

「顧客本位の業務運営」10年の歩み ④プリンシプルベースからルール化へ

「顧客の最善の利益」とは何か 強まるマーケットインの流れ

本シリーズの第2回では、投資信託や外貨建て一時払い保険、仕組み債等の販売姿勢に係る課題を指摘し改善を求める金融庁と一部の金融事業者との間での「いたちごっこ」が、その後の商品横断的かつ組成会社・販売会社をまたぐ「プロダクトガバナンスの強化」や「顧客の最善利益を勘案した誠実公正義務」の導入に向かわせたのではないかと書いた。今回は、この辺りの経緯をひもといてみたい。

過去のモニタリングから見える 共通の課題

過去の金融庁のモニタリング結果を整理してみると、以下のような、想定顧客属性からの逸脱、販売手数料に係る利益相反の可能性、顧客の利益よりも事業者の利益を優先した金融商品の組成・販売など、商品をまたいだ共通の課題が見えてくる。

具体的には、通貨選択型投信や仕組み債のように、デリバティブを内包する複雑で理解することが困難な商品は、一般には当該商品に係る知識・投資経験があり、かつ、リスク許容度もある顧客に限定して販売するようにしていると思われる。しかし、当初想定していた顧客層への販売が一巡してしまうと、例えば仕組み債であれば、私募で数千万円～億円単位で販売していたものを、公募により100万円単位で販売するなど、徐々に一般生活者の退職金等の運用として広く販売してしまい、苦情やトラブルの発生につながったというのはよく聞く話であり、

ここに当初の想定顧客属性からの逸脱の問題が見られる。

ちなみに、想定顧客属性については、2017年3月に「顧客本位の業務運営に関する原則」（以下、「原則」）が策定された際、原則6（顧客にふさわしいサービスの提供）の（注2）に、組成会社による販売対象として想定する顧客属性の特定と、販売会社におけるそれに沿った販売への留意が盛り込まれていた。しかしながら、想定顧客属性の特定が十分なされていないとの指摘¹もあり、21年1月の原則改訂の際、「想定する顧客属性の特定・公表」となった。さらに、原則5（重要な情報の分かりやすい提供）（注1）の重要な情報に「組成会社による想定する顧客属性」が加わり、重要情報シート（個別商品編）を使って顧客宛てに説明がなされることになった経緯がある。

また、仕組み債などコストの開示が不十分な商品においては、高いコストにより顧客がリスクに見合ったリターンを得られていない可能性がある。販売手数料重視の業績評価体系を採用している販売会社においては、手数料の高い商品への販売の偏りなど顧客との間で利益相反の可能性が否めないという問題も考えられる。これら販売会社が受け取る手数料を含む利益相反の可能性の管理については、原則3（利益相反の適切な管理）や原則5に記載され、重要情報シートの記載事項となっている。

さらに、テーマ型投信、ノックイン・ノックアウト型仕組み債、ターゲット型外貨建て一時払い保険などは、顧客が一定の利益を確保したと

1 2020年3月25日金融審議会「市場ワーキング・グループ」（第28回）事務局説明資料

ここで乗り換える回転取引につながりやすい。例えばターゲット型保険における105%や110%のターゲットレベルは、まさにその典型であり、中長期の資産運用に用いられる保険の性格からかけ離れてしまうのではないかと懸念される。こうしたターゲット設定が許容される背景には、販売会社の営業姿勢もさることながら、組成会社である生命保険会社が顧客のニーズ・利益よりも、販売会社のニーズ・利益に合わせた商品設計を行っているのではないかといった、後述するプロダクトガバナンスの課題があると思われる。

公表された 「顧客本位タスクフォース中間報告」

以上のような状況の中、金融審議会に「顧客

本位タスクフォース」(以下「タスクフォース」)が設置され、22年12月に中間報告【図表1】を公表した。このタスクフォースでは、17年3月の原則策定以降の顧客本位の業務運営の進捗を評価した上で、さらに浸透・定着を図るために優先的に取り組むべき課題や具体的な方策について、一部項目のルール化も視野に入れて議論が行われた。

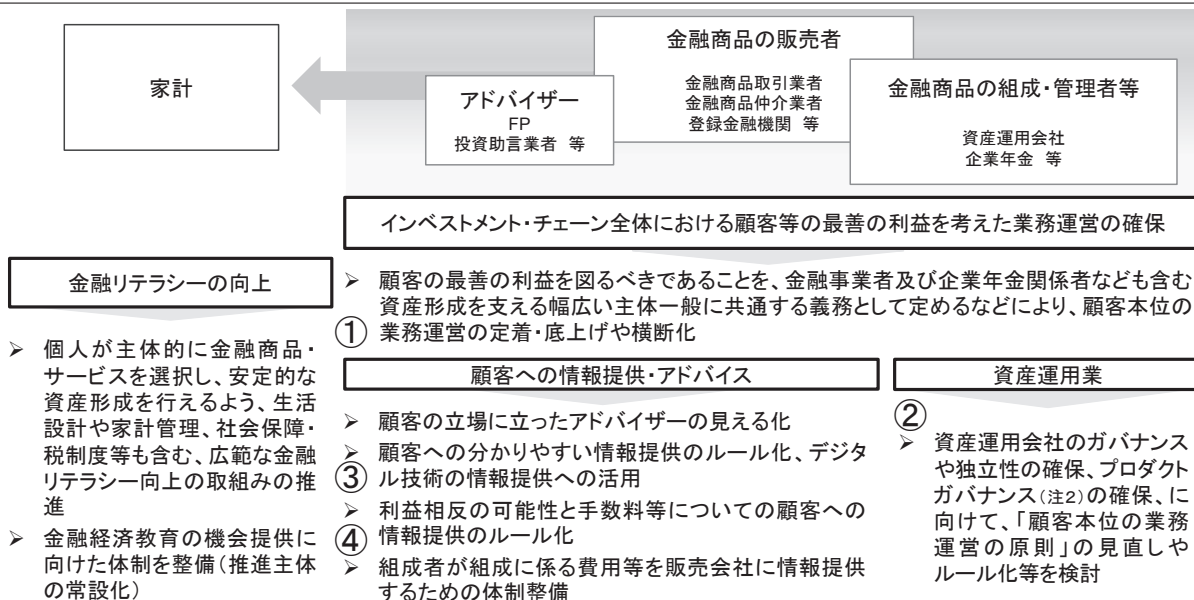
この中間報告では、重要情報シートの活用において一定の進展が見られる一方で、商品組成・選定や説明の在り方、提案方法等に関する課題が引き続き指摘されているほか、「原則」を採択していない、あるいは、方針等を公表していない金融事業者も多く存在しており、取組みは「道半ば」の状況にあると評価された。

そしてこれらの課題に対して、図表1の①顧客の最善の利益を踏まえた誠実公正義務②プロダ

図表1 顧客本位タスクフォース中間報告

金融審議会 市場制度ワーキング・グループ 顧客本位タスクフォース中間報告 概要(2022年12月9日)

- 家計の安定的な資産形成の実現に向けて、インベストメント・チェーン(注1)全体における顧客や最終受益者の最善の利益を考えた業務運営の確保、顧客への情報提供・アドバイスの充実、金融リテラシー向上への取組み等、利用者の利便向上と保護を図るための幅広い施策が必要。政府において「基本的な方針」を策定し、これらの施策を関係者が協力して総合的・計画的に実施。



(注1) 顧客・受益者から投資先企業へ投資がなされ、その価値向上に伴う配当等が家計に還元される一連の流れ。

(注2) 想定する顧客を明確にし、その利益にかなう商品組成とともに、そうした商品が想定した顧客に必要な情報と共に提供されるよう、販売に当たる金融事業者へ必要な情報を提供することや、商品組成・情報提供の在り方について継続的に評価・検証等を行うこと。

(出所) 金融庁資料に筆者にて加筆

クトガバナンスの確保に向けた原則の見直し③顧客への分かりやすい情報提供のルール化④利益相反の可能性と手数料等についての顧客への情報提供のルール化——などが提言された。以下、個々の内容を見ていきたい。

「顧客の最善の利益」を踏まえた誠実公正義務

顧客の最善の利益自体は、もともと原則2（顧客の最善の利益の追求）に掲げられているものだが、中間報告では、原則を採択した金融機関においては一定の進展が認められたものの、資産形成目的の顧客に対して仕組み債を販売して苦情になるなど、顧客のニーズに適さない商品の組成や販売が行われているのではないかなどの課題が指摘された。

欧米では、金融商品の販売に伴って個別の推奨を行う場合等において、自らの利益を顧客の利益に優先させることなく、顧客の最善の利益に従って行動することが求められている。こうした事例を参考に、もともと金融商品取引法にあった誠実公正義務を「金融サービスの提供及び利用環境の整備等に関する法律」（以下、「改正金サ法」、24年11月施行）に移し、顧客等²の最善の利益を勘案しつつ、誠実かつ公正に業務

を遂行することを義務付けた。ここでは企業年金制度等の運営に携わる者も含めて、広く金融事業者一般に共通する義務として定めることで、顧客・最終受益者の最善の利益を図る取り組みを一步踏み込んだとしている。

プロダクトガバナンスにおける想定顧客属性

プロダクトガバナンスについては、その後24年7月にまとめられた「金融審議会市場制度ワーキング・グループ報告書—プロダクトガバナンスの確立等に向けて—³」に基づき、24年9月プロダクトガバナンスを具体化し補充する項目が原則に追加された。

プロダクトガバナンスは組成会社・販売会社間での建設的なコミュニケーションにより、製販全体・金融商品のライフサイクル全体として顧客の最善の利益の実現を目指すものであるが、販売会社サイドから見ると、想定顧客属性を踏まえた販売に係る組成会社との情報連携が中心となる【図表2】。

また、顧客の最善の利益にかなう金融商品の導入・見直しという観点からは、リスク・リターン・コストを比較しての商品選定、販売後には当初の想定通りの商品性であったかの継続的

図表2 プロダクトガバナンスの基本的な考え方

- 家計の安定的な資産形成を図り、「成長と分配の好循環」を実現すべく、製販全体として顧客の最善の利益に適った商品提供等を確保するため、組成会社向けの「補充原則」を「顧客本位の業務運営に関する原則」に追加

基本的な考え方

- 組成会社・販売会社間での建設的なコミュニケーション等により、製販全体・金融商品のライフサイクル全体として顧客の最善の利益を実現
- 投資信託を含む幅広い金融商品について、組成会社による補充原則の受け入れを期待
- 組成会社・販売会社の負担にも配慮し、金融商品の特性（リスク・複雑さ）に応じて対応（プロポーショナルリティ）
- 組成会社・販売会社間の情報連携に係る実効性を確保（フォーマット等の実務面の検討）
- 金融庁において、金融事業者における取組状況をフォローアップし、好事例や課題等を把握・分析



（出所）金融庁24年7月「金融審議会 市場制度ワーキング・グループ報告書 概要—プロダクトガバナンスの確立等に向けて—」

2 年金の受益者も含むため、改正金サ法では「顧客等」となっている。

3 プロダクトガバナンスは「顧客の最善の利益にかなった商品提供等を確保するためのガバナンス」と定義された。

なモニタリング、必要に応じた見直しなど、PDCA（計画・実行・評価・改善）のサイクルを回していくことを金融庁においては重視している。

ちなみに、EUでは、14年に採択、18年に施行された第二次金融商品市場指令（MiFID II）において、顧客に適合した金融商品の提供を確保する観点から、資産運用会社と販売会社の相互連携により、金融商品の適合性を検証する仕

組みが導入されている【図表3】。

顧客への分かりやすい 情報提供のルール化

原則5にも関連するが、中間報告では、情報提供に際しては、「デジタルツールを効果的に活用し、充実した情報が分かりやすく顧客に対して提供されるよう工夫していくことが、顧客本位の

図表3 EU・MiFID IIにおけるプロダクトガバナンス規制の概要

- ・EUでは、第2次金融商品市場指令（MiFID II）において、資産運用会社（商品組成者）と販売会社の相互連携により、顧客に適合した金融商品の提供を確保するための仕組み（プロダクトガバナンス規制）が導入されている。
- ・資産運用会社には、金融商品の組成において、販売対象とする顧客層を特定し、販売後も当該商品が販売対象として特定された投資家層に適合するかを定期的に検証（定期レビュー）するため、販売会社をモニタリングすることなどが求められている。資産運用会社の取締役会が、こうしたプロダクトガバナンスのプロセスを監督する責務を負う。
- ・販売会社にも、取締役会の監督の下、金融商品が対象とされた投資家層に適合しているか否かを販売時及び販売後定期的に検証するとともに、資産運用会社に対し、定期レビューに必要となる情報を提供すること等が求められている。

資産運用会社（商品組成者）の主な義務		販売会社の主な義務	
＜コンプライアンス部門がモニタリングし、取締役会が監督＞		＜コンプライアンス部門がモニタリングし、取締役会が監督＞	
商品組成・販売におけるガバナンス	事前対応	事前対応	
	①商品に適合した潜在的な市場を、顧客の類型、知識と経験、資産状況、リスク許容度、目的とニーズの観点から、特定（商品に適合しない投資家層も特定）	資産運用会社から得た情報をもとに、ニーズ、特性、目的の面で商品に適合した実際の投資家層を特定（適合しない投資家層がないかも特定）し、それに合わせた販売戦略を立案。	
	②商品を組成することで投資家の不利益となるような利益相反が生じないかを分析		
	③商品が市場に対して悪影響を与えることがないかを検討		
	④市場環境が悪化した場合等のシナリオ分析を実施		
	⑤対象となる投資家のニーズ、目的、特徴との関係で、商品の費用体系やその開示が適切かを検討		
	定期レビュー	定期レビュー	
	販売会社から得た情報をもとに、組成した商品が対象となる市場のニーズ、特性、目的に沿うかを定期的に検証	推奨・販売した商品が対象となる市場のニーズ、特性、目的に沿うかを定期的に検証	
	→当初想定していなかった事象が発生した場合には、販売会社へ関連情報の提供、商品の承認プロセスの変更、商品の追加発行の停止、商品の不公平な条件の見直し、販売チャネルの見直し、販売プロセスに関する販売会社との協議、販売会社との関係解消、当局報告を検討	→当初想定していなかった事象により、商品が対象となる市場に適しなくなった場合は、対象となる市場の再考等を実施	
資産運用会社と販売会社間の情報連携	商品に関する情報（適切な販売チャネルの情報、商品承認プロセス、対象となる市場の分析結果を含む）を販売会社に提供	資産運用会社での定期レビューに必要となる情報を、資産運用会社に提供	

（出所）金融庁20年6月「資産運用業高度化プロGRESSレポート2020」

4 顧客が支払う費用のうち販売会社が組成会社から受け取る手数料の割合及びその対価として顧客に提供するサービスの内容、販売会社と組成会社との関係（資本関係等）、特定の商品を販売した営業職員に対する業績評価上の評価に及ぼす影響等。

業務運営の実現の観点からも重要である」とされ、こうした認識の下、内閣府令で規定されている、いわゆる実質的説明義務を法律上規定すべきとの提言がなされた。これを受け、金商法が改正（25年4月1日施行）されており、従来書面交付が基本で、顧客が承諾すればデジタルで提供しても良いとされていたものを、情報提供することを義務化して、その手段は書面とデジタルのどちらでも可能とするような見直しが行われた。

利益相反の可能性と手数料等 情報提供のルール化

これは、プリンシプルベースでの対応として、原則の3と5により、利益相反の可能性についての把握とその適切な管理が、また、その可能性がある場合の情報提供は重要情報シートに具体的な内容⁴を記載して行うことが求められている。だが、中間報告では、特に仕組み債やファンドラップにおいて重要情報シートの導入が進んでいない、仮に導入していても、書かれている内容が定型的で分かりにくいなどの指摘に加え、そもそも原則を採択していない金融事業者も多いと指摘され、ルール化が提言された。金融商品取引業等に関する内閣府令が改正（25年12月1日施行予定）され、投信、仕組み債、ラップ商品（投資一任契約）について、上記重要情報シートで記載が求められている項目の情報提供がルール化された。

金融商品販売はどう変わる

原則を採択している金融事業者においては、今回のルール化は既に原則に含まれている事項が中心であり、極端な場合には行政処分の対象とはなり得るものの、基本的には現状の顧客本位の業務運営の取組みを進めていくことが大事

かと思われる。しかしながら、特に、顧客の最善の利益を踏まえた金融商品販売と言われても何をすべきか分かりにくいという声も聞かれ、以下、私見を述べたい。

今回義務化された「顧客の最善の利益」とは何か。これに対して、金融庁は明確な定義を示しておらず、各金融事業者において考えるように求めている。ただ、ヒントとなり得るような記述を探すと、金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針⁵では、「必ずしも短期的・形式的な意味での利益に限らない『顧客の最善の利益』」とあり、また、パブリックコメントに対する金融庁の考え方⁶を見ると、「『顧客等の最善の利益』は顧客1人ひとりによって、また、同一の顧客であっても当該顧客の置かれた状況等により異なり得るもの」とある。

これを私なりにかみ砕くと、例えば、一般生活を想定した場合、目先の利益を過度に期待させるようなセールストークで顧客に何を売ろうか・買ってもらおうか、といった商品起点での発想（プロダクトアウト）からの転換を余儀なくされると思われる。資産形成・資産運用ニーズに対して、顧客起点（マーケットイン）で、中長期的に顧客が安心して資産運用を続けられるような伴走型のアドバイスとその実現手段としての金融商品・サービスの提案が、最善の利益の実現に最も近いと思われ、こうした流れはますます強くなると思われる。21年1月の原則改訂の際、原則6（注1）に加えられた、「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」や「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」がまさにこれではないかと思われる。

（日本資産運用基盤 主任研究員 長澤敏夫）

5 主要行等や中小・地域金融機関向け監督指針も同様。

6 金融庁2024年10月30日「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」項番2