国フィデューシャリー規則の再見直しを巡る議論

## 米労働省は受託者の適用範囲の拡大を再度目指す

金融調査部 研究員 森 駿介

### [要約]

- 2023年10月31日、米労働省は従業員退職所得保障法（通称 ERISA 法）における、投資アドバイスでの受託者（フィデューシャリー）の定義見直しを提案している。新たな見直しにより、例えば企業年金から個人退職勘定へのロールオーバーに対するアドバイスについても新たに受託者責任が認定され得るようになるなど、受託者の適用範囲の拡大を目指す内容となっている。
- 裁判所から無効判決が下されたものの、2016年の労働省のフィデューシャリー規則は米国の個人向け金融ビジネス業界に大きな影響をもたらした。今回の労働省の規制案についても、業界にどのような影響を及ぼすか注目される。
- なお、同規制案のパブリックコメントの期限は2024年1月2日に設定されている。

## 1. 米労働省が受託者の適用範囲の拡大を目指す規制案を公表

2023年10月31日、米労働省は従業員退職所得保障法 (Employee Retirement Income Security Act of 1974: 以下 ERISA 法) において、どのような者が投資アドバイスにおける受託者（フィデューシャリー）に該当するかという定義の見直しを提案した<sup>1</sup>。

老後に備えた資産運用を行う投資家にとって退職資金の運用は複雑であるため、通常、金融機関や独立系のアドバイザーにより投資アドバイスが行われる。しかし、このアドバイスが行われる際に、アドバイザーと投資家との間に利益相反が生じるケースがある。ERISA 法においては、401(k)などの企業年金について、投資アドバイスを提供する者が受託者に該当すれば、投資家の最善の利益のために行動するなどの法的責任が課される。しかし、実際には投資アドバイスを提供する主体の多くが、受託者の適用範囲の狭さなどにより受託者に該当せず、投資家が十分に保護されていないとの課題を労働省は指摘している。また、投資家に6.5%の販売手数料で指

<sup>1</sup> U.S. Department of Labor “US DEPARTMENT OF LABOR ANNOUNCES PROPOSED RULE TO PROTECT RETIREMENT SAVERS’ INTERESTS BY UPDATING DEFINITION OF INVESTMENT ADVICE FIDUCIARY” (2023年10月31日付)

数連動型年金保険（Fixed Index Annuity）<sup>2</sup>が販売される例があるなど、現行法の規制対象外である非有価証券の推奨により投資家の利益が損なわれている可能性を政府は懸念している<sup>3</sup>。これらの問題意識が今回の見直し提案の背景となっている。

なお、2016年4月に制定された労働省によるフィデューシャリー規則は、後に裁判所により無効判決が下されたものの、米国の個人向け金融ビジネス業界に大きな変化をもたらした。そのため、今回の規制案もその内容や実務への影響について大いに注目されている。

## 2. ERISA 法と米労働省の今次規制案の概要

### ERISA 法の下で定められている受託者の「5つの基準」と課題

1975年に労働省は、ERISA法の下で、以下の「5つの基準」を全て満たす者につき、投資アドバイスを提供する受託者と定義する規則を公表した（いわゆる“five-part test”）。

- ① 証券やその他の資産の価値に関するアドバイス、または証券やその他の資産の投資、購入、売却についての推奨を行う。
- ② 継続的にアドバイス・推奨を提供する。
- ③ 年金プランや同プランの受託者との相互の合意、取り決め、理解に基づく。
- ④ アドバイスが年金プランにおける資産に関する投資判断の主要な根拠とされる。
- ⑤ アドバイスが年金プランの特定のニーズに基づいて個別化されている。

ERISA法では、特別な受託者責任（フィデューシャリー・デューティ）が定められている（ERISA法404条）。具体的には、忠実義務、慎重な専門家の注意義務（ブルーデントマン・ルール）、分散投資義務などが受託者には課せられる。さらに、受託者には利益相反防止のための禁止取引も定められている（同406条）。

もともと、老後に備えた資産運用を行う投資家に投資アドバイスを提供する者のうち、上記の「5つの基準」では受託者に該当しないアドバイザーが多く、結果として投資家が十分に保護されていないとの問題意識を労働省は有している。例えば、401(k)プランなどの企業年金から個人退職勘定（IRA：Individual Retirement Account）へのロールオーバー（資産移転）の際の投資アドバイスは、1回限りのアドバイスになるため、上記の基準②の「継続的に」に当たらず、受託者責任の適用外となる。また、③・④の基準については、提供する投資アドバイスが「投資判断の主要な根拠」となるという「相互の合意がある」との要件を満たすことを避けるため、マーケティング資料に定型的な免責条項を含めている業者があることが懸念されている<sup>4</sup>。

<sup>2</sup> 指数連動型年金保険は、株式指数などに連動する形で年金受給額が増加する年金保険。多くの場合、年金受給額には、上限となるキャップと下限となるフロアが設定されている。

<sup>3</sup> The White House “The Retirement Security Rule - Strengthening Protections for Americans Saving for Retirement”（2023年10月31日付）。

<sup>4</sup> U.S. Department of Labor “Fact Sheet: Retirement Security Proposed Rule and Proposed Amendments to Class Prohibited Transaction Exemptions for Investment Advice Fiduciaries”（2023年10月31日付）。

## 受託者の定義拡大を目指す労働省の提案内容

新たな規制案では、「5つの基準」を見直す形で受託者の定義拡大が目指されている(図表1)。

まず、継続的なアドバイス等の提供に関する定義については、現行の「年金プランに対して継続的に (on a regular basis to the plan)」から「業務の一環として継続的に (on a regular basis as part of their business)」に見直している。これにより、アドバイス提供者が継続的に投資推奨等を提供するビジネスを行っているのであれば、企業年金からIRAへのロールオーバー時のアドバイスにも受託者責任が適用され得ることとなる。

また、従来の「5つの基準」における③受託者との相互の合意等に基づく、という規定は正式に削除される。さらに、④のアドバイスが投資判断の主要な根拠とされるか否かは解釈が困難として、「投資判断の基礎として依拠する可能性がある」という表現に弱められている。

図表1 受託者の定義に関する労働省の今次規制案の概要

現行規則	今回の労働省提案
① 証券やその他の資産の価値に関するアドバイス、または証券やその他の資産の投資、購入、売却についての推奨を行う	投資家に対して投資推奨を行う
② 年金プランに対して継続的にアドバイス・推奨を提供する	業務の一環として継続的にアドバイス・推奨を提供する
③ 年金プランや同プランの受託者との相互の合意、取り決め、理解に基づく	<b>削除</b>
④ アドバイスが年金プランにおける資産に関する投資判断の主要な根拠とされる	投資家にとっての最善の利益となる投資判断の基礎として、投資家がアドバイス・推奨に依拠する可能性がある
⑤ アドバイスが年金プランの特定のニーズに基づいて個別化されている	推奨が投資家の特定のニーズまたは個別の状況に基づいていることを示す状況下で提供されている

(出所) U.S. Department of Labor “Retirement Security Rule: Definition of an Investment Advice Fiduciary” (2023年11月3日付) より大和総研作成

## 禁止取引の適用除外に関する今次修正案

受託者には利益相反防止のための禁止取引が規定されており、例えば、顧客からの金融商品の販売手数料の受領や運用会社からのキックバックの受領などは原則として禁止されている。しかし、一定の条件を満たした場合には、受託者によるこれらの報酬受け取りを可能とするような禁止取引の適用除外に関する規定 (PTE: Prohibited Transaction Exemption) が設けられている。この点についても、労働省から修正案が公表されている。

例えば、禁止取引の適用除外規定の一つである PTE 84-24 は、IRA 等において保険会社の営業員や保険代理人などが保険契約や年金契約の推奨を行う際に、一定の条件のもとでの報酬の受領を認めてきた。しかし、労働省が今回公表した PTE 84-24 の改定案では、PTE 84-24 の適用除

外規定を利用できる主体を独立した保険代理人（Independent insurance agents）に限定することとしている<sup>5</sup>。また、PTE 84-24による禁止取引の適用除外を受けるには、関連性のない2社以上の保険会社の保険商品を販売することを新たに義務付けている。

また、禁止取引の適用除外に関する別の規定である PTE 2020-02 は、投資アドバイスを提供する受託者に対して、開示要件の充足など一定の条件のもとで報酬を受領することを認めてきた。この PTE 2020-02 についても、労働省は改定案を公表している<sup>6</sup>。具体的には、禁止取引の適用除外の条件の明確化や開示要件の強化（顧客や顧客以外から受領する報酬の開示など）が含まれている。

## 2016年における労働省のフィデューシャリー規則との違い

なお、労働省による受託者の定義見直しの提案は今回が初めてではない（図表2）。例えば、2016年制定のフィデューシャリー規則では、1回限りのアドバイスにも受託者責任が課せられるなどの修正がなされた<sup>7</sup>。しかし、この規則制定は広範に過ぎており、特にIRAにおいて、アドバイス提供者に加入者の最善の利益を目指す旨を明示した契約を投資家と締結することなどを強要することは労働省の越権行為であるとして、2018年3月に第5巡回区控訴裁判所は同規則を無効とする判決を下した。

労働省は、今回の再見直しに係る規制案は受託者の定義が2016年規則より狭く設定されている上に、投資家との契約などは強要しておらず、2016年の規制内容とは異なると主張している。

図表2 受託者の定義等を巡る近年の議論

時期	政権	内容
2016年4月	民	<b>労働省、ERISA法の受託者の定義に関する規則</b> を改定。 ー 5要件のうち「定期的に提供される」は削除され、1回限りのアドバイスも該当 ー IRAにおいて、禁止取引の適用除外を受ける場合には、加入者の最善の利益を目指す旨を明示した契約を加入者と交わすことを義務付け
2018年3月		第5巡回区控訴裁判所、 <b>労働省のフィデューシャリー規則について無効</b> と判決。
2019年6月	共	<b>SEC、Regulation Best Interest (Reg BI)</b> を施行。 ー ブローカー・ディーラーに対して個人顧客への推奨時に、顧客の最善の利益のために行動することを義務付け
2020年12月		<b>労働省、開示要件の充足など一定の要件を満たせば、報酬受領を可能とする禁止取引の適用除外規定</b> を公表（PTE 2020-02）。
2021年4月	民	<b>労働省、ロールオーバーに対する1回限りのアドバイスも受託者の要件を満たし得るとのガイダンス</b> をFAQの形式で公表（2023年2月に連邦地方裁判所が無効判決）。

（出所）各種資料より大和総研作成

<sup>5</sup> U.S. Department of Labor “Proposed Amendment to Prohibited Transaction Exemption 84-24”（2023年11月3日付）

<sup>6</sup> U.S. Department of Labor “Proposed Amendment to Prohibited Transaction Exemption 2020-02”（2023年11月3日付）

<sup>7</sup> 2016年の労働省規制の詳細は、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](#)」大和総研レポート（2018年1月26日付）を参照されたい。

### 3. 金融業界の反応と今後の注目点

#### 金融業界の反応

今回の労働省の規制案に対する保険業界・証券業界の業界団体からの初期反応を見ると、反発の声は総じて根強い（図表3）。既存の規制枠組みで投資家保護とアドバイスへのアクセスが十分に確保されているほか、規制対応コストの増加により保有資産が少ない層の金融面でのアドバイスへのアクセスが制限される、いわゆるアドバイス・ギャップを懸念する声が多い。

図表3 保険業界・証券業界からの主な意見

米国証券業 金融市場協会 (SIFMA)	労働省の提案は過剰であり、SECの最善の利益規則（Reg BI）と矛盾しており、その結果、投資家に対するアドバイスや教育へのアクセスの制限、アドバイザー選択の幅を狭める可能性があるかと懸念している。
米国投資 信託協会 (ICI)	労働省に対して、重要な投資家保護と投資家の選択肢及び投資アドバイスへのアクセスを維持するバランスをとるよう促す。更なる規制変更が現在必要である理由と根拠を理解するため、ICIは労働省の提案を分析する予定。
米国生命 保険協会 (ACLI)	ある試算によれば、2016年の労働省規制により、金融ガイダンスへのアクセスが制限され、1,020万口座・9,000億ドルの貯蓄に影響を与えた。年金を通じた終身保証は重要。そのような年金へのアクセスを容易化してきた最近の法律と矛盾する。
全米保険 監督官協会 (NAIC)	指数連動型年金保険は「不十分な保護と誤った誘因をもたらす」という政府の声明は、NAICの「年金取引の適切性に関するモデル規制」を採用し、消費者保護を強化するために43州以上が取り組んできた努力を知らないか、あるいは意図的に無視している。
全米退職年金 保険協会 (IRI)	Reg BIに準拠する全てのブローカー・ディーラーがERISA法における受託者となってしまうだろう。これでは、中所得者層や低所得者層にアドバイスを提供する意欲を削いでしまうだろう。

（出所）各種資料・報道より大和総研作成

#### 今後の注目点

今次規制案に関する公聴会の開催は、2023年12月12日・13日に予定されている（必要に応じて、12月14日にも実施）。パブリックコメントの期限は2024年1月2日に設定されている<sup>8</sup>。

2016年4月の労働省によるフィデューシャリー規則の制定は米国の個人向け金融ビジネス業界に大きな変化をもたらした。例えば、一部のブローカー・ディーラーはIRA向けに対するコミッション型のサービスを停止したほか、営業員のアドバイス・推奨に対するコンプライアンス体制の強化、保有資産が少ない層向けのロボアドバイザー・サービスの強化などがなされたといわれている。今回についても、最終的な規制の内容や実務への影響について、注目に値するだろう。

<sup>8</sup> なお、18の金融業界団体は、規制案の重要である上に予期しない変更も含まれていたことから、十分な分析をするためにもパブリックコメント期間を延長すべきと提案していた。しかし、労働省はこの提案を拒否している。