

米国 DC の投資アドバイス提供者の

フィデューシャリー・デューティーをめぐる議論

野村 亜紀子

■ 要 約 ■

1. 米国では2016年4月6日、労働省より、「投資アドバイス提供者であるフィデューシャリーの定義」に関する改正規則が公表された。401(k)プランやIRAの投資アドバイスは、従業員退職所得保障法（ERISA）及び内国歳入法（IRC）のフィデューシャリー規制の対象となり得る。今回の改正により、フィデューシャリーの該当者は拡大され、例えば、これまで対象外だったIRAへのロールオーバーに関するアドバイスが含まれるようになる。
2. 今回の規則改正のキーワードは「利益相反の回避」である。加入者の最善の利益となるアドバイスが提供される態勢の確保が目指されている。同時に、投資教育の提供者など対象外も明示し、既存の商慣行の混乱を回避するための「禁止取引の適用除外」も設けられる。
3. 2015年4月の規則改正案公表以降、金融サービス業界や労使の団体、消費者団体、連邦議会議員などにより、賛否両論が展開された。金融サービス業界からは、規制遵守コストの増加により資産規模の小さい加入者向けのサービス後退が懸念されるといった慎重意見も出されたが、実務面での課題の多くが最終規則の段階で解消され、労働省の柔軟な対応は概ね前向きに評価されている。
4. 労働省とは別に、証券取引委員会（SEC）が、2016年10月にも、証券諸法におけるフィデューシャリー・デューティー規則改正に着手する可能性が生じている。退職資産に関するアドバイス提供者は、異なる法令による二重規制を受ける懸念があり、SECが規則改正案を出すのか、どのような内容になるのか等、今後の動向が注目される。
5. 日本でもDC法改正法案が成立して個人型DCの加入対象者が大幅拡大すれば、アドバイスのニーズは一層増加すると思われる。そのニーズに適切に応えられるようにすることは、個人型DCの普及、さらには年金以外も含めた自助努力の資産形成の拡大につながりうる。米国におけるフィデューシャリー・デューティーの議論を正確に理解し、日米の相違を踏まえた上で、有用な示唆を得ることが重要であろう。

I. はじめに

米国では 2016 年 4 月 6 日、労働省より、「従業員退職所得保障法」（以下、ERISA とする）及び「内国歳入法」（以下、IRC とする）の「投資アドバイスを提供するフィデューシャリーの定義」に関する改正規則が公表された¹。

401(k)プランや個人退職勘定（Individual Retirement Account、IRA）など、退職資産に関する投資アドバイスは、ERISA 及び IRC のフィデューシャリー規制の対象となりうる。今回の規則改正は、フィデューシャリーの定義に関する規則を、近年の年金制度の変化に即して更新するものだが、確定拠出型年金（DC）における投資アドバイスの存在感が増していること、企業年金のみならずロールオーバーを含む IRA へのアドバイスも対象とされたことなどから、大きな注目を集めた。2015 年 4 月の規則改正案の公表以来、金融サービス業界や労使の団体、消費者団体、さらには関心の高い連邦議会議員も加わり激しい論争が展開され、ようやく規則案の採択に至った。

本稿では、ERISA 及び IRC の、投資アドバイスを提供するフィデューシャリーの定義に関する規則改正の概要を紹介する。これらの投資アドバイス提供者の多くは、証券取引委員会（SEC）及び金融業規制機構（FINRA）管轄下の金融サービス業者であることから、金融サービス規制当局との連携も主要な論点の一つとなった。

II. 米国 IRA ロールオーバーの拡大と投資アドバイスへの注目

一般の規則改正の議論が注目された理由は、一つには、401(k)プランなどの DC における投資アドバイスの普及である。401(k)プランの運用は加入者の自己責任で行われるが、投資教育を受けて自分で分散投資を実践できる加入者もいる一方で、多くは専門家によるサポートを望む。そのための加入者向けサービスの一つが投資アドバイスであり、1990 年代後半に登場して以降、着実に普及を遂げてきた。年金業界誌「プランスポンサー」の 2015 年サーベイによると、加入者に投資アドバイスへのアクセスを提供していると回答したプランは 74%に上った²。

もう一つが、IRA のロールオーバーの拡大である。IRA の資産残高は、2015 年末時点で 7.3 兆ドル、家計金融資産の 10.4%に上った。401(k)プランの 4.7 兆ドル、確定給付型企业年金の 2.9 兆ドルなどを上回り、年金プランの種類別で見ると最大となっている。IRA 資産拡大の主因は、401(k)プランをはじめとする企業年金からのロールオーバーにある。2010 年（入手可能な直近データ）には年間 2,880 億ドルの IRA ロールオーバーが発生した。

¹ “Definition of the Term ‘Fiduciary’; Conflict of Interest Rule—Retirement Investment Advice,” *Federal Register*, 4/8/2016

² “2015 DC Survey: Plan Benchmarking,” *Plan Sponsor*, January 2016.

図表 1 IRA ロールオーバーに際しての情報源

(%)

	情報源 (複数回答可)	主要な情報源
フィナンシャル・アドバイザー	63	49
配偶者	43	6
雇用主(資料、セミナー)	38	11
金融機関の印刷物	38	4
金融機関のセミナー、コールセンター	32	4
内国歳入庁規則・発行物	30	5
金融機関のオンライン資料	29	7
同僚・友人・家族	23	8
金融機関のセミナー	15	1
その他	7	5

(注) 情報源(複数回答可)の高い順。

(出所) “Role of IRAs in U.S. Households’ Saving for Retirement,” *ICI Research Perspective*, Feb. 2016
より野村資本市場研究所作成

ロールオーバー資産の獲得をめぐる金融機関の競争は熾烈である。投信業界団体の ICI (Investment Company Institute) によると、ロールオーバーに際して人々が参照・相談した情報源(複数回答)は、フィナンシャル・アドバイザー(63%)、雇用主の資料・セミナー(38%)、金融機関の印刷物(38%)などとなっており、主要な情報源を一つとなると49%がフィナンシャル・アドバイザーを挙げている(図表1)。やはり人生において最も重要な資産の一つだけに、ロールオーバーというイベントに際し、多くの人が金融の専門家に相談したいのだと理解できる。実際、セルーリ・アソシエーツによると、ロールオーバー資産の54%を、顧客とのリレーションシップを確立しているアドバイザーが獲得している³。

Ⅲ. フィデューシャリーの定義に関する規則改正

1. 「投資アドバイス提供者であるフィデューシャリー」の定義

規則改正の内容に先立ち、「投資アドバイス提供者であるフィデューシャリー」をめぐる法令の概要を整理する(図表2を参照)。

フィデューシャリーは、個人(委託者)の信頼の下、資産の管理等について権限を託される者である。委託者の利益のみのために行動することを求められ、自己の利益を優先するような利益相反行為を固く禁じられている。本来幅広い概念であるが、本稿で取り上げるのは、ERISA 及び IRC の定義するフィデューシャリーのうち、投資アドバイス提供者に関する部分である。401(k)プラン等の企業年金は ERISA 及び IRC の規定に従うのに対し、IRA は IRC の規定のみに従う。

³ “Putting Customer First,” *Cerulli Edge, U.S. Edition*, April 2015, Issue #212.

図表 2 投資アドバイス提供者に関する規定

	ERISA	IRC
定義	3条(21)(A)：直接・間接の報酬を得て年金プランの資金や資産に関する投資アドバイスを提供	4975条(e)(3)：左記と同様
フィデューシャリー・デューティー	404条：加入者等に対する忠実義務、注意義務、分散投資義務など	—
禁止取引規定	406条：フィデューシャリー及び利害関係人と年金プランとの取引（資産の売買・金銭の貸借・財サービスの提供など）を原則禁止	4975条(c)：左記と同様
適用除外	408条：禁止取引の適用除外。資産の売買・金銭の貸借・財サービスの提供などについて一定の要件下で行うことを容認	4975条(c)、(d)：左記と同様
罰則規定	409条：フィデューシャリー個人が損害賠償請求の対象に 5001条：刑事訴追 502条：民事訴追。加入者・受益者・他のフィデューシャリー、労働長官が訴権	4975条(a)、(b)：ペナルティ税。初年度は禁止取引対象額の15%。是正されない場合100%に引き上げ

(注) 企業年金はERISAとIRCの両方、IRAはIRCのみが適用される。

(出所) ERISA、IRCより野村資本市場研究所作成

ERISAはフィデューシャリーを組織や肩書きではなく機能で規定する。ERISA3条(21)(A)においてフィデューシャリーは、(i)年金プランの運用について裁量的権限・支配権を行使する、または年金資産の運用・売却について権利を行使する者、(ii)直接・間接の報酬を得てプランの資金や資産に関する投資アドバイスを提供または提供する権限を有する者、(iii)プランのアドミニストレーションに関する裁量的権限・責任を有する者、と定義されている。投資アドバイスを提供するフィデューシャリーは、これらのうち(ii)に該当する。IRCでも同様な定義が4975条(e)(3)で行われている。

労働省は1975年に、投資アドバイス提供者の定義に関する規則を制定し（以下、75年規則とする）、次の5つの基準を全て満たす場合につき、投資アドバイスの提供者はフィデューシャリーであるとした。

- ①証券や資産の価値に関するアドバイス、証券や資産の売買に関する推奨(recommendation)を提供する。
- ②定期的に（アドバイス・推奨を）提供する。
- ③年金プランまたはプランのフィデューシャリーとの間の相互理解に基づく。
- ④アドバイスが投資判断の主要な根拠とされる。
- ⑤アドバイスは年金プランまたはIRA特有のニーズに基づき個別化されている。

投資アドバイス提供者がフィデューシャリーに該当するとなると、ERISAのフィデューシャリー・デューティー、すなわち、加入者等に対する忠実義務、注意義務、分散投資義務等が課せられる。さらに、「禁止取引」(Prohibited Transaction)規定によりフィデュー

シャリーと年金プランとの間の取引は厳格に制限される。これは利益相反の可能性を極力排除し、忠実義務を補強するための規定と言えるが、あまりに厳格であることから、実際のところは多岐にわたる適用除外が提供されている。内国歳入法にはフィデューシャリー・デューティーの規定はないが、禁止取引及び適用除外について ERISA と同様な規定が設けられている。

フィデューシャリー・デューティー違反は、企業年金の場合、ERISA に基づき刑事訴追、民事訴追（加入者等、他のフィデューシャリー、労働長官が訴権を有する）の対象となりえ、個人として損害賠償を請求されうる。また、ペナルティ課税の対象となりうる。IRA の場合、ERISA の対象ではないが、IRC のペナルティ課税は行われる。

2. 規則改正に乗り出す労働省とオバマ政権の後押し

労働省は 2015 年 4 月 20 日、「フィデューシャリーの定義：利益相反規則—退職投資アドバイス」と題する規則改正案を出し⁴、投資アドバイス提供者の定義に関する規則改正を提案した。前述の通り、DC における投資アドバイスの重要性が増す中、75 年規則の 5 つの要件の全てを満たす場合のみ、投資アドバイス提供者はフィデューシャリーと見なされるというのはあまりに狭義で、本来フィデューシャリーとして規制されるべきアドバイザーが対象外になっているのではないかという懸念が生じていた。例えば、75 年規則の「定期的に提供」の要件により、IRA ロールオーバーのようなワンショットのアドバイスはフィデューシャリー規制の対象外となりうるが、その 1 回が加入者にとって極めて重要な意思決定につながることも十分にあり得る。

実は、労働省は 2010 年 10 月に「フィデューシャリーの定義」と題する規則改正案を出したが、根強い慎重意見を前に 2011 年 9 月にいったん取り下げ、精査の上再提案するとしていた⁵。その後 3 年余りが経過した 2015 年 2 月、オバマ大統領は労働省のフィデューシャリー規則改正に対する支持を表明し、推進するよう指示を出した⁶。同時に、大統領経済諮問委員会より、「利益相反を伴う投資アドバイスの退職資産形成に対する影響」と題するレポートが公表され、利益相反を伴うアドバイスにより、IRA の運用において年率 1% の利回り低下が起きており、年間 170 億ドル相当の利益相反コストが発生しているという推計が示された⁷。

⁴ “Definition of the Term ‘Fiduciary’; Conflict of Interest Rule—Retirement Investment Advice,” *Federal Register*, Vol. 80, No. 75, 4/20/2015.

⁵ 一方で 2011 年 10 月、「フィデューシャリーによる投資アドバイス」に関する規則が最終化され、フィデューシャリーである金融サービス業者が、401(k)プランや IRA 加入者に投資アドバイスを提供する場合の適用除外が拡大された。具体的には、①内容に関わらずあらかじめ手数料が決められているアドバイス、及び、②第三者の認証を得たコンピューター・モデルに基づくアドバイスを「適格フィデューシャリー・アドバイス」と規定し、フィデューシャリーであってもアドバイス提供が可能である場合の規則を定めた。

⁶ The White House Office of the Press Secretary, “Remarks by the President at the AARP,” Feb. 23, 2015.

⁷ Council of Economic Advisers, “The Effect of Conflicted Investment Advice on Retirement Savings,” Feb. 2015. ここで言う「利益相反を伴うアドバイス」とは、「アドバイス提供者が受け取る報酬が、運用残高に対する定率といた形で事前に決められておらず、アドバイスの受け手がどの商品に投資するかで変動するもの」。IRA における利益相反を伴う運用商品の残高が 1.7 兆ドルと推計し、170 億ドルの機会コストを算出している。

これらの推計が公表されたことと整合的とも言えるが、再挑戦となった今般の規則改正では、2010年の内容を基本的に踏襲しつつも、「利益相反」というキーワードが強調された感がある。以下で、改正規則の概要を紹介する。

3. 「フィデューシャリーの定義」の拡大

今回の規則改正により、現在よりも「投資アドバイスを提供するフィデューシャリー」の該当者は拡大する。ただし、既存の商慣行の混乱を回避するべく、一定の要件を満たせば、投資アドバイスを提供するフィデューシャリーが、禁止取引の適用除外を得られるようにしている。（図表3、4を参照）

1) 投資アドバイスを提供するフィデューシャリーの定義

投資アドバイスを提供するフィデューシャリーは、401(k)プラン等の企業年金やIRA加入者等に対し、報酬を得て、アドバイスが加入者等の投資判断のために個別化されていることの合意に基づき、投資に関する推奨（recommendation）等を行う者と定義される。

75年規則の5要件のうち、「定期的に提供される」は削除される。これにより、1回切りのアドバイス提供であっても、内容等が該当すれば、「投資アドバイスを提供するフィデューシャリー」となる。

また、これまでフィデューシャリー規制の対象外となってきたIRAロールオーバーと口座資産の引き出しに関する投資アドバイスも、規制対象となる。すなわち、IRAロールオーバーに際して、投資先の推奨などが行われる場合、フィデューシャリーである投資アドバイス提供者に該当することになる。ロールオーバーに関するアドバイスの重要性が認識された結果であり、今回の改正が注目された一因でもある。

2) 投資教育の提供者は対象外

大きな違いの一つが、解釈通知96-1はERISAの対象である企業年金のみに適用されてきたのに対し、新規則は企業年金とIRAの両方に適用されることである。もともと、企業年金が雇用主というフィデューシャリーの監視下にあるのに対し、IRAにはそのような存在がないことから、両者の規制には差異が設けられている。具体的には、コンピュータ・モデルに基づく推奨アセット・アロケーションや双方向の投資関連資料に関する部分で、企業年金については、結果的に個別の運用商品を特定することにつながっても、類似のリスク・リターン特性を持つ商品が別途、運用商品品揃えの中に存在しうることを示せば、投資教育の範疇に収まるとされる（解釈通知96-1を踏襲）のに対し、IRAについては、こうした行為は投資アドバイスであり提供者はフィデューシャリーになるとされた⁸。

⁸ この「結果的に個別の運用商品が特定された場合」の扱いは、規則案時点では企業年金、IRAともに投資教育ではなく投資アドバイスに当たるとされていた。この変更は金融サービス業者等からの強い批判に晒され、最終規則では、企業年金については取り下げられることとなった。労働省による主要な妥協点の一つと捉えられている。

なお、401(k)プランのレコードキーパーのような「プラットフォーム提供者」は、雇用主がフィデューシャリーとして商品選定を行っていること等を前提に、通常はフィデューシャリーと見なされない。プラットフォーム提供者が、例えば新商品のマーケティングを行ったり、雇用主の提示した基準に合致する商品群を特定したとしても、フィデューシャリーとして選定の決定を下すのが雇用主である限り、当該業者がフィデューシャリーになることはない。この点は従来の考え方から変更はなかった。

図表3 フィデューシャリーの定義に関する規則改正の概要

投資アドバイス提供者の定義	<p>(1)企業年金やIRAの加入者等に対し、直接または間接に報酬を得て、以下のアドバイスを提供する者。</p> <p>(i)証券・資産の売買に関する推奨 (recommendation)。口座資産の引き出し、IRA ロールオーバーに伴う投資の推奨を含む。</p> <p>(ii)資産管理に関する推奨。投資戦略、ポートフォリオの構成、投資アドバイスや資産運用サービス提供者の選定、投資口座のタイプの選択などに関する推奨や、ロールオーバーや引き出しの金額、形態、行き先などに関する推奨が含まれる。</p> <p>(2)上記のアドバイス提供者は、</p> <p>(i)自らがフィデューシャリーであることを認め、</p> <p>(ii)アドバイスが受領者の特定の投資ニーズに基づく旨の合意に則り、</p> <p>(iii)特定の対象者に向けて、特定の投資又は資産管理について提供する。</p>
推奨か否かの判断	<p>(1)推奨 (recommendation) とは、内容、文脈、提示方法に基づき、合理的に見て、受領者が特定の行動を取るかどうかに関する提案と見なされるもの。内容の個別性が高いほど、推奨と見なされる可能性が高い。証券の選定リストの提示は推奨と見なされうる。単独では推奨でなくても複数名の行為を総合すると推奨と見なされることもあり得る。コミュニケーション手段が人間かコンピュータ・ソフトウェア・プログラムであるかは無関係。</p> <p>(2)以下の(i)～(iv)の提供者は推奨と見なされない。下記以外の活動は上記の基準に照らして判断される。</p> <p>(i)プラットフォーム提供者：フィデューシャリーが商品選定を行い、加入者等が投資対象の選択を行うプラットフォームの提供者。</p> <p>(ii)商品選定・モニタリングの支援提供者：フィデューシャリーの定める客観基準に合致する商品を特定したり、プランの要請により、プラン規模・既存の投資の選択肢に基づき商品群をサンプルとして提示したり、客観的財務データやベンチマーク比較を提供する者。</p> <p>(iii)一般的なコミュニケーション：合理的に見て投資の推奨とは見なされないもの。例えば一般向けニューズレター、トークショーのコメント、大勢の聴衆向けスピーチでの発言、一般向けリサーチ及びニュース・レポート、一般的なマーケティング資料、一般的なマーケット・データ。</p> <p>(iv)投資教育：特定の運用商品に関する推奨や投資に関する推奨を含まない限りにおいて、以下の(A)～(D)を提供する者。</p> <p>(A)年金プラン、IRAの制度設計の情報</p> <p>(B)金融・投資・退職関連の一般情報</p> <p>(C)アセット・アロケーション・モデル</p> <p>(D)双方向の投資関連資料 (クエスチョネア、ソフトウェア等)</p>
施行日・適用期日	2016年6月7日施行、2017年4月10日適用。

(出所) “Definition of the Term ‘Fiduciary’; Conflict of Interest Rule—Retirement Investment Advice,” *Federal Register*, 4/8/2016 より野村資本市場研究所作成

4. 禁止取引の適用除外による既存の手数料慣行の維持

前述の通り、投資アドバイスを提供するフィデューシャリーになると、厳格な利益相反禁止規定が適用され、そもそも投資アドバイスを提供できない、あるいは、提供できても報酬を受け取れないといったことになりかねない。しかし現実には、投資アドバイスの報酬は、コミッション、投資信託の 12b-1 手数料（信託報酬の販売関連部分）、レベニュー・シェアリング（運用商品手数料の業者間の共有）といった様々な形でアドバイス提供者に支払われている。これらの既存の商慣行をある程度維持するには、禁止取引規定の適用除外が必要となる。

そこで今回、労働省は、フィデューシャリーの定義に関する規則変更と併せて、禁止取引の適用除外を改正した⁹。加入者の最善の利益となる投資アドバイス提供の基準を満たし、利益相反を最小化するための体制を整えれば、本来 ERISA 上禁止されうる報酬の受取りが容認され、投資アドバイス手数料に関する従前の取り決めに継続することが可能となる。労働省によると、個別の事象毎に適用除外を付与する従来のアプローチに比べ、今回のアプローチは柔軟性が高く、様々な投資アドバイス提供のアレンジメントに対応可能となっている。（概要は図表 4）

具体的には、金融機関は自身及びアドバイザーがフィデューシャリーであることを加入者等に対して明示し、「公平な行為基準」（Impartial Conduct Standards）の遵守を約束して、そのための方針・手続きを策定する。「公平な行為基準」とは、加入者等の最善の利益（Best Interest）となる投資アドバイスを提供すること、アドバイスに基づく売買の結果受け取る報酬が合理的な範囲を超えないことなどが含まれる。また、公平な行為基準、「重大な利益相反」（Material Conflicts of Interest）があればその内容、金融機関が基準遵守のために策定した方針等について、加入者等に開示する。

上記の適用除外は、401(k)プラン等の企業年金と IRA の両方における投資アドバイスについて必要となる。さらに、IRA の場合、金融機関は、フィデューシャリー・デューティを遵守し加入者の最善の利益を目指す旨を明示した契約（Best Interest Contract）を、加入者と交わすことも求められる。ERISA の適用対象である企業年金においては、金融機関と加入者の間に雇用主というフィデューシャリーが存在することから、各加入者との契約締結は不要となる。

また、アドバイス手数料が資産残高に対する定率または定額など、推奨に基づく取引内容と無関係に設定される「一定報酬のフィデューシャリー」（Level Fee Fiduciary）の場合も契約締結は不要で、公平な行為基準の遵守等で足りるとされる。

⁹ “Best Interest Contract Exemption,” *Federal Register*, Vol.81, No.68, 4/8/2016.

図表 4 禁止取引適用除外の概要

適用除外の付与	<ul style="list-style-type: none"> ・ 一定の要件を満たすことにより、投資アドバイス提供者は、ERISA 及び IRC の禁止取引の適用除外を得ることができる。 ・ 投資アドバイス提供者が、ERISA 対象プランの雇用主又は従業員、ロボアドバイザー（一定報酬フィデューシャリーの場合を除く）等の場合は、本適用除外規定は適用されない。
公平な行為基準、その他の要件	<p>(1)最善の利益契約 (Best Interest Contract) : 金融機関は、IRA 加入者等の投資に関し推奨を行う際、事前または同時に(2)~(4)の内容を含む書面の契約を締結する。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 新規契約の場合は口座開設手続きの一環で、既存顧客の場合は消極的同意でも可。 <p>(2)フィデューシャリーであることの明示: 金融機関は自身がフィデューシャリーであることを書面で明示する。</p> <p>(3)公平な行為基準 (Impartial Conduct Standard) : 金融機関は自ら及びアドバイザーが公平な行為基準に服することを明示する。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 加入者等の最善の利益 (Best Interest) となる投資アドバイスを提供する。 ・ アドバイスに基づく売買の結果受け取る報酬が合理的な範囲を超えない。 ・ 推奨する取引、手数料や報酬、重大な利益相反 (Material Conflicts of Interest) 等の開示がミスリーディングではない。 <p>(4)保証 (Warranties) : 金融機関は以下を保証する。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ アドバイザーの公平な行為基準遵守確保のための方針・手続きを策定し遵守する。 ・ 重大な利益相反及び回避策を特定する。 ・ 最善の利益とならない推奨の誘因となるような、業績評価やインセンティブ付与を行わない。 <p>(5)情報開示: 最善の利益契約または別の書面で、最善の利益基準 (Best Interest Standard)、重大な利益相反の説明、加入者は(4)の方針等を入手可能であること、金融機関のウェブサイトへのリンク、レベニュー・シェアリング等の取り決めの有無等を開示する。</p> <p>(6)ERISA 適用プランの扱い: ERISA 適用プランについては、最善の利益の契約は不要。フィデューシャリーであることの明示、公平な行為基準、基準遵守のための方針・手続き策定、加入者向け情報開示等の遵守が義務付けられる。</p> <p>(7)一定報酬のフィデューシャリー (Level Fee Fiduciary) : 資産残高の一定率または定額など取引に左右されない手数料体系でアドバイスを提供する場合、最善の利益契約等は不要。金融機関は以下を遵守する。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 受託者であることの明示、公平な行為基準の遵守。 <p>ERISA 適用プランから IRA へのロールオーバーの場合、それが加入者等の最善の利益になると考えられる具体的な理由の文書化。</p>
ウェブ及び取引時の情報開示	<ul style="list-style-type: none"> ・ 取引時の開示: 最善の利益基準、金融機関の方針等が入手可能であること、ウェブページのリンク等。 ・ ウェブページ: 金融機関は一般からアクセス可能なウェブページで、ビジネスモデル及び重大な利益相反、手数料体系、モデル契約書、金融機関の方針、レベニュー・シェアリング等の業者間の取り決め、アドバイザーの報酬体系等を開示。最低限四半期毎に更新。
アドバイザーの推奨可能商品の制約	<ul style="list-style-type: none"> ・ 金融機関が、アドバイザーの推奨可能商品を自社系列商品やレベニュー・シェアリング等の取り決めを伴う商品に制約する場合も、最善の利益基準などの要件を満たせば適用除外の対象となる。 ・ 推奨可能商品の制約や重大な利益相反に関する加入者向け開示、制約内容の文書化、金融機関、アドバイザー等の報酬が合理的範囲であること、アドバイザーの推奨が注意義務を満たすこと、等。
当局向け開示と記録管理	<ul style="list-style-type: none"> ・ 金融機関は適用除外を受けるに先立ち、労働省への通知を行う。 ・ 金融機関は当局の検査、フィデューシャリーや加入者からの照会等のために記録を保持する (6年間)。
発行日・適用期日	<ul style="list-style-type: none"> ・ 2016年6月7日発行、2017年4月10日から段階的適用、2018年1月1日に完全適用。

(出所) “Best Interest Contract Exemption,” *Federal Register*, 4/8/2016 より野村資本市場研究所作成

IV. 規則改正に対する評価と SEC の対応への注目

1. 金融サービス業界の懸念に応えた最終規則

今回の規則改正は 2015 年 4 月、改正案の公表と共に意見募集が開始された。同年 9 月の締め切りまでに労働省に寄せられたコメントは 3,134 本に上り、賛否両方の意見が出された。

支持を表明したのは、シニア層の利益を代表する非営利組織の AARP、労働組合 (AFL-CIO)、米国消費者連盟 (Consumer Federation of America)、フィナンシャル・プランニング連合 (Financial Planning Coalition) などで、企業年金のみならず、IRA ロールオーバーが対象とされることなどが高く評価された。例えば、AARP は、「多くのフィナンシャル・アドバイザーは既に信頼できる健全なアドバイスを提供しているものの、利益相反の抜け穴をふさぎ、顧客の最善の利益が業界全体に均質的に適用されるようにすべきである」として、規則改正案を全般的に支持するコメントを公表した¹⁰。これらの団体は、今般の最終規則採択に際しても、「退職資産形成を行っている人は誰であれ、アドバイスが自分にとって最善の利益に則した内容であることを確保できるようになる」(AARP)、「長らく待たされた労働省規則は、リタイアメント・インベスターの保護を可能にする」(AFL-CIO) など、歓迎を表明している¹¹。

一方、強い懸念を表明したのは、米国証券業金融市場協会 (SIFMA)、金融サービス協会 (FSI)、ICI といった金融サービス業界の関係団体である。金融サービス業者の自主規制機関である FINRA もここに含まれる。これらの慎重派も、利益相反回避が重要であることに異論はないが、新規規則対応のため金融サービス業者において多大な規制遵守コストが発生し、結果的に多くの加入者、とりわけ資産規模の小さい加入者向けのサービス提供が後退して、これらの人々がアドバイスへのアクセスを失いうることなどを指摘した。同様な観点から、小規模事業主の団体である米国商工会議所も、年金プラン提供のコストが結果的に上昇することを懸念し、慎重派に与した。

しかしながら、金融サービス業界から指摘された規則案の問題点は、最終規則においてその多くが解消されたと評されている¹²。例えば ICI は、規則案に対するコメントで、コールセンターでの簡単な質問への回答にも加入者との契約が必要となりうるが、個別のアドバイザーのレベルで契約締結が求められるなど、規則案は実務上対応不可能で非現実的だ

¹⁰ “AARP Backs Labor Department Proposal that Boosts Chance of Secure Retirement,” AARP Press Center, 7/21/2015.

¹¹ “AARP Praises New Rule Requiring Financial Advisers to Give Advice in Best Interest of Consumers,” AARP Press Center, 4/6/2016; “Long Overdue DOL Rule Will Protect Retirement Investors,” AFL-CIO Press Release, 4/6/2016; “In Historic Win for Consumers, Department of Labor Finalizes Rule to Strengthen Protections for Retirement Savers,” Consumer Federation of America, 4/6/2016; “Financial Planning Coalition Statement on Labor Department’s Announcement of Final Fiduciary Rule to Increase Protections for Retirement Savers,” Financial Planning Coalition News Room, 4/6/2016.

¹² “Final Fiduciary Rule Includes Requested Changes,” *Plansponsor.com*, 4/6/2016.

と指摘していた¹³。この部分は最終規則では修正され、契約はアドバイザーではなく金融機関と加入者との間で交わされること、ERISA 適用の企業年金では不要で IRA 加入者の場合のみ必要であること、「一定報酬のフィデューシャリー」の場合は不要であることなどとされた。

コメントを踏まえた数多くの修正により、慎重派も、基本的に労働省の見せた柔軟な対応を前向きに評価しているようである。例えば FINRA のリチャード・ケッチャム CEO は、労働省は規則案に対し重要な修正を行ったとして功績を認めた¹⁴。今後、最終規則が精査されるにつれ、細かい疑問点も多数出てくると思われる。労働省は 2016 年 5 月 19 日を皮切りに、全米 5 箇所での「フィデューシャリー・デューティー・セミナー」開催を打ち出すなど¹⁵、当面、新規則の適用に向けた実務対応支援に注力するとみられる。

一方、連邦議会の上下両院で労働省規則の執行を停止する決議が出されるなど、根強い抵抗も続いている¹⁶。また、労働省による越権行為の可能性も指摘されている。すなわち、次節で述べるように、立法府は、労働省ではなく SEC がフィデューシャリー・デューティー問題に対応することを意図しているという主張である¹⁷。そもそも、ERISA 制定当時の立法府は、意図的に IRA を ERISA の対象外としたのであり、その変更は法改正を経るべきで、規則改正で行うのは行政府の越権行為だという指摘もある¹⁸。このような主張に基づき、訴訟を提起する動きも出ており、引き続き注視しておく必要がある¹⁹。

2. SEC による証券諸法の規則改正への注目

ICI や SIFMA は規則改正案へのコメントで、労働省が SEC と連携し、省庁間で調整されたフィデューシャリー・デューティーを策定することにより、市場の混乱を最小化しつつ投資者保護の向上を図るべきであると主張していた。結局、聞き入れられることはなかったが、この主張の背景には、労働省とは別に、SEC が証券諸法におけるフィデューシャリー・デューティーの規則改正を行う可能性が生じていることがある。

現在の証券諸法では、ブローカーディーラー（証券会社）は「1933 年証券法」及び「1934

¹³ Brian Reid, Chief Economist, ICI の下院教育・雇用者委員会健康・雇用・労働・年金小委員会での証言（2015 年 6 月 17 日付け）。

¹⁴ “An original critic, Finra’s Ketchum praises improvements in final DOL fiduciary rule,” *InvestmentNews*, 4/15/2016.

¹⁵ “DOL Announces Several Fiduciary Responsibilities Events,” *Planadviser.com*, 4/18/2016; “Fiduciary Education Campaign: Getting It Right-Know Your Fiduciary Responsibilities,” 労働省従業員給付管理局のウェブサイト (<http://www.dol.gov/ebsa/fiduciaryeducation.html>).

¹⁶ “House votes to kill DOL fiduciary rule,” *InvestmentNews*, 4/28/2016. 下院では 4 月 28 日に可決され、上院の審議待ち。オバマ大統領による拒否権発動が確実視されている。

¹⁷ Eugene Scalia 氏（Gibson, Dunn & Crutcher LLP）の規則案に対するコメント（2015 年 7 月 20 日付け）を参照。

¹⁸ Bradford Campbell 氏（元労働省従業員給付担当次官補）の上院国土安全保障・政府問題委員会での証言（2016 年 4 月 20 日付け）を参照。キャンベル元労働次官補は、IRA が ERISA の対象外とされた理由として、企業年金ではフィデューシャリーが加入者に代わって、加入者のコントロールが及ばない事項について決定を下す以上、その行為は信託法に根ざす厳格なフィデューシャリー基準の対象となるのに対し、IRA は加入者自身が自分で決定を下すことを挙げている。ゆえに、IRA は他の投資ビークルと同様に扱われ、金融法制と金融規制当局による投資者保護に任された。

¹⁹ “Groups sue Obama administration over retirement-advice rule,” *Wall Street Journal*, 6/2/2016; “DOL responds to fiduciary rule lawsuit,” *Planadviser*, 7/19/2016.

年証券取引所法」の規制下であり、個人投資家向けサービスにおいては、投資家に適した投資推奨を行うことを求める「適合性原則」が課せられる²⁰。他方、投資顧問は「1940年投資顧問法」の規制下であり、同法 206 条の禁止取引規定の適用を受ける。ところが近年の米国では、投資顧問登録して個人向け投資サービスを提供する、フィー・ベースのフィナンシャル・アドバイザー（Registered Investment Adviser、RIA）が一般化する一方で、証券会社もファンドラップや SMA といったアドバイス付きのフィー・ベースのサービスを提供するようになってきている²¹。両者が実質的に近似の個人向け投資サービスを提供しているとも言え、統一的な規制に服すべきではないかという論点が浮上していた。

2010年に「ドッド・フランク法」が制定された際、SECは同法 913 条の規定に基づき、この問題に関する調査の実施を義務付けられた。さらに、必要と認めるのであれば、1934年証券取引所法及び 1940年投資顧問法の規則を制定し、ブローカーディーラーと RIA に対し統一的な行為基準を導入する権限を SEC に与えたとされた。

SEC が 2011 年 1 月に公表したスタッフ調査報告書は、ブローカーディーラーと RIA に対し統一的なフィデューシャリー基準の策定を進言するものだった²²。これを受けた SEC の動静が注目されたが、その後規則改正案の提示は行われないうまま 5 年余りが経過している。今回、労働省が先行して規則改正を最終化したことにより、SEC との調整を求める金融サービス業界の主張は聞き入れられない結果となった。一方、2015 年 11 月、SEC から大統領府行政管理局（OMB）に出された規則改正予定一覧によると、「個別化された投資アドバイスの行為基準」（Personalized Investment Advice Standard of Conduct）に関する規則改正案の公表が、2016 年 10 月に予定されている²³。労働省規則に加えて、SEC の規則改正が実施されれば、退職資産に関するアドバイスを提供するブローカーディーラー及び RIA は、労働省と SEC による、2 種類のフィデューシャリー規制を受けることになりかねない（図表 5）。SEC が規則改正案を出すのか、出す場合はどのような内容になり、どのような形で二重規制の回避が図られるのかなどが注目される。

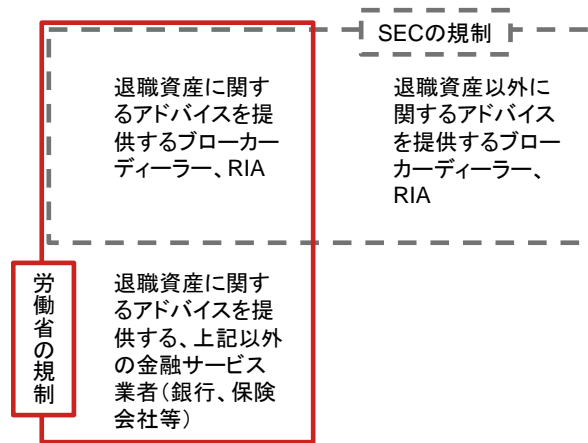
²⁰ FINRA 規則 2111。

²¹ ファンドラップや SMA 等のマネージド・アカウントについては、岡田功太・和田俊二朗「米国 SMA・ファンドラップの拡大を支えた規制と金融機関経営の変遷」『野村資本市場クォーターリー』2015 年夏号を参照。

²² “Study on Investment Advisers and Broker-Dealers as Required by Section 913 of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act,” January 2011.

²³ 連邦政府省庁は予定する規則改正の一覧の公表を義務付けられるが、OMB がそれらを取りまとめ、ウェブサイト上で開示している。（<http://www.reginfo.gov/public/do/eAgendaViewRule?pubId=201510&RIN=3235-AL27>）

図表 5 労働省と SEC の規制対象の重複（イメージ図）



（出所）野村資本市場研究所

V. おわりに

顧客との関係において、利益相反は回避すべきであるという理念に反対する者はいない。その推進を、法令遵守の強化という形で行うのであれば、どの法令に基づく誰に対する規制で、何が問題でどう修正すべきかを特定した上で議論する必要がある。フィデューシャリー・デューティーが極めて幅広い概念であるだけに、用語の定義一つ取っても曖昧なまま話が進むと、不必要な混乱や誤解が生ずる危険性もある。議論の正確さや厳密さの重要性が、今回の一連の議論から得られる示唆の一つと言える。

また、401(k)プランや IRA において、引き続きアドバイスの重要性が大きいことが確認できたと言える。ターゲット・デート・ファンドのような「自動化された」タイプの運用商品が DC で活用されるようになるのに伴い、細かい運用の作業はファンドの運用者に任せられるようになったとしても、IRA へのロールオーバーに代表される、節目の意思決定に際しては、引き続き専門家のアドバイスに対するニーズが高いということだ。労働省がフィデューシャリーの適用対象を拡大しつつも、幅広く適用除外を設けようとした背景には、このような現状認識があったと考えて良い。

アドバイザーによる個別契約締結の義務づけが撤回されるなど、金融サービス業界の懸念への対応がなされたこともあり、規則改正の、金融機関の個人向けビジネスへの影響について、現時点では概ね楽観的な見方がなされているようである²⁴。例えば、バンク・オブ・アメリカは、傘下の証券会社メリルリンチのビジネスに対する影響について、2兆ドルのウェルス・マネジメント顧客残高のうち10%未満にとどまること、同社は「メリルリンチ・ワン」のプラットフォームを用いてゴール・ベースの資産管理サービスを顧客に提

²⁴ “Reactions to the Labor Department’s Fiduciary Rule,” *Wall Street Journal*, 4/6/2016.

供しているが、このビジネス・アプローチが奏功したことなどをコメントしている²⁵。今回の規則改正により、個人向けビジネスにおけるコミッション・ベースからフィー・ベースへのシフトが、結果的に後押しされる可能性はあろう。

DC の規模の大きさなど、日米の実情に差異はあるが、日本でも自助努力の資産形成のニーズは着実に増している。少額投資非課税制度（NISA）への積極的な取り組みやファンドラップの拡大など、金融サービス業者によるサポートの在り方の模索も続けられている。2016年5月24日に可決・成立した改正 DC 法により、2017年1月以降、個人型 DC の加入対象者が大幅拡大する²⁶。退職資産形成に関するアドバイスのニーズは今後さらに増幅されていくだろう。そのニーズに適切に応えられるようにすることが、個人型 DC の普及、さらには年金以外も含めた自助努力の資産形成の拡大にもつながると考えられる。米国におけるフィデューシャリー・デューティーの議論を正確に理解し、日米の相違を踏まえた上で、日本にとって有用な示唆を得ることが重要であろう。

²⁵ “DOL fiduciary rule will impact less than 10% of Bank of America wealth assets, CFO says,” *InvestmentNews*, 4/14/2016.

²⁶ 日本の DC 法改正をめぐる議論については、野村亜紀子「改正確定拠出年金法の成立－資産形成制度の新時代到来の可能性－」『野村資本市場クォーターリー』2016年夏号（冊子版）を参照。