

投資一任業務を行う 投資運用業者の最良執行義務

——日米の比較法研究を中心に——

牛丸 弘行

はじめに

第1章 問題の所在

第2章 我が国における投資一任業務を行う投資運用業者の規制の概要

第3章 米国における投資運用業者の最良執行義務

第1節 最良執行義務の概念

第2節 Release 23170 における SEC の最良執行義務に対する見解

第3節 最良執行義務に関する開示；Form ADV Part 2 による開示

第4節 SEC の審決に見る最良執行義務違反の事例

第4章 米国の投資運用業者の最良執行義務の分析による我が国の法解釈
への示唆

第1節 投資運用業者の最良執行義務の法的根拠

第2節 投資運用業者の最良執行義務の内容

第3節 投資運用業者の最良執行義務に関する立法提案

おわりに

はじめに

近年、年金基金の運用を行っていた投資顧問会社（投資一任業務を行っていた）が、資金の流用によって、年金の原資を流出させた事件である⁽¹⁾ AIJ 事件や、米国の投資運用業者が我が国において、資金を集め、その大

(1) 樋口範男「AIJ 問題が示唆するもの—信託なき社会—」商事法務 1985号（2012年）16頁参照。

部分を消失させた事件であるMRI インターナショナル事件⁽²⁾が起こっている。いずれも、投資運用業者が投資家を詐取する事件であるということが共通している。

金融商品取引法（以下、「金商法」という）上、証券会社⁽³⁾に対する行為規制は、かなり厳格に行われているが、投資運用業者⁽⁴⁾に対する規制は、立ち遅れており、後手にまわっている感が否めない。投資家に被害が生じた後、摘発したとしても、資産が流出していることが多く、投資家の被害を十分に救済することは事実上、期待できない。そこで、投資運用業者に対する規制を強化し、投資家に被害が生じる前に、違法行為を抑止する体制を整える必要がある。この分野における米国の規制の動向を研究することにより、我が国における違法行為の抑止と投資家保護の実現を図るための方策を考察したいと考える。

(2) 西口博之「MRI 出資金返還訴訟平成26年11月17日控訴審判決を中心に」NBL 1040号（2014年）11頁参照。

(3) 金商法では、金融商品取引業という概念があり、それはさらに、第一種金融商品取引業、第二種金融商品取引業、投資助言・代理業および投資運用業の4つに分かれている（28条1項）。金融商品取引業者とは、金商法29条により内閣総理大臣の登録を受けた者をいう（2条9項）。「証券会社」という用語は、第一種金融商品取引業者に、事実上、該当するものとして用いられている。

(4) 投資運用業とは、①投資法人と締結する資産運用委託契約に基づく資産運用および投資一任契約に基づく資産運用（2条8項12号）、②投資信託の受益証券等の権利者から拠出された財産を、投資判断に基づき、有価証券またはデリバティブ取引にかかる権利に対する投資としての運用（28条8項14号）および③信託受益権や集団投資スキーム持分の権利者から出資または拠出された財産を、投資判断に基づき、有価証券またはデリバティブ取引にかかる権利に対する投資としての運用（2条8項15号）を含んでいる（28条4項）。投資運用業者とは、金商法29条により内閣総理大臣の登録を受けた者をいう。

本稿は、投資運用業者に対する行為規制のうち、とくに、投資一任業務⁽⁵⁾を行う投資運用業者の最良執行義務に焦点を当てて検討を加える。

第1章 問題の所在

1. 投資一任業務で締結される投資一任契約とは、「当事者の一方が、相手方から、金融商品の価値等の分析に基づく投資判断の全部又は一部を一任されるとともに、当該投資判断に基づき当該相手方のため投資を行うのに必要な権限を委任されることを内容とする契約」と定義づけられている（2条8項12号口）。この契約は、2つの部分からなるが、まず、「金融商品の価値等の分析に基づく投資判断の全部又は一部を一任される」という部分は、法律行為でない事務の委託にあたり、民法上の契約の分類上、準委任契約（民法656条）に該当する。次に、「当該投資判断に基づき当該相手方のため投資を行うのに必要な権限を委任されること」は、法律行為の委託となり、委任契約に該当する（民法643条）と考えられる。⁽⁶⁾

投資一任契約の受任者である投資運用業者は、民法上、受任者として善管注意義務を負うことになり、投資一任契約の本旨に従い、顧客のために善良な管理者の注意をもって業務を行うことが要求される（民法644条）。

(5) 投資顧問の最良執行義務について言及している先駆的な業績として、社団法人 日本証券投資顧問協会 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」（「投資顧問業者の注意義務研究会」報告書）（平成13年9月12日）がある。<http://www.jiaa.or.jp/syuppan/pdf/komon1023.pdf>

同報告書では、英国のベスト・エグゼキューション・ルールを紹介している。なお、村岡佳紀「特集＝投資顧問業者の注意義務—信託義務との接点—③英米法の注意義務とわが国投資顧問業者の注意義務」金法1625号（2001年）336頁参照。

(6) 大蔵省証券局内投資顧問業関係法令研究会編『投資顧問業法逐条解説』（財団法人大蔵財務協会、1994年）13頁。

他方、金商法上、金融商品取引業者等は、顧客に対し、誠実公正義務を負い（36条1項）、かつ投資運用業に関する特則として忠実義務・善管注意義務を負う（42条）。問題は、民法644条の善管注意義務、金商法36条1項の誠実公正義務および同法42条の忠実義務・善管注意義務の法的位置づけであり、それらを明確にすることが重要であると考ええる。

2. 上のように、金融商品取引業者等は、顧客に対して、忠実義務・善管注意義務を負うものの、これらの義務は抽象的なものであり、効果的に適用することは難しいと考えられる。

ところで、金商法40条の2は、金融商品取引業者等の最良執行方針等について定めている。最良執行の最良とは単に価格だけではなく、投資コスト、執行の迅速性、確実性等を総合して配慮されなければならないといわれている。さらに、何が顧客にとって最良であるか、判断するのは難しく、検討すべき問題は多いと指摘されている。⁽⁷⁾

問題は、投資運用業者が金商法40条の2の適用を受けるか否かである。もし、適用を受けないとすれば、投資運用業者は、全く最良執行義務を負わないと考えるのか、それとも最良執行義務を負うと考える場合には、どのような法的根拠に依拠するのであろうか。

3. 米国において、証券会社は、顧客に対し最良執行（best execution）義務を負うものとされる。⁽⁸⁾証券会社の最良執行義務は、SEC（証券取引委員会）の定める規則では定められておらず、自主規制団体のFINRA（金融

(7) 河本一郎＝大武泰南＝川口恭弘『新・金融商品取引法読本』（有斐閣、2014年）231-232頁。

(8) 米国の証券会社の最良執行義務に関する先行研究として、大崎貞和「最良執行義務とは何か」資本市場クォーターリー1巻4号（1998年）83頁、行澤一人「証券取引法における最良執行義務」商事法務1709号（2004年）14頁、木村真生子「米国の最良執行義務を巡る判例の展開—Newton 事件判決後の諸相—」筑波ロー・ジャーナル11号（2012年）135頁等を参照。

取引業規制機構)のルールで定められている。すなわち、FINRA Rule 5310 (いわゆる、最良執行ルール)は、FINRAの会員証券会社およびその関係人に対して、顧客のための取引において、顧客への結果としての価格が現在の市場の状況の下で最も有利となるような市場で売買をするために合理的な注意を用いることを要求している。合理的な注意というテストが満足されたか否かを判断するに当たり、Rule 5310によると、5つの要素が考慮される。(FINRA Rule 5310(a))。すなわち、①当該証券市場の性格、例えば、価格の流動性、変動性、および利用可能なコミュニケーションに対する圧力、②取引の大きさおよびタイプ、③チェックされた市場の数、④主要な市場および相場における利用可能性、⑤取引を成立させるための条件および状況を当該証券会社および関係者に伝達することである。

SECは、投資顧問もまた最良執行義務を負うと理解しているが、それは証券会社の最良執行義務と性質が少し異なっていると解されている⁽⁹⁾。そこで、この分野における米国の規制の内容や動向を研究し、我が国における投資運用業者の最良執行義務の内容および位置づけを明らかにしたいと考える。

第2章 我が国における投資一任業務を行う投資運用業者の規制の概要

1. 投資運用業者の行為規制の概要

まず、金融商品取引業者等に一般に適用される行為規制として、通則規定が定められている。そこでは、誠実公正義務(36条)およびその他の行為規制(36条の2~40の5)が定められており、これらの規定は、投資運用業者にも適用される。

(9) James E. Anderson, Robert G. Baganl and Marianne K. Smythe, *Investment Advisers: Law & Compliance* Vol. 1, 14-18 (2009).

さらに、これらの通則に加えて、投資運用業者のみに対して適用される特別規定が定められている。すなわち、金商法42条1項・2項は、投資運用業者に対する忠実義務・善管注意義務を定め、同法42条の2～42条の8は、投資運用業者に対して、顧客の利益を害する行為の禁止事項を定めている⁽¹⁰⁾。

2. 金融商品取引業者等の最良執行義務

前述したように、金融商品取引業者等一般に適用される行為規制（36条～40の3）のうち、金商法40条の2では、金融商品取引業者等の最良執行方針等について以下のように定められている。

第1に、金融商品取引業者等は、最良執行方針等を策定することが要求されている。すなわち、金融商品取引業者等は、有価証券等の取引に関する顧客の注文について、政令で定めるところにより、最良の取引条件で執行するための方針および方法（最良執行方針等）を定めなければならない（40条の2第1項）。これを受けて、政令では、最良執行方針等は、有価証券取引について銘柄ごとに最良の取引の条件で執行するための方法および当該方法を選択する理由を記載して定めなければならないとしている（金商法施行令16条の6第2項）。

第2に、金融商品取引業者等は、内閣府令（金商業府令124条2項）で定めるところにより、最良執行方針等を公表しなければならず（40条の2第2項）、有価証券取引に関する注文はそれに従い執行しなければならぬ⁽¹¹⁾（同条3項）とされている。

(10) 神崎克郎＝志谷匡史＝川口恭弘『金融商品取引法』（青林書院、2013年）870-872頁。

(11) 内閣府令では、金融商品取引業者等は、その本店等において最良執行方針等を見やすいように掲示する方法又は最良執行方針等を閲覧に供する

第3に、金融商品取引業者等の顧客に対する最良執行方針等の書面交付義務が定められている。すなわち、金融商品取引業者等は上場有価証券取引等の政令で定める取引（施行令16条の6第3項により、上場株券などおよび店頭売買有価証券の売買）に関して、顧客の注文を受けようとするときには、あらかじめ顧客に対して当該取引に関する最良執行方針等を記載した書面を、（すでに交付しているときを除き）交付しなければならない（40条の2第4項）。さらに、金融商品取引業者等が有価証券取引に関する顧客の注文を執行した後に、顧客から求められれば、当該注文が最良執行方針等に従って執行された旨を説明した書面を交付しなければならない（同条5項）。

このように、金商法では最良執行方針等を記載した書面および注文が最良執行方針等に従って執行されたことを説明した書面を交付することになるので、顧客への開示が行われ、取引の透明性が高まると考えられている⁽¹²⁾。

方法により、2つの場合に分けて、公表すべき旨が規定されている。すなわち、①金融商品取引業者等が、その営業所、事務所その他の場所において有価証券等取引に関する顧客の注文を受ける場合には、顧客の注文を受ける営業所等ごとに、最良執行方針等を見やすいように掲示する方法又は最良執行方針等を閲覧に供する方法で行う。②金融商品取引業者等が、公衆によって直接受信されることを目的として公衆からの求めに応じ自動的に無線通信又は有線電気通信の送信を行うことにより顧客の注文を受けると場合には、最良執行方針等を自動送信し、又は顧客の求めに応じて郵便若しくはファクシミリ装置を利用して送信する方法で行う（金商業府令124条2項）。

(12) 近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『金融商品取引法入門（第4版）』（商事法務、2015年）245頁。立法時の議論については、「証券会社の最良執行義務（平成一六年七月二三日研究会）」（商法・証券取引法の諸問題シリーズ 平成16年の証券取引法等の改正）別冊商事法務290号（2005年）1-23頁参照。

3. 投資運用業者の最良執行義務

上に述べたように、金商法40条の2では、第1種金融商品取引業者である証券会社が、顧客からの証券売買の注文に関し、最良の取引条件で執行するための方針（最良執行方針）を定めること等を規定している。

ところで、投資一任業務を行う投資運用業者は、金融商品取引業者等に該当するため（2条8項12号ロ）、顧客と投資一任契約を締結するときと同様の義務を負うと解釈できそうであるが、最良執行義務に対する金融庁のパブリックコメントによると、金商法40条の2は、投資運用業者に適用されないと述べている。この点については、本稿の第4章1節で改めて検討を行うものとする。

そこでは、投資運用業者の最良執行義務は、金商法上の明文の規定がなくとも、民法644条の善管注意義務および金商法42条の忠実義務・善管注意義務から導きだされると解している。投資運用業者の最良執行義務の内容については、米国の規制を参考にして、検討している。すなわち、投資運用業者の最良執行義務は、顧客のために証券の売買を発注するにあたり、顧客にとって最も有利な条件で執行できる証券会社を選択することであると解している。また、最良執行義務は、①善良な管理者の注意をもって業務を行うべきであるという善管注意義務の側面と、②顧客の利益よりも自己または第三者の利益を優先させてはならないという忠実義務の側面を考慮しなければならないと解している。さらに、証券会社に強制される金商法40条の2のような、投資運用業者の最良執行方針の作成・公表義務を金商法において法定すべきである旨を提案している。

第3章 米国における投資運用業者の最良執行義務

第1節 最良執行義務の概念

投資顧問（米国では、投資運用業は、投資顧問が顧客との投資顧問契約
482(482) 法と政治 67巻1号 (2016年5月)

の中で投資運用の授権規定を設けることにより行われており、投資顧問が投資運用業の担い手である⁽¹³⁾は、顧客の取引の執行のために、その状況の下で合理的に利用可能な最も有利な条件を求めるといふ最良執行義務を負っている⁽¹⁴⁾。

投資顧問の最良執行義務の内容は、固定的なものではなく、テクノロジーと市場構造の変化にともない、発展していくものである。投資顧問の最良執行義務は、1940年投資顧問法（以下、投資顧問法という）上の明示的な義務ではない。投資顧問の最良執行義務は、顧客に対する投資顧問の一般的な信任義務に由来すると考えられている。投資顧問の最良執行義務は、証券会社の最良執行義務と類似しているが、その義務の内容は、投資顧問が取引の注文を行うという役割と証券会社が当該注文を現実に実行するという役割の違いによって、異なっていると説明されている⁽¹⁵⁾。

また、別の学説は、次のように説明している。すなわち、証券会社のコアの任務は、証券取引の執行である。投資運用管理者（investment manager）のコアの任務は、投資決定を行うことである。取引の執行は、投資決定を実行するための手段に過ぎない。それゆえに、投資運用管理者にとっての最良執行義務は、顧客に対する注意義務および忠実義務の一つ側面に過ぎない。投資決定が健全であれば、投資運用管理者は、最良の正味価格

(13) 例えば、「弁護士は、投資会社以外の顧客との投資顧問契約において、投資顧問が裁量権を有するか否か、およびその権限の程度についての投資顧問の権限、誰が証券会社を選任するのか、かつ、誰が証券売買の注文を行う義務及び権限を有するのかについての規定を設けるべきである」と提案されている。以上につき、Tamar Frankel, Ann Taylor Schwing Aspen, *The Regulation of Money Managers: Mutual Funds and Advisers* 12-10 (2nd ed. 2001) を参照。

(14) *Hughes v. SEC*, 174 F.2d 969 (D.C. Cir. 1949).

(15) 以上につき、James E. Anderson, Robert G. Baganl and Marianne K. Smythe, *supra* note 9, at 9-15 を参照。

(net price) を達成することにより、注意義務および忠実義務を果たしたことになる。投資運用管理者は、専門家としての技術および注意をもって、最良の正味価格の実現に努力すれば、たとえ、あとから判断して、取引の結果が最良の正味価格でなかったとしても責任を負わない。ただし、その取引は、忠実義務違反が無い場合に限られる。たとえば、投資運用管理者が故意に最良の正味価格から逸脱する取引を行えば、忠実義務違反となる⁽¹⁶⁾というものである。

次に、SEC は審決や解釈通達において、投資顧問は、各取引における顧客の全体的なコストまたは利益がその状況の下で最も有利であるという方法で、顧客のための証券取引を行わなければならないと述べられている⁽¹⁷⁾。

投資顧問は、証券会社の執行サービスの品質を定期的に審査しなければならない⁽¹⁸⁾。投資顧問は、証券会社の執行サービスの品質を審査するための情報を利用できる。すなわち、SEC の2001年のルールの改正により、証券会社の注文の執行業務に関して一般的に利用可能な情報の量が飛躍的に増加した⁽¹⁹⁾。特に、Regulation NMS Rule 606条の下で、顧客の代理人として注文を執行する証券会社は、その注文の大きな部分を執行する取引市場の名称を四半期ごとに開示する必要があり、また、証券会社は、取引市場に対して有する利害関係について開示する必要があるとされている。

(16) Harvey E. Bines, Steve Thel, *Investment Management Law and Regulation* 551 (2d ed. 2004).

(17) *In re Kidder, Peabody & CO.*, Inv. Adv. Act Rel. No. 232, 43 SEC LEXIS 911 (1968); Exch. Act Rel. No. 23170, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶26,577, 1986 SEC LEXIS 1689 (Apr. 23, 1986).

(18) Exch. Act Rel. No. 23170, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶26,577, 1986 SEC LEXIS 1689 (Apr. 23, 1986).

(19) Regulation NMS rule 606, 17 CFR 242. 606.

投資顧問が、証券会社の執行サービスの品質の審査するに当たり考慮すべき要素に関して、次のものがあげられている。⁽²⁰⁾

① 注文執行担当者に直接の連絡が可能かどうか

証券会社が顧客に対し、その注文執行担当者への直接、連絡できるサービスを提供しているか。顧客の需要および業務に精通した連絡員を各顧客に割りあてて、置いているか。

② 注文の困難性

証券会社は、より高い流動性のある株式に関する取引とより困難な取引の注文に対して、異なった手数料を提示しているかどうか。

③ 機密保持

証券会社は、投資顧問の投資戦略を間接的に公開することなく、または市場価格に不利な影響を与えないよう、注文を開示することなく、取引を執行できるか。

④ 販売網

証券会社の販売網は、どれほど広範囲にわたっているのか。当該ネットワークは、難しい取引に対しても、機能するか。

⑤ 資金の拠出

証券会社は、難しい注文を実行するために、当該証券会社自身の資金を拠出する意思を有しているか否か。

⑥ 正確性

注文の執行の正確性における証券会社の水準は、どのようなものか。

⑦ 他の証券会社との比較

証券会社の手数料は、同様の取引に対する他の証券会社の手数料とどのように比較されるか。もし、ある証券会社の手数料率が、他のものよ

(20) Anderson, et. al., *supra* note 9, at 9-16, 9-17.

りも高額であれば、このことは、上述した他の要因の一つを参照することによって、説明できるか。

第2節 Release 23170 における SEC の最良執行義務に対する見解

1934年証券取引所法（以下、証券取引所法という）28条 e 項⁽²¹⁾は、証券

(21) 1934年証券取引所法28条 e 項の規定は、以下の通りである。「(1) 1975年証券諸法改正法施行後において、或る勘定に関する投資裁量権の行使につき郵便または州際通商の方法もしくは手段を利用する者は、当該勘定から支払させた証券手数料について、当該手数料がその特定の取引にかんがみ、もしくは自己が投資裁量権を行使する勘定に関する自己の一切の責任にかんがみ、いずれかの取引所の会員、ブローカーまたはディーラーが提供した取次および調査上のサービスの価値との関連で妥当であると善意で判断したときは、連邦議会または州により制定された法律に明示的に背反するものでないかぎり、その者が単に当該会員、ブローカーまたはディーラーに対し他の会員、ブローカーまたはディーラーが証券取引の執行につき徴収する手数料額より多い手数料を当該勘定から支払させたというだけの理由で、州または連邦法の下で違法に行動したまたは信託義務に違反したものとみなされない。本項は、契約により別段の定めが明示的になされる場合を除き、行動が本号前段に定める範囲内のものである限りにおいて専管的かつ絶対的である。ただし、本項の規定は本法の他の規定またはその他にもとづく委員会の権限を侵害または制限するものと解されてはならない。

(2) 或る勘定に関して投資裁量権を行使する者は、証券取引を執行するために支払われる手数料に関するその者の政策および慣行について、主管規制機関が、規則により、公益および投資者保護に必要なまたは適当として定める開示を、同じ目的から定める時期ならびに方法によって、行わなければならない。

(3) 本項に関して、取次および調査上のサービスを提供する者とは次の行為をなす者をいう。(A) 直接または刊行物もしくは書面を通じて間接に、証券の価値、証書への投資、その購入もしくは売却の有利性、および利用可能な証券または証券の買い主もしくは売主の有無につき助言を与える者。(B) 発行、産業、証券、経済変動の要因および傾向、ポートフォ

会社のサービスを購入するために、管理する顧客の資金から、手数料を支払う資産運用管理者（money manager）に適用されるセーフハーバー（安全港）のルールを定めている。すなわち、当該ルールは、資産運用管理者が、管理する顧客のために特定の証券会社に支払った手数料の額が、同様の取引を行った場合に、他の証券会社が請求する手数料よりも高い場合であっても、信任義務違反にならないというルールである。当該規定のセーフハーバー（安全港）のルールに反する行為は、連邦証券諸法、特に投資顧問法、1940年投資会社法および1974年従業員退職所得保障法の規定ばかりでなく、信任義務に違反することになる。

同規定について、SECが、当該規定の解釈通達として発したものがRelease 23170⁽²²⁾であり、そこでは、資産運用管理者の最良執行義務について次のように述べられている。

「資産運用管理者は、受任者として、特定の取引の状況の下で、顧客の取引の最良の執行を獲得する義務を負っている。資産運用管理者は、各取引における顧客の全体的なコストまたは利益がその状況の下で最も有利であるという方法で、顧客のための証券取引を執行しなければならない。

資産運用管理者は、証券売買の仲介の注文を行うに当たり、証券会社の

リオ戦略および投資勘定のパフォーマンスに関する分析および報告を提供する者。または（C）証券取引を執行しかつそれに付随する（清算、決済および保管等の）業務もしくは委員会の規則、またはその者がその会員もしくはその会員と提携関係をもつ者であるかまたはその参加者である、自主規制機関の規則により証券取引に関連して要求される業務を行う者。

（4）本項の規定は、証券先物商品である証券に関しては適用されないものとする。」

本項の条文訳については、財団法人日本証券経済研究所編『新外国証券関係法令集 アメリカⅢ 証券法・証券取引所法』（2008年）を参照。

(22) Exch. Act Rel. No. 23170, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶26,577, 1986 SEC LEXIS 1689 (Apr. 23, 1986).

サービスのすべての範囲および品質を考慮しなければならない。とりわけ次のようなものを含んでいる。すなわち、執行能力、手数料率、財務上の能力および資産運用管理者に対する対応ばかりでなく提供されるリサーチの価値である。SECは、資産運用管理者が次のことを想起することを希望する。すなわち、決定的な要素は、最も低い、可能性のある手数料コストではなく、取引が管理された口座にとって最良の質的な執行を示しているかどうかである。このことに関して、資産運用管理者は、当該資産運用管理者のために取引を執行する証券会社の執行のパフォーマンスを定期的かつ体系的に調査しなければならない。』

そこで、投資運用を行う投資顧問は、証券取引所法28条 e 項で規定される資産運用管理者に該当するために、同条項の解釈通達の Release 23170 で上述のように SEC が述べた資産運用管理者の最良執行義務の考え方が投資顧問に適用されることになる。特に、最良執行義務が果たされているか否かに関して、決定的な要素が、最も低い、可能性のある手数料コストではなく、取引が管理された口座にとって最良の質的な執行を示しているかどうかであると述べている点が重要であると考ええる。

第3節 最良執行義務に関する開示；Form ADV Part 2 による開示

1. 概説

投資顧問法204条は、投資顧問に対し、報告書を作成し、顧客または将来の顧客に対し、報告書を提供する義務を課しており、そこで、最良執行義務に関する開示規制が存在している。同条に基づいて、投資顧問法 Rule 204-3 が設けられている。

投資顧問法 Rule 204-3(a) は、投資顧問に関し、Form ADV Part 2 によって要求されるすべての情報を含んでいる報告書および補足する報告書を各顧客および将来の顧客に提供することを要求している。

2. 開示が要求される内容および要綱

Form ADV Part 2 の第12項は、証券取引の仲介の裁量権に関して、顧客への開示を要求する。同項 A において、投資顧問が、顧客の取引のために証券会社を選択し、または推薦するに当たって、かつ、その手数料の相当性を決定するに当たって考慮する以下の諸要素を説明することが要求されている。

(1) 調査およびその他のソフトダラーの利益

投資顧問が、顧客のための証券取引に関連して、取引の執行以外の調査サービス、その他の製品またはサービスを証券会社から受領している場合、投資顧問は、その実態を開示し、かつ、それらが生じる利益相反を説明しなければならない。投資顧問は、最も有利な執行を享受することにおける顧客の利益よりも、むしろ調査サービス、その他の製品またはサービスを受領することにおける投資顧問の利益に基づいて、証券会社を選択し、または推奨するという利益相反があるためである。

(2) 顧客の斡旋に対する売買仲介

投資顧問が、証券会社を選択し、または推奨するにあたり、当該投資顧問またはその関係者が、証券会社あるいは第三者から、顧客の斡旋を受けたか否かを考慮した場合、投資顧問はこの実務を開示し、かつ、それが作りだす利益相反を説明しなければならない。すなわち、投資顧問が、最も有利な執行を享受するという顧客の利益よりもむしろ、顧客の斡旋を受けるといふ投資顧問の利益に基づいて、証券会社を選択し、または推奨するという利益相反があるためである。

(3) 指図されたブローカーディーラーの利用

特定の証券会社を通じて取引を執行することを顧客が投資顧問に指図することを、投資顧問が、日常的に顧客に推奨し、請求し、あるいは要求する場合、投資顧問は、その事実またはその政策を説明しなければならない。

投資顧問は、必ずしも全ての投資顧問が、その顧客に対して、証券仲介を要求しているとは限らないということを説明しなければならない。顧客が指図した証券会社が、投資顧問の関係会社であり、または重大な利益相反を生み出す別の経済的な関係を有している場合、投資顧問は、その関係を開示し、その関係がもたらす利益相反を説明しなければならない。顧客が指図した証券会社の委託手数料が、投資顧問が利用する証券会社の売買手数料よりも高い可能性を説明しなければならない。顧客が指図した証券会社の委託手数料が、投資顧問が顧客の取引をまとめて一括して証券会社に注文する場合よりも割高になる場合、その実態を説明しなければならない。⁽²³⁾

3. From ADV Part 2 による開示に関する SEC の見解

以上の Form ADV Part 2 の第12項について、SEC は、前述の Release 23170 において、次に述べるような解説を行っている。

まず、Form ADV Part 2 の第12項の開示の目的は、投資顧問の売買仲介の割当てにかかる政策および業務についての重要な情報を提供するというものであると述べている。すなわち、当該情報は、顧客が投資顧問と契約を締結し、または投資顧問と契約を継続することを決定する顧客にとり重要であり、かつ、売買仲介の割当のための投資顧問の契約において固有の利益相反関係を査定することを顧客に可能せしめるものである。⁽²⁴⁾

また、SEC は、Form ADV の Part 2 の第12項が、次のことに関する開示を要求するものと述べている。すなわち、(1) 投資顧問または関係者が、特定の顧客の同意なしに、証券取引において用いられる証券会社を決

(23) <https://www.sec.gov/about/forms/formadv-part2.pdf>.

(24) Exch. Act Rel. No. 23170, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶26,577, 1986 SEC LEXIS 1689 (Apr. 23, 1986).

定し、または支払われる手数料率を決定する権限を与えられているか否か、(2) 投資顧問または関係者が、顧客に証券会社を推奨しているか否かである。もし、投資顧問が、これらの業務のいずれかを行っている場合は、当該投資顧問は、証券会社を選択し、かつ、請求される手数料の合理性を判断する際に考慮される要因を記述する必要があるとする。そして、もし投資顧問または関係者に提供される商品、リサーチおよびサービスの価値がその決定に当たった要因であるならば、投資顧問は、以下のことを記述しなければならないと SEC は述べている。

(ア) 商品、リサーチおよびサービス

(イ) 顧客が、これらの商品およびサービスに対する見返りとして、他の証券会社から得られる同様の商品等に対するものよりも高い手数料を支払っているか否か

(ウ) リサーチが、投資顧問の口座のすべてに対してか、または当該リサーチに対して手数料を支払っている口座だけに対して提供するために、用いられているか否か

(エ) 投資顧問が受け取った商品やリサーチの見返りに、直近の会計年度中に顧客の取引を特定の証券会社に指図した手続、である。

4. 小括

Form ADV Part 2 による開示において、最良執行義務に関する開示として、特に注目すべき点は以下のものである。

まず、第1に、投資顧問が、顧客の証券取引に関連して、取引の執行以外の調査サービス、その他の製品またはサービスを受領している場合、投資顧問は、その実務を開示し、かつそれらが作り出す利益相反を説明しなければならないとしている。それにより、投資顧問が、最も有利な執行を享受することにおける顧客の利益よりも、むしろ調査サービス、その他の

商品またはサービスを受領することにおける投資顧問の利益に基づいて、証券会社を選択し、または推奨しているという最良執行義務に反する状況を防止できることになる。

第2に、投資顧問が、証券会社を選択し、または推奨するに当たり、当該投資顧問またはその関係者が、証券会社あるいは第三者から、顧客の斡旋を受けたか否かについて、顧客の斡旋の実務を開示し、かつ、それが作りだす利益相反を説明しなければならないとしている。このことにより、投資顧問が最も有利な執行を享受するに当たっての顧客の利益よりもむしろ、顧客の斡旋を受けるに当たっての投資顧問の利益に基づいて、証券会社を選択し、または推奨しているという最良執行義務に反する状況を防止できることになる。

第3に、特定の証券会社を通じて取引を執行することを顧客が投資顧問に指図することを、投資顧問が、顧客に日常的に推奨し、請求し、あるいは要求する場合、投資顧問は、その事実またはその政策を説明しなければならないとしている。一見、顧客に証券会社を選択させていることにより、投資顧問に証券会社の選択における最良執行義務違反が生じないように思えるがそうではないとしている。すなわち、顧客の選択した証券会社の委託手数料が投資顧問の利用している証券会社の委託手数料よりも、高額である場合もあるし、また投資顧問が顧客のための取引を一括して注文することで委託手数料を引き下げることができることもあり、そのような事実を開示しないことが最良執行義務に反することになるためである。

第4節 SECの審決に見る最良執行義務違反の事例

SECによる投資顧問の最良執行義務違反の審決例としては、様々なものがあり、次のように分類できる。最良執行義務違反で摘発された事例は、注意義務違反でなく、利益相反関係のある場合に投資顧問の利益を優先さ
492(492) 法と政治 67巻1号 (2016年5月)

せたという忠実義務違反のものであった。

1. 顧客の斡旋に関する事例

① *In re* Founders Asset Management LLC 事件⁽²⁵⁾

【事件の概要】

被審人である投資一任業務を行う投資顧問が、顧客の斡旋をした証券会社に対して行った利益の提供が違法とされた。被審人は、投資信託および他の機関投資家のような大口の顧客に利益を与えつつ、小規模な投資家の利益を犠牲にして、証券会社に利益を提供した。すなわち、被審人は、証券会社との事前の契約に基づき、証券売買の発注に際し、まず、先に投資信託会社および他の大規模な口座のために、一株当たり6セントから8セントの手数料率で、証券会社に証券取引の注文を執行せしめ、同じ日に、同一の株式につき一株当たり20セントの手数料率で、小口の投資家の口座のために、証券会社が証券取引の注文を執行した。

被審人によるこのような行為により、被審人が「最良執行を追求することが被審人の政策である」との被審人の Form ADV（投資顧問が定期的に SEC に提出しなければならない報告書）の記載が虚偽の表示に当たると認定され、投資顧問法206条1号および2号ならびに⁽²⁶⁾207条に違反して

(25) *In re* Founders Asset Management LLC, Inv. Adv. Act Rel. No. 1879, 2000 SEC LEXIS 1329 (June 15, 2000).

(26) 投資顧問法206条1号は、投資顧問が、顧客や将来の顧客を欺罔するために手段、計画または技巧を用いること、同条2号は、投資顧問が、顧客や将来の顧客に詐欺または欺瞞となる取引、慣行、または業務に従事することを違法とする。投資顧問は、顧客に対し重要な虚偽表示または事業の過程に従事することを違法とする。投資顧問は、顧客に対し重要な虚偽記載や記載漏れを行ったとき、同条2号に違反する。重要な事実の虚偽表示または省略に過失があった場合は、同条2号の違反がある。もし、不実表示または省略が故意に行われた場合、同条1号違反となる。同法207条

いと判断された。被審人に対し、排除命令および民事制裁金の納付命令が下された。

【検討】

我が国においても、投資一任業務を行う投資運用業者が、顧客の斡旋を特定の証券会社に依頼することは可能であり、斡旋に対して報酬を支払うこともできる。また、投資顧問が証券取引の注文執行を特定の証券会社に依頼するにあたり、売買委託手数料の額について交渉することもできる。確かに、証券会社は、大口の投資家の取引については取引額が大きいため、委託手数料を割り引き、逆に小口の投資家の取引量は少ないので、委託手数料は高く設定することも合法であろう。しかし、投資顧問は、顧客のために、同一銘柄の証券で、同一の日に行われる取引は、一括して発注すべきであり、大口の投資家の発注分と小口の投資家の発注分を分けて行い、小口の投資家に高い委託手数料を負担せしめることは、最良執行義務に反するであろう。

また、同一の証券の取引の発注にあたり、大口の投資家の分を先に行い、同日、後で、小口の投資家の分を発注することは、小口の投資家にとって不利になるため、投資顧問の忠実義務違反となろう。

② *In re Folger Nolan Fleming Douglas Capital Management, Inc.* ⁽²⁷⁾ 事件

は、何人も、委員会に提出する報告書に記載すべき事項について、重要な事実の記載を省略すること、故意に重要な事実につき虚偽の記載を行うことは、違法である旨を定める。投資顧問が重要事実の虚偽記載を行い、委員会に提出される Form ADV およびその訂正書類において重要な情報の開示を省略した場合、投資顧問は同法207条に違反する。記載や記載漏れを行ったとき、同法206条2号に違反する。

(27) *In re Folger Nolan Fleming Douglas Capital Management, Inc.*, Inv. Adv. 494(494) 法と政治 67巻1号 (2016年5月)

【事件の概要】

本件では、投資顧問業と証券業の二重登録を受けた業者が、証券業の顧客で投資助言を求める顧客を投資顧問部門に斡旋していた。そこで、投資顧問部門には、証券業部門から「斡旋を受けた顧客」と「斡旋を受けなかった顧客」の2種類が存在していた。投資顧問部門は、両方の顧客の口座を管理していたが、口座のための証券売買の委託注文は、自社の証券部門に発注した。ところが、同社は、「斡旋を受けた顧客」に対して、「斡旋を受けなかった顧客」の売買委託手数料の2倍以上の手数料を請求していた。「斡旋を受けなかった顧客」の売買委託手数料は、「会社内部の特別口座」の手数料で、これは、大手ディスカウントブローカーの公表レートに匹敵する低額のものであった。より高いレートにもかかわらず、「斡旋を受けた顧客」は、より良い品質の取引の執行を受けておらず、また、「斡旋を受けていない顧客」よりもより有利な取引価格での売買も行われていなかった。おそらく、投資顧問部門が投資助言を求める一般の投資家を誘引するために、安価な売買委託料を宣伝材料として利用したものであろう。

このような、投資顧問が「斡旋を受けた顧客」に対して行った差別的で、かつ、高い手数料による売買委託料の請求が、顧客のための最良執行を獲得することを追求していないと考えられることから、かかる行為は、顧客への信任義務に違反し、それによって投資顧問法206条2号に違反すると判断された。

【検討】

わが国においても、証券会社が投資助言葉および投資一任業務の登録を受けることは可能で有り、投資一任業務の顧客の口座のために証券の売買委託を同社の証券業部門に発注することも可能である。この場合に、本件

Act Rel. No. 2639, 2007 SEC LEXIS 1892 (Aug. 23, 2007).

のように証券業部門から「斡旋を受けた顧客」と「斡旋を受けなかった顧客」の2種類の顧客が存在することもありうる。この場合、「斡旋を受けた顧客」だけに対して差別的で、高い手数料による売買委託料の請求がなされるときは、投資顧問は、「斡旋を受けた顧客」に対して最良執行義務に違反したといえよう。

また、本件では、SECと被審人との和解で、被審人は、「公正なファンドおよび不正利得の返還計画に関するSECルール1101 [17 C.F.R. 201.1101]」に基づき、損害をこうむった顧客への不正利得の返還および審決の前までの利息を返還する計画として「不正利得の返還計画」を策定することを引き受けている。米国では、加害者たる投資顧問は、公正基金および不当利益吐出身制度に関するSECルール1101 [17 C.F.R. 201.1101]に従って、SECの監督の下で、不当利益吐出身を設定しなければならない。この基金から被害者に損害賠償が行われる。さらに、2002年サーベンス・オクスリー法308条において、投資者のための公正基金(Fair Fund for Investors)の規定が設けられ、投資顧問法違反による民事制裁金が、違反行為の被害者の利益のために不当利益吐出身(disgorgement fund)に加えられ、その一部になると定められている。このように被害者救済にSECが積極的に関わることは、我が国においても参考になり、同様の制度を推進すべきものであろう。

③ *In re Janison, Eaton & Wood, Inc.* 事件⁽²⁸⁾

【事件の概要】

本件において、被審人の投資顧問会社は、他の様々な証券会社の証券外務員から顧客の斡旋を受けた。当該投資顧問は、斡旋の見返りに、斡旋を

(28) *In re Janison, Eaton & Wood, Inc.*, Inv. Adv. Act Rel. No. 2129, 2003 SEC LEXIS 1174 (May 15, 2003).

受けた顧客の口座にかかる証券売買の委託注文については、証券外務員の所属する証券会社に発注した。当該投資顧問は、斡旋された顧客に対し、他のディスカウント・ブローカーを選択するかを質問することなく、斡旋した証券外務員の所属する証券会社に発注した。

そこで、被審人は他の低コストの証券会社との売買委託契約が可能であることについて開示することを怠り、かつ、これにより、これらの顧客のための最良執行を得ようと追求しなかったため、被審人は投資顧問法206条2号に故意に違反していると認定された。また、被審人は、SECに届け出たForm ADVにおいて、証券の保管および執行サービスを提供するフルサービスの証券会社の証券外務員から斡旋を受けるに際しての潜在的な利益相反について開示しなかった。さらに、Form ADVにおいて、取引の発注を行うにあたり、最良の執行を追求すると虚偽に開示した。したがって、被審人は故意に投資顧問法207条に違反したと認定された。

【検討】

投資運用業者は、営利を目的にしており、その利益の源泉は、顧客から受け取る運用報酬である。獲得する顧客の数と受託財産の額が大きければ大きいほど、投資運用業者の利益は拡大する。そこで、顧客の勧誘を行うこととなるが、その際の方法として、証券会社から顧客の斡旋を受けるという方法がある。証券会社も営利を目的にしており、無償で斡旋を行うことはなく、相当の報酬を請求することになるであろう。もともと、投資運用業者と証券会社は、持ちつ持たれつの関係にある。すなわち、投資運用業者は顧客から投資を行うのに必要な権限を与えられ、特定の証券会社に証券売買の委託をしなければならず、他方、証券会社はその取引によって多額の委託手数料を獲得することができる。そのような関係においては、投資運用業者が顧客の斡旋を証券会社に依頼し、証券会社がその依頼に応じるといふ土壌があると思われる。投資運用業者が顧客の斡旋に対して証

券会社の請求に応じ斡旋料を支払うことはサービスの対価の支払いとして問題はない（商法512条）。

しかし、顧客を斡旋してもらった投資運用業者が、斡旋した証券会社に、見返りとして、顧客にとって最良執行となるか否かを吟味することなく、斡旋された顧客の口座の証券売買の執行を任せることは、最良執行義務違反となる。

投資運用業者は、顧客に対し、様々な証券会社の売買委託手数料の比較について情報を提供することは望ましい。また、顧客にその口座の取引についてどの証券会社に発注するかにつき選択権を与えることもありうる。その場合に、顧客が間違った選択をしようとした場合、投資運用業者は、顧客に対し、その間違いを指摘する義務は、最良執行義務から導きだされる。

2. 特定顧客の口座の損失を補てんするために他の顧客の口座を犠牲にするという差別的な取り扱いの事例

④ *In re* Vanderbilt Capital Advisors LLC 事件⁽²⁹⁾

【事件の概要】

本件は、投資顧問会社のシニアポートフォリオマネージャーが、証券会社と結託して、特定の顧客の損失補てんを行った事案である。本件では、投資適格の社債において、一定の取引を企画し、かつ実行した。調整された取引とは、次のような取引手法である。

すなわち、投資顧問は、運用する特定の口座が保有する社債を市場価格以上で証券会社に売却する。その結果、当該口座は、利益を得る。次に、当該証券会社は、同一の社債を購入価格より低い価格で当該投資顧問の管

(29) *In re* Vanderbilt Capital Advisors LLC, Inv. Adv. Act Rel. No. 2053, 2002 SEC LEXIS 2257 (Sept. 3, 2002).

理する別口座に売却する。その結果、証券会社は、損失を被る。その損失を補てんするために、投資顧問は、当該証券会社から、当該別口座のために、別の社債を現在の市場の実勢価格以上の価格で購入する。その結果、証券会社は、損失を補てんされるが、投資顧問の管理する当該別口座は、損失を被ることになる。

このような行為は、投資顧問が運用する複数の口座間で、特定の口座に利益を提供するために、別の口座を犠牲にするという詐欺的な行為であり、証券法17条(a)項、証券取引所法10条(b)項および同法規則 10b-5 に違反すると認定された。

【検討】

この事案から導き出される考え方は、投資顧問による特定の口座の損失補てんの行為において、損失を被る他の口座における社債の買付は、当該口座を有する顧客にとって投資顧問の最良執行義務違反であるという理論構成が可能だということである。

投資運用業者は、多数の顧客の口座を運用しているが、特定の顧客（例えば、大口の顧客、投資運用会社の役職員や経営者の親戚・友人や有力者）を優遇するために他の顧客を犠牲にするという取引手法が最良執行義務に反するというケースがある。不利な取り扱いを受けた口座の顧客が損害を被ることになり、その場合は最良執行義務違反となる。

⑤ *In re Rubinstein* 事件⁽³⁰⁾

【事件の概要】

本件は、投資顧問会社の副社長兼シニアポートフォリオマネージャーが、証券会社の代表者と結託して、顧客を差別し、有利な取り扱いを受けた顧

(30) *In re Rubinstein*, Inv. Adv. Act Rel. No. 2054, 2002 SEC LEXIS 2255 (Sept. 3, 2002).

客に利得をせしめるために、不利な取り扱いを受けた顧客に損害を与えた事案である。本件で違法とされた行為は、上記の④ *In re* Vanderbilt Capital Advisors LLC 事件と同様の取引手法であった。このような行為が、証券法17条(a)項、証券取引所法10条(b)項および同法規則 10b-5、ならびに投資顧問法206条1号および2号に違反すると認定された。

【検討】

本件では、違法とされた行為について、最良執行義務違反であると明示する説示はなかった。しかし、不利な取り扱いを受ける顧客の口座のために、社債を現在の市場価格以上の価格で当該証券会社から買い取るということは、当該顧客に対する最良執行義務違反であることは言うまでもない。

我が国においても、このような行為は、金商法42条の2第4号に定める「通常の取引条件と異なる取引で、かつ、権利者の利益を害する条件による運用」に該当し、違法であり、また、損失補てんの禁止（同条6号）にも該当する。このような社債の買付は、不利な取り扱いを受ける口座の顧客にとって、投資顧問の最良執行義務違反となる。

3. 証券業と投資運用業を兼務する場合の向かい呑み取引の事例⁽³¹⁾

⑥ *In re* Kidder, Peabody & Co. 事件⁽³²⁾

(31) 向かい呑みとは、売買の取次等を受けた証券会社が、市場において売買をせず、自己が相手方となって売買を成立させることで、証券取引法により、明示的に禁止されていたが、規制緩和の傾向を受けた2004年の証券取引法改正で、投資家の自己責任も意識して、事前の開示を前提とした証券会社の最良執行義務が導入されたことにより削除され、事前に投資家に告知し、最良執行方針に則っていれば認められることとなり、金融商品取引法でもこの方針は継続して採用されている。

(32) *In re* Kidder, Peabody & Co., Inv. Adv. Act Rel. No. 232, 43 SEC LEXS 911 (1968).

【事件の概要】

本件では、投資顧問が特別サービス口座の各顧客と特別な投資顧問契約を締結し、当該契約の中で当該投資顧問業者は本人または代理人として取引の執行を行うことができる旨を規定していた。当該投資顧問は、非上場有価証券を本人として顧客に売却し、手数料として当時のニューヨーク証券取引所が定めていた額と同額を徴収した。特別のサービス口座のための非上場有価証券のほとんどの購入は、相対取引で行なわれた。しかも、手数料は、特別サービス口座に参加していない顧客に対して請求される代理人としての取引手数料よりも高かった。証券は特別サービスの顧客に自己勘定取引で売却され、また証券の取得原価は、顧客に開示されていなかった。また、投資顧問業者とその親戚のために特別サービスを提供される口座を有していた。特別サービスは、他の一般の顧客のために証券を購入または売却する直前に、より安い価格で購入し、または高い価格で売却するという、不公正な取引であった。

【検討】

本件は、SEC が、投資顧問の信任義務について明確な見解を述べた重要な審決である。SEC は、次のように述べている。「信任義務の基本的な義務の一つは、各取引における顧客の全体的なコストまたは利益がその状況下で最も有利であるという方法で顧客のために有価証券の取引を執行するという義務である。この義務は、市場において最良執行を獲得する義務を含むばかりでなく、次のような義務も含んでいる。すなわち、受任者である投資顧問は、投資助言を受けない顧客のための類似の取引が、相対取引で取引を執行するとき課される手数料よりも低い手数料で代理人ベースで執行される場合においては、本人ベースではなく代理人ベースで投資助言を受けている顧客のために取引を執行しなければならないという義務である。

投資顧問法は、投資顧問とその顧客との間の利益相反関係を抑止することを目指している。その結果、投資顧問は、自己の利益をその顧客の利益に優先させるような結果を生じせしめる方法で、投資顧問が取引を執行してはならない。さらに、投資顧問による取引が、その顧客の利益と潜在的な相反関係の可能性を生じせしめる場合には、当該投資顧問は、そのような取引を行う前に、すべての重要な事実の完全かつ公正な開示に基づいて、その顧客から正しい情報を得た上での合意を得るという積極的な義務を有している。そのような潜在的な利益相反にかかる完全な開示は、顧客が自己のために執行される取引に対し正しい情報を得た上での合意をする機会を確保し、または顧客が望まない場合に取引を拒否することができるようにするために、関連する事実を顧客に知らしめることを目的とするものである。」

⑦ Hughes v. SEC 事件⁽³³⁾

【事件の概要】

証券業と投資顧問業の2つの登録を受けていた原告が、その顧客との間で、投資顧問として活動するとき、別段の合意がある場合を除き、全ての取引において、契約の相手方として行動できる旨を定める「契約」を締結していた。投資顧問の顧客は、当該投資顧問の助言に従い、証券の注文を行い、当該投資顧問は、証券業者として執行を行った。しかし、顧客の買い注文に対しては、当該投資顧問の在庫を保有する証券を売り付けるか、一旦、当該投資顧問が市場から購入し、それを顧客に売り付けていた。助言サービスの対価は、当該証券業者が、通常の顧客からの売買委託に対する手数料より若干、高めであった。

(33) Hughes v. SEC, 174 F. 2d 969 (D.C. Cir. 1949).

SECは、この行為が、証券取引所法10条(b)項および同法規則10b-5に基づき、信任義務に違反しているとして、同法15条(b)項に基づき、証券業の登録を取り消した。違反とされたのは、投資顧問が、投資助言契約の中で、顧客に対し対価を得て公正な助言を行うと規定していることにおいて、信任関係を有する顧客に対し、以下の事項を含む、顧客にとって不利な関係の性質および範囲を開示することなく、証券を売り付けたことであった。すなわち、(i) そのような証券が合理的な誠実性の行使をもって公開市場で顧客のために買い付けることができる最良の価格、および(ii) 顧客に売り付けられた証券の登録者にとってのコストである。

⑧ *In re* Portforio Mgmt. Consultant ⁽³⁴⁾ 事件

【事件の概要】

本件では、証券業と投資顧問業の二重の登録を受けた被審人が、投資一任契約の顧客のために証券の売買を行った。被審人は、投資一任契約の顧客のために証券売買を執行する裁量権を有しており、当該投資顧問が売主となり、かつ、当該投資顧問が買主となるという向かい呑みの取引が行われた。この向かい呑みの行為では、当該投資顧問は、証券を第三の市場から有利な価格で調達し、顧客に転売した。

第三の市場とは、取引所に上場されている証券についての店頭市場取引に従事するマーケットメーカーで構成されるものであった。すなわち、投資顧問は、顧客から投資顧問報酬を得たばかりでなく、自らが運用する顧客の口座に対し売主となる証券の売買からも利益を獲得していた。被審人が、顧客に対する意味のある開示を行い、顧客が別段の同意をしない限り、

(34) *In re* Portfolio Mgmt. Consultant, Inv. Adv. Act Rel. No. 1568, 52 S.E.C. 846 【1996-1997 Transfer Binder】 Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶185,826, 1996 SEC LEXIS 1735 (June 27, 1996).

その顧客に対し、合理的に利用可能で、有利な価格を顧客に提供する義務を有しおり、かつ、顧客にその有利な価格を提供することができなかったために、被審人は、最良執行の義務に違反したと認定された。

【検討】

我が国においても、証券業と投資運用業の兼務は可能であり、顧客の同意があれば、向かい呑み取引も可能である。しかし、当該業者が証券を通常よりも安く仕入れることができるルートを持ち、それを秘匿して投資運用を任されている口座に対して売り付けることは、最良執行の義務に違反すると考えるべきであろう。

金商法上、投資運用業者は例外的に、向かい呑み取引が認められている。すなわち、金融商品取引業者は、その行う投資運用業に関して、自己またはその取締役もしくは執行役との間における取引を行うことを内容とした運用を行うことが禁じられる（42条の2第1号）。例外として、投資者の保護に欠け、もしくは取引の公正を害し、または金融商品取引業の信用を失墜させるおそれのないものとして内閣府令で定めるものは除かれる。除外されるものとして、①第一種金融商品取業、第二種金融商品取業または登録金融機関業務として、運用財産に係る有価証券の売買またはデリバティブ取引の取次ぎを行うことを内容とする運用を行うこと（金商業等府令128条1号）、②個別の取引ごとにすべての権利者に当該取引の内容および当該取引を行おうとする理由の説明を行い、当該すべての権利者の同意を得たものであり、かつ以下のいずれかに該当するものであること（同条2号）、(a)取引所金融商品市場または店頭売買有価証券市場における有価証券の売買、(b)市場デリバティブ取引または外国市場デリバティブ取引、かつ(c)前日公表されている最終の価格に基づき算出した価額またはこれに準ずるものとして合理的な方法により算出した価額により行う取引がある。このような向かい呑み取引に関して最良執行義務に違反する場合は生

504(504) 法と政治 67巻1号 (2016年5月)

じる。

4. 介在させること (Interpositioning)⁽³⁵⁾

⑨ *In re* Value Line, Inc., et al., 事件⁽³⁶⁾

【事件の概要】

本件は、投資顧問による証券売買手数料のリベートの受領が、違法と認定された事案である。すなわち、ミューチュアルファンドの投資顧問である被審人が、ミューチュアルファンドのために証券の発注をディスカウントの手数料で、複数の証券会社に行った。手数料は、1株につき、0.01ドルであった。しかし、被審人は、当該証券会社に1株につき0.0488ドルの手数料を請求する伝票を当該ミューチュアルファンドに送付させ、支払った後、次に、1株につき0.0388ドルを当該投資顧問の子会社の証券会社にリベートとして、支払わせしめた。当該子会社の証券会社は、まったく、ミューチュアルファンドに証券サービスを提供していなかった。リベートの総額は、2,400万ドル以上であった。このような手数料のリベートの支払いについては、当該ミューチュアルファンドには開示されておらず、秘密裏に行われた。被審人は、ミューチュアルファンドの取締役会の独立取締役に、被審人の子会社の証券会社をミューチュアルファンドのための証券取引のブローカーとして使用するという被審人の決定は、最良執行を追求するという被審人の義務と首尾一貫するものであると述べていた。

(35) Interpositioning (介在) とは、「証券取引において2人の当事者間に、あるいは顧客とマーケット・メーカーとの間に第2のブローカーを立てること。介在はSECによって規制されており、追加手数料のための介在の濫用は、違法である。」と説明されている。ジョン・ダウン＝ジョーダン・エリオット・グッドマン編「バロンズ金融用語辞典(第7版)」528頁(日経BP社、2009年)。

(36) *In re* Value Line, Inc., Inv. Adv. Act Rel. No. 2945 (Nov. 4, 2009).

SEC は、被審人の行為が証券の売買委託手数料の水増しによってミューチュアルファンドの資金を横領する詐欺的な営業活動であると認定し、被審人に対し、証券取引法10条(b)項および同法規則 10b-5、投資顧問法206条1号および2号、ならびに投資会社法15条(c)項、17条(e)項および34条(b)項に違反したとして、業務停止および民事制裁金の支払いを命じた。

【検討】

本件では、被審人の行為が最良執行義務違反であるという明示の言及はなかった。しかし、ディスカウントの手数料で注文の執行を行う証券会社に発注し、かつ、全く証券サービスを提供していない子会社の証券会社をミューチュアルファンドの証券売買のブローカーとして契約していると装い、水増しされた手数料を支払わせたことにおいて、最良執行義務違反があるといえるであろう。我が国においても、投資運用業者が証券会社から売買委託手数料の水増しの部分をリベートとして受け取れば、忠実義務違反と解される。

⑩ *In re Karen Michalsk* 事件⁽³⁷⁾

【事件の概要】

本件において、投資顧問会社の債券トレーダー（被審人）は、特定の証券会社の外務員との間で、顧客の斡旋契約を結んだ。当該契約では、斡旋された顧客の運用資産の100万ドルごとに、斡旋した証券外務員の所属する証券会社に1000ドルの売買委託手数料を取得せしめるように発注するというものであった。しかし、本件で問題となった証券会社は、証券取引を執行し、かつ、決済するための設備を有していなかったために、他の証券会社に注文の執行を再委託していた。しかも、当該投資顧問会社の債券

(37) *In re Karen Michalsk*, Inv. Adv. Act Rel. No. 1822, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶186,025, 1999 SEC LEXIS 1803 (Sep. 9, 1999).

トレーダーは、債券部門の責任者に対し、そのような再委託が顧客の年金基金からの指図であると偽り、伝票等の改ざんを行っていた。

被審人は、顧客のために特定の取引において最良の執行を求めることを怠ったとして、顧問法204条1号および2号に定める違反につき故意に幫助、教唆を行った。また、被審人が利用可能な最良の価格を求めなかったことを投資顧問会社の顧客から隠すために、特定の債券取引の取引伝票を改ざんすることにより、投資顧問法204条および同法規則204-2(a)(3)の投資顧問会社の違反を故意に幫助・教唆したと認定された。

【検討】

我が国においても、投資顧問会社ぐるみでなく一部の従業員によって、最良執行義務違反により、顧客に損害を与えるケースもありうる。投資顧問会社は、従業員による違法行為を防止するための内部統制システムの構築を図らなければならない。

① *In re Portforio Advisory Services, LLC* 事件⁽³⁸⁾

【事件の概要】

投資顧問が、顧客の口座のために、店頭株式を購入するにあたり、証券取引の執行を全くしない証券会社を介在させて、余分な手数料を支払い、顧客に損害を与えたことが、最良執行義務に違反し、投資顧問法に反するとする審決が下された。すなわち、投資顧問が設立したヘッジファンドに顧客を斡旋した証券会社の登録代理人に対し報酬を与えるために、店頭株式の最良の価格を提示するマーケットメーカーから直接、証券を購入するにあたり、当該投資顧問の幹事証券会社に対して、証券取引の受託業務を全く行っていない顧客の斡旋を行った証券会社に1株につき5セントの手

(38) *In re Portfolio Advisory Services, LLC*, Inv. Adv. Act Rel. No. 2038, 2002 SEC LEXIS 1591 (June 20, 2002).

手数料を支払うように指示して、投資顧問の顧客に約170万ドルの不必要な手数料を支払わせたという事案である。

【検討】

これは、投資運用業者が顧客の口座のための証券売買の発注をするときに、本来ならば、特定の証券会社に直接、発注すべきであるのに、あえて当該投資運用業者に関係する証券会社にまず発注し、その証券会社が現実に取引を執行する別の証券会社に発注するという取引手法である。投資運用業者は、そのような取引手法により、より有利な価格の取引にアクセスができ、かつ、より良い執行が獲得できると主張するが、現実には、当該投資運用業者に関係する証券会社は、全く、なんらのサービスも当該顧客の口座に提供していないにも関わらず、手数料が支払われるために、顧客に余分な費用がかかることになる。このような取引手法は、土地ころがしに類似した詐欺的な行為であり、顧客の利益よりも投資運用業者グループの利益を優先する行為となり、最良執行義務に反する。

このような取引が行われるのは、投資運用業者の利得目的の場合と顧客を斡旋した証券会社に利得せしめる目的の場合とがある。

5. 利益相反の開示を怠った事例

⑫ *In re du Pasquier & Co., Inc.* 事件⁽³⁹⁾

【事件の概要】

この行政処分は、約4800万ドルの資産を運用していた投資顧問である du Pasquier に対して行われた。du Pasquier は、適切な投資顧問の法令順守および手続きを維持することに失敗し、かつ、その投資助言の業務に関する時宜に応じた開示を確実に実行することを怠った。

(39) *In re du Pasquier & Co., Inc.* Inv. Adv. Act Rel. No. 4004, 2015 File No. 3-16350 (January 21, 2015).

本件では、様々な適切な投資顧問の法令順守政策および手続きを維持することに失敗したことが、指摘されているが、特に、適正な最良執行の審査を実行することを怠った点について指摘する。少なくとも2007年以降、du Pasquier は最良執行義務の遵守を確実にするための適切な調査を怠った。特に、du Pasquier は、当該投資顧問会社全体の取引から、当該投資顧問の売買仲介業務によって管理された取引をサンプルとして、抽出した。しかし、投資助言の口座において、審査された取引の数は、不十分であった。さらに、投資助言の口座と証券売買の口座とを簡単に区別する方法が、存在していなかった。それゆえに、du Pasquier は、最良執行の審査の一部として、報酬および手数料が適切に顧客に請求されていたかを確認するために調査したとき、その審査は、特定の取引が行われた各口座が報酬ベースで行われたのか、あるいは、手数料のベースで行われたのか、それとも両方のベースを用いて行われたのかについて、不透明であり、個人的な知識に頼った du Pasquier の従業員によって、取引が行われていたことが明らかとなった。

当該行為は、特定の法令遵守政策および手続きを採択し、実行する義務を怠った。du Pasquier は、投資顧問法206条(4)および同法の下での Rule 206(4)-7(a)および(b)に違反した。

【検討】

投資顧問法規則206(4)-7は、登録投資顧問が当該投資顧問またはその監督された者が投資顧問法および同規則の諸規定に違反することを防止するために合理的に企図された書面による政策および手続きを採択することを強制する。政策および手続きを採択することを怠れば、同法206条(4)に違反することになる。SECは、政策および手続きに含まれる最小限度の項目を挙げているが、その1つに、取引の実務(Trading Practices)がある。すなわち、政策は、投資顧問がその最良執行義務を満足し、契約を

通じて調査その他のサービスを獲得するために顧客のための証券売買仲介を利用し、かつ一括された取引を口座間に分割する手続きを含めなければならないとされている。

本件では、投資顧問業と証券業を兼業していた被審人の投資顧問が、投資助言を提供する顧客の口座と証券売買の仲介を行う顧客の口座の2種類を有していた。被審人は、最良執行義務の遵守を確実にするための適切な調査を怠ったと認定された。特に、被審人は、当該投資顧問会社全体の取引から、当該投資顧問の売買仲介業務によって管理された取引をサンプルとして、抽出したが、投資助言の口座において、審査された取引の数は、不十分であったと認定された。さらに、被審人は、投資助言の口座と証券売買の口座とを簡単に区別する方法を有していなかったと認定された。このような行為が投資顧問法206条(4)および同法の規則206(4)-7(a)および(b)に違反すると認定された。

⑬ *In re Pekin Singer Strauss Asset Management Inc., Ronald L. Strauss, William A. Pekin, and Joshua D. Strauss* 事件⁽⁴⁰⁾

【事件の概要】

被審人である登録投資顧問の Pekin Singer らは、オープン・エンド型投資信託の投資顧問として、当該投資信託を運営していた。Pekin Singer は、当初、当該投資信託では、投資顧問の手数料率0.9パーセントの受益証券を発行していたが、その後、手数料率を1.24パーセントに増額した。さらに、Pekin Singer は、その後、一般投資家向けの受益証券と機関投資家向けの受益証券を発行するに至った。一般投資家向けの受益証券は、投

(40) *In re Pekin Singer Strauss Asset Management Inc., Ronald L. Strauss, William A. Pekin, and Joshua D. Strauss*, Inv. Adv. Act Rel. No. 4126 File No. 3-16646 (June 23, 2015).

資顧問手数料率が1.24パーセントで最低投資額が2,500ドルであり、かつ機関投資家向けの受益証券は、手数料率が0.99パーセントで最低投資額が10万ドルであった。Pekin Singerらは、投資顧問の手数料が減ることを恐れ、機関投資家向けの受益証券の資格を有する顧客の受益証券を機関投資家向けの受益証券に一斉に転換することを行わなかった。

さらに、Pekin Singerらは、その顧客に対し、当該顧客が機関投資家向けの受益証券に投資する資格があることを適切に開示しなかった。Pekin Singerらは、機関投資家向けの受益証券を求める顧客の受益証券は、転換したが、機関投資家向けの受益証券について積極的に質問をしなかった顧客に対しては、同様の推奨は、行わなかった。

Pekin Singerらが、投資信託における新しい投資に関して、最良執行を求めなかったということ、かつ、彼らが、顧客のために機関投資家向けの投資を選択するにあたって、利益相反を有していたということを適切に開示しなかった。同様に、Pekin SingerのForm ADVは、Pekin Singerがより、高くはない投資顧問の手数料を利用できるにも関わらず、その顧客をより高い手数料に据え置いていたということを表示していなかった。特に、SECに届け出たForm ADV Part IIは、最良執行を求めるPekin Singerの義務について、表示していたが、投資信託の受益証券の選択において、最良執行を追及することを怠ったり、適切に開示することも怠った。以上の行為の結果、Pekin Singerは故意に投資顧問法206条(2)および同法207条に違反すると認定された。

【検討】

手数料が低い機関投資家向けの投資信託と手数料の高い一般投資家向けの投資信託の2種類の投資信託を運用する投資顧問が、新規の顧客に対しては、それぞれの投資信託の特徴とか、契約の加入要件等の金融商品の説明を行い、顧客が納得したうえで、契約を締結することは、問題ない。

本件では、当初は、手数料が高い一般投資家向けの投資信託だけを運営していた投資顧問が、後になって、手数料が低い機関投資家向けの投資信託も運用することにした場合、当該投資顧問が、機関投資家向けの投資信託に加入できる資格を有する従来からの顧客を一斉に当該信託へ加入させるという転換を行わず、また、資格を有する従来からの顧客に対し機関投資家向けの投資信託に加入できる資格がある旨を適切に開示せず、かつ当該投資顧問に問い合わせをしなかった顧客に対しては転換の推奨を行わなかった。このような行為は、手数料が低い機関投資家向けの投資信託を利用できる資格を有しているにもかかわらず、その利用の機会を奪われた顧客に対しては、投資顧問の最良執行義務違反であると認定され、かつそのような投資顧問の行為は当該投資顧問の手数料の減少を恐れたものであったため利益相反関係を有するものであったと認定された。

6. 証券会社からの贈与・接待の提供

⑭ *In re Fidelity Management & Research Company and FMR Co.* (41) **Inc. 事件**

【事件の概要】

被審人のFMRは、マサチューセッツ州ボストンに本店を置く投資顧問法203条(c)項に従って、投資顧問として登録されていた法人である。FMRは、様々な機関投資家の顧客に対して投資顧問として契約しており、その管理していた資産は、約1兆2500億ドルであった。FMRの機関投資家の顧客は、フィデリティ・インベストメントという商標の下で、取引されていた約350の登録投資会社のグループを含んでいた。2002年1月から、2004年10月までの間、フィデリティの2人の上級執行役員および10人の

(41) *In re Fidelity Management & Research Company and FMR Co. Inc., Inv.*
 Adv. Act Rel. No. 2713, File No. 3-12976 (March 5, 2008).

株式取引担当者が、フィデリティの投資助言の顧客のため、証券の売買の委託注文を求め、かつ注文を獲得した証券会社から、総額160万ドルの価値を有する旅行、接待、および贈り物を提供されていた。その他のFMRの役職員も、様々な接待、家族旅行の招待、ギャンブル・違法薬物の提供等のサービスを証券の売買委託注文をした証券会社から受領していた。

SECは、次のように述べた。

投資顧問法206条の下で、投資顧問は、その顧客の証券取引のために最良の執行を追求するという信任義務、即ちその状況の下で、合理的に利用可能な最も有利な条件を追求するという信任義務を有している。投資顧問が最良執行を追求しているか否かを決定するにあたって、最も重要な基準は、投資顧問が管理する口座のために最良の質の執行を示す取引を選択しているか否かである。関連した期間において、フィデリティが、証券会社の選任の契約を行う特定の職員に対し、証券会社から旅行、接待、贈り物を受領し、かつ証券会社と家族ぐるみの関係または特別な関係を持つことを認めていた。その結果、フィデリティの投資助言を行う顧客に対して、より高い執行費用のかなり大きな負担を結果として生じせしめたため、投資顧問法206条(2)号に故意に違反した。

【検討】

投資顧問の役職員が、運用する顧客の口座のために証券売買を発注する証券会社から、多額の接待や贈り物を受けることが、現実に証券会社の選択において最良執行義務に反していたか否かを問わず、より高い執行コストの大きな負担を結果として生じせしめたため、投資顧問法206条(2)号に故意に違反したと認定された。投資顧問の役職員が取引先から過剰な接待・贈り物を受けることが最良執行義務に反し、それにより信任義務に反するという論理は、興味深い。

第4章 米国の投資運用業者の最良執行義務の分析による我が国の法解釈への示唆

第1節 投資運用業者の最良執行義務の法的根拠

(1) 米国において、投資顧問の最良執行義務というのは、投資顧問法の明示的要件ではなく、顧客に対する一般的な信任義務に由来している。

我が国では、どう考えるべきか。金商法40条の2において、金融商品取引業者等の最良執行義務を定めている。しかし、最良執行義務に対する金融庁のパブリックコメントは、金商法40条の2は、投資運用業者に適用されないと述べている。⁽⁴²⁾すなわち、質問5「投資運用業者が最良執行方針等確立し、これを顧客に開示する義務があるかにつき明確化してほしい。」および質問6「金商法第40条の2は投資運用業者には適用されないとの理解でよいか。」に対して、金融庁は、「最良執行方針等の作成・公表義務（金商法第40条の2）は、一定の上場有価証券、店頭売買有価証券及び取扱有価証券の売買を対象とすることとされています（金商法施行令第16条の6第1項）。したがって、基本的に、「第一種金融商品取引業」を行う金融商品取引業者等が対象となるものであり、「投資運用業」のみを行う金融商品取引業者等は対象とならないものと考えられます。」と述べている。

学説は、金商法40条の2については、証券会社の適用を前提として、解説を行っているものが多く、同条が投資運用業に適用されるかについて、言及しているものは少ない。⁽⁴³⁾

(42) 平成19年7月パブリックコメント421頁 No 5, 6。

(43) 志谷教授による第40条の2の解説、『金融商品取引法コンメンタール 2—業規制』（商事法務、2014年）365-370頁、濃川耕平弁護士による第40条の2の解説、『論点体系 金融商品取引法2』（第一法規株式会社、2014 514(514) 法と政治 67巻1号（2016年5月）

金商法40条の2に関連して、投資運用業の最良執行義務を言及する説は、次のものがある。

第1に、三浦氏は、金商法40条の2が、有価証券の売買およびデリバティブ取引に関する顧客の注文について最良執行方針を定めると規定しているところから、最良執行義務は、投資運用業のみを行う業者や投資助言・代理業には適用されず、各業務に関する誠実義務、善管注意義務の問題として検討されることとなる（金商法36条1項、41条、42条）と述べてい⁽⁴⁴⁾る。

第2に、石田教授は、まず、忠実義務・善管注意義務を投資運用業者の中心的義務ととらえ、それが受託者責任の重要性を示すものだと述べ、次に投資運用業者がどの金融商品取引業者（第1種）に取引委託注文を回送するのか（いわゆる最良執行の問題）は、受託者責任の中身としてとらえ⁽⁴⁵⁾られるべきであると述べている。

第3に、「有価証券等取引をまったく取り扱っていない金融商品取引業者等に対しては、40条の2は、適用されないと解され、たとえば、投資運用業のみを行う金融商品取引業者等は対象とならない」と述べる説もあ⁽⁴⁶⁾る。

（2）平成16年の証券取引法改正により新たに規定された改正証取法43条の2（現行の金商法40条の2にあたる）は、証券会社の最良執行義務を法定した。しかし、学説では、改正証取法43条の2の制定前に発表さ

年）152-154頁。

(44) 三浦章生『金商法・行為規制の手引き』（商事法務、2013年）339頁。

(45) 石田眞得「投資顧問契約と投資一任契約」河本一郎・龍田節編『金融商品取引法の理論と実務』（経済法令研究会、2007年）95頁〔別冊金融・商事判例〕。

(46) 長島・大野・常松法律事務所編『アドバンス 金融商品取引法〔第2版〕』（商事法務、2014年）873-877頁。

れた研究論文において、神崎教授は、証券会社の最良執行義務は、理論的には、民法644条の善管注意義務から導きだれるものであると理解されていた。⁽⁴⁷⁾そして、行澤教授は、改正証取法43条の2の制定後に発表された論文において、神崎説を支持し、「改正証取法43条の2によって初めて最良執行義務を負うとされるのではない。」と述べられている。⁽⁴⁸⁾また、同様に、金融商品取引業者等が顧客に負っている善管注意義務（民法644条）の中には、「金融商品取引業者等が顧客にとってもっとも有利な条件で売買を執行するよう合理的な注意を尽くす義務としての最良執行義務が含まれると解される。」と述べる説もある。⁽⁴⁹⁾

他方、川村教授は、「顧客に対する誠実義務（36条）が取引に係る行為規制の局面で具体化された義務として、最良執行義務を挙げられる」と述べている。⁽⁵⁰⁾さらに、三浦氏は、「最良執行義務は、従前から、証券会社の顧客に対する信義誠実の原則を定めた証券取引法33条（現在の金商法36条1項）の解釈上、証券会社に課せられていると解されていたところ、平成16年証取法改正によって証取法43条の2として明文化され、金商法への改正の際に引き継がれた」と述べている。⁽⁵¹⁾

（3）投資運用業者と顧客の間には、委任契約・準委任契約（民法643条・656条）である投資運用契約が締結されていると考えられる。また、

(47) 神崎克郎「投資者の注文の最良執行の確保」インベストメント50巻2号（1997年）7頁。

(48) 行澤一人「証券取引法における最良執行義務」商事法務1709号（2004年）21頁。

(49) 長島・大野・常松法律事務所編・前掲注(46)874頁。

(50) 川村正幸『金融商品取引法（第5版）』（中央経済社，2014年）439頁。
同旨のものとして、小川宏幸『法学叢書 金融商品取引法』（新世社，2012年）160頁がある。

(51) 三浦・前掲注(44)339頁。

金商法42条は、第1項で、投資運用業者は、権利者のため忠実に投資運用業を行わなければならないと定め、第2項では、権利者に対し、善良な管理者の注意をもって投資運用業を行わなければならないと定める。

金商法42条と、民法644条の関係を説明すると、金商法42条は、民法644条の善管注意義務を敷衍し、かつ一層明確にしたものであると考える。

石田教授は、金商法42条は、「受託者責任を負う投資運用業者に対し、横断的に忠実義務および善管注意義務を課し、これにより投資運用業者と権利者の間の法律関係を明確にし、権利者の保護をより確実なものとしている。」と述べ、また、「本条の忠実義務および善管注意義務は、英米法にいうところの受託者責任を参考にして明文化されたものと推測される。」と述べている。⁽⁵²⁾

民法644条は、「受任者は、委任の本旨に従い、善良な管理者の注意をもって、委任事務を処理する義務を負う。」と定める。顧客にとって投資一任契約の委任の本旨とは、運用を委ねた資金の最大化ということになる。投資運用業者が、資金の最大化のために行う委任事務の処理の一環として、証券会社を選択するとき、最良執行を追求する義務を負うというのは、論理上、必然的に生じるものである。投資運用業者の最良執行義務は、金商法上の明文の規定がなくとも、民法644条の善管注意義務および金商法42条の忠実義務・善管注意義務から導きだされると解して良いと思われる。

第2節 投資運用業者の最良執行義務の内容

投資運用業者の最良執行義務の内容については、金商法において投資運用業者の最良執行義務を直接、規定する条文がないために、民法644条の

(52) 石田教授による第42条の2の解説、『金融商品取引法コンメンタール 2—業規制』（商事法務、2014年）414-421頁。

善管注意義務および金商法42条の忠実義務・善管注意義務から解釈により導き出す必要がある。この場合に、米国のSECの審決、判例および実務が参考になると思われる。また、条文の解釈から導き出すことが困難な場合は、立法の提案をすることになる。

投資運用業者の最良執行義務の内容は、固定的なものではなく、テクノロジーと市場構造の変化にともない、発展していくものであると述べられている。⁽⁵³⁾

投資一任契約とは、投資運用業の登録を受けた投資運用業者が顧客から金融商品の価値等の分析に基づく投資判断の全部または一部を一任されるとともに、当該投資判断に基づき当該顧客のため投資を行うのに必要な権限を委任されることを内容とする契約である（2条8項12号ロ）。委任される投資を行うのに必要な権限とは、①顧客の計算で、かつ顧客の名義で（代理の場合）または投資顧問業者の名義で（取次の場合）証券会社等に発注し、または第三者（例えば、信託銀行）に指示して証券会社等に発注させる権限、②顧客の保管機関と証券会社の間で、金銭、有価証券の受渡しを行うよう指示する権限等があると解されている。⁽⁵⁴⁾

投資運用業者の最良執行義務は、投資判断に基づいて、顧客のために証券の売買を発注するにあたり、顧客にとって最も有利な条件で執行できる証券会社を選択することである。

最良執行義務は、①善良な管理者の注意をもって業務を行うべきであるという善管注意義務の側面と②顧客の利益よりも自己または第三者の利益を優先させてはならないという忠実義務の側面を考慮しなければならない。

投資運用業者が、顧客にとって最も有利な条件で執行できる証券会社を

(53) James E. Anderson, Robert G. Baganl and Marianne K. Smythe, *supra* note 9, at 9-15.

(54) 大蔵省証券局内投資顧問業関係法令研究会編・前掲注(6)12頁。

選択するにあたり、専門家としての技術と注意をもって行わなければならない、それを怠ると善管注意義務違反となる。顧客にとって最も有利な条件で執行できる証券会社を選択するために投資運用業者が、考慮すべき要素には、以下のものがある。証券会社の請求する委託手数料の水準および包括的な費用総額は、最良執行であるかを決定するにあたり重大な考慮要素である。しかし、決定的な要素は、最も低い可能性のある手数料ではなく、取引における運営・管理する顧客の口座に対して、最も質の高い執行を具現化しているか否かである。わが国の投資運用業者が考慮すべき証券会社のサービスの範囲および品質は、①証券会社によって提供されるリサーチの価値、②取引の執行能力、③手数料率、④財務能力、⑤総額引受された新株や社債の分売能力および⑥投資運用業者への対応の良さ等を含んでいるという前述の米国の例が参考になると考えられる。

投資運用業者は、証券会社を選択する過程において、委託手数料ばかりでなく、提供可能な証券会社の各種のサービスについて、顧客にとってより有利な条件を獲得できるように積極的に交渉する努力を行うことが、善良な管理者の注意をもって業務を行うべきであるという注意義務を履行したことになる。

また、投資運用業者は、証券会社の執行サービスの品質について、定期的かつ体系的な評価を行わなければならない。すなわち、投資運用業者は、定期的かつ体系的に投資顧問の取引を執行する証券会社の執行業績を評価し、評価が低い場合は、別の証券会社に乗り換える措置を講じなければならない。

次に、投資運用業者は、証券会社の選択に当たり、利益相反の関係が生じる場合に、忠実義務違反があれば、最良執行義務に違反することになる。例えば、投資運用業者が、証券会社を選択した理由が、顧客にとって最も有利な条件の執行の提供ではなく、無償で顧客の斡旋を受け、多額の接待

やりべートの提供を受けることであれば、顧客の利益よりも自己の利益を優先させていると判断されるであろう。⁽⁵⁵⁾

また、投資運用業者の顧客が自己の口座における証券の売買を執行する証券会社を指定した場合も、最良執行義務はなくなるものではない。⁽⁵⁶⁾米国の最良執行義務の開示規制の中で (Form ADV Part 2)、①顧客が指図した証券会社が投資顧問の関係会社であり、または重大な利益相反を生みだす別の経済的な関係を有している場合、投資顧問は、その関係を開示し、その関係がもたらす利益相反を説明しなければならず、②顧客が指図した証券会社の委託手数料が、投資顧問が利用する証券会社の売買手数料はよりも高い可能性を説明しなければならず、③顧客が指図した証券会社の委託手数料が、投資顧問が顧客の取引をまとめて一括して証券会社に注文する場合よりも割高になる場合、その実態を説明しなければならない旨を開示することが要求されている。我が国においても、同様の義務を課すべきであろう。このような義務が課されるのは、投資運用業者と顧客との関係は取締役の任用契約のような継続的な委任契約であり、他方、証券会社と顧客との関係は、証券取引の取次契約を構成する一時的な委任契約であることに由来するものと考ええる。

(55) 米国の証券会社の最良執行義務に関して、オーダーフローペイメントの問題、すなわち、注文回送した市場から証券会社が報酬を受け取るという利益相反の問題が生じるために、開示規制 (規則 11Ac-6) が要求されていることが紹介されている。梅本剛正『現代の証券市場と規制』(商事法務, 2005年) 35-36頁。

(56) 証券会社の最良執行義務に関して、顧客が証券会社に対して執行市場を指示している場合は、原則として最良執行義務の問題は生じないと述べている説がある。梅本・前掲注(55)13頁。

第3節 投資運用業者の最良執行義務に関する立法提案 —最良執行方針の作成・公表義務の法定—

投資運用業者の最良執行義務が、民法644条の善管注意義務および金商法42条の忠実義務・善管注意義務から解釈により導き出されるとしても、証券会社に強制される金商法40条の2のような、投資運用業者の最良執行方針の作成・公表義務を金商法において法定すべきである。法定すべき理由としては、最良執行義務の内容が不明瞭であるために、投資家保護のために必要な、最小限の義務を明らかにし、すべての投資運用業者に課すことが望ましいためである。投資運用業者がこの法定の義務を果たさない場合、監督官庁の行政指導も行い易く、また顧客による損害賠償の請求もしやすくなる。

すなわち、(1) 投資運用業者は、顧客のための有価証券等の取引を執行する証券会社の選択に当たり、最良の選択を行うための方針・方法（最良執行方針等）を定めなければならない。(2) 投資運用業者は、最良執行方針等を公表しなければならない。(3) 投資運用業者は、顧客と投資一任契約を締結しようとするときには、あらかじめ顧客に対し当該最良執行方針等を記載した書面を交付しなければならない。(4) 投資運用業者は、顧客のために証券会社を選択した後に、顧客から求められれば、当該選択が最良執行方針等に従って行われた旨を説明した書面を交付しなければならない。

おわりに

本稿では、投資運用業者の最良執行義務について、米国の法制度およびSECによる運用ならびに学説の議論を研究し、我が国において参考にできる点を考察した。

米国における投資運用業者は、信任義務から導き出される最良執行義務

を負っている。信任義務は、注意義務および忠実義務に分けられる。最良執行義務も、注意義務の側面と忠実義務の側面に分けられることになる。

投資運用業者の最良執行義務は、証券会社の最良執行義務とは、異なっている。異なる理由は、証券会社は、顧客から証券売買委託の執行をできるだけ顧客に有利に行う義務を有しており、第一次的な義務と位置付けられる。しかし、投資運用業者の任務は、顧客の純資産（net price）をできるだけ増加せしめるということが第一次的な義務であり、証券売買の執行のための費用をできるだけ抑えるという最良執行義務は、第一次的な義務に包含される一つの義務にすぎないと位置付けられる。

証券会社は、ある証券の売買の委託注文を執行するに当たり、当該証券が複数の市場で取り引きされるときに、最も顧客に有利に取引されている市場を選択するという義務を負うことになる。

他方、投資運用業者は、証券売買の執行を委託する証券会社を選択しなければならないが、決定的な要素は、最も低い可能性のある手数料ではなく、取引が運営・管理を任された口座に対して、最も質の高い執行を具現化しているか否かである。投資運用業者は、執行のコストを低く、抑えるように尽力しなければならない。証券業の売買委託手数料が自由化されていることから、投資運用業者の交渉力により、委託手数料をディスカウントさせることも可能となる。そこで、投資運用業者の最良執行義務は、証券会社に委託手数料をディスカウントさせ、また、その他の取引条件をできるだけ有利に獲得するための交渉を最大限に行うということになる。投資運用業者が、このような努力を怠っていれば、最良執行義務の注意義務の側面に違反したことになる。また、投資運用業者が、証券会社を選択するに当たり、リベートを証券会社から受け取ることや、一般の投資家を犠牲にして大口の投資家を優遇するような委託手数料の支払いを証券会社と契約することは、最良執行義務の忠実義務の側面に違反したことになる。

米国で最良執行義務違反として摘発された事例は、信任義務の忠実義務の側面に違反したものであった。証券会社の場合と比較して、投資運用業者の忠実義務に違反する最良執行義務違反が多いことが注目される。

わが国において、投資運用業者の最良執行義務につき、課題とすべきものは、以下の点である。

第一に、我が国において、米国の摘発事例から見てとれるような、最良執行義務違反となる不正な行為が闇に埋もれているのではないかと危惧する。そこで、まず、投資運用業者の最良執行義務の注意義務の側面に関して、投資運用業者が現実には証券会社の選択や取引条件の交渉において、この注意義務を果たしているか否かにつき監督官庁は調査・分析し、公表することが望ましい。さらに、投資運用業者の最良執行義務の忠実義務の側面に関しても、投資運用業者やその役職員が自己や第三者の利益を優先して取引の執行を行っているのではないか、あるいは利益相反関係が生じているのではないかとすることを監督官庁は調査・分析し、公表することが期待される。

第二に、投資運用業者が最良執行義務を果たしているか否かを顧客が監視できるシステムを構築するべきである。そのために、投資運用業者の取引の執行手続および利益相反関係を顧客に定期的に開示することが求められる。投資運用業者は、完全かつ正確な取引の記録を作成・保存しなければならない。

第三に、米国において、投資運用業者の最良執行義務につき、「米国投資管理・調査協会」(Association for Investment Management and Research)⁽⁵⁷⁾がガイドラインを発表している。このガイドラインは、まず、最

(57) AIMR Trade Management Guidelines (2002), prepared by the Trade Management Task Force of the Association for Investment Management and Research 参照, 当該ガイドラインは, Harvey E. Bines, Steve Thel, supra

良執行を、顧客の規定された投資目的および制限の範囲内で顧客のポートフォリオの価値を最大化する取引のプロセスであると定義づけている。当該ガイドラインは、最大限のポートフォリオの価値を達成するという目的を有する正式の取引執行手続を確立すること、注文を指示する実務および取引手法に帰する利益相反を開示すること、ならびに記録を作成しかつ保存することを要求している。このように、我が国においても、投資運用業者の業界が自主的なルールを作成すべきである。⁽⁵⁸⁾

note 16, at 569 において、付録として全文が掲載されている。

(58) 日本投資顧問業協会が定める「業務運営にあたり留意すべき基準について」の「1. 適正な価格による取引」において、最良執行義務を念頭に置いて設けたと思われる規定がある。すなわち、「会員は、有価証券等の取引に係る発注の相手方等の選択にあたっては、取引の価格、手数料のほか、相手方の取引の執行能力、情報提供能力、並びに執行結果の報告及び金銭又は有価証券の管理等の事務執行能力などその時点における諸般の状況を総合的に勘案のうえ、最も顧客の利益に資すると判断される相手方及び条件による発注に努める。」と定めている。<http://www.jiaa.or.jp/profile/pdf/kisoku/gyouun260423.pdf>.

しかし、これだけでは、いかにも、内容が貧弱である。なお、日本投資顧問業協会は、業務として、「会員の行う投資運用業及び投資助言・代理業に関し、契約の内容の適正化、資産運用の適正化、その他投資者の保護を図るため、必要な調査、指導、勧告その他の業務を行う。」と定めている（業務規程 3 条）。

<http://www.jiaa.or.jp/profile/pdf/kisoku/gyoumukitei240702.pdf>.

The Obligation of Best Execution of Investment Advisers
who Perform Investment Management Business:
The Study Based on the Comparison of Japan Law
with U.S. Law

Hiroyuki USHIMARU

The purpose of this article is to clarify legal problems about the obligation of best execution of investment advisers who perform investment management business and to investigate a solution. Thereby we can protect Japanese investors. The method of the study is to compare the law of U.S. with Japan.

Japanese investment advisers have an obligation of best execution for clients' securities transactions. This obligation is not an express requirement under the Financial Instruments and Exchange Law. But it derives from the duty of care and the duty of loyalty (Article 42 of the Financial Instruments and Exchange Law).

SEC has brought many enforcement proceedings against investment advisers accompanied by the issue of best execution in the United States. I introduce such enforcement proceedings in order to prevent illegal business of Japanese investment advisers and to regulate such business by the regulatory authority.

I propose the revision of the Financial Instruments and Exchange Law. The duty to make a policy of best execution and announce such a policy shall be imposed to investment advisers by legislation. Because the content of the obligation of best execution of investment advisers is illegible, it is desirable that we clear up the minimum duty necessary for protection of investors and assign such a duty on all investment advisers. Thereby the regulatory authority becomes easy to regulate investment advisers and a damaged client becomes easy to demand compensation for damages from investment advisers.

The content of the legislation is as follows:

(a) Investment advisers who perform investment management business shall adopt a policy and method to seek the best execution of clients' securities transactions.

(b) Investment advisers who perform investment management business shall announce such a policy.

(c) Investment advisers who perform investment management business shall issue the document which lists a policy of the best execution beforehand when they are going to make an investment management contract with a customer.

(d) When investment advisers who perform investment management business make the choice of the brokerage firm and are requested from clients, they shall issue the document to the clients. This document explains that the choice of the brokerage firm has been made in accordance with such a policy.

This paper consists of following sections:

Introduction

1. Identification of problems
2. The summary of the regulation for Japanese investment advisers who perform investment management business
3. The obligation of best execution of investment advisers of the United States who perform investment management business
4. The analysis of the regulation for Japanese investment advisers who perform investment management business in reference to U.S. law

Conclusion