

# 米労働省と SEC のフィデューシャリー・デューティー規則を 巡る議論の進展<sup>1</sup>

岡田 功太

## ■ 要 約 ■

1. アレクサンダー・アコスタ労働長官は 2017 年 5 月 22 日、フィデューシャリー・デューティー規則 (DOLFD 規則) を 2017 年 6 月 9 日から適用を開始することを決定した。同規則の下、金融機関は、退職勘定を有する個人に対して投資アドバイスを提供する際、「顧客の最善の利益を目指す旨を明示した契約 (BIC)」を書面で締結し、「公平な行為基準」に服すること等が求められる。ただし、アコスタ労働長官は、DOLFD 規則の要件は、現行のままではトランプ大統領が目指す金融規制緩和という目標にそぐわないという考えの下、今後、同規則の副作用が確認された場合には、将来的に追加的な修正を行う可能性を示した。
2. また、アコスタ労働長官は、証券業の主たる管轄当局である証券取引委員会 (SEC) に対して、投資アドバイス全般に関する規制枠組みを策定するよう協力を求めた。これを受けて、ジェイ・クレイトン SEC 委員長は 2017 年 6 月 1 日、投資顧問業者及びブローカー・ディーラーに対する「統一フィデューシャリー基準」の策定について金融業界に意見を求めた。SEC が同基準を策定すれば、個人投資家の証券口座全般に対する統一的規制となり、トランプ政権が示した効率的な規制システム構築という改革の方向性とも合致するため、SEC の取り組みを支持する声は多い。
3. 規制動向の不透明感が増す一方で、既に実務家の間で「顧客にとっての最善の利益追求」という概念は浸透しており、メリルリンチやモルガン・スタンレー等の販売会社は、リテール向け金融ビジネスの軸をコミッション型サービスから、BIC の締結等の要件が免除される残高フィー型サービスに移行し始めている。また、フィデリティやブラックロック等の資産運用会社は、自身が設定・運用している投信について、利益相反の軽減や透明性の向上を目的とした T シェアやクリーン・シェアーズ等の新しいシェアクラスを開発し始めている。今後、米国で進展する 2 つのフィデューシャリー・デューティーに関する規則・基準の動向と、金融業界への影響が注目される。

<sup>1</sup> 本稿は、許諾を得て『月刊資本市場』2017 年 7 月号 (2017 年 7 月 12 日発刊) に掲載の「米国のフィデューシャリー・デューティー規則と金融業界への影響」を改編・加筆した。

## I. アレクサンダー・アコスタ労働長官の決断

アレクサンダー・アコスタ労働長官は2017年5月22日、フィデューシャリー・デューティー規則(DOLFD規則)を2017年6月9日から適用を開始することを決定した<sup>2</sup>。DOLFD規則とは、従業員退職所得保障法(ERISA)におけるフィデューシャリーの定義に関する新たな規制であり、同規則の下、個人退職勘定(IRA: Individual Retirement Account)の加入者等に対して投資アドバイスを提供するフィナンシャル・アドバイザーは、顧客の最善の利益を追求する必要がある。

オバマ前政権において、米労働省は2016年4月8日にDOLFD規則を最終化した<sup>3</sup>。その後、トランプ政権が2017年1月23日に発足し、各金融規制見直しの機運が高まる中、米労働省はDOLFD規則の適用日を当初の規定の2017年4月10日から同年6月9日に延期した<sup>4</sup>。トランプ大統領は選挙期間中から金融規制緩和を公約として掲げており、DOLFD規則の適用日は2017年6月9日から更に再延期され、将来的に同規則は完全撤廃に至らずとも、一部緩和されることが期待されていた<sup>5</sup>。しかし、今般、アコスタ労働長官は、更なる適用日延期の法的根拠は見当たらないと判断し、DOLFD規則の適用を開始した。

また、アコスタ労働長官は、証券及び資産運用業の主たる管轄当局である証券取引委員会(SEC)に対して、投資アドバイスに関する規制枠組みを策定するよう協力を求めた。これを受けて、ジェイ・クレイトンSEC委員長は2017年6月1日、米国金融業界に対して個人向け投資顧問業者及びブローカー・ディーラーの新たな統一行為基準(Standard of Conduct)を策定すべきか否かについて金融業界に意見を求めた<sup>6</sup>。すなわち、米労働省が主導するIRAをはじめとする退職勘定に対する投資アドバイスの規制だけでなく、証券口座に対する投資アドバイスについても、今後、SECが新たな行為基準を策定する可能性が生じている。本稿では、米労働省及びSECの投資アドバイスに関する規制を巡る動向と、金融業界への影響及び実務的な対応状況について整理を図る。

<sup>2</sup> U.S. Department of Labor Employee Benefits Security Administration, "Conflict of Interest FAQs (Transition Period)," May, 2017.

<sup>3</sup> "Definition of the Term 'Fiduciary'; Conflict of Interest Rule-Retirement Investment Advice," *Federal Register*, April 8<sup>th</sup> 2016. 詳細は、野村亜紀子「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」『野村資本市場クォーターリー』2016年夏号を参照。

<sup>4</sup> DOLFD規則の適用日の延期は、トランプ政権樹立当初から予想されていた。詳細は、岡田功太、杉山裕一「米労働省フィデューシャリー・デューティー規則の見直しを巡る議論—トランプ新政権による金融規制緩和の期待と現実—」『野村資本市場クォーターリー』2017年冬号を参照。

<sup>5</sup> トランプ政権の金融規制緩和の可能性に関する詳細は、岡田功太、吉川浩史「トランプ新政権下で注目される金融規制改革の方向性—ドッド=フランク法と金融選択法案(Financial CHOICE Act)—」『野村資本市場クォーターリー』2017年春号を参照。

<sup>6</sup> Chairman Jay Clayton, "Public Comments from Retail Investors and Other Interested Parties on Standards of Conduct for Investment Advisers and Broker-Dealers," June, 2017.

## Ⅱ. 米労働省のフィデューシャリー・デューティー規則の概要

### 1. 金融機関及びフィナンシャル・アドバイザーに求められる要件

DOLFD 規則が適用開始されたことにより、金融機関及びフィナンシャル・アドバイザーは、後述するような一定のケースを除いて、IRA 加入者等に対し投資アドバイスを提供する際、事前または同時に「顧客の最善の利益を目指す旨を明示した契約（Best Interest Contract: BIC）」を書面で締結する必要がある（図表1）<sup>7</sup>。BICには、金融機関自身がフィデューシャリーであることが明示され、金融機関及びフィナンシャル・アドバイザーは「公平な行為基準（Impartial Conduct Standard）」に服することが明記される。公平な行為基準とは、顧客の最善の利益となる投資アドバイスを提供することや、投資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等の要件を指す<sup>8</sup>。

図表1 最善の利益契約の概要

1	最善の利益契約 (BIC: Best Interest Contract)	<ul style="list-style-type: none"> <li>金融機関は、IRA 加入者等の投資に関して推奨を行う際、事前または同時に2から4の内容を含む書面の契約を締結する。</li> <li>ただし、新規契約の場合は口座開設手続きの一環であり、既存顧客の場合は消極的同意でも可能である。</li> </ul>
2	明示	<ul style="list-style-type: none"> <li>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。</li> </ul>
3	公平な行為基準 (Impartial Conduct Standard)	<ul style="list-style-type: none"> <li>IRA 加入者等の最善の利益となる投資アドバイスを提供する。</li> <li>投資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。</li> <li>推奨する取引、手数料や報酬、重大な利益相反等の開示がミスリーディングではない。</li> </ul>
4	保証 (Warranties)	<ul style="list-style-type: none"> <li>フィナンシャル・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。</li> <li>重大な利益相反及び回避策を特定する。</li> <li>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。</li> </ul>
5	情報開示	<ul style="list-style-type: none"> <li>BIC または別の書面で、最善の利益基準、重大な利益相反の説明等を開示する。</li> </ul>
6	レベルフィー・フィデューシャリー (Level Fee Fiduciaries)	<ul style="list-style-type: none"> <li>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投資アドバイスを提供する場合、最善の利益契約等は不要である。</li> <li>ただし、金融機関はフィデューシャリーであることの明示、公平な行為基準については遵守する。</li> </ul>

(出所) 米労働省より野村資本市場研究所作成

<sup>7</sup> “Best Interest Contract Exemption,” *Federal Register*, Vol.81, No.68, April 8<sup>th</sup> 2016. 今般の改正によって、フィデューシャリーの定義が拡大されたことにより、これまでフィデューシャリーではないことを前提とした商慣習が、フィデューシャリーに課せられる禁止取引規定に抵触する可能性が考えられる。そこで禁止取引の適用除外要件を設け、BICを規定した。詳細は前掲脚注2論文を参照。

<sup>8</sup> 合理的な報酬の範囲に関する資産運用業界への影響については、神山哲也、岡田功太「アクティブ運用の苦境と資産運用業界再編の可能性—英ヘンダーソンと米ジャナス合併の事例—」『野村資本市場クォーターリー』2017年冬号を参照。

また、金融機関は BIC を締結することで、主に以下の 2 点を「保証 (Warranties)」しなければならない。第一に、金融機関は、顧客に対してフィナンシャル・アドバイザーが公平な行為基準を遵守するための方針・手続きを策定することであり、第二に、金融機関は、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等を行わないことである。

その一方で、フィナンシャル・アドバイザーが「レベルフィー・フィデューシャリー (Level Fee Fiduciaries)」の要件を満たす場合は、IRA 加入者等の顧客と BIC を締結することが免除される。レベルフィー・フィデューシャリーとは、資産残高の一定率または定額など、個別の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サービスを指し、残高フィー型サービスが該当する。当該サービスには個別商品毎の販売手数料が存在しない。そのため、フィナンシャル・アドバイザーにとってインセンティブの高い個別商品提案を減少させ、利益相反の可能性を最小化できると考えられている。顧客の最善の利益を追求するという DOLFD 規則の理念と合致しているため、レベルフィー・フィデューシャリーは BIC を締結しなくても同規則を遵守したことになる。

ただし、レベルフィー・フィデューシャリーの要件を満たす場合においても、金融機関はフィデューシャリーであることの明示及び公平な行為基準については遵守する必要がある。

## 2. 米労働省による段階的適用アプローチ

米労働省は、金融機関及びフィナンシャル・アドバイザーに対して、DOLFD 規則に関する前述の一連の要件を段階的に適用する。まず、ERISA におけるフィデューシャリーの定義の改訂、レベルフィー・フィデューシャリー、BICE における公平な行為基準に関しては 2017 年 6 月 9 日から適用を開始する。つまり、金融機関は 2017 年 6 月 9 日以降、合理的な報酬の範囲でのみ、コミッション型サービス等を提供することが可能である。

その一方で、米労働省は保証に関しては移行期間を設け、金融機関及びフィナンシャル・アドバイザーに対して、2017 年 6 月 9 日から 2018 年 1 月 1 日までの期間に対応を完了することを要請した。つまり、米国の金融機関及びフィナンシャル・アドバイザーは、公平な行為基準を遵守するための方針・手続きの策定や、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の策定を同期間に完了する必要がある。更に、米労働省は 2017 年 6 月 9 日から 2018 年 1 月 1 日までの期間において、各金融機関が念入りかつ誠実にルールの遵守に努める限り、DOLFD 規則違反に伴う法的な執行を原則として行わない方針を示した<sup>9</sup>。

## 3. 追加修正の可能性を秘める DOLFD 規則の要件

実は、トランプ大統領は 2017 年 2 月 3 日、DOLFD 規則に関する大統領覚書 (Presidential

<sup>9</sup> U.S. Department of Labor Employee Benefits Security Administration, "Field Assistance bulletin No. 2017-01," March, 2017.

Memorandum) に署名し、アコスタ労働長官に対して同規則の副作用について調査するよう指示した<sup>10</sup>。そして、米労働省が DOLFD 規則の副作用を把握した場合、または同規則が米国民の資産形成における独自の決定を下す権利を侵害していると判断された場合、米労働省は同規則の改廃を目的としたパブリックコメントを募集しなければならないとした。

アコスタ労働長官は DOLFD 規則の適用を開始したが、その一方で、同規則の要件は、現行のままではトランプ大統領が目指す金融規制緩和という目標にそぐわないという考えを示した<sup>11</sup>。そこで、アコスタ労働長官は前述の大統領覚書に従って、2018年1月1日まで DOLFD 規則の副作用に関する調査を継続し、実際に副作用が確認された場合には同規則の追加的な修正のためのパブリックコメント募集を行うとした。つまり、本稿執筆時点において、DOLFD 規則は全ての要件が確定したわけではなく、2018年1月1日までに一部改正される可能性がある。

### Ⅲ. SEC による統一フィデューシャリー基準の策定

#### 1. 金融業界に意見を求めるジェイ・クレイトン SEC 委員長

アコスタ労働長官は、前述の DOLFD 規則に関する一連の決定に加えて、SEC に対して投資アドバイスに関する規制枠組みを策定するよう協力を呼びかけた。資産運用会社大手のバンガードが指摘している通り、DOLFD 規則の適用が開始したことで、個人投資家が保有する複数の口座のうち、DOLFD 規則の対象となる口座と、そうではない口座が存在することになり、非効率な状況を生み出す可能性があるためである<sup>12</sup>。これを受けて、クレイトン SEC 委員長は2017年6月1日、DOLFD 規則が個人投資家、SEC の規制対象 (entities regulated by the SEC)、資本市場に重大な影響を及ぼすことを踏まえ、SEC が個人向け投資顧問業者及びブローカー・ディーラーの新たな統一行為基準を策定することの是非について金融業界に意見を求めた<sup>13</sup> (図表 2)。

SEC は、以前から個人向け投資顧問業者及びブローカー・ディーラーの行為基準の統一を検討してきた。前者は1940年投資顧問業法により、後者は1934年証券取引所法により規制されていることから、両者の定義と規制根拠が異なる一方で、1990年代初頭以降、ビジネスの実態としてファンドラップや SMA 等が普及し、個人投資家に様々な商品やサービスを一括提供するようになっていった<sup>14</sup>。その結果、証券と投資顧問のビジネスの区分

<sup>10</sup> Presidential Memorandum on Fiduciary Duty Rule.

(<https://www.whitehouse.gov/the-press-office/2017/02/03/presidential-memorandum-fiduciary-duty-rule>) 当該大統領覚書の詳細は、岡田功太、吉川浩史「トランプ政権による金融規制の緩和に対する期待の醸成—ドッド=フランク法とフィデューシャリー・デューティー規則の行方—」『野村資本市場クォーターリー』2017年春号を参照。

<sup>11</sup> “Deregulators Must Follow the Law, So Regulators Will Too,” *Wall Street Journal*, May 22<sup>nd</sup> 2017.

<sup>12</sup> Vanguard, “Examination of Fiduciary Rule (RIN 1210-AB79),” April, 2017.

<sup>13</sup> Chairman Jay Clayton, “Public Comments from Retail Investors and Other Interested Parties on Standards of Conduct for Investment Advisers and Broker-Dealers,” June, 2017.

<sup>14</sup> 詳細は、岡田功太、和田敬二郎「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。

図表2 SECによる統一フィデューシャリー基準策定の是非に関する主な質問事項

1	異なる行為基準が各種の投資アドバイス提供者に適用されることで、個人投資家を混乱させたり、コスト要因になったりしていないか。
2	潜在的な利益相反が特定されて対応されているか。投資顧問やブローカー・ディーラーが一部の商品・サービスの取り扱いを停止したり、制限する可能性はないか。
3	市場や技術の発展（フィンテック等）によって、投資アドバイスを受ける方法が変化しているが、投資アドバイス提供時に適用される義務について個人投資家は認識しているか。
4	投資アドバイスを提供するビジネスモデルが、コミッション型から残高フィー型に移行が生じている場合、その要因は個人投資家の需要、残高フィー型収入への信頼性、規制、あるいはその他のものか。
5	DOLFD 規則の適用に向けて、各金融機関の間で準備が進んでいるが、当該規則の一部適用開始により、個人投資家や市場参加者にどのような影響が観察されているのか。
6	DOLFD 規則の適用を受ける口座と、それを受けない口座に識別されるが、複数の行為基準が適用されることの費用と便益をどのように考えることができるか。
7	SEC は追加のガイダンスや規則を出す必要があるか。

(出所) SEC より野村資本市場研究所作成

が曖昧になり、個人投資家に投資アドバイスを提供する者に対して統一した行為基準を策定する必要が生じた。すなわち、「統一フィデューシャリー基準 (Uniform Fiduciary Standard)」である。2010年6月に成立したドッド＝フランク・ウォール街改革・消費者保護法 (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act、通称ドッド＝フランク法) の913条は、SEC に対して統一フィデューシャリー基準策定の権限を付与した。SEC は2013年3月、当該規定に基づいて統一フィデューシャリー基準策定に伴う費用便益に関するパブリックコメントの募集を行ったが、その後、同基準は最終化されることなく現在に至る<sup>15</sup>。今般、クレイトン SEC 委員長が公表した意見募集は、2013年3月に実施されたパブリックコメントのアップデートとして位置づけられる。

## 2. SECによる統一フィデューシャリー基準策定への期待

SEC は個人投資家が有する証券口座を監督する。これは、SEC が規制枠組みに関する不必要な複雑性を削減できる立場にあることを意味し、それゆえに、米国の金融業界において統一フィデューシャリー基準の策定を望む声は多い。例えばブラックロックは、SEC による同基準の策定は現政権の方針と整合的であるとして支持している<sup>16</sup>。トランプ大統領は2017年2月3日、金融規制緩和に向けた枠組みの見直しを目的に「合衆国の金融システムの規制に関する中核的な原則について」と題する大統領令 (Executive Order) に署名した<sup>17</sup>。当該大統領令は7つの「中核的な原則 (Core Principles)」を提示し、その中で「効率的かつ効果的で、適切な枠組みを有する規則の策定」をムチュースン財務長官に対して

<sup>15</sup> “Duties of Brokers, Dealers, and Investment Advisors,” *Federal Register*, Release No. 34-69013; IA-2558; File No. 4-606, March 1<sup>st</sup> 2013.

<sup>16</sup> BlackRock, “Fiduciary Rule examination, RIN 1210-AB79,” April, 2017.

<sup>17</sup> Presidential Executive Order on Core Principles for Regulating the United States Financial System.

(<https://www.whitehouse.gov/the-press-office/2017/02/03/presidential-executive-order-core-principles-regulating-united-states>)

求めた<sup>18</sup>。

SEC が統一フィデューシャリー基準を策定すれば、個人投資家が有する証券口座を効率的に規制できるため、トランプ大統領が示した中核的な原則と整合的であると言える。一方で、米労働省は個人投資家に対する投資アドバイス全般の管轄当局ではないため、DOLFD 規則が SEC の規制枠組みと整合的であることを示せなければ、中核的な原則を満たしたとは見なされない。また、マイケル・ピウオーSEC 委員は 2017 年 4 月 21 日、フィデューシャリー・デューティーを巡る政策は SEC が主導すべきと発言しており、効率的な規制枠組み構築の観点から、民間の金融機関だけではなく規制当局においても、DOLFD 規則より統一フィデューシャリー基準が志向されていることが窺える<sup>19</sup>。

## IV. 大手金融機関の対応—メリルリンチとモルガン・スタンレーの事例—

### 1. 残高フィー型サービスの提供に注力する金融機関

DOLFD 規則の適用開始の一方で、SEC による統一フィデューシャリー基準策定の機運が高まるなど、規制動向の不透明感は増しているが、既に実務家の間で「顧客にとっての最善の利益追求」という概念は浸透しており、米国の金融機関は同規則に対応するために準備を進めていたことから、総じて冷静な反応を示している。事実、大手資産運用会社のフィデリティが 2017 年 1 月、フィナンシャル・アドバイザー約 250 名を対象に行った調査結果によると回答者の 44%が、トランプ政権が目指す金融規制の緩和や、DOLFD 規則の適用日延期とは無関係に、同規則に対応するためのコンプライアンス規定を策定しているとした<sup>20</sup>。

特に、米国のリテール向け金融業界において双璧を成すメリルリンチ及びモルガン・スタンレーは、既に DOLFD 規則遵守に向けた営業改革を実施しており、リテール向け金融ビジネスの軸をコミッション型サービスから、レベルフィー・フィデューシャリーとして BIC の締結等の要件が免除される残高フィー型サービスに移行し始めている。2017 年第 1 四半期の決算において、メリルリンチのウェルス・マネジメント部門は、残高フィー型資産への資金流入が約 290 億ドルと前期の約 190 億ドルから約 55%増加した<sup>21</sup>。モルガン・スタンレーのウェルス・マネジメント部門は、同期間において残高フィー型資産への資金流入額が 2014 年第 4 四半期以来最高となる約 190 億ドルとなった<sup>22</sup>。

<sup>18</sup> 詳細は、岡田功太、吉川浩史「トランプ政権による金融規制の緩和に対する期待の醸成—ドッド=フランクリン法とフィデューシャリー・デューティー規則の行方—」『野村資本市場クォーターリー』2017 年春号を参照。

<sup>19</sup> “SEC Should Write Fiduciary Rule, Acting Chairman Says,” *Wall Street Journal*, April 21<sup>st</sup> 2017.

<sup>20</sup> “Fidelity survey finds advisers still focusing on DOL rule implementation,” *InvestmentNews*, February 7<sup>th</sup> 2017.

<sup>21</sup> “With DOL fiduciary rule looming, Merrill sees surge of AUM,” *InvestmentNews*, April 18<sup>th</sup> 2017.

<sup>22</sup> “3 DOL Fiduciary Takeaways From Morgan Stanley’s Q1 Earnings,” *ThinkAdvisor*, April 21<sup>st</sup> 2017.

## 2. 限定的なコミッション型サービスの提供

メリルリンチ及びモルガン・スタンレーは、残高フィー型サービスの提供に注力する一方で、コミッション型サービスについては提供商品や顧客属性を限定するとした。BICを顧客と締結しているフィナンシャル・アドバイザーが、万が一、合理的な範囲を超えて報酬を受け取った場合、顧客の最善の利益を目指していないと判断され、当該フィナンシャル・アドバイザーはDOLFD規則に反しているとしてIRA加入者等から集団訴訟を提起される懸念があるためである。DOLFD規則において、具体的に合理的な報酬の範囲が示されていない以上、IRA加入者等向けコミッション型サービスの提供には法的リスクを伴うことが指摘されている。

メリルリンチは当初、法的リスクを完全に排除するためにIRA加入者等に対するコミッション型サービスの提供を停止することを表明していた。しかし、同社ウェルス・マネジメント部長のアンディー・シーグ氏は2017年3月、一律に提供するサービスを残高フィー型サービスに限定することは顧客の最善利益に繋がらないと判断し、顧客を限定する等の条件を設け、法的リスクを最小化しながらもコミッション型サービスの提供を継続する可能性を示した<sup>23</sup>。

モルガン・スタンレーは2016年10月、IRA加入者等が自らコミッション型サービスの提供を希望している場合にのみ、当該サービスを提供する方針を公表した<sup>24</sup>。法的リスクが伴うにもかかわらず、同社がコミッション型サービスを提供する理由として、シェリー・オコナー氏とアンディー・サパースタイン氏（ウェルス・マネジメント共同部門長）は、顧客が求めるサービスの提供を継続することが、その顧客にとっての最善利益に繋がると述べた。ただし、同社は、IRA加入者等に対して提供するコミッション型サービスについて、オルタナティブ等の商品を提供商品一覧から除外する等の条件を設け、限定的に提供する方向性を示した。

## 3. コスト削減策の推進とリソース配分先の変更

更に、メリルリンチ及びモルガン・スタンレーは、提供サービス内容の変更と共にコスト削減を進めている。メリルリンチのアンディー・シーグ氏（ウェルス・マネジメント部門長）は、15,000名を超えるフィナンシャル・アドバイザーの所属部門を、現在の10部門から6部門に削減する計画を示した。全米を東海岸・中西部・西海岸など6部門に区切り、各地域の特性に根差した運営を求め、部門数の削減を通じて生産性の向上を目指す<sup>25</sup>。

モルガン・スタンレーは、不人気商品や低調なパフォーマンスの商品を整理することを目的に取扱商品の25%（商品数ベース）を削減した<sup>26</sup>。例えば、モルガン・スタンレーの

<sup>23</sup> “Merrill suggests it may reverse course on commissions,” *InvestmentNews*, March 9<sup>th</sup> 2017.

<sup>24</sup> “Morgan Stanley to Cut Fees, Keep Commissions Despite DOL Doubts,” *ThinkAdvisor*, January 27<sup>th</sup> 2017.

<sup>25</sup> “What to Make of Merrill's Reorg, New Ads,” *ThinkAdvisor*, April 17<sup>th</sup> 2017.

<sup>26</sup> “Morgan Stanley drops Vanguard mutual funds from platform,” *InvestmentNews*, May 4<sup>th</sup> 2017. バンガードの詳細は、岡田功太、幸田祐「米国投信業界で圧倒的な資金流入額を誇るバンガード」『野村資本市場クォーターリー』2016年春号を参照。



顧客においてバンガードのETFは人気を博している一方で、バンガードの投信を購入する顧客は僅かであることから、モルガン・スタンレーは取扱商品からバンガードの投信を除外した。

また、メリルリンチ及びモルガン・スタンレーはリソースの配分先を変更している。当該2社は、以前から優秀な営業実績を有する経験豊富なフィナンシャル・アドバイザーを競合他社から引き抜くため、中途採用時に高額なボーナスを支払う契約を提示し、その代わりに高いコミッション収入を営業目標として課してきた。しかし、DOLFD規則は金融機関に対して、顧客の最善利益にとならない推奨の誘因となるような業績評価を行わないことを保証するよう要請しており、高額なボーナス提示に伴う営業目標の規定は同規則に反する可能性があるとして、メリルリンチ及びモルガン・スタンレーは中途採用時にフィナンシャル・アドバイザーに提示するボーナス額を25%以上カットした<sup>27</sup>。

その一方で、メリルリンチ及びモルガン・スタンレーは予算を含めた社内のリソースを、主にロボ・アドバイザーをはじめとするデジタル・アドバイスの開発に割くことを決定した<sup>28</sup>。米労働省の見解によると、ロボ・アドバイザーはレベルファイ・フィデューシャリーの要件を満たしており、BICの締結等の要件が免除されるためである。メリルリンチは2017年2月に、自社開発のロボ・アドバイザーである「メリル・エッジ・ガイドド・インベスティング」の提供を開始し、モルガン・スタンレーは2017年5月、機械学習のアルゴリズムを用いた個人向け資産運用サービスの提供をするため「ネクスト・ベスト・アクション」と呼ばれるプロジェクトを社内で展開していることを公表した<sup>29</sup>。

## V. 新たなシェアクラスを開発する米国資産運用会社

### 1. 米国投信のシェアクラスの概要

大手米銀・証券会社等の販売会社だけではなく、米国の資産運用会社もDOLFD規則に関する実務的な対応策に取り組んでいる。具体的には、新たな投信のシェアクラスの開発である。米国では一つの投信に異なる手数料体系を備えるにあたって、投資会社による種類株（シェアクラス）の発行という形が取られており、各投信はクラスA受益証券（Aシェア）、クラスB受益証券（Bシェア）、クラスC受益証券（Cシェア）等の複数のシェアクラスを発行することができる<sup>30</sup>。

<sup>27</sup> “Morgan Stanley joins competitors in cutting back on recruiting,” *InvestmentNews*, May 23<sup>rd</sup> 2017.

<sup>28</sup> ロボ・アドバイザーの詳細は、和田敬二郎、岡田功太「米国で拡大する「ロボ・アドバイザー」による個人投資家向け資産運用」『野村資本市場クォーターリー』2015年冬号、岡田功太、幸田祐「米国の資産運用業界で注目されるロボ・アドバイザー」『野村資本市場クォーターリー』2015年秋号、同「米国ミレニアル世代顧客化の重要性とロボ・アドバイザー」『野村資本市場クォーターリー』2016年夏号、岡田功太、杉山裕一「米国の家計資産管理ツールとして注目されるロボ・アドバイザー」『野村資本市場クォーターリー』2017年春号を参照。

<sup>29</sup> “Morgan Stanley’s 16,000 Human Brokers Get Algorithmic Makeover,” *Bloomberg*, May 31<sup>st</sup> 2017.

<sup>30</sup> 詳細は、野村亜紀子「米国の投信手数料体系の多様性について」『野村資本市場クォーターリー』2006年夏号を参照。

図表 3 米国投信の主なシェアクラスの概要

シェアクラス名	概要
A シェア	<ul style="list-style-type: none"> <li>フロント・エンド・ロードと呼ばれる販売手数料を徴収する手数料体系</li> <li>12b-1 手数料も徴収する場合がある</li> <li>退職プランに採用されている場合は、販売手数料は徴収されない</li> </ul>
B シェア	<ul style="list-style-type: none"> <li>販売手数料なし</li> <li>12b-1 手数料と CDSC を徴収</li> <li>CDSC は保有期間に応じて低下</li> <li>一定期間後に A シェアに転換</li> </ul>
C シェア	<ul style="list-style-type: none"> <li>販売手数料なし</li> <li>CDSC (B シェアにおける CDSC より低い水準で設定)</li> <li>12b-1 手数料 (A シェアにおける 12b-1 手数料よりも高く設定)</li> </ul>
I シェア	<ul style="list-style-type: none"> <li>確定拠出年金プランを含む機関投資家向け</li> <li>A シェアや C シェアよりも、最低初期投資金額が高く設定</li> <li>A シェアや C シェアよりも、12b-1 手数料及び販売手数料は低く設定</li> </ul>
R シェア	<ul style="list-style-type: none"> <li>確定拠出年金プラン向け</li> <li>販売手数料なし</li> <li>退職プランの規模に応じて 12b-1 手数料の水準が異なる</li> </ul>

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

現在、投資会社協会によると 8,116 本の投信本数に対し、シェアクラスの数 は 258,038 本に上る。例えば A シェアとは、投資家が当該シェアクラスを購入した際、購入時に販売手数料が徴収され、資産残高に応じて 12b-1 手数料が徴収される (図表 3)。12b-1 手数料とは、投資家向けの販売関連サービスの対価として販売会社が取得する手数料である。

B シェアは、12b-1 手数料と CDSC (Contingent Deferred Sales Charge) を伴う。CDSC とは、投資家が一定期間内に投信を売却した場合に販売会社に支払われる手数料である。B シェアの場合、販売会社は販売手数料を取らない代わりに、相当額を 12b-1 手数料の形で数年かけて得ることにより、販売関連サービスにかかる費用を回収する。しかし、投資家が短期間で投信を解約すると販売会社は当該費用を回収できないため、投資家の解約時に受取資金から CDSC を徴収することで補う。

フィナンシャル・アドバイザーが個人投資家に対して、ある投信の A シェア (ブローカーを通じて販売される最も一般的なシェアクラス) を提案する場合、販売手数料や 12b-1 手数料は当該フィナンシャル・アドバイザーの業績に寄与することから、商品や運用戦略の善し悪しにかかわらず、より手数料の高いシェアクラスを設定している投信を投資家に提案しようとするインセンティブが働く側面がある。しかし、DOLFD 規則は米国の金融機関及びフィナンシャル・アドバイザーに対して、IRA 加入者等に投資アドバイスを提供する際、顧客との間に利益相反が生じないよう業績評価体系を構築するよう要請しており、米国資産運用会社が A シェアをはじめとする既存のシェアクラスに加えて、販売会社がこの要請に応えやすいようなシェアクラスを開発するニーズが生じている。

## 2. 利益相反の軽減を促す T シェア

そこで、米国の資産運用業界は新たに 2 つのシェアクラスの導入に取り組んでいる。一つ目は、T シェア（トランザクショナル・シェア）の開発である。T シェアとは利益相反の軽減を目的に、退職勘定向けの各投信の販売手数料及び 12b-1 手数料を同水準に設定するシェアクラスである。例えば、ある資産運用会社が IRA 加入者等向けに、米国株投信と米国ハイ・イールド債投信を設定・運用している場合、当該 2 つの投信にそれぞれ T シェアを導入することで両者の販売手数料と 12b-1 手数料は同水準となる。その結果、販売会社及び資産運用会社が、故意に販売手数料や 12b-1 手数料が高い投信を IRA 加入者等に提供し、DOLFD 規則違反となるような状況を回避することを目的としている。

また、モーニングスターがカバーしている約 3,000 本の投信のうち、債券投信の A シェアの販売手数料の平均値は 3.75% で、株式投信の A シェアの販売手数料の平均値は 5.47% となっていることに表れているように、投信の資産クラスによって販売手数料の水準に差異がある（図表 4）<sup>31</sup>。現在、T シェアは販売手数料 2.5%、12b-1 手数料 0.25% とすることが米国資産運用業界において検討されており、モーニングスターは IRA 加入者等に提案される全資産クラスの投信の販売手数料及び 12b-1 手数料を同水準にすることで、フィナンシャル・アドバイザーは市況に応じて顧客にとって最適な投信を提案できると述べている。

既にフィデリティ・インベストメンツ、ブラックロックなど 30 社以上が、設定・運用している自社の投信について新たに T シェアを SEC に登録申請しており、モルガン・スタンレー等の販売会社は、資産運用会社による T シェア導入の動きを好意的に受け止めていると報道されている<sup>32</sup>。また、モーニングスターによると、今後、販売会社及び資産運用会社は 3,500 以上の T シェアを設定する可能性がある試算されている。

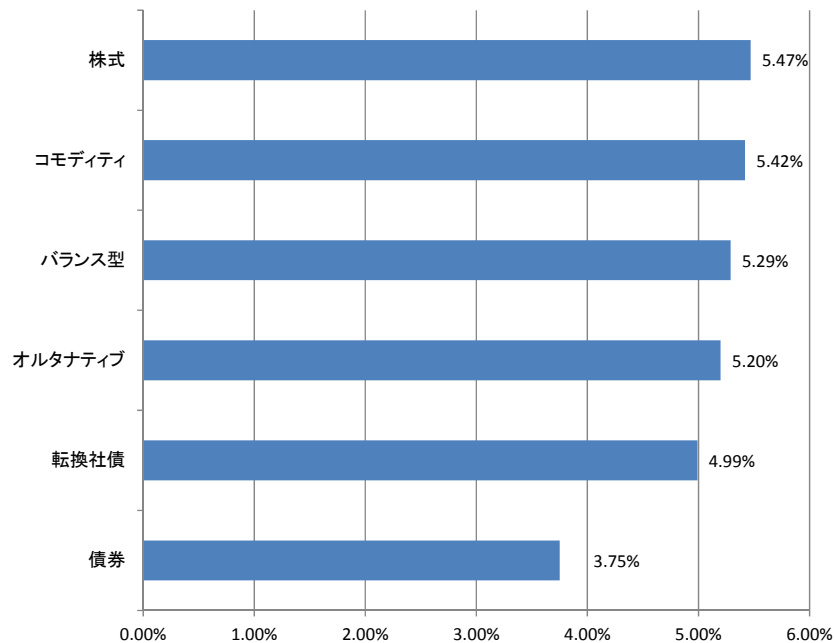
ただし、T シェアは、A シェア等の既存のシェアクラスと比べて利益相反の可能性は減少するが、投信の乗り換えによって、投資家から取得する販売手数料の総額を最大化したいというフィナンシャル・アドバイザーが有するインセンティブを抑止する効果はない。そこで、UBS のウェルス・マネジメント部門を率いるトム・ナラタイル氏は 2017 年 6 月、IRA 加入者等に提供するフィナンシャル・アドバイザーの報酬査定においてコミッション収入を除外し、顧客の資産残高に応じたフィー収入のみ対象とする旨を表明した<sup>33</sup>。UBS はメリルリンチ及びモルガン・スタンレーと同様に、DOLFD 規則に準拠した体制の下、顧客が希望する場合においてはコミッション型サービスを限定的に提供するが、報酬の査定対象からコミッション収入を除外することで、フィナンシャル・アドバイザーによる過度な投信の乗り換え提案の可能性を排除する。

<sup>31</sup> Morningstar, “Early Evidence on the Department of Labor Conflict of Interest Rule,” April, 2017.

<sup>32</sup> “Wave of New ‘T Shares’ Puts Post-DOL Loads at 2.5%,” *Ignites*, January 3<sup>rd</sup> 2017.

<sup>33</sup> “UBS to change how advisers get paid ahead of fiduciary rule deadline,” *Reuters*, June 2<sup>nd</sup> 2017.

図表 4 米国における各資産の投信の A シェアの販売手数料（平均値）



(注) グラフ内の数値は段階料率となっている販売手数料の最大値の平均値  
 (出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

### 3. 高い透明性を追求するクリーン・シェアーズ

二つ目は、クリーン・シェアーズの開発である。クリーン・シェアーズは、英国において2012年12月、個人向け金融商品販売制度改革（RDR: Retail Distribution Review）を受けた投信販売手数料規制が導入された際に考案されたシェアクラスである<sup>34</sup>。クリーン・シェアーズは T シェアとは異なり、12b-1 手数料を伴わないことで、より高い透明性を追求することを目的としている。12b-1 手数料は販売関連サービスの対価であるが、運営管理費用、ウェブサイトの運営等の広告費用、目論見書・販売用資料の印刷代・作成費、フィナンシャル・アドバイザーの報酬等が含まれる<sup>35</sup>。しかし、近年、12b-1 手数料は、実質的に投信の販売会社の間接的な報酬になっていると批判されていた。

クリーン・シェアーズは 12b-1 手数料を取得しないため、販売会社など資産運用会社以外の主体は直接的に投資家から各種費用を徴収する必要がある。例えば、投資家に送付される運用報告書において、目論見書・販売用資料の印刷代・作成費は個別に開示され、目論見書・販売用資料を作成している主体が投資家から直接当該費用を取得する。つまり、クリーン・シェアーズとは、資産運用会社による資産運用というサービスの対価と、販売関連サービスの対価（各種費用）をアンバンドリング（分離）するものである。

クリーン・シェアーズが普及すれば、各種費用が全て明示されるため投資家は自身が何に幾ら手数料を支払っているのか明確に理解することが可能になる。モーニングスターは、

<sup>34</sup> 詳細は、田中健太郎「英国における投信手数料を巡る動向」『野村資本市場クォーターリー』2014年春号を参照。

<sup>35</sup> ICI, “Background Information About 12b-1 Fees,” February, 2003.

投資家がオープンエンド型投信や MMF 等を保有する上で、負担している 12b-1 手数料は年間約 150 億ドルに上ると試算しており、クリーン・シェアーズの普及によって透明性が高まることで、結果的にコストの引き下げ圧力に繋がる可能性がある」と述べている。

クリーン・シェアーズは、販売会社が自由に販売手数料を設定することができるため、販売手数料を同水準に設定し、金融機関が IRA 加入者等向けにコミッション型サービスを提供する際に活用できる。また、金融機関がレベルフィー・フィデューシャリーの要件を満たして IRA 加入者等に対して残高フィー型サービスを提供する場合においても、クリーン・シェアーズを活用することで、より透明性の高いサービス提供が可能になる。

既にキャピタル・グループは 2017 年 3 月、アメリカン・ファンズのクリーン・シェアーズを SEC に登録した。キャピタル・グループのマット・オコーナー氏（北米担当営業ヘッド）は、退職資産に対する投資アドバイスに係る手数料の透明性を高めることが目的だと述べた<sup>36</sup>。その他、ジャナス、コロンビア・スレッドニードル等がクリーン・シェアーズを SEC に登録申請している。パトナムの広報担当者のジョン・ゴールドスタイン氏は、販売会社のニーズに応じて全シェアクラスを評価・検討評価中であるが、なかでもクリーン・シェアーズは注目のシェアクラスだと述べており、フランクリン・テンプレトンも同様にクリーン・シェアーズの導入を検討している<sup>37</sup>。

その一方で、ディメンショナル・ファンド・アドバイザーズのデビッド・ブース氏（創業者、エグゼクティブ・チェアマン）は、以前から利益相反の排除に注力しており、手数料の透明性を確保してきたため、新種のシェアクラスには興味がないと述べている。

## VI. 2018 年 1 月の完全適用に向けた注目点

約 7 兆ドルの市場規模を有する IRA 市場において、メリルリンチやモルガン・スタンレーをはじめとする販売会社は、2018 年 1 月の DOLFD 規則完全適用日に向けて残高フィー型サービスの提供に軸足を移行し始めている。しかし、残高フィー型サービスの推奨には留意点もある。米労働省は、「リバース・チャージング」は明らかに重大な利益相反を伴うと指摘している。リバース・チャージングとは、頻繁に取引を行わない顧客をコミッション型サービスからフィー型サービスに移行することで、結果的に顧客に不必要な手数料の負担を強いる状況を指す。DOLFD 規則の対象は退職年金勘定の加入者であり、もともと頻繁に取引を行わない保有者が多く存在することから、一概にフィー型の方が顧客にとって最善とは言えない。したがって、今後、メリルリンチやモルガン・スタンレーをはじめとする販売会社は法的リスクを最小化しながら、コミッション型サービスと残高フィー型サービスのバランスを取って収益を上げる必要に迫られるものと思われる。

また、資産運用会社は新たなシェアクラスを考案しているが、T シェアは IRA 加入者等に提案する投信の販売手数料及び 12b-1 手数料を同水準とするため、利益相反を軽減する

<sup>36</sup> “Clean shares could revolutionize the fund industry,” *InvestmentNews*, February 2<sup>nd</sup> 2017.

<sup>37</sup> “Expect a spring torrent of new mutual fund share classes,” *InvestmentNews*, March 8<sup>th</sup> 2017.

一方で手数料競争や手数料徴収手法に関する新たな工夫の可能性を阻害する側面がある。理想的には、フィナンシャル・アドバイザーはクリーン・シェアーズを活用し、高い透明性を確保しながらも、DOLFD 規則が規定する合理的な報酬の範囲内で投資アドバイスを提供することが望まれる。実際に、米労働省は、クリーン・シェアーズは投資アドバイスに関連する手数料の透明性を向上させる最善の手法であるとして、資産運用業界の開発動向を歓迎している。

アコスタ労働長官は、現行の DOLFD 規則の要件は、トランプ政権が目指す金融規制緩和という目標にそぐわないという考えの下、2018年1月1日まで同規則の副作用に関する調査を継続し、その結果次第では追加的な修正を行うとした。既に、DOLFD 規則の一部適用が開始されている中、同規則の追加的な修正はどのような範囲に及ぶのか、そして、実際に金融規制の緩和と言える内容になるのか注目される。

米労働省の動向と並行して、SEC は、今後、前掲図表2のパブリックコメントの募集期限を設定し、民間の金融機関に対して正式に統一フィデューシャリー基準策定の是非を問う。その結果によっては、IRA 加入者等の投資アドバイスだけではなく、個人向け投資顧問業者及びブローカー・ディーラーが提供する投資アドバイス全般を対象とする新たな規制が策定される可能性がある。メアリー・ホワイト前 SEC 委員長は 2017年1月、過去4年の在任期間中において SEC として当該基準を策定できなかったことは残念であると述べた上で、前委員長自ら時間をかけて研究した結果、当該基準の策定は SEC が取り組むべき重要事項であると考えていたことを明らかにした<sup>38</sup>。しかし、ホワイト前 SEC 委員長は、同基準の策定は3名の SEC 委員だけで対応することができるような内容ではなく、欠員であった2名の SEC 委員を選定し、5名体制でなければ難しいと述べた。クレイトン SEC 委員長がホワイト前委員長と同様の考えを持つとするならば、欠員となっている SEC 委員2名の選定を急ぐ可能性があるだろう。

米労働省は DOLFD 規則の適用を開始し、SEC も統一フィデューシャリー基準の策定について意欲を示した。それに伴って、資産運用商品の販売網における退職口座の活用動向、商品選定、テクノロジーの利用動向は大きな変貌を遂げ始めている。今後、米国で進展する2つのフィデューシャリーに関する規則・基準の動向と、金融業界への影響が注目される。

<sup>38</sup> “SEC Chair White Says Goodbye ... for Now,” *ThinkAdvisor*, January 19<sup>th</sup> 2017.