

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

資産運用会社の規制の検討（2）－プロダクトガバナンスを中心に－

2025年6月27日（金）15:00～16:55

大阪取引所5階取締役会議室・東京証券取引所会議室及びオンライン開催

出席者（五十音順）

飯田 秀総	東京大学大学院法学政治学研究科教授
石田 真得	関西学院大学法学部教授
伊藤 靖史	同志社大学法学部教授
梅本 剛正	甲南大学全学共通教育センター教授
片木 晴彦	広島大学名誉教授
加藤 貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
川口 恭弘	同志社大学法学部教授
黒沼 悅郎	早稲田大学法学学術院教授
齊藤 真紀	京都大学公共政策連携研究部教授
白井 正和	京都大学大学院法学研究科教授
高橋 陽一	京都大学大学院法学研究科教授
船津 浩司	同志社大学法学部教授
前田 雅弘	追手門学院大学法学部教授
松尾 健一	京都大学大学院法学研究科教授
山下 徹哉	京都大学大学院法学研究科教授
行岡 瞳彦	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
行澤 一人	神戸大学大学院法学研究科教授
若林 泰伸	早稲田大学法学学術院教授

【報告】

資産運用会社の規制の検討（2）－プロダクトガバナンスを中心に－

関西学院大学法学部教授

石田 真得

目 次

はじめに

1. プロダクトガバナンスの定義と体制整備の取組み
 - (1) プロダクトガバナンスの定義
 - (2) プロダクトガバナンスの製販全体での取組みの必要
 - (3) プロポーショナリティの考え方の採用
2. プロダクトガバナンス体制の確立を求める動き
 - (1) 指摘されたプロダクトガバナンス上の問題点
 - (2) 金融審議会のワーキング・グループによる提言等
3. ソフトローとしての位置付け

(1) プリンシップルベースの採用

(2) 顧客の最善の利益

4. 金融商品の組成時及び組成後の取組み

(補充原則3, 4)

(1) 組成会社と販売会社の情報連携

(2) 組成会社における想定顧客属性の特定

5. 顧客に対する情報提供（原則6、補充原則5）

(1) 想定顧客属性の情報提供

(2) 販売会社と組成会社の連携（2024年9月改訂版）

(3) 運用体制等の情報提供（2024年9月改訂版）

討論

○川口 それでは、時間になりましたので、本日の金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

本日は、関西学院大学の石田先生より「資産運用会社の規制の検討（2）－プロダクトガバナンスを中心に－」と題してご報告いただきます。よろしくお願ひいたします。

○石田 関西学院大学の石田でございます。本日も報告の機会を与えていただきまして、ありがとうございます。

本日のテーマは「資産運用会社の規制の検討（2）」として、プロダクトガバナンスを中心に

ご報告申し上げます。どうぞよろしくお願ひいたします。

はじめに

2022年頃から、我が国では「プロダクトガバナンス」という用語を耳にすることができてきています。「ガバナンス」という語が使われているように、「プロダクトガバナンス」は体制を議論・検討の対象としているものと考えられます。「プロダクト」、すなわち金融商品やサービスの中身そのものを直接議論や検討の対象にしているものではないものと理解しています。

2024年9月、金融庁は「プロダクトガバナンスに関する補充原則」の追加等を内容とする「顧客本位の業務運営に関する原則」の改訂を行いました。お手元の資料⑦が2024年改訂版の「顧客本位の業務運営に関する原則」ですが、この8ページ以下の部分が今回の改訂で追加された部分です。併せて資料⑥をご覧になると、改訂後の変更箇所が赤字で記されていますので、必要に応じてご参照いただければと思います。

プロダクトガバナンスに関する補充原則は、全部で5つの補充原則から成っています。まず、補充原則1は基本理念です。そして、補充原則2から5は組成会社が金融商品の組成・提供・管理等に関する業務におけるベストプラクティスを目指すうえで有用と考えられる具体的な取組みを示すものと説明されています。

プロダクトガバナンスの考え方は、2018年施行のEUの第二次金融商品市場指令(MiFIDII)に由来すると言われています。プロダクトガバナンスは、同指令の主に16条3項及び24条2項の規定、さらに欧州証券市場監督局(ESMA)が定めるMiFIDIIのガイドラインにおいて定められています。そこでは、金融商品の組成会社がターゲットマーケットと呼ばれる想定顧客属性の特定を行うことや、想定した顧客層に向けて金融商品が実際に販売されているかどうかなどについて組成会社がレビューするため、組成会社と販売会社が情報連携、具体的には販売会社から組成会社へ情報提供を行うことなどが求められています。

我が国で今般新たに設けられた「プロダクトガバナンスに関する補充原則」においても、組成会社は、金融商品を組成して販売経路に商品を委ねたら「それで終わり」ではなく、顧客の最善の利益にかなった金融商品の提供を行うために、組成時においては、組成者としてその商品がどのような属性の顧客に適すると考えるのかを明確にして開示を行うこと、また販売後においては、販売会社と協力して、組成した金融商品がどのような属性の顧客に購入されたのかなどについて検証し、

その結果を基に金融商品の組成の見直しを継続的に実施することなどを求める仕組みが採用されています。

従来、顧客の最善の利益にかなった金融商品の提供——大ざっぱに言い換えて「顧客のニーズに合った商品提供」と一旦しておきますが、そういう商品提供が行われているかどうかが問われてきたのは、主に金融商品の販売会社であったように思われます。顧客への情報提供が適切であるかどうか、顧客の資産・知識経験・投資目的や理解力に適合する商品提供をしているかどうかといった点が問われてきたと認識しています。一方で、プロダクトガバナンス又はプロダクトガバナンス論は、顧客の最善の利益にかなった商品提供という観点から、組成会社において何ができるか、何をするべきかを考えるものであり、従来あまり論じられてこなかった視点として興味深いところです。

1. プロダクトガバナンスの定義と体制整備の取組み

(1) プロダクトガバナンスの定義

「顧客本位の業務運営に関する原則」には、プロダクトガバナンスを定義する項目や規定は置かれていません。パブリックコメントには、「プロダクトガバナンス」の定義規定を置くべきであるという意見が見られましたが、金融庁の回答は、「プロダクトガバナンスに関する補充原則」の冒頭の「プロダクトガバナンス（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）」という記述において定義が述べられているとしています（資料⑦の8ページ）。

これだけでは十分にイメージしにくいので、より具体的に述べるものはないかということで探してみましたら、例えば、資料②の「顧客本位タスクフォース中間報告」の7ページ、注24では、「想定する顧客を明確にし、その利益に適う商品を組成するとともに、そうした商品が想定した顧客に必要な情報とともに提供されるよう、販売にあたる金融事業者へ必要な情報を提供することや、

商品組成・情報提供のあり方について継続的に評価・検証等を行うこと」と定義されています。

また、資料③の「資産運用業高度化プログレスレポート 2023」の 15 ページでは、「わが国における『プロダクトガバナンス』は、主に、資産運用会社が、自身の設定・運用する商品について、①組成段階から、期待リターンが投資家の負担するコストに見合ったものとなっているか等を検証し、②組成後も想定した運用が行われ、コストに見合うリターンを提供できているか、③商品性に合致した運用が継続可能か等を定期的に検証する等、個別商品ごとに品質管理を行うことを求めるものである」と説明しています。

なお、補充原則 2 は体制整備を求めるものです。そこでは、組成会社に対し、「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」と、「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」の実効性を確保するための体制という 2 つの体制の整備が求められています。両者の違いは分かりにくいのですが、プロダクトガバナンスは、顧客の最善の利益にかなった商品提供等を確保するための枠組みであり、品質管理は、金融商品の組成・提供・管理の各プロセスにおいて顧客の最善の利益にかなった商品提供等の実現を図るための取組みを言い、プロダクトガバナンス確立のためには、各段階の品質管理が全体として実効的に機能することが求められるというように、パブリックコメントの回答の中で金融庁は説明をしています。

(2) プロダクトガバナンスの製販全体での取組みの必要

「プロダクトガバナンスに関する補充原則」の 1 から 5 のいずれも、補充原則の名宛てを組成会社としています。補充原則の用語で言うと、「金融商品の組成に携わる金融事業者」です。このことから、補充原則上は、プロダクトガバナンス体制の確立・整備が求められるのは、金融商品の組

成会社であると言えます。しかし、プロダクトガバナンス体制の確立・整備は、組成会社のみでなし得るものではないでしょう。なぜなら、顧客のニーズに適合するより良い金融商品を組成し提供するには、販売会社、すなわち補充原則の用語で言うと「金融商品の販売に携わる金融事業者」へ適切な情報提供が行われ、組成会社の意図する顧客属性や商品性を販売会社が十分に理解したうえで販売を行い、さらに、金融商品の持続性や顧客の反応等について販売会社から情報のフィードバックを受けて今後の商品組成に活かしていくことが必要となるからです。だから、顧客の最善の利益にかなった商品提供等を確保するためのガバナンスというのは、組成会社と販売会社とが連携を図りながら、製販全体で取り組むべき課題であると言えます。

補充原則は、組成会社において金融商品の組成時及び組成後、販売会社と情報連携を図ることを求めるなど、組成会社側の行為規範を定めているのですが、これと併せて、2024 年 9 月 26 日改訂版の「顧客本位の業務運営に関する原則」では、原則 6 の（注 6）及び（注 7）が新設され、そこでは、販売会社に対し組成会社との情報連携を図ることを求めるなど、販売会社側の行為規範が定められています（資料⑦ 6 ~ 7 頁）。これら販売会社側の行為規範も合わせて、プロダクトガバナンス体制の確立に向けた取組みと捉えることができます。

「プロダクトガバナンスに関する補充原則」の前文（資料⑦ 8 頁）の第 5 段落において、「組成会社及び販売会社においては、製販全体としての顧客の最善の利益を実現するため、本原則を踏まえた取組みを行うことが求められるが、組成会社が金融商品の組成・提供・管理等に関する業務におけるベストプラクティスを目指す上で有用と考えられる具体的な取組みを補充原則として示すことが、組成会社による顧客本位の業務運営をより一層進めるために適切であると考えられる」と述べられているように、今般の改訂で新たに追加さ

れた「プロダクトガバナンスに関する補充原則」の部分は、「組成会社向けの『補充原則』」と言うことができます。

(3) プロポーショナリティの考え方の採用

「プロダクトガバナンスに関する補充原則」の前文「プロポーショナリティ（釣り合いの取れた方法）」に述べられているように、取組みの実施に当たっては、組成会社及び販売会社は、全ての金融商品について同様の取組みを求められるものではなく、「コスト及び実務面のフィージビリティにも配慮することが必要である」とされています。「例えば、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、複雑な又は高リスクの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」、プロダクトガバナンスの確保に要するコストと、顧客において最善の利益にかなった商品提供を受けることができる便益とが釣り合いの取れたものとなっていることが想定されています。

2. プロダクトガバナンス体制の確立を求める動き

ここまで、「プロダクトガバナンス」というものがおおむねどういうものかについて私が理解できた範囲で説明させていただきましたが、それでは実務はどういう状況だったのか、具体的にどのような問題が認められていたのかという点です。

(1) 指摘されたプロダクトガバナンス上の問題点

具体的なプロダクトガバナンス上の問題点は、幾つかのレポートや報告書で指摘されているところですが、資料④の「市場制度 WG・資産運用に関するタスクフォース報告書」の4ページから5ページに整理されています。そこでは、改善に向けた取組みも見られるとしつつ、次のような指摘があったことが紹介されています。

商品組成の課題として、適切な想定顧客属性の

設定や、運用コストに見合った適切な信託報酬等の設定等について十分な検証が行われていないのではないか。

商品組成後の課題として、想定どおりの運用が行われているか、商品性に合致した運用が継続可能か、などについて十分な検証が行われていないのではないか。販売会社から販売状況に関する十分な情報提供を受けられないこともあり、販売会社において想定顧客属性に合致した販売が行われているかなどの検証が行われていないのではないか。

顧客への分かりやすい情報提供に関する課題として、投資家の適切な商品選択に資する想定顧客属性や費用等の商品性に関する情報提供の在り方に改善の余地があるのではないか。個人向けの投資信託等において運用担当者の氏名開示等の運用体制の透明性確保が進んでいないため、顧客は運用体制の実態が分からず、安心して投資できないのではないか。氏名開示等の運用体制の透明性確保が進むことで、投資家に対する責任を持った運用を行う認識が醸成されるのではないか。投資家が、ファンドアナリストや投資助言業者等の評価を通じて適切に商品選択できるよう、運用状況等について他社と比較できる見える化（情報開示）に取り組むべきではないか。

最後に、ガバナンス体制の課題として、プロダクトガバナンスが機能する前提として、資産運用会社自体について経営レベルも含めたガバナンスが向上する必要があるのではないか。オルタナティブ投資は、伝統的な証券運用よりも高度な管理が必要であるなど、投資対象・投資手法のリスク等に応じたスキームの選択や販売対象の検討等の適切なガバナンス体制が求められるのではないか。

(2) 金融審議会のワーキング・グループによる提言等

次に、「プロダクトガバナンスに関する補充原則」の導入に至るまでの経緯について、簡単に見ておきます。

「顧客本位の業務運営に関する原則」に盛り込まれるべきプロダクトガバナンスの取組みの具体的な内容は、資料⑤の 2024 年 7 月 2 日の金融審議会市場制度 WG 報告書「プロダクトガバナンスの確立等に向けて」で提言されています。

この提言を受けて金融庁は、「顧客本位の業務運営に関する原則」の改訂案を発表し、パブリックコメントの手続を経た後、2024 年 9 月 26 日、

「顧客本位の業務運営に関する原則」への「プロダクトガバナンスに関する補充原則」の追加を主な内容とする同原則の改訂を行っています。

資産運用会社等におけるプロダクトガバナンス確保の重要性は、資料①の 2022 年 6 月 22 日の金融審議会市場制度 WG 中間整理や、資料②の 2022 年 12 月 9 日の金融審議会市場制度 WG 顧客本位 TF 中間報告、資料④の 2023 年 12 月 12 日の金融審議会市場制度 WG・資産運用に関する TF 報告書等において指摘されて、「顧客本位の業務運営に関する原則」の改訂が提言されてきたところです。

大きな目標として掲げられているのは、各報告書等で述べられているとおり、インベストメントチェーン全体を高度化し、家計の安定的な資産形成を促進していくことであり、その目標達成の課題の一つとして、資産運用会社のプロダクトガバナンスの確立は位置付けられているように理解しています。

3. ソフトローとしての位置付け

(1) プリンシップルベースの採用

「顧客本位の業務運営に関する原則」の 2024 年 9 月改訂に当たり実施されたパブリックコメントの結果を見ますと、プロダクトガバナンスをルールベースの規制ないし法定化すべきではないかという意見が複数寄せられていました。実際に採用されたアプローチは、プリンシップルベースであり、同原則の採択を強制するものではなく、また採択した場合であっても、自社の状況等に照らして実施することが適切でないと考える原則については、実施しない理由や代替策などを説明する

「コンプライ・オア・エクスプレイン」に服することになります（「顧客本位の業務運営に関する原則」の前文 2 ~ 3 頁）。

この点、資料④の「市場制度 WG・資産運用 TF 報告書」は、前述のとおり、「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」することを提言し、また資料⑤の「市場制度 WG 報告書 - プロダクトガバナンス確立に向けて -」の 2 ページから 3 ページで、ソフトローによる対応を選択する理由として、「プロダクトガバナンスの確保については、それぞれの資産運用会社の規模や特性、提供しようとしている金融商品、販売会社による販売方法等に応じた最適な体制が確立されることが重要である。また、新興運用会社については、参入促進に過度の制約となることのないよう、その規模や特性等に応じて取り組むことが考えられ、顧客の最善の利益を図るための取組みとイノベーションの適切なバランスが確保されることも重要である。そのため、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ップルベース・アプローチの下で進めていくことが望ましいと考えられる」と述べています。

その一方で、同じく資料⑤の「市場制度 WG 報告書 - プロダクトガバナンス確立に向けて -」の 5 ページでは、「顧客本位の業務運営に関する原則」に定められたプロダクトガバナンスを、将来的にルールベースの下に移設する可能性を示唆しています。すなわち、「なお、プリンシップルベースでの対応では金融事業者の取組みが不十分である場合や、組成会社と販売会社との情報連携等に關し共通ルールを設けることが適切と判断される場合等には、将来的にルールベースでの対応を行うことも視野に入れられる」と述べています。

ここでは、プロダクトガバナンスの求める内容そのものが法的規範になじまないものであるとい

う考え方は述べられていません。後述の（2）顧客の最善の利益のところで述べるように、私はプロダクトガバナンスの規範性の位置付けが必ずしも明らかでないように感じていますが、その点は一旦置くとして、「顧客本位の業務運営に関する原則」に定められたということは、まずはプロダクトガバナンスの考え方を金融事業者の間で浸透させ、定着させていくとともに、組成会社と販売会社の自主的な取組みに委ねて、その実施状況を見ていくという方針なのかもしれません。

（2）顧客の最善の利益

プロダクトガバナンスに関する補充原則の前文には、「プロダクトガバナンス（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）」と記述されています。「顧客本位の業務運営に関する原則」の原則2には、「顧客の最善の利益の追求」が定められています。

これとは別に、令和5年法律第79号により令和6年11月1日から改正法が施行されている「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）の第2条1項では、それまで「顧客本位の業務運営に関する原則」に基づき促してきた顧客本位の業務運営の取組みの一層の定着・底上げを図るため、「顧客等の最善の利益」の勘案義務が明記されました。この義務違反に対する罰則規定は設けられていませんが、金融商品取引業者等について言えば、金融商品取引法の規定に基づく行政処分の対象となり得ると解されています。

「顧客本位の業務運営に関する原則」の原則2にいう「顧客の最善の利益」と金サ法2条1項に規定された「顧客等の最善の利益」との関係については、2023年12月22日開催の本研究会において、行澤一人教授により「金融商品取引法等改正（2023年11月20日）（1）一顧客本位の業務運営の確保に関する改正部分について一」と題して詳細な検討がなされ、重要な議論が行われています。

ところで、金サ法改正に対応して、「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」（以下、「監督指針」という）が改正され、令和6年11月1日から適用されています。資料⑨の監督指針の新旧対照表をご覧ください。その2ページにありますように、「III-2-3 顧客の最善の利益の確保」、「III-2-3-1 顧客の最善の利益を勘案した誠実公正義務（金融サービス提供法第2条）」が新設され、そこでは、「主な着眼点」として、「金融商品取引業者が、その業務を通じて、社会に付加価値をもたらし、同時に自身の経営の持続可能性を確保していくためには、顧客の最善の利益を勘案しつつ、顧客に対して誠実かつ公正にその業務を行うことが求められる。そこで、金融商品取引業者が、必ずしも短期的・形式的な意味での利益に限らない『顧客の最善の利益』をどのように考え、これを実現するために自らの規模・特性等に鑑み、組織運営や商品・サービス提供も含め、顧客に対して誠実かつ公正に業務を遂行しているかを検証する」とされています。

そして、「監督手法・対応」として、「日常の監督事務や、事故等届出等を通じて把握された金融商品取引業者の誠実公正義務上の課題については、深度あるヒアリングを行うことや、必要に応じて金商法第56条の2第1項の規定に基づく報告を求めることを通じて、金融商品取引業者における自主的な業務改善状況を把握することとする。また、金融商品取引業者の業務の健全かつ適切な運営の確保又は顧客保護の観点から重大な問題があると認められる場合には、金商法第51条の規定に基づく業務改善命令を発出する等の対応を行うものとする。更に、重大・悪質な法令等違反行為が認められる等の場合には、金商法第52条第1項の規定に基づく業務停止命令等の発出も含め、必要な対応を検討するものとする」と定めています。

なお、「顧客等の最善の利益」は何かについて、金融庁はパブリックコメントへの回答において、「『顧客等の最善の利益』は顧客一人ひとりによ

って、また、同一の顧客であっても当該顧客の置かれた状況等により異なり得るものであり、さらに、それを実現する方法については金融事業者のビジネスモデル等によって異なり得るものと考えられます」と述べて、各金融事業者等において考えるべきものであるとの立場を示し、また別の論稿では、「顧客の最善の利益勘案と自社の収益性とを両立させることは否定されないであるとか、自らの経済的利益や機械的な計算に基づく利益といった短期的・形式的な意味での利益に限らず、「実質的な意味での利益を主に想定しており、これは顧客一人ひとりによって異なるものと考えられる」と述べるにとどまり、「顧客等の最善の利益」が具体的に何を意味するか、正面からは説明されていないようです。

話を戻しまして、資料⑩のパブリックコメント結果の4ページから5ページの10番のコメントへの回答や、金商法等改正の逐条解説書においては、「『顧客等の最善の利益を勘案しつつ、顧客等に対して誠実かつ公正に、その業務を遂行』しているか検証するにあたっては、個別の取引の背景にあるビジネスモデルのあり方、例えば、業績評価をはじめとする組織運営のあり方や商品ラインナップのあり方、プロダクトガバナンスなども検証の着眼点となると考えております」であるとか、「組成会社においても、例えば、プロダクトガバナンスの観点から、商品の組成時にリスク・リターン・コストの合理性等の検証を行ふとともに、販売会社との適切な情報連携を通じて、商品提供後においても、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、商品提供の改善や、新たな金融商品の組成の改善に活かしていくこと等が求められると考えられます」といった見解が述べられています。

これらの記述から、プロダクトガバナンスへの取組みは、「顧客本位の業務運営に関する原則」によって求められるソフトローであるものの、監督指針上は、プロダクトガバナンスが「顧客等の

最善の利益」を勘案しつつ、顧客等に対して誠実かつ公正にその業務を遂行しているかについて検証の着眼点の一つに挙げられています。そうすると、金サ法2条1項に規定する「顧客等の最善の利益」を勘案する義務の中にプロダクトガバナンスが取り込まれているようにも読むことができるよう思うのですが、この点はいかがでしょうか。このような読み方ができるのであれば、プロダクトガバナンスの規範というのは、位置付けが明確であるとは言い難いように思います。

4. 金融商品の組成時及び組成後の取組み（補充原則3, 4）

(1) 組成会社と販売会社の情報連携

補充原則2の後段では、プロダクトガバナンスは、組成会社に対し、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い、その実効性を確保するための体制整備を求めてています。補充原則3は金融商品の組成時の対応を、補充原則4は金融商品の組成後の対応を、それぞれ定めています。いずれのプロセスにおいても、組成会社と販売会社の情報連携が求められている点が特徴的です。

組成時には、組成会社は、顧客の真のニーズを想定したうえで、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を検証すべきとされています（補充原則3前段）。補充原則3の（注1）によれば、合理性については、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・コストの合理性を検証すべきとされています。

なお、資料⑪の金融庁が2024年7月5日に公表したモニタリング結果の8ページでは、販売会社のプロダクトガバナンスに関する記述ではありますが、適切な検証期間の下でのリスク・リターンの合理性等の検証が必要であるとし、「例えば、長期でトレンドを見なければ正確にリスクが把握できない金融商品については、検証期間が短いと適切な検証ができない可能性があり、恣意性が生

じない適切な検証期間の下でリスク・リターンの検証を行うことが重要である」と指摘されています。

顧客の真のニーズといった情報は、顧客と接点を有しない組成会社にとっては把握しにくいものと考えられます。そのため、補充原則3の（注3）では、組成会社には、販売会社と連携して顧客のニーズ等に関する情報提供を受けることや、アンケートなどの調査等を行うことが求められています。

他方、組成後には、組成会社は、組成時に想定した商品性が確保されているかを継続的に検証し、その結果を運用や商品提供の改善や見直しなどに活用することが、補充原則4の前段で求められています。補充原則4の（注1）では、検証の結果、顧客に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、今後のガバナンス体制の見直しにも活用すべきと、やや踏み込んだ内容の行為規範が定められています。

ちょっと話が横にそれるのですけれども、レジュメ9ページの脚注18をご覧いただけますでしょうか。繰上償還の選択については、プログレスレポート2023（資料③）の19ページにおいて、「わが国には純資産額が小さくなり、パフォーマンスも低迷している投資信託が償還されないまま残っていることがあり、こうした投資信託については、運用戦略に沿った運用ができていない可能性があり、早期に償還することが望ましい…」と指摘されています。

また、プログレスレポート2020の13ページから14ページにおいても、日本では、純資産額50億円以下の少額投信の数が極めて多く、10億円以下の投信も多数存在しており、「資産運用会社は販売会社と協力し、コストに見合わない不採算ファンドや中長期にパフォーマンスが悪化している等、顧客利益に資さない少額投信について、積極的に償還・併合していく必要がある」と指摘

されていました。

他方で、パブリックコメントでは、不芳ファンド——成績が良くないということだと思いますが——について商品性の改善（変更）、他の投信との併合、繰上償還等については、受益者による書面決議が必要となることから、必ずしも実現は容易でないといった趣旨のコメントが見られました（「コメントの概要及びに対する金融庁の考え方」（2024年9月26日）84番のコメント）。

このような問題への対応であるのかどうかは明らかではありませんが、資料⑫の投資信託法施行規則の新規対照表にありますように、投資信託委託会社が投資信託契約を解約しようとする場合、投資信託約款の重要な内容の変更を行う場合に必要となる書面決議を要すると従来は規定しているところ（投信法20条1項、17条準用）、①投資信託の純資産総額が一定の金額を下回った場合に投資信託委託会社が投資信託契約の解約をすることができる旨が投資信託約款にあらかじめ定められている場合であって、純資産総額が運用方針に従った継続的な運用に必要な金額を一定期間計測して下回る場合に投資信託委託会社が任意解約できることや、受益者の保護措置をとること、受益者に事前通知を行うことなどを投資信託約款に定める場合は、投信法17条1項に規定する投資信託約款の変更の内容が重大なものから除かれ（投信法施行規則29条括弧書き）、②上記の事項の全てが投資信託約款に定められている場合の投資信託契約の解約には書面決議を不要とする（投信法20条2項、同法規則43条3号）改正が行われ、2025年6月24日から施行されています。

補充原則4の後段では、販売後の商品性の検証に加え、想定顧客属性と実際に購入した顧客属性のミスマッチが生じていないか等を検証することも求められています。想定した商品性の維持や想定した顧客属性の購入状況などの検証は、実際に購入した顧客属性に係る情報や、顧客からの苦情、販売状況、解約状況等といった情報を正確に把握することが前提となることから、顧客と接点を有

する販売会社との情報連携が必要となります。

このため、補充原則4の（注2）では、組成会社は販売会社から情報提供を受けるべき、としています。補充原則4（注2）による情報連携は組成会社に求めるものですが、これと表裏の関係で、後述のように原則6の（注6）は、販売会社に対して前述の情報の連携を図るように求めています。後の部分と重複しますが、実際の購入者の顧客属性に関する情報の連携は、組成会社から販売会社に対する顧客適合性について一定の牽制作用を発揮することが期待できるのかもしれません。

以上のような組成会社と販売会社との情報連携の要請については、実務界から、その量や範囲によってはコスト負担が過大になるとか、混乱のおそれがある、効率的な情報提供ができるようにすべき、といった意見があったところ、金融庁は、組成会社と販売会社の自主規制機関が連携して、商品の複雑さやリスク等に応じて、連携すべき商品の範囲、情報の内容、頻度、連携方法等について、共通フォーマット等の作成の検討を行うことを期待しているようです。

これに対応する動向として、例えば、一般社団法人投資信託協会は、2025年2月28日付で、「プロダクトガバナンスの向上のために情報連携の対象となる投資信託に係る基本的な考え方」や情報連携に使用する共通フォーマットなどについて、同協会の政策委員会にて決議が行われた旨を同協会ウェブサイト上で発表しています。

（2）組成会社における想定顧客属性の特定

ここは後述の5の（1）と重複する部分ですが、組成会社は、金融商品の組成に当たり、商品の特性等を踏まえて、想定顧客属性を特定・公表すべきとされています。これが原則6の（注3）です。補充原則3の（注2）は、より具体的な定めを置いており、組成会社は、想定顧客属性を特定するに当たって、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、取引目的・ニーズ等を基本として、必要に

応じて想定される販売方法にも留意しながら具体的に定めるべきとされています。

販売方法というのは、恐らく、取引の執行のみのインターネット取引であるとか、金融商品取引業者等におけるアドバイス付きの対面販売などを想定していると思います。

さらに、補充原則3の（注2）では、組成会社は、商品を購入すべきでない顧客についても特定すべきとされている点は注目されます。

5. 顧客に対する情報提供（原則6、補充原則5）

（1）想定顧客属性の情報提供

金融商品の組成会社が想定顧客属性を特定すべきことは、2017年3月の「顧客本位の業務運営に関する原則」策定当初から、原則6「顧客にふさわしいサービスの提供」（注2）において求められてきました。ただし、この時点では、特定にとどまっていました。

想定顧客属性の情報は、販売会社が顧客に販売・推奨等を行う商品の選定理由となるとともに、顧客が金融商品を購入する際に、当該商品が自身に合っているのかを判断する材料になります。そこで、2021年1月の同原則の改訂に際し、組成会社は、想定顧客属性の特定のみならず、「公表」も行うことが求められるようになりました。すなわち、同原則6の（注3）において、組成会社は、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について、ホームページや重要情報シート、販売資料などへの記載といった方法で特定・公表することが求められることとなりました。

併せて、2021年1月の改訂では、原則5「重要な情報の分かりやすい提供」の（注1）の第2項目において、金融商品の販売・推奨等に係る重要情報として想定顧客属性を含めるべき旨が定められており、組成会社のみならず、販売会社サイトからも、顧客に対し想定顧客属性に係る情報提供を行うものとされました。組成会社による公表や販売会社による情報提供を通じて、顧客は自ら

の資産や知識、経験、投資目的等に照らして当該商品が自己に適しているかの判断材料とすることが可能となります。

なお、金融庁による「『重要情報シート』を作成・活用する際の手引き」（2021年5月21日）の2ページから3ページによると、「商品組成に携わる事業者が想定する購入層」の欄には、投資目的（推奨される投資維持期間も含む）やリスク許容度などを軸に、「商品の組成に携わる事業者の認識を記載する」とされています。販売会社がこのような情報を組成会社から取得する必要があるため、同手引き2ページでは、販売会社は組成会社と連携しつつ重要情報シートを作成するものとしています。

2024年9月改訂において、原則6の（注3）の文言が改訂されています。改訂前には、組成会社は、金融商品の組成に当たり、商品の特性（等）を踏まえて、想定顧客属性を特定・公表するとともに、販売会社においては、「それに沿った販売がなされるよう留意すべきである」とされていました。この後半部分を、「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」と改められています。販売会社が、顧客の当該商品への適合性をより実質的に考慮するうえで、あるいは適合性の判断の実効性の確保のために、組成会社の想定する顧客属性を「十分に理解する」ことが必要であるとの見方が強調されているものと解されます。

なお、組成会社が自社の意図した顧客層とは異なる顧客への販売が行われている実態を把握することもあるでしょう。このような場合、その商品性や想定顧客、当該販売会社との関係性を見直すこととも、顧客の最善の利益を勘案した方策の一つになり得るというのが金融庁の見解です。商品性や想定顧客属性の見直しというのは、組成会社側に改善を求めるものであり、販売会社との関係性の見直しというのは、組成会社から販売会社へ、想定顧客属性に沿わない販売を牽制するという意味もあるかと思われます。

（2）販売会社と組成会社の連携（2024年9月改訂版）

原則6では、「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」と定めています。金融事業者には組成会社も含まれると解されることから、組成会社にあっても、顧客属性に適した金融商品の組成が求められます。

もっとも、金融商品を購入した顧客からの問い合わせや苦情、解約の状況などは、組成会社の側で把握することは困難ですから、補充原則3の（注3）で述べられているように、例えば一般社団法人投資信託協会が毎年実施している投資信託に関するアンケート調査のように、組成会社等が投資家向けのアンケートを行うといった方法のか、顧客との接点を有する販売会社からのフィードバックが有意義であると考えられます。こうした販売会社と組成会社との間の情報連携の有用性、必要性については、2017年3月の「顧客本位の業務運営に関する原則」の策定当初から、その必要性や方法についてパブリックコメントで意見が寄せられてきたところです。

そこで、2024年9月改訂版による「プロダクトガバナンスに関する補充原則」の追加に伴い、原則6の（注6）において、「製版全体として顧客の最善の利益を実現するため」、販売会社は、「商品の複雑さやリスク等の金融商品の特性等に応じて」、組成会社に対し「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」、組成会社との連携を図るべきであることが明記されました。こうした販売会社の販売後のフォローアップと組成会社との情報連携を通じて得られた情報は、組成会社におけるより良い金融商品の組成に活かしていくことが期待されているということは、前述のとおりです。

組成会社と販売会社の情報連携は、原則4のほ

か、前出の補充原則 3 及び補充原則 4 においても求められていますが、原則 6 の（注 6）は、情報連携の具体的な内容として、販売会社側から組成会社への情報提供と、その提供されるべき情報の内容について明示するものです。

原則 6 の（注 7）では、販売会社への要請として、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組成会社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、組成会社や商品の選定等に活用すべきであると定められています。取組みが不十分な組成会社やその商品は取り扱わない、あるいは対話を通じて組成会社の取組みを改善するなど、販売会社がとり得る対応には様々なものが考えられますが、原則 6 の（注 7）は、こうした販売会社からの牽制あるいは圧力により、組成会社のプロダクトガバナンス体制の確立・整備を間接的に促していく効果があると考えられます。

（3）運用体制等の情報提供（2024 年 9 月改訂版）

組成会社による情報提供として、2024 年 9 月改訂版で追加された補充原則 5 は、「顧客に対する分かりやすい情報提供」を定めています。補充原則 5 は、「顧客がより良い金融商品を選択できるよう」、組成会社は、「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」としています。

補充原則 5 の（注 1）では、運用体制の例として、運用を行う者の判断が重要となる金融商品については、その会社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、本人の同意の下で、氏名、業務実績、投資哲学等、運用チームの構成や業務実績等を情報提供することが挙げられています。

プログレスレポート 2023 の 10 ページから 11 ページで（資料③）、運用担当者の氏名の開示は、義務化している国もあるけれども、諸外国における状況と比べて実施例がかなり少ないと調査結果が報告されています。運用担当者の氏名等の開示が、顧客によるより良い商品選択にどの程度影響を与えるのかは、私にははつきりと分かりませんが、運用を行う者の判断が重要となる金融商品については、どのような者がどのような考え方に基づいて運用を行っているかという情報が、一般的に投資者の投資判断に重要であると考えられる、というのがパブリックコメントの回答に見られた金融庁の見解です。

また、プログレスレポート 2023 の 12 ページによると、運用担当者の氏名等の開示は、フィナンシャル・アドバイザーや評価機関等による評価を充実させ、これを通じて投資者の投資選定の重要な参考情報となり得るとの指摘もなされています。

前回の報告でもご紹介しました 2023 年 12 月 13 日発表の「資産運用立国実現プラン」においても、金融商品を組成するに当たって、顧客の最善の利益にかなう商品選択を確保するため、運用者の氏名開示を含め、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提言されていたところです。

私の報告は以上です。十分な検討ができるおりませんが、ご指導のほど、どうぞよろしくお願いいたします。

~~~~~

### 【討 論】

○川口 ご報告をどうもありがとうございました。

それでは、どこからでも結構ですので、ご意見、ご質問があれば、よろしくお願いいたします。

### 【プロポーショナリティの考え方の採用】

○船津 ご報告、ありがとうございました。

プロダクトガバナンスをどうしていくかというか、何が求められているかということに関して、やや細かなところからのアプローチでの質問にな

りますけれども、プロポーショナリティという考え方についてお伺いできればと思います。

ここに書かれている補充原則の内容からすると、プロポーショナリティというのは、やることにかかるコストに見合うだけのベネフィットがなければ、それはやらなくてもいいという言い方はあれかもしれませんが、そういうことだと思うのです。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が釣り合っていることが重要ですよ、無茶なことは要求しませんというのがその趣旨だと思うのです。ただ、その例示として、シンプルなインデックス投資と複雑なリスクの高い金融商品というふうに書かれているのですが、プロダクトガバナンスというのは、そういった金融商品のリスクに見合ってやるべきことが加重されていくような性質のものなのかというのがいま一つよく分からないところです。

とりわけ、例えばファンドの解散といった話をされていたかと思いますが、不芳ファンドについては解散させよというような話というのは、シンプルなファンドであっても当てはまる話なのかもしれません。解散にはすごくコストがかかるというような場合だったとしたときに、これは一体どういうことが要求されているというか、これはどう考えたらいいのだろうかというのがよく分かりませんでした。

それからもう一点、その点に関しての感想ですけれども、通常プロポーショナリティと言うときは、私は、コストを超える部分についてはやらなくていいという、そういう趣旨の原則だと理解をしています。ただ、これはソフトローであるので、ソフトローというのは、あくまで自分たちで考えてやりましょうという自己判断の話であって、何かやらされるけれども、そこまでやらなくてもいいよと誰かに言われるような性質のものではないということだとすると、やっぱりこれは、行政規制として運用する気が満々の原則としてこういうプロポーショナリティというような考え方に入っているような気がするなあという、これは感想に

すぎませんけれども、以上です。前者についてよろしくお願ひいたします。

○石田 プロポーショナリティという考え方、これも MiFID II の考え方を採用したものようです。そこで考えられているのは、要するに、同じような努力を異なる商品・サービスについて一律にやっていかなければならないというようなものではないということで、船津先生がご指摘されたように、ここで挙げている例を見ますと、インデックス投資、これはコストをかけなくてもいい例で挙げている一方で、複雑な高リスクのものとしては、例えば非常に複雑な仕組みの仕組債などについては、調査とか、審査とか、そういう検証は慎重になるだろうと思いますので、それについてコストがかかっても、それは釣り合いが取れているものなのだろうと思います。

ただ、ファンドの解散に関しては、解散はコストがかかるものだと言われば、確かにそうなのかもしれない、プロポーショナリティからどう説明するのか、すみません、そこは私は分かりません。

○船津 ありがとうございます。

#### 【プロダクトガバナンスの規範としての位置づけ及び重要情報シートの課題】

○行澤 1点はコメント、1点は質問です。

コメントの方は、レジュメ 8 ページの一番上の段落ですが、まさに石田先生が指摘されたように、プロダクトガバナンスという観点からですけれども、監督指針上、場合によっては行政処分の根拠となり得るということですね、改正監督指針の II - 2 - 3 - 1に基づいて、あくまでプロダクトガバナンスを含む業務運営原則がソフトローだとすると、ソフトローに違反するからといって、直ちに行政処分をするのは認めにくいので、船津先生もおっしゃいましたけれども、ソフトローと言うよりも相当悪質な運営業務原則違反の場合については、やっぱり顧客の最善の利益を勘案した誠実公正義務違反だというふうに考えのが自然なので

はないかと思います。

レジュメ7ページの注13のところで指摘されているように、金融庁が、「顧客等の最善の利益」義務が具体的に何を意味するかを明らかにしていないことが問題ということですね。この点、様々な業務運営原則を守りなさいというのは、やはり顧客の最善利益を確保するために規定されているのであって、場合によっては個々の業務運営原則違反は最善利益義務という法的義務違反となり得ると考えられるのではないか。その意味で、何か我田引水で恐縮ですけれども、原則2以外は全部ソフトローなのだと割り切れるものではないだろうという点で、私は賛成したいと思います。もしこの点、何かお考えの点があれば、コメントをいただきたいと思います。

もう1点は質問ですが、重要情報シートについて、業務運営原則は、製販連携を視野に置いての情報開示ということを言っていたわけです。ところが、その重要情報シートの扱いをあいまいにしたまま、つまりソフトローだとか言いながら、逆にプロダクトガバナンスの方を強化しようとしているように見える。しかし、そのプロダクトガバナンスで製販を一体のものとして確保するためにも、重要情報シートの義務化とまでは言わなくても、原則として重要情報シートによる開示は必要なのだという位置付けをすることによって、製販連携ということも進むとも思うのですよね。

だから、重要情報シートに関する規律が中途半端に残されたまま、何かプロダクトガバナンスの強化ということが一方的に進んでいるような気がするので、この点に関してはどういうふうにお考えでしょうか。

○石田 前回のご報告の記録からもいろいろと勉強させていただき、ありがとうございました。

1点目の、レジュメ8ページの上のところに書かせていただいた内容について、行澤先生も位置付けがはっきりしないんじゃないかというご意見をおっしゃったので、同じご見解をお持ちだということで安心いたしました。

監督指針、そしてパブリックコメントにこのような記述がなされた部分を見て、少しずつ行政規制に寄せていているのかなという気もありますが、それならそれで、きっちりと書くべきであって、処分が関わることですから、何かこうじわじわと行政規制へと寄せていくというような分かりにくいやり方というのは、方法としてはあまり賛成したくないところです。とにかく、位置付けははっきりとしないと思っております。

2点目の重要情報シートに関するところですけれども、これは現在もソフトローなのですよね。

○行澤 と考えているようですね、金融庁は。

○石田 そうですね。たしか記述内容の統一化をもっと図ってほしいというような意見があつたというのを文献で見たことがあるのですが、これをもう少し義務化というか、規範性の強いものにしていくことによって製販連携が進んでいくというのは、確かに一つの手だろうなと思います。

重要情報シートをより良いものにしていくためには、やはりもうちょっとフォーマットを細かくというか、もう少し具体的にして、その上で書くべきことを書いてくださいというような、かなりルールベースみたいな話になってきますけれども、そういう形にしていけば、製販連携というのがより適切に行われていくのかなと思います。

○行澤 ありがとうございました。

#### 【監督当局による検証対象とされることについて】

○白井 ご報告、ありがとうございます。

同様の点を別の角度からお尋ねすることになるのかもしれません、レジュメの8ページにありますように、「プロダクトガバナンスへの取組みは……ソフトローであるものの、監督指針上は、プロダクトガバナンスが検証の着眼点の一つに挙げられて」いるということは、私も興味深い点であると感じております。レジュメのようなソフトローであるという整理を前提にしますと、例えばコーポレートガバナンス・コードなどとは違って、プロダクトガバナンスへの取組みについては、監

督当局によるレビュー、つまり取組みの内容面へのチェックがあり得るという特徴があるように思われるのですが、こうした違いというのは一体どのように説明したらよいのかという点を、石田先生にお伺いできればと考えております。

もう少し補足をさせて頂きますと、ソフトローによるガバナンスという意味では共通するとも言えるコーポレートガバナンス・コードでは、コンプライしなかった原則・補充原則についてのエクスプレインの内容の妥当性については、それを判断するのはあくまで株主であって、監督当局が何か関与するということは想定されていなかったと思われます。これに対して、プロダクトガバナンスに関しては、この文脈では恐らく、顧客への情報開示やエクスプレインの内容が念頭に置かれるのではないかと思うのですけれども、当該内容に対する顧客による対応、換言すれば商品市場における競争に委ねるだけでは十分ではないという発想があり得て、したがってソフトローではあるものの監督当局によるレビューという仕組みが併せて用意されているという理解になるのか、そうではないのか、このあたりの感触につきまして、先生のご意見をお伺いできれば幸いに存じます。

○石田 ご教示ありがとうございました。今の観点は全く考えてこなかった点です。

確かに、コーポレート・ガバナンスと比べたときに、プロダクトガバナンスの方は、監督当局というか、行政機関が監督をするという形になっているというのは、大きな違いだと思います。そういうところからすると、ガバナンスの実施状況について株主がチェックをするというか、株主へのアカウンタビリティというのとはかなり違うなということが分かりました。

ですので、その点を考えると、確かにプロダクトガバナンスの場合は、こういうことをやってますというのを書いて終わりということになりますとか、なってしまってはいけないけれども、なってしまいそうなので、そうすると、やはり誰かがそれをチェックするというか、実施状況を見

ていくという形は必要になってくる。それが監督官庁になるという、そういうふうなことになるのですかね。

それなら、確かに、金サ法の文脈で監督指針の中でそれを書くのではなくて、実施状況のチェックをするというのであれば、金サ法上の「顧客等の最善の利益」とは切り離したところで実施状況を見ていくというようなことを書くなり、あるいはこの原則自体に書くなりした方がより分かりやすかったのではないかなどと考えています。

○高橋 今の点ですけれども、「顧客本位の業務運営に関する原則」は、採択していない事業者も一定数あって、そういう者に対して金融庁は圧力をかけるために、監督指針でこういうことを言っているのだと思います。他方、コーポレートガバナンス・コードは東証の上場規程に組み込まれているので、そもそも全く採択しないという選択はありません（上場している市場に応じてコーポレートガバナンス・コードが適用されて、コンプライしない条項はエクスプレインしなければなりません）。「顧客本位の業務運営に関する原則」は採択して始めて適用される（採択してはじめて、個々の原則についてコンプライ・オア・エクスプレインが求められる）という構造になっている点が、コーポレートガバナンス・コードとの違いなのかなと思いました。

【プリンシップルベースとしてのプロダクトガバナンス～プリンシップルベースとルールベース、ソフトローとハードローについて～】

○高橋 関連しての質問なのですが、レジュメ6ページで、プロダクトガバナンスについてルールベースで対応する余地も将来的にはあると書かれていて、コメントとそれに対する金融庁の考え方でも確かにそう書かれているのですが、コメントのところをよく見てみると、ルールベースの規定にすべきというコメントと、法制度化すべきというコメントがあって、一応それらは別物だと思います。実効性を確保するために法制度化する

(金商法などにプロダクトガバナンスの規定を入れる) というのは分かるのですが、それをルールベースにする、つまりプリンシップベースではなくて、より具体的な形にするということについては、個人的にはあまりイメージが湧きません。このあたり、どういうルールベースの形があるのか、もしご意見があればお聞かせいただければと思います。

○石田 法制化というのは、エンフォースの関係で実効性を持たせるということから、その辺を期待して法制化してはどうかというような意見が出てくるのだと思います。

ルールベースというのは、先生ご指摘のとおり細則主義ですので、こういった取組みを一体どこまで細かく書けるのか。ルールにするといつても、かなり難しいような気はするのです。そういう意味で、WG 報告書が将来的にルールベースでの対応も視野に入れていると述べているのは、ちょっと私にはどういうルールにするのかも見当もつかないし、そもそもどういう形がベストなのかというのもよく分からぬ。やはり様々な業者があり、様々な商品があり、そういう一律規制が難しい分野ですので、ルールベースで対応していくというのには、かなり難しいところがあるのかなと思います。私は現在、こんなルールが考えられるという案は持ち合わせておりません。

○高橋 ありがとうございました。

○松尾 今のところで、ルールベースか、プリンシップベースかという話と、ソフトローか、ハードローかというのは別だと思いますので、組み合わせとしては、プリンシップベースのハードローは当然あって、まさに顧客本位の金サ法の規定なんかはプリンシップベースのハードローだといえるかと思います。

金融庁がソフトローだということを強調しているということの意味が、ちょっと私は必ずしも分からなかつたのですけれども、「顧客本位の業務運営に関する原則」がソフトローであることは間違いないと思います。金融庁の様々なところで言

われているのは、プロダクトガバナンスというのは、どちらかというとプリンシップベースで対応せざるを得ない問題ですよと。プリンシップベースと非常に相性のいい、逆に言うとルールベースにはなじみにくいということはたびたび出てくるかと思うのですが、ソフトローでないといけないということはあんまり言っていないのではないか。

ですから、監督指針の中で、顧客の最善の利益義務の観点から、プロダクトガバナンスに関する監督をするということは、特に矛盾はしていないのではないかと私は理解しておりました。

それで、先ほど高橋先生がおっしゃった、プロダクトガバナンスをルールベースにしていくとして、どんな方法があるのかというのは非常に難しくて、今申し上げたとおり、基本的には各社各様で、商品によっても違うので、プリンシップベースでというのが原則なのでしょうけれども、特に情報開示関係とかですと、重要情報シートに書くべき記載内容ですとか、そういったことは一部ルール化されてきている面もあると思うので、そういうところからかなという気はしています。

以上です。

○石田 どうもありがとうございます。

プリンシップベースがなじむというのは、私もそう思っておりまして、ルールベースで扱うような内容の規範ではないだろうなと考えておりました。これを金サ法というハードローの中に入れたということですか。その金サ法の2条1項というのは、プリンシップベースをハードローとしたものであるという、そういう理解ですね。ありがとうございます。

○行澤 今の松尾先生のご回答に対する質問という形になることをお許しいただきたいと思うのですが、金融庁は、業務運営原則については、原則2の最善の利益勘案義務というのは法律に書き込みますけれども、それ以外の「原則」の性格は変わっていないとし、これらは原則としてベストプラクティスを目指すソフトローだというふうに考えていると思うのです。しかし、それがどうい

う形でプリンシップベースであるところの最善利益義務の対象となり、場合によっては行政監督処分の根拠となるかという機制については、やはり問題になってくるのではないかと思うのですね。だから、そこをはっきりするべきではないかと思ったのですけれども、その点はどうでしょうか。

○松尾 業務運営に関する原則の各項目が、ハードローであるところの顧客の最善利益義務の内容にならないとは言っていないというふうに思います。

○行澤 そうなんですか。

○松尾 基本的には、それを全て含んでいるということかと思いますので。

○行澤 いや、でも金融庁ははっきりとそれは言っていないように思うのですけれども。

○松尾 しかし、今回の例えは監督指針、あるいはパブコメにもありますけれども、最終的には顧客の最善の利益の確保のためのものなのですよね。

○行澤 そうです。しかし、どうも金融庁の立案担当者は、取りあえず原則2だけを法定化したのだと言い、それ以上のことは積極的には言っていないようにも思えます【本研究会 HP・2024年3月22日「金融資本市場を巡る最近の状況と当面の課題について」（金融庁企画市場局市場課長）斎藤将彦発言「今回法定化したのは、我々の立法趣旨としては、原則2を法定化したものと、そういった位置付けで考えているところでございます。ただ、業者が顧客の最善利益を勘案しているか否かについて、業者がやっていることに照らし実際の当てはめをしていくうえでは、原則2以外の要素が考慮要素としてクリアカットに対象外となるのかというと、そこは全体として勘案していくことに結果としてなるのかもしれません、直接的な立法意図としては、原則2を法定化したというふうに考えているところでございます。】（18頁）、「我々が法制化した趣旨は申し上げたとおりですけれども、実際にこの規定がいろいろな解釈をされていく中で、もう少し広がりがあるもの

として、理解されていく可能性は当然あると思つております。】（19頁）】。

もし松尾先生の見解が正しければ、私は何の異存もございません。私も、そういうものとして顧客の最善の利益を捉えるべきだと考えますので、立法の趣旨がそうであれば、大変望ましいことだと思います。

○松尾 「顧客本位の業務運営に関する原則」に書かれている具体的な内容がそのままハードローになっているということはないと思うのです。

○行澤 それはそうです。

○松尾 しかし、全ては顧客の最善の利益につながることですので……。

○行澤 そうですね、分かりました。非常に心強い発言をありがとうございます。

○松尾 何か変ですかね。（笑）

○行澤 私はそう考えるべきだと思っているのですが、どうもその辺が、金融庁の考え方とかみ合っていないような気がして、もしかみ合っているのだとしたら、私の読み方の間違います。ありがとうございました。

○加藤 ご報告、ありがとうございました。

レジュメの7ページから8ページにかけての、監督指針とプロダクトガバナンスに関する補充原則の関係についてコメントします。監督指針の改正に関するパブリックコメントに対する回答では、金融商品取引業者が「顧客本位の業務運営に関する原則」を受け入れているかどうかを重視していない印象を私も持ちはました。ただ、そもそも資産運用会社の中に「顧客本位の業務運営に関する原則」を受け入れていない会社がどれくらいあるのかが気になります。

先ほど高橋先生がおっしゃったように、確かに、「顧客本位の業務運営に関する原則」を受け入れていない会社も存在するとは思います。金融商品取引業者の種類によってばらつきもあるのかもしれません。しかし、プロダクトガバナンスの担い手、つまり、金融事業者の中で組成会社に注目した場合に、「顧客本位の業務運営に関する原則」

の受入率はどれくらいなのかが気になったということです。

○石田 実数を把握しておりませんが、先ほどの高橋先生のご意見と加藤先生のご意見のご趣旨はよく分かれます。つまり、採択者が少ないとということであれば、そういう状況も踏まえたうえでの監督指針のメッセージなのかなと、広く全体にプロダクトガバナンスの体制を整備・構築していきなさいというようなメッセージなのかなと、そういうものとして理解することはできるかと思いました。

1点目の、このコメントが採択者も不採択者も含めたものかどうかというのは、対象が明記されておりませんでしたので、どういう業者を対象にコメントをしているのかというのは分からぬところです。

○加藤 ありがとうございました。監督指針とプロダクトガバナンスに関する補充原則の関係について追加でコメントします。運用業者には自主規制団体が存在します。最近、投資信託関係と投資顧問業関係が統合することを公表しましたが、少なくとも自主規制団体に所属している組成会社は、「顧客本位の業務運営に関する原則」を受け入れているのではないかと思います。

そうすると、仮にプロダクトガバナンスに関する補充原則をほとんどの資産運用会社は受け入れているというような状況にある場合には、その規範性について、単なるベストプラクティスと言っていいのか、若干の躊躇があります。

あと1点は単なる感想ですけれども、「顧客本位の業務運営に関する原則」は、ハードローではないので、ソフトローであることは間違いないありません。ただ、ソフトローは非常に多種多様だと思います。監督官庁がエンフォースメントに関与するソフトローもあると思いますので、ソフトローだから監督官庁がエンフォースメントに関与してはいけないというわけではないと思います。

例えばイギリスのスチュワードシップ・コードも、ハードローではないと思いますが、FRC が例

えば情報開示の内容について管理している印象をもっています。ソフトローという言葉は多様な意味で使われることがありますので、監督指針の改正に関するパブリックコメントの回答の内容が分かりにくくなっているのかもしれません。

私からは以上です。

○石田 ありがとうございます。大変勉強になりました。

「顧客本位の業務運営に関する原則」は純粋な意味でのソフトローだと私は思い込んでしまって、監督官庁が立ち入るというのはかなり無理があるのではないかと。もしそれをするのだったら、どこかに権限を与えるというようなことを明記すべきだと思っておりましたが、今の先生のご説明で、ソフトローにもいろんなレベルのものがあるというようなことをお聞きすると、説明がつくということで、ありがとうございました。

○行澤 すいません、今の点について発言させてください。加藤先生のご見解はよく分かるのですが、ただ、業務運営原則の場合は、採択する会社と採択しない会社があつて、金融事業者であつても、採択している会社と採択していない会社がある。そういう性質のソフトローにおいて、そのソフトローの規範を監督行政として一律に執行することは、やはりおかしいのではないかと思うのですけれども、それは違うのでしょうか。

○加藤 私も同じ問題意識を持っています。ですから、監督指針の改正のパブリックコメントにおいて、プロダクトガバナンスに関する補充原則の受入れが前提になっているのかという観点から質問をしました。さらに言うと、現在、プロダクトガバナンスの補充原則の主な担い手である組成会社の中で、それを受け入れていない資産運用会社がどれだけいるかということも、関連する問題として気になっております。

繰り返しになりますが、私も、行澤先生の問題意識に共感しております。ですから、受け入れるかどうかは金融事業者の判断であるとしつつ、受け入れていないことを理由に何かペナルティーを

課することはやはりおかしいと私も思います。

○行澤 どうもありがとうございます。

#### 【顧客本位の業務運営の原則の理念と実現及び投資信託の併合について】

○梅本 大変勉強になりました。ありがとうございます。

私は、大ざっぱな印象めいた話と、細かな質問をお願いします。

「顧客本位の業務運営の原則」というものは、理屈としてはよく分かりますし、理念としてもすばらしいとは思うのです。ただ、販売業者の場合もそうですが、決して彼らは慈善事業としてやっているわけではなくて、ビジネスとしてやっているわけですよ。そうであれば、収益が入るようないいと困るはず。同じ理屈は組成会社についても言えることで、組成した金融商品がたくさん販売されることが資産運用業者の利益につながるのでしょうか。そうなってくると、実際、販売業者が「顧客本位の業務運営の原則」の下で手数料の大きな仕組債を積極的に売っていたのと同じことが、資産運用業者にも妥当しないのか、顧客本位の業務運営といつてもどの程度遵守されるのか、疑問を覚えざるを得ないです。

販売業者の場合は、顧客から損害賠償責任を追及されることはありますけれども、組成会社は、プリンシプルを守らなくても、最悪の場合、行政処分を受けるにせよ、悪質な営業をしていても行政処分までの距離というのは結構あるんじゃないかなという気がします。以上がコメントです。

もう一つは、細かな話なのですが、レジュメ9ページの繰上償還のお話についてです。先生がコメントされたように、投信法の施行規則の改正で手続が比較的容易になったということは、よく理解できました。先生は直接関係するかどうかは分からないけれどもと留保を付けていますけれども。それで、質問ですが他の金融商品との併合というところについてです。これは補充原則4の（注1）に書いてあるところを指摘しておられるのでしょ

うけれども、手続的には従来どうだったのか。こちらの改正というのは行われているのでしょうか。そもそも他の金融商品との併合って、そういうできるものなのかなということ、私は基本的な知識がないので、基本的な質問ということで、もし存じでしたら、ご教示いただければと思います。

以上です。

○石田 1点目のご意見につきましては、どの程度実現するのかということは、分かりませんけれども、組成会社と販売会社との連携・協働というのを実効的に行わせるということで、連携というのが、なれ合いという意味での連携じゃなくて、牽制という意味合いを含んだ形になっていけばいいなと思っております。

2点目につきましては、投資信託の繰上償還について、併合という選択肢も挙げられているということです。実は投資信託の併合というのは、そんなに件数は多くないようとして、かつては、手續が非常に厳しかったわけです。投資信託の併合のというのは基礎的変更に該当するので、投資信託約款の重大な変更内容に該当してしまう。そうすると書面決議が必要になってくるということで、これがネックになっていたようです。そこで、一定要件を満たす場合には、例外的に、書面決議が不要となるような投資信託の併合を認める制度が2013年投信法改正で導入されたことによって、制度上は以前よりも併合をしやすくなったということです。

以上でよろしくお詫びしますか。

○梅本 ありがとうございました。

#### 【運用担当者の氏名の開示】

○川口 顧客に対する情報提供という観点から、本日は、運用者の個人名を出すか出さないかという点に言及されました。石田先生は出した方がよいというお考えですか。賛否両論あるようですが、日本は確かに諸外国に比べると、個人名はほとんど出していないんですね。数%しかないということのようです。運用業者とすれば、会社全

体で体制を整備し、この点で、品質保持はできているという主張もあるようですが。

○石田 ファンドマネージャーと言ったり、ポートフォリオマネージャーと言ったりするその職業というのが、プロフェッショナルとして、アメリカとかヨーロッパでは、非常に顧客の注目を受ける。個性というのが注目されるのでしょうか。日本では、誰が運用しているかということよりも、どういう方針で運用しているのかということに注目して投資家が動いているのか。その辺、私はよく分かっていなくて、もし日本のファンド運用者が個人裁量で結果を出すということについての認知が投資家の間で広まっていって、それでそういうファンドがいいというふうに投資家や専門家の関心が運用担当者の個性へ向くようになれば、誰が運用しているかとは重要な情報になると思うのですが、日本の投資家が今、そういった関心を持って見ているかどうかというのは分からぬところです。

氏名を開示して、この人の運用するファンドはいいよというふうに動くのかどうかというのが、想像のつかないところなので、賛成も、反対もできないです。

○川口 分かりました。

#### 【グループ内の利益相反状況の開示】

○川口 今回、一連の動きがあったのですが、そもそもグループ会社内で不透明な部分があるのではないかという問題が発端であったと記憶しています。それへの対応については、本日は、特に扱われていないのですが、いかがですか。

○石田 今年、金商業府令の改正がありまして、そこでは仕組債と、投資信託受益証券については、販売をする金融商品取引業者において、グループ内の利益相反状況を契約締結前情報提供において開示をしなければならないという改正が行われていています。【後記：業府令 83 条1項9号・10号の新設。令和7年3月 11 日公布、同年 12 月 1 日施行】

今ご指摘いただいたとおり、グループ内企業の人的関係や、グループ内でこういう商品を売ると、グループ内のこの企業、例えば親会社法人等とか、子会社法人等にこういう利益が生じますなどのようなことを細かく書かないといけないというルールができておりますので、この手当てが、恐らくグループ内での利益相反への対応なのかなと思っております。

#### 【補充原則という名称について】

○川口 ありがとうございました。

ほかはいかがでしょうか。

これ、補充原則として規定されているのですが、何の補充原則なのですかね。（笑）コーポレートガバナンス・コードなどは、原則があって、その下に補充原則と積み上げていきますよね。こちらは、最初に6つかがあって、その後に付け加えているのですが、ほとんどこれは組成会社についてのもので、これらは、特別な原則と言った方が良かったのではないかとも思いますね。

石田先生に伺う話ではなく、松尾先生に言う話だったのかもしれないですが。（笑）

○松尾 そういう意味では、最善の利益の実現じゃないですかね。

でも、おっしゃるように、もともと組成する方は念頭に置いていなかったですよね。

○川口 そうだと思います。

○松尾 なので、それで不十分だから、—そういう意味での補充じゃないですか。追加かな。（笑）

○川口 「追加原則」ではないかと私も思います。（笑）追加も補充かもしれませんぐ・・、どうでもいい話ですけど。

#### 【プロダクトガバナンスが目指すものとは何か】

○伊藤 今日いろいろとお話を伺っていまして、最後までいま一つ分からぬところがあるので、質問をさせていただこうと思います。まず、プロダクトガバナンスというのは、最善の利益にかな

った商品の提供のために組成会社の方が行うべきことを考えましょうというものですよね。そこから金融商品の組成・提供・管理の各プロセスで顧客の最善の利益にかなった商品提供などが実現するためにいろんな取組みをしましょうと。そこまでは私にも理解できたのですが、そのような取組みによって目指されることが何なのか、その具体的なイメージが私には分かりづらいところです。

これについては、一方で、リスクが高くて複雑すぎる仕組債などが、そのリスクを負担できないような顧客に売られたりしないように、組成会社の方でも、これはもともと富裕な人でリスクを許容できる人のための、大変複雑な商品ですよということをはつきりと言って作りましょう、そしてそれをそのような人だけが買うようにさせましょうという話なのかというイメージが湧きます。レジュメ2ページに示される顧客本位タスクフォース中間報告では、「想定する顧客を明確にし」云々と書かれていますから、そのことからすれば、以上のようなイメージが湧くのですね。

ただ、他方で、今日いろいろと説明されている内容には、そういうことではなくて、金融商品を作ったときに期待されたリターンを提供することを目指しているといった、そういうイメージで書かれているところもあります。例えば、同じ2ページのプログレスレポート2023の方では、「資産運用会社が」云々というふうなことが書いてあって、そちらはむしろこのようなイメージで書かれているのですね。

そこで、以上に述べた両方のことを、このプロダクトガバナンスが目指すものの中に含んでいるのかということを伺いたいわけです。その両者が同じことなのかが、私は正直分かりませんし、両者ともプロダクトガバナンスとしてひとくくりにして扱うことがいいのかが、私には理解しづらくて、教えていただければと思います。

○石田 私が理解していたところの組成会社のプロダクトガバナンスというのは、先生が最初の方におっしゃったものに近い内容をイメージして、

今日の報告の前半でご紹介したわけです。要するに、顧客に無理をさせないような、そういう投資社会を作っていくべきだと。それで、無理をしたい投資家、無理ができる投資家には高リスク商品を売っても構わないということで、そのためには、販売業者にきちんと顧客属性を伝えてください、作った者としての責任があるはずだと。商品の仕組みは、作った者として分かるはずなのだから、それを販売会社にきちんと伝えてくださいと。そして、販売会社はその聞いた情報を自分でよくそしやくしたうえで実行に移してくださいと。その状況を組成会社がもう一回チェックしてください、こういうサイクルを作っていくことが目指している方向性なのかなと理解しております。

○松尾 ちょっとだけ補充させてください。2系統あるというのは、伊藤先生のおっしゃるとおりで、組成の方が販売を監督するようなのは、まさに仕組債を変なところに売らないようにというのが典型例です。それとは逆の下から上へみたいなのが具体的にイメージできないというご質問だと思うのです。

多分、そこの典型例は投資信託で、川口先生も先ほどおっしゃったのですが、これまでどちらかというと販売側の意向が強くて、販売側が売りやすい商品を作れと言われてきた。本来は、投資信託ですから、パフォーマンス重視で銘柄選択等をしないといけないのだけれども、いわゆるテーマ型投信のようにAIですとか、もう時期遅れになつたようなものをいっぱい集めて、投資家に売りやすいような商品を組成しているのではないかというのがあって、そこは、そういう意向に負けずに、組成側は顧客のリターンを重視して、本来あるべき運用商品を組成しなさいと、そういうことかと思います。それがプログレスレポートに出てる部分とご理解いただければよいのではないかと思います。

○伊藤 8ページ、9ページの話も、その関連で私には少し分かりづらかったのですよね。付加価値の提供が達成できない場合には金融商品を改

善しろ云々という話は、仕組債を買ってはいけない人には売るなといった話とはかなり違うものなので、それを同じ枠組みで扱うことが適切なのかが、分かりづらかったのですね。

○松尾 そうですね、おっしゃるとおりかと。でも、テーマ型投信のなれの果てがいわゆる不芳ファンドで、それがずっと残っているので、それの後始末しなさいということも含んでいるということではないかと。

○伊藤 ありがとうございました。

○川口 ほか、いかがでしょうか。

それでは、本日の研究会はこれで終わりにさせていただきます。

石田先生、どうもありがとうございました。