

米国における受託者責任 (Fiduciary Duty) の R R への適用と証券業界の見解

坂下 晃

1 はじめに

二〇一〇年七月二二日に成立したドッド・フランク法 (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010 以下「ドッド・フランク法」という) Title IX (Sec913) により、受託者責任 (fiduciary duty) が登録外務員 (Registered Representative 以下「R R」という) に対しても適用されることになった。

ドッド・フランク法の審議は昨年一二月の大統領選挙のため作業が遅れが見られたが、ここに来て再び動き出した感がある。S E C は、受託者責任については投資者にメリットがあることから、優先して取り扱うとしているが、関係各方面では、投資家に対するコストと利益の観点から様々な議論を呼んでいる。S E C は、二〇一三年三月一日にパブリックコメントを行い、特に受託者責任をブローカー・ディーラーと投資顧問業者 (Registered Investment Adviser 以下「R I A」という) に適用することから来る、利益とコスト (benefits and costs) について関係者の経験から正確なデータによる意見を徴収したいとしている。

受託者責任の R R への適用にかかるとの問題については、これまで様々な角度から見てきたが、今回は証券業界における受託者責任 (Fiduciary Duty) の R R への適用についての反応を米国 F P 協会が発表した意見書「ブローカー・ディーラーの金融アドバイスに受託者責任を適用することの影響 (The Impact of the Broker-Dealer Fiduciary Standard on Financial Advice)」(以下「意見書」という) を中心に、幾つかの意見から見ることとする。

2 従来のIAとRRに対する投資勧誘規制

意見書では、多くの投資家は投資アドバイザーがRRから提供されるものと思いついでいるくらいがあり、投資家はRIAに勤務する投資顧問 (Investment Adviser 以下「IA」という) の主要な目的が投資アドバイザーの提供であること、一方でRRの投資アドバイザーは金融商品の販売に付随するものであることを知らないことが多いとしている。

また、IAとRRは、異なる機関により規制されている。IAは一九四〇年投資顧問法の下でSECの規制を受けており、投資家に対するアドバイザーには受託者責任が適用されている。これに対し、RRは、一九三四年証券取引所法の下で、自主規制機関のFINRAを通じて規制されている。RRは、金融商品の情報を提供するときには適合性の原則 (suitability)⁽²⁾ が適用されるが、顧客に対して受託者責任は負わないとみなされている。

意見書の論点は、市場で金融商品を販売しているだけのRRに受託者責任が適用されるならばブローカー・ディーラーにネガティブな衝撃を与えることになるとしている。例えば、ミューチュアルファンドをブローカー・ディーラーから購入するとコミッションの支払いが必要となるのでノーロードの場合に比べてコスト的に非効率ということになる。しかし、管理している預かり資産から一定のパーセンテージでフィーを徴収するIAは、伝統的に高所得の富裕層を取引の対象としており、普通の所得の投資家層 (moderate-income clients) は魅力的な存在とはならない、このため普通の所得の投資家層はコミッションを支払ってブローカー・ディーラーから投資アドバイザーをうけて、金融商品を購入することになる。ただ、富裕ではない投資家層 (less-wealthy clients) にとっては、受託者責任をRRへ適用することは、ブローカー・ディーラーがコンプライアンスコストの上乗せ分を含めてアドバイザー料を投資家に転嫁することにもなり、それらの投資家層ではより必要とする (much needed)

金融商品の取得が困難になりかねない。したがって、RRにとって受託者責任の適用は金融商品の推奨をしにくくし、所得が低い投資家にとっては取得できる金融商品の範囲が制限されることになりかねないという危惧が生じる。

また、IAは、投資家に対し、投資の成果をモニターする注意義務を有しているのに対し、ブローカー・ディーラーの場合は、投資アドバイスは投資家に適した特定の金融商品や金融取引に焦点が当る傾向があり、通常、コミッションによる報酬を得るが、投資家の金融資産をモニターする義務は負わない。

証券業界では、受託者責任のRRへの適用は証券業界にインパクトを与えると考えているとともに、金融アドバイスにかかる規制の変更が市場にもたらすインパクトに関してこれまで実態調査が行われていないことから、実態調査の実施を求めている。実態調査では複数の州の間におけるブローカー・ディーラーに対する規制の状況を見ることにより、州法上の受託者責任の適用が厳しい州では、RRの数への影響と、RRの金融商品の提供能力を把握することが出来るのではないかとしている。

3 SECの調査報告書

意見書は、二〇一一年一月にSECが実施した「投資顧問業とブローカー・ディーラーについての調査報告書(Study on Investment Adviser and Broker-Dealer)」(以下「SEC報告書」という)⁽³⁾についても触れている。SEC報告書でSECは、リテール投資家に提供する投資アドバイスの規制上の秩序としては投資助言の忠実性と投資家の期待とニーズに応えることであるとし、投資家はしばしばIAとRRに適用される注意基準が異なっていることに困惑していることから、統一受託者責任(uniform fiduciary standard)の採用を提案している。その

内容は「リテイル投資家に証券の投資アドバイスを提供するときはIAとブローカー・ディーラーは投資家の最大の利益を実現するように行動すべきである」というものである。SEC報告書は、SECに対し統一受託者責任の実施に当っては、忠実義務（the duty of loyalty）と注意義務（the duty of care）二つの主要な構成要素について法制化と解釈規定の制定を要請している。

IAの場合、忠実義務では「投資家の最大の利益」を要請しており、受託者責任では投資家との利益相反をデイスクローズして投資家に気づかせることである。注意義務は、不正確な情報に基づかない合理的な投資判断を行うものであり、IAは、投資家の金融資産の状況や投資目的に適合して、合理的な投資アドバイスを行わなければならないというものである。

ブローカー・ディーラーの場合は、伝統的に買い手と売り手の間の仲介を行うことから、IAと異なり、受託者責任は適用されてこなかった。投資家の適合性にあつた投資と公正取引が要請されてきたが、顧客の最大の利益は要請されていない。しかしながら、投資家とのプロの基準に合致した方法で公正に投資家に対応しなければならない。FINRAは、公正慣習規則で、ブローカー・ディーラーは、適合性の原則により投資家の金融資産の状況を把握しなければならないと規定している他、公正性を確保するため、取引報告書、残高報告書の送付と、利益相反の関係で委託取引と自己取引にかかる公正な手数料、紛争にかかる苦情処理方法等について規定している。

4 ブローカー・ディーラーに対して受託者責任を適用することに対する批判

ブローカー・ディーラーに受託者責任を適用することに関する最近の議論においては、FP協会の意見書を含

めて、高いレベルの受託者責任適用することの経済効果について次の通り様々な疑問が生じている。

(1) コンプライアンスコスト

証券業界では、受託者責任をR Rに適用することにより、伝統的な証券業務のコンプライアンスコストが上昇することになる。そのコンプライアンスコストを投資家へ転嫁することにより、多くの低・中位所得の投資家層(lower or middle-income clients) にとってはコスト高になることである。さらに、投資家にとってはコストアップから派生して投資アドバイスを避けることや、また、反対にコストアップ分を超える投資アドバイスを要求し兼ねないという懸念も生じている。

これらのことから富裕層を中心としたI Aと富裕層だけでなく低・中位所得の投資家層も対象とするブローカー・ディーラーというビジネスモデルの違いから来る顧客特性はI Aとブローカー・ディーラーの投資アドバイスのコスト効果の差異をもたらすとして⁽⁴⁾いる。

(2) 投資家のアドバイス回避

ブローカー・ディーラーのなかには、受託者責任の適用は投資者が投資アドバイスを利用するのを減少させるとしている。特に、中程度の家計にはI Aへのアクセスが減少することになろうというものもある。多くのブローカー・ディーラーは顧客に証券の販売に関する金融サービスだけでなく保険商品や退職年金プランについても金融サービスを提供している。N A I F A (National Association of Insurance and Financial Advisors 全米保険・ファイナンシャル・アドバイザー協会) の二〇一〇年の報告書では、受託者責任の適用は金融商品へのアク

セス・金融商品の選択・金融サービスが最も必要な層に対する顧客サービスに意図しない結果をもたらすとして⁽⁵⁾いる。

(3) 利益相反と忠実義務、注意義務

二〇一一年七月証券業・金融市場協会 (Securities Industry and Financial Markets Association 以下「SIFMA」という) は「規則制定の骨子 (Framework for Rulemaking)」を発表した。ここでは、ブローカー・ディーラーとIAのビジネスモデルは業務範囲と金融商品においては中立であることから、投資家との利益相反が生じた場合は、忠実義務、注意義務そして公正義務の重要性から、投資家にディスクロージャーを実務的な方法で提供して投資家との利益相反を和らげることが出来るとしている。SIFMAはブローカー・ディーラーに対する受託者責任の適用は一九四〇年投資顧問法よりは厳しくはないとしている (これに関しては「厳しくない」というのは一九四〇年投資顧問法と同等という意味であるとして、間違いであるとの指摘も多い)。

また、SIFMAはSECのパブリックコメントに関して、「SECがこの重要な問題に焦点を当てていることを歓迎するとともに、SIFMAはブローカー・ディーラーとIAに受託者責任を適用することを長期間にわたり支持してきており、SECがこの方向で動いていることと、さらに様々なデータを集めて、次のステップに移ることを歓迎する」としている⁽⁶⁾。

また、FP協会やCFPボードを含むFP連合は、「SECがこれまで遅延していた重要な消費者保護改革法を前進させたことを大変喜んでいる。SECのプランを強く支持するとともに、ドッド・フランクリン法の受託者責任は一九四〇年投資顧問法の受託者責任より厳しくはなく、投資顧問法の内容と一致するものと確信している」

との声明を出している。⁽⁷⁾

5 実態調査の実施

厳しい受託者責任の適用は、州レベルでは対応が異なる。厳しい受託者責任の適用は、州によっては家計に対して過剰供給（市場飽和）をもたらすことになる。コンプライアンスコストの上乗せによるコストアップは低・中位所得の投資家層の減少につながりかねない。

ドッド・フランクリン法の成立以前から州によっては、州法によりRRに対して受託者責任の適用が行われている。そのため、全米FP協会では、受託者責任がブローカー・ディーラーの業界で各州により投資アドバイスにどのような影響を及ぼすかを推測するために次の通りブローカー・ディーラーに対する実態調査を行った。

(1) 目的

受託者責任がブローカー・ディーラーの投資アドバイスにどのような影響を与えるかを把握し、RR数の州における飽和度（RRの数と家計の総計との均衡点 saturation）を把握する。ここで、飽和度とは高いレベルの受託者責任を適用することが、家計総数に対するRRの減少をもたらし、コンプライアンスコストの上乗せは低・中位所得の投資家層の数を減らすことになることを意味している。

(2) 実施方法と実施時期

二〇一一年一月にRRのうち五万四〇〇〇人の名前と住所を取得したうえで、州による受託者責任の適用⁽⁸⁾

状況により、①厳しい受託者責任を適用する四州、②限定された受託者責任⁽⁹⁾を適用する一四州、③受託者責任を適用しない三三州の三つのカテゴリーに区分した。これは、厳しい受託者責任の適用が供給（金融商品の発注）を減少するかを知るためであり、それぞれのカテゴリーに属する州においてRRの飽和度合いを比較した。

回答者は、厳しい受託者責任を適用する四州と限定された受託者責任を適用する一四州の二つのカテゴリーに属する二〇七名のRRを無作為に抽出した。質問項目は、受託者責任は中程度の投資家へのサービス提供能力に差が生じるのかということ、および「RRがコンプライアンスコストを負担と感じていること」の観点に「投資家の最大の利益」の観点を加えて、多様な金融商品を提供できるのかということに重点を置き、これまで業界に蓄積されたデータに基づき作成した。調査は、二〇一一年二月に実施した。

(3) 質問項目

- ① 貴方はIAとして登録していますか（Yesであれば、調査は終了）
- ② 投資家の所得で、\$75,000以下は何%ですか
- ③ 投資家の投資可能資産が\$50,000以上は何%ですか
- ④ 低・中位所得の投資家層の金融ニーズにあわせてサービスを提供することが出来ますか
- ⑤ 貴方が属する州には、広範囲な金融商品の推奨を制限する規制がありますか
- ⑥ 投資家に金融のニーズと目的に合った金融商品を提供していますか
- ⑦ 投資家の特別なニーズに合った投資アドバイスをしていますか
- ⑧ 富裕層ではない投資家はコストに合わないと思いますか

- ⑨ コミッションに合った金融商品を提供できますか
- ⑩ コンプライアンスのコストは重要ですか(意味がありますか)
- ⑪ 貴方が推奨する金融商品は「投資家の最大の利益」に適合していますか
- ⑫ 投資家への投資アドバイスは価格形成において最も重要な要素は、次のうちどれですか
 - イ 市場における競争、ロ 会社のブランド、ハ 個人の資格、ニ 法律とコンプライアンス、ホ その他

6 調査結果

(1) 受託者責任適用に関するブローカー・ディーラーへのアンケート結果

厳しい受託者責任適用している四つの州(A)と限定適用の一四州(B)の二つのグループからの二〇七名から得た統計数字を表1にまとめている。七万五〇〇ドル以下の所得の投資家層については二つのグループでは統計上同等である。IAの主な取引先である富裕層とブローカー・ディーラーが富裕層だけでなくサービスの提供が必要と考えられる低・中位所得層の投資家に統計上の際立った差異はない。RR回答者の殆どは、投資家のニーズに応じて投資助言と金融商品の提供が出来ると答えており、AグループのRRの八八・五%、BグループのRRの八八・二%がコミッションを要する金融商品を推奨できるとしている。二つのグループで大きく異なるのは、コンプライアンスコストである。Aグループでは七一%で、Bグループでは六二%であった、受託者責任適用州の方が徴収しているパーセンテージが高いことが分かる。他の質問項目では統計上目立ったものはなかった。

(2) 州法による差異

受託者責任を州レベルで適用するかは、次の通り大きく分かれるところである。

① 明確に受託者責任をブローカー・ディーラーに適用する州

カリフォルニア、ミズーリ、サウスダコタ、サウスカロライナ州の四州が該当する。

カリフォルニア州では、ブローカー・ディーラーは、受託者責任により投資家に対して高い信頼を得なければならないとしている。

ミズーリ州では、ブローカー・ディーラーは、受託者責任により、RRは少なくとも顧客のニーズや目的に適合しなければならない。投資リスクを投資家に知らせ、投資家との自己取引を控える、注目の指示に従う、自己の利益を開示する、市場の変化に連動する、そして投資戦略を説明するという義務を負うとしている。

サウスダコタ州では、ブローカー・ディーラーは顧客に対して受託者責任を負わなければならない、忠実義務により投資家の利益を第一としなければならない。

サウスカロライナ州ではブローカー・ディーラーは、受託者責任に従って行動しなければならないとし、連邦政府が適用している適

表1 受託者責任適用に関するブローカー・ディーラーへのアンケート結果

質問項目	受託者責任 適用州 (A) %	受託者責任 限定適用州 (B) %	差異 (A - B) %
75,000ドル以下の投資家層 (%)	28.0	27.9	0.1
75,000ドル以上の金融資産保有の投資家層 (%)	29.5	34.5	-5.0
低・中所得投資家層へのサービス提供度	78.9	79.8	-0.9
金融商品の範囲と規制	21.3	17.4	3.9
投資家のニーズに合った金融商品の提供	95.8	97.3	-1.5
投資家のニーズに合わせたアドバイスの提供	91.7	90.1	1.6
コスト上から低所得層回避	23.6	29.2	-5.6
推奨商品のコミッション徴収可	88.5	88.2	0.3
コンプライアンスコストの徴求	70.9	61.9	9.0
投資家の最大の利益	97.8	96.3	1.5

(出所) Journal Financial Planning "The Impact of the Broker-Dealer Fiduciary Standard on Financial Advice 2013年1月4日 <http://www.fpanet.org>

合性の原則を超える注意義務を適用している。

② 受託者責任をブローカー・ディーラーに限定適用する州

アリゾナ、コロラド、ハワイ、マサチューセッツ、ミネソタ、ミシシッピ、モンタナ、ニューヨーク、ノースカロライナ、ノースダコタ、オレゴン、ワシントン、ウィスコンシンの一四州である。これらの州では州法に顧客とブローカー・ディーラーの間の受託者責任の明確な規定はない。アリゾナ、コロラド、ミシシッピ、ニューヨーク、ノースカロライナ、ノースダコタ、オレゴンの各州では一任勘定取引についてもブローカー・ディーラーは受託者責任を負わない。

州間の飽和度は、ニューメキシコ州の一・三一からニューヨーク州の一三・四一まで広がりは大い。カテゴリー別の平均では低いのが限定州の三・八一、高いのが適用しない州の六・三三である。しかし、計算上からニューヨーク州を除くと、厳しく適用州が三・九六、限定州三・八一、適用しない州四・〇四とほぼ等しくなる。

ニューヨーク州は、二〇一一年において全米大手ブローカー・ディーラー一七社のうち五社が本拠を構える最大の州であり、ブローカー・ディーラーの飽和度は全米平均の三倍であり、二位のコネチカット州より四四%高い¹⁰⁾。

(3) 意見書の結論

本調査は、統一受託者責任がRRにとって強いインパクトを与えるかを推測するために行った。そこではRRが、既に州によって厳しい受託者責任を適用されているかどうかをテストするために州による違いに着目した。

表2 州別世帯数とブローカー数の比較と飽和度

(saturation 1000分比 パーミル)

①受託者責任適用州	RR数	世帯数 (単位:千)	飽和度
カリフォルニア	56,945	12,392	4.60
ミズーリ	6,244	2,355	2.65
サウスカロライナ	2,667	1,753	1.52
サウスダコタ	737	317	2.32
受託者責任適用州 計	69,120	16,817	3.96
②受託者責任限定適用州			
ニューヨーク	96,862	7,221	13.41
ノースカロライナ	15,094	3,666	4.12
ワシントン	6,605	2,601	2.54
マサチューセッツ	16,207	2,521	6.43
アリゾナ	7,280	2,333	3.12
ウィスコンシン	10,164	2,282	4.45
ミネソタ	8,644	2,093	4.13
コロラド	14,168	1,942	7.30
オレゴン	5,291	1,506	3.51
アーカンソー	1,787	1,120	1.60
ミシシッピ	1,728	1,085	1.59
ハワイ	974	443	2.19
モンタナ	949	404	2.35
ノースダコタ	1,049	278	3.77
受託者責任限定適用州 計	186,802	29,501	6.33
③受託者責任不適用州			
テキサス	39,005	8,666	4.50
フロリダ	33,968	7,087	4.79
ペンシルベニア	24,223	4,952	4.89
イリノイ	17,258	4,768	3.62
オハイオ	12,385	4,544	2.73
ミシガン	8,130	3,815	2.13
ジョージア	7,973	3,488	2.29
ニュージャージー	24,146	3,176	7.60
バージニア	7,836	2,986	2.62
インディアナ	8,339	2,471	3.37
テネシー	6,539	2,454	2.66
メリーランド	9,781	2,122	4.61
アラバマ	2,701	1,823	1.48
ケンタッキー	5,404	1,684	3.21
ルイジアナ	4,789	1,678	2.85
オクラホマ	3,837	1,429	2.68
コネチカット	12,682	1,361	9.32
アイオワ	3,190	1,219	2.62
カンザス	2,691	1,106	2.43
ネバダ	1,723	984	1.75
ユタ	5,611	873	6.42
ニューメキシコ	996	759	1.31
ウエストバージニア	1,275	742	1.72
ネブラスカ	2,583	715	3.61
アイダホ	1,727	574	3.00
メイン	1,291	550	2.35
ニューハンプシャー	2,818	515	5.47
ロードアイランド	2,074	408	5.08
デラウェア	1,402	331	4.23
コロンビア特別区	1,872	256	7.31
バーモント	836	256	3.27
アラスカ	593	251	2.36
ワイオミング	568	219	2.58
受託者責任不適用州 計	260,246	68,278	3.81

(出所) Journal Financial Planning" The Impact of the Broker-Dealer Fiduciary Standard on Financial Advice 2013年1月4日 <http://www.fpanet.org>

その結果、厳しい受託者責任を適用している四つの州と限定適用の一四の州の二〇七名のRRを対象として、コミッション、投資家にあわせた投資アドバイス、コンプライアンスコストを含む広い範囲の金融商品の提供に関して富裕層と低・中位所得層の二つのグループへの対応に違いは発見できなかった。

次に表2により。受託者責任適用、限定適用、適用しないという三つのカテゴリーの州において家計の数におけるRRの数の比率を見たが、ミズーリ州のような厳しい受託者責任適用の中規模の人口の州と同じ位の人口を持つ限定適用と適用しない州の比較では、同じような所得層で強い類似性があった。また、受託者責任の適用とそうでない州におけるブローカー・ディーラーの飽和度では、受託者責任の効果的な影響度は分析できなかった。

受託者責任をブローカー・ディーラーのRRに適用することが及ぼす影響については、本調査では確証を得られなかった。しかしながら統一受託者責任を金融アドバイザーに適用することは社会の繁栄につながるが、情報取得に難がある投資家にとっては仲介手数料の支払いが減少することになる。これらの結果、証券業界は、受託者責任の適用後もその適用を優先しながらこれまで同じ方法で営業出来ることになると考えられる。

7 結びにかえて

RRへの受託者責任適用に対する米国の証券業界の反応は、比較的穏やかというよりは賛成に近いと見られる。RIAが自主規制機関(SRO)の設置をめぐってFINRAに反発していることを好対照といえる。ただ、その中でも次の意見が目立つ。

(1) 受託者責任の適用から生ずるコンプライアンスコストを、投資家に上乗せして転嫁することにより、富裕層

以外の投資家が離反する恐れがあること

(2) コンプライアンスコストの上乗せから投資家が投資アドバイスを回避、または逆にコストの上乗せからコストアップ分を超える投資アドバイスを要求する危惧があること

(3) RIAとブローカー・ディーラーのビジネスモデルが富裕層をめぐる資産管理営業において変化をもたらすこと

また、全米FP協会の実態調査では受託者責任をRRに適用することから生じるであろう影響について明確な結果は得られていない。RRはコンプライアンスコストを意識していることがうかがえ、受託者責任が適用されると「投資家の最大の利益」との兼ね合いが重要になるよう。

しかし、この実態調査では受託者責任の適用がRRの数に影響を与えているかを含めその影響については判断できなかった。また、回答者数が五十四万人中、二〇七名と少数であることも統計手法に若干の疑問に感ずる調査といえよう。

ドッド・フランク法により、連邦法における行為規制は全ての州に適用されると考えられること⁽¹¹⁾から、既に州法により受託者責任を適用している州とそうではない州がそれぞれどのような対応をとるかも今後の課題といえよう。SECのパブリックコメントは三月一日から一二〇日間となっていることから、二〇一三年七月以降にはこれまで懸案とされた大きな課題である受託者責任のRRへの適用問題、とりわけコンプライアンスコストへの対応とRIAに対する検査機関がSECかFINRAになるのかを含め様々な問題について生じる展開に注視して行きたい。

- (1) これまでブローカー・ディーラーとR I Aについては、①ブローカー・ディーラーの登録外務員 (Registered Representative 以下「RR」という) に受託者責任 (Fiduciary duty) を課すことになったことの理由や、RRとI Aの確執の歴史的経緯について (証研レポートN o. 一六六二二〇一年一〇月)、②R I Aの監督機関を巡る最近の議論や、我が国における受託者責任に関する法制化の経緯と現状について (証研レポートN o. 一六六三二〇一〇年一二月)、③SECの「投資顧問業検査の向上に関する調査報告書」におけるR I Aに対するSEC検査や自主規制機関のかかわりについて (証研レポートN o. 一六六五二〇一一年四月)、④SECの「投資顧問業とブローカー・ディーラーについての調査報告書」の内容を中心にブローカー・ディーラーとR I Aの現状、両者に対する行為規制、統一受託者責任 (uniform fiduciary duty) をブローカー・ディーラーへ適用することの提案について (証研レポートN o. 一六六八二〇一一年一〇月)、⑤R I Aの自主規制機関をめぐるコスト分析を含む論議について (証研レポートN o. 一六七四二〇一二年一〇月) をいずれも証研レポートに報告してきた。
- (2) 我が国では、金融商品取引法で「金融商品取引業者等は、金融商品取引行為について、顧客の知識、経験、財産の状況および金融商品取引契約を締結する目的に照らして不相当と認められる勧誘は行つてはならない」(四〇条一号)としており、適合性の原則と呼ばれている。
- (3) 拙稿「米国における『受託者責任 (Fiduciary Duty)』の展開について——SECの調査報告書を中心に——」(証研レポートN o. 一六六八二〇一一年一〇月) 参照
- (4) 米国F P協会の意見書
- (5) 米国F P協会の意見書

- (6) AdvisorOne 二〇一三年三月一日 <http://www.advisorone.com>
- (7) AdvisorOne 二〇一三年三月一日 <http://www.advisorone.com>
- (8) FINRAに登録しているRRは、約六三万人である。また、表2のRR数の総合計は五一万六〇〇〇人で意見書本文の五四万四〇〇〇人と一致しない
- (9) 全米FP協会の意見書では、「限定適用」の内容については触れていない
- (10) 調査結果には「ミズーリ州におけるブローカー・ディーラーの飽和度」と「ブローカー・ディーラーの飽和度の回帰分析」が掲載されていたが、割愛した。
- (11) 『図説 アメリカの証券市場』二〇〇五年版（財）日本証券経済研究所 二六〇頁には、「投資顧問業法二〇六条は、投資顧問業務の実施に関し、受託者責任の観点から禁止行為を定めている。（中略）この二〇六条は投資顧問業者の定義に該当するすべての業者に適用される。すなわちSECに登録しているか、州の証券当局に登録しているかには関係なく、また登録していない場合においても適用される」とされている。

（さかした あきら・客員研究員）