

## 米国のフィデューシャリー・デューティーが二転三転！ SECルール（共和党）vs DOLルール（民主党）！！ 日本の金融庁が参考とする DOLルールと、その後継、SECルールを理解！！

三菱UFJ国際投信株式会社 チーフファンドアナリスト 松尾 健治

- 米国でSECルール(案)が2018年4月18日に発表された。SECルールの前身であるDOLルールは、米国において証券会社の投信・保険販売やアドバイザー・ビジネス(それに伴い投信そのもの)を大きく変化させ、日本においても金融庁が参考とするものである。後継のSECルールは、個人投資家全体を対象とし、ブローカー(投信・保険の販売会社)に対しかかる規制であるため、日本の投信・保険等の販売会社にとって、より重要で関心の高いものと思われる。
- SECルールはフィデューシャリー・デューティー・ルールではない。ブローカーに「『顧客の最善の利益(顧客ファースト)』を求めるルール」であり、「利益相反の開示をし、利益相反を無くす、もしくは、減らすための努力を義務づけるルール」だ。DOLルールよりもかなり緩いもので、ブローカーに優しいものとなっている。それでSEC内部からも「利益相反を十分減らす事はできない。厳しい現状(DOLルール)を維持すべき。」「『顧客の最善の利益による行動』というより『適合性プラス』のルールで、アドバイザーの解釈などが付いたものである。」という意見もある。
- SECルールはDOLルールで大きな問題だった私的訴訟が無くなり、セールス・ロード/販売手数料と投資信託・信託報酬販売会社分/代行手数料/12b-1手数料の制約がかなり緩くなっている。利益相反も同様である。営業コンテストやキックバックなどの利益相反行為を禁じず、顧客への利益相反の開示やその影響を抑える努力を全般に義務づける。
- ただブローカーは歓迎ばかりしてられない。SECルールがいつ策定できるのか、どう修正されるのか、どれだけ前身であるDOLルールに近づくのかがわからないからだ。SECルール(案)は2018年8月7日までのパブリックコメント/パブコメを受けてSECにより読解され、考慮され、最終版となり、再採決される。その時期は、2018年10~12月から2019年1~6月までという意見があるが、中には、最速で2019年のいつかに確定、施行は2020年、裁判所の延長があればさらに遅くなるという意見もある。
- さらにブローカーが歓迎できない事が2018年5月7日に起きた。2018年7月7日までにSECのピオワー委員が退任する事だ。退任後、SECは4人体制となり民主党2人の拒否権で行き詰まり/デッドロックを作ると言われている。トランプ大統領が5人に戻すにも半年近くかかりそうで、そうなると11月6日の中間選挙にもかかってしまう。上院で過半数の51議席を占める共和党が議席を失うと、その後2年近く、トランプ大統領は人事が一層、困難となる。これでSECルールの最終化が著しく遅れる、もしくは、不可能になるという意見も出ている。
- クレイトン委員長は難しい舵取りを要求される。ただ、民主党の推進しているDOLルールはDOLルールで、2018年6月13日までにDOLの最高裁上訴が無ければ無効となる可能性大で、DOLルールの完全実施(2019年7月1日)はもちろん、2017年6月9日から実施されている同ルールの基本条項も無くなり、退職口座への規制は同ルール以前に戻る可能性がある。この場合、適合性のみとなって、『適合性プラス』のSECルールよりも緩い状態に戻る。これは民主党にとっても妥協できないと思われる。
- 二転三転する米国のフィデューシャリー・デューティーに目が離せない。日本語での情報がほとんど無いが、日本の金融機関関係者は全員がしっかり理解すべきものと思われる。

日本の金融庁が参考とするDOLルールと、その後継、SECルールを理解

5月号では、日本の証券会社の投信・保険販売やアドバイザー・ビジネス関係者が参考にする米国での証券会社の投信・保険販売やアドバイザー・ビジネスを取り上げた。その冒頭で「米国で証券会社の投信・保険販売やアドバイザー・ビジネスが大きく変化している。米労働省/DOLのフィデューシャリー・デューティー・ルール(以下、DOLルール)の影響で、フィデューシャリー・デューティーが既にかかっている登録投資アドバイザー/RIAのビジネスは堅調が続くものの、それ以外はこれまで不調な時もあった。だが、それもおさまり、RIA以外、特にリージョナル・ブローカー・ディーラー(地方発の証券会社)のビジネスは堅調となっている」と述べた。また、最後の方で「DOLルールを継ぐ米SEC/証券取引委員会フィデューシャリー・デューティー・ルール(以下、SECルール)が策定される中、チャールズ・シュワブはさらなる進化が期待される所である」と記した。

そのSECルールの案が2018年4月18日(日本時間4月19日)、発表された。SECルールの前身であるDOLルールは、上述通り、米国において証券会社の投信・保険販売やアドバイザー・ビジネス(それに伴い投信そのもの)を大きく変化させてきており、日本においても金融庁が「国民の安定的な資産形成とフィデューシャリー・デューティー」で参考とする海外事例の筆頭に挙げていたものである。そのDOLルールの後継がSECルールである。

SECルールは、DOLルールが退職口座のアドバイザー(投資顧問業務)を対象としていたのと違って、個人投資家全体のブローカレッジ(証券売買業務)を対象としており、ブローカー(投信・保険の販売会社)全体にかかる規制のため(図表①参照)、日本の投信・保険等の販売会社にとって、より重要

で関心の高いものと思われる。金融庁ももちろんDOLルール以上に、日本の規制の範とする可能性が高く、日本の金融機関関係者は全員がしっかり理解すべきものと思われる。

2018年4月18日(日本時間4月19日)に発表されたSECルール(案)について、まずは最も重要な事として、このSECルールが、米国のDOLルールやフィデューシャリー・スタンダード(以下、DOL・SECルール)、欧州のMiFID II/第二次金融商品市場指令などと違い、フィデューシャリー・デューティー・ルールではない事が挙げられる(世界のフィデューシャリー・デューティー・ルール…2015年12月号<Strategic Vistas>、DOL・SECルール…2018年4月号の<Strategic Vistas>参照)。DOL・SECルールは2010年7月21日に成立したドッド・フランク法で「SECにブローカー・ディーラーと投資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・ルールを制定する権限を与える」とあったフィデューシャリー・デューティー・ルールに最も近いものだったが、2018年3月15日に高裁(米ルイジアナ州ニューオーリンズの第5巡回連邦控訴裁)がDOLルールを「無効」とし(2018年5月7日に発効)、DOLはDOL・SECルール策定ができなくなり、SECルールとなった。

2018年4月18日に米国で発表されたSECルールは、フィデューシャリー・デューティー・ルールではなく、米国のブローカー・ディーラー(投信・保険等の販売会社)に「『顧客の最善の利益(顧客ファースト)』を求めるルール」であり、「利益相反の開示をし、利益相反を無くす、もしくは、減らすための努力を義務づけるルール」である。

SECルール(共和党) vs DOLルール(民主党)!!

2018年4月18日に発表されたSECルール(案)について、前身であるDOLルールと比較しながら、中身を見る事とする。SECルールはDOLルールと同様、全体で1000ページ近くあり、米国

図表① 米国の個人投資家への投資アドバイス及び推奨等に対するフィデューシャリー・デューティー/FDやルール(案)について 2018年4月18日現在

SEC 投資顧問法 フィデュー シャリー・ デュー ティー・ ルール	業態	アドバイザー (投資顧問業務)	ブローカレッジ (証券売買業務)
	一般口座	FDあり	FDなし (適合性のみ)
	退職口座(*)	FDあり	FDなし (適合性のみ)

\*個人退職勘定/IRA や401kなど退職優遇税制口座でプラン計5000万ドル未満。  
(出所: SEC等より三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

SECルール /SEC利益相反ルールもしくはSECアドバイス・ルール  
\*ピアースSEC委員が「顧客の最善の利益による行動」と言うより「適合性プラス」と発言(2018年4月18日にSECが提案)

DOLルール /労働省フィデューシャリー・デューティー・ルール  
(2018年3月15日に高裁が無効決定)

の金融・法律専門家さえ「消化するのに時間がかかる」(2018年4月21日付米インベストメント・ニュース誌)とされるので、重要なポイント、業界が注目しているポイントに絞って見ていく。

SECルールはDOLルールよりもかなり緩いもので、ブローカーに優しいものとなっている。これについては、2018年4月18日にSECルールに反対した民主党のスタイン委員が言った「あまりに弱い。利益相反を十分減らす事はできない。厳しい現状(DOLルール)を維持すべき」、SECルールに賛成した共和党のピアースSEC委員が言った「『顧客の最善の利益による行動』というより『適合性プラス』のルールで、アドバイザーの解釈などが付いたものである」がわかりやすいだろう。後者のピアース委員が言った「適合性プラス」の適合性とは、元々ブローカーに課されている適合性ルールの事で、推奨時に顧客のリスク選好に合っているかどうか等を守れば良いというものである。ピアースSEC委員はそれが少し厳しくなっただけという事を言っているのだ。

より具体的に見ていく。「図表② 米国のDOL/労働省ルールとSEC/証券取引委員会ルールの比較(一部推測)」を作成したので、それを見ながら読むとわかりやすい(ごく一部の抜粋・引用で、筆者の和訳なので不安な読者は原文を参照)。重要な所に枠をしてある。左がDOLルール、真ん中は既にアドバイザー(投資顧問業務)にかかっているSEC投資顧問法フィデューシャリー・デューティー・ルール(以下、SEC投資顧問法ルール)、そして右が2018年4月18日に発表されたSECルール(案)である。

SECルールが、フィデューシャリー・デューティー・ルールでない事は、図表②の4を見るとわかる。DOLルールはSEC投資顧問法ルールより厳しいとされる一方、SECルールは顧客のリスク選好に合っているかどうか等の適合性ルールのみという事である。

DOLルールでブローカーにとって大きな問題の一つだった私的訴訟/集団代表訴訟権利条項(1974年ERISA/1974年

従業員退職所得保障法のルールに付随)がSECルールで無くなっている事は大きい。その代わりに、SEC投資顧問法ルールと同様の米国金融取引業規制機構/Financial Industry Regulatory Authority/FINRA(ブローカー・ディーラーの自主規制機関)の裁定/仲裁で良い事となっている(図表②の5)。これはブローカーにとって歓迎すべき事であろう。

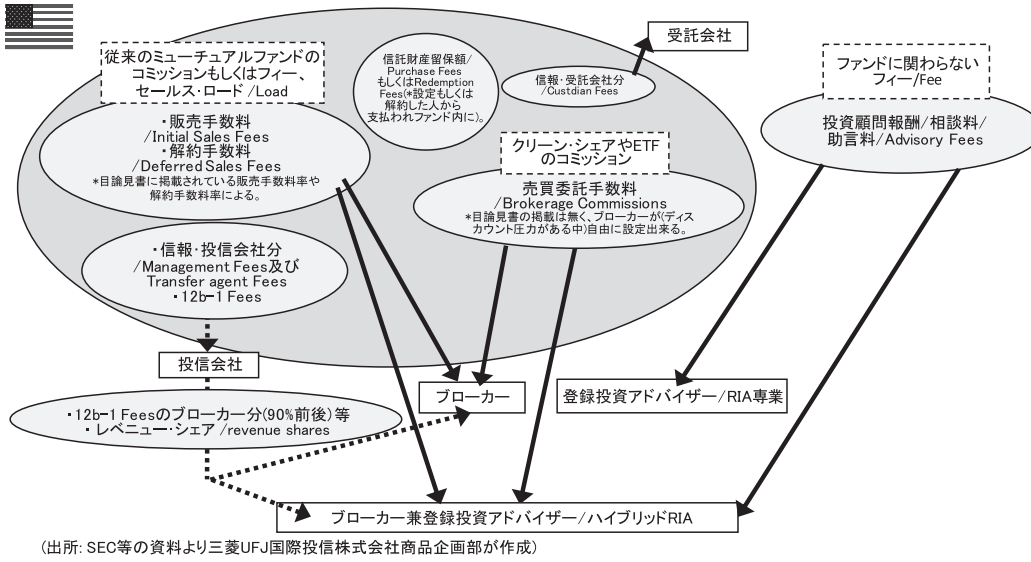
やはりDOLルールでブローカーにとって大きな問題の一つだったセールス・ロード/販売手数料と投資信託・信託報酬販売会社分/代行手数料/12b-1手数料の制約がSECルールでかなり緩くなった事も大きい(図表②の

図表② 米国のDOL/労働省ルールとSEC/証券取引委員会ルールの比較(一部推測) 2018年5月14日現在 ...重要な所

項目	DOLルール /DOLフィデューシャリー・デューティー・ルール	SEC投資顧問法ルール フィデューシャリー・デューティー・ルール	SECルール案 /SEC利益相反ルール、 SECアドバイザリー・ルール などと書かれている
1 推進している政権	オバマ前大統領率いる民主党政権。	—	トランプ大統領率いる共和党政権。
2 これまでの経緯と これからの見込み	2017年6月9日から基本条項実施、 2019年7月1日から完全実施だが、 基本条項も含め、無効になる可能性大	1940年10月31日から実施、 その後、追加・修正多々あり	2018年4月18日に当初版公表 2018年8月7日までパブリックコメント /パブコメ受付
3 根拠法と規制対象	1974年ERISA/1974年従業員退職所得保障 法の下、退職口座におけるアドバイザー(投資 顧問業務)及びブローカレッジ(証券売買業 務)に対する規制。 対象はSEC担当の証券プロダクツや州保険 監督官担当の年金プロダクツ。	1940年投資顧問法の下、SEC登録投資ア ドバイザー会社(預り残高1億 <sup>2</sup> 以上)と州登録 投資アドバイザー(同1億 <sup>2</sup> 未満及びSEC登録 投資アドバイザー会社の登録証券外務員/ レップ)のアドバイザー(投資顧問業務)に 対する規制。 対象は証券プロダクツ。	1934年証券取引所法(及び1940年投資顧問 法)の下、全てのブローカー(投信・保険等の販 売会社)のブローカレッジ(証券売買業務)に 対する規制。 対象は証券プロダクツ。
4 フィデューシャリー・デューティー	あり (SEC投資顧問法フィデューシャリー・ デューティー・ルールより厳しいとされる)	あり (DOLフィデューシャリー・ デューティー・ルールより緩いとされる)	なし (顧客のリスク選好に合っているかどうか 等の適合性ルールのみ)
5 私的訴訟 /集団代表訴訟権利条項	あり (2016年10月にプロダクツ間で同じ水準の 報酬を適用して金融インセンティブを無くせば 「なし」へ、 2017年8月に条項を取り下げる方針も示唆。	なし (米国金融取引業規制機構 /Financial Industry Regulatory Authority /FINRA(ブローカー・ディーラーの 自主規制機関)の裁定/仲裁)。	なし (米国金融取引業規制機構 /Financial Industry Regulatory Authority/ FINRA(ブローカー・ディーラーの 自主規制機関)の裁定/仲裁)
6 セールス・ロード/販売手数料 と12b-1手数料	なし (2016年10月にプロダクツ間で同じ水準の 報酬を適用し、金融インセンティブを無くせば 徴収可へ)。	条件付であり (顧客に開示すれば可、 ただし、退職口座の場合は ERISAの下にもなるので「なし」へ)。	あり (やさしい言葉の開示、軽減をめざす方針や 手続きの確立・維持・遵守が条件)
7 利益相反、金融インセンティブ(営業 コンテスト、レベニュー・シェア/キッ クバック、サブ・トランスファー、エー ジェンシー・フィー等)	なし (投信会社・保険会社等第三者からの あらゆるフィー・コミッション、 非金銭的利益の受領禁止)	条件付であり (事前に顧客に開示して承認され、 報告書等に記載すれば可)。	あり (利益相反特定、やさしい言葉の開示、 軽減をめざす方針や手続きの 確立・維持・遵守が条件)
8 開示	大量の詳細な開示 (2016年10月にプロダクツ間で同じ水準の 報酬を適用し、金融インセンティブを無くせば 限定的に)。	Form ADV I (業務の種類・規模、懲罰記録など)と Form ADV II (顧客の為の取引を行う際に関係会社を使う かなど利益相反に関する事)。	1940年投資顧問法にForm ADV III (リレーションシップ・サマリー)を加え、 「提供するサービスの範囲と性質、 フィーとコスト、投資家に対する法的な行動規 範、利益相反」を書く必要がある。 すべてやさしい言葉で開示し、 顧客の投資価値を減らす事を強調。
9 預り残高フィー /アセット・マネジメント・フィー /AUM fee	合理的でなければならない。	「2%超」を「過剰」と言い自制を課している。 ただ、アドバイザーは業界標準より高い事を 顧客に開示すれば例えば「2.25%」でも それを禁じているには思われない。	なし (売買委託手数料以外に「特別の報酬」があ ればアドバイザーに。 残高手数料型ブローカレッジ口座 /非一任投資顧問動定があった事もあるが、 2007年5月から禁止)。

(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企画部が作成)

図表③ 米国のミューチュアルファンド等に関わるコミッション/Commissionsとフィー/Feeのイメージ図



わりなく、小口投資家がサービスを失う可能性は残り、「問題は短期債券ファンドにも販売手数料2.5%を徴収する事だ」(2017年1月6日付インベストメント・ニュース)などの問題も多かった。

SECルールではBICEもBICE-Liteも必要が無い。SECルールは「リテール顧客のニーズやゴールに合っていて、『最善の利益規制』案に合っている限り、ブローカーが高いコストの金融商品やサービスを

6)。DOLルールではセールス・ロード/販売手数料と投資信託・信託報酬販売会社分/代行手数料/12b-1手数料は原則としてブローカーが徴収できなかったからだ。アドバイザーとして投資顧問報酬/相談料/助言料を徴収する、もしくは、ブローカーとして売買委託手数料(\*目論見書の掲載は無く、ブローカーが自由に設定できる)しか無い(図表③参照)。ただ、これでは(英国、オランダなどのように)販売手数料も12b-1手数料も無い(売買委託手数料のみの)クリーン・シェアばかりとなる(2017年7月号<Strategic Vistas>参照)。自由に設定できると言っても、デイスカウント圧力がかかり。ゼロに近付く売買委託手数料を避けるブローカーは多く、その場合、小口の投資家へのサービスをやめてしまう可能性が高い。

そこで、DOLルールでは、BICE/Best Interest Contract Exemption/最善の利益契約の免除規定で、販売手数料や12b-1手数料などを得る事を可能としている。ただこのBICEには引き続き私的訴訟/集団代表訴訟権利条項があり、大量の詳細な開示もあった。そこでDOLは「BICE-Lite/Light(軽い)」と呼ばれているものを提案していた。プロダクト間で同じ水準の報酬(level-fee)を適用し、金融インセンティブを無くせば、私的訴訟/集団代表訴訟権利条項が無くなり、限定的な開示になるものである(販売手数料2.5%、12b-1手数料年0.25%のTシェアなど~2017年2月号<Strategic Vistas>参照)。しかし、購入時に販売手数料を払う伝統的なAシェアの販売手数料は5%で(5.75%が最も多い)、「販売手数料が半分近くになるため、劇的な変化となる」(2017年1月6日付モーニングスター「レクンターラー・レポート/Rekenthaler Report」)であり、ブローカーの収益には打撃である事には変

りテール顧客に推奨する事をSECは制限しない」(最善の利益規制/Regulation Best Interestのp.274)であり、ブローカーが利益相反の特定やディスクロズ等の確立、維持、遵守等をする事により、高いコストの金融商品やサービスをリテール顧客に推奨する事を認めようだという事だ。これについては、2018年5月4日付米インベストメント・ニュース誌で米国CFA協会のシャクト氏が言った「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い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ようだ。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、但し書きや警告のように見える」がわかりやすいだろう。

そしてDOLルールでブローカーをかなり悩ました利益相反もSECルールでかなり緩くなった(図表②の7)。先述した通り、SECルールは「利益相反の開示をし、利益相反を無くす、もしくは、減らすための努力を義務づけるルール」である。利益相反とは金融インセンティブ(社内の営業コンテスト、ミューチュアルファンド会社や保険会社とのレベニュー・シェア/キックバック、投資信託・信託報酬投信会社分に含まれるサブ・トランスファー・エージェンシー・フィー等)の開示をし、利益相反を無くす、もしくは、減らすための努力を義務づければ良い事となった。

これについて、利益相反を無くす事はともかく、どこまで減らすかがポイントとなる(現状、不明)。SECの共和党/無党派

委員長であるクレイトン委員長は「ブローカー・ディーラーは利益相反についてディスクロージャーするだけではない行動を取らなければならない」とは言っている。だが、これについては、2018年4月19日付ブルームバーグの報じた「SECはブローカーにライフライン(頼みの綱)を投げただけである。ブローカーにはそれを掴むべきである。米国の全てのブローカーはクレイトン委員長とSECに感謝しなければならない」と言われている。

利益相反については、2018年4月19日付ダウ・ジョーンズの報じた「SEC案は、ブローカーが特定商品の販促目的で行う営業コンテストといった個別の利益相反行為を禁じるものではなく、顧客への利益相反の開示やその影響を抑える努力を全般に義務づけている」、2018年4月20日付ブルームバーグの報じた「顧客の最善の利益を求め、SECはアドバイスをブローカーに要求している。これは、オンラインブローカーとの便利な区別となり、そのサービスのプレミアム料金を維持できる。そしてSECはブローカーにフィデューシャリー・スタンダードを課していないため、顧客に開示する事でキックバックを維持できる」がわかりやすいだろう。そして、繰り返し、2018年4月18日にSECルールに反対した民主党のスタイン委員が言った「あ

まりに弱い。利益相反を十分減らす事はできない。厳しい現状(DOLルール)を維持すべき」となるのだ。

## SECルールの今後

こうしてSECルールは「米国の証券会社業界団体である証券業金融市場協会/SIFMAのベンツェン会長は『SECがブローカー・ディーラーに対する最善の利益規範を創るプロセスに着手した事、投資アドバイザー体制の解釈を提供する事を歓迎する。』と言い、ブローカー・ディーラーの自主規制機関である米国金融取引業規制機構/FINRAも歓迎している」(2018年4月18日付米インベストメント・ニュース誌)などとなり、ブローカーからは歓迎一色の声が聞こえる。

しかしブローカーも歓迎ばかりしてられない。SECルールがいつ策定できるのか、どう修正されるのか、どれだけ前身であるDOLルールに近づくのかがわからない。「図表④ 米国のブローカーとアドバイザーに対する規制改革とSECの構成等(現在以降は予定もしくは予想される日) \*FD…フィデューシャリー・デューティー

図表④ 米国のブローカーとアドバイザーに対する規制改革とSECの構成等

(現在以降は予定もしくは予想される日) \*FD…フィデューシャリー・デューティー

2018年5月14日現在

規制名	対象	2015年以前	2016年	2017年	2018年	2019年以降
DOLルール /労働省(DOL) フィデューシャリー・デューティー・ルール	1974年ERISA /1974年従業員退職所得保障法の下で、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)	2015年4月14日に 当初版公表。	2016年4月6日に 最終版公表。	2017年4月10日から 実施→2017年6月9 日から基本条項実施 →無効へ(2018年6月 13日までにDOLの最 高裁上訴が無ければ 無効となる可能性 大)。	2018年1月1日から完 全実施。 2018年3月15日に高 裁無効決定(2018年6 月13日までにDOLの 最高裁上訴が無けれ ば無効となる可能 性大)。	2019年7月1日から完 全実施→無効へ (2018年6月13日ま でにDOLの最高裁上 訴が無ければ無効と なる可能性大)。
SECルール /証券取引委員会 (SEC) 利益相反ルール もしくは SECアドバイス・ ルール	1934年証券取引所法の下で、 全てのブローカー (投信・保険等の 販売会社)	2009年6月17日の 「金融規制改革:新 たな基盤」で「ブ ローカー・アドバイ スにFDをかける」。 2010年7月21日 成立のドッド・フラ ンク法で「SECに ブローカーにFDを かける権限を 与える」。			2018年4月18日に 当初版公表  2018年8月7日ま でパブリックコメン ト/パブコメ受付。  「2018年7~12月に 分析・見直し」 (2018年4月25日 付ブルームバーグ・ インテリジェンス/ BIの上級政府担当 アナリスト)	「2018年10~12月 から2019年1~6月 までにルールの最 終版を策定」 (2018年4月25日 付ブルームバーグ・ インテリジェンス/ BIの上級政府担当 アナリスト)。  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 ズ誌)に出ている 意見もある。
証券取引委員会 (SEC)の構成等	1933年証券法、1934年 証券取引所法、 1940年投資会社法、 1940年投資顧問法 のみ (年金プロダクツは全 50州の州保険監督官)	2013年4月10日に ホワイト委員長(民主/ 無党)就任。同8月 9日にスタイン(民主)、 同8月15日にピオワ ー(共和)就任 (→SEC5人、民主/ 無党3人)  2014年7月23日に MMF規制を3対2で 承認・採択(反対は 共和のピオワ―と 民主のスタイン)  2014年11月4日の 中間選挙で共和党 が上院で過半数奪 取  2015年10月2日に ギアラガー(共和)、 同12月31日に アギワール(民主) 退任 (→SEC3人)	2016年10月13日 に投信の流動性管理 プログラムを欠員2 人の中、3人(民主/ 無党)のホワイト委 員長、民主のスタ イン、共和のピオ ワ―の賛成で承認・ 採択  2016年11月8日 の大統領選挙で共 和のトランプ大統 領が選ばれ、中間 選挙で共和党が上 院で過半数を維持	2017年1月20日 にホワイト委員長 (民主/無党)退任 (→SEC2人)。 1月23日~5月4日 はピオワ―委員長 代行(共和)  2017年5月4日に クレイトン委員長 (共和/無党)就任 (→SEC3人)	2018年1月11日 にピアース(共和) とジャクソン(民 主)就任 (→SEC5人、共和/ 無党3人)  2018年4月18日 にSECルールを4 対1で承認・採択 (反対は民主党の スタイン)  2018年7月7日 までに共和のピ オワ―、2018年 12月5日までに 民主のスタイン が退任(→SEC3 人)  2018年11月6日 に中間選挙	

(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企画部が作成)

まず今後の日程だが、2018年8月7日までパブリックコメント/パブコメとなっている。その後、膨大なパブコメをSECは読解、考慮、SECルールの最終版を作成、再採決する事となる。「90日間のパブリックコメントを受けて、次のステップに数ヵ月かかる可能性がある」(2018年4月19日付ブルームバーグ)と言われており、より具体的に「SECは2018年7~12月に分析・見直しをして、2018年10~12月から2019年1~6月までにルールの最終版を策定して行く」(2018年4月25日にブルームバーグの上級政府担当アナリストであるディーン氏)と言われている。

ただ、フィデューシャリー関連教育・ツールを提供するFi360社のエイキン氏は2018年4月30日付米インベストメント・ニュース(及び2018年4月25日付米シンク・アドバイザー誌等で)「SECのアドバイスルールは困難な旅に直面する。90日のパブコメ後、SECは案の修正に数ヵ月かけるかもしれない。DOLルールの過去からすれば、裁判所はプロセスを延長する事ができる。もし裁判所の延長が無ければ、ルール最終版は2019年のいつかに確定でき、施行は2020年になりそうだ」と言う。DOLルールの時は2015年4月14日発表の当初版から2016年4月6日発表の最終版まで1年を擁している(\*2016年1月28日に米行政管理予算局/OMBでのレビュー~一般的に50~90日~を受けている)。

米国のフィデューシャリー・デューティーが二転三転!

ここにさらにSECルールにとって大きな障害となりそうな事が起きた。2018年7月7日までにSECのピオワー委員が任期を終え退任する事だ。ピオワー委員は2018年5月7日にトランプ大統領宛に「敬愛なる大統領、ご存知の通り、私の委員としての任期は2018年6月5日までに終わります。私は2018年7月7日もしくは私の後任の就任日の早い方の日に退任する事をご報告します」というレターを出したのである。ピオワー委員は2013年8月15日に委員に就任、2017年1月23日から2017年5月4日(\*クレイトン委員長就任日)までは委員長代行をしていた

共和党委員だ。

これは予想外で、「ドッド・フランク・ルールに反対のSEC共和党委員が退任へ。共和党のピオワー委員退任でSECが4人となり民主党2人の拒否権で行き詰まり/デッドロックを作ろう。ここにはブローカーがリテール投資家にするアドバイスを厳しくするルールも含まれる」(2018年5月7日付WSJ)、「ピオワー委員退任後、後任が無いままであると、2人の民主党委員が規制緩和の妨害をする力を増す。ここにはボルカー・ルールも含まれる」(2018年5月7日付ブルームバーグ)、「ピオワー委員が後任就任前に退任すれば、SECは行き詰まり/デッドロックをもたらそう。SECは2人の共和党と2人の民主党となり、共和党委員長であるクレイトンの議事進行を難しくするからだ」(2018年5月8日付ロイター)、「ピオワー委員退任はアドバイザーに対し新しく提案された最善の利益ルールの承認の行き詰まり/デッドロックを作ろう」(2018年5月8日付バロンズ)、「ドッド・フランクの批判者であるピオワー委員のSECを離れる決定は後任が決まるまでSECを2対2で分断する」(2018年5月8日付FT)など米国では大きなニュースとなっている。

任期を終えて退任するのだが、実はSECの委員は5年の任期終了(毎年6月5日)後も後任が来るまで約18ヵ月まで務めてよい事となっている。2018年4月18日のSECルール案に唯一反対票を投じた民主党のスタイン委員も、2017年6月5日に任期は終



えているが、後任が来ず(\*トランプ大統領の指名になるため、共和党と民主党が合意できる者は難しい)、最大2018年12月5日まで任期を延長しているのだ。ピオワー委員も2018年6月5日に任期終了だが、2019年12月5日まで務められるし、そう思うと思われていた。

もちろん、トランプ大統領が後任指名をして就任させれば良い。上院本会議での採決・承認が必要だが、共和党は上院で過半数51議席を占めているので問題は小さい(\*2018年11月6日の中間選挙後は不明)。しかし上院本会議の前に上院銀行委員会での採決・承認が必要で、この採決で民主党議員が1人も参加しないと前に進まない。これは実際にトランプ大統領による指名人事でかなり行なわれてきた「ボイコット」だ。2018年1月11日に就任したピアース委員もトランプ大統領が2017年7月18日に指名して上院銀行委員会で採決・承認されたのは2017年11月1日であった(上院本会議で承認したのは2017年12月21日)。つまり指名から就任まで半年近くかかっている。

仮に2018年5月にピオワー委員の後任が指名できても、2018年11月近くの就任となる可能性が高い。ここでもう一つの不確定要因として、11月6日の中間選挙がある。上院100議席中33議席が改選され(\*下院は全議席435議席改選され)、ここで現在過半数の51議席を占める共和党がその議席を失うと、今後2年近く、トランプ大統領は人事が一層、困難となる。ただ、2018年5月8日の上院予備選挙の結果は「共和党は両院とまではいなくても、上院では過半数議席を確保できる可能性を高めた」(2018年5月9日付 WSJ)と言われている。

ピオワー委員の退任する2018年7月7日以降、しばらくSECが4人体制となるのは確かだろう。2018年1月11日ようやくSECが欠員無しの5人になり、共和党委員(\*無党派のクレイトン委員長を含む)だけでも3人となり、2018年4月18日のSECルール案も無事承認されたのに、半年で体制は崩れる。共和党委員(\*無党派のクレイトン委員長を含む)は2人となり、新たな規則を導入する時の必要な3委員に足らなくなる。

その後、2018年12月5日までにスタイン委員が退任するので(後任は無いままになる可能性が高く)、またもや昨年までと同じ3人体制となる(2015年12月31日から2018年1月10日までの体制に

戻る)。SECの構成の変化は、ドッド・フランク・ルールだけではなくSECルールの今後にも大きな影響を与える。「ピオワーの退任はSECルールの策定を複雑にする。ピオワー委員が退任する7月7日はSECアドバイス・ルール案のパブコメ90日が終了する8月初めの1ヵ月前である。この退任でルール最終化が著しく遅れるか、不可能になりそうだ。2018年12月にはスタイン委員も退任するが、3人となると、1人が採決に参加しないだけで阻止できる事態となる。迅速に動かなければ、長く3人のSECになる可能性がある」(2018年5月8日付米インベストメント・ニュース誌)である。2018年12月5日までにSECルールの採決があれば、ここで民主党のスタイン委員はまた反対する可能性がある。ただ、民主党のスタイン委員退任後は、民主党のジャクソン委員の票が決定的となる。

またクレイトン委員長(共和党/無党派)としては共和党なのにピアース委員(共和党)も重要となる。「ピアース委員は1月に就任して以来、4人の委員より多くの反対をしてきた。ピアース委員はよく一人でもクレイトン委員長やピオワー委員の案にも反対する。ピアース委員はクレイトン委員長にとって今後の大きな障害となりそうだ」(2018年5月7日付ブルームバーグ)と言われている。こうして先述のメディアの言う通り「行き詰まり/デッドロック」と言われるようになっていく。

クレイトン委員長は難しい舵取りを要求される。ただ、民主党の推進しているDOLルールはDOLルールで、2018年6月13日までにDOLの最高裁上訴が無ければ無効となる可能性大で(図表④参照)、DOLルールの完全実施(2019年7月1日)はもちろん、2017年6月9日から実施されているDOLルールの基本条項も無くなり、退職口座への規制はDOLルール以前に戻る可能性がある。つまり、ブローカレッジ口座に対しては適合性ルールのみとなって、緩いルールに戻る可能性が高い(2018年5月7日以降はDOLが臨時執行方針/Temporary Enforcement Policyを実行中)。『適合性プラス』のSECルールよりも緩い状態に戻ることは民主党にとっても妥協できないと思われる。

いずれにしろ、二転三転する米国のフィデューシャリー・デューティーから目が離せない。日本語での情報がほとんど無いが、繰り返し、日本の金融機関関係者は全員がしっかり理解すべきものと思われる。

略歴：1959年生まれ。静岡大学人文学部経済学科卒。日興アセットマネジメントのファンドマネージャー、リッパー・ジャパン（ロイター・ジャパン）のアナリスト、ドイチェ・アセット・マネジメントのストラテジスト、国際投信投資顧問の投信調査室長などを経て2015年7月より現職。1987年より公益社団法人日本証券アナリスト協会検定会員。  
著書：日本実業出版社「本当に知りたい投資信託 儲け・手数料・評価のしくみ」（2007年）、青春出版社「図解『為替』のカラクリ」（2003年）、同「図解『為替』のカラクリ 賢く増やす！外貨投資入門編」（2006年）、など。