

日本取引所金融商品取引法 研究

第 21 号

2021年4月23日 開催

金融・資本市場における金融庁の取組み(2020年7月以降)

金融庁企画市場局市場課長 太田原 和房 1

2021年5月28日 開催

2021年改正「顧客本位の業務運営に関する原則」(1)－実務の取組み－

大和証券株式会社 常務執行役員 佐野 径 59

2021年6月25日 開催

2021年改正「顧客本位の業務運営に関する原則」(2)－法的論点－

神戸大学大学院法学研究科教授 行澤 一人 85

2022年3月

株式会社日本取引所グループ

日本取引所グループ金融商品取引法研究会メンバー（五十音順）

2021年4月1日現在

| 氏名 | 所属 |
|-------|--------------------------|
| 飯田 秀総 | 東京大学大学院法学政治学研究科准教授 |
| 石田 眞得 | 関西学院大学法学部教授 |
| 伊藤 靖史 | 同志社大学法学部教授 |
| 梅本 剛正 | 甲南大学共通教育センター教授 |
| 片木 晴彦 | 広島大学大学院人間社会科学研究科実務法学専攻教授 |
| 加藤 貴仁 | 東京大学大学院法学政治学研究科教授 |
| 川口 恭弘 | 同志社大学法学部教授 |
| 北村 雅史 | 京都大学大学院法学研究科教授 |
| 久保 大作 | 大阪大学大学院高等司法研究科教授 |
| 黒沼 悦郎 | 早稲田大学大学院法務研究科教授 |
| 小出 篤 | 学習院大学法学部教授 |
| 齊藤 真紀 | 京都大学大学院法学研究科教授 |
| 志谷 匡史 | 神戸大学大学院法学研究科教授 |
| 白井 正和 | 京都大学大学院法学研究科教授 |
| 洲崎 博史 | 京都大学大学院法学研究科教授 |
| 高橋 陽一 | 京都大学大学院法学研究科准教授 |
| 船津 浩司 | 同志社大学法学部教授 |
| 前田 雅弘 | 京都大学大学院法学研究科教授 |
| 松井 秀征 | 立教大学法学部教授 |
| 松尾 健一 | 大阪大学大学院高等司法研究科教授 |
| 山下 徹哉 | 京都大学大学院法学研究科教授 |
| 山下 友信 | 同志社大学大学院司法研究科教授 |
| 行澤 一人 | 神戸大学大学院法学研究科教授 |
| 若林 泰伸 | 早稲田大学大学院法務研究科教授 |

特別会員

| 氏名 | 所属 |
|------|----------|
| 龍田 節 | 京都大学名誉教授 |

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

金融・資本市場における金融庁の取組み（2020年7月以降）

2021年4月23日（金）15:00～17:05

オンライン開催

出席者（五十音順）

| | | |
|----|----|--------------------------|
| 飯田 | 秀総 | 東京大学大学院法学政治学研究科准教授 |
| 石田 | 眞得 | 関西学院大学法学部教授 |
| 伊藤 | 靖史 | 同志社大学法学部教授 |
| 梅本 | 剛正 | 甲南大学共通教育センター教授 |
| 片木 | 晴彦 | 広島大学大学院人間社会科学研究科実務法学専攻教授 |
| 加藤 | 貴仁 | 東京大学大学院法学政治学研究科教授 |
| 川口 | 恭弘 | 同志社大学法学部教授 |
| 久保 | 大作 | 大阪大学大学院高等司法研究科教授 |
| 黒沼 | 悦郎 | 早稲田大学大学院法務研究科教授 |
| 小出 | 篤 | 学習院大学法学部教授 |
| 齊藤 | 真紀 | 京都大学大学院法学研究科教授 |
| 志谷 | 匡史 | 神戸大学大学院法学研究科教授 |
| 白井 | 正和 | 京都大学大学院法学研究科教授 |
| 洲崎 | 博史 | 京都大学大学院法学研究科教授 |
| 高橋 | 陽一 | 京都大学大学院法学研究科准教授 |
| 船津 | 浩司 | 同志社大学法学部教授 |
| 前田 | 雅弘 | 京都大学大学院法学研究科教授 |
| 松尾 | 健一 | 大阪大学大学院高等司法研究科教授 |
| 山下 | 徹哉 | 京都大学大学院法学研究科教授 |
| 行澤 | 一人 | 神戸大学大学院法学研究科教授 |

【報 告】

金融・資本市場における金融庁の取組み（2020年7月以降）

金融庁企画市場局市場課長
太田原 和房

目 次

- | | |
|-------------------------------------|---|
| 1. 取引所を巡る動き | (4) 株主コミュニティ制度 |
| (1) 総合取引所 | (5) 東証「ベンチャーファンド市場」 |
| (2) 東証の市場区分の見直し | (6) SPAC（特別買収目的会社） |
| (3) 東証のシステム障害 | 3. 資本市場の魅力向上 |
| (4) 取引所と PTS（私設取引システム） | (1) ファイアーウォール規制（金融商品 取引業者と銀行との顧客情報の共有の あり方） |
| (5) 金融審議会「最良執行のあり方等に 関するタスクフォース」 | (2) 海外の投資運用業者等の受入れ等 |
| 2. 非上場株式（スタートアップ支援） | 4. 顧客本位の業務運営の原則 |
| (1) 非上場企業への資本性資金の流れ | 5. ソーシャルボンド |
| (2) 株式投資型クラウドファンディング | 討論 |
| (3) 特定投資家（プロ投資家）制度 | |

○川口 それでは、定刻になりましたので、金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

新年度になりましたけれども、引き続きよろしくお願ひいたします。

本日は、金融庁の太田原市場課長より「金融・資本市場における金融庁の取組み（2020年7月以降）」と題してご報告をお願いします。

よろしくお願ひいたします。

○太田原 ご紹介にあずかりました、金融庁企画市場局市場課で市場課長を務めております太田原と申します。よろしくお願ひいたします。

今回、金融・資本市場における金融庁の取組みとして、表題としては2020年7月以降としておりますが、準備していた期間なども含めて、私が2019年7月に市場課長に着任して以降の2年弱で

関わったことについてご紹介させていただきつつ、ただ、内容面については現在進行形で検討しているものもありますので、本日いろいろなご意見を賜りつつ、今後の参考として活かしていければと考えておりますので、ご指導のほどをよろしくお願ひいたします。

内容の構成としては、まず、資本市場ですので取引所に関連するものを最初にご紹介し、その後、非上場株式も重要ではないかということは最近いろいろご指摘を受け、かつ話題になっているトピックスもありますので、それらについて紹介した後、また個別の話になりますけれども、私の方で今担当している事項について紹介したいと考えております。

1. 取引所を巡る動き

(1) 総合取引所

もうご存じかとは思いますが、総合取引所の実現を目指すという話はずっと 2007 年頃から政府の中では出されてはいたけれども、そこから長い年月をかけてようやく近年、商品を取扱っている東京商品取引所と日本取引所グループとが経営統合の基本合意をしました(3頁)。そこから進んで、日本取引所グループが東京商品取引所に TOB をかけて同じグループとなり、昨年7月に大阪取引所から東京商品取引所へ商品に移管したという状態になっています。

子会社化したということではありますけれども、まだ東京商品取引所という存在がなくなったわけではありません。証拠金を合わせたり、あるいは清算機関を統合したりして、両方を扱いたいという方にとってはなるべく便利にしようということで、いろいろな手続と、あと監督上の目線ということも合わせてきた状態です。今、東京商品取引所の方にドバイ原油などがありますが、それ以外の原油関連の指数なども大阪取引所で扱えるようにしていこうという動きもしているところです。

(2) 東証の市場区分の見直し

金融審議会市場ワーキング・グループ 市場構造専門グループ報告書の概要(2019年12月27日)一令和時代における企業と投資家のための新たな市場に向けてと表題にありますように、2019年12月に金融庁の審議会の下で方向感が出したというところですが、具体的な細目、上場規則のレベルにおいては、東京証券取引所の方で細部を詰めていって、パブリックコメントに付して、内容について精査しているところと聞いています。そういう意味で、制度の概要はご存じの方もいらっしゃるかもしれませんが、一応我々の意図もあったので、それも紹介しながら、どういう制度になるのかということをお願いしたいと思います。

5頁左側の図の中ほどが現状を示していて、市場第一部があり、二部があり、JASDAQも厳密に分けるとスタンダードとグロースがあり、そしてマ

ザーズがありとなっています。今の東証は旧東京と旧大阪の市場が統合したのですが、それぞれの JASDAQ、マザーズといった下位市場については存続したままで、したがって現状では5つあって、コンセプトが曖昧であるというような課題が指摘されています。

次の課題は、いわゆる「上場ゴール」というものでして、上場してそこで一息ついてしまって、その後の企業価値向上に向けた動機付けが乏しいのではないかと指摘があります。

3番目の課題として、指数の問題で、TOPIX が現在市場一部とイコールになっていて、パッシブ運用しているとなると、流動性に乏しいものも含めて資金が流入してきて何でもかんでも買われるということになる、それがフェアバリューの形成につながっているのかどうかという指摘がされていました。

それらの課題を勘案して変えようというのが、左側の図の下になります。市場区分は5つあるものを3つに再編しようということで、基本的な発想としては、今の一部に近いものがプライム市場になり、マザーズ、JASDAQ グロースに近いものがグロース市場、そして真ん中としてスタンダード市場です。

それぞれどういうコンセプトかといいますと、プライム市場については、高い時価総額・流動性、より高いガバナンスを備える。スタンダードについては、一定の時価総額・流動性、基本的なガバナンス、そしてグロース市場は高い成長可能性を有するというようなものに再編してはどうかと。そこで、1つ目の課題であったコンセプトについて性格付けをしていこうと考えています。

あとは、高い時価総額ということですが、現状ではどうか、正確にはこの検討をしたときには、一部に上がるときの時価総額基準が250億円、ただしマザーズから移行するときには40億円でも可ということで二重の基準になってしまっていたところから、相対的に小さい企業も一部に入っていくということになっていました。

そこは基準を統一化しよう、そしてできるところは早目にやろうということで、基準の統一化は3つに再編する前からやっているものですが、いずれにせよ、プライム市場の上場基準というのは250億円という目線、流動性も加味して大体35%ぐらいが流通株式の比率というのを勘案して、250億円を4掛けした100億円というのを流通株式時価総額として一つの目線にしたということです。

次に、上場ゴールに対する問題に対応して、プライム市場については、一段高いコーポレートガバナンス・コード、こちらについて現在別途検討中ですが、これにコミットしていただくということを考えています。

スタンダード市場については、先ほど紹介したような性格ですが、ここでもガバナンスということで、コーポレートガバナンス・コードの全原則を適用するというのにコミットしていただくことを意図しています。

グロース市場については、両様議論があって、上場しやすい市場であることを売りにすることと、片や、早期に上場してしまうとユニコーンが生まれにくいのではないかと、むしろ上場基準を引き上げるべきではないかというような議論もあったところではありますが、この時点では、上場しやすい市場であるべきであろうということで、基本的には今のマザーズと同じような基準という目線で考えています。

プライムについて、時価総額について引き上げることが基本的なコンセプトではありますが、そうしますと、では現状の一部上場企業からどれだけそこに残らない企業があるのだろうかということで、かなり議論になりました。議論した結果として、一部上場企業ということで信用を得て取引をしているとか、採用活動をしているとかというように実体経済の中で根付いているものがある現状を踏まえると、事後的なルールの改定によってそこへ悪影響を及ぼすことは適当ではないというように考え、したがって経過措置として、幾つか

条件がありますけれども、基本的には、例えばコーポレートガバナンス・コードにコミットしていただくとか、あるいは時価総額基準に至っていないときには、ではどういう成長戦略を描くのかということを出してもらおうとか、そういうことにコミットしていただいたうえで、結果的に残れるようにはしようと考えたものです。

そういう意味では、かなりドラスティックな変更、ふるいにかけるということを考えておられた方からすると物足りなさが残ったという声も伺うところです。もちろんそういう面はあろうかと思いますが、やはり実体経済への悪影響を考えたということと、そうは言っても、これから上場していく企業に対しては適用されていくということで、ドラスティックではないものの、徐々に新しい基準の割合が高まっていくであろうと考えています。

課題の3番目のTOPIXは、そういう意味ではここが一番変わっていくところであろうかと思いません。現在の市場第一部イコールTOPIXという関係は切り離していくということでありまして、TOPIXについては流通時価総額100億円という基準は遵守して、ただ、ここもいきなりある日突然というわけではなくて、何年かかけて、具体的には2025年までに移行を完了できるように徐々にシェアを変えていく形で、TOPIXの見直しを図っていきたくと考えています。

6頁からは、東証の方でより具体的な事項についてこれまで何回かパブリックコメントに付しているものでありまして、細かい部分なので割愛しますが、代表的なところで申し上げますと、6頁左側市場一部のところの改正内容としては、例えば、赤字上場の緩和（売上高100億円以上かつ時価総額1,000億円以上の赤字企業を含め、短期的な業績動向によらず、実質的な収益基盤や開示状況を確認）ということで、足元は赤字であったとしても、将来の見通しがあるという投資家の見方を踏まえて時価総額が成り立っているのであろうから、そういうところは上場基準として考慮に入れてもよいのではないかとというような議論です。また、

6頁右側の上場廃止基準のところ、債務超過基準の見直しということで、規模の大きいところ、あるいは確実な債務超過の解消見込みがあるところについて言えば、すぐに上場廃止に至るようなことにはしないということも、今回の市場区分の見直しの中で意識して盛り込んだところです。

幾つかテクニカルな部分は割愛しますが、何かありましたら、また後ほどご意見、ご質問として述べていただければと思います。

(3) 東証のシステム障害

個別の話なので、今回紹介するのには不適當かもしれませんが、その次の話題とも関係しますので、若干触れさせていただきたいと思います。

皆様のご記憶にもあろうかと思いますが、昨年10月1日に東証でシステム障害があって、現在の「arrowhead」にしてからは初めて終日売買が停止したという事態がありました。

原因としては、図(11頁)にあります。共有のディスク装置1に故障が発生しました。機器の故障というのは致し方ないのかなと思いますが、その際、ディスク装置2へ本来切り替えられるべきところが切り替わらなかったということにまず問題がありました。その後、売買監視のサーバーも共有のディスク装置に依存していたということもあってうまく作動しなかったことから、システム全体を停止することもできずに午前8時以降に注文も受けてしまって、その受けてしまった注文のクリアを図るルールがなかったと、このようにいろいろ積み重なって終日停止になってしまったというところでありました。

それでは、そもそも切替え不作動はなぜ生じたのかということについても、これも報道などで出た部分もありますが、もともと「arrowhead」を入れたときの切替えの条件を定めるパラメーターで、オフに設定していても自動で切り替わるというのが最初のときの仕組みだったのですけれども、部品が更新されていく中で変わって行って、本来

オンに変更しておかなければいけなかったところが、そのベンダーは別の会社にOEMで作ってもらっていたということで、その仕組みが変わったということがベンダーにも東証にも伝わっていませんでした。そんなこんなで一日止まってしまったという状況です。

東証の方で、再発防止策ということで例えば注文を取り消すルールを整備したり、あるいはシステムを再起動したときの売買再開時のルールを定めたりといったことを、10月以降業界関係者と議論をしていただき、それぞれについて適宜対応してもらっているという状況であります。

(4) 取引所とPTS(私設取引システム)

今回、別会社ではあるものの、札幌、名古屋、福岡の地方取引所も東証と同じシステムを使っていたということで、10月1日は売買ができませんでした。そうした中、PTSがあって(14頁)、2社ありますけれども、PTSが本来代替市場として活用されるべきではないかという意見もかなり強く出たところでもあります。

ただ、ご存じの方もおられると思いますが、むしろ現状では、主市場である東証との比較でもってPTSで取引をするというような機関投資家が多い中、主市場が動かないとPTSでも取引をしようとしなかった機関投資家が多かったというのが、昨年実際に起きた出来事だったので見えています。

ここで制度的なおさらいになりますが(15頁)、取引所は、免許業種であり、最低資本金もPTSよりは多めで、議決権の保有制限があったり、兼業規制があったりしますし、自主規制業務として売買の監視、相場操縦などの売買審査、上場審査といったことをやることになっています。

それに比べて、PTSは認可制という一段軽い形になっていて、最低資本金も相対的に少なくなる、議決権の保有制限であったり兼業規制も緩いというような状況で、その分、自主規制業務がなかったりするというところであります。そうした中、取

引量基準があって、規制の緩いものについてはシェアとしては低めであるべきであろうという考えの下、オークション形式の場合は個別銘柄で10%以上、それ以外の方式であれば個別銘柄20%以上といったシェア基準になっています。

現状のPTSのシェアですけれども（16頁）、かつて大体5、6%ぐらいだったものが、近年では信用取引が解禁されたこともあって少し高くなって、8%、9%といったシェアになってきています。ここでは載せていませんが、東証のシェアが80%以上あるというような状況です。

金融庁の中でも、あるいは政治の世界でも、東証のシステム障害を契機に、もっとPTSを代替市場として生かすべきではないかというような意見が出てきています。結論はまだ我々も出せていませんけれども、考えるべき論点ということでまとめたものとして、資料17頁に記載のようなものがあります。

まず、市場間競争を促進するという、あるいは市場全体としてのシステム障害へのレジリエンスを高めるといった観点から、PTSの役割についてどう考えるか。あるいは、世界に開かれた国際金融センターとしての日本の地位を確立する観点から、PTSの役割はどうあるべきか。アメリカや欧州は主市場がそれほど大きい割合ではないということもあって、代替市場たるPTS、アメリカではATSであったり、欧州ではMTSであったりと名称は若干違いますけれども、いずれにせよ、いわゆる取引所でないところのシェアが大きいというのが国際金融センターなのではないかというような議論も聞かれるところです。これらは導入に前向きな立場の方がおっしゃることが多いということです。

その次は、公正な取引の確保や投資家保護の観点から、取引所とPTSとの間における自主規制機能の分担についてどう考えるか。要は、PTSにどれだけ自主規制機能を担ってもらえるべきかというような論点があるかだと思います。

また、仮にPTSが現状のルールの下、取引所に

なっていくとすると、ほかのところで上場しているものについての銘柄を扱えるのかどうか。アメリカでは非上場取引特権があったりしますけれども、仮にそうした場合、地方取引所への影響についてどう考えるか。

あと、市場というのはまとまってこそ効能が発揮される面があるかと思いますが、仮に代替市場が育つということは、裏腹の関係になりますけれども、「市場の分断」という見方もできるわけであって、その場合、HFT（高速取引行為者）による裁定取引が増加する可能性があるのではないかという指摘もあります。それについてどう考えるか。

こういった論点があるのではないかということをお話しつつ、まだ少し方向感が出ていませんけれども、ただ、何らかやれるべきことはやるのだろうなというような話をしているところです。

（5）金融審議会「最良執行のあり方に関するタスクフォース」

最良執行のあり方についてということも、いろいろな方から、証券業界の方からも、あるいは与党の方からも指摘があって、昨年末以来検討しているところです（18頁）。

問題意識としては、金商業者は最良執行方針を定めなさいということが現状の金商法では規定されているのですが、何が最良かということは特になくて、価格だけでなく、コスト、スピード、執行可能性なども総合勘案して決定してくださいということになっています。現在日本証券業協会では、東証、主市場に取り次げばそれが最良ですというようなひな形もあって、本来何が最良かを考えていただくということの取っかかりになっていないのではないかと、そういう問題意識を持っているという状況です。

タスクフォースで、今回黒沼先生にも多大なご貢献をいただいているのですが、現在検討しているところで、ある程度の方向感が出てきたかなと思います（19頁）。まず機関投資家と個人とは

分けて考えるべきであろうと。個人については、執行可能性の話などが恐らく機関投資家とは全然レベルが違いますので、こちらは最良価格による執行を重視すべきではないか。また、証券会社のビジネスモデル、ネット系であったり、地場証券であったり、いろいろ違いがあるであろうということは考えていて、アドバイス重視のところなのか、多少の価格差でも少しでも安い方を提供するというのがよいのかどうか。あとは SOR (スマート・オーダー・ルーティング) のシステム導入を促して、かえってそれが経費の増大につながって、それが手数料に転嫁されていくと、顧客のためという目的には結局反する結果にならないかといった議論もあります。

最良執行方針と SOR との関係では、SOR の注文執行のルールを開示する必要があるのではないかなという議論があります。あとは、PTS について、特に与党の方から HFT との関係はどうかというような指摘もあるので、株主の中、あるいは取引のメインプレーヤーとして登場してくるということについて、その状態をどう見せていくかというような問題もあろうかと思えます。

2. 非上場株式 (スタートアップ支援)

(1) 非上場企業への資本性資金の流れ

この図 (21 頁) は、審議会で議論するとき、部分部分の議論をすることもありますが、絶えず全体像は念頭に置いた方がよいのではないかなということで作ったものです。上の方がいわゆる機関投資家からのお金の流れで、下半分が個人投資家からのお金の流れ。個人の中でも、通常一般の投資家もあれば、いわゆるプロ投資家というカテゴリーもあるというふうになっています。

一般投資家、個人投資家からの流れの中では、株式投資型クラウドファンディングであったり、株主コミュニティ制度があったりと、そのような形で非上場企業に資金が供給されていくルートがあります。

(2) 株式投資型クラウドファンディング

株式投資型クラウドファンディングについては、過去 1 年間で 1 億円未満の調達額という上限がある中、実態はどうかということ、大体 3,000 万円前後が平均調達額になっているようです (22 頁)。

上限の 1 億円に対して 3,000 万円なので、それほど逼迫してはいないかと思えるのですが、子細に見ていくと、23 頁右側の論点①になりますが、実は何件か、数件というよりはもう少し多く 10 件ぐらいは見ましたけれども、ほかの例えばベンチャーキャピタルなどと合わせて今はカウントすることになっていて、大分 1 億円に張り付いていますので、そこが使いづらそうな例があるという状態のものがあります。もともとの制度趣旨としては、そういうものを合算しようという明確な意図があったわけではなく、恐らく法令を作ったときには、ベンチャーキャピタルから調達することとクラウドファンディングで調達することは別系統であって混ざるといことがあまり想定されていなかったのではないかと思います。いずれにせよ、規定上は今、合算することになっています。そこをクラウドファンディングだけでカウントしてよいのではないかなという議論があります。

また、23 頁左側の論点②になりますが、投資家の投資上限額 50 万円という制約について、こちらもクラウドファンディングの件数もまだそれほど多いわけではなくて、まだまだ成熟していないかなということで、実績はまだ様子を見ないといけないと考えています。ですので、投資家全体について 50 万円以下というバーを引き上げることは時期尚早ではないかと考えていますが、プロ投資家である特定投資家については上限を見直して、例えば無制限にするとか、そういうことをしてもよいのではないかなという議論をしています。

(3) 特定投資家 (プロ投資家) 制度

特定投資家 (プロ投資家) には、現状では法人もなっていますけれども、個人で言えば、純資

産・投資性金融資産が両方とも3億円以上、取引経験が1年以上というのが要件になっています（24頁）。

特定投資家になると、書面交付義務や適合性原則が適用除外になったり、あとはプロ向け市場（TOKYO PRO Market・TOKYO PRO-BOND Market）の取引が可能になったりといったことがあります。あとは、先ほど紹介したような株式投資型クラウドファンディングでも上限額を変えようかというような話も同時並行的に考えています。

この3億円あるいは1年以上という要件についてももう少し弾力化できないかといった議論があって、そこでいろいろと実証事業をしました（25頁）。やり方としては、証券会社の協力を得て、投資家の属性、どんな職業かであったり、保有資産であったり、あとは外務員試験に使うような問題なども参考にして、金融に関する問題も何問か設定しました。そこでの回答率を見て現状の要件たり得る3億円以上ですとか1年以上の取引経験、そういった方々と同等程度以上の金融リテラシーがあるかどうかということを見て、あるのではないかなどと言えるようなものが、例えば年収1億円以上であるとか、特定の職業経験と財産的要件を掛け合わせたようなものとか、そういう例を特定投資家の要件の選択肢に入れてもよいのではないかなどというような議論をしています。

若干制度は違いますが、アメリカのアクレディテッド・インベスター（Accredited Investor）、あるいは欧州のいわゆるプロ投資家についても、年収要件や職業経験、そういったものもあって、その中で1つとか2つとかを満たせばよいというようになっていますので、流れとしては、そういうものに近い見直しになるのではないかと考えています。

（4）株主コミュニティ制度

株主コミュニティ制度についても、日本証券業協会でも検討されていますが、何らから使い勝手がよくできないかというようなことを議論していま

す。こちら（28頁）が日本証券業協会の方で昨年12月に見直された事項です。

（5）東証「ベンチャーファンド市場」

これも制度としてはかつてからあって、過去に上場していたものが2銘柄ありましたが、現在はもう償還されてしまっています（29頁）。ただ、また最近になって証券会社の方が新しいファンドの組成を検討しているという報道もありますし、またほかにも、ベンチャーファンド市場でも使い勝手などが悪いと言われていて直せる余地があるものについては、検討していったらいいのではないかなどということを我々も考えていますし、東証にもそういう話をしたりしています。

（6）SPAC（特別買収目的会社）

もう報道でも大分出て、今週の日経新聞の社説でも出ていましたけれども、SPACというスキームについて紹介したいと思います。

絵（30頁）の方を見ていただくとわかりやすいかと思いますが、最初は箱を想像していただくとうまいかと思いますが、いわゆる投資のピークルとしての箱が先に上場すると。この時点では何か事業があるというわけではない。その箱が、上場していない実体のある事業を営んでいる未上場企業を吸収合併する。そうすると、その事業を営んでいたのは上場していない企業だったはずですが、曲がりなりにも上場企業と合併したということで、その事業部分が上場企業になると、そういう仕組みです。

利点としては、迅速な資金供給ができる。株式公開自体も通常のプロセスよりは早いですし、あとは、取引所の審査だけに頼るのではなくて、在野の目利き力のある人の活用が図られるというようなことが指摘されています。

ただ、その裏腹な面はありまして、課題としましては、審査が通常よりも甘くなるのではないかなどか、SPAC組成者、最初のスポンサーの報酬、取り分が大きいとかが挙げられます。大体20%ぐら

いの株式の保有になる例が多いようですけれども、そうしますと、後で紹介しますが、玉石混淆の石の部分であっても上場させてしまおうというインセンティブが働いてしまって、他の投資家はその分、割を食うのですが、そういう利益相反があるのではないかというような指摘がされています。

現状(31頁)について紹介します。アメリカでは、制度は以前からあるのですけれども、SPACが使われたのは、コロナ禍の過剰流動性も大いに寄与しているのであろうと思いますが、今年のIPOの半分以上がSPACによるものであって、今年はまだもう3か月程度で昨年を凌駕するようなSPACの活用が図られているという状況です。

イギリスについても、制度は以前からありますけれども、アメリカに比べると使われていなかったところですが、ブレグジット後に国際金融センターとしての地位が危うくなっているのではないかという議論もあって、上院議員による提言書などが出て、SPAC促進の機運が出ているようです。

そしてアジアでも、香港やシンガポールがSPAC導入を検討しているという状況です。

アメリカでの例で、うまくいっている例とそうでない例を対比させて載せています(32頁)。左側がファンタジースポーツのオンラインゲーム会社DraftKingsの買収をしたSPACであって、株価はおおむね上昇しているということで、こちらはうまくいっている例ではないかと思います。

一方で右側は、電気自動車メーカーでトラックを造っているようですが、Nikolaという会社が、当初は非常に高い期待感を持たれていたのですけれども、虚偽説明疑惑があってSECの調査を受けたということで株価が下がっていくと。これなどは審査が甘いことと関係があるのではないかなどと指摘されています。

ほかにも、SPACに関する集団訴訟が増えているというような状況です。

アメリカの学会でも、今年の暮れぐらいからいろいろな意見が出てきて、33頁の上半分ですが、先ほど出てきた組成者、スポンサーが通常株式を

20%程度のプロモートを持てるがために、投資家にとって不利益な案件であっても買収を完了させてしまおうというインセンティブが働くのではないかというような指摘がされています。

先月、SECがSPACについて引受証券会社に対してインクワイアリー(inquiry)を出しているという情報提供を求めているということでもあります(34頁)。ほかにも、報道されていなくても、各証券会社に対しては割と詳細な情報提供を求めているというようなことも聞かれていますので、アメリカがどうなっていくのかなというのが一つの注目点です。

また、SECからは、投資家に対して著名人がやっているからといって安易に投資すべきではないというような警告も出されている状況です。

箱であるSPACの株価を合わせた指数が情報ベンダーから出ていまして(35頁)、これを見ると、2020年、昨年は非常に増加していました。ただ、今年の2月をもってピークアウトしているようにも見えるというところに注意が必要かなというふうに考えています。

3. 資本市場の魅力向上

まだ多少時間がありますので、個別の論点について紹介できればと思います。

(1) ファイアーウォール規制(金融商品取引業者と銀行との顧客情報の共有のあり方)

まずは、ファイアーウォールという銀行と証券の間の情報授受についての規制です(37頁)。もともとは1993年に銀・証の相互参入が認められたときに情報授受規制が入ったものです。趣旨としては、公正な競争の確保であったり、利益相反取引の防止であったり、あとは顧客情報の適切な保護、こういったことが言われています。

ファイアーウォール規制自体は累次にわたって徐々に緩和されてきたという歴史があります(38頁)。規制の緩和とともに、例えば利益相反管理体制などはしっかり整備してくださいねというよ

うなことなども併せて入ってきているような歴史です。

諸外国についても我々の方でもちょっと調べてみたのですが（39頁）、規則レベルでは、欧米では、銀行・証券といったエンティティに関係なく、証券業務を営む場合には証券規制が課されるとか、行為規制として重要未公開情報（MNPI: material non-public information）を不正に利用した取引は禁止するとか、利益相反については開示義務があるとか、あとは体制整備義務が課されているといったようなことが見られます。

外資系金融機関の実務についても11社に聞いてみたところ、差異はもちろんありますけれども、共通項も大分見えてきました（40頁）。それを紹介すると、まず、エンティティベースではなくて、ビジネスライン——投資銀行であったり、商業銀行部門であったり、リテールであったり、アセットマネジメントであったり、そういったラインベースで管理しており、それをグローバルで組織的かつ一元的なシステムで管理しているという状況です。

情報の共有・利用に関しては、重要未公開情報だけでなく、幅広い顧客情報について“Need to Know”という原則、プリンシプルで管理しているというふうになっています。

少しここは割愛しますが（41、42頁）、要は、ファイアーウォールという入り口のところの規制がないとしても、中でもチャイニーズウォールという部門間の情報の流れのコントロールであったり、あるいは“Need to Know”原則で同じ部門内であっても、知る必要がある人にしか共有しなかったりというような管理がなされ、かつ、それは情報だけでなく、利益相反の関係についてもシステムで、かつ幹部まできちんとエスカレーションして管理していくというような管理体制が見てとれたところです。

次に、我々が昨年から今年にかけてやったこととしては、金融サービスの受け手であります事業法人の声も拾い上げてみました（43～45頁）。単

純なアンケートだけだと、通り一遍な回答であったり、あるいは聞き方によって回答が変わってしまったりというようなこともあったので、結構時間をかけていろいろ突っ込んだやりとりをしたと考えています。

ただ、サンプル調査なので、これが日本全部の縮図だと言うつもりはありません。あくまで参考情報ですけれども、聞いた中では、半分ぐらいの企業が既に包括同意書を提出し、銀・証の情報共有はいいですよというふうにしていますが、残りの半分ぐらいは、個別的にステージで必要に応じて情報共有の同意をしているということでありました。

なぜそういうふうに個別的にやっていきたいかということについて言えば、例えば「総合的なソリューションを銀行は提供できるようになります」という意見に対しては、「いや、自分のところでそういうのは判断します」とか、あるいは、センシティブな情報というのはやはり共有されたくないという思いがあるといった意見が聞かれたところです。他方で、包括同意で銀証連携してメリットが享受できたという意見もありました。

ほかには、法令でなく、契約で情報をコントロールすることについてどうですかというような話もしたところ、「それは理解できるが、実務面が大変になるので、大企業じゃないと負担が増えるのではないか」というような意見もあったりしたところです。

あとは、利益相反については、やはり銀行系証券だと最適解が必ずしも提案されないのではないかとか、業績が悪化したときに本来銀行の債権放棄が望ましい場面でもそういう提案ができないのではないかとといった話もありました。

優越的地位の濫用については、なかなか興味深いところではありますけれども、大企業は、もう対等な関係である、したがって銀行が優位で自分たちが劣後しているというようなことは考えていない一方で、そうは言っても、例えば借り入れ比率が大きいところなどは、社債発行の引受けの段

階でグループ証券会社を利用してくれという直接的な表現ではないようですけれども、言及があったというような例も幾つか見られたということです。

そこで、現時点でまだ結論が出ているわけではありませんが、考え方をまとめたものを論点として審議会に提示しています(46、47頁)。その中で、かいつまんで申し上げると、前回大幅な見直しをしたのが2008年ですが、そこから時間も経ち環境も変化したということで、我々も銀行対証券という業際問題ではなくて、資本市場の魅力向上とか、あるいはより高度な金融サービスの提供とか、そういう観点で考えていくべきではないかということを経験的な観点としています。

欧米ではファイアーウォールがない中できちんと管理しているので、同じようなことができるのではないかという考え方もあり得る一方で、今まではファイアーウォールを前提にした情報管理をしてきているので、欧米と同じようなことが現実的に金融機関でできるのか、あるいは金融機関と事業法人の間でできるのかといったような問題があるかと思えます。

また、事業法人の声も紹介しましたが、やはり情報を自分たちである程度コントロールしたい、したがって、オプトアウトについても、法令上「ノー」と言える権利を維持してほしいという求めなどがあつた状況で、どのように考えるかといったことが差し当たり基本的な方向性を議論するうえでの必要な材料ではないかと考えています。

また、仮にファイアーウォール規制を大きく見直す場合であっても、情報の適切な管理であったり、利益相反管理、あるいは優越的地位の濫用の防止、当局のモニタリングの強化、これらについて実効的な方策を考えるべきではないかというようなことも指摘されています。

(2) 海外の投資運用業者等の受入れ等

ちょうど今日の午前中、衆議院で関連法案の質

疑があつて、衆議院では可決されたものの関連の資料です(49頁)。法案事項は、海外の投資運用業者の受け入れ、通常であれば登録制で日本に輸出してもらうのですけれども、海外で実績があるとか、あるいは主として海外の投資家を相手にしているとか、そういうことを考えると、国内の一般投資家も相手にするようなスキームよりは軽い規制でよいのではないかということで、届出制を創設するというような提案をしているという状況です。

それから、ファイアーウォールに関連して、外国法人顧客部分はあまり優越的地位の濫用の懸念というものないであろうからということで、これは先行して規制緩和したというものです。

4. 顧客本位の業務運営の原則

これは2年前の秋から議論して昨年の8月に報告書が出たものです(金融審議会市場ワーキング・グループ報告書(2020年8月5日))(51頁)。

少し時間が経ってしまっているものですが、何をやったかということ、顧客本位の業務運営の原則というものが2017年3月にできました。大体3年前後経過してきたので、そろそろ見直しを図ってはどうかということと、あともう一つが、高齢社会に対応して金融機関として何ができるのかというような議論をしてきました。

原則の見直しについて言えば、原則自体はあまり細かく書くべきものではないということもあって、そこのバランスを配慮しながら、ただ、最低限こういう目線は入れた方がいいのではないかと、これを厳選して審議会でも提言をしていただいたものです(52頁)。

一つが、例えばその時点でリスクをとりたくないか、とりたくないかといったようなその瞬間、瞬間で販売商品を考えるというのではなくて、「顧客のライフプラン」を踏まえるべきではないかとか、似たような効能を有するものは投資信託であったり保険であったり、比較可能なものがあるのでは

ないとか、あとは「フォローアップ」ということも大事じゃないとか、そういったことを提言しています。また、金融商品について、従前のもものでは顧客を特定した方がいいのではないかと、いうところまであったのですが、あまりそれが進んでいないということもあって、「想定顧客の公表」ということも書いたというものです。

それから、これがこの報告書の一番の肝であろうと思いますけれども、商品の特性であったりリスクであったり、あるいは比較しやすい要素を抽出したのとして「重要情報シート」というものを活用してはどうかということを提言しています。くしくもアメリカでも「Form CRS」という2枚程度の紙で端的に説明をすとか、欧州の「MiFID 2」で3枚ぐらいのものがあって、似たような時期に似たような発想でやっていたかなと思いましたが、アメリカのエッセンスを参考にして、例えば説明をするというだけで、やはり聞くだけではなかなか人間の頭の中にとどまらないこともあるのではないかと、顧客の側から金融機関に質問をする、会話をしてもらうというようなことにつながる質問例ということもこのシートの中に入れたということです。

高齢社会への対応ということで、私もいろいろな方々、金融機関を問わず、認知症の方の支援団体とか、そういう方々からもお話を聞いていると、判断能力が落ちてくると預金が凍結されていてなかなか大変だというような話が多かったかなと考えています。その中で例えば「金融ジェロントロジー」ということも言われていますけれども、金融機関だけではなかなか専門的な判断ができないということで、ほかの福祉関係機関との連携強化も大事ではないかというような指摘もあります。したがって、そういうところで業界として何かルールを作るということは難しいですけれども、ベストプラクティスを目指していくということで何か参考になるもの、知恵を集積できないかというようなことを提言したところです。

今年に入って、その代理人のところは、全銀協

からまとめたものを出していただいて、審議会のときにも議論が出ていましたけれども、例えば判断能力が落ちた方であっても、その方の医療費ですとか、あるいは施設に入っている場合にその施設に払い込むものなど、間に入る人の横領の危険がない・低い、あるいは無権代理のリスクの低いようなものについては、もうちょっと柔軟に扱ってもよいのではないかと、そういった提言がされたというふうに承知しています。

「重要情報シート」のサンプルを付けておりますので（54～56頁）、またご確認いただければと思います。

5. ソーシャルボンド

ソーシャルボンドについては、名前のおりソーシャルなプロジェクトの資金調達のために発行される債券です。既に国内でも幾つか発行されていて、バリアフリー対応であったり、医療機器の製造工場向けの資金調達であったり、あとは奨学金の財源として調達するといったような事例があります（58頁）。ただし、いろいろ関係者から聞いてみると、グリーンボンドの世界は環境省がガイドラインを2017年に作って、2020年に改定してということでガイドラインがあるけれども、ソーシャルのものにはないという話があって、ガイドラインを作ってくれないかというような要望も寄せられたところです。

そこで、金融庁の方で昨年12月にサステナブルファイナンス有識者会議を設置したのですが、その下に「ソーシャルボンドに関する検討会議（仮称）」というものも設置して、そのガイドライン作りについて現在も検討をしているところです。この下に置いたソーシャルボンド検討会議自体は、今年の3月から議論をして、今月、4月13日に2回目の議論をしたという状況です（59頁）。

これ（61頁）はグリーンボンドとソーシャルボンドとの関連性を簡単に図示したものです。当然、排他的なものではないので、重なり合う部分はサステナビリティボンドというふうに言われたりし

ています。

ソーシャルボンドを含む SDGs 債という括りで日本証券業協会が出していますけれども、国際的にもソーシャルボンドの比率が増えています(62頁)。内訳としては、コロナ対応というものが多分に入っていると理解しています。国内においてもソーシャルボンドの発行が増えていて、去年はグリーンボンドを上回ったという状況です(63頁)。

グリーンボンドと違うのが、グリーンボンドは民主導で発行されていますが、ソーシャルボンドは半分以上が財投機関債であります。また、社債という形であっても、その大部分が高速道路会社、昔の道路公団なので、ソーシャルという性質からそうなるのかもしれませんが、かなり公的主体あるいはそれに近いところが関与している例が多いのです(64頁)。しかし、ガイドラインではあくまで、もちろんこういう独立行政法人も排除はしませんけれども、民間の発行者にとってより活用しやすいというようなことを意識しながら議論をしています。

内訳としてどういうものがあるかという、少し説明が前後してしまいますけれども、グリーンボンドにしても、ソーシャルボンドにしても、ICMA という民間の国際団体があって、そこで簡単なプリンシプルが出ています。それをもう少し深掘りして、日本の発行体にとっても使い勝手がよいようにということを考えています。

その構成としては、調達資金の用途であったり、プロジェクトの評価・選定のプロセス、調達資金の管理、レポート、外部評価、こういった要素というのが国際的に示されていますので、それぞれの点について深掘りできればというふうに考えています(65頁)。

ICMA の原則では、例えば事業区分は、左(66頁)にあるような6つの区分があったり、あるいは対象となる人々は10の例示があります。それぞれが例示であって、これ以外は排除するものではないというふうになっていますけれども、何か

日本の発行体にとってこういう事例があると分かりやすいとか、あるいはあまり独自路線を行くと国際標準と離れてしまわないかとか、ソーシャルでないものをソーシャルのようにお化粧することにならないかとか、そういう懸念も示されていますので、うまくバランスをとっていきたいというふうに考えています。

私の方からはとりあえず以上とさせていただきます。また皆様方からの何かご意見等がありましたら、よろしく願いいたします。

どうもご清聴ありがとうございました。

~~~~~

#### 【討 論】

○川口 ご報告をありがとうございました。昨今の金融資本市場を巡る様々な課題について幅広くご報告いただきました。

それでは、質疑に移りたいと思いますが、まず、「取引所を巡る動き」、次に「非上場株式について」、そして3つ目はそれ以外という形で議論をできればと思います。

それではまず、取引所を巡る動きについてご意見、ご質問があれば、よろしく願いします。

#### 【総合取引所構想が動き出した背景】

○川口 それでは、私の方から質問ですけれども、総合取引所の構想は、今日ご報告がありましたように、かなり昔から議論をされてきました。2009年と2012年に法律の改正までなされているのですが、なかなかそれが進みませんでした。これについては、金融庁と経済産業省や農林水産省などとの省益争いとか、いろいろ言われているのですが、ここ最近になってこれが動き出した背景にはどのようなことが考えられるのでしょうか。

また、今日お話しになった石油についてはまだ統合が実現していないのですが、この辺はどのように考えればよろしいのでしょうか。

○太田原 恐らく十分なお答えができないのですけれども、もちろん金融の論理で考える人もいれば、エネルギー政策として考える方もおられるので、そういう思いの中でのいろいろな主張をぶつけながら、その時々でよかれと思うものを示しているということで、私も自分が担当する少し前のことなので、情報量としては皆様方とあまり変わらないと思いますけれども、特に規制改革会議で総合取引所の問題をかなり突っ込んでやろうとしたことが、近年の後押しにつながっていたかと思えます。

そういう意味で、よりハイレベルな判断というのが働いて、総合取引所の利便性というものが意識されてきたということではないかなというふうに考えております。

○川口 ありがとうございます。東京商品取引所はすでに日本取引所グループの傘下に入っているのですね。このことも大きいのでしょうか。

○太田原 因果関係としては、総合取引所を造ろうという方向性が出たので、じゃあ、その方法論として何があるかということで、TOB をかけて子会社化をすると。TOB も別に敵対的にやったわけではなくて、そうすることが望ましいという関係者の合意の下なので、大方針があって、それを実現する手段として子会社化したというのが現実起こったことではないかというふうに思えます。

#### 【PTS における非上場取引特権と新しい市場区分におけるコーポレートガバナンス】

○梅本 今日はとても興味深い内容が盛りだくさんのご報告で、どこで質問させて頂こうか考えていたのですが、差し当たり取引所のところについて質問させていただきます。

ご報告の資料の13頁から14頁に至るところで、取引所のシステム障害の話からPTSの話に移られました。当時は確かにメディア等でも、東証のシステム障害の際のサポートとしてPTSをもう少し充実させるべきではないかという見解が紹介されたり、与党政治家も同種の話をしていたという報

道を目にした記憶がございます。しかし、東証のシステムがダウンして、ご説明にあったように取引上限を1%に抑えられているようなPTSにそれが代替できるかという、私は、事件当時から、そんなものできかないじゃないかと疑問に思っております。

むしろ17頁にありますように、代替機能というのならPTSよりも、非上場取引特権を認められた他の取引所に期待すべきではないでしょうか。アメリカでもかつての大手のATSは、取引所としての資格を得たうえで、かなりな量の取引をニューヨーク証券取引所やNASDAQから奪っているという側面があると思われま。日本においてPTSに市場間競争をさせるというのは恐らく考えにくいことだと思うのです。

そうであれば、PTSに取引所の免許を与えるのか、あるいは地方取引所とPTSの合併みたいなのを特別に認めるような方向に行くのか、よく分からないですけれども、非上場取引特権を認めるといった形で、取引所間で競争させないことには、東証にシステム障害があった場合に、他の取引の場に代替機能を期待することは無理なのではないかという気がします。

PTSの議論をこれまで見てきますと、PTSをどうにか拡大させなきゃいけない、取引所に取引が集中している、という話がもう何年も続いていたと思うのです。個人的には、もしかして規制当局も政治家も、東京一極集中の方が規制しやすいと考えておられるのではないかと。失礼な話で恐縮ですけれども、幾つも取引の場があるよりも、東証一本で取引さる方が監督・規制は効率的なわけですね。

他方で、流通市場の市場間競争が本当にいいのかというの、こちらはこちらでよく分からない。アメリカを見ていて、平常時、ペイメント・フォー・オーダーフロー（payment for order flow）が支払われたりしているのを見ていると、いやあ、どうなんだろうなという気もしないではないと。

今回は流通市場の競争を本格的にやろうとして

おられる様子ですけれども、1つお尋ねしたい質問は、非上場取引特権についての金融庁のスタンスはどのようなものなのかというのをお聞かせいただければ幸いです。

○太田原 まず、幾つか要素はあったかと思いますが、現状で例えば上限が10%で代替市場にはなり得ないというようなご示唆もあったと思います。したがって、PTSをもっと促進しろというメディアは、全部はフォローできていないですけれども、政治家からもよくご指摘を受けますが、そういう場合は、上限も取っ払えと。特にオークションのところは全体で1%というのが恐らく小さ過ぎるということだろうと思いますので、PTSの促進を言う人は、ここの上限をもっと引き上げろということも主張としては出ております。

そうした中、ご質問とも関連しますけれども、非上場取引特権についてどうか。今の思考回路としては、全体としてどういう制度がいいかなということを考えていて、2つやる必要はないとは思っています。2つというのは、PTSのシェアを拡大するというのと、非上場取引特権(UTP)を認めるということ。

取引所になれば、非上場取引特権の方は取引所になることが前提ですから、その場合、PTSのシェアの拡大というのはそんなにやらなくてもいいかなと思いますし、逆にPTSのまま扱えるものが広がるのだったら、UTPの方は別にそんなにやらなくても、一応は関係者の量を拡大したいという思いは満たせるのかなということで、メディア等の方がどこまで頭の整理がされているか分かりませんが、私個人としては、今言ったようにどっちかかなと考えております。

これはまだ決め切れないところではありますけれども、シェアもあまり拡大し過ぎると、規制が緩い状態のまま、例えば売買審査などが甘いままシェアが広がるのがいいのかというと、そこはかなり慎重な考慮を責任者としては要するところです。ただ、現状、オークションのところは価格形成機能が強いという理由のようですけれども、ほ

かの売買注文も対当させるとか、マーケットメイク方式に比べると厳しめの数字になっていて、じゃあ、ここでいうオークション方式の個別銘柄10%以上又は全体1%以上と、この数字が合理的かというのは、そこはよく分からなくて、もしかしたら引き上げてもいいと。それは現状の世界を大きく変えずにある程度引き上げるということもあるのかもしれないなど。そのときには、やり方としては比較的やりやすいかなという思いがあります。

梅本先生がおっしゃるような非上場取引特権の方がもうちょっと難易度が高いかなと思っていて、上場審査しない人たちはフリーライダーにならないのかとか、じゃあ、コストを払えばいいのか、そこのコストはどうやって算定するのかとか、それこそ先ほども紹介しましたが、地方取引所との関係をどうするかとか、もっと詰めるべき点が増えるかなと思っていて、大変だからやりませんということを申し上げるつもりはないのですけれども、まだそこは決めかねているところであります。

途中でご指摘があった、もしかしたら東証一本の方が楽なのかどうかということについては、結論としては、別にそういうことは考えていなくて、シェアもありましたけれども、じゃあ東証が何%だったらいいいのか、PTSが何%だったらいのかという具体的な水準感を持っているものではありません。そこは自由競争で、その割合に増減があっても、特に口出しはしません。

ただ、これも突き詰めるともしかしたら矛盾をはらむのかもしれませんが、強いマーケット、取引所があることが国際競争の中でよいのか、あるいは市場間競争をしているのが国際金融センターを目指すうえでよいのか、そこは私自身もよく分かりませんし、なかなか解を見つけるのが難しいのではないかと思います。

考えても仕方がないので考えていないという、少し思考停止に陥っている部分もなくはないですけれども、いずれにせよ、だから何もやらないと

いうよりは、考えてみて変えられる部分は前向きに変えていければなというのが正直なところであります。

○梅本 どうもありがとうございます。

○行澤 本日は大変興味深いご報告をいただき、誠にありがとうございました。

質問としては2点あるのですが、一点は、今の論点との関係で、PTS を取引所化して非上場取引特権を与えるという方向は、既存の地方証券取引所に加えてまた新たな証券取引所を認めるということにつながると思うのですが、もしそれで市場間競争が高まるのであれば、もうとっくに地方証券取引所の存在感が高まっているはずだと思うのです。しかし、東京一極集中という現状は今まで変わってこなかったわけですね。ですから、取引所を新しく認めて非上場取引特権を認めるというやり方が本当に合理的なのかなという気がします。

もちろん、システム障害に備えて、日本取引所グループのシステムを代替させるという点では、あるいは意味があるのかもしれませんが、ちょっと私は疑問に思いまして、やはり何らかの形で市場間競争を促進するというのであれば、微温的かもしれませんが、やはり現状の PTS のシェアをもう少し広げる方がいいのではないかなと思っているのですが、その点お聞きしたいということでもあります。

もう一点が、資料の5頁、市場をプライム、スタンダード、グロースに分けて考えるということで、資産規模といたしますか、それが中心になるというのはそうなのだけれども、それ以外に、ガバナンスの基準を適用してプライム市場とかスタンダード市場に区分けするとしています。必ずしも大きいからプライムにする、流動性が高いからプライムにするというわけでもないのだというお話ですが、そこで気になったのが、「一段高いコーポレートガバナンス・コードを適用」するとか、「コーポレートガバナンス・コードの全原則を適用」するとなっているところです。

現状、コーポレートガバナンス・コードというのはコンプライ・オア・エクスプレインのやり方になっていまして、遵守しなさい、さもなければ不遵守の説明をしなさいとなっているのですが、この一段高いコーポレートガバナンス・コードというのは結局どういうことなのか。

要するに、コンプライ・オア・エクスプレインではなくて、プライム市場に行きたければこういうガバナンスを備えなさいという、そういう命令的といいますかルールベースなものになっていくのか。それとも、現状のガバナンスコードを用いながらクラス分けするとか、プライム市場に行く場合は特にこういうガバナンスコードを守ってくださいというふうに、二段階と言ったらいいのでしょうか、そういう規制の在り方にしていくのか。その辺のことを教えていただきたいと思います。

○太田原 1点目の、PTS のシェアを拡大する方なのか、取引所にして非上場取引特権を認めるのかは、先ほども申し上げたように、特に決め切れているわけではなくて、様々検討している中です。ただ、PTS を取引所と認めてというだけではなくて、第三のといいますか、別の発想としては、そもそも PTS じゃないところから新たな取引所ができるということもあって、それは現に報道などを見ていると、SBI グループがそういうことをやろうとしているということでもあります。

先ほどの梅本先生とのやりとりの中でも申し上げましたが、別に我々、東証だけがそうあってほしいわけではなくて、そこは自由競争の世界ですから、取引所を造りたいという人がいれば、基準を満たせば、それはどうぞやってくださいということになります。現にそういう動きもあるので、何らか取引所間の競争が活性化すること自体は、ぜひやっていただきたいというふうに考えています。

それで、先ほどあまり関連を付けて申し上げられなかったかもしれませんが、最良執行方針の見直しの議論をしているときには、現に価格帯の幅、ティックサイズと言ったりしますが、テ

ックサイズが今 PTS と東証とでずれがあって、PTS の方が細かいので、そこで彼らの価格競争力がありますと。したがって、個人向けを念頭に置いていますけれども、最良執行を今よりももうちょっと価格重視にすれば、現状でも多少なりとも PTS の側に流れるものが増えるのではないかとこのうふうにも考えているところでもあります。

あとは、危機のときだけにそこに頼るとするのは、多分現実的でないと思うので、ふだんからある程度の取引をこなしていないといけない。次に何年後に発生するのか、そういうことを予期しては本当はいけないのでしょうか、経験則的にはそういうことは起こり得るので、次いつ来るか分からない。来たときに、じゃあ、ふだん使っていないところをみんなが使おうと思うかというところは、それに期待するのはさらに確率が低くなるので、やはりふだんから使われ得る市場ということでないといけないなあとこのうふうには思います。

次が、プライム市場とガバナンス基準との関係ですが、少し時点のずれがあって、この絵（5頁）を作ったとき、あるいは審議会でも市場区分の議論をしたときというのは2019年12月です。当時からすると、恐らくコーポレートガバナンス・コードというのは、2015年にできて、18年に改定して、大体3年周期で変わるのではないかとこのうふうで予測をしていて、スチュワードシップ・コードも大体3年周期でやっているの、したがって、またコーポレートガバナンス・コードが変わるであろう、ただどう変わるかは分からないと、そういう時点で書いたものです。

それで、「一段高い」というそこでの意味は、当時の考えとしては、コーポレートガバナンス・コードの中にも、先ほど行澤先生がおっしゃった後者の方になると思いますが、プライム市場に上場する企業ならば、さらにもう一段このうふうのことをやってもらった方がいいのではないかとこのうふうで、そういう書き分けを念頭に置いていたことがこのうふうで表現につながっております。

したがって、何かルールにしようとかということではなくて、あくまでコード、プリンシプルベースというその性格付けを変えようとしていたわけではないですし、それは今でも、コンプライ・オア・エクスプレインの世界であるという整理をしております。

○行澤 ありがとうございます。

#### 【新しい市場区分と会計基準】

○片木 本日はご報告ありがとうございました。

直接には言及のなかったことについての質問にはなるのですが、ご存じのように、現在上場会社が財務報告をするために採用することのできる会計基準につきましては、国内会計基準、国際会計基準(IFRS)、そして少なくともはなってきたけれども米国会計基準と。制度的には修正国際基準もありますけれども、これは今は使っていないと思いますので、実質3種類があって、それが、特に国際会計基準と国内会計基準については、適用可能な企業については選択的になっていて混在しているという状況かと思えます。

国内の会社に対しまして異なる会計基準を選択適用することを認めているのは、国際会計基準委員会のホームページで確認する限りでは、主要国ではあとスイスぐらいしかないのではないかとこのうふうで思われます。

今回のプライム市場におきましては、恐らく、現在国際会計基準を採用している会社のほとんどは、まずプライム市場に移るのだらうと思うのですね。現在の連結財務諸表規則が定めているような国際会計基準が使える会社というのは、恐らくプライム市場の会社であれば、ほぼほぼこれに対応できる会社ではないかと思えます。あるいは、既得権益でプライム市場に残る会社にはちょっと負担が強いのかもしれません。プライム市場の国際的な意味での財政収益状況の比較可能性あるいは透明性を高めるために、プライム市場に限定しては、もうこれはIFRSに統一するというふうな議論というのはあるのでしょうかということが質

問です。

このときには、国内会計基準の設定主体は、プライム以外のスタンダード、グロース市場の会社における会計基準とか個別会計基準というのを議論することにはなるのですが、これ自体は、現在 EU 加盟諸国の会計基準の設定主体がこういう立場になっているかと思うのですが、このような議論というのは現在ある程度なされているのかどうかというところが質問でございます。

以上です。

○太田原 最初に、私の市場課ではあまり会計の話をしていなくて、となりの企業開示課というところが主にやっているの、あまり会計そのものの話はできないということはお断りさせていただきたいと思います。

そのうえでですけれども、プライムはどういう市場であるべきかという議論をしたときは、おっしゃるような要素を入れるべきではないか、すなわち IFRS の採用とか、あと、グローバルに活躍する企業のための市場ということで英文開示を義務付けるべきではないかとか、そういった幾つかの要素はありました。しかし、市場区分についての、どういうガバナンスであるべきかというようなところの議論を詰めていくというところで、そこまで細かいといえますか、具体的な例示、条件を追加するということに対しては、少なくとも金融庁で議論をしたときには、多数意見にはならなかったところでございます。

やるならば、コーポレートガバナンス・コードであったり、あるいは東証の、今回パブリックコメントを何段階かに分けてやっていますけれども、上場基準の方で求めるべきものとしてそういうものが入ることはあり得るのだろうなどは考えていました。我々の方からは、これはプライムの経過規定を入れたことともセットですが、必ずしもグローバル性というのが不可欠な要件になっているわけではないものですから、そこはプライムイコール IFRS ということは1対1対応にはならなかったという、そこが私のフォローできている範囲

での議論ですね。

○片木 ありがとうございます。

#### 【SPAC について】

○川口 せっかくの機会ですから、いろいろと幅広く議論したいと思いますので、2の方に移らせていただきます。時間があれば、また1に戻っていただいても結構です。

それでは、2の非上場株式会社についてのご質問、ご意見があれば、よろしくお願いたします。

○前田 ご報告の中で、特に資料 31 頁以下の SPAC についてのお話を興味深くお伺いいたしました。

この SPAC に投資をする者は、投資の時点では、SPAC がこれからどのような企業を買収するかについて何も分からないままに、SPAC 組成者の目利き力だけを見込んで投資をすることになるのでしょうか、それとも、SPAC が買収を予定する会社を知らされたうえで投資をすることになるのでしょうか。

○太田原 私もこの何か月かで勉強しているものではありますけれども、今のご質問に対しては、その真ん中ぐらいのようでありまして、全く組成者だけをメルクマールに金を出してくれということではなくて、例えばバイオ系の企業を考えると、リアルテック系であるとか、ある程度ジャンルは示していることが多いようです。だから、白紙委任状ではないですけれども、ではこの会社というふうに決まっているかということ、そうではないと。したがって、ご質問の中間ぐらいが多いというふうに承知しております。

○前田 この SPAC の組成・上場のときから買収先の公表のときまで、一般的にはおおよそどれぐらいの期間が想定されているものなのでしょうか。

○太田原 アメリカの例では、厳密には3年間ということになっているようですが、運用上は2年間で合併の成否が決まっていくようです。2年たっても買収先を見つけられない場合には、預か

っていたものは信託で一応保全しているということではありますけれども、それはその資金の出し手に返すことになっているようです。したがって、実態面としては2年というふうにお考えいただければよいかなと思います。

○前田 分かりました。どうもありがとうございます。

○川口 また、機会を見つけて、研究会でこの問題を研究してもよいかなと思いますね。つづけて、ご質問をお願いします。

#### 【株式投資型クラウドファンディングについて】

○洲崎 株式投資型クラウドファンディングについて質問させていただきたいと思います。

株式投資型クラウドファンディングで新株発行する場合でも、会社法の規律は普通に適用されると思うのですが、ベンチャー企業ということだと、もともとは非公開会社、すなわち株式の全部に譲渡制限を付けている会社も多いと思います。そのような会社がクラウドファンディングをするときには、公開会社になってからクラウドファンディングを行うのか、非公開会社のままクラウドファンディングを行うこともあるのか、もしそのあたりのデータをお持ちであれば、それをお教えいただければと思います。これが第1です。

第2は、資料の23頁でご説明いただいたところかと思うのですが、現在はベンチャーキャピタルと個人投資家の区別がないので、同時に新株発行をすると、ベンチャーキャピタルも50万円の制限がかかってしまうということであったかと思います。通算期間が6か月なので、6か月待ってからベンチャーキャピタルから大量の資金を得るというのであれば、現状でもできるというふうに理解していいのか。ただ、6か月待ってもらうのは大変なので、3か月に短縮したい、あるいは論点①、②のように、ベンチャーキャピタルは別扱いにしてもらいたいという議論になっているのかというのが第2の質問です。

第3は、株式投資型クラウドファンディングで

個人投資家から資金を得た場合、その個人投資家は株主になるので、その会社がある後に追加的に資金調達をするのに、株主割当てで新株発行をするという場合には、会社法の世界だけで資金調達ができるということになって、クラウドファンディングを扱う業者を通さなくてもよくなるのか。つまり、いきなり会社が株主割当てで株式を発行しますから払い込んでくださいよということができるようになるのか。

そこで気になるのは、株主割当てで資金調達をする場合、株式価値を下回る価格を払込金額として定めると、払い込まないと自分の持株の価値が下がってしまうという水割り効果が生じるので、事実上払込みを強制する効果が出てしまうという点です。

以前、ライツ・オフリングを見直そうということで上場会社でも一時期ライツ・オフリングが何度か行われたことがありましたが、そのときにも公募では資金を集められないような会社がライツ・オフリングで株主から無理に資金を集めるという事態が生じて、その後ライツ・オフリングがほとんど行われなくなってしまったということがあったと思うのですが、非上場のベンチャー企業であっても、同じように株主割当てで新株発行をすることは会社法上可能だと思います。その場合には会社と株主の間だけで新株発行が完了してしまい、クラウドファンディング業者がかかわらないし、クラウドファンディングに関する金商法上の規制もかかってこないと考えてよいか。これが第3の質問です。

○太田原 全体的に実態を確認しないとよく分からないというのが現時点で、特に会社法との関係で言えば、それはちょっとよく分からないですね。

1点目、我々は上場しているかどうかという目線で切ってしまうことが多いので、会社法上、譲渡制限がありやなしやという、そういう意味での公開会社かどうかということについて言えば、譲渡制限を外しているのかどうかとか、それは少し

確認しないと分からないです。

それで、ご指摘いただいた6か月待つ云々ということについて、そういう面もありますが、業界団体、あるいはクラウドファンディング業者であったり経済団体から言われているのは、一番大きいのは①発行可能額（1億円未満）の算定方法の見直し（23頁）ですね。そこが合わせて1億円になってしまうというのがもう何件も出てきているので、そこはクラウドファンディング分だけでカウントしてくださいよという、そういう要望があって、それは我々もいいのではないのかなというふうに思っています。

6か月から3か月のところは、アメリカでも90日、約3か月ですね。アメリカでもこの少人数私募の算定方法を見直すというような動きもあるので、日本でも平仄をとって直そうかという、そういう発想です。

50万円のところも、プロは別に50万円でなくても当然よいとは思いますが、幾つか見直す点はあるのですけれども、一番実態面でも制約が出ているのが①かなというふうに思います。

最後が、株主割当てで強制効果があるのか、ないのかとか、それが現状どういう問題を生じさせているのかというのは、少し我々が聞いた中ではそういう論点は伺えていなかったもので、また機会を捉まえて、どういう問題があるのか、本日のご指摘を踏まえてこちらも勉強させていただきたいと思えます。

○洲崎 このデータは、クラウドファンディング業者を通じて得られたものかなと思いますので、もし業者を通さずに会社と株主の間で株主割当てで新株発行しているということがあったとしても、データとしては出てこないかなという気はするのですね。

会社に資金を提供してくれる小規模投資家の存在が分かったので、会社がそれを悪用するというようなことがあるのかどうかは全く分かりません。ただ、クラウドファンディングというものがなかったならば、会社が全国に散らばっている株主か

ら資金を得るといってもなかったわけで、そのような投資家の存在を知ったがゆえに、悪用されるおそれも出てくるかもしれないという懸念をちょっと持ったという次第です。

クラウドファンディングの法整備がなされたときには、実際にはほとんど利用されないのではないかとも思っていたのですが、22ページのデータを見ますと多少増えてきているようではありますので、先ほど私が第3の点として申し上げたような問題も将来出てくるかもしれないということで、質問をさせていただきました。

どうもありがとうございます。

○太田原 おっしゃる様に将来に向けては、そういう追い銭といいますか、出さないとあなたの持分価値が下がりますよと言って出させるようなものが仮に横行すると、動きとしては目立つのでしょうか。恐らく現状、そこまで盛り上がるほど使われておらず、トータルで231件なので、50万円払った人に対して追加で出してくださいという例が何件あるのかちょっと把握できていないのですけれども、ただ、そういう投資家は、通常の会社法で想定しているような株主とは少し違うような気がするので、追加で出してくださいと言われて、おいそれと出す人があまりいるようには思えないかなとは思っています。

それが現状ですけれども、ただ、制度として先生がおっしゃるような使われ方をしたらどうするのだという、そういう頭の体操はしなければならないなど、今日は少し気づきを与えていただきました。

○川口 ありがとうございます。

片木先生からチャットが入ってしまして、譲渡制限が付されているものがあるというコメントが入っております。

ほかはいかがでしょうか。

それでは、3以降のものでご質問、ご議論をいただければと思います。よろしくお願ひします。

【ソーシャルボンドについて】

○齊藤 最後にご紹介いただきましたソーシャルボンドの動きについて2点質問させていただきたいと思います。

ソーシャルボンドの原則を策定するという動きは、金融庁がイニシアチブをとったというよりも、ソーシャルボンドの原則がないので作ってほしいというニーズに合わせての動きとご説明いただきました。

グリーンボンドについては環境省がイニシアチブをとっておられて、ソーシャルボンドについては金融庁の担当であると理解したのですが、少しレベル感が違うといえますか、例えばグリーンボンドが環境省だったら、ソーシャルボンドは様々な分野を対象としますので、教育関連でしたら文科省ですし、防災だったら国土交通省ですしということになりそうで、現在の役割分担は、何かこう、少しちぐはぐな感じを受けました。

ですので、金融庁が一旦このようなプロジェクトに関与された以上は、グリーンボンドの方も金融庁の方で引き取って、その上で各関連する分野の省庁等と提携しながらルール作りをしていくというような考え方もあるように思うのですが、そのような方向性というのは現実的でしょうか。でないと、ちぐはぐな縦割りにになってしまうのではないかと思いますので。

2つ目ですが、この種の資金調達というのは、近年の企業の社会的責任の潮流の中に位置づけられ得るもので、昔は社会的責任といいますが株主利益対ステークホルダー利益のような形で議論されていましたが、近年は、政府では解決できない社会的課題を民間組織を使って解決していこうというような流れがあり、この種の資金調達もそのような動きの中に位置づけられます。

ICMA の原則をご紹介いただきまして、ICMA がこの種の資金調達の目的となりうるような事業区分や対象となる人々について整理しているとお教えいただきました。しかしながら、先ほどのような流れで考えていきますと、解決すべき社会的課題というのは、国際的な標準があるから、それを

そのまま受け入れればよいという問題ではなくて、日本目線で、日本として解決しなければいけない社会的課題があるわけなので、事業区分や対象となる人々につきましても、改めて我が国の視点から何を解決していかなければいけないかということを見ていく必要があるのではないかと考えられるわけです。

そのような社会的課題とは、グローバルな課題とともにドメスティックやローカルな課題もありまして、この種のボンドというのは、グローバルに資金調達するという側面もありますが、特定の地域の社会問題を解決するためのものとして、うちのコミュニティの問題だったら、私もそのボンドを買うわという人も出てくるように思います。課題のレベルもさまざまです。こういうものを発行するためには、軽い手続といえますか、地域で問題を解決するためにもこのような仕組みを簡易に利用できるような目線も必要ではないかと思われたのですが、その点につきましていかがでしょうか。

○太田原 齊藤先生から非常に重要なご指摘をいただきました。本来、本編でちゃんと説明すべきだったと思いますが、せっかくなので、今の考え方を紹介したいと思います。

まずは、ちぐはぐな縦割りにならないかというご指摘で、そうならないということは我々も強く意識しています。したがって、まずグリーンボンドのガイドラインとの平仄というのはしっかり取らないといけないと思っていて、オブザーバーにも環境省は入ってもらっています。我々がガイドラインを作るときにも、グリーンボンドのガイドラインもきちんと勉強したうえでやっています。

それだけではなくて、まさにこの絵(61頁)にありますように重なり合う部分もありますし、重ならないまでも、両方発行しようとする人もいると思われるので、グリーンボンドとソーシャルボンドとで整合性がとれていないと、それは全く実効性がなくなってしまいますから、したがって、

ICMAのプリンシプルとの整合性ということ、グリーンボンドのガイドラインとの整合性ということ、これは強く意識して、金融庁が事務局を務めているのですが、我々も認識していますし、検討会議の場でもそれは結構口酸っぱく、我々が言わないまでも、委員の方からもそういう指摘はいただいております。

そのうえで、齊藤先生のおっしゃることは非常に分かるところで、テーマ別に見たら、金融庁というよりは国交省や厚労省、文科省、そういうところがやるべきで、もし金融庁がやるのだったらグリーンもやれというようなお話かと思います。

そういう自覚も持っていて、今回、グリーンよりもソーシャルボンドの方が難易度が高いとあって、グリーンボンドの場合には、CO<sub>2</sub>の削減だとか、その尺度は割とまだ焦点を当てやすいかなど。ただ、ソーシャルボンドになると、病院を増やすのと学校を増やすのとをどれくらいやって、どういうふうに効果を測っていくのか。CO<sub>2</sub>だったら排出量をどれだけ削減したかという、そういう目線は曲がりなりにもあると思うのですが、ソーシャルは非常に難しい。

したがって、今回やろうとしていることは、グリーンボンドの中にもいわゆる KPI（効果測定指標）というものを織り込んで作っているのですが、ソーシャルボンドは、難易度が高いところと文章編とは切り離そうというふうに考えていまして、したがって、金融庁が音頭をとって、ちゃんと汗をかいて、手を動かして、文章編のガイドラインを作るところはやろうと思っています。その後、別に逃げるわけではなくて、関与しようと思っているのですけれども、恐らく齊藤先生がおっしゃるように、具体的な分野の事業を持っている各省庁を関与させないといけないかなというふうに考えています。

そういうことを見据えて、内閣官房も入れています。なぜ入れているかということ、第2段階以降、各省庁のコーディネートをするための中核的存在であるため、内閣官房も今の段階から関与させて、

第2段階からちゃんとやってねというような話を今のうちからしているところでもあります。

次に、日本目線でというようなお話で、それが本当に大事な論点で、ソーシャルボンドは欧州でも発行されたりしていますけれども、結構目線が、本当に困った人たち、あるいはアフリカでの通信インフラの整備だとか、貧困層向けのプロジェクトであったりとか、そういう目線で語られることが多い。それに尽きるものではないのですけれども、おっしゃるように、そういう対象を念頭に置きながら議論していることと、日本でももちろん貧困問題はあるとは思いますが、多分ウエートはかなり違って、ほかにも高齢化だとか、地域の限界集落対応だとか、地方創生も入るとは思いますけれども、日本固有だけじゃやっぱり社会的課題だよと、世界に向けてそう発信しても問題ないものがあるのではないかと、そういうものを例示するというようなプロセスがあり得るのではないかと考えています。

それで、軽い手続というご発言もありましたけれども、今、ガイドラインがない中でも発行はできるのです。それはどうやっているかという、外部の格付機関とか評価機関にお願いして、コストを払ってそういう認証を得ているのですが、まさにガイドラインがあれば、一々そういう外部評価を得なくても、これはグローバルにソーシャルボンドとして認定して差し支えないということ、役所も関与したようなものに準拠して説明責任を軽くしてあげれば、そのコストも低減することに役立つのではないかと。そういう問題意識を持ちながらやっているという状況です。

#### 【再び株式投資型クラウドファンディングについて】

○川口　もう少し時間がありますので、どこからでも結構ですので、ご質問、ご意見はいかがでしょうか。

それでは、先ほど洲崎先生がおっしゃった株式投資型クラウドファンディングのところですね。

ども、この研究会でも洲崎先生にご報告いただいて検討したことがあります（「平成 26 年金融商品取引法改正（2）－投資型クラウドファンディング・新たな非上場株式の取引制度」（2015年9月25日）。そのときに、先ほどもありましたように、本当にこれが使われるのだろうかという話が出ていました。本日のご報告で利用件数が出ていましたが、この件数、太田原課長から見て、これはかなり少ないという印象でしょうか。

利用件数が少ないというのであれば、発行者や投資者にとってインセンティブがないのではないかというふうにも思います。あるいは、利用件数が少ないのは、何か制度に欠陥があり、それを直せば使えるようになるというようなものなのでしょうか。

○太田原 多いか少ないかは、多分に主観になってくるので、そのコメントは控えようと思います。

ただ、使いたいけれど使い勝手がよろしくないということに対しては、改善できるものなのかどうか、改善できそうであれば手を貸してあげるといふ、そういうことはやろうと思っています。合算要件のところはまさにそういうところで、今、全部合わせて1億円と言っているところをクラウドファンディングだけにしても、保護法益といえますか、立法趣旨には反しないだろうと思えるものは直しましょうと。

他方、一般投資家の上限 50 万円というのも、未来永劫 50 万円で固定するののかどうかまでは特に申し上げませんが、現状では、これが一般の方から見てこなれた商品としてやっていけるかどうかというにはまだちょっと自信がないというところで、そこは留保しつつ、その使い勝手についてファインチューニングしていくことを考えています。もちろん、全部が全部ファインチューニングだけではなくて、根本から見直すべき話がある場面もありますけれども、株式投資型クラウドファンディングについて言えば、まだその土台をがらっと変えるほど事例も積み上がって

ない。積み上がっていないからもっとやれという発想もなくはないですけども、もうちょっと使い勝手の改良を図りながら様子を見るという、そんなフェーズかなというふうには考えております。

○川口 洲崎先生、何かコメントはありますか。

○洲崎 私が報告したのはたしか 2016 年で、法整備がなされたすぐ後だったかと思いますが、報告の時点では4件ぐらいしか例がなく、あまり使われないのではないかと予想していました。そのときの状況から比較すると、使われるようになってきているのかなとは思いますが。ただ、全体として見ると、大きなうねりになっているとまでは言えず、まさに篤志家というのですか、富裕層で新興企業をちょっと応援してあげたいと思うような人向けにクラウドファンディングをやって資金を集めているという状況なのかなとも想像はしております。

その後の状況を教えていただいて、大変非常にありがたかったです。どうもありがとうございました。

○川口 それでは、時間になりましたけれども、よろしいでしょうか。

本日は、金融・資本市場におけるいろいろな課題について貴重な情報を教えていただきまして、ありがとうございました。我々はその課題を共有することができたかと思います。

太田原課長には、お忙しい中、ご報告いただきまして、ありがとうございました。

○太田原 こちらこそ、いろいろ先生方からご指摘いただきまして、気づきを与えていただきましてありがとうございました。またご指導をよろしくお願いいたします。

○川口 次回以降は、顧客本位の業務運営の原則について、2回にわたり検討したいと思います。

# 日本取引所グループ金融商品取引法研究会 説明資料

（金融・資本市場における金融庁の取組み（2020年7月以降））

令和3年4月  
金融庁

## ご説明項目

### 1. 取引所を巡る動き

- (1) 総合取引所
- (2) 東証の市場区分の見直し
- (3) 東証のシステム障害
- (4) 取引所とPTS(私設取引システム)
- (5) 金融審議会「最良執行のあり方等に関するタスクフォース」

### 2. 非上場株式(スタートアップ支援)

- (1) 非上場企業への資本性資金の流れ
- (2) 株式投資型クラウドファンディング
- (3) 特定投資家制度
- (4) 株主コミュニティ制度
- (5) 東証「ベンチャーファンド市場」
- (6) SPAC(特別買収目的会社)

### 3. 資本市場の魅力向上

- (1) ファイアーウォール規制(金融商品取引業者と銀行との顧客情報の共有のあり方)
- (2) 海外の投資運用業者等の受入れ等

### 4. 顧客本位の業務運営の原則

### 5. ソーシャルボンド

# 1. 取引所を巡る動き

2

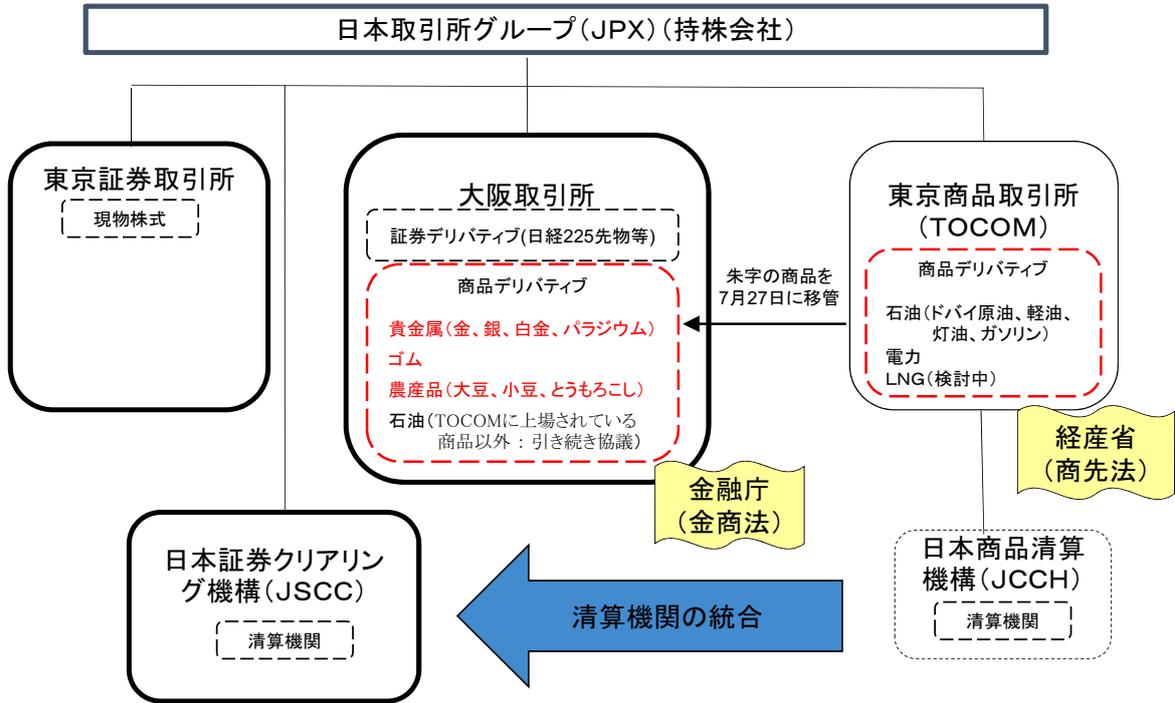
## 1. (1) 総合取引所(主な経緯)

| 日付          | 概要                                                                                                                                                                                               |
|-------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2007年6月19日  | 「経済財政改革の基本方針2007～「美しい国」へのシナリオ～」 閣議決定                                                                                                                                                             |
| 2010年6月18日  | 「新成長戦略」 閣議決定                                                                                                                                                                                     |
| 同年10月28日    | 「総合的な取引所検討チームの発足について」 公表                                                                                                                                                                         |
| 2011年11月22日 | 東京証券取引所グループと大阪証券取引所の経営統合に関する合意について                                                                                                                                                               |
| 2012年2月24日  | 「総合的な取引所検討チーム取りまとめ(金融庁・農水省・経産省)」 公表                                                                                                                                                              |
| 同年7月31日     | 「日本再生戦略」について                                                                                                                                                                                     |
| 同年9月12日     | 「金融商品取引法等の一部を改正する法律」 公布(平成26年3月11日施行)                                                                                                                                                            |
| 2014年6月24日  | 「『日本再興戦略』改訂2014」 閣議決定                                                                                                                                                                            |
| 2015年6月30日  | 「『日本再興戦略』改訂2015」 閣議決定                                                                                                                                                                            |
| 2016年6月2日   | 「『日本再興戦略』改訂2016」 閣議決定                                                                                                                                                                            |
| 2017年6月9日   | 「『日本再興戦略』改訂2017」 閣議決定                                                                                                                                                                            |
| 2018年6月15日  | 「『日本再興戦略』改訂2018」 閣議決定                                                                                                                                                                            |
| 同年11月8日     | 総合取引所を実現するための提言(規制改革推進会議)                                                                                                                                                                        |
| 同年11月19日    | 規制改革推進に関する第4次答申<br><small>総合取引所を2020年度中の可能な限り早期に実現できるよう、今年度末を目途に目指すべき方向性について議論を尽くす。金融庁、経済産業省等において、関係者との協議を行う。</small>                                                                            |
| 2019年3月28日  | <b>JPXと東京商品取引所(TOCOM)が経営統合に関する基本合意を公表</b>                                                                                                                                                        |
| 2019年6月6日   | 規制改革推進に関する第5次答申<br><small>・ TOCOMでの上場を目指すこととされている電力・LNGについては、電力の供給上場の期間内、大阪取引所への移管とを比較検証の上、その実現のために必要な措置を講じる。<br/> ・ TOCOMから当該移管しないこととした石油・石炭の取引については、移管の時期について、金融庁、経済産業省において関係者との協議を行う。</small> |
| 2019年6月21日  | 成長戦略フォローアップ 閣議決定                                                                                                                                                                                 |
| 同年8月1日      | <b>JPXがTOCOM株式会社に対するTOB開始</b> ※9月24日TOB成立                                                                                                                                                        |
| 同年10月1日     | <b>JPXがTOCOMを子会社化</b><br><small>・ 9月25日にJPXが97.15%の議決権を取得し、10月1日付で連結子会社となることを公表。12月1日までのTOCOMの完全子会社化を予定。</small>                                                                                 |
| 2020年7月27日  | <b>総合取引所(大阪取引所における商品先物の取引)が開始</b>                                                                                                                                                                |

3

25

1. (1) 総合取引所 (2020年7月27日以降)



4

1. (2) 東証の市場区分の見直し  
 金融審議会市場ワーキング・グループ 市場構造専門グループ報告書の概要（2019年12月27日）  
 - 令和時代における企業と投資家のための新たな市場に向けて -

東京証券取引所の市場構造について、①上場会社やベンチャー企業の持続的な成長と企業価値の向上を促し、②内外の投資家にとって魅力あふれる市場となるよう、見直しを行う。

**現状の市場構造を巡る課題**

- 東京証券取引所に5つある各市場区分のコンセプトが曖昧
- 上場企業の持続的な企業価値向上に向けた動機づけに乏しい
- 「TOPIX（東証株価指数）= 市場第一部」となっており、投資対象としての機能性を備えていない

**3つの市場区分に再編（企業は適切と考える市場区分を選択可）**

- 各市場のコンセプトを明確化
- 上場企業やベンチャー企業の持続的な成長と、企業価値の向上を促すメカニズムの強化

**プライム市場**

- 高い時価総額・流動性、より高いガバナンスを備え、投資家との建設的な対話を企業価値向上の中心に据える企業が上場
- 新たに上場する企業は、流通時価総額等の上場・退出基準を厳格化。
- ただし、ネット系企業等のビジネスモデルによっては、直近赤字でも加重した条件で上場可。
- 一段高いコーポレートガバナンス・コードを適用。
- ※ 既存の市場第一部上場企業は、選択により引き続き上場が可能。

**スタンダード市場**

- 一定の時価総額・流動性、基本的なガバナンスを備えた企業が上場
- コーポレートガバナンス・コードの全原則を適用

**グロス市場**

- 高い成長可能性を有する一方、相対的にリスクが高い企業が上場
- 時価総額に係る上場基準を維持（ベンチャー企業の育成に資する市場）

**TOPIXの見直し**

- 市場区分とTOPIXの範囲を切り離す
- 現在のTOPIXとの連続性も考慮しつつ、より流動性を重視して選定

5

1. (2)東証の市場区分の見直し  
(第一次制度改革事項(2020年7月29日))

**資本市場を通じた資金供給機能向上のための上場制度の見直し**

(市場区分再編に係る「第一次」制度改革事項)



- 新型コロナウイルス感染症の拡大が、企業活動・企業業績に多大な影響を与える中、我が国経済の早期回復及び持続的成長に向けて、市場の健全性を強化しつつ、資金供給機能の向上を図ることが喫緊の課題
- 市場区分再編を見据えて新規上場基準等を改正し、新規上場の円滑化・上場後の中長期的な企業価値向上の促進を図るほか、財務状況に不安を抱える上場企業の資本政策・経営戦略の柔軟性向上のため、上場廃止基準等を見直し

| 新規上場基準等                    |                                                                                                                                                                                                                                           | 上場廃止基準等                                                                                                                                                                                                                                                |    |    |               |                    |               |                                              |
|----------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|----|---------------|--------------------|---------------|----------------------------------------------|
| 市場区分                       | 改正内容(※1、2)                                                                                                                                                                                                                                | <b>■ 債務超過基準の見直し</b><br>✓ 改善計画に係る開示制度の新設による早期改善の促進<br>✓ 以下の類型に該当する場合は上場廃止又は指定替えの対象外とし、資本政策・経営戦略の柔軟性を向上                                                                                                                                                  |    |    |               |                    |               |                                              |
| 市場第一部                      | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 一部指定・市場変更に係る流動性基準の共通化による中長期的な企業価値向上の促進(時価総額250億円、流通株式時価総額100億円、株主数800人等)</li> <li>● 赤字上場の緩和(売上高100億円以上かつ時価総額1,000億円以上の赤字企業を含め、短期的な業績動向によらず、実質的な収益基盤や開示状況を確認)(※3)</li> </ul>                      | <table border="1"> <thead> <tr> <th>類型</th> <th>基準</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>投資者による相応の市場評価</td> <td>● 時価総額1,000億円以上の場合</td> </tr> <tr> <td>確実な債務超過の解消見込み</td> <td>● 法的整理・私的整理、地域経済活性化支援機構の再生支援により債務超過解消を計画する場合</td> </tr> </tbody> </table> | 類型 | 基準 | 投資者による相応の市場評価 | ● 時価総額1,000億円以上の場合 | 確実な債務超過の解消見込み | ● 法的整理・私的整理、地域経済活性化支援機構の再生支援により債務超過解消を計画する場合 |
| 類型                         | 基準                                                                                                                                                                                                                                        |                                                                                                                                                                                                                                                        |    |    |               |                    |               |                                              |
| 投資者による相応の市場評価              | ● 時価総額1,000億円以上の場合                                                                                                                                                                                                                        |                                                                                                                                                                                                                                                        |    |    |               |                    |               |                                              |
| 確実な債務超過の解消見込み              | ● 法的整理・私的整理、地域経済活性化支援機構の再生支援により債務超過解消を計画する場合                                                                                                                                                                                              |                                                                                                                                                                                                                                                        |    |    |               |                    |               |                                              |
| マザーズ                       | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 流動性基準の緩和による新規上場の裾野拡大(上場廃止基準と統一)</li> <li>● 事業計画に係る開示制度の拡充による投資者の信頼性向上</li> </ul>                                                                                                                 | <b>■ 上場会社の新株発行に係る提出書類の削減</b><br>✓ 有価証券変更上場申請書等の提出事務の廃止                                                                                                                                                                                                 |    |    |               |                    |               |                                              |
| 本則市場(市場第二部) / JASDAQスタンダード | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 基準統一による新規上場の予見可能性向上                             <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 本則市場(市場第二部)：流動性基準等の緩和による新規上場の裾野拡大</li> <li>➢ JASDAQスタンダード：ガバナンスコード適用による投資者の信頼性向上</li> </ul> </li> </ul> | <b>その他</b><br><b>■ 企業不祥事に対する実効性確保措置の見直し</b><br>✓ 新規上場時の申請書類に虚偽があった場合の上場廃止基準の見直し(直ちに上場適格性を再審査)<br>✓ 特設注意市場銘柄制度における審査事項の明確化(改善計画の進捗状況等を勘案)                                                                                                               |    |    |               |                    |               |                                              |

※1 形式基準に係る改正事項の詳細は次頁参照  
 ※2 新規上場時に大規模な公募・売出し(1,000億円以上)を伴う場合は、各市場の流通株式比率基準を緩和(10%以上)  
 ※3 実質基準(上場審査の観点)を改正

出典:JPXホームページ

1. (2)東証の市場区分の見直し  
(第二次制度改革事項(2021年2月15日))

**プライム市場の新規上場基準**



<形式基準>

| 項目                                                                               | 基準                  |                            |
|----------------------------------------------------------------------------------|---------------------|----------------------------|
| 流動性                                                                              | 株主数                 | 800人以上                     |
|                                                                                  | 流通株式数               | 2万単位以上                     |
|                                                                                  | 流通株式時価総額            | 100億円以上                    |
|                                                                                  | 時価総額                | 250億円以上                    |
| ガバナンス                                                                            | 流通株式比率              | 35%以上                      |
| 経営成績                                                                             | 収益基盤<br>※A又はBを満たすこと | A. 最近2年間の利益合計25億円以上        |
|                                                                                  |                     | B. 売上高100億円かつ時価総額1,000億円以上 |
| 財政状態                                                                             | 純資産:50億円以上          |                            |
| 公募                                                                               | —                   |                            |
| 事業継続年数、虚偽記載又は不適正意見等、上場会社監査事務所による監査、株式事務代行機関の設置、単元株式数、株券の種類、株式の譲渡制限、指定振替機関における取扱い | (現行の本則市場の形式基準と同様)   |                            |
| 合併等の実施の見込み                                                                       |                     |                            |

<上場審査>

| 項目                                | 観点                                        |
|-----------------------------------|-------------------------------------------|
| 1. 企業の継続性及び収益性                    | ・継続的に事業を営み、安定的かつ優れた収益基盤を有していること           |
| 2. 企業経営の健全性                       | ・事業を公正かつ忠実に遂行していること                       |
| 3. 企業のコーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の有効性    | ・コーポレート・ガバナンス及び内部管理体制が適切に整備され、機能していること(※) |
| 4. 企業内容等の開示の適正性                   | ・企業内容等の開示を適正に行うことができる状況にあること              |
| 5. その他公益又は投資者保護の観点から当取引所が必要と認める事項 |                                           |

(※)コーポレートガバナンス・コードの対象:全原則(他の市場区分と比較して一段高いガバナンスの内容が適用される見込み)

出典:JPXホームページ

1. (2) 東証の市場区分の見直し  
 (第二次制度改正事項(2021年2月15日))

**プライム市場の上場維持基準**



| 項目    |          | 基準              | 算出方法等                                                | 改善期間 |
|-------|----------|-----------------|------------------------------------------------------|------|
| 流動性   | 株主数      | 800人以上          | ● 事業年度末日において、1単位以上所有する株主の数を算出                        | 1年   |
|       | 流通株式数    | 2万単位以上          | ● 事業年度末日における数を算出                                     |      |
|       | 流通株式時価総額 | 100億円以上         | ● 流通株式数に、事業年度末日以前3か月間の当取引所の売買立会における日々の最終価格の平均値を乗じて算出 |      |
|       | 売買代金     | 1日平均売買代金0.2億円以上 | ● 毎年12月末日以前1年間における当取引所の売買立会での金額を日次平均にした値             |      |
| ガバナンス | 流通株式比率   | 35%以上           | ● 事業年度末日における流通株式数を上場株式数で除して算出                        |      |

出典：JPXホームページ

1. (2) 東証の市場区分の見直し  
 (第二次制度改正事項(2021年2月15日))

**流通株式の定義見直し**



- 上場株式のうち、「国内の普通銀行（※1）、保険会社及び事業法人等（※2）」の所有する株式については、上場株式数の10%未満を所有する場合であっても、流通株式から除くこととします。
  - ただし、直近の大量保有報告書等において、保有目的が「純投資」と記載されている株式については流通株式として取扱います。
- 役員以外の特別利害関係者（※3）の所有する株式についても、流通株式から除くこととします。
  - 現在、上場審査基準においてのみ除いていますが、上場維持基準においても同様の取扱いとします。

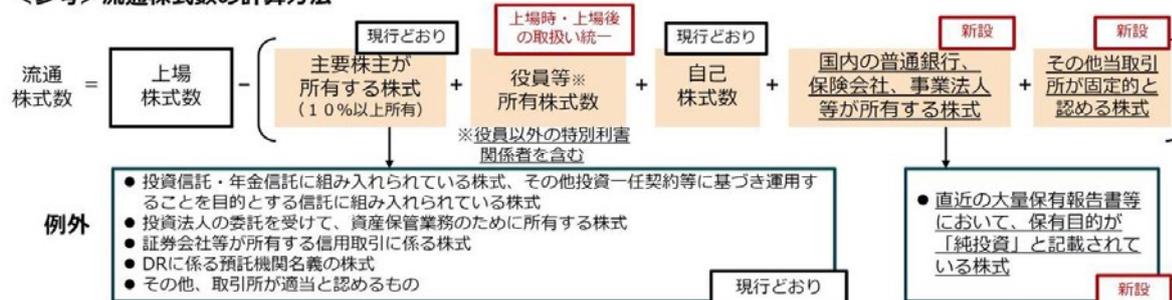
（※1）普通銀行とは、都市銀行や地方銀行を指し、信託銀行・信託口、信用金庫、信用組合、労働金庫、農林系金融機関、政府系金融機関、証券金融会社等は含まないものとします。

（※2）事業法人等は、金融機関及び金融商品取引業者以外のすべての法人を指し、例えば、財団法人・学校法人等の法人も含まれます。

（※3）特別利害関係者は、①上場会社の役員の配偶者及び二親等内の血族、②役員又は前①に掲げる者が議決権の過半数を保有する会社、③上場会社の関係会社及びその役員を指します。

⇒ 上場会社の皆様からご提出いただく「株券等の分布状況表」を改訂し、2021年4月以降に通知します。

<参考> 流通株式数の計算方法



流通株式に関する上場維持基準又は上場審査基準を満たさない場合において、確認を行う想定です。

出典：JPXホームページ

1. (2)東証の市場区分の見直し  
(TOPIX(東証株価指数)等の見直しの提案概要(2020年12月25日))

**TOPIX算出ルールの見直しの概要**

参考 1 

(1) TOPIX見直しの概要

- 金融審議会市場ワーキング・グループ「市場構造専門グループ」の報告書の内容を踏まえ、市場構造の変更に伴うTOPIX(東証株価指数)の見直しを実施。
- TOPIXは市場区分と切り離し、市場代表性に加え投資対象としての機能性の更なる向上を目指す。
- また、TOPIXの見直しにおいては、多額のパッシブ運動資産や市場への影響を考慮し段階的に移行。
- 今後、市場関係者の意見を踏まえ、移行案を確定(2021年3月末予定)。
- なお、移行完了後の定期選定ルールについては、別途市場関係者の意見を踏まえ策定。

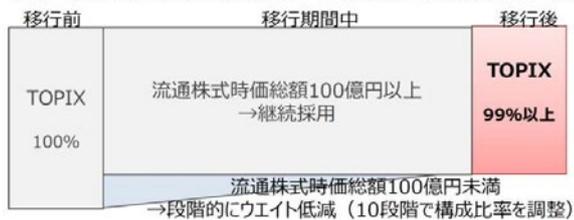
(2) 見直し後のTOPIXの算出ルール

| 項目          | 概要                                                                                                                                |
|-------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 既存の構成銘柄の取扱い | 2022年4月1日の構成銘柄について新市場区分施行後の2022年4月4日以降も選択市場にかかわらず継続採用。ただし、流通株式時価総額100億円未満の銘柄について、「段階的のウエイト低減銘柄」とし、2022年10月末日から、四半期ごと10段階で構成比率を逡減。 |
| TOPIXへの追加   | プライム市場への新規上場・市場区分の変更<br>TOPIX構成銘柄を旧会社とするテクニカル上場                                                                                   |
| TOPIXからの除外  | 整理銘柄指定、上場廃止<br>特設注意市場銘柄への指定                                                                                                       |
| 構成比率の上限の導入  | 10%                                                                                                                               |

(3) 段階的のウエイト低減銘柄の判定・再評価

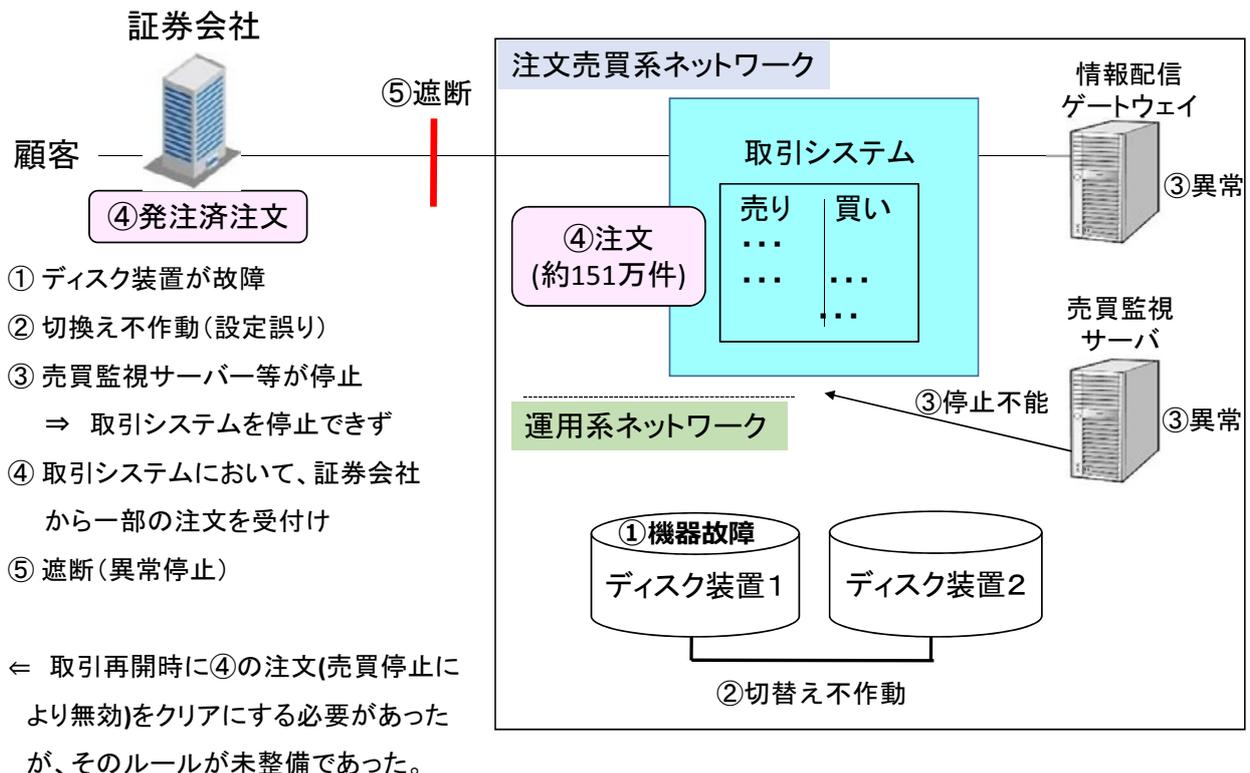
| 判定時期等             | 概要                                                                                                                                           |
|-------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 第1回判定<br>2021年7月  | 流通株式時価総額100億円以上か否かを確認(2021年6月30日を基準とする「上場維持基準への適合通知」の値を使用)                                                                                   |
| 第2回判定<br>2022年10月 | 第1回判定で流通株式時価総額100億円未満の銘柄について翌期の改善状況を確認。流通株式時価総額100億円未満であった場合「段階的のウエイト低減銘柄」として指定。2022年10月以降、10段階に分けてTOPIX組入比率の逡減を開始。                          |
| 再評価<br>2023年10月   | 段階的のウエイト低減銘柄について、①第2回判定の翌期の流通株式時価総額が100億円以上か及び②年間売買代金回転率0.2回転以上かについて確認。<br>①と②を満たす銘柄は組入比率を逡減前に回復。<br>①のみ満たす銘柄は組入比率逡減を停止。<br>①を満たさない銘柄は逡減を継続。 |

(4) 現行TOPIXに対するカバー率の変化(構成比率ベース)



出典:JPXホームページ

1. (3)東証のシステム障害(2020年10月1日)



1. (3) 東証再発防止策検討協議会（報告書）（2021年3月25日）

## 対応策の概要



### I. 売買停止・再開に係るルール・手順の整備等

- ✓ システム障害から円滑に売買が再開できるよう、障害発生状況に応じた売買停止の具体的な方針を明確にするとともに、取引所が注文を取り消した場合の取引参加者における顧客注文の取扱い等についてあらかじめルールを整備する。
- ✓ 取引所システムの再立ち上げ（いわゆるクリーンスタート）を行った場合に関して、具体的な運用手順を整備する。

#### I-1. システム障害時の売買停止方針の整理（本年4月から実施）

- 売買再開に向けた円滑な対応が可能となるよう、障害発生状況に応じた売買停止措置の実施方針を定める。
  - 注文を受け付けることによる業務影響が予測できない場合には、注文受付不可の売買停止を行う。
  - 売買停止の実施方法を複数明示したうえで、取引参加者側の対応容易性等の観点から、優先順位を定める。

#### I-2. 取引所による注文取消しとその場合における顧客注文の取扱い等（本年4月から実施）

- 注文を取り消すことが円滑な売買再開に資する場合は、取引所が注文を能動的に取り消して売買再開を目指す。
- 取引所が注文を取り消した場合の取引参加者における顧客注文の取扱いについて、整理・明確化する。
  - 取引所が注文を取り消すことができる旨を規則上明確化する。また、取引所が注文を取り消した場合には取引参加者は顧客の注文を再発注することが原則的な対応となるが、別途の取決めをすることも可能な旨も規則上明確化する（再発注が望ましくないと考えられる注文例・考え方等についても提示し、広く周知を図る。）。

#### I-3. システム再立ち上げによる売買再開時のルール・手順等の整備（本年4月以降順次実施）

- 売買再開のためにシステムの再立ち上げが必要な場面においては、再立ち上げによる再開を目指すことも手段とする。
- 再立ち上げをする場合でも円滑な売買再開が可能となるよう、所要のシステム対応（注文情報の管理等のための対応）を行うとともに、再開後の売買における留意事項（基準値段や空売り規制の適用関係）等を整理し、周知を図る。
- 立会時間中の障害に備え、取引所・取引参加者間で障害発生までの約定状況の確認方法等について整備する。

#### I-4. 訓練の実施（本年1月から開始、今後も継続的に実施）

- 本年4月以降に1～3の内容について訓練を実施し、運用の実効性の向上に努め、市場のレジリエンスを高める。

出典：JPXホームページ

12

1. (3) 東証再発防止策検討協議会（報告書）（2021年3月25日）

## 対応策の概要



### II. コンティンジェンシー・プランにおける売買再開基準・運用の明確化等

- ✓ 売買停止・再開の判断基準の明確化を通じて、不測の事態が発生した場合の市場運営の予見可能性や透明性を高める。
- ✓ 売買停止・再開時の判断において、透明性が高く、効率的な対応が可能となるよう、取引参加者に対する売買への参加の可否の確認のプロセス（意見聴取プロセス）を明確化する。

#### II-1. コンティンジェンシー・プランにおける売買再開基準等の明確化（本年4月から実施）

- 売買停止・再開の判断においては、一定の流動性と投資家の多様性を確保するという観点から、市場全体の売買代金シェア（概ね5割）に加え、個人投資家に係るシェア（概ね3割）と取扱い取引参加者数（概ね5社）を基準として設定する。
- 価格形成や流動性を考慮し、売買再開にあたっては最低でも15分以上注文受付時間・立会時間を確保することを再開の条件とする。
- 自然災害の場合は、当局・関係機関と連携のうえ、売買停止・再開の判断を行う。

#### II-2. 売買再開の判断にあたっての意見聴取プロセスの整備（本年4月から実施）

- 全取引参加者を対象に各社の有価証券売買責任者を窓口を確認するプロセスとし、規則上も明確化する。

### III. 情報発信の拡充

- ✓ システム障害時における情報発信ポリシーを定め、投資者や市場関係者の方々に障害や復旧状況について適時的確に情報を得られるようする。

#### （本年2月から実施）

- JPXウェブサイト専用ページを設け、情報を集約・発信することとし、SNSも活用することで幅広く周知を図る。  
※ あらかじめ更新頻度や掲載内容もルール化し情報を発信。本年1月の障害テストでの試験運用を経て2月から適用。

出典：JPXホームページ

13

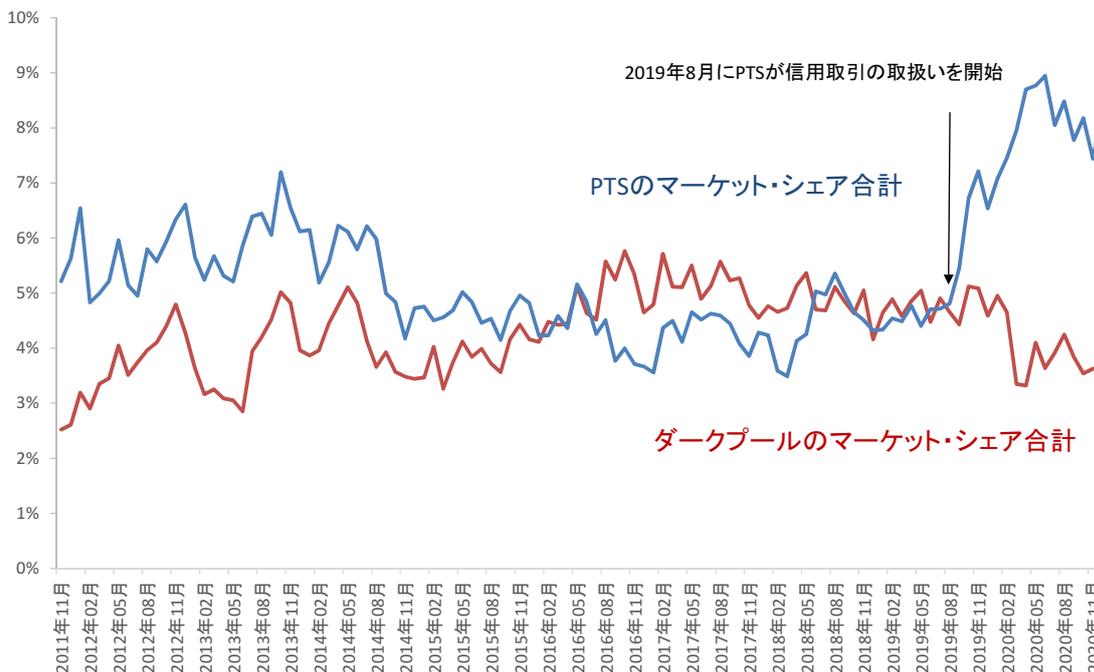
1. (4) 取引所とPTS(私設取引システム)の概況(株式関係)



1. (4) 取引所とPTSの関係

|                | 取引所                                                                                                                                                                                                                                                                              | PTS                                                                                                                                                                                             |
|----------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 業務             | 免許（市場開設業務及び附帯業務）                                                                                                                                                                                                                                                                 | 認可（私設取引システム運営業務）                                                                                                                                                                                |
| 最低資本金          | 10億円                                                                                                                                                                                                                                                                             | 3億円                                                                                                                                                                                             |
| 議決権の保有制限       | 原則：20%以上保有禁止                                                                                                                                                                                                                                                                     | —                                                                                                                                                                                               |
| 兼業規制           | 市場開設業務及び附帯業務以外不可<br>※但し、ごく一部の業務は認可を受けて可                                                                                                                                                                                                                                          | 付随業務、届出業務、承認業務可<br>※公益に反するもの、損失の危険の管理が困難で投資者の保護に支障が生じるものに限り承認されない                                                                                                                               |
| 会員等となる者        | 金融商品取引業者、取引所取引許可業者、登録金融機関                                                                                                                                                                                                                                                        | —                                                                                                                                                                                               |
| 自主規制業務         | (会員等に対して) <ul style="list-style-type: none"> <li>・会員等の法令等の遵守状況の調査</li> <li>・会員等の取引の内容審査</li> <li>・会員等の資格の審査</li> <li>・会員等に対する処分</li> </ul> (発行体に対して) <ul style="list-style-type: none"> <li>・上場及び上場廃止に関する業務</li> <li>・発行者の情報開示・提供の審査、処分</li> <li>・上記業務に関する規則の作成、変更、廃止</li> </ul> | —                                                                                                                                                                                               |
| PTSから取引所への移行基準 |                                                                                                                                                                                                                                                                                  | PTSにおける売買代金の対取引所比率(過去6カ月間平均) <ul style="list-style-type: none"> <li>①オークション方式：個別銘柄10%以上又は全体1%以上</li> <li>②上記以外の方式：個別銘柄20%以上かつ全体10%以上</li> </ul> ※上記の上限比率を超過した場合は、取引を停止するか、免許を取得し金融商品取引所となる必要がある |
| 会員等に対する処分      | 取引資格の取消し、取引の停止又は制限、過怠金の賦課、戒告                                                                                                                                                                                                                                                     |                                                                                                                                                                                                 |

### 1. (4) PTS及びダークプールのマーケット・シェアの推移 (※東証より情報提供)



※ 2020年8月14日までのデータはToSTNeT-1（単一銘柄取引）のうち立会時間内の取引をダークプールにおける取引として推計。  
 ※ 2020年8月17日以降のデータはToSTNeT-1（単一銘柄取引）のうちダークプール・フラグが付されている注文をダークプールにおける取引として算出。  
 ※ マーケット・シェアは対東証市場全体（立会外取引を含む）として算出。  
 ※ 2020年12月時点では、PTSは2社、ダークプールは20社。

16

### 1. (4) 取引所とPTSの関係について指摘されている主な論点

- 市場間競争を促進し、市場全体としてシステム障害へのレジリエンスを高める等の観点から、PTSの役割についてどう考えるか。
- 世界に開かれた国際金融センターとしての日本の地位を確立する観点から、PTSの役割についてどう考えるか。
- PTSの役割が拡大する場合、公正な取引の確保や投資家保護の観点から、取引所とPTSとの間における自主規制機能の分担についてどう考えるか。
- 仮にPTSの取引所への移行に加え、非上場取引特権（当該取引所に上場していない銘柄を扱うこと）が認められた場合、地方取引所に影響を与え得ることについてどう考えるか。
- PTSの役割が拡大する場合、いわゆる「市場の分断」などにより高速取引行為者（HFT）による取引機会が増加する可能性があることについてどう考えるか。

17

## 1. (5)金融審議会「最良執行のあり方等に関するタスクフォース」

### ■検討の背景

- 我が国では、2005年に取引所取引の原則が見直された際、投資家保護の観点から、最良執行方針等に係る規制が導入された。
- その際、当時の市場インフラ等を踏まえ、最良の取引の条件であるかは、価格のみならず、コスト、スピード、執行可能性等を総合勘案して決定されることとされた。これを受け、多くの金融商品取引業者は、流動性、約定可能性、取引スピード等を考慮して、原則として取引所に注文を取り次ぐ旨の最良執行方針を定めており、市場間競争の促進が阻害されている、との指摘がある。
- 一方、最良執行方針等に係る規制の導入当時と比較すれば、PTSのシェアも徐々に増加している。また、複数の市場から最良価格を提示している市場を検索し注文を執行するSmart Order Routing (SOR) というシステムが普及しつつある。
- こうした新たな状況のもと、注文執行における投資家保護と透明性確保の重要性が高まっていることから、最良執行方針等に関する規制について見直すべき点があるか否かについて、市場制度WGの下に「最良執行のあり方等に関するタスクフォース」を設置して、検討を開始した。

### ■メンバー等

#### [座長]

黒沼 悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授

#### [メンバー]

|       |                                        |       |                                           |
|-------|----------------------------------------|-------|-------------------------------------------|
| 藍澤 卓弥 | 藍澤証券(株) 代表取締役社長                        | 清水 葉子 | 福井県立大学経済学部准教授                             |
| 上柳 敏郎 | 弁護士(東京駿河台法律事務所)                        | 清明 祐子 | マネックス証券(株) 代表取締役社長                        |
| 内田 修一 | ニッセイアセットマネジメント(株) トレーディング部長            | 永堀 真  | モルガン・スタンレー・MUFG証券(株) 株式統括本部エグゼクティブ・ディレクター |
| 宇野 淳  | 早稲田大学大学院経営管理科教授                        | 横山 淳  | (株)大和総研主任研究員                              |
| 梅野 淳也 | ブラックス・ジャパン(株) トレーディング・レンディング & リクイティ部長 |       |                                           |
| 辛島 利泰 | 野村証券(株) グローバル・マーケット企画部マネージング・ディレクター    |       |                                           |
| 神田 秀樹 | 学習院大学大学院法務研究科教授                        |       |                                           |
| 久保 哲郎 | フィデリティ投信(株) 執行役員 法務・コンプライアンス本部長        |       |                                           |

#### [オブザーバー]

日本証券業協会 国際銀行協会 (株)日本取引所グループ 札幌証券取引所 名古屋証券取引所 福岡証券取引所  
 ジャパンネクスト証券(株) チャイエクセス・ジャパン(株)

18

## 1. (5)金融審議会「最良執行のあり方等に関するタスクフォース」(主な議論)

### 1. 最良執行方針のあり方

- 機関投資家と個人投資家では注文のサイズやニーズが異なることから、分けて議論するのが妥当。
- 個人投資家の注文については、最良価格による執行を重視すべき。
- 証券会社のビジネスモデルに多様性がある(※)ことから、個人投資家の注文について最良価格による執行を一律に適用することは疑問。

(※)特に中小・地場証券は、価格とスピードを最も重視する個人投資家ではなく、証券会社からのサービスを重視する個人投資家を顧客としている。中小・地場証券がSORの導入やPTSへの発注のためにシステム面にコストをかけた場合、結果として顧客に手数料としてコストが転嫁される可能性がある。

### 2. 最良執行方針とSORとの関係

- SORによる注文執行のルール等を開示する必要。

### 3. SORに付随する利益相反構造

- 一部PTSは株主の中にHFTが入っているが、そのHFTの注文と他の顧客の注文をどうやって公平に扱っていくのか、開示する必要。
- 系列・友好関係にある特定の取引施設を同値のときに優先する場合や、PTS2社のうちグループ会社のPTSにしか発注しない場合には、その理由について説明する必要。

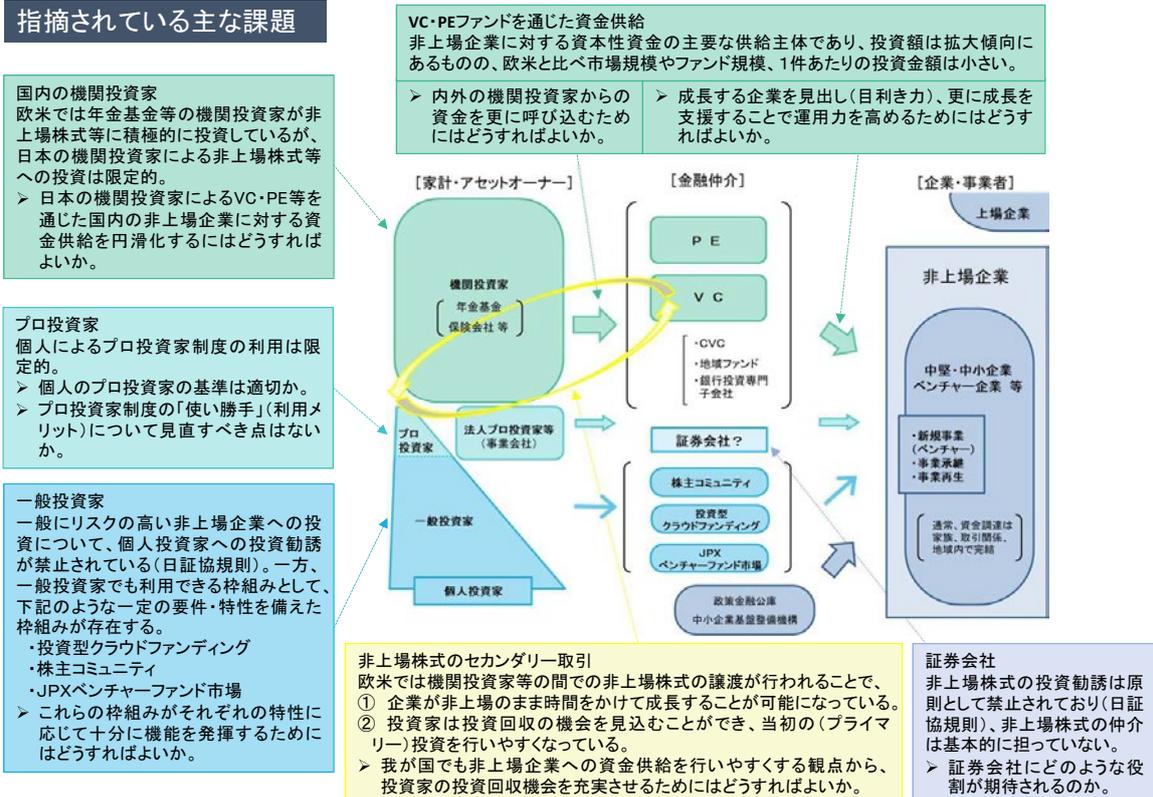
19

33

## 2. 非上場株式 (スタートアップ支援)

20

### 2. (1) 非上場企業への資本性資金の流れ



21

## 2. (2) 株式投資型クラウドファンディング

### 利用実績

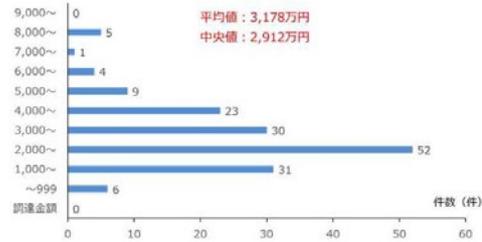
- 株式投資型クラウドファンディングを取り扱う仲介業者は現在**6社**。
- 株式投資型クラウドファンディングでは2020年末までに231件の取扱いがあり、2017年4月に第1号案件が成約して以降、**計161件・累計50億円超の資金調達**が行われた。
- 1件あたりの**平均調達額は約3,178万円、平均投資家数は約198人**となっている。

＜株式投資型クラウドファンディングの利用実績＞

|       | 取扱件数 | 成約件数 | 調達総額   | 平均調達額   |
|-------|------|------|--------|---------|
| 2017年 | 18件  | 18件  | 5.1億円  | 2,859万円 |
| 2018年 | 59件  | 42件  | 14.7億円 | 3,500万円 |
| 2019年 | 54件  | 32件  | 9.5億円  | 2,973万円 |
| 2020年 | 100件 | 69件  | 21.7億円 | 3,159万円 |
| 合計    | 231件 | 161件 | 51.1億円 | 3,178万円 |

【出典】日本証券業協会データを基に金融庁にて作成

＜株式投資型クラウドファンディングの有価証券発行総額分布（2020年末時点・161件）＞



【出典】日本証券業協会資料を基に金融庁にて作成

※株式投資型クラウドファンディング仲介業者6社からのヒアリングによれば、これまでの株式投資型クラウドファンディング成約件数のうち、2020年末時点でIPO・M&AによるExit事例は0件、倒産・破産等は3件、その他事業会社・ベンチャーキャピタル（VC）等によるクラウドファンディング株主持分の買付けは3件となっている。

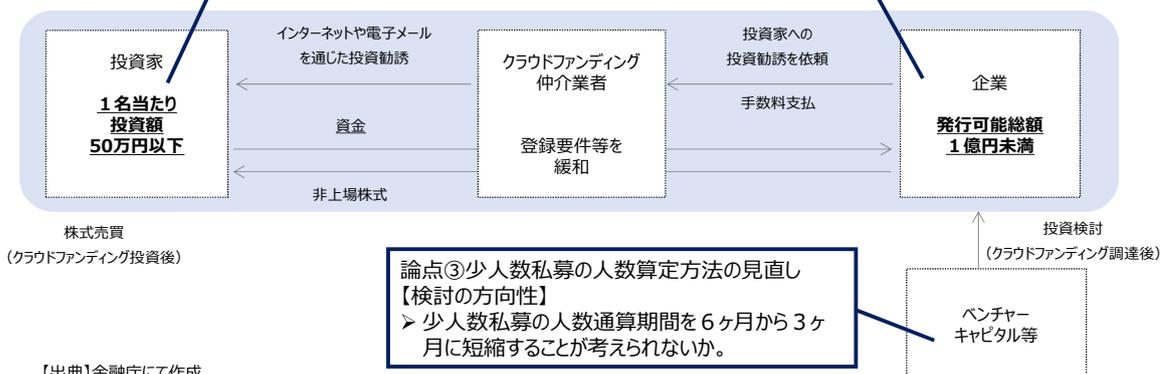
## 2. (2) 株式投資型クラウドファンディング

### 論点

- 株式投資型クラウドファンディングでは現在、主にシード・アーリーステージのベンチャー企業に対し、支援目的や投資目的の個人投資家が少額ずつ投資を行っている。また、利用企業からは、株式投資型クラウドファンディングの実施を通じた宣伝・マーケティング効果も期待されている。
- 新規成長企業への成長資金供給の円滑化・多様化の観点から、投資家保護にも十分に留意しつつ、以下の論点について金融審議会において議論。

論点②投資家の投資上限額（50万円以下）のあり方の見直し【検討の方向性】  
 > プロ投資家である特定投資家について、投資上限額を見直すことが考えられないか。

論点①発行可能総額（1億円未満）の算定方法の見直し【検討の方向性】  
 > 発行可能総額算定にあたり、合算の対象を株式投資型クラウドファンディングで調達した金額に限定することが考えられないか。



【出典】金融庁にて作成

論点③少数私募の人数算定方法の見直し【検討の方向性】  
 > 少数私募の人数通算期間を6ヶ月から3ヶ月に短縮することが考えられないか。

## 2. (3) 特定投資家(プロ投資家)制度

### 現行制度上の投資家区分

- 金融商品取引法上、投資家を①特定投資家（一般投資家に移行不可）、②特定投資家（一般投資家に移行可）、③一般投資家（特定投資家に移行可）、④一般投資家（特定投資家に移行不可）に分類。

- 同制度では、**知識、経験及び財産の状況に照らして特定投資家に相当する者として一定の要件を満たす個人は、契約の種類ごとに金融商品取引業者等（以下、「金商業者等」という）への申出により、「特定投資家」（プロ投資家）への移行（プロ成り）が可能。**

<特定投資家（個人）の要件（内閣府令）>

- 純資産・投資性金融資産がともに**3億円**以上
- 取引経験が**1年**以上
- 金商業者等に申出

### 特定投資家に関する規制上の対応

- 主に情報格差の是正を目的とする行為規制（**書面交付義務、適合性原則等**）を適用除外。

### 特定投資家向けの枠組み（メリット）

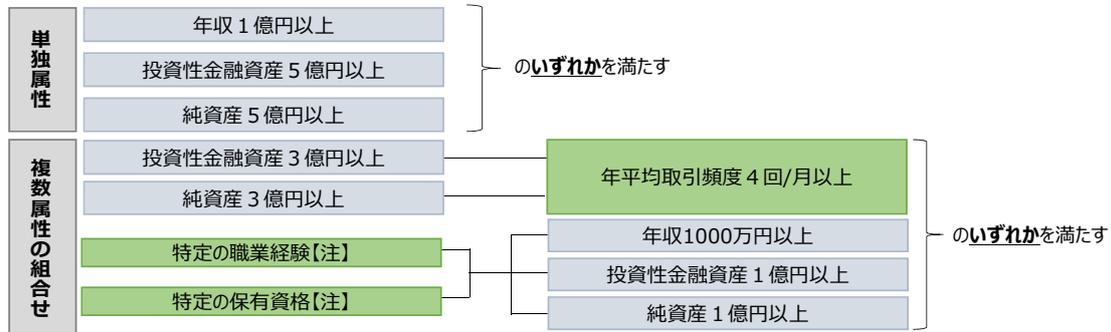
- プロ向け市場（TOKYO PRO Market・TOKYO PRO-BOND Market）における取引が可能。
- この他、
  - ・ 市場制度WG第6回（2021年2月18日）において、株式投資型クラウドファンディングにおける特定投資家の投資上限額の見直しを議論。
  - ・ 今後の市場制度WGにおいて、特定投資家になることのメリットについて議論する予定。

24

## 2. (3) 特定投資家(個人)の要件の見直し

### 実証事業の概要

- 特定投資家（個人）の要件として、現行要件（純資産・投資性金融資産ともに3億円以上かつ取引経験1年以上）の要素以外に勘案しうる要素を特定するため、実証事業（事業委託先：株式会社野村総合研究所）を実施。
- 証券会社（大手3社）の顧客にリテラシーテストを実施（投資家属性設問11問、金融リテラシー設問15問、有効回答数5,691件）。現行要件と同様の属性を有する投資家の平均正答率を算出。**当該投資家と概ね同等以上の金融リテラシー（平均正答率）があると推定される投資家属性を調査。**
- 分析の結果、以下の属性等の投資家については、**純資産・投資性金融資産ともに3億円以上かつ取引経験1年以上である投資家（207名）の平均正答率（約56%）と概ね同等以上の平均正答率**となった。



【注】①職業経験のうち、以下のものに1年以上従事

- ・ 金融機関業務（金融商品の販売・商品企画業務/法人への投資融資業務/金融資産の運用業務/金融資産の運用アドバイス業務/その他業務）
- ・ 会社経営のコンサルティング・アドバイス/経済・経営に関する教職・研究職

②保有資格のうち以下のもの

- ・ 証券アナリスト/証券外務員（1種、2種）/ファイナンシャル・プランニング技能士・CFP（1級、2級）/中小企業診断士

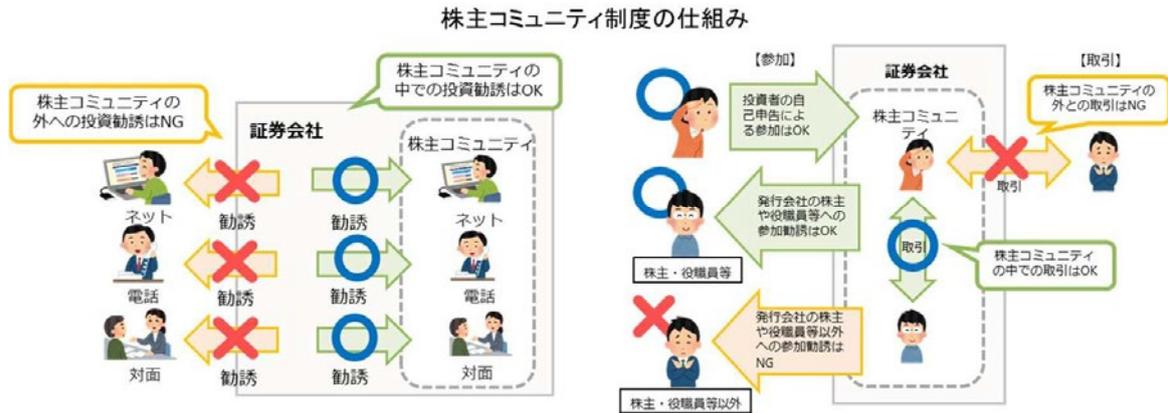
のうち、下線部分の属性は、財産・年収要件にかかわらず、同等以上の平均正答率となる（下線部分以外の属性は、財産・年収要件との組合せにより、同等以上の平均正答率となる）。一方、金融商品取引法上、特定投資家へ移行可能な個人は、**「知識・経験・財産の状況に照らして特定投資家に相当する者」**とされており、**（1）リスク評価能力（知識・経験）及び（2）リスク耐久力（財産）の双方を勘案する必要があると考えられるため、（2）リスク耐久力（財産）を推定する属性との組合せを要件とすることが適当と考えられる。**

25

## 2. (4) 株主コミュニティ制度

### 株主コミュニティ制度の主な特徴

- 株主コミュニティ制度は、地域に根差した企業等の資金調達を支援する観点から、2015年5月に日本証券業協会において創設された非上場株式の発行・流通のための制度。証券会社が非上場株式の銘柄ごとに株主コミュニティを組成し、これに参加する投資者に対してのみ投資勧誘を認める仕組みとなっている。
- 株主コミュニティの利用主体（発行体）としては地域密着型企业や新規・成長企業が想定されている。



【出典】日本証券業協会資料

26

## 2. (4) 株主コミュニティ制度

### 利用状況

- 2020年末現在、**地域密着型企业を中心に21銘柄**について株主コミュニティが組成されている。
- これまでの取引実績は、**毎年5億円前後の約定金額**で推移している。ほとんどが発行済み株式の売買であり、株主コミュニティにおける新規発行による**資金調達は1件、20億円（2020年）にとどまっている**。

株主コミュニティ制度の取引実績

|       | 銘柄数  | コミュニティ参加者数【注】 | 約定金額  |
|-------|------|---------------|-------|
| 2017年 | 16銘柄 | 1,237人        | 5.5億円 |
| 2018年 | 20銘柄 | 3,155人        | 5.0億円 |
| 2019年 | 19銘柄 | 3,377人        | 5.0億円 |
| 2020年 | 21銘柄 | 3,634人        | 5.0億円 |

【注】運営証券会社における各年の最終営業日時点の株主コミュニティ参加者数の合計。

【出典】日本証券業協会データを基に金融庁にて作成

### 【株主コミュニティ銘柄（発行会社）、運営証券会社】

|                          |                                                                                                                                                                                                                  |
|--------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 現存銘柄（発行会社）<br>（20社、21銘柄） | 北陸鉄道(株)、YKK(株)、富山地方鉄道(株)、(株)武井工業所、北日本放送(株)、(株)旅籠屋、立山黒部貫光(株)、チッソ(株)、(株)廣貫堂、FTI JAPAN(株)、(株)アドメック、三国商事(株)、太陽毛糸紡績(株)、(株)トーハン、日ノ丸自動車(株)、(株)大生産業、福井鉄道(株)、北陸放送(株)、I&H(株)、フレッシュデザート(株)（累積売買金額順） ※富山地方鉄道は普通株式と第二普通株式の2銘柄 |
| 運営証券会社（6社）               | 今村証券、島大証券、大山日ノ丸証券、野村証券、みずほ証券、みらい證券（五十音順）                                                                                                                                                                         |
| <参考> 解散銘柄（8銘柄）           | 阪神調剤ホールディングス(株)、深川製磁(株)、プラス・テク(株)、(株)金沢名鉄丸越百貨店、(株)ホクコン、(株)Kips、日商平野(株)、(株)福邦銀行（累積売買金額順）                                                                                                                          |

【出典】日本証券業協会資料を基に金融庁にて作成

27

37

## 2. (4) 日本証券業協会における株主コミュニティ制度の拡充

- 日本証券業協会は、**株主コミュニティ制度の更なる利活用に向け**、同制度を利用した資金調達及び上場廃止銘柄の取扱いを円滑に行いやすくするため、**株主コミュニティ規則を改正**した（昨年12月施行）。

### 【株主コミュニティ制度の主な改正内容】

| 項目                     | 改正内容                                                                                                                            |
|------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 株主コミュニティの参加勧誘対象者の拡大    | これまで参加勧誘は発行者の株主及び役職員に限定されており、資金調達に応じる投資者を募る上で制約となっているため、発行者の役職員の親族、発行者のグループ企業の役職員、元株主・元役職員についても参加勧誘を認めることとする。                   |
| 株主コミュニティ外の投資勧誘         | 株主コミュニティへの参加勧誘対象者については、参加前であっても、株主コミュニティの参加勧誘と少数私募の投資勧誘を同時に行うことを可能とする。                                                          |
| 対象企業の公表情報の拡充           | 対象企業のプロフィールがわかるようにするために、これまでの公表情報（銘柄名、発行会社のURL、株主に対する特典等）に加えて、発行者の業種や本店所在地、事業概要などについて、公表可能とする。                                  |
| 少数私募を可能とするための情報提供方法の変更 | これまで発行者から取得した少数私募等に関する証券情報は株主コミュニティの参加者全員に提供する必要があり、少数私募をほとんど行えなかったが、 <b>少数私募を可能とするため、株主コミュニティ内の一部の投資勧誘対象者のみに提供</b> することを可能とする。 |
| 上場廃止銘柄の取り次ぎ等に係る特例      | 上場廃止となり売却機会等を逸した自社の顧客へのアフターケアの観点から、 <b>自らが当該銘柄の株主コミュニティの運営証券会社でない場合でも、運営証券会社への売付けの取り次ぎ・媒介等を認める</b> こととする。                       |

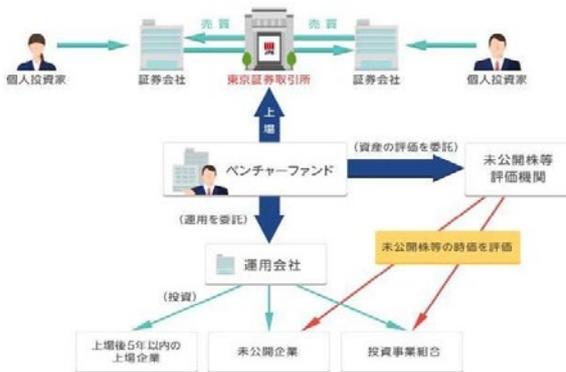
【出典】日本証券業協会資料を基に金融庁にて作成

28

## 2. (5) 東証「ベンチャーファンド市場」

- 東証「ベンチャーファンド市場」は、**ベンチャー企業への新たな資金供給スキームを確立**するとともに、**個人投資家に未公開企業への投資機会を提供**する等の観点から、広く一般投資家から資金調達を行い、投資法人を通じて**非上場企業を中心としたベンチャー企業等へ投資を行うための市場**として、2001年12月に開設された。
- 「ベンチャーファンド市場」については、投資法人の新規上場を目指す動きもあるところ、上場するファンドの柔軟な運営を可能とする観点から、**金融審議会において利用活性化に向けた論点について議論**。東証において、議論を踏まえ、**関連規則の見直しを検討**しているところ。

<東証「ベンチャーファンド市場」の概要>



【出典】(株)日本取引所グループホームページ

<過去に上場していた銘柄の概要>

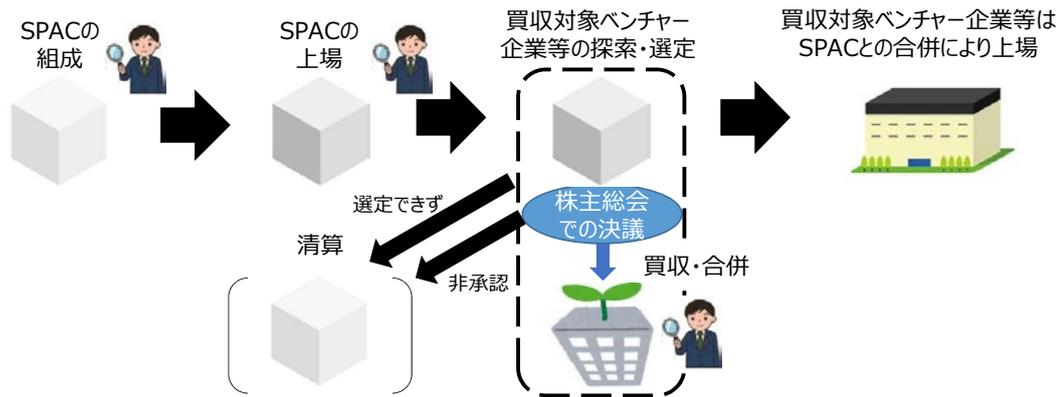
| 銘柄    | ベンチャー・リヴァイタライズ証券投資法人 | ベンチャービジネス証券投資法人 |
|-------|----------------------|-----------------|
| コード   | 8721                 | 8720            |
| 運用会社  | SBIアセット              | 三井住友アセット        |
| 上場日   | 2004年3月26日           | 2002年1月15日      |
| 上場廃止日 | 2017年7月26日           | 2015年1月27日      |
| 廃止理由  | 運用期間の満了により償還         |                 |

【出典】(株)日本取引所グループ資料

29

2. (6) <sup>スパック</sup>SPAC(特別買収目的会社)

- SPAC (Special Purpose Acquisition Company : 特別買収目的会社) は、**それ自体は特定の事業を持たず**に、**未公開企業を買収することのみを目的とした会社**。  
SPACは上場後、未公開企業（通常1社）を買収。その後、**当該企業の事業を営む上場企業として存続**。
- (SPACの利点) ○ 成長企業への迅速な資金供給
  - ・ **迅速な株式公開**
  - ・ **SPAC組成者の目利き力の幅広い活用**
- (SPACの課題) ○ 十分な投資家保護の確保
  - ・ **SPAC組成者による企業審査の脆弱性（虚偽説明疑惑などの事例）**
  - ・ **SPAC組成者の報酬が大きく、インセンティブを歪める恐れ**



2. (6) SPAC(海外における動向)

**英国**

- Brexit後の地位確保のため、昨年来、**SPAC上場促進のための規制見直し論が台頭**。
- 政府主導で、本年3月にSPACに関するルールを含む**上場規則改正の提言書を公表**。

**米国**

- 1990年代に規制を整備。過剰流動性等を背景に、**2020年にSPAC上場が急増**。
- **足元で日本関係のSPAC上場の動き**。
- 1月・3月：ソフトバンクGのビジョン・ファンド系SPAC
- 2月：日本のベンチャー企業を買収対象とするSPAC

**アジア**

- **香港・シンガポールがSPAC導入を検討**（シンガポールは本年3月に市中協議を開始）。
- **アジア企業を買収対象とする米国SPACが増加**。

**欧州**

- 米国と比較して件数は少ないが、**昨年末よりSPAC上場が増え始めている**（アムステルダム等）。

| 年    | 上場調達額合計 | SPAC上場調達額 |
|------|---------|-----------|
| 2003 | ~40     | 0         |
| 2004 | ~60     | 0         |
| 2005 | ~60     | 0         |
| 2006 | ~60     | 0         |
| 2007 | ~80     | 0         |
| 2008 | ~30     | 0         |
| 2009 | ~20     | 0         |
| 2010 | ~40     | 0         |
| 2011 | ~40     | 0         |
| 2012 | ~40     | 0         |
| 2013 | ~60     | 0         |
| 2014 | ~80     | 0         |
| 2015 | ~40     | 0         |
| 2016 | ~40     | 0         |
| 2017 | ~40     | 0         |
| 2018 | ~60     | 0         |
| 2019 | ~60     | 0         |
| 2020 | ~180    | ~100      |
| 2021 | ~140    | ~100      |

2. (6) SPAC(米国におけるSPAC上場に係る事例)

- 米国では、2019年5月にNASDAQに上場したDiamond Eagleは、仮想スポーツのオンラインゲーム会社DraftKingsの買収を発表。その後、**株価は概ね上昇傾向**。
  - 一方、2020年6月に電気自動車メーカーNikolaがSPACを通じてNASDAQに上場し、一時時価総額がFordを上回ったが、**自社技術に係る過去の説明等の虚偽疑惑（SEC及び司法省が調査）が発生し株価が下落**。
- (注) スタンフォード大学のデータベースによると、2021年以降SPACに関する集団訴訟件数は9件（2020年7件）。



【出典】 Bloombergを基に金融庁作成、グラフは2021/4/8時点

2. (6) SPAC(米国におけるSPACに関する指摘)

**スタンフォード大学・ニューヨーク大学論文 概要**  
**("A Sober Look at SPACs"(Klausner, M. and Ohlrogge, M. (Nov 2020))**

- SPAC組成者は通常、一般投資家よりも低い価格でSPACの株式20%程度（「プロモート」と呼ばれる）を取得し（※）、買収が完了すれば投資資金を回収するとともに高いリターンを得られる。  
 (※) 上場後から未公開企業の買収時まで追加出資を行う。  
 ⇒構造的に、投資資金を回収しリターンを得るため、**投資家にとって不利益な対象企業や条件であっても、期限までに買収を完了をさせるインセンティブ**がSPAC組成者に生じる（**SPAC組成者と投資家間に利益相反が発生**）。
- 買収完了前に償還する投資家のリターンは11.6%である一方、買収後も株式を保有する投資家については買収後12か月のリターンは▲34.9%となっており、投資家間の差が発生している。
- 買収以降も株式を保有するSPAC及び未公開企業の投資家がSPACの構造的な株式の希薄化によるコストを負担している状況は持続可能ではなく、**規制の見直し（情報開示の強化等）が必要**。

**Harvard Business Review 概要**  
**("The SPAC Bubble Is About to Burst"(Naumovska, I. (Feb 2021))**

- SPACの急増には、10年前に物議を醸したM&A手法である**逆さ合併（reverse merger）と同じ様相**が見られる。逆さ合併と同様に、SPACによる**買収の質の低下に伴いメディアの注目や規制上の監視が高まり、バブルが崩壊**しうる。
- 物議を醸す手法の活用が増えれば増えるほど注目が高まり、手法がさらに正当化されて流行する一方、普及に伴い投資家・メディアの懸念や懐疑論が高まる（制度・社会的なバブル発生・崩壊の仕組み）。
- バブルの発生・崩壊の最も明白なサインは、**急激な発展、メディアの懐疑論及び規制上の懸念の増加**。

## 2. (6) SPAC (SPACを巡る米国当局(SEC)の動向)

## SPACの引受に関する審問 (2021年3月)

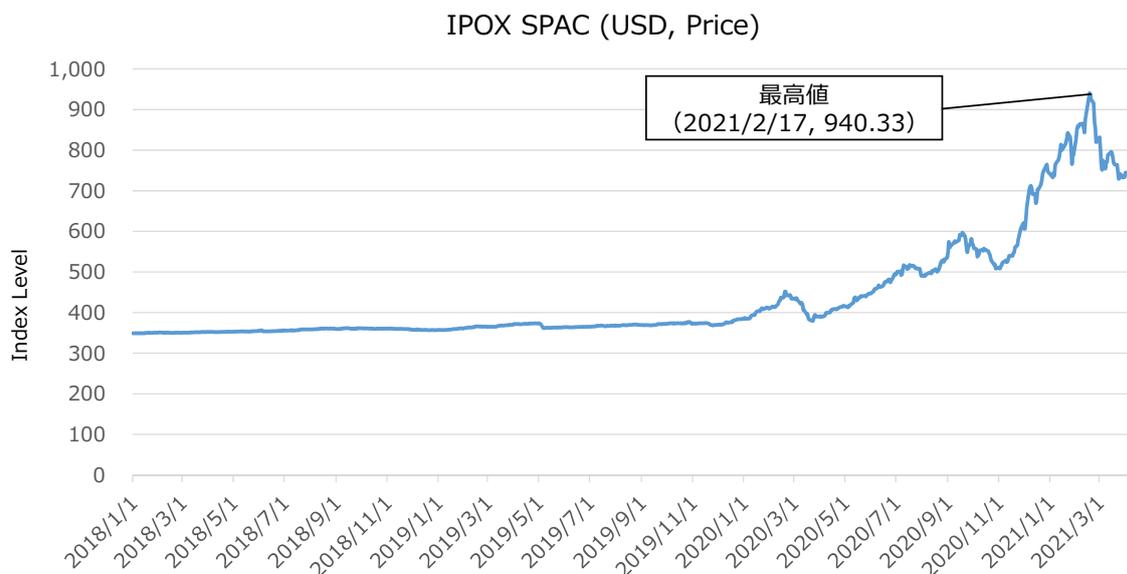
- ロイター通信やフィナンシャル・タイムズ紙等によると、**SECは、SPACの引受証券会社に対し、SPACの引受手数料、引受審査に伴う内部管理体制等に関して任意の情報提供を求めるレターを発出。**
- 当該レターは予備的な調査とされているものの、**SECの法執行部門による調査であることから本格的な調査の前触れであるとの見方も存在。**
- SECは、**SPACによる未公開企業の買収前のデューデリジェンスの深度やスポンサーへの巨額の報酬に関して十分な開示がなされているかについて懸念している可能性。**さらに、SPAC上場時から買収先の公表時までの期間における**インサイダー取引のリスクも潜在的な懸念事項。**

(参考) SECは、昨年12月、SPACのスポンサー等と投資家との間には利益相反が生じうるため、潜在的な利益相反及び経済的利益に係る開示が重要であるとして、SPACの開示に関するガイダンスを公表。

また、本年3月、投資家に対し、著名人が組成・投資していることやSNS等を通じて得た情報のみを以てSPACに投資すべきではないとして、SPACのスポンサーによる利益相反のリスクに留意するとともに、個々のSPACの特性を理解することが重要である旨警告。

34

## 2. (6) SPAC (SPACの株価動向)



【出典】 IPOX Schuster LLC, Bloombergを基に作成

【注1】 IPOX SPAC Indexは、IPOX社（米国の独立系金融サービス調査会社）が提供する、SPACの株価動向を示す指数  
 SPACの母集団銘柄には、NYSEあるいはNASDAQに上場しており、上場時の資金調達額が通常\$250Mを上回るSPACが含まれる  
 (\$200Mを下回るSPACは除外)

時価総額で加重平均したポートフォリオを構築して算出、ポートフォリオの配分比率はSPACの買収完了や清算を考慮して毎月変更

【注2】 グラフは2021/4/9時点、2020/7/30の数値を500として算出

35

41

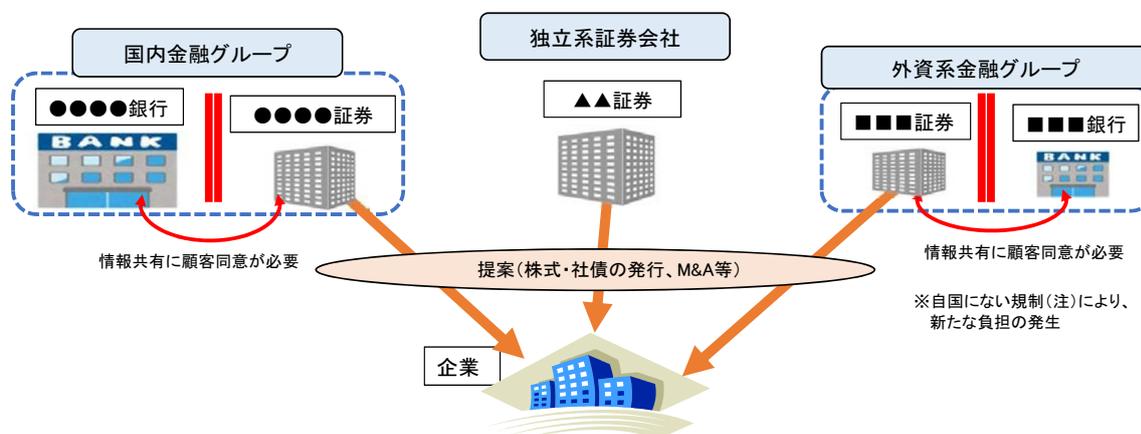
### 3. 資本市場の魅力向上

36

#### 3. (1) ファイアウォール規制(金融商品取引業者と銀行との顧客情報の共有のあり方)

内容:ファイアウォール規制は、同一金融グループ内の「銀行」・「証券会社」間において、顧客からの同意のない、顧客の非公開情報の共有禁止等からなるもの。  
趣旨:本規制は、同一金融グループ内において、銀行業・証券業を営むことが可能となった際(1993年)に、①証券会社間の公正な競争の確保(グループ銀行の優越的地位を濫用した営業の禁止等)、②利益相反取引の防止、③顧客情報の適切な保護等を確保するために設けられたもの。その後、2008年の法改正による抜本的な見直しなど、数次にわたり規制の見直しを行ってきている。

<証券会社の顧客サービスと情報共有(イメージ)>



(注)個人顧客情報の共有については、海外においても事前同意等の規制が存在。

37

3. (1) ファイアーウォール規制(規制の変遷)

| 年    | 金融制度改革等の概要                               | ファイアーウォール規制の沿革                                                                                                |                                                                                                                                                                    |
|------|------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|      |                                          | 緩和                                                                                                            | 整備                                                                                                                                                                 |
| 1993 | 金融制度改革法<br>◆業態別子会社方式による相互参入解禁            |                                                                                                               | ファイアーウォール規制の導入<br>◆証券会社の主幹事制限(メインバンク・ファイアーウォール)<br>◆共同訪問の禁止 ◆非公開情報の授受の禁止<br>◆人事交流の制限(プロパー化比率) ◆役職員の兼職規制<br>◆店舗の共用制限 ◆親・子法人等の発行証券の引受主幹事制限<br>◆信用供与を利用した抱き合わせ行為の禁止 等 |
| 1998 | 金融システム改革<br>◆金融持株会社の設立解禁<br>◆銀行等による投信窓解禁 |                                                                                                               | ◆預金との誤認防止措置の整備                                                                                                                                                     |
| 1999 | ファイアーウォール規制の緩和                           | ◆メインバンク・ファイアーウォールの廃止<br>◆非公開情報の授受の禁止について緩和(顧客からの書面による包括同意を容認)<br>◆店舗の共用制限の緩和 ◆共同訪問の解禁<br>◆人事交流の制限の廃止(プロパー化比率) | ◆コンピューターの共用制限<br>◆別法人であることの開示義務                                                                                                                                    |
| 2000 |                                          | ◆内部管理目的での非公開情報の授受及びコンピューターの共用の容認(個別承認制)                                                                       |                                                                                                                                                                    |
| 2002 |                                          | ◆店舗の共用制限の廃止                                                                                                   | ◆共同店舗における誤認防止措置の整備                                                                                                                                                 |
| 2004 |                                          | ◆登録金融機関における証券仲介業務の解禁                                                                                          | ◆弊害防止措置の整備                                                                                                                                                         |
| 2006 |                                          | ◆コンピューターの共用制限の廃止                                                                                              |                                                                                                                                                                    |
| 2007 | 金融商品取引法施行                                | ◆非公開情報の授受の禁止の適用除外の追加(内部統制報告書作成のために必要な情報等)<br>◆内部管理目的での非公開情報の授受の対象の追加(信託会社、貸金業者)<br>◆親・子法人等の発行証券の引受主幹事制限の緩和    |                                                                                                                                                                    |
| 2009 |                                          | ◆役員の兼職規制の撤廃(事後届出制)<br>◆法人顧客情報の授受についてオプトアウト制度導入<br>◆内部管理目的での非公開情報授受について当局の承認を不要とする措置                           | ◆利益相反管理体制等の整備義務<br>◆非公開情報の内部管理目的以外での使用禁止<br>◆ホームページ・ルールの整備<br>◆親子銀行等の優越的地位を利用した金融商品取引規約の締結・勧誘の禁止                                                                   |
| 2014 |                                          | ◆外国法人顧客に関する非公開情報の授受について、メールによる同意等を許容<br>◆法人顧客に関する非公開情報授受に係るオプトアウト制度の緩和<br>◆同意なく非公開情報の授受が可能となる内部管理目的の範囲拡大      |                                                                                                                                                                    |

38

3. (1) ファイアーウォール規制(諸外国における規制の概要)

- 欧米では、銀行や証券会社に関係なく、証券業務を営む金融機関には証券規制(顧客情報管理・利益相反管理に関する規制)が適用される。
- 行為規制: 重要未公開情報(MNPI)を不正に利用した取引の禁止、利益相反の顧客への開示義務  
(注)米国では、これらの規制に違反した場合、民事制裁金が課せられる。
- 体制整備義務: MNPI不正利用防止体制の整備義務、利益相反管理体制の整備義務  
(注)体制整備義務の具体的な内容は、当局の監督指針等で規定されている。

<米・独における規制>

【米国】

- ・1934年証券取引所法: MNPIを不正に利用した取引の禁止(第15条(c))  
MNPIの不正利用防止体制の整備義務(第15条(g))  
※利益相反管理体制の整備義務については、第15条(g)の他、レギュレーションBIも法令上の根拠。
- ・1934年証券取引所法施行規則: 利益相反の顧客への開示義務(第15c1-6)
- ・チャイニーズウォールに関する覚書<sup>(注1)</sup>(NASD・NYSE): 情報障壁の構築、モニタリング用のリストの整備

【ドイツ】

- ・MiFID II: 利益相反の識別・防止・管理のための措置を講じる義務(第16条・第23条)  
上記措置を講じても利益相反を防止できない場合、利益相反の顧客への開示義務(第23条)
- ・市場阻害行為規則: MNPIの不正利用防止体制の整備義務(第9条・第10条)
- ・BaFin規則<sup>(注2)</sup>: 情報障壁の構築、「壁越え」の手の整備、モニタリング用のリストの整備

(注1) NASD/NYSC(1991)“NASD/NYSC Joint Memo on Chinese Wall Policies and Procedures”

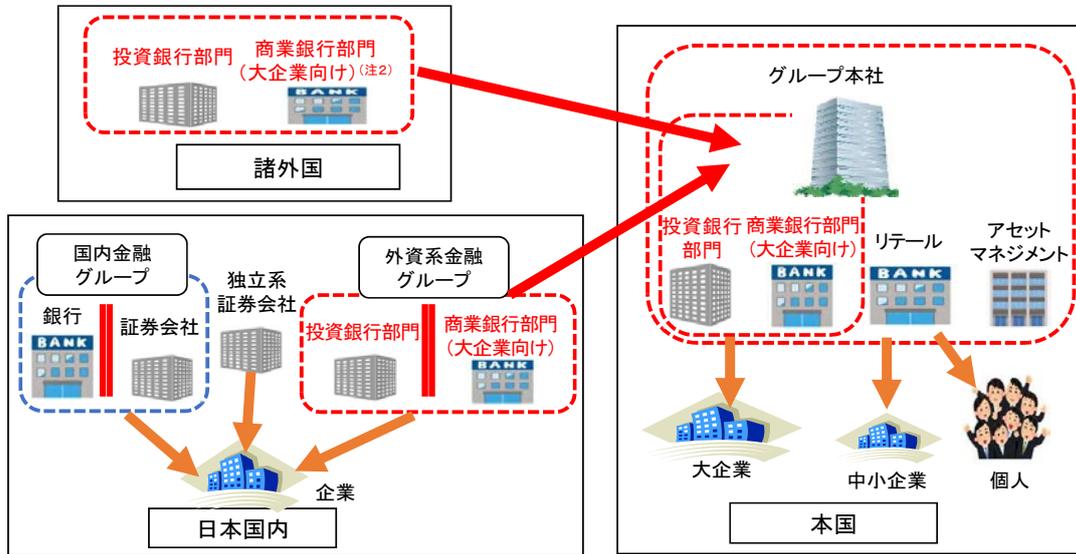
(注2) BaFin(2018)“Circular 05/2018 (WA) – Minimum Requirements for the Compliance Function and Additional Requirements Governing Rules of Conduct, Organisation and Transparency (MaComp)”

39

43

### 3. (1) ファイアーウォール規制(海外金融機関における実務)

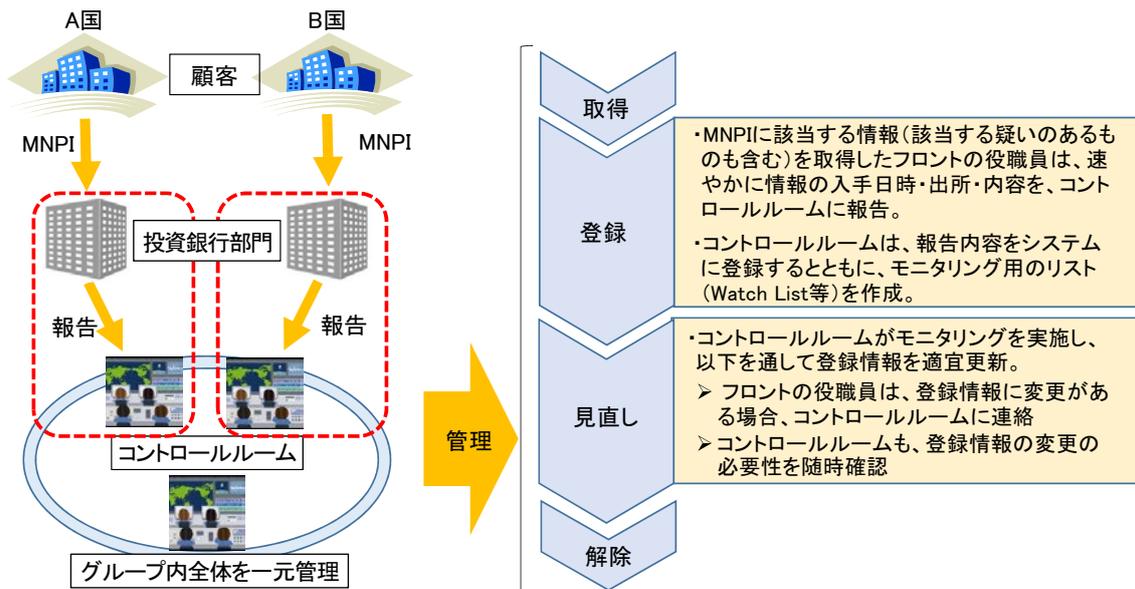
- エンティティベースでなく、ビジネスラインベースでグローバルに組織を編成。
- 重要未公開情報(MNPI)管理・利益相反管理について、グローバルで組織的かつ一元的なシステムによる管理体制を確立。
- 情報の共有・利用に関し、MNPIにとどまらず、幅広い顧客情報について“Need to Know”原則<sup>(注1)</sup>を適用。



(注1) 顧客情報に関し、必要性のない役職員への共有・利用・アクセスを禁止するもの。情報の内容や業務の部門を問わず適用されることが通例。  
 (注2) 当該部門の名称については、金融機関により、Corporate BankingやCorporate Lending等、様々である。

### 3. (1) ファイアーウォール規制(広義の投資銀行部門の重要未公開情報(MNPI)管理の実務)

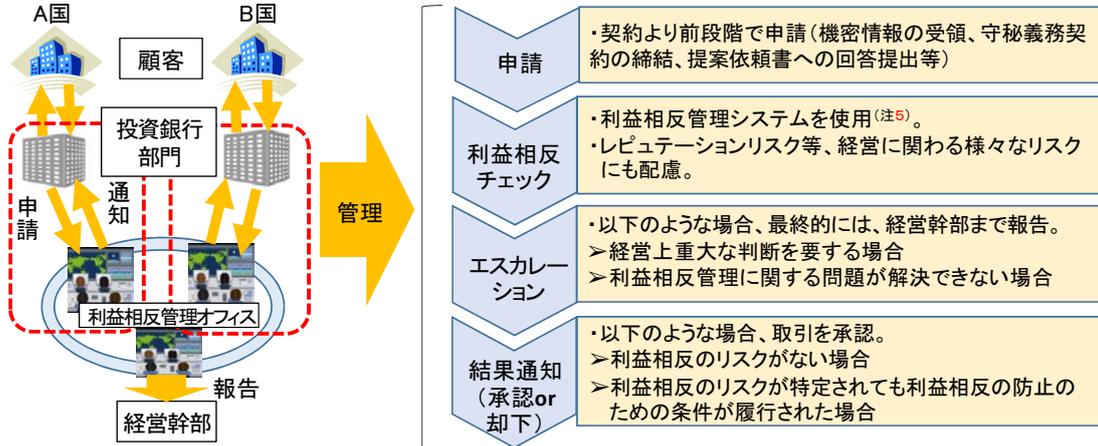
- 重要未公開情報(MNPI<sup>(注1)</sup>)を入手した役職員は、独立したコンプライアンス部門(コントロールルーム<sup>(注2)</sup>)に速やかに報告。同部門がシステムで厳格に管理<sup>(注3)</sup>。
- MNPIはグループで共通のシステムを利用し、各拠点間で連携してグループ全体で一元的に管理。



(注1) 日本における法人関係情報に該当する情報は、外資系金融機関の実務においてはMNPIとして扱われる。なお、MNPIについて、欧米の法令では定義されていないが、判例等を踏まえ、各金融機関の社内ルールにおいて定義されている。  
 (注2) MNPI管理を行うコントロールルームと、利益相反管理を担当する組織は別建てであることが通例である。  
 (注3) MNPIの管理に関し、マーケット部門等その他の部門においても基本的には同様の管理が行われている。

### 3. (1) ファイアーウォール規制(広義の投資銀行部門の利益相反管理の実務)

- 米国では、法令上、証券業務を営む金融機関には利益相反を顧客に開示する義務があり、違反した場合は民事制裁金が課せられる<sup>(注1)</sup>。また、利益相反の防止を担保する観点から、法令上、利益相反管理体制の整備義務が課せられている。欧州でも同様の体制整備義務が課せられている<sup>(注2)</sup>。
- 利益相反管理の実務の例としては、以下の通り。
  - ・ M&A案件等の情報は、顧客へのコミットメントの前に、役職員の申請により、グローバルベースで一元的に利益相反を管理するシステム<sup>(注3)</sup>に登録。
  - ・ 利益相反管理オフィスは、登録情報をもとに、全世界の他の案件との利益相反チェックを行う<sup>(注4)</sup>。



(注1) 1934年証券取引所法規則第15c1-6  
 (注2) 米国においては、利益相反管理体制の整備義務を直接定める連邦法令の規定はないが、金融機関は、1934年証券取引所法15条a)やレギュレーションDIIに基づき、利益相反管理体制を整備。欧州では、MIFID II 第16条・第23条において、利益相反管理体制の整備義務が規定。  
 (注3) 利益相反管理システムへのアクセス権は利益相反管理を担当する役職員に限定。利益相反管理システムが業務管理の機能を併せ持つ金融機関においても、取引担当者は自身が担当する取引の情報にしかアクセス不可。  
 (注4) 例えば、大きな金融機関では、双方代理事業の発生可能性が極めて高く、そのような事態が発生しないよう、厳格なモニタリングを実施。  
 (注5) 外資系金融機関に対するアンケート結果では、11社中6社で、利益相反管理システムとMNPI管理システムについて一体的運用又は連携した運用を実施。

### 3. (1) ファイアーウォール規制(国内事業法人に対するヒアリング等の結果①)

※金融商品取引業者と銀行との顧客情報の共有等のあり方に関して、昨年9月から今年3月にかけて行われた、金融庁におけるヒアリング及び日本経済団体連合会による意見照会の主な内容は以下の通り<sup>(注)</sup>。

#### 【ファイアーウォール規制に関する意見】

- ✓ 現状、金融機関との取引に当たり、約半数の企業(17社)が、包括同意書を提出。一方、個別案件毎に同意を判断する企業も約半数(16社)存在。
- ✓ 企業の意向としては、個別事案ごとに判断したいとする企業が多く存在(21社)(特に大企業に顕著)し、その理由としては以下が挙げられている。
  - ・ 本邦金融機関については、銀行・証券会社でそれぞれの専門性があることを踏まえ、必ずしも銀証連携によるメリットを感じない(3社)。
  - ・ 金融機関からどのようなサービスについて提案を受けるかについては、個別の案件ごとに、自社の財務部門で判断したい(必ずしも一律に金融機関によるワンストップでの総合的なソリューションの提供を求めている)(7社)。
  - ・ 企業としては、銀行に伝えたコベナンツや決済に関するセンシティブな情報について、グループ証券会社に共有され、当該証券会社の営業活動に勝手に利用されることを懸念している(5社)。

(注)ヒアリング等の実施手法  
 対象は37社。その内訳は、上場企業31社・非上場企業6社、製造業14社・非製造業23社(金融以外の主要業種から選択)。統計的手法を用いた選定ではない。

### 3. (1) ファイアーウォール規制(国内事業法人に対するヒアリング等の結果②)

---

- ✓ 他方、包括同意による銀証連携により、メリットを享受できたとの回答もあった。そのような回答においては、“Need to Know”原則に従った情報管理の必要性があわせて指摘された(1社)。
- ✓ 情報共有の管理に関し、企業間契約(守秘義務契約)による対応に一定の理解を示す回答(15社)があった一方、情報共有を拒否できるような法令上の仕組みの維持を求める企業が多数存在(12社)(特に大企業)。なお、大企業から、「大企業以外の場合、実務負担の増大や守秘義務契約の内容に係る交渉力の観点から懸念がある」との指摘もあった(3社)。
- ✓ なお、大企業から、「外資系金融機関からサービスを受ける際も、必ずしもワンストップで総合的なソリューションの提供を受けているわけではなく、M&Aやファイナンスといった案件ごとの内容・規模・地域等に応じて、金融機関が各々得意とするサービス分野などを踏まえてサービスごとに金融機関を選定している」との回答が多数示された(6社)。
- ✓ ホームベースルールなどの緩和について、「良いサービスが提供されることになり得るのであれば、特に困るということはない」とする企業も存在(2社)。

44

### 3. (1) ファイアーウォール規制(国内事業法人に対するヒアリング等の結果③)

---

#### 【利益相反や優越的地位に関する意見】

- ✓ 利益相反について、以下のような懸念等が指摘された。
  - ・ ローンと社債発行では金融機関の収益構造が異なり(ローンは金利、社債発行は仲介手数料)、金融グループ内の事情等によっては、企業にとっての最適解が必ずしも提案されないとの懸念(1社)。
  - ・ 仮に企業業績が悪化した局面を想定すると、独立系証券会社からは銀行の債権放棄も含めた提案がありうる一方、銀行系証券会社からはそのような提案は難しいとの懸念(1社)。
- ✓ 大企業は、総じて金融機関とは対等な関係にあると認識しており、金融機関の優越的地位を利用した要請を受けたと回答した企業は見られなかった一方、以下のような懸念等が指摘された。
  - ・ 社債発行の引受等の金融取引において、グループ証券会社の利用について銀行から言及があった。  
(注) ヒアリングを実施したうち5社。これらの企業のほとんどは、自己資本5,000億円以下・負債比率50%超。
  - ・ 金融機関の行為が法令上禁止されている優越的地位の濫用に当たるか否かについては、線引きが難しく、課題である(2社)。  
(注) 金融機関の行為が法令上禁止されている優越的地位の濫用に当たるか否かの判断に当たっては、特定の金融機関に対する取引依存度、当該金融機関の市場における地位等に関する具体的事実を総合的に考慮し、正常な商慣習なども踏まえた判断が必要。

45

### 3. (1) ファイアーウォール規制(論点①)

銀証ファイアーウォール規制については、2008年の大幅な見直し以降10年以上が経過し、金融を取り巻く環境も大きく変化している。

こうした中、我が国資本市場の一層の機能発揮を促す観点、さらには国際金融センターとしての市場の魅力を向上し、より高度の金融サービスを提供する観点から、ファイアーウォール規制について、制度の基本に立ち返った見直しが求められている。

この見直しに当たっては、これまでファイアーウォール規制により実現を目指していた①顧客情報の適切な保護、②利益相反管理、③優越的地位の濫用の防止を実効的に確保していくことが重要である。

この点、欧米の金融機関の投資銀行業務等における情報管理に関する規律をみると、「情報授受規制」がない中で、行為規制・市場規制・顧客の最善の利益を図るという金融機関の行為規範により、不公正取引の防止及び利益相反管理を徹底している。日本においても、同様の方法で管理を行うことにより、必ずしも入口における情報授受規制を設けておく必要はないのではないかとこの考え方もあり得る。

他方、日本の金融機関はこれまでファイアーウォール規制を前提にした情報管理・利益相反管理等を行ってきており、仮にファイアーウォール規制がない欧米と同様の情報管理制度を導入する場合、(将来的な導入はともかく)現実的に日本の金融機関内・金融機関と事業法人間の実務に馴染むのかといった課題もあり得る。

この点、国内の事業法人からは、国内の銀行における構造上の優越的な立場に起因する弊害、金融グループ内での情報共有・利用のあり方への懸念、情報管理について契約実務での規律への移行には事業法人の負担増大や金融機関との交渉力への懸念等が指摘され、情報授受規制の見直しにおいて一定の措置(オプトアウトの維持)を求める強い主張がある。

このような中、ファイアーウォール規制の基本的な見直しの方向について、どのように考えるか。

46

### 3. (1) ファイアーウォール規制(論点②)

ファイアーウォール規制を大きく見直す場合、弊害防止を実効的に確保するための措置として、どのような方策を講ずる必要があるか。

#### (i) 顧客情報の適切な管理のための実効的な方策(チャイニーズウォールや“Need to Know”原則)

(注) 欧米では、商業銀行業務・投資銀行業務両方を行う者は銀行法令・証券法令の両方を十分に遵守する必要があることを踏まえると、日本でも同様とすることについてどう考えるか。

#### (ii) 利益相反の適切な管理のための実効的な方策(営業部門による顧客に対する取引時の確認の実効性確保や経営幹部へのエスカレーション)

※次回ファイアーウォール規制を議論する際の市場制度WGにおいて、国内金融機関(大手銀行、大手証券会社)の実務について議論する予定。

#### (iii) 優越的地位を濫用した取引の防止・これを図るためのモニタリングの強化のための実効的な方策

47

47

(参考)「金融審議会市場制度ワーキング・グループ第一次報告」(令和2年12月23日)抜粋

II. 外国法人顧客情報に関する銀証ファイアウォール規制(情報授受規制)の緩和

2. 現行制度の概要と課題(外国法人顧客関係)

現行、銀証ファイアウォール規制により、同一金融グループ内の「銀行」・「証券会社」間で顧客に関する非公開情報等を共有する場合、原則として、書面による事前の同意取得が必要とされているが、外国法人顧客に関する非公開情報等については、オプトアウト制度の対象となっているほか、電子メールでの同意取得を可能とする等の特例が設けられている。

例えば、本邦金融機関が、クロスボーダーM&A等の案件を進めるために同一グループ内で非公開情報等を共有しようとする場合、原則として、書面による事前の同意取得が必要となる。この点、情報授受規制が存在しない国では現地企業からの同意書の取得に難航し、情報授受規制の適用を受けない海外金融機関との間で競争上不利となっているとの指摘や、企業が本邦金融機関から銀証一体となった提案を受ける機会が制約されているとの指摘がある。

3. 制度整備のあり方

こうした指摘に対して、当ワーキング・グループでの議論においても、

- ① 海外規制との同等性の確保、海外金融機関との国際競争力強化等の観点から、緩和する方向での検討が望ましい
- ② 諸外国において利益相反管理等の顧客保護に係る取組みが進展している中、当該顧客が経済活動を行う国における規制に上乗せして本邦規制を課す必要性は必ずしも高くない

との意見が出された。

こうした意見を踏まえ、**外国法人顧客に係る非公開情報等について、情報授受規制の対象から除外することが適当と考えられる。**

おわりに(抄)

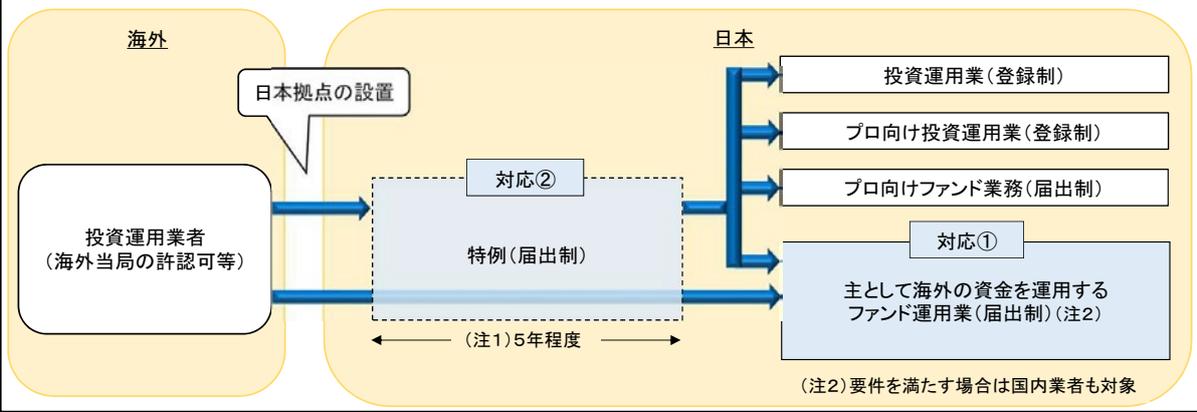
当ワーキング・グループでは、成長資金の供給のあり方、及び**国内顧客に関する情報授受規制などの残された課題について、引き続き検討を進めていく。**

3. (2) 海外の投資運用業者等の受入れ等

我が国資本市場の「国際金融センター」としての機能発揮に向け、以下の制度整備を行う。

(1) 海外の投資運用業者等の受入れに係る制度整備(法律事項)

- ① 主として海外のプロ投資家(外国法人や一定の資産を保有する外国居住の個人)を顧客とするファンドの投資運用業者
- ② 海外において当局による許認可等を受け、海外の顧客資金の運用実績がある投資運用業者(海外の資金のみ運用)について、簡素な手続(届出)による参入制度を創設(②は時限措置(3~5年程度))。



(2) 外国の法人顧客に関する銀証ファイアウォール規制の緩和(府令事項)



## 4. 顧客本位の業務運営の原則

50

### 4. 金融審議会 市場ワーキング・グループの概要

#### メンバー名簿(2020年8月5日現在)(敬称略・五十音順)

|          |                     |                                           |
|----------|---------------------|-------------------------------------------|
| 座長<br>委員 | 神田 秀樹               | 学習院大学大学院法務研究科教授                           |
|          | 池尾 和人               | 立正大学経済学部教授                                |
|          | 上田 亮子               | 株式会社日本投資環境研究所主任研究員                        |
|          | 上柳 敏郎               | 弁護士(東京駿河台法律事務所)                           |
|          | 鹿毛 雄                | ニュージーン・バンフィック代表                           |
|          | 加藤 貴仁               | 東京大学大学院法政学政治学研究科教授                        |
|          | 神作 裕之               | 東京大学大学院法政学政治学研究科教授                        |
|          | 神戸 孝                | FPアソシエイツ&コンサルティング株式会社代表取締役                |
|          | 黒沼 悦郎               | 早稲田大学法學術院教授                               |
|          | 駒村 康平               | 慶應義塾大学経済学部教授                              |
|          | 島田 知保               | 専門誌「投資信託事情」発行人兼編集長                        |
|          | 高田 創                | 岡三証券株式会社グローバルリサーチセンター理事長<br>エグゼクティブエコノミスト |
|          | 竹川 美奈子              | LIFE MAP合同会社 代表                           |
|          | 佃 秀昭                | 株式会社企業統治推進機構代表取締役社長                       |
|          | 永沢 裕美子              | Foster Forum良質な金融商品を育てる会世話人               |
|          | 中野 晴啓               | セゾン投信株式会社代表取締役会長CEO                       |
|          | 野尻 哲史               | 合同会社フィンウェル研究所代表                           |
|          | 野村 亜紀子              | 株式会社野村資本市場研究所研究部長                         |
| 林田 晃雄    | 読売新聞東京本社調査研究本部主任研究員 |                                           |
| 福田 慎一    | 東京大学大学院経済学研究科教授     |                                           |
| 宮本 勝弘    | 日本製鉄株式会社代表取締役副社長    |                                           |

#### 議論の経緯

- 2016年12月に、「顧客本位の業務運営に関する原則」等に関する報告書を公表。これを受けて、主に投資信託等の販売を行う金融機関を対象として、2017年3月に「顧客本位の業務運営に関する原則」を策定。
- しかし、それから約3年が経過するも、必ずしも営業現場等の浸透は十分でなく、原則の定着は道半ば。
- このため、これまでの進捗を検証しつつ、「顧客本位の業務運営」について、制度対応の適否も含めて新たに検討を行うべく、市場ワーキング・グループを再開。

#### 開催実績

- 第25回 2019年10月23日(水)10:00~12:00  
議題:「顧客本位の業務運営」のあり方について  
○ 「顧客本位の業務運営」の取組のこれまでの振り返りと課題  
○ 「顧客本位の業務運営」に係る関係者ヒアリング  
◇ 全国銀行協会 ◇ 日本証券業協会 ◇ 生命保険協会 ◇ 国民生活センター
- 第26回 2019年12月10日(火)10:00~12:00  
議題:「顧客本位の業務運営」のあり方について  
○ 前回会議での委員からのご質問に対するご回答  
○ 顧客本位の業務運営に関する日本と欧米の対応
- 第27回 2020年2月13日(木)15:30~17:30  
議題:高齢者など認知・判断能力の低下した顧客への対応  
○ 高齢者など認知・判断能力の低下した顧客への対応  
○ 参考人ヒアリング  
◇ 全国地域生活支援機構 尾川 宏豪 氏  
◇ 全国社会福祉協議会 地域福祉部部長 高橋 良太 氏  
◇ 認知症のひとと家族の会 副代表理事 花俣 ふみ代 氏
- 第28回 2020年3月25日(水)14:00~16:00  
議題:顧客本位のアドバイスと情報提供のあり方について  
○ 顧客本位のアドバイスと情報提供のあり方について  
○ 参考人ヒアリング  
◇ 三井住友銀行 コンサルティング業務部長 加藤 聡彦 氏  
◇ ファイナンシャル・アドバイザー協会 代表理事 中桐 啓貴 氏  
◇ フィデリティ証券 執行役員・個人金融サービス本部長 久保田 誉 氏
- 第29回 2020年6月29日(月)15:00~17:00  
議題:顧客本位の業務運営と超高齢社会における金融業務のあり方について  
○ 顧客本位の業務運営と超高齢社会における金融業務のあり方について
- 第30回 2020年7月15日(水)10:00~12:00  
議題:市場ワーキング・グループ 報告書(案)について①
- 第31回 2020年7月29日(水)13:30~15:30  
議題:市場ワーキング・グループ 報告書(案)について②

51

49

#### 4. 金融審議会 市場ワーキング・グループ報告書(2020年8月5日)

- 「顧客本位の業務運営に関する原則」の策定から3年が経過する中、その定着状況を検証し、**更なる進展**を目指す。
- 認知判断能力が低下した高齢顧客やその家族等に対して、顧客本位の観点から、**安心で利便性の高い対応**を充実。

##### 「顧客本位の業務運営に関する原則」(2017年3月策定・公表)

- 国民の安定的な資産形成の実現に向けて、金融事業者は本原則を採択し、その取組の「見える化」により、顧客がより良い金融商品・サービスを選択するメカニズムの実現を図る（「**プリンシプルベースのアプローチ**」）。

##### 〔7つの原則〕

- |                           |                    |                        |
|---------------------------|--------------------|------------------------|
| 1. 顧客本位の業務運営に関する方針の策定・公表等 |                    |                        |
| 2. 顧客の最善の利益の追求            | 3. 利益相反の適切な管理      | 4. 手数料等の明確化            |
| 5. 重要な情報の分かりやすい提供         | 6. 顧客にふさわしいサービスの提供 | 7. 従業員に対する適切な動機づけの仕組み等 |

##### 顧客本位の業務運営の更なる進展

- 「原則」の具体的内容の充実：実効性を高めていくため、原則により求められる具体的な取組(原則の注記)に以下を追加
  - ・顧客の**ライフプラン**等を踏まえた業横断的な商品の提案及び商品提供後の適切な**フォローアップ**の実施
  - ・金融商品の組成に携わる金融事業者による**想定顧客の公表**
  - ・リスクや手数料、利益相反等の情報を比較できるように、各業者・商品毎の共通の情報提供フォーム(「**重要情報シート**」)の導入
- 「原則」の一層の浸透・定着：金融庁において、事業者の取組状況等を「原則」の項目毎に**比較可能な形で公表**
- 不適切な販売事例の効果的な抑制：法律上の**誠実公正義務**や**適合性原則**の内容を明確化するため**監督指針を改正**

##### 超高齢社会における金融業務のあり方

- 認知判断能力等の低下した顧客への対応：以下について、金融業界において指針等を策定
  - 代理人等取引のあり方
  - 福祉関係機関等との連携強化
  - 高齢顧客対応の好事例の集約・還元等
- **デジタル技術**を活用した個々の認知判断能力や状況に応じた制度の精緻化の研究
- 本人以外でも金融契約の有無を照会できるシステムの検討

52

#### 4. 報告書の提言を受けた金融庁の対応状況

##### 顧客本位の業務運営に関する原則（改訂版）、監督指針（改正版）

- 報告書において、原則の具体的内容の充実や監督指針における適合性原則の内容の明確化について提言されたことを受け、それぞれの改訂案、改正案について、2020年9月25日から10月26日にかけてパブリックコメントを実施。
- 2021年1月15日にパブリックコメントの結果及び原則（改訂版）、監督指針（改正版）を公表。
- 2021年4月12日に各事業者の取組方針や取組状況の金融庁への報告様式、「金融庁における好事例分析に当たってのポイント」等を公表。
- 今後、事業者の取組方針等の比較可能性を高めた事業者のリストや、取組方針等の記載内容に係る好事例を公表予定。

##### 重要情報シートに係る金商業等府令等の改正

- 報告書において、重要情報シートを用いて所定の内容を顧客に説明した場合には、契約締結前交付書面や目論見書等の法定書類を紙で交付することを要しないとすることが適当と提言。
- 上記提言を踏まえ、関係内閣府令改正案について、2020年10月21日から11月30日にかけてパブリックコメントを実施。その結果を本年2月15日に公表し、同日公布・施行。
- 主な改正内容
  - 簡潔な重要情報提供等を行い、かつ、契約締結前交付書面に記載すべき事項を顧客属性に応じて説明した場合、
    - ・ 目論見書の電子提供を可能とする
    - ・ 契約締結前交付書面に記載すべき事項を電子提供したとき、契約締結前交付書面の交付免除を可能とする

53

一定の投資性金融商品の販売・販売仲介に係る「重要情報シート」フォーマット(例)  
(個別商品編)

1. 商品等の内容(当社は、組成会社等の委託を受け、お客様に商品の販売の勧誘を行っています)

|                     |                                                                               |
|---------------------|-------------------------------------------------------------------------------|
| 金融商品の名称・種類          |                                                                               |
| 組成会社(運用会社)          |                                                                               |
| 販売委託元               |                                                                               |
| 金融商品の目的・機能          |                                                                               |
| 商品組成に携わる事業者が想定する購入層 |                                                                               |
| パッケージ化の有無           | (ありの場合)この金融商品は、複数の金融商品を組み合わせた商品です。これらを個別の金融商品として購入することもできます。(又は購入することはできません。) |
| クーリング・オフの有無         | クーリング・オフ(契約日から一定期間、解除できる仕組み)の適用はありません。                                        |

(質問例) ① あなたの会社が提供する商品のうち、この商品が、私の知識、経験、財産状況、ライフプラン、投資目的に照らして、ふさわしいという根拠は何か。  
② この商品を購入した場合、どのようなリスクを受け、どのようなメリット・デメリットがあるのか。  
③ この商品が複数の商品を組み合わせたものである場合、個々の商品購入と比べて、どのようなメリット・デメリットがあるのか。

2. リスクと運用実績(本商品は、円建ての元本が保証されず、損失が生じるリスクがあります)

|                |                                                                                     |
|----------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| 損失が生じるリスクの内容   | 運用資産の市場価格の変動による影響を受けます。<br>投資先などの確率や債務不履行による影響を受けます。<br>為替相場の変動による影響を受けます。<br>(その他) |
| (参考) 過去1年間の収益率 | 〇% (※(a)場合はパフォーマンス又は期待する損益の範囲) (〇年〇月取扱い)                                            |
| (参考) 過去5年間の収益率 | 平均〇% 最低〇% (20××年〇月) 最高〇% (20××年〇月)<br>(〇年〇月～〇年〇月)の各月末における値(1. 小数の数字)                |

※ 損失リスクの内容の詳細は契約締結前交付書面[交付目録見書]のP〇、運用実績の詳細は交付目録見書のP〇に記載しています。

(質問例) ④ 上記のリスクについて、私が理解できるように説明してほしい。  
⑤ 相対的にリスクが低い類似商品はあるのか、あればその商品について説明してほしい。

3. 費用(本商品の購入又は保有には、費用が発生します)

|                    |  |
|--------------------|--|
| 購入時に支払う費用(販売手数料など) |  |
| 継続的に支払う費用(信託報酬など)  |  |
| 運用成果に応じた費用(成功報酬など) |  |

※ 上記以外に生ずる費用を含めて詳細は契約締結前交付書面[交付目録見書]のP〇に記載しています。

(質問例) ⑥ 私がこの商品に〇〇万円を投資したら、それぞれのコストが実際にいくらかかるのか説明してほしい。  
⑦ 費用がより安い類似商品はあるか、あればその商品について説明してほしい。

一定の投資性金融商品の販売・販売仲介に係る「重要情報シート」フォーマット(例)  
(金融事業者編)

1. 当社の基本情報(当社はお客様に金融商品の販売[又は販売仲介]をする者です)

|                 |  |
|-----------------|--|
| 社名              |  |
| 登録番号            |  |
| 加入協会            |  |
| 当社の概要を記したウェブサイト |  |

2. 取扱商品(当社がお客様に提供できる金融商品の種類は次のとおりです)

|             |             |
|-------------|-------------|
| 預金(投資性なし)   | 預金(投資性あり)   |
| 国内株式        | 外国株式        |
| 円建債券        | 外貨建債券       |
| 特殊な債券(仕組債等) | 投資信託        |
| ラップ口座       | ETF、ETN     |
| REIT        | その他の上場商品    |
| 保険(投資リスクなし) | 保険(投資リスクあり) |
| これら以外の商品    |             |

3. 商品ラインナップの考え方(商品選定のコンセプトや留意点は次のとおりです)

|  |  |
|--|--|
|  |  |
|--|--|

4. 苦情・相談窓口

|                 |                            |
|-----------------|----------------------------|
| 当社お客様相談窓口       |                            |
| 加入協会共通の相談窓口(〇〇) |                            |
| 金融庁金融サービス利用者相談室 | 0570-016811 (03-5251-6811) |

※ 各窓口の詳細は契約締結前交付書面のP〇に記載しています。

一定の投資性金融商品の販売・販売仲介に係る「重要情報シート」フォーマット（例）  
（個別商品編）

**4. 換金・解約の条件（本商品を換金・解約する場合、一定の不利益を被ることがあります）**

この商品の償還期限は「20××年××月××日です。/ありません。」但し、期間更新や繰上償還の場合があります。  
この商品をお客様が換金・解約しようとする場合には、〇〇〇〇〇〇（解約手数料など）として〇〇をご負担いただく  
ほか、一定の制限や不利益が生じます。  
〇〇の場合には、換金や解約ができません。

※ 詳細は契約締結前交付書面[交付目論見書]のPOに記載しています。

（質問例）⑥ 私がこの商品を換金・解約するとき、具体的にどのような制限や不利益があるのかについて説明してほしい。

**5. 当社の利益とおお客様の利益が反する可能性**

当社がお客様にこの商品を販売した場合、当社は、お客様が支払う費用（販売手数料、信託報酬等の名目を記載）のうち、  
組成会社等から〇〇%の手数料を頂きます。これは〇〇〇〇〇〇（販売仲介など）の対価です。

当社は、この商品の組成会社等との間で〇〇の関係があります。（又は資本関係等の特別の関係はありません。）

当社の営業職員に対する業績評価上、この商品の販売が他の商品の販売より高く評価される場合があります。  
（又は評価されるような場合はありません。）

※ 利益相反の内容とその対処方針については、「顧客本位の業務運営に関する原則」の「取組方針」IPOをご参照ください。（URL）

（質問例）⑩ あなたの会社が得る手数料が高い商品など、私の利益よりあなたの会社やあなたの利益を優先した商品を  
私に薦めてはいいか。私の利益よりあなたの会社やあなたの利益を優先する可能性がある場合、あなたの会  
社では、どのような対策をとっているのか。

**6. 租税の概要（NISA、つみたてNISA、iDeCoの対象か否かもご確認ください）**

※ 詳細は契約締結前交付書面[交付目論見書]のPOに記載しています。

**7. その他参考情報（契約にあたっては、次の書面をよくご覧ください）**

- ・ 販売会社（当社）が作成した「契約締結前交付書面」  
（URL）  
（QRコード）
- ・ 組成会社が作成した「目論見書」  
（URL）  
（QRコード）

契約締結に当たっての注意事項等をもとめた「契約締結前交付書面」、金融商品の内容等を記した「目論見書」については、ご希望があれば、紙でお渡します。

## 5. ソーシャルボンド

57

### 5. ソーシャルボンド(実務指針の策定に向けた動き)

- ソーシャルボンドとは、**社会的課題解決に資するプロジェクト（ソーシャルプロジェクト）の資金調達のために発行される債券**
- 企業等が発行に当たって参照できる**実務的な指針**（「社会的課題解決」の範囲や調達資金の使途・管理等の対応を示すもの）**がない**ことから、**経済界等から早期策定を要望**
- サステナブルファイナンス有識者会議（令和2年12月25日設置）の下に「**ソーシャルボンドに関する検討会議（仮称）**」を設置し、**実務指針**の策定を検討予定

#### <国内発行事例>

##### ■ 事例 1

- ✓ 2019年5月発行
- ✓ 発行額50億円
- ✓ 搭乗ゲート等の国内空港施設・設備のバリアフリー対応改修資金の一部に充当



##### ■ 事例 2

- ✓ 2020年9月発行
- ✓ 発行額500億円
- ✓ 医療機器製造工場や再生医療関連施設等の設備投資、医薬品等の研究開発事業に充当



##### ■ 事例 3

- ✓ 2018年8月～20年10月に合計10回発行
- ✓ 合計発行額3,000億円
- ✓ 貸与奨学金の財源として充当



※各発行企業のプレスリリースより、金融庁作成

58

53

## 5. ソーシャルボンド(ソーシャルボンド検討会議)

### ■検討の背景

- 新型コロナウイルス感染症の拡大を踏まえ、ソーシャルボンド（社会的課題解決に資するプロジェクト(ソーシャルプロジェクト)の資金調達のために発行される債券）が国内外で注目されており、国内では民間事業者による発行が少しずつ始まってきた段階。
- こうした中、企業等が発行に当たって参照できる実務的な指針（「社会的課題解決」の範囲や調達資金の使途・管理等の対応を示すもの）がないことから、経済界等から早期策定を要望。
- 昨年12月に金融庁に設置したサステナブルファイナンス有識者会議の下に、本年3月に「ソーシャルボンド検討会議」を設置し、実務指針の策定について検討を開始。

### ■メンバー等

#### [座長]

北川 哲雄 青山学院大学名誉教授・東京都立大学特任教授

#### [メンバー]

|        |                                             |       |                     |  |
|--------|---------------------------------------------|-------|---------------------|--|
| 相原 和之  | 野村證券(株)デット・キャピタル・マーケット部ESG債担当部長             |       |                     |  |
| 有江 慎一郎 | アムディ・ジャパン(株)チーフ・インベストメント・オフィサー/運用本部長兼債券運用部長 |       |                     |  |
| 磯根 秀和  | ANAホールディングス(株)グループ 経理・財務室財務企画・IR部担当部長       | 林 礼子  | BofA証券(株)取締役副社長     |  |
| 大石 竜志  | (株)R&I ESG推進室次長                             | 水口 剛  | 高崎経済大学学長            |  |
| 梶原 敦子  | (株)JCR サステナブル・ファイナンス評価本部長                   | 森 睦也  | 独立行政法人国際協力機構 (JICA) |  |
| 川北 英隆  | 京都大学名誉教授                                    | 森澤 充世 | PRI事務局ジャパンヘッド       |  |
| 熊谷 亮丸  | (株)大和総研 副理事長兼専務取締役 リサーチ本部長 チーフエコノミスト        |       |                     |  |
| 反田 祐介  | ニッセイセットマネジメント(株)クレジット投資部 チーフ・ポートフォリオ・マネジャー  |       |                     |  |
| 竹林 正人  | Sustainalyticsリポートアナリスト アソシエイトディレクター        |       |                     |  |

#### [オブザーバー]

日本経済団体連合会 日本証券業協会 国際銀行協会 日本公認会計士協会 内閣官房 環境省

### ■開催実績

- 第1回（令和3年3月10日） ・ ソーシャルボンドガイドラインの策定に向けた論点（総論＋各論「調達資金の使途」）
- 第2回（令和3年4月13日） ・ ソーシャルボンドガイドラインの策定に向けた論点（各論「調達資金の使途」（第1回会合に引き続き）、「プロジェクトの評価と選定のプロセス」、「調達資金の管理」、「レポートニング」、「外部評価」）

59

## 5. ソーシャルボンド(ソーシャルボンドとは)

- ソーシャルボンドとは、調達資金の全てが、新規又は既存の適格なソーシャルプロジェクト(社会的課題への対処・軽減、ポジティブな社会的成果の達成を目指すプロジェクト)の一部又は全部の初期投資又はリファイナンスのみに充当される債券

(国際資本市場協会(ICMA)ソーシャルボンド原則)

- 主に資本市場関係者が参加する国際的な業界団体である国際資本市場協会(ICMA)は、ソーシャルボンド発行に係る透明性、情報開示及び報告を向上・促進する観点から、「ソーシャルボンド原則」(Social Bond Principles)を策定(2017年策定、2018年・2020年改訂)

何がソーシャルプロジェクトであるかについて、同原則では、「事業区分」と「対象となる人々」の例示をそれぞれ記載し、両者を組み合わせることで判断していくアプローチをとっている。

### (参考)グリーンボンド

- ・ グリーンボンドとは、調達資金の全てが、新規又は既存の適格なグリーンプロジェクトの一部又は全部の初期投資又はリファイナンスのみに充当される債券 (ICMAグリーンボンド原則)
- ・ ICMAでは、グリーンボンド発行の原則として「グリーンボンド原則」(Green Bond Principles)を策定(2014年策定、2015年・2016年・2017年・2018年改訂)
- ・ また、我が国では、環境省において、ICMA原則の内容との整合性に配慮した「グリーンボンドガイドライン」を策定(2017年策定、2020年改訂)

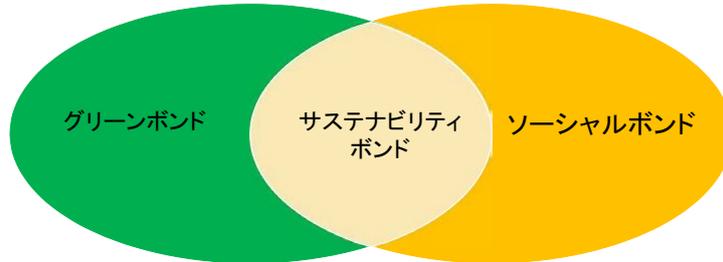
### (参考)サステナビリティボンド

- ・ サステナビリティボンドとは、調達資金の全てが、新規又は既存の適格なグリーンプロジェクト及びソーシャルプロジェクト双方への初期投資又はリファイナンスのみに充当される債券 (ICMAサステナビリティボンドガイドライン)
- ・ ICMAでは、サステナビリティボンド発行のガイドラインとして「サステナビリティボンドガイドライン」(Sustainability Bond Guidelines)を策定(2018年策定)

60

## 5. ソーシャルボンド(グリーン/ソーシャル/サステナビリティボンドの関係)

- 環境・社会的課題の解決に資するプロジェクトに調達資金の用途を限定した資金調達手法であるグリーンボンド・ソーシャルボンド・サステナビリティボンドの関係は以下のとおり
- サステナビリティボンドはグリーンプロジェクト及びソーシャルプロジェクト双方に調達資金が充当される債券



(参考)サステナビリティ・リンク・ボンド

- サステナビリティ・リンク・ボンドは、発行体が事前に設定したサステナビリティ目標の達成状況に応じて、財務・ストラクチャーの特性が変化する可能性のある債券(例えば、クーポンのステップアップ等)(ICMAサステナビリティ・リンク・ボンド原則)
- ICMAでは、サステナビリティ・リンク・ボンド発行の原則として「サステナビリティ・リンク・ボンド原則」(Sustainability-Linked Bond Principles)を策定(2020年策定)

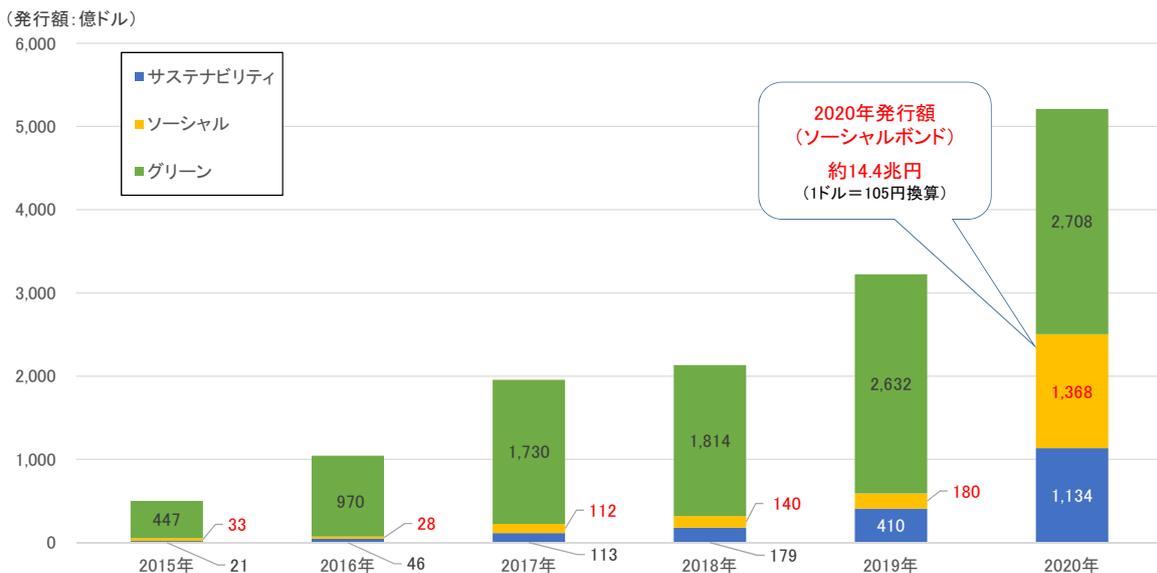
(参考)ソーシャルインパクトボンド

- 資金提供者から調達する資金をもとに、サービス提供者が効果的なサービスを提供し、サービスの成果に応じて行政が資金提供者に資金を償還する、成果連動型の官民連携による社会的インパクト投資の手法の一つ。一般に債券の特性を有するものではなく、ソーシャルボンドとは異なる。

61

## 5. グローバルなSDGs債の発行額の推移

- いわゆるSDGs債<sup>(注)</sup>の発行は近年増加傾向(グリーンボンドの発行が大宗)
- 新型コロナウイルス感染症の拡大を受け、2020年にソーシャルボンドの発行が急拡大



(出所)Environmental Financeより日本証券業協会が作成

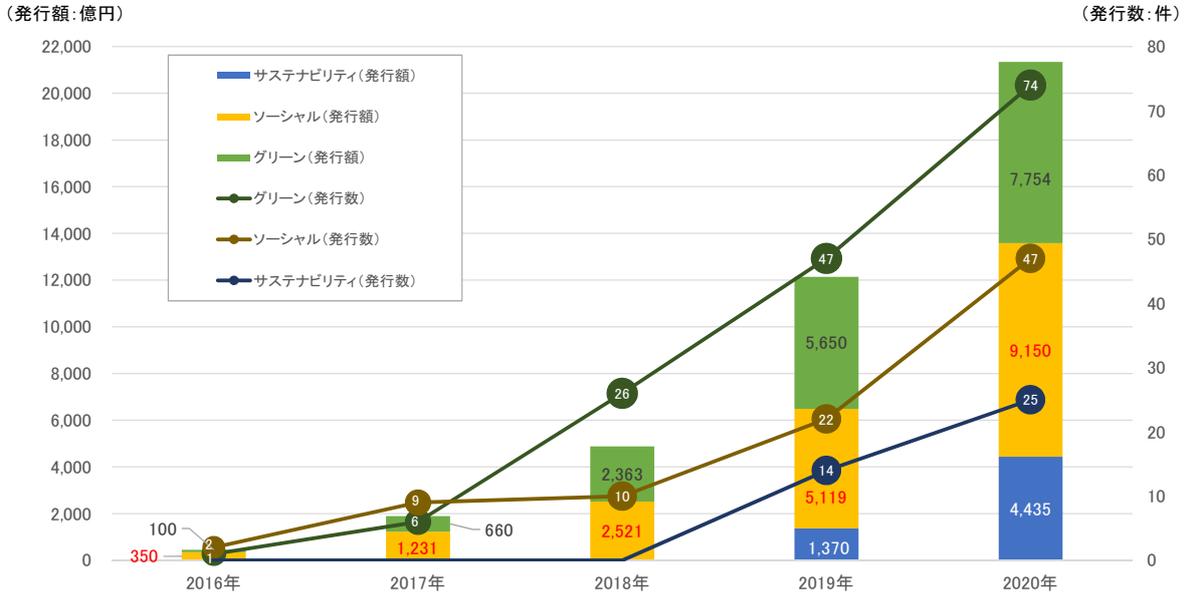
(注)日本証券業協会では調達資金がSDGsに貢献する事業に充当されるものとして、グリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンドなどの債券を「SDGs債」と呼称

62

55

## 5. 国内におけるSDGs債の発行額と発行件数の推移

- 国際的な動向と同様、国内でもSDGs債の発行は増加傾向
- これまでグリーンbondとほぼ同水準で推移していたソーシャルbondの発行は、2020年にグリーンbondを上回って急拡大

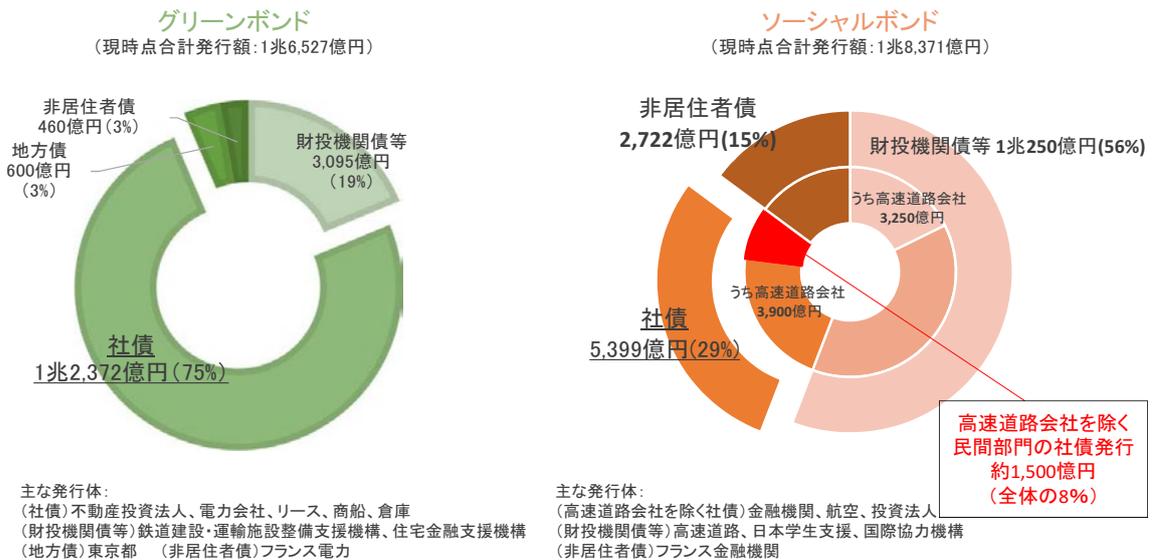


(出所) 日本証券業協会作成 (2016年1月～2020年12月の国内での公募による起債を集計)  
 (注) 折れ線グラフの数字は発行数を示している。

63

## 5. 国内におけるソーシャルbond発行体別発行額(グリーンbondとの比較)

- グリーンbondと比較して、ソーシャルbondの発行における社債の割合(約3割)は低く、財投機関債等の割合(約6割)が高い状況



(出所) 日本証券業協会作成  
 (注1) 2016年1月～2020年12月の国内での公募による起債の累計  
 (注2) 財投機関債等: 財投機関債として財務省が公表している債券及び特別法人等が発行した債券  
 高速道路会社が発行した債券であって、「財投機関債」に該当しない場合(年)には、「社債」に分類

64

5. ソーシャルボンド(ICMAソーシャルボンド原則)

□ ICMAソーシャルボンド原則では、以下の4つの核となる要素に適合している債券をソーシャルボンドとし、原則内では「すべき」(should)と「奨励・望ましい」(recommend/encourage)を使い分けて規定

ICMAソーシャルボンド原則の骨子

|                                                                                                           |                                                                                          |                                                |                                                                      |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------|
| <p>1. 調達資金の使途</p> <p>調達資金はソーシャルプロジェクトのみに充当し、発行体はその旨、法定書類等で明示する。</p> <p>(注)ソーシャルプロジェクトの事業区分・対象となる人々を例示</p> | <p>2. プロジェクトの評価と選定のプロセス</p> <p>発行体は、目指す社会的な目標、適格プロジェクトの選定プロセス、適格性のクライテリアを定め、投資家に伝える。</p> | <p>3. 調達資金の管理</p> <p>発行体は、調達資金を適切に管理・追跡する。</p> | <p>4. レポートニング</p> <p>プロジェクトのリスト、概要、資金充当状況及び期待される効果に係るレポートニングを行う。</p> |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------|

外部評価

上記4つの核の充足に加え、「外部評価」を行うことが望ましい。

(出所)ICMAソーシャルボンド原則より金融庁作成

65

5. ソーシャルボンド(ICMAソーシャルボンド原則の骨子)

□ ICMAソーシャルボンド原則では、ソーシャルプロジェクトの事業区分及び対象となる人々を以下のように例示(ただし、これらに限られるものではないとしている)

| ICMA原則:事業区分                                                                     | ICMA原則:事業区分の細目                                                                                                                                                       | ICMA原則:対象となる人々                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|---------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1. 手ごろな価格の基本的インフラ設備                                                             | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ クリーンな飲料水</li> <li>・ 下水道</li> <li>・ 衛生設備</li> <li>・ 輸送機関</li> <li>・ エネルギー</li> </ul>                                         | <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 貧困ライン以下で暮らしている人々</li> <li>2. 排除され、あるいは社会から取り残されている人々、あるいはコミュニティ</li> <li>3. 障がい者</li> <li>4. 移民・難民</li> <li>5. 十分な教育を受けていない人々</li> <li>6. 十分な行政サービスを受けられない人々</li> <li>7. 失業者</li> <li>8. 女性及び／又は性的及びジェンダーマイノリティ</li> <li>9. 高齢者と脆弱な若者</li> <li>10. 自然災害の罹災者を含むその他の弱者グループ</li> </ol> <p>対象となる人々の定義は地域の文脈によって異なり得る。また、ある場合には、一般の大衆を想定することにより、対象となる人々も支援を受けることができるようになることがある。</p> <p>※ICMA「Guidance Handbook 2020」では、一般の大衆に影響を与える社会的課題もあることから、対象は一般の大衆となり得る一方、可能であれば対象となる人々を特定することを奨励している。</p> |
| 2. 必要不可欠なサービスへのアクセス                                                             | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 健康</li> <li>・ 教育及び職業訓練</li> <li>・ 健康管理</li> <li>・ 資金調達と金融サービス</li> </ul>                                                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| 3. 手ごろな価格の住宅                                                                    | (例示なし)                                                                                                                                                               |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| 4. 中小企業向け資金供給及びマイクロファイナンスによる潜在的効果を通じ、社会経済的な危機に起因する失業の防止又は軽減するために設計されたプログラムと雇用創出 | (例示なし)                                                                                                                                                               |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| 5. 食糧の安全保障と持続可能な食糧システム                                                          | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 食糧必要要件を満たす、安全で栄養価の高い十分な食品への物理的、社会的、経済的なアクセス</li> <li>・ 回復力ある農業慣行</li> <li>・ フードロスと廃棄物の削減</li> <li>・ 小規模生産者の生産性向上</li> </ul> |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| 6. 社会経済的向上とエンパワーメント                                                             | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 資産、サービス、リソース及び機会への公平なアクセスとコントロール</li> <li>・ 所得格差の縮小を含む、市場と社会への公平な参加と統合</li> </ul>                                           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |

(出所)ICMAソーシャルボンド原則等より金融庁作成

66

57

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

2021年改正「顧客本位の業務運営に関する原則」(1)－実務の取組み－  
「お客様第一の業務運営に関する取組みと大和版NPSの導入」

2021年5月28日(金) 15:00～16:59

オンライン開催

出席者(五十音順)

|    |    |                          |
|----|----|--------------------------|
| 飯田 | 秀総 | 東京大学大学院法学政治学研究科准教授       |
| 石田 | 眞得 | 関西学院大学法学部教授              |
| 伊藤 | 靖史 | 同志社大学法学部教授               |
| 梅本 | 剛正 | 甲南大学共通教育センター教授           |
| 片木 | 晴彦 | 広島大学大学院人間社会科学研究科実務法学専攻教授 |
| 川口 | 恭弘 | 同志社大学法学部教授               |
| 北村 | 雅史 | 京都大学大学院法学研究科教授           |
| 久保 | 大作 | 大阪大学大学院高等司法研究科教授         |
| 黒沼 | 悦郎 | 早稲田大学大学院法務研究科教授          |
| 小出 | 篤  | 学習院大学法学部教授               |
| 齊藤 | 真紀 | 京都大学大学院法学研究科教授           |
| 志谷 | 匡史 | 神戸大学大学院法学研究科教授           |
| 白井 | 正和 | 京都大学大学院法学研究科教授           |
| 洲崎 | 博史 | 京都大学大学院法学研究科教授           |
| 高橋 | 陽一 | 京都大学大学院法学研究科准教授          |
| 船津 | 浩司 | 同志社大学法学部教授               |
| 前田 | 雅弘 | 京都大学大学院法学研究科教授           |
| 松尾 | 健一 | 大阪大学大学院高等司法研究科教授         |
| 山下 | 徹哉 | 京都大学大学院法学研究科教授           |
| 行澤 | 一人 | 神戸大学大学院法学研究科教授           |

【報 告】

2021年改正「顧客本位の業務運営に関する原則」(1)－実務の取組み－

「お客様第一の業務運営に関する取組みと大和版 NPS の導入」

大和証券株式会社 常務執行役員

佐野 径

目 次

- |                          |                  |
|--------------------------|------------------|
| 1. お客様第一の業務運営に関する当社方針    | (2) 情報提供機会の充実    |
| 2. お客様第一の業務運営に関する具体的な取組み | (3) 商品の開発と提供の取組み |
| (1) お客様への良質なサービスの提供      | 3. 共通 KPI 討論     |

○川口 それでは、定刻になりましたので、金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

今回から2回に分けて「顧客本位の業務運営に関する原則」を検討したいと思います。今日はその第1回目ということで、実務の取組みにつきまして、大和証券株式会社常務執行役員の佐野様よりお話を伺います。

どうぞよろしくお願ひいたします。

○佐野 ただいまご紹介をいただきました大和証券の佐野でございます。本日は、当社における顧客本位の業務運営に関する具体的な取組みということでお話をさせていただきます。

全体の構成といたしましては、まず、どのような考えに基づいて取り組んでいるかという理念の部分をお話ししたうえで、基本的な枠組み、サービス・商品、そして従業員教育をご説明させていただこうと考えております。

金融庁主導での取組みなどに関わる部分が途中ございまして、先生方は十分ご理解のところも随分と出てくるであろうかとは思いますが、当社の

業務をご理解いただくうえで触れさせていただくこともございますので、何卒ご理解を賜ればと思っております。

1. お客様第一の業務運営に関する当社の方針  
金融庁の「顧客本位の業務運営に関する原則」の公表を受けまして、当社も「お客様第一の業務運営に関する方針」を公表していますが、これは、もともと企業理念や「大和スピリット」というものを通して従前から社内で浸透を図ってきた考え方、取組みを改めて分かりやすく公表したものであって、このタイミングで新しい取り組みを始めたわけではないという位置付けとなっております。

・当社の企業理念 (2頁)

この理念を作りました当時、証券会社では、1991年の損失補填問題や1997年の総会屋事件などの不祥事等もあり、お客様の信頼回復、それから強い大和証券を創り上げることが使命であるという決意の下、1998年に、2頁にお示ししている企業理念を公表しております。

1 番目に「信頼の構築」を掲げております。お客様からの信頼こそが自らの持続的成長の源泉であるということでございます。ほかにも、「人材の重視」「社会への貢献」「健全な利益の確保」を掲げ、基本的な考え方や心構え、社員が目指す人材像を企業理念として共有しているということでございます。

#### ・大和スピリット（3頁）

歴史的背景の中で企業理念が作られたという話をいたしました。ビジネス環境がより複雑さを増して一人一人が難しい判断を迫られる機会がどんどん増えていく中で、グループが一致団結して前進していくためによりどころとなる価値観を共有する必要があるという思いから、企業理念に基づきまして、2008年に「大和スピリット」というものを作成しております。

内容は、黙示的に脈々と受け継がれてきました考え方や心構え、企業文化の根幹となる「企業理念」が根本にございまして、それをよりかみ砕いた言葉で「大和スピリット」として明文化しております。今日も、この大和スピリットを行動規範として日々業務を行っているということになります。

#### ・顧客本位の業務運営に関する7つの原則（4頁）

こちらは先生方もご存じのとおり、2017年3月に金融庁から「顧客本位の業務運営に関する原則」が公表されまして、金融事業者に対してより顧客目線の商品・サービスの提供を競い合うように促されたという内容でございます。

#### ・お客様第一の業務運営に関する当社の方針（5頁）

これを受けまして、当社グループの「お客様第一の業務運営に関する基本方針」を先ほどの企業理念「大和スピリット」にのっとりうえて策定をいたしまして、同年6月に公表しております。

①方針の策定・公表、②お客様第一の追求、③

利益相反の適切な管理、④手数料等の明確化、⑤重要な情報のわかりやすい提供、⑥お客様に適した商品・サービスの提供、⑦企業文化の構築、という7つの方針から構成されております。

次頁以降で、具体的な当社の取組み事例についてご説明申し上げたいと思います。

#### 2. お客様第一の業務運営に関する具体的な取組み

##### （1）お客様への良質なサービスの提供

・大和版 NPS をドライバーとした営業改革（6頁）  
お客様第一の業務運営に向けた取組みの一環といたしまして、これは2017年度からとなりますが、お客様に最も近い営業店が主体となるボトムアップによる営業推進体制を導入しております。とかく証券会社の営業はトップダウンのプロダクトアウトという時代が非常に長くございましたが、それをお客様に近いところで判断できる体制に変えようというのがこの取組みでございます。

2018年度には、お客様第一の流れをさらに加速させ、徹底的なお客様目線での営業へ進化して「クオリティNo.1」を実現すべく、お客様満足度を計測する指標としていわゆる NPS を導入し、経営の最重要指標の一つとして位置付けて、営業体制の大々的な改革に着手しました。

さらに、「お客様本位」という意識を深化させるために、翌年2019年度には、評価体系にお客様の運用パフォーマンスに関する項目を組み入れるなど、「お客様の利益を第一に考える」仕組みの整備を行ってまいりました。

そして、「お客様から最も選ばれる証券会社」となるために、2020年度よりお客様へ高い付加価値を提供することで営業品質・サービスの向上を図り、新しい企業文化の定着及び NPS の継続的な向上に取り組んでおります。

##### ・分かりやすい情報提供と手数料等の説明（7頁）

恥ずかしながらこれ以前は各部署、各商品によって意匠が異なっていたのですが、お客様にお配

りするパンフレット等につきまして、「見やすく・読みやすく・わかりやすい」をコンセプトに、2017年1月に、ご覧いただいておりますガイドラインを作成いたしました。高齢のお客様や投資初心者のお客様にも理解しやすいよう、ユニバーサルデザインの観点から文字サイズ、配色等を工夫しております。

また、これは他社さんも取り組んでいることではございますが、今年4月より当社ホームページ内に、資料でお示ししております「リスク・手数料等説明ページ」も新設してございます。

#### ・高い専門性を持つ社員の育成／お客様相談センターの取組み（8頁）

お客様第一のサービスを提供するために、高度な専門性とプロフェッショナリズムを有する社員の育成に取り組むということで、お客様のライフステージに応じたコンサルティングを適切に提供できるよう、営業員にAFP・CFPの資格の取得を推奨しております。

「CFP取得者1,020名（業界No.1）」と書いてございますが、大分早期から取り組んでおったことも功を奏しまして、お客様の期待に応えられる人数になっているかなと感じております。

それから2015年度より、CFPの資格保有者の中から、社内研修等を通じましてさらに高度な知識を身につけた社員を「相続コンサルタント」という特別な役職に任命いたしまして、こちらを全店配置しております。また、お客様相談センターにおきましては、お客様の意見や苦情を電話にて直接お伺いし、速やかに対象の営業店、本部部署に伝えて問題点の把握や改善に活用しております。

#### (2) 情報提供機会の充実・多様なセミナーの実施

資料には掲載しておりませんが、セミナーを通じた情報発信にも積極的に取り組んでおります。昨年度は、先生方もご存じのとおり、新型コロナウイルスの感染拡大を受けまして店舗や会場など

を使ったセミナーを自粛することにはなりましたが、お客様よりウェビナーの積極的な開催を望むご意見を頂戴していたため、全店一斉の大規模なウェビナーを、様々なテーマで開催しております。

#### ・定期的な情報発信（9頁）

2003年から、商品やサービスなどお客様が選択された情報を電子メールでお届けするサービスを開始しております。「ダイワのメールサービス」という名称で行っています。

今年2月のリニューアルによりまして、商品・サービス関連の配信コンテンツを大幅に拡充・細分化するとともに、保有商品に関する情報も拡充させていただいております。先ほどウェビナーの要請をお客様から頂いたという話がございましたが、お客様に直にお会いできる機会が減る中、世に言うDXの流れで、メール等のツールを使った個別の情報発信というものを細分化し実施している例となっております。

#### ・投資教育への取組み（10頁）

投資初心者のお客様が将来の資産形成に役立てていただくことを目的として、金融や経済、投資についてホームページ上で分かりやすく説明するコーナーを展開しております。子育て世代向け情報サイトの「SODATTE」や社会人対象に積み立て投資に特化した「わたしの未来へつみたて投資。」、そして投資初心者向けのユーチューブチャンネルの「MONEY SCHOOL」——これが一番直近に手掛けたものですが、お客様の各層に合いましたサイトを運営させていただいております。

#### (3) 商品の開発と提供の取組み

ここからは商品の開発と提供の取組みについてご説明させていただきます。

#### ・資産管理型ビジネスモデル確立に向けた取組み（11頁）

ここでは、資産管理型ビジネスモデル確立に向

けた取組みを時系列でお示ししてございます。

「ゴールベース・アプローチツール」の設計・開発、残高ベース商品の開発や関連システムの開発、そして人材育成などの取組みを行い、長期戦略に基づいて資産管理型ビジネスへの転換を目指しております。

今後は、お客様からの信頼・満足度をベースにお預けいただいている資産からフィーを頂く。すなわち、売買の都度の手数料ということではなくて、残高からフィーを頂くというような新しいサービスを、2022年にも導入する予定で開発を推進しております。

#### ・資産管理ビジネス実現への取組み (12 頁)

資産管理ビジネス実現への取組みとして、主なものを2つ紹介させていただきます。

1つ目は、「資産運用プランニングツール」となります。お客様の金融資産の分析から投資意思決定のサポート、それから運用状況のモニタリング、資産運用のあらゆるシーンで最適なソリューションを提供すべく、2020年度に導入をいたしました。

資産運用プランニングツール自体は、海外のトップ・プライベートバンクで利用されております「Wealthbench」というMSCI社の分析ツールを日本向けにカスタマイズをして導入しているものでございます。個人投資家向けに提供するのは当社が国内では初めてとなっております。

資産運用プランニングツールを通じまして、ポートフォリオ分析、それからリスク・リターン分析機能など世界の先進的な機関投資家が利用しているサービスを個人のお客様にも提供することで、お客様一人一人のゴールの実現に向けた資産運用をサポートする、そのサポートの形を具現化したツールというふうになっております。

2つ目は「投信フレックスプラン」で、投資信託の新たな手数料プランとして昨年10月より導入しております。投資信託の購入時にお支払いいただいております購入時手数料を無料化する代わ

りに、ご購入された投資信託の評価額の合計及び保有期間に応じて残高フィーをお支払いいただくという、新しく手数料の払い方の選択肢を広げたサービスです。投資信託の購入に際しまして、お客様の投資目的や想定投資期間などに合わせまして、手数料の支払い方法をお客様が自由に選択することが可能となっております。

投資フレックスプランでは、購入時手数料をお支払いいただく必要がありませんので、投資目的や運用方針の変更、それからマーケット環境の変化やアイデアの変更に応じた銘柄の見直し・入替え等も、追加の手数料負担なく柔軟に行うことが可能となっております。

#### ・お客様のニーズに合った商品の提供 (13 頁)

当社がお客様へ販売する投資信託の採用に当たりましては、社内でガイドラインを作成いたしまして、透明性の高いプロセスをもって商品選定を実施しております。2017年度以降、新規募集・取扱投信につきましては、当社グループ外の運用比率が結果として上昇しております。

また、お客様に提供・推奨する商品・サービスを協議する定期的な会議におきまして、お客様のニーズやお客様へのリスク説明の観点から意見交換を行いまして、お客様に適した商品提供をできるよう取り組んでおります。

#### ・ラップ口座サービスの充実 (14 頁)

お客様の投資目的や投資方針を確認し、お客様に合った国際分散投資による運用スタイルを作り上げていく資産運用サービスであるラップ口座サービスにおきまして、運用資産の規模、相続ニーズ等に対応できるよう商品ラインナップを拡充しております。

まず、2007年より、ラップ口座サービスの一つとして、「ダイワファンドラップ」を開始いたしました。そして2016年には、お客様のゴールに応じた資産運用が行えるように複数の運用口が保有できる機能、そして相続発生時の受取人の指定

サービスなど、業界初のサービスを搭載いたしました「ダイワファンドラッププレミアム」を開始しております。

そして2017年、ロボ・アドバイザーによる3つの診断からお客様のニーズに合った運用スタイルを提案する機能の搭載に加えて、毎月1万円から積立投資が可能となる定期積立サービスを導入するなどして、資産形成に向け幅広いお客様に利用いただけるサービスとして、「ダイワファンドラップオンライン」を追加しております。

また、2018年、投資環境の変化に応じてポートフォリオを機動的に変更し、より高いパフォーマンスを追求する「コア運用」に加えて、お客様の好みに合う、時々の相場テーマに合致した「サテライト運用」を追加できるタイプの「ダイワアドバンスラップ」を開始しております。

資産残高の推移と件数の推移は、画面でご覧のとおりとなっております。

#### ・資産形成層に向けた取組み (CONNECT) (15 頁)

2020年7月よりサービスを開始いたしました「CONNECT」につきましては、当社グループが生み出す新しい証券会社の形として、1株単位の取引を主体に、主にデジタルネイティブ世代に向けた金融サービスをスマートフォンで展開するサービス形態となっております。

業界最低水準の手数料やポイント運用など資産形成層に訴求できるサービスを提供しております。

### 3. 共通 KPI

#### ・共通 KPI について (16 頁)

ここからは、金融庁主導のもと開示しております共通 KPI についてご説明いたします。

多くの金融機関は、顧客本位の業務運営に関する原則、それから独自の KPI の公表を進めておられますが、金融庁は、顧客が KPI を用いて金融事業者を選ぶことが必ずしも容易ではないといたしまして、2018年6月の共通の KPI の設定・公表、そしてさらなる「見える化」を推進しております。

共通 KPI は、長期的にリスクや手数料等に見合ったリターンがどの程度生じているかを「見える化」することを目的とした指標で、①運用損益別顧客比率、②投資信託預り残高上位 20 銘柄のコスト・リターン、③投資信託預り残高上位 20 銘柄のリスク・リターン、この3つが掲げられております。

各社が開示しております数値は表に示しているとおりでございますが、この KPI につきましては、一部問題が指摘されております。2018年10月5日の日経新聞に掲載されておりましたが、各社が出している数値の算出開始時期、いつからのデータなのかといったところが各社まちまちでございまして、当社は2004年なのに対しまして、例えば野村証券は2013年をスタート時点としております。また、例えば債券系のファンドを多く販売している金融機関と株式系のファンドを多く販売している金融機関では取り扱っているラインナップも違うため、この数字だけで投資家の皆さんの判断の基準になるかというような問題点をはらんでいるようには感じられます。

これ以外にも、共通 KPI の運用損益算出式にはいくつか課題があると考えられます。1つ具体的に挙げますと、収益を実現益として出してしまうと残高が残っていない銘柄やお客様については、算出対象から除外されてしまうという建付けになっているために、算出対象がいわゆる塩漬けになって残っている投信に偏りがちとなります。信用評価損益率がマイナスになりやすいのと同様、率が低くなるバイアスがかかる可能性が非常に高いというふうに考えられます。

もっとも金融庁のほうも、計算式の問題点の認識は当然十分していて、共通 KPI をこれはこれで出すとして、各金融事業者がそれに加えてより優れた KPI を自主的に開示することを妨げるものではないというスタンスです。

#### ・①運用損益別顧客比率 (17 頁)

当社の KPI を実際に御覧いただきたいと思いま

す。まずは投資信託、ファンドラップの運用損益別顧客比率でございます。基準日時点の保有投資信託に係る購入以降の累積の運用益を算出し、運用損益別に顧客比率を示した指標となっております。

2020年3月には、投信につきましては34.8%、ファンドラップについては18.9%のお客様のプラスになっております。なお、2020年3月末は相場が下落したところのタイミングでありまして、この3か月後の6月末には、投資信託は58.7%、ファンドラップは57.3%まで回復しています。

- ・②投資信託預り残高上位 20 銘柄のコスト・リターン／③投資信託預り残高上位 20 銘柄のリスク・リターン (18 頁)

設定後5年以上経過した投資信託預り残高上位20銘柄について、銘柄ごと、預り残高加重平均のコスト・リターンとリスク・リターンの関係を示した指標となっております。中長期的に金融事業者がどのようなリターン実績を持つ商品をお客様に多く提供したかを見ることができるとされておりますが、先ほどお話ししたような問題点がございいます。

私からのご説明は以上となります。大和版 NPS の導入につきましては、なにぶん現場でやっております具体的な込み入った話でございまして、現状、鋭意定着に向けて取り組み中というふうにご理解賜ればと思います。ありがとうございました。

~~~~~

【討 論】

○川口 ありがとうございます。大和証券が真摯に取り組まれているということがよく分かりました。

それでは、今日の実務の取り組みなどについてご質問、ご意見があればお寄せいただきたいと思

います。よろしく申し上げます。

【「顧客満足度」と「顧客本位」】

○小出 ありがとうございます。昔、証券会社というと、なかなか厳しい営業環境の下、必ずしも顧客の利益だけではないところでビジネスをされているのではないかといった印象を持たれていたこともあったかと思うのですが、その改善に向けて大変努力をされておられるというのは感銘を受けました。

今回のご報告の中で、まず「顧客本位の業務運営」というところからスタートされていて、その上で、顧客満足度の向上を図り、資料6頁にありますとおりそれを計測する指標としてNPSを導入するという取組みについてご説明いただきました。もちろん顧客満足度及びその指標であるNPSを上げること自体は、証券会社として今後収益を上げていくために非常に重要なことであり、それは経営施策として大事なことだと思います。しかし、「顧客満足度」と「顧客本位」は果たして本当にイコールなのか。もちろん関係しなくはないと思うのですが、顧客満足度が上がれば顧客本位だというふうに言えるかということ、少し何か違うような気もするのです。

顧客本位というのは、少しアメリカ的な考え方をすれば、顧客の利益よりも販売している金融機関の利益を優先して考えてはいけないという、一般的にフィデューシャリー・デューティーと呼ばれるものから導き出された考えだと思ふのです。そうだとすると、要するに顧客の利益になるかどうかということが多分本来のポイントであると思います。しかし、顧客の満足というものは、必ずしも顧客の利益だけから出てくるものではないような気がしていて、たとえば何となく会社の営業マンが気持ちいいよねとか、そういうところでも満足することはあると思います。

顧客満足度を上げること自体はもちろん大事だと思うのですが、「顧客本位」というものと「顧客満足度」やNPSというものは本当に連携するの

だろうかということをし少し疑問に思ったのですが、その辺は実務ではどのように捉えられているのでしょうか。

○佐野 顧客満足度は、運用成果が仮に上がっていても、感じが良いとか、すぐ来てくれるとかいうだけで、お客様からは「よくやってくれている」と思っていただけで、思いがちなものであり、そういったものは「顧客本位」の観点からは本質的ではないというのは、先生のご指摘のとおりだと思います。

私がこちらの担当になりましてから3年間、なぜNPSを使うのかということを含めずっと考えているのですが、ひとつ気がつくことは、このNPSの特徴として、お客様に質問をし続けていると、先ほど例としてありました営業員の感じが悪いから、実際の運用の巧拙、資料の良し悪しまで、あらゆるものにヒットして数値が下がっていく仕掛けになっています。社内であれこれと手間のかかる会議をして分析をすると、数字が動いたのはなぜか、どのように考えるべきかという内容が見える仕掛けにもなっています。分析の結果は、NPSを上げるために最も大事なものは運用成果となっています。ただ、お客様が証券会社との付き合いの中で感じられる、いわゆる顧客接点の愛想も含めた感じの良さ、マナーの良さなども含めたものを含めバランス良く向上を図るところにたどり着かないと、NPSの指標は上がってこない。「顧客満足度」は「顧客本位」すなわち顧客の利益、つまるところ運用成果と大いに連動するが、それだけによるものではないという点、小出先生がご推察のとおりでございます。

それではなぜNPSの向上に取り組むのかについて、私がたどり着いた一つの答えは、これだけを向上させていても決してお客様のためにも当社のためにもならなさそうな数字を、それでも向上させるために、会議をして作戦を立て、お客様と一緒に考え、PDCAを回すという行動を起こし、繰り返すこと自体に意味があるのではないかとことです。ただ数値を測っているだけでは多分全く

意味がなくて、何によってこの数値が動いたのかということまで見に行くと、フィードバックして、それを具体的な行動に移すと、こちらが変わるというだけではなく、こちらのアクションが変わることによってお客様の体験が変わるといったところまでアクションを変えるところに意味があると解釈しております。

分かりにくい概念的な説明になってしまったかと思いますが、模索をしながらやっておりますので、今たどり着いている境目がこの辺りでございます。

○小出 ありがとうございます。さすがに十分にご検討をされているとお聞きしました。

先ほど申しましたように、もちろん顧客満足度、NPSを上げることというのは大変重要なことだと思いますので、それはそれとして、しかし、その中で顧客本位との関係で言うならば、顧客の利益を第一にやっているかどうかという要素をそこから抽出するために、まずその気づきとして用いておられるのだという話を伺って、意義がよく理解できました。

【利益相反関係について】

○小出 顧客本位の話に関連してもう一点、やはり顧客本位の基本的な考え方としては、証券会社と顧客、投資家との利益相反というものがどこにあるのかというのをきちんと特定したうえで、それを場合によっては除去したり緩和したりする仕組みを構築していくことが大事なのだと思います。この点で、顧客満足度とは少し違う観点で質問させていただきたいと思います。

これは米国も日本も共通だと思うのですが、証券会社の場合、一番問題になってくるのは営業マンの方のインセンティブ、すなわちその報酬体系あるいは目標の設定のところだと思います。米国ですと、営業成績のコンテストとかノルマみたいなものを除去しろということを法的に義務付けるようなことも始まっておりまして、そこにはかなり厳しく立ち入っているように感じられます。

日本の、少なくともこれまでの証券会社、あるいは銀行もそうかもしれませんけれども、営業のノルマ体系というものは、要は売ってきて収益を上げた者が高い評価を得られるというふうになんかでもなっていて、また、例えば個別の商品について、この商品を今期は売ったら評価が上がるみたいな要素もあると思います。そのあたりは、少しずつ緩和されようとはしているけれども、やはり完全になくすことはなかなか難しいのではないかとも思います。

それに対して、既に御社ではそのあたりの改善を図っておられるという御説明を受けて、非常に難しい中でやられているのだらうと理解したのですけれども、そのあたりのご感触を実務的な観点からぜひ率直に教えていただければと思います。

○佐野 まず、商品に対する目標は2つありました。1つは商品の販売自体と、もう1つはそこから得られる手数料を集計して、手数料を追いかけなさいということをやってまいりました。ただ、それを転換して、ボトムアップによる営業推進にした時点で、商品別の販売目標を撤廃しております。したがって、目標別の評価も撤廃しております。

手数料収益の目標につきましても撤廃しております。最初の説明の冒頭部で申しましたとおり、お客様本位の営業というのは、何も新しいことではなく、当たり前なことでもあります。それを非常に健全にやってきて、お客様の信頼を得て、だからこそたくさんの手数料を稼いできたのに、それに対する評価をやめるとは何事だという声が、とりわけ優秀な営業マンから数多く上がりました。しかしながら、手数料に基づく評価体系があるとしても手数料の上がりやすいもの、手数料率の高いものから順番にお客様にお勧めすることを促すことになりますので、これはまさに全廃せねばならない。手数料の高い安いに対してはニュートラルに、お客様にとって必要なものは何なのかを第一にプランニングは構築されるべきであると。このような理由で、商品別、それから収益別の評

価は撤廃しております。

その代わりに、同じ相場に対して同じ期間働いて、たくさん商いをした人を良しとしよう。お客様に受け入れられていないと商いがたくさんはできないだろうという前提で、それが完全なものというふうには思っていないが、手数料の高い安いにかかわらず、買付け全体の大きさで評価し、お客様に望まれてたくさん販売して、たくさん預かり資産を入れてもらった営業員を評価するという軸に転換をしております。

【系列投信の販売状況について（1）】

○小出 もう一つ、利益相反についてまた違う観点なのですけれども、いただいた資料の中で13ページなどが関係すると思うのですけれども、例えば投資信託の販売のときに、グループ内の投信会社のものでそうではないものを区別すべきではなく、広くいろいろな商品を扱うべきであるのだが、どうしてもグループ内の投信会社を売ろうとしてしまうという利益相反問題が指摘されています。

13頁にあるように、大和証券に関して申し上げると、グループ会社の投信の取扱いが徐々に減ってきているということ、これも非常に努力されているということがよく分かりましたけれども、この「サブアドバイザー方式」というものは、大和アセットマネジメントが設定はしているので、これを売れば大和アセットマネジメントがもうかるという構造はある意味ここでは維持されており、ただ、運用の基準について独立のものが運用していると。そういうことだとするならば、サブアドバイザー方式に関して言えば、ここにはまだ若干の利益相反的な状況というのが否定はできないものかというのが質問です。

あともう一つ。18頁の表のところ、御社の預り資産上位20銘柄というのがあって、やはり「ダイワ」という名前が付いているものが非常に多くなっています。決してそれがおかしいと言っているわけではないのですけれども、これはやはり過

去の経緯ゆえにどうしてもこうなってしまうのか。今でも、何だかんだ言っても「ダイワ」という名前が付くものの方が売られる傾向があるのか、それとも、その傾向は変わっているのかということについても少し教えていただければと思います。

○佐野 「サブアドバイザー方式」に関しては、おっしゃる通りで、この方式だけでは利益相反がゼロではないでしょうと言われるのは、そのとおりだと思います。ただし、現状について少し申し上げますと、グループ会社の投信を採用することのほうがむしろ相当の勇気が要するという、行政バイアスのようなものが掛かっているのが現状でございます。機能だけでは完全ではないですが、運用として何とか利益相反を除去するようにしているということになります。

それから、先ほどの説明の最後で共通 KPI の課題として指摘いたしました、残高の上位 20 位を開示しなさいということで、資料に掲載したようになるのですが、過去に大きく販売して、お客様が売却できずに残っているもの、業界的には「塩漬け」ということになりましたが、それを中心に発表しているということに結果なってしまっています。特に、当社のようにそこそこ大きくて少し古い証券会社ですと、いわゆる過去のものの影響が非常に大きく出てしまうというのが現状でございます。

さらに、過去の反省として申し上げれば、特定のを、今日はこれを、もしくは今期はこれを販売した者が一番偉いですよというような、プロダクトアウトの営業推進をしてまいりました。それが今は反対側に大きく舵を切って、お客様のニーズが起点でありゴールであるという営業をしているので、売れ筋となっているものが各グループ・各店・各人ばらばらになっています。そうすると結果として、過去に販売したものを抜いて新たに残高上位 20 に食い込んでくるような大型の商品が、今は全くなくなってしまうところ。悲しいかなと言ってはいけないのですが、このリ

ストを公表するに当たって頭を抱えている部分です。

資料に掲載しておりますのは、公表の基準に準じて残高のあるもの 20 ですが、私の手元のデータで、実際に今売れているもののベストテンを見ますと、当社グループのものは 4 つ入っております。ただ、例えば具体的に、4 つの中で足元一番売れているものがダイワ Society 5.0 というファンドなのですが、これはよそにない種類のものなので、リスク・リターンで言えば、リスクが 16% に対してリターンが 41% 出ているということで、18 ページのリスク・リターン散布図に照らすとわかりますが、パフォーマンスで選好されているということが大きいものです。

もっとも、これより売れている投信がありまして、それはグループ外のもので、先ほど申しましたように、この銘柄を売りましょうという指示をしていないものですから、売れ筋が金額的にもばらけているというのが現状です。

残高上位 20 の話に戻りますと、先ほどの申し上げました課題などもありまして、これは共通 KPI としてお出ししてはいるのですが、多分お客様は、実際にこれを見て買われてはいないだろうと思います。実際に今売れている商品を見ますと、リスクが 5～10% でリターンが 20～40% あるといった商品で、今ではそういうことが調べると簡単にいろいろ分かりますので、リスク対リターンの良好なものの中から選ばれているということになっているのかなという手応えでございます。

【系列投資信託の販売状況について (2)】

○黒沼 せっかくの機会ですので、2 点質問させていただきたいと思います。

一点は、今の小出先生のご質問とも関係するのですが、金融審議会が「顧客本位の業務運営に関する原則」について審議していたときに、証券会社が系列の資産運用会社が組成する商品を勧めがちではないかというようなことが典型的な問題になっていたわけ。今回の資料の中で、

13頁で「投資信託の採用にあたっては、ガイドラインを策定し、透明性の高いプロセスをもって商品選定を実施」すると書かれていて、新規募集・取扱投信の採用構成比を書かれているのですが、先ほどのご説明だと、これは12ページの「投信フレックスプラン」の中に入れる投資信託の本数の話なのでしょうか。

○佐野 いえ、違います。

○黒沼 販売対象としている新規の投資信託ということですか。

○佐野 はい。

○黒沼 すると、グループの投資信託で新規に取扱いを始めたものは1年に1本とか、その程度しかないということでしょうか。

○佐野 そうです。投信フレックスプランについて、先ほどの説明が少し伝わりにくかったかもしれませんが、当社で品ぞろえしている投資信託をお客様はイニシャルに手数料をお支払いいただいても買えますし、フレックスを選択すると、イニシャルに払わず期間の手数料でも買えるという、どちらでもお客様が選べる仕組みになっております。フレックスでしか買えないとか、イニシャルでしか買えないとかいう商品があるということではございません。当社が採用している商品をどちらかの手数料プランを選んでお買い付けいただけるということになっております。

○黒沼 その1本というのは、新規に取扱いを始めた商品は1本しかないという意味でしょうか。

○佐野 そうです。

○黒沼 しかし、重要なのは本数ではなくて、販売高ですよね。

○佐野 はい。

○黒沼 同じ資料がホームページの取組みの事例として挙がっているのですけれども、販売高についてはどう変わってきたのかということがよく分からないので、この取組みを始めてから系列外の商品の販売高は増えているとか、あるいは変わっていないとか、そのあたりがお分かりになったらお教えいただければと思います。

先ほど人気商品の中にはというのはご説明いただいたのですけれども、トータルの販売高でいったらどういうふうなのでしょう。系列以外が組成した投資信託の販売高が増加しているという傾向はあるのでしょうか。

○佐野 足元ではパフォーマンスによるというところです。当社のもだけが減っているというよりは、パフォーマンスがよければ、先ほど申し上げましたように当社のもが売れることもありますし、そうでないこともあるということです。

○黒沼 販売額で見た比率はどうなっているのでしょうか。

○佐野 それも月によって異なりますので一概には言えませんが、毎月グループのものを設定して販売していたような10年以上前頃に比べれば激減しているということになりますが、毎月売れるもの——新しく採用しているものは先ほど申し上げたとおりですが、過去に出したものがパフォーマンスがよくなって売れ出すという事も起きております。ご質問については、相場つきによって変わるとしか、現状ではお答えできません。

○黒沼 分かりました。ありがとうございます。

【販売対象顧客について】

○黒沼 2つ目の質問ですが、原則6の(注3)に、金融商品の組成に関わる金融事業者は販売対象として想定する顧客属性を特定・公表して、それに沿った販売がなされるように留意すべきであるという項目が挙がっています。しかし私は、これをするのはなかなか難しいのではないかと考えています。

原則6の(注3)は、組成業者を主語に書かれているのですけれども、資産運用業者の声を聞くと、この商品はこういう人には売るなど言ったら、そもそもそのような商品は証券会社に取り扱ってもらえないという声も聞いたことがあります。どういう顧客に対してその投資信託なり商品をお売すべきかということを証券会社の側から組成業者の方に聞きに行くということはあるのでしょうか。

また、聞いた場合に、それに沿って販売をするように取り組んでいらっしゃるのかどうか、お教えいただければと思います。

○佐野 当社が取扱商品を決めるプロセスをまずご説明いたしますと、まずはお客様のニーズ—例えば新しいテーマが出てきたであるとか、世間での売れ筋が変わったときに当社の品揃えにないといったニーズがあれば、新しく導入する候補銘柄を挙げて、会議を通して決定することになります。

ご指摘の組成会社の意向については、その会議における組成会社からの提案に含まれることとなりますが、そこで要するに一部の法人向け、もしくは個人のお客様の中でもかなりリスク許容度が高く狭い範囲にしか販売ができない商品と説明された場合に関しては、採用が見送られることも当然のことながらあります。特に当社は、他社との比較の中でも、各営業のフロントをお客様のセグメントごとに分けていない営業体制で今臨んでおりますので、広くあまねくお客様に勧められるものを中心に品揃えしているというのが現状となっております。

なので、かなり狭い顧客層を対象に狙ったものは採用されないケースが多いというのは、その組成業者がおっしゃられている通りだろうと思います。

○黒沼 そうすると、顧客属性による推奨のやり方を組成業者から受け継いで、それを実行するというよりも、選別の段階でそれをはじめてしまって、採用されている商品については、特に顧客属性についての組成業者の意向というのを販売に反映させることはないと考えてよろしいでしょうか。

○佐野 いいえ。リスクや投資対象によって販売が憂慮される場合もあるけれど、それを十分検討したうえで取扱商品として採用することが、当然あります。その際には、組成会社の意向について販売現場に研修教育を行うとか、販売するプロセスの中で留意するとか、という段取りがとられ

ます。

○黒沼 分かりました。ありがとうございました。

【毎月分配型投資信託について】

○梅本 少し質問にまとまりがないかもしれませんが、私の考えを申し上げて、そのお答えをいただければと思います。

まず、毎月分配型投資信託というものをどのように位置付けるか、考えるかということが、「顧客本位の業務運営」というのを考えるに当たって、よく分からないところがあります。

例えば、資料の18頁の預り資産トップのダイワ米国リートファンドも恐らく毎月分配型投資信託だだと思いますけれども、基本的に、こういった金融商品というのは長期的な資産運用にはあまり向いていないと思うのです。ただ、批判されているように顧客のニーズに合わないかというのと、合う人もいるのではないかと。とりわけ高齢者のそれなりに資産を持っているような方々にとってみると、毎月小遣いなし生活費が入ってくる、また中長期の運用と言いましても、中長期では亡くなっているかもしれないということで、あまりその辺りも考えなくていいと。とりわけ日本の富裕層というかお金を持っている高齢者層のニーズに合った商品という意味だと、毎月分配型投資信託というものは、もしかしたら顧客満足度を上げるうえで良いのかなという気もするのです。

ただ、それが先ほどのお話ではないですけれども、顧客本位なのかどうかというのと、もし投資リテラシーがすごく高い高齢者であれば、いや、そういうのは私にとっては利益にならないと言って投資しない人も出てくるのではないのかなという気がしないではない。

またもう一つ、「顧客本位の業務運営」というのは、もともと貯蓄か投資かとか、あるいは国民の資産形成のためにそういった方針を業者さんにもとっていただくということだったのではないかと思いますけれども、その結果として出てきた

預かり資産の第1位が高齢者中心の毎月分配型投資信託というのは、何か政策目標と出てきた結果がえらく違うなという、かなりの違和感を抱いてしまうのです。別に批判とか皮肉とかということではなくて、この毎月分配型投資信託をどう考えればいいのかという点、実務の見地からお考えをお聞かせいただければと思います。よろしくお願ひします。

○佐野 毎月分配型ファンドにつきましては、売れ筋ということで、とにかく毎月分配型ファンドを販売しようという計画でやっていたのも、20年ほど前がピークだったのでしょうか、過去の事実でございます。その後、世間様でもいろいろ批判の対象になった時期に、極端に販売を控えていた時期もございます。

ただ、その時期、こちらからのお勧めを控えていた時期でも、梅本先生がおっしゃるように、原資からこれぐらい、こういう形で払われています、それが今月はお手取りのうち幾らですというご説明を申し上げても、それでもいいと言われる方がいなくなる、まさにニーズは存在するという事実は、我々としても感じざるを得なかったところでございます。リテラシーを高く持って、理解したうえで毎月もらいたいという機能としてのニーズを優先される方には、まさにぴったりなわけですので、そういうお客様が存在する以上、販売商品のラインナップから無くすということはして来なかったというのが現状でございます。

先ほど来申し上げていますが、18頁のベスト20は、過去のものもあつての残高ということで、今売れ筋のトップではないわけですが、毎月分配型のファンドは幾つか入っているというのは、先ほど申し上げたような歴史的な背景を含めございますので、業者としては、その分配金がどのように毎月払われているのか、どう変化しているのかというのをつぶさにお知らせしながら、リスクをご認識いただくことに努めること。あとは、それ以外の商品でご満足いただけないのかという代替手段を提案していくということが、ベストなお客

様へのお勧め、当社がターゲットとしているお客様層にはベストな態勢かなというふうには考えております。

○梅本 どうもありがとうございます。

【ネット証券と対面証券の手数料について】

○片木 資料ですと16頁以下でしょうか、運用損益別顧客比率、これを非常に興味深く拝見させていただきました。

先ほどからお話しいただいております大和証券の顧客本位の業務運営というものについて確認いたしますと、おそらくネット証券などにおきましては、基本的にコンサルティングサービスが全くない、純粹に仲介に徹すると。それによって仲介手数料を非常に低く抑える、あるいは場合によっては一部ゼロにしているようなところもあるということですね。これに対して、大和証券が実施している顧客に対するサービスというのが、まさにこのコンサルティング機能といいましょうか、お客様の生涯設計とかリスク志向に対応したようなポートフォリオというのを選んであげる、それによってお客様の満足度を高めるということだろうと思います。

ネット証券と比べると、どうしても手数料は高くなるわけですが、そういうサービスが値打ちを持つからこそ、まさにそういうサービスに対価を渡す根拠があるというふうに理解をしました。そういたしますと、先ほどの「主観的な顧客満足度なのか、客観的なお客様の利益なのか」という話にも関連してくるところだと思うのですが、こういうコンサルティングというものの持つ客観的な成果として、例えば顧客別の運用損益といいましょうか、特に運用成果がプラスである人の比率がネット証券と比べるとどれだけ高く出るか。ネット証券というのは、基本的にお客さんが自分の判断で投資をしますから、いわばこれは個人顧客が自分の判断で投資をしたことによる損益比率というふうに大きくは見えていいのだろうと思うのですけれども、それに対して対面型でコン

サルティングをしているようなところがお客さんにとってネット証券より値打ちがあるとすれば、やはりその運用損益別の顧客比率でプラスになっている比率がネット証券よりは高くなるというふうな考え方でいいのか。

もちろん対面型といっても、みんながみんな言うことを聞くというわけではないでしょうし、実は私も正直、自分の証券会社の担当者の言うことをあんまり聞かないので、担当者泣かせかもしれません。そういう意味では、それぞれの証券会社が仲介していらっしゃるラップファンドあたりの運用損益別顧客比率を見るのが一番正確なのかもしれませんけれども、大きな目を見たときには、この運用損益別顧客比率がネット証券などと比べてどれだけ顧客にとって有利な形になっているのかというのが、おっしゃるコンサルティング型のサービスのいわば客観的な値打ちという理解でよろしいのでしょうかという質問でございます。

○佐野 基本的に、また根本的にはおっしゃる通りだと思います。そのお客様のお預かりしている資産のリターンがどうなっているかというところは大変重要です。ただ、それに加えて、違うものもやはり我々はお客様から望まれているのだらうと思います。片木先生は営業員の意見はあまり聞かずご自身の判断でお買いになっているということですが、それを手間だ、コストだと考えるお客様にとっては、ある程度営業マンを使って自分の頭を整理することに価値を見出されている方もいらっしゃると思います。

あるいは、実は私は10年ほど前にディーラー職をやらせてもらっていたことがありまして、ディーラーですと、まさに運用成果だけが評価になりますので、好きな銘柄でも嫌いな銘柄でも、リスクを抑えながらリターンを得ることだけが正義という非常に分かりやすい世界です。ところが個人のお客様ですと、もうかりそうでも嫌いなものは買わないとか、頭では理解していてもそれには手を出さないとと言われるような、やはりお客様独自のルールがございますので、そういったお客様

の千差万別なニーズに即しつつ、営業員が知恵を絞って最適な提案をするよう努めております。

また、最近、私がこの業界に入りました30年前と大分変わったなあと思いますのは、ある程度のまとまった資産をお持ちであるお客様の大部分がもう70歳を超えているということです。そうなりますと、今のマーケットに即応していきたいというのはそのお客様も10年前、20年前と変わらないと思いますが、一方で、積極的にリスクを取るというよりは、実際には資産を守りたい、残したい、それからその次のことも考えており、そこに関しては提案をもらい安心感を得たいのだという、仮に今はそのニーズがなくても、明日には、来月には、来年には、10年後にはあるかもしれないということで、その期待ということも最近大きく感じておるところです。そこで当社としては、資料説明中に申し上げた「相続コンサルタント」が一例ですが、このあたりの取組みを大きく拡充しているところです。そのお客様のお預けいただいているご資産自体のパフォーマンスに加えて、そういったところの付加価値というものと合わせた満足度というところが、最終的な当社の評価につながるのかなと感じている次第です。

運用損益別顧客比率の比較という意味では、片木先生が先ほどおっしゃった通り、ラップ的な商品を用いて比較というのは一番いいかなとは思いますが、手前味噌ですが、ばらばらにお客様のニーズに合わせて個別商品を組み合わせるものよりも、その相場の位置どころにもよりますが、お客様の口座の運用成績としては、相対的には、恐らく近年、ラップ口座の方が良くなっているというふうに思います。現状の株価で言いますと、日米共に比較的高い位置にあるということになりますが、どこの水準で買われた方も、マーケットが多少へこんでいるときでも、8割から9割のお客様が結果としてはリターンを出せているという状況にございますので、そこはお客様自身にもお伝えしておりますし、運用成績という意味でのご満足をいただいているところでもございます。

○片木 ありがとうございます。

【顧客本位の業務運営に関する原則と適合性の原則との関係などについて】

○川口 私の方から2点質問させていただきたいのですが、顧客本位の業務運営に関する原則というのは、この数年、金融庁が非常に力を入れている政策の一つです。ただ、同原則が定められる前から、金商法上、誠実義務や適合性の原則などが規定されておりまして、顧客本位の業務や顧客に対する適切な勧誘をしなければならないというのは金商法上の義務でありました。

まず、御社の方で、この適合性の原則と顧客本位の業務運営に関する原則との関係はどのように捉えられていますでしょうか。顧客本位の原則の遵守は適合性の原則の遵守の手段なのか、あるいはそれを超えて、顧客に適合した業務運営を目指すものと位置付けされているのでしょうか。これが第1点です。

第2点は、顧客本位の業務運営に関する原則は、業者に対して自社の取り組み方針などを公表させて、これを見た顧客が業者を選別するといった、いわゆる市場原理の活用を期待するという目的があると言われてきました。本日、大和証券の方では非常に頑張られているというのはよく分かったのですが、これによって市場原理が働くようになったというふうに考えられていますでしょうか。顧客がこれを活用しているというような実感はありますか。その点について感触をお教えいただければと思います。よろしく申し上げます。

○佐野 適合性原則につきましては、昔はそれさえ守っていればという感覚で、業界全体がそういう時期もあったかと思えますし、現状としても当然、罰則・義務を盛り込まれることにもなったこともありまして、最低限担保されなければいけないものでありまして、その先の原理原則にのっとり最善の利益を目指すための土台、大前提と捉えております。

それから、投資家の皆様が弊社の公表した取組

み方針などを利用されているかという点は、顧客満足度の変動要因の分析結果などから申し上げると、そういったものを利用されているなどという手応えは少し感じづらいということになります。

○川口 ありがとうございます。いろいろ仕組みを作って頑張っているのに効果がないと、少し寂しいなというところはあるかと思えます。

先ほど少しおっしゃった適合性の原則との関係ですけれども、結局、顧客の属性などの把握というのは、法律で要求されているものよりも、御社の方では、より広く顧客の様々な情報を集めるということになっていきますでしょうか。

○佐野 はい、そのように設計をしております。

○川口 具体的には何がありますか。例えば、知識・経験、財産の状況、投資目的は法律の目的ですけれども、何か顧客のニーズとか、広い意味では広いような気もするのですけれども……。

○佐野 この場で即答はしづらいのですが、実際には、いまおっしゃったような項目をベースとしまして、順次拡大をしておる状況です。お客様の情報に関しては、実際に現場からのフィードバックを受けながら、必要なものを増やしていく方向性がございます、システムで取り込んで処理をする関係から、システム開発も含めて進めております。

○川口 分かりました。ありがとうございます。

【NPS 測定と顧客属性について】

○前田 資料6頁でご説明くださいました NPS によって顧客の満足度を指標化して測るときに、その顧客が一般の個人顧客なのか、それとも大規模な法人顧客なのかといった顧客の属性の違い、あるいは大口顧客か小口顧客かといった取引量の大小といったものは、NPS の算出には反映されるのでしょうか。それとも、とにかく1人1票といえますか、顧客の属性や取引量などは無視して機械的に算出するという性格のものなのでしょうか。

○佐野 当社ではこの取組みを始めてまだ2年の入口段階ですので、今のところは一旦「大和版」

NPS と称しまして、リスク資産額がある一定の範囲内にある個人のお客様についてのみ測っているという現状です。

先ほど御説明をいたしましたとおり、計測をするだけでは何の意味もなく、お客様に望まれているものへの行動に移すこと、数値の動きをビジネスにすぐさまはね返すことが大事ですので、的を絞ったうえでないとなかなか難しいと考えおりますことから、まずは対象を絞って始めているというのが現状でございます。

○前田 ありがとうございます。

【適合性の原則と証券会社の実務】

○行澤 適合性の原則で、去年の金融審議会のワーキング・グループで出ていたのが、単に顧客属性等を把握すること、それから金融サービスの内容が顧客属性、取引目的に適合することを担保するだけではなくて、この人にはこの商品が最善だということの合理的根拠を持つことという要求がなされております。しかし、この合理的根拠を持つということについては、何をもちて合理的根拠有りと言えるのかにつき、個々の事情も考慮するとなると、なかなか判断が難しいように思いますが、現場の証券会社としてはどのようにお考えでしょうか。

○佐野 行澤先生のおっしゃるとおり、いわゆるルールで決め難い、このお客様にはこうでなければだめなんだよとはいかない分野でございます。たとえば外形的なご年齢や資産、考え方が仮に同じでも、お客様それぞれの歴史や経験、ご家族の状況やお住まいの地域などによっても当然変わってくるものでございます。それらも勘案したうえで、本当にお客様に必要な取引なのかということをお客様が自立して判断できるようにするというのが、目指すべき営業スタイルの最終形と位置付けております。そこを担保することが顧客本位の営業を確立するための第一線であるという自覚からも、詳細は省略するのですが、お客様一人ひとりを深く理解して適切なサ

ービスを提供できたか、非常に丁寧な振り返りを各々の現場が行っているところでございます。

○行澤 なるほど。ということは、客観的な指標でこういう属性のお客様だからこれがベストだということももちろんあるけれども、やはりパーソン・ツー・パーソンの、継続的な関係性の中で、何が最善であるかを合理的に判断するということが大切であると、こういうふうにご考えておられるということでしょうか。

○佐野 はい、現状はそう考えております。ただし、外形的にこういうお客様であれば、ある程度こうである可能性、蓋然性が高いのではないかとこのガイドラインは設けておまして、そこである程度スクリーニングし、もし抵触したら、本当にそれで大丈夫なのかを検証する契機とします。ある意味、低いレベルのルールベースと高いレベルのプリンシプルによる自立判断という、二段構造となっております。ガイドラインが一律のルールであると営業マン自身に誤解が生じぬよう、ここも絶えず教育を繰り返している部分でございます。

○行澤 ありがとうございます。

○川口 それでは、特になければ、これで本日の研究会を終わらせていただきたいと思います。

本日は活発なご議論をありがとうございました。また、佐野様には貴重なご報告をどうもありがとうございました。今日の議論をまた次回に生かしてまいりたいと思います。

ありがとうございました。



お客様第一の業務運営に関する取組みと 大和版NPSの導入

2021年5月

大和証券 NPS推進部

当社の企業理念



- ✓ 当社の企業理念（1998年策定）や大和スピリット（2008年策定）は創業以来受け継がれてきた**当社のDNA**そのもの

企業理念

信頼の構築

お客様からの信頼こそが、大和証券グループの基盤である。お客様を第一に考える誠実さと高い専門能力により、最も魅力ある証券グループとなる。

人材の重視

大和証券グループの競争力の源泉は人材である。社員一人ひとりの創造性を重視し、チャレンジ精神溢れる自由闊達な社風を育み、社員の能力、貢献を正しく評価する。

社会への貢献

金融・資本市場を通じて社会及び経済の発展に資することは、大和証券グループの使命である。法令遵守と自己規律を徹底し、高い倫理観を持って社会の持続的発展に貢献する。

健全な利益の確保

健全なビジネス展開を通じて企業価値を高めることは、株主に対する責務である。大和証券グループはお客様に価値あるサービスを提供して適正な利益を獲得し、株主に報いる。

大和スピリット

- ✓ 大和スピリットにまとめられた内容は黙示的に脈々と受け継がれてきた「大和の良さ」を示すような考え方や心構え
- ✓ 企業文化の根幹となる「企業理念」があり、より噛み砕いた言葉を「大和スピリット」として明文化
- ✓ 当社が社会に必要とされ続けるための社会的価値の創出に向けて、**確固たるマインドを醸成し、クオリティNo.1に向けて取り組んでいく**

大和スピリット

1. 大和証券グループは、お客様、金融・資本市場、そして社会全体からの信頼が、自らの持続的成長の源泉であると考え、法令遵守と自己規律を徹底する。

2. 大和証券グループは、金融・資本市場を通じて社会と経済の発展に貢献することにより、健全な利益を確保する。

3. 大和証券グループは、お客様との強固で永続的な信頼関係を構築するために不断の努力を払う。

4. 大和証券グループは、金融・資本市場において新しい分野を切り拓くパイオニアであり続ける。社員一人ひとりは自信と誇りを持ってその使命を全うする。

5. 大和証券グループは、会社と社員との強い信頼感、仲間同士の連帯感を礎として、いかなる困難をも乗り越える比類なき総合力を発揮する。

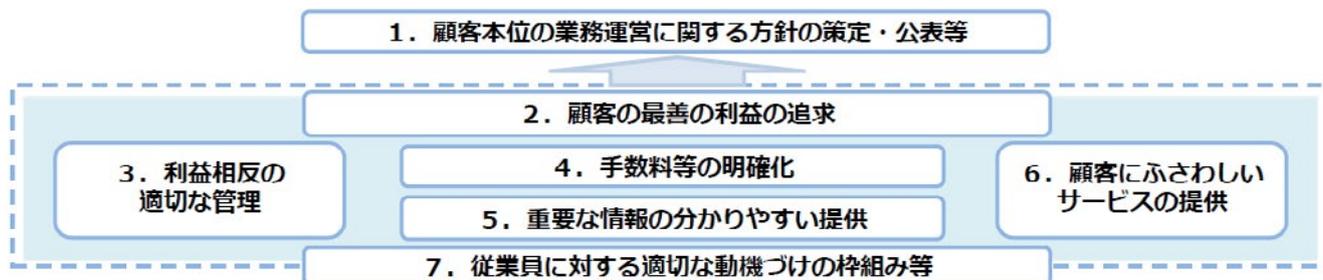
6. 大和証券グループは、誰よりも高い目標に挑戦する「高い志」、ピンチをチャンスに転化する「プラス思考」、そして他の追随を許さぬ「スピード」を兼ね備えた真のプロフェッショナル集団を目指す。

3

顧客本位の業務運営に関する7つの原則

「顧客本位の業務運営に関する原則」の公表

- 金融事業者が顧客本位の良質な金融商品・サービスの提供を競い合うように促すべく、**2017年3月**に、金融庁において、「**顧客本位の業務運営に関する原則**」を公表し、金融事業者に対して採択を促す。併せて、「**原則**」を採択する**金融事業者に対して**、顧客本位の業務運営を実現するための「**取組方針**」、並びにその定着度合いを客観的に評価する「**自主的な成果指標 (KPI)**」の策定・定期的な公表を促す ⇐ 「**プリンシプルベース・アプローチ**」を採用



4



お客様第一の業務運営に関する当社の方針

| | |
|--------------------------|--|
| 方針1 方針の策定・公表 | ・大和証券は、お客様を第一に考えた商品・サービスを提供していくため、『お客様第一の業務運営に関する方針』を策定・公表します。当該方針に基づき、お客様第一の業務運営に努め、その取組状況を定期的に確認し、公表します。 |
| 方針2 お客様第一の追求 | ・大和証券は、お客様からの信頼こそが自らの持続的成長の源泉であると考え、誠実さと高い専門能力を追求し、お客様のベストパートナーとして、お客様に最も選ばれる証券会社を目指します。 |
| 方針3 利益相反の適切な管理 | ・大和証券は、法令諸規則のみならず社会通念や良識に照らし合わせ、高い倫理観に基づく強い自己規律を持って業務に取り組み、お客様に対して適切ではない取引が行われることのないよう、お客様との利益相反の可能性を把握し、適切に管理します。 |
| 方針4 手数料等の明確化 | ・大和証券は、お客様に安心してお取引いただくため、提供する商品・サービスに対してご負担いただく手数料等に関する情報をわかりやすくお伝えします。 |
| 方針5 重要な情報のわかりやすい提供 | ・大和証券は、商品・サービスの提供・推奨にあたり、お客様に投資判断を適切にさせていただくため、商品・サービスの内容や相場状況などお客様の投資判断において重要な情報を、丁寧かつわかりやすく説明します。 |
| 方針6 お客様に適した商品・サービスの提供 | ・大和証券は、お客様の個別のニーズの把握に努め、そのニーズに適合した付加価値の高い商品・サービスを提供します。 |
| 方針7 企業文化の構築 | ・大和証券は、お客様に適した商品・サービスを提供・推奨するために、誠実さと高い専門能力を兼ね備えた社員を育成していくとともに、能力・貢献を正しく評価し、社員が持つ力を最大限発揮できる環境を整備します。 |

5

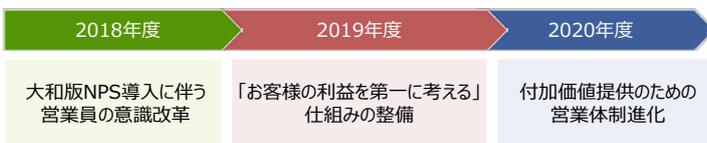
お客様への良質なサービスの提供

大和版NPSをドライバーとした営業改革



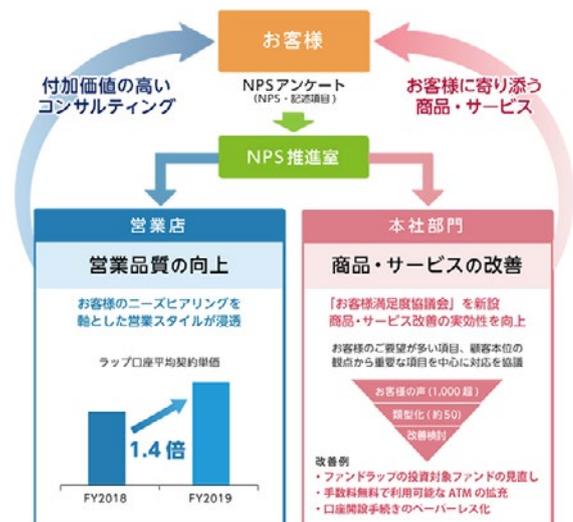
- 「お客様第一の業務運営」に向けた取組みの一環として、2017年度より、お客様に最も近い営業店が主体となるボトムアップによる営業推進体制を導入
- 2018年度にはお客様満足度を計測する指標としてNPSを導入し、営業体制の改革に着手
- また、お客様から頂いたご意見・ご要望を営業店および関連部署に共有し、全社一丸となって改善活動に取り組んでいる

「大和版NPS」を原動力とした展開フェーズ



- ・ 2017年度より、お客様に最も近い営業店が主体となるボトムアップによる営業推進体制を導入
- ・ 2018年度には、お客様第一の流れを更に加速させ、徹底的なお客様目線での業務運営へ進化してクオリティNo.1を実現すべく、NPSを導入
- ・ さらに、「お客様本位」の意識を深化させるため、2019年度には、「お客様の利益を第一に考える」仕組みを整備
- ・ そして、「お客様から最も選ばれる証券会社」となるため、2020年度よりお客様へ高い付加価値を提供することで営業品質・サービスの向上を図り、新しい企業文化の定着およびNPSの継続的な向上に取り組んでいる

「お客様の声」を起点としたNPS向上に向けた取組み



6

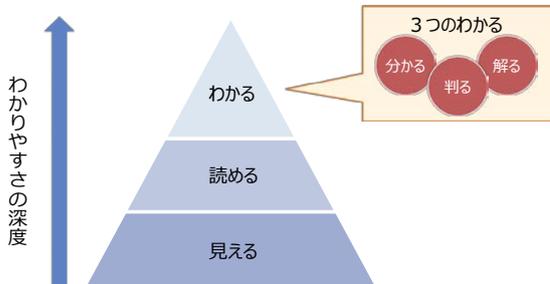
お客様への良質なサービスの提供

わかりやすい情報提供と手数料等の説明



ガイドラインに沿った販促物の作成

「見やすく・読みやすく・わかりやすい」をコンセプトに、ユニバーサルデザインの観点で策定したガイドラインに基づいて各種販促物を作成



| 3つの視点 | | ポイント |
|--|--|--|
| ①見える(視力・色覚への配慮) | ③わかる | <input type="checkbox"/> 文字が小さくなりすぎているか |
| | | <input type="checkbox"/> 書体の選定は適切か |
| | | <input type="checkbox"/> 眼鏡者・色弱者にも配慮した色か |
| ②読める(字数・行間への配慮) | <input type="checkbox"/> 1行あたりの文字数は多すぎないか | |
| | <input type="checkbox"/> 文章開始位置(字下げ)は適切か | |
| | <input type="checkbox"/> 行間は詰まりすぎているか | |
| ③わかる(分ける:情報区分への配慮) 判る(判断できる:情報の参照性・連動性への配慮) 解る(理解しやすくする:文章・図版ビクト・デメリット情報等への配慮) | <input type="checkbox"/> 情報区分への配慮は充分か | |
| | <input type="checkbox"/> 情報の参照性・連動性への配慮はできているか | |
| | <input type="checkbox"/> 文章・図版ビクト・デメリット情報等への配慮は充分か | |

リスクや手数料のわかりやすい説明

当社ホームページ内に「リスク・手数料等説明ページ」を2021年4月に新設

リスク・手数料等説明ページ

お取引に関するリスクや手数料、その他の取引に関する情報を掲載していますので、よくお読みください。

| 株式等の取引に係る リスクや手数料 | 債券の取引に係る リスクや手数料 | その他の取引に関する 情報 |
|----------------------|---------------------|------------------|
|----------------------|---------------------|------------------|

株式等の取引に係るリスクや手数料

本ページで、株式とは株式、CB (建設会社債) 等の債権付証券、ETF、ETN、REIT、インフラファンド、優先株等を指します。

株式等の取引により損をすることがあります。

株式等の取引にあたっては手数料をご確認ください。

> 当社の手数料はこちら

お客様への良質なサービスの提供

高い専門性を持つ社員の育成/お客様相談センターの取組み



高い専門性を持つ社員の育成

- 営業部門の社員についてはお客様のライフステージに応じたコンサルティングを適切に提供できるよう、AFP・CFP資格の取得を推奨
- CFP資格保有者の中から、社内研修等を通じてさらに高度な知識を身に付けた社員を相続コンサルタントとして任命し、全国の営業店に配置
- 本部部署においては、証券アナリスト資格の取得を推進

CFP取得者 **1,020名** (業界No.1)

相続
コンサルタント **152名**

証券アナリスト
登録者 **1,470名**

※2020年4月1日時点

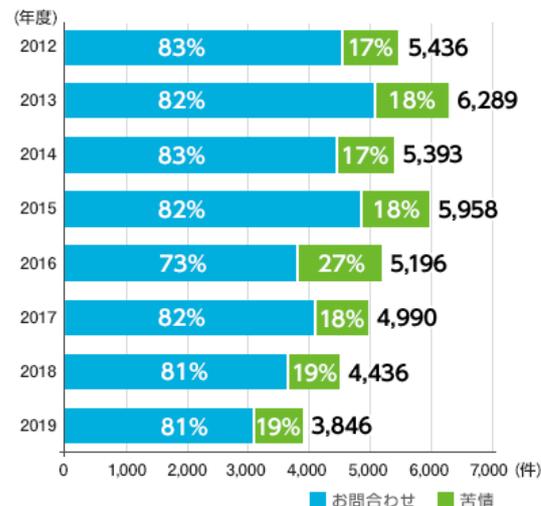
相続コンサルタント任命人数



お客様相談センターの取組み

- お客様相談センターでは、お客様のご意見や苦情を電話にて直接お伺いし、速やかに対象の営業店・本部部署に伝えて、問題点の把握や改善に活用
- また、ご意見・苦情内容の集計・分析を行い、役員をはじめ、営業店・本部部署と共有
- 証券税制や当社のサービスなどについて日々学習し、お客様からのお電話に丁寧・正確・迅速に対応できるように、応対品質の向上に取り組んでいる

お客様相談センターへの入電状況



情報提供機会の充実

定期的な情報発信



- 「ダイワのメールサービス」は、商品やサービスなど、お客様が選択した情報を電子メールにてお届けするサービスとして、2003年のサービスを開始
- 2021年2月のリニューアルにより、商品・サービス関連の配信コンテンツを大幅に拡充・細分化するとともに、保有商品に関する情報も拡充

| 配信コンテンツ | | 説明 | 配信頻度 |
|--------------------------------------|----------------------------|--|-------|
| メールマガジン（大和証券からの総合情報案内） | | 商品やサービス、セミナー等に関するご案内のほか、マーケット情報やおすすめのコラムなど総合的な情報 | 月2回程度 |
| おおすすめ情報（お客さまにあわせた商品・セミナー・キャンペーン等の案内） | | お客さまの投資経験や投資方針等にあわせて、商品やサービス、セミナー等に関するおすすめの情報 | 随時 |
| 新商品に関するお知らせ | IPO（新規公開株式）・PO（公募・売出株式） | IPO（新規公開株式）・PO（公募・売出株式）に関する情報 | 随時 |
| | 投資信託 | 新規設定・新規取扱いの投資信託に関する情報 | 随時 |
| | 円建債券、外貨建債券、仕組債等 | 新発円建債券、新発外貨建債券、新発仕組債等に関する情報 | 随時 |
| 新着マーケットレポート | 日刊：新着レポート情報 | 各種新着レポートの発行情報 | 随時 |
| | 週刊：大和投資情報 WEEKLY | 大和投資情報 WEEKLYの発行情報 | 週1回 |
| | 月刊：大和投資情報 MONTHLY | 大和投資情報 MONTHLYの発行情報 | 月1回 |
| 保有商品に関するお知らせ | 企業レポート、個人投資家向けIRセミナー等 | お客さまが保有されている銘柄に関するレポートの発行やIRセミナー情報 | 随時 |
| | 投資信託月次運用レポート（対象：アクティブファンド） | お客さまが保有されている銘柄に関する月次運用レポートの発行情報 | 随時 |
| | 投資信託分配金（対象：分配金支払いコース） | お客さまが保有されている投資信託の分配金に関する情報 | 随時 |
| | その他保有商品に関するお知らせ | 上記以外のお客さまの保有商品に関する情報 | 随時 |

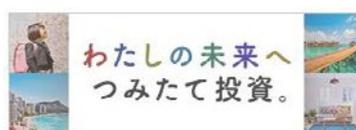
9

情報提供機会の充実

投資教育への取組み



- 投資初心者のお客様が将来の資産形成に役立てていただくことを目的として、金融や経済、投資について、ホームページ上でわかりやすく説明するコーナーを設置
- 子育て世代向けの情報サイト「SODATTE」や、社会人等を対象に積立投資に特化した「わたしの未来へつみたて投資。」、投資初心者向けYouTubeチャンネル「大和証券マネースクール」等、多様なお客様層に合ったサイトを運営



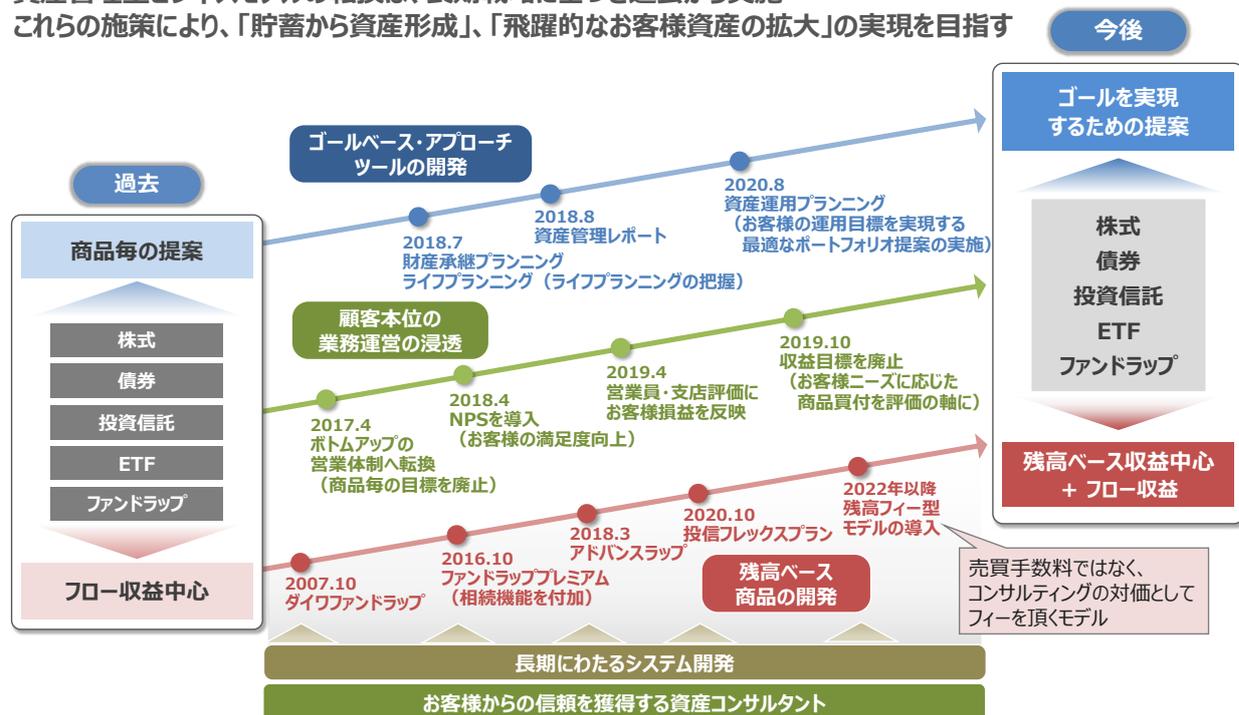
| | | | |
|---------|---|---|---|
| サイト開設時期 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 2016年4月 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 2019年3月 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 2020年12月 |
| ターゲット層 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 子育て世代 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 社会人等、資産形成層 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 投資初心者層 |
| 主なコンテンツ | <ul style="list-style-type: none"> ・ マネーレッスン：投資や資産形成に関連する情報 ・ 教育資金：子供の教育資金の備えに関連する情報 ・ 子育て：子育て世代のパパ・ママのお役立ち情報 ・ キャリア：仕事や働き方に関する情報 ・ 家計：家計の見直し方ややりくりに関する情報 ・ わが家の家計診断：SODATTEに寄せられた家計の悩み | <ul style="list-style-type: none"> ・ つみたて投資について <ul style="list-style-type: none"> - 積立投資の3つのメリット - ドルコスト平均法の2つのケース ・ 6つの積立投資の特長 <ul style="list-style-type: none"> - つみたてNISA、NISA、投信積立サービス、るいどう、ダイワファンドラップ オンライン、iDeCo ・ つみたてシミュレーション ・ つみたてアドバイザー | <ul style="list-style-type: none"> ・ 以下のテーマの動画 <ul style="list-style-type: none"> ① 石黒ゼミ ② つみたて投資 ③ 株式投資 ④ 投資信託 |

10

資産管理型ビジネスモデル確立に向けた取組み



資産管理型ビジネスモデルの転換は、長期戦略に基づき過去から実施
これらの施策により、「貯蓄から資産形成」、「飛躍的なお客様資産の拡大」の実現を目指す



資産管理ビジネス実現への取組み



資産運用プランニング：包括的な資産運用コンサルティング実現のためのツールを導入
投信フレックスプラン：投信残高フィープログラムを導入

資産運用プランニング

資産の状況や運用上のリスク等を「見える化」

機関投資家が利用する機能を個人にも提供

- ✓ 当社専用カスタマイズした「Wealthbench」を導入
 - ・ グローバルのトッププライベートバンクが利用する、ポートフォリオ・リスク分析ソリューションサービス
- ✓ 国内で個人投資家向けに提供するのは大和証券が初

ヒアリング

| | |
|----------------|-------|
| アセット・アロケーション分析 | リスク分析 |
| リスク・リターン分析 | 商品別分析 |

✓ 他社資産を含むトータル金融資産を分析
✓ リスクを「見える化」することにより、顧客の漠然とした不安を払拭

運用戦略の策定 お客様ひとりひとりに最適な運用戦略を提案

投資の実行 投資戦略・ニーズに応じた運用商品を提案

運用成果の確認 運用状況やリスクを定期的にレビュー

情報提供の差別化 説明力の強化 顧客ニーズの具現化

投信フレックスプラン

| | |
|------------|---------------|
| 手数料プラン | 投資家ニーズ |
| 従来型：購入時手数料 | 長期保有 |
| 投信フレックスプラン | 相場環境を見て機動的に売買 |

✓ 銘柄ごとに1注文当たり1,000万円以上
✓ 購入時手数料は無料
✓ 残高フィーを後払い (最大年率0.99%・税込、残高に応じて連減)

販売上位ファンドの主要投資対象

- 米国ネット関連株式
- 未来都市関連株式
- 米国成長株
- NASDAQ指数

ポイント① マーケットを捉える

✓ 購入時手数料を気にすることなく、マーケット状況に応じて投資信託を購入することが可能

ポイント② 投資戦略の幅が広がる

✓ 長期保有だけでなく、1年未満の売却や入替も視野にいれた運用が可能

ポイント③ リスクに素早く対応

✓ お客様が好きなタイミングで気兼ねなく売却や入替えができ、リスクに素早く対応可能

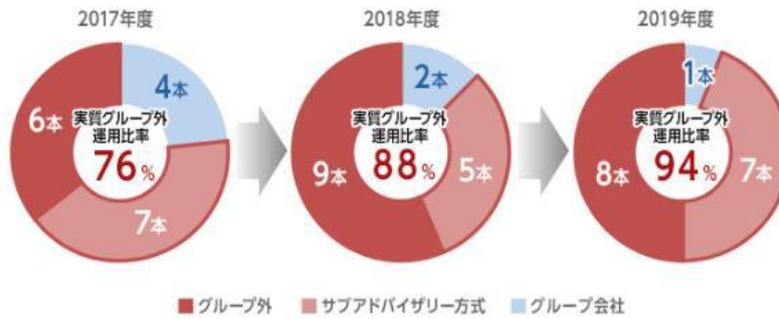
商品の開発と提供の取組み

お客様のニーズに合った商品の提供



- 投資信託の採用にあたっては、ガイドラインを策定し、透明性の高いプロセスをもって商品選定を実施
- 販売にあたっては、お客様のニーズをヒアリングした上で、お客様に最適なファンドを提案する取組みを継続
- また、お客様に提供・推奨する商品・サービスを協議する定期的な会議において、お客様のニーズや、お客様へのリスク説明の観点から意見交換を行い、お客様に適した商品を提供できるよう取り組んでいる

新規募集・取扱投信 採用構成比



サブアドバイザー方式

- ・国内の運用会社（上記の場合は大和アセットマネジメント）が投資信託を設定し、サブアドバイザー（外部委託の運用会社）に投資先有価証券等の選定、有価証券の売買等を委託する形態
- ・本方式を採用することで、特定の市場・有価証券に強みを持つ運用や優れた実績のある運用など世界中の幅広い運用手法を、投資信託を通じて国内のお客様に提供することが可能になる

13

商品の開発と提供の取組み

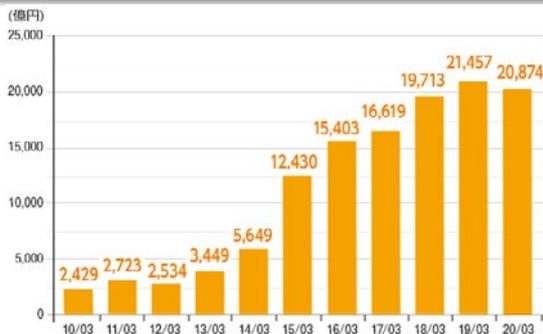
ラップ口座サービスの充実



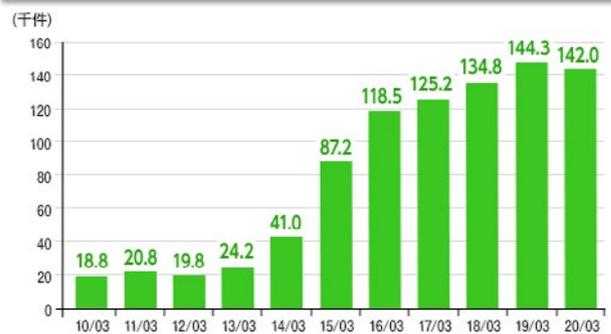
- お客様の投資目的や投資方針を確認し、お客様に合った国際分散投資による運用スタイルを作り上げていく資産運用サービスであるラップ口座サービスにおいて、運用資産の規模や相続ニーズ等に対応できるよう商品ラインアップを拡充

| | |
|--|--|
| ダイワ ファンドラップ | ・お客様に合った運用スタイルを、お客様と共に作り上げていく資産運用サービス |
| ダイワ ファンドラップ PREMIUM プレミアム特約ダイワファンドラップ | ・使途（ゴール）に応じた資産運用が行えるよう、複数の運用口が保有できる機能や、相続発生時の受取人指定サービス等、業界初のサービスを搭載 |
| ダイワ ファンドラップ ONLINE | ・ロボ・アドバイザーによる3つの診断からお客様のニーズに合った運用スタイルを提案する機能の搭載に加え、2018年3月より毎月1万円から積立が可能となる定期積立サービスを導入するなど、資産形成に向けて、幅広いお客様にご利用いただけるサービスとして提供 |
| ダイワ アドバンスラップ | ・投資環境の変化に応じてポートフォリオを機動的に変更し、より高いパフォーマンスを追求する「コア運用」に、お客様の好みに合う、時々相場テーマに合致した「サテライト運用」を追加できるサービスを提供 |

当社ラップ口座契約資産残高の推移



当社ラップ口座契約件数推移



14

資産形成層に向けた取組み (CONNECT)



- 2020年7月、スマートフォンに特化した金融サービスを提供する証券会社「CONNECT」がサービスを開始

全てスマホ完結



手数料が魅力

- 業界最低水準の手数料
- 手数料無料クーポンを毎月配布
毎月10回・年間最大120回まで
売買手数料が無料に

NISA口座にも対応

- NISA・つみたてNISAにも対応
- 信用取引、IPO、積立投信等も拡充



少額から投資可能

- 値がさ株も1株から分散投資できる「ひな株」
- 100円から毎日積立できる「まいにち投信」

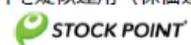


ポイント運用が可能

永久不滅ポイント  等各種ポイントサービス

↓ ポイント交換

ポイントを疑似運用 (株価連動)



↓ 株式に交換



15

共通KPIについて



共通KPIとは

共通KPIは、金融庁主導の元、各金融機関で取り扱っている投資信託の運用成績などを同じ尺度で開示し、比較することで、「貯蓄から資産形成へ」を浸透させる目的の1つとして公表されました。顧客が投資信託を購入する主な目的は、リターンを得るためであると考えられることから、長期的にリスクや手数料等に見合ったリターンがどの程度生じているかを「見える化」することが、顧客が良質な金融機関を選ぶ上で有益であると言われています。具体的には、「比較可能な共通KPI」として3指標が挙げられます。

《比較可能な共通KPI》

- ①「運用損益別顧客比率」
- 投信保有顧客について基準日時点のトータルリターンを算出し、運用損益別に顧客比率を示した指標
- ②「投資信託預り残高上位20銘柄のコスト・リターン」
- 設定後5年以上の投資信託の預り上位20銘柄について、銘柄毎及び預り残高加重平均のコストとリターンの関係を示した指標
- ③「投資信託預り残高上位20銘柄のリスク・リターン」
- 設定後5年以上の投資信託の預り上位20銘柄について、リスクとリターンの関係を示した指標

中長期的に、各金融機関がどのようなリターン実績を持つ商品を顧客に多く提供してきたかを見ることが可能
= 顧客が金融機関を選ぶ際に参考とすることで、「貯蓄から資産形成を促進」

各社が公表した共通KPIの数値

| 項目 | | 当社 | 対面証券A | 対面証券B | (ご参考)ネット証券C |
|----------------------|----------|--------|--------|--------|-------------|
| 運用損益別顧客比率 | +顧客 投資信託 | 34.8% | 43% | 40% | 21.3% |
| | FW | 18.9% | 16% | 6% | - |
| コスト・リターン リスク・リターン | コスト | 1.95% | 2.43% | 1.91% | 0.8% |
| | リスク | 14.10% | 15.66% | 12.78% | 16.1% |
| | リターン | ▲1.54% | 2.09% | ▲1.36% | 1.4% |

共通KPIの課題

《2018年10月5日 日経新聞記事より》
成績の算出にクセもある。まず算出開始時期が異なる。1999年の楽天証券、04年の大和証券、13年の野村証券は経済環境がバラバラの時期だ。三菱UFJ、三井住友、みずほの3メガバンクは開始時期を明示していない。初年度のため、現時点で時系列比較もできない。数年にわたるデータの蓄積がなければ難しい。銀行や証券会社によって、株や債券など取り扱う投信の特徴が異なる点にも注意が必要だ。

16

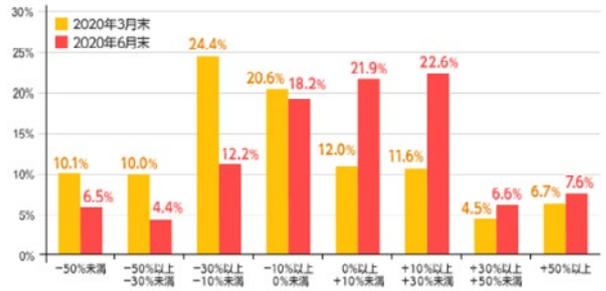
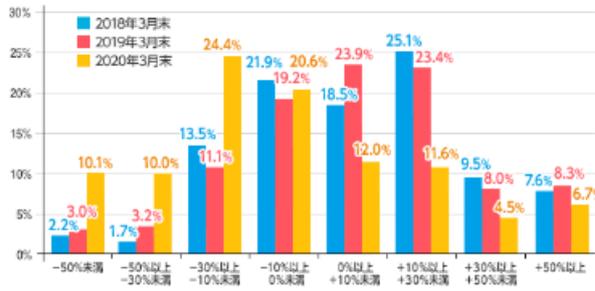


共通KPI①運用損益別顧客比率

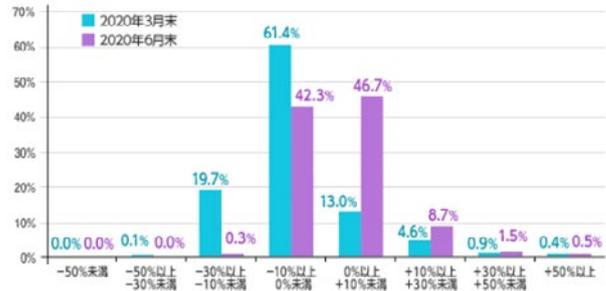
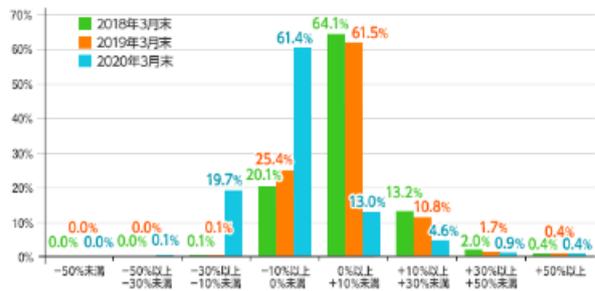
2020年度公表分 (過去3年分)

参考値：2020年6月末

投資信託



ファンド

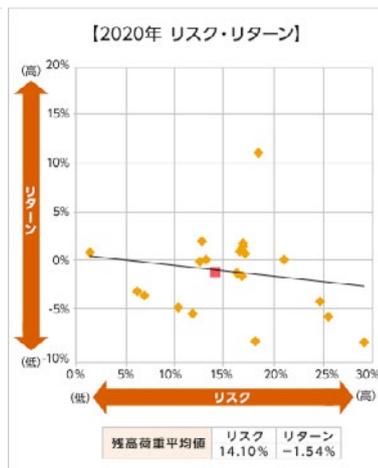
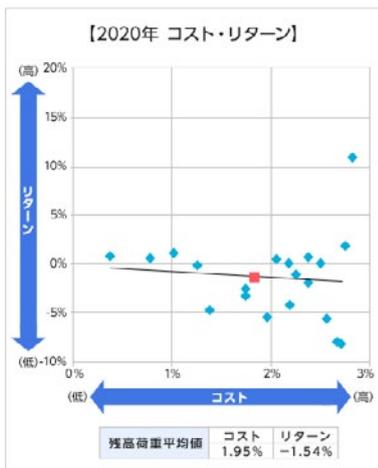


17

共通KPI②投資信託預り残高上位20銘柄のコスト・リターン/③投資信託預り残高上位20銘柄のリスク・リターン



- リターンは新型コロナウイルスの感染拡大によるマーケット下落の影響を受けて悪化
- コストは、消費税の引き上げ等により増加
- リスクは、新興国通貨、特にブラジルレアル建ての通貨選択型ファンドのボラティリティが高まったこと等により増加



投資信託預り資産上位20銘柄 (2020年3月末時点)

| | | | |
|----|---------------------|----|----------------------|
| 1 | ダイワ米国リートF | 11 | ダイワ日本好配当株F |
| 2 | グローバル債券F | 12 | アクティブ・ニッポン |
| 3 | ダイワJ-REITオープン | 13 | ダイワ・インデックスセレクト 日経225 |
| 4 | ダイワ日本国債F | 14 | 通貨選択型JリートF BRL |
| 5 | 短期豪ドル債オープン | 15 | カナダ高配当株ツインα |
| 6 | 日本株アルファ・カルテット | 16 | ストック インデックス ファンド225 |
| 7 | net WIN GSテクノロジー株式F | 17 | ダイワ米国株ストラテジーα BRL |
| 8 | ピクテ・グローバル・インカム株式F | 18 | ダイワ・グローバルREIT オープン |
| 9 | ダイワ世界債券F | 19 | ダイワ外国債券F |
| 10 | ダイワ・ブラジル・レアル債オープン | 20 | ダイワ・スイス高配当株 ツインα |

18

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

2021年改正「顧客本位の業務運営に関する原則」(2) —法的論点—
「顧客本位の業務運営に関する原則」分析と若干の比較法的考察

2021年6月25日(金) 15:00~16:56

オンライン開催

出席者(五十音順)

| | | |
|----|----|--------------------------|
| 飯田 | 秀総 | 東京大学大学院法学政治学研究科准教授 |
| 石田 | 眞得 | 関西学院大学法学部教授 |
| 伊藤 | 靖史 | 同志社大学法学部教授 |
| 梅本 | 剛正 | 甲南大学共通教育センター教授 |
| 片木 | 晴彦 | 広島大学大学院人間社会科学研究科実務法学専攻教授 |
| 加藤 | 貴仁 | 東京大学大学院法学政治学研究科教授 |
| 川口 | 恭弘 | 同志社大学法学部教授 |
| 久保 | 大作 | 大阪大学大学院高等司法研究科教授 |
| 黒沼 | 悦郎 | 早稲田大学大学院法務研究科教授 |
| 小出 | 篤 | 学習院大学法学部教授 |
| 齊藤 | 真紀 | 京都大学大学院法学研究科教授 |
| 白井 | 正和 | 京都大学大学院法学研究科教授 |
| 洲崎 | 博史 | 京都大学大学院法学研究科教授 |
| 高橋 | 陽一 | 京都大学大学院法学研究科准教授 |
| 船津 | 浩司 | 同志社大学法学部教授 |
| 松尾 | 健一 | 大阪大学大学院高等司法研究科教授 |
| 山下 | 徹哉 | 京都大学大学院法学研究科教授 |
| 行澤 | 一人 | 神戸大学大学院法学研究科教授 |

【報 告】

2021年改正「顧客本位の業務運営に関する原則」(2) —法的論点—
「顧客本位の業務運営に関する原則」分析と若干の比較法的考察

神戸大学大学院法学研究科教授
行 澤 一 人

目 次

- | | |
|-----------------------------------|---|
| 1. 今日までの経緯 | 組状況に対する評価 |
| 2. WG報告平成28年の分析 | ○顧客本位の商品提案力の向上と適切なフォローアップ |
| 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 | ○金融商品の組成に携わる金融者による想定顧客の公表 |
| 顧客本位の業務運営に関する原則（プリンシプル）の策定 | ○顧客にとって分かりやすい情報提供のあり方 |
| ○原則2 【顧客の最善の利益の追求】 | ○従業員の業務の支援・検証を行うための体制 |
| ○原則3 【利益相反の適切な管理】 | ○適合性原則の内容の明確化 |
| ○原則4 【手数料等の明確化】 | ○適合性原則の内容の明確化 |
| ○原則5 【重要な情報の分かりやすい提供】 | ○監督指針Ⅲ—2—3—1 適合性原則・誠実公正義務 |
| ○原則6 【顧客にふさわしいサービスの提供】 | |
| ○「顧客本位の業務運営」を確立・定着させていくための方策」について | |
| 3. WG報告令和2年の分析 | 4. アメリカにおけるSEC Regulation Best Interest（規則BI） |
| 顧客本位の業務運営の更なる進展に向けた方策 | 討論 |
| 「顧客本位の業務運営に関する原則」の取 | |

○川口 それでは、定刻になりましたので、JPX 金融商品取引法研究会を始めたいと思います。本日は、神戸大学の行澤先生から、「顧客本位の業務運営に関する原則」のその2、法的論点をテーマにご報告いただきます。よろしくお願ひします。

○行澤 ご紹介いただきました神戸大学の行澤でございます。何分、新しい分野でありまして研

究が不十分だとは思いますが、現在私がこれらを見て一応到達した結論めいたものを暫定的にお話し申し上げたいと思います。

タイトルは「「顧客本位の業務運営に関する原則」分析と若干の比較法的考察」としまして、日本の状況をざっと概観した後に、アメリカでの最近の動きとして、Regulation Best Interest とそれに伴う Form CRS といったものを見ていきたいと思ひます。

1. 今日までの経緯

これまでの経緯をごくごく簡単にまとめておきます。まず、平成28年12月22日に金融審議会市場ワーキング・グループ報告（以下、WG報告平成28年）が公表されました。そして、それが「顧客本位の業務運営に関する原則」として取りまとめられ、平成29年3月30日に公表されました。

同日公表されました「顧客本位の業務運営に関する原則」の定着に向けた取組み」において、おおむね次の4つが提言されました。

- I. 金融事業者の取組みの「見える化」
- II. 当局によるモニタリング
- III. 顧客の主体的な行動の促進
- IV. 顧客の主体的な行動を補う仕組み

このあたりから KPI というのがやたら出てくるようになりませんが、I は、成果指標（KPI: Key Performance Indicator）を、取組方針やその実施状況の中に盛り込んで公表するよう働きかける、II は、特にベスト・プラクティスの事例を公表したり、また対話をしたりということを通じて監督を行う、ということを提言するものです。なお、本日の報告では、III と IV についてはほとんど触れませんが、つまり、投資教育や投資家の側からの動きというものについては省略させていただきたいと思っております。

そして、平成30年6月29日には、「投資信託の販売会社における比較可能な共通 KPI について」が公表されました。

「1. 背景」を参照すると、「今後、共通 KPI 及び自主的な KPI の双方を見ていくことで、金融事業者の取組状況を総合的に判断することが可能になると考えられる」ということで、各社の公表する自主的な KPI のみならず、共通 KPI というものを提言していくというものです。そして、2. では、比較可能な共通 KPI ということで、特に次の3指標を挙げています。すなわち、「現時点に

において販売会社が保有するデータから算出可能で、ビジネスモデルに依らず金融事業者間で比較が可能且つ端的な指標と考えられる以下の3つの指標を比較可能な共通 KPI とすることが考えられる」ということで、

- ①運用損益別顧客比率
- ②投資信託預り残高上位 20 銘柄のコスト・リターン
- ③投資信託預り残高上位 20 銘柄のリスク・リターン

この3つの共通 KPI が提案されました。なお、資料1として「投資信託の販売会社における比較可能な共通 KPI の定義」を付けておりますが、大和証券の佐野常務が先月取り上げてくださったところですので、見ておいていただければと思います。

そして、令和3年2月26日に「安定的な資産形成に向けた金融事業者の取組み状況」（資料2）が公表されました。その中で、特に2-(1). では、「原則」の採択・KPI の公表状況が紹介されています。

2017年の「顧客本位の業務運営に関する原則」（以下、「原則」）の公表から2020年12月末までで、「原則」を採択し、取組方針を公表した金融事業者（以下、「事業者」）は2,098社（2019年12月末比+271社。以下、同じ）となっております。そのうち1,238社（+328社）が「自主的な KPI」を、534社（+161社）が「投資信託の販売会社における比較可能な共通 KPI」を公表しているという、それぞれの取組状況を公表したわけでは

また、2019年12月末までに「原則」を採択し取組方針を公表した事業者のうち、2020年12月末時点で自主的な KPI を公表している事業者の割合は68%ということ、一応、着実に金融庁の提案が受け止められて、取り組まれているということです。

令和2年8月5日に金融審議会市場ワーキン

グ・グループ報告書「顧客本位の業務運営の進展に向けて」(以下、「WG報告令和2年」)が公表されました。これは「顧客本位の業務運営に関する原則」の改定・充実を図ったものです。

それを受けまして、令和3年1月15日に「顧客本位の業務運営に関する原則(改定版)」が公表されました。

さらに、令和3年4月12日に、「顧客本位の業務運営に関する取組方針等に係る金融庁における好事例分析に当たってのポイント」(資料3)が公表されました。要するに、ベストプラクティスの事例を挙げるに当たって、どういうポイントに着目して金融庁はこれをベストプラクティスと認めるかという評価の着眼点を示すものだと思います。これについては、後ほど若干触れたいと思います。

2. WG報告平成28年の分析

これは「顧客本位の業務運営に関する原則」が提案されてから初めて具体的な中身が定義されたものですので、以下では、各原則につき、主な規制法令を参照しつつその趣旨を探るという方法で個別的分析を行ってまいりたいと思います。

ところで、私の問題関心からすると、一体こういったことが現在の金融監督法制の枠組みの中でどういう性質のものとして位置付けられるのか、また原則が目指すもろもろの要求は現在の金融法制の中でどう位置付けられるのか、ということが第一の関心事であります。もちろん、ソフト・ローとして導入されるということですが、そのことの意味を少し詳しく探してみたいと思います。

まず、平成28年のWG報告書の分析に移ってまいります。

「第1章 国民の安定的な資産形成と顧客本位の業務運営

1. 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

(1) 顧客本位の業務運営に関する原則(プリンシプル)の策定

ここでは総論的なことが述べられているわけですが、最初は飛ばしまして3段落目途中から読みますと、「本来、金融事業者が自ら主体的に創意工夫を発揮し、ベスト・プラクティスを目指して顧客本位の良質な金融商品・サービスの提供を競い合い、より良い取組みを行う金融事業者が顧客から選択されていくメカニズムの実現が望ましい」と述べています。いわゆる市場による自律的なディシプリンが効くことが望ましいということです。

続いて、「そのためには、従来型のルールベースでの対応を重ねるのではなく、プリンシプルベースのアプローチを用いることが有効であると考えられる。具体的には、当局において、顧客本位の業務運営に関する原則(以下「原則」という。)を策定し、金融事業者を受け入れを呼びかけ、金融事業者が、原則を踏まえて何が顧客のためになるかを真剣に考え、横並びに陥ることなく、より良い金融商品・サービスの提供を競い合うよう促していくことが適当である。なお、仮にこうしたプリンシプルベースのアプローチが金融事業者の行動に変革をもたらす上で十分ではないと考えられる場合には、ルールベースの手法による対応を含め、改めて検討がなされるべきである。」(WG報告平成28年、2頁)と述べています。

つまり、この「原則」はプリンシプルベースのアプローチでいくぞと。ただし、その背景に、もしだめだったらルールベースが控えているぞ、という形で始められるというわけです。

以下、各原則を見ていきたいと思いますが、原則1は飛ばします。

○原則2【顧客の最善の利益の追求】

「金融事業者は、高度の専門性と職業倫理を保持し、顧客に対して誠実・公正に業務を行い、顧客の最善の利益を図るべきである。金融事業者は、こうした業務運営が企業文化として定着するよう

努めるべきである。

(注) 金融事業者は、顧客との取引に際し、顧客本位の良質なサービスを提供し、顧客の最善の利益を図ることにより、自らの安定した顧客基盤と収益の確保につなげていくことを目指すべきである。」

これに対応する法的規制枠組みとして考えられるのは、先生方もよくご存じの金融商品取引法 36 条 1 項の顧客に対する誠実公正義務というものです。同項は「金融商品取引業者等並びにその役員及び使用人は、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。」と規定しています。

この平成 28 年の WG 報告においても、フィデューシャリー・デューティーを確立するということがうたわれています。しかし注意すべきは、ここでフィデューシャリー・デューティーとよばれているものは、「他者の信認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」用いられているということであり (WG 報告平成 28 年、2 頁)、必ずしも厳密な意味で善管注意義務や忠実義務を意味するものではないということです。実際、法文上も、投資助言業務や投資運用業務に係る忠実義務・善管注意義務 (金商法 41 条・42 条) とは区別して誠実公正義務が規定されているところです。

ですから、例えば金融商品の勧誘・販売若しくは推奨などを行う販売業者等は原則として忠実義務や善管注意義務は負わないけれども、誠実公正義務が妥当するので、そのレベルをフィデューシャリー・デューティーとして、ルールベースとプリンシプルベースのベストミックスにおいて高めていこうということだと思います (この点、松元暢子「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」」ファイナンシャル・レビュー142号63頁 [2020年3月] 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」参照)。もっとも、WG 報告令

和 2 年ではフィデューシャリー・デューティーという用語は用いられていません。

○原則 3 【利益相反の適切な管理】

「金融事業者は、取引における顧客との利益相反の可能性について正確に把握し、利益相反の可能性がある場合には、当該利益相反を適切に管理すべきである。金融事業者は、そのための具体的な対応方針をあらかじめ策定すべきである。

(注) 金融事業者は、利益相反の可能性を判断するに当たって、例えば、以下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。

- ・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、委託手数料等の支払を受ける場合
- ・販売会社が、同一グループに属する別の会社から提供を受けた商品を販売・推奨等する場合
- ・同一主体又はグループ内に法人営業部門と運用部門を有しており、当該運用部門が、資産の運用先に法人営業部門が取引関係等を有する企業を選ぶ場合」

ここでは特に、販売会社と、当該販売会社が属するグループ会社ないしはその金融商品の提供会社若しくは組成会社、そういったものとの間に金銭関係がある場合、あるいはグループ企業ということで資本的にバイアスがかかっているということに対しても、利益相反の適切な管理としての具体的な対応方針を策定しろと言っているのですね。

結論から言いますと、これらの事柄は、現行の法的な規制枠組みでも対応できないわけではないと思います。そして、「原則」では、特に利益相反管理体制の構築については、より踏み込んだ具体的な要素の考慮を要求している、とすることができるのではないかと思います。

この利益相反管理体制ということについては、金商法 36 条 2 項で「顧客の利益が不当に害されることのないよう、内閣府令で定めるところによ

り)、内部統制システムを構築すべきだと言っています。その趣旨は、「利益相反に係る方針や実施につき透明性を高め、当事者の自律的判断すなわち市場の機能を向上させることにより、顧客の保護を実質的に図ろうという考え方に基づくもの考えられる。」(神作裕之「改正金商法における利益相反管理体制」ジュリスト1390号62頁、70頁)とされます。

それを受けて、金融商品取引業等に関する内閣府令(以下、業等府令)70条の4第1項は、「特定金融商品取引業者等は、……顧客の利益が不当に害されることのないよう、次に掲げる措置を講じなければならない。」として、その3号で「前二号に掲げる措置の実施の方針の策定及びその概要の適切な方法による公表」ということを挙げています。これは、金融庁の「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」——令和3年に改めていますけれども(以下、監督指針)、これにいうところの「利益相反管理方針」ということです。利益相反管理方針を定めて、適切な方法で公表せよ、ということを言われているわけです。

そして、監督指針のIV-1-3 利益相反管理体制の整備のポイントとして、例えば(2)の「利益相反のおそれのある取引を特定するための体制の整備」を見ますと、

- ①あらかじめ、利益相反のおそれのある取引を特定し、類型化しているか。
- ②利益相反のおそれのある取引の特定にあたり、証券会社等及びその親金融機関又は子金融機関等の行う業務の内容・特性・規模等を適切に反映できる態勢となっているか。
- ③特定された利益相反のおそれのある取引について、例えば新規業務の開始等に対応して、その妥当性を定期的に検証する態勢となっているか。

というふうに、会社が利益相反に当たるおそれのある取引を特定して、それに対してふさわしい検証態勢を取っているかどうかを監督するぞ、と言っているわけです(たとえば、平成20年11月

14日付「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針の一部改正(案)の公表について」別紙1(参考)では、「利益相反のおそれのある取引」例として、「利害関係者が発行又は組成する有価証券を、顧客に推奨・販売する場合」が挙げられている)。

そして、(3)の「利益相反管理の方法」では種々の利益相反の特性に応じて適切な利益相反管理の方法を選んでいるかということを見るぞ、と言っているわけですが、①のへで、「利益相反のおそれがある旨を顧客に開示する方法による管理を行う場合には、想定される利益相反の内容及び当該方法を選択した理由(他の方法を選択しなかった理由を含む。)について、当該取引に係る契約を締結するまでに、当該顧客に対して、顧客の属性に応じ、当該顧客が十分理解できるような説明を行っているか」という監督ポイントがありまして、このように見てきますと、利益相反の内容(業務運営原則3の注で例示されているような、組成業者から販売会社へお金が渡っているとか、グループ内取引であるとかいうこと)を特定して、顧客に対する情報開示という方法による管理体制を整備しなさいよと言えば、それで規制できる、すなわち監督指針でも対応できるように思われます。しかしそれを、あえて原則として挙げているところに注目したいと思います。

(4)の「利益相反管理方針の策定及びその概要の公表」の中身については詳しくは見ませんが、業等府令第70条の4第1項第3号の方針、すなわち利益相反管理方針については、こういうポイントで監督しますよということが書かれています。そして、それを公表しなさいということです。要するに、利益相反管理体制ということについては、現行法上でも丁寧な監督規制ができることにはなっているのではないかと思います。

○原則4【手数料等の明確化】

「金融事業者は、名目を問わず、顧客が負担する手数料その他の費用の詳細を、当該手数料等がど

のようなサービスの対価に関するものを含め、顧客が理解できるよう情報提供すべきである。」

手数料規制につきましても、現在の法的規制枠組でも、十分ではないかもしれないけれども、一応手当てがされているわけです。しかし、この業務運営原則では、個々の顧客に対して手数料に関する事項を分かりやすく開示・表示するということが中心的に求められているのかなと思います。

法的規制については、一つは金商法 38 条の「禁止取引」の一環として、もう一つは金商法 37 条の「広告等の規制」の一環として、手数料に関する情報開示ということが一応求められているのではないかと思います。

まず金商法 38 条 1 項は、「金融商品取引業者等又はその役員若しくは使用人は、次に掲げる行為をしてはならない。」として、9号で「前各号に掲げるもののほか、投資者の保護に欠け、若しくは取引の公正を害し、又は金融商品取引業の信用を失墜させるものとして内閣府令で定める行為」となっています。

それを受けて、業等府令 117 条 1 項 1 号においては、「次に掲げる書面の交付に関し」ということで、例えばイの「契約締結前交付書面」の交付に際して、「あらかじめ、顧客（特定投資家（略）を除く。以下この号において同じ。））」というように、特定投資家は情報強者であることから除外されているのだと思うのですが、あらかじめそれ以外の顧客に対しては、「法第三十七条の三第一項第三号から第七号までに掲げる事項（略）」について顧客の知識、経験、財産の状況及び金融商品取引契約を締結する目的に照らして当該顧客に理解されるために必要な方法及び程度による説明をすることなく、金融商品取引契約を締結する行為が禁止取引という建付けになっていますけれども、要するに、こういう説明をしなければならないということを言っているわけです。

そして、業等府令 117 条 1 項 1 号が掲げている

金商法 37 条の 3 第 1 項第 3 号から第 7 号までに掲げる事項のうち、第 4 号は「手数料、報酬その他の当該金融商品取引契約に関して顧客が支払うべき対価に関する事項であつて内閣府令で定めるもの」ということで、これはさらに業等府令 81 条で定めているものです。

ですから、この規制によって、契約締結前交付書面においては、手数料に関しては顧客属性に適合した説明がなされるという前提になっているのではないかと思います。

さらに広告等の規制ということでは、業等府令によりまして、広告というのは多数の者に対して行うことですから、個々の顧客に個別にテーラーメイドで説明しようというわけではないけれども、一応広告規制の中に手数料に関する説明も含まれています。すなわち、金商法 37 条 1 項 3 号で「政令で定めるもの」とし、金商法施行令 16 条 1 項 1 号は「金融商品取引契約に関して顧客が支払うべき手数料、報酬その他の対価に関する事項であつて内閣府令で定めるもの」、そして内閣府令は、業等府令 74 条 1 項においてかなり丁寧に、「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対価の種類ごとの金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法の概要及び当該金額の合計額若しくはその上限額又はこれらの計算方法の概要とする」ということで、手数料等顧客が負担すべきお金について開示しなさいということが広告規制の中で規定されているわけです。

そういう意味で、手数料に関する原則も、一応、現在の規制枠組みで対応しているわけだけれども、「原則」に規定することで、より顧客に分かりやすく表示し、情報開示すべきだということに意味があるのかなと思います。

○原則 5 【重要な情報の分かりやすい提供】

「金融事業者は、顧客との情報の非対称性があることを踏まえ、上記Ⅳに示された事項のほか、金

融商品・サービスの販売・推奨等に係る重要な情報を顧客が理解できるよう分かりやすく提供すべきである。」

特に(注1)において、「重要な情報には以下の内容が含まれるべきである」として、

- 「・顧客に対して販売・推奨等を行う金融商品・サービスの基本的な利益(リターン)、損失その他のリスク、取引条件
- ・顧客に対して販売・推奨等を行う金融商品・サービスの選定理由(顧客のニーズ及び意向を踏まえたものであると判断する理由を含む)
- ・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」

が挙げられています。

ここで、手数料以外の重要な情報を分かりやすく顧客に提供しろという中で、特に利益相反の可能性のある状況、この情報を提示しろということに注目したいと思います。それは、組成業者とか提供会社から受け入れる金銭等があれば、それも含むということですが、前述したのは利益相反の管理体制でしたが、ここでは、その情報提供・情報開示ということで、それらを具体的に開示しなさい、提供しなさいということになっているところに意味があるのかなと思います。

全体的な考察としましては、元本欠損やその他顧客が負うべきリスクなどを中心に、契約上顧客が被り得る損失リスク等に関する情報提供・説明義務が中心となる点は、法律上の規律とほぼ重なり合うのではないかと思います。しかし、顧客に対する利益相反状況の開示が要求されている点、当該金融商品・サービスを販売・推奨する選定理由の説明が要求されている点、また「パッケージ化する場合としない場合」の比較や、「同種の金融商品・サービスの内容と比較することが容易となる」ことが求められている点で、「原則」はよ

り広範な情報提供を求めていることが特徴的だと思われる。

既存の法的規制枠組ではどのように規制されるかということですが、金商法 38 条(禁止取引)の 9 号で「内閣府令で定める行為」として、業等府令 117 条 1 項 1 号の「顧客の知識、経験、財産の状況及び金融商品取引契約を締結する目的に照らして当該顧客に理解されるために必要な方法及び程度による説明をすることなく、金融商品取引契約を締結する行為」が禁止ということですから、顧客の理解に適合した説明がなされるべきであるとされます。例えば「契約締結前交付書」の交付に際してはそうだとことです。

そして、金商法 37 条の 3 第 1 項の例えば 5 号は、「顧客が行う金融商品取引行為について金利、通貨の価格、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動により損失が生ずることとなるおそれがあるときは、その旨」ということで、損失が生じるおそれがあるとするれば、その情報を説明しなさいと規定しています。同 6 号は、「前号の損失の額が顧客が預託すべき委託証拠金その他の保証金その他内閣府令で定めるものの額を上回るおそれがあるときは、その旨」と規定しています。

さらに、金融サービス提供法(旧金融商品販売法) 4 条 2 項では、「前項の説明は、顧客の知識、経験、財産の状況及び当該金融商品の販売に係る契約を締結する目的に照らして、当該顧客に理解されるために必要な方法及び程度によるものでなければならない」ということを規定します。4 条 1 項は、よく知られますように、要するに元本欠損等の損失リスクに対して、またその損失のリスクをもたらす仕組みに対して説明義務を果たしなさいということになっていて、2 項で、それはこういう必要な観点でなされるものでなければならないということになっています。

さらに同法 10 条は、「金融商品販売業者等は、業として行う金融商品の販売等に係る勧誘をしようとするときは、あらかじめ、当該勧誘に関する方針を定めなければならない」として、例えば同

条2項1号では、「勧誘の対象となる者の知識、経験、財産の状況及び当該金融商品の販売に係る契約を締結する目的に照らし配慮すべき事項」を勧誘方針として定めることとしています。そして3項では、これらの事項についての勧誘方針を「公表しなければならない」としているわけです。

○原則6【顧客にふさわしいサービスの提供】

「金融事業者は、顧客の資産状況、取引経験、知識及び取引目的・ニーズを把握し、当該顧客にふさわしい金融商品・サービスの組成、販売・推奨等を行うべきである。

(注1) 金融事業者は、複数の金融商品・サービスをパッケージとして販売・推奨等する場合には、当該パッケージ全体が当該顧客にふさわしいかについて留意すべきである。

(注2) 金融商品の組成に携わる金融事業者は、商品の組成に当たり、商品の特性を踏まえて、販売対象として想定する顧客属性を特定するとともに、商品の販売に携わる金融事業者においてそれに沿った販売がなされるよう留意すべきである。

(注3) 金融事業者は、特に、複雑又はリスクの高い金融商品の販売・推奨等を行う場合や、金融取引被害を受けやすい属性の顧客グループに対して商品の販売・推奨等を行う場合には、商品や顧客の属性に応じ、当該商品の販売・推奨等が適当かより慎重に審査すべきである。

(注4) 金融事業者は、従業員がその取り扱う金融商品の仕組み等に係る理解を深めるよう努めるとともに、顧客に対して、その属性に応じ、金融取引に関する基本的な知識を得られるための情報提供を積極的に行うべきである。」

いわゆる適合性原則に係ることを言っているわけですが、(注3)は「狭義の適合性原則」、(注4)は「広義の適合性原則」に言及しているわけです。

考察としましては、「原則」では、金融パッケージ商品自体の当該顧客に対する適合性審査を要

求し、また金融商品の組成業者に想定される顧客属性を特定すべきこと、さらに販売業者にそれに沿って顧客に販売・推奨することを要求している点で、より踏み込んだ具体的な要求となっています。特に(注2)におきましては、金融商品の組成業者に対しても、想定される当該商品の顧客属性を特定して、そして金融商品の販売者もそれに沿った販売がなされるように留意すべきだとされています。

これについて現行の法的規制枠組みというのは、金商法40条の1号で、適合性原則というものに留意して業務を行わなければならないとなっています。

そして、適合性原則と民事責任との関係については、下記に示す通り、平成17年7月14日の最高裁判決において、適合性原則規範は民事責任の基礎となり得るが、適合性原則から著しく逸脱したということがない限りは、不法行為法等の責任を追及できないということが言われています。適合性原則は単に行政的な規制ではない。しかし、民事責任を追及できるほどになるためには、やはり相当の逸脱ということが必要だという判断です。

[最判平成17年7月14日民集59巻6号1323頁]

「証券会社が、顧客の知識、経験及び財産の状況に照らして不適当と認められる勧誘を行って投資者の保護に欠けることとならないように業務を営まなければならないとの趣旨を規定し、もって適合性の原則を定める(略)。また、平成4年法律第73号による改正前の証券取引法の施行されていた当時においては、適合性の原則を定める明文の規定はなかったものの、大蔵省証券局長通達や証券業協会の公正慣習規則等において、これと同趣旨の原則が要請されていたところである。これらは、直接には、公法上の業務規制、行政指導又は自主規制機関の定める自主規制という位置付けのものではあるが、証券会社の

担当者が、顧客の意向と実情に反して、明らかに過大な危険を伴う取引を積極的に勧誘するなど、適合性の原則から著しく逸脱した証券取引の勧誘をしてこれを行かせたときは、当該行為は不法行為法上も違法となると解するのが相当である。

そして、証券会社の担当者によるオプションの売り取引の勧誘が適合性の原則から著しく逸脱していることを理由とする不法行為の成否に関し、顧客の適合性を判断するに当たっては、単にオプションの売り取引という取引類型における一般的抽象的なリスクのみを考慮するのではなく、当該オプションの基礎商品が何か、当該オプションは上場商品とされているかどうかなどの具体的な商品特性を踏まえて、これとの相関関係において、顧客の投資経験、証券取引の知識、投資意向、財産状態等の諸要素を総合的に考慮する必要があるというべきである。」

これについて、監督指針Ⅲ-2-3-1で適合性原則・誠実公正義務ということがきめ細かく書かれていますが、これは大きく改正されていますので、改めて後ほど見たいと思います。

時間の関係で、原則7【従業員に対する適切な動機付けの枠組み等】については、省かせていただきます。

○「顧客本位の業務運営を確立・定着させていくための方策」について

これは原則1【顧客本位の業務運営に係る方針の策定・公表等】と基本的には同じことを言っているわけですが、要するに「見える化」するのだと。「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・公表した上で、当該方針に係る取組状況を定期的に公表するとともに、当該方針を定期的に見直すことがまずもって重要である」ということ、そしてこれは「Comply or Explain原則」

によるのだということがうたわれています(WG報告平成28年5~6頁)。

3. WG報告令和2年の分析

ここでは、何が新しく追加されたのかということに注目して見ていきたいと思います。

まず、総論部分の評価です。I. 「顧客本位の業務運営に関する原則」の更なる進展に向けた方策、1. 「顧客本位の業務運営に関する原則」の取組状況に対する評価、ということで、要約しますと、いい評価もある、しかしながら①から③の問題点も見られるということです。

つまり、①は「原則」の採択自体を目的化しているかのような動きも見られる、②は顧客の側にも問題があるのかもしれないけれども、金融事業者の取組みが必ずしも顧客による金融事業者の適切な選別につながっていない、③はベスト・プラクティス以前の問題として、やはり法令違反若しくは不適切な事例がいまだに見受けられる、ということです。

それでどういうことをやるかということ、まず一つは、プリンシプルベースによる対応の実効性をより一層強めていく。プリンシプルベースを追求すると同時に、監督指針の改正により、ルール適用についての明確化を図る必要があると考えられる、ということで、特に適合性原則についてはルールベース化する(「監督指針」に盛り込む)。ルールベース化して、それを適切にプリンシプルベースと組み合わせるという修正を行うということを行っているわけです(WG報告令和2年、2~3頁、11頁)。

○顧客本位の商品提案力の向上と適切なフォローアップ

これについては、ごく要約して言いますと、原則6に(注1)を追加して、①ライフプラン等を踏まえたポートフォリオの提案、②業法の枠を超えた横断的な他の類似商品との比較が可能なものにする、③適切なフォローアップをすること、

こういうことを定めたわけです。

○金融商品の組成に携わる金融事業者による想定顧客の公表

これは平成28年のWG報告でも言われていたのですが、それをより明確にして原則に落とし込むということが重要ではないかということで、原則6の【顧客にふさわしいサービスの提供】、つまり、金融商品の組成に携わる金融事業者は、その組成に当たり、商品の特性を踏まえて、販売対象として想定する顧客属性を特定するだけでなく、公表しなさいというわけです。例えばホームページ等に上げて、この商品の想定顧客はこうだよということを、事前に顧客に対しても見えるようにすることを要求するとともに、原則5の【重要な情報の分かりやすい提供】ということで、顧客に対して、販売・推奨等を行う金融商品の組成に携わる金融事業者は、販売対象として想定する顧客属性を特定・公表し、顧客に対してその情報を提供しなさいということです。

WG報告令和2年の中で、脚注13に、金融商品組成業者自身が組成する際に想定した顧客属性に、販売段階では必ずしもどんびしゃり当てはまらなくても、その金融商品を組み込んで推奨していくような場合には、「その商品を組み入れたポートフォリオ全体がその顧客にふさわしいか否かについての評価・検討をし、顧客に説明することが適当と考えられる」と書かれています。つまり、そういう場合にも、積極的に説明義務を果たすことで販売が可能になるのではないかと書かれています。

○顧客にとって分かりやすい情報提供のあり方

一言で言うと、金融事業者に関する情報と金融商品・サービスに関する商品情報を簡潔に記載したものを顧客に手渡すべきだという、「重要情報シート」というのが出てきました。「重要情報シート」を提供して、そしてこれを工夫して顧客にとって分かりやすい情報を提供するということが、

これが今回の目玉の一つになっていると思います。

原則5では、(注4)において、「顧客において同種の商品の内容と比較することが容易となるように配意した資料を用いつつ」ということで、重要情報シートを用いて比較しながら説明することが要求されています。

これは一つの大きな動きだと思います。恐らくこれは、令和2年のWG報告にもしばしば登場するように、アメリカやEUの動き、特にアメリカにおけるRegulation Best Interest、それと併せてパッケージで制定されたForm CRS、さらにEUの規則として制定されたPRIIPs、そういったものがかなり影響しており、そこからヒントを得ているものだろうと思います。後で若干説明できれば幸いです。

○従業員の業務の支援・検証を行うための体制

これも少し省略させていただきますが、おもしろいなと思ったのは、資料3「顧客本位の業務運営の取組方針等に係る金融庁における好事例分析に当たってのポイント」を見ますと、原則7の「従業員に対する適切な動機づけの枠組み等」で(a)から(e)で説明していますが、一言で言うと、社内従業員の整備体制といいますか、従業員の教育・研修、そしてインセンティブ、報酬などがきちんと顧客本位の業務運営にかなうことになっているかをチェックしますよということです。この辺はやはり経営判断との抵触が微妙なのかなと思います。

確かに、金融事業者の場合は、通常の一般事業会社と違いまして、経営判断といっても、顧客の最善の利益を図るといえるのは言うまでもないことであって、顧客の最善の利益を図るために、従業員に対してこれこれこういうインセンティブを与えないといけないということは、どちらかというところと法令遵守といいますか、コンプライアンスに属するものだと思います。しかし、場合によっては、やはり当該会社の経営判断を縛ることにもなりかねないので、これはなかなか微妙なのかなと思います。

ます。

○適合性原則の内容の明確化

これについて、本文を読ませていただきますと、「金融商品・サービスの勧誘を行う金融事業者には、(i)金融商品・サービスの内容を適切に把握すること、(ii)顧客の属性・取引目的を的確に把握すること、(iii)金融商品・サービスの内容が顧客の属性・取引目的に適合することの合理的根拠を持つこと」が求められています。しかし、今の監督指針というか法令の体制では、適合性原則として、(ii)の顧客の属性・取引目的を的確に把握することを要求していますが、(i)と(iii)については、内容を適切に把握し、そしてそれが顧客にとって適合することの合理的根拠、すなわちその顧客の属性を把握し、商品の内容を把握し、これを顧客に結びマッチングさせることが合理的だと信じる根拠を挙げろという点、この点が不十分であることが議論になったようです。WG報告令和2年では、やはりそういうものとして適合性原則を明確化すべきだということになりました。

○監督指針Ⅲ—2—3—1 適合性原則・誠実公正義務

これを受けて、適合性原則・誠実公正義務ということに関する監督指針が出されたわけです。基本的には、このWG報告令和2年の内容を織り込んだ形で、商品・サービスの内容の把握、そして顧客属性の把握、そしてマッチングするときの合理性根拠を求めるということを改めて適合性原則のルールとし、それに応じて適切に監督しますよということになっています。

(1) 主な着眼点の①金融商品の内容の適切な把握のところでは、「当該金融商品の特性等に応じ、商品の組成者等とも連携しつつ、研修の実施、顧客への説明書類の整備などを通じ、投資勧誘に携わる役職員が当該情報を正確に理解し、適切に顧客に説明できる態勢を整備しているか」とされています。いわゆる適合性原則を履行すべき態勢

が十分にあるかということ監督するわけです。

②顧客の属性等及び取引実態の的確な把握並びに顧客情報の管理の徹底、については飛ばしまして、③投資勧誘に際しての合理的な理由についての検討・評価、ということが新しく加わった要素かと思います。

イで「顧客に対する金融商品の勧誘に先立ち、勧誘対象となる個別の金融商品や当該顧客との一連の取引の頻度・金額が、把握した顧客属性や投資目的に適うものであることの合理的な理由があるかについて検討・評価を行っているか」と記されています。

これだけを見ると、何を検討するのかなど。当該顧客の属性は分かっている。そして商品の内容も分かっている。それが合っているかどうか、マッチングに合理的理由があるか考える根拠としてどういうものがあるのかというふうに考えると、次の口を見ますと、「その検討・評価を確保する観点から……(略)……顧客属性等に応じて一定の金融商品の投資勧誘を管理職による承認制とするなどの慎重な販売管理を行っているか」とあって、なるほどこういうことなのだなと分かります。

つまり、信じるにつき合理的理由があるかということについては、勝手に個人的に、例えば従業員の証券販売員が合理的だと思っても、それを上司の承認制にして慎重な販売体制を敷くことによって、合理的に信頼しているということの監督体制が図られるということです。

以上につき、一応の結論としましては、図(レジュメ14頁)に描いたようなイメージを持ちました。つまり、考察として、全体として「原則」は、顧客の最善利益を図るべく金融事業者の体質改善・行動変容を目指しているが、ある意味では監督指針の中に盛り込んでもいいような内容をあえて「原則」として記述しているように思われる。それは、明白な法的責任に帰結するような法令違反のレベルと、望ましいベスト・プラクティスの間のグレーゾーン(法的責任までは問い得ないが

改善が望まれる領域)のグラデーションにおいて、何を監督指針に盛り込み、何をプリンシプルベースに委ねるのかを、金融庁が絶妙な采配で振り分けているように思います。

もちろん、海外の動向、特にアメリカやイギリス、EUの動向から影響を受けていると言うことはできるのですが、アメリカ法とはちょっと考え方が違っているように思います。「原則」では、金融庁の采配ということが鍵なのかと思います。

図に描いていますように、明白な法令違反事例と好事例(ベストプラクティス)の間にグレーゾーンがあるのですが、ルールベースにおいて民事・刑事上の法的責任が課せられる領域があり、あるいは行政上の監督処分が下されるというレベルもあるだろう。監督指針は行政的な指導のレベルも含むのであろうが、「原則」では、コンプライ・オア・エクスプレインの自主的で柔軟な対応に委ねられる。しかし、それに対してはモニタリングしますよ、そして公表しますよという緩やかな規制がかかっているというイメージです。そして、ベストプラクティスへと至るような誘導的な行政手法といいますか、それがプリンシプルベースとして描かれているイメージなのではないかと思います。だから、状況によっては、「原則」に書かれていたものがやがて監督指針に織り込まれて、ルールベースの側に引き寄せられるということもあるのではないかと予想するわけです。

4. アメリカにおける SEC Regulation Best Interest (規則 BI)

同規則は、2019年6月5日に採択され、9月10日に発効しました(規則 BIの全般につき、松元暢子「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『企業法制の展望』(2020年度版、2019年)281頁参照)。

従来、アメリカの場合は、インベストメントア

ドヴァイザー、すなわち登録投資アドヴァイザー、日本でいう投資顧問とほとんど同じであると言われてはいますが、その登録投資アドヴァイザーとブローカー・ディーラーと言われるもの間には規制のギャップがありました。

規制のギャップというのは、登録投資アドヴァイザーにはフィデューシャリー・デューティー(信託義務)が課せられる。ところが、ブローカー・ディーラーには信託義務は課せられない、むしろ適合性原則だという区分けが一応されていたわけです。しかし、適合性原則だけでは不十分ではないかという批判は過去からありました。例えば、報酬開示を必ずしも要求しないが、法外な報酬をもらっていても、適合さえしていればいいのか。あるいは、他の商品との比較を求めているということで批判されていたところでした。

従来の規制というのは、FINRAの2111条の適合性原則というところに書かれているとおります。

○34年証券取引所法§240.15 f-1 — Regulation Best Interest.

それに対して、1934年証券取引所法240条の15 f-1という規則BIが定められました。要するに、一般的義務として、顧客の利益に先んじて自分の利益を追求してはならないという、ブローカー・ディーラーが販売・推奨する場合には、こういう最善利益原則というのがかかりますよということです。

そして、この最善利益原則というのは、(i)情報開示義務、(ii)注意義務、(iii)利益相反防止義務、(iv)コンプライアンス義務であり、この4つの義務を履行して初めてベスト・インタレストの一般的な義務を果たしたことになるというふうに変えられたところがこの規則BIのポイントであります。

「SECは、1934年取引所法の下で、新しい規則を採択した。それはブローカー・ディーラー及び関係する自然人が、いかなる証券取引又は証券を含む投資戦略についても、最終顧客に対する推奨

をなすときに負うべき行為基準を定めるものである。規則 BI は、ブローカー・ディーラーにとっての行為基準を、既存の適合性原則を超えて高めるものであり、また次のことをブローカー・ディーラーに要求することによって、その行為基準を最終顧客の合理的な期待に適うものとする。すなわち、ブローカー・ディーラーは、最終顧客の利益を差し置いて自己の経済的その他の利益を優先させることなく、推奨がなされた時点での最終顧客の最善利益において行動すること」(84 FR 33318) との一般原則を確立し、そして、利益相反防止義務についても、単なる情報開示ではだめです。一定の場合には、当該利益相反を軽減する、場合によってはこれを排除する、そういうことまでが求められますよという規定になっているということです。

利益相反防止義務という点に着目しますと、(iii)利益相反防止義務として書かれたところに(A)、(B)、(C)、(D)とあって、それぞれについて合理的に設計された書面による政策と手続きを確立し、維持し、執行する、とあります。(A)については、利益相反を特定したら、少なくともそれを全部開示せよと言います。それでも十分でない場合は、利益相反そのものを排除することが要求されるわけです。(B)は、ブローカー・ディーラーに属する金融専門家や従業員などが利益を優先するインセンティブを持つような場合には、その利益相反を特定し、かつ軽減することとなっています。(C)は、ブローカー・ディーラーによって提示される商品メニュー等に重要な限定がかかっている場合、例えばその重要な限定が自社あるいは同じグループ会社の提供する金融商品だけを推奨・販売するというものである場合には、その限定について情報開示しなさいよと。そして、個人顧客の利益に優先してそれを推奨することを防止しなさいよということになっている。(D)は、特に一定の期間内にいわゆる販売コンテストあるいは販売ノルマ、ボーナスその他の非金銭的な報酬付与を行う場合には、それを特定して除去しな

さいというところまで踏み込んで規定しているところが、規則 BI の重要なところではないかと思えます。

「規則 BI は、『セーフハーバー』を確立するものではない。(一般原則を満たすための) 4つの特定義務は命令的であり、それに従わないことは一般原則の違反を構成する。……『最善利益』の定義を設けることはしないけれども……」(84 FR 33334) とあり、何が最善利益かという定義がないことはかなり批判を受けたようですけれども、これについては解釈と指針ガイダンスを出すと言っています。そして、「注意義務基準における『最善利益』要件を含む、それぞれの特定義務の遵守については、プリンシプルベースの方法論が適用される。何が『最善利益』であるかを判断するにあたって採用されるプリンシプルベースのアプローチは、投資アドバイザーの負う信認義務に類似しており、それは最終顧客やマーケットに対する投資アドバイザーにとってよく機能してきた」(84 FR 33334) ということで、微妙な言い方をしているのですね。あるいは、「その行為基準は信認義務を基礎づける主要な諸原則から導かれるものであり、それは 1940 年投資アドバイザー法の下で投資アドバイザーに適用される諸原則を含むものである。」とも言っています(84 FR 33318)。

最後に、「特に、ブローカー・ディーラーの推奨が注意義務の要件を満たすかどうかはブライトライン・テストにはなじまない客観的な評価であり」(84 FR 33334) と、客観的評価といってもブライトライン・テストには適合しないものであると言っています。「むしろ当該推奨がなされた際の顧客をめぐる具体的な事実と環境にかかってくるものである。このような事実と環境に依存するアプローチは、『一つの定義がすべての場合に及ぶ』式の判断にはなじまないものであり(one size does not fit all)、ある顧客にとっての最善利益が他の顧客にとっては必ずしもそうではないということも十分あり得るのである」(84 FR

33334) ということです。

以上、アメリカとの比較をしますと、SEC が言うところのプリンシプルベースと、我が国において言われているそれとは相当意味が異なっています。規則 BI におけるプリンシプルベース・アプローチの捉え方は、「信認義務に類似している」と告白していることから分かりますように、あくまで事実依存的な総合的・裁量的判断であることを意味しています。それはちょうど我が法における善管注意義務違反かどうか司法的な判断になじむものであることと似ており、むしろ「規制的」でさえあります。他方、金融庁が言うところのそれは、一定の行為基準を満たすかどうかという司法的判断であるよりは、むしろ「金融事業者を受け入れを呼びかけ、金融事業者が、原則を踏まえて何が顧客のためになるかを真剣に考え、横並びに陥ることなく、より良い金融商品・サービスの提供を競い合うよう促していく」（WG 報告平成 28 年 2 頁）とあるとおり、金融事業者の主体的でボランタリーな行動変容を促すための「仕掛け」とも言うべきものです。それは行動主義的であり、非司法的なアプローチだと言えます。

ただ、我が法におけるプリンシプルベース・アプローチにも問題がないわけではありません。一見すると、我が国のアプローチの方が柔軟で、非規制的なように思えるが、「金融庁における好事例分析に当たってのポイント」が示唆するように、場合によっては、当局に気に入ってもらえるような「点数稼ぎ」に金融事業者を走らせることになり、結果的に規制的なアプローチとあまり変わらないということになりかねません。あるいは、当局の示す模範的な回答をまじめに行うことが、必ずしも適正な利益の増大を当該金融事業者にもたらすものとも限らないし、コンプライするためのコストの増大とそれに見合うベネフィットがなかなか見えてこないという問題もあります。

もちろん、金融事業者において顧客本位の事業体質を作り出すこと自体に異存はありませんが、あるいは、アメリカのように規制（強化）的なア

プローチを維持しながら、それをバウンダリーとすることで、ある程度金融事業者の予測可能性を高め、その分、経営の自由度を確保するというのを考えてもよいのではないのでしょうか。「行政規制から司法規制へ」「後見的事後的規制から自己責任型の事前規制型社会へ」という一昔前に喧伝されたモデルを、いま一度思い起こしてみる必要があるのかもしれない。

最後に、重要情報シートに関しては、お配りした資料を見ていただければと思います。金融事業者編（資料 4-1）と個別商品編（資料 4-2）がありますけれども、特に個別商品編の赤字で書いている質問例は、アメリカのフォーム CRS の、そこからコミュニケーションをスタートさせるものという意味のコミュニケーション・スターターに該当するものとして、参考にしたのだらうなと思います。

参考資料の「重要情報シートに関する比較法の概要」は、これも参考程度までにご参照ください。

1 番目として挙げているのは、SEC 規則の Form CRS (client/customer relationship summary) です。CRS の場合は、規則 BI が適用されようとなされまいと登録ブローカー・ディーラーには適用されますけれども、ただ、規則 BI が適用される場合と適用されない場合で開示の仕方が違ってくるという建付けになっているようです。

2 番目に、EU 規則として制定された「Key Information Documents (KID) for Packaged Retail and Insurance -based Investment Products (PRIIPs)」で、PRIIPs と言われるパッケージ商品は、特に保険ベースの投資商品にも適用されるものです。

必ずしも十分な説明ができませんでしたが、ご質問いただければ、分かる範囲でお答えさせていただきたいと思います。

報告は以上でございますので何とぞご教示のほど、よろしくお願いいたします。

~~~~~

【討 論】

○川口 ありがとうございます。

それでは、どこからでも結構ですので、質問、ご意見があればよろしくお願いたします。

【「原則」に対する評価について】

○川口 最初に、総論的な話として、「顧客本位の業務運営に関する原則」についての行澤先生の評価を少しお聞きします。顧客本位の業務運営に関する規制として、形式上は、法令によるものがあり、「原則」によるものがある、そしてまた監督指針があり、内容的には、今までのものにプラスアルファにしたものが多いというご報告だったと思います。このようななかで、規制をあえて「原則」でやることの意義はどこにあるのでしょうか、ご意見があればお教えいただきたいと思います。

もう一つ、14ページの〔考察〕で、ルールベースとプリンシプルベースについて、金融庁が「絶妙な采配」で振り分けていると書かれています。この点について、具体的なイメージが掴みにくいので、お教えいただければと思います。

○行澤 例えばアメリカでも、相当な議論があったのです。規則 BI というのは、実は最終的に規則化される過程で、フィデューシャリー・デューティーをブローカー・ディーラーにも適用するということを言わねばならないのではないかと、ということがあったわけです。Dodd-Frank 法の 913 条の (g) という規定に基づき、特にブローカー・ディーラーは投資勧誘や推奨もやっているから、SEC はブローカー・ディーラーと投資アドバイザーに共通のユニフォーム・スタンダード・コンダクトとしてのフィデューシャリーを課すことを検討すべきだという議論があったわけです (Dodd Frank 法 913 条の内容と SEC の対応については、小出篤「米国における投資商品の販売とフィデューシャリー・デューティー」神作裕之編『フィデ

ューシャリー・デューティーと利益相反』(岩波書店、2019年) 249 頁以下参照)。しかし、結局 SEC は非常にぬえ的といいますか、フィデューシャリーではないのだけれども、フィデューシャリーにかなり近いようなところに持って行く。特に利益相反を軽減したり排除したりするなんてことを要求するということは、実質的にはフィデューシャリーであると認めているのと同じではないのかというふうにも思われますし、SEC も、いや、似てますよと、ベスト・インタレストというのはフィデューシャリーを基礎付ける様々な法的な原則に依存しているのですよ、とも言っているわけです。しかし、フィデューシャリーそのものであるのか、ないのかというと、ないとしか言いようがないと、この辺が非常に曖昧なことになっている。

実は、それに対しては訴訟が起こされています。例えばニューヨークとか、ニューメキシコとか、カリフォルニアとか7つの州が、これは Dodd-Frank 法の規定に違反しているじゃないか、SEC は Dodd-Frank 法に不忠実じゃないかということで訴訟を起こしている。さらには、投資アドバイザーの協会みたいなところも訴訟を起こして、競争条件が私たちに不利だ、一緒にしてもらわないと困ると。ブローカー・ディーラーにもフィデューシャリーを課すようにしてもらわないと、こんな中途半端なベスト・インタレストでは、なお投資アドバイザーが競争上不利になるということで訴えているわけです。ところが、連邦の第2巡回区まで行ったのですけれども、やはり否定されているわけです。事ほどさように、非常に難しいものとして、投資アドバイザーとブローカー・ディーラーの間の調整問題というものがある。本音は同じ義務規範でやりたいけれども、ブローカー・ディーラーの業態その他の理由により全く同じというのでは都合が悪い場合も予想されるので、ベスト・インタレストという形でやっているのではないかと、どうもそういう苦心の跡がうかがえるのです。

実は、それは日本法でも同じではないかと思うのです。つまり、ブローカー・ディーラー、いわゆる証券会社については、別に投資助言・投資運用業者としてやっている訳ではないので、忠実義務を負うとまではやはり言えないのですね。だから、誠実公正原則だと。そう言いながら、利益相反とかいうところでは、かなり具体的に忠実義務に近いところまで持っていきたい。そこで、プリンシプルベースを導入しよう。

長々となりましたけれども、ご質問の「原則」をどう評価するかということですが、私としては、なかなかうまくやったなと思います。現状の枠組みを完全に変更せずに、その中でできることをやったなという印象を持っています。それが金融庁の「絶妙な采配」と言ったことです。

ただ、アメリカの規則 BI と比べますと、規則 BI は完全に規則なのです。違反したら、これは法的義務違反ですから、法令上の責任が問われるわけです。ということを見ると、絶妙な采配ながら、それを法的責任に直ちに結び付けないという我が法の在り方はどうしても曖昧さが残ってしまうことは否定できません。

以上です。

○川口 例えば適合性の原則にしても、今まで法令上の規制としてあったわけですね。

○行澤 そうです。

○川口 それを「原則」では、同じようなことを繰り返し、そして、内容的に少し付け足していると思われる部分があるのですが、この部分についての評価をお聞かせいただけますか。法令でなく、「原則」でやることに意義があったのでしょうか。単に法令の内容を強化するというだけではだめだったのでしょうか。

○行澤 最初に言ったように、プラスアルファの部分までのことを法令で要求することが、善管注意義務や忠実義務のレベルに至るのではないかという心配が金融庁にはあったのではないかと思うのです。分かりませんが、やはり忠実義務を負うところまでは認められないという、その

微妙なラインをプリンシプルベース、あるいはソフト・ローでやると。

だから、技術的には、法令においてプラスアルファを付け加えるのは簡単にできると思うのです。けれども、そこは小さいことのように見えて、やっぱり結構大きな一歩なのかなと。善管注意義務とか忠実義務に踏み込んだ内容になるのではないかと金融庁は心配したのではないかなと、そういう見立てを持っているのですけれど。もっとも、既にお話しした通り、適合性原則については、WG報告令和2年で指摘された点が「監督指針」に織り込まれる形で改正されています。

○川口 分かりました。一般的には、業者に自主的に考えさせ、それを見える化することに意義があると言われているように思います。

【プリンシプルベースによる対応が、事業者選択の基準としてどこまで機能するのか】

○久保 私もざっくりした質問で申し訳ないのですが、10頁のWG報告令和2年で新しく追加された点についてご報告されたことについて、少し質問させていただきたいと思います。

成果が表れつつも幾つか問題点があるということと、3点問題が挙げられていて、①形式的に原則を取り上げているような人がいる、あるいは③ベスト・プラクティス以前にまだ客を食い物にしているような人がいると。①の方は、プリンシプルベースによる対応というのを実質的に充実させていけば対応できるでしょうし、③末端の方は、そんなことをやったらあかんよということでルールベースでたたくという、この対応は分かりやすいと思うのです。

しかし、②の金融事業者の取組みが顧客による事業者の選別につながっているとは言えないというところにどうやって対処するか、プリンシプルベースによる対応を一層高めることが果たしてこれに対する解決策となるのかというのは、実は必ずしもロジカルが見えやすいところではないと思うのです。

つまり、プリンシプルベースで幾ら競争しても、顧客の側から業者側の違いというものが分からない。つまり、選別するにも情報がない。あるいは、選別するための材料を顧客が見分けられない。あるいは、何らかのほかの理由で市場が働いていないという状況の下で、これまでと同様にプリンシプルベースの実効性を高めると言っても、それは結局、市場が働かないという状況を変えない可能性があると思いません。

私の質問は、今回の金融庁のWG報告というのは、②はいわば市場が働いていないということの言い換えのようにも見えるわけで、それに対して、なぜ市場が働いていないというふうに分析していたのか、そして、それに対してプリンシプルベースによる対応をさらに強めることがなぜ処方箋となるというふうに考えているのかということ、そして、行澤先生はそれに対してどう評価されているのかということをお聞かせ願えたらと思います。

ぼんやりした質問で申し訳ありません。

○行澤 いえ、大変よく分かります。

必ずしも顧客による金融事業者の選別につながっていないということについては、結局、業者側からの取組みと顧客側からの取組みの両者があると言っているのですね。最初に申しあげましたように、このWG報告から、顧客側からの、あるいはそれを応援する金融庁の取組みということは省きますと言いましたけれども、顧客が金融リテラシーを上げていけば、やはり提供されている情報などをよりよく理解して、やがて市場が働くようになるというふうに考えている部分があります。だから、投資家教育をもっとやるぞということですね。

あるいは、マーケットが働き出して、それを助けるような事業者、例えば金融商品を買う顧客がより金融リテラシーを高められるような働きをする会社が興ってきて、そこに競争原理が働くことが必要だと言っていることが一点。

もう一点が、やはり業者側からの取組みとしては、重要情報シートというのが結構大きいのでは

ないかと思います。重要情報シートに結構いろいろなことを書かせるようになっていきます。その主眼というのは、やはり比較可能性です。例えば、A社が出した重要情報シートとB社が出した重要情報シートを比べたら、どっちが私に向いているかとか、どっちがニーズに合っているかが割とよく分かる。しかも、個別商品に関する要求事項として、コミュニケーション・スターターというのは、結構立ち入ったことにまで質問があるので、例えば3の「費用」でしたら、要するに私が幾ら投資したら、そのコストは幾らで、真水でどれだけ投資に向かうのかとか、費用がもっと安い商品はあるのではないかと。それから5番の利益相反のところでは、コミュニケーション・スターターとしては、「あなたの会社が得る手数料が高い商品など、私の利益よりあなたの会社やあなたの利益を優先した商品を私に薦めていないか」とか、「私の利益よりあなたの会社やあなたの利益を優先する可能性がある場合、あなたの会社では、どのような対策をとっているのか」というようなコミュニケーション・スターターもある。こうしてかなりの部分を重要情報シートに記載させることで、業者側から市場原理を働かせていく取組みもあるのではないかと。金融庁は考えているのではないかと思います。

それで、私の評価ですけれども、よく分かりません。というのは、金融商品の顧客には様々な属性がありますけれども、結局、顧客というのは、こんなことはあんまり気にしていません、と。やはりどれだけもうかるのかということに最も関心がある場合が多いから、ネット証券にもっていかれるということがあるのかもしれない。結局、金融庁が考える、これで市場が動いていくだろう、あるいはよい市場の淘汰が働くだろうというのは、どこまで本当にリアルな現実、マーケットの現実、に即しているのかについては、私は判断する知識はありません。申し訳ないですが、そういうことで答えさせてください。

○久保 ありがとうございます。私も最後の行

澤先生の感想と似たような感想を持っていて、こうやって顧客に対して商品知識などをきちんと提供するという自体は望ましいのですが、もちろんお金持ちの人は違うのでしょうけれども、私のような一般庶民が何社も証券会社と付き合うわけでもないですし、果たして比較できるかという、そんなに比較できないのではないかと。そうすると結局、最初に取りついたらとずっとお付き合いしていくというふうな話が続くのではないかという気がしています。

こうやって情報提供をどんどんしていくこと自体は、顧客が金融商品を理解するうえで非常にいいだろうと思いますが、果たしてその中でどれほどの競争が起こるのかというのは、これも雑駁な感想にすぎませんが、なかなか時間がかかるだろうなという気はしています。

いずれにしても、状況はよく分かりました。ありがとうございます。

#### 【誠実公正義務と善管注意義務・忠実義務との違い】

○梅本 私にはさらに雑駁な質問になるのですが、先ほど行澤先生が、顧客本位の業務運営に関する原則によって日本の市場がどうなるのかというのはあまり期待できないとおっしゃった点は、確かに私もそうだと……

○行澤 いえ、期待できないとは言っていません。実際のところよく分からないと申し上げました。

○梅本 失礼しました。

それでは、改めまして、私は顧客本位の業務運営の原則にはあまり期待できないと思います。というのは、この原則は基本的に対面の顧客との関係を念頭に置いているように思えます。しかし、手数料を気にするような多くの個人投資家はネット証券の方に移っています。ネット証券における情報提供の形式は、画面上に確認画面等が出てくるのでしょうかけれども、基本的に、顧客が自分の投資判断で投資信託や株式等を売買するのだと

思うのです。対面顧客が不適切な投資勧誘等で害されることを防止する機能は否定しませんが、金融取引の対面からネットへの流れは必然的と思われます。ネット取引であれば、業者の役割は自ずと限られるため、顧客本位の業務運営の原則もさして機能しないと考える次第です。

それとは別に、私は先生のご報告をお聞きしながら、昔からよく分からなかった疑問について考えていました。2頁、3頁のところで説明された、ブローカーの誠実公正義務と投資顧問業における善管注意義務・忠実義務の違いについてです。アメリカにおけるブローカー・ディーラーは、フィデューシャリーか、そうでないのかという伝統的な議論とも関連するものです。考えがまとまっていないのですが、例えば、前回、毎月分配型投資信託というものを依然として購入する顧客がいるという話を実務家の方がされていましたが、そういう顧客が店頭に来て、自分としては、もう退職するので定期的に収入が欲しいから、退職金で毎月分配型投信を購入したいがどれがよいか尋ねてきたとします。そういう顧客が投資顧問会社のところに行くとは思いますが、かりに顧客から依頼を受けたとして投資顧問会社であればどういう説明をするのか。また、通常の証券会社の場合に誠実公正義務で求められる説明というのはどういうものなのか、双方にはどのような違いがあるのでしょうか。恐らく投資顧問業者であれば、自分の知識・経験をフル稼働して、いや、毎月分配型投信なんてものはタコ足配当になるかもしれないから長期投資には向いてませんよ、短期的に高配当を得るかもしれないけれども、将来的には先細りになるかもしれないよというような、まさに顧客の最善の利益に配慮した情報を提供する必要があるのでしょうか。ところが、証券会社であれば、投資勧誘、提案をするのではなくて、顧客の側から店頭に来て、金融商品を買いたいという場合、金融商品のリスク等について一般的な説明や販売している商品のラインナップの説明はするのでしょうか。ただ、顧

客本位の業務運営に関する原則といっても、買いたい顧客に対して、あなたに向いている、向いていないみたいな説明が求められるのでしょうか。投資顧問業者がしなければならないほどの説明や助言は求められていない、そう考えてよいのでしょうか。

○行澤 原則はそうだと思います。原則として投資顧問の場合は、提供する投資アドバイスとかそういう知識の提供に対して一定のお金を払う形態です。アメリカ法では、フィデューシャリーかどうかという判断の分かれ目として、口座支配とか、裁量的な判断があるとかといった場合には、ブローカー・ディーラーであってもフィデューシャリーになりますよというのが判例の定着した考え方です（拙稿「米国において年金資産を取り扱うブローカー、ディーラーの受認者としての地位 - 証券法規制と ERISA の交錯 - 」神戸法学 49 巻 3 号 626 頁参照）。まさにそういうものがあるか、ないか、フィデューシャリーであるか、ないかによって、今おっしゃったような説明する内容とか程度とかが法律のレベルではやはり変わってくると言わざるを得ないのではないのでしょうか。

ただ、だからこそ、「原則」は、誠実公正義務ということ、法的義務としては善管注意義務や忠実義務とは一応区別するという建付けは守りながら、可能な限り説明の程度などの水準を引き上げる、ソフト・ローでもって可能な限り引き上げるという狙いを持っているのではないのでしょうか。これで質問に対する答えになっているのでしょうか。

○梅本 分かりました。どうもありがとうございました。

#### 【ネット証券に「原則」は適用されるのか】

○片木 先ほどの久保先生とのやり取りの中で、行澤先生ご自身からも、こういう拘束をかけたときにみんながネット証券に行ってしまうのではないかといったお話がありました。少し基本的な点を教えていただきたいのですが、ネット証券というのは、顧客本位の業務運営に関する原則とか、

顧客保護とかという点から言ったら、完全に枠外にあるのでしょうか。

自ら勧誘をするわけではないので、積極的な意味での勧誘の適正さ、あるいは説明の適正さということについての責任を負うことはないというのは、確かにそのとおりだと思います。ただ、最近では、本当に投資の初心者がいきなりネット証券から入ってくるようなことも非常に増えてきて、アメリカなどは特にそうなのでしょうけれども、我が国でも同じような現象が見られます。

今は、仕組債とか、かなり複雑なリスクの商品については、余りネット証券での販売はなされていないようです。ただ、FX や先物は、今現在もネット証券での販売は可能になっています。また、ETF なんかも、最近ではインバース型とか、非常に倍数（レバレッジ）の高くなっているものとか、VI 指数によるものといった非常にリスクの複雑なものなんかも入ってきています。

適合性というのは、例えば先物取引なんかのポジションその他から見ても危険というときには、場合によっては一定の抑制をかける、あるいは、一定の商品に関しては特別のリスクについての開示、警告みたいなことを要求するというのも入っているようですけれども、ネット証券について、何かそういう意味での一定の警告というのは設けられているのか、あるいは設けるような話になっているのかということを質問したいのですが。

○行澤 大変重要な質問だと思います。間違っているかもしれませんが、私なりの見解を述べますと、そもそも顧客本位の業務運営に関する原則は、金融事業者が販売や推奨等を行うに際して広く網をかけているのですね。アメリカでは、少なくともブローカー・ディーラーが推奨（recommendation）する場合に規則 BI が適用される。そういう意味で割とはっきりしているのですけれども、日本のソフト・ローとしての「原則」は、そこに限らず、広くとらえているのですね。

ということは、ネット証券であっても、プリン

シンプルベースの顧客運営原則も排除されていないと思います。ただ、排除されていないのですけれども、具体的な業態によっては、そこまでは要求されていないと考える部分もあるでしょう。

この辺は黒沼先生にぜひお聞きしたいところですが、やはり金融事業者が販売・勧誘・推奨等を行うというふうに広く捉えている限りは、ネット証券なども排除されていないというのが正しいのではないのでしょうか。

○川口 私にはネット証券も適用されるように思いますが、黒沼先生、いかがでしょうか。

○黒沼 まず、ネット証券にも適用されるかという点については、当然適用されると思います。販売・勧誘を行わなくても、例えば手数料の内訳の開示とか、そういうのは適用可能ですので、対象を区別しているわけではないと思います。

私の質問の方に入ってよろしいのでしょうか。質問というより、コメントというか感想めいたことになって申し訳ないのですけれども、この議論、市場ワーキング・グループに属していましたので参加していたのですが、最後まで分かりにくかったというのが感想です。

私が見るところ、顧客本位の業務運営に関する原則というのは、金融事業者にとってのコーポレートガバナンス・コードをつくろうという、そういう意識で作成されたものだと思います。そして、その適用範囲は、金融事業者という言い方をしている、どこまで入るかというのは、手を挙げる人は全部入るという考え方です。だから、金融庁の登録を受けている、受けていないかも関係ない。そうでない者であっても、コンプライ・オア・エクスプレインですから、プリンシプルベースなので入ってくるという考え方だと思います。ただ、登録業者等の対象になっている者については監督行政が及ぶと、そういう考え方の基に作られたと思います。

初め、この原則はフィデューシャリー・デューティーと呼んでいたわけですが、しかし、フィデューシャリー・デューティーだと、これは法的義務

ですと、私もそう発言していたのですが、そうしたら、いつの間にかフィデューシャリー・デューティーという言い方をしなくなりまして、顧客本位の業務運営というふうに言い方を変えたのです。フィデューシャリー・デューティーを強調すると法的義務になってしまうということを気にしたのだらうと思います。

その対象は、販売業者に限らず、例えば金融商品を組成する業者もインベストメントチェーンの最初のものとして適用があって、例えばこういう投資信託をつくったら、それに適している顧客はどういう者かということをしきりと販売業者に伝えることが求められるのですけれども、じゃあ、どこまでやればいいのかというのは必ずしも明確にはならないので、原則の中では「留意する」というような曖昧な表現になっていて、どこまでやったら達成できるかというのは自分で考えてくださいと、そういう仕組みになっていると思います。

その代わりに、取組状況を公表させて、顧客がそれを見てどの業者を選ぶかを判断できるようにするというのが、基本的な考え方です。その取組みは、各業者一生懸命にやっていると思うのですが、ちょっとこれも私の主観的な感想ですが、共通 KPI の制定とか公表というのが行われているんですね。これは WG 報告には書いていなかったことで、要するに、成績をはっきりさせろと。どれだけもうかっているかをはっきりさせろと。それを公表すること自体はいいと思うのですけれども、本来これは、取組状況を見て顧客がきちんと自分たちの意向をくんでくれるような金融事業者を選ぶということが主眼なのに、KPI を公表すると、結局もうかっているところに行きましょうと。そして、KPI がよくなることが顧客本位の業務運営を行っていることの証拠である、成果であると金融事業者に受け取られかねないようになっていて、そこが私の懸念しているところです。

○行澤 全くおっしゃるとおりです。KPI それ自体の仕組みについても、作り方によっては随分中身やパフォーマンスが変わってくる、KPI をよ

くするための取組みというのは、全く本末転倒だと思うのです。それこそ投資家のニーズというのは幅広くて様々ですから、本来であれば、取組状況に対して自分の金融資産のニーズに合ったところを選べばいいのですけれども、「うちは KPI が高いですよ。特に投資信託の成績はいいですよ」と、そういう競争をさせて果たしていいのかなというのは、私も全く同様の懸念を持っています。

これもうがった見方ですけれども、やはり証券会社等金融事業者に、金融庁は NISA を売れ、iDeCo を売れと言っているのではないかと。特に「つみたて NISA」なんかを売って、国民がより投資資金に預金等を振り向けて、そしてより安全な投資に行くように頑張ってくれという何か隠れた意図があるのか、ないのか分かりませんが、そういう誘導を感じなくはない。一般的に言って、どうも「見える化」として提起された標準とか基準が、本当にそのことによって顧客の最善利益になるのかどうかという点について、やはりある部分、経営判断といますか、良質な経営判断を侵害している部分があるのではないかと一抹の不安はあります。

ということで、黒沼先生に言っていただいて、私も大変意を強くしました。

○川口 黒沼先生、ほかに何かあれば……。

○黒沼 いえ、結構です。ありがとうございます。

○川口 それでは、まだ少し時間がありますので、ほかにいかがでしょうか。

【規制が導入された背景についての日米の違いについて】

○小出 私も重複する部分があるのですが、以前、わが国の顧客本位の業務運営に関する原則と米国におけるレギュレーション BI との関係についていろいろと考えてみたことがあるのですが、やはりアメリカのレギュレーション BI というものが Dodd-Frank 法によって導入されているというところに極めて重要な意味があると私自

身は思っています。日本の顧客本位の業務運営の議論の方向性と、それからアメリカのレギュレーション BI の目指している方向性というのは、中身は結構似ているのですが、目的がちょっと違うところにあったのではないかと考えています。

すなわち、アメリカの Dodd-Frank 法というのは、ご承知のとおりリーマンショックの後に出てきたものですけれども、結局あれは、リテールマーケットにおいてあまり説明もせず複雑なローンが販売されたりリスクの高い投資商品の販売が盛んになされたりして、それによってリスクがばらまかれてしまってマーケット全体に悪影響を与えたというところに問題意識があったように思います。実態として、アメリカにおいては、消費者などに対する金融商品や投資商品の過熱した販売という問題があって、ブローカー・ディーラーのように、しっかりとした法的な義務が課せられていなかったところでそれが行われてしまったということがあったので、それに対する対症療法としての意味でレギュレーション BI のようなものが作られたのだと私は理解しています。

一方で、日本の顧客本位の業務運営の原則は、本当の目的はどうか分かりませんが、建前としては、日本ではなかなか個人投資家が証券市場にいかないということで、そうした個人投資家の資産を投資のチャンネルにつないでいくということがやはり目的として掲げられていますので、方向性としては、証券会社に対する投資家からの信頼感を高めて、もっとみんなにどんどん買ってもらうために工夫してもらいましょうと、そういうところに問題意識があるのではないかと考えています。

○行澤 そのとおりです。

○小出 そう考えると、行澤先生の最後の考察のところ非常に興味深かったのですが、確におっしゃるとおり、結局、日本は具体的に何を求めたのかよく分からない部分があって、したがって、アメリカ的に規制の厳格化—と書いていいか

どうか、実は、アメリカもそれほど厳格化しているわけではないような気がしますが一、つまりルールベースによる厳格な規制に持っていくという方向性も理解できるところではあるのですけれども、日本の問題意識というものが、各業者をがちがちに縛って売りにくくするというよりは、もっとどんどん金融商品が売れるようにする——言い方は語弊があるかもしれませんが、安心感を醸成してどんどん個人に金融商品を買ってもらえるために各証券会社に工夫をさせるというところにあるのだとすると、今の日本のプリンシプルベースというか、ある意味緩やかな方向性というものにも若干の意味はあるのかなというふうには考えているところです。

先生は、アメリカと日本の方向性についてはどのようなご理解をされていらっしゃるでしょうか。  
○行澤 私もほぼ同様の理解をしております。アメリカの書かれたものを幾つか読んでも、やっぱり投資アドバイザーは不満だ、競争条件を一緒にしてほしいと。そもそも Dodd-Frank 法にもそう書いているじゃないかと言ったわけです。SEC としては、そのものずばりは言わないけれども、ブローカー・ディーラーについて、実はこれは実質的にはフィデューシャリーなのだよということをおっしゃっている。だから、結局、アメリカは、投資アドバイザーとブローカー・ディーラーをどういうふうに規律するかという伝統的な議論に一応の決着をつけたのだと思います。

それに対して日本の方向性については、本当におっしゃるとおりで、証券会社の信頼性を高めてみんなが「つみたて NISA」を買うように、新入社員の 20 歳で入社した子が 30 年、40 年の勤続年数の間ずっと「つみたて NISA」を買って、人生 100 年時代の老後に備えるようにという狙いがどうも金融庁にある。そのためには、証券会社の信用を高めてもらわないといけないという狙いがあるのは、そのとおりでと思います。

しかし、そうしたら、証券会社はたとえ利益が薄くても、半ばそういう公の利益のために「つみ

たて NISA」とか投資信託を売っていかなきゃいけないのか。いけないとは言わないけれども、売っていくことが望ましいし、そういうことをやっているところと点数が高くなる。ところが、それは本来の株主利益の最善化という株式会社の使命と深刻な衝突が生じるのではないかと思うのです。

リテールの顧客からどれぐらい利益をたたき出すか。あるいは、そのほかからどれぐらい利益をたたき出して株主利益の最善を図るかというのは、やはり経営判断によるべきだと思います。もちろん、投資家を食べ物にするようなことは絶対やってはいけないけれども、そんなに NISA ばかり売らなければいけないのかと。そして利幅が少ない投資信託ばかり売って、金融庁に対するおぼえはめでたいけれども、利益率とか業績ではほかの会社の後塵を拝するということがあってもいいのか。証券会社が信頼されるかどうかも含めて、ある程度こういう「原則」のような形を作るのはいいとは思うのですよ。ある程度はいいけれども、最終的には、その会社の判断に委ねたらいいのではないかなと。それこそがコンプライ・オア・エクスプレインであって、市場の判断にゆだねるということを目指せばよい。しかし、コンプライ・オア・エクスプレインと言いながら、行政から見れば、エクスプレインしても、そんな言い訳は通用しませんよ、そんな言い訳は許しませんよという方向にどんどんなっているわけです。エクスプレインがエクスプレインになっていない。例えば、会社法における社外取締役のところでも私たちが経験したように。そうすると、ほとんどこれ、行政規制と変わらないということにならないかなと。

以上、日米の方向性の違いというか、その背景の違いはあるということでお答えになっているでしょうか。

【プリンシプルのルールベース化ということについて】

○小出 ありがとうございます。基本的に私も

全く同感でして、やはり日本の場合については、プリンシプルベースにしているのはそれなりに自由度を高めるという目的があるとは思っているのですがけれども、おっしゃるとおり、それが現実にならなっているのかという問題点はあるだろうと思います。

一つ、先生のご報告の最後のところで、「アメリカのような規制的なアプローチを維持しながら」というあたりがどういうご趣旨なのかがちょっと気になっていまして、そこについて教えていただければと思います。

○行澤 私は、実はずっとこの問題について川口先生のご意見に賛成でして、本当に望ましいことなら、それはやっぱりルールベースで考慮すべきで、それを満たさないなら素直に規制違反として捉えていくべきかではないかという考えがあるのです。ルールベース化することで、多少、規制強化となっても、境界線がはっきりすることで、かえって経営の自由領域が確保されることもあるのではないかと。確信があるわけではございませんが、そう考えたものです。ご指摘、ありがとうございます。

○川口 小出先生は、今の点、プリンシプルベースの方がよいというご意見ではなかったのですか。

○小出 私は、基本的にはプリンシプルベースで行く方が日本の状況においては望ましい方向なのではないかと思っています。規制の強化という方向は、日本の目的とはあんまり合致していないのではないかと感じしております。確たるものではありませんけれども。

○川口 プリンシプルと言いながら、実質はルールベースになっているのではないかとというのが行澤先生のご意見ですね。

○小出 そうですね、その問題意識はおっしゃっているかというふうに私も思います。

○行澤 おっしゃるとおりで、それだったらもうルールベースで考えたらいいのではないかなど。規制違反のサンクションは民事・刑事責任だけで

なく、もっと幅広くとらえられるわけですね。例えば、公表したりするというのもサンクションの一つなのだから、そういう効果をもたらすものとして、ルールベースに近づけてやればいいんじゃないかなと私もだんだん思っています。ただ、金融庁は難しいところをよくやっているなという点は評価していますけれど。

○川口 あともう少し時間がありますけれども、よろしいでしょうか。

それでは、ご質問、ご意見がないようですので、これで研究会を閉じさせていただきたいと思えます。

2021・6・26 金融商品取引法研究会報告

「顧客本位の業務運営に関する原則」分析と若干の比較法的考察 (報告) 行澤一人

1 今日までの経緯

・平成28年12月22日 金融審議会市場ワーキング・グループ報告「以下、WG報告平成28年と記す」の公表

・平成29年3月30日 「顧客本位の業務運営に関する原則」の公表

「顧客本位の業務運営に関する原則」の定着に向けた取り組み」の公表

I 金融事業者の取り組みの見える化

成果指標 (KPI: Key Performance Indicator) を、取組方針やその実施状況の中に盛り込んで公表するよう働きかけ

II 当局によるモニタリング

ベスト・プラクティス事例の公表や対話

III 顧客の主体的な行動促進

IV 顧客の主体的な行動を補助仕組み

・平成30年6月29日 投資信託の販売会社における比較可能な共通 KPI について

「1. 背景・・・今後、共通 KPI 及び自主的な KPI の双方を見ていくことで、金融事業者の取組状況を総合的に判断することが可能になると考えられる。

2. 比較可能な共通 KPI : 3指標・・・現時点において販売会社が保有するデータから算出可能で、ビジネスモデルに依らず金融事業者間で比較が可能且つ端的な指標と考えられる以下の3つの指標を比較可能な共通 KPI とすることが考えられる。

① 運用損益別顧客比率

② 投資信託預り残高上位 20 銘柄のコスト・リターン

③ 投資信託預り残高上位 20 銘柄のリスク・リターン」

・令和3年2月26日 安定的な資産形成に向けた金融事業者の取組状況【資料1】

「投資信託の販売会社における比較可能な共通 KPI の定義」【資料2】

「2-(1). 「原則」の採択・KPI の公表状況

2017年の「顧客本位の業務運営に関する原則」(以下、「原則」)の公表から2020年12月末まで、「原則」を採択し、取組方針を公表した金融事業者(以下、「事業者」)は2,098社(2019年12月末比+271社)。うち1,238社(+328社)が「自主的なKPI」を、534社(+161社)が「投資信託の販売会社における比較可能な共通KPI」を公表。

2019年12月末までに「原則」を採択し、取組方針を公表した事業者のうち、2020年12月末時点で自主的なKPIを公表している事業者の割合は68%。」

・令和2年8月5日 金融審議会市場ワーキング・グループ報告書「顧客本位の業務運営の進展に向けて」(以下、WG報告令和2年と記す)公表

・令和3年1月15日 「顧客本位の業務運営に関する原則(改定版)」の公表

・令和3年4月12日 「顧客本位の業務運営に関する取組方針等に係る金融庁における好事例分析に当たってのポイント」の公表【資料3】

2 WG報告平成28年の分析

・各原則につき、主な規制法令を参照しつつ、その趣旨を探る。

「第1章 国民の安定的な資産形成と顧客本位の業務運営

1. 顧客本位の業務運営(フィデューシャリー・デュエティー)の確立

(1) 顧客本位の業務運営に関する原則(プリンシプル)の策定

国民の安定的な資産形成を図るためには、金融商品の販売、助言、商品開発、資産管理、運用等を行う全ての金融機関等(以下「金融事業者」という。)が、インベストメント・チェーンにおけるそれぞれの役割を認識し、顧客本位の業務運営に努めることが重要である。

こうした観点から、当ワーキング・グループでは、販売手数料、商品説明、利益相反の管理等に関し、顧客本位の業務運営について指輪されたい事象等を取り上げながら議論を行った。これらの点に関しては、これまで、金融商品の分りやすさの向上や、利益相反管理体制の整備といった目的で法令改正等が行われ、投資者保護のための取組みが進められてきたが、一方で、これらが最低基準(ミニマム・スタンダード)となり、金融事業者による形式的・画一的な対応を助長してきた面も指摘できる。

本来、金融事業者が自ら主体的に創意工夫を凝らし、ベスト・プラクティスを目指して顧客本位の良質な金融商品・サービスの提供を願い、より良い取組を行う金融事業者が顧客から選択されたい。くメカニズムの実現が望ましい。

そのためには、従来のルールベースでの対応を重ねるのではなく、プリンシプルベースのアプローチを用いることが有効であると考えられる。具体的には、当局において、顧客本位の業務運営に関する原則(以下「原則」という。)を策定し、金融事業者に受け入れを呼びかけ、金融事業者が、原則を踏まえて何が顧客のためになるかを真剣に考え、積並びに情ることなく、より良い金融商品・サービスの提供を願い合うよう促していくことが適当である。

なお、仮にこうしたプリンシプルベースのアプローチが金融事業者の行動に変革をもたらす上で十分ではないと考えられる場合には、ルールベースの手法による対応を含め、改めて検討がなされるべきである。」(WG報告平成28年、2頁)

○「原則2 顧客の最善の利益の追求」

金融事業者は、高度の専門性と職業倫理を保持し、顧客に対して誠実・公正に業務を行い、顧客の最善の利益を図るべきである。金融事業者は、こうした業務運営が企業文化として定着するよう努めるべきである。(注)金融事業者は、顧客との取引に際し、顧客本位の良質なサービスを提供し、顧客の最善の利益を図ることにより、自らの安定的な顧客基盤と収益の確保につなげていくことを目指すべきである。

法的規制枠組

金融法86条1項 顧客に対する誠実公正義務

\*WG平成28年度では、フィデューシャリー・デュエティーという用語が用いられているが、それは「他者の信認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」(WG報告平成28年、2頁)という意味であり、厳格な意味で、忠実義務や善管注意義務を意味しない。

実際、誠実公正義務は、投資助言業務や投資運用業務に係る忠実義務、善管注意義務とは区別して規定さ

の妥当性を定期的に検証する態勢となっているか。  
 (3) 利益相反管理の方法  
 ① 特定された利益相反のおそれのある取引の特性に応じ、例えば以下のような点に留意しつつ、適切な利益相反管理の方法を選択し、又は組み合わせることができているか。  
 イ。部門の分離による管理を行う場合には、当該部門間で厳格な情報遮断措置  
 (システム上のアクセス制限や物理上の遮断措置) が講じられているか。  
 ロ。取引の条件若しくは方法の変更又は一方の取引の中止の方法による管理を行う場合には、親金融機関等の役員等が当該変更又は中止の判断に関与する  
 場合を含め、当該判断に関する権限及び責任が明確にされているか。

ハ。利益相反のおそれがある旨を顧客に開示する方法による管理を行う場合には、特定される利益相反の内容及び当該方法を選択した理由(他の方法を選択しなかつた理由を含む。)について、当該取引に係る契約を締結するまでに、当該顧客に対して、顧客の属性に応じ、当該顧客が十分理解できるような説明を行っているか。

二。情報を共有する者を監視する方法による管理を行う場合には、独立した部署等において、当該者の行う取引を適切に監視しているか。

② 自社及び子金融機関等が新規の取引を行う際には、当該取引との間で利益相反が生じることとなる取引の有無について、必要な確認が図られる態勢となっているか。

③ 利益相反管理の方法について、その有効性を確保する観点から、定期的な検証が行われる態勢となっているか。

**(4) 利益相反管理方針の策定及びその概要の公表**

① 利益相反管理方針(金融業等府令第70条の4第1項第3号に規定する方針をいう。以下同じ。)  
 は、証券会社等及びその親金融機関等又は子金融機関等の業務の内容・特性・規模等を勘案した上で、利益相反のおそれのある取引の類型、主な取引例及び当該取引の特定のプロセス、利益相反管理の方法(利益相反管理の水準・深度に差異を設ける場合は、その内容及び理由を含む。)、利益相反管理体制(利益相反のおそれのある取引の特定及び利益相反管理に関する全社的な管理体制を統括する者(以下「利益相反管理統括者」という。))の職責及びその独立性並びに利益相反のおそれのある取引の特定及び利益相反管理の方法についての検証体制)並びに利益相反管理の対象となる会社の範囲を記載したものであるか。この場合において、利益相反のおそれのある取引の範囲を記載した方法が、対応して記載されているか。

② 公表すべき利益相反管理方針の概要は、証券会社等及びその親金融機関等又は子金融機関等の業務の内容・特性・規模等を勘案した上で、利益相反のおそれのある取引の類型、利益相反管理の方法、利益相反管理体制及び利益相反管理の対象となる会社の範囲を分かりやすく記載したものであるか。

③ 利益相反管理方針の概要は、店舗での掲示・閲覧やホームページへの掲載等の方法により、適切に公表されているか。

れる(金商法41条・42条)。  
 ○「原則3 利益相反の適切な管理」について  
 金融事業者は、取引における顧客との利益相反の可能性について正確に把握し、利益相反の可能性がある場合には、当該利益相反を適切に管理すべきである。金融事業者は、そのための具体的な対応方針をあらかじめ策定すべきである。

(注) 金融事業者は、利益相反の可能性を判断するに当たって、例えば、以下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。

- ・ 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、委託手数料等支私を受ける場合
- ・ 販売会社が、同一グループに属する別の会社から提供を受けた商品販売・推奨等する場合
- ・ 同一主体又はグループ内に法人営業部門と運用部門を有しており、当該運用部門が、資産の運用先に法人営業部門が取引関係等を有する企業を選ぶ場合

〔考察〕利益相反管理体制の構築については、より踏み込んだ具体的な要素の考慮を要求している。

**法的規制枠組**

**金商法36条2項** 顧客の利益が不当に害されることのないよう、内閣府令で定めるところにより、内閣府令で定めるべき義務。

**業等府令第70条の4**

特定金融商品取引業者等は、当該特定金融商品取引業者等又はその親金融機関等(法第三十六条第四項に規定する親金融機関等をいう。以下同じ。)若しくは子金融機関等が行う取引に伴い、当該特定金融商品取引業者等又はその子金融機関等が行う金融商品関連業務(同条第二項に規定する金融商品関連業務をいう。以下同じ。)に係る顧客の利益が不当に害されることのないよう、次に掲げる措置を講じなければならない。

- 一 対象取引を適切に方法により特定するための体制の整備
- 二 次に掲げる方法その他の方法により当該顧客の保護を適正に確保するための体制の整備(略)

**三 前二号に掲げる措置の実施の方針の策定及びその概要の適切な方法による公表**

〔利益相反管理方針〕(略)

**金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針(令和3年)**(以下、監督指針と記す)

IV-1-3 利益相反管理体制の整備

- (1) 利益相反管理体制の整備に関する基本的な考え方  
 利益相反のおそれのある取引を特定するための体制の整備
- (2) 利益相反のおそれのある取引を特定するための体制の整備
  - ① あらかじめ、利益相反のおそれのある取引を特定し、類型化しているか。
  - ② 利益相反のおそれのある取引の特定にあたり、証券会社等及びその親金融機関又は子金融機関等の行う業務の内容・特性・規模等を適切に反映できる態勢となっているか。
  - ③ 特定された利益相反のおそれのある取引について、例えば新規業務の開始等に対応して、そ

を除く。以下この款において「手数料等」というのは、種類ごとの金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法（当該金融商品取引契約に係る有価証券の価格、令第十六条第一項第三号に規定するデリバティブ取引等の額若しくは運用財産の額に対する割合又は金融商品取引行為を行うことにより生じた利益に対する割合を含む。以下この項において同じ。）の概要及び当該金額の合計額若しくはその上限額又はこれらの計算方法の概要とする。ただし、これらの表示をすることができない場合においては、その旨及びその理由とする。（略）

○「原則5 重要な情報の分りやすい提供」について  
 金融事業者は、顧客との情報の非対称性があることを踏まえ、上記IVに示された事項のほか、金融商品・サービスの販売・推奨等に関する重要な情報を顧客が理解できるよう分りやすく提供すべきである。

- (注1) 重要な情報には以下の内容が含まれるべきである。
- ・ 顧客に対して販売・推奨等を行う金融商品・サービスの基本的な利益（リターン）、損失その他のリスク、取引条件
  - ・ 顧客に対して販売・推奨等を行う金融商品・サービスの選定理由（顧客のニーズ及び意向を踏まえたものであると判断する理由を含む）
  - ・ 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

(注2) 金融事業者は、複数の金融商品・サービスをパッケージとして販売・推奨等する場合には、個別に購入することが可能であるか否かを顧客に示すとともに、パッケージ化する場合としない場合を顧客が比較することが可能となるよう、それぞれの重要な情報について提供すべきである（注2）～（注5）は手数料等の情報を提供する場合同じ。）

(注3) 金融事業者は、顧客の取引経験や金融知識を考慮の上、明確、平易であって、誤解を招くことのない誠実な内容の情報提供を行うべきである。

(注4) 金融事業者は、顧客に対して販売・推奨等を行う金融商品・サービスの複雑さに見合った情報提供を、分りやすく行うべきである。単純でリスクの低い商品の販売・推奨等を行う場合には簡潔な情報提供とする一方、複雑又はリスクの高い商品の販売・推奨等を行う場合には、リスクとリターンの関係など基本的な構造を含め、より丁寧な情報提供がなされるよう工夫すべきである。

(注5) 金融事業者は、顧客に対して情報を提供する際には、情報を重要性に応じて区別し、より重要な情報については特に強調するなどして顧客の注意を促すとともに、顧客において同種の金融商品・サービスの内容と比較することが容易となるよう配慮すべきである。

〔考察〕元本次第など、契約上顧客が被り得る損失リスク等に関する情報提供・説明義務が中心となる点は法令上の規律とほぼ重なり合うが、顧客に対する利益相反状況の開示が要求されている点、また「パッケージ化する場合としない場合」の比較や、「同種の金融商品・サービスの内容と比較することが容易となる」ことが求められている点で特徴的である。

○「原則4 手数料等の明確化」について  
 金融事業者は、名目問わず、顧客が負担する手数料その他の費用の詳細を、当該手数料等がどのようなサービスの対価に関するものかを含め、顧客が理解できるよう情報提供すべきである。

〔考察〕手数料等に関する事項を、顧客に分りやすく開示・表示すること求められている。

法的規制枠組み

・**金商法 38 条（禁止取引）**

金融商品取引業者等又はその役員若しくは使用人は、次に掲げる行為をしてはならない。  
 (9号) 前各号に掲げるもののほか、投資者の保護に次ぎ、若しくは取引の公正を害し、又は金融商品取引業者の信用を失墜させるものとして内閣府令で定める行為

**業等府令 117 条 1 項 1 号** 次に掲げる書面の交付に関し、あらかじめ、顧客（特定投資家（略）を除く。以下この号において同じ。）に対して、法第三十七条の三第三号から第七号までに掲げる事項（略）について顧客の知識、経験、財産の状況及び金融商品取引契約を締結する目的に照らして当該顧客に理解されるために必要な方法及び程度による説明をすることなく、金融商品取引契約を締結する行為

イ 契約締結前交付書面・・・（略）

・**金商法 37 条の 3 第 1 項**

四 手数料、報酬その他の当該金融商品取引契約に関して顧客が支払うべき対価に関する事項であって内閣府令で定めるもの → 業等府令 81 条

・**金商法 37 条（広告等の規制）**

金融商品取引業者等は、その行う金融商品取引業の内容について広告その他これに類似するものとして内閣府令で定める行為をするときは、内閣府令で定めるところにより（業等府令 72 条・多数の者に対して）、次に掲げる事項を表示しなければならない。

- 一 当該金融商品取引業者等の商号、名称又は氏名
- 二 金融商品取引業者等である旨及び当該金融商品取引業者等の登録番号
- 三 当該金融商品取引業者等の行う金融商品取引業の内容に関する事項であって、顧客の判断に影響を及ぼすこととなる重要なものとして政令で定めるもの

**金商法施行令 16 条 1 項** 法第三十七條第一項第三号に規定する政令で定めるものは、次に掲げるものとする。

一 金融商品取引契約（法第三十四條に規定する金融商品取引契約をいう。以下同じ。）に関して顧客が支払うべき手数料、報酬その他の対価に関する事項であつて内閣府令で定めるもの

**業等府令 74 条 1 項**

令第十六條第一項第一号に規定する内閣府令で定めるものは、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対価（有価証券の価格又は保証金等の額（同項第三号に規定する保証金等の額をいう。第二百六十八條第一項において同じ。）

- り、速やかに、これを公表しなければならぬ。これを変更したときも、同様とする。
- 「原則6 顧客にふさわしいサービスの提供」について  
 金融事業者は、顧客の資産状況、取引経歴、知識及び取引目的、ニーズを把握し、当該顧客にふさわしい金融商品・サービスの組成、販売・推奨等を行うべきである。
- (注1) 金融事業者は、複数の金融商品・サービスをパッケージとして販売・推奨等する場合には、当該パッケージ全体が当該顧客にふさわしいかについて留意すべきである。
- (注2) 金融商品の組成に携わる金融事業者は、商品の組成に当たり、商品の特性を踏まえて、販売対象として想定する顧客属性を特定するとともに、商品の販売に携わる金融事業者においてそれに沿った販売がなされるよう留意すべきである。
- (注3) 金融事業者は、特に、複雑又はリスクの高い金融商品の販売・推奨等を行う場合や、金融取引被害を受けやすい属性の顧客グループに対して商品の販売・推奨等を行う場合には、商品や顧客の属性に応じ、当該商品の販売・推奨等が適当かより慎重に審査すべきである【狭義の適合性原則】。
- (注4) 金融事業者は、従業員がその取り扱う金融商品の仕組み等に係る理解を深めるよう努めるとともに、顧客に対して、その属性に応じ、金融取引に関する基本的な知識を得られるための情報提供を積極的に行うべきである【広義の適合性原則】。

〔考察〕金融パッケージ商品自体の当該顧客に対する適合性審査を要求し、また金融商品の組成業者に想定される顧客属性を特定すべきこと、さらに販売業者にそれに沿って顧客に販売・推奨することを要求している点で、より踏み込んだ、具体的な要求となっている。

法的規制枠組

金融法 40 条

金融商品取引業者等は、業務の運営の状況が次の各号のいずれかに該当することのないように、その業務を行わなければならない。

- 一 金融商品取引行為について、顧客の知識、経歴、財産の状況及び金融商品取引契約を締結する目的に照らして不適当と認められる勧誘を行って投資者の保護に欠けることとなっており、又は欠けることとなるおそれがあること。
- \* 適合性原則と民事責任

**景利平成17年7月14日民集69巻6号1329頁**「証券会社が、顧客の知識、経歴及び財産の状況に照らして不適当と認められる勧誘を行って投資者の保護に欠けることとならないように業務を営まなければならない」との趣旨を規定し、もって適合性の原則を定める(略)。また、平成4年法律第73号による改正前の証券取引法の施行された当時においては、適合性の原則を定める明文の規定はなかったものの、大蔵省証券局長通達や証券業協会の公正慣習規則等において、これと同趣旨の原則が要請されていたところである。これらは、直接には、公法上の業務規制、行政指導又は自主規制機関の定める自主規制という位置付けのものではあるが、証券会社の担当者が、顧客の意向と実情に反して、明らかに過大な危険を伴う取引を積極的に勧誘するなど、**適合性の原則から著しく逸脱した証券取引の**

法的規制枠組

・金融法 38 条 (禁止取引)

金融商品取引業者等又はその役員若しくは使用人は、次に掲げる行為をしてはならない。  
 (9号) 前各号に掲げるもののほか、投資者の保護に欠け、若しくは取引の公正を害し、又は金融商品取引業の信用を失墜させるものとして内閣府令で定める行為

業等府令 117 条 1 項 1 号

次に掲げる書面の交付に関し、あらかじめ、顧客(特定投資家(略))を除く。以下この号において同じ。に対して、法第三十七条の三第一項第三号から第七号までに掲げる事項(略)について**顧客の知識、経歴、財産の状況及び金融商品取引契約を締結する目的に照らして当該顧客に理解されるために必要な方法及び程度による説明をすることなく、金融商品取引契約を締結する行為**

イ 契約締結前交付書面・・・(略)

金融法 37 条の 3 第 1 項

- 三 当該金融商品取引契約の概要
- 四 手数料、報酬その他の当該金融商品取引契約に関して顧客が支払うべき対価に関する事項であって内閣府令で定めるもの
- 五 顧客が行う金融商品取引行為について金利、通貨の価格、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動により損失が生ずることとなるおそれがあるときは、その旨
- 六 前号の損失の額が顧客が預託すべき委託証拠金その他の保証金その他の内閣府令で定めるものの額を上回るおそれがあるときは、その旨
- 七 前各号に掲げるもののほか、金融商品取引業の内容に関する事項であって、顧客の判断に影響を及ぼすこととなる重要なものとして内閣府令で定める事項

→業等府令 82 条～96 条

・金融サービス提供法 (旧・金販法)

**4 条 2 項 前項の説明は、顧客の知識、経歴、財産の状況及び当該金融商品の販売に係る契約を締結する目的に照らして、当該顧客に理解されるために必要な方法及び程度によるものでなければならない。**

**10 条** 金融商品販売業者等は、業として行う金融商品の販売等に係る勧誘をしようとするときは、あらかじめ、当該勧誘に関する方針(以下「勧誘方針」という。)を定めなければならない。ただし、当該金融商品販売業者等が、国、地方公共団体その他勧誘の適正を欠くおそれがないと認められる者として政令で定める者である場合又は特定顧客のみを顧客とする金融商品販売業者等である場合は、この限りでない。

2 勧誘方針においては、次に掲げる事項について定めるものとする。

- 一 **勧誘の対象となる者の知識、経歴、財産の状況及び当該金融商品の販売に係る契約を締結する目的に照らし配慮すべき事項**
- 二 勧誘の方法及び時間帯に関し勧誘の対象となる者に対し配慮すべき事項
- 三 前二号に掲げるもののほか、勧誘の適正の確保に関する事項
- 3 金融商品販売業者等は、第一項の規定により勧誘方針を定めたときは、政令で定める方法によ

に見直されるべきである。」

**8 WG報告令和2年の分析**

・何が新しく追加されたのか、に注目する。

「1. 顧客本位の業務運営の更なる進展に向けた方策

1. 「顧客本位の業務運営に関する原則」の取組状況に対する評価

・・・「原則」が策定されて3年余りが経過したが、この間、「原則」を採択し、取組方針を公表するなど、顧客本位の業務運営に取り組む金融事業者は着実に増加している。また、顧客の投資信託の平均保有期間の長期化1や積立投資信託の顧客数の割合の増加2など、回転売買に依存した金融事業者の営業姿勢に改善の兆しも見られ、金融事業者が進めてきた顧客本位の業務運営に向けた取組の成果も徐々に現れてきている。

・・・しかしながら、①（筆者による）一部の金融事業者においては、「原則」の文言を若干変えた程度の取組方針を策定・公表し、これをもって顧客本位の業務運営の取組とするなど「原則」の採択自体を目的化しているかのような動きも見られる。また、②・・・金融事業者の取組が顧客による金融事業者の選別に繋がっているとは言い難い状況にある。さらに、③ベスト・プラクティスを追求する以前の問題として、金融商品・サービスの販売・提供にあたり、顧客の属性や意向に反する取引や顧客の利益を犠牲にして業者の利益を追求する行為などの不適切な事例が未だに見受けられる。

・・・金融事業者のベスト・プラクティスの実現を目指す「原則」の具体的な内容の充実や新たな方策の導入により、**「プリンシパルベースによる対価の効効性をより一層高めしていく」**ことが望まれる。

・・・金融事業者が遵守すべき最低基準を定める法規制を適切に機能させるため、**「監督指針の改正により、ルールの適用についての明確化を図ることが必要と考えられる」**。このように、顧客本位の業務運営の**「対価を基本としつつ、ルールベースの対応を適切に組み合わせる」**ことにより、顧客本位の業務運営の更なる進展を図るべきである。」(WG報告令和2年、2~3頁)。

○顧客本位の商品提案力の向上と適切なフォロアアップ

「・・・顧客の意向を確認した上で、まず、①（筆者による）顧客のライフプラン等を踏まえて、適切なポートフォリオを提案するなど個々の顧客に寄り添ってふさわしい金融商品・サービスを提案することが重要である。・・・また、②金融商品・サービスの提案にあたっては、取り扱う商品について、業法を超えて横断的に他の類似・代替商品との比較が行われることも重要である・・・③さらに、・・・金融商品・サービスの提供後においても、その意向に基づき、ライフステージや資産状況などの顧客自身の変化や市場環境の変化に応じ、長期的な視点にも配慮した適切なフォローアップを行うことが重要である・・・」(WG報告令和2年、3~4頁)。

「原則6. 顧客にふさわしいサービスの提供

(注1) 金融事業者は、金融商品・サービスの販売・推奨等に関し、以下の点に留意すべきである。

・顧客の意向を確認した上で、まず、顧客のライフプラン等を踏まえた目標資産額や安全資産と投資性資産の適切な割合を検討し、それに基づき、具体的な金融商品・サービスの提案を行うこと【上記①に対応】

制衡をしてこれを行わせるときは、当該行為は不法行為法上も違法となると解するのが相当である。

そして、証券会社の担当者によるオプションの売り取引の勧誘が適合性の原則から著しく逸脱していることを理由とする不法行為の成否に関し、顧客の適合性を判断するに当たっては、単にオプションの売り取引という取引類型における一般的抽象的なリスクのみを考慮するのではなく、当該オプションの基礎商品が何か、当該オプションは上場商品とされているかどうかなどの具体的な商品特性を踏まえて、これとの相関関係において、顧客の投資経験、証券取引の知識、投資意向、財産状態等の諸要素を総合的に考慮する必要があるというべきである。」→ 民事責任が認められるには、具体的な事実関係に基づいて適合性原則の著しい逸脱があるかどうかが問われるため、ハードルが高い。

**監督指針Ⅲ-2-8-1 適合性原則・販売公正義務**

WG報告令和2年を受けて、大きく改正された（後述）。

○「従業員に対する適切な動機付けの枠組み等」について

金融事業者は、顧客の最善の利益を追求するための行動、顧客の公正な取扱い、利益相反の適切な管理等を促進するように設計された報酬・業績評価体系、従業員研修その他の適切な動機付けの枠組みや適切なガバナンス体制を整備すべきである。

【考察】従業員が顧客の最善利益を追求する方向へとその行動変容を促すような社内での報酬・業績評価体系を整備し、さらにはそのような価値観を導ぶ企業文化を創造することなどを金融事業者に求めているが、これは一義的には会社の経営判断に属する問題であると思われ、これには「原則2」も関係している。

○「顧客本位の業務運営を確立・定着させていくための方策」について

「顧客本位の業務運営を確立・定着させていくためには、金融事業者がより良い金融商品・サービスの提供を競い合い、より良い取組みを行う金融事業者が顧客から選択され、これを踏まえて金融事業者が自らの業務運営を絶えず見直していく、という好循環が生まれる必要がある。・・・

(1) 金融事業者の取組みの「見える化」

顧客が、自らのニーズや課題解決に応えてくれる金融事業者を主体的に選択できるようにするために、顧客から金融事業者の行動や取組みがより正確に把握できるよう、概力、「見える化」を進めることが重要である。

このため、原則を採択した金融事業者においては、・・・**「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・公表した上で、当該方針に係る取組状況を定期的に公表するとともに、当該方針を定期的に見直すこと」**がますます重要である。その際、当該方針には、上記Ⅱ~Ⅳに示されている内容（注を含む）について、**受け入れられる場合にはその対応方針を、受け入れない場合にはその理由や代替策を、分かりやすい表現で盛り込むことが適当である【Comply or Explain 原則】**」(WG報告平成28年5~6頁)

ー「原則1 顧客本位の業務運営に係る方針の策定・公表等」

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。当該方針は、より良い業務運営を実現するため、定期的

- ・ 具体的な金融商品・サービスの提案は、自らが取り扱う金融商品・サービスについて、各業法の枠を超えて横断的に、類似商品・サービスや代替商品・サービスの内容(手数料を含む)と比較しながら行うこと【上記②に対応】
- ・ 金融商品・サービスの販売後において、顧客の意向に基づき、長期的な視点にも配慮した適切なフォローアップを行うこと。【上記③に対応】

○金融商品の組成に携わる金融事業者による想定顧客の公表  
 「原則6(注2) ような」想定顧客の情報は、販売会社が顧客に販売・推奨等を行う商品の選定理由になるとともに、顧客が購入しようとしている商品が自身に合っているのかを判断する材料にもなる。そこで、原則6【顧客にふさわしいサービスの提供】と原則5【重要な情報の分かりやすい提供】の(注)としてそれぞれ次の内容を追加することが適当と考えられる。これにより、金融商品の組成に携わる金融事業者において商品毎に想定する顧客属性が特定・公表され、また、販売・推奨等の場面において、顧客に対し、その情報が提供されることで、金融商品・サービスの選定理由として、その顧客が想定顧客属性に当てはまるかどうかを示されることが期待される。」(WG報告令和2年、5頁)

「原則6 顧客にふさわしいサービスの提供  
 (注3) 金融商品の組成に携わる金融事業者は、商品の組成に当たり、商品の特性を踏まえて、販売対象として想定する顧客属性を特定・公表するとともに、商品の販売に携わる金融事業者においてそれに沿った販売がなされるよう留意すべきである。」

「原則5 重要な情報の分かりやすい提供  
 (注1) 重要な情報は以下の内容が含まれるべきである。  
 ・顧客に対して販売・推奨等を行う金融商品の組成に携わる金融事業者が販売対象として想定する顧客属性 \* ある金融商品について、顧客が公表された想定顧客属性に当てはまらない場合であっても、ポートフォリオの一部を高リスク資産で運用するなどポートフォリオ全体の観点からは投資対象となり得る場合もある。金融商品の販売・推奨等を行う金融事業者において、想定顧客属性に当てはまらない顧客に対して金融商品の推奨を行う場合は、その商品を組み入れたポートフォリオ全体がその顧客にふさわしいか否かについての詳細・検討をし、顧客に説明することが適当と考えられる。(WG報告令和2年、5頁(注13))」

○顧客にとって分かりやすい情報提供のあり方  
 「・・・投資リスクのある金融商品・サービスの提案・選別の場面において、例えば、顧客にとって分かりやすく、各業法の枠を超えて多様な商品を比較することが容易となるように配慮した「重要情報シート」が積極的に用いられることが望ましい。  
 「重要情報シート」については、顧客が金融商品・サービスを選別する際に他と比較しながら行うことを容易にするという観点から、販売員との対話を伴う取引(画面などを通じてリモートでの対話を伴う取引を含む。)の場合同様に、対話を伴わないインターネット取引の場合にも用いられることが適当と考えられる。  
 「重要情報シート」には、顧客が金融事業者の取扱商品のライオンナップや金融商品・サービスに関する重要な情報を一目で把握して、適切な選択・判断をすることが容易になるよう、**金融事業者に関する情報**

と**金融商品・サービスに関する情報を簡潔に記載することが重要である。**  
 また、「重要情報シート」には、販売員との対話を促進し、顧客の理解をサポートする観点から、**提供すべき情報にじた質問例も記載**することが適当と考えられる。

さらに、各金融事業者においては、簡潔性や比較可能性という「重要情報シート」の趣旨に留意し、また、**必要に応じて他の資料を相互組み合わせる**などして、金融商品・サービスの特性等に応じて、顧客に分かりやすい情報提供のあり方を常に検討していくことが望まれる。」(WG報告令和2年、6～7頁)

\* 「重要情報シート」について 【資料4-1、2】

「原則5 重要な情報の分かりやすい提供  
 (注4) 金融事業者は、顧客に対して販売・推奨等を行う金融商品・サービスの複雑さに見合った情報提供を、分かりやすく行うべきである。単純でリスクの低い商品の販売・推奨等を行う場合には簡潔な情報提供とする一方、複雑又はリスクの高い商品の販売・推奨等を行う場合には、顧客において同種の商品の内容と比較することが容易となるように配置した資料を用いつつ、リスクとリターンの関係など基本的な構造を含め、より分かりやすく丁寧な情報提供がなされるよう工夫すべきである。  
 (注5) 金融事業者は、顧客に対して情報を提供する際には、情報を重要性に応じて区別し、より重要な情報については特に強調するなどして顧客の注意を促すとともに、顧客において同種の金融商品・サービスの内容と比較することが容易となるよう配慮すべきである(見え消し本文ママ)。」

○従業員の業務の支援・検証を行うための体制  
 「・・・金融事業者の「原則」に関する取組について、関係する従業員に周知徹底を図るとともに、例えば、従業員による顧客への商品提案や提案理由の説明、販売後のフォローアップなど、その業務の質の担保・向上を図る観点から、これを支援・検証するための体制を整備することが期待される。」(WG報告令和2年、8頁)

「原則7 従業員に対する適切な動機づけの枠組み等  
 (注) 金融事業者は、各原則(これらに付されている注を含む)に関して実施する内容及び実施しない代わりに講じる代替策の内容について、これらに携わる従業員に周知するとともに、従業員の業務を支援・検証するための体制を整備すべきである。」

\* 「顧客本位の業務運営の取組方針等に係る金融庁における好事例分析に当たってのポイント」【資料8】  
 には、当該体制整備についての具体的な指導ポイントが挙げられている。

【原則7】のポイント  
 (a) 営業店の業績評価体系や営業員の人事評価体系について、顧客本位の業務運営を実現する観点から、具体的な取組みが示されている。  
 (b) 取り扱う金融商品の仕組み等に関する従業員向け研修・教育の実施状況が示されている。また、研修等を受けた従業員の理解状況について、日常業務における実践も踏まえた評価及びフォローアップの内容が具体的に示されている。  
 (c) 取り扱う金融商品・サービスや顧客へのアプローチ・提案姿勢と照らし合わせて、営業員に求めら

手数料の状況等といった取引状況を、顧客の取引実態の把握の参考としているか。  
 ハ、取引実態の把握において、取引内容を直接顧客に確認する必要があると判断した顧客については、例えば各営業部門における管理責任者等（担当者以外の責任者で内部管理責任者、部長長等を含み、以下同じ）による顧客面談等を通時・適切に実施し、取引実態の的確な把握に努めているか。  
 また、契約締結以降も、長期にわたって取引が継続するデリバティブ取引等の実態の把握について、同様の取組みをしているか。

③ 投資勧誘に際しての合理的な理由についての検討・評価  
 イ、顧客に対する金融商品の勧誘に先立ち、**勧誘対象となる個別の金融商品や当該顧客との一連の取引の頻度・金額が、把握した顧客属性や投資目的に連なるものであることの合理的な理由があるか**について検討・評価を行っているか。

ロ、その検討・評価を確保する観点から、金融商品の特性等に応じ、あらかじめ、商品の組成者等と連携しつつ、どのような考慮要素や手続をもつて行うかの方法を定めているか。例えば、元本の安定性を重視するとしている顧客に対して通貨選択型ファンドなどのリスクの高い商品を取扱する等、顧客の投資目的に適合しない不適切な勧誘が行われることがないよう、**顧客属性等に応じた一定の金融商品の投資勧誘を管理職による承認制とするなどの慎重な取扱いを行っているか。**

[考察] 全体として「原則」は、顧客の最善利益を図るべく金融事業者の体質改善・行動変容を目標としているが、ある意味では監督指針の中に盛り込んでほしいような内容をあえて「原則」として記述しているように思われる。それは、明白な法的責任に帰結するような法令違反のレベルと、望ましいベスト・プラクティスの間のグレーゾーン（法的責任までは問い得ないが改善が望まれる領域）のグラデーションにおいて、何を監督指針に盛り込み、何をプリンシプルベースに委ねるのかを、金融銀行が絶妙な配分で振り分けているものと思われる。



4 アメリカにおける SBC Regulation Best Interest (規則 BI)  
 ・ 同規則は、2019年6月5日に採択、9月10日に発効。  
 ・ (背景) ブローカー・ディーラーと登録投資アドバイザーの規制のギャップ  
 登録投資アドバイザーは手数料報酬により、1940年投資アドバイザー法の規制を受け、顧客に対して信託義務を負う。顧客に対する信託義務は、次のことを要求する。①顧客の利益を第一とする。②最大の誠実を持って行動する。③あらゆる重要事実につき完全かつ公平な情報開示義務を負う。④顧客をミスリードしない。⑤顧客に対してあらゆる利益相反を明らかにする。

れるスキル（資格の保有を含む）が具体的に示されている。  
 (d) 当該スキルの保有状況の現状と目標が具体的に示されている。  
 (e) 上記(a)~(d)の取組み等について成果や進捗を確認し評価する仕組みが示されている。

○適合性原則の内容の明確化  
 「金融商品・サービスの勧誘を行う金融事業者には、(i)金融商品・サービスの内容を適切に把握することと、(ii)顧客の属性・取引目的を的確に把握すること、(iii)金融商品・サービスの属性が顧客の属性・取引目的に適合することの合理的根拠を持つこと、(iv)これを履行しないで行う勧誘行為は適合性原則の観点から適当でないと考えられる。これらの履行を確保するための態勢の整備に關し、(v)顧客の属性・取引目的の把握については、監督指針において既に明確化されているが、それ以外(1)(ii)(iii)については、監督指針において監督上の目線が示されていない。」(WG報告令和2年、11頁)

**監督指針Ⅲ-2-9-1 適合性原則・誠実公正義務**  
 金融商品取引業者は、金融法第40条の規定に基づき、顧客の知識、経験、財産の状況、投資目的やリスク管理能力等に応じた取引内容や取引条件に留意し、顧客属性等に則した適正な投資勧誘の履行を確保する必要がある。また、金融商品取引業者は、適正な投資勧誘の履行を確保するために整備した態勢に基づいて、顧客に対する誠実公正義務を果たす必要がある。  
 そのため、金融商品取引業者は、投資勧誘の前提として、①（筆者による）提供する金融商品の内容を適切に把握するための態勢を確立する必要がある。また、②顧客の属性等及び取引実態を的確に把握し得る顧客管理態勢を確立することが重要である。さらに、③金融商品の属性等に適合することの合理的な理由があるかどうかの検討・評価を行うことが必要である。その上で、顧客に対してこのような合理的な理由を欠く投資勧誘行為や、不適当又は不誠実な投資勧誘行為が行われないようにする必要がある。

- (1) 主な着眼点
- ① 金融商品の適切な把握  
 金融商品取引業者が提供する個別の金融商品について、そのリスク、リターン、コスト等といった顧客が金融商品への投資を行う上で必要な情報を十分に分析・特定しているか。その上で、**当該金融商品の特性等に応じ、商品の組成者等とも連携しつつ、研修の実施、顧客への説明書等の整備などを通じて、投資勧誘に携わる従業員が当該情報を正確に理解し、適切に顧客に説明できる態勢を整備しているか。**
  - ② 顧客の属性等及び取引実態の的確な把握並びに顧客情報の管理の徹底  
 イ、顧客の投資目的、投資経験等の顧客属性等を適時適切に把握するため、顧客カード等については、顧客の投資目的を十分確認して作成し、顧客カード等に登録された顧客の投資目的を金融商品取引業者と顧客の双方で共有しているか。また、顧客の申出等により、顧客の資産・収入の状況又は投資目的が変化した場合に、それ以降の投資勧誘に際して顧客カード等の登録内容の変更を行うか否かを顧客に確認した上で変更を行い、変更後の登録内容を金融商品取引業者と顧客の双方で共有するなど、適切な顧客情報の管理を行っているか。  
 ロ、顧客の取引実態の把握については、例えば、顧客口座ごとの売買損益、評価損益、取引回数、

他方、ブローカー・ディーラーは、取次報酬により、1984年取引所法/FINRAの規制を受け、顧客に對して適合性原則を負うものと考えられてきた。しかし、適合性原則は、ブローカー・ディーラーの得るべき報酬等についての開示を必ずしも要求せず、また他のより低コストで適切な商品との比較も求めていない点で、多くの批判があった。

【以下は、筆者の私観により、あくまで参考程度に示すものである】

**FINRA 規則 2111 条 適合性原則**

(a) 会員事業者又はその関係者は、顧客の投資プロファイルを確認するために自らの合理的な勤勉さを通じて得た情報にもとづいて、推奨された取引又は単一もしくは複数の証券を含む投資戦略が顧客にとつて適合的であると信じている合理的な根拠を有していなければならない。顧客の投資プロファイルは、顧客の年齢、他に行っている投資、経済状態と経済的必要性、租税上の地位、投資目的、投資経験、視野に置いている投資期間、流動性に対する必要性、リスク許容度、その他顧客が当該推奨に関連して当該会員事業者又はその関係者に開示し得る他の情報を含み、かつこれに限られるものではない。

**34年証券取引所法§240.15 (f)-1— Regulation Best Interest.**

(a) **最善利益義務**

(1) およそ証券取引又は証券を含む投資戦略の推奨を最終顧客(retail customer)に対して行う（口頭推奨を含む）場合、ブローカー・ディーラー又は関係する自然人は、最終顧客の利益を差し置いて当該推奨を行うブローカー・ディーラー又は関係する自然人の経済的その他の利益を優先することなく、当該推奨時の最終顧客の最善利益において行動しなければならない。

(2) 本条(a)(1)に規定される最善利益義務は、次の場合に満たされるものとする。

(i) **情報開示義務**

ブローカー・ディーラー又は関係する自然人は、推奨がなされる前に、以下の点について、最終顧客に對して、書面により、完全かつ公平な開示を行う。

(A) 最終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つて、以下の事実を含む。

- (1) ブローカー・ディーラー又は関係する自然人が、当該推奨との関係では、ブローカー・ディーラー又は関係する自然人として行動していること。
- (2) 最終顧客の取引、保有として口座に適用される重要な手数料及びコスト。
- (3) 最終顧客に推奨され得る証券又は証券を含む投資戦略上のあらゆる重要な限定を含む、最終顧客に提供されるサービスの種類と範囲

(B) 当該推奨に伴う利益相反に關係するあらゆる重要な事実

(ii) **注意義務**

ブローカー・ディーラー又は関係する自然人は、推奨を行うに際して、以下の点について、合理的な勤勉さ、注意そして技能を行使する

(A) 当該推奨に伴う潜在的なリスク、利益 (rewards) としてコストを理解し、当該推奨が少なくとも最終顧客の誰かの最善利益となり得ると信じていることについての合理的な根拠を有すること。

(B) 最終顧客の投資プロファイル及び当該推奨に伴う潜在的なリスク、利益 (rewards) としてコスト

トに基づいて、当該推奨が特定の最終顧客の最善利益に適うものであり、かつ最終顧客の利益を差し置いてブローカー・ディーラー又は関係する自然人の経済的その他の利益を優先するものではないと信じているにつき合理的な根拠を有すること。

(C) 一連の推奨取引について、個別に評価して最終顧客の最善利益に適っているのみならず、最終顧客の投資プロファイルの観点から全体として見ても超過的ではなく、最終顧客の利益に適っており、かつ最終顧客の利益を差し置いて当該一連の推奨を行うブローカー・ディーラー又は関係する自然人の経済的その他の利益を優先するものではないと信じているにつき合理的な根拠を有すること。

(iii) **利益相反防止義務**

ブローカー・ディーラーは以下のために合理的に設計された書面による政策と手続きを確立し、維持し、執行する。

(A) 当該推奨に伴うあらゆる利益相反を特定し、少なくとも本条(a)(2)(G)に従つてこれを開示し、またはこれを排除すること。

(B) ブローカー・ディーラーとの関係する自然人にとつて、最終顧客の利益を差し置いてブローカー・ディーラー又は関係する自然人の利益を優先するインセンティブを創出する、当該推奨に伴うすべての利益相反を特定し、かつ軽減すること。

(C)(1) 最終顧客に推奨され得る証券又は証券を含む投資戦略上のあらゆる重要な限定及びかかる限定に伴うすべての利益相反を特定し、かつ 本条(a)(2)(G)に従つてこれを情報開示すること。

(2) 当該限定及びそれに伴う利益相反が、ブローカー・ディーラー又は関係する自然人に、最終顧客の利益を差し置いてブローカー・ディーラー又は関係する自然人の利益を優先して推奨せしめるとを防止すること。

(D) 一定の期間内に特定の証券又は特定種類の証券を販売することに基づく、あらゆる販売コンテ

(iv) **コンプライアンス義務**

本条(a)(2)(ii)によって要求される政策と手続きに加えて、ブローカー・ディーラーは規則 BI へ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政策と手続きを確立し、維持し、執行する。

・ 規則 BI についての解説

「SEC は、1984 年取引所法の下で、新しい規則を採択した。それはブローカー・ディーラー及び関係する自然人が、いかなる証券取引又は証券を含む投資戦略についても、最終顧客に対する推奨をなすときに負うべき行為基準を定めるものである。規則 BI は、ブローカー・ディーラーにとつての行為基準を、

既存の適合性原則を超えて高めるものであり、また次のことをブローカー・ディーラーに要求することによつて、その行為基準を最終顧客の合理的な期待に適うものとする。すなわち、ブローカー・ディーラー

一は、最終顧客の利益を差し置いて自己の経済的その他の利益を優先させることなく、推奨がなされた時点で最終顧客の最善利益において行動すること（一般原則）、利益相反に係る重要な事実を特定し、これを完全かつ公平に開示するために合理的に設計された政策及び手続きを確立し、維持し、執行することによつて利益相反を明らかにすること、そして利益相反を合理的に明らかにするための情報開示では

不十分だと考えられる場合には、当該利益相反を軽減し、場合によってはこれを排除すること、規則 BI によつて確立される行為基準は情報開示のみでは達せられない。その行為基準は情報義務を基礎づける

ある。もちろん、金融事業者において顧客本位の事業体質を作り出すこと自体に異存はないが、あるいはアメリカのように規制(強化)的なアプローチを維持しながら、それをバウンダリーとすることで、ある程度金融事業者の予測可能性を高め、その分、経営の自由度を確保するということを考えてもよいのではないだろうか。「行政規制から司法規制へ」(後見的事後的規制から自己責任型の事前規制型社会へ)と一言前に述べられたモデルを今一度思い返してみる必要があるのかもしれない。

**主要な諸原則から導かれるものであり、それは1940年投資アドヴァイザー法の下で投資アドヴァイザーに適用される諸原則を含むものである。**重要なことは、一般投資家がプロカー・ディーラーを選ぶことが、投資アドヴァイザーを選ぶ方が(あるいは両者を選ぶ方が)、当該一般投資家は自己にとつて最善利益となり、自らの利益を差し置いて当該事業者や金融専門家の利益が優先されないような推奨または投資助言を、プロカー・ディーラーまたは投資アドヴァイザーから、受けることができるということである。(84 FR 33318)

「規則BIは、『セーフハーバー』を確立するものではない。(一般原則を満たすための)4つの特定義務は命令的であり、それに従わないことは一般原則の違反を構成する。…『最善利益』の定義を設けることとは言いけれども、我々は特定義務の適用において、特にそれが最終顧客の『最善利益』に合う推奨をなすに際して何を意味するかについての解釈と指針を提供しようと思う。注意義務基準における『最善利益』要件を含む、それぞれの特定義務の遵守については、プリンシプルベースの方法論が適用される。何が『最善利益』であるかを判断するにあたって採用されるプリンシプルベースのアプローチは、投資アドヴァイザーの負う信託義務に類似しており、それは最終顧客やマーケットに対する投資アドヴァイザーにとつてよく機能してきた。提案されたように、プロカー・ディーラーが顧客の最善利益において行動したかどうかは、当該推奨がなされた時点において個別の特定義務がどのように満たされるかに関する事実と環境を客観的に評価することにかかっている(決して後知恵ではない)。特に、**プロカー・ディーラーの推奨が注義務の要件を満たすかどうかはブライライン・テストにはなじまない客観的な評価であり、むしろ当該推奨がなされた際の顧客をめぐる具体的な事実と環境にかかってくる**ものである。このような事実と環境に依存するアプローチは、「一つの定義がすべての場合に及ぶ」式の判断にはなじまないものであり(one size does not fit all)、ある顧客にとつての最善利益が他の顧客にとつては必ずしもそうではないということも十分あり得るのである。」(84 FR 33334)

〔考察〕SECがいうところのプリンシプルベースと、わが国において言われているそれとは相当意味が異なる。規則BIにおけるプリンシプルベース・アプローチのとらえ方は、「信託義務に類似している」と告白していることから分かるように、あくまで事実依存的な総合的・裁量的判断である。それはちよつとわが法における善良注意義務違反かどうか司法的な判断になじむものであることと似ており、むしろ「規則的」でさえある。他方、金融庁が言うところのそれは、一定の行為基準を満たすかどうかという司法的判断であるよりは、むしろ「金融事業者に受け入れを呼びかけ、金融事業者が、原則を踏まえて何が顧客のためになるかを真剣に考え、横並びに臨ることなく、より良い金融商品・サービスの提供を競い合うよう促していく」(WG報告平成28年)とある通り、金融事業者の主目的でボランティア的な行動を促すための「仕掛け」というべきものである。それは行動主義的であり、非司法的なアプローチだといえる。ただ、問題がないわけではない。一見すると我が国のアプローチの方が柔軟で、非規則的なように思えるが、「金融庁における好事例分析に当たったポイント」が示唆するように、場合によっては当局に気入りもつて変わらぬような「点数稼ぎ」に金融事業者を走らせることとなり、結果的に規則的なアプローチとあまり変わらないことになりかねない。あるいは当局の示す模範的な回答をまじめに行うことが必ずしも適正な利益の増大を当該金融事業者にもたらすとも限らないし、場合によってはむしろ原則にまじりかたに不適切な利益の増大を当該金融事業者によるフリーライド現象が生じないともいえない。さらにはコンプライアンスのためのコストの増大と、それに見合うベネフィットがなかなか見えてこないという問題も

○「重要情報シート」に関連する比較法の概要

I 84年取引所法 § 240.17a-14 Form CRS (2019年7月12日)

- ・ 2019年9月10日に発効している。
- ・ 84年取引所法 17a - 14 条並びに 40 年投資アドヴァイザー法 204-5 条の下で、取引所法 15 条によって登録したブローカー・ディーラー及び投資アドヴァイザー法 203 条によって登録した投資アドヴァイザーは、当該会社についての一 定の情報を開示する client/customer relationship summary(CRS)を最終顧客に交付することが求められる。
- ・ 規則 BI との関係 「我々は規則 BI と Form CRS、その関連規則とそれらについての解釈とガイダンスは、透明性を促し、既存の最終顧客保護のレベルとのさらに大きな一貫性を確立し、投資専門家や投資商品の幅と規制全般においてよりコンプライアンスを容易にするために、重要な焦点として機能するだろう。」「・・・上述のように、規則 BI は、From CRS とその関連規則、それらについての解釈とガイダンスを補完するだろう。」(84 FR 33327)

\*以下は、筆者の私観による要約であり、あくまで参考程度に示すものである。  
 全般的な導入

1 統一のフォーマットを用いて記載すること

CRS は 2 頁を超えないこと。ブローカー・ディーラーと投資アドヴァイザーの双方に登録している者は 4 頁を超えないこと (ただし資格ごとに別々に用意するときはそれぞれ 2 頁ずつ)。合理的な紙サイズ、フォントサイズ、マージンを用いること。CRS を電子的に用意するときも、2 頁か 4 頁の紙サイズに相当するボリュームでなければならない。

2 平易な英語；公平な情報開示

CRS は簡潔で、直接的でなければならない。  
 CRS は事実的でなければならない。また最終投資家があなただのサービスを評価するのに助けになるようパフォーマンスの取れた説明書を交付しなければならない。そこには、誇張された意味のない主張、空虚で不正確な画一的説明、最終顧客に提供されない投資や活動を可成りのレベルとして不釣り合いに強調することなどを含めることはできない。

ブローカー・ディーラー、投資アドヴァイザーは、州法及び連邦法上の情報開示・報告義務を有し、取引所法及び投資アドヴァイザー法とその下での該当規則による義務をここに含まれる。さらにブローカー・ディーラーは自主規制機関 (FINRA) の規則の下での情報開示義務にも服する。CRS を交付したからといって、あなたが連邦証券法やその他の法ないし規則の下で課せられる追加的な要件を満たしたことはない。

3 電子的で検索を用いたフォーマット

チャート、絵、図表その他視覚的な仕方で情報を提供すること、あるいは強調されたテキストを利用すること。

4 会話を開始するための質問、追加的情報、行為基準

アイテム 2, 3, 4, 5 については「会話を開始するための質問」を付けることが要求されている。

サービズ、手数料、利益相反については追加的な情報の入手方法が付記されなければならない (CRS が電子的に提供されるときは、ハイパーリンクや QR コードなどを用いなければならない)。

5 双方に登録している者、関係当事者、追加的なサービズ

6 記録を保持すること (投資アドヴァイザー法・取引所法上の要求に従って)

7 当局への届け出、最終投資家への交付、移行措置

投資アドヴァイザーが最終投資家に CRS を交付する場合には、電子的に IRAD(Investment Adviser Registration Depository)を通して Form CRS を提出しなければならない。登録ブローカー・ディーラーが最終投資家に CRS を交付する場合には、電子的に、FINRA によって運営される Web\_CRS@Central Registration Depository) に Form CRS を提出しなければならない。

最終投資家個人々人のためには、①投資アドヴァイザーは当該投資助言契約が締結されるまでに、②ブローカー・ディーラーは、i) 推奨がなされる時点、ii) 注文が取り次される時点、iii) 証券口座が開設される時点、のいずれか最も早い時点までに、CRS を交付しなければならない。

8 CRS のアップデートと修正届け出

CRS の内容が重要な点で不正確になった時から 30 日以内の届け出が要求され、60 日以内に最終投資家に伝達されなければならない。

9 既存顧客への追加的な CRS の交付

既存顧客のためには、i) 新規口座の開設、ii) 退職口座から別の投資に退職資産を持ち越すことを最終投資家に推奨する、iii) 新規の取り次ぎや投資助言サービズ、又は必ずしも新規の口座開設を含まないが、既存の口座において保有されない投資を推奨又は提供すること、までに、最新の CRS を交付しなければならない。

最終投資家の要望があった場合には 30 日以内に最新の CRS を交付しなければならない。

10 電子的な投稿と交付の方法

最新の CRS を公衆のウェブサイトに目立つように、最終投資家が容易にアクセスできる形で投稿しなければならない。

求められる Item

1 名称、資格等

名称、ブローカー・ディーラーもしくは投資アドヴァイザーの資格 (又はその両方の資格) を示すこと。両方でサービズの内容や手数料の態様が異なること、両者の違

いを理解することの重要性を示すこと。

投資家教育に当たる Investor.gov/CRS にコンタクトをとって金融専門家を紹介してもらえらること、またそこから教育の資料が得られることを端的に記すこと。

## 2 「どんな投資サービス又はアドヴァイスを、あなたは私に提供できるのですか？」

主たるサービス、口座、投資の内容、それらに係る重要な限定を説明すること。

次の内容を表さなければならぬ。

① モニタリング・サービスの有無

② 裁量的権限の有無

裁量的権限を受け入れている投資アドヴァイザーは、そのサービスとその権限に係る重要な限定を説明しなければならない。非裁量的なサービスを提供する投資アドヴァイザーとブローカー・ディーラーは、最終投資家が当該投資商品を購入することの最終的判断を行うことを説明する。

③ 限定投資商品を取っているかどうか

投資商品に独自の限定が付されている場合

④ 最低口座金額や他の条件

[conversation starters]

(i)-(iii) 私の経済状態では取次ぎサービス/投資アドヴァイス契約を選択すべきですか？

(iv) あなたはどのように私に推奨する投資商品を選ぶのですか？

(v) あなたの免許、教育、その他の資格を含む関係する経験はどういうものですか？

## 3-A 「私はどんな手数料を支払うのですか？」

主要な手数料やコストを説明する(取引ベースの手数料—ブローカー・ディーラーの場合、継続的な資産ベースの手数料—投資アドヴァイザーの場合)

その他の付随的な手数料やコストを説明する。

[conversation starters]

「手数料やコストがどのように私の投資に影響するのかわかるのを助けてください。

例えば、あなたに1万ドルを投資したら、どれくらい手数料とコストにかかって、どれくらい真水の投資となりますか。」

## 3-B 「私に推奨するとき/私の投資アドヴァイザーとして行動するとき、あなたは私にどんな義務を負いますか？あなたの会社は他にどのように稼いでおり、私に対してどのような利益相関を有していますか？」

ブローカー・ディーラーの場合、規則 BI の適用を受ける(推奨を行う)かどうかでクロスチャンの形式に変化を加えなければならない。

あなたやアフィリエイト(関係当事者)が次の方法で利益を得る場合、その要約とインセンティブを説明し、どれにも当てはまらないときは、最終投資家に影響を与える重要な利益

相反を少なくとも一つ説明すること。

a. 自社商品(proprietary products) あなたもしくは関係当事者が発行し、スポンサーとなり、又は運営されている投資商品。

b. 第三者による支払い あなたが第三者から報酬を得ている場合。

c. 利益(レベニュー)のシェアリング 当該投資商品の運営者もしくはスポンサー又は第三者(例えば仲介業者)が、あなたが当該投資商品によって儲ける利益を分ける場合。

d. 本人取引 あなたが自分の勘定で、それぞれ最終投資家と当該投資商品を購入し、また売却する場合。

[conversation starters]

「あなたの利益相反は私にどのような影響を与え、あなたはそれをどのように表しますか？」

## 3-C 「あなたの金融専門家はどうに稼ぐのですか？」

金融専門家に支払う報酬の形態とそれに伴う利益相反について説明する。特に報酬が、顧客の資産残高、顧客のニーズに応じるのに必要な時間と複雑さ、販売される商品ごとに異なる、商品販売委託手数料、金融事業者が当該金融専門家の推奨/投資助言から稼ぐ出来高による等のうち、あてはまるものについての説明を含む。

## 4 「あなた又はあなたの金融専門家は、専門性に係る法的・教育的経験がありますか？」

所定のフォームによって現在開示され、または開示が要求されている事項に当てはまれば Yes、そうでなければ No、と記述する。

いづれにしても、Investor.gov/CRS へと顧客を向かわせること。

[conversation starters]

「金融専門家としてあなたには何らかの教育的経験がありますか？それはどのような種類のものですか？」

## 5 追加的信息

最終投資家が、どこで追加情報を得、RS のコピーを求めているかを記すこと。その照会先として、電話番号を含めること。



投資信託の販売会社における比較可能な共通KPIの定義

| 項目名                       | 公表内容                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | 基準日・頻度など                                                                                                                                                                      | 算出方法                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|---------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| ●投資信託・ファンドラップの運用損益別顧客比率   | <p>対象顧客全体を100%とし、それぞれの運用損益に該当する顧客比率の棒グラフ</p> <p>運用損益の区分</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>+50%以上</li> <li>+30%以上-50%未満</li> <li>+10%以上-30%未満</li> <li>0%以上-10%未満</li> <li>-10%以上-0%未満</li> <li>-30%以上-10%未満</li> <li>-50%以上-30%未満</li> <li>-50%未満</li> </ol> <p>【投資信託】</p> <p>【ファンドラップ】</p> | <p>基準日: 毎年3月末</p> <p>更新頻度: 年次</p> <p>初年度は1年分、次年度は過去2年分、3年度以降は、過去3年分を公表</p>                                                                                                    | <p>対象顧客</p> <p>対象取引</p> <p>対象商品</p> <p>全体</p> <p>分子</p> <p>分母</p> <p>運用損益計算</p> <p>投資信託</p> <p>分子</p> <p>分母</p> <p>期及期間</p> <p>ファンドラップ</p> <p>分子</p> <p>分母</p> <p>期及期間</p> <p>名寄せ</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | <p>基準日時点に投資信託及びファンドラップを保有している個人の顧客</p> <p>自社の投資信託口座による取引</p> <p>他社の金融商品仲介口座による取引(以下、仲介取引)</p> <p>基準日時点に対象顧客が保有している投資信託(公募の国内株投資信託・外国投資信託)及びファンドラップ</p> <p>投資信託には、ETF、上場REIT、公社債投資(MRF、MMF等)、私債投資、確定拠出年金、形形、ミリオンドで買い付けた投資信託は含まない。</p> <p>投資信託及びファンドラップのそれぞれについて運用損益を算出</p> <p>外資運用投資信託の評価金額の算出には、各社の定める手法(換算レートなど)を適用</p> <p>基準日時点の評価金額+累計受取分配金額(税引後)+累計売却金額-累計買付金額(含む消費税込の販売手数料)</p> <p>基準日時点までに全部売却・償還された銘柄は対象外</p> <p>基準日時点の評価金額</p> <p>当該銘柄の購入当初まで期及 ※ 期及できない場合は、各社が顧客に提供している「一ータルリターン」通知の手法を適用</p> <p>基準日時点の評価金額+累計払戻金額+累計払込金額 ※ 基準一任報酬等の取中費用控除後の金額</p> <p>基準日時点の評価金額 ※ 投資一任報酬等の取中費用控除後の金額</p> <p>取引開始日まで期及 ※ 投資一任報酬等の取中費用控除後の金額</p> <p>投資信託口座と金融商品仲介口座の名寄せ不要(例えば、銀行において、1人の顧客が投資信託口座と金融商品仲介口座の両方で取引を行っている場合は、2人としてカウント)</p> |
|                           | ●投資信託の預り残高上位20銘柄のリスク・リターン                                                                                                                                                                                                                                                                            | <p>預り残高上位20銘柄のリスク(縦軸)とリターン(横軸)の散布図(※20銘柄のコスト、リターンを高く加重平均した値をプロットし、数値を記載)</p> <p>預り残高上位20銘柄の目録表上の正式名称(当年度分のみ)</p> <p>(公表イメージ)</p> <p>※ グラフ目録は0%を起点とし、リスクを1%、リターンを5%の間隔とする。</p> | <p>基準日: 毎年3月末</p> <p>更新頻度: 年次</p> <p>初年度は1年分、次年度は過去2年分、3年度以降は、過去3年分を公表</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           | <p>預り残高上位20銘柄のリスク(縦軸)とリターン(横軸)の散布図(※20銘柄のコスト、リターンを高く加重平均した値をプロットし、数値を記載)</p> <p>預り残高上位20銘柄の目録表上の正式名称(当年度分のみ)</p> <p>(公表イメージ)</p> <p>※ グラフ目録は0%を起点とし、リスクを5%、リターンを5%の間隔とする。</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| ●投資信託の預り残高上位20銘柄のコスト・リターン | <p>預り残高上位20銘柄のリスク(縦軸)とリターン(横軸)の散布図(※20銘柄のリスク、リターンを高く加重平均した値をプロットし、数値を記載)</p> <p>預り残高上位20銘柄の目録表上の正式名称(当年度分のみ)</p> <p>(公表イメージ)</p> <p>※ グラフ目録は0%を起点とし、リスクを1%、リターンを5%の間隔とする。</p>                                                                                                                        | <p>基準日: 毎年3月末</p> <p>更新頻度: 年次</p> <p>初年度は1年分、次年度は過去2年分、3年度以降は、過去3年分を公表</p>                                                                                                    | <p>基準日時点の販売手数料率(消費税込)の1/5と信託報酬率(同左)の合計値</p> <p>目録表上の上限ではなく、取扱際の最低販売価額での料率(自社取引、他社への仲介取引、紹介取引のうち、最も高い料率を使用)</p> <p>目録表上の実質的な信託報酬率の上限(その他の費用・手数料は含まず)</p> <p>過去5年間の「一ータルリターン」(年率換算)</p> <p>※ 例えば、Excelで算出する場合の「一ータルリターン」の算出式 = <math>\text{product}(\text{各月分の(月次騰落率+1)})^{1/5}-1</math></p> <p>騰落率算出の際に用いる騰落率額は分配金再投資後(税引前)の基準価額を使用</p> <p>預り残高上位20銘柄(設定後5年以上)</p> <p>自社取引、他社への仲介取引・紹介取引による騰高を同一銘柄について合算のうえ、上位20銘柄を抽出</p> <p>D・D専用、ファンドラップ専用投資信、ETF、上場REIT、公社債投資(MRF、MMF等)、私債投資は除く、単位型を含む。</p> <p>外資運用投資信託は除く</p> <p>過去5年間の月次リターンの標準偏差(年率換算)</p> <p>※ 例えば、Excelで算出する場合の月次リターンの標準偏差の算出式 = <math>\text{stdev}(\text{各月分の月次騰落率}) * \text{sqrt}(12)</math></p> <p>騰落率算出の際に用いる騰落率額は分配金再投資後(税引前)の基準価額を使用</p> <p>過去5年間の「一ータルリターン」(年率換算)</p> <p>※ 例えば、Excelで算出する場合の「一ータルリターン」の算出式 = <math>\text{product}(\text{各月分の(月次騰落率+1)})^{1/5}-1</math></p> <p>騰落率算出の際に用いる騰落率額は分配金再投資後(税引前)の基準価額を使用</p> |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |

注1)上記定義に基づき、各項目を公表する場合は、「共通KPIである旨を記載」  
 注2)持株会社傘下に複数の販売会社がある場合は、個社毎に「共通KPI」を公表  
 注3)運用損益別顧客比率の運用損益計算に際し、外資運用投資信託の評価金額の算出方法(概要)を記載  
 注4)運用損益別顧客比率の運用損益計算に際し、投資信託の期及期間やファンドラップの運用損益計算に上記「算出方法」を記載する場合、その旨、及び算出方法(概要)を記載  
 注5)投資信託の預り残高上位20銘柄のリスク・リターンのグラフ目録の間隔については、来年度以降、変更が生じる可能性あり。

# 安定的な資産形成に向けた金融事業者の 取組み状況 (2020年12月末時点)

2021年2月26日  
金 融 庁

## 1. 金融事業者による顧客本位の業務運営の取組みの見える化

- 安定的な資産形成には、長期・積立・分散投資が有効であると考えられ、これを実現するためには、資産形成に適した金融商品・サービスを顧客の立場に立って提供する金融事業者を選択し、長期にわたり取り組んでいくことが重要。
- 金融庁は、金融事業者が顧客本位の良質な金融商品・サービスの提供を競い合うように促すべく、2017年3月に「顧客本位の業務運営に関する原則」を策定(本年1月改訂)し、「原則」を採択した各金融事業者の取組みの見える化を促進してきた。
- こうした中、各金融事業者においては、顧客本位の業務運営に関する取組方針、その成果として投資信託のリターンに関連する各社比較可能な情報(共通KPI)や各事業者独自の様々な情報(自主的なKPI)を公表している。
- 本資料は、金融事業者の選択に資する情報を提供することを目的に、主に各金融事業者が公表している共通KPI(2020年3月末時点)について、2020年12月までに当庁へ報告があった情報を基に、分析結果をとりまとめたものである。

### 「顧客本位の業務運営に関する原則」(注)

#### 原則1 顧客本位の業務運営に関する方針の策定・公表等

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。当該方針は、より良い業務運営を実現するため、定期的に見直されるべきである。

#### 原則2 顧客の最善の利益の追求

金融事業者は、高度の専門性と職業倫理を保持し、顧客に対して誠実・公正に業務を行い、顧客の最善の利益を図るべきである。金融事業者は、こうした業務運営が企業文化として定着するよう努めるべきである。

#### 原則3 利益相反の適切な管理

金融事業者は、取引における顧客との利益相反の可能性について正確に把握し、利益相反の可能性がある場合には、当該利益相反を適切に管理すべきである。金融事業者は、そのための具体的な対応方針をあらかじめ策定すべきである。

#### 原則4 手数料等の明確化

金融事業者は、名目を問わず、顧客が負担する手数料その他の費用の詳細を、当該手数料等がどのようなサービスの対価に関するものかを含め、顧客が理解できるよう情報提供すべきである。

#### 原則5 重要な情報の分かりやすい提供

金融事業者は、顧客との情報の非対称性があることを踏まえ、上記原則4に示された事項のほか、金融商品・サービスの販売・推奨等に係る重要な情報を顧客が理解できるよう分かりやすく提供すべきである。

#### 原則6 顧客にふさわしいサービスの提供

金融事業者は、顧客の資産状況、取引経験、知識及び取引目的・ニーズを把握し、当該顧客にふさわしい金融商品・サービスの組成、販売・推奨等を行うべきである。

#### 原則7 従業員に対する適切な動機づけの枠組み等

金融事業者は、顧客の最善の利益を追求するための行動、顧客の公正な取扱い、利益相反の適切な管理等を促進するように設計された報酬・業績評価体系、従業員研修その他の適切な動機づけの枠組みや適切なガバナンス体制を整備すべきである。

(注)全文については、[こちら](#)を参照。

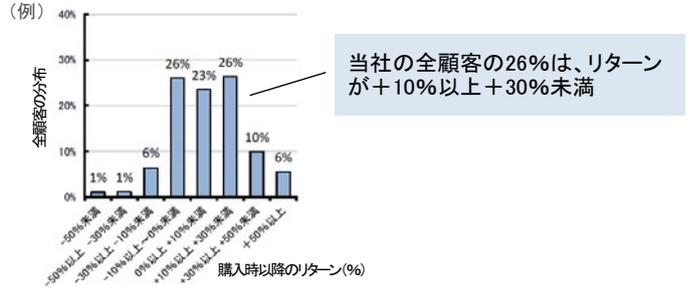
【参考】 共通KPIの概要

- 金融事業者の選択にあたっては、各事業者が独自に設定・公表する自主的なKPIに加え、他の事業者と比較して、長期的にリスクや販売手数料等のコストに見合ったリターンが確保できているかを見ることが有益であると考えられることから、金融庁は、各事業者に対し、リターンに関連する3つの指標について、共通の定義により公表することを求めている。

① 投資信託の運用損益別顧客比率

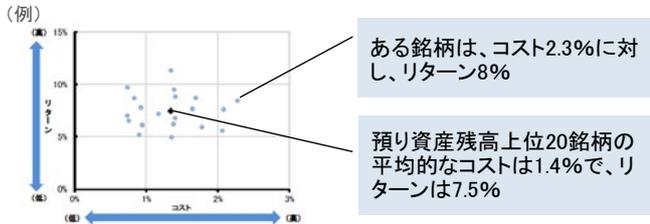
基準日に投資信託を保有している各顧客について、購入時以降のリターンを算出し、全顧客を100%とした場合のリターン別の顧客分布を示したもの。

$$\text{購入時以降のリターン(％)} = \frac{\text{基準日の評価金額} + \text{累計分配金額} - \text{購入金額(手数料込)}}{\text{基準日の評価金額}}$$



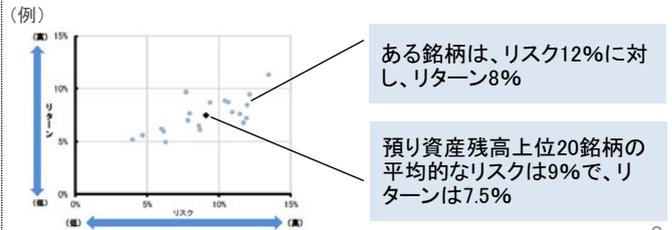
② 投資信託の預り残高上位20銘柄のコスト・リターン

預り資産残高上位20銘柄について、コスト(販売手数料率の1/5と信託報酬率の合計値)とトータルリターン(過去5年間の基準価額の月次騰落率を年率換算)をプロットしたもの。



③ 投資信託の預り残高上位20銘柄のリスク・リターン

預り資産残高上位20銘柄について、リスク(過去5年間の基準価額の月次騰落率のパラッキ)とトータルリターン(同左)をプロットしたもの。

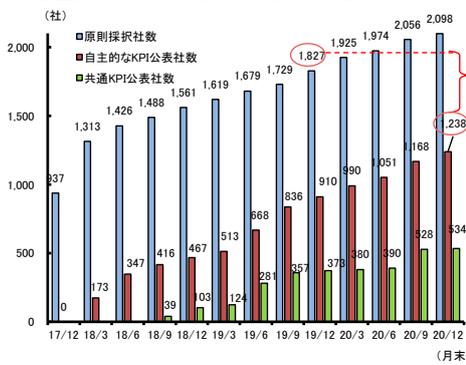


(注)①、②、③の詳細な定義については、こちらを参照。2

2-(1). 「原則」の採択・KPIの公表状況

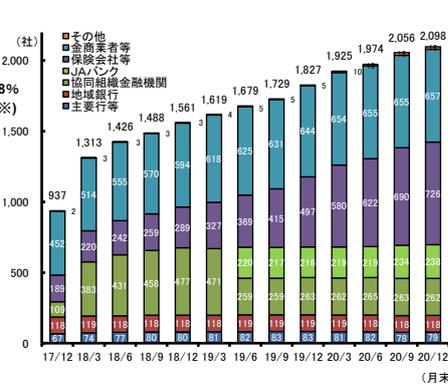
- 2017年の「顧客本位の業務運営に関する原則」(以下、「原則」)の公表から2020年12月末までで、「原則」を採択し、取組方針を公表した金融事業者(以下、「事業者」)は2,098社(2019年12月末比+271社)。うち1,238社(+328社)が「自主的なKPI」を、534社(+161社)が「投資信託の販売会社における比較可能な共通KPI」を公表(図1)。
- 2019年12月末までに「原則」を採択し、取組方針を公表した事業者のうち、2020年12月末時点で自主的なKPIを公表している事業者の割合は68%(図1)。

図1:「原則」採択事業者数及び自主的なKPI・共通KPI公表事業者数



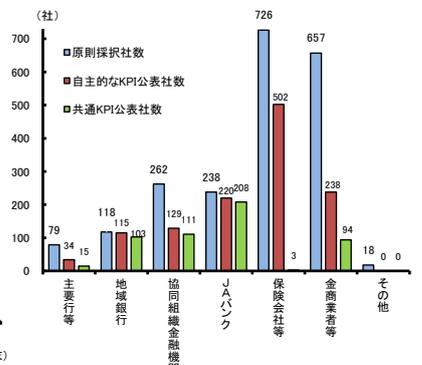
(注1)「自主的なKPI」公表社数は、取組方針やその実施状況においてKPIを公表している事業者を集計  
 (注2)「共通KPI」公表社数は、3指標の共通KPIのうち、1指標以上公表している事業者を集計  
 (※)通常、「原則」採択から1年経過後には取組成果が出ると思われるため、「原則」採択から1年経過後に取組成果を公表している事業者の割合を評価指標とし、以下の基準日で算定して比較したもの  
 -20年12月末: 68%(=自主的なKPI 公表事業者数(20年12月末)/1,238社 / 原則採択社数(19年12月末)/1,827社)  
 (資料)金融庁

図2:「原則」採択事業者数の推移(業態別)



(注)主要行等には、主要メガ系信託及び外国銀行支店を含む。地域銀行は、地域銀行及びその銀行持株会社。協同組織金融機関には協同組織金融機関及び中央機関を含む。金融業者等は、金融商品取引業者等。その他には、銀行等代理業者、金融会社を含む  
 (資料)金融庁

図3:自主的なKPI及び共通KPI公表事業者数(業態別)

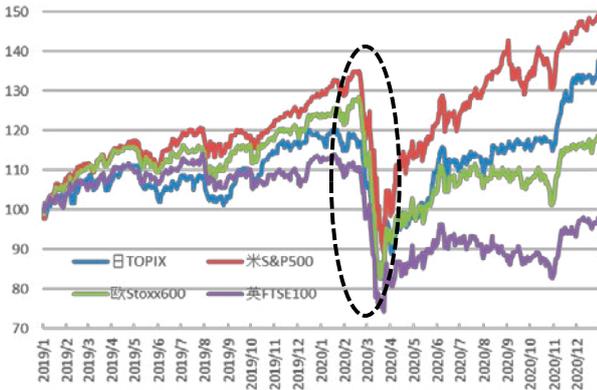


(注1)20年12月末時点  
 (注2)主要行等には、主要メガ系信託及び外国銀行支店を含む。地域銀行は、地域銀行及びその銀行持株会社。協同組織金融機関には協同組織金融機関及び中央機関を含む。金融業者等は、金融商品取引業者等。その他には、銀行等代理業者、金融会社を含む  
 (注3)JJAバンクは、JJAバンク全体の共通KPIを公表している先(3)、個別JA単位の数値を公表している先(208)と、公表単位に違いがある。共通KPIの公表事業者としては、個別JA単位での公表先のみを集計し、JJAバンク全体や所在する府県単位の数値を公表している先は、自主的なKPI公表事業者に含まれている  
 (資料)金融庁

## 2-(2). 共通KPIの公表時点(2020年3月末)における市場の状況

- 新型コロナウイルス感染症の影響拡大により、2020年2月下旬から3月末にかけて、市場が大幅に下落した。
- 各金融事業者の2020年3月末時点の共通KPIは、この大幅な市場変動の影響を受けたものとなっている。

■主要株価指数の推移



(注)2019年1月1日時点の終値を100として指数化。  
(資料)Bloombergデータより金融庁作成

■日本の公募追加型株式投資信託の価格指数の推移



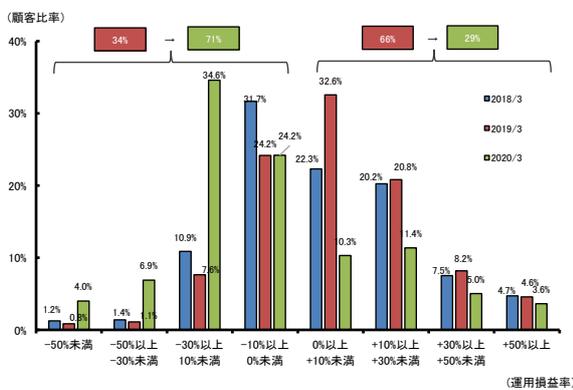
(注1)国内籍の公募追加型株式投資信託全体の動向を表す日次投資収益率指数  
(注2)1997年3月31日を10,000ポイントとし、日次収益率を乗じて算出  
(資料)三菱アセット・プレイング調べ

4

## 2-(3). 共通KPI① 投資信託の運用損益別顧客比率

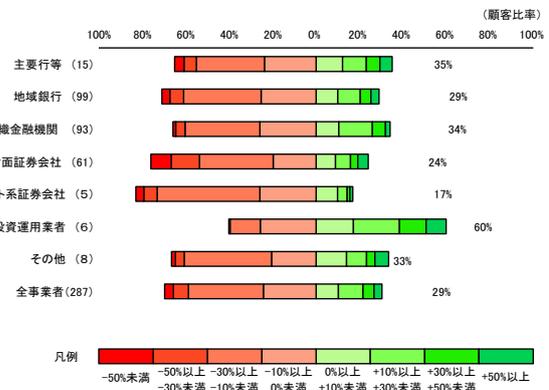
- 新型コロナウイルス感染症の影響による市場の変動を受け、2020年3月末時点で、運用損益がプラスとなっている顧客の割合(金融事業者287社の単純平均)は約3割と、19年3月末時点と比較しておよそ半分程度に減少(図4)。
- 全ての金融事業者が、市場の変動の影響を同様に受けているが、顧客の運用損益への影響の度合いは事業者によって異なる。投資運用業者は、運用損益がプラスとなっている顧客の割合が比較的良好な水準であった(図5)。

図4: 投資信託の運用損益別顧客比率(全公表事業者の単純平均)



(注1)18年3月末基準は、20年12月末までに金融庁に報告があった金融事業者(143先)の公表データを集計(単純平均)  
19年3月末基準は、20年12月末までに金融庁に報告があった金融事業者(320先)の公表データを集計(単純平均)  
20年3月末基準は、20年12月末までに金融庁に報告があった金融事業者(287先)の公表データを集計(単純平均)  
(資料)金融庁

図5: 投資信託の運用損益別顧客比率(業態別の単純平均)



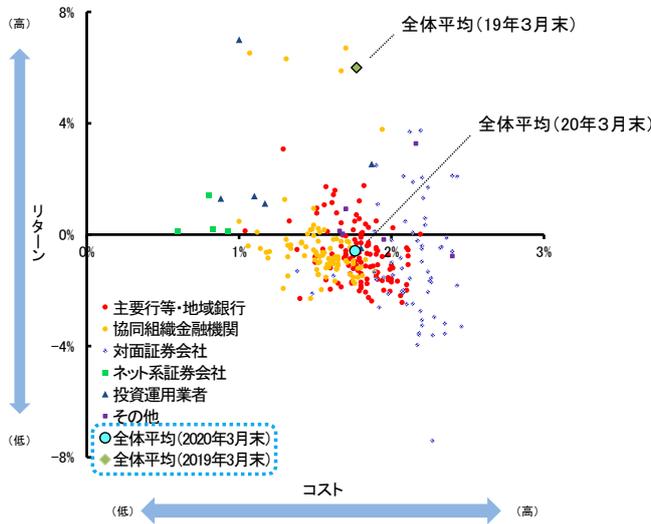
(注1)基準日20年3月末。20年12月末までに金融庁に報告があった金融事業者(287先)の公表データを集計(単純平均)  
(注2)各業態の右側のバーセンテージは運用損益率0%以上の顧客割合(小数点以下四捨五入)  
(注3)各業態の右側の( )内数値は公表先数  
(注4)JAバンクは全業態ベースの数値を計上  
(注5)その他はIF A7社及び保険会社等(生命保険代理店)1社  
(資料)金融庁

5

## 2-(4). 共通KPI②・③ 投資信託の預り残高上位20銘柄のコスト・リターン/リスク・リターン

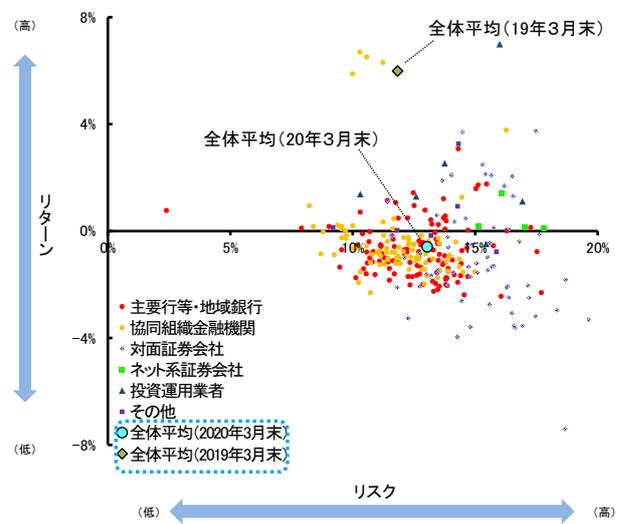
- 新型コロナウイルス感染症の影響による市場の変動を受け、2019年3月末時点と比較して、全体としてリスクが増大し、リターンは低下。コストには大きな変動は見られなかった。

図6:コストとリターン(全公表事業者)



(注1) 基準日は20年3月末(全体平均(19年3月末)の基準日は19年3月末)  
 (注2) 20年12月末までに金融庁に報告があった金融事業者(283先)の公表データを集計。その他はIFA及び保険会社等(生命保険代理店)  
 (注3) 全体平均(19年3月末)については、20年12月末までに金融庁に報告があった金融事業者(309先)の公表データを集計  
 (注4) コストは、販売手数料率(税込)の1/5と信託報酬率(税込)の合計値。リターンは、過去5年間のトータルリターン(年率換算)  
 (資料) 金融庁

図7:リスク・リターン(全公表事業者)

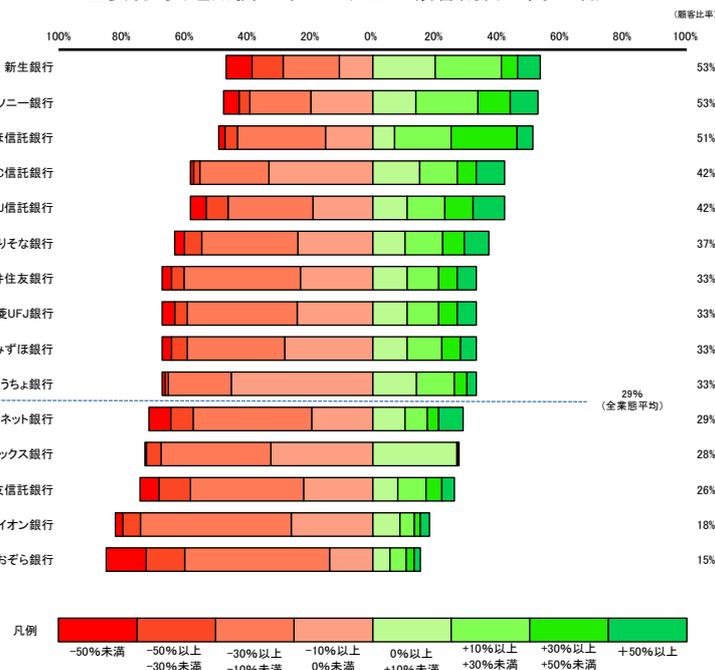


(注1) 基準日は20年3月末(全体平均(19年3月末)の基準日は19年3月末)  
 (注2) 20年12月末までに金融庁に報告があった金融事業者(283先)の公表データを集計。その他はIFA及び保険会社等(生命保険代理店)  
 (注3) (全体平均(19年3月末)については、20年12月末までに金融庁に報告があった金融事業者(308先)の公表データを集計  
 (注4) リスクは、過去5年間の月次リターンの標準偏差(年率換算)。リターンは、過去5年間のトータルリターン(年率換算)  
 (資料) 金融庁

6

## 【参考1】 主要行等の投資信託の運用損益別顧客比率

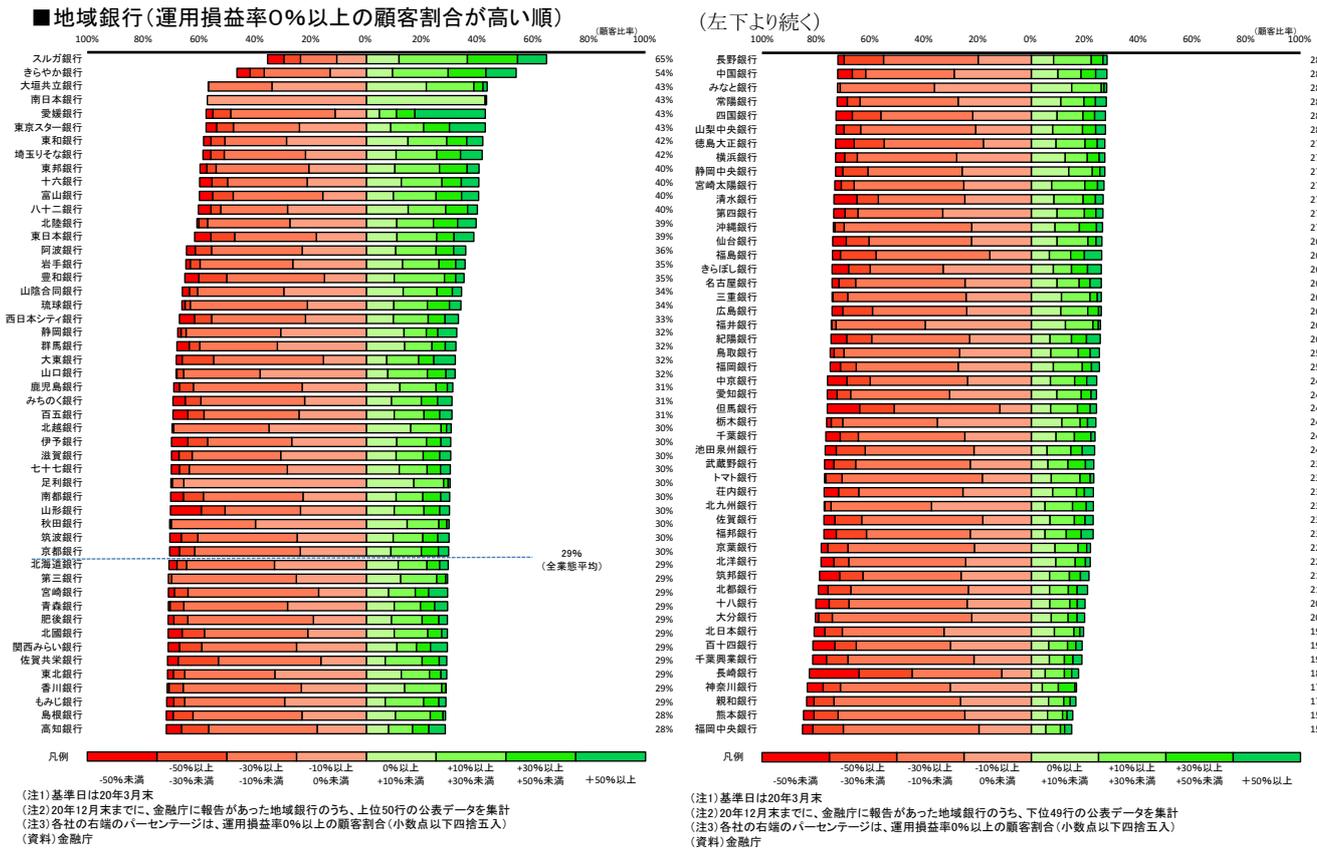
■ 主要行等(運用損益率0%以上の顧客割合が高い順)



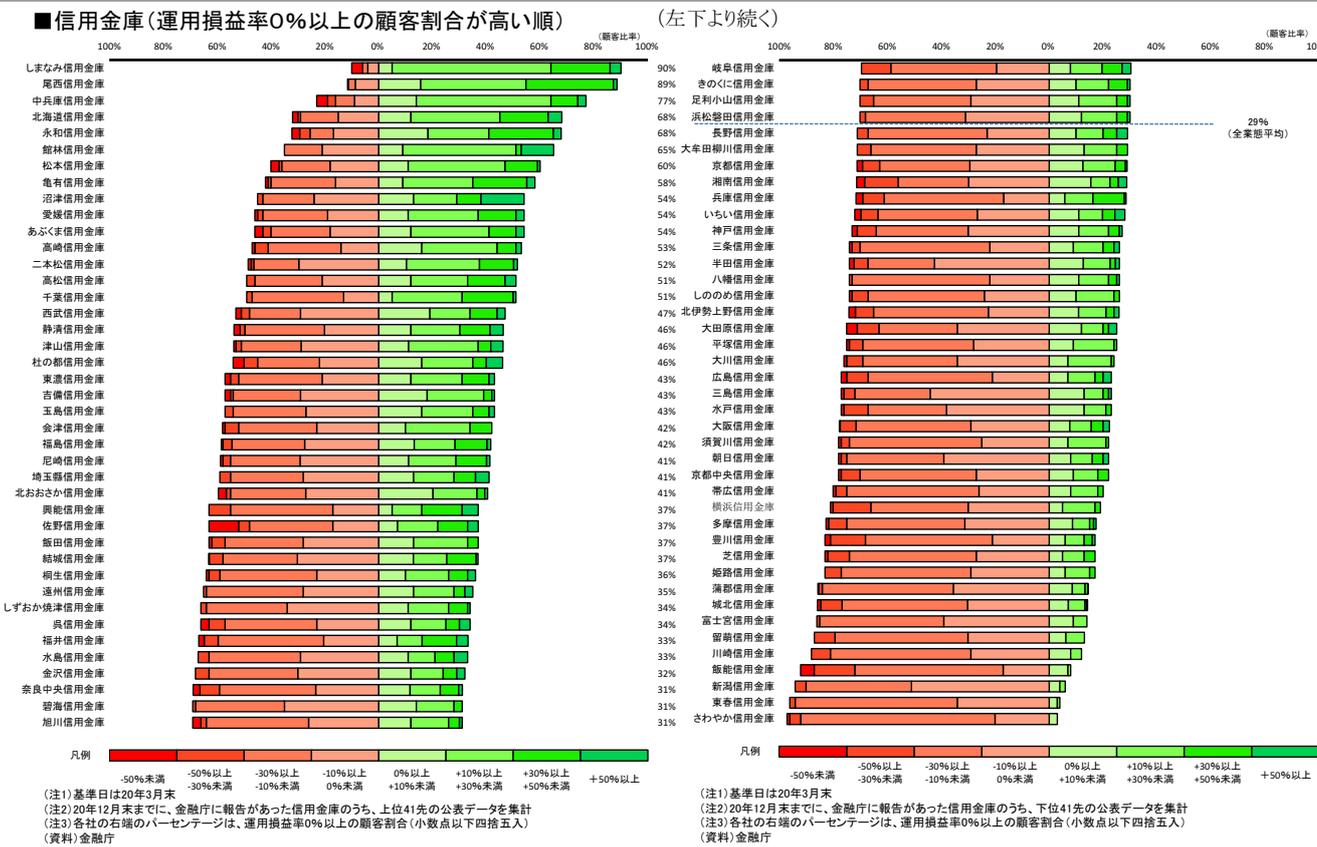
(注1) 基準日は20年3月末  
 (注2) 20年12月末までに、金融庁に報告があった主要行等(15行)の公表データを集計  
 (注3) 各社の右端のパーセンテージは、運用損益率0%以上の顧客割合(小数点以下四捨五入)  
 (資料) 金融庁

7

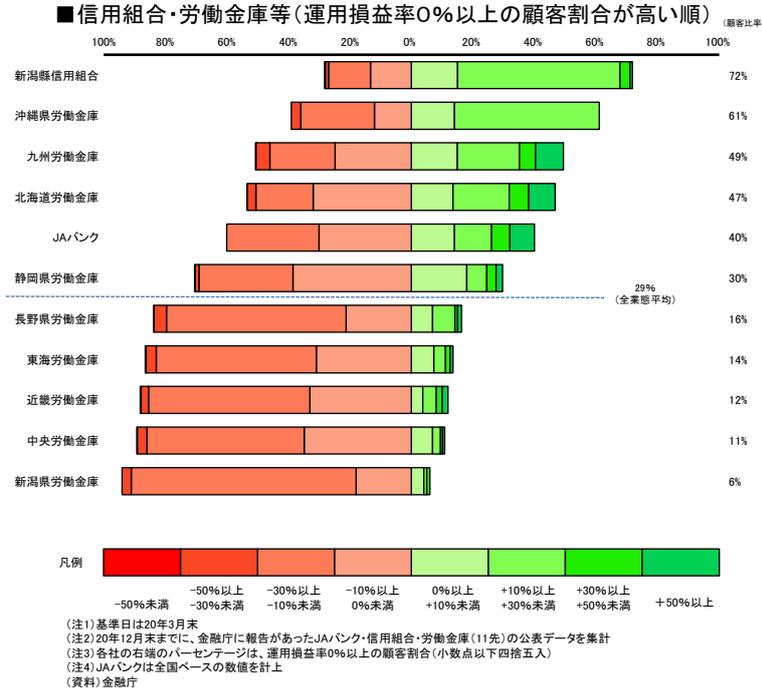
## 【参考2】 地域銀行の投資信託の運用損益別顧客比率



## 【参考3】 信用金庫の投資信託の運用損益別顧客比率

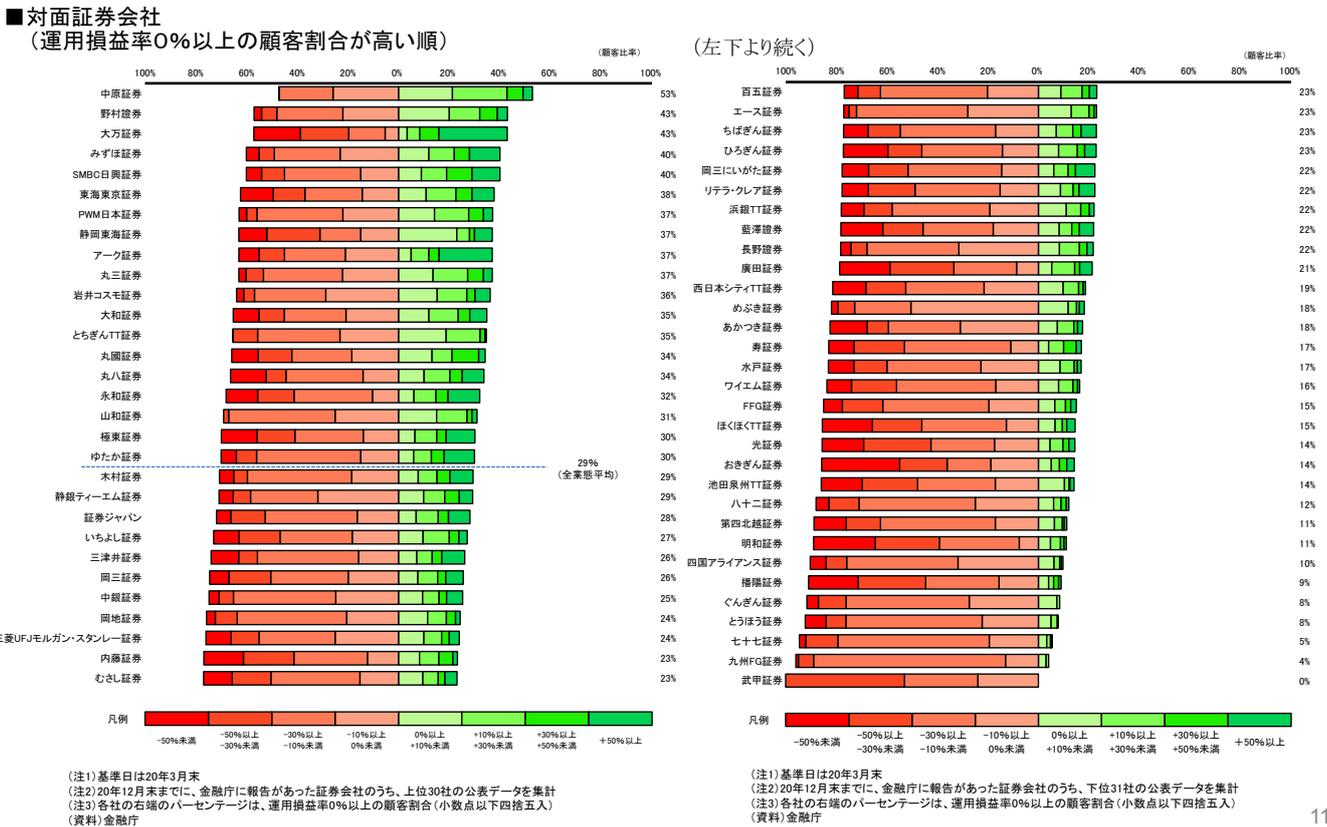


【参考4】 信用組合・労働金庫等の投資信託の運用損益別顧客比率



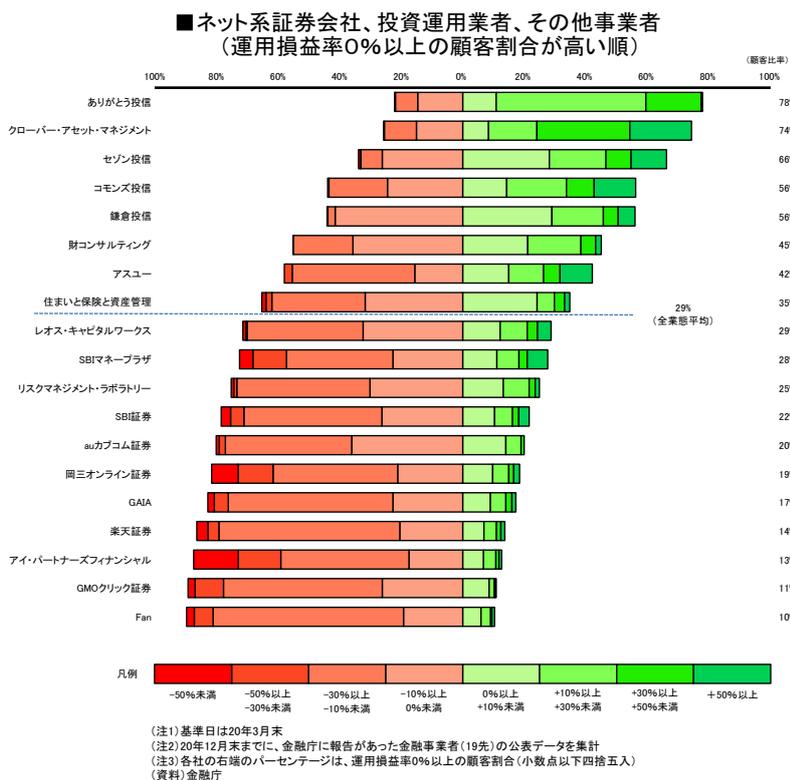
10

【参考5】 証券会社・投資運用業者等の投資信託の運用損益別顧客比率



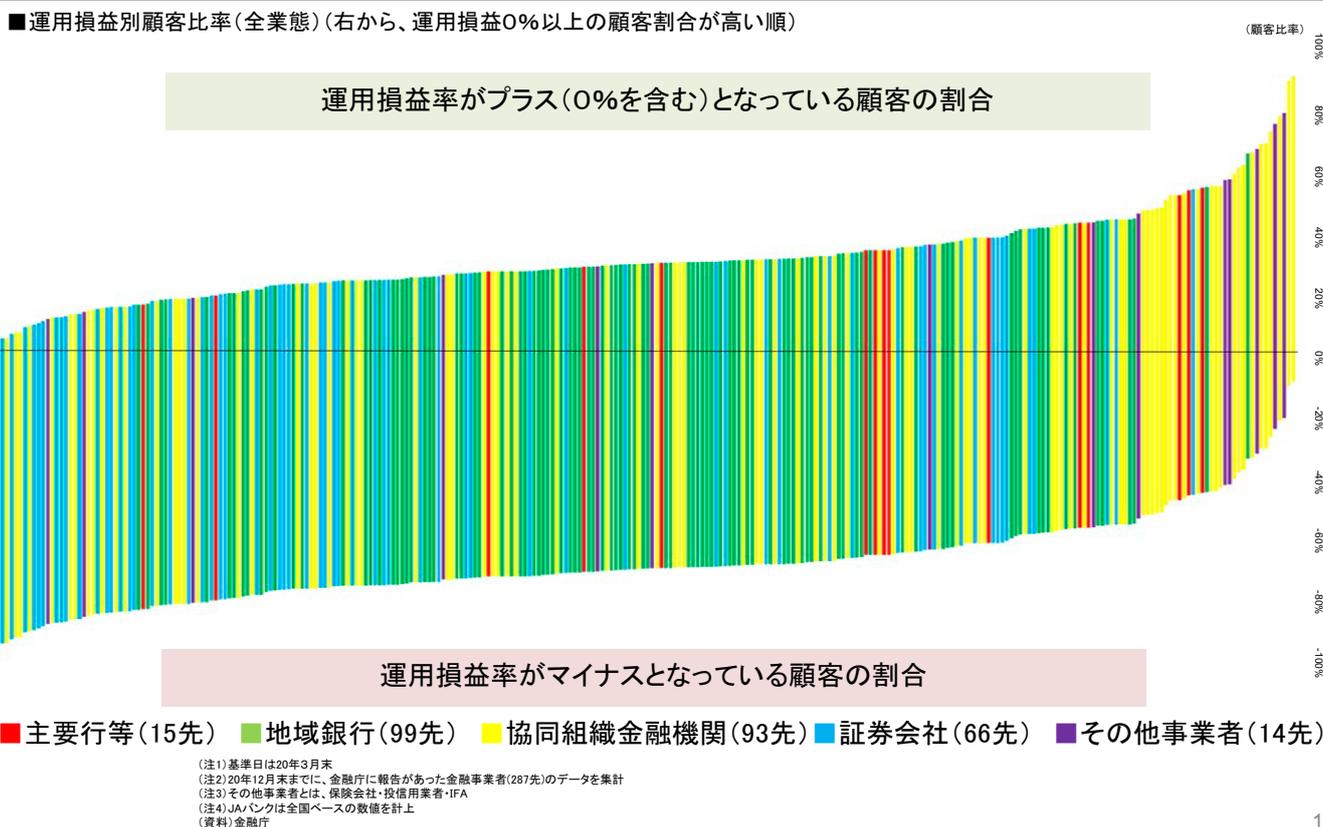
11

### 【参考5】証券会社・投資運用業者等の投資信託の運用損益別顧客比率



12

### 【参考6】投資信託の運用損益別顧客比率(全業態)



13

## 1. 本文書の位置づけ

「顧客本位の業務運営に関する原則」(2017年3月30日公表、2021年1月15日改訂。以下、「本原則」)は、本原則を採択する金融事業者に対し、原則1に従い、

- ・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・公表した上で、
- ・当該方針に係る取組状況を定期的に公表するとともに、
- ・当該方針を定期的に見直す

ことを求めている。さらに、当該方針においては、原則2～7(これらに付されている(注)を含む)に示されている内容毎に、

- ・実施する場合にはその対応方針を、
- ・実施しない場合にはその理由や代替策を、

分かりやすい表現で盛り込むとともに、これに対応した形で取組状況を明確にすることを求めている。

金融庁においては、これまでも、金融事業者が公表している取組方針や取組状況(以下、「取組方針等」)を分析し、「投資信託等の販売会社による顧客本位の業務運営のモニタリング結果について」等において、好事例や課題を紹介してきたところ、本原則の改訂に先立ち取組まどめられた「金融審議会 市場ワーキング・グループ報告書-顧客本位の業務運営の進展に向けて-」(2020年8月5日公表)においても、金融庁に対し、金融事業者の取組方針等の好事例と不芳事例を比較分析し、ホームページなどを積極的に活用して、顧客にとって分かりやすい情報発信を行うことが提言されている。

本文書は、これまでに金融事業者が公表している取組方針等に基づく金融事業者との対話等を踏まえ、今後、金融庁において好事例の比較分析を行う際に、分析のポイントと考えられる事項をまとめたものであり、金融事業者における取組方針等の検討にも資すると考えられることから、公表するものである。

本原則は、金融事業者が各々の置かれた状況に応じて、形式ではなく実質において顧客本位の業務運営を実現することができるよう、「プリンシプルベース・アプローチ」を採用している。取組方針等に記載する内容についても、各金融事業者において、規模特性に応じて、自ら実現しようとする顧客本位の業務運営に向けた取組みを踏まえ、どう発信すれば顧客に分かりやすい情報となるかという観点から検討されることを期待する。

なお、本文書は、必ずしも全業態を対象としているものではなく、金融事業者における顧客本位の業務運営への取組みの進展や環境変化を踏まえ、必要に応じ随時更新していくこととする。

## 顧客本位の業務運営の取組方針等に係る 金融庁における好事例分析に当たってのポイント

2021年4月12日

金融庁

2. 金融庁における好事例分析に当たってのポイント

【顧客の最善の利益の追求】

原則2. 金融事業者は、高度の専門性と職業倫理を保持し、顧客に対して誠実・公正に業務を行い、顧客の最善の利益を図るべきである。金融事業者は、こうした業務運営が企業文化として定着するよう努めるべきである。

(注) 金融事業者は、顧客との取引に際し、顧客本位の良質なサービスを提供し、顧客の最善の利益を図ることにより、自らの安定した顧客基盤と収益の確保につなげていくことを目指すべきである。

【ポイント】

- (a) 「高度の専門性と職業倫理」や「誠実・公正」の確保に関する取組みが具体的に示されている。
- (b) 「顧客の最善の利益」の実現状況を確認するための指標が示されている。
- (c) 当該指標の背景となる「顧客の最善の利益」の考え方が具体的に示されている。
- (d) 「顧客の最善の利益」にそぐわないと考える行動が特定され、具体的に示されている。
- (e) 「顧客の最善の利益」を図る「企業文化」を定着させるための取組みが具体的に示されている。
- (f) 「自らの安定した顧客基盤と収益の確保」に向けた考え方や取組みが具体的に示されている。
- (g) 上記(a)～(f)の取組み等の成果や進捗について、検証し、評価する仕組みが示されている。

【利益相反の適切な管理】

原則3. 金融事業者は、取引における顧客との利益相反の可能性について正確に把握し、利益相反の可能性がある場合には、当該利益相反を適切に管理すべきである。金融事業者は、そのための具体的な対応方針をあらかじめ策定すべきである。

- (注) 金融事業者は、利益相反の可能性を判断するに当たって、例えば、以下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。
- ・ 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、委託手数料等の支払を受ける場合
  - ・ 販売会社が、同一グループに属する別の会社から提供を受けた商品を販売・推奨する場合
  - ・ 同一主体又はグループ内に法人営業部門と運用部門を有しており、当該運用部門が、資産の運用先に法人営業部門が取引関係等を有する企業を選ぶ場合

【ポイント】

- (a) 利益相反の可能性について正確に把握する仕組みが具体的に示されている。
- (b) 金融商品の顧客への販売・推奨等の局面を含め、当該利益相反を管理するための対応方針が具体的に示されている。
- (c) 対応方針に基づく利益相反管理の状況を検証し、評価する仕組みが示されている。

【手数料等の明確化】

原則4. 金融事業者は、名目を問わず、顧客が負担する手数料その他の費用の詳細を、当該手数料等がどのようなサービスの内容に含め、顧客が理解できるように情報提供すべきである。

【ポイント】

- (a) 取扱いのある金融商品・サービスについて、顧客が負担する手数料その他の費用の詳細(どのようなサービスの内容に含め、顧客が負担するものを含む)や、手数料その他の費用の体系・設定の考え方が具体的に示されている。
- (b) 取扱いのある金融商品・サービスのうち、顧客に対し、手数料その他の費用の詳細を示しているものが、具体的に示されている(または示していないもの及びその理由が示されている)。
- (c) 手数料その他の費用の詳細について、顧客へ情報提供する際に用いる資料や説明方法等が具体的に示されている。
- (d) 顧客がニーズに沿った商品を選択できるような情報提供の仕組みが示されている。例えば、①同一あるいは類似の商品について、対面・非対面等の販売態様で、手数料その他の費用の詳細が異なる場合、②同一のベンチマークと連動した成果を目指すインデックスファンドについて、販売手数料率や信託報酬率が異なる複数の商品が取り扱われている場合に、顧客の選択に資する情報提供の仕組みが示されている。

【重要な情報の分かりやすい提供】

原則5. 金融事業者は、顧客との情報の非対称性があることを踏まえ、上記原則4に示された事項のほか、金融商品・サービスの販売・推奨等に係る重要な情報を顧客が理解できるよう分かりやすく提供すべきである。

- (注1) 重要な情報には以下の内容が含まれるべきである。
- ・ 顧客に対して販売・推奨等を行う金融商品・サービスの基本的な利益(リターン)、損失その他のリスク、取引条件
  - ・ 顧客に対して販売・推奨等を行う金融商品の組成に携わる金融事業者が販売対象として想定する顧客属性

・ 顧客に対して販売・推奨等を行う金融商品・サービスの選定理由（顧客のニーズ及び意向を踏まえたものであると判断する理由を含む）

・ 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

(注2) 金融事業者は、複数の金融商品・サービスをパッケージとして販売・推奨等する場合に、個別に購入するかどうかを顧客に示すとともに、パッケージ化しない場合を顧客と比較することが可能となるよう、それぞれの重要な情報について提供すべきである（注2）～（注5）は手数料等の情報を提供する場合同じ。

(注3) 金融事業者は、顧客の取引経験や金融知識を考慮の上、明確、平易であって、誤解を招くことのない、誠実な内容の情報提供を行うべきである。

(注4) 金融事業者は、顧客に対して販売・推奨等を行う金融商品・サービスの複雑さに見合った情報提供を、分かりやすく行うべきである。単純でリスクの低い商品の販売・推奨等を行う場合には簡潔な情報提供とする一方、複雑又はリスクの高い商品の販売・推奨等を行う場合には、顧客において同種の商品の内容と比較することが容易となるよう配慮した資料を用いつつ、リスクとリターンの関係など基本的な構造を含め、より分かりやすく丁寧な情報提供がなされるよう工夫すべきである。

(注5) 金融事業者は、顧客に対して情報を提供する際には、情報を重要性に応じて区別し、より重要な情報については特に強調するなどして顧客の注意を促すべきである。

【ポイント】

- (a) 「重要な情報」として顧客に提供する内容が具体的に示されている。
- (b) 「重要な情報」の顧客への提供に際し、用いる資料（重要情報シートを含む）や説明方法（情報の重要性に応じた対応を含む）が具体的に示されている。
- (c) 「重要な情報」の顧客への提供に際し、複雑又はリスクの高い商品の販売・推奨等を行う場合には、顧客において同種の商品の内容と比較することが容易となることを確保する方法が具体的に示されている。
- (d) 「第三者から受け取る手数料等」について、同じ金融商品・サービスでも数量や選択する通貨、コース等によって変動する場合は、その関係性について顧客に情報提供する仕組みが示されている。
- (e) 複数の金融商品・サービスをパッケージとして販売・推奨等する場合に、個別に購入することが可能であるか否かを顧客に説明する方法が具体的に示されている。
- (f) 複数の金融商品・サービスをパッケージとして販売・推奨等する場合に、パッケージ化する場合としない場合を顧客と比較することが可能となるように顧客に情報提供する内容が具体的に示されている。
- (g) 上記(a)～(f)の取組み等を含め、「重要な情報」を顧客が理解できるよう分かりやすく提供できているか、検証し、評価する仕組みが示されている。

【顧客にふさわしいサービスの提供】

原則6. 金融事業者は、顧客の資産状況、取引経験、知識及び取引目的・ニーズを把握し、当該顧客にふさわしい金融商品・サービスの組成、販売・推奨等を行うべきである。

- (注1) 金融事業者は、金融商品・サービスの販売・推奨等に関し、以下の点に留意すべきである。
  - ・ 顧客の意向を確認した上で、まず、顧客のライフプラン等を踏まえた目標資産額や安全資産と投資性資産の適切な割合を検討し、それに基づき、具体的な金融商品・サービスの提案を行うこと
  - ・ 具体的な金融商品・サービスの提案は、自らが取り扱う金融商品・サービスについて、各業法の枠を超えて横断的に、類似商品・サービスや代替商品・サービスの内容（手数料を含む）と比較しながら行うこと
  - ・ 金融商品・サービスの販売後において、顧客の意向に基づき、長期的な視点にも配慮した適切なフォローアップを行うこと
- (注2) 金融事業者は、複数の金融商品・サービスをパッケージとして販売・推奨等する場合に、当該パッケージ全体が当該顧客にふさわしいかについて留意すべきである。
- (注3) 金融商品の組成に携わる金融事業者は、商品の組成に当たり、商品の特性を踏まえて、販売対象として想定する顧客属性を特定・公表するとともに、商品の販売に携わる金融事業者においてそれに沿った販売がなされるよう留意すべきである。
- (注4) 金融事業者は、特に、複雑又はリスクの高い金融商品の販売・推奨等を行う場合や、金融取引被害を受けやすい属性の顧客グループに対して商品の販売・推奨等を行う場合には、商品や顧客の属性に応じ、当該商品の販売・推奨等が適当かより慎重に審査すべきである。
- (注5) 金融事業者は、従業員がその取り扱い金融商品の仕組み等に係る理解を深めるよう努めるとともに、顧客に対して、その属性に応じ、金融取引に関する基本的な知識を得られるための情報提供を積極的に行うべきである。

【ポイント】

- (a) 顧客の資産状況、取引経験、知識及び取引目的・ニーズ等、顧客にふさわしい金融商品・サービスの提供のために把握する情報が具体的に示されている。
- (b) 顧客にふさわしい金融商品・サービスを提供する観点から、商品ライナップの整備の考え方が具体的に示されている。
- (c) 当該商品ライナップの整備に関し、商品の選定および改廃に係る審査基準や審査プロセスが具体的に示されている。
- (d) 当該商品ライナップの整備に関し、個別の商品の選定および改廃に係る結果が具体的に示されている。
- (e) 販売対象として想定する顧客属性を特定・公表するにあたり、その考え方を具体化した基準を用意し、一貫性をもって想定する顧客属性を特定・公表できる仕組みが示されている。
- (f) 顧客に販売・推奨等を行った商品や、当該商品の販売・推奨等の方法が、顧客にふさ

一定の投資性金融商品の販売・販売仲介に係る「重要情報シート」フォーマット (例)  
(金融事業吉備)

**1. 当社の基本情報 (当社はお客様に金融商品の販売又は販売仲介をする者です)**

|                 |  |
|-----------------|--|
| 社名              |  |
| 登録番号            |  |
| 加入協会            |  |
| 当社の概要を記したウェブサイト |  |

**2. 取扱商品 (当社がお客様に提供できる金融商品の種類は次のとおりです)**

|              |            |
|--------------|------------|
| 預金 (投資性なし)   | 預金 (投資性あり) |
| 国内株式         | 外国株式       |
| 円建債券         | 外貨建債券      |
| 特殊な債券 (仕組債等) | 投資信託       |
| ラップ口座        | ETF、ETN    |
| REIT         | その他の上場商品   |
| 保険 (投資性なし)   | 保険 (投資性あり) |
| これら以外の商品     |            |

**3. 商品ライナップの考え方 (商品選定のコンセプトや留意点は次のとおりです)**

|  |
|--|
|  |
|--|

**4. 苦情・相談窓口**

|                  |                            |
|------------------|----------------------------|
| 当社お客様相談窓口        |                            |
| 加入協会共通の相談窓口 (〇〇) |                            |
| 金融庁金融サービス利用者相談室  | 0570-016811 (03-5251-6811) |

※ 各窓口の詳細は契約締結前交付書面のPOに記載しています。

わしいものであることを確認・検証するための方法や基準等が具体的に示されている。

- (g) 金融商品・サービスの販売後において行うフォローアップについて、どのような場合に実施するか・目的・内容等が具体的に示されている。
- (h) 複雑又はリスクの高い金融商品の販売・推奨等を行う場合や、金融取引被害を受けやすい属性の顧客グループに対して商品の販売・推奨等を行う場合に、それが適当かを審査する仕組みが具体的に示されている。
- (i) 複雑又はリスクの高い金融商品の販売・推奨等を行う場合や、金融取引被害を受けやすい属性の顧客グループに対して商品の販売・推奨等を行う場合に、それが適当かを審査するに当たっての判断基準を検討する仕組みが具体的に示されている。
- (j) 顧客に対し、属性に応じた金融取引に関する基本的な知識を得られるための情報提供の具体的な取組みと実績が示されている。
- (k) 上記(a)～(j)の取組み等について、成果や進捗を検証し、評価する仕組みが示されている。

**【従業員に対する適切な動機づけの仕組み等】**

原則7. 金融事業者は、顧客の最善の利益を追求するための行動、顧客の公正な取扱い、利益相反の適切な管理等を促進するように設計された報酬・業績評価体系、従業員研修その他の適切な動機づけの仕組みや適切なガバナンス体制を整備すべきである。

(注) 金融事業者は、各原則 (これらに付されている注を含む) に関して実施する内容及び実施しない代わりに講じる代替策の内容について、これらに携わる従業員に周知するとともに、当該従業員の業務を支援・検証するための体制を整備すべきである。

**【ポイント】**

- (a) 営業店の業績評価体系や営業員の人事評価体系について、顧客本位の業務運営を実現する観点から、具体的な取組みが示されている。
- (b) 取り扱う金融商品の仕組み等に関する従業員向け研修・教育の実施状況が示されている。また、研修等を受けた従業員の理解状況について、日常業務における実践も踏まえた評価及びフォローアップの内容が具体的に示されている。
- (c) 取り扱う金融商品・サービスの顧客へのアプローチ・提案姿勢と照らし合わせて、営業員に求められるスキル (資力の保有を含む) が具体的に示されている。
- (d) 当該スキルの保有状況の現状と目標が具体的に示されている。
- (e) 上記(a)～(d)の取組み等について、成果や進捗を確認し、評価する仕組みが示されている。

一定の投資性金融商品の販売・販売仲介に係る「重要情報シート」フォーマット (例)  
(個別商品編)

**1. 商品等の内容 (当社は、組成会社等の委託を受け、お客様に商品の販売の勧誘を行っています)**

|                     |                                                                                |
|---------------------|--------------------------------------------------------------------------------|
| 金融商品の名称・種類          |                                                                                |
| 組成会社 (運用会社)         |                                                                                |
| 販売委託元               |                                                                                |
| 金融商品の目的・機能          |                                                                                |
| 商品組成に携わる事業者が想定する購入層 |                                                                                |
| パッケージ化の有無           | (ありの場合) この金融商品は、複数の金融商品を組み合わせた商品です。これらを個別の金融商品として購入することもできます。(又は購入することはできません。) |
| クーリング・オフの有無         | クーリング・オフ (契約日から一定期間、解除できる仕組み) の適用はありません。                                       |

(質問例) ① あなたの会社が提供する商品のうち、この商品が、私の知識、経験、財産状況、ライフプラン、投資目的に照らして、ふさわしいという根拠は何か。  
② この商品を購入した場合、どのようなフォローアップを受けられることができるのか。  
③ この商品が複数の商品を組み合わせたものである場合、個々の商品購入と比べて、どのようなメリット・デメリットがあるのか。

**2. リスクと運用実績 (本商品は、円建ての元本が保証されず、損失が生じるリスクがあります)**

|                  |                                                                                     |
|------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| 損失が生じるリスクの内容     | 運用資産の市場価格の変動による影響を受けます。<br>投資先などの滅綻や債務不履行による影響を受けます。<br>為替相場の変動による影響を受けます。<br>(その他) |
| (参考) 過去 1 年間の収益率 | ○ % (ない場合はベンチマーク又は関係する指標の範囲) (○年○月末日現在)                                             |
| (参考) 過去 5 年間の収益率 | 平均○ % 最低○ % (20××年○月) 最高○ % (20××年○月)<br><small>(○年○月～○年○月の各月末における直近1年間の数字)</small> |

※ 損失リスクの内容の詳細は契約締結前交付書面(交付目論見書)の PO、運用実績の詳細は交付目論見書の PO に記載しています。  
(質問例) ④ 上記のリスクについて、私が理解できるように説明してほしい。  
⑤ 相対的にリスクが低い類似商品はあるか。あればその商品について説明してほしい。

**3. 費用 (本商品の購入又は保有には、費用が発生します)**

|                     |  |
|---------------------|--|
| 購入時に支払う費用 (販売手数料など) |  |
| 継続的に支払う費用 (信託報酬など)  |  |
| 運用成果に応じた費用 (成功報酬など) |  |

※ 上記以外に生ずる費用を含めて詳細は契約締結前交付書面(交付目論見書)の PO に記載しています。  
(質問例) ⑥ 私がこの商品に○○万円を投資したら、それぞれのコストが実際にいくらかかるのか説明してほしい。  
⑦ 費用がより安い類似商品はあるか。あればその商品について説明してほしい。

一定の投資性金融商品の販売・販売仲介に係る「重要情報シート」フォーマット (例)  
(個別商品編)

**4. 換金・解約の条件 (本商品を換金・解約する場合、一定の不利益を被ることがあります)**

この商品の償還期限は【20××年××月××日】です。/ありません。/あります。【但し、期間更新や繰上償還の場合があります。この商品をお客様が換金・解約しようとする場合には、○○○○○○ (解約手数料など) として○○をご負担いただくほか、一定の制限や不利益が生じます。  
○○の場合には、換金や解約ができません。/あります。

※ 詳細は契約締結前交付書面(交付目論見書)の PO に記載しています。  
(質問例) ⑧ 私がこの商品を換金・解約するとき、具体的にどのような制限や不利益があるのかについて説明してほしい。

**5. 当社の利益とお客様が利益が反する可能性**

当社がお客様にこの商品を販売した場合、当社は、お客様が支払う費用 (販売手数料、信託報酬等の名目を記載) のうち、組成会社等から○%の手数料を頂きます。これは○○○○○○ (販売手数料など) の対価です。  
当社は、この商品の組成会社等と○○の関係があります。(又は資本関係等の特別の関係はありません。)  
当社の営業職員に対する業績評価上、この商品の販売が他の商品の販売より高く評価される場合があります。(又は評価されるような場合はありません。)

※ 利益相反の内容そのほか方針については、「顧客本位の業務運営に関する原則」の「取組方針」PO をご覧ください。(URL)  
(質問例) ⑨ あなたの会社が得る手数料が高い商品など、私の利益よりあなたの会社やあなたの利益を優先した商品を私に薦めていないか。私の利益よりあなたの会社やあなたの利益を優先する可能性がある場合、あなたの会社では、どのような対策をとっているのか。

**6. 租税の概要 (NISA、つみたて NISA、iDeCo の対象が否かもご確認ください)**

※ 詳細は契約締結前交付書面(交付目論見書)の PO に記載しています。

**7. その他参考情報 (契約にあたっては、当社 Web サイトに掲載された次の書面をよくご覧ください)**

- 販売会社 (当社) が作成した「契約締結前交付書面」  
(URL) <http://www/.....>  
※ PDF 形式で掲載しています。 (QRコード)
- 組成会社が作成した「目論見書」  
(URL) <http://www/.....>  
※ PDF 形式で掲載しています。 (QRコード)

契約締結にあたっての注意事項等をもとめた「契約締結前交付書面」、金融商品の内容を記した「目論見書」については、ご希望があれば、紙でお渡しします。

日本取引所金融商品取引法研究 第21号 2022年3月

ISSN 2188-2150

---



株式会社日本取引所グループ

<https://www.jpx.co.jp/>

〒103-8224 東京都中央区日本橋兜町2番1号

本冊子の内容につきましては、ホームページ

(<https://www.jpx.co.jp/corporate/research-study/research-group/01.html>)

でもご覧になれます。

本出版物は著作権法によって保護されており、株式会社日本取引所グループに無断で転用、複製又は販売を行うことは固く禁じます。

---

※ 本冊子における報告者及び出席者の肩書は、特に断りのない限り、各研究会当時のものです。