

米国ドッド・フランクリン法による受託者責任の ブローカー・ディーラーへの適用

坂 下 晃

一、はじめに

ただいまご紹介いただきました岡山商科大学の坂下でございます。どうぞよろしくお願いいたします。皆様の中には存じ上げている方も多くて、少し話がしにくい感じがございます。ほかのテーマも追いかけていますが、今回はちよつと間に合わなくて、かたいテーマでお話しさせていただきますことをお許しいただきたいと思います。

また、このテーマにつきましては、米国証券取

引委員会（SEC）がこの六月いっぱいパブリックコメントを行っているところでございます。アメリカのマスコミでも、特に共和党関係ではこれに反対する動きも相当ございます。こういった中で、この後の進展については、一〇〇％うまくいくということではないかとは思いますが、現政権とSECは強力に進めていく考えのようでございます。

（本日の話の主な内容）

話の内容につきましては、なぜ受託者責任（中

duciary duty) なのかという問題から始めて、アメリカの証券リテール営業における投資顧問 (Investment Adviser 以下「IA」、登録外務員 (Registered Representative 以下「RR」、独立請負人 (Independent Contractor 以下「IC」) の位置づけ、さらに業際問題についてお話しします。これは証券営業マンと投資顧問の間にはあくまでも証券のリテールの問題になりますが、そこで、つばぜり合いがございます。その業際問題が「メリルリンチ・ルール」ということで顕著にあらわれました。その上で今度はブローカー・ディーラー (以下「BD」と投資顧問業者 (Registered Investment Adviser 以下「RIA」) に対する行為規制は一体どうなっているのか。これに対してSECはどういう提案をしているのかをお話しし、ボストン・コンサルティング・グループ (Boston Consulting Group 以下「BC

G」) がコスト分析をしまして、自主規制機関FINRAは非常に高コスト体質であるという批判を行っております。この辺についてもご紹介した上で、現実にアメリカにおける証券業界からはどういった意見があるのかをご紹介させていただきたいと考えております。

(ドッドⅡフランク法)

まず、二〇一〇年七月二日に成立しましたドッドⅡフランク法では、何を求めているのか。投資アドバイス (投資助言) とは一体何か。どこまでが営業に関する付随サービスか、これは特にブローカー・ディーラーのRRに関することとでございます。これについて、これまで米国では十数年にわたって議論が展開されてきたわけでございます。それが最終的にIAに適用されてきた受託者責任をブローカー・ディーラーに勤務するR

Rに対しても適用するということでは決着が付きそうでございます。

もっともこの動機は業界問題だけではなくて、例のバーナード・マドフのポンジ・スキーム、こういうことも原因の一つになっているように感じます。

SECは、投資者はどこで投資助言を得たか、それはブローカー・ディーラーかIAかにかかわらず、同じ投資者保護を受ける権利があるとしています。BDとRIAの仕事は同一か実質的に類似した機能であり、そのために同一か実質的に類似した規制が課せられるべきである、こういうふうに主張しているわけです。

(SECの二つの報告書)

このために、SECは二〇一一年に議会の要請によりまして、「投資顧問業とBDについての調

査報告書」及び「投資顧問検査の向上に関する調査報告書」を発表しております。この二つの報告書の内容を織りまぜてご報告申し上げたいと思います。

(ルーズベルト大統領の考え方)

大恐慌の後、一九三三年の証券法制定を議会に要請した際のルーズベルト大統領の考え方はまた後でお読みいただきたいと思います(コラム参照)。

(フィデューシャリー)

受託者責任(フィデューシャリー)というのは一体何だろうかという問題でございます。東大の神田先生によれば、一般的に他人のために仕事をするものである。広い意味では医者とか弁護士とかも全て含まれる。基本的に顧客との強い信頼関

— コ ラ ム —

フランクリン・デラノ・ルーズベルト

1933年証券法の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

（注） 日本経済新聞夕刊「大機小機」2010年7月9日から引用

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いる。金融に関係する業務の中ではファイデューシャリーは中心的な課題となりつつある。一般の商取引上の行動規範よりも高次元の行動規範とされる。こういうふうに言われております。

二、米国の証券リテール業（IRA、RR、IC）

（米国の証券営業）

それでは、米国の証券のリテール営業について、ご存じの方ばかりかと思いますが、整理させていただきます。

後で統計数字も出てきますが、証券のリテール営業は、まず社員外務員（RR）の資格を取っ

て、インディペンデント・コントラクター（IC）に変更し、さらに投資顧問業（IA）にも登録するケースが多いと言われております。この三つのカテゴリーにつきましては、報酬体系が異なるだけではなく、それぞれが顧客ニーズに応えて営業スタイルが類型化されているところで、これはやはり基本的に資産管理営業が伸びているあらわれではないかと思っております。

（投資顧問業（IA））

それでは、IAとは一体何か。一九四〇年投資顧問法では、投資顧問業を次の三つの要素を持つものとしております。

一つは、証券の価値または投資適格性について投資助言の提供、レポートの発行または分析をする者、二つ目はこれらの業務を営業として行う者、そして三つ目がこれらの業務を行うことで報

酬を得る者でございます。

ただし適用除外がございます。一つは銀行、弁護士・公認会計士等の専門家が、本来の業務に付随する場合であります。二つ目は投資助言がブローカー・ディーラー本来の業務に単に付随する場合で、助言につき特別の報酬を受け取らない場合、そして三つ目が新聞・雑誌です。では、ブローカー・ディーラー、証券会社につきまして、単に付随するとは一体何だろうか。これはブローカー・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条件を伴うものとされていきます。また、特別な報酬というのは、ブローカー・ディーラーがIAとみなされる投資勧誘に関する報酬、いわば投資助言業において報酬を得ることと言われております。

(SEC登録のRIA)

SEC登録のRIAはどれだけいるかという問題でございます。五人以上の顧客からの預かり資産が二五〇〇万ドル以上ある場合は、SECまたは州に登録する必要がありますが、これがいろいろ変遷を重ねてきておりまして、二〇〇四年一月からはRIAの数がふえてまいりました。二〇一一年七月には登録規定の改正を行いました、SECの監督範囲を預かり資産一億ドル以上のRIAといたしまして、外れた者は州登録に変えていったわけです。

(IA)

RIAの従業員であるIAについてはどうか。現在、独立の投資顧問業者、RIAの従業員であるIAは、二七万五〇〇人が州に登録しております。IAとしては州登録が必要になってくるわ

けです。IAはFINRAの実施しております試験のシリーズ66または65が必要になってまいります。

(RIAの業務)

RIAの業務は一体何か。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、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します。RIAはブローカー・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ち、利益相反を最小にして行動し、報酬をフィー・ベースに依存しております。

RIAは独立性が高いので、顧客との関係確立、顧客データの収集と目標の明確化、顧客のファイナンス状況の分析と評価、プランの検討・作成・提示、プランの実行援助、プランの定期的

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はCFP資格認定機関のCFP Boardが認定する国際資格である。

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

見直しというフィナンシャル・プランナー（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ということ、FPとの関連が非常に強いわけです。

（FP）

FPとは何か。ご存じのとおり、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IAは、証券等の特定の分野に特化し、高度な専門知識をもとに助言を行う。このため、FPは、IAとして登録を要する者と、そうでない者に分かれてきます。アメリカのRRの中で、CFP（国際ライセンスのFP）を取得している営業マンが非常に多くなっている傾向がうかがえます（図表1）。

(B D)

一方、証券会社、ブローカー・ディーラー(B D)ではどうか。SEC登録のブローカー・ディーラーの約五一〇〇のうちそのほとんどは小規模です。全体の五三%は従業員数が一〇人以下、約二九%が一〇人から五〇人、約九%が五一人から一五〇人、残りの九%が一五一人以上になるわけです。ブローカー・ディーラーの約一八%はSECまたは州に投資顧問(R I A)としても登録しております。ブローカー・ディーラーは、合計一億九百万の個人投資家と機関投資家の口座を有しております。

(社員外務員(R R))

ブローカー・ディーラーの営業マン、まずは社員外務員です。我が国と異なりまして、社員外務員といえども、歩合制が中心になっておりまし

て、コミッションの戻し率は四〇〜四五%でございます。社員外務員の平均像は、年齢は四〇歳代が多く、三〇代、四〇代で五七%。学歴は大学院卒業が四四%、約半分でございます。また、公認会計士、アナリスト等の資格保有者も多く、平均の経験年数は約一一年、現在の証券会社の勤務年数は約六・六年とされておりま

(I C)

I C (Independent Contractor) につきましては、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とされています。社員営業員とは別に証券会社にも所属せず、独立したF Pや会計士がR Rの資格を取得した上で、I C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まして、報酬はコミッションの戻し率の八〇%の歩合

図表2 米国の社員外務員とIC

	社員営業員	IC
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

給になっております。

(社員外務員とICとの比較)

社員外務員とICを比較いたしますと、図表2でお示したような状況で、ICになりますと、社会保険あるいは年金プランは自己負担、いわばコスト面は全て自分で負担する、コンプライアンスや研修は証券会社が負担するといったやり方になっております。

ICは、証券規制上はRRということになりますから、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として働きますが、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証券会社と契約する、対等な契約関係にあります。広く金融商品全般を対象として、ライフプランに合った資産配分や投資対象をコンサルティング・ベースで提案することに従事しております。

すので、無理な販売は抑制し、投資家サイドに立った商品選択を行うという特徴があります。

証券会社のほうは、金融商品の提供、バックオフィス機能、情報システム・電話通信設備設置の援助、顧客情報、リサーチ情報・ソフトウェアを提供する。証券会社にとってはコストの流動化、営業管理・管理コスト不要、小規模店舗の開設が可能。ICが直接店舗を持っているわけで、これによって地域密着型が可能になってきます。ただ、デメリットといたしましては、コンプライアンスが有効ではないことです。地域的に本店と離れておりますので経営方針の徹底が困難であったり、お客さんはICに帰属するということになろうかと思います。

(IAと証券外務員の重複登録者)

IAと証券外務員の重複登録者というのがあり

ます。多くの金融サービス業者は証券業務と投資顧問業務の両方を行っています。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のメンバーであり、そのほとんどは大手のブローカー・ディーラーであるということです。

RIAの二二%はブローカー・ディーラーと提携関係を有しています。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を雇用しております。二〇一〇年一〇月段階ですが、FINRA登録のブローカー・ディーラーの八四二社はSECまたは州にRIAとして登録しており、IAの八八%はFINRA会員のブローカー・ディーラーのRRということです。

重複登録者がなぜ多いのかということにつきましては、単独にブローカー・ディーラーまたはRIAとして登録している金融サービス業者より

図表3 「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	8, 500	17,500	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筆者が作成

も、重複登録者のほう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、こういったサービスができるということを調査報告書では明らかにしております。

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資格の重複取得者も多いわけです。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、相互乗り入れが行われることになりました。このため、RRとIAの双方の資格取得が必要になってきました。この傾向は今後さらにふえていくのではないかと見られております。

ブローカー・ディーラーとRIAの登録状況(図表3)をみますと重複しているのが多いと同時に、RIAの数字がふえていっていることもう

かがうことができると思います。

三、メリルリンチ・ルール

(ファイ型証券口座と受託者責任)

次は、業際問題に入ります。SECは、二〇〇七年三月三〇日、証券会社によるファイ型証券口座の提供禁止を命じた連邦高裁判決に対して、上告を取りやめました。この訴訟はアメリカのFP協会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す。

この提訴については、実は背景がございます。

一九八〇年代後半からSECのRR、特にICTアイプに対する検査強化に対して、反発とそれ以降の確執がございました。一九八〇年代後半から九〇年代にかけて、SECはブローカー・ディー

ラーに対する検査強化を打ち出していきました。それは顧客ニーズに適合しているかをチェックしなければならぬ規則をICを含むRRが遵守しないことに対して、ブローカー・ディーラーに注文をつけたわけです。

ブローカー・ディーラーは、毎日全ての顧客の取引をチェックし、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、トラブルが生じる状況に陥るのを避けなければならぬとしたわけですが、ブローカー・ディーラーはその要請になかなか応えませんでした。

それに対して、SECは、FINRAの前身であるNASDとブローカー・ディーラーに対して、監督を強化するように要請しました。監督は強化されたわけですが、ブローカー・ディーラー

は、このコストをRRに転嫁しました。これに反発したICは、ブローカー・ディーラーをやめてディスクラウント・ブローカーに移動し、RRではなくてIAとしてSEC登録を受けることになったわけです。

彼らは、実質的にはRRでありながらIAとして登録を行ったために、NASDの監督を受ける必要がなくなりました。と同時に、SECの監督部門で、RRの監督とIAの監督部門が異なるため、IAのほうの検査回数が非常に少ない。受検の機会は一二年から一五年に一回と、検査の負担が非常に軽減されました。

(メリルリンチ・ルール)

ところが、資産管理営業が定着するにつれて、一九九〇年代、大手の証券会社はRRを使用して投資顧問法に抵触することなく、RRによる

フィーベースのビジネスモデルを構築しました。

フィー型証券口座では手数料ではなく、預かり資産残高に応じたフィーを定期的に徴収するものでありながら、一方で適合性原則の適用は受けるが、投資顧問法に抵触しないと解釈してフィー型証券口座を提供するという特別な資産管理業務を發展させてきました。

ここでは、顧客の利益を最優先する受託者責任は免除されてきました。これは、SECが一九九九年に認めたもので、通称メリルリンチ・ルールと呼ばれるものです。すなわち、フィー型証券口座ではRRが投資顧問法上のIAとしての登録を受けなくても、RRが投資一任勘定とはしない助言業務を伝統的なブローカー・ディーラーとされる証券管理、執行、口座管理と合わせ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ようにしたわけです。

投資顧問法では、ブローカー・ディーラーが提供する投資顧問サービスは、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、かつ特別な報酬を受け取っていない場合は適用除外であると先ほど申し上げたとおりです。

しかし、アドバイスに対するフィーは取引の執行での手数料やディーラーの報酬となる *earn 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きました。

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います。これに対して証券会社のRRはこれまで受託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ました。このため、受託者責任の有無がIAとRRとの最大の違いと考

えられてまいりました。

適合性の原則と受託者責任では適用される期間が異なつてまいります。端的に申し上げますと、取引ごとにおける規制（適合性の原則）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（受託者責任）、この違いです。RRが顧客に対して提供する情報については、適合性の原則に合致するかを確認する必要があるが、それが最良の選択とは言えません。RRは顧客が最終判断を行うプロセスの一つの段階に關与しているにすぎないということです。

これに対しまして、RRに受託者責任を要請しないというのは不公正であり、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いう批判があります。こういった業際問題が出てまいりました。

先ほど申しましたのと重複しますが、二〇〇七

年に裁判所は、SECの規則制定権を超えるものだという判決を出しました。

判決は、証券会社の業務とIAの業務に係る規制を明確にすることを要請します。したがって、大手証券会社は金融助言サービスにおけるこれまでの方法を変更せざるを得なくなってきたということです。

（二〇〇六年五月の投資顧問法の改正）

判決が出るまでは、SECのメリリランチ・ルールに対する批判が強いので、二〇〇六年五月の投資顧問法の改正により、ディスクローズをきちんとして、利益相反もありますよということをSECは徹底させたわけですが、残念ながらSECの検査や顧客に対する聴聞において、お客さんはその区分を全然理解していないという結果が出てきました。

ディスクロージャーが十分機能していないということになる、投資者がRRとIAから同様の金融サービスを受けるときは、少なくとも投資顧問法または同等の規則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必要になるという判断になったわけです。

四、BDとRIAに対する行為規制

（RIAに対する行為規制）

RIAに対する行為規制とは何か。投資顧問法では、プリンシプル・ベースで規定されています。投資顧問法二〇六条ではRIAについて受託者責任の観点から行為規制を定めています。RIAが投資者に投資助言を行うときの行動規範は受託者責任であり、SECは、受託者責任の中心は

忠実義務と注意義務であると表明しております。

忠実義務というのは、「投資者の最大の利益」を目指すもので、RIAの利益が投資者の利益より優先されることを禁止するものです。

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なければならないというものであり、RIAは投資者に対して重大な影響を及ぼす利益相反がある場合は、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という問題でございます。

ディスクロージャーについては、投資者がIA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を交付しなければならぬというものです。

注意義務につきましては、実質的に不正確または不完全な情報での推奨に基づくのではなく、合理的な投資を求めるというものです。

(BDに対する行為規制)

ブローカー・ディーラーに対する行為規制は、ご存じのところですが、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ます。この義務は連邦証券諸法の不正取引防止条項から来ております。

ブローカー・ディーラーについては、圧倒的に規則ベースで行う規制が進められてきています。ブローカー・ディーラーと投資者の間には公正と透明性が大きな尺度になっております。

一般的に「看板理論」と言われるように、ブローカー・ディーラーは看板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って、顧客と公正に取引することを黙示的に表示しています。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が求められております。

ブローカー・ディーラーの公正取引義務の中心

は、ご存じのとおり、適合性の原則です。一般的にブローカー・ディーラーの勧誘は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当たっては、あらかじめ当該証券の発行者を調査するほか、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を行い、顧客の取引とその置かれた状況で最も有利な価格で執行する。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おります。

伝統的に適合性の原則はブローカー・ディーラーに「投資者の最大の利益」を要請していない。このことがブローカー・ディーラーとRIAの行為規制で最大の相違点でございます。

（受託者責任）

受託者責任とは具体的に何だろうかという問題に入らせていただきます。IA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います。これに対して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ました。

責任の適用される期間について、ブローカー・ディーラーの場合は、取引ごとにおける規制、すなわち商品販売時に顧客にアドバイスを提供し、取引が終了すれば、責任も終了します。これに対して、RIAは、顧客の預かり資産がある限り顧客の最大の利益に対する責任が継続します。言いかえれば、常に顧客の口座をモニタリングし、アドバイスを提供する。こうした相違があります。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ということです。

(統一受託者責任)

こういった受託者責任がRIAに課されているが、ブローカー・ディーラーには課されていないということから、ドッドⅡフランク法では、SECに対して統一受託者責任を提案しております。

SECは、ブローカー・ディーラーとRIAに対する規制は異なっていますが、幾つかの機能に係る規制について統一を検討しています。ドッドⅡフランク法では、ブローカー・ディーラーとRIAがリテール投資者に対し、証券について個別のアドバイスを提供するときの基準を「投資者の最大の利益」を図るという統一した基準にしております。

ということは、具体的には忠実義務をブロー

カー・ディーラーにも課することになります。SECはブローカー・ディーラーとRIAの一定の営業慣行、利益相反、料金体系が公益や投資者保護に反する場合は、禁止または制限する適切な規則の設置について調査を行うとしております。

忠実義務はブローカー・ディーラーとRIAの利益が投資者の利益よりも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というものです。

ブローカー・ディーラーの場合は最低限の義務を設けた規則とガイダンスが課せられます。それは、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、投資者の取引を最も好ましい状況で執行して

いるか、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ということです。

調査報告書ではディスクロージャーの改善とブローカー・ディーラーとRIAのディスクロージャーの統一を求めています。報告書の中でSECのスタッフはサービス、提供される金融商品、ブローカー・ディーラーまたはRIA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おります。

投資者はブローカー・ディーラーとRIAの役割の違いを認識しているわけではありません。金融と法律の専門用語には困惑しています。加えて過剰の情報が投資者を圧倒しています。こういったことが、投資者が重要な情報またはディスク

ロージャーを見逃すことにつながっていますので、SECのスタッフは、SECが簡単、単純、明快そして簡潔でキーとなる情報を統一ディ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しております。

五、SECのRIAのSRO調査報告書

（SECの「投資顧問検査の向上に関する調査報告書」）

SECに、もう一つの検査に関する報告書がございます。こちらではどういったことをうたっているのか。RIAの検査機関についての議論でございます。現状ではRIAの検査はSECの検査部が行っているわけですが、RIAに対する検査ではリスク管理を中心として実施しております。

ただ、近年においては資産管理業務の急速な発展・拡大という中で、R I Aの増加と検査官の減少という状況を背景にしまして、複雑化する検査と検査頻度の減少という問題に焦点が当てられてきております。

S E Cは、法の要請によりまして、改善可能な取り組みを議論してまいりました。

(自主規制機関 (S R O))

投資顧問業界においては、業界団体としての投資顧問業協会はございますが、自主規制機関はございません。検査はS E Cが直接実施しております。これまで長い間なげ無いかということについては、これまでも自主規制機関創設の動きはございました。一九六三年、S R Oに参加することによって最小限のプリンシパル(上席営業員)とR I Aの一般の従業員であるI Aという適切な範

疇区分ができることについての考え方を示したのですが、実現されておりません。

それ以降も、一九八〇年にはS E Cが文書を出しております。S R Oの創設です。一九八九年には法案を出しました。これも廃案になりました。

一九九三年には検査を行うS R Oの創設について、下院は通過しましたが、上院は通過せずという状況にありました。

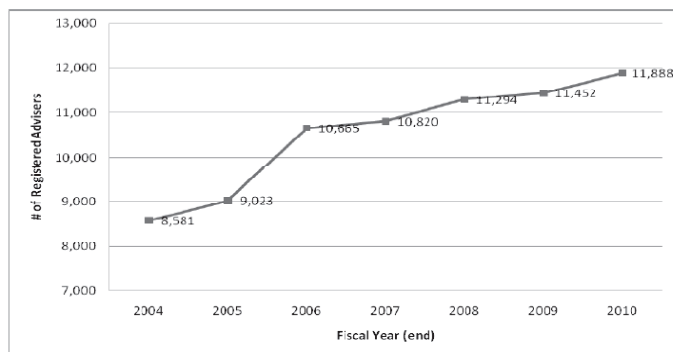
ブローカー・ディーラーにはF I N R Aがありますことから、S R Oが業界の自主規制機関として存在することが効率的である、こういう考え方が今回の調査報告書にも取り入れられております。

(R I Aの増加)

また一方、資産管理業務の進展に伴いまして、R I Aが増加しております(図表4)。二〇〇四

図表4 RIAの数

CHART 1: NUMBER OF REGISTERED INVESTMENT ADVISERS



年一〇月から二〇一〇年九月の段階で八五八一から一万一八八八、三八・五％増加しております。資産運用額も二四兆ドルから三八兆ドルと五八・九％増加しました。年平均の伸び率は九・一％の増加を示しております（図表五）。

このデータはSECの報告書から直接とらせていただきました。RIAの数と運用資産額も増大してきております。

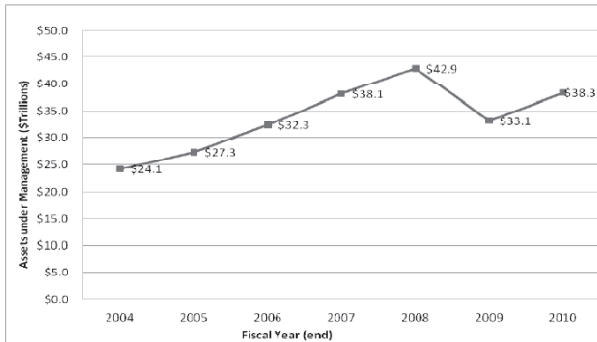
（SEC検査部の検査官数）

SEC検査部の検査官の数は残念ながら減ってきております。リーマンショックの後、景気後退であってもRIAの数は増加してきております。そのRIAの増大と片方で検査官はふえないという問題が出てまいりました。検査官の数は図表6でご覧いただけますようにふえておりません。

過去八年間にRIAの数と、その運用資産が伸

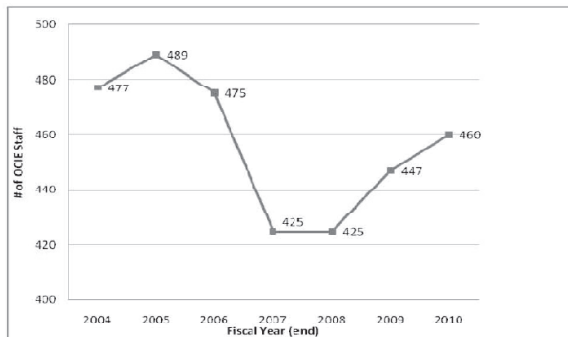
図表5 RIAの運用資産額

CHART 2: ASSETS UNDER MANAGEMENT OF REGISTERED INVESTMENT ADVISERS



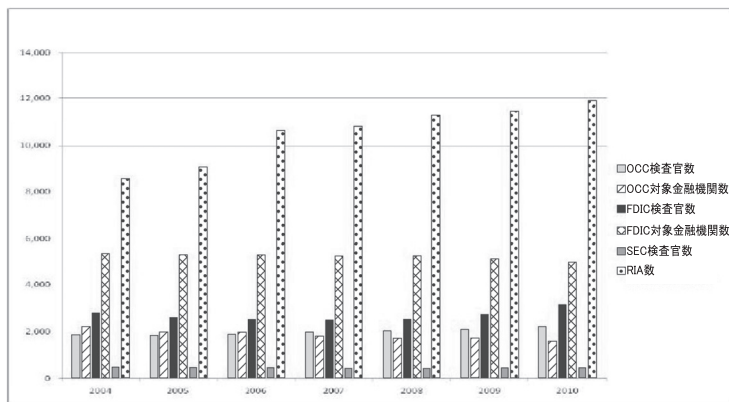
図表6 RIA担当のSEC検査官数

CHART 3: NUMBER OF OCIE STAFF DEDICATED TO EXAMINING REGISTERED INVESTMENT ADVISERS AND INVESTMENT COMPANIES



図表7 SEC検査官数と銀行規制機関の検査官数

CHART 5: COMPARISON OF EXAMINERS TO ENTITIES REGULATED²⁷



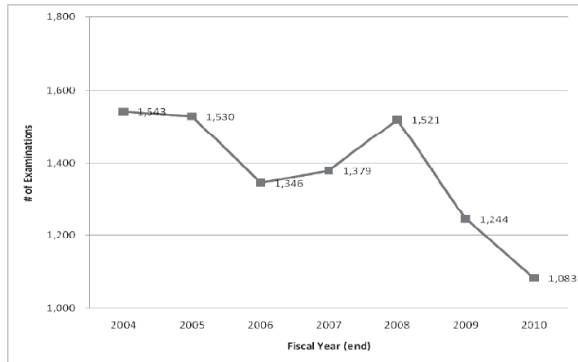
びてきたのに対し、検査部の人員はその伸びに対応しなかったということがございます。一方、同じ金融規制の中でも銀行に対する規制当局の検査と比較しますと、SECのほうが非常に検査官の数が少ないということになります。また、その差が拡大してきているということが出てきております（図表7）。

（RIAに対する検査回数）

RIA 一社に対する検査回数はどうだろうということも問題になってまいりました。検査部のRIAに対する検査回数は、図表8でご覧のとおり、二〇〇四年の一五四三件から二〇一〇年には一〇八三件と減少し、過去六年における検査の比率も、二〇〇四年の一八％から二〇一〇年には九％に減少しています。RIAの受検サイクルを見ますと、二〇〇四年には平均六年に一回、二〇一

図表8 SECのRIA年間検査回数

CHART 6: NUMBER OF REGISTERED INVESTMENT ADVISER EXAMINATIONS



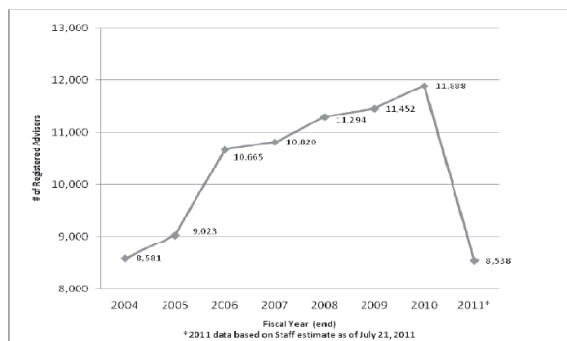
○年には平均一年に一回、これはRIA数の増加と検査官の減少によっているということが明らかになっていました。

この問題は、SECの検査プログラムの他の分野にも影響を及ぼしています。検査部では訴訟の申し立てがあったり、ハイリスク金融商品投資の助言を行うRIAに対しての検査も行っているわけですが、通常の検査よりどうしても時間がかかる。そうすると、こういった検査の推進が難しくなっているということです。

SECは、投資顧問法の登録基準の改正によって一九九六年のNSMIA(全米証券市場改革法)制定で運用資産二五〇〇万ドルを超えるRIAをSECから州登録に変更したと同じ効果を生むであろうという期待から、二〇一〇年九月三〇日のRIA一万一八八社が、今回の改革で二八・二%、三三五〇社は減って八五三八社になると期待

図表9 登録基準見直しとSEC登録RIA数の変化

CHART 7: NUMBER OF REGISTERED INVESTMENT ADVISERS AFTER ENACTMENT OF TITLE IV



をいたしております（図表9）。SECの管轄するRIAを減らして州に移管させるという考え方でございます。

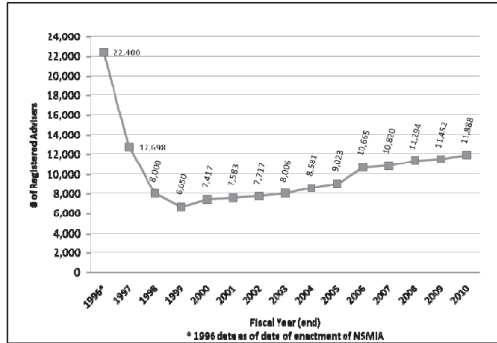
ただSECのスタッフは、投資顧問法の登録規定の修正によりまして、SEC登録のRIA数が一旦減少しても、法成立後にRIA数と運用資産額は増大すると予測しております。一九九六年のNSMIA施行後（図表10）と伸び率は異なっても、年成長率五%とすれば、RIAは五年間に八五三八から一万八九七になり、運用資産は四九兆ドルになるとしています（図表11）。さらに一〇年後はもっとふえるのではないかと予測をしているわけです。

（議会からの検討の要請）

こういった中において、議会からはSECに投資顧問法改正の効果と検査頻度向上のためのアプ

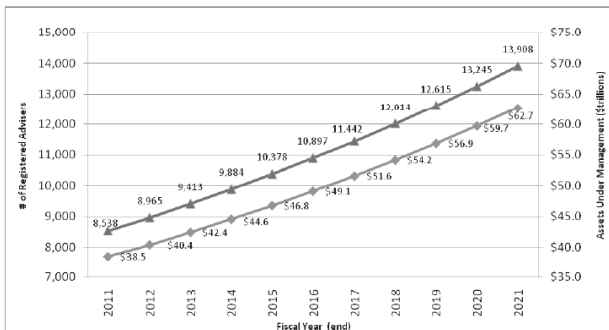
図表10 NSMIA制定後のSEC 登録RIA数

CHART 8: CHANGE IN NUMBER OF REGISTERED INVESTMENT ADVISERS
AFTER THE ENACTMENT OF NSMIA



図表11 RIA数と運用資産額の 予想

CHART 9: ILLUSTRATION OF FUTURE GROWTH OF REGISTERED
INVESTMENT ADVISERS AND ASSETS THEY MANAGE



ローチの検討が要請されました。それは、①RIAに対するSECの検査プログラムに資金を与えることで、SECの検査体制を維持するための資金源として利用者であるRIAの料金負担(User Fee)を設置すること。②SECの監督のもとでRIAに検査を実施できる1以上のSRO(自主規制機関)の設置を認可すること。③FINRAに重複登録者に対する検査を認めることと
いう内容です。

(利用者の料金負担)

それぞれの内容を見ると、ユーザーフィーはRIAに課せられ、SECの監査を支え、SECの検査プログラムだけに使用される。

ユーザーフィーは、検査部が長期計画に基づいた効果的な検査ができるように検査プログラムを改善し、テクノロジーと戦力の強化に努めること

が可能になります。

(SROの設置)

SROの設置により、権限の範囲、会員権、ガバナンス、財政等の問題を解決できます。投資顧問法はRIAのSROとして一つまたは複数を選定しています。FINRAの場合は、証券取引所法に基づく国法証券業協会で、法は複数の証券業協会を予定していますが、現実にはFINRAだけということです。

(重複登録者に対する監査)

重複登録者に対するFINRAの監査としては、SECは証券取引所法を改正して、FINRAがブローカー・ディーラーだけではなく、RIAとして重複登録している会員についても投資顧問法上のコンプライアンスを適用する権限を与え

たいということです。

重複登録者に対しては、FINRA監査とは別途、SECの検査部が投資顧問法上の検査を実施しておりますが、RIA全体の5%はブローカー・ディーラーとしてFINRAのメンバーであり、そのほとんどは大手のブローカー・ディーラーで、リテール顧客の割合が多く、多くのIAを代理人として雇用しています。FINRAに投資顧問法上の検査権限を持たせれば、SECは重複登録者を間接的に検査することになり、SECはコストの問題から解放されると言っております。

それ以上に、検査部とFINRAが重複登録者に対して検査を実施することは、一方でFINRAがSECにより監督されていることからしても、最終的にSECは重複登録者の顧客の投資行動とコンプライアンス環境が把握できるようにな

り、効果的な検査が行えるのではないかと主張しております。

六、ボストン・コンサルティング・グループのコスト分析

(BCGのコスト分析)

こういったSECの提案に対しまして、ボストン・コンサルティング・グループ(BCG)がコスト比較をいたしました(二〇一一年一二月の「投資顧問業の監督と選択肢の経済分析」、図表12)。RIAに対する検査機関としてSECの検査部がユーザー・フィーを得ることによって拡大する。それが図表中の「改組SEC」です。このほか、FINRAがRIA・SRO全部を担当するケース、および、RIAだけの自主規制機関を新設するケースそれぞれについて、そのコスト分

析をしたわけですが、FINRAの場合は非常にコスト高であると主張しております。

FINRAのRIA・SROの場合は一年間のコストが五億五〇〇万ドルから六億一〇〇万ドルと、SECをユーザーフィーに基づいて改組する場合に比較して、約二倍のコスト高であるとしております。

図表12にそれぞれのシナリオがあるわけです。ボストン・コンサルティング・グループの報告書では、SECを改組する場合について、詳しくは出ていませんが、①のSEC改組は、人員、スタッフを充実させる場合の検討です。②は、直接コストだけではなくて、ディスクロージャーの改善あるいはスタッフの研修、こういった検査プログラム改革を含めているのではないかとみております。③FINRAがRIA・SROになる場合、④RIAだけの自主規制機関を設ける場合、

この比較です。一番コストの高いのが新設の自主規制機関を設ける場合、次がFINRAということになるわけです。

後でまた出てきますが、RIAの中ではSECが継続して我々の検査を担当してほしいという声がよく出てきます。そのユーザーフィーとは何か。ユーザーフィーはRIAに課せられて、SECの検査を支え、RIAの検査プログラムだけに使用される。ユーザーフィーにより、SEC検査部が長期計画に基づいた効果的な検査が実施できるように検査プログラムを改善する。

ユーザーフィーとSROの会費はそれぞれのシナリオの立ち上げと業務委任コストを賄う資金源となります。一社当たりのRIAに課せられる資金源の推計と平均的なフィーはどうかというのが次の図表13になります。

下の段が、RIA一社当たりのユーザーフィー

図表12 RIAの検査機関シナリオのコスト比較

	①改組 SEC(スタッフ増加分)	②改組 SEC(スタッフ全員)	③ FINRA の RIA・SRO	④新設 SRO
立ち上げに要するコスト	6 百万ドル～8百万ドル	6百万ドル～8百万ドル	200百万ドル～255百万ドル	255百万ドル～310百万ドル
立ち上げに要する期間	6～12ヶ月	6～12ヶ月	12～18ヶ月	18～24ヶ月
自主規制業務委任コスト(A)	100百万ドル～110百万ドル	240百万ドル～270百万ドル	460百万ドル～510百万ドル	515百万ドル～565百万ドル
SECによるSRO監督コスト(B)	不要	不要	90百万ドル～100百万ドル	95百万ドル～105百万ドル
合計年間コスト(A+B)	100百万ドル～110百万ドル	240百万ドル～270百万ドル	550百万ドル～610百万ドル	610百万ドル～670百万ドル

(注)

1、合計年間コストは自主規制業務委任コストと SEC による RIA 監督コストの合計であり、立ち上げコストは合計されていない。

2、BCG は、SEC に「検査にかかる報告書」以降3つのシナリオに変更がないことを確認した。

3、コスト計算では RIA は4年ごとに1回受検する。最近の検査実績では、10～11年に1回とされている。

4、コスト計算上の前提

検査対象の RIA 数は、2012年の9,440とした。②検査官の数は787とし、IRA は4年に1度検査を受けることとした。③1年間の検査官1人当りの検査回数は最近の SEC 検査の平均から3回とした。④立ち上げコストは SEC および関連機関の予算を参考にした。⑤自主規制業務委任コストは SEC と FINRA の予算データから1回当りの検査コストと担当官のコストを推計した。⑥ SEC の SRO 監督コストは最近の SEC の FINRA のブローカー・ディーラー監査の監督コストを50%減額して推計した。

5、筆者注：①改組 SEC (スタッフ増加分)と②改組 SEC (スタッフ全員)の区分について、BCG 報告書には記載がない。筆者の推察では①はスタッフの新規採用の検査官にかかる直接コストであり、②は①検査プログラム、テクノロジーの改善、スタッフの研修等のコストを①に加えたものとする。

図表13 RIAに対する委任業務の資金規模とRIA1社当たりのユーザーフィー又は会費の金額

	改組 SEC (スタッフ増加分)	改組 SEC(スタッフ全員)	FINRA の RIA・SRO	新設 SRO
自主規制委任業務のコスト	100百万～110百万ドル	240百万～270百万ドル	460百万～510百万ドル	515百万～565百万ドル
RIA1社当たりの平均的な年間ユーザーフィー又は会費	11, 300ドル	27, 300ドル	51, 700ドル	57, 400ドル

(注) 本報告書では、RIA 1社当たりの平均的なユーザーフィーについて、RIA 数からユーザーフィーを算出する資金徴収メカニズムを試みていない。また、RIA に対するユーザーフィーの振り分けの試算も行っていない。ただ、均一又は変額の体系のもとで RIA の会社の規模、収入額、顧客数又は会社のカスタディ、投資戦略、資金のタイプ等のリスク・プロファイルのいずれか又はそれらの組み合わせによる試算が行われよう。

の負担額。SECの場合は税金だけではなくて、検査を受けるRIAが検査費用を負担する。FINRAや新設のSROの場合はそれが会費負担ということになるわけです。

(FINRAの反論)

これに対して、FINRAは、その計算が相当違うぞ、そんなに高くなりませんよということ、で、反論をしております。

七、米国証券業界の受託者責任適用への反応

証券界ではどういう意見があるのかを見ていきます。

ブルースカイローに基づきまして、州法でRI

Aに受託者責任を課している州が四つあります。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、この四つの州については、これまでも州法の中に受託者責任を課しております。ニューヨークなど一四の州につきましては、完全な対応をしておらず限定適用をしています。それ以外の州は受託者責任を適用していません。マサチューセッツは二番目の一四の受託者責任を限定適用している州ですが、州の当局者は、「州にあるRIAのうち七九%が、預かり資産が三〇〇万ドル未満であり、従業員数は五人未満である。SROに関するユーザーフィーであれ、会費であれ、RIAに対する規制コストの上昇により、四一%が廃業に直面する危機にある」と述べています。

数百万の中流家庭の人々が小規模のRIAか

ら、受託者責任に基づく投資やファイナンシャル・プランニングのサービスの提供を受けているが、これらの家庭では、受託者責任と適合性の原則の違いを理解しており、ブローカー・ディーラーや保険会社ではなくRIAからサービスを受けることを重視している。しかし、ドッド・フラック法では、これらの小規模のRIAを資産管理業務から追い出し、顧客に等価でないサービスの提供を受けさせることになる、との意見も聞かれます。

RIAとFPは顧客に対し、年ベースでのファイナンシャル・プランニング・サービスとポートフォリオ・マネジメントを提供し、対価として通常一〇〇万ドルまでは一％（サービスによっては時間料金や固定料金もある）という報酬を得ている。RIAの五八％が、それにもかかわらず、改

組SECの検査を希望している。その理由としては、「FINRAにはアカウンタビリティがないし、記録の脆弱性、コスト高で、さらにFINRAはブローカー・ディーラーをえこひいきしている。RIAのSROとしては不適當である。」こういう意見があります。

ブローカー・ディーラーは、今後、投資家への対応に一層注意を払わなければならない。これまでに適用されていなかった「投資者の最大の利益」を勧めなければならない。これまで適用してきた「適合性の原則」と「あなたの顧客を知りなさい」とは大きな差がある、との意見も聞かれています。

受託者責任をRR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。この意見は非常に強いわけだ。そのコンプライアンス・コストを投資家に転嫁することにより、多くの低・中位所得の投資家層にとつてはコスト高になる。さらに、投資家にとつ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に見合う分を超える投資アドバイスを要求しかなないという懸念も出ております。

ブローカー・ディーラーの中には、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。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はなく、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。受託者責任の適用は商品へのアクセスや商品の選択、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。これはFP協会の意見です。

FPボード（ケビン・ケラー氏）は、「SECは七〇年間RIAを監督してきた歴史がある。RIAはSECの監督下にとどまりたい。FINRAはブローカー・ディーラーにより創設されており、RIAの自主規制機関になることは固有の利益相反がある。SECの三つのオプションでは、FINRAは重複登録者の監視を行えばいい。重複登録者はブローカー・ディーラーとしてのライセンスも得ているのだから、FINRAの規制が課せられるのも構わない。」こういったことを述べております。

八、おわりに

こういったところから、証券リテールの中で、今後ブローカー・ディーラーにも受託者責任を課すという問題が法によって出てきたわけです。それは、ファイ型のビジネス・資産管理業務が増大しているが、資産管理業務については、受託者責任が必要であるという判断です。これに対して、これまでのブローカー・ディーラーについては適合性と合理的根拠が適用されてきたが、これからRIAと同じように受託者責任、それは特に忠実義務、顧客に対する最大の利益を課すということ、これを統一受託者責任と呼んでおります。さらに、RIAの自主規制機関を設けて検査頻度を充実させていくという提案ですし、この中においては規則はプリンシプル・ベースで進められてい

くと同時に、SROについてはコストベネフィットという観点が非常に強く出ているという感じがございます。

こういった中で、SECのパブリックコメントがまだ締め切られておりませんので、その後を注視していきたいと思っております。資産管理業務が大きく進展しているアメリカの証券界の中では、ブローカー・ディーラーに受託者責任が課せられることは間違いない方向だと考えますし、他方、RIAに対しては、SROを設けるかSECの検査体制を充実させるかなどによって検査の内容と頻度を上げていくことになろうかと思えます。

この動きが、我が国に対してどういう影響があるだろうか。残念ながら、「貯蓄から投資へ」もそれほど進んでいるとは言えませんし、情報に対するコストは空気と同じで無料、という日本の投

資環境の中において、直ちにこれが適用されるものではないと思います。しかし、一九九〇年の段階でIOSCOの総会で取り入れられた誠実・公正義務というものは既に日本の証取法に入り、また、金融商品取引法にも入っております。ただしこれがプリンシプル・ベースで入っていくかどうかは、今後の課題であろうかと思えますし、我が国においても今後資産管理業務が大きく進展すると考えるならば、リテールの証券営業においても、アメリカの改革の動きは、我が国にも非常に大きな影響を及ぼす改革ではなからうかと思っておりますので、今後も注意していきたいと考えております。

雑駁な話におつき合いいただきましてありがとうございます。これで終了させていただきます。(拍手)

高坂常務理事 坂下先生、興味深いお話をどうもありがとうございました。

証券外務員に対する受託者責任の適用、投資顧問業者に関する自主規制機関をめぐる最近の議論や、その背景につきまして、丁寧に御説明をいただきました。

お時間が若干ございます。御質問等お受けたいと思います。挙手をいただければマイクをお回しいたしますので、どうぞよろしくお願いいたします。どなたかいらっしゃいませんか。

質問者A 先生、きょうは大変貴重なお話ありがとうございます。

私も、このフィデューシャリー・デューティーがブローカー・ディーラーに入ってくるというのは非常に大きな変化だと思います。理念的にはそこは私も非常にクリアだと思いますが、実際の

くらの影響があるかという点につきまして、私

も少し疑問を感じているところがございます。先生に御紹介いただいたように、大手ですと例えばRRの資格とIAの資格を同時に持っているところも多い。こういうところは確かにRRとしてはかかってないかもしれないけれども、既にIAの資格を持っていると、そこでフィデューシャリー・デューティーは本来かかっているはずだということになるかと思えます。他方、小さいところなどにつきましては、確かにこれで今回ブローカー・ディーラーに対してかかってきたとしても、先ほど先生の御指摘があったように、州法レベルだと、州によつてはIAであつてもフィデューシャリー・デューティーはかかっていますということになると、極論かもしれませんが、ブローカー・ディーラーをやめて州法レベルのIAになつてしまえばかからないということも起こ

り得るような気がいたします。

これも先生御案内のとおり、アメリカの場合、証券会社は非常に多様化しておりまして、純粹にIAにバックのサービスを提供するだけの業者とかがあれば、助言を一切しないインターネットの業者もある。こういったところはそもそも助言をやっていないので余り関係ないだろうと考えていくと、やはりこのフィデューシャリー・デューティーが入ってくることで、ブローカー・ディーラーの中でも、証券会社の中でもどういったタイプのところが一番影響を受けそうか、先生のほうでお考えがあればお教えいただきたいと思ひます。

坂下 州法の段階では、先ほど申しましたが、既に取り入れているところが四州、限定適用が一四州、その他は受託者責任を取り入れておりませんが、今回の行為規制は連邦法として全てに適用さ

れることになります。

御存じのとおり、アメリカでは、結局IAが、チャールズ・シュワブとかLPL証券のように、投信販売などをする場合に、自分で事務所を設けて顧客本位の営業を行うが、バックオフィスの問題とか商品提供は全てそういう証券会社が担当する。そういうやり方が非常にふえていておりますので、今回の改革はこれまでの製販一体からオープンアーキテクチャーへとという米国の証券ビジネスの変化を捉えて資産管理業務を先取りしているのかなと思ったりもいたします。

ただ、伝統的なブローカー・ディーラーの業務だけをやっているところは、どうしても資産管理業務ができない、本当に仲介業務だけということになりますので、今後の業務の発展性ということではちよっとしんどいかなと。ただ、IAの外務員資格がそれほど難しいわけではございませんの

で、冒頭に申しましたように、向こうの証券営業はRRの資格、シリーズ7を取りましてから、RRになって、社員外務員に。これは現実には歩合給です。それから、インディペンデント・コントラクター、八〇%が自分の実入りになる。独立営業、これはIAに似て、証券会社からサポートをされる。それから、今度はIAの登録も行う。IAもRIAとして事務所に所属する場合であっても、証券会社とタイアップしているということでございますので、伝統的な証券会社もある程度はシフトは可能ではないかと考えております。投信スーパ―あたりのこともさらに調べていきたいとは考えております。

高坂常務理事 ほかの方、ございますか。

質問者B 本日は貴重なお話をどうもありがとうございます。ございました。大変参考になりました。

ひとつお聞きしたかったのは、先ほど先生御指

摘のとおり、アメリカと日本では証券業の成熟度が違ったりステージが違うということなので、この法律の日本への適用はまだ見きわめが必要だということでした。昨今、国際的な規制の枠組みの協調とか各国の金融当局の連携が強まっている。特にドッド・フランクリン法につきましては、アメリカ国内の法律の規制のみならず、域外適用ということで、今現在の段階でも我々のほうにしわ寄せが来ているという状況がございますので、こちら辺の波は意外に早く来るのではないかなと懸念しております。もし御存じであれば、金融当局が、こちら辺のフィデューシヤリー・デューティーを証券業のほうに持ち込むんだというところについて、どういう方向性で考えているのか、教えていただきたいのですが。

坂下 今おっしゃったと同じような印象を私も持っております。日本の場合はホールセールの投

資顧問業協会のほうでは既にこういったことを、平成一三年に投資顧問業者の注意義務研究会で「投資顧問業者の注意義務について」という報告書を出されています。こういった本格的と言った方がいいのかわかりませんが、検査あるいは罰則も付いたもの、日本の金商法にもその部分はありませんが、忠実義務というよりも誠実義務で出てきております。若干この辺の解釈が難しいところかとは思っております。いずれにしろ、平成一九年でしたでしょうか、金融審議会の「わが国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ中間論点整理」では、「プリンシプルベースの監督は、国内金融市場の国際競争力強化あるいは国内金融セクターの活力強化を目的として、基盤となる規制環境のひとつとして検討・提案されている」とされています。また、同年七月に行われた金融庁の五味長官から佐藤長官へのバトンタッチ

の記者会見のときに、プリンシプル・ベースについて「金融規制の質的向上（ベターレギュレーション）」が行政の大きな課題であり、またそのひとつの大きな柱として従来の規制手法であるルールベースの監督に加え、プリンシプルベースの監督も最善の形で組み合わせていくことを模索したい」と発表されていますので、いずれにしろ各国の規制当局がこれに協調していく可能性は多分にあるのではなからうかと思っております。特に資本市場については共通の物差しをどうしても要求すると思いますので、日本の場合は、ホールセルだけではなく、リテールにいつ出てくるのか、恐らくそんなに遠い将来とは言えないのではないかと考えております。余りお答えになりませんけれども。

高坂常務理事 どなたかいらっしゃいますか。――

――よろしゅうございますか。

それではちょうど時間になりましたので、本日の証券セミナーを以上でお開きといたします。改めてまして、坂下先生、どうもありがとうございます。（拍手）

（参考文献）

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」『ファイナンシャル・レビュー』五六号財務省財務総合政策研究所 二〇〇一年

樋口範雄「信託と信託法」弘文堂二〇〇七年

（さかした あきら・岡山商科大学大学院教授
当研究所客員研究員）

（この講演は、平成二五年六月二一日に開催されました。）

坂 下 晃 氏
(岡山商科大学経営学部教授)

略 歴

昭和42年3月 立命館大学経営学部卒業
平成24年3月 愛知工業大学大学院経営情報科学研究科博士後期課程単位取得満期退学
昭和42年4月 大阪証券業協会入所
(昭和48年同協会は(社)日本証券業協会に改組、平成4年証券取引法上の認可法人に移行)
平成8年11月 日本証券業協会大阪地区協会事務局長
平成10年1月 大阪証券健康保険組合常務理事を兼務(平成13年12月まで)
平成14年5月 日本証券業協会常任監事
平成16年7月 日本証券業協会常務執行役
平成16年7月 (株)証券保管振替機構非常勤取締役を兼務(平成17年6月まで)
平成18年6月 日本証券業協会常務執行役を退任
平成18年7月 財団法人日本証券経済研究所客員研究員(現在に至る)
平成18年9月 岡山商科大学商学部教授に就任(平成21年商学部は経営学部へ改組現在に至る)
平成21年4月 岡山商科大学経営学部商学科長就任(現在に至る)

著 書

平1／7 「証券論25講」共著 (株)晃洋書房
平6／2 「新証券論」共著 (株)晃洋書房
平10／7 「新証券論25講～規制緩和と国際化」共同編者及び共著 (株)晃洋書房
平14／10 「証券・金融市場の新たな展開」共著 (株)晃洋書房
平15／3 「証券論15講」編著者 (株)晃洋書房
平22／6 「証券市場の基礎知識」共著 (株)晃洋書房

論 文

平20／10 「厳しい状況下のグリーンシート銘柄制度」 証研レポート第1650号
平23／3 「米国における証券投資勧誘規則の新たな展開～RRに受託者責任を適用～」 龍谷大学「経営学論集」第50巻第4号
平24／4 「外務員資格試験制度の改革と課題について」 証研レポート第1671号
平24／10 「米国投資顧問業(RIA)の自主規制機関(SRO)をめぐる論議」 証研レポート第1674号