

## 米国版「顧客本位の業務運営」

SEC「最善の利益規制」は9月10日施行(アドバイザー解釈は7月12日施行)!

労働長官辞任で新・労働省フィデューシャリー・ルール12月公表が遅れる?

新しいCFP「倫理規定と行為基準」施行日がReg BI遵守日と同じ来年6月30日に!!

三菱UFJ国際投信株式会社 商品マーケティング企画部 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。

### SEC「最善の利益規制」は9月10日施行(アドバイザー解釈は7月12日施行)!

2019年7月12日(金)、米SEC/証券取引委員会のSECルール「投資アドバイス改革パッケージ/investment-advice reform package」が官報/Federal Registerに掲載(公布)された(SECルールについては後述※1参照)。

概要は下記の通り。 **中心的存在の「(Item 1)最善の利益規制: ブローカー・ディーラー(証券会社)の行為基準」は公布日から60 歴日を経過する2019年9月10日施行、投資アドバイザー関連解釈は公布日施行となっている。**



**FEDERAL REGISTER**  
The Daily Journal of the United States Government



2019年7月12日付官報/Federal Registerに掲載されたSECルール「投資アドバイス改革パッケージ/investment-advice reform package」

#### **(Item 1)最善の利益規制: ブローカー・ディーラー(証券会社)の行為基準**

/Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct(略称でReg BI)

…1934年証券取引所法/Securities Exchange Act of 1934 下のルール、

**施行日/Effective Date: 2019年9月10日、遵守日/Compliance Date: 2020年6月30日、**

URL: <https://www.federalregister.gov/documents/2019/07/12/2019-12164/regulation-best-interest-the-broker-dealer-standard-of-conduct>。

#### **(Item 2)フォーム CRS 関係の概要: フォーム ADV の修正**

/Form CRS Relationship Summary; Amendments to Form ADV

…1940年投資顧問法と1934年証券取引所法下のルール、

**施行日/Effective Date: 2019年9月10日、遵守日/Compliance Date: 2020年6月30日、**

URL: <https://www.federalregister.gov/documents/2019/07/12/2019-12376/form-crs-relationship-summary-amendments-to-form-adv>。

#### **(Item 3)投資アドバイザーの行為基準に関する解釈**

/Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers

…1940年投資顧問法下のルール、

**施行日/Effective Date: 2019年7月12日、**

URL: <https://www.federalregister.gov/documents/2019/07/12/2019-12208/commission-interpretation-regarding-standard-of-conduct-for-investment-advisers>。

#### **(Item 4)投資アドバイザーの定義からブローカー・ディーラーを除外する要件の単に付随的と言う要件の解釈**

/Commission Interpretation Regarding the Solely Incidental Prong of the Broker-Dealer Exclusion From the Definition of Investment Adviser

…1940年投資顧問法下のルール、

**施行日/Effective Date: 2019年7月12日、**

URL: <https://www.federalregister.gov/documents/2019/07/12/2019-12209/commission-interpretation-regarding-the-solely-incidental-prong-of-the-broker-dealer-exclusion-from>。

※1: SECルール「投資アドバイス改革パッケージ/investment-advice reform package」

…2019年6月5日にSEC/証券取引委員会が承認した最終案で、その際、「官報/Federal

Registerに掲載(公布)された後60日以内に施行され、移行期間/transition period 付きで2020年6月30日までに遵守される。」とされていた。



米国のブローカー・ディーラー(証券会社)及びアドバイザー(投資顧問業者)に対する規制のタイムライン(FD…フィデューシャリー・デューティー) 2019年7月16日現在

規制名	規制対象	2015年以前	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年以降
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) 関連	ERISA法下、 退職口座にアドバイ スをするブローカー ・ディーラー (証券会社)及び 投資顧問業者	民主党主導DOLルール 当初案公表(2015年4月 14日)。	民主党主導DOLルール 最終案公表(2016年4月 6日)。	民主党主導DOLルール 基本案項実施 (2017年6月9日)。	民主党主導DOLルール 無効判決 (2018年3月15日)、 無効確定 (2018年6月21日)、2019 年7月1日 完全実施も無効に。	共和党主導の新しい DOLルール公表? (2019年12月)*1。	2019年7月19日にDOLの トップであるアコスタ労働長 官が辞任した事で2019年 12月公表と言うタイムライ ンは厳しいかもしれないと 言われる*1。  CFPIにフィデューシャ リー基準がかかるCFP 「倫理規定と為基準施 行」(2020年6月30日)。
SEC /証券取引委員会 ルール 関連	証券取引所法下、 全てのブローカー ・ディーラー (証券会社)	民主党政権の「金融規 制改革:新たな基盤」で 「FDをかける」(2009年6 月17日)、ドッド・フランク 法で「FDをかける権限 をSECに与える」(2010 年7月21日)。			共和党主導SECルール 当初案公表 (2018年4月18日)。	共和党主導SECルール 最終案公表 (2019年6月5日)。	SECルールの遵守 (2020年6月30日)。
(参考) SECの構成等 (定員5人) 民主党…民、 共和党…共。	証券法下、 証券取引所法下、 投資会社法下、 投資顧問法下、 証券プロダクツのみ	5人(民3、共2) 2013年8月15日～ 3人(民2、共1) 2015年12月31日～	選挙(2016年11月8日) で共和党のトランプ大統 領、共和党が委員を承 認する上院過半数維 持。	2人(民1、共1) 1月20日～ クレイトン委員長就任 3人(民1、共2) 5月4日～	5人(民2、共3) 1月11日～7月6日 4人(民2、共2) 7月7日～9月10日 5人(民2、共3) 9月11日～ 選挙(2018年11月6日) で共和党が委員を承認 する上院過半数。	4人(民1、共3) 1月2日～7月7日 5人(民2、共3) 7月8日～ 4人(民1、共3) 秋～(民主党ジャクソン 委員の退任報道)	

(出所: 米DOL/労働省及び米SEC/証券取引委員会等より三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)  
\*1: 2019年5月22日公表のDOL「2019年春の規制柔軟性課題/spring regulatory flexibility agenda」の「フィデューシャリー・ルールと禁止取引の適用除外要件/Fiduciary Rule and Prohibited Transaction Exemptions」で「NPRM/Notice of Proposed Rulemaking…12/00/2019」とあり、2019年12月に新しいフィデューシャリー・ルール/new fiduciary ruleを提案する事が判明した。ただ、2019年7月19日にDOLのトップであるアコスタ労働長官が辞任、「2019年12月公表と言うタイムラインは厳しいかもしれない。トップ辞任でも、新しいDOLルール策定は進むが、最後は高いレベルでの政治判断となり、労働長官代行のビゼラ労働副長官がその責任を負うかどうかという疑問がある。」(2019年7月12日付InvestmentNews)と言われている。

\*赤は共和党の党としてのカラー、青は民主党の党としてのカラー。

□ …DOLルール、□ …SEC投資顧問法フィデューシャリー・デューティー・ルール、□ …SECルール、



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  
アドバイザー/ブローカーやルール(案)について～FD別～  
\*FD…フィデューシャリー・デューティー。下記はルール施行前の状態。

2019年7月12日現在

SEC  
投資顧問法  
フィデューシャリー  
デューティー  
ルール(1940年投資顧問法)

口座	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 (受託者責任基準 /fiduciary standard) (※2)	FDなし (適合性基準 /suitability standard) (※2)
退職口座 (※1)	FDあり (受託者責任基準 /fiduciary standard) (※2)	FDなし (適合性基準 /suitability standard) (※2)

SECルール

(投資アドバイス改革パッケージ)  
\*2018年4月18日に当初案承認、2019年  
6月5日に最終案承認、その中心的存在  
の「最善の利益規制」は2019年9月10日  
施行、2020年6月30日までに遵守。

DOL/労働省ルール

(DOLフィデューシャリー  
デューティー・ルール)  
\*民主党主導のDOLルールは  
2018年6月21日に無効確定。  
共和党主導のDOLルールは  
2019年12月に公表予定で  
(労働長官辞任で遅れる可能性)。

※1: 個人退職勘定/IRA や401kなど退職優遇税制口座でDOLルールがかかるのはプラン計5000万円未満。

※2: アドバイザー業務の「FD」ありは「注意義務/duty of care」と「忠実義務/duty of loyalty(受益者の利益)」からなる。前者「注意義務」は、1)「アド  
バイスを与える時は顧客の最善の利益で行動する事」/Acting in the clients' best interest when giving advice、2)取引は最良執行する事/Getting  
best execution on trades、3)投資ポートフォリオのモニタリングを継続する事/Ongoing monitoring of investment portfoliosからなる。後者「忠実義務」  
は、アドバイザーが自分の利益を後回しにしてでも忠実に義務を果たす事。SECルールの中心的存在の「最善の利益規制/Regulation  
Best Interest/Reg BI」は、前者「注意義務」の1)「アドバイスを与える時は顧客の最善の利益で行動する事」だけである。SECルールで  
は、2)取引は最良執行する事も、3)投資ポートフォリオのモニタリングを継続する事も、後者「忠実義務」も、関係無い。2019年6月10日付日本版ISA  
の道 その268「『米国金融規制最新動向』ブローカー・ディーラー(証券会社)及びアドバイザー(投資顧問業者)に対する行為基準規則「SECルール/  
最善の利益規制等」施行へ! 次は今年12月の新・労働省/DOLフィデューシャリー・ルール!!」( https://www.am.mufjg.jp/text/oshirase.190610.pdf )を参照の事。

(出所: 米DOL/労働省及び米SEC/証券取引委員会等より三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

\*赤は共和党の党としてのカラー、青は民主党の党としてのカラー。

以上の説明など SEC ルール「投資アドバイス改革パッケージ/investment-advice reform package については 2019 年 6 月 10 日付日本版 ISA の道 その 268『米国金融規制最新動向』ブローカー・ディーラー(証券会社)及びアドバイザー(投資顧問業者)に対する行為基準規則『SEC ルール/最善の利益規制等』施行へ! 次は今年 12 月の新・労働省/DOL フィデューシャリー・ルール!!」…「[https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_190610.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_190610.pdf)」を参照の事。さらにその後の専門家による各種意見については 2019 年 6 月 24 日付日本版 ISA の道 その 270『ファイナンシャル・プランナー最新動向』CFP も注目する米国で大きな話題の SEC ルールのその後～英国の CFP/サーティファイド・ファイナンシャル・プランナーとチャータード・ファイナンシャル・プランナー～」…「[https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_190624.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_190624.pdf)、[https://emaxis.jp/text/oshirase\\_190624.pdf](https://emaxis.jp/text/oshirase_190624.pdf)」を参照の事。

ちなみに、2018 年 4 月 18 日の SEC ルール当初案については 2018 年 4 月 23 日付日本版 ISA の道 その 220「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!」([https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_180423.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_180423.pdf))を参照の事。

日本人向けのレポート報道はあいかわらず極めて少ないが、その中、2019 年 7 月 2 日に大和総研ニューヨークリサーチセンター主任研究員(NY 駐在)の鳥毛拓馬氏が「SEC のブローカー・ディーラー規制の強化」([https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20190702\\_020883.html](https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20190702_020883.html))として書いているのが目立つ。その他、2019 年 7 月 5 日付 Barron's「‘Pay-to-Play’ by Mutual Fund Companies and Brokerages Is Hurting Investors. Here’s How.」の和訳が 2019 年 7 月 9 日に バロンズ「ファンド業界の慣行、投資家にマイナス『レベニュー・シェア』が中小ファンド会社を排除」(<https://jp.wsj.com/articles/SB10659924355871134629904585412182631145718>)として出ている。

2019 年 7 月 1 日に日本最大級の金融メディア「ZUU online」が「『最善の利益規則(Regulation Best Interest)』に対する 10 個の関心事」と言う記事を公表している(<https://zuonline.com/archives/200395>)。これは 2019 年 6 月 11 日付 ThinkAdvisor「10 Key Regulation Best Interest Points, for Agents」(<https://www.thinkadvisor.com/2019/06/11/10-key-regulation-best-interest-points-for-agents/>)の和訳である。この記事については、2019 年 6 月 24 日付日本版 ISA の道 その 270『ファイナンシャル・プランナー最新動向』CFP も注目する米国で大きな話題の SEC ルールのその後～英国の CFP/サーティファイド・ファイナンシャル・プランナーとチャータード・ファイナンシャル・プランナー～」([https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_190624.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_190624.pdf)、[https://emaxis.jp/text/oshirase\\_190624.pdf](https://emaxis.jp/text/oshirase_190624.pdf))の p.9・10「ブローカー等にとって重要な SEC ルールのポイント」で筆者補足付きで引用している。

最後に、国際金融規制に精通する弁護士を揃えている PwC Japan が 2019 年 7 月 9 日に「資産運用業界における変革への対応:収益性に対する圧力」と言う、とても興味深いレポートを公表(<https://www.pwc.com/jp/ja/knowledge/thoughtleadership/asset-management-industry1907.html>)、その p.13 に SEC ルールへの言及がある。「米国は、労働省のフィデューシャリールールを棚上げしたものの、大きな進捗も認められる。米証券取引委員会(SEC)は、ベストインタレスト規則(Regulation Best Interest)に関する協議を始めている。これは、ブローカーディーラーや登録インベストメントアドバイザーが年金などを運用するに当たり、リテール顧客の最善の利益のために行動をするように求めるものである。今後、こうした規制が広まるにつれて、運用会社が自らのバリューを明示することが不可欠となるであろう。投資家利益に向き合わない運用会社は、簡単に企業買収の標的となるか、または取り残されるであろう。」——。ただこれは 2018 年 10 月 22 日付 PwC「Asset & Wealth Management Revolution: Pressure on profitability」(<https://www.pwc.com/gx/en/industries/financial-services/publications/pressure-on-profitability.html>)の和訳で、2019 年 6 月 5 日承認の最終案でなく、2018 年 4 月 18 日承認の SEC ルール当初案を受けてのものだ。

## SEC ルールへの対応を進めている証券会社

SEC ルール「最善の利益規制」は 2019 年 9 月 10 日施行、2020 年 6 月 30 日遵守だが、アドバイザー数米最大のモルガン・スタンレーは対応を進めている。2019 年 7 月 5 日付 Barron's「投信会社と証券会社による‘ペイトゥー・プレイ’・アレンジメント’は投資家に損失/‘Pay-to-Play’ by Mutual Fund Companies and Brokerages Is Hurting Investors. Here’s How.」にも出ており、一部を引用する(<https://www.barrons.com/articles/keycorp-stock-dividend-51562366568>)。原文はこの 5 倍近くあり、具体的な料金等も詳細に書いてあるので、ぜひそちらを参照の事(後述※1 参照)。

「5 年パフォーマンス上位 3%で、S&P500 を年初来 9%ポイント、アウトパフォームするファンドでも、モルガン・スタンレーやメリルリンチなどフルサービス大手証券会社(ワイヤハウス)では購入出来ない場合もある。それは、高パフォーマンス・ファンドの投信会社がワイヤハウスに『レベニュー・シェア/“revenue-sharing” deals』もしくは『“ペイトゥー・プレイ”・アレンジメント/“pay to play” arrangements/課金制』とも言われる収入分配を証券会社に払っておらず、ワイヤハウスのプラットフォームに出しておらず販売されていない場合である。



レベニュー・シェアは合法だが批判もある。その中、SEC ルールにより証券会社がファンドを推奨する際に顧客の『最善の利益』の為に行動する事を求められ、利益相反を軽減する方針と手続きの書面を求める事となったのだ。表面的に良く聞こえるが、『これだけでは利益相反は無くならず大手の投信会社は依然として中小の投信会社より有利な立場にある』と主張する批判がある。

フィデリティやチャールズ・シュワブなどファンド・スーパーマーケットでもプラットフォームに出してもらえる要件が厳しくなっている。フィデリティの NTF/no-transaction fee/取引手数料無料プラットフォームに出してもらうには、投信会社がファンドの残高の 0.35~0.40%を支払わなければならない。フィデリティが投信会社によって別途、会社残高合計に対し最大 0.05%のインフラ手数料/“infrastructure” fee を課している場合もある。その他、証券会社にはコンファレンスの協賛料/sponsoring conferences、アドバイザーの研修料/paying for a brokerage firm’s training program for advisors、販売データ・販売会社データ等の使用料/purchasing “data analytics” packages などを投信会社に払わせている場合もある。

ただ、SEC ルールもあり、料金の明確化や開示は進んでいる。例えば、ワイヤハウスであるモルガン・スタンレーの 2019 年ディスクロージャーには 2017 年に 25 万米ドル以上を支払った投信会社/revenue-sharing fund families 61 社の社名を記載しており、結果としてモルガン・スタンレーは 1500 万米ドルの収益増になるとしている。さらに、支払額が大きい投信会社のファンドをアドバイザーが推奨するインセンティブとなる為、利益相反をもたらずと述べている。そして、この利益相反を軽減する為、こうしたファンドを販売してもアドバイザーなどに追加報酬が支払われない様になっていると言う。だが、レベニュー・シェアがアドバイザーに直接支払われないとしても、結果としてアドバイザー報酬が増加していると言う意見もある。損をするのは中小の投信会社と最高のファンドを利用出来ない投資家であろうと言う意見もある。

以上の慣行は、SEC ルールによって廃止される事は無いだろう。開示内容を増やしても競争環境は公平にならないと見られ、ワイヤハウスの受け取る手数料も高止まりとなる公算が大きい。尚、中小の投信会社には別の道がある。それは RIA/Registered Investment Advisers/投資顧問業者と機関投資家向けチャンネルで、優れたパフォーマンスと差別化された戦略があれば良い事となる。」

(2019 年 7 月 5 日付 Barron's「‘Pay-to-Play’ by Mutual Fund Companies and Brokerages Is Hurting Investors. Here’s How.」～ <https://www.barrons.com/articles/keycorp-stock-dividend-51562366568>)。

SEC ルールへの対応を進めていると思われるモルガン・スタンレーの 2019 年ディスクロージャー「レベニュー・シェア・ファンド・ファミリー/Revenue-Sharing Fund Families」には下記の通り、投信会社が 61 社掲載されている  
( [https://www.morganstanley.com/assets/pdfs/wealth-management-disclosures/8962360-WM-Revenue-Sharing-Fund-Families\\_m3f\\_L.pdf](https://www.morganstanley.com/assets/pdfs/wealth-management-disclosures/8962360-WM-Revenue-Sharing-Fund-Families_m3f_L.pdf) )。

米投信の投信会社別純資産上位トップ25とモルガン・スタンレー「レベニュー・シェア・ファンド・ファミリー」  
\*ETFとMMFを含むがFoFを含まない。 2018年12月末現在

順位	社名	純資産 (億円)	純資産 (百万ドル)	モルガン・スタンレーの「レベニュー・シェア・ファンド・ファミリー/Revenue-Sharing Fund Families」	
1	バンガード	Vanguard	4,981,029	4,497,137	
2	フィデリティ・インベストメンツ	Fidelity Investments	2,227,397	2,011,012	○
3	ブラックロック(シェアーズを含む)	BlackRock(including: iShares)	2,062,618	1,862,240	○
4	キャピタル・グループ(ファンド・ファミリー: アメリカン・ファンズ)	Capital Group(Fund Families: American Funds)	1,615,597	1,458,647	○
5	JPモルガン・アセット・マネジメント	J.P. Morgan Asset Management	644,153	581,575	○
6	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ	State Street Global Advisors	633,759	572,191	
7	T.ロウ・プライス	T. Rowe Price	630,119	568,905	○
8	ディメンショナル・ファンド・アドバイザーズ	Dimensional Fund Advisors/DFA	411,938	371,919	
9	インベスコ	Invesco	404,709	365,393	○
10	フランクリン・テンプレトン・インベストメンツ	Franklin Templeton Investments	389,115	351,314	○
11	ピムコ	PIMCO	385,619	348,157	○
12	シュワブ・ファンズ(シュワブETFを含む)	Schwab Funds(including: Schwab ETFs)	378,793	341,995	
13	ゴールドマン・サックス	Goldman Sachs	331,308	299,122	○
14	フェデレーテッド・インベスターズ	Federated	295,148	266,476	○
15	ドレイファス	Dreyfus	229,881	207,549	○
16	MFS	MFS	229,687	207,374	○
17	ドッジ&コックス	Dodge & Cox	208,724	188,447	
18	ウェルズ・ファーゴ・ファンズ	Wells Fargo Funds	207,808	187,620	○
19	オッペンハイマー・ファンズ	OppenheimerFunds	199,528	180,144	○
20	ジャクソン・ナショナル	Jackson National	173,686	156,813	
21	ノーザン・トラスト・アセット・マネジメント	Northern Trust Asset Management	171,348	154,702	
22	モルガンスタンレー	Morgan Stanley	162,170	146,416	○
23	TIAA-CREF	TIAA Investments	151,187	136,500	
24	コロンビア	Columbia	149,805	135,252	○
25	ロード・アベット	Lord Abbett	143,990	130,002	○
全822社の合計			22,099,486	19,952,587	61社

(出所: Morningstar Direct及びMorgan Stanleyのディスクロージャーより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

モルガン・スタンレーは「利益相反を軽減する為、こうしたファンドを販売してもアドバイザーなどに追加報酬が支払われない様にしていると言う。」と言う。だが、2019年7月10日にSECの投資管理部門/Investment Management Division トップとしてSECルール「投資アドバイス改革パッケージ/investment-advice reform package」を作成した一人であるダリア・ブラス/Dalia Blass 女史がSIFMA/Securities Industry and Financial Markets Association/証券業金融市場協会(米国の証券会社業界団体)開催の最善の利益規制セミナーで「ブローカー・ディーラー/証券会社は利益相反を軽減しなければならず、時には削除しなければならない場合もある。利益相反の開示だけでは適当と考えず、現在は削除しなければならない場合もある。利益相反の開示だけでは適当と考えず、現在はRIA/Registered Investment Advisers/投資顧問業者に適用されている基準の高さに有効に維持する事が求められる。投資アドバイザーもまた利益相反を軽減もしくは削除しなければならない。」と言っている(2019年7月10日付 SIFMA's Regulation Best Interest Seminar ~ <https://www.sifma.org/resources/news/remarks-as-prepared-for-sifmas-regulation-best-interest-seminar-ken-bentsen-sifma/> )。モルガン・スタンレーの利益相反を軽減する方針と手続きで大丈夫かどうかはまだわからない。



(出所: SEC)

モルガン・スタンレーは、2017年5月からバンガードのミューチュアルファンドをアドバイザーに新規販売させていないが、これはレベニュー・シェアリング等をバンガードが支払っていなかった事が理由とされる。バンガードはレベニュー・シェアを通じNTFプラットフォームで自社商品を販売する事を利益相反と考えている様だ。

このあたりについては、2018年5月7日付日本版ISAの道 その221「米国SECルール案により、投信のフィーやコスト、レベニュー・シェアはどうなる? クリーン・シェアはDOLルールと運命を共にするのか?」

([https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_180507.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_180507.pdf))、2018年9月3日付日本版ISAの道 その235「米国で投信のコミッションやフィーの値下げ戦争が勃発! ノーロードで経費率ゼロのミューチュアルファンドも誕生!!~『フリー<無料>からお金を生み出す新戦略』投信版のホワイトペーパー~」([https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_180903.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_180903.pdf))、そして、レベニュー・シェアリング等について最も詳しい2019年3月4日付日本版ISAの道 その257「アセット・マネジメント(資産運用)のプラットフォーム『TAMP』! Google的存在のエンベストネットに、バンガード・フィデリティ・ブラックロック・シュワブも、IFA やラップ/SMAのアドバイザーも、続々と提携へ!!」([https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_190304.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_190304.pdf))を参照の事。

## 労働長官辞任で新・労働省フィデューシャリー・ルール 12月公表が遅れる? 次の労働長官は昨年 DOL/労働省フィデューシャリー・デューティー・ルールを潰した男!?

SEC「最善の利益規制」の2019年9月10日施行(アドバイザー解釈は2019年7月12日施行)に続き、これと調和(適合)すると言われている新しい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)が2019年12月に公表される(2019年6月10日付日本版ISAの道 その268~ [https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_190610.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_190610.pdf))。

しかしそのDOLのトップが2019年7月19日に辞任した。DOL/労働省のトップであるアコスタ/Acosta 米労働長官/ Secretary of Labor が2019年7月12日、辞任をトランプ米大統領に申し出、トランプ大統領から惜しまれつつ辞任は受理された(2019年7月12日付U.S. Department of Labor「U.S. Secretary of Labor R. Alexander Acosta Submits Resignation to President Trump」~ <https://www.dol.gov/newsroom/releases/osec/osec20190712>)。後任はピゼラ/Pizzella 労働副長官/Deputy Secretary of Labor(共和党男性)が暫定的に務める。

アコスタ氏がフロリダ州連邦検事だった2008年、司法取引し終身刑など重罪を回避させたヘッジファンド経営者エプスタイン/Epstein氏(トランプ大統領との親交)が2019年7月8日にニューヨーク州連邦地検により起訴され、下院議長(民主党、カリフォルニア州)や上院院内総務(民主党、ニューヨーク州)から辞任を求められていた。



(出所: 左が2019年7月9日付New York Timesに出ていたエプスタイン氏とトランプ氏、右がDOLのホームページに出ていたアコスタ氏)

しかしトランプ大統領は 2019 年 7 月 18 日にツイッターで、ユージン・スカリア/Eugene Scalia 氏を次期労働長官に指名する意向を示した(「Donald J. Trump(@realDonaldTrump)さん | Twitter」 ~

<https://twitter.com/realDonaldTrump/status/1152010854176452608> )。 **スカリア氏はギブソン・ダン・クラッチャー/Gibson, Dunn & Crutcher 法律事務所のパートナーだが、昨年 2018 年 3 月 15 日に民主党主導 DOL ルールの無効判決を導いた弁護士**なのである(2018 年 4 月 23 日付日本版 ISA の道 その 220「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!」 ~ [https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_180423.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_180423.pdf) )。



Donald J. Trump  
@realDonaldTrump

フォローする

I am pleased to announce that it is my intention to nominate Gene Scalia as the new Secretary of Labor. Gene has led a life of great success in the legal and labor field and is highly respected not only as a lawyer, but as a lawyer with great experience....

17:22 - 2019年7月18日

民主党主導 DOL ルールを嫌うブローカー・ディーラー(証券会社)は歓迎、「IBD/独立ブローカー・ディーラーの団体である FSI/Financial Services Institute/金融サービス協会は『もしスカリア氏が承認されたら、我々は傑出した労働長官になる事を確信するだろう。』と言う。 リージョナル・ファイナンシャル・サービス会社(投資銀行、ブローカー・ディーラー、ウェルス・マネジャー)の利益を代表する唯一の協会であるアメリカ証券協会/American Securities Association /ASA は『スカリア氏は次期労働長官として素晴らしい選択だ。』と言う。」(2019 年 7 月 19 日付 InvestmentNews「Trump taps top lawyer against DOL fiduciary rule to head the department」 ~ <https://www.investmentnews.com/article/20190719/FREE/190719906/trump-taps-top-lawyer-against-dol-fiduciary-rule-to-head-the> )とされている。

しかし民主党主導の DOL ルールを復活させたい事では一丸となっている民主党のスカリア氏不支持は必然だ。承認に時間がかかる。 アコスタ氏の時は 2017 年 2 月 16 日にトランプ大統領が労働長官として指名、2017 年 4 月 27 日に上院で承認、2017 年 4 月 28 日に就任している事から、指名から 2 カ月半弱で就任している。 スカリア氏が指名されれば、12 月は余裕で間に合う。 だが、これは期待出来ない。 そもそもアコスタ氏の時は 2017 年 2 月 15 日に指名を辞退したパズダー/Puzder 氏(CKE レストラン・ホールディングス CEO)の次だった。 パズダー氏は 2016 年 12 月 8 日に指名された後、不法移民を家政婦として雇っていた事やレストランの賃金やセクハラ問題の訴訟で、上院に必要な賛成票が集まらないとの懸念が強まり辞退に追いやられている。 パズダー氏とアコスタ氏の指名から就任までの期間を合わせると、5 カ月弱となる。 それであると 12 月の就任となる。

今回の労働長官を含め、判事・閣僚・規制当局の人事承認は上院 51 票で良い(\*2017 年 4 月 6 日から最高裁判事も 51 票で良い)。 2018 年 11 月 6 日の上院選挙で 51 票を維持する共和党が一丸となれば、民主党や無党派の協力無しに人事承認は(法案可決も)可能なのである。 上院議員(1 人以上)でのフィリバスター/filibuster/議事妨害懸念もあり、それを終結する為に上院の 5 分の 3 つまり 60 票以上の賛成が必要と言う時代もあったが、2013 年 11 月 21 日からそれも不要な「核の選択肢/nuclear option」を大統領は使える。

ただ、上院本会議の前に上院委員会での承認が必要で、その採決には野党(民主党)議員が少なくとも 1 人参加しないといけない。 民主党委員全員が採決の参加を拒否すると人事承認は成立しなくなる(2018 年 9 月 25 日付日本版 ISA の道 その 238「米大統領弾劾を懸念するより米 SEC 委員就任に注目! SEC の行き詰まり/デッドロックが回避され、SEC ルール等の策定がかなりスムーズに!! ~ SEC ルール最新動向 ~」 ~

[https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_180925.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_180925.pdf) )。

「DOL のアコスタ労働長官辞任で、新しい(共和党主導の)DOL ルールの 2019 年 12 月公表と言うタイムラインは厳しいかもしれない。トップ辞任でも、DOL 従業員利益保障局/Employee Benefits Security Administration/EBSA のラトラッジ/Rutledge 次官/assistant secretary の下、新しい DOL ルール策定は進む。だが、最後は高いレベルでの政治判断となり、労働長官代行のピゼラ/Pizzella 労働副長官/Deputy Secretary of Labor がその責任を負うかどうか疑問がある。」(2019 年 7 月 12 日付 InvestmentNews「Departure of Alexander Acosta could slow DOL effort to revise fiduciary rule」～

<https://www.investmentnews.com/article/20190712/FREE/190719969/departure-of-alexander-acosta-could-slow-dol-effort-to-revise> )、「アコスタ労働長官辞任で、2019 年 12 月の新 DOL ルール公表は遅れるだろう。この政権で新 DOL ルールを見ない事となるかもしれない。」(2019 年 7 月 12 日付 ThinkAdvisor「DOL Fiduciary Rule Hangs in Balance as Labor Secretary Acosta Resigns」～ <https://www.thinkadvisor.com/2019/07/12/dol-fiduciary-rule-hangs-in-balance-as-labor-secretary-acosta-resigns/> )とされている。

### 新しい CFP「倫理規定と行為基準」施行日が Reg BI 遵守日と同じ来年 6 月 30 日に!!

新 DOL ルールの 2019 年 12 月公表が遅れ 2020 年以降となりそうな中、注目されるのが、新しい CFP「倫理規定と行為基準」の施行である。米国の CFP 認定組織である CFP ボード/Certified Financial Planner Board of Standards Inc(米国 CFP 資格認定委員会)が 2019 年 10 月 1 日から施行する(予定だった)倫理規定と行為基準/new code of ethics and standards of conduct の事である(「CFP Board's new Code of Ethics and Standards of Conduct」～ <https://www.cfp.net/for-cfp-professionals/professional-standards-enforcement/code-and-standards> 、2019 年 6 月 24 日付日本版 ISA の道 その 270「『ファイナンシャル・プランナー最新動向』 CFP も注目する米国で大きな話題の SEC ルールのその後～英国の CFP/サーティファイド・ファイナンシャル・プランナーとチャータード・ファイナンシャル・プランナー～」～ [https://www.am-mufg.jp/text/oshirase\\_190624.pdf](https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_190624.pdf) 、 [https://emaxis.jp/text/oshirase\\_190624.pdf](https://emaxis.jp/text/oshirase_190624.pdf) )。

「ブローカー・ディーラー(証券会社)は現在、SEC ルールの読解と消化に忙しいが、CFP ボードが 2019 年 10 月 1 日から施行する倫理規定と行為基準への対応もしなければならない。SEC ルールではブローカー・ディーラーにフィデューシャリー基準はかからなかったが、CFP 基準ではブローカー・ディーラーを含む全ての CFP 保有者(約 85000 人)にフィデューシャリー基準がかかる可能性がある。7 月以降に発表される予定だ。」(2019 年 6 月 7 日付 InvestmentNews「Forget the SEC advice rule — broker-dealers more concerned with CFP Board expanded fiduciary standard」～ <https://www.investmentnews.com/article/20190607/FREE/190609945/forget-the-sec-advice-rule-x2014-broker-dealers-more-concerned-with> )と報じられていた通りである。

CFP 資格保有者が従わなければならない CFP 基準の「最善の利益」は注意義務と忠実義務の両方を含む“フィデューシャリー”と明確に定義される見込みである。SEC の「最善の利益」は忠実義務を含まない(次頁図表参照)。

米国において CFP は、最近、チャールズ・シュワブが CFP 資格を持つ人間からのアドバイスを売り物としている通り、極めて重要な資格となっている(2019 年 4 月 22 日付日本版 ISA の道 その 263「アドバイザーのフィーにサブスクリプション(リテイナー)・フィー!? 革新を生んだ『ウォール街のメーデー』に匹敵するシュワブの戦略～バンガード vs フィデリティ vs シュワブ～」～ [https://www.am-mufg.jp/text/oshirase\\_190422.pdf](https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_190422.pdf) )。





米国のアドバイザーに対するフィデューシャリー・デューティーと  
ブローカーに対するFINRAルールとSECルール

2019年6月5日作成

義務の項目 (アドバイザーに対する フィデューシャリー・ デューティーのもの)	アドバイザー	ブローカー	
	フィデューシャリー・ デューティー /Fiduciary Duty もしくは受託者責任基準 /fiduciary standardの 主な構成(両輪)でエリサ法中心 ～下記※1、2参照)	FINRAルール /Financial Industry Regulatory Authority Rule /米国金融取引業規制機構ルール (FINRAが策定、SECが承認する、 法令ではない自主規制ルール)	SECルール /投資アドバイス改革 /investment advice reform の中心的存在の 最善の利益規制 /Regulation Best Interest /Regulation BI /Reg BI
1)アドバイスを与える時は <b>顧客の最善の利益で行動</b> /Acting in the clients' best interest when giving advice		△ (顧客に対し <b>適合性基準</b> で商品・サー ビスを推奨・提供 ～下記※3参照)	○ <b>(顧客の最善の利益で行動</b> /Acting in the clients' best interest、 プリンシプル・ベース)
2)取引は <b>最良執行</b> /Getting best execution on trades	○ (思慮深い) 注意義務 /duty of care /standard of care	○ (店頭取引手数料5%は政府債で高過 ぎなど)	- (取引の最良執行の義務はない)
3)投資ポートフォリオの <b>モニタリングを継続</b> /Ongoing monitoring of investment portfolios		△ (過当取引/Excessive Tradingもしくはチャ ーニング/Churningの禁止)	- (モニタリングを継続する義務はない)
4)アドバイザーが <b>自分の利益を後回しにしても忠実に義務を果たす</b> 。損害が無くても信 託違反とされる(利益の返還、取引の 停止、解任等が可能な)非常に厳格な 義務。	○ (フィデューシャリー・デューティーの中 で最も重要で非常に厳格な) 忠実義務 /duty of loyalty (受益者の利益)	- (自分の利益を後回しに しなくてよい)	△ (利益相反の開示、利益相反の緩和・ 削減は求められる。 IRAへの移換もしくはロールオーバー の推奨等も含まれる)

(出所: 米SEC/証券取引委員会等より三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

※1: エリサ法/従業員退職所得保障法/ERISA/Employee Retirement Income Security Act of 1974(以下、ERISA)と1940年投資顧問法(以下、投資顧問法)のフィデューシャリー・デューティーは違う。違反についてERISAはプラン参加者が訴訟する権利があるが、投資顧問法は訴訟する権利が無い(拘束力のあるFINRAの裁定/仲裁に向かう)。販売手数料と代行手数料(セールス・ロード/12b-1)、利益相反や金融インセンティブについてERISAは原則したが投資顧問法は顧客に開示すれば可。アドバイスについてERISAは合理的な水準でなければならぬが投資顧問法は2%超を過剰と言うが標準より高い事を開示すれば禁じていると思われないレベル。

※2: フィデューシャリー・デューティー/Fiduciary Duty)の主な構成(「両輪」)は上記の通りだが、注意義務及び忠実義務以外に、誠実義務/duty of good faith、機密保持義務/duty of confidentiality、慎重義務/duty of prudence、開示義務/duty of disclosureがある。

※3: 適合性基準/suitability standardもしくは適合性ルール/suitability ruleは推奨/recommendationsした商品・サービスを提供する/取引する前に、顧客のポートフォリオ/portfolio、財政状態/financial situation、需要/needsなどにおいてその推奨が適合していると言う根拠を持つ必要がある。

ただ、その新しいCFP「倫理規定と行為基準」施行日がReg BI 遵守日と同じ来年6月30日になったのだ。

**2019年7月16日、米CFPボード/Certified Financial Planner Board of Standards Inc(米国CFP資格認定委員会)が新しい「倫理規定と行為基準/new code of ethics and standards of conduct」の施行日/enforcement dateを2019年10月1日から2020年6月30日に延期した(2019年7月16日付CFP Board「Directors of CFP Board Set Enforcement Date for New 'Code and Standards」～ <https://www.cfp.net/news-events/news-release-archive/article/2019/07/16/directors-of-cfp-board-set-enforcement-date-for-new-code-and-standards>)。**

CFPボード会長のスーザン・ジョン/Susan John 女史は「新しい『倫理規定と行為基準』施行日/enforcement dateを2019年10月1日から2020年6月30日に延期したのは、CFPプロフェッショナルに時間を与える為で、SEC『最善の利益規制/Regulation Best Interest/Reg BI』遵守日/compliance dateの2020年6月30日と同じにした。」と言っている。

CFPボードは2019年10月1日施行と言う事で、2018年3月29日に中身を公表しており、2018年11月には改訂版を公表、2018年6月に「Answers to Frequently Asked Questions」を公表している。2019年10月1日から2020年6月30日に9カ月の延期は準備をするのには十分とされる。

**CFP BOARD**

(出所: 米CFPボード)

CFP ボードには 2019 年 7 月 8 日に米ファイナンシャル・プランニング協会/Financial Planning Association/FPA が 2020 年 6 月 30 日に延期して欲しいと言うレターを送っており、2019 年 7 月 16 日に FPA は CFP ボードの施行日について「新しい CFP『倫理規定と行為基準』の施行を CFP ボードが延期した事を CFP プロフェッショナルに時間を与えるものとして喜んでいる。」(<https://www.onefpa.org/about/Press-Room/Pages/FPA-Statement-on-CFP-Board-Enforcement-Date.aspx>)と言っている。



(出所: 米ファイナンシャル・プランニング協会)

尚、以上の FPA(1973 年設立)にはコミッション・アドバイザーもいるのだが、フィー・オンリー・ファイナンシャル・アドバイザーだけで構成される米パーソナル・ファイナンシャル・アドバイザー協会/National Association of Personal Financial Advisors/NAPFA(1983 年設立)と言う協会もある。NAPFA の延期についてのコメントは入手出来ないが、2018 年 3 月 29 日の新しい CFP「倫理規定と行為基準」についての発言を見る限り

(<http://s3.napfa.cql-aws.com.s3.amazonaws.com/files/Pressroom/NAPFA/CFP%20Press%20Standards%20Statement%20-%20FINAL-FINAL.pdf>)、延期には否定的と思われる。



(出所: 米パーソナル・ファイナンシャル・アドバイザー協会)

以上

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。