

SEC、登録外務員 (RR) に受託者責任 (fiduciary duty) を適用

坂下 晃

1 はじめに

二〇一〇年七月二日に米国オバマ大統領が署名した「金融規制改革法 (financial-reform bill, Dodd-Frank Wall Street Reform and Protection Act)」では、「投資アドバイスとは何か、どこまでが営業に関する付随サービスかという問題は、最終的には、これまで投資顧問業 (Registered Investment Adviser 以下「RIA」という) のみ適用されてきた受託者責任 (fiduciary duty) を登録外務員 (Registered Representative 以下「RR」という) に対しても適用しようとする⁽¹⁾ことであり」、これによってこれまでの議論に決着がつくことになる。

二〇一〇年一月四日、SEC委員長メアリー・シャピロ⁽¹⁾氏は議会・金融危機調査委員会において、「多くの投資家達はブローカー・ディーラー (証券会社、ひいては登録外務員であるRRとみなす) とRIAの違いを理解しておらず、プロとして同じ規制が適用されるべきであるとして、RRとRIAは同一基準のフィデューシャリー・スタンダードを課すべきである。」と証言した⁽²⁾。

米国において、金融機関の受託者責任についてのこれまでの言及の中では、一九二九年の大恐慌後、今日まで引き続き金融の枠組みを一九三三年証券法、銀行法、一九三四年証券取引所法等の制定で推し進めたフランクリン・デラノ・ルーズベルト大統領の発言が有名である。証券法制定を議会に要請するに際し、基本精神として「国民のお金を扱ったり利用したりする立場にある人 (金融機関や上場企業の経営者) は、基本的に他人のため

(1)

に行動している受託者の立場にあることを確認しよう。」と指摘したと伝えられている。これを契機に資本市場の枠組みは受託者責任という概念の上に構築されていったとされる。⁽³⁾

「受託者責任」については、基本的に顧客との強い信頼関係を基礎として成り立つ業の特徴として、受託者たるものはその道の深い知見を有することが前提となっており、特に金融に関係する業務の中では中心的な課題となりつつある。金融資本市場の国際化が進展するにつれ、市場を規制する諸制度・慣行がいわゆるグローバル・スタンダードと調和する方向にいつそうのスピードをもつて変化していくことが予想される。その結果、資産運用業においても、先進国である英米における受託者責任概念を背景としたベストプラクティスに基づく業務方法の導入・改善が各業務プロセスにおいて浸透していくとみられる、⁽⁴⁾という指摘は我が国における金融商品取引法の制定等を見るまでもなく、まさに当を得ていると思われる。本稿では米国における最近のR I AとR Rの受託者責任を巡る論点を中心に検討を試みることにする。

2 米国の証券リテール営業

我が国における証券会社の外務員の登録・資格制度と比較すると米国の証券リテール営業の担当者には広がり多様性がある。手数料自由化に伴う証券会社のビジネスモデルの変更や資産管理営業の進展という証券市場の変革にあわせて、顧客ニーズをくみ取りながら変化している。

しかしながら、R I AやI Cは証券会社から独立しているため、顧客サイドに立脚した勧誘を行うというメリットがある反面、コンプライアンス上の問題も指摘されているところである。

(1) R I A (投資顧問業 Registered Investment Adviser)

米国の一九四〇年投資顧問法 (Investment Advisers Act) では、投資顧問業を「証券の価値または投資適格性について対価を受けて顧客に助言を行う者、証券に関する分析または報告書を対価を受けて営業として発行する者」としており、適用除外として「①銀行、弁護士・公認会計士等の専門家(投資助言が本来の業務に付随する場合に限る)、②ブローカー・ディーラー(投資助言が本来の業務に付随する場合で、助言につき特別の報酬を受け取らない場合に限る)。ただし、一任勘定については一定の要件の下で登録免除。③広範かつ継続的に発行している新聞・雑誌・ビジネス出版、政府証券についてのみ助言を行っている一定の者」としている。

五人以上の顧客から預かり資産が二五〇〇万ドル以上ある場合はSEC及び州(規定がある場合)に登録を行う必要がある、それに満たない場合は各州に登録する必要がある。登録に当たっては証券外務員であるRRの登録は必要ではなく、投資顧問業者資格としてのシリーズ六六(シリーズ七を保有するIAの場合、一〇〇問・試験時間三時間)、もしくはシリーズ六五(シリーズ七を有しないRIAの場合、一二〇問・試験時間三時間三分)が必要となる。

独立の投資顧問業者であるRIAは、独自の裁量に基づいて販売支援会社のシステムを活用してポートフォリオを組み、顧客からの預かり資産を管理・モニターし、投資家各自のライフプランと資産設計に応じた金融商品を提供する。RIAは、伝統的なブローカー・ディーラーよりも高い水準でディスクロージャーと注意義務について受託者責任能力を持って、また、利益相反を最小にして行動するとされ、ほとんどのRIAは、報酬をコミッションベースよりもフィーベースに依存する。注文の執行、決済機能は通常、販売支援会社である証券会社に委託する。最近、富裕層が資産管理業者としてRIAを利用することが増加してきている。

RIAとして登録すると、既存顧客及び見込み客に対して多くのディスクロージャーが要請される。この場合ディスクロージャーとは、顧客に対する金融助言の正確な記録であり、それはまた規制当局に報告と長期保存が要請される。

RIAは独立性が高く、①顧客との関係確立、②顧客データの収集と目標の明確化、③顧客のファイナンス状態の分析と評価、④プランの検討・作成・提示、⑤プランの実行援助、⑥プランの定期的見直しというFPの仕事の進め方に沿って、販売する証券会社サイドではなく投資家サイドに立った営業を行うことが求められている。

ファイナンシャル・プランナー（Financial Planner 以下「FP」という）は、民間の資格で、各種金融商品、不動産、税制等の幅広い知識に基づき、個人金融資産の分析を行い、それを人生設計に合わせて、資金プランや運用プランを適切に提案する者をいうが、有資格者はRIAやRRの職についている例が多い（図表1参照）。FPとRIAの関係については、FPは特定の分野に特化するのではなく金融・保険・年金・不動産・税金等の幅広い知識をもとに助言を行う。これに対してRIAは証券等の特定の分野に特化し、高

図表1 「大手証券会社のCFPとRRの数」

会社名	CFP数	RRの数	比率
Ameriprise Financial Services	4,149	7,658	54.18%
Bank of America/Merrill Lynch	3,424	15,142	22.61%
Well Fargo & Co.	2,929	15,102	19.39%
Morgan Stanley Smith Barney	2,701	18,087	14.93%
LPL Investment Holdings	2,478	11,214	22.10%
UBS Financial Services Inc.	1,293	6,760	19.13%
Raymond James Financial Inc.	1,230	3,278	37.52%
Fidelity Investments	877	NA	NA
Edward Jones	688	11,993	5.74%
Lincoln National	677	7,682	8.81%
計	20,446	84,923	24.08%

(注) CFP (Certified Financial Planner) とは、非営利法人CFP BOARDが実施する民間資格で、教育基準の策定、資格審査試験の実施と資格認定、認定者登録と倫理規定・業務基準の策定等を目的として1985年に米国で設立された。

(出所) CL King Professional Investor Services 資料から筆者作成

度な専門知識をもとに助言を行う。このためFPは、RIAとして登録を要する者と、投資運用について一般的な助言のみを行い、特定の証券についての助言をしなく登録を要しない者に分かれる。SECのリリースでは、①その者が、証券に関する助言、報告、分析を行っているか、②営業として行っているか、③対価を得ているかが判断基準とされている。このため、FPや年金コンサルタントが資産運用に関する助言を行う場合には一定要件の下にSECへのRIAの登録を要することになる。

RRとFPの関係については、一九七二年一〇月、NASD会長のゴードン・マックリン (Gordon Macklin) 氏は会員通知でRRがファイナンシャル・プランニングやファイナンシャル・コンサルティングの用語を使用することに警告を発しており、また、SECはこの警告に対して証券外務員がエキスパートと称してそうでなかったときは不正防止規則 (antifraud rules) に違反することになると言及している。

(2) RR (登録外務員 registered representative)

米国においては、外務員が証券業務に従事しようとすれば、州の監督当局と自主規制機関であるFINRA⁽⁵⁾が三七種類の外務員資格試験を実施しており、資格を取得しなければFINRAに外務員登録ができない。すべての証券業務を行える資格試験はシリーズ七 (二五〇問・試験時間六時間) で、資格取得後、外務員登録を行うことでRRとなることができる。

① 社員外務員

RRと呼ばれる社員外務員であっても米国の場合は歩合制が中心になっており、コミッションの戻し率は四〇

〜四五％であり、その水準は証券会社により異なる。

社員外務員の平均像は、年齢は四〇歳台が多く、三〇歳台と四〇歳台で五七％を占めている。学歴は大学院卒業が四四％と高く、CPA (Certified Public Accountant 公認会計士)、CFA (Chartered Financial Analyst 認定証券アナリスト) 等の資格保有者も多い。平均の経験年数は一一年で、現在の証券会社での勤務年数は六・六年というところである (Registered Representative誌)。独立性が強く、独自の人脈や販売戦略をもって営業を行っており、多くが既存顧客の紹介を通じて新規顧客を獲得しており、飛び込みセールスを行うことはまれである。⁽⁶⁾

② IC (Independent Contractor 独立独立独立 PR)

ICとは、「証券会社の営業員ではないものの、証券会社と契約を結んで証券の販売を行う個人」(SIA年鑑 Securities Industry Yearbook 1995-96) とされ、社員外務員とは別に証券会社に所属せず、独立したFPや会計士がRRの資格を取得した上で、ICとして証券会社と契約を結んで資産管理に関する包括的な提言を行っており、報酬は戻し率八〇％の歩合制になっている。

ICは、証券規制上はRRであることから社員外務員と同じである。顧客に対しては証券会社の業務の委託を受けた証券会社の代理人 (agent) として働き、証券会社との関係は雇用契約ではなく独立自営業者として会社と契約している対等な契約関係にある。広く金融商品全般を対象として、ライフプランに沿った資産配分や投資対象をコンサルタントベースで提案することに従事している。そのため、無理な販売を抑制し、投資家の立場に立った商品選択を行うという特徴がある。

証券会社は、I Cに対して金融商品の提供、バックオフィス機能、情報システム・電話設備設置の援助、顧客情報、リサーチ情報・ソフトウェア等を提供する。証券会社にとってI Cと契約を結ぶメリットとしては①コストの完全な流動化、②営業管理・コスト管理が不要③小規模店舗の開設が可能になることによる地域密着営業が挙げられるが、逆にデメリットとしては①I Cに対する有効なコンプライアンス（小規模店舗が地域的に離れていることや、経営方針の徹底が困難）、②顧客は証券会社の顧客ではなく、I Cの顧客で、I Cが契約を解除した場合顧客は他の証券会社に移るなどが挙げられる。⁽⁷⁾

このように、R Rに総称される外務員にも社員外務員とI Cがあり、社員外務員はコミッションの戻し率を除けば我が国の外務員に近い姿であるが、I Cになると所属証券会社への専属義務がなく、それだけに有効なコンプライアンスが確立されるかが問題となる。⁽⁸⁾社員外務員とI Cを比較すると図表2の通りである。

図表2 米国の社員外務員とI C

	社員外務員	I C
報酬	固定給+受入手数料の40%～45%	受入手数料の80%
保険料等	証券会社負担	健康保険等の社会保険、退職年金プランは自己負担
営業費用(事務所費、通信費、人件費等)	証券会社負担	自己負担
管理	会社の営業方針に従う	営業地域、対象顧客、取扱商品、勤務時間等は自分の判断
二重就業	不可能	可能(ただし、既契約先の同意が必要)
監督責任	証券会社	証券会社
コンプライアンス(含む研修)	証券会社	証券会社

(出所) FINRA資料等から筆者作成

3 SEC、証券会社のファイ型証券口座による投資勧誘規制に受託者責任を導入

投資顧問法二〇六条は、投資顧問業について、受託者責任の観点から行為規制を定めている。判例により、「受託者として投資顧問業は顧客に対し忠実義務を有しており、顧客の同意なしに利益相反となる行為を行ってはならない」あるいは「投資顧問業の最も重要な義務は忠実義務である。この義務は重要な事実については完全かつ公平な開示を行わねばならないという絶対的な義務を含んでおり、したがって利益相反がある場合は、それを除去するか、あるいは最低でも開示をしなければならない」とされている⁽⁹⁾。

二〇一〇年一月四日のシャピロ委員長の発言の背景には、二〇〇七年三月三〇日の、証券会社による残高連動手数料型証券取引口座（ファイ・ベースド・ブローカレッジ口座、以下、「ファイ型証券口座」という）の提供禁止を命じた連邦高裁判決に対する上告を取りやめたSECの決定以降の様々な議論がある。この訴訟は米国ファイナンシャル・プランニング協会（Financial Planning Association FPA）が二〇〇四年に、証券会社のファイ型証券口座提供に際して受託者責任を免除したのはSECの越権行為であると提訴していたものである。

この問題の経緯をたどると、この提訴には、一九八〇年代後半からSECのRRである証券会社の社員外務員、特にICタイプに対する検査強化に関する反発とそれ以降の確執があるといわれる。一九八〇年代後半から一九九〇年代にかけて、SECはブローカー・ディーラーに対する検査結果からRRやICが顧客との取引において、顧客ニーズに適合しなければならぬという適合性の原則を遵守していないこと、そして、ブローカー・ディーラーがそのことに対し十分な注視努力を払っていないことに不快感を持っていた。ブローカー・ディーラーは、すべての取引を毎日チェックし、RRの顧客に対する対応に問題がないか、適合性の原則（suitability standard）に合致しているか、過当勧誘がないかをチェックし、RRやICがコンプライアンス上の問題が生じるのを避け

なければならぬ。しかし、ブローカー・ディーラーはそれに対して十分には応えなかった。SECは、自主規制機関であるNASDとブローカー・ディーラーに規則遵守を要請し、RRに対する監督が強化された。しかしながらブローカー・ディーラーは監督強化に伴うコスト負担をRRに転嫁したため、これに反発したICはブローカー・ディーラーを辞めてチャールス・シュワブのようなディスクラウド・ブローカーに移動し、RIAとしてSEC登録を受けることになった。彼らは、実質的にはRRでありながらRIAとして登録を行ったことで、もはやNASDの監督を受けることがなくなるとともに、SECの組織でブローカー・ディーラーとRIAの監督部署は別であることと、RIAに対する検査周期が一二年から一五年と長期であるため、ディスクラウド・ブローカーに所属するRIAは、SEC検査による負担が大幅に軽減された。

その後、一九九〇年代にかけて米国証券界では競争の激化により手数料の引き下げというプライシングが大きな問題となってきたことと、テクノロジーの進展によりオンライン・ブローカーを通じての低料金での金融資産の取得が可能になったことからRRにとっては、顧客の預かり資産を増やすことと預かり資産に対するマネジメント・フィーを課することが重要になり、RRよりもRIAが評価されることになった。換言すれば、セールスマンとしてのRRではなく受託者責任が課せられ、顧客利益の最大を求められるRIAが顧客ニーズに応えられるようになってきたことを意味する。

このような状況の中で、メリルリンチ、UBS等の大手証券会社は逆にRRを使用して、RRによりフィー型証券口座を提供するという資産管理業務を発展させてきた。フィー型証券口座は、証券売買の手数料を売買株数や売買金額を基準にするのではなく、預り資産残高に応じたフィーを定期的に徴収するもので、適合性原則の適用は受けるが、投資顧問法（「ブローカー・ディーラー」が提供する投資顧問サービスがブローカー・ディーラー

として提供する業務に単に付随的である場合であつて、かつ、特別な報酬 (special compensation) を受けとつていない場合は、投資顧問法の除外になる (二〇二条 (a) (一一) (c)) に抵触することはないとされてきた。これは、SEC が一九九九年に通称メリルリンチ・ルールとして、投資顧問法上の RIA としての登録を受けずに、投資一任勘定ではない助言業務 (investment advice) と証券管理 (custody)、執行 (execution)、口座管理 (account maintenance) という伝統的なブローカー・ディーラー業務を RR として行うことを容認し、アドバイスに対するフィーを徴収できることを認めたことによる。これにより、顧客の利益を最優先する受託者責任は免除されてきたわけである。

しかし、アドバイスに対するフィーは取引の執行のつど支払われる手数料やディーラーの報酬となる mark-up、mark-down 口銭とは異なり、投資顧問法の適用除外を受けることができない特別な報酬に該当するのではないかという疑いが生じていた。

RIA は、投資顧問法に基づき登録が要請され、その顧客に対して受託者責任を負う。これに対して証券会社
の RR はこれまで、受託者責任を負うことなく適合性の原則と、合理的根拠の理論に基づいて営業を行っていた。
このため、受託者責任の有無が RIA と RR との最大の違いと考えられてきた。適合性の原則と受託者責任では
適用される期間が異なる。端的にいうと取引毎における規制と、顧客の預かり資産がある限り、顧客の最大の利
益が継続することの相違である。また、RR が顧客に提供する情報について、適合性の原則に合致しているか
を確認する必要があるが、それが最良の選択であるとは言えない。RR は顧客が最終判断を行うプロセスの
の段階に関与しているにすぎないからである。このため、RR に受託者責任を適用しないのは不公正であり、少
なくとも RR の顧客勧誘に関する勧誘基準の変化に対して論理性を欠いているとの批判があつた。しかし、SE

Cは、二〇〇五年四月にFPを含め、投資顧問法の適用となる者の受託者責任の範囲は、RRのそれと異なると述べている。

二〇〇四年六月、RIA、FP等の支援で米国ファイナンシャル・プランニング協会が、メリルリンチ・ルールが証券会社のファイ型証券口座提供に際して受託者責任を免除していることに対し、これはSECの越権行為で、投資顧問法違反であるとの訴訟を提起していたものである。二〇〇七年に裁判所は、メリルリンチ・ルールはSECの越権行為であるとの判決を出した。すなわち、SECが一定のブローカー・ディーラーを投資顧問業法におけるRIAとしての登録要請から除外したフィーベース・ルールは規則制定権を超えるものであるとした。判決は、証券会社の業務とRIAの業務に係る規制を明確にすることを要請している。これにより、大手証券会社は金融助言サービス（Financial Advisory services）におけるこれまでの方法を変更せざるを得なくなつた。

シャピロ委員長は、これまで適合性の原則は投資顧問法における注意義務（standard of care）⁽¹⁰⁾と同等もしくはそれ以上であると主張してきたが、受託者責任は、投資者保護においてより大きな意味合いを持つことになる。受託者責任は、ブローカー・ディーラーやRRに対して「顧客の最大の利益」のために行動することを要請される。強化される受託者責任は証券会社のRRとRIAの両方に適用され、受託者責任はより大きな消費者保護になると考えられる。

この動きに対し、ICにより組織されるFSI（The Financial Services Institute）⁽¹¹⁾は、議会に対してブローカー・ディーラーに受託者責任を負わすことなくブローカー・ディーラーと投資顧問業に注意に関する世界基準（universal standard of care）を規則化するように要請している。FSIは、受託者責任は個人投資家がRRから

の投資助言を受ける場合とR I Aから投資助言を受ける場合では異なると主張する。

二〇〇六年五月の投資顧問法の改正で、R RをR I Aとして登録していないブローカー・ディーラーは、新規口座の開設に当たっては、顧客の最大の利益と証券会社の利益は必ずしも一致しないことと、R Rが投資商品の販売により収益を上げている場合には、明細な書面（disclosure statements）を顧客に対して交付しなければならぬこととした。これは、連邦証券諸法の規制構造の中で、弁護士、公認会計士と異なり、R Rは顧客と受託者関係にはないから要請されたものである。この背景には、R Rは、フィーを徴収している場合であっても、一定の開示等を行うことを条件として、付随的な投資アドバイスを提供する場合を投資顧問法の適用除外となるとされたことがあるからである。

しかしながら、これまでのSECのブローカー・ディーラーとR I Aに対する検査において、また、両者が顧客の利益にどのように応じているか、どのように向上させているかという聴聞においても、多くの顧客はR RとR I Aの行為基準と適用要件の相違を認識していないことが判明した。このことは、開示が十分でないことを意味することになる。顧客がR RとR I Aから同様の金融サービスを受けるときは、R R、R I Aを問わず、少なくとも投資顧問法または同等の規制に基づいて統一された受託者責任基準が課せられることが肝要であると考えらる。

二〇〇七年三月の判決により、米国の証券会社は、これまでのフィー型証券口座の資産を伝統的なコミッション型口座又はS M Aや投信ラップなどのアドバイザー機能がついた口座に移さなければならぬことになった。このことはS M Aや投信ラップを提供するに際し、R Rに新たに投資顧問業資格の取得と登録が必要になってきた。また、小口の投資についてもフィー・ベースの契約にしなければならないのではないかとの懸念も生じてい

る。

金融規制改革法の議会における検討の過程において、議会下院は、SECが受託者責任の基準を作成すべきとの見解を出し、上院では、それ以上に受託者責任とこれまでFINRAが支持してきた適合性の原則とのギャップを埋める調査書 (Duty of Care/Retail Customer Study) を二〇一一年一月二日までに作成するようにSECに要請した。これにより、SECは、個人の投資助言における受託者責任の規則 (regulation that would establish a universal fiduciary duty) を二〇一一年一月二日以降に議会に提出しなければならない。その内容には、顧客の最大の利益確保と利益相反防止に関するディスクロージャーがある。

SECは、二〇一〇年八月末までに二五〇〇通に上るパブリックコメントを受け付けたが、これまで投資助言における適合性の原則と、顧客に対する合理的根拠を求められていたブローカー・ディーラーに受託者責任の基準が求められることになり、顧客に対する最大の利益の確保が要求されることになる。しかしながら、このことは顧客に対してより深い知識と金融サービスと提供する金融商品に、よりコストがかかると思われる。

4 結びにかえて

米国連邦巡回裁判所の判決、SECシャピロ委員長の発言そして米国議会の法案審議を経て、フィー型証券口座を扱うRRはRIAと同じく投資顧問法による受託者責任が適用されることになる。

近年、米国ではテクノロジとポリシーが伝統的な証券のビジネスモデルを変更したといわれる。テクノロジは低いフィーで金融資産の取得を可能にしたが、このことは、一方でこれまでコミッション収入に依存してきたRRが生計を立てることを困難にってしまった。また、ポリシーは個人の退職後の資産運用において年金だけ

でなく自己運用への流れが生じ、個人に対するアドバイザー業務の大きなニーズが生まれてきた。このような状況の中で、RRは従来の個別取引によるコミッション収入ではなく資産を集合して、そこから得られるマネジメント・フィーに依存することになってきた。

コミッションからフィー・ベースの収入への転換はRRをしてRIAへの転換を促している。RRは、これまでリテール分野における代表的なセールスであったが、受託者責任は要請されなかった。しかしながら、顧客からすればRRとRIAが受託者責任を有しているかどうかの区別はつかない。資産管理業務に従事するRRは、低料金のフィーとFINRAによる規制強化に直面することが予想されることから、今後、ワイアーハウスに勤務するRRや独立のICはRIAへの転身を図ると考えるのが自然である。一方、SECまたは州のいずれかに登録しているRIAにとっても、今後、新たな規制が適用されることになると考えられる。

二〇一〇年一月までにSECは、上院の要請に忠えてどのような最終案を提示するのか、ブローカー・ディーラーを通じた伝統的で単純な売り買いにまで受託者責任の基準が適用されるようであるが、RRの受注業務全般に適用されるのか、受託者責任により取引ごとではなく顧客口座がある限り顧客の最大の利益が課せられるのか、利益相反の規定やディスクロージャーがどのように課せられるのかについては、すでに様々な意見が出されているが、一方で、RRやRIAの監督規制はSECが行うのか、また、自主規制機関についても、FINRAがRIAの規制範囲を拡げるのかどうかの議論は現在のところでは余り聞こえてこない。いずれにしてもSECが今後半年以内にとどのような最終規則案を作成するのか注目を浴びるところである。

また、米国では、FPや年金コンサルタントなどがマネージャーセレクションやアセットアロケーションを含む資産運用に関する助言を行う場合は、潜在的に利益相反が生じる懸念があるとの観点から、一定要件の下にS

ECへの投資顧問業の登録が義務付けられている⁽¹²⁾⁽¹³⁾。これに対して、我が国では投資助言を行うFPに対して法的な規制は見当たらない。投資顧問契約については、有償であることが要件とされている。このため、無償で行われる投資助言は、業規制の対象とならない。FPは、金融商品のみならず、金商法の対象外となる資産（年金や保険等）の運用についても助言を行う点に特徴がある。しかしながら、資産運用全般について助言する場合でも、有価証券にかかわる助言に関して、金融商品市場の公正さの維持や投資者保護の観点から助言がなされるべきであることは、金融商品取引法の規制潜脱を防ぐため、金融商品に係る助言を行う場合は、FPも、投資助言を業として行う者として、金商法上の登録が必要であると解する⁽¹⁴⁾、という指摘がある。我が国において資産管理・資産運用業務が進展すると予想される中でFPの重要性が高まるとすれば、今後FPに関しては投資アドバイスが有料で提供するためには投資助言葉としての登録が求められよう。このように米国における受託者責任の議論は我が国のFPに対する規制にも影響が生じる可能性があることに注目しなければならない。

受託者責任が、米国証券市場の問題だけでなく、グローバル化が進展している中において我が国を含めてどのような波及を及ぼすのか、二〇一〇年一月のSECが提出する規則案はいうに及ばず、米国における今後の展開に深く留意しておくべきとみられる。

注

(1) Mary Schapiro氏 二〇〇九年一月第二九代SEC委員長に就任、SEC委員、CFTR Chairman、NASD Regulation President、NASD Chairman、FINRA CEOを歴任。

(2) 「Investment News誌」 二〇一〇年二月二日。

- (3) 日本経済新聞「大機小機」 二〇一〇年七月九日。
- (4) 河村賢治、西山 寛、村岡佳紀『投資顧問業の法務と実務』金融財政事情研究会、二〇〇六年 四一三頁。
- (5) Financial Industry Regulatory Authority 金融取引業規制機構、二〇〇七年にNASDとNYSEの自主規制部門が統合して生まれた米国の自主規制機関。
- (6) 詳しくは、清水葉子「証券会社の人事政策〜アメリカの証券外務員〜」『証券レポート』一五四一―一五四二号 一九九六年二月 日本証券経済研究所大阪研究所。
- (7) 詳しくは、二上季代司「インデペンデント・コントラクターについて」『証研レポート』No. 一五四一 一九九六年一二月、伊豆 久「インデペンデント・コントラクターと証券規制」『証研レポート』No. 一五五七 一九九八年四月、二上季代司「インデペンデント・コントラクター導入の問題点」『証研レポート』No. 一五七三 一九九九年八月、同「販売チャネルの多様化とインデペンデント・コントラクター」『証研レポート』No. 一五八二 二〇〇〇年五月、いずれも日本証券経済研究所大阪研究所と長島 亮「独立系アドバイザーの拡大により成長を遂げるチャールス・シュワブ」『資本市場クオーターリー』二〇〇七年Autumn 九九頁 野村金融資本市場研究所、を参照。
- (8) 須藤時仁「アメリカにおけるICの監督(上)」『証券レビュー』第四三巻第九号 二〇〇三年九月が詳しい。
- (9) 鈴木章司「投資顧問業」『図説 アメリカの証券市場』二〇〇九年版 (財) 日本証券経済研究所。
- (10) 注意義務は、委託を受けた以上専門家として、できる限りのことを全力で尽くさなければならぬ。資産運用の場合においては資産運用にあたっては相当の注意を要求されるというもので、受託者責任の最も重要な義務のひとつである。
- (11) FSI、The Financial Services InstituteはRR全体の六二%で構成されるICの団体で、ジョージア州アトランタに

本部を置く。

- (12) (社) 日本証券投資顧問業協会 投資顧問業法研究会「投資サービス法(仮称)に向けての提言―資産運用の見地から―」(社) 日本投資顧問業協会 二〇〇六年一月 七頁。
- (13) 二〇〇四年四月段階で登録している投資顧問業者八六一四業者中FPは二九九七業者。
- (14) 川村正幸編『金融商品取引法』中央経済社、二〇〇八年、二二四頁 同様な意見は、河村賢治、西山 寛、村岡佳紀『投資顧問業の法務と実務』金融財政事情研究会 二〇〇六年 三九頁にも見られる。

参考文献

- ・河村賢治、西山 寛、村岡佳紀『投資顧問業の法務と実務』金融財政事情研究会、二〇〇六年
- ・野村アセットマネジメント(株)『投資信託の法務と実務第4版』金融財政事情研究会、二〇〇八年
- ・金融審議会金融分科会第一部会報告「投資サービス法(仮称)に向けて」二〇〇五年
- ・神田秀樹「いわゆる受託者責任について…金融サービス法への構想」『フィナンシャル・レビュー』March―二〇〇一 財務省財務総合政策研究所
- ・(社) 日本証券投資顧問業協会 投資顧問業法研究会「投資サービス法(仮称)に向けての提言―資産運用の見地から―」(社) 日本投資顧問業協会 二〇〇六年一月
- ・(社) 日本証券投資顧問業協会 投資顧問業者の注意義務研究会「投資顧問業者の注意義務について」(社) 日本投資顧問業協会 二〇〇一年九月
- ・(社) 日本証券投資顧問業協会「米国の証券業者の行う投資アドバイス提供が投資顧問業法適用除外となる範囲について」

二〇〇五年四月 (社) 日本証券投資顧問業協会

・ National Society of Compliance Professionals "CURRENTS"

・ <http://dyn.politico.com/printstory.cmf> 2010.7.29

・ <http://online.wsj.com/article/SB> 2010.8.6

・ <http://www.investmentnews.com/article/20100808/REG/3080899> 2010.2.4, 8.8, 8.11

(さかした あきら・客員研究員)