

博士学位 申請論文

投資一任業務を行う投資運用業者の忠実義務および善管注意義務

—日米の比較法研究を中心に—

関西学院大学大学院法学研究科  
博士後期課程  
牛丸弘行

## 目次

はじめに	3
第1編 投資一任業務を行う投資運用業者の最良執行義務	5
第1章 米国における投資運用業者の最良執行義務	5
第2章 SECによる行政処分事例	8
第3章 我が国における投資運用業者の最良執行義務	20
第2編 投資一任業務を行う投資運用業者の適合性の原則	29
第1章 米国における投資運用業者の適合性の原則	29
第2章 SECによる行政処分事例	35
第3章 我が国における投資運用業者の適合性の原則	48
第3編 投資一任業務を行う投資運用業者の最善の利益規則と顧客本位原則	59
第1章 最善の利益規則 (Regulation Best Interest) の概要	59
第2章 最善の利益規則における投資顧問の受任者義務	67
第3章 最善の利益規則と顧客本位原則	75
第4編 投資一任業務を行う投資運用業者の顧客情報保護と秘密保持義務	83
第1章 米国における投資運用業者の顧客情報保護と秘密保持義務	83
第2章 SECによる行政処分事例	98
第3章 我が国における投資運用業者の顧客情報保護と秘密保持義務	105
第5編 投資一任業務を行う投資運用業者の議決権行使	113
第1章 米国における投資運用業者の議決権行使	113
第2章 SECによる行政処分事例	119
第3章 投資顧問の議決権行使責任に関するガイダンス	125
おわりに	137

## はじめに

博士論文の題目は、『投資一任業務を行う投資運用業者の忠実義務および善管注意義務』である。

金融商品取引法 42 条 1 号で、金融商品取引業者等は、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る。また、同条 2 号で、金融商品取引業者等は、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。善管注意義務は、その職業または地位にあるものとして通常要求される程度の注意を意味すると解されている。一方、忠実義務とは、受託者は受益者の利益のために行動すべきであり、受益者の利益の犠牲のもと自己の利益を図ってはならないとされている。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 (fiduciary duty) を参考に明文化されたと考えられている。

忠実義務 (Duty of loyalty) や善管注意義務 (Duty of care) は、信任義務と密接に関係している。だが、従来の研究では、信任義務の一般的内容については詳細に研究されている一方、投資運用業に係る信任義務の具体的内容については必ずしも十分に検討されてこなかったように思われる。そこで、本論文では特に、投資運用業者の信任義務を具現化した様々な義務のうち、最良執行義務、適合性の原則、最善の利益規則と顧客本位原則、秘密保持義務、議決権行使について、詳細に検討を行うことを目的とする。

第1編の投資一任業務を行う投資運用業者の最良執行義務では、投資一任業務を行う投資運用業者の最良執行義務について、検討を行う。投資一任業務を行う投資運用業者の最良執行義務に関し、日米の判例・学説の比較法的研究を行う。我が国の金融商品取引法 (以下では、金商法という) 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。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。他方、米国では、投資顧問の最良執行義務というのは、米国の1940年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。本論文では、金商法における、最良執行方針の作成・公表義務を法定すべきという投資運用業者の最良執行義務に関して検討を行う。

第2編の投資一任業務を行う投資運用業者の適合性の原則では、投資一任業務を行う投資運用業者の適合性の原則について、検討を行う。投資一任業務を行う投資運用業者は、金融商品取引業者に該当するために (2条8項・9項)、金商法40条1号および金商業府令117条1項1号の適用を受ける。投資運用業者は、投資一任契約の締結という金融商品取引行為の勧誘を行う際に、適合性の原則に服することになる。投資一任契約の勧誘の段階では、投資運用業者と顧客との間では契約関係は生じていない。しかし、投資一任契約が締結された後は、投資運用業者は、顧客に対し委任契約上の善管注意義務を負うことになる。本稿では、投資運用業者が、金商法40条から導きだされた適合性原則を負うかについて、検討を行う。

第3編の投資一任業務を行う投資運用業者の最善の利益規則と顧客本位原則では、顧客に対する最善の利益について、検討を行う。第1章の最善の利益規則の概要では、最善の利益規則の構成要素である4つの義務について、検討を行う。すなわち、①開示義務、②注意義務、③利益相

反回避義務、④法令遵守義務の4つの義務である。投資推奨を行う証券会社は、これらの義務を遵守しなければならないとされる。一方、最善の利益規則については、識者から一定の批判がなされている。そこで、当該批判や評価に対して、SECの委員長であるジェイ・クレイトン氏の解説を第2章のRegulation Best Interestにおける投資顧問の受任者義務で検討する。当該批判は、7つのClaimにおいてなされるものであるが、これらの批判に対する反論をクレイトン氏は、行っている。また、最善の利益規則に関する識者の見解についても、説明を行う。第3章の最善の利益規則と顧客本位原則では、最善の利益規則と我が国における顧客本位原則を検討する。米国では、適合性原則と最善の利益規則は、表裏一体の関係があり、適合性原則を強化したものが、最善の利益規則であるといわれる。一方、我が国では、最善の利益規則ではなく、顧客本位原則によって、顧客保護を図ろうとしている。これらの制度は、顧客を保護するために、一定程度の役割を果たしていると考えられるが、SEC委員長のクレイトン氏が述べるように、証券会社と顧客、投資顧問と顧客との間は、常に利益相反関係にさらしていると指摘される。そこで、第4編では、投資運用業者と顧客情報の保護について、検討を行う。

第4編の投資一任業務を行う投資運用業者の顧客情報保護と秘密保持義務では、投資一任業務を行う投資運用業者の顧客情報保護と秘密保持義務について、検討を行う。我が国において、投資運用業者の秘密保持義務の法的根拠は、次のように考えられる。第1に、投資一任契約上の義務から導きだされる。投資運用業者は、投資一任契約上の義務に違反すれば民法644条の善管注意義務に違反することになる。第2に、投資運用業者の顧客情報の秘密保持義務の法的根拠は、金商法の善管注意義務・忠実義務(金商法42条)から導き出される。同規定に違反すれば、投資運用業者は、顧客に対して、不法行為に基づく損害賠償をする責任を負う場合がある。第3に、投資運用業者の顧客情報の秘密保持義務法的根拠は、金商法44条における弊害防止措置等において規定されており、当該弊害防止措置は情報授受規制や利益相反体制の構築を求めている。これらの3つの要件について、検討を行う。

第5編の投資一任業務を行う投資運用業者の議決権行使では、投資一任業務を行う投資運用業者の議決権行使について、検討を行う。米国の投資顧問法の研究者であるFrankel教授は、投資顧問は、顧客に対して、忠実義務を負っているとし、次の5つの義務に分類している。それは、①一般的義務、②公正取引の義務、③投資顧問法の下での忠実義務、④投資政策を忠実に守る義務、⑤投資顧問法の下での開示の基準である。Frankel教授は、③投資顧問法の下での忠実義務において、特に重要な問題として、議決権行使に関する問題を挙げている。本稿では、投資一任業務を行う投資運用業者の議決権行使に関する利益相反の問題について、検討を行う。

最後の「おわりに」では、本論文において検討したことから明らかとなった問題点や視点を示すこととするとともに、本論文のテーマの1つである利益相反規制に関する若干の検討を加える。

## 第1編 投資一任業務を行う投資運用業者の最良執行義務

### 第1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の中で投資運用の授權規定を設けることにより行われており<sup>1</sup>、投資顧問が投資運用業の担い手である)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<sup>2</sup>。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」といふ)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<sup>3</sup>。

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。投資運用業者(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、投資運用業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、投資運用業者は、最良の正味価格(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。投資運用業者は、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、投資運用業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<sup>4</sup>。

次に、SEC(米国証券取引委員会)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ている<sup>5</sup>。

---

<sup>1</sup> 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。Tamar Frankel, Ann Taylor Schwing, *The Regulation of Money Managers: Mutual Funds and Advisers*, vol.2, 12-8 (3rd ed. 2015) を参照。

<sup>2</sup> *Hughes v. SEC*, 174 F.2d 969 (D.C. Cir. 1949).

<sup>3</sup> 以上につき, James E. Anderson, Robert G. Baganl and Marianne K. Smythe, *Investment advisers: law & compliance*, vol 1, at 9-15 (2002).

<sup>4</sup> Harvey E. Bines, Steve Thel, *Investment Management Law and Regulation* 551 (2d ed. 2004).

<sup>5</sup> *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).

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<sup>6</sup>。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<sup>7</sup>。

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。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<sup>8</sup>。

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 秘密保持

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

---

<sup>6</sup> Exch. Act Rel. No. 23170, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 26,577, 1986 SEC LEXIS 1689 (Apr. 23, 1986).

<sup>7</sup> Regulation NMS rule 606, 17 CFR 242. 606.

<sup>8</sup> Anderson, et. al., supra note 3, at 9-16, 9-17.

1934年証券取引所法(以下、「証券取引所法」という) 28条e 項<sup>9</sup>は、証券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、手数料を支払う投資運用業者(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、投資運用業者が、管理する口座の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出したものがRelease 23170<sup>10</sup>であり、そこでは、投資運用業者の最良執行義務について次のように述べられている。

「投資運用業者は、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

---

<sup>9</sup> 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、当該勘定から支払わ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わ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)を参照した。

<sup>10</sup> Exch. Act Rel. No. 23170, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) \_26,577, 1986 SEC LEXIS 1689 (Apr. 23, 1986).

する義務を負っている。投資運用業者は、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。投資運用業者は、証券売買の仲介の注文を行うに当たり、証券会社の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投資運用業者に対する応対ばかりでなく提供されるリサーチの価値である。SECは、投資運用業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、投資運用業者は、当該投資運用業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項で規定される投資運用業者に該当するために、同条項の解釈通達であるRelease 23170において上述のようにSECが述べた投資運用業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。

## 第2章 SECによる行政処分事例

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、次のものがある。

### 1. 顧客の斡旋に関する事例

#### ① *In re* Founders Asset Management LLC 事件<sup>11</sup>

##### 【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、1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1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207条<sup>12</sup>に違反していると判断された。被審人に対し、排除命

<sup>11</sup> *In re* Founders Asset Management LLC, Inv. Adv. Act Rel. No. 1879, 2000 SEC LEXIS 1329 (June 15, 2000).

<sup>12</sup> 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

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に、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については、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.* 事件<sup>13</sup>

##### 【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」

---

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条は、何人も、SEC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、SEC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。

<sup>13</sup> *In re Folger Nolan Fleming Douglas Capital Management, Inc.*, Inv. Adv. Act Rel. No. 2639, 2007 SEC LEXIS 1892 (Aug. 23, 2007).

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】

我が国においても、証券会社が投資助言業および投資一任業務の登録を受けることは可能であり、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、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金制度に関するSECルール1101 [17 C.F.R. 201.1101]に従って、SECの監督の下で、不当利益吐出金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、反行為の被害者の利益のために不当利益吐出金(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、当該制度を推進すべきものであろう。

### ③ *In re Janison, Eaton & Wood, Inc.* 事件<sup>14</sup>

#### 【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

---

<sup>14</sup> *In re Janison, Eaton & Wood, Inc.*, Inv. Adv. Act Rel. No. 2129, 2003 SEC LEXIS 1174 (May 15, 2003).

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、証券会社はその依頼に応じるという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することは、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、顧客が間違っただけの選択をしようとした場合、投資運用業者は、顧客に対して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<sup>15</sup>

#### 【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

---

<sup>15</sup> *In re* Vanderbilt Capital Advisors LLC, Inv. Adv. Act Rel. No. 2053, 2002 SEC LEXIS 2257 (Sept. 3, 2002).

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<sup>16</sup>

##### 【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 Vaderbilt 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対する、投資顧問の最良執行義務違反となる。

---

<sup>16</sup> *In re Rubinstein*, Inv. Adv. Act Rel. No. 2054, 2002 SEC LEXIS 2255 (Sept. 3, 2002).

### 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<sup>17</sup>

#### ⑥ *In re Kidder, Peabody & Co.* 事件<sup>18</sup>

##### 【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に課される手数料よりも低い手数料の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負う。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

---

<sup>17</sup> 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。

<sup>18</sup> *In re Kidder, Peabody & Co.*, Inv. Adv. Act Rel. No. 232, 43 SEC LEXS 911 (1968).

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<sup>19</sup>

##### 【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って証券の注文を行い、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。

SECは、上記の行為が、証券取引所法10条(b)項および同法規則10b-5に基づき、信任義務に違反するとして、同法15条(b)項に基づき、証券業の登録を取り消した。違反行為とされたのは、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いう定めに関し、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、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* Portfolio Mgmt. Consultant 事件<sup>20</sup>

##### 【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。被審人は、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、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負っている。顧客にその有利な価格を提供することができなかつたために、被審人は最良執行の義務に違反したと認定された。

---

<sup>19</sup> Hughes v. SEC, 174 F. 2d 969 (D.C. Cir. 1949).

<sup>20</sup> *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) \_85,826, 1996 SEC LEXIS 1735 (June 27, 1996).

## 【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じる。

## 4. 介在させること(Interpositioning)<sup>21</sup>

### ⑨ *In re Value Line, Inc., et al.* 事件<sup>22</sup>

#### 【事件の概要】

本件は、投資顧問による証券売買手数料のリバートの受領が違法である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、複数の証券会社に注文を行った。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バートとして、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。リバートの総額は、2,400万ドル以上であった。このような手数料のリバ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

---

<sup>21</sup> 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)。

<sup>22</sup> *In re Value Line, Inc., Inv. Adv. Act Rel. No. 2945* (Nov. 4, 2009).

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対し、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被審人の決定は、最良執行を追及する被審人の義務と首尾一貫するものであると述べていた。

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、証券取引所法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、ディスク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、忠実義務違反にあたりと解される。

#### ⑩ *In re Karen Michalsk* 事件<sup>23</sup>

##### 【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1,000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、投資顧問法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

---

<sup>23</sup> *In re Karen Michalsk*, Inv. Adv. Act Rel. No. 1822, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 86,025, 1999 SEC LEXIS 1803 (Sep. 9, 1999).

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。

#### ⑪ *In re Portfolio Advisory Services, LLC* 事件<sup>24</sup>

##### 【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】

本件の取引は、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。かかる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<sup>25</sup>

##### 【事件の概要】

この行政処分は、約4,800万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を怠り、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。本件では、様々な適

---

<sup>24</sup> *In re Portfolio Advisory Services, LLC*, Inv. Adv. Act Rel. No. 2038, 2002 SEC LEXIS 1591 (June 20, 2002).

<sup>25</sup> *In re du Pasquier & Co., Inc.* Inv. Adv. Act Rel. No. 4004, 2015 File No.3-16350 (Jan. 21, 2015).

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、ここでは特に、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。

du Pasquierは、投資顧問法206条(4)および同法規則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義務づけている。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<sup>26</sup>

##### 【事件の概要】

---

<sup>26</sup> *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).

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、同様の推奨を行わなかった。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.Inc.* 事件<sup>27</sup>

#### 【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3章 我が国における投資運用業者の最良執行義務

### 第1節 投資運用業者の最良執行義務の概要

#### ①投資運用業者の行為規制の概要

---

<sup>27</sup> *In re Fidelity Management & Research Company and FMR Co. Inc.*, Inv. Adv. Act Rel. No. 2713, File No. 3-12976 (Mar. 5, 2008).

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。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則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<sup>28</sup>。

## 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ない(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ない(同条3項)とされている<sup>29</sup>。

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

---

<sup>28</sup> 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。

<sup>29</sup> 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また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また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場合には、最良執行方針等を自動送信し、また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)。

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<sup>30</sup>。

### 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に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。

もともと、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されている。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、検討がなされている。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されている。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考えられている。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2節 投資運用業者の最良執行義務の法的根拠

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<sup>31</sup>。

すなわち、質問5「投資運用業者が最良執行方針等を確立し、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

---

<sup>30</sup> 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16年7月23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。

<sup>31</sup> 平成19年7月パブリックコメント421頁No5、6。

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、証券会社へ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<sup>32</sup>。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(36条1項、41条、42条)と述べている<sup>33</sup>。

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られるべきであると述べている<sup>34</sup>。

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」と述べる説もある<sup>35</sup>。

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されるものであると理解されていた<sup>36</sup>。

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<sup>37</sup>。

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<sup>38</sup>。

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

---

<sup>32</sup> 金商法40条の2の解説について、神田秀樹=黒沼悦郎=松尾直彦編『金融商品取引法コンメンタール2』(商事法務、2014年)365-370頁〔志谷匡史〕、黒沼悦郎=太田洋編『論点体系金融商品取引法2』(第一法規株式会社、2014年)152-153頁〔濃川耕平〕。

<sup>33</sup> 三浦章生『金商法・行為規制の手引き』(商事法務、2013年)339頁。

<sup>34</sup> 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〕。

<sup>35</sup> 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。

<sup>36</sup> 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。

<sup>37</sup> 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。

<sup>38</sup> 長島・大野・常松法律事務所編・前掲注(35)874頁。

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<sup>39</sup>。

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年証券法改正によって証券法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<sup>40</sup>。

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、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<sup>41</sup>。

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3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。先述のように、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<sup>42</sup>。

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

---

<sup>39</sup> 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。

<sup>40</sup> 三浦・前掲注(33)339頁。

<sup>41</sup> 神田＝黒沼＝松尾・前掲注(32)414-421頁〔石田〕。

<sup>42</sup> James E. Anderson, Robert G. Baganl and Marianne K. Smythe, *supra* note 3, at 9-15.

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<sup>43</sup>。

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、別の証券会社へ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、多額の接待やリベ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

---

<sup>43</sup> 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』12頁。

と判断されるであろう<sup>44</sup>。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<sup>45</sup>。

米国の最良執行義務の開示規制の中で(Form ADV Part2)、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らる。

#### 第4節 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

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・管理を任せられた口座に対して、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

---

<sup>44</sup> 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。

<sup>45</sup> 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(44)13頁。

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。

他方、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いう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の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)がガイドラインを公表している<sup>46</sup>。このガイドラインは、まず、最良執行を、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<sup>47</sup>。

---

<sup>46</sup> 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* note 4, at 569 において、付録として全文が掲載されている。

<sup>47</sup> 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>.

## 第2編 投資一任業務を行う投資運用業者の適合性の原則

### 第1章 米国における投資運用業者の適合性の原則

#### 第1節 概説

米国において、投資運用業者に対する適合性の原則は、1940年投資顧問法(以下、「投資顧問法」という)で明記されているものではない。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主な担い手である。投資顧問は、投資顧問法の下で、適合的な投資助言のみを提供するという黙示的義務を負っていると解されている<sup>1</sup>。

本論文第2節で紹介する1994年のSECによる投資顧問の適合性の原則を法典化する規則の提案リリースにおいて、SECは、投資裁量権が与えられた顧客口座における投資顧問による各取引が、投資助言を構成するという解釈をとっている<sup>2</sup>。

SECの解釈をとると、投資顧問は、投資助言業務ばかりでなく、投資運用業務についても、適合性の義務を負うことになる<sup>3</sup>。

適合性の原則に違反した投資顧問は投資顧問法206条の責任を負うと解されている。SECは、投資運用業者の適合性原則に関し、多くの執行訴訟を提起している。SECの上記提案は、さらに、顧客の財務状況、投資経験、投資目的の記録の保持を行うよう投資顧問に要求するものであった。SECは、上記提案を発するにあたって、次のように述べた。すなわち、上記規則案は、新たな義務を課すものではなく、むしろ現存する義務を法文化するものであるということである。当該提案のリリースで述べられたSECの見解は、投資顧問についての適合性原則の説明として、重要であると考えられる。

以下では、まず、投資運用業を行う投資顧問に要求される適合性原則の特色についての学説を紹介する。

#### 1. 投資助言業者と投資運用業者の適合性の原則の違い

投資顧問の適合性の基準は一律のものではなく、投資助言のみを提供する投資顧問の適合性原則と投資裁量権を与えられた投資顧問の適合性原則には、以下のような違いがあると指摘されている<sup>4</sup>。

投資助言を提供する投資顧問に適用される適合性原則は、推奨した証券が顧客の需要に適合することを要求する。もし、顧客が投資顧問の支配下または影響下でない場合であって、みずから賢明な投資決定を行うことができる者であるときは、投資顧問は、投資家をして、投資が適合的か否かを決定することを可能ならしめるために、すべての関連する情報を開示することによって、適合性原則違反の責任を免れる。しかし、投資裁量権が、投資顧問に与えられている場合、投資顧問

---

<sup>1</sup> James E. Anderson, Robert G. Baganl and Marianne K. Smythe, Vol. 1, 9-10 (2009).

<sup>2</sup> SEC, Inv. Adv. Act Rel. No. 1406, 1994 SEC LEXIS 797 (Mar. 16, 1994).

<sup>3</sup> Tamar Frankel, Arthur Laby, Ann Taylor Schwing, Vol. 2, Ch 16-25 (3d ed. 2015).

<sup>4</sup> 以下につき, Id. at 16-26-16-27.

は、顧客の投資目的等に適合した投資を実行しなければならないと解されている。例えば、顧客の投資能力を超える取引、または顧客にとって経済的意味が全くない取引は、そのことだけで、適合していないと解されている。

一般的に、投資顧問は、顧客に対して、適合した推奨を行う義務を放棄することはできない。しかし、特定の取引を行うことを許容し、特定の取引に関する適合性の義務を免除することは可能である。投資顧問は、顧客が当該投資顧問の投資助言に反する取引を行ったとしても、当該取引に関する責任を負わない。これに対し、投資裁量権を有する投資顧問は、顧客から投機的な取引を行うことを要求された場合、投機的な取引が適合性の原則に反すると考えるときは、投機的な取引を行うことを拒絶しなければならない。

## 2. 証券会社と投資顧問の適合性の原則の違い

証券会社の適合性原則と投資顧問の適合性原則の違いは、以下のように説明されている<sup>5</sup>。証券会社が証券取引を勧誘し、または推奨するとき、顧客の利益に対立する利益を有している。証券会社の収入は、売買委託手数料または売買差益に依存している。証券会社とその顧客との間に信認関係が存在する程度において、適合性の原則は、忠実義務から生じるものであり、かつ証券会社の利己的な利益実現の傾向に対し牽制するものとして必要なものである。適合性の原則は、証券会社とその顧客との委託手数料の支払い契約によって作り出される証券会社の利益相反関係に対応するものである。

他方、投資運用業者の適合性の原則は、証券会社の適合性の原則の単なる類推によって適用されるものではない。投資運用業者は、顧客に対し、証券を売るのではなく、パフォーマンスを売っているものであり、運用管理している資産の一定パーセンテージの報酬を得ているのである。もちろん、投資運用業者も顧客と利益相反関係が生じる場合もある。例えば、投資運用業者が冒険的な運用により貧弱な運用成績を回復させたり、売買委託手数料に依存する証券業を兼業したり、証券会社からの顧客の斡旋に依存している場合や、または証券会社との取引により、投資運用業の管理やリサーチのコストを節約できるという場合である。しかし、このような利益相反の関係が存在しない場合でも、投資運用業者は、適合性の義務を負う。投資運用に裁量権を有する投資運用業者は、投資が適合していることを保証する最良の地位にあり、かつ、適合した投資判断を行う者として雇用されている。

## 第2節 1994年のSEC による適合性の原則を法典化するルールへの提案

### 1. 概要

1994年、SECは、適合性の原則を法典化するルールを提案した<sup>6</sup>。すなわち、同提案は、投資顧

---

<sup>5</sup> Harvey E. Bines, Steve Thel, *Investment Management Law and Regulation*, Ch 4, at 12-17 (3rd ed. 2016).

<sup>6</sup> Inv. Adv. Act Rel. No. IA1406, [1993-1994 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 85,327 (Mar. 16, 1994).

問法206条4号によりSECに授権された規則制定権に基づき、Rule 206 (4) - 5およびRule 206 (4) - 6の新設ならびにRule 204 - 2の改正を提案し、コメントを求めるものであった。

第1に、Rule 206 (4) - 5案は、投資顧問に対し、顧客に適合しない推奨を行うことを明示的に禁止するものである。すなわち、同規定は、従来は、投資顧問の黙示的義務とされていた投資顧問の適合性の義務を明示的な義務とするものである。

第2に、Rule 206(4) - 6案は、投資顧問に対し、次のような場合に、顧客の口座に関する投資裁量権を行使することを禁じるものである。すなわち、投資顧問は、顧客の口座の資産保管人 (custodian) が四半期ごとよりも頻繁に顧客に対し、口座の取引明細書を送付していると合理的な確信を有していない場合である。同規定は、投資顧問による特定の詐欺的な行為を防止することを企図したものである。

第3に、投資顧問法の帳簿作成義務に服する投資顧問に対して、Rule 206 (4) - 5案に従って入手した顧客に関する情報ならびに受領した顧客の資産保管人の口座取引明細書の写しを保存することを要求するRule 204 - 2の改正案である。

しかし、SECは、1996年にこれらの提案を撤回した<sup>7</sup>。SECは、以下に述べるように、この提案にあたって、適合性の義務のルールが、投資顧問法206条4号の下における投資顧問の適合性義務に関するSECの解釈を反映するものであると述べている。それゆえ、この提案した規則案、およびそこで示されたSECの見解は、現在においても、投資顧問の適合性義務の一般的な説明として、重要であると考えられている<sup>8</sup>。そこで、以下では、当該規則案の内容を紹介する。

## 2. Rule 206(4)-5 案の適合性の義務について

### (1) 規定案の内容

提案されたRule 206 (4) - 5の規定は、以下の通りである。

「§ 275.206 (4) - 5 投資助言の適合性

(a) いかなる投資顧問も、以下の要件を充たさなければ、非個人的な (impersonal) 投資助言サービス以外において、いかなる顧客に投資助言を提供することは、投資顧問法 (15 U.S.C. 80b - 6 (4)) 206条4号の意味における詐欺的、欺瞞的、もしくは操作的な行為、業務または営業活動を構成する。

(i) 投資顧問は、投資助言を提供する以前において、かつ、必要に応じて、投資助言の提供後も、顧客の財務状況、投資経験および投資目的に対する合理的な確認を行うこと、ならびに投資顧問は、投資助言が顧客にとって適合しているかを合理的に確認すること。

(b) 本条の目的にとって、非個人的な投資助言サービスという文言は、専ら、以下の方法により提供される投資助言サービスを意味する。

---

<sup>7</sup> Inv. Adv. Act Rel. No. 1590, 62 S.E.C. Docket 2657 (Oct. 1, 1996).

また、フランケル教授は、「このルールが採択されなかったのは、おそらく、顧客および投資助言サービスの範囲の状況における多様性によるものであろう。」と述べている。Tamar Frankel, Arthur Laby, *supra* note 3 at 22.

<sup>8</sup> Anderson, et. al., *supra* note 1, at 9-11.

(i) 特定の個人や特定の口座の目的および要求を満足することを意図していない書面または口頭の説明

(ii) 特定の証券の投資のメリットに関して意見の表明を全く含んでいない統計的な情報の発信

(iii) 上記のサービスの組み合わせ」

## (2) Rule 206 (4) - 5案についてのSECの考え方<sup>9</sup>

投資顧問は、顧客に対して義務を負う受任者である。その義務のひとつが、適合した投資助言のみを提供するという義務である。この義務は、投資顧問法の詐欺禁止規定である206条の下で強制され、かつ、SECは、当該義務に違反した投資顧問に制裁を加えてきた。Rule 206 (4) - 5案の内容は、投資顧問法の下における投資顧問の適合性の義務に関するSECの解釈を反映するものである。

Rule 206 (4) - 5案は、投資顧問に対して、顧客の財務状況、投資経験および投資目的に対する合理的な調査を行い、投資顧問が、投資助言が顧客にとって適合していることを確認していなければ、顧客に投資助言を提供することを禁止するものである。

## (3) 調査する義務 (Duty to Inquire)

Rule 206 (4) - 5案の (a) (1)では、投資顧問に対し、投資助言の提供前において、かつ、必要に応じて、その後も、顧客の資産状況、投資経験および投資目的に対する合理的な調査を行うことを要求している。調査の範囲は、その状況の下で何が合理的なものかによる。例えば、ある顧客のための包括的なファイナンシャル・プランを策定するために、投資顧問は、現在の収入、投資物件、資産および負債、結婚の有無、保険の加入状況ならびに資産上の目標を含んだ、顧客に関する広範囲な個人的情報および財産上の情報を獲得することが要求される。投資顧問は変化した状況を反映させ、投資助言を調整するため、定期的に情報を更新しなければならない。更新の頻度は、その状況の下で合理的と考えられるものである。

顧客の情報の更新をいつ行うかについて決定するに当たって考慮される要素は、2つある。1つは、情報が最後に更新されてからの時間の経過である。もう1つは、投資顧問が現在その助言の基礎においている情報を不正確または不完全なものにしてしまう出来事が生じたことを認識しているか否かである。例えば、税法の改正、または顧客が退職し、または離婚したなどの情報は、新たに調査する義務を生じさせる。

大部分の投資顧問は、上述した要求を満たす調査を顧客との最初の面談において行う顧客は、投資顧問がファイナンシャル・プランニングまたは特定の投資の推奨を行うために必要とされる現在の財務状況、財務目標、リスクに対する耐性およびその他の情報を記載する質問表を完成することが求められる。顧客は、定期的に情報を審査し、かつ、変更があれば投資顧問に通知することが要求される。

---

<sup>9</sup> 以下の文章は、SECのSecretaryのJonathan G. Katz氏のものである。Inv. Adv. Act Rel. No. 1406 at 2 - 3.

#### (4) 適合した助言のみを提供する義務

Rule 206 (4) - 5案の (a) では、投資顧問が自らの投資助言について、顧客の財務状況、投資経験および投資目的に適合していると合理的に判断できない場合、顧客に投資助言を提供することを禁じている。顧客に対する投資の適合性の合理的な決定は、たとえば、次のことを要求する。すなわち、特定のリスクのある一定の種類の商品は、そのリスクに耐えることができる顧客やその潜在的な利益が当該リスクを正当化することになるような顧客に推奨されるべきだということである。

Rule 206 (4) - 5案は、投資顧問に対し、投資助言の各部分が顧客に適合することを合理的に決定することを要求するが、投資助言の適合性は、顧客のポートフォリオの文脈において、評価される。なお、SECは、投資裁量権が与えられた口座については、投資顧問によって始められた各取引が、助言を構成すると述べている。例えば、投資顧問は、非常に保守的な投資目的を有する顧客に対し米国政府の債券ポートフォリオをヘッジすることは可能である。ただし、この場合において、ヘッジする商品の適合性がそのヘッジ機能に照らして評価されなければならない。このように、リスクを嫌う顧客のポートフォリオにおいて、なんらかのリスクのある投資を含めることは、必ずしも、不適合であるとはいえないとされている。

Rule 206 (4) - 5案の適合性の義務は、投資顧問がその推奨する投資商品を知るという要求ばかりでなく、その顧客を知るという要求を含んでいる。顧客および推奨する投資商品についての現実の知識を欠いていたことは、投資顧問にとってその情報を知らなかったことが合理的でなければ、投資顧問にとって責任が免除されない。たとえば、Rule 206 (4) - 5案の(a) (1)によって要求される確認に対する回答において、顧客(またはその代理人)によって提供された顧客の財務状況に関する情報に依拠することは、投資顧問にとって一般的に合理的である。もし後に、顧客が投資顧問をミスリードしたと証明された場合、投資顧問は、適合していない助言を提供したとみなされることはないといえる。

しかし、顧客が要求された情報を提供することを拒絶した場合、投資顧問は、顧客について、具体的な情報に基づくものを有していないということになる。ほかの情報が利用できない場合、投資顧問は、投資顧問が運用している資産以外に顧客の資産や収入が全くないという前提を取らなければならない。顧客が、投資顧問が推奨を根拠づけることができる情報の提供を拒絶するならば、投資顧問は、顧客のコンサルタントやその他の仲介者のような他の信頼できる情報源から獲得した信用できる情報に依拠することは認められる。

Rule 206 (4) - 5案は、以下のような場合には、投資顧問の関係者の認識が投資顧問に帰せしめられることは要求していない。すなわち、投資顧問がその情報を知ることを期待することが不合理である場合である。たとえば、非公開情報の乱用防止のために、投資顧問法204A条は、投資顧問が、内部者取引を防止することを企図した書面による手続を確立し、維持し、かつ執行することを要求している。投資顧問は、そのような場合、関係する投資顧問が有する推奨された証券の特定の情報にアクセスしてはならない。

### (5)機関投資家である顧客

提案された適合性の原則は、個人の顧客ばかりでなく、機関投資家である顧客にも適用される<sup>10</sup>。SECは、当該リリースの脚注11において、次のように述べている。不適切な助言の提供の禁止は、個人の顧客ばかりでなく、機関投資家の顧客に対する助言にも適用される。機関投資家は、当該投資家が十分に理解していない複雑な金融商品に投資するという推奨の結果として、重大な損失を被った。例としては、自治体および銀行が、証券会社によって推奨された米国の財務省証券、デリバティブ商品、先物取引、オプションのヘッジングおよび捺印証券担保証券において大きな損失を被ったことがあげられる。適合した推奨を行う義務の基礎にある合理性は、洗練されていない投資家の文脈において大きく発展したけれども、通常、洗練されていると考えられる投資家に対しても、適用される。

### 第3節 適合性の原則の提案規則に関する見解

Omalley弁護士は、投資顧問は、受任者として、顧客に対して、適合した証券のみを推奨しなければならないというSECの提案したルール(Rule 206 (4) - 5 (a) (1))に関して、投資顧問が顧客に推奨した証券が適合しているかについて、相当な注意 (due diligence) を払わなければならないと指摘し、以下のようにまとめている<sup>11</sup>。

投資顧問は、顧客に推奨する証券に関して、相当な注意を払う義務を負っている。相当な注意とは、一般的に、発行会社に関する公表された情報の量、その歴史、および存在してきた期間の諸要因に基づき様々である。SECは、マーケティングやその他の投資運用において示されているような、相当な注意を払わなかった投資顧問に対して、執行訴訟を提起している。

SECの検査部門の職員は、顧客に対して投資を推奨する投資顧問の相当な注意に関して、リスクの警告書(risk alert)を発行している。リスクの警告書は、投資の運用を担当する管理者を使用する投資顧問に対して、相当な注意を払うこと、かつ、そのような投資が、顧客の投資目的に合致し、投資顧問に対して、運用管理者によって開示された投資の原則および戦略と首尾一貫する義務を課している。

また、投資顧問は、合理的な投資の制限を含んだ、顧客の投資目的に一致した方法で、口座を管理しなければならない。顧客との関係を確立するにあたって、投資顧問は投資目的の性質に基

---

<sup>10</sup> この問題に関して、Robert E. Plaze は、次のように述べている。「機関投資家の顧客に対して投資顧問の適合性の義務を免除する規定は、存在していない。しかしながら、機関投資家にとって何が適合しているかは、しばしば、投資顧問契約や有限責任組合契約において述べられている（またはその他の方法で顧客に開示されている）投資の目的、戦略または制限を参照して決定される。投資顧問がこれらに従わない場合は、SECにより、詐欺禁止規定（投資顧問法 206 条）違反として処理される（かつ、適合性の原則違反と同一視される）。あるケースにおいて、SECは、投資の適合性を決定するために顧客による投資を規制する関連する法律（例えば、州の年金法）に依拠した。」 Robert E. Plaze, Regulation of Investment Advisers by the U.S. Securities and Exchange Commission, 36-37 (Mar.2017).

<sup>11</sup> Omalley John H. Walsh, Investment Adviser's Legal and Compliance Guide, Ch 4-3 (2016).

づき、成長、収益のような特定の投資のスタイルに沿って、顧客の口座を管理することに同意する。この同意に基づくアプローチは、投資顧問の適合性の義務に関係しており、かつ、顧客の包括的なリスク耐性を考慮しなければならない。さらに、顧客は、投資顧問が当該口座のために特定のタイプの証券を購入してはならないことを要求するかもしれない。例えば、顧客は、タバコもしくはアルコール製造会社における投資の制限または、熱帯雨林(rain forest)の製品を輸入する会社に対する制限のような環境に関する制限を要求するかもしれない。顧客の口座を管理するにあたって、投資目的および制限に一致する投資決定を行わなければならない。

## 第2章 SECによる行政処分事例

SECは、顧客が保守的な投資もしくは低リスクの投資を要求していたとき、または投資顧問が、投資が低リスクであると表明したとき、投資顧問によって行われた投資または推奨された投資が適合していないとする多くの執行訴訟を提起してきた。いくつかの事例は、投資顧問業者もしくはその関係会社の発行証券への投資、または証拠金取引のような悪質な諸事情を含んでいる。また、投資顧問にとって、何が適合的であるかについて問題となるが、投資一任契約において、しばしば、投資・投資戦略・投資制限として、具体的な条件が定められており、その条件の違反が適合性原則に違反すると認定するものもある。また、投資顧問が顧客のために購入する証券が適合しているかに関して、適正評価(due diligence process)を行う義務があり、それを怠ることが適合性原則違反にあたると認定する事例もある。

### 1. 顧客が安全な投資を望んでいることを投資顧問に述べ、かつ投資顧問が低リスクの投資を行うと顧客に説明していたにもかかわらず、投資顧問が投機的な投資を行った事例

#### ① *In re Stiles Lane* 事件<sup>12</sup>

(事実の概要)

被審人は、登録投資顧問会社であるStiles-Lane & Associates, Inc. (以下、Registrantという)、当該投資顧問会社の取締役であるJames L. Stiles (以下、Stilesという)、および当該会社の取締役兼株主である

Russell L. Lane, II (以下、Laneという) の3名であった。①リミテッド・パートナーシップの持分が、all or none (すべての数量が条件通りに約定できなかった場合、いったん注文を取り下げて、全約定ができるまで、取引所または証券会社のシステムに注文を保存する注文方法)のベースで売却されると虚偽に表示した。② all or none の募集手取金を預託するため、預託金口座(escrow account)が設けられていると虚偽に表示した。③被審人がリミテッド・パートナーシップに対する不動産の販売において手数料を得ていたことを開示しなかった。④募集の手取金が、募集の覚え書きに述べられているように使用されると虚偽に表示した。⑤パートナーシップの収益が、リミテッド・パートナーシップに分配されると虚偽に表示を行った。⑥投資家の収入、純資産および投資目的

---

<sup>12</sup> *In re Stiles-Lane & Associations, Inc., Inv. Adv. Act. Rel. No. 1075, 1987 SEC LEXIS 4019 (Aug.10, 1987).*

に関して、不適合であると認識していたにも拘らず、不適切な証券を推奨した。

そこで、被審人であるRegistrant、StilesおよびLaneは、リミテッド・パートナーシップの持分の募集および販売にあたって、虚偽表示を故意に行い、教唆および幫助を行ったことにより、1933年証券法17条(a)項1号および3号、1934年証券取引所法10条(b)項および同法規則10b-5、投資顧問法204条、同法規則204-1(b)(1)、204-1(b)(2)に違反したとされた。被審人である投資顧問会社は、投資顧問としての登録を取り消された。

(検討)

本件では、リミテッド・パートナーシップの持分の募集および販売が、顧客にとって、その収入や投資目的に照らして、不適合であると認定された事件である。

## ② *In re Westmark Financial Services* 事件<sup>13</sup>

(事件の概要)

被審人であるWestmark Financial Services Corp. (以下、Westmarkという)は、登録投資顧問であり、かつ証券会社として登録されていた。Westmarkは、次の行為が受託者責任 (fiduciary duty) に違反することとなり、投資顧問法206条1号および2号に故意に違反するとされた。すなわち、Westmarkは、顧客に対して、買い付けの推奨を行った特定の証券の売付けに対する手数料を受領することになっていたことを開示しなかったこと、かつ、Westmarkは、顧客がWestmark以外の他の証券会社から、証券を購入できることを開示しなかったこと、ならびにWestmarkの顧客に対して、不適合な証券を推奨したことが、受託者責任に違反したと認定された。

(検討)

本件では、推奨した証券の具体的な説明はなされていないが、投資顧問が顧客に対して、不適合な証券を推奨したことが、受託者責任違反となると述べている点が注目される。

## ③ *In re George Sein Lin.* 事件<sup>14</sup>

(事件の概要)

登録投資顧問である被審人は、顧客らの300万ドルの資産を運用・管理する権限が与えられていた。その一部の顧客は、証券投資に熟練していない投資家、および年金基金であった。その一部の顧客は、被審人に対して、ほとんどリスクの生じない安全な投資を望んでいると述べた。被審人は、顧客らに対し、資金がリスクの低い商品や取引にのみ投資されるということ、かつ、生じうる最大限の損失が、その元本の額に限られることを確約した。しかし、これらの説明にもかかわらず、被審人は、顧客の資金を非常に投機的な投資であるアンカバード・オプション (uncovered

---

<sup>13</sup> *In re Westmark Financial Services*, Inv. Adv. Act Rel. No. 1117, 1988 SEC LEXIS 1041 (May 16, 1988).

<sup>14</sup> *In re George Sein Lin.*, Inv. Adv. Act Rel. No. 1174, 1989 SEC LEXIS 1096 (June 19, 1989).

options)に専ら投資し、かつ、最初に投資した資金の額以上のリスクを生じせしめる信用取引口座を使用した。

被審人は、顧客に対し、上記の投資の手段に関連するリスクについて顧客に開示しなかった。被審人は、顧客の投資目的、資産、収入および証券取引に関する経験の程度に照らして、不適合となるリスクの高い投資を行った。

SECは、被審人が故意に投資顧問法206条1号および2号に違反したと認定した。SECは、「投資顧問は、受任者である。投資顧問は、最大限の誠実性の積極的な義務、全ての重要な事実についての完全で公正な開示の義務、ならびに顧客をミスリードすることを避けるために合理的な注意を払う積極的な義務を負っている。投資顧問法206条1号および2号は、投資顧問が顧客または顧客となるべき者を詐取する(defraud)ことを違法とすることにより、これらの責務を課している。被審人が、その投資の性格について虚偽の表示を行い、顧客の希望とは逆の投資を行い、関連する投資リスクを開示することを怠り、かつ、顧客の資産・収入・および証券取引に関連する経験の程度に照らして、不適合な投資を推奨することにより、顧客を詐取したことは、206条に違反するということが明らかである。」と述べ、被審人に対して、投資顧問業務の差止命令が下された。

(検討)

本件において、SECは、投資顧問が受任者として、顧客に対し適合した投資を行う義務を有するとし、顧客の投資目的、資産、収入および証券取引に関する経験の程度に照らして、不適合な投資を推奨することを違法とした点に特徴がある。

#### ④ *In re David A King and King Capital Corporation* 事件<sup>15</sup>

(事件の概要)

被審人であるKing Capital Corporation((以下、KCC という)は登録投資顧問会社であった。また、被審人であるデビッド・キングは、KCCの社長であり、かつ、唯一の株主で、またブローカー・ディーラーの代表者でもあった。キングおよびKCCは、KCCの顧客に対し、業務を禁じられ、かつ、未登録の投資顧問によって開発され、管理されている投資基金(pool)の未登録証券に投資することを顧客に勧誘した。キングおよびKCCは、投資基金の未登録の証券の宣伝に関連して、重大な不実表示および省略を行った。勧誘された顧客は、少なくとも35人であり、投資基金に230万ドル以上を投資していた。全体で1100万ドル以上の投資家の資金が、業務を禁じられた投資顧問により集められ、複数の銀行の口座に預けられており、そして住宅用または商業用の不動産によって保証された一次的、二次的、三次的モーゲージを設定するために用いられた。投資基金に関連して行われた不実表示は、次のものを含む。①リスクのない投資であること、②投資家は、抵当権が設定された財産における証券持分を受け取ることができること、③投資基金の貸付における資産価値比率(loan to value ratio)が50%に制限されているために保守的な投資であること、④投資家は、返

---

<sup>15</sup> *In re David A King and King Capital Corporation*, Inv. Adv. Act Rel. No. 1391, 1993 SEC LEXIS 3071 (Nov. 9, 1993).

金の保証がされることである。SECの申立てによると、キングおよびKCCが安全性とともに、保証された収益率を提供するという不実表示を行うことにより、退職者に適合しているかのような宣伝を行っていた。さらに、キングおよびKCCが、資金の調達が禁じられた未登録の投資顧問により運用されていた投資基金の未登録の証券に投資を行っていたという事実を開示することを怠っていた。

そこで、キングおよびKCCは1933年証券法5条(a)項、同条(c)項、17条(a)項、1934年証券取引所法10条(b)項および同法規則10b\_5ならびに投資顧問法206条2号に違反したとして、永久的に今後の違法行為を行わない旨の差止めの命令に合意した。

(検討)

本件では、投資顧問が、不動産投資のファンドに対する未登録持分証券への投資勧誘が、適合性の原則に反するとされた。被審人は、保証された収益をもたらすという不実表示を行うことにより、退職した者に適合しているという宣伝を行っていたことが違法と認定されている。

#### ⑤ *In re Brian D. Schurauger and Questor Group, Inc.* 事件<sup>16</sup>

(事件の概要)

被審人であるBrian D. Schurauger and Questor Group, Inc. (以下、Schurauger いう) は、登録投資顧問会社Questor Group, Inc. (以下、Questor 社という) の唯一の株主であり、かつ唯一の取締役であった。Schurauger は、証券会社の代表者 (representative) でもあった。Questor社は、保守的な投資戦術を用いていたが、顧客に推奨された投資の多くは、ハイリスクで、かつ投機的なものであった。同社および Schuraugerは、Questor社の顧客に対して、不適合な投資の推奨を行った。Schuraugerの投資の推奨は、主として、ハイリスクの私募債およびリミテッド・パートナーシップの持分の投資に限定されていた。Schuraugerは、より多くの資金を有し、ハイリスクの投資に耐えうる顧客に対して取引を推奨すると同様に、限られた資金しか有せず、かつ、低いリスクの投資にしか耐性のない顧客にも、同様のハイリスクの投資を推奨していた。Schuraugerおよび Questor社は、故意に教唆、幫助を行ったので1934年証券取引所法10条(b)項、同法規則10b-5、投資顧問法206条1号・2号、同法規則206(4)-2、同法207条に違反した。

(検討)

本件では、投資顧問が、限定された資金しか有せず、かつ、低いリスクの投資にしか耐性のない顧客に対して、ハイリスクの私募債およびリミテッド・パートナーシップの持分の投資を推奨し、かつ、実行したことが、適合性の原則に違反すると認定された。本件の投資に関して、投資顧問に利益相反関係があったので、詐欺禁止規定の違反が認定されたのではないかと考えられる。

---

<sup>16</sup> *In re Brian D. Schurauger and Questor Group, Inc.*, Inv. Adv. Act Rel. No.1695, 1998 SEC LEXIS 84 ( Jan. 20, 1998).

## ⑥ *In re* Rupay-Barrington 事件<sup>17</sup>

(事件の概要)

被審人は、登録投資顧問会社であるRupay-Barrington Investment Advisory Services, Inc. (以下、Barrington という)および同社の元副社長のFrederick A. Wolf (以下、Wolf という)である。Wolf は、Barringtonの親会社であるValley Forge Capital Holdings, Inc. (以下、VFCH 社という)が発行したハイリスクで、未登録の社債および株式を総額220万ドルで顧客のために購入し、また、その顧客に購入の推奨を行った。Wolfは、これらの株式の購入の一部について、投資の裁量権を用いて行った。

しかし、親会社であるVFCH社の証券は、顧客にとって不適合であり、かつ顧客の投資戦略と矛盾するものであった。Wolfは、この投資のハイリスクで投機的な性格を開示せず、また、親会社であるVFCH社の運営上の諸問題や手取金の不正使用について開示することなく、VFCH社の証券を顧客に対し、購入するように推奨を行った。当時、Wolfは、顧客に対して、その投資が、岩のように固く、安全であると説明していた。以上の行為が、投資顧問法206条1号・2号、1940年投資会社法9条(b)項等に違反するとされた。

(検討)

本件は、登録投資顧問会社が、投資に不適合な親会社の社債や株式を自らの顧客のために購入し、または、購入を推奨していたことが、適合性の原則に違反すると認定された事例である。投資顧問会社の親会社の株式は、ハイリスクで、かつ、未登録であり、投資家に不適合であった。本件では、不実開示や利益相反も詐欺禁止規定に違反するものであるとされた。

## ⑦ *In re* George E Brooks 事件<sup>18</sup>

(事件の概要)

被審人は、登録投資顧問であるGeorge E. Brooks (以下、Brooksという)、登録投資顧問会社であるGeorge E. Brooks & Associates, Inc. (以下、Associatesという)、およびその投資顧問会社の主要株主であるMorehead Investment Advisors, Inc. (以下、Morehead という)の3名である。

第1に、被審人は、取引に関するリスクを顧客に通知することなく、保守的な投資目的を有する顧客に対して、不適合な取引を実行した。被審人は、投資の裁量権が与えられた後、信用残高(credit balances)をつくるために顧客の資産をしばしば売り払った。被審人は、株式を購入するための追加的な資金を得るために貸借取引融資(margin loan)を用いた。被審人が顧客のために選んだ株式は、投機的でハイリスクな株式であった。被審人は、顧客の投資を分散させず、かつ、顧客の資金の大部分を一つ、または二つの銘柄の株式に集中投資した。分散しない投資を行うため、

---

<sup>17</sup> *In re* Rupay-Barrington Inv. Advisory Services, Inc., Inv. Adv. Act Rel.No. 1761, 1998 SEC LEXIS 2073 (Sept. 28, 1998).

<sup>18</sup> *In re* George E. Brooks & Associations, Inc., Inv. Adv. Act Rel, No. 1746, 1998 SEC LEXIS 1748 (Aug. 17, 1998).

巨額の貸借取引融資を用いるというこの行為は、顧客の幾人かに多額の損失を生じせしめた。被審人は、この行為について、顧客に対する重大なリスクを開示することを怠った。

第2に、顧客の1人は61歳の退職者であり、3万ドル以上の損失を被った。生じた損失は、Brooksが顧客のIRA(個人年金口座)において購入した不適合な株式を売却すべしという顧客のBrooksに対する指図を無視したことに起因している。10万ドル以上のこの投資は、一銘柄の乱高下する株式(volatile stock)に対して行われた。当該顧客はその夫を通じて、被審人に上記株式を売却する指示を繰り返し行っていた。しかし、被審人はその指示を無視し続けた。当該株式は暴落し、結果として約3万ドルの損失が発生した。

第3に、全く投資の経験のない64歳の未亡人の別の顧客は、被審人に投資の運用を任せていた10年間に28万ドルの損害を被った。被審人は、当初顧客に対し、元本を維持、増加させ、顧客の生活費に必要な資金を生み出すような方法で、顧客の口座を運用できるということを説明していた。被審人は、顧客の口座のために、証拠金を利用して証券を購入した。被審人は、顧客に対して、証拠金取引に関する追加的なリスクについて、通知を怠った。顧客は、追加証拠金(margin call)を請求された。被審人は、次のように顧客に説明した。すなわち、追加証拠金の請求は、運用上のエラーであり、被審人がその問題に対処するという虚偽の説明を行った。被審人は、顧客に対して、追加証拠金を無視するように述べた。被審人は、生活費用のための資金をつくるために口座を管理し、元本を維持することができるという最初の約束に応えると、顧客に思わせた。しかしながら、引き出された資金の一部は、顧客の元本そのものであった。被審人は、元本が減少しているということを顧客に対して、述べなかった。結局、顧客の資金は最終的に使い果たされた。被審人は、顧客に対して不適合な取引を行い、投資顧問法 206 条1号・2号に違反した。その他、被審人は、1934年証券取引所法 15 条(b)項、19 条(h)項に違反したと認定された。

#### (検討)

本件で、不適合とされたのは、第一に、顧客に通知されないまま、証拠金取引を用いて、分散投資を行わず、特定の株式に集中投資を行ったということである。第二に、高齢の退職者に対して、10万ドルを超える変動の激しい株式に投資を行ったが、顧客は不適合な株式の売却を指示したにも拘らず、それを被審人が無視したことによって、多額の損失が発生した。第三に、64歳の未亡人に対して、元本を維持し、かつ、生活費を賄うための利益を得ることができると信じさせ、顧客がその言葉を信じて、生活費に相当する額の金額を口座から引き出し続け、最終的に資金が枯渇したということである。本件では、適合性の原則違反の典型的なケースが明瞭に示されているという点で、意義があると考えられる。

#### ⑧ *In re* Craig S. Vanucci and Brian K Andrew 事件<sup>19</sup>

(事件の概要)

---

<sup>19</sup> *In re* Craig S. Vanucci and Brian K Andrew, Inv. Adv. Act Rel. No. 1782, 1999 SEC LEXIS 70 (Jan. 11, 1999).

被審人であるCraig S. Vanucci(以下、Vanucci という)およびBrian K Andrew (以下、Andrew という)は、投資信託会社の投資顧問業務を行っていた投資顧問会社の役員であった。当該投資信託会社は、投資信託の株式の純資産1株につき、純資産1ドルを維持するように試みる旨を投資家に対して説明していた。当該投資信託は、マネーマーケットファンドとして運営された。すなわち、当該投資信託の27.5%が変動金利型デリバティブ証券 (adjustable-rate derivative securities)に投資された。これらは、合衆国政府によって発行され、あるいはこれらの元本は、合衆国政府によって保証されたものであった。しかし、当該仕組み社債の価格が下落し、当該投資信託は、約250万ドルの損失を被った。当該投資信託の社債は、額面割れを起こし、清算を行った結果、投資家に対して、1株につき0.961ドルが支払われた。額面割れの原因は、短期金利 (short-term interest rates)の急激な上昇であった。SECは、当該マネーマーケットファンド (Money Market Fund)が、あまりにもリスクがあり、不安定であるため、安定した純資産の維持を目的にしていた当該投資信託にとって、不適合であると認定した。そこで、被審人は、投資顧問法206条2号に違反し、また、詐欺または欺もうとなる取引、慣行、営業活動に従事したとして、1933年証券法17条(a)項2号および3号に違反したとされた。

#### (検討)

一見、マネーマーケットファンドは、安全な投資商品であると思われるが、短期金利の急激な上昇により、社債の市価が元本割れを生じたときは、元本の完全な償還が不能になるおそれがある。そこで、投資信託会社が安定した純資産の維持を顧客に宣伝していた場合に、マネーマーケットファンドが、顧客に適合しないとされることもありうることが明らかにされた。

#### ⑨ *In re Brian D Otoole* 事件<sup>20</sup>

##### (事件の概要)

被審人のBrian D Otoole(以下、Otoole という)は、登録投資顧問であり、Otoole Capital Management を経営していた。Otooleは、投資顧問契約の顧客から、ローンを勧誘し、貸付けを受けていた。顧客に対して、担保が提供されていなかったにもかかわらず、顧客には当該貸付けにおいて、担保が供されていると虚偽の説明を行っていた。さらに、当該貸付けは、業務のために用いられると述べていた。しかし、Otooleは、借金の返済につき数か月遅れていた。また、営業の費用がキャッシュフローの上限を超えていたこと、かつ、負債が資産を超えていたことも開示しなかった。顧客からの借り入れの内1件が、全く利息も支払われなかったことも説明されなかった。比較的安全な投資がその状況から求められ、かつ本人も望んでいた退職した高齢者に対して、別のローンが、行われていたこれらのローンが、顧客にとり不適合な投資となることにより、投資顧問法206条1号・2号に故意に違反したとされた。

---

<sup>20</sup> *In re Brian D Otoole*, Inv. Adv. Act Rel. No. 1828, 1999 SEC LEXIS 1890 (Sept. 20, 1999).

(検討)

本件では、事業の行き詰まった投資顧問が、比較的安全な投資を望んでいた退職した高齢者の顧客からローンを勧誘し、資金の融通を受けたことが、適合性の原則に反し、投資顧問法206条1号および2号に違反するとされたものである。

2. 投資運用契約において、しばしば、投資助言・投資戦略・投資制限として、具体的な条件が定められており、その条件の違反が適合性原則に違反すると認定された事例<sup>21</sup>

#### ⑩ *In re* George F. Fanhey 事件<sup>22</sup>

(事件の概要)

被告のFanhey は登録投資顧問会社であるInver World社および証券会社のInver World Securities 社の社長を兼務していた。Fanhey は、両社の日々の活動を運営し、かつ、支配していた。Fanheyの指図により少なくとも1000人の投資家のために、4億3,300万ドルの資産を運用していた。顧客の資金が、主として、安全で確実な投資に投入されるという説明とは逆に、Fanheyは、極端に危険性が高く、かつ情報開示が行われていない投資物件に投資していた。Inver World社は、毎月の口座の説明において、顧客の投資の真実の価値を著しく虚偽表示していた。さらに、同社は、投資活動の真の性質を覆い隠すために、海外の法人のネットワークを構築していた。Fanheyは、詐欺とマネーローンダリングの共謀について、有罪であることを認めた。そして、裁判所は、Fanheyに対して、84ヵ月の懲役および1億3,900万ドルの違法収益の没収 (criminal restitution) を命じた。さらに、テキサス州の西部地方裁判所は、Fanheyが1933年証券法17条(a)項、1934年証券取引所法規則10b-5に基づいて、将来にわたって違反行為を行わない旨、かつ、投資顧問法206条1号・2号に基づいて、投資顧問としても違反行為を行わない旨の同意審決を認めた。

(検討)

投資顧問は、顧客の資金が、主として、安全で、確実な投資に投入されるという顧客への説明を行っていた場合、その説明とは逆に、極端に危険性が高い投資を行えば、適合性原則に違反するということになる。

---

<sup>21</sup> Regulation of investment advisers by the U.S. Securities and Exchange Commission (February 2016). において、Robert E. Plaze は、次のように述べている。「投資顧問は、顧客に対して、適合する投資助言のみを提供する義務を負う。この義務は、一般的に投資顧問に対して、顧客の財務状況、投資経験、投資目的において、合理的な調査を要求している。そして、助言が顧客の状況および経験に照らして、適合するという合理的な決定を行うことを要求している。投資顧問にとっての適合性とは、しばしば投資助言契約やリミテッド・パートナーシップ契約において、投資助言・投資戦略・投資制限として定められている。投資顧問が、投資家に対して不適合な証券を推奨した場合、SEC によって、詐欺禁止規定の違反行為として処分される。」

<sup>22</sup> *In re* George F. Fanhey, Inv. Adv. Act Rel. No. 2196, 2003 SEC LEXIS 2798 (Nov. 24, 2003).

## ⑪ *In re* Top Fund Management, Inc. and Barry C. Ziskin 事件<sup>23</sup>

### (事件の概要)

ミューチュアル・ファンドを運用する被審人である投資顧問会社 Top Fund Management と同社の社長であるBarry C. Ziskin は、当該ミューチュアル・ファンドの投資目的に反するオプション取引を行って、損失を生じせしめた。当該ミューチュアル・ファンドの目論見書および登録届出書の追加情報(SAI)では、長期の資本の評価益(appreciation)を得ようとする株式ファンドであると説明していた。その投資戦略は、全体の資産の80パーセントが国内および外国の発行会社の普通株式またはすぐに普通株式に転換できる証券に投資するというものであった。また、オプション取引は、ヘッジ目的のみに許されていた。被審人は、2009年には純資産の21パーセント、2010年には純資産の75パーセントを投機的なオプション取引に投資していた。これらオプション取引によりファンドは多額の損失を被った。以上により、投資顧問法206条1号・2号の違反が認定された。

### (検討)

本件は、ミューチュアル・ファンドを運用する投資顧問が、情報開示を行わず、当該ミューチュアル・ファンドの投資目的に反するオプション取引を行って、損失を生じせしめたことが投資顧問法に違反すると認定された。投資顧問が顧客に対し説明していた投資戦略に違反した投資運用により顧客に損失を生じせしめたことは、顧客に適合しない投資運用を行ったとして詐欺禁止規定に違反するとされた。

## ⑫ *In re* UBS Willow Advisers 事件<sup>24</sup>

### (事件の概要)

被審人であるUBS Willow Management LLC(以下、UBS Willow Managementという)は、投資顧問会社である。同社の目的は、ファンドに対して、投資助言を行うことであった。被審人であるUBS Fund Adviser LLC は、投資顧問会社であり、56億ドルの資産を運用していた。UBS Willow Managementの投資戦略は、主として、全体的な収益を最大限にするということであり、財務上あるいは事業上の重大な課題を抱えている会社の社債に投資することによって、投資の目的を達成しようと考えていた。当該社債への投資は、長期信用貸し(long-credit)の戦略であった。

UBS Willow Managementは、管理するファンドの投資戦略の重大な変更について、不実表示または表示の省略を行った。UBS Willow Managementは、従来、価値が低下した社債が、将来的には価格が上昇するという計算の下で、投資を行っていた。被審人である両社は、再建途上企業に対する債券(distressed-debt)を購入していたが、CDS(credit default swap)を購入するようになった。この投資戦略は、短期的信用貸し(short-credit)の戦略であった。当該CDS の購入に

---

<sup>23</sup> *In re* Top Fund Management, Inc. and Barry C. Ziskin, Inv. Adv. Act Rel. No. 3526, 2012 SEC LEXIS 4031 (Dec. 21, 2012).

<sup>24</sup> *In re* UBS Willow Management L.L.C. and UBS Fund Advisor L.L.C., Inv. Adv. Act Rel. No. 4233, 2015 SEC LEXIS 4314 (Oct. 16, 2015).

際して、両社は、投資戦略の変更について、投資家、ファンドの取締役会およびSECに説明を行わなかった。当該CDSの購入によりファンドに重大な損失を生じせしめ、ファンドは清算された。以上の行為により、UBS Willow ManagementおよびUBS Fund Adviser LLC の両社は投資顧問法206条2号・4号に違反したとされた。両社は、利益吐出金等の行政処分を命じられた。

(検討)

投資顧問が、管理している投資信託の投資戦略を勝手に変更し、社債への投資から、デリバティブ商品の購入へと変更したことにより、リスクが増加したことをファンドの取締役会に通知しなかったことが、詐欺禁止規定違反であるとされた。投資顧問が顧客に表明していたファンドの投資目的を勝手に変更して、ファンドの運用をすることは、適合性の原則に反することになる。

### ⑬ *In re* JH Partners, LLC 事件<sup>25</sup>

(事件の概要)

本件は、複数の株式ファンドの投資顧問が受任者義務違反を認定された事案である。被審人のJH Partners, LLCは、被審人のJH Investment partners, L. P.およびJH Evergreen Fund, L. P.を通じて、投資先企業に約6,200万ドルの貸付を行い、見返りに当該企業から優先株を得ていた。当該ローンは、ファンドの投資顧問会議には開示されていなかった。また、複数のファンドの運用にあたり、特定のファンドを他のファンドよりも、差別的に有利に取り扱う取引(Cross-Over Investment)を行い、不利に扱われていたファンドについて、投資顧問会議にその事実は開示されていなかった。また、ファンドの規約で定められている集中投資制限条項に違反したことが、投資顧問法の詐欺規定違反と認定された。すなわち、ファンドでは、特定の会社への投資はファンドの投資顧問会議の了承なく、運用資金の20パーセントを超えてはならず、かつ特定の会社への投資が運用資金の30パーセントを超えることは、絶対的に禁止されていた。また、外国会社への投資が、運用資金の30パーセントを超えることは、禁止されていた。ファンドは、これらの3つの条件を無視して投資を行い、直接のローンもこれらの制限を超えて行われた。被審人は、投資顧問法206条2号・同条4号、同法規則206(4)- 8に違反したと認定された。

(検討)

投資顧問が、利益相反取引やファンドの差別的な取り扱いを行ったこと、ならびに複数の株式ファンドの規約で定められている集中投資制限条項に違反して、投資先企業に直接の多額のローンを行い、かつ見返りに当該企業から優先株を得ていたことが、投資顧問法の詐欺規定違反であると認定された。投資顧問は、顧客との投資顧問契約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、投資顧問法の下で、適合的な投資助言のみを提供するという黙示的義務を負っていると解されている。そこで、投資運用の授権規定において定められた集中投資制限条項に違

---

<sup>25</sup> *In re* JH Partners, LLC, Inv. Adv. Act Rel. No. 4276, 2015 SEC LEXIS 4883 (Nov. 23, 2015).

反する投資運用は、顧客の求める投資目的に反し、適合性原則に違反することになる。

### 3. 投資顧問が顧客のために購入する証券が適合しているかに関して、適正評価 (due diligence process) を行う義務があり、それを怠ることが適合性原則違反にあたると認定された事例

#### ⑭ *In re Philip A. Lehman and Tower Equities, Inc.* 事件<sup>26</sup>

(事件の概要)

被審人のPhilip A Lehman and Tower Equities Inc. (以下、Tower Equitiesという)は、登録投資顧問であった。同社は、特に1997年9月から同年10月の間、有限責任会社Tower Venture による私募において発行された430万ドルの持分を顧客に売却した。Tower Venture はヨーロッパの金融会社から、100万ドルを借入金の返済 (loan repayment premium) として用いるために、融資を受けたという虚偽の説明を行っていた。Tower Venture は、当該ローンにおいて、さらなる支払いを行う必要がないと虚偽表示した。Tower Equities. は、主要なヨーロッパの銀行において発行されたスタンドバイ信用状 (stand by letter of credit) が、当該ローンを保証すると虚偽表示していた。Tower Equities は、合理的な根拠をもたず、Tower Venture が、毎年年利3%の利息および元本を投資家に支払うために、当該ローンの得た収益を用いると述べた。そして、残りのローンを末期患者である保険契約者から保険証書を買取ることに関連する保険商品の収益に投資するとTower Equities は述べた。SECは、当該貸付のローンが虚偽であり、存在していなかったことを認定した。被審人が、Tower Venture の私募に関連して、合理的な注意を用いていなかったと認定した。SECは、被審人が1933年証券法17条(a)項、1934年証券取引所法10条(b)項、同法規則10b-5、投資顧問法206条1号・2号に違反したと認定した。

(検討)

投資顧問が、顧客に対し、私募の有限責任会社の持分を販売した。しかし、当該有限責任会社がローンを偽装し、毎年年利3%の利息および元本を投資家に支払うために、当該ローンにより得た収益を用いるということを虚偽表示した。投資顧問は、私募に関連して、合理的な注意を行っていなかったと認定され、そのような受益証券を顧客に購入させたことが適合性原則に反することになる。

#### ⑮ *In re Hennessee Group LLC and Charles J. Gradante* 事件<sup>27</sup>

(事件の概要)

被審人のHennessee Group LLC (以下、Hennessee Group という)は登録投資顧問会社である。

---

<sup>26</sup> *In re Philip A. Lehman and Tower Equities, Inc.*, Inv. Adv. Act Rel.No.1831, 1999 SEC LEXIS 1927 (Sept. 22, 1999).

<sup>27</sup> *In re Hennessee Group LLC and Charles J. Gradante*, Inv. Adv. Act Rel. No. 2871, 2009 SEC LEXIS 4397 (Apr. 22, 2009).

同社は、顧客に対して、ヘッジファンドの投資助言を行う会社である。2005年において、被審人であるHennessee Groupは、100人の顧客と13億5,000万ドルの管理資産を有していた。また、被審人のCharles J. Gradante(以下、Gradanteという)は、Hennessee Groupの社長兼CEOであった。重要な関係者として、Bayou Fund というヘッジファンドも関係していた。Hennessee Group および Gradante は、企業の買収における適正評価(due diligence process)の質と正確性に関して多くの説明を行っていた。Hennessee Group は、日常的に、顧客および将来の顧客に対して、適正評価の全ての分野において満たされていない投資は推奨しないと説明していた。Gradante の指図により、Hennessee Group は、Bayou Fund に関して、広告されているいくつかの重要な項目を実行しなかった。

2003年2月から2005年8月にかけて、Hennessee Group の40人の顧客が、同社の推奨を受けた後、Bayou Fund に5600ドル以上の投資を行ったが、これらの投資した金額のほとんどが失われ、浪費されてしまった。Bayou Fund の社長らは、Bayou Fund の説明書および定期的なニュースレター、監査意見を含む年度末の財務諸表において、Bayou Fund の業績を偽装し、投資家を詐取していた。Hennessee Group が、ヘッジファンドを評価、推奨するにあたり、5つの項目の適正評価(due diligence process)を行うとしていた。①ヘッジファンドから、過去の実績に関する一般的な情報に対する要望を行うこと、②ファンドのマネージャーの経歴、ファンドのポートフォリオの構成および特性、リスクマネジメントの原則、ファンドの社外監査法人の名前、ならびに契約情報および連絡先を記載し、ファンドマネージャーと最初の面接を行うこと、③一定期間におけるファンドの活動を反映するのに十分な主要な証券会社の報告書に基づいたファンドにおける投資ポートフォリオ訓練の詳細な審査および分析を含むこと、④ポートフォリオマネージャーやヘッジトレーダーの幹部職員と接触し、面談を行った上で、ファンドの技術およびシステムを調査し、ポートフォリオのトレーディングの分析の結果を議論した上、Hennessee Groupの過去の適正評価における残された問題に言及するため、ファンドの現場の視察を行うこと、⑤ポートフォリオマネージャーの名声を証明するために社長との接触を構成する関連性および背景の確認、ならびに全ての監査された財務情報の審査、目論見書や引き受け書の審査、およびHennessee Group の資料を確認すること。

Hennessee Group およびGradante は、Bayou Fundの経営に関して、提供するサービスを説明したにも関わらず、適正評価の5つの項目のうち、ポートフォリオのトレーディング分析とポートフォリオの確認の2つしか実行しなかった。そして、Hennessee Group およびGradante は、Bayou Fund の社外監査役の正体が疑わしいということ、かつ、Bayou Fund の社長および当該社外監査役の潜在的利益相反関係があるという情報に適切に対応することを怠った。上記行為の結果、Hennessee Group およびGradanteは、投資顧問法206条2号に違反したと認定された。

#### (検討)

本件では、投資顧問が顧客に推奨するヘッジファンドの発行証券への投資助言に関して、適正評価を怠ったため、適合性原則違反とされた。投資顧問は、顧客に対して、受任者義務を負っており、その義務は、投資顧問が提供するサービスを実行し、顧客に対して行う説明から、重大な逸

脱の全てを開示することであった。投資顧問が、ヘッジファンドを評価、推奨するにあたり、5つの項目の適正評価を行うとしていたが、そのいくつかが実行されていなかった。

4. 証券業を兼業する投資顧問業者が顧客からwrap-feeを受領していたが、当該投資顧問業者が、他の投資顧問業者に投資の運用を再委任していた場合に、最良執行義務の履行により発生した証券の外注費用の開示義務を怠ったことにより適合性の原則に反すると認定された事例

⑩ *In re Raymond James & Associates, Inc.* 事件<sup>28</sup>

(事件の概要)

証券業を兼業する投資顧問業者のRaymond James は、Raymond James Consulting Services (以下、RJCS という)を設定した。当該サービスの下で、Raymond James の顧客は、当該顧客の分離・運用される口座においてモデルのポートフォリオを開発させるために、第三者の運用管理者を選択できることとされた。運用管理者は、Raymond Jamesとの契約に従い、Raymond James に対して、副投資顧問(sub adviser)として行動するというものであった。Raymond Jamesは、顧客に対してwrap fee を請求した。この契約では、顧客が、Raymond Jamesによって執行された取引の手数料を支払わないとされていた。副投資顧問は、原則として、Raymond Jamesに取引を執行させるが、他方、最良執行義務に服する義務を負っているため、他の証券会社との取引を執行することができるとされていた。副投資顧問との副投資顧問契約では、顧客のために最良執行を追求する義務は、副投資顧問にあり、かつ副投資顧問は、当該取引がその最良執行義務を満足すると判断した場合にのみ、Raymond James 以外の証券会社と取引をすることができるとされていた。副投資顧問が他の証券会社を選択する場合、Form ADV Part 2 Aのラップフィーのパフレットには、「顧客は、取引を執行する証券会社が当該取引に対して売買委託手数料を課し、かつそのコストは、ラップフィーに追加してRaymond Jamesによって課されるということを認識すべきである。」と定められていた。Raymond James は、顧客に対して、Raymond James 以外の証券会社に対する外注費用を開示してなかった。RJCS の顧客に生じた追加的なコストは、Raymond James が副投資顧問の取引の外注の結果として生じたものであり、その顧客に対して Raymond James が提供する定期的な会計報告書において、各証券売買のために報告された証券取引のコストにうめ込まれている。

Raymond James は、副投資顧問が最良執行を果たすために取引の外注を行うことができることを開示したが、副投資顧問によりうめ込まれた株式売買手数料のコストの特定額に関する情報を収集していなかった。結果的に、Raymond James は、支払われた金額が重要であるか否か、あるいは、RJCSのプログラムや特定の副投資顧問が、顧客に対して適合する投資を推奨しているか否かを判断するため、株式の売買委託手数料の情報を利用せず、かつ利用できなかった。さらに、顧客は、Raymond James とwrap fee の交渉を行うに際して、これらの追加的な費用を考慮する方法を有しなかった。

---

<sup>28</sup> *In re Raymond James & Associates, Inc.*, Inv. Adv. Act Rel. No. 4525, 2016 SEC LEXIS 3369 (Sept. 8, 2016).

Raymond James は、一部の副投資顧問が他の証券会社にprogram tradeを発注していたことを知っていたが、副投資顧問からうめ込まれた売買委託手数料のコストを受領するための書面による政策や手続き採択せず、かつ実行しなかった。そのような政策や手続きは、Raymond James が、顧客のために当初から、かつ継続した適合性の決定を行うことを可能ならしめるものであった。上記の行為の結果、Raymond James は、投資顧問法206条4号の違反が認定された。

#### (検討)

投資顧問が運用管理を委ねられた資金の一部を他の投資顧問に再委託した場合の適合性の原則が問題となった。この場合、委託した投資顧問および再委託された投資顧問の双方が顧客に対し適合性の原則を負うと考えられる。当初の投資一任契約を締結した投資顧問は、自らが投資運用を行っていないために、再委託された投資顧問が適合性の原則を遵守しているか否かを監視する義務を生じることになり、そのために必要な情報を入手しなければならない。本件では、顧客は投資一任契約を締結した投資顧問とはwrap feeを支払うこと、および追加的費用の支払いについて合意していたが、投資一任契約を締結した投資顧問は、最良執行義務を負う再委託された投資顧問の他の証券会社に外注した売買委託手数料のコストを受領するための書面による政策や手続きを採択せず、かつ実行しなかった。そのことにより、投資一任契約を締結した投資顧問は適合性の遵守に関し決定を行うことができなくなるために、投資顧問法206条4号違反となるとされた。

わが国においても、投資運用業者が運用資産の一部の再委託が可能とされており(金商法42の3第1項参照)、再委託された投資顧問も委託元の顧客に対し適合性の原則を負うと考えられ(金商法42条の3第3項、民法107条参照)、本件は参考になるであろう。

### 第3章 我が国における投資運用業者の適合性の原則

#### 第1節 投資一任契約勧誘時の適合性の原則

投資一任業務を行う投資運用業者は、金融商品取引業者に該当するために(金商法2条8項12号ロ・9項)、金商法40条1号ならびに金商法38条7号および金商業府令117条1項1号の適用を受ける。したがって、投資運用業者は、投資一任契約の締結という金融商品取引行為の勧誘を行う際に、適合性の原則に服することになる。前述のように、金商法40条1号は、狭義の適合性原則を定めるものであり、その原則は、一定の投資家に対しては、いかに説明を尽くしても一定の金融商品の販売・勧誘を行ってはならないというものである。そのため、投資運用業者は、一定の投資家に対して、例えば、精神的な病気等により投資一任契約の内容を理解できない顧客に対しては、いかに説明を尽くしても、投資一任契約の締結の勧誘を行ってはならないこととなる<sup>29</sup>。

---

<sup>29</sup> 日本投資顧問業協会は、自主規制として、「広告、勧誘等に関する自主規制基準（昭和63年2月10日理事会決議）」において、「顧客の知識、経験、財産の状況及び投資顧問契約又は投資一任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となっており、又は欠けることとなるおそれがあること」を会員の禁止行為として定めている(22条7号)。

我が国の参考判例として、証券会社が、投資顧問が運営していた匿名組合型不動産投資ファンドへの出資を未成年後見人に対して勧誘を行い、未成年者に損害を与えた事件がある<sup>30</sup>。

裁判所は、証券会社の責任を認め、次のように判示した。「本件ファンドは、大きな収益を得られる可能性がある一方で、元本保証がされているわけではなく、出資者において大きな損失を被るリスクがある投機性の高い商品であると認められるところ、未成年被後見人の財産を同人に代わって善良な管理者の注意をもって管理する義務を負う未成年後見人が、未成年被後見人を代理して、このような投機性の高い商品に対する投資を行うことは、およそ許されないとわなければならない。他方、証券会社等の担当者においても、未成年後見人が未成年被後見人を代理して当該取引を行うことを認識した以上、当該取引の勧誘をすることはおよそ許されないのであって、これに反し、当該取引の勧誘をした場合は、適合性原則に違反するものとして不法行為責任を免れないといわなければならない。」

投資運用業者は、あらかじめ、投資一任契約の契約締結前交付書面を交付する場合に、当該書面に記載されている事項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当該顧客に理解されるために必要な方法および程度による説明を行わなければならない。投資一任契約を締結してはならない(金商業府令117条1項1号)。投資一任契約に係る契約締結前交付書面の記載事項は、金商業府令96条で定められている。すなわち、同条1項1号では、「運用の基本方針」を定め、同条同項2号では、「投資一任契約に基づき顧客のために行う当該顧客の資産に係る投資の方法および取引の種類」を定め、かつ同条同項3号では、「投資判断の一任の範囲及び投資に実行に関する事項」などを定めており、これらの記載事項の説明は、当然に、顧客ごとに、適合性の原則にのっとり行わなければならない。

また、投資運用業者は、適合性の義務を負うことから、投資一任契約の締結前に、①投資一任契約に基づき顧客のために行う投資の方法および取引の種類の特性を熟知し、かつ、②勧誘する顧客の知識、経験、財産の状況および投資の目的を熟知しなければならない<sup>31</sup>。

なお、日本証券業協会の自主規制規定である「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」の3条2項は、「協会員は、顧客の投資経験、投資目的、資力等を十分把握に把握し、顧客の意向と実情に適合した投資勧誘を行うよう努めなければならない。」と定め、同規則5条1項は、協会員に対し、顧客情報の収集のために、顧客カードの作成を要求している<sup>32</sup>。

投資運用業者の顧客カードの作成に当っては、証券業者の場合よりも精緻なものとならざるを得ないであろう<sup>33</sup>。また、高齢化社会がさらに進行している状況において、投資運用業界においても

<sup>30</sup> 東京地判平成 28 年 6 月 28 日証券取引被害判例セレクト 51 巻 1 頁。

<sup>31</sup> 神田秀樹＝黒沼悦郎＝松尾直彦『金融商品取引法コンメンタール 2』354 頁 [志谷匡史]、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。764 - 765 頁、川村正幸『金融商品取引法』428 頁 [芳賀]。

<sup>32</sup> 記載事項は、以下のものである。

①氏名又は名称、②住所又は所在地及び連絡先、③生年月日(顧客が自然人の場合に限る。)、④職業、⑤投資目的、⑥資産の状況、⑦投資経験の有無、⑧取引の種類、⑨顧客となった動機、⑩その他各協会員において必要と認める事項。

<sup>33</sup> 米国において、以前のアメリカ投資カウンセル協会(現在の投資顧問協会)は、次のような

高齢者の保護を図るべき施策が講じられるべきである<sup>34</sup>。

## 第2節 投資一任契約締結後の適合性の原則

### 1. 適合性の原則の法的根拠

投資運用業者は、金商法上、投資一任契約締結後において適合性の原則を負うのであるが、その法的根拠を考える。投資運用業者は、投資一任契約の授権に基づいて、有価証券の売買を行うのであるが、その売買は、投資一任契約に定められた投資目的に適合するものでなければならない<sup>35</sup>。このような義務も適合性の原則といえることができる。特に、投資家に実害が生じうる多くのケースは、前述した米国の摘発事例に見られるように、投資一任契約締結後の投資運用業者の適合性原則違反によるものである。

ところが、金商法上は、この意味での適合性の原則について、明文の規定で定めていない。では、その法的根拠をいかに考えるべきであろうか。有力説は、投資助言葉の顧客に対する義務の解説の中で、投資顧問は、「金融商品取引業者等の投資助言が善良なる管理者の注意義務をも

---

顧客カードのためのアンケートを作成しており、参考になるであろう。その内容は、日本証券業協会の定める顧客カードの内容よりも、はるかに詳細である。

小額口座の投資管理サービスの将来の顧客に対する個人的な質問票のサンプル

①名前、②住所、③自宅の電話番号、職場の電話番号、④社会保障番号、⑤職業、配偶者の職業、⑥被扶養者の名前、年齢、関係、⑦健康状態、被扶養者の健康状態、⑧すべての有効な生命保険、現在の生命保険が適切か、⑨投資資金から分離され、かつ維持されている緊急時用の資金の額、現在の緊急時用の資金の額が適切か、⑩税引き前のおおよその年収（あなたおよびあなたの配偶者の収入、証券、不動産、信託資産、その他の収入）についての収入源、おおよその最大限の課税区分、⑪自宅を含む利害関係を有するすべての不動産のタイプおよびおおよその価格、⑫あなたは、あなたの雇用主の退職金制度により退職金が給付される否か、また、そのような制度から期待される退職金を簡単に述べてください。⑬あなたがいつ退職するかを予想（希望）していますか、かつ、あなたが退職したときのライフスタイルを維持するために好ましい必要な毎年の資金はどの程度必要となりますか。⑭現在の課税年度中に実現した、もしくは未実現のキャピタルロス（短期または長期を示すもの）、または重要な項目、**preference income**（最小税率で追加的に課税される所得）を述べてください。また、以前の年度における短期または長期の課税上の損失、繰越し（**carry forward**）を述べてください、⑮あなたの全体的な財務状況における変化および予見しうる将来の雇用における変化を予想していますか、なお、そうであれば、説明してください。⑯我々の運用に服していない証券を保有していますか。もし、そうであれば、その証券の名称および保有量を述べてください、⑰現在あなたが投資のために利用可能である資金の額を述べてください、⑱我々の運用に委ねられる証券のリストを挙げてください。また、各証券の名称、証券の数（もしくは社債の額面額）、購入日および全体的費用を示してください。⑳投資目的（成長率、収益ならびに成長率と収益とのバランス）、投資を望まない株式または株式のグループ。

<sup>34</sup> 日本証券業協会は、自主規制として、「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」を制定している。同規則5条の3は、高齢顧客に対する勧誘による販売について定める。すなわち、協会は、高齢顧客に有価証券等の勧誘による販売を行う場合には、当該協会の業態、規模、顧客分布及び顧客属性並びに社会情勢その他の条件を勘案し、高齢顧客の定義、販売対象となる有価証券等、説明方法、受注方法等に関する社内規則を定め、適正な投資勧誘に努めなければならないと定める。

<sup>35</sup> 神崎＝志谷＝川口・前掲注(31)619頁注(2)参照。

って行われたといえるためには、その顧客の投資目的および財産状態に適したものであることが必要である」と述べ、かつ「投資顧問契約により約定された投資分析または投資判断の方法にかんがみ合理的な根拠のない内容の助言をしてはならない」と述べている。さらに、「顧客に対する注意義務を果たしたといえるためには、まず顧客の投資目的、財産状態等を調査することを要する。そして、その調査によって明らかにされた顧客の投資目的、財産状態に適合しない投資の助言をしないようにしなければならない。」と述べている<sup>36</sup>。

要するに、投資顧問は、顧客に対し善管注意義務を負い、善管注意義務から導き出される適合性の原則に従い、投資助言を行わなければならない、顧客に対する調査義務を負うという考え方をとっている。金商法42条では、投資運用業者の顧客に対する忠実義務および善管注意義務を定められており、投資運用業者は、適合性原則違反があれば金商法上の善管注意義務(金商法42条2項)違反となり、金融庁の行政処分の対象となる(金商法51条、52条1項6号)。なお、金商法上の善管注意義務の規定は、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解する説もある<sup>37</sup>。

また、金融庁も適合性の原則違反が金商法上の善管注意義務(金商法42条2項)違反と解する立場をとっている。参考の行政処分を紹介する。証券取引等監視委員会は、ユナイテッド投信投資顧問株式会社を検査した結果、金融商品取引業者に係る法令違反の事実が認められたため、内閣総理大臣および金融庁長官に対して、金融庁設置法20条1項の規定に基づき、行政処分を行うよう勧告し、行政処分が行われた<sup>38</sup>。

#### (事実の概要)

ユナイテッド投信投資顧問株式会社(以下、「当社」という)が、A基金との間で締結した年金投資一任契約(以下「年金一任契約」という。)に関し、以下の問題が認められた。当社は、株式会社アール・ビー・インベストメント・アンド・コンサルティング(以下、「RB社」という)から、RB社を運営者とし未公開株を投資対象とする乙号投資事業有限責任組合(以下、「乙号組合」という)に出資することを前提に、A基金との間で年金一任契約を締結して欲しいとの依頼を受け、年金一任契約を締結し、その後、A基金から運用を委託された資産全額を、乙号組合に出資した。なお、当社は、RB社から、年金一任契約締結の依頼の背景として、A基金が、新たに組成される乙号組合に対する強い投資意向を有している旨の説明を受けている。

乙号組合に対する出資前の調査等が不適切な状況は以下のとおりである。

(イ) A基金から運用を委託された資産全額について、未公開株を投資対象とする投資事業有限責任組合に出資することが、A基金の運用状況等に照らし、運用方法として適合しているかどうかに関し全く調査・確認を行っていない。

---

<sup>36</sup> 神崎＝志谷＝川口・前掲注(31)859頁、861頁注(2)。

<sup>37</sup> 神田＝黒沼＝松尾・前掲注(31)416 - 417頁 [石田]。

<sup>38</sup> 金融庁「ユナイテッド投信投資顧問株式会社に対する行政処分について」(平成24年10月16日)。

(ロ) 未公開株を投資対象とする投資事業有限責任組合に対し出資を行うとしても、当該組合の運営者をRB社とすることが適切か、に関して十分な調査を実施していないほか、乙号組合が投資する予定の未公開企業の実態等の把握が著しく不十分である。乙号組合に対する出資後のモニタリング等が不適切な状況は以下のとおりである。

乙号組合に対する出資後に、当社が乙号組合に対し行ったモニタリングやA基金に対する運用報告の状況を検証したところ、次の(イ)及び(ロ)のとおり極めて不適切な状況が認められた。

(イ) A基金に対する運用報告が不適切な状況

当社は、年金一任契約に係る運用の状況に関する報告書(以下、「四半期運用報告書」という)を作成し、A基金に提出しているところ、上場予定が白紙となっている乙号組合の投資先未公開企業に関し、RB社から、上場予定が確定している旨の報告を受け、当該報告が事実と反することを容易に把握できたにもかかわらず、十分な確認を行わず、四半期運用報告書に、上場時期が確定している旨のRB社からの上記報告に沿う内容の記載をしている。

(ロ) 乙号組合に対するモニタリングが不適切な状況  
乙号組合において、上場予定が白紙となった投資先未公開企業について、合理的な理由なく追加投資が行われているが、当社は、適切な措置を講じなかった。また、当社は、年金一任契約に係る投資について乙号組合への出資が妥当であるかについて定期的に見直しを行う等のモニタリングを実施していない。

(金融庁の解釈)

当社は、年金一任契約の締結により、A基金のために善良なる管理者の注意をもって、年金一任契約の内容に従って、年金資産の運用として適切な投資方法及び投資先を、十分な調査・検討の上で決定し、乙号組合への出資後も、乙号組合に対するモニタリングを実施すべき義務を負っていたものであるが、上記ロ及びハのとおり、当社が実施した、乙号組合への出資決定にあたっての調査等及び出資後の乙号組合に対するモニタリング等は極めて不適切であり、当社は、善良なる管理者の注意義務に違反したと認められる。

当社の状況は、金融商品取引法第42条第2項に定める、善良なる管理者の注意義務に違反したと認められる。

(検討)

金融庁が、年金投資一任契約を締結した投資顧問会社に適合性原則違反等を認め、そのことが金商法第42条第2項に定める、善良なる管理者の注意義務に違反したと認めた点が重要である。特に、基金の資産全額を、未公開株を投資対象とする投資事業有限責任組合に出資しており、①分散投資を行っていない点や、②未公開株式への投資である点が問題視され、また③基金の資産全額を投資事業有限責任組合に出資したことが、顧客の強い投資意向であったにもかかわらず、投資顧問会社の責任が認定されている。また、④出資が妥当であるかについて定期的に見直しを行う等のモニタリングを実施していないことが問題とされている。

米国においても、投資顧問の適合性の原則は、1940年投資顧問法において明文の規定によ

て定められているものではなく、投資顧問の信任義務から導き出されており、わが国において、投資運用業者の適合性の原則違反が、金商法上の善管注意義務違反となるという構成は、米国と共通している。石田教授も、金商法42条は、「投資運用業を行う金融商品取引業者等の受託者責任を法文上明確にし、金融商品取業者等の公正性・信頼を確保し、権利者の利益保護の徹底を図るものである」とした上で、「投資運用業者は、権利者のために忠実に投資運用業を行い、善良な管理者の注意を尽くして投資運用業を遂行しなければならないから、権利者の投資目的および財産状態に適合しない投資を行ってはならない」と述べている<sup>39</sup>。

投資運用業者の適合性の原則は、金商法42条の具体的適用事例として位置付けられると考える。投資運用業者は、民法上、投資一任契約締結後において適合性の原則を負うのであるが、その法的根拠を考える。投資一任契約の勧誘の段階では、投資運用業者と顧客との間では契約関係は生じていない。しかし、投資一任契約が締結された後は、投資運用業者は、民法上、顧客に対し委任契約上の善管注意義務(民法644条)を負うことになる。投資運用業者は、民法上の善管注意義務から導き出される適合性の原則を負い、その違反行為により債務不履行または不法行為に基づく損害賠償責任も負うことになる。

## 2. 適合した運用を行う義務

(1) 投資運用業者は、顧客の知識、経験、財産の状況及び投資一任契約を締結する目的に照らして不適合と認められる投資の運用を行ってはならない。すなわち、投資運用業者は、その投資運用、すなわち運用を任されている顧客の口座のために行おうとする証券の売買が顧客の財務状況、投資経験および投資目的に適合していると合理的に決定していない場合は、証券の売買を行ってはならない。なお、米国において、顧客の状況が保守的な投資もしくは低リスクの投資を要求していた場合、または投資運用業者が顧客に対し低リスクの投資を行うと表明した場合、投資運用業者によって行われた様々な投資が適合していないと認定されるケースが多い。

しかし、投資運用業者は、顧客の口座において特定のリスクのある一定の種類の商品に投資することが、絶対的に禁止されるものではない。すなわち、顧客が当該投資商品のリスクに耐えることができ、かつ喜んで耐えることができ、かつ潜在的な利益を顧客に生み出すという場合は、当該リスクは正当化される。例えば、わが国の参考判例として、投資顧問会社と投資一任契約を締結した顧客が日経先物オプション取引の結果、投資一任契約に伴う契約資産の預託する契約を締結した証券会社から、投資の損失に伴う資金の支払を請求され、認められた事案がある<sup>40</sup>。

---

<sup>39</sup> 神田＝黒沼＝松尾・前掲注(31)415、421頁 [石田]。

<sup>40</sup> 東京地判平成23・12・26(平成20年(ワ)第35894号：損害賠償請求事件)(文献番号2011 WLJPCA 12268007)。なお、本件で登場する証券会社および投資顧問会社が共通の類似の事件として、東京地判平成27・9・29(平成20年(ワ)第37367号・平成22年(ワ)19806号：損害賠償請求事件(本訴)、損害賠償請求反訴事件(反訴))(文献番号2015 WLJPCA 09298035)がある。

#### (事実の概要)

訴外のA投資顧問会社と投資一任契約を締結した顧客Y(被告)が日経先物オプション取引の結果、投資一任契約に伴う契約資産を預託する契約を締結したX証券会社(原告)から、投資の損失に伴う資金の支払を求められた事件である。顧客Yは、X証券会社がオプション取引につき、積極的な指導および助言を行う義務があると主張し、かつその義務違反行為は、善管注意義務、忠実義務、誠実公正義務および適合性原則違反に当たり、顧客Yに対する債務不履行または不法行為(A投資顧問会社との共同不法行為)を構成すると主張した。

#### (判旨)

X証券会社と顧客Yとの間の本件預託契約は、投資の専門家であるA投資顧問会社と顧客との間の本件投資一任契約を前提とするものであって、投資判断については、A投資顧問会社、更にはA投資顧問会社の投資判断者である訴外B(A投資顧問会社の従業員)がこれを行うことが合意されていたのであるから、A投資顧問会社またはBが、投資の専門家であれば誰もがしないような著しく不合理な投資判断をしており、その結果、顧客Yに看過し得ない損失が発生することが確実であるなどの特段の事情のない限り、X証券会社がA投資顧問会社またはBの投資判断につきその当否を判断した上、A投資顧問会社や顧客Yに対し、指導し、助言するなどの義務を負うことはないとすべきである。そして、本件においては、……上記特段の事情の存在が認めることができないから、顧客Yの主張はいずれも採用することができない。

#### (検討)

本件においては、投資一任契約に基づく預託資産の管理を行う証券会社の責任が問われた。本件で注目すべき点は、日経先物オプション取引を行うことが合意された投資一任契約は有効であるが、「投資顧問会社やその投資判断者が、投資の専門家であれば誰もがしないような著しく不合理な投資判断をしており、その結果、顧客Yに看過し得ない損失が発生することが確実であるなどの特段の事情があれば」、投資運用業者や預託資産の管理を行う証券会社の責任が生じると判示されていることである。投資一任契約において、投資運用業者が運用資産のすべてを日経先物オプション取引に投資することは、通常は、分散投資を行っておらず適合性の原則に違反するとされるであろうが、本件におけるように、顧客の知識、経験、財産の状況、かつ、投資一任契約を締結する目的を日経先物オプション取引と定めているという状況においては、適合性原則違反とはならないと考えられる。

(2) 適合性の義務は、投資顧問がその推奨する投資商品を知るという要件を含んでいる。投資運用業者が運用する投資商品についての現実の知識を欠いていたことは、適合性の原則違反の責任を免れない。米国において、投資顧問が顧客のために購入する証券が適合しているかに関して、適正評価(due diligence process)を行う義務があり、それを怠ることが適合性原則に違反すると認定されている。わが国においても、同様の事案が投資顧問の善管注意義務違反として認

められているが<sup>41</sup>、適合性原則に違反することになる。

(3) 投資運用業者は、前述したように、投資一任契約を締結する前に、顧客の財務状況、投資経験および投資目的に対する合理的な調査を行う義務を負う。しかし、投資運用業者は、投資一任契約締結後においても、投資運用が適合しているか否かを判断するために定期的に顧客の情報を収集しなければならない。すなわち、投資運用業者は、顧客に関し、現在の収入、投資物件、資産および負債、結婚の有無、保険の加入状況ならびに財務上の目標を含んだ、顧客に関する個人的な情報および財務上の情報を獲得することが要求される。

情報が更新されなければならない頻度は、その状況の下で合理的と考えられるものである。前述の米国で言われているように、顧客の情報の更新をいつ行うかについて決定するに当たって考慮される要因は、とりわけ2つある。1つは、情報が最後に更新されてからの時間の経過である。最小限度、1年ごとに確認すべきであろう。もう1つは、投資運用業者が現在その助言の基礎においている情報を不正確または不完全なものにしてしまう出来事が生じたことを認識しているか否かである。例えば、税法の改正、または顧客が退職し、または結婚上の地位の変更を経験したという認識は、新たに確認する義務を生じさせる。

投資一任契約において、顧客も、定期的に情報を確認し、かつ変更があれば投資顧問に通知することを要求される条項を設けるべきであろう。投資運用業者の調査書および顧客の回答書は、保存されなければならない。これにより、投資運用業者が適合性の原則を遵守したか否かを規制当局が判定できることになる。

### 3. 特定投資家に対する適合性の原則

特定投資家(適格機関投資家、国、日本銀行および内閣府令で定める法人である(法2条31項、定義府令23条))に対する勧誘において、適合性の原則が排除されている(45条1号)。しかし、金融商品取引業者の誠実公正義務(36条)、投資助言・投資運用業に関する顧客に対する忠実義務・善管注意義務(41条・42条)については、適用除外されていない。そこで、投資運用業者は、特定投資家に対して投資一任契約の締結という金融商品取引行為の勧誘を行う際に、適合性の原則に服さないことになる。

しかし、特定投資家に対する投資一任契約締結後の投資運用業者の適合性の原則をいかに考えるかである。投資助言・投資運用業に関する顧客に対する忠実義務・善管注意義務(41条・42条)については、適用除外されていないために、善管注意義務から導き出される適合性の原則を負うということになる。

なお、米国では、SECは投資運用業者が、我が国における特定投資家に該当する機関投資家に対しても、適合性の原則が適用されると解している。その理由として、①機関投資家は、それ自身、理解していない複雑な金融商品に対する投資の推奨の結果として、重大な損失を被ってきた

---

<sup>41</sup> 神田＝黒沼＝松尾・前掲注(31)421 - 427 頁 [石田]。

ということ、②熟達しているとみなされない投資家の文脈において大きく発展したところの、適合した推奨を行うという義務の基礎にある合理性は、通常、熟達しているとみなされる投資家に対しても、また、適用されるということである<sup>42</sup>。

また、特定投資家に対する投資一任契約締結の勧誘時において、投資運用業者は、特定投資家に対して適合性の原則を負わないということは合理性を欠いている。特定投資家に対する勧誘において、適合性の原則が排除されていることは、廃止すべきである。

### 第3節 適合性の原則の違反の効果

#### 1. 適合性の原則違反と民法上の効力

適合性原則違反があれば、投資運用業者は、損害を被った顧客に対して損害賠償をする責任を負う。その法的根拠をどう考えるのか。

学説<sup>43</sup>・判例とも、証券会社の適合性原則違反がある場合、顧客は、不法行為に基づく、損害賠償請求ができると解している(最判平成17・7・14民集59巻6号1323頁)。投資運用業者も、適合性原則違反があれば、証券会社の適合性原則違反の場合と同じく、顧客は不法行為に基づく損害賠償請求ができると解してよいと思われる。

参考判例として、①投資一任契約の勧誘に関し、投資資金を貸付けた銀行に対する適合性原則違反による損害賠償の請求が主張されたが、違反が認定されなかった事案がある<sup>44</sup>。

#### (事案の概要)

原告X社は、被告Y銀行から金員を借り入れ、訴外A投資顧問会社との間で投資一任契約を締結し、継続的に投資一任契約を行っていたX社が、Y銀行から受けた上記貸付、投資一任契約等の勧誘は、適合性原則、説明義務に違反する、または上記各契約の締結後の助言・協議義務違反、契約継続強要があったなどと主張して、不法行為(使用者責任)(民法709条、715条)または債務不履行(民法415条)に基づき、本件各取引により発生した損害等の支払を求めた事案である。

#### (判旨)

争点(不法行為[使用者責任]または本件貸付の付随的義務に違反した債務不履行の責任)について、被告Y銀行の従業員による本件貸付と投資一任取引を一体化させた積極的な勧誘行為があったかについて、裁判所は、「Xは、Yの担当者である支店長DからA投資顧問会社を紹介されており、……DとA投資顧問会社の担当者から運用計画書を受領し、これらの運用契約書の詳細な記載内容からするとA投資顧問会社の担当者から本件投資一任契約に関する詳細な説明を受けていないとは限らない。……Xの主張するように、Dにおいて、本件各契約を1つのセット商品

---

<sup>42</sup> Inv. Adv. Act Rel. No. IA1406, [19931994 Transfer Binder] Fed. Sec.L. Rep. (CCH) ¶ 85,327 (SEC March 16, 1994).

<sup>43</sup> 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)240頁。

<sup>44</sup> 東京地判平成26年3月7日(LEX/DB 文献番号25518440)。

のように述べ、かつ、これを積極的に勧誘したものであったとまでは必ずしもいえない。」と判示し、「被告Y銀行の従業員による本件貸付と投資一任取引を一体化させた積極的な勧誘行為があったことを前提にして、被告Y銀行には、本件投資一任契約の当事者である投資顧問会社の勧誘行為と全く同様に適合性の原則が適用され、金融商品についても信義則上の説明義務を負う旨の原告の主張は、採用できない。」と判示した。

また、裁判所は、本件貸付における信義則上の付随義務違反が生じることがないかについて、「本件投資一任契約(およびこれに付随する本件信託契約)の仕組み、内容は、……ビーグルとして訴外B信託銀行と本件信託契約を締結し、その信託財産の運用はA投資顧問会社に委託するものであって、Xが直接投資する形態よりは複雑な形態をとっているものの、その運用対象は、国内株式、転換社債、待機資金(預金等と推認される。)が予定されており、その内容や仕組みについて理解するために高度の専門的知識や経験が必要とはいえない、ごく基本的で単純な金融商品である。また、本件投資一任契約は、1か月前に申し出ること、いつでも解約することができるのであり、流動性も確保されているといえる。」と判示し、また、裁判所は、Xやその取締役が各種の投資経験があり、かつX社の業績も好調であり、かつX社の代表者も多額の個人資産を有していたことを認定した上で、「本件投資一任契約の特性、原告の投資経験、金融商品取引の知識、投資性向、財産状態等に照らし、Xに対し、本件投資一任契約を含む各契約の勧誘をすることは、適合性の原則に反したことが明らかであるとまではいえない。」と判示した。Xが本件投資一任契約を理解していない、ないし誤解するなどの事情を認めながら、これを放置したなどの事情があるかについて、裁判所は、「Xが、本件投資一任契約を理解していない、ないし、誤解しているなどの事情を認識しながら、これを放置するなどの事情があったとはいえないから、Yに、本件貸付における信義則上の付随義務が生じる余地もないというべきである。以上によれば、YはXに対し、不法行為[使用者責任]または本件貸付の付随的義務に違反した債務不履行責任のいずれも負うことはない。」と判示した。

#### (検討)

本件において、投資一任契約の勧誘に関し、投資資金を貸付けた銀行に対する適合性原則違反について、判断が下されたものである。しかし、投資一任契約の勧誘・説明は、銀行の支店長と投資運用業者が共同して行っており、「本件投資一任契約の特性、原告の投資経験、金融商品取引の知識、投資性向、財産状態等に照らし、Xに対し、本件投資一任契約を含む各契約の勧誘をすることは、適合性の原則に反したことが明らかであるとまではいえない。」という裁判所の判断は、訴外の投資運用業者に対しても当てはまると思われる。そこで、投資運用業者が投資一任契約の勧誘にあたって適合性の原則違反があれば、不法行為に基づく賠償責任が認められることになる。さらに、投資運用業者は、顧客に対する勧誘の結果、投資一任契約を締結した後、投資一任契約という委任契約上の善管注意義務(民法644条)から導き出される適合性の原則を顧客に対して負うということになる。適合性の原則に違反した投資顧問は、投資一任契約という委任契約上の善管

注意義務に違反しており、債務不履行による損害賠償を請求できるであろう<sup>45</sup>。

## 2. 適合性の原則違反と金商法上の効力

米国においては、投資顧問が適合性原則違反行為を行えば、詐欺禁止規定である投資顧問法206条2号が適用されており、米国の規制を我が国に置き換えると、投資運用業者が適合性原則違反は、投資運用業者の顧客に対する忠実義務および善管注意義務を定める金商法42条違反となり、また、当該違反行為が非常に悪質な場合は、金商法157条違反となる場合もあろう。

我が国において、一般投資家が証券取引を行うときに利用する証券会社の適合性の原則が目され、その研究や立法が先行してきた。しかし、高齢化社会において、投資運用業者の役割が重要となり、その適合性原則の研究および規制の強化が図られなければならない。米国の研究から明らかになったように、投資運用業者の適合性の原則は、証券業者の適合性の原則と比べると、原理および適用の場面において、異なっている<sup>46</sup>。投資運用業者に対して適合性の原則を適用するにあたっては、投資一任契約の特殊性を十分に考慮すべきであろう。

---

<sup>45</sup> 参考判例として、被告の投資一任契約を締結した投資顧問業者が、期末に10パーセントの実現益を達成するという目標に照らして、株式及びワラントを中心に短期売買をするという方針が明らかに合理性を欠くものといえるかどうかを検討されたが、その責任が認められなかった事件がある。原告顧客側は、被告の投資顧問業者に対し一任契約上の債務不履行(忠実義務違反ないし善管注意義務違反)を主張し、かつ被告のファンドマネージャーに対し注意義務に違反したとして不法行為による損害賠償責任を主張した。しかし、裁判所は、一任契約上の債務不履行ないしは不法行為があったと認めることはできないと判示した。東京地裁平成9年12月17日判決(平成9年12月17日平成5年(ワ)第7636号:損害賠償請求事件、平成7年(ワ)第22516号:投資顧問報酬請求事件)(判タ982号181頁)。

<sup>46</sup> ドット・フランク法は、リテイルの顧客( retail customers )に対して個別的なサービスを提供する投資顧問および証券会社の両者の統一的な行為基準を研究し、かつSECに対して、そのような行為基準のためのルールを公布する権限を与えた。SECは、2011年1月に研究報告書を議会に提出するに至っている(<http://www.sec.gov/news/studies/2011/913studyfinal.pdf>)。当該報告書の中で、SECは、財務の専門家がリテイルの顧客に対して証券に関する個別的な投資助言を提供する場合、証券会社および投資顧問に対する統一的な受託者の行為基準(現在、投資顧問法の下で投資顧問に対して適用される基準よりも厳しくはない)を確立するためのルールの制定を推奨している。しかし、現在のところ、このような統一的な行為基準は、具体的に設けられていない。

### 第3編 投資一任業務を行う投資運用業者の最善の利益規則と顧客本位原則

#### 第1章 最善の利益規則(Regulation Best Interest )の概要

米国において、2010年に制定されたDodd-Frank法の一部である投資家保護改善法913条は、retailの顧客を保護するため、証券会社および投資顧問に適用される注意義務に関するRuleの制定をSECに命じた。2019年6月に、SECは、最善の利益規則(Regulation Best Interest Rule)を1934年取引所法の下でのRule 15c-1として採択した<sup>1</sup>。当該Ruleは、Retailの顧客に助言を提供する証券会社に、最善の利益規則を課すものである。そして、1934年法の下で、17a-14は、新しいForm CRSを採用することを証券会社および投資顧問に要求した。Form CRSは、retailの投資家に対する書類の概要書である。また、投資顧問の信任義務についてSECの解釈を示す通達であるFiduciary Release<sup>2</sup>が発せられた。

##### Rule 15c-1の内容

Rule 15c-1は、証券会社に対して、Retailの顧客に対する投資戦略または証券取引の推奨を行う際に、Retailの顧客の最善の利益のために行動しなければならないとしている((a)-1)。Rule 15c-1は、Retailの顧客の利益に先立って投資の推奨を行う者が、財務上の利益を追求することなく、顧客の最善の利益のために活動することを証券会社に対して、要求している。

SECは、最善の利益規則において、以下のような4つの項目のルールを定めた。

(Item 1)最善の利益規則:証券会社の行為基準

(Item 2)Form CRS :Form ADVの修正

(Item 3)投資助言の行為基準に関する解釈

(Item 4)投資顧問の定義から証券会社を除外する単に付随的要件の解釈

本編では、Item 1の最善の利益規則について、検討を行う。

最善の利益規則とは、1934年証券取引所法の下に制定され、証券会社が証券投資や証券に関する投資戦略を個人投資家に推奨する際には顧客の最善の利益に基づいて行動することを義務付け、顧客の利益よりも自分自身の利益を優先してはならないとする。最善の利益規則の構成要素として、4つの義務が定められている。

#### 第1節 開示義務(Disclosure Obligation)

##### (1)開示義務の概要

情報開示義務とは、証券会社が、retail顧客に対し、投資の推奨を提供する前または提供する際には、以下のものを書面で開示することを義務づけている((a)-2)。

<sup>1</sup> 17 CFR § 240.15c-1 - Regulation best interest.

<sup>2</sup> Proposed Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers;Inv.Adv.Act Release NO.5248(Apr.18 2018).

A. retail 顧客との関係および条件に関する重要事実

- ①証券会社またはその関係人として行動していること
- ②retail 顧客に適用される取引、保有、口座管理に係る手数料
- ③投資の推奨に関する証券や投資戦略に関する制限事項を含む提供するサービスの種類および範囲(モニタリングサービスの提供の有無、最低口座維持金額等の有無も含む)

B. 投資の推奨において、発生する利益相反に関する重要事実

関連会社の商品であるかどうか、第三者からの支払いの有無、報酬条件等が、推奨に影響を与える重要な事実として示されているかどうか。

投資推奨が行われる以前または投資推奨が行われた際に書面で開示されなければならない。SECが述べるには、最善の利益規則は、規制において開示されるものは最小限度のものである<sup>3</sup>。

開示義務は、証券会社に対して、投資推奨を行う際に、証券会社が活動する資格を得ることを要求している。SECが述べるには、Form CRS は、最善の利益規則と関係して、証券会社に対して、証券会社として登録されているか否かについて、開示を行うことを要求している<sup>4</sup>。資格の開示の一部は、特定の状況で、口頭で行われてよいとしている。証券会社は、以下のことを開示することができる。もし、明示的に投資の推奨が行われていると述べられていないのであれば、すべての投資の推奨が、証券会社の下で行われたと開示することができる。これは、投資の推奨において、口頭および書面による開示は要求されない。同様に、証券会社は以下のことを開示できる。証券の売買委託の口座に関係するすべての推奨は、証券会社の資格の下で行われること、投資助言に関するすべての投資の推奨は、投資顧問によって行われる。

SECは以下のことを警告している。登録投資顧問として、登録されていない証券会社あるいは投資顧問が監督する金融の専門家によって用いられる advisor や adviser という文言の使用は、開示義務違反として、取り扱うとした<sup>5</sup>。

## (2)顧客関係の概要書面

二重登録している証券会社を通じて証券会社にサービスを提供している関係者に対して、SECは、次のように述べた<sup>6</sup>。顧客関係の概要書面に含まれる情報は、投資の推奨を行うにあたって、資格の開示を行うだけでは、十分なものではない。二重登録された関係者は、開示義務を満足するため、証券会社の関係者として活動しなければならない。

商品またはサービスに対する重要な制限の開示が要求される。例えば、もし、証券会社が、proprietary product や limited asset classes、revenue sharing、ミューチュアルファンドの手数料などの

---

<sup>3</sup> Securities Exchange and Commission, Regulation Best Interest Release at 131-132, Rel.no.34-86031(June 5, 2019).

<sup>4</sup> *Id.* at 146.

<sup>5</sup> *Id.* at 148.

<sup>6</sup> *Id.* at 147.

第三者の商品を提供するのであれば、開示が要求される<sup>7</sup>。二重登録をしている証券会社の関係者が、売買委託のサービスを提供し、投資助言を提供することができないのであれば、関係者のサービスは、証券会社によって提供されるものよりも、より狭義のものとされる。

証券会社は、顧客関係の概要書面において、記載されている手数料および費用に基づいて、開示義務を構築することが期待されている。SECが述べるには、開示における starting point では、追加的な書類を提供することが、必要とされる。顧客の口座から、手数料が控除される方法と時期を含んでいる。開示義務は、retail の顧客の各々に対して、個別化された特定の開示を行うことを命じてはいない。証券会社は、説明可能な数字と文章で表された手数料および費用の開示を行う必要がある。SEC が述べるには、なぜ開示が課されているのか、そして、その手数料はどのように請求されるのかということを証券会社は正確に伝える必要がある<sup>8</sup>。

もし、開示が、特定の投資の推奨と関係する利益相反の重要な事実を十分に確認していないのであれば、開示が補足されるべきであると指摘される。そのような情報開示は、特定の推奨に適合するものとされる。

### (3)利益相反の開示

SECが述べるには、開示義務は、証券会社や代理人によって、利用される報酬の額について、特別の書面の開示を要求していない<sup>9</sup>。その代わりに、利益相反に関する開示は、投資家に対して、投資家が投資の推奨を評価することをを用いるべきであり、報酬の額の特別の開示を行うことなく、投資家に合理的に情報を提供しなければならない。特定の報酬の額は、事実および状況に依拠しているが、SECが述べるには、一般的な重要性について、完全かつ公正な開示を要求することができる<sup>10</sup>。

証券会社が、Retail の顧客の口座およびそのようなサービスの範囲、および、取引の回数を監視できるかに関わらず、Retail の顧客の口座を監視することは、開示義務によって開示されなければならない重要な事実である。顧客関係の概要書面は、Retailの顧客に提出することが要求されているが、特定の顧客の口座に適用される口座サービスの範囲および取引の回数について、多くの事例で、十分に検討されていない。

### (4)リスクの開示

証券会社およびその関係者の推奨は、開示義務に伴って開示されなければならない重要な事実である。証券会社は、リスクを開示する必要がある。SEC は、以下の事例を提供している<sup>11</sup>。

SEC があなたに対して、推奨を行うにあたって、合理的な注意をしなければならないが、証券はリスクを含んでおり、財務上の損失が生じるかもしれない。あなたの投資の目標を達成し、投資戦略

---

<sup>7</sup> *Id.* at 179.

<sup>8</sup> *Id.* at 242-243.

<sup>9</sup> *Id.* at 204.

<sup>10</sup> *Id.* at 204.

<sup>11</sup> *Id.* at 188.

が、予期された通りの成果を挙げる保証は、まったくない。SEC は、金融商品に関するリスクを議論するため、推奨する商品に関する提出書類を調査することがある。

SEC は、当該事例が、説明可能なものであるとしている。証券会社は、特定の開示が、十分に達成できているかは、事実および状況に依拠している。SEC は、証券会社が、一般的には、事実および状況に依拠した開示が必要であるとしている。SEC は、各推奨に関して、特別の開示を要求するものではないとする。

#### (5) 書面による開示

開示義務は、完全、かつ、公正な開示を要求している。そのような開示において、Retail の投資家が情報を受領し、投資の決定を行うために、十分な情報を提供すべきであろう。

開示義務は、開示が書面で行われることを要求している<sup>12</sup>。そのような、書面は、電磁的送付様式を含んでいる。証券会社は、要求される開示を送付する唯一の手段として、電磁的送付様式を提供することはできず、オプションとして、書面による送付を行わなければならない。投資推奨を行う前、あるいは、投資推奨を行うにあたって、開示を行わなければならない。開示義務は、開示のタイミングおよび回数を別の方法で、規定していない。SECが述べるには、証券会社は、開示義務を満たすために、最も適切、かつ、効果的な方法で行うため、開示のタイミングおよび回数について、柔軟に対応しなければならないとする。SECが述べるには、より一般的な情報が最初に提供され、後に、より詳細な情報によって、補足される階層化された開示を通じて、証券会社は、開示義務を満たさなければならない。ただし、開示は、完全、かつ、公正に行わなければならない。

SECは、次のように警告を行っている。証券会社は、顧客に対して、投資決定を行うために、顧客に適切な時間を与え、迅速かつ十分な情報を与えなければならないとした。同様に、証券会社は、重要な情報を提供するために、初期に情報を与えるべきではない。特定の推奨によって、提供される十分な利益相反を確認せず、Retail の消費者を苦しめることがある。

#### (6) 口頭の開示

SECが述べるには、柔軟性のある書面による開示が提供される際や書面による開示を更新する際に、口頭の開示が適切であるとした。SECが述べるには、そのような状況において、証券会社が、投資推奨を行うときよりも遅れることなく、口頭の開示を行うことによって、書面の開示義務を満たすことができるとしている<sup>13</sup>。ただし、証券会社は、口頭の開示が、Retail の顧客に提供されたという事実を維持しなければならない。SECが述べるには、証券会社は、口頭の開示が Retail の顧客に提供される記録を維持しなければならない。開示義務は、証券会社およびその関係者に適用される<sup>14</sup>。

SECが述べるには、関係者は、多くの場合、開示義務を満たすために、証券会社によって提供

---

<sup>12</sup> *Id.* at 136-137.

<sup>13</sup> *Id.* at 138.

<sup>14</sup> *Id.* at 229.

される開示に依拠している。しかしながら、SECは、次のことを警告した。証券会社の開示は、すべての重要な事実を開示するには、不十分であるとした<sup>15</sup>。

SECは、開示だけでは利益相反回避義務を満たすには十分ではないと強調している。利益相反回避義務によって、確立された行為基準は、開示義務だけで、満足することはできず、注意義務、利益相反回避義務、法令遵守義務に関する義務を満たさなければならないとする。

投資顧問会社および証券会社で勤務する投資顧問は、開示義務に違反するおそれがある。SECは、これらの文言の使用が、証券会社が、投資顧問として規制されており、投資助言のサービスや報酬の構造を含むビジネスモデルを有しているとされる。

その結果、①投資顧問として登録されていない証券会社によって、②投資顧問に監督されている職員でない者によって、用いられる投資顧問という名前の利用は、資格の開示要件の違反であるとする説がある。

しかしながら、SECは、そのような利用を禁止することを拒否している。ある証券会社は、retailの顧客に対する投資助言以外の助言を提供するビジネスを行うため、それらの文言を活用することを承認した。すなわち、地方公共団体において活動する投資顧問、または、金融商品取引を行う証券会社を想定している。

## 第2節 注意義務(Care Obligation)

証券会社は、retail顧客に対して、投資の推奨を行うに際して、合理的な努力を行い、注意を払い、熟練した取引をする必要がある((a)-2-(ii))<sup>16</sup>。

①証券会社は、推奨行為に係る潜在的リスク、報酬、費用を理解し、retail顧客の投資経験を踏まえ、これらの要因を考慮し、その推奨が自身の利益よりも顧客にとって最善の利益であると信じられる合理的根拠を必要とする。

②また、他の合理的な代替手段がある場合には、その合理的な代替手段を考慮すべきとされ、注意義務を遵守しているどうかは、投資の推奨行為が行われた時点で評価される。

③さらに、複数の投資の取引を推奨する際には、個別の取引が顧客の最善の利益であった場合でも、同時に行われる一連の取引が過大なものではないという合理的根拠がなければならないとされている。

SECは、次のように述べた。Regulation BIは、証券会社の投資推奨が、retailの顧客の最善の利益となることを確信する合理的根拠の一部として、適合性原則より、さらに強力なものである。注意義務は、証券会社が、各推奨に伴う潜在的利益、費用を理解することを証券会社に要求し、かつ、当該投資推奨が、あるretail顧客に対しては、最善の利益となることを確信する合理的根拠を要求している。証券会社が複雑性、リスクを理解し、投資戦略に精通しているということを必要としている。SECは、証券会社に対して、投資戦略を発展させ、顧客の最善の利益となるような合理的確信を

---

<sup>15</sup> *Id.* at 141.

<sup>16</sup> *Id.* at 245-256.

得るために、質問を認めるべきであるとする。注意義務の合理的根拠の構成は、基本的に、証券会社が、retail の顧客に推奨するときに重要である。SECは、証券会社が、投資の推奨において、顧客の最善の利益となりうることを確信するという合理的根拠を有している場合、証券会社に対して、複雑で、より費用のかかる金融商品または投資戦略を推奨することを制限するものではない。証券会社は、推奨される金融商品または投資戦略の適切な理解をしなければならない。

証券会社は、会社自身の利益を顧客の利益よりも下位におくことを要求する合理的基準と比較して、retail 顧客の利益よりも、証券会社自身の利益を下位におくことを要求されているわけではない。注意義務は、特定の顧客に対して行われる投資推奨に対する合理性の基準を含んでいる。当該基準の下で、投資の推奨が、顧客の投資 Profile や投資の推奨にともなう潜在的報酬や費用に基づいて、特定の顧客に対する最善の利益となることを確信する合理的根拠を有していなければならない。さらに、特定の顧客の基準は、証券会社が、財務上の利益を顧客の利益に優先させてはならないことを要求している。特定の顧客に対する合理性の基準は、retail の顧客の投資 Profile に焦点をあてている。

Retail の顧客が、証券会社や関係者である者、投資推奨に関係する証券会社に対して求める情報の開示は、顧客の年齢、その他の投資、財務状況、需要および供給、投資目的、投資経験、投資期間、流動性、リスク耐性、そのほかの情報である。

SECが述べるには、証券会社は、投資推奨が特定顧客の最善の利益となる確信する合理的な根拠を有する十分な顧客情報を獲得し、分析しなければならない。情報の重要性は、投資商品または投資戦略の特定の事実および情報に依拠している<sup>17</sup>。

### 第3節 利益相反回避義務 (Conflict of Interest Obligation)

#### (1) 利益相反回避義務の概要

証券会社は、retail 顧客との利益相反を特定し、当該利益相反を開示または削減するため、適切に構成された書面により、投資の政策及び手続きを策定し、維持し、執行しなければならない ((a) - 2 - (iii))<sup>18</sup>。

具体的には、以下の内容の政策および手続きが求められる。

①証券会社に属する金融専門家が retail 顧客の利益よりも自身や会社の利益を優先するようなインセンティブを生み出す利益相反を防止すること。

②商品の内容の限定や関連会社の商品のみを提供するといった提供する商品に著しい制約が生じないようにし、証券会社または金融専門家に retail 顧客の利益よりも会社の利益を優先することを防止すること。

③制限された期間内に特定の有価証券、または、特定の種類の有価証券の販売に係るセールスコンテスト、セールスのノルマ(割当)、特別支給金、現金以外の報酬を排除すること。

---

<sup>17</sup> *Id.* at 277.

<sup>18</sup> *Id.* at 303-304.

最善の利益基準と投資顧問に対する受任者義務を比較するにあたって、SEC は次のように述べた。「投資推奨が行われた際、証券会社に適用される最善の利益基準は、投資顧問に対する受任者基準に類似する。しかしながら、投資顧問の受任者義務は、継続的な助言および監督の義務を含んでいる。最善の利益規則は、投資の推奨が行われた際に、Retail の顧客のために活動することを要求している。さらに、最善の利益規則は、投資顧問に適用されるものよりも、より規範的である。そして、一般的に適用される証券会社のビジネスモデルの特徴を反映している。SEC は、また、新しい記録保存を行う証券会社の要件を採択している。

## (2)利益相反回避義務の具体的内容

- ①推奨に関係するすべての利益相反関係を確認し、開示し、削減すること。
- ②retail 顧客の利益よりも先に、証券会社や関係者の利益を優先するというインセンティブを生み出す投資推奨の利益相反関係を確認し、削減すること。
- ③retail 顧客に推奨される証券に関する投資戦略や利益相反関係を確認し、かつ、開示しなければならないこと。

SECが述べるには、証券会社の利益相反は、必然的であり、最善の利益規則は、利益相反関係を禁止するものではない。その代わりに、最善の利益規則は、自分自身の利益を顧客の利益よりも優先することを開示し、緩和し、削減するということを要求している。

最善の利益規則は、利益相反に対応することを合理的に企図する書面化された政策および手続きを証券会社が有することを要求している。SECが述べるには、証券会社は、投資の詳細な審査を要求することよりも、法令遵守および監督制度を証券会社が活用することが合理的であろう。そして、当該政策および手続きを証券会社のビジネスモデルに適合させる柔軟性を持つことが合理的であると考えられる。

## (3)利益相反回避義務における考慮事項

SECはとりわけ、以下のことを考慮すべきであるとした。

・証券会社が利益相反をいかにして確認し、開示し、対応するかという特定の政策および手続きの概略を説明し、どのように対応するかの明細を述べる必要がある<sup>19</sup>。

- ①健全な法令遵守と監督制度。
- ②投資推奨に対する法令遵守違反およびそのプロセス。
- ③報酬の決定を含む役割を担い、監督を行う職員に対して、責任を問う手続き。
- ④政策および手続きの適切性および有効性を定期的に審査するプロセス。
- ⑤政策および手続きの訓練を行うこと。

SECは、次のように述べている。「証券会社が分析しなければならないという利益相反関係とは、

---

<sup>19</sup> *Id.* at 305-307.

①証券会社と顧客、②関係者と顧客、③証券会社と関係者の3つである。」

SECが述べるには、利益相反関係を確認する合理的に企図された政策および手続きは、一般的に以下のものを含まなければならない。

①証券会社のビジネスに関する事柄について、従業員が利益相反を有することを確認し、理解するために、利益相反を定義づけること。

②証券会社が、直面する利益相反のタイプを確認すること。

③証券会社が、関係する証券会社のビジネスの構造を確認すること。

④証券会社のビジネスに関する利益相反の確認のため、進行中の審査および定期的な審査を行うこと。

⑤証券会社の関係者である自然人の利益相反を含む証券会社の利益相反に関する訓練の手続き、従業員の役割の定義を含む訓練を確立すること。

#### 第4節 法令遵守義務(Compliance Obligation)

##### (1) 法令遵守義務の概要

証券会社は、最善の利益規則の遵守を達成するために、適切に構成された政策や手続きを策定し、維持し、執行しなくてはならない((a)–2–(iv))。

利益相反回避義務の下で、利益相反相反に関する政策および手続きに加えて、当該規則は、最善の利益規則に関する法令遵守を達成するように合理的に企図された書面による政策および手続きを証券会社が、確立し、維持し、執行することを要求している。これは、法令遵守義務とよばれている。SECは、法令遵守義務が、積極的な義務を構成していると述べている<sup>20</sup>。政策および手続きが、最善の利益規則を遵守するよう合理的に企図されているかどうかは、特定の状態における事実および状況に依拠している。

法令遵守義務は、証券会社が、広い範囲のビジネスモデルに適用される法令遵守政策および手続きを確立することを認容し、十分な柔軟性を確立することが企図されている。

要求される政策および手続きに加えて、証券会社の規模および複雑性に鑑みて、合理的に企図された法令遵守プログラムは、以下のものを含んでいる。①支配構造、②法令遵守の欠陥の是正、③訓練、④定期的な審査、調査を行うことの4つである<sup>21</sup>。

##### (2) 帳簿作成要件

最善の利益規則に合致して、SECは新たな帳簿作成要件を作成した。投資の推奨が提供されるであろう retail の顧客に対して、証券会社は、顧客から収集され、顧客に提供されたすべての情報の記録をとらなければならない。当該口座に関して、責任を負って、記録を作成する必要がある。SECが述べるには、すべての記録の作成は、最善の利益規則に従って、retail の顧客から集めら

<sup>20</sup> *Id.* at 358-359.

<sup>21</sup> *Id.* at 360.

れ、すべての情報に適用される<sup>22</sup>。

SECは、以下のことを明確にした。当該規則は、投資の推奨のたびに、最善の利益を証明し、維持することを要求するものではない。証券会社は、各特定の推奨に関して、情報の提供が必ずしも要求されるものではない<sup>23</sup>。最善の利益規則を証明するために、証券会社が、Retail の顧客に対して、行った各特定の投資の推奨が、顧客の最善の利益となる場合がある。証券会社は、Retail の顧客にとって、投資の推奨が顧客の最善の利益となることを確実にする合理的な根拠を有していたことを証明しなければならない。

SECの審査官は、証券会社の最善の利益規則の要件を遵守しているかどうかを確認することができる。SECが述べるには、証券会社は既に、FINRA の適合性規則の下で、帳簿作成を行わなければならないとしている。

## **第2章 Regulation Best Interest における投資顧問の受任者義務**

### **第1節 SEC の委員長であるジェイ・クレイトン氏の解説**

2019年7月8日、SECの委員長であるジェイ・クレイトン氏は、最善の利益規則と投資顧問の受任者義務との関係について、次のように説明する<sup>24</sup>。

#### **(1)規則と解釈の概要**

SECの規則と解釈は、Main Street の投資家に投資推奨と投資助言を提供する際、証券会社と投資顧問の義務に対処している。規則と解釈は、より重要で複雑となった法律と慣行の分野に対応している。

#### **a.最善の利益規則-証券会社の行為基準の強化**

最善の利益規則は、現在の「適合性」要件を超えて、義務を大幅に強化し、特に証券会社向けの新しい行為基準を課する。当該基準は2つの構成要素を持っていると見なすことができる。

第一に、それは主要な Fiduciary の原則から導き出される一般的義務を確立し、証券会社が Retail 顧客の最善の利益のために行動し、Retail 顧客の利益よりも自分の利益を優先しないことを要求する。第二に、SEC が、注意が適切であると示した証券会社に対処するため、特定の要件が含まれている。より具体的には、最善の利益規則は、証券会社が、開示義務、注意義務、利益相反回避義務、法令遵守義務という4つの指定された構成要素の義務を遵守する場合にのみ満たされる。

#### **b.Fiduciary の基準-投資顧問の受任者義務の確認と明確化**

---

<sup>22</sup> *Id.* at365.

<sup>23</sup> *Id.* at367.

<sup>24</sup> Regulation Best Interest and the Investment Adviser Fiduciary Duty: Two Strong Standards that Protect and Provide Choice for Main Street Investors, Jay Clayton(July 8, 2019).

SEC の Fiduciary の解釈は、投資顧問が顧客に負っている受任者義務の特定の側面を再確認し、明確にする。注意義務と忠実義務の両方で構成されるこの義務は、Fiduciary の原則に基づいており、投資顧問と顧客の間の関係のすべてに適用される。Fiduciary の基準は、投資顧問が常に顧客の最善の利益に奉仕しなければならない、顧客の利益を自身に従属させてはならないという SEC の長年の見解を裏付けている。

### **c. Form CRS の概要-透明性と比較可能性の強化**

投資顧問および証券会社は、顧客との関係において、個人投資家に簡潔でわかりやすい顧客との Relationship Summary を提供する必要がある。顧客との関係の概要は、より優れた透明性を提供し、証券会社または投資顧問に関する特定の情報を 1 部分(2 頁)に要約することにより、個人投資家が、会社および金融の専門家の下に留まるかどうかを選択または決定できるように構成されている。

企業は、顧客との関係、サービス、料金と費用、利益相反、行為基準、および企業とその金融専門家が懲戒歴を持っているかどうかに関する情報を提供する必要がある。この開示は、企業間の比較可能性を促進するために、標準化された質疑応答形式をとる。

### **d.単に付随的解釈-証券会社および投資顧問の明確化**

最後に、当該規則には、1940 年の投資顧問法に基づく、証券会社の除外の単独の解釈が含まれている。この解釈は、SEC の立場を明確にし、顧客口座および口座の監視に対する投資裁量権の行使に関連する実際の適用可能性を示している。

## **(2)証券会社と投資顧問の間の規制上の区別に関する説明**

特定の要点について説明する前に、一般的な問題、つまり証券会社と投資顧問の間の規制上の区別を維持することが適切かどうかについて説明する。多くの識者は、証券会社と投資顧問の間の規制上の区別を崩すことを明示的または黙示的に提唱しており、それらの識者の大多数は、顧客が資産ベースの料金、または広範な投資助言に対して定額料金を支払う、一般的な投資顧問モデルを支持している。これは良いモデルであると SEC は信じており、多くの投資家にとって、このタイプの投資顧問との関係は、典型的な証券会社との関係よりも顧客のニーズにより、一致する。ただし、他の多くの投資家にとっては、最善の利益規則は、単独で、または、投資顧問と組み合わせて、より適切な組み合わせを提供する。たとえば、長期投資を購入して保持することを意図している Retail 顧客は、証券会社に 1 回限りの手数料を支払う方が、同じ投資を保持するために、投資顧問に継続的な投資顧問料を支払うよりも費用対効果が高いことに気付く場合がある。当該投資家は、これらの長期投資を保持するために仲介口座を使用し、他の投資のために投資顧問口座を使用したいと思うかもしれない。

この規則作成における SEC の目標の 1 つは、Main Street の投資家のアクセスと選択を維持することである。その結果、個人投資家の利益が向上すると確信している。選択と競争は、最終的に、

手数料の削減、サービスと透明性の向上、および投資助言の提供の増加という点で個人投資家の利益につながるであろう。

SEC のアプローチでは、Main Street の投資家は、特定の投資に関する投資推奨から、包括的な口座管理まで、必要なサービスの種類と水準、およびそれらのサービスの支払い方法を選択できる。「1つの形態であるすべてに対応」するアプローチが、Main Street の投資家の多様な利益に最も役立つとは思えない。さらに、この分野では、「1つの形態であるすべてに対応できる」アプローチにより、特に比較的小規模な口座の場合、利用可能性が低下し、投資助言や投資サービスの費用が増加する可能性があると考えられる。

### (3) 最善の利益規則の解説

ここで、最初に触れるいくつかの解説では、より具体的に、当該規則に対する批判や誤解について説明する。SEC は、この批判の多くは、最善の利益規則の下で、投資家保護の範囲に広く焦点を当てていると考えている。

#### **Claim①: 最善の利益規則の行為基準は、個人投資家を保護するのに十分ではない。**

最善の利益規則は、証券会社の行為基準を大幅に強化する。

(1) 投資顧問の受任者義務の根底にある原則を利用した取引ベースの投資助言の標準的な注意義務を確立すること。

(2) 証券会社にとって実行可能な方法でこれを行うことである。

その結果、

①個人投資家が証券会社または投資顧問(あるいはその両方)を選択するかどうかに関わらず、投資推奨および投資助言は、個人投資家の最善の利益となる必要があり、顧客の利益よりも先に会社の利益を置くことはできない。

②個人投資家の利益に先んじて金融専門家、証券会社の取引ベースのモデルと投資顧問ポートフォリオベースのモデルのどちらかを選択し、それぞれのさまざまな組み合わせから選択する。

1. 最善の利益規則は、退職基金口座の資産を IRA にロールオーバーまたは転送するため、投資の推奨事項や、投資口座に関する資料の配布を行うための推奨事項等、口座の推奨事項に適用される。これらの推奨事項は、多くの場合、重要な時(退職時など)に提供され、取り消せない(または取り消すのに非常にコストがかかる)可能性がある。また、これは、個人投資家の純資産の大部分を含む可能性があり、個人投資家に長期的影響を与える可能性がある。したがって、これは既存の証券会社の義務と SEC の提案の両方に対する重要な強化である。

2. 最善の利益規則は、証券会社が Retail 顧客の最善の利益のために行動し、顧客の利益よりも自分の利益を優先しないことを積極的に要求している。証券会社は、SEC が言及した 4 つの要素の義務を遵守する必要がある。

①開示義務。開示義務は、推奨事項に関連する利益相反に関して、重要な事実を含む、顧客との関係、およびその範囲や条件に関するすべての重要な事実の完全かつ公正な開示を要求する。

②注意義務。注意義務は、証券会社が合理的な勤勉性、スキルを行使し、投資の推奨に関連する潜在的なリスク、報酬、および費用を理解し、顧客の投資プロフィールに照らして、それらのリスク、報酬、および費用を検討することを要求する。注意義務は、Retail 顧客の最善の利益となり、Retail 顧客の利益よりも証券会社の利益を優先しない投資の推奨を行う必要がある。

③利益相反回避義務。利益相反回避義務は、Retail 顧客の最善の利益とはならない推奨を行うインセンティブを生み出す特定の利益相反を削減し、場合によっては排除するため、政策および手続きを執行することを企業に要求する。

④法令遵守義務。これは、企業が最善の利益規則における法令遵守義務を達成するため、合理的に企図された政策および手続きを執行することを要求する。

3.注意義務は、証券会社が顧客の口座を実際に、または事実上管理しているかどうかに関係なく、一連の推奨される取引(「量的適合性」と呼ばれている)に適用される。この機能強化によって、関係する過程で不正行為を行っている証券会社に対して、より効率的に法的な措置を講じることができるようになる。それによって被害を受けた個人投資家に対して、迅速に返金することが可能となる。

一部の識者は、最善の利益規則を非難している。最善の利益規則が、すべての利益相反の排除を要求しなかったためである。だが、この批判は誤った方向に進んでいる。すべての本人と代理人の関係に固有の利益相反があり、証券会社と顧客の関係、および投資顧問と顧客の関係も例外ではない。最善の利益規則は、これらの利益相反が存在することを認識しており、企業がこれらの利益相反に対処し、Retail 顧客の最善の利益となる推奨事項を提供することを要求している。

**Claim②:最善の利益規則は「Best Interest」を定義しておらず、証券会社が「最善」の証券を推奨する必要がないため、不十分である。**

SEC は、この批判に同意しない。SEC はこの問題を慎重に検討した。SEC の見解では、最善のアプローチは、最善の利益規則の特定の構成要素を適用することである。最善の利益規則は、証券会社が Retail 顧客の最善の利益のために行動したかどうかにかかわらず、規則の特定の構成要素がどのように満たされるかについての事実と状況の客観的な評価を行っている

一方、Principles based のアプローチは、法律の下で、問題に対処するための一般的、かつ、効果的なアプローチである。Principles based のアプローチは、特に、個々の関係の事実と状況が大きく異なり、イノベーションの結果を含め、時間とともに変化する可能性がある。Retail 顧客の「最善

の利益」を決定するためのこのアプローチは、投資顧問の Retail 顧客と市場でうまく機能している投資顧問の受任者義務に似ている。確かに、投資顧問法の下で「最善の利益」の定義規定は存在しない。

投資顧問も証券会社も、単一の「最善の」商品を推奨する必要はない。実際、多くの異なるオプションが個人投資家の最善の利益になる可能性があり、「最善の」商品とは、後日しかわからない可能性がある。要するに、両方の基準が「最善の利益」を決定するために用いられ、Principles based に基づくアプローチを使用することは適切であり、均整のとれたものである。

**Claim③:Fiduciary の解釈は、投資顧問に「顧客を最優先する」ことを要求しないために、投資顧問に適用される既存の受任者義務を弱める**

この主張はまったく間違っている。SEC の Fiduciary の解釈は、既存の受任者義務を決して弱めるものではない。むしろ、SEC とその職員が何十年にもわたってこの分野の法律を遵守し、適用し、施行してきた方法を反映している。当該解釈は、投資顧問法に基づく受任者義務が長い間、提供してきた投資家保護を再確認し、今後も提供してく。

Fiduciary の解釈では、投資顧問の受任者義務は、SEC vs Capital Gain 事件で、最高裁判所によって明確にされ、決定が出されてから、何年にもわたって、裁判所と SEC によって説明された義務であることを明確にしている。裁判所と SEC は、投資顧問の受任者義務を説明するためにさまざまな方式を用いてきたが、基本原則は常に、投資顧問は顧客の最善の利益のために奉仕し、顧客の利益を自らに従属させてはならないというものであった。これは、Fiduciary の解釈で再確認された基準である。

投資顧問の受任者義務を説明する際に、使用される言葉に問題を抱えている者もいる。投資顧問は、「顧客の利益を自らの利益に従属させない」、または「自分の利益を顧客の利益よりも優先しない」とする。彼らは、投資顧問が「顧客の利益を最優先する」必要があるという定式化を好むであろう。SEC は、Fiduciary の解釈が認識しているように、「顧客の利益を最優先する」と言っている投資顧問に不満はない。

**Claim④:Fiduciary の解釈は、すべての利益相反を回避することを投資顧問に要求しておらず、投資顧問に適用される既存の受任者義務を弱める。**

この主張には、法律または規制上の根拠はない。数人の識者が、この主張を支持するために SEC の Form ADV を誤って引用している。これらの識者は単に間違っている。

第一に、情報開示の Form を通じて、投資顧問業界の基本的な法的基準を再解釈することは未熟な規制政策である。第二に、この法令の展開を注意深く見る者にとって、長年の受任者義務を変えなかったことは明らかである。

**Claim⑤:最善の利益規則および SEC の Fiduciary の解釈に基づく行為基準は、開示義務のみで満たすことができる**

この主張は、最善の利益規則の独立した構成要素の義務が、どのように執行されるかについて、根本的な誤解を反映している。最善の利益規則は適用されており、投資顧問の受任者義務について誤解されている。投資推奨を行う場合、証券会社は Retail 顧客の最善の利益のために行動する一般的な義務を負っており、顧客の利益よりも自らの利益を優先することはできない。一般的な義務は、SEC が議論した 4 つの特定の構成要素の義務（開示義務、注意義務、利益相反回避義務、法令遵守義務）を遵守する場合にのみ満たされる。

まず、利益相反回避義務に焦点を当てる。多くの場合、利益相反は、証券会社が効果的に削減する必要がある。その他の場合、利益相反を効果的に排除する必要がある。ただし、利益相反が開示を通じて対処できるかどうか、または、利益相反の削減または排除する必要があるかどうかに関係なく、最善の利益規則は、利益相反に対処する証券会社の行動だけで満たすことはできない。

利益相反回避義務は、規則の 4 つの特定の要素の 1 つにすぎない。すべての場合において、証券会社は、特に注意義務を含む、他の各要素の義務も遵守する必要がある。注意義務は、証券会社が利益相反を開示し、削減し、または排除したかどうかに関係なく、すべての推奨事項に適用される。要するに、最善の利益規則は開示義務だけでは、満たすことができない。

同様に、投資顧問には、顧客の最善の利益のために行動する義務がある。これは、投資顧問の注意義務と忠実義務の両方を含む包括的な原則である。投資顧問は、完全かつ公正な開示を提供し、インフォームドコンセントを取得することによって、忠実義務を果たすことができるかもしれないが、投資顧問は開示義務だけでは注意義務を果たすことができない。したがって、受任者義務は開示義務だけでは満たすことができない。

**Claim⑥:最善の利益規則は、証券会社が顧客の口座を監視し、継続的な義務を課す必要がないため、弱い基準である。**

この議論は根本的に欠陥がある。これは、連邦法がどのように適用されるかについての誤解を反映しているだけでなく、さまざまなタイプとレベルのサービスおよび関連するコスト構造へのアクセスを維持するという、SEC が説明した基本的な目標を無視している。投資家は、継続的な監視サービスが必要かどうか、およびそれらのサービスの費用を負担するかどうかを選択できると考えられる。

Retail 顧客のアクセスと選択を維持することに加えて、証券会社に継続的な監視要件を課さないことには法的な理由がある。単に付随的解釈で説明したように、証券会社が顧客口座の継続的な監視の提供に同意することは、単に付随的解釈と一致するとは思われない。その活動は、証券会社を投資顧問として規制の対象とする。したがって、そのような要件が何を意味するのかを明確にしなければならない。継続的な監視義務を課すことは、証券会社が投資顧問として登録せずに、個人顧客に投資助言を提供することを事実上禁止する。繰り返しになるが、これは Retail 顧客にとってアクセスと選択が少なくなり、費用が高くなることを意味する。

最善の利益規則は、証券会社が顧客口座に関して提供することに同意し、定期的な監視に適用される。証券会社がそのようなサービスを提供する必要はない。なぜなら、最善の利益規則と投資顧問の受任者義務は実質的に類似しており、最善の利益規則は、取引ベースの関係の文脈に

において、投資顧問の特定、かつ、一般的に適用可能な義務(例えば、監視義務)を適用することが不適切であるとされる。

**Claim⑦:Relationship Summary は、証券会社と投資顧問の違いに関する投資家の混乱に対処するという当初の目標を達成しない。**

個人投資家が証券会社と投資顧問の違いについて混乱していることは明らかである。新しい Form CRS Relationship Summary は、既存の Retail の開示を大幅に改善した。既存の Retail の開示は、多くの場合、法律用語で構成され、多くのドキュメントに分散している。既存の Retail の開示では、SEC に登録された投資顧問、証券会社、および二重登録者間で、この水準の透明性と比較可能性を提供していない。

投資家の調査と解説の恩恵を受けた最終的な Relationship Summary は、提案された当初の目標と一致している。個人投資家向けの重要な情報を 1 か所で強調する。これは、特定の会社または金融専門家を引き続き利用するかどうかを選択、あるいは、決定するのに役立つ。それは、個人投資家が金融専門家と個別の会話をするのを奨励し、個人投資家に活力を与える。また、SEC が採用した階層型の開示アプローチにより、追加情報を簡単に見つけることができる。

SEC の提案から、Form CRS の 2 つの機能強化について明確にしておく。

第一に、最終的な形式では、企業がサービスをより正確に説明できるように、各企業は、同じトピックについて、同じ順序で、見出しと特定の開示要件を 2 頁に分けて開示する必要がある(二重登録者の場合は 4 頁)。

第二に、最終的な Form は、個人投資家にとってより関連性のある企業間の比較をもたらすと SEC は信じている。

一般的な投資家教育に対処するために、Relationship Summary の最初の項目に、企業が SEC の Web サイトである Investor.gov の個人投資家向けページにリンクするという要件を追加した。SEC は、この分野で包括的な投資家教育キャンペーンを実施し、Investor.gov を大幅に更新して、このトピックに関連する追加のわかりやすい言葉のコンテンツを提供することを約束している。Relationship Summary と Investor.gov の教育リソースの組み合わせは、特定の企業またはその金融専門家が提案するサービス、料金、および利益相反を正確に反映していないものよりも、個人投資家にとって役立つと考えている。

#### **(4)ジェイ・クレイトン氏の説明について**

クレイトン氏は、投資顧問の受任者義務について、説明を行った。最善の利益規則について、投資顧問が受任者義務を負っていることを明確に示した見解であると考えられる。一方で、最善の利益規則に対する批評や評価について、7 つの項目に分類して、反論を行った。特に投資顧問の受任者義務に対する評価について、SEC の立場を明確にした本説明は、重要な資料であると考えられる。

## 第2節 Wendy Gerwick Couture 氏および SEC の委員である Hester の分析<sup>25</sup>

投資顧問に関して、SEC は、顧客が負う信任義務の特定の側面を再確認し、かつ、明確にするため、投資顧問に対する行為基準の解釈を摘発した事件を通して、発行した<sup>26</sup>。提案された解釈（以下、Fiduciary Release と呼ぶ）において、SEC は、最善の利益規則の下で、投資顧問の義務が、証券会社の義務と類似しているものの、まったく同一のものではないとしている。

Fiduciary Release は、注意義務の側面に関して、指針を提供している。

①顧客の最善の利益となる助言を提供する義務。

②投資顧問が、顧客の取引を執行するために、証券会社を選択する責任を有する場合、顧客との取引の最良執行を追求する義務。

③関係する期間において、投資助言を提供し、監督する義務。

さらに、Fiduciary Release は、忠実性の義務に関する指針を提供している。

①投資顧問と関係するすべての重要な事実について、顧客に対して、完全、かつ、公正な開示を行わなければならない。

②投資顧問は、顧客との利益相反を避けることを追求しなければならない。投資顧問と顧客との関係において、重要な影響を与えるすべての利益相反の完全かつ公平な開示を行わなければならない。

証券会社に対する最善の利益の基準と、投資顧問に対する行為基準に対する Fiduciary Release の解釈との間には差はない。SEC の委員である Hester は、以下の追加的分析を行っている<sup>27</sup>。

提案された証券会社の最善の利益規則と証券諸法における要件、提案された解釈通達に説明される投資顧問の受任者義務を比較すると、二つの違いが明らかとなった。第一に、投資顧問は、一般的に顧客との関係において、継続的な義務を有している。第二に、証券会社は、当該顧客に対して有するすべての重要な利益相反を緩和し、削除しなければならない。投資顧問は、そのような利益相反を開示することが求められる。提案された最善の利益規則は、証券会社に SEC の提案された解釈において、受任者基準よりも、より厳格な基準に服するものである。

従って、Hester は、次のような分析を行っている<sup>28</sup>。この提案が採択されたなら、より多くの証券会社が、投資顧問に業種転換する可能性がある。投資顧問は、手数料ベースの口座の文脈の外で、投資の報酬を得ることをもたらさないであろう。以前に述べた最善の利益規則および解釈通達に加えて、新たな開示規則である Form CRS に関して、顧客に対して提供を行わなければならない。

SEC は、Form CRS による顧客関係の概要書面に関して次のように述べている。SEC は、Form CRS による顧客関係の概要書面を retail の投資家に対して、配布することを証券会社および投資

---

<sup>25</sup> Updates in Securities Regulation 2019 Edition at 70-72, Wendy Gerwick Couture.

<sup>26</sup> Supra note 2, at 5.

<sup>27</sup> Commissioner Hester M. Peirce, What's in a Name? Regulation Best Interest v. Fiduciary (July 24, 2018).

<sup>28</sup> *Id.*

顧問に対して要求することを提案している。投資顧問について、書類の送付は、投資顧問業者が、顧客と投資顧問契約を締結する前に行われることになろう。証券会社の場合、最初の顧客関係の概要書面の送付は、retail の投資家に対して、契約する前、あるいは、契約した際に行われる。証券会社と投資顧問の二重登録者は、投資顧問契約を締結する retail の投資家について、関連する説明文および表を統合した可能な限り簡潔な顧客関係の概要書面を提出する必要がある<sup>29</sup>。

### 第3節 オマリー氏の学説

オマリー氏は、Fiduciary Release における SEC の解釈について以下のように総括している<sup>30</sup>。

投資顧問は、顧客に対して受任者である。Form ADV は、法律によって要求されている開示を行うにあたって、重要な役割を果たしているとされる。2019 年、SEC が証券会社に対して、最善の利益規則を導入し、包括的な Rule の作成の一部として、投資顧問に対する包括的な解釈を通達した。SEC は、投資顧問が忠実義務および注意義務の二つの義務を負っているとした。これらの義務は、投資顧問と顧客との間の関係において、確認される。さらに、投資顧問の受任者の義務から生じる特定の義務は、投資顧問が代理人として、顧客のために引き受けるすべての機能や役割に依拠している。さらに、SEC が述べるには、投資顧問およびその顧客は、契約による関係を形成することができる。ただし、投資顧問による完全かつ公正な開示、および顧客による同意がなければならない。

## 第3章 最善の利益規則と顧客本位原則

### 第1節 適合性原則と最善の利益規則の関係

最善の利益規則は、従来課されていた適合性の原則の内容を強化し、拡張するものであるとされる<sup>31</sup>。従来の適合性原則は、行為基準や利益相反に関する義務について、明示的な要件を課す一方で、開示義務や代替案および費用の考慮に関しては、明示的な要件を課していなかった。最善の利益規則は、これらの開示義務や代替案、費用の考慮に関して、明示的な要件を課している<sup>32</sup>。開示義務については、顧客との関係に関するすべての重要事実を開示する必要がある。また、代替案の検討について、合理的に提供可能な代替案の検討を義務付けている。費用の考慮については、推奨内容に関係する潜在的な費用の考慮を明確に義務付けたとされる。

適合性原則と最善の利益規則の二つの規制の間で異なっているものとは、次のものが挙げられる。①従来の適合性原則を核とする証券業者規制は、禁止行為を規則で制定しているミニマム・スタンダードであり、これをクリアする必要がある。②一方、顧客の最善の利益規則は、「最善の」とい

---

<sup>29</sup> Proposed Rule, Form CRS Relationship Summary: Amendments to Form ADV: Required Disclosure in Retail Communications and Restrictions on the Use of Certain Names or Titles, SEC Rel No. 34-83063, at 13-14 (April 18, 2018).

<sup>30</sup> Investment Adviser's Legal and Compliance Guide, 3rd Edition, O'Malley-Walsh, ch1, 1-3.

<sup>31</sup> 神田秀樹編『企業の将来展望—資本市場制度の改革への提言』(公益財団法人資本市場研究会、2014年) 301-302頁[松元暢子]。

<sup>32</sup> 石田宗一郎「米国 SEC による最善の利益規則について」生命保険経営 88 巻2号(2020年) 36頁。

う言葉が、提供可能な商品の範囲を絞るもの、その内容は証券会社の創意工夫に委ねられるプリ  
ンシプル・ベースの規制であるとされる<sup>33</sup>。

## 第2節 適合性原則と最善の利益規則の関係の FINRA による解説

適合性原則と最善の利益規則に関して、Melanie L. Fein 氏は、FINRA の適合性原則と最善の  
利益規則の関係について、次のように説明する<sup>34</sup>。

2012 年、FINRA が提供したガイダンスは、次のものである。

「顧客の最善の利益のために行動する義務は、投資推奨、顧客および投資戦略、という文言の  
範囲を示している。適合性の文書について、リスクベースのアプローチを用いており、合理的根拠  
適合性、量的適合性、および、機関投資家の適用除外などが挙げられる。」

顧客の最善の利益に従って、投資推奨を行う義務について、FINRA の適合性原則は、次のよう  
に解釈すると述べる。

「すなわち、数多くの事例において、明確に述べられることであるが、証券会社の投資推奨は、  
顧客の最善の利益に合致しなければならない。FINRA および SEC が判示した顧客の利益の前に  
自らの利益を置くような証券会社の違法事例を FINRA は例に挙げている。」

2018 年、SEC は、証券会社が、retail 顧客に対して、投資推奨を行うに際して、顧客の最善の利  
益のために行動しなければならないという最善の利益規則(Regulation Best Interest)を発行してい  
る。SEC が述べるには、当該規則は、FINRA の適合性原則を強化したものであるとする。

FINRA は、適合性原則と最善の利益の関係について、次のように説明する<sup>35</sup>。

Q7.1 投資顧問および証券会社の販売慣行義務に関する最近の SEC 職員の調査は、証券会社  
の投資推奨が顧客の「最善の利益」と一致していなければならないと主張する事例を引用している<sup>36</sup>。  
顧客の最善の利益のために行動することはどのようなものか。

A7.1. FINRA の適合性原則を解釈する際に、多くの事例で「証券会社の推奨事項は顧客の最  
善の利益と一致している必要がある。」と明示的に述べられている<sup>37</sup>。証券会社が顧客の最善の利  
益と一致する推奨のみを行うという適合性の要件は、証券会社が顧客の利益よりも自分の利益を  
優先することを禁止している<sup>38</sup>。

FINRA と SEC は、証券会社が顧客の利益よりも自らの利益を優先することにより、適合性原則に

---

<sup>33</sup> 沼田優子「米国証券営業における顧客本位の業務運営」証券レビュー58巻10号(2018年)5-6  
頁。

<sup>34</sup> Securities Activities of Banks, Melanie L. Fein, ch-6, 146.1.

<sup>35</sup> <https://www.finra.org/rules-guidance/keytopics/suitability/faq>.

<sup>36</sup> See Regulatory Notice 11-02, at 7 n.11; SEC Staff Study on Investment Advisers and  
Broker-Dealers as Required by Section 913 of the Dodd-Frank Wall Street Reform and  
Consumer Protection Act of 2010, at 59 (Jan. 2011).

<sup>37</sup> Raghavan Sathianathan, Exchange Act Rel. No. 54722, 2006 SEC LEXIS 2572, at 21  
(Nov. 8, 2006).

<sup>38</sup> See Epstein, 2009 SEC LEXIS 217, at 42.

違反していると判示した例には、以下のものが含まれる。

- ①証券会社が、より大きな手数料を受け取るために、ある商品を別の商品よりも推奨した事例<sup>39</sup>。
- ②証券会社が推奨する投資信託が、顧客に適切なポートフォリオを確立するのではなく、手数料を最大化するように設計されたという事例<sup>40</sup>。
- ③証券会社が、ビジネスで使用する資金を与えるために、約束手形を購入することを顧客に推奨した事例<sup>41</sup>。
- ④顧客がより多くの証券を購入できるように証拠金の活用を推奨することによって、手数料を増やすことを目指した証券会社の事例<sup>42</sup>。
- ⑤顧客が仕事を続けることができるように、顧客の会社によって推奨されている新株発行を推奨した証券会社の事例<sup>43</sup>。
- ⑥会社から証券の売却を迫られたため、高額の手数料を支払った投機証券を推薦した証券会社の事例<sup>44</sup>。

証券会社の推奨が顧客の最善の利益と一致していなければならないという要件は、次のものである。すなわち、投資の推奨が適切である限り、「最も安価な」証券または投資戦略を推奨する義務を負わない証券会社は、顧客の利益よりも自分の利益を優先してはならない。

FINRA と SEC は、次のように判示した。証券会社が顧客の利益よりも自らの利益を優先していると判示された幾つかの事例では、費用の問題を含んでいた。ただし、推奨に関連する費用は、通常、対象となる証券または証券を含む投資戦略が適切かどうかを判断する際に考慮すべき多くの重要な要素の 1 つにすぎない。

例えば、顧客の投資プロフィールは、金融商品または投資戦略の投資目的、特性(特別または別の機能を含む)などの費用に加えて、金融商品、または投資戦略に関連する多くの要因と同様に、投資の評価において、重要である。これには、流動性、リスクと潜在的な利益、ボラティリティ、および、さまざまな市場と経済状況におけるパフォーマンスの可能性が含まれる。これらはすべて、特定の推奨事項の適合性を分析する際の重要な考慮事項である。そのため、適合性原則と証券会社の推奨事項が顧客の最善の利益と一致している必要があるという概念は、表裏一体(inextricably linked)であるとされる<sup>45</sup>。

米国においては、適合性原則に課せられている規制をより厳格化し、強化したものが、最善の利

---

<sup>39</sup> See Belden, 56 S.E.C. at 504-05, 2003 SEC LEXIS 1154, at 14.

<sup>40</sup> Epstein, 2009 SEC LEXIS 217, at 72; see also Sathianathan, 2006 SEC LEXIS 2572, at 23.

<sup>41</sup> Robin B. McNabb, 54 S.E.C. 917, 928, 2000 SEC LEXIS 2120, at 24 (2000), aff'd, 298 F.3d 1126 (9th Cir. 1990).

<sup>42</sup> See Stephen T. Rangen, 52 S.E.C. 1304, 1311, 1997 SEC LEXIS 762, at 19 (1997).

<sup>43</sup> See Curtis I. Wilson, 49 S.E.C. 1020, 1022, 1989 SEC LEXIS 25, at 6-7 (1989), aff'd, 902 F.2d 1580 (9th Cir. 1990).

<sup>44</sup> Howard, 55 S.E.C. at 1100, 2002 SEC LEXIS 1909, at 6-7.

<sup>45</sup> See, e.g., FINRA Rule 2010; FINRA Rule 2020; FINRA Rule 2090 (July 9, 2012).

益規則であると考えられる。他方、我が国においては、最善の利益規則という法制度はなく、顧客本位原則によって、顧客保護を図ろうとしている。

### 第3節 我が国における顧客本位原則

#### (1)顧客本位原則の概要

我が国では、金融庁が2017年3月に顧客本位の業務運営に関する原則(以下、顧客本位原則という。)を公表した<sup>46</sup>。顧客本位原則では、「金融市場業者が自ら主体的に創意工夫を発揮し、ベスト・プラクティス(最善の利益)を目指して顧客本位の良質な金融商品サービスの提供を競い合い、より良い取り組みを行う金融事業者が顧客から選択されていくメカニズムの実現が望ましい。」としていることから、顧客の最善の利益を追求するものであると考えられる。顧客本位原則の対象では、「金融事業者」という用語を特に定義していないことから、金融商品取引業者も金融事業者に含まれると解される<sup>47</sup>。顧客本位原則は、7つの原則で構成されており、以下それについて述べる。

#### 【顧客本位の業務運営に関する方針の策定・公表等】

原則1. 金融事業者は、顧客本位の業務運営を実現するための明確な方針を策定・公表するとともに、当該方針に係る取組状況を定期的に公表すべきである。当該方針は、より良い業務運営を実現するため、定期的に見直されるべきである。

#### 【顧客の最善の利益の追求】

原則2. 金融事業者は、高度の専門性と職業倫理を保持し、顧客に対して誠実・公正に業務を行い、顧客の最善の利益を図るべきである。金融事業者は、こうした業務運営が企業文化として定着するよう努めるべきである。

#### 【利益相反の適切な管理】

原則3. 金融事業者は、取引における顧客との利益相反の可能性について正確に把握し、利益相反の可能性がある場合には、当該利益相反を適切に管理すべきである。金融事業者は、そのための具体的な対応方針をあらかじめ策定すべきである。

#### 【手数料等の明確化】

原則4. 金融事業者は、名目を問わず、顧客が負担する手数料その他の費用の詳細を、当該手

---

<sup>46</sup> 金融庁「顧客本位の業務運営に関する原則」、2017年3月。  
<https://www.fsa.go.jp/news/28/20170330-1/02.pdf>を参照。

<sup>47</sup> 金融事業者として想定されるのは、金融商品の販売、助言、商品開発、資産管理、運用等を行う者で、証券会社、銀行、投資顧問、投資運用会社、生命保険会社等であろうとされる。詳細について、二上季代司「顧客本位の業務運営に関する原則」証研レポート1701号(2017年)2頁を参照。

数料等がどのようなサービスの対価に関するものかを含め、顧客が理解できるよう情報提供すべきである。

#### 【重要な情報の分かりやすい提供】

原則5. 金融事業者は、顧客との情報の非対称性があることを踏まえ、上記原則4に示された事項のほか、金融商品・サービスの販売・推奨等に係る重要な情報を顧客が理解できるよう分かりやすく提供すべきである。

#### 【顧客にふさわしいサービスの提供】

原則6. 金融事業者は、顧客の資産状況、取引経験、知識及び取引目的・ニーズを把握し、当該顧客にふさわしい金融商品・サービスの組成、販売・推奨等を行うべきである。

#### 【従業員に対する適切な動機づけの枠組み等】

原則7. 金融事業者は、顧客の最善の利益を追求するための行動、顧客の公正な取扱い、利益相反の適切な管理等を促進するように設計された報酬・業績評価体系、従業員研修その他の適切な動機づけの枠組みや適切なガバナンス体制を整備すべきである。

## (2) 我が国における顧客本位原則の学説

### ① 顧客本位原則は、Fiduciary duty とは異なるとする学説<sup>48</sup>

金融商品取引法 36 条1項が規定する「顧客に対する誠実義務」とは、「金融商品取引業者等並びにその役員及び使用人は、顧客に対して誠実かつ公正に、その業務を遂行しなければならない」というものである。

横山氏は、『この考え方を踏まえれば、わが国においても、金融商品取引法を根拠とした金融商品取引業者に対する業規制としてのフィデューシャリー・デューティーが存在し、それを具現化するものとして「顧客本位の業務運営に関する原則」が定められたと解する余地がないとは言い切れない。』と指摘する。

『ただ、仮に、金融商品取引法が規定する「顧客に対する誠実義務」に、業規制としてのフィデューシャリー・デューティーが含まれると解したとしても、どのような場合にフィデューシャリー・デューティーが認定される信認関係があるといえるのか(信認関係の範囲)や、信認関係が認められた場合に具体的にどのような義務が伴うのか(義務の内容)といった点について、英米法における「フィデューシャリー・デューティー」と同列に論じられるかという疑問が残る。』とし、『「顧客に対する誠実義務」や「顧客本位の業務運営に関する原則」は、厳密には、英米法における「フィデューシャリー・デューティー」とは、異なる概念であると位置づけるのが相当であるように思われる。』と指摘す

---

<sup>48</sup> 証券経営研究会編『変貌する金融と証券業』(日本証券経済研究所証券経営研究会、2018年) 326-327頁〔横山淳〕。

る<sup>49</sup>。

②「顧客の最善の利益の追求」が、Fiduciary duty に該当するとする学説<sup>50</sup>

二上氏は、顧客本位原則の『原則②の「顧客の最善の利益の追求」も広い意味で Fiduciary duty に該当する』とし、『顧客が証券投資に当たって投資判断を下す際に、顧客に助言を与え、顧客になり代わって一任運用をすることは、投資に関する裁量権を与えられていることと同義である。そうした行為を、報酬を得て行う行為は「Fiduciary」だということになる。そして、裁量権があるだけに、自己の利益を顧客利益に優先させることは容易であり、だからこそ Fiduciary が負うべき最大の義務とは「利益相反の適切な管理」ということになる。』とする。また、『証券会社や投資運用会社であれば、自己売買利益の追求や手数料の徴収について「利益相反の可能性」が生じることから、原則③で「利益相反の適切な管理」、原則④で「手数料等の明確化」が挙げられている。そしてまた、情報格差があることにかんがみて、原則⑤では「重要な情報の分かりやすい提供」をあげているのであろう。』と指摘する。

また、顧客本位制度は、Fiduciary duty を拡大解釈し、深化、細分化したものであると指摘する学説もある<sup>51</sup>。①顧客本位の業務運営を行うべきとの原則 (Fiduciary duty) の確立、定着、②手数料の開示の促進や商品のリスクの所在等の説明 (資料) の改善、③金融機関による顧客本位の取り組みの自主的な開示の促進が具体的施策として挙げられている。

③金融庁の顧客本位原則と Fiduciary duty の関係の説明

パブリックコメントにおいて、Fiduciary duty と顧客本位原則の関係を次のように指摘されている。パブリックコメント5のコメントでは、以下のように指摘される<sup>52</sup>。

「プリンシプルベースのアプローチの手法は、いわば第一歩として位置付けられるべきものであり、審議過程で出された諸課題について引き続き検討し、ルール化すべきものについては速やかに法整備を行うべきである。」

フィデューシャリー・デューティーの位置付の明確化

(1) 契約関係と信認関係では、次のように指摘される。

『原理的には、契約関係と信認関係には両立しない点がある。契約関係は、対等当事者間において自己の最大利益の獲得を目指す関係である。金融取引の場合、金融業者と顧客の情報格

---

<sup>49</sup> 一方で、著者は、顧客本位原則は、フェデューシャリー・デューティーに対する関心の高まりを受けて制定されたとも指摘する。横山淳『「顧客本位の業務運営に関する原則」に関する最近の話題』月刊資本市場 412 号(2019 年)4 頁。

<sup>50</sup> 二上季代司「顧客本位の業務運営に関する原則」証研レポート 1701 号(2017 年)3-5 頁を参照。

<sup>51</sup> 西川文悟「フィデューシャリー・デューティーの実践—顧客本位の業務運営に関する原則(案)を踏まえて」銀行法務 21 813 号(2017 年)19 頁。

<sup>52</sup> コメントの概要及びそれに対する金融庁の考え方(2017 年)5 頁。

詳細について、<https://www.fsa.go.jp/news/28/20170330-1/01.pdf>を参照。

差・交渉力格差が認められ、説明義務や適合性原則を始めとする修正がなされている面があるものの、基本的には契約関係であることに変わりはない(審議の過程においても、「金融機関が利益を求めて行動するというのもある意味では当然であり、ある意味では株主から見れば、金融機関が利益を極大にしていくことが期待されている」という点が指摘されている。WG第3回議事録)。

これに対して、フィデューシャリー・デューティーの場合は信認関係の場面であり、一方が相手方の利益のために行動しなければならず、自己の利益を追求することは許されない。典型的な場面である医師と患者の関係を考えれば、これは当然のこととして広く受け入れられているものである。

問題は、契約関係が妥当する場面でありながら、信認関係があるかのようなアナウンスが行われるということである。これは、消費者、特に高齢消費者にとっては誤解しやすい状況である。つまり、フィデューシャリー・デューティー宣言が広く浸透した結果、金融機関に対する信頼を強くもった顧客が取引を行ったところ、何らかの理由で苦情紛争の解決場面に至ると、今度は「フィデューシャリー・デューティーはルールではなくプリンシプルベースのアプローチにすぎない」とされ、契約関係に基づく紛争解決により自己責任を求められることになる。しかしこうした事態は、金融に対して深い不信を招くことになりかねない。』

(2)信認関係の範囲の設定では、次のように指摘される。

『契約関係と信認関係に両立しえない点があるため、信認関係が生じるのはどういう場面かという点が重要な論点となっている。この点、フィデューシャリー・デューティーを宣言しながら、それが法的には意味をもたないものであるということは、顧客にとっては紛らわしいことである。宣言を信頼して取引関係に入る以上、信認関係があるとするルールを採用することが検討されてよい。他方、余計な時間とコストはかけたくない故、契約関係で十分であるという顧客も多いと考えられる。そういう場合にまで、フィデューシャリー・デューティーを課す意味はない。それ故、別の考え方としては、金融業者がある商品を積極的に推奨ないし勧誘する場合には、顧客が自己責任で取引することを選択した場合は除き、信認関係に入るという構成も考えられる。いずれにしても、フィデューシャリー・デューティーが誇大なイメージで顧客に浸透することは混乱のもとであり、信認関係の範囲を限定したうえで、フィデューシャリー・デューティーをルールとして明確化する必要があると考える。』

以上に指摘されるように、顧客本位原則は、信任義務を淵源とするものであるから、プリンシプルベースではなく、顧客本位原則を法典化した上、信任義務を明確に負うものと指摘されるべきであろう。

また、パブリックコメント75では、次のように指摘される<sup>53</sup>。

『金融庁の「原則(案)」では、金融審報告で用いられた「フィデューシャリー・デューティー」では

---

<sup>53</sup> 前掲・(注)52、22頁。

なく、「顧客の最善利益の追求」という言葉を用いているが、「原則(案)」のプリンシプルに盛り込むべき原則はフィデューシャリー・デューティーが淵源であり、フィデューシャリー・デューティーは沿革的に一定の内実を持ち「解釈原理」となると考えられるから、フィデューシャリー・デューティーの文言を併記すべきである。』

これに対する金融庁の考え方は、次の通りである。

「フィデューシャリー・デューティーの概念は、しばしば、信託契約等に基づく受託者が負うべき義務を指すものとして用いられてきましたが、欧米等でも近時ではより広く、他者の信託に応えるべく一定の任務を遂行する者が負うべき幅広い様々な役割・責任の総称として用いる動きが広がっています。ご指摘を踏まえ、その旨を本原則に注釈として追加するよう修正いたします。」

以上のように、金融庁は、パブリックコメントにおいて、顧客本位原則が、フィデューシャリー・デューティーから生じていることを認めていると考えられる。一方で、法文化されたものではないプリンシプルベースのアプローチだけでは、不十分な点が指摘されている。顧客本位原則に違反する行為とは、どのようなものか。顧客の最善の利益を追求するとしながら、自己の利益を優先した場合、どのような処分を受けるのかについては、明確な罰則規定が存在しない。それゆえ、顧客本位原則を速やかに法典化し、罰則規定を設けるべきであろう。

顧客の最善の利益の立場に立てば、自社やグループ会社から販売に応じて手数料を得る場合、利益相反の懸念が生じるとされる。顧客本位原則では、そうした利益相反を適切に管理すべきであるとされるが、具体的にどのような利益相反の管理を行うべきかについては、示されていない。また、顧客の最善の利益の追求や利益相反の管理の絶対的解は存在しないと指摘されている<sup>54</sup>。SEC 議長のクレイトン氏が述べるように、すべての本人と代理人の関係に固有の利益相反があり、証券会社と顧客の関係、および投資顧問と顧客の関係も例外ではないとする。つまり、投資運用を行う投資運用業者と顧客との間では、常に利益相反が存在すると指摘している。次編では、利益相反における管理体制および当該利益相反をどのように監督するかについて、検討を行うものとする。

---

<sup>54</sup> 石田宗一郎「米国 SEC による最善の利益規則について」生命保険経営 88 巻2号(2020 年)43-44 頁。

## 第4編 投資一任業務を行う投資運用業者の顧客情報保護と秘密保持義務

### 第1章 米国における投資運用業者の顧客情報保護と秘密保持義務

#### 第1節 概説

米国における投資運用業者の顧客情報の秘密保持義務の根拠として、第1に、投資運用契約から生じる信任義務がある。米国の投資顧問法研究の大家であるFrankel教授は次のように述べている<sup>1</sup>。「投資顧問は、多くの受任者と同様に、投資顧問として、その顧客に関して、顧客から得た情報を漏らしてはならないという義務を負っている。そして、信任関係がある期間に取得した情報に関する秘密保持義務は、信任関係の終了後も継続する。投資顧問は、顧客に対し、効率的なサービス提供を行うために顧客の情報を必要とするが、顧客が情報の漏洩を心配することなく投資顧問に投資の相談ができることが求められ、そのために投資顧問の秘密保持義務を課すことは、必要であり、かつ、顧客の合理的な期待にも適合するものである。それ故に、投資顧問の利益のため、または他の目的のためかにかかわらず、顧客の情報を故意に漏らすことは、信任義務違反である。過失によって、顧客の情報を漏らし、かつ、それにより顧客に損害を与えた投資顧問は、顧客に損害を賠償しなければならない。」米国において投資顧問が顧客に対し受任者として信任義務を負うことは、米国の連邦最高裁判所判決<sup>2</sup>で確定されているところであるが、Frankel教授は、投資運用業者の顧客情報の秘密保持義務の根拠をそのような信任義務から導き出されることを明言している。また、顧客情報の秘密保持義務を投資顧問に課すことは、顧客の利益ばかりでなく、顧客から詳細かつ正確な情報を入手することができ、適切な投資運用が可能になるという点において、投資顧問にとっても利益となると指摘していることは重要であると考えられる。

第2に、投資顧問が故意に自己または第三者の利益のために顧客情報を提供することは、投資顧問法206条に違反する詐欺的な行為となりうる<sup>3</sup>。投資顧問法206条1号は、「顧客又は顧客となろうとする者を欺罔するために手段、計画、又は技巧を用いること」と定め、同条2号は、「顧客又は顧客となろうとする者に対して詐欺又は欺瞞となる取引、慣行、又は業務に従事すること」と定めている。

投資顧問法は、顧客の情報の秘密保持の重要性を意識した規定を設けている。すなわち、同法210条c項は、「本法のいかなる規定も、投資管理サービスを提供する投資顧問に対し、その顧客の個人情報、投資またはその他の事項を開示することを要求し、または委員会が投資顧問に対し、このような情報を要求する権限を付与するものと解されてはならない。ただし、本法の規定の執行を目的とする特定の手続きまたは調査のために必要または適当とされる場合は、この限りでない。」と規定する。なお、ここにいう「投資管理サービス」は、「各顧客の個人的要求に応じて、ファンドの投資に関して継続的な助言を提供すること」を意味している(投資顧問法202条12号)。当該規定から見て、議会は、投資運用業者がその顧客の個人情報、投資またはその他の事項の秘密を遵守す

---

<sup>1</sup> Tamar Frankel, Arthur Laby, Ann Taylor Schwing, Vol.2, Ch-13, at 72-73 (3d ed, 2015).

<sup>2</sup> SEC v Capital Gains Research Bureau, Inc, 375 US, 180 (1963).

<sup>3</sup> Ibid.

る義務を有することを認識していたと主張されている<sup>4</sup>。

## 第2節 Regulation S-P による顧客の個人情報の保護

### 1 概説

2000年6月、SECはGLB法に基づき、Regulation S-P(以下、Reg.S-Pとする)を採択した<sup>5</sup>。

投資顧問は、一般的に顧客口座の開設の手続きの一環として、顧客に関する詳細な情報を収集する。GLB法第5編は、金融機関等を監督する行政機関が同法に基づく金融機関等による消費者の情報の適切な取扱いを実施するための規則(いわゆるプライバシー・ルール)を設けることを要求している(15 U.S.C. —6804)。GLB法第5編は、顧客の非公開情報の安全性および秘密性を保護するために、すべての金融機関に対して、連邦によるプライバシーの保護を命ずるものである。監督機関<sup>6</sup>の一つであるSECは、GLB法第5編の要求を実施するために、Reg.S-Pを採択した<sup>7</sup>。

Reg.S-Pは、SECに登録している投資顧問、証券会社、投資会社に対して、その顧客から収集した情報を保護することを要求している。以下では、特に、投資顧問に対するReg.S-Pの適用について検討する。投資顧問は、その消費者に対して、①プライバシーの政策およびその運用について通知を行うこと、②消費者に関する非公開の情報を関係者(affiliates)および特定の関係者でない第三者(non affiliates third party)に開示することができる条件を説明すること、③オプトアウト(情報授受の停止の申出<sup>8</sup>)によって関係者でない第三者に当該情報を投資顧問が開示することを防止するための手段を設けることが求められている。Reg.S-Pは、また、投資顧問に対して、顧客に関する情報および記録を保護するために、書面による政策および手続を採択することを要求している。2004年に改正されたReg.S-Pは、その適用を受ける者に対し、処分予定の情報への無断のアクセ

---

<sup>4</sup> Ibid.

<sup>5</sup> 17 C.F.R.pt.248; see Inv.Adv.Act Rel.No.1883, 2000 SEC LEXIS 1338 (June 22, 2000) (adopting Regulation S-P).

<sup>6</sup> SEC 以外の監督機関は、①貯蓄金融監督庁(Office of Thrift Supervision)、②通貨監督局(Office of the Comptroller of the Currency)、③連邦準備制度理事会(Federal Reserve Board)、④連邦預金保険公社(Federal Deposit Insurance Corporation)、⑤全米信用組合協会(National Credit Union Administration)、⑥ 商品先物取引委員会(Commodity Futures Commission)、および⑦連邦取引委員会(Federal Trade Commission) である。

<sup>7</sup> 米国の証券取引法の大家であるLoss 教授も、著書において、秘密保持の取り扱いの章で、Regulation S-P に関する規制内容を詳細に紹介しており、同規則の重要性を認識していると考えられる。10 L. Los, J.Seligman & T. Paredes, Securities Regulation ch.13.F3 at 5135 (5th ed.2018).

<sup>8</sup> 我が国の個人情報保護法第 23 条第2項において、個人情報取扱事業者が、第三者に提供される個人データについて、本人の求めに応じて当該本人が識別される個人データの第三者への提供を停止する場合であって、同項各号に掲げる事項について、あらかじめ、本人に通知し、又は本人が容易に知り得る状態に置いているときは、当該個人データを第三者に提供することができるとされている。この制度は、我が国において、英語の opt out のカタカナ表示である「オプトアウト」と呼ばれている。金融庁の「金融分野における個人情報保護に関するガイドライン」においても、オプトアウトの説明を行う同ガイドライン 13 条4項の表題において「4法第 23 条第2項(オプトアウト) について」と表示している。本文において、同制度については「情報授受の停止の申出」という日本語訳ではなく、オプトアウトと述べる。

スや利用を防止するため、当該情報を保護する合理的な手段をとることを要求している<sup>9</sup>。

## 2 Regulation S-P の規制

### (1) 「消費者」と「顧客」の定義

Reg.S-Pは、「消費者(consumers)」と「顧客(customers)」とを分けて、定義づけている。消費者と顧客の区別は、後述するReg.S-Pの定める通知義務において重要となる。

(消費者の意義)Reg.S-Pは、個人を主として、自分自身、家族、または世帯のための金融商品または金融サービスを投資顧問から購入している。または、購入した「個人」を「消費者」として定義づけている(17C.F.R.258.3(g)(1).)。Reg.S-Pは、主として、ビジネス、商業、または農業の目的で、金融商品もしくは金融サービスを購入する会社もしくは個人に関する情報に対しては適用されない。金融上の助言サービスを求めるにあたって、投資顧問に対し、非公開の個人情報を提供する個人は、たとえ、当該個人が投資顧問と投資顧問契約を締結しない場合であっても、当該投資顧問の消費者に該当する(17C.F.R.258.3(j)and(k))。

(顧客の意義)「顧客」というのは、金融商品または金融サービスを提供するという投資顧問との継続的な関係を有している消費者である。SECは、ある個人が、投資顧問の顧客であるかどうかを決定するために役立つ、いくつかの例を示している。すなわち、

(ア)投資顧問が投資顧問契約を締結している相手方である個人は、投資顧問の顧客である(17C.F.R.-248.3(k)(2)(i)(B))。

(イ)投資顧問が個人退職金口座の証券や資産の保管人として行動しているところの当該口座を保有する個人は、投資顧問の顧客である(17C.F.R.-248.3(k)(2)(i)(D))。

(ウ)ラップフィー口座(wrap fee account)の顧客(client)は、書面による契約がない場合においても、投資助言を提供するポートフォリオ・マネージャーの顧客である<sup>10</sup>。

(エ)信託の委託者または受益者は、信託の受託者として業務を行う投資顧問の消費者ではない(17 C.F.R. -248.3(g)(2)(vi) and (vii))。

(オ)従業員給付制度における参加者は、当該制度のスポンサーとなっている投資顧問の消費者ではない(17 C.F.R. -248.3(g)(2)(viii).)。

(カ)ミューチュアル・ファンドの株主は、当該ミューチュアル・ファンドを運用する投資顧問の消費者ではない<sup>11</sup>。

(キ)インターネットにおける金融上のツール(tool) (ソフトウェアをいう)を利用する個人は、そのツールを利用させている投資顧問の消費者ではない<sup>12</sup>。

Regulation S-P は、投資顧問に対し、その消費者および顧客に関する情報を保護することを要

<sup>9</sup> Inv. Adv. Act Rel. No. 2332, 2004 SEC LEXIS 2823 (Dec. 2, 2004).

<sup>10</sup> James E. Anderson, Robert G. Bangal and Marianne K. Smythe, Vol. 1, at 8-67 (2009).

<sup>11</sup> Inv. Adv. Act Rel. No. 1883, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 86,313 ( June 22,2000).

<sup>12</sup> Ibid.

求している。消費者と顧客の違いは、提供しなければならない通知のタイプおよびタイミングを決定づける。消費者という文言は、広く定義づけられている。すなわち、消費者は顧客を含むより広い概念である。

## (2) 非公開の個人情報の定義<sup>13</sup>

Reg.S-Pは、次のような非公開の個人情報のみを保護する。すなわち、①個人的に特定できる非公開の財務情報、および②一般に入手可能でない個人的に特定できる非公開の財務情報を利用することにより得られる消費者のリストと定義されている。上記①にいう「個人的に特定できる非公開の財務情報」とは、消費者が、契約の申込書または契約の中で提供する情報のような、金融商品またはサービスを得るために投資顧問に提供する情報を意味する。(17 C.F.R. § 248.3(u)(1)。例として次のものが示されている(17 C.F.R. § 248.3(u)(2))。口座の残高、証券の保有持分、または購入もしくは売却した金融商品のような、金融取引から生じる情報(17 C.F.R. 248.3(u)(1)(B) and 248.3(u)(2)(iii)(B))情報を証明するために用いられる消費者へのレポートまたはその他の外部の情報源からの情報(17 C.F.R. § 248.3(u)(1)(iii) and 248.3(u)(2)(i)(G)) である。一般に利用される情報は、非公開の個人情報の定義から除外されている。一般に利用される情報というのは、以下の情報源の一つから一般に入手可能な情報である。①公的な記録(例えば、不動産に関する記録、証券にかかる届出)(17 C.F.R. § 248.3(v)(1)(i))、②広く配布されている通信媒体(例えば、電話帳、テレビもしくはラジオの番組、または新聞)(17 C.F.R. § 248.3(v)(1)(ii))、③連邦、州または地方の法律によって公表が義務づけられる情報(17 C.F.R. § 248.3(v)(1)(iii)) である。Reg.S-Pは、投資顧問が、前記の3つの情報源のうちの1つから情報を入手することを要求するものではない。投資顧問が、一般に入手可能であると合理的に確信していることで、十分である。当該情報が、一般に入手可能であると確信し、合理的であると評価するにあたって、投資顧問は、消費者が、情報を公的な記録に掲載していないか否かを確認しなければならない。例えば、投資顧問が、電話帳で電話番号を確認した場合、または消費者が、投資顧問に対して電話帳に電話番号が掲載されていると通知している場合には、個人の電話番号は、一般に入手可能であるという合理的な確信をもちうるものとなる(17 C.F.R. § 248.3(v)(2)(i)(C))。

## (3) プライバシーの政策および運用の通知

### (i) 通知要件

Reg.S-Pは、投資顧問に対して、プライバシーの政策および運用を適切に反映する明確かつ明白な通知を顧客に対し行うことを要求している。通知が、情報の性質および重要性に注意喚起を意図するものである場合、明確かつ明白(clear and conspicuous) であるとされている(17 C.F.R. § 248.3(c)(1))。Reg.S-Pの下で、通知は、以下の場合には、情報の性質および重要性に注意を喚起しているとされている。すなわち、①簡明な文言の見出しを用いていること、②読みやすい活字体

---

<sup>13</sup> Loss 教授は、非公開の個人情報の定義が、特に重要であると説明されている。10 L. Loss, et. al., supra note 7, at 5135.

および活字の大きさを用いていること、③広い余白および十分なスペースをとっていること、④キーワードに関してボールドフェイス(肉太活字)体またはイタリック体を用いていることである。投資顧問がそのプライバシーの政策および運用を変更した場合、変更の通知を行わなければならない、かつ、以前の通知において予想されていない方法で「関係者でない第三者」に対し非公開の個人情報が提供される前に、オプトアウトを行う新たな機会を提供しなければならない(17 C.F.R. § 248.8)。

#### (ii) 当初のプライバシーの政策および運用の通知

投資顧問は、少なくとも顧客の関係(投資顧問が消費者に対して、金融商品または金融サービスを提供する継続的な関係)を確立するまでに、顧客に対して、当初のプライバシーの政策および運用の通知(以下、当初の通知という)を行わなければならない。投資顧問は、一般的に、顧客に開示説明書(brochure)を提供する時と同時に当初の通知を行う。投資顧問は、以下の場合、顧客に対し、顧客に開示説明書(brochure)を提供する時と同時に行うことなく、顧客の関係を確立した後、合理的な期間内に通知を行うことができる(17 C.F.R. § 248.4(e))。すなわち、次のものである。

①顧客が、投資顧問と顧客の関係を確立することを選択していなかった場合、②顧客の関係の確立時までに通知することが、顧客の取引を実質的に(substantially)遅らせ、かつ、顧客が後で通知を受け取ることに同意する場合、③関係者ではない証券会社や登録投資顧問が、すでに顧客の関係または消費者の関係を確立しており、投資顧問が、事前にその事実を認識していなかった場合である。

投資顧問は、新たな金融商品や金融サービスを受ける現在の顧客に通知を行うことを要求されていない。ただし、これは、顧客に対して以前に行われた通知が、新しい商品に関する投資顧問の政策および運用を適切に説明している場合に限られる(17 C.F.R. § 248.4(d))。投資顧問は、「関係を有しない第三者」に対し消費者に関する非公開の個人情報を提供する前に、顧客でない消費者に対して、当初の通知を行わなければならない。これは、提供が特定の除外された第三者に行われたものではない場合に限られる(17 C.F.R. § 248.14 and § 248.15)。消費者が顧客にならなかった場合、投資顧問は、当初のプライバシーの通知も行わなくてもよい。これは、投資顧問が、消費者に関する非公開の個人情報を投資顧問と「関係を有しない第三者」に開示しない場合に限られる(17C.F.R. § 248.4(b)(2))。

#### (iii) 年次の通知

投資顧問は、顧客の関係の継続中、年次の通知を少なくとも12カ月に1度、各顧客に送付しなければならない(17C.F.R. § 248.5)。年次の通知は、明確かつ明白に投資顧問の現在のプライバシーの政策および運用を開示するものでなければならない。投資顧問は、投資顧問からの連絡を不要であると自ら積極的に述べる顧客に対しては、年次の通知を送る必要はない。しかしながら、通知は、顧客の請求により入手可能とされていないなければならない。投資顧問は、顧客に対し、当初の通知、オプトアウトの通知および変更された通知を行うことが要求されている(17C.F.R. §

248.9(c)(1)(ii)。

(iv) 当初および年次の通知の内容

投資顧問の当初および年次のプライバシーの通知には、次のような情報が含まれる(17 C.F.R. § 248.6(a))。すなわち、

- ①投資顧問が収集する非公開の個人情報の類型
- ②投資顧問が提供する可能性がある非公開の個人情報の類型
- ③投資顧問が非公開の個人情報を提供する関係者および関係者でない第三者の類型
- ④投資顧問が提供する、以前に顧客であった者に関する非公開の個人情報の類型、ならびに投資顧問が当該情報を提供する関係者および関係者でない第三者の類型
- ⑤投資顧問が第三者のサービス提供者および共同して販売を行う者との契約に基づき提供する可能性がある非公開の個人情報の種類ならびにサービスを提供する第三者の類型
- ⑥関係者でない第三者への非公開の個人情報の提供からオプトアウトする消費者の権利に関する説明および消費者がオプトアウトする方法
- ⑦非公開の個人情報の秘密保持および安全性の保護に関する投資顧問の政策および運用に関する説明

投資顧問が情報を提供する関係者および関係者でない第三者の類型の説明においては、①金融サービスの提供者、②非金融会社、③その他の者を含めなければならない(17 C.F.R. - 248.6(c)(3))。SEC は、関係者および第三者の種類を次のように例示している(Sample Clause A-4. 17 C.F.R. pt. 248 app. A.)。①金融サービスの提供者は、住宅金融会社、証券会社、および保険の代理人を含む。②非金融会社は、小売業者、直接販売業者、航空会社および出版社を含む。③その他の者は、非営利団体を含む。

(4) オプトアウトの制度

Reg.S-Pは、オプトアウトによって、投資顧問が、「関係を有しない第三者」に対し、消費者の非公開の個人情報の提供を防止するための合理的な機会を提供することを要求している(17 C.F.R. § 248.7(a)(3))。

投資顧問は、明確かつ明白に以下のことを記載したオプトアウトに関する通知を行わなければならない(17 C.F.R. § 248.7(a)(1))。

- ①投資顧問が、消費者の非公開の個人情報を「関係を有しない第三者」に対し提供し、または提供する権利を留保している旨
- ②消費者は、「関係を有しない第三者」に対する提供について、オプトアウトする権利を有する旨
- ③消費者がオプトアウトするための合理的な手段

当該手段が合理的である限りにおいて、投資顧問は、消費者が特定の手段を用いてオプトアウトを行うことを消費者に要求できる(17 C.F.R. § 248.7(a)(2)(iv))。投資顧問は、消費者が通話料無料の電話番号で電話できること、またはオプトアウトするためにチェックボックスに記入し、用紙を返送

することを求めることは、合理的であるとされる。しかし、投資顧問が、消費者に自らのオプトアウトの通知を作成すること求めることは、合理的でない。Reg. S-Pは、投資顧問に対して、投資顧問がオプトアウトの指示を受け取った後、合理的に実行可能な限り速やかに、消費者の指示に応じることを要求している。SECは、投資顧問が、消費者に対して、オプトアウトする権利を認める期間の最大限については明示していない<sup>14</sup>。大抵の場合、30日が、オプトアウトすることを消費者に認める合理的な期間である<sup>15</sup>。

消費者が、オプトアウトするならば、その指示は、消費者によって取り消されるまでは有効である。消費者が、オプトアウトの通知期間中、オプトアウトを行わないならば、投資顧問は、そのプライバシーの通知に従って、消費者の非公開の個人情報を提供することができる。オプトアウトする権利を行使しない消費者は、当該権利を失うものではなく、後で、当該権利を行使することが可能である(17 C.F.R. § 248.7(f))。

共同口座(joint account)については、投資顧問は、1件のオプトアウトの通知をすれば足りる。このオプトアウトの通知は、投資顧問が、共同口座を保有するひとりの消費者によるオプトアウトの指示の取扱いについていかに処理するかを説明するものである。投資顧問は、共同口座を保有するひとりの消費者によるオプトアウトの指示を共同口座の保有者のすべてに適用されるものとして、処理することができ、また、共同口座の消費者に、個別にオプトアウトすることを認めることができる(17 C.F.R. § 248.7(d))。共同口座のひとりの消費者がオプトアウトしたとき、投資顧問は、オプトアウトしなかった共同口座の消費者に関する個人情報のみを提供することができ、かつ、オプトアウトした消費者に関する情報、ならびにオプトアウトした消費者および共同口座の他の消費者の情報についても提供してはならない(17 C.F.R. § 248.7(d)(5)(iii)(C))。

#### (5) 通知の方法

投資顧問は、消費者が現実の通知を受領することを合理的に期待する方法により、通知を書面によって消費者に提供しなければならず、かつ、消費者が同意する場合は、電磁的方式によって、消費者に通知を行わなければならない(17 C.F.R. § 248.9(a))。投資顧問は、最初の通知および年次の通知において、オプトアウトの通知を含めることができ、または、オプトアウトの通知を別に行うこともできる。オプトアウトの通知を別に行う場合、オプトアウトの通知は、当初の通知の謄本とともに送付しなければならない(17 C.F.R. § 248.7(d)(5)(iii)(C))。通知は、顧客が通知の受領を留保し、後の日において通知を受領することを認める方法で、行われなければならない(17 C.F.R. § 248.7(c))。口頭の通知は十分でない(17 C.F.R. § 248.9(e))。

Reg. S-P は、2以上の法人に共同の通知を提供することを認めている(17 C.F.R. § 248.9(f))。ただし、通知が、すべての受領者にとって正確なものであり、かつ名称により各法人を確認できなければならない。これは、同じ持株会社の子会社である関係会社にとって有益であるかもしれない<sup>16</sup>。

<sup>14</sup> Inv. Adv. Act Rel. No. 1883, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 86,313 ( June 22,2000).

<sup>15</sup> Anderson, et. al., supra note10, at 8-73.

<sup>16</sup> Anderson, et. al., supra note 10, at 8-74.

一般的に、投資顧問は、顧客の直近の認識している住所に対して、通知の写しを郵送すれば、顧客が現実に通知を受領したという合理的な期待をもつことができる(17C.F.R. § 248.9(b)(1)(ii))。投資顧問は、当初の通知をウェブサイトによって行うことができ、かつ、インターネットによる取引を行う消費者に対して、金融商品または金融サービスを購入するプロセスにおいて、必要な段階において通知の受領を要求することができる(17C.F.R. § 248.9(b)(1)(iii))。

投資顧問は、以下のような場合、金融商品または金融サービスを購入するために、投資顧問のウェブサイトを利用する消費者は、通知を受けとったと期待することができるものとされている(17C.F.R. § 248.9(b)(1)(i))。すなわち、当該顧客が投資顧問のウェブサイトによって年次の通知を受け取ることに同意し、かつ、投資顧問が継続的にプライバシーの政策および運用の現在の通知をウェブサイトにおいて明確かつ明白に掲示している場合である。通知が、1つのスクリーン(コンピューターの画面)より長い場合、投資顧問は、もし全体の通知を閲覧するために必要であり、かつ、ウェブサイトのその他の要素が、通知から注意をそらさないのであれば、ページをスクロールダウン(ディスプレイの画面上に表示されている画面を上から下へ連続的に動かすこと)させるため、テキストまたはビジュアルキューズ(視覚的手掛かり)を用いるべきである(17C.F.R. § 248.3(c)(2)(iii))。通知は、消費者がひんばんにアクセスするスクリーンに掲示すべきであり、またそのサイトは、消費者がひんばんにアクセスするスクリーンのサイトへの明白なリンクを含むべきであるとされている<sup>17</sup>。

#### (6) オプトアウト要件の例外

##### (i) サービスの供給者

Reg.S-Pは、特定の法律上の例外を規定している。その例外とは、投資顧問が、一定の場合において、情報が共有される消費者に通知を提供することなく、オプトアウトする権利を提供することなく、特定の関係を有しない第三者と情報を共有することを可能としている(17C.F.R. § 248.13(a))。すなわち、投資顧問は、消費者にオプトアウトする機会を提供することなく、関係を有しない第三者に対して、非公開情報を提供することができるのである。この例外は、投資顧問が以下のことを行った場合に認められる(17C.F.R. -248.13(a))。

(a)投資顧問が、当該情報を関係を有しない第三者に提供することを説明する消費者への当初の通知を行うこと。

(b)情報を提供する目的以外の目的のために、当該情報を提供し、かつ、用いることを禁止するという内容の契約を第三者と締結していること(17C.F.R. -248.13(a)(1))。

##### (ii)取引の処理およびサービス

投資顧問は、消費者または顧客に対して、以下のような状況において、オプトアウトする機会の通知を提供することなく、関係を有しない第三者と情報を共有することができる。

①消費者が請求し、または授権する取引を実行し、運用し、または執行するために必要である場

---

<sup>17</sup> Anderson, et. al., supra note 10, at 8-74.

合。

②消費者が授権する金融商品またはサービスの処理に関連する場合。

③投資顧問における消費者の口座を維持し、サービスを行うことに関係する場合。

これらの処理の例外に従って非公開の個人情報を提供する投資顧問は、消費者に通知を提供することや情報を保護するために第三者との契約を締結することを要しない(17C.F.R. § 248.14)。

#### (iii)消費者の指示およびその他の限定された理由

Reg.S-Pは、通知およびオプトアウトの要件に関するその他の例外を規定している。その他の例外は、消費者にオプトアウトする通知および機会を提供することなく、関係を有しない第三者と情報を共有することを次のような場合に投資顧問に認めている(17C.F.R. -248.15)。

①消費者の同意または指示に基づく場合

②投資顧問の記録の秘密および安全を保護するため

③詐欺を防止し、授権されていない取引を防止するため

④連邦法、州法、その他の法を遵守するため

⑤消費者のために受任者または代理資格者として活動する者のため

⑥裁判所の手続きおよび政府の規制機関に対応するため

#### (7)情報の再開示および再利用

Reg.S-Pは、投資顧問から非公開の個人情報を受領する関係を有しない第三者に対して、当該情報を直接にまたは関係者を通じて、投資顧問に関係を有しない者へ開示することを禁止している(17C.F.R. § 248.11)。例えば、投資顧問から、非公開の個人情報を受領するサービスの供給者は、投資顧問が、当該第三者と情報を合法的に共有できない場合、直接または間接に投資顧問と別の関係を有しない第三者およびサービスの供給者に情報を開示してはならない。一般的なルールとして、第三者は、情報を受領した投資顧問の義務を引き受けている。投資顧問は、Reg.S-Pによって、第三者が規則を遵守していることの監視を要求されていない。しかし、SECは再利用の制限に違反した法人に対して、執行訴訟を提起することを示唆している<sup>18</sup>。

#### (8) 口座番号情報の提供

Reg.S-Pは、原則として、投資顧問が、顧客の口座番号をマーケティングの目的のため、関係を有しない第三者に提供することを禁止している(17C.F.R. § 248.12(b)(1))。例外として、SECは、投資顧問サービスのマーケティングの目的のため、消費者調査機関(consumer reporting agency)に対して、口座番号の提供の禁止から除外している。ただし、当該機関が、口座に対して料金を請求する権限を有しない場合に限る。SECは、次のことを明確にしている(17C.F.R. § 248.12(c))。すなわ

---

<sup>18</sup> Regulation S-P, Question 14. これは、SEC の Division of Investment Management のスタッフによる Regulation S-P に関する質問の回答である。

<https://www.sec.gov/divisions/investment/guidance/regs2qa.htm>.

ち、口座番号、アクセス番号、またはアクセスコードの類似の形態は、暗号化された形態の番号を含んでいないことである。ただし、投資顧問が、その受領者に対して、番号の暗号を解読する手段を提供していない場合に限りにおいてである。

#### (9) 政策および手続の採択義務

Reg.S-Pの2004年の改正は、消費者のレポート情報を廃棄する者が、廃棄された情報が当該情報に対する許可されないアクセスまたは利用から保護するために合理的な手段を講じなければならないということを明確にした<sup>19</sup>。同規則を採択したリリースでは、合理的な手段の例として、紙の記録については焼却、粉碎もしくはシュレッダーによる処理、または、情報が解読され、もしくは復元されることができないようにするために電子記録の破壊もしくは消去、または、適正な手続の後、同規則の定め的一致した方法で記録を破壊することを第三者と契約することがあげられている<sup>20</sup>。

### 第3節 Regulation S-P の運用に関するSEC の危険警告<sup>21</sup>

#### 1 危険警告の趣旨

2019年4月16日、本警告(risk alert)において、SECの法令順守検査部門が、投資顧問および証券会社のプライバシーの通知およびSafeguardの政策に関するReg.S-Pおよび主要なSECのルールに関係した、法令遵守の諸問題のリストを提供していた。これらの諸問題は、SECに登録された投資顧問および証券会社に対する最近の調査において、確認されたものである。本警告における情報は、Reg.S-Pの下で、投資顧問および証券会社に対し、法令に適合したプライバシーの通知およびオプトアウトの通知を提供するにあたって、支援し、かつ、顧客の記録および情報を防御するための有効な政策および手続を採用し、実行するにあたって、支援することが企図されている。

#### 2 頻繁に生ずるRegulation S-Pの法令遵守上の諸問題

法令遵守検査部門の職員(以下において「同職員」という)によって確認されたSafeguard Ruleに関連して最も一般的に生じた欠陥および弱点の例は、以下のものである。

##### A. プライバシーの通知およびオプトアウトの通知

同職員は、当初および年次のプライバシーの通知およびオプトアウトの通知を顧客に提供していなかった複数の登録者を発見した。そのような通知が、顧客に提供されたときであっても、当該通知が必ずしも正確に登録者の政策および手続きを反映していなかった。同職員は、登録者が未公表の個人情報に関係者ではない第三者と情報共有するにあたりオプトアウトできるという権利について顧客に通知していなかったプライバシーの通知があったことを記録している。

##### B. 政策および手続きの欠落

<sup>19</sup> Inv. Adv. Act Rel. No. 2331, 2004 SEC LEXIS 2823 (dec. 2, 2004).

<sup>20</sup> Inv. Adv. Act Rel. No. 2331, 2004 SEC LEXIS 2823 (dec. 2, 2004).

<sup>21</sup> [https://www.sec.gov/files/OCIE%20Risk%20Alert%20-%20Regulation S-P.pdf](https://www.sec.gov/files/OCIE%20Risk%20Alert%20-%20Regulation%20S-P.pdf)

同職員は、Safeguard Rule の下で要求されている書面による政策および手続きを有していなかった複数の登録者を発見した。例えば、Safeguard Rule を書き写しただけで、運営上、技術上、物理上のSafeguard に関連した政策および手続きを含んでいなかった書類しか有していない登録者を発見した。同職員は、登録者によって、記入されるべきことが予定された多くの空白の部分を含んだままの政策および手続の書面を発見した。プライバシーの通知の配布および内容について、記載していたにもかかわらず、Safeguard Rule によって要求されている政策および手続きを全く含んでいない政策を有する登録者が存在していた。

#### C.顧客の記録および情報を防衛するために合理的に設計されず、または実行されない政策

同職員は、(1)顧客の記録および情報の安全性および秘匿性を保証すること、(2)顧客の記録および情報の安全性または誠実性に対する予想される脅威から保護すること、かつ、(3)顧客に大きな損害または不便を結果として生じる記録および情報に対する無権限のアクセスまたは盗用から保護することを合理的に設計せず、または実行されていない書面による政策および手続を有する複数の登録者を発見した。

例えば、同職員は、以下のことを発見した。

##### ① 個人のコンピュータデバイス

個人のコンピュータデバイスにおいて、顧客の情報を防御することを合理的に企図されたとは思われない政策および手続きがある。例えば、同職員は、登録者の従業員の個人用のパソコンに顧客の情報を定期的に記録し、保存する従業員を発見した。しかし、当該登録者の政策および手続は、これらの機器が、いかにして、適切に顧客の情報を防衛するように設計されるべきかについて、言及していなかった。

##### ② 電子通信

顧客の個人的に確認しうる情報を電子通信に含むことを言及しない政策および手続きがある。例えば、同職員は、日常的に暗号化されていない個人情報を含むe-mailを顧客に送付することを従業員に禁止する合理的に企図する政策および手続を有していなかった複数の登録者を発見した。

##### ③ 訓練および監視

顧客の情報が、暗号化され、パスワードで保護され、登録者が承認した方法により、送信されることを要求する政策および手続きが、合理的に企図されていなかった。なぜならば、従業員が、これらの手段に対する適切な訓練を受けておらず、かつ、政策が従業員によって適切に行われているかどうかを監視することを怠っていたためである。

##### ④ 安全でないネットワーク

従業員が、顧客に個人的に確認しうる顧客情報を登録者のネットワーク以外の安全でないネットワークに送信するということを禁止していなかった政策および手続きがある。

##### ⑤ 社外のベンダー

社外のベンダーに関して、登録者の政策および手続をフォローすることに失敗した。例えば、同職員は、次のような登録者を確認した。すなわち、登録者が、その政策および手続において、社外のベンダーとの契約において顧客の個人的に確認しうる情報を秘密にするという契約を締結す

ることを命じていたにもかかわらず、社外のベンダーに対して、契約において顧客の個人的に確認しうる情報を秘密にするということを同意することを要求していなかった。

#### ⑥ 個人的に確認しうる情報の目録

登録者が、必ずしも、顧客の個人的に確認しうる情報を維持するすべてのシステムを確定していなかった政策および手続きがある。すべてのシステムの目録がなければ、登録者が、維持する顧客の確認しうる情報のカテゴリーを知らないままである。そのことは、合理的に企図された政策および手続きを採択する登録者の能力を制限し、かつ、顧客の情報を適切に防衛する登録者の能力を制限することになりうる。

#### ⑦ 事件に対応する制度

事件の対応制度を実行するための役割分担、サイバーセキュリティの事件に対応するために要求される行動、およびシステムの脆弱性の評価のような重要な分野に言及していない書面による事件の対応制度が存在する。

#### ⑧ 安全ではない物理的な場所

オープンオフィスにおける鍵がかかっていないファイルのキャビネットのような安全でない物理的な場所では、保管されていた顧客の個人的に確認しうる情報がある。

#### ⑨ 顧客のログインの証明

登録者の政策および手続きの下員の配布されていた顧客のログイン証明が存在する。

#### ⑩ 退職した従業員

登録者の退職した従業員が、退職後も制限された顧客情報にアクセスする権利が留保されており、当該顧客情報にアクセスすることができたという事例がある。

### 3 結論

これらの発見された事例に対応して、登録者の多くは、同職員によって確認された諸問題を解決するためにそれぞれの政策および手続きを修正した。SECの法令順守検査部門は、登録者に対して、登録者がReg.S-Pを遵守することを確実にするため、書面化された政策および手続きを調査することを奨励している。

## 第4節 米国投資顧問協会の倫理規程

### 1 概要

SECは、投資顧問法204条の下で、すべての登録投資顧問に対して倫理規定を採択することを要求する投資顧問法規則204A-1(以下、「倫理規程規則」)を制定している。倫理規程規則(a)項は書面による倫理規程において少なくとも以下の5つの事項を含めなければならないと定めている。

①業務執行基準投資顧問の「被監督者(supervised persons)」に対して義務づける業務執行基準。かかる基準は当該投資顧問および投資顧問の被監督者の受託者責任を反映したものでなければならない。

②適用される連邦証券法の遵守被監督者がすべての適用される連邦証券規制を遵守すること義務づける規定。

③被監督者の個人的な証券取引および持分残高の報告・審査義務投資顧問が定期的にすべての被監督者に対し、その個人的な証券取引および持分残高を報告することを命じ、かつ審査す

ることを命じる規定。

④被監督者の倫理規程規則違反の報告義務被監督者に対し、倫理規程において法令順守担当主任役員がすべての倫理規程規則違反を受領すると定めるときは速やかにすべての倫理規程規則違反を法令順守担当主任役員に報告し、または倫理規程規則において別の者を指名しているときは、その者に報告することを命じる規定。

⑤被監督者による倫理規程およびその修正の謄本の提供投資顧問に対し、被監督者の各各に倫理規程およびその修正の謄本を提供することを命じ、かつ、被監督者に対し、当該謄本の受領を承認する書面を投資顧問に提出することを命ずる規定。

## 2 投資顧問倫理規程ための最良の慣行(Best Practices for Investment Adviser Code of Ethics)

2004年7月2日に、SECは、投資顧問法204条の下で、すべての登録投資顧問に倫理規定を採用することを要求する投資顧問法規則204A-1を採択した。米国投資顧問協会は、同規則を遵守するために、「投資顧問倫理規程ための最良の実務慣行(Best Practices for Investment Adviser Code of Ethics)」というガイドラインを策定し、会員に推奨している。同ガイドラインは、以下に述べるように、投資顧問法規則204A-1によって要求されている事項を反映している。

(1)まず、ガイドラインのPart3のG項において営業行為の基準として次のように定める。

### 秘密保持(confidentiality)

すべての秘密保持の規定は、顧客の証券の保有の状況および財務状況に対する情報が、秘密にされなければならないという基本的な受任者としての前提から始まるべきである。

### (i)投資顧問の義務

投資顧問協会は、倫理規程が、次の規定を含むことを推奨している。すなわち、投資顧問は顧客の身元、財務状況、証券保有、ならびに投資顧問によって顧客に提供される助言を含む顧客に関する全ての情報を厳格に秘密にしなければならない旨を定める規定である。

### (ii)被監督者の義務

内部者取引防止のための手続きの一部として、またはその手続きの補足として、投資顧問は、顧客のため、またはその他の合法的な事業目的のために証券取引を執行するのに必要な場合を除いて、顧客に関する全ての重要な非公開の情報、顧客のために投資顧問によって行われた証券投資、予定されている証券取引に関する情報、投資顧問の取引戦略に関する情報を投資顧問の外部の者に開示することを被監督者に禁止している。

#### a保有状況の開示

ある投資顧問は、その倫理規定の中で、顧客、コンサルタントまたは将来の顧客の請求に応じて、ファンドまたは投資モデルのポートフォリオにおける持分状況を開示する時期を規制する規定を含

んでいる。当該規定は、ある顧客が、その他の顧客より早くに、そのような情報を得ることができないということを確認し、かつ、当該情報が、投資顧問の取引戦略に影響を与えるという意味においてもはや重要でないことを確実にすることが企図されている。投資顧問は、また、コンサルタントに対して、秘密保持契約を遵守し、かつ、提供される情報に基づいて取引を行わないという合意を要求している。

(iii) internal wall

投資顧問会社の規模および性質によっては、投資顧問会社は、当該投資顧問会社の内部において、アクセスできない者に対して、顧客および証券取引に関する非公開の情報を開示するということを access person に禁止することを望む。同様に、関係会社を有する投資顧問会社は、被監督者に対して、関係会社によって雇用されている人々が、情報共有することを禁止する規定を定める。但し、例外として、合法的な営業目的の場合は除く。

(iv) 物的安全性(physical security)

少数の投資顧問会社は、この倫理規定において、物的安全性を論じている。たとえば、Privacy Policy は、重要な非公開情報を含む書類が秘匿されるべきであるとする。また、そのような情報を含むコンピュータファイルに対するアクセスは、制限されるべきであると述べている。

(v) Regulation S-P

少数の投資顧問会社は、秘密保持の条項の下において、Reg.S-PのPrivacy Policy を相互に引用している。そのような規定は、投資顧問会社が倫理規定の中に加え、または参照する当該投資顧問会社のPrivate Policyを遵守することを被監督者に命じている。Reg.S-Pは、投資顧問の秘密保持の基準の一部分のみをカバーしている。Reg.S-Pは、個人および個人情報のみに適用される。投資顧問の顧客の情報を秘密にするという受任者の義務は、投資顧問会社の顧客の全ての情報に拡張されている。

(2) ガイドラインのPart4において、報告の要件について次のように述べている。

ある投資顧問会社は、access person に対して、その取引および持分の報告書が、秘密にされることを保証する規定を定めている。倫理規定の条項を執行するために必要な程度または、政府の機関から情報の請求に応ずるために必要な程度は除外される。

(3) ガイドラインのPart7では、報告の違反について次のように述べている。

倫理規定は、すべての被監督者に対し、投資顧問会社の倫理規定の違反を迅速に法令遵守担当主任役員等に報告することを要求しなければならないとしている。投資顧問は、当該報告を法律によって認められる程度において秘密のものとして処理し、迅速かつ適切に調査することが望まれる。同様に、投資顧問が報告書を匿名で提出することを認めることができる。

## 第5節 個人情報窃盗のRed Flags Rules

### (1) 概説

2013年4月、SECは、個人情報窃盗のRed Flags Rules (Regulation S-ID)<sup>22</sup>を採択した。2014年早期において、SECは、投資助言の領域におけるサイバーセキュリティに焦点を当てることを宣言した。2014年3月に、SECは、このトピックに関して4つのパネルの円卓会議を実施し、データの保護および個人情報窃盗の脆弱性を含む議論が行われた。SECコンプライアンス検査局(OCIE)は、サイバーセキュリティのリスクおよび最良の業務に焦点を当てた詳細なアンケートを投資顧問に対し送付し、かつ、この分野が重要な優先事項であることを示した。2015年4月、SECの投資運用部局は、登録投資会社および登録投資顧問に対するサイバーセキュリティ・ガイダンスを公表した<sup>23</sup>。SECのスタッフは、いかにして投資顧問がサイバーセキュリティのリスクに対応するために試みるべきかについて多くの事項を推奨した。すなわち、①脅威を管理するガバナンスの構造、センシティブ情報の目録および投資顧問の情報テクノロジー・システムの脆弱性に対する定期的なアセスメントを行うこと、②脅威を防御し、探知し、かつ対応する戦略を構築すること、③役員および従業員に対する適切な訓練を伴う書面化された政策および手続を実行することなどである。

### (2) Red Flags Rules の概要

個人情報窃盗のRed Flags Rules は、SECに登録され、または登録されることが要求される特定の投資顧問を含むSECの規制対象者に対して、個人情報窃盗のリスクに対応するためのプログラムを確立することを要求するルールおよびガイドラインを含んでいる。そのプログラムは、次のことを企図した政策および手続を含まなければならない。すなわち、①個人情報窃盗のred flags に関するタイプを確認すること、② red flags の出現を探知すること、③red flags に適切に対応すること、および④個人情報窃盗のためのプログラムを定期的に更新することである。当該ルールに服する各投資顧問は、そのガイドラインを検討し、適切な部分をそのプログラムに含めなければならない。当該ルールは、プログラムの承認(投資顧問会社の取締役会または取締役会内部の適切な委員会の承認)および運用に関する要件、ならびにサービスの提供者の訓練および監視を含んでいる。登録投資顧問は、当該投資顧問が当該ルールにおいて定義されている「金融機関」または「債権者」であるならば、当該ルールに服する。また、当該投資顧問は、もし当該投資顧問がなんらかの「適用される口座」を維持するならば、個人情報窃盗に対するプログラムを採択しなければならない。「適用される口座」は、主として、個人、家族または家計の目的のために維持される口座を含む。それらの口座は、複数の支払または取引を許可することを企図されたものである。また、それらの口座には、顧客に対する合理的に予見されるリスク、ならびに、金融機関もしくは債権者の安全性もしくは財務の健全性に対するリスクが存在する。そのリスクは、財務上、運用上、法令遵守上、名声

---

<sup>22</sup> 17 C.F.R.pt.248.201: see Inv.Adv.Act Rel. No.3582,2013 (May 20, 2013).

<sup>23</sup> IM Guidance Update No. 2015-02 (April 2015).

もしくは訴訟に関するリスクを含んでいる<sup>24</sup>。例えば、登録投資顧問は、以下のような場合には、金融機関の定義に該当し、個人情報窃盗に対するプログラムを採択することが要求される。すなわち、当該投資顧問が、個人の顧客の口座または当該投資顧問が管理するファンドの投資家の口座から第三者に対し支払うこと、もしくは取引の指図権限を有している場合、または投資顧問が個人の顧客または当該投資顧問が管理するファンドの投資家の代理人として行動する場合である。同様に、登録投資顧問は、以下のような場合には、「債権者」の定義に該当し、個人情報窃盗に対するプログラムを採択することが要求される。すなわち、もし当該投資顧問が、資本の拠出または引受けを橋渡しするために、個人のリポートもしくは口座に資金を融資する場合である。

## 第2章 SECによる行政処分事例

以下において7件のSECによる投資運用業者に対する行政処分事例を紹介する。①②③④は、顧客情報の漏洩事件であり、Reg. S-PのSafeguard Ruleの違反事件である。⑤は、Reg. S-Pのオプトアウトルール違反事件である。⑥は、委任状勧誘に関する情報の漏洩の事件であり、⑦は顧客情報の漏洩について、Regulation S-IDが適用された事案である。

### 【顧客情報を保護するための合理的な書面による政策および手続きを怠った事例】

#### ① *In re* LPL Financial Corporation 事件<sup>25</sup>

(事件の概要)

本件は、登録証券会社かつ登録投資顧問である被審人LPL社によるReg. S-Pのセーフガードの違反から生じたものである。Safeguard Ruleは、証券会社および登録投資顧問に顧客の情報を保護すること要求している。LPL社は、支店において、顧客の情報を保護するために十分な安全管理を行っておらず、2006年当初にそのことを認識していたにもかかわらず、安全性の手段を含む適切な管理を行うことに失敗していた。これにより、顧客の情報は、授権されていないアクセスの攻撃を受けやすい状態であった。2007年7月中頃から2008年9月の間、LPL社は、授権されていないLPL社の登録された幾人かの代理人は、顧客の口座にアクセスを行い、取引を行おうと試みた。当該コンピュータシステムにおけるセキュリティ違反を生じた。ハッキング事件において、LPL社は、増加されたセキュリティ手段を実行することを怠り、Reg.S-Pによって、要求されている政策及び手続きを採択することを怠った。LPL社は、顧客口座における違反を探索し、損害を与えた。それにも拘らず、LPL社の失敗は、消費者情報が盗まれ、なりすまし(identity thief)を受けやすい状態にしていた。LPL社のセキュリティは、脆弱であった。SECは、LPL社が、1934年証券取引所法15条b項、同法21条c項ならびに投資顧問法203条e項および同条k項、Reg.S-PのRule30(a)に違反したと認定し、LPL社に対し27万5000ドルの民事制裁金を課した。

<sup>24</sup> 17 C.F.R. §248.201(b)(3).

<sup>25</sup> *In re* LPL Financial Corporation Inc., Inv. Adv. Act Rel., No. 2775, 2008 SEC LEXIS 2930 (Sept. 11, 2008).

(本審決の検討)

投資顧問が運営していたオンラインサービスの管理が杜撰であったために顧客情報が漏洩したことが、顧客情報を保護するための合理的な書面による政策および手続きを怠ったこととなり、Reg.S-PのRule30(a)違反が認定された事例である。

問題とされたのは、①登録代表者のパスワードは、ストロングパスワードという業界の基準を満たしていなかったこと。当該パスワードが、長さ、英数文字、文字のコンビネーションを満たしていなかったこと、②パスワードを一定期間後変更することを行わなかったこと、③ユーザーが、自身のパスワードを変更することが出来なかったこと。④不成功なログインの試みに関係して、自動的なロックアウトが存在しなかったこと。さらに、300人のLPLの情報テクノロジー担当の従業員は、ブランチネットのパスワードのリストにアクセスが可能であったこと。そして、多くの退職した従業員は、退職する前に、そのようなリストにアクセス出来たこと、⑤ブランチネットの不活動に関して、自動的なセッションのタイムアウトは、8時間をセットしていたが、類似のアプリケーションに対して、その他の金融機関によって用いられたものよりも長すぎたことである。

## ② *In re Commonwealth Equity Services, LLP* 事件<sup>26</sup>

(事件の概要)

本件は、登録証券会社および投資顧問である被審人であるCommonwealth社の顧客情報を保護することを意図した政策及び手続きを採用することを要求するReg.S-PのRule30(a)の違反によって生じたものである。関連する期間の間、Commonwealth社は、登録代表者が、インターネットおよびブレイディング・プラットフォームにおいて、顧客口座にアクセスするため用いたコンピュータにアンチウイルスソフトウェアを維持するということを推奨したが、要求していなかった。その結果、許可されないアクセスに対して、脆弱な状態におかれていた。さらに、Commonwealth社は、コンピュータのセキュリティの手段を適切に審査するための手続きを定めていなかった。特に、Commonwealth社の内部監査人は、アンチウイルスソフトウェアがインストールされているか否かを確定するため、支店のコンピュータを監査しなかった。また、Commonwealth社は、支店の監査中にカバーされていない潜在的なコンピュータセキュリティの問題について、点検する手続きを行っていなかった。あるいは、Commonwealth社の登録代表者が、コンピュータに関連した援助を求めて、同社の情報テクノロジーヘルプデスクと接触を試みた際、当該手続きを設けていなかった。2008年10月、許可を受けていない侵入者が、コンピュータウイルスを使用することにより、Commonwealth社の登録代表者のログイン認証情報を取得し、それにより、同社のイントラネットにアクセスした。侵入者は、Commonwealth社の顧客口座の代表者の368件のリストにアクセスした。

---

<sup>26</sup> *In re Commonwealth Equity Services, LLP* d / b / a Commonwealth Financial Network, Inv, Adv, Act Rel. No. 2929, 2009 SEC LEXIS 3363 (Sept. 29, 2009).

そのリストは、特定の顧客の口座情報を含んでおり、侵入者は、Commonwealth社の清算ブローカー・ディーラーの調査の前に、かつ、将来の取引を阻止される前に、当該口座において、8つの許可されていない買付の注文を行った。Commonwealth社は、金銭上の損害は免れたが、その懈怠は、侵入者が代表者の368の顧客口座に関して、特定の顧客口座にアクセスすることを許した。上述の行為の結果、被審人であるCommonwealth社は、Reg.S-PのRule30に故意に違反し、取引所法15条b項、21条c項、投資顧問法203条e項および203条k項に違反したとして、SECは、被審人に10万ドルの民事制裁金の支払いを課した。

#### (本審決の検討)

本件では、ハッカーが、投資運用業者の登録代表者のログイン認証情報を獲得した。当該ハッカーは、登録代表者の特定の額を超えるキャッシュバランスのある顧客口座に対する調査を始め、顧客口座の名前、番号、類型、純資産、キャッシュバランス等の368の顧客口座のリストを作り上げ、社会保障番号の最後の四つの番号にアクセスした。当該ハッカーは、確認された368人の顧客の内、8人の口座において、1社の公開会社の普通株式に対して、授權されていない18個の買付の注文を行おうと試みた。このような侵入を許した原因は、つぎの点であった。すなわち、①投資運用業者が登録代表者に対して、インターネットおよびトレーディング・プラットフォームにおいて、顧客口座にアクセスするため用いたコンピュータにアンチウイルスソフトウェアを維持するということを推奨したが、要求していなかった。かつ、投資運用業者が、コンピュータのセキュリティの手段を適切に審査するための手続きを定めていなかった。特に、投資運用業者の内部監査人は、アンチウイルスソフトウェアがインストールされているか否かを確定するため、支店のコンピュータを監査しなかった。また、投資運用業者は、支店の監査中にカバーされていない潜在的なコンピュータのセキュリティの問題について、点検する手続きを行っていなかった。

### ③ *In re* RT Jones Capital Equities Management 事件

#### (事件の概要)

登録投資顧問である被審人のRT Jones社は、8400名の顧客の口座を運用しており、4億8000万ドルの資産の運用を任されていた。同社は、顧客の資産を保管していない。本件は、Reg.S-PのRule30(a)に違反して、顧客の記録および情報を保護することを合理的に企図した書面による政策および手続きを採択することを怠った。少なくとも2009年9月から2013年7月の間、RT Jones社は、第三者がホストとなったウェブサーバーに顧客およびその他の者の個人が特定される詳細な情報を保管していた。当該保管に関して、当該情報の安全性と秘密保持ならびに予期される脅威または許可されていないアクセスから当該情報を保護することに関する書面による政策および手続きを採択していなかった。2017年7月、同社のウェブサーバーは、許可されていない侵入者によって攻撃された。当該侵入者は、アクセスする権利を獲得し、RT Jones社の何千もの顧客に関するアクセス権とCOPY権を取得した。当該攻撃の結果、RT Jones社の顧客を含む10万人以上の個人情報盗まれた。RT Jones社は、投資顧問法203条e項、同条k項、Reg.S-PのRule30(a)に違反したと認定

され、75000ドルの民事制裁金の支払いを命じられた。

(本審決の検討)

被審人は、第三者がホストとなったウェブサーバーに顧客およびその他の者の詳細な、個人が特定される情報を保管していた。当該保管に関して、当該情報の安全性と秘密保持ならびに予期される脅威または許可されていないアクセスから、当該情報を保護することに関する書面による政策及び手続を採択していなかった。その結果、ハッカーにより、数千の顧客を含む10万人以上の個人情報、盗まれた。問題とされた点は、顧客の個人情報を保護する政策および手続において、定期的なリスク評価を行うこと、顧客の個人情報を含むウェブサーバーを保護するためFire Wallを採用すること、当該サーバーに保管されている顧客の個人情報を暗号化すること、あるいは、サイバーセキュリティの事件に対応するための手続を確立しなかったことであった。

④ *In re Morgan Stanley Smith Barney LLC* 事件<sup>27</sup>

(事件の概要)

被審人は、モルガンスタンレーの完全子会社であり、登録証券会社兼投資顧問であるMorgan Stanley Smith Barney LLC (以下、MSSB社という。)である。MSSB社は、2014年、12月17日にルーテインのインターネットスウィープ(一斉点検)を通じて、データの漏洩を発見した。MSSB社は、同社の従業員であったGalen Marsh (以下、Marsh という。)によって、生み出された特定のデータをインターネット情報と比較した後、データの漏洩の源であると確認した。2014年11月、MSSB社はMarshに聞き取り調査を行った。Marshは彼の顧客の秘密情報を保管デバイスにアクセスしてダウンロードしたことを認めた。横領されたデータは、顧客のフルネーム、電話番号、住所、口座番号、口座残高および証券持分であった。Marshはインターネットにデータを転送したことは否認した。Marshの個人のサーバーにおいて科学捜査の分析は、第三者が個人のサーバーにハッキングし、Marshがポータルからダウンロードした顧客の秘密情報を得ていたことを示していた。盗まれた情報の大部分は、仮想通貨のスピードコインを用いた支払いのために少なくとも3個のインターネットのサイトに掲示されていた。MSSB社は、Safeguard Ruleに違反した。なぜなら、MSSB社の政策および手続は、限定された従業員が合法的なビジネスの必要性がある場合にのみ、顧客の秘密情報にアクセスする権限が付与されることをしていなかったこと、そのような権限付与のモジュールの有効性を監査し、かつ、検査することを行わなかったためであった。

結果として、MSSB社は、Reg. S-PのRule 30(a)に故意に違反し、証券取引所法15条b項、21条c項、投資顧問法203条e項、同条k項に違反したとして、100万ドルの民事制裁金を支払うよう命じられた。

---

<sup>27</sup> *In re Morgan Stanley Smith Barney LLC*, Investment Advisers Act Release No. 4415, 2016 SEC LEXIS 2142 (June 8, 2016).

(本審決の特徴)

登録証券会社兼投資顧問の従業員が当該会社の保有するポータルから顧客情報を盗み出し、当該従業員の個人のポータルにダウンロードした。その後、ハッカーにより当該従業員の個人のポータルから顧客情報を盗み出された。問題とされたのは、①被審人が、従業員に対して被審人のポータルを通じて、利用可能な報告書に関して、アクセスの制限を行っていなかったこと、②被審人が、少なくとも10年前に創設されて以来、授権されたモジュールの監査および試験を行っていなかったこと、および③被審人が、疑わしい活動の確認を行うためのポータルのユーザー活動を監視していなかったことである。

⑤ *In re Maximillian Santos* 事件<sup>28</sup>

(事件の概要)

登録証券会社および投資顧問の登録代表者であるSantos(被審人)は、顧客の認識なくまたは同意を得ずに、少なくとも14名の顧客口座に関する秘密情報を外部の第三者と共有していた。当該第三者は、以前、本件投資顧問会社の登録代表者であった。当該第三者は、2005年に合衆国の証券取引協会の懲戒手続きの後、同社を退職した。Santosは、当該社外の第三者と口座を引き継ぎ、当該第三者と個人的または専門家としての関係を維持していた。Santosは、特定の株式の口座の持分状況、キャッシュバランス、特定の取引活動から成る情報を主として、彼の個人的E-mailのアカウントを通して、共有していた。さらに2012年から、2013年の間に、Santosは、個人的なE-mailのアドレスを公的なビジネス、および顧客の口座にサービスのために用いており、電話の指示を送り、株式の調査レポートおよび顧客への株式持分を含めていた。少なくとも、2005年から、2012年まで、Santosは、14人の顧客口座に関係する情報を社外の第三者と共有していた。証券会社によって提供されるE-mailの代わりに個人的なE-mailを使用して、Santosは他の非公開情報における特定の取引活動を顧客の同意を得ずに、会社の関係しない第三者に対して、情報を送付していた。Santosが顧客の秘密情報を共有する第三者は、以前に証券会社の登録代表者として勤務していたが、NASDの仲裁人が、顧客の口座において、無断売買を行ったということを認定した後、当該証券会社を退職した。当時、Santosは、社外の第三者の口座の大部分を承継した。社外の第三者は、当該証券会社を退職した後、未公開株式の持分の取引を追求した。関連する期間の間、社外の第三者は、定期的にSantosに対して以前の顧客の情報を要求した。Santosは、社外の第三者と連絡するに際して、会社のE-mailシステムを用いて、第三者の名前を用いるということを避けるため、秘密の顧客情報を連絡することを含めて、自らの個人的E-mailを慎重に用いた。証券会社が、会社のコンピュータを通じて、E-mailのアカウントのアクセスを阻止したことを知ったとき、Santosは、事務所にいる限り、携帯電話から、彼の個人的E-mailにアクセスした。この

---

<sup>28</sup> *In re Maximillian Santos*, Inv, Adv, Act, Rel No. 4346, 2016 SEC LEXIS 848 (February 29, 2016).

期間中を通じて、Santosは、顧客の口座についての情報を彼の勤務先のE-mailから彼の個人的Emailに送付した。そして、その情報には、株式の持分状況や、少なくとも一度は、顧客のパスポートのコピー情報を含んでいた。彼の自分自身のE-mailのデータのセキュリティを防衛するに際して、彼は用心していなかった。

Reg. S-P のRule 7(a)(1) および10(a)(1) は、証券会社が明確かつ明白なオプトアウトの通知および情報を開示する前にオプトアウトする合理的な機会を提供していないという場合を除いて、関係のない第三者に対して、顧客の非公開の個人情報を開示することを禁止している。上記の行為の結果、Santosは、オプトアウトする権利を正確に説明した顧客への明確かつ明白な通知を怠ったにもかかわらず、顧客の非公開の個人情報を関係を有しない第三者に開示したゆえに、証券会社は、Reg. S-P のRule 7(a)(1) および10(a)(1) の違反を犯した。Santos は、証券取引所法15条b項および21条c項および投資顧問法203条f項、投資会社法9条b項に違反したとされ、被審人のSantos は、Reg.S-P のRule 7(a)(1) および10(a)(1)、取引所法規則Rule 17(a)(1) および17(a)-4(b)(4) に違反したとされた。

顧客は、Reg.S-Pに従った開示についてのオプトアウトの通知を与えられず、登録代表者は他の非公開情報における特定の取引活動を顧客の同意を得ずに、証券会社に関係しない第三者に対して、情報を送付していた。このことが、明確かつ明白なオプトアウトの通知および情報を開示する前にオプトアウトする合理的な機会を提供していないという場合を除いて、関係のない第三者に対して、顧客の非公開の個人情報を開示することを禁止しているReg.S-PのRule 7(a)(1)および10(a)(1)に違反するとされた。

#### 【委任状のアドバイザーである投資顧問の従業員による、委任状勧誘に関する情報の漏洩の事例】

##### ⑥ *In re Institutional Shareholder Services Inc.* 事件<sup>29</sup>

##### (事実の概要)

被審人である登録投資顧問Institutional Shareholder Services Inc (以下、ISSという)は、ウェブサイト情報やポートフォリオのリスクおよびパフォーマンスの分析の手段を提供する公開会社であるMSCIの完全子会社である。Form ADV Part 2A において、ISSはその助言業務をフルサービスの委任状のアドバイザーであり、機関投資家に対して、より情報が与えられた委任状の議決権の決定を行い、複雑な議決権に関する手続きを管理し、かつ、利害関係者および規制者に対して、議決権行使に関して、報告を行うということを機関投資家に支援するというフルサービスの委任状のアドバイザーとして、助言業務を説明している。2007年から2012年の間、ISSのある従業員は、委任状の勧誘者に対して、ISSの機関投資家である株主が、委任状による議決権行使に関する情報を委任状の勧誘者に提供していた。委任状の勧誘者は、議決権行使に関する情報と引き換えに、

---

<sup>29</sup> *In re Institutional Shareholder Services Inc.* Inv, Adv, Act Rel. No. 3611, 2013 SEC LEXIS 1527 (May 23, 2013).

ISSの従業員に食事、高額なコンサートおよびスポーツイベントのチケット、飛行機の搭乗券を与えていた。ISSの顧客の委任状の議決権にアクセスできる従業員は、自宅、または仕事中にISSの議決権行使のウェブサイトにログインすることにより、当該情報を収集していた。彼の個人的なE-mailのアカウントを委任状の勧誘者に対する議決権の情報を伝えるために用いていた。

ISSは、秘密の顧客情報の開示を禁止する倫理規定を有していた。そして、従業員に対して、秘密の顧客情報を従業員の個人的利益のため、それを用いて利益を得ることを禁止していた。しかし、ISSは、特定のISSの口座の運用者に対して、贈り物と交換にISSの顧客の秘密情報の共有を阻止することを合理的に企図した重要な政策および手続きを確立していなかった。

ISSは、同社の株主である投資助言を行う顧客の重要かつ非公開の委任状に関する議決権行使の情報を不正使用することを防止するために企図された政策および手続きを確立し、維持し、執行することを怠ったため、204A条に違反したとされた。SECはISSに対して、投資顧問法203条e項、同条k項により、同法204条に違反する行為の停止命令を発するとともに、30万ドルの民事制裁金の支払いを命じた。

#### (本審決の特徴)

本件では、ISSの従業員が、委任状の勧誘者に対して、秘匿すべき委任状による議決権行使に関する情報を食事、高額なコンサートおよびスポーツイベントのチケットならびに飛行機の搭乗券などの贈り物と引き換えにもらしていた。また、ISSは、同社の特定の口座の運用者に対して、贈り物と引き換えに被審人の顧客の秘密情報の共有を阻止することを合理的に企図した重要な政策および手続きを確立し、維持し、執行することを怠っていたと認定された。

#### 【顧客情報の漏洩を防止できなかったとして、Regulation S-P およびRegulation S-ID に違反したとされた事例】

##### ⑦ *In re* Voya Financial Advisors, Inc. 事件<sup>30</sup>

#### 事実の概要

被審人は、Voya Financial Advisor Association (以下、Voya という。)であり、証券会社および投資顧問として、SECに登録していた。また、Voyaの完全子会社であるVFAという会社は、1300万の顧客および110億ドルの資産を運用していた。VFAは、独立した契約者の登録代表者であり、合衆国のネットワークを通じて、投資商品やサービスを提供していた。VFAは、1000人以上の従業員および3800人の嘱託職員を雇用している。VFAは3人の代表者の口座において、不十分なサイバーセキュリティのコントロールおよびポータルへの誤った運営により、3人の代表者の口座に対して、侵入者のアクセスを防止することができなかった。侵入者たちは、VFAの契約者の代表者のユーザーネームとPasswordをポータルにログインするために用いた。そして、VFAの顧客の少なくとも

---

<sup>30</sup> *In re* Voya Financial Advisors, Inc. Inv. Adv. Act Rel. No. 5048, <https://www.sec.gov/litigation/admin/2018/34-84288.pdf> (Sept 26, 2018).

5600人にアクセスすることができた。その結果、Voyaの一人の顧客の個人情報を含むドキュメントを手に入れた。侵入者は、また、顧客情報を利用して、Voya.comの新しい顧客のProfileを作成するため、顧客情報を用いた。Voya.comは、侵入者ら2名の個人情報および口座情報を提供するものであった。当該攻撃の結果として、顧客の口座から、資金および証券の許可されていない取引は行われなかった。

VFAは、2009年に書面化された情報漏洩の防止計画を採択したが、顧客に対するリスクの変化に対応し、情報漏洩の防止計画を調査せず、更新も行わなかった。また、従業員に対して、適切な訓練も行わなかった。さらに、当該情報漏洩の防止計画は、VFAによって調査されたコンピュータの侵入のようなRedFlagに対応する合理的な政策および手続きを含んでいなかった。

上述の行為の結果、VFAは、SECに登録されたすべての証券会社および投資顧問が、顧客の記録および情報を保護するために合理的に企図された政策および手続きの採択を要求するというReg.S-Pの30条a号に故意に違反した。VFAは、また、対象口座を維持、管理している証券会社および投資顧問に対して、対象口座の開設、または、現存する対象口座に関連して、情報漏洩を調査し、防止し、軽減するための書面による情報漏洩の防止計画を策定し、実行することを要求するRegulation S-IDのRule201に違反した。

#### (本審決の特徴)

被審人は、顧客の情報を防御するための適切な企図された政策及び手続きを執行し、Regulation S-IDに対応し、情報漏洩を防止する計画に基づいて、従業員や契約者を訓練することを怠ったことにより、Reg.S-PおよびRegulation S-IDに違反した。当該事件は、Regulation S-IDが2013年に採択されて以来、最初の執行事例であるとされる。Safeguard Ruleは、①書面による政策及び手続きが合理的に顧客の記録および情報の秘密保持を保証すること、②顧客の記録および情報の保全性に対する予期された危険の脅威に対して、保護すること、③いかなる顧客に対しても重大な損害および問題を結果として生じせしめるような顧客の記録または情報に対する権限が与えられていないアクセスまたは利用から、保護することを企図されなければならない。また、Regulation S-IDは、情報漏洩の防衛計画が以下のことを行うための合理的な政策および手続きを含むことを要求している。①情報漏洩の防衛計画に対して、Regulation S-IDが対象口座のため、関連性のあるRed Flagを明記し、合理的な政策および手続きを挿入すること、②情報漏洩の防止計画の中に挿入されたRed Flagを認めること、③情報漏洩の防止計画に従って、Red Flagに適切に対応すること、④情報漏洩の防止計画は、情報漏洩から顧客に対するリスクの変化を反映するため、定期的に更新することを保証する。被審人は、上述のRuleに対応して、顧客情報を保護することを怠り、顧客情報を漏洩したことで違反が認められたのであろう。

### 第3章 我が国における投資運用業者の顧客情報保護と秘密保持義務

#### 第1節 投資運用業者の民法上の善管注意義務

投資運用業者は顧客の資産運用に関し、守秘義務があると解する説があり、「投資一任会社の

場合には、投資一任契約上で『秘密の保持』を規定しており(投資顧問業協会の契約サンプルどおりである場合)、委任者の同意を得ない場合には、第三者への顧客情報(運用資産残高やパフォーマンスを含む)の伝達はできない。ここでいう第三者には投資顧問業者の親会社も含まれ、親会社へ顧客情報を開示する場合には、委任者に事前に承諾を得ていない場合、契約違反となる。」と述べている<sup>31</sup>。

日本投資顧問業協会が定める投資顧問契約のサンプルにおいて<sup>32</sup>、秘密の保持として、「第4条乙(投資顧問業者)は、この契約に関連して知りえた甲(顧客)の財産状況その他の事情については、秘密を厳守する。2乙は、投資助言サービスの内容を第三者に洩らし、又は甲の承諾なくして甲の投資助言サービスを第三者と共有してはならない。」と定めている。

上述のサンプルと同様の規定が投資一任契約に定めがあれば、投資運用業者が顧客情報を漏洩することは、この条項に違反する。投資運用業者が行う投資一任契約は委任契約であると解されているので<sup>33</sup>、このような契約違反があれば、民法644条に規定する善管注意義務に違反することになる。なお、銀行等の金融機関は顧客に対して秘密保持義務を負うと解されているが、その根拠については次のように議論が分かれている。

すなわち、①信義則説、②商慣習説、③契約説、④法人情報と個人情報を区別する見解である。また、金融機関が顧客に対して負う秘密保持義務の根拠は、金融機関と顧客との間の契約(預金契約または貸付契約)に付随する信義則上の義務(付随義務)であると解するのが、民法に関する通説的理解と整合し、妥当であるとする見解がある<sup>34</sup>。

私見としては、投資運用業者は、顧客と投資一任契約という委任契約を締結しており、当該契約の中で投資運用業者の顧客への秘密保持義務を明文で設けている場合には、当該秘密保持義務を善良な管理者の注意をもって履行すべきであろうし、当該契約の中で投資運用業者の顧客への秘密保持義務を明文で設けていない場合には、投資一任契約に付随する信義則上の義務(付随義務)として秘密保持義務を負うと解するのが妥当であると考えられる。

## 第2節 金商法上の規制

金商法42条は、投資運用業者が顧客に対して忠実義務および善管注意義務を負う旨を定めており、投資運用業者の顧客情報保護の義務は同規定からも導かれるものと解される。また、以下に述べるように、金融商品取引業者等(投資運用業者を含む)による顧客に関する情報の秘密保持義務を防止する具体的な規定として、同法40条2号がある。

### 1 投資運用業者の忠実義務および善管注意義務

<sup>31</sup> 河村賢治＝西山寛＝村岡佳紀『投資顧問業の法務と実務』（金融財政事情研究会、2006年）377頁。

<sup>32</sup> <http://www.jiaa.or.jp/profile/pdf/kisoku/jogen3-190926.pdf>.

<sup>33</sup> 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）16頁。

<sup>34</sup> 浅井弘章『個人情報保護法と金融実務（第4版）』（金融財政事情研究会、2016年）230-231頁。

投資運用業者の顧客情報の秘密保持義務は、金商法42条に規定する投資運用顧客に対する忠実義務および善管注意義務からも導きだされると考える。

後述する本節の2の業務に関して取得した顧客に関する情報の適正な取扱いを確保するための措置を講ずる義務に関して述べるように、金融庁は、金融商品取引業者等(投資運用業者を含む)が、顧客に対して秘密保持義務を負っていることを当然の前提にしていると推測できる。投資運用業者が秘密保持義務に違反すれば、金商法42条の投資運用顧客に対する忠実義務および善管注意義務違反となると解することができる。

## 2業務に関して取得した顧客に関する情報の適正な取扱いを確保するための措置を講ずる義務(金商法40条2号の顧客情報保護に関する「内閣府令で定める状況」)

金融商品取引業者等は、業務に関して取得した顧客に関する情報の適正な取扱いを確保するための措置を講じていないと認められる状況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、かつ、業務の運営の状況が公益に反し、または投資者の保護に支障を生ずるおそれがあるものとして内閣府令で定める状況にあることのないように、その業務を行わなければならない(金商法40条2号)<sup>35</sup>。

同条2号の「内閣府令で定める状況」とは、金融商品取引業者等に関する内閣府令(以下、「金商業府令」という)123条1項において、顧客情報保護に関するものとして、次のように具体的に列挙されている。

①その取り扱う個人である顧客に関する情報の安全管理、従業員の監督および当該情報の取扱いを委託する場合には、その委託先の監督について、当該情報の漏えい、滅失または毀損の防止を図るために必要かつ適切な措置を講じていないと認められる状況(金商業府令123条1項6号)

②その取り扱う個人である顧客に関する人種、信条、門地、本籍地、保健医療または犯罪経歴についての情報その他業務上知り得た公表されていない特別の情報を、適切な業務の運営の確保その他必要と認められる目的以外の目的のために利用しないことを確保するための措置を講じていないと認められる状況(金商業府令123条1項7号)

③金融商品取引業者等が取得した顧客の財産に関する公表されていない情報その他の特別な情報(一定のものを除く)を、事前に顧客の書面による同意を得ることなく、当該金融商品取引業者等が委託を行う登録金融機関もしくは金融商品仲介業者に提供している状況または金融商品取引業者等が委託を行った登録金融機関もしくは金融商品仲介業者から取得した顧客の財産に関する公表されていない情報その他の特別な情報(当該登録金融機関または金融商品仲介業者

---

<sup>35</sup> 当該条文に関する詳細な研究として、神田秀樹＝黒沼悦郎＝松尾直彦「金融商品取引法コンメンタール2」(商事法務、2014年)355-364頁[志谷]、黒沼悦郎＝太田洋編『論点体系金融商品取引法2』(第一法規株式会社、2014年)148-150頁[濃川]、黒沼悦郎『金融商品取引法』(有斐閣、2016年)528-530頁を参照。

が当該顧客の書面による同意を得ずに提供したものに限り)を利用して有価証券の売買その他の取引等を勧誘している状況(金商業府令123条1項18号)

④登録金融機関が取得した顧客の財産に関する公表されていない情報その他の特別な情報(一定のものを除く)を、事前に顧客の書面による同意を得ることなく、委託金融商品取引業者に提供している状況または委託金融商品取引業者から取得した顧客の財産に関する公表されていない情報その他の特別な情報(当該委託金融商品取引業者が当該顧客の書面による同意を得ずに提供したものに限り)を利用して有価証券の売買その他の取引等を勧誘している状況(金商業府令123条1項24号)

### 3 金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針の「Ⅲ-2-3-1 顧客情報の管理」および「Ⅲ-2-4 顧客等に関する情報の管理」

金商法40条の規定に基づき、金融庁の定める金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針の「Ⅲ-2-3-1顧客情報の管理」において、金融商品取引業者は、顧客の属性等および取引実態を的確に把握し得る顧客管理態勢を確立することが重要であるとし、顧客カード等を作成した上で、顧客属性等の的確な把握および顧客情報の管理の徹底を求めている<sup>36</sup>。

同監督指針の「Ⅲ-2-4顧客等に関する情報の管理」では、「顧客に関する情報は、金融商品取引の基礎をなすものであり、その適切な管理が確保されることが極めて重要である。そのうち特に、個人である顧客に関する情報については、個人情報保護に関する法律(以下「個人情報保護法」という)、金商業等府令、金融分野における個人情報保護に関するガイドライン(以下「保護法ガイドライン」という)および金融分野における個人情報保護に関するガイドラインの安全管理措置等についての実務指針(以下「実務指針」という)の規定に基づく適切な取扱いが確保される必要がある。」と述べている。さらに、「また、金融商品取引業者は、法人関係情報(金商業府令1条4項14号に掲げる法人関係情報をいう。以下同じ)を入手し得る立場であることから、その厳格な管理とインサイダー取引等の不公正な取引の防止が求められる。」と述べている<sup>37</sup>。

金融庁は、金融商品取引業者が顧客に関する情報および法人関係情報(以下、「顧客等に関する情報」という)を適切に管理し得る態勢を確立することが重要であると述べ、多くの留意点を上げ検証すべきであると述べている。留意事項を大きく4つに分け、それぞれ細目を述べている。

---

<sup>36</sup> 金融商品取引業者は、顧客について顧客カード等により知りえた情報を他に漏らしてはならない(日証協・投資勧誘規則5条2項)。

<sup>37</sup> 法人関係情報に関しては、以前、同監督指針の改正にあたってパブリックコメントに対する金融庁の考え方の一つとして、「法人顧客情報についてまで、法定されている個人情報管理並みの水準を求める趣旨でないと理解してよいか。」というコメントに対して、金融庁は、「個人情報を含まない法人顧客情報については、個人情報保護法等の直接の適用はありませんが、顧客に関する情報は、金融取引の基礎をなすものであり、適切に管理する必要があります。」と述べていた。平成22・6・4 コメントの概要及びそれに対する金融庁の考え方2頁12番参照。

#### (1)顧客等に関する情報管理態勢に係る留意事項

まず、当該留意事項に関して、以下の事を検証するとしている。情報漏えい等が発生した原因を分析し、再発防止に向けた対策が講じられているか。更に、他社における漏えい事故等を踏まえ、類似事例の再発防止のために必要な措置の検討を行っているか。

また、顧客等に関する情報管理に係る監査に従事する職員の専門性を高めるため、研修の実施等の方策を適切に講じているか。さらに、次の6個の細目を上げている。

①経営陣は、顧客等に関する情報管理の適切性を確保する必要性及び重要性を認識し、適切性を確保するための組織体制の確立(部門間における適切な牽制の確保を含む。)、社内規程の策定等、内部管理態勢の整備を図っているか。

②顧客等に関する情報の取扱いについて、具体的な取扱基準を定めた上で、研修等により従業員に周知徹底を図っているか。特に、当該情報の他者への伝達については、上記の法令、保護法ガイドライン、金融分野ガイドライン、実務指針の規定等に従い手続きが行われるよう十分な検討を行った上で取扱基準を定めているか。

③顧客等に関する情報へのアクセス管理の徹底(アクセス権限を付与された本人以外が使用することの防止等)、内部関係者による顧客等に関する情報の持ち出しの防止に係る対策、外部からの不正アクセスの防御等情報管理システムの堅牢化などの対策を含め、顧客等に関する情報の管理状況を適時・適切に検証できる体制となっているか。また、特定職員に集中する権限等の分散や、幅広い権限等を有する職員への管理・牽制の強化を図る等、顧客等に関する情報を利用した不正行為を防止するための適切な措置を図っているか。

④顧客等に関する情報の取扱いを委託(脚注によれば、「委託」とは、契約の形態や種類を問わず、金融商品取引業者が他の者に顧客等に関する情報の取扱いの全部又は一部を行わせることを内容とする契約の一切を含むとする。)する場合の取るべき措置に関するものである。

⑤顧客等に関する情報の漏えい等が発生した場合に、適切に責任部署へ報告され、二次被害等の発生防止の観点から、対象となった顧客等への説明、当局への報告及び公表が迅速かつ適切に行われる体制が整備されているか。

⑥独立した内部監査部門等において、定期的又は随時に、顧客等に関する情報管理に係る幅広い業務を対象にした監査を行っているか。

#### (2)個人情報管理に係る留意事項

①個人である顧客に関する情報については、金商業府令123条1項6号の規定に基づきその安全管理、従業員の監督及び当該情報の取扱いを委託する場合にはその委託先の監督について、当該情報の漏えい、滅失又は毀損の防止を図るために必要かつ適切な措置として、安全管理について必要かつ適切な措置、従業員の監督について必要かつ適切な措置、委託先の監督について必要かつ適切な措置が講じられているか。

②個人である顧客に関する人種、信条、門地、本籍地、保健医療又は犯罪経歴についての情報その他の特別の非公開情報(脚注で、その他特別の非公開情報とは、以下の情報をいうとして  
いる。(a)労働組合への加盟に関する情報、(b)民族に関する情報、(c)性生活に関する情報、(d)個人  
情報の保護に関する法律施行令2条4号に定める事項に関する情報、(e)個人情報の保護に関  
する法律施行令2条5号に定める事項に関する情報、(f)犯罪により害を被った事実に関する情報、  
(g)社会的身分に関する情報)を、金商業府令123条1項7号の規定に基づき金融分野ガイドライン  
5条1項各号に列挙する場合を除き、利用しないことを確保するための措置が講じられているか。

③金融商品取引業者が、クレジットカード決済による有価証券の売買の受託等について、例外的  
に認められている場合において、クレジットカード情報(カード番号、有効期限等)を含む個人情報  
(以下「クレジットカード情報等」という。)は、情報が漏えいした場合、不正使用によるなりすまし購  
入など二次被害が発生する可能性が高いため、金融商品取引業者は、上記①・②に加え、特に  
以下の措置を講じているか。

イ.クレジットカード情報等について、利用目的その他の事情を勘案した適切な保存期間を設定  
し、保存場所を限定し、保存期間経過後適切かつ速やかに廃棄しているか。

ロ. 業務上必要とする場合を除き、クレジットカード情報等をコンピューター画面に表示する際  
には、カード番号を全て表示させない等の適切な措置を講じているか。

ハ.クレジットカード情報等を保護するためのルール及びシステムが有効に機能しているかにつ  
いて、定期的又は随時に点検・立入検査を行っているか。

(3)法人関係情報を利用したインサイダー取引等の不公正な取引の防止に係る留意事項

①役職員及びその関係者による、有価証券の売買その他の取引等に係る社内規則を整備し、  
必要に応じて見直しを行う等、適切な内部管理態勢を構築しているか。

②役職員によるインサイダー等の不公正な取引の防止に向け、職業倫理の強化、関係法令や  
社内規則の周知徹底等、法令遵守意識の強化に向けた取り組みを行っているか。

③法人関係情報を入手し得る立場にある金融商品取引業者の役職員及びその関係者による有  
価証券の売買その他の取引等の実態把握を行い、必要に応じてその方法の見直しを行う等、適  
切な措置を講じているか。

以上のように、金商法40条2号においては、金融商品取引業者等は、業務に関して取得した顧  
客に関する情報の適正な取扱いを確保するための措置を講じていないと認められる状況に該当  
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定め、かつ業務の運営の状況が公益に  
反し、または投資者の保護に支障を生ずるおそれがある状況としてもものとして内閣府令で個人情  
報および法人顧客情報が保護されていない状況を列挙している。

さらに、金融庁は、金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針の「Ⅲ－2－4 顧客等に関す  
る情報管理態勢」において、「顧客に関する情報は、金融商品取引の基礎をなすものであり、その

適切な管理が確保されることが極めて重要であると述べている。このような規制状況からみれば、金商法上、金融商品取引業者等(投資運用業者を含む)が、顧客に関する情報を適切に管理すべきということは、その前提として、金融商品取引業者等は、顧客に対して秘密保持義務を負うことを命じられていると考えられる。

(4)投資運用業者の弊害防止に関する重要な留意事項顧客情報が漏洩した際の責任の所在について、金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針VI-2-2-3では、投資運用業者の弊害防止に関する重要な留意事項が、次のように示されている。

①「社内管理体制」の整備

異なる種別の業務間における弊害防止措置として、業務内容に応じた弊害発生防止に関する社内管理体制を整備するなどの適切な措置が講じられているか。

②「非公開情報管理責任者」の設置

金商業等府令147条2号は、投資助言業務または投資運用業に関して、非公開情報(有価証券の発行者または投資助言業務および投資運用業以外の業務に係る顧客に関するものに限る。)に基づいて、顧客の利益を図ることを目的とした助言を行い、または権利者の利益を図ることを目的とした運用を行うことを禁止している。

当該「非公開情報」について、管理責任者の選任および管理規則の制定等による情報管理措置等が整備されているとともに、当該情報の利用状況の適正な把握・検証及びその情報管理方法の見直しが行われる等、情報管理の実効性が確保されていなければならない。上述の留意事項は、金商法の委任を受けた総合的な監督指針によって要求されるものである<sup>38</sup>。ゆえに、実務上、すべての投資運用業者が、非公開情報管理責任者を設置し、社内管理体制や守秘義務規定の整備を行うことが望まれる。

### 第3節個人情報保護法上の規制

個人情報保護法は、個人情報を取り扱う個人情報取扱事業者に対して、遵守すべき義務を定め、個人の権利利益を保護することを目的としている(同法1条)。個人情報取扱事業者は、個人情報データベース等を事業の用に供している者と定義づけられており(個人情報保護法2条5項)、投資運用業者は、個人情報取扱事業者に該当することになる。また、個人情報とは、生存する個人に関する情報であり(同法2条1項)、法人に関する情報は同法の適用対象外である。個人情報保護法、「個人情報の保護に関する法律施行令」および「個人情報の保護に関する基本方針」(平成16年4月2日閣議決定)を受けて、金融庁は、「金融分野における個人情報の保護に関するガイドライン」(平成21年11月20日金融庁告示63号)という指針を設けている。その後、金融庁は、「金融分野における個人情報の保護に関するガイドライン」平成29年2月を設けている(平成29年2月28日金融庁告示第1号)。平成29年2月28日金融庁告示第1号では、平成21年11月20日金融庁告示63号を「通則ガイドライン」と呼んでいる。平成29年2月28日金融庁告示第1号は、第1条の目的で、本ガ

---

<sup>38</sup> 十市崇編『金融商品取引法の諸問題』(商事法務、2012年)150頁[上林英彦]「証券会社等における情報共有規制」。

ガイドラインは、通則ガイドラインを基礎として、個人情報の保護に関する法律第6条および8条に基づき、金融分野における個人情報について保護のための格別の措置が講じられるよう必要な措置を講じ、および当該分野における事業者が個人情報の適正な取り扱いの確保に関して行う活動を支援する具体的な検討の指針として定めるものであると規定している。通則ガイドラインでは、金融分野における個人情報取扱事業者が個人情報の適正な取扱いの確保に関して行う活動を支援するため、金融分野における個人情報の性質および利用方法にかんがみ、事業者の講ずべき措置の適切かつ有効な実施を図るための指針として、定めたものである(同指針1条1項)。

さらに、日本投資顧問業協会は、個人情報保護法47条1項の認定を受けた認定個人情報保護団体として同項各号にかかげる業務を実施している(「会員における個人情報の適正な取扱いの確保について」(平成17年5月25日理事会決議))。日本投資顧問業協会は、「個人情報の保護に関する取扱指針」を設けている(平成17年3月23日理事会決議)。同指針は、「個人情報保護法」、「個人情報の保護に関する法律施行令」、「個人情報の保護に関する基本方針」および「金融分野における個人情報の保護に関するガイドライン」等を踏まえ、会員の行う投資運用業または投資助言・代理業における個人情報の適正な取扱いを確保するために、会員が講ずべき具体的な措置等を定めるものである(同指針1条)。

投資運用業者は顧客から様々な顧客情報を得ている。顧客は、そのような情報が、投資一任契約の目的のために用いられることを望む。投資運用業者は、投資一任契約上、顧客に対して、忠実義務および善管注意義務を負っている。投資顧問業者が顧客の利益を無視して顧客情報を自己の利益または親会社等の第三者の利益のために用いることは、忠実義務に違反する。また、投資運用業者は、顧客情報の杜撰な管理により、顧客情報が漏洩された場合には、善管注意義務違反となる。投資運用業者は、契約上、顧客に対し顧客情報を保護し、かつ秘密を保持する義務を負うが、金商法上も同様の義務が課されており、同義務違反に対しては、国の監督機関が監視している。また、個人情報保護法も、個人情報の保護の観点から、顧客情報の保護を図っている。それぞれの規制の総合的な運用により、実効的な投資運用業者の顧客情報の保護が達成されることが望まれる。

## 第5編 投資一任業務を行う投資運用業者の議決権行使

### 第1章 米国における投資運用業者の議決権行使

#### 第1節 忠実義務と議決権行使の関係について

##### 1. Frankel 教授の見解

米国の投資顧問法の研究者である Frankel 教授は、投資顧問は、顧客に対して、忠実義務を負っているとし、その内容を次の5つの義務に分類している。それは、①一般的義務、②公正取引の義務、③投資顧問法の下での忠実義務、④投資政策を忠実に守る義務、⑤投資顧問法の下での開示の基準である。Frankel 教授は、③投資顧問法の下での忠実義務において、特に重要な問題として、議決権行使に関する問題を挙げている<sup>1</sup>。以下、それについて説明する。

顧客は一般的に、顧客の持分証券に係る議決権を行使する権限を与えられている。投資顧問は、会社の行動・業績を監視し、委任状による議決権を行使するという注意義務を負っている。投資顧問は、顧客の最善の利益に合致した方法で、委任状による議決権を行使するという義務を負っており、顧客の利益を自分自身の利益に代替させてはならないという忠実義務を負っている。投資顧問は、委任状の議決権行使に関係して、利益相反関係を有している。例えば、投資顧問は、委任状を勧誘する経営陣の会社と、取引関係を有している可能性がある。また、委任状の争奪戦における参加者、取締役、取締役の候補者等と取引関係、あるいは個人的関係を有している可能性がある。

##### 2. Anderson 弁護士の見解

投資顧問の委任状による議決権行使について、Anderson 弁護士は、次のように指摘する<sup>2</sup>。投資顧問法は、投資顧問が顧客のために委任状による議決権行使を行うことを特に要求していない。また、同法上、委任状による議決権行使を行使する投資顧問が、いかにして議決権行使を行うかについての基準を設けていない。しかしながら、投資顧問の信認義務は、顧客の証券にかかる議決権行使および保有に伴うものである。それゆえ、投資顧問は、顧客の最善の利益のために、委任状による議決権行使を行わなければならないと指摘する。

#### 第2節 投資顧問法規則 Rule 206(4)-6 の規制

##### 1. 投資顧問法 Rule 206(4)-6 の内容

SEC は、2003 年 1 月、投資顧問法の下で、新たな規定である Rule 206(4)-6(以下、単に Rule 206(4)-6 と表記する)を採択した<sup>3</sup>。Rule 206(4)-6 は、顧客の委任状に関する議決権行使の権限を行使する SEC に登録した投資顧問に対して、以下の内容の信認義務を規定した。

①顧客の証券について、顧客の最善の利益となる議決権行使を確保するために合理的に企図

---

<sup>1</sup> Tamar Frankel, Arthur Laby, Ann Taylor Schwing, *The Regulation of Money Managers*, Vol. 2, Ch. 13, 49-50 (3d ed. 2015).

<sup>2</sup> James E. Anderson, Robert G. Bagnall, Marianne K. Smythe, *Investment Advisers: Law & Compliance: Vol.1, Ch.9, 90* (2009).

<sup>3</sup> Proxy Voting by Investment Advisers, IA-2106 (2003), 68 Fed Reg. 6585, 6586.

される書面による政策および手続を策定し、実行すること。当該手続は、投資顧問と顧客の間に生じる重大な利益相反にどのように対応するかという方法を含むものでなければならない (Rule 206(4)-6(a))。

②顧客の証券に関して、投資顧問がどのように議決権を行使したについて、顧客が投資顧問から情報を得る方法を顧客に開示すること (Rule 206(4)-6(b))。

③委任状による議決権行使に関する政策および手続を顧客に説明し、かつ、政策および手続の写しを請求する顧客に提供すること (Rule 206(4)-6(c))。

投資顧問は、上記の規定に違反して、顧客の委任状に関する議決権行使の権限を行使することが、投資顧問法 206 条 4 号に定める詐欺的、欺瞞的または操作的な行為に当たると考えられている<sup>4</sup>。

投資顧問は、Rule 204-2(c)(2)に従って、詳細な帳簿および議決権行使に関する記録を備え置かなければならない。

## 2. 投資顧問法 Rule 206(4)-6 と議決権行使に関する対応について

### (1) 投資顧問法 Rule 206(4)-6 と議決権行使の関係について

2003 年 1 月、SEC によって採択された Rule 206(4)-6 は、投資顧問に対して、書面による政策および手続の策定・実行の義務、記録保存の義務、特定の要件に従って委任状による議決権行使を行う投資顧問に対して、信認義務を課すという効果を有している<sup>5</sup>。

投資顧問法 Rule 206(4)-6 は、顧客の証券に関して、委任状による議決権行使を行うすべての登録投資顧問に適用される。また、顧客の証券の議決権を行使する投資顧問に加えて、Rule 206(4)-6 は、黙示的議決権行使の権限を有する投資顧問にも適用される。SEC は、投資顧問が投資顧問契約において黙示的議決権行使の権限を定めていない場合であっても、そのような黙示的権限を有していると述べている。投資顧問の議決権行使の権限は、裁量的な権限の包括的な付与により、黙示的に含まれていると考えられている。

SEC は、Rule 206(4)-6 の各規定 (上記(1)の①～③) について、杓子定規 (One Size Fits All) なアプローチが機能しないとの立場から、許容される手続のリストを当該 Rule 206(4)-6 において示すことや、特定の政策および手続を採択することを拒絶した。SEC は、Rule 206(4)-6 を採択するにあたって、すべての委任状につき顧客の最善の利益のために議決権行使されることを単に宣言する手続だけでは十分でない<sup>4</sup>と述べた。SEC は、投資顧問がそれぞれの顧客に対して、異なる政策および手続を策定し実施することができると述べた。

SEC は、Rule 206(4)-6 を提案するにあたって、次のことを示唆している。効果的な手続きというためには、会社の行動の監視について責任を有する職員、議決権行使を行うにあたって責任を有する職員、委任状を即座に提出することを確実にするために責任を負う職員を確定すべきであるとす

<sup>4</sup> 岡田洋隆＝鈴木謙輔＝白川もえぎ＝佐藤智晶＝須田英明『アメリカ投資顧問法』(弘文堂、2015 年) 156－157 頁。

<sup>5</sup> Proxy Voting by Investment Advisers, Inv. Adv. Act Rel. No. 2106 (Jan. 31, 2003).

る<sup>6</sup>。SEC は、金融業界の関係会社を有さない小規模な会社は、議決権行使に関連した利益相反関係がまったくないという可能性がある」と説明している。例えば、12b-1 プランに従って、投資信託の資金から控除される手数料の増加を承認する議決権行使の委任状を勧誘する投資顧問は、手数料が投資顧問の報酬の源となるのであれば、12b-1 プランに投資する顧客と投資顧問は、利益相反関係を有している。

## (2) 投資顧問の利益相反関係について

利益相反に関する SEC の見解は、多くの問題を残した。特に、SEC は、なにが重大な利益相反関係であるか、投資顧問が利益相反関係を確認するためにとる処置とは何か、さらに、利益相反に対処するために必要なことは何かについて、明確にはしていなかった<sup>7</sup>。

投資顧問は、どのように議決権行使を行うかについて影響を与えうる利益相反関係を有している。例えば、投資顧問、あるいはその関係者は、経営者が委任状を勧誘している会社について、年金を運用し、従業員利益給付制度を管理し、あるいは、証券業務、引受業務、保険業務、銀行業務などのサービスを提供していることが想定される。経営者にとって有利となるような議決権行使を行わなければ、投資顧問と当該会社との関係を害する。また、投資顧問は、委任状争奪戦が行われる場面において、その参加者、会社の取締役、取締役の候補者、事業との関係上、個人的関係を有している場合もありうる。例えば、投資顧問の業務執行役員は、ある会社の取締役、または、業務執行役員として勤務する妻、親戚と利益相反関係を有している。

利益相反関係に言及することを要求される事柄を説明するにあたって、明確に顧客の利益相反関係を開示し、同意を獲得するという投資顧問の政策は、当該 Rule の要件を満たしており、かつ、当該政策が実行されたとき、投資顧問法上の信託義務を満たしているとされる。

投資顧問は、委任状による議決権行使が、顧客の最善の利益のために行われ、投資顧問の利益相反関係の影響を受けていないことを確実にするための様々な手段を用いている。たとえば、事前に決定された政策に基づいて証券の議決権を行使した投資顧問は、次のような場合には、その議決権行使は利益相反の門題を生じせしめていないということを証明できたことになる。すなわち、投資顧問の側に裁量権がほとんど認められていない議題に対して政策の適用が行われた場合である。同様に、投資顧問が事前に決定された政策に従って、かつ、独立した第三者の推奨に基づいて、顧客の証券の議決権行使を行う場合、当該議決権行使は利益相反のある行為に当たらないことを証明できる。また、投資顧問は、委任状によりどのように投票すべきかを判断するために、他の者を雇用しており、そのことは委任状による議決権行使を行う投資顧問を適用除外するものである。これら以外の政策および手続も利用可能であるが、すべての政策および手続の有効性は、顧客の委任状による議決権行使を行う利益相反の関係と、議決権行使の決定どのように分離するかにかき左右される。

<sup>6</sup> See Inv. Adv. Act Rel. No.2059, 2002 SEC LEXIS 2400 (Sept. 20, 2002).

<sup>7</sup> *In re Deutsche Asset Mgmt., Inc.* Inv. Adv. Act Rel. No. 2160, 2003 SEC LEXIS 1977 (Aug. 19, 2003).

### (3) 投資顧問の議決権行使責任について

2014年、SECは、委任状を行使するにあたって、投資顧問の議決権行使責任について、2つの適用除外規定に関するガイダンスを発行した<sup>8</sup>。当該ガイダンスは、議決権行使に関する2012年のSECのコンセプト・リリースによって検討された幾つかの問題について回答している<sup>9</sup>。

このガイダンスは、投資顧問の法令遵守義務、および、議決権行使助言会社の運営に影響を与える可能性があるものと考えられる。SECの職員は、投資顧問および議決権行使助言会社の現在の制度および当該ガイダンスに照らして、以下のように述べた。

ガイダンスは、次のことを規定している。投資顧問は、少なくとも1年に1度、委任状による議決権の行使に関する政策および手続きが有効に実行されていることを確保するため、その適切性の審査を含む受任者の義務の遵守を証明する特定の手続きをとるべきである。SECは、投資顧問が、とりわけ、委任状による政策および手続きを遵守したか否かを審査するため、委任状の議決権行使のサンプリング調査を行うこと、あるいは、委任状による議決権行使についての追加的な分析を要求するかもしれず、定期的に、委任状による議決権行使のサンプル調査を実施することにより、法令遵守を証明することができる。

また、投資顧問が、委任状による議決権行使のすべての責任を引き受けることを顧客との間で合意することは要求されていないとSECの職員は確認している。そして、顧客が、顧客のために委任状による議決権を行使することを委任した場合、投資顧問および顧客は、以下の事項を含むさまざまな合意をすることができるとされる。

- ①特定のタイプの議案に関して委任状による議決権行使をしないこと。
- ②顧客の許可に基づいて、特定のタイプの議案にのみ焦点をあてること。
- ③委任状の議決権行使をまったく行わないこと。
- ④特定の議案について、異なる投票がなされるべきであるとする投資顧問の決定がない場合、発行者の経営者が推奨する内容の投票を行うこと。

投資顧問は、議決権行使助言会社を選任する場合、とりわけ、議決権行使助言会社が委任状の諸問題を適切に分析する能力を有していることを確認するべきであると指摘される。議決権行使助言会社が必須の能力を有する者であるか否かを判断するための考慮要素として、SECの職員は、次のことを示している。投資顧問は、とりわけ、(i)議決権行使の推奨が、最新で、かつ、正確な情報に基づくものであることを保障する能力があるか否か、(ii)利益相反の関係を確認し、説明する適切な能力があるか否かに関して、議決権行使助言会社の政策および手続きの確実性、議決権行使助言会社の職員の特性を考慮しなければならない。投資顧問は、これら以外の考慮事項についても評価しなければならない。

### (4) 議決権行使助言会社を利用する投資顧問の責任

---

<sup>8</sup> SEC Staff Legal Bulltein No.20 (June 30, 2014).

<sup>9</sup> Concept Release on the Proxy System, Rel. No. 34-62495 (July 14, 2010).

最後に、議決権行使助言会社を利用する投資顧問は、顧客の最善の利益となるよう議決権行使を行うことを保障し、議決権行使助言会社の十分、かつ、現在行われている議決権行使を監督するため、合理的に意図された政策および手続きを実行しなければならないこととされている。

SEC の職員の説明によれば、これらの政策および手続きの一部は、議決権行使助言会社の利益相反関係を確認し、説明することに焦点をあてている。例えば、投資顧問は、以下のことを要求することができる。議決権行使助言会社が、関係しているとみなされるすべての事業の変更や、利益相反の政策および手続きの更新を要求することができる。また、SEC の職員は、投資顧問が議決権行使助言会社の推奨が重大な事実上の過ちに基づいていると判断するときは、議決権行使助言会社の推奨行為が疑問視されるべきであるとする。投資顧問は、議決権行使助言会社の推奨どおりに進める手続きを問題にすべきであり、その過ちを調査するための合理的な方法を用いなければならない。議決権行使助言会社が将来の過ちを低減させるための手続きをとっていることを証明すべきであると考えられている。

Rule 206(4)-6 は、投資顧問に対して、投資顧問がその議決権をどのように行使するかについての情報を得ている旨を顧客に開示することを求める。また、投資顧問は、顧客に対する議決権行使に関する政策および手続きを顧客に説明しなければならない。その政策および手続きの写しを顧客に提供しなければならない。当該説明は、投資顧問の議決権行使の手続きの簡便な要約でなければならない。投資顧問は、開示が明確であれば、より長い文章で開示を行うことも可能である。投資顧問は、顧客に対して、定期的な口座の説明書とともに、または別の郵便で、その開示書類を送付することができる。

### 3. 顧客に対する説明書の交付義務および記録作成義務

#### (1) 説明書の交付義務

前述のように、投資顧問は、委任状による議決権行使に関する政策および手続きの説明書を顧客に提供しなければならない。かつ、請求に応じて、政策および手続きの写しを提供しなければならない(Rule 206(4)-6(c))。当該説明書は、投資顧問の政策および手続きの反復であってはならず、投資顧問が行う委任状の議決権行使に関する過程を要約したものでなければならない。当該説明書は、投資顧問の政策および手続きの写しが、請求に応じて、利用可能であるということを示さなければならない(Rule 206(4)-6(b))。これらの開示要件の詳細は、Form ADV Part 2A において定められている。特に、委任状による議決権行使の権限を有する投資顧問は、以下の説明を含めなければならない(Form ADV Part 2A の Item 17 の A および B)。

- ① 投資顧問の議決権行使の政策および手続き。
- ② 顧客が、投資顧問に対して、特定の委任状勧誘にかかる議決権行使について指示することが可能か否か。
- ③ 投資顧問が、顧客との間の利益相反への対応をどのように行うのかに関して説明しているか否か。
- ④ 投資顧問が、顧客の証券に関して、どのように議決権を行使したかについての情報を顧客が

入手する方法を説明しているか否か。

⑤請求に応じて議決権行使の政策および手続きの写しを入手できることを説明しているか否か。

⑥投資顧問が顧客の証券にかかる議決権行使権限を有していない場合、その旨を開示すること。顧客が直接投資顧問、カストディアンまたは名義書換代理人 (transfer agent) から委任状勧誘を受領するのか否か、そして一定の委任状勧誘に関する質問を投資顧問に行う事ができるか否か、またできる場合はその方法。

## (2) 記録の作成等の義務

投資顧問は、投資顧問法規則のもとで、委任状による議決権行使に関する記録を作成し、保存する義務を負う (Rule 204-2(c)(2))。そこでは、次のものの記録作成・保存義務が課せられている。

①投資顧問の議決権行使の政策および手続きの写し、②投資顧問が受領する委任状説明書の写し、③顧客に代わって投資顧問が行った議決権行使の記録、④顧客に代わって議決権行使を行うにあたり、投資顧問によって作成された重要な書類またはその投資判断の根拠と位置づけられる書類の写し、⑤顧客に代わって投資顧問が議決権行使をどのように行ったかに関する情報の顧客からの書面による請求の写しおよび投資顧問による回答書の写し、である。

## 4. 投資顧問の利益相反の潜在性と議決権行使助言会社の利用

### (1) 議決権行使助言会社の概要

議決権行使助言会社とは、機関投資家向けに、上場会社の株主総会決議に付される議案について、情報の整理ないし独自の分析を行い、どのように議決権を行使すべきかを勧告するサービスを提供することにより、報酬を得る事業者とされている<sup>10</sup>。

機関投資家は、分散投資を行うことによって、多数の銘柄を保有することから、すべての投資対象の会社における株主総会では、議決権行使にかかる判断および事務処理を行うことが容易ではないとされている。これには、株主総会が一定期間に集中することにより、議決権行使の判断や事務処理が遅滞することが原因とされる。議決権行使助言会社が行う議決権行使の勧告は、機関投資家の議決権行使判断を補助するものとされる。同様に、議決権行使助言会社が、機関投資家の指図に従った議決権行使の事務処理や議決権行使記録の作成といった付随的業務を行うことによって、機関投資家の議決権行使に関する手続きを補助することがあるとされている<sup>11</sup>。

### (2) 議決権行使の利益相反との関係

Rule 206(4)-6 の下で、投資顧問は、顧客の最善の利益のために委任状による議決権を行使するという事実を確実にするため、書面による政策および手続きを策定・実行しなければ、投資顧問の

---

<sup>10</sup> SEC Concept Release on the US Proxy System (Rel. No. 34-62495; IA-3052), at 105-106 (July. 14, 2010).

<sup>11</sup> 詳細について、高橋真弓「議決権行使助言会社の法的規制論に関する一研究」一橋法学 11 巻 2 号 443 頁(2012 年)を参照。

議決権行使は、詐欺的、欺瞞的、相場操縦的業務となる。したがって、たとえ投資顧問が、ある議案について経営者を支持しており、経済的な利害関係を有していなくても、自動的に経営者の推奨に応じて賛成投票をすることはできないと考えられている。投資顧問は、慎重な投資家の基準に従って、議決権行使を行わなければならない。ほとんどの投資顧問は、この義務の合理的な履行のため、1つ以上の議決権行使助言会社のサービスの提供を受ける以外に手段は有していないとされている。

後述するSECの2つのNo Action Letter(Egan Jones Letter および ISS No Action Letter)は、上記のような投資顧問の実務を支持している。投資顧問は、独立した議決権行使助言会社の推奨に従うことによって、あり得る利益相反を回避することができる。Egan Jones Letter では、独立した第三者の推奨に基づいて、事前に決定された政策に従って、議決権行使を行う投資顧問は、たとえ当該推奨が、投資顧問自身の利益と一致したとしても、顧客に対する受託者としての忠実義務に違反するものではないとされた。基本的に、事実上投資顧問から独立している第三者の推奨は、投資顧問の利益相反関係の議決権行使を取り除くことができると考えられている。

## 第2章 SECによる行政処分事例およびNo Action Letter

### 【SECによる行政処分事例】

#### ① *In re* Intech Investment Management. 事件<sup>12</sup>

##### [事案の概要]

本件は、登録投資顧問であるIntech社に関する事案である。2003年から2005年の間にIntech社は、顧客の証券に関する議決権行使を顧客の最善の利益のために行うことを企図した書面による政策および手続きを実行することなく、顧客の証券に関する議決権行使を行った。これらの政策および手続きは、投資顧問が自身の利益と顧客の利益の間に生じる潜在的利益相反関係に対処するということを含んでいなかった。Intech社は、その委任状による議決権行使の政策および手続きについて、顧客に対して十分に説明していなかった。そのような議決権行使の権限をIntech社に委任した顧客のために、証券または委任状の議決権を行使するかを決定するにあたって、Intech社は、AFL-CIO(米国労働連合会)という第三者の議決権行使のガイドラインを選択した。議決権行使助言会社であるISSによって提供されたこのガイドラインは、Proxy Voting Service(PVS)として言及されていた。Intech社は、特定のタイプの議決権行使に関するAFL-CIOの推奨に従った。ISSおよびPVSに従うことは、AFL-CIOの主要な議決権行使のランキングを向上させるものであった。Intech社は、改善されたランキングが新たな労働組合に関係する顧客を引き付けることに役立つと確信していた。ISSおよびPVSを用いることは、Intech社にとって、潜在的利益相反関係を生み出した。

Intech社は、ISSおよびPVSに基づいて、顧客の証券の議決権を行使するということを意図していたと開示していた。しかしながら、Intech社は、AFL-CIOの推奨に従うということを開示していな

---

<sup>12</sup> *In re* Intech Investment Management LLC., Inv. Adv. Act Rel. No. 2872, 2009 SEC LEXIS 1517(May 7, 2009).

かった。事実、Intech 社は、同社の代表者を通じて事実を言及することなく、政策および手続きを説明していた。Intech 社は、四半期ごとに委任状による議決権行使の状況を期差した報告書を顧客に送付していたが、その報告書には同社の議決権行使がガイドラインに従っていたことを説明していなかった。

上述の行為により、Intech 社は、投資顧問法 206 条 4 号および同法規則 Rule206(4)-6(a)および 206(4)-6(c)に違反したとされた。同社の代表者は、Intech 社の違反行為を教唆および幫助したことにより、投資顧問法 206 条 4 号および同法規則 Rule206(4)-6(a)および 206(4)-6(c)に違反したとされた。

[検討]

Frankel 教授は、本件について次のように指摘する<sup>13</sup>。Intech 事件において、投資顧問が委任者の証券に関する議決権行使を行う際に、利益相反が発生した可能性がある。すなわち、投資顧問は、AFL-CIO の調査において、投資顧問として、より高い順位を獲得するため、第三者による議決権行使の推奨を利用した。この事実は、開示されるべきであったが、投資顧問の議決権行使の政策において、開示されていなかった。投資顧問の代表者は、顧客に対して、投資顧問が委任状による議決権行使において利益相反の存在を予期していなかったことを顧客に通知していた。

本件は、投資顧問が真に有していた議決権行使の目的を顧客に秘して議決権行使を行った事例であり、その目的の達成が自己の利益につながるというものであった。典型的な利益相反事例あるいは忠実義務に違反する事例であるといえるのではなかろうか。本件は、投資顧問が、労働組合に関係する顧客を得、新たな顧客を開拓するため、他の顧客よりも、自らの利益を優先したため、投資顧問法 206 条 4 号違反となったものであろう。

## ② *In re* Focus Point Solutions, Inc 事件<sup>14</sup>

[事案の概要]

本件事案では、証券会社であり登録投資顧問である Focus Point 社は、関係を有する投資顧問や、登録投資顧問である H Group(Focus Point 社と同じ傘下にある)、そして Focus Point 社および H Group の社長である Higgs らとともに、投資顧問会社における以下の3つの点において、利益相反関係の開示を怠ったとされた。

第1に、Focus Point 社は、証券会社との収益分配契約を通じて、非公開の報酬を受領した。証券会社は、Focus Point 社に対して、同社が特定のミューチュアルファンドに投資したすべての顧客の資産に関して、対価を支払うことに同意した。その代わりに、Focus Point 社は、証券会社に対して、証券保管サービスを提供することに同意した。その契約は、Focus Point 社が、他の投資よりも、特定のミューチュアルファンドを優遇するというインセンティブを生み出した。Focus Point 社は、

<sup>13</sup> Tamar Frankel, Arthur Laby, Ann Taylor Schwing, Vol.2, Ch-13, at 48-49(3d ed, 2015).

<sup>14</sup> *In re* Focus Point Solutions, Inc., Inv. Adv. Act Rel. No.3458, 2012 SEC LEXIS 2856 (Sept.6, 2012).

顧客に対する利益相反関係を開示しなかった。また、Higgs は、Focus Point 社の違反行為につき、教唆および幫助を行ったことにより、投資顧問法 206 条 2 号および 207 条に違反したとされた。

第2に、Focus Point 社に対する手数料報酬に関する誤解を招く情報が、受託者に提供された。Focus Point 社は、ミューチュアルファンドのサブの投資顧問となる採用を求めているが、Subadvisor の手数料を超えていかなる報酬も受け取ることはないと述べていた。しかしながら、受託者に知られずに、Focus Point 社は主たる投資顧問が、Focus Point 社に対して手数料報酬を支払うという契約を締結していた。Focus Point 社の説明の欠落は、サブの投資顧問として必要なすべての情報を評価することから、受託者としての役割を妨げるものであった。当該情報は、Focus Point 社が受託者に提供する義務を負うものであった。Focus Point 社は以上の行為により、投資会社法 15 条 c 項に違反した。また、Higgs は、その教唆および幫助を行った。

最後に、Focus Point 社と関係を有していた H Group は、Focus Point 社をサブの投資顧問として採用することについて、Focus Point 社に有利となるよう顧客の委任状を用いて議決権行使を行った。しかし、Focus Point 社は、議決権行使の結果として、経済上の利益を有していた。当該利益相反は、H Group の顧客の最善の利益よりも、むしろ、Focus Point 社の最善の利益を優先するというインセンティブを与えた。H Group は利益相反の存在にもかかわらず、これらの議決権行使を行うことにより、投資顧問法 206 条 2 号および 4 号、Rule 206(4)-6 に違反したとされた。

#### [検討]

Focus Point 社が、顧客に対して、利益相反関係の情報開示を行わなかったのは、顧客の利益よりも、自らの会社の利益を優先したからであろう。このような利益相反関係を未然に防ぐには、議決権行使を行うに際して、特定の者が利益を得て、他の者が不利益を被っていないかを監督する法制度が必要であると考えられる。

### ③ *In re Three Bridge Wealth Advisors LLC*. 事件<sup>15</sup>

#### [事案の概要]

2015 年、Three Bridge 社は、Form ADV Part 2A の小冊子 (Brochure) および投資顧問契約において、顧客の証券に関して、委任状の議決権行使の権限を有しないという表示を行っていた。それにも拘わらず、数十人の顧客の口座において保有される証券に関して、委任状による議決権行使を行った。上記行為により、Three Bridge 社は投資顧問法 206 条 2 号に違反したとされた事案である。

Three Bridge 社が SEC に提出した小冊子において、同社は、顧客の証券に関する議決権行使を行う権限を有しておらず、顧客は、カストディアンまたは名義書換代理人から直接委任状を受領するものと記載されていた。また、当該委任状が、Three Bridge 社に送付された際、それを顧客に直接転送する旨が述べられていた。顧客との助言契約においても、同旨の内容が記載されていた。

2015 年 5 月、証券会社の代表者 A からの要請を受けて、Three Bridge 社は、A と関係がある会

---

<sup>15</sup> *In re Three Bridge Wealth Advisors LLC*., Inv. Adv. Act Rel. No.5375, 2019 SEC LEXIS 3381 (Sept. 27, 2019).

社であり、かつ、Three Bridge 社の顧客によって保有されている 4 つの会社において勧誘されている委任状に関して、同社のレターヘッドが記載され、署名が記載された書面を A に返送した。この書面には、上記 4 社の株式を保有するそれぞれの顧客口座が記載され、Three Bridge 社が当該書面に掲載した顧客口座の投資顧問であり、これらの顧客のために議決権行使権限を有しており、勧誘された委任状を支持する内容の議決権行使を行うことが述べられていた。しかし、Three Bridge 社は書面への書名および返送の前に当該顧客らに対して何ら開示を行っていなかった。同年 9 月にも、A から同様の要請があり、4 社のうちの 1 社につき、Three Bridge 社は、顧客に開示することなく、当該 1 社の株式を保有する顧客の口座を記載した書面を署名したうえで A に返送した。

上記の行為の結果、Three Bridge 社は、顧客または将来の顧客に対して、詐欺・欺瞞となるような取引、実務、慣行に従事することを禁止する投資顧問法 206 条 2 号に違反したとされた。

#### [検討]

Three Bridge 社は、顧客の証券に関して、委任状の議決権行使の権限を有しないという表示を行っていたにも拘わらず、顧客の口座において保有される証券に関して、委任状による議決権行使を行った。委任状勧誘と議決権行使は、重要な関係性があり、委任状勧誘を行う者と議決権行使を行う者の双方が、一方の事業者と利害関係を有しているかを確認する必要があると考えられる。

#### ④ *In re Amadeus Wealth Advisors, LLC*, 事件<sup>16</sup>

2015 年、登録投資顧問の Amadeus 社は、顧客の証券に関して、委任状による議決権行使権限を受け入れない旨の記載を Form ADV Part 2A の小冊子および投資顧問契約において表明していた。投資顧問契約において、顧客口座で保有される株式の議決権行使に関して、何らかを決定する権限も義務も有しない旨、顧客がその権限と義務を有する旨を定めていた。そして、同社が委任状の情報を受領したときは、顧客に速やかにその情報を転送することが定められていた。それにも拘わらず、Amadeus 社は、証券会社の代表者の依頼により、当該代表者の関係会社において 20 人の顧客の口座において保有されている証券に関して会社提案に賛成する議決権の代理行使を行った。これらの行為により、Amadeus 社は、投資顧問法 206 条 2 号に違反したとされた。

2015 年 7 月、Amadeus 社は、証券会社の代表者である A から、A の関係する会社であり、Amadeus 社の顧客が保有する A 社の証券について、A 社の委任状勧誘に沿う形で顧客に代わって議決権行使をするよう依頼された。Amadeus 社は、A 社株式を保有する顧客 20 名の口座を記載して、Amadeus 社の署名入りのレターヘッドを用いて書面を A に返送した。当該書面には、同社が掲載された顧客口座の投資顧問であること、顧客のために議決権行為をする権限を有すること、掲載された全顧客の保有する A 社株式につき、A 社の勧誘に沿う議決権行使を行うことが記載された。同年 9 月にも、A から同様の依頼があり、Amadeus 社はこれに応じた。しかし、上記いずれの場合においても、Amadeus 社は、署名および返送の前に、当該書面に掲載された顧客に対し、上

---

<sup>16</sup> *In re Amadeus Wealth Advisors, LLC*, Inv. Adv. Act Rel. No.5374,2019 SEC LEXIS 3384 (Sept.27, 2019).

記の事実を開示しなかった。

上記行為が、顧客に対する詐欺または欺瞞に該当し、Amadeus 社は投資顧問法 206 条 2 号に違反したとされた。

〔検討〕

本件は、登録投資顧問である Amadeus 社は、証券会社の代表者である A の依頼により、A の関係会社の株主総会において、会社提案に賛成して、議決権の代理行使を行った事例である。本件では、Amadeus 社が、顧客の証券に関して、委任状による議決権行使権限を受け入れない旨の記載を Form ADV Part 2A の小冊子および投資顧問契約において表明していたにもかかわらず、議決権の代理行使を行うという、顧客に対する背信行為を行った事案である。Amadeus 社と A と関係がどのようなものであったかは、事案において明らかではない。Amadeus 社が A の依頼に応じることより、同社が利益を得ることができるという動機があれば、Amadeus 社は、顧客の信頼を失っても、自己の利益を優先しようとしたと考えられる。

【SEC による No Action Letter】

⑤ Egan Jones No-Action letter<sup>17</sup>

2004 年 5 月 27 日、SEC の職員が Egan-Jones Proxy Services 者に宛てたノーアクション・レターの内容は、概要以下のとおりであった。投資顧問は、投資顧問が議決権行使を行う裁量を有する場合、当該ファンドの顧客を含めた顧客の委任状の議決権行使を行うため、直接または間接の利益相反関係に直面する。例えば、投資顧問の関係者である証券会社が、委任状を勧誘している発行会社に投資銀行サービスを提供する場合、そのような関係は、顧客の最善の利益というよりも、むしろ、関係者の利益のために顧客の委任状を行使するよう投資顧問に影響を与えるであろう。したがって、投資顧問は、顧客に対する受認者としての忠実義務に違反することとなる。このような利益相反に対応するため、SEC は、投資顧問法の下で Rule 206(4)-6 を採択した。当該 Rule 206(4)-6 は、登録投資顧問に対して、顧客の委任状が適切に議決権行使され、重大な利益相反が回避され、かつ、受認者の義務が果たされることを確保するために企図した政策および手続きを採択・実行することを義務づけている。

Rule 206(4)-6 の採択リリースにおいて、SEC は、投資顧問が行う委任状による議決権行使が、独立した第三者の推奨に基づいて、事前に決定された政策に従って行われた場合には、投資顧問は、その議決権行使が利益相反の影響を受けていないことを証明できる、と述べた。独立した第三者の推奨に基づいて、事前に定めた政策に従って、委任状の議決権行使をする投資顧問は、当該推奨が自身の利益と合致する場合であっても、受認者としての忠実義務に違反するものではない。基本的には、事実上独立している第三者の推奨は、投資顧問の利益相反関係を取り除くことができる。

顧客の委任状の議決権行使をどのように行使するかに関して推奨する第三者を利用する投資

---

<sup>17</sup> SEC, Investment Advisers Act of 1940—Rule 206 (4)-6 Egan-Jones Proxy Services (May 27, 2004).

顧問は、第三者がすべての関連する事実および状況に基づいて投資顧問から独立していることを証明するための合理的な手段をとるべきである。一般的に言えば、第三者は、投資顧問の顧客以外の誰かの利益のために議決権行使がなされるべきであるという影響またはインセンティブから解放されている場合、投資顧問から独立しているといえるであろう。一般に、たとえば、ある者が投資顧問法で定義されている投資顧問との「関係者」である場合や、重要な事業上の関係、専門家としての関係等を有する者であってはならない。

投資顧問は、以下のことを判断するため、独立した第三者から情報を獲得しなければならない。すなわち、第三者が、事実上独立しており、投資顧問の顧客の最善の利益のため、公正な方法で、委任状による議決権行使を行うことができる。投資顧問は、第三者に関して、現在生じている利益相反関係を確認し、かつ、対処する政策と手続きを定め、実行しなければならない。

#### ⑥ ISS No-Action letter<sup>18</sup>

2004年9月15日、SECは、Eagar-Jonesに対するノーアクション・レターの内容に加え、次のことを付け加えた。SECは、議決権行使助言会社に対して、議決権行使助言会社の関係に関するすべての情報を開示するよう要求した。例えば、当該議決権行使助言会社が、発行会社から受領する報酬の額についてである。ISSは、次のように主張した。議決権行使助言会社の潜在的利益相反関係の評価は、投資顧問が当該会社の推奨に従って、当該会社の議決権を行使することに関連して、顧客に受託者としての注意義務を履行することは、排他的手段ではないとした。SECは、これについて同意した。ISSは、次のことを信じている。議決権行使助言会社は、当該会社の利益相反手続きに基づいて、投資顧問の顧客の最善の利益のために、公平な推奨を行うことができる。

投資顧問は、議決権行使助言会社を雇用する際、受託者としての注意義務に違反しているのか、あるいは注意義務を満たしているのか否かは、関連するすべての事実および状況に依存している。投資顧問が、受任者義務を遵守している場合、投資顧問は、とりわけ、当該会社が、投資顧問の最善の利益のため、公平な方法で、委任状による議決権行使を行うということを確実にするための合理的な手段を採用すべきである。これらの手続きは、発行会社と議決権行使助言会社の関係の評価を含んでいる。議決権行使助言会社の利益相反手続きの厳格な審査およびその執行の効果、議決権行使手続きの誠実性を保証するために合理的に企図された手段の評価を含んでいる。関連した事実および状況は、投資顧問が将来の議決権行使助言会社を評価する際に、すべての手段を説明している。

委任状による議決権を行使する会社の利益相反を審査する場合、投資顧問は、当該会社の議決権を推奨するにあたって直面する特定の利益相反関係に照らして、この適切性を評価すべきである。投資顧問は、委任状による議決権行使の会社のビジネスおよび、当該ビジネスがもたらす利益相反関係の性質に関して、徹底した理解をしなければならず、かつ、当該会社の利益相反手続きが、利益相反を否定しているか否かを審査すべきである。投資顧問は、議決権行使助言会社の

---

<sup>18</sup> <http://www.sec.gov/divisions/investment/noaction/iss091504>.を参照。

利益相反手続きを執行しているかを評価しなければならない。

### 【SECによるノーアクション・レターの撤回】

2018年9月、SECの投資運用部門の職員は、議決権行使助言会社に関係する2つのノーアクション・レターを撤回する声明を発表した<sup>19</sup>。撤回の理由はつぎのように説明されている。顧客に対する信託義務を満たすため、投資顧問は顧客の最善の利益のために議決権を行使することを確実にし、合理的に企図された政策および手続きを採択し、実行しなければならない。SECが撤回した2つのノーアクション・レターは、投資顧問が、顧客の最善の利益のために議決権を行使したと証明することができる1つの方法が、独立した第三者の推奨に従って議決権を行使することであると述べていた。このように、多くの投資顧問は、十分、かつ、確立された議決権行使助言会社の推奨に依拠していた。ある識者は、投資顧問が、議決権行使助言会社の推奨に依拠することはできないと述べている<sup>20</sup>。

## 第3章 投資顧問の議決権行使責任に関するガイダンス(Commission Guidance Regarding Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers.)<sup>21</sup>

### 第1節 概要

2019年8月21日、SECは、投資顧問に対して、委任状による議決権行使に関する責任を果たすため、ガイダンスを発行した。SECは、議決権行使助言会社によって提供される委任状の議決権の助言は、連邦の委任状規則に服する委任状の勧誘を構成するという解釈を発表した。当該ガイダンスは、投資顧問法 Rule 206(4)-6 の下で、投資顧問の委任状による議決権行使の責任を規定している。Rule 206(4)-6 は、投資顧問に対して、委任状が、顧客の最善の利益のために行使されることを確実にし、顧客の請求により、顧客に提供される政策および手続きを説明するため、書面による政策および手続きを採択し、実行することを要求している。

### 第2節 投資顧問による議決権行使の責任

#### 1. 議決権行使を行う投資顧問の権限および責任

投資顧問およびその顧客は、契約を締結するにあたり、その顧客の利益のために議決権を行使する投資顧問の権限および責任について、以下のような合意をしている。

投資助言について、投資顧問とその顧客との契約における違いは、顧客の証券のために議決権

---

<sup>19</sup> SEC Division of Investment Management, Public Statement, Statement Regarding Staff Proxy Advisory Letters (sept.13,2018).

<sup>20</sup> Michael S. Melbinger, Winston & Strawn LLP, SEC Withdraws Support for Proxy Advisory Firms, Executive Compensation (Oct.8,2018).

<sup>21</sup> SEC, Commission Guidance Regarding Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers, Inv. Adv. Act Rel. No. 5325(Aug 21,2019).当該ガイダンスの先行研究として、森田多恵子「議決権行使助言のあり方に関する欧米の制度改正動向と潮流の変化(上)」旬刊商事法務 2218号 44-45頁(2019年)がある。

行使を行う契約の結果として生じるものである。顧客および投資顧問は、顧客が委任状による議決権行使のすべてを投資顧問に委任することに合意するが、その代わり、議決権行使の権限のすべてを引き受けない契約に合意することも可能である。また、一定の限定された状況において、顧客のために投資顧問が、権限を引き受ける議決権行使の契約がある。あるいは、まったく権限を与えない場合もある。顧客および投資顧問は、完全かつ公正な開示および通知に基づく合意に服する。議決権行使の例は、以下のものがある。

投資顧問は、顧客の最善の利益のため奉仕することを企図するため、特定の要因に従って、議決権を行使すべきである。例えば、顧客と投資顧問は、次のことに合意する。顧客からの反対、あるいは、特定の提案に異なった方法で議決権を行使することが、顧客の最善の利益になるであろうという投資顧問の決定がなければ、投資顧問は発行者の経営について、議決権の推奨に従って、議決権を行使するであろう。

例えば、議決権の行使の推奨が、経営者の利益相反をもたらし、投資顧問の顧客に対して、特定の利益を生ずるタイプを含む場合、投資顧問による追加的な分析が必要であろう。投資顧問は、特定の株主提案によって行われるすべての提案に賛成して、投票する。これは、株主が、投資顧問の顧客の利益を推進する特定の専門的知識や投資顧問の戦略を理解しているという状況である。

顧客および投資顧問は、以下の事に合意する。

① 投資顧問が、議決権を行使する権限を保留するため、融資を行う証券の利用を制限し、顧客に対して費用を課す状況では、議決権を行使しないということがある。

② 合併、吸収合併、清算、解散、再編成のような会社の出来事、あるいは、訴訟によって争われる取締役の選任に関連する提案では、特定の議決権行使に焦点をあてている。

③ 投資顧問は、議決権の費用が高額で、顧客に対する利益が低い場合において、特定の問題に関して、議決権行使の権限を行使しないということに合意する。例えば、委任状による議決権行使の費用が、顧客に対する利益を超えている状況である。個人の証券に関する議決権行使を行うため、外国の翻訳家を雇用し、外国に旅行するというような追加的な費用を含む外国証券に関する議決権行使を含んでいる。議決権行使を行うということは、顧客の投資の価値に重大な影響を与えるということが予期されていない状況である。

上述したよう、投資顧問およびその顧客は、完全かつ公正な開示ならびに告知に基づく合意により議決権を行使する権限を形成する一方、投資顧問は、受任者義務に従い、rule206(4)-6 の規定を遵守し、議決権行使の決定を行わなければならない。

## 2. 議決権行使を行う投資顧問が講ずべき手段

投資顧問が、顧客のために、議決権を行使する権限を引き受けた場合、顧客の最善の利益に従い、議決権行使を行っていることを証明するため、以下の手段を講じなければならない。

① 投資顧問は、受任者義務、および、投資顧問法 rule206(4)-6 の義務が、投資顧問に対して、適用されるか否かを考慮しなければならない。

- ① 多くの投資顧問は、投資目的や戦略において、個人的な投資家を含む多数の顧客を有している。投資顧問の議決権の行使の政策および手続きが、rule206(4)-6 の遵守を保証し、顧客に対する受任者義務を実行することが、合理的に企図されているかを考慮し、投資顧問は、議決権行使の政策に従って、当該顧客の最善の利益となっているか否かを考慮しなければならない。
- ② 投資顧問は、その他の顧客のために議決権行使の責任を引き受けている場合、その他の顧客のために、当該投資戦略および投資目的に依拠して、投資顧問が異なった政策および手続きを有しているかを考慮しなければならない。例えば、高い成長の見込みがある会社をターゲットにしている Growth Fund は、配当金や利息の支払いという形で、株主に対して収益をもたらすファンドである income fund や dividend fund よりも、株主に対して、異なった観点をもつかもしれない。証券の議決権行使に関して、投資を行うファンドは、追加的な情報の説明書(SAI)や Form N-CSR において、ポートフォリオ上所有されている証券に関して、どのように議決権行使を行うかについて、彼らが用いている政策および手続きを開示しなければならない。

上述したように、Fund が政策および手続きにおいて、異なった議決権の行使を有しているのなら、SAI あるいは N-CSR において反映されるべきであろう。

### 3. 議決権行使助言会社を利用する投資顧問が考慮すべき事項

投資顧問が、議決権行使における義務を履行するにあたって、投資顧問を支援する議決権行使助言会社を雇用する場合、次のことを考慮すべきであろう。

- ① 投資顧問は、議決権行使に対して負っている責任の問題を適切に分析する能力を議決権行使助言会社が有しているかどうかを考慮しなければならない。
- ② 投資顧問は、議決権行使助言会社の職員、テクノロジーの適切性および品質を考慮しなければならない。
- ③ 投資顧問は、議決権行使助言会社が、議決権行使の性格や技術、構造、say on pay(役員報酬に対する拘束力のない株主の投票権)に対して、発行者および議決権行使助言会社から、適宜支援を求めるための手続きを有しているかどうかを考慮しなければならない。
- ④ 投資顧問は、議決権行使助言会社が、発行者の集団に関する技術および構成を形成するために、適切な支援を講じるかどうかを考慮しなければならない。
- ⑤ 投資顧問は、議決権行使助言会社が同等の集団を構成する際、発行会社の規模、企業統治の構造、当該業界の特定の慣行、歴史、財務上の業績のような利用可能な発行会社の特徴を考慮しなければならない。
- ⑥ 投資顧問は、議決権行使助言会社の推奨の要因を理解し、議決権行使を推奨する方法について、投資顧問に開示するか否かを考慮しなければならない。
- ⑦ 投資顧問は、議決権行使助言会社が、その推奨の根拠として利用している第三者の情報源や性質を考慮しなければならない。

⑧投資顧問は、議決権行使助言会社が、発行会社および第三者と契約するにあたっての日付や予定を合理的に理解するために、採るべき手段を考慮しなければならない。

議決権行使助言会社を雇用する投資顧問は、利益相反関係を確認し、利益相反関係に対応しているかについて、議決権行使助言会社の特徴および手続きの合理的な調査を含まなければならない。投資顧問が、この調査を行うにあたって、以下のことを評価しなければならない。

①議決権行使助言会社は、現実、かつ、潜在的利益相反関係を開示し、対応するという適切な政策および手続きを行っているか否か。

(a)議決権行使の推奨を行うサービスに関係する利益相反関係。

(b)議決権行使の推奨および当該サービス以外の活動に関係する利益相反関係。

(c)特定の関係者によってもたらされている利益相反関係。

(a)の利益相反関係は、議決権行使の対象となる問題に関して、株主提案の提案だけでなく、発行会社の推奨またはサービスから生じる利益相反を含んでいる。

(c)の利益相反関係は、特定の第三者(株主、債権者、ビジネスの関係者)によってもたらされるものであり、議決権行使助言会社に対して、重大な影響を有している第三者が、特定の議決権行使の問題、あるいは、一般的な議決権行使の問題について、対応を行っているか否かを含んでいる。

②議決権行使助言会社が投資顧問に対して、提供するサービスに関する現実、かつ、潜在的な議決権行使助言会社の利益相反関係に対して、議決権行使助言会社が、適切な情報開示を行わなければならない。この情報開示は、詳細なものを含んでおり、例えば発行者が、議決権行使助言会社に対して、一定の報酬を支払うのであれば、議決権行使助言会社からコンサルティングサービスを受領しているか否か、提案者の株主、もしくは、提案者の関係者が、議決権行使助言会社の顧客であるか否かということを含んでいる。

③議決権行使助言会社の政策および手続きは、利益相反の開示を行わなければならない。投資顧問が、議決権行使助言会社を雇用し、継続するかどうかを考慮する際に、とるべき手続きは、以下のものである。投資顧問の議決権行使の権限の範囲、および、投資顧問が、議決権行使助言会社を雇用する際に、それを行う機能およびサービスのタイプに依拠している。投資顧問がすべき政策および手続きの範囲は、様々である。例えば、これらの考慮事項の幾つかは、議決権行使助言会社に対して、投資顧問からの詳細な議決権行使の指示に従って、議決権行使を行うために、最小限の裁量権のみ与えている議決権行使助言会社と契約する投資顧問にとって、重要ではない。議決権行使助言会社を雇用する投資顧問は、投資顧問の議決権の指示を実行することに関して、その技術を含む議決権行使助言会社の政策および手続きを理解するため、どのような手続きがあるかを考慮しなければならない。

#### 4. 不完全性や弱点を有する議決権行使助言会社に関して投資顧問が講ずべき処置

投資顧問は、議決権行使に関する調査または推奨のために、議決権行使助言会社を雇用する場合、議決権行使の決定に重大な影響を与える議決権行使助言会社に関する潜在的なエラーや不完全性、弱点を認識した上で、どのような処置をとるべきか。

上述で議論されたように、投資顧問は、議決権行使を行うにあたって、合理的な確信を得るため、合理的な調査を行わなければならない。議決権行使助言会社における分析において、投資顧問の政策および手続きは、重大な不正確かつ不完全な情報に基づいていないということを保証するために合理的に企図されなければならない。例えば、議決権行使に関して、調査または推奨を行うために、議決権行使助言会社を雇用する投資顧問は、議決権行使を定期的に調査する政策および手続きを考慮しなければならない。そのような調査は、投資顧問が利用する議決権行使助言会社の調査または推奨に重大な影響を与えており、議決権行使助言会社の分析において、潜在的な誤りや不完全性、弱点に対する評価を含んでいる。議決権行使助言会社の利用を調査するにあたって、投資顧問は当該助言会社が、議決権行使の推奨を行い、その調査の問題に関連して、正確な情報を得るために、議決権行使助言会社の効力を考察しなければならない。この評価の一部として、投資顧問は、特定の場合には、議決権行使助言会社と連絡するということが求められる。

すなわち、議決権行使助言会社が、発行者および特定の問題に関する完全かつ正確な情報を得るために、議決権行使助言会社および投資顧問は、時期に合致した方法で、議決権行使助言会社の推奨について、発行者の見解に投資顧問がアクセスするため、発行者と議決権行使助言会社の契約に関して、投資顧問は、以下のことを考慮しなければならない。

①議決権行使助言会社において確認された重大な欠陥を訂正する議決権行使助言会社の努力。

②議決権の推奨を形成し、または議決権の指示を執行するために用いられる情報源や方法に関して、投資顧問に対する議決権行使助言会社の開示。

③特定の発行会社に関して、固有の要因、または、株主の投票に関する問題を評価する提案について、議決権行使助言会社の考察。

## 5. 議決権行使助言会社のサービスに関する投資顧問の評価

投資顧問が雇用する議決権行使助言会社のサービス、あるいは営業における重大な影響を評価することを含めて、議決権行使助言会社のサービスの評価は以下のものである。

rule206(4)-6 を遵守して行動するため、議決権行使の責任および受任者義務を履行することについて、議決権行使助言会社のような第三者を雇用する投資顧問は、顧客の最善の利益のために、議決権を行使し、第三者の評価を行い、合理的に企図された政策および手続きを採択し、実行しなければならない。

例えば、議決権を行使する助言会社のビジネス、ならびに、利益相反に関する政策および手続きは、投資顧問による議決権行使助言会社の最初の評価の後に変更することが出来る。これらの変更は、議決権行使助言会社の政策および手続きの変更が可能である。投資顧問に対して、そ

後の評価を要求することが出来る。この問題について、SECは調査を行うため、議決権行使助言会社を雇用する投資顧問は、現在起きている投資助言会社の利益相反関係を確認し、政策および手続きの評価を行わなければならない。また、投資顧問は、議決権行使の推奨を提供する議決権行使助言会社の能力に関して更新を行い、投資顧問の指示に従って議決権行使を行わなければならない。従って、投資顧問は、議決権を行使する助言会社に対して、投資顧問が関係する営業上の変更を考慮しなければならない。投資顧問は、議決権行使助言会社に関して、発行会社およびその株主からのフィードバックを含めて、ガイドラインを適切に更新する必要がある。

## 6. 議決権行使を行う投資顧問が提供する機会

投資顧問が顧客の利益のために、議決権行使の権限を引き受けているのなら、投資顧問は、顧客のために委任状に基づいて議決権を行使するすべての機会を提供することが要求されるのだろうか。

次の二つの状況のいずれかが、適用されるのなら、投資顧問は、顧客のために委任状に基づいて議決権を行使するすべての機会を提供することが要求されることはない。

①投資顧問は、事前に議決権行使の権限を制限することに同意しているのなら、顧客の利益のために、議決権を行使する必要性はない。

②SEC が以前述べたように、議決権行使の権限を行使する投資顧問は、顧客の最善の利益となるのであれば、顧客のために議決権を行使しない場合がある。これは、議決権を行使することについて、顧客への費用が、顧客に対する利益よりも高い場合に発生する。そのような決定を行うにあたって、投資顧問は、顧客に対して、議決権を行使することについて、過失がある場合もある。委任状による議決権を行使しない場合、投資顧問は、顧客に対して、受任者の責任を果たすことはできない。

従って、第二の状況において説明されるよう、投資顧問は、議決権を行使する前に、投資顧問および顧客が同意したサービスに照らして、投資顧問の注意義務を果たしているかどうかを考慮しなければならない。

## 第3節 議決権行使と委任状勧誘の関係における学説

議決権行使と委任状勧誘の関係について、O'Malley 弁護士は次のように指摘する<sup>22</sup>。2019年、SECは、新しいガイダンスを発行した。それは、第三者の議決権行使助言会社が投資顧問に提供するサービスに関するものである。

SECは、次のように示唆している。議決権行使助言会社は、委任状の資料の分析に基づいて、議決権の推奨を提供し、特定の問題が、投資顧問である顧客によって提供される議決権の基準に一致しているか否かを推奨するものである。

この活動は、SECが結論を下したものであるが、証券諸法の下での委任状の勧誘である。結果とし

---

<sup>22</sup> Omalley John H. Walsh, Investment Adviser's Legal and Compliance Guide, at 40-41 (2016).

て、議決権行使助言会社は、顧客である投資顧問に

- ①ある会社の公表された開示とは異なった情報源に基づく情報の程度、
- ②議決権の推奨の提供において生じる重大な利益相反関係、
- ③議決権の推奨を策定するために用いられる方法を考慮すべきである。

彼らの自身の注意義務と一致して、議決権行使助言会社を用いる投資顧問は、これらの情報開示を獲得し、かつ、注意しなければならない。投資顧問は、彼ら自身の政策および手続きを考慮しなければならない。

SECは、議決権行使助言会社が、顧客といかにして、議決権を行使するかについて、顧客と議論し、推奨を行うにあたって、投資顧問は、委任状の勧誘に従事しているとみなされるということを提案した。

しかしながら、SECは次のように述べた。委任状に関する独立した顧客の質問に回答することは、委任状勧誘を構成しない。単に、独立した顧客の委任状勧誘の質問に回答する投資顧問は、勧誘に従事しておらず、かつ、委任状勧誘の開示要件に服していない。従って、投資顧問は、委任状勧誘を構成する行動のタイプを考慮しなければならない。

#### 第4節 投資顧問の議決権行使責任に関するガイダンスに対するSECの補足<sup>23</sup>

SECは以前、投資顧問法に基づく受託者責任および規則206(4)-6は、投資顧問が顧客に代わって議決権を行使することにどのように関係するかについて、ガイダンスを発行し、投資顧問が関係する義務の遵守に有益となる事例を提供した<sup>24</sup>。議決権行使プロセスの継続的な見直しに関連して得られた情報と、現時点で発行している取引所法に基づく議決権行使の改正を含む関連規則に照らして、当該ガイダンスを補足する<sup>25</sup>。

Release No.34-89372 で採択された証券取引法の改正により、投資家が利用できる情報と議決権行使の資料の組み合わせが改善されると予想される。特に、発行会社は、期間内に、以前よりも体系的、かつ、迅速に議決権行使に重要となる追加情報を株主が利用できるように提供し、議決権行使助言会社の推奨事項にアクセスできると期待している。

議決権行使助言会社は、投資顧問およびその他の顧客に、当該追加情報を事前に認識することが期待できるメカニズムを提供し、合理的に企図された政策および手続きを執行する必要がある。そして、その後、議決権行使を行う。したがって、投資顧問が議決権行使助言会社の電子議決権行使管理システムを利用する状況を含め、より容易に利用可能性のある追加情報を検討し、投資顧問を支援するための補足ガイダンスを提供している。これは、提案された議決権行使の推奨事項、または、議決権行使実行サービスについて、投資顧問の委任状に「事前入力」する。補足ガイ

---

<sup>23</sup> Supplement to Commission Guidance Regarding Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers, Release No. IA-5547(Sept 3, 2020).

<sup>24</sup> Commission Guidance Regarding Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers, Release No. IA-5325 (Aug. 21, 2019), 84 FR 47420 (Sept. 10, 2019) .

<sup>25</sup> See Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Voting Advice, Release No. 34-89372 (July 22, 2020).

ダンスは、投資顧問が議決権行使のためのサービスを使用するときを生じる開示義務、および、考慮事項に対応している。

SEC は、議決権行使助言会社と投資顧問および顧客との関係に関する質問に対して、次のように述べている。

議決権行使助言会社は、投資顧問を含む顧客が議決権行使を執行するのを支援する。これには、電子議決権行使管理システムにおいて、議決権行使助言会社が行う次の議決権行使が含まれる。

(1) 議決権行使助言会社が、発行会社の議決権行使指示に基づいて、議決権行使助言会社の推奨事項を備えた電子に表示される各顧客の議決権行使を議決権行使プラットフォームに事前入力を行うことがある。

(2) 議決権行使助言会社が行う事前入力と議決権行使は、通常、株主総会での代理人の議決権行使期限の前に行われる。さまざまな状況において、投資顧問は、議決権行使する事項について合理的な調査を行う過程で、議決権行使勧告の対象となる発行会社が SEC に追加の勧誘資料を提出する意図がある、または、提出したことに気付く場合がある<sup>26</sup>。

これらの資料は、投資顧問の議決権行使の決定に影響を与えると予想される場合と予想されない場合がある<sup>27</sup>。さらに、これらの資料は、投資顧問の議決権行使が事前入力された後、委任状の提出期限の前に利用可能となる場合がある。このような状況において、投資顧問は、顧客の最善の利益のために議決権を行使していることを証明するために、どのような措置を講じるべきか。

これについて、SEC は次のように述べている。SEC は以前のガイダンスで、投資顧問が顧客の最善の利益のために議決権を行使していることを実証するために、いくつかの方法について議論した<sup>28</sup>。これらには、投資顧問が次のような議決権行使助言会社を利用する場合の追加の方法が含まれる。議決権行使助言会社に表示される事前入力された議決権行使の評価、電子議決権行使プラットフォームと、関係する議決権行使が行われる前に利用可能になる可能性のある追加情報を検討する。これらの方法と同時に、投資顧問は代理人の議決権行使に関する政策および手続きが、顧客の最善の利益のために議決権行使権を行使することを保証するように合理的に企図されているかどうかを検討すべきである。

例えば、投資顧問は、議決権行使助言会社の議決権行使勧告を受け取った後、発行会社が SEC に追加の委任状勧誘の資料を提出する意図があることを投資顧問が認識した状況に対処しているかどうかを検討する必要がある。このような場合、発行会社が提出期限よりも前にそのような追加情報を提出し、そのような情報が投資顧問の議決権行使に影響を与えることが合理的に予想される場合、投資顧問は、議決権行使権限を行使する前に当該情報を検討する必要がある。さらに、事前入力と議決権行使の時宜により、投資顧問が顧客の証券に議決権行使する方法に関し

---

<sup>26</sup> See Commission Guidance on Proxy Voting Responsibilities, text at notes 15 and 37 and in response to Question 4.

<sup>27</sup> See at 17 CFR 240.14a-2(b)(9)(ii)(A) and 17 CFR 240.14a-2(b)(9)(ii)(B).

<sup>28</sup> See Commission Guidance on Proxy Voting Responsibilities, 84 FR 47420, at 47423 (Question No. 2).

て、議決権行使助言会社を通じて、非公開情報を保有する可能性があるため、顧客の最善の利益のために議決権行使を行うことを示さなければならない。投資顧問はまた、議決権行使助言会社との契約を検討し、その契約が、投資顧問の顧客の最善の利益とならない場合を検討する必要があるとする<sup>29</sup>。

SEC は以前のガイダンスで、投資顧問とその顧客がその顧客に代わって代理人に議決権行使する投資顧問の権限と責任の範囲についてどのように合意できるかについても議論した<sup>30</sup>。

SEC は投資顧問が議決権行使の決定の範囲について顧客に同意するが、投資顧問が完全かつ公正な開示を行い、顧客にインフォームドコンセントを提供する必要がある。投資助言の範囲に関する投資顧問とその顧客との間の合意の違いは、例えば、議決権行使の実行方法に関するパラメーターに対処し、顧客の証券を議決権行使するためのさまざまな取り決めをもたらす可能性がある。投資顧問はまた、顧客への忠実義務の結果として、投資助言に関係するすべての重要な事実を顧客に完全かつ公正に開示する義務を負っている<sup>31</sup>。これらには、議決権行使権に関する重要な事実が含まれる。

顧客の証券に関して、SEC は最近、次のように説明した<sup>32</sup>。「情報開示が完全かつ公正であるためには、顧客に対して、重要な事実または利益相反を理解させ、情報に基づいて同意を提供するかどうかを決定できるように、十分に具体的である必要がある。」

さらに、投資顧問法 rule 206(4)-6 および Form ADV は、投資顧問が顧客にその議決権行使の政策および手続きを説明することを要求している<sup>33</sup>。

上記に照らして、議決権行使を使用する投資顧問は、以下の開示を検討する必要がある。

(1) 議決権行使を使用する範囲および状況。

(2) 株主総会で、議決権行使する代理人に対して、議決権行使を行う前に、SEC に追加の勧誘資料を提出したことが判明した場合、その政策および手続きが、議決権行使の使用にどのように対処しているかどうかを検討する必要がある。

さらに、投資顧問は、その政策および手続きがこれらの開示に対処するために合理的に企図されているかどうかも検討する必要がある。事実や状況によっては、投資顧問が十分、かつ、具体的な情報を提供し、投資顧問の議決権行使において、議決権行使の役割を顧客が理解できるようにするため、これらの開示が必要とされる。

(a) 顧客は、この開示なしに、議決権行使に同意する目的を有していたとしても議決権行使権を行使する手段や議決権行使の使用に関するインフォームドコンセントを提供するのに十分、かつ、具

---

<sup>29</sup> See Commission Guidance on Proxy Voting Responsibilities, 84 FR 47420, at 47422 (Question No. 1).

<sup>30</sup> See Commission Guidance on Proxy Voting Responsibilities, 84 FR 47420, at 47422 (Question No. 1)

<sup>31</sup> See Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers, Release No. IA5248 (June 5, 2019),.

<sup>32</sup> See *id.*, text at note 59.

<sup>33</sup> See Form ADV, Part 2A, Item 17.

体的な情報を有していない可能性がある。

(b)顧客は、忠実義務の下で、関連する完全かつ公正な開示を提供する投資顧問の義務に関係する場合がある。この点に関して、投資顧問は、投資顧問の議決権行使方針および手続きに関する rule206(4)-6 および Form ADV に基づく義務も考慮する必要がある。

したがって、投資顧問は、議決権行使に関して、rule 206(4)-6 および Form ADV に基づく義務を履行するため、顧客がインフォームドコンセントを提供するために必要な開示を顧客に提供したかどうかを確認するため、これらの情報開示を注意深く検討する必要がある。

## 第5節 投資運用業者の議決権行使に関する責任

投資一任業務を行う投資運用会社は、最終的に企業価値(株式価値)の増大のため、またはその価値の毀損を防ぐために、専門家として最善と思われる議決権行使を行う必要があると指摘される<sup>34</sup>。投資運用業を行う金融商品取引業者は、顧客に対して、契約上、信託義務を負うとともに、金融商品取引法上も善管注意義務及び忠実義務を負っている。このような投資運用業者の信託義務の解釈として、顧客の最善の利益を図るために議決権を行使する義務が投資運用業者にあり、その反射的効果として、議決権行使助言会社の義務が重要であると指摘されている<sup>35</sup>。

金融商品取引法 42 条 1 項では、金融商品取引業者等は、権利者のために忠実に投資運用業を行わなければならないと定める。また、同 2 項では、金融商品取引業者等は、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。ただ、投資運用業者が投資判断上どのような忠実義務および善管注意義務を負うかについては、法文上明確ではなく、解釈に委ねられるとされている<sup>36</sup>。

投資運用業者が顧客のために株式を保有する際、その議決権等行使に関して、忠実義務または善管注意義務が及ぶか否かについて、明確ではないとされる<sup>37</sup>。最近の学説では、投資顧問業者は、その忠実義務を果たすために、顧客の最善の利益となるよう議決権行使を行わなければならないと指摘するものもある<sup>38</sup>。投資運用業者が、顧客のために保有する株式について議決権を行使するに際して、忠実義務または善管注意義務を負うとすれば、その内容はどのようなものか。本稿では、米国の投資運用業者が、顧客のために保有する株式について議決権を行使するに際して、忠実義務または善管注意義務を負うかについて検討を行った。

我が国の従来学説では、少なくとも、第三者から要請を受けて、無批判にこれに従って議決権行使をすることや、特定の者の会社支配権等を維持するなど、権利者以外の者の利益を図るた

---

<sup>34</sup> 社団法人 日本証券投資顧問業協会 議決権等株主権行使研究会編「投資一任会社の議決権等株主権行使について」9 頁(2002 年)。

<sup>35</sup> 黒沼悦郎「議決権行使助言会社に関する SEC の 2 つのリリースとその日本への示唆」資料版商事法務 428 号 9 頁(2019 年)。

<sup>36</sup> 小出篤「投資信託委託業者の投資信託財産運用上の『受託者責任』」ジュリスト 1331 号 165 頁(2007 年)。

<sup>37</sup> 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 56 号 108 頁(2001 年)。

<sup>38</sup> 前掲・注(11)456 頁。

めに議決権の行使をすることなどは、権利者の利益のために行うものとはいえ、忠実義務ないし善管注意義務に照らして許されないとされている<sup>39</sup>。特定の議案の推奨に関して、唯一正しいものがあるとは限らないが、上場会社の重要な決定に大きな影響力を有する助言会社の推奨内容が総会後にも明らかにされず、批判の対象にならない現状は改めるべきであると指摘される<sup>40</sup>。

アメリカの1940年投資顧問法の規制と同様に、投資顧問会社は、投資一任契約を締結する場合には、あらかじめ一定の事項を記載した締結前交付書面を交付する義務を負う(金商37条の3)。しかしながら、アメリカと異なり、日本では、利益相反に関する事項を含め、議決権行使に関する事項を記載することは一切義務付けられていない(金商業府令107条)。投資家保護を図るのであれば、自主規制に委ねるのではなく、法令によって、締結前交付書面への利益相反に関する事項の記載を義務付けるべきであるとする説がある<sup>41</sup>。

米国においては、投資顧問法規則206(4)-7(c)に基づき、議決権行使に関して、チーフ・コンプライアンス・オフィサー(CCO)は十分な方法により、また利益相反のないように議決権行使に関する社内規程が遂行されるようにしなければならない。議決権行使に関する記録は、議決権行使を行ったかを知りたいと考える顧客すべてに対して、容易に取得できるようにしなければならないとされる<sup>42</sup>。

投資顧問として登録される議決権行使助言会社は、投資顧問およびその監督する職員が、投資顧問法に違反することを防ぐために、合理的に企図された書面による政策及び手続きから構成される法令遵守政策を採択、実行し、審査することが要求される。投資顧問として、登録されるすべての議決権行使助言会社は、法令遵守計画を監督するため、チーフ・コンプライアンス・オフィサーを指名しなければならない。当該チーフ・コンプライアンス・オフィサーは、投資顧問法を理解し、投資顧問のための適切な法令遵守政策および手続きを採択し、実行しなければならない。投資顧問として、登録される議決権行使助言会社は、重要な未公表の情報の不正使用を防止するため、合理的に企図された政策および手続きを確立、維持、執行することが要求されている<sup>43</sup>。

投資顧問の規制制度は、投資運用業者に対して、排他的に向けられているが、当該制度の主要な要件の多くは、投資運用業者および議決権行使助言会社のようなリサーチを行う会社に等しく適用される。この点において、投資顧問法および関連するRuleは、議決権行使助言会社に対し

---

<sup>39</sup> 戸田嘉徳「改正証券投資信託法および省令の解説」別冊商事法務研究6号(1968年)14頁、神崎克郎『証券取引法[新版]』(青林書院、1987年)517頁、神田秀樹＝黒沼悦郎＝松尾直彦「金融商品取引法コンメンタール2」(商事法務、2014年)421頁[石田眞得]、石田眞得「米国の投資顧問およびミューチュアル・ファンドの議決権行使に関する法規制」信託研究奨励金論集第38号28頁(2017年)を参照。

<sup>40</sup> 梅本剛正「議決権行使助言会社の規制」証券レポート1717号53頁(2019年)。

<sup>41</sup> 佐藤勤「議決権行使助言会社に対する規制とその在り方」南山法学36巻3・4号226頁(2013年)。金融商品取引業者が利益相反を適切に管理すべきであるとする同様の説として、北川哲雄「議決権行使助言会社の役割と今後の課題」ジュリスト1515号32頁(2018年)、河村賢治＝西山寛＝村岡佳紀『投資顧問業の法務と実務』(金融財政事情研究会、2006年)355-360頁などが挙げられる。

<sup>42</sup> 岡田洋隆＝鈴木謙輔＝白川もえぎ＝佐藤智晶＝須田英明『アメリカ投資顧問法』(弘文堂、2015年)155-156頁。

<sup>43</sup> United States, Securities and Exchange Commission, CCH SEC Docket:Vol.98, No.18, 3069(2011)。

て、以下のことを遵守させている<sup>44</sup>。

- ①倫理規定を採択すること。
- ②チーフ・コンプライアンス・オフィサーを指名すること。
- ③投資顧問法の違反を防止し、調査し、矯正することを合理的に企図した委任状による議決権行使を含む包括的な法令遵守手続きを採択すること。
- ③ 少なくとも、毎年、法令遵守手続きの充分性および有効性を評価すること。
- ④ 記録および帳簿を作成し、保存すること。
- ⑥ 投資顧問の事業およびそれに関連した利益相反関係について、顧客および将来の顧客に対して、完全な情報開示を行うこと。

わが国においても、議決権行使を行う投資運用業者は、議決権行使における利益相反関係の責任を明確にし、適切に管理することが求められるであろう。

また、投資運用業者等については、受託者責任を負うものの、議決権行使助言会社に対する根拠法や監督官庁が我が国には存在せず、法規制が必要であると指摘される<sup>45</sup>。投資助言業務や投資運用業務を行う議決権行使助言会社に対しても、利益相反関係を防止するため、適切な規制が求められよう<sup>46</sup>。

---

<sup>44</sup> United States. Congress, House. Committee on Financial Services, Examining the Market Power and Impact of Proxy Advisory Firm: Serial No.113-27,361(2013).

<sup>45</sup> 坂東洋行「投資運用業等の受託者責任とスチュワードシップ」名古屋学院論集 56 巻 2 号 12 頁 (2019 年)。

<sup>46</sup> 我が国においては、スチュワードシップ(機関投資家が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく 建設的な目的を持った対話(エンゲージメント)などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任)に基づいて、投資運用業者が、「企業の中長期的な成長を促す受託者責任」を果たす必要があると指摘される。2014 年に公表されたわが国のスチュワードシップ・コードでは、投資運用業者等は、投資先企業との日々の建設的な対話等を通じて、当該企業の企業価値の向上に寄与することが期待されると指摘されている。また、アセットオーナーには、スチュワードシップを果たす上での基本的な方針を示した上で、自ら、あるいは委託先である投資運用業者等の行動を通じて、投資先企業の企業価値の向上に寄与することが期待されると指摘されている。前掲・注(44)13-14 頁。スチュワードシップを通じて、投資運用業者が、受託者責任を果たすべきであるとの学説は、他にも多くの学説において、指摘されている。代表的なものとして、黒沼悦郎＝藤田友敬編『企業法の進路』(有斐閣、2017 年)「日本版スチュワードシップ・コードの規範性について」1010 頁〔神作裕之〕、神作裕之編『フィデューシャリー・デューティーと利益相反』(岩波書店、2019)「資産運用業者のフィデューシャリー・デューティーとスチュワードシップ責任」264 頁〔神作裕之〕などが挙げられる。

## おわりに

### 1. 検討のまとめ

第1編では、投資一任業務を行う投資運用業者の最良執行義務を検討した。第1章の米国における投資運用業者の最良執行義務では、投資運用業者は、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ことを検討した。投資運用業者は、各取引における顧客の全体的な費用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と定める。投資運用業者は、証券売買の仲介の注文を行うに当たり、証券会社の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する。それは、執行能力、手数料率、財務上の能力および投資運用業者に対する応対ばかりでなく提供されるリサーチの価値を含んでいる。第2章のSECによる行政処分事例では、1. 顧客の斡旋に関する事例、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、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、4. Inter positioning に関する事例、5. 利益相反の開示を怠った事例、6. 証券会社からの贈与・接待の提供の事例について、検討を行った。当該事例において、投資運用業者は、投資運用業者の手数料の減少を恐れて、顧客の利益を犠牲にして、自らの利益を優先するものが多い。最良執行義務において、投資運用業者は、投資運用業者の利益よりも、顧客の利益を優先して、投資運用を行うべきであろう。第3章の我が国における投資運用業者の最良執行義務では、我が国における投資運用業者の最良執行義務に関して、検討を行った。我が国における投資運用業者の最良執行義務の内容について、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と考える。一方、投資運用業者は、証券会社の選択に当たり、顧客との間で、利益相反の関係が生じる場合がある。わが国において、投資運用業者の最良執行義務につき、以下のものが重要であると考えられる。第一に、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、公表すべきであろう。第二に、利益相反を未然に防止するため、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。第三に、投資運用業者の最良執行が、顧客のポートフォリオの価値を最大化する取引であるように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とした。

第2編では、投資一任業務を行う投資運用業者の適合性原則を検討した。第1章の米国における投資運用業者の適合性の原則では、投資助言業者と投資運用業者の適合性の原則の違い、および、証券会社と投資顧問の適合性の原則の違いについて、検討を行った。適合性の原則は、投資運用業者や証券会社とその顧客との委託手数料の支払い契約によって作り出される証券会社の利益相反関係に対応するものであると考える。ゆえに、利益相反関係を未然に防止することが望ましい。第2章のSECによる行政処分事例では、1. 顧客が安全な投資を望んでいることを投資顧問に述べ、かつ投資顧問が低リスクの投資を行うと顧客に説明していたにもかかわらず、投資顧問が投機的な投資を行った事例、2. 投資運用契約において、しばしば、投資助言・投資戦略・投資制限として、具体的な条件が定められており、その条件の違反が適合性原則に違反すると認定された事例、3. 投資顧問が顧客のために購入する証券が適合しているかに関して、適正評価(due diligence process)を行う義務があり、それを怠ることが適合性原則違反にあたると認定された事例、4. 証券業を兼業する投資顧問業者が顧客からwrap-feeを受領していたが、当該投資顧問業者が、他の投資顧問業者に投資の運用を再委任していた場合に、最良執行義務の履行により発生した証券の外注費用の開示義務を怠ったことにより適合性の原則に反すると認定された事例の4つの事例について、検討を行った。これらの4つの事例において、顧客と投資運用業者は、潜在的利益相反関係があり、このような潜在的利益相反関係を適合性原則において、防止することが重要であろう。第3章の我が国における投資運用業者の適合性の原則では、投資運用業者の適合性について、検討を行った。投資運用業者は、顧客の知識、経験、財産の状況及び投資一任契約を締結する目的に照らして不適合と認められる投資の運用を行ってはならないと定める。

方、投資運用業者は、常に顧客の立場にたっているわけではなく、顧客の前に自らの利益を優先する可能性も否定できない。従来 of 適合性原則は、行為基準や利益相反に関する義務について、明示的な要件を課す一方で、開示義務や代替案および費用の考慮に関しては、明示的な要件を課していなかった。このような状況では、顧客と投資運用業者間での利益相反関係について、対応が不十分となることが否めない。そこで、従来課されていた適合性の原則の内容を強化し、拡張するものとされる最善の利益規則が米国において、導入された。最善の利益規則は、これらの開示義務や代替案、費用の考慮に関して、明示的な要件を課している。米国においては、適合性原則に課せられている規制をより厳格化し、強化したものが、最善の利益規則であると考えられる。他方、我が国においては、米国における最善の利益規則に該当する顧客本位原則によって、顧客保護を図っている。第3編では、投資一任業務を行う投資運用業者の最善の利益規則と顧客本位原則について、検討を行う。

第3編では、投資一任業務を行う投資運用業者の最善の利益規則と顧客本位原則を検討した。第1章の最善の利益規則(Regulation Best Interest)の概要では、証券会社が負う開示義務、注意義務、利益相反回避義務、法令遵守義務という4つの義務について述べており、以下、それについて述べる。開示義務では、①証券会社またはその関係人として行動していること、②retail顧客に適用される取引、保有、口座管理に係る手数料、③投資の推奨に関する証券や投資戦略に関する重大な制限事項を含む提供するサービスの種類および範囲(モニタリングサービスの提供の有無、最低口座維持金額等の有無も含む)について、検討を行った。注意義務では、①証券会社は、推奨行為に係る潜在的リスク、報酬、費用を理解し、retail顧客の投資経験を踏まえ、これらの要因を考慮し、その推奨が自身の利益よりも顧客にとって最善の利益であると信じられる合理的根拠を必要とする。②また、他の合理的な代替手段がある場合には、その合理的な代替手段を考慮すべきとされ、注意義務を遵守しているどうかは、投資の推奨行為が行われた時点で評価される。③さらに、複数の投資の取引を推奨する際には、個別の取引が顧客の最善の利益であった場合でも、同時に行われる一連の取引が過大なものではないという合理的根拠がなければならないとされている。以上の三つについて、検討を行った。利益相反回避義務では、①証券会社に属する金融専門家がretail顧客の利益よりも自身や会社の利益を優先するようなインセンティブを生み出す利益相反を防止すること。②商品の内容の限定や関連会社の商品のみを提供するといった提供する商品に著しい制約が生じないようにし、証券会社または金融専門家にretail顧客の利益よりも会社の利益を優先することを防止すること。③制限された期間内に特定の有価証券または特定の種類の有価証券の販売に係るセールスコンテスト、セールスのノルマ(割当)、特別支給金、現金以外の報酬を排除することが定められている。以上の三つについて、検討を行った。法令遵守義務では、証券会社は、最善の利益規則の遵守を達成するために適切に構成された方針や手続きを策定し、維持し、執行しなくてはならないとする。本稿では、投資運用業者の法令遵守義務について、検討を行った。第2章のRegulation Best Interestにおける投資顧問の受任者義務では、SECの委員長であるジェイ・クレイトン氏が解説する最善の利益規則と投資顧問の受任者義務との関係について、検討を行った。ここにおけるいくつかの解説では、より具体的に、当該規則に対する批判や誤解について、クレイトン氏の識者の批判に対する反論に関して、具体的な検討を行う。Claim①では、最善の利益規則の行動基準に関する検討を行った。Claim②では、最善の利益規則における「Best Interest」の定義、および、その不十分性について、検討を行った。Claim③では、Fiduciaryの解釈における投資顧問の受任者義務について、検討を行った。Claim④では、Fiduciaryの解釈における投資顧問の利益相反回避義務について、検討を行った。Claim⑤では、最善の利益規則およびSECのFiduciaryの解釈に基づく行動基準について、検討を行った。Claim⑥では、最善の利益規則における監視義務の有無について、検討を行った。Claim⑦では、Relationship Summaryの証券会社と投資顧問の違いに関して、検討を行った。第3章の最善の利益規則と顧客本位原則では、我が国における顧客本位原則について、検討を行った。顧客本位原則は、7つの原則で構成されている。すなわち、①顧客本位の業務運営に関する方針の策定・公表等、②顧客の最善の利益の追求、③利益相反の適切な管理、④手数料等の明確化、⑤重要

な情報の分かりやすい提供、⑥顧客にふさわしいサービスの提供、⑦従業員に対する適切な動機づけの枠組み等について検討を行った。

第4編では、投資一任業務を行う投資運用業者の顧客情報保護と秘密保持義務を検討した。第1章の米国における投資運用業者の顧客情報保護と秘密保持義務では、以下のことについて、検討を行った。第1に、投資運用契約から生じる信任義務違反、第2に、1940年投資顧問法（以下、「投資顧問法」という）206条違反、第3に、グラム・リーチ・ブライリー法（Gramm-Leach-Bliley Act; 以下、「GLB法」という。）違反、第4に、個人情報の盗取に対する規制として、Regulation S-ID に関して、検討を行った。また、本章では、Regulation S-P による顧客の個人情報の保護と個人情報窃盗の Red Flags Rules (Regulation S-ID) について、検討を行った。第2章の SEC による行政処分事例では、1. 顧客情報を保護するための合理的な書面による政策および手続きを怠った事例、2. 委任状のアドバイザーである投資顧問の従業員による、委任状勧誘に関する情報の漏洩の事例、3. 顧客情報の漏洩を防止できなかったとして、Regulation S-P および Regulation S-ID に違反したとされた事例を検討した。第3章の我が国における投資運用業者の顧客情報保護と秘密保持義務では、投資運用業者の民法上の善管注意義務について、検討を行った。また、顧客情報が漏洩した際の責任の所在について、金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針 VI-2-2-3 では、投資運用業者の弊害防止に関する重要な留意事項を紹介し、①「社内管理体制」の整備と②「非公開情報管理責任者」の設置について、提言を行った。

第5編では、投資一任業務を行う投資運用業者の議決権行使を検討した。第1章の米国における投資運用業者の議決権行使では、投資顧問法 Rule 206(4)-6 の内容について、検討を行った。顧客と投資顧問の利益相反を防止するため、投資顧問法 Rule 206(4)-6 は、次のことを定めている。①顧客の証券について、顧客の最善の利益となる議決権行使を確保するために合理的に企図される書面による政策および手続を策定し、実行義務 (Rule 206(4)-6(a))。②投資顧問がどのように議決権を行使したについて、顧客が投資顧問から情報を得る方法を顧客に開示する義務 (Rule 206(4)-6(b))。③委任状による議決権行使に関する政策および手続を顧客に説明し、かつ、政策および手続の写しを請求する顧客に提供する義務 (Rule 206(4)-6(c))。これらの議決権行使に関わる3つの義務について、検討を行った。

第2章の SEC による行政処分事例では、議決権行使に関して、投資顧問と顧客との間の利益相反事例を4つ取り上げた。このような利益相反事例は、顧客に損害を与えるものであり、どのように顧客の利益を保護するかについて、検討を行った。第3章の投資顧問の議決権行使責任に関するガイダンスでは、①議決権行使を行う投資顧問の権限および責任、②議決権行使を行う投資顧問が講ずべき手段、③議決権行使助言会社を雇用する投資顧問が考慮すべき事項、④不完全性や弱点を有する議決権行使助言会社に関して投資顧問が講ずべき処置、⑤議決権行使助言会社のサービスに関する投資顧問の評価、⑥議決権行使を行う投資顧問が提供する機会の六つの分野について、検討を行った。

ただ、本研究をもっても、顧客と投資運用業者の利益相反を防ぐのは、困難であるとされる。ゆえに、最後に、投資運用業者の利益相反規制のあり方について、検討する。

## 2. 投資運用業者の利益相反規制のあり方

以上に述べたように、投資運用業者の最良執行義務、適合性の原則、最善の利益規制と顧客本位原則、顧客情報保護と秘密保持義務、議決権行使に関して、検討を行った。これまでに検討を行った中で、特に利益相反に関する問題が、大きな焦点となっている。そこで、最後に、投資運用業者の利益相反について、検討する。

金融商品取引法上では、金融商品取引法 36 条 2 項において、特定金融商品取引業者等の利益相反管理体制整備義務が規定されている。

また、金融商品取引法 42 条の2では、投資運用業者等が自らや特定の顧客の利益を図るため、他の顧客の利益を害する行為等について、明示的に禁止することで、投資者保護を図っている。

さらに、金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針 IV-1-3 利益相反管理体制の整備では、金融商品取引法 36 条 2 項に定める金融商品取引業者等が整備すべき利益相反管理体制について、利益相反のおそれのある取引を類型化し、定期的にその妥当性を検証する態勢、部門の分離等の管理方法の在り方等について、具体的に指摘している。

金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針 IV-1-3で、規定されているものは次の通りである。

- (1)利益相反管理体制の整備に関する基本的な考え方。
- (2)利益相反のおそれのある取引を特定するための体制の整備。
- (3)利益相反管理の方法。
- (4)利益相反管理方針の策定及びその概要の公表。
- (5)人的構成及び業務運営体制。
- (6)監督手法・対応。

金融庁は、利益相反管理方針の例として、銀行、証券会社、信託銀行、生命保険会社の 4 つの例を挙げているが、いずれにおいても共通しているのは、利益相反管理体制整備義務を満たすために、自らの会社内に利益相反を管理・統括する部署である利益相反管理体制統括部(利益相反管理統括者)を設置するべきであるとしている。また、コンプライアンス部門(法務部門)が、利益相反管理体制統括部の機能を兼ね備える場合も想定されるとしている<sup>1</sup>。

利益相反管理統括部門(利益相反管理統括者)を設置すべきであるとの説は、学説上も指摘されている<sup>2</sup>。利益相反管理統括者とは、利益相反のおそれのある取引の特定および利益相反管理に関する全体的管理体制を統括する者であり、IV-1-3(5)に説明されるよう、利益相反の可能性のある取引の特定および利益相反の一元的管理を行い、営業部門から独立して業務を執行し、利益相反管理体制に必要な情報を集約する権限が付与されなければならないとされる<sup>3</sup>。また、利益相反管理統括者は、利益相反管理統括者と同様の能力を有するのであれば、既存のコンプライアンス部門(法務部門)が、同様の職務の執行が可能であるとの見解も示されている<sup>4</sup>。

<sup>1</sup> 金融審議会「市場ワーキング・グループ」(第8回)議事次第討議資料(利益相反の管理)5-8 頁(金融庁、2016 年)。

<sup>2</sup> 詳細について、神田秀樹＝黒沼悦郎＝松尾直彦編『金融商品取引法コメンタール2』(商事法務、2014 年)226-227 頁〔河村賢治〕。

<sup>3</sup> 詳細について、「金融商品取引業者向けの総合的な監督指針の一部改正(案)」のパブリックコメントに対する金融庁の考え方(平成21年1月30日)14(IV-1-3(5)③)-1を参照。また、金融商品取引業者等検査マニュアルにおけるII-1-2-1(4)①では、取締役会等は、金融商品関連業務に係る顧客の利益を不当に害することのないよう、自社内または金融機関グループ内における利益相反のおそれのある取引を特定・管理するため、当該取引の特定・管理を一元的に行い、かつ、営業部門から独立性を有した統括者又は部門等(以下、「利益相反管理部門等」という。)を設置し、必要な権限及び責任を付与することが重要であると指摘されている。

<sup>4</sup> 金融庁の考え方・前掲注(3)14(IV-1-3(5)③)―2・15-6。

金融庁は、利益相反が生じる取引として、4つの事例を挙げて説明している<sup>5</sup>。すなわち、次のものである。

①投資運用会社が金融商品提供会社から手数料を受け取る事例。

当該事例では、投資運用会社が、顧客の利益に関わらず、商品提供会社から支払われる手数料の高い商品を推奨することで、利益相反が生じると指摘する。

②投資信託の販売・運用が同一グループで行われている事例。

当該事例では、販売会社が、顧客の利益に関わらず、グループの利益を優先して同一グループ内の投資運用会社の商品を推奨することで、利益相反が生じると指摘する。

③法人営業を行う親会社等と投資運用会社が同一グループに存在する事例。

当該事例では、投資運用会社が、投資先の企業の議決権行使にあたって、顧客の利益に関わらず、親会社等の意向を優先して行動する場合に利益相反が生じると指摘する。

④同一主体内に法人事業部門と投資運用部門を有している事例。

当該事例では、投資運用会社が、投資先の選定や議決権の行使に当たって、年金基金の利益に関わらず、融資や証券代行、法人営業などを行う法人事業部門の意向を優先して行動する場合に利益相反が生じると指摘する。

以上の事例を踏まえて、金融庁は、利益相反に関して、次のように指摘する<sup>6</sup>。第一に、我が国では、投資運用会社、販売会社の多くが同一グループに属しており、他国に比して利益相反が起こりやすい構造となっている。第二に、これを踏まえると、我が国において家計の安定的な資産形成を図る上で、顧客の立場に立った投資助言を行う担い手(独立した投資顧問等)の育成が重要である。また、金融機関側でも真に実効的な利益相反管理を実行することが重要である。第三に、既に金融商品取引法等で、利益相反管理体制の整備義務等が定められ、業者においても利益相反管理統括部署の設置、利益相反管理方針の策定・公表などの対応がとられてきたが、世界的な水準で見ると、真に実効的な利益相反管理が行われていると考えられるか検討を要すると指摘する。

そして、真に実効的な利益相反管理を行うためには、次のことが重要であるとされる<sup>7</sup>。

第一に、各主体が自らの実態を踏まえて、利益相反が起こる部署・会社間の情報遮断等の利益相反を回避するために様々な手法を適切に組み合わせることが重要であると指摘する。第二に、利益相反管理の在り方について不断の見直しを行うことが重要であると指摘する。第三に、利益相反管理の取組みについて「透明化」の必要性を指摘している。

投資運用業者と顧客との関係は、常に、利益相反関係にさらされている。以上の提案を考慮した上で、顧客の利益を保護すべきであろう。特に、利益相反の回避手法の組み合わせ、利益相反管理体制の定期的な見直しと更新、利益相反管理体制の情報開示(利益相反関係の透明化)については、重要な見解である。

米国では、証券会社は、取引所法が定める詐欺禁止条項において、公正取引義務を負うものとし、当該公正取引義務の一部として、利益相反に係る情報の開示義務を負う。また、投資顧問は、忠実義務を果たす観点から利益相反取引が原則として禁止され、利益相反が存在する場合、公平な助言を提供するため、利益相反状態を解消するか、少なくとも投資助言に影響を与える利益相反に関するすべての情報を顧客に開示する義務を負う。

我が国の投資運用業者は、顧客との関係において、上述の利益相反規制を考慮した上で、投資運用業務を行うことが望まれる。投資運用業者は、我が国においても、利益相反に関するすべての情報を開示する義務を負うべきであろう。

<sup>5</sup> 前掲注(1)12-15頁(金融庁)。

<sup>6</sup> 前掲注(1)18頁(金融庁)。

<sup>7</sup> 前掲注(1)19頁(金融庁)。