

SEC、登録外務員(RR)に受託者責任(fiduciary duty)を適用(2)

坂下 晃

1 はじめに

米国の金融規制改革法 (financial-reform bill ' Dodd-Frank Wall Street Reform and Protection Act) では、従来投資顧問業 (Registered Investment Adviser 以下「RIA」という) に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) に対しても適用されることになった。

前号では、米国で証券リテールの担当者のうちRRがアドバイザーを提供した場合、証券業務に付随するアドバイザーとアドバイザーを業として対価を得るRIAの業務の境目が明確でなかったため、これまで長期にわたる議論が展開されてきたこと。二〇一〇年七月の金融規制改革法により、SECが証券会社のフイー型証券口座による投資勧誘規制に受託者責任の導入に至った経緯や背景、米国の証券リテールの担い手であるRIAとRRについての概要等について述べた。

本号では、その後、RIAの監督機関をめぐって、SECと州の監督範囲や自主規制機関はFINRA (金融取引業規制機構) が適当なのかについて議論が行われている。そこで、その議論の紹介とこれまでの受託者責任に関する我が国における法制化の経緯について考察することとする。

2 RIAの監督機関をめぐる最近の議論

二〇一〇年七月に金融規制改革法が成立した後、これまでに受託者責任の導入に関し様々な意見が出されている。ブローカー・ディーラーの中にはRRに対する受託者責任の適用についての不満が多く残っている。また、予算の制約からくるSECと州の管轄範囲の問題や、前号で触れたようにRIAに対する検査をめぐってのFINRAとの歴史的な確執からくる自主規制機関に対する不満や反対意見が多いので、そのあたりを中心にみてみることにする。

(1) RRに対する受託者責任の適用について反対する意見

NAIFA (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) は、これまでRRに関する投資勧誘規制の中心をなしていた適合性の原則は投資者保護上適切で重要であったと考える。受託者責任のRRに対する適用はコンプライアンス・コストの上昇を招き、それは顧客に転嫁されることになろうと意見表明をした。

NAIFAは、ブローカー・ディーラーのRRが金融商品を販売し、手数料収入を得ることは必ずしも受託者責任に違反することではなく、金融商品販売に受託者責任の適用は必要ではないとSECを批判している。

(2) RIAに対する規制監督権限の一部を州へ移管することに関する意見

二〇一〇年一〇月コロラド州デンバー市で開催されたFP協会 (Financial Planning Association) の年次総会において、規制機関が、切り替え (Switch) されるということが明らかになった。

SECは、二〇一一年七月二一日からこれまで預かり資産二五〇万ドル以上であったRIAの監督範囲を一億ドル以上の預かり資産のRIAとすることとした。これにより、現在の登録RIA二万六〇〇〇人のうちSECに一万四〇〇〇人が、州に一万二〇〇〇人がそれぞれ登録しているが、この改革により多くのRIAがSECから州登録に移管され、その結果SECは七三〇〇人のRIAを、州は一万九〇〇〇人のRIAを監督することになる。⁽¹⁾

(3) RIAに対する自主規制機関に関する意見

FP協会の年次総会において、RIAに対する自主規制機関の設置、とりわけFINRAを自主規制機関(SRO)にすることにについて透明性(transparency)の欠如、説明義務(accountability)の不足、RIAの記録保持の問題、とりわけFINRAはRIAに対する規則をブローカー・ディーラーのモデルに合わせるのではないなどの懸念や反対意見が相次いだ。

これに対し、FINRAの会長兼チーフ・エクゼクティブのリチャード・ケッチャム(Richard Ketchum)氏は、FINRAはここ数年月間、ブローカー・ディーラーとRIAの規則の調整に努力している議会に協力してきたとして「FINRAは金融業のプロのSECへの登録がRRであるかRIAであるかにかかわらず、RIAがより良い投資家保護を行うように監視するために、一つもしくは複数の独立機関をSECが自主規制機関として指名することを議会が承認すると信じている」と述べている。

しかしながら、RIAにはFINRAはSECがこれまで行ってきたような高度な専門的知識・技能(expertise)を持ち合わせていない。特にFINRAの諸規則はRIAビジネスのプリンシパルを基底としていな

いい。SECはこれまで六〇年間RIAを監督してきており監督の基盤になる経験を有しているので、SECがRIAの単独の監督機関として今後も留まるのが望ましいとした意見がある。

また、金融規制改革法はFPに対してより厳しい規制を要求しているが、CFPボードは、FPの能力と倫理の指導基準をSECに報告するための監督機構を設けるように主張している。

(4) FINRAの見解

SECのRIAに対する検査(examinations)は一〇年ごとに実施されているのが実情で、場合によっては長年にわたり検査を一度も受けていないケースも見られる。金融規制改革法案では、RIAに対する検査をより頻繁にすることと、一つ又は二つの自主規制機関がSEC検査を補完することについてもSECが調査書に織り込むように要請している。

FINRAのケッチャム会長は、金融規制改革法により、SECは一億ドル以上の預かり資産を保有するRIAを管轄することになるが、これによる予算はこれまでの一二億ドルから二〇一一年は倍の二二億五千万ドルになるとみられていること⁽³⁾から、SECには予算等の限界があり、一つ又は二つの自主規制機関がここ数年のRIAに対する検査の不満足な状況、とりわけ検査回数を改善するためSECの監督の下でRIAを検査しなければならぬ。FINRAは、違反者の処分手続きを含めて検査が効果をあげるに必要な数多くの事例を持ち合わせている。ブローカー・ディーラーの場合は毎年、半数以上がSECとFINRAの検査を受けているが、SECによるRIAの検査は年に全体の九%に過ぎない。そのためFINRAは、自らがSEC検査を補完する用意があると述べている。

ケッチャム氏は、さらにFINRAはスピーディかつ効率的に監督する実用的で規模を抑えた検査機構を構築する用意があり、それとともに、ブローカー・ディーラー用の受託者責任管理体制をそのままRIAに課すことは適切ではなく公益にそぐわないのではないかと述べている。

これに対し、ワシントンのインベストメント・アドバイザー協会 (Investment Adviser Association) は、SECが最も適切なRIAの規制機関であり、自主規制機関ではなくSECが適切な検査を効果的に実施できるようにとSEC検査の継続を支持して、RIAを対象とする自主規制機関の設置について反対している。また、検査回数についても増加を避けるようにと主張している。⁽⁴⁾

3 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

神田教授は、いわゆる「受託者責任」は、金融ビッグ・バンに伴う規制緩和や競争激化が進展する中で、将来の日本の金融法制において金融仲介業者（金融サービス業者）にとって基本となるべきルールの重要な柱である。そして、この受託者責任は、業者が誰ではなく、何が行われるかに応じて、横断的なルールとして存在する必要がある。ところが現存する日本の法体系のもとでは、この受託者責任の存否や具体的な内容が必ずしも明確であるとはいえない⁽⁵⁾、として金融分野における受託者責任の導入、明確化の必要性を述べるとともに、日本における「受託者責任」は未成熟というか未発達で、不明確な点が多いとされている⁽⁶⁾。

これまで、我が国の受託者責任に関する法制では、民法における委任契約の受任者の善管注意義務の規定以外には信託法で注意義務、忠実義務、自己執行義務及び分別管理義務を規定しているにすぎなかった。神田教授は「受託者責任」は「Fiduciary」とは、信託 (trust) における受託者 (trustee) よりも広い概念である。一般的

にいえば「他人のために仕事をする者」である。非常に広い意味では医者とか弁護士とかもすべて含まれる。金融分野では、たとえば金融資産を運用する立場にある者はすべてフィデューシャリーに含まれる。また、一般に受託者は法律上いろいろな義務を負うが、なかでもの注意義務、忠実義務、自己執行義務、分別管理義務の四つが中心的な義務であり、もつとも重要な義務と述べているが、これに対して、最近では、一般に受託者責任とは、英米に見られるように、他者の信任を得て一定範囲の任務を遂行すべきものが負う責任と解される。そしてこれは、誠実義務、忠実義務、善管注意義務、分別管理義務、自己執行義務等で構成されていると考えられている⁽⁹⁾、として誠実義務を加える意見が多い。「注意義務」とは、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ない。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一つである。また、「忠実義務」は、単に利益相反を起こさない義務ではなく、利益相反が生じる可能性がある状況に「自らの身を置かない」ことが本質であるといわれる⁽¹⁰⁾。これに対し、「誠実義務」は顧客の最大の利益を図るため、誠実かつ公正に行動しなければならない。そして、そこからは適合性の原則や商品説明義務が導かれている義務といわれる。

証券市場への受託者責任の適用については、一九六七年投資信託法で忠実義務の規定が導入され、一九九八年投資信託法では証券投資信託や証券投資法人の運営にあたって忠実義務が規定されていたが、二〇〇〇年投信法ではこれに加えて、新たに善管注意義務も課せられた。投資信託および投資法人では、従来規定されていた忠実義務に加え、二〇〇〇年の改正で、善管注意義務が加えられたことになり、受託者責任の規定が幅広く網羅されたといべきであろう⁽¹¹⁾。このように、我が国証券市場では、まず、顧客の資産を運用する投資信託及び投資法人に対して当然といえは当然のことではあるが、受託者責任が適用されたわけである。

証券取引法に注意義務が導入されたのは、証券監督者国際機構（IOSCO）が一九九〇年十一月、サンチャゴ総会において、七つの原則からなる行為規範原則を採択したことによる。行為規範とは、「顧客利益の保護及び市場の健全性の目的をもって金融サービスを提供する者の活動を規制する諸原則」である。

IOSCOが国際的なレベルでの行為規制を明らかにした背景には、一九七〇年代以来の世界の金融・資本市場の国際化がある。規制対象となる仲介者の活動の国際化、国境を越えた投資の増加などの問題に直面していた。そこで、市場及び業者の健全性を確保し、投資者の信頼感を増進させるためには、業者の国際的なレベルでの行為規範の形成が重要であるとの認識に基づき、①誠実・公正、②注意、③能力、④顧客に関する情報、⑤顧客に対する情報、⑥利益相反、⑦順守の七項目の原則による行為規範が作成された⁽¹²⁾。

我が国では、一九九一年六月の証券取引審議会報告「証券監督者国際機構（IOSCO）の行為規範原則の我が国への適用について」において、業者規制の国際的調和を図っていく観点も踏まえつつ、七つの原則の観点から、体系的な検討を加え、所要の見直しを行うという提言が行われた。この提言を受け、一九九二年の証券取引法改正で導入されたのが、業務の状況にかかる規則（四三条）と顧客に対する誠実義務（三三条）である。

二〇〇五年一二月の金融審議会金融分科会第一部会報告では、『投資サービス業（仮称）』の行為規制の全体像で、「行為規制については『中間整理』を踏まえ、証券取引法及び証券投資顧問業法における規制を基本としつつ、対象となる投資商品を規制する既存の規制などを勘案の上、受託者責任及びこれを具体化した義務の履行が販売・勧誘、資産運用・助言、資産管理といった各業務において確保されるよう、機能別・横断的に整理することが適当と考えられる」と述べている。

これを受けて、金融商品取引法では、受託者責任の理念やこれを受けた具体的な規定が整備された。「金融商

品取引業者並びにその役員及び使用人は、顧客に対して誠実かつ公正に、その業務を遂行しなければならない」(二六条)と顧客に対する誠実義務を規定した。金融商品取引業者のみならず、その役員及び使用人についても規制の対象としている。誠実公正義務は、金融商品取引業者並びにその役員及び使用人が共通に課せられる基本的な義務であり、単なる訓示規定ではなく、法定義務であるから違反があれば法令違反となり、行政処分の対象になる。¹³⁾

金融商品取引法では、受託者責任を基本原則として位置づけ、それを具体化したものを各個別の行為規制として位置付けた。さらに一部の金融商品取引業にのみ適用されるものは特則を設けていることから、金融商品取引業者全体に対する受託者としての責任については、顧客に対する誠実義務(二六条)が適用される。

投資助言業務について、金融商品取引法では、有価証券の価値等または金融商品の価値等の分析に基づく投資判断に関し、助言を行うことを約し、相手方がそれに対し報酬を支払うことを約する契約(投資顧問契約)を締結し、当該契約に基づき助言を業として行うこと(二条八項一―号)を投資助言業務という(二八条六項)と規定している。

投資顧問契約とは、当事者の一方が相手方に対して、有価証券の価値等に関し、または金融商品の価値等の分析に基づく投資判断に関し、口頭、文書(新聞、雑誌、書籍その他不特定多数の者に販売することを目的として発行されるもので、不特定多数の者により随時に購入可能なものを除く)その他の方法により助言を行うことを約し、相手方がそれに対し報酬を支払うことを約する契約である。投資一任契約と異なり、投資判断自体は助言を受けた者が行う。

有価証券の価値、有価証券関連オプションの対価の額又は有価証券指標の動向については、当該価値に関する

助言があれば投資顧問契約に該当し（二条八項一―号イ）、金融商品の価値等（金融商品の価値等、オプションの対価の額又は金融指標の動向）の分析に基づく投資判断（投資の対象となる有価証券の種類、銘柄、数及び価格並びに売買の別、方法及び時期についての判断）が投資顧問契約の助言内容になる（同号ロ）。

このように投資助言業務は、顧客と投資助言業者との間で投資顧問契約を締結し、その契約内容にしたがって投資助言を行うが、それに基づく実際の投資判断と有価証券の売買・発注は顧客が判断して行う。また、顧客はこの投資助言に対して投資助言料を支払う。無償の投資助言については投資顧問業規制の対象とならない。投資助言業者等に対しては忠実義務（四一条一項）。善管注意義務（四一条二項）を規定しているが、自己執行義務については売買・発注は顧客自らが行うことから適用されない。分別管理業務についても同様の理由から適用されない（金融商品取引業者は四三条の二項により分別管理を行わなければならない）。また、誠実義務については前述のように、金融商品取引業者及びその役職員全体に規制を及ぼしている。このように金融商品取引法は投資助言業務に受託者責任を適用している。

4 結びにかえて

前号でも触れたが、「受託者責任」については、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。米国では金融規制改革法により進展することになるが、今後、米国にとどまらずに近年進展が著しい金融資本市場のグローバル化と、それにあわせて市場を規制する諸制度がグローバル・スタンダードと調和する方向に一層のスピードをもって変化すると考えられる。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、二〇一一年一月にSECが提出する規則案は言うに及ばず、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。

我が国においても「貯蓄から投資へ」の動きが進展すれば、資産管理営業が根付くことが期待でき、ファイナンシャルプランニングや投資顧問業が大きな役割を演ずることになる。その時には「受託者責任」の重要性がより認識されるとともに、その実効性が問われることになろう。

受託者責任を構成する要素である法律的な義務についての整理や米国の受託者責任との比較等について多くの研究課題があることが判明したので、各位によるご叱責とご教示をお願いしたい。

(注)

- (1) 「Financial advisers, brokers in fiduciary-study rumble」 Investment News 二〇一〇年八月二日。
- (2) CFP資格認定制度の確立や、CFP商標の保護・普及を行う目的で一九八五年に設立された。
- (3) 「Financial advisers, brokers in fiduciary-study rumble」 Investment News 二〇一〇年一月一日。
- (4) 「Self-Regulator Ready to Step Up on Investment Advisers」 The Wall Street Journal 二〇一〇年一月八日。
- (5) 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』財務省財務総合政策研究所 March-2001、九八頁。
- (6) 神田 前掲書 一〇〇頁。
- (7) 神田 前掲書 九八、九九頁。
- (8) 樋口範雄教授は、受託者責任は注意義務、忠実義務及び説明義務から成り立っているとされている（『投資信託事情』

一九九九年一月号、一〇頁。

- (9) 野村アセットマネジメント(株) 編著『投資信託の法務と実務』第四版、二七頁、金融財政事情研究会 二〇〇八年。
 - (10) 河村賢治、西山 寛、村岡佳紀『投資顧問業の法務と実務』二〇〇六年 三五頁 金融財政事情研究会。
 - (11) 野村アセットマネジメント(株) 前掲書二七頁。
 - (12) 1990 IOSCO "WORKING PARTY No. 8 THE TECHNICAL COMMITTEE OF INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS-INTERNATIONAL CONDUCT OF BUSINESS PRINCIPALS".
 - (13) 神田秀樹、黒沼悦郎、松尾直彦、田中 浩「座談会 新しい投資サービス法制」『商事法務』N. 一七七四 二八頁 二〇〇六年八月。
 - (14) 神田、黒沼、松尾、田中 前掲書 二八頁。
- 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四版』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-2001 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
- ・ 河本一郎、大武泰南『金融商品取引法読本』有斐閣、二〇〇八年
- ・ 岸田雅雄監修『注釈金融商品取引法』第二巻 金融財政事情研究会、二〇〇九年
- ・ 野村資本市場研究所編『総解説 米国の投資信託』日本経済新聞出版社、二〇〇八年
- ・ 証券取引審議会報告「証券監督者国際機構(IOSCO)の行為規範原則の我が国への適用について」(財) 資本市場研究会 一九九一年

(さ) かけた あきら 客員研究員