

## 米財務省による米国資産運用業界の規制改革提言

岡田 功太

### ■ 要 約 ■

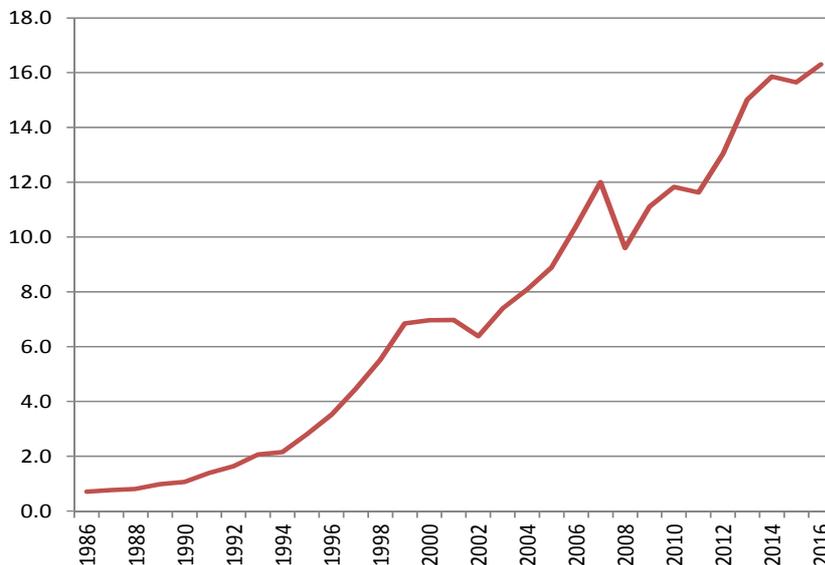
1. スティーブン・ムニューシン米財務長官は2017年10月26日、米国資産運用業界の更なる発展と、米国個人に退職資産を形成する機会の充実を図るため、同業界の規制をより効率的なものに見直すべく、「経済的機会を創出する金融システム：資産運用及び保険編」と題する報告書を公表した。本報告書は、ドナルド・トランプ政権による一連の規制改革提言の1つであり、預金システムと資本市場の規制改革提言に続く、第三弾の位置づけであり、60を超える規制改革を提言している。
2. 本報告書は、第一に規制緩和を目的としている。米労働省によるフィデューシャリー・デューティー規則改正の取り組みや、SECによる効率的な投資アドバイスに係る行為基準の策定を後押ししている。また、SECが策定した米国の投信及びETFの流動性リスク規則及びデリバティブ規則案の一部を緩和し、トランジション規則案及び米国資産運用業界のストレステストについては撤回することを提言している。
3. 第二に、米国の利益追求である。本報告書は、金融安定理事会が進める「資産運用業界における特定の商品や業務活動」に関するプルデンシャル規制について、より高い透明性と費用・便益分析を行うよう規制策定プロセスの変更を提言している。銀行セクターとは異なり、資産運用セクターにおける米国の存在感は圧倒的であることから、米国の意向がグローバル規制の方向性に影響を及ぼす可能性は高く、その結果として、米国資産運用業界のプルデンシャル規制についても緩和が実現する可能性がある。
4. 第三に、資産運用商品の多様化を踏まえた規制の再構築である。デリバティブ規則案の緩和が実現すれば、レバレッジETFやリキッド・オルタナティブは従来通り、運営することが可能である。本報告書の提言通り、米国のETFの商品化に関する規制を緩和し、ETFが商品化される際の手続きが簡略化されれば、よりETFは多様化する可能性がある。つまり、本報告書は、資産運用業に関する規制を見直すことで、資産運用商品の多様化を促すとともに、投資家の資産形成に関する選択肢を増やし、資産運用業界の活性化を目指していると言えるだろう。

## I. 金融規制改革に関する報告書第三弾

米国の資産運用業界は、世界最大の市場規模を誇る。証券取引委員会（SEC）に登録されている投資会社（RIC: Registered Investment Company）の運用資産総額（AUM: Asset Under Management）は約 19 兆ドルに達し、9,500 万人以上の投資家を有する。その内訳は、ETF が約 2.5 兆ドル（約 1,700 本）であり、ミューチュアル・ファンドが約 16 兆ドル（約 9,500 本）である（図表 1、2016 年末時点）。SEC に登録する私募ファンドの AUM は約 11 兆ドルであり、RIC とあわせると合計約 30 兆ドルに達する。

退職後の資産形成制度である 401(k)及び個人退職勘定（IRA: Individual Retirement Account）は、約 16 兆ドルの資産規模を有するが、そのうち約 50%はミューチュアル・ファンドで運用されており、資産運用業界は、個人の退職資産形成に寄与している（2016 年末時点）。また、RIC は、米国上場企業の株式の約 30%、米国及び海外の社債の約 20%、米国債及びエージェンシー債の約 13%、米国地方債の約 23%を保有しており、米国の資産運用商品は、個人が資本市場にアクセスするための機能も果たしている（2016 年末時点）。米国の MMF は、米国の企業（非金融）の短期資産の約 22%を運用しており、企業のキャッシュマネジメントのツールとして重要な役割を担っている（2016 年末時点）。

図表 1 米国のミューチュアル・ファンドの AUM 推移（単位：兆ドル）



（出所）米投資会社協会より野村資本市場研究所作成

スティーブン・ムニューシン米財務長官は2017年10月26日、米国資産運用業界の更なる発展と米国個人に退職資産を形成する機会の充実を図るため、同業界の規制をより効率的なものに見直すべく、「経済的機会を創出する金融システム：資産運用及び保険編」と題する報告書（以下、本報告書）を公表した<sup>1</sup>。本報告書は、ドナルド・トランプ政権による一連の規制改革提言の1つであり、預金システムの規制改革提言（2017年6月12日公表）と、資本市場の規制改革提言（2017年10月6日公表）に続く、第三弾の位置づけである<sup>2</sup>。本報告書は以下の4つの方向性に沿って策定されており、少なくとも60を超える規制改革を提言している。

- ① システミック・リスク及びソルベンシー（支払能力）を適切に評価すること
- ② 規制負担を低下させて、商品・サービス提供を最大化するため、効率的かつ合理的な規制枠組みを構築すること
- ③ 米国の資産運用業界及び保険業界の発展を促し、国際フォーラム（金融安定理事会等）において米国の利益を追求し、米国の資産運用会社及び保険会社の競争力を促進すること
- ④ 消費者による多様な商品・サービスへのアクセスを改善すること

本稿は、SECが策定した投信及びETFの流動性リスク管理規則等の一連の規制や、米労働省が最終化したフィデューシャリー・デューティー規則に加えて、近年、急成長を遂げているETFに係る規制等、主に米国資産運用業界に関する規制改革提言を中心に整理を図る<sup>3</sup>。

## Ⅱ. 米財務省によるグローバル規制に関する改革提言

### 1. 資産運用業界に対するデュアル・アプローチ

金融危機以降、G20の下、金融安定理事会（FSB）がグローバルなシステム上重要な金融機関（G-SIFIs）を特定し、プルデンシャル規制（金融危機再発の防止を目的とした規制の総称）を策定する取り組みが進められている。G20は2011年のカンヌ・サミットにおいて、FSBに対して、銀行・保険会社以外のグローバルなシステム上重要なノンバンク金融機関（NBNI G-SIFIs）の枠組み策定を要請したことがきっかけとなり、資産運用業界のSIFI

<sup>1</sup> U.S. Department of the Treasury, “A Financial System That Creates Economic Opportunities Asset Management and Insurance,” October, 2017.

<sup>2</sup> 詳細は、岡田功太「米財務省による金融規制改革提言に関する考察」『野村資本市場クォーターリー』2017年夏号（ウェブサイト版）、岡田功太、吉川浩史「米財務省による資本市場の包括的な規制・制度改革提言」『野村資本市場クォーターリー』2018年冬号（ウェブサイト版）を参照。

<sup>3</sup> 本報告書は、ボルカー・ルール改正について提言しているが、本稿では割愛する。ボルカー・ルール改正に関する詳細は、岡田功太「ボルカー・ルールの簡素化と見直しを巡る議論」『野村資本市場クォーターリー』2017年秋号を参照。

認定に関する議論が本格化した。FSB 及び証券監督者国際機構 (IOSCO) は、NBNI G-SIFIs の認定手法について、2014 年 1 月に第 1 次市中協議文書を公表し、2015 年 3 月に第 2 次市中協議文書を提示することで市場参加者から意見を募った<sup>4</sup>。

第 2 次市中協議文書は、NBNI G-SIFIs の認定の基準を、グローバルなシステム上重要な銀行 (G-SIBs) と同様に、①規模、②相互関連性、③代替可能性、④複雑性、⑤グローバル業務 (法域をまたがる業務) とした。その上で、同文書は、投資ファンドに加えて、資産運用会社の規模にも着目して、双方を別々に NBNI G-SIFIs の認定する「デュアル・アプローチ」を打ち出した。投資ファンドに関しては、①AUM が 1,000 億ドル以上、または②投資ファンドが市場において、優越的なプレーヤーはないことを証明できる場合には、AUM が 2,000 億ドル以上という基準を設けた<sup>5</sup>。他方で、資産運用会社については、①バランスシートの総資産が 1,000 億ドル、または②AUM が 1 兆ドル以上の場合には NBNI G-SIFIs に認定する方向性が示された。

つまり、デュアル・アプローチとは、「資産運用業を営むエンティティ (Entity based approach)」及び「資産運用業界における特定の商品や業務活動 (Activity based approach)」の両者にプルデンシャル規制を課そうとするものである。

## 2. 米財務省による FSB 及び IOSCO の規制策定プロセスに関する提言

その後、FSB は 2017 年 1 月、資産運用業の活動による構造的な脆弱性に対応する政策提言を公表した<sup>6</sup>。この提言は、金融の安定に対して、潜在的なリスクを生じ得る「特定の商品や業務活動」として、①ファンド投資とオープン・エンドのファンドユニット解約に関する契約条件の間の流動性ミスマッチ、②ファンドのレバレッジ、③オペレーショナル・リスクおよびストレス時の投資マンデートの移転、④資産運用会社及びファンドによるセキュリティ・レンディング業務を対象に、構造的な脆弱性の改善を図る政策を提言するものである。

更に、IOSCO は 2017 年 7 月、「ファンドの流動性リスク管理に関する提言及びグッドプラクティス」と題した市中協議文書を公表し、FSB が示した「ファンド投資とオープン・エンドのファンドユニット解約に関する契約条件の間の流動性ミスマッチ」の具体的な政策措置について検討を開始した。

こうした動きに対して、米財務省は FSB 及び IOSCO の取り組みに疑問を呈してきた。米財務省は、FSB が規制を策定する際、その市中協議文書のドラフトが関係者に回覧され

<sup>4</sup> 詳細は、小立敬、岡田功太「システム上重要なノンバンク金融機関 (NBNI G-SIFIs) の特定に関する第 2 次市中協議」『野村資本市場クォーターリー』2015 年春号を参照。

<sup>5</sup> 優越的なプレーヤーではないことの基準として、運用する資産クラスの日次取引量に対するファンドの取引量で表される代替率 (substitutability ratio) が 0.5% 未満等を例として挙げている。

<sup>6</sup> FSB が 2016 年 6 月に公表した市中協議文書の詳細については、岡田功太、小立敬「資産運用業の構造的脆弱性に係る政策提言—金融安定理事会 (FSB) 及び米国における議論—」『野村資本市場クォーターリー』2016 年秋号 (ウェブサイト版) を参照。

ない等、プロセスが不透明であるとしている。また FSB は、市中協議文書へのコメントについて、提示者を許可した者に限定していることから、FSB の規制策定プロセスは公に開かれたものではないと指摘している。そこで、本報告書は、FSB 及び IOSCO の規制策定プロセスについて、より高い透明性や説明責任が伴うものに改善し、必要に応じて、規制策定に関する費用・便益分析を行うよう見直すことを提言している。

### 3. FSB が進めるシャドーバンキングの評価に関する提言

FSB は、「特定の商品や業務活動」に関するプルデンシャル規制の枠組みに関する議論を進めると同時に、デュアル・アプローチの下、「資産運用業を営むエンティティ」についても議論を開始しており、2017年7月にシャドーバンキングに対応する政策ツールの関する評価報告書を公表した。その中で、FSB は、IOSCO が資産運用業の構造的脆弱性に関する政策を策定した後、NBNI G-SIFIs の枠組みにおいて、改めて、同エンティティが有する潜在的なシステムック・リスク誘発要因を評価するとした。

それに対して本報告書は、第一に、RIC 及び投資運用業者をシャドーバンキングの枠組みから除外することを提言している。米国の RIC 及び投資運用業者は、SEC に登録されており、投資家に対して十分な開示をしていることから、「資産運用業を営むエンティティ」としてシャドーバンキング（規制当局による明確な監督を受けていない主体）に該当しないためである。

第二に、本報告書は、FSB 及び IOSCO に参加する米国の関係者に対して、同機関におけるグローバル規制策定に関する議論を主導することを提言している。特に、米国の資産運用会社は、AUM ランキングの上位 10 社のうち 9 社を占めており、圧倒的な規模を有していることから、米財務省は、資産運用業界のグローバル規制について米国の意見が反映されるべきであると考えており、FSB のシャドーバンキングに関する取り組みに影響力を保持しようとしている（図表 2）。

第三に、本報告書は FSB に参加する米国関係者に対して、金融セクター毎に異なるリスクが伴うことを考慮した上で、G-SIFIs の枠組みを見直すことを提言している。米財務省は、資産運用会社を NBNI G-SIFIs を認定する際、そもそも銀行と同様の枠組みでシステム上の重要性を評価することは適切ではないと考えている。

図表 2 資産運用会社の AUM ランキング (2016 年末時点)

|    | 資産運用会社名                               | 本拠地 | AUM<br>(10 億ドル) |
|----|---------------------------------------|-----|-----------------|
| 1  | BlackRock                             | 米国  | 5,148           |
| 2  | Vanguard Group                        | 米国  | 3,965           |
| 3  | State Street Global Advisors          | 米国  | 2,468           |
| 4  | Fidelity Investments                  | 米国  | 2,131           |
| 5  | J.P. Morgan Asset & Wealth Management | 米国  | 1,771           |
| 6  | BNY Mellon Investment Management      | 米国  | 1,648           |
| 7  | PIMCO                                 | 米国  | 1,609           |
| 8  | AXA Group                             | 仏   | 1,503           |
| 9  | Capital Group                         | 米国  | 1,479           |
| 10 | Goldman Sachs Group                   | 米国  | 1,379           |

(出所) 米財務省より野村資本市場研究所作成

### Ⅲ. 米国資産運用業界に対するプルデンシャル規制に関する提言

#### 1. 「特定の商品や業務活動」に焦点を当てた規制枠組みの構築

グローバルな規制に関する議論を受けて、米国においても、2010 年にドッド=フランク・ウォール街改革・消費者保護法（ドッド=フランク法）が成立して以降、プルデンシャル規制に関する議論が進展している。ドッド=フランク法 165 条は、連結総資産 500 億ドル以上の銀行持株会社に対して、レバレッジ制限や流動性要件等のプルデンシャル規制を課すことを規定している。実は、ドッド=フランク法 113 条は、金融安定監督カOUNシル（FSOC）がシステム上重要と認定した銀行以外の金融機関についても、プルデンシャル規制を課すことを要請しており、ブラックロック、フィデリティ、バンガード<sup>7</sup>等の資産運用会社は、システム上重要なノンバンク金融会社（NB SIFIs）に認定される可能性がある。

NB SIFIs 認定に関する議論が本格化したのは、米財務省の金融調査局（OFR）が 2013 年 9 月に公表した報告書であった。同報告書は、資産運用会社が米国金融システムにどのような経路でシステム・リスクをもたらすかを検討したものであったが、大きな批判を呼んだ。資産運用業は、あくまでも最終投資家のエージェントとして投資行動を行うにすぎず、資産運用会社のバランスシートは銀行に比べてはるかに小規模であり、資産運用会社の破綻がシステム・リスクを誘発した過去の事例が見当たらないためである。

これを受けて、FSOC は 2014 年 7 月、「資産運用業を営むエンティティ」を NB SIFIs に認定するのではなく、「特定の商品や業務活動」に焦点を当てて、プルデンシャル規制

<sup>7</sup> 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。

の枠組みを構築する方向性を示した<sup>8</sup>。そして、FSOCは2014年12月、「特定の商品や業務活動」として、①流動性及び解約、②レバレッジ、③オペレーショナル・リスク、④レゾリューション（資産運用会社及びファンドの破綻・清算）の4点を挙げて、市場参加者から意見募集した。当該4点は、FSBが示した資産運用業が有する構造的な脆弱性に係る政策提言の内容と整合的であり、グローバル規制との足並みを揃えている。

## 2. 規制策定者としてSECを歓迎する米国資産運用業界

FSOCが米国資産運用業界のプルデンシャル規制を策定することに対して、業界側は懸念を表明した。例えば、流動性及び解約については、資産運用会社は常に投資家の解約請求に備えてポートフォリオ内に現金同等物を保有していることに加え、急激な解約請求に備えた流動性供給源として、1940年投資会社法の規定に沿って銀行のクレジットライン等の提供を受ける体制を整えている。レゾリューションについては、米国のミューチュアル・ファンドは、2000年から2014年において年間平均276本のファンドが合併、287本のファンドが清算しており、当該プロセスは1940年投資会社法の規定に沿って行われている。つまり、米国資産運用業界のプルデンシャル規制は、既存のSECによる規制監督体制によって成り立っている側面があり、FSOCが新たな規制を策定する必要性は希薄であると考えられた。

実際、フィデリティは、米国資産運用業界の制度・規制に最も精通しているのはSECであり、FSOCではなくSECが資産運用業界の規制監督を主導すべきであると主張した。こうした批判を受け、米国資産運用業界のプルデンシャル規制は、その対象を「資産運用業を営むエンティティ」とするのか、「商品や業務活動」とするのかという論点に加えて、規制策定主体としてSECとFSOCのどちらが適切なのかという整理が必要となった。

## 3. 米財務省が提示したプルデンシャル規制の方向性

本報告書は、市場参加者の意見を踏まえて、第一に、米国資産運用業界のプルデンシャル規制の対象を「資産運用業を営むエンティティ」をNB SIFIsに認定するのではなく、「特定の商品や業務活動」に焦点を当て、潜在的なシステムック・リスク顕在化の可能性について評価することを提言している。

第二に、本報告書は、FSOCについて、米国金融システムにおけるシステムック・リスクの把握・モニター・評価に関する主体としての責任を担うとしながらも、SECについては、米国の資産運用業界における規制を通じて、システムック・リスクの抑止を担う主体と位置づけている。つまり、本報告書は、FSOCの評価を踏まえて、SECが米国資産運用

<sup>8</sup> 詳細は、岡田功太「米国資産運用業界がもたらすシステムック・リスクに関する議論の展開」『野村資本市場クォーターリー』2014年秋号（ウェブサイト版）、同「整理を要する米国ノンバンク SIFI の特定と解除を巡る議論」『野村資本市場クォーターリー』2015年秋号（ウェブサイト版）、同「プルデンシャル規制に関して対立する米当局と米国資産運用業界」『野村資本市場クォーターリー』2015年秋号を参照。

業界のプルデンシャル規制を策定するという形で、両者が、より一層の連携をすることを期待している。

## IV. SEC による米国資産運用業界の規則見直し

### 1. 米国資産運用業界に関する規制の近代化

メアリー・ホワイト前 SEC 委員長は 2014 年に、ポートフォリオ構成の複雑さを増す今日の資産運用業界に対する規制には、単にシステミック・リスクを把握、モニター、評価するだけでは不十分であるとして、より幅広く積極的な施策が必要であると述べた<sup>9</sup>。つまり、SEC は、米国資産運用業界のプルデンシャル規制の策定を牽引することに前向きな姿勢を示したことに加えて、既存の規制をアップデートすることを示唆した。これを米国資産運用業界に関する「規制の近代化 (Modernization)」と称し、SEC は図表 3 が示す 4 つの規則の策定を開始した。

SEC は、2016 年 10 月に「投信及び ETF の流動性リスク管理規則 (流動性リスク管理規則)」を最終化した。「投信、ETF、クローズド・エンド・ファンド等を含む登録投資会社によるデリバティブ活用に関する規則 (デリバティブ規則案)」及び「事業継続及び移行計画に関する規則 (トランジション規則案)」については、規則案は公表されたが、最終化されなかった。ストレステスト規則については、現在に至るまで未公表である。本報告書は、それぞれの規則 (及び規則案) について以下の通り提言している。

図表 3 SEC による米国資産運用業界の規制の近代化

| 規則名        | 規則案公表日      | ステータス                | 規制の対象                       |
|------------|-------------|----------------------|-----------------------------|
| 流動性リスク管理規則 | 2015 年 10 月 | 最終化<br>(2016 年 10 月) | 登録オープン・エンド・ファンド<br>(MMF 除く) |
| デリバティブ規則案  | 2015 年 12 月 | 規則案                  | RIC                         |
| トランジション規則案 | 2016 年 6 月  | 規則案                  | 投資運用会社                      |
| ストレステスト規則  | 未公表         | 未公表                  | 未定                          |

(出所) SEC より野村資本市場研究所作成

<sup>9</sup> “SEC Preps Mutual Fund Rules,” *Wall Street Journal*, September 7<sup>th</sup> 2014.

## 2. 投信及びETFの流動性リスク管理規則

流動性リスク管理規則とは、1940年投資会社法規則 22e-4 を新設するものである<sup>10</sup>。同規則は、SEC に登録するオープン・エンド・ファンド（投信及びETF）に対して、流動性リスク管理プログラムを導入し、流動性リスクの最小化を目的とする。流動性リスクとは、同規則において投資家による解約が、投信及びETFにおける既存投資家の利益に著しい希薄化をもたらすリスクと定義されている。流動性リスク管理プログラムは流動性リスク抑止の観点から、主に投信及びETFに対して投資対象資産を図表4が示す4つに分類することを求めている。

その上で、流動性リスク管理規則は、非流動性資産投資制限として、投信及びETFは非流動性資産に15%以上投資してはならないと規定している。万が一、同制限に抵触した場合、当該投信及びETFは、更なる非流動性資産の買い取りを禁じられ、運営者は取締役に対して1営業日以内に、妥当な期間内に15%以下にする計画を報告しなければならない。

本報告書は、第一に、非流動性資産投資制限については、効率的なファンド管理と健全な金融市場の形成に貢献するとして支持している。第二に、流動性リスク管理プログラムにおける流動性分類を破棄し、各投信及びETFの運営者が独自に策定する分類を採用することを提言している。すなわち、プリンシパル・ベースの規制アプローチの採用である。第三に、SECに対して、2018年12月に予定されている流動性リスク管理規則の施行を延期することを提言している。

図表4 流動性リスク管理プログラムにおける流動性分類

|     | 分類名  | 定義  |
|-----|--|---|
| 分類1 | 高流動性投資<br>(Highly Liquid Investment)       | 現金及び現在の市況下において、3営業日（3 business days）以内に著しい時価の変動を伴わず、現金化できる妥当性が予見される資産。  |
| 分類2 | 適度な流動性投資<br>(Moderately Liquid Investment) | 現在の市況下において、3営業日（3 business days）以上7日（7 calendar days）以内に著しい時価の変動を伴わず、現金化できる妥当性が予見される資産。                                   |
| 分類3 | 比較的に低い流動性投資<br>(Less Liquid Investment)    | 現在の市況下において、7日（7 calendar days）以内に著しい時価の変動を伴わず、売却または処分できる妥当性が予見できる資産。ただし、当該売却または処分が7日（7 calendar days）以内に決済される妥当性が予見できること。 |
| 分類4 | 非流動性投資<br>(Illiquid Investment)            | 現在の市況下において、7日（7 calendar days）以内に著しい時価の変動を伴わず、売却または処分できる妥当性が予見できない資産。   |

（出所）SECより野村資本市場研究所作成

<sup>10</sup> 詳細は、岡田功太「SECによる投信及びETF流動性リスク管理規則の最終化」『野村資本市場クォーターリー』2017年冬号を参照。

### 3. 投信及びETFのデリバティブ規則案

デリバティブ規則案とは、1940年投資会社法規則 18f-4 を新設するものである<sup>11</sup>。同規則案は、デリバティブ取引によってレバレッジがかかった投信及びETFが、資産運用会社もしくは当該投信及びETFの経営・運営危機を招き、急激な資産価格の変動をもたらす等のシステミック・リスク抑止を目的とする。万が一、ある投信及びETFが、デリバティブ規則案の規定に抵触した場合、①1940年投資会社法から登録除外（私募への変更もしくは清算）、または②他のファンドとの合併等を要請している。

本報告書は、SECがデリバティブ規則案を最終化するにあたって、以下の提言をしている。第一に、同規則案において規定されているデリバティブ・リスク管理プログラム（Derivatives Risk Management Program）を、最終規則においても規定することである。同プログラムは、投信及びETFが「複雑なデリバティブ取引」を行っている、もしくはデリバティブ取引等のエクスポージャーがファンドの純資産総額の50%を超えた場合に導入しなければならないリスク管理ツールである。「複雑なデリバティブ取引」とは、①権利行使や償還が複数時点の原資産価格を参照するもの（ノックイン・ノックアウトが付与されたバリアオプションやアジアオプション等）、②原資産と当該取引のペイオフが非線形関係にあるもの（バリエーションスワップ等）である。

第二に、デリバティブ規則案は、投信及びETFに対して適格カバレッジ資産（Qualifying Coverage Assets）を保有し、分別管理することを規定している。適格カバレッジ資産とは、現金及び現金同等物（国債、エージェンシー債、銀行預金、CP、MMF）等を指す。本報告書は、投信及びETFが適格カバレッジ資産を分別管理することによって、トラッキング・エラーの発生等の運用実績への影響が考えられるため、同資産の定義を変更することを提言している。

第三に、デリバティブ規則案は、①デリバティブ取引等によるエクスポージャーを投信及びETFのAUMに対して上限150%とすること、または②デリバティブ取引によって投信及びETFのマーケット・リスクが減少している場合、デリバティブ取引等によるエクスポージャーをAUMに対して上限300%とすることを規定している。それに対して、本報告書は、当該エクスポージャーの制限は不必要に投信及びETFの運用戦略に影響を及ぼすとして、SECに対して再検討することを提言している。

### 4. 事業承継及び移行計画に関する規則案

トランジション規則案とは、投資顧問業法の規則 206(4)-4 を新設するものである<sup>12</sup>。同規則案は、SECに登録する約1万2,000社以上の投資運用会社に対して、事業継続計画と移行計画の策定を求めている。前者は投資運用会社のオペレーションに甚大な影響を及ぼ

<sup>11</sup> 詳細は、岡田功太「米国SECによる投信・ETFのデリバティブ取引規制改革案ーレバレッジド・インバースETFに対する影響ー」『野村資本市場クォーターリー』2016年春号（ウェブサイト版）を参照。

<sup>12</sup> 詳細は、岡田功太「米国の投資運用会社の事業継続・移行計画に関する規則案ー破綻処理とオペレーショナル・リスクー」『野村資本市場クォーターリー』2017年冬号（ウェブサイト版）を参照。

す可能性があるリスク最小化を目的とした手続き及び規定であり、後者は投資運用会社がビジネスを撤退、もしくは他の者へビジネスを移譲する際、顧客に提供するサービスに甚大な影響をもたらす可能性の最小化を目的とした規定及び手続きを指す。SEC は、事業継続計画及び移行計画を通じて、ドッド=フランク法が主に大手米銀に対して策定を求めている破綻処理計画（リビング・ウィル）を投資運用会社にも求めていると言えよう。

これに対して、本報告書は、トランジション規則案の撤回を提言している。その背景として、同規則案が最終化された場合、IT システム及びコンプライアンス体制の整備に高いコストがかかる一方で、投資運用会社は、既に自主的に事業継承計画及び移行計画を策定し、対応済みである場合が多いからである。

## 5. 米国資産運用業界のストレステスト

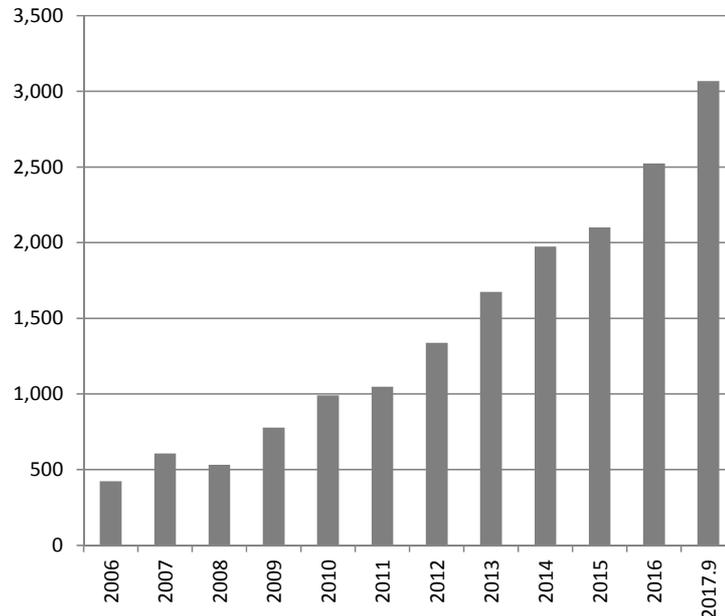
実は SEC は、流動性リスク管理規則、デリバティブ規則案、トランジション規則案に加えて、資産運用会社に対するストレステストの実施を検討していた。これはドッド=フランク法の要請に基づくものである。同法 165 条は、銀行持株会社に対して年次ストレステスト（DFAST: Dodd-Frank Act Stress Tests）の実施を求めているが、その対象には資産運用会社を含むノンバンク金融会社も含まれる。DFAST は、連結総資産 100 億ドル以上の RIC 及び SEC に登録する投資運用会社を対象としており、米国投資会社協会によると、米国における 400 本以上のファンドが対象となる（2016 年 7 月末時点）。また、DFAST は、銀行と同様に RIC 及び SEC に登録する投資運用会社についても「ベースライン」、「悪化」、「最悪」の 3 つの経済シナリオの下で実施されると規定されている。

しかし SEC は、2016 年に、資産運用会社は銀行と業態が大きく異なるため、ストレステストの枠組みを適用するのは難しいと述べており、現在に至るまで、米国資産運用業界におけるストレステスト規則を公表していない。そこで本報告書は、同規則の策定は実質的に困難であると判断し、連邦議会に対して、同規則策定に関する規定をドッド=フランク法から削除するよう提言している。

## V. 米国 ETF の更なる発展に向けた規制改革提言

本報告書は、米国資産運用業界に関する一連の規制見直しの他に、ETF に関する規制改革を提言している。近年、巨大化する米国資産運用業界の中でも、ETF は最も急速な成長を遂げている。米国 ETF の AUM は約 3 兆ドル（2017 年 9 月時点）に達し、低コストと高い透明性と共に、投資家がある資産クラスのベータに対するエクスポージャーを有する上で利便性が高い商品として、資産運用において欠かせないツールとなっている（図表 5）。

図表5 米国ETFのAUMの推移（単位：10億ドル、期間：2016年末から2017年9月末）



（出所）米投資会社協会より野村資本市場研究所作成

米国ETFの投資家の裾野は広がっており、銀行、生命保険会社、年金基金等の機関投資家だけではなく、ロボ・アドバイザーやSMA・ファンドラップ等の金融サービスに組み入れられることを通じて、個人投資家にも広く普及している。ロボ・アドバイザーとは、オンライン上で顧客のプロファイル（各種質問事項に回答することで判別されるリスク許容度やゴール）に応じて、自動で資産運用・管理を行うサービスの総称である<sup>13</sup>。ロボ・アドバイザーが提供するポートフォリオは主にETFで構築されており、近年では、メリルリンチ、フィデリティ等、数多くの金融機関が参入している。

米国のETFは、オープン・エンド・ファンドとして1940年投資会社法に準拠しながらも、ミューチュアル・ファンドとは異なるETF特有の機能を果たすべく、同法の一部の規定を免除されることによって商品化される。実際に、SECは、米国に約1,700本存在するETFに対して、それぞれ1940年投資会社法の「当該法規の適用除外（Exempt Relief）」を発出しており、その結果として、ETFは証券取引所に上場し、多様な投資家によって売買されている。

しかし、ETF市場への参入者にとって、新規のETFを組成する度に、SECから「当該法規の適用除外」を取得することは不必要な時間を要する。そこで、本報告書は、プレーン

<sup>13</sup> 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（ウェブサイト版）を参照。

バニラ ETF については、「当該法規の適用除外」の取得を免除する規則の策定を提言している。その際、本報告書は、SEC に対して、新たな規則を策定する以外に、SEC が 2008 年に公表した規則案（2008 年 ETF 規則案）の再公表も考えられるとしている<sup>14</sup>。

2008 年 ETF 規則案は、「当該法規の適用除外」を取得することなく、ETF の組成を可能にする。例えば、1940 年投資会社法規則 17(a)は、RIC の関係者（affiliated person）が、当該 RIC または当該 RIC によって支配されている会社と、事情を知らず、証券その他の財産の売却・購入することを禁じている。しかし、米国の ETF の大部分は現物拋出型であり、ETF を運営する関係会社間で現物の取引を行う必要があるため、同法の適用を免除する必要がある。2008 年 ETF 規則案は、新規の ETF が運用を開始するにあたって、その都度、SEC から同法の適用免除の承認を得ることなく、手続きの簡略化を目指している。ただし、同規則案は、①インデックス及びポートフォリオの保有銘柄の透明性、②国法証券取引所における ETF 上場及び資産バスケットの購入・解約の日中価格の確保等を条件としており、プレーンバニラ ETF のみを対象としている。

## VI. 米労働省のフィデューシャリー・デューティー規則に関する提言

### 1. 証券・保険・資産運用業界の地殻変動要因

近年策定された金融規制の中で、米国資産運用業界に最も影響を及ぼすものとして、米労働省が 2016 年 4 月に最終化したフィデューシャリー・デューティー規則が挙げられる<sup>15</sup>。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、IRA 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。具体的には、投資アドバイス提供者は、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（Best Interest Contract: BIC）」を締結する必要がある。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。結果として、報酬の合理性について説明しやすい ETF の活用が増加すると見られており、2020 年までに ETF は約 1 兆ドル増加すると予想されている。

フィデューシャリー・デューティー規則は資産運用業界だけではなく、証券及び保険業界にも甚大な影響を及ぼす可能性がある。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

<sup>14</sup> 17 CFR Parts 239, 270, and 274 Exchange-Traded Funds; Proposed Rule, March 18<sup>th</sup> 2008.

<sup>15</sup> 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。

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り、約7兆ドルの市場規模を有するIRAの運用に関わる証券会社、保険会社、資産運用業界に地殻変動を引き起こす要因と評される。

## 2. 米労働省とSECによる規則・基準策定に関する取り組み

トランプ政権は、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、同政権が目指す政策の方向性に合致していないと考えている。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、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(図表6)<sup>16</sup>。そして、同規則の影響・副作用が十分に大きいと考えられた場合、米労働省は同規則の改正に向けたプロセスを経ることとした。実際に、アコスタ米労働長官は同調査を開始し、その影響・副作用を把握するのに時間を要することから、同規則の一部適用開始日を2017年4月から同年6月に延期した。

図表6 フィデューシャリー・デューティー規則に関する大統領覚書の概要

|   | 規定内容  |
|---|---|
| 1 | 米労働省は、フィデューシャリー・デューティー規則が、米国国民が退職関連の情報や金融アドバイスにアクセスする能力に対して、副作用をもたらしているか否かについて調査しなければならない。  |
| 2 | 当該調査において、米労働省は下記の3点を含めて、フィデューシャリー・デューティー規則によって想定しうる影響を経済的・法的に分析しなければならない。 <ul style="list-style-type: none"> <li>退職貯蓄に関する提案、商品、関連情報やアドバイスへの米国市民のアクセスが害されているのか、またはその恐れがあるのか否か</li> <li>退職口座にアドバイスを提供する業界(ウェルス・マネジメント業界)が影響を受け、投資家及び退職者層に悪影響をもたらすか否か</li> <li>訴訟が増加するか、又は投資家及び退職者層が投資アドバイスを享受する際のコストが増加するか否か</li> </ul> |
| 3 | 米労働省が上記に記載された内容について影響を把握した場合、またはフィデューシャリー・デューティー規則が米国国民の資産形成における独自の決定を下す権利を脅かしていると判断された場合、米労働省は同の撤廃または改正に関する通知及びパブリックコメントを募集しなければならない。  |

(出所) 大統領覚書より野村資本市場研究所作成

<sup>16</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。

アコスタ米労働長官は、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。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可能性があるためである。ジェイ・クレイトン SEC 委員長は、アコスタ米労働長官の協力要請に応えるべく、2017 年 6 月に 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>17</sup>。すなわち、統一フィデューシャリー基準 (Uniform Fiduciary Standard) である。

統一フィデューシャリー基準とは、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を統一しようとするものである。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>18</sup>。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。そこで、ドッド=フランク法 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、当該規定に基づいて SEC は 2013 年 3 月、同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、最終化されることなく現在に至る<sup>19</sup>。

### 3. 米労働省と SEC による規則・基準策定に関する取り組み

本報告書は、第一に、アコスタ米労働長官による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支持している。米財務省は、同規則がもたらす重大な問題やコストが把握できない限り、同規則の完全適用は延期されるべきであるとしている。実際に、米労働省は 2017 年 11 月、同規則の完全適用日を 2018 年 1 月から 18 カ月間延期し、2019 年 7 月にすることを決定した。

第二に、投資アドバイスに伴う利益相反に関する取り組みは、金融サービスへのサクセスや市場の機能を損なうことがあってはならないとしている。米財務省は、フィデューシャリー・デューティー規則によって、投資アドバイスを提供する金融機関のコスト負担が増大し、その結果として、少規模な IRA 加入者に金融サービスが行き渡らなくなる可能性を懸念している。

<sup>17</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>18</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、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。

<sup>19</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.

第三に、フィデューシャリー・デューティー規則の対象となる IRA 等の口座と、それ以外の口座が存在するという非効率な状況を回避するため、SEC と米労働省が共同して、投資アドバイスに係る行為基準を策定することを支持している。つまり、米財務省は、効率的な規制枠組みを構築するというトランプ政権が示した方向性の下、クレイトン SEC 委員長及びアコスタ米労働長官による現在の取り組みが進展するよう後押ししている。

## VII. 米国資産運用業界の規制改革提言に関する考察

本報告書は、米国資産運用業界の包括的な規制改革提言であり、以下の3つの意義がある。第一に、規制緩和である。米労働省によるフィデューシャリー・デューティー規則の改正に関する取り組みを支持し、SEC による効率的な投資アドバイスに係る行為基準の策定を後押ししている。また、流動性リスク規則における投信及びETF に対する流動性分類をプリンシパル・ベースに変更し、対象となる投信及びETF の全てのポジションについて、同規則が規定した4つの枠組みに分類する対応コストを軽減しようとしている。加えて、デリバティブ規則案におけるエクスポージャー制限の撤廃を提言し、トランジション規則案については撤回を提言している。本報告書は、米国資産運用業界のストレステスト削減については、ドッド＝フランク法の改正が必要であり、議会審議を経る必要があるが、少なくとも既に当該ストレステストの策定が難しいと考えている SEC の立場を支持している。

第二に、米国の利益追求である。流動性リスク規則、デリバティブ規則案、トランジション規則案の改廃には、資産運用業に関するグローバル規制の方向性と整合的でなければならない。本報告書は、FSB 及び IOSCO が進める「資産運用業界における特定の商品や業務活動」に関するプルデンシャル規制について、より高い透明性と費用・便益分析を行うよう規制策定プロセスの変更を提言している。また、グローバルなプルデンシャル規制の枠組み及び方向性について、米国が議論を主導することによって、米国資産運用業界の意見が反映されるように働きかけている。銀行セクターとは異なり、資産運用セクターにおける米国の存在感は圧倒的であることから、米国の意向がグローバル規制の方向性に影響を及ぼす可能性は高く、その結果として、米国資産運用業界のプルデンシャル規制についても緩和が実現する可能性がある。

第三に、資産運用商品の多様化を踏まえた規制の再構築である。デリバティブ規則案におけるエクスポージャー制限の撤廃が実現すれば、レバレッジド（及びインバース）ETF や、リキッド・オルタナティブは従来通り、運営することが可能である。リキッド・オルタナティブとは、ヘッジファンドの運用戦略を流動性の高い投信の形態で組成した主に個人向けの商品である<sup>20</sup>。また、本報告書は、新たな規則策定、または2008年ETF規則案を

<sup>20</sup> 詳細は、岡田功太「米国の投信市場で拡大するリキッド・オルタナティブ」『野村資本市場クォーターリー』2014年秋号（ウェブサイト版）を参照。

再公表することによって、主にプレーンバニラ ETF が商品化される際のコストの軽減と手続きの簡略化を提言している。加えて、米財務省は、フィデューシャリー・デューティー規則によって、少規模な IRA 加入者に金融サービスが行き渡らなくなる可能性を懸念しており、米労働省に対して事態の改善を求めている。

つまり、本報告書は、資産運用業に関する規制を見直すことで、資産運用商品の多様化を促すとともに、投資家の資産形成に関する選択肢を増やし、資産運用業界の活性化を目指していると言えるだろう。