

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

平成 25 年 11 月 1 日

大 橋 善 晃
(日本証券経済研究所)

証券監督者国際機構（IOSCO）は、2013年1月、「複雑な金融商品の販売に関する適合性要件」と題する最終報告書を公表した。本報告書は、リテール顧客および非テール顧客双方への複雑な金融商品の販売にかかる適合性要件と開示要件の市場仲介者への適用に関する9つの原則を提示している。

2008年に始まった金融危機は、金融商品の複雑性の高まりが、顧客の目に留まりにくい投資リスクをもたらし、顧客に甚大な被害を及ぼすことを明らかにするとともに、仕組み商品の適格性を評価する市場仲介者の責任に対する疑義を高めることになった。

金融危機に対応するために、同年11月、ワシントンで開催されたG20会合において、金融市場改革のためのいくつかの共通原則が提示され、その重点項目の一つとして「市場および顧客保護のためのビジネス行為規範の見直し」が掲げられた。これを受け、IOSCOは、市場仲介者による複雑な金融商品の販売にかかる適合性要件を見直すための特別プロジェクトを設置して検討を開始した。

適合性要件の見直しは、2008年半ばに公表されたジョイント・フォーラムによる報告書「金融商品・サービスのリテール販売における顧客適合性」の調査結果をもとに行われており、本報告書は、ジョイント・フォーラムによる当該作業を補完することを意図して作成されている。

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

公益財団法人 日本証券経済研究所

特別嘱託調査員 大橋 善晃

はじめに

証券監督者国際機構（IOSCO）は、2013年1月、「複雑な金融商品の販売に関する適合性要件」と題する最終報告書（以下、「本報告書」という）を公表した¹。本報告書は、リテール顧客および非リテール顧客への複雑な金融商品（complex financial products）²の販売にかかる適合性要件³および開示要件の市場仲介者（intermediary）⁴への適用に関する9つの原則を提示している。

2008年に始まった世界金融危機は、金融商品の複雑性の増大が顧客の目に留まりにくい投資リスクをもたらし、その結果、顧客に大きな損害をもたらすという事実を明らかにした。加えて、仕組み商品の適格性を評価する市場仲介者の責任についての疑義が、2008年9月のリーマン・ブラザースの破たんを契機に高まることになった。こうした危機に対応して、2008年11月にワシントンで開催された会合において、G20首脳は、金融市場改革のためのいくつかの共通原則を提示したが、その重点項目の一つとして「市場および顧客保護のためのビジネス行為規範の見直し」が掲げられている。このG20によるコール・フォー・アクションに応えて、IOSCO専門委員会（現在のIOSCO代表理事会）は、市場仲介者による複雑な金融商品の販売にかかる適合性要件を見直すための特別プロジェクトを設置して検討を開始した。本報告書は、この特別プロジェクトによって取りまとめられた最終報告書である。

2008年半ばに公表されたIOSCOを親委員会の一つとするジョイント・フォーラムによる報告書「金融商品・サービスのリテール販売における顧客適合性」⁵は、この分野における重要な実態調査報告書である。この報告書では、銀行、証券および保険セクターの監督当局や規制対象機関が、リテール顧客向けの金融商品の不適切な販売によってもたらされるリスクにどのように対処しているかが、関連する規制要件を含めて示されている。このジ

¹ *Suitability Requirements With Respect To the Distribution of Complex Financial Products*, Final Report, The Board of the International Organization of Securities Commissions, FR01/13, January 2013.

² 「複雑な金融商品」とは、その構造が（伝統的なあるいはごく普通の投資商品とは違って）複雑するために、リテール顧客が、使われている用語、商品の特徴およびリスクを理解することが困難であり、また、評価することも難しい金融商品を指す。

³ 「適合性要件」とは、金融商品の分売に際して、当該商品が顧客の財務状況、知識・経験及びニーズにマッチしたものであるかどうかを評価するために、市場仲介者が遵守することを求められるべき全ての基準あるいは要件を意味する。

⁴ 本報告書における「市場仲介者」とは、個人ポートフォリオの管理に携わり、投資助言を提供し、第三者の代理人として注文を執行し、証券の取引あるいは販売を行う業者を意味している。

⁵ *Consumer suitability in the retail sale of financial products and services*, The Joint Forum, April 2008.
<http://www.iosco.org/library/products/pdf/IOSCOPD268.pdf>

ヨイント・フォーラムの調査において重要なのは、世界中の約 90 の金融機関が、顧客の適合性に関する問題にどのように対処し、また、不適切な販売によって生じるリスクをどのように管理しているかについて調査したことである。このプロジェクトの狙いは、オプション、ヘッジファンド、変額保険、直接参加投資プログラム／リミテッド・パートナーシップ、不動産投資信託、などの複雑な金融商品に対して適合性要件がどのように適用されているかについての情報を収集することにあった。本報告書は、このジョイント・フォーラムによる作業を補完する形で作成されている。

1. 原則の範囲と狙い

複雑な金融商品は、標準的な金融商品に比べて常にリスクが高いというわけではないが、多くの顧客にとっては（非リテール顧客でさえも）理解が困難な用語、内容、投資リスクを有している。

本報告書の狙いは、金融危機の中で顕在化した金融商品の複雑性の増大がもたらす投資リスクから投資家を保護し、IOSCO がこれまで進めてきた顧客保護をさらに徹底すべく、市場仲介者による複雑な金融商品の販売にかかる適合性要件および関連する開示要件の市場仲介者への適用に関する原則を提示し公表することにある。したがって、本報告書の諸原則は、市場仲介者に限って適用される。

本報告書に提示された 9 つの原則には、これらの原則を実施に移すための方法に関する詳細なガイダンスが「実施に際しての留意事項（Means of implementation）」として添付されている。また、これらの原則には、特段の指定がない限り、リテール顧客および非リテール顧客の双方に対する提言が含まれている。

2. 複雑な金融商品の販売にかかる適合性要件にかかる IOSCO 原則

（ア） 「顧客の分類」に関する原則

原則 1：市場仲介者は、複雑な金融商品の販売に際して、リテール顧客と非リテール顧客を区分するための適切な方針および手続きを設定し適用すべきである。顧客の分類は、様々な商品の複雑性および危険性を考慮したうえで、顧客を適切に評価するものでなければならない。規制当局は、顧客分類に関するガイダンスを市場仲介者に提供することを考慮すべきである。

《実施に際しての留意事項》

- 顧客を区分するための基準は、以下のような客観的な指標を含むものであることが望ましい。
 - 顧客の特質（例えば、規制対象か非規制対象か、事業者か消費者か）

- ・ 顧客の財務状態
- ・ 複雑な金融商品についての専門知識、経験および知識
- ・ 関連商品あるいは取引にかかる顧客の評価能力（自己評価および独立助言者の支援による評価を含む）
- ・ 適合性の保護範囲を不当に制限する可能性のある「非リテール顧客」の定義を過度に広く推定し、あるいは、設定しないよう注意を払うべきである。
- ・ 市場仲介者は、顧客が非リテール投資家としてのステータスを求めたとしても、その申し出を自動的に受け入れるべきではない。提供する商品やサービスの特性に鑑み、顧客の経験や知識水準についての評価を行うべきであり、その評価に少しでも曖昧な点が残る場合には、市場仲介者は、顧客を「リテール顧客」として取り扱うべきである。
- ・ 顧客の分類が法ないしは規制によって定められたものでない限り、市場仲介者は、顧客分類の方法およびそれが市場仲介者の顧客に対する義務に及ぼす影響についての情報を顧客に提供しなければならない。
- ・ 非リテール顧客がリテール顧客としての取り扱いを求め、また、市場仲介者が全ての顧客をリテール顧客として分類し、取り扱い、より高いレベルの保護を提供することを認めるべきである。
- ・ 顧客との継続的な関係を有している市場仲介者は、当該顧客の最新情報を定期的に入手するための合理的な対策を講じるべきである。

(イ) 「顧客分類にかかわりのない一般的な義務」に関する原則

原則2：リテール顧客あるいは非リテール顧客という顧客分類にかかわりなく、市場仲介者は、複雑な金融商品の販売に際して、誠実に、公正に、そして専門家として行動し、また、適切な手続きを踏むことを通じて利益相反を管理または回避するための妥当な対策を講じるべきであり、顧客の利益を損なうようなリスクが存在する場合には、市場仲介者は、必要に応じて、当該リスクを明確に開示すべきである。

《実施に際しての留意事項》

- ・ 誠実、公正かつ専門的に行動するという包括的なハイレベル原則と通常の善行義務 (general duty of good conduct) は、顧客分類にかかわらず適用されるべきである。
- ・ この原則は、例えば、以下のような場合に適用される。
 - ・ 市場仲介者は、取引関係の開始に際して、顧客にかかる重要な事実を入手すべきであり、また、公正に取引を行い、責任を持って顧客資産を保護し、商取引において顧客を欺かないようにしなければならない。
 - ・ 市場仲介者は、利益相反を管理し回避するための適切な対策を講じなければなら

ない。

- ・ 市場仲介者は、顧客の利益を損なう可能性がある場合、当該顧客に対して、相反の内容およびその源泉について明確に開示するよう義務付けられるべきである。
- ・ 各国の規制要件に従い、利益相反は、それが当該取引に固有のものである場合（例えば、自己勘定取引）には適切な手続きおよび基準の行使を通じて、また、顧客の利益を損なうリスクが存在する場合には相反の内容を特定するなどの追加的な開示を通じて、管理され、回避されなければならない。

(ウ) 「情報開示要件」に関する原則

原則3：顧客が、複雑な金融商品の特性、コストおよびリスクを評価するための重要な情報を受け取りあるいはアクセスできるようにすべきである。複雑な金融商品に関して市場仲介者が顧客に提供する情報は、いかなるものであれ、公正、包括的かつバランスのとれた形で伝えられるべきである。

《実施に際しての留意事項》

- ・ 市場仲介者が、彼らの顧客に対して、複雑な金融商品にかかる情報を開示あるいは入手できるようにする場合、そうした情報が、顧客の情報に基づく意思決定に役立つかどうかを十分に考慮すべきである。
 - ・ 市場仲介者が顧客に開示する情報は、リスクおよび利益の双方に関して、公正、明瞭で分かりやすくバランスのとれたものでなければならない。
 - ・ とりわけ、商品のパフォーマンスが極端なシナリオに依存している場合には、当該シナリオが適切な前提に基づいたものであり、利益を過大に見積もり、あるいは、リスクを過小に評価していないことが分かるような方法で提供すべきである。
- ・ 市場仲介者は、複雑な金融商品が通常の証券と比較可能であるという誤った印象を顧客に与えるべきではない。むしろ、当該商品の通常とは異なる構成要素についての説明とそれがリスクにどのようにかかわっているのかについての情報を顧客に提供すべきである。
- ・ 規制当局は、複雑な金融商品を推奨している市場仲介者に対し、当該商品の特性、特有のリスク、公正価値その他の重要な情報の顧客への提供を義務付けるべきである。また、こうした開示要件は、顧客タイプに応じて設定すべきである。
- ・ 複雑な金融商品の購入にかかるコストを特定するための情報は、顧客が適切に入手できるようなものでなければならない。また、こうした情報は、可能な限り個別的なものであることが望ましい（例えば、価格の構成要素内訳の開示）。
- ・ 複雑な金融商品の流通市場がない場合、入手可能な唯一の価格は、当該商品を販売した市場仲介者から提供される。その場合、市場仲介者は、当該商品の価格がどのような

に計算され、その価格が何を示しているのか（中間市場の理論価値、償還価格等）を、顧客にあらかじめ開示すべきである。

- ・ 市場仲介者は、可能な限り、他の投資商品との比較情報を顧客に提供すべきである。

(エ) 「非助言サービスにかかる顧客の保護」に関する原則

原則4：市場仲介者が複雑な金融商品を無勧誘ベース（unsolicited base、つまり、管理、助言あるいは推奨を行うことなく）で販売する場合、規制当局は、それにかかるリスクから顧客を保護するための適切な手段を提供すべきである。

《実施に際しての留意事項》

- ・ 規制当局は、顧客が無勧誘ベースで複雑な金融商品を購入する場合であっても、必要最小限の保護を提供すべきである。
- ・ そうした保護には、以下のものが含まれる。
 - ・ 特定タイプの商品ないしはサービスにかかる顧客の知識水準および経験度を評価すること
 - ・ 顧客に当該取引が適切でないことを警告すること、あるいは、投資助言を受けるように勧告すること
 - ・ 当該取引の特性および特有なリスクについて顧客に開示すること
 - ・ ある種の複雑な金融商品（例えば、インデックス・ワント、カレンシー・インデックス・ワントおよびオプション）の取引について、特別な要件を賦課すること
 - ・ 特定の顧客について、彼らが複雑な金融商品の取引が可能なプラットホームを利用せざるを得ないようなサービスを提供することが適切であるかどうかを市場仲介者に評価させること
 - ・ 通常よりもリスクの高い、あるいは、複雑な金融商品のリテール投資家などへの販売を禁止または制限すること

(オ) 「助言サービスにかかる適合性の観点からの顧客の保護」に関する原則

原則5：市場仲介者が助言を行い、あるいは投資管理の裁量権行使する場合を含み、彼らが特定の複雑な金融商品の購入を推奨する際にはいつでも、市場仲介者は、そうした推奨や助言あるいは顧客に代わる意思決定が、複雑な金融商品のストラクチャーおよびリスク特性と顧客の経験、知識、投資目的、リスク選好および損失許容度とが一致するという適切な評価に基づくものであることを確かめるための適切な対策を講じるべきである。

《実施に際しての留意事項》

- 市場仲介者による推奨や助言の提供、あるいは、投資裁量権の行使に対する顧客依存度の高まりを考慮すれば、そうした助言又は一任サービス（discretionary services）の提供については、厳格な保護対策が必要となる。
- 規制当局は、商品・サービスの複雑性、リスク度、そして顧客の知識レベルに合わせて設定される適合性要件の遵守を市場仲介者に対して求めるべきである。
- 顧客の適合性は以下のファクターに基づいて決定されるべきである。市場仲介者は、顧客の適合性を評価するためのしっかりととしたプロセスを持つ必要がある。
 - 投資目的（投資期間を含む）
 - 投資目的およびポートフォリオ分散の必要性を考慮したリスク許容度およびリスク選好度
 - 財務状況および複雑な金融商品の取引から生じる損失への耐久力
 - 複雑な金融商品にかかる投資経験および知識（過去の取引の特性、規模および頻度、複雑な金融商品・サービスへの精通度を含む）
 - 流動性ニーズ
- 市場仲介者は、彼ら自身で、以下の分析を行うべきである。
 - 複雑な金融商品がどのように構築され、価格設定が行われているか
 - 商品のペイオフおよび基本構成の特質と複雑性
 - 関連するリスクのレベル（カウンター・パーティ・リスク、流動性リスク、市場リスク）
 - 発行人およびプロバイダーの経験および評判
 - 商品の取引にかかる手数料、費用、その他のコスト
 - 流動性のレベル
 - ロックイン期間（lock-in periods）および償還条件
 - 異常な状況下における当該商品の価格動向
 - 保証の性質
- 顧客と商品の特性を評価したのち、市場仲介者は、提案した投資のデュレーションと流動性が、顧客の投資スタンス（たとえば投資期間が短期であるか長期であるか等）を考慮したうえで、そのニーズにマッチしているかどうかを含め、当該商品の特質およびリスクが顧客のプロファイルに適合するかどうかを判断しなければならない。
- 市場仲介者は、規制当局から求められた顧客情報の証拠書類を保管すべきである。
- 規制当局は、複雑な金融商品における適合性義務の遂行を促すためのガイドラインを提供すべきである。

原則6：市場仲介者は、複雑な金融商品の販売との関連において、推奨、助言あるいは顧客に対して行う投資一任（investment discretion）の行使を適切な根拠の下に行うための十分な情報を持つべきである。

《実施に際しての留意事項》

- 規制当局は、市場仲介者が特定の複雑な金融商品の購入を推奨し、あるいは、顧客への投資一任サービス提供の一環として当該商品の購入を推奨する前に、特定顧客に対する当該商品の適合性を評価するために必要な情報を入手するよう要求すべきである。
- 顧客が市場仲介者の求める全ての情報を提供できない場合、市場仲介者は、入手できた情報が推奨を行うために十分なものであるかどうかを判断しなければならない。市場仲介者が満足な情報ではないと判断した場合には、
 - ・ 当該顧客への推奨あるいはサービスの提供は禁止されるべきである。
 - ・ あるいは、投資推奨が認められる場合には、その推奨が限られた情報に基づくものであることを銘記すべきである。
- いずれの場合であっても、市場仲介者は、顧客の最良利益に合致するように行動すべきである。
- 過誤販売のリスクを回避するための方法として、重大な投資家保護問題が発生した時に、特定の金融商品のリテール顧客等への推奨を自動的に禁止あるいは制限する権限を規制当局に付与することも考えられる。

(力) 「法令順守機能ならびに適合性にかかる内部方針および手続き」に関する原則

原則7：市場仲介者は、法令順守機能を確立し、顧客向けの新たな複雑な金融商品を開発しあるいは選択する場合を含み、適合性要件の遵守を貫くための適正な内部方針および手続きを設定すべきである。

《実施に際しての留意事項》

- 市場仲介者は、適合性要件の遵守、利益相反の管理、適切な事業運営、顧客の公平な取り扱いなどを視野に入れて、内部方針および手続きを設定し維持すべきである。
- 複雑な金融商品を開発し、あるいは販売のために選別する場合、市場仲介者は、当該商品を特定し、彼らのターゲットである見込み客の特性およびニーズとの親和性（compatibility）を高めるために、それらを定期的に見直し、公認するための適切な内部方針を設定すべきである。
- コンプライアンス部門は、上記の内部方針および手続きが正しく機能しているかどうかを確認しなければならない。

(キ) 「インセンティブ」に関する原則

原則8：市場仲介者は、複雑な金融商品のうち適切なものに限り顧客に推奨されるべきことを規定したインセンティブ・ポリシー（incentive policies）を定め、適用すべきである。

《実施に際しての留意事項》

- 市場仲介者およびそのスタッフの報酬方針（compensation policy）は、適切な商品だけが顧客に推奨されるような報酬体系の構築を実現するものでなければならない。
- 経営幹部は、インセンティブ・スキームおよび販売スタッフによる販売慣行を定期的に見直すべきである。
- 市場仲介者の報酬体系および販売スタッフのインセンティブ・プログラムは、正直に、公正に、専門的に行動するという義務に抵触するものであってはならず、また、顧客の最良利益に合致するものでなければならない。
- 規制当局は、不適切な助言ないしは推奨を招きかねないインセンティブのリスクを軽減する手段として、報酬体系および方針の開示を求める手段について検討すべきである。

(ク) 「法令等の執行」に関する原則

原則9：規制当局は、複雑な金融商品にかかる適合性要件およびその他の顧客保護要件の順守を確実なものにするために、定期的かつ継続的に、市場仲介者を監督し、検査を行うべきである。

《実施に際しての留意事項》

- 市場仲介者が複雑な金融商品をリテール顧客に販売する場合、規制当局は、適合性要件その他の投資家保護要件を厳しく遵守させるための強力かつ効果的なインセンティブを市場仲介者に提供すべきである。
- 市場仲介者がこうした義務を遵守するために必要な内部方針や手続きを整備しているかどうかを確認するために、規制当局は、現地視察やテーマごとのレビューを実施すべきである。

以上