

米国の最良執行義務を巡る判例の展開

—— Newton 事件判決後の諸相 ——

木村 真生子

- I. はじめに
- II. Newton 事件判決までの判例の動向
- III. Newton 事件判決後の展開
- IV. 結語

I. はじめに

1. 問題の所在

金融商品取引法 40 条の 2 に規定されているわが国の最良執行義務は、米国の制度に由来する¹⁾。しかし米国の最良執行義務は、わが国のように条文上明定された義務ではなく、自主規制機関が定める規則や判例法のなかで認められた概念として存在している。例えば、ニューヨーク証券取引所の規則は、成行注文の取扱いは、取引所の定めた手続きに従い最良価格で執行するために相当な注意を払うものと規定する²⁾。また、NASD (National Dealers and Securities Association: 全米証券業協会) も、最良執行のために行動することが期待され

1) 米国の最良執行義務のルーツを検証し直し、電子化・高速化が進む現代的な証券市場で、現在同義務がいかなる機能を果たしているのかについては、拙稿「現代的証券市場における最良執行義務」証券経済研究 76 号 83 頁以下 (2011) で検討を試みている。

2) New York Stock Exchange Rule 123A.41, NYSE Guide, *available at* <http://rules.nyse.com/NYSE/Rules/>.

るブローカーに対して行為規範を定め、売買執行時の「相当な注意（reasonable diligence）」の基準について一定の解釈を示している³⁾。

他方で、判例法上の最良執行義務は1940年代後半、業者の吞行為を糾弾するために、従来の看板理論や受託者理論によらない独自の義務として生成した。その後、取引執行の局面で問題となる証券業者や投資顧問業者らの様々な利益相反行為を広くとらえる概念として発展していった。

しかし、市場統合を目指す全国市場システム（National Market System：NMS）構想⁴⁾が打ち出された後の市場では、最良執行義務は単なる投資者保護のための概念から、市場間競争時代のテーゼである「市場の透明性」を支えるコア（core）概念として新たな機能を持ち始めた。すなわち、最も良い条件の執行場所を投資者が選べるように、既存の取引所だけではなく、売買執行機能を持つすべての取引の場（trading venues）を公平な競争条件で競わせるための法的な論拠を与えることになった。例えば、最良執行義務についてのリーディング・ケースとなるNewton事件判決（Newton v. Merrill Lynch）⁵⁾は、ただ漫然と注文を市場全体の最良売買気配であるNBBO（National Best Bid and Offer）で自動的に執行させるのではなく、最も望ましい条件を提示している執行場所に注文を回送する（order routing）ことを証券業者らに求めた。そして同判決後、注文執行義務規則の施行と共に、注文がシステムによって自動回送されるようになったため⁶⁾、判決が示した課題は概ね解決されていく。

しかしながら、最良執行義務を巡る問題がアメリカにおいて完全に解決したとは言いきれない。Newton事件判決後も、最良執行義務を争点とする訴訟が複数提起されているからである。それでは、アメリカでは、最良執行義務に関して、なおどのような課題に直面しているのだろうか。

3) NASD Rules of Conduct Rules 2320(a) (adopted on June 19, 1969, the latest amendment approved on November 8, 2006), FINRA Manual, *available at* <http://finra.complinet.com/>.

4) NMS構想の詳細は、佐賀卓雄「市場間競争の論理と現実——レギュレーションNMSによせて——」証券経済研究48号13頁以下（2004）等を参照。

5) Newton v. Merrill Lynch, 135 F. 3d 266 (3d Cir. 1998).

2. 記述の順序

本稿では、まず、最良執行義務に関するリーディング・ケースである Newton 事件判決までの、最良執行義務を巡るアメリカの判例の動きを概観する（Ⅱ）。次に、同判決後に出された最良執行義務をめぐる主要な論点を、ブローカー業務を営む証券会社についてのものと、投資顧問業者に対するもの、およびマーケット・メーカー業務を営む業者に対するものに分けて考察し（Ⅲ）最後に全体をまとめる（Ⅳ）。

Ⅱ. Newton 事件判決までの判例の動向

顧客の注文は最良の条件、つまり最も有利な条件で執行されなければならないとする「最良執行」の概念は、情報技術の進展に伴って株価情報が迅速・広範に市場に行きわたり、異なる市場間の裁定取引が活発化し、手数料体系をめぐって取引所間の争いが起き始めた1930年代頃米国で生まれた。同じ頃、アメリカの証券市場では、機関投資家や富裕層のみならず個人投資家が株式投資を行い始めたため、投資者を保護する必要性から、最良執行を果たすことが証券会社らの義務として意識され出した⁷⁾。しかし、最良執行義務違反が裁判上で争われるようになるのは1940年を過ぎてからである。

6) 注文執行義務規則は、マーケット・メーカーが顧客から優れた指値注文を受け取った場合に、ディーラー市場で執行ないし気配変更を行うか、そうでなければECNに回送することを定める。詳細は、SEC, Regulation NMS, Release No. 34-51808 (June 9, 2005), 大崎貞和「レギュレーションNMS提案について」資本市場クォーターリー 2004年春号1頁以下(2004)、井上武「米国株式市場間競争のもう一つの側面」資本市場クォーターリー 2007年冬号123頁以下(2007)を参照。

7) Lipton, D. A., “Best Execution: The National Market System’s Missing Ingredient”, 57 *Notre Dame Law Review* 449, pp.478-483 (1982), Facciolo, F. J., “A Broker’s Duty of Best Execution in the Nineteenth and Early Twentieth Centuries”, 26 *Pace Law Review* 155, pp.169-178 (2005).

1947年、無登録ブローカーのHarry Marksに関する事件は⁸⁾、SEC（Securities and Exchange Commission: 証券および取引所委員会）が業者による吞行為の違法性を指摘する際、従来用いてきた看板理論や受託者理論を義務違反の根拠とせず、最良執行義務自体が独自の責任原因であることを示した初の事案となった。SECは、Harry Marksらが代理人としての基本的な義務を怠り、取引所に注文を出さず、顧客のために可能な限り最良の価格を入手しなかったことが詐欺防止条項（1934年証券取引所法（Securities Exchange Act 以下、34年法とする）規則10b-5）違反に相当するとした⁹⁾。

その後もSECは、顧客の保有口座における無権限取引¹⁰⁾に関するFirst Anchorage Corp.事件¹¹⁾や、株式の譲渡手続の不当な遅延をめぐるNed J. Bowman事件¹²⁾、複雑な売買の仕組みによって手数料を高く設定した投資顧問業者に関するDelaware Management Co.事件¹³⁾などで、業者らが「最良の価格を得る」という信任義務に違反したとし、34年法規則10b-5違反の廉で懲戒処分を命じた。

しかし1975年の証券諸法改正法が制定される前、つまりNMS構想が打ち出される以前の市場環境では、証券業者らと顧客は双方ともに「最良の価格」で執行することができたかどうかを精査する手段がなかった。したがって、注意義務違反による最良執行義務を根拠にして、証券会社らの民事責任を追及する

8) 本件は、無登録ブローカーのHarry Marksが顧客にLime Cola株式を売却した際に、自らは代理人として行為することを告げながら、密かに入手していたLime Cola株式を顧客の買い注文に向かわせ、売買手数料のほかに個人的な利益を得ていた事案である（*In the Matter of Harry Marks*, 25 S.E.C. 208（1947））。

9) *Id.*, 220.

10) 不正取引（unauthorized transaction）とよばれる。証券会社らによる権限外の取引はコモン・ロー上の代理原則に違反するほか、自主規制機関が定める各種の行為規範に違反する。ただし、詐欺や不実表示などの事実を伴わなければ、無権限取引が直ちに34年法規則10b-5違反に当たるとは解されていない（Poser S. and Fanto, J. A., *Broker-Dealer Law and Regulation* § 20.01 [D] 20-3-20-4, Aspen（4th ed 2007））。

11) *In the Matter of First Anchorage Corp.*, 34 S.E.C. 299（1952）。

12) *In the Matter of Ned J. Bowman*, 39 S.E.C. 879（1960）。

ことは事実上不可能だったと考えられる¹⁴⁾。もっとも、被告側の欺罔の意図 (scienter) を立証することが困難な投資者は、詐欺防止条項違反を根拠に損害賠償責任を追及することが概してむずかしいことに加え、訴訟コストが割に合わないことなどから、積極的に訴訟を提起してもデメリットの方が多かった¹⁵⁾。

ところが、1979年、オハイオ州北地区の地方裁判所に提訴された *Lesko v. Merrill Lynch*¹⁶⁾ では、執行市場の選択との関係で、業者の最良執行義務違反による民事責任が初めて争われた。原告 *Lesko* は、被告の証券会社メリル・リンチがアメリカン証券取引所 (American Stock Exchange) に故意に全注文を出したと主張し、他に利用可能な市場で最良価格を得る努力を怠ったため、結果として最良価格を得ることができなかったとして、被告に対して34年法規則 10b - 5 違反に基づく損害賠償を請求した。

これに対して裁判所は、Yによる訴えの取下げの申立てを審理する際、証券会社らの行為が認識ある過失 (reckless) または詐欺的 (fraudulent) 行為に相当することが証明される限り、業者の行為は34年法規則 10b - 5 違反となる可能性があること、また、最良の市場価格を得るための回送手順があえて踏まれ

13) *In the Matter of Delaware Management Co.*, 43 S.E.C. 392 (1967). 1975年以前、すべての取引の手数料率は、各取引所が明文で規定していた。このため、投資会社または投資顧問業者が他のサービスを提供しているブローカレッジ会社に手数料を迂回して支払えば、投資者に転嫁される手数料は高騰するおそれがあった (D.ラトナー＝T.ハーゼン (神崎克郎＝川口恭弘監訳)『最新米国証券規制法概説』190-192頁 (商事法務、2003年)。なお、Loss, L., Seligman, J. and Paredes, T., *Securities Regulation* volume VI, Wolters Kluwer, 7.D.2.a (4th ed. 2011)) も参照。

14) Lipton, *supra* note(7), pp. 471-472.

15) 最良執行義務違反は概して訴額が小さく被害が広範に及ぶため、クラス・アクション制度がなじむところ。1960年代のクラス・アクションの増加は、最良執行義務の法理を発展させる重要な契機となった (Perino, M.A., "Fraud and Federalism: Fraud and Federalism: Preempting Private State Securities Fraud Causes of Action", 50 *Stanford Law Review* 273, 284)。

16) *Lesko v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, No. C78-1740 (N.D. Ohio June 22, 1979)。

ていなければ、ブローカーの詐欺的な行為に該当する可能性がある」と判示した¹⁷⁾。本件では係る証明がなく、請求は棄却された。

ところが、Lesko事件後、アメリカでは、取引所と同じ売買執行サービスを提供する私設取引システムでの取引が急増し始める。そこで、顧客注文の執行にあたり、証券会社らが最良執行義務を果たすために、国法証券取引所¹⁸⁾のみならず私設取引システムへも注文回送を行うべきかどうか議論されることになった。1995年に起きたNewton v. Merrill Lynchでは¹⁹⁾、被告メリル・リンチら証券会社が原告ら顧客の注文を執行する際に、インスティネットなどの私設取引システムで提示されている取引所外取引の価格を調査せず、NBBOで自動的に執行したことが最良執行義務違反に当たるかどうか争われた²⁰⁾。被告らは、有利な価格が他市場で得られる可能性があるという理屈だけでは最良執行義務を怠ったということではできず、最良執行であったかどうかはコスト、スピード、執行可能性を総合考慮しなければならない²¹⁾と主張した。

原審は、被告の行為は必ずしも34年法規則10b-5違反の要件に当たらないとして請求を棄却したが、控訴審は、NBBOで自動的に注文を執行していた被告らの行為を最良執行義務違反と断定した。そして控訴審は、被告らの行為に注意義務違反がなかったかどうかを明らかにするために、審理を原審に差し戻した²²⁾。

17) Lipton, *supra* note (7), p. 477.

18) 34年法第6条に基づく登録をSECに行っている証券取引所をさす。

19) 地裁判決 (911 F. Supp. 754 (D.N.J. 1995)), 控訴審判決 (135 F. 3d 266 (3d Cir. 1998)) の後、差戻審 (191 F.R.D. 391 (D.N.J. 1999)、259 F.3d 154 (3d Cir. 2001)) を経て、原告の敗訴が確定した。

20) 事件の詳細については、大崎貞和「最良執行義務とは何か」資本市場クォーターリー 1998年春号5-9頁 (1998)、梅本剛正『現代の証券市場と規制』22-24頁 (商事法務、2005) 等を参照されたい。

21) 近年の最良執行の一般的な定義として、SECや裁判所はMacey, J. and O'Hara, M., "The Law and Economics of Best Execution", 6 *Journal of Financial Intermediation* 188 (1997) を参照することが多い。

ところで、Newton事件の控訴審判決は、最良執行義務とは何かについて裁判所の見解を明らかにした点で重要である。判決によれば、最良執行義務とは、ブローカー・ディーラーが顧客注文のために、諸般の事情の下で合理的に利用可能な最も望ましい条件を求めることとされ、また、最良執行の概念は技術の進歩と共に変化するために、証券会社らは最良執行義務の基準を高めていくよう努力する必要があると判示した²³⁾。

しかし、今日では、注文執行義務規則 (Order Handling Rule) によって ECN (electronic communications network: 一定の要件を満たした電子取引システム) がナスダックに接続され、システムが注文を最良の市場に自動的に回送している。このため、顧客のために最良の条件を提示する市場を探すために、証券会社らが負担する義務は大きく軽減されたといえる。ただし、これらの一連の措置によって、証券会社だけでなく取引所などの市場運営者も、顧客注文の最良執行について一定の義務を負担することになった点には注意しなければならない。これは、最良執行義務は個別の顧客に対する信任義務とは無関係に、電子システムの支援によって、市場全体が市場自らの責任において市場の効率性を確保しなければならないというメカニズムが生まれた帰結である。そして、そのような自動化された最良執行プロセスの透明性を図る観点から、電子取引市場に関する規制としてのレギュレーションNMSにおいて、注文保護規則 (同規則611) や公表気配に対するアクセスに関する規則 (同規則610) などが定められ、証券会社らが最良執行義務を順守しているかどうかを精緻に検証する仕組みが整えられた²⁴⁾。

22) 裁判所が指標を用いて客観的にある取引を最良執行だと評価する能力があるかどうかについては疑問があるとして、Newton事件判決の課題を提示するものに、Ferrell, A., "A Proposal for Solving the" Payment for Order Flow "problem", 74 *Southern California Law Review* 1027, pp. 1069-1070 (2001) などがある。

23) 34年法規則10b-5の構成要件に基づいて最良執行を判断したケースとしてGraham v. Taylor Capital Group, 135 F. Supp. 2d 480 (2001) などがあり、業界の取引慣行について検討した判決としてBerkeley Inv. Group, Ltd. v. Colkitt, 455 F. 3d 195 (2006) などがある。

一方で、上記のSECの措置に対応するかたちで、NASDは規則2320を2006年に改訂した²⁵⁾。まず、顧客の注文執行の質がコンピューターによる自動執行によって害されないように、ブローカー・ディーラーは顧客から受けた直接の注文だけでなく、他のブローカー・ディーラーから回送された注文についても同規則に基づく最良執行義務を負うこととした²⁶⁾。また、ブローカーやマーケット・メーカーに対しては、同一銘柄の取引が行われている市場であれば、ECNだけでなく、すべての市場の価格を参照することを義務づけた²⁷⁾。ただし、これらの義務は回送されてくる注文について課されるものであること、また、NASDのルールは原則としてNASD会員のみを拘束するものであることには留意する必要があるだろう。

24) SEC, Regulation NMS, Release No. 34-51808 (June 9, 2005). なお、注文保護規則は、マーケット・メーカーが顧客から優れた指値注文を受け取った場合に、ディーラー市場で執行ないし気配変更を行うか、そうでなければECNに回送することを定める。また、公平な市場アクセスルールは、取引所やマーケット・メーカー、ECNなど、気配情報の発信者が自らの会員や顧客でない者に対して、差別的取扱いに当たるような手数料を課すことを禁じている（大崎貞和「レギュレーションNMS提案について」資本市場クォータリー2004年春号、3-6頁（2004））。

25) See, *supra* note (3). See, also NASD, NASD Notice to Members 06-58 (October 9, 2006), SEC, Securities Exchange Act Release No. 34-54339 (August 21, 2006)。同規則の詳説として、Hazen, T.L., *Treaties on the Law of Securities Regulation* volume 5, West, pp. 368-378 (6th ed. 2009) などがある。

26) See, *supra* note (3)。

27) *Id.* なお、当事者が相当な注意を払ったかどうかは、チェックした市場の数（primary marketの数ではないことに注意）や取引値（quotation）の入手可能性（取引値が出ている場所は問わない）に加え、業者間のやり取りの結果としての注文条件の内容を基準としながら判断されることになっている。

Ⅲ Newton 事件判決後の展開

1. ブローカーの事例— *Gurfein v. Ameritrade, Inc.*²⁸⁾

上述のように、Newton 事件判決後の一連の市場参加者の取り組みにより、一定の株式取引については、コンピューター・システムが最良価格を提示している市場に顧客の注文を回送することで、同一銘柄の取引について複数の執行市場が存在していても、顧客の注文は自動的に最良の条件で執行される。このため、回送義務が課される取引については、最良執行義務違反によりブローカーの民事責任を問う事案はほとんど見られなくなったと考えられる。しかし自らの注文を他市場に回送されたことを不服として、証券会社が契約上の義務違反や最良執行義務違反を問われる事案が現れた。

*Gurfein v. Ameritrade, Inc.*は、原告で被控訴人の *Gurfein* が、被告で控訴人のオンライン証券会社の *Ameritrade* に対して、原告のすべての指値注文をアメリカン証券取引所（以下、AMEX という）に回送したことは契約上の義務に反し、また、SEC 規則や NASD、AMEX が定める自主規制規則にある最良執行義務にも違反しているとして、被告をニューヨーク地方裁判所に提訴した事件である²⁹⁾。

控訴審裁判所で、被控訴人は、控訴人が取引の回送先として AMEX を選択したことは適切ではなかったと主張した。2003 年 6 月の SEC レポートにおいて、AMEX のスペシャリストが最良執行義務違反を SEC に指摘されていたことを被控訴人が知ったからである。しかし、同裁判所は原審と同様、SEC のレポートは回送先に問題があるとする主張を十分に根拠づけることはできず、そのような主張は法律問題ではないとして被控訴人の主張を退けた。また、被控訴人は回送先としてどの市場が適切であったかを立証しなかったために³⁰⁾、

28) *Gurfein v. Ameritrade, Inc.*, 312 Fed. Appx. 410 (U.S. App. 2009).

29) *Gurfein v. Ameritrade, Inc.*, 2007 U.S. Dist. LEXIS 51801 (S.D.N.Y., July 17, 2007).

当該主張は推論の域を出ないと判断された。さらに、SEC規則および自主規制規則違反についても、私的訴権（implied private right of action）が認められていないとして原告の主張を棄却した。

ところで、被控訴人は控訴人の契約上の義務の存否についても争っていた。この点について控訴審裁判所は、注文回送に関して当事者間に明確な取り決めがなかったことから、当事者の合意の存否を解釈によって探ることを避けている。

2. 投資顧問業者が負う最良執行義務

(1) 義務の根拠

「最良執行義務」といえば、証券会社だけに課される義務のように思われがちだが、アメリカでは、投資顧問業者もあらゆる取引に関して最良執行を果たす努力義務を負う。ただし、これについて明文上の規定はなく、Ⅱ章で述べたように、1975年以前はSECの見解においても、最良執行義務は、信任義務とは別の投資顧問業者の独自の義務とまでは認識されていなかったようである³¹⁾。おそらく、当時の固定手数料制の下では、コストを抑制すれば容易に最良執行の条件を満たすことができるので、最良執行の質的な要素については、業者と監督機関の双方の強い関心が及ばなかったのだろう。

しかし投資顧問業の本性からすれば、投資顧問業者が売買執行を証券会社に委ねる際、より優れたリサーチ情報や営業担当者による助言などの付加的サービスを提供している証券会社に発注を行わなければ、受託者責任が問われうる。このため、過度にコストを削減すれば、投資顧問業者のサービスの質が低下するおそれがあった。

ところで、発注の過程で提供されるこのような付加的サービスの対価はソフトダラーと呼ばれる。1975年に売買委託手数料が自由化されると、固定手数

30) Newton, *supra* note (5), p.270.

31) See, *supra* note (13), p.396.

料制の下では利用の少なかった投資顧問業者と証券会社間のソフトダラー契約の利用は、サービスの差別化のために徐々に拡大していった³²⁾。ただし、留意しなければならないのは、ソフトダラー契約のコストが概して顧客に転嫁される点である。良質なサービスを提供すればコストがかさむが、それでも受託者責任を尽くせば最良執行といえるのか、それとも従前のようにできるだけコストをかけないことが最良執行であるのかという点に矛盾が生じた。

そこで、34年法第28条(e)項において最良執行義務のセーフハーバーが規定されることになり、投資顧問業者が証券会社らから付加的な財・サービスを購入しても、受託者責任に問われないことが明定された³³⁾。しかしセーフハーバー・ルールができたことで、反って規定の拡大解釈を通じて顧客に過大なコストをかけることが正当化されるようになり、最良執行の概念も混乱を来した。

SECは同規定の解釈の統一を図るため、数度にわたり指針を公表し、1986年に公表された指針において、投資顧問業者が最良執行義務を負う必要があることを明らかにした。すなわち同指針は、投資顧問業者は取引ごとの事情を考慮して、できる限り最も有利な執行条件を求めなければならないとした³⁴⁾。そして今日では、当該指針が投資顧問業者の最良執行義務の根拠として参照されている。また、業界団体等はさらにこれを基にして指針を作成し、最良執行

32) 神山哲也「米国におけるソフトダラーを巡る動き」資本市場クォーターリー 2006冬号 106頁(2006)。

33) 1934年証券取引所法第28条(e)項は、顧客口座に関して裁量権を持つ者(他人の資産の運用を委託された投資顧問業者など)が、当該顧客口座に関し、証券会社より提供される売買執行およびリサーチの価値に照らして、証券会社に支払うコミッションが合理的であると誠実に判断したのであれば、他の証券会社に対して支払ったであろうコミッションよりも高い金額を当該顧客口座から支払ったというだけの理由で、違法行為若しくは受託者責任を問われないと規定する(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)』114頁(日本証券経済研究所、2008年)を参照)。

34) SEC, Interpretive Release Concerning Scope of Section 28(e) of the Securities Exchange Act of 1934 Release No.34 - 23170 (Apr. 23, 1986)。

義務の内容の具体化に努めている³⁵⁾。

他方で、市場間競争下での投資者の平等な取り扱いを求めたマーケット2000研究報告書³⁶⁾が業者の果たすべき最良執行義務の意義を強調すると、SECは、市場選択との関係において最良執行義務を負う証券会社への規制を強化するだけでなく、投資顧問業者の最良執行についても監視を強化するようになった。SECは投資顧問業者に対する定期的な業務監査において、最良執行義務が遵守されているかどうかをチェックしている³⁷⁾。

(2) 義務の性質

投資顧問業者の負う最良執行義務は、顧客の利益を最大化するという観点からは、証券業者と同一の行為規範に従う必要があると考えられるが、その標準は証券会社の負う義務と必ずしも同じではない³⁸⁾。それは以下のような理由に基づく。

第一に、両者の業務の性質上の違いが、最良執行義務の標準に差をもたらしているからである。すなわち、証券会社は証券等の売買を主要な業務としており、顧客との関係では仲介業者（intermediary）としての役割を果たしているのに対し、投資顧問業者は顧客に対して投資助言を行い、あるいは投資者から投資判断や投資に関する必要な権限を委任され、投資運用を行うことを業の内容と

35) CFA Institute, CFA Institute Trade Management Guidelines, *available at* <http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/ccb.v2004.n3.4007>).

36) SEC, “Best Execution, in MARKET 2000: An Examination of Current Equity Market Developments”, at V-1 (1994). 同報告書は、市場間競争下の市場で透明性を確保することが必要であることのほかに、投資家を平等に取り扱うことや公正な市場競争を行うこと、自由な市場アクセスを確保することの重要性を唱えている。

37) See, e.g., OCIE (office of Compliance Inspections and Examinations), “Examinations by the Securities Exchange Commission’s Office of Compliance Inspection and Examinations (February 2011).

38) Bines, H.E and Thel, S., *Investment Management Law and Regulation*, Aspen, pp. 550 - 551 (2d ed. 2004).

しているからである。このため、執行の質について、証券業者は様々な要素のうち価格や執行可能性ないしスピードを重視するが、投資顧問業者は best net price (最良の差し引きでの正味価格) を最良執行価格として見る傾向があり³⁹⁾、手数料などの執行コストに大きな関心を払う⁴⁰⁾。

第二に、業者と顧客の関係性の違いが、両者の最良執行義務の標準に違いをもたらす。すなわち、取引注文の執行者としての証券会社は、投資顧問会社の顧客と取引ごとに関係が生じるだけで、その関係は間接的であり、証券会社は代理法理の下で、本人として行動するにすぎない⁴¹⁾。また、証券会社はブローカーのみならずディーラーとしても行動するために、潜在的に顧客とは利益相反の関係に立つことになる。これに対して、投資顧問業者は顧客と継続的かつ直接的な契約関係に立ち、代理法理の下では代理人としての義務を負う。例えば、顧客の要請がない限りは、投資顧問業者は売買執行者となるブローカーの選択について重要な権限を有する。つまり、投資顧問業者は証券会社よりも相対的に顧客に対する忠実義務、注意義務の標準が高い。

このように、投資顧問業者の最良執行義務は、原則として顧客に対する信任義務との関係で義務違反を捉えることに重心が置かれるべきものである。しかし市場間競争が激化し始めた頃から、その射程が次第に広がって行き、市場選択との関係においても投資顧問業者が最良執行義務を負うべきかについて検討がなされ始めた⁴²⁾。他方で、上述のように、最良執行義務の解釈はソフトダ

39) *Id.*, p. 502ff. See also, Harris, L., *Trading and Exchanges - Market Microstructure for Practitioners*, Oxford University Press, pp. 160 - 161 (2003).

40) 1940年投資顧問法 202(a)(11) (Investment Advisers Act of 1940, 15 U.S.C. § 80b-2(a)(11)) によれば、「投資顧問」とは、「報酬を受けて証券の価値に関して、又は証券に対する投資、購入、もしくは売却の可否に関して、直接的に又は出版物若しくは文書を通じて、他人に助言することを業とする者、又は報酬を受けて定常的業務の一部として証券に関する分析又は報告を発行若しくは公表する者をいう」とし、(A)項から(G)項において銀行や弁護士、会計士、新聞や雑誌、ブローカー・ディーラー等を除外している(日本証券経済研究所編『新外国証券関係法令集(アメリカⅡ)』208頁(日本証券経済研究所、2008年)を参照)。

41) Bines and Thel, *supra* (38), p. 551.

ラー契約との関係を巡って従来から問題があり⁴³⁾、投資顧問業者が負うべき最良執行義務の内容と範囲については現在も議論が錯綜している状況にある。

(3) 近年の判例の動き

1940年投資顧問法（the Investment Advisers Act of 1940、以下投資顧問法という）206条は、投資顧問業者の行為規範のプリンシプルを定め、証券の購入や売却に関して相場操縦的または詐欺的戦略もしくは術策を用いることを禁止する⁴⁴⁾。34年証券取引所法10条(b)項に相当する規定だが、同規定の判例法上の運用実態とは異なり、私的訴権が認められていない⁴⁵⁾。またその際、SECは業者の顧客に対する欺罔の意図や実際の損害について立証する必要がなく、判例法上、行為に不注意または過失と詐欺の要素があれば、業者の責任を追及することができる⁴⁶⁾。このためであろうか、SECは同規定の要件を緩やかに解する傾向にあり、登録が不要な業者に対しても本規定を適用し、数多くのエンフォースメント訴訟を提起している⁴⁷⁾。このような訴訟において、近年、SECは最良執行義務に違反すれば投資顧問法206条違反となる

42) *Id.*, p.550. なお、投資顧問業者の負うべき義務について考察するものとして、Schnase, L.A., “Best Execution - Legal and Practical Consideration for Investment Advisers and Funds” (2010), *available at* <http://www.40actlawyer.com/Articles/Link9-Best-Execution-Paper.pdf>がある。

43) SECも、ソフトダラーを従来から批判しており、顧客に必要以上の手数料を請求するための言い訳として利用されているにすぎないとしており（SEC, “Disclosure by Investment Advisers Involving Soft Dollars”, Investment Advisers Act Release No. IA-1469 (February 14, 1995)、34年法第28条(e)項の文言の曖昧性から、カーペット代や旅費・交際費などの無関係な費用にコミッションが充当されている事実を問題視している（Chairman Christopher Cox, Opening Statement at the Commission’s Open Meeting (July 12, 2006), *available at* <http://www.sec.gov/news/speech/2006/spch071206cc2.htm>）。

44) 同条1項で、投資顧問が顧客又は顧客に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を禁じ、2項で実際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禁じている。

45) *See e.g.*, *Transamerica Mortgage Advisors, Inc. v. Lewis*, 444 U.S. 11 (1979).

という論理を展開しているようである。以下で主な4つの事件を取り上げて検討してみよう。

(a) Founders Asset Management, L.L.C.に関する事件⁴⁸⁾

投資アドバイザーとして登録していたFounders Asset Management（以下、F社という）は、顧客のために最良執行を迫るための方針を開示していた。しかし顧客に代わってF社が証券会社らに支払うことになる基本手数料の扱いが小口顧客と大口顧客の口座で異なり、1株につき12セントから14セントもの差が生じることについては、F社は何ら明示していなかった。この差額はF社がブローカーに対して見返りとして支払うべき紹介料だったが、実際にはこれを顧客に転嫁していた。この点について、SECは、F社の内部的な取り扱いの不開示は同社の最良執行方針に矛盾するものであり、投資顧問法206条違反となると判断して、民事制裁金を科すなどの懲戒処分を行った。

46) 投資顧問法206条に基づいて提訴する際、コモン・ロー上の詐欺の要件の立証は不要であるとしたCapital Gains判決（SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc., 375 U.S. 180 (S.D.N.Y. 1963)）が、SECの訴権の強力な後ろ盾になっている。例えば、過失の立証のみで投資顧問法206条(2)項違反が認められた例として、SEC v. Steadman, 967 F.2d 636, 643 n.5 (D.C. Cir. 1992) などがある。ただし、現在Capital Gains判決に対する学説からの批判が高まっている点には注意を要する（例えば、Laby, A. B., “Current Issues in Fiduciary Law”, 91 *Boston University Law Review* 1051などを参照）。

47) 例えば、SEC v. Beacon Hill Asset Management, L.L.C., Litigation Release No. 18950 (Oct. 28, 2004) では、投資顧問法203条(b)(3)に基づき登録が不要な業者であった（過去12か月間における顧客数が15名未満であり、一般公衆に対し自己が投資顧問であることを一般的に表示しない等の要件を満たした者）が、詐欺的な投資スキームを用いて、投資家に300万ドル以上の損失を与えたなどとして起訴され、罰金や業務停止などを命じられている。

48) Founders Asset Management, L.L.C., Investment Advisers Act Release No. 1879, 73 SEC Docket 1627 (June 15, 2003).

(b) Sage Advisory Services, L.L.C.に関する事件⁴⁹⁾

登録業者である Sage Advisory Services（以下、S社という）は1993年中頃から1997年4月にかけて、一番の得意顧客であった Rollert（以下、Rという）に教会寄付基金（church endowment fund）での運用を勧め、投資を行わせていた。しかし当該基金の運用担当だった証券会社とS社が締結したソフトドラッグ契約については、Rに必要な情報を開示せず、過当取引を繰り返したほか、基金の重要な財務情報を提供しないなど、詐欺的な手法を用いて投資を行わせていた。以上の事実に加え、S社がRに代わって証券会社に支払う手数料は1株につき30セントと高額だった。SECは、この手数料が相場の2倍であったことを最良執行義務違反であると判断し、S社に対し民事制裁金を科したほか、業務停止などを命じた。

(c) Jamison, Eaton & Wood, Inc.に関する事件⁵⁰⁾

約180名の個人顧客から6億3千5百万ドルもの資産運用を委託されていた Jamison, Eaton & Wood, Inc.（以下、J社という）は、SECに開示義務違反と最良執行義務違反を指摘され、エンフォースメント訴訟を提起された。J社の最良執行義務違反は以下のような事実に基づく。

J社はフルサービスを提供するブローカーに運用を委託する45名の登録代表者となり、顧客に1株35セントの手数料を請求していた。しかし委託先の証券会社を特に明示しない顧客に対しては、フルサービス・ブローカーとディスカウント・ブローカーの選択⁵¹⁾が可能であることを告げており、ディスカウント・ブローカーとの取引を希望する顧客は1株8セントの決済サービスを利用できた。一方、J社はフルサービス・ブローカーの登録代表者となることで、ブローカーから得意先の紹介を受けていた。J社は25年あまりにわたり、フル

49) Sage Advisory Services, L.L.C., Securities Act Release No. 7997, Investment Advisers Act Release No. 1954, 75 SEC Docket 1073 (July 27, 2001).

50) Jamison, Eaton & Wood, Inc., Investment Advisers Act Release No. 2129, 80 SEC Docket 599 (May 15, 2003).

サービス・ブローカーの利用顧客に対してかかる利益相反の事実を明らかにしておらず、また委託先のブローカーを選択できることについても開示していなかった。このため、結果として一定の顧客に高額な手数料を支払わせていたJ社は、SECによって最良執行義務違反とみなされ、投資顧問法206条に違反するとして、民事制裁金を科されるなどの懲戒処分を受けた。

(d) Portfolio Advisory Services L.L.C.に関する事件⁵²⁾

Portfolio Advisory Services L.L.C.（以下、P社という）は、自社の組織したヘッジファンドを顧客に紹介してもらう見返りに、運用委託先のブローカー5社に対して、顧客から受け取った手数料を回すことを口頭で約していた。すなわち、P社はまず市場時価で売買するマーケット・メーカーに取引を行うよう指示し、約定の確認を行う。するとP社は、決済や保護預かりなどのバックオフィス業務を担当する主要ブローカーAに取引を報告し、同時にAに対して、当該取引とは無関係なブローカーにも1株5セントの追加手数料を支払わせる。ところで、P社はこの取り決め、すなわち委託先のブローカーに手数料を支払う可能性があることについて、投資顧問業を行う際の登録書類（Form ADV）に明記していた。しかし委託先ブローカーが実際の取引に関与をしていなくても、手数料がかかることについては開示を怠っていた。さらに、この手数料はマーケット・メーカーへのマークアップに付加されていた。

SECは、このような手数料料率の取り決めの仕組み、いわば不知の業界の慣習により、顧客がP社に不要な手数料を支払わされていたことを明らかにし、

51) Full-serviceとはMorgan StanleyやMerrill Lynch等に代表される証券会社が提供する様々なサービスをさし、そのサービスは投資に関する一般的なアドバイスから退職基金の運用、節税対策にも及ぶ。また、Full-service brokerは投資商品としてデリバティブズや保険商品などを揃え、専属のリサーチ部門による情報提供なども行う。これに対してDiscount brokerはCharles SchwabやTD Waterhouseに代表される証券会社をさし、投資アドバイスは一切行わない代わりに、低額の手数料を売りにしている。

52) *In the Matter of Portfolio Advisory Services L.L.C. and Cedd L. Moses, Investment Advisers Act Release No. 2038, 77 SEC Docket 2759-31 (June 20, 2002).*

P社の行為が実質的な投資顧問法206条違反にあたるとして懲戒処分を行った^{53、54}。

以上の事例（および本稿注（54）（56）（58）も参照）から、投資顧問業者は手数料率との関係で最良執行義務違反を問われることがあり、また場合によっては詐欺防止条項違反となるケースがあることがわかる。すなわち、(a)事件は、すべての顧客のために最良執行を求める方針を打ち出しながら、実際には顧客ごとに手数料を変え、その事実を開示していなかった事案である。(b)事件は、手数料率に関する開示は行っていたが、請求した手数料が標準よりも高額であったことが最良執行義務に反するとされた。つまり(b)事件では、高額の手数料が最良執行を妨げていたと判断されたことになる⁵⁵。また、(c)事件は、業者が長期にわたり顧客の手数料負担について見直すことを怠り、結果として顧客を不平等に扱っていたケースだった⁵⁶。なお、同事件では「最良執行概念は技術の進歩と共に変化する」というNewton事件の控訴審判決が引用され⁵⁷、業者が顧客との取引で最良執行を果たせたかどうかを見極めるために、

53) SECによる調査の過程で、P社がインターポジショニング（自らの地位と情報を不当に利用することで、顧客注文を優先すべきときに自己売買を行うこと）を行っていた疑いがあることも指摘されている（Schnase, *supra* note (37), pp. 18-19, note (13)）。

54) 投資アドバイザーを通じて顧客が証券会社に無用な手数料を支払わされていた同様のケースとして、Folger Nolan Fleming Douglas Capital Management, Inc., Neil C. Folger and David M. Brown, Release No. IA-2639（August 23, 2007）などがある。

55) 同旨につき、Barbash, B.P. & Massari, J., “The Investment Advisers Act of 1940: Regulation by Accretion”, 39 Rutgers Law Journal 627, pp. 642-643（2008）。

56) 顧客の不平等な取扱いが最良執行義務違反だと指摘された事件として、*In the Matter of Evergreen Investment Management Company, L.L.C.*, IA-2888（June 8, 2009）がある。投資信託の純資産価値を17か月間17%も多く水増したことで投資顧問法204条違反を指摘されたEvergreen社は、同時に、一方のファンドで顧客の資産価値を低下させる取引をし、他方のファンドで結果的に顧客を優遇していたことについて最良執行義務違反を指摘され、かかる行為が投資顧問法206条違反と判断された。

57) *Newton*, *supra* note (5), pp. 270-271.

顧客に対するコミッション料率の適性を定期的・計画的に見直す必要があるという、最良執行に関する重要な指針が示されている。他方で(d)事件は、業者間で手数料に関する不明瞭な取り決めがなされていたことの不開示が、最良執行義務違反だとされている。

このように、手数料に関するSECの着眼点は様々だが、手数料を巡って投資顧問業者が利益相反の状態にあったこと⁵⁸⁾、またその結果として顧客を不平等に取り扱い、さらにこれらの事実を隠ぺいしていたことが最良執行義務違反とされ、信任義務違反と判断された点には共通性があるといえる。

3. マーケット・メーカーと最良執行義務

Newton 事件判決のあと、市場選択との関係で最良執行を問う議論は、一連の政策的および技術的な措置によって概ね終息した。代わって、SECや自主規制機関等の市場監視者が最良執行について着目したのは、OTC（相対市場取引）での執行コストの問題である。上記Ⅲ 2(3)(d)でみた Portfolio Advisory Services 事件が象徴するように、SECからは売買執行の際に付加される手数料がいかなる要素で構成されているのかを分析対象とし始めた。とりわけ、ブローカーがマーケット・メーカーを通じて有価証券の売買を行う際の執行コストを問題視し、マーケット・メーカーのフロント・ランニングやインターポジショニング等の利益相反行為⁵⁹⁾と同様に、執行コストに関わる取引慣行にも厳しい目を向けるようになった⁶⁰⁾。

そこで以下では、マーケット・メーカーの最良執行義務違反が問われたSEC

58) 例えば、Fidelity Management Research Co., Inc. and FMR Co., Release No. IA-2713 (March 5, 2008) は、ブローカーから賄賂を得た見返りに当該ブローカーとの取引を推奨した従業員の行為が最良執行義務違反だとされた事案で、投資顧問業者の利益相反性が明白だった。

59) フロント・ランニングは、内部情報を不当に利用して、そのタイミングで売買をすることが市場価格に影響を及ぼすことを知りながら、顧客から受託した有価証券の注文の売買を成立させる前に自己売買を行うことをいう。インターポジショニングについては前掲注(53)を参照。

v. Pasternak（以下、本件という）を取り上げ、まず(1)において、事件の概要と当事者の主な主張、判旨の概要についてまとめる。次に(2)において、裁判所が本判決で示した新たな最良執行の概念をみることにしよう。

(1) SEC v. Pasternak 事件

(a) 事案の概要

2004年、SECは主要なマーケット・メーカーだったKnight Securities L.P.（現Knight Equity Markets, L.P. 以下、K社という）に対して66.5百万ドルの民事制裁金を科す命令を下した⁶¹。SECによれば、K社は長期にわたり42名の機関投資家に過剰なコミッションを請求することで利益を得ていたという。これに対してK社の前CEO、Pasternak（以下、Pという）と、機関投資家向けのセールス担当長だったLeightonは、SECの下した処分を争うために、SECを相手取りNew Jersey地方裁判所に提訴した⁶²。本件の最大の争点はPらの最良執行義務違反の存否である。最良執行義務の存否は(1)Pらの得た過剰な利益の当否、(2)マークアップの不開示の当否、(3)不適切なフロント・ランニングの有無の点から検討された。

(b) 当事者の主張

SECは(1)について、Pらの取引の手法を以下のように批判した。すなわち、顧客の取引を直ちに執行せず、あえて遅らせて執行させることにより、市場に表示された価格が取得価格から乖離した場合、Pらが顧客に対して株を売買し、

60) ニューヨーク証券取引所のマーケット・メーカーであるスペシャリストが、同様の批判に晒されたことについて、関雄太「ニューヨーク証券取引所の新たな統治機構とスペシャリスト問題」資本市場クォーターリー2004年冬号1頁以下（2004）を参照。

61) *In the Matter of Knight Securities, L.P.*, Securities Exchange Act of 1934 Release No.50867 (December 16, 2004). なお、同時に起きたNASDとの訴訟を解決するため、K社はNASDに12.5百万ドルの罰金を支払っている。

62) *SEC v. Pasternak and Leighton*, 561 F. Supp.2d 459 (D.N.J. 2008).

顧客の費用で利ザヤを稼ぐ。また、市場が機関投資家の注文に対して不利に動くと、Pらにとってなお利益が出る価格で顧客のポジションに向かい、取引を成立させる。つまり、顧客の利益を犠牲にすることでPらは過剰な利益 (excessive profit) を上げた。また、(2)については、Pらが顧客に請求する手数料はマークアップも含めた額になっているところ、マークアップについて詳細な開示がないこと、さらに(3)については、顧客から受託した注文の売買を成立させる前に自己売買を行ったことは、不適切なフロント・ランニングにほかならないと指摘した⁶³⁾。

これに対してPらは、(1)について、機関投資家の注文執行に関するマーケット・メーカーの取引慣行を抗弁として主張した⁶⁴⁾。規模の大きい機関投資家がよく行う大口注文の売買執行は“not-held”オーダーと呼ばれ⁶⁵⁾、適切なタイミングを見ながら「最良の執行」となるよう注文を出すマーケット・メーカーの裁量に委ねられることが多い。「最良の執行」を確保するために、マーケット・メーカーは“not-held”オーダーを小口取引に分割し、マーケット・インパクトを回避するなどして売買注文を執行することもある。Pらは、このように、機関投資家の注文執行はあらゆる手法を駆使して行われるため、SECが主張するような意図的な利益相反行為はないと主張した。

(c) 判旨の概要

Pisano 判事は(1)から(3)の論点のいずれについてもSECの主張を認めず、請求を棄却した。まず(1)についてPisano判事は、取引上の利益については業界基準も法的な基準も存在しないとする専門家証言 (NASDの前監督官Cangianoによる)を判断の決め手とした。また被害者であるはずの機関投資家が、Pらの主導した取引は市況とは無関係に執行されてはしないと証言したこ

63) *Id.*, p. 503.

64) *Id.*, pp. 467-470.

65) NASDは“not-held”orderを“working order”と呼んでいる (NASD, NASD Notice to Members 97-57, p. 460 (Sept. 1997))。

とも重く見た。そして、利益の限界値の基準について、業界基準の存在も、法的な根拠も立証できていないとSECを正した⁶⁶⁾。逆に、K社の上げた利益について、Pisano判事は、K社が顧客のために自らをリスクに晒しているような場合は特に、業務上、K社は利益を稼ぐ権利を有すると判示した⁶⁷⁾。

次に(2)について、Pisano判事は、SECの定義するマークアップは業界用語として一般に使われる用語とは意味合いが異なるため、計算根拠に誤りがあると指摘した。SECはマークアップをK社が顧客に支払わせた価格とK社の株の取得価格との差だと主張したが、通常マークアップは顧客に支払わせた価格と市場の一般価格との差をさすからである。さらにPisano判事はマークアップの開示義務について、トレーダーと顧客の間に信頼関係がある場合、または付加されたマークアップが過剰な場合のみ生じるとし、本件ではそのいずれの場合にも当たらないと指摘した。

最後に(3)について、J社の“not-held”オーダーの執行は、NASD規則が認めた機関投資家の取引方法に合致しているため、フロント・ランニングには当たらないとPisano判事は判断している。NASDは機関投資家の注文を執行する前にトレーダーが取引することを認めており、裁量注文として受けた価格と同じか、それよりも優れた価格で執行されたとしても、“not-held”オーダーに関するトレーダーの裁量だとしているからである⁶⁸⁾。また、トレーダーが売買注文の執行において最良執行の要件を満たしたか否かは、事実認定の問題に帰着する。具体的には、証券のタイプ、価格、ボラティリティ、流動性、取引サイズ、取引時の市況、顧客による指示の内容そして他のマーケット・メーカーがオファーしていた価格がメルクマールとなる。本件では、以上についてSECが十分な証拠を示すことができなかったことから、J社の最良執行義務違反の不存在が認定された⁶⁹⁾。

66) Pasternak, *supra* note (62), p. 505.

67) *Id.*, p. 510.

68) *See*, NASD, *supra* note (65), p. 484.

69) Pasternak, *supra* note (62), p. 508.

(2) “plain vanilla” best execution と “sophisticated” best execution

——判決からの新たな示唆——

Pisano 判事は(3)について検討する際、Cangiano 氏の証言を受けて、「最良執行」概念について以下のような興味深い判示をしている。「最良執行義務は2種類に分けられうる。1つは“plain vanilla”、つまり単純な best execution であり、もう1つは高度な (sophisticated) best execution である。Plain vanilla best execution は、小口の株式注文が、直ちに利用できる最良の価格で執行される場合をさし、たいていはNBBOの内側の価格で執行され、指値注文の場合に利用される⁷⁰⁾。これに対して sophisticated best execution は大口で、値動きの激しい株式の注文である“not-held”オーダーに適用される。Sophisticated best execution の要件を満たすために、セールス・トレーダーはNASD規則2320に基づいて最良価格で注文執行ができるように最善を尽くさなければならない」とした⁷¹⁾。これにより、従来法的には曖昧に捉えられてきた「最良執行義務」の概念が明確化されることになり、実際の取引慣行や最良執行に関する経済学的な意義⁷²⁾と平仄が合った。

また、Pisano 判事は、前例のない市場の乱高下やインターネット・バブル、個人投資家の「民主化 (democratization)」という現代市場の変化を特段の事情として考慮し、K社のような「次世代型」のマーケット・メーカー業務を営む会社が執行手法を多様化することで、新たなビジネスモデルを構築していることにも理解を示した。そして、機関投資家の大口注文を小口化し、(コンピューターにより)自動執行を行わせていけば、Pらが市場を操作して悪意に

70) 指値注文については、FINRA (前NASD) が、業者が顧客の取引を執行する前に取引を行うことを禁ずる特別なルールを定めている。詳細は、SEC, Securities Exchange Act Release No. 34-34279 (June 29, 1994) を参照。

71) Pasternak, *supra* note (62), p. 507.

72) See, e.g., Harris, L., *Trading and Exchanges - Market Microstructure for Practitioners*, Oxford University Press (2003), p. 65ff., Wagner, W.H. & Edwards, M., “Best Execution”, *Financial Analysts Journal*, Jan./Feb. (1993), pp. 65-71. なお、木村・前掲注 (1) 86-87頁も参照。

利益を上げる余地はないと判断した⁷³⁾。

4. 分析と検討

市場間競争時代の複雑な市場環境の下では、市場関係者が市場の透明性を確保することが重要な課題となっている。かかる課題を克服するために、アメリカでは、「最良執行義務」を証券会社だけでなく主要な市場関係者にも課している。

しかし、Newton 事件判決後の裁判例をみると、SEC は透明性を過度に重視して開示義務を強化し、確たる基準によらぬまま、業者の上げた利益に疑問を持って独自の価値基準で義務の内容を解釈し、業者の最良執行義務違反を追及してきたように思われる。特に、業者の請求する手数料の多寡で執行時の業者の利益相反を判断し、その取引慣行にまで踏み込んで最良執行義務違反の根拠を突き止めようとしていた。

これに対して同判決は、業界の取引慣行について疑義を呈した Newton 判決とは一線を画し、最良執行に関わる業界の取引慣行に理解を示した。さらに、最良執行義務の内容が機関投資家による大口注文と小口の指値注文とでは異なることを明らかにし、アルゴリズム取引など、コンピューター技術を駆使して機関投資家の最良執行を確保しようとする先進的な証券会社らの取り組みに対しても一定の評価を下した。

このように、Pasternak 事件判決は、Newton 事件判決が述べた以下の判旨、すなわち「最良執行義務とは、ブローカー・ディーラーが顧客注文のために、諸般の事情の下で合理的に利用可能な最も望ましい条件を求めることをいい、かかる概念は技術の進歩と共に変化するため、証券会社は最良執行義務の基準を高めていくよう努める必要がある」という部分について、「諸般の事情」の合理的な解釈を行ったと考えることができるだろう。具体的には、高度なシステム技術によって、大口投資家にとってより好ましい執行方法が生まれたこと

73) Pasternak, *supra* note (62), pp. 508 - 509.

を評価し、これを新たな最良執行の基準として認めたといえる。またこのことによって、同判決はNewton事件判決のいう「顧客」が、一義的には理解できないことを明らかにしたのでないだろうか。つまり、ここでいう投資家には様々な位相があり、「個人投資家」もあれば「大口投資家」もあり、各自が最良執行概念の下で、注文者としての執行上の権利を認められる。もっとも、「最良執行」という概念は本来顧客のニーズやタイプによって異なることを前提としているのであるから、Pasternak事件判決の考え方が従来の論理を超越しているわけではない。

他方で、投資顧問業者の負う最良執行義務は、顧客と業者の密接な関係に基づいており、信任義務や代理法理などをベースにした従来の最良執行の概念と親和性がある。近年の判決でSECは、最良執行の要素として手数料やスプレッド等のコスト要因を過大にみた嫌いがあるが、最良執行にかかるコストはこれに加え、タイミング・コスト、機会コスト、マーケット・インパクトに関するコストの総和として理解される⁷⁴⁾べきものである。したがって、投資顧問業者が最良執行とは何かについて検討する際、他に検討可能なあらゆる要素を考慮に入れて、信任義務に基づき、最良執行方針を決めることができる点については異論がないだろう。ただし、取引所ないし市場概念が拡大したことで執行手法の高度化がもたらされ、またそれが日々進化し続けていることから、投資顧問業者は、従来の最良執行義務の内容よりも、より多くのことを考慮に入れて義務を果たすべき必要に迫られている。

なお、ブローカーの最良執行義務違反が争われたGurfein判決について付言すれば、顧客である被控訴人の主張立証が功を奏せずに請求が棄却されていることにかんがみれば、同判決が類似の事案に与える影響は限定的だと思われる。しかしながら、最良執行義務違反に基づく民事訴訟の提起は依然として顧客側の立証負担が大きいことを同判決が示したことについては一定の意義があるといえるだろう。また、電子接続されていないすべての取引システムの市場価格

74) See, *supra* note (34). See also, *supra* note (35), pp. 7-8.

をブローカーが参照して取引を執行する義務があるか否かについて、従来学説は顧客とブローカーの間の個別の契約上の問題となると解していたが⁷⁵⁾、顧客がどの市場で執行したいかを明確に契約で指示しない限り、裁判所があえて契約の意思解釈を行わない可能性があることを示唆した点でも、同判決は参考になるといえるだろう。

IV. 結語

売買執行に関して既存の取引所と証券会社の役割分担を決めていた従来の価値基準は、PTSやATSと呼ばれる私設取引システムの登場によって見直しを迫られ、代わって、分散する市場や市場の関係者が、市場の透明性を確保するために依拠しているのが「最良執行」の概念である。その概念は義務化されることで市場関係者に共有されている。

しかし最良執行の概念は市場の電子化や執行技術の進化を背景にして生成した事情があることから、市場環境が変化すれば、その義務の標準も漸次変化するという性質を本来的に持っている。このため、最良執行義務の内容は捉えにくく、これを明定しておくことは容易ではない。そのためか、アメリカは最良執行義務に関する制定法を持たずにいる。しかしこれに代わり、行政機関の指針や自主規制などのソフト・ローや判例法理が充実し、義務を遵守すべき者に対して有意義な指針を与えている。

一方で、最良執行義務は、電子化された市場の執行サービスを豊かにするために、一定の役割を演じているとも考えられる。上述したPasternak事件判決が従来の最良執行概念に囚われずに、新たな価値基準を用いて、業者の試みに理解を示したことはその象徴ともいえるだろう。そして、わが国においても、現代的な市場での最良執行義務の役割を考慮に入れながら、顧客注文を最良の

75) Macey, J. and O'Hara, M., "Best Execution Regulation: From Orders to Markets", 13 *Journal of Financial Transformation* 43, pp.44 - 46, 54 (2005).

条件で執行するために業者が新たな執行サービスを展開できるよう、金融商品取引法上の最良執行義務をいかに運用すべきかについて、検討し直すべき時にきているのではないだろうか。

(本研究は、全国銀行学術研究助成の成果である。)

(きむら・まきこ 筑波大学大学院ビジネス科学研究科企業法学専攻准教授)