

フィデューシャリー・デューティ —を巡る米国の動向

金融調査部主席研究員

福田英治良

03-3591-1348

ejjiro.fukuda@mizuho-ri.co.jp

- わが国の金融業界の中で、フィデューシャリー・デューティ（FD）に対する関心が高まっており、金融審議会ではFDの定着に向けて必要な取り組み等について議論が行われる予定である
- 米国では、証券取引委員会（SEC）による「統一FD基準」の策定や、労働省によるエリサ法規則の改正などを巡って、FDのあり方についての活発な議論が行われている
- わが国でも、金融機関によるFDの実践に向けた自主的かつ真摯な取り組みにより、幅広い国民が安心して中長期の安定的な資産形成を行うことができる環境の整備が進むことが期待される

1. はじめに

（1）金融庁は金融機関に対し、真に顧客の立場に立った業務遂行の徹底を要請

近年、わが国の金融業界の中で、フィデューシャリー・デューティ（Fiduciary Duty、以下FD）に対する関心が急速に高まっている。FDは、もともとは英米法上の概念で、「他者の信託を得て、一定の任務を遂行すべき者が負っている幅広い様々な役割・責任の総称¹」とされ、「受託者責任」「信託義務」等とも訳される。

金融庁が2014年9月に公表した「平成26事務年度金融モニタリング基本方針」では、資産運用の高度化に向けて、商品開発、販売、運用、資産管理それぞれに携わる金融機関が、その役割・責任（FD）を実際に果たすことが求められるとして、金融機関に対してFDの実践を要請した。さらに、2015年9月に公表した「平成27事務年度金融行政方針」でも、重点施策として「FDの浸透・実践」が掲げられ、資産運用に携わるすべての金融機関等が、真に顧客のために行動しているかを検証するとともに、民間の自主的な取り組みを支援することで、FDの徹底を図る方針が示されている²。

さらに、2016年4月に開催された金融審議会総会では、麻生金融担当大臣から「市場・取引所を巡る諸問題に関する検討」について諮問が行われ、これを受けて設置された「市場ワーキング・グループ」では、FDを定着させていくためにどのような取り組みが必要かについて、議論が行われる予定である。

（2）諸外国では、わが国に先駆けてFDの徹底に向けた制度改革等の取り組みが進展

一方、諸外国では、わが国における検討に先駆けて、FDの徹底に向けた制度改革等の取り組みが進められている。

例えば英国では、2012年12月に導入されたリテール投資商品販売制度改革（Retail Distribution Review, RDR）の中で、販売会社が商品の提供者から委託手数料（commission）を受領することが全面的に禁止（受領できるのは投資家から直接支払われる手数料（fee）のみに限定）された。これは、販

売会社が顧客にとって最も適切な商品ではなく、自らが受け取る委託手数料が大きい商品を勧奨しているのではないかとの疑念を払拭し、販売会社にFDを徹底することを狙いとしている。EUでも、2014年6月に公布された第2次金融商品市場指令（MiFID II）により、独立して投資アドバイスを行う事業者が運用会社をはじめとする第三者から委託手数料を受領することが禁止されるほか、費用や手数料に係る開示の強化等が行われる（図表1）。

このように欧州では、すでにFDの徹底に向けた制度改正等が実施段階に入っているのに対し、米国では、証券取引委員会（以下、SEC）と労働省がFDに関する規則の制定について別々に検討を進めており、本格的な検討が開始されてからかなりの時間が経過した現時点においても活発な議論が続いている。米国における制度改正等の最終的な姿が見えてくるまでには、もう暫く時間を要するものと考えられるが、これまで行われてきた議論の背景や具体的な論点等を確認しておくことは、今後FDのあり方について検討を行うわが国にとっても参考になると考えられる。そこで、本稿では、米国のFDを巡る動向について概略を見ていくこととしたい。

2. SECによる「統一FD基準」策定に向けた検討

（1）ブローカー・ディーラーと投資アドバイザーに対する規制面のアプローチの差異が論点に

米国では、ブローカー・ディーラー（broker-dealer、わが国の証券会社に該当）と投資アドバイザー（investment adviser、わが国の投資顧問に該当）が、リテール顧客への資産運用アドバイスに関して同じようなサービスを提供しているにもかかわらず、両者に対する規制面のアプローチには差異がみられる。

具体的な規制の枠組みをみると、投資アドバイザーに対しては、「1940年投資アドバイザー法」に基づき、顧客に対するFDが課されており、概して「プリンシプル・ベース」（尊重すべき重要ないくつかの原則や規範を示したうえで、金融機関の自主的な取り組みを促進するアプローチ）による規制が行われている。SECや裁判所は、規則の制定、解釈文書、執行上の命令等を通じて、長い時間をかけて、FDに関する指針の明確化を図ってきており、利益相反に係る情報の開示（自らが受け取る手数料等を

図表1 FDの徹底等に向けた英国・EUの取り組み

英国	リテール投資商品販売制度改革（RDR）	<ul style="list-style-type: none"> ・リテール投資市場が消費者にとってより良い形で機能することを目指し、金融サービス機構（当時）によって2006年に開始された取り組み ・投資アドバイザーや投資プラットフォームに関連して、アドバイザー資格のレベル向上や、費用やサービスに関する透明性の改善に向けた新たなルールが導入されたほか、投資アドバイザー等が商品の提供者から受け取る委託手数料を禁止することによってインセンティブの体系を再編 ・一部のルールを除き、2012年12月から適用
EU	第2次金融商品市場指令（MiFID II）	<ul style="list-style-type: none"> ・MiFIDは、銀行等の金融機関による金融商品に係る投資サービスや、市場運営者による規制市場運営のための規制の枠組みを定めた指令 ・金融危機を契機としてMiFIDの見直しが進展し、MiFID IIと呼ばれる改正後の指令が2014年6月に公布（2018年1月から施行される予定） ・リテール投資家の保護に関するおもな改正事項は、独立して投資アドバイスを行う事業者による運用会社をはじめとする第三者からの委託手数料受領の禁止、投資アドバイスの独立性の確保（アドバイスの独立性や性質等に関する説明の義務づけ）、費用や手数料に係る開示の強化等

（資料）英国金融行為規制機構（FCA）、欧州委員会より、みずほ総合研究所作成

含む)、投資アドバイスの適切さや十分な根拠の確保、自らが相手方となる取引や顧客間の売買の取り次ぎを行う際の対応³等に関する目線が示されている。

一方、ブローカー・ディーラーに対しては、おもに業務運営の公正性や透明性の観点から、「1933年証券法」「1934年証券取引所法」等の法令や自主規制機関の規則に従って規制が行われている。ブローカー・ディーラーに課された義務の重要な特徴は「適合性義務 (suitability obligation)」であり、顧客の利益に沿った推奨を行うことや、一定のケースにおいて重要な利益相反を顧客に開示すること等が求められているが、顧客に対するFDは一律には課されていない⁴。

こうしたアプローチの違いは、両者の役割や業務の違いに起因するものであるが、法律が制定されてから長い年月が経過する中で、両者の境界線は曖昧になってきており、同じようなサービスが提供されている場合でも、登録している業種によって適用される規制上の義務が異なる状況にあることや、顧客が両者の違いを認識していないことが、問題点として指摘されてきた。

(2) ドッド・フランク法は SEC に対して調査の実施を要請

こうした中、2010年に成立した包括的な金融規制改革法である「ドッド・フランク・ウォール街改革・消費者保護法」(以下、ドッド・フランク法)の第913条では、SECに対して、リテール投資家の保護に関してブローカー・ディーラーや投資アドバイザーに適用される既存の規制の有効性を評価し、規制上のギャップや不足、重複がないかを確認するための調査を行うことが要請された。また、調査を行う際に考慮すべき事項として、①ブローカー・ディーラーや投資アドバイザーに適用される基準の違いをリテール顧客は理解しているのか、それとも混乱しているのか、②基準の実施を確保するための規制、検査、執行に係るリソース、③規制が変更された場合のリテール顧客への潜在的影響(提供される商品やサービスの範囲を含む)、④ブローカー・ディーラーに投資アドバイザーと同様の規制を課した場合の潜在的影響、⑤規制を見直した場合にリテール投資家、ブローカー・ディーラー、投資アドバイザーのそれぞれに発生しうる追加的なコスト、等が列挙された。

また、必要と認められる場合には、SECは規則の策定を開始することができ、ブローカー・ディーラーと投資アドバイザーとに共通の「統一FD基準」を策定することに関する権限が付与されることとなった。

(3) SEC は「統一 FD 基準」の策定に向け検討を進めているが、規則案の提示は未済

2011年1月、SECは上記の要請への対応としてスタッフによる調査結果をまとめた報告書を公表し、その中で、①「統一FD基準」の策定の検討、②それぞれの制度の良い点を踏まえた調和のとれた規制の構築、の2点を勧告した。SECはこれらの勧告について、投資家、ブローカー・ディーラー、投資アドバイザーにとって最も実行しやすい方法により、投資家の保護を向上させてその混乱を減少させることを目指したものであると説明している。

上記勧告について具体的な検討を進めていくため、SECは2013年3月に、勧告の内容を実際に実施する際の費用対効果に関するデータや情報、特に定量的なデータや経済分析の提供を広く一般に対して要請した。また、同年11月には、SEC内に設けられた投資家助言委員会⁵が「統一FD基準」について推奨される枠組みに係る提案を発表しているが、現時点に至るまでSECによる規則案は示されていない。なお、2016年5月に行政管理予算局(OMB)が公表したSECの規則策定に係る計画によると、「統一FD基準」に係る規則案は2017年4月に公表されることとされている。

3. 労働省によるエリサ法の規則の改正

(1) 退職資金に係る運用アドバイスを行う者の多くにFDが課されていない状況を問題視

SECの動きとは別に、労働省は、企業年金をはじめとする退職資金に係る投資アドバイス等を行う者に対して幅広くFDを課すべく、「1974年従業員退職所得保障法」(Employee Retirement Income Security Act of 1974、以下、エリサ法)の規則改正に向けた動きを進めている。

エリサ法では、企業年金関係者に対して、加入者や受益者に対する忠実義務や注意義務等を内容とするFDが課されており(図表2)、また、米国民に広く普及している個人退職勘定(individual Retirement Accounts、以下、IRA)⁶など、エリサ法による保護の対象とならない税制優遇制度に関しても、「1986年内国歳入法」(Internal Revenue Code of 1986、以下、IRC)」に基づき、関係者に対するFDが課されている。こうした枠組みの下では、FDが課される対象がどのように設定されるかが年金受給者等の保護において極めて重要な意味を有している。

しかしながら、エリサ法の制定を受けて労働省が1975年に制定した規則(当該規則はIRCにおけるFDの範囲も規定)では、投資アドバイスを行う者のうちFDが課される者の範囲が極めて狭く設定されたため、退職資金に係る投資アドバイスを行う者の多くにFDが課されていないことが問題点として指摘されてきた。

労働省は、上記の規則は1975年当時の環境を踏まえて制定されたものであり、加入者が自ら資金の運用先を指定する401(k)制度の創設(1978年)、IRAの幅広い普及、エリサ法で保護された企業年金からIRAへのロールオーバー(ある年金制度から別の年金制度への資産の移転)の広がり等により、投資アドバイスの重要性が飛躍的に高まっている現状を踏まえれば、エリサ法やIRCにおけるFDの適用対象を拡大することが適当であるとしている。

こうした考え方にに基づき、労働省は2010年10月に、FDが課される者の対象を拡大する最初の規則見直し案を公表したが、既存のビジネスへの影響を懸念した金融関連の業界団体等から数多くの反対意見が寄せられ、2011年9月に提案を一旦取り下げる旨を発表した。

その後、2015年2月にオバマ大統領が「労働省は規則の見直しを進めるべきだ」と発言したことを受けて、規則見直しに向けた機運が急速に高まり、労働省は同年4月に当初の案に修正を加えた新たな規則見直し案を公表した。2016年4月には、寄せられたコメントを踏まえて一部の内容を修正した最終規則が公布されており、一部の規定を除き2017年4月から実施される予定である。以下では、最終規則の内容について確認する。

図表2 米国エリサ法におけるFD

フィデューシャリーは、専ら加入者及び受益者の利益のためだけに義務を果たす
(A) その目的は(i)加入者及び受給者に給付を行うこと、(ii)制度を管理するために適正な費用を支出することのみに限定される(忠実義務)
(B) 同様の能力を持ち、問題に精通している慎重な人間が、同様の性質の仕事を同様の目的を持って行う際に用いるであろう注意(care)、技能(skill)、慎重さ(prudence)、勤勉さ(diligence)をもって行う(慎重な専門家の注意義務)
(C) 大きな損失のリスクを最小化すべく多角的な投資を行う(当該行為が明らかに慎重さを欠く場合を除く)
(D) 本法の規定に合致している限り、年金プランを規定する文書や契約に従う

(資料)エリサ法より、みずほ総合研究所作成

(2) FDの適用対象を拡大する一方、ビジネスの実態を考慮した例外規定を措置

最終規則では、エリサ法の目的をより適切に反映し、利益相反や軽率・不誠実な行為から企業年金の加入者やIRAの保有者等を保護するため、FDに係る定義規定等を見直し、退職資金に係る投資アドバイスを行う者に幅広くFDを課すこととしている。

具体的には、改正前の規則では「5パートテスト」と呼ばれるルールに基づき、投資アドバイスを提供する者については、一定の要件を充たした場合にのみFDが課されることとされていた⁷。これに対し、最終規則では、FDが課される投資アドバイスに関して、まずは対象となる「コミュニケーションの種類」を示した上で、当該コミュニケーションがFDの対象となる「顧客との関係」について詳細な規定を設けている（図表3）。

一方、投資アドバイスを行う者に対してFDを課すこととした場合、エリサ法では顧客との利益相反が生じる一定の行為が禁止されており、当該行為には、企業年金やIRAに関連した取引において第三者から委託手数料等を受領することや、自らの報酬を増やすために自らの権限を行使すること等が含まれる。しかしながら、これまで一般的にやり取りされてきた手数料や報酬等⁸の受領はこうした禁止行為の範疇に入るため、既存のビジネスモデルが成り立たなくなり、リテール投資家による投資アドバイスへのアクセスが困難となることが懸念された。

そこで、労働省は別途定める規則の中で、禁止行為に係る例外規定（Best Interest Contract Exemption）を設け、自らが提供するアドバイスが公正で顧客の利益を最優先にしていることが確保されることを条件として、FDが課された者であっても様々な形での手数料や報酬等を受領することを柔軟に許容することとしている。この場合、金融機関等は自らにFDが課されていることを認めた上で、基本的な行動基準を順守することが求められる⁹ほか、有害な利益相反を防止するためのポリシーや手続を策定し、利益相反に係る基本的な情報や提供するアドバイスに係る費用を開示しなくてはならない。

図表3 FDが課される投資アドバイスの範囲に係る定義の見直し

改正前	改正後
<p>以下の5つの要件を全て充たした場合のみ、投資アドバイスを行う者にFDが課される（5パートテスト）</p> <p>① 証券やその他の資産の価値に関してアドバイス、または証券やその他の資産への投資・購入・売却の可否の推奨を行うこと</p> <p>② 定期的に行われること</p> <p>③ 企業年金（または企業年金に対してFDを負う者）と、以下の④⑤の内容について相互の同意、取り決め、理解があること</p> <p>④ アドバイスが年金資産に係る投資決定のための主要な根拠となること</p> <p>⑤ アドバイスが、個々の企業年金またはIRAのニーズに合わせたものであること</p>	<p>FDが課される投資アドバイスの定義を見直し</p> <p>① 投資アドバイスに該当するコミュニケーションの種類</p> <ul style="list-style-type: none"> → 手数料や報酬を得て、直接または間接に、一定の範疇に該当するアドバイスを行うこと → 対象となるアドバイスには、ロールオーバーや分配が行われた後の証券等への投資に係るアドバイスのほか、投資戦略やポートフォリオ構成等の推奨、ロールオーバーや分配の推奨等、幅広い内容を包含 <p>② FDの責任が生じる顧客との関係の類型</p> <ul style="list-style-type: none"> → 特定の者に対して、個別の投資の可否に関する推奨を行う場合にはFDの責任が生じる → ある行為が「推奨」と判断されるかどうかの基準や、「推奨」に該当しない行為（一般的な情報提供、マーケティング活動、投資教育等）等を規定

（資料）労働省最終規則より、みずほ総合研究所作成

なお、投資アドバイスがIRA保有者やエリサ法の対象外の企業年金に対して提供される場合は、投資家保護に係る実効性を担保する観点から、金融機関等はFDに基づく行動や公正な取引に係る基準を、投資家による執行可能な「契約」の形で締結しなければならない。これにより、IRA保有者等が自らの権利を行使するメカニズムが整備され、仮に不適切なアドバイスが行われた場合でも救済を受けることが可能になるとされている。

労働省は、こうした「プリンシプル・ベース」のアプローチを採用することで、企業年金の加入者やIRA保有者等の利益と投資アドバイスを提供する者の利益を同じ方向に向けると同時に、金融機関等はこれらの基本的な基準を充足するための最良の方法について、十分な柔軟性や裁量をもって判断することが可能になるとしている。

(3) 最終規則の公表後も業界団体等による反対は継続、労働省は徹底した反論を展開

一方、金融関連の業界団体等は、新しい規則が金融機関等のコンプライアンス・コストや訴訟リスクを著しく増加させる結果、投資アドバイスに係るサービスの提供が減少し、国民の資産運用に係るアクセスが失われることに対して強い懸念を表明しており、最終規則の公表後も、その実施に反対する動きが継続している。

こうした中、共和党が多数を占める議会では、労働省の最終規則を廃止するための決議が、下院では2016年4月、上院では同年5月に可決された。しかしながら、大統領の拒否権を上書きするために必要な絶対多数には届かず、同年6月にオバマ大統領による拒否権が発動されたことから、労働省の最終規則廃止に向けた議会の試みは実現していない。

業界団体等が法的手段に訴える動きも相次いでいる。2016年6月には、ブローカー・ディーラー、銀行、資産運用会社等から構成される米国証券業金融市場協会（Securities Industry and Financial Markets Association、SIFMA）が、他の業界団体との連名で、労働省の最終規則への異議申し立てに係る訴訟を提起した。

訴訟の提起にあたり発表された共同声明によると、これらの業界団体はSECによる「統一FD基準」の策定に向けた取り組みを長い間サポートしてきており、労働省による新しい規則の制定は、労働省に与えられた権限を逸脱するものであると批判している。その上で、新しい規則は金融機関のサービス提供能力を著しく阻害するため、国民の退職資金の運用に係る選択肢の減少、コストの増加、投資アドバイスへのアクセスの減少を招き、特に規模の小さい企業年金の加入者等にとっての選択肢が大きく減少するとしている。加えて、「禁止行為に係る例外規定」の要件を満たそうとした場合、アドバイザーの一挙手一投足が集団訴訟の脅威という新たな重大な法的リスクに直面することになるとして懸念を示している。

これに対し、労働省は徹底した反論を展開している。2015年の規則見直し提案の一部として労働省が実施した影響調査では、利益相反のあるアドバイスが多く行われた結果、企業年金やIRAの投資家に深刻な被害を与えており¹⁰、単に利益相反の内容を開示するだけではこうした弊害を適切に防止することはできないとの分析結果が示されている。

また、労働省は、最終規則が実施された場合、IRAの投資家に対する販売時手数料に関する利益相反を対象とした試算だけでも、利益相反のあるアドバイスから発生する弊害を今後10年間で330億ドル～

360億ドル、20年間で660億ドル～760億ドル改善することが可能になると見積もっており、上記の商品以外に係る利益相反の解消やFDの徹底による投資利回りの向上等も踏まえれば、実際の効果は上記の金額よりも相当に大きいとしている。一方、最終規則を遵守するためのコストについては、向こう10年間で100億ドル～315億ドルと見積もっており、プラスの効果の大きさを踏まえればこうしたコストは正当化されるとしている。

このように、労働省と金融機関等の間では、FDを徹底していく方向性自体については認識が共有されているものの、FDを徹底していくための方法論に関しては、依然として考え方に大きな溝があるといえるだろう。

4. おわりに

少子高齢化が進むわが国では、国民の老後資金を公的年金に依存し続けることは困難であり、自助努力による中長期の資産形成への必要性が高まることが見込まれる。しかしながら、アベノミクスによるデフレ脱却が実現し適度なインフレ環境が定着することを視野に入れた場合、家計が低金利の預貯金中心の資金運用を継続したままでは、中長期的に安定的な資産形成が実現できず、資産形成への取り組みに起因する新たな格差の発生に繋がることも懸念される。

幅広い国民がリスク資産を適切に織り交ぜた資金運用により、金融市場を通じて国内外の経済成長の果実を共有できるようにしていくことが重要であるが、そのためには、資金運用業務に携わる金融機関に対する国民の信頼が醸成されることが大前提となる。わが国でも、すでに金融機関がFDの徹底に向けた方針表明を行う動き等が見られるが（図表4）、今後も金融機関による自主的かつ真摯な取り組みが進展することが強く期待される。

図表4 FDに関する金融機関のおもな取り組み

<銀行グループ>

時期	金融機関名	具体的な取り組み
2016年2月	みずほフィナンシャルグループ	「<みずほ>のフィデューシャリー・デューティーに関する取組方針」の公表
2016年3月	りそなホールディングス	「フィデューシャリー・デューティー・アクション」の公表
2016年3月	三井住友フィナンシャルグループ	「フィデューシャリー・デューティー宣言」の公表
2016年5月	三菱UFJフィナンシャルグループ	「資産運用分野におけるMUFGフィデューシャリー・デューティー基本方針」の公表

<運用会社>

時期	金融機関名	具体的な取り組み
2015年8月	HCアセットマネジメント	「フィデューシャリー宣言」の公表
2015年8月	セゾン投信	「フィデューシャリー宣言」の公表
2015年8月	三井住友アセットマネジメント	「フィデューシャリー・デューティー宣言」の公表
2015年10月	東京海上アセットマネジメント	「TMAMフィデューシャリー・デューティー宣言」の公表
2016年5月	ニッセイアセットマネジメント	「フィデューシャリー・デューティー宣言」の公表

（資料）各社発表資料より、みずほ総合研究所作成

こうした中、本稿の冒頭でも紹介したとおり、今後は金融審議会において、FDを定着させていくための取り組みについて議論が行われる予定であり、金融機関に期待される取り組みに係る具体的な水準等について検討が行われることも想定される。FDが法律上の義務として規定されている米国とは基本的な前提が異なるものの、これまでの米国における議論を踏まえれば以下の2つの点について留意が必要であろう。

第一に、FDの徹底に向けた取り組みは、資産運用に係る商品や担い手を幅広くカバーする形で、横断的に行われることが重要である。

国民の資産運用に関するサービスの提供は、証券会社、銀行、保険会社、運用会社等の多様な担い手によって行われており、提供される商品や担い手によってFDへの取り組みに差がある場合、利用者が安心してサービスを受けられないことが懸念される。米国では、ブローカー・ディーラーと投資アドバイザーとの間の規制の差異については解消する方向で検討が行われているが、SECと労働省が別々に規制を検討しており、それぞれが対象とする範囲にも違いがある¹¹こと等を踏まえれば、両者によって最終的な規則が策定されたとしても、利用者がその内容を正確に理解するのは困難なものとなる可能性がある。FDの徹底に向けた取り組みは利用者にとって理解しやすいものとするのが重要であり、資産運用に関する商品や担い手を幅広くカバーした横断的な取り組みが進むことが望まれる。

第二に、FD徹底に向けた金融機関の取り組みが、金融機関によるサービス提供に及ぼす影響、特に運用資産の規模が小さい顧客に対するサービス提供に及ぼす影響について配慮が必要である。

米国でも活発な議論が行われている通り、FD徹底に向けて金融機関に期待される取り組みの水準によっては、資産運用に係るサービスの提供自体が減少してしまう可能性があり、取り組みの本来の目的である「貯蓄から投資へ」の流れをかえって阻害してしまう懸念もある。

わが国では、これまでも長年にわたりその必要性が叫ばれながら、厳しい市場環境等を背景として「貯蓄から投資へ」の流れが進んでこなかった歴史があり、資産運用の市場は米国等と比較して未だ小さい規模にとどまっている¹²。資産運用はスケールメリットが働きやすい分野であり、幅広い国民が高水準のサービスを受けるためには市場規模の拡大が持つ意味は大きいと考えられることから、「FDの徹底」と「金融機関によるサービス提供」をいかに両立させていくかが重要な課題となる。したがって、取り組みに係る具体的な水準等を議論していく際には、①「FDの徹底」に向けて先進的取り組みを行う金融機関をさらに後押ししていくという視点とともに、②「FDの徹底」という原則（プリンシプル）が確保される範囲内で、金融機関が自らの実情を踏まえた柔軟な取り組みが行えるような環境を整備していくという視点を併せ持つことが求められよう。

また、若年層をはじめとする運用資産の規模が小さい顧客に対してFDを徹底した投資アドバイスを幅広く提供していくためには、フィンテック等の新しい技術を活用していくことも積極的に検討していく必要がある。金融機関がFDを果たしやすい環境を整備する観点から、例えばロボ・アドバイザーサービスにおけるFDのあり方について検討することも有効であろう。

わが国では近年、確定拠出年金法の改正（2016年5月）やNISAの恒久化に向けた検討の本格化¹³など、国民の自助努力による資産形成を促進するための制度整備が急速に進められている。幅広い国民が安心して資産形成を行うことができる環境を実現すべく、官民が足並みをそろえてFD徹底に向けた取り組みを加速していくことが望まれる。

-
- ¹ 金融庁「平成 27 事務年度金融行政方針」（2015 年 9 月 18 日）
- ² 具体的な取組として、証券会社や銀行等の販売会社に対しては、「顧客本位の販売商品の選定、顧客本位の経営姿勢と総合的な業績評価、商品のリスク特性や各種手数料の透明性の向上、これらを通じた顧客との間の利益相反や情報の非対称性の排除等」が、投資運用業者に対しては「系列販売会社との間の適切な経営の独立性の確保、顧客の利益に適う商品の組成・運用等」が、例示されている。
- ³ 例えば、事前の書面による情報開示や顧客同意の取得を行うことなく、自らが相手方となって顧客との間で証券の売買を行うことは明示的に禁止されている。
- ⁴ 「1940 年投資アドバイザー法」では、ビジネスとして報酬を得て証券に関するアドバイスの提供等を行う者は、一般的に「投資アドバイザー」の定義に該当し同法の適用を受けることとされているが、ブローカー・ディーラーについては、①投資アドバイスに係るサービスの遂行がもたらすブローカー・ディーラーとしてのビジネスに付随しており、②アドバイスに係るサービスについて「特別な報酬」(special compensation)を受け取らない場合は、例外的に「投資アドバイザー」の定義に該当しないこととされているため、上記の要件を満たす場合には FD は課されないこととされている。
- ⁵ ドッド・フランク法第 911 条に基づいて設置された委員会では、SEC に対し、①規制の優先順位、②証券商品、取引戦略、手数料構造、効率的な開示に係る規制、③投資家の信頼や公正な証券市場の促進に向けたイニシアティブ等についての助言を行う。
- ⁶ 個人退職勘定 (IRA) の概要については、みずほレポート「米国の個人退職勘定 (IRA) の概要とわが国への示唆」(2014 年 3 月 12 日) を参照願いたい。
- ⁷ 例えば、改正前のルールでは、企業年金から IRA へのロールオーバーについて、投資家にとって最も重要な判断を伴うにもかかわらず、1 回きりの取引であり、図表 3 の改正前の「②定期的に行われること」という要件を充たさないため、FD の対象となる取引には該当しないとされるケースが多い。なお、労働省によると、IRA へのロールオーバーの金額は、2016 年から 2020 年までに累計で 2.4 兆ドルに上ると見込まれている。
- ⁸ 例えば、証券の委託売買手数料、保険の代理店手数料、投資信託に係る手数料の一部 (12b-1 手数料、日本の代行手数料に類似)、投資信託会社からの販売奨励金 (レベニュー・シェアリング) 等が該当する。
- ⁹ 具体的には、顧客の利益を最優先にした慎重なアドバイスを行うとともに、誤解を招くような発言や合理的な水準を超えた報酬の受領を行わないようにしなければならない。
- ¹⁰ IRA 保有者が利益相反のあるアドバイスを受けた場合、今後 20 年間にわたり平均で毎年 0.5%~1% の運用利回りの低下が見込まれ、今後 10 年間で 950 億ドル~1,890 億ドル、20 年間で 2,020 億ドル~4,040 億ドルの負担増になるとの分析結果が示されている。労働省は分析結果について、IRA 保有者の投資信託への投資だけを対象に見積もったもので、他の年金プランや年金商品等への投資を対象としていないほか、投資家が時期を誤って売買をしてしまうような「タイミング・エラー」等も含まれていないため、実際の損失額はさらに大きいとしている。
- ¹¹ SEC の「統一 FD 基準」では、退職資金以外の資金も含めた証券投資全般に係るアドバイスが対象となる一方、保険会社が提供する年金商品等に関するアドバイスは対象にならない。一方、エリサ法の対象は、退職資金に係るアドバイスに限定されるが、投資信託等だけではなく保険会社が提供する年金等に係るアドバイスも対象となる。
- ¹² 例えば、2015 年末時点の米国の投資信託の純資産残高は 15.7 兆ドルに上るのに対し、わが国の公募投資信託市場の純資産残高は約 105 兆円にとどまっている。
- ¹³ 2016 年 6 月に閣議決定された「経済財政運営と改革の基本方針 2016 ~600 兆円経済への道筋~」(骨太方針) では、「老後の生活等に備えた自助による資産形成を支援するためにも、NISA の利便性を向上させるとともに、平成 35 年までの投資可能期間を恒久化することを検討する」こととされている。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。