

レギュレーション・ベスト・インタレスト と「顧客本位」

米国ではリテール投資商品販売における顧客最善利益の追求を義務付けるレギュレーション・ベスト・インタレストが2020年6月末に発効する。信託や投資顧問契約（ラップ等）等の受託者責任（フィデューシャリー・デューティ）を伴う投資以外にも顧客利益の最優先を義務付けるところに大きな特色があり、「顧客本位」のありようへの新たな視座を呈示している。

フィデューシャリー・デューティを伴わない投資にも顧客利益の最優先を義務付け

米国では受託者責任（フィデューシャリー・デューティ、以下FD）を伴わない証券投資においても、投資商品販売会社やその営業員に顧客利益の最優先を義務付けるレギュレーション・ベスト・インタレスト（以下Reg BI）が20年6月30日に発効する。すでに米国の投資商品販売会社では1940年投資顧問業法に基づくラップ契約にFDを裏付けとする顧客利益の最優先義務が課されているが、証券口座におけるコミッション型の株式、投信、変額年金など一層広範なりテール向け投資アドバイスの提供時にも、1934年証券取引所法の顧客利益の最優先が新たに義務付けられることになる。

なお、ここでいう「アドバイス」は投資顧問業法に基づくものでないため英語表記は「Advice」（FDあり）ではなく、証取法上の「Recommendation」（FDなしの「推奨」）として区別されているが、口座種別（各種の課税口座や税制優遇口座の選択や乗換等）、投資戦略（資産配分モデル等）、個別商品・銘柄選択に係る提案などが対象になる。

今回のReg BI策定に至る議論の直接の起点となったのは、リーマンショック後の金融制度改革を進めた2010年金融規制改革法（ドッド=フランク法）である。同法では、米国の投資商品販売業・営業員に関する既存規定が投資顧問業法に基づきラップ等を提供する「投資アドバイザー」（IA）と証取法に基づき投資商品販売を行う登録証券外務員（RR）の2系統が併存することが投資家側の混乱を招いているとの問題意識から、混乱解消と競争上の均霑を図るために米証券取引委員会

（SEC）に統一的規則（Uniform rule）の策定権限を付与していた。ところが、SECがアクションを起こさないうちで、オバマ政権下の米労働省が1974年従業員退職所得保障法（ERISA）に基づく受託者責任を広範な証券口座にも適用する新省令案を6年越しで策定し、17年4月に部分施行された。同省令は英・一部欧州等の先行例¹⁾と同様にFDの徹底を求めて、販売に係るコミッション（販売時の委託手数料だけでなく、投信残高連動の12b1手数料も含む）の受領を原則禁止し、厳格な例外規定を満たした場合にのみ認めるという「原理主義的」なものだった。このため、従業員FAを抱える証券会社や銀行系・保険会社系販社、独立FAを束ねる証券会社（IBD）らを含む広範な金融業界から、「裾野広い投資家がアドバイスをもらえなくなる」との理由で強い反対の声が上がっていた。しかし、19年6月の完全施行の前に18年3月に連邦高裁が同省の越権行為を理由に無効化し、直後の18年4月にSECはReg BIの原案を公表した。

Reg BIは統一的規則ではなく、証取法の適合性原則（FDなし）を上書きするかたちで「顧客の最善利益（ベスト・インタレスト）」の追求を義務付けており、FDを伴っていない。金融界で「実務の現実に即したもの」として、従業員FAや独立FAのいずれも概ね支持しているが、これはFDの有無というだけではなく、原理主義的な労働省令と比較した場合の受け入れ可能な規制強化レベルであったという側面が強い²⁾。

コミッション型の商品提案であっても顧客最善利益の観点での妥当性を問う

Reg BIは販売会社やその営業員による顧客利益の最優先の追求において（1）開示、（2）善管注意義務、

NOTE

- 1) 豪州のFFA、英国のRBR、欧州のMiFID II、カナダのCRMなど。
- 2) 現在では証券会社の従業員FAも、独立営業員活用証券会社 (IBD) やRIA (リテール向け投資顧問会社) に所属する独立FAも現在は証券外務員資格 (シリーズ7) と投資アドバイザー資格 (シリーズ65または66) の両方を就業時から取得・保有しているのが一般的であり、また所属する証券会社またはIBDもRIA兼業登録または併営しているケースが多く、その限りにおいては、従業員FAチャネルと独立FAチャネルの間で二元論的な対立構造があるわけではない。

- ただし、RIA専門家のなかには、受託者責任を伴わない顧客利益の最優先では証券会社やIBDに比べ不公平な競争環境がもたらされるとして、Reg BIの無効化を求めた訴訟を起こしたところもある。当該裁判ではドッド=フランク法上程者の元議員2名も「統一規則の策定が立法趣旨」との意見陳述書を提出している。
- 3) ここでいう販売会社は、証券会社 (従業員型とIBDの両方) とRIAを兼業または併営する証券会社 (同) だが、銀行の対面商品販売チャネル (米国では銀行員が投資商品を直接販売できないため、営業員を証券会社が第三者証券会社に所属させて間貸し方式で販売) や保険会

社系の証券子会社 (旧保険代理店子会社から転換したものが多く) も含まれる。

- 4) 原文では "Recommendation"。米国ではラップなどの投資顧問法に基づくもののみAdviceと呼ぶことが法制上は認められる。

(3) 利益相反の対策、(4) コンプライアンスの4つの観点で順守すべき義務を示している。Reg BIは規制体系上はプリンシプル (原則) ベースのアプローチを採用しているが、各販売会社側の解釈による対応と並行して、20年6月末の発効を前にSECがFAQを更新しており、実務面で求められる具体的な対策も徐々に明確になりつつある。

(1) 開示面については、顧客と販売会社・営業員³⁾の関係を文書で簡潔にまとめた顧客リレーションシップ要旨 (Form CRS) を新規・既存顧客に提示し、提供サービス、投資に係る手数料と費用、利益相反の所在、処分歴などを盛り込むことが求められている。

また、推奨⁴⁾の提供時にも手数料・費用の詳細な内訳、代替的な選択肢、顧客口座のモニタリング態勢、営業員に対する管理体制の他、顧客にとり一定の妥当性ととも重要と考えられるものをすべて書面にて透明性高く示すことが義務付けられる。

(2) 善管注意義務としては、口座種、投資戦略、個別商品・銘柄の推奨に際しての費用、想定リスク、期待リターン、個別性ある顧客プロファイル等の考慮に基づく「妥当性についての根拠」を確保することが求められている。

(3) 利益相反については、顧客への開示や同意によって完結するものではなく、その軽減や廃止を多くの相反発生状況で求めている点、従来の適合性原則体系からの大きな変化である。例えば、一定期間において特定の商品・銘柄の販売を促すインセンティブ提供は禁止されることになり、これに該当するセールスコンテスト、販売ノルマ設定、ボーナスと非金銭報酬支払いなどは不可能になった。また、商品デューデリジェンスの徹底、推奨対象となる投信銘柄等の母集団を絞り込む販社もある。

(4) コンプライアンス面では、上記の3つを含む義務の履行の順守徹底のために、その方針や手続きを確立し、文書による記録保持を行うことなどを求めている。

日本の「顧客本位」と「フィデューシャリー・デューティ」

ところで、筆者が日本の証券会社やIFAを含む業界関係者の方々と意見交換させていただく際に、「顧客本位」の概念や中味に関し、個社・個人による想定幅や曖昧さが依然として小さくないと感じることがある。日本の「顧客本位」がプリンシプルベースの原則である以上、各々が最善と信じることを突き詰めた結果として多様性があるのは当然であるし、そもそも、唯一の正解があるものではない。しかし、ベストプラクティスとしてより一層の収斂が進んでいくことは、販売会社や投資家顧客双方にとっても良いことではないかと思う。

日本の「顧客本位」がFDの邦訳であると考える人は現在でもいるが、日本の「顧客本位」が欧米では必ずしもFDとはみなされていないのが現実だ。米国のラップ契約や欧州・豪州・カナダの法令・契約などで規定されるFDとは異なる面の多い日本の「顧客本位」の業務運営のあり方や中味をさらに深化させていく上で、FDを伴わず顧客利益の最優先を義務付けるReg BIのアプローチや構成内容は日本の関係者にも有用な視座を呈示してくれているのではないか。

Writer's Profile



吉永 高士 Takashi Yoshinaga

NRIアメリカ
金融・IT研究部門長
専門は金融機関経営戦略、オペレーション、制度の研究
focus@nri.co.jp