

米国フィデューシャリー・デューティ 新規則の見直しの方向性

吉永高士

2018年1月に予定されていた米国労働省のフィデューシャリー・デューティ新規則の完全施行が2019年7月へと1年半先送りされることとなった。一部の重要条項を含め新規則の中味の見直しも確実視されている中、今後の規則変更の行方とともに、金融機関側へのインパクトと対応を考察する。

完全施行時期は2019年7月へ 大幅延期され集団訴訟リスクも 回避される見通し

米国労働省によるフィデューシャリー・デューティ（以下、FD）新規則は、個人退職口座（IRA）と401kなどの確定拠出年金^{注1}の提供の担い手（投資商品販売会社を含む）に対し、1974年従業員退職所得保障法（ERISA）に基づく善管注意義務や忠実義務（顧客利益最優先と利益相反排除）などの原理原則の徹底を求めるもの。オバマ政権下での6年越しの策定プロセスを経て、トランプ政権誕生までは2017年1月の部分施行と18年1月の完全施行が予定されていた。しかし、政権移行に伴い労働長官も交代する中で、同省では部分施行を60日遅れで17年4月に遂行する一方、完全施行については19年7月に延期する方針を8月末に正式発表した。

並行して、同省では大統領令に基づくFD新規則の妥当性検証のためのレビュー作業も継続している。完全施行時期が大幅に先延ばしされるのが現実になったことで、同省が今後、規則の中味にも大きく踏み込んで変更を行うのに必要な時間が確保されたと見る向きは米国金融界には多い。既に労働省新規則の部分施

行時に発効していたFD適用対象に関する規程（IRAと401kの提供者は受託者として「顧客最善利益の契約（BIC）」の責任を負う）については大枠として維持されるとしても、完全実施時に発効が予定されていた「顧客最善利益の契約の例外的適用」（BICE）に関する条項の中には、撤廃や緩和がなされるものがあると見られている。

BICEでは、アドバイス提供に対する対価は商品販売から切り離された投資顧問料（残高連動、時間制、定額制など）として受領すべきものであることを原則としつつ、投資商品販売や売買時の成功報酬であるコミッション（販売額の一定割合の販売時手数料）や12b1手数料（販社向け信託報酬に相当）については顧客最善利益が損なわれていないことが担保されていることを条件に、その受領を「例外的に」認めている。BICE関連条項の中で、とりわけ政治的論争も巻き込み大きく注目されてきたのは、IRAや401k提供者のBICE違反を巡る顧客との係争で顧客が集団訴訟を起こす権利を認める条項であった。しかし、労働省が8月に当該条項を取り下げの方針を公表しており、これにより提供者側がBICE違反を理由に予測困難か

つ理不尽に巨額な賠償責任リスクを負う可能性は大きく低下したと受け止められている。

労働省FD新規則に今後変更が加えられるシナリオとしては、同省自身による改正案策定だけではなく、証券取引委員会（SEC）が2010年金融規制改革法に基づき付与されていた独自のFD規則策定権限を行って労働省規則を事実上書きすることで実現する可能性もある。いずれの形にせよ、米国のFD制度改革は新たな均衡点を求める中期的収束プロセスに入ったと思われる。

投資商品販売業者への インパクトは多岐におよぶ

米国の投資商品販売会社に対するFD適用自体は最近になって始まったものではない。1970年代に登場し、90年代半ば以降に急速かつ右肩上がりに普及していったラップ口座は、1940年投資顧問業法に基づくFD（以下、投顧法FD）上の義務を販売会社と営業員に課してきた。ラップは現在、多くの米国対面販売会社で預り資産の4割前後を占め、かつ投資商品販売手数料の7～8割前後に寄与するなど、投顧法FDとその遵守は日々の営業にしっかりとビルトインされている。

この投顧法FDと労働省FDを比較すると、顧客利益最優先と利益相反排除をうたう理念で両者は共通する。しかし、前者が一部の利益相反懸念事項については開示と顧客の書面による同意をもって存在を許容するのに対し、後者は懸念自体の徹底排除を求めているところに大きな違いがある²²。このため、米国の証券会社や銀行グループ²³などでは労働省FDが求める一層厳格な義務の履行のため、以下のような対応策を準備または導入している。

- ①手数料設定：IRA向けの投信販売で特定商品の提案を誘引しないよう、販売手数料や12b1手数料を一律化
- ②報酬体系：IRA向けに特定の商品種の提案を誘引しないよう、商品種間での営業員の報酬歩合格差や評価ポイントの上乗せなどを廃止
- ③品揃え：本社による商品審査の関与度合いを強め、営業員が提案可能な投信商品数を数千本単位で絞り込み
- ④手数料の妥当性：IRAや401k加入者向けの提案に際し、競合する選択肢に比べ総コストが妥当なものであることを客観データとツールを用い説明
- ⑤営業プロセス：すべてのIRA利用者に包括的プロファイリングとレビュー、個別性あるアドバイスを提供し、その際にはロボアドバイザー²⁴技術も併用
- ⑥ラップ利用：一部の販社では、IRA向けにはアドバイスの対価が商品販売とは切り離されているラップのみを原則的な投資実行手段として利用²⁵
- ⑦コミッション型取引の制限：一部の販社では、IRA向けにコミッション型取引を継続提供する際、取扱商品の絞り込みや残高下限の引

き上げにより利用を制限²⁶

上記のうち、今後の労働省FD規則の変更次第では、IRA向けのコミッション型取引の制限や提案商品の極端な絞り込みなどの一部施策について緩和方面での揺り戻しはあり得るだろう。他方、包括的なプロファイリングで特定した顧客のゴール（目標、課題克服、ニーズらの総称）を実現するための投資をラップを中心に実行し、継続的レビューにより伴走する営業プロセス²⁷や、それを裏付けとして手数料水準への納得感や妥当性を与える価値提示のあり方については、過去20年間にわたり不可逆的に普及・浸透してきたベクトルに今後も変化はないだろう。むしろ労働省FDは、どのように変更が加えられるにせよ、こうした流れを後押しすると思われる。

「Fiduciary Duty」と「フィデューシャリー・デューティ」

最後に、英語の「Fiduciary Duty」と日本における「フィデューシャリー・デューティ」について所感を述べたい。前者が法令を裏付けとする義務²⁸であるのに対し、後者は行動規範や原則とされているが²⁹、両者の究極的な差異は顧客と係争になった場合の賠償責任の大きさや拳証責任の所在として明確に現れる可能性がある。義務と原則のどちらにすべきという話をしていくのではなく、また原則制を採ることに異見はない。しかし、広範な投資家への分かりやすさと無用な混乱の回避のために、日本では「フィデューシャリー」の言葉はなるべく使わない方がよいのではないかと、私見ながら、考えている。

注

- 1 確定拠出年金制度の中には、非営利

団体職員が加入する403bなど労働省FD新規規則の適用対象ではないものもある

- 2 投顧法FDがラップを対象とする中で、ラップ資産とそれ以外の証券口座資産のダブルスタンダードによる使い分けが一般的であるのに対し、労働省FDが対象とするIRAはラップ資産にも証券口座資産にも跨っているほか、その節税効果により各顧客の預り資産の中核を構成することが多いこともあり、非IRA資産とのダブルスタンダード併用は相対的に難しいとされる
- 3 米国では銀行店舗での銀行員による投資商品販売は年金保険などを除き禁止されており、グループ内か第三者の証券会社に籍を置く営業員が間借り方式で営業
- 4 米国のロボアドバイザーは一任型（ラップ）のみ
- 5 メリルリンチ、JPモルガンチェース、キャピタルワンなど。労働省FD規則の変更の動向も睨みつつ、コミッション型取引を全面的に中止する当初の方針から制限付き提供へと方針を修正しているところもある
- 6 エドワードジョーンズなど
- 7 ゴールベース資産管理プロセスと呼ばれる
- 8 豪州のFFA、英国のRDR、欧州のMiFID II、カナダのCRMなど
- 9 『金融法務事情』2017年7月20号「『顧客本意の業務運営に関する原則』の実践と今後の展開」。それによると、日本の「フィデューシャリー・デューティ」は狭義の義務ではなく、広い概念としての原則を示すもので、また「各金融事業者がそれをフィデューシャリー・デューティと呼んでもよいし、呼ばなくてもよい」（神田秀樹学習院大学大学院教授）ものという

『金融ITフォーカス』2017年10月号より転載

吉永高士（よしながたかし）
NRIアメリカ金融研究室長