



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) ー法的論点ー
「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
 2. WG報告平成28年の分析
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
顧客本位の業務運営に関する原則（プリンシ
プル）の策定
○原則2 【顧客の最善の利益の追求】
○原則3 【利益相反の適切な管理】
○原則4 【手数料等の明確化】
○原則5 【重要な情報の分かりやすい提供】
○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
顧客本位の業務運営の更なる進展に向けた
方策
「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
○顧客本位の商品提案力の向上と適切なフ
ォローアップ
○金融商品の組成に携わる金融者による
想定顧客の公表
○顧客にとって分かりやすい情報提供のあ
り方
○従業員の業務の支援・検証を行うための
体制
○適合性原則の内容の明確化
○適合性原則の内容の明確化
○監督指針Ⅲ—2—3—1 適合性原則・誠
実公正義務
 4. アメリカにおけるSEC Regulation Best
Interest（規則BI）
討 論

○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すが、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。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います。

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）となっています。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す。

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のハで、「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ま

す。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わせたときは、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よって、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、通常的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というふうにと考えると、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いうこ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。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はけれども、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、客観的な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が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ひます。

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ひます。

○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ひますか、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いく。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、ないといひ言ひようがないと、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して、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と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變更せずに、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 例えは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ります。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すね。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、「あなたの会社を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ませんが。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かもしれませんが、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こと、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した。

#### 【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す。

#### 【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あまりに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のような者かということをしちゃん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ははっきりさせろと。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が、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に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、本当の目的はどうだか分かりませんが、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もしますが、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場所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のでしょうか。  
○行澤 私もほぼ同様の理解をしています。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言おうとしている。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います。

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っていますよ。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貫けばよい。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、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ね。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いう感じがしております。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。