

米国における投資アドバイスの行為基準規制を巡る議論の進展

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、約 6,000 件のパブリックコメントを受け入れた。また、SEC は 2018 年 6 月以降、全米 7 都市にてラウンドテーブルを開催し、同規則案に関する個人投資家からのフィードバックを得た。
2. ジェイ・クレイトン SEC 委員長は 2019 年 9 月までに同規則案を最終化する意向を示しているが、課題は山積している。まず、行為基準規則案における「最善の利益」の定義を巡り、民主党議員は同定義を明確化してブローカー・ディーラーに受託者責任を負わせなければ、高度な投資家保護を実現できないと主張している。これに対し共和党議員は、ブローカー・ディーラーに受託者責任を適用した場合、結果的に、個人投資家にコストが転嫁される可能性があると主張しており、同規則案の評価は割れている。
3. 特定の商品の推奨を促すセールス・コンテストの在り方も議論を呼んでいる。金融機関がセールス・コンテストを開催している限り、「個人投資家の利益よりも自身の利益を優先しない」とは言い切れないためである。民主党議員は、セールス・コンテストの禁止を主張しているが、クレイトン SEC 委員長は、顧客の資産を増大させた対価として報酬額を競うものについては許容することを示唆している。
4. 更に、SEC の元エコノミスト 11 名が、行為基準規則案の経済分析が不十分であると指摘している。例えば、行為基準規則案は、仮に、ブローカー・ディーラー及び投資顧問業者が同一の法的基準に服した場合、個人投資家が混乱して余計なコストがかかる可能性はないのか等の経済的な問題を明確に提示していない。そのため、行為基準規則案は経済分析が脆弱であり、同規則案は効率的な規制であるとは言えない可能性がある。
5. 今後、SEC が、上述のような論点に対応することができず、行為基準規則案の最終化は延期されるのか、あるいは、同規則案は 2019 年 9 月に最終化されて、過去 20 年以上にわたって議論されてきたブローカー・ディーラーの法的な義務に係る議論が一つの区切りを迎えるのか、今後の展開が注目される。

I. 最終化に向けて議論が活発化する行為基準規則案

証券取引委員会 (SEC) は 2018 年 4 月、米国の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行為基準に係る規則案(行為基準規則案)を採択し、パブリックコメントを募集した¹。行為基準規則案は、①レギュレーション・ベスト・インタレスト²、②投資顧問業者が負う受託者責任の明確化³、③フォーム CRS の新設⁴の 3 点から成る政策パッケージ (詳細は後述) であり、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軽減を目的としている。

行為基準規則案は、個人投資家が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ため、民間金融機関、業界団体、連邦議会議員等から高い注目を集めており、SEC に提出されたパブリックコメントは約 6,000 件に達した。更に、SEC は 2018 年 6 月から 9 月にかけて、全米 7 都市 (ヒューストン、アトランタ、マイアミ、ワシントン DC、フィラデルフィア、デンバー、ボルチモア) にて、個人投資家とラウンドテーブルを開催し、行為基準規則案に関するフィードバックを得た。その後、ジェイ・クレイトン SEC 委員長は、遅くとも 2019 年 9 月までに行為基準規則案を最終化する意向を示し、現在、その機運が高まっている⁵。

他方で、行為基準規則案の規制枠組みについては、課題が山積している。例えば、レギュレーション・ベスト・インタレストにおける「最善の利益」の定義を巡る議論である。民主党議員は、同定義を明確化し、ブローカー・ディーラーに受託者責任を負わせなければ、高度な投資家保護を実現できないと主張している。それに対して、共和党議員は、ブローカー・ディーラーに受託者責任を適用した場合、ブローカー・ディーラーが負うコストは高まり、結果的に、個人投資家の資産運用の選択肢を狭める可能性があるとして主張しており、レギュレーション・ベスト・インタレストの枠組みの評価は割れている。

本稿では、行為基準規則案の概要、連邦議会議員や市場参加者によるレギュレーション・ベスト・インタレストの変更提言、個人投資家による行為基準規則案に対するフィードバック等について整理を図る。

II. 三部構成の政策パッケージの概要

1. ブローカー・ディーラーが負う最善の利益基準

行為基準規則案は 3 つの規則から成る政策パッケージである。第一に、レギュレーション・ベスト・インタレストが挙げられる。同規制は、1934 年証券取引所法に基づいて、ブ

¹ 詳細は、岡田功太「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」『野村資本市場クォーターリー』2018 年夏号 (ウェブサイト版) を参照。

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

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

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

⁵ “SEC’s Clayton: Advice Standards Package Done by September, ‘if Not Sooner,’” *ThinkAdvisor*, November 1st 2018.

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、自身やその他（ブローカー・ディーラーの経営陣や関係会社の意向等）の経済的な利益を優先してはならない。

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な受託者責任を負っていない。これに対し、レギュレーション・ベスト・インタレストは、ブローカー・ディーラーについても、投資顧問業者が服している受託者責任に匹敵する水準の法的義務を課すことで、個人投資家との間の存在する利益相反の最小化を目指している。具体的には、「最善の利益基準」と呼称される開示義務 (Disclosure Obligation)、注意義務 (Care Obligation)、利益相反回避義務 (Conflict of Interest Obligation) の3つの義務を規定しており、同基準を満たしている場合のみ、ブローカー・ディーラーは図表1の行為が許容される。

図表1 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	コミッション等の取引手数料を課すこと
②	販売する金融商品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

最善の利益基準における開示義務とは、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り、手数料やサービスのタイプと範囲に加えて、「能力 (Capability)」を明記することを義務付けている。個人投資家に投資推奨を行う者が、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受託者責任を負っているのか、ステータスによって有する「能力」が変わるためである。

注意義務とは、ブローカー・ディーラーは勤勉さ (Diligence)、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り、ブローカー・ディーラーが、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、当該推奨が複数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等を指す。

利益相反回避義務とは、ブローカー・ディーラー免許を有する会社 (エンティティ) 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ものである。「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）が含まれる。

2. 投資顧問業者が負う受託者責任

第二に、投資顧問業者が負う受託者責任の明確化である。受託者責任は、1940年投資顧問法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、受託者責任とは過去の判例に基づいて、1940年投資顧問法に関する「解釈」に依拠している（詳細は後述）。そこで、行為基準規則案は、改めて、投資顧問業者が受託者責任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パブリックコメントを公表した。

行為基準規則案は、投資顧問業者に対する受託者責任として、注意義務（Duty of Care）と忠実義務（Duty of Loyalty）を挙げている。注意義務とは、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。

忠実義務とは、開示やその他の重要な利益相反事項について、全ての顧客を公正に扱わなければならないとするものである。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。

3. ステータスを明確化するフォーム CRS

第三に、フォーム CRS の新設である。同フォームは、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。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り、顧客の最善利益に反する行動をとり得るという潜在的なリスクを孕んでいるため、主に受託者責任を負った投資顧問業者が取り扱う。非一任口座とは、顧客の指示の下、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、ブローカー・ディーラーが適合性の原則に基づいて取り扱う。

ブローカー・ディーラーと投資顧問業者の規制法は異なる。前者は1934年証券取引所法に服しており、後者は1940年投資顧問法に服する。他方で、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

な商品やサービスが一括提供されるようになった⁶。その結果、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、図表2の情報を開示することで、自らが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ものである。加えて、フォーム CRS は、ブローカー・ディーラー資格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「ファイナンシャル・アドバイザー」）を名乗ってはならないとした。これは、ブローカー・ディーラーが、受託者責任を負う投資顧問業者とは異なることを、顧客が理解しやすくして、誤解のないようにするためである。

図表2 フォーム CRS における記載事項

①	会社と個人投資家の関係性と会社が提供するサービス
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

Ⅲ. 「最善の利益」の定義の明確化を求める民主党議員

1. 曖昧な適合性の原則との差異

行為基準規則案の最大の特徴は、レギュレーション・ベスト・インタレストにおいて、「最善の利益」を具体的に定義していない点である。同規制は、あくまでもブローカー・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すことで、顧客との重大な利益相反を軽減すると規定しており、「受託者責任を満たす」とは直接的に規定していない。つまり、レギュレーション・ベスト・インタレストは、1934年証券取引所法に基づくブローカー・ディーラーと、1940年投資顧問法に基づく投資顧問業者を区別しながらも、前者に対する最善の利益基準が、後者に対する受託者責任と実質的に同等の法的義務になることを目指している。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、レギュレーション・ベスト・インタレストの下、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⁷。

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。

⁷ “SEC advice rule: Jay Clayton says brokers must adhere to 'fiduciary principles',” *InvestmentNews*, April 26th 2018.

しかし、行為基準規則案が採択された当初より、最善の利益基準と受託者責任は、法的な同等性を有するのか論争を呼んだ。カーラ・スタイン元 SEC 委員は、レギュレーション・ベスト・インタレストは、「最善の利益」の定義がないため、ブローカー・ディーラーが適合性の原則に服している現状を追認しただけであり、「レギュレーション現状維持 (Regulation Status Quo)」と呼ぶべきであると批判した⁸。つまり、スタイン元 SEC 委員は、レギュレーション・ベスト・インタレストにおいて、ブローカー・ディーラーが負う最善の利益基準は、投資顧問業者が負う受託者責任と法的に同等と言えるのか曖昧であるとして、行為基準規則案の採択に反対した。

2. 高度な投資家保護の実現

2020 年の米国大統領選に出馬を表明しているエリザベス・ウォーレン上院議員（民主、マサチューセッツ州）は 2018 年 8 月、ブルームバーグに寄稿し、「あなたの弁護士は、あなたにとって悪い助言をすることで、あなたの敵対者から弁護士料を得ることはできない。あなたの医者は、製薬会社から見返りを得るために、あなたに処方する薬を、その製薬会社からのものにするにはできない。しかし、ブローカー・ディーラーは、仮に、あなたにとって最善ではない資産運用商品であったとしても、あなたに推奨する場合がある」と述べた⁹。

つまり、ウォーレン議員は、ブローカー・ディーラーが負う最善の利益基準は、投資顧問業者が負う受託者責任と比べて不明瞭であり、仮に、クレイトン SEC 委員長が主張するように両者が法的な同等性を有するならば、レギュレーション・ベスト・インタレストにおいて「最善の利益」の定義を明記すべきであると主張した。加えて、ウォーレン議員は、「医師や弁護士に騙された者が訴訟を提起できるように、生涯の貯蓄を危険に晒された世帯が同じ選択肢を与えられない理由はない」と述べ、レギュレーション・ベスト・インタレストにおいて、最善の利益基準に反したブローカー・ディーラーに対して、投資家が訴訟を提起する権限を明記すべきであると主張した。

要すれば、ウォーレン議員は、行為基準規則案における「最善の利益」に係る定義が曖昧であることから、将来的に、業界団体によるロビーイング等によって、最善の利益基準が実質的に緩和され、その結果として、高度な個人投資家の保護が実現できなくなる可能性について懸念を示した。

3. 統一フィデューシャリー基準の策定

マキシム・ウォーターズ下院金融サービス委員長（民主、カリフォルニア州）は 2018 年 9 月、民主党議員 34 名と連名で SEC に書簡を提出し、レギュレーション・ベスト・イ

⁸ 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.

⁹ “Worried About Wall Street Conflicts? The SEC Isn’t,” *Bloomberg*, August 3rd 2018.

インタレストの変更を求めた¹⁰。ウォーターズ委員長は、積極的な投資家保護論者であり、ウォーレン議員と同様にトランプ大統領の政敵として知られている。ウォーターズ委員長他 34 名は、高度な投資家保護を実現するには、1934 年証券取引所法に基づくブローカー・ディーラーと、1940 年投資顧問法に基づく投資顧問業者を区別せずに、統一的な基準を策定すべきであるとの見解を示した。すなわち、「統一フィデューシャリー基準」の策定を求めた。

統一フィデューシャリー基準とは、2010 年 7 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（ドッド=フランク法）に基づく規制の枠組みである。ドッド=フランク法 913 条は、SEC に対して、個人投資家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。それを受けて、SEC は 2011 年 1 月、ブローカー・ディーラー及び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¹¹。

ウォーターズ委員長他 34 名は、SEC に対して、行為基準規則案の規定内容は、2011 年 1 月に公表した SEC の見解と異なることに加えて、既存の適合性の原則と大差なく、高度な投資家保護が実現できるという論拠に欠けることから、レギュレーション・ベスト・インタレストを統一フィデューシャリー基準に変更することを求めた。

IV. 行為基準規則案を支持する共和党議員・業界団体・民間金融機関

1. 「バランスのとれた規制アプローチ」として支持する共和党議員

それに対して、共和党議員 12 名は 2018 年 8 月、レギュレーション・ベスト・インタレストの規制アプローチへの支持を表明した¹²。仮に、ウォーレン議員の主張の通り、ブローカー・ディーラーに受託者責任を負わせた場合、個人投資家に個別銘柄を推奨してコミッションを取得することは難しくなり、ブローカー・ディーラーは投資顧問業者として SEC に登録し、残高フィー型サービスの提供を開始しなければ、事業の継続が困難になり得る。その結果、個人投資家が、コミッション型サービスの提供を受けたいと考えていたとしても、同サービスの提供者が減少すれば、個人投資家の資産運用の選択肢が限定される可能性がある。

加えて、ウォーターズ委員長等の主張通り、統一フィデューシャリー基準を策定する場合、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ことになる。SEC は 2013 年 3 月、統一フィデューシャリー基準の策定に伴う費用便益に係るパブリックコメントの募集を行った。その結果、ブローカー・ディーラーに対するコストは飛躍的に高まり、個

¹⁰ SEC のウェブサイト (<https://www.sec.gov/comments/s7-07-18/s70718-4403388-175590.pdf>) を参照。

¹¹ SEC, “Study on Investment Advisers and Broker-Dealers,” January, 2011.

¹² SEC のウェブサイト (<https://www.sec.gov/comments/s7-07-18/s70718-4201409-172824.pdf>) を参照。

人投資家にコストが転嫁される可能性があるとして、最終化されることなく現在に至る¹³。

つまり、共和党議員達は、レギュレーション・ベスト・インタレストは、個人投資家による資産運用サービスへのアクセスを制限するような影響を最小化しながらも、ブローカー・ディーラーに対しては、既存の適合性の原則以上の法的義務を負わせており、バランスのとれた施策であると評価している。

2. プリンシプル・ベースのアプローチを支持する業界団体

証券業資本市場協会（SIFMA）は 2018 年 8 月、レギュレーション・ベスト・インタレストが、敢えて「最善の利益」の定義を直接的に定義しなかった点を評価した¹⁴。上述の通り、ウォーレン議員は、同規制は最善の利益基準として開示義務、注意義務、利益相反回避義務を規定しているが、「最善の利益」を直接的な定義をしていないため、受託者責任との法的な同等性は認められないと主張している。それに対して、SIFMA は、1940 年投資顧問法も、受託者責任として注意義務と忠実義務を規定しているが、「受託者（フィデューシャリー）」を直接的な定義をしていないと指摘した。

受託者責任は、1963 年の連邦最高裁判所によるキャピタル・ゲインズ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¹⁵。キャピタル・ゲインズ社は 1960 年頃、投資顧問業者として顧客に銘柄を推奨し、その推奨をする前に、同社自身が当該銘柄を購入して、利益を得ていた。SEC は、同社の行為はフロントランニングであり、1940 年投資顧問 206 条法に違反するとして提訴した。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の判決を下した。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、当然に受託者責任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、受託者責任に関する明確な定義等は規定されないまま現在に至る。

つまり、受託者責任の規制とは、プリンシプル・ベースで行われている。プリンシプル・ベースとは、詳細な法的な定義を伴うルール・ベースの規制とは異なり、一般的な原理に基づいて規制を行おうとするアプローチである。SIFMA は、1963 年判決以来、受託者責任は、プリンシプル・ベースの規制として有効に機能しており、最善の利益基準についても有効に機能する可能性が高いと主張している。

3. 注意義務の要件の改善に関する提言

民間金融機関は、SIFMA と同様に、レギュレーション・ベスト・インタレストの規制ア

¹³ “Duties of Brokers, Dealers, and Investment Advisors,” *Federal Register*, Release No. 34-69013; IA-2558; File No. 4-606, March 1st 2013.

¹⁴ SEC のウェブサイト (<https://www.sec.gov/comments/s7-07-18/s70718-4185817-172705.pdf>) を参照。

¹⁵ SEC v. Capital gains Research Bureau, Inc., 375 U.S. 180(1963).

アプローチを支持しているが、最善の利益基準を構成する注意義務の定義については、変更を求めている。レギュレーション・ベスト・インタレストは、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」必要があると規定している。

これに対して、ブラックロックは、レギュレーション・ベスト・インタレストはプリンシプル・ベースの規制であることから、「より高いコストを支払う合理的な根拠を有する」と詳細を規定するのではなく、あくまでも、個人投資家の投資プロファイルを鑑みることで、ブローカー・ディーラーは十分に注意義務を果たしたと規定すべきであると主張している¹⁶。バンガードは、個人投資家はコスト以外の投資プロファイルを含めた包括的な投資アドバイスを求める場合があることから、ブローカー・ディーラーに対して、投資アドバイス提供時に、コストのみに鑑みて「他に投資運用に関する選択肢」があるのか否か確認を義務付けることは、プリンシプル・ベースに反すると主張している¹⁷。

V. 個人投資家による行為基準規則案に対するフィードバック

1. 全米7都市で開催されたラウンドテーブル

レギュレーション・ベスト・インタレストの評価が割れる中、SECは2018年6月から9月にかけて、個人投資家から直接的なフィードバックを得るために、全米7都市においてラウンドテーブルを開催した（図表3）。同ラウンドテーブルには、金融業界に属さない個人投資家が約210名参加し、ほぼ全ての会合にクレイトンSEC委員長自らが出席した。同委員長は、そのフィードバックを踏まえ、第一に、行為基準規則案の適切な規制アプローチは、「投資プロフェッショナルであるブローカー・ディーラー及び投資顧問業者が負う義務」が「個人投資家の合理的な期待値」に合致することであると述べた¹⁸。つまり、ブローカー・ディーラー及び投資顧問業者は、個人投資家との関係が、限定的（例：株や投信の推奨）であっても、包括的（例：家計全体のファイナンシャル・プランニングの提供）であっても、個人投資家にとって適切な推奨を行い、個人投資家の利益よりも自身の利益を優先してはならないとした。

¹⁶ SECのウェブサイト (<https://www.sec.gov/comments/s7-07-18/s70718-4184389-172573.pdf>) を参照。

¹⁷ SECのウェブサイト (<https://www.sec.gov/comments/s7-07-18/s70718-4186466-172736.pdf>) を参照。

¹⁸ Chairman Jay Clayton, "Statement on Investor Roundtables Regarding Standards of Conduct for Investment Professionals Rulemaking," August, 2018.

図表3 SECが開催したラウンドテーブルの概要

開催日	開催地	SEC側の出席者	個人投資家の出席者数
2018年6月4日	ヒューストン	クレイトンSEC委員長他3名	22名
2018年6月13日	アトランタ	クレイトンSEC委員長他3名	10名
2018年7月9日	マイアミ	クレイトンSEC委員長他10名	34名
2018年7月12日	ワシントンDC	クレイトンSEC委員長他5名	38名
2018年7月17日	フィラデルフィア	6名 (クレイトンSEC委員長は不参加)	28名
2018年7月25日	デンバー	クレイトンSEC委員長他8名	27名
2018年9月20日	ボルチモア	クレイトンSEC委員長他6名	50名

(出所) SECより野村資本市場研究所作成

2. 特定の商品の推奨を促すセールス・コンテストの廃止

第二に、個人投資家が、特定の商品の推奨を促すセールス・コンテストを認めていないことが浮き彫りにされた。金融機関がセールス・コンテストを開催している限り、ブローカー・ディーラー及び投資顧問業者が、個人投資家に対して適切な推奨を行い、「個人投資家の利益よりも自身の利益を優先しない」とは言えないためである。レギュレーション・ベスト・インタレストは、利益相反回避義務において、セールス・コンテストの開催の有無について把握・開示し、それに伴う利益相反を抑止する方針を策定しなければならないと規定しているが、クレイトンSEC委員長は、特定の商品の推奨を促すセールス・コンテストを明確に禁止する意向を示した。

実は、この点については、ウォーレン議員の主張と整合する部分がある。同議員は、ブローカー・ディーラーと個人投資家間の重大な利益相反を軽減するのではなく、セールス・コンテスト等の慣行を明確に禁止し、利益相反を完全に排除すべきであると主張している。ただし、クレイトンSEC委員長は、セールス・コンテストの中でも、顧客の資産を増大させた対価として報酬額（残高フィー）を競うものについては、許容することを示唆している。

これに対して、全米消費者連合のバーバラ・ローパー氏は、SECに対して、投資顧問業者が顧客資産をマネージドアカウント（日本のファンドラップやSMAに相当）に移行し、同サービスに自社組成商品を組み入れることで、収益を上げようとする慣行を禁止すべきであると主張している。セールス・コンテストについては完全に廃止するのか、部分的に許容するのか賛否両論と言える。

3. 肩書における「アドバイザー」の使用制限

第三に、個人投資家にとって、ブローカー・ディーラーと投資顧問業者の差異を理解することは困難な点が明らかになった。近年、投資アドバイスを提供する者は、「ファイナンシャル・コンサルタント」「ウェルス・マネージャー」「マネー・マネージャー」等と名乗っており、非一任口座を取り扱うブローカー・ディーラーなのか、一任口座を取り扱う投資顧問業者なのか、個人投資家にとって理解しにくい。ファイナンシャル・プランニング

協会は、フォーム CRS がブローカー・ディーラーに対してアドバイザーの呼称を用いることを制限した場合、その代わりに「ファイナンシャル・プランナー」という呼称の利用する可能性に対し懸念を示した。同協会は、「ファイナンシャル・プランナー」と名乗るのは、公認ファイナンシャル・プランナー（CFP）資格の取得者に限定されるべきであると主張している。

行為基準規則案は、ブローカー・ディーラー免許のみを保有している者に対しては、「アドバイザー」または「アドバイザー」を含む名称を名乗ってはならないと規定しているが、投資アドバイス提供者の中には、ブローカー・ディーラー及び投資顧問業者の両者に登録する者がおり、個人投資家の混乱を招いている。実際に、SEC が 2018 年 11 月、約 1,800 名の個人に対して、フォーム CRS が機能するのテストした結果を公表した¹⁹。フォーム CRS において、「受託者責任」等の専門用語の定義が記載されていたとしても、回答者の約 33%は「利益相反（Conflicts of Interest）」の項目を理解することが困難であり、約 23%は「あなた（個人投資家）に対する我々の義務（Our Obligations to You）」の項目を理解することが難しいとした。

つまり、個人投資家は、ブローカー・ディーラーと投資顧問業者の区別がついていない。そこで、クレイトン SEC 委員長は、個人投資家に対して、ブローカー・ディーラー及び投資顧問業者の能力等について、動画等を配信して啓蒙することを示した。

VI. 行為基準規則案の経済分析の脆弱性

1. SEC の元エコノミストによる問題提起

行為基準規則案に関する論点が明確になる中、SEC の元エコノミスト 11 名が 2019 年 2 月、SEC に対して書簡を送付し、同規則案の「経済分析（Economic Analysis）」が不十分であると指摘した²⁰（図表 4）。SEC は、新規則の策定時に、対処すべき「経済的な問題（Economic Problem）」を明確化した上で、費用及び便益を分析し、規則が及ぼす経済的効果を開示する必要がある。SEC の元エコノミスト達は、行為基準規則案の経済分析が脆弱である理由として、同規則案が提示した経済的な問題が明確ではない点を挙げた。行為基準規則案は、ブローカー・ディーラーと顧客の両者が、投資アドバイスのリスク・リターンの適切な評価を互いに誤解している可能性を挙げている。そして、その改善策として、ブローカー・ディーラーに最善の利益基準を適用し、両者間のコミュニケーションを改善することを提言している。

しかし、行為基準規則案が対処すべき経済的な問題は、投資アドバイスのリスク・リターンの評価に関する両者の認識・理解不足だけではない。また、その解決策は両者間のコミュニケーションの改善だけに限られない。SEC の元エコノミスト達は、経済的な問題と

¹⁹ RAND Corporation, “Investor Testing of Form CRS Relationship Summary,” November, 2018.

²⁰ SEC のウェブサイト (<https://www.sec.gov/comments/s7-07-18/s70718-4895197-177769.pdf>) を参照。

して、「仮にフォーム CRS の開示内容を拡充した場合、どの程度の追加的なコストがかかるのか」、「ブローカー・ディーラー及び投資顧問業者が同一の法的基準に服した場合、個人投資家が混乱し、余計なコストがかかる可能性はないのか」、「仮に、ブローカー・ディーラー及び投資顧問業者の両者が、顧客の最善の利益を追求する場合、どの程度のコストが個人投資家に転嫁されるのか」等が挙げられるが、行為基準規則案は、それらについて十分な経済分析を行っていないと批判している。

図表 4 行為基準規則案の経済分析の脆弱性を指摘した SEC の元エコノミスト

	元エコノミストの氏名	在任期間	役職（当時）
①	チャールズ・コックス	1982年－1983年	首席エコノミスト
②	ケネス・レーン	1987年－1991年	首席エコノミスト
③	スーザン・ウッドワード	1992年－1995年	首席エコノミスト
④	エリック・シリ	1996年－1999年	首席エコノミスト
⑤	マーク・レディ	2000年－2001年	首席エコノミスト
⑥	ラリー・ハリス	2002年－2004年	首席エコノミスト
⑦	チェスター・スパット	2004年－2007年	首席エコノミスト
⑧	ジェームズ・オーバル	2007年－2010年	首席エコノミスト
⑨	キャスリーン・ハンリー	2011年－2013年	首席エコノミスト
⑩	クレイグ・レウイス	2011年－2014年	副首席エコノミスト
⑪	マーク・フラネリ	2014年－2016年	首席エコノミスト

（出所）SEC より野村資本市場研究所作成

2. 米労働省フィデューシャリー・デューティー規則の無効判決の影響

SEC の元エコノミスト達は、SEC は「何かしなければならない (do something)」という圧力を受けた結果、経済分析が不十分であるにもかかわらず、行為基準規則案を採択せざるを得なかった可能性がある」と指摘している。その背景として、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判決により無効になったことが挙げられる。同規則は、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、個人退職勘定の加入者等に対して、投資アドバイスを提供する営業担当者は、顧客の最善利益を追求する必要があるとされた²¹。しかし、SIFMA 等の業界団体は、投資アドバイス提供者を監督する SEC が、顧客の最善利益の追求義務に係る規制を策定すべきであるとして、米労働省を提訴した。第五巡回区連邦控訴裁判所は2018年3月、米労働省は、フィデューシャリー・デューティー規則策定時に

²¹ 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、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）、岡田功太「米財務省による米国資産運用業界の規制改革提言」『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。

行政手続法に違反していたとの見解を示し、同規則は無効となった²²。

SECの行為基準規則案の策定は、このような状況を踏まえて進められた。本来であれば、SECは十分な経済分析を行うべきところ、フィデューシャリー・デューティー規則を巡る一連の議論や判決が、ドナルド・トランプ政権、連邦議会議員、市場関係者等から高い注目を集めたこともあり、SECは性急に行為基準規則案を採択する必要に迫られ、その結果、十分な経済分析を提示できなかつた可能性があると指摘されている。

3. メリルリンチ・ルール無効判決の経験

ロバート・ジャクソン SEC委員は2019年3月、投資顧問業協会の年次会合において、行為基準規則案を策定する根拠となる経済分析が脆弱であるため、仮に、同規則案をそのまま最終化した場合、SECは提訴される可能性があると述べた。実は、以前に、SECが策定した規則の経済分析が脆弱であったが故に、司法の判断によって同規則が無効になった経緯がある。

1995年頃の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に対する過度な回転売買の推奨が問題視されていた。アーサー・レビット SEC委員長(当時)は、ダニエル・タリー氏(当時メリルリンチ CEO)や、ウォーレン・バフェット氏(バークシャー・ハザウェイ CEO)等を招集し、ブローカー・ディーラーに関する実態調査を行った。SECは、個人投資家とブローカー・ディーラーと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²³。それを受けて、メリルリンチは1999年、「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する一任口座であった。しかし、メリルリンチのようなブローカー・ディーラーは受託者責任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、「アンリミテッド・アドバンテージ」のようなサービスが、一定の要件の下で、1940年投資顧問法の適用除外となるような規則案を公表し、2005年に最終化した。これにより、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。同規則は「メリルリンチ・ルール」と呼ばれたが、ファイナンシャル・プランナー協会は2004年、メリルリンチ・ルールの承認は経済分析が欠如しており、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、同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。

このような経験を踏まえると、SECの元エコノミスト達が指摘するように、頑強な経済分析が伴う規則を策定しなければ、仮に行為基準規則案を最終化したとしても、その後、メリルリンチ・ルールと同様に訴訟を通じて無効化される可能性は看過し得ないものがある。

²² No. 17-10238, D.C. Docket No. 3:16-CV-1476, D.C. Docket No. 3:16-CV-1530, D.C. Docket No. 3:16-CV-1537, United States Court of Appeals Fifth Circuit.

²³ SEC, "Report of the committee on compensation practices," April, 1995.

VII. 行為基準規則案の最終化に向けた課題

SEC は、行為基準規則案を最終化するにあたって、レギュレーション・ベスト・インタレストにおける「最善の利益」の定義を巡る議論に決着をつける必要がある。同規制において、「最善の利益」とは、「個人投資家の利益よりも自身の利益を優先してはならない」ことを意味している。それに対して、ジャクソン SEC 委員は、「個人投資家の利益よりも自身の利益を優先してはならない」の解釈が難解であることから、「投資家を優先する義務がある」という表現に変更することを提言している。ジャクソン SEC 委員は、「最善の利益」の意味の明瞭化と、強固な経済分析が伴わなければ、行為基準規則案の最終化に反対することを表明している。

また、SEC は、フォーム CRS が有効に機能するよう検証することも求められよう。ヘスター・ピアース SEC 委員は、フォーム CRS を情報開示のデジタル化の出発点と位置付け、動画、モバイル・アプリ、相互に対話可能なウェブ・ベースのテクノロジー等を活用することで、個人投資家に対して、ブローカー・ディーラー及び投資顧問業者のステータスを示す必要があるとした。フォーム CRS による開示は、書面が有効とは限らず、特に、ミレニアル世代にとってはデジタル化された情報の方が利用価値は高いという。

行為基準規則案は、米国において、1995 年以來議論されているブローカー・ディーラー及び個人投資家間の利益相反を巡る議論を左右するものである。今後、SEC が、上述のような論点に対応することができず、行為基準規則案の最終化は延期されるのか、あるいは、同規則案は 2019 年 9 月に最終化されて、過去 20 年以上にわたって議論されてきたブローカー・ディーラーの法的な義務に係る議論が一つの区切りを迎えるのか、今後の展開が注目される。