

投資信託を中心とする個人向け投資商品を販売する金融機関のフィデューシャリー・デューティーについての検討

今 泉 宣 親

- I はじめに
- II 論考の対象とする政府の文書における記述
- III 投資信託の販売会社におけるフィデューシャリー・デューティー
 - 1 法令上の忠実義務の存否
 - 2 投資信託の販売会社におけるフィデューシャリー・デューティーの可能性と金融行政方針等の意図
- IV 金融行政方針等における記述の位置づけ・効果
- V 最後に

I はじめに

英米法に起源を発する⁽¹⁾フィデューシャリー・デューティー（信認義務）の議論は、日本でも、会社の取締役の負うべき責任⁽²⁾をはじめとして、活発に研究されてきた。また、信託や投資運用などの金融取引については、金融商品取引法（以下「金商法」という。）や信託法改正において、フィデューシャリー・デューティー、あるいはこれから導かれる忠実義務などをどのように具現化するかが重要な論点とされた^(3,4)。

こうした中、近年、政府の文書において、個人向け投資商品（投資信託や貯蓄性保険商品等）の提供に関わる金融機関等（商品開発、販売、運用、資産管理）に対して、「フィデューシャリー・デューティーを果たす」ことを求める記述が相次いでいる。

本稿では、これら政府の文書のうち金融行政に係る方針を示す文書において言及されているフィデューシャリー・デューティーの記述の意義・効果について、投資信託を販売する金融機関の対顧客の関係を中心に、整理を試みることにしたい⁽⁵⁾。

II 論考の対象とする政府の文書における記述

本稿では、個人向け投資商品の提供に関わる金融機関等に対するフィデューシャリー・デューティーが記載されている、次の2点の文書の記述（以下「金融行政方針等」という。）について特に論考する⁽⁶⁾。

① 平成26事務年度金融モニタリング基本方針⁽⁷⁾

「家計や年金、機関投資家が運用する多額の資産が、それぞれの資金の性格や資産保有者のニーズに即して適切に運用されることが重要である。

このため、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。」

② 平成27事務年度金融行政方針（以下「金融行政方針」という。）

「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。」

①でいう「フィデューシャリー・デューティー」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」と注釈されており、②でもほぼ踏襲されている⁽⁸⁾。

なお、「フィデューシャリー・デューティー」については、一般に「注意義務」・「忠実義務」・「自己執行義務」・「分別管理義務」の4つが中心的かつ重要な義務とされている⁽⁹⁾が、①・②においては「資金の性格や資産保有者のニーズに即して」、「真に顧客のために行動しているか」といった文脈で取り上げられていることから、特に、忠実義務が意識されていることがうかがえる。

III 投資信託の販売会社におけるフィデューシャリー・デューティー

1 法令上の忠実義務の存否

金融行政方針等におけるフィデューシャリー・デューティーの記述の意義・効果を検討するに先立ち、投資信託を販売する金融機関（金融商品取引業者又は登録金融機関としての銀行等。以下、「販売会社⁽¹⁰⁾」という。）が、既に、法令上、フィデューシャリー・デューティーに関して何らかの義務を負っているの

か、前述の通り金融行政方針等ではフィデューシャリー・デューティーから導かれる義務の中でも忠実義務が意識されていることから、これについて確認する。

まず、忠実義務とは、「他人のために仕事をする者」たる「フィデューシャリー」が、「自分の利益または第三者の利益と『その他人』の利益が衝突する場合には、『その他人』の利益の方を優先させなければならないという内容の義務」⁽¹¹⁾とされる。

この点、販売会社と並んで投資信託ビジネスを構成している、投資信託委託会社（投資信託の商品開発・運用指図を行う⁽¹²⁾）、信託銀行（運用指図に従い有価証券等の売買・管理を行う）では、それぞれ法令上、明示的に忠実義務が定められている^(13,14)。これは、投資信託委託会社又は信託銀行は、顧客から現に託されている資産について、具体的に運用指図等又は有価証券等の売買等を行う者であることから、顧客と利益が衝突する場面が起り得るところ、この際、顧客の利益を優先させるべき旨を忠実義務として明示している。顧客から見れば、自らの資産を託した後は、商品購入時に期待した運用が行われているか、その際、投資信託委託会社や信託銀行が顧客の利益を犠牲にして自らを利する行為を行っていないかを検証・監督することは不可能であり、まさに信じて託すほかないことから、顧客の利益を特に優先すべきとする、より重たい忠実義務を規定されていることに意義があると考えられる。

これに対して、販売会社については法令上、忠実義務の規定は置かれていない^(15,16)。販売会社は、顧客の申込みに従って投資信託を売付けているもので、顧客から現に資産を託された立場にはなく、各投資信託の運用内容に影響を及ぼす立場にもないことから、投資信託委託会社等と同様の忠実義務の規定は置かれていない。

販売会社には、忠実義務の規定はないものの、顧客に対して誠実かつ公正に、その業務を遂行すべきとする誠実公正義務（金商法 36 条）⁽¹⁷⁾、顧客の属性等に応じた勧誘・販売を行うべきとの適合性の原則（金商法 40 条 1 項等）、信義則上の説明義務⁽¹⁸⁾が存在している。これらは、顧客への的確な情報提供・説明により、顧客に正しく理解させ、顧客の自主的判断に基づく取引が行われることを担保することを目的とした規制となっている。

言い換えれば、販売会社が個別具体的な商品を顧客に販売する場面では、顧

客が「信じて託すほかない」という状況にはない(顧客は、与えられた情報に基づき自ら購入の是非の判断を行い得る)ことを前提とした規制となっている。

2 投資信託の販売会社におけるフィデューシャリー・デューティーの可能性と金融行政方針等の意図

では、そもそも金融行政方針等におけるフィデューシャリー・デューティーは何を意味しているのか。販売会社の販売業務をどのように評価して、「フィデューシャリー・デューティー」を持ち出しているのか。

投資商品は一般に何らかの資産運用の意図を持った個人に購入されるものであるため、顧客が、当該意図に適った商品に適切にアクセスできることが極めて重要となる。そして、仮に顧客に個々の商品を理解する能力があり、さらに当該顧客に正しい情報がもたらされたとしても、膨大な種類の中から適当な商品を選定することは必ずしも容易ではない⁽¹⁹⁾。

一方、販売会社は、営業戦略に沿って、膨大な商品の中からいかなるラインナップとするか等の営業姿勢を決定している。さらに、前述の適合性の原則を遵守するために得ている顧客の財産状況をはじめとする属性情報を踏まえ、明示的な対価の有無に関わらず、顧客に対して商品選定に係る助言やファイナンシャルプランニング等の情報提供を行っていることも少なくない。

したがって、前述の通り、個別の投資信託の商品の売付け行為にのみ注目すれば、あくまでも顧客の自主的な判断に基づいて業務を行っているに過ぎず、顧客から信頼を受け、その信頼に応えて、顧客の利益を自らの利益に優先させるべきとの関係にはないことになるが、顧客は、自らの資産運用の意図に適った商品を当該販売会社で購入できると信じて、当該販売会社を選んでアクセスしていることを踏まえれば、販売会社の売付け行為の前段階⁽²⁰⁾にある、顧客が販売会社と接触し、商品選定を行う過程の中では、当該販売会社の商品ラインナップ等の営業姿勢や助言等を通じて、顧客は資産ポートフォリオという資産運用において結果に重要な影響をもたらす部分を、当該販売会社に委ねていると見ることもできる。特に、投資信託の場合は、運用投資対象や仕組みが上場株式と比べると複雑であること、業界全体で組成されている商品数の多さ⁽²¹⁾に加え、販売会社の多くはそれぞれ多数の商品を顧客向けに提供している⁽²²⁾ことから、顧客の商品選定を含めた購入判断において、販売会社による様々な形で

の情報提供や助言が大きな影響を与えている⁽²³⁾。

したがって、販売会社は、顧客が自らの資産運用の意図に適った商品へアクセスするための商品ラインナップ、助言、情報提供等の点で、顧客からの信頼を得、行動する立場にあるといえ⁽²⁴⁾、この点で販売会社においても顧客の利益を優先させるべきとする忠実義務を觀念し得ると考える^(25,26)。

実際、前述の金融行政方針等におけるフィデューシャリー・デューティーの記述でも、平成 26 事務年度金融モニタリング基本方針の「金融機関の経営の考え方、業績評価、現実に提供されている金融商品・サービス等について、検証を行っていく」との記述や、金融行政方針の「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」との記述のとおり、法令等に基づく誠実義務や適合性の原則、説明義務等を超えて、販売商品の選定や業績評価といった広く金融機関の営業姿勢の在り方が顧客の利益を優先するものとなるよう促していることがうかがえる。

この背景には、金融庁「金融モニタリングレポート（2014 年 7 月）」に示されているように、金融庁において、「銀行の投信販売残高は伸び悩むが、顧客の投信の平均保有期間が短期化する中、銀行の投信販売額・収益は拡大」⁽²⁷⁾しているとの状況認識の下、「日本において、様々な資産への分散投資を通じた個人の安定的な資産形成を進めていくには、①金融機関が顧客のニーズを的確に把握し、そのニーズに沿った商品のうち顧客にとって最良の商品を提供する、②こうした取組みが、顧客による投資の成功体験をもたらし、ひいては、貯蓄から投資への流れを一層進めることにつながる、③この結果、金融機関においても、投資信託販売業務の収益が拡大・安定していく、という好循環を実現することが重要である」⁽²⁸⁾との問題意識を有していることがありと考えられる。

なお、販売業務におけるフィデューシャリー・デューティーについては、1999 年 12 月 7 日に公表された金融審議会ホールセール・リーテイルに関するワーキンググループ⁽²⁹⁾の報告書においても、次のような記述がなされており、当時の金融サービス法に係る議論の中でも、販売会社の行う助言行為等について、信託法理の考え方に立った行為規制が検討されたことがうかがえる（下線部筆

者)。

「販売・勧誘行為を行う業者の行為規範に関して、説明義務、適合性原則および勧誘ルール等の内容および業者の責任範囲について考えてきたが、現実の取引においては、業者が販売・勧誘以外の機能(例えば助言行為等)を担っている場合や、金融商品に付随するリスクが第三者(例えば金融商品の仕組み者、運用者等)の行為等にも依存する場合が考えられる。(中略)金融取引の円滑化の観点からは、このようなケースにおける関係当事者の権利義務関係を明確化していくことが不可欠である。また、業者の義務の根拠として、利用者との間の信認関係(fiduciary relationship)、および、受託者責任ないし利益擁護義務といった考え方との関係を整理しておくことが有益と考えられる。」

IV 金融行政方針等における記述の位置づけ・効果

ここまで、販売会社の投資信託の売付け行為自体は、法令上忠実義務は課せられていないが、販売業務の一端として行われる助言等を含めた営業姿勢において、顧客の利益を自らの利益に優先すべきという意味でのフィデューシャリー・デューティー(忠実義務)を概念し得ること、さらに金融行政方針等でもこれを念頭においていると考えられる旨を確認した。

金融行政方針等自体は、金融機関に対する監督・検査あるいは金融行政の組みの方向性を示したに過ぎず、これ自体が法令等の規制⁽³⁰⁾ではないところ、この中におけるフィデューシャリー・デューティーの記述の位置づけ・効果はどのように考えるべきか。

金融行政方針等におけるフィデューシャリー・デューティーの記述は、前述のとおり、販売会社以外の商品開発、運用、資産管理を行う金融機関と同様に、販売会社が販売業務の一端として行う助言等を含めた営業姿勢の在り方において、顧客の利益を優先すべきことを促す内容となっている。

販売会社である金融商品取引業者等に対しては、その社会的役割に鑑み、金商法上、「公益又は投資者保護のため必要かつ適当であると認めるとき」の報告徴求等をはじめ、行政当局による広範かつ直接的な監督権限が認められてい

る⁽³¹⁾。さらに、こうした監督権限を背景として、業務の適切性や財務の健全性⁽³²⁾に関し、日常的な監督事務として金融商品取引業者等と行政当局との間でコミュニケーションが図られている。

この点、フィデューシャリー・デューティーは、顧客の保護という観点から業務の適切性の問題であるのはもとより、個人向け投資商品の販売業務が中長期的に持続的に収益を上げられるものかという点で財務の健全性にもつながるテーマであることから、日常の監督事務の中で議論され得る内容であるといえる。したがって、金融行政方針等の記述は、販売会社をはじめとする金融機関の個人向け投資商品に関する業務が、真に顧客のためになるものとなっているか、深く掘り下げて議論していくことの宣言となっている。

このことは、金融行政方針等は法令等の規制ではないので、金融機関側は必ずしもここで示唆される営業姿勢を取る必要はないものの（comply する必要はないものの⁽³³⁾）、監督事務の中で行政当局から営業姿勢の在り方については説明を求められる（explain が求められる）ことから、ある種のソフトローとしての効果^(34,35)が生じていくと見ることもできる。

実際、金融行政方針では、「民間の自主的な取組みを支援する」と明示することで、個別具体的な行為規制，すなわち、ルールベースのアプローチは取らない旨を明らかにする一方で、行政当局として一定の取組みを評価・促進していくことも合わせて明らかにしており、「真に顧客のため」という至極抽象的な内容であるが、販売会社をはじめとする金融機関に対し、一定の方向づけを与える内容となっている⁽³⁶⁾。

V 最後に

以上のように、金融行政方針等におけるフィデューシャリー・デューティーの記述は、監督・検査をはじめとする金融行政を通じて、ソフトローとして、販売会社等の金融機関のある種の行動規律（プリンシプル）として機能していく効果が予想される。ただし、現在の記述は「顧客本位」「顧客の真のニーズに適う」といった抽象的な内容に留まっており、より実効的に機能していくには、「民間の自主的な取組み」、すなわち、各金融機関の創意工夫とこれに対する金融庁の評価の積み重ねが今少し蓄積していくことが必要と考えられる⁽³⁷⁾。

この点、金融機関の中には、フィデューシャリー・デューティーに関して、

自らが考える内容を明文化の上、「宣言」として公表する動きも出てきている。「宣言」の内容の是非については、今後議論が進むものと思われるが、まさに「自主的な取組み」の第一歩として評価できよう。ただし、こうした動きは、投資信託委託会社中心で、販売会社の動きは一部に留まっていることを踏まえると、販売会社のプリンシプルとして実効性を発揮していくには、今後、より積極的に官民で共通認識を醸成する取組みを検討していくことも有用と考えられる⁽³⁸⁾。その際は、III 2 で触れた、「ホールセール・リーテイルに関するワーキンググループ」での議論なども改めて解きほぐすが必要になるであろう。

最後に、本稿では投資信託の販売会社に焦点を絞り検討を進めたが、同様の議論は、顧客にとって自らのニーズ認識と商品内容との比較考量が容易ではないという点、及び販売チャネルとなる金融機関から商品選定において大きな影響を受けるという点で、貯蓄性保険商品に限らず、生命保険商品全般においても、さらに深めていくことが必要と考えられる。その上で、銀行のような定期預金、投資信託、保険商品といった複数の商品を提案できる金融機関については、その営業において求められる役割・責任につき、今後、特に整理が必要になっていくものと思われる。

(参考) 本稿における整理

	投資信託委託会社	信託銀行	販売会社
ルールベースでのフィデューシャリー・デューティー (忠実義務)	あり	あり	なし (※)
プリンシプルベースでのフィデューシャリー・デューティー	あり	あり	あり

(※) あくまでも販売業務に関するもの。有価証券管理業務については分別管理義務等 (金商法 43 条・43 条の 2) の形でフィデューシャリーの立場にあるといえる。

- (1) 英国における信託及び信託法 (信託法) 発生経緯については、樋口範雄『フィデューシャリー [信託] の時代』(1999 年、有斐閣) 40-45 頁参照。
- (2) 会社の取締役の負うべき「フィデューシャリー・デューティー」に関しては、会社法 355 条に基づく忠実義務、会社法 330 条及び民法 644 条に基づく善管注意義務がある。なお、取締役の忠実義務と善管注意義務の関係性については、「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「金融取引の展開と信託の諸相」金融研究 29 卷 4 号 179 頁、200 頁 (2010) 参照。

- (3) 金商法を巡っては、市場型間接金融における受託者責任の在り方に関して、金融審議会金融分科会第一部会第 20 回 (2004 年 9 月 28 日)、第 25 回 (2005 年 2 月 8 日)、第 26 回 (2005 年 3 月 3 日)、第 27 回 (2005 年 3 月 16 日) 及び第 31 回 (2005 年 5 月 17 日) 等、資産運用業等における受託者責任に関して、同第 29 回 (2005 年 4 月 15 日) 等において議論がなされた。

また、信託法を巡っては、忠実義務の射程や効果に関して、法制審議会信託法部会第 1 回 (2004 年 10 月 1 日)、第 4 回 (2004 年 11 月 9 日)、第 12 回 (2005 年 3 月 25 日)、第 23 回 (2005 年 10 月 21 日)、第 27 回 (2005 年 12 月 16 日)、第 28 回 (2006 年 1 月 12 日) 等において議論がなされた。

- (4) 他に金融におけるフィデューシャリー・デューティーに関するものとして、米国のエリサ法 (1974 年従業員退職所得保障法) 等を踏まえた、厚生労働省における厚生年金基金の資産運用担当者の役割及び責任に係る議論での受託者責任の在り方の検討がある。
- (5) 平成 27 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」については、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」金法 2033 卷 30 頁 (2016) においても議論・検討がなされている。
- (6) 同種の記述は金融行政に係る方針を示す文書のほかに、「日本再興戦略」改訂 2015 (2015.6.30 閣議決定) 及び「日本再興戦略 2016」(2016.6.2 閣議決定) においても見られる。なお、これらの記述を具体的施策へ反映させる責務は、金融行政を担当する金融庁が担っているものであり、これが下記②に現れているといえる。
- (7) 金融モニタリング基本方針とは、金融庁が、事務年度 (7 月～6 月) の初めに、所管事業者に対する監督・検査にどのように取り組んでいくかを明らかにしたもので、平成 27 事務年度からは、さらに監督・検査以外の業務も含む金融行政全体の方針として「金融行政方針」に替わった。
- (8) ②では「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」と記述されている。
- (9) 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」財務省財務総合政策研究所「フィナンシャルレビュー」56 号、98 頁 (2001) では、「受託者の義務」(fiduciary duty) の中心的かつ重要な義務として、注意義務、忠実義務、自己執行義務、分別管理義務の 4 つが挙げられ、具体的には以下のような内容と指摘されている (忠実義務については本文において引用 (注⑪) 参照)。

- ・注意義務とは、「思慮分別ある人だったらするであろう判断をせよ、そういう注意を払って行動をせよ」という内容で、一般に「プルデント・パーソン・ルール (prudent person rule)」などといわれる。
- ・自己執行義務とは、「『ある他人』のための仕事をするを引き受けているわけであるから、その仕事をさらに別の他人に任せてはいけない」という原則であるが、「自分よりもより専門的な第三者に仕事を任せることが許容されるが、その場合には、その第三者の選

任とその者の仕事を監督するということについては自分は責任を負う」とされる。

- ・分別管理義務とは、「受託者が他人の資産を預かっている場合には、その資産は自分の資産とは分別して管理しなければならないという義務」をいう。
- (10) 販売会社は、顧客の口座を管理し、投資信託の販売及びこれに伴う顧客との金銭の受渡しを行う。

本稿での「投資信託」は非上場の投資信託を念頭においており、販売会社が投資信託委託会社からの委託を受けて販売する行為は、金商法上、募集の取扱い又は私募の取扱いに該当する(本柳祐介＝河原雄亮『投資信託の法制と実務対応』23 頁(商事法務, 2015))。なお、上場投資信託の場合については、注(10)参照。

- (11) 神田・前掲注(9) 99 頁
- (12) 投資信託委託会社が、金商法上の必要な登録を得て販売業務も行う、いわゆる「直販型投資信託」も存在しているが、ここでは販売・運用・資産管理のそれぞれを別個の主体が担う場合を想定している。
- (13) 投資信託委託会社については、金商法 42 条 1 項 2 号、信託銀行については、信託法 30 条及び金融機関の信託業務の兼営等に関する法律(以下「兼営法」という。) 2 条 1 項により準用される信託業法 28 条 1 項。
- (14) 忠実義務以外の注意義務、自己執行義務、分別管理義務についても規定されている(投資信託委託会社について金商法 42 条 2 項、42 条の 3 及び 42 条の 2、信託銀行について兼営法 2 条 1 項により準用される信託法 28 条 2 項、22 条及び 28 条 3 項)。
- (15) 販売会社は、顧客からの金銭や有価証券の受入れ・管理(有価証券管理業務)には善管注意義務及び分別管理義務(金商法 43 条及び 43 条の 2)が課せられており、この点でフィデューシャリー・デューティーを負っているといえるが、ここでは販売業務に議論を絞っている。なお、誠実公正義務の射程については注(17)参照。
- (16) なお、顧客が上場投資信託を購入する場合、販売会社の行為は、金融商品取引所への売買の取次ぎに当たる。この場合、販売会社と顧客との関係は一種の委任契約とされ(商法 551 条及び 552 条 2 項)、委任に関する規定(民法 643 条)が適用される。この結果、本稿で扱っている非上場の投資信託の場合と異なり、販売会社は民法 644 条に基づく善管注意義務を負うこととなり、法令上の一定の義務が認められる。
- (17) 誠実公正義務と忠実義務の関係について、金商法の立法に携わった松尾直彦氏は、
- ・「誠実公正義務はすべての金融商品取引業者等の義務とされているのに対して、善管注意義務および忠実義務は、一部の種類の金融商品取引業者等について定められている(法 41 条、42 条、43 条)。」
 - ・販売・勧誘にかかる業務については「必ずしも顧客からの委託があるとは認められないこと」「などから、誠実公正義務で足りる(善管注意義務・忠実義務の一般的強行規定化は必ずしも必要でない)と考えられた」
 - ・「誠実公正義務は、善管注意義務・忠実義務そのものとは異なるものの、これらの義務の趣旨が含まれていると解することも可能である。」
- と指摘しており(松尾直彦『金融商品取引法(第 3 版)』387 頁(商事法務, 2014))、金商

法上、誠実公正義務が忠実義務とは一般と特別の関係にはなく、販売会社の販売業務には、誠実公正義務からの派生を含め、行為規制としての忠実義務は規定されていないと解すべきものと考えられる。

- (18) 最高裁判例は、契約締結に先立ち、当該契約を締結するか否かに関する判断に影響を及ぼすべき情報を相手方に提供する信義則上の義務があるとした上で、当該提供をしなかったことにより相手方が損害を被った一方当事者は不法行為による賠償責任を負うとしている(最二小判平成23年4月22日民集65巻3号1405頁)。

なお、投資信託の販売における説明義務については、東京高裁判平成27年1月26日判時2251号47頁において、「金融商品取引業者又はその販売委託を受けた金融機関の担当者が一般投資家である顧客に投資取引を勧誘する場合には、顧客が自己責任による投資判断を行う前提として、対象となる商品の仕組み、特性、リスクの内容と程度等について、当該顧客の属性、すなわち、投資経験、金融商品取引の知識、投資意向、財産状態等の諸要素を踏まえて、当該顧客が具体的に理解することができる程度の説明をすべき信義則上の義務があり、同義務の違反は不法行為を構成するものと解される」とした上で、販売会社の担当者が顧客に投資信託の購入を勧めるに当たっては、投資の対象となる資産、投資価値の下落等の想定されるリスクの内容及び程度等について説明すべきであるとされた例がある。

- (19) すなわち、販売会社が法令等の行為規制のみを遵守していたとしても、顧客が適当な商品にアクセスできるとは限らない。
- (20) ここでの「前段階」は、顧客からの有価証券の取得の申込みよりも前の段階を意味しているが、個別具体的な投資信託の取得の申込みの勧誘に限らず、投資信託を用いた資産形成の提案等を含め、広く顧客と販売会社が接触する場面を想定している。
- (21) 2015年3月末時点の公募証券投資信託の数は5,539本。これに対し2015年末の日本取引所グループへの上場企業数は3,511社。なお、2015年3月末時点の米国(投資信託の総残高が日本の約20倍に上る)の公募証券投資信託の数は7,986本に留まっており、日本では特に投資信託の組成数が多いことがうかがえる(金融庁「金融モニタリングレポート(2015年7月)」91頁(2015))。

なお、「金融モニタリングレポート」とは、金融庁が事務年度ごとに実施した金融モニタリング(立入検査(オンサイト・モニタリング)及び立入検査以外の情報収集(オフサイト・モニタリング))を通じて得られた検証結果及び課題を取りまとめているもので、これまでに2014年7月及び2015年7月に公表されている。

- (22) 金融庁「金融モニタリングレポート(2014年7月)」91頁(2014)によれば投資信託に係る銀行の取扱商品数は、主要行等で平均119商品、地銀で平均62商品、第二地銀で平均38商品。
- (23) 日本証券業協会による「証券投資に関する全国調査 平成24年度調査報告書(個人調査)」では、投資信託保有者の投資信託購入の決め手として「営業員の説明や意見・助言」が50.9%で最も多かった(複数回答のアンケート調査)。
- (24) 証券ブローカーの、助言等と販売の利益相反的な構造については、タマール・フランケル(溜箭将之監訳)『フィデューシャリー「託される人の理論」』48頁(弘文堂、2014)にお

いても次のとおり指摘。

「ブローカー・ディーラーがブローカーとしてだけでなく、投資助言やファイナンシャル・プランニングなどのサービスも提供するようになると、その立場はますます不明確となる。彼らは顧客に助言を与え、ファイナンシャル・プランニングをしましょうと持ちかけながら、自らを証券販売員と考えている。顧客のなかには、ブローカー・ディーラーに助言を求める者もいるし、その助言に全面的に頼る者もある。さらに資産の運用を託す者もある。しかしブローカー・ディーラーたちは、これらの役割を果たしながら、同時に本業、すなわち、証券販売も行なっている。」

ただし、フランケルは同書193頁で、「証券ブローカーが利益相反の状態にあることは、顧客からすれば明らかである。証券ブローカーは一般に、顧客から取引を成立させてはじめて手数料を受け取ることができる(最近では、顧客から預かった資産額に応じて報酬を受け取るという手数料体系が考案されているが)。そのため、証券ブローカーが受託者と位置づけられるか否かは明らかでない。」として、証券ブローカーと顧客の間に信託関係があると断ずることを避けている。

本稿では、投資信託の販売会社の助言や情報提供等が、顧客に商品を購入させる(売買手数料を支払わせる)ことを目的としていたとしても、注②③のアンケート調査結果等を踏まえると、顧客は販売会社が利益相反の状態にあることを十分意識しているとはいえず、財産の将来の多寡に関わる部分を、当該販売会社を信頼して委ね、これにより財産毀損のリスクを負っていると考えられることから、少なくとも投資信託の販売会社について、顧客への忠実義務を観念し得る(信託関係が生じ得る)と考えている。

(25) ただし、顧客が自ら研究の上、ある銘柄(例えば特定の上場企業の株式など)への投資を意図して、証券会社を通じて購入するような場合には、ここでいう顧客と販売会社の関係性は生じない。

(26) 上場投資信託について顧客の注文を取次ぐ販売会社については、組成されている商品のうち、どれを扱うかといった商品ラインナップの場面は生じないが、投資信託を用いた資産形成の提案等という点では、非上場の投資信託と同様に注②④の「前段階」は存在することから、注④⑥で指摘した善管注意義務(民法644条)に加えて、顧客が自らの資産運用の意図に適った商品へアクセスするための助言や情報提供等に関して、顧客の利益を優先すべきとする忠実義務は観念しうるものと考えられる。

(27) 金融庁「金融モニタリングレポートの概要(2014年7月)」17頁(2014)。なお、同書では証券会社は分析の対象外であったため、銀行についての分析として記述されているが、金融行政方針等における「販売会社」には証券会社等の銀行以外の金融機関も含まれている。

(28) 金融庁「金融モニタリングレポート(2014年7月)」93頁(2014)

(29) 1998年8月の「21世紀を見据え、安心で活力ある金融システムの構築に向けて、金融制度及び証券取引制度の改善に関する事項について、審議を求める」との大蔵大臣の諮問を受け、金融審議会第一部会(当時)でいわゆる金融サービス法の検討に係る議論を行うに際し、プロ・アマ区分や販売・勧誘規制のあり方などにつき専門的技術的見地から検討するため設けられた同部会の下部組織。

- (30) 「規制」とは、国や地方公共団体が企業・国民活動に対して特定の政策目的のために関与・介入するものをいう（第2次臨時行政改革推進審議会「公的規制の緩和等に関する答申」（1988年12月1日））。
- (31) 金商法51条、51条の2及び56条の2。
- (32) 業務の適切性と財務の健全性が行政当局の関心事項であることは、金融商品取引業者等への報告徴求・立入検査権限において、業務又は財産に関する事項が対象とされていること（金商法56条の2）や、金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針における第一種金融商品取引業者の監督上の評価項目として「業務の適切性」及び「財務の健全性等」が掲げられていることから明らかである。
- (33) 後述のとおり「民間の自主的な取組みを支援する」と記述されており、金融機関が、他の合理的な営業姿勢を採ることを否定されていない。
- (34) ここでの「効果」とは、行政当局に対して金融行政方針等で示唆されているある種の行動規律（プリンシプル）との整合を説明する義務が生じ、この説明をなしえない金融機関は、最終的には監督権限（「公益又は投資者保護のため必要かつ適当であると認めるとき」の報告徴求（金商法56条の2）等）の行使の対象にもなりうる（詳細は注30の行政当局によるエンフォースメントについての記述参照。）、という業規制上の効果を意味しており、直ちに民事上の効果を生じさせるものではない。ただし、後述のとおり金融機関のプラクティスとこれに対する金融庁の評価の積み重ねが進むことで、プリンシプルとしての内容が具体化し、顧客の販売会社への信頼も深まっていくことが期待される。この中で、具体化したプリンシプルが、販売会社が顧客に対して負うべき信義則上の義務の射程を画す材料となっていくことは考えられる。
- (35) 金融行政方針等の記述によりもたらされる規範（以下、「当該規範」という。）について、東京大学21世紀COEプログラム「国家と市場の相互関係におけるソフトロー——ビジネスローの戦略的研究教育拠点形成」及びグローバルCOEプログラム「国家と市場の相互関係におけるソフトロー——私的秩序形成に関する教育研究拠点形成」におけるソフトローについての4つのカテゴリ（形成主体が国家か否か、エンフォースメントが国家により行われるか否か）（藤田友敬「はじめに」中山信弘編集代表・藤田友敬編『ソフトローの基礎理論』（有斐閣、2008年）4-7頁参照）に照らしてみると、いずれにも明解に該当するものではないが、自律的に私人たる金融機関が従う秩序形成が目指されているという観点から、本稿の中で「ソフトロー」との表現を用いた。

すなわち、当該規範は、一見すると国家が形成しているように見えるものの、今後の内容の具体化は、金融機関の取組みとこれに対する行政の評価の積み重ねにより成立していくことから、形成主体には私人（金融機関等）の要素も含まれることになる。

また、エンフォースメントについても、行政当局との関係では直接的なサンクションが用意されているわけではなく、説明を求められるに留まっている。むしろ、規範が具体化・明確化するにつれて、違反した金融機関が利用者から選択されなくなる、ということがサンクションとして期待されている。したがって、利用者である私人によるエンフォースメントが予定されていると評価できる（利用者からの選択が、金融機関にとって、規範遵守のインセ

ンティブになる点については、藤田友敬＝松村敏弘「自律的秩序の経済学」中山＝藤田・同 14-20 頁で言及されている「長期的利益」と「シグナリング」が参考になる。〕。

なお、行政当局によるエンフォースメントが存在しないわけではなく、金融機関の説明の内容が、法令等の規制に抵触するおそれがあり、明らかに業務の適切性等の観点で問題がある場合のほか、金融機関が利用者に選択されない結果、財務の健全性に支障が生じうる場合等に、監督権限が行使されることが想定される。後者の点で当該規範は、行政当局による監督権限行使という外縁の中で形成されるものとして、「法の影のもとでの私的規範の形成」の一例とも考え得る（「法の影のもとでの私的規範の形成」については、藤田友敬「ソフトローの基礎理論」ソフトロー研究 22 号 1 頁, 11 頁 (2013) 参照。）。

- (36) 注①⑦で触れたとおり、金商法は、誠実公正義務から派生されるものも含め、販売会社に忠実義務を規定していないのであり、金融行政方針等で示されている記述の内容は、金商法上に明文化された金融商品取引業者等への行為規制から直接導かれるものではない。

ただし、当該記述は、金商法 1 条に規定された「国民経済の健全な発展及び投資者の保護」、さらには金融庁設置法 3 条に規定された金融庁の任務である「有価証券の投資家その他これらに準ずる者の保護を図るとともに、金融の円滑を図る」ことを、実質的かつ実効的な形で実現させることを企図としたものであり、行政当局が comply or explain を求めることも、これらを根拠に、具体的な監督権限を背景とした販売会社への日常の監督事務の一環として位置づけられるものである。

- (37) 金融機関の創意工夫とこれに対する金融庁の評価の積み重ねは、例えば、金融行政レポート（仮称）等を通じて、明らかにされていくものと思われる。ここでいう「評価」は、原則としてサンクションを伴うものではなく、複数の金融機関を水平的に把握し業界全体を俯瞰することができる行政当局の立場から業界全体の課題やグッドプラクティスを判断し、金融機関に還元することを意味している。

なお、かかる「評価」を積み重ねる中で、comply できていると自認している金融機関でも、取組みに実質が伴わなければ、やがて当局から explain を求められることになる。換言すれば、かかる積み重ねにより業界全体をグッドプラクティスに近づける作用が期待できると考えられる。

- (38) この中では、販売会社が顧客に助言や情報提供を行うにあたり、顧客のどのような情報をどの程度把握すべきかについても焦点になるものと考えられる。

販売会社が把握する顧客の属性情報としては、適合性原則に沿った販売を行うために把握すべきものとして、自主規制規則（日本証券業協会「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」5 条）に、職業・投資目的・資産の状況・投資経験の有無等が掲げられているが、適合性原則で問題となる一定の取引について顧客の自主的な判断に委ねてよいか否かのメルクマールと、本稿で問題としている顧客の真のニーズを販売会社がよりの確に理解し適切な助言や情報提供等を行うために必要な情報とが一致するとは限らないからである。