

金融審議会 市場制度ワーキング・グループ報告—プロダクトガバナンスの確立等に向けて—(2024年7月2日公表)の概要

金融ニューズレター

2024年7月3日号

執筆者:

[有吉 尚哉](#)

n.ariyoshi@nishimura.com

1. 市場制度 WG 報告の公表

2024年7月2日、金融審議会 市場制度ワーキング・グループ(以下「市場制度 WG」)は、「金融審議会 市場制度ワーキング・グループ報告—プロダクトガバナンスの確立等に向けて—」(以下「市場制度 WG 報告」)を取りまとめ、公表しました¹。市場制度 WG は、2023年12月12日に金融審議会 資産運用に関するタスクフォースと合同で「金融審議会 市場制度ワーキング・グループ 資産運用に関するタスクフォース 報告書」(以下「資産運用 TF 報告」)を公表するなど、これまで数次にわたって報告書を取りまとめているますが、今回の報告書は金融商品の組成会社のプロダクトガバナンスに関する原則の策定を主たる内容とするものであり、2024年4月から6月にかけて全3回の市場制度 WG の会合で審議された検討結果がまとめられたものです。

本稿では、市場制度 WG 報告の概要を解説します。なお、筆者は市場制度 WG のメンバーを務めていますが、本稿の意見に亘る部分は筆者の私見であり、市場制度 WG やその他の組織の見解を示すものではないことを申し添えます。

2. 市場制度 WG 報告の全体像

市場制度 WG 報告の構成は以下のとおりです。

【市場制度 WG 報告の構成】

- I はじめに
- II プロダクトガバナンスに関する原則の策定
 - 1. 背景
 - 2. 補充原則に関する基本的な考え方
 - 3. 補充原則の内容
- III 金融・資本市場を巡るその他の論点
 - 1. 株式決済期間の短縮(T+1化)
 - 2. 投資型クラウドファンディング

¹ https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20240702.html

3. 銀証ファイアーウォール規制の見直し

IV おわりに

市場制度 WG 報告の中心的な内容は、「顧客本位の業務運営に関する原則」(以下「顧客本位原則」)の補充原則としてプロダクトガバナンスに関する原則を策定することについての提言であり、それに加えて、①株式決済期間の短縮、②投資型クラウドファンディングに関する論点、③銀証ファイアーウォール規制の見直しという3項目の金融・資本市場を巡る論点が記述されています。

以下では、プロダクトガバナンスに関する原則の策定に関する提言を解説した後、株式決済期間の短縮と投資型クラウドファンディングに関する提言を紹介します²。

3. プロダクトガバナンスに関する原則の策定

(1) 総論

資産運用 TF 報告では、金融商品の品質管理を行うプロダクトガバナンスに関し、「資産運用会社による適切な商品組成と管理、透明性の確保等を後押しするため、顧客本位の業務運営に関する原則に資産運用会社のプロダクトガバナンスを中心とした記載を追加し、資産運用会社における個別商品ごとに品質管理を行うガバナンス体制の確立を図っていくことが適当である」旨の提言が行われていました³。これを受けて市場制度 WG でプロダクトガバナンスに関する審議が行われてきました。

そして、市場制度 WG 報告では、プロダクトガバナンスを「顧客の最善の利益に適った商品提供等を確保するためのガバナンス」と定義した上で、プロダクトガバナンスの確保については「ルールベース・アプローチによる画一的な対応を求めるよりも、資産運用会社がより良い金融商品・サービスの組成や提供を競い合うことを促すプリンシプルベース・アプローチの下で進めていくことが望ましい」としています。その上で、資産運用会社を含む金融商品の組成に携わる金融事業者(以下「組成会社」)のプロダクトガバナンスの確立を後押ししていくため、顧客本位原則に、プロダクトガバナンスを具体化し補充する原則(以下「補充原則」)を追加することを提言しています。

(2) 補充原則に関する基本的な考え方

市場制度 WG 報告では、補充原則に関する基本的な考え方として、「製販全体としての顧客の最善の利益の実現」、「補充原則の対象」、「プロポーショナルリティ(釣り合いの取れた方法)」、「実効性の確保」、「取組状況のフォローアップ」の5項目を掲げており、それぞれの概要は以下のとおりです。

【補充原則に関する基本的な考え方】

製販全体としての顧客の最善の利益の実現	<ul style="list-style-type: none">・ <u>組成会社・販売会社間で建設的なコミュニケーション</u>が行われることによって、<u>製販全体として</u>顧客の最善の利益の実現に向けて取り組むことが重要・ 組成から償還に至る<u>金融商品のライフサイクル全体の中で</u>実効的に機
----------------------------	--

² 銀証ファイアーウォール規制については、金融庁が行っているモニタリングの結果を踏まえて継続的に検討をしていくことが言及されているだけですので、以下での解説は省略します。

³ 2023年12月13日に新しい資本主義実現会議 資産運用立国分科会が公表した「資産運用立国実現プラン」においても、「金融商品の品質管理を行うプロダクトガバナンスに関する原則を策定する」ことが政策プランとして掲げられていました。

	能していくことが重要
補充原則の対象	<ul style="list-style-type: none"> 補充原則は、<u>あらゆる金融商品が対象</u>となり得る 個別の金融商品の性格や商品性等により、適用されることが馴染まない補充原則の記載もあり得、組成会社においては<u>補充原則の趣旨を踏まえて適用範囲を自ら考え</u>、対外的に説明することが考えられる⁴
プロポーシヨナリティ(釣りの取れた方法)	<ul style="list-style-type: none"> シンプルなインデックス投資を行う金融商品については最低限の必要な対応を行う一方、複雑な又はリスクの高い金融商品については、より慎重かつ重点的に取り組むなど、<u>プロダクトガバナンスの確保により得られる便益とそれに要するコスト等が釣りの取れたものとなっていることが重要</u>
実効性の確保	<ul style="list-style-type: none"> 組成会社・販売会社における情報連携は、顧客の最善の利益を実現するための実効性を高める観点から、<u>連携すべき内容について業界の共通認識を醸成することが重要</u>
取組状況のフォローアップ	<ul style="list-style-type: none"> 金融庁において、金融事業者における取組状況をフォローアップし、金融事業者との対話を通じて好事例や課題等を把握・分析するとともに、望ましい取組みについて分かりやすく示すことにより、共通の認識を醸成していくことが重要

このようにプロダクトガバナンスについて、製販全体として、かつ、金融商品のライフサイクル全体の中で取り組むことの重要性が示されており、その上で、プロポーシヨナリティの考え方の下、メリハリを付けた対応が求められていることが注目されます。また、市場制度 WG では主に投資信託を念頭にプロダクトガバナンスに関する原則の内容が議論されており、補充原則の考え方が投資信託に当てはまることは明らかですが、補充原則の対象については、投資信託に限られるものではなく、あらゆる金融商品が対象となり得ることが明記されていることにも留意して実務対応が求められます。

(3) 補充原則の内容

市場制度 WG 報告では、以上の基本的な考え方の下、組成会社を名宛て人とする 5 項目からなる補充原則を顧客本位原則に加えることを提言しています。提言されている各補充原則の概要は以下のとおりです。

【補充原則案の概要】

補充原則 1 【基本理念】	十分な資質を有する <u>経営者のリーダーシップ</u> の下、顧客により良い金融商品を提供するための <u>理念を明らかにし</u> 、その理念に沿ったガバナンスの構築と実践を行うべき
補充原則 2 【体制整備】	金融商品の <u>ライフサイクル全体のプロダクトガバナンスについて実効性を確保するための体制</u> を整備し、 <u>金融商品の組成・提供・管理の各プロセスにおける品質管理</u> を適切に行うとともに、これらの実効性を確保するための体制を整備すべき

⁴ 投資信託については、補充原則の全てが妥当すると考えられるとの指摘があったことが注記されています。一方で、例えば、仕組債については、補充原則 5 で求められている運用体制に関する分かりやすい情報提供といった記載は馴染まないのではないかとこの指摘があったことも注記されています。

補充原則 3 【金融商品の組成時の対応】	組成する金融商品が <u>顧客の真のニーズに最も合致するものであるか</u> を勘案し、 <u>商品の持続可能性や金融商品としての合理性等を検証</u> すべき また、販売対象として適切な <u>想定顧客属性を特定し、販売会社と情報連携</u> すべき
補充原則 4 【金融商品の組成後の対応】	金融商品の <u>組成時に想定していた商品性が確保されているか</u> を継続的に検証すべき また、 <u>販売会社との情報連携等</u> により、 <u>想定顧客属性と実際に購入した顧客属性が合致しているか</u> 等を検証すべき
補充原則 5 【顧客に対する分かりやすい情報提供】	顧客に対し、 <u>運用体制やプロダクトガバナンス体制等</u> について <u>分かりやすい情報提供</u> を行うべき

加えて、補充原則 3・4 の組成会社と販売会社の情報連携との関係で、顧客本位原則の原則 6 を修正し、販売会社が、金融商品を実際に購入した顧客の属性や反応、販売状況に関する情報について組成会社と連携すべきこと、プロダクトガバナンスの実効性を確保するための組成会社の取組みを把握すべきこと、組成会社による想定顧客属性を理解した上で自らの責任で顧客の適合性を判断すべきことを定めることが提言されています。

市場制度 WG 報告が提言する各補充原則と顧客本位原則の原則 6 の修正の具体的な内容は別紙をご参照ください。市場制度 WG 報告の公表とあわせて、補充原則を含む顧客本位原則の改訂案についてのパブリックコメントの手続が開始されており、手続の結果を踏まえて顧客本位原則の改訂内容が確定することになるものと見込まれます。

4. 株式決済期間の短縮化

株式取引の決済期間について、日本の実務では、現在、株式の取引が行われた約定日(T 日)の 2 営業日後(T+2 日)に決済が行われています。この株式取引の決済期間について、主要な国・地域では、T+1 化の実施・検討が進んでおり、日本の証券決済制度が国際標準から取り残されないよう、市場関係者において、T+1 化を進めるに当たっての方法や課題等について、実務的な検討を始めることが提言されています。

5. 投資型クラウドファンディングに関する見直し

(1) 株主一元化スキーム

株式投資型クラウドファンディングにおいては、多数の個人株主が生じることによる事務・管理コストの増大等の課題があることが指摘されています。この課題に対応するための手法として、単一企業が発行する非上場株式等のみに投資を行うファンド(以下「株主一元化ファンド」)を組成し、当該ファンド持分をインターネットを通じて販売すること(ファンド型クラウドファンディング)で、株主の一元化を図ることが可能であるものの、この場合は投資運用業の登録要件を満たすための体制整備の負担が課題となります。

この点を踏まえ、市場制度 WG 報告では、株主一元化ファンドのみを運営する場合、頻繁に投資判断や銘柄入れ替え等を行う場合に求められるものと同様の体制整備は必ずしも必要ないと考えられるため、実態に即した人的構成・業務運営体制での投資運用業の登録が可能であることを金融庁のガイドライン等により明確化することが提言されています。あわせて、株主一元化スキームについて、自主規制規則による規制を、株

式投資型クラウドファンディングに係る規制と平仄を合わせることが提言されています⁵。

(2) 勧誘方法の見直し

投資型クラウドファンディングについては、自主規制規則により、一部の金融商品を除き、勧誘方法は電磁的方法に限定され、電話・訪問を用いた勧誘ができないこととされています。

市場制度 WG 報告では、法人の特定投資家に対する勧誘まで電磁的方法に制限する必要性は必ずしも高くないと考えられることから、投資型クラウドファンディングにおける法人の特定投資家に対する勧誘については、電磁的方法によって勧誘を行う投資家との間で情報格差が生じないように行うことを前提に、電磁的方法以外の方法(電話・訪問等)を可能とすることが提言されています。

また、日本証券業協会の自主規制規則では、株式投資型クラウドファンディングについて勧誘方法を制限している一方、それ以外の投資型クラウドファンディングについては制限を設けていないところ、少なくとも社債券に係る投資型クラウドファンディングについては株式投資型クラウドファンディングにおける勧誘規制と同様の規制を設けることが適当であるとされており、さらに、それ以外の有価証券についても、投資型クラウドファンディングで取扱いが行われる場合には、日本証券業協会において同様に対応するよう検討を行うことが適当であると述べられています。

⁵ 実務的には、「株主一元化スキームは、株式投資型 CF の代替としての性質であるため、そうした特性を踏まえてプロダクトガバナンスを考える必要がある」、「投資運用業者及び販売業者の投資家に対する責任のあり方について整理していく必要がある」との指摘があったことが注記されていることにも留意が必要です。

補充原則 1. 【基本理念】

金融商品の組成に携わる金融事業者は、金融商品やサービスの提供を通じて、顧客に付加価値をもたらすと同時に自身の経営を持続可能なものとするために、金融商品の組成に携わる金融事業者の経営者として十分な資質を有する者のリーダーシップの下、顧客により良い金融商品を提供するための理念を明らかにし、その理念に沿ったガバナンスの構築と実践を行うべきである。

補充原則 2. 【体制整備】

金融商品の組成に携わる金融事業者は、顧客により良い金融商品を提供するための理念を踏まえ、金融商品のライフサイクル全体のプロダクトガバナンスについて実効性を確保するための体制を整備すべきである。

その上で、金融商品の組成に携わる金融事業者は、金融商品の組成・提供・管理の各プロセスにおける品質管理を適切に行うとともに、これらの実効性を確保するための体制を整備すべきである。

(注1) 金融商品の組成に携わる金融事業者は、金融商品の組成から償還に至る金融商品のライフサイクル全体を通じたプロダクトガバナンスの実効性や組成・提供・管理の各プロセスにおける品質管理の実効性を確保するために、管理部門等による検証の枠組みを整備すべきである。その事業規模や提供する金融商品の特性等に応じて、必要な場合には、社外取締役や外部有識者のほか、ファンドの評価等を行う第三者機関等からの意見を取り入れる仕組みも検討すべきである。

(注2) 金融商品の組成に携わる金融事業者は、プロダクトガバナンスの実効性に関する検証等を踏まえ、適時にプロダクトガバナンスの確保に関する体制を見直すなど PDCA サイクルを確立すべきである。

補充原則 3. 【金融商品の組成時の対応】

金融商品の組成に携わる金融事業者は、顧客の真のニーズを想定した上で、組成する金融商品がそのニーズに最も合致するものであるかを勘案し、商品の持続可能性や金融商品としての合理性等を検証すべきである。

また、商品の複雑さやリスク等の金融商品の特性等に応じて、顧客の最善の利益を実現する観点から、販売対象として適切な想定顧客属性を特定し、金融商品の販売に携わる金融事業者において十分な理解が浸透するよう情報連携すべきである。

(注1) 金融商品の組成に携わる金融事業者は、組成する金融商品が中長期的に持続可能な商品であるかを検証するとともに、恣意性が生じない適切な検証期間の下でリスク・リターン・コストの合理性を検証すべきである。

(注2) 金融商品の組成に携わる金融事業者は、想定顧客属性を特定するに当たっては、商品の複雑さやリスク等の金融商品の特性等に応じて、顧客の資産状況、取引経験、知識及び取引目的・ニーズ等を基本として具体的に定めるべきであり、必要に応じて想定される販売方法にも留意すべきである。その際、商品を購入すべきでない顧客（例えば、元本毀損のおそれのある商品について、元本確保を目的としている顧客等）も特定すべきである。また、複雑な金融商品や運用・分配手法等が特殊な金融商品については、どのような顧客ニーズに合致させるよう組成しているのか、また、それが当該金融商品に適切に反映されているか検証を行い、より詳細な想定顧客属性を慎重に特定すべきである。

(注3) 金融商品の組成に携わる金融事業者は、製販全体として最適な金融商品を顧客に提供するため、顧客のニーズの把握や想定顧客属性の特定に当たり、商品の複雑さやリスク等の金融商品の特性等に応じて、金融商品の販売に携わる金融事業者との情報連携や必要に応じて実態把握のための調査等に取り組むべきである。また、金融商品組成後の検証の実効性を高める観点から、金融商品の販売に携わる金融事業者との間で連携すべき情報等について、事前¹⁾に取決めを行うべきである。

補充原則4. 【金融商品の組成後の対応】

金融商品の組成に携わる金融事業者は、金融商品の組成時に想定していた商品性が確保されているかを継続的に検証し、その結果を金融商品の改善や見直しにつなげるとともに、商品組成・提供・管理のプロセスを含めたプロダクトガバナンスの体制全体の見直しにも、必要に応じて活用すべきである。

また、製販全体として顧客の最善の利益を実現するため、金融商品の販売に携わる金融事業者との情報連携等により、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を検証し、必要に応じて運用・商品提供の改善や、その後の金融商品の組成の改善に活かしていくべきである。

(注1) 金融商品の組成に携わる金融事業者は、商品性の検証に当たっては、恣意性が生じない適切な検証期間の下でリスク・リターン・コストのバランスが適切かどうかを継続的に検証すべきである。当該金融商品により提供しようとしている付加価値の提供が達成できない場合には、金融商品の改善、他の金融商品との併合、繰上償還等の検討を行うとともに、その後の商品組成・提供・管理のプロセスを含めたプロダクトガバナンス体制の見直しにも、必要に応じて活用すべきである。

(注2) 金融商品の組成に携わる金融事業者は、商品の複雑さやリスク等の金融商品の特性等に応じて、商品組成後の検証に必要な情報の提供を金融商品の販売に携わる金融事業者から受けるべきである。情報連携すべき内容は、より良い金融商品を顧客に提供するために活用する観点から実効性のあるものであるべきであり、実際に購入した顧客属性に係る情報のほか、例えば顧客からの苦情や販売状況等も考えられる。金融商品の販売に携わる金融事業者から情報提供を受けられない場合には、必要に応じて金融商品の販売方法の見直しも検討すべきである。また、金融商品の販売に携わる金融事業者から得られた情報を踏まえた検証結果については、必要に応じて金融商品の販売に携わる金融事業者に還元すべきである。

(注3) 金融商品の組成に携わる金融事業者は、運用の外部委託を行う場合、外部委託先における運用についても検証の対象とし、その結果を踏まえて、必要に応じて金融商品の改善や見直しを行うべきである。金融商品の組成に携わる金融事業者と金融商品の販売に携わる金融事業者の間で連携する情報については、必要に応じて外部委託先にも連携すべきである。

〔下線部が変更点〕

原則6. 【顧客にふさわしいサービスの提供】

金融事業者は、顧客の資産状況、取引経験、知識及び取引目的・ニーズを把握し、当該顧客にふさわしい金融商品・サービスの組成、販売・推奨等を行うべきである。

(注1) ・ (注2) 略

(注3) 金融商品の組成に携わる金融事業者は、商品の組成に当たり、商品の特性等を踏まえて、販売対象として想定する顧客属性を特定・公表するとともに、商品の販売に携わる金融事業者においては、そ

れに沿った販売がなされるよう留意すべきである。それを十分に理解した上で、自らの責任の下、顧客の適合性を判断し、金融商品の販売を行うべきである。

(注4)・(注5)略

(注6) 金融商品の販売に携わる金融事業者は、商品の複雑さやリスク等の金融商品の特性等に応じて、製販全体として顧客の最善の利益を実現するため、金融商品の組成に携わる金融事業者に対し、金融商品を実際に購入した顧客属性に関する情報や、金融商品に係る顧客の反応や販売状況に関する情報を提供するなど、金融商品の組成に携わる金融事業者との連携を図るべきである。

(注7) 金融商品の販売に携わる金融事業者は、商品の複雑さやリスク等の金融商品の特性等に応じて、プロダクトガバナンスの実効性を確保するために金融商品の組成に携わる金融事業者においてどのような取組みが行われているかの把握に努め、必要に応じて、金融商品の組成に携わる金融事業者や商品の選定等に活用すべきである。

補充原則5. 【顧客に対する分かりやすい情報提供】

金融商品の組成に携わる金融事業者は、顧客がより良い金融商品を選択できるよう、顧客に対し、運用体制やプロダクトガバナンス体制等について分かりやすい情報提供を行うべきである。

(注1) 金融商品の組成に携わる金融事業者は、顧客に対し、自ら又は必要に応じて金融商品の販売に携わる金融事業者を通じて、その運用体制について個々の金融商品の商品性に応じた情報提供を行うべきである。例えば、運用を行う者の判断が重要となる金融商品については、当該金融事業者のビジネスモデルに応じて、運用責任者や運用の責任を実質的に負う者について、本人の同意の下、氏名、業務実績、投資哲学等を情報提供し、又は運用チームの構成や業務実績等を情報提供するべきである。

(注2) 金融商品の組成に携わる金融事業者は、金融商品の商品性に関する情報についても、金融商品の販売に携わる金融事業者と連携して、分かりやすい情報提供を行うべきである。

当事務所では、クライアントの皆様のビジネスニーズに即応すべく、弁護士等が各分野で時宜に合ったトピックを解説したニュースレターを執筆し、随時発行しております。N&A ニュースレター購読をご希望の方は [N&A ニュースレター 配信申込・変更フォーム](#) よりお手続きをお願いいたします。

また、バックナンバーは [こちら](#) に掲載しておりますので、あわせてご覧ください。

本ニュースレターはリーガルアドバイスを目的とするものではなく、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、日本法または現地法弁護士の適切なアドバイスを求めていただく必要があります。また、本稿に記載の見解は執筆担当者の個人的見解であり、当事務所または当事務所のクライアントの見解ではありません。

西村あさひ 広報課 newsletter@nishimura.com