

ドイツの独立投資助言者規制

船 津 浩 司

はじめに

近時、わが国においても、国民の安定的な資産形成と顧客本位の業務運営という観点から、金融取引における利益相反管理のあり方が議論されており、特に、販売会社が、顧客の利益に関わらず、商品提供会社から支払われる手数料の高い商品を顧客に推奨しているのではないかと問題が指摘されている^①。そのような問題に対する一つの処方箋として、顧客の立場に立ったアドバイスをを行う担い手（独立系アドバイザー等）の育成が家計の安定的な資産形成を図る上で重要であるとの認識も示されている^②。

この点に関して、ドイツでは、二〇〇〇年代後半の金融危機により、リスクが高く複雑な金融商品に起因して（投資家の立場からすれば）予期せぬ損害が発生したことから、投資助言に係る規制の改善の必要性が認識され^③、二〇一四年

八月一日より、顧客からの助言料 (Honorar) を収入源とする形の投資助言業を規律することを目的として有価証券取引法 (Wertpapierhandelsgesetz: WpHG) 等を改正する「金融商品についての助言料型助言の促進と規制に関する法律 (Gesetz zur Förderung und Regulierung einer Honorarberatung über Finanzinstrumente)」略称「助言料型投資助言法 (Honoraranlageberatungsgesetz)」が施行された。それまで、ドイツにおいては、金融商品提供者 (販売会社等) からの手数料 (Provision) を主たる収益源とする投資助言が一般的であるとされていたが、助言料型投資助言法による改正は、このような金融商品提供者の利害に影響されやすい従来型の投資助言者 (以下、このような形態の投資助言の形態を「従来型投資助言」または「手数料型投資助言 (provisionsgestützte Anlageberatung)」という) 以外の選択肢として、投資家からの助言料を主たる収入源とする助言者というカテゴリーを設け、従来型投資助言者よりも厳しい規律を課すことで、投資家の利益を図ることを目的とするものである。

本稿は、このドイツの新しい投資助言業規制を、EU指令の国内法化の動きを含めて紹介し、わが国の法制のあり方に対する示唆を得ることを目的とする。

一 改正の背景

1 従来型投資助言 (手数料型投資助言) の問題点

手数料型投資助言は、金融商品提供者から受ける手数料が助言者にとっての収益源となることから、助言者が、助言の相手方である顧客 (金融商品の買い手) の利益ではなく、手数料の多寡等の自己の利益を優先した助言を行うという、利益相反の危険性を内包している。かかる利益相反に関しては、金融商品市場指令 (MiFID)⁽⁵⁾ およびその施行細則

(MiFIR)⁽⁹⁾ ならびにそれらを国内法化したドイツ有価証券取引法の諸規定においても一定の対処はなされていた。

すなわち、特にドイツ法における対処としては、これまで、有価証券取引法三一条により、有価証券サービス企業は、有価証券サービスや付随サービスの提供に際して顧客の利益に適う意識をもって行うべきこと、および、利益衝突を避けるべきことが規定されており(有価証券取引法三一条一項一、二号)、とりわけ誘導的利益供与(Zuwendung)⁽⁷⁾の受取りや供与が禁止されてきた(有価証券取引法三一条一項)。ここで誘導的利益供与とは、手数料(Provision)、謝礼(Gebühr)もしくはその他の金銭的給付および全ての金銭的利益(alles geldwerten Vorteile)を指す概念である(有価証券取引法三二 d 条二項)。

しかしながら、この禁止規定には広汎な適用除外があり、実務では通常この適用除外を援用してきた。⁽⁹⁾ すなわち、投資助言に従事する有価証券サービス企業は、手数料(法的には「誘導的利益供与」(Zuwendung))が投資助言の品質を向上させることに向けられたものであり、顧客利益の確保と対立しておらず、かつ、助言開始前に開示することを確保すれば、それを受け取ることができることになっている(有価証券取引法三二 d 条一項一文一、二号参照)⁽¹⁰⁾。また、従前、そのような誘導的利益供与の受領に関して推定規定があり、投資助言が誘導的利益供与にもかかわらず不偏に(unvoreingenommen)なされた場合には、投資助言の枠組みの中で受け取られた誘導的利益供与は、品質向上に資していると推定されていた(二〇二一年の投資家保護及び機能改善法(Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz: AnlStVG)により削除された有価証券取引法三二 d 条四項)⁽¹¹⁾。

金融商品提供者からの手数料の授受に関しては、連邦通常裁判所による民事判例⁽¹²⁾や有価証券サービス企業を対象とした通達等⁽¹³⁾を通じて開示も進んでおり、その限りで、伝統的な考え方からは、顧客(投資家)側の自己責任に委ねるべき問題といえなくもない。しかしながら、他方で、顧客の側は、開示義務の存在にもかかわらず、手数料と投資助言(特

定の金融商品の売買の推奨)との関係を明確に認識していない場合が多いことが問題として認識されていた。この点に、投資助言に関する、開示による投資者保護という規制方針の限界が認識され、手数料開示以外の方策での投資者保護が模索されたと言われている。⁽¹⁴⁾

投資助言業者による、金融商品提供者からの手数料授受の問題の適正化を図るためには、種々の方策が考えられ、たとえば、手数料型投資助言を一切禁止する、あるいは、金融商品提供者からの手数料の受領を禁止するという方策もある。これに対して、手数料型投資助言は残しつつ、顧客により寄り添う形態である助言料型投資助言という制度を導入し、顧客がこの両方の形態の区別をつけられるようにするという、いわば中道の規律を行ったのが助言料型投資助言法であり、その規律コンセプトは改定金融商品市場指令 (MiFID II: 三参照) 策定時の欧州レベルでの議論にも淵源を有するものである。

2 助言料型投資助言法制定の経緯

投資助言をめぐる規制のドイツ固有の動きの画期は、連邦食料・農業・消費者保護省 (Bundesministerium für Ernährung, Landwirtschaft und Verbraucherschutz) が二〇一一年七月二三日に公表した「助言料型助言の職業像の法的規律に関する論点整理」⁽¹⁵⁾ (以下、「論点整理」という) にあるといえる。論点整理では、投資助言者、保険助言者 (Versicherungsberater) およびローン助言者 (Darlehensberater) の三個別類型、ならびにこれら三個別類型を総合的に行う者を金融助言者 (Finanzberater) と位置づけ⁽¹⁶⁾、これらについての助言料型助言を行う者は、十分な市場への見識 (Marktüberblick) を有していること、すなわち、市場に提供されている十分な数の商品・サービス提供者を踏まえて助言がなされなければならないこと⁽¹⁷⁾、顧客からの報酬のみを受け取ることが許され、その決定に際して金融商品提供

業者から独立でなければならぬとされていた¹⁸⁾。もともと、販売手数料を賦課していない製品の入手が困難であるという現状に鑑みれば、助言料と販売手数料の二重徴収は競争力が失われることから、助言料型助言の場合には、助言者が受け取る販売手数料は顧客に償還することができ、またそれを義務とすることが考えられるとしていた¹⁹⁾。

その後、二〇二一年の「金融仲介者及び資産投資法の改正に関する法律 (Gesetz zur Novellierung des Finanzvermittler- und Vermögensanlagenrechts)」案の審議過程において、連邦参議院より連邦政府に対して助言料型助言者に係る規制を導入すべきことが示唆され²⁰⁾、これを受けて連邦政府も検討を開始する旨を表明した²¹⁾。

二〇二二年二月一九日に連邦財務省より助言料型投資助言法の政府草案が公表され、二〇二二年二月二一日に連邦参議院、二〇二三年二月六日に連邦議会に送付され、幾つかの修正を経て、二〇二三年七月一五日に法律として成立した。

二 助言料型投資助言法による有価証券取引法の改正内容

本節では、助言料型投資助言法による改正内容を紹介する。大まかにいえば、有価証券取引法において、「助言料型投資助言 (Honorar-Anlageberatung)」という営業態様が定義され、かかる営業に従事する有価証券サービス企業について一定の行為義務が課され、助言料型投資助言者 (Honorar-Anlageberater) の連邦金融監督庁への登録制度が導入され、また、「助言料型投資助言者」といった類の一定の標識の利用が制限されることとなった²²⁾。

1 投資助言提供時の行為義務

まず、投資助言を行う有価証券サービス企業は、顧客に対し、自己が行う投資助言が助言料型投資助言に該当するの可否かを情報提供する義務を負い(有価証券取引法三二条四b項一文)、かつ、投資助言が助言料型投資助言として行われる場合には、従来型の投資助言よりも強化された義務を負う(有価証券取引法三二条四b項二文、四c項および四d項参照)こととされた。

(1) 助言料型であるか否かの情報提供義務

助言料型投資助言法により、投資助言を行う有価証券サービス企業は、顧客に対し、助言の開始および助言契約の締結の前の適時に、理解しやすい形式で、自己が行う投資助言が助言料型投資助言に該当するか否かを情報提供する義務を負うこととされた(有価証券取引法三二条四b項一文)⁽²³⁾。これは、顧客に、どちらの形式(従来型か、助言料型か)での助言を受けているかを明確に意識させるためのものであると説明される。助言料型投資助言法の政府草案の段階では、助言料型投資助言を行う場合にのみ、その旨が顧客への通知の対象とされていた(政府草案に基づく有価証券取引法改正案三二条四b項一文一号)ことから、助言料型ではない従来型の投資助言の場合には顧客に何も告げる必要がないとされていた⁽²⁴⁾。しかしながら、連邦議会財務委員会での修正を経て、成案では投資助言が「助言料型としてなされるか否か」を顧客に情報提供する義務を負うこととされた(有価証券取引法三二条四b項一文)。

また、助言料型投資助言法により、有価証券取引法三二条四b項二文において、投資助言が助言料型投資助言として行われない場合には、顧客に対して、投資助言に関連した誘導的利益供与(Zuwendung)が第三者から提供されまたは保持されてよいのかについて情報提供しなければならないとされた。情報提供の様式に関しては、有価証券取引法三

一条二一項一文二号により連邦財務省の定める省令に授權されており、これを受けて「有価証券サービス企業についての行為規制及び態勢要請の具体化省令 (Verordnung zur Konkretisierung der Verhaltensregeln und Organisationsanforderungen für Wertpapierdienstleistungsunternehmen)」、略称「有価証券サービス・行為・態勢省令 (Wertpapierdienstleistungs- Verhaltens- und Organisationsverordnung : WpDVerOV)」五条五項²⁷は、「継続的情報記録媒体 (ein dauerhafter Datenträger)」により情報提供がなされなければならないとされている。この継続的情報記録媒体には紙も含まれ、通常は紙媒体での提供となるとされる。

(2) 包括的市場分析の義務

投資助言を助言料型投資助言として行う有価証券サービス企業は、その推奨を、「市場において提供されている金融商品の十分な数」に基づいて行わなければならない (有価証券取引法三二条四c項一文一号) (以下、「包括的分析義務」という)。

その際の指針として、種類および供給者 (Anbieter) や発行者に関して十分に分散された (ausreichend gestreut) 金融商品であること、助言者自身が発行者である金融商品や助言者と密接な関係する者が発行者・供給者である金融商品に限定されないこと、が併せて定められている (有価証券取引法三二条四c項一文一号aおよびb)。

①十分に分散された金融商品

包括的分析義務は、「十分に分散された」金融商品について行われなければならない。ここで、「十分に分散された」の意義につき、有価証券サービス・行為・態勢省令五b条三文が具体的に定めており、たとえば、金融商品の機能の仕

方もしくは構造⁽²⁹⁾ (Ausstattung)、金融商品と結びついたリスクの種類もしくは範囲、または、投資に伴う費用の点で異なっていれば、「分散された」といえることされる。もつとも、このような官令による具体化は成功しているとはいえず、結局のところ幅広い金融商品の種類について分析することを要求しているに過ぎないとの評価もある。⁽³⁰⁾

② 十分な数

また、推奨は、市場において提供されている金融商品の「十分な数」に基づいて行わなければならないとも規定されている (有価証券取引法三一条四c項一文一号)。これを受けて、有価証券サービス・行為・態勢省令五b条一文では、この「十分な数」とは、容認しうる出費 (vertrebarer Aufwand) で手に入れられること、および顧客に適合した数量という考慮要素を挙げる。保険仲立人につき類似の助言義務を定める保険契約法六〇条一項一文の解釈論の一部では、「真摯な検討に値する全て商品」の調査義務を認める見解もあるが、およそ全ての市場にある金融商品を網羅するところまでは要求されていないという点では一致している。一般論としては、個別の事例に即した客観的かつバランスのとれた調査、という主張⁽³¹⁾が有力であると思われる。具体的には、特定の市場 (または市場セグメント) において提供される入手可能な金融商品の数、当該市場 (もしくは市場セグメント) または特定の金融商品について存在している提供者や発行者の数および特別の顧客ニーズ等を総合的に勘案して決すべきであるとされる。⁽³²⁾

なお、どこまでの分析を行うかに関する顧客との合意も、かかる監督法上の義務から解放するものではないとされている。⁽³⁶⁾

③ 密接関係者に係る商品以外の調査義務

さらに、投資助言者たる有価証券サービス企業と密接な関係にある者（以下、「密接関係者」という）が販売者や発行者であるような金融商品、あるいは当該有価証券サービス企業自身が販売者や発行者であるような金融商品に限定してはならないということも一つの内容となっている（有価証券取引法三二条四c項一文一号）。

密接関係者の意義に関しては、信用制度法一条一〇項を参照しつつ、資本または議決権の二〇％以上を保有していれば該当し、また、当該助言者が発行者の有価証券の引受けをおこなっている場合の当該発行者なども含まれると解されている。⁽³⁷⁾

これは、利益相反を防止するものであるが、密接関係者や自己が発行者・販売者である金融商品の推奨が一律に禁止されるわけではない。助言料型投資助言法の審議過程において、連邦参議院からは、自己または密接関係者により発行・販売された金融商品を契約することを一般的に禁止することを検討すべき旨の意見が付されたが、これに対して、連邦政府は、そのような一般的な禁止をしまうと、真に適合的な金融商品を顧客が入手できなくなる弊害を挙げ、この意見を退けている。⁽³⁸⁾ そのような金融商品については、(4)で述べる特別の開示義務によって顧客を保護することが意図されている。⁽⁴⁰⁾

④評価

この包括的分析義務は、助言料型投資助言者による発行者・供給者等からの手数料等の受領の禁止とは直接関係があるわけではない。むしろ、助言料型投資助言者の独立性という観点からの規律であるといえ、その限りで、後に述べる改定金融商品市場指令（当時は草案の段階）との親和性を重視した規定である。⁽⁴¹⁾

このような助言料型投資助言者の情報提供義務は、典型的な私法上の義務を超えるものであると評価されている。⁽⁴²⁾ す

なわち、判例上、銀行が顧客に競合商品まで含めて検討してくれるという印象を与え、あるいはその旨を顧客が述べて銀行もそれに反対しなかった場合を除いて、自己または関係会社の商品を排除した助言までは求められていないからである。監督法にかかる規律が設けられたことにより、その義務内容が民事上の責任に及ぶ懸念も表明されている。⁽⁴⁴⁾

(3) 誘導的利益供与の受領禁止

助言料型投資助言者の最大の義務は、顧客以外の者からの誘導的利益供与の受領の禁止（有価証券取引法三一条四c項一文二号）である。本号の「誘導的利益供与（Zuwendung）」の定義はないが、有価証券取引法三一条の「誘導的利益供与（Zuwendung）」（一参照）と同義に解されている。⁽⁴⁵⁾

誘導的利益供与は、投資助言に「関して」受領されてはならない。従って、投資助言に「関し」ない金銭の受領は問題がない。たとえば、銀行が、預託銀行として指定されている銘柄を推奨する場合において、預託の手数料収入は推奨に「関し」ないと考えられる。⁽⁴⁶⁾ 他方で、講習やソフトウェアの提供などは、それが販売の動機となりうる限りは「関して」に該当する。⁽⁴⁷⁾ そのため、企業として発行者等からそのようなサービスを受ける場合には、助言部門がそれを利用できないような組織的措置を講ずることが求められるとされる。⁽⁴⁸⁾

(4) 自己または密接関係者が販売者・発行者である金融商品の推奨の場合の開示義務

助言料型投資助言者たる有価証券サービス企業は、助言者自身またはその密接関係者が販売者・発行者である金融商品を推奨する際には、助言者は、顧客に対し、推奨の前の適時に理解しやすい形式で、自らが当該金融商品の販売者・発行者であることまたは販売者・発行者と密接な関係等にあること、および、助言者自身の収益利害の存在または密接

関係者の取引締結についての利害について開示しなければならない(有価証券取引法三一条四d項一文)。⁽⁴⁹⁾

すでに述べた通り、助言料型投資助言者の利益相反を防止する上では、助言者自身またはその密接関係者が販売者・発行者である金融商品の推奨や取引自体を禁止するという方策もあり得るところではあるが、助言料型投資助言法はそのような考え方を取らず、生じうる利益相反関係を開示させることで、顧客に判断させるという途を選んだ(②③参照)。本規定は、そのための開示について定めるものである。

なお、開示の様式に関しては、助言開始前の助言形態の開示義務(①参照)に関する有価証券取引法三一条四b項一文と同様に、「継続的情報記録媒体(ein dauerhafter Datenträger)」により行われなければならないとされている(有価証券サービス・行為・態勢省令五条五項)。

(5) 確定価格取引(Festpreisgeschäft)の禁止

助言料型投資助言者たる有価証券サービス企業は、その助言料型投資助言に係る取引につき、自己の計算で確定または特定価格による顧客との取引(以下、「確定価格取引」という)として遂行してはならない(有価証券取引法三一条四d項二文)。

一般に、確定価格取引とは、有価証券サービス企業が顧客のため有価証券を自己勘定で売買する取引であるとされており、顧客と合意された確定価格で売買を自己勘定で執行することから、合意から執行までの価格変動リスクは当該有価証券サービス企業が負うことになる。⁽⁵¹⁾ 確定価格取引禁止規定の趣旨は、確定価格取引の場合には自己の利益獲得意図が、助言料型投資助言者の独立性と抵触するためであると説明されるが、これは、有価証券サービス企業が自己勘定に影響する取引を投資助言する点が問題視されているものと思われる。⁽⁵²⁾

他方で、当該有価証券サービス企業自身が販売者又は発行者である金融商品については、確定価格取引禁止の適用除外がある(同三文)が、これは、このような例外を認めないと、そのような金融商品の流通市場が小さい場合に引受けが行われない可能性があること、および、不必要な第三者の介入を招くことが理由とされているが、⁽⁵³⁾ 実質的には、このような場合にはすでに開示等により利益相反への対策がなされているためであると考えることができようか。

2 助言料型投資助言者の特別の態勢整備義務

助言料型投資助言者という新たなカテゴリについては、行為義務の他にも、態勢整備義務が定められている(有価証券取引法三三条三a項)⁽⁵⁴⁾。

(1) 組織的・機能的・人的分離(有価証券取引法三三条三a項一文)

助言料型投資助言を提供する有価証券サービス企業は、助言料型投資助言を専業とするか、そうでなければ、助言料型投資助言を組織的、機能的または人的に分離しなければならない。

このうち、特に人的分離については、兼務も禁止されていると考えられており、⁽⁵⁵⁾ 専業でない小規模な有価証券サービス企業にはかなりの負担であることが指摘されている。⁽⁵⁶⁾

(2) 販売準則の整備(有価証券取引法三三条三a項二文)

一般的に投資助言を行う有価証券サービス企業は、助言に係る投資の売上、量または収益に直接または間接に関係する原則または目標(有価証券取引法はこれを「販売準則(Vertriebsvorgabe)」と定義している)を、顧客利益を侵害

しないような形で確立し、実施しおよび監督することとされている（有価証券取引法三三条一項三a号）が、助言料型投資助言についての販売準則は、いかなる場合であつても顧客利益との利益衝突を生じさせ得ないように構築しなければならぬとされる。

顧客利益を侵害しないという規範より強く、利益衝突状況を作り出さないという点でより強い規律がなされていると言える。本規定により、助言料を、顧客に対して売った量や支払いに応じて算定するといったことが禁止されることになる。⁽⁵⁷⁾

そして、この条文の実質的な意義は、有価証券取引法三二条一項二号が定める開示がなされていれば利益相反問題は治癒されるという考え方は、助言料型投資助言については排除されるという点にある。⁽⁵⁸⁾したがって、先のような助言料算定方式を顧客に開示しても、そのような方式での助言料の徴収は許されないことになろう。

3 「助言料型投資助言者」等の標識の保護（有価証券取引法三二六d条）

助言料型投資助言法により、有価証券取引法三二六d条で、「助言料型投資助言者」等の標識は、助言料型投資助言者登録制度に登録した有価証券サービス企業以外の者が用いることが原則としてできなくなった。例外的に、有価証券サービスを提供していないことが明らかである場合にはそのような標識の使用が認められ（有価証券取引法三二六d条二項一文）、たとえば、利益保護団体などがこれに該当するとされるが、このような適用除外は稀であるとされる。⁽⁵⁹⁾

他方で、法文上は「助言料型助言者（Honorarberater）」という標識は禁止の対象とされていない。これについては、不正競争防止法や、有価証券取引法三二六b条による広告規制にかけられる可能性があると考えられる。

4 登録制度の導入(有価証券取引法三六c条)

(1) 有価証券取引法上の登録制度

助言料型投資助言者に登録制度が設けられた。登録は、信用制度法三二条による投資助言に係る有効な許可を有し、上記2の態勢整備義務を満たす用意があることを検査人の証明書により証明した場合に認められる(有価証券取引法三六c条二項)。この登録が、「助言料型投資助言者」という標識を用いるための前提となる。

検査人は、公認会計士などがこれに当たるとされているが、証明内容の詳細については、省令に委ねられている。

(2) 登録の実態

連邦金融監督庁のウェブサイトで、登録助言料型投資助言業者を閲覧することができる⁽⁶¹⁾。二〇一七年一月一二日時点で一九社が登録されている。

5 エンフォースメント

以上の内容が、有価証券取引法という金融監督法に定められており、その違反(たとえば、誘導的利益供与の受領禁止違反)に対しては、第一次的には課徴金(有価証券取引法三九条二項一六b号)という行政制裁が予定されている。

他方で、受領した誘導的利益供与の顧客への速やかな引き渡し(有価証券取引法三一条四c項二号)が民事上の請求権として顧客に与えられるかについては、争いがある⁽⁶²⁾。

三 改定金融商品市場指令国内法化法案の動向

1 投資助言業規制に係る改定金融商品市場指令の内容

二〇一四年にE.U.の改定金融商品市場指令(MIFID II:以下、「改定指令」という)が成立した。改定指令では、投資助言が「独立の立場から (independent basis)」行われていることを顧客に提示した場合に、包括的市場分析義務と金融商品の発行者・供給者等からの誘導的利益供与の受領の禁止が定められている(改定指令二四条七項)。すなわち、改定指令二四条七項では、「投資会社が投資助言を独立して提供することを顧客に伝えた場合」には、当該投資会社は、(a)顧客の投資目的に適合することを確保するために金融商品のタイプや発行者・金融商品組成者が十分に多様化され、かつ、当該投資会社と密接に関係する主体によって発行・組成された金融商品に限定されない、市場において利用可能な金融商品の十分な範囲を評価すること、および、(b)顧客に対するサービスの供給に関して第三者又は第三者のために行為する者によって支払われまたは提供される、手数料 (fee)、歩合給 (commission) その他の金銭的・非金銭的な便益を受領し保持しないものとされている。もつとも、(b)の場合、顧客に供給するサービスの質を向上する可能性があり、かつ、その規模と性質が顧客の最善の利益に適う行動をする投資会社の義務の遵守を害しない程度の僅少な非金銭的便益は、明確に開示することによって受領・保持が可能であるとされている。⁽⁶⁵⁾

改定指令とドイツの現行規制とは、「独立投資助言者」と規制のあり方として軌を一にするものでありつつも、細部では異なる部分があるという評価がなされている。⁽⁶⁶⁾

2 ドイツにおける改定指令国内法化の動向

改定指令は、一定期間内に加盟国により国内法化が義務付けられているところ、その期限を前に、ドイツでは、改定指令の国内法化のための草案が出されている。すなわち、二〇一六年九月三〇日に、連邦財務省 (Bundesministerium der Finanzen) は、「欧州立法に基づく金融市場規定の改正に関する第二次法律 (Zweite Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften aufgrund europäischer Rechtsakte)」(以下、「第二次金融市場改正法 (Finanzmarknovellierungsgesetz)」とごう) の参事官草案 (Referentenentwurf)⁽⁵⁵⁾ を公表した。⁽⁵⁶⁾

この第二次金融市場改正法の参事官草案(以下、単に「参事官草案」という)は、有価証券取引法の枝番号の解消による条文番号の繰り下げを伴う大幅な改正を提案するものであるが、以下では参事官草案が提案する法改正の内容を簡単に紹介する。

現行有価証券取引法三三条の組織義務のうち、助言料型投資助言者にかかる三a項については、六九条七項として存続が示唆されている(参事官草案一条七一号f)。また、「助言料型投資助言」等の標識保護にかかる現行有価証券取引法三六d条やその登録制度にかかる三六c条の規律は、それぞれ八三条、八二条として存続が予定されている(参事官草案一条八四号八五号)

比較的大きな文言の変更が加えられているのは、有価証券取引法三一条の行為規制に関してである。助言料型投資助言であるかどうかという点についての開示義務(現行有価証券取引法三二条四b項二文、二一(1)参照)の規定が他の規定に置き換えることが提案されているほか、改定指令二四条七項の文言に適合させるための改正⁽⁶⁹⁾として、投資助言の際の市場分析義務の指導原理が「金融商品の十分な数に基づき」から「金融商品の十分な多様性に配慮」という文言への変更が提案されている(参事官草案一条五六号により提案される有価証券取引法改正案五五条一二項)⁽⁷⁰⁾。

四 日本法への示唆

本稿を閉じるにあたり、ドイツの法制がわが国の法制のあり方に与える示唆について若干検討してみたい。

1 顧客利益の保護のための新たな選択肢導入の有用性

冒頭にも述べた通り、近時、金融行政の立場からも、貯蓄以外の方法による資産形成が重視されるようになっており、そのためには、投資商品の開発、販売、運用、資産管理それぞれに携わる金融機関等が、真に顧客の利益のために行動し、質の高い金融商品・サービスを提供することが重要との認識が示されている。⁽⁷¹⁾

そのような中であって、販売会社による手数料稼ぎのための金融商品の推奨が問題視されるなど、金融商品供給業者からの手数料収入の存在が、販売会社の「アドバイス」を通じて結果的に投資家の利益にならない形で投資判断をゆがめているのだとすれば、それを何らかの形で是正する必要があるといえる。この点に関しては、直接顧客に応接する販売会社等に、金融商品供給業者から受け取る手数料を顧客に開示することによって顧客の利益を図る方策が有力である⁽⁷²⁾ものの、本稿で概観したドイツやEUの法制において見られるように、金融商品供給業者の利害から独立した立場の業者を明確に区別して規律し、その育成を図るといふ方策も、改善策の一つとして検討に値する⁽⁷³⁾ように思われる。

2 競争を実際に生じさせる仕組みづくりの難しさ

ドイツの助言料型投資助言法のコンセプトは、従来型投資助言と助言料型投資助言という二つの報酬形態による業者を存続させ、それらを顧客に選ばせることを通じて、より良い投資助言のあり方を実現する、⁽⁷⁴⁾という思想がある。これ

は、一見、わが国における株式会社のカバナンス形態に関していわれる「制度間競争」に類似するようにも見える。もつとも、助言料型投資助言法の改正以前から、助言料型投資助言という形態は可能であったこと(76)からすれば、同法の狙いを、制度間競争をゼロから発生させるためのものととらえることはできない。むしろ、競争が全く働いていなかった状況で、圧倒的多数が採る選択肢(＝手数料型投資助言)の有力な競争相手となるべき他の選択肢(＝助言料型投資助言)に対して、立法措置により当該他の選択肢を採用した場合のメリットを加えることで、制度の利用者に当該他の選択肢を選ばせるインセンティブを与えるものであると考えられる。

しかしながら、助言料型投資助言法による助言料型投資助言への立法的な「肩入れ」ともいうべき状況が、助言料型投資助言を従来型投資助言に比肩するまでに成長させ、その結果として制度間競争により「社会的に望ましい」状況を導くかについては疑問も呈されている。現に、助言料型投資助言法成立後も、銀行にはわざわざ助言料型投資助言業者として登録するインセンティブがないとも指摘されている。(77)

この点に関しては、立法に際しては、「助言料型」という標識に品質保証機能があることを前提として、そのような標識の付与により一定の競争力を備えることができるものとの理解があつたと考えられるが、そもそもその問題として、販売手数料収入を得ているために顧客から徴収することをしていなかった従来型投資助言が圧倒的であり、それに慣れた顧客の側から見れば、「助言料」の形で出費を強いられる(ように見える)形態をわざわざ選択することは難しいのではないかという指摘もある。(78)

この問題に対する処方箋として、改定指令が提唱する「独立」投資助言者という、「助言料型」よりもポジティブな印象を与える表示によることも考えられる。しかしながら、これに対しては、それを掲げられない従来型(非「独立」)投資助言者に不利に働く可能性が指摘された。(79)二者間の競争において、一方当事者に有利となる要素が他方当事者にと

つては不利に働くことは必然であるはずであるが、改定指令の提案にもかかわらず、ドイツではなお「助言料型」投資助言という表示による規律が今後も残る可能性が高いことは、従来圧倒的多数であった従来型（非「独立」）投資助言にネガティブな印象を与え、金融商品販売全体に悪影響が及ぶことへの懸念が、選択肢間の競争を促進するという考慮よりも優先された結果と見ることができのかもしれない。このことは、法制を通じて、優勢な実務慣行とは異なる選択肢を提示し育成することにより、競争を促し社会全体の利益を高めるといふ規律手法の現実的な困難さを物語っているように思われる。⁽⁸⁰⁾

※本稿は、公益財団法人野村財団の研究助成の成果の一部である。

- (1) 金融審議会市場ワーキンググループ第八回討議資料二二頁。
- (2) 金融審議会市場ワーキンググループ第八回討議資料一八頁。
- (3) Henry Muehler/We Trafkowski, Honorarberatung: Regulierungsvorhaben im deutschen und europäischen Recht, ZBB 2013, 101, 102.
- (4) Begr. Reg. BF-Drucks 17/12295, S.12.
- (5) 2004/39/EG.とりわけ、一八条および一九条において利益相反に関する規制が定められている。
- (6) 2006/73/EG.とりわけ、その二六条において、本文で述べるドイツ有価証券取引法三二d条に結実する誘導的利益供与規制が盛り込まれている。
- (7) WpHG 31d 条の Zuwendung を誘導的利益供与と意識することについては、山下友信「投資取引と証券業者等の利益相反についての説明義務」早川勝ほか編『ドイツ会社法・資本市場法研究』（中央経済社、二〇一六年）二二四頁に依拠している（その語感に関して、とりわけ同論文三頁注4参照）。
- (8) 有価証券取引法三二d条の条文の翻訳については、山下・前掲注7・三一四頁参照。
- (9) Muehler/Trafkowski, aa.O., (Fn.3), S.102.
- (10) 両号が適用除外のための累積的要件上も争点については、Just/Voß/Ritz/Becker, Wertpapierhandelsgesetz Kommentar, 2015, §31d Rn.27.

- (11) 有価証券取引法二二d条四項の削除につき、政府草案理由書では、同項による推定は反証により覆されることがほとんどないこと、および、EU法(注5および注6参照)においてこのような推定を設けることを要求しているわけではないことが理由としてあげられている(BfD-Drucks. 173828, S.22)。同項による推定が働くための要件である投資助言の不偏性の基準が、実質的には有価証券取引法二二d条一項一文一号と重なってしまっている指摘があった(Schwartz/Zimmer/Koch, Kapitalmarktrechtskommentar, 4. Aufl., 2010, WpHG §31d Rn.61)。
- (12) 販売業者が受け取る手数料を含めた利益相反に関する説明義務をめぐる民事判例の分析として、山下・前掲注7・五―二二頁参照。
- (13) 有価証券取引法上の有価証券サービス企業に対して定められている有価証券取引法上の態勢整備義務(有価証券取引法二二条以下)の内容の詳細を示す「有価証券サービス企業に対する有価証券取引法二二条以下に基づくコンプライアンス機能及び詳細な行為義務、態勢整備義務及び透明性義務についての最小要請 (Mindestanforderungen an die Compliance-Funktionen und die weiteren Verhaltens- Organisations- und Transparenzpflichten nach §§ 31 ff. WpHG für Wertpapierdienstleistungsunternehmen: MaComp)」による通達(AT8.214.4.18.22)では、有価証券サービス企業は受領した誘導的利益供与について内部的に一覧表を作成し、連邦金融監督庁(Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht: BaFin)等の監督官庁の事後的な検査等の資料として残さなければならないとされている(有価証券取引法二四条および有価証券サービス・行為・態勢自令一四条も参照)。
- (14) Michler/Tralkowski, a.a.O. (Fn.3), S.105.
- (15) Bundesministerium für Ernährung, Landwirtschaft und Verbraucherschutz (in folgenden: BMEiV), Eckpunkte für eine gesetzliche Regelung des Berufsbildes der Honorarberatung, abrufbar unter http://www.bmel.de/SharedDocs/Downloads/Verbraucherschutz/Finanzversicherungen/EckpunktHonorarberatung.pdf?__blob=publicationfile
- (16) BMEiV, a.a.O. (Fn.15), S.2.
- (17) 以下の金融助言者に関する「投資・保険・ローンの三つの製品領域の協働作用 (Zusammenwirken)」についても考慮しなければならないとする。
- (18) BMEiV, a.a.O. (Fn.15), S.3.
- (19) BMEiV, a.a.O. (Fn.15), S.4.
- (20) BfD-Drucks. 17/6051, S.62 (Stellungnahme des Bundesrates zum Regierungsentwurf des Gesetz zur Novellierung des Finanzvermittler- und Vermögensanlagenrechts, Nr. 17)
- (21) BfD-Drucks. 17/6051, S.65 (Gegenäußerung der Bundesregierung zur Stellungnahme des Bundesrates, zu Nr. 17)
- (22) 助言料型投資助言法では、本文に挙げた有価証券取引法の改正のほか、行政の許可を必要とする事業類型を定める営業規則 (Gewerbeordnung:

GewO) の改正により助言料型金融投資助言者 (Honorar-Finanzanlageberater) に対する許可義務 (Erlaubnispflicht) が導入されている (GewO34n 条) が、本稿ではその詳細については割愛する。

(23) 有価証券取引法二二条四b項の条文の文言は次のようなものである。

「①投資助言を行う有価証券サービス企業は、顧客に対し、助言の開始及び助言契約の締結の前の適時に、理解しやすい形式で、投資助言が助言料型投資助言として行われるのか否かについて情報提供する義務を負う。②投資助言が助言料型投資助言として行われない場合には、顧客は、投資助言に関連した誘導的利益供与 (Zuwendung) が第三者から受け取り又は保持されてよいのかについて情報提供されなければならない。」

(24) Entwurf eines Gesetzes zur Förderung und Regulierung einer Honorarberatung über Finanzinstrumente, BT-Drucks 17/12295, S.7ff.

(25) 政府草案の場合、助言料型投資助言である旨の通知は、顧客に請求する報酬の合意により達せられるという解釈が示されていた (Mehler/Trafkowski, a.O. (Fn.3), S.107)。要するに、「この規定 (助言料型であることの情報提供義務) によっても、従前と取り扱いは何も変えなくてよい」ことが想定されていたようである。

(26) BT-Drucks 17/13131, S.6.

(27) Preußel/Zingel, Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und Organisationsverordnung Kommentar, Erich Schmidt Verlag, 2015, §5 Rn. 115. 1) の注か、顧客が普段電子メールを利用している場合であれば電子メールでも可能であるとされる (Preußel/Zingel, a.a.O.)。

(28) 有価証券取引法二二条四c項の条文の文言は次のようなものである。

「①投資助言を助言料型投資助言として行う有価証券サービス企業は、

1. その推奨を、以下の諸点を踏まえて市場において提供されている金融商品の十分な数に基づいて行わなければならない

a) その種類及び販売者 (Anbieter) 又は発行者に関して十分に分散された金融商品であること

b) 当該有価証券サービス企業と密接な関係にあり又はその他の方法で経済的な関わり合い (Verflechtung) が存する販売者若しくは発行者に
限られない金融商品であること；同様のことは、販売者又は発行者が当該有価証券サービス企業自身であるような金融商品についても妥当する

2. 助言料型投資助言を顧客からのみ報酬が支払われることができる。助言料型投資助言に関して、一切の非金銭的な誘導的利益供与 (nicht monetäre Zuwendung) を、当該サービスのみ顧客ではなく又は顧客からそれ (＝非金銭的な誘導的利益供与) を委託されたのではない第三者から受領してはならない。金銭による誘導的利益供与は、推奨された金融商品又は同様の方法で適切な金融商品が誘導的利益供与なしでは入手可能でない場合にのみ受領することができる。金銭による誘導的利益供与は、この場合、受領後遅滞なく、かつ、減少させることなく (ungemindert) 顧客に

支払われなければならない。このことによって、租税及び公課の支払いについての規定は妨げられない。

②その他の点については、投資助言についての要請が妥当する。」

(29) この点では、投資期間や中途での償還可能性などを意味すると解される (Vgl. JustVog/Ritz/Becker, a.a.O. (Fn.10), §31 Rn.518)

(30) Preußer/Zingel, a.a.O. (Fn.27), §5b Rn.8.

(31) 有価証券サービス・行為・態勢省令5b条は、以下のような条文である。

「①有価証券取引法三二条四c項一文の意味の、市場において提供されている金融商品の十分な数は、容認しうる出費 (vertretbarer Aufwand) によって利用可能であるような市場において提供されている金融商品、及び、有価証券取引法三二条四項二文の意味で当該顧客に適した金融商品の数量との関連で (in Bezug auf) 決められる。②有価証券サービス企業は、その推奨を基礎付ける選択が金融商品の様々な種類及びその提供者又は発行者に関して相당한分散を示すことを確保しなければならない。③金融商品の種類に関する分散は、たとえば、金融商品が以下の点に関して異なっていることにおいて存在しうる

― 機能の仕方若しくは構造 (Ausstattung)

― 金融商品と結びついたりリスクの種類若しくは範囲、又は、

― 投資に伴う費用」

(32) 保険契約法六〇条一項は、以下のような条文である。

「①保険仲立人は、その助言を、どの保険契約が保険契約者のニーズを満たすのに適しているかを専門的見地から推奨できる程度に十分な数の、市場において提供される保険契約及び保険者を基礎としたものとする義務を負う。②ただし、このことは、個別の事案において、保険契約者が契約の意思表示をなす前に、保険契約者に対し、保険者又は契約の選択に制限のあることが明示的に示された場合には、妥当しなす。」

(33) Langheid/Wandt/Reijf, Münchener Kommentar VVG, 2010, §60 Rn.17.

(34) Mütchler/Tratkowski, a.a.O. (Fn.3), S.108; JustVog/Ritz/Becker, a.a.O. (Fn.10), §31 Rn.516a.

(35) JustVog/Ritz/Becker, a.a.O. (Fn.10), §31 Rn.516. 同条は、助言料型投資助言法に伴う有価証券サービス・行為・態勢省令の改正時の連邦財務省による解説 (Erläuterung zur zweiten Verordnung zur Änderung der Wertpapier-dienstleistungs-Verhaltens- und Organisationsverordnung (https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Aufsichtsrecht/dl_2_wpdverov_erlaeuterungen.pdf?__blob=publicationFile&v=4 : 二〇一六年二月一日最終訪問)) により示された考え方である。

- (36) Mütcher/Tralkowski, a.a.O. (Fn.3), S.108. もともと、かかる合意は民事責任を軽減する要素となる可能性がある一方で、そのような合意が民法111条違反により無効になるのではなからぬかの考え方もある。
- (37) Begr. RegE, BT-Drucks 17/12295, S.15.
- (38) Stellungnahme des Bundesrat, BT-Drucks 17/12295, S.22.
- (39) Gegenäußerung der Bundesregierung, BT-Drucks 17/12295, S.25.
- (40) Gegenäußerung der Bundesregierung, BT-Drucks 17/12295, S.25.
- (41) Mütcher/Tralkowski, a.a.O. (Fn.3), S.102.
- (42) Mütcher/Tralkowski, a.a.O. (Fn.3), S.108.
- (43) BGHZ 170, 226.
- (44) Mütcher/Tralkowski, a.a.O. (Fn.3), S.109.
- (45) Mütcher/Tralkowski, a.a.O. (Fn.3), S.109.
- (46) Mütcher/Tralkowski, a.a.O. (Fn.3), S.109.
- (47) Mütcher/Tralkowski, a.a.O. (Fn.3), S.109.
- (48) Mütcher/Tralkowski, a.a.O. (Fn.3), S.109.
- (49) 有価証券取引法111条4d項は、以下のような文言である。
- 「①販売者又は発行者が当該有価証券サービス企業自身であるか、又は、当該有価証券サービス企業と密接な関係にあり若しくはその他の方法で経済的な関わり合い (Verflechtung) が存する者であるような助言料型投資助言に係る金融商品についての取引の締結の推奨の際には、当該有価証券サービス企業は、顧客に対し、推奨の前の適時に理解しやすい形式で、以下の情報を提供しなければならない。
1. 自らが当該金融商品の販売者又は発行者であること、
 2. 販売者若しくは発行者と密接な関係にあり又はその他の方法で経済的な関わり合いが存すること、及び
 3. 自己の利益利害の存在又は密接な関係にあり若しくはその他の方法で経済的な関わり合いのある発行者若しくは販売者の取引締結についての利害

②有価証券サービス企業は、その助言料型投資助言に係る取引締結を、自己の計算で確定 (cert) 又は特定 (bestimm) 価格による顧客との取引 (以

下、「確定価格取引 (Festpreisschalt)」として遂行してはならない。③除外されるのは、販売者又は発行者が当該有価証券サービス企業自身である金融商品における確定価格取引である。」

(50) Schwintowski, Bankrecht, 4.Aufl., 2014, §19 Rn.28.

(51) Schwintowski, a.a.O. (Fn.50), §19 Rn.28.

(52) Begr. RegE, BT-Druks 17/12295, S.15.

(53) Begr. RegE, BT-Druks 17/12295, S.15.

(54) 有価証券取引法三三三項は、以下のような条文である。

「①有価証券サービス企業は、もっぱら助言料型投資助言を提供するか、助言料型投資助言を組織的、機能的又は人的にその他の投資助言と分離している場合のみ、助言料型投資助言を提供することができる。②有価証券サービス企業は、助言料型投資助言についての第一項第三a号の意味の販売準則を、いかなる場合であっても顧客利益との利益衝突を生じさせ得ないように構築しなければならない。③助言料型投資助言を提供する有価証券サービス企業は、そのインターネットサイト上において、助言料型投資助言を本店およびどの国内支店で提供しているかを述べなければならない。」

(55) Just/Voß/Ritz/Becker, a.a.O. (Fn.10), §33 Rn.103.

(56) Mütcher/Tralowski, a.a.O. (Fn.3), S.110.

(57) Mütcher/Tralowski, a.a.O. (Fn.3), S.111.

(58) Just/Voß/Ritz/Becker, a.a.O. (Fn.10), §33 Rn.104.

(59) Mütcher/Tralowski, a.a.O. (Fn.3), S.110.

(60) 外国法人の場合、支店に係る許可(信用制度法五三二b条一文二文)を要する。

(61) <https://portal.nryp.bafin.de/database/HABinfo/>

(62) 近時の判例(リーマン判決)は、監督法と私法との厳格な完全を示唆し、「監督法上の規定は、通常は、私法上評価されるべき投資助言者の責任を限定するものではない。拡張するものがある」(Carsten Herrsthal, „Die vertragsrechtlichen Folgen der Honoraranlageberatung nach dem WpHG“, WM 2014, 773, 776)。

(63) 欧州レベルでは、二〇一〇年にロンサルテーションバー (European Commission, Review of the Market in Financial Instruments Directive

(MIFID) 8. Dec. 2010, (http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation_paper_en.pdf), p.60) が出され、その中で、誘導的利益供与規制の見直しの要否、誘導的利益供与についての受領可能な要件の見直しなどが問題提起されていた。

(64) 改定指令やドイツ法に多大な影響を及ぼしたのが、イギリスの「リテール向け金融商品販売の見直し (Retail Distribution Review: RDR)」である。イギリスの RDR を紹介する邦語文献として、小林雅史「英国における Retail Distribution Review による金融商品販売規制について」保険学雑誌 六六二号 (二〇一三年) 一一一一—一二三頁、田中健太郎「英国リテール金融業界に構造改革を迫る RDR」野村資本市場クォーターリー二〇一三年春号 Web 掲載版 (<http://www.nri.com/nriicmr/report/repo/2013/2013spr03web.pdf>)。

(65) Muehler/Tralkowski, a.a.O. (Fn.3), S.106; Carsten Herresthal, „Die vertragsrechtlichen Folgen der Honorarabgabeberatung nach dem WpHG“, WM 2014, 773; 並びに MIFID II の制定が見えざる中で、ドイツが独自の国内規律を設けることは実務的な負担を増やすものであることが批判の声をあげていった (Muehler/Tralkowski, a.a.O.)。

(66) 当初の予定として、改定指令九三条一項では、二〇一六年七月三日までに国内法化する法案を公示し、二〇一七年一月三日までに重要な措置を適用しなければならぬとされていた。現在は、二〇一八年一月三日までに完全実施とされている。

(67) Bundesministerium der Finanzen, Entwurf eines Zweiten Gesetzes zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften aufgrund europäischer Rechtsakte (2. Finanzmarktneuordnungsgesetz), (http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Gesetze/2016-07-20-FMSANeuOG.pdf?__blob=publicationFile&v=3)

(68) まず、当初設定されていた二〇一七年一月の改定指令の完全実施に向けて、二〇一五年一〇月一八日に、連邦財務省は、「欧州立法に基づく金融市場規定の改正に関する法律 (Gesetzes zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften aufgrund europäischer Rechtsakte) (以下、「金融市場改正法 (Finanzmarktneuordnungsgesetz) (以下、「参事官草案 (Bundesministerium der Finanzen, Entwurf eines Gesetzes zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften aufgrund europäischer Rechtsakte (Finanzmarktneuordnungsgesetz), (http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Gesetze/2015-10-19-novellierung-finanzmarktvorschriften-aufgrund-europaeischer-rechtsakte.pdf?__blob=publicationFile&v=2)」を公表した。同法案は、EU における改定指令や市場濫用行為規則 (Regulation (EU) No 596/2014) の制定を受け、それらの国内法化や国内規定の整備を行うことを目的とするものであった。しかしながら、改定指令の国内法化期限の延期に伴い、金融市場改正法は、市場濫用行為規則等の国内法化等のみを行う「欧州立法に基づく金融市場規定の改正のための第一次法律 (Regierungsentwurf eines Ersten Gesetzes zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte) (以下、「第一次金融市場改正法 (1. FMSANoG) 」)

ら)ととして二〇一六年六月三〇日に公布されている。

(69) Bundesfinanzministerium, a.a.O. (Fn.67), S.309.

(70) 改正後の有価証券取引法五五条二二項として、以下のような文言が提案されている。

「①助言料型投資助言を行う有価証券サービス企業は、

1. 助言に際して、以下の事項を備えた、市場において提供されている金融商品の十分な多様性 (ausreichende Palette) に配慮しなければならぬ、

a) 種類及び販売者 (Anbieter) 又は発行者¹⁾に関して十分分散された (gestreut) ものであること

b) 当該有価証券サービス企業自身が「発行」販売し、又は、発行者若しくは販売者が当該有価証券サービス企業と密接な関係を有する関係にあり若しくはその他の方法でそれにより助言の独立性が危殆化しうるほどに密接な法的若しくは経済的な関係を持つような金融商品に限定されないこと

2. 助言料型投資助言を顧客からのみ報酬が支払われることができる。助言料型投資助言に関して、一切の非金銭的な誘導的利益供与、当該サービスの顧客ではなく又は顧客からそれ〔非金銭的な誘導的利益供与〕を委託されたのではない第三者から受領してはならない。金銭による誘導的利益供与は、推奨された金融商品又は同様の方法で適切な金融商品が金銭による誘導的利益供与なしでは入手可能でない場合のみ受領することができる。金銭による誘導的利益供与は、この場合、合理的裁量に従い可能な限り受領後速やかに、かつ、全ての範囲にわたって (in vollem Umfang) 顧客に支払われなければならない。このことによって、租税及び公課の支払いについての規定は妨げられない。有価証券サービス企業は、顧客に対して、支払われた金銭による誘導的利益供与について報告しなければならない。

②その他の点については、投資助言についての要請が妥当する。」

(71) 金融庁「平成二七事務年度金融レポート」(平成二八年九月) 五九頁。

(72) 金融庁「平成二七事務年度金融行政方針」(平成二七年九月) 三頁。

(73) 投資性保険商品の銀行窓口での販売の際に販売者に支払われる手数料収入の開示につき、金融財政事情二〇一六年一〇月二四―三二日号二七頁参照。

(74) この点に関し、「発行者のために、有価証券を顧客に取得させる意図または目的等をもって当該有価証券の商品内容等を説明する場合は、有価証券の募集または私募の取扱いを行うものとして第一種金融商品取引業または第二種金融商品取引業に該当する」とされ、たとえば、「具体的な有価

証券の商品内容等を説明するとともに、発行者等から顧客による当該有価証券の取得と運動して支払われる報酬を直接または間接に受け取っている場合」は、第一種金融商品取引業または第二種金融商品取引業の登録が必要であるとするのが行政解釈である（平成二八年九月「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」Ⅶ―2―1―1（注 参照）。したがって、上記行政解釈が厳格に守られている限りにおいては、第一種金融商品取引業または第二種金融商品取引業ではなく投資助言業としての登録のみを受けた者は、発行者等の利害からは切り離されていると一応は解することができるであろう。また、わが国の法制上、投資助言業者には特別の善管注意義務や忠実義務が課されており（金商法四一条以下）、少なくとも法形式上は顧客利益を優先させる枠組みにはなっている。しかしながら、投資助言・代理業者による多数の法令違反事例や不適切事例が存在し、その多くで自己の営業上の利益のみを優先した業務運営が行なわれている（古澤知之ほか『逐条解説二〇一一年金融商品取引法改正』（商事法務、二〇一一年 八―一頁参照）のたとすれば、投資助言業登録の拒否事由の追加（平成二三年改正後金商法）二九条の四第一項一号二）にとどまらない、より根本的な顧客保護のための方策が検討されてもよいように思われる。その際、利益相反管理が厳格な投資助言者とそうでない業者とを区分して、顧客がそれぞれ好ましいと考える業者のアドバイスに基づき投資判断を行うというドイツやEUの枠組みもありえて良いように思われる。

(75) Vgl. Mucher/Trakowski, a.a.O. (Fn.3), S.105.

(76) Vgl. Mucher/Trakowski, a.a.O. (Fn.3), S.105.

(77) Mucher/Trakowski, a.a.O. (Fn.3), S.106.

(78) Mucher/Trakowski, a.a.O. (Fn.3), S.106.

(79) Mucher/Trakowski, a.a.O. (Fn.3), S.106 Fn.71.

(80) 近時、FinTechというキーワードに示されているように、コンピュータや情報技術を活用することで比較的小規模の投資で金融サービスへの参入が可能となっており、そのような技術の進展が、強固な実務慣行を委容させる可能性が示唆されている（たとえば、清田暁「利用者目線の追求とフィンテック」金融財政事情二〇一六年四月二五号三頁では、FinTechの一つの事例であると考えられるロボアドバイザーについて、その中立性が個人投資家に評価され資金の流れが変わる可能性がある旨を述べる。このような動向に鑑みれば、新たな選択肢の提示は技術革新が担うべきものであり、それを阻害する法制があれば除去することはともかく、特定の選択肢に対して法制が肩入れすることを通じて競争を促進させるという手法には限界があるように見える。

（後注）脱稿後の二〇一六年二月二日に、連邦財務省より第二次金融市場改正法の政府草案（Regierungsentwurf）が公表され、法案として二〇一七

ドイツの独立投資助言者規制

同志社法学 六九卷二号 三四六（六七八）

年一月二三日に連邦議会に提出された（Bt-Drucks. 1610936）。現行有価証券取引法二二条は改正後六三條および六四條に、現行三三條は改正後八〇條に、現行三六c條は改正後九三條に、また、現行三六d條は改正後九四條に、それぞれ対応する規定が置かれることが予定されている。