

2016年9月12日 全7頁

欧米における フィデューシャリー・デューティーの動き

金融調査部 主任研究員
鳥毛 拓馬

[要約]

- 金融審議会「市場ワーキング・グループ」では、「国民の安定的な資産形成とフィデューシャリー・デューティー」と題する審議が行われている。
- フィデューシャリー・デューティー (Fiduciary Duty: 以下 FD) とは、英米法において信託を受けた者が履行すべき義務を指し、受託者責任とも訳される。金融庁の平成27事務年度金融行政方針によれば、「他者の信任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」とされている。
- 米国では、労働省が、退職口座での投資アドバイスに関して、ブローカー・ディーラーなどに FD を課す新しい規則を策定している。一方、EU では、明確に FD そのものを課そうというわけではないと思われるものの、投資家保護のため、販売業者のみならず商品組成業者にも適合性原則を課そうとする動きが見られる。
- わが国でも、「国民の安定的な資産形成」のため、投資家の保護と金融業者の利益の確保のバランスをいかに図っていくのかについて配慮しながら、FD 導入に向けた検討が進められるものと予想される。

1. フィデューシャリー・デューティーとは

金融審議会「市場ワーキング・グループ」(座長: 神田秀樹学習院大学法科大学院教授)(以下、市場 WG) では、「国民の安定的な資産形成とフィデューシャリー・デューティー」と題する審議が行われている¹。

フィデューシャリー・デューティー (Fiduciary Duty: 以下 FD) は、英米法において信託を受けた者が履行すべき義務を指し、受託者責任とも訳され、元々は信託受託者が信託委託者お

¹ 金融審議会「市場ワーキング・グループ」議事次第 金融庁ウェブサイト
第3回 (http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market_wg/siryoku/20160706.html)
第4回 (http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market_wg/siryoku/20160802.html)

よび受益者に対し負う義務を指す概念とされる²。

なお、金融庁は、2015年9月に公表した平成27事務年度金融行政方針において、FDについて、「他者の信任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」と説明している³。同方針では、具体的な重点施策に「フィデューシャリー・デューティーの浸透・実践」が掲げられ、「投資信託・貯蓄性保険商品等の商品開発、販売、運用、資産管理それぞれに携わる金融機関等が、真に顧客のために行動しているかを検証するとともに、この分野における民間の自主的な取組みを支援することで、フィデューシャリー・デューティーの徹底を図る」として、例えば、以下の図表1の取組みを促すとしている。従来の概念の対象となる運用・資産管理に携わる金融機関のみならず、商品開発・販売に携わる金融機関も対象に含まれているのが特徴的である。

図表1 フィデューシャリー・デューティーの浸透・実践

投資運用業者	系列販売会社との間の適切な経営の独立性の確保、顧客の利益に合う商品の組成・運用等
保険会社	顧客のニーズや利益に真に合う商品の提供等
販売会社	顧客本位の販売商品の選定、顧客本位の経営姿勢と統合的な業績評価、商品のリスク特性や各種手数料の透明性の向上、これらを通じた顧客との間の利益相反や情報の非対称性の排除等

(出所) 平成27事務年度金融行政方針 p.5 を基に大和総研作成

市場WGの資料では、今後の課題として、「家計の安定的な資産形成と、経済の持続的な成長に資する、より良い資金の流れを実現していくためには、これまでの取組みを更に深化させ、インベストメント・チェーン⁴に含まれる全ての金融機関等が、顧客のベスト・インタレストのために行動するとのプリンシプルを定着させていくこと」⁵を挙げており、わが国においてもフィデューシャリー・デューティーを浸透・実践させるための具体的な手段の必要性が示されている。以下では、わが国での議論の示唆となるであろう、海外の規制・動向について概説する。

² 企業年金連合会ウェブサイト (<https://www.pfa.or.jp/yogoshu/fu/fu02.html>)

³ 平成27事務年度金融行政方針(平成27年9月 金融庁) p.4。太字・下線は筆者。

⁴ 「資金の拠出者から、資金を最終的に事業活動に使う企業に至るまでの経路および各機能のつながり」とされている。「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト(伊藤レポート)最終報告書 平成26年8月、p.8)

⁵ 金融審議会「市場ワーキング・グループ」(第3回)事務局説明資料 p.9。脚注4付番は筆者。

2. 海外の規制事例・動向

(1) 英国

英国株式市場の構造的問題、上場企業行動、コーポレートガバナンスについて調査・分析を行ったケイ・レビュー⁶では、フィデューシャリー・デューティーの原則として、「エクイティ・インベストメント・チェーンの全ての参加者は、顧客との関係においてフィデューシャリー・スタンダードを守るべきである。フィデューシャリー・スタンダードはクライアントの利益を優先させること、利益相反が避けられるべきであること、提供されるサービスの直接・間接のコストは合理的で、開示されるべきことを求める」⁷としている。また、「EUと各国政府の規制当局は、他者の投資に関して裁量権を有し、投資の決定に関する助言をするインベストメント・チェーンの全ての関係者に対して、フィデューシャリー・スタンダードを適用すべき」⁸との提言も行っている。インベストメント・チェーンの当事者について具体的な定義はされていないが、ケイ・レビューでは特に、アセット保有者、アセット・マネージャーなどが想定されているものと思われる⁹。

なお、FDそのものの議論ではないが、2012年12月に英国で実施されたリテール投資商品販売制度改革（Retail Distribution Review：RDR）においては、業務行為規定集（Conduct of Business Sourcebook）¹⁰の改正により、アドバイザーが商品の提供者（運用会社等）からコミッションを受けることが禁止された¹¹。販売業者に対して投資家との利益相反を避けるための措置を導入したものとと言える¹²。

(2) EU

EUでもFDそのものの議論ではないが、2014年6月に公表されたMiFID IIにおいては、独立の投資アドバイザーが、顧客へのサービス提供に関連して、コミッション等を受領することを禁止している¹³（2018年1月施行予定）。前述の英国のリテール投資商品販売制度改革と同様に、販売業者に対して投資家との利益相反を避けるための措置を導入するものとされる。MiFID IIで

⁶ THE KAY REVIEW OF UK EQUITY MARKETS AND LONG-TERM DECISION MAKING FINAL REPORT（2012年7月）。英国ビジネス・イノベーション・職業技能省がロンドン・スクール・オブ・エコノミクスのJohn Kay教授に依頼して執筆されたレポート。

⁷ 脚注6 p. 12。筆者訳。

⁸ 脚注6 p. 13。筆者訳。

⁹ なお、英国法律委員会（The Law Commission）が2014年6月に公表したレポート“Fiduciary Duties of Investment Intermediaries”では、典型的なインベストメント・チェーンに投資マネージャー、証券業者、カストディアンを含むとされている。

¹⁰ <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/COBS.pdf>

¹¹ 脚注10 6.1A.4R。なお、FSA（現FCA）“Retail Distribution Review Newsletter”（2012年12月）、大橋善晃「英国におけるリテール投資商品販売制度改革 FCAによるRDR実施後調査について」証券レビュー第56巻第3号（2016年3月）も参照。

¹² 杉田浩治「世界の投資信託30年の変化と今後の課題」（2016年5月 日本証券経済研究所）

¹³ MiFID II Article 24。なお、大橋善晃「第2次金融商品市場指令（MiFID II）の概要」証券レビュー第54巻第11号（2014年11月）も参照。

は、金融商品¹⁴を組成する金融機関が適合性原則を徹底することを求める規定も設けられており、顧客に適合しない商品が販売会社に供給されないことがその趣旨とされている¹⁵。

(3) 米国

米国では、労働省と SEC が、それぞれ別個にブローカー・ディーラー（証券業者）に対して FD を課す動きをしている。

なお一般論として、連邦証券諸法制定後の早期の段階から、SEC や裁判所により、ブローカー・ディーラーには通常の注意義務よりも高度な信任義務（FD と同義と解される）が課されることが肯定されているものの、ブローカー・ディーラーと顧客との間に信認関係がいつ成立し、いかなる内容の信認義務が課されるかについての基準は確立しているわけではないとされている¹⁶。

以下では、このような一般論ではなく、具体的に法規制を課そうとする動きにつき概説する。

(a) 労働省

現行では、従業員退職所得保障法、いわゆるエリサ法（Employ Retirement Income Security Act: ERISA）において、企業年金関係者に FD が課されている（図表 2）。エリサ法は、企業年金の加入者が有する受給権の保護を目的として、1974 年に制定された企業年金を包括的に規制する連邦法である¹⁷。

また、個人退職勘定（Individual Retirement Account: IRA）についても、内国歳入法（Internal Revenue Code: IRC）により、FD が課されている。

図表 2 エリサ法（404 条）における受託者の義務 (Fiduciary Duties)

最終受益者の利益のためだけに各種義務を果たすことに加えて、以下の義務を果たすことを指す。

- 忠実義務（専ら最終受益者に利益を与え、年金プランの管理費用を合理的なものとする）
- 注意義務（同等の能力を有し、同様な事情に精通している思慮深い者が、当該状況において用いることとなる配慮、技能、思慮深さ、熱心さをもって職務を遂行すること）

¹⁴ 仕組商品が念頭に置かれているものと解される。

¹⁵ MiFID II Article 24(2)。なお、是枝俊悟「MiFID II・MiFIR による投資者保護規制強化の概要」（2014 年 9 月 16 日、大和総研レポート）

(http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20140916_008941.html) も参照。

¹⁶ 松岡啓祐、「アメリカ法における証券業者の信任義務（受託者責任）を巡る近時の議論について」（2006 年、専修ロージャーナル / 法科大学院論集編集委員会 編）

¹⁷ 市場 WG 第 3 回事務局説明資料 p. 10。

-分散投資義務（リスク回避のために、その行う投資を分散させること）

-規約遵守義務（年金プランに関連する規約を遵守すること）

（出所）市場 WG 第 3 回事務局説明資料 p. 10

米国労働省は、2016 年 4 月 8 日に、エリサ法及び内国歳入法において、投資アドバイスを提供する受託者の定義を変更（受託者の範囲を拡大）することなどを内容とした新ルール（Definition of the Term “Fiduciary” ; Conflict of Interest Rule-Retirement Investment Advice）を公表した¹⁸。

これは、エリサ法制定から 40 年以上経過し、退職制度が劇的に変化した中で、個人退職勘定（IRA）保有者等の退職投資家（retirement investors）に投資アドバイスを提供する多くの投資アドバイザーに FD が適用されていないため、当該退職投資家が十分に保護されていないことから、長年の議論を経て、改正が行われたものである。

改正では、退職投資家保護のため、投資アドバイスを提供する受託者は、フィーやコミッションを直接又は間接的に得て、企業年金あるいは IRA の保有者等に一定のアドバイスを提供する者と幅広く定義された。ここでいうアドバイスとは、証券や投資資産の売買・交換等やロールオーバー等に関わる投資、投資戦略やポートフォリオ構成などを含む証券や投資資産の管理について推奨することをいうとされている。

改正によりブローカー・ディーラーなどは受託者の対象とされ、また、これまで FD が適用されていなかった 401(k)などの企業年金から IRA へのロールオーバーの際の退職投資にかかる投資アドバイスなどについても、FD が適用される。当該投資アドバイザーについては、顧客のベスト・インタレストのために行動することが求められる。

受託者に該当する場合、エリサ法等の禁止取引条項の対象となる（図表 3）。また、受託者は制度資産の取引に関して、取引相手から、自己勘定に報酬を受領することが制限される。

図表 3 エリサ法（406 条）における禁止取引(Prohibited Transactions)

制度と利害関係者との禁止取引	<ul style="list-style-type: none"> ・ 財産の売却、交換、賃貸 ・ 金銭の貸借その他の信用供与 ・ 財産、役務、施設の供与 ・ 制度資産の譲渡または利害関係者の便宜のための使用 ・ 407 条 (a) に反する雇用者有価証券・不動産の取得
制度と受託者との禁止取引	<ul style="list-style-type: none"> ・ 自己取引 ・ 第三者（の利益のための）取引

¹⁸ FEDERAL REGISTER VOL. 81 NO. 68 (2016 年 4 月 8 日)

	・制度資産の取引に関して、取引相手から自己勘定への報酬の受領
--	--------------------------------

(出所) 石垣修一『企業年金運営のためのエリサガイド』(中央経済社、2008年)などを基に大和総研作成

もつとも、今般の改正では、禁止取引条項に対する一定の例外規定 (Best Interest Contract Exemption) が設けられている。具体的には、受託者に該当する場合であっても、顧客のベストインタレストを優先するなど一定の要件のもと、受託者は運用会社などの第三者から手数料、報酬等 (コミッション、12b-1、レベニュー・シェアリング等) を受領することが許容されることになっている。この点は、前述の通り、英国において、アドバイザーが商品の提供者 (運用会社等) からコミッションの受領を全面的に禁止されることと異なるとされる¹⁹。例外規定は2017年4月以降、順次実施され、2018年1月から全面的に実施されることとなっている。

(b) SEC

米国では一般に、投資アドバイザーは、顧客に対してFDを負うこととされている。一方、(助言行為がブローカー・ディーラーの業務に単に付随的で、かつ、助言行為に対して特別の報酬²⁰を受けない) ブローカー・ディーラーは、1940年投資顧問法により投資アドバイザーとは異なるものとされ²¹、直ちに顧客に対してFDを負うものではないとされている²²。

しかしながら、ブローカー・ディーラーと投資アドバイザーは、通常、同様のサービスを顧客に提供している。また、そのサービスを利用する顧客にとってみれば、両者の差異は不明確であると指摘されていた。

そこで、2010年に成立したドッド・フランク ウォール街改革及び投資者保護法 (“Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act”) (以下、ドッド・フランク法) 913条では、リテール顧客に証券に関する投資助言を提供するブローカー・ディーラーに対して、投資アドバイザーに適用される行為基準 (standard of conduct) と同じ基準を定める権限をSECに付与した²³。また、基準設定のための調査・研究もSECに求めた。

その後、SECスタッフは、2011年1月に「投資アドバイザーとブローカー・ディーラーに関する調査報告」²⁴を公表した。報告では、リテール顧客に証券に関する投資アドバイスを提供する際に、投資アドバイザーとブローカー・ディーラーに適用される統一受託者基準 (uniform fiduciary standard) をSECが設定することを提言している。

¹⁹ 米国労働省ウェブサイト “Protecting Retirement Savings FAQs”
(<https://www.dol.gov/ebsa/faqs/faq-conflict-of-interest.html>)

²⁰ ブローカー・ディーラーが、証券取引執行により顧客から受け取る、いわゆるブローカレッジ手数料 (コミッション) については「特別の報酬」には該当しないと考えられている。

²¹ Investment Advisers Act of 1940 202条(a)(11)(C)

²² 松尾直彦『Q&A アメリカ金融改革法』(金融財政事情研究会、2010年) p. 266。

²³ 脚注 22 p. 268。

²⁴ SEC ウェブサイト <https://www.sec.gov/news/studies/2011/913studyfinal.pdf>

2013年3月にSECは、統一受託者基準を策定するためのデータと情報（特に定量的データと経済分析）について、一般に募集を行い²⁵、2013年11月には、SECの投資家助言委員会が、SECに対してブローカー・ディーラーにFDを課すルールを策定すべき旨の勧告をしている²⁶。もともと、2016年8月時点で統一受託者基準案は策定されていない。行政管理予算局（OMB: Office of Management and Budget）の情報・規制問題室（OIRA: Office of Information and Regulatory Affairs）によれば、2017年4月に、統一受託者基準案が公表される見込みとなっている²⁷。

4. 我が国への示唆、今後の見込み

前述のように、わが国では、金融審議会市場WGでFDについての議論が開始されており、今後、WGにて、金融機関へのFDの具体的な適用方法に関して議論が行われるものと思われる。ただし、WGでの議論が法制化されるどうかは、現時点では不明である。法改正という対応ではなく、金融庁の監督指針や日本証券業協会の自主規制規則の中に織り込まれることも有り得るとされる²⁸。

一方、金融庁による一連のFD導入の動きを受け、実際にFD宣言する金融機関も現れている。また、銀行窓販における保険手数料の開示に関し、FDの金融機関への適用を待たずに、各金融機関が手数料を開示する動きも出ている²⁹。

米国労働省の新しい規則は、退職口座での投資アドバイスに関して、ブローカー・ディーラーなどにFDを課そうとするものである。その対象範囲は、資産運用や資産管理のみならず販売行為も対象となる。

一方、EUの動きは、明確にFDそのものを課そうというわけではないと思われるものの、投資家保護のため、販売業者のみならず商品組成業者にも適合性原則を課そうとしており、幅広い対象者に投資家保護が求められている。現在、金融庁が検討している、より広範な対象者にFDを課す動きも、伝統的なFDの概念の対象者となる範囲を超えて課すものと言えよう。

「国民の安定的な資産形成」のため、投資家の保護と金融業者の利益の確保のバランスをいかに図っていくのか、今後の審議会での議論が注目される。

²⁵ SEC ウェブサイト <https://www.sec.gov/rules/other/2013/34-69013.pdf>

²⁶ SEC ウェブサイト <https://www.sec.gov/spotlight/investor-advisory-committee-2012/fiduciary-duty-recommendation-2013.pdf>

²⁷ OIRA ウェブサイト（2016年5月）
<http://www.reginfo.gov/public/do/eAgendaViewRule?pubId=201604&RIN=3235-AL27>

²⁸ 遠藤俊英、齋藤通雄「資産運用の高度化と金融モニタリング」証券レビュー第56巻第6号（2016年6月）

²⁹ 大手銀、保険手数料開示へ 外貨建てや変額年金、販売の透明性確保（2016年7月7日付 日本経済新聞朝刊）