

## 米国に見る証券営業担当者のアドバイスのあり方に関する議論 —制度改革議論が進めた証券アドバイスの類型化—

沼田 優子

### ■ 要 約 ■

1. 2009年から米国で審議されている金融制度改革法案には、証券外務員に受託者責任 (fiduciary duty) を課そうとする条項が盛り込まれている。その背景には米国でSMA等の投資顧問型の証券ビジネスが広まり、証券外務員の投資アドバイスが投資顧問業者のそれと類似してきたため、証券外務員にも適合性原則だけでなく受託者責任を課すべきではないかという10年越しの議論がある。
2. SMAが黎明期のわが国にとって、米国のように証券外務員に受託者責任を課すこと自体は現実的ではないであろう。むしろ米国から学ぶべきことは、営業担当者の経験や資質に依存すると考えられていた投資アドバイスが、規制改革議論がきっかけになったとは言え、類型化されて異なる価格もつけられ、多様な顧客のニーズに応えられる可能性が広がったということであろう。
3. 少子高齢化が他の先進国よりも早いスピードで進むわが国においては、個人の自助努力による資産形成が一層、不可欠になっていくと思われるが、対面アドバイスはコストもかかるため、万人にきめ細かいアドバイスを提供できるとは限らない。このようなジレンマがある中で、米国がアドバイスの類型化に挑戦してきたという事例は、一つのヒントとなり得るのではないだろうか。

### I. 金融制度改革案に盛り込まれた証券営業担当者の受託者責任

2009年から米国で審議されている金融制度改革法案には、証券外務員に受託者責任 (fiduciary duty) を課そうとする条項が盛り込まれているが、その責任の度合いをどうするのかに関し、議論が続いている。

証券外務員が販売・勧誘行為を行う際には、1934年証券取引所法やFINRA（金融取引業規制機構）規則の枠組みの中で規定される「適合性原則 (suitability rule)」を遵守することが求められている。適合性原則は、顧客についての情報を十分に収集した上で、顧客に証券の売買等を勧める際には、その勧めが当該顧客に適切であると信じるに足る合理的な

根拠がなければならぬとするものである<sup>1</sup>。

一方、受託者責任(fiduciary duty)は、利益相反 (conflicts of interests) を避けるために投資顧問業者が 1940 年投資顧問法に則って遵守すべき規範と考えられてきた。受託者は、顧客の利益のために最善を尽くす義務 (to act solely in the best interests of the client—忠実義務) があるとされており、これは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ている<sup>2</sup>。

今般の金融制度改革案は、証券外務員の投資アドバイスが投資顧問業者のそれと類似してきたため、証券外務員にも適合性原則に加えて受託者責任を課するというものである。

## II. 証券営業担当者の投資アドバイスに関わる議論の背景

### 1. 金融危機以前から議論されていた証券営業担当者による投資アドバイスのあり方

証券営業担当者の投資アドバイスのあり方に関する議論は、金融危機が引き金となった訳ではない。むしろ投資アドバイスに関する 10 年越しの議論が収束しつつあったところに金融危機が勃発し、今般の金融制度改革案でも取り上げられたと言うべきであろう。

もともと 12 月 11 日に可決された下院金融制度改革法案 (HR4173) の要約によれば、マドフ事件が証券会社と投資顧問業者の関係を整理する今回の改革を促した<sup>3</sup>。ただしマドフ事件は、投資顧問業を兼ねていた証券会社が舞台になったとは言え、ヘッジファンドと思われていたものが実はネズミ講であったという事件であり、これによって一般的な個人に対する証券営業のあり方が問題となった訳ではない<sup>4</sup>。個人向け証券業務を中核とする証券会社の中には、金融危機の最中も顧客や営業担当者を新たに獲得しているところもある<sup>5</sup>こ

<sup>1</sup> 適合性は、①当該銘柄が投資に適しているか、②当該顧客にとって当該銘柄が適しているか、③取引量が適切であるか、の 3 つの観点から検討すべきであるとされている。なお、適合性原則は NASD (全米証券業協会) 規則と NYSE (ニューヨーク証券取引所) 規則に記されているが、NYSE の会員規制機能が NASD と統合して FINRA となったため、FINRA は両規則の重複部分を整理した新規規則案 (FINRA 規則 2111、2090) を検討中である (Financial Industry Regulatory Authority, “Suitability and Know Your Customer.” *Regulatory Notice*, 09-25)。

<sup>2</sup> Lemke, Thomas P. & Gerald T. Lins, *Regulation of Investment Advisers*, 2004. なお、ボストン大学教授のフランケル氏は、受託者責任の中心的義務は注意義務と忠実義務で、注意義務は証券外務員の適合性原則と極めて類似しているが、忠実義務は大きく異なると指摘している (Frankel, Tamar. ““Trust Me!” Sales Talk, Advice, and Financial Planning.” <http://blogs.reuters.com/great-debate/tag/fiduciary-law/>, August 25, 2009.)

<sup>3</sup> House Committee on Financial Services, “Highlights of H.R.4173, The Wall Street Reform and Consumer Protection Act.” [http://financialservices.house.gov/Key\\_Issues/Financial\\_Regulatory\\_Reform/Financial\\_Regulatory\\_Reform.html](http://financialservices.house.gov/Key_Issues/Financial_Regulatory_Reform/Financial_Regulatory_Reform.html), Retrieved on December 21st, 2009.

<sup>4</sup> United States Securities and Exchange Commission Office of Inspector General, “Investigation of Failure of the SEC to Uncover Bernard Madoff’s Ponzi Scheme. Executive Summary.” August 31, 2009.

<sup>5</sup> 沼田優子、神山哲也、服部孝洋「チャンネル戦略でリテール・ビジネスを強化するレイモンド・ジェームズ」『資本市場クォーターリー』2009 年秋号ウェブ版、沼田優子「独立系アドバイザーから見た米国の個人向け証券市場—2009 年 1 月のチャールズ・シュワブ調査より—」『資本市場クォーターリー』2009 年春号、「金融危機下で営業担当者を増員する ED ジョーンズ」『資本市場クォーターリー』2009 年春号、「米国リテール証券業における新しいビジネス・モデルの台頭—金融危機下で実質的な増収増益となったチャールズ・シュワブと RIA—」『資本市場クォーターリー』2009 年冬号等参照。

とに鑑みても、むしろ個人向け証券営業は相対的に問題が少なかったと言えよう<sup>6</sup>。

## 2. 証券営業担当者による投資アドバイスに関わる議論の発展経緯

米国では、証券投資に関わるアドバイスを提供する者は投資顧問登録を行うことが投資顧問法で要請されている。ただし証券業者が①本来の業務に付随し、②アドバイスについて特別な報酬を受け取らない等の場合には、同法の適用除外が認められる(202(a)(11)(C))。

証券外務員によるアドバイスが顧客の注文を引き出すための無料サービスのように見なされていた時代は、この適用除外は当然とされた。しかし証券業者が SMA (Separately Managed Account-残高手数料を徴収し、顧客の資産を一任で運用するサービス) 等を提供したりするために投資顧問業者としても二重登録したり、証券外務員が投資アドバイスこそが自分たちの付加価値であるかのように資産管理型営業を標榜したりすると、もはやアドバイスは証券業者にとっても本業そのものと言える位置づけとなってくる<sup>7</sup>。またファイナンシャル・プランナーや RIA (Registered Investment Advisor-個人向けに投資アドバイスを提供する業者) と呼ばれる独立系アドバイザーは投資顧問登録をして営業活動を行っているのに対し、彼らと極めて類似のサービスを提供するようになった証券営業担当者が投資顧問法の適用除外を受けるのは投資家保護に反するとの声も高まっていた<sup>8</sup>。

証券営業担当者の投資アドバイスのあり方を問う直接のきっかけとなったのは、大手証券会社メリル・リンチ(現バンク・オブ・アメリカ)が99年に導入した残高手数料型証券口座であった(図表1)<sup>9</sup>。同社は、ネット証券との直接的な価格競争を避けるために、ネットと対面のサービスを融合させたこの口座を残高手数料制としたが、SEC(証券取引委員会)は同年、このような口座は残高手数料を徴収していても、これは特別な報酬にはあたらないため、投資顧問法の適用除外になるとの規則案(故にメリル・リンチ・ルールと呼ばれる)を発表した(規則202(a)(11)-1)。そして2005年、SECはこの考え方を基本的に踏襲した上で、証券営業担当者の投資アドバイスに対する考え方を整理した同規則を採択した(図表2)。

ところが、依然として証券営業担当者のアドバイスの一部が投資顧問法の適用除外を受けていることを問題視したファイナンシャル・プランナー協会がSECを提訴した結果、同規則は2007年に無効となった。この判決により、残高手数料型の証券口座は存在し得なくなり、証券会社はこの口座の資産を投資顧問型口座(投資一任もしくは投資助言)か伝統的な証券口座に移管しなければならなくなったのである。同規則の残高手数料型証券口座

<sup>6</sup> 強いて挙げるとすればARS(Auction Rate Securities)市場の混乱があった。三宅裕樹「オークション・レート証券市場をめぐる混乱と金融機関による買い戻しの動きについて」『資本市場クォーターリー』2008年秋号参照。

<sup>7</sup> 二重登録業者と系列証券業者を持つ運用業者を合わせると、彼らはSEC登録している大手運用業者の社数の25%、運用資産の80%、社員数の88%を占める(Hansard, Sara. "Groups Cheer Push to Contain Finra's Reach." *Investment News*, November 8, 2009.)。

<sup>8</sup> 沼田優子、淵田康之「日米ファイナンシャル・プランナーの実態と制度比較」『資本市場クォーターリー』2005年秋号参照。

<sup>9</sup> 沼田優子「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』2006年冬号参照。

図表 1 証券業者による投資アドバイスのあり方に関わる議論の発展経緯

1999	メリル・リンチ、ネット取引も出来る残高手数料型証券口座(非一任口座)の導入を発表 SEC(証券取引委員会)、残高手数料型証券口座は投資顧問法の適用除外であるとする規則 202(a)11-1(メリル・リンチ・ルール)を発表
2004	ファイナンシャル・プランニング協会、同規則が採択の手続きを経ていないにも関わらず、残高手数料型証券口座の提供が既成事実化している実態を問題視し、SECを提訴
2005	SEC、99年規則案を踏襲した最終規則を採択。証券営業担当者の投資アドバイスのあり方も整理した ファイナンシャル・プランニング協会、採択された規則を受けてあらためてSECを提訴
2007	ワシントンD.C控訴裁判所、SEC規則を無効とする。これにより、残高手数料型証券口座は存在し得なくなった SEC、2005年規則における残高手数料型証券口座以外の項目の大半を踏襲した解釈案(IA-2652)を発表 SEC、証券業者兼投資顧問業者の自己勘定取引を一部認めた2009年12月31日までの暫定規則を採択 SEC、証券業者兼投資顧問業者の実態を調査したRAND報告書を発表
2008	財務省、規制構造改革案(ブループリント)を発表。証券業者及び投資顧問業者規制を調和させるための法改正が必要であると提言 リーマン・ショック勃発
2009	財務省、オバマ政権が構想した金融制度改革案を発表。投資アドバイスを提供する証券業者にも受託者責任を課すべきであると提言 下院金融制度改革法案可決 自己勘定取引の一部を認めた暫定規則の期限を2010年12月31日まで延長
2010	上院金融制度改革法案審議中

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

以外の項目に関しては、2007年にSECが再び、2005年規則をほぼ踏襲した解釈案(IA-2652)を発表した。この間、議論の焦点となっていた自己勘定取引(詳細は後述)の扱いについては2009年12月31日までの暫定規則(IA-2653)を採択し、これを一部認めることとした<sup>10</sup>。

2008年には、財務省が規制構造改革案(ブループリント)<sup>11</sup>で、証券業者及び投資顧問業者規制を調和させるための法改正が必要であると提言したが、その後、いわゆるリーマン・ショックが勃発した。そしてこの金融危機を受け、2009年オバマ政権が構想した金融制度改革案<sup>12</sup>は、証券業者と投資顧問業者規制の調和をはかるためには、投資アドバイス

<sup>10</sup> 2009年12月、SECは同暫定規則を2010年12月31日まで延長。

<sup>11</sup> The Department of the Treasury, "Blueprint for Modernized Financial Structure." March 2008. 小立敬「米国財務省が明らかにした金融規制改革の構想—競争力強化の観点からの規制構造改革案の提示—」『資本市場クォーターリー』2008年春号参照。

<sup>12</sup> The Department of the Treasury, "Financial Regulatory Reform." March 2008. 小立敬「オバマ政権が提示した米国の

図表 2 証券営業担当者による投資アドバイスのあり方の議論の整理

2005年メリル・リンチ・ルール採択時

残高手数料	①残高手数料型口座。 メリル・リンチ・ルールが、 <b>無効</b> な一定の条件を満たせば投資顧問法の適用除外となることを明確化。	②SMA等の投資一任型口座。 投資顧問登録必要。
売買委託手数料	③伝統的証券口座。 投資顧問登録必要なし。 <b>口座移管が発生</b>	④売買委託手数料型一任口座。 メリル・リンチ・ルールが投資顧問登録の適用となることを明確化。 ただし、裁量が限定的・暫定的な場合は適用除外。
	裁量なし	裁量あり

2007年メリル・リンチ・ルール無効判決後

残高手数料	①残高手数料型投資顧問(助言)口座。	②SMA等の投資一任型口座。 投資顧問登録必要。
売買委託手数料	③伝統的証券口座。 投資顧問登録必要なし。	④売買委託手数料型一任口座。 メリル・リンチ・ルールが投資顧問登録の適用となることを明確化。 ただし、裁量が限定的・暫定的な場合は適用除外。
	裁量なし	裁量あり

2009年金融制度改革案

残高手数料	①残高手数料型投資顧問(助言)口座。	②SMA等の投資一任型口座。 投資顧問登録必要。
売買委託手数料	③伝統的証券口座。 投資顧問登録を必要とするか、投資顧問法同様の受託者責任を課す。	④売買委託手数料型一任口座。 メリル・リンチ・ルールが投資顧問登録の適用となることを明確化。 ただし、裁量が限定的・暫定的な場合は適用除外。
	裁量なし	裁量あり

(注) ハイライトは受託者責任が生じることを示す。2005年規則はその他、ファイナンシャル・プランニングの一貫で投資アドバイスを提供する際も投資顧問法の適用とすることを定めたが、2007年案にこれは盛り込まれていない。2009年金融制度改革案は下院案及び上院草案。

(出所) 野村資本市場研究所

を提供する証券業者にも受託者責任を課すべきであると、より踏み込んだ内容となった。当初の金融制度改革法案も、概ねこの考え方に倣っている<sup>13</sup>。

このように、証券業者による投資アドバイスは、どのようなアドバイスが、受託者責任が課される投資顧問法の適用になるのかという議論から、原則全てのアドバイスには投資顧問法同様に受託者責任を課するという議論へと、発展を遂げていったのである。

### 3. 上院・下院法案の違い

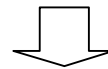
以上見たように、議会では当初、証券外務員の投資アドバイスに受託者責任を課す方向で議論が始まったが、上院・下院は異なる動きを見せた。2009年12月に可決された下院法案及び2009年11月に上院銀行委員会ドッド委員長が公表した上院草案で議論の主な争点となっていたのは、①受託者責任の定義や範囲、②誰を監督者とするのか(FINRAかSECか)、③自己勘定取引の扱い等、証券業者特有の業務にどのように対処するのか、の

金融制度改革案」『資本市場クォーターリー』2009年夏号ウェブ版参照。

<sup>13</sup> 小立敬「米国上院議会による金融制度改革案－米国金融安定回復法の公表－」『資本市場クォーターリー』2010

図表 3 金融制度改革法案の違い

	下院可決案	2009年11月に公表された上院草案
受託者責任の定義・範囲	証券業者も投資顧問業者と同じ行為規制に服するよう、SECが規則を定める。対象は個人顧客に対するアドバイスのみ。証券業者と投資顧問業者の違反行為に対する法執行は、調和が取れていなければならない。	証券業者を投資顧問法の適用除外者からはずす。
監督者	SECと州証券局	SECと州証券局
利益相反の可能性の排除	個人顧客に投資アドバイスを提供する者は、顧客の利益の最大化のために行動しなければならない。これに伴い、重要な利益相反に関しては顧客に通知し、承認されなければならない。  SECは公衆や投資家の利益に反する販売及び利益相反行為、報酬制度を禁止する規則を定めることができる。  SECは、証券業者が系列商品もしくは限定された商品のみを販売する場合、当該証券業者が個人顧客にその旨を通知し、承認を得るように規則を定めなければならない。	(顧客の利益の最大化のために行動すること、顧客に利益相反に関する開示を行うことは、投資顧問法に基づく判例で既に定められている)。  SECは、公衆の利益や投資家が守られ、投資家が利益相反や自己勘定取引から保護される場合に限り、投資顧問法の適用除外を認める規則を定めることができる。



2010年3月に上院銀行委員会で可決された上院案  
SECは同法制定から1年以内に証券業者の投資アドバイスに関する調査報告を議会に対して行う。その調査の結果、規制上の問題が浮き彫りになった場合には、同じく2年以内にかかるべき対策を講じる。

(出所) 両法案関連資料より野村資本市場作成

3点であった(図表3)。

第一の受託者責任の定義や範囲については、下院案<sup>14</sup>は「証券業者にも投資顧問業者と同じ受託者責任を課す」としたものの、その詳細については、SECの裁量に委ねることとした<sup>15</sup>。また、下院案の場合は、対象となる投資アドバイスを個人向けの投資アドバイスに限定している。さらに下院可決案には、チャールズ・シュワブ等のディスカウント・ブローカーによる限定的なアドバイスには重い受託者責任が及ばないように配慮して(故にシュワブ修整条項と呼ばれる)<sup>16</sup>、「当該条項は、証券業者や外務員が投資アドバイスを

年冬号ウェブ版参照。

<sup>14</sup> 12月2日発表のH.R.4173案をもとに記述。

<sup>15</sup> Hansard, Sara. "Dodd Bill Would Make Reps Fiduciaries." *Investment News*, November 15, 2009.

<sup>16</sup> ディスカウント・ブローカーの顧客は、取引時に自分の投資判断を確認するためだけに支店やコールセンターの営業担当者にアクセスする場合も少なくない。シュワブはこのような投資家は、取引が終了した後も営業担

提供した後まで、継続的な忠実義務や注意義務を負うことを要請する訳ではない」という文言が加わった<sup>17</sup>。つまり、証券業者はアドバイスを提供する時には受託者責任を負っていても、その次の過程、すなわち商品の販売時には従来通り、適合性原則に沿う形で取引をすれば良いとしたのである。

以上より下院案の場合は今後の SEC の解釈によっては、投資顧問法上の受託者責任と証券業者に課される受託者責任が完全に一致するとは限らないため、投資顧問業を兼業する証券業者が時と場合によって、立場を使い分ける（ハット・スイッチング）可能性も否定できないと指摘されている。これに対して上院草案は、投資顧問法の適用除外者から証券業者をはずすとしているため、証券業者に対する受託者責任は投資顧問法で定める通りとなる。

第二の監督者については、現状では投資顧問業者は SEC（運用資産 2,500 万ドル以上、約 1.1 万業者が対象）もしくは州証券局（同 2,500 万ドル未満、1.4 万業者）となっている一方で、証券業者は SEC や州証券局も関わるが、多くの部分は実質的に FINRA に委ねるとされている<sup>18</sup>。

下院案では当初、FINRA が実質的な監督者となることも可能としていたが、可決案はこの可能性を閉ざした<sup>19</sup>。ただ、SEC に監督責任が集中しても対処しきれない上<sup>20</sup>、ヘッジファンドによる SEC 登録も義務づけられるようになるとその負担は一層増えるため、下院案は SEC が監督すべき投資顧問業者の規模を 1 億ドル以上に引き上げる<sup>21</sup>。上院案は、証券業者も投資顧問法の対象とするため、従来通り、それぞれの監督者が責任を負うことになるが、下院同様、SEC が監督すべき投資顧問業者の規模は 1 億ドル以上に引き上げる。

監督者問題に関しては、FINRA が介入すると、これまで SEC/州証券局にのみ報告すれば良かったファイナンシャル・プランナーや RIA までもが FINRA の監督下に入るようになるため、根強い反対がある。しかしその一方で、マドフ事件が長期にわたって発覚しなかった原因の一つは、証券業者監督と投資顧問業者監督に関わる情報が共有されなかったことにあったと見られているため、少なくとも証券業者が投資顧問業者も兼ねる場合は、FINRA も監督に関わるべきとの見方もある。

第三の証券業者特有の事情についてであるが、一番の課題となっているのが自己勘定取

当者が受託者責任を負うことを望んでいない。投資家には高価なフル・アドバイスだけでなく、安価で簡素化された投資アドバイスも提供して、選択肢を与えるべきであると訴えている (Hansard, Sara. "Sparks Fly Over 'Hat-Switching' Provision." *Investment News*, December 20, 2009. Horowitz, Jed. "Parsing the Industry's F Word." *Investment News*, September 6, 2009.)。

<sup>17</sup> Hansard, Sara. "Adviser Groups Blow Tops Over House Bill's 'Hat-Switching' Clause." *Investment News*, December 15, 2009.

<sup>18</sup> Horowitz, Jed. "Schapiro Voices Concern About Turning Over RIA Regulation to Overburdened States." *Investment News*, October 27, 2009.

<sup>19</sup> Marquez, Jessica Toonkel. "Plan to Place B-D Advisers Under FINRA Scrapped." *Investment News*, December 11, 2009.

<sup>20</sup> 2009～2010 年にかけて SEC は、登録投資顧問業者の 9%しか検査していない。しかしこの間 SEC と FINRA は証券業者の 55%の検査を行った (Schultz, Stacy. "FSI to Financial Services Committee: Consider Middle-Class Investors." *Investment News*, October 6, 2009.)。

<sup>21</sup> これにより、約 4,000 業者の監督権限が SEC から州証券局に移ると見られている (Fausti, Kristina. "Fiduciary Q and A." *On Wall Street*, December 1, 2009.)。

引の扱いである。証券業者が顧客の取引の相方になることは、その立場を明らかにすれば可能で、顧客の同意は必要ない<sup>22</sup>。これに対して受託者責任を負う投資顧問業者は取引ごとに顧客に事前に開示し、同意を得た場合に限って、自己勘定取引を行うことが認められる。もっとも投資顧問業者がこのような手続きを踏むことは容易でないため、実際には自己勘定取引を行わないことも少なくない。このように投資顧問業者の行動が厳しく制限されているのは、価格が暴落したり、暴落が懸念されたりする保有証券を処理するために顧客口座を利用することを防ぐためである<sup>23</sup>。

証券業者も投資顧問法同様の受託者責任を負うとすると、この自己勘定取引が実質的に行えなくなる可能性が高い。しかし彼らは現在、債券等の在庫を抱え、顧客の注文と付け合わせるにより、他社よりも有利な価格を提供している場合も少なくない。現時点においては、SECの暫定規則により、投資顧問業も兼ねる証券業者に限って自己勘定取引規制の適用除外が認められているが<sup>24</sup>、今後、このような取引が機動的に出来なくなるとすれば、個人投資家を機関投資家よりも不利な立場におきかねないことが懸念されている。

このように当初は上院でも、下院との違いを埋めるような努力がなされてきたが、2010年3月15日に公表され、22日に銀行委員会において可決された上院法案は、こうした証券業者の投資アドバイスに関する条項が削除されたものとなった。この法案に盛り込まれたのは、SECが同法制定から1年以内に証券業者の投資アドバイスに関する調査報告を議会に対して行うべきであるということと、その調査の結果、規制上の問題が浮き彫りになった場合には、同じく2年以内にしかるべき対策を講じるべきであるということのみである。

今後、上院における法案審議は本会議にその場を移すこととなる<sup>25</sup>。アドバイスを提供する証券業者に受託者責任を課す権限をSECに与える修正条項を再度加えようとする動きもあるとの報道もなされているが<sup>26</sup>、当初の議論からは大きく後退している印象である。

### Ⅲ. 金融制度改革により、証券外務員の投資アドバイスは変わるのか？

#### 1. 投資助言型アドバイスと証券型アドバイスの違い

証券外務員の投資アドバイスに、投資顧問法上の投資アドバイスと同様の規制が課され

<sup>22</sup> Fausti, Kristina. "The Fiduciary Challenge." *Investment News*, August 1, 2009.

<sup>23</sup> Securities and Exchange Commission, "Temporary Rule Regarding Principal Trades with Certain Advisory Clients." No.IA-2653, September 24, 2007, No.IA-2965, December 23, 2009, No.IA-2965A, December 30, 2009.

<sup>24</sup> 投資顧問業も兼ねる証券業者は、投資助言口座においてのみ、①自己勘定取引に関する利益相反について文書にて開示し、②顧客から自己勘定取引の同意書を得た上で、③自己勘定取引を行うたびに口頭もしくは文書にて顧客から同意を得、④顧客に当該業者の立場と、顧客に対して自己勘定取引に関わる開示を行って顧客から同意を得た旨を記した確認書を送付し、⑤自己勘定取引の一覧を記した年間報告書を送付する場合に限り、これを行うことができる。

<sup>25</sup> 小立敬「米国上院の金融制度改革の法制化に向けた進展—修正された米国金融安定回復法—」『資本市場クォーターリー』2010年春号ウェブ版参照。

<sup>26</sup> Kelly, Bruce. "Goldman Case Brings Renewed Hope in Fiduciary-Reform Fight." *Investment News*, April 25, 2010.



ることになった場合、そのアドバイスは、SEC 規則の採択・無効によって普及した投資助言型口座に近くなる可能性が高いと考えられる。当時、残高手数料型証券口座が違法となったため、その資産の受け皿の一つとして、各社は投資助言型口座を用意した。残高手数料制を維持するためには、投資顧問型の口座にせざるを得ないが、顧客の承認なしに有価証券を売買できる投資一任取引は好まない投資家のために、売買ごとに顧客の判断をあおぐ投資助言型口座が設けられたのである。

この投資助言型口座と伝統的証券口座のアドバイスの法的な違いに関する議論も決着を見てはいないが、この間、証券各社がそれぞれの基準を模索した結果<sup>27</sup>、両口座のアドバイスの違いは包括性と連続性の有無にあるとのコンセンサスが生まれつつある。

というのも、証券外務員に対する適合性原則は、高圧的な売付の悪弊を抑制する目的で確立されていった<sup>28</sup>。故に投資アドバイスそのものに何か不適切なことがあっても、その結果、取引が生じ、その取引によって顧客が損失を被らない限り、投資アドバイスの中身が問われることは少ない。言い換えれば証券外務員の場合、例えば取引と取引の間に提供されるアドバイスについてのクォリティが問われることは想定されていないと言えよう。

これに対し、投資顧問法上は、取引の有無に関係なく、全ての投資アドバイスのクォリティが問われることになる。また、市況が急激に大きく変化し、その対応に関わるアドバイスをすべきであったのにそれを怠った場合等は、不作為を問われるような可能性もでてくるのである。

実際、ストック・オプションを行使して自社株式を取得した投資家が、その株を保有し続けたところ、株価が暴落して多大な損失を被った。しかし営業担当者は当該株式を売却して分散投資をすべきであるというアドバイスをしなかったとして、投資家が損害賠償を求める事件等も起こっている。こうした事件においても問題の主要な争点は、当該口座が投資顧問型口座であったか否かなのである<sup>29</sup>。

つまり投資助言型口座では受託者責任を負っている以上、常に顧客の口座を包括的・連続的にモニタリングし続け、必要に応じてアドバイスを提供しなければならないと考えるのに対し、証券口座では、顧客に商品を販売する際に、知り得た情報に鑑みて顧客に適した単発のアドバイスを提供し、取引が終われば責任も概ね終了すると考えられるようになりつつある。

ディスカウント・ブローカーが金融制度改革案の中で受託者責任の包括性・連続性を限定的にしようとする修正条項に拘ったのも、受託者責任の負担の違いが、このようにアドバイスの中身にも影響を与え得ることが明らかになってきたからであろう。

<sup>27</sup> 各社が独自の基準作りを急いだのは、SEC 規則発効直後の 2006 年から受託者責任違反を問う事件が増えたからでもあった。同年、NASD (現 FINRA) の仲裁に持ち込まれた事件 (4,614 件) の内、受託者責任違反は 2,621 件であった。Fiduciary Responsibility: Continuous and Comprehensive.” *Cerulli Edge Managed Account Editions*, 1st Quarter, 2007.

<sup>28</sup> ルイ・ロス『現代米国証券取引法』(商事法務研究会、1989 年)

<sup>29</sup> 投資顧問型口座として契約していなくても、営業担当者と顧客との関係から実質的に投資顧問型口座として機能していたかが争われる。詳細は前掲「米国証券会社の投資アドバイス業務を巡る議論」参照。

## 2. 金融制度改革案が今後の証券営業に与える影響

一般の投資アドバイスのあり方の議論は、詳細な規則によって違反行為を明確にするルール・ベースの規制（適合性原則）と、金融業者が業務を行う上で守らなければならないプリンシパル・ベースの規制（受託者責任）のどちらによって証券外務員を律するべきかという議論であり<sup>30</sup>、法案が通過すれば、これは米国個人向け証券業界にとっては70年ぶりの大きな改革になると指摘する声もある<sup>31</sup>。もっとも証券業者の多くは既に投資顧問業も兼任するという形で必要に応じて既に受託者責任を負っている。当の営業担当者に対する調査でも、証券外務員の53%は受託者責任も負うべきであると考えているとの結果が出ている<sup>32</sup>。

とはいえ、実務上、個人向け証券営業の慣行には、投資顧問法上の受託者責任がそぐわない部分も残っており、例外なく受託者責任が課されることになると、営業のあり方を変更せざるをなくなる部分も少なからず出てこよう。2008年、営業担当者を経由して預かっている顧客資産は8.2兆ドルであるが、このうち、投資顧問型サービスの資産は35%の2.9兆ドル程度と推定されるからである<sup>33</sup>。また受託者責任が未知の概念ではないにしても、原則、全証券営業担当者にこれを課することになると、研修、情報開示、監督、コンプライアンス、記録管理等の変更を免れないであろう<sup>34</sup>。

ただその場合、どのように営業担当者の行動を変えるべきなのかについては明らかでない部分も多く、外務員専門誌 *Investment News* 等のサイトでは、「受託者としては (From Fiduciaries)」というブログもできた。こうした議論を見ていると、忠実義務のもとでは、「例えば自社の株式購入プラン等を通じて自社株を購入し続けてきた一般投資家は、自社への愛着もあって資産に占める自社株比率を高めることも多いが、このような投資家に分散投資を勧めても応じず、この自社株が暴落した場合にどの程度受託者責任を負うのか。」等、疑問は尽きないようである。

## 3. 終わりに

RIAのような形態の独立系営業担当者が存在せず、SMAも黎明期のわが国にとって、証券外務員に受託者責任を課するという米国型の規制は現実的ではないかもしれない。また「貯蓄から投資へ」を推進し、投資家の裾野を広げなければならないわが国においては、投資アドバイスの高度化以上に、多様化の試みが喫緊の課題であろう。むしろ米国から学ぶべきことは、規制改革議論がきっかけだったとは言え、営業担当者の経験や資質に依存するところが大きかった投資アドバイスのあり方が問われた結果、投資一任型、投資助言型、証券型というように類型化が行われて異なる価格もつけられ、多様な顧客のニーズに応え

<sup>30</sup> あるべき規制環境作りに関する議論の詳細は小立敬「ベター・レギュレーション」『資本市場クォーターリー』2007年夏号参照。

<sup>31</sup> Rusoff, Jane Wallman. "Reform Debate on Fiduciary Standard for FAs Heats Up." *Research*, December 9, 2009.

<sup>32</sup> McBride, M. Kathleen. "B/D Briefing: Surprise Broker Sentiment." *Investment Advisor*, December 1, 2009.

<sup>33</sup> その内訳は投資一任・助言型サービス 1.39兆ドル、RIA（兼業者も含む）経由の資産 1.57兆ドル

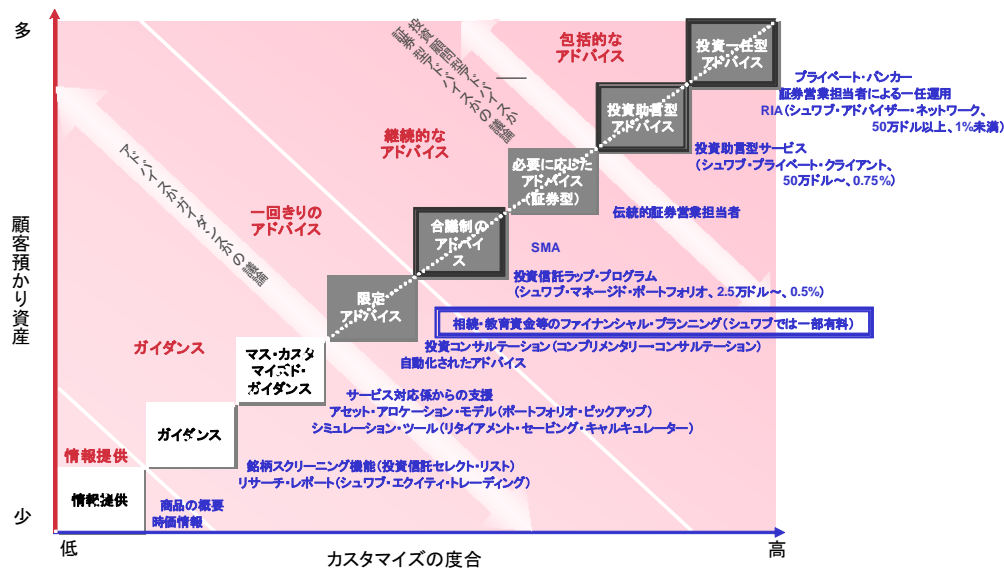
<sup>34</sup> 前掲 Fausti, Kristina. "The Fiduciary Challenge." *Investment News*, August 1, 2009.

られる可能性が広がったということであろう（図表4）<sup>35</sup>。

米国も従来は、個人向けの証券サービスには高コストの対面か、低コストの非対面かの二者択一の選択肢しかなかった。しかし一般個人が老後に向けた資産を自助努力で蓄えていく手段として投資に携わるようになると、資産の多寡に関わらず、投資アドバイスを求めるようになっていく。そこで当初はわが国同様、属する組織や雇用・報酬体系の異なる人材を証券営業担当者とする事で、個人投資家に対する投資アドバイスに多様性を持たせようとしてきた。しかし近年は同時に投資アドバイスの類型化も試みたが故に、一証券業者や一営業担当者が異なるタイプの投資アドバイスを複数提供することも可能となり、投資家のニーズにさらにきめ細かく応えつつある。

少子高齢化が他の先進国よりも早いスピードで進むわが国においては、個人の自助努力による資産形成が一層、不可欠になっていくと思われるが、預金偏重が続いて投資に慣れていない者が少なくないこともあり、米国以上に投資アドバイスを求めるようになっていても不思議はない。しかし対面アドバイスはコストもかかるため、万人にきめ細かいアドバイスを提供できるとは限らないというジレンマがある中で、米国がアドバイスの類型化に挑戦してきたという事例は、一つのヒントとなり得るのではないであろうか。

図表4 米国における投資アドバイス提供・情報提供の類型（概念図）



(注) ■ は証券業者が提供しても投資顧問法上のアドバイスとなり得るもの。■ はファイナンシャル・プランナー、独立系営業担当者（RIA）等の証券業者でないものが提供した場合に投資顧問法上のアドバイスとなり得るもの。括弧内はシュワブが実際に提供しているサービス名、最低投資資産、残高手数料率。資産額、手数料率のないものは無料サービス。合議制のアドバイスとは、本社の投資コミッティが投資判断を行うため、カスタマイズ度は低い投資一任型のサービスである。

(出所) セルリー社資料より野村資本市場研究所作成

<sup>35</sup> 証券外務員の投資アドバイスが投資顧問法上のアドバイスに該当するかという議論は、富裕層向けの高次元のアドバイスの類型化を可能にした。一方、マス層向けの投資アドバイスは、確定拠出型年金の加入者向け教育や、ネット証券のマス・マーケティング等、従来不特定多数向けだったサービスが、精緻化されて個別性をおび、「アドバイスか否か」が法的に問われるようになった結果、類型化が進んだ。