

SEC の米国個人投資家向け投資推奨行為の基準に係る規則案

岡田 功太

■ 要 約 ■

1. 証券取引委員会（SEC）は 2018 年 4 月、個人投資家に投資推奨を行うブローカー・ディーラー及び投資顧問業者に対する行為基準に係る規則案（行為基準規則案）を採択し、90 日間にわたるパブリックコメントの募集を開始した。行為基準規則案は、ブローカー・ディーラー及び投資顧問業者と個人投資家間の利益相反の抑止することを目的としており、以下の 3 点により構成される。
2. 第一に、レギュレーション・ベスト・インタレストを導入し、1934 年証券取引所法に基づいて、ブローカー・ディーラーに対して、顧客の最善利益の追求を義務付ける。現在、ブローカー・ディーラーは、個人投資家に投資推奨をする際、適合性の原則に服しているが、顧客の最善利益を追求する法的義務を負っていないことへの対応である。
3. 第二に、投資顧問業者が負うフィデューシャリー・デューティーの明確化である。フィデューシャリー・デューティーは、1940 年投資顧問法の中核を成す概念である一方で、1963 年最高裁判決に基づく解釈に依拠しており、法文に明記されていない。そこで、SEC は、投資顧問業者がフィデューシャリー・デューティーを負っていることを明確にすべく、1940 年投資顧問法の解釈に係る意見募集を公表した。
4. 第三に、1934 年証券取引所法及び 1940 年投資顧問法に基づいて、フォーム CRS を新設する。フォーム CRS は、ブローカー・ディーラー及び投資顧問業者が、自身のステータスについて、顧客に対して説明するための申請用書式である。
5. 今般公表された行為基準規則案は、長年にわたって、米国において積み重ねられてきた議論に基づくものの、肝心の顧客の最善利益の定義が不透明であるといった批判に晒されている。今後、市場参加者からの提言を受けて、SEC が行為基準規則案の最終化を目指すことができるような議論の進展が期待される。

I. 証券取引委員会による三部構成の政策パッケージ

証券取引委員会（SEC）は 2018 年 4 月、個人投資家に投資推奨をするブローカー・ディーラー（Broker Dealer）及び投資顧問業者（Investment Advisor）に対する行為基準に係る規則案（行為基準規則案）を採択し、90 日間にわたってパブリックコメントを募集する。行為基準規則案は、ブローカー・ディーラー及び投資顧問業者と個人投資家間の利益相反の抑止することを目的としており、以下の 3 点から構成される。

第一に、レギュレーション・ベスト・インタレスト（Regulation Best Interest）である¹。これは、1934 年証券取引所法（The Securities and Exchange Act of 1934）に基づいて、ブローカー・ディーラーに対して、顧客の最善利益の追求を義務付ける規制である。現在、ブローカー・ディーラーは、個人投資家に投資推奨をする際、適合性の原則に服しており、投資顧問業者のようにフィデューシャリー・デューティー（詳細は後述）を負っていない。しかし、SEC は、ブローカー・ディーラーについても、顧客の最善利益を追求する必要があるとの考えの下、レギュレーション・ベスト・インタレストを公表した。

第二に、投資顧問業者が負うフィデューシャリー・デューティーの明確化である²。フィデューシャリー・デューティーは、1940 年投資顧問法（Investment Advisor Act of 1940）の中核を成す概念である一方で、その内容は法文に明記されていない。あくまでも、フィデューシャリー・デューティーとは 1963 年最高裁判決（詳細は後述）に基づいて、1940 年投資顧問法に関する解釈に依拠している。そこで、行為基準規則案は、改めて、投資顧問業者がフィデューシャリー・デューティーを負っているということを明確にすべく、1940 年投資顧問法の解釈に係る意見募集を公表した。

第三に、1934 年証券取引所法及び 1940 年投資顧問法に基づいて、フォーム CRS（Form Client/Customer Relationship Summary）を新設する³。フォーム CRS は、ブローカー・ディーラー及び投資顧問業者が、自身のステータスについて、顧客に対して説明するための申請用書式である。個人投資家に投資を推奨する者は、ブローカー・ディーラーであるケース、投資顧問業者であるケース、その両者のステータスを保有しているケースがあり、個人投資家にとって理解しにくい状態であることから、フォーム CRS によってステータスを明示する。

本稿では、行為基準規則案の概要、行為基準規則案の策定の機運が高まった歴史的な背景、行為基準規則案に対する市場参加者の評価について整理を図る。

¹ 17 CFR Part 240 Release No. 34-83062; File No. S7-07-18 RIN: 3235-AM35.

² 17 CFR Part 275 Release No. IA-4889; File No. S7-09-18 RIN: 3235-AM36.

³ 17 CFR Part 240, 249, 275 and 279 Release No. 34-83063; File No. S7-08-18 RIN: 3235-AL27.

Ⅱ. ブローカー・ディーラー及び投資顧問業者の規則の概要

1. 適合性の原則に服するブローカー・ディーラー

米国において、個人投資家に対して投資推奨を行う者は、ブローカー・ディーラーと投資顧問業者に大別される。ブローカー・ディーラーとは、1934年証券取引所法に定義されており、ブローカーとは他人に代わって証券取引を行う者であり、ディーラーとは自分の勘定で証券を売買する者と規定されている。つまり、ブローカー・ディーラーとは、証券会社または証券業務を行う者を指す。

ある金融機関が、ブローカー・ディーラーとして事業を行うにあたっては、1934年証券取引所法に則って SEC に登録する必要がある、SEC がブローカー・ディーラーの規制・監督権限を有する。しかし、実際には、その権限の多くを自主規制団体である金融取引業規制機構（FINRA: Financial Industry Regulatory Authority）に委任している。したがって、ブローカー・ディーラーは、原則として、フォーム BD と呼ばれる申請用書式を提出し、FINRA の会員になる必要がある⁴。

その結果、ブローカー・ディーラーが、個人投資家に投資を推奨する際には、FINRA の規則に基づいて適合性の原則に服する。これは、個人投資家に対して勧誘を行う場合、当該顧客の証券保有状況、財政状態及びニーズに照らして、その勧誘が顧客に適合したものであると信ずる根拠を持たなければならないという原則であり、ブローカー・ディーラーは、顧客に対して勧誘した取引を実行する前に、顧客の投資目的等を把握するよう合理的に努力する必要がある。

2. フィデューシャリー・デューティーを負う投資顧問業者

他方で、投資顧問業者は 1940 年投資顧問法に服している。同法において、投資顧問業者とは、報酬を得るため、他社へのレポートの発行、証券分析を行うことを業とする者と定義されており、「フィナンシャル・プランナー」や「投資コンサルタント」等と呼称される場合がある。投資顧問業者のうち、運用資産が 2500 万ドル以上の者は、フォーム ADV と呼ばれる申請用書式を提出し、SEC に登録する。フォーム ADV には、投資顧問業者の業務の種類・規模、懲罰記録や、顧客取引を執行する際に関係会社を活用するのか等の利益相反に関する開示が含まれる。投資顧問業者による SEC への登録は、会社単位で行われ、それによって、会社に所属する個人も登録したものと見なされる。

投資顧問業者は、1940 年投資顧問法におけるフィデューシャリー・デューティーを負う。フィデューシャリー・デューティーとは、①顧客の投資目的に沿い、顧客の利益のみを考えて行動しなければならない、②自らを利する推奨を行う誘因となる一切の利益相反（直接・間接を問わず）を生じさせないようにしなければならないという義務である。ここで言う利益相反とは、顧客への取引推奨により、投資顧問業者に金銭上の利益（顧客紹介手数料

⁴ フォーム BD は、初年度 12 ヶ月の月別収支見込、組織図、取扱証券の種別、対象顧客などの業務計画等を記載する申請書式である。

やコミッション等)が生じるような様々な状況が含まれ、その対象は、既存顧客だけではなく、新規顧客との関係構築のための広告等にも及ぶ。

3. 個人投資家向けブローカー・ディーラー及び投資顧問業者の実態

米国において、ブローカー・ディーラーは3,841社あり、2,857社が個人投資家向けに投資推奨を行っている。当該ブローカー・ディーラーが有する個人投資家口座数は約1億3000万口座であり、預かり資産は約3.6兆ドルに達する。そのうち、預かり資産が500億ドル以上の大手ブローカー・ディーラーは15社存在し、その預かり資産は約2.6兆ドルである(図表1)。

他方で、登録投資顧問業者は12,659社あり、7,588社が個人投資家向けに投資推奨を行っている。当該投資顧問業者が有する個人投資家口座数は約3,400万口座であり、預かり資産は約32兆ドルに達する。そのうち、預かり資産が500億ドル以上の大手投資顧問業者は106社存在し、その預かり資産は約23兆ドルである(図表2)。

ただし、個人投資家に投資推奨を行う者のうち、ブローカー・ディーラーと投資顧問業者の両方の免許を有している場合もある。預かり資産が500億ドル以上の大手ブローカー・ディーラーのうち10社は、投資顧問業者としての免許を有する。一方で、預かり資産が500億ドル以上の大手投資顧問業者のうち15社は、ブローカー・ディーラーとしての免許を有している。

図表1 個人投資家向けブローカー・ディーラーの社数と預かり資産(2017年末時点)

預かり資産額	社数	投資顧問業登録を行っている社数	預かり資産額 累積値(10億ドル)
500億ドル以上	15	10	2,647
10億ドル-500億ドル	70	19	923
5億ドル-10億ドル	23	7	16
1億ドル-5億ドル	93	25	20
1000万ドル-1億ドル	372	94	14
100万ドル-1000万ドル	815	139	3
100万ドル以下	1,469	66	0.4
合計	2,857	360	3,624

(出所) SECより野村資本市場研究所作成

図表2 個人投資家向け投資顧問業者の社数と預かり資産(2017年末時点)

預かり資産額	社数	ブローカー・ディーラー登録を行っている社数	預かり資産額 累積値(10億ドル)
500億ドル以上	106	15	22,788
10億ドル-500億ドル	1,427	114	8,472
5億ドル-10億ドル	934	52	652
1億ドル-5億ドル	4,114	126	917
1000万ドル-1億ドル	711	24	40
100万ドル-1000万ドル	98	1	0.4
100万ドル以下	198	29	0.02
合計	7,588	361	32,870

(出所) SECより野村資本市場研究所作成

Ⅲ. レギュレーション・ベスト・インタレストの概要

1. レギュレーション・ベスト・インタレストの目的

上記のようなブローカー・ディーラー及び投資顧問業者の法的な枠組みを踏まえた上で、今般公表された行為基準規則案の概要を紹介する。行為基準規則案の中核的な規制として、レギュレーション・ベスト・インタレストが挙げられる。レギュレーション・ベスト・インタレストは、ブローカー・ディーラーが個人投資家に投資推奨を行う際に、その個人投資家にとっての最善利益を追求することを義務付けるものである。つまり、ブローカー・ディーラーは、レギュレーション・ベスト・インタレストの下、自身の経済的な利益や、その他の利益（ブローカー・ディーラーの経営陣や関係会社の意向等）を優先してはならない。

レギュレーション・ベスト・インタレストの目的は、第一に、ブローカー・ディーラーと個人投資家間の利益相反、とりわけ報酬体系に基づく利益相反は、単に開示をすれば足りるとは言えないため、開示以上の義務を課すことである。第二に、ブローカー・ディーラーと個人投資家の関係についての開示の範囲等が改善されることで、個人投資家側のブローカー・ディーラーとの関係に関する理解を促進することである。

2. 顧客の最善利益を実現する枠組み

SEC は、レギュレーション・ベスト・インタレストを施行することで、ブローカー・ディーラーに対して、単に適合性の原則に係る開示等の最低限の義務の履行だけではなく、投資顧問業者が服しているフィデューシャリー・デューティーに匹敵する水準の法的義務を課すことで、ブローカー・ディーラーと個人投資家間の利益相反の最小化を目指している。

しかし、SEC は、ブローカー・ディーラーが、顧客の最善の利益のみを考えて行動した結果、個人投資家に対して提供する商品やサービスが縮小し、個人投資家にとっての資産運用の選択肢が減少するようなことは意図していない。図表 3 に示す取引は、ブローカー・ディーラーと個人投資家間の潜在的な利益相反を内包する。例えば、販売する金融商品によって、ブローカー・ディーラーが受け取る報酬が異なる場合、ブローカー・ディーラーには高い報酬が得られる商品を販売しようとするインセンティブが生じるが、それは顧客にとって最善とは限らない。一方で、ブローカー・ディーラーが、低コストかつ低リスクな商品だけを取り扱えば、個人投資家の最善の利益が実現されとも言えない。

そこで、レギュレーション・ベスト・インタレストは、顧客の最善利益を実現する枠組みとして、ブローカー・ディーラーに対して、開示義務（Disclosure Obligation）、注意義務（Care Obligation）、利益相反回避義務（Conflict of Interest Obligation）の 3 つの義務を課している。これを最善の利益基準と呼称する。SEC は、ブローカー・ディーラーが最善の利益基準を満たしている場合のみ、図表 3 のような潜在的な利益相反を内包する行為についても許容する。

図表 3 顧客の最善の利益が実現する限りにおいて許容される行為

①	コミッションをはじめとする取引手数料を課すこと
②	どのような金融商品を販売したかによって異なる報酬を得ること
③	第三者から報酬を受領すること
④	自社や関連会社の提供する商品を推奨したり、限られた種類の商品を推奨すること
⑤	自社や関連会社が引き受けた証券（IPO を含む）を推奨すること
⑥	複雑な商品を推奨すること
⑦	IPO など投資機会の割り当てや自社のリサーチの特定の顧客タイプへの提供等を行うこと
⑧	流動性の低い証券を売買する上で発生するコスト等、顧客のために一定の取引や戦略を実行する上での自社にとってのコストを考量すること
⑨	自社の推奨に反する顧客からの注文を受領すること

（出所）SEC より野村資本市場研究所作成

3. 最善の利益基準の概要

最善の利益基準として、第一に、開示義務が挙げられる。ここで言う開示義務とは、個人投資家とブローカー・ディーラー間の関係性を明確化するものである。具体的には、ブローカー・ディーラーは、個人投資家に「手数料（Fees and Charges）」や「サービスのタイプと範囲（Type and Scope of Services）」を明示しなければならない。また、ブローカー・ディーラーの「能力（Capacity）」についても、開示義務の対象である。ある金融機関に所属する者が、個人投資家に投資推奨を行った際、その者が、ブローカー・ディーラーとして適合性の原則のみに服しているのか、それとも投資顧問業者としてフィデューシャリー・デューティーを負っているのか、ステータスによって、当該ブローカー・ディーラーが有する能力が変わる可能性があるためである。

第二に、注意義務とは、図表 4 が示す 3 点について、ブローカー・ディーラーは勤勉（Diligence）であり、注意（Care）、熟練（Skill）、慎重（Prudence）を兼ね備えなければならないという義務である。これは、顧客の最善利益の追求は開示だけでは実現しないという考えに基づいている。SEC は、注意義務において、あるブローカー・ディーラーが、他に投資運用に関する選択肢があるにもかかわらず、敢えてよりコストの高い投資推奨を行った場合、個人投資家の投資プロファイル（投資目的、流動性、リスク、潜在的なリターン、ボラティリティ、市場及び経済環境下におけるパフォーマンス等の要素）を踏まえて、当該個人投資家が、より高いコストを支払う合理的な根拠を有する必要があるとしている。

図表 4 レギュレーション・ベスト・インタレストにおける注意義務の要件

①	推奨した取引または戦略の潜在的なリスク及びリターンを理解すること、かつ、当該推奨が少なくとも何名かの個人投資家の最善の利益に適うと信じられる合理的な根拠を有すること。
②	推奨が、特定の個人投資家複数の最善利益に適っていると信じられる合理的な根拠を有すること。
③	一連の推奨した取引は、過度（Excessive）ではなく、個人投資家の最善の利益に適っていると信じられる合理的な根拠を有すること。

（出所）SEC より野村資本市場研究所作成

第三に、利益相反回避義務（Conflict of Interest Obligation）である。その目的は、ブローカー・ディーラー免許を有する会社（エンティティ）に対して、利益相反回避義務に関する方針と手続きの策定を要請することで、追加的なコンプライアンス・コストが個人投資家に移転される可能性を最小化しながらも、重大な利益相反の開示及び抑止を促すことである。利益相反回避義務は、図表 5 が示す 2 つの要件から構成されており、ブローカー・ディーラー免許を有するエンティティは、自身と個人投資家の間に存在する「経済的なインセンティブ」に起因する重大な利益相反について把握・開示し、それを抑止する方針を策定しなければならない。そして、SEC は、「経済的なインセンティブ」には、ブローカー・ディーラーの報酬（ボーナス、セールス・コンテスト、固定または変動する報酬等）、個人投資家に提供しているサービス及び商品の手数料、第三者に支払っている手数料等が含まれると規定している。

図表 5 レギュレーション・ベスト・インタレストにおける利益相反回避義務の要件

①	レギュレーション・ベスト・インタレストの対象となる推奨に関連する全ての重大な利益相反について、把握、開示、削減するよう合理的に設計された方針及び手続を策定、維持、実施すること。
②	レギュレーション・ベスト・インタレストの対象となる推奨に関連する経済的なインセンティブに起因する重大な利益相反について、把握、開示、抑止、削減するよう合理的に設計された方針及び手続を策定、維持、実施すること。

（出所）SEC より野村資本市場研究所作成

IV. 投資顧問業者が負うフィデューシャリー・デューティーの明確化

1. 判例に基づく投資顧問業者のフィデューシャリー・デューティー

行為基準規則案は、ブローカー・ディーラーに対して、適合性の原則以上の法的義務を負わせると共に、投資顧問業者についても、フィデューシャリー・デューティーを負っていることを明確化する。フィデューシャリー・デューティーとは、1940 年投資顧問法における最重要項目である一方で、実は、同法において明確に定義されていない。あくまで、フィデューシャリー・デューティーは、1963 年の連邦最高裁判所によるキャピタル・ゲインズ（Capital Gains）事件に係る判決を受けて、1940 年投資顧問法を解釈することで成立

している⁵。

キャピタル・ゲインズ事件とは、1953年に創業した投資顧問業者であるキャピタル・ゲインズ社（本拠地はニューヨーク）による詐欺事件である。当時、同社は、投資助言を目的としたキャピタル・ゲインズ・レポート（A Capital Gains Report）を約5,000人の加入者に対して発行していたが、同社は単にレポートを発刊して、その契約料を得ていたわけではなかった。同社は、1960年3月から1960年11月にかけて、キャピタル・ゲインズ・レポートにおいて銘柄推奨を行った上で、その推奨をする前に、同社自身が当該銘柄を購入した。その結果、キャピタル・ゲインズ・レポート公表後数日以内に、その銘柄の価格は上昇し、同社は当該銘柄を売却することで利益を得たが、これらの取引について顧客や潜在顧客に開示しなかった。

それに対して、SECは、キャピタル・ゲインズ社の行為はフロントランニングであり、1940年投資顧問法206条の詐欺的行為に該当するとして提訴した。1940年投資顧問法206条(1)項は、故意による詐欺的行為を禁止しており、同条(2)項は、顧客または潜在的顧客にとって詐欺になる行為をより広く禁止している。連邦地裁と第2巡回区連邦控訴裁判所は、投資顧問業者が顧客に実際に損害を被らせる詐欺の意思を有している場合でなければ、1940年投資顧問法206条は適用されないとして、SECの主張を認めなかった。それに対して、連邦最高裁判所は、1940年投資顧問法の立法を担った連邦議会は、投資家保護という目的に実効性を持たせるために、同法206条の適用要件に、詐欺の意思を有している場合だけではなく、重要な事実の不開示も含むように意図していたと判示した。

つまり、連邦最高裁判所は、投資顧問業者が、顧客との関係において最高の誠実さで行動しない場合、または、全ての重要な事実と利益相反を顧客に開示する積極的な義務を果たさない場合、1940年投資顧問法206条に違反する恐れがあるとした。この1963年判決により、投資顧問業者は、1940年投資顧問法それ自体によって、当然にフィデューシャリー・デューティーを負っていると見なされるようになった。その後も同判決は支持され、1940年投資顧問法の条文において、フィデューシャリー・デューティーに関する明確な定義等は規定されないまま現在に至る。

2. 投資顧問業者が負う注意義務及び忠実義務

そこで、SECは、今般公表した行為基準規則案において、改めて、投資顧問業者がフィデューシャリー・デューティーを負っていることを明確にすべく、1940年投資顧問法の解釈に係る意見募集を公表した。行為基準規則案は、投資顧問業者に対するフィデューシャリー・デューティーとして、第一に、注意義務（Duty of Care）を挙げている。これは、①顧客の最善利益を追求すべく投資アドバイスを提供すること、②顧客取引について最善の執行をすること、③アドバイス及び管理を行うことの3点から構成されている。その上で、行為規則基準案は、投資アドバイスに関する手数料や報酬は、投資顧問業者が選定する投

⁵ SEC v. Capital gains Research Bureau, Inc., 375 U.S. 180(1963).

資推奨及び運用戦略と密接に関係するため、顧客の最善利益を追求する際の重要事項であり、十分に検証する必要があるとしている。

第二に、忠実義務（Duty of Loyalty）である。これは、全ての顧客を開示やその他の重要な利益相反事項について、公正に扱わなければならないという義務である。例えば、投資顧問業者は、自己勘定の運用について、顧客勘定の運用に対して優先的に投資配分を決定することや、ある顧客口座よりも、他の顧客口座に対して、不当に高い手数料を課すこと等について禁じられている。

V. 個人投資家との関係の明確化を目的とするフォーム CRS

1. フォーム CRS の概要

SEC は、行為基準規則案において、レギュレーション・ベスト・インタレスト及び投資顧問業者が負うフィデューシャリー・デューティーの明確化の他に、フォーム CRS を新設することを公表した。これはブローカー・ディーラー及び投資顧問業者と、個人投資家の関係を明確化する新たな申請書式であり、1934 年証券取引所法及び 1940 年投資顧問法の両者に基づいて新設される。

フォーム CRS の目的は、第一に、個人投資家に投資推奨をするブローカー・ディーラー及び投資顧問業者が、図表 6 の情報について個人投資家に提供することである。第二に、ブローカー・ディーラー及び投資顧問業者は、それぞれ自身の登録ステータスを開示する必要がある。第三に、ブローカー・ディーラー免許のみを保有している者は、「アドバイザー」または「アドバイザー」を含む名称（例えば「フィナンシャル・アドバイザー」）を名乗ってはならない。これは、ブローカー・ディーラーが、より厳格なフィデューシャリー・デューティーを負うことを義務付けられる投資顧問業者とは異なることを、顧客が理解しやすく誤解のないようにすることが目的である。

図表 6 フォーム CRS における記載事項

①	会社が個人投資家の関係性と提供するサービス
②	それらのサービスに適用される行為基準
③	個人投資家が支払う手数料及びコスト
④	ブローカレッジ・サービス及び投資顧問サービスの比較
⑤	利益相反
⑥	個人投資家が法的な要請等を行う際の会社または金融プロフェッショナルの連絡先を含む情報の掲載先
⑦	会社の投資プロフェッショナルに対して尋ねるべき主な質問

（出所）SEC より野村資本市場研究所作成

2. 一任口座と非一任口座

フォーム CRS が新設される背景として、ブローカー・ディーラー及び投資顧問業者の規制根拠とビジネスの実態が乖離してきた経緯が挙げられる。ブローカー・ディーラー及び投資顧問業者が個人投資家に提供している証券口座は、一任口座と非一任口座に大別される。一任口座とは、個別取引について、その都度、顧客の同意なしに、顧客に代わって証券を売買することを承認しているものである。そして、一任口座は、その提供者に顧客資産の運用について大きな裁量を与えていることから、顧客の最善利益に反する行動をとるという潜在的なリスクを孕んでいるため、主にフィデューシャリー・デューティーを負った投資顧問業者が取り扱う。他方で、非一任口座とは、顧客に代わって特定の成り行きまたは指値注文を執行するものであり、適合性の原則に基づいて、ブローカー・ディーラーが取り扱っている。

前述の通り、ブローカー・ディーラーは 1934 年証券取引所法により、投資顧問業者は 1940 年投資顧問法によって規制されており、両者の定義と規制根拠は異なる。一方で、次章で述べる通り、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 等の一任口座サービスが普及し、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⁶。その結果、証券と投資顧問のビジネスの区分が曖昧になり、個人投資家は、どちらのステータスを有する者から投資推奨を受けているのか、理解しにくい状況になった。そこで、フォーム CRS は、ブローカー・ディーラー及び投資顧問業者に対して、自ら有するステータスや、提供するサービスに適用される行為基準等を明確化する。

VI. 改革の背景：過去 20 年に亘る利益相反抑止の取組みと議論

1. 1995 年のタリー報告

今般の行為基準規則案の公表に至るまでには、20 年以上に亘る議論と取組みがあった。個人投資家とブローカー・ディーラー間の利益相反抑止に関する議論の起源は 1995 年に遡る。当時、米国の証券業界では、ブローカー・ディーラーによる個人投資家口座の過度な回転売買が頻繁に行われていた。アーサー・レビット SEC 委員長（当時）は、ブローカー・ディーラーが、個別銘柄の売買によるコミッションを基準とした報酬制度を採用しているが故に、回転売買をはじめとする利益相反が蔓延しているとの考えの下、民間金融機関の経営陣を募って委員会を発足させた。そのメンバーは、ダニエル・タリー氏（当時メリルリンチ CEO）、ウォーレン・バフェット氏（バークシャー・ハザウェイ CEO）、レイモンド・メイソン氏（当時レグメイソン CEO）等であり、タリー氏が委員長であったため、タリー委員会と呼称された。

⁶ 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、同「近年の米国 SMA 及びファンドラップ市場におけるイノベーション」『野村資本市場クォーターリー』2015 年夏号（ウェブサイト版）を参照。

タリー委員会は 1995 年に、ヒアリングを通じた実態調査を行い、個人投資家とブローカー・ディーラー間の利益相反を最小化するには、残高連動の手数料体系（残高フィー型）が望ましいと結論付けた⁷。それを受けて、業界大手のメリルリンチは 1999 年に、アンリミテッド・アドバンテージという新商品を開発した。この商品は、株式ブローカレッジ業務を行う証券取引口座であるが、手数料の徴収方法は残高フィー型とした一任口座であった。しかし、本来、メリルリンチのようなブローカー・ディーラーは、フィデューシャリー・デューティーを負っていないため、一任口座を取り扱うことができない。

そこで、SEC は 1999 年に、実態は証券取引口座であるが、手数料の徴収方法は残高フィー型とした商品に関して、1940 年投資顧問法の適用除外となるよう規則案を公表し、2005 年に最終化した⁸。その結果、一定の条件の下、ブローカー・ディーラーは一任口座を取り扱うことが可能になり、投資顧問業としての登録が免除された。この決定はメリルリンチ・ルールと呼称された。

米国フィナンシャル・プランナー協会は 2004 年に、メリルリンチ・ルールの承認は、越権行為であるとして SEC を提訴した。コロンビア特別区巡回裁判区控訴裁判所は 2007 年、SEC 規則は無効であるとの判決を下し、同ルールは効力を失った。その際、SEC は、ブローカー・ディーラーと投資顧問業者に関する規制枠組みを再検討することを公表した。

2. 2008 年の金融危機以降のドッド＝フランク法に基づく議論

SEC が規制枠組みの再検討を公表した直後の 2008 年、金融危機が発生した。リーマン・ブラザーズが破綻し、金融システムの安定化のために複数の金融機関に公的資金が注入された。当時の教訓を踏まえて、バラク・オバマ前大統領は 2010 年 7 月に、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）に署名し、同法が成立した。ドッド＝フランク法は、現在の米国金融業界において、金融システムの安定化を目的とする包括的な法的基盤としての役割を担っており、金融関連の連邦法としては過去最大の分量である。その理念は、米国金融システムの安定化と、大きすぎて潰せない（Too Big To Fail）銀行問題の解決であるが、同法には、消費者保護に関する規定も多数含まれた。

例えば、ドッド＝フランク法 913 条は、SEC に対して、個人顧客に投資推奨をするブローカー・ディーラー、投資助言業者またはこれらの関係者の行為基準について、既存の法規制の実効性等について評価する調査研究を行うよう要請した。そこで、SEC は 2011 年 1 月、ドッド＝フランク法 913 条に基づいて行われた調査報告書において、ブローカー・ディーラーと投資顧問業者に対して、共通の行為基準を策定し、顧客の最善利益に即した行為をするよう求めることも一つの選択肢であるとの見解を示した⁹。この共通の行為基準は、統一フィデューシャリー基準（Uniform Fiduciary Standard）と呼称され、SEC が 2007 年に

⁷ SEC, “Report of the committee on compensation practices,” April, 1995.

⁸ 2005 年 4 月、SEC はこの規則案をほぼ踏襲した最終規則を採択した。

⁹ SEC, “Study on Investment Advisers and Broker-Dealers,” January, 2011.

示したブローカー・ディーラーと投資顧問業者に関する規制枠組みの再検討の流れを引き継ぐものである。その後、SEC は 2013 年 3 月、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。しかし、統一フィデューシャリー基準を策定するには、特にブローカー・ディーラーに対して甚大なコストを負わせるとの考えの下、最終化されることなく現在に至る¹⁰。

3. 退職口座に対する投資アドバイスに関する議論

2011 年以降、SEC と並行する形で、米労働省が退職口座に投資アドバイスを提供する者に関する利益相反の抑止に関する取り組みを開始した。その後、約 5 年間の議論を経て、米労働省は 2016 年 4 月に、フィデューシャリー・デューティー規則を最終化した¹¹。同規則は、従業員退職所得保障法におけるフィデューシャリーの定義に関する規制であり、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者は、顧客の最善の利益を追求することを要請する。つまり、米労働省のフィデューシャリー・デューティー規則は、IRA を中心として退職勘定に限定されていることから、SEC の 1940 年投資顧問法におけるフィデューシャリー・デューティーとは異なる枠組みである。

米労働省のフィデューシャリー・デューティー規則は、投資アドバイス提供者に対して、IRA 加入者等との間で「顧客の最善の利益を目指す旨を明示した契約（BIC: Best Interest Contract）」を締結することを要請している。BIC には、投資アドバイス提供者自身がフィデューシャリーであることが明示され、公平な行為基準に服することが明記される。公平な行為基準とは、投資アドバイスに基づく売買の結果、受け取る報酬について「合理的な報酬」であること等の要件を指す。また、フィデューシャリー・デューティー規則の下、金融機関は、BIC において、①顧客に対して投資アドバイス提供者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、②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等を保証する。つまり、証券会社はコンプライアンスの整備や業績評価体系の変更など、営業部門を改革する必要がある。

4. ドナルド・トランプ政権が示した金融規制緩和の方向性

その後、2017 年 1 月にドナルド・トランプ政権が発足した。トランプ政権は、米労働省のフィデューシャリー・デューティー規則について、米国国民が退職資金に関する投資アドバイスを受ける際の商慣習を激変させる可能性があることから、トランプ政権が目指す

¹⁰ “Duties of Brokers, Dealers, and Investment Advisors,” *Federal Register*, Release No. 34-69013; IA-2558: File No. 4-606, March 1st 2013.

¹¹ 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—米労働省フィデューシャリー・デューティー規則の影響—」『野村資本市場クォーターリー』2017 年冬号、同「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、岡田功太「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」『野村資本市場クォーターリー』2017 年夏号（ウェブサイト版）を参照。

政策の方向性に合致していないと考えた。そこで、トランプ米大統領は 2017 年 2 月、大統領覚書に署名し、アレクサンダー・アコスタ米労働長官に対して、米労働省のフィデューシャリー・デューティー規則の影響・副作用に関する調査を求めた¹²。アコスタ米労働長官は、同調査を進めると同時に、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。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適用が開始されたことで、個人投資家が保有する複数の口座のうち、同規則の対象となる IRA 等の口座と、その他の口座が存在することになり、非効率な状況を生み出すためである。

アコスタ米労働長官に呼応する形で、ジェイ・クレイトン SEC 委員長は 2017 年 6 月に、SEC が個人投資家に投資推奨をするブローカー・ディーラー及び投資顧問業者に対する新たな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¹³。その中で、民間金融機関の多くは、米労働省ではなく、SEC が最善の利益基準を策定すべきであると主張し、それはトランプ政権及び共和党の意向と合致していた。その結果、SEC による規則策定の機運が高まり、今般の行為基準規則案の公表に踏み切ることとなった。

VII. 行為基準規則案に関する評価

1. 曖昧で不明確な顧客の最善利益

行為基準規則案は、長年にわたって、米国において積み重ねられてきた議論に基づくものであるものの、肝心の顧客の最善利益の定義が不透明であるといった批判に晒されている。同規則案の公表に、唯一反対したカーラ・スタイン SEC 委員（民主党）は、レギュレーション・ベスト・インタレストという呼び名は誤解を生む可能性があり、「レギュレーション現状維持（Regulation Status Quo）」と呼称する方が、内容を適切に現していると批判した¹⁴。行為基準規則案は、顧客の最善の利益基準として、ブローカー・ディーラーに対して開示義務、注意義務、利益相反回避義務を課しているが、「顧客の最善利益」とは何か直接的に定義していない。その結果、スタイン SEC 委員は、ブローカー・ディーラーが負う義務は、投資顧問業者が負っているフィデューシャリー・デューティーと同一の水準の基準であるとは言えず、適合性の原則に服している現状を追認しただけであると主張した。

全米消費者連合の投資家保護ディレクターであるバーバラ・ローパー氏も、スタイン SEC 委員と同様の意見であり、行為基準規則案が最善利益の定義を明示していないことに懸念

¹² 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ードッド＝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（ウェブサイト版）を参照。

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

¹⁴ Commissioner Kara M. Stein, “Statement on Proposals Relating to Regulation Best Interest, Form CRS, Restrictions on the Use of Certain Names or Titles, and Commission Interpretation Regarding the Standard of Conduct for Investment Advisers,” April, 2018.

を表明した。ローパー氏は、レギュレーション・ベスト・インタレストにおいて、顧客の最善利益が直接的に定義されていないのであれば、ブローカー・ディーラーは、個人投資家のニーズを慎重に評価した上で、最善の投資選択肢を推奨する必要はないことから、本来の政策目的・理念を達成することはできないと批判した。

2. 不透明な適合性の原則との差異

実は、スタイン SEC 委員以外の委員も、行為基準規則案の規定内容について懸念を表明している。ヘスター・ピアース SEC 委員は、レギュレーション・ベスト・インタレストの実態は、ブローカー・ディーラーに対する既存の適合性の原則を強化するものであり、「適合性プラス基準（Suitability-plus Standard）」とする方が適切であると述べた¹⁵。

マイケル・ピウワー SEC 委員は、「顧客の最善の利益とは、良い利益（Good Interest）ではなく、より良い利益（Better Interest）でもなく、最善の利益（Best Interest）であり、適合性の原則とは全く異なるものであるはず」である一方で、行為基準規則案において、「その差異は明確ではない」と述べた¹⁶。つまり、ピウワー SEC 委員は、行為基準規則案の内容は、既存の 1934 年証券取引所法及び FINRA の規則が定める適合性の原則と区別がつかず、ブローカー・ディーラーに、より厳格な規制を課そうとする理念と合致していないとした。

ピアース SEC 委員及びピウワー SEC 委員は、パブリックコメントの募集開始については賛成票を投じたが、行為基準規則案の内容には、レギュレーション・ベスト・インタレストと既存の適合性の原則の明確な区別等の改善の余地があると述べた。

3. 米労働省フィデューシャリー・デューティーを支持する意見

行為基準規則案について、特に、顧客の最善利益に関する定義が曖昧であるという批判が大勢を占める中、ロバート・ジャクソン SEC 委員は、米労働省のフィデューシャリー・デューティー規則を支持するという意向を示した¹⁷。米労働省のフィデューシャリー・デューティー規則の最終化は、バラク・オバマ前大統領の後押しによって実現した。オバマ前大統領は 2015 年 7 月、大統領経済諮問委員会による分析結果を公表し、その中で、利益相反が伴う投資アドバイスの影響を受けて、個人退職勘定の運用利回りが年率 1% 低下し、年間約 170 億ドルの利益相反コストが発生しているとした¹⁸。同調査を受けて、米労働省は、個人退職勘定に投資アドバイスを提供している者（ブローカー・ディーラーを含

¹⁵ Commissioner Hester M. Peirce, “Statement at the Open Meeting on Standards of Conduct for Investment Professionals,” April, 2018.

¹⁶ Commissioner Michael S. Piowar, “Statement at Open Meeting on Form CRS, Proposed Regulation Best Interest and Notice of Proposed Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers (Proposed Rule),” April, 2018.

¹⁷ Commissioner Robert J. Jackson Jr., “Proposed Rulemakings and Interpretations Relating to Retail Investor Relationships with Investment Professionals,” April, 2018.

¹⁸ ホワイトハウスのウェブサイト

(<https://obamawhitehouse.archives.gov/the-press-office/2016/04/06/fact-sheet-middle-class-economics-strengthening-retirement-security>) を参照。

む) に対して、フィデューシャリー・デューティー規則に服するよう要請した。つまり、オバマ政権は、実効的な投資家保護の実現には、適合性の原則だけでは不十分であるが故に、米労働省フィデューシャリー・デューティー規則を策定した。そのような経緯を踏まえて、ジャクソン SEC 委員は、行為基準規則案において、米労働省のフィデューシャリー・デューティー規則と同様の枠組みを規定すべきであるとの考えを示した。

投資顧問協会は 2018 年 4 月、ブローカー・ディーラーは、投資顧問業者が準拠しているフィデューシャリー基準と同等の行為基準を順守する必要があるとの声明を公表し、実質的に、ジャクソン SEC 委員を支持した。投資顧問協会のカレン・パール CEO は、SEC が「フィデューシャリー」という用語を使わなくとも、内容が 1940 年投資顧問法に定めるフィデューシャリー・デューティーと同様であれば、用語については気にしない一方で、最善の利益基準が、適合性の原則と部分的な開示強化を示すものなのであれば、十分ではないと指摘した。

4. 市場参加者からの意見を踏まえた規則策定へ

ジェイ・クレイトン SEC 委員長は 2018 年 4 月、下院歳出委員会の 2019 年度予算に関する公聴会において、行為基準規則案において、ブローカー・ディーラーは受託者の原則 (fiduciary principles) に服すると述べた。つまり、クレイトン SEC 委員長は、レギュレーション・ベスト・インタレストには、実質的に、投資顧問業者が負っているフィデューシャリー・デューティーと同様の義務が盛り込まれているという見解を示した¹⁹。これは、行為基準規則案における最善の利益基準の定義が不明確であるが故に、既存の適合性の原則との差異が曖昧であり、投資顧問業者が負うフィデューシャリー・デューティーと同一の法的義務の水準であるとは言えないという批判を受けての発言である。

ピウォワー SEC 委員は、90 日間のパブリックコメントの募集期間において、市場参加者から多様な提言が提出されることで、行為基準規則案が改善されることを期待するとした。これを受けて、証券業資本市場協会 (SIFMA) のケネス・ベンツェン CEO は、SEC が「より厳格な最善の利益基準」の策定手続きを開始したことを喜ばしく思うとの声明を发出しており、パブリックコメントの募集期間において、行為基準規則案の改善案を提言する見込みである。本稿執筆時点において、一部の市場参加者は、行為基準規則案の最終化は 2019 年から 2020 年になると予想している²⁰。今後、市場参加者からの政策提言を受けて、最善の利益基準が明確化され、過去 20 年間の議論に終止符を打つべく、SEC が行為基準規則案の最終化を目指すことができるような議論の進展が期待される。

¹⁹ “SEC advice rule: Jay Clayton says brokers must adhere to 'fiduciary principles',” *InvestmentNews*, April 26th 2018.

²⁰ “Fiduciary watchers say problems with SEC advice rule portend long slog,” *InvestmentNews*, April 26th 2018.