

2025 年 3 月 13 日 全 6 頁

インターネット取引におけるプロダクトガバナンス

非対面取引でのプロダクトガバナンス体制についての欧州からの示唆

金融調査部 研究員 森 駿介

[要約]

- 2024 年 9 月に改訂された「顧客本位の業務運営に関する原則」に盛り込まれたプロダクトガバナンスに関する補充原則は、販売会社から組成会社に対して、実際に購入した顧客属性別の販売状況等の情報連携などを求めている。
- 自主規制機関における実務的な検討の結果、インターネット取引など非対面取引での販売状況も情報連携対象に含まれることとなったようである。このため、インターネット取引において、購入すべきでない顧客に金融商品が過度に提供されることが無いような体制整備や画面上の表示などの対応、これらの対応に係るアカウントビリティが販売会社に求められる可能性がある。
- プロダクトガバナンスで先行する欧州では、非対面取引などにおいて複雑な商品を取り扱う場合における販売会社の義務や期待される点の明確化が図られている。例えば、顧客が十分な知識・経験を有しているかという販売前の評価、評価に問題があった場合の警告などが義務付けられている。また、販売チャネル別の販売状況等の組成会社への情報連携も求められている。

1. 非対面取引におけるプロダクトガバナンス体制整備がより必要に？

2024 年 9 月 26 日に金融庁から公表された「[顧客本位の業務運営に関する原則](#)」(改訂版)(以下、FD 原則)において、プロダクトガバナンスに関する補充原則(以下、補充原則)が盛り込まれた¹。この補充原則で実務の観点から注目されているのは、補充原則 4「金融商品の組成後の対応」で、販売会社から組成会社への情報連携が求められた点である。具体的には、補充原則 4(注 2)で、組成会社が商品組成後の検証に必要な情報(実際に購入した顧客属性別の販売状況等)を販売会社から受けるべき旨が記載されている。この情報をもとに、金融商品の販売対象として想定する顧客属性と実際に購入した顧客属性が合致しているか等の検証(ギャップ分析)とその検証結果を必要に応じて販売会社に還元することが組成会社には期待されている。

¹ 詳細は、森駿介・矢田歌菜絵・横山淳「[詳説・プロダクトガバナンスに関する原則](#)」、大和総研レポート(2024 年 11 月 6 日付)を参照されたい。

そして、この情報連携すべき対象商品の範囲や情報の内容、頻度、連携方法等について、フォーマットの作成も含めた実務的な検討が自主規制機関で行われている（本稿執筆時点）。この検討に関して、「インターネット証券など非対面での販売は対象外にすべきという意見もあったけど、結局対象に含む」ことになったと報道もされている²。仮に、投資勧誘を通じた販売だけでなく、このような非対面取引を通じた顧客による（自発的な）取引も情報連携の対象に含まれた場合、インターネット取引サービスを提供する販売会社には、プロダクトガバナンスの観点から、より一層の対応が求められる可能性がある。何故なら、商品を購入すべきでない顧客が非対面取引を通じて当該商品を購入している状況が販売会社から組成会社に連携された場合、組成会社等にはプロダクトガバナンスの観点から、当該販売会社に対して、その状況の共有や原因の聴取、対応の要請といったコミュニケーションが求められ得るためである。

この点、欧州ではMiFID II（第2次金融商品市場指令）などの法令やガイドライン等を通じて、非対面取引などのチャネルで複雑な商品を取り扱う場合における販売会社の義務や期待される点の明確化が図られるなど、取り組みが先行している。もちろん、消費者保護的な色合いが強い欧州の規制枠組みと日本の状況では異なる部分が多い。しかし、我が国で非対面取引サービスを提供する販売会社やその販売会社に商品を提供する組成会社、プロダクトガバナンス等に係るルールメイキングを行う関係者にとっても、参考事例として示唆に富むものと思われる。

2. 欧州でのインターネット取引における販売会社の義務³

投資助言経由でない取引（非推奨取引）で求められる適切性評価の枠組み

欧州では、法令により、投資勧誘を伴わない取引執行のみ⁴の販売チャネルで投資サービスを提供する際には、顧客又は見込み顧客が金融商品・サービスに係るリスクを理解するために必要な知識・経験を有しているかという評価（適切性評価（appropriateness assessment））を販売会社に義務付けている（MiFID II 25 条 3 項）（図表 1）。なお、投資勧誘行為を前提としないため、投資助言経由で投資サービスを提供する際に求められる適合性評価に比べると、適切性評価で把握が求められる顧客情報の項目は少ない（同条 2 項）。ここでいう「知識・経験」については、具体的には以下の情報の取得が求められている（MiFID II 委任規則 55 条 1 項）。

- ・ 顧客が精通しているサービス、取引、金融商品の種類
- ・ 顧客の金融商品取引の性質、規模、並びに頻度及び取引が行われた期間
- ・ 顧客又は潜在的な顧客の教育水準及び職業又は関連する過去の職業

² R&I 格付投資情報センター 『ファンド情報』 p. 46（2025 年 1 月 27 日付）

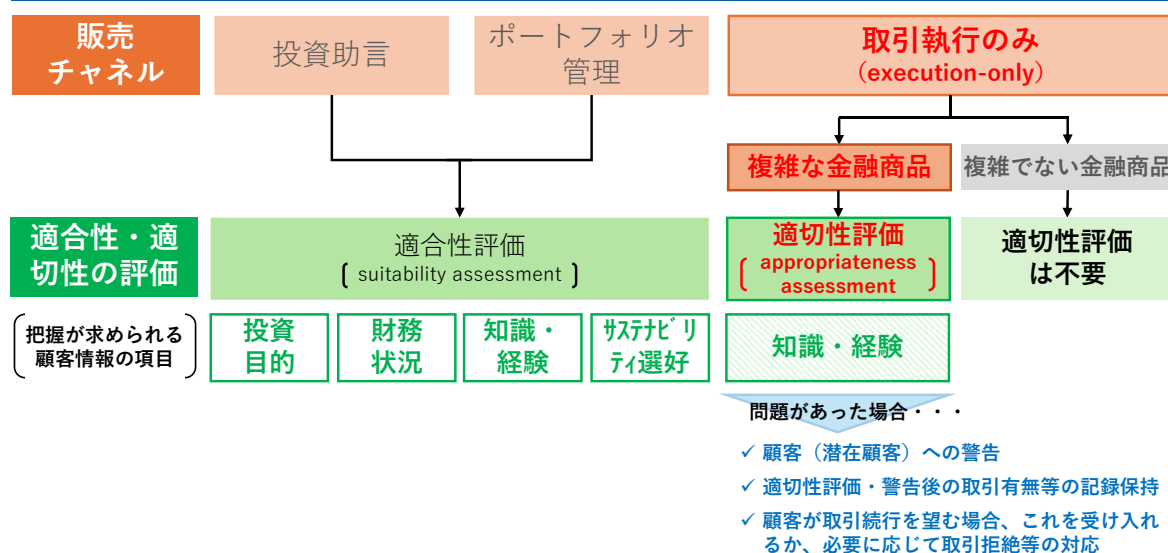
³ 本章については、MiFID II やその委任規則、欧州証券市場監督局（ESMA）のガイドライン等に加えて、下記の文献を参照している。

永田泰士（2020）「ドイツ証券取引法における適格性審査義務」『姫路法学』63 号、pp. 1-73

⁴ 取引執行のみ（execution-only）は、投資助言もしくはポートフォリオ管理（投資一任サービスなど）以外のチャネルを指す。そのため、インターネット取引ではないチャネル（例：電話での顧客からの自発的な取引注文の執行）も取引執行のみに含まれ得ると思われる。

これらの情報に基づき、当該金融商品等が顧客にとって適切でないと判断した場合、販売会社は当該顧客に警告を発しなければならない（MiFID II 25 条 3 項）。また、顧客から提供された知識・経験に関する情報が適切性評価を実施するのに不十分な場合などについても、警告しなければならない。もっとも、上場株式やシンプルな投資信託など、複雑でない金融商品を取引執行のみのチャンネルで販売する場合は、適切性評価の義務が免除される（同条 4 項）。

図表 1 欧州における適切性評価の枠組み



（出所）金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」（第 27 回）資料 3（PwC Japan 有限責任監査法人提出資料）p. 14 図表を参考に、大和総研が大幅に加筆修正して作成

販売会社には適切性評価に関する記録保持も求められている（MiFID II 委任規則 56 条 2 項）。記録保持が求められる項目としては、以下が挙げられている。

- ・ 適切性評価の結果
- ・ ある商品及びサービスが顧客にとって不適切である可能性があるとして評価された場合に行われた警告、及び顧客が当該警告にもかかわらず取引を進めるよう求めたか、さらに該当する場合には、販売会社が顧客の取引継続要請を受け入れて当該取引を実行したか
- ・ 適切性評価を実施するのに十分な情報を顧客が提供しなかった場合に行われた警告、及び顧客が当該警告にもかかわらず取引を進めるよう求めたか、さらに該当する場合には、販売会社が顧客の取引継続要請を受け入れて当該取引を実行したか

警告後に顧客が取引を望んだ場合の対応

適切性評価で問題があった場合の警告について、欧州証券市場監督局（ESMA）が 2024 年 4 月に公表した適切性評価に関するガイドラインは、目立つ表示で、明確で誤解を招かない内容にしなければならないとしている（図表 2）⁵。例えば、目立つ表示に関して「警告のメッセージ

⁵ ESMA “Guidelines: On certain aspects of the MiFID II appropriateness and execution-only requirements”（2024 年 4 月 12 日付）、pp. 19-20、ガイドライン 9 参照。

に異なる色を利用する」ことが推奨されている点は、行動ファイナンスの知見が考慮されており興味深い。

また、警告後に顧客から取引継続の要請を受け入れる可能性がある場合、販売会社は警告の有効性を事後的に検証する必要があるとしている。例えば、全ての警告のうち、その後に取引が継続された割合を評価し、必要に応じて方針・手続きの見直しが求められるとしている。さらに、望ましい取り組みとして、商品の複雑性やリスクの高さを考慮しつつ、警告後に顧客の取引継続要請を受け入れるか否かの条件や手続きの設定を推奨している⁵。これに関して、2019年4月にESMAが公表した各国の監督当局向けの文書では、例えば、取引拒絶の判断に当たっては顧客が高齢である、または財務状況が脆弱である等の潜在的な脆弱性の有無を考慮すべき、それでも顧客が取引継続の意思を示した場合に投資商品やサービスの提供方法を調整すべき（例：レバレッジの上限の設定、投資額・取引量の制限）といったことが示唆されている^{6, 7}。

ここでのポイントは、販売会社は単に警告を発しさえすれば、顧客の取引継続の希望を受け入れて良い訳ではないことが示されている点だろう。販売会社は警告内容を工夫すべきことに加えて、取引拒絶の判断に当たっては、顧客の知識・経験に加えて、リスク負担能力などの脆弱性の有無についても顧客の最善の利益の観点から考慮すべきことが示されている。もっとも、ガイドライン等の記述からは、警告を行った後に顧客が取引継続を望んだ場合、販売会社はこれを受け入れる場合が想定されていることも示唆される。

図表2 適切性評価に問題があった場合の望ましい警告内容

目立つ表示	- 警告のメッセージに異なる色を利用する - 電話で注文を受ける場合、警告内容とその影響を説明し、顧客からの質問にも答える
警告理由を明確に	- 警告理由が不明確な示し方は避けるべき - 長すぎる警告は重要なメッセージが伝わらないので避けるべき
取引継続の促進回避	- 警告の重要性を軽視、無視させるような表現は避けるべき - 取引の継続、適切性評価を再度受けることを促すメッセージの利用は避けるべき

（出所）欧州証券市場監督局（ESMA）より大和総研作成

⁶ ESMA “MiFID II Supervisory briefing: Appropriateness and execution-only” (2019年4月4日付)、p. 17 参照。

⁷ なお、ESMAは差金決済取引（CFD）について、警告後に顧客が取引継続を望んだ場合の適切な対応例として、①警告を受けた後に一定の「クーリングオフ」を設けることで顧客に警告内容を十分に考慮させる、②顧客に対し、警告を含むフォームへの署名と返送を求める、または別のメールでの返信を求めることで、警告の受領および内容の確認を明確に示し、即座に取引を進めることができないようにする、といったことを、下記の資料で列挙している。

ESMA “Questions and Answers: Relating to the provision of CFDs and other speculative products to retail investors under MiFID” (2017年3月31日付) pp. 45-46

想定する販売チャネルと実際の販売状況に係る製販間の情報連携の要請⁸

プロダクトガバナンスの観点からは、組成会社に対して、各金融商品の想定顧客属性（target market）だけでなく、販売チャネル（distribution strategy）の特定が求められている。そして、組成会社は販売会社が金融商品について正しく理解をした上で顧客に対して推奨等を行えるようにするために、販売会社に対するこれらの情報の連携が要請されている（MiFID II 16 条 3 項）。例えば、仕組みが複雑な商品やリスクが高い商品について、知識・経験が乏しい投資家や取引執行のみのチャネルでの提供は望ましくない、と示されるケースは少なくない。

さらに、販売会社には、組成会社に求められている定期的な金融商品のレビューに必要な情報の提供が要請されている。提供すべき情報の例として、ESMA のガイドラインでは、下記のような項目が列挙されている⁹。

- ・ 商品提供時の実際の販売チャネル
- ・ 購入すべきでない顧客属性や想定顧客属性以外（想定顧客属性でも購入すべきでない顧客属性でもない顧客）への販売状況（同顧客属性への販売比率）
- ・ 購入した顧客のタイプ（一般投資家・プロ投資家など）の概要
- ・ 顧客から寄せられた不満の概要

なお、同ガイドラインでは、分散投資やヘッジ目的であり、かつ顧客のポートフォリオ全体やヘッジされるリスクを考慮して適切であれば、仮に想定顧客属性以外に当該商品を販売していたとしても、販売会社が組成会社に報告すべき「想定顧客属性以外への販売状況」に当該販売状況は含めなくてもよいとしている（ただし、購入すべきでない顧客属性への販売の場合、たとえ分散投資・ヘッジ目的だったとしても、報告すべきとされている）¹⁰。また、このような例外も考慮しつつ、販売会社は想定顧客属性以外の顧客への販売を決定した場合や組成会社が設定した販売チャネルを拡大した場合に、その背景を報告できるようにすべきとされている¹¹。このほか、複雑な商品が取引執行のみのチャネルで想定顧客属性以外（もしくは購入すべきでない顧客属性）に過度に販売されていた場合、販売会社は販売チャネルを再検討すべきとしている¹²。

以上より、欧州では販売チャネルごとの販売状況の報告が販売会社には要請されている。このことから、想定顧客属性に合致しない顧客への販売状況が伝達された場合に、組成会社としては、インターネット取引などの取引執行のみのチャネルで問題が生じている可能性があるのか、それとも投資助言（投資勧誘）経由で望ましくない販売が行われている可能性があるのか、という点が欧州では把握しやすくなっていると評価できるだろう。

⁸ 欧州のプロダクトガバナンス規則の詳細は、森駿介「[欧州におけるプロダクトガバナンス](#)」、大和総研レポート（2024 年 8 月 14 日付）参照。

⁹ ESMA “Guidelines on MiFID II product governance requirements”（2023 年 8 月 3 日付）、p. 23、パラグラフ 69 参照。なお、情報連携のフォーマットである FinDatEx の European Feedback Template では、「組成会社の想定した販売チャネルに比べて、実際の販売チャネルが拡大されたか」という項目も設けられている。

¹⁰ 脚注 9 ガイドラインの p. 23、パラグラフ 65・66 参照。

¹¹ 脚注 9 ガイドラインの p. 24、パラグラフ 71 参照。

¹² 脚注 9 ガイドラインの p. 24、パラグラフ 72 参照。

3. 日本への示唆

ここまでみてきた欧州の先行事例も踏まえつつ、今般のプロダクトガバナンスに関する補充原則の策定を受けて、インターネット取引サービスを提供する販売会社にはどのような対応が期待されるだろうか。仮に想定顧客属性以外の顧客、もしくは購入すべきでない顧客属性に当てはまる顧客が非対面取引で自発的に当該商品を注文した場合、その販売状況は販売会社から組成会社に連携される。組成会社には、販売会社との間でその状況の共有や原因の聴取などのコミュニケーションが期待される。この場合、販売会社としては当該販売状況の背景や対応状況について、アカウントビリティが求められるかもしれない。取り得る対応として欧州の先例を踏まえると、例えば、購入すべきでない顧客属性に当てはまる顧客に対して、その旨を画面上で目立つ形で通知・警告することが考えられる¹³。さらに、警告状況やその後に顧客が取引継続意思を示した割合、取引実行に至った割合などの記録も、アカウントビリティの観点からは期待されるかもしれない。このようにインターネット取引時のプロダクトガバナンスのベストプラクティスを考える上で、本稿で紹介した欧州での先行事例は参考になるのではないかな。

一方、金融取引の自己責任原則の観点からは、想定顧客属性に合致しない販売状況が生じることを防ぐために、インターネット取引において個別の顧客が取引継続を希望した場合に、過剰に取引拒絶が促される状況は、顧客利便を過度に損ないかねない面があるため望ましくないように思われる¹⁴。想定顧客属性はあくまで組成会社がどのような顧客を想定して組成した商品か、ということを示したものであり、場合によっては、組成会社が想定していなかった顧客についても、個別の顧客の事情に照らして適している商品もあり得るだろう。実際、欧州でも、取引執行のみのチャネルでの適切性評価（顧客の知識・経験の評価）や同評価に問題がある場合の警告、組成会社への想定顧客属性に合致しない顧客の販売状況の情報連携は求められているものの、法令やガイドラインからは、警告を行った後に顧客が取引続行を望んだ場合、業者はこれを受け入れる場合が想定されていることも示唆されている。

日本におけるプロダクトガバナンスに係る情報連携のプラクティスはこれから蓄積されるものと思われるが、非対面取引も含めて、顧客の最善の利益の実現の観点から、投資者保護と顧客利便が適切なバランスで実現されることに期待したい。

¹³ なお、既に複雑な仕組債等については、2023年4月18日における日本証券業協会の仕組債の販売勧誘に関する見直しにより、インターネットによる販売においても、販売対象となる顧客の範囲に沿った販売がなされるよう、画面上での顧客の意思表示の仕組みや表示等を工夫する必要があるとの考え方が記載されている（「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則第3条第3項の考え方」（合理的根拠適合性に係るガイドライン）、p. 8）。その工夫の例として、同ガイドラインの中では、画面上に当該複雑な仕組債等の「販売対象顧客」の範囲を分かりやすく示した上で、顧客自身が当該顧客に合致しているか否かについて意思表示を行う仕組みが紹介されている。

¹⁴ 2007年の金融商品取引法施行を契機として、金融庁の立法担当者により取りまとめられた下記の文献でも、「金融商品取引業者は、個別の顧客が一定の取引を望んだ場合であっても、狭義の適合性原則（ある特定の利用者に対してはいかに説明を尽くしても一定の販売・勧誘を行ってはならないとのルール）の下、当該顧客との取引を拒むことができる場合があると考えられるが、その判断に当たっては慎重に検討する必要があると考えられる」「『適合性の確認のための資産・負債等に関する質問に対して回答を拒むこと』をもってただちに当該顧客との間で当該取引を行わないとの対応を取ることは、顧客利便を過度に損ないかねない面があることから、慎重に検討する必要があると考えられる」といった見解が示されている。

松尾直彦編著（2008）「金融商品取引法・関係政府令の解説」『別冊商事法務』No. 318、p. 211。