

米国では最善の利益、フィデューシャリー・デューティーの  
論争真っ只中!  
～SEC・共和党・証券業界・商工会議所等 vs 下院・民主党・民主党寄りの  
州(ニュージャージー州、ネバダ州、メリーランド州)～

商品マーケティング企画部 松尾 健治  
窪田 真美

※三菱UFJ国際投信がお届けする、日本版ISAに関する情報を発信するコラムです。

米国の証券・運用業界、政府・議会で注目される SEC 最善の利益ルール

今、米国の証券・運用業界、政府・議会では SEC/米証券取引委員会の「最善の利益ルール/Regulation Best Interest(以下、Reg BI)」が注目されている。今年(2019年)の春から夏、遅くとも9月までに SEC/米証券取引委員会が「Reg BI」を中核とする投資アドバイス改革提案/investment advice reform proposal(以下、SEC ルール)の最終案を公表、採決する見込みのためだ。

2019年2月8日に IAA/米投資顧問業協会幹部は「7～9月になりそう。Reg BI はかなりブローカー(証券会社)にフレンドリーで、所々で曖昧に。」(2019年2月8日付 ThinkAdvisor ～URL は後述[参考ホームページ]①参照)と予想する。

米国のブローカーとアドバイザーに対する規制改革の手続きと予想されるタイムライン

2019年3月22日現在

規制名	規制対象	2015年以前	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年以降
<b>DOLルール 関連</b> (民主党主導 以下、民)	ERISAの下、 退職口座にアドバイ スをするブローカー (投信・保険等の 販売会社)	当初版公表 (2015年4月14日)	最終版公表 (4月6日)	基本条項実施 (6月9日)→無効確 定(2018年の6月21 日)	<b>高裁無効判決 (3月15日)→無効確 定(6月21日) *2019年7月1日完 全適用も無効。</b>  NJ州ルール公表 (10月15日)。	ネバダ州ルール公 表(1月18日)。  9月までに修正最終 版公表可能性*1。	
<b>SECルール 関連</b> (共和党主導 以下、共)	証券取引所法の 下、 全てのブローカー	2009年「金融規制 改革: 新たな基盤」 で「FDをかける」。 2010年成立のドッ ド・フランク法「FDを かける権限をSECに 与える」。			<b>当初版公表 (4月18日)。</b>	<b>9月までに最終版公 表予定*1。</b>  公表後、退職者向 けにDOLのフィ デューシャリー・ガイ ダンス公表予定*2。	
(参考) SECの構成等 (定員5人)	証券法、証券取引所 法、 投資会社法、投資顧 問法の下、証券プロ ダクツのみ	5人(民3、共2) 2013年8月15日 3人(民2、共1) 2015年12月31日	大統領選挙(11月8 日)でトランプ大統領 (共)が選ばれ、中間 選挙で共和党が上院 過半数を維持。	2人(民1、共1) 1月20日 クレイトン委員長 就任 3人(民1、共2) 5月4日	5人(民2、共3) 1月11日～7月6日 4人(民2、共2) 7月7日～9月10日 5人(民2、共3) 9月11日～	4人(民1、共3) 1月～	

(出所: 米DOL/労働省及び米SEC/証券取引委員会等より三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

\*1: 2018年10月18日に米トランプ政権が公表した「規制予定一覧表/Unified Regulatory Agenda」。ただ、「ルール最終版はベストシナリオで2019年のいつか(裁判所がプロセスを延長しない場合)」(2018年4月26日付米インベストメント・ニュース誌/FI360社)と言う意見もある。「SECルール最終案の施行が予想より時間がかかる場合、DOLは修正DOLルール最終案を公表する可能性がある。」(2018年10月18日付ThinkAdvisor)。「DOLはSECと協働、DOLルールのBICEの免除規定を、別のものに置き換えるかもしれない。」(2018年10月18日付InvestmentNews)。

\*2: 2018年10月17日付ThinkAdvisor。

\*赤は共和党の党としてのカラー、青は民主党の党としてのカラー。

日本ではホールセール向けボーカー・ルールはずっと注目されているが、こと、リテール向け SEC ルールとなると、同じドッド・フランク法関連ルールなのに、ほとんど注目されていない。SEC ルール前身の DOL/労働省フィデューシャリー・デューティー・ルール(以下、DOL ルール)も同様である(2018年9月25日付日本版ISAの道 その238～URL は後述[参考ホームページ]①でも指摘した事)。この半年で日経テレコン等を見ても「証券取引委員会規則案も採択は19年半ばに持ち越されそうだ。」(2019年1月28日付ファンド情報)や「SECは現在、最善の利益ルールの最終案を取りまとめている。」(2018年11月8日付ダウ・ジョーンズ)と出ている程度(日本証券経済研究所証券レビューや月刊「投資信託事情」には詳細に出ている～URL は後述[参考ホームページ]①参照)。

日本で注目されない理由に、難解な金融用語や法律・政治用語が使われている事、米国の証券・運用業界関係者(弁護士等)や政府関係者・議員が各々の立場で頻繁に主張、どれが正しいのかよくわからない事、そして流動的である事が大きい。

ただ、日本でも「金融庁から『顧客本位の業務運営に関する原則』が公表されているが、当該原則の策定過程において米国のルールが参考にされたものと推測される。今回のSECルール案も、今後の日本のFDに関する議論の方向性に影響を与える可能性があると思われる。」(2018年7月9日付ファンド情報～URLは後述[参考ホームページ]①参照)、「証券外務員の顧客本位の業務運営が厳しく言われるようになったのは米国が最初で、その後、世界に伝播してきたという経緯があります。」(日本証券経済研究所証券レビュー2018年10月～URLは後述[参考ホームページ]①参照)と言われており、日本の金融機関もこぞって「顧客本位の業務運営」と言う中、証券・運用、金融の先進国であり超大国の米国の今を理解する事は重要であり、もう少し日本で注目されてもいいと思われる。

### 今年の春から夏、遅くとも9月までにSECルール最終案は公表、採決、承認へ

今年の春から夏、遅くとも9月までに公表、採決されるSECルール最終案はSECにより承認される可能性が高い。2018年4月18日の当初案で反対した民主党のスタイン委員は既に退任済みである。民主党のジャクソン委員が、民主党議員等からの強い圧力で反対に転ずる可能性もあるが、SECは今、**共和党寄り無党派のクレイトン委員長、共和党のロイズマン委員とピアース委員が賛成する可能性が高く、賛成多数で承認される見込みだ**(当初案は2018年4月23日付日本版ISAの道その220と2018年5月7日付日本版ISAの道その221、ロイズマン委員などSECは2018年9月25日付日本版ISAの道その238～URLは後述[参考ホームページ]②参照)。

米国のSEC/証券取引委員会の委員/Commissioners
2019年1月1日現在

	クレイトン/Clayton委員長(共和党寄り無党派) *1993年ロー・スクール卒の弁護士。	ロイズマン/Roisman委員(共和党) *米上院銀行委員会首席顧問で その前はNYSE Euronextの弁護士。	ピアース/Peirce委員(共和党) *1997年ロー・ルール卒の弁護士。
<p style="color: red;">総じて 規制緩和 (共和党的)</p>	<p>2018年4月18日のSECルールに賛成</p> <p>2017年5月4日に就任。 2021年6月5日に任期終了だが 2022年12月まで延長可。</p>	<p>2018年9月11日に就任。 2023年6月5日に任期終了だが 2024年12月まで延長可。</p>	<p>2018年4月18日のSECルールに賛成 だが他の事で反対票が多い</p> <p>2018年1月11日に就任。 2020年6月9日に任期終了だが 2021年12月まで延長可。</p>
<p style="color: blue;">総じて 規制強化 (民主党的)</p> <p style="color: blue; font-size: small;">*スタイン委員は2014年7月23日のMMF規制改革においてヒアワー委員と共に対。</p>	<p>ジャクソン/Jackson委員(民主党) *ロー・スクール教授。</p> <p>2018年4月18日のSECルールに賛成</p> <p>2018年11月11日に就任。 2019年6月5日に任期終了だが 2020年12月まで延長可。</p>	<p>スタイン/Stein委員(民主党) *1991年ロー・ルール卒の弁護士。</p> <p>2018年4月18日のSECルールに反対</p> <p>2013年8月1日に就任。 <span style="color: red;">2017年6月5日に任期終了だが 2018年12月まで延長可。</span></p>	<p style="color: red; font-size: small;">*大統領指名で上院承認(2013年11月21日以降、上院本会議の過半数で可だが、その前に上院委員会で採決が必要で、採決は野党議員が少なくても1人参加しないと成立しない。</p> <p style="color: red; font-size: small;">*定員5人。同政党から選出出来る委員は3人まで。</p> <p style="color: red; font-size: small;">*新たな規則を導入する時の採決で少なくとも3委員が投票する必要がある。</p> <p style="color: red; font-size: small;">*5年の任期終了(毎年6月5日)後も後任が来るまで約18か月まで務めてよい。</p>

(出所: 米SEC/証券取引委員会等より三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)  
\*赤は共和党の党としてのカラー、青は民主党の党としてのカラー。

## 下院・民主党は SEC・共和党・証券業界に圧力をかけ続けている

SEC ルール最終案は SEC により承認される可能性が高い中、下院と民主党寄りの州は少しでもルールを厳しくする為、ずっと SEC や共和党政権・議員に圧力をかけ続けており(2018年10月22日付日本版ISAの道 その242 ~ URL は後述[参考ホームページ]②参照)、最善の利益、フィデューシャリー・デューティーの論争真つ只中である。今月の2019年3月14日には、下院で民主党が直近の中間選挙(2018年11月6日)で過半数となった後初めて、SEC ルールのヒヤリングが下院金融サービス投資家保護小委員会/ Financial Services Committee Subcommittee on Investor Protection であった(URL は後述[参考ホームページ]②参照)。そこで民主党の会長であるキャロリン・マロニー/Carolyn Maloney 女史(NY州選出、73歳)が「Reg BIは投資家保護が弱過ぎる。利益相反を減らすと言うより開示が強調されている。ブローカー自身の利益を許容している。」と発言、これに対して下院の共和党リーダー/Ranking Member であるビル・ハイズンガ/Bill Huizeng 氏(ミシガン州選出、男性、50歳)は「Reg BIは注意義務/standard of careを著しく引き上げており、顧客の最善の利益/customer's best interestを確立するものだ。顧客はニーズにあった金融プロフェッショナルから十分な情報を得た上で決定出来るだろう。そして投資家は求める商品やサービスのより多くの選択とアクセスが出来るだろう。」と反論している。

## 「最善の利益」や「注意義務」など難解な金融用語や法律・政治用語の説明

上記の下院での論争には、先述通り、難解な金融用語や法律・政治用語が並んでいる。そこでそれらを説明する。まず「Reg BI」は、SEC ルールの中核/heartをなす最善の利益規制案/Proposed Regulation Best Interest/Regulation BIの事で下記図表の一番右にある。下記図表は一番左の「義務の項目(アドバイザーに対するフィデューシャリー・デューティーのもの)」とある通り、フィデューシャリー・デューティー上の主要義務4項目(1~3は注意義務/duty of care/standard of care、4は忠実義務/duty of loyalty)から見ている(\*)。



米国のアドバイザーに対するフィデューシャリー・デューティーとブローカーに対するFINRAルールとSECルール案

2019年3月22日作成

→ …SECルールで可能性のある変化。

義務の項目 (アドバイザーに対する フィデューシャリー・ デューティーのもの)	アドバイザー	ブローカー	
	フィデューシャリー・ デューティー /Fiduciary Duty もしくは受託者責任基準 /fiduciary standardの 主な構成(両輪)でエリサ法中心 ~下記※1、2参照)	FINRAルール /Financial Industry Regulatory Authority Rule /米国金融取引業規制機構ルール (FINRAが策定、SECが承認する、 法令ではない自主規制ルール)	SECルール案 /投資アドバイス改革提案 /investment advice reform proposal の中心/heartの 最善の利益規制案 /proposed Regulation Best Interest /Regulation BI /Reg BI
1)アドバイスを与える時は <b>顧客の最善の利益で行動</b> /Acting in the clients' best interest when giving advice		△ (顧客に対し <b>適合性基準</b> で商品・サー ビスを推奨・提供 ~下記※3参照)	○ <b>(顧客の最善の利益で行動)</b> /Acting in the clients' best interest、 プリンシプル・ベース)
2)取引は <b>最良執行</b> /Getting best execution on trades	○ (思慮深い) 注意義務 /duty of care /standard of care	○ (店頭取引手数料5%は政府債で高過 ぎなど)	- (取引の最良執行の義務はない)
3)投資ポートフォリオの <b>モニタリングを継続</b> /Ongoing monitoring of investment portfolios		△ (過当取引/Excessive Tradingもしくはチャ ーニング/Churningの禁止)	- (モニタリングを継続する義務はない)
4)アドバイザーが <b>自分の利益を後回しにしても忠実 に義務を果たす</b> 。損害が無くても信 託違反とされる(利益の返還、取引の 停止、解任等が可能な)非常に厳格な 義務。	○ (フィデューシャリー・デューティーの中 で最も重要で非常に厳格な) 忠実義務 /duty of loyalty (受益者の利益)	- (自分の利益を後回しに しないでよい)	△ (利益相反の開示、利益相反の緩和・ 削減は求められる。 退職口座については「○」の可能性)

(出所:米SEC/証券取引委員会等より三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

※1: エリサ法/従業員退職所得保障法/ERISA/Employee Retirement Income Security Act of 1974(以下、ERISA)と1940年投資顧問法(以下、投資顧問法)のフィデューシャリー・デューティーは違う。違反についてERISAはプラン参加者が訴訟する権利があるが、投資顧問法は訴訟する権利が無い(拘束力のあるFINRAの裁定/仲裁に向かう)。販売手数料と代行手数料(セールス・ロード/12b-1)、利益相反や金融インセンティブについてERISAは原則なしだが投資顧問法は顧客に開示すれば可。アドバイザーについてERISAは合理的な水準でなければならぬが投資顧問法は2%超を過剰と言うが標準より高い事を開示すれば禁じていると思われないレベル。

※2: フィデューシャリー・デューティー(Fiduciary Duty)の主な構成(両輪)は上記の通りだが、注意義務及び忠実義務以外に、誠実義務/duty of good faith、機密保持義務/duty of confidentiality、慎重義務/duty of prudence、開示義務/duty of disclosureがある。

※3: 適合性基準/suitability standardもしくは適合性ルール/suitability ruleは推奨/recommendationsした商品・サービスを提供する/取引する前に、顧客のポートフォリオ/portfolio、財政状態/financial situation、需要/needsなどにおいてその推奨が適合していると言う根拠を持つ必要がある。

\*フィデューシャリー・デューティー上の義務…フィデューシャリー・デューティー上の主要義務 4 項目はエリサ法/従業員退職所得保障法/ERISA/Employee Retirement Income Security Act of 1974 のフィデューシャリー・デューティーのもので、Reg BIに相当する「顧客の最善の利益で行動する義務」を含んだ「注意義務(図表では 1~3)」、「忠実義務(図表では 4)」、図表では省略した「誠実義務/duty of good faith」、「機密保持義務/duty of confidentiality」、「慎重義務/duty of prudence」、「開示義務/duty of disclosure」がある。

「最善の利益規制/Regulation Best Interest/Reg BI」と言うと、フィデューシャリー・デューティー/Fiduciary Duty もしくは受託者責任基準/fiduciary standard に沿っている様に聞こえる。 実際、米国でも 2019 年 3 月 15 日に **米国 CFP 資格認定委員会/CFP BOARD は CFP 保有者に求める倫理規程と行為基準(2019 年 10 月 1 日付施行)で「最善の利益」は「注意義務」と「忠実義務」の両方を含むフィデューシャリーと明確に定義している(2019 年 3 月 15 日付 401kspecialist~URL は後述[参考ホームページ]②)。**

しかし SEC ルールの最善の利益規制/Reg BI は違う。「**最善の利益**」は定義されず、**忠実義務を含んでいない**。現在の SEC で「**最善の利益**」はフィデューシャリー・デューティーの「(思慮深い)注意義務/duty of care/standard of care」の一項目にしか過ぎないとされる。つまり、Reg BI は、**忠実義務はもちろん、「取引は最良執行/Getting best execution on trades」も「投資ポートフォリオのモニタリングを継続/Ongoing monitoring of investment portfolios」も関係無い様なのだ。ただ、利益相反の開示、利益相反の緩和・削減が求められ、退職口座については忠実義務のある可能性が高い。** その為、SEC の共和党委員であるピアース委員は 2018 年 4 月 18 日に「顧客の最善の利益による行動/best interests of their clients はミス・ラベルだろう。適合性プラス/suitability-plus と言った方が良い。」(2018 年 4 月 23 日付日本版 ISA の道 その 220~URL は後述[参考ホームページ]②参照) と言っている(現行の FINRA/Financial Industry Regulatory Authority/米国金融取引業規制機構ルールより少し厳しいと言う事)。 2018 年 12 月 6 日、米国の証券会社業界団体である SIFMA/Securities Industry and Financial Markets Association/証券業金融市場協会も、「**Reg BI は適合性基準/suitability standard よりステップ・アップする。**」(2018 年 12 月 6 日付 InvestmentNews~URL は後述[参考ホームページ]②参照)と言っている。



米国のブローカーとアドバイザーの監督機関

2019年3月22日作成

監督機関名	対象となる企業・人物	対象となるプロダクト	人事等	委員・理事の人数	姿勢
SEC/Securities and Exchange Commission /証券取引委員会	全米のブローカー、アドバイザー(アドバイザーの登録は1億\$以上で1億円未満は州へ登録、FINRAより大規模な詐欺等に対応)	証券プロダクト(変額年金を含むもの、株価指数連動年金を含まない)	大統領の指名と上院の承認が必要(下院の承認は不要)	委員5人(共和党3人、民主党1人、欠員1人)	規制緩和寄り
FINRA/Financial Industry Regulatory Authority /米国金融取引業規制機構	全米のブローカー(SECより小規模な詐欺、販売規制、より実務的なものに対応)	ブローカーの扱うプロダクト(証券プロダクトも保険プロダクトも含む)	SECの監督下(「SECの出先」とも言われる、FINRA策定の自主規制ルールはSECの承認が必要)	理事会23人(12人が業界外部の有識者である公益委員)	独立/中立
NASAA/North American Securities Administrators Association /北米証券監督者協会及び米国の州・カナダの州・メキシコの証券局	各州(及び加・墨)それぞれにおけるブローカー、アドバイザー	各州・加・墨のブローカーの扱うプロダクト	州の監督下(連邦法と矛盾する場合は連邦法が優先する連邦先制法)	9人(共和党寄り4人、民主党寄り4人、カナダ1人)	各州ごとに違う
DOL/Department of Labor /労働省	全米のブローカー、アドバイザー	退職口座に関わる全ての資産(証券プロダクトも保険プロダクトも含む)	大統領の指名と上院の承認	労働長官(共和党)	規制緩和寄り
NAIC/National Association of Insurance Commissioners /全米保険監督官協会及び米国の州保険監督官/state insurance commissioners	各州(ワシントンDC等)それぞれにおけるブローカー、アドバイザー	保険プロダクト(株価指数連動年金を含むもの、変額年金を含まない)及び保険会社の保有する証券プロダクト。	州の監督下で州保険監督官がルール策定(連邦法と矛盾する場合は連邦法が優先する連邦先制法)	2016年の大統領選でトランプ氏を選んだ州は30州、選ばなかった20州とワシントンD.C。	各州ごとに違う

(出所:各監督機関より三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

2018年12月11日にSEC/のクレイトン委員長は上院銀行委員会で「アドバイザーのベースライン・スタンダード/baseline standardは顧客の最善の利益で行動する事/best interests of clientsだが、全て義務ではない。アドバイザーが、顧客と例外で合意するなら、アドバイザーは、(自分の利益を後回しにしてでも忠実に義務を果たす) フィデューシャリー・スタンダードを避ける/skirt/dodge事が出来る。アドバイザーは継続ベース/ongoing basisで働いているが、ブローカーとは取引ベース/transactional basisで働いている。」(2018年12月11日付 InvestmentNews～URLは後述[参考ホームページ]②参照)と言っている。

一方、民主党は次の様に言う。2009年から2017年に労働省/DOLの従業員利益保障局/EBSA次官を務め、DOLルール起草者で、「DOLルールの母/the mother of the Department of Labor’s fiduciary rule」とも言われるフィリップ・ボッチ/Phyllis Borzi女史(民主党)は「問題は、SECルールの最善の利益規制/Regulation Best Interestの“最善の利益”と言う用語がマーケティング・スローガン/Marketing Sloanとして使われている事だ。必ずしも法的に強制力のある注意義務基準を意味していない。“最善の利益”がどう言うものかを定義していない。さらに、利益相反を開示すれば、アドバイザーは顧客の最善の利益に資する働きをしなくても許される安全ルール/セーフ・ハーバー/safe harborを設けられる。適合性[基準]/suitability [standard]よりも強力でない。」(2019年3月18日付 ThinkAdvisor～URLは後述[参考ホームページ]②参照)と、FINRAルールよりも緩い「適合性マイナス」の様に言う。2018年4月18日の当初案で反対した民主党のスタイン委員は、その際、「SECルール当初案はあまりに弱い。利益相反を十分減らす事は出来ない。『最善の利益規制/Regulation Best Interest』ではなく、『旧態規制/Regulation Status Quo』が正確だ。」と批判している(現在は退任してSECにはいない)。

SECに批判的な向きも同様だ。法律事務所 Hamburger Law Firm 創設者の Brian Hamburger氏は「最善の利益はRIA/Registered Investment Advisers/投資顧問業者のフィデューシャリー・デューティーの貝殻でしかない /best-interest standard is nothing more than a hollow shell of the RIA’s fiduciary duty。」(2018年8月20日付 InvestmentNews～URLは後述[参考ホームページ]②参照)と言う。DOLルールの様なフィデューシャリー・ルールを支持する米国CFA協会/CFA Institute/Chartered Financial Analyst Instituteは「SECルールは、ブローカーのセールスマンが、顧客に対し、顧客の目的に合った投資プロダクトを選択すると言う適合性ルールを満たし、コストと金融インセンティブの開示をしている限り、ブローカーに、より高いコミッションが支払われるプロダクト、役にも立たない退職貯蓄となるプロダクトを販売する事を許容している様だ。それはフィデューシャリー・ルールの行動スタンダードではなく、但し書きや警告の様に見える。」(2018年5月4日付 InvestmentNews～URLは後述[参考ホームページ]②参照)と言う。SECも当初案より最終案を厳しくしそうであるが、どこまで厳しくするかは不明であるし、それほど厳しくしない見込みだ。

尚、FINRAルールの「適合性」とは、適合性基準/suitability standardもしくは適合性ルール/suitability ruleとも言われ、顧客のリスク選好/risk appetiteに合っているかどうかと言う事である。推奨/recommendationsした商品・サービスを提供する/取引する前に、顧客のポートフォリオ/portfolio、財政状態/financial situation、需要/needsなどにおいてその推奨が適合していると言う根拠を持つ必要があると言うもので、自分の利益を後回しにしないでよいものである。SECルールは、FINRAの自主規制ルールの適合性ルールよりは「厳しくはなりそう」なので(FINRAルールはSECが承認)、FINRAの社長兼CEOのロバート・クック/Robert Cook氏は2018年10月2日、「SECルールが最終化すれば、適合性ルールを無くすかもしれない。」(2018年10月2日付 ThinkAdvisor～URLは後述[参考ホームページ]②参照)と言っている。

## 民主党寄りの州も SEC・共和党・証券業界・商工会議所等に圧力をかけ続けている

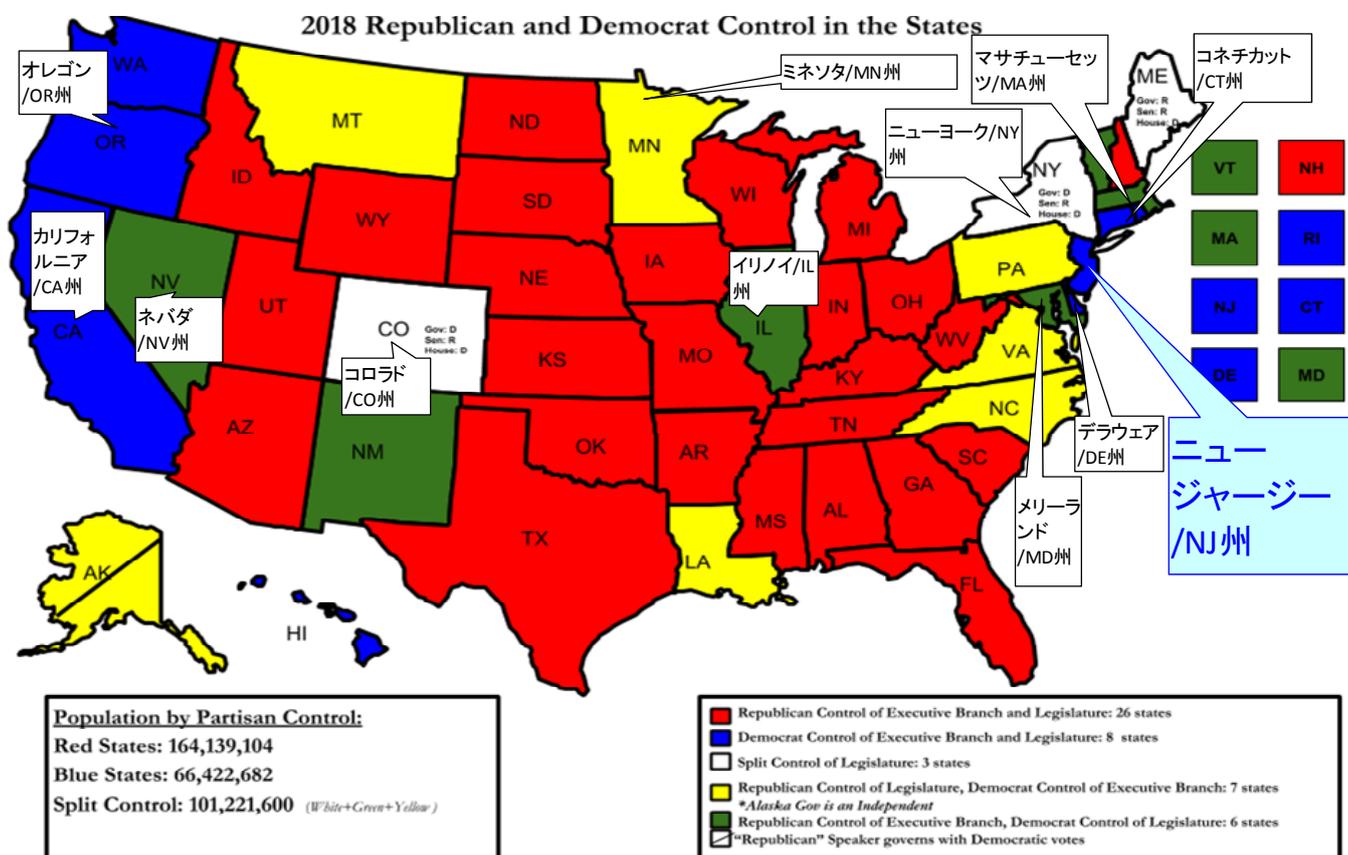
SECは証券プロダクツの規制をするだけで、保険プロダクツは州の保険監督官/state insurance commissionersがルールを策定する。また州の判断で問題が無ければ(裁判で勝てば)、証券プロダクツもルールを策定出来る。そこでも、民主党寄りの州(\*)は、SEC・共和党・証券業界に圧力をかける(予想は2018年10月22日付日本版ISAの道その242~URLは後述[参考ホームページ]②参照)。2018年10月15日にニュージャージー/New Jersey/NJ州、2019年1月18日にネバダ/Nevada/NV州、2019年2月4日にメリーランド/Maryland/MD州がフィデューシャリー・ルール/ fiduciary rule 案を提出した。

- ・2018年7月18日にニューヨーク州が、同州で保険プロダクツを販売するブローカーに対する規制を最終化、2019年8月1日に「best-interest Regulation 187」として執行。DOLルール無効化を受けての措置。
- ・2018年10月15日にニュージャージー州証券局が、ブローカー・ディーラーもアドバイザーも含む投資専門家に対しFDをかける統一フィデューシャリー基準/Uniform Fiduciary Standard 案を公表。
- ・2019年1月18日にネバダ州証券局が、フィデューシャリー・ルール案提出(2017年半ばにブローカーにFDを課すフィデューシャリー法/ fiduciary law が成立しているが未施行)。アドバイスをする(アドバイザーと自称する)ブローカーや外務員に対しフィデューシャリーを課す厳しいもので、ニュージャージー州より時期は早い可能性。
- ・2019年2月4日にメリーランド州上院議員4人がフィデューシャリー・ルール案(ネバダ州と似た文言)を提出。

\*民主党寄りの州…大統領選で2012年も2016年も民主党を選んだ州は、ニューヨーク/NY州、ニュージャージー/NJ州、ネバダ/NV州、メリーランド/MD州、コネチカット/CT州、イリノイ/IL州、マサチューセッツ/MA州、カリフォルニア/CA州、オレゴン/OR州、コロラド/CO州、デラウェア/DE州、ミネソタ/MN州など。



米国の州レベルでの共和党・民主党マップ



\*赤は共和党カラーでマップでは行政も議会も共和党。青は民主党カラーでマップでは行政も議会も民主党。緑は共和党が行政、議会が民主党。黄は民主党が行政、議会が共和党。白は議会が上院と下院で分裂。

(出所: Americans for Tax Reform, 和文は三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部)

まずニューヨーク州の保険プロダクト販売規制については、そもそも保険プロダクトのルールを策定するのは州であることから可能である(SECは証券プロダクトのルールを策定)。今回のニューヨーク州案は、同州で保険プロダクトを販売するブローカーのみに対する規制となっている。以前から「ニューヨーク州保険監督官は政府に対抗、フィデューシャリー・スタンダードを進んで加えるとしている。」(2017年12月27日付InvestmentNews～URLは後述[参考ホームページ]③参照)とも言われていたもので、驚きはない。p.4で掲載した図表「米国のブローカーとアドバイザーの監督機関」で最も下にある「NAIC/National Association of Insurance Commissioners/全米保険監督官協会及び米国の州保険監督官/state insurance commissioners」に示される通りである。

次いでニュージャージー州の統一フィデューシャリー基準案については既に当コラムで書いた通り(2018年10月22日付日本版ISAの道 その242～URLは後述[参考ホームページ]②参照)、「フィデューシャリー・ガナバンスの弁護士 Gerstein氏は『ニュージャージー・ルールは現時点で何も示していない。SECが現在、最終化をしているSECルールにニュージャージー州としての要望を送るシグナルであろう。2016年にフィデューシャリー・デューティー法を成立させながら施行していないネバダ州など最終SECルールを様子見している州は複数ある。』と言う。」(2018年10月15日付InvestmentNews～URLは後述[参考ホームページ]③参照)の通りである。その際、「フィデューシャリー法を既に成立させているネバダ州やコネチカット州、ニュージャージー州と同様、フィデューシャリー法は無いものの、民主党寄りでフィデューシャリー・デューティー強化提案がされているメリーランド州、イリノイ州、ニューヨーク州も追随する可能性がある。」とも言っている。

問題は2019年1月18日のネバダ州証券局/Nevada Securities Divisionのフィデューシャリー・ルール/ fiduciary rule案である。予想された州であるものの、中身が厳しい。アドバイスをする(アドバイザーと自称する)ブローカー及び外務員に対しフィデューシャリーを課す厳しいもので、2017年半ばにブローカーにFDを課すフィデューシャリー法/ fiduciary lawが成立していることからニュージャージー州より時期は早い可能性がある。「ただし、SECの規制が実質的にフィデューシャリー・デューティーを減らさない限り、SECのフィデューシャリー・デューティー関連ルールを採用する事を行政に認める。」(2019年1月23日付ThinkAdvisor&InvestmentNews～URLは後述[参考ホームページ]③参照)とは言っているものの、DOLルールと似ており、証券会社などからの反発は強い。

2019年3月1日に証券業界・商工会議所等(\*)はネバダ州証券局/Nevada Securities Divisionに対し「ネバダ州のフィデューシャリー・ルール/ fiduciary rule案提出をSEC/証券取引委員会のReg BI最終案公表まで延期/hold offすべきである。また、これは州の越権行為でもある。」と強く反対している(2019年3月1日付ThinkAdvisor～URLは後述[参考ホームページ]③参照)。

\*証券業界等…米国証券業金融市場協会/Securities Industry and Financial Markets Association/SIFMA(証券会社等の業界団体)と金融サービス協会/Financial Services Institute/FSI(米国の独立ブローカー・ディーラー業界団体)と米国商工会議所/The U.S. Chamber of Commerce(小規模事業主の団体)と米保険退職協会/Insured Retirement Institute/IRI(米国のブローカーと約15万人の金融専門家が加盟)。

2019年3月18日にはアドバイザー数米国最大のモルガン・スタンレー/ Morgan Stanleyが「ネバダ州の投資家へコスト効率的なブローカレッジ・サービスを提供し続ける事は不可能である。」と言い、と、RIA/Registered Investment Advisers/投資顧問業者カストディアン(専業社外/独立RIA<の会社>)大手のTDアメリトレード/TD Ameritradeは「ネバダ州の投資アドバイスの定義は、適用範囲が過度に広く、免除規定はあまりに狭い。ドラフト通りで施行されるなら、ネバダ在住顧客へのサービスをやめる。」(2019年3月18日付ThinkAdvisor～URLは後述[参考ホームページ]③参照)と警告し、ネバダ州からの撤退も示唆した。

2019年3月7日にはSECの共和党委員であるヘスター・ピアース委員も「州は州の最善の利益規制/best-interest rules に動く前に、SEC ルールの最善の利益規制/Regulation Best Interest/Reg BI 最終案公表を待つべきだ。」(2019年3月7日付 IA Compliance~URL は後述[参考ホームページ]③参照)と言っている。

州は保険プロダクトにはフィデューシャリー・デューティーをかけられるが、証券プロダクトにはかけられない。SEC ルールとのバランスがおかしくなり、証券プロダクトに向かいがちとなる可能性を持つ。顧客の最善の利益と言えなくなり、本当の意味でのフィデューシャリー・デューティーである証券(投信)と保険(年金)の販売手数料水準を近くして利益相反を起こりにくくするレベル・フィー・フィデューシャリーの観点から問題となろう(2019年3月18日付日本版ISAの道 その259~URL は後述[参考ホームページ]③参照)。

州が強引に進めても、連邦法である1974年ERISA/Employee Retirement Income Security Act of 1974/1974年従業員退職所得保障法が優先する連邦先制法/federal preemption laws 違反の可能性が高く、「州のルールは法律より裁判で破棄されやすい。」(2019年1月7日付 Stradley Ronon 法律事務所のブログ/blog~URL は後述[参考ホームページ]③参照)と言う。結果、「20年以上、連邦政府法は、州が、SEC登録アドバイザーを実質的に規制する効果を持ついかなる規則、解釈、ガイダンスを承認する事を禁止してきた。」(2019年3月1日付 Bank Investment Consultant~URL は後述[参考ホームページ]③参照)と言う展開になる可能性がある。

尚、2018年11月7日にはSECの投資家助言委員会/Investor Advisory Committee/IACのフィデューシャリー・デューティー強化推奨が出されたが、IACもまた民主党寄りであり、影響力は限定的と思われる(後述※1参照)。

以上だが、先述通り、難解な金融用語や法律・政治用語が多く、さらに、米国の証券・運用業界関係者(弁護士等)や政府関係者・議員が各々の立場で頻繁に主張、どれが正しいのかもわからなくなるだろう。しかし、繰り返し、証券・運用、金融の先進国であり超大国でもある米国の今、関係する官民全てが激論の末に“最善の利益”をもたらすプロセスを理解する事、それは、日本の政府関係者・議員は間違いなくしている事とし、日本の証券・運用業界にとって重要なプロセスである事は間違いない。まずは注目、そして米国のこのプロセス、そして、フィデューシャリー・デューティーの本当の意味を理解してもらいたいものだ。全ては今後の日本の証券・運用、金融の為に。

※1: SECの投資家助言委員会/Investor Advisory Committee/IACのフィデューシャリー・デューティー強化推奨/recommendations...2018年11月7日にSECのInvestor Advisory Committee/IAC/投資家助言委員会がReg BIをフィデューシャリー・規範/ fiduciary standard にするよう事を16対3で決定、5人のSEC委員に勧告/recommendationsした(「Recommendation of the Investor Advisory Committee Broker-Dealer Fiduciary Duty」~ <https://www.sec.gov/spotlight/investor-advisory-committee-2012/fiduciary-duty-recommendation-2013.pdf>)。SECのReg BI採決に影響しそうにも見える。



IACはドッド・フランク法で創設となったもので、SECに政策の見直しと考慮を求め、調査結果/findingsと推奨/recommendationsをSECに提出する。SECの委員が指名する21人からなる組織である。IACの委員長はアン・シーハン/Ane Sheehan 女史と言う前カリフォルニア州教職員退職年金基金/California State Teachers' Retirement System/CalSTRS 取締役だが、SECが指名したのは2012年4月で、当時は民主党のオバマ大統領がSECの委員長としてメアリー・シャピロ/Mary Schapiro 女史を指名しており、SECはシャピロ委員長(民主党)の下、エリス・ウォルター/Elisse Walter 女史(後述)、ルイス・アギラ/Luis Aguilar 氏(民主党)とSECは民主党過半数だった。IACの副委員長は民主党の元SEC委員(民主党)であるウォルター女史だ。IACのフィデューシャリー・デューティー強化姿勢は民主党姿勢でもあり、自然な形である。しかし、飽くまでも、

推奨/recommendations でしかない。IAC 創設の根拠であるドッド・フランク法を撤廃させようとしている共和党 SEC の前に、IAC の SEC への影響力はかなり限定的と思われる。

SEC のホームページ「Investor Advisory Committee」も参照の事( <https://www.sec.gov/spotlight/investor-advisory-committee.shtml> )。

以上

[参考ホームページ]

①2019年2月8日付 ThinkAdvisor「Final SEC Reg BI Plan Likely in 3rd Quarter, Says IAA Executive」…  
<https://www.thinkadvisor.com/2019/02/08/final-sec-reg-bi-plan-likely-in-3rd-quarter-says-iaa-executive/> 」、

2018年9月25日付日本版ISAの道 その238「米大統領弾劾を懸念するより米 SEC 委員就任に注目! SEC の行き詰まり/デッドロックが回避され、SEC ルール等の策定がかなりスムーズに!!~SEC ルール最新動向~」…  
「 [https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_180925.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_180925.pdf) 」、

日経テレコン - 新聞・雑誌記事のビジネスデータベース…「 <http://telecom.nikkei.co.jp> 」、

2019年1月28日付ファンド情報「米国における『顧客本位の業務運営』の所産 明治大学国際日本学部特任教授 沼田優子」…「 <https://test2.keponikkei.jp/pension/products/fund/backNumber.html?year=2019> 」、

2018年11月8日付 ダウ・ジョーンズ…「 <https://www.dowjones.co.jp/products/dj-news/> 」、

日本証券経済研究所証券レビュー2018年10月「米国証券営業における顧客本位の業務運営沼田優子」…  
「 <http://www.jsri.or.jp/publish/review/2018.html> 」、

月刊「投資信託事情」2018年11月号<Strategic Vistas>「日本のラップ口座/SMA が 8 兆円と大幅増! 米国のラップ口座/SMA 等マネージド・アカウントはフィデューシャリー・デューティー強化の流れの中で 655 兆円!!」…  
「 <https://www.matonavi.jp/periodical/> 」、

2018年7月9日付ファンド情報「『米 FD ルール案』 PwC あらた監査法人 辻田大」…「 <https://www.r-i.co.jp/pension/products/fund/backNumber.html?year=2018> 」。

②2019年3月15日付 401kspecialist「Fiduciary Advocates Rip Reg BI in Congressional Testimony」…  
「 <https://401kspecialistmag.com/fiduciary-advocates-rip-reg-bi-in-congressional-testimony/> 」、

2018年4月23日付日本版ISAの道 その220「米国で SEC がフィデューシャリー・デューティー・ルールを提案!? 顧客の最善の利益による行動? ブローカー(投信・保険の販売会社)に対する適合性プラスのルール!」…  
「 [https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_180423.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_180423.pdf) 」、

2018年5月7日付日本版ISAの道 その221「米国 SEC ルール案により、投信のフィーやコスト、レベニュー・シェアはどうなる? クリーン・シェアは DOL ルールと運命を共にするのか?」…「 [https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_180507.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_180507.pdf) 」、

2018年10月22日付日本版ISAの道 その242「米国で民主党がフィデューシャリーの青い波を起こす! ニュージャージー州統一フィデューシャリー基準案公表!! 共和党は SEC に KPI で SEC ルールを最優先させ、DOL に新しい DOL ルールを策定させる!!!」…「 [https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_181022.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_181022.pdf) 」、

2019年3月14日付 Financial Services Committee Subcommittee on Investor Protection…  
「 <https://financialservices.house.gov/about/subcommittee-on-capital-markets.htm> 」、

2018年12月6日付 InvestmentNews「SIFMA says Reg BI raises broker standard above investment adviser requirements」…「 <https://www.investmentnews.com/article/20181206/FREE/181209957/sifma-says-reg-bi-raises-broker-standard-above-investment-adviser> 」、

2018年12月11日付 InvestmentNews「Clayton tells lawmakers advisers can skirt fiduciary standard」…  
「 <https://www.investmentnews.com/article/20181211/FREE/181219988/clayton-tells-lawmakers-advisers-can-skirt-fiduciary-standard> 」、

2019年3月18日付 ThinkAdvisor「SEC Using 'Best Interest' as a 'Marketing Slogan': Phyllis Borzi」…  
「 <https://www.thinkadvisor.com/2019/03/18/sec-using-best-interest-as-a-marketing-slogan-phyllis-borzi/> 」、

2018年8月20日付 InvestmentNews「Proposed SEC advice rule obscures distinctions between two

business models]…「<http://www.investmentnews.com/article/20180820/BLOG09/180829996/proposed-sec-advice-rule-obscures-distinctions-between-two-business>」、  
2018年5月4日付 InvestmentNews「Fiduciary advocates disagree SEC advice rule harmonizes standards」  
…「<http://www.investmentnews.com/article/20180504/FREE/180509946/fiduciary-advocates-disagree-sec-advice-rule-harmonizes-standards>」、  
2018年10月2日付 ThinkAdvisor「FINRA May Kill Suitability Rule if SEC’s Reg BI Finalized: Cook」…  
「<https://www.thinkadvisor.com/2018/10/02/finra-may-kill-suitability-rule-if-secs-reg-bi-fin/>」。  
③2017年12月27日付 InvestmentNews「New York State proposes ‘best interest’ standard for life insurance and annuities」…「<http://www.investmentnews.com/article/20171227/FREE/171229944/new-york-state-proposes-best-interest-standard-for-life-insurance>」、  
2018年10月15日付 InvestmentNews「New Jersey releases uniform fiduciary standard pre-proposal, seeks comments」…「<https://www.investmentnews.com/article/20181015/FREE/181019951/new-jersey-releases-uniform-fiduciary-standard-pre-proposal-seeks>」、  
2019年1月23日付 ThinkAdvisor「More States Advance Their Own Fiduciary Rules」…  
「<https://www.thinkadvisor.com/2019/01/23/more-states-advance-their-own-fiduciary-rules/>」、  
2019年1月23日付 InvestmentNews「Nevada fiduciary proposal packs punch with broad scope of coverage」…「<https://www.investmentnews.com/article/20190123/FREE/190129969/nevada-fiduciary-proposal-packs-punch-with-broad-scope-of-coverage>」、  
2019年3月1日付 ThinkAdvisor「Nevada Oversteps Its Authority on Fiduciary Reg: Trade Groups」…  
「<https://www.thinkadvisor.com/2019/03/01/nevada-overstepping-its-authority-on-fiduciary-reg-trade-groups/>」、  
2019年3月18日付 ThinkAdvisor「Nevada Fiduciary Rule Would Scare Off Morgan Stanley, TD Ameritrade」…「<https://www.thinkadvisor.com/2019/03/18/nevada-fiduciary-rule-would-scare-off-morgan-stanley-td-ameritrade/>」、  
2019年3月7日付 IA Compliance「Compliance Solutions for a Time of Mounting Challenges」…  
「<https://iawatchconferences.com/dc2019/full-agenda.html>」、  
2019年1月7日付 Stradley Ronon 法律事務所のブログ/blog「A Fiduciary’s 2018 Retrospective (and Predictions for 2019)」…「<https://www.stradley.com/insights/publications/2019/01/risk-and-reward-january-7-2019>」、  
2019年3月18日付日本版ISAの道 その259「米国 IFA から考える日本版 IFA の道～米国アドバイザーはコミッションからフィーへ、独立へとシフトしており、IFA では独立 RIA が増加中! IFA からの人気の高い投信はバンガードとディメンショナル/DFA!!～」(p.10 の※2: 米国の IFA 及び米国の IFA と日本の IFA との違い)…  
「[https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_190318.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_190318.pdf)」、  
2019年3月1日付 Bank Investment Consultant「As states clash with feds over fiduciary, regulation jitters rise」…「<https://bic.financial-planning.com/news/nevada-maryland-new-jersey-push-fiduciary-proposal-as-iaa-seeks-to-shield-advisors-from-new-regulation?tag=00000134-3e16-d45e-a175-7f9f487c0001>」。  
三菱UFJ国際投信【投信調査コラム】日本版ISAの道 バックナンバー…「<https://www.am.mufg.jp/market/report/investigate.html>」。

## 本資料に関してご留意頂きたい事項

- 当資料は日本版ISA(少額投資非課税制度、愛称「NISA/ニーサ」)に関する考え方や情報提供を目的として、三菱UFJ国際投信が作成したものです。当資料は投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料中の運用実績等に関するグラフ・数値等はあくまでも過去の実績であり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。また、税金、手数料等を考慮しておりませんので、投資者の皆様の実質的な投資成果を示すものではありません。市況の変動等により、方針通りの運用が行われない場合もあります。
- 当資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は信頼できると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性等を保証するものではありません。
- 当資料に示す意見等は、特に断りのない限り当資料作成日現在の筆者の見解です。
- 投資信託は、預金等や保険契約とは異なり、預金保険機構、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。
- 投資信託は値動きのある有価証券を投資対象としているため、当該資産の価格変動や為替相場の変動等により基準価額は変動します。従って投資元本が保証されているわけではなく、基準価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
- 投資信託は、販売会社がお申込みの取扱いを行い委託会社が運用を行います。
- 投資信託をご購入の場合は、販売会社よりお渡しする最新の投資信託説明書(交付目論見書)の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。
- クローズド期間のある投資信託は、クローズド期間中は換金の請求を受け付けることができませんのでご注意ください。
- 投資信託は、ご購入時・保有時・ご換金時に手数料等の費用をご負担いただく場合があります。