

国民の資産形成に関する制度設計と金融事業者の 「フィデューシャリー・デューティー」

松元 暢子^{*1}

要 約

投資を通じた国民の資産形成を促進するため、我が国の金融庁は、近年、「フィデューシャリー・デューティー」や「顧客本位の業務運営」といったフレーズを使用して金融事業者
に顧客の利益に即して行動することを促し、資本市場への信頼の強化に取り組んできた。

本稿の第一の目的は、日本の金融行政の分野におけるカタカナの「フィデューシャリー・
デューティー」という用語がどのような意味で用いられているのかを明らかにすること
である。ここでの「フィデューシャリー・デューティー」の用語は、利益相反関係を厳格に
規律することを中心とする「信認義務」や「受託者責任」の意味で用いられているわけ
ではなく、むしろ「顧客の利益を尊重する」という抽象的な意味を持つに過ぎない。「
フィデューシャリー・デューティー」という用語がいわばキャッチフレーズとして、資本市場
への信頼強化のために用いられているともいえる。

本稿の第二の目的は、「フィデューシャリー・デューティー」という用語が伝統的に持
つ意味を明確にすることを通じて、①金融事業者と投資家との間に「フィデューシャリー」
の関係があるために投資家を保護する要請と、②情報や能力の面で金融事業者との間に大
きな格差のある投資家を保護する要請とは、異なる要請であり、正確に整理して理解され
るべきであることを指摘することである。金融法の分野では現在も頻繁な制度改正や法改
正が続いており、どのような要請に基づいて規制を課し、また規制を正当化するのかを明
確にすることが不可欠である。

以上の「フィデューシャリー・デューティー」という用語が伝統的に持つ意味につい
ての理解を踏まえ、最後に、具体的な検討課題の一つを取り上げる。金融商品の提供会社が、
同社の商品の金融商品販売会社における売上げに応じて金融商品販売会社に対して金銭等
を支払うことを規制することは正当化されるだろうか。金融商品以外の商品・サービスの
提供会社が販売会社に対してリベートを支払うことは必ずしも規制されていないため、金
融商品の場合に特に規制を課すのであれば、どのような根拠でこの規制を正当化するの
かを明確にする必要がある。ここでは、検討の素材とするため、日本の「顧客本位の業務運
営に関する原則」、米国 SEC が 2019 年 6 月に採択した Regulation Best Interest、そして、
厳格な規制が設けられている医療業界におけるルールを参照する。

キーワード：フィデューシャリー・デューティー、顧客本位の業務運営、信認義務、受
託者責任、利益相反、投資家保護、リベート

* 1 学習院大学法学部教授

I. はじめに

投資を通じた国民の資産形成を促進するため、我が国の金融庁は、近年、「フィデューシャリー・デューティー」や「顧客本位の業務運営」といったフレーズを使用して金融事業者に顧客の利益に即して行動することを促し、資本市場への信頼の強化に取り組んできた。

金融庁が公表した平成 28 事務年度金融行政方針の一部を紹介しておきたい。

「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たが、近時ではより広く、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・責任の総称として用いる動きが広がっており、我が国においてもこうした動きを広く定着・浸透させていくことが必要である。すなわち、金融商品の販売、助言、商品開発、資産管理、運用等のインベストメント・チェーンに含まれる全ての金融機関等において、顧客本位の業務運営（最終的な資金提供者・受益者の利益を第一に考えた業務運営）を行うべきとのプリンシプルが共有され、実行されていく必要がある。」

「フィデューシャリー・デューティー」の用語は、「受託者責任」や「信認義務」と訳出されることが多い。これに対して、近年の金融行政の分野ではカタカナの「フィデューシャリー・デューティー」の用語がそのまま用いられる場面が目立つ。本稿は第一に、日本の金融行政の分野におけるカタカナの「フィデューシャリー・デューティー」という用語がどのような意味で用いられているのかを明らかにする。上に掲げた平成 28 事務年度金融行政方針を見ると分か

るように、ここでの「フィデューシャリー・デューティー」の用語は、利益相反関係を厳格に規律することを中心とする「信認義務」や「受託者責任」の意味で用いられているわけではない。本稿では、伝統的な「フィデューシャリー・デューティー」の意味、すなわち「フィデューシャリー・デューティー」という用語が持つ狭義の意味に立ち返ったうえで、日本の金融行政の分野における「フィデューシャリー・デューティー」の用語法がこれとどのように異なるのかを示す（Ⅱ）。

次に本稿は、「フィデューシャリー・デューティー」という用語が伝統的に持つ意味を明確にすることを通じて、①金融事業者と投資家との間に「フィデューシャリー」の関係があるために投資家を保護する要請と、②情報や能力の面で金融事業者との間に大きな格差のある投資家を保護する要請とは、異なる要請であり、正確に整理して理解されるべきであることを指摘する。金融法の分野では現在も頻繁な制度改正や法改正が続いており、どのような要請に基づいて規制を課し、また規制を正当化するのかを明確にすることが不可欠である（Ⅲ）。

以上の「フィデューシャリー・デューティー」という用語が持つ意味についての理解を踏まえ、最後に、具体的な検討課題を一つ取り上げる。金融商品の提供会社が、同社の商品の金融商品販売会社における売上げに応じて金融商品販売会社に対して金銭等を支払うことを規制することは正当化されるだろうか。金融商品以外の商品・サービスの提供会社が販売会社に対してリベートを支払うことは必ずしも規制されていないため、金融商品の場合に特に規制を課するのであれば、どのような根拠でこの規制を正当化するのかを明確にする必要がある（Ⅳ）。

Ⅱ．我が国の金融行政と「フィデューシャリー・デューティー」

Ⅱ－1．狭義の「フィデューシャリー」と「フィデューシャリー・デューティー」

本稿を通じた中心的な検討対象は、「フィデューシャリー (fiduciary)」という概念と、この「フィデューシャリー」が負う「フィデューシャリー・デューティー (fiduciary duty)」の概念である。

Tamar Frankelによれば、「フィデューシャリー」の関係が生じる場合に共通する3つの要素として「(1) 財産または権限が託されること、

(2) 託す人がフィデューシャリーを信頼していること、(3) 託すことによって託す人がリスクを負うこと」があるとされる¹⁾。そして、ある者が「フィデューシャリー」にあたる場合には「フィデューシャリー・デューティー」を負うことになる。このフィデューシャリー・デューティーの内容を構成するのは「注意義務 (duty of care)」と「忠実義務 (duty of loyalty)」である。このうち忠実義務は、フィデューシャリーが託した者の利益のためだけに行動することを要求し、また、フィデューシャリーが託した者の利益に反する行動をとることを禁止する²⁾。フィデューシャリーが忠実義務を負う結果、フィデューシャリーは託した者との間で利益相反が生じる関係に立つことが厳格に制限され、利益相反取引を行うことが禁止されたり、利益相反の状況を開示して承認を得た場合に限り利益相反取引を行うことが認められたりすることになる。

「フィデューシャリー」に対してこのような厳格な義務が課されているのはなぜか。上に挙

げたフィデューシャリーの要素から読み取れるように、フィデューシャリーとしての事務を遂行してもらうためには、フィデューシャリーに対して事前に財産や裁量を含む権限を託することが不可欠であるため、これに伴い、フィデューシャリーが託された財産や権限を濫用するかもしれないというリスクが発生する。こうしたリスクを軽減することを目的として、厳格な「フィデューシャリー・デューティー」が課されると説明される³⁾。

「フィデューシャリー」にこうした厳格な規制を課すことは、人々が安心して他者に財産や権限を託すことが可能になるという意味において望ましいと考えられる⁴⁾。他者に権限を託すことによって、①専門知識を有する者を活用することでより望ましい結果が得られるというメリットや、②本人が自分の時間や労力を節約し、自分の時間をより効果的な用途に使うことができるといったメリットが生じることが考えられる。①の例としては、投資運用についての専門性を有しない者が投資顧問業者に自分の資産の運用を委ねる場合を挙げることができ、②の例としては、弁護士資格を有する個人が、自分が相続人となる相続問題について、自分で対応する能力はあるものの、自分自身は別の仕事に時間を使うために、別の弁護士に対応を依頼する場合が考えられる⁵⁾。①の例に代表されるように、フィデューシャリーに委ねることのメリットは典型的にはフィデューシャリーが本人にはない専門性を有する場合に顕著に表れるが⁶⁾、②の例から分かるように、本人に十分な専門性

1) フランケル (2014) 5頁。

2) フランケル (2014) 110頁。

3) フランケル (2014) 25頁、109頁。

4) フランケル (2014) 7-8頁参照。

5) フランケル (2014) 11頁参照。

や能力がある場合にも、フィデューシャリーに委ねることのメリットはある。

他者に委ねることによって望ましい結果が得られる可能性がある以上、安心して他者に委ねることができる基盤（インフラ）を作ることが有益であり、そのための方法の一つが、フィデューシャリーに厳格な義務を課すことであると理解することができる⁷⁾。

II-2. 米国の金融事業者と「フィデューシャリー」

米国において「フィデューシャリー」にあたる者と理解されている者の具体的な例としては、財産の管理を託された信託の受託者や、株式会社の経営を委ねられている取締役（会社または株主との関係で、取締役が「フィデューシャリー」にあたる）を挙げることができ、「フィデューシャリー・デューティー」を負う結果、信託の受託者は信託財産と受託者の個人財産との間の取引を行うことについて厳格な規制が課され、取締役は会社と取締役との間の利益が相反する取引を行うことが厳格に規制される。

では、金融事業者についてはどのように解されているだろうか。米国の金融事業者の中には、1940年投資顧問法の適用を受ける投資アドバイザー（investment adviser）と、1933年証券法や1934年証券取引所法、SEC規則、自主規制機関の規制に服するブローカー＝ディーラー（broker-dealer）がいる⁸⁾。

このうち、投資アドバイザーは概ね日本の投

資顧問業者にあたり、報酬のために、顧客に対して、証券の価値や証券売買の適否等について助言を行う業務に従事する⁹⁾。この投資アドバイザーは、顧客のポートフォリオを管理し、管理している資産残高に応じた料金を請求する場合が多いとされる¹⁰⁾。

これに対し、ブローカー＝ディーラーは概ね日本の証券会社にあたり、顧客の注文を執行するといった、他人のために行動するブローカーとしてのサービスと、顧客に対して証券会社が保有する証券を販売する場合のような、自己の計算で行動するディーラーとしてのサービスの両方を提供する。ブローカー＝ディーラーは、通常、取引ごとの手数料の形で報酬を受ける¹¹⁾。

「フィデューシャリー」の考え方との関係では、投資アドバイザーは「フィデューシャリー」にあたり、「フィデューシャリー・デューティー」を負うと解されており¹²⁾、その結果、顧客との間に利益相反関係が存在する場合には、顧客に対してこれを開示することが要求される¹³⁾。

これに対して、ブローカー＝ディーラーは顧客との関係で一律にフィデューシャリーの関係に立つわけではないと解されている¹⁴⁾。その背景としては、ブローカー＝ディーラーは、顧客との間で、売買の当事者として（ディーラーとして）取引を行う場合も多いため、「フィデューシャリー」の中心的な部分である顧客との取引の制限を適用することが難しいことが指摘されている¹⁵⁾。裁判所は、ブローカー＝ディーラー

6) フランケル (2014) 7-8 頁参照。

7) 日本銀行金融研究所 (2010) 184 頁参照。同 187 頁は「仮に、このような場面における利益侵害に対して法的な対応が十分に講じられないとすれば、取引の委縮を通じ、社会全体の利益の減少につながる恐れがあるため、経済学における効率性の観点からも、法的な対応を講ずる必要性が認められると考えられる。」と指摘している。

8) 投資アドバイザーとブローカー＝ディーラーについての基本的な説明としては、Staff of SEC (2011) at ii, 9-11, 21-22, 46, Hazen (2010) at 727-762, Cox, et. al. (2009) at 1025, 1035, 1064 を参照。

9) Investment Advisors Act of 1940 § 202 (a) (11)。

10) Staff of SEC (2011) at 6-7。

11) Staff of SEC (2011) at 9-11。

12) Staff of SEC (2011) at ii, 21-22。

13) Staff of SEC (2011) at 233。

14) Hazen (2010) at 742。

が顧客の財産に対して「裁量」や「コントロール」を行使している場合や、顧客との間に「信頼関係」がある場合には、ブローカー＝ディーラーが「フィデューシャリー・デューティー」を負うと判断してきたとされる¹⁶⁾。Ⅱ－1で述べたように、厳格なフィデューシャリー・デューティーを課す理由は、委ねられた財産や権限が濫用されるリスクを減らすためであるので、「フィデューシャリー」にあたるかどうかを判断する際には、その者に対して「裁量」や「コントロール」が与えられているかがポイントとなるのだと理解できる。また、顧客と託された者との間に「信頼関係」がある場合には、顧客が託された者の判断に依存し、託された者が「裁量」や「コントロール」を持つと同様の状態が生じると理解することができる。

Ⅱ－3. 我が国の金融行政と「フィデューシャリー・デューティー」

Ⅱ－3－1. 我が国の金融行政における「フィデューシャリー・デューティー」の用語法

ここまで、米国における「フィデューシャリー」、「フィデューシャリー・デューティー」という概念について紹介してきたが、近年の我が国の金融行政においては、「フィデューシャリー」、「フィデューシャリー・デューティー」の用語が、上記で紹介した「フィデューシャリー」、「フィデューシャリー・デューティー」の用語が伝統的に持つ狭義の意味とは異なる意味で用いられている場合がある。すなわち、「フィデューシャリー・デューティー」という用語が、利益相反関係を厳格に規律することを中心とする「信認義務」や「受託者責任」の意味で用いられているわけではなく、むしろ「顧客の利益を尊重する」という抽象的な意味を持

つに過ぎない場合がある¹⁷⁾。以下、分析していく。

Ⅱ－3－2. 「受託者責任（フィデューシャリー・デューティー）」への注目と2006年金融商品取引法の成立

(1) 2001年の神田教授の論考

まず、我が国の金融分野において「受託者責任（フィデューシャリー・デューティー）」の概念が取り込まれてきた経緯を確認しておきたい。

2001年に、神田秀樹教授は、金融分野における「いわゆる『受託者責任』」について検討する論考を公表し、「いわゆる『受託者責任』は……金融仲介業者（金融サービス業者）にとって基本となるべきルールの重要な柱である¹⁸⁾と指摘した。神田教授は、「①販売・勧誘、②売買（ディーリング）、③仲介（ブローカレッジ）、④引受（アンダーライティング）・売出（セリング）、⑤資産運用（アセット・マネジメント）、⑥資産管理（カストディ）、⑦助言（アドバイス）、⑧仕組み行為（アレンジング）……のうち少なくとも③から⑦までは、fiduciary と呼ばれるものである」と整理した上で、「このfiduciary についての法制整備は、日本がいちばん遅れている部分の一つである。」¹⁹⁾と述べ、また、この①から⑧のうち、「少なくとも③から⑦までについては、これを行う業者は受託者責任を負う」と指摘した上で、「どの業者がこれらの行為を行うかということには関係なく、どの業者であっても、これらの行為を行う場合には受託者責任が発生すると解すべき」であると主張した²⁰⁾（引用部分中、下線は筆者が付した）。神田教授の論考は、金融事業者が行う業務の中には顧客との間でフィデューシャリーの関係が発生する業務が多く、こうした業務を行

15) Cox, et. al. (2009) at 1083.

16) Staff of SEC (2011) at 54-55.

17) 詳細については、松元（2017）223-234 頁も参照されたい。

18) 神田（2001）98 頁。

19) 神田（2001）103 頁。

20) 神田（2001）107-109 頁。

う場合に金融事業者を受託者責任（フィデューシャリー・デューティー）を課す必要があるという考え方であり、この主張はその後の我が国の金融商品取引法制の枠組みに大きな影響を与えることになった。

なお、本稿との関係では、神田教授が「少なくとも③から⑦まで」については、との留保を付していることに注目しておきたい。本稿のⅡ-2で紹介した、米国においてブローカー＝ディーラーは一律にフィデューシャリーの立場に立つとは解されていないという点とも密接に関連するが、①金融商品の販売・勧誘や②金融商品の売買の場面では、金融事業者は顧客との間で売買の一方当事者の関係に立つため、「フィデューシャリー」の関係に立つと整理することには難しい問題が残る。また、⑧仕組み行為を行う金融商品組成会社は、投資家に直接商品やサービスを提供する立場にはない。神田教授の論考は、この点を踏まえて、注意深い記述をしていると理解することができる。

(2) 2006年に成立した金融商品取引法における「受託者責任」の整理

その後、2006年に成立した金融商品取引法においては、「受託者責任」と密接に関連する義務について、次の整理が行われている。

まず、全ての金融事業者に課される基本的な義務として「誠実公正義務」についての規定が設けられた。金融商品取引法36条1項は、「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」と規定する（誠実公正義務²¹⁾。金融商品取引法における金融事業者に対する各行為規制は、この「誠実公正義務」を「具体化した」ものだと説明される²²⁾。

本稿との関係では、この「誠実公正義務」が「受託者責任（フィデューシャリー・デュー

ティー）」と同じ意味であるのかを検討する必要がある。この点、金融商品取引法においては、投資助言業や投資運用業については「誠実公正義務」の他に「善管注意義務・忠実義務」（金融商品取引法41条、42条。以下、特に記載しない場合には金融商品取引法の条文を示す。）が課されており、このことから「誠実公正義務」が、受託者責任の中心的な内容である「善管注意義務・忠実義務」とは区別されていることが分かる。これに対して、販売・勧誘、売買、仲介、引受け、売出しに係る業務については「善管注意義務・忠実義務」は課されておらず、その理由としては、「①必ずしも顧客からの委託があるとは認められないこと（販売・勧誘）、②顧客からの委託があると認められる場合……であっても、必ずしも相当な裁量的判断をもって業務を行う関係にあるとは認められないこと（仲介）や対等当事者の関係にあると認められること（引受け・売出し）、また、必ずしも当該顧客の利益のためだけに業務を行う関係にあるものではないと認められること（仲介・引受け・売出し）」等が挙げられている²³⁾。これらの規定の仕方や説明からは、2006年に制定された金融商品取引法は、「誠実公正義務」を「善管注意義務・忠実義務」と区別し、狭義の意味での「フィデューシャリー・デューティー」、「受託者責任」である「善管注意義務・忠実義務」については、顧客との間でフィデューシャリーの関係に立つ者に対してのみ課していると理解することができる²⁴⁾。

Ⅱ-3-3. 行政文書における「フィデューシャリー・デューティー」の用語法

(1) 行政文書における「フィデューシャリー・デューティー」の用語の登場

その後、2014年以降の行政文書において、

21) このほか、金商法36条2項はいわゆる「利益相反管理体制整備義務」を定めた規定だと解されるが、これは主としてファイアーウォール規制を念頭に置いた規定であるため、本稿では立ち入らない。

22) 澤飯ほか（2008）54頁。

23) 松尾（2018）420頁。

24) 河村（2014）221頁参照。

「フィデューシャリー」という用語がカタカナのまま登場する。

金融庁が公表した資料に初めてカタカナの「フィデューシャリー」ないし「フィデューシャリー・デューティー」という言葉が登場したのは、2014年の平成26事務年度「金融モニタリング基本方針」であると思われる。この文書には、「商品開発、販売、運用、資産管理それぞれに携わる金融機関がその役割・責任（フィデューシャリー・デューティー）を実際に果たすことが求められる。」との記述があり、「フィ

デューシャリー・デューティー」という用語については、「他者の信認を得て、一定の任務を遂行すべき者が負っている幅広い様々な役割・責任の総称」との説明が付されている²⁵⁾。

その後、2015年の平成27事務年度金融行政方針及び2016年の平成28事務年度金融行政方針においても「フィデューシャリー・デューティー」の語は登場し、例えば、平成28事務年度金融行政方針²⁶⁾においては、冒頭でも紹介した次の記述が登場する。

(4) 金融機関等による「顧客本位の業務運営」（フィデューシャリー・デューティー）の確立と定着

家計の安定的な資産形成を促進するためには、資金提供者と資金調達者との間に立って金融商品の販売、助言、商品開発、資産管理、運用等を行う金融機関等の側においても顧客本位の業務運営が行われることが重要である。すなわち、金融機関等が、当局に目を向けるのではなく、顧客と向き合い、各社横並びではない主体的で多様な創意工夫を通じて、顧客に各種の情報を分かりやすく提供するなど、顧客の利益に適う金融商品・サービスを提供するためのベスト・プラクティスを不断に追求することが求められる。

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たが、近時ではより広く、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・責任の総称として用いる動きが広がっており、我が国においてもこうした動きを広く定着・浸透させていくことが必要である。すなわち、金融商品の販売、助言、商品開発、資産管理、運用等のインベストメント・チェーンに含まれる全ての金融機関等において、顧客本位の業務運営（最終的な資金提供者・受益者の利益を第一に考えた業務運営）を行うべきとのプリンシプルが共有され、実行されていく必要がある。

〔中略〕例えば、以下の取組みについて、関係者との対話を進めていく。

〔中略〕

販売会社：顧客本位の販売商品の選定・提案、顧客本位の経営姿勢と総合的な業績評価、顧客本位の取組みの自主的な開示、商品のリスクの所在等の説明（資料）の改善、顧客が直接・間接に支払う手数料率（額）及びそれがいかなるサービスの対価なのかの明確化、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（情報提供の充実）等

〔以下略〕

金融行政方針がこうした「『顧客本位の業務運営』（フィデューシャリー・デューティー）」という方針を示すことになった背景には、金融事業者、特に、金融商品販売会社の業務運営の

方法に対する問題意識があったと考えられる。例えば、平成27事務年度金融行政方針には、「販売会社については、従来、投資信託の回転売買等手数料稼ぎを目的とした顧客本位とは言えな

25) 平成26事務年度金融モニタリング基本方針（平成26年9月、<https://www.fsa.go.jp/news/26/20140911-1/01.pdf>）。なお、本稿中で掲げるウェブサイトについては、全て2020年1月27日最終訪問。

26) 平成28事務年度金融行政方針（平成28年10月、<https://www.fsa.go.jp/news/28/20161021-3/02.pdf>）。

い経営の問題が指摘されている他、顧客が支払っている手数料の透明化等についても改善の余地が残されている」との記載がみられる²⁷⁾。

平成 28 事務年度金融行政方針において販売会社の取組みの例として挙げられている「顧客本位の販売商品の選定・提案」や「顧客が直接・間接に支払う手数料率（額）及びそれがいかなるサービスの対価なのかの明確化」「顧客との間の利益相反や情報の非対称性の排除（情報提供の充実）」は、こうした販売会社の問題に対応するための取組み例だと考えられる。

(2) 平成 28 年事務年度金融行政方針における「フィデューシャリー・デューティー」の用語法

本稿との関係では、平成 28 事務年度金融行政方針における「フィデューシャリー・デューティー」の用語法に注目しておきたい。上記引用部分では、「フィデューシャリー・デューティー」の語を、「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」という意味で用いることが示されている。このフィデューシャリー・デューティーの対象となるのは、「金融商品の販売、助言、商品開発、資産管理、運用等のインベストメント・チェーンに含まれる全ての金融機関等」であるところ、このうち、金融商品の助言業務や資産管理業務、運用業務については伝統的な「フィデューシャリー」の概念となじみやすいと考えられるが、他方で、金融商品の販売や商品開発業務については、最終的な投

資家との間に、II-1 で紹介した意味での狭義の「フィデューシャリー」の関係が発生するわけではない²⁸⁾。

このように、平成 28 事務年度金融行政方針における「フィデューシャリー・デューティー」の用語法は、顧客との間に「裁量」や「コントロール」の授受や「信頼関係」がない関係についてもその対象に含めている点で、伝統的な「フィデューシャリー・デューティー」の考え方とは異なっている。

また、上記に引用した箇所では「フィデューシャリー・デューティーの概念は……近時ではより広く、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・責任の総称として用いる動きが広がっており」と述べられているが、この記載の正確性には若干の疑問も残る。

確かに、米国では、ERISA 法の「フィデューシャリー」の定義を巡り、フィデューシャリーの範囲を従来よりも広く解する動きがみられたが、ERISA 法の改正は、ブローカー＝ディーラーが個人投資家に対して投資に関する「助言（advice）」をした場合について、ブローカー＝ディーラーをフィデューシャリーの範囲に含めようとしたに過ぎない²⁹⁾。また、本稿の IV において紹介する米国 SEC の Regulation Best Interest の検討の過程でも、ブローカー＝ディーラーに対して、投資アドバイザーに対するのと「統一的なフィデューシャリーの基準」を適用するかが議論となったが、ここで検討の対象になったのも、やはり、ブローカー＝ディー

27) 平成 27 事務年度金融行政方針（平成 27 年 9 月、<https://www.fsa.go.jp/news/27/20150918-1/01.pdf>）。

28) 金融商品の組成を行う業務については、金融商品の組成段階で、商品のリスクや複雑さに応じて販売対象として想定する顧客属性を特定し、それ以外の顧客に対して販売されることを予防するような対策をとることが望ましいと考えられる（「顧客本位の業務運営に関する原則」の原則 6 とその注を参照）。なお、EU では「商品ガバナンス（product governance）」の考え方が採用され、金融商品の組成者の行動指針等が示されている（2014 年に発効した MiFID II の Article 24 (2) や、2016 年 4 月 7 日に公表された MiFID II についての commission delegated directive (EU) の Article 9 を参照）。

ただし、金融商品の組成会社は顧客との関係で「フィデューシャリー」の立場に立つわけではない。こうした取組みは組成会社が「フィデューシャリー」であることを理由として要請されるわけではなく、情報や判断能力の面で不利な立場にある投資家を保護するために要請されるものだと整理することになろう。この点については、本稿の III も参照されたい。

29) 松元（2019）290-291 頁参照。

ラーが個人顧客に対して「推奨（recommendation）」を行う場面についてだけであった³⁰⁾。

金融商品の販売に際して個別の「助言」や「推奨」を行った場合には、販売会社と顧客との間に信頼関係や依存の関係が発生する可能性があるために、そこにフィデューシャリーの関係の存在を認める余地が生まれる。米国においてフィデューシャリーの範囲を拡げようとする動きは、こうした場面についてフィデューシャリーの範囲を拡げようとするものだと理解することができ、金融事業者から顧客に対して個別の「助言」や「推奨」等が行われていない場合についてまでフィデューシャリーの考え方を無制限に拡張するものではない。

（3）何を懸念しているのか

以上検討してきたように、平成28事務年度金融行政方針における「フィデューシャリー・デューティー」の用語法は、財産についての裁量やコントロールの授受や顧客との間の信頼関係がない場合を含めて用いられており、この点で、狭義の「フィデューシャリー・デューティー」の用語法とは異なる。

ここで、こうした用語法の違いにあえて注目する理由を述べておきたい。確かに、「フィデューシャリー・デューティー」という特徴的な用語をキャッチフレーズとして用いることで、投資家の金融市場に対する信頼を強化すること自体は、望ましいことであるとも考えられる。また、金融行政方針の内容自体は、金融事業者の運営を適正化することによって投資家の金融市場に対する信頼を確保しようとするものであって妥当であり、筆者は決して金融行政方針の内容自体に反対するわけではない。

その一方で、「フィデューシャリー・デュー

ティー」の用語がその狭義の意味とは異なる用法で用いられることにより、「フィデューシャリー・デューティー」の本来の意味の理解に混乱が生じ、「どのような場面において厳格に利益相反を規制すべきか」「フィデューシャリーにあたる者に対しては、なぜ厳格な責任を課す必要があるのか」という点も不明確になる恐れはないだろうか。特に、日本法は大陸法の法体系を基本としており、英米法に由来する「フィデューシャリー・デューティー」の概念が十分に浸透しているとはいえないことから、この問題は無視できない。金融商品取引法制の見直しは今なお続いており、「フィデューシャリー」、「フィデューシャリー・デューティー」の用語が持つ伝統的な意味についても正確に理解することが重要だと考える。

こうした筆者の懸念に対しては、こうした懸念は杞憂であり、平成18年に成立した金融商品取引法において「誠実公正義務」と「注意義務・忠実義務」の用語が注意深く使い分けられていたことに示されるように、混乱は生じていないとの指摘が考えられる。確かに、立法を担う金融庁の担当者や金融法を専門とする研究者にとっては、筆者が懸念するような混乱は生じていないと言えるかもしれない。しかし、金融庁の一連の対応を受けて³¹⁾、今日では金融事業者の多くが「フィデューシャリー・デューティー宣言」、「フィデューシャリー・デューティーの実践に向けた取組方針」といった対応方針を公表しており、立案担当者や研究者だけでなく、実際に顧客に対応する金融実務者を含めて、「フィデューシャリー」、「フィデューシャリー・デューティー」の用語が持つ狭義の意味についても正確に理解することが重要だと考える。

30) 松元（2019）297-298頁参照。

31) 金融庁が2017年に公表した「顧客本位の業務運営に関する原則」（平成29年3月30日、<https://www.fsa.go.jp/news/28/20170330-1/02.pdf>）においては、「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。」という原則が示されている。

Ⅲ．①フィデューシャリーの関係があるために投資家を保護する要請と②情報や能力の面で金融事業者との間に大きな格差のある投資家を保護する要請

Ⅲ－１．問題意識

Ⅱでは、「フィデューシャリー・デューティー」の狭義の意味を確認した上で、我が国の金融行政においてはこの言葉がより広い意味で用いられていることを指摘してきた。Ⅲでは、これに関連して、①「〔狭義の〕フィデューシャリーの関係があるために投資家を保護する要請」と、②「情報や能力の面で金融事業者との間に大きな格差のある投資家を保護する要請」とは異なる要請であり、正確に整理して理解されるべきであることを指摘したい。

言い換えると、「投資家を保護するため」という説明がされる場面の中には、①金融事業者がフィデューシャリーの立場にあたることから、金融事業者は投資家の利益を優先しなければならないという意味である場合と、②金融事業者がフィデューシャリーの立場にあるか否かにかかわらず、金融事業者と比較して弱い立場にある投資家の利益を保護しなければならないという意味である場合とがあることを指摘したい。

この点を検討するのは、今後の制度設計を行う上では、どのような要請に基づいて規制を課し、また規制を正当化するのかを明確にすることが不可欠であるためである。本稿のⅣにおける具体的な規制の検討においても、この区別がより正確な分析に資する可能性がある。

Ⅲ－２．２つの要請の区別

Ⅲ－２－１．フィデューシャリーの関係があるために投資家を保護する要請

金融事業者が狭義の、伝統的な意味における

フィデューシャリーの立場にある場合には、顧客である投資家を保護するために、利益相反行為の制限といった厳格な規制を課すが必要になる。これは、Ⅱ－１において述べたように、人々が安心して他者に自己の財産についての裁量やコントロールを託すことを可能にするために必要な規制である。

フィデューシャリーの関係がある場合に顧客を保護する要請は、顧客が提供されるサービスについての専門知識を有しているか否かに関わらず生じる³²⁾。顧客のために金融商品を購入することを依頼された証券会社が、証券会社自身に便宜を図ってくれる相手方から割高な値段で購入することは、たとえ顧客が専門知識を備えたプロの投資家であったとしても、忠実義務に違反することになる。

金融商品取引法が掲げる規制のうち、金融事業者がフィデューシャリーの立場にあることから要請される規制の例としては、投資助言業や投資運用業についての善管注意義務・忠実義務（41条、42条）や、最良執行方針の設定義務（40条の2）を挙げることができる。

Ⅲ－２－２．情報や能力の面で金融事業者との間に大きな格差のある投資家を保護する要請

これに対して、金融事業者と顧客との間に情報力・判断力に大きな格差があることから、顧客である投資家を保護するためのルールが要請される。こうしたルールは、その性質においては、販売者と比べると情報や能力の面で弱い立場にある消費者を保護する法である消費者契

32) Ⅱ－１において挙げた例を思い起こしてほしい。弁護士資格を有する個人が、自分が相続人となる相続問題について、自分で対応する専門知識や能力はあるものの、別の弁護士に対応を依頼する場合であっても、受任した弁護士はフィデューシャリーとしての立場に立ち、係争の相手方から利益の供与を受けることなどは厳格に制限されることになる。

約法の規制と同様の趣旨の規制だと考えることができる³³⁾。

金融商品取引法に定められた規制のうち、情報量や専門知識の点で金融事業者に劣る投資家を保護するためのルールであると性質づけられる規制の例としては、契約締結前の書面の交付を義務付ける規制（37条の3）や、一定期間は契約の取消しを可能とするクーリング・オフの規制（37条の6）が挙げられるだろう³⁴⁾。顧客が「特定投資家」である場合に勧誘・販売に関する規制の一部が緩和される（45条）のも、これらの規制は情報力・判断力の面で金融事業者との間に格差がある者を保護することを目的としているためである³⁵⁾。

Ⅲ-2-3. 2つの要請の関係

この2つの要請の関係についても整理しておきたい。

フィデューシャリーの関係が存在することによる投資家保護の要請と、投資家が情報や能力の面で弱い立場にあることによる投資家保護の要請は、多くの場合に重複して存在する。何故なら、一方当事者が情報力や判断力において他方当事者に劣る場合（＝情報力や判断力に格差がある場合）には、前者が後者の判断に依存したり、裁量を与えたりすることが多くなると考えられるためである。たとえば、ある顧客が金融商品取引についての知識や経験に乏しい場合には、弱者保護の観点からの保護を与える必要があるが、同時に、こうした顧客は、情報力や判断力に優れた金融事業者に対して自分の財産についてのコントロールや裁量を委ねることが考えられ、その場合にはフィデューシャリーの関係が存在することによる保護も要請されるこ

とになる。

この点に関連して、たとえば、適合性原則の目的は、この二つの要請の両方によって説明することが可能だろう。適合性原則は、複雑でリスクの高い金融商品を購入するだけの知識・経験・財産等がない投資家に対してそうした金融商品の勧誘を行うことを制限する考え方である。ここで、実際に適合性原則に基づく金融事業者の責任が問題とされるのは金融事業者が積極的な勧誘・推奨を行った場合であることに注目すれば、適合性原則は顧客が金融事業者を信頼し、その判断に依存している場面を規律するルールであって、金融事業者がフィデューシャリーに類した立場にいることから要請されるルールだと整理することができそうである。他方で、適合性原則は知識・経験・財産等が不十分である投資家に対する勧誘を規制するルールであることに注目すれば、弱者である投資家を保護するためのルールだと位置づけることもできる³⁶⁾。

念のために付言すれば、この二つの要請が重複して存在する場面があるとしても、そのことは、制度の分析にあたって二つの要請の性質の違いを理解することの必要性を否定するものではない。

33) 消費者保護法が、情報格差がある場合の弱者を保護する性質を持つことについて、日本銀行金融研究所（2010）187頁参照。

34) 但し、契約締結前交付書面には、「手数料」や「報酬」、「費用」を記載することが要求されており、この点は、金融事業者と顧客との間の利益相反に対応するためのルールであると説明することもできるかもしれない（金商法37条の3第1項4号、金融商品取引業等に関する内閣府令81条）。

35) 黒沼（2016）569頁参照。

36) 理解が不足する者を保護する要請とフィデューシャリーの立場にある者を規律する要請の両方が作用する場面を示した他の例として、Schwarcz（2007）at 314, 318も参照。

IV. 金融事業者に対する規制をどのような根拠で正当化するか

IV-1. 検討課題の設定：金融商品販売会社に対する金融商品提供会社からのリベートの支払いに規制を課すことに正当性があるか？

ここまで、Ⅱにおいて「フィデューシャリー・デューティー」の狭義の意味について確認し、Ⅲでは金融商品取引法制が投資家を保護するルールの中には、①その規制理由を金融事業者と顧客との間にフィデューシャリーに類した関係があることに求めることができるものと、②その規制理由を情報や能力の面で不利な立場にある投資家を保護する必要性に求めることができるものが存在することを指摘してきた。これを踏まえ、最後に、今後の検討が必要とされる課題のうちの一つを取り上げ、具体的な検討を行いたい。

今後の検討が必要とされる課題は山積しているが、ここでは、一例として、金融商品の提供会社が、同社の商品の金融商品販売会社における売上げに応じて、金融商品販売会社に対して金銭等の支払いを行うことを規制することは正当化できるかという問題を取り上げる。

金融商品に限らず、何らかの商品の提供会社が販売会社に対して自社商品の販売実績に応じた金銭を支払うことは、リベートの支払いと呼ばれることもある。販売実績に応じたリベートの支払いが行われる場合には、販売会社はリベートを支払ってくれる商品提供会社の商品を積極的に販売するインセンティブを有することになり、これが、商品提供会社が販売会社に対してリベートを支払う理由である。リベートが提供されることにより、販売会社は、顧客に対して、顧客の利益に即した商品ではなく、販売会社が販売によりリベートを受け取ることがで

きる商品を優先的に販売する可能性がある³⁷⁾。そこで、金融商品販売会社が金融商品提供会社から金銭等の支払いを受けることを規制すべきではないかという問題が生じる。

しかし、金融商品以外の商品・サービスに対する規制をみると、商品・サービスの提供会社が販売会社に対してリベートを支払うことは必ずしも規制されていない。そこで、金融商品の場合を特に規制するのであれば、規制の根拠、すなわち、規制を課すことをどのような理由で正当化できるのかを明確にする必要がある³⁸⁾。

以下では、まず、この点についての日本における規制を確認した後(2.)、金融商品提供会社から金融商品販売会社に対する支払いについて具体的なルールを設けた米国SECのRegulation Best Interest(3.)と、こうした支払いに対して厳格な規制が設けられている医療業界におけるルール(4.)を参照し、若干の検討を行う(5.)。

IV-2. 日本における現在の規制

日本の法令上、金融商品販売会社が金融商品提供会社から金銭等の支払いを受けることを直接に規制する法令はない³⁹⁾。

平成29年に金融庁が公表した「顧客本位の業務運営に関する原則」⁴⁰⁾は、ソフトローであるが、この点に関連する原則や説明を置いている。具体的には、同原則の原則3では顧客との利益相反を適切に管理することが要求されており、その(注)では、金融事業者は、利益相反の可能性を判断するにあたって、例えば「販売会社が、金融商品の顧客への販売・推奨等に伴って、当該商品の提供会社から、委託手数料等の

37) Jackson (2008) は、このように3者(ここでは、顧客と商品販売会社と商品提供会社)が存在する場合の利害関係の問題について、“Trilateral Dilemma”(三者からなるジレンマ)と表現して検討している。

38) 日本銀行金融研究所(2010)187頁とその注を参照。

支払を受ける場合」にこの事情が取引又は業務に及ぼす影響についても考慮すべきであると述べられている。また、情報の提供について述べている原則5の（注1）では、重要な情報として提供すべき内容として、「顧客に販売・推奨等を行う金融商品・サービスについて、顧客との利益相反の可能性がある場合には、その具体的内容（第三者から受け取る手数料等を含む）及びこれが取引又は業務に及ぼす影響」が挙げられている。

「顧客本位の業務運営に関する原則」はプリンシプル・ベースであるため、こうした原則を満たすための具体的な対応方法は各金融事業者に任されることになる。但し、各金融事業者が公表している利益相反への対応方針を見ても、この点について、開示を行うことや金銭受領を控えることといった具体的な対応方針を示しているものは見当たらない。

IV-3. 米国SECが2019年に採択した Regulation Best Interest

IV-3-1. Regulation Best Interestの特徴

米国のSECが2019年6月に採択したブローカー＝ディーラーの行為規範を定める「Regulation Best Interest」（以下、「RBI」とも表記する）⁴¹⁾は、金融商品提供会社からブローカー＝ディーラー側に対する金銭の支払いにも関連する具体

的なルールを採用しているため、ここで紹介しておきたい。以下では、RBIの全体的な特徴と概要を示したうえで、ブローカー＝ディーラーに対する支払いに関する規定を検討する⁴²⁾。

まず、RBIは1934年証券取引所法の一部を修正するものであり、いわゆるソフトローではない。RBIに違反した場合にはSECによる手続きに服するか、FINRAなどによる規律の対象となることが想定される。

RBIの規定ぶりの特徴としては、全体としてはプリンシプル・ベース・アプローチを採用しているものの、相当程度に具体的な規定が含まれており、更に、RBIとともに公表された解説（以下、「公式説明」という）によって詳細な解釈とガイダンスが示されている。

RBIが導入する規律は、ブローカー＝ディーラーが個人顧客に「推奨（recommendation）」を行う場合にのみ適用されることに注目しておきたい。もともとRBIが制定された背景には、ブローカー＝ディーラーは投資アドバイザーと同様に個人顧客に対して推奨を行う場合があるが、個人顧客は両者の違いを明確に区別していないおそれがあるという問題意識や、個人顧客に対する推奨の場面ではブローカー＝ディーラーと投資アドバイザーが同様の業務を行っているにもかかわらず、投資顧問法の下で厳格なフィデューシャリー・デューティーに服する投

39) 金融商品取引法37条の3第1項4号・金融商品取引業等に関する内閣府令81条は、契約締結前交付書面に「手数料、報酬、費用その他いかなる名称によるかを問わず、金融商品取引契約に関して顧客が支払うべき手数料等」（下線は筆者が付した）について記載することを要求しているが、金融商品提供会社からのレポートの支払いがここでいう「顧客が支払うべき手数料等」に含まれると解することは困難だろう。

また、レポートの供与については、「相手方に対し、自己の商品をどの程度取り扱っているか等を条件とすることにより、競争品の取扱いを制限する効果を有するレポートを供与する行為」については、「排他的レポートの供与」として排除型私的独占として課徴金が課せられる場合があるが、これは、「他に代わり得る取引先を容易に見いだすことができない競争者〔ここでは他の金融商品提供会社〕の事業活動を困難にさせる」か否かという厳格な基準を用いて判断されることになる（公正取引委員会「排除型私的独占に係る独占禁止法上の指針」（平成21年10月28日。https://www.jftc.go.jp/dk/guideline/unyokujun/haijyogata.html））。

40) 金融庁「顧客本位の業務運営に関する原則」（平成29年3月30日，https://www.fsa.go.jp/news/28/20170330-1/02.pdf）。

41) Regulation Best Interest(RBI)の本体は、Federal Register Vol.84, No. 134, 33318 (https://www.govinfo.gov/content/pkg/FR-2019-07-12/pdf/2019-12164.pdf)にて閲覧できる。以下、注ではこの資料を「RBI」と表記する。

42) RBIの詳細については、松元(2019)を参照されたい。

資顧問業者と比較して、ブローカー＝ディーラーには十分な規制が課されていないのではないかという問題意識があったとされる⁴³⁾。

IV-3-2. Regulation Best Interest の概要

RBIにより、証券取引所法 § 240.15 l-1 (a)-(b) が追加されることになる。このうち同 (b) は定義規定であり、主要な内容は「最善の利益の義務 (best interest obligation)」と題された同 (a) に含まれる。具体的には、同 (a) (1) が、ブローカーやディーラー等は、個人顧客に対して推奨 (recommendation) を行うときは

「個人顧客の最善の利益のために行動しなければならない (act in the best interest of the retail customer)」と規定した上で、同 (a) (2) が、同 (a) (1) に規定する「最善の利益の義務」を充足するためには、4つの義務、すなわち、「開示義務」、「注意義務」、「利益相反に関する義務」、「遵守義務」を満たす必要があることを規定している。同 (a) の条文を掲げておく (下線は筆者が付した)。

(a) 最善の利益の義務 (best interest obligation)

(1) 全てのブローカー、ディーラーとブローカー又はディーラーに関係する自然人は……、個人顧客 (a retail customer) に対して証券取引又は証券を含む投資戦略 (口座についての推奨を含む) を推奨するときは (when making a recommendation)、推奨をしているブローカー＝ディーラーやこれに関連する自然人の経済的またはその他の利益を個人顧客の利益に先立たせることなく、推奨がされる時点で、個人顧客の最善の利益のために行動しなければならない (act in the best interest of the retail customer)。

(2) (a) (1) に規定する最善の利益の義務 (best interest obligation) は、次の場合には充足される (shall be satisfied):

(i) 開示義務 (Disclosure Obligation)

ブローカー、ディーラーとブローカー又はディーラーに関係する自然人は、そのような推奨より前に、またはその時点で、個人顧客に対し、書面をもって、以下についての完全かつ公正な開示 (full and fair disclosure) を提供する：

(A) 個人顧客との関係の範囲と条件に関する全ての重要な事実であり、以下を含む：

- (1) ブローカー、ディーラー、又はそのような自然人が、その推奨に関して、ブローカー、ディーラー、又はブローカー若しくはディーラーに関係する者として行動していること
- (2) その個人顧客の取引、保有、及び口座に対して適用される重要な料金及びコスト、及び
- (3) その個人顧客に対して提供されるサービスの種類と範囲であり、その個人顧客に対して推奨されるかもしれない証券や証券を含む投資戦略についての重要な限定 (limitation)を含み、及び、

(B) 当該推奨に関係する利益相反に関連する全ての重要な事実。

(ii) 注意義務 (Care Obligation)

ブローカー、ディーラーとブローカー又はディーラーに関係する自然人は、推奨を行うに際して、

- (A) 推奨に関連する潜在的なリスク、リワード及びコストを理解し、当該推奨が少なくとも個人顧客のうち誰かの最善の利益に当たりうることを信じる合理的な根拠を持ち、
- (B) 特定の個人顧客の投資ポートフォリオや当該推奨に関するリスク、リワード及びコストに基づいて、当該推奨が特定の個人顧客の最善の利益であること、及び、当該推奨はブロー

43) Staff of SEC (2011) at 101.

カー、ディーラー又はそのような自然人の経済的その他の利益を個人顧客の利益に優先させるものではないことを信じる合理的な根拠を持ち、

- (C) 推奨された取引全体が、それを個別に見た場合には個人顧客の最善の利益であるとしても、過剰 (excessive) でないこと、個人投資家の投資プロフィールとの観点から、全体を見た場合に、その個人顧客の最善の利益であること、また、推奨された取引全体が、一連の推奨を行うブローカー、ディーラー又はそのような自然人の経済的その他の利益を個人顧客の利益に優先させるものではないことを信じる合理的な根拠を持つために、合理的な努力、注意、そして技術 (reasonable diligence, care, and skill) を行使する。

(iii) 利益相反についての義務 (Conflict of Interest Obligations)

ブローカーまたはディーラーは、以下の目的のために合理的に設計された書面による方針や手続きを設定し、維持し、運用する。

- (A) そのような推奨に関連するすべての利益相反を特定し、最低限でも (a) (2) (i) に従って開示し、または除去する。
- (B) ブローカーまたはディーラーに関係する者である自然人に対して、ブローカー、ディーラーやその自然人の利益を個人顧客の利益に優先させるインセンティブを生じさせる、推奨に関する全ての利益相反を特定し緩和する。
- (C) (1) 個人顧客に対して推奨される可能性のある証券や証券を含む投資戦略に対して設定されている全ての重要な限定 (limitation) や、そのような限定に関連した全ての利益相反について、特定し、(a) (2) (i) に従って開示し、そして、
- (2) そのような限定や関連した利益相反が、ブローカー、ディーラー、又はブローカー又はディーラーの関係者である自然人に、ブローカー、ディーラーまたはそのような自然人の利益を個人顧客の利益に優先させた推奨を行うことを生じさせることを防ぐ (prevent)、そして、
- (D) 限定された期間内の特定の証券や特定の種類の証券の販売に基づいた全ての販売コンテスト、販売ノルマ、ボーナス及び金銭以外の報酬を特定し、除去する (eliminate)。

(iv) 遵守義務 (Compliance Obligation)

(iii) で要求された方針や手続きに加え、ブローカー又はディーラーは、RBIの遵守を達成するために合理的に設計された書面による方針や手続きを設定し、維持し、そして運用する。

IV-3-3. 金融商品提供会社から金融商品販売会社への支払いに関する規定

(1) 開示義務 ((a) (2) (i)) との関係

RBIの公式説明によれば、金融商品の提供会社 (プロバイダー) から報酬等を受領している場合には、(a) (2) (i) の「開示義務」の (B) 項に基づいて「利益相反に関連する重要な事実」として、開示が要求されることになる⁴⁴⁾。

具体例として、ある金融商品をブローカー＝ディーラーの販売メニューに入れることに対し

て得られるプロバイダーからの支払いもここで開示しなければならない報酬に含まれると説明されている。また、ブローカー＝ディーラーが商品を販売したことによってセールスチャージやサービスフィーを受け取ることになっているのであれば、これも開示しなければならないとされる⁴⁵⁾。

そして、具体的な開示の内容としては、例えば投資信託 (mutual fund) については、ブローカー＝ディーラーは、金融商品のスポンサーか

44) RBI 33362-33363 頁。

45) RBI 33362-33363 頁。

ら支払いを受けている場合には、その事実と、その結果としてある商品を他の商品よりも優先的に推奨するインセンティブが与えられることになるという大枠の開示 (disclose broadly) をすることが考えられるが、その後、実際に特定のファンドを推奨する時点では、報酬のアレンジメントについてより特定された詳細を開示することが考えられると説明される。但し、この「開示義務」は、受領した報酬の金額の開示を要求しているわけではないとされる⁴⁶⁾。

以上は (a) (2) (i) の「開示義務」のうちの (B) 項との関係であるが、もし金融商品販売会社がレベニューシェアリングを行っている商品やフィーが支払われる商品のみを個人顧客に対して推奨している場合には、「開示義務」のうちの (A) 項の (3) との関係でも、「limitation」(販売会社が推奨している商品が限定されているということ) についての開示が要求されることになるとも考えられる⁴⁷⁾。

(2) 利益相反に関する義務 ((a) (2) (iii) との関係

やや分かりにくいのが、(a) (2) (iii) の「利益相反に関する義務」との関係である。

「利益相反に関する義務」の規定の構造を示しておくとして、まず、(A) 項により、利益相反については最低でも開示を行うことが要求される。適切な開示を行うことができない場合には利益相反の状態自体を「除去 (eliminate)」するための方針や手続きが要求されることになる。

次に、(B) 項は、販売会社側の担当者 (financial professionals) 個人のレベルでのインセンティブに着目した規定であり、担当者に顧客の利益

よりも会社の利益を優先してしまうインセンティブを与えてしまう利益相反については、これを「緩和 (mitigate)」する方針や手続きが要求されている⁴⁸⁾。この場合の利益相反については、「開示」だけではなく「緩和」することまでも要求した点にも特徴があり、「緩和」を要求した理由については、この種の利益相反の効果は、開示だけでは十分に減らすことができないと考えたとの説明がされている⁴⁹⁾。

更に、(C) 項は、金融事業者の会社レベルに注目し、主に取扱商品のラインナップに関するルールを置く。具体的には、自社や関連会社の商品 (proprietary products) のみの提供やその他の「限定」された商品の提供 (limitation) という状況に着目し、この「限定」により、ブローカー＝ディーラー側の利益を個人顧客の利益に優先させた推奨が行われることを「防ぐ (prevent)」ための方針や手続きを要求している⁵⁰⁾。会社レベルでは取扱商品のラインナップが特定の商品に偏っていることが顧客との間の重要な利益相反になりうることから、商品のラインナップに着目した規制を置いたものと理解できる。

最後に (D) 項は、「限定された期間内の特定の証券や特定の種類の証券の販売に基づいた全ての販売コンテスト、販売ノルマ、ボーナス及び金銭以外の報酬」という対象を明示した上で、これを「除去 (eliminate)」するための方針や手続きを要求している。こうしたインセンティブを適切に「緩和」することは難しいと考えられることから「除去」を求めることにしたとの説明がされる⁵¹⁾。

このように、ブローカー＝ディーラーは、一定の状況においては、「開示」だけでは足りず、

46) RBI 33363 頁。

47) RBI 33357 頁。

48) RBI 33390 頁。

49) RBI 33390 頁。なお、「緩和」の方法の例としては、報酬を売上げに連動させて上下させすぎないこと等が挙げられている (RBI 33392 頁)。

50) RBI 33393 頁。対応例としては、商品の審査プロセス (product review process) を導入することが挙げられている (RBI 33394 頁)。

51) RBI 33395-33396 頁, 33331 頁。

利益相反の「緩和」や「除去」のための方針や手続きを置くことまでも要求されていることが特徴的である。

これらの「利益相反に関する義務」の規定が金融商品販売会社に対する金融商品提供会社からの金銭等の支払いにどのように適用されるかを確認しておく、まず、(A)項により、そのような利益相反関係が存在することについての開示が要求されると考えられる。これに加え、金融商品提供会社から販売会社に対して金銭が支払われることに連動して会社から担当者に対しても何らかのインセンティブが付与される場合には、(B)項や(D)項にも該当する可能性があり、こうした利益相反については、「緩和」や「除去」を目的とした方針や手続きを設定することが要求されている。更に、金銭を支払っている金融商品提供会社の商品を中心にラインナップすることによって、提供する金融商品が限定されることになる場合には、商品メニューの「限定 (limitation)」についての(C)項の(1)に基づく開示が要求される可能性があり、この場合には、(C)項の(2)により、販売会社側の利益を個人顧客の利益に優先させた推奨が行われることを「防ぐ (prevent)」ための方針や手続きを設定することが要求されることになる。

IV-4. 医薬品等に関する規制

IV-4-1. 医薬品等については金銭等の支払いについて厳格なルールが定められている

一般的には、商品の製造会社や卸売会社などから販売会社に対してリベート等の支払いを行うことは必ずしも法令等により禁止されていないが、その例外が医薬品などの医療関係分野の商品を巡るルールである。以下で述べるように、医薬品等については日本でも米国でも、商品の提供会社（製薬会社等）から病院や医療関係者に対する金銭の支払いについての厳格なルール

が存在することから、そのような厳格なルールが規定されている理由について検討してみたい。

IV-4-2. 日本法における景品表示法による規律

(1) 景品表示法による規律

景品表示法（不当景品類及び不当表示防止法）4条に基づく「医療用医薬品業等告示」⁵²⁾は、「医療用医薬品の製造又は販売を業とする者、医療機器の製造又は販売を業とする者及び衛生検査を行うことを業とする者は、医療機関等に対し、医療用医薬品、医療機器又は衛生検査の取引を不当に誘引する手段として……景品類を提供してはならない。」と規定している。

また、景品規約の設定を認める景品表示法31条に基づき、現在37の景品規約が認定されているところ⁵³⁾、このうちの「医療用医薬品製造販売業における景品類の提供の制限に関する公正競争規約」⁵⁴⁾は「医療用医薬品製造販売業者は、医療機関等に対し、医療用医薬品の取引を不当に誘引する手段として、景品類を提供してはならない。」と規定している。

これらの規定により、医療用医薬品製造販売業者が医療用医薬品の購入を誘引する手段として医療機関や医療機関に所属する医師に対して金員等を提供することは禁止されることになる。

(2) 医療関係業務についてのみ厳格な規制が課されている理由の検討

景品表示法31条に基づく37の景品規約のうち、上で紹介した「医療用医薬品製造販売業」を含め、「医療用医薬品卸売業」、「衛生検査所業」、「医療機器業」の医療に関わる4つの業種については取引を不当に誘引する手段として景品類を提供することが禁止されているのに対し、その他の業種における景品規約では、一定の範囲で景品を提供することが認められている⁵⁵⁾。医療に

52) http://www.iyakuhin-koutorikyo.org/?action_download=true&kiji_type=1&file_type=2&file_id=1565

53) https://www.jfft.org/rule_kiyaku/kiyaku_keihin.html

54) http://www.iyakuhin-koutorikyo.org/?action_download=true&kiji_type=1&file_type=2&file_id=1566

55) https://www.jfft.org/rule_kiyaku/kiyaku_keihin.html

関する業務についてのみ厳格なルールが置かれている理由をどのように理解すればよいだろうか。

第一に、医療に関する製品・サービスは、生命・健康に関わるため、顧客（患者）にとって最善の商品・サービスが提供されることの重要性が、医療以外の商品・サービスについてよりも大きいという説明をすることが考えられる。この点、医療業界における公正競争規約の経緯について述べた文書には、「医療機器は、生命関連製品の一つであることから、医療機関において品質・性能や価格によって、その購入が決定されるべきものであると考えられるところ、提供される物品や役務の多寡などによって、購入する医療機器が選択されることとなれば、患者の利益を大きく損なうこととなります。」⁵⁶⁾との説明がみられる。

第二に、患者は医師・医療機関の判断に依存しており⁵⁷⁾、医師や医療機関が推奨すれば、患者はその推奨は自分の利益のためであると信じてその判断に従う可能性が高いという説明が考えられる。これは、医師・医療機関と患者との間に、本稿で検討してきた「フィデューシャリーの関係」があるという事情である⁵⁸⁾。

第三に、医薬品の効用等に関して理解するためには高度な専門知識を必要とするために、医師・医療機関と患者との間には情報や判断力の面で大きな格差があり、立場の弱い患者を保護するために厳格なルールが必要とされるという説明が考えられる⁵⁹⁾。

第四に、医薬品については販売促進によって新たな需要を創造することが難しいと考えられ

ることも理由となるかもしれない。日本製薬工業協会が定める「製薬協コード・オブ・プラクティス」⁶⁰⁾は、製薬業界において種々の規制が必要となる理由の一つとして、「需要者はそれを治療上必要とする患者であり、販売促進によって需要を創造することができない」ことを挙げる。一般論としては、商品提供会社が商品の販売に対する見返りとして金銭等を商品販売会社に支払うことは、これによって商品販売会社に販売のインセンティブを与え、販売を促進し、需要を喚起する（＝潜在的な顧客が新たに商品を購入することになる）可能性がある。これに対して、医薬品の場合には、当該医薬品を必要とするのはその医薬品が適用される疾患の患者だけであり、販売促進によって需要が喚起されることは考えにくいということだろう。但し、この点は強い理由付けではないように思われる。一つの疾患に適用できる医薬品は一つだけではなく、ある疾患について従来の医薬品に代わる効果の高い新たな医薬品を開発した場面等では、販売促進を行うことでこれを多くの患者に使用してもらおうとすることが考えられるためである。

Ⅳ-4-3. 米国のキックバック防止法

米国の「連邦のヘルスケアプログラムを含む行為に対する刑事罰 (Criminal penalties for acts involving Federal health care programs)」とのタイトルが付された 42 U.S. Code § 1320a-7b. の (b) (2) は、Medicare や Medicaid といった連邦のヘルスケアプログラムによって支払わ

56) 医療機器業公正取引協議会「『医療機器業公正競争規約』及び『医療機関等における医療機器の立会いに関する基準』等について」([https://www.wam.go.jp/wamappl/bb13GS40.nsf/0/6af0037ce99f4fd04925755f00241920/\\$FILE/20090216_6shiryou4_1.pdf](https://www.wam.go.jp/wamappl/bb13GS40.nsf/0/6af0037ce99f4fd04925755f00241920/$FILE/20090216_6shiryou4_1.pdf))。

57) Morrison (2000) at 371.

58) 本稿Ⅱ-1 参照。

59) ヘルスケアにおける患者は、明確で完全な情報をもっておらず、弱い立場にあることについて、Tower (1999) at 529 参照。

60) 日本製薬工業協会「製薬協コード・オブ・プラクティス」(<http://www.jpma.or.jp/about/basis/code/pdf/code2.pdf>)。

なお、このうち I-1 コード・オブ・プラクティスの 9 は、会員会社から医療機関等への物品・金銭類の提供を禁止している。

れることになる医薬品等について、医薬品の購入等の見返りとして製薬会社等からリベートを受領した医師等に対して100,000ドル以下の罰金又は10年以下の懲役もしくはその併科という罰則を科している⁶¹⁾。例えば、この分野において有名な *United States v. Hancock* の事案では、被告であるカイロプラクターの Hancock 氏が、患者の血液検体の検査を、ある検査機関に依頼し、その検査機関が Hancock 氏に対して金銭を支払ったことが問題とされた⁶²⁾。

この規定のもととなったのは1972年の *Social Security Act* の改正であり、その際、議会では、医師によるキックバックの受領を禁止する理由として、「職業団体から長い間非倫理的であるとみなされてきた、また、Medicare と Medicaid のコストに相当の影響を与えている、一定のプラクティスを」禁止するという説明がされている⁶³⁾。規定が制定された背景には、医者を経済的な利益と患者の最善の治療との間の利益相反の問題⁶⁴⁾と、連邦が運営している Medicare や Medicaid の負担の問題があったと理解できる。

この規定はその後改正を重ね、1987年には Medicare and Medicaid Patient and Program Protection Act of 1987 (MMPPPA) が制定されている。この MMPPPA については、①過剰なサービスの防止、② Medicare, Medicaid のプログラムのコストを抑制すること、③患者の自由な選択を保護すること、④競争を保護すること、という4つの主要な目的に資するとの説明がされている⁶⁵⁾。

IV-5. 検討

ここまで見てきたように、一般の商品・サービスの場合には、商品・サービスの提供会社が販売会社に対して、自社商品・サービスの売上げに応じて支払いを行うことは禁止されていないが、医療に関係する商品・サービスについては、取引を不当に誘引する手段として景品類を提供することが禁止されている。

では、金融商品の場合にはどのように考えるべきだろうか。IV-4-2(2)において、医療に関する業務についてのみ厳格な規制が課されている主な理由として、①保護法益が患者の生命・身体であり、患者にとって最善の商品・サービスが提供されることの必要性が高いこと、②患者と医師の間には、患者は医師の判断に依存しており、医師は患者の利益のために行動することが求められるという「フィデューシャリー」の関係があること、③患者と医師の間の能力や情報の格差が大きく、患者を保護する必要性が高いこと、を挙げた。

これらの点を金融商品について検討してみると、まず、①金融商品の販売の側面で問題となるのは顧客の経済的利益であり、必ずしも顧客の生命・身体と同程度にまで重要であるとは言えないかもしれない。では、②顧客と金融商品販売会社との間にフィデューシャリーの関係があるだろうか。本稿で検討してきたように、取引の一当事者である販売会社には、当然にフィデューシャリーとして顧客の利益を最優先にして行動することが想定されるわけではない。しかし、顧客に対して個別の推奨や助言を行う場合には、販売会社と顧客との間にフィデュー

61) この規定が禁止しているのは、Medicare や Medicaid といった連邦のヘルスケアプログラムによって支払われる可能性がある医薬品等に関する金銭の受領のみであることに留意する必要がある。患者個人ではなく保険等からの支払いが行われる場合には、患者個人は支払額に無頓着になる可能性があり、不適切に高額な医薬品の販売が行われていないかをモニタリングするインセンティブを持たなくなる。こうした事情も厳格な規制が置かれている理由かもしれない。

62) *United States v. Hancock*, 604 F.2d 999 (7th Cir. 1979). この裁判例は、Morrison (2000) at 363 で紹介されている。

63) Morrison (2000) at 354 が、H.R. Rep. Np. 231, 92d Cong., 1st Sess. 108 (1972) を引用している。

64) Morrison (2000) at 352.

65) Kucera (1996-1997) at 419, Morrison (2000) at 355.

シャリー類似の関係が生じる可能性はある。③能力や情報の格差については、金融商品の複雑さを考慮すれば、顧客と金融商品販売会社との間には、患者と医者との間におけるのと同程度の能力や情報の格差があるかもしれない。

そうすると、抽象的にいえば、商品の提供会社から販売会社に対する支払いを規制することが正当化できるかという点において、金融商品はその他一般の商品の場合と医薬品等の場合の中間に位置づけることができる。金融商品の販

売会社に対する支払いについて、一般の商品・サービスの場合よりも厳格な規制を課す必要性は認められるが、その場合であっても、医薬品等に対する規制と同程度に厳格な規制を課すことは、過重な規制となる可能性がある。具体的には、金融商品の提供会社から販売会社に対する支払いについて、開示を要求することは検討されてよいと思われるが、医薬品の場合のように支払いを完全に禁止することは過剰な規制となるだろう。

V. 小括

本稿では、「フィデューシャリー」という概念が伝統的に持つ狭義の意味を確認した上で、この「フィデューシャリー」の概念の理解を用いながら、投資家を保護する必要性の中には、①「フィデューシャリー」の立場に立つ者を規制する必要性と、②情報力や判断力の面で弱い立場にある者を保護する必要性があることを整理した。

その上で、こうした整理を前提として、金融商品提供会社から金融商品販売会社に対する売

上げに応じた金銭等の支払いを規制することが正当化できるかという問題を検討した。金融事業者の業務運営を巡っては、この他にも多くの場面について、新たな規制を課すべきか否か、また、規制を課すとすればどのような規制とすべきかが問題となっている⁶⁶⁾。本稿で取り上げた問題はそのうちの一つに過ぎない。今後、本稿で示した分析軸も用いながら、具体的な場面における規制の在り方を検討していきたい。

参 考 文 献

医療機器業公正取引協議会「『医療機器業公正競争規約』及び『医療機関等における医療機器の立会いに関する基準』等について」
([https://www.wam.go.jp/wamappl/bb13GS40.nsf/0/6af0037ce99f4fd04925755f00241920/\\$FILE/20090216_6shiryou4_1.pdf](https://www.wam.go.jp/wamappl/bb13GS40.nsf/0/6af0037ce99f4fd04925755f00241920/$FILE/20090216_6shiryou4_1.pdf))
河村賢治(2014) 神田秀樹ほか編『金融商品取引法コンメンタール2』(商事法務)
神田秀樹(2001)「いわゆる受託者責任につい

て：金融サービス法への構想」財務省財務総合政策研究所「フィナンシャル・レビュー」March-2001 98 頁
金融庁「平成 26 事務年度金融モニタリング基本方針」(平成 26 年 9 月, <https://www.fsa.go.jp/news/26/20140911-1/01.pdf>)
金融庁「平成 27 事務年度金融行政方針」(平成 27 年 9 月, <https://www.fsa.go.jp/news/27/20150918-1/01.pdf>)

66) 一例として、金融商品販売会社が、自社の関連会社が組成する金融商品を中心に販売しているのではないかという問題が考えられる。

- 金融庁「平成28事務年度金融行政方針」（平成28年10月，<https://www.fsa.go.jp/news/28/20161021-3/02.pdf>）
- 金融庁「顧客本位の業務運営に関する原則」（平成29年3月30日，<https://www.fsa.go.jp/news/28/20170330-1/02.pdf>）
- 黒沼悦郎（2016）『金融商品取引法』（有斐閣）
公正取引委員会「排除型私的独占に係る独占禁止法上の指針」（平成21年10月28日。
<https://www.jftc.go.jp/dk/guideline/unyoukijun/haijyogata.html>）
- 澤飯敦ほか（2008）「行為規制」松尾直彦編著『金融商品取引法・関係政府令の解説』（別冊商事法務318号）
- 日本銀行金融研究所・「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（2010）「金融取引の展開と信認の諸相」金融研究2010年10月号179頁
- 日本製薬工業協会「製薬協コード・オブ・プラクティス」（<http://www.jpma.or.jp/about/basis/code/pdf/code2.pdf>）
- タマール・フランケル（2014）（溜箭将之監訳・三菱UFJ信託銀行Fiduciary Law研究会訳）『フィデューシャリー：「託される人」の法理論』（弘文堂。原典：Tamar Frankel, Fiduciary Law, Oxford University Press, 2011）
- 松尾直彦（2018）『金融商品取引法〔第5版〕』（商事法務）
- 松元暢子（2017）「金融分野における『フィデューシャリー』の用語法についての一考察」能見善久ほか編『信託法制の新時代』223頁（弘文堂）
- 松元暢子（2019）「2019年6月にSECが採択したRegulation Best Interestについて」神田秀樹責任編集『企業法制の将来展望2020年版』（公益財団法人資本市場研究会）
- James D. Cox, et. al., (2009) Securities Regulation Cases and Materials (6th ed., Aspen Publishers)
- Tamar Frankel (2011), Fiduciary Law (Oxford University Press)
- Thomas Lee Hazen (2010), Are Existing Stock Broker Standards Sufficient? Principles, Rules, and Fiduciary Duties, 2010 Colum. Bus. L. Rev. 710
- Howell E. Jackson (2008), The Trilateral Dilemma in Financial Regulation, in Annamaria Lusardi ed., Overcoming the Saving Slump (University of Chicago Press)
- William R. Jr. Kucera (1996-1997), Hansletter Network v. Shalala: A Model Approach to the Medicare and Medicaid Kickback Problem, 91 Nw. U. L. Rev. 413
- Anne W. Morrison (2000), An Analysis of Anti-Kickback and Self-Referral Law in Modern Health Care, 21 J. Legal Med. 351
- Daniel Schwarcz (2007), Beyond Disclosure: The Case for Banning Contingent Commissions, 25 Yale L. & Pol'y Rev. 289
- Staff of SEC (2011), Study on Investment Advisors and Broker-Dealers (January 2011, <https://www.sec.gov/news/studies/2011/913studyfinal.pdf>)
- Eric S. Tower (1999), Health Care Marketing under the Anti-Kickback Statute, 7 Miami Bus. L. Rev. 513