

| | |
|-------------|---|
| 1. 会合名 | 顧客に対するわかりやすい書面・説明の在り方に関する懇談会(第5回) |
| 2. 日時 場所 | 平成24年3月16日(金)午後3時～5時 東京証券会館5階 第1会議室 |
| 3. 次第 | <p>1. ファイナンシャル・プランナーの立場からみた顧客に対するわかりやすい書面・説明について</p> <ul style="list-style-type: none"> ・伊藤委員からのプレゼンテーション <p>2. 海外における顧客への説明・書面交付の制度等について</p> <ul style="list-style-type: none"> ・松野委員からのプレゼンテーション <p>3. その他</p> |
| 4. 主な内容 | <p>1. ファイナンシャル・プランナーの立場からみた顧客に対するわかりやすい書面・説明について</p> <p>伊藤委員より、ファイナンシャル・プランナーの立場からみた顧客に対するわかりやすい書面・説明について説明が行われた。</p> <p>(主な説明内容)</p> <p>(1) 「証券市場の新たな発展に向けた懇談会」報告書の提言について</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 本懇談会の前提となる「証券市場の新たな発展に向けた懇談会」報告書は、全体としてすばらしい提言となっており、感銘を受けている。しかし、「わかりやすさの向上」というテーマの位置付け方や背景となっている考え方には疑問がある。また、金融リテラシー概念についても、再検討が必要であると思われる。 <p>第一に、「わかりやすさの向上」は、「顧客からの一層の信頼確保」という文脈、つまり「市場仲介者からの信頼確保」の一環として論じられているが、そのことと同時に、むしろ投資家サイドにおける投資家自身のライフプランやファイナンシャルプラン、あるいは目標リターンやリスク許容度に適合的な金融商品の選択と金融行動のために必要であるという観点が基本ではないかと考える。</p> <p>第二に、同報告書では、市場仲介者の「顧客からの信頼に対する意識の向上」と投資家の「金融リテラシーの向上」があれば、強い信頼関係が構築できるとしているが、この議論の前提には、「顧客は本来的に合理的であり、知識や情報を啓蒙的に付与・提供し、よりわかりやすい説明をすれば、合理的な投資行動・金融行動をとるようになる」という考え方があると思われる。バブルの熱狂や暴落の恐怖などの群集心理のバイアスだけでなく、短期的な利益の誘惑というバイアスに惹かれたり、知識は身につけても現状維持で行動に至らなかったりと、行動ファイナンスが指摘する非合理的な心理に満ちているのが現実ではないか。こういった様々な投資家の心理的な面を重視して、全体の評価や考え方を整理するべきではないかと考える。</p> <p>(2) 金融行動のための金融ケイパビリティについて</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 英国 FSA も米国の金融ケイパビリティに関する大統領諮問委員会でも、消費者には、行動ファイナンスが指摘する様々なバイアスが存在すると考えている。 ・ 消費者の言動にバイアスがあることが一般的であるとすれば、消費者の言動そのままを「ニーズ」と捉えることは誤りであることになる。そして、認知上・心理上のバイアスを取り除き、消費者自身のライフプランとファイナンシャルプランに適合的な選択と行動を起こすようにするプロセスや方法や商品設計が |

必要となる。

- ・ バイアスを取り除くためには、歪みを正すような法律を規定するという選択肢もある。例えば、2006年8月に発効した米国年金保護法は、第一に、行動しない、現状維持バイアスがあるので、一定の条件を満たした自動加入制度を法的に認め、第二に、一定のデフォルト商品への投資を運用指図があったものとして扱い（先延ばしバイアス対応）、事業主の受託責任を軽減することにした。第三に、一定の条件の下で運用業者による投資アドバイスを認めた。

- ・ 消費者のバイアスには、金融ケイパビリティや金融リテラシーの水準が関係しており、この水準が低ければ、バイアスに取り込まれる可能性は高い。また、消費者の心理的性格は、バイアスの傾向に関わっている。例えば、自己主張が強く感情表現の豊かな性格の人は、自信過剰バイアスや目の前の利益に誘惑されるバイアスが強いといったものである。多くの消費者が投資に関わり、証券市場がより活性化するという視点、つまり、「証券市場の新たな発展に向けた懇談会」の報告書における「広く証券市場の利用者・未利用者の声に耳を傾ける」視点から見れば、消費者のケイパビリティ水準は問題になる。

(3) 消費者のバイアス克服プロセスとしてのファイナンシャル・プランニング

- ・ ファイナンシャル・プランニングは、①顧客との関係確立、②顧客情報の収集と目標の明確化、③顧客のファイナンス状態の分析と評価、④プランの検討・作成・提示、⑤プランの実行援助、実行の責任範囲の合意と金融商品サービスの選択、⑥プランの定期的見直しの6つのプロセスからなっている。金融商品の選択は、このうちの⑤であり、②から④のプロセスが顧客のバイアスを正し、顧客のライフデザイン（価値観と生き方）とライフプランに沿った目的合理的な金融行動と金融商品選択を行う前提を作るファイナンシャルプラン作成のプロセスであり、これのプロセスをサポートするファイナンシャル・プランニングというのは、投資家あるいは消費者が適切な金融行動をとるためにサポートする役割を果たしている。
- ・ 金融機関の店頭やネットでの金融商品選択についても、こうしたプロセスの結果として行われるのが望ましいが、実際にはこうしたプロセスなしに、いきなり金融商品が勧められ、選択が行われることが多い。そうすると、無計画のため、バイアスを修正する前提を欠き、自身に適合的な選択を行うことが困難となり、「今流行っているから」「とりあえずお金が出て来るから」といったことで選択しがちになる。中長期的なファイナンシャルプランを作り、長期の目標リターンとリスク許容度を確認することは、短期的な利益の誘惑のバイアスを避けることができ、一時的な相場変動に一喜一憂せず、群集心理バイアスに従わず自分のプランの実現に焦点をあてる、また必要なリスクはとり、過大なリスクはとらないようにする、といったように様々なバイアスを回避することを可能にする機能がある。
- ・ 金融機関が金融商品に関するわかりやすい説明書面を交付し、営業員がわかりやすく説明することは、投資家から見れば、投資家自身のライフプランの作成・ファイナンシャルプランの作成とそれに適合的な金融商品選択の認識と意思決定及び金融行動という一連のプロセスの一環である。それには、投資家保護の観点と同時に投資家の認識と心理のバイアスを取り除くという機能が意識的に

含まれている必要がある。「むずかしさ」は、証券投資という金融行動に二の足を踏む結果をもたらし、逆に「わかりやすさ」は、証券投資を促進する要素の一つになる。つまり、「わかりやすさ」には、知識としての理解の促進と金融行動への動機付けという面があり、また同時に認識と心理のバイアスを修正し、自身にとって適合的な金融行動を動機付ける面も含まれている必要がある。

- 表現としての「わかりやすさ」だけで考えると、「わかりやすさ」は逆にバイアスを拡大する方向に機能する場合もある。例えば、少し前に、「10万円を1ヶ月借りて金利は500円玉3個」という消費者金融の広告があった。500円玉3個という表現はわかりやすいし、借入れという金融行動への動機付けにもなっていると思う。「500円玉3個」は、絶対的な金額としてはポケットマネーで安いという感じを持つが、金利を年利に直せば、18%となり、普通預金の一般的な金利である年0.02%の900倍になる。500円玉3個という絶対的な価値はわかりやすいが、顧客にとって正確な理解や知識と言えるのだろうか。書面・説明・広告における「わかりやすさ」は、バイアスの拡大にも機能するのであり、求められるのは、バイアスを修正する方向の「わかりやすさ」でなければならない。

(4) 契約締結前交付書面の「わかりやすさ」について

- 契約締結前交付書面については、法的な要請があるため、まずは、法律をクリアする限界内かつ情報劣化につながらない範囲内の「わかりやすさ」が求められるべきである。

この点は、第一に、これまでの本懇談会における指摘、あるいは、「証券市場の新たな発展に向けた懇談会」報告書における指摘、すなわち「平易な用語の使用、用語集の作成、問い合わせ先の設定、具体的な計算事例等を用いた補足説明等について検討」といった点を具体化することが必要である。

第二に、契約締結前交付書面の内容をわかりやすいパンフレットにし、契約締結前交付書面とは別に配付ないしダウンロードできる工夫も考えられる。また、このパンフレットについては、顧客の金融ケイパビリティの水準に併せて、複数作成することも考えられる。

第三に、金融機関内外のファイナンシャル・プランナーが顧客や消費者に契約締結前交付書面をわかりやすく説明するための体制をとるということも考えられる。よりわかりやすくなった契約締結前交付書面のひな形やパンフレットを日本証券業協会のサイトに掲載し、ダウンロードできるようにする、あるいは、ファイナンシャル・プランナーの関連団体のサイトで説明するようにし、ファイナンシャル・プランナーがダウンロードして勉強しておくといった方法である。

- 例えば、ネット証券においては、契約締結前交付書面が画面に出てきて、これをスクロールして、「同意する」のボタンを押すと、顧客が契約締結前交付書面を見たことになり、すぐ次の画面に行くといったものがあるが、米国においては、例えば、契約締結前交付書面を閲覧している時間が5分以内だと次の画面に遷移しないとといったように十分読んでから次の画面に遷移するというように工夫している場合もあり、ネット証券の場合は、このような対応をとることも必要ではないか。

(5) 「証券投資は安心して豊かな老後のため」

- ・ 広範な消費者の証券投資に対する真のニーズの中心は、バイアスのかかったお小遣い稼ぎの短期売買やお金儲けそのものではなくて、安心して豊かな老後のための資産形成と資産運用にあると考える。これは、特に 1990 年代以降の 20 年間で「失われた 20 年」と言われるように、戦後の高度成長期に資産形成をしてきた方ではなく、今の 20 代、30 代、40 代の若い方にとって極めて重要な点である。このニーズを自覚させ、実現するための中長期的なファイナンシャル・プランニングをサポートし、このニーズに応える長期のベストセラー投資商品を数多く設計・販売し、それに必要なわかりやすい各種書面の作成、わかりやすい説明や広告などが行われることが、結果的に証券市場の健全で長期的な活性化につながっていくと考える。所得や収入の上昇努力とは別に、資産運用、アセット・ビルディングによって、老後用の資産が豊かになり、老後への不安が解消され、老後の安心感が確保されつつあるとの実感を多くの国民が持てるならば、証券市場への信頼は、深いところで高まるに違いないと考える。

(6) 「シークエンスリスク」について

- ・ 退職金の運用を検討している人に対しては、契約締結前交付前書面、あるいはパンフレット等で、シークエンス（順序）リスクについて説明することが望ましい。シークエンスリスクとは、投資対象ではなく、投資方法に関するリスクである。我が国では、投資対象の分散ほど、時間分散という投資方法についてはあまり語られてはいない印象がある。退職金の運用について、一時に多額の資金を投資し、先に大きく下振れしたとすると、後で運用がうまくいったとしても、大きく毀損して、結局取り戻しがつかなくなる可能性がある。退職金の運用については、このリスクについて、もっと注意喚起をする必要があるのではないか。

その後、大要以下のとおり、意見交換が行われた。

(主な意見等)

- ・ 自動車販売会社が車を売るときに、車の運転の仕方、道路標識の見方を顧客に全部説明していたら大変なことになる。車をどうやって運転するのかといったことは、国の仕組みとして免許制も含めて教えるようになっており、金融商品に関しても、「株式にリスクがある、債券にリスクがある」といったことについては、販売会社ではなく、国の責任で国民に教えるべきではないか。ここのすみ分けをはっきりするべきだと思う。
- ・ 金融リテラシー、金融教育といった基本部分をどうやってつくっていくのかというのは、大きな問題であると思う。個人的な経験で言えば過去 10 年以上、中学・高校の金融教育に携わってきて、その結果としては 10 年前とあまり変わっていないというのが正直な感想である。理由としては金融教育が入試に関係ないので、生徒にとっても先生にとってもインセンティブが働かないことにあると思われる。
- ・ 結果的に相場がよかった場合には、顧客から営業員に対し、「あのとき退職金を半分ずつに分けると言うから投資しなかったが、うまく投資していたら 500 万円増えていたじゃないか。」などと後で怒られるということもあり得る。シークエンスリスクを説明しないことについて、不適切なこととしてしまってよいのかどうかについては、考え方が分かれるのではないか。

- ・ 「わかりやすさ」がバイアスを拡大する方向に機能する場合があるということについては考えなくてはならないと思う。「わかりやすさ」には「表現の公正さ」も不可欠の要素と思われるが、この「表現の公正さ」をチェックするためのはっきりとした主体がないのではないか。政府や各事業者に委ねることはできなため、自主規制機関などが表現の公正さというものを監督する、あるいは、放送事業のようにBPOのようなものが中立的な機関として動くべきなのかどうかについて検討してもよいのではないか。
- ・ 何をもってわかりやすいと言うのかという点については、単なる表現や技術論の問題もあると思うが、やはり、「本質的なことについて苦痛を感じずに正しく理解できる」ということだと思う。そうすると、「500円玉3個」の例は、わかりやすいということではなく、本質的な内容を歪めるものではあっても、正しく理解させるものではないから、顧客に伝えるべき内容ではないと思う。それを「わかりやすさの罪」というように言うてしまうことは少し疑問に思う。

2. 海外における顧客への説明・書面交付の制度等について

松野委員より、海外における顧客への説明・書面交付の制度等について説明が行われた。

(主な説明内容)

(1) 米国の事例について

- 米国においては、前書面に相当する書面を取引日開始時や定期的に顧客に交付するような制度はない。

- ・ 米国には、日本の契約締結前交付書面に相当する書面はないが、取引の前後における意思確認として、書面による通知を行う義務が定められており、FINRA Rule 2232 において、「(会員は、顧客の口座において又は顧客の口座のために取引を行う前もしくは同時に、顧客に SEA Rule10b-10 による書面による通知書(確認書)を交付しなければならない(取引日時、銘柄、価格、株数などが書かれている。)」と規定されている。その他、当該通知書においては、NMS (National Market System 全国市場システム) 株式、また直接参加プログラム以外で FINRA Rule6600 の報告が求められる証券(店頭取引証券 OTC Equity Securities)の取引に関しては、決済日を、また、償還条項付エクイティ証券の取引に関しては、その証券が償還条項付エクイティ証券であること及び顧客が証券に関する詳細情報を得るために会員に問い合わせができることを開示しなければならないとされている。
- ・ 信用取引については、FINRARule2264 において、「少なくとも年に1回、機関投資家以外にディスクロージャーを渡さなければならない」と定められている。記載内容としては、日本における信用取引約諾書の概要のようなもののイメージであり、損することがある、値下がった場合には自動売却されるといったことが書かれている。
- ・ SIPC (投資者保護基金) 情報については、FINRARule2266 において、「少なくとも年に1回は全ての顧客に SIPC に関するディスクロージャーを渡さなければならない」と定められている。記載内容は、投資者保護基金のウェブサイトの URL や電話番号である。

- 投資者教育と保護については、FINRARule2267 において、「少なくとも年に 1 回は書面または電子的方法で、Broker Check ホットラインの番号、FINRA のウェブサイトのアドレス、FINRA の Broker Check の情報を含む冊子を入手可能であることの情報に渡さなければならない」と定められている。Broker Check とは、Broker (個人、会社)のライセンス、職歴、犯罪歴等がチェック出来る FINRA が提供するサービスである。
- 時間外取引のリスクのディスクロージャーについては、FINRARule2265 において、「時間外取引の契約に際して、顧客に書面または電子的方法で、下記の時間外取引のリスクを記載したディスクロージャーを渡さなければならない。」と定められている。

(2) 英国の事例について

- 英国においては、取引開始時に業者情報、費用等の情報を顧客に提供する義務はあるが、提供すべき情報には商品のリスクは含まれていない。また、これらの情報を顧客に定期的に提供する義務はない。
- 英国においては、FSA ハンドブックの Conduct of Business Source (COBS) Chapter6 において、「金融商品取引業者は、契約締結前に提供すべき情報を、個人顧客に対して、紙等の耐久媒体又はウェブサイトを通して提供する必要がある。」と定められている。契約締結前に提供すべき情報としては、日本の契約締結前交付書面の記載事項のうちリスク以外の部分や会社情報に近いようなものであり、これは後述の香港においても同様のものがあるが、金融商品取引業者の名称・住所、顧客と連絡をとる場合の言語、顧客との連絡手段、金融商品取引業者が認可されている事実・所管官庁、所管官庁の連絡先、顧客へ提供されるレポートの内容、利害対立方針の説明、諸費用が書いてある。リスクについては書かれていない。取引開始時に書面で交付するという事になっているので、口座開設時に交付する書類というような位置付けではないかと考えられる。

(3) 香港の事例について

- 香港においては、取引開始前に取引に係る手数料及びリスクが記載された合意書を顧客との間で締結することとされている。ただし、これらの情報を顧客に定期的に提供する義務はない。
- 香港は、比較的日本に近いルールであり、SFC (Securities and Futures Commission 証券先物委員会) Code of Conduct Paragraph 6 において、「金融商品取引業者は、顧客へサービスを提供する前に、顧客と英語または中国語 (顧客が選択) の書面による合意書を締結しなければならない。」と規定されており、また、その合意書の中には手数料の記載、リスク開示文等が含まれる。
- SFC Code of Conduct Schedule 1 において、業者による顧客へのリスクの告知、顧客による承認が義務付けられている。金融商品取引業者と顧客は、①業者が英語または中国語 (顧客が選択) で、リスク開示文を読むように求め、また顧客が望む場合には質問をして中立的なアドバイスを受けるよう求めたことについて、確認し、日付を記録し署名することとなっている。リスク開示文の内容

としては、証券取引に係るリスク、先物オプション取引に係るリスク、FX取引に係るリスク、新興企業株式に係るリスク、香港以外で取得した顧客資産に係るリスク等がある。

- その他に年次交付すべき書面としては、SFC Code of Conduct Paragraph 7において、一任口座を開設している投資家については、年に一度口座を解約するかどうかを確認するための年次交付の書類がある。SFC Code of Conduct Paragraph 15において、特にアマからプロ成りした特定投資家について、年に一度プロ成りを続けるのか、それともアマに戻るのかを確認する日本と同じような制度が香港にもある。
- その他勧誘時に交付すべき書面として、SFO(Securities and Futures Ordinance)175条において、「業者が証券の取得あるいは処分に関するオファーを行う場合には、オファーが書面によってなされるか、オファーがなされた後24時間以内に書面にされ顧客に提供されなければならない。ただし、オファーがプロ投資家に対してはなされる場合には適用されない」と規定されている。

その後、大要以下のとおり、意見交換が行われた。

(主な意見等)

- 補足であるが、米国においては、日本と同様、口座開設時に各種約款等などが含まれる口座開設書類が交付され、これを読んだ上で署名をするという手続はあるが、それ以外にリスクに関する説明書類を個別の商品と関係なく毎取引開始時、あるいは年1回交付を受けるような制度はないとのことである。基本的には、いわゆる個別の商品の勧誘を受けるときに、目論見書が交付され、それがリスクに関する説明になっているという理解のようである。
- ドイツにおいては、日本の契約締結前交付書面に相当するような制度はないが、取引をする場合に、顧客から求められた場合には、顧客に勧誘しようとしている金融商品や証券業務の種類・リスク等の情報について、書面等により、速やかにわかりやすく情報を提供するよう備えておく義務があり、また、こうした義務を果たしているかについて、記録を残す義務もある。日本の場合は、おそらく契約締結前交付書面については、情報は合理的な意思決定をするために必要であるから決定する前にもらうことが何よりも肝要であるという理由から交付が義務づけられていると考えられるが、諸外国、少なくともドイツに比べると、やや形式化側面があると感じる。
- 海外では、いろいろなことがリーズナブルに行われており、どうして日本だけが、本来ならば国がやらなければいけないようなことを金融商品取引業者が肩代わりして、細かい書類を作らなければいけないのかがよくわからない。もう少し良識的に役割分担して制度をきちんと作り直したほうがよいのではないか。
- 口座を開設している顧客から急に株を買いたいと言われたときに、「契約締結前交付書面を渡していないため、買付できない」と断るわけにはいかないため、顧客の立場に立って契約締結前交付書面集を年1回交付しているという点が重要である。したがって、顧客から、「上場株式のリスクは十分わかっているから契約締結前交付書面は要らない」と言われれば、書面を交付する必要性はない

と考えられるものの、書面を交付せずに注文を受けると法令違反になってしまうので非常に悩ましいところである。

- ドイツの情報提供義務の例のように、求められた場合には前書面を交付しなければならないという制度であれば金融商品取引業者としては非常にやりやすいし、顧客にも負担をかけずに済む。例えば、金融商品販売法では、顧客が説明不要の意思表示をした場合には説明が不要とされている。また、目論見書についても、一定の要件はあるものの、目論見書の交付不要の同意制度がある。そのような中で、前書面だけに、株式、個人向け国債又はプレーンな債券についても年1回交付しておかないと顧客が購入できなくなる可能性があるというのは、国際的に見ても特異な制度だと思う。
- 投資家保護の観点から契約締結前交付書面の交付義務があるわけだが、この書面に普段日常的に接していない方がこの書面をご覧になると大変わかりにくく、そのわかりにくいということが、結果として手間暇のわりに投資家保護につながっていないのではないのかという問題意識から、本懇談会における議論が行われている。海外と比較し、日本の立法令とその実際の実務上の取り扱いというのがかなり重たいものになっているという印象を持った。
- 目論見書が不要な債券もあることを踏まえると、上場有価証券やプレーンな外国債券などを買うときにも、本当に特段の書面が必要なのかということが論点として考えられる。ごくプレーンな商品については、年1回契約締結前交付書面を交付する必要はないのではないのか。
- 一般的な株式や債券のようなプレーンな商品について、契約締結前交付書面を交付しなければ取引できないというのはいかがなものかなと思う。投資家がリスクを十分に理解して取引をするということと、投資家の利便性とのバランスが非常に重要である。
- 金融商品取引法の基本的な考え方として、証券取引法の規制下にあった有価証券に加え、集団投資スキーム等のようにこれまでリスクが一律に説明されていない分野の金融商品を横断的に規制する法令体系としたということがある。こうした観点から、顧客に金融商品のリスクをきちんと説明するというような条文を盛り込むということが非常に重要であり、当時の金融商品取引法立法過程においては、このリスク説明義務に関して、特定の商品について、例外的に対象から外すということが難しかったのではないかと推測する。
- 契約締結前交付書面については、できる限り顧客にリスクを伝えようという趣旨でできた書面なので、簡素化することは良いと思うが、諸外国の制度と比べて、米国にはこういった書面交付制度がないから日本でもこれを無くそうというのは、ちょっと大ざっぱな議論だと感じる。成人して実際に金融商品を購入するまでの期間にどれだけ投資に親しんでいるのかというところが、日本と諸外国とでは異なる。日本では、金融商品を購入するときに全然投資というものに親しんだことがなく、知識もない方がかなりいるということを前提に考えなければならないのではないのか。
- 規制緩和を実現するためには、現場に近いところに受け皿を作っていないと、

| | |
|-----------------|---|
| | <p>簡単にいかないのではないか。一つのアイデアとしては、BPOのようなものを作ることが考えられると思う。</p> <p>3. その他 今後の予定について事務局から説明が行われた。 ・ 次回会合は4月26日に開催する予定。</p> <p style="text-align: right;">以 上</p> |
| 5. その他 | ※ 本議事要旨は暫定版であり、今後、内容が一部変更される可能性があります。 |
| 6. 本件に関する問い合わせ先 | 自主規制企画部（03-3667-8470） |