

リテール証券取引における適合性原則と ファイデュシヤリー・デューティー（FD）

佐賀 卓雄

はじめに

金融庁は、二〇一四事務年度の『金融モニタリング基本方針（監督・検査基本方針）』の中で、その重点施策の一つとして、資産運用の高度化をあげ、「商品開発、販売、運用、資産管理それぞれに携わる金融機関がその役割・責任（ファイデュシヤリー・デューティー、以下FDと略）を実際に果たすことが求められる」として、その検証を行うことを明らかにした（この方針は翌年九月の

「二〇一五事務年度金融行政方針」でも、「ファイデュシヤリー・デューティーの浸透・実践」として掲げられている）。

そして、翌一五年七月の「金融モニタリングレポート」において、投資運用業者の一部において、顧客の信任を高めるために、FDに基づいた行動規範（アクションプラン）の具現化を模索している先がみられる一方で、「リスク性商品のうち、投資信託に焦点を当て、業務運営の適切性について検証した結果、投資信託の販売においては、依然として、販売手数料が高く、リスクの比

較的高い商品が販売上位を占め、顧客の安定的な資産形成に資する商品提供に向けた取組みが十分に浸透しているとは必ずしも言い難い」と問題点を指摘している。さらに、保険商品や仕組債についても、今後、同様の検証を行うことを明らかにしている。

さらに、森 信親金融庁長官は講演で、度々、欧米と較べてわが国のFDの範囲が狭いこと、さらには近年、欧米においてFDの範囲の拡大の動きがみられることを指摘している(例えば、二〇一六年四月七日に開催された日本アナリスト協会第七回国際セミナー「資産運用におけるパラダイム」における基調講演)。

こうした動きの中で設置された金融審議会「市場ワーキング・グループ」では、第三回(二〇一六年七月六日開催)に配布された「国民の安定的な資産形成とフィデューシャリー・デューティー」

と題された「事務局資料」には、「真の顧客本位の業務(フィデューシャリー・デューティー)を徹底し」、国際的な動向(アメリカの労働省(Department of Labor, DOL)やSECが提案している統一フィデューシャリー・デューティー案、イギリスのケイ・レビュー(Key Review)のインベストメント・チェーン強化提案、EUのMi FID(金融商品市場指令)における顧客保護の強化、OECDの「金融消費者保護に関するハイレベル原則」の採択など)に照らして、「顧客のニーズや利益に敵う商品・サービスを提供することが必要ではないか」、そのためのプリンスプル／ルールのあり方と、それらを定着させるための取組みについて問題提起している。

国際的にみても、既に進行し、さらに深刻な影響を及ぼすと予想される高齢化の進展、そして不確実性と厳しさが増すと予想される資産運用環境

に鑑みて、資産運用業の重要性はいくら強調しても強調しすぎということはない。したがって、金融庁が今回掲げた行政方針の妥当性については疑問を差し挟む余地はない。

ただし、少し細部にわたってみれば、規制体系のあり方をもう少し正確に把握しておく必要があるように思われる。というのは、証券業者に対する行為規制としては、既に定着している「適合性原則」があり、いうまでもなく投資信託の販売にあたって当然、適用される行為規制である。したがって、いきなりFDといわれても、業者の中には当惑している向きも散見される。そもそも、これまでの適合性原則では何が不十分なのか、これまででは信託業務に関連した義務とされていたFDを適用することによって、その欠点がどのようには是正されるのかを丁寧に説明する必要があると思われる。

また、アメリカにおいてもブローカー・ディーラー（証券会社）に対してはFINRA（Financial Industry Regulatory Authority）（金融取引行為規制機構）の「ノウ・ユア・カスタマーズ・ルール」と「適合性ルール」が適用され、FDは投資顧問業者（investment adviser）に適用される規制である。

そして、重要なことは、適合性原則とFDでは、一般には忠実義務と注意義務とから構成される後者の方がより高い義務を課すると思われるものの、証券業者に課せられている行為規制や、日本証券業協会やFINRAのような自主規制機関による一連の行為規制の存在を考えれば、それほど簡単な判断ができる問題ではないということである。

一、リテール証券取引における適合性原則

アメリカでは、ブローカー・ディーラー（以下、BDと略）（証券会社）に対する行為規制として、ノウ・ユア・カスタマー・ルール（Know Your Customer Rule）と適合性ルール（Suitability Rule）という二つの「顧客勧誘ルール」がある。

歴史的には、業者が顧客のトラブルから自己を防御するために、前もって顧客のことを把握する必要があることから広まったといわれ、その後、NASD（全米証券業協会）やNYSE（ニューヨーク証券取引所）の規則として採用され、現在ではFINRAの規則に統一されている。

まず、「ノウ・ユア・カスタマー・ルール」

（Know Your Customer Rule）（FINRA規則

2090）は、顧客口座の開設と維持にあたって、すべての顧客についての主要な事実を知るところを義務づけている。「主要な事実」とは、顧客口座へのサービス、口座についての個々の指示に沿った処理、顧客のための代理人の権限についての理解、適用される法律、規制、および規則、について求められる事項をいう。

FINRA規則2111は、ブローカーは顧客の投資プロフィールを確認し、証券を含む推奨する取引あるいは投資戦略が、合理的な調査を通じて、顧客に適合的であると信じる合理的理由がなければならぬと定めている。「顧客のプロフィール」とは、年齢、他の投資、財務状況と必要性、課税状況、投資目標、投資経歴、投資期間、流動性の必要性、リスク許容度、ブローカーの推奨に関連して顧客が開示する他の情報、である。また、規則の補足的資料として、より細部にわたる

説明があるが、「適合性義務の構成要素」(Components of Suitability Obligations) とし、合理的根拠適合性 (reasonable-basis suitability)、特定顧客適合性 (customer-specific suitability)、量的適合性 (quantitative suitability) の三つをあげている。

わが国では、金融商品取引法四〇条一号において、金融商品取引業者は業務の運営が次の各号のいずれかに該当することのないようにその業務を行わなければならないとした上で、「金融商品取引行為について、顧客の知識、経験、財産の状況及び金融商品取引契約を締結する目的に照らして不適当と認められる勧誘を行って投資者の保護に欠けることになっており、又は欠けることになるおそれがあること」と規定している。

アメリカとは異なり、わが国では業者が顧客を知る義務については直接の規定（法令）は存在し

ない。しかし、金融庁の『金融取引業者向けの総合的な監督指針』（二〇一五年九月）は、その「Ⅲ―1―2―1 適合性原則」において、顧客の情報（属性等）と顧客の取引実態を把握するために、顧客管理体制の確立を求めている。また、日本証券業協会は「協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」、いわゆる投資勧誘規則三条二項において、「協会員は、顧客の投資経験、投資目的、資力等を十分に把握し、顧客の意向と実情に適合した投資勧誘を行うように努めなければならない」と規定している。そして、顧客情報の把握のために、顧客カードの整備義務（顧客勧誘規則五条一項）を定め、記載すべき事項を詳細に規定している。

このように、日米においてリテール取引の投資勧誘にあたって、証券業者に顧客の知識、経験、財産の状況、さらには投資目的（日本では二〇〇

六年の金融商品取引法の改正で追加された)について把握することを求めている。しかし、その後の取引の継続については、必ずしも明示的に顧客情報の更新を求めているわけではない。

ちなみに、EUにおいても、MiFID2の二五条二項で業者は顧客または潜在的な顧客に関する必要な情報を入力すべきであると規定している。

わが国の場合、適合性原則に違反した場合には、法令違反として監督上の処分、業務改善命令の対象になる。また、日本証券業協会の投資勧誘規則違反として、協会員に対する処分が行なわれることになる。

二、投資アドバイザー・デューティー

他方、投資顧問業者に対しては、一九四〇年の投資顧問法 (Investment Advisers Act) が規制の根拠法である。同法は、投資顧問を定義して、「報酬を受けて証券の価値に関して、または証券に対する投資、購入、もしくは売却の可否に関して、直接的に、または出版物もしくは文書を通じて、他人に助言することを業とする者、または報酬を受けて定常的業務の一部として証券に関する分析または報告を発行もしくは公表する者を含む」(投資顧問法第二〇二条第一項)としている。それに続いて、銀行、会計士など、適用除外となる者が列記されているが、その中に「当該助

言行為がその者の業務の遂行にとって付随的なもの
にすぎず、かつ、当該助言行為に対して特別の
報酬を受けないブローカーまたはディーラーが
あげられている（同条一項（C））。この規定に
おける「その者の業務にとって付随的」かつ「特
別の報酬を受けない」という文言が後に係争点に
なる。

ブローカー・ディーラー（証券会社）に対する
適合性原則がFINRA規則として制定されてい
るのに対して、投資顧問に対する行為規制である
フィデュシヤリー・デューティー（FD）という
言葉は投資顧問法の中には見当たらない。投資顧
問業は自主規制組織ではないので、SEC規則で
規制する構造になっているが、そこでもFDとい
う言葉は見当たらない⁽¹⁾。

この義務は判例を通して確立したもので、その
中でも画期的とされるのが、*Meinhard v. salmon*

(164 N.E. 545, 546, N.Y. 1928) と *SEC v. Capital
Gains Research Bureau, Inc.* (375 U.S. 180) であ
る。前者はフィデュシヤリー（受託者）が負うべ
き義務につき、「市場のモラルよりもより厳格な
ものと捉えられる」と述べ、後者は「一九四〇年
投資顧問法は、議会が、意識的あるいは無意識に
公平無比ではない助言を提供しがちになる原因で
ある投資顧問の利益相反を排除、あるいは少なく
とも開示させるという意図に加えて、投資顧問
係の微妙な信任の性質（delicate fiduciary na-
ture）についての議会の認識を反映している」と
述べ、信任関係が高度の倫理性や規律を伴うこと
を指摘している。

具体的には、投資顧問のフィデュシヤリー・
デューティーとして次のことがあげられる。

① 重要事実の完全な開示。特に重要なものは、利
益相反と、投資顧問の顧客との契約履行能力を

保証する投資顧問の財務状況と(もしあれば)過去一〇年間の規律上の問題

② 顧客への適切な助言。これは根拠となつてい
るのが投資顧問法の反詐欺規定(anti-fraud
provisions)である点が、ブローカー・ディー
ラーに課せられる「適合性原則」とやや異なる
が、基本的な考えは同じである(Investment
Advisers Act release No.1406, *Suitability of
Investment Advice Provided by Investment
Advisers* (Mar.16.1994))

③ 推奨の合理的な根拠。投資顧問は推奨に当つ
て合理的、中立的な論拠を持たねばならない

④ 裁量執行。投資顧問は顧客の注文を執行する
時は、顧客の総コストが与えられた環境下で最
も望ましいものになるようにしなければならな
い⁽²⁾

このように、投資顧問には顧客との信頼関係に

伴う高度の義務が課せられている。したがって、
規制のこの側面だけをみれば、投資顧問業に課せ
られる義務の方が厳しいということになる。

しかし、BDには、それ以外にも様々な行為規
制が課せられているから、全体としてどちらが厳
しいかは一概にはいえない。まず両者に対する規
制構造の本質的差異は、証券業は自主規制団体が
あり、FINRAが独自の規則を制定して、常に
業者を監督し、違反行為があった場合には、SE
Cの制裁とは別に、独自の制裁を課していること
であろう。投資顧問業に対してはSECの規則が
あるだけである。したがって、二〇〇八年一二月
に巨額詐欺事件であるメイドフ(Meadow)事件が露見した時には、投資顧問業に対
する規制の甘さがその原因として指摘されたので
ある。

また、FINRA規則2010は「商業上の倫

理基準と取引の原則」を定めており、公正公平な取引の履行を求めている。また、わが国では、金融商品取引法三六条が「証券会社の顧客に対する誠実および公正義務」を定めており、決して倫理的側面からの行為規制が等閑視されている訳ではないのである。

三、リテール証券取引における一任勘定の普及と投資アドバイザー・サービスの境界の曖昧化

ブローカー・ディーラー（BD）を規制している三四年証券取引所法（Securities Exchange Act）と投資顧問業を規制している四〇年投資顧問法が成立するニューデール期には、両者の業務範囲ははっきりと分かれていた。というよりも、BDがブローカレッジ業務から受け取る手数料

（commission）は、直接には株式売買注文の執行サービスに対する手数料であるが、より細かくみれば、市況・株価や企業の財務動向のような投資情報の提供、投資戦略、アセット・アラケーション、売買タイミング、推奨銘柄といったアドバイスの提供、そして売買記録や口座管理といった一連の要素サービスをバンドル（一括）した総合サービスに対する対価ということになる。したがって、BDは投資アドバイスを提供することが一般的であった。

しかし、一九二〇年代ぐらいから、一部のBDは顧客に投資アドバイスを提供する専門部署を立ち上げ、独自の手数料を徴収し始めた。したがって、投資顧問法が成立する時期には、BDは一括サービスの一部として投資サービスを提供する、あるいは「投資顧問部」（investment advisory departments）という専門部署を立ち上げて提供

する、といういずれかの方法で投資サービスを提供していた。

当時の議会と創設されたSECの関心は、「真正の投資顧問」(bona fide investment adviser)を保護育成し、「予想屋」(tipster)を排除することとあり、したがって既に三四年証券取引所・法で登録が義務づけられていたBDが投資アドバイザーを提供することに対しては、それがブローカーレッジ業務にとつて「付随的」であり、別に手数料を徴収しない限り、適用除外としたのである⁸⁾。ところが、この境界はその後の証券業務の変貌を背景に曖昧になっていく。その過程を簡単に整理しておく。

発端は、一九七五年五月一日の株式売買手数料の全面自由化、いわゆる「メーデー」である。これ以降、業者は顧客から徴収する株式の委託手数料を自由に決めることができるようになるが、激

しい手数料切下げ競争により、業者の収益基盤が大きく揺るがされることになった。このため、残高に対してフィーを徴収する口座が登場した。いわゆるラップ口座である。しかし、ラップ口座は売買手数料を稼げないため、外務員に対するインセンティブの面で弱く、一九八〇年代後半までそれほど大きな成長を示さなかった。

もう一つの影響は、電話での受注、注文執行に特化したディスカウント・ブローカーの登場である。ディスカウント・ブローカーは最初の頃は微々たるシェアを占めるに過ぎなかったため、競争上の脅威ではなかったが、問題は質的な側面にあった。大手業者が対抗上、ディスカウント・ブローカーレッジ口座を提供し独自の手数料体系を提示すると、総合口座との手数料体系の差は「投資アドバイス」に対する対価とみなされる可能性が出てきたのである。

このような変化に加え、SECによる外務員の報酬制度についての調査が大きな影響を及ぼすことになった。これは、当時のSEC委員長アーサー・レビットが外務員の報酬制度が個別銘柄の手数料を基準にしているため、顧客に過当売買を勧めることになっているのではないかという危惧を持つていたことから行われた調査である。委員長がメリルリンチCEOのダニエル・タリーであったことから、「タリー委員会」と呼ばれるが、その報告書は残高連動の手数料体系への転換が望ましいことを提案した。⁽⁴⁾

この報告書を契機に、大手の証券会社において外務員に対する報酬体系の変更が行われ、マネー・ジド・アカウント(MA)の残高が増加し始めた。⁽⁵⁾

以上のようなBDの提供する顧客口座の多様化、ファイ型口座の急伸は新たな規制問題を提起することになった。一九九九年に、メリルリンチ

はネット証券の台頭に対抗するために、「アンリミットド・アドバンテージ」という新たな口座を提供することにした。これは株式ブローカレッジ業務を扱う残高ファイ型の口座であるが、メリルリンチのフィナンシャル・アドバイザー(FA)(外務員)は顧客に投資アドバイスを提供し残高に応じたフィーを徴収する一方で、投資顧問業としての登録は免除された(これをメリルリンチ・ルールと呼ぶ。SEC [2005]、参照)。これに対して、米国フィナンシャル・プランナー協会は株式取引の一形態として残高ファイ口座が提供されることを問題視し、メリルリンチ・ルールは違法であるとSECを提訴した。二〇〇七年、コロンビア地区控訴裁判所はこの訴えを認め、メリルリンチ・ルールは無効とされた。⁽⁶⁾

このような経緯から、MAの提供は投資顧問法の適用除外とはなっていないため、大手業者はB

Dと投資顧問の二重登録(dual registration)している場合が大部分である。二〇一〇年現在では、投資顧問の八八%はBDとしても登録している。⁽⁷⁾

さらに、SECは今後の規制のあり方を考えるために、シンクタンクのランド社(Rand Corporation)に委託して、証券と投資顧問のビジネスの実態、および投資家が両者の違いをどのように理解しているかについて、大規模な調査を実施した。二〇〇八年一月に公表されたその報告書は、投資家は投資顧問、ブローカー、フィナンシャル・アドバイザー、コンサルタント、フィナンシャル・プランナーといった専門家の間の差異を明確には理解していないこと、また「フィナンシャル・アドバイザー」と「フィナンシャル・コンサルタント」については、ブローカーより投資顧問に近いとみなしていることを指摘している。⁽⁸⁾

そして、二〇一〇年に成立したドッド・フランク法は、九一三条でSECにリテール顧客への証券投資勧誘についての現行の規制の有効性、およびその際の注意義務に関連して規制上のギャップ、欠点、重複が存在するかどうかを調査するよう指示した。具体的には、①リテール顧客はBDと投資顧問に適用される注意基準の違いで混乱しているかどうか、②注意基準を執行するための規制、検査、エンフォースメントの資源、③規制要件が変化した場合の、BDが提供する商品とサービスを含めた、リテール顧客への潜在的な影響、④BDを投資顧問法の適用除外から外すことの潜在的影響、⑤規制要件が変化することによる、リテール顧客、BD、および投資顧問への追加的なコスト、である。

これを受けて作成されたSECの報告書は、投資家保護を強化し、投資家の混乱を避け、投資

家、BD、そして投資顧問の負担を軽減するため、統一ファイデューシャリー・デューティー (unified Fiduciary Duty) の採用が望ましいことを提言している⁹⁾。しかし、SECは未だ「統一ファイデューシャリー・デューティー規則」の提案は行っていない。

他方、労働省 (Department of Labor) は二〇一五年に退職制度貯蓄へのFDの適用を求める「ファイデューシャリー・デューティー規則」を再提案している (二〇一〇年にも提案していたが、証券業界や議会の一部からも猛反対があり撤回している)。

証券界がファイデューシャリー・デューティー規則の採用が実務的に難しいとされてきた重要な理由として、BDの小口顧客に対してまで、投資顧問契約に義務づけられているような継続的なレビューやきめ細かい個別の投資アドバイスを提供

することのコスト負担にあるといわれている。しかし、ロボ・アドバイザー技術によるプロファイリングの更新とアロケーションの提案を投資家自身で実施してもらおうということでクリアできるという解釈が広まっている¹⁰⁾。FinTech技術の進化がこの問題の帰趨にも大きな影響を与えそうである。

おわりに

ブローカー・デイレクターと投資顧問に対する規制として、ファイデューシャリー・デューティーを適用するという議論はアメリカでは一九九〇年代から続けられてきた。背景には、証券業のリテール口座に提供されるサービス内容の変化があり、SECの規則や裁判所の判断を受けて、大手業者は二重登録でこの問題をクリアしてきた。

他方、わが国では、残高ファイ口座がアメリカと比較して増加していないため、フィデューシャリー・デューティーといわれても証券業界には唐突感を持つ向きも多いのではないだろうか。むしろ、投資顧問業界には馴染みのある概念であろう。

そうはいっても、証券業における適合性の原則では、特に投資勧誘にばかり焦点を当て、継続的なプロファイリングが疎かになっている、また金融庁が問題にしているように金融機関（投資信託の販売会社）による手数料についての情報開示が不十分であるということであれば、それを是正する努力が求められることはいうまでもない。それがフィデューシャリー・デューティーの適用であるのか、あるいは適合性原則の厳格化（例えば、プロファイリングの徹底と利益相反状況の開示）が望ましいのかは議論の余地があろう。

注

(1) フィデューシャリー・デューティーは、日本語では「受託者責任」あるいは「信任義務」と訳されているが、最近はそのままカタカナで使用されることが多くなっているので、本稿でもそれに従っている。

この概念は信任関係が認められるあらゆる場合について言及されるので、その定義も一般的に「信頼に基づいて、受益者の利益を念頭において行動又は助言しなければならぬ義務」（日本銀行金融研究所「金融取引におけるフィデューシャリー・デューティーに関する法律問題研究会」[二〇一〇]、「金融取引の展開と信任の諸相」、『金融研究』一〇月）とされる。具体的事例としては、救急病棟に運ばれてきた意識のない患者と医者との関係が例として良くあげられるが、それ以外にも弁護士や会計士のような専門家と顧客の関係のように両者の間に「情報の非対称性」が存在する場合にも成立する概念とされる（樋口範雄「一九九九」、「フィデューシャリー「信認」の時代」有斐閣、第一章、参照）。

(2) 以上の点については、SEC [2013], pp.22-8を参照された。

(3) SEC [2005]

(4) SEC [1995], *Report of the Committee on Compensation*

Practices

(5) マネージド・アカウント (MA) は、ラップ口座、セバ
レートリー・マネージド・アカウント (SMA)、レップ・
アズ・アドバイザー、レップ・アズ・ポートフォリオ・マ
ネージャー、ユニファイド・アカウントの総称である。こ
れらの概要については、岡田〔二〇一六〕を参照。

(6) U.S. Court of Appeals for the District of Columbia
Circuit, *Financial Planning Associatio, Petitioner V.
Securities and Exchange Commission*-482 F.3d 481

(7) SEC [2011]

(8) Rand Corporation [2008], *Investor and Industry*

Perspectives on Investment Advisers and Broker-dealers

(9) SEC [2011]

(10) 吉永〔二〇一六〕

【引用・参考文献】

梅澤 拓〔二〇一六〕、「『フィデュシヤリー・デューティー』
をめぐる議論と金融機関の今後の課題」、『金融法務事情』

No.2033¹、一月十日

岡田功太〔二〇一六〕、「米国のSMA・ファンドラップの多様
化を促した規制と金融機関経営の変遷」、『月刊 資本市

場』No.369²、五月

岡本裕介〔二〇一六〕、「フィデュシヤリー・デューティー・
米国における動向とその我が国への示唆」、『月刊 資本市
場』No.368³、四月

日本証券経済研究所金融商品取引法研究会〔二〇一六〕、「適
合性の原則」(川口恭弘氏報告)、『研究記録』第五四号、一
月

沼田優子〔二〇一六〕、「米国証券会社の投資アドバイス業務
を巡る議論」、『資本市場クォーターリー』Winter

松岡啓祐〔二〇一六〕、「アメリカ法における証券業者の信任
義務(受託者責任)を巡る近時の議論について」、『専修
ロージャーナル』創刊号、二月

吉永高士〔二〇一六〕、「米国のフィデュシヤリー・デュー
ティー論議とロボ・アドバイザー」[NRI][FinancialSolutions]
([http://fis.nri.co.jp/ja-JP/publicatio/kinyu_itt/
backnumber/2016/03/201603_5.html](http://fis.nri.co.jp/ja-JP/publicatio/kinyu_itt/backnumber/2016/03/201603_5.html)) 三月十四日

Black B. [2005], "Brokers and Advisers -What's in Name?,"
Fordham Jour. of Corporate & Financial Law, Vol.11, Issue
1

Congressional Research Service [2010], *The Dodd-Frank
Wall Street Reform and Consumer Protection Act:
Standards of Conduct of Brokers, and Investment Advisers*,
Aug.19

- [2016], *Department of Labor's 2015 Proposed Fiduciary Rule: Background and Issues*, Apr.1
- Edwards B.P. [2012], "Fiduciary Duty and Investment Advice: Will A Uniform Fiduciary Duty Make A Material Difference?", *Jour. of Business & Securities Law*, Vol.14
- Laby AB. [2010], "Fiduciary Obligations of Broker-Dealers and Investment Advisers", *Villanova Law Review*, Vol.55, Iss.3
- Melnick A. [2014], "What's in a Name: The Battle over a Uniform Fiduciary Standard for Investment Advisers and Broker-Dealers", *St.John's Law Reviews*, Vol.87, Issue 2, No.2-3
- U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) [2005], *Certain Broker-Dealers Deemed not to Be Investment Advisers*. Release Nos.34-51523, 17 CFR Part 275
- [2011], *Study on Investment Advisers and Broker-Dealer*, Jan.
- [2013], *Regulation of Investment Adviser*. March
- Walsh P.R. [2014], "Can the Retail Investor Survive the Fiduciary Standard?", *St.John's Law Review*, Apr.