

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 —

岡田 功太、杉山 裕一

■ 要 約 ■

1. 2016年11月8日、共和党候補のドナルド・トランプ氏が第45代米国大統領に選出され、同時に議会上下両院で共和党が勝利した。トランプ氏が選挙期間中、近年の金融規制強化の法的基盤であるドッド＝フランク法（DFA）を撤廃すると主張してきたため、金融規制緩和論が台頭している。同時に、トランプ新政権の下、2016年4月に公表された米労働省による従業員退職所得保障法のフィデューシャリーの定義に関する規則（DOLFD規則）が、撤廃または改正される可能性が期待されている。
2. ただし、既に最終化されたDOLFD規則の改正は必ずしも容易ではない。労働省が同規則を再度改正する場合、行政手続法に基づく所定の手続きを完了するには最低でも1年以上の年月を要すると見られる。また、議会において、DFAの見直しを目的とする金融選択法案が可決されれば、同規則の実質廃止につながることも可能となるが、上院共和党の獲得議席数は安定的な法案可決に必要と言われる60議席に達していない。
3. そこで、トランプ新政権はDOLFD規則の適用日の延期を目指す可能性が高いと見られている。議会でもジョー・ウィルソン議員が2017年1月、DOLFD規則の適用を2年延期する法案を提出している。一旦適用日を延期することで、新政権はDOLFD規則の撤回・改訂を目的とした戦略策定にリソースを割くことができるというアプローチである。
4. もっとも、DOLFD規則撤廃・改正・適用延期を巡る議論が、金融業界及び実務家にとってどの程度の意味を持ちうるのかは不明である。同規則の行方に関わらず、既に一部の大手証券会社はコミッション型サービスの提供停止を決定し、資産運用業界においてはETFとロボ・アドバイザーの台頭に拍車がかかると見られている。DOLFD規則を巡る一連の議論とその実質的な影響度合いは、今後も論点となり得る金融規制緩和論をどう評価すべきかについて示唆を与えるものであると言えよう。

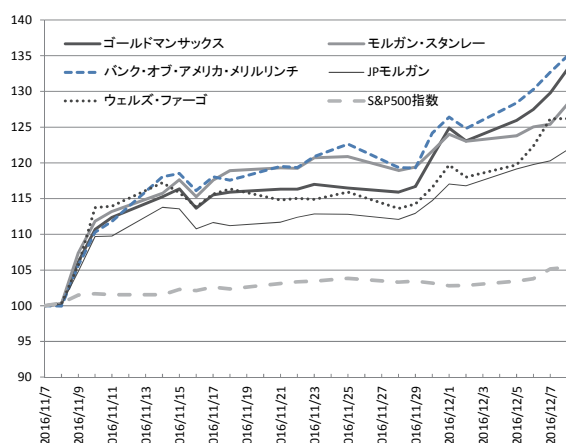
I トランプ次期大統領選出後の米国金融銘柄の株価上昇

2016年11月8日、米国大統領選挙が投開票され、共和党候補のドナルド・トランプ氏が民主党候補のヒラリー・クリントン氏を破り、第45代米国大統領に選出された。米連邦議会において上院・下院のねじれが解消したことに加え、トランプ氏が選挙期間中、金融規制強化の法的基盤であるドッド＝フランク法を撤廃し、経済成長と雇用創出を促す新たな政策を策定すると主張してきたため、金融規制緩和論が台頭した。その結果、金利上昇や減税期待等も好材料となり、米国金融銘柄の株価は大幅に上昇した（図表1及び図表2）。

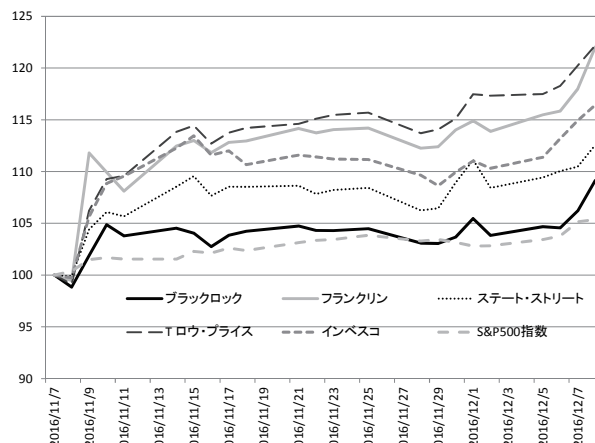
ドッド＝フランク法の目的はリーマンショックのような金融危機の再発防止であり、大手米銀に対する厳格な資本規制を規定している。仮に、2016年11月8日以降の金融銘柄の株価上昇要因として同法の撤廃・緩和期待が寄与しているとするならば、大手米銀の株価上昇には説得力がある。しかし、図表2の通り、大手米銀以外にもフランクリン、Tロウ・プライス、インベスコ等の株価上昇も目立つ。米国資産運用会社は、米銀のようにドッド＝フランク法による厳格な資本規制が課されているわけではないことに加え、金利上昇の恩恵を受けるような事業構造でもないことから、ドッド＝フランク法以外の金融規制についても緩和期待が高まっていると考えられる。

近年、策定された金融規制の中でも、金融機関に大きな影響を与えるものとして、労働省が2016年4月に公表した従業員退職所得保障法（ERISA）のフィデューシャリーの定義に関する規則（以下、「DOLFD規則」）の改定が挙げられる¹。同規則の影響は資産運用会社にも及ぶことから、トランプ新政権下での同規則の撤廃・改正・延期に対する期待が高まり、資産運用会社の株価上昇の一因となっていることが推察される。

図表1 米銀の株価推移（日次、ドル）



図表2 米国の資産運用会社の株価推移（日次、ドル）



（注） データ期間は2016年11月7日～2016年12月8日で、2016年11月7日の終値を100に指数化。

（出所）ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

¹ “Definition of the Term “Fiduciary”; Conflict of Interest Rule-Retirement Investment Advice,” *Federal Register*, April 8th 2016.

2. 労働省フィデューシャリー・デューティー規則の概要

DOLFD 規則により、個人退職勘定（Individual Retirement Account: IRA）の加入者に対して投資アドバイスを提供するフィナンシャル・アドバイザーの多くは、「顧客の最善の利益を目指す旨を明示した契約（BIC: Best Interest Contract）」の締結が求められることになる（図表 3）²。フィナンシャル・アドバイザーが個人顧客と BIC を締結すれば「合理的な報酬（Reasonable Compensation）」を得ることができ、その範囲内であれば、顧客に対して従来と同様に、コミッション型サービス（個別株のブローカレッジ業務）や自社系列商品の提供が可能となる。

3. 証券会社に対する不透明な「合理的な報酬」の水準の影響

ところが DOLFD 規則は、肝心の「合理的な範囲」の水準について具体的な言及を避けている。そのため、万が一、BIC を個人顧客と締結しているフィナンシャル・アドバイザーが、合理的な範囲を超えて報酬を受けた場合、顧客の最善の利益を目指していないと判断され、DOLFD 規則に反しているとして IRA 加入者から集団訴訟を受ける可能性がある。このような懸念を背景に、個人向け証券ビジネスに注力する金融機関は、確定拠出型企業年金及び IRA のビジネス戦略の見直しに着手し始めており、実質的なコスト削減策を打ち出している。また、大手証券会社だけではなく、とりわけコミッション型サービスに収益を依存する中小規模の証券会社にとって DOLFD 規則の影響は甚大であると考えられており、実際に A.T.カーニーは 2020 年までに約 5,000 億ドルの資金流出と約 70 億ドルの収益減少を試算している³。

図表 3 最善の利益契約の免除の概要

BIC の内容	明示	金融機関がフィデューシャリーであること等
	保証	最善の利益とならない推奨の誘引となるような業績評価を行わないこと等
	公平な行為基準	受け取る報酬が合理的な範囲を超えないこと等
BIC 締結後に提供可能なサービス		<ul style="list-style-type: none"> ・コミッション型サービス ・自社系列商品の推奨
情報開示		手数料体系やアドバイザーへの報酬体系等の開示と更新
適用開始日	部分適用	2017 年 4 月 10 日
	完全適用	2018 年 1 月 1 日

（出所）労働省より野村資本市場研究所作成

² “Best interest Contract Exemption,” *Federal Register*, Vol.81, No.68, April 8th 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。

³ A.T. Kearney, “The \$20 billion impact of the new fiduciary rule on the U.S. wealth management industry,” October, 2016.

II DOLFD 規則の撤廃・改正・延期の可能性

1. トランプ新政権及び共和党議員のスタンス・思想

DOLFD 規則は、米国の証券業界や資産運用業界に甚大な影響を及ぼすことから、トランプ新政権がドッド＝フランク法だけでなく、DOLFD 規則についても撤廃・緩和等の措置を取ることに期待が高まっている。しかし、トランプ氏は選挙期間中に同規則について言及していないことに加え、同氏が 2016 年 12 月 8 日に次期労働長官として指名したファストフード大手 CKE のアンディー・パズダー最高経営責任者（CEO）も、DOLFD 規則について立場を明らかにしていない⁴。

その一方で、トランプ氏の助言役であるアンソニー・スカラムーチ氏（ヘッジファンド運用者）は過度な規制によって米国経済の成長が阻害されているとして、DOLFD 規則を含む金融規制を撤廃すべきだと発言した⁵。また、複数の有力な共和党議員も DOLFD 規則に伴う弊害に対して明確に懸念を表明した。例えば、ポール・ライアン下院議長やジェブ・ヘンサーリング下院金融サービス委員長は同規則によるコンプライアンス・コストの上昇によってフィナンシャル・アドバイザーが小規模な IRA 加入者に対するサービスを停止し、一部の投資家が不利益を被る可能性を指摘している⁶。

2. トランプ新政権が DOLFD 規則を改正する手段

しかし、既に最終化された DOLFD 規則の改正は容易ではない。労働省が DOLFD 規則を改正する場合、行政手続法に基づいて改めて導入時と同様の規則策定手続きを踏む必要があるが、当該プロセスには最低でも 1 年、通常であればそれ以上の年月を要する⁷。

労働省にはガイダンスを公表し、正式な公布及びコメントを伴う規則策定手続きを回避するという選択肢もある。ガイダンスとは、規制当局が策定した規則の不明瞭な点について、より具体的な解釈を示す文書である。しかし、モルガン・ルイス法律事務所によると、ガイダンスという方法がコメント募集の手続き回避のために採られたと見なされた場合、労働省が提訴される可能性がある⁸。

労働省が上記の改正の手続きを行わなかった場合、金融機関は労働省に対して同規則の見直しを請願することが可能である。これは行政手続法 553 条 (e) 項の「関係者に、規則の発行、修正、撤廃を請願する権限を与える」という条文を根拠としており、規則策定者に対してルールを改正しない理由について説明を求める機会を設けることを目的としている。

⁴ “Trump pick for Labor secretary not likely to favor DOL fiduciary rule,” *InvestmentNews*, December 8th 2016.

⁵ “Trump adviser Anthony Scaramucci promises to ‘repeal’ DOL fiduciary rule,” *InvestmentNews*, October 18th 2016.

⁶ “Donald Trump Victory Casts Clouds Over Fiduciary Rule,” *Wall Street Journal*, November 9th 2016. “Republican Lawmakers Eye Freeze on Obama Regulations,” *Wall Street Journal*, November 18th 2016.

⁷ 行政手続法 553 条は、軍事もしくは外交問題に関わる「政府機関の管理、人事もしくは公共、ローン、助成金、福利厚生、契約、に関する」ルールを例外としているが、本件には当てはまらない。

⁸ Morgan Lewis, “The 2016 Election and the Future of the Department of Labor Fiduciary Rule,” November 2016.

図表 4 DOLFD 規則を巡る労働省の係争事案の概要

原告	裁判所	2017年1月時点のステータス
「商工会議所等の9団体」「米国保険業界等」「インデックスド・アニュイティ・リーダーシップ・カウンスル」	テキサス北部地区 連邦地方裁判所	2016年6月、訴訟3件を統合。2016年11月の公判においてリン判事は、DOLが投信だけを対象とした調査に基づいて、保険に関しても規則策定の結論に達したことに困惑していると述べた。
米国立額年金協会 (National Association for Fixed Annuities)	コロンビア特別区 連邦地方裁判所	原告は控訴の決定が下されるまで、DOLFD 規則の仮差止めを求めたが、2016年12月に裁判所は当該申請を却下。
マーケット・シナジー・グループ (Market Synergy Group)	カンザス州 連邦地方裁判所	2016年11月、DOLFD 規則の仮差止めを求める原告の申請を却下。
ルーテル教会スライメント・フィナンシャル (Thrivent Financial for Lutherans)	ミネソタ州 連邦地方裁判所	2016年9月にDOLを提訴。

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

労働省は現在、DOLFD 規則を巡る 4 件の訴訟を提起されている (図表 4)。これらについては、トランプ新大統領の下、司法省が係争における抗弁を取りやめることも可能である。そうすることにより、裁判所が原告の主張を認め規則が無効化する可能性が高まる。主な争点を挙げると、第一に、労働省は ERISA における IRA のフィデューシャリーの規定を労働省が拡大解釈し、その結果、人々の退職プランに関する選択肢やアクセスを狭めているか否かである。第二に、IRA 加入者に対する投資アドバイス提供者は、証券取引委員会 (SEC)、金融業規制機構 (FINRA)、保険監督当局の管轄下であり、労働省は他省庁の管轄下にある業者に対する規則を策定しているのではないかという点である。第三に、フィナンシャル・アドバイザーと顧客の間のやり取りに対する過剰な制約は、言論の自由を保証する米国連邦憲法修正第 1 条 (言論の自由) 違反ではないかという点である。

3. DOLFD 規則撤廃を目論む議会共和党の金融選択法案

行政及び司法だけではなく、立法を司る議会において共和党が DOLFD 規則の対案を策定し、同規則の撤廃を試みる可能性もある。現在、トランプ新政権による金融規制改革の方向性を示す土台として、金融選択法案 (Financial CHOICE Act) が有力視されている⁹。同法案は下院金融サービス委員会のジェブ・ヘンサーリング委員長が提出し、2016年9月に同委員会を通過した。大統領選前までは民主党が過半を占める上院での可決は難しく、仮に通過してもオバマ大統領による拒否権発動が予想されたため注目されていなかったが、トランプ氏が当選したことにより、新政権下で行われる金融規制改革の方向性を示すものとして脚光を浴びている。そして、金融選択法案は、第 4 編において共和党のアン・ワーグナー下院議員が 2015 年に提出した個人投資家保護法案 (Retail Investor Protection Act (H.R. 1090)) の内容を反映している (図表 5)。

⁹ 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年冬号を参照。

図表 5 金融選択法案の概要

第1編	資本基盤が強固で、良く管理された銀行組織の規制からの解放
第2編	大き過ぎて潰せない銀行と銀行のペイルアウトの終結
第3編	米国民が金融面で主体性を獲得するための支援
第4編	資本市場の改善 ※米労働省のフィデューシャリー・デューティー規則の一部改正等
第5編	保険当局の刷新を通じた規制監督体制の改善
第6編	金融規制当局に対する説明責任の追及とワシントンの強化された権限の排除
第7編	連邦準備理事会の規制監督に関する改革の合理化
第8編	ウォール街に対する説明責任の追及
第9編	ボルカー・ルール及び他の条項の廃止
第10編	資本形成の促進を通じた、小規模事業者、革新者、雇用創出者に対する機会の提供
第11編	メイン・ストリートと地域金融機関の規制からの解放

(出所) 金融選択法案より野村資本市場研究所作成

個人投資家保護法案は、労働省がフィデューシャリー・デューティー規則を適用する以前に、SEC が独自のフィデューシャリー・デューティー規則を策定することを義務付けている¹⁰。大統領選後の2016年11月14日、メアリー・ホワイト SEC 委員長は2019年の任期満了を待たずに2017年1月に退任する意向を表明した¹¹。そしてホワイト SEC 委員長は、2016年11月15日の下院金融サービス委員会における2018財政年度の予算に関する公聴会において、同委員長が退任する以前に SEC のフィデューシャリー・デューティー規則を取り上げる見込みはないと述べた。

また、同委員長の退任後はマイケル・ピウォワー SEC 委員が暫定委員長を務める可能性が有力視されているが、同氏は以前より、金融業界が負うコストが高すぎるとして SEC のフィデューシャリー・デューティー規則策定に反対している。そのような状況下で SEC が早急にフィデューシャリー・デューティー規則を策定する可能性は低く、金融選択法案が可決されれば、当面の間、共和党は実質的に DOLFD 規則の適用を阻止することに成功する。

しかし、今般の米連邦議会選挙において、上院共和党の獲得議席数は52議席と過半数を有するものの、安定的な法案可決に必要と言われる60議席には達していない¹²。そのため金融選択法案の可決は容易ではなく、同法案による DOLFD 規則の撤廃が、今後数か月内に実現するとは考えにくい。

¹⁰ “Bill to Kill Dodd-Frank, DOL Rule May Get Vote After Election: Hensarling,” *ThinkAdvisor*, September 27th 2016.

¹¹ “Mary Jo White to Step Down as S.E.C. Chief,” *The New York Times*, November 14th 2016.

¹² 米上院では、演説を長時間続ける議事妨害が行われることがあり、無効にするには60議席以上が必要となる。

4. DOLFD 規則適用日延期の可能性

そこでトランプ新政権は、DOLFD 規則の適用日の延期を目指す可能性が高いと見られている。モルガン・ルイス法律事務所によると、同規則の適用延期を実現するには、労働省が暫定最終規則（interim final rule）を発出することにより、2017年4月10日に予定される DOLFD 規則の「適用日（applicability date）」を先送りするという方法がある。当該手法によって、一旦、適用日を延期することで、新政権は DOLFD 規則の撤廃・改正を目的とした戦略策定にリソースを割くことができる。

しかし、ペレス現・労働長官は草案作成時から DOLFD 規則を推進しているため、適用延期の手続きを行う可能性は低い。注目すべきはパズター氏が議会承認を受け、正式に労働長官に就任する時期であるが、同氏を含む労働省の高官が配属されるには時間を要する。暫定最終規則の発出は少なくとも 2017 年 1 月の新政権樹立後である¹³。したがって、DOLFD 規則適用延期に関する手続きが、2017 年 4 月（DOLFD 規則の段階適用日）に間に合うかは定かでない。

また、本稿執筆時点で議会において注目すべき点として、下院教育労働委員会のメンバーであるジョー・ウィルソン議員が 2017 年 1 月、DOLFD 規則の適用を 2 年延期する法案を提出したことが挙げられる¹⁴。同氏は、DOLFD 規則の適用日を遅らせることによって、議会とトランプ次期大統領に規則を見直す時間の余裕を与えるべきであると述べている。ただ、前述の通り、上院共和党の獲得議席数が 60 議席に達していないため、同法案も円滑に可決される可能性は低い。いずれにせよ、政治的な要因、行政制度、同規則適用までの日数等を総合的に勘案すると、当面の間、トランプ新政権は DOLFD 規則の適用延期に注力する可能性が高いと見られる。

III 大統領選後の個人向け証券ビジネスの見直し

1. コミッション型サービス提供の継続と変更

金融規制緩和の機運が高まる一方で、DOLFD 規則が早急に撤廃・改正される可能性は低いという見方の下、米国の確定拠出型企業年金及び IRA 市場において投資アドバイスを提供する金融機関は、コンプライアンス体制が整っていないが故に同規則違反として制裁や訴訟の対象にならないよう、DOLFD 規則が当初の予定通りに適用されることを前提に対応を進めている。

米国最大級の証券会社であるメリルリンチは、2016 年 10 月に IRA 加入者向けコミッション型サービスの提供を停止すると公表した¹⁵。その後、2016 年 11 月初旬より、同社

¹³ 前項脚注 10 を参照。

¹⁴ “Congressman Introduces Bill to Delay DOL Fiduciary Rule,” *ThinkAdvisor*, January 6th 2017.

¹⁵ 詳細は、岡田功太・杉山裕一「変貌を遂げる米国の個人向け証券ビジネス—労働省フィデューシャリー・デューティ規則の影響—」『野村資本市場クォーターリー』2017 年冬号を参照。

はこの決断を前面に押し出す形で、「顧客の最善利益の追求」及び「取引前に公平且つ透明性の高い手数料開示」を提供する旨を様々な媒体を通じて宣伝し、マーケティングに活用してきた。将来的に DOLFD 規則が撤廃・改正される可能性は残っているが、その結果如何を問わず、IRA 向けコミッション型サービスの提供は行わないと決断を下した¹⁶。

(各社の対応は図表 6 を参照)

米国最大の独立系フィナンシャル・アドバイザーである LPL フィナンシャルは、大統領選開票日の翌日(2016年11月9日)、引き続き DOLFD 規則遵守計画を推進することを公表した¹⁷。同社はメリルリンチとは異なり、IRA に対するコミッション型サービスの提供を継続すると決定しているが、投資家からの集団訴訟のリスクを最小化すべく、2017年初頭より IRA 加入者に対して提供する投信の販売手数料率を一律 3~3.5%に統一する¹⁸。これは LPL のフィナンシャル・アドバイザーが商品提案に際し、恣意性を持ちうる状況を排除することを目的とした決定事項であり、今後 DOLFD 規則が撤廃・改正されたとしても、LPL フィナンシャルは当該決定事項を変更することはないとした。

2. 大統領選後に打ち出したコミッション型サービスに関する施策

2016年11月8日の大統領選以降に、コミッション型サービスの提供手法について新たに方針を打ち出した金融機関もある。例えば、JP モルガン¹⁹は 2016年11月10日、キャピタルワン²⁰は 2016年11月16日に IRA 向けコミッション型サービスの提供を停止した。これら 2社はメリルリンチと同様に、合理的な報酬の水準の定義が不透明であるが故に法

図表 6 DOLFD 規則を巡るコミッション型サービスの提供手法別一覧 (2017年1月10日時点)

		金融機関名	
IRA 加入者向け コミッション型サービス継続	商品限定	DOLFD 規則 撤廃・改正されても不変	・ウェルズ・ファーゴ ・モルガン・スタンレー ・エドワード・ジョーンズ
	手数料統一		・LPL フィナンシャル
IRA 加入者向け コミッション型サービス停止		DOLFD 規則 撤廃された場合は変更	・JP モルガン ・メリルリンチ ・キャピタルワン ・アメリプライズ ・レイモンドジェームズ ・コモンウェルス

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

¹⁶ “Reversal on IRA-commission stance unlikely for Merrill if DOL fiduciary rule repealed,” *InvestmentNews*, November 21st 2016.

¹⁷ “For Brokerages, Regulatory Relief Rally Isn’t Their Reality,” *Wall Street Journal*, November 10th 2016.

¹⁸ “DOL fiduciary rule sparks LPL to standardize fees on mutual funds: CEO,” *InvestmentNews*, August 24th 2016.

¹⁹ “JPMorgan Chase will stop charging commissions on IRAs due to DOL fiduciary rule,” *InvestmentNews*, November 10th 2016.

²⁰ “Capital One will eliminate commissions on IRAs,” *InvestmentNews*, November 16th 2016.

的リスクが伴うとして、IRA 加入者に対する同サービスの提供を停止すると決定した（図表6）。

一方、ウェルズ・ファーゴは2016年12月1日、購入可能な商品を限定した上で、IRA 向けコミッション型サービスの提供を継続すると表明した²¹。コミッション型サービスを希望するIRA 加入者に対して、当該サービスを提供することが顧客の最善の利益に適合しており、DOLFD 規則の理念に合致しているという判断である。これは、モルガン・スタンレーやエドワード・ジョーンズと同様の方向性である。

コモンウェルスは投資家からの集団訴訟の可能性を排除するため、既にIRA 向けコミッション型サービスの停止を表明していた²²。しかし、大統領選後にDOLFD 規則撤廃の機運が高まったことに伴い、同社は一転してトランプ新政権が同規則を撤廃した場合には、同サービスの提供を再開する可能性を示唆している²³。DOLFD 規則が撤廃・改正された場合にコミッション型サービスの提供を巡る経営判断を変更する可能性を表明しているのは、本稿執筆時点においてコモンウェルスのみである。つまり、各金融機関は同規則が適用されることを前提に、対応を進めるという方向性が主流であると言えよう。

3. 個人向け証券ビジネスの報酬体系の厳格化

DOLFD 規則に伴う各証券会社の改革は、フィナンシャル・アドバイザーの人事評価体系にも及んでいる。特にメリルリンチとモルガン・スタンレーは大統領選後に給与及び賞与の算出方法を厳格化し、成績優秀者に対する社内表彰の基準の引き上げを公表した。

従来、メリルリンチはフィナンシャル・アドバイザーに対して、年間最低1名の顧客をバンク・オブ・アメリカのいずれかの部門に紹介しなければボーナス削減の対象としていた。2017年度以降はバンク・オブ・アメリカへの顧客紹介人数を2名に引き上げる²⁴。また、メリルリンチは「ストラテジック・グロース・アワード（Strategic Growth Award）」と呼ばれる社内表彰基準についても、現在の基準である7%の顧客資産純増を10%に引き上げる。さらに、コミッション型サービスを継続する顧客から取得するトレール・コミッション（信託報酬における販売会社の取得分）については、当該フィナンシャル・アドバイザーの営業努力の成果とは言えない側面があることに加え、投資アドバイスを提供していないにもかかわらずトレール・コミッションを得ている場合は、顧客にとっての最善の利益を果たしているとは言えないことから、フィナンシャル・アドバイザーの給与・賞与の査定基準から除外することを決定した。

モルガン・スタンレーは2017年以降、現在の報酬体系のボーナス基準値を決める手数

²¹ “Wells Fargo to Keep Commissions-Based Retirement Accounts Under Fiduciary Rule,” *InvestmentNews*, December 1st 2016.

²² “Commonwealth Financial eliminates commission-based retirement products in wake of DOL rule,” *InvestmentNews*, October 24th 2016.

²³ “Commonwealth Financial will reverse course on commissions if DOL gets reversed,” *RIABiz*, November 18th 2016.

²⁴ “Bank of America wants more referrals from its Merrill Lynch advisers,” *InvestmentNews*, December 7th 2016.

料収入を一律 10%引き上げる²⁵。例えば、モルガン・スタンレーに所属するフィナンシャル・アドバイザーが 32%のボーナスを得る場合、従前は 22 万ドル以上の収益を上げることが求められていたが、2017 年度以降は 24 万ドル以上の収益を上げる必要がある。モルガン・スタンレーのジェームス・ゴーマン CEO は、同社のウェルス・マネジメント部門の経営目標について、収益性の向上及び経費削減によって 2015 年度は 22%であった税前利益率を 2017 年度には 25%に引き上げることを決定した。

このような対応が、一部大手金証券会社からの人材流出にもつながっている。2016 年 11 月末、メリルリンチから同社勤続 20 年を超える有力なフィナンシャル・アドバイザー 3 名が他社に移籍した。3名の預かり資産の合計は 4 億 4,100 万ドルに上り、年間収益の合計は 180 万ドルを超えると報じられている²⁶。モルガン・スタンレーも 2016 年 10 月までの半年間で、約 50 組のフィナンシャル・アドバイザーのチームが他社に流出した。大手証券会社はそれもやむを得ないとして実質的なコスト削減策を断行し、DOLFD 規則に伴うビジネスモデルの変革を推進している²⁷。

IV 更なる ETF 拡大の可能性

1. アクティブ運用の減少とインデックス運用の巨大化

DOLFD 規則の影響は証券業界だけにとどまるものではなく、結果的に ETF の更なる拡大に寄与する可能性も秘めている。前述の通り合理的な報酬の範囲が不透明であり、IRA 加入者にコミッション型サービスを提供するフィナンシャル・アドバイザーに法的なリスクが伴う以上、証券会社は提供サービスの形態だけではなく、提供商品についても慎重にならざるを得ない。そこで、フィナンシャル・アドバイザーは、報酬の合理性について説明しやすい ETF の活用を増加させると見込まれている。

実際に、A.T.カーニーは 2020 年までに ETF 業界の市場規模は約 1 兆ドル増加する一方、ミューチュアル・ファンド業界の市場規模は約 1 兆ドル減少すると試算している（図表 7）²⁸。この状況についてジョン・ボーグル氏（バンガード創業者）は、「ミューチュアル・ファンド業界はゆっくりと解散に向かっている」と指摘する²⁹。また、伝統的なアクティブ運用の雄であるフィデリティは 2016 年 11 月初旬、2014 年より同社の CEO を務めていたアビゲイル・ジョンソン氏を会長職に任命し、それまで会長職を務めていた父親のエドワード・ジョンソン氏は名誉会長に就任した³⁰。フィデリティはアビゲイル新体制の下、低コストの運用商品の台頭によって失ったシェアの奪回を図り、今後予想される

²⁵ “Morgan Stanley Raises Hurdles for Brokers’ Compensation,” *InvestmentNews*, December 5th 2016.

²⁶ “Raymond James recruits three advisers managing \$441 million in assets from Merrill Lynch,” *InvestmentNews*, November 28th 2016.

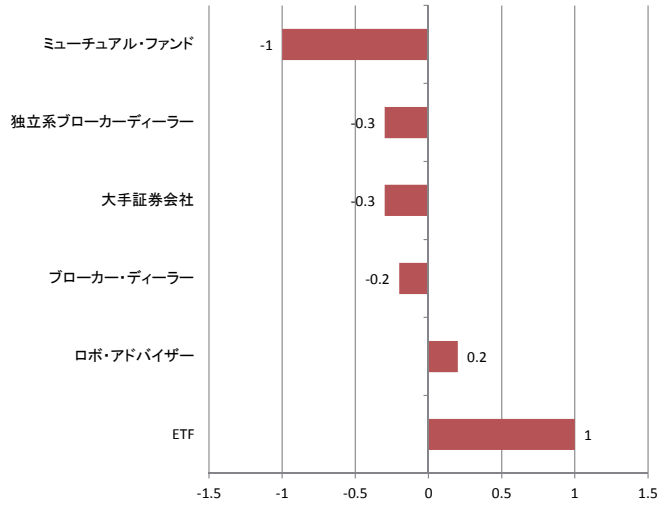
²⁷ “Morgan Stanley \$250M Team Heads to Raymond James,” *Financial Advisor*, December 9th 2016.

²⁸ A.T. Kearney, “The \$20 billion impact of the new fiduciary rule on the U.S. wealth management Industry,” August 2016.

²⁹ “Jack Bogle: The Undisputed Champion of the Long Run,” *Wall Street Journal*, September 12th, 2016.

³⁰ “Fidelity Says Abigail Johnson to Succeed Father as Chairman” *Bloomberg*, November 21st, 2016.

図表7 DOLFD 規則による 2020 年に至る預かり資産の変化予想 (兆ドル)

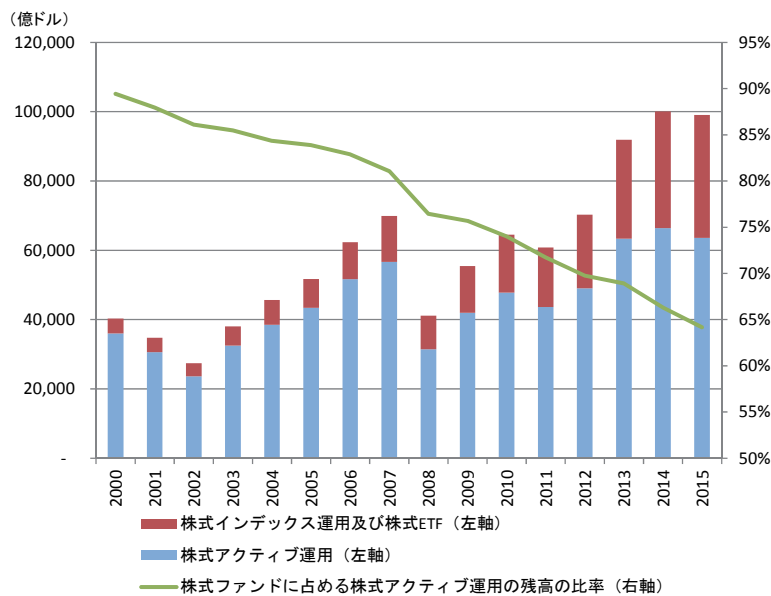


(出所) A.T.カーニーより野村資本市場研究所作成

DOLFD 規則による更なる ETF 拡大の潮流に備えるものと見られている。

ただし、DOLFD 規則の今後の動向に関わらず、既に ETF 及びインデックス運用ファンドの台頭は著しいという点には留意する必要がある。米国における 9.9 兆ドルの株式ファンド (含む ETF) のうち、アクティブ運用が占める割合は 2000 年の 89% から 2015 年に 64% に低下しているが、その要因は株式 ETF の急速な拡大であり、過去 15 年で同 ETF の市場規模は約 1.7 兆ドル増加した (図表 8)。2016 年 1 月から 10 月において、アクティ

図表 8 米国の株式アクティブ運用とインデックス運用の純資産総額



(出所) 米国投資会社協会より野村資本市場研究所作成

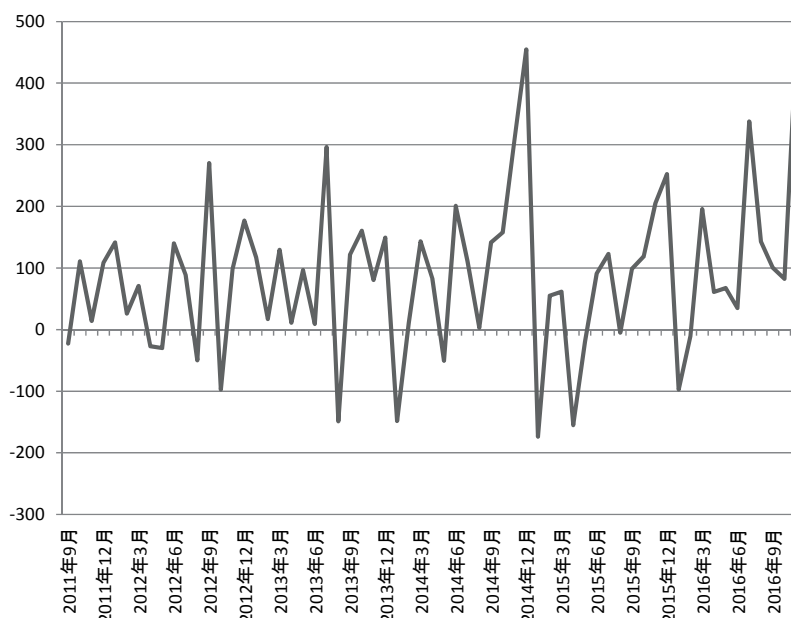
ブ運用ファンドから約 2,900 億ドルの資金が流出した一方で、インデックス運用ファンドには約 1,200 億ドルの資金が流入した³¹。

また、フィデリティを例に挙げると、2016 年 1 月から 10 月において同社のアクティブ運用ファンドから約 430 億ドルの資金が流出し、インデックス運用ファンドには約 300 億ドルの資金が流入した。その結果、同社が運用するフィデリティ 500 指数インデックスファンドの純資産総額は 1,000 億ドルを超え、現在は同社最大規模のファンドの 1 つに成長している。

2. 単月で過去最大の資金流入を記録する米国株式 ETF

アクティブ運用を主体とする資産運用会社は、トランプ氏の米大統領選勝利によって DOLFD 規則の撤廃・改正の可能性が高まることで、ETF 及びインデックス運用ファンドの台頭に歯止めがかかることを期待した。しかし、2016 年 11 月の米国株式 ETF への資金流入額は約 455 億ドルと、2014 年 12 月の約 450 億ドルを超えて単月の資金流入額としては過去最高を記録するなど、むしろ米国株式 ETF への資金流入が顕著であった³²（図表 9）。

図表 9 過去 5 年間の単月の米国株式 ETF の資金流出入額
（億ドル、2011 年 9 月 - 2016 年 11 月）



（出所）米国投資会社協会より野村資本市場研究所作成

³¹ 前項脚注 30 を参照。

³² “Record November For U.S. Equity ETFs,” *Financial Advisor*, December 6th 2016.

インデックス運用の大手であるバンガードには、2016年1月から10月まで約2,300億ドルもの資金が流入しており、資産運用会社1社当たりの年間資金流入額として史上最高額を記録した2015年に引き続き好調な実績を上げている³³。加えて、2016年10月には米ジャナスと英ヘンダーソンが合併を公表するなど、アクティブ運用を主体とする資産運用会社は生き残りをかけ、規模の経済を追求するという選択を迫られている³⁴。これらを総合すると、DOLFD規則がETFの拡大に寄与する部分は確かにあるものの、同規則がトランプ新政権において撤廃・改正されるか否かに関わらず、アクティブ運用の存在感低下とETF及びインデックス運用の台頭というトレンドは、米国の資産運用業界における明確な潮流になっていると言えよう。

3. ロボ・アドバイザーの成長可能性

DOLFD規則は、ETFで構成されたポートフォリオを提供するロボ・アドバイザーの更なる拡大を促すと見られている。金融機関にとってDOLFD規則遵守のコンプライアンス・コストは甚大であるため、資産残高2.5万ドル以下を小規模なIRA口座と定義すると、総額3,390億ドルの口座に対面の資産運用サービスが行き渡らなくなると試算されている³⁵。そこで、フィナンシャル・アドバイザーの代わりに、運営コストが安価なロボ・アドバイザーをはじめとする非対面サービスが小規模なIRA口座の運用を担う可能性も期待されている³⁶。

したがって、ロボ・アドバイザーは、トランプ新政権によるDOLFD規則の撤廃・改正に関する議論に反発している。例えば、ベターメントは、トランプ新政権による同規則撤廃・改正の動きを阻止すべく、新聞等のメディアを活用した施策を打ち出している。同社は2016年12月4日のニューヨークタイムズに一面広告を掲載し、「(あなたの)担当フィナンシャル・アドバイザーに対して、手数料及びサービスの内容がフィデューシャリーに基づいているのか確認すべきだ」と述べ、個人投資家に対してDOLFD規則の必要性を訴えかけた。

また、2016年12月5日のウォールストリート・ジャーナルの一面広告では、トランプ氏に向けて「現在、米国市民の正当な投資アドバイスを受けられる権利は脅かされており、トランプ氏は多額の献金を行うロビー団体ではなく、退職口座を加入者する7,500万人の立場に立った政策判断を行うべきだ」と述べ、トランプ新政権に対してもDOLFD規則の重要性を主張し、同規則撤廃・改正に関する動向を牽制した³⁷。

ただし、DOLFD規則はロボ・アドバイザーの成長を後押しする可能性はあるが、その

³³ 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。

³⁴ 詳細は、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。

³⁵ InvestmentNews Research, Legg Mason, “The economics of change,” May, 2016.

³⁶ 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年秋号を参照。

³⁷ “Betterment presses Trump to keep DOL rule,” *InvestmentNews*, December 5th 2016.

有無にかかわらず、同サービスは拡大局面にある。現在、同サービスを提供していない金融機関の方が少ないと言っても過言ではない³⁸。各社が導入に踏み切った理由は個人向け証券ビジネスのコスト削減に加え、米国の人口動態と関係がある。現在、米国ではミレニアル世代（2000年前後に社会進出した世代）の台頭が著しい³⁹。2031年から2045年にかけてベビーブーマー世代からミレニアル世代に約30兆ドルの資産が移転される可能性があり、各金融機関のミレニアル世代に対する営業戦略は今後極めて重要になる⁴⁰。しかし、ミレニアル世代の金融サービスに対する考えは「銀行員の話聞くくらいなら、歯医者に行く」というようなものであり、対面の金融サービスの提供に価値を感じていないとされる。

その一方で、ソーシャル・ネットワーク・サービスはミレニアル世代の生活の一部に浸透しており、大手金融機関が同世代を顧客化するにはロボ・アドバイザーが必須であると考えられる⁴¹。つまり、ロボ・アドバイザーの台頭と、そのポートフォリオを構成するETFが増大するトレンドは、今後も継続する可能性が高い。

V おわりに

DOLFD 規則撤廃・改正・適用延期を巡る議論は立法、司法、行政の場において熾烈を極めるであろう。そして、共和党及び民主党議員だけではなく、業界団体も加わることで当該議論は白熱する可能性が高い。実際に、米国最大の労働組合連合である AFL-CIO、州及び地方自治体の従業員連合である AFSCME 等の連合であるセイブ・アワー・リタイヤメント・ステアリング・グループ（SaveOurRetirement Steering Group）は2016年11月21日、トランプ次期大統領に対して「ウォール・ストリートより一般市民を優先するとの選挙運動中の発言を実行」するよう求める声明を発出し、DOLFD 規則撤廃及び改正の動きを牽制した⁴²。

それに対して、米国商工会議所のトーマス・ドナヒュー氏（プレジデント兼 CEO）は2016年12月12日、既にトランプ次期政権と共に DOLFD 規則の解体に向けて協議を開始していると述べた⁴³。DOLFD 規則は、経済成長を妨げ、ファイナンシャル・アドバイザーに対する無意味な訴訟を増やし、米国の労働者の退職資産運用を困難にするという主張である。

ジョー・ウィルソン議員が、2017年1月に DOLFD 規則の適用を2年延期する法案を提出した際にも、推進派と反対派の間で同様な構図の賛否両論が展開された。証券業金融市場協会（SIFMA）のケン・ベンツェン氏（プレジデント兼 CEO）が、「会員は膨大なコストを費やし、適用に向けて準備を進めてきた。その結果、労働者の退職資産形成にも影

³⁸ 前掲脚注15を参照。

³⁹ 詳細は、岡田功太・幸田祐「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年夏号を参照。

⁴⁰ Accenture, “The Greater Wealth Transfer,” April, 2015.

⁴¹ Viacom Media Networks, “The Millennial Disruption Index,” March, 2014.

⁴² “Coalition Urges Trump Not to Dump DOL’s Fiduciary Rule,” *ThinkAdvisor*, November 21st 2016.

⁴³ “Chamber’s CEO: ‘Already Working’ With Trump to Kill DOL Fiduciary Rule,” *ThinkAdvisor*, December 12th 2016.

響が出ている。(DOLFD 規則の)適用を延期し、新しい議会と政府が投資家を保護することを目的とした、より良い方法を見直す時間を与えることは賢明だ」との声明を発出した。一方、全米消費者連合のバーバラ・ローパー(投資家保護担当ディレクター)氏は、ウィルソン議員の意図は「単に(DOLFD 規則の)適用を延期するだけではなく、同規則の無効もしくは無効同様に希薄化する時間を稼ぐことだ」として、民主党に同法案の阻止を求めた。

2017年1月にトランプ新政権が始動し、その後、労働長官をはじめとする正式な要職人事が確定していく中で、DOLFD 規則推進派と反対派は、互いに自身の主張を通そうと死力を尽くすであろう。しかし、DOLFD 規則撤廃・改正・適用延期を巡る議論は金融業界及び実務家にとって、どの程度の意味を持ちうるのか不明である。DOLFD 規則の起草者であるフィリス・ボージ補佐官が「市場に威力が解き放たれた今、もはや、昔に戻ることはない」と述べている通り、同規則は適用開始以前から効果を発揮している⁴⁴。一部の大手証券会社はコミッション型サービスの提供を停止し、たとえ同サービスの提供を継続するにせよ、商品の制限や手数料率の統一などの制約を課している。資産運用業界においてはETFとロボ・アドバイザーが台頭し、アクティブ運用主体の資産運用会社同士の合併が発生している。

したがって、DOLFD 規則撤廃・改正・適用日延期に関する議論の方向性も重要ではあるが、それ以上にどの程度金融業界が同規則に沿った改革を進め、市場が変貌するかという点が注目される。そして、DOLFD 規則を巡る一連の議論は、一度最終化された金融規制を緩和することは容易ではないことを示す典型的な事例であり、トランプ新政権の始動後にも論点となり得る金融規制緩和論をどう評価すべきかについて、示唆を与えるものであると言えよう。

⁴⁴ “What Phyllis Borzi has to say about the DOL rule now,” *InvestmentNews*, December 1st 2016.