

米国における最善の利益規制と フィデューシャリー・デューティーに関する議論



日本証券業協会 国際規制調査室

室長 **浅倉 真理**
上席調査役 **靄 ゆかり**

はじめに

米国証券取引委員会（SEC：Securities and Exchange Commission）は、2019年6月5日、最善の利益規則（Regulation Best Interest）をはじめとする新規則及び解釈指針を採択した。米国では、2016年に最終化さ

目次

はじめに

1. 米国におけるブローカー・ディーラーと投資アドバイザーの規制の枠組み
2. 米国労働省（DOL）によるフィデューシャリー・デューティー規制
3. 米国SECによる最善の利益規制の概要
4. 今後の留意点

おわりに

れた労働省（DOL）のフィデューシャリー・デューティー規制（DOLルール）について、2018年に裁判による無効判決が確定^{（注1）}しており、今回のSECの新たな規則においてブローカー・ディーラーのフィデューシャリー・デューティーがどのように規定されるのか、注目が集まっていた。本稿では、DOLルールが無効となった背景にある、米国におけるブローカー・ディーラーと投資アドバイザーに対する規制の流れについてまず整理したい。続いて、DOLによって公表された従業員退職所得保障法（ERISA：Employee Retirement Income Security Act of 1974）等に規定されたフィデューシャリー規制の要点及びそのDOLルールが無効となった経緯について紹介した後、今回SECによって新たに制定された最善の利益規則を詳細に検証することとしたい。

なお、本稿は信頼できると判断した外部情報等に基づいて作成しているが、その内容の正確性・完全性を保証するものではない。また、意見にわたる部分は筆者らの個人的見解であり、日本証券業協会または証券業界としての見解を示すものではないことを申し添える。

■ 1. 米国におけるブローカー・ディーラーと投資アドバイザーの規制の枠組み

(1) ブローカー、ディーラー、投資アドバイザーの定義

1934年証券取引所法において、ブローカーとは「他者の計算において、証券取引の執行を業として行う者^(注2)」、ディーラーとは、「自らの計算において、ブローカー等を通じて、証券の売買を業として行う者^(注3)」と定義されている。一方、1940年投資顧問法において、投資アドバイザーとは、「有償で、直接または出版物若しくは文書を通じて、有価証券の価値、有価証券への投資、購入または販売の妥当性に関して、他者に助言する業務に従事する者、若しくは有償で、通常の業の一環として、有価証券に関する分析または報告書を発行または公表する者」と定義されている^(注4)。

なお、いわゆる証券会社は、一般的にブローカーとディーラーの行為を兼ねることが多く、ブローカー・ディーラーと呼ばれる。ま

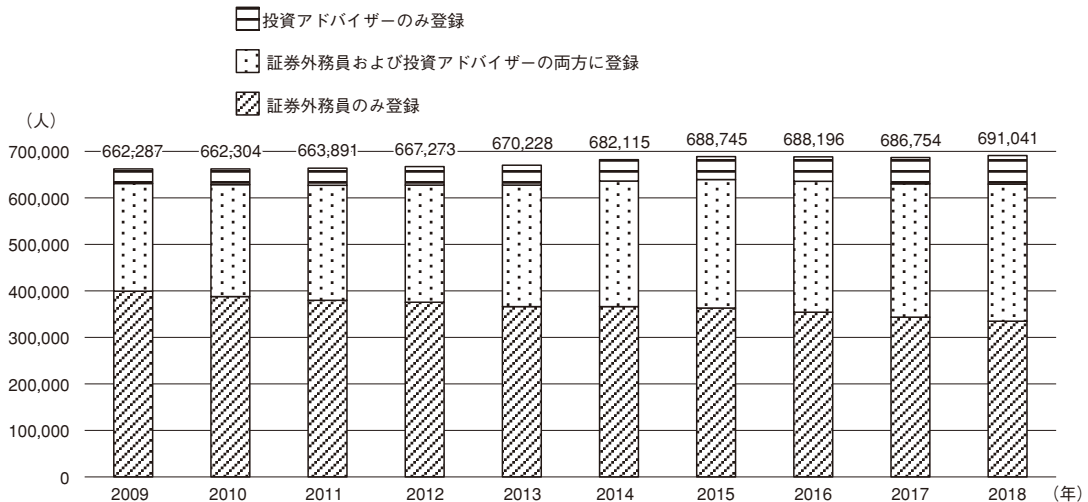
た、証券会社は投資信託などの金融商品の販売にあたって、顧客に推奨やアドバイスを行うこともあり、その点において投資アドバイザーの定義に当てはまる部分もあるが、投資顧問法では、ブローカー・ディーラーの助言などの行為が本業に「単に付随」しているだけであり、かつその行為に対する特別な「報酬」を受けていなければ投資アドバイザーに該当しないとする適用除外規定がある。その対象であれば、基本的に、一部例外を除き、以下で論じる投資アドバイザーとしてのフィデューシャリー・デューティーは負わないものとされてきた。

(2) フィデューシャリー・デューティーの有無に関する議論の変遷^(注5)

フィデューシャリー・デューティーとは、もともと信託契約等の受託者の義務を指すものとして用いられてきたが、近年では、他者の信認に応えるべく一定の任務を遂行する者が負うべき様々な役割・責任について幅広く捉える動きも広がっている^(注6)。フィデューシャリーを取り巻く規制は、委託者と受託者との間における利益相反の問題に起因するものが多い。

米国では19世紀後半に、投資家にとって、ブローカーは証券取引の代理人であることからフィデューシャリーである一方で、ディーラーは投資家にとって証券取引の相手方になることから、原則としてフィデューシャリーではないという考え方がすでに定着していた

(図表) 登録種類別証券業登録個人数



(出所) Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) Industry Snap Shotのデータより日本証券業協会にて作成

ようである。しかし、証券会社の業務においてその両者の線引きは大変難しく、ブローカーとしての職務における裁量が限られていることから、紛争は取引に際して行われた情報提供、推奨行為における信認関係の有無、詐欺等の不法行為の適用の可否といった事情により、個別に解決されていた。

その後、1980年代に入ってからブローカーの推奨行為に対してフィデューシャリー・デューティー違反を争う事案が発生したものの、裁判所は、ブローカーは代理人としてフィデューシャリーであるが、その裁量の範囲は限定的であり、推奨行為を伴う証券取引においてフィデューシャリー・デューティーは発生しないとする従来の判例の立場を変えなかった。

90年代に入り、投資アドバイスとブローカ

ーによる推奨行為の識別は更に難しくなり、SECはメリルリンチのタリー社長を座長とした委員会に登録外務員の報酬に関する実態調査を依頼し、1995年、その結果をタリー報告書といわれるレポート^(注7)により公表した。その報告書では、手数料ポリシーは顧客、登録外務員、証券会社の三者にとって長期的な関係を醸成するようなものでなくてはならず、取引の有無に関係なく顧客の預かり残高に応じた手数料体系が推奨されるとともに、系列会社の金融商品か否かによって手数料に差をつけないことなどがベスト・プラクティスとされた。これにより、証券会社は売買手数料をベースとしたビジネスモデルから残高フィーをベースとしたモデルへと転換を始め、ますます投資顧問業とブローカー・ディーラーとの線引きが難しくなった。SECがシ

ンクタンクに委託し、2003年に公表した調査結果^(注8)では、多くの個人投資家は、ブローカー・ディーラーと投資アドバイザーが同様のサービスを提供するようになったことから両者の区別がついていないという結果が報告されている。実際、図表のとおり、多くの証券外務員が同時に投資アドバイザーとしても登録をしており、その数は年々増加し、2018年末時点で登録外務員及び投資アドバイザーは約69万人、内29万人強が登録外務員及び投資アドバイザーの両方に登録を行っている。

その後、2009年、金融危機を受けて財務省が公表した金融サービス及び規制改革にかかる提言書^(注9)において、SECに対し、投資家保護のため投資アドバイザーと同様のサービスを提供するブローカー・ディーラーに、投資アドバイザーと同様のフィデューシャリー・デューティーを課することが提言された。更に、2010年のドッド・フランク法においてその制定が求められたSECは、2011年、ブローカー・ディーラーがリテール顧客に対し有価証券に関する投資助言を行う際に、投資顧問に適用されている基準と統一的なフィデューシャリー基準を設けるべきであるとする報告書^(注10)を公表した。

■ 2. 米国労働省 (DOL) によるフィデューシャリー・デューティー規制

(1) DOLルールの公表

金融危機後の規制改革により、SECがブローカー・ディーラーに対して投資アドバイザーと同様のフィデューシャリー基準の策定に取り掛かる一方、ベビーブーマー世代が大量退職する時期を迎え、確定拠出年金 (401 (k) プラン) から個人退職勘定 (IRA : Individual Retirement Account) に多くの資金がロールオーバーされることとなった。運用は自己責任ではあるものの、多くの加入者が専門家による投資アドバイスを必要としており、その受け皿となる金融機関はその資金の獲得のため、競争となることが予想された。そこで、DOLは、企業年金の加入者を保護する目的で制定されているERISAの改正案として、それまでのフィデューシャリーの定義を拡大することを内容とした「フィデューシャリーの定義」を公表^(注11)した。その後、金融業界からの根強い反対意見を受け、DOLは本提案を一旦取り下げたものの、2015年、オバマ前大統領は投資アドバイザーの経済的利益よりも顧客の利益のために行動することを求める統一的なルールが無いことが問題であるとし、DOLの規則改正への支持を表明し、時代に即していない規制の見直しを促し^(注12)、2016年、同政権の下で最終

規則^(注13)が公表された。

(2) DOLルールによるフィデューシャリー対象拡大

それまでのERISAにおけるフィデューシャリーは、401(k)プラン等の企業年金プランに関する投資アドバイスを提供する者に適用されていたところ、改正されたERISAにおいては、企業年金に限らずIRAの加入者に対しても、直接か間接かを問わず手数料やその他の報酬を得て、それらのプランの金銭や資産に関してアドバイスをする者とされた。また、それまでのDOLの規則では、「定期的に」アドバイスをしている場合など、一定の要件を満たす場合にのみ投資アドバイスの提供者として、フィデューシャリーの対象とされており、例えば401(k)プランからIRAへの資金のロールオーバーに関する投資アドバイスを一度だけ提供するような場合はERISAにおけるフィデューシャリーからは除外されていた。しかし、本改正により、このようなIRAへのロールオーバーについてもフィデューシャリーの対象とされうることとなった。対象となる者には、厳格な利益相反禁止規定が適用され、系列会社等の金融商品の勧誘、取引手数料及び信託報酬に相当する手数料の受領といった利益相反に該当しうる行為が、規制されることとなった。

一方で、既存の慣行に配慮した適用除外規定が設けられ、一定の要件を満たすことにより、ERISAで利益相反に該当しうる行為と

された報酬の受領なども続けることが可能とされた。その要件として、投資アドバイザー自身がフィデューシャリーであることを認め、公正な行為基準に服していることなどを含む、最善の利益契約(Best Interest Contract)を顧客と締結することなどが求められていた。

前章に記したように、この時点でSECは、同様の投資助言を提供しているブローカー・ディーラーと投資アドバイザーに対して、統一的なフィデューシャリー・ルールを制定することが求められていたため、DOLが先んじてIRAにかかる投資アドバイザーに関し、フィデューシャリー・ルールを最終化したことにより、SECもその流れと調和するものを策定することになるだろうと考えられた。

(3) DOLルールの裁判による無効判決

DOLルールにより、フィデューシャリーの対象となる投資アドバイザーの定義がIRA加入者に対する投資アドバイス提供者にも拡大されることとなったが、これはERISAの立法当時に整理された考え方、つまり、企業年金は加入者から委託を受けた者が加入者のコントロールの及ばない事柄について、加入者に代わって意思決定し運用しているためフィデューシャリーとみなされるのに対し、IRAは加入者の自己責任で運用するため、その規制は金融法制と金融規制当局によって定められている投資家保護の枠組みに委ねられるべきであり、IRAはERISAの対象外とする

という考え方に反しているのではないかとの指摘^(注14)がなされ、各地でDOLルールの有効性に関し、裁判が起こされるようになった。

2017年、トランプ大統領が就任し、共和党政権の下で、2018年3月、米国商工会議所等が起こしたDOLルールの無効等を訴えた裁判において、ルイジアナ州ニューオーリンズ高裁は、DOLルールはSECにフィデューシャリーの統一基準の制定を求めたドッド・フランク法に反した越権行為であるとともに、IRAのみを分離することは非現実的であることから、DOLルールが無効であるとする判決を下した。その後、DOLは控訴せず、判決が確定している。

そのような状況の中、2019年6月、SECのフィデューシャリー・ルールとなる最善の利益規則が最終化されたのである。

■ 3. 米国SECによる最善の利益規制の概要

SECが2019年6月5日に公表した行為基準規則は以下の4項目からなる政策パッケージにより構成されており、(1)及び(2)は、連邦官報公表日(2019年7月12日)から60日後(2019年9月10日)に施行され、準備期間を経て、最終的な遵守期限は2020年6月30日である。また、(3)及び(4)は、連邦官報公表と同時に施行された。

(1) 最善の利益規則：ブローカー・ディーラーの行為基準規則

(Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct^(注15))

第一の項目は、最善の利益規則である。本規制は1934年証券取引所法の下に制定され、ブローカー・ディーラーが証券投資や証券に関する投資戦略を個人投資家に推奨する際には顧客の最善の利益に基づいて行動することを義務付け、顧客の利益よりも自身の利益を優先してはならないとするものである。これまでブローカー・ディーラーは、FINRAの自主規制規則で求められているように、適合性の原則の下でリテール顧客に対し推奨行為を行うこととなっており、本規制は適合性の原則を強化するものであるとされている。SECは「最善の利益」の内容を定義していないが、本規制は投資アドバイザーに課されているフィデューシャリー・デューティーと同様の厳しい規制をブローカー・ディーラーに課すものではないと見られる。パブリックコメントにおいては、リテール顧客の混乱を減少するために、全ての金融機関の金融専門家に対して、フィデューシャリー・デューティーを課すべきとする意見もあったが、ブローカー・ディーラーと投資アドバイザーのビジネスモデルの違い等から、統一規則を課すことは困難であるとの結論が導かれた。

また仮に、統一規制を設けた場合、ブローカー・ディーラーはコンプライアンスコストの増加に直面し、潜在的に、投資アドバイザ

ーとしての行為能力に基づき投資アドバイスを提供するインセンティブが増加し、ブローカー・ディーラーとしての行為能力の下で推奨行為を行うインセンティブが減少する可能性がある。つまり、顧客にとっては、投資アドバイス取得に係るコストの増加、ブローカー・ディーラーにとっては現在のビジネスモデルから投資アドバイスを提供するモデルへと変更しなくてはならないために市場から撤退する可能性もある。その結果、リテール顧客が特定の証券または投資戦略へのアクセスが制限される可能性や投資アドバイスに対し如何に報酬を支払うかという点についても制限される可能性があり、両者にとって良い結果は導かれないと、SECは結論づけた。

以上のように、ブローカー・ディーラーには顧客の最善の利益に基づく行動が求められており、SEC委員長クレイトン氏の発言によると、ブローカー・ディーラーがリテール顧客の最善の利益のために行動したか否かは、本規制の特定の構成要素が如何に満たされたかという事実やその状況などの客観的評価によって判断されることとなる（注16）。

その構成要素としては、以下の4つの義務が挙げられている。

① 開示義務（Disclosure Obligation）

ブローカー・ディーラーは、リテール顧客に対し、推奨を提供する前または提供する際に以下の点を書面で開示しなくてはならないとする義務である。

A. リテール顧客との関係や条件に関する

以下の重要事実

- 1) ブローカー、ディーラーまたはその関係人として行動していること
- 2) リテール顧客に適用される取引、保有、口座管理に係る手数料
- 3) 推奨する証券や証券投資戦略に関する重大な制限事項を含む提供するサービスの種類及び範囲（モニタリングサービスの提供の有無、最低口座維持金額等の有無も含む）

B. 推奨に関し発生する利益相反に関する重要事実

関連会社の商品であるか否か、第三者からの支払いの有無、報酬条件等が、推奨に影響を与える重要な事実として例示されている。

② 注意義務（Care Obligation）

ブローカー・ディーラーは、リテール顧客に対して推奨行為を行う際に、合理的な努力（Diligence）、注意（Care）、熟練（Skill）を用いなくてはならないとするものである。ブローカー・ディーラーは、推奨行為に係る潜在的风险、報酬、コストを理解し、リテール顧客の投資経験を踏まえたうえでこれらの要因を考慮し、その推奨が自身の利益よりも顧客にとって最善の利益であると信じるに足る合理的根拠がなくてはならない。また、ほかに合理的な代替手段がある場合は、そちらも考慮すべきとされ、注意義務を遵守しているか否かは、後日ではなく、推奨行為が行わ

れた時点で評価される。さらに、複数の取引を推奨する場合は、個別の取引が顧客の最善の利益であったとしても、同時に行われる一連の取引が過剰なものではないという合理的根拠がなければならないとしている。

③ 利益相反回避義務 (Conflict of Interest Obligation)

ブローカー・ディーラーは、リテール顧客との利益相反を特定し、当該利益相反を開示または削減するため、適切に構成された書面により方針及び手続きを策定、維持し、実施しなければならないとするものである。

具体的には、以下に係る内容の方針と手続きが求められる。

- A) 証券会社に属する金融専門家がリテール顧客の利益よりも自身や会社の利益を優先するようなインセンティブを生み出す利益相反を抑止すること。
- B) 商品メニューの限定や関連会社の商品のための提供等、提供する商品に著しい制約が生じないようにし、証券会社または金融専門家にリテール顧客の利益よりも会社の利益を優先させることを防止すること。
- C) 限られた期間内における特定の有価証券または特定の種類の有価証券の販売に係るセールスコンテスト、セールスのノルマ（割当）、ボーナス、現金以外の報酬を排除すること。

④ コンプライアンス義務 (Compliance Obligation)

ブローカー・ディーラーは、最善の利益規則の遵守を達成するために適切に構成された方針や手続きを策定、維持、実施しなくてはならないとするものである。

(2) フォームCRSリレーションシップ・サマリー；フォームADVの改正

(Form CRS Relationship Summary ; Amendments to Form ADV (注17))

第2の項目は、フォームCRS (Client or Customer Relationship Summary) の新設である。本改正は、1940年投資顧問法の下で設置されているフォームADVを修正し、Part 3としてフォームCRSを追加するとともに、1934年証券取引所法の下に新たにフォームCRSを追加するものである。投資アドバイザー及びブローカー・ディーラーがリテール顧客との関係を始める際に、自身のステータスについて顧客にその概要を説明するためのリレーションシップ・サマリーを交付しなければならない。内容としては、ブローカー・ディーラー等とリテール顧客の関係性、提供されるサービス、手数料及びコスト、利益相反、法的行動基準、会社及び登録証券外務員の懲戒歴の有無に関する情報の記載が求められている。(1)最善の利益規則において開示が求められている事項も含まれる。

(3) 投資アドバイザーの行為基準に関する解釈

(Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers ^(注18))

第三に、投資顧問法における投資アドバイザーの行為基準に関する解釈が明確化されたことである。これまで、投資顧問法においては、投資アドバイザーが顧客に対しフィデューシャリー・デューティーを負うとする明文の規定は存在しないが、判例における投資顧問法第206条の解釈により、投資アドバイザーがフィデューシャリー・デューティーを負うとされてきた。本行為基準規則においては、投資アドバイザーが投資顧問法の下に顧客に対して、注意義務 (Duty of Care) 及び忠実義務 (Duty of Loyalty) から成るフィデューシャリー・デューティーが課されていることを再確認している。

注意義務は、①顧客に対し最善の利益となるアドバイスを提供する義務、②投資アドバイザーに顧客の取引を執行するブローカー・ディーラーを選択する責任がある場合における、顧客取引について最良執行を求める義務、③顧客との関係においてアドバイス及びモニタリングを提供する義務の3つによって構成されている。

また、忠実義務は、投資アドバイザーは顧客の利益より自身の利益を優先してはならないとする義務であり、投資アドバイザーは忠実義務を果たすために、顧客に対し顧問関係

にかかる全ての重要事実を完全かつ公正に開示しなくてはならない。

(4) ブローカー・ディーラーが投資顧問法の対象とならないための要件「単に付随的」の解釈

(Commission Interpretation Regarding the Solely Incidental Prong of the Broker-Dealer Exclusion from the Definition of Investment Adviser^x ^(注19))

更に、本稿1.(1)で触れた投資顧問法の対象について解釈がなされている。本項目は、SECルール当初案に記載はなく最終化に当たり追加されたものであり、(3)における投資顧問法の解釈を踏まえ、投資顧問法が適用とならない要件を明確化したものである。

今回の解釈において、ブローカー・ディーラーが提供する投資アドバイスが「単に付随的」に該当するか否かは、ブローカー・ディーラーのビジネスを取り巻く事実や状況、提供サービス、顧客との関係に基づいて判断されるとされた。そのうえで、ブローカー・ディーラーによる有価証券の価値や特性に関するアドバイス、または有価証券の取引の妥当性に関するアドバイスが、その証券取引を行うブローカー・ディーラーの主要なビジネスに結びついており、また、合理的に関連する場合には「単に付随的」とみなされる。言い換えれば、投資アドバイス自体がブローカー・ディーラーの主要なビジネスそのものである場合や、その投資アドバイスが主要なビジ

ネスに関連していない場合においては、その行為はブローカー・ディーラーとしてのビジネスに「単に付随的」とは言えないとされた。なお、ブローカー・ディーラーが顧客に提供する投資アドバイスの量や重要性によって、「単に付随的」であるか決まるものではないとされている。

■ 4. 今後の留意点

本稿でも触れたように、SECはブローカー・ディーラーに対し、投資アドバイザーと同様のフィデューシャリー・デューティーを課すことがドッド・フランク法により求められていた。そのため、今回の最善の利益規則はそれに反しているとして、SECを提訴する動きもあり、動向を注視していく必要がある。

また、DOLは、本年12月にも新しいフィデューシャリー・ルールを制定するとしていたところ、7月19日、DOL長官アコスタ氏が辞任し、9月30日、スカリア氏が長官に就任した。スカリア氏は、先に述べた2018年3月のDOLルールの無効判決を導いた弁護士であることから、新DOLルールの制定には関与しない可能性があるとされており、今後のDOLの動向も注目されている^(注20)。

■ おわりに

今回のSECルールは米国での「ブローカー・ディーラーにもフィデューシャリー・デュー

ティーを課すべきではないか？」という長年の議論に対して、一応の解答を出したものである。ただし、それは投資アドバイザーの義務とは異なるものであり、「顧客の最善の利益の追求」は定義せずに開示義務や利益相反回避義務などに実質的に置き換えるというプラクティカルなアプローチが取られている。しかし、米国における投資アドバイスをめぐる環境は日本とは異なる部分も多く、本邦における同様の規制の必要性については引き続き慎重な検討が求められる。金融庁の金融審議会市場ワーキングでも再び、顧客本位の業務運営ルールの見直しが始まろうとしており、このような米国を含む海外の動きから適切な示唆を得ていくことも重要になってくるものと思われる。

〔参考文献〕

- ・上野まな美、鳥毛拓馬『米国、フィデューシャリー規則の動向』大和総研（2018年）
- ・岡田功太、杉山裕一『米労働省フィデューシャリー・デューティー規則の見直しをめぐる議論—トランプ新政権による金融規制緩和の期待と現実—』野村資本市場クォーターリー 2017 Winter（2017年）
- ・神作裕之 編『フィデューシャリー・デューティーと利益相反』（岩波書店、2019年）
- ・野村重紀子『米国DCの投資アドバイス提供者のフィデューシャリー・デューティーをめぐる議論』野村資本市場クォーターリー 2016 Summer（2016年）
- ・山本雅道『アメリカ証券取引法入門—基礎から学べるアメリカのビジネス法（改訂版）』（第一法規、2019年）

-
- (注1) In the United States Court of Appeals for the Fifth Circuit No. 17-10238 (2018)
- (注2) Securities Exchange Act of 1934, 3 (a) (4) (A).
- (注3) Securities Exchange Act of 1934, 3 条 (a) (5) (A).
- (注4) Investment Advisers Act of 1940, 202 条 (a) (11).
- (注5) 以下の文献を参照した。
Arthur B. Laby (2010), *Fiduciary Obligations of Broker-Dealers and Investment Advisers*, 友松義信「フィデューシャリー・デューティーから見る米国金融機関の歴史」神作裕之編『フィデューシャリー・デューティーと利益相反』(岩波書店、2019年) 30-43頁,
- (注6) 金融審議会 市場ワーキング報告書～国民の安定的な資産形成に向けた取組みと市場・取引所を巡る制度整備について～ (2016)
- (注7) SEC (1995), *Report of The Committee on Compensation Practices*
- (注8) Hung et al. (2003), *Investor and Industry Perspectives on Investment Advisers and Broker-Dealers (Sponsored by the United States SEC)*, Rand Corporation
- (注9) US Department of Treasury (2009), *Financial Regulatory Reform : A New Foundation*
- (注10) SEC (2011), *Study on Investment Advisers and Broker-Dealers-As Required by Section 913 of the Dodd - Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*
- (注11) US Department of Labor (2010), *Definition of the Term "Fiduciary"*
- (注12) The White House Office of the Press Secretary (2015), *Remarks by the President at the AARP*
- (注13) US Department of Labor (2016), *Definition of the Term "Fiduciary" ; Conflict of Interest Rule - Retirement Investment Advice*
- (注14) Bradford P. Campbell 氏 証言 (2016), *ERISA Attorney and Former U.S. Assistant Secretary of Labor For Employee Benefits Before The U.S. Senate Committee on Homeland Security and Governmental Affairs Hearing on The Administrative State : An Examination of Federal Rulemaking*
- (注15) SEC (2019), *Regulation Best Interest : The Broker-Dealer Standard of Conduct*
- (注16) SEC (2019), *Chairman Jay Clayton's Speech, Regulation Best Interest and the Investment Adviser Fiduciary Duty : Two Strong Standards that Protect and Provide Choice for Main Street Investors*
- (注17) SEC (2019), *Form CRS Relationship Summary ; Amendments to Form ADV*
- (注18) SEC (2019), *Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers*
- (注19) SEC (2019), *Commission Interpretation Regarding the Solely Incidental Prong of the Broker - Dealer Exclusion from the Definition of Investment Adviser*
- (注20) Mark Schoeff Jr. (2019), *Scalia might have to recuse himself from DOL fiduciary rule rewrite*, Investment News