

フィデューシャリー・デューティー： 米国における動向とその我が国への示唆



三菱UFJ証券ホールディングス 経営企画部制度調査室 部長代理

岡本 裕介

1. はじめに

「フィデューシャリー・デューティー」は我が国で受託者責任又は信認(若しくは信任)義務と訳され、何らかの財産等に対して信託を行うに当たり、受託者(フィデューシャリー)が委託者(プリンシパル)又は受益者(ベネフィシャリー)の利益のために行動する義

務(デューティー)を指し、英米法において長い時間をかけて醸成された概念である。

金融庁は2015年9月18日、平成27事務年度金融行政方針^(注1)(以下「金融行政方針」という。)を公表し、その中でフィデューシャリー・デューティー^(注2)の浸透・実践をこれまでの投資運用業者に加え、新たに販売会社(以下「証券会社等」という。)にも促すとしている^(注3)。ただし、これらは、その法的義務を課すというよりも、顧客保護に向けた自主的な取組を促すものと見られる。

本稿では、我が国で新たに証券会社等に求められたフィデューシャリー・デューティーの浸透・実践に向けて、まずその概要を示し、次に米国における確定拠出年金(以下「DC^(注4)」という。)に係る証券会社等に対するフィデューシャリー・デューティーの問題を取り上げる。具体的には、米国においてDC向け投資商品を提供する証券会社等にフィデューシャリー・デューティーを適用すること

〈目次〉

1. はじめに
2. フィデューシャリー・デューティーとは：その概要
3. 米国証券会社等に対するフィデューシャリー・デューティーの動向
4. 米国DCへの投資商品数とフィデューシャリー・デューティーとの関係
5. おわりに：我が国におけるフィデューシャリー・デューティーへの示唆

を法制化する動き、及びDC向け投資商品の提供数とフィデューシャリー・デューティーとの関係を概観し、我が国の証券会社等への示唆について若干の考察を行う。

■ 2. フィデューシャリー・デューティーとは：その概要

フィデューシャリー・デューティーの定義は、例えば「信頼に基づいて、受益者の利益を念頭に置いて行動又は助言しなければならない義務^(注5)」と表現されており、受託者が信託の受益者の利益のために行動したかどうかを問うものである。ただし、フィデューシャリー・デューティーは抽象的かつ多様な義務の総称のようなものであるため、その類型を限定列挙することはできないと考えられている^(注6)。

定義が明確にできないといったようなフィデューシャリー・デューティーの特徴を理解する上で重要な点は、それが判例法である英米法の下で形成されてきたことである。つまり、法体系の性格上、その定義の詳細が条文に記載されるものではなく、判例によってその信託における受託者がフィデューシャリー・デューティーを負うかどうかを判断することになる。この点で、成文法である大陸法の流れをくむ我が国の法律において、その取扱いは異なる。神田論文(2001)^(注7)では「そのような判例法の産物を日本で制定法上のルールとして受け継ぎ、しかもそれを裁判のな

い状態で運用することは、かなり無理がある側面がある」と述べており、大陸法にフィデューシャリー・デューティーを法律として導入する際に予想される困難さを指摘している。

その定義が明確に出来ない中で、ある信託において受託者がフィデューシャリー・デューティーを負うと判断される重要な点の一つは、受託者に裁量権が与えられていることである。米国において、個人投資家との取引で証券会社等がフィデューシャリー・デューティーを負うと裁判所が判断するのは、それがラップ口座等の一任勘定取引^(注8)である場合、及び証券会社等が個人投資家の口座を実質的に支配して証券売買等を行う「口座支配」の状況にある場合等である^(注9)。こうして、フィデューシャリー・デューティーを負うとされた受託者は、それに違反した場合に法的責任を問われることとなる。したがって、英米法の下では、ある受託者がフィデューシャリー・デューティーを負うことは訴訟リスクにつながり、その義務を負うかどうかの判断は受託者のビジネスに大きな影響を及ぼす。

■ 3. 米国証券会社等に対するフィデューシャリー・デューティーの動向

米国における証券会社等に対するフィデューシャリー・デューティーに関する議論においては、労働省による「『フィデューシャリー』

の定義に係る規則案^(注10)」(以下「労働省規則案」という。)、アン・ワグナー下院議員の提出による「リテール投資家保護法案^(注11)」、及び米国証券取引委員会(以下「SEC^(注12)」という。)による「統一フィデューシャリー・デューティー^(注13)」(以下「統一FD」という。)の動向が重要である。

米国で証券会社等に対するフィデューシャリー・デューティーが注目を集めるようになった要因の1つは、従業員退職所得保障法(以下「ERISA法^(注14)」という。)によって創設された個人退職勘定(以下「IRA^(注15)」という。)の増加である。IRAはDC加入者が退職や転職によって勤務先のDCを脱退した際の受け皿の機能を果たしており、今後、米国において1946年から1964年までに生まれたベビーブーマー世代^(注16)が退職年齢に到達するにつれて、IRAは更に増加することが予想される。そのため、それまでDC等の年金制度の管理を企業に依拠していた多数の個人が、退職年金の管理に対する負担を強いられるという懸念が生じている。すなわち、米国のDCでは、ERISA法によって原則として受託者がフィデューシャリー・デューティーを負うことでその加入者が保護される一方、IRAへの移換によりその保護を失うのは年金制度として問題ではないかというものである。

本稿執筆時点(2016年3月14日)では、労働省規則案の最終版が準備されていると報じられる中^(注17)、その労働省規則案をけん制

する意味合いを持つリテール投資家保護法案が下院を通過している。統一FDについては、ホワイト長官が前向きな姿勢を示しているものの、SEC内の意見の集約が実現していない様子で、目立った進展は見られていない。以下では、米国における労働省、下院、SECにおける証券会社等に対するフィデューシャリー・デューティーに係る動向を概観する。

(1) 労働省規則案が目指すフィデューシャリー・デューティーによる私的年金の保護

ERISA法では原則として年金制度の運営に関して裁量権を有する者を受託者に定め、その者がフィデューシャリー・デューティーを負うとされる。ERISA法におけるフィデューシャリー・デューティーを負う者の定義の詳細は連邦規則^(注18)で定められているが、オバマ政権の後押し^(注19)を受ける労働省規則案はその適用範囲を拡大し、IRA保有者の保護を明示する目的で公表された。これは、IRA保有者に対して投資助言を行った証券会社等や独立投資アドバイザー^(注20)にフィデューシャリー・デューティーを適用し、違反した場合には法的にその責任を問うものである。

労働省規則案の具体的な特徴の一つは、その受託者がフィデューシャリー・デューティーを負う旨を明示した「顧客の最善の利益のための契約^(注21)」をIRA保有者と取り交わすことによってその保護を強化する一方、現

行の法令においては制限のある投資信託の広告宣伝費等の費用の受領を受託者に認めるというものである。IRAの口座数及び資産運用残高は特に2000年代以降増加基調を強めており、労働省規則案によるIRA保有者の保護は、今後の退職年金制度の充実のために重要なものであると言える。

(2) 労働省規則案をけん制するリテール投資家保護法案が下院を通過

労働省規則案はIRA保有者保護の強化を目指しているが、中小の証券会社等においてその義務を遵守するための費用を負担することによって提供するサービスの質が低下する懸念があるほか、「顧客の最善の利益のための契約」の締結によって発生する費用の支払が中低所得者にとって負担となる懸念もある。これらに対してワグナー下院議員はリテール投資家保護法案を議会に提出し、2015年10月27日に賛成多数で下院を通過した。

本法案は、労働省規則案の単独での施行を妨げるもので、SECが証券会社等に対するフィデューシャリー・デューティーに係る関連規則を公表してから60日を経過するまで、労働省がERISA法に基づくフィデューシャリー・デューティーに関する規則を定めることができないとしている。すなわち、リテール投資家保護法案が施行されれば、SECから関連規則が公表されない限り労働省規則案を施行できないこととなる。リテール投資家保護法案は2015年10月28日に上院に送付され、銀

行住宅都市問題委員会^(注22)に付託されている。

(3) SECにおける統一FDに係る動向

SECの統一FDは、IRAが増加する中で、証券会社等の提供する投資助言業務が独立投資アドバイザーの提供するそれとほぼ同様のサービスであるとIRA保有者及び個人投資家等に受け止められていることから、両者に統一的なフィデューシャリー・デューティーを負わせようとするものである。証券会社等と独立投資アドバイザーにおける投資助言業務の類似性は、SECによる調査報告書「投資顧問業とブローカー・ディーラーについての調査^(注23)」において指摘された。

ただし、SECによる統一FDの策定及び導入に係る動きは目立った進展を見せていない。これには、統一FD導入における費用対効果の定量化が困難であること^(注24)や、SECの委員の間で意見の一致が見られていないこと^(注25)が背景にあると考えられる。ホワイト議長は2017年会計年度予算申請等に対する宣誓^(注26)等において、統一FDの導入に前向きな姿勢を見せているが、本稿執筆時点でその導入に向けた具体的な動きは見られない。

(4) まとめ

米国における証券会社等に対するフィデューシャリー・デューティーに係る議論は、契約に基づく適用によってIRA保有者を保護し

ようとする労働省規則案と、フィデューシャリー・デューティーが適用されるとしてもその契約によって中低所得者がこれまで以上の費用負担を強いられることを問題視するリテール投資家保護法案が対立する形となっている。労働省規制案はオバマ政権の支持を得る一方、リテール投資家保護法案は業界団体等の支持^(注27)を得ながら民主党議員のみならず共和党議員も賛成する中で下院を通過した。ただし、リテール投資家保護法案に対しては大統領が拒否権を発動する可能性^(注28)が報じられており、上院を通過したとしてもその成立及び施行には不透明感が残る。

労働省規則案とリテール投資家保護法案の相違点は投資家保護と費用負担のバランスである。全ての投資家に対する保護が必要とされる場所、IRA保有者の所得や運用資産残高は幅広く分布しているため、中低所得者には投資家保護のための費用の支払が重い負担となる懸念がある。両案どちらの考え方を優先させるべきかの結論を出すのは困難であるが、この点への理解を深めるためには、それぞれの案に対する更に詳細な費用便益分析等による客観的な評価が必要であろう。

■ 4. 米国DCへの投資商品数とフィデューシャリー・デューティーとの関係

米国のDCに対して提供される投資商品数の増加は、フィデューシャリー・デューティ

ーの義務違反に対する訴訟を回避する目的で実施されてきた経緯がある。これは「大量の商品提供による訴訟回避^(注29)」と呼ばれ、投資家の選択肢を十分に確保することがフィデューシャリー・デューティーの一部であるとの解釈に基づく。以下では、こうした大量の商品提供を批判的に検討したエアーズ論文(2015)^(注30)及びブラード論文(2014)^(注31)を中心に、米国のDCにおける商品提供数に対する考え方を概観する。

(1) 「大量の商品提供による訴訟回避」への批判

エアーズ論文(2015)は、DCへの商品提供数とフィデューシャリー・デューティーに関する判例を引用し、2,500種類もの投資商品を提供した例を含めて、これまで大量の商品提供によってフィデューシャリー・デューティーを回避する判決が出されてきたことを示した上で、統計的手法を用いた定量分析を交えて、大量の商品提供による訴訟回避は真に顧客のためになっておらず、本当に必要なのは投資信託の手数料や投資助言費用等を含む様々なコストの低減であると主張している。また、分散投資の観点からは好ましくないものの、費用面を考慮した場合、DCに対して個別株投資の選択肢を提供することも一案であるとしており、ERISA法に基づく投資家保護の観点から労働省規則案の考え方を支持している。

ブラード論文(2014)は、これまでの判例

では大量の商品提供があれば投資家がその選択肢の中から適切なものを選ぶことができると考えられており、それがフィデューシャリー・デューティーの一部であるとの解釈が主流であることを紹介している。そうした中、大量の商品提供による訴訟回避は真に顧客のためになっておらず、実際には十分に分散投資された商品を提供することが重要であるとした判例^(注32)を引用し、ただ単に大量の商品を提供することを批判している。

(2) 提供商品数はどうあるべきか：フィデューシャリー・デューティーの観点

フィデューシャリー・デューティーの観点からDC向け投資商品数を議論する場合、その適切な数は投資家の合理性をどう定義するかによる。すなわち、投資家が極めて高い合理性を有しており、投資判断において「合理的選択^(注33)」を行える主体であると定義する場合には、大量の商品提供が望ましいと考えられる。なぜならば、その極めて高い合理性によって大量の商品の中から最もふさわしいものを選択することが可能なためである。一方、投資家を含む人間一般にはそこまで高度な合理性が備わっておらず、その能力には限界があるとする「限定合理性^(注34)」の下で投資判断を行っているとして定義する場合には、ただ単に大量の商品を提供するのではなく、投資家の限定合理性を補うような商品提供を行う必要が生じる^(注35)。

これまでの裁判においては投資家が合理的選択を行う主体であると定義され、大量の商品提供による訴訟回避が判決においても認められてきた。そうした中、エアーズ論文(2015)及びブラード論文(2014)は、米国のDCに係る問題に対して限定合理性に立脚した研究^(注36)の蓄積が進んだこともあり、大量の商品提供が真に顧客の利益につながっていないのではないかという見方が徐々に受け入れられている状況を示している^(注37)。

■ 5. おわりに：我が国におけるフィデューシャリー・デューティーへの示唆

今後、我が国では、金融庁が金融行政方針の進捗状況や実績等を継続的に評価し、2016年6月を目途に「金融レポート(仮称)」を公表する予定であり、その過程において、証券会社等にフィデューシャリー・デューティーの実践が求められることとなろう。また、金融庁は、法的義務とはせずに、より広範な意味での顧客本位の役割をベスト・プラクティス・ベースで推進することを証券会社等に対して促す^(注38)ということを意図しているようである^(注39)。

こうした中、米国証券会社等に対するフィデューシャリー・デューティーの動向が我が国に示唆するものは、個人投資家に対する保護強化の重要性であろう。我が国で普及が期待されている個人型DCの加入者及び定年退

職後の個人投資家は、基本的に自分自身でその資産を運用しなければならないため、ベスト・プラクティス・ベースで証券会社等にフィデューシャリー・デューティーを負わせることで、これらの投資家の保護を一層強固なものにする考える。

DCに提供する投資商品数については、我が国のフィデューシャリー・デューティーが法的義務ではないとされるならば、訴訟回避のために大量の商品を提供する必要はなく、提供する商品数がある程度絞り込むことが可能である。ただし、エアーズ論文（2015）及びブラード論文（2014）は単純に提供数を減らすだけでなく投資商品に係る費用の低減や十分に分散投資された商品を提供すること等が重要であると指摘しており、また、社会保障審議会企業年金部会（厚生労働省）の「議論の整理^(注40)」においても商品数を一定の範囲内に抑えるだけでなく、加入者にメリットのある商品を提供しやすくすることの重要性を強調している。我が国のDCへの商品提供数については「確定拠出年金法等の一部を改正する法律案^(注41)」成立後に政令で定められることとされているが、単に商品数を少量に絞り込むだけでなく、真に顧客のためになることを考慮した上でその商品数を定めることが、証券会社等におけるフィデューシャリー・デューティーの遵守につながろう。

我が国のフィデューシャリー・デューティーは、特に証券会社等についてはまだ始まったばかりであるが、もう一度顧客本位とはど

のようなものであったかを振り返る上で、今、求められている概念であると考える。

(注1) 「平成27事務年度金融行政方針」、金融庁、2015年9月18日。

(注2) 以下、本稿では、金融行政方針の表記に倣い、訳語を用いず「フィデューシャリー・デューティー」の語を使用する。

(注3) 金融行政方針では保険会社に対しても言及しているが、本稿ではこの点に深く立ち入らない。

(注4) defined contribution

(注5) 「金融取引の展開と信認の諸相」、『金融研究』、金融取引におけるフィデューシャリーに関する法律問題研究会、日本銀行金融研究所、2010年10月。

(注6) 梅澤拓、「『フィデューシャリー・デューティー』をめぐる議論と金融機関の今後の課題」、『金融法務事情』No. 2033、2016年1月10日。

(注7) 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」、『フィナンシャル・レビュー』第56号、2001年3月。

(注8) discretionary account

(注9) 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」、『専修ロージャーナル』創刊号、2006年2月。

(注10) 80 FR 21928, 20 Apr. 2015.

(注11) H.R.1090 - Retail Investor Protection Act.

(注12) Securities Exchange Commission

(注13) uniform fiduciary duty

(注14) Employee Retirement Income Security Act of 1974. 米国における企業年金等の雇用者所得から拠出する私的年金の保護等を目的とした法律。

(注15) individual retirement account. 米国における私的年金の税制優遇制度。

(注16) 例えば、“Baby Boom Generation,” United States Government Accountability Office, July 2016にベビーブーマーの定義が示されている。

(注17) “Labor Department’s Tougher Retirement Advice Rule Nears Completion,” Wall Street

- Journal, 29 Jan. 2016.
- (注18) 29 CFR 2510.3 - 21
- (注19) “Department of Labor’s 2015 Proposed Fiduciary Rule : Background and Issues,” Congressional Research Service, 8 Oct. 2015.
- (注20) registered investment advisor
- (注21) best interest contract
- (注22) Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs
- (注23) “Study on Investment Advisor and Broker-Dealer,” SEC, Jan. 2011.
- (注24) “Broker Fiduciary Rule Delayed by Cost-Benefit Analysis, SEC Says,” Bloomberg, 13 Jan. 2012、及び沼田優子、「個人の資産形成手段として進化を続ける証券投資」、『明治大学国際日本学研究』第5巻第1号、2013年3月。
- (注25) 脚注19を参照。
- (注26) White, Mary J., “Testimony on ‘Examining the SEC’s Agenda, Operations, and FY 2017 Budget Request’,” SEC, 18 Nov. 2015.
- (注27) 例えば、“ATR Supports H.R. 1090, the ‘Retail Investor Protection Act’,” Americans for Tax Reform (ATR), 27 Oct. 2015等を参照。
- (注28) “House Passes Bill to Kill DOL Fiduciary Rule Proposal,” Bloomberg BNA, 28 Oct. 2015.
- (注29) large menu defense
- (注30) Ayres, Ian and Quinn Curtis, “Beyond Diversification : The Pervasive Problem of Excessive Fees and ‘Dominated Funds’ in 401 (k) plans,” Yale Law Journal, Vol. 124, No. 5, Mar. 2015.
- (注31) Bullard, Mercer, “The Social Costs of Choice, Free Market Ideology and the Empirical Consequences of the 401 (k) Plan Large Menu Defense,” Vol. 20, Issue 2, Connecticut Insurance Law Journal, 2014.
- (注32) Tibble v. Edison Int’l, 711 F.3d 1061, 1074 (9th Cir. 2013).
- (注33) rational choice
- (注34) bounded rationality
- (注35) 合理的選択及び限定合理性の概念については、若松良樹、「効率性、パターンリズム、自由：合理的選択理論をめぐる」、『市場化社会の法動態学』研究センターディスカッションペーパー05／17J、神戸大学、2005年12月等を参照。
- (注36) 例えば、Thaler, Richard H. and Cass R. Sunstein “Libertarian Paternalism,” American Economic Review, Vol. 93, No. 2, May 2003等を参照。
- (注37) 経済学的手法に基づく定量的な分析においては、DC向け提供商品数は少量に抑えることが望ましいとの結論が示されているものがある。例えば、Iyengar, Sheena, Wei Jiang and Gur Huberman “How Much Choice Is Too Much? : Determinants of Individual Contributions in 401K Retirement Plans,” in Pension Design and Structure : New Lessons from Behavioural Finance, Oxford University Press, 2004、及びIyengar, Sheena, and Emir Kamenica “Choice Proliferation, Simplicity seeking, and Asset Allocation,” Journal of Public Economics Vol. 94, 2010等。
- (注38) 国際銀行協会 (IBA) 年次総会における森金融庁長官講演、金融庁、2015年11月25日。(http://www.fsa.go.jp/common/conference/danwa/20151125/01.pdf)
- (注39) 脚注6を参照。
- (注40) 「社会保障審議会企業年金部会における議論の整理」、厚生労働省、2015年1月16日。
- (注41) 厚生労働省、2015年4月3日。第190回国会において継続審査中。