



## 日本取引所グループ金融商品取引法研究会

日本証券業協会の自主規制（２）－顧客管理に関する規制－  
「日本証券業協会の投資勧誘・顧客管理に関する規制について」

2025年1月24日（金）15:00～17:00

大阪取引所5階取締役会議室・東京証券取引所会議室及びオンライン開催

### 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名誉教授
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	関西大学大学院法務研究科教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
小出	篤	早稲田大学法学部教授
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
高橋	陽一	京都大学大学院法学研究科教授
船津	浩司	同志社大学法学部教授
前田	雅弘	追手門学院大学法学部教授
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
行岡	睦彦	神戸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】

### 日本証券業協会の自主規制（２）－顧客管理に関する規制－

#### 「日本証券業協会の投資勧誘・顧客管理に関する規制について」

日本証券業協会 常務執行役 自主規制本部長

松 本 昌 男

## 目 次

- I. 「協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」の概要
  - 1. 証券取引・証券業務に係る規制の階層
  - 2. 「協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」の概要
- II. 仕組債に対する規制について
  - 1. 仕組債とは
  - 2. 日証協規則における仕組債の定義
  - 3. 仕組債に対する規制導入の経緯
  - 4. 日証協における仕組債に対する規制の

- 導入
- 5. 仕組債に対する規制改正の経緯
- 6. 仕組債に対する規制の内容
- 7. 規制改正後の仕組債の販売状況
- III. 高齢顧客に対する自主規制について
  - 1. 高齢顧客に対する自主規制の概要
  - 2. 高齢顧客ガイドラインのポイント
  - 3. 「高齢顧客ブック」の作成
  - 4. 「高齢顧客ブック」の内容
- 討論

○川口 時間になりましたので、今月の金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

本日は、前回に引き続き、日本証券業協会の松本常務より、「日本証券業協会の投資勧誘・顧客管理に関する規制について」と題してご報告いただきます。

よろしくお願いいたします。

○松本 ただいまご紹介いただきました日本証券業協会の松本でございます。前回に引き続き、報告させていただきます。

前回は、日証協の自主規制に関して、監督や処分等の執行面を中心に報告をさせていただきましたが、本日は、自主規制に関する報告として、日証協の投資勧誘・顧客管理に関する規制について、

1 ページの目次のとおり、「『協会員の投資勧誘・顧客管理等に関する規則』の概要」、「仕組債に対する規制について」、「高齢顧客に対する自主規制について」の3点について報告させていただきます。よろしくお願いいたします。

I. 「協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」の概要

- 1. 証券取引・証券業務に係る規制の階層

3 ページは前回の資料と同じものですが、日証協の自主規制規則は、必ずしも規則だけで完結するものではなく、規則の運用方法や解釈をガイドラインや Q&A で示している場合もあります。特に、本日ご紹介する「協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」においては、この後ご説明すると

おり、規則に付随する複数のガイドラインや Q&A が策定されています。

## 2. 「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」の概要

### ・目的（第1条）

本規則の目的は、「協会が行う有価証券の売買その他の取引等の勧誘、顧客管理等について、その適正化を図ること」で、本規則において、金商法に規定されている適合性の原則を実現するために、あるいは適合性の原則に反する行為を未然防止するために、具体的な行為規範を示しています。

なお、これから先のページで規則の内容を記載していますが、必ずしも規則の条文どおりということではなく、適宜表現を丸める等の調整をしていますので、お含みおきいただければと思います。

日証協の規則の体系としては、本規則は全ての有価証券、デリバティブ取引を適用対象としており、複数の商品に当てはまる事項について規制しています。これに対して、個別の商品や取引に特有の投資勧誘や顧客管理に関する事項については、個別の商品や取引ごとに設けられた規則で規制するという形をとっています。具体的には、「参考」にありますとおり、非上場株式関係や公社債関係、また外国関係の各規則において、それぞれの商品や取引に特有な投資勧誘、顧客管理に関する事項を規定しています。

### ・合理的根拠適合性（第3条第3項）

本規則3条3項の合理的根拠適合性については、この後、仕組債のパートで説明させていただきます。

### ・重要な事項の説明（第3条第4項）

本規則3条4項では、重要な事項の説明として、「協会は、有価証券の売買その他の取引等に関し、重要な事項について、顧客に十分な説明を行うとともに、理解を得よう努めなければならない

い。」と規定しています。

この規定は、当たり前のことを言っているにすぎませんが、この規定を受けた「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則第3条第4項の考え方」——「重要事項ガイドライン」と呼んでいます——においては、店頭デリバティブ、仕組債、レバレッジ投信及びトークン化有価証券などの顧客への説明に特に注意を要する商品や取引について、本項に基づく重要な事項として、顧客に説明すべき事項の具体例を示しています。

6 ページに、ガイドラインのトークン化有価証券に関する記載を抜粋しています。詳細な説明は省略いたしますが、ご覧いただいているとおり、ブロックチェーン技術を利用して権利関係が記録されるというトークン化有価証券の特性に鑑み、権利の移転・記録に係る技術やそのリスクについて顧客に説明すべき事項をガイドラインで示しています。

### ・顧客カードの整備（第5条）

金商法では、適合性の原則について、顧客の知識、経験、財産の状況、取引の目的に照らして不適当と認められる勧誘を行ってはならない旨が規定されています。この規制を守るためには、顧客の知識、経験、財産、取引の目的を証券会社が把握する必要がありますが、金商法においては、そういった事項の把握を求める規定は存在しません。そこで、本規則において、証券会社が顧客の適合性に沿った勧誘や販売を行うことを可能とするよう、いわゆる「Know Your Customer Rule」として、顧客カードの整備を求めています。

顧客カードの記載事項は、ご覧いただいているとおりですが（7 頁）、個人の場合ですと、氏名、住所、連絡先、生年月日、職業、投資目的、資産の状況、投資経験の有無、取引の種類、その他となっています。顧客カードと規定していますが、実際に書面によるカード形式で保存している会社は少なく、多くの会社においては電子的にこれらの項目を記録しています。

8 ページに、金融商品取引業者向けの総合的な監督指針を抜粋しています。顧客カードは、通常、口座開設時に顧客からの申告に基づき作成するものですが、顧客の投資目的や資産の状況等は口座開設以降に変わり得る事項ですので、適宜更新を行う必要があります。この点については、適切な更新がなされるよう、日証協においても指導等を行っているところですが、金融庁の監督指針においてもこの点に触れており、「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ことを把握した場合には、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」としています（Ⅲ－２－３－２－１）。この監督指針で重要なことは、顧客カードの登録内容の変更を行うか否かを顧客に確認したうえで変更を行うとしている点です。

過去の不適切な事例として、社内規則で投資目的が積極運用としている顧客のみに販売することができる高リスク商品を販売したいがために、営業員が主導して顧客の投資目的を安定運用から積極運用に変更させるようなケースも一部では見られました。もちろん、こういった行為は投資家保護上問題がある行為ですので、監督指針にあるように、変更内容を顧客にきちんと確認したうえで変更を行う必要があります。

下段の日証協の「令和6年度上半期 協会員に対する監査結果」（抜粋）は、顧客カードの更新について前向きな事例を紹介していますが、説明は省略させていただきます。

#### ・内部者登録カードの整備（第15条）

7 ページに戻っていただきまして、顧客属性の把握という意味において、インサイダー取引の受託防止の観点から、顧客が上場会社の役員等の内部者に該当する場合に、内部者登録カードの登録を必要としています。この規制については、次々

回の本研究会でその内容を説明させていただきます。

#### ・取引開始基準（第6条）

取引開始基準は、リスクの高い商品や取引について各社が定める基準を満たした者に限り取引を行うことを義務付ける規制です。ただし、日証協の規制で一律の基準を設けるということではなく、各社において顧客の投資経験、預かり資産その他の項目について適切な基準を設けることとしています。

対象となる商品や取引は、ご覧のとおりでして（9 頁）、1 と 1 の 2 は信用取引関係、2 と 3 は新株予約権証券関係、4 から 6 はデリバティブ取引関係、7 から 9 は非上場株式の関係、10 がトークン化有価証券となっています。これらの商品や取引は、一般的にハイリスク・ハイリターンという特質を持ちますので、全ての顧客に適しているとは言えず、各社が定める基準を満たした顧客のみが取引できるとしています。

#### 1 信用取引

##### 1 の 2 外国株式信用取引

##### 2 新株予約権証券の取引

##### 3 新投資口予約権証券の取引

##### 4 有価証券関連デリバティブ取引

##### 5 特定店頭デリバティブ取引

##### 6 商品関連市場デリバティブ取引取次ぎ

##### 7 店頭取扱有価証券の取引

##### 8 株式投資型クラウドファンディング業務に係る取引

##### 9 株主コミュニティ銘柄の取引

##### 10 トークン化有価証券の取引

##### 11 その他各協会員において必要と認められる取引

勧誘開始基準（第5条の2）、注意喚起文書の交付（第6条の2）、顧客からの確認書の徴求（第8条）については、この後の仕組債のパートで説

明させていただきます。また、高齢顧客に対する勧誘による販売（第5条の3）については、ガイドラインを含めて最後に説明させていただきます。

#### ・仮名取引の受託の禁止（第13条）

仮名取引は、相場操縦やインサイダー取引の温床にもなることから、当該取引の受託を禁止しています。

## II. 仕組債に対する規制について

### 1. 仕組債とは

仕組債とは、13ページに記載のとおり、債券の条件の中にデリバティブ類似の「仕組み」を組み込んで、通常の固定利付債や変動利付債などにはない経済条件を備えた債券をいいます。

14ページでは、代表的な仕組債を紹介しています。例えばクーポン部分にデリバティブを組み込んだものとしては、金利スワップを組み込んで、金利が低下したときにクーポンが上昇するというリバースフローター債、また、為替スワップを組み込んで、クーポンが外貨で支払われるリバースデュアルカレンシー債などがあります。

一方、償還部分にデリバティブを組み込んだものとしては、個別株オプションを組み込んで、判定期間中に対象株式の株価が基準価格を下回った場合、元本が金銭でなく株式で償還されるEB債や、株価指数オプションを組み込んで、判定期間中に対象となる株価指数が基準価格を下回った場合、償還金額が元本金額ではなく、株価指数にリンクした金額となる株価指数リンク債が代表例です。

なお、EB債の中には、対象となる株式を1銘柄でなく2銘柄とするものや、株価指数リンク債にも対象となる指数を例えば日経平均株価指数とS&P500の2つにするなど複数の指数を対象とするものもあります。

15ページでは、EB債の発行条件の例を記載しています。具体的な年月日はマスキングしていますが、実際に約2年前に発行されたEB債の発行

条件を基に作成しています。

本EB債の発行体は欧州の金融機関で、格付けはAA-です。この例もそうですが、仕組債は格付けの高い欧州の大手金融機関により発行されるケースが多く、後ほども少し触れますが、このような信用力の高い発行体が発行していることにより、顧客が仕組債を安全な商品であると誤解することもあります。

申込みは100万円単位ですので、比較的少額から購入することができます。利率は税引き前で年率9.4%とかなりの高利率ですので、投資家にとっては魅力的な利率と言えると思います。満期償還日の記載はありませんが、このEB債は1年債となっています。

対象株式は、「A銘柄」「B銘柄」と記載していますが、元となったEB債の対象株式は、いずれも東証のプライム銘柄で、エネルギー関係と鉄鋼関係の大型株でした。

利払いは年4回あります。ただし、「期限前償還判定日」の欄にあるとおり、各利払日の10営業日前に期限前償還をするか否か判定されます。期限前償還の判定価格は、対象株式の当初株価の105%で、両銘柄とも105%以上となっている必要がありますが、その可能性は必ずしも低いものではありませんので、期限前償還の可能性も低くないと言えると思います。したがって、税引き前の利率が9.4%といいましても、100万円を投資した投資家が税引き前で9万4,000円の利金をもらえる可能性はそう高くはなく、仮に初回の利払日に期限前償還をした場合には、4分の1の2万3,500円の利金が税引き前で支払われることになります。

最後に、この仕組債にはロックイン条項がついており、A銘柄、B銘柄のいずれかが当初価格の65%以下になった場合には、償還時において、A銘柄、B銘柄のうち、よりパフォーマンスが悪かった方の株式又は単元に満たない場合には株価に応じた金銭により償還されることになります。

## 2. 日証協規則における仕組債の定義

14 ページで代表的な仕組債の例を紹介しましたが、日証協の規則においては、これらの仕組債の全てを特別に規制しているということではなく、仕組債のうち価格変動リスクが大きいと考えられるものを規則上「店頭デリバティブ取引に類する複雑な仕組債」と定義し、この定義に該当する仕組債を特別に規制しています。

この「店頭デリバティブ取引に類する複雑な仕組債」の定義は、ご覧いただいているとおりですが（16 頁）、おおむねイの「償還価格が額面の額を下回る可能性のあるもの」又は「他の有価証券で償還される条件のあるもの」、ロの「発行時に利金が確定しておらず、償還金が払込通貨と同じ通貨で支払われないもの」、ハの「発行時に利金が確定しておらず、利金が払込通貨と同じ通貨で支払われないもの」、ニの「条件により利金が 0 又は極めてそれに近い水準になるもの」が該当しますが、それぞれ括弧書きにあるように除外規定が置かれており、やや複雑な規定となっています。

そこで、日証協においては、協会員が「店頭デリバティブ取引に類する複雑な仕組債」の該当性を判断する際の参考資料として、商品ごとに「店頭デリバティブ取引に類する複雑な仕組債」の該当性を示したチェックリストを作成し、協会員に周知しています。そのチェックリストを次ページ以降に参考としてお付けしています。

18 ページをご覧くださいければと思います。商品ごとに、○×といった形で複雑な仕組債に当たるかどうかを示していますが、例えば 2-1 では、クーポンの額が参照する金利指標に連動して決定される変動利付債については、元本の金額は確定しており、金利水準の変動による価格変動が小さいと考えられますので、「デリバティブ取引に類する複雑な仕組債」には該当しないとしています。

一方、20 ページの 4 の、フロータークーポン型順デュアル債と言われる、償還金が払込通貨と別の通貨で支払われ、またクーポンの額も確定していないものについては、償還時の通貨の為替レ

ートに加えクーポンが参照している指標の変動の影響も受け、価格変動リスクが大きいと考えられますので、「デリバティブ取引に類する複雑な仕組債」に該当するとしています。

なお、規則上の定義は「店頭デリバティブ取引に類する複雑な仕組債」ですが、以後は「仕組債」と呼ばさせていただきます。

## 3. 仕組債に対する規制導入の経緯

### （1）規制導入までの主な出来事

23 ページでは、仕組債に対する日証協の規制導入までの経緯を時系列で一覧にしています。

2009 年 11 月の金融庁政務三役による公表文書に始まり、ご覧いただいているとおりの経緯となっていますが、以降のページで各出来事の内容について紹介しています。

### （2）金融庁政務三役「金融・資本市場に係る制度整備について」（抜粋）

仕組債の規制導入の最初のきっかけとなりましたのが、2009 年 11 月の金融庁政務三役による「金融・資本市場に係る制度整備について」です。これは、2008 年 9 月に起きたリーマンショックに端を発する世界的な金融危機を受けて、デリバティブ取引やヘッジファンド、証券会社の業務運営やリスク管理態勢に係る規制についての対応方針を明らかにしたものです。

この中の検討項目の一つの「投資家保護・取引の公正の確保」として、デリバティブ取引等の公正性の確保等が取り上げられています。

### （3）金融・資本市場に係る制度整備についての骨子（案）

金融庁においては、政務三役からの要請を受け検討を行い、2009 年 12 月に「金融・資本市場に係る制度整備についての骨子（案）」を公表しました。

この中で、デリバティブ取引については、取引所取引を含むデリバティブ取引全般を不招請勧誘

の禁止の対象とする考え方があることを示した一方、金融機関が顧客に適切な商品の情報を提供できなくなることから、不招請勧誘の禁止とすることに対して反対する意見の2つの考え方を示しています。

そのうえで、デリバティブ取引一般を不招請勧誘の禁止の対象とすべきかについては、市場関係者や利用者と意見交換を行い、翌年の前半に結論を得るとしています。

#### （４）「金融・資本市場に係る制度整備についての骨子（案）」に対する日証協意見

その後、金融庁においては、この骨子案について市場関係者との意見交換を2回にわたり実施するとともに、ホームページを通じて広く意見募集も行っています。日証協は、これに対して、デリバティブ取引の不招請勧誘については、全てを一律に不招請勧誘の対象とすることには反対としたうえで、デリバティブに関する規制については、法令による規制の是非を検討する前に、柔軟かつ機動的な自主規制による対応も含めて検討することが適当であるという意見を提出しています。

#### （５）金融庁「デリバティブ取引に対する不招請勧誘規制等のあり方について」（抜粋）

2010年9月に、金融庁は「デリバティブ取引に対する不招請勧誘規制等のあり方について」という文書を公表しています。

その中で、不招請勧誘については、当時はFXの店頭金融先物取引についてのみ禁止されていましたが、「2. 見直しの内容」（27頁）にあるとおり、個人顧客を相手方とする店頭デリバティブについては、原則として法令によりその全般について不招請勧誘を禁止するとされています。

また、この資料において、これまでの公表資料では明示的に記載されることのなかった仕組債について規制の方針が示され、「デリバティブ取引に類する複雑な仕組債」について、次のとおり自主規制ルールの策定が求められました。

まず、①適合性の原則等の具体化においては、店頭デリバティブ取引に類する複雑な仕組債について、商品のリスク特性、顧客の性質に応じて勧誘を行うか否かの基準を設定すること、すなわち勧誘開始基準の設定、また投資者や販売する商品としての適否を事前に検証すること、すなわち合理的根拠適合性の検証について自主ルールを求めるとされました。

また、②顧客に対する説明の充実では、最悪シナリオを想定した損失の説明を適切に行うことや、法人を相手方とする場合、優越的地位の濫用がないことの説明を適切に行うこと、顧客からリスクについて説明を受けた旨の確認を行うことなどについて自主規制ルールの策定を求めるとされました。さらに、「元本確保型」といった顧客に誤解を与えるおそれのある名称の使用の制限など、広告に関する自主ルールの策定も求めるとされました。

最後に、③勧誘方法等に関する注意喚起文書の配布について、不招請勧誘規制の適用やリスクに関する注意喚起、トラブルが生じた場合の連絡先を記載した注意喚起文書についての自主規制ルールの求めるとされました。

#### （６）日証協「自主規制におけるデリバティブ取引等規制の対応について」

日証協においては、金融庁の「デリバティブ取引に対する不招請勧誘規制等のあり方について」が公表された2日後に、「自主規制におけるデリバティブ取引等規制の対応について」という文書を公表し、日証協において自主ルールの策定に向けて検討する旨を公表しました。

#### 4. 日証協における仕組債に対する規制の導入

その後、29ページにあるとおり、日証協において金融庁からの要請に対応する形で、2011年2月1日に関連する規則・ガイドラインの改正や制定を行い、同年4月から施行することとしました。なお、規則・ガイドラインの内容については、そ

の後に改正した内容を含め、後ほど説明します。

## 5. 仕組債に対する規制改正の経緯

2011 年の仕組債に対する規制の導入以降、日証協においては、仕組債の勧誘販売状況について注視してきました。

### (1) 仕組債に関する苦情件数

仕組債に関する苦情件数の推移を示していますが(30 頁)、2019 年度に仕組債に対する苦情件数の増加が目立つようになり、2019 年度では、苦情件数が前年度の約倍増の 226 件、苦情全体に占める割合も約 4 分の 1 となりました。こうした状況を受け、日証協では、2020 年 12 月に、仕組債の販売勧誘について協会員向けに注意喚起文書を発出し、仕組債の苦情相談の事例を紹介するとともに、販売勧誘態勢について自主点検を行うよう求めました。

2021 年度には、仕組債の苦情は一旦落ち着き、前年度比で 20%減少しましたが、2022 年度にはまた増加し、苦情件数が 364 件と前年度比で 2.4 倍となりました。これを受け、22 年 6 月に再度注意喚起文書を発出し、適切な販売先の選定や説明態勢の充実、顧客の投資行動の傾向を踏まえて対応を行うことを協会員に求めました。

### (2) 仕組債に対する苦情相談事例

実際に顧客から寄せられた苦情の内容です。最初の事例は、低リスク商品を希望していた顧客からの申し出で、老後の全財産で安全な商品しか買いたくないと伝えていたが、仕組債について、現在保有している商品よりも安全な商品と勧められたという苦情です。

また、説明不足、高利率や安全性が強調されたとの申し出では、高利率である、元本割れはしないなど、良いことばかりしつこく言われたり、発行体の格付けが A 格なので安心だという説明を受けたというものです。

最後の銀行からの紹介により購入した顧客の申し

出としては、銀行員も同席していたので信用したという苦情、また、銀行が資産を知ったうえで証券会社の人を連れてきて買い付けしたことに対する苦情が寄せられました。

なお、これらの苦情は、あくまでも顧客側からの申し出であり、ここに記載されたとおりの勧誘がなされたことの確認がとれているものではないことについてはご留意いただければと思います。

### (3) 仕組債に対するメディアの取り上げ

こうして仕組債の苦情が増加していくなか、仕組債がメディアでも頻繁に取り上げられるようになり、32 ページの見出し例のとおり、その商品性や勧誘販売態勢の問題を指摘する報道が数多くなされました。

### (4) 金融庁公表資料における仕組債への言及

この頃になると、金融庁の公表文書においても、仕組債の問題が積極的に取り上げられるようになりました。例えば、2022 年 6 月のリスク性金融商品のモニタリングレポートでは、仕組債について、リスクに見合ったリターンが確保されていないという商品性の問題、さらに、比較的広い範囲の顧客に対してコストの開示や比較説明が必ずしも十分でない形で提案販売されているという販売体制の問題という 2 つの問題点を指摘したうえで、「顧客本位の業務運営の観点に適さない商品が販売されている可能性は否めない」とされました。

また、同年 8 月に証券取引等監視委員会が公表した「証券モニタリング基本方針」では、仕組債について、販売対象顧客の設定や顧客説明に関する社内ルールの整備を適切に実施しているか、顧客本位の業務運営に関する原則に基づいた取組方針の内容と実態が合っているかの検証を行うとされました。

### (5) 仕組債をめぐる状況・課題

2022 年当時の仕組債の状況をまとめますと、「1. 販売状況の変化」のとおり、地方銀行の証

券子会社を中心として、地域金融機関での販売や仲介業者を通じた販売、さらにオンライン取引による販売など、販売会社や販売形態の多様化が見られていました。特に地域金融機関においては、銀行の顧客を証券会社に紹介し、その顧客に仕組債を販売するという例が多く見られました。また、商品性の面では、外国株式や複数の銘柄を参照するものなど、より複雑な商品が増加していました。

「2. FINMACに寄せられる苦情相談の状況」「3. 金融庁の動向」「4. マスコミの報道」については、今ほども説明しましたが、それぞれ問題点の指摘・浮き彫りがなされていました。

こうしたなか、日証協においては、仕組債に対する課題として、①トップの適切な関与、②顧客の適切な選別、③商品性・リスクに対する顧客の理解度の向上、④販売形態等の多様化への対応、⑤社内教育等の拡充といった課題があると認識し、これらに対応するため、2023年4月に規則及びガイドラインを改正し、同年7月から施行することとしました。

## 6. 仕組債に対する規制の内容

次に、規則とガイドラインの内容を説明します。

### (1) 仕組債に対する規制の一覧

35ページでは、仕組債に対する規制の一覧を紹介しています。

日証協においては、仕組債について固有の規則はなく、投資勧誘規則を中心に、仕組債に対して規制を行っています。

まず、「勧誘開始基準」ですが、投資勧誘規則第5条の2では、仕組債やデリバティブといった高リスク商品について、各社において勧誘開始基準を定め、その基準に適合する顧客に限り勧誘を行うことができるとしています。そして、この規制の運用上の考え方を示すものとして、「勧誘開始基準ガイドライン」を作成しています。

次に、「合理的根拠適合性」ですが、これは、協会会員にとって新たな有価証券の販売を行う際に、

合理的根拠適合性として対象顧客の有無、対象顧客の範囲、販売方法について確認しなければならないという規制です。この規制は、全ての有価証券を対象とするものですが、ガイドラインにおいて、仕組債に係る合理的根拠適合性の対応方法について詳しく示しています。

広告については、広告規則において適正な広告表示を行うことを求めるとともに、広告において記載すべき事項や留意すべき事項を「広告等に関する指針」において示しています。

「注意喚起文書の交付」は、仕組債等のリスクが高い商品を販売しようとするときに、そのリスク等を記載した注意喚起文書の交付を義務付ける規制で、ガイドラインにおいて注意喚起文書の参考様式を示しています。

「重要事項の説明」では、仕組債を販売するときに、当該仕組債のリスクや想定損失額などを顧客に説明することを求めています。

なお、注意喚起文書は、仕組債の一般的なリスクについて注意喚起するものであるのに対し、重要事項の説明は、顧客に販売しようとしているまさにその仕組債についてのリスクや想定損失額等について、より詳しく具体的に説明するものです。

最後の「確認書の徴求」は、重要事項として説明した内容について顧客が理解したことの確認を求めるもので、こちらも日証協において確認書の参考様式を示しています。

なお、前回研究会の日証協の自主規制に関する報告において、規則改正の際にはパブリックコメントの募集を行うと説明しましたが、これらのガイドラインについても、改正内容が顧客に影響を与えることから、改正の際には、規則と同様にパブリックコメントの募集を行いました。

### (2) 勧誘開始基準ガイドラインの概要

それでは、ただいま説明した仕組債の規制について、ガイドラインを中心に説明をしていきます。まず初めに、勧誘開始基準についてです。

36ページから39ページにかけて勧誘開始基準の

内容を記載していますが、下線部分は 2023 年の改正において修正や追加をした箇所になります。

「1. 勧誘開始基準の設定」ですが、勧誘開始基準は商品類型ごとに基準を設定するのが基本ですが、仕組債については、同じ仕組債といっても、例えば個別株式を参照する EB 債と日経平均株価の株価指数を参照する株価指数連動債では、ボラティリティに違いがあり、一般的には EB 債の方がリスクが高いことから、このようなリスクの差異を勘案して、複数の勧誘開始基準を設けることも考えられるとしています。

「2. 勧誘開始基準の要件」ですが、顧客の年齢、取引経験、顧客財産の状況、顧客の投資目的、投資方針といった要素に基づいて各社で基準を設定するものですが、取引経験については、下線部にあるとおり、一定の投資経験がない顧客は、それだけをもって仕組債の勧誘対象には含まれないような基準を設定することを求めています。

37 ページの（3）顧客の投資目的・投資方針については、例えば退職金等により十分な財産を有している顧客であっても、大きな損失を取り返すことができないような顧客については勧誘対象に含まれないとしています。

この投資目的や投資方針について、以前は、顧客が購入を希望しているという仕組債の購入ニーズがある顧客に勧誘しているのであれば問題ないとする証券会社もありましたが、顧客ニーズという目的だけを基準とすることは適当ではなく、顧客の理解力やリスク許容度も考慮した基準を設けることを求めています。

以降の説明（37～39 頁）は省略いたしますが、各社においては、このガイドラインを参考に勧誘開始基準を作成し、その基準を満たした顧客にのみ勧誘を行います。

### （3）合理的根拠適合性ガイドラインの概要

合理的根拠適合性の検証は、新たな有価証券を販売する際に、当該有価証券が少なくとも一定の顧客にとって投資対象としての合理性を有するこ

と、販売対象となる顧客の範囲及び販売方法等を事前に検証しなければならないという規制です。

40 ページの「1. 合理的根拠適合性の検証を行う者」ですが、合理的根拠適合性の検証によって、証券会社はその仕組債を販売するか、また販売する場合の対象顧客、販売方法を決定しますので、このプロセスは非常に重要なものと言えます。このためガイドラインでは、仕組債等の合理的根拠適合性の検証においては、代表権を持った取締役又は執行役——「経営陣」とここでは呼んでいまず——が適切に関与することが必要としており、具体的には、仕組債の収益割合が高い会社や仕組債の販売を開始・拡大するような会社については、経営陣が自ら合理的根拠適合性の検証結果を確認するとしています。実際に、こういった会社においては、取締役会で仕組債の取扱いを決めるという例も確認されています。

また、販売対象顧客を確認する際には、営業部門だけでなく、コンプライアンス部門も関与することで、投資家保護の観点にも十分に配慮して販売対象顧客の検証が行われるようにしています。

41 ページの「2. 合理的根拠適合性の検証のプロセス」に移ります。（1）検証が必要な「新たな有価証券等」の判断ですが、合理的根拠適合性の検証は、その会社にとって新たな有価証券が対象となりますが、仕組債については、これまで販売していた仕組債とスキームが異なる場合はもちろん、スキームが同様であっても、市況の状況や条件によってリスクが大きく異なる場合には、新たな有価証券としての検証を必要としています。

（2）有価証券等の特性やリスクの検証の①リスクの種類と大きさの検証では、価格変動リスクについてシミュレーションや比較・分析を行うことにより、慎重に検証するとしています。また、②費用とパフォーマンスの検証については、仕組債を組成している会社から仕組債の理論価格入手し、販売価格との差額の妥当性を検証するなど定量的かつ合理的な方法により検証を行うとしています。

42 ページの（３）一定の顧客にとって合理性を有することの検証ですが、仕組債の特性やリスクの検証を踏まえ、証券会社は、販売対象となる顧客がいるかどうか、すなわち当該仕組債を販売するか否か、及び販売対象となる顧客の範囲を検証します。

検証に当たり、このページの中央に幾つかレ点を打った項目がありますが、こういった項目を基準に、自社の販売対象となる顧客の有無やその範囲を検証します。

さらに、（４）販売方法の確認ですが、公募と私募のどちらの方式で販売するのか、またどのようなチャネルで販売するのか、さらには、販売に用いる資料についての確認を行います。

43 ページの「３．社内教育等」ですが、合理的根拠適合性の検証結果については、社内で周知するとともに、必要に応じて営業員の研修を行うとしています。

また、検証後の対応としては、「４．事後の確認・見直し」のとおり、経営陣が販売対象顧客と購入顧客との乖離及び取引や苦情の状況等について定期的に把握し、必要に応じて合理的根拠適合性の検証結果を確認し、検証の態勢を見直すこと等を求めています。また、販売対象顧客と購入顧客との乖離が数多く見られる場合には、その解消に努めることも求めています。

合理的根拠適合性の説明は以上とさせていただきます、46 ページをご覧くださいと思います。

#### （４）広告等に関する指針の概要

仕組債を販売する際には、証券会社において商品説明資料を作成することになりますが、この商品説明資料は金商法上の広告等に該当します。日証協においては、広告等については、「広告等の表示及び景品類の提供に関する規則」という規則で規律しており、この規則において、広告等を行う場合には各社において任命する広告審査担当者の事前審査を受けることを義務付けています。

また、日証協においては、広告等の表示に関し必

要な事項を取りまとめた「広告等に関する指針」を作成しており、実務上、広告審査担当者はこの指針を参考に事前審査を行っています。

この指針においては、商品ごとに広告等の表示に係る留意事項を示していますが、仕組債については、①にあるとおり、銘柄名の前に「複雑な仕組債」と表示することとしています。また、銘柄名の近くに、デリバティブを組み込んでいることや、元本を大きく毀損する可能性があることを目立つように記載するとしています。

また、②にあるとおり、仕組債への投資が向かない顧客の属性や資金の性質を、商品説明資料のヘッダー部分に記載するとしています。

さらに、これらの表示事項をイメージしたものを広告等に関する指針において示しており、46 ページの一番下にあるとおり、ヘッダー部分では、投資が向かない顧客の属性と資金の性質を記載し、銘柄の左横に「複雑な仕組債」である旨、また、銘柄名のすぐ下にリスク特性を記載するイメージを示しています。

こうして入り口の段階で仕組債のリスクを分かりやすく表示することで、仕組債が安全な商品であると誤解することを防いでいます。

47 ページに移ります。③商品の仕組みについては、分かりやすく表示することを求めており、特に一番下の※印にあるとおり、ロックイン条項や早期償還条項などの条項が付いている場合には、これらの専門用語について解説を付けることや図表を用いて説明するとしています。

48 ページの⑥ですが、元本の安全性について誤解を与える表示は行わないとしており、具体的には、「元本確保型」や「元本安全」といった表示を行わないことや、発行体が高格付けであることや政府保証であることを過度に強調する表示は行わないとしています。

#### （５）注意喚起文書の交付

注意喚起文書は、顧客が仕組債の勧誘を受けるに当たり、そのリスクを簡潔に理解してもらった

めに交付するもので、勧誘の初期段階で交付することを想定したものです。日証協においては、その参考様式を作成しており、49 ページにあるとおり、仕組債がデリバティブ取引に類するリスク特性を有していること、大きな損失が発生する可能性があること、不明な点がある場合には再度の説明や勧誘の中止を求めること、苦情の申し出先等について記載しています。

#### （６）重要事項説明ガイドラインの概要

50 ページです。証券会社は、顧客に仕組債を販売するときには、注意喚起文書を交付したうえで商品説明を行うこととなりますが、その際に説明すべき事項を重要事項ガイドラインで示しています。

仕組債については、契約締結前交付書面に記載されているリスクや手数料に加え、「１．複雑な仕組債の重要事項」の②にあるとおり、当該仕組債への投資が向かない顧客の属性及び資金の性質について、「投資初心者向けの商品ではない」や「長期安定的な資産形成に適した商品ではない」というように、端的に分かりやすく説明するとしています。

③においては、②の説明より一步進め、顧客にとって仕組債の購入が適していると考えられる理由について、仕組債の対象顧客属性や商品性、顧客の資金の性質や資産状況に照らして説明するとしています。

また、51 ページの⑥と⑧については、最悪シナリオを想定した具体的な想定損失額について説明するとしています。

52 ページの「２．複雑な仕組債の説明上の留意点」においては、重要事項の理解を妨げるものとして、仕組債が高金利、高格付、政府保証、確定利付であることを過度に強調することや、ノックイン水準が低いことを理由にノックインが発生する可能性が低いことを過度に強調して安心感を与えるような説明を行うことのないように留意すべきとしています。

重要事項についての以降の説明は省略させていただきます。

#### （７）確認書の徴求

54 ページですが、仕組債に対する最後の規制は「確認書の徴求」です。顧客が重要事項の説明内容を理解したことの理解を得るために顧客から確認書を徴求することを求めています。確認書についても参考様式を日証協で示しています。

この参考様式ですが、2023 年の改正前は、各項目を理解した旨をチェックするいわゆるシングルチェックの様式でしたが、様式を変更して、「はい」「いいえ」の２つのボックスを設けることとしました。また、行動経済学の先生にもご意見を伺い、行動経済学の視点も取り入れた様式としています。具体的には、全ての項目に「はい」とチェックするのではなく、３の購入原資となる資金について大きく棄損した場合には生活に支障をきたすか、４の長期安定運用を希望する資金かといった質問については、「はい」ではなく、「いいえ」にチェックすることを想定した項目としています。さらに、７の最悪シナリオに想定される損失額や中途売却の場合の損失額については、証券会社からの説明を参考にして、顧客自身が具体的な数値を記載するという形にしています。

#### ７．規制改正後の仕組債の販売状況

仕組債の最後に、現状の販売状況について紹介します。

55 ページでは、2023 年 7 月の規則・ガイドラインの改正後の仕組債の販売状況を四半期ごとに示しています。仕組債の取扱いのある会社数は、大体 40 社程度となっています。

２の販売銘柄数では、公募の販売は極端に少なくなっており、私募形式での販売がほとんどになっています。

３の販売件数の私募の欄をご覧ください。各四半期とも、販売件数は２の販売銘柄数をあまり上回らない件数となっていることが確認いただけると

思います。私募による販売では、少人数私募で販売されるケースが多いので、最大 49 名まで勧誘をすることができますが、販売銘柄数と販売件数の差が大きいということは、特定の顧客のニーズに基づいて仕組債を組成し、その顧客に対してのみ仕組債を販売しているケースが多いと推察しています。

56 ページは、これをグラフ化したものですので、後ほどご参照いただければと思います。

### Ⅲ．高齢顧客に対する自主規制について

#### 1．高齢顧客に対する自主規制の概要

日証協においては、2013 年 10 月に高齢顧客に関する自主規制ルールを整備しましたが、その背景としては、当時我が国において、既に他国に類を見ない速度で高齢化が進んでおり、また金融資産の保有が高齢者に偏在しているといった特徴があるなか、高齢顧客との取引に関する苦情やあっせんが増加傾向にあったということが挙げられます。

また、当時、大手証券会社の営業員がひとり暮らしの認知症の女性の弟になりすまして、別の証券会社で保有していた投資信託を解約させようと、自社の商品を購入させたという事案が新聞に大きく取り上げられたという事情もありました。

当時においても、証券会社においては、自社の社内ルールに基づいて高齢顧客への慎重な対応を行っていた会社も多くありましたが、その取組みにはばらつきがあり、高齢顧客への適正な勧誘のため、業界として目線合わせが必要とされました。そこで、日証協においては、2013 年 10 月、「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」に、高齢顧客に関する規定である第 5 条の 3 を新設し、協会員に対して高齢顧客の定義、販売対象となる有価証券、説明方法、受注方法に関する社内規則の策定を求めることとしました。

高齢顧客との取引実態は、証券会社の業態や規模、取扱商品等により異なると考えられますので、社内規則についても各社の実情に応じて作成するこ

とが考えられますが、各社により高齢顧客の勧誘の考え方が大きく異なってしまうと、複数の証券会社と取引を行う顧客が戸惑うことにもつながりかねません。そこで、業界において一定の目線合わせを行うため、各社が社内規則を定めるに当たっての考え方を示すものとして、「高齢顧客ガイドライン」と呼ばれるガイドラインも同時に策定しました。

このガイドラインにおいては、高齢顧客との取引フローに即し、最初の「高齢顧客の定義」から最後の「モニタリング」まで、段階ごとに社内規則を定めるに当たっての留意事項等を示しています。

#### 2．高齢顧客ガイドラインのポイント

##### ・高齢顧客の定義

一般的に、高齢者は加齢により、身体的な衰えに加え、記憶力や理解力が低下していく傾向にあります。また、高齢者は新たな収入機会が少なく、保有資産は今後の生活費であることが多いといった実態があります。認知機能の低下は人それぞれですが、60 歳を過ぎると、認知機能が少しずつ衰えると言われており、ある専門機関の調査によると、75 歳を過ぎたあたりから認知機能が低下する方が多くなるという結果が出ています。

そこで、ガイドラインでは、慎重な勧誘を行う必要があると考えられる高齢顧客について、75 歳以上の顧客を対象とし、その中でもより慎重な勧誘を行う必要がある顧客を 80 歳以上の顧客とする考え方を示しています。

ただし、当然のことながら、年齢は一定の目安にすぎず、絶対的な基準となるものではありません。顧客の記憶力、理解力、さらに収入、保有資産の状況によっては、75 歳以上の方であっても、特別な取扱いを行う必要がない場合も考えられます。そこで、ガイドラインでは、75 歳以上の顧客であっても、記憶力・理解力が十分であって、かつ収入・保有資産の状況に照らして問題がない場合には、担当役員等の了承を得てガイドラインの対象外とすることも可能としています。

また、記憶力や理解力の確認を行うことは必ずしも容易ではありませんので、ガイドラインにおいては、記憶力の確認例として、直近の取引内容や過去の自身の発言内容を記憶していることを確認することや、理解の確認例として、相場の状況の考え方を述べるができるか、保有商品の説明ができるか、などの具体例も参考として示しています。

#### ・勧誘留意商品の選定

価格変動が大きな商品や複雑な仕組みの商品又は換金性が乏しい商品を高齢顧客に勧誘する場合には、適合性について留意する必要があると考えられます。そこで、ガイドラインでは、そのような商品を「勧誘留意商品」としてあらかじめ選定し、ガイドラインに基づく所定の手続に従った対応を行うことを求めています。

一方、勧誘留意商品に該当しない商品については、ガイドラインに基づく所定の手続に従う必要はありませんが、その場合でも、当然に適合性に留意することは必要になります。

ガイドラインにおいては、勧誘留意商品に該当しない商品を挙げており、比較的価格変動が小さく、仕組みが複雑でなく、かつ換金性が高いということで、国債、地方債、普通社債、公社債投信等を例示しています。また、周知性が高い商品や、時々刻々と価格が変動する商品として、上場株式や日経 225 や TOPIX に連動する投資信託を例示しています。

このうち上場株式については、価格変動リスクが比較的大きいとも考えられますが、商品性が広く周知されていることや、時々刻々の価格変動に合わせた取引ニーズも存在することから、ガイドラインが求める所定の手続をとると取引機会を逸してしまうというおそれもあり、一律に勧誘を制限することにはなじまないと考えられることから、勧誘留意商品に当たらないとしています。

#### ・役席者による事前承認

勧誘留意商品に選定される商品には、アクティブ型の投資信託、外国株に投資する投資信託、また先ほど説明した仕組債など様々な商品が含まれ、そのリスクも一様ではありません。したがって、当該商品の投資意向があつて、投資をするための十分な経験や知識も有し、理解力もある顧客に対しては、そういった商品の勧誘を行ってもよい場合もあり得ます。一方、高齢者の方は健康状態に変化が生じることもあり、普段接している担当営業員からは理解力に問題がないように見えても、別の者が見ると言動が不安と見られることもあります。そこで、担当営業員が高齢顧客に対して勧誘留意商品の勧誘を行う場合には、勧誘の都度、役席者からの事前承認を得ることを求めています。この役席者の事前承認は、単に担当営業員からの申告だけで判断するのではなく、役席者が自ら高齢顧客との面談や電話での会話により、健康状態や理解力を確認し、勧誘の適正性を判断したうえで、承認を行う必要があるとしています。

#### ・翌日以降の受注

高齢者の方は、一般的に年齢が上がるにつれて記憶力や理解力が低下する傾向にありますので、80歳以上の顧客に勧誘留意商品の販売を行う場合には、役席者による事前承認に加え、より慎重な対応を求めています。その1つ目が、翌日以降の受注です。

高齢者においては、説明を受けているときには理解しているつもりでも、翌日になると覚えていない、また商品性が分からないということが生じることがあります。そこで、80歳以上の顧客に勧誘留意商品の販売を行う場合には、原則として、その日の受注は行わず、翌日以降に受注することとしています。

#### ・役席者による受注

また、この場合の受注は、勧誘を行った担当営業員ではなく、役席者が行う必要があるとしています。これは、当初の勧誘時には商品性やリスクを

十分に理解しているように思えた顧客が、翌日には勧誘内容を覚えていないということがないか、説明内容を十分に理解しているかについて、一定の経験を有する役席者による確認が必要と考えられるためです。

#### ・取引内容の連絡・確認

説明しましたとおり、80歳以上の高齢顧客に対して勧誘留意商品の販売を行う場合には、役席者の事前承認を得て勧誘を行い、原則として熟慮期間を置いた後に受注するとしています。しかし、高齢顧客は、その後に記憶力や理解力の変化、また体調の変化により取引に関する認識が不確かなものとなる可能性があります。そこで、勧誘を行った担当営業員以外の者が取引内容を連絡することによって、高齢顧客が取引を行ったことの認識を確認するとしています。

ただし、取引の都度に連絡するとなると、顧客にとって煩わしくなるという可能性もあることから、連絡の頻度や方法については、リスクベースで各社で定めるとしています。

そして、取引内容の連絡において、高齢顧客が約定内容を覚えていない、認識が異なるといったことが判明した場合には、直ちに内部管理責任者——内部管理を担当する責任者として各支店に内部管理責任者を置くことを日証協の別の規則で定めています——に報告をして、対応について相談するとしています。

#### ・継続的な状況把握

取引における一連の流れは以上ですが、高齢顧客は記憶力、理解力の変化や体調の変化のサイクルが比較的短く、また、キャッシュフローや保有資産の変動、投資方針の変化についてより慎重な配慮が求められることから、協会員において、継続的に顧客の健康状態、キャッシュフロー、保有資産の状況をリスクベースで把握することとしています。

#### ・モニタリング

高齢顧客に対する取引が社内規則に沿って適切に行われているかについて、定期的にモニタリングすることを求めています。

### 3. 「高齢者ブック」の作成

63ページでは、高齢顧客ガイドライン作成以降の日証協における対応として、「高齢顧客ブック」を紹介しています。

2013年の高齢顧客ガイドラインの作成以降、我が国社会の高齢化はますます進行し、証券取引における高齢顧客対応の重要性も年々増しています。今ほど説明したとおり、高齢顧客ガイドラインでは、慎重な対応を行うべきと考えられる高齢顧客として、75歳、80歳という年齢による区分を設けています。確かに年齢は一定の目安として機能すると考えられますが、高齢顧客の記憶力や理解力、収入や保有資産の状況などはひとりずつ異なり、高齢顧客と接するなかでこれらを把握して、当該顧客に沿った対応を行っていくことが重要と考えられます。

また、高齢顧客ガイドラインは、仕組みが複雑な商品など一定の商品を対象とするものですが、高齢顧客の資産運用や資産管理に対しては、ガイドラインの対象でない商品も含めて、顧客のニーズを的確に踏まえてより柔軟な対応を行っていくことが望まれます。こういったことを踏まえ、日証協では、2022年7月、協会員が個々の高齢顧客に応じたより柔軟な対応や創意工夫を行うための参考として、「高齢顧客ブック」を作成し、協会員に発信しています。

### 4. 「高齢顧客ブック」の内容

64ページに、「高齢顧客ブック」の構成を記載しています。「高齢顧客ブック」は、3つのパートから構成されています。

A. 専門機関等が公表する情報では、専門機関等の公表資料のうち、証券取引における高齢顧客対応に参考となる報告書等の要約を掲載していま

す。

B. 日本証券業協会からの情報では、日証協の研修の概要や、FINMACの高齢顧客からの苦情相談の概要を紹介しています。

C. 協会員における取組み事例では、高齢顧客の対応として先進的な取組みを行っている協会の事例を紹介し、協会員が個々の高齢顧客に応じたより柔軟な対応や創意工夫を行うための参考にしてもらっています。

なお、この高齢顧客ブックは、随時内容を更新し、最新の情報を協会員に届けるようにしています。

本日の説明のとおり、仕組債や高齢顧客については、ガイドラインにおいて、かなり細かく具体的な規制をしています。仕組債も、高齢顧客も、社会的に問題となった事案等に対応するためには、具体的な内容が求められ、このような形になっています。この形が一番望ましいかということには議論があると思いますが、大きな事案に対応するというので、このような形になっているという背景があります。

本日も雑駁な説明となってしまいましたが、私からの説明は以上でございます。

~~~~~

## 【討 論】

○川口 詳細なご報告をありがとうございます。

今日のご報告は大きく3つに分かれますけれども、どこからでも結構ですので、ご質問、ご意見があれば頂戴したいと思います。よろしくお願いいたします。

## 【顧客カードの管理について】

○黒沼 大変詳しい説明をありがとうございます。Iの規則の概要のところに書かれていることで、前から一度お伺いしたいと思っていたこと

が2つありますので、この際聞かせてください。

1点目は、顧客カードの管理についてです。適合性の原則を遵守するためには、顧客カードの整備が非常に重要なのですが、協会の規則では、例えば一定期間ごとに顧客カードの内容を更新するとか、そういうルールは作られていないのです。それがなぜかよく分からなかったのですが、監督指針とか監査結果の前向きな取組事例などの中に表れているように、こういう更新義務のようなものはルール化した方がいいんじゃないかと思うのです。ルール化していない理由が何かあれば、教えていただきたいと思います。

○松本 顧客カードの整備については、定期的な更新を求めることをルール化することも考えられるところで、ルール化でできるかもしれないと思います。例えば、定期的に顧客にメールや手紙を送り、顧客カードの内容に変わりがないかについて確認を求めることをルール化することはできると思います。ただし、それで更新できるかは、顧客が申し出てくれるかどうかということになり、そこまでをルールで求めるのは難しく、今のところ規制を設けるまでには至っていない状況です。各社においては、取引約款において顧客カードの記載事項に変更があった場合には申し出てくださいと規定しているのですが、実効性があるかという疑問なところですので、課題と認識しています。

## 【取引開始基準について】

○黒沼 もう1点は、「取引開始基準」についてです。これも前から不思議に思っていたのですが、各社が取引開始基準を定めるということになっているわけです。これも、ほうっておくと、取引開始基準がどんどん緩和されてしまうのではないかと思います。協会で一律のルールを定めない理由はあるのか、この点を教えていただければと思います。

○松本 取引開始基準については、一定の基準を定めた方が業界としての目線合わせができると

いう面はあろうかと思います。しかし、各社の顧客の属性が違ふこともあり、一律に基準を定めることはなかなか難しいと思っています。特に、ネットの顧客と対面の顧客では、信用取引等についての取引開始基準の考え方が異なっています。

ただし、そうすると緩い方に流れていくのではないかというご懸念はそのとおりと思っていまして、そこは監査において、各社の取引開始基準が適切かどうか確認しています。

○黒沼 例え監査の結果、取引開始基準が緩過ぎると協会の方で判断された場合に、それを是正させるというようなことは行われているのでしょうか。

○松本 そういったことも指導レベルでは行っています。例えば、取引開始基準の変更が行われている場合には、変更に至る手続きの適正性や変更理由の合理性などを確認しています。仮に、販売を優先して合理的な理由もなく基準を緩和している場合には、指導等を行っているところです。

#### 【重要事項の説明】

○小出 資料6 ページでの「重要な事項」の説明に係るガイドラインで、新しいものとしてトークン化有価証券についての重要事項について、その例というか考え方が挙げられていると思います。重要事項が具体的に何かということは、こういった規制のポリシーを考えるうえでは重要なものだと思いますのですが、もちろんこれはあくまでも例ということですから、このとおりそのまま説明するという意味では必ずしもないとは思いますが。ただ、ここでは、これまでの伝統的な金融商品のような、例えば元本割れのリスクだとか、金融商品としてのリスクというものだけではなくて、こういった商品の背後にある技術的な部分についての事項も重要事項であって、説明すべきであると、このように書かれています。

こういった技術的な内容を説明すること自体は、非常に望ましいことだと思うのですが、他方で、例えば株式を販売するときに、例えば会社

法における株式の仕組みだとか、あるいは振替株式というのはこういう仕組みなんですとか、こういったことまで説明しているかということ、そうではないような気がしているのですね。

もちろん、トークン化有価証券の背後にあるのは新しい技術だというのはそのとおりだと思うのですが、すけれども、何でもかんでも重要だから説明しなさいというより、やっぱりこういうものは、説明すべき「重要な事項」というのがどういうものなのかということについての一貫した基本的な考え方に基づいていることが大事だと思いますので、その意味で、なぜトークン化有価証券に関してのみ、こういった技術的な部分について説明を求めているのかということについて、教えていただければと思います。

○松本 おっしゃるとおり、通常の株式や債券については、権利の移転の方法や保管の状況等について特に説明することは求めていませんが、トークン化有価証券については、ブロックチェーンを使っているということで、既存の有価証券とは権利の移転の方法が異なること、権利の移転の方法について必ずしも投資家の方がよく知っているとは限らないこと、また権利の移転等について特有のリスクもあるということから、説明が必要としています。

今後こういったトークン化有価証券がより一般的になり、その特性についても常識的なものとなれば、特に重要な事項として説明する必要はないと思いますので、ガイドラインから削除することも可能性としてはあるかと思っています。

特に新しいトークン化有価証券は、いろんな形態で発行されることがあり、やや慎重な対応をとっているという面もあります。

○小出 ご趣旨はよく分かりました。私も、もちろん説明した方がいいだろうと思うのですが、でも、こういったガイドラインを考えたときには、その背後にあるプリンシプルが何なのかということがより明確であるといいのかなというふうに思いました。

もう1点あるのですが、仕組債の方の話です  
で、また後ほど手を挙げさせていただきます。

#### 【ネット取引の規制】

○梅本 質問と申しますか、コメントのような  
ものですが、金商法にせよ、自主規制にせよ、販  
売勧誘規制というものは、従来、対面販売を前提  
として規制が組み立てられてきたように思われま  
す。現在、個人投資家のほとんどは、手数料の低  
さや手軽さからネット証券を使っているのではな  
いかと思うのです。そういうわけで、ネットを使  
えない高齢者がときに対面販売で悪質業者のカモ  
になってしまうことがあるかと思われ、最後にご  
説明になりました高齢者について自主規制で特に  
ルールを設けるというのは、とても納得のいくお  
話として聞きしておりました。

それで、ネット証券につきましてですが、対面  
では問題にならないかもしれないけれども、ネット  
販売について特にこういったところは規制が必要  
じゃないかということについてご検討になってい  
るかどうか、ということをお聞かせいただ  
ければと思います。

○松本 確かに、株式や一般的な投資信託であ  
れば、顧客に説明すべき事項はそこまで多くない  
ので、ネットでの画面を通じた説明でも事足りる  
ことも多いかと思いますが、例えば仕組債などの  
複雑なものについてネットを通じた説明できちん  
と顧客が理解できるかについては、我々も問題意  
識を持っています。特に仕組債については、合理  
的根拠適合性の中で顧客の販売対象範囲を絞るこ  
とになっていますが、ネット取引では、注文を受  
け付けてしまうということもあり、各社で想定し  
ている顧客層と実際に買われた方がマッチしてい  
るかについて検証し、もしマッチしていなければ、  
ネットでの販売を中止することも考えられること  
を、ガイドラインで示しています。

高齢顧客ガイドラインについても、対面取引の  
みを対象としていますが、ネットでどのような勧  
誘がなされているかを以前に確認したところ、対

面と同じようにネットでも1対1のような関係で  
接することも技術的に可能と思いますが、確認し  
た際には、そういった勧誘が行われている実態は  
見られませんでした。そこで、高齢顧客ガイドラ  
インにおける勧誘には、ネットでの勧誘は含まれ  
ないと結論付けました。

ただし、ネットの技術が進んでいくなかで、対面  
と変わらない強圧性が生じ得ることは今後考えら  
れると思います、我々も、特に複雑な商品や高齢顧客  
に関しては、ネットでの販売について注視してい  
るところです。

#### 【若年層のトラブル】

○齊藤 本日は貴重なご報告をいただきまして、  
誠にありがとうございます。

梅本先生のご質問にも関連するのですが、本日、  
高齢者に関連する規律についてご説明いただいた  
ところですが、若い人たちも、将来に向けた資産形成として、投資についての関心が高まっ  
ているのではないかと思います。若年層の投資家  
固有のトラブルや問題などが顕在化しているとい  
うような事実はございますでしょうか。

あるいは、そのような問題は、適合性原則におけ  
る投資経験の評価や、あるいは、若者はネット証  
券を利用するのが通常だと思いますところ、ネット  
証券で扱える商品は限られているというところ  
で、あんまり深刻な問題にならずに済んでいるとい  
うことでしょうか。

○松本 証券会社を通じた取引について、現在、  
特に若年層だからということで大きな問題がある  
という認識はございません。

ただし、我々が心配しているのは、証券会社を  
通じた取引というよりも、最近よく話題になって  
いる著名人のかたの勧誘、これは証券だけでは  
なく、金やFXの勧誘もありますが、そういった  
詐欺的な取引です。証券会社を通じた取引ではな  
いのですが、我々の苦情相談を受けているFINMAC  
にも、お金を下ろそうとしたら出金を止められた、  
税金を何百万払わないと出金できないと言われた

といった相談もあり、若年層の方は、証券会社を通じた取引というより、詐欺的な取引により被害を被っていることが心配かなと思っています。

#### 【取引開始基準と勧誘開始基準】

○伊藤 ご報告ありがとうございました。

取引開始基準と勧誘開始基準、この2つの関係のことでやや気になっていることがあります、質問をさせていただきます。規則の5条の2と6条を読みますと、取引開始基準を定めるべき取引と、それから勧誘開始基準を定めるべき取引は重ならないように規定されているように見えるのですが、まず、そういう理解でよろしいでしょうか。

○松本 そういう理解で結構でございます。

○伊藤 35 ページで、仕組債については勧誘開始基準だけ定めなければならないというように書かれていましたので、そういうことかと思っておりました。ただ、取引開始基準というものと勧誘開始基準というものは、機能は少し違うのではないかと思います。

取引開始基準の方は、特定の取引あるいは有価証券について、特定の顧客との間で契約の締結を規律するルールで、これに対して、勧誘開始基準は、特定の取引ないし有価証券について、不招請勧誘を規律するルールなのですね。そのように違う機能を有しているのなら、両方とも定めてもいいようなものではないかとも思ったのですが、例えば、仕組債についてこれらを両方定めているのではなく、勧誘開始基準のみ定めていれば十分だと考えられている理由はどこにあるのか、教えていただければと思います。

○松本 投資勧誘規則においては、もともとは取引開始基準のみ規定しており、仕組債の規制を導入したときに勧誘開始基準を新たに規定したという経緯がございます。

仕組債について、なぜ取引開始基準でなく勧誘開始基準になったかについては、先ほどの経緯でもご説明しましたが、そもそもデリバティブについて不招請勧誘の禁止をどうするかという議論が

なされたなかで、仕組債についても議論になったということで、勧誘がキーになっていたのも、新しい規制として勧誘開始基準を入れたということになります。

仕組債については勧誘開始基準と取引開始基準の2つ設けるべきではないかということですが、当然そういう考え方もあろうかと思います。ただし、実際には、合理的根拠適合性の説明でも申し上げましたが、合理的根拠適合性で、販売する顧客をきちんと各社で絞ることを求めていますので、実質的には、取引開始基準的な規制が合理的根拠適合性の販売対象顧客を絞るところでカバーされていると考えています。

#### 【ガイドラインの性格】

○川口 私からも総論部分のところで1点だけ質問があります。日証協のルールとして、ガイドラインがあり、詳細が定められているということが、ご報告で分かったのですが、このガイドラインの性格というものはどのように考えればよろしいでしょうか。

すなわち、レジュメでは、日証協の自主規制に、定款のほか、自主規制規則、統一慣習規則、紛争処理規則があり、その後にガイドラインというのが掲げられています。ガイドラインの根拠は定款に求めるということになるのでしょうか。

定款では、第8条で、「本協会は、前条第1項各号に規定する業務を円滑に行うため、自主規制規則、統一慣習規則、紛争処理規則、協会運営規則その他の規則を定めることができる。」と書いてありまして、ガイドラインは規則なのかということをもまず知りたいと思います。

といいますのは、ガイドラインに違反した場合の制裁がどのようなかが問題になります。規則だとすると、これに違反した場合には、「法令、法令に基づく行政官庁の処分又は定款その他の規則」に違反したことになり、処分の対象になりそうです。しかし、規則でないとする処分対象にはならないようにも思います。

○松本　　今のご質問のところは、実はなかなか悩ましいところでして、11 ページを開いていただけますでしょうか。

第5条の3では、先ほど説明した高齢顧客に対する規則を規定しています。規則の条文としては、「協会員は、高齢顧客に有価証券等の勧誘による販売を行う場合には、高齢顧客の定義、販売対象となる有価証券等、説明方法、受注方法等に関する社内規則を定め、適正な投資勧誘に努めなければならない。」とありますので、高齢顧客の取扱いについて、「高齢顧客の定義、販売対象となる有価証券等、説明方法、受注方法等に関する社内規則」を定めていなければ、規則に反するという事は明らかだと思います。しかし、社内規則の定め方がガイドラインに書いてあることと異なる、又は、それより劣るような内容を定めていた場合に、それが規則違反に当たるのかは、協会の中でも議論になっております。「適正な投資勧誘に努めなければならない」に違反するのではないかという考え方もあるのですが、これも努力義務ですので、社内規則の内容がガイドラインより劣っているからといって、努力義務違反と認定するものなかなか難しいところで、正直、ガイドライン違反をどう位置付けるのかというのは難しいところです。基本的には、直ちにそれをもって規則違反になることはないということです。

ただし、前回の日証協の監査のところでも申し上げましたが、日証協の監査は違反行為を摘発するというよりも、指導的な要素が強いので、各社の社内規則で不備と思われる点があれば、まずは指導して、それを是正していただくということに、どちらかといえば重点が置かれていると思います。

#### 【仕組債についての取引開始基準】

○行澤　　先ほど伊藤先生が質問された仕組債について取引開始基準は設けなくてもよいということなのですが、規則の6条1項 11 号があるので、各証券会社において取引開始基準を独自に仕組債についても設けるということはある得る

のでしょうか。

○松本　　取引開始基準については、取引開始基準の対象として「その他各協会員に必要と認められる取引等」という規定がございます。その中で、仕組債について取引開始基準を設けている会社があるかということですが、我々が確認した中で、実際に取引開始基準を定めている会社がございました。

ただし、取引開始基準を定めているからそれで安心かというと、必ずしもそうではないと思っております。仕組債といいましても、EB 債、比較的安定している TOPIX に連動するもの、一時非常に多かったトルコリラやブラジルレアルを参照とするもの——これらはかなりボラティリティも高くリスクが高い——と種々ありますが、取引開始基準となりますと、どうしても一律的な基準になりがちですので、やはり個別の商品のリスクに応じてその都度販売対象を決めていくことが一番望ましい姿かと思っています。

#### 【銀行による紹介事例への対処】

○行澤　　もう1点、31 ページのFINMACの苦情事例ですけれども、その3番目で、銀行からの紹介により購入した顧客からの申し出という苦情があるということです。今までの少なくとも裁判例では、こういった要素は、証券会社と顧客との間の法的規律の中ではなかなか問題とされにくいとか、されない要素だったと思うのですけれども、例えばFINMACでその苦情処理をしていく場合に、事実上どういう基準でこれを解決しているのかなというのをちょっと疑問に思いました。

○松本　　銀行紹介顧客についての対応ですが、基本的には、FINMACの対応としては3つあり、1つは相談として、ご質問に答えるような場合、2つ目は苦情で、顧客からの苦情を当該証券会社や銀行に取り次ぎ、その対応状況を顧客にフィードバックします。銀行への苦情であれば、銀行も日証協の協会員ですので、その苦情を銀行に取り次いで、その解決策等を顧客にフィードバックしま

す。

3つ目に、苦情でも解決しないようなものであれば、あっせんに移行することもございまして、仕組債に関し、銀行が被申立人となってあっせんを実施した例もございます。あっせんは非公開であるため詳細を申し上げることはできませんが、通常のあっせんの場合と同様に、あっせんの申立人と被申立人の主張を踏まえて紛争解決委員が和解案を提案しています。

#### 【仕組債に関する勧誘開始基準について】

○川口　もう仕組債に入っていますので、小出先生、よろしくをお願いします。

○小出　先ほどの伊藤先生のご質問とも少しだけ絡むのかもしれませんが、36 ページから 38 ページにかけての勧誘開始基準ガイドラインについての話です。まず、全体としてお聞きしたいことが、38 ページの勧誘開始基準を満たしていても販売するかどうか慎重な検討が必要なケースがあるということで、勧誘開始基準は満たしていても売ってはいけない場合があるという内容のように読めたのですけれども、勧誘開始基準という基準の中身と、売っていいかどうかという基準というのは具体的に何が違うのかという点をまず教えていただけますでしょうか。

書いてあるとおりなのかもしれませんが、つまり、例えばニーズがあったとしても、あるいはきちんと理解をしていたとしても、売ってはいけない場合があるというふうに読んだのですが、そうだとすると、この売っていい基準というのは何をもちて判断されるのかについて教えていただければと思います。

○松本　まず、勧誘開始基準については、例えば、仕組債全般の勧誘開始基準を定めている会社もありますし、EB 債とそれ以外に分けて勧誘開始基準を定めている会社もございます。ただし、いずれにしても、勧誘開始基準は、一定の商品群に対して定める基準です。

一方、合理的根拠適合性や、その後の重要事項の

説明においては、当該仕組債の販売に適している顧客かどうかということで、勧誘開始基準より絞った顧客が対象となります。勧誘開始基準の方が少し粗いものになり、勧誘開始基準から合理的根拠適合性で絞って、さらに実際に顧客を見て、重要事項の説明においてその顧客に売って良いかを絞っていくようなイメージとご理解いただければと思います。

○小出　そうしますと、それは特定のお客さん、特定の商品について基準そのものが狭まっていくということであり、イメージとしては、38 ページに「一定の投資ニーズがあることだけをもって複雑な仕組債等の販売を行うことのないよう留意」とあるのは、例えばですけれども、高い利回りがあればリスクがあってもいいよという顧客があったとしても、なお特定の商品については売るべきではない状況があるという理解でよろしいのでしょうか。

○松本　そのような理解で結構でございます。

○小出　分かりました。ありがとうございます。この中で少し興味深いなというふうに思うのは、勧誘開始基準の方は、36 ページから 37 ページにあるように、例えば知識ですとか財産状況、それから投資目的のように、顧客の一定の属性に着目して判断されているように思うのです。特に顧客の知識とか投資の目的を顧客自身がどう理解しているのかということを中心に判断されているのだと思うのですけれども、このような基準からさらに狭めて、顧客自身が理解をしていたとしても売ってはいけないものがあるということは、それは要するに、アメリカのブローカー・ディーラーのフィデューシャリー・デューティーじゃないですけれども、やはり売る側には、顧客に対するある種の保護義務みたいなものがあって、どんなに顧客の方がちゃんと自分のことを正確に理解していて、自分の知識や、投資の目的等についてもそれなりに分かっていたとしても、なお売ってはいけない商品があるというのが販売のルールとなっているように見えます。つまり、適合性原

則では、顧客の知識や経験が判断基準で、顧客側が知識や経験があって理解をしていれば、それで売っていいという感じがあったと思うのですけれども、ここでは、それを超えたような、フィデューシャリー・デューティー的な顧客の損失回避義務のようなものが売り手側に課せられているようになっているという、そういう理解と整理でよろしいのでしょうか。

○松本 特に仕組債については、そういった考え方を取り入れていると言って構わないと思います。具体的に、顧客が当該仕組債を販売するのに適しているのかというところまできちんと説明したうえで販売するとなっていますので、ニーズがあって理解していると顧客が言ったとしても、それだけで販売して問題ないとは、直ちにはならないということでございます。

○小出 ありがとうございます。

今の考え方は、個人的には非常に重要な点だと思っています。1週間ぐらい前に何かの記事で見ただけで元の研究をきちんと読んだわけではないのですけれども、最近、「金融教育」が盛んになされるようになって、投資家のリテラシーはどんどん上がっているのだけど、実は投資家はリテラシーが上がれば上がるほどハイリスク志向になるという、そんなような研究を紹介する記事を読んで、投資家自身が知識があって分かっていればいいというものではないのだろうということで、それはそのとおりなのかなというふうに思いました。そう考えていくと、やはり売っていい商品と売ってはいけない商品というのが多分あるということだろうと思うのですが、それはやはり業者の方できちっと選別していくということが重要なのだと思います。最後にこのプロダクトガバナンスの関係でちょっとお聞きしたいのですが、これはもしかしたら各証券会社の方で考えることなのかもしれませんが、後の方に、例えばこういう仕組債については長期的な資産形成には向きませんかとか、そんなようなことを注意したうえで売るようにということが書いてあるのですが、果たしてそうい

う商品って、売っていい顧客っているのでしょうか。

つまり、長期的資産形成に向かない、そして極めてハイリスク、ある意味で射幸性が高い、このような商品を売っていい顧客というのがそもそも想定できないようにも思うのです。そうすると、そもそもそういうものは売ってはいけないというルールでもいいような感じもするのですけれども、このあたりは、どう理解すればよろしいのでしょうか。

○松本 仕組債の販売に適している顧客は、非常に限られていると思っています。

先ほど 55 ページでも説明しましたが、最近公募ものはほとんどなくなっており、特定の顧客に対して、ターゲットディールのような形で、その顧客向けに販売をしているのが実態だと思います。仕組債によってもリスクの程度は異なりますので、例えば株価指数連動債のようにそこまでリスクが高いものでなければ、金融資産の何割までとか、そういったこともガイドラインで示していますので、その範囲で販売をすることが適切、若しくは問題ないという顧客がいるとは思いますが、その数はやはり限られていると思っており、それは販売状況を見ても表れていると考えております。

○小出 おっしゃるとおり、仕組債といってもいろいろなものがあると思いますので、確かに一律に売ってはいけないというのは、ちょっと私も言い過ぎかと思いましたがけれども、ご趣旨は理解をいたしました。ありがとうございます。

#### 【不招請勧誘規制について】

○伊藤 仕組債についてというよりは、全体的な日証協のスタンスを伺うことになるかもしれませんが、スライドの 26 ページの不招請勧誘のルールの導入についてのご説明で、日証協は、デリバティブ取引に限ったルールではあっても、不招請勧誘の一律禁止には反対のスタンスをとられたということでした。なぜそういうスタンスを日証協がとられているのかというところが私は気

になっていまして、それは顧客のことを考えたうえでのものなのかというのが気になる場所なのですね。

一般的に言いますと、なぜ有価証券の不招請勧誘が必要なのか。顧客から見てなぜ不招請勧誘が必要なのか、特に、デリバティブ取引についてなぜ顧客から見てそれが必要があるのかという点について、日証協としてどのような考え方に立っているのかということをお伺いしたいと思います。

○松本 このときの議論は、取引所の取引も含めて、全てのデリバティブ取引について不招請勧誘の対象とすべきかどうかということでした。デリバティブ取引については、ヘッジ機能もあり、それを含めて一律に不招請勧誘を禁止することは、必ずしも投資家のためにはならないというのが当時の考え方だったと思います。

○伊藤 不招請勧誘が投資者にとって必要なのはなぜなのかというところが、私には正直、分からない場所なのですね。日証協としてどのように考えられているのかを、できればもう少し伺えればと思うのですが。

○松本 不招請勧誘をどう考えるのかは、我々も難しいと思っています。例えばネットで勧誘的な表現を掲示するようなことも行われるのですが、恐らくそれは不招請勧誘の対象にはならないので、対面の不招請勧誘だけを規制することがどういった意味を持つのか、若しくはどれだけの意味を持つのかは、ネットでの情報提供とも関係して、課題として認識すべきと我々も考えているところで

○伊藤 ありがとうございます。

○川口 今の点ですけれども、確か、商品先物取引法で、不招請勧誘規制を入れたときに、取引が激減したといったことがありましたね。表立ってはなかなか言いにくいところかもしれませんが、営業に対する影響というの、考慮要素でしょうかね。

○松本 我々も証券会社の意見を踏まえてこのような意見書を提出していますので、その中で営

業面も考慮することはあり得るかと思います。

○川口 もちろん、投資家の観点からの議論が優先されるべきで、伊藤先生のご意見もよく分かります（笑）。

#### 【規制のエンフォースメント】

○行岡 大変貴重なご報告をいただき、ありがとうございました。私からは、仕組債に関する文脈で、とはいいつつも日証協さんの姿勢一般に関わることもかもしれませんが、協会規則のエンフォースメントについて少しお伺いさせていただければと思います。

ご説明いただいた内容から、日証協として、今般仕組債についての規則の整備とガイドラインの策定に尽力してこられ、それによって、協会員の行為規範が相当程度具体化あるいは厳格化されてきたということがよく分かりました。

ただ、日証協さんの協会員に対する処分ないし勧告が、これまで必ずしも積極的に行われてきたわけではないのかなというふうに認識していました、例えば 2023 年、ちばぎん証券ほか3件の仕組債に関する処分がありましたけれども、その際は、6月に関東財務局から処分がなされて、その後9月に日証協さんが処分をしたという経緯だったと理解しています。こういった経緯を外野から見ただけの印象論にすぎないのだけれども、日証協さんの方がやや後追的になっているのかなという印象がないわけではなかったというのが個人的な感想でした。

今般、仕組債に関する規則・ガイドラインを整備されまして、今後のエンフォースメントの在り方についてどのようなお考えなのか、お伺いさせてください。すなわち、日証協として積極的にモニタリング及び違反に対するエンフォースメントを行っていくことを想定しておられるのか、それとも、あくまでルール強化は未然防止の趣旨であって、事後的なエンフォースメントを直ちに強化することまでは意図していないのか。あるいはそもそもその現状認識として、処分・勧告の件数自体は

そんなに多くはないのだけれども、日々の監査・指導等を通じて実は協会員の実務が改善されていると考えればよいのか。大ざっぱな質問になってしまい恐縮ですが、このあたりのご感触ないし評価についてお伺いさせていただければと思います。

○松本　まず、仕組債については、多くをガイドラインに委ねていますので、ガイドライン違反として処分を行うということは少し難しいと思っています。仕組債については、どちらかというところ、処分というよりも、監査やそのほかを通じた指導に重点を置いているところがございます。

実は、日証協だけでなく、金融庁も、日証協のガイドラインに基づいて各社が社内の体制を整備しているのかをかなり詳しく見ておられますので、日証協と金融庁の両方で、エンフォースメントというか、不正の未然防止ということかもしれないのですが、行っているということが実態とっております。

日証協の処分が後追いになっていることについては、そういう面が多いというところは事実でして、ちばぎんの例もそうなのですが、例えば適合性の原則に違反しているとか、そういった微妙な解釈については、日証協だけで事実認定し、法令違反だと判断するというのは、正直、難しい面もあります。

また、これまで監査結果に基づき処分を行ったこともあります。日証協の監査については、強制権がありませんので、そこも限界があり、実際としては、日証協の監査や日頃の中で問題が生じたような場合には、監視委員会とも連携しています。

○行岡　よく分かりました。ありがとうございます。

○梅本　まず、意見ですけれども、仕組債について、先ほど不招請勧誘の話が出ましたが、個人的には、不招請勧誘規制が導入されていた方がよかったかなという気がしないではないです。ネットであれリアルな店舗であれ、証券会社に直接来るような顧客、これについては、適切な説明をそれなりにしていれば、多くの場合は自己責任

ということで割り切っても構わないだろうと思います。ただ、銀行に来るような顧客を証券子会社に回して仕組債を販売するというのは、とんでもないことで非常に問題だと思います。売り方といいますか、銀行の紹介で証券会社が販売するというこのルートが私はとてもマズいのではないかと常々考えております。これは私の意見です。

次に質問です。55 ページに販売状況が出ていますが、正直、私は現在販売されている仕組債は公募ではないと理解していました。以前から私募はあったし、それはそれで問題ないと思うのですけれども、公募で意外と多く販売されているのですね。これはどういうところがどういう商品を販売しているのか、もしご存じであれば、教えていただければと思います。

○松本　現在、仕組債を公募で販売しているのは1社だけでして、その会社は、かなり商品も絞っており、社内管理態勢もきちんと整備したうえで公募を続けていると理解しています。

最初の方のご意見としてお話しいただいた、銀行から送客された顧客に仕組債を売るのは問題であるというご意見については、理解できる場所もあります。顧客からすると、銀行から紹介されたということで、かなり信用しているというところが大きいと思っています。ですので、銀行から紹介された顧客については、より慎重な対応が求められるにもかかわらず、仕組債のようなリスク商品を販売したことは、問題として大きいと思っています。

○梅本　どうもありがとうございます。

#### 【合理的根拠適合性について】

○石田　詳細なご報告、ありがとうございました。私は、40 ページ以下の合理的根拠適合性のところでお聞きしたいと思います。

販売業者としまして合理的根拠適合性を確保するための前提となるのが、もちろん顧客の属性を詳しく知ることとそうだけれども、商品サービスの内容を熟知しておくということも当然前提に

なるかと思われます。それを考えますと、例えば販売業者と組成業者が別会社であって、組成業者から下ろされてきた商品を販売業者が販売窓口として扱う場合に、商品の属性とか個性・特徴などを詳しく調べておかないと、とても顧客には勧められないように思うのです。そういう商品熟知ルールというのは、40 ページでお書きいただいた「商品供給元業者等との連携」、このあたりに表れているという見方でよろしいのかをお聞きしたいところです。よろしくお願いします。

○松本 基本的にはそのとおりでして、今ご指摘いただいた「商品供給元業者等との連携」においてカバーしているところもあります。また、41 ページの「②費用とパフォーマンスの検証」のところで、組成会社から理論価格を入手ということも、販売会社が商品を理解することの一助だと思います。

最近、金融庁でも顧客本位の業務運営原則を改訂し、プロダクトガバナンスに関する原則を新たに作られましたので、ここの部分はより重要になっていると思っています。合理的根拠適合性ガイドラインを改正したときには、今ほどプロダクトガバナンスが世間的には注目されていないといえますか、今ほど言われているようなことはなかったもので、あまりそこのところに焦点を当てたような記載がされていないのは、恐らくご感想のとおりなのかと思っています。

○石田 どうもありがとうございました。

#### 【理論価格の開示について】

○松尾 ご報告、ありがとうございました。

今出ました 41 ページの（２）の「②費用とパフォーマンスの検証」のところで、理論価格を入手して妥当性を検証するということになっているのですが、これ、私、「顧客本位タスクフォース」で理論価格の情報を顧客にも提供すべきでしょうということを申し上げたのですが、やはりそれは難しいので、こういうところに落ち着いたという理解でいいのかというのが 1 点目です。

また、この検証の結果、これは売れないという判断をしたという例があるのか、あるいは少し商品設計を変えたような例があるのか、もしご存じであればご教示ください。よろしく願いいたします。

○松本 まず 1 点目の、理論価格を顧客に伝える点については、金融庁の「顧客本位の業務運営原則」の中で、重要情報シートの提供について記載されています。その重要情報シートについて、仕組債に係る作成の考え方やひな型を日証協で作成しており、そのひな型で、理論価格を重要情報シートに記載することを示していますので、最近では、理論価格も顧客に伝わるようになっていると思います。

2 点目の、これを踏まえて販売をやめた、スプレッドが狭まったという例があるかですが、今回各社がどういう対応をしているか確認してみたいところ、この規制ができた以降、理論価格と販売価格とのスプレッドを縮めた会社があることを確認しています。

○松尾 ありがとうございました。

○松本 ただし、理論価格を顧客に伝えることについては、先生がおっしゃったとおり、証券界としてはかなり慎重な態度でして、理論価格は組成会社が出すものですので、理論価格がなぜこの価格なのかと顧客に聞かれても、証券会社では答えられないということと、証券会社は、自社で理論価格を出しているケースも多いですが、その理論価格と組成会社の理論価格が合わないこともあることから、組成会社が算出した理論価格を顧客に伝えることは、重要情報シートで記載していますが、やはり難しい面があるかと思っています。

○松尾 ありがとうございます。

#### 【顧客の最善の利益】

○高橋 金商法等の改正で、誠実公正義務に顧客等の最善の利益を勘案すべきことが追加されたことを受けて、何か日証協の方で監督の在り方が強化されたりすることはありますでしょうか。

適合性原則だと、適合しない商品は勧誘しないでくださいというように、消極的な義務にとどまりがちだと思うのですが、最善の利益を勘案すべきということになると、より積極的に、当該顧客にとって最善の利益となるであろう商品を提案すべきということにもなるかと思いますので、そのあたり、何か変化はありますでしょうか。

○松本　今のところ最善の利益義務が誠実公正義務に並んで規定されるということで何か新しい規制を設ける、若しくはエンフォースメントを何か変えることを検討していることはありません。今後は、最善の利益義務も考えていかなければいけない一つの要素として明確になりますので、今後はそういうところもきちんと考慮しなければいけないと思っています。ただし、何か具体的な変化につながっているということは、今のところは確認できていません。

○高橋　ありがとうございました。

○川口　ちょうど時間になりましたけれども、よろしゅうございますか。

日本証券業協会が自主規制機関であるということが、あらためてよく分かったのと、他方で、これらの規則について、守る方も結構大変だなという印象も持ちました（笑）。

詳細なご報告をいただき、ありがとうございました。また、皆さんも活発なご議論をいただき、ありがとうございました。

それでは、本日の研究会はこれで終わりにしたいと思います。