

米国でSECがフィデューシャリー・デューティー・ルールを提案!? 顧客の最善の利益による行動? ブローカー(投信・保険の販売会社)に対する適合性プラスのルール!

商品企画部 松尾 健治
窪田 真美

※三菱UFJ国際投信がお届けする、日本版ISAに関する情報を発信するコラムです。

米国で SEC がフィデューシャリー・デューティー・ルールを提案!?

2018年4月18日(日本時間4月19日)、米SEC/証券取引委員会が米国のブローカー・ディーラー(投信・保険等の販売会社)に対する利益相反ルールもしくはアドバイス・ルール(以下、SECルール)案を採決、「4対1」の賛成多数で承認した(URLは後述[参考ホームページ]①参照)。

SECルール案は全体で1000ページ近くあり、SECルールの「前身」と言えるDOL/労働省フィデューシャリー・デューティー・ルール(以下、DOLルール～後述※1参照)にほぼ匹敵、米国の金融・法律専門家さえ「消化するのに時間がかかる。」(2018年4月21日付米インベストメント・ニュース誌～URLは後述[参考ホームページ]②参照)。その為、日本語での情報はほとんど無く、2018年4月19日付ダウ・ジョーンズ「DJ-SEC、ブローカー規則強化案を採択」、2018年4月19日付ブルームバーグ(及び4月20日付サンケイビズ)「SEC、利益相反ルール見直し提案 ブローカー規制意見公募へ」と、ごく一部の抜粋和訳がある程度にとどまる(後述※2参照)。

しかし、日本の金融庁が「国民の安定的な資産形成とフィデューシャリー・デューティー」(後述※1参照)で海外事例筆頭に挙げているのが「前身」のDOLルールである(後述※1参照)。その「後継」であり、さらに、基本的に退職口座だけを対象としたDOLルールと違い、個人投資家全体を対象とするSECルールは日本でもかなり参考となるものだ。今後の日本の規制の範となる可能性も高く、日本の金融機関関係者はしっかり理解してほしい。まず下記はSECルールの「最善の利益規制/Regulation Best Interest」案(全407ページ)のp.1である。

p.1...SECはブローカー・ディーラー及びブローカー・ディーラーに関連する人を規制している1934年証券取引所法/Securities Exchange Act of 1934の下で新しいルールを提案する。提案する行動規範/standard of conductは、ブローカー・ディーラー及びブローカー・ディーラーに関連する人による個人顧客への推奨の最善の利益である。パブリックコメント/パブコメを90日受け付ける。



米国の個人投資家への投資アドバイス及び推奨等に対するフィデューシャリー・デューティー/FDやルール(案)について

2018年4月18日現在

業態	アドバイザー(投資顧問業務)	ブローカレッジ(証券売買業務)
一般口座	FDあり	FDなし (適合性のみ)
退職口座	FDあり	FDなし (適合性のみ)

← SECルール

/SEC利益相反ルールもしくはSECアドバイス・ルール
*ピアースSEC委員が「顧客の最善の利益による行動」と言うより「適合性プラス」と発言。(2018年4月18日にSECが提案)

← DOLルール

/労働省フィデューシャリー・デューティー・ルール
(2018年3月15日に高裁が無効)

(出所: SEC等より三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

SEC ルールは DOL ルールの「後継」と言ったが、実は DOL ルールより歴史は古い。DOL ルールが新しく「傍流」とも言える。SEC ルールはオバマ前大統領率いる民主党政権が 2009 年 6 月 17 日に出した「金融規制改革：新たな基盤」で「SEC はブローカーが提供しているアドバイスに対してフィデューシャリー・デューティーを登録投資アドバイザー/RIA 同様にかける」と既に出ていたものだ(URL は後述[参考ホームページ]④参照)。2010 年 7 月 21 日にはオバマ前大統領の署名で「ドッド・フランク法」が成立、そこに「SEC にブローカー・ディーラーと投資アドバイザーに対するフィデューシャリー・デューティー・ルールを制定する権限を与える。」とある。今回の SEC ルール案ではフィデューシャリー・デューティーはかからないが(後述)、10 年越しに SEC が策定したルール案なのである。

フィデューシャリー・ルールではなく、営業コンテストもキックバックも可能で、訴訟は無い

SEC ルールは個人顧客に投資の推奨をするブローカー(・ディーラー)に対する利益相反ルールであり、顧客の最善の利益(顧客ファースト)を求めるルールではある。だが、「SEC 案は、ブローカーが特定商品の販促目的で行う『営業コンテスト/sales contests』といった個別の利益相反行為を禁じるものではなく、顧客への利益相反の開示やその影響を抑える努力を全般に義務づけている。」(2018 年 4 月 19 日付ダウ・ジョーンズ～後述※2 参照)であり、「顧客の最善の利益を求め、SEC はアドバイスをブローカーに要求している。これは、オンラインブローカーとの便利な区別となり、そのサービスのプレミアム料金を維持出来る。そして SEC はブローカーにフィデューシャリー・スタンダードを課していない為、顧客に開示する事でキックバックを維持出来る。」(2018 年 4 月 20 日付ブルームバーグ～URL は後述[参考ホームページ]⑦参照)となっている。

DOL ルールの様な投資アドバイザーとしてのフィデューシャリー・デューティーのルールではない。冒頭に示した通り、SEC ルールが RIA を規制している 1940 年投資顧問法/Investment Advisers Act of 1940 の下ではなく、ブローカー・ディーラーを規制している 1934 年証券取引所法/Securities Exchange Act of 1934 の下のルールとなっているのもその為である(後述※4 参照)。従って、DOL ルールにあった私的訴訟も無い(*これがブローカー・ディーラー業界にとって DOL ルールの大きな問題だった～後述※4 参照)。RIA には元々フィデューシャリー・デューティーがかかっている(DOL ルールより緩い～※4 参照)。それで今回、SEC はルール策定をよりスムーズに、より規制を緩和する為にこうしたと思われる。提案前から「SEC は 1934 年証券取引所法の運用で新しく『フィデューシャリー以外の最善の利益/non-fiduciary “best interest”』を提案する可能性が高い。これで SEC は RIA を規制している 1940 年投資顧問法のフィデューシャリーの定義等との問題を最小限に出来る。」(2018 年 3 月 27 日付米インベストメント・ニュース誌～URL は後述[参考ホームページ]⑤参照)と言われていた。

つまり SEC ルールは DOL ルールよりもかなり規制が緩く、ブローカー・ディーラーを規制している 1934 年証券取引所法の下でのルールで、ピアース SEC 委員が 2018 年 4 月 18 日に言った通り、「顧客の最善の利益による行動」と言うより「適合性プラス」のルールで、アドバイザーの解釈などが付いたものである。民主党のスタイン委員が「提案はあまりに弱い。利益相反を十分減らす事は出来ない。厳しい現状を維持すべき。」と言い、反対しているものでもある。

SEC ルールと言うと、これまで、SEC がアドバイザー(投資顧問業務)もブローカレッジ(証券売買業務)も関係無く、一般口座も退職口座も関係無く、DOL ルールよりはるかに広範囲の個人投資家全体を対象にフィデューシャリー・デューティーを課す統一スタンダード・ルールが期待されてきた。SEC が DOL と協働して DOL ルールを包括する(*DOL は DOL ルールを再検討する)ルールを策定すると言うもので、SEC がルール策定出来る証券プロダクトのみならず、州がルール策定出来る(*DOL もルール策定出来ると思われていた)年金プロダクトについてもカバーするものだった。この DOL・SEC(・全 50 州保険監督官)ルールが業界団体や共和党議員等から求められてきた。

しかし、**2018年3月15日に高裁で主判事3人が「2対1」の賛成多数でDOLルールを「無効」として状況が一変した**(後述※1参照)。この決定後、DOLが2018年4月30日までに高裁全判事による大法廷で再審理を求めなければ2018年5月7日に決定は発効し、2018年6月13日までに最高裁に上訴しなければ、DOLルールは無効となる可能性は極めて高くなる。**DOLルールの完全実施(2019年7月1日)はもちろん、2017年6月9日から実施されているDOLルールの基本条項も無くなる。退職口座への規制はDOLルール以前に戻る。ブローカーの推奨、ブローカレッジ口座に対しては顧客のリスク選好/risk appetiteに合っているかどうかの適合性ルール/suitability rulesのみとなつて、緩いルールに戻る可能性が高い。**

そこでSEC登場となる。クレイトン委員長は「**SECルールは早ければ今夏での提案が期待される。**」(2018年3月19日)と言っていたので予想以上に早い。SECも、DOLとの協働が無くなり(*全50州保険監督官との調整も不要となり)、2018年1月11日にはSEC全5人が揃い(*共和党だけで3人と過半数を占めて)、ルール策定が共和党として容易になった事がSECルールの早期提案の背景と思われる(後述※3参照)。



米国のSEC/証券取引委員会の委員/Commissioners

2018年4月18日現在

クレイトン委員長(共和党/無党派)

ピオワー委員(共和党)

ピアース委員(共和党)

総じて
規制緩和
(共和党的)



2017年5月4日に
就任



2018年1月11日に
就任



総じて
規制強化
(民主党的)

*ただスタイン委員は2014年7月23日のMMF規制改革においてピオワー委員と共に反対。



スタイン委員(民主党)

2018年4月18日の
SECルールに反対

ジャクソン委員(民主党)



2018年1月11日に
就任

- ・大統領指名で上院承認(2013年11月21日以降、上院の過半数で可)。
- ・定員5人。
- ・同じ政党から選出出来る委員は3人まで。
- ・新たな規則を導入する時の採決で少なくとも3委員が投票する必要がある。

(出所: SEC/証券取引委員会等より三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

ブローカーがアドバイザーと名乗る事は、投資家に、フィデューシャリー・デューティーのある RIA と間違える可能性があるので制限

RIA については、今回、「投資アドバイザーの行動規範/standard of conduct の解釈」や「登録投資アドバイザー/RIA と登録ブローカー・ディーラーの違いを個人投資家に示す書類」で補足するなどの対応をしている。

「RIA と登録ブローカー・ディーラーの違いを個人投資家に示す書類」の p.162 以降の「RESTRICTIONS ON THE USE OF CERTAIN NAMES AND TITLES AND REQUIRED DISCLOSURES」は重要だ。「**ブローカーがアドバイザー/"adviser" or "advisor"と名乗る事は、投資家に、フィデューシャリー・デューティーのある RIA と間違える可能性があるので制限する。**」とある。より正確には、ブローカー・ディーラーもしくはブローカーとしてのみ登録された会社に「アドバイザー/"adviser" or "advisor" とする肩書きの使用を制限するものだが、これは英国で 2012 年 12 月 31 日からアドバイザー全般に適用されているフィデューシャリー・デューティー「個人向け金融商品販売制度改革/RDR」で似た事がされており、グローバルな流れに追随したものである(後述※5 参照)。

ブローカーがアドバイスをすることが出来るかどうかだが、「顧客の最善の利益を求め、SEC はアドバイスをブローカーに要求している。これは、オンラインブローカーとの便利な区別となり、そのサービスのプレミアム料金を維持出来る。」(2018 年 4 月 20 日付ブルームバーグ～URL は後述[参考ホームページ]⑦参照)と言われている。

パブコメ 90 日間後数カ月かかるものの最終版は 2018 年末までに終える事が期待

今後について、冒頭に示した中に「パブリックコメント/パブコメを 90 日受け付ける」とある。これは、米国のルール施行には行政手続法/Administrative Procedure Act/APA によって 30 日以上のパブリックコメント/パブコメ(notice and comment 手続)期間が必要である事を意味する。法律的には「30 日以上」であるものの、クリントン政権の大統領令で 60 日以上となっている為、「60 日以上」となっている。ドッド・フランク法のボルカー・ルールの時は 90 日だったので、それに匹敵する十分の長さと言えよう。

今後の日程は、この 90 日のパブコメ期間を経て、膨大なパブコメを SEC は読解、考慮、SEC ルールの最終版を作成、再採決する。SEC は共和党(系)が 3 人いるので、採決しても承認される可能性は極めて高いが、どの位かかるかは不明である。「90 日間のパブリックコメントを受けて、次のステップに数カ月かかる可能性がある。」(2018 年 4 月 19 日付ブルームバーグ～URL は後述[参考ホームページ]⑦参照)、「**ルール最終版承認までのプロセスは 2018 年末までに終える事が期待されている。**」(2018 年 4 月 12 日付 WSJ～URL は後述[参考ホームページ]⑧参照)と言われている。DOL ルールの時は 2015 年 4 月 14 日発表の当初版から 2016 年 4 月 6 日発表の最終版まで 1 年を擁している(*2016 年 1 月 28 日に米行政管理予算局/Office of Management and Budget/OMB でのレビュー～一般的に 50～90 日～を受けている)。まだ無くなっている DOL ルールの完全実施が 2019 年 7 月 1 日なので、2018 年末前後には意見調整等も終えて完成しておきたい所である。

DOL ルールでは最終版にかけてかなりの変更があったので(2015 年 12 月 28 日付日本版 ISA の道 特別号及び 2016 年 4 月 18 日付日本版 ISA の道 その 138～URL は後述[参考ホームページ]③参照)、SEC ルールも大幅変更の可能はある。そして、「**SEC ルールが確定した後、正式に DOL ルールを撤回する予定である。**」(2018 年 4 月 19 日付ブルームバーグ～URL は後述[参考ホームページ]⑦参照)となる。

顧客の最善の利益による行動？ ブローカー(投信・保険の販売会社)に対する適合性プラスのルール！

最後に関係者の意見である。まず当事者であるSECだが、今回の採決に至るまでの議論が公開されている。SECの共和党/無党派委員長であるジェイ・クレイトン/Jay Clayton委員長は「このルール提案は、ブローカー・ディーラーに顧客の利益よりブローカー・ディーラーの利益を優先する事を禁じている。ブローカー・ディーラーは利益相反についてディスクロースするだけではない行動を取らなければならない。」と、委員長としては当然であるが、形式的な事を言っている。SECの共和党新人委員であるヘスター・ピアース/Hester Peirce委員は本音が含まれている。採決に賛成したものの、「顧客の最善の利益による行動/best interests of their clientsはミス・ラベルだろう。適合性プラス/suitability-plusと言った方が良い。」と、共和党ながら言っている。SECの民主党委員であるカラ・スタイン/Kara Stein委員は先述通り、「提案はあまりに弱い。利益相反を十分減らす事は出来ない。『最善の利益規制/Regulation Best Interest』ではなく、『旧態規制/Regulation Status Quo』が正確だ。」と言い野党らしくルール案に反対した。

民間の専門家は次の様な感じである。「米国の消費者団体で構成される米消費者連盟/Consumer Federation of America/CFAのバーバラ・ローパー/Barbara Roper氏は『SECの提案は、現状よりは緩やかに改善しているが、我々が必要とする明確な規範ではない。この規範はブローカーに対して、投資家のニーズと特性に応じた最善の投資選択肢を推奨する事を求めているものの、最善の利益規範と呼ぶべきものではない。DOLルールにあった利益相反に対する厳格な規制は不足しているが、業界団体によって提唱された利益相反の無意味なディスクロージャー・オンリーのアプローチよりは厳しい様に見える。我々は、SECと協力、この完璧から程遠い提案を、真の最善の利益規範に変えるべく協働する事を楽しんでいる。』と言っている。米国の証券会社業界団体である証券業金融市場協会/Securities Industry and Financial Markets Association/SIFMAのケン・ベンツェン/Kenneth Bentsen会長は『極めて優秀な市場の規制当局であるSECがブローカー・ディーラーに対する最善の利益規範を創るプロセスに着手した事、投資アドバイザー体制の解釈を提供する事を歓迎する。』と言う。ブローカー・ディーラーの自主規制機関である米国金融取引業規制機構/Financial Industry Regulatory Authority/FINRAも歓迎している。』(2018年4月18日付米インベストメント・ニュース誌~URLは後述[参考ホームページ]⑨参照)、「専門家はSECブローカー利益相反ルールを業界として前向きにとらえている。コーウェンのジャレット・シーベルク/Cowen, Jaret Seiberg氏『DOLルールに比べブローカー・ディーラーにとって前向きに見える。ただ、依然として高いフィーや低い流動性のプロダクトに対する圧力を予想する。トランプ政権DOLは、SECブローカー利益相反ルールが確定した後、正式にDOLフィデューシャリー・デューティー・ルールを撤回する予定である(高裁は既に無効にしているが)。今後、非常に政治的になるだろう。エリザベス・ウォーレン上院議員やマキシン・ウォーターズ下院議員、その他民主党から攻撃を予想する。』、コンパス・ポイントのアイザック・ボルタンスキー/Compass Point, Isaac Boltansky氏『DOLルールより業界の利益にははるかに優しい。ブローカーに大きな柔軟性を提供している様である。』、KBWのブライアン・ガードナー/KBW, Brian Gardner『業界にとって総じてポジティブ。』、キャピタル・アルファのチャールズ・ガブリエル/Capital Alpha, Charles Gabriel氏『案の広範囲には驚いた。90日間のパブリックコメントを受けて、次のステップに数カ月かかる可能性がある。』。(2018年4月19日付ブルームバーグ~URLは後述[参考ホームページ]⑦参照)、「SECはブローカーにライフライン(頼みの綱)を投げただけである。ブローカーにはそれを掴むべきである。顧客の最善の利益を求め、SECはアドバイスをブローカーに要求している。これは、オンラインブローカーとの便利な区別なり、そのサービスのプレミアム料金を維持出来る。そしてSECはブローカーにフィデューシャリー・スタンダードを課していない為、顧客に開示する事でキックバックを維持出来る。米国の全てのブローカーはクレイトン委員長とSECに感謝しなければならない。』(2018年4月20日付ブルームバーグ~URLは後述[参考ホームページ]⑦参照)。

今回は SEC ルールにおいて、意外に言及の多かったクリーン・シェア/clean shares 投信について見る予定である。

※1: 米 DOL/労働省フィデューシャリー・デューティー・ルール(以下、DOL ルール)・・・米国のブローカー・ディーラー(投信・保険等の販売会社)が退職口座、より正確には資産/AUM5000 万ドル未満の小さな退職優遇税制口座(個人退職勘定/IRA や 401k など)に対し投資アドバイス(の様な事)をする場合、ブローカー・ディーラー(投信・保険等の販売会社)に対し、登録投資アドバイザー/RIA と同様のフィデューシャリー・デューティーをかけるルールである。



日本の金融庁が「国民の安定的な資産形成とフィデューシャリー・デューティー」において海外事例の筆頭に挙げているルールでもある(URL は後述[参考ホームページ]③参照)。

今後の課題

- 家計の安定的な資産形成と、経済の持続的な成長に資する、より良い資金の流れを実現していくためには、これまでの取組みを更に深化させ、インベストメント・チェーンに含まれる全ての金融機関等が、顧客のベスト・インタレストのために行動するとのプリンシプルを定着させていくことが課題となるのではないか。



- なお、近年、国際的には、インベストメント・チェーンに含まれる全ての者が、顧客のベスト・インタレストのために行動することが重要、とされてきている。
 - 米国: エリサ法、労働省(DOL)フィデューシャリー・ルール案
 - 欧州: 英国ケイ・レビュー、MiFID(金融商品市場指令)
 - 国際機関: OECD「金融消費者保護に関するハイレベル原則」、G20/OECD「コーポレート・ガバナンス原則」

9

(出所: 2016年7月6日付金融審議会「市場ワーキング・グループ」(第3回)資料2-1事務局説明資料のp.9)

DOL ルールは 2017 年 6 月 9 日から基本条項が実施されており、(1)最善の利益による投資アドバイス、(2)リーズナブルな報酬を超えない事、(3)ミスリードする言葉を使わない様にする事となっており、既に米国のアドバイザー業界等に影響を与えている。2019年7月1日から完全実施となり、厳しいディスクロージャーや集団代表訴訟権利条項などが適用される見込みだった。

ただ、DOL ルールは民主党政権時代に策定されたものであり、現在の共和党政権では、2017年2月3日にトランプ大統領が覚書(*広い意味の大統領令)で再検討を指示しており(2017年2月6日付日本版ISAの道その

171 ~URL は後述[参考ホームページ]③参照)、共和党が多数派となっている SEC/米証券取引委員会と共に、アドバイザー(投資顧問業務)もブローカレッジ(証券売買業務)も関係無く、一般口座も退職口座も関係無く、DOL ルールよりはるかに広範囲の個人投資家全体を対象にフィデューシャリー・デューティーを課す統一スタンダード・ルールが期待されてきた。SEC が DOL と協働して DOL ルールを包括する(DOL ルールを見直す)ルールを策定すると言うものである。

しかし、2018 年 3 月 15 日に高裁が DOL ルールを無効とした。より正確には、米ルイジアナ州ニューオーリンズの第 5 巡回連邦控訴裁/5th Circuit Court of Appeals の主判事 3 人が「2 対 1」の賛成多数で DOL ルールを「合理的でない特徴を持つ。DOL は規則を交付する権限は無い。投資アドバイザーはアドバイスを提供する事でフィーを受け取るが、ブローカーは販売を完了した事でのみ報酬を得るもの。」などとして無効とした。この決定は 2017 年 2 月 8 日にダラス地裁/米テキサス州北部地区連邦地方裁判所/U.S. District Court for the Northern District of Texas が DOL ルールを支持した決定を覆すもので、裁判所における DOL ルールの初敗北となる。

「DOL ルール無効決定は、その管轄であるルイジアナ州、ミシシッピ州、テキサス州に限られると言う主張もある」(2018 年 3 月 21 日付米インベストメント・ニュース誌~URL は後述[参考ホームページ]④参照)ほか、「今後、米最高裁判所も巻き込んだ長い法廷闘争の可能性を高めるものと言われる」(2018 年 3 月 16 日ブルームバーグ~URL は後述[参考ホームページ]④参照)とも言われているが、この決定後、DOL が 2018 年 4 月 30 日までに高裁全判事による大法廷で再審理を求めなければ 2018 年 5 月 7 日に決定は発効し、2018 年 6 月 13 日までに最高裁に上訴しなければ(*共和党がトップの DOL なので、最高裁への上訴をする可能性は低い)、無効となる可能性は極めて高くなる。ちなみに、最高裁が判決を言い渡す事は珍しく、(第一審の)地方裁判所からの上訴の大多数が控訴裁判所で最終審とされている(米国大使館レファレンス資料室~URL は後述[参考ホームページ]④参照)。

DOL ルール無効となると、2019 年 7 月 1 日からの完全実施はもちろん無くなり、2017 年 6 月 9 日から実施されている基本条項も無くなる。基本条項実施日前に戻り、フィデューシャリーは ERISA/Employee Retirement Income Security Act of 1974/1974 年従業員退職所得保障法の下、RIA や退職アドバイザー等に限られ、ブローカー(投信・保険等の販売会社)にフィデューシャリー・デューティーはかからない時に戻る。

そこで、2018 年 3 月 15 日の高裁の決定を賞賛している米商工会議所/The U.S. Chamber of Commerce が言う通り、「SEC が実行可能なルール策定を主導すべきだ。」(2018 年 3 月 15 日)となり、今回コラムの本題である SEC ルールの提案となった。

尚、DOL ルールについては 2017 年 6 月 5 日付日本版 ISA の道 その 184「米労働省フィデューシャリー・デューティー/受託者責任ルール(DOL ルール)が実施へ! 今後の展開は?DOL ルール向け投信のクリーン・シェアと T シェア!!」、2017 年 2 月 6 日付日本版 ISA の道 その 171「米国の大統領令で市場が揺れ動く 2017 年 1 月! 2 月はドッド=フランク法(ボルカー・ルール)と DOL フィデューシャリー・ルールにも大統領令! その中、NISA の既存投資家も新規投資家もネット証券の投資家も総じてグローバル株を志向!!」、2016 年 4 月 18 日付日本版 ISA の道 その 138「米国の退職口座(IRA・401k 等 DC)の投資アドバイスが大きく変わる! ロボアドバイザーはビジネスチャンスと見なしデータアグリゲーションで囲い込みへ!!」、2015 年 12 月 28 日付日本版 ISA の道 特別号「投資アドバイザーに対するフィデューシャリー・デューティー(FD)強化はグローバルなトレンド!~米国や英国、カナダやオーストラリア等の FD 最新事情と各国ファンドのチャンネル別フロー~」を参照の事(URL は後述[参考ホームページ]③参照)。

※2: 2018年4月18日提案のSECルールの日本語情報…原文の抜粋和訳を下記に引用する。



●2018年4月19日付ダウ・ジョーンズ「DJ-SEC、ブローカー規則強化案を採択」…

「米証券取引委員会(SEC)は18日、顧客への偏った投資助言につながる恐れがある株式ブローカー(仲介業者)の利益相反をより厳しく制限する案について採決を行い、賛成多数で承認した。SEC案は、顧客にとって最大の利益となる行動をブローカーに義務づけているが、バラク・オバマ前政権の終盤に策定された米労働省の『フィデューシャリー(受託者)規則』ほど厳しくなく、議会民主党や消費者団体が寛容すぎるとして反発する可能性がある。SEC案は、ブローカーが特定商品の販促目的で行う『営業コンテスト』といった個別の利益相反行為を禁じるものではなく、顧客への利益相反の開示やその影響を抑える努力を全般に義務づけている。…(略)…」。

上記記事に「SEC案は、ブローカーが特定商品の販促目的で行う『営業コンテスト/sales contests』といった個別の利益相反行為を禁じるものではなく、顧客への利益相反の開示やその影響を抑える努力を全般に義務づけている。」とある。これは、2018年2月15日に米マサチューセッツ州のウィリアム・ガルビン/William Galvin州務長官がスコットレード/Scotttrade社(ディスカウント・ブローカーとRIAカストディアンで米2位のTDアメリカトレード傘下)を、DOLルール違反で提訴した事(*DOLルール初の違反となる可能性があった)を意識しているものと思われる。ガルビン州務長官は「スコットレード社は同社従業員が2017年6月9日以降に営業コンテストを少なくとも2回実施し、退職者の資産に影響を与えた。不正かつ非倫理的な活動および監督不行き届きに相当する。」と主張していたのだ。2018年4月18日に提案されたSECルールの「最善の利益規制/Regulation Best Interest」案(全407ページ)のp.169及びp.183、p.196を参照(URLは後述[参考ホームページ]①参照)。

尚、マサチューセッツ州は民主党寄りの州で、1988年から大統領として民主党を選んでおり、2016年の大統領選挙でも共和党のトランプ氏ではなく民主党のヒラリー・クリントン氏を選んでいて(2008年、2012年は民主党のオバマ氏)。マサチューセッツ州以外、NY州、ニュージャージー州、メリーランド州、ネバダ州なども同様で、民主党議員と共に、DOLルール堅持で歩調を揃え、トランプ大統領率いる共和党政権に対抗している。

●2018年4月20日付サンケイビズ「SEC、利益相反ルール見直し提案 ブローカー規制意見公募へ」(ブルームバーグも同じ)…

「米証券取引委員会(SEC)は18日、ブローカーの利益相反ルールの見直し案を提示した。ウォール街の金融機関は、オバマ前政権下で承認されたより厳しい規制に従う必要がなくなる可能性が出てきた。クレイトン委員長とSECの委員らはワシントンで開いた会合で、『顧客の最善の利益』をめぐるブローカーに義務付ける新たな規制案について、意見公募の実施を4対1の賛成多数で決めた。新たな基準は現行の要件よりも厳しいが、顧客の最善の利益にかなう助言の努力を投資アドバイザーに義務付ける受託者責任規則ほど厳しい内容ではない。…(略)…。(ブルームバーグ Ben Bain、Robert Schmidt)」。

※3: SECのルール策定…そもそも2010年7月21日に成立した「金融規制改革法/ウォールストリート改革・消費者保護法/ドッド・フランク法」において既にブローカーの投資アドバイスにフィデューシャリー・デューティーを課すルールは「SECが策定する事が出来る」として存在していた。では、なぜSECが策定してこなかったかだが、それは前オバマ民主党政権下では策定出来なかったからだ。2014年11月4日の議会選挙以降、上下両院とも共和党が過半数となり、SEC(定員は5人)で規則導入時に必要な3人の票を集められなくなった為である。ただ、その手詰まり状態も、2018年1月11日に共和党で3人目の委員(ピアース委員)が就任した事で、クレイトン委員長、ピアース委員、ピアース委員と共和党だけで3人が揃い共和党主導で規則導入が可能となった。顔写真等は上述 p.3を参照の事。



※4: SECの1940年投資顧問法とDOLのERISAの違い…SECがルールを策定する1940年投資顧問法には訴訟する権利が無いが(拘束力のある裁定手続/binding arbitrationに向かう)、DOLがルールを策定するERISA/Employee Retirement Income Security Act of 1974/1974年従業員退職所得保障法には加入者に訴訟する権利がある。



また、SECの1940年投資顧問法は利益相反にそれほど厳しく無く、DOLのERISAは利益相反に厳しい。例えば、SECの1940年投資顧問法はアドバイザーにアドバイスに対するチャージをどれだけにするかについて広い裁量を許しており、同じ様な経験を持つアドバイザーでもアドバイザーのチャージにかなり違いがあっても良い。SECの1940年投資顧問法は預り残高フィー/AUM feeとして「2%超」を「過剰」と言い自制を課しているものの、アドバイザーが業界標準より高い事を顧客に開示すれば、「2%超」でも禁じている様には思われぬ。しかしDOLのERISAではアドバイスに対するフィーは合理的でなければならないとし、SECの1940年投資顧問法での開示は不十分となる。

※5: 英国RDR～アドバイザーに対してフィデューシャリー・デューティー強化～…英国RDR(個人向け金融商品販売制度改革)は、英国のアドバイザー全般の他、プラットフォームにフィデューシャリー・デューティーを遵守させようとするルールである。RDRは2012年12月31日からアドバイザー全般に、2014年4月6日からプラットフォームに適用されている。尚、プラットフォームは主にネットを通じ投信・保険等を提供する証券会社だが、独立系ファイナンシャル・アドバイザー/Independent Financial Adviser/IFA/独立FAに対し投信・保険等の選択ツールや講習、IFAのフィー徴収等サービスも提供する場合もある。



アドバイザー全般及びプラットフォームは販売手数料(*顧客と合意していない販売手数料)、トレール・コミッション(*米国の12b-1 fees、日本の代行手数料に近い)、キックバック(*米国のレベニュー・シェアリングに近い投信会社からのリベート)等を受け取れず、基本、投資顧問報酬(相談料、助言料)を投資家から直接受け取る事となる。

その為、投信ではトレール・コミッションもキックバックも無いクリーン・シェアを使う事となる(2017年11月27日付日本版ISAの道 その205～URLは後述[参考ホームページ]⑥参照)。尚、RDR以前の商品について、プラットフォームは2年間の移行期間が設けられ2016年4月6日までに適用となったが、アドバイザーは徴収継続可能だ。また、クリーン・シェアでは投資家は持分の形でキックバック相当を受け取るが、2013年4月6日から所得税が課される事となり、キックバックを当初から差し引いたスーパー・クリーン・シェアも登場している。その他、RDRでは、IFAに高い知識レベルの維持の要求がある。

IFA/独立FAとRFA/限定FAを明示する事も義務付けられている。IFAは全ての個人向け金融商品かつ全てのプロバイダーを対象に顧客のニーズと目的に合う金融商品を公平に選んで推奨する独立アドバイザーの事で、そうでない場合がRFA/限定FAとして特定の会社の商品だけを推奨する事となる(*複数の商品を推奨しても全てではない場合や保険ばかりを推奨する場合にも当てはまる)。この場合、アドバイザーは「Independent/独立」としてアドバイスは出来なくなる。

先述したRDR以前の商品について、引き続きアドバイザーが徴収可能な事については、批判もあり、2017年6月、英国の金融監督当局であるFCA/金融行動監視機構は、このトレール・コミッション全廃を含めた意見募集を行っている(2017年9月28日付締切)。

2017年12月25日付日本版ISAの道 その209も参照の事(URLは後述[参考ホームページ]⑥参照)。

以 上

[参考ホームページ]

- ①SEC ルール案一覧…「<https://www.sec.gov/rules/proposed.shtml>」、ブローカー・ディーラーが個人顧客に推奨等をする時の行動規範/standard of conduct である「最善の利益規制/Regulation Best Interest」案(全 407 ページ)…「<https://www.sec.gov/rules/proposed/2018/34-83062.pdf>」、パブリックコメント/パブコメ…「<https://www.sec.gov/cgi-bin/ruling-comments>」、投資アドバイザーの行動規範/standard of conduct の解釈(全 37 ページ)…「<https://www.sec.gov/rules/proposed/2018/ia-4889.pdf>」、登録投資アドバイザー/RIA と登録ブローカー・ディーラーの違いを個人投資家に示す書類(全 471 ページ)…「<https://www.sec.gov/rules/proposed/2018/34-83063.pdf>」。
- ②2018 年 4 月 21 日付米インベストメント・ニュース誌「SEC advice rule: Time for brokers, advisers to weigh in」…「<http://www.investmentnews.com/article/20180421/FREE/180429986/sec-advice-rule-time-for-brokers-advisers-to-weigh-in>」。
- ③2016 年 7 月 6 日開催の金融審議会「市場ワーキング・グループ」(第 3 回)資料 2-1 事務局説明資料…「https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market_wg/siryou/20160706.html」、2017 年 6 月 5 日付日本版 ISA の道 その 184「米労働省フィデューシャリー・デューティー/受託者責任ルール(DOL ルール)が実施へ! 今後の展開は?DOL ルール向け投信のクレーン・シェアと T シェア!!」…「http://www.am.mufg.jp/text/oshirase_170605.pdf」、2017 年 2 月 6 日付日本版 ISA の道 その 171「米国の大統領令で市場が揺れ動く 2017 年 1 月! 2 月はドッド=フランク法(ボルカー・ルール)と DOL フィデューシャリー・ルールにも大統領令! その中、NISA の既存投資家も新規投資家もネット証券の投資家も総じてグローバル株を志向!!」…「http://www.am.mufg.jp/text/oshirase_170206.pdf」、2016 年 4 月 18 日付日本版 ISA の道 その 138「米国の退職口座(IRA・401k 等 DC)の投資アドバイスが大きく変わる! ロボアドバイザーはビジネスチャンスと見なしデータアグリゲーションで囲い込みへ!!」…「https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_160418.pdf」、2015 年 12 月 28 日付日本版 ISA の道 特別号「投資アドバイザーに対するフィデューシャリー・デューティー(FD)強化はグローバルなトレンド! ~米国や英国、カナダやオーストラリア等の FD 最新事情と各国ファンドのチャネル別フロー~」…「<http://www.am.mufg.jp/text/kam151228.pdf>」。
- ④2009 年 6 月 17 日にオバマ前大統領率いる民主党政権が出した「金融規制改革: 新たな基盤/Financial Regulatory Reform: A New Foundation」…「https://www.treasury.gov/initiatives/Documents/FinalReport_web.pdf」。
- ⑤米国大使館レファレンス資料室…「<https://americancenterjapan.com/wp/wp-content/uploads/2015/11/wwwf-outline-legal.pdf>」、2018 年 3 月 21 日付米インベストメント・ニュース誌「What to watch for next with the DOL fiduciary rule」…「<http://www.investmentnews.com/article/20180321/FREE/180329988/what-to-watch-for-next-with-the-dol-fiduciary-rule>」、2018 年 3 月 16 日ブルームバーグ「Morgan Stanley, Principal Advance as Court Vacates DOL Rule」…「<https://www.bloomberqint.com/onweb/2018/03/16/insurance-brokerage-stocks-gain-as-court-vacates-fiduciary-rule>」、2018 年 3 月 27 日付米インベストメント・ニュース誌「DOL fiduciary rule death meets 'Back to the Future' is a must-watch」…「<http://www.investmentnews.com/article/20180327/BLOG09/180329921/dol-fiduciary-rule-death-meets-back-to-the-future-is-a-must-watch>」。
- ⑥2017 年 11 月 27 日付日本版 ISA の道 その 205「NISA が範とする英国 ISA は過去最大 81 兆円まで拡大! 英国家計金融資産は間接保有を含めると株式・投信比率 41%と日本の倍!! 投信はクリーン・シェアが拡大!!!」…「https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_171225.pdf」、2017 年 12 月 25 日付日本版 ISA の道 その 209「2018 年 1 月 3 日から MiFID II (ミフィッド・ツー)が始まる! 欧州ではクリスマス返上も!! PRIIPs、PSD2、RDR も含め理解~PSD2 によりオープン API でフィンテック拡大、データアグリゲーション型ロボアドやビットコイン活用デジタル・バンクも~」…「https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_171225.pdf」。
- ⑦2018 年 4 月 19 日付ブルームバーグ「Brokers Likely to Get a Break From Complicated Trump SEC Rules」…「<https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-04-19/brokers-likely-to-get-a-break-from-complicated-trump-sec-rules>」、2018 年 4 月 20 日付ブルームバーグ「The SEC's New Advice Rule Does Brokers a Huge Favor」…「<https://www.bloomberg.com/gadfly/articles/2018-04-20/sec-investment-advice-rule-does-brokers-a-huge-favor>」。
- ⑧2018 年 4 月 12 日付 WSJ「SEC to Propose Stricter Broker Standards Next Week」…「<https://www.wsj.com/articles/sec-to-propose-stricter-broker-standards-next-week-1523542765>」。

⑨2018年4月18日付米インベストメント・ニュース誌「SEC advice rule: Industry groups brace for debate」…
「 <http://www.investmentnews.com/article/20180418/FREE/180419908/sec-advice-rule-industry-groups-brace-for-debate> 」。

三菱UFJ国際投信【投信調査コラム】日本版ISAの道 バックナンバー…「 <https://www.am.mufg.jp/market/report/investigate.html> 」。

本資料に関してご留意頂きたい事項

- 当資料は日本版ISA(少額投資非課税制度、愛称「NISA/ニーサ」)に関する考え方や情報提供を目的として、三菱UFJ国際投信が作成したものです。当資料は投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料中の運用実績等に関するグラフ・数値等はあくまでも過去の実績であり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。また、税金、手数料等を考慮しておりませんので、投資者の皆様の実質的な投資成果を示すものではありません。市況の変動等により、方針通りの運用が行われない場合もあります。
- 当資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は信頼できると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性等を保証するものではありません。
- 当資料に示す意見等は、特に断りのない限り当資料作成日現在の筆者の見解です。
- 投資信託は、預金等や保険契約とは異なり、預金保険機構、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。
- 投資信託は値動きのある有価証券を投資対象としているため、当該資産の価格変動や為替相場の変動等により基準価額は変動します。従って投資元本が保証されているわけではなく、基準価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
- 投資信託は、販売会社がお申込みの取扱いを行い委託会社が運用を行います。
- 投資信託をご購入の場合は、販売会社よりお渡しする最新の投資信託説明書(交付目論見書)の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。
- クローズド期間のある投資信託は、クローズド期間中は換金の請求を受け付けることができませんのでご注意ください。
- 投資信託は、ご購入時・保有時・ご換金時に手数料等の費用をご負担いただく場合があります。