

# 信託に関する規制及び信託会社の実務(5)

## —プリンシプルベースの規制と信託

LGT ウェルスマネジメント信託株式会社 久野 貴 秀  
法務・コンプライアンス部

### — 目 次 —

|                                    |                              |
|------------------------------------|------------------------------|
| 第1回 信託業法（本誌293号）                   | る経営的な意味                      |
| 第2回 信託と金融商品取引法（本誌294号）             | 2. 顧客本位の業務運営における第二線・三線の役割    |
| 第3回 信託財産の管理処分を行う上で検討が必要な規制（本誌296号） | 第5節 顧客本位の業務運営に関する原則の活用       |
| 第4回 信託とマネー・ローンダリングリスク（本誌297号）      | 1. 顧客本位の業務運営に関する原則の認知度       |
| 第5回 プリンシプルベースの規制と信託                | 2. 金融事業者に関する更なる情報の公開について     |
| 第1節 プリンシプルベースの規制とは                 | 第6節 最善利益義務の法制化とその行方          |
| 1. 総 論                             | 1. 金サ法の改正                    |
| 2. プリンシプルベースの規制                    | 2. 米国の Best Interest 規制とその評価 |
| 第2節 金融サービス業におけるプリンシプル              | 第7節 プリンシプルベースの規制と信託          |
| 1. プリンシプルの公表とその期待                  | 1. 忠実義務と最善利益義務               |
| 2. プリンシプルの効果                       | 2. 信託実務における顧客本位の7原則の取扱い      |
| 第3節 顧客本位の業務運営に関する原則                | 3. プロダクトガバナンスの構築             |
| 1. 顧客本位の業務運営に関する原則の概要              |                              |
| 2. 顧客本位の業務運営の原則導入の背景               |                              |
| 第4節 顧客本位の業務運営に関する原則の採択             |                              |
| 1. 顧客本位の業務運営に関する原則を採択す             |                              |

## 第1節 プリンシプルベースの規制とは

### 1. 総 論

第5回ではプリンシプルベースの規制について取り上げる。特にプリンシプルベースの規制については、昨今、金融庁が最も力を入れる分野であり、特にその中核を成す「顧客本位の業務運営」は、各金融事業者の積極的な実践・推進が期待されている。一方で、そ

の取組み状況については、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<sup>(1)</sup>」の評価によると“道半ば”であり、金融庁や関係者の期待する水準に遠く及んでいないのも実情である。

今般、第212回臨時国会において、2023年11月20日に「金融商品取引法等の一部を改正する法律案」が成立し、同年11月29日に公布された。その後、政令により施行日が決定さ

れ、2024年2月1日より「金融サービスの提供に関する法律」が「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、「金サ法」という)に改正された。そして、同公布日から起算して1年を超えない範囲内において政令で定める日より、金サ法2条1項に「顧客等の最善の利益」の勘案についての規定(最善利益義務)が新設され、プリンシプルベースの規制が強化されることとなった。

本稿では、プリンシプルベースの規制について金融事業者に適用される「金融サービス業におけるプリンシプル」及び「顧客本位の業務運営」を中心に概説すると共に、金融事業者や一投資家の視点から私見を述べたい。

## 2. プリンシプルベースの規制

プリンシプルベースの規制が金融庁から示されたのは、2007年の「金融規制の質的向上—ベター・レギュレーション<sup>(2)</sup>」の第一の柱として“ルール・ベースの監督とプリンシプル・ベースの監督の最適な組合せ”として公表されたのが始まりである。ここでは、プリンシプルベースの監督手法として、“いくつかの主要な原則を示し、それに沿った金融機関の自主的な取組みを促す”ことが示されている。また、同年9月の佐藤隆文 金融庁長官(当時)の講演<sup>(3)</sup>においては、“プリンシプル・ベースのアプローチは規制対象の金融機関が尊重すべき重要ないくつかの原則や規範を示したうえで、それに沿った行政対応を行っていくということです。金融機関の自主的な取組みを促進する、あるいは金融機関の経営の自由度を確保するといった点でメリットの大きいものです。”との説明がなされている。

プリンシプルベースの規制と対比されるの

はルールベースの規制であり、これは法令諸規則に、いわゆる Dos & Don'ts が規定され、それに従って業務を進めて行くことである。ルールベースの規制においては、「やらなければならないこと」と「やってはならないこと」がある程度明確に成文化されているため、実務における判断が比較的容易であるものの、ルールでカバーできない分野や場面において、ルール(規制)の隙間や抜け道が存在することになる。“プリンシプルは、法令をはじめとするルールの背景にある基本精神や法目的を多少具体化した表現しているもの<sup>(4)</sup>”と捉えられ、それらの隙間や抜け道を補完する役割が期待されている。

2007年のベター・レギュレーションの公表後、2008年には14項目からなる「金融サービス業のプリンシプル(図表1)」が公表<sup>(5)</sup>され、これがプリンシプルベースの規制の嚆矢となった。

その後、プリンシプルベースの規制は広がりを見せ、現在では、金融庁策定<sup>(6)</sup>のものとして以下のものがプリンシプルベースの規制(図表2)として公表されている。

そして、これらのプリンシプルが各インベストメント・チェーン(投資の連鎖)を律する土台となり、わが国の資産運用立国実現プランを構成している<sup>(7)</sup>。

その他、金融庁以外では、日本取引所自主規制法人より「エクイティ・ファイナンスのプリンシプル<sup>(8)</sup>」、「上場会社における不祥事対応のプリンシプル<sup>(9)</sup>」、「上場会社における不祥事予防のプリンシプル<sup>(10)</sup>」が公表されており、日本証券業協会ではプリンシプルベースの観点から自主規制を見直す<sup>(11)</sup>等、自主規制機関においてもプリンシプルベースの視点が導入されている。

【図表1：金融サービス業におけるプリンシプル】

| 金融サービス業におけるプリンシプル |  |
|-------------------|--|
| 1                 | 創意工夫をこらした自主的な取組みにより、利用者利便の向上や社会において期待されている役割を果たす。                |
| 2                 | 市場に参加するにあたっては、市場全体の機能を向上させ、透明性・公正性を確保するよう行動する。                   |
| 3                 | 利用者の合理的な期待に応えるよう必要な注意を払い、誠実かつ職業的な注意深さをもって業務を行う。                  |
| 4                 | 利用者の経済合理的な判断を可能とする情報やアドバイスをタイムリーに、かつ明確・公平に提供するように注意を払う。          |
| 5                 | 利用者等からの相談や問い合わせに対し真摯に対応し、必要な情報の提供、アドバイス等を行うとともに金融知識の普及に努める。      |
| 6                 | 自身・グループと利用者の間、また、利用者とその他の利用者の間等の利益相反による弊害を防止する。                  |
| 7                 | 利用者の資産について、その責任に応じて適切な管理を行う。                                     |
| 8                 | 財務の健全性、業務の適切性等を確保するため、必要な人員配置を含め、適切な経営管理態勢を構築し、実効的なガバナンス機能を発揮する。 |
| 9                 | 市場規律の発揮と経営の透明性を高めることの重要性に鑑み、適切な情報開示を行う。                          |
| 10                | 反社会的勢力との関係を遮断するなど金融犯罪等に利用されない態勢を構築する。                            |
| 11                | 自身のリスク特性を踏まえた健全な財務基盤を維持する。                                       |
| 12                | 業務の規模・特性、リスクプロファイルに見合った適切なリスク管理を行う。                              |
| 13                | 市場で果たしている役割等に応じ、大規模災害その他不測の事態における対応策を確立する。                       |
| 14                | 当局の合理的な要請に対し誠実かつ正確な情報を提供する。また、当局との双方向の対話を含め意思疎通の円滑を図る。           |

出典：金融庁ホームページ

【図表2：プリンシプルベースの規制】

|   | プリンシプル名称                               | 公表年月    | 対象事業者 |
|---|--|---------|-------|
| 1 | 金融サービス業におけるプリンシプル                      | 2008年4月 | 金融事業者 |
| 2 | 「責任ある機関投資家」の諸原則<br>(日本版スチュワードシップコード)   | 2014年2月 | 機関投資家 |
| 3 | コーポレートガバナンスコード                         | 2015年5月 | 上場会社  |
| 4 | 顧客本位の業務運営に関する原則                        | 2017年3月 | 金融事業者 |
| 5 | 「監査法人の組織的な運営に関する原則」<br>(監査法人のガバナンスコード) | 2017年3月 | 監査法人  |

## 第2節 金融サービス業におけるプリンシプル

### 1. プリンシプルの公表とその期待

第1節で述べたとおり、金融庁は2007年にベター・レギュレーションの考え方を公表後、金融業界と議論を重ね、2008年に「金融サービス業におけるプリンシプル」を公表し、14項目にわたるプリンシプルを公表した。その狙いとしては、“詳細なルールを設定し、それを個別事例に適用していくという「ルールベースの監督」と、いくつかの主要な原則を示し、それに沿った金融機関の自主的な取組みを促す「プリンシプル・ベースの監督」とを最適な形で組み合わせることによって、全体としての金融規制の実効性を確保していくこと”（金融規制の質的向上-ベター・レギュレーション-第一の柱）であり、その期待される効果（図表3）として以下が示されている<sup>(12)</sup>。

また、2008年のプリンシプルの公表時には、

「金融上の行政処分について」の改定についても公表されており、「行政処分の基準の項目」の「軽減事由」に“特に、金融機関が、行政当局と共有されたプリンシプルに基づき、自主的な対応を的確に行っている場合は、軽減事由として考慮するものとする。”の文言が追加され<sup>(13)</sup>、金融事業者側にプリンシプル活用についてのインセンティブが付与されている。

### 2. プリンシプルの効果

2008年の「金融サービス業におけるプリンシプル」公表後、当該プリンシプルは金融事業者間では普及しなかったように思われる。考えられる理由としては、「プリンシプルの数が14項目と多岐にわたる」、「プリンシプルの概念の理解が乏しかった」、「法令諸規則では無いため、真剣度に欠けていた」等が挙げられる。一方で、規制当局サイドでも2008年9月のリーマン・ショックの発生により“危機管理モードへのシフトを余儀なくされ、(中

【図表3：金融サービス業におけるプリンシプルの期待される効果】

|    |  |
|----|--|
| 1. | 金融サービスの利用者にとっては、あらかじめ金融サービス提供者に期待できる行動や金融サービスに求められる品質が理解され、安心して金融サービスを購入できる環境が整う。  |
| 2. | 金融サービスの提供者である各金融機関等にとっては、成文化されたルールがない場合やルールの解釈が分かれる場合であっても、自らがとるべき行動について、基本的な考え方が明確となり、環境の変化に応じて機動的に、自主的なサービスの改善や新サービスの開発・提供などに取組む際の指針となることが期待される。<br>この意味で、プリンシプルは、各金融機関等に期待される改善努力の方向感を示すと共に、ベストプラクティスの拠り所となるものである。また、ルールを解釈する際の基礎となるものでもある。 |
| 3. | 行政にとっても、(イ) 検査・監督などの場面におけるルールの解釈・運用において、プリンシプルに示された基本的な考え方に準拠することで、実態に即した的確な行政対応をより確かなものとするのが可能となる。(ロ) 既存のルール（法令、金融検査マニュアル、監督指針等）の見直し等に当たっても、プリンシプルの考え方に沿った簡素化や明確化を図ることで、金融サービスのイノベーションや、金融サービスにおける自由な競争を妨げないような市場環境及び規制環境を整備することが可能となる。       |

略)金融庁の行政リソース”も危機対応の業務に多くを割かれることとなり、結果、“策定後の周知・普及や効果の測定といったフォローアップが十分に行われなかった<sup>(14)</sup>”とのことであった。

一方で、同プリンシプルが示した原則は、色褪せることなく、現代でも通用する内容であると考えられる。同原則では各プリンシプルに合わせ「具体的なイメージ」として、期待される行動も記載されている。金融事業者として何が求められているのか、何を期待されているのかについての羅針盤となる規範であると考えられる。

そして、金融サービス業におけるプリンシプル(図表1)における1から7のプリンシプルがより具体的に、顧客の最善の利益を追求することにフォーカスし、より具体的なプリンシプルとして進化したのが次節で述べる「顧客本位の業務運営の原則」と言えるだろう。

### 第3節 顧客本位の業務運営に関する原則

#### 1. 顧客本位の業務運営に関する原則の概要

顧客本位の業務運営に関する原則は、2016年12月に公表された「市場ワーキング・グループ報告書<sup>(15)</sup>」の提言を踏まえ、2017年1月に金融庁より「顧客本位の業務運営に関する原則(案)」が公表され、パブリックコメント期間を経て、2017年3月に確定版が公表された。その後、2021年1月に一度改定されている。

顧客本位の業務運営に関する原則の制定の意図として、“金融事業者が自ら主体的に創意工夫を発揮し、ベスト・プラクティスを目

指して顧客本位の良質な金融商品・サービスの提供を競い合い、より良い取組みを行う金融事業者が顧客から選択されていくメカニズムの実現”、“金融事業者が、原則を踏まえて何が顧客のためになるかを真剣に考え、横並びに陥ることなく、より良い金融商品・サービスの提供を競い合うよう促していくこと”が掲げられており、それらを7つの原則(プリンシプル)に落とし込み、各金融事業者に対しその趣旨・精神を自ら咀嚼した上で、顧客のために業務を行う態勢を整備・実践することを求めている。具体的には、各金融事業者は顧客本位の業務運営を実現するための明確な方針を策定・公表するとともに、当該方針に係る取組状況を定期的に公表することとされている。取組状況の公表に際しては、取組状況の可視化として、自主的にKPI(Key Performance Indicator)を設定し、顧客が分かりやすく比較しやすい内容を公表することが期待されている。

顧客本位の業務運営に関する原則は、以下の7つの原則(図表4)から構成され、その対象となる「顧客」については一般投資家(非特定投資家)の顧客が想定されていると考えられがちであるが、金融庁のパブリックコメント回答<sup>(16)</sup>では、“具体的な記載内容については、本原則の趣旨を踏まえて、各金融事業者においてご検討ください。”(項番15・16)、“具体的な適用範囲等を示すことは適当でないと考えます。”(項番32)との回答がなされており、プロ向け・アマ向けのビジネスを問わず、各金融事業者が自主的かつ具体的に原則の採否を検討することが求められている。なお、原則の採否においては、いわゆる「Comply or Explain」方式が採用されており、一部の原則を実施しない場合にはその「実施

【図表 4：顧客本位の7つの原則】

|   | 顧客本位の7つの原則             |
|---|------------------------|
| 1 | 顧客本位の業務運営に関する方針の策定・公表等 |
| 2 | 顧客の最善の利益の追求            |
| 3 | 利益相反の適切な管理             |
| 4 | 手数料等の明確化               |
| 5 | 重要な情報の分かりやすい提供         |
| 6 | 顧客にふさわしいサービスの提供        |
| 7 | 従業員に対する適切な動機づけの枠組み等    |

しない理由等」を説明することが求められている。

また、原則の対象となる「金融事業者」についても特に定義は定められておらず、自ら自主的に顧客本位の業務運営の原則の対象であるか否かを判断することとなる。この際に考慮すべき点は、原則1の注記、“金融事業者は、顧客本位の業務運営に関する方針を策定する際には、取引の直接の相手方としての顧客だけでなく、インベストメント・チェーンにおける最終受益者としての顧客をも念頭に置くべきである。”であり、自らがインベストメント・チェーンの一翼に属しているか否かを十分に検証し、最終顧客が誰であるかを想定した上で原則の採否を検討することが求められている。

## 2. 顧客本位の業務運営の原則導入の背景

顧客本位の業務運営の原則が導入された背景としては、金融事業者における“短期的な利益を優先させるあまり、顧客の安定的な資産形成に資する業務運営が行われているとは必ずしも言えない”営業姿勢（金融庁 平成28事務年度金融レポート<sup>(17)</sup> 70頁）の存在

が挙げられる。

証券会社においては、1999年10月に株式売買委託手数料が自由化された結果、株式の委託売買市場はインターネット専門の証券会社に席卷され、対面型の証券会社は投信販売に注力することとなった。銀行においては1998年12月に投資信託の窓口販売が解禁され、また、1999年以降の大規模金融緩和政策により利ざやビジネスが退潮することとなった結果、手数料収入を求め投信販売に傾倒することとなった。

このような環境下において、投資信託ビジネスは手数料を稼ぐための手段と化し、毎月分配型投資信託のヒットを始めてとして、通貨選択型、カバードコール型、BRICS、グローバルREIT、バンクローン、シェールガス、AI等、次々と「手数料が高く」「売しやすい」投資信託が投入されては、短期間で解約されていくこととなった。また、この背景には販売会社である銀行や証券会社の子会社である投信委託会社との系列関係による新規投資信託の開発競争も存在していた。結果として、顧客側は高い手数料や乗換え販売等によって資産がほとんど増えず、資産形成が行えない状況が続いていた<sup>(18)</sup>。

金融庁や自主規制機関サイドにおいても、2001年の投資信託の乗換え勧誘規制の導入を始め、2012年の毎月分配型投資信託と通貨選択型投資信託の交付目論見書の記載文言の追加・同投資信託に係る説明留意事項を加えた監督指針の改正、2014年のトータルリターン通知制度の導入・手数料説明に関する監督指針の改正、2021年のレバレッジ・インバース型投信の説明義務強化、等施策を打ってはいけるものの、上に政策あれば下に対策あり、といった対応で、ルールは遵守される一方で顧

客の利益が蔑ろにされている実態が続いていた。また、投資信託の勧誘に関する規制が強化されれば、次は仕組債や外貨建保険へと顧客にとって手数料がより把握しづらい商品へと勧誘がシフトしていく状況も続いた。

このようにして、規制を強化してもいちごっこであった状況であり、そのような状況を打破するために顧客本位の業務運営の原則が導入されることとなった。これは、2017年4月の日本証券アナリスト協会のセミナーで森信親 金融庁長官（当時）が講演<sup>(19)</sup>を行い、同講演で提起した以下の問題意識に現れている。

“金融庁発足以来、投資家保護は金融行政の中核に位置づけられ、適合性の原則などの観点から、販売会社が投資する人にあった売り方を行っているかを、検査などでも重点的に検証してきました。この結果、金融商品販売の手法や販売資料のディスクレマーなどについて、形式的な面は改善しましたが、ビジネスの本質が顧客本位に変わったとはいえません。”

## 第4節 顧客本位の業務運営に関する原則の採択

### 1. 顧客本位の業務運営に関する原則を採択する経営的な意味

金融事業者にとって顧客本位の業務運営に関する原則の採択とは具体的には何を行うべきなのだろうか。自社のホームページで自社の方針や取組状況を公表していればそれでよしとなるのだろうか。また、同原則を採択する本質的な意味とはどのようなものなのだろうか。前述のタスクフォースにおける評価に基づく金融事業社側における取組状況は未

だ不十分ではないかと見受けられる。

金融庁が公表している個別原則では、“金融事業者は、顧客との取引に際し、顧客本位の良質なサービスを提供し、顧客の最善の利益を図ることにより、自らの安定した顧客基盤と収益の確保につなげていくことを目指すべきである。”（原則2）

“金融事業者は、複数の金融商品・サービスをパッケージとして販売・推奨等する場合には、個別に購入することが可能であるか否かを顧客に示すとともに、パッケージ化する場合としない場合を顧客が比較することが可能となるよう、それぞれの重要な情報について提供すべきである。”（原則5）

等と、抽象的な表現と具体的な方法論が混在しており、分かりづらい印象がある。そして、原則では、“金融事業者は、本原則を外形的に遵守することに腐心するのではなく、その趣旨・精神を自ら咀嚼した上で、それを実践していくためにはどのような行動をとるべきかを適切に判断していくことが求められる。”とも記載されており、金融事業者側で原則を十分に読み込み、その意図を含めて理解する必要性が示唆されている。そして、その意図は前掲の講演にてはっきりと述べられている。

“正しい金融知識を持った顧客には売りづらい商品を作って一般顧客に売るビジネス、手数料獲得が優先され顧客の利益が軽視される結果、顧客の資産を増やすことが出来ないビジネスは、そもそも社会的に続ける価値があるものですか？こうした商品を組成し、販売している金融機関の経営者は、社員に本当に仕事のやりがいを与えることが出来ていでしょうか？また、こうしたビジネスモデルは、果たして金融機関・金融グループの中長

期的な価値向上につながっているのでしょうか？”

つまりは、金融事業者側は「顧客の資産を増やすビジネス」へとビジネスモデルの転換を迫られているのである。従って、これまでの延長線上で顧客本位の原則を採択してもそれは意味を成さない。顧客本位の業務運営を採択する本質的な意味はビジネスモデルの転換とは不可分である。顧客が得べかりし収益を掠め取るようなビジネスは止めなければならない。できないのであれば、そもそも顧客本位の業務運営の原則を採択すべきでない。

従って、ビジネスモデルを転換するのであれば、今後の対面型の金融セールスは、商品の乗換や回転売買を前提としたものからより付加価値の高いサービスを提供するような営業形態にシフトしていくことを検討しなければならないだろう。それは、コンサルティング型やウェルスマネジメント型のビジネスであり、顧客に寄り添い適時に質の高いアドバイスを行うことのできる営業職員の養成が求められる。また、獲得手数料の多寡に応じた営業役職員へのインセンティブ制度<sup>(20)</sup>も見直さなければならない。これは顧客への不必要なセールスが横行する温床となっているからである。

一方で、これまでの対面型のマスリテールは、不必要に高い手数料を得られることがなくなるため、縮小を余儀なくされると思われる。高いコストで維持されている路面店のうち不採算な店舗は今後、合理化されていくだろう。よって、今後、特に社会インフラとしての銀行の店舗はますます縮小していくと思われる。店舗窓口で対応されていた手続き等が益々ネットへシフトする等、店舗運営のあり方も変化するだろう

各金融事業者の経営陣はまず、顧客本位の業務運営の原則を採択するに当たり、今後のビジネスモデルの転換を真剣に議論しなければならない。顧客が必要と認めないコストはいずれ誰からも負担されなくなるのである。

## 2. 顧客本位の業務運営における第二線・三線の役割

顧客本位の業務運営の原則を採択することによって金融事業者のコンプライアンス部門（第二線）・監査部門（第三線）の役割はどのように変わるのだろうか。

従来であれば、第二線・三線の役職員は専門知識が求められ、法令諸規則に基づきビジネスをジャッジすれば良く、複雑な案件であれば外部の法律専門家の知見も活用することができた。実際、特に大所帯のコンプライアンス部門では法令諸規則の改正の歴史や経緯等にも詳しい生き字引的な役職員が重宝されていることだろう。

一方で、プリンシプルベースの規制となると、目の前のビジネスが顧客本位であるか否かであるかを判定しなければならず、また、その自身の判断を説得力を持って第一線に説明できるスキルが求められるため、より高度な能力が求められることになるだろう。「やってはいけないとどこにも書いてない」と強弁する第一線を説得することも第二線の重要な仕事である。また、顧客に提供しようとする商品についての深い知識も求められる。単にリスクや重要事項が顧客向けのパンフレットに遺漏無く記載されていれば良し、とはならないのである。これからの第二線・三線の役職員には、従来からの法令諸規則に関する知識のみならず、顧客目線や商品に関する深い知識、プレゼンテーション能力等が求めら

れることになるだろう。

## 第5節 顧客本位の業務運営に関する原則の活用

### 1. 顧客本位の業務運営に関する原則の認知度

顧客本位の業務運営の原則については、執筆時点では2,353の金融事業者が採択し、金融庁へ届け出ている。そして、同原則が一般投資家の間でどれくらい認知され、活用されているかについては金融庁が調査を行い、「リスク性金融商品販売に係る顧客意識調査結果」として2019年8月<sup>(21)</sup>と2021年6月<sup>(22)</sup>にその結果を公表している。

2019年の調査結果によると、顧客本位の業務運営の認知度は“(ある程度)知っている:9%”と“聞いた事はあるが、詳しくは知らない28%”の回答を合わせて37%である。後者は聞いた事がある程度なので、実質的に「知っている」のは9%と認知度不足は否めない。現在ではもう少し認知度は向上していると考えられるものの、官民で顧客本位の業務運営の原則についての露出を増やす努力が求められるのではないだろうか。金融庁が月次で公表している、「アクセス数の多いページ<sup>(23)</sup>」においても執筆時点で公表されている過去分も含め、顧客本位の業務運営の関する原則に関するウェブサイトは含まれていない。例えば、常にアクセス数上位である、「NISA 特設ウェブサイト」にリンクを貼る等を行っても良いし、金融事業者側も自社の方針や取組状況についてより自社ホームページのより目立つ位置に掲載する等の努力が求められる<sup>(24)</sup>。

また、2021年の調査結果では、“顧客本位

の業務運営に関する取組方針・KPIを確認したことはありますか”の質問に対して、“確認したことがあり、役に立った”の回答割合が6.2%と、“確認したことはあるが、役に立たなかった”の9.5%を下回っており、厳しい結果であった。これは様々な理由が考えられるが、総じて各金融事業者が公表している取組方針が総花的であり、またKPIについても自社に都合の良い数値を我田引水・手前味噌的に公表しているものが多く、その金融事業者の本質的な営業姿勢が露わになるものではないからではないかと考えられる。ただ、これは考えてみれば当然のことで、自社のネガティブな情報を掲げて営業する金融事業者などいないため、一般的な投資家が各社の営業姿勢を見極めるのはかなり難しいのではないかと思われる。

### 2. 金融事業者に関する更なる情報の公開について

前述したとおり、投資家が金融事業者の選定に当たって、顧客本位の業務運営の原則への取組状況だけから判断するには情報が足りない。現在金融庁より公開されている投資信託や外貨建保険に関する共通KPIを用いればある程度判断が可能になると考えられるが、これは特定の状況における一面でしかない<sup>(25)</sup>。また、投資信託や外貨建保険を販売しない会社については何も分からない。金融事業者についての具体性の伴った更なる情報、特にネガティブな情報も必要であると考えられる。一方で金融事業者側から自社のネガティブな情報を積極的に公表することは考えがたく、金融庁が保有するデータの活用が期待される。

具体的には、金融庁や指定紛争解決機関へ

寄せられた金融事業者別の苦情・紛争の件数やその概要を公表することである。通常、各金融事業者において解決に至らない苦情や紛争が金融庁や指定紛争解決機関に寄せられるのであり、そのような苦情や紛争には一定の傾向が見られるはずである。なぜなら金融事業者の営業姿勢は最終的には顧客の苦情によって顕現するからである。

事実、2018年にシェアハウス向け不正融資等で行政処分を受けたスルガ銀行については、その投資用不動産融資に関する苦情が、遅くとも2015年1月には金融庁に寄せられていたことを栗田照久 金融庁監督局長（当時）が第197回国会の財務金融委員会で明らかにしている<sup>(26)</sup>。仮にこのような不動産融資に係る苦情が生じている事実が公表されていれば、投資家は自身で投資判断を慎重化させたり、また、他の投資家へ情報を共有する等して、ある程度の被害を防げた可能性がある。

もちろん、金融事業者によっては顧客数が異なるため、単純な苦情・紛争の件数では金融事業者の比較をすることは難しいが、苦情や紛争の傾向を知ることにより、投資家自身が投資を検討している商品等と比較衡量して自身の金融事業者選定に活かすことはできるはずである。

## 第6節 最善利益義務の法制化とその行方

### 1. 金サ法の改正

第1節で触れたとおり、今後数ヶ月内に改正金サ法が施行され、金融事業者は顧客等の最善の利益を勘案する義務を負うこととなる予定である。改正金サ法2条1項の最善利益義務の対象となる「金融サービスの提供等に

【図表5：金融サービスの提供等に係る業務を行う者】

|               |   |
|---------------|---|
| 金サ法<br>2条2項1号 | 金融サービス仲介業者                              |
| 2号            | 金融商品取引業者等                               |
| 3号            | 銀行                                      |
| 4号            | 無尽業者                                    |
| 5号            | その他の預金取扱等金融機関                           |
| 6号            | 銀行代理業者等                                 |
| 7号            | 電子決済等取扱業者等                              |
| 8号            | 電子決済等代行業者等                              |
| 9号            | 信託会社、信託契約代理店                            |
| 10号           | 保険会社、保険代理店等                             |
| 11号           | 貸金業者                                    |
| 12号           | 不動産特定共同事業者                              |
| 13号           | 資金移動業者、電子決済手段等取引業者、暗号資産交換業者、前払式支払手段発行業者 |
| 14号乃至18号      | 年金積立金の管理・運用事業者、年金基金                     |
| 19号           | 政令で定める業務を行う者                            |

係る業務を行う者（図表5）」は同条2項に規定されており、以下の事業者とその役員及び使用人である。

また、最善利益義務の対象となる業務は、“前表各号に掲げる業務又はこれに付随し、若しくは関連する業務であって顧客等の保護を確保することが必要と認められるものとして政令で定めるもの”と規定されている。この政令で定める業務も今後明らかとなるであろうが、いわゆるプロ投資家を除く一般的な投資家が最終受益者となるような幅広い業務全般が対象となることが想定される。

## 2. 米国の Best Interest 規制とその評価

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」では、最善利益義務の法制化を提言するに当たり、“欧米においては、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よう求めている。”と欧米の制度を参考にしていることを示唆している。これは欧州 MiFID II 及び米国の Regulation Best Interest (Reg BI) を参考にしているものと思われる<sup>(27)</sup>。

米国の Reg BI については、米国の自主規制機関である FINRA (Financial Industry Regulatory Authority) の年次報告書においてその遵守状況が公表されているため、本稿で取り上げたい。直近の報告書<sup>(28)</sup>によると Findings (指摘事項)として、

- ・顧客にとって最善の利益であると信じるに足る合理的根拠無しに証券の推奨をしている
- ・顧客のプロファイルと比較して過度の取引を推奨している
- ・顧客のプロファイルにそぐわない複雑な商品や低流動性の商品を推奨している
- ・利益相反を特定、開示等することなく証券を提案している
- ・手数料に関わる利益相反に関する全ての重要な事実を顧客に開示していない
- ・Reg BI 違反を検知するための適切な監視態勢や管理体制を有していない
- ・Reg BI 遵守のための適切なトレーニングを従業員に行っていない

等が挙げられており、これらの指摘は今後、本邦で最善利益義務が実施されるに当

たり、同義務を遵守する態勢を整備するために、各金融事業者のコンプライアンス部門にとって参考になると思われる。特に、改正金サ法における「最善の利益」については、特に定義はされていないため、どのような対応を行えば良いか判断に迷う場合は、同指摘事項の後段部分の“Effective Practices”に業務マニュアルやレビュープロセスの制定等が具体的に記載されているため、一読を勧めたい。

## 第7節 プリンシプルベースの規制と信託

### 1. 忠実義務と最善利益義務

信託の受託者には信託法30条及び信託業法28条により忠実義務が課されており、受益者のために忠実にその業務を行わなければならない。つまりは受益者の最善の利益を守らなければならないのである。信託の世界では既に最善利益義務と同等の規定は存在するため、一見すると金サ法の改正は屋上屋を架すような規制に見えるかもしれない。しかしながら、信託契約が締結される前、勧誘の段階では、最善利益義務が適用されるであろう。従って、これから勧誘する信託契約が真に顧客の利益になるのか、期待される経済的利益と同等の利益をより安いコストで提供できる手段はあるか、利益相反は適切に管理されているか、等を事前に検討するようなプロセスが必要となるであろう。

### 2. 信託実務における顧客本位の7原則の取扱い

信託実務における顧客本位の原則について、実務上の留意点等はどのようなものにな

るだろうか。以下に、原則ごとに考慮すべき点を述べたい。

#### 原則1. 顧客本位の業務運営に関する方針の策定・公表等

会社の方針や理念を簡潔に述べる他に、信託の機能の特性にも触れ、信託会社としてどのような付加価値が提供できるかを簡潔に述べることが考えられる。

また、原則1の注釈に記載のとおり、“インベストメント・チェーンにおける最終受益者としての顧客をも念頭に置くべきである”ことから、信託会社は特に受益者を意識した内容にすべきである。

その他、取組状況の公開に関しては、受託残高の推移や顧客満足度が把握できるKPIを設定することを中心にして実践状況を評価することが考えられるだろう。

#### 原則2. 顧客の最善の利益の追求

顧客本位の業務運営に関する原則と金サ法の「顧客の最善の利益」が同一であるとの前提で考慮すると、前節で述べた通り、モニタリング等も含めた顧客の最善の利益を勘案するための態勢整備を検討する必要があるだろう。

#### 原則3. 利益相反の適切な管理

利益相反については、信託法31条及び信託業法29条2項において規制されているため、管理面からは適正に行われていると考えられるものの、同一グループに属する別の会社が発行する有価証券等に投資しようとする場合は、信託業法施行規則41条3項の例外取引として認められる場合でも、事前に顧客に対しその有価証券等に投資することが顧客の利益

に資するかについてを検討・説明する等の対応が考えられるだろう。

#### 原則4. 手数料等の明確化

信託報酬率のほか、投資先の有価証券等に係る費用も含めて開示すべきであり、信託財産に係るエクスペンスレシオ（総経費率）を定期的に開示することも考えられる。

#### 原則5. 重要な情報の分かりやすい提供

自社が提供する商品について分かりやすい説明に努めるだけでなく、顧客にとって分かりづらい信託のスキームや信託特有の用語（「委託者」や「受託者」等）についても分かりやすい説明を行うことが考えられる。

#### 原則6. 顧客にふさわしいサービスの提供

同原則では業態横断的な商品・サービスの比較を行う事が求められているが、信託の場合は顧客側に信託会社との馴染みがないことが多く、業態の枠を超え複数の商品との比較をすることは他業種との違いを説明する際に行われる機会が多いと思われる。

また、顧客にふさわしい商品を提案するための顧客のニーズの把握については、「顧客の真のニーズ」を把握することが肝要である。これは投機的な商品を販売して偶然に値上がりして顧客満足度が高まれば「顧客のニーズに合った」という訳ではなく、自社の顧客属性に合わせたリスク・リターンを組み合わせて把握した上で顧客の取り得るリスクの範囲内で顧客の投資目的に叶う商品こそが「顧客の真のニーズ」に応える商品となることに留意すべきである。

## 原則7. 従業員に対する適切な動機づけの枠組み等

当該原則に関しては、信託特有の論点はないものの、原則では「報酬・業績評価体系」に言及しているため、単に「従業員研修を行っている」といったものでは不十分であり、「報酬・業績評価体系」まで踏み込んだ枠組みの策定等が求められる。

### 3. プロダクトガバナンスの構築

また、プロダクトガバナンスの観点からも検討が求められる。プロダクトガバナンスは、MiFID II のプロダクトガバナンス規制を参照に、当初は資産運用会社に求められる態勢であり<sup>(29)</sup>、現在は資産運用会社向けに顧客本位の原則に組み込む事が検討されている<sup>(30)</sup>。

また、販売会社側においてもプロダクトガバナンスの構築が求められている<sup>(31)</sup>。プロダクトガバナンスには明確な定義は無いものの、概ね内容としては以下の行動が求められる。

- ・顧客の最善の利益に適った商品の設計 / 導入
- ・利益相反の分析
- ・投資家のニーズや目的の把握と想定顧客の明確化
- ・手数料の透明化
- ・商品のコスト・パフォーマンス、リスク・リターンの分析
- ・各商品について定期的にレビューの実施、必要に応じて商品を見直し / 廃止する

運用型信託会社は、資産を運用する側、信託サービスを販売する側、どちらの立場にもなり得ることから、プロダクトガバナンスを

構築する際には、どちらの立場で構築するのかを明確にし、また、両方の立場に立つ場合は、営業部門と運用部門間で相互に牽制を働かせる態勢を構築する等の対応を取ることが有効ではないかと考えられる。

#### 参考文献

- ・佐藤隆文『資本市場とプリンシプル』（日本経済新聞出版社2019）
- ・信森毅博『顧客本位の業務運営 Ver 2』（金融財政事情研究会2023）
- ・森本紀行『フィデューシャリー・デューティー 顧客本位の業務運営とは何か』（ビジネス教育出版社2016）
- ・三菱 UFJ 信託銀行編『信託の法務と実務 7 訂版』（金融財政事情研究会2022）

#### 【注】

- (1) [https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20221209/01.pdf](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20221209/01.pdf)
- (2) <https://www.fsa.go.jp/policy/br-pillar4/index.html>
- (3) <https://www.fsa.go.jp/common/conference/danwa/20070912.html>
- (4) 佐藤隆文『資本市場とプリンシプル』（日本経済新聞出版社2019）47頁
- (5) <https://www.fsa.go.jp/news/19/20080418-2.html>
- (6) コーポレートガバナンスコードについては、金融庁は策定に関与し、日本取引所自主規制法人から公表されている。
- (7) <https://www.fsa.go.jp/policy/pjlamc/20231214.html>
- (8) <https://www.jpex.co.jp/regulation/public/nlsgeu000001igbj-att/2-02principle.pdf>
- (9) <https://www.jpex.co.jp/regulation/public/nlsgeu000001igbj-att/1-01fusyojiprinciple.pdf>
- (10) <https://www.jpex.co.jp/regulation/public/nlsgeu000001igbj-att/preventive-principles.pdf>
- (11) <https://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/houkokusyo/20200914194458.html>
- (12) <https://www.fsa.go.jp/news/19/20080418-2/01.pdf>
- (13) <https://www.fsa.go.jp/news/19/20080418-2/04.pdf>
- (14) 佐藤隆文『資本市場とプリンシプル』（日本経済新聞出版社2019）106頁
- (15) <https://www.fsa.go.jp/policy/kokyakuhoni/28.12.22.pdf>
- (16) <https://www.fsa.go.jp/news/28/20170330-1/01.pdf>

- (17) <https://www.fsa.go.jp/news/28/20160915-4/01.pdf>
- (18) 同レポート47頁
- (19) <https://www.fsa.go.jp/common/conference/danwa/20170407/01.pdf>
- (20) 金融庁が毎年公表しているモニタリング結果においても、販売収益による個人業績評価が依然として残っていることが報告されている。
- (21) <https://www.fsa.go.jp/news/r1/sonota/20190809fd/002.pdf>
- (22) <https://www.fsa.go.jp/policy/kokyakuhoni/030630ishikicyosa.pdf>
- (23) <https://www.fsa.go.jp/common/popular.html>
- (24) ホームページをスクロールしなければ方針へのリンクにたどり着かない会社が多くあり、中にはリンクが切れたままの会社もあった。
- (25) 例えば、さわかみ投信は投資信託の共通 KPI の公表に一貫して否定的であり、自社のホームページでその理由を公表している。  
<https://www.sawakami.co.jp/information/940/>  
<https://www.sawakami.co.jp/media/webmagazine/202204message/>
- (26) [https://www.shugiin.go.jp/Internet/itdb\\_kaigiroku.nsf/html/kaigiroku%20/009519720181207003.htm](https://www.shugiin.go.jp/Internet/itdb_kaigiroku.nsf/html/kaigiroku%20/009519720181207003.htm)
- (27) それぞれの規則において、金融事業者に対し、顧客の最善の利益の追求や利益相反回避、リスクや手数料等コストの開示等を求めている。
- (28) 2024 FINRA Annual Regulatory Oversight Report  
<https://www.finra.org/rules-guidance/guidance/reports/2024-finra-annual-regulatory-oversight-report>
- (29) 資産運用業高度化プロセスレポート2020  
<https://www.fsa.go.jp/news/r1/sonota/20200619/01.pdf>
- (30) 金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」(第27回) 議事次第  
[https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/market-system/siryou/20240424.html](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/20240424.html)
- (31) リスク性金融商品の販売会社による顧客本位の業務運営のモニタリング結果2023年6月30日  
<https://www.fsa.go.jp/news/r4/kokyakuhoni/fdreport/01.pdf>

(くの・たかひで)