

IOSCO テーマレビュー「複雑な金融商品の販売に関する適合性要件」の紹介

令和元年 11 月 26 日

佐志田晶夫

（公益財団法人日本証券経済研究所）

IOSCO テーマレビュー「複雑な金融商品の販売に関する適合性要件」の紹介

要約

本稿では、IOSCO(証券監督者国際機構)による“複雑な金融商品の販売に関する適合性要件”についてのテーマレビューを紹介する。2013年にIOSCOは、①顧客分類、②顧客分類によらない一般的義務、③情報開示要件、④非助言サービスに係る顧客保護、⑤、⑥助言サービスに係る適合性の観点からの顧客保護(原則5と原則6)、⑦コンプライアンス(法令等遵守)機能並びに適合性に係る内部方針及び手続き、⑧インセンティブ、⑨法令等の執行、の9原則を定めた。本テーマレビューは、IOSCOのメンバーによる原則の実施状況をまとめたものである。

各法域の評価は、提出書類と自己評価を基にしてメンバー法域からの参加者とIOSCOの事務局で構成されたレビューチームによって行われた。レビューの目的は、IOSCOメンバーの適合性要件の実施状況を理解することであり、28法域から27の回答が得られた(カナダの2州の当局は共同回答)。複雑な金融商品の不適切な販売は、投資家の信頼を損ない、投資家保護、公平かつ効率的な市場の確保、システムリスク防止などに影響する。

評価は“技術中立”で行われたが、フィンテック利用の進展を指摘し影響に言及した回答があった。このため、デジタル/自動化投資助言に関連しては、投資家のプロファイル確認プロセスの適否の検討、自発的なオンライントレーディングプラットフォームでは、リスクの高い商品での利用制限といった規制対応も行われている。

全9原則を“完全に整合的”に実施との評価は5法域、過半数が“概ね原則と整合的”に実施との評価。原則1(顧客分類)が完全に整合的ではないと評価された法域が多かったが、顧客分類と金融商品のリスク・複雑さを結び付けた対応が十分でないと評価されたため。

原則2(一般的義務)は、市場仲介者の顧客に対する行為の全般的な義務を扱う。23法域が“完全に整合的”と評価され、過半数の法域には、誠実、公平かつ専門性を持って行動し、利益相反を特定し軽減及び管理する義務を確立した原則、または規則がある。

原則3(情報開示)は、市場仲介者に対して顧客への情報伝達が明確で役立つことを求めており、複雑な金融商品の購入を助言または推奨する場合には情報開示要件が適用されることを期待している。19法域が“完全に整合的”との評価だった。

原則 4（非助言サービス）は、専門家の助言や管理なしに顧客が複雑な金融商品を選んだ場合について顧客利益の保護を目指すもので、21 法域が“完全に整合的”と評価された。

原則 5（助言サービスの適合性）は、市場仲介者が複雑な金融商品を推奨する場合に十分な情報を検討したことを確実にするもの。①顧客の“投資家プロフィール”開発、②金融商品デューデリジェンス実施、③商品を選択するための①と②のマッチング、が評価の基本要素。18 法域が“完全に整合的”と評価され、顧客と金融商品の双方で詳細な要件があった。

原則 6（十分な情報）は、複雑な金融商品が関連する推奨や裁量的（一任）判断を支持する十分な情報に関する基準の提供を目的とする。“完全に整合的”との評価には、①市場仲介者が顧客に関する十分な情報を収集、②顧客が十分な情報を提供しなかった場合の予防手段、③市場仲介者は金融商品を理解するために十分な情報を保持・取得、④市場仲介者の従業員に対する継続的な教員・訓練、が必要。完全に整合的”との評価は 17 法域だった。

原則 7（コンプライアンス機能）は、複雑な金融商品に関する適合性要件達成のためのコンプライアンス部門の役割を強調するもの。“完全に整合的”であるには、顧客の公平な扱いのためには市場仲介者は、方針と手順の確立と遂行の権限を付与されたコンプライアンス機能を備えることが求められる。19 法域が完全に整合的”と評価された。

複雑な金融商品の販売からは高い手数料が得られ、手数料賦課の構造はより理解が難しいと考えられる。このため原則 8（インセンティブ）は、顧客の最善の利益を優先する従業員報酬慣行を促す。報酬方針の枠組みには上級経営陣によるレビューまたは承認が求められる。いくつかの法域では、適合性義務の遂行や苦情や紛争の処理、規制の遵守及び顧客対応など、従業員の評価では質的な要素を求めている。16 法域が“完全に整合的”との評価。

原則 9（法令等の執行）は、金融仲介者が適合性要件についての諸原則を遵守することを確実にする手段に対処している。“完全に整合的”な枠組みの主要な要素には、①法的な権限付与、②監督上の関与、③規制当局と金融仲介者のコミュニケーション経路が含まれる。“完全に整合的”と評価された 18 法域は、監督上の訪問及びテーマレビュー、罰金と行政上の処罰、覆面調査などについての証拠を提出した。

9 原則は規制システムが目指す目標を示すものであり、本報告書は目標とのギャップを特定している。レビューチームは、各法域に枠組み強化の検討を提言する。また、本報告書で示された事例は、各法域の規制改革の参考になると考えられる。レビューチームは、（レビュー参加メンバー以外を含む）全ての IOSCO のメンバーが、規制枠組みの関連する特質について検討し、本報告書の分析と結論を監督と政策の参考にすることを促す。

IOSCO テーマレビュー「複雑な金融商品の販売に関する適合性要件」の紹介

公益財団法人日本証券経済研究所
特任リサーチ・フェロー佐志田晶夫

I. はじめに

本稿では、IOSCO(証券監督者国際機構)による“複雑な金融商品の販売に関する適合性要件”のテーマレビュー⁽¹⁾を紹介したい。IOSCOは、2013年に公表した最終報告書で複雑な金融商品の販売の適合性要件についての9原則を定めた⁽²⁾。本テーマレビューは、原則の実施状況に関してIOSCOのメンバーの資料提出・自己評価を求め、レビューチームによる精査・検討を行って評価の妥当性を確認してまとめたもの。

9原則制定時のIOSCOのメディアリリースは、“複雑な金融商品は、一中略一 多くの顧客、非リテール顧客さえも十分認識することができない用語、特徴、潜在的投資リスクを有している。2008年に始まった金融危機は、金融商品の複雑性の増大によって、関連する投資リスクが顧客にとってより不明確になるという深刻な懸念を引き起こした。特に、2008年9月のリーマン・ブラザーズの破綻によって、市場仲介者が仕組み商品のリテール顧客及び非リテール顧客への適合性の評価を行わなかったことが際立った⁽³⁾。”と指摘している。

9原則は、①顧客の分類、②顧客分類によらない一般的義務、③情報開示要件、④非助言サービスに係る顧客保護、⑤、⑥(ポートフォリオ管理を含む)助言サービスに係る適合性の観点からの顧客保護(原則5と原則6)、⑦法令等遵守機能並びに適合性に係る内部方針及び手続き、⑧インセンティブ、⑨法令等の執行について、である。市場仲介者は、顧客の属性と金融商品の複雑さ・リスクを勘案した対応が求められている。

1 IOSCO, “Thematic Review on Suitability Requirements with respect to the Distribution of Complex Financial Products, Final Report” FR12/2019, September 2019

2 IOSCO, “Suitability Requirements With Respect To the Distribution of Complex Financial Products, Final Report, FR01/13 January 2013. なお、9原則制定の背景や個々の内容などについては、大橋善晃:「IOSCO 最終報告書「複雑な金融商品の販売に関する適合性要件」について」当研究所トピックス、平成25年11月を参照させていただいた。

3 メディアリリースの引用や原則の訳では、金融庁:「IOSCO(証券監督者国際機構)による最終報告書「複雑な金融商品の販売に関する適合性要件」の公表について」平成25年1月、仮訳: <https://www.fsa.go.jp/inter/ios/20130124-1/01.pdf> 及び「IOSCO(証券監督者国際機構)による市中協議報告書「複雑な金融商品の販売に関する適合性要件」の公表について」平成24年2月、仮訳: <https://www.fsa.go.jp/inter/ios/20120224-1/01.pdf> を参照した。

IOSCO のレポートの構成は図表 1 の通りである。本稿ではテーマレビューの目的や方法などを簡単に紹介した上で、調査結果について個別の原則には関連しない事項及び原則毎の分析を取り上げたい。

図表1：テーマレビュー「複雑な金融商品の販売に関する適合性要件」の構成	
1. 要約	
2. 背景	
2.1 IOSCOの適合性要件	
2.2 レビューを行った理由	
3. レビューの方法	
3.1 レビューの性格と目的	
3.2 レビューのプロセス	
3.3 レビューチーム	
3.4 レビューに参加した法域	
4. 調査結果と所見	
4.1 法域毎の整合性の概観	
4.2 個別の原則には関連しない所見	
4.2.1 市場仲介者の定義	
4.2.2 "複雑"な金融商品の概念と市場の状況（発達度合）	
4.2.3 規制構造と規則制定の方法	
4.2.4 規制改革	
4.2.4.1 MiFID II	
4.2.4.2 フィンテック	
4.3 原則毎の分析結果	
4.3.1 原則1 顧客の分類	
4.3.2 原則2 顧客分類によらない一般的義務	
4.3.3 原則3 情報開示要件	
4.3.4 原則4 非助言サービスに係る顧客保護	
4.3.5 原則5 助言サービスに係る適合性の観点からの顧客保護	
4.3.6 原則6 十分な情報と仲介者の適切な理解	
4.3.7 原則7 コンプライアンス機能	
4.3.8 原則8 インセンティブ	
4.3.9 原則9 法令等の執行	
5. 提言	
付属文書A：サーベイに参加した法域のリスト	
付属文書B：評価手法と質問事項	

Ⅱ. 本テーマレビューの目的、方法

1. テーマレビューの目的

IOSCO が実施したテーマレビューは、複雑な金融商品の不適切な販売を防ぐための適合性要件を、IOSCO のメンバーがどう実施したか理解することを目的としている。不適切な販売は、市場参加者と金融市場への投資家の信頼を損ない、投資家保護に加えて公平かつ効率的な市場の確保やシステミックリスクの防止などの IOSCO の目的に影響する。レビューでは、様々な規制枠組みや販売チャネル（フィンテックを含む）の変化が適合性要件に与えた影響も検討している。

なお、「複雑な金融商品」としては、複雑な構造のため（伝統的または単純な投資手段と異なる）、その特徴とリスクがリテール顧客に理解されるとは考えづらく、価値評価が困難だと思われる金融商品を想定している。レビューには先進及び新興市場諸国の 28 法域から 29 のメンバーが参加（米国からは SEC（証券取引委員会）と FINRA（金融業規制機構）が参加）、共同での回答（オンタリオ州とケベック州）を含め回答数は 27 だった。

2. レビュー方法

レビューチームが、各原則の特質と範囲、原則の実施方法（原則実施の際の指針）を反映した評価方法と質問票、評価尺度を作成した。

図表3：レビューチームのメンバー

レビューチーム参加者	所属
Mark McGinness*, Dean Miller	ドバイ：金融サービス機構
Jennifer D'Hoir*, Charlotte Gardes	フランス：金融市場庁
Daniela Rothe	ドイツ：連邦金融監督庁
Grace Chan, Elizabeth Wong	香港：証券・先物取引監察委員会
Christina Aw	シンガポール：金融管理局
Peter Maas	英国：金融行為規制機構
Raluca Tircoci-Craciun, Anna Zhang, Josafat De Luna Martinez	IOSCOの事務局

*レビューチームの共同責任者

参加メンバーからの質問票に対する参加メンバーの回答提出及び協議により机上調査でレビューが行われた（実地調査なし）。質問票では、メンバーの規制システムが 9 原則にどう対処したかに関連する法規についての記述と評価尺度に基づく自己評価を求めている。

図表3：評価尺度	
完全に整合的	法域の規制枠組みは諸原則と完全に整合的である。評価ではギャップや不十分さは特定されなかったか、または、原則が目指す結果には重要な影響がない少数のギャップ／不十分さしか特定されなかった。
概ね整合的	法域の規制枠組みは諸原則と概ね整合的である。評価では、原則が目指す結果に軽度の影響しかないギャップ／不十分さが特定された。
部分的に整合的	法域の規制枠組みは諸原則と部分的に整合的である。評価では、原則が目指す結果にかなりの影響があるギャップ／不十分さが特定された。
整合的ではない	法域の規制枠組みは諸原則と整合的ではない。評価では、当該法域の規制枠組みは原則が目指す結果を達成できないことが認識された。
適用できない	証券市場の特質及び／または関連する構造、法律及び制度的な検討を踏まえて、実施措置は不必要である。この状態は、当該法域のいかなる市場や活動も諸原則の対象範囲に含まれない場合に対応するものである。

レビューチームは各原則の目的と重要な要素を特定し評価基準を開発した。メンバーが行った自己評価への問題提起は、以下の場合に限定して行われた。①評価尺度の適用が不適切、及び／または実施の根拠が明確でない、②実施内容が原則と関連したものではない、③実施手段は原則が意図した範囲に十分には対処していない。

レビューチームは参加メンバーから提供された情報、関連する法規、規制または政策措置に基づいて評価し、必要に応じて明確化や検証するため参加メンバーに連絡をとった。また、参加メンバーの原則や質問票の解釈が正確でない場合には、自己評価を確認している。ただし、参加メンバーの表明のすべてを独立して検証しようとはしていない。

Ⅲ. レビュー結果の概要と全般的なポイント

1. 実施状況評価の概要

レビューの結果の概要は図表 4 の通りである。レビューチームは多くの法域が完全（日本を含む 5 法域）または概ね整合的に実施していると評価し、過半数が原則と概ね整合的に適合性要件を実施している。原則 1 が完全ではないと評価された法域が多い。

図表4：テーマレビューに参加した法域の実施状況一覧									
	原則1：顧客の分類	原則2：一般的義務	原則3：情報開示	原則4：非助言サービス	原則5：適合性要件	原則6：仲介者の適切な理解	原則7：コンプライアンス	原則8：インセンティブ方針	原則9：監督/法令等の執行
バハマ									
ベルギー									
ブラジル									
オンタリオ/ケベック（カナダ）									
中国									
DIFC：ドバイ国際金融センター									
フランス									
ドイツ									
香港									
インドネシア									
アイルランド									
イタリア									
日本									
韓国									
モロッコ									
パプアニューギニア									
ポーランド									
ポルトガル									
ロシア									
シンガポール									
南アフリカ									
スペイン									
スウェーデン									
スイス									
トルコ									
英国									
米国									

出所：IOSCO, "Thematic Review on Suitability Requirements with respect to the Distribution of Complex Financial Products: Final Report", Table 2より。

なお、実施が部分的または整合的ではないとの評価だった法域には、改革を実施中の法域が含まれており、改革が完全に実施されれば評価は改善すると考えられる。

2. 各法域の市場仲介者、複雑な金融商品の概念、規制改革の動き

(1) 市場仲介者の定義

2013 年に公表した報告書では市場仲介者を「個別のポートフォリオの管理、投資助言の提供、第三者のための注文の執行、証券（デリバティブポジションを含む）のディーリングおよび流通を行う企業」と定義している。銀行による投資サービスが許可されている法域では銀行が含まれる。

この定義は IOSCO のメソドロジー⁽⁴⁾（2017 年 5 月）での定義と整合的である。また、メソドロジーによれば各法域は、証券の価値や証券の投資、購入または売却の妥当性に関する助言の提供を行う企業を市場仲介者として規制できる。レビューに参加した法域は（パプアニューギニアを除き）、規制が適用される機関やサービスを定義している。

レビューチームは、各法域で定義は様々だが概ね 2013 年の報告書に沿っていると評価した（スイスはより広い定義）。米国の場合、このレビューの目的では市場仲介者はブローカー・ディーラーを指し、投資アドバイザーは含まない。なお、各法域の裁量の余地を踏まえて、評価に際しては市場仲介者の定義の首尾一貫性を考慮に入れていない。

(2) 複雑な金融商品の扱いと市場の発達度合いの影響

28 法域中の 19 法域が、市場仲介者に複雑な金融商品と複雑ではない金融商品を区別するように求めている。各法域は、①複雑な、または複雑とされる金融商品を定義、②特定の金融商品を複雑ではないと定義し他は複雑とみなす、③金融商品の複雑さに関する指針を提供、などでこうした区別を裏付けている。これらの基準の多くは、2013 年報告書に含まれる“複雑な金融商品”の定義と概ね類似している。

EU の法域では、MiFID II に基づく定義に収斂し、ESMA（欧州証券市場監督局）の 2014 年の見解（バイナリーオプションや差金決済取引を明示）も参照されている。一方、2013 年報告書と異なる定義は発展途上諸国で多くみられた。これは各法域の市場の発達度合いや投資家の洗練度を反映しているものとみられる。例えば南アフリカでは、複雑な金融商品の定義に集団投資スキームが含まれ、モロッコではイールドカーブにリンクしていないあらゆる債務商品を複雑な商品に含めている。

4 IOSCO のメソドロジーについては、金融庁 HP の「IOSCO 証券規制の目的と原則 実施の評価に関するメソドロジー（2011 年 9 月（2017 年 5 月改訂）」を参照。 <https://www.fsa.go.jp/inter/ios/20180220.pdf>

複雑さの定義は市場の発達度合と関連し、結果として適合性要件の頑健性に関連しているとみられる。レビューチームは、適合性要件の枠組みの評価に際して、比例性と整合性のバランスをとろうとしたが、評価に明確に反映されたとは限らない。結果として発展途上諸国は市場の状況に基づいて有利に評価されている。もし、市場の洗練度や複雑さが変化したなら、枠組みの適切さに懸念が生じるかもしれない。

(3) 各法域の規制構造

各法域で法令及び規制枠組みが異なり、原則の実施に影響する。レビューチームは、①法律によるものか（当局）規制なのか、②プリンシプルによるかルールに基づく規制か、③法定の規制か自主規制（業界団体等）か、④監督アプローチでの相違、をみている。

こうした違いは各法域が原則をどう実施するかに影響するが、原則を効果的に実施できるか否かには影響していない。レビューチームは異なるやり方を比較して分析することは避けており、相対的な有効性についての見解は表明していない。

3. 規制改革の動向～MiFID II とフィンテックの影響

適合性要件については、各法域で様々な法令及び規則制定が行われた。EU の MiFID II への移行などはレビュー実施前に概ね完了したが、改革が進展中の法域もある。未完了なものは評価には組み入れなかったが、本報告書で言及はしている。

適合性要件の枠組みが初期的な法域と成熟・発展している法域を評価、比較するのは困難である。レビューチームは、枠組みを開発中のモロッコやパプアニューギニアを原則に整合的ではないと評価したが、リテールの市場参加者はより少なく、複雑な金融商品もわずかしかない。レビューチームは、モロッコとパプアニューギニアのレビュー参加を称え、レビュー結果の規制システム発展のベンチマークとしての利用を促したい。

(1) MiFID II（第2次金融商品市場指令）

MiFID II は投資家保護の強化を目指しており、ESMA からは一連の指針が公表されている。EU 法域のいくつかは、①MiFID II の金融商品ガバナンス要件、②知識と能力の評価、③MiFID II の適合性要件、を質問票への回答で参照している。

(2) フィンテックの影響

2013 年の報告書は、原則 4 でトレーディングプラットフォームを参照した以外はフィンテックや技術の進展を明示的に参照せず、また、レビューチームはフィンテックについて質問していない。レビューチームの評価は“技術中立”で行っている。ただし、フィンテックの進展を指摘しフィンテックの急増と影響に言及した回答があった。適合性要件に関

連するフィンテックの進展として、デジタル／自動化投資助言と自発的なオンライントレーディングプラットフォームの増加に注目しておきたい。

自動化投資助言（ロボアドバイザー）は、顧客のプロファイルに基づく投資助言をアルゴリズムで作成し人を介さなくても実行できる。しばしばサービス提供者は、顧客の投資目的、投資期間、財務状態及びリスク許容度を取りだすように設計された短い質問を用いて、顧客のプロファイルを確立している。デジタル助言がもたらす規制上の課題としては、投資選択アルゴリズムの妥当性への疑問や顧客データの正確性と質がある。

オンライントレーディングプラットフォームは、別の懸念をもたらしている。こうしたプラットフォームは、助言は提供せずに取引を執行するが、リテール投資家がターゲットとなることが多く、差金決済取引やバイナリーオプションなど複雑・高リスクな商品が提供されるかもしれない。また、クラウドファンディングで資金調達する企業の株式や債券へのアクセスを提供するかもしれない。トレーディングの自発性の程度によって、規制による介入の適切な水準には不確実さがあると指摘する法域もある。以下のような指針が示されている。

①カナダではケベック州とオンタリオ州を含む各当局が、オンラインプラットフォームで業務を行うポートフォリオマネージャーに対して規制要件遵守に関する指針を公表。

②香港の指針では、顧客情報、アルゴリズムの開発とテスト及びスタッフの知識と専門性に関して、ロボアドバイザーに対する特定の要件を確立。

③米国では FINRA が、その規則に基づく義務を気付かせ、デジタル投資助言に関する効果的な実務を共有するためレポートを公表。

④南アフリカでは、金融サービス提供者の適格者要件でアルゴリズムの作成とテストの要件を確立。

⑤シンガポール金融管理局は、アルゴリズムのガバナンスと監督及び、仲介者に期待される注意義務の基準に対応するデジタル助言サービスの指針を公表。

他の法域では、一部の販売経路の禁止や複雑な金融商品とフィンテックに関するリスクの制限を含む措置をとっているものもある。レビューチームは、原則毎の検討の際に、これらを適宜取り上げた。

IV. 各法域での 9 原則の実施状況

1. 顧客の分類

原則 1：市場仲介者は、複雑な金融商品を販売する際に、リテール顧客と非リテール顧客を区別するための適切な方針・手続きを採用し、適用することが求められるべきである。顧客の分類は、様々な商品の複雑性やリスクを考慮した、当該顧客に関する合理的な評価に基づくべきである。規制当局は、市場仲介者に対し、顧客の分類に関するガイダンスを与えることを検討すべきである。

原則 1 は、市場仲介者が顧客の洗練度を考慮にすることを求めている。これは、金融市場の知識と経験、財務状態に基づくリテール顧客と非リテール顧客（プロフェッショナル顧客）の区別を伴うものである。原則 1 と実施方法（MoI：Means of Implementation）は、顧客分類に関連して、金融商品に関連するリスクを理解し、独立して投資判断を行う顧客の能力を指摘している。様々な金融商品の複雑さとリスクの考慮が、市場仲介者に期待されている。

MoI は顧客分類の基準を示し、顧客に対する市場仲介者の義務について規制上の保護という考えを導入、適合性要件は顧客分類に沿ったものにすべきだとしている。市場仲介者が、顧客の要望だけに依存して非リテール顧客とすることは避けるように求める一方、非リテール顧客の分類になりうる顧客が、より高水準の保護を受けられる分類を求めることが可能な柔軟性が促されている。“完全に整合的”な枠組みとの評価には、市場仲介者に対してリテール顧客と非リテール顧客の区別を求め、関連する金融商品のリスクと複雑さを考慮に入れた顧客分類基準を提供する必要がある。7 法域がこの評価となった。

17 法域は“概ね整合的”との評価だった。これらの法域には強固な顧客分類枠組みがあり、その多くでは金融商品の複雑さやリスクを考慮に入れる場合もある（MiFID II の選択的（または opt-up）プロフェッショナル顧客など）。ただし、これらの法域では金融商品のリスク・複雑さと顧客分類とを関連付けて検討することが、求められていない。

バハマは“部分的に整合的”と評価された。顧客分類は、勧告されてはいるが要求されてはいない。また、顧客分類プロセスでは関連する金融商品の複雑さとリスクを考慮していない。南アフリカは、現状では顧客分類がなく“整合的ではない”との評価だった。ただし、進行中の法令改正で顧客分類を含めることが期待されている。

MoI は、市場仲介者が継続的な顧客関係で顧客から分類を確認する情報を得て更新し、非リテール分類が該当しなくなったら適切に行動するように求めているが、市場仲介者が取るべき行動を定義・説明していない法域が少なくない。ただし、日本の枠組みは、市場仲介者による再評価を求め、また、米国では 36 カ月毎の顧客情報の更新を要請している。

2. 顧客分類によらない一般的義務

原則 2：リテール、非リテールの顧客分類にかかわらず、市場仲介者は、誠実、公平かつ専門性を持って行動し、合理的な措置を講じることを通じて、複雑な金融商品の販売時に生じる利益相反を管理または軽減することが求められるべきであり、また、顧客の利益を損なうようなリスクが存在する場合、適切な場合には市場仲介者は、当該リスクを明確に開示することが求められるべきである。

原則 2 は、市場仲介者の顧客に対する行為に関する全般的な義務を確立しようとしている。原則と MoI は、顧客に対する行為の条件なしでの基準（顧客分類による適用除外なし）を明確にしている。レビューに参加した法域の過半数には、誠実、公平かつ専門性を持って行動し、利益相反を特定し軽減及び管理する義務を確立した原則、または規則がある。23 法域が“完全に整合的”と評価された。

“概ね整合的”との評価は 3 法域だった。利益相反の管理と防止の手段はあるが、枠組みには完全な整合性を妨げる弱点があった。韓国では、情報開示が求められるのは市場仲介者が投資の価格や売却に多大な利害を有する場合であり、バハマとインドネシアでは対象となる利益相反の範囲が狭い。2 法域（モロッコ、パプアニューギニア）は、原則の達成に必要な基本的な枠組みを開発中であり“整合的ではない”と評価された。

いくつかの法域が原則 2 と原則 8（インセンティブ）との関連を指摘した。多くの法域が、原則 8 と原則 2 を満たすために同じ全般的な義務の基準に依存している。レビューチームは、利益相反の原因として報酬モデルが対象になるため 2 つの原則が重複する可能性を認識している（原則 8 での説明を参照）。

3. 情報開示要件

原則 3：顧客は、複雑な金融商品の特性、コスト及びリスクを評価するための重要な情報を受領又は利用できるべきである。市場仲介者から投資家に伝達される、複雑な金融商品に係るいかなる情報も、公平、包括的かつバランスの取れた形で伝達されるべきである。

原則 3 は、顧客への情報伝達が明確で役に立つことを市場仲介者に求め、複雑な金融商品の購入を助言または推奨する場合に、情報開示要件が適用されることを期待している。19 の法域が“完全に整合的”との評価で、情報伝達が明確で誤解を招かないことを求める全般的要件があり、公平、包括的かつバランスのとれた情報開示が規定されている。ただし、全法域がこうした要件の複雑な金融商品への適用を区分しているわけではない。

3 法域は“概ね整合的”との評価で、これらの法域は、原則のほとんどの要素を対象とする情報開示要件があるが、いくつかの要素が頑健ではない。“部分的に整合的”との評価は 3 法域。トルコでは、口座開設に際して提供を想定するサービスの適合性を検討する場合に、

市場仲介者は一定の情報開示が求められる。他の法域は市場仲介者に“十分な”または“重要な”情報開示を求める。これらの要件では、複雑な金融商品や取引の特徴、コスト、リスクについて十分または適切な情報を提供することを、確実にできないかもしれない。

多くの法域は、全ての金融商品の特徴、コスト、リスクなど顧客が十分な情報に基づく判断を行うのに必要な情報開示の基本的水準を規定している。MiFID II の対象法域では、市場仲介者に独立した立場での助言の提供か否かの開示を求め、リテール顧客には助言の概要となぜ推奨が顧客の目的及び個人的な状況に照らして適合性があるか説明するレポートの提供を求めている。なお、ESMA は差金決済取引の提供業者に、標準化されたリスク警告を用いるように要請している。

ドバイ金融サービス機構も、金融商品のリスクの程度の情報が十分明確で潜在的な投資家が入手可能なことを確実にするため、差金決済取引提供業者に対して同様なリスク情報開示を求めている。中国は市場仲介者に、代替的な金融商品（複雑でなく、コストが低い）の比較情報の提供を要請している。ブラジルでは市場仲介者は、複雑な金融商品の推奨に関して、伝統的な商品と対比して仕組み商品のリスクと潜在的な価値評価の難しさを顧客に強調するため、内部方針と手順を定めなければならない。

一部の法域はリテール顧客に特定した追加要件（利用しやすさ、活字の大きさ、理解しやすさ）を規定している。また、公募の場合には過半数の法域が目論見書を求めている。

4. 非助言サービスに係る顧客保護

原則 4：市場仲介者が勧誘によらず（運用、助言、又は推奨を行わずに）顧客に複雑な金融商品を販売する場合、規制の体系は、それに伴うリスクから顧客を保護するための十分な措置を講ずるべきである。

原則 4 は、専門家の助言や管理なしに顧客が複雑な金融商品を選んだ場合に、一定の顧客の利益の保護を確保しようとするもの。MoI は、市場仲介者に顧客の知識と経験を評価し、商品の特徴と取引に伴うリスクを開示し、取引が適切でないと考えられる場合は顧客に警告するように促している。また、複雑な金融商品の販売には取引管理の強化と、特定またはある種類の顧客（リテール投資家など）に対する一定の商品の適否の検討を含む強固なガバナンスを促している。

“完全に整合的”な枠組みでは、顧客に対する情報の提供や顧客のプロファイルと対比して金融商品のリスクの高さや複雑さを検討するなど、市場仲介者が複雑な金融商品の不招請取引を識別し関与することを確実にしている。21 法域が“完全に整合的”と評価された。MiFID II の対象法域では市場仲介者に対し、不招請取引の適否を決める際には関連する金

融商品・サービスについての顧客の知識と経験の情報を得て検討するように求めている。不招請取引が適切ではないと考えた場合や判断する十分な情報がない場合は、顧客に警告しなければならない。ただし、顧客が固執する場合は取引を執行してもよい。

韓国では、複雑な金融商品の非助言取引について、通常顧客には適切ではないと市場仲介者が判断した場合、投資家に通知して書面での確認を得ねばならず、70歳以上の顧客に複雑な金融商品を販売する場合は取引経緯の記録が必要。香港では市場仲介者は、店頭デリバティブ取引を求めるデリバティブの知識がない顧客に、関連する取引についての警告と助言を提供するように求めている。顧客に適さないと判断した場合には、たとえ顧客が固執しても取引を行わなくてもよい。米国では、一定の複雑な金融商品についての顧客の知識と経験を、取引の承認前に検討するように求めている。

2 法域が“概ね整合的”と評価された。規制システムには強い保護があるが、その対象は（複雑な金融商品の種類や顧客グループに関して）部分的である。ロシアは“部分的に整合的”と評価された。多くの複雑な金融商品の利用は適格な投資家に限定されている。4 法域は“整合的ではない”と評価された。

高い評価の法域では、一定の複雑な金融商品の一定の顧客（リテール投資家など）との取引の広告宣伝や販売も制限され、執行だけの販売チャネルは複雑でない金融商品に限定、リスクの開示が不可欠である。フランスでは店頭バイナリーオプションや差金決済取引、外為契約のオンライン提供は禁止、ベルギーでは電子システムでのデリバティブ商品（バイナリーオプション、1時間未満の期間、レバレッジあり）の消費者への販売は禁止である。オンタリオ州とケベック州もリテール顧客へのバイナリーオプションの提供は禁止。シンガポールでは複雑な金融商品の不招請発注を受けた市場仲介者は、顧客のプロファイルを考慮し適切な助言の提供を申し出なければならない。ただし、顧客は助言を断ることができる。

なお、フィンテックに関連して、香港のオンライン販売・助言プラットフォームについての指針（2019年7月に施行）では、プラットフォーム運営者に不招請取引を含む複雑な金融商品の全ての取引の適合性を確実にするように求めている。

5. 助言サービスに係る適合性の観点からの顧客保護

原則 5：市場仲介者は、助言やその他の投資一任行為を含め、特定の複雑な金融商品を推奨する際には、推奨、助言、又は顧客に代わって行う投資判断が、金融商品の組成及びリスク・リターンとの関係が顧客の経験、知識、投資目的、リスクアペタイト、損失許容度と整合的だという、適切な評価に基づくものであることを確保するための合理的な措置を講じることが求められるべきである。

原則 5 は、市場仲介者が特定の複雑な金融商品を推奨する場合、金融商品がその時点で顧客に適合すると判断するため、関連する十分な情報を検討したことを確実にする。MoI が顧客の性質と範囲及び評価に極めて重要な商品固有の情報についてより細かな指示を提供し、評価の基本要素は、①顧客の「投資家プロフィール」開発、②金融商品デューデリジェンスの実施、③顧客に適合する商品を選択するための上記の結果のマッチング、である。

(1) 評価結果：各法域は上記の各 3 要素への対応を示すことが求められ、より詳細な水準や特定の指示内容を提供した法域が“完全に整合的”と評価され、金融商品のデューデリジェンスが不十分な法域は“概ね整合的”との評価になった。原則に基づく枠組みで詳細さや規範的な要件が不十分な法域の評価では、規制当局の期待水準や市場仲介者とのコミュニケーション、市場の状態や洗練度などの追加的な情報も考慮に入れた。

“完全に整合的”との評価は 18 法域、市場仲介者が考慮すべき顧客と金融商品の情報の双方に関して詳細な要件があった。6 法域は“概ね整合的”との評価で、顧客のプロファイリングは強固だが、金融商品のデューデリジェンスが十分に頑健ではなかった。ロシアは“部分的に整合的”との評価、3 法域が“整合的ではない”と評価された。

レビューに参加した法域の中で複雑な金融商品を特定した適合性要件枠組みを持つものはなかった。適合性要件の枠組みは金融商品の性質や複雑さに関わらず一つだが、多くがなんらかの方法で複雑さを適合性評価の要素に取り入れている。複雑な金融商品を特定した管理強化のため、追加的な顧客情報やより広範な金融商品のレビューなど追加的な要件を報告した法域もあった。米国では FINRA がいくつかの規則を制定している。

(2) 顧客プロファイリング：顧客情報で共通するものには、投資目的、財務状態、リスクプロフィールがある。共通度合いがより低い、注目すべきものは以下の通り。日本の市場仲介者は、トレーディング損失と手数料支払いの状態に関する情報の取得が必要。中国では、投資家の信用度を評価する必要がある。アイルランドでは、リテール仲介業者は、健康状態を含む個人的な状況を考慮しなければならず、顧客の状態の重要な変化を記録する必要がある。米国では FINRA が、複雑な金融商品を推奨する場合は、顧客の投資目的とリスク許容度の検討をより厳格なやり方で行うように促している。

(3) 金融商品のデューデリジェンス：多くの法域が市場仲介者に、金融商品のリスクと特徴の検討を求めている。米国では FINRA の規則で、推奨（金融商品や戦略が関連）の適切な根拠を形成するデューデリジェンス実施が求められる。シンガポールでは、金融商品のデューデリジェンスを実施する際に市場仲介者は、利益相反を軽減する追加的措置が必要か検討しなければならない。ドバイでは明示的なデューデリジェンス要件はないが、金融サービス機構は毎年のアウトリーチで市場仲介者に期待を伝達している。なお、金融商品の複雑さに関する概念は法域によって様々で、複雑な金融商品が少ない法域は、金融商品のデューデリジェンスの厳格さが弱くなる傾向がある。

(4) マッチング：高評価の法域の過半数では明示的なマッチング要件がないものの、規制枠組みに組み入れられて、実務上は市場仲介者によって実施されていると説明された。いくつかの法域では、市場仲介者がポートフォリオ管理や助言を提供する際には、顧客のポートフォリオ構成を考慮に入れるように求めている。

(5) その他の適合性政策：いくつかの法域では非リテールと分類された顧客では、全般的または部分的に、適合性要件を制限または適用しないことを容認する。反対に、ドイツの規制では、あらゆる投資助言について顧客分類に関わらず適合性要件を確実にするように求めている。香港でも、投資商品を個人顧客に推奨する場合に市場仲介者は（プロカリテールかの分類に関わらず）、適合性要件を確実にしなければならない。

いくつかの法域は、複雑な金融商品が様々な顧客にもたらすリスクに対処する他の規制手段を報告している（適合性に固有なものではない）。日本では、一定の複雑な金融商品の販売についての説明責任の指針と、店頭デリバティブに類似する複雑な仕組債の一定の顧客への勧誘禁止を公表している。イタリアでは複雑な金融商品の販売については、顧客ポートフォリオでの上限を設定するように求めている。また、いくつかの欧州の法域は一定の複雑な金融商品のリテール投資家への販売を制限、これは ESMA によって補強されている。

原則 6：市場仲介者は、顧客に対して複雑な金融商品の販売に関連して、推奨、助言、又は投資一任の実行を行うに当たっての適切な基礎を持つために、十分な情報を保有すべきである。

原則 6 の目的は、複雑な金融商品に関連した推奨や裁量的な（一任）判断の支えとして市場仲介者が保有すべき、顧客と金融商品に関する十分な情報に関して、基準を提供することである。原則 6 は、原則 5 の評価に基づいて、適合性に関する適切な基盤となる基準を確立しようとしている。

“完全に整合的”との評価には、①市場仲介者は顧客に関する十分な情報を収集、②顧

客が十分な情報を提供しなかった場合の予防手段、③市場仲介者は金融商品を理解するために十分な情報を保持・取得、④市場仲介者の従業員に対する継続的な教員・訓練、が必要。“レビューチームは、3つの要素を示した法域を“概ね整合的”と評価、2つは“部分的に整合的”と評価した。完全に整合的”と評価されたのは17法域だった。

保有すべき情報の要請に関する評価は、原則5の顧客プロフィールと金融商品のデューデリジェンス結果に基づいている。MiFID IIの対象法域では市場仲介者に対して、顧客の情報が信頼できることを確保するための適切な処置を取ること（用いられた手段が目的に合うか、適切なデザインか、質問は顧客が理解できるものか）を求めている。

十分な情報を持たない場合には市場仲介者に対して、推奨や投資一任の遂行を禁じる法域がいくつかあった。6法域が、限定された情報しかないことの帰結や推奨が限定された情報のみに基づくことを警告するように求めている。シンガポールでは、複雑な金融商品の店頭取引に関して、顧客が十分な情報を提供しない場合には顧客は知識や経験がないと考えて、助言提供を申し出なければならない。

いくつかの法域には従業員の継続的な適格性要件がある。MiFID IIの対象法域では市場仲介者は、提供または推奨する金融商品の理解が明示的に求められる。ドバイでは、従業員が適格で助言の提供を含め任命された機能を果たせることを確実にする必要がある。英国では従業員は責務を果たすのに必要なスキル、知識、専門性の確保が求められる。アイルランド、南アフリカ、シンガポールでも従業員の適格性の評価や訓練が求められる。

なお、フィンテックに関連してベルギーでは、電子取引プラットフォームを通じたバイナリーオプションと一定の短期及びレバレッジデリバティブの販売を禁止。フランスは個人顧客に対する高度に投機的でリスクの高い金融契約の電子的手段での宣伝を禁止した。

7. 法令等遵守（コンプライアンス）機能並びに適合性に係る内部方針及び手続き

原則7：市場仲介者は、法令等遵守（コンプライアンス）機能を確立し、顧客のために新規の複雑な金融商品を組成し又は選定する際も含めて、適合性要件に関する法令等遵守を支援するための、適切な内部方針及び手続きを整備すべきである。

原則7は、複雑な金融商品に関する適合性要件達成のため、市場仲介者のコンプライアンス部門の役割を強調する以前のIOSCOの作業に基づいて定められたものである。MoIは、内部報告と情報伝達枠組みで支えられた、文書化された方針と手順を促している。また、金融商品の提供（商品開発を含む）が、対象とする顧客に適切に関連するシステム統制が効果的に機能していることを確実にするための、市場仲介者の継続的な努力を促している。

“完全に整合的”な枠組みでは、最低限、顧客の公平な扱いのために市場仲介者が方針と手順の確立と遂行の権限を付与されたコンプライアンス機能の具備が求められるべきである。過半数（19）の法域が、複雑な金融商品の流通と販売の監視を委任されたコンプライアンス機能を要請しており“完全に整合的”と評価された。欧州では、MiFID II に準拠して、コンプライアンス機能と事前に定められた対象顧客グループのニーズに合った金融商品に基づく適合性要件基準の設定を求めている。

5 法域が“概ね整合的”と評価された。これらの法域は市場仲介者にコンプライアンス機能を求めているが、頑健さが不十分で、内部プロセスに関する要件も十分に特定されていない。バハマとロシアは“部分的に整合的”と評価された。市場仲介者は規制枠組みを守ることが求められているが十分には特定されず、市場仲介者がどう自己管理することが期待されているかを説明するより細かな規則や指針が備わっていない。

8. インセンティブ

原則 8：市場仲介者は、適切な複雑な金融商品のみを従業員が推奨することを確実にするように設計されたインセンティブを、整備し適用することが求められるべきである。

複雑な金融商品の販売からは高い手数料が得られ、手数料賦課の構造はより理解が難しいとの前提に基づき、原則 8 は顧客の最善の利益を優先する従業員報酬慣行を促す。MoI では、他の金融商品が顧客ニーズにより合うときに、報酬方針が複雑な金融商品を推奨するインセンティブや圧力を生まないことを確実にする上級経営陣の説明責任を、促している。

“完全に整合的”な枠組みには、報酬やインセンティブ方針への上級経営陣の関与を必要とする規則や原則が求められる。なお、評価では困難な点があった。いくつかの法域の枠組みは市場仲介者の報酬方針の基準や要件を特定して対処しているが、他の法域の枠組みは注意義務及び／または、利益相反の扱いや顧客の最善の利益のために行動するとの要請を成文化し、それが報酬方針にも拡張されると説明しているが、報酬方針や他の特定のインセンティブには言及していない。後者は原則 2 とも直接的に関係するため、レビューチームは評価をどうするか議論を行い、報酬方針にも幅広い文脈で適用されると理解できる枠組みを好意的に評価することで合意している。

結果として 16 法域が“完全に整合的”と評価された。報酬方針を特定して対処している枠組みでは、上級経営陣によるレビューまたは承認が求められている。いくつかの法域では、適合性義務の遂行や苦情や紛争の処理、規制の遵守及び顧客対応など、従業員の評価では質的な要素を求めている。また、市場仲介者に対して、第三者からの報奨金の受領に関する制約や禁止を導入した法域もある。

日本ではリスク管理とコンプライアンス部門の従業員の業績評価を営業部門とは切り離し、実効的な統制環境にとっての重要性や貢献を反映することが求められている。シンガポールでは、一定の生命保険販売では6年間にわたっての報酬（販売手数料）支払いなどを求め、販売後の顧客対応の改善を促している。

2 法域がそれぞれ異なる理由で“概ね整合的”と評価された。韓国は法令で市場仲介者の報酬方針に対する基準を設定しているが、上級経営陣による監視などについては、より詳細な指示は行政指針のみである。スイスの枠組みは原則 8 に沿ったものだが、一定規模以上の企業にしか適用されない。

5 法域が“部分的に整合的”と評価された。オンタリオ州とケベック州はハイレベルの指針を通じてインセンティブに対処し、投資信託の販売と引受けではインセンティブに関連する争いに関する特定の規制がある。インドネシアでは投資運用会社の上級経営陣に、報酬体系を含む内部管理システムへの責任を求めている。だが、顧客から市場仲介者に支払われる報酬は規制で対応されるが、市場仲介者から従業員への支払いは対応されていない。なお、市場仲介者が顧客から受取る報酬の規制は、この評価の対象範囲外である。

評価実施の時点では米国には原則 8 に対応する法令や規制はなかった。だが、他の原則での対応や構成要素の強さを踏まえると、レビューチームはそれが全般的な適合性要件の評価に悪影響を及ぼすとは考えていない（FINRA による規則などがあり、また、SEC は 2019 年に最善の利益規則を承認している）。

5 法域が“整合的ではない”と評価された。なお、モロッコはリスクを認識し枠組みを開発中である。

9. 法令等の執行

原則 9：規制当局は、複雑な金融商品の販売に当たっての適合性その他の顧客保護要件に関するしっかりした法令等遵守を確保するため、市場仲介者を定期的、継続的に監督、検査すべきである。適切な場合には、権限を持った当局は、法令等執行のための措置をとるべきである。規制当局は、投資家を保護し市場の健全性を高めるために、法令等執行の措置を公表する意義を検討すべきである。

原則 9 は、金融仲介者が適合性要件についての諸原則を遵守することを確実にする手段に対処するもの。“完全に整合的”な枠組みの主要な構成要素には、①法的な権限付与、②監督上の関与、③規制当局と金融仲介者のコミュニケーション経路が含まれる。質問票では各項目の証拠を提供するように求めた。

“完全に整合的”と評価された法域は、監督上の訪問及びテーマレビュー、罰金と行政上の処罰、覆面調査などの証拠を提出、18 の法域が“完全に整合的”と評価された。これらの法域では金融仲介者の行動の観察に監督上の権限を行使し観察結果に対処している。不適切な行動に罰金を課したとの報告もある。5 法域が“概ね整合的”との評価、適切な枠組み実施と報告されたが、提供された証拠は有効性を示すのには十分に堅固でなかった。

韓国とロシアは“部分的に整合的”との評価であり、監督と執行の枠組みを開発しているとの回答だが、その範囲と機能について十分な詳細が提供されなかった。残る 3 法域（バハマ、モロッコ、パプアニューギニア）は“整合的ではない”との評価だった。

V. レビュー結果に基づく提言

（1）全般的な提言

9 原則は規制システムが目指す目標を示すもので、本報告書は目標とのギャップを特定している。レビューチームは各法域に枠組み強化の検討を提言する。ただし、一つの原則が完全には達成されていなくても、適合性要件の枠組みの全般的な実効性が損なわれるわけではない。他の諸原則で高く評価されるなら、特定の欠点を他の分野で補えるだろう。

本報告書で示された事例は、各法域の規制改革の参考になりうる。レビューチームは、全ての IOSCO のメンバーが規制枠組みの関連する特質について検討し、本報告書の分析と結論を監督と政策の参考にすることを促したい。

適合性要件の枠組みが複雑ではない金融商品に対処しているかを検討するように、各法域に提言する。複雑な金融商品に特化した要件を適用する場合は、市場仲介者が複雑な金融商品を複雑でない金融商品と区別するのに役立つ明確な基準を、確立すべきである。また、原則毎の分析で説明したようにレビューチームは、強固な要件や保護を備えてはいるが、枠組みを全ての関連する顧客や金融商品に広げていない法域は、“完全に整合的”とは評価していない。既存の要件の適応の範囲の検討を提言したい。

（2）特定の原則について

レビューチームは、ギャップに対処するための特定のアプローチは提示できないが、以下の点についての注意を喚起したい。

原則 1（顧客分類）は、“完全に整合的”との評価が最も難しかった。多くの法域は、市場仲介者が顧客をその特質や特定の金額基準だけで“リテール顧客ではない”と分類することを許容している。こうした実務慣行は、（原則 1 に固有の）様々な金融商品の複雑さやリスクを考慮に入れていない。顧客分類では、金融商品の知識や経験についての考慮をさらに組み入れることを提言する。

原則 3（情報開示）では、顧客が情報に基づく投資判断を行い、また、市場仲介者からの助言を理解するのに十分な情報を確保するために、開示要件の拡充を検討するように促したい。レビューでは、リテール顧客への複雑な金融商品の特征に関する情報の提供や、より複雑ではない代替的な金融商品を比較した情報の提供などの実務慣行を明らかにしている。

原則 5（投資助言での適合性）に関しては、各法域の枠組みが、適合性評価プロセスにおける金融商品の適正な評価（デューデリジェンス）の諸要素について、十分な指針を提供しているか検討するように提言する。

原則 9（法令等の執行）は、全ての規制システムでの極めて重要な要素に関連するものである。各法域は、複雑な金融商品の適合性要件の枠組みを支えるために、実効的な監督及び法令執行のメカニズムを備えなければならない。そうした手段がなければ、強力な規則もないのと同じ。レビューチームは、各法域が複雑な金融商品を提供する全ての市場仲介者に対して監督上の手段を用い、期待に応えられなかった市場仲介者が是正措置をとることを確実にするべきである。

VI. 結びに代えて

テーマレビューの結果からは、項目によってはバラツキはあるものの、IOSCO のメンバーが諸原則の実施を進めてきたことが確認できる。また、EU の MiFID II など、規制を改訂・強化して適合性要件の強化を図る動きも確認できた。

ただし、レビューでは金融商品の複雑さ、リスクと顧客の属性とを組み合わせた対応が必ずしも十分ではないことも確認されている。また、フィンテックの利用拡大による販売経路の変化など、新たに注意すべき点が生じていることも指摘されている。

こうした中で日本の取組みは、全般的に高い評価（9 原則の全てで完全に整合的）であり、他のメンバーへの参考事例として紹介された点もあった。もっとも、IOSCO が検討を進めている“高齢投資者の脆弱性⁵⁾”の問題（顧客の能力を踏まえた適切なサービス提供）や投資家教育の充実など、日本が率先して取り組むべき課題も少なくないと考えられる。市場仲介者の継続的な改善努力と当局の取組に期待したい。

以上

5 この問題については、IOSCO, Final Report, “Senior Investor Vulnerability”, March 2018.を参照。なお、日本証券業協会による日本語訳、「高齢投資者の脆弱性に関する最終レポート」がある。

http://www.jsda.or.jp/about/international/IOSCO_C8_report.html を参照。