

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～

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) は、SECにブローカー・ディーラー (証券会社 broker-dealers) と投資顧問業 (Registered Investment Advisers 以下「RIA」という) の義務に関する調査を要請した。SECは二〇一一年一月に「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)」と「投資顧問業検査の向上に関する調査報告書 (Study on Enhancing Investment Adviser Examination)」の二つの調査報告書を発表した。

これまでブローカー・ディーラーとRIA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「R」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、RとRIAの確執の歴史的経緯について⁽¹⁾、②RIAの監督機関をめぐる最近の議論や、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と⁽²⁾、「投資顧問業検査の向上に関する調査報告書」におけるRIAに対するSEC検査や自主規制機関 (Self Regulatory Organization 以下「SRO」という) のかわりについてを報⁽³⁾

告してきたが、本稿では、「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についてのSECの提案等を紹介することとしたい。

2 ブローカー・ディーラーとR I Aの現状

報告書はまず、ブローカー・ディーラーとR I Aの現状について述べている。ブローカー・ディーラーとR I Aの収入形態はコミッションとフィーに区分されるが、両者とも資産管理業務に携わることからR I Aがブローカー・ディーラーとして登録していたり、反対にブローカー・ディーラーがR I Aとして登録していたりと相互乗入が進んでいることがわかる。

(1) ブローカー・ディーラー

二〇一〇年一二月現在で、SECとFINRA（金融取引業規制機構）登録のブローカー・ディーラーの約五〇〇社のうち、その殆どの会社は小規模である。全体の約五三％は従業員（RR、RP）数が一〇人以下、約二九％は従業員数が一〇〜五〇人、約九％が五〜一五〇人、残りの約九％が従業員数一五一人以上である。ブローカー・ディーラーの約一八％は州にR I Aとして登録している。ブローカー・ディーラーは合計一億九〇〇万の個人投資者（retail investors 以下「投資者」という）と機関投資家の口座を保有しており、その収入の中心は取引毎に得られる手数料である。

(2) 投資顧問業

一九四〇年投資顧問法 (Investment Advisers Act Section 202(a) (11)) では、投資顧問業を次の三つの要素を持つ者としている。

- ① 証券の価値または投資適格性について投資助言の提供、レポートの発行又は分析 (analysis) を提供する者
- ② これらの業務を営業として行う者
- ③ これらの業務を行うことで報酬を得る者

また、適用除外としては、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（投資助言がブローカー・ディーラー本来の業務に付随する場合⁴、助言につき特別の報酬 (special compensation)⁵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の登録免除、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を掲げている。

SECには一万一〇〇〇以上のRIAが登録しており、そのうち約5%はブローカー・ディーラーとしてもSECに登録している。

州登録のRIAは一万五〇〇〇以上であり、さらにRIA等の従業員 (investment adviser representative) 以下「IA」という) 二七万五〇〇〇人が州に登録している。RIAには一四〇〇万以上の顧客数と三八兆ドルを超える預かり資産があり、その過半は個人顧客からのものである。殆どのRIAは預かり資産からのフィーが収入であるが、一部には時間当たりの報酬又は固定の報酬を得ているものもある。七五%のRIAは個人や小企業の顧客のポートフォリオを管理しており、そのうち九一・二%は一任勘定取引である。

(3) 重複登録者 (dual registrants)

多くの金融サービス業者 (financial services firms) は、証券業務と投資顧問業務の両方を行っている。RIAの約5%はブローカー・ディーラーとしてSECに登録するとともにFINRAのメンバーでもあり、その殆どは大手のブローカー・ディーラーである。また、約22%はブローカー・ディーラーと提携関係を有している。これらの重複登録者はリテール顧客の割合が多く、数多くのIAを雇用している。2010年10月でFINRA登録のブローカー・ディーラーの八四二社 (FINRA全会員の18%) はSEC又は州にRIAとして登録している。2010年10月では、IAの約88%はFINRA会員のブローカー・ディーラーのRRでもある。

重複登録者が多い理由としては、単独にブローカー・ディーラー又はRIAとして登録している金融サービス業者よりも重複登録者の方が、同じ店舗において素早い執行と流動性を得られる、調査ベースのガイダンスをしやすい、広範囲の商品が提供できる、顧客ニーズに合った商品を提供できる、というバラエティに富んだサービスが出来るからであろうと報告書は指摘している。

このようにブローカー・ディーラーとRIAの重複登録が多いだけでなく、両者の従業員であるRRとIA資格の重複取得者が多いことは、資産管理業務の発展に伴う必然的な金融サービスとして、相互乗り入れが必要になり、RRとIAの双方の資格取得が必要になったことを意味しており、今後も一層進展すると考えられる (表1参照)。

表1 「ブローカー・ディーラーとRIAの登録状況」

	SEC	州	FINRA
ブローカー・ディーラー	5,100	N.A.	5,100 (うち842はRIAとしてもSEC又は州に登録、FINRAホームページでは4,525)
RR	—	N.A.	633,390
RIA	11,000	12,000	842 (ブローカー・ディーラーとして)
IA	—	275,000	242,000 (RRとして)

(出所) Study on Investment Adviser and Broker-Dealer、FINRAホームページ等から作成

3 ブローカー・ディーラーとR I Aに対する行為規制

多くの平均的な投資者にとつてはブローカー・ディーラーとR I Aの違いや両者のサービスに見分けがつかない。さらに、両者には投資者保護の規制が課せられているが、投資者の多くは注意規範 (standard of care) が両者に適用されていることを知らない。規制の主な目的は、ブローカー・ディーラーとR I Aに高いレベルでの行為規範を要請し、投資助言や推奨を行うとき投資者の利益にかない、利益相反を最小化するようにすることである。

ブローカー・ディーラーとR I Aに対する規制の違いは、それぞれの機能と活動の歴史的な相違と監督法制的違いからきている。

(1) ブローカー・ディーラーに対する規制

ブローカー・ディーラーに対する規制管理体制は、圧倒的に規則ベース (Rule based) で進められてきた。ブローカー・ディーラーと投資者の間には公正と透明性 (transparency) が大きな尺度になっている。

ブローカー・ディーラーは、投資者との公正取引を求められるが、この義務は連邦証券諸法の不正取引防止条項からきている。一般的に看板理論 (single theory)⁽⁶⁾といわれるようにブローカー・ディーラーは看板 (business sign) を掲げることでブローカレッジのプロとして投資者と公正取引をプロとしての標準に従い、顧客と公正に取引することを黙示的に表示している。さらに、投資者の財産状況に適合した合理的な推奨を行うことや、タイムリーで適切な取引報告書・残高報告書を送付すること、利益相反をディスクロージャーすること、ブローカレッジと顧客との自己取引 (自己が注文相手) において公正な報酬の決定、投資家に紛争・仲介機関を周知す

ること等が求められている。

公正取引義務の中心は適合性の原則 (suitability⁽⁷⁾) である。これは、一般的にブローカー・ディーラーの勧誘が顧客の利益と矛盾しないことであり、不適合な証券の推奨の禁止や投資者への証券の推奨にあたっては、あらかじめ当該証券の発行者を調査するほか、①証券の推奨には顧客の投資目的や投資環境、投資ニーズに適合し、特別なディスクロージャーやデューデリジェンス等を行い、②顧客の取引をその置かれた状況で最も有利な価格で執行すること、③証券の価格とサービスの報酬は公正で合理的であること、という義務が課されている。

証券取引所法 (The Exchange Act) によるSECの規則解釈と自主規制機関 (SRO) の規則によりブローカー・ディーラーの証券取引、投資助言、執行、受渡し、支払い、顧客からの預かり資産の保管や確認 (confirmation) 及び顧客口座の計算書等の開示等広範囲な監督が行われている。このうち、一般的に証券取引所法は不正行為を防止し、ブローカー・ディーラーが投資者に対して法令遵守を果たすことを求めており、SROは営業慣行に関する多くの規則や職業倫理からの規則を課している。

(2) RIA に対する規制

投資顧問法は、プリンシプル・ベース (principles-based) で表現されている。RIAが投資者に投資助言を行うときの行為規範は受託者責任である (Section 206 [1] [2])。SECは、受託者責任は忠実義務 (duty of loyalty) と注意義務 (duty of care) であると表明している。

顧客との自己取引については、顧客の事前かつ書面での同意なくして行うことはできない。

ディスクロージャーについては、投資者がRIAを信頼できるように教育の背景、監督の状況、処分歴、利益

相反等を記載した書面 (brochure) を交付しなければならない。

4 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

これまでのブローカー・ディーラーとR I Aの規制監督で異なる最大の点は、R I Aには受託者責任が適用され、ブローカー・ディーラーには適用されていないことである。SECが提案する統一受託者責任は、忠実義務と注意義務がその内容である。

(1) 忠実義務と注意義務

忠実義務は、ブローカー・ディーラーとR I Aの利益が投資家の利益より優先されることを禁止するもので、重大な影響を及ぼす利益相反は除去するか十分かつ公正なディスクローズを行い、投資者の同意を得なければならない。

投資顧問法におけるR I Aに対する注意義務は、実質的に不正確又は不完全な情報での推奨に基づくのではなく、合理的な投資であることが求められる。注意義務ではR I Aが注文執行のためブローカー・ディーラーを選ぶときに最良執行⁽⁸⁾が求められる(特に一任勘定取引の場合は、明白なルールが求められる)。

ブローカー・ディーラーの場合には最低限の義務を設けた規則とガイドランスが課せられる。それは、①推奨する証券が投資者の財務ニーズ、目的、生活状況、デューデリジェンスに適合しているか、②投資者の取引を最も好ましい条件で執行しているか、③公正で合理的な証券の価格とサービスの報酬にしているか、である。

ブローカー・ディーラーに対する注意義務に関する行為規制はFINRAにより発展をとげてきたが、これに

対して、R I Aに対する注意義務は曖昧だという意見がある。S E Cは、注意義務に関する行為規制、例えば適合性、最良執行、公正な価格と報酬はS E CとS R Oの規則で統一することができるとしている。

(2) デイスクロージャー

前述のとおり、重大な影響を及ぼす利益相反は除去するか十分かつ公正なデイスクローズを行い、投資者の同意を得なければならぬ。

ブローカー・ディーラーとR I Aとは異なるデイスクロージャーが課せられているため、ドットコム法は投資者がブローカー・ディーラーとR I Aに対する処分、規則、裁判、紛争処理、その他の情報を含む登録情報へアクセスすることの改善を求めている。

調査報告書ではデイスクロージャーの改善とブローカー・ディーラーとR I Aのデイスクロージャーの統一を求めている。S E Cのスタッフはサービス、提供される金融商品、ブローカー・ディーラー又はR I Aの義務と責務、利益相反の資料、報酬体系の説明、コスト、提供されるサービスや商品に伴うインセンティブ、従業員の報酬、処分歴を含む重要な情報が投資者に提供されるべきであると提案している。

投資者は常にブローカー・ディーラーとR I Aの役割の違いを認識しているわけではなく、金融と法律用語には困惑している。加えて過剰の情報が投資者を圧倒している。これらのことは投資者が重要な情報又はデイスクロージャーを見逃すことにつながっている。それ故S E Cのスタッフは、S E Cが単純、明快そして簡潔で鍵となる情報を統一デイスクロージャーの内容とするように検討することを提案する。特に明確、様々なサービス、諸料金そして利益相反について記載した役に立ち実行できる要約版デイスクロージャー資料を作成することを提

案する。

SECのスタッフは、統一受託者責任は、ブローカー・ディーラーとRIAの義務であり、利益相反についての公正で明快なディスクロージャーは投資者を安心させ投資者を十分に理解させると信じるものである。そのため、SECは、一定の利益相反を禁止するか、または、書面、特別のフォーマットそして特別なタイミングで特別なディスクロージャーを課すという規則制定を検討しなければならないと提案している。

ブローカー・ディーラーとRIAのディスクロージャーの現状は次のとおりである。

① ブローカー・ディーラー

ブローカー・ディーラーも投資勧誘を行うときは顧客の利益と対立しないようにディスクロージャーが求められているが、実務上はブローカー・ディーラーのディスクロージャーはRIAに比べて、その範囲、フォーマット、ディスクローズの時期は異なっており、RIAのように投資勧誘時における利益相反について書面でディスクローズすることは課せられていない。しかしながら、投資勧誘を行うときは、書面でも一定のディスクロージャーは求められる。顧客注文の執行にあたって、ブローカー・ディーラーは、取引開始前又は同時に取引価格、委託又は自己が相手方になるかの別や報酬体系をディスクローズしなければならない。さらに、ブローカー・ディーラーは、自社が推奨する証券のマーケットメーカーであるかというような特別なディスクローズが求められる。

ブローカー・ディーラーのRRの場合は、FINRAのブローカー・チェック・ウェブサイトで情報が得られる。しかしその情報はRIAが書面に載せる情報ほど広範囲ではないため、ドッド・フランクリン法 (Section 919B) は、投資者がブローカー・ディーラーとRIA及びそれらの従業員に関する規制、処分、裁判、調停手続き等の

登録情報を投資者がアクセスできるよう改善するよう調査を求めている。

R I Aとは対照的にブローカー・ディーラーは、顧客との自己取引の制限が少ない。顧客から注文を受けた時の自己取引の最良執行、適合性に基づいた推奨、公正で合理的な価格と手数料という幾つかの取引能力に関する要請が課せられている。ブローカー・ディーラーの顧客との自己取引に関しては統一受託者責任のもとで規制すべきだという議論が行われている（特に地方債、社債、新規発行証券等について）。ブローカー・ディーラーの顧客との自己取引は、R I Aの場合と同様に、また統一受託者責任では忠実義務が示している利益相反があるわけである。それゆえ、統一受託者責任の基では最小限、顧客との自己取引に係る利益相反をデイスクローズすべきである。勿論、ブローカー・ディーラーが顧客との自己取引を行うときは適合性、最良執行、公正で合理的な価格形成と報酬体系が課せられることは当然である。

② R I A

R I Aは、既存客や潜在顧客に投資助言を行うときは事前又は契約締結と同時に会社の書面を交付しなければならぬ。書面には投資サービスの内容、利益相反の資料、報酬体系（range of fees）、分析（analysis）の方法、投資戦略、損失のリスク、取引注文を集合するときの方針（trade aggregation policy）やソフトウェアの使用等を含んだ注文の取次ぎ、他の報酬、当該R I Aの処分歴と財務状況等をデイスクローズしなければならない。

R I Aの従業員であるI Aの場合は、投資家がI Aを信頼できるようにI Aの教育歴、監督の状況、処分歴、紛争の状況、一つ又は複数の州への登録状況について記述した書面を提供しなければならない。

R I Aの顧客との自己取引（principal trading）については、価格操作やダンプング（dumping）⁽⁹⁾といわれる顧客口座での顧客の意に沿わない買付を行うというリスクがある。投資顧問法（Section 206(3)）で、取引開始前に

書面での R I A の取引能力のディスクロージズ及び顧客との自己取引の都度、書面による顧客の同意を得ることを求め、顧客の同意なしに取引を行うことを禁止している。議会は、R I A の自己取引の価格操作のリスクや顧客口座へのダンピングの濫用について認識しているが、禁止はできなく、この特別な利益相反についてディスクロージャーと顧客の同意要請をするを選ぼうとしている。

5 規則の統一 (Harmonization of Regulation)

SEC のスタッフは、SEC はブローカー・ディーラーと R I A に対する規制は異なっているが、幾つかの機能に係る規制については統一を検討するとしている。その中で、注意義務と行為規制は統一できると考えている。ドッド・フランク法 (Section 913(h)(2)) は、SEC がブローカー・ディーラーと R I A の一定の営業慣行、利益相反、料金体系を公益や投資者保護に反する場合は、禁止又は制限する適切な規則の設置を調査しなければならないとしている。

それに加えて、統一受託者責任の採用にあたって SEC のスタッフはブローカー・ディーラーと R I A が実質的に同一の機能で仕事を行うときは投資者保護の規制は同一か又は実質的に類似していなければならないことの検討を提案する。

SEC のスタッフは、投資者はどこで投資助言を得たかにかかわらず、同じ投資者保護を受ける権利がある。このため現行制度では、投資者はブローカー・ディーラーと R I A という登録上の位置づけによって異なるレベルの投資者保護を受けていることになる。投資者は何に投資するかどうかでなく、まず投資者保護のレベルを検討しなければならないことになる。このことは、投資者がブローカー・ディーラーと R I A の違いに直面すること

で、両者に対する規制の違いから投資者が合理的な決定を行うのに重荷を担わせることになっているのである。SECのスタッフはブローカー・ディーラーとRIAの仕事は同一か実質的に類似した機能であり、そのため同一か実質的に類似した規制が課せられるべきであると確信している。

6 その他の分析

ブローカー・ディーラーとRIAの業務や監督等、幾つかの分野において大きな相違が認められる。これらの分野で多くの場合は、ブローカー・ディーラーの方がRIAに比べて規制が厳しい。このことは、議会がSECに対してRIAに対する検査の強化を要請した原因にもなりうる。⁽¹⁰⁾

(1) 広告 (advertising)

広告に関する規制は投資家にとって特に重要である。ブローカー・ディーラーとRIAの規制の最も大きな相違は、ブローカー・ディーラーのRP (Registered Principal)⁽¹¹⁾は、分売 (distributing) を行う前に一般に対するコミュニケーションの承認が必要であり、一定のコミュニケーションはFINRAに届け出が必要⁽¹²⁾である。RIAにはこのような承認を要する規制はない。

ブローカー・ディーラーとRIAは、投資者をミスリードしたり不適切なコミュニケーションを行うことは禁止されている。一般的な禁止規定は類似しているが、特別な内容の規制は異なる。例えば、IAは功労賞 (testimonials) や過去の特別な推奨 (past specific recommendation) を広告に使用することは禁止されている。ブローカー・ディーラーは功労賞を広告に使用することは禁止されていないが、功労賞や過去の特別な推奨の使

用は制限されている。

(2) 法的救済 (remedies)

投資者の権利が、ブローカー・ディーラーと取引する場合とR I Aと取引する場合で異なる。ブローカー・ディーラーの顧客は、F I N R Aの仲裁・調停 (arbitrate) を通じてブローカー・ディーラーとその従業員に対して苦情相談 (dispute) を行うことができる。F I N R Aの規則はブローカー・ディーラーに対して顧客との仲裁・調停を受けるように要請し、苦情内容の記述と、事前 (pre-dispute) に仲裁・調停条項のフォーマット (format) を求めている。

対照的に、R I Aの場合は解決のための旋 (resolution forum) を通じて、事前又は事後の苦情相談を選ぶことはできるが、仲裁・調停条項のフォーマットはない。

ブローカー・ディーラーの顧客は証券取引所法の規定のもとで、損害に対する権利を有する。R I Aについては投資顧問法のもとで顧客はR I Aとの契約を無効にすることと支払ったフィーの返還要求はできるがブローカー・ディーラーの場合に比べると制限されている。ドッド・フランクリン法 (Section 921) は証券取引所法と投資顧問法を改正して、S E Cがブローカー・ディーラー、R I Aと顧客の紛争に係る苦情相談に協定書 (agreements) の使用に関する禁止又は条件又は出訴制限の規則の公布を行うことができると規定している。

(3) 監督 (supervision)

ブローカー・ディーラーとR I Aは、証券取引所法と投資顧問法により監督責任者 (supervise person) を設け

なければならない。ブローカー・ディーラーに対してはより明確に監督要請が課せられており、従業員を監督しなければならない。さらにSROは、①個々のRRに対して直接の監督者を置くことを含めて職階級 (hierarchy) を設けること、②支店、監督者がいない支店、登録していない場所の定期的な検査を行うこと、③従業員の業務外での活動やプライベートの証券取引の監督を行うこと、を課している。

対照的に、投資顧問法の倫理規範におけるIA個人の証券取引の規定はブローカー・ディーラーの個人の証券取引より広範囲であるとともに、より一般的で、黙示的である。

SECにはブローカー・ディーラーとRIAの監督規定を統一化して監督機構の相違に焦点を当てるようにすべきだという意見もある。そのためSECのスタッフは、SECは監督規定を再検討すべきであると提案する。検討の過程でSECは適用する普遍的な規定が適切であるか、或いは、監督機構の要件を従業員数という規模別やブローカー・ディーラーやRIAの特性を考慮した基準で決定できるかどうかを検討することになる。

(4) 認可とブローカー・ディーラーとIAの継続研修 (licensing and continuing education requirement for persons associated broker-dealers and investment advisers)

ブローカー・ディーラーのRRは通常、FINRAへの登録状況、雇用と処分歴及び最近の情報をディスクロズしなければならない。RRは証券外務員資格試験に合格し、登録して継続研修を受けなければならない。このような従業員に対する要請が金融のプロとしての最低水準維持と適格性の要請を保証している。

IAについては連邦政府にもSROにも認可、登録及び継続研修の規定がないので投資顧問法に所要の手当てを行うべきだという意見もある。SECのスタッフは、SECがIAの継続研修について検討を行うことを提案

する。

(5) 帳簿と記録 (books and records)

ブローカー・ディーラーとIAの帳簿と記録については多くの相違があるが、業務分野が重複しているところが問題になる。一般的に、ブローカー・ディーラーはビジネスにかかわる全ての契約書や受発信文書を保存しなければならぬ。これに対し、RIAは、特別に列挙された書類だけを保存すればよい。これはSECの検査や内部監査、コンプライアンスの監視において保存が求められないからである。これらの相違は内部監査、コンプライアンス機構、規制当局の情報入手の効率性に限れば、規制当局の投資者保護の水準を落としていることになる。

SECはRIAのビジネスに関する全ての連絡文書や契約書をブローカー・ディーラーに適用している基準で保存することを検討しなければならない。

7 結びに変えて

ドッド・フランク法が成立して一年が経過したが、米国議会では下院金融サービス委員会 (Financial Services Committee) が二〇一一年九月一三日にブローカー・ディーラーとRIAの規制についての聴聞を開始する。小委員会ではブローカー・ディーラーに対する検査周期が三年ごとであるのに対し、IAに対する検査周期は九年に一度であることから小委員会での審議はIAに対する検査機関としてSEC又はFINRA又はIAのSROの新設のどれが良いか。検査のための資金の手当てをどうするか等から審議を開始している。また、ドッ

ドゥフランク法は、SECに対し九〇以上の条項について規則制定を行うように規定しており、SECはそれらの三分の二については提案や採択を済ませたとしている。⁽¹³⁾

ドッド・フランク法が課すRIAにとつての大きな問題点は、検査を担当するのがSECかFINRAを含むSROかであるのに対し、ブローカー・デイラーにとつての最大の問題点は受託者責任が課せられることである。受託者責任により、ブローカー・デイラーには忠実義務が課せられることになり、その内容はブローカー・デイラーとの利益が投資家の利益より優先されることを禁止するもので、重大な影響を及ぼす利益相反は除去するか十分かつ公正なディスクローズを行い、投資者の同意を得なければならぬことになる。ブローカー・デイラーのディスクロージャーはRIAに比べて、その範囲、フォーマット、ディスクローズの時期は異なっており、RIAのように投資勧誘時における利益相反について書面でディスクローズすることは課せられていない。また、ブローカー・デイラーは、顧客との自己取引の制限が少ないが、一方で顧客から注文を受けた時の自己取引の最良執行、適合性に基づいた推奨、公正で合理的な価格と手数料という幾つかの取引能力に関する要請が課せられている。しかしながら、調査報告書ではブローカー・デイラーとRIAに対する規制の中で、注意義務と行為規制は統一できるとしている。

このように忠実義務に係る利益相反、顧客との自己取引、そしてディスクロージャーについて、今後、議会でのような審議が行われるかが注目されることである。このことは、さらにコミッションビジネスとフィードバックのビジネスモデルの行方にも関心が集まるところであり、資産管理業務の今後の進展に大きな影響を与えることになろう。

- (1) 拙稿「SEC、登録外務員(RR)に受託者責任(Fiduciary Duty)を適用(1)」証研レポートNo. 一六六二(二〇一〇年一〇月参照)
- (2) 拙稿「SEC、登録外務員(RR)に受託者責任(Fiduciary Duty)を適用(2)」証研レポートNo. 一六六三(二〇一〇年一二月)参照
- (3) 拙稿「SEC調査報告書に見る投資顧問業検査の検査件数等の問題点について」証研レポートNo. 一六六五(二〇一一年四月)参照
- (4) 「単に付随する(solely incidental)」とは、ブローカー・ディーラーがブローカー・ディーラーとしての通常の業務において投資助言を行うものである。
- (5) 「特別な報酬(special compensation)」とは、ブローカー・ディーラーがIAとみなされる投資助言に対する特別な報酬である。
- (6) 「証券会社は専門家として看板を掲げ、一般投資家から信頼されるわけであり、その課される注意義務は低くない(アメリカでは看板理論と呼ばれる)」近藤光男、吉原和志、黒沼悦郎「金融商品取引法入門」商事法務 二〇〇九年四月 二二二頁
- (7) 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。
- (8) 最良執行については、「発注する証券業者を選定する際に、単に可能な限り最も低いコミッション料率で執行すること

- が義務づけられているのではなく、最良品質の執行になっていくかどうかを追及することを意味している。たとえば、証券業者から提供される調査サービスの価値、執行能力、コミッション料率等を総合的に判断して発注業者を選定する必要がある。」(鈴木章司『投資顧問業』「アメリカの証券市場」二〇〇九年版 日本証券経済研究所 二四〇頁参照 大量の新規発行証券の分売にあたり、価格や市場動向に関係なく取得する)。〔「The Securities Industry Glossary」 New York Institute of Finance
- (9) 拙稿「SEC調査報告書に見る投資顧問業検査の検査件数等の問題点について」証研レポートNo. 一六六五(二〇一一年四月) 参照
- (10) RP (Registered Principal) とは、FINRAの外務員資格で、FP (Financial Principal 財務諸表とネットキャピタル計算の責任者) 業務以外のブローカー・ディーラーの業務執行に当る者で、支店にも配置が要請される。
- (11) FINRAは、メンバーであるブローカー・ディーラーの広告、ウェブサイトを、販売用ブローシユア等の届出と審査を行っており、その数は二〇〇八年度で九万件以上であった。
- (12) SIAU <http://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank.shtml> 「Implementing the DODD-FRANK Wall Street Reform and Consumer Protection Act」

(さかした あきら・客員研究員)