

# 最近の欧米における金融商品販売規制改革

森本 学

## 1 はじめに

現在、欧米で金融商品販売規制の全般的な見直しが行われている。

その直接のきっかけは、金融機関の不適切な説明・勧誘、利益相反等による金融消費者被害事案<sup>(1)</sup>が、近年欧米で多数発生したことである。そのため、一部の規制の見直しは、リーマン・ショック前から進められていた。しかし、現在進行中の全般的な金融商品の販売規制改革は、やはりリーマン・ショック後の国際的な金融規制強化の文脈の中で理解する必要がある。

本稿ではそうした観点から、リーマン・ショック後、消費者向け金融サービスのプラクティスを改善するため、従来の金融規制を消費者利益尊重の観点から見直す動きが、国際的な規制改革として進行しつつある状況を概観することとしたい。

## 2 国際的な検討

### (1) G20における合意

まず、二〇一〇年一月のG20ソウル・サミットの首脳宣言において、「金融消費者保護の向上」<sup>(1)</sup>が合意された。同宣言では、「情報開示・透明性・教育を含めたインフォームド・チョイス、詐欺・濫用及び過失からの保

(1)

護、償還請求及び権利擁護を通じて金融消費者保護を促進」することが表明された。

さらにG20は、この事項に関する研究・報告をOECDに依頼した。これを受けてOECDは、二〇一一年一〇月に「金融消費者保護に関するハイレベル原則」(G20 High-Level Principles on Financial Consumer Protection)を作成し、同原則はG20カンヌ・サミット(二〇一一年一月)において承認された。

その後、G20サンクトペテルブルク・サミット(二〇一三年九月)において、「同原則の適用に関する報告書」(Effective approaches to support the implementation of High-level Principles)を含むOECDの作業が承認された。

## (2) OECDの「金融消費者保護に関するハイレベル原則」

OECDのハイレベル原則は広範な内容を含んでいるが、金融機関が金融商品を販売する際の規制については、主に「6. 金融サービス提供者の責任ある業務活動」において示されている。

### ① 顧客の最善の利益

ここでは、まず「金融サービス提供者は、目的として、顧客の最善の利益 (the best interest of their customers) を図らなければならない、また、金融消費者保護を維持する責務を有する」と宣言されている(ここで言う金融サービスには、証券だけでなく、保険・年金、仕組み預金なども含まれる)。

この点について、適用に関する報告書では「監督当局は、日常的に検査、監督により、金融サービス提供者の顧客待遇に関する文化や順法性を監督上の指針、コード、内部管理等に照らしてモニタリングする」ものとされている。金融機関の順法性のみならず企業文化も検査、監督の対象と考えられている。

さらに、適用に関する報告書で参考として示されている「先進的手法」には、「監督当局は、リスク又は複雑な特定の金融商品の販売への介入（禁止又は限度の設定等）<sup>(3)</sup>を行える権限を持つ」という選択肢が挙げられている。

## ② 利益相反

ハイレベル原則では、顧客との間で「利益相反の可能性が生じた場合には、金融サービス提供者は当該利益相反を避けるように努めなければならない」、それが避けられないときには、適切な開示及び内部体制の構築を行うか、契約を回避しなければならない」と定めている。

ここで言う金融商品販売の際の利益相反とは、金融商品発行者との系列関係や手数料の受取りなどを念頭に置いている。それは適用に関する報告書で「利益相反の開示には、金融商品の発行者又は提供者との関係、例えば、限られた数の提供者の金融商品しか考慮されていないか、などが含まれる。また、開示情報には、金融商品の発行者又は提供者から仲介者に対して支払われる如何なる手数料又は報酬も含まれる<sup>(4)</sup>」としていることから分かる。

さらに先進的手法では、「利益相反の開示は全てのケースにおいて必ずしも十分な解決とならないことから、特定の金融商品、サービスの販売に関しては、法律又は監督当局により手数料又はインセンティブの支払いを禁止する」と例示し、開示に留まらず利益相反回避義務の強行規定化（？）<sup>(5)</sup>を選択肢として挙げている。

## ③ 職員の報奨（remuneration）体系

ハイレベル原則では、「職員の報奨体系は、責任ある業務活動、顧客の公正な取り扱い及び利益相反の回避を促すように設計されなければならない。報奨体系は、例えば利益相反が管理又は回避できない場合など、必要に

応じ顧客に開示されるべきである」と定めている。

適用に関する報告書では、「監督当局は、必要に応じ、顧客の最善の利益に沿わない報奨体系やインセンティブを禁止する。また、利益相反のリスクを最小化するような報奨体系を提示 (prescribe) する」、「営業職員に適用される報奨体系を含む会社の Policy は、顧客に開示される」、「営業職員は、販売成績だけで評価されてはならず、顧客満足や金融商品保有期間、順法性なども含めて評価されなければならない」、「監督当局は、規則やガイダンスの導入により、金融サービス提供者の報奨 Policy が消費者利益に配慮したものとなることを確保する。例えば、報奨 Policy は、顧客の利益やニーズに明確な考慮を払うことなく、限定された種類の金融商品を販売することにインセンティブを与えるものであってはならない」などとされており、職員のインセンティブ体系への当局の介入や見える化が示唆されている。

### 3 EUにおける検討 (MiFID II)

#### (1) 趣旨及び経緯

近年、個人投資家が金融商品の不正販売等により損害を被る事案が後を絶たず、また、技術革新等により金融商品が複雑になる傾向<sup>(5)</sup>がある中で、最新かつハイレベルな投資家保護の重要性が改めて認識されたことから、MiFID II の柱の一つとして「投資家保護の強化」が掲げられた。

MiFID II は、二〇一四年五月欧州連合理事会で可決され、六月に公布された。施行は一年間延期された上で、二〇一八年一月から実施されている。

(2) MiFID IIの内容

① 一般原則及び投資家への情報提供(二四条)

MiFID IIの投資家保護確保のための規程では、まず、「投資業者は、投資サービスを提供する際、顧客の最善の利益に従って、誠実かつ公平に、そしてプロとして行為しなければならない」と宣言されている。

次に、投資サービスを提供する際の自らの立場について明らかにすることを求めており、「投資業者は、投資助言を提供する前に以下の情報を提供しなければならない。

i. 当該助言が、独立した立場で提供されるか否か。

ii. 当該助言が、様々な種類の金融商品の幅広い分析に基づくものか、より限定された分析に基づくものか。特に、当該金融商品の範囲が投資業者と密接な関係を有する者により発行又は提供されたものに限定されているか否か。

iii. 顧客に推奨した金融商品の適合性を定期的に審査した結果を顧客に提供するか否か。」と定めている。ここで投資助言を独立した立場で提供するとした場合、次のような規範に従わなければならない。

「(a) 多様性に富み、十分な選択範囲の金融商品を審査し、当該金融商品の範囲は、投資業者と密接な関係を有する者の発行又は提供するものに限定しない

(b) 第三者からの報酬、手数料又は金銭的若しくは非金銭的利益は受け取らない」

また、職員のインセンティブについても、「投資業者は、顧客の最善の利益のために行為するという義務と矛盾する方法で職員の業績に対して報酬又は評価を与えないこと。特に、顧客のニーズにさらに適合する他の金融商品を提供できるにもかかわらず、特定の金融商品をリテール顧客に推奨するために、報酬、販売目標又はイン

センチティブを与えてはならない」と定めている。

② 適合性報告書（二二五条）

① iiiの報告書（適合性報告書）には、「当該投資がリテール顧客の嗜好、目的及びその他の特性をどのように満たしているかについての最新の説明を記載しなければならない」と定めている（原則として事前交付であり、金融機関の負担がかなり重くなるのではないかとも言われている）。

③ 利益相反（二三三条）

利益相反についても防止義務と開示義務が以下のように定められている。

「投資業者は、顧客との間の利益相反を識別し、それを防止又は管理するためのあらゆる適切な対応を取らなければならない」

「上記の措置が、相当な確信をもって顧客利益を損なわないと保証できない場合、投資業者は、顧客に対し、利益相反の一般的性質、原因、当該リスクを軽減するために講じる措置を明確に開示しなければならない」

④ 金融商品組成者の義務（二二四条）

投資業者（金融商品の販売業者）のみならず、金融商品の組成者にも顧客の最善の利益を実現するための義務を課しており、「金融商品を組成する投資業者は、当該金融商品がターゲットとする識別された最終顧客のニーズに合うように設計されていること、その販売戦略がターゲットとする市場に適合していること及び確実に当該市場で販売されることを担保するための合理的な対策をとらなければならない」と定めている。

⑤ プロダクト介入権（M i F I R 四〇条、四二二条）

O E C D ハイレベル原則の先進的手法で示唆されていた介入権が、次のように定められている。

「ESMA<sup>(6)</sup>及び各国当局は、重大な投資家保護上の懸念、金融市場の機能・健全性又は金融システムの安定性の阻害に対処する必要があるときは、特定の金融商品又は特定の特性をもつ金融商品の販売・流通・マーケティングを禁止することができる」

#### 4 米国における検討状況

(1) IRA (個人退職勘定) に関する受託者責任規則

##### ① オバマ大統領の指示

二〇一五年二月、大統領経済諮問委員会 (CEA) は、「IRA について、証券会社による顧客利益を優先しない投資アドバイスのために年一% (年間一七〇億ドル) の利益が失われている」旨のレポート<sup>(7)</sup>を発表した。

これを受けてオバマ大統領は、IRA を扱う証券会社に対して、「顧客の利益を優先する受託者義務を課すよう」労働省 (DOL) に新しい規則の制定を求めた<sup>(8)</sup>。

##### ② 労働省による規則制定

二〇一六年四月、労働省はERISA法に基づく「IRA に関する受託者責任規則」の最終版を公表した<sup>(9)</sup>。同規則の骨子は、以下の通りである。

・金融機関は、IRA 加入者に投資アドバイスを提供する場合、原則として顧客と「最大利益契約 (Best Interest Contract)」を締結する必要がある。

・同契約では、金融機関はフィデューシヤリーであることが明示され、「公正な行為基準 (Impartial Conduct Standard)」に従うことが明記される。

・「公正な行為基準」とは、顧客の最大の利益となる投資アドバイスをすること、販売手数料等の報酬が合理的な範囲内であること、取引、報酬、利益相反等の開示がミスリーディングでないこと等が要件となっている。

・金融機関は、書面により顧客に対して、最善の利益基準、重大な利益相反の説明等を開示する。

・金融機関は、公正な行為基準が遵守されるよう手続きや業績評価等の社内体制を構築しなければならない。

（\*取引に左右されない手数料（資産残高の一定率又は定額など）により投資アドバイスを提供する場合は、最大利益契約は不要である（「レベルファイ・フィデューシヤリー」と呼ばれる）

③ 新規則の適用開始

二〇一七年二月、トランプ新大統領は本問題に関し覚書（大統領令の一種）を發出し、「新規則の副作用について調査し、副作用を把握するか、新規則が投資家の自己決定権を侵害していると判断される場合は、同規則の改廃を検討すること」を労働省に求めた。

二〇一七年五月、アスコタ労働長官は、新規則を六月九日から適用を開始すると決定した。<sup>(10)</sup>ただし適用は段階的に行うこととし、公正な行為基準は適用するものの開示、体制整備などについては一二月末まで猶予し、その間は金融機関が努力している限り原則として違反処分は行わないとした。その後、この猶予期間はさらに二〇一九年六月末まで延長された。

同長官は「現行の規則のままでは大統領が目指す金融規制緩和にそぐわない」とし、猶予期間中に調査及び必要な修正提案を行うと述べた。さらに「投資アドバイスに関する規制枠組みを策定するよう」SECに対して協力を呼びかけた。



(2) SECの受託者責任に関する検討

① ドッドフランク法による授權とその後の検討

一九九〇年代以降、米国における証券会社のビジネスモデルが、残高ファイヤー中心の資産管理型営業に移行するにつれ、証券会社にも投資アドバイザーと同等の受託者責任を課すべきではないか、という議論が強まった。

ドッドフランク法(二〇一〇年七月成立)において、金融サービスを利用する顧客の保護を充実するため、SECに対し「証券会社に顧客に対する受託者責任(投資アドバイスを提供するときに「顧客の最大の利益」を図る責任)を課す権限」を賦与した。

これを受けてSECは、二〇一一年一月、「投資アドバイザーと証券会社についての調査報告書」を発表し、その中で「一般の投資家は、証券会社と投資アドバイザーに適用される規制の違いを理解していない」「証券会社に投資アドバイザーと同等の受託者責任を課すべきである」とした。

二〇一三年三月、この問題のコスト・ベネフィット分析を行うために必要な「データ・情報リクエスト」を公表した。

② 検討の難航

しかし、その後のSECの検討は、一般には停滞又は難航したと言われている。その原因としては、証券業界の反対・ロビーイングもあるが、直接的にはSEC委員間の意見対立が大きいたことが挙げられていた。

即ち、規制賛成派の委員は、「顧客の利益よりも証券ブローカーの利益が優先されるとき、投資家が被害を受ける危険性が高まる。業者の種類を問わず投資アドバイスをするときには、顧客の最大の利益が目指されるべきだ」と述べた一方、慎重派の委員は、「証券会社と投資アドバイザーは、一九四〇年以来全く異なる法律及び規

制体系の下にあったことに留意すべきである」と述べていた。<sup>(11)</sup>

### ③ 新たな検討の開始

前述の労働省による新規則の適用開始及びSECに対する協力の呼びかけを受けて、SECのクレイトン新委員長（五月就任）は、二〇一七年六月にSECが新たな統一的受託者責任基準を策定することの是非について意見募集を開始した。

SECが統一基準を策定すれば、証券会社のすべての顧客口座が同一の規制、同一の当局の監督に服することとなり複雑性を排除できるとして、証券業界にも支持する声が広がっている。また、規制の効率化という意味でトランプ大統領の金融規制緩和の方針に合致するとの見方もある。

こうした期待を受けて、SECは「統一ルールの策定に優先課題として取り組む」旨表明している。SECは、労働省のIRA規制の猶予期間中（二〇一九年六月末まで）に本問題に精力的に取り組むものと見られる。内容的には、IRA規制をさらに緩和する方向で検討するものと思われるが、受託者責任への賛成派、反対派双方の納得を得るのは相当困難であると言われている。また、労働省による規則の見直しも並行して進められ、両者の検討が今後どう調整されるかも不明である。

### (3) 受託者責任規制に対する業界の反応

#### ① 証券会社の対応

現時点では規則が最終的にどのような姿になるか必ずしも明らかではないが、メリルリンチ、モルガン・スタンレーなど証券会社各社は、「顧客の最善の利益追求」を求められることは避けられないと見て営業改革に乗り

出している。

具体的には、「レベルファイ・フィデューシャリー」を満たす残高ファイ型サービスに営業の主力をシフトしている。ただし、コミッション型サービスを一気に廃止することは困難であるため、同サービスは限定的に提供（顧客が要望する場合、提供商品を限定など）するといった対応をとっている。

## ② 新たな投信のシェアクラスの開発

資産運用業界においては、規制環境の変化に対応するため、新たなシェアクラスの投信の開発が進められている。

レベルファイ・フィデューシャリーに対応するものとしてクリーン・シェア（F3シェア・販売手数料も代行手数料も無いタイプ）が開発され、設定する運用会社が増加している。

一方、コミッション型サービスの継続に対応し、利益相反を軽減する商品としてTシェア（Transitional Share）が開発された。Tシェアは、資産クラスを問わず販売手数料一・五％、代行手数料〇・二五％に統一されており、手数料の高い商品を勧めるバイアスを回避している<sup>(11)</sup>。

また、手数料の水準を抑えているため、Tシェアによりコミッション型サービスを提供すれば、証券会社は労働省規則の定める「合理的範囲内の報酬」の要件を満たせるものと考えられている。

## 5 英国における改革の実践とその教訓

### (1) リテール金融商品販売改革（Retail Distribution Review）

英国では、リテール顧客は投資アドバイザー（独立アドバイザー（IFA））及び金融機関所属アドバイザー）

の商品推奨を受けて投資商品を購入していたが、投資アドバイザーは商品プロバイダー（運用会社、保険会社など）から受け取る販売手数料を専ら収入源としていたため、商品推奨が販売手数料の多寡に影響される傾向（コミッション・バイアス）が存在すると言われていた。

二〇〇六年六月、FSAのターナー長官はそうした弊害を排除するための改革に着手することを表明した。その後、二〇一〇年九月の最終規則案の公表を経て、二〇一二年一二月末から「リテール金融商品販売改革（RDR）」は実施された。その主な内容は、以下の通りである。

- ・投資アドバイザーの資格水準の引き上げ（専門性、研修等の要件の厳格化）

- ・独立アドバイスカ限定アドバイスカの区別の明示

独立アドバイスカの場合は、（a）包括的で公正な分析に基づき、（b）偏らず限定されない、商品推奨を行うことが求められる。限定アドバイスカの場合は、手数料が低くシンプルな金融商品を一定の手順により説明すること（基本アドバイスカ）が求められる。

- ・投資アドバイザーの商品プロバイダーからの販売手数料（コミッション）の受け取り禁止（基本アドバイスカを除く）

## （2）RDR実施後の状況

アドバイザーの主力であるIFAは、収入源を販売手数料からアドバイザー・フィーに移行した（これによりコミッション・バイアスは解消した）。投信の商品性については、クリーン・シェアの導入が進んでいる。

販売チャンネルについては、プラットフォーム（投信の相乗り直販システムで口座も開設できるもの）の優位

性が高まっている。

一方で、投資アドバイザーの要件厳格化もありアドバイザー・フィーは上昇した。小口投資家は、フィーが割高になる又は投資アドバイザーの採算に合わないため、投資アドバイザーのサービスは、富裕層向けにシフトしたと言われている。この結果、投資アドバイスを受けられない小口投資家が増加（「アドバイス・ギャップ」）し、その解消が課題となっている。

### (3) RDRの見直し

二〇一六年三月、英国財務省及びFCAは「金融アドバイス市場の見直し（Financial Advice Market Review）」というレポートを公表した。これは、RDR後の金融アドバイス市場が消費者にとってうまく機能していないのではないかと、という懸念に対応して実施されたものである。

レポートでは、投資アドバイザー数の減少やアドバイス・ギャップの存在という現状を認めた上で、手ごろな料金で（affordable）、利用しやすい（accessible）投資アドバイスが実現するために、以下のような対策を提言した。

#### ・手ごろな料金（Affordability）

投資アドバイスの定義の明確化（より狭いMiFID IIの定義の採用など）、投資アドバイザーの資格要件の柔軟化、適合性報告書に係る負担軽減など

#### ・利用しやすい（Accessibility）

職場を通じたサービスの提供、雇用者による支援に対する税控除の引上げなど

・法的責任

金融サービス補償機構（FSCS）の賦課金の見直し、金融オンブズマン（FOS）の運営の見直しなど（IFAの負担軽減を図ったものである）

本レポートの提言は、多岐にわたっているものの抜本策には乏しく、この提言に基づく取り組みによりアドバイス・ギャップ等が解消するかどうか定かではないと見られている。

## 6 わが国へのインプリケーション

現在、欧米において規則化が進行している金融商品販売業の「受託者責任」は、従来から存在する資産運用業の受託者責任などとは別種の新しい概念であることにまず留意する必要がある。資産運用業では、一定の金銭の預託を受け裁量的に運用する等の具体的委託関係が当事者間であるのに対して、金融商品の推奨ではそうした委託関係は通常存在しない。両者の金融規制についても、当然こうした顧客との取引形態の違いが反映されることになる。

欧米の新しい規則は、MiFID IIが二〇一八年一月実施であり、米国では未だ策定途上にある。いち早く実施した英国では、アドバイス・ギャップなどの課題が浮き彫りになっている。これらが、リーマン・ショック後の全般的な金融規制強化の流れの中で検討された規制であることに鑑みると、わが国としては、それら新規制がどのように定着するのか冷静に見極める必要がある。況や、彼我の証券会社のビジネスモデルの違いなどに顧みると、欧米の新規制をそのままわが国に当てはめるような議論は早計である。

他方、上述の欧米の規制改革の動向からは、「顧客の最善の利益を図る」<sup>13</sup>ことが従来に増して行為規範として求

められていることを汲み取ることができ。顧客の最善の利益が、単なる最終目標やお題目ではなく、それを達成するための具体的手段や体制を備えていることが求められている。そうした観点からは、欧米の規制改革の際に議論された次のような手法やアプローチが参考になるであろう。

- ・利益相反の回避又は開示
- ・顧客の最善の利益に沿った職員のインセンティブ体系
- ・手数料のアンバンドリング<sup>(14)</sup>
- ・合理的範囲内の報酬

現在、わが国においては、各証券会社が「顧客本位の業務運営に関する原則」の定着に向けて取り組む中で、将来のリテール向け金融商品販売のビジネスモデルを模索しているものと思われる。そうした際には、欧米における同分野の規制改革が大局的にどの様な方向に向かい、何が金融商品販売のフェアなプラクティスとして定着しようとしているのか理解しておくことも有益であろう。

注

(1) ① JPモルガン・チェースは、住宅ローン担保証券を投資家に販売する際に不適正な情報開示があった件で、二〇一三年一月、米司法当局と二三〇億ドルの和解金を支払うことを合意した。

② 英国の大手銀行は、二〇一一年に高等裁判所で敗訴したことにより、個人ローンの返済保険販売時の説明が不十分だった件で、総額一三四億ポンド（FCAによる推定）の補償金支払いを余儀なくされている。

(2) 監督体制も金融消費者保護の観点からの見直しが進んでおり、①米国では二〇一一年七月、FRBの下に消費者金融

- 保護局（CFPB）が発足した。②英国では二〇一三年四月にFSAが廃止され、その機能のうち消費者保護、市場規制を担当する金融行為監督機構（FCA）が設立された。
- (3) EUでは、MiFIRにおいて、この手法を「プロダクト介入権」として制度化している(3)(2)(5参照)。
- (4) JPMorganは、顧客にグループの投資商品を優先して推奨していたが、その際当該商品の運用で投資信託、ヘッジファンドから手数料を受け取っていたことを開示しなかった(利益相反をめぐる情報開示不備)件で、SECと三億ドルの和解金支払いで合意した(二〇一五年二月)。
- (5) 複雑な金融商品の販売については、その顧客保護を促進するためIOSCOにより「複雑な金融商品の販売に関する適合性要件」(Suitability Requirement with respect to the Distribution of Complex Financial Products)が取り纏められた(二〇一三年一月)。
- (6) ESMAの介入権は、各国当局が権限行使するまでの間の暫定的な措置である。
- (7) "The Effects of Conflicted Investment Advice on Retirement Savings" (二〇一五年二月三日)
- (8) 同大統領は、ドッド・フランクリン法に基づくSECの受託者責任(後述)の検討が進まないことに業を煮やして、IRAに関する規則制定を労働省に求めたと言われている。
- (9) 証券業界団体(SIFMA)は、SECの検討を待つべきだったとして反対の立場を維持した。ただし、最終版は前年四月の当初案に比べると相当程度緩和が図られており、証券業界にとって受け入れやすいものになったと見られている。
- (10) 一般には予想外の決定と受け止められた。即ち、適用開始は既に一度延期されており、大統領覚書を受けた再検討のため、再延期されるものと予想されていた。しかし、再延期にはバブコメ等が必要であり、四月下旬に就任した新長



官には時間的余裕がなかったため適用開始せざるを得なかったと言われている。

(11) 賛成派と慎重派の対立は、コモンロー上のカビエット・エムプター原則（「買主をして注意せしめよ」を尊重するかどうかといった法・経済思想上の違いに根ざしたものとも言われている。

(12) 乗り換えによって投信の販売手数料を増加させるインセンティブを抑制するためには、別途の方策が必要である。

(13) 金商法の誠実公平義務（三六条一項）は、IOSCOの行為規範原則（一九九〇年）が「顧客の最善の利益および市場の健全性」を図るべく誠実かつ公正に行動するべき（第一原則）とされたことを踏まえて規定された。

(14) コミッションの受取り禁止に対応したクリーン・シエアにおいても、投資家に管理費用等の各種負担は求めるのであり、その徴収が各費用毎に為される（透明化）ところが、従来の方法との違いである。

（もりもと まなぶ・日本証券業協会副会長）