

令和 6 年 6 月 3 日現在

機関番号：14301

研究種目：基盤研究(C)（一般）

研究期間：2020～2023

課題番号：20K01368

研究課題名（和文）金融市場の変化に対応した金融商品の推奨・販売ルールの検討

研究課題名（英文）A Study of Regulations on Advise and Sales of Financial Products in Response to Changes in the Financial Market

研究代表者

山下 徹哉（Yamashita, Tetsuya）

京都大学・法学研究科・教授

研究者番号：10511983

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 3,100,000円

研究成果の概要（和文）：本研究は、近年の金融市場の変化に対応した金融商品の推奨・販売ルールのあり方を明らかにすることを研究の目的とする。米国法およびドイツ法の比較法研究により、第1に、情報提供モデルとその限界の理論的基礎の分析、第2に、金融商品を現に推奨・販売する仲介者のインセンティブ構造とその推奨・販売行為への影響を分析した。その結果、従来の楽観的合理的市場モデルとしての情報提供モデルではなく、悲観的合理的市場モデルとしての情報提供モデルにより、仲介者のインセンティブ構造をうまく設計することにより、市場の機能を引き出しながら、顧客の最善の利益を実現するのが合理的であることを明らかにした。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究は、金融商品の推奨・販売の場面におけるトラブルを避けるという観点から適切な法規制を探求するものである。米国法およびドイツ法を研究した。そこから示唆を受けて、金融商品の仲介者が顧客に対する適切な情報提供を担わせることが適切であり、そのためには仲介者の報酬などインセンティブ構造を適切に設計することが重要であることを明らかにした。本研究の成果は、金融商品の推奨・販売ルールの合理化のために有益であると思われる。

研究成果の概要（英文）：This research aims to determine the appropriate regulations for the advice and sales of financial products in light of recent changes in the financial market. Through a comparative law analysis of US and German law, the study focuses on two main aspects: first, the theoretical foundations and limitations of the information model; and second, the incentive structure of intermediaries who advise and sell financial products. The results demonstrate that it is rational to prioritize the best interests of individual investors while leveraging the function of the market. This can be achieved by successfully designing the incentive structure of intermediaries, not based on the conventional optimistic rational market model, but rather by adopting a pessimistic rational market model approach.

研究分野：民事法学

キーワード：金融商品 適合性原則 説明義務 助言義務 金融仲介者

様式 C - 19、F - 19 - 1、Z - 19 (共通)

1. 研究開始当初の背景

(1) 現状の法ルール

金融商品の推奨・販売の場面において、金融事業者は、顧客に対して、様々な監督法上および私法上の行為義務を負う。そのような義務は、説明義務、適合性原則や保険に係る意向把握・確認義務および助言義務に分類できる。日本法は、基本的に情報提供モデルを採用し、商品内容等に関する情報収集リスクの転嫁(説明義務)はなされるが、商品の適合性に関する判断リスクの転嫁(適合性原則や意向把握・確認義務)や商品の有利性・最適性に関する判断リスクの転嫁(助言義務)は一定の場合に限られるというのが従来の状況である。

(2) 検討の必要性

しかし、金融商品の推奨・販売におけるトラブルは絶えず、金融商品の推奨・販売に関するルールのさらなる改善が喫緊の課題となる。その際には、第1に情報提供モデルの限界の克服、第2に販売チャネルの多様化への対応が必要となる。

第1点目については、顧客(特に個人顧客)の限定合理性、金融リテラシーの欠如、および過剰な情報の処理不能などのため、顧客は、必要な情報を与えられたとしても、金融商品を適切に評価できるとは限らない。まして、近年では、金融商品が複雑化し、商品の種類・数が増えており、顧客が理解し、選択することは、従前以上に難しくなっている。そのため、情報提供モデルの限界を踏まえ、これを克服し得る制度が必要となる。

第2点目については、金融規制の緩和により、金融商品の推奨・販売に関与する主体が多様化している。販売チャネルの多様化は、推奨・販売行為のインセンティブ構造を複雑にするとともに、監督当局によるモニタリングを困難にし、さらに顧客も各チャネルを混同して推奨・販売行為の評価を誤る可能性が出てくる。そのため、多様な主体が存在することを前提に、金融商品の推奨・販売の適切さを担保する制度の構築が課題となる。

2. 研究の目的

そこで、本研究では、近年の金融市場の変化に対応した金融商品の推奨・販売ルールのあり方を明らかにすることを研究の目的として設定した。具体的には、次の2つの方向から検討を進めることとした。

第1に、情報提供モデルとその限界の理論的基礎の分析である。

第2に、金融商品を現に推奨・販売する仲介者のインセンティブ構造とその推奨・販売行為への影響を分析することである。

3. 研究の方法

本研究の方法としては、基本的には文献調査により、比較法研究の手法によることとした。比較法の対象国は、米国とドイツである。文献調査における不明点および実務状況については、各分野の専門家および実務家からヒアリングをして、不明点の解消および実務の実態を把握することとした。なお、金融商品には、預金、保険も含め様々なものがあるが、さしあたっての検討対象としては、顧客にとって最も重大なリスクを有し得る投資助言に着目することにしたい。

4. 研究成果

(1) 米国の状況

米国においてリテール顧客に投資サービスを提供する主体は、投資顧問とブローカー・ディーラーである。投資顧問とは、顧客に対し、報酬を得て、有価証券に関する投資助言・推奨を行う者である。これに対し、ブローカー・ディーラーとは、顧客の計算で有価証券を取引するブローカーとしてのサービス(1934年証券取引法3条(a)(4))と、自己の計算で有価証券を取引するディーラーとしてのサービス(1934年証券取引法3条(a)(5))のいずれかを行う業者であるが、多くの業者はその双方の活動を行っている。

伝統的に、投資顧問は、フィデューシャリーに該当し、顧客に対してフィデューシャリー・デューティーを負うと解されてきた。具体的には、注意義務として顧客の最善の利益となる助言を提供する義務、最良執行義務などを負い、忠実義務として利益相反の排除または完全かつ公正な開示義務などを負う。

これに対し、ブローカー・ディーラーは、原則としてフィデューシャリーではなく、顧客の資産管理の程度や信頼関係の程度により例外的にフィデューシャリー・デューティーを負う可能性があるに過ぎない。しかし、ブローカー・ディーラーがその業務に専ら付随して特別の報酬を受領せずに投資助言を行う場合は、投資顧問に該当せず、1940年投資顧問法の適用はない(1940年投資顧問法202条(a)(11)(C))。

そうすると、顧客に対し、同様に有価証券の投資助言を行うとしても、投資顧問とブローカー・ディーラーとの間で、その法的地位の相違から、負うべき義務も異なることとなる。しかし、顧客から見れば両者を混同しかねないことから、両者が負うべき義務が異なることの合理性が問

題視されてきた。

そこで、2010年のドッド=フランク法は、SECに対し、ブローカー・ディーラーと投資顧問の行為規制のための規則制定権限を与えた(同法913条)。その後、紆余曲折を経て、2019年にSECが制定したのが、レギュレーション・ベストインタレストである。これは、投資顧問は対象とせず、ブローカー・ディーラーの行為規制を定める規則である。

レギュレーション・ベストインタレストは、一般的義務として顧客の最善の利益のための行為する義務を定めるとともに、その一般的義務を具体化する4つの義務を定める(開示義務、注意義務、利益相反に関する義務、遵守義務)。

その結果として、ブローカー・ディーラーも、顧客の最善の利益のために行為する義務と利益相反関係に関する重要事項について完全かつ公正な開示をする義務を負う。そのため、投資顧問とブローカー・ディーラーは、類似の義務を負うことになった。

他方で、両者の義務は、なお相違がある。第1に、投資顧問が負うフィデューシャリー・デューティーはプリンシプル・ベースであるのに対し、ブローカー・ディーラーが負う義務は相対的にルール・ベースに近いものとなっている(レギュレーション・ベストインタレストは、一般的義務を具体化する4つの義務を詳細に定めているため)。第2に、利益相反について、投資顧問は利益相反の排除ではなく、完全かつ公正な開示により対応することも可能であるのとは異なり、ブローカー・ディーラーは、一定の場合には開示だけではなく、利益相反の緩和や排除を行う必要がある。第3に、投資顧問のフィデューシャリー・デューティーは顧客との関係一般をカバーするものであるのに対し、ブローカー・ディーラーの義務は顧客に対する推奨時にのみ適用される。

(2) ドイツ法の状況

ドイツにおける投資助言は、顧客に対する有価証券に関する取引の個別推奨を広く包含し、報酬の授受は要件としない。投資助言は、監督法上は、有価証券取引法上の有価証券サービス業に該当するとともに(有価証券取引法2条8項10号)、信用制度法上の金融サービス業にも該当する(信用制度法1条1a項1a号)。

投資助言を行う投資顧問は、態勢整備義務および行為規制を中心とする規制に服する。2014年にEUの第2次金融商品市場指令(MiFID II)および金融商品市場規則(MiFIR)が成立し、ドイツでは、同指令を国内法化するための第2次金融市場改革法(2.FiMaNoG)が2017年に成立した。第2次金融市場改革法により改正された有価証券取引法は、投資顧問と顧客との間の利益相反に対処するために、様々な対応策を講じている。

まず、投資顧問の態勢整備義務として、顧客の利益よりも従業員自身または投資顧問の利益を優先し、顧客の最善の利益を図らないように動機付けるような報酬体系とならないようにすることが求められる(有価証券取引法63条3項)。

次に、行為規制として、顧客情報収集義務、適合性原則の適用、適合性説明書提供義務がある(有価証券取引法64条3項、4項)。

また、投資顧問が受け取る報酬に関しては、投資顧問を類型化し、金融商品の組成者から手数料(コミッション)を受け取る伝統的な投資顧問と顧客からのみ報酬(フィー)を受け取る独立報酬投資顧問とに区分する。そして、伝統的な投資顧問の場合は、顧客以外の第三者からの報奨受領は原則として禁止するが、報奨が顧客のためのサービスの質を向上させるものであり、かつ報奨の存在・金額等が顧客に開示される場合に例外的に許容される(有価証券取引法70条1項)。これに対し、独立報酬投資顧問の場合は、第三者からの報奨の受領は全面的に禁止される(有価証券取引法64条5項)。すなわち、非金銭的報奨の受領は認められない。金銭的報奨は、それを受領しなければ、推奨対象の金融商品または同等に顧客に適した金融商品を手に入れない場合にのみ受領が認められるが、受領した金銭的報奨は、可能な限り早く、顧客に引き渡さなければならない。

その上で、伝統的な投資顧問と独立報酬投資顧問のいずれの立場で投資助言を行うかの開示のほか、助言の基礎となる分析の範囲や商品の提供者との利害関係などについて、情報提供義務を負う(有価証券取引法64条1項)。

また、プロダクトガバナンスの導入により(有価証券取引法80条9項、63条4項)、投資顧問は、金融商品の組成者が各商品に設定した対象市場を参照し、投資助言に際し、顧客と対象市場との合致を考慮しなければならない(有価証券取引法63条5項)。

以上のような規制枠組みの理論的基礎として、次のような指摘がある。

投資家に対し、全ての重要な情報を適切な方法で提供すれば、資本市場は原則として効率的に機能するという情報提供モデルが、従来の規制枠組みの理論的背景にあり、これは、楽観的合理的市場モデルともいべき情報提供モデルであった。しかし、個人顧客の限定合理性、金融リテラシーの欠如、および過剰な情報の処理不能などのため、顧客(特に個人顧客)について、このような情報提供モデルは、妥当しなくなってきた。

これに対し、パターナリスティック・モデルは、資本市場の効率性を否定するとともに、個人投資家は、知識も関心の欠如および認知能力の不十分さゆえに十分に合理的に行動することができず、そのため商品内容・提供に監督当局が全面的に介入すべきことを導く。しかし、これを推し進めれば、パターナリスティックな保護は、証券取引だけではなく、生活のあらゆる生活のあらゆる領域に拡大しかねず、全市民の未成年化ともいえる事態を招きかねない。

そのため、第3の道として、悲観的合理的市場モデルが模索されるべきである。すなわち、原則として金融市場の効率性と投資家の合理性の仮定は、楽観的合理的市場モデルとは異なり、合理的な投資家というイメージをうまく現実化させることはできないということを出発点としなければならない。むしろ、個々の投資決定は、それぞれの投資家の個性と経験によっても影響されるものと見て、投資決定がなされる状況を形作る構造的条件の影響が強調されるようになる。

問題は、発行市場における標準化された画一的な情報開示は、個人投資家にとって通常理解できず、投資決定の行動指針としては不適切であるし、流通市場における継続開示に至っては、個人投資家は、そもそも全く見ていない、という点にある。そこで、投資顧問などの仲介者にその間欠を埋めるための中心的な役割を与えるというのが、近年行われる欧州の新たな規制構想である、という。すなわち、仲介者が、発行市場・流通市場における開示から得られる包括的かつ急速に変化していく公開情報を、各投資家にとって理解可能で、個別に利用可能な情報と投資推奨に変換することが、投資顧問などの有価証券サービス業者による仲介の理想的目標とされる。

そして、そのような情報変換は、各投資家に即して行われなければならない、その他の利益、とりわけ仲介者自身の利益により歪められてはならない、とされる。そのため、仲介者は、顧客との関係で、原則として利己的に行動してはならず、仲介者の行動は専ら顧客の利益に沿ったものでなければならない。顧客の最善の利益を志向すべきことが、流通市場における証券取引の分野におけるあらゆる種類のサービス提供にとって規制における中心的な考慮要素となる。情報変換サービスから仲介者が得る利益は、公開されるべき報酬に限定されることになる。

(3) 検討

情報提供モデルとその限界の理論的基礎

ドイツで指摘されるEUの規制枠組みの理論的背景は、悲観的合理的市場モデルとしての情報提供モデルであり、標準的な情報開示を個々の投資家に適した情報・投資推奨に変換する役割を金融商品の仲介者に担わせるものであり、それを実現するため、仲介者に顧客の最善の利益を図る義務を負わせ、利益相反を緩和・開示させ、報酬を開示させる、というものである。

米国のレギュレーション・ベストインタレストも、ブローカー・ディーラーに対し、顧客の最善の利益のために行うべき義務と利益相反関係に関する重要事項について完全かつ公正な開示をする義務を課し、また一定の場合には利益相反の開示だけではなく、利益相反の緩和や排除を行う必要があるものとする。米国ではそのような規制導入の背景として、投資顧問とのイコールフットリングが問題とされるものの、金融商品の仲介者が情報変換機能を果たすことを期待するからこそ、このような規制が導入されたものと評価すれば、その実質はEUおよびドイツと同様に、悲観的合理的市場モデルとしての情報提供モデルによるものということもできよう。

近年の日本でも、2017年の「顧客本位の業務運営に関する原則」策定と、2023年の金融商品取引法等の一部を改正する法律による金融サービスの提供及び利用環境の整備等に関する法律2条（顧客等に対する誠実義務）の導入、金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」で進むプロダクトガバナンスの議論などの一連の施策が行われている。金サ法2条の義務は「顧客等の最善の利益を勘案」することを金融サービス提供者に求めるものであり、これらは、概ねドイツおよび米国の規制とその方向性が同一であるといえる。金融商品の仲介者に情報変換機能を担わせるものであり、悲観的合理的市場モデルとしての情報提供モデルを前提に、その問題点の解消を仲介者に期待するものと評価できる。

ドイツにおける議論が明らかにするように、楽観的合理的市場モデルとしての情報提供モデルは、現代の金融商品販売市場の現状に合わない。しかし、パターナリスティック・モデルは、市場の機能を全く否定することにつながり、これも非現実的であり、また大きな非効率をもたらしかねない。市場は失敗するが、政府も失敗するからである。そのため、悲観的合理的市場モデルにより、仲介者の役割に着目し、仲介者のインセンティブ構造をうまく設計することにより、市場の機能を引き出しながら、顧客の最善の利益を実現するのが合理的であると思われる。

金融商品仲介者のインセンティブ構造とその推奨・販売行為への影響

そうだとすれば、金融商品仲介者のインセンティブ構造が顧客の最善の利益を図るために適切なものとなっていなければならない、そのためには顧客との利益相反の緩和・開示は必須である。そのため、仲介者が置かれた事業環境に即して、利益相反の管理・開示に関する規制を検討しなければならない。既に投資運用の場面を中心に議論は進んでおり、その方向性は首肯できる。もっとも、投資運用以外の領域に目を向ければ、例えば損害保険代理店の利益相反状況はその議論が緒に就いたばかりであり、投資運用の場面も含めて、今後更に詳細な検討が必要となる。

(4) 今後の課題

前述した通り、金融商品仲介者のインセンティブ構造の分析および利益相反の管理・開示に関する規制の検討は、個々の仲介者ごとの事業環境を詳細に把握した上で、緻密な検討を要する。本研究では、その点は十分に検討することができなかった。今後の課題となる。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計4件（うち査読付論文 0件／うち国際共著 0件／うちオープンアクセス 0件）

1. 著者名 山下徹哉	4. 巻 762
2. 論文標題 有価証券届出書の財務計算部分に係る虚偽記載と元引受業者の民事責任：エフオーアイ事件	5. 発行年 2022年
3. 雑誌名 判例評論	6. 最初と最後の頁 18-24
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 山下徹哉	4. 巻 46
2. 論文標題 (文献紹介) Max M. Schanzenbach & Robert H. Sitkoff, Reconciling Fiduciary Duty and Social Conscience: The Law and Economics of ESG Investing by a Trustee	5. 発行年 2022年
3. 雑誌名 信託法研究	6. 最初と最後の頁 135-144
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 山下徹哉	4. 巻 2478
2. 論文標題 コロナ禍におけるリモート化・デジタル化と保険募集	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 判例時報	6. 最初と最後の頁 173-174
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 山下徹哉	4. 巻 346
2. 論文標題 自社乗換の場合の自殺免責期間の起算点と新旧契約の同一性・連続性および保険会社の説明義務	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 保険事例研究会レポート	6. 最初と最後の頁 12-23
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

〔学会発表〕 計0件

〔図書〕 計1件

1. 著者名 JSDAキャピタルマーケットフォーラム事務局編	4. 発行年 2023年
2. 出版社 日本証券業協会	5. 総ページ数 171
3. 書名 JSDAキャピタルマーケットフォーラム（第4期）論文集	

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
---------------------------	-----------------------	----

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8. 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関
---------	---------