

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

JPX 金融商品取引法研究会

報告者：関西学院大学 石田眞得

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
2. プロダクトガバナンス体制の確立を求める動き
3. ソフトローとしての位置づけ
4. 金融商品の組成時および組成後の取組み（補充原則3、4）
5. 顧客に対する情報提供（原則6、補充原則5）

はじめに

2024年9月、「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」の改訂が行われた。補充原則1は、基本理念を示す。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上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る¹。

プロダクトガバナンスの考え方の由来とされる2018年に施行されたEUの第2次金融商品市場指令（MiFID II）²では、金融商品の組成会社による想定顧客属性の特定や、想定した顧客層に向けて金融商品が販売されているかについて組成会社と販売会社が情報連携をすることなどが定められている（MiFID II 16条3項、24条2項）³。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適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、また販売後においては、販売会社と協力して、組成した金融商品の検証と見直しを継続的に実施することを求める仕組みが採用されている。

従来、顧客の最善の利益に適った金融商品の提供（言い換えると、顧客のニーズに合った商品提供）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る。一方で、プロダクトガバナンス（論）は、顧客の最善の利益に適った商品提供という観点から、組成会社は何ができるか、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。

1. プロダクトガバナンスの定義と体制整備の取組み

¹ 「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」（2024年9月26日）47番の回答。

² 神作裕之「明日への話題 プロダクトガバナンスへの期待」月刊資本市場468号（2024年）。

³ 市場制度WG報告書PG確立に向けて2頁注（2）、森駿介「欧州の投資者保護規制に見る『製販の情報連携』の在り方」金融財政事情75巻41号（2024年）23頁。

(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おらず、「プロダクトガバナンスに関する補充原則」の中で、「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されている（8頁）。

より具体的に述べるものとして、たとえば、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、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。」と定義されており（7頁注24）、またプログレスレポート2023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。」（15頁）などと説明されている。

なお、補充原則2では、「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」の2つの体制の整備が求められている。両者の違いは分かりにくいが、プロダクトガバナンスは、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適った商品提供等の実現を図るための取組みをいい、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、というのが金融庁の説明である⁴。

(2) プロダクトガバナンスの製販全体での取組みの必要

「顧客本位の業務運営に関する原則」の「プロダクトガバナンスに関する補充原則」の1～5のいずれも、補充原則の名宛てを組成会社（「金融商品の組成に携わる金融事業者」）、としている。このことから、同補充原則上は、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いえる。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だろう。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（「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上で販売を行い、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など、販売会社との連携を図りながら行うものであると考えられることから、製販全体で取り組むべき課題であるといえる。

⁴ 「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」（2024年9月26日）19番、51番的回答。

そのため、補充原則においては、金融商品の組成時および組成後に、組成会社が販売会社と情報連携を図ることを求める記述が見られる。補充原則において組成会社側の行為規範を定めるのと併せて、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）および（注7）が新設され、そこでは販売会社に対し、組成会社との情報の連携を図るべきことや組成会社におけるプロダクトガバナンスの取組みを把握し、必要に応じて組成会社や商品の選定等に活用すべきことなど、一定の行為規範が定められた。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る。

「プロダクトガバナンスに関する補充原則」の前文において、「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、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」は、「組成会社向けの『補充原則』⁵」ということができる。

（3）プロポーショナリティの考え方の採用

取組みの実施に当たっては、組成会社および販売会社は、すべ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、コストおよび実務面のフィージビリティにも配慮し、たとえば、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、複雑なまた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、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適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る（「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）」⁶）。

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

【市場制度WG・資産運用TF報告書に述べられた課題（4頁～5頁）】

（中間報告にも課題の指摘あり。7頁～8頁）

* 商品組成の課題

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

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

⁵ 齊藤将彦「2025年商事法務展望 金融資本市場制度等をめぐる現状と展望」商事法務2379号（2025年）31頁参照。

⁶ 「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」（2024年9月26日）35番の回答。

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

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あ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意識が醸成されるのではないか。投資家が、ファンダ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ができるよう、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。

*ガバナンス体制の課題

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

- 2022年6月22日、金融審議会市場制度ワーキング・グループ中間整理では、経済成長の成果の家計への還元促進、すなわち、経済成長の成果を家計に還元し、その安定的な資産形成につなげていくための方策の1つとして、顧客本位の業務運営の確保と金融サービスの向上を掲げ、具体的にその内容の1つとして、資産運用会社等におけるプロダクトガバナンスの確保が明記された（10頁、17頁）。
- 2022年12月9日、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は、「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上で、資産運用業の高度化や、金融商品の組成・管理を行う金融機関における顧客本位の業務運営の確保は重要な課題である。このため、『中間整理』においては、プロダクトガバナンスの確保とそのための運用会社のガバナンスの強化を図るため、『原則』の見直しや必要な制度化について検討を進めていくこととされた。」「資産運用会社においては、想定顧客を明確にし、顧客利益を最優先して個別商品ごとに品質管理を行うプロダクトガバナンス体制を確立することが重要である。」と述べる（7頁）。
- 2023年12月12日、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は、「家計の安定的な資産形成の実現のため、資産運用会社等の金融商品の組成者においては、顧客の最善の利益に適った商品提供を確保するための枠組みであるプロダクトガバナンスを実践していくことが重要である。」としたうえで、「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關

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當である。」と提言した（4頁～5頁）。

- 2024年7月2日、金融審議会市場制度ワーキング・グループ報告書—プロダクトガバナンスの確立等に向けてーは、「顧客本位の業務運営に関する原則」（2017年3月策定、2021年1月改訂）に盛り込まれるべき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（組成会社）のプロダクトガバナンス確保に関する具体的な内容を提言した（1頁～9頁）。
- 2024年7月2日、金融庁は、上記報告書の提言を受けて、「顧客本位の業務運営に関する原則」の改訂案を発表した。パブリックコメントの手続き。
- 2024年9月26日、金融庁は、「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た。

3. ソフトローとしての位置づけ

（1）プリンシップベースの採用

「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募集結果をみると、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るべきではないかという意見が複数寄せられていた⁷。実際に採用されたアプローチは、プリンシップベースであり、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」に服することとなる（「顧客本位の業務運営に関する原則」の前文2頁～3頁）。

この点、「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「市場制度WG報告書PG確立に向けて」は、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に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。」と述べる（2頁～3頁）。

その一方で、「市場制度WG報告書PG確立に向けて」では、法的義務とはしない形で「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

⁷ 「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」（2024年9月26日）14番～16番のコメント。

ルベースのもとに移設する可能性を示唆している。すなわち、「なお、プリンシブ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関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考えられる。」(5 頁) と述べている⁸。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馴染まないものであるという考えは述べられていない。後述(2)に述べるようにプロダクトガバナンスの位置づけは必ずしも明らかではないが、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、定着させるとともに、組成会社と販売会社の自主的な取組みに委ねて、その実施状況をみていく、という方針なのかもしれない。

(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）」と記述されている。「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」が定められている。これとは別に、令和 5 年改正（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⁹、顧客等の最善の利益の勘案義務が明記された。義務違反に対して罰則規定は設けられていないが、金融商品取引業者等についていえば、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¹⁰。

「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）－顧客本位の業務運営の確保に関する改正部分について－」と題して詳細な報告がなされ、重要な議論が行われている。

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）が改正された（令和 6 年 11 月 1 日から適用）。具体的には、「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

⁸ 「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」（2024 年 9 月 26 日）14 番～16 番の回答。

⁹ 寺川和真ほか「金融商品取引法等の一部を改正する法律（令和 5 年法律第 79 号）およびその関係政府令の解説」金法 2248 号（2024 年）7 頁。

¹⁰ 今泉宣親＝寺川和真「顧客本位の業務運営と『最善の利益』の法定」商事法務 2359 号（2024 年）19 頁-20 頁。

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。」とされる。

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。」と定めている。

なお、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¹¹、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、目先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。¹²」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のかは明らかにされていない¹³。

監督指針のコメントへの回答や解説においては、「『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。¹⁴」（下線・石田）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。¹⁵」（下線・石田）といった見解が示されている。

¹¹ 「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」（2024年10月30日）2番、4番の回答。

¹² 今泉宣親＝寺川和真「顧客本位の業務運営と『最善の利益』の法定」商事法務2359号（2024年）20頁。

¹³ 梅澤拓「義務化を機に考える『顧客の最善の利益』」金法2248号（2024年）1頁。

¹⁴ 「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」（2024年10月30日）10番の回答、島崎柾夫ほか監修『逐条解説 2023年金融商品取引法改正』（商事法務、2025年）198頁。

¹⁵ 「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」（2024年10月30日）11番の回答。

これらの記述からは、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検証の着眼点の1つに挙げられており、金サ法2条1項に規定する「顧客等の最善の利益」を勘案する義務のなかに取り込まれているようにも読むことができ、プロダクトガバナンスの位置づけは明確であるとは言い難いように思う。

4. 金融商品の組成時および組成後の取組み（補充原則3, 4）

（1）組成会社と販売会社の情報連携

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いる（補充原則2後段）。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る。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ある。

組成時には組成会社は、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¹⁶を検証すべきとされる（補充原則3前段）。なお、金融庁が2024年7月5日に公表したモニタリング結果では、販売会社のプロダクトガバナンスに関する記述であるが、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。」と指摘されている¹⁷。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と考えられることから、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る（補充原則3（注3））。

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求められている（補充原則4前段）。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

¹⁶ 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る（補充原則3（注1））。

¹⁷ 金融庁「リスク性金融商品の販売・組成会社による顧客本位の業務運営に関するモニタリング結果等について（2023事務年度）」（2024年7月5日）8頁。また同モニタリング結果では、販売会社において、「新たに販売しようとする仕組債の価格変動リスクのシミュレーション分析・参照金融指標の検証期間について、仕組債の種類毎の商品性に応じた適切な検証期間を設定することが必要である。しかしながら、多くの重点先では、株価指数連動型や為替連動型の仕組債についても一律の期間（例えば5年）で検証し、商品を購入している。」などの問題が指摘されている（15頁）。

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¹⁸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されている（補充原則4（注1））。また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る（補充原則4後段）。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、顧客と接点を有してこれらの情報を有する販売会社との情報連携が必要となるため、販売会社から情報提供を受けるべきであると定められている（補充原則4（注2））。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あるが、これと表裏の形で、後述のように原則6（注6）は販売会社に対して上記の情報の連携を図るよう求めている。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の牽制作作用を発揮するかもしれない。

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

¹⁸ 繰上償還の選択については、プログレスレポート2023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、運用戦略の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、と指摘されている（19頁）。またプログレスレポート2020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。」と指摘されていた（13頁～14頁）。他方で、不芳ファンド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た（「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」（2024年9月26日）84番のコメント）。

上記のような問題への対応であるのかどうかは明らかでないが、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行って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ができることや、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条かっこ書）、②上記の事項のすべ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）改正が行われた（2025年6月24日施行）。

うである¹⁹。これに対応する動向として、たとえば、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る²⁰。

(2) 組成会社における想定顧客属性の特定（後述5(1)も参照）

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る（原則6（注3））。補充原則3（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、知識および取引目的・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る。さらに、補充原則3（注2）では、組成会社は、商品を購入すべきでない顧客も特定すべきとされている点は注目される。

実際に顧客の適合性を判断して、顧客に金融商品の販売を行うのは販売会社は、上記のような想定顧客属性に関する情報を十分に理解した上で販売を行うべきものとされる（原則6（注3））。

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に対する想定顧客属性の特定は、2017年3月の「顧客本位の業務運営に関する原則」策定の当初から求められてきた（原則6「顧客にふさわしいサービスの提供」（注2））。想定顧客の情報は、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もなる²¹。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こととなった。すなわち、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²²で特定・公表することが求められることとなった（原則6（注3））。

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、販売会社サイドからも、顧客に対し、想

¹⁹ 「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」（2024年9月26日）34番、37番、41番、60番、70番、74番、81番、86番、87番、89番の回答、「プロダクトガバナンスに関する補充原則」の前文「実効性の確保」においても同旨の記述がある。

²⁰ <https://www.toushin.or.jp/topics/2025/22885>

²¹ 金融審議会 市場制度ワーキング・グループ報告書－顧客本位の業務運営の進展に向けて－（2020年8月5日）5頁。

²² 「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」（2021年1月15日）32番、34番の回答。

定顧客属性に係る情報提供を行うものとし、これを通じて、顧客が自らの資産や知識、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を可能にしている。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)2頁～3頁によると、「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」とされている。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頁では、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る。

2024年9月改訂において、原則6(注3)の文言が改正されている。改訂前には、組成会社は、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。」とされていた部分を、「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。」へと改められている。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上で、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る。

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した場合、プロダクトガバナンスの観点から、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ある²³。

(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、知識および取引目的・ニーズを把握し、当該顧客にふさわしい金融所品・サービスの組成、販売・推奨等を行うべきとされる。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、組成会社にあっては、顧客属性に適した金融商品の組成が求められる。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、組成会社の側では把握することは困難であるから、組成会社が自ら投資家向けのアンケートを行うといった方法²⁴のほか、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る（補充原則3(注3)も参照）。こうした販売会社と組成会社との間の情報連携については、2017年3月の「顧客本位の業務運営に関する原則」策定当時から、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いたところである²⁵。

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、「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、商品の複雑さやり

²³ 「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」(2024年10月30日)12番の回答。

²⁴ たとえば、一般社団法人投資信託協会は、毎年、「投資信託に関するアンケート調査」を実施している。<https://www.toushin.or.jp/statistics/report/research/>

²⁵ 「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」(2017年3月30日)141番、143番、144番等のコメント。

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た（原則 6（注 6））。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、組成会社においてより良い金融商品の組成に活かされていくことを期待しているものと考えられる。組成会社と販売会社の情報連携は、原則 6 のほか、前出の補充原則 3「金融商品の組成時の対応」および補充原則 4「金融商品の組成後の対応」においても求められているが、この原則 6（注 6）は、情報連携の具体的な内容として、販売会社から組成会社への情報提供とその内容について明示している点で注目される。

原則 6（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る。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る。原則 6（注 7）は、こうした販売会社からの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を間接的に促進する効果があると考えられる。

（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」を定めている。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とする。補充原則 5（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、本人の同意のもとで、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る。

運用担当者の氏名の開示は、義務化している国もあるが²⁶、諸外国における状況と比べて実施例がかなり少ないという調査結果が報告されている（プログレスレポート 2023・10 頁～11 頁）。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、というのが金融庁の見解である²⁷。また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

²⁶ たとえば、米国では投資会社が 1940 年投資会社法および 1933 年証券法に基づき SEC へ提出する登録書類の中で、ポートフォリオ・マネジャーの氏名、権限、職務の従事年数を、また委員会やチーム等が日常の運用決定に責務を負う場合はその各メンバー（5 名以上の場合、最も重要な責任を負う者のみ）について同様の情報を、記載することが義務づけられている（Form-N-1A Part A Item 5 (b), Instructions 2)。この情報は目論見書にも記載される（1933 年証券法 10 条 a 項、Form N-1A General Instructions C. 2. (a)）。

²⁷ 「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」（2024 年 9 月 26 日）99 番の回答。

投資選定の重要な参考情報となり得るとの指摘もある（プログレスレポート 2023・12 頁）。

以上

金融審議会
市場制度ワーキング・グループ
中間整理

2022年6月22日

目 次

はじめに	1
I. 成長・事業再生資金の円滑な供給	3
1. スタートアップ・非上場企業への成長・事業再生資金の円滑な供給	3
(1) 機関投資家による資金供給の拡大	3
① アセットオーナー等による資金供給の拡大	3
② 投資信託への非上場株式の組み入れ	4
(2) 非上場株式のセカンダリー取引の円滑化（私設取引システム（PTS）による「特定投資家向け有価証券」の取扱い）	4
(3) 金融サービスの高度化に向けた個別課題	5
① 地域企業の事業再生・事業承継の円滑化に向けた非上場株式の取引 ..	5
② デットファイナンスの拡充（事業全体に対する担保制度）	6
③ 銀証ファイアーウォール規制	6
2. 企業の成長に資する上場等のあり方	7
(1) 新規公開（IPO）プロセスの見直し	7
(2) 企業特性に合わせた上場審査のあり方	7
(3) 上場手法等の多様化	8
① ダイレクトリストティング	8
② 合併・買収（M&A）	8
③ SPAC（特別買収目的会社）	9
II. 経済成長の成果の家計への還元促進	10
1. 顧客本位の業務運営の確保と金融サービスの向上	11
(1) 販売・助言サービスの態様に応じた適切な制度の設計	11
① 投資助言業の兼業に係る環境整備	11
② 勧誘・助言に関する制度的枠組みの検討	14
(2) 金融機関によるデジタルツールも活用した顧客への情報提供の充実 ..	15
① 深度ある、より分かりやすい情報提供	15
② 情報提供のデジタル化	16
(3) プロダクトガバナンスと資産運用業の高度化	17
① 資産運用会社等におけるプロダクトガバナンスの確保	17
② 二種ファンドの募集・運用の適切性の確保のためのルールの見直し ..	18
③ 投資運用業者等の受託者責任の明確化	19
(4) その他	19
2. 家計の資産形成に向けた金融リテラシーの向上	19
(1) 学校における取組の支援	20

（2）職域における取組の支援.....	21
（3）関係機関・団体の連携.....	21
III. 市場インフラの機能向上.....	22
1. 上場株式等の取引プラットフォーム.....	22
（1）PTSの売買高上限等のあり方	23
（2）その他.....	23
2. 非上場有価証券等の取引プラットフォーム.....	23
（1）認可審査の柔軟化・迅速化等.....	24
（2）非上場有価証券等の取扱いに関する留意点.....	24
IV. 社債市場の活性化	26
おわりに	28

「市場制度ワーキング・グループ」 メンバーネーム簿

2022年6月22日現在

座長	神田 秀樹	学習院大学大学院法務研究科教授
委員	有吉 尚哉	弁護士（西村あさひ法律事務所）
	井口 謙二	ニッセイアセットマネジメント株式会社 レポートガバナンス・オフィcer 執行役員 統括部長
	上柳 敏郎	弁護士（東京駿河台法律事務所）
	神作 裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	佐々木百合	明治学院大学経済学部教授
	武田 洋子	三菱総合研究所 研究理事 シンクタンク部門副部門長兼政策・経済センター長
	野村亜紀子	野村資本市場研究所研究部長
	原田喜美枝	中央大学商学部教授
	福田 慎一	東京大学大学院経済学研究科教授
	松尾 健一	大阪大学大学院高等司法研究科教授
	松岡 直美	ソニークリエイティブソリューションズ（株）執行役員 (日本経済団体連合会 金融・資本市場委員会 資本市場部会長)
	松本 勝	VISITS Technologies（株）代表取締役 (日本経済団体連合会 スタートアップ委員会 スタートアップ 政策タスクフォース座長代理)
	森下 哲朗	上智大学法科大学院教授

オブザーバー	全国銀行協会	国際銀行協会	日本証券業協会
	投資信託協会	日本投資顧問業協会	第二種金融商品取引業協会
	日本STO協会	証券・金融商品あっせん相談センター	信託協会
	生命保険協会	日本プライベート・エクイティ協会	
	日本ベンチャーキャピタル協会	日本取引所グループ	
	財務省	経済産業省	日本銀行

(敬称略・五十音順)

はじめに

1990 年代以降、金融システム改革、証券市場の構造改革プログラム¹、金融商品取引法の施行、金融・資本市場競争力強化プラン²等、継続的に、金融・資本市場の機能を強化し、成長資金を供給するとともに、家計が多様な金融商品・サービスを利用し、資産を形成していくための環境整備が進められてきた³。この結果、例えば、スタートアップの新規上場や上場企業の時価総額は増加してきており、金融商品販売の担い手や金融商品の多様化は進んできた⁴。

他方、金融・資本市場が持続的でより力強い経済成長を後押しし、家計が経済成長のもたらす大きな果実を、ニーズに沿った金融商品を選択し、適切なポートフォリオを構築することを通じて享受するための環境整備に向けた取組は道半ばと考えられる。

例えば、今後の我が国の経済成長の原動力となる国内スタートアップへの資金供給は増加しているものの、欧米と比べてその規模は小さい⁵。スタートアップに成長資金をしっかりと供給していくためには、機関投資家、特に非上場段階での成長を可能とする長期資金を提供できるアセットオーナーやエンジェル投資家による資金提供の拡大が必要であるとの指摘がある。

また、家計の金融資産を見ると、リスク資産の保有額はやや増加しているものの、資産構成の変化は小さく、現預金が引き続きほぼ半分を占めている。こうした資産構成を理由の一つとして、家計の金融資産の伸びは欧米諸国に比べ相対的に低いものとなっている^{6,7}。家計がそのライフプラン等に応じ、必要とする資金フローやリスク許容度に応じてニーズに沿った金融商品を選択し、適切なポートフォリオを構築することによって経済成長の果実を享受するためには、金融機関による勧誘・助言や金融商品組成における顧客本位の業務運営の確保、家計自体のリテラシーの向上のための環境整備が必要であるとの指摘がある。

スタートアップ、非上場企業、上場企業等への円滑な成長資金の供給を通じて持続

¹ 2001 年 8 月 8 日金融庁『「証券市場の構造改革プログラム」～個人投資家が主役の証券市場の構築に向けて～』<<https://www.fsa.go.jp/news/newsj/13/kinyu/f-20010808-2b.pdf>>

² 2007 年 12 月 21 日金融庁『金融・資本市場競争力強化プラン』<<https://www.fsa.go.jp/policy/competitiveness/index.html>>

³ 第 12 回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p. 3-4

⁴ 第 12 回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p. 15

⁵ 第 12 回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p. 17

⁶ 第 12 回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p. 7

⁷ 保険料控除、NISA、iDeCo に係る所得控除等の税制が家計の資産構成に与える影響が大きいのではないかとの意見があった。

的で力強い経済成長を実現するとともに、家計による適切な金融商品の選択やポートフォリオの構築を通じて経済成長の成果を家計に還元し、資産所得を増加させていく、すなわち、「成長と分配の好循環の実現」が必要であり、その観点から、金融・資本市場に関する諸施策を進めることが求められている。

以上のような問題意識に基づき、当ワーキング・グループは、2021年6月の『第二次報告』⁸の公表後、2021年10月から8回にわたり、審議を行ってきた。本報告書は、当ワーキング・グループにおける2021年10月以降の審議の内容を中間的に整理したものである。

⁸ 2021年6月18日市場制度ワーキング・グループ『「市場制度ワーキング・グループ」第二次報告—コロナ後を見据えた魅力ある資本市場の構築に向けて』<https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20210618.html>

I. 成長・事業再生資金の円滑な供給

今後の我が国の持続的な経済成長を牽引する新たなビジネス・産業を創出するとともに、既存のビジネスの更なる成長や事業再生・承継を円滑に進めていくためには、非上場・上場を問わず、企業の成長を支えながら、必要な資金を円滑に供給できる資本市場を整備する必要がある。このうち、上場企業については、資本市場におけるより高度なガバナンス・透明性の確保等の重要性に鑑み、コーポレートガバナンス改革やディスクロージャーの充実等を通じた企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上の取組が進められている。スタートアップ・非上場企業についても、起業をより円滑に行えるようにするとともに、企業価値を高めていけるよう、成長資金供給の円滑化や投資家による経営支援の強化を進めていく必要がある。

このため、長年我が国の課題として指摘されている機関投資家による資金供給の拡大を促すとともに、様々なステージの資金需要への対応力強化⁹、企業の持続的な成長に資する上場前後を跨いだ資金供給の拡大や上場等によるエグジット¹⁰に関する取組を行っていくことが考えられる。

また、少子高齢化が進展し、新型コロナウイルス感染症の社会経済への影響が長期化する中、地域企業の事業再生や事業承継も課題となっている。こうした課題に応え、地域企業の生産性を高めていくための金融サービス・支援の高度化も求められている。

1. スタートアップ・非上場企業への成長・事業再生資金の円滑な供給

(1) 機関投資家による資金供給の拡大

① アセットオーナー等による資金供給の拡大

欧米ではスタートアップ投資を行うベンチャー・キャピタル（VC）への資金供給に、年金基金や大学基金等の長期運用のアセットオーナーが中心的な役割を果たしている。これは、年金基金のような長期資金は、適切なポートフォリオ構成の下、スタートアップ投資のような長期にわたるリスク性の高い資産にも投資を行うことにより、リスクに応じた高いリターンを得ることで、全体としての運用利回りを向上させることができるとの考えに基づくものと指摘されている。他方、国内の年金基金等のアセットオーナー等による資金供給は限定的である。これが、

⁹ 製品・サービスの開発段階のシード・アーリーステージからレイターステージまでそれぞれの資金需要に切れ目なく対応していく必要があるが、特に最先端の研究開発や革新的な技術に基づくディープテック分野のシード・アーリーステージの資金需要や、レイターステージの大規模な資金需要への対応に課題があると指摘されている。

¹⁰ スタートアップの創業者やスタートアップに出資した投資家が、IPO や M&A を通じて保有株式を売却し、投資資金を回収すること。

国内スタートアップへの資金供給の規模が欧米に比べて小さい要因となっているとの指摘がある¹¹。

近年、運用資産規模の大きい国内のアセットオーナー等において、ポートフォリオの分散や長期のリスクプレミアム獲得等の観点から、VCへの投資など、オルタナティブ投資を拡大する動きがあるが、専門人材の不足や運用ノウハウが課題として指摘されている¹²。こうしたアセットオーナー等による国内VC等への投資の拡大に向け¹³、専門人材の育成や運用ノウハウに関するベストプラクティスの共有などが有効と考えられる¹⁴。

また、国内VCでは、国内外の機関投資家からの資金調達拡大に向け、国際標準である公正価値で投資先のバリュエーションを行うことが推進されており、こうした取組の進展が期待される¹⁵。

② 投資信託への非上場株式の組み入れ

米国では、上場前に大きく成長する企業の増加に伴い、ミューチュアルファンド等による上場前後を跨いだクロスオーバー投資¹⁶が増加している¹⁷。こうした投資は、レイターステージのスタートアップの大規模な資金需要を満たすとともに、スタートアップが上場前後の市場の分断を乗り越えて持続的に成長することに資するものとされている。

我が国では現行法令上、投資信託への非上場株式の組み入れは禁止されていないが、投資信託の健全な運用を確保する観点から必要な枠組みを整備する必要がある。具体的には、投資信託協会において、非流動性資産である非上場株式の組入れ比率のあり方や、基準価額の算定における非上場株式の評価のあり方（評価を更新すべき場合や頻度を含む評価方法のあり方、評価体制の整備・検証等）について、適切な枠組みを整備するべきである。

（2）非上場株式のセカンダリー取引の円滑化（私設取引システム（PTS）による「特

¹¹ 第15回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p.10

¹² 第15回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p.11

¹³ 足元でインフレ率の上昇等によりスタートアップの資金調達環境が悪化する中で一刻も早く大手年金基金等による資金供給が強化されることが重要との意見もあった。

¹⁴ 運用者の受託者責任との関係で、長期資金運用におけるVC投資の合理性を確認することが重要との意見や、国内のアセットオーナーの目標リターンやリスク選好等、投資性向のあり方の検討が必要との意見もあった。

¹⁵ 公正価値評価に対応できる監査法人の不足も課題であり、専門人材の育成等、具体的な解決策につなげていくことが重要との意見があった。

¹⁶ ここでは、上場前の段階から投資していた機関投資家が投資対象企業の上場後も投資を継続することをいう。

¹⁷ 第15回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p.14

レイターステージで更なる成長投資を計画するスタートアップ等には、上場前に思い切った投資を行い、企業価値を高めてから上場を目指す企業が存在する。しかし、創業者やスタートアップへの投資家等による換金ニーズが存在するため、早期に上場せざるを得ないケースがあると指摘されている。非上場株式のセカンダリー取引の円滑化により、プライマリー取引も促進されるとともに、このような早期上場の必要性が弱まることにより上場前に時間をかけて大きく成長できるとの指摘がある¹⁹。米国では非上場株式のセカンダリー取引のプラットフォームが存在し、創業者やスタートアップへの投資家の取引ニーズに対応している。

我が国では現行制度上、有価証券のプラットフォームとして証券会社が運営する私設取引システム（PTS）があるが、「特定投資家向け有価証券」を取り扱うことが認められていない。これは、プロ向け市場制度として、「特定投資家向け有価証券」に係る情報提供・勧誘・市場等の枠組みが一体的に整備された2008年当時、①取引所がその情報（特定証券情報）の内容及び公表方法を定め、②一般投資家が取引に参加することのないよう、取引所が取引参加証券会社を管理することが専ら想定されていたためと考えられる。

現在では、取引所取引を前提としない非上場株式の特定投資家向けの適切な流通に向けて、日本証券業協会において特定証券情報の内容等を定める自主規制の制度整備²⁰が行われている²¹。こうした制度整備も踏まえ、非上場株式のセカンダリー取引の円滑化に向けて、PTSが協会と連携し、一般投資家が取引に参加することのないよう参加証券会社を管理する枠組みなどを構築²²した上で、PTSにおける「特定投資家向け有価証券」の取扱いを可能とするための具体的な制度改正について検討を進めるべきである。

（3）金融サービスの高度化に向けた個別課題

① 地域企業の事業再生・事業承継の円滑化に向けた非上場株式の取引

地域企業の事業再生・事業承継等のニーズが高まる中、地域の金融機関等が積極的に対応し、地域企業の生産性の向上や地域経済の活性化につなげていくこと

¹⁸ PTS規制の見直しに関する提言については、p.22（「III. 市場インフラの機能向上」）も参照。

¹⁹ 第15回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p.16

²⁰ 日本証券業協会『「店頭有価証券等の特定投資家に対する投資勧誘等に関する規則」等の制定（案）等について』<https://www.jsda.or.jp/about/public/bosyu/files/220216_hijojo_sankou.pdf>

²¹ 市場参加者の拡大の観点からは個人による特定投資家への移行が重要であり、個人の特定投資家の要件や移行手続等の弾力化に伴う移行の状況や、施策が実効的となっているかについてフォローアップが必要であるとの意見があった。

²² なお、枠組みの構築にあたっては、投資家保護の確保を前提としつつも、発行体企業の負担にも配意すべきとの意見があった。

が期待される。

日本証券業協会の自主規制では原則として、証券会社等による非上場株式の投資勧誘は禁止されているが、例外として、経営権の移転等を目的とした非上場株式の取引に係る投資勧誘が認められている。当該取引は、非上場株式の買付者が発行会社の総株主の議決権の過半数を取得するとともに、買付者又は当該買付者が指名する者が発行会社の代表者に就任することが要件とされており、これまで取引実績はない。

このため、地域企業の事業再生・事業承継の円滑化の観点から、投資家保護に配意しつつ、勧誘可能な非上場株式の取引の範囲を拡大するよう自主規制の見直しを行うべきである。

② デットファイナンスの拡充（事業全体に対する担保制度）

スタートアップ等の経営者が描く望ましい規模拡大の程度やスピードは様々であり、IPOの要否やタイミングを含め、経営者の意向に応じ、デットも含めて、成長資金を最適な方法で調達できる環境を整備することが重要である。

特に、産業構造の変化により、工場等の有形資産を持たない産業の重要性が一層拡大する中、無形資産も含む事業が生み出すキャッシュフローに着目し、担保となる有形資産を持たないスタートアップ等が円滑にデットでも成長資金を調達できることが求められる。

このため、金融機関の実務慣行等を十分に踏まえつつ、「事業成長担保権（仮称）」について検討を行うべきである。

③ 銀証ファイアーウォール規制

第二次報告において、上場企業等に対する規制の抜本的な見直し及び弊害防止措置の実効性強化等が取りまとめられ、関係する内閣府令及び監督指針が改正されるなど、着実に制度整備が行われている²³。

その他、銀証ファイアーウォール規制に関連し、外務員の二重登録禁止規制について見直しの検討を行う場合には、責任の所在が不明確になることの問題点や、そのような誤認防止措置が考えられるか等の論点について検討を行う必要があり、その見直しの必要性を含め、今後更に議論を行う必要があるとされた。また、中堅・中小企業や個人顧客に関する規制の取扱いについては、仮に見直した場合における銀行の優越的地位の濫用等に係る懸念が指摘された一方、コロナ後の經

²³ 第二次報告を踏まえた制度整備について、本年6月22日に改正内閣府令・監督指針が施行された。
<https://www.fsa.go.jp/news/r3/shouken/20220422/20220422.html>
同日、金融庁に「優越的地位の濫用防止に係る情報収集窓口」が設置された。

済社会を見据え、重要な課題となることが見込まれる事業承継の円滑化の観点から取扱いを検討すべきとの指摘もあり、引き続き検討していく課題であると考えられるとされた。こうした課題等については、スタートアップを含む中堅・中小企業の資金調達の円滑化等に資するかといった観点も踏まえつつ、引き続き検討を行っていくことが考えられる²⁴。

2. 企業の成長に資する上場等のあり方

スタートアップの創業者や出資者がより初期投資を行いやすい環境を整備する観点から、これらの者が投資資金を回収するに当たり、多様な選択肢が利用できることが重要である。また、上場等によるエグジットはスタートアップにとって成長のための一つの通過点であり、企業価値の向上に資する形で行うことにより、更なる成長につなげていくことが重要である。

(1) 新規公開（IPO）プロセスの見直し

新規公開（IPO）の公開価格設定プロセス等については、日本証券業協会のワーキング・グループにおいて、公正な価格発見機能や新規上場企業及び投資家の納得感の向上に向けた改善策が取りまとめられた²⁵。今後、新規上場企業への説明や情報提供の充実、より実需を反映した柔軟な公開価格設定、上場日程の短縮等の改善策が、順次実施される予定である²⁶。この公開価格設定プロセス等の見直しを、必要な制度的対応を行いつつ、着実に進展させる必要がある。

(2) 企業特性に合わせた上場審査のあり方

上場に当たって取引所及び主幹事証券会社が行う審査については、新たなビジネスモデルにも対応した審査の考え方やポイントを例示するなどの取組等が行われてきたが、IPOを目指す企業のビジネスモデルには、これまでの取組を超えた更な

²⁴ 課題等の検討に当たっては、上場会社等の非公開情報に関する取扱いや弊害防止措置に係る制度改革を踏まえた状況や、その効果・影響について、まずはフォローアップを行うべきとの意見があつたほか、規制（顧客の同意が必要）がどのように障壁となっているのかの内容、情報の保護の考え方における国内外の動向、外務員二重登録禁止規制において責任の所在が曖昧になりかねない懸念に留意した議論が必要との意見があつた。

一方、コロナ後の経済社会を見据えた社会課題の解決や顧客へのサービスの充実に向け、グループ一体での個人・法人顧客に対するソリューションの提供の促進を図る観点や、スタートアップを含む中堅・中小企業に対する円滑な資金供給等の促進の観点から検討を進める必要があるとの意見もあつた。

²⁵ 2022年2月28日日本証券業協会「公開価格の設定プロセスのあり方等に関するワーキング・グループ『「公開価格の設定プロセスのあり方等に関するワーキング・グループ』報告書」<https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/jisyukisei/koukai_kakaku_houkokusho.pdf>

²⁶ 新規上場企業への説明や情報提供の充実等の一部の改善策については、2022年7月1日施行予定。<https://www.jsda.or.jp/about/public/kekka/files/20220610_PCsankou_hikiuke.pdf>

る多様化が見られる。

取引所においては、先端的な領域で新技術を活用して事業を行う企業等の上場審査について、第三者の企業価値評価の活用や投資家への企業特性に応じたリスク情報の開示を含め、企業特性に合わせた上場審査を実現し、先端的な領域で事業を行うため、ビジネスモデルの評価についての見解が分かれうるような、より多様な企業が円滑に上場できるようにすべきである。

（3）上場手法等の多様化

① ダイレクトリストティング

ダイレクトリストティングは、証券会社による引受けを伴わずに新規上場する方式であり、米国では知名度の高い大型スタートアップ等により利用されている。一方、我が国では、ダイレクトリストティングの利用は1例にとどまっている²⁷。また、東京証券取引所のグロース市場では、上場にあたり新株発行による資金調達が求められているため、ダイレクトリストティングを用いて上場することができない。

スタートアップによる上場手法の多様化に向け、投資家に対する適切な情報開示の確保など、投資家保護に配意しつつ、グロース市場を含めて、ダイレクトリストティングを利用しやすい環境を取引所において整備する必要がある。

② 合併・買収（M&A）

我が国では欧米と比べ、上場企業とのM&Aによるエグジットは少ない。

上場企業がM&Aを目的として公募増資を行う場合、M&Aは設備投資等と比べ実行の不確実性が高いことから、調達した資金が適切に活用され、公表内容を信頼した投資家が不測の損害を被ることのないよう、原則1年以内にM&Aを実行することや、実行されなかった場合の代替使途を公表することが日本証券業協会の自主規制において求められている。

他方、近時、この自主規制が、機動的なM&Aを実行するための公募増資を制限することになってしまっているとの指摘²⁸があり、日本証券業協会において、M&Aを目的とする公募増資の円滑化に向けた見直しの検討が行われている。投資家へ適切な情報が提供されるとともに、公表内容への投資家の信頼が裏切られることのないよう配意しつつ、上場企業の実務やニーズを踏まえ、原則1年以内とされている資金の充当期限の緩和等を行うべきである。

²⁷ 創業から数十年経った非上場企業による利用。

²⁸ 第15回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p.27

③ SPAC（特別買収目的会社）

SPAC は未上場企業を買収することのみを目的として上場される会社であり、米国では 2020 年に SPAC を通じた上場が急増した²⁹。その後、米国では、不正事例や訴訟の増加等を踏まえ、当局は、SPAC に対する規制³⁰・監視を強化している。また、米国以外の諸外国においても SPAC が利用可能な法域があるが、近年公表された枠組みでは、SPAC への投資について一般の個人投資家の参加が制限・禁止される傾向にある³¹。また、個人投資家の参加が認められている法域においても実態上、機関投資家中心に取引が行われており、プロ投資家を中心に取引を行うことがグローバル・スタンダードとなりつつある³²。

また、SPAC 制度の設計については、SPAC 運営者の資質・開示・報酬等のあり方や買収対象会社（未上場企業）に関する情報開示（買収価格の妥当性などの確保）、合併後の企業の上場適格性の確保といった投資家保護上の論点が指摘されている^{33, 34}。

SPAC 制度について、こうした海外の動向などについて継続して情報収集を行うとともに、我が国の市場の特性³⁵や投資家保護上の論点を踏まえながら、我が国における導入の意義や必要性³⁶を引き続き検証することが適當と考えられる。また、導入する場合の制度整備については、グローバル・スタンダードを踏まえ、参加可能な投資家を限定する等、投資家保護に十分に配慮しつつ検討を行う必要がある³⁷。

²⁹ 第 15 回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p. 29

³⁰ 2022 年 3 月 30 日、米国証券取引委員会（SEC）は SPAC について、情報開示や開示責任の強化等に関する規制改正案を公表。

³¹ 第 15 回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p. 31

³² 第 15 回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p. 33

³³ 2022 年 2 月 16 日東京証券取引所 SPAC 制度の在り方等に関する研究会『SPAC 上場制度の投資者保護上の論点整理』<<https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/spac/nlsgeu000005s68v-att/nlsgeu0000066ga8.pdf>>

³⁴ 第 15 回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p. 32-33

³⁵ 我が国の市場の特性として、目利きとしての役割を果たすべき機関投資家が少ない点や、米国とは民事・刑事制度等が異なり、投資家が救済が受けられる場面が異なるといった点が指摘されている。

³⁶ スタートアップにとってエグジットの選択肢が増えることはプラスであるほか、SPAC は従来の IPO プロセスよりも価格について透明性が高い仕組みであり、SPAC 制度の導入により従来の IPO の公開価格設定に対する一定の牽制効果を期待できるとの意見があった。一方、日本において既に多くの企業の上場が可能である中、投資家保護上の課題等があることを踏まえ、SPAC 制度の導入の意義について明確化する必要があるとの意見があった。

³⁷ SPAC は従来の金融商品と比較してリスクの性質が異なり複雑な評価が必要であり、SPAC 運営者と SPAC 株主の間の利益相反や買収対象会社（未上場企業）に関する情報開示など様々な投資家保護上の懸念があるため、SPAC を導入する場合も、対象投資家層はプロ投資家（特定投資家）に限定すべきとの意見があった。

II. 経済成長の成果の家計への還元促進

「はじめに」において述べたとおり、これまでの家計による資産形成を促進するための継続的な環境整備や関係者の努力にもかかわらず、結果として、我が国の家計全体の資産構成の変化は小幅にとどまっている。このため、我が国の家計は、米国の家計等と比較すると、この間の世界経済の成長の果実を享受できてこなかったのではないかと指摘されている。

その要因として、母国の株式市場のパフォーマンスなどと並んで、金融商品の販売者・組成者の目線が顧客と揃っておらず、家計が投資による成功体験をあまり得られなかつたためではないかとの意見もある。具体的には、いわゆる回転売買や、運用内容やコストが家計の資産形成ニーズに適合しない金融商品の組成・販売、手数料やリスクに関する不十分な情報提供、金融商品の運用実態やその内容の把握に問題がある事例、等が指摘されている^{38, 39}。

経済成長の成果を家計に還元し、その安定的な資産形成につなげていくためには、I. に掲げた金融面での取組を含め、政府全体としての経済成長に向けた取組を通じて、経済成長の果実をより大きなものとしていくとともに、金融商品の組成・販売・管理等の各段階における金融事業者が顧客の最善の利益のために行動するための顧客本位の業務運営の確保と、家計の金融リテラシーの向上に向けた取組を総合的に進めていくことが不可欠である。

具体的には、顧客がそれぞれのライフプランやリスク許容度に応じ、適切なポートフォリオを構築し、資産所得を増加させるためには、投資判断に資する重要な情報が分かりやすく提供されることをはじめ、販売にあたる金融事業者から、顧客ニーズに沿った適切な勧誘、助言を受けることが重要である。商品の組成に携わる金融事業者においては、「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に必要な情報提供や、これらの評価・検証等をすること」（以下、「プロダクトガバナンス」という。）が重要であり、既に提供されている商品の検証・見直しを含め、プロダクトガバナンスの十分な確保が求められる。

また、家計の金融リテラシーの向上については、金融経済教育が広く国民に行き届くよう、関係団体が連携して、学校や職域における金融経済教育の取組の支援を進めていくことが重要である。

³⁸ 2020年8月5日市場ワーキング・グループ『市場ワーキング・グループ報告書－顧客本位の業務運営の進展に向けて－』<https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20200805/houkoku.pdf> p. 3, 10

³⁹ 2022年5月27日金融庁『資産運用業高度化プログレスレポート2022』<https://www.fsa.go.jp/news/r3/sonota/20220527/20220527_1.pdf> p. 10-12, 37-45

1. 顧客本位の業務運営の確保と金融サービスの向上

「顧客本位の業務運営に関する原則」⁴⁰が2017年に策定されて以降、金融事業者において顧客本位の商品・サービスを提供する取組が広がりつつある。また、オンライン取引等が拡大するなか、顧客サービスの充実を通じた差別化を図る観点から、顧客の資産形成に向けたコンサルティングやアドバイスを重視する動きも出てきている。他方、資産形成目的の顧客に対してデリバティブ商品を組み合わせた複雑でコストの高い仕組債⁴¹を販売するなど、顧客のニーズに適さない商品の組成や販売が行われているのではないかとの懸念が未だに指摘されている。

家計のニーズに沿ったコンサルティングやアドバイスの提供を促進するとともに、勧誘の適切性や情報提供の充実、プロダクトガバナンスを確保することにより、家計によるライフプランに応じた適切なポートフォリオの実現を後押しし、貯蓄から資産形成への動きを確実なものとしていくことが重要である。こうした観点から制度的枠組みの見直しも含めて、金融商品取引業者等による「顧客本位の業務運営の確保」に向けた取組をより一層進めていく必要がある。

(1) 販売・助言サービスの態様に応じた適切な制度の設計

① 投資助言業の兼業に係る環境整備

顧客の資産形成に向けたコンサルティングやアドバイスを重視する動きの一つとして、証券会社等が、株式・投資信託の売買等に関し、取引の都度徴収する従来型の手数料方式に代えて、顧客の預かり資産残高に連動した包括的な手数料（残高連動手数料）方式を導入する動きがある。

現行制度上、第一種金融商品取引業者である証券会社等の付随業務には「無償」の助言が含まれているが、証券会社等が金融商品に関して「有償」の助言を提供

⁴⁰ 2017年3月に策定され、その後、2021年1月に改訂された。<<https://www.fsa.go.jp/news/r2/singi/20210115-1/02.pdf>>

⁴¹ 『資産運用業高度化プログレスレポート 2022』（注 39 参照）仕組債のうち一定の販売規模を占める他社株転換可能債について、「「株式の値上がり益を放棄する代わり、クーポンは高い」との営業話法が用いられることが多いが、放棄した値上がり益の価値に見合うほどの高いクーポンが設定されているとは言えない」、「実質コスト（元本と公正価値の差）を年率換算すると 8～10% 程度に達すると考えられる」、「短期間で収益を上げやすいため、償還済み顧客に繰り返し販売する回転売買類似の行動に対する誘因が働きやすい商品性となっている」との指摘がなされている。

する場合には投資助言業の兼業が必要となる⁴²。証券会社等において、コンサルティングやアドバイスを重視する動きがある中で、今後、「有償」の助言ビジネスが進展し、このようなビジネスに関して投資助言業を兼業する場面が増えることも想定される⁴³。

現行の投資助言業に係る制度は、投資助言業務のみを行う事業者は比較的小規模の事業者が多いと想定される中で運用されてきた。一方、現状、大手金融機関や事業会社も多数参入しており、規模の大きい第一種金融商品取引業者が投資助言業を兼業し、残高連動手数料を收受して助言サービスを提供しようとする動きもある。こうした中で、証券会社等からは、投資助言業務に係る現行制度の一部がビジネスの実態に合っておらず、兼業にあたって不都合が生じる⁴⁴との指摘がある。

こうした指摘等を踏まえ、証券会社等が、提供する助言サービスの態様に応じ、投資助言業を兼業して、適切に「有償」の助言を行えるよう、業務の実態を点検し、これに応じた環境整備を行うことが適切である⁴⁵。具体的には、以下のア～エについて検討を進め、適切な措置を講じるべきである。

ア 投資助言業に係る登録申請・届出

重要な使用人の適格性審査のため、投資助言業に係る登録申請書に「金融商品の価値等の分析に基づく投資判断を行う者」(分析者等)の氏名を記載し、変更があった場合には都度届出を行うことが求められている。

事業者からは、規模が大きい第一種金融商品取引業者の場合等では、多数の職員が分析者等に該当し、重要な使用人としての登録及び変更の届出を求められることが、事務上負担となるとの意見が寄せられている。

そこで、例えば、組織内部で助言業務に従事する者の状況が適切に管理され

⁴² 当事者的一方が相手方に対して有価証券の価値等又は金融商品の価値等の分析に基づく投資判断について助言を行うことを約し、相手方がそれに対し報酬を支払うことを約する投資顧問契約を締結し、これに基づき助言を行う行為（金融商品取引法第2条第8項第11号）が、投資助言業務に該当し、投資助言業の兼業が必要となる。助言に対する報酬の有無（助言が「有償」、「無償」のいずれにあたるか）は、顧客から收受する手数料等の名目によらず、その実質で判断される。

⁴³ 現在でも、例えば、第一種金融商品取引業者が、顧客が支払う残高連動手数料を、助言に対する報酬として受領し、投資助言業を兼業して「有償」の助言を提供するビジネスの例がある。

⁴⁴ なお、現行制度においても、投資助言業務に関する有価証券の売買等の禁止が、第一種金融商品取引業として行う場合には適用されない等、第一種金融商品取引業者による投資助言業の兼業を可能にするために必要な措置が講じられている。

⁴⁵ このような環境整備にあたっては、例えば、第一種金融商品取引業に係る既存の制度との間の調整を行うことは合理的としつつも、過去の問題事例を踏まえて、制度の柔軟化にはならないよう留意すべきとの意見があった。

ている場合には、重要な使用人と同等の適格性が確保されている者（当該事業者の外務員として登録されている者など）について、その氏名の記載を省略することを可能とすることが考えられる。

イ 投資顧問契約等の契約締結前交付書面・契約締結時交付書面

顧客に対する情報提供の観点から、投資顧問契約やその代理・媒介に係る契約締結前交付書面・契約締結時交付書面において「金融商品の価値等の分析又は当該分析に基づく投資判断を行う者」（分析者等）及び「助言の業務を行う者」（助言者）の氏名を記載することが求められている。

事業者からは、顧客に対して組織的に助言サービスを行う場合を含め、書面を交付する時点で個々の助言に係る分析者等や助言者を特定し、その氏名を記載することが困難な場合があるとの意見が寄せられている。

そこで、このような場合、個々の助言に係る分析者等や助言者が事業者の記録上特定されており、かつ、顧客が必要とすればその情報が提供されることを前提に、分析等や助言を行う部署の名称等の記載で代替可能とすることが考えられる。

ウ 投資顧問契約に基づく助言の内容を記載した書面

投資助言業者は、「投資顧問契約に基づく助言の内容を記載した書面」を、帳簿書類として作成・保存することが求められている。

事業者からは、(i)記載すべき事項やその内容等が明確でない、(ii)幅広い顧客に「有償」の助言を提供することを想定すると、個々の助言の内容を記録することは事務的な負担が大きく、かえって顧客とのコミュニケーションが不十分になるとの意見が寄せられている。

そこで、(i)記載にあたっての留意点等を明確化することや、(ii)実務上用いられている記録方法を活用して負担を軽減できるよう、録音データ等の保存による代替を可能とすることが考えられる。

エ 投資助言業務に関する貸付け等の禁止

悪質な事業者等による無断売買や資金流用の防止、貸付け等による被害額拡大の防止といった投資者保護の観点から、投資助言業者は、その行う投資助言業務に関して、顧客への貸付け、貸付けの媒介・取次ぎ・代理が禁止されている。

事業者からは、第一種金融商品取引業者が届出業務として行っている貸付け

等（証券担保ローンや、その媒介など）が、投資助言業を兼業した場合に提供できなくなるとの意見が寄せられている。

そこで、第一種金融商品取引業者等が現在行っている貸付け等の実態について十分に把握したうえで、必要に応じ、利益相反管理や内部管理体制の充実等を求め、これと同等の体制整備を前提に投資助言業務を行う場合についても、第一種金融商品取引業者等による貸付け等を認めることが考えられる⁴⁶。

② 勧誘・助言に関する制度的枠組みの検討

ア 現状の課題

金融商品取引法上、例えば、第一種金融商品取引業者である証券会社等が金融商品に関する助言を「有償」で提供する場合は、投資助言業務に該当し、投資助言業務に関する特則として忠実義務・善管注意義務等⁴⁷が適用される。

他方、証券会社等が金融商品の販売・勧誘に伴って「無償」で提供する助言は、第一種金融商品取引業の付随業務とされ、投資助言業務に関する特則は適用されない。この場合は、金融商品取引業者全般に係る誠実公正義務や、勧誘に係る適合性原則等が適用される。また、販売・勧誘に関しては、顧客本位の業務運営の確保に向けたプリンシップル・ベースでの取組が進められている。

このように、現行の制度的枠組みでは、助言の「有償」、「無償」によって適用されるルールが異なる。このため、証券会社等が残高連動手数料を收受して助言を行う場合、同様の助言行為であっても、当該残高連動手数料が助言の報酬と解されるか否かによって、証券会社等にかかる義務が異なりうる。

このような制度は、有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律の導入時に、その内容と当時の証券会社のビジネスモデルや取引慣行に配慮しつつ設計されたものと考えられる。しかしながら、証券会社等のビジネスモデルや取引慣行、業界の構造が大きく変化しつつある中で、このような制度が証券会社等によるコンサルティングやアドバイスに係る柔軟なビジネスや手数料の設

⁴⁶ 投資助言業務に関する貸付け等の禁止については、兼業していない場合に特に問題なく行われていた貸付け等のサービスが、兼業した場合に当然に行えなくなるのは望ましくないとの意見があった。また、例えば、第一種金融商品取引業者が投資助言業務を行う場合において、適切なリスク管理や利益相反管理が行われていることを前提に、貸付け等を一律に禁止する必要ではないとの意見もあった。

⁴⁷ 投資助言業務を行う場合は、顧客に対する忠実義務・善管注意義務がかかるほか、利益相反行為等に係る行為規制や、その他の投資助言業務に関する個別規定を遵守する必要がある。

計を妨げている可能性が指摘されている⁴⁸。また、投資者保護の観点からも、同様の助言行為について、事業者に求められるルールが異なりうることは好ましくないとの指摘がある⁴⁹。

イ 勧誘・助言に関する制度的枠組みの今後の検討

国民の安定的な資産形成を進める上では、コンサルティング・アドバイスに係るビジネスを健全に発展させるとともに、助言の対価の有無にかかわらず顧客本位の適切な助言⁵⁰が提供されることが重要である。諸外国では、勧誘・助言に適用されるルールに大きな違いが生じないよう、その内容や態様に応じた制度設計がなされている⁵¹。

諸外国の制度も参考にしつつ、我が国におけるビジネスの実態や、金融商品の販売・勧誘に係るこれまでの実務の積み重ねにも十分配慮した上で、勧誘・助言に関する制度的枠組みについて更に検討を深めるべきである^{52, 53}。

(2) 金融機関によるデジタルツールも活用した顧客への情報提供の充実

① 深度ある、より分かりやすい情報提供

適切なポートフォリオ形成を通じて、家計が資産所得を安定的に増加させていくためには、金融商品取引において、顧客にとって必要な情報が分かりやすく提供される必要がある。

⁴⁸ 証券会社のサービスや手数料体系が多様化し、サービスと手数料の対価関係が不明確となる場合が増えている中で、「無償」の助言と整理されていたものが「有償」の助言にあたると評価された際に規制の適用関係が大きく変わることは適当でないとの意見があった。

⁴⁹ 「無償」の助言にも、利益相反管理や注意義務といった規律は課すべきとの意見があった。

⁵⁰ 個人投資家の資産運用においては、個人投資家が適切な助言やコンサルティングを受けられることが、リテラシーの向上と同様に非常に重要だが、助言に見せかけた投資詐欺のような例もあるため、個人投資家にとって安心して利用できる助言サービスが必要であるとの意見があった。

⁵¹ 第16回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p. 10-11

⁵² 消費者、国民の信頼を確保するため、「無償」も含めた助言について、プリンシピル・ベースでの取組に加えて、制度の見直しを進めることが期待されているとの意見があった。また、制度の見直しにあたっては、第一種金融商品取引業者、第二種金融商品取引業者等の主体ごとに、これらの者が行う助言をどのように規律することが適切か整理することがよいとの意見や、販売と一体的に・連動して行われる助言については、その特殊性や、販売・勧誘に係る制度に配慮すべき、販売と助言について同一の自主規制機関が規律すべき、との意見があった。

⁵³ 検討にあたっては、民事法と結びつきうる業者の対顧客関係に係る行為規範が重要であり、取締的な観点の規制はこれを補充するものと考えるべきとの意見があった。また、助言サービスの担い手の裾野が広がっていることも踏まえ、投資家保護の観点から、誰がサービスを提供するかにかかわらず、同じサービスには等しい規律を課す方向での見直しが望ましいとの意見があった。さらに、金融商品取引における助言・推奨の重要性に鑑み、将来的には、助言・推奨を行う事業者について助言の対価の有無を問わず投資家保護の観点から望ましい規律を課し、さらに、顧客からのみ報酬を收受するタイプの投資助言業者について上乗せ規制を課すといった規制が望ましいとの意見があった。

2021年に改訂された「顧客本位の業務運営に関する原則」⁵⁴においては、分かりやすく簡潔に重要な情報を提供し、多様な商品の比較を行いやすくするという趣旨の下、「重要情報シート」が導入された。その際、重要情報シート等を用いて契約締結前交付書面の主な内容を顧客に説明した場合には、デジタル化の進展を考慮し、必要な措置⁵⁵を講じつつ、法定書類を紙で交付することを要しないこととされた。現在、販売にあたる金融事業者において重要情報シートの導入が進みつつあるが、定型的な記載が多く比較しにくい、文字ばかりで分かりにくい等の指摘もあり、重要な情報を簡潔に分かりやすく提供するという趣旨に照らし、更なる改善が期待される。また、社会経済全体のデジタル化が進展する中にあって、こうした趣旨を引き続き徹底し、デジタルツールを効果的に活用し、書面や、書面を単に電子化した電子ドキュメントよりも、充実した情報が分かりやすく提供されるように工夫していく⁵⁶ことが、「顧客本位の業務運営」の実現、ひいては経済成長の成果の家計への還元の観点から重要であると考えられる。

② 情報提供のデジタル化

情報提供のデジタル化を、幅広い顧客に対する、より分かりやすく深度ある情報提供の実現などを通じ、金融サービスへの信頼確保に繋げていくことが重要である。加えてデジタル化は、金融事業者のコスト削減に止まらず、紙資源の節減等も含め、社会全体の利益に繋がるよう行われることが重要である。

金融商品取引に関する情報提供について、デジタル・リテラシー等の顧客属性に応じた保護を図りつつ、デジタルによる情報提供を原則とする枠組みへ移行していくことについての検討が求められている⁵⁷中、新規契約・既存契約のそれぞれに関して、①顧客同意の要否や意思確認の方法、②書面が選択可能であることの周知方法、③書面交付に要するコスト負担のあり方⁵⁸、④その他顧客保護措置

⁵⁴ 注40 参照。

⁵⁵ 法定書類をインターネット上で掲載し、そのURL・QRコードを明示することや、顧客の求めがある場合には紙での交付を行うことが必要とされた。

⁵⁶ 今後、金融事業者と金融庁との間の対話において、現行制度上の制約により、より分かりやすい情報提供を行おうとする事業者の取組が行いにくくなっているといった事例が確認された場合には、対応を柔軟に検討すべきとの意見があった。

⁵⁷ デジタル化のあり方について、金融商品取引に関する情報提供は「デジタルが原則（書面は例外）」である旨を明確に示すべきという意見があつた一方、事業者のビジネスモデルの差異や顧客層ごとの差異などにも配意し、書面での情報提供の余地を十分に残す観点から、見直しは「書面原則の撤廃」（デジタルでの情報提供に必要な顧客同意の不要化）に止めるべきという意見もあつた。

⁵⁸ 書面での情報提供に要するコストは、書面での提供を希望する顧客自身が負担すべき、という意見もあつた。

⁵⁹の必要性、⑤（個々の事業者に加え）業界全体としての情報提供のデジタル化に関する周知のあり方、などについて引き続き検討していくことが考えられる。

（3）プロダクトガバナンスと資産運用業の高度化

① 資産運用会社等におけるプロダクトガバナンスの確保

家計の安定的な資産形成の実現のため、資産運用会社等の金融商品の組成者において、顧客の最善の利益に適った商品提供を確保するための枠組みであるプロダクトガバナンスを実践していくことが重要である⁶⁰。

こうした中、国内の資産運用会社等においては、顧客の最善の利益を重視した取組を始める動きがみられるところであるが、

- ・一部の投資信託やファンドラップ等において、顧客への付加価値に見合った手数料等の設定がなされておらず、顧客が高い費用を負担している⁶¹
 - ・重要情報シートにおいて、金融商品の想定顧客属性が定型的な記載にとどまり十分に特定されていない。また、商品の選択に必要な、公正価値との差額などの商品価格に内包されている費用に関する情報が提供されていない⁶²
 - ・投資信託の費用のうち、「信託報酬」に分類される費用がファンドによって異なり、費用の比較を行いにくい^{63, 64}
 - ・コストを踏まえたパフォーマンスの評価が徹底されていない⁶⁵
- など、引き続き様々な課題が指摘されている。

こうした課題に関し、資産運用会社等に対して、プロダクトガバナンスの確保を促す観点から、諸外国の制度を踏まえつつ、顧客の最善の利益に適った金融商

⁵⁹ 金融事業者においては、デジタル化のメリットを活かし、例えば、提供した情報を顧客が実際に確認した頻度を細かく把握し、必要な場合には注意喚起を行うなど、より高度なサービスを提供していくことが求められるという意見もあった。

⁶⁰ EUでは、プロダクトガバナンスに関する取組として、2014年に第二次金融商品市場指令（MiFID II : Markets in Financial Instruments Directive II）において、顧客に適合した金融商品の提供を確保する観点から、資産運用会社と販売会社の相互連携を通じて金融商品の適合性を検証する仕組みを導入した。また、2014年にパッケージ型投資金融商品規制（PRIIPs(Packaged Retail and Insurance-based Investment Products) Regulation)において、パッケージ型商品の比較可能性及び透明性を確保する観点から、投資信託、仕組商品、投資性保険等のパッケージ商品について、組成会社が商品特性（想定顧客属性も含む）、リスク・リターンや顧客が負担するコスト等を簡易な資料で開示する仕組みを導入した。

⁶¹ 『資産運用業高度化プログレスレポート 2022』（注 39 参照）p. 36-38, p. 40-43

⁶² 仕組債のようなリスクや仕組みが分かりにくい商品においては、特に、重要情報シートを活用し、組成に係るコストと販売に係るコストも含めて顧客に情報提供することが望ましい、との意見があつた。

⁶³ 第 13 回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p. 16

⁶⁴ これについて、投資信託協会において、投資信託の交付目論見書に、原則として、直近に作成された運用報告書に記載されているファンドの総経費率に係るデータを記載するものとする規則改正を行っており、2024 年 4 月施行予定。

⁶⁵ 『資産運用業高度化プログレスレポート 2022』（注 39 参照）p. 9-11

品組成や手数料等の設定、適切な商品選択に資する想定顧客属性や費用といった商品性の情報提供⁶⁶、独立社外取締役等によるこれらの評価及び検証⁶⁷のほか、こうした枠組みを確保するための資産運用会社等自身のガバナンスの強化を図っていくため、「顧客本位の業務運営に関する原則」の見直しを検討すべきである。また、取組によっては制度化を検討していくことが適當なものもあると考えられることから、引き続き制度化についても検討を進めていく必要がある。

② 二種ファンドの募集・運用の適切性の確保のためのルールの見直し

第二種金融商品取引業者が運営するファンド（二種ファンド）に関し、いわゆるソーシャルレンディングにおいて、ファンドの運用内容や運用財産の管理状況の確認、運用先に対するモニタリング等が不適切な事例が発生した。

主として有価証券に投資する有価証券投資型ファンドに対しては、投資運用業に関するルールが整備されているが、実態として同様の投資・運用行為を行っているソーシャルレンディングを含むいわゆる事業型ファンドにはこうしたルールは適用されていない。また、顧客への勧誘及び顧客からの申込みがインターネットで完結する募集の取扱業務にのみ、業務管理体制に関するルールが適用されているが、ソーシャルレンディングや自己募集業務には適用されていない。

投資家被害を抑止するため、ソーシャルレンディングを含む投資・運用行為を行っている事業者等に対して、同様の行為を行うファンドと同様のルールを適用するなど、二種ファンドの業務の適切性を確保するために必要な措置を講じるべきである⁶⁸。

ア こうした運用行為を行っているファンドについて、有価証券投資型ファン
ドと同様に、善管注意義務や忠実義務、投資家に対する追加的な情報提供を
含めた運用行為に係る制度等⁶⁹を整備することが適當である。また、その他
の二種ファンドについても、投資家の属性に応じた情報提供のあり方につい

⁶⁶ 販売会社から組成会社に対し、組成した金融商品が想定する顧客のニーズに合っているかや、投資家のニーズなどの情報を上手く還元されることで、より顧客のニーズに沿った商品設計がなされるといった好循環が期待されるとの意見があった。

⁶⁷ 米英の制度のように、きめ細かく独立社外取締役の責任を設定するということは日本では時期尚早だが、資産運用会社においても今後独立社外取締役の活用は重要であるとの意見があった。

⁶⁸ 二種ファンドに関し、フィンテックの活用により新たな問題やリスクが発生する可能性があるため、監督やモニタリングの在り方などの検討が重要との意見があった。

⁶⁹ 投資運用業には、善管注意義務・忠実義務等の運用行為に係る制度のほか、主要株主規制などの制度が適用されている。なお、主要株主規制とは、第一種金融商品取引業者または投資運用業者を対象として定められている規制。具体的には、当該金融商品取引業者の議決権の20%以上を保有する株主（主要株主）に対して、欠格要件に該当した場合に主要株主でなくなるための措置を、議決権の50%超を保有する株主（特定主要株主）に対して、当該金融商品取引業者の業務の運営または財産の状況の改善に必要な措置をとることを命ずることができるほか、それらの株主に対する報告の徵取及び立入検査を行うことができる等の規定が定められている。

て引き続き検討すべきである。

イ 二種ファンドのうち、インターネットで完結する募集の取扱業務にのみ適用されている事前の適切な審査や投資家に対する事業の状況の定期的な情報提供等といった業務管理体制に関する制度を、ソーシャルレンディングやインターネットで完結する自己募集についても整備することが適当である。なお、ソーシャルレンディングにおいては、実質的な貸付先に対する審査や、審査結果等の投資判断に必要な情報の投資家への提供が確保されるよう制度の検討を行う必要がある。

③ 投資運用業者等の受託者責任の明確化

海外ファンドへの投資を通じたファンド・オブ・ファンズ形式の投資信託等において、投資先の海外ファンドにおける運用財産の運用・管理状況を適切に把握していない等の事案が発生した。

こうした事案の再発を防ぐため、運用財産の運用・管理状況について、投資先のファンドのリスクの高さに応じて、受託者責任を負う投資運用業者や信託銀行が必要な資料（例：残高証明書・約定記録）入手・確認するよう、制度面を含め必要な見直しを行うべきである。

（4）その他

投資信託については、投資信託及び投資法人に関する法律において、善管注意義務・忠実義務を負う投資信託委託会社（金融商品取引業者）が、受益者に対して任務懈怠により損害を生じさせた際に、その損害を賠償する責任を負う旨を明確化する確認的な規定が置かれている。

投資信託委託会社以外の金融商品取引業者に関しても、顧客に対する義務違反に対して民事法上の責任を負う旨を明確化する規定を整備する必要性⁷⁰について、引き続き検討する必要がある。

2. 家計の資産形成に向けた金融リテラシーの向上

個々人がそれぞれのライフプランにあった金融商品・サービスをより適切に選択し、安定的な資産形成を行っていくうえで、金融リテラシーを向上させていくことが重要

⁷⁰ 民事法上の効力を持つ行為規範のあり方が重要かつ中心となるものであって、行政法上の取締規定は、あくまでそれを補充するものとして位置づけるべき、との意見があった。

である。2000 年以降、金融審議会等において、継続的に金融経済教育の重要性について指摘がなされてきた。現在は、金融経済教育研究会が 2013 年にとりまとめた報告書⁷¹を踏まえて設置された金融経済教育推進会議が 2014 年に策定した金融リテラシー・マップ⁷²に基づき、政府、金融関係団体、金融広報中央委員会において、セミナーや教材作成等の取組が進められている⁷³。

しかしながら、依然として金融に関する教育を受けた経験のある者は一部にとどまっており⁷⁴、国際的にみても我が国の金融リテラシーの水準は高い水準とは言えず⁷⁵、金融経済教育が広く国民に行き届いているとはいえない。また、金融経済教育においても、限られたリソースを、お金の役割や家計管理・金融トラブルの防止についての啓発といった基礎的な内容に優先的に配分していくことから、投資や資産形成といった内容については十分に対応しきれていない状況にある。最近では、中学や高校の新学習指導要領が実施される⁷⁶など、取組は着実に進展しているが、家計の安定的な資産形成を後押しするために、金融経済教育を一層推進していく必要がある⁷⁷。

(1) 学校における取組の支援

本年 4 月から、成年年齢の引下げが実施されるなど、特に若年層の金融経済教育の重要性が高まっている。このため、金融庁や関係団体において、引き続き、学校現場における資産形成を含めた金融経済教育の定着・質の向上に向けて支援を行ってい

⁷¹ 2013 年 4 月金融経済教育研究会『金融経済教育研究会報告書』<<https://www.fsa.go.jp/frtc/kenkyu/20130430.html>>

なお、本報告書は、「金融教育プログラム」（金融広報中央委員会）と共に、我が国金融経済教育の国家戦略として位置づけられている。Russia's G20 Presidency - OECD (2013), Advancing national strategies for financial education p. 173<https://www.oecd.org/finance/financial-education/G20_OECDFinancialEducation.pdf>

⁷² 2014 年 6 月の策定後、2015 年 6 月に改訂がなされており、金融広報中央委員会のウェブサイト (<https://www.shiruporuto.jp/public/document/container/literacy/>) において公表されている。

⁷³ 第 13 回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p. 32・p. 34

⁷⁴ 「個人投資家の証券投資に関する意識調査」（日本証券業協会、令和 3 年 10 月 20 日公表）によれば、金融に関する教育を受けた経験について、「受けたことがある」との回答が 9.5%、「受けたと思うが、あまり覚えていない」との回答が 5.4%、「受けていない」との回答が 85.1% となっている。これについて、金融経済教育に関心のない層の金融リテラシーを高めていくことが重要であるとの意見があつた。

⁷⁵ 「金融リテラシー調査 2019」（金融広報中央委員会、令和元年 7 月 3 日公表）によれば、金融知識に関する設問（金利、複利、インフレの定義、リスクリターン、分散投資）に関する正答率は、日本は 60%、英国は 63%、ドイツは 67%、フランスは 72% となっている。特に、「複利」、「インフレ」、「分散投資」について、他国と比べ、低い正答率となっている（第 13 回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p. 31）。

⁷⁶ 第 13 回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p. 33。新学習指導要領（中学校：2021 年度から実施、高校：2022 年度から実施）では、社会科・公民科と家庭科において、金融教育に関する記載が拡充されている。

⁷⁷ 金融経済教育は、国家的な課題と位置付けて取り組むべき重要な課題であるとの意見があった。また、学校や職域における取組の支援に加えて、学校や職域のいずれにも含まれない層の金融リテラシー向上に向けた取組も重要であるとの意見があった。

くべきである⁷⁸。

（2）職域における取組の支援

資産形成を本格的に行う者が多い社会人層に対して金融経済教育の機会を提供することは、家計の安定的な資産形成を後押しするうえで重要である。こうした社会人層に対して、金融経済教育を受けたことのない者や資産形成について関心が低い者も含めて機会を提供していく観点から、職域において社員向けの教育を継続的に行うための支援を進めていく必要がある。

（3）関係機関・団体の連携

金融経済教育は幅広い年齢層を対象としたものであるため、効率的・効果的に進めていくことが重要である。金融リテラシーの向上に向けて、関係団体が一体となって取り組んでいくため、制度上の手当を行うことの要否も検討しつつ、関係団体の連携を進めていくべきである。

こうした取組を行うにあたり、家計による資産形成を促進していく観点からは、

- ① 詐欺的な投資商品や購入時に注意を要する投資商品への注意喚起
- ② 安定的な資産形成の重要性、投資のリスク、リターンといった基本的事項の理解の促進や、つみたてNISA等の優遇措置等の紹介
- ③ ポートフォリオを考えた投資の重要性

に重点を置いていくことが有効と考えられる。

⁷⁸ 若年層に対しては、投資詐欺等に対する注意喚起のみならず、資産形成の重要性をはじめとした投資の意義について教育していくことが重要であるとの意見があった。

III. 市場インフラ⁷⁹の機能向上

1998年の金融システム改革においては、国内各市場間において、利用者の多様なニーズに応え、魅力あるサービスをいかに効率的に提供し得るか、という競争が行われることを企図して、上場株式の取引所集中義務が廃止された。その後も市場間競争の重要性については繰り返し議論が行われ、制度が整備され、市場全体としての機能向上が図られてきた。本年5月にも、金融審議会「最良執行のあり方等に関するタスクフォース」⁸⁰での議論を受けて、個人投資家の注文に係る最良執行方針等について、価格重視の方向に見直す関係政令等の整備が行われたところである。

また、この間、決済リスクを低減するため、紙媒体（券面）であった有価証券をデジタル化し、口座振替とともに決済を短期化するための証券決済制度の整備も進められてきた。さらに、近年では、我が国においても「証券トークン」の発行がはじまっており、こうした非上場有価証券等についても、PTSの機能を活用した流通の円滑化が期待される。

利用者ニーズに応えるとともに、我が国市場の国際金融センターとしての機能を向上させていくため、取引所・PTS・証券会社（店頭）が、取扱商品の特性に応じて安定的・効率的で公正な取引手段を提供し、価格発見機能を適切に発揮するよう、必要な取組を行うことが重要である。

1. 上場株式等の取引プラットフォーム

現行制度上、有価証券の取引市場として、大きく、取引所が開設する「取引所金融商品市場」と、証券会社が運営するPTSの枠組みがある。市場インフラの機能を向上させていく上で、上場株式等に関する取引所とPTS、PTS同士による適切な市場間競争は、引き続き重要である。

諸外国では、取引プラットフォームそれぞれが一般投資家・バイサイド投資家のニーズを踏まえて多様な売買方式を試行・導入し、一定のシェアを獲得している例がある⁸¹。我が国においても投資家ニーズ主導の下、多様性のある取組が行われていくことが期待される。

⁷⁹ 有価証券の取引の場（取引所、PTS、店頭）やそれを支える清算機関・振替機関等を指す。

⁸⁰ 金融審議会「最良執行のあり方等に関するタスクフォース」報告書 <https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20210602/01.pdf>

⁸¹ 例えば、HFTなどの高速取引については、市場に流動性を供給するものであると指摘する声がある一方、バイサイド投資家の中には、HFTによる注文の狙い撃ち（Pick off）を警戒する声もある。諸外国では、こうした投資家の意向にも配意し、HFTなどの高速取引の優位性を低減する枠組みを導入している市場がある。

(1) PTS の売買高上限等のあり方

上場株式等については、（上場株式等にとっての主市場ではない）PTS が取り扱う場合に関して、制度上、売買高に上限が設けられている。近年、PTS のシェアは 1 割弱に達しつつある一方、PTS を運営する事業者数は少数に止まるほか、競売買方式（オークション方式）の活用が進んでいない。

これについて、上場株式等に関する市場間競争を促す観点から、日本市場の構造のあり方についても議論しつつ⁸²、競売買方式に係る売買高上限の緩和を引き続き検討することが考えられる。

なお、売買高上限の緩和の検討にあたっては、PTS における取引が現在よりも増加することが想定されることから、不公正取引への対応の実効性を強化する必要がある。このため、例えば、PTS が、自主規制機関と連携して売買審査等にあたる枠組みを検討していくことが考えられる。

(2) その他

現行法令上、PTS に対しては、取引所とは異なり自ら取引情報を公表することは義務付けられておらず、PTS から報告を受けた日本証券業協会が取引情報を公表する枠組みがとられている⁸³。しかしながら、協会のシステムではリアルタイム性が十分に確保されておらず、PTS が自ら公表する取引情報を市場参加者が参照する方が、より価格の透明性が高いとの指摘がある。

こうした指摘を踏まえ、法令上も PTS に対し、取引情報の公表を義務付けることについて引き続き検討すべきである。

2. 非上場有価証券等の取引プラットフォーム

現行法令上、PTS は「特定投資家向け有価証券」を除く⁸⁴有価証券を取扱可能とされており、非上場有価証券も幅広く取扱対象に含まれる。他方、実態として PTS が取り扱っている有価証券は、上場株式等以外は一部の債券に止まっており、非上場株式、証券トークン、外国株式といったより多様な有価証券の流通に PTS を活用するため、

⁸² 中長期的に、レジリエンス向上の観点も踏まえて、日本市場全体としてどのような構造を目指すのかについての議論も必要との意見があった。具体的には、例えば、①PTS の位置付けについて、取引所を「補完」する存在と位置付けるのか、取引所と「並び立つ」存在と位置付けるのか、②上場審査や市場監視の機能はどのような主体が担うのが適切か、といった論点がある。

⁸³ なお、監督指針では別途、PTS に対し、（自ら）取引情報を公表することを求めている。

⁸⁴ 非上場有価証券のうち「特定投資家向け有価証券」の取扱いに関する提言については、p. 4 (I. 1. (2) 「非上場株式のセカンダリー取引の円滑化（私設取引システム（PTS）による「特定投資家向け有価証券」の取扱い）」) 参照。

投資家保護に配意しつつ、取扱商品に応じた PTS 認可審査の柔軟化・迅速化等の環境整備を進めていくべきとの指摘がある。

(1) 認可審査の柔軟化・迅速化等

PTS の枠組みは認可制だが、認可審査にあたっての監督上の目線等を明らかにした監督指針においては、現状、上場株式等の取扱いを念頭においた記載が中心である。非上場有価証券の流動性等は上場有価証券と大きく異なっており、また、公正な市場運営や投資家保護の観点から PTS 運営主体に求められる対応も異なる⁸⁵と考えられる。

近年、デジタル技術を用いて、新しい形態の取引マッチング・サービスを提供しようとする動きが見られる一方、PTS に該当することを避けるため、プロセスのデジタル化を避けざるを得ないと指摘がある。

今後、こうした点も踏まえて、株主コミュニティ銘柄をはじめとする非上場株式や証券トークン等の流通における PTS 制度の積極的な活用に向けて、非上場有価証券を取り扱う PTS の認可審査について、審査内容・手続の明確化、取扱商品や取扱高に応じて認可基準を適切に設定していくことや、それに伴う認可手続の迅速化に取り組むべき⁸⁶である。

(2) 非上場有価証券等の取扱いに関する留意点

非上場有価証券等の PTS における適切な流通を確保する観点からは、取引を行う投資家層に応じ、PTS や取引参加証券会社において、有価証券の適切性の確認や公正な取引の確保等、投資家保護のために必要な措置を講じることが求められる。

このため、PTS 制度の活用に向けた認可審査の柔軟化・迅速化等と並行して、その取扱いの対象となる、広く一般利用者の投資対象となり得る非上場株式や証券トークン、外国株式等について、自主規制機関が関与するかたちで適切性を確認するなどの枠組みを構築することが考えられる。

また、現行制度上、証券会社が有価証券取引についてマッチング・プラットフォーム (PTS) を運営する場合には認可取得が求められるが、デリバティブ取引については相当する規定は置かれていない。これに関し、今後、投資家保護を確保しつつ、

⁸⁵ 非上場有価証券のうち特に非上場株式について、取引の流動性欠如による適正価格の不透明性が課題であり、この点、例えばマーケットメーカーが基準価格を算定して提供するなど、価格透明性の向上に向けた取組が重要との意見もあった。

⁸⁶ 今後、現行制度が PTS に対し、認可制の下で上乗せ規制を課している趣旨等を改めて整理した上で、PTS に該当しないとしても問題がない類型については、認可取得を不要とする方向で取り組むべきという意見もあった。

その実現に向けた対応を引き続き検討すべきである。

IV. 社債市場の活性化

我が国社債市場では、2009年7月、日本証券業協会に「社債市場の活性化に関する懇談会」が設置されて以降、市場関係者等において市場の活性化に向けて様々な課題について検討・取組が進められてきている⁸⁷。こうした取組等もあり、我が国社債市場の発行額は増加しており、また、近年ではSDGs債⁸⁸と呼ばれる債券の発行等も大きく増加が見られるが⁸⁹、諸外国との比較において我が国社債市場の活性化という点ではまだ道半ばという状況である。

社債市場が有効にその機能を更に發揮するためには、以下のような点から総合的(holistic)に進められることが重要である。

- ・ 「社債発行」から「信用モニタリング」、さらには「償還、あるいは破綻時の対応」に至る一連のプロセス全体における適切な社債権者保護
- ・ 社債の現物市場のみならず、社債レポ市場やデリバティブ市場(CDS)全体としての機能発揮
- ・ 社債市場のみならず、銀行融資やシンジケート・ローンを含む、クレジット市場全体としての機能発揮
- ・ 国債をはじめとする金利市場、さらには海外クレジット市場、為替市場などの円滑な裁定機能の発揮

こうしたなか、低格付債市場の拡大も含め更なる社債市場の活性化を図るために引き続き、他の債務との優先劣後関係を踏まえつつ、社債評価にあたって必要な情報の提供、十分な社債権者保護、発行・流通市場インフラの整備を図っていくことが重要と考えられる。例えば、社債権者保護については、2019年の会社法改正により社債管理者不設置債を対象に「社債管理補助者制度」が創設されており、今後、同制度の利用例が広がっていくことが期待される⁹⁰。

⁸⁷ 第17回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p.14

⁸⁸ 日本証券業協会は、グリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンド、サステナビリティ・リンク・ボンド及びトランジションボンド等の債券を「SDGs債」と定義。<https://www.jsda.or.jp/sdgs/sdgbonds.html>

⁸⁹ 第17回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p.16 及び参考資料 p.3
カーボンニュートラルの実現に向けた取組が進む中、SDGs債の発行も大きく増加しており、社債による資金調達の重要性は増しているとの意見があった。

⁹⁰ 「社債管理補助者制度」の普及や市場関係者における円滑な導入に資する観点から、日本証券業協会は、2021年6月、『社債管理補助者制度に係る実務上の対応について』を公表している。https://www.jsda.or.jp/about/content/hojosha_honbun.pdf

このような観点から、今後も、他債務のコベナンツ等に関する情報開示⁹¹や必要なコベナンツの付与⁹²、社債管理者や社債管理補助者による社債権者保護や利益相反管理の高度化、発行・流通市場におけるより透明性の高い仕組みの定着⁹³やレポ市場の育成⁹⁴等に向けた、関係者による適切な対応⁹⁵が行われるべきである。

⁹¹ 金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループではローンと社債に付される財務上の特約の開示について検討が行われている。2022年6月に公表した『金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告』では、財務上の特約の開示について、例えば、ローンの契約額や社債の発行額が、自社の純資産額の一定比率以上である場合に臨時報告書において開示、また、ローンの残高や社債の残高が、自社の純資産額の一定比率以上である場合に有価証券報告書において開示することとし、この「一定比率」等については、投資家の声を反映しながら、実務を踏まえた具体的な検討を行うことが求められるとされている。<https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/2022_0613.html>

⁹² 2012年、日本証券業協会は、米国の事例等を参考に、企業の資本・財政政策及び投資家のニーズに応じてコベナンツが柔軟・適切に設定されるよう、「コベナンツモデル（参考モデル）」を策定。<https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/chousa/shasai_kon/files/covenant120918.pdf>

一方、現在、我が国の社債に付される担保提供制限条項の範囲は「社債間限定同順位」とすることが一般的で、ローンを含む債務間同順位の担保提供制限条項を付しているケースは極めて少ない。また、米国では多くの低格付債にチェンジ・オブ・コントロール条項が付されているが、我が国の社債には同条項は付されていない。チェンジ・オブ・コントロール条項については、多くの社債でこの条項が付されるべきとの意見とともに、発行会社のM&Aへの影響にも留意すべきとの意見があった。

⁹³ 日本証券業協会は、より透明性の高い発行条件の決定手続きに向け、2020年11月、発行者への「需要情報」、「販売先情報」の提供に係る自主規制規則を制定（トランスペアレンシー方式を導入）（2021年1月施行）。<https://www.jsda.or.jp/about/kisoku/files/201117_shasaihakkokisoku.pdf>

また、流通市場における価格の透明性については、2015年11月、社債の取引情報の報告発表制度を開始。現在、発表対象がA格相当で発行額500億円以上の銘柄（A一相当、劣後特約付きのもの及び残存年数20年以上のものを除く）まで拡大。発表の範囲については、定期的に（少なくとも1年に一度）検証を行い、見直しの検討が行われている。

⁹⁴ 日本証券業協会は、2021年11月以降、社債の流動性向上に向けた施策の一つとして社債レポ市場の整備に向けた具体的な検討を進めている。2022年4月、検討経緯及びマイルストーンの各工程における課題対応方針等を取りまとめた、『社債レポ市場の整備に向けた課題対応工程（マイルストーン）』を公表している。<https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/chousa/shasai_kon/files/milestone1.pdf>

⁹⁵ 投資家、発行会社、市場仲介者等の様々なステークホルダーが意見交換し、コンセンサスを得ることのできる場を設け、実務的な検討・対応を更に進めるとともに、金融庁においてもその後押しをしてほしいとの意見があった。

おわりに

以上が、2021年10月以降、当ワーキング・グループにおいて行ってきた審議の内容を中間的に整理したものである。本報告において、具体的な対応策を示した事項については、関係者において、制度整備も含め、早期に、かつ積極的な取組が進められることを期待する。また、講じた施策については、今後、学術的な研究やそのレビューも含め、効果の検証等を行っていくことも重要であると考えられる。

その他の事項については、本報告の内容を踏まえ、引き続き、当ワーキング・グループにおいて、検討を進めていく。

以上

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

2022年12月9日

目 次

I	はじめに	1
II	家計の資産形成を支えるインベストメント・チェーンの機能発揮.....	1
1.	インベストメント・チェーン全体における顧客・最終受益者の最善の利益を考えた業務運営の確保	1
2.	顧客への情報提供・アドバイス	3
(1)	顧客等への情報提供	3
①	利益相反の可能性と手数料等についての情報提供のルール化.....	3
②	デジタル技術の情報提供への活用	4
(2)	顧客の立場に立ったアドバイザー	5
3.	資産運用業.....	7
III	金融リテラシーの向上	8
IV	総合的な資産形成支援	10
V	おわりに	10

「顧客本位タスクフォース」 メンバーネーム簿

2022年12月9日現在

座長	神作 裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
委員	有吉 尚哉	弁護士（西村あさひ法律事務所）
	岩城みづほ	NPO 法人みんなのお金のアドバイザー協会副理事長
	神田 秀樹	学習院大学大学院法務研究科教授
	坂 勇一郎	弁護士（東京合同法律事務所）
	佐々木百合	明治学院大学経済学部教授
	島田 知保	「投資信託事情」編集長
	竹川美奈子	LIFE MAP 合同会社 代表
	佃 秀昭	(株)ボードアドバイザーズ代表取締役社長
	永沢裕美子	Foster Forum 良質な金融商品を育てる会世話人
	沼田 優子	帝京平成大学人文社会学部教授
	野尻 哲史	合同会社フィンウェル研究所代表
	松尾 健一	大阪大学大学院高等司法研究科教授
	松元 暉子	慶應義塾大学法学部教授
	渡辺 安虎	東京大学大学院経済学研究科教授

(敬称略・五十音順)

オブザーバー	全国銀行協会	国際銀行協会	日本証券業協会
	投資信託協会	日本投資顧問業協会	第二種金融商品取引業協会
	日本STO協会	証券・金融商品あっせん相談センター	信託協会
	生命保険協会	電子決済等代行事業者協会	日本金融サービス仲介業協会
	日本FP協会	ファイナンシャル・アドバイザー協会	
	日本経済団体連合会	日本取引所グループ	消費者庁 財務省 文部科学省
	厚生労働省	経済産業省	日本銀行（金融広報中央委員会）

I はじめに

日本の家計の金融資産を見ると、足元ではつみたてNISAの口座数の増加、若年層等における家計金融資産に占める有価証券保有割合の増加など、家計における資産形成への取組みには一定の進捗が見られる。一方、2,000兆円を超える日本の家計金融資産のほぼ半分を引き続き現金・預金が占めるなど、家計の資産構成の変化は小幅に留まっており、家計金融資産の伸びは、欧米諸国に比べて相対的に低いことが指摘されている。家計の安定的な資産形成を実現していくため、経済や企業の成長の果実が家計に還元される「資金の好循環」の実現に向けた利用者の利便向上とその保護のための施策の検討や取組みを進める必要がある。

このような問題意識の下、2022年9月12日の市場制度ワーキング・グループ第20回会合において、「経済成長の成果の家計への還元促進」¹について、「経済財政運営と改革の基本方針2022」等も踏まえて、その具体策を専門的に検討するため、同ワーキング・グループの下に顧客本位タスクフォース（以下「当タスクフォース」という。）が設置された。また、同年9月30日の第50回金融審議会総会において、金融担当大臣より、「我が国の家計の安定的な資産形成を実現するため、顧客本位の業務運営、金融経済教育等について、幅広く検討を行うこと。」との諮問が行われた。この諮問についても、同年10月14日の市場制度ワーキング・グループ第21回会合において、当タスクフォースにて検討することとされた。

当タスクフォースでは計5回にわたり、経済成長の成果の家計への還元を促進し、安定的な資産形成の実現に向けて、利用者の利便向上とその保護のための、顧客本位の業務運営、金融経済教育等について検討を行った。本報告書は、その検討結果をとりまとめたものである。

II 家計の資産形成を支えるインベストメント・チェーンの機能発揮

1. インベストメント・チェーン全体における顧客・最終受益者の最善の利益を考えた業務運営の確保

家計から成長資金が企業に提供されることで、中長期的な企業価値の向上、ひいては経済の持続的成長を実現し、家計が経済成長の果実を享受することによって安定的な資産形成を実現することが重要である。そのためには、金融機関や企業年金等のアセットオーナー等、資産形成を支えるインベストメント・チェーン（投資の連鎖）に参加する全ての主体が、顧客・最終受益者の利益を最大化するため、十分に機能を発揮することが重要である。

¹ 金融審議会 市場制度ワーキング・グループでは、「経済成長の成果の家計への還元促進」、「成長資金の円滑な供給」、「市場インフラの機能向上」の3つのテーマについて議論が行われ、2022年6月に「中間整理」がとりまとめられた。

このうち、金融商品の販売、助言、商品開発、資産管理、運用等を行う全ての金融機関等（以下「金融事業者」という。）については、2017年3月に「顧客本位の業務運営に関する原則」（以下「原則」という。）が策定され、プリンシップルベースのアプローチのもとで、金融事業者による顧客本位の商品・サービスを提供する取組みが行われ、一定の進展が見られている。例えば、金融商品の販売会社において、長期分散投資に向けた提案を実践するためのツールを導入して独自のモデルポートフォリオ提案を行う、グループ資産運用会社と共同でインデックス投信の一物多価を解消する、といった動きが見られる。また、2021年1月に「原則」を改訂した際に、分かりやすく簡潔に重要な情報を提供し、多様な商品の比較を行いやすくするという趣旨の下で導入された「重要情報シート」の活用も始まっている。一方で、

- ・顧客の運用資産全体を最適化する意識の定着に課題があり、資産全体のポートフォリオの提案には必ずしもつながっていないのではないか
- ・リスクが分かりにくく、コストが合理的でない可能性のある商品が推奨・販売されているのではないか
- ・顧客利益より販売促進を優先した金融商品の組成・管理が行われているのではないかといった、商品組成・選定や説明のあり方、提案方法等に関する課題が引き続き指摘されているほか、「原則」を採択していない、あるいは、方針等を公表していない金融事業者も多く存在しており、取組みは「道半ば」の状況にある。また、個人の資産管理・運用等に重要な役割を果たしている企業年金についても、運用の専門家の活用不足や運用機関の選定プロセス、加入者への情報提供に課題があるとの指摘もされている。

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。家計の安定的な資産形成に向けて、全ての金融サービスの提供について顧客本位の業務運営が求められる中、金融事業者全体による顧客本位の業務運営の取組みの定着・底上げを図る必要がある。このため、「原則」に定められている金融事業者は顧客に対して誠実・公正に業務を行い、顧客の最善の利益を図るべきであることを広く金融事業者一般に共通する義務として定める²ことなどにより、「原則」が対象とする金融事業者全体による、「原則」に沿った顧客・最終受益者の最善の利益を図る取組みを一步踏み込んだものとすることを促すべきである³。また、金融事業者のか、企業年金制度等の運営に携わる者等もこ

² 金融商品取引法において規定されている誠実公正義務は、1990年に証券監督者国際機構が定めた証券業者に関する行為規範原則を取り込んだものであるが、行為規範原則にあった「顧客の最善の利益…を図るべき」との文言が取り込まれておらず、解釈上、最善利益義務が含まれているかは明確でない。このため、「顧客の最善の利益を図るべき」ことを法律上定めることにより、誠実公正義務に内包されるべき「最善利益義務」が明確化されるとも考えられる。

同義務を定めることによって、誠実公正義務と同様に、具体的な行為規制が捕捉しづらい行為を規制する際の指針としての役割を果たすことが期待される。また、金融事業者一般に共通する義務とされる場合であっても、その内容は全ての金融事業者に一律というものではなく、金融事業者の業態、ビジネスモデルなどの具体的な事情に応じて個別に判断されるべきであるとともに、金融事業者に求める具体的な対応が不明確となる懸念があることから、監督当局においても硬直的に対応せず、金融事業者の創意工夫が發揮されるよう対話に臨むことが期待されるとの意見もあった。後者の点については、「原則」を踏まえて既に事業者が実践していることなのでデメリットは生じないはずであるといった意見もあった。

³ プリンシップルベースの規定を法定化するに当たっては、ルールベースの取組みとの適切な役割分担を踏ま

のような規定の対象に加えることにより、広くインベストメント・チェーンに関わる者を対象として、顧客・最終受益者の最善の利益を考えた業務運営に向けた取組みの一層の横断化を図るべきである⁴。

2. 顧客への情報提供・アドバイス

(1) 顧客等への情報提供

① 利益相反の可能性と手数料等についての情報提供のルール化

顧客が適切な金融商品を選択するためには、金融商品の販売者等による適切な情報提供が必要不可欠である。特に、商品選択において、顧客との利益相反に関する情報は重要である。このため、「原則」においては、金融事業者に、利益相反の可能性についての把握とその適切な管理、可能性がある場合の情報提供が、重要情報シートにおいては、情報提供に当たって具体的な内容⁵を記載することが求められている。また、重要情報シートにおける利益相反事項の開示は、顧客への情報提供に加え、販売会社・現場の営業職員への規律付けとして機能することが期待される。一方、重要情報シートの導入状況を見ると、各販売会社による差異が見られ、中でも仕組債・ファンドラップにおける導入割合が低い傾向が確認された。その内容についても定型的な表現が多く、分かりにくいとの指摘がある。加えて、上述のとおり、重要情報シートによる情報提供以前に、「原則」を採択していない、あるいは、方針等を公表していない金融事業者も見られるところである。

欧米においては⁶、販売会社は、投資商品の推奨にあたり、利益相反の状況等、顧客との関係において重要な情報を提供することが義務付けられている。

こうした点を踏まえ、利益相反の可能性の顧客への情報提供についてはルール化を行うべきである⁷。その際、少なくとも⁸、重要情報シートの記載事項とされている

ア 顧客が支払う費用のうち販売会社が組成会社から受け取る手数料の割合及びその対

え、今後も両者のベストミックスを図っていくべきであるとの意見があった。この点、例えば、金融商品取引法上の適合性の原則が求めるものと共に、金融事業者がプリンシブルベースで実践している「原則6」の本文を、プリンシブルベースを重視した規定として法定化することによりイノベティブな取組みが期待されるとの意見もあった。

⁴ 年金加入者の意思決定に資するよう、例えば、確定給付企業年金の予定利率や運用実績、確定拠出年金(DC)の商品ラインアップや手数料、運用実績の開示について、より分かりやすい形での適時の情報提供等が望まれるとの意見があった。

⁵ 「重要情報シート(個別商品編)」では、顧客に提供する費用に関する情報として、購入時に支払う費用(販売手数料など)、継続的に支払う費用(信託報酬など)、運用成果に応じた費用(成功報酬など)が挙げられている。また、顧客に提供する利益相反の可能性に関する情報として、顧客が支払う費用のうち販売会社が組成会社から受け取る手数料の割合及びその対価として顧客に提供するサービスの内容、販売会社と組成会社との関係(資本関係等)、特定の商品を販売した営業職員に対する業績評価上の評価に及ぼす影響、等が挙げられている。

⁶ 米国のベストインタレスト規則は、2018年に導入されたもので、ブローカーディーラー又は関係する自然人は、証券取引等の推奨に際し、自らの経済的利益等をリテール顧客の利益に優先させることなく、推奨時点でのリテール顧客の最善の利益となるよう行動しなければならないとされている。具体的な義務としては、開示義務、注意義務、利益相反への対応、法令遵守義務があり、4つの義務を履行した場合には、顧客の最善の利益義務を履行したこととされる。

⁷ 手数料の高い金融商品を優先して販売するという手数料バイアスの課題に対応するため、手数料の上限を設定する又は一律化することも考えられる、との意見があった。

⁸ 金融事業者がルール化されたミニマムスタンダードの遵守に留まることがないよう、独自の創意工夫を続けていくことが重要であるとの意見や、監督当局においてもこうした観点から対話とモニタリングを継続すべきとの意見があった。

価として顧客に提供するサービスの内容（第三者から受け取る報酬等も含む）⁹

イ 組成会社や販売委託元との関係（資本関係、人的関係又は重大な業務上の関係を有する者の商品（グループ商品）を販売する場合）

ウ 他の商品と比較して当該商品を販売した場合の営業職員の業績評価上の取扱いを対象とし、その内容も顧客が容易に理解できるよう、明確に分かりやすくする工夫が必要である¹⁰。

また、「原則」に定められているとおり、名目を問わず、顧客が負担する手数料その他の費用の詳細を顧客が容易に理解できるよう、明確に分かりやすく情報提供することも重要である。例えば、仕組債の重要な情報シートは導入割合が低いことが指摘されているが、内容についても、顧客にとって重要な情報である販売会社への提供価格と時価・公正価値との差額、いわゆる組成コストを情報提供している販売会社は一部に留まっている。仕組債の組成コストが顧客の購入判断に与える影響の重要性に鑑みれば、販売会社が組成会社に対して組成コストを開示するよう働きかけるとともに、組成会社においては開示に対応できる体制を整備すべきであり、こうした取組みを担保するための制度面での対応が求められる¹¹。投資信託についても、かねて「信託報酬」に分類される費用がファンドによって異なり、費用の比較を行いにくいとの指摘があり、投資信託協会による対応の途上にあるが¹²、各事業者においては、可能な限り早期に、交付目論見書における総経費率の記載について対応を進めることが必要である¹³。

② デジタル技術の情報提供への活用

適切なポートフォリオの構築を通じて、家計の安定的な資産形成を促進していくためには、金融商品取引において、顧客にとって必要な情報が分かりやすく提供される必要がある。特に、①において述べた利益相反事項や手数料等の重要な情報について、デジタルツールを効果的に活用し、充実した情報が分かりやすく顧客に対して提供されるように工夫していくことが顧客本位の業務運営の実現の観点からも重要である。

顧客属性に応じ、それぞれの顧客により適した媒体で、充実した情報の分かりやすい提供を実現するため、契約締結前や契約締結時などの情報提供については、金融事業者にお

⁹ 顧客への分かりやすさ、他の商品との比較可能性を担保する観点から、単に手数料の透明性を図るだけでなく、費用とサービスとの対価関係を明確化することが重要であるとの意見もあった。

¹⁰ 個別の商品ごとに加えて、金融事業者の業務全般から見た顧客との間の利益相反の可能性を示す必要があるとの意見があった。同様に、利益相反事項について、重要な情報シートの個別商品編だけではなく、当該事業者の収益構造を含めて金融事業者編にも記載することが望ましいとの意見があった。また、利益相反の具体的な内容とあわせて、利益相反の可能性が取引又は業務に及ぼす影響や利益相反管理の状況についても情報提供を義務付けるべきであるとの意見があった。

¹¹ 仕組債についてはそもそも一般の生活者に勧めるべきではなく、情報提供の問題ではないとの意見もあった。また、現在の証券会社の実務では、会社ごとに異なる仕組債の時価・公正価値の計算方法が採用されているとの指摘もあった。

¹² 投資信託協会において、投資信託の交付目論見書に、原則として、直近に作成された運用報告書に記載されているファンドの総経費率に係るデータを記載するものとする規則改正を行っており、2024年4月施行予定。

¹³ 仕組債や投資信託のほか、外国籍投資信託や上場投資信託、保険商品の一部についてもコストの内容が不明確なものがあるため、検証すべきであるとの意見があった。

いて書面とデジタル手段を顧客本位の観点から自由に選択できるようにすることが考えられる。また、デジタル・リテラシーは人によって様々であることから、実質的な説明が顧客に理解されるために必要な方法と程度により提供されることが重要であり、金融商品取引業等に関する内閣府令で規定されている、いわゆる実質的説明義務を法律上規定すべきである。加えて、デジタル手段による提供に際しては、金融事業者のコスト削減を目的として単に現行の書面を電子化したものを交付するのではなく、閲覧する機器に最適化し、容易にアクセス可能な方法、かつ、顧客等による比較分析などの外部データを含む多様な活用・連携が可能な方法で行われるようにすべきである¹⁴。

以上の措置を講じるに際しては、顧客のデジタル・リテラシーの差異等を踏まえ、書面により情報提供を受ける選択肢を確保した上で¹⁵、顧客属性に応じた方法で書面交付が可能であることを告知することを義務付けるべきである。

また、顧客の認識なく書面交付が電子交付に変更されるといった事態が起こらないようするため、必要な期間を確保した上で、既存契約を有する顧客に対して確実に伝達を行うといった顧客保護のための配慮が、個々の金融事業者に加え、行政や業界全体としても必要である。

これらの書面交付に係る費用について、法定の書面の交付に係る費用を顧客に求めるることは、顧客による情報収集のハードルとなりかねないと意見もあり、当面、書面交付に関して、当該顧客に追加的な手数料は求めず、これまでどおりの金融事業者の負担とすることが求められる¹⁶。

（2）顧客の立場に立ったアドバイザー

家計の安定的な資産形成を実現していくためには、家計ごとのライフプラン、資産状況、収入等を考慮した上で、家計管理、資金計画、つみたてNISA等の税制優遇制度や年金制度、多様化する金融商品・サービスなどについて、気軽に相談し、継続的に良質なアドバイスを受けられる環境を整備することが重要である。

そのため、インベストメント・チェーンにおいて顧客と販売会社の間に入り、顧客の判断をサポートするアドバイザーの役割は大きい。また、そのアドバイスについては、顧客の立場に立って、全体最適を考えて行われること、その上で、投資を行う場合は、ポートフォリオ¹⁷としての提案ができることが必要である。しかしながら、顧客の立場に立っていると謳いながら、特定の金融事業者や金融商品に偏ったアドバイスが行われているケースが見られる¹⁸、顧客にとって誰が信頼できるアドバイザーであるかが分からない、等の課題

¹⁴ このほか、データを過去に遡って提供すべきであるとの意見、受け取った情報が顧客に閲覧されているかを金融事業者が確認し、内容を理解しているかモニタリングするなど、デジタル化を活用した対応を行っていくべきであるとの意見、デジタルデータの特性を活かし、タグ付けなどにより外部データとの連携を確保し、関連情報の参照等を可能とする工夫を行うべきとの意見があった。

¹⁵ 一方、顧客が書面による情報提供を受ける選択肢を用意するかどうかは、顧客本位の業務運営の観点から金融事業者がそれぞれ判断すべきであるとの意見もあった。

¹⁶ これに対し、本来は情報提供が義務であり、提供方法は顧客との関係で決めるものであるという考えに立った場合、書面交付希望者にコスト負担を求めることも考えられるといった意見もあった。

¹⁷ 保険や不動産も含めた総合的な資産形成支援の視点が必要であるとの意見があった。

¹⁸ こうした「アドバイス」を行う者がアドバイザーと認識されていることの妥当性について検討すべきとの意見もあった。

も指摘されている。

このため、様々な形で良質なアドバイスがより広く提供されるよう、環境整備を検討していく必要があるが、その方策の一つとして¹⁹、一定の中立性を有するアドバイザーの見える化に取り組むことが考えられる。具体的には、諸外国では、アドバイザーが提供できる商品・サービスの範囲や、顧客からのみ報酬を得ているかどうか等に着目している点を踏まえ、我が国においても、(i)アドバイザーが金融商品の販売を行う金融事業を兼業しておらず、家計の全体最適とポートフォリオの最適化の観点から、幅広い金融商品を対象としたアドバイスが可能かどうか、(ii)金融商品の組成・販売会社からの手数料等を受け取らず、報酬は顧客からのみ得ているかどうか、等の基準を、例えばⅢにおいて述べる金融経済教育を推進する中立的な常設組織が設定し、基準に該当するアドバイザー（以下、「認定アドバイザー」という。）をリスト化・公表する²⁰ことが考えられる。

一方、これまでの我が国における金融ビジネスの慣行や家計のアドバイス・サービスの利用状況を踏まえれば、認定アドバイザーが行うアドバイスが持続可能なビジネスとして成立させていくことには困難が伴うとの指摘もある²¹。そのため、こうしたサービスの立ち上がりを支援する観点から、Ⅲにおいて述べる金融経済教育の実施にあたり、認定アドバイザーの積極的な参加を促していくほか、認定アドバイザーからアドバイスを受ける個人に対する支援の可能性を検討すべきである。

認定アドバイザーが行う活動のうち、一定の金融商品への投資判断についてアドバイスをする場合には、投資助言業の登録が求められる。一方、特に個人のアドバイザーについては、投資助言業の登録が難しく、例えばつみたてNISAでどのような商品を購入すべきかといったアドバイスの提供が行われにくくなっているとの声も聞かれる。顧客が個別商品に関するアドバイスを受けられる機会を拡大する観点から、助言対象を例えればつみたてNISAやiDeCo²²に絞った投資助言業について、投資家保護の観点に十分配意するとともに、

¹⁹ アドバイザーとなり得る主体や、提供されるアドバイスには様々なものが考えられるところ、「Ⅱ.2.(1)顧客等への情報提供」に述べた施策を含め、一定の中立性を有するアドバイザーの見える化以外の取組みについても、諸外国の事例も参考しながら、顧客の立場に立った良質なアドバイスの普及へ向けて議論を行っていく必要がある。

²⁰ アドバイザーをリスト化するに当たっては、投資助言業の登録の有無は問わないこととするのが適当であると考えられる。なお、不適切な事業者が排除されるようにすることが重要であるとの意見があつたほか、アドバイザーはCFPや1級ファイナンシャル・プランニング技能士など相応の資格保有者や実務経験のある者が望ましいといった意見や、アドバイザーの行動が真に顧客の立場に立ったものであるかどうかをモニタリングする観点からは、将来的に、デジタル技術を活用し、個別の販売状況に関する詳細なミクロデータを収集し分析することが有益だとの意見があつた。このほか、こうしたアドバイザーを規制対象として金融庁が監督し、法令違反に対応することも検討すべきとの意見や、アドバイスの対象となる金融商品には有価証券以外も含まれるため、将来的には金融サービス助言業という方向性を指向していくことが考えられるのではないかとの意見もあつた。

²¹ 顧客以外から報酬を得ることを禁止したイギリスにおいては、アドバイザーが富裕層へのサービス提供に注力し、顧客（資産形成層）が、自らが支払いたいと思える金額で必要なアドバイスを受けられないという問題も発生している点には、留意が必要。

²² 登録要件の緩和を検討する業務の範囲については、企業型DCを含めるべきであるとの意見や、つみたてNISA等の制度内の商品についての助言に限定するのではなく、制度外でも金融機関等に推奨された金融商品について意見を求められた際に、その商品がつみたてNISAの対象商品である場合の助言は含めるべきではないか等の意見もあつた。

監督のあり方や体制も検討しつつ、登録要件の緩和を検討していくべきである²³。

以上の取組みを着実に実施するとともに、顧客が良質なアドバイスを気軽に受けられる環境を整備する観点から、今後とも、幅広い観点から家計に対するアドバイス・アドバイザーのあり方についての検討を継続していくべきである。

3. 資産運用業

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上で、資産運用業の高度化や、金融商品の組成・管理を行う金融機関における顧客本位の業務運営の確保は重要な課題である。このため、「中間整理」においては、プロダクトガバナンス²⁴の確保とそのための運用会社のガバナンスの強化を図るため、「原則」の見直しや必要な制度化について検討を進めていくこととされた。

資産運用会社を含む金融商品の組成・管理者には、顧客利益最優先のガバナンス・業務運営が営業現場も含めて行われているかについての検証を、経営陣の責任の下で継続的に行うための態勢整備が求められる。

このうち、資産運用会社の独立性の確保については、日系の大手資産運用会社において社外取締役等のグループ外部からの人材登用の割合が増加するなど、ガバナンスに一定の進展が見られる。また、金融機関グループの親会社である持株会社・販売会社との利益相反を避けるため、資産運用会社社長と持株会社の役員の兼務体制を解消する例も出てきている。一方、取締役会で依然としてグループ販売会社出身の人材が多数を占める傾向が見られるほか、社外取締役についても、運用関連業務の経験者が少ないという課題が指摘されている。また、日本の資産運用会社は、金融機関グループにおける位置づけが明確でなく、グループ会社の枠を超えた発展をしていない、資産運用会社の経営をモニタリングできる社外取締役の機能強化が必要との指摘もある。

資産運用会社においては、想定顧客を明確にし、顧客利益を最優先して個別商品ごとに品質管理を行うプロダクトガバナンス体制を確立することが重要である。

商品組成の課題としては、組成する商品が想定している顧客層²⁵の設定、そして実際に販売した顧客が当該商品について適合性を有していたかの検証が重要である。諸外国では、投資家の最善の利益を確保するため、資産運用会社と販売会社の相互連携による金融商品の適合性を検証する仕組みとして、両者に対してそれぞれの機能及び役割に応じた販売前及び販売後の商品の検証を求めるとともに、当該検証に必要な情報を相互に提供することを求めている。また、例えば商品組成時におけるコスト水準の設定に当たって、他社の同種商品のコスト水準を比較するのみで判断するなど、個別ファンドの運用方針の違いや自

²³ 個人向けの投資助言業であることを念頭に、個人のニーズに合った一定水準以上の知識・経験を有していることが必要であるとの意見があった。

²⁴ 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。

²⁵ 想定顧客属性については、運用のポリシーを示すなど資産運用会社等が投資してほしい顧客について記載することで、より明瞭なメッセージになるとの意見があった。

社の運用実績も踏まえた判断がなされていないといった点が指摘されている。

さらに、商品の管理・検証の課題としては、資産運用会社が自ら組成した商品について、コスト控除後のパフォーマンス検証が十分に行われていないケースや、長期にわたって運用成績が低迷するファンドについて、短期的なパフォーマンスの改善を受けて抜本的見直しの対象から外してしまうなど、長期視点での検証が行われていないケースも見られる。加えて、こうした検証結果に基づいた信託報酬水準の見直しが行われていない可能性も指摘されている。

以上のような、これまでの取組みの進展や指摘される課題も踏まえ、引き続き、資産運用会社等の金融商品の組成者・管理者について、金融グループ内における位置づけを明確化した上でガバナンスや独立性の確保、顧客の最善の利益に適った商品組成・提供・管理を確保する枠組みであるプロダクトガバナンスの実践、組成会社・販売会社それぞれについて求められるべき機能及び役割の明確化を実現していくために必要な、「原則」の見直しやルール化に向けて、検討を深めていくべきである²⁶。

III 金融リテラシーの向上

個々人がそれぞれのライフプランに合った金融商品・サービスをより適切に選択し、安定的な資産形成を行っていく上では、金融リテラシー²⁷を向上させていくことが重要である。また、金融リテラシーの向上は、公正で持続可能な社会の実現に寄与するという意味においても、大きな意義がある²⁸。2000年以降、金融審議会²⁹等において、継続的に金融経済教育の重要性について指摘がなされ、「金融リテラシー・マップ」³⁰に基づき、政府、金融広報中央委員会、金融関係団体等において、ライフプランに応じた資産形成の啓発や投資体験に着目した教材の作成等、金融経済教育に関する取組みが実施してきた。

しかしながら、金融広報中央委員会の「金融リテラシー調査」等の調査結果によれば、
・学校、大学、勤務先で金融経済教育を受けたとの認識がある者はアンケート回答者の全体の約7%に留まり、経年で見ても横ばいで推移している

²⁶ このほか、例えば「原則6」に関して、組成会社に対して目論見書等に想定顧客属性を明記すること、取締役に対して目論見書から逸脱した商品組成となっていないかを求め、販売業者に属性に沿った販売を求めるなどを法令上整備すべきである、あるいは、組成会社等に顧客のリスク許容度を範囲付けるシンプルベースの基準を示すべきであるとの意見や、こうした意見を踏まえ、組成会社等においてまずもって自発的な取組みが求められるとの意見もあった。

²⁷ 金融広報中央委員会（2012）「OECD/INFE 金融教育のための国家戦略に関するハイレベル原則」（仮訳）は、金融リテラシーを「金融に関する健全な意思決定を行い、究極的には金融面での個人の幸福を達成するために必要な、金融に関する意識、知識、技術、態度および行動の総体」と記載。

²⁸ 「金融経済教育の意義・目的は、金融リテラシー（金融に関する知識・判断力）の向上を通じて、国民一人一人が、経済的に自立し、より良い暮らしを実現していくことを可能とともに、健全で質の高い金融商品の提供の促進や家計金融資産の有効活用を通じ、公正で持続可能な社会の実現に貢献していくことにある。」（平成25年6月28日閣議決定（平成30年3月変更）「消費者教育の推進に関する基本的な方針」）

²⁹ 平成15年12月24日金融審議会金融分科会第一部会報告「市場機能を中心とする金融システムに向けて」

³⁰ 金融経済教育研究会が2013年4月にとりまとめた報告書を踏まえ、同年6月に設置された金融経済教育推進会議が策定（2014年6月策定。2015年6月改訂）。

- ・長期投資や分散投資等のリスク抑制効果を認知している者は4割程度に留まる
- ・企業型DCの事業主による継続投資教育を受けたと回答する加入者も1割に過ぎない³¹などの結果が示されており、金融経済教育が広く国民に行き届いているとは言えない状況にある。また、金融経済教育を実施する主体が民間の金融関係団体や個別の金融機関では、社会人を中心とする受け手に敬遠されるのではないかとの指摘もある。

このような取組みの全体的な量の少なさや提供される側の受け止めといった課題のほか、政府、金融広報中央委員会、金融関係団体等による金融経済教育に関する取組みが十分調整されておらず、非効率的な面もあるため、諸外国の事例³²も踏まえ、関係者間での取組みの調整、業界横断的な取組みや金融経済教育の推進主体の常設化が必要との意見があった。こうした指摘を踏まえ、国民の資産形成への自助努力を支援し、家計の資産所得を増やすため、誰一人取り残さず、広く、定期的に金融経済教育を受ける機会が提供されるよう、国全体として、中立的な立場から、資産形成に関する金融経済教育の機会提供に向けた取組みを推進するための常設組織を早急に構築すべきである³³。その際、最低限身に付けるべき金融リテラシーを体系的に整理した金融リテラシー・マップの内容を踏まえつつ、家計管理や生活設計等のほか、消費生活の基礎や社会保障・税制度、金融トラブルに関する内容も含めて、広範な観点から金融リテラシーの向上に取り組むべきである。

金融経済教育の機会提供に当たっては、企業等における職域での取組みが鍵となる。中堅・中小企業が置き去りにされないよう留意しながら、企業等において広くセミナーや個別相談等を行うなど、Ⅱ2.(2)においてリスト化に取り組むべきとされた認定アドバイザーの参加を得ながら積極的な活動に官民一体となって取り組むべきである。

実際に金融経済教育を推進するに当たっては、施策ごとのKPI設定や効果検証を進めるほか、ゲームやエンターテインメントの要素を盛り込むなど無関心層にも興味を持たせるための工夫も検討すべきである³⁴。また、個人の行動変容を促すためには、金融経済教育とともに、個人の立場に寄り添ったアドバイザーの役割が重要である。金融経済教育と顧客の立場に立ったアドバイスは地続きであるとの認識の下、両者を一体として捉え、統合的に取組みを進めていくべきである。

³¹ 継続投資教育のほか、DCの指定運用方法(デフォルト商品)を見直すことも期待されるとの意見があった。

³² 英国では、2018年に成立した「金融ガイダンス法」に基づき、2019年4月に金融取引・年金に関する情報提供等を行う複数の政府機関を統合して“The Money and Pensions Service”(MaPS)を設立。MaPSは、政府外の公的機関として、英国民に対して、債務アドバイスや金融取引・年金に関する情報提供等を実施。一方、米国では、2003年に制定された「金融リテラシー教育改善法」に基づき、「金融教育リテラシー委員会」(FLEC: Financial Literacy and Education Commission)が設立。FLECは、各省庁等における金融教育に関する取組みを一体的に進めるための調整・情報収集の役割を担う。

³³ 資産形成に関するアドバイスを受けたいが、その費用を払うことができない層も一定数いることが考えられるので、公的機関によるアドバイザーの収入確保等も含めた支援を考える必要があるとの意見があった。

³⁴ 特定の事業者や地方自治体に限ることなく誰もが参加・アクセスできるようにする仕組みが重要であり、デジタル技術を活用したコンテンツやデジタルイベントなどの開催があり得るといった意見があった。

IV 総合的な資産形成支援

家計の安定的な資産形成の実現に向けた利用者の利便向上とその保護のための施策は、つみたてNISAやiDeCo等の税制優遇制度の普及、金融リテラシーの向上、金融・資本市場に関する事業者・年金等の監督等、広範に及ぶため、国全体として総合的に進めていくことが重要であると考えられる。

あわせて、国だけではなく、地方自治体や民間企業による主体的な取組みと国との連携も不可欠であると考えられる。地方自治体が行っている健康診断のように、金融経済教育や資産形成支援についても、例えば、地方自治体や民間企業がつみたてNISA等の普及や利用促進を図るため職員・社員向けセミナーを開催するなど、身近な場所で、定期的に、資産形成を開始したり、見直したりする機会が得られるような取組み³⁵を広く進めることが重要である。

多様な国民が存在することを想定し、国民本位で、資産形成支援に関連するきめ細かい施策を、関係省庁や地方自治体・民間団体等が連携して、国全体として総合的かつ計画的に推進すべく、政府は「基本的な方針」を策定すべきである。こうした方針も踏まえ、国・地方自治体・企業等による取組みと併せて、広く国民に訴求する広報戦略を展開するなど、効率的・効果的な金融経済教育を全国的に実施することが考えられる。

V おわりに

今後、関係者において、本報告書に示された考え方を踏まえて制度の見直し等の必要な対応が進められることが期待される。また、当タスクフォースにおいては、継続して検討すべきとされた課題等について引き続き検討を行っていく。

³⁵ 健康診断において「診断」が有益であるように、こうした取組みにおいても診断（個別相談）が重要であるとの意見があった。

資産運用業高度化プログレスレポート 2023

—「信頼」と「透明性」の向上に向けて —

2023 年 4 月



目次

はじめに	1
1 資産運用業の高度化に向けた課題	3
1 - 1 資産運用会社の信頼向上のために	5
1 - 1 - 1 資産運用会社の経営の透明性確保.....	5
1 - 1 - 2 運用体制の透明性確保.....	10
1 - 1 - 3 保有銘柄の透明性確保.....	12
1 - 1 - 4 プロダクトガバナンスの強化	15
1 - 2 販売会社の信頼向上のために.....	18
1 - 2 - 1 顧客資産の持続的拡大.....	18
1 - 2 - 2 アドバイスの付加価値の提供	20
1 - 2 - 3 ファンドラップの付加価値の明確化.....	21
1 - 2 - 4 投資信託の手数料の明確化	23
1 - 2 - 5 販売チャネルの多様化.....	26
1 - 3 運用の付加価値の向上のために	27
1 - 3 - 1 アクティブ運用の付加価値の向上.....	27
1 - 3 - 2 運用商品のイノベーション創出	30
1 - 3 - 3 スチュワードシップ活動の実効性評価のための議決権行使結果の活用.....	31
1 - 3 - 4 インデックスプロバイダー間の競争促進	33
1 - 3 - 5 海外資産の運用力強化.....	34
1 - 3 - 6 リテール向け運用サービスの定性・定量評価.....	36
1 - 4 資産運用業界の効率性を改善するために	36
1 - 4 - 1 公販ネットワークの互換性確保への対応	36
1 - 4 - 2 投資信託の計理事務（基準価額計算）と運用の分離	38
1 - 4 - 3 資産運用会社の新規参入促進	41
1 - 4 - 4 デジタル技術を活用した顧客に対する情報提供の拡大	43
2 アセットオーナーの運用高度化に向けた課題	45
2 - 1 わが国の確定給付企業年金の運用の特徴	46
2 - 2 母体企業の意識	48
2 - 3 オルタナティブ投資拡大の留意点	50
2 - 4 職員の専門性・人員不足への対応	51

2 - 5 小規模企業年金への対応	54
2 - 6 大手年金基金等のリーダーシップ発揮	54
3 確定拠出年金（DC）を活用した資産形成の課題.....	59
3 - 1 加入者の投資機会の活用促進.....	60
3 - 2 レコードキーパーのデータ連携.....	62
3 - 3 指定運用方法の導入と加入者の継続教育	63
3 - 4 運営管理機関の評価と比較可能性の向上	65
4 今後の対応	66
5 参考	67

はじめに

昨年 11 月、内閣官房に設置された新しい資本主義実現会議において、「資産所得倍増プラン」が決定された。「資産所得倍増プラン」では、わが国の家計金融資産の半分以上がリターンの少ない現預金で保有されている現状に鑑み、家計・個人の資産形成を支援し、長期的には資産運用収入そのものの倍増も見据えて政策対応を行うこととしている。

具体的な取組みの柱として、2024 年からの NISA 制度の抜本的拡充・恒久化や金融リテラシー向上に向けた金融経済教育推進機構の創設が掲げられ、関連法案が今国会に提出される等、政府による「貯蓄から資産形成」に向けた環境整備が進んでいる。

他方で、「貯蓄から資産形成」を着実に推し進めるには、税制上の優遇措置や金融教育面の後押しのみならず、わが国の資産運用業が専門性と透明性を向上させ、国民の尊敬と信頼を得ることが必要である。

しかしながら、銀行や証券会社など、わが国における運用商品・サービスを提供する金融機関（以下、「販売会社」という。）については、時として、販売手数料獲得を目的とした顧客本位ではない販売行動が見受けられる。また、資産運用会社については、大手金融機関グループに属している社が市場で高いシェアを占め¹、経営陣の選任、商品の組成・販売・管理（プロダクトガバナンス）、議決権行使等の様々な場面でグループと顧客との間に利益相反の懸念が生じやすい状況にある。

加えて、わが国では、資産運用会社の「事務」と「運用」、販売会社の「商品提供」と「アドバイス」が、同じ組織内で一体的に運営されることが一般的であり、同一の機能間の競争が十分ではなく、各機能の専門化・効率化が、米国や英国等と比べて遅れているようである。

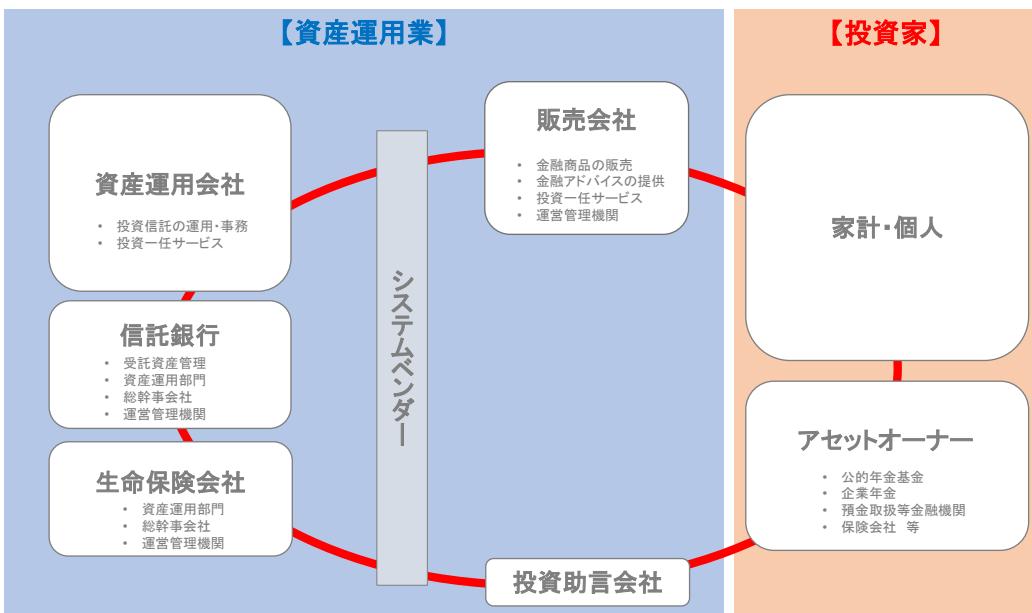
家計・個人への運用商品の情報開示も十分ではなく、中立的な第三者による運用商品の比較や評価も充実していないため、家計・個人と資産運用業界との情報の非対称性は大きく、牽制が働き難い状況にある。

一方、アセットオーナーに対する情報開示は充実しているものの、一部の企業年金では、運用に携わる職員の専門性や人員が不足しており、運用商品の選別や必要なリスク管理が適切に行われていないのではないか、との指摘がある。

また、確定拠出年金においては、投資信託等の割合が年々増加しているものの、元本確保型の金融商品の保有が一定割合を占めており、資産形成や税制優遇の機会を十分に活用できていない加入者も存在する。

¹ 例えば、ETF を除く公募投資信託の受託資産残高に占めるシェアは、大手金融機関グループ系列の上位 11 社で約 7 割。

【図0-1】 わが国の資産運用業の全体像



「資産運用業高度化プログレスレポート 2023」では、上記課題を網羅的に取り上げて詳細を分析している。作成にあたっては、日系大手、外資系、新興・独立系といったわが国のような様々な資産運用会社や海外の資産運用会社、銀行・信託銀行、証券会社、生命保険会社、金融商品仲介業者、企業年金の担当者、運用コンサルティング会社、システムベンダー、監査法人、行動経済学研究者等、多くの関係者から課題認識を聴取した。併せて、複数の委託調査を実施し、調査結果を得た。ヒアリングを通じて得た意見や提言は、販売会社と資産運用会社が利益相反を適切に管理し、国際的な動向も踏まえて、経営とサービスの専門性と透明性を高め、国民の信頼を得ることを最優先課題としている点で共通している。金融庁はこうした意見や提言、調査結果を参考に、わが国の資産運用業の現状と課題を整理し、期待される方向性を記載した。

1 資産運用業の高度化に向けた課題

貯蓄から資産形成に向けた政府の制度整備が進む中、家計が安心して資産形成に取り組むには、わが国における運用商品の販売会社と資産運用会社が共に国民から信頼される存在でなければならない。また、販売会社が国民から信頼される存在であっても、長期間にわたり、金融資産の大半を現金・預金に振り向けてきた家計や個人にとって、企業情報についての調査や分析が必要となる株式投資は難度が高い。一方、投資信託は、その仕組みとして、多数の投資家から資金を集め、専門家に資産運用を任せ、分散投資によるリスク低減を図るものであり、分配金の再投資や小口資金での投資が可能である等、利便性も高い。このため、投資信託の仕組みは、投資経験の少ない家計や個人の資産形成にとって有効な手段となり得る。

また、家計が長期間にわたり定期的に一定額を投資信託に投資することは、「高値で少量を買い、安値で多くを買う」というドルコスト平均法により、投資信託の価値（基準価額）のリターンよりも高い投資家のリターンを実現する。

更に、リスクキャピタルの供給という観点からは、投資信託を媒介として資産運用を経験した人ほど、他の有価証券に投資する割合が増え、リスク性の高い投資を指向するようになるとの分析もある²。わが国の投資信託市場、ひいては金融市場全体の厚みを増すには、投資信託保有者の裾野を広げることが重要である。

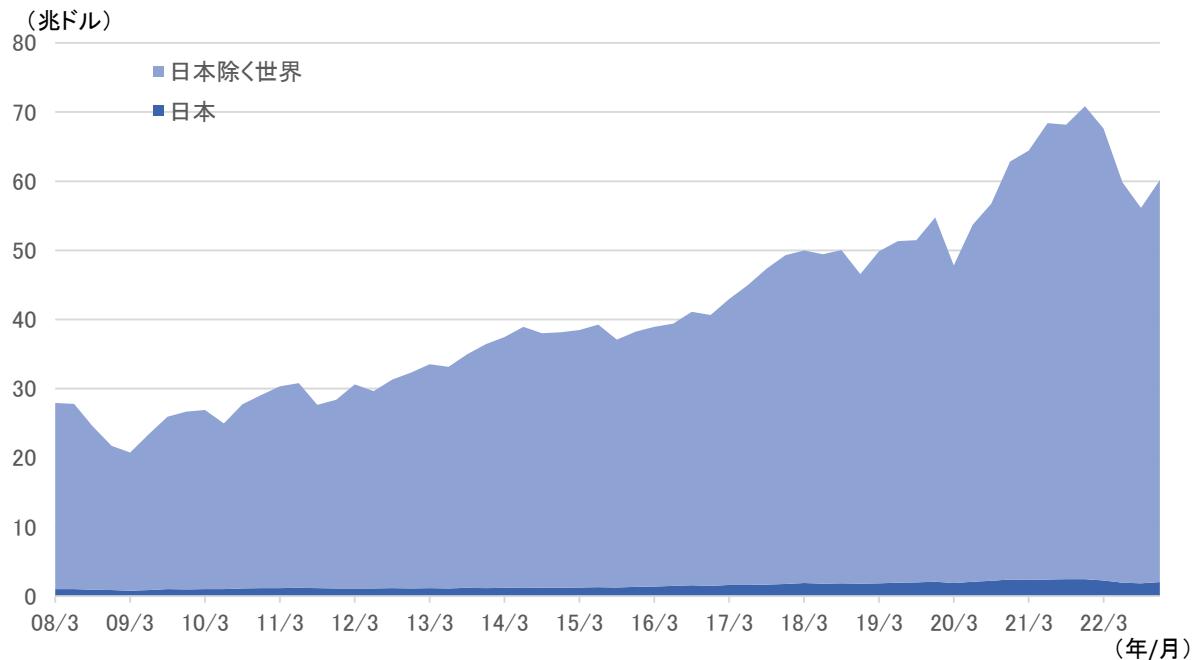
このように投資信託の普及には様々なメリットがあり、この 15 年で世界のファンド市場は大幅に拡大した。The International Investment Funds Association (IIFA) の統計によると、2022 年 9 月末時点で世界のオープンエンドファンド³と上場投資信託（以下、「ETF」という。）の純資産額合計は約 60 兆ドル（約 7,900 兆円）ある。このうち、わが国の国内籍の投資信託は、1.9 兆ドル（約 260 兆円）で、世界全体に占めるシェアは 3 %程度と、わが国の GDP の規模と比べて小さく、これには日本銀行が保有する 48 兆円の ETF や 107 兆円の私募投資信託も含まれている。加えて、わが国の個人金融資産に占める投資信託の割合は 4.3% と、米国の 12.6% や欧州の 10.4% と比べて小さく、普及・拡大の余地がある⁴。

² 野村アセットマネジメント 水野隆秀「我が国の金融・資本市場の活性化について—機関投資家の立場から」(FUND MANAGEMENT 2010 年秋季号)

³ いつでも自由に換金できるファンド。

⁴ 投資信託協会「投資信託の主要統計」(2022 年 12 月) のデータ。なお、世帯・個人単位で日米比較を行うと、Investment Company Institute (ICI) の 2021 年の調査では、米国の世帯の 45.4% がミューチュアル・ファンドを保有しているのに対し、わが国では、日本証券業協会の 2021 年度の調査で、個人の 10% が投資信託を保有している状況。

【図1-1】 世界のオープンエンドファンドと ETF の純資産総額の推移⁵



今後、わが国の家計や個人が資産運用業を信頼し、投資信託や投資一任契約を通じて金融資産の運用と管理を託すには、資産運用業界が専門性と透明性を高め、顧客の最善の利益を図ることを具体的な施策と併せて広く国民に示し、理解を得ることが重要である。

このため、「1-1 資産運用会社の信頼向上のために」では、経営トップから運用実態に至るまで、資産運用会社の専門性の周知や透明性向上に向けた課題と対応案を提示した。

「1-2 販売会社の信頼向上のために」では、運用商品を提供する販売会社が、顧客の資産形成を支援し、顧客資産の持続的拡大を図るための課題と対応案を提示した。

「1-3 運用の付加価値の向上のために」では、資産運用会社の運用力強化に向けた課題と対応案を提示した。

「1-4 資産運用業界の効率性を改善するために」では、資産運用業界に長年残る業務の非効率性が、資産運用業界の新陳代謝や職員のモチベーション向上を阻害している可能性を懸念し、課題と対応案を提示した。

⁵ IIFA, "Worldwide Regulated Open-End Fund Assets and Flows Fourth Quarter 2022"のデータを基に金融庁作成。2008年3月末～2022年12月末。

1・1 資産運用会社の信頼向上のために

1・1・1 資産運用会社の経営の透明性確保

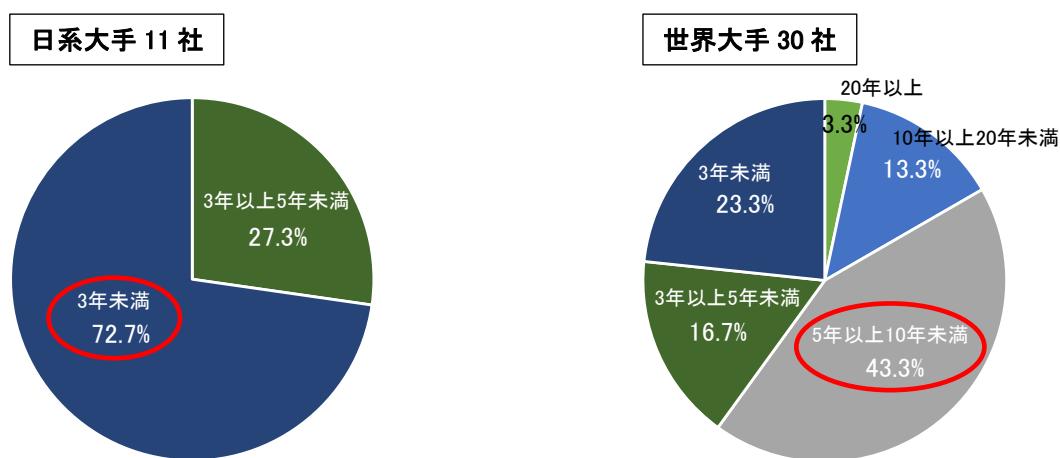
資産運用会社の顧客資産が持続的に増加することは、運用報酬の増加を通じて、資産運用会社の収益の安定的な成長に繋がる。このため、資産運用会社には、運用力を強化して、顧客の資産運用ニーズに合った良質な運用商品を提供し、顧客の信頼確保に努めるインセンティブがある。

しかしながら、わが国の大手資産運用会社には、金融機関グループの系列会社が多く、同じグループ内の販売会社は販売手数料獲得型の営業を主流としており、状況によっては、販売会社の短期的 利益が資産運用会社の長期的利益に優先されるおそれがある。資産運用会社はこうした懸念を払拭できるよう、利益相反を適切に管理し、顧客の最善の利益を図ることを、具体策を持って国民に示していく必要がある。

2022年12月末時点の投資信託及び投資一任契約の運用資産残高で、国内上位20位内の資産運用会社のうち、日系大手資産運用会社11社のデータ⁶によると、経営トップは、グループ内他社から資産運用会社への異動後、3年以内で就任する例が多い。中には、資産運用会社での経験が全くないまま経営トップに就任する場合もある。こうした状況下、資産運用会社の経営トップの選任理由についての説明がないままでは、わが国の大手金融機関グループは、顧客の最善の利益や資産運用会社としての成長よりも、グループ内人事上の処遇を重視しているのではないかと一般に受け止められるおそれがある。

また、経営トップの在任期間を見ると、就任時期にもよるが、日系大手資産運用会社の7割以上が「3年未満」と就任して間もない状況である。他方、オープンエンドファンドとETFの運用資産残高で、世界上位30位内に入る大手資産運用会社（日系の大手資産運用会社1社を含む）の経営トップについて、就任からの経過年数を見ると、「5年以上10年未満」が最も多く、日系大手資産運用会社の経営トップと比べて、在任年数が長い。

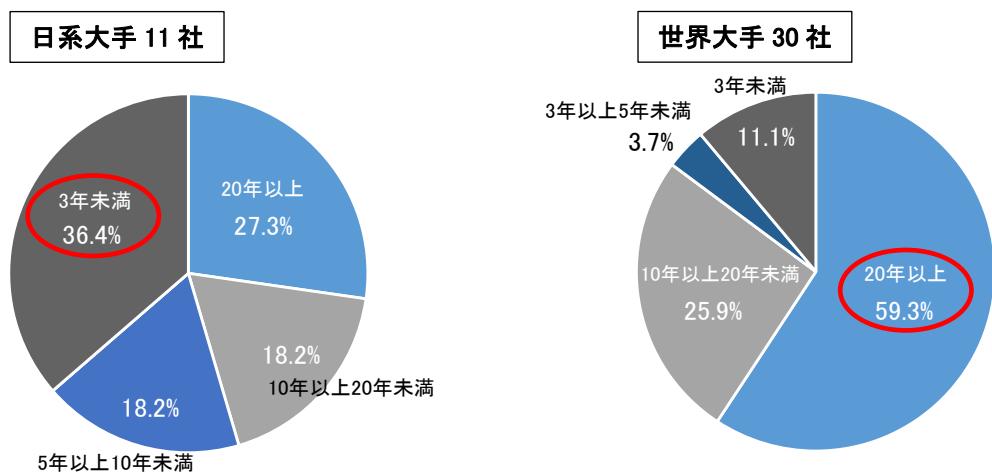
【図1-2】 大手資産運用会社の経営トップ在任期間



⁶ 日系大手資産運用会社については、各社提供データ。世界の大手資産運用会社については、各社ホームページ及び報道情報を参照。

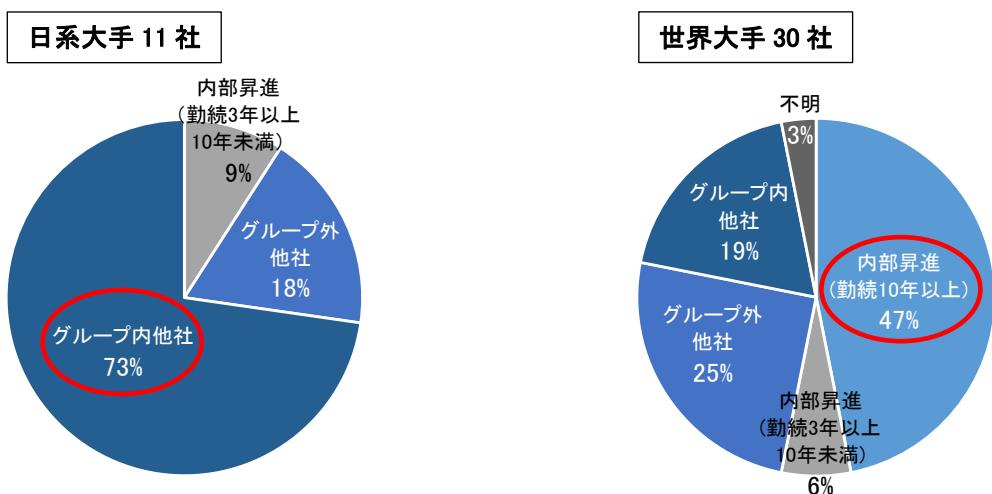
次に、経営トップ就任前の資産運用会社での経験年数を見ると、日系大手資産運用会社の経営トップは「3年未満」が約36%と最も多いのに対し、世界の大手資産運用会社は、「20年以上」が最も多く、6割近くを占めている。

【図1-3】 大手資産運用会社の経営トップ就任前の資産運用会社経験年数⁷



加えて、経営トップの出身会社を見ると、日系大手資産運用会社では、その7割以上が「グループ内他社」出身である⁸。これに対し、世界の大手資産運用会社の経営トップは、その半数近くが「勤続10年以上」の内部昇進である。

【図1-4】 大手資産運用会社の経営トップの出身会社



更に、世界の大手資産運用会社のホームページ等から、経営トップの紹介欄を見ると、以下のような記載があり、経営トップの選任理由について、顧客に対する明確な説明がなされている。

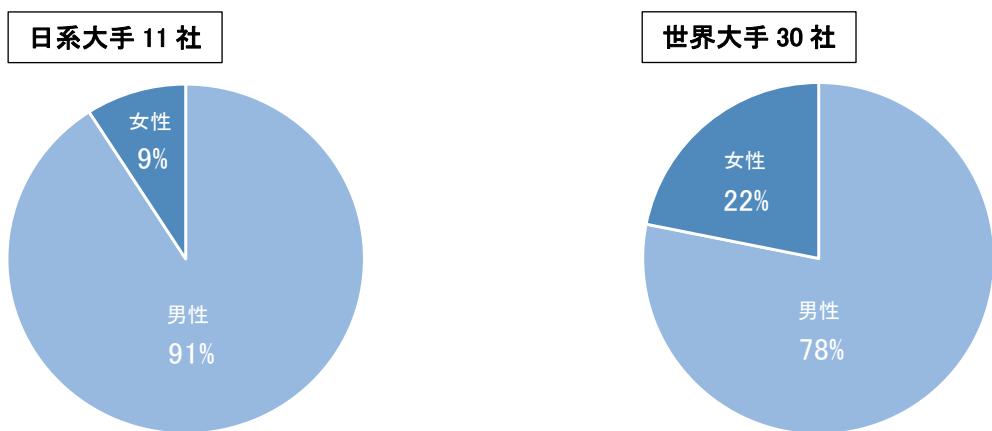
⁷ 資産運用会社での業務経験年数及び受託資産運用部門の業務経験年数を「経験年数」としてカウントしたもの。

⁸ 資産運用会社に勤続3年以上で経営トップに昇格した場合を「内部昇進」、3年未満で経営トップに昇格した場合は出身会社を「他社」と定義。

- ・「39年の投資運用経験、全て当社」
- ・「サクセッションプランにより、CEO（最高経営責任者）に就任」
- ・「共に働いた前社長が述べるところによると、彼は当社の顧客向けサービスに強い情熱を持っており、グローバルな視野と業務のあらゆる局面で強いリーダーシップを持っている理想的な経営トップである」
- ・「アジア太平洋、米州、欧州の当社ミューチュアル・ファンド部門を率いてきた」
- ・「金融セクターのアナリスト、ポートフォリオ・マネージャー、ファンドの運用・調査部門の最高責任者（CIO）としての30年にわたる経験」

最後に、世界の大手資産運用会社30社の経営トップには、女性が一定割合いるが、わが国の大手資産運用会社は、女性の割合が少ない等、経営トップの多様化が遅れており、イノベーションの創出が期待しにくい状況にある。

【図1-5】 大手資産運用会社の経営トップの性別



ESG投資やオルタナティブ投資の拡大、AIやオルタナティブデータの活用等、世界的に資産運用業の高度化が進んでいる。海外の資産運用会社の中には、データ分析会社やシステム会社を子会社化しているところもある。こうした中、わが国の資産運用会社の経営トップには、国際的な動向も踏まえ、付加価値の低下した業務を合理化し、付加価値の高い業務にリソースを配賦するための業務知見と決断力、リーダーシップの発揮が期待されている。こうした期待にどのように応えていくのか、経営トップの選任の在り方も含めて検討し、顧客資産を預かる資産運用会社としての成長に向けた道筋を具体的に示していく必要がある。

その上で、経営トップの任期は、一定程度、長期であることが望ましい。経営トップの任期が短い場合には、大規模投資による生産性向上やコスト削減策の実行、人事・報酬政策の抜本的見直し、将来に向けた商品開発等、成果が現れるまでに時間要する施策、また、グループ内でのリーダーシップ発揮が求められる難易度の高い施策を企画・実行することが難しくなる。

資産運用会社各社には、利益相反懸念を払拭し、業務を継続的に高度化するためのサクセションプランの策定と経営トップの選任理由の開示など、具体的な行動を期待している。

(参考) 世界の大手資産運用会社の経営トップについての説明

受託資産額で世界上位の資産運用会社は、経営トップの経歴や実績について、各社のホームページ等で、例えば以下のように説明しており、経営トップの選任理由が一般投資家にとっても、分かり易い内容になっている。

【米国の独立系資産運用会社の経営トップ選任時のプレスリリース概要】

- X社の取締役会は本日、X社の最高投資責任者（CIO）であるA氏を最高経営責任者（CEO）に選出し、2018年1月1日に現CEOのB氏の後任とする計画を発表しました。CEOを退任する決定について、B氏は次のように述べています。「当社が成長し、進化し、グローバルに拡大し続ける中で、新しいリーダーを必要とするタイミングであり、取締役会は満場一致で、A氏が当社の次のCEOとして理想的であると判断しました。私はA氏と長年一緒に仕事をしてきましたが、彼は当社の顧客にサービスを提供する強い情熱、グローバルな考え方、そして私たちの業務のあらゆる側面における重要なリーダーシップの経験を持っています。」
- B氏は2001年から当社のシニア・リーダーシップ・チームのメンバーであり、2013年からは当社CIOを務めています。1991年に当時の会長のアシスタントとして当社に入社しました。1998年に同社のプリンシパルに選出され、2001年から2006年まで当社情報技術部門の最高情報責任者兼ヘッド、2006年から2012年まで当社の個人投資家グループのヘッドなど、2つの部門で上級管理職を歴任しました。
- また、当社のグローバル投資委員会の長期メンバーでもあり、当社内の株式・債券運用部門、及び当社が採用している27の外部投資顧問会社の監督責任を担っています。

【米国の独立系資産運用会社の経営トップについての説明概要】

- W氏は、当社のCEO兼株式ポートフォリオ・マネージャーでもあります。当社において、39年の投資経験を有しています。当社の株式投資アナリストとして、国際的な電気通信企業及び米国のサービス企業を担当しました。当社のアソシエイト・プログラムに参加し、キャリアをスタートさせました。

【米国の独立系資産運用会社の経営トップについての説明概要】

- CEOのC氏は、資産運用分野で30年以上の経験があります。2016年に当社に入社する以前は、米国資産運用会社P社のリテールマネージド・アカウント及び生命保険・年金事業を率いていました。米国資産運用会社Q社からP社に入社し、北米ディストリビューション部門の責任者を務めていました。それ以前は、…(略)。

【米国の銀行系資産運用会社の経営トップ選任時のプレスリリース概要】

- 当社で 33 年間勤務したベテランの G 氏が、当社資産運用部門のリーダーシップを取ることになりました。1986 年に当社に入社した G 氏は、当社のアセット & ウエルス・マネジメント事業部門の運営委員会のメンバーでもあります。それ以前は、グローバル・ファンドマネジメントの CEO として、アジア太平洋、米州、欧州の当社ミューチュアル・ファンド部門を率いていました。2005 年に立ち上げた当社米国のミューチュアル・ファンド・プラットフォームを 10 年間率いてきました。

【スイスの銀行系資産運用会社の経営トップについての説明概要】

- X 氏は、当社のサステナビリティ・アジェンダとネットゼロ・コミットメントを実現するための取組みを推進する責任者です。2019 年に当社社長に任命されました。
- X 氏は、2017 年に当社の投資部門長として入社し、伝統的な資産クラス、パッシブ及びアクティブ、そしてマルチ戦略ヘッジファンドの投資チームを統括しました。
- 当社入社以前、X 氏は約 25 年間 Y グループに勤務し、直近では北米の市場責任者を務めています。また、Y 社の年金投資委員会メンバーや、Y グループ・カナダの取締役も務めました。
- それ以前のキャリアでは、Y 社の債券リサーチ部門のグローバルヘッド（2004 年～2008 年）、債券資本市場部門の共同ヘッドを務め、Y グループの完全子会社でデータ分析会社である Z 社の CEO を務めました。ウォール街でのキャリアは、W 社の投資銀行業務でスタートしました。

【ブラジルの銀行系資産運用会社の経営トップについての説明概要】

- B 社はブラジルの資産運用会社で、国内最大です。2020 年 12 月から CEO を務める M 氏のもと、B 社を最先端とされる他の大手資産運用会社と同レベルにすることを目指し、近代化という意味での一連の施策が行われてきました。
- 「個人投資家が銀行預金やパッシブ債券ファンドを好んだ時代は終わりました。個人投資家は日々情報を集め、さまざまな商品を求めており、私たちもこの動きに合わせて、新しい商品の開発とアクティブ運用を行っています」と、M 氏は語りました。
- M 氏は、財務・年金担当の元取締役で、当社の受託サービス部門、債券ファンドマネジメント部門、投資信託バックオフィス部門、リテール投資信託運用部門のエグゼクティブマネージャーを歴任。

【英国の独立系資産運用会社の経営トップについての説明概要】

- A 氏は 2018 年 12 月に CEO として当社に入社しました。A 氏は、J 社、M マネジャーズ社、A アセットマネジメント社、G & H インベストメント社などのグローバル企業で、金融セクターのアナリスト、ポートフォリオ・マネージャー、CIO として 30 年にわたる経験を積んでいます。

1 - 1 - 2 運用体制の透明性確保

海外では、ビジネス慣行として運用担当者に自ら運用するファンドに投資することを義務付けるケースがあるという。これは、顧客資産の運用は自己資金の運用と比べて、運用担当者のパフォーマンス向上の動機が下がり、顧客の最善の利益が図られないのではないかとの顧客の懸念を払拭し、信頼を得るために一つの方策と考えられる。

また、法令上の定めにより、米国の資産運用会社の目論見書や追加情報書には、運用チームの主要メンバーの氏名や経歴、担当するファンドの株式保有状況など、詳細な情報が記載されている。このため、米国の運用担当者は顧客に対して明示的な運用責任を負っていると言うことができる。

【図 1-6】 米国資産運用会社のファンド目論見書における運用担当者の開示例⁹

(運用担当者の開示)

- ポール氏、タケオ氏、トム氏がファンドの日々の運用の主な責任を担っています。
- ポートフォリオ・マネージャーは、ポートフォリオ管理に関する様々な機能を担い、これには、例えば、特定の資産クラスへの集中、投資戦略の実行、投資戦略の調査と見直しのための各ポートフォリオ管理チームメンバーとの調整、より責任が限定されたポートフォリオ管理チームのメンバーの監督等が含まれます。
- ポールは 2007 年からシニア・ポートフォリオ・マネージャーとして当社に勤務しています。それ以前は、2006 年から 2007 年まで C 社でポートフォリオ・マネージャーを務め、2012 年より当ファンドのポートフォリオ・マネージャーを務めています。
- タケオは、2006 年からシニア・ポートフォリオ・マネージャーとして当社に勤務しています。2001 年から 2006 年まで D 社でポートフォリオ・マネージャーを務め、2008 年から当ファンドのポートフォリオ・マネージャーを務めています。
- トムは、… (略)。
- ファンドの追加情報書類は、ポートフォリオ・マネージャーの報酬、ポートフォリオ・マネージャーが管理する他の口座、及びポートフォリオ・マネージャーのファンドの株式所有（ある場合）に関する追加情報を提供しています。

米国 Morningstar の調査によると、多くの国・地域で、ファンド単位の運用担当者の氏名開示が進んでいるようである¹⁰。これには、現地法令の要請による開示の他、資産運用会社による自主的な開示も含まれる。個人情報保護の要請もある中で、運用担当者に関する情報開示が進んでいる背景としては、海外においては、運用責任の所在を明確化することで、運用担当者のモラルハザードを防ぐことができるとの考えが普及していることによるものと考えられる。

過去の金融審議会の議論を受けて、わが国においても、資産運用会社各社が、ホームページ上に運用責任者等の運用経験年数の一覧表を開示しているが、必ずしも個々の投資信託に紐付いた形に

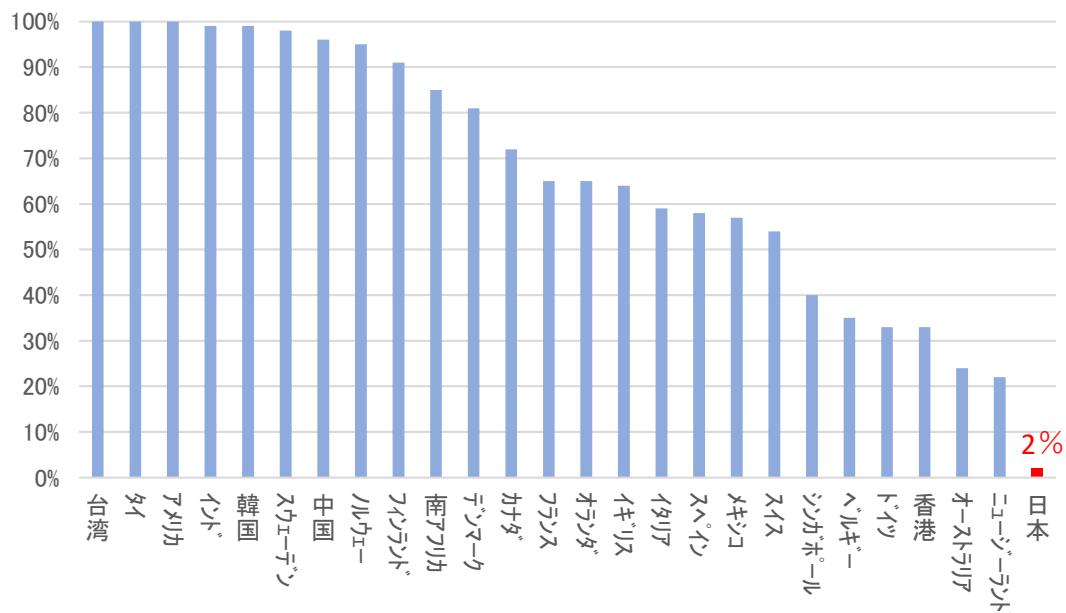
⁹ 米国資産運用会社の実際の目論見書を基に金融庁でイメージ図を作成。

¹⁰ Morningstar, "Global Investor Experience Study: Disclosure" (2020 年 12 月 14 日)。

はなっておらず、氏名も開示されていない等、開示の事実も含めて運用体制の実態が顧客に分かりにくいものとなっている。

イボットソン・アソシエイツ・ジャパンの調査によると、わが国において、運用担当者の氏名をホームページ上やデータプロバイダーに開示している公募投資信託は、全体の本数の2%程度と主要26カ国・地域中、最低水準にある。

【図1-7】世界各国のファンドの運用担当者氏名開示状況（本数割合）¹¹



しかしながら、わが国においては、運用担当者の詳細情報の開示には、以下のような意見がある。

- 人事異動があっても、組織として同水準の運用の質を維持できるよう、適切な態勢が確保されており、開示は不要である。
- 運用成績が悪化した際に運用担当者のレビューーションが下がることになる。
- わが国には多数の投資信託があり、開示書類の管理が煩雑になっている中、運用担当者の氏名を開示すると、更に作業負担が増えることになる。
- 実績がある運用担当者を社内に引き留めることが難しくなる。

他方、以下のような意見もある。

- 主力の運用担当者が交代すると、実際には、運用パフォーマンスに影響が出ている。
- 運用体制の実態が分からぬ状況では、安心して投資できない。
- 投資一任契約では、法人顧客に対し運用担当者の情報を開示しているが、投資信託でそうした情報を開示しないことは、リテール顧客軽視のおそれがある。

こうした中、わが国においても代表的なファンドについて、ファンドマネジャーの情報をホーム

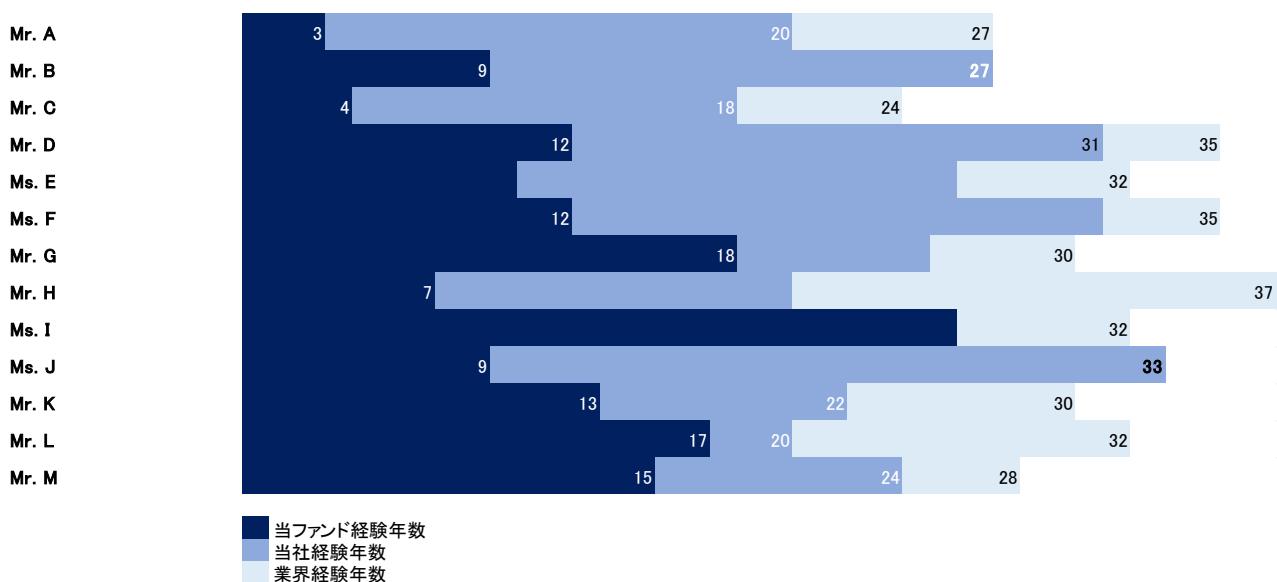
¹¹ Morningstar, "Global Investor Experience Study: Disclosure" (2020年12月14日) のデータを基に金融庁作成。

ページ上で公開している資産運用会社や、運用報告説明会を定期的に開催し、投資家の質問に直接答える等、投資家との接点を持つように努めている資産運用会社もある。今後こうした取組みが拡大し、より多くの投資信託について、販売用資料やホームページ等での運用体制の開示が進めば、顧客に加え、フィナンシャル・アドバイザーや評価会社等による運用体制の評価が充実し、顧客の資産形成に資する良質な投資信託を選定するための重要な参考情報となり得る。

資産運用会社各社においては、海外の資産運用会社の開示事例も参考に、投資信託の運用体制の実態が顧客に理解されるよう、例えば、旗艦ファンドから情報開示の充実を図るなど、自主的な取組みを進めることが望ましい。

【図1-8】 米国資産運用会社のファンドの運用体制開示例¹²

ポートフォリオ管理担当



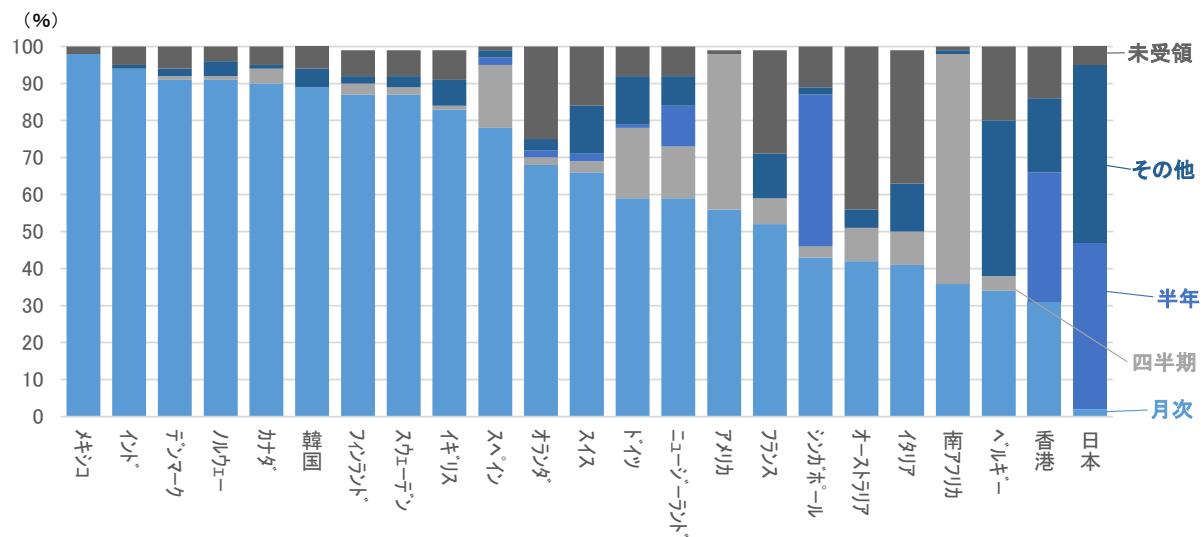
※ 太字の数字は当社経験年数と業界経験年数が等しいケースを表しています。

1-1-3 保有銘柄の透明性確保

イボットソン・アソシエイツ・ジャパンの調査によると、多くの国・地域では、資産運用会社が、リテール向けファンドの全保有銘柄を月次又は四半期の頻度で開示している。わが国では決算の頻度に応じて、年に1回又は半期に1回の頻度で全保有銘柄を開示しているが、顧客向けの月次レポートでは、残高上位10銘柄の開示に留まっている。

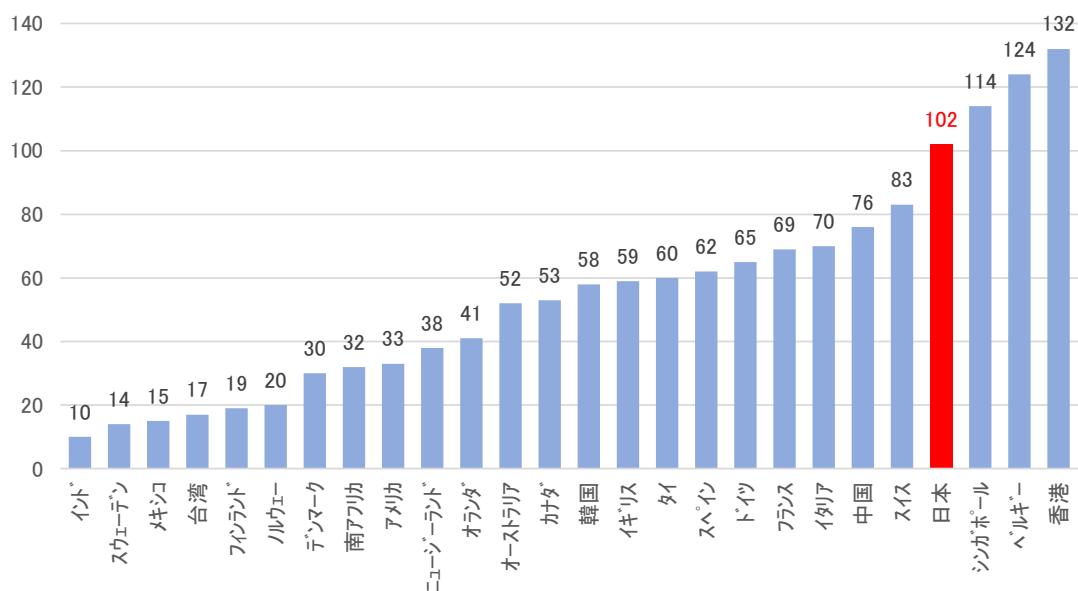
¹² 米国資産運用会社のホームページを参考に、金融庁でイメージ図を作成。

【図1-9】 世界各国のリテール向けファンドの保有銘柄開示頻度¹³



また、開示までの時間差についても、多くの国・地域で、規制当局が求める要件よりも早いタイミングで全保有銘柄の開示が行われている一方、わが国では、3カ月程度の時間差があり、時間差を縮める自主的な取組みは少ない¹⁴。

【図1-10】 世界各国のリテール向けファンドの保有銘柄開示までのラグ（日数）¹⁵



保有銘柄開示までの時間差が長い国・地域においては、共通して、開示データのデジタル化が進んでいないとの指摘がある。わが国では、運用報告書を通じて全保有銘柄を開示しているが、その多くはPDFであり、データの二次利用が困難な状況にある。

¹³ イボットソン・アソシエイツ・ジャパンのデータを基に金融庁作成。

¹⁴ ただし、海外の資産運用会社の中には、運用戦略を模倣されないよう、3カ月程度のラグを設定して開示しているところもある。

¹⁵ イボットソン・アソシエイツ・ジャパンのデータを基に金融庁作成。

また、特に近年では、世界的に ESG を考慮するファンドの組成が増え、運用実態が伴っていないのではないかとのグリーンウォッシュの懸念も広がっている。保有銘柄のデータ開示が進めば、投資家や評価会社が各投資信託の保有銘柄を比較し、分析することが可能となり、資産運用会社に対する牽制にもなる。

なお、投資信託に関する情報開示については、「情報が多くると顧客にとって分かり難く、かえって顧客を混乱させることになる」との主張もある。しかし、データ活用が進展した昨今において、資産運用会社各社には、「分かり難くなるから情報を削る」のではなく、「顧客に必要かつ十分な情報を提供できるよう、デジタル技術も活用し、開示を分かり易く工夫すること」が一層期待されている。例えば、海外の資産運用会社のミューチュアル・ファンドの全保有銘柄は、ホームページ上で HTML 形式や Excel ファイルでの開示がなされており、個人投資家がデータを扱い易い。

【図 1-11】 全保有銘柄開示例①（米国の資産運用会社ホームページ）¹⁶

全保有銘柄				
370全銘柄: すべて 株式 債券 現金相当 投資ファンド				
2022/12/31時点				
370全銘柄中、1-15				
有価証券名	資産クラス	株数	時価	ウェイト(%)
T社	株式	170,302,358.00	\$17,028,532,818.00	8.75%
A社	株式	44,491,127.00	\$10,669,862,077.00	5.48%
M社	株式	12,485,588.00	\$6,619,609,046.00	3.40%
C社	株式	9,298,197.00	\$5,198,900,889.00	2.67%
D社	株式	54,890,751.00	\$4,610,823,084.00	2.37%
P社	株式	32,924,024.00	\$3,962,077,048.00	2.04%
B社	株式	12,615,067.00	\$3,719,930,957.00	1.91%
K社	株式	41,041,551.00	\$3,641,616,820.00	1.87%
Q社	株式	9,023,428.00	\$3,137,716,618.00	1.61%
W社	株式	24,020,059.00	\$2,958,790,868.00	1.52%
X社	株式	31,433,063.00	\$2,633,776,349.00	1.35%
Z社	株式	4,468,413.00	\$2,460,710,355.00	1.26%
I社	株式	27,076,457.00	\$2,388,955,801.00	1.23%
N社	株式	6,124,828.00	\$2,240,707,076.00	1.15%
O社	株式	4,064,213.00	\$2,199,971,468.00	1.13%
370全銘柄中、1-15				

¹⁶ 米国の資産運用会社のホームページを参考に金融庁作成。

【図 1-12】 全保有銘柄の開示例②（米国の資産運用会社ホームページ）¹⁷

全保有銘柄

2023年1月 ↓ 

2022年12月 ↓ 

2022年11月 ↓ 

表示されている保有資産および特性は、マザーファンドの組入銘柄を含みます。
保有銘柄は変更の可能性があります

なお、米国に本部がある資産運用会社の中には、本国では Excel ファイルで毎月全保有銘柄を開示しているが、日本拠点では PDF で開示している、というところもある。わが国固有の開示方式が、運用ポートフォリオの全体像の把握や比較を困難にしている面があり、運用の透明性向上に向けて、自主規制団体によるデータ開示の促進など、業界全体での開示方式の見直しが期待される。

1-1-4 プロダクトガバナンスの強化

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。

本年においても、国内の資産運用会社及びその親会社との間で、業務の高度化に関する取組みの進捗状況等について対話をを行い、プロダクトガバナンスに関する体制整備の状況等を確認したところ、多くの社において以下の取組みが確認された。

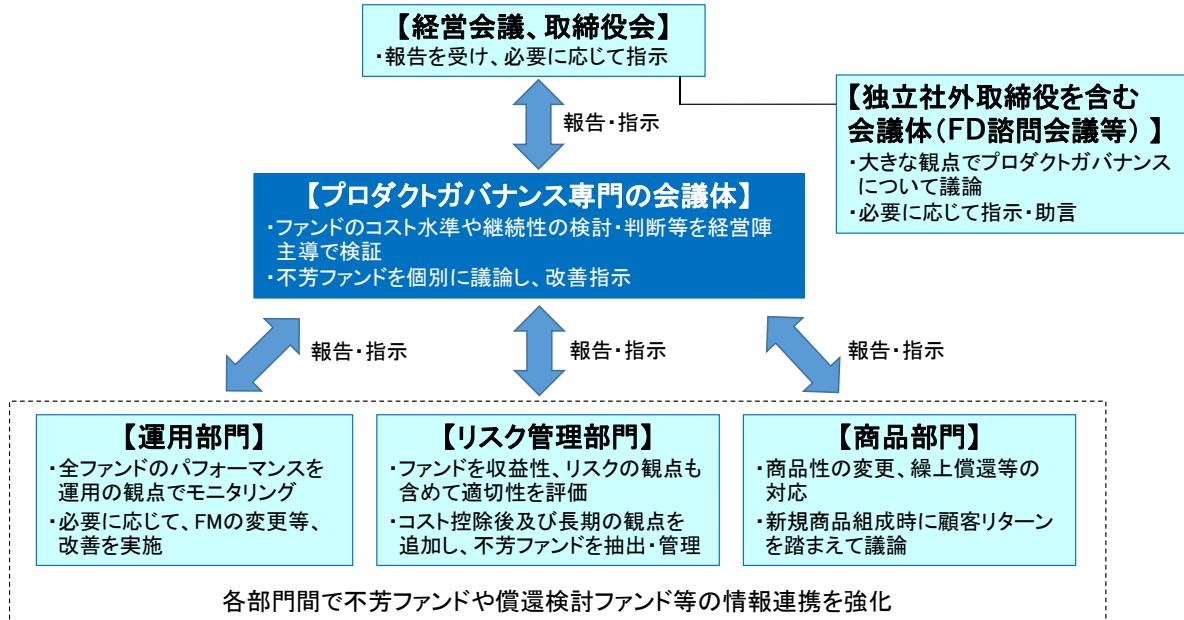
- 運用部門、リスク管理部門、商品部門等が相互に不芳ファンド等の情報を連携する組織体制を構築するとともに、個別ファンドのパフォーマンス等を検証するため、経営陣をメンバーに含むプロダクトガバナンス専門の会議体を設置するなど、プロダクトガバナンスの実効性を高めるための検証プロセスを構築し、経営陣が責任を持って対応するための体制を整備。
- 経営陣をメンバーに含むプロダクトガバナンス専門の会議体に加え、外部の目線を取り入れるために独立社外取締役を構成員とする会議体を、取締役会とは別に設置¹⁸。
- 経営陣の関与の下で検証を行う不芳ファンドの抽出基準として、より顧客本位の目線から、信託報酬等のコスト控除後のリターンとして、基準価額の騰落率を採用したほか、短期的なパフォーマンスの改善によって重点的なモニタリングの対象から除かれることのないよう、これまで中心としていた1年～3年等の短期の検証期間間に、設定来又は10年以上といった長期の検証も採用。

¹⁷ 米国の資産運用会社のホームページを参考に金融庁作成。

¹⁸ フィデューシャリー・デューティ (FD) に関する諮問会議等を活用する例が多い。

- 商品組成段階から、顧客本位の目線を強化するため、期待される超過リターンと信託報酬等のコスト控除後のリターンを踏まえた信託報酬水準の検討を実施（信託報酬水準における具体的な数値基準を設け、事後のモニタリングに活用している例も存在）。

【図1-13】 プロダクトガバナンス体制の例



一方、一部の社においては、以下のとおり取組みが不十分と考えられる状況や実効性を確保するための課題が確認された。

- プロダクトガバナンスのための組織体制を整備したものの、不芳ファンドの抽出基準を未だに検討中であるなど、形式的な対応に留まっている。
- リソースの限界もあり、抽出した不芳ファンドについて、優先順位を付けて対応しているが、運用ファンド数が多いことへの対応について、十分な検討がなされていない。
- 四半期に1回の頻度で開催する会議体で抽出した不芳ファンドのパフォーマンス改善の検討を行うとしているが、外部委託運用ファンドについての検証は年1回の頻度に留まっている。
- 低パフォーマンスを理由とするファンドの信託報酬の引下げや繰上償還について、社内で方針を決議し、販売会社と交渉を開始している社も見られるが、多くの社において具体的な基準を検討できておりず、実現に至っていない。
- 運用目標が不明確なファンドが多いことに加え、商品組成段階での運用目標、想定顧客、期待リターン等を、経営陣を含む会議体で議論した証跡が確認できない社もあった。その一方で、既存ファンドについて、運用目標やベンチマークを改めて設定する動きもある。
- 運用評価における配当込み指数の活用は概ね進んだが、運用成果の開示において、ベンチマーク、参考指標を配当込み指数に変更することについては、未対応の社が多いが、経営陣主導で対応した社もある。

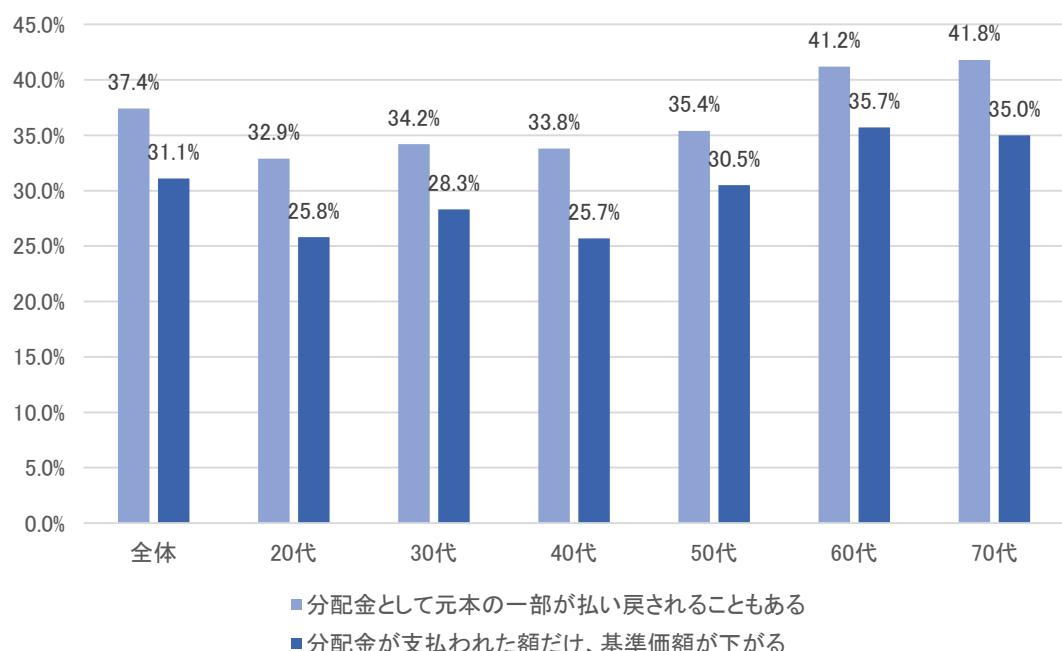
以上のとおり、各社におけるプロダクトガバナンス強化に係る取組みの進捗には差が開きつつあ

る。ファンドの実際のパフォーマンス等にその効果が現れるまでには時間がかかると考えられるが、プロダクトガバナンス体制の実効性を維持・向上していくために、継続的な取組みが期待される。

また、プロダクトガバナンスの観点では、商品がその特性に見合った投資家に提供されることも重要である。例えば、分配金を支払うことで元本が目減りする可能性がある毎月分配型の投資信託については、提供する大手資産運用会社の全てが、組成前に想定顧客を確認し、販売会社に伝達することとしており、中には販売会社から顧客属性（年齢階層別の契約件数、金額等）の情報を得る試みも行われている。

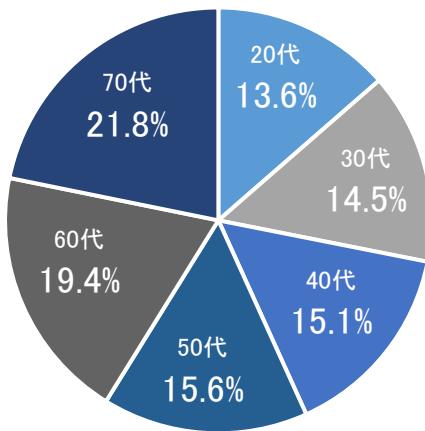
しかしながら、2022年の投資信託協会のアンケート調査によると、投資信託の現在保有層・保有経験層のうち、「分配金として元本の一部が払い戻されることもある」、「分配金が支払われた分だけ基準価額が下がる」ことの認知率は、それぞれ、全体の37.4%、31.1%と低く、特に若い世代になるほど低かった。また、分配型投資信託の保有者のうち、20代、30代、40代といった資産形成層の割合は、全体の43.2%と高い。分配型投資信託は、資産形成層には不向きな面もあるが、組成時に想定したとおりの商品提供が行われていない可能性がある。

【図1-14】 分配金の特徴認知状況（現在保有者・保有経験者）¹⁹



¹⁹ 投資信託協会「投資信託に関するアンケート調査報告書」（2023年1月）のデータを基に金融庁作成。

【図1-15】 分配型投資信託保有者の年代構成比²⁰



資産運用会社においては、商品性に応じた顧客属性を適切に想定した上で販売会社に伝達し、販売会社においては、当該顧客属性を踏まえた販売を行う等、業界全体でプロダクトガバナンスの取組みの強化が求められる。また、取組みの結果、最終的に商品性の変更や繰上償還等、顧客対応が必要となるケースが想定されることから、販売会社が資産運用会社の方針に迅速に対応することが求められる。

1-2 販売会社の信頼向上のために

1-2-1 顧客資産の持続的拡大

わが国の投資信託は、欧米と比べて、運用資産規模に対する本数が多く、資産運用会社の管理が煩雑になり、開示負担も大きい。販売会社及び資産運用会社は、投資信託の本数を最適化し、コスト削減の成果を投資家に還元する努力が求められる。

【図1-16】 日米欧のファンド本数と運用資産残高の比較²¹

	日本	米国	ルクセンブルグ
【A】運用資産(百万ドル)	2,040,234	28,586,853	5,363,351
【B】ファンド数(本)	14,297	10,237	14,322
【A】/【B】 1ファンドあたりの運用資産(百万ドル)	143	2,793	374

わが国に投資信託が多数存在している要因として、わが国の運用商品の販売現場が、販売手数料獲得型の営業を主流としており、その時々で話題性があり、顧客に販売し易い新規商品の提供を優先してきたことがある。販売現場のこうした行動は、顧客に訴求しやすい新商品の開発と「販売ストーリー」資料の作成、研修提供等、販売会社の営業支援を重視した資産運用会社の行動とリソース

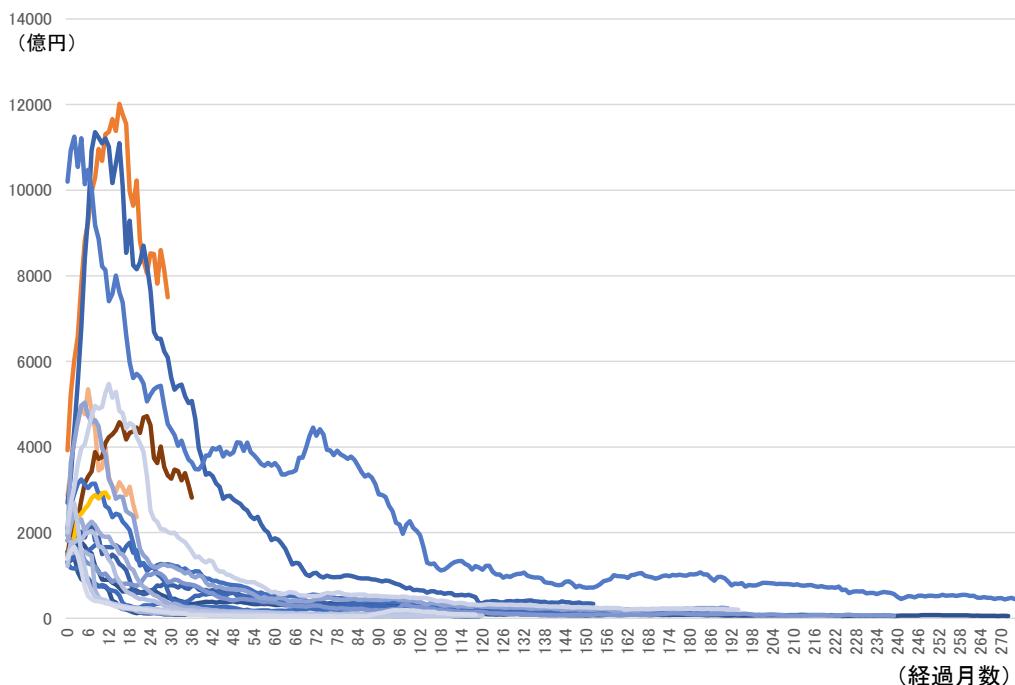
²⁰ 投資信託協会「投資信託に関するアンケート調査報告書」(2023年1月)のデータを基に金融庁作成。

²¹ IIFA, "Worldwide Regulated Open-End Fund Assets and Flows Fourth Quarter 2022"のデータを基に金融庁作成。FoF を除き、公募、私募、ETF を含む。

スの配賦に繋がってきた。

当初設定額が歴代上位 20 位の公募投資信託の純資産額の推移を見ると、その多くは設定以降、数カ月から 1 年半以内に純資産額のピークを迎え、その後急速に減少しており、顧客の最善の利益に適う販売方法や運用商品の選定が行われていなかったことが伺える。

【図 1-17】 歴代当初設定額上位 20 ファンドの純資産額推移²²



尤も、近年では、このような販売方法や分散効果が十分ではない運用商品の選定は減少し、高いパフォーマンス実績がある投資信託を販売するようになってきている。しかし、過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを保証するものではない。販売会社は、過去の実績のみならず、運用商品の投資哲学、運用体制、顧客対応を併せて評価した上で、顧客にとって最善の投資信託を選定し、顧客資産の持続的拡大が販売現場の評価に繋がるような人事・評価制度を構築する必要がある。また、こうした販売会社の姿勢により、資産運用会社における調査方法の高度化や運用力強化に向けたリソースの見直しやモチベーション向上が期待できる。

また、販売会社による過去の販売方法の影響により、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る。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が、繰上償還には、販売会社の対応が必要となる。販売会社においては、資産運用会社が抽出した不芳ファンドの繰上償還に向けて、迅速に対応することが期待される。

²² QUICK のデータを基に金融庁作成。国内公募の追加型株式投信（ETF を除く）のうち、2022 年 12 月末時点での当初設定額上位 20 位内のものが対象。償還済みのものも含む。設定月の月末を始点（= 0）とする月次ベースの残高推移を表示。青色以外は直近 5 年以内に新規設定されたもの。

1-2-2 アドバイスの付加価値の提供

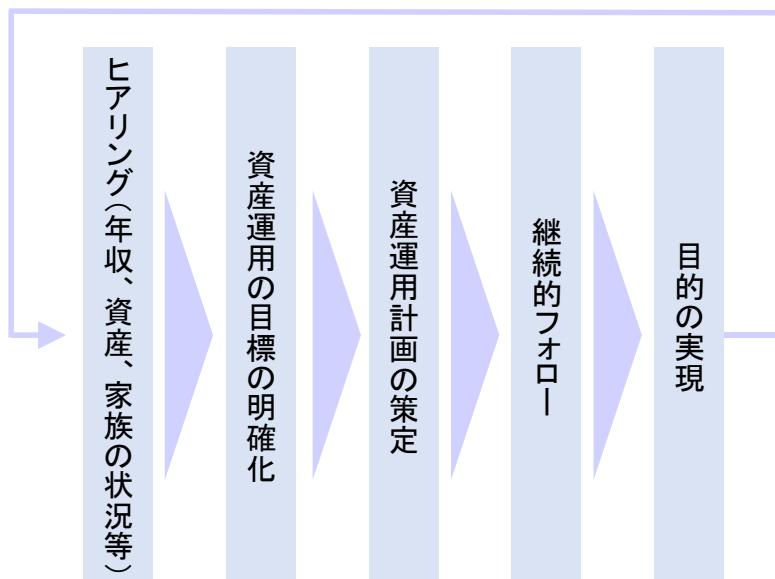
2022年の投資信託協会のアンケート調査によると、投資信託の購入目的は、「老後の生活資金」(54.6%)が最も多く、次いで「資産のリスク分散」(29.8%)が多いが、「目的はないが資金を増やしたい」(17.1%)との回答も一定割合存在する。

家計・個人が、①資産運用の目的や目標を明確化し、②年齢、年収、支出、資産の状況、家族構成等に合わせた資産運用計画を策定し、③目標の実現に向けた進捗を継続的にフォローアップし、④必要に応じて、資産運用計画を見直すことは、目的の実現と効率的な資産形成に繋がる。

米国では、販売会社等のフィナンシャル・アドバイザーが、継続的に顧客の資産形成を支援し、アドバイスと資産管理に対して残高運動で手数料を取るビジネスモデルが主流となっている。また、資産運用会社はモデル・ポートフォリオの質で競争しており、フィナンシャル・アドバイザーは顧客の資産運用計画と投資意向に合わせて、モデル・ポートフォリオをカスタマイズしている。

フィナンシャル・アドバイザーが顧客と伴走し、資産運用の目的の実現に向けた資産運用計画の策定と実行の継続的な支援を行うことにアドバイスの付加価値がある。フィナンシャル・アドバイザーにとっても、そのようなアドバイスに対して顧客から継続的な報酬を得ることで、販売手数料獲得を目的とした商品提供のインセンティブを抑制し、顧客の最善の利益を図ることができる。

【図1-18】アドバイスの流れ



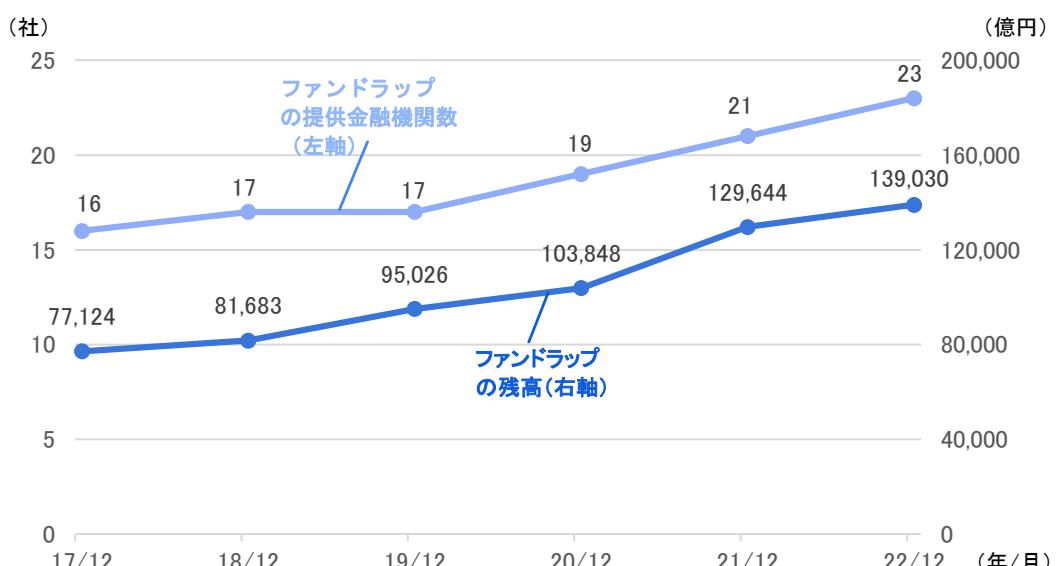
しかしながら、わが国の販売会社の営業現場では、顧客の資産運用計画に対する継続的なアドバイスの提供を手助けするツールも十分に普及していないことがある。また、米国や英国のフィナンシャル・アドバイザーは地域に密着した活動をしていることも多く、長期間にわたる継続的なアドバイスにより、顧客の最善の利益を図ることが期待できるが、わが国の販売会社では、定期的な異動や転勤があり、長期間、同じ顧客に寄り添うことが難しい状況にある。

わが国の販売会社が、アドバイスに対して対価を得るビジネスモデルへの転換を目指すのであれば、顧客の資産運用の目的の実現を支援するアドバイス提供のための人材育成やツール開発に取り組むとともに、営業現場が長期的な視点で顧客へのアドバイスを提供できる人事・評価制度となっているか検証する必要がある。

1-2-3 ファンドラップの付加価値の明確化

貯蓄から資産形成への移行をサステナブルな形で進めるには、金融機関が顧客の資産形成に資するアドバイスを適切に提供し、顧客資産の持続的な成長によって金融機関の収入も増える、という仕組みを構築する必要がある。ファンドラップの提供は、金融機関各社がそうした方向性を目指すための取組みであると考えられる。近年、ファンドラップの提供金融機関数、残高はともに増加しており、2022年12月末の提供金融機関数は23社、残高合計は13兆9,030億円（前年同期比7%増、日本投資顧問業協会調べ）となっている。一部の提供金融機関は、最低利用金額を100万円に設定するなど、マス向けにサービスの提供範囲を拡大している。

【図1-19】 国内のファンドラップ提供金融機関数と残高推移²³



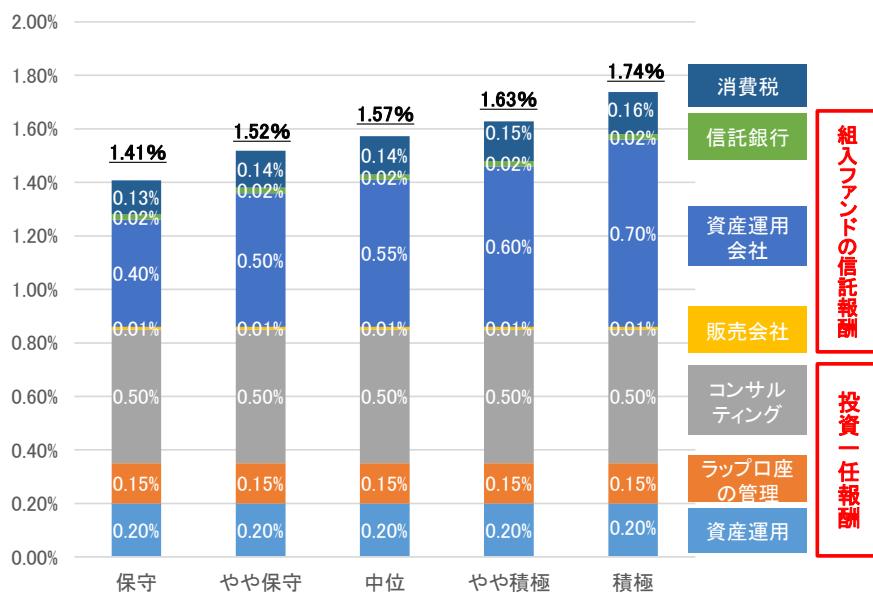
しかしながら、幅広い投資家に対して提供されることを目指すサービスとしては、ファンドラップには、現状、以下のような課題もある。

- ① 複数の投資信託を組み合わせた商品なのか、アドバイスも含むサービスなのかが明らかではないものも少なくない。
- ② 顧客が負担する手数料が、運用ポートフォリオの提供以外にどのような付加価値に対する対価なのかの説明が十分でなければ、投資家はコスト負担に見合った便益を得られていないと感じ、顧客満足度の低下に繋がる可能性がある。一部で提供付加価値の説明や手数料構造の定義と明確化に向けた取組みが進んではいるものの、業界全体では、説明が十分ではない例

²³ 日本投資顧問業協会のデータ（QUICKが調査・集計）を基に金融庁作成。各時点において金額がゼロの販売会社は、ファンドラップ提供会社数にカウントしていない。

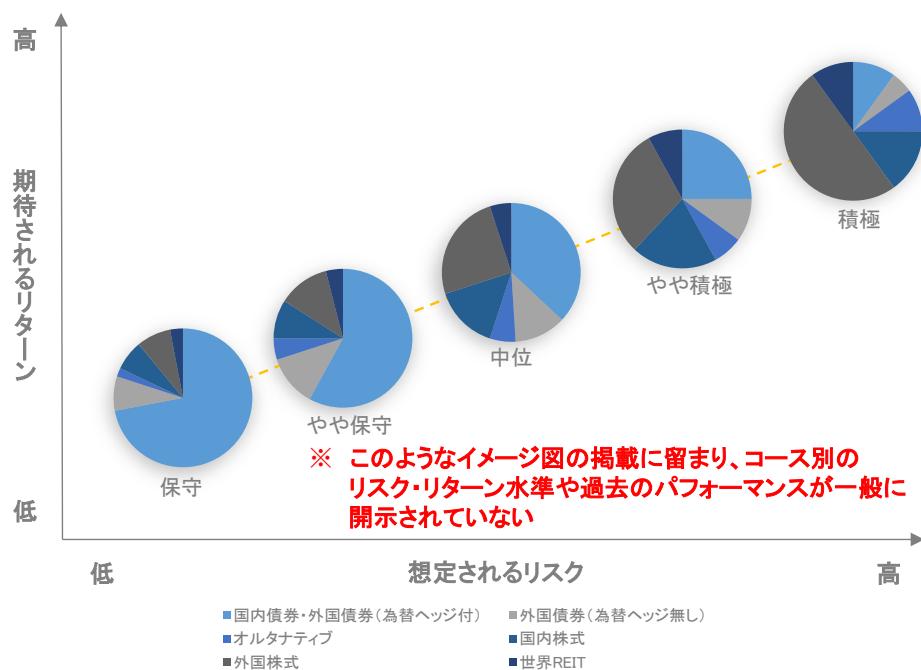
も見受けられる。

【図1-20】 ファンドラップの手数料開示の好事例



- ③ 運用体制やリスク許容度に応じた運用コース別のコスト控除後のパフォーマンス、手数料の定義・構成等の重要な情報が、各社ホームページで公開されていないため、投資家の裾野が広がっているにも関わらず、投資家は、金融機関のサービスの内容を比較することが出来ない。一方、一部の金融機関では、複数金融機関で連携して、コスト控除後のパフォーマンスや推定リスクを開示する等、サービスの透明性を確保しているところもある。

【図1-21】 ファンドラップのリスク・リターン水準の開示の望ましくない事例



金融機関が、今後、ファンドラップの普及・拡大を目指すにあたっては、バランス型の投資信託との付加価値の相違を含むサービスの具体的な内容を明確化するとともに、運用体制やコース別のコスト控除後のパフォーマンス、顧客が負担するコストの定義・構成等に関する情報開示の充実に取り組むことが期待される。

1-2-4 投資信託の手数料の明確化

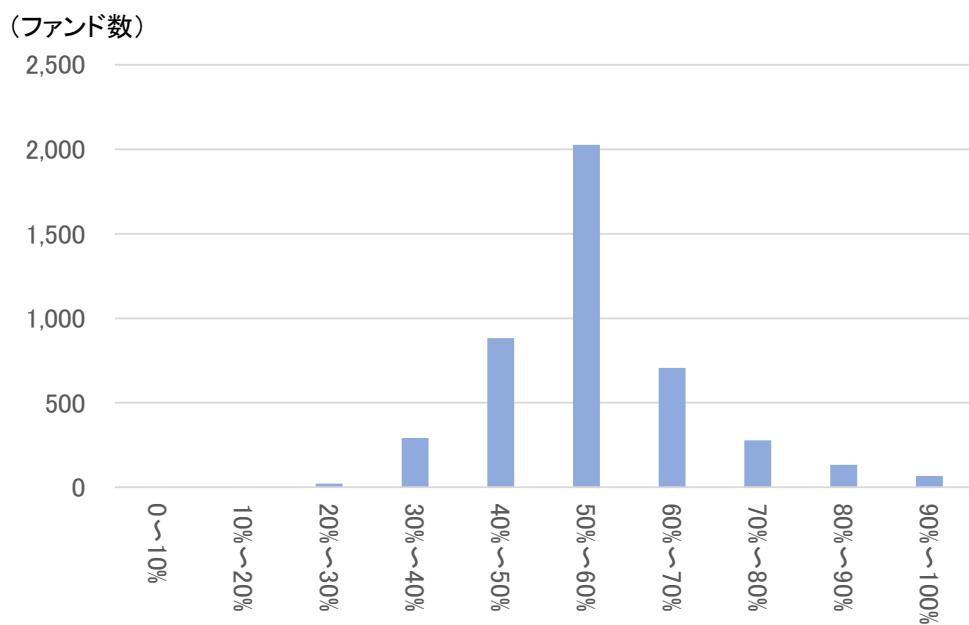
わが国で投資信託を購入する顧客が負担する主なコストには、購入時に販売会社に支払う「購入時手数料」に加え、運用期間中、信託財産の中から残高に応じて間接的に支払う「信託報酬」がある。後者は運用管理にかかる費用等をまかなうもので、資産運用会社、販売会社、信託銀行の3者に分配されている。

【図1-22】 信託報酬の分配構造のイメージ



信託報酬のうち、投資信託の財産の保管・管理、指図の実行等を行う信託銀行の取り分は、通常、信託財産の残高の0.1%未満であり、残りの信託報酬のうち、資産運用会社取り分である運用会社報酬と販売会社取り分である代行手数料は、およそ半分ずつとなっていることが多い²⁴。また、マザーファンドが同じで、販売チャネルが異なる場合であっても、ETFやDC専用商品、ラップ専用商品を除き、信託報酬の水準は変わらない。

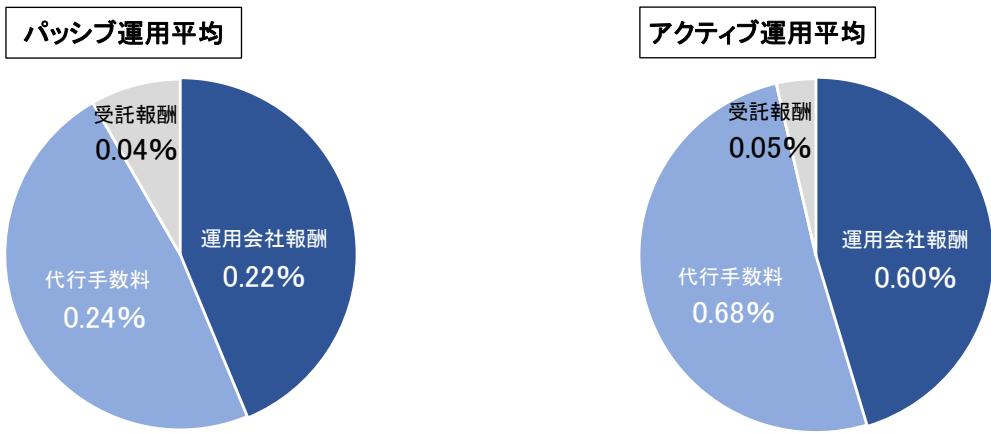
【図1-23】 代行手数料 / (代行手数料+運用会社報酬) の度数分布²⁵



²⁴ 外部ファンド報酬を除く。

²⁵ QUICKのデータを基に金融庁作成。2022年12月末時点。ETF、ラップ・DC専用ファンドを除く。

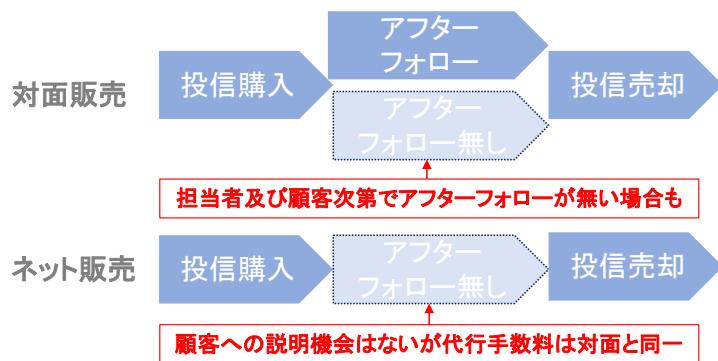
【図1-24】 公募投資信託の信託報酬の内訳²⁶



投資信託の交付目論見書によると、代行手数料は、「購入後の運用報告書等各種書類の送付や口座内のファンドの管理、購入後の情報提供等」の対価と位置づけられ、パッシブ運用であってもアクティブ運用であっても説明は同じであることが多い。しかしながら、通常、アクティブ運用の投資信託はパッシブ運用の投資信託と比べ、信託報酬が高く設定されており、代行手数料も比例的に高くなる。この点については、「アクティブ運用の方が、基準価額の変動が大きく、顧客へのアフターフォローに労力を要するため」との説明もあるが、全ての販売会社で、アクティブ運用の投資信託を購入した顧客へのアフターフォローに同程度のリソースを割いているわけではなく、販売会社のアフターフォローの頻度等に応じた代行手数料の設定とはなっていないようである。

例えば、対面や電話での顧客対応が原則ないインターネット専業証券で販売されている投資信託についても、同じ投資信託であれば代行手数料は対面販売の場合と信託財産残高に対して同率となっている。

【図1-25】 投資信託の代行手数料とアフターフォローの関係（例）

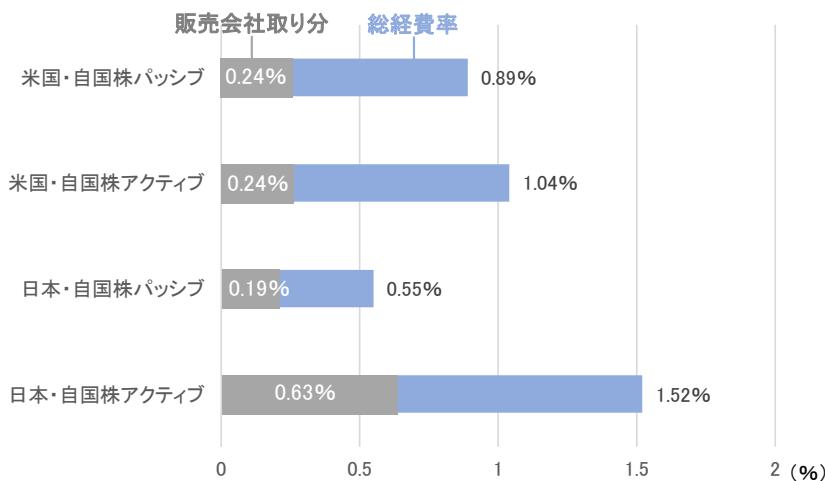


なお、米国籍の米国株式に投資を行うミューチュアル・ファンドについて、残高に対するファンドからの販売会社取り分（12b-1 手数料）²⁷の平均値を調査したところ、アクティブ運用もパッシブ運用も同一であった。

²⁶ 2022年12月末時点のQUICKの公募投資信託（ETF、DC・SMA専用ファンドを除く）のデータを基に金融庁作成。データは単純平均。外部ファンド報酬を除く。

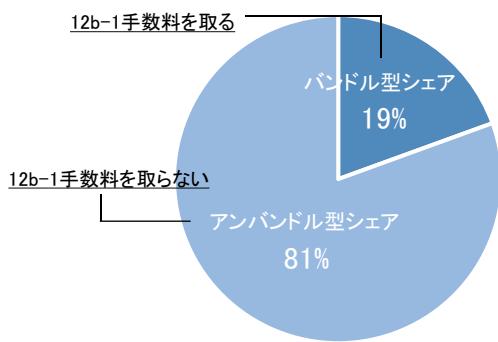
²⁷ 投資家が購入時に支払う販売手数料については、米国においても、アクティブ運用のミューチュアル・ファンドの方がパッシブ運用の場合よりも高いが、アクティブ運用の場合には、平均5%であり、2~3%が一般的なわが国よりも高い水準である。

【図1-26】 日米のファンドの総経費率と販売会社取り分（平均値）²⁸



更に、米国では、販売会社に対する報酬をファンドの運営管理費用から支払うのではなく、販売会社がアドバイスに対して残高運動手数料を取る方式が主流となっている。このため、ファンドの運営管理費用から販売会社に支払う12b-1手数料が含まれる「バンドル型」のミューチュアル・ファンドは減少している。代わりに、12b-1手数料をゼロにした「アンバンドル型」のミューチュアル・ファンドが主流となり、残高運動手数料の設定は、販売会社やフィナンシャル・アドバイザーによって異なり、差別化されている。

【図1-27】 米国のミューチュアル・ファンドの形態²⁹
(残高ベース)



【図1-28】 米国のファンド費用体系³⁰

ファンド国籍 & 形態	総経費率 単純平均	12b-1手数料 単純平均	最大販売 手数料 単純平均
米国・アンバンドル型シェア	0.71%	0.00%	0.00%
米国・バンドル型シェア	1.04%	0.24%	5.34%

「顧客本位の業務運営に関する原則」の原則4において、「金融事業者は、名目を問わず、顧客が負担する手数料その他の費用の詳細を、当該手数料等がどのようなサービスの対価に関するものかを含め、顧客が理解できるよう情報提供すべきである。」との記載がある。販売会社及び資産運用会社は、当該原則に沿って、代行手数料の位置づけを明確化することが望ましい。

²⁸ イボットソン・アソシエイツ・ジャパンのデータを基に金融庁作成。データは単純平均。米国はファンドから継続的に販売残高に対する一定率の報酬「12b-1手数料」を徴収するAシェアの数値を使用。「販売会社取り分」は、米国籍ファンドについては「12b-1手数料」、日本籍ファンドについては「代行手数料」を指す。日本は、ETF、DC・SMA専用ファンドを除く。米国はRetirementシェアクラスを除く、オープンエンド型ミューチュアル・ファンド（ETFを除く）が対象。

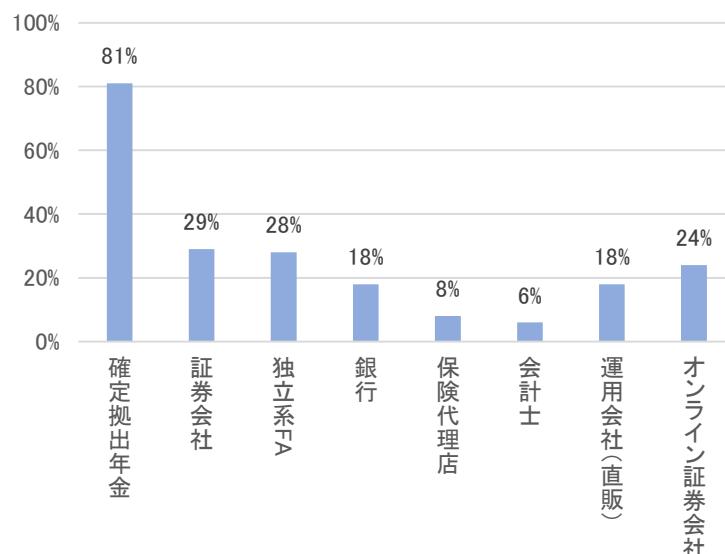
²⁹ イボットソン・アソシエイツ・ジャパンのデータを基に金融庁作成。

³⁰ イボットソン・アソシエイツ・ジャパンのデータを基に金融庁作成。アンバンドル型シェアの提供においては、フィナンシャル・アドバイザーがアドバイスに対し、別途、顧客から残高運動手数料を徴収している。

1-2-5 販売チャネルの多様化

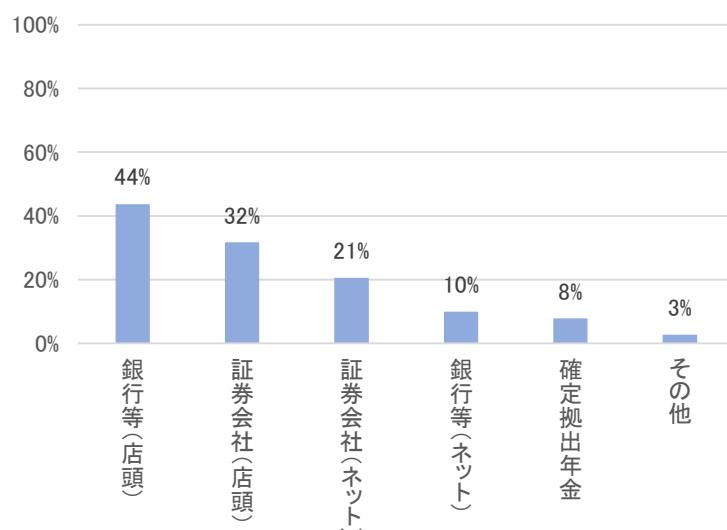
2021年のInvestment Company Institute (ICI) のアンケート調査³¹によると、米国においては、ミューチュアル・ファンドの販売チャネルが多様であり、フィナンシャル・アドバイザー (FA) や資産運用会社の直接販売（直販）経由の購入者も一定の存在感がある。また、米国では、401(k)等の確定拠出年金を通じた長期保有の購入者が全保有者の8割超を占めている点で特徴がある。

【図1-29】 米国のミューチュアル・ファンドの販売チャネル（複数回答有）³²



他方で、日本証券業協会の調査によると、わが国の投資信託の販売チャネルは、銀行や証券会社が中心であり、確定拠出年金や金融商品仲介業者、直販を通じた購入者は少ないようである。

【図1-30】 日本の投資信託の販売チャネル（複数回答有）³³



³¹ ICI Research Report, "Profile of Mutual Fund Shareholders, 2021" (2021年12月)。

³² ICI, "Investment Company FACT BOOK 2022"のデータを基に金融庁作成。確定拠出年金には、401(k)プランや雇用者拠出のIRAが含まれる。

³³ 日本証券業協会「2021年度（令和3年）証券投資に関する全国調査（個人調査）」のデータを基に金融庁作成。

貯蓄から資産形成の流れを促すには、投資信託等の販売チャネルが多様化し、国民が金融サービスをより身近に感じられるようになること、また、様々な販売チャネルでアドバイス等のサービスの質を競い合うことが重要である。こうした観点から、他業態からの販売チャネルへの参入も期待される。その場合、新規参入業者は、銀行や証券会社などの販売会社を設立する以外の方法として、販売会社と業務提携し、金融商品仲介業や金融サービス仲介業の登録を行うことが考えられる。

しかしながら、金融商品仲介業者等のサービスは、販売会社の金融商品の品揃えや方針に左右され、自社の意向に沿ったサービスを自由に提供できるとは限らない。**今後の販売チャネルの多様化に向けて、金融商品仲介業者等と提携する販売会社の選択肢が増えることやアクティブ ETF の解禁等、運用報酬以外のコストが低い ETF の商品種類の増加が期待される。**この点、わが国でも、足元では、ホワイトレベルで金融商品販売のプラットフォームの提供（Brokerage as a Service；BaaS）を行う販売会社や金融商品仲介業者と提携する直販の資産運用会社が登場する等、前向きな動きも見られる。

1・3 運用の付加価値の向上のために

1・3・1 アクティブ運用の付加価値の向上

わが国の資本市場では、機関投資家の投資に占めるパッシブ運用の比重が高く、中長期的な視点を持って企業を選別する投資家層が薄いことが指摘されている³⁴。この要因については、以下のよ

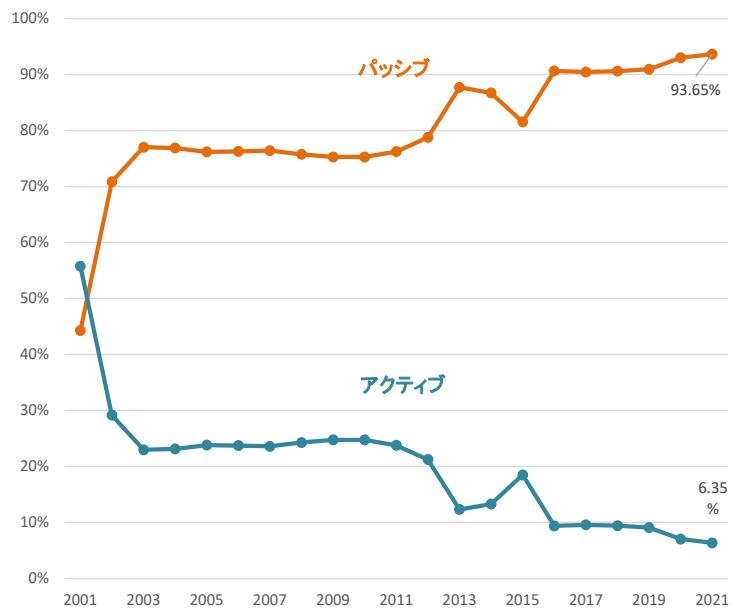
うな指摘がある。

- ・ わが国のアセットオーナー等の機関投資家は、運用で成果を上げても正当な評価を受けることが少なく、逆に損失を出した際には報道等で厳しく批判されがちいため、アクティブ運用を積極的に採用するインセンティブに乏しい。
- ・ 小規模で専門人材に乏しいアセットオーナーが多く、運用については、コストが安ければ安いほうが良い、との認識が広がり、パッシブ運用を選好するようになっている。
- ・ GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）の国内株式運用³⁵においては、運用規模が巨額であることから、パッシブの比率が高い状況にある。基金の性格や運用目的等は異なるものの、他の公的なアセットオーナーもこれに追随している可能性がある。

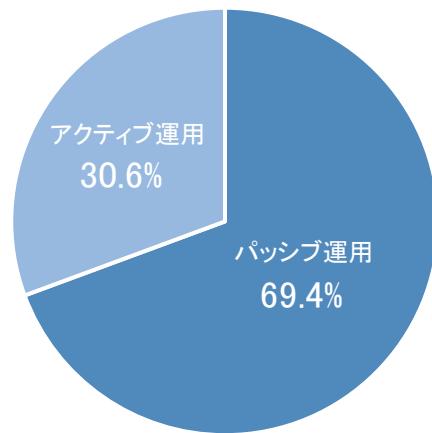
³⁴ プロジェクト（伊藤レポート）最終報告書「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」（平成 26 年 8 月）。

³⁵ 2022 年 12 月末現在、48 兆 46 億円の残高がある。

【図1-31】 GPIFの日本株アクティブ・パッシブ比率³⁶



【図1-32】 投資一任業者等の日本株アクティブ・パッシブ比率³⁷



一方で、アクティブ運用は、調査活動により中長期的な視点で成長性の高い企業を発掘し、選別するという重要な価格発見機能を担っている。また、米国株の高リターン継続の背景には、アセットオーナーや資産運用会社等の機関投資家による企業の選別の他、議決権行使による上場企業の価値向上に向けた努力もあったと考えられる。サステナビリティへの国内外の投資家期待が高まる中、企業が解決すべき課題は多様化しており、日本市場の活性化と信頼の向上に向けて、機関投資家による企業の選別とスチュワードシップ活動の強化が期待されている。

他方で、「アクティブ運用はパッシブ運用に勝つことができない上、信託報酬も高いため、投資家はパッシブ運用を選択した方が良い」との指摘もある。そこで、2022年12月末時点の米国・欧州・

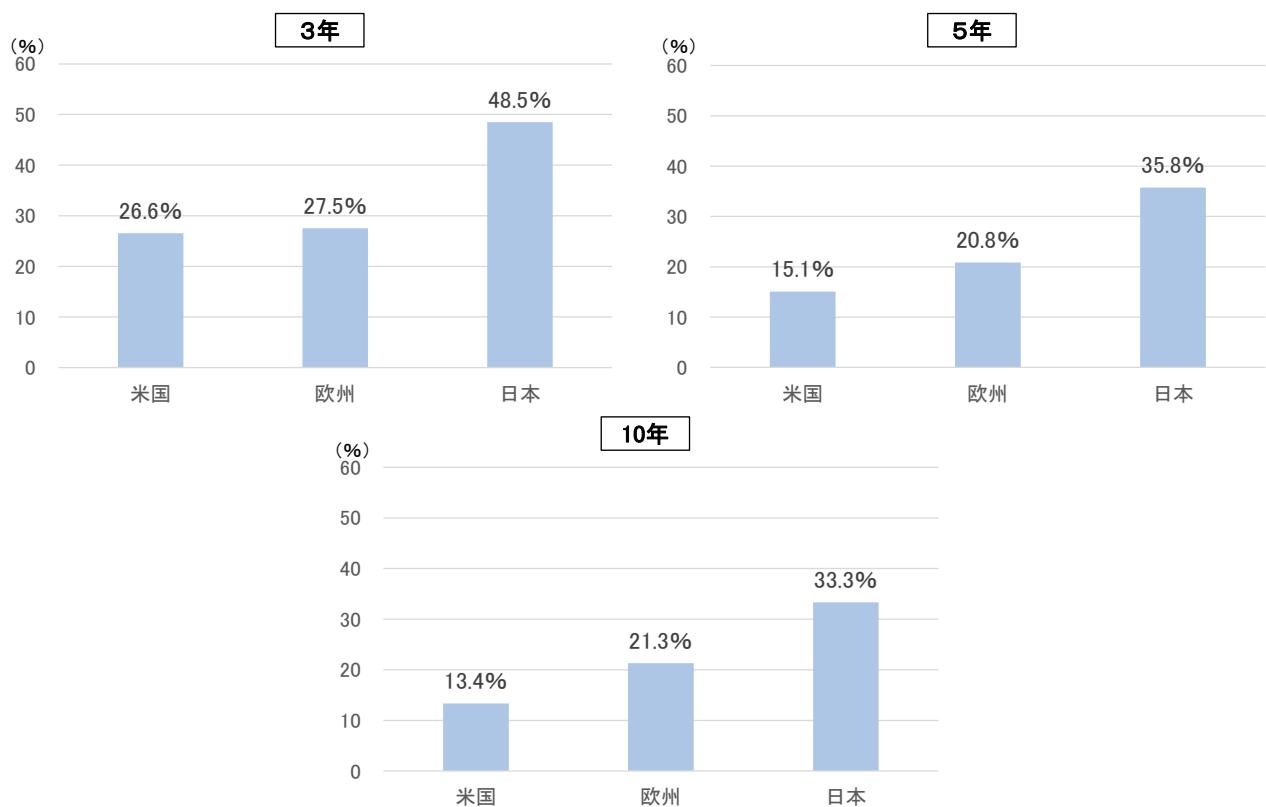
³⁶ GPIF公表データを基に金融庁作成。

³⁷ 投資顧問業協会による「日本版スチュワードシップ・コードへの対応等に関するアンケート（第9回）」（2022年10月実施分）に回答した投資一任業務又はファンド運用業務を行う当協会会員245社の2022年6月末時点の日本株投資残高のデータを基に金融庁作成。

日本の各地域の大型株に投資するアクティブ運用のリテール向けファンドについて、コスト控除後リターンを各地域のベンチマークと比較した。結果、3年、5年、10年のどの時間軸においても、ベンチマークを上回るファンドの割合は、わが国が最も多いことが分かった³⁸。10年間のリターンについては、約3分の1の公募投資信託がTOPIXを上回っており、米国の13.4%を大きく上回る。これは、ベンチマーク構成銘柄の集中度やリターンの差によるところもあるが、米国と比べた、わが国のアクティブ運用の公募投資信託の総経費率³⁹を踏まえれば、わが国の資本市場は欧米と比べて非効率であり、アクティブ運用の拡大による企業の選別を一層進めることで、ベンチマーク自体のパフォーマンスを高める余地が大きいと捉えることもできる。

加えて、資産運用会社による今後のアクティブ運用の拡大に向けた努力は、わが国資本市場の活性化に繋がるのみならず、運用報酬の増加を通じた資産運用会社の収益向上も期待できる。

【図1-33】日米欧の自国大型株式アクティブファンドの超過リターン勝率⁴⁰



資産運用会社は、アクティブ運用の拡大に向けて、人事・報酬制度を柔軟化して、国内外の有能な運用人材を集めるとともに、運用事務及び運用以外の事務の効率化・合理化を追求し、運用力強化に注力して頂きたい。

³⁸ イボットソン・アソシエイツ・ジャパンにより、日本株式のうち、時価総額の上位70%を「大型株式」に分類。米国、欧州についても同様。

³⁹ イボットソン・アソシエイツ・ジャパンの調査によると、2023年1月時点の日本籍の大型株式に投資するアクティブファンドの総経費率(残高加重平均)は1.47%であるのに対し、米国籍の大型株式のアクティブファンドの総経費率(残高加重平均)は0.75%であった。

⁴⁰ イボットソン・アソシエイツ・ジャパンのデータを基に金融庁作成。各ベンチマークは、日本がTOPIX(配当込み)、米国がS&P500(配当込み)、欧州がMSCI Europe(ネット、ドルベース)であり、分析は全て運用費用(信託報酬)控除後の2022年12月末時点のデータを用いて実施。

1-3-2 運用商品のイノベーション創出

資産運用会社は、プロダクトガバナンスの強化により、運用戦略に沿った運用が困難になった小規模不芳ファンドを速やかに繰上償還するとともに、デジタル技術も活用して商品管理等の事務ができる限り効率化・合理化し、運用の付加価値向上に注力することが期待されている。

しかしながら、わが国においては、投資信託の組入資産の多様化が進んでいない等、運用商品の付加価値向上に向けた業界の取組みが十分とは言えない。例えば、上場・非上場の垣根を超えたクロスオーバー投資が存在せず、資産運用会社による小規模企業の調査は、中小型ファンドの知見に留まり、早期に魅力ある投資機会を提供できる体制が構築されていない。

米国においては、非上場企業の資金調達、特にレイターステージでのミューチュアル・ファンドの存在感は小さくなく、2007年以降、プライベート・エクイティ(PE)への投資額が拡大している。2022年6月末現在、27の資産運用会社が運用する113本のファンドが、少なくとも1社のPEを保有し、全部で約150億ドルを供給している⁴¹。また、海外のミューチュアル・ファンドの中には、わが国の非上場企業に投資しているものもある。

【図1-34】米国のミューチュアル・ファンドを通じたPE投資の推移⁴²



他方で、米国における非上場株式の投資信託の組入にあたっては、一貫性のない企業価値評価の慣行や変動の激しい相場局面での再評価の遅れも課題として指摘されている。また、投資先のデュー

⁴¹ ただし、米国においても、ファンドによるPE投資は一般的と言えるレベルではなく、米国Morningstarのデータベースにある1,961本の米国株式ファンドのわずか5.8%を占めるに過ぎない。ほとんどのファンドのPE投資比率は控えめで中央値で見てポートフォリオの0.5%と低い。米国証券取引委員会(SEC)は、ミューチュアル・ファンドによるPEのような「低流動性証券」の各ポートフォリオにおける構成比率の上限を15%（購入価格ベース）に制限しており、実際、ファンドが10%を超えるPEを保有することはまれである。

⁴² イボットソン・アソシエイツ・ジャパンのデータを基に金融庁作成。

デリジェンスを行い、リスクを適正に管理する責任を資産運用会社が負っており、利益相反の懸念もある。多くの課題があり、自主規制団体の支援の下、資産運用会社は適切な評価・リスク管理体制を整備する必要がある。

投資信託への非上場株式の組入は、上場・非上場で分断された投資機会を繋ぎ合わせ、顧客に魅力あるリターンを提供する可能性がある。加えて、資産運用会社がわが国の様々な産業分野において、新しい技術に対する知見を習得し、運用力を強化する契機にもなる。更に、国内籍の投資信託を使ったクロスオーバーファンドを普及させることで、スタートアップへの資金支援を銀行や事業会社だけではなく、家計・個人を含めた幅広い投資家が参加可能な市場に発展させることができる。

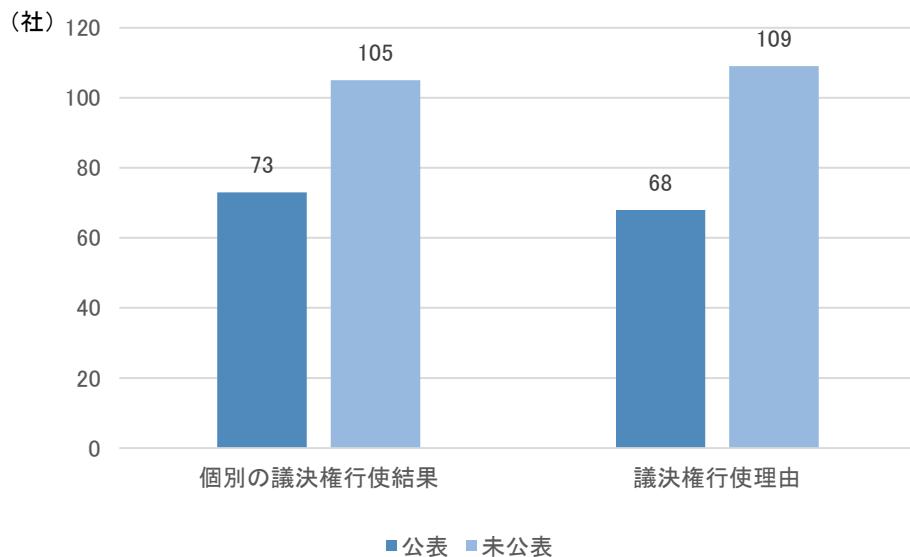
本年3月31日に、投資信託協会が、「投資信託への非上場株式の組入れに関する検討の方向性について」を公表し、“規則改正に向けた検討を進め、遅くとも本年7月の意見募集実施を目指す”こととしており、取組みの進捗が期待される。

1-3-3 スチュワードシップ活動の実効性評価のための議決権行使結果の活用

日本企業のガバナンス改革に関しては、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上を目的として、2014年にスチュワードシップ・コードが、2015年にコーポレートガバナンス・コードが導入された。導入から時間が経過し、機関投資家と企業双方について、その実効性を評価する必要がある。

スチュワードシップ・コードの受入れを表明した機関投資家は、指針5-3に基づき、個別の投資先企業及び議案ごとに議決権行使結果を公表することが求められており、この公表情報は、資産運用会社のスチュワードシップ活動の実効性を評価・分析するための有益な情報となり得る。

【図1-35】 資産運用会社の議決権行使結果及び行使理由の開示状況⁴³



⁴³ 投資顧問業協会「日本版スチュワードシップ・コードへの対応等に関するアンケート（第9回）」（2022年10月実施分）のデータを基に金融庁作成。なお、ここでは、「投資一任業者」を「資産運用会社」と呼んでいる。

しかしながら、個別の議決権行使結果は、多くの場合、資産運用会社のホームページ上で PDF で開示されており、更に、一部の資産運用会社は、複写が不可能な PDF を利用している。

【図 1-36】個別議案ごとの議決権行使結果の公表イメージ（PDF）

個別議案ごとの議決権行使結果(2022年4月1日～6月30日)								
企業コード	企業名	総会分類	総会日	提案者	議案番号	議案分類	賛否・理由	
xxxxx	○○商事	定時	2022/6/24	会社	1	剰余金の処分	賛成 当社基準に則り賛成	
xxxxx	○○商事	定時	2022/6/24	会社	2	定款に関する議案	賛成 当社基準に則り賛成	
xxxxx	○○商事	定時	2022/6/24	会社	3.1	取締役の選解任	賛成 当社基準に則り賛成	
xxxxx	○○商事	定時	2022/6/24	会社	3.2	取締役の選解任	賛成 当社基準に則り賛成	
xxxxx	○○商事	定時	2022/6/24	会社	3.3	取締役の選解任	賛成 当社基準に則り賛成	
xxxxx	○○商事	定時	2022/6/24	会社	3.4	取締役の選解任	賛成 当社基準に則り賛成	
xxxxx	○○商事	定時	2022/6/24	会社	3.5	取締役の選解任	賛成 当社基準に則り賛成	
xxxxx	○○商事	定時	2022/6/24	会社	3.6	取締役の選解任	賛成 当社基準に則り賛成	
xxxxx	○○商事	定時	2022/6/24	会社	3.7	取締役の選解任	賛成 当社基準に則り賛成	
xxxxx	○○商事	定時	2022/6/24	会社	3.8	取締役の選解任	賛成 当社基準に則り賛成	
xxxxx	○○商事	定時	2022/6/24	会社	4.1	監査役の選解任	反対 独立性に関する当社基準を満たさないため	
xxxxx	○○商事	定時	2022/6/24	会社	4.1	監査役の選解任	賛成 当社基準に則り賛成	
◆◆◆◆	△△	定時	2022/6/15	会社	1	剰余金の処分	反対 株主価値向上又はガバナンス強化に関する効果が確認されないため	
◆◆◆◆	△△	定時	2022/6/15	会社	2	定款に関する議案	賛成 株主価値向上又はガバナンス強化に資すると考えらえるため	
◆◆◆◆	△△	定時	2022/6/15	会社	3.1	会計監査人の選解任	反対 株主価値向上又はガバナンス強化に関する効果が確認されないため	
◆◆◆◆	△△	定時	2022/6/15	会社	4	退職役員の退職慰労金支給	反対 新規ガバナンスが整備されていないため	
◆◆◆◆	△△	定時	2022/6/15	株主	6	定款に関する議案	反対 株主価値向上又はガバナンス強化に関する効果が確認されないため	
◆◆◆◆	△△	定時	2022/6/15	株主	7	定款に関する議案	反対 株主価値向上又はガバナンス強化に関する効果が確認されないため	
◆◆◆◆	△△	定時	2022/6/15	株主	8.1	監査役の選解任	反対 株主価値向上又はガバナンス強化に関する効果が確認されないため	
◆◆◆◆	△△	定時	2022/6/15	株主	8.2	監査役の選解任	反対 株主価値向上又はガバナンス強化に関する効果が確認されないため	
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	

このため、第三者が資産運用会社各社の保有銘柄の状況や投資先企業の議案ごとの議決権行使結果をデータとして活用し、分析することが難しく、アセットオーナーや最終受益者が、他の資産運用会社との比較により、運用を委託している資産運用会社のスチュワードシップ活動を深く理解し、その実効性を評価することは困難である。

【図 1-37】議決権行使結果の比較イメージ

(凡例：「賛」は株主提案に賛成、「反」は反対、「-」は議決権行使なし)

企業名	提案内容	賛成率	○○AM	××AM	△△AM	□□AM	●●保険	▲▲保険
(株)A産業	定款変更	23.70%	賛	賛	賛	反	反	賛
	取締役選任	28.60%	反	反	賛	賛	反	賛
(株)B工業	株式分割	22.90%	一	反	反	賛	賛	反
(株)C製作所	定款変更	43.60%	賛	一	一	反	一	賛
	自己株取得	31.70%	反	反	賛	一	一	反
D不動産(株)	監査役選任	46.20%	賛	一	賛	賛	賛	賛
(株)Eホールディングス	定款変更	37.20%	一	賛	賛	反	反	賛
	取締役報酬改定	11.50%	反	反	反	反	反	一
(株)F貿易	剰余金処分	19.50%	賛	反	賛	賛	反	反
	自己株取得	35.60%	賛	賛	反	賛	賛	賛

また、データ開示が進んでいないことにより、資産運用会社各社の議決権行使に対する企業側の対応の相違や時系列変化も分かりにくいため、投資家は特定の企業について、株主の意見に真摯に応え、ガバナンス向上に努めようとする企業か否かの見極めが難しい。

加えて、資産運用会社は、信託銀行等を通じて投資先企業の株式を保有する場合が多く、そのような場合、資産運用会社の名称が株主名簿には表れない。このため、企業側からは、どの資産運用

会社が反対票を投じているのか、直ちに確認することが難しい状況にある。企業側としては資産運用会社が公表する議決権行使結果を参照することが考えられるが、その際、同種議案についての他企業に対する議決権行使状況との比較や自社に対する議決権行使の推移等の分析も現状、難しく、企業が資産運用会社との対話を試みる材料を揃えるのに大きな手間と時間を要する状況にある。

このような現況に鑑みれば、**資産運用会社各社が、Excel 等のフォーマットで議決権行使結果について、利用者目線でのデータ開示を行い、客観的分析が進むことで、スチュワードシップ活動の実効性評価や企業との対話が一層促進されることが期待される。**

なお、スチュワードシップ活動の実効性を評価する上では、現在、わが国の取引所には、多数の企業が上場しており、機関投資家は全ての投資先企業とエンゲージメントを行うことが難しい状況にある点にも留意する必要がある。資産運用会社側から見て建設的な対話が可能な企業数は数百程度、多く見積もっても 500 程度との声もある⁴⁴。また、投資顧問業協会のアンケート調査⁴⁵によると、2022 年 6 月末時点で、日本株関連のエンゲージメント担当者数は、245 社合計で 897 名であり、TOPIX の構成銘柄である 2,169 社⁴⁶の上場企業数に対して、少ないように見える。結果、時価総額が低い社になるほど資産運用会社のエンゲージメントの優先度が下がるようである。

このような状況に加え、パッシブ運用の信託報酬の低下やアセットオーナーや個人投資家による外国株式投資も進む中、資産運用会社やアセットオーナーが日本企業とのエンゲージメントに割くことができるコストには限界があるとの声もある。**スチュワードシップ活動の実効性を確保するには、活動に対する適切な報酬の支払いや、上場企業による議決権電子行使プラットフォームの導入促進といった業界全体の活動の効率化とコスト削減に向けた検討が求められる。**

1-3-4 インデックスプロバイダー間の競争促進

近年、わが国のパッシブ運用の公募投資信託の信託報酬は低下傾向にあるが、一方で、資産運用会社が海外のインデックスプロバイダーに支払う使用料は、一部で年々上昇しているとの指摘もある。こうした指摘は、インデックスの使用料が開示されておらず、また、わが国に代替するインデックスが少ないことが背景にあると考えるが、インデックス使用料とパッシブ運用のコスト控除前パフォーマンスには直接的な関係がない。資産運用会社が、持続可能な形で顧客資産の拡大を目指すにあたっては、インデックスの選定や現在の信託報酬設定の適切性について、改めて検討する必要がある。

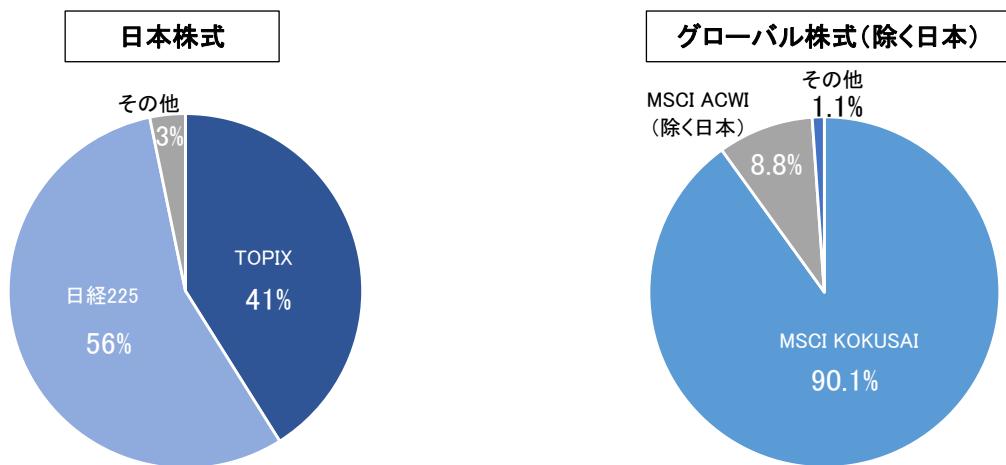
Index Industry Association によると、2018 年時点では、世界で 373 万の指数が開発されており、これは年々増加しているが、わが国で利用されるインデックスの種類は限定的である。代替するインデックスの開発に挑戦することも、使用料の上昇等に対する一つの方策として考えられる。

⁴⁴ 公益財団法人 日本証券経済研究所・明田雅昭「議決権行使結果個別開示が示唆する企業の三極化」(平成 30 年 11 月 29 日)。

⁴⁵ 投資顧問業協会「日本版スチュワードシップ・コードへの対応等に関するアンケート（第 9 回）の結果について」(2022 年 10 月実施分)。

⁴⁶ 2022 年 8 月 31 日時点。

【図1-38】 公募投資信託におけるインデックスのシェア（残高ベース）⁴⁷

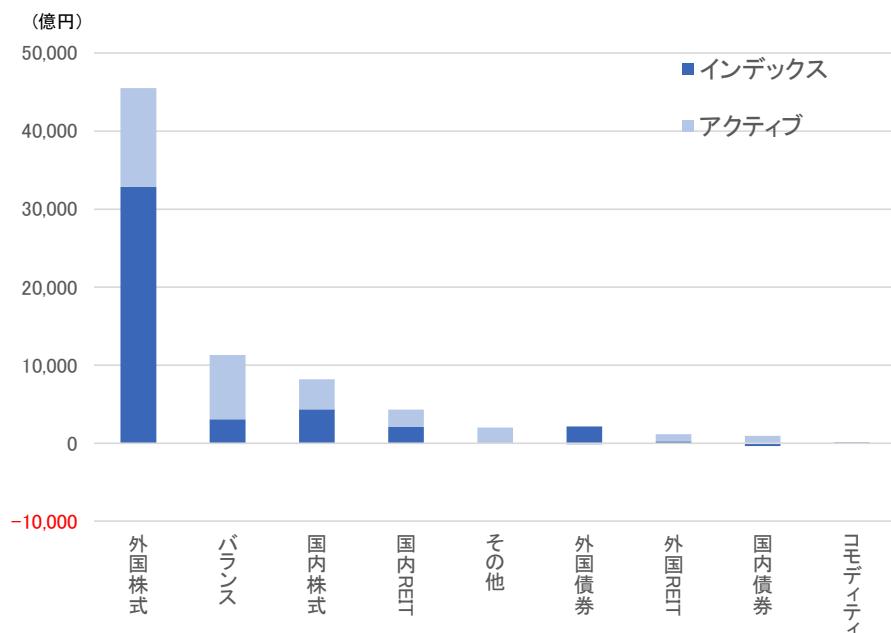


資産運用会社においては、パッシブ運用におけるインデックスの選定理由や信託報酬の設定の在り方を改めて検討し、取引所等、中立的な機関と連携し、国内外の資産の指標開発に挑戦することが期待される。

1-3-5 海外資産の運用力強化

2022年の公募投資信託への1年間の資金流入額である約7.5兆円のうち、外国株式の投資信託への流入が全体の約61%を占めている。

【図1-39】 2022年の公募投資信託資金流入額⁴⁸



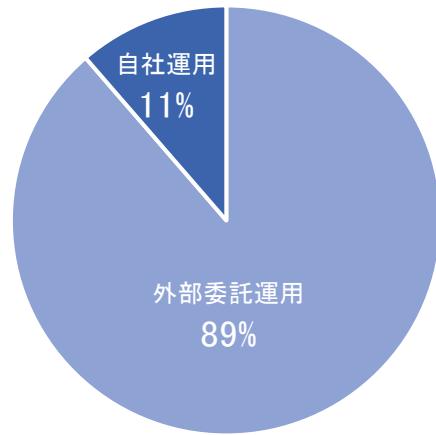
また、外国株式の投資信託への資金流入額のうち、72%がインデックス運用、28%がアクティブ

⁴⁷ QUICKのデータを基に金融庁作成。2022年12月末時点、ETFを除く。

⁴⁸ QUICKのデータを基に金融庁作成。2022年12月末時点の1年間の資金流入額推計値を基に集計。

運用で、後者は9割近くが外部委託運用である。

【図1-40】 外国株式アクティブランドの自社運用・外部委託運用比率（残高ベース）⁴⁹



わが国の家計・個人が世界市場の成長を取り込み、資産をグローバルに分散する上で、外国株式で運用する投資信託は重要な役割を果たしており、資産運用会社がより魅力ある運用商品を提供するには、一定程度、外部委託運用を活用する必要がある。また、外部委託運用の活用は、わが国の資産運用会社が海外の高度な運用手法を自社に取り込み、自らの運用を高度化する契機となる。

しかしながら、資産運用会社が海外資産の運用力強化に十分に取り組まないまま、外部委託運用を拡大し続ける場合には、長期的に以下のような懸念がある。

- ① 国内の資産運用会社が自社内で運用する顧客資産は減少し、わが国国内の運用人材の流出・減少や運用機能が低下するおそれがある。結果、海外の運用委託先と対等な立場に立つことができなくなり、委託先管理が困難になるおそれもある。
- ② 海外資産運用会社のわが国への参入意欲低下により、投信計理やレポートティング等の運用機能以外の顧客対応機能がガラパゴス化するおそれがある。更に、資産運用会社の収益の源泉である運用機能に関する世界最先端の情報が集まらなくなり、国際金融センターとしてのわが国の魅力は低下する。

こうした危機感から、資産運用会社の中には原則、インハウス運用を目標として掲げているところもあるが、こうした先は未だ限定的である。リモートワークやオルタナティブデータの活用が進んだ今日において、グローバルに活動する資産運用会社は必ずしも海外拠点を従前と同程度に有する必要はない。**資産運用会社各社が、海外の運用人材の確保等により、中長期的にインハウス運用を強化していくことが望ましい。**

⁴⁹ QUICK のデータを基に金融庁作成。ETF、DC・SMA 専用ファンドを除く。2022年12月末時点の日系資産運用会社が運用する海外株式（内外株式を含む）アクティブランドのうち、残高上位100ファンドを当庁の判断で、自社運用/外部委託運用に区分し、集計したもの。

1-3-6 リテール向け運用サービスの定性評価

わが国の投資信託やファンドラップといったリテール向けの運用商品やサービスについては、年金基金等の機関投資家向けとは異なり、投資哲学や運用体制（氏名、経歴、担当等）、サービスの付加価値についての情報開示が十分に進んでおらず、定性面での評価が難しい状況にある。わが国においては、投資信託のパフォーマンスに関する定量評価が一般的に利用されているが、過去の実績は必ずしも将来のパフォーマンスを保証するものではない。米国においては、ファンドの投資哲学、運用体制、人材、運用プロセスなど、資産運用会社の定性面を分析することにより、今後のパフォーマンス創出能力を評価することが一般的になっている。

わが国では、中立的な第三者による運用商品の評価が充実していないことや、こうした評価が販売現場で利用されることが少ないと等により、多くの顧客は、金融機関が推奨する運用商品やサービスを十分に理解しないまま契約するか、又は、投資自体を避ける傾向にある。結果、投資家の裾野が広がり難く、限られたパイの中で、金融機関が営業力による顧客獲得競争に注力し、運用商品やサービスの質的競争が十分に進まない状況にある。このため、大手金融機関グループ系列の資産運用会社が、顧客資産残高で高いシェアを占め、新興の資産運用会社は規模を拡大できていない。

運用商品やサービスの質的競争の促進に向けて、金融機関が、投資信託やファンドラップの投資哲学や運用体制、サービスの付加価値についての情報開示を進めるとともに、評価会社が、利益相反を適切に管理した上で、運用商品やサービスの定性面での評価を充実させることが望ましい。

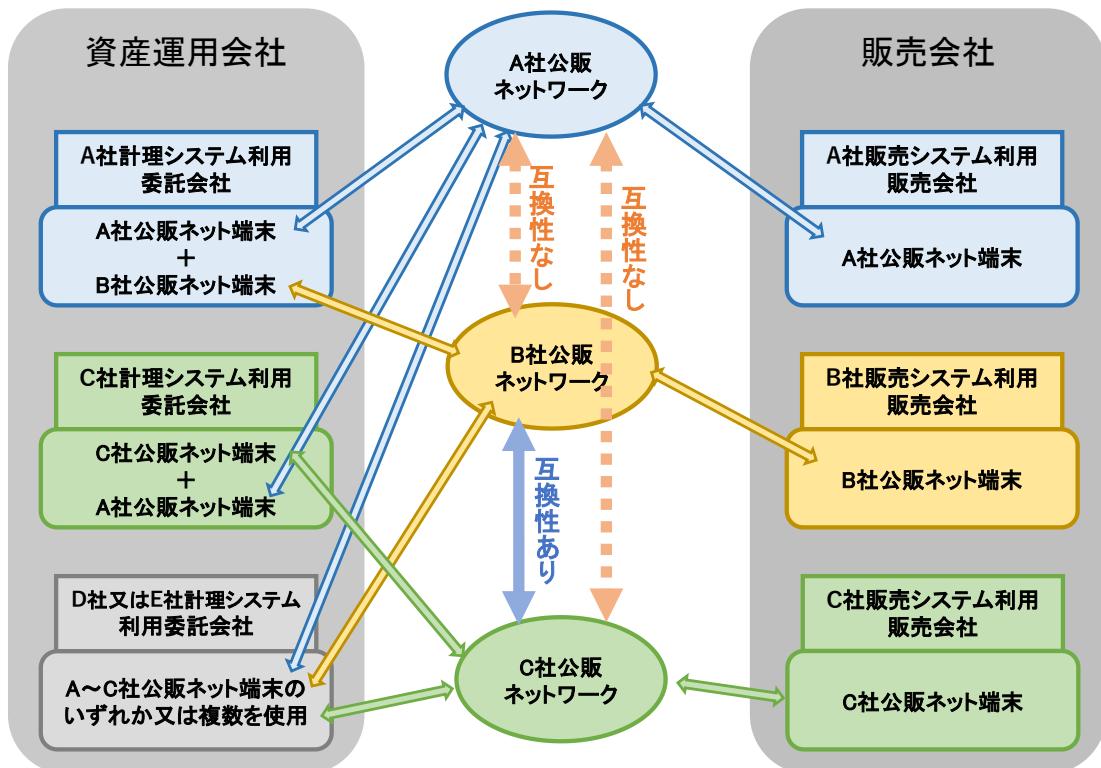
1-4 資産運用業界の効率性を改善するために

1-4-1 公販ネットワークの互換性確保への対応

販売会社と資産運用会社の間では、投資信託の日々の基準価額や設定・解約、決算時の分配金、手数料等の情報交換を、公開販売ネットワーク（以下、「公販ネットワーク」という。）というネットワークインフラを通じて行っている。公販ネットワークは、資産運用業界の共通インフラとして、非常に重要な役割を果たしているが、数少ないシステムベンダーによって、各々の仕様により運営されている。

過去、投資信託の販売は、グループ内での専売慣行を前提としていたため、公販ネットワークを民間のシステムベンダーがそれぞれ運営することに大きな支障はなかった。しかしながら、その後、投資信託のグループ系列を超えた相互乗り入れと本数の大幅な増加が進み、公販ネットワークが業界の共通インフラとなったことから、データ連携の欠如による業務上の非効率が課題となっている。具体的には、資産運用会社と販売会社が、システムベンダー各社が提供する公販ネットワークを跨いで情報連携を行う場合、特定の公販ネットワーク間では一部データの相互接続（互換性）が確保されていない。

【図1-41】 公販ネットワークの接続状況と課題⁵⁰



このため、資産運用会社と販売会社が利用する公販ネットワーク端末が異なる場合で、相互接続が確保されていない情報の連携を行うときには、メールやファックスによる方法を採る必要があり、資産運用会社は人為的ミスの発生防止に一定の人員を割く必要がある。コミュニケーションのミスによる基準価額配信エラーに繋がる場合等もあるため、資産運用会社や販売会社によっては、複数のシステムベンダーの公販ネットワーク端末を導入し、追加的なコストも発生している。

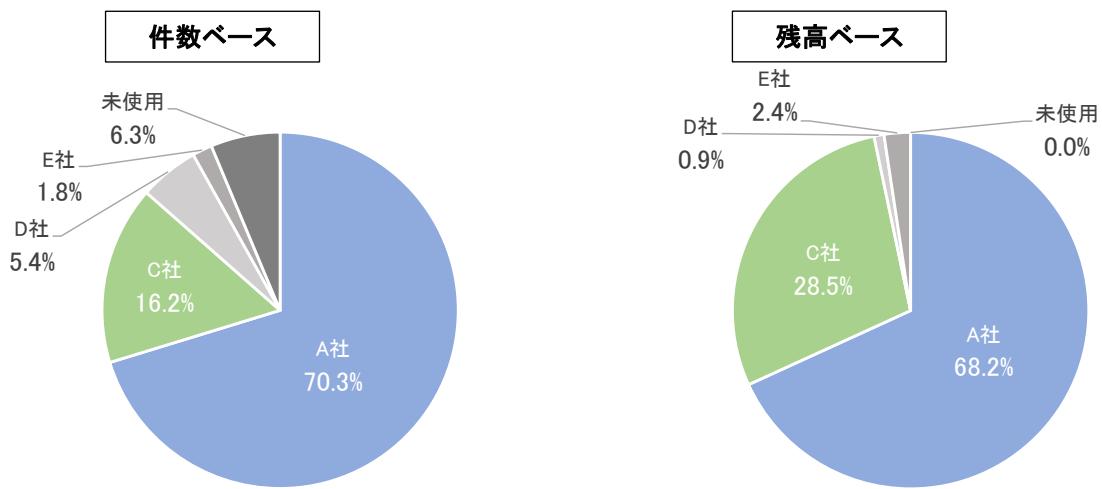
公販ネットワークの端末と投資信託の基準価額を計算する投信計理システムについては、同一のシステムベンダーが一つのパッケージとして提供する場合があり、その場合には、自動接続・STP (Straight-Through Processing) 化により、人手を介さずに一連の作業をシームレスに行うことが可能である。一方で、投信計理システムを提供するシステムベンダーと公販ネットワークを提供するシステムベンダーが異なる場合には、資産運用会社は、追加的に公販ネットワーク接続料を支払う必要がある上、投信計理システムとの自動接続が確保されていない。このため、資産運用会社においては、公販ネットワークと投信計理システムへの必要な情報のデータアップロードやダウンロードを手作業などにより対応しているが、特に投資信託の取扱い本数の多い資産運用会社の業務の効率性及び安全性の観点、また、資産運用業界への新規参入促進の観点から、何らかの改善が必要である。

こうした非効率な状況が長年放置されてきたことで、多くの資産運用会社は、多くの販売会社が利用する公販ネットワークの端末やそれと同一のシステムベンダーが提供する投信計理システムを

⁵⁰ 投資信託協会、投資信託に係る業務運営の合理化・効率化ワーキング・グループ「公販ネットワークの接続等の改善に関する要望」（平成31年2月7日）の別紙を基に金融庁作成。

導入しており、投信計理システムの提供においても寡占化が進んでいる。この結果、システムベンダー間の不十分な競争による資産運用業のコスト高となっている可能性が指摘されている。

【図 1-42】 投信計理システムにおけるシェア⁵¹



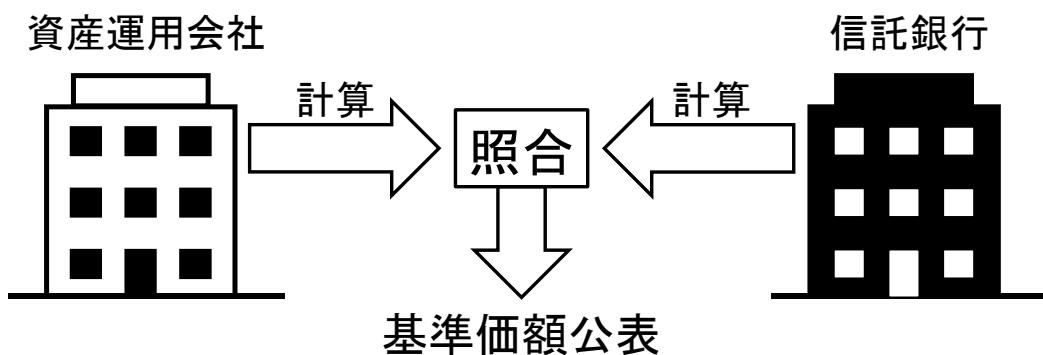
公販ネットワークの互換性の問題については、2018年に投資信託協会が間に入り、データ連携が可能となるよう、システムベンダー間の話し合いが行われたが、現在のところ、具体的な進展はない。その後、2020年にも、日本取引所グループや証券保管振替機構等を中心に、一部の銀行、証券会社、信託銀行及びシステムベンダーが参加して、公販ネットワークの一部を分散技術を使った共通基盤に置き換える実証実験を実施しているが、実用化には至っていない。

公販ネットワークの仕様の標準化等による、資産運用業界全体の効率性改善に向けて、自主規制団体が、当局や関係機関とも連携し、必要な調整を行うことが期待される。また、販売会社の販売システムにおいても同様に寡占化が進んでいる点にも、留意が必要である。

1-4-2 投資信託の計理事務（基準価額計算）と運用の分離

わが国には、資産運用会社と信託銀行がそれぞれ投資信託の基準価額を計算（二重計算）し、毎日照合するという、独自の慣行がある。

【図 1-43】 二重計算



⁵¹ 各社提供データを基に金融庁作成。2022年7月末時点。

二重計算の実務は、①投資信託及び投資法人に関する法律（以下、「投信法」という。）⁵²及び信託法⁵³にそれぞれ帳簿書類の作成義務の定めがあること、②投信法に資産運用会社の任務懈怠時の損害賠償規定があり、資産運用会社に基準価額算出の最終的責任があり、一円の相違も許容できないと考えられていること等を背景としているようだが、照合事務は法令で求められているものではない。

二重計算の実務は、わが国の投資信託市場の発展段階においては、投資家に基準価額算出の信頼を持たせ、また、手入力によるデータの入れ間違いなどの人的要因による潜在的な基準価額算出の過誤を検出し、解決するためのセーフティネットとして機能してきた。

しかしながら、資産運用会社及び信託銀行のそれぞれがシステムの導入による基準価額計算の事務の効率化を進めた結果、近年では、照合作業の大半を資産運用会社や利用する投信計理システムの計算ロジック等を要因とする、1ベーシスポイント未満の相違の確認に費やすようになった。また、二重計算を実施していても、約定・決済情報や実物資産などの元データの相違により基準価額の大きな間違いが生じる事例も発生している。

欧米においては、顧客と資産運用会社との間の利益相反や不正防止の観点から、ファンドの計理をカストディアンやアドミニストレーターといった計算の作業責任者に一元化し、資産運用会社が基準価額変動の妥当性を検証する方法（一者計算）が採用され、運用と計算が分離している。このため、欧米の資産運用会社は、運用機能に特化することができる。

他方、わが国独自の二重計算の実務では、資産運用会社が自ら投信計理システムや計理人材を調達し、システムのメンテナンスのためにも人員を配置しなければならず、外資系の資産運用会社等からは、わが国における資産運用業のコスト高や参入障壁の要因として指摘されることが多い⁵⁴。

国際金融センターの推進に取り組む中、金融庁は、業界に対し、わが国における一者計算の実現に向けた検討を求めてきた。平成30年以降、投資信託協会において各種報告書⁵⁵が取りまとめられ、基準価額の計算責任が資産運用会社にあることの確認や海外の事例調査等が行われ、一部の大手資産運用会社において一者計算のパイロットプロジェクトが実施されたが、未だ、本格的に導入した事例はない。

一者計算の実現に向けては、以下の課題が指摘されている。

⁵² 投資信託及び投資法人に関する法律第十五条（投資信託財産等に関する帳簿書類）に「投資信託委託業者は、内閣府令で定めるところにより、投資信託財産の状況その他業務に関する帳簿書類を作成し、これを保存しなければならない。」との定めがある。

⁵³ 信託法第三十七条（帳簿等の作成等、報告及び保存の義務）に「受託者は、信託事務に関する計算並びに信託財産に属する財産及び信託財産責任負担債務の状況を明らかにするため、法務省令で定めるところにより、信託財産に係る帳簿その他の書類又は電磁的記録を作成しなければならない。」との定めがある。

⁵⁴ 「外資の参入障壁としては、計理部門が必要なこと、システムコストが高い」、「アセットマネージャーがアカウンティングシステムに高額なコストを払っている」との声が挙がっている。

⁵⁵ 投資信託協会の報告書として、「基準価額の算定についての考え方について」（平成30年9月18日）、「基準価額算出に係る実務者検討委員会報告書」（令和元年9月19日）、「『基準価額算出に係る実務者検討報告書』に係る一者計算の実施報告書」（令和2年）がある。

- ① わが国の資産運用業界において、欧米のようなマテリアリティポリシー（閾値以上の基準価額の計算過誤に対する方針）の存在に対する認識が普及・浸透していない⁵⁶。
- ② 既存の資産運用会社は、一者計算移行時の基準価額の正確性を確保するための新たな措置の導入や業務フロー、システムの変更等の検討が必要になる。
- ③ 資産運用会社が導入する投信計理システムが、販売会社との間で基準価額や設定・解約等の情報を交換する公販ネットワークを提供するシステムベンダーのものではない場合、当該公販ネットワークへの接続料金が高額なものになる可能性がある。このため、既存の投信計理システムを廃棄し、信託銀行による一者計算に移行した場合、公販ネットワークへの接続の確保や接続料への影響を懸念する声がある。
- ④ 一者計算の推進について、販売会社の理解を得られない可能性がある。

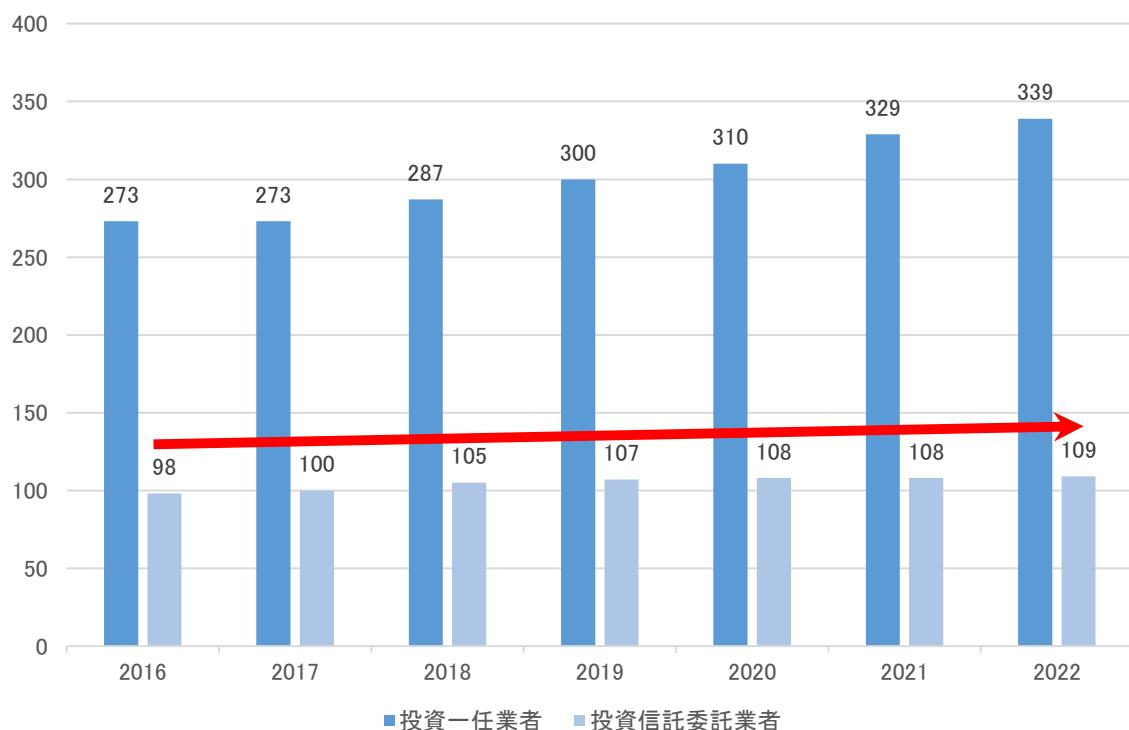
一方、一部の資産運用会社及び信託銀行が連携し、私募投資信託を提供する資産運用会社向けに一者計算の導入を支援する具体的な動きもある。また、資産運用会社の中には、本格的な一者計算への移行を検討しているところも出てきている。牽制機能や基準価額の正確性の確保、資産の実在性確保、将来的なファンド運営コストの低減等の観点から、信託銀行による一者計算が望ましいと考えられ、今後、こうした一者計算の取組みが公募投資信託にも拡大することで、わが国の資産運用業においても、運用と計算が分離し、資産運用会社は、より多くのリソースを運用機能の強化に割くことができるようになる。これにより、信託銀行の計算結果を採用する投資一任業から、投資信託委託業への移行が容易になる等、資産運用業への新規参入障壁が低下し、資産運用会社間の競争による運用サービスの質の向上とコスト低減がともに実現する可能性がある。わが国の資産運用業界が活性化すれば、資産管理業も充実かつ高度化し、受託資産の増加などを通じて、信託銀行の収益拡大にも繋がる。このため、信託銀行各社が連携して、一者計算の実現と普及に向けた一層の取組みを進めることが期待される。また、公販ネットワークを提供するシステムベンダーにおいても、信託銀行を主体とする一者計算の取組みに協力し、わが国の資産運用業の発展に引き続き貢献することが望まれる。

⁵⁶ 投資信託協会「基準価額算出に係る実務者検討報告書」（令和元年9月19日）において、「現行の投資信託法第21条に照らせば、任務懈怠の範囲等は、個々の状況及び事象に応じて判断されるものであることに鑑み、個別の検討によってマテリアリティポリシーを利用する運営は、一概に否定されるものではないと考えられる。」との記載があり、わが国においても、マテリアリティポリシーの存在は認識されている。

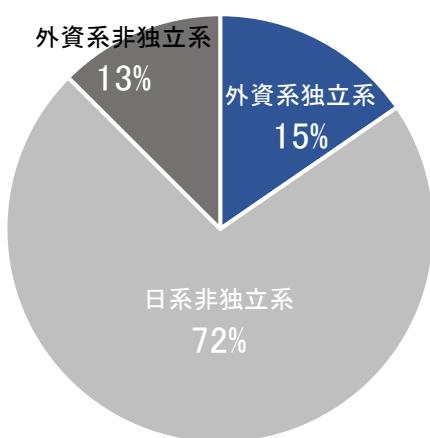
1-4-3 資産運用会社の新規参入促進

わが国の資産運用会社数の近年の推移を見ると、その数は殆ど変わっておらず、投資信託委託業への新規参入も限定的である。また、わが国における公募、私募、投資一任契約の運用資産残高合計で上位 20 社のうち、金融機関グループに属する非独立系の資産運用会社のシェアは 85%となつており、日系の独立系資産運用会社は含まれていない。

【図 1-44】 国内の資産運用会社数の推移⁵⁷



【図 1-45】 日本国内の運用資産残高上位 20 社の独立系・非独立系比率⁵⁸

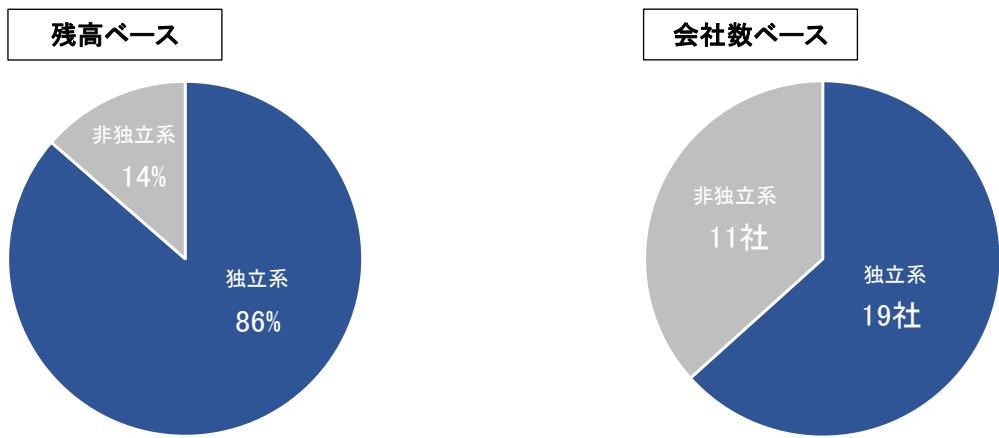


⁵⁷ 「金融庁の 1 年」より金融庁作成。

⁵⁸ 2022 年 3 月末時点の各社提供データを基に金融庁作成。公募、私募、投資一任契約による運用資産残高合計で上位 20 社を対象。

他方、ミューチュアル・ファンドと ETF の運用資産残高合計で世界上位 30 位内の資産運用会社を見ると、その大半が、大手金融機関グループに属さない独立系の資産運用会社である。

【図 1-46】世界の運用資産残高上位 30 社の独立系・非独立系比率⁵⁹



米国の Affiliated Managers Group のレポート⁶⁰によると、独立系資産運用会社の株式のアクティブラマネージャーは過去 20 年 (1998 年～2018 年) で非独立系資産運用会社の競合を年率で 0.62%、トータルリターンで 16% 上回っている。また、ベンチマーク指標との対比では、同期間に年率で 1.35% 上回っている。

これは、系列の資産運用会社は、グループ全体の経営方針や人事・報酬制度の適用等、運用戦略や体制が親会社の意向に左右されることがあり、グループ全体と顧客との間で利益相反が生じ易いが、独立系の資産運用会社は、こうした影響を受け難く、自由なカルチャーの下、運用力の強化に注力でき、結果、顧客の最善の利益を図ることができるからではないかと考えられる。

このような独立系の資産運用会社と非独立系の資産運用会社のパフォーマンスの相違は、海外の大学基金等、アセットオーナーの間では認識されており、組織における運用担当者の割合や親会社の経営への関与の度合いが、運用委託先の選定基準に含まれる場合があるという。こうしたことから、海外においては、大手金融機関が経営には深く関与しない形で、独立系の資産運用会社を子会社化する例もある。系列の資産運用会社においても、運用担当者の人事・報酬制度を柔軟化し、事務を別会社に切り離すこと等により、可能な限り効率化・合理化し、運用機能を拡充することで、海外のアセットオーナーの資金をより多く取り込むことができるようになる可能性がある。系列の資産運用会社がグループ内での独立性を確保するための一層の取組みが期待される。

併せて、わが国の資産運用業の活性化に向けて、資産運用会社の新規参入の増加による業界の新陳代謝を促していくかなければならない。そのためには、官民が連携して、公販ネットワークの互換性確保や一者計算の推進等、事務の国際標準化や効率化・安定化を図り、わが国の資産運用業の運営に係るコスト低減を図ることが必要である。

⁵⁹ イポットソン・アソシエイツ・ジャパンの残高データを基に金融庁作成。独立系・非独立系の区分は金融庁の判断によるもの。

⁶⁰ Affiliated Managers Group, "The Boutique Premium -The Boutique Advantage in Generating Alpha".

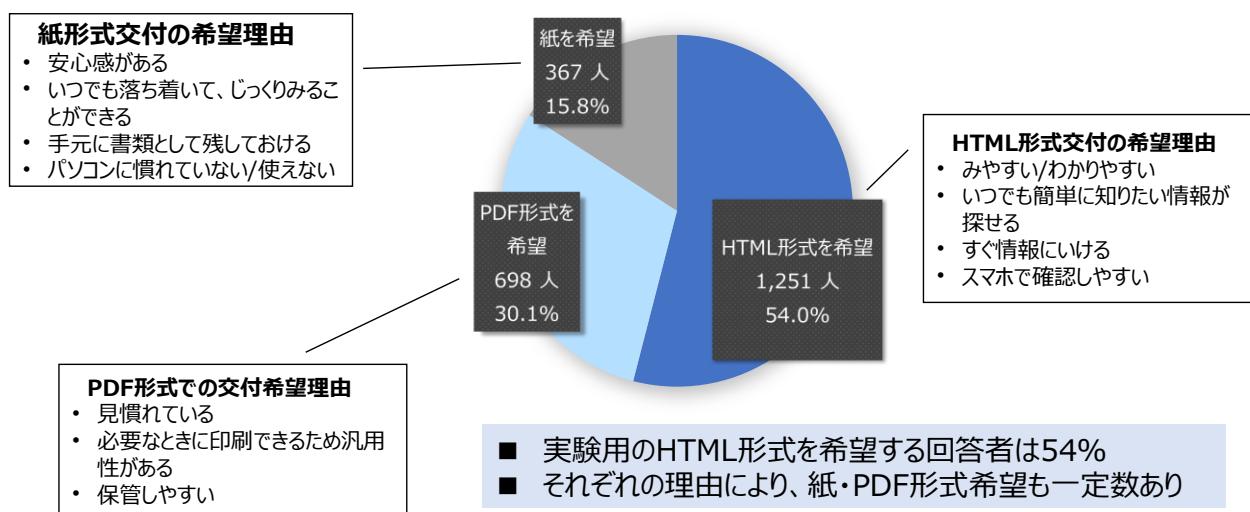
1-4-4 デジタル技術を活用した顧客に対する情報提供の拡大

2022年12月9日、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」の中間報告において、「契約締結前や契約締結時などの情報提供については、金融事業者において書面とデジタル手段を顧客本位の観点から自由に選択できるようにすることが考えられる。」、「デジタル手段による提供に際しては、金融事業者のコスト削減を目的として単に現行の書面を電子化したもの交付するのではなく、閲覧する機器に最適化し、容易にアクセス可能な方法、かつ、顧客等による比較分析などの外部データを含む多様な活用・連携が可能な方法で行われるようにすべきである。」との方向性が示されている。

スマートフォンやタブレット端末が普及した現代において、上記中間報告で示された方向性を実現する方法の一つとして、HTML形式の採用が考えられる。

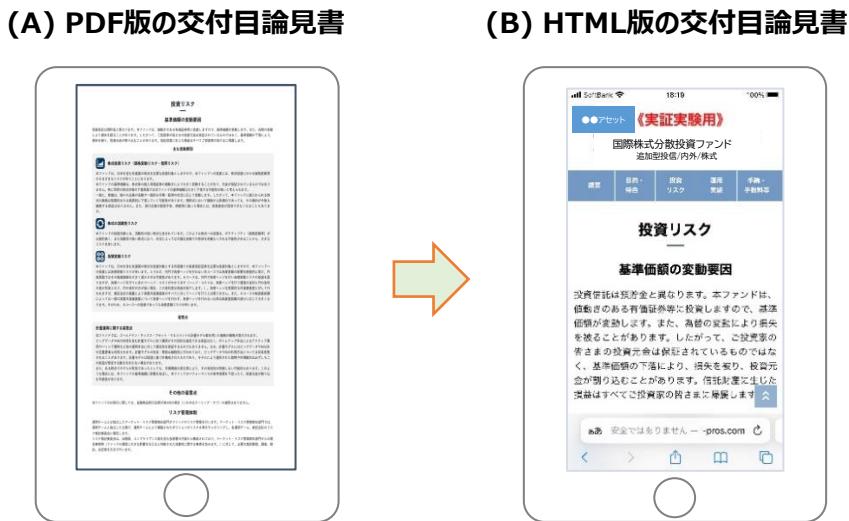
投資信託に係る目論見書の電子交付にHTML形式を採用することについては、金融庁の「FinTech実証実験ハブ」の支援案件として、販売会社1社及び資産運用会社4社による実験が行われ、2022年6月28日に結果が公表された。この案件の中で、2020年10月～11月にアンケート調査を行ったところ、約84%の利用者が電子ファイルでの交付目論見書を希望しており、また、54%がHTML形式の電子ファイルを希望するという結果となった。HTML形式の採用は、スマートフォン等の画面上で閲覧する場合の視認性の向上、月次報告書や運用報告書等の他の開示資料への遷移による最新データへのアクセス向上等、他の形式と比べて、顧客にとっての利便性が高く評価されているようである。

【図1-47】 今後希望する目論見書の形式とその理由について⁶¹



⁶¹ FinTech実証実験ハブ第7号案件「目論見書の高度化（HTML化）に関する実証実験」結果報告書より抜粋。

【図1-48】 交付目論見書のHTML化⁶²



また、資産運用会社にとっては、HTML形式の採用を進めることで、交付目論見書や販売用資料、月次レポートなどの各種資料を横断してデータを流用することによる生産性向上、印刷会社との調整コストの低減等が期待できる。また、販売会社にとってもデータ利活用による重要情報シートの利便性向上などに繋がることが期待できる。

一方で、HTML形式の採用を希望する資産運用会社の顧客利便性向上に向けたモチベーションを阻害する事がないよう、業界全体で効率性を重視した取組みの推進方法を検討する必要がある。具体的には、例えば、以下の事項について、投資信託に関わる自主規制団体やその販売に関わる業界団体による検討が期待される。

- ・ 資産運用業界共通の情報掲載ポータルの利用や運営ガイドラインの策定
- ・ 顧客への目論見書交付の確認方法
- ・ 交付目論見書の5年間の保管方法につき、実態及び実務に即した柔軟な対応を可能とするための環境整備
- ・ 目論見書に関する協会規則の見直し等、紙媒体の利用を希望する顧客に対するウェブページ印刷の柔軟な利用の促進

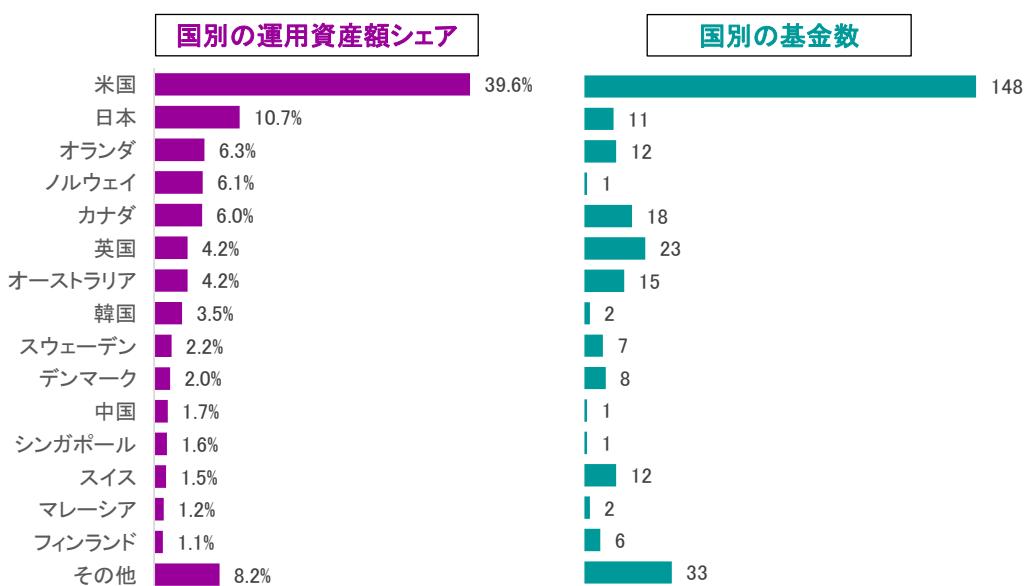
これらの課題は、資産運用会社、販売会社単位で解決を図れるものではなく、話し合いの場が必要である。資産運用会社には交付目論見書の作成義務があり、販売会社においては交付義務があることから、それぞれの立場を明確にした上で、投資信託に関わる自主規制団体やその販売に関わる業界団体等が連携・協力して検討を行い、HTML形式の採用を希望する社が、安心して取組みを進められる環境を整備することが期待される。

⁶² 実験結果報告書より抜粋。

2 アセットオーナーの運用高度化に向けた課題

年金基金等、アセットオーナーの行動は、資産運用業界の商品組成やスチュワードシップ活動に大きな影響を与えている。Thinking Ahead Instituteによると、2021年12月末時点の運用資産額で世界上位300位内の年金基金のうち、わが国の年金基金のシェアは、米国の次に大きく、その動向は世界的にも注目されている。ただし、世界上位300位内に入るわが国の年金基金11基金のうち、10基金は公的年金基金である。

【図2-1】世界の運用資産額上位300位内の年金基金⁶³



一方、企業年金については、規模が小さい先も多く、運用に携わる職員の専門性や人員が不足し、運用商品の選別や必要なリスク管理が適切に行われていないところもあるのではないか、と指摘する声がある。今般、国会に提出された金融商品取引法等改正案において、金融事業者のみならず、企業年金等関係者に対しても、顧客等の最善の利益を勘案しつつ、誠実かつ公正に業務を遂行することを求めてこととしている。

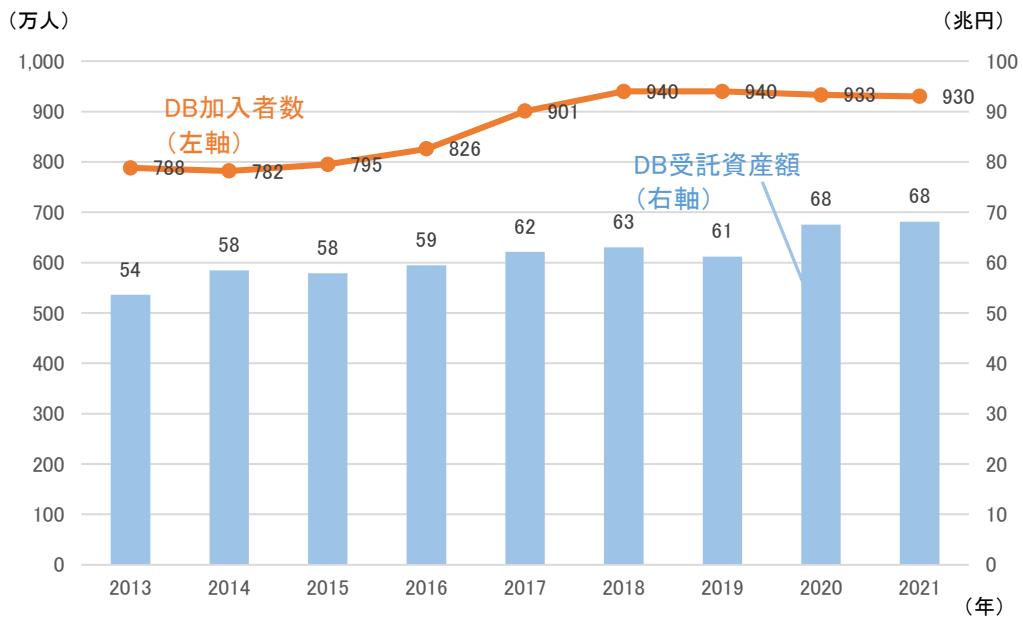
確定給付企業年金(DB)は、将来の給付が確定しているという点で、企業の従業員にとって、老後の生活設計上のメリットがある制度であり、従業員の企業へのエンゲージメントを高め、生産性を向上する上でも、重要な役割を果たしてきた。一部で、労働市場の流動化や制度維持負担からDCへ移行する企業もあるが、2022年3月末現在、DBの加入者は930万人、残高は68.1兆円となっており⁶⁴、加入者782万人、残高17.8兆円の企業型DCと比べると、引き続き規模は大きい。また、わが国においては、労働市場が欧米ほどには流動的ではなく、金融リテラシーにもバラツキがある中で、運用の責任を従業員が負担するDCへの移行を躊躇する企業もあるという。こうした中、DBはわが国の企業従業員の老後の生活財源として今後も重要な役割を果たしていくと考えられ、その

⁶³ Thinking Ahead Institute, "Global top 300 pension funds September 2022"のデータを基に金融庁作成。

⁶⁴ 信託協会・生命保険協会・全共連「企業年金（確定給付型）の受託概況（令和4年3月末現在）」。

運用について、改めて足元の状況や課題を整理した⁶⁵。

【図 2-2】 DB 加入者と受託資産残高推移⁶⁶



2-1 わが国の確定給付企業年金の運用の特徴

わが国のDBの運用については、以下のような特徴がある。

- ① 国内の低金利環境の長期継続や生命保険会社の一般勘定の保証利率低下等に対応して、予定期率（財政計算上の予定期回り）を低下させていること
- ② 加入者・受給者の人員構成の変化により成熟度が高まり、掛金収入よりも給付が増え、流動性を確保した運用が求められるようになってきていること
- ③ 過去の掛け金引上げや運用益⁶⁷の確保等により、多くの企業年金では、積立が超過した健全な状態（責任準備金⁶⁸に対する総資産の比率が100%超）にあること
- ④ 運用人材の供給が少ないこともあり、インハウス運用が限定的で、運用を信託銀行や生命保険会社、投資顧問業者等に委託することが一般的であること

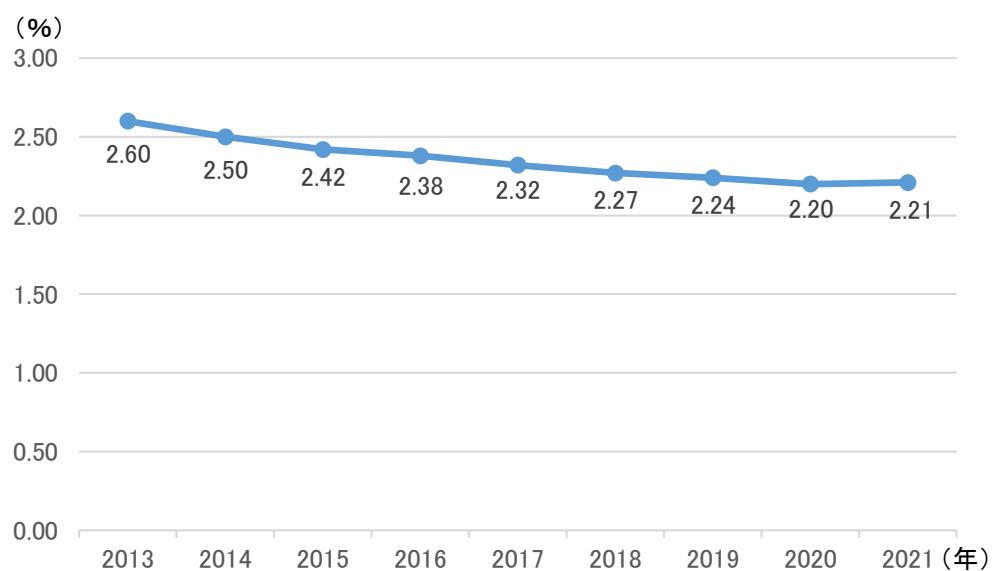
⁶⁵ ここでは、原則、確定給付企業年金を指して「DB」という。DBには、企業等が厚生労働大臣の認可を受けて法人（企業年金基金）を設立する「基金型」と、労使合意の年金規約を企業等が作成し、厚生労働大臣の承認を受けて実施する「規約型」がある。基金型は企業年金基金が、規約型は企業等が、年金資産を管理・運用して年金給付を行う。

⁶⁶ 企業年金連合会「企業年金に関する基本統計」「企業年金に関する基礎資料 令和4年度版」のデータを基に金融庁作成。

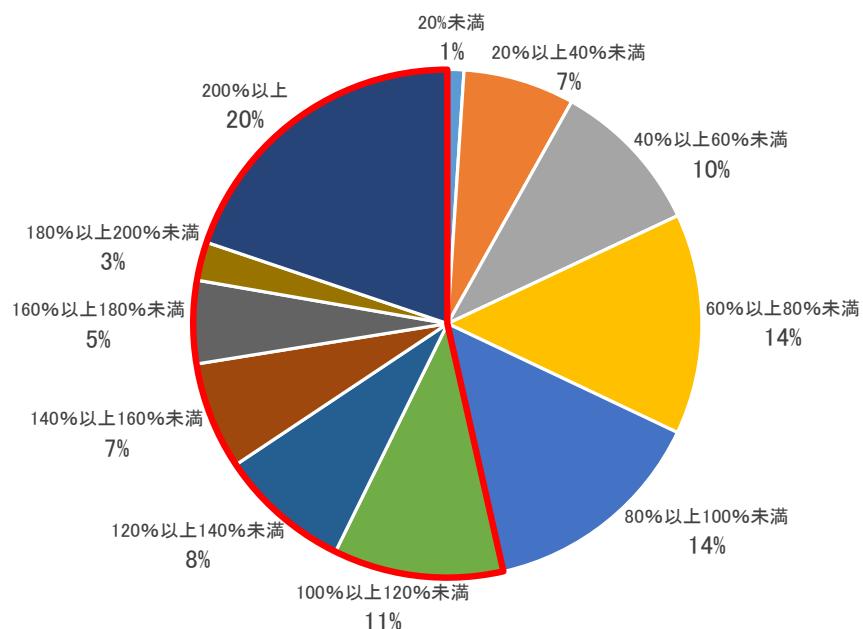
⁶⁷ 企業年金連合会「企業年金実態調査」（2021年度版）によると、確定給付企業年金の修正総合利回りの幾何平均は過去5年で3.89%、過去10年で5.01%。

⁶⁸ 責任準備金とは、将来の掛け金収入として、標準掛け金だけでなく特別掛け金も含めて考えた場合に、将来給付のために現時点で保有しておかなければならぬ積立金。

【図 2-3】 DB の予定利率の推移⁶⁹



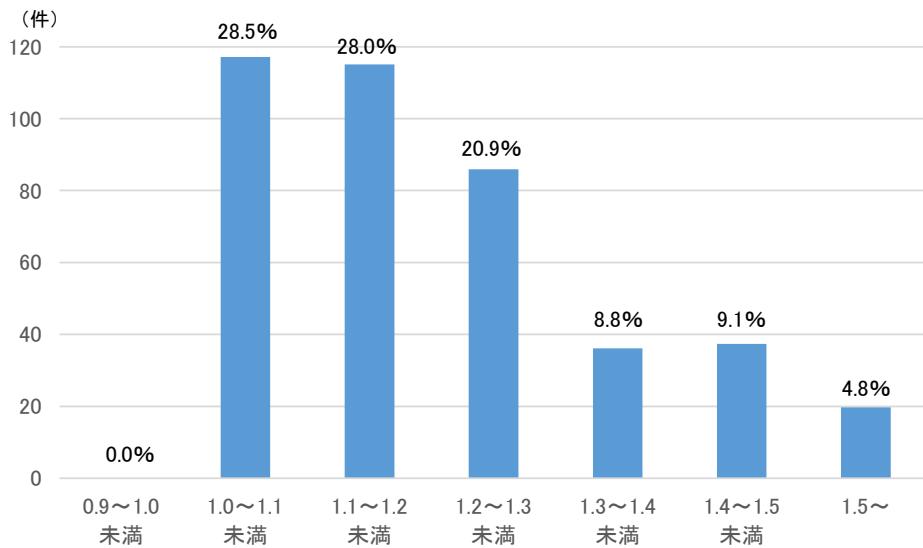
【図 2-4】 DB の成熟度（給付費/掛金収入）⁷⁰



⁶⁹ 企業年金連合会「企業年金に関する基礎資料」（令和4年度版）のデータを基に金融庁作成。

⁷⁰ 企業年金連合会「企業年金に関する基礎資料」（令和4年度版）のデータを基に金融庁作成。赤い囲みは給付金/掛金収入が 100%以上。

【図2-5】 DBの責任準備金に対する総資産の水準⁷¹



2-2 母体企業の意識

企業年金は、加入者の退職後の生活資金であり、定期的にALM（Asset Liability Management）を実施し、制度の成熟度、掛金負担能力等に基づく最適な資産配分を決定し、長期目線の運用を行うことが望ましい。長期目線での運用は、資金効率が高く、掛金負担の最小化に繋がるという、企業にとってのメリットがある。

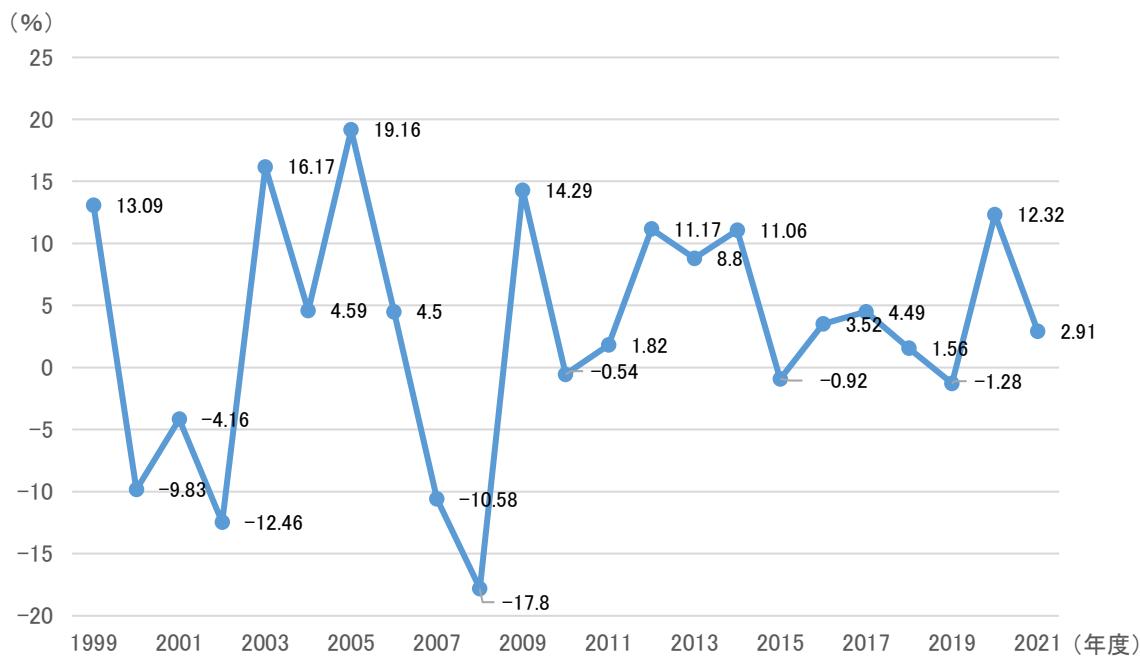
しかしながら、DBの運用では、長期目線で安定的に運用することよりも、掛金を固定的なコストと見做し、毎年の年金資産の時価変動の抑制を重視する傾向があると言われている。これには、以下のような要因が指摘されている。

- 2000年の退職給付会計導入で将来給付の現在価値が退職給付債務として企業の財務諸表に計上されるようになったこと、また、国際会計基準の導入で、未認識数理差異の即時償却が求められるようになったことから、年金運用が母体企業の会計上のリスクと認識されている。
- バブル経済崩壊後の株式市場の低迷により、退職給付会計の導入以降、3年連続で利回りがマイナスとなった厚生年金基金が多く、代行部分の負担が顕在化して、代行返上・解散が進んだことや、2008年の世界金融危機による運用損失の経験、2012年のAIJ投資顧問年金事件の影響等の悪材料が重なり、その間、掛金引上げや給付減額等の苦労もあったことから、年金運用に対するネガティブなイメージが拡大した。その後、アベノミクスで株式市場は上昇基調となり、DBは運用益を確保し、積立が超過した健全な状態となったが、当時のイメージを十分に払拭できていない。
- 制度上、財政決算の結果に基づく継続基準、非継続基準等の毎年の財政検証が義務付けられ

⁷¹ 格付投資情報センター「年金情報」(2022.12.5 No.903)のデータを基に金融庁作成。総資産を責任準備金で割った値で、1.0以上は継続不足金のない状態。グラフ内の数値(%)は全件数に対する割合。

ており、積立不足になった場合には追加の掛金拠出が求められ、企業の資金負担となる⁷²。

【図 2-6】 DB の修正総合利回り⁷³



こうしたことから、DB の運用担当者は、年金運用のパフォーマンスを 3～5 年周期で捉えていても、母体企業の役員である資産運用委員会のメンバーは、単年度のマイナス利回りに敏感であり、毎年度の着地に着目する傾向にあるようである。特に、アクティブ運用については、利回りが良い時期もあれば、悪い時期もあるため、長期目線で評価することが重要だが、1 年単位のパフォーマンスを評価して、委託先との契約を解消するケースもあるようである。

他方で、企業の中には、DB を制度として維持しながら、退職給付債務をオフバランス化し、長期目線で安定的に運用することができるよう、加入者と企業で運用のリスクを分担する、リスク分担型企業年金に移行するところも出てきている⁷⁴。こうした企業年金では、企業は事前に掛金を厚めに積む必要があるが、運用成績が悪化しても、掛金の追加負担や企業財務上のリスクを負わない。また、加入者にとっては、運用のアップサイドの成果が還元されるため、より高い利回りが期待でき、物価上昇への対応等の観点からもメリットがある（ただし、運用悪化時の給付減額のリスクを加入者が分担することとなる）。

企業財務や資金負担への短期的な影響に過度に捉われずに、長期目線で安定的な運用が可能となるよう、DB の運用についての母体企業の意識向上が必要である。

⁷² 継続基準は、企業年金が今後も継続するという観点から行う財政検証の一つで、責任準備金に見合う純資産額が保有できているかどうかを検証する。非継続基準は、財政検証時点において制度終了したと仮定した場合に、加入員や受給者に対し保全すべき給付に必要な年金資産が確保されているかどうかを検証する。

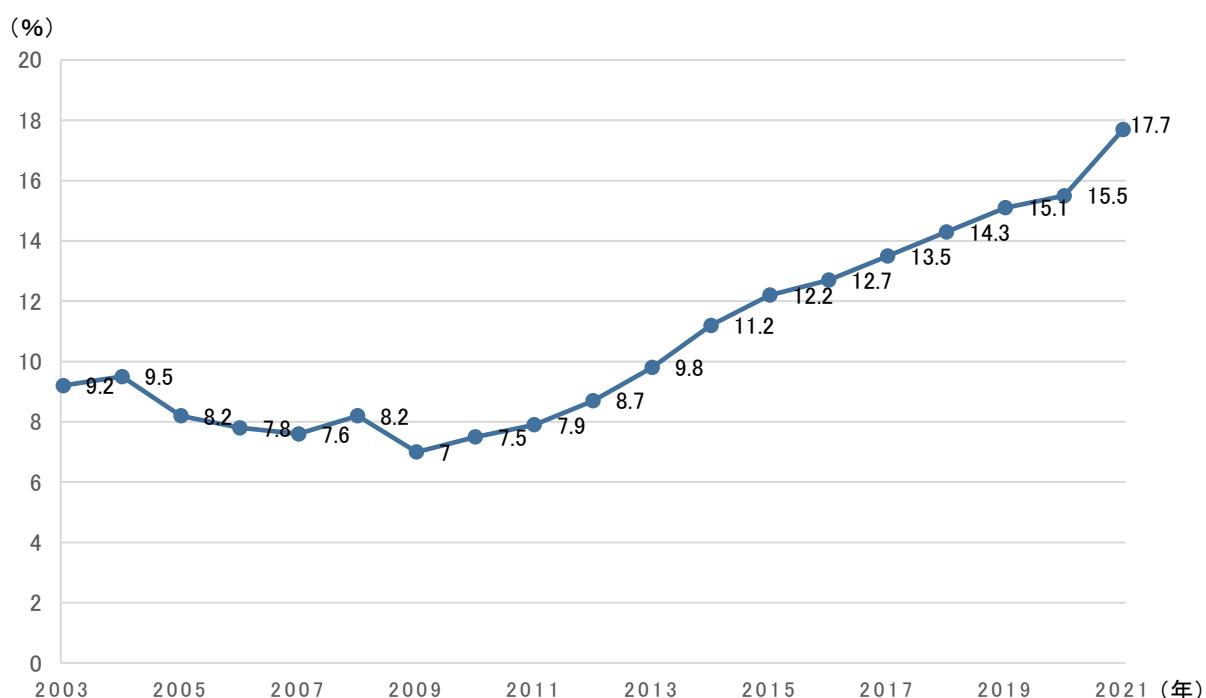
⁷³ 企業年金連合会「企業年金実態調査結果（2021 年度概要版）」のデータを基に金融庁作成。厚生年金基金及び確定給付企業年金の集計値。

⁷⁴ 令和 4 年 7 月現在、21 の企業年金基金が厚生労働省の移行の承認を受けている。リスク分担型企業年金では、将来の運用リスクに備えて企業があらかじめ多めに掛金を拠出し、運用パフォーマンスが悪化して企業の負担分ではカバーできない場合には給付を減額する一方、運用パフォーマンスが良い場合には給付が増える可能性がある。将来のリスク分担について労使の合意が必要で、企業は運用の基本方針を策定する際に加入者の意見を十分に考慮することが求められる。

2-3 オルタナティブ投資拡大の留意点

アベノミクス以降、運用環境が良好だったこともあり、わが国には、積立が超過した健全なDBが多い。一方で、昨今の低金利環境下においては、債券投資のみで予定利回りを上回る運用リターンの達成は困難であり、より高い利回りが見込めるオルタナティブ投資（ヘッジファンド、不動産やインフラ、プライベート・エクイティ等）への投資意向が高くなっている。企業年金連合会の実態調査によると、2021年度は、69.9%の企業年金がオルタナティブ投資を実施している。

【図2-7】 DBのオルタナティブ投資の割合⁷⁵



【図2-8】 今後、DBが採用・増額予定の商品⁷⁶

順位	回答項目	回答割合(%)	21年調査比 (ポイント)
1	プライベート(不動産、インフラ含む)	26.6	8.7
2	ESG(環境、社会、企業統治)特化型戦略	25.2	▲ 12.1
3	インフラストラクチャー投資	24.5	6.6
4	プライベートエクイティ	18.2	5.5
5	海外不動産私募ファンド	14.0	3.6
6	マルチアセット	13.3	▲ 12.1
7	国内不動産私募ファンド	12.6	5.1
8	国内REIT(私募含む)	11.9	0.0
9	バンクローン、CLO(ローン担保証券)	7.7	4.0
10	マルチストラテジー	5.6	▲ 3.4
10	ファンド・オブ・ヘッジファンズ	5.6	2.6

⁷⁵ 企業年金連合会「企業年金実態調査結果（2021年度概要版）」のデータを基に金融庁作成。

⁷⁶ 格付投資情報センター「年金情報」（2022.12.5 No.903）のデータ（集計対象数は143）を基に金融庁作成。

また、オルタナティブ投資には、時価がなく、評価額を採用するため、リアルタイムでの企業財務への影響が少ないと考えられるが、流動性リスクを取りつつ評価損が突然に顕在化するという点には留意する必要がある。また、プライベート・エクイティ等の流動性の低いオルタナティブ投資については、以下のような課題も指摘されている。

- 欧米と比べて、わが国では、オルタナティブ投資の市場が未成熟であり、投資先の大半は海外資産となることから、委託先管理が難しい。
- クローズドエンド型ファンドの場合、ファンドの募集時期や解約可能時期の分散を図る必要がある。解約可能な場合であっても、四半期に1回、5%ずつしか解約出来ない場合もある等、様々なものがあるため、流動性の課題を理解する必要がある。
- 個別性が高く、情報開示が少ないため、株式、債券と比べると、定量的にリスクを捕捉することが難しい。伝統的資産のファンドと比較して、パフォーマンスの格差が大きい傾向にあり、投資先の選定には様々な角度からの定性面での評価が必要となる。
- 投資開始後、ファンドの要請を受けたタイミングで資金を払い込むことが必要な場合には、要請時の資金準備の対応や待機期間中の運用効率の低下が生じることから、その点も考慮して、期待パフォーマンスを算出する必要がある。

伝統的資産のみではリスク分散を図ることが難しくなってきており、オルタナティブ投資の拡大は世界的な流れである。今後も国内債券や一般勘定の利回りが年金基金の予定利率を下回る状況が長期化した場合、わが国のDBはオルタナティブ投資を一層拡大していくことになるが、企業は実質的な期待パフォーマンスやリスクについても理解を深める必要がある。また、大手の企業年金基金においては、運用コンサルティング会社を活用している割合が高い⁷⁷が、オルタナティブ投資の運用委託先、投資商品の選定に運用コンサルティング会社を活用する場合であっても、最終的な判断の責任は、企業や年金基金側にある点を認識することが重要である。加えて、オルタナティブ投資の小口化によるリスク分散や今後の裾野拡大の観点からは、資産運用業界が、適切な評価・リスク管理態勢を整備した上で、国内スタートアップへの投資拡大やオルタナティブ資産を組み入れた投資信託商品の開発に取り組んでいくことも必要になるだろう。

2-4 職員の専門性・人員不足への対応

金融市場の複雑性が増すとともに、変化のスピードも高まっており、金融資産のリスク・リターンについて、過去の実績から将来の予測を行うことが一層難くなっている。DBの運用については、目標利回りの高低に関わらず、外部環境の変化に迅速かつ適切に対応することが重要である。

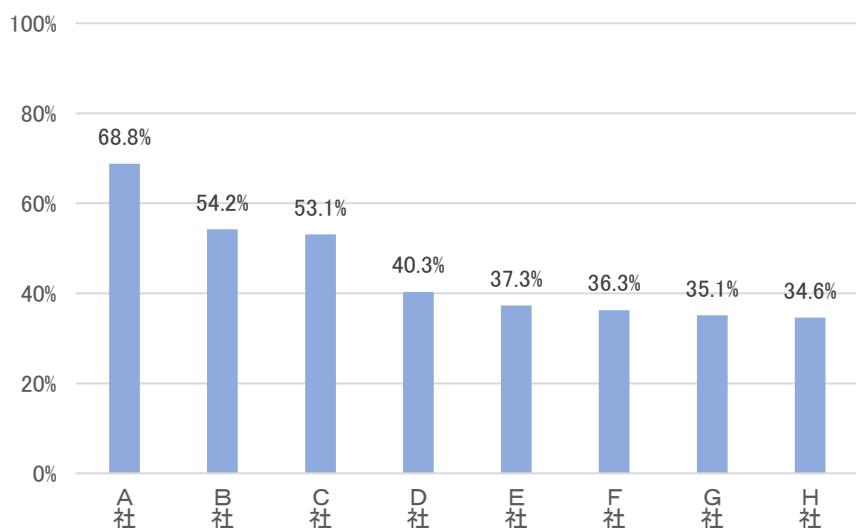
わが国では、多くの企業において、本業と資産運用に親和性がなく、組織内的人事ローテーションで、DBの運用担当に資産運用の経験がある人材を配置することが難しい。結果、人事部や財務部の出身者等で資産運用の経験のない人材がDBの運用担当者になる。企業年金基金においては給

⁷⁷ 500億円以上の企業年金基金の6割超が運用コンサルティング会社を利用。

付事務も行う必要があり、規約型では他の業務と兼務する場合もある等、DB の運用に十分な時間を割くことができないことが多い。担当する職員は、1～2名程度と、その責任の重要性と比べて少なく、定期的な人事異動があり、ノウハウが蓄積されない。また、常務理事のポストは、人事上の処遇のために使われているとの指摘もある。成果報酬等の個人へのインセンティブ付けもないため、損失を出した際の非難をおそれ、担当者によっては、過度にリスク回避的になるともいう。こうしたことから、資産運用会社の選別やモニタリングにより、運用の高度化を図る余力やモチベーションは低く、総幹事会社頼みとなる傾向がある⁷⁸。

このような状況について、海外の資産運用会社からは、「企業は従業員の最善の利益を図っていないのではないか」、「社内に専門家がない状況では、市場環境に合わせた機動的な対応を図ることが難しいのではないか」との指摘もある。

【図2-9】 DB の運用資産額に占める総幹事会社グループへの委託割合（例）⁷⁹



市場環境が複雑になる中でのリスク管理の高度化やDBの閉鎖に伴う人手不足に対応するため、米国や英国では、年金基金が、ポートフォリオ選定の判断も含めて資産運用を外部機関に委託する、OCIO（アウトソースCIO）の活用が普及・拡大している。OCIOの顧客獲得に向けて、資産運用会社や年金の運用コンサルティングを行う投資顧問会社が、それぞれの強みを活かして顧客獲得にしきぎを削っている⁸⁰。

現状、わが国のDBの約3割が運用コンサルティング会社を活用している（資産残高500億円以上のDBの場合は6割超）⁸¹が、最終的な判断の責任は企業や基金側にあり、意思決定には時間をする。ポートフォリオの入れ替え等の判断も含めた運用そのもののアウトソースにより、市場環境

⁷⁸ 投資顧問業協会の2022年のアンケート調査「日本版スチュワードシップ・コードへの対応等に関するアンケート（第9回）の結果について」によると、「運用機関として、顧客側からモニタリングを受けている」と回答した社は、全体の51%であった。

⁷⁹ 各社提供データを基に金融庁作成。

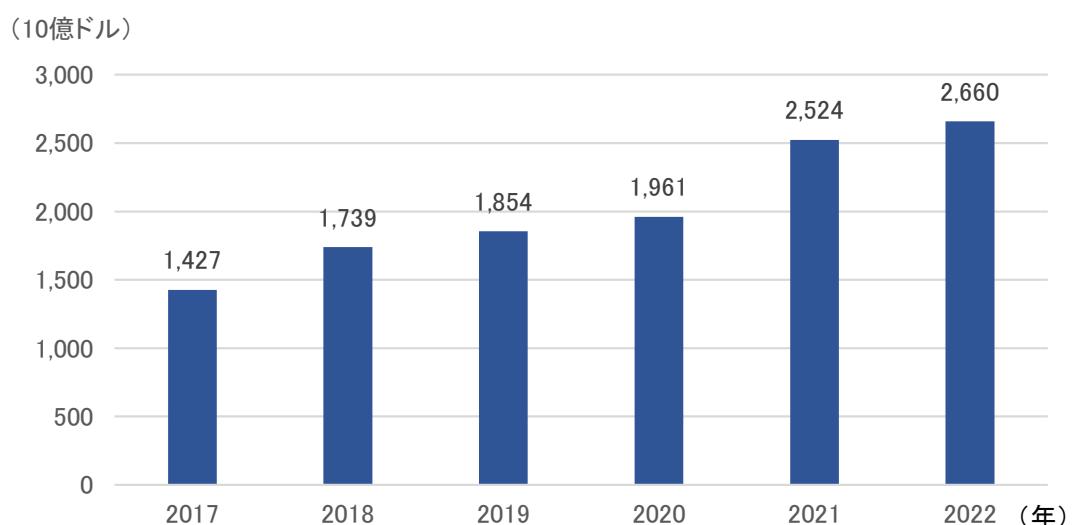
⁸⁰ Mercer, "2021 Outsourced Chief Investment Officer Survey"。

⁸¹ 企業年金連合会「企業年金実態調査（2021年度概要版）」を基に金融庁作成。

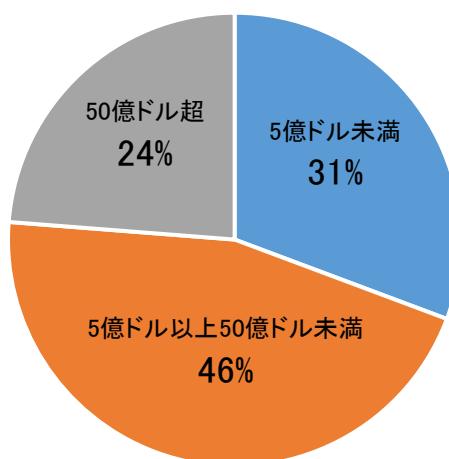
に合わせた、より迅速な意思決定等、機動的な対応が期待できる面はあるが、他方で、利益相反防止措置の確保等、OCIO の監視が必要、との声もある。

金融危機などの有事にあっては、運用内容次第で、DB の責任者が自身の判断で、現場と連携し、早急に対応しなければならないこともある。損切ルールを実施した後、投資再開の意思決定が遅れ、重要な投資機会を失うこともある。**DB 運用の責任の重要性を踏まえれば、規模や運用内容に応じて、有事に機動的な判断と対応ができる体制が必要である。**

【図 2-10】 世界の年金市場での OCIO 受託資産額の推移⁸²



【図 2-11】 海外の OCIO を利用する年金基金の規模⁸³



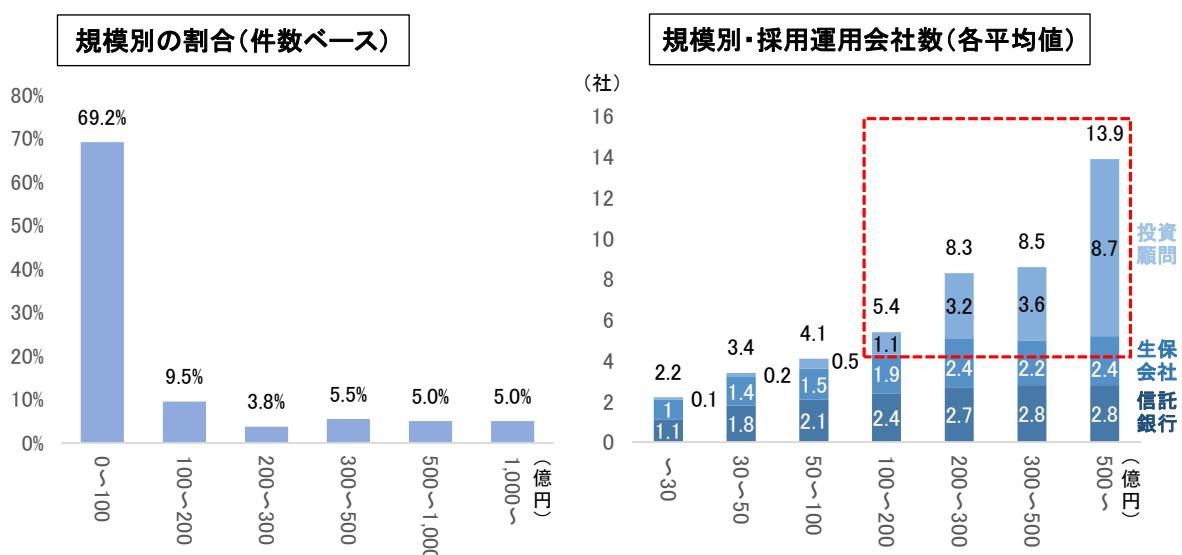
⁸² Pension and Investments の各年 3月末データを基に金融庁作成。

⁸³ Mercer, "2021 Outsourced Chief Investment Officer Survey"のデータを基に金融庁作成。

2-5 小規模企業年金への対応

わが国の年金市場の特徴の一つは、世界で最も規模の大きい公的基金があるのに対して、2022年3月末現在、全部で12,108件ものDBが存在し、その多くは、総資産100億円未満であるというように、規模面で二極化していることである。また、最低投資金額の問題やコスト、効率性の問題もあり、個別資産ごとに複数の資産運用会社を採用するのは、数百億円規模以上のDBを中心である。DB全体の市場規模は大きいが、中小規模のDBが多いことも、海外からの参入意欲が低い要因として指摘されている。

【図2-12】わが国のDBの規模別割合、採用運用会社数⁸⁴



規模上位の年金基金は非常に大きいゆえに、ハイリスクなニッチ市場への投資はマーケット・インパクトが大きくなり簡単には行えず、流動性の比較的高い市場においてもパッシブ運用が主流となりがちである。一方、規模の小さいDBにおいては、知識や専門性がなくても特徴を理解できる単純な商品を選択する傾向があり、高度な運用の機会を活用できていない。運用の効率性向上の観点からは、規模の利益を追求することも必要になる。例えば、中小規模のDBにおいては、**複数企業が集まって事務や運用を集約して行う総合型の企業年金基金や、企業年金連合会の共同運用事業等の活用を検討することも選択肢として考えられるだろう。**

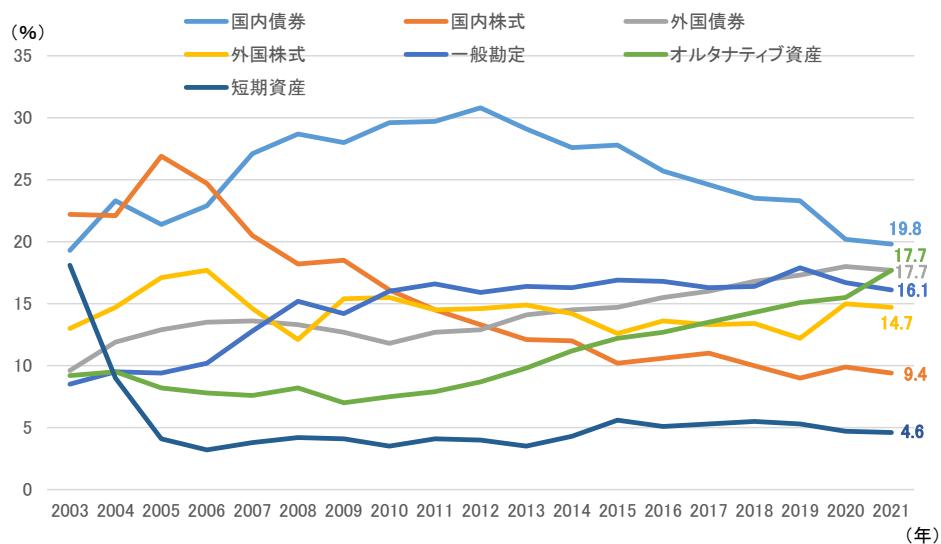
2-6 大手年金基金等のリーダーシップ発揮

12,108件のDBのうち、2023年1月末時点で、スチュワードシップ・コードに署名している先は、59基金であり、全体の1%未満(0.49%)に留まっている。

⁸⁴ 企業年金連合会「企業年金実態調査結果（2021年度概要版）」の資産運用実態調査の資産規模回答先数（基金型700件、規約型1,027件）のデータを基に金融庁作成。

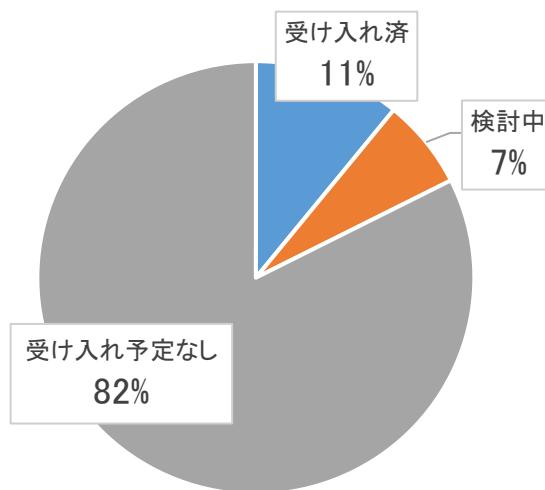
また、過去のパフォーマンス実績の相違等もあり、近年ではDBの資産構成に占める国内株式の割合は9.4%まで低下し、外国株式の割合よりも低い状況が続いている。

【図2-13】 わが国のDBの資産構成割合の推移⁸⁵



アセットマネジメントOneが2022年7月から8月にかけて実施した「ESG投資に関するアンケート」の集計結果によると、調査対象となった企業年金基金等の82%が、スチュワードシップ・コードへの対応について「受け入れ予定なし」との回答を選択している。

【図2-14】 スチュワードシップ・コードの受け入れ状況⁸⁶

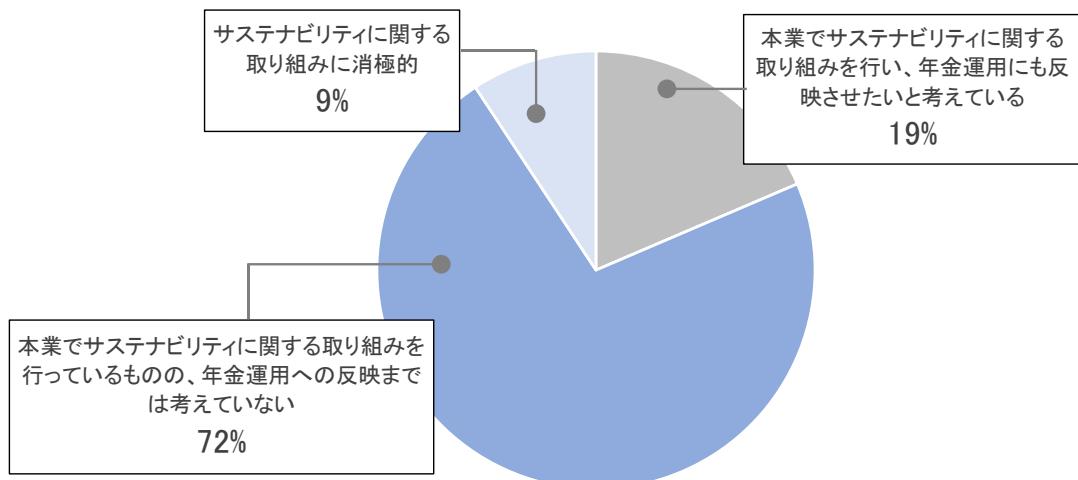


続いて、ESG投資については、「本業でサステナビリティに関する取り組みを行っているものの、年金運用への反映までは考えていない」との回答を選択した割合が72%と高い結果となっている。

⁸⁵ 企業年金連合会「企業年金実態調査結果（2021年度概要版）」のデータを基に金融庁作成。

⁸⁶ アセットマネジメントOneが2022年7月～8月に実施したアンケート調査結果を基に金融庁作成。調査対象は企業年金、事業法人、その他法人（学校法人、社団法人など）で回答数は239。

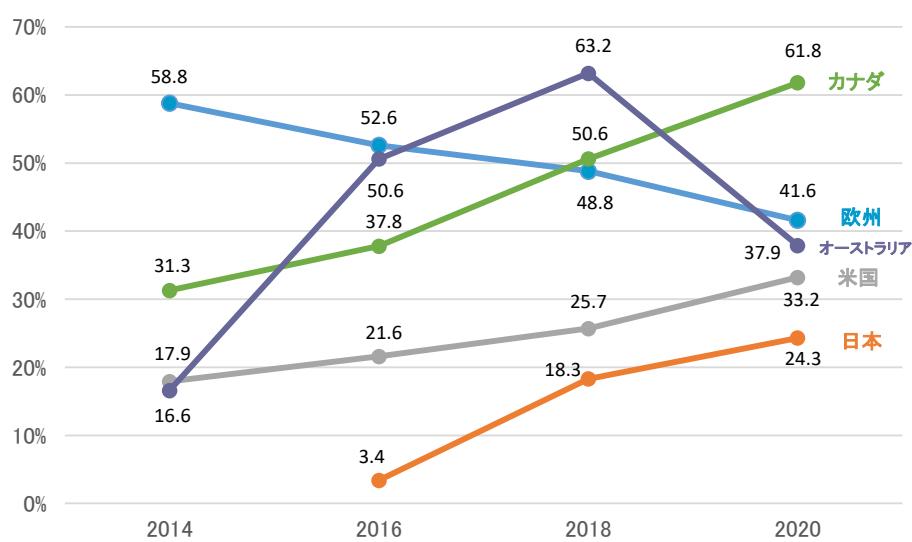
【図2-15】 ESG投資の検討状況⁸⁷



DBの運用担当者が、「ESG投資のパフォーマンスについて確立した評価がなく、受託者責任を全うできないおそれがある」として、ESG投資を躊躇する場合も多いようである。一方、一部の年金基金や海外の資産運用会社からは、「長期的にリターンを追求しようと思うと、ESGを考慮せざるを得ない」との声もある。運用が短期目線なのか、長期目線なのかといった時間軸の相違もDBの運用担当者のESG考慮に対するスタンスの違いに繋がっている可能性がある。

一方、DBの運用を受託している資産運用会社の間では、ESG投資は拡大している。GSIAの統計によると、わが国の運用受託資産に占めるサステナブル投資の割合は、2016年以降、急上昇している。これは、2015年にGPIFが責任投資原則（PRI）に署名し、2017年から国内株式運用の一環としてESG指数に基づくパッシブ運用を開始したことの影響によるものと考えられ、大手年金基金の先進的な取組みが、資産運用業の高度化に繋がった事例である。

【図2-16】 世界各国域の運用資産におけるサステナブル投資の割合⁸⁸



⁸⁷ 前述のアセットマネジメントOneのアンケート調査結果を基に金融庁作成。

⁸⁸ Global Sustainable Investment Alliance, "Global Sustainable Investment Review 2020"のデータを基に金融庁作成。欧州及びオーストラリアでは、2018年にサステナブル投資の定義が変更されており、その影響が出ている点に留意する必要がある。

ESG 投資に限らず、規模の大きいアセットオーナーの動向は資産運用業界に大きな影響を与える。わが国のアセットオーナーが世界各国のアセットオーナーとの対話の機会を持ち、最先端の運用動向について情報収集を怠らないことも年金運用の高度化及びわが国の資産運用業の高度化の観点から重要である。現状、わが国では、年金基金向けの国際的なセミナーに参加する年金基金は限定的であるとの指摘もある。例えば、**公的年金基金や規模の大きい企業年金等がそうした場に積極的に参加し、海外の年金基金や資産運用会社とのネットワーク強化を図り、そこで得た知見をわが国のような企業年金と共有するような場があれば、業界全体の底上げが期待できるだろう。**

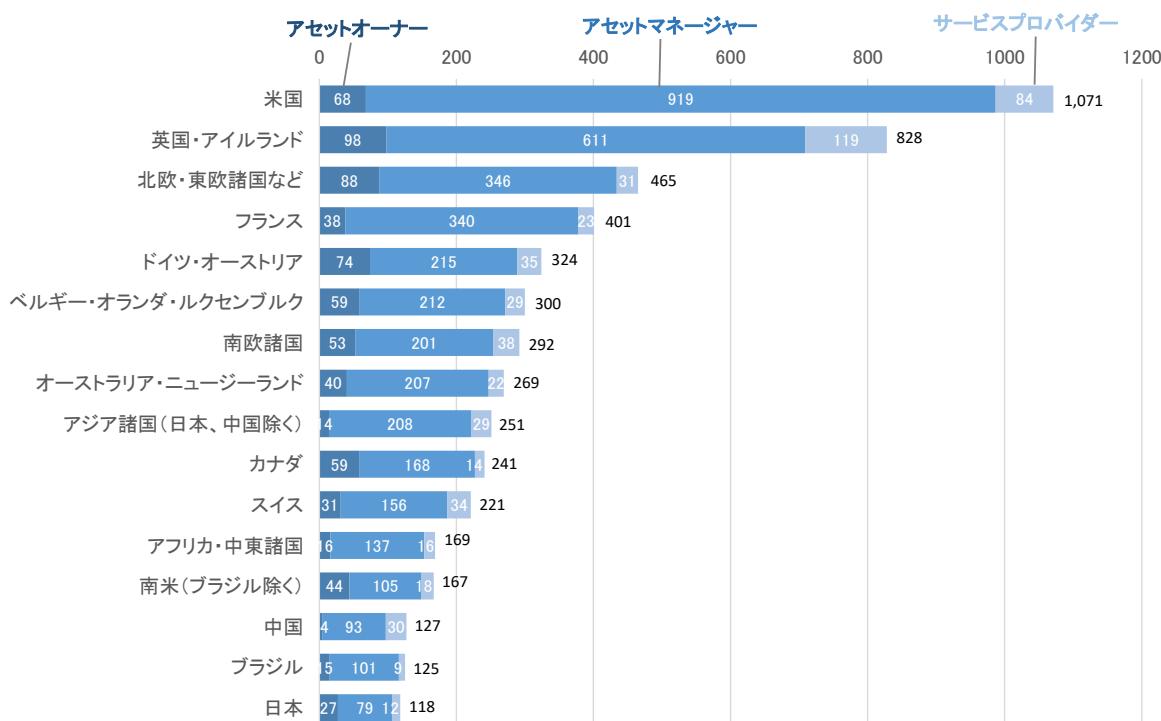
(参考) PRI 署名について

DB の運用における ESG 考慮を推進する上では、例えば、責任投資原則（PRI）⁸⁹に署名し、主要なグローバル・ネットワークの一員となって、最新の情報を入手し、PRI から定期的な評価を受けることも有益である。

他方で、PRI 署名については、加入料の高さや英語によるレポート提出負担、評価を受けることのプレッシャーやレビューションリスク等から、消極的な基金も多い。

2023 年 1 月時点の PRI の署名リストを見ると、5,369 の署名機関のうち、資産運用会社等のアセットマネージャーの署名が 4,098 機関、生命保険会社や財団、年金基金等のアセットオーナーの署名は 728 機関となっており、アセットオーナーの署名は今後拡大の余地がある。現状、米国や英国で PRI に署名しているアセットオーナーのうち、年金基金については、自治体職員の年金基金等、公的セクターの割合が高いようである。

【図 2-17】 各国の PRI 署名数⁹⁰



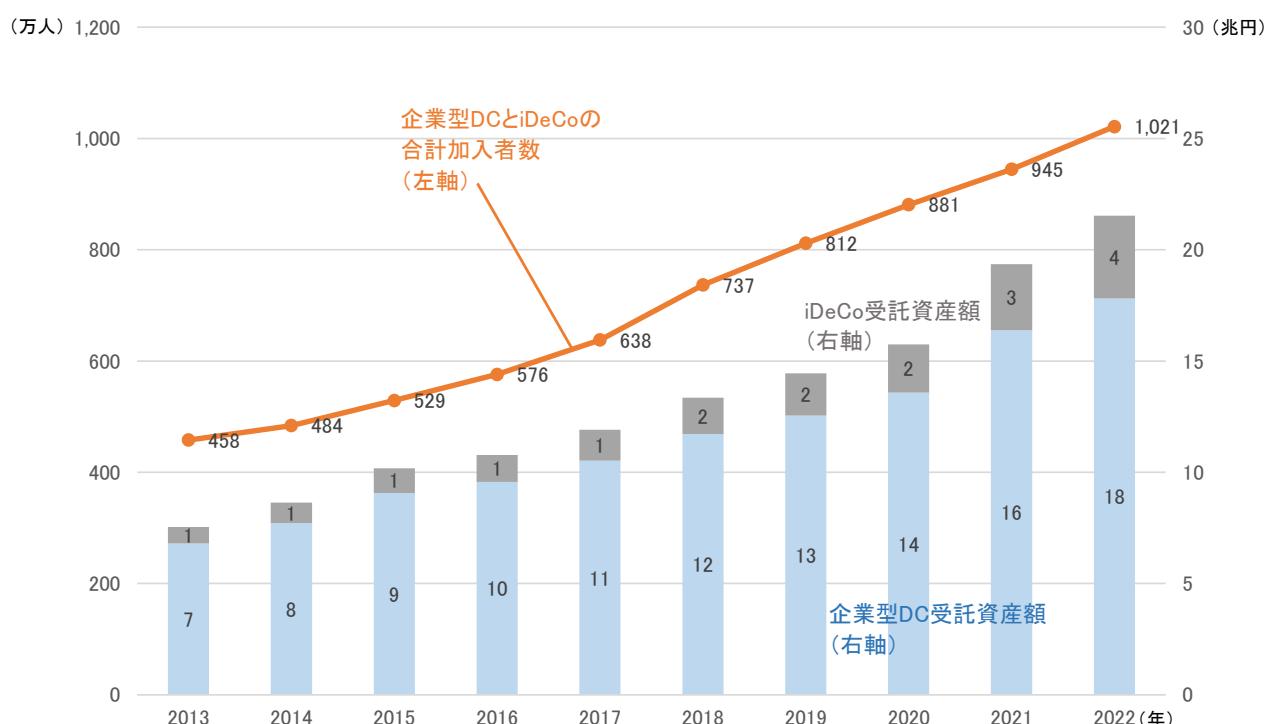
⁸⁹ PRI (Principles for Responsible Investment) は、機関投資家が投資の意思決定プロセスや株主行動において、ESG 課題を考慮することを求めた 6 つの投資原則とその前文から成るもので、2006 年に国連環境計画・金融イニシアティブ (UNEP FI) と国連グローバル・コンパクト (UNGC) が策定。署名機関は専用のウェブサイトで様々な研究やキャンペーン、協働エンゲージメントなどの情報を利用することができ、より効果的、効率的な投資判断や行動ができるが、ESG 課題への取組みについて報告書を原則毎年提出する義務があり、PRI による評価が一定基準を満たさないと除名の対象となる。

⁹⁰ PRI 公表データを基に金融庁作成。

3 確定拠出年金（DC）を活用した資産形成の課題

確定給付企業年金（DB）の制度維持負担や労働市場の流動化を背景に、確定拠出年金（DC）への移行を検討する企業やDBと企業型DCを併用する企業が増え、2022年3月末時点の企業型DCの加入者は782万人、残高は17.8兆円に達している。また、個人型DC（iDeCo）の加入者も増加しており、同時点で239万人が加入し、3.7兆円の残高がある。

【図3-1】企業型DC・iDeCoの加入者数と受託資産額推移⁹¹



米国においては、1978年の確定拠出型企業年金制度である401(k)プランの導入を契機に貯蓄から資産形成への流れが急速に進んだと言われている。Investment Company Instituteの2022年のデータによると、米国においては、個人年金制度であるIRA(Individual Retirement Account)と職域型DCを通じて保有されるミューチュアル・ファンドの残高が、家計が保有するミューチュアル・ファンドの残高の58%を占めており、全体で12兆ドル(約1600兆円)にも上る。

わが国では、DC制度の開始が2001年と米国に比べて歴史が浅く、また、企業型DCの拠出額上限が米国と比べて低いこともあり、企業型DCを通じた投資信託の保有額は10.3兆円と、ETFを除く公募投資信託全体の約10%程度である⁹²。今後、この規模は拡大の余地があるものの、企業型DCを活用した個人の資産形成を促進する上では、以下のようないくつかの課題がある。

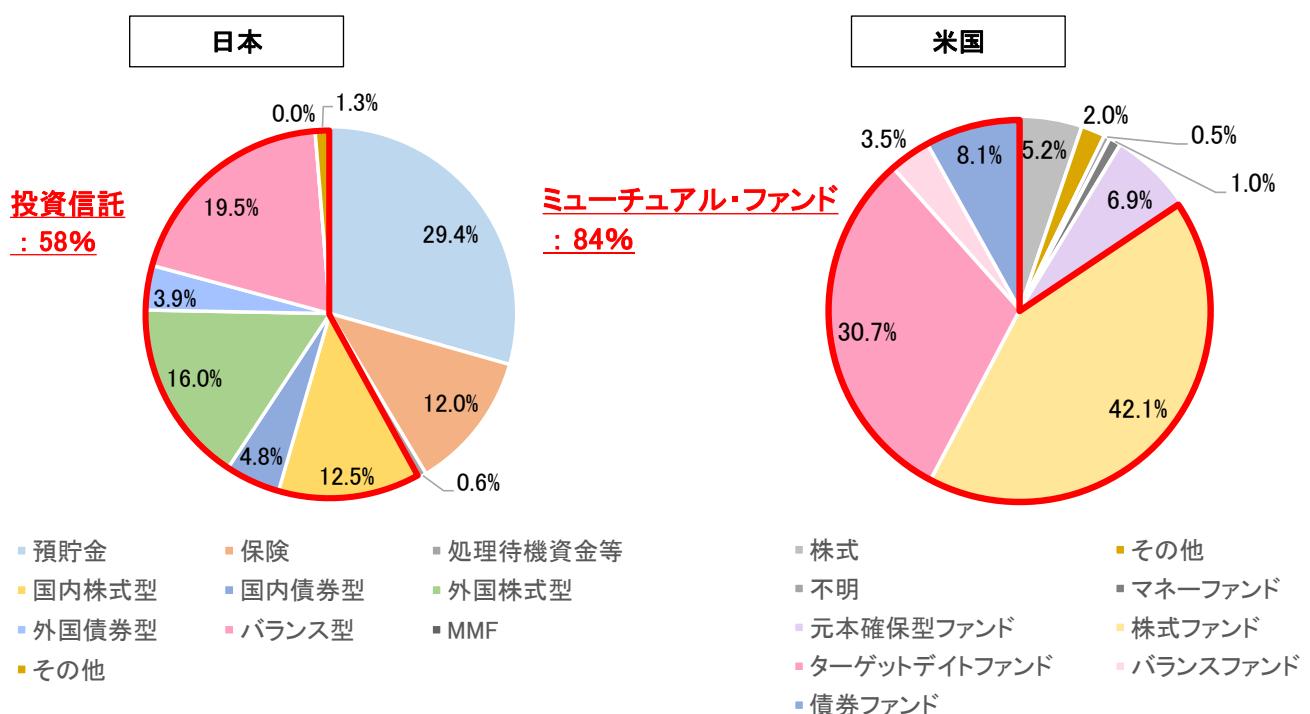
⁹¹ 運営管理機関連絡協議会「確定拠出年金統計資料(2022年3月末)」のデータを基に金融庁作成。

⁹² 米国の401(k)では、2022年現在、年間で20,500ドル(約270万円)の拠出上限額が設定されているが、この額は物価に連動して毎年変動する。これに対し、わが国の企業型DCの年間上限拠出額は66万円である。

3-1 加入者の投資機会の活用促進

運営管理機関連絡協議会の調査によると、企業型 DC 加入者の運用資産に占める投資信託の割合は、近年大幅に上昇しており、2022 年 3 月末時点の残高ベースで 58% となった。この割合は、2010 年 3 月末時点において 40% 弱だったことから、20% 近く増加したことになる。一方、米国 401(k) プランの運用資産に占めるミューチュアル・ファンドの割合は 84.4% であり、わが国の企業型 DC では、元本確保型商品の割合が依然高い状況にある。また、株式を含む投資信託の割合は、わが国の企業型 DC では 48% だが、米国の 401(k) プランでは 76% である。

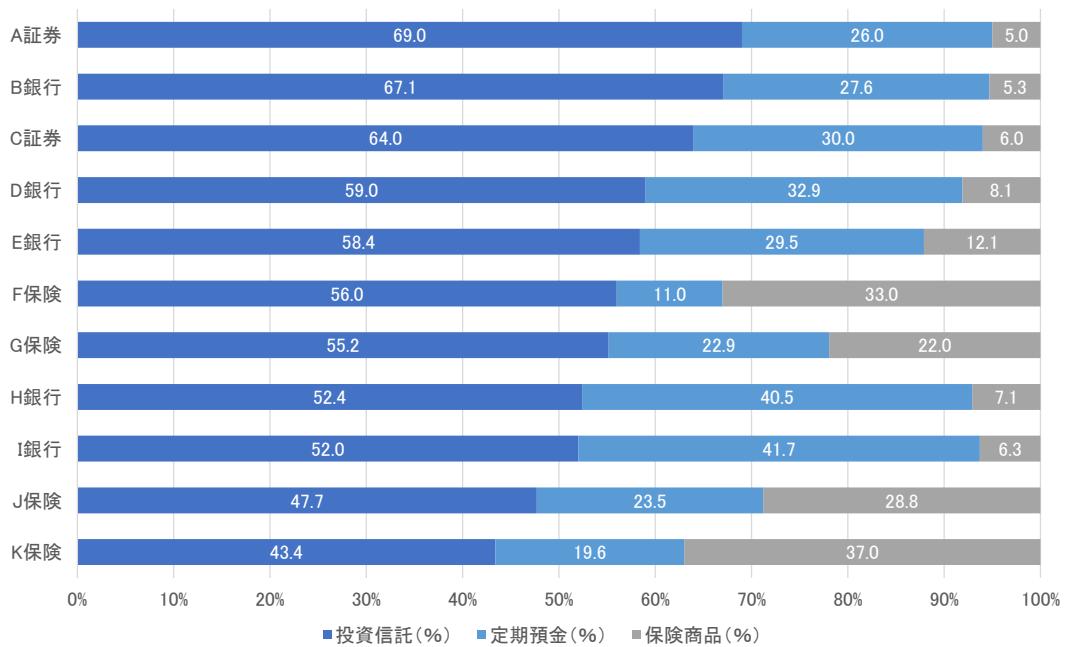
【図 3-2】 日米の企業型確定拠出年金の保有商品構成比較⁹³



運営管理機関ごとの加入者の運用商品のバラつきも大きい。運営管理機関の取扱残高で上位 11 社（以下、「大手運営管理機関」という。）の加入者の運用商品の実態を調査したところ、一部の運営管理機関を採用する企業では、加入者の運用資産残高に占める定期預金や保険といった元本確保型商品の割合が高くなっている。こうした企業の加入者は、企業型 DC 制度の税優遇のメリットや資産形成の機会を十分に活用することが出来ていない可能性がある。

⁹³ 日本については、運営管理機関連絡協議会「確定拠出年金統計資料（2022 年 3 月末）」のデータを基に金融庁作成。米国については、EBRI/ICI, "401(k) Plan Asset Allocation, Account Balances, and Loan Activity in 2019" のデータを基に金融庁作成。

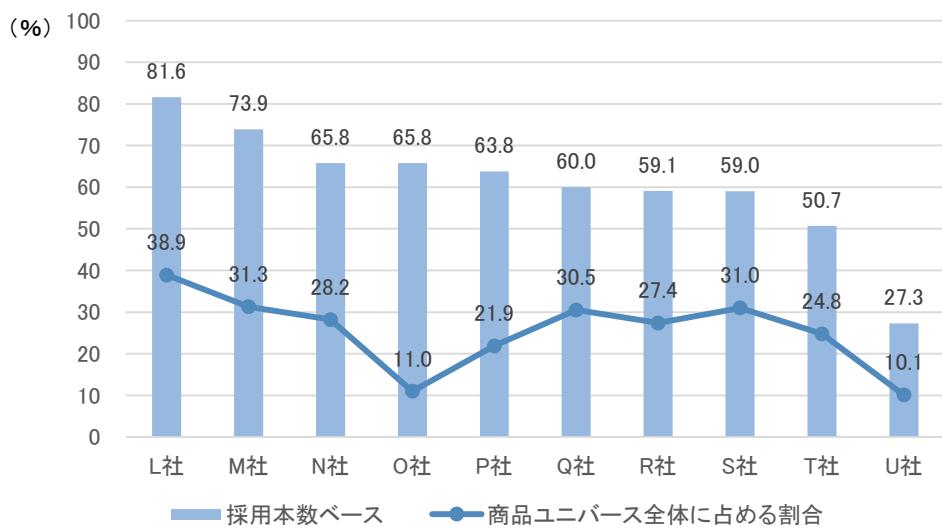
【図3-3】 運営管理機関別の加入者の運用商品の構成（残高ベース）⁹⁴



企業型 DC で企業が実際に採用している投資信託についても実態を調査した。大手運営管理機関 11 社が取り扱っている投資信託（商品ユニバース）に占める系列の資産運用会社が提供する投資信託の割合は、1 割～4 割弱だが、実際に企業に採用され、加入者が選択することのできる投資信託の本数に占める割合を見ると、6 割～7 割の間が多い。

こうした結果については、「企業が運営管理機関に支払う報酬が少ないため、運営管理機関は信託報酬からの取り分でまかなわざるを得ない」との指摘もあるが、企業は、運営管理機関に関係なく、加入者にとって最良の商品を提供できるよう、運営管理機関に働きかけるべきである⁹⁵。

【図3-4】 運営管理機関別の系列資産運用会社の投資信託の割合（本数ベース）⁹⁶



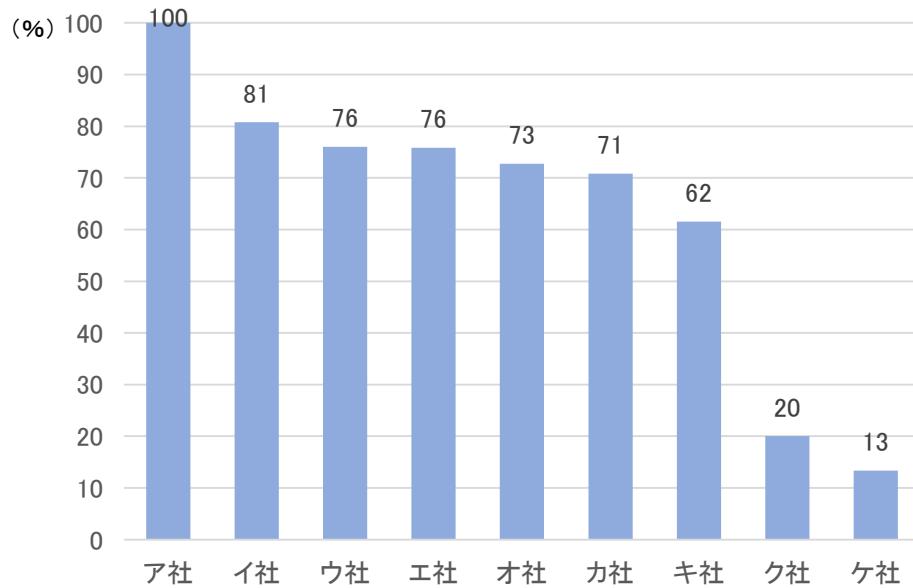
⁹⁴ 各社提供データを基に金融庁作成。

⁹⁵ 確定拠出年金法第二十三条（運用の方法の選定及び提示）により、運営管理機関には DC の運用商品を選定し、加入者に提示する義務がある。

⁹⁶ 各社提供データを基に金融庁作成。

なお、iDeCo で運営管理機関が提示している投資信託を見ると、企業型 DC と同様に、系列の資産運用会社が提供する投資信託の占める割合が高い。ただし、iDeCo については、加入者が自身の判断で運営管理機関を選択することができる点が、企業型 DC とは異なる。

【図 3-5】 iDeCo の運営管理機関別の系列資産運用会社の投資信託の割合（本数ベース）⁹⁷



確定拠出年金法上、運営管理機関が企業に提示することができる商品数については、「選択肢が多すぎると選ぶことができない」との行動経済学的観点から、35 本の上限がある⁹⁸。採用商品数が上限に達している場合、商品追加のために既存商品の除外手続きが必要であり、投資信託商品の最新動向を踏まえた商品の柔軟な入れ替えは迅速に進まないことがある。

資産運用会社間の公平な競争を促す観点からは、金融リテラシーの低い加入者には限られた本数の運用商品を厳選して選定し、金融リテラシーの高い加入者は幅広い選択肢の中から運用商品を選択できるような制度設計が理想的である。

3-2 レコードキーパーのデータ連携

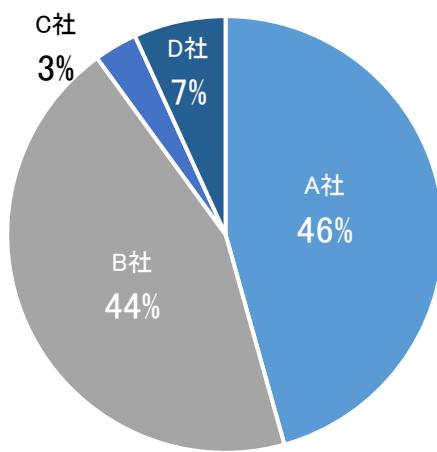
現状、DC については、加入者の記録関連業務を行うレコードキーパー4 社のデータ連携の仕組みが整備されておらず、企業型 DC の加入者は転職時に運用商品等の情報を転職先に移換することができない。このため、企業型 DC の加入者は転職時に運用商品を一旦解約し、現金化しなければならず、評価損を抱えている場合には、損が実現することとなる。また、レコードキーパー同士のデータ連携の仕組みの欠如が、企業による運営管理機関の変更を実質的に困難にしている。**労働市場の更なる流動化と企業型 DC の加入者の増加が見込まれる中、転職時の商品のポータビリティが実現**

⁹⁷ 各社 HP 等のデータを基に金融庁作成。

⁹⁸ 確定拠出年金法第二十三条（運用の方法の選定及び提示）、施行令第十五条の二（運用の方法の数の上限）参照。

するよう、レコードキーパー同士のデータ連携の仕組みが導入されることが理想的である。

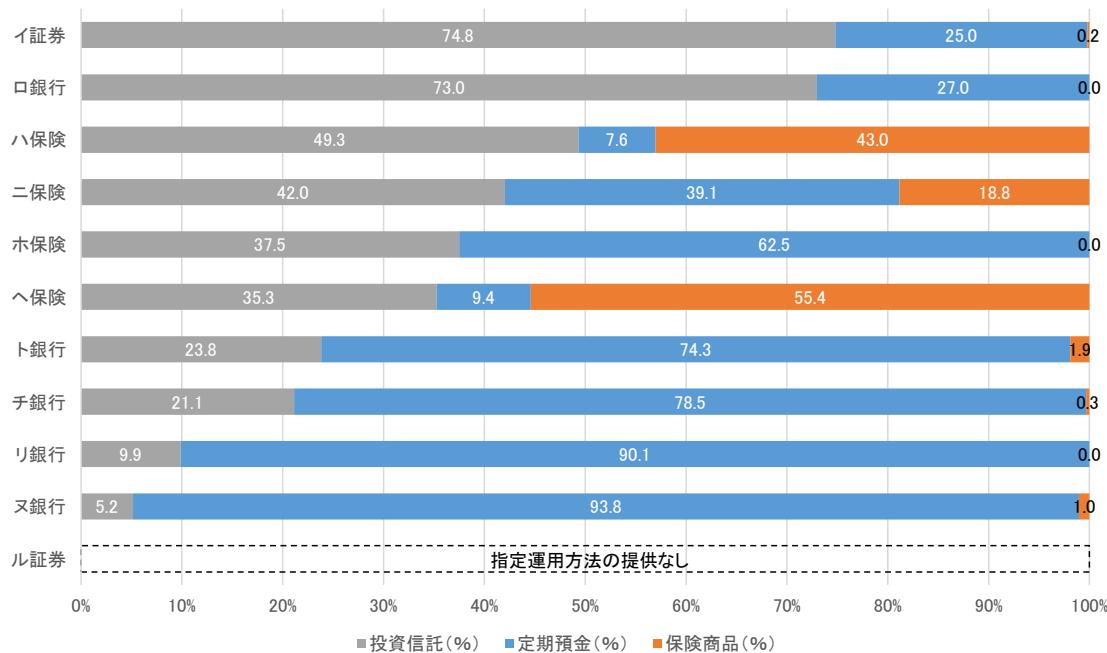
【図3-6】 レコードキーパーのシェア（加入者数ベース）⁹⁹



3-3 指定運用方法の導入と加入者の継続教育

加入者があらかじめ運用方法を指定しない場合に自動で選択される「指定運用方法」については、特定の運営管理機関において、企業が元本確保型商品を設定している割合が高い。

【図3-7】 運営管理機関別の企業型DC加入者のデフォルト商品設定状況¹⁰⁰



⁹⁹ 格付投資情報センター「年金情報」(2022.10.3 No.899) のデータを基に金融庁作成。

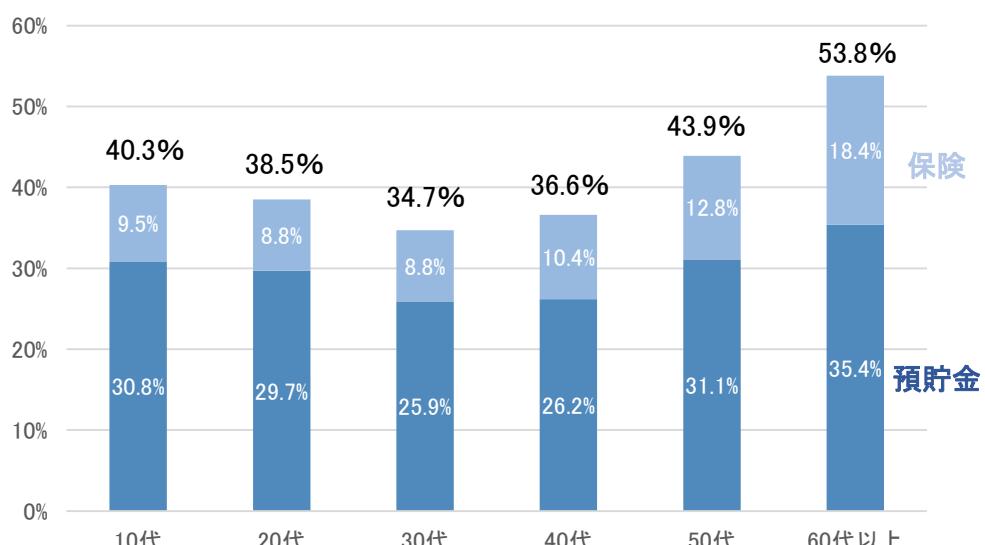
¹⁰⁰ 各社提供データを基に金融庁作成。

一方、米国においては、2007年の中労省規則で、401(k)プラン加入者の運用指図がなかった場合の「デフォルト・オプション」を、ターゲット・データ・ファンド¹⁰¹、バランスファンド、投資顧問による運用商品の3種類に限定しており、MMFや保険会社の元本確保型商品については、「加入者が退職時に十分な資産を形成できないおそれがある」として、除外している。

運用商品の選択を、加入者の金融リテラシーや企業の継続教育のみに委ねることには限界があるとの指摘もある。わが国においても、2018年に指定運用方法の制度が任意で導入されたものの、企業による指定運用方法が未設定であることによる運用未指図状態が継続し、2022年3月末時点では加入者全体の0.7%、約179億円のDCの資金が現金保有となっている。今後の物価上昇のリスクも考慮し、**全ての加入者が資産形成に向けて企業型DCの制度を有効活用できるよう、企業による指定運用方法の設定を義務化し、企業が加入者の資産形成に資する指定運用方法の設定を検討することが望ましい。**

また、金融リテラシーの欠如等から、企業型DCでは、20代の加入者であっても、資産残高の38.5%を預貯金・保険の元本確保型商品で保有しており、継続的な投資教育が必要である。

【図3-8】 年齢別元本確保型商品保有割合（残高ベース）¹⁰²



DC加入者の投資信託の保有割合が高い企業の担当者にヒアリングしたところ、企業がDC採用商品の選定基準を設け、加入者の最善の利益のために主体的に商品の入れ替えや絞り込みを行っていることが分かった。また、運営管理機関においても、DC専用サイトへのアクセス状況やコールセンターの利用状況等、加入者全体の行動から投資への関心度合いを分析し、結果とデータの提供

¹⁰¹ ターゲット・イヤー・ファンドともいう。内外の株式や債券を組み合わせて運用するバランス型投資信託の一種。最初は積極的運用から始めてターゲット・イヤー（運用の最終目標時）に向けてリスク資産比率を引き下げ、ターゲット・イヤーに達したら安定運用となるような資産配分変更を自動的に行う投資信託。確定拠出年金の資産運用は、加齢に伴うリスク許容度の変化に応じて資産配分を見直しをすることが求められるが、退職する年や年金受給を始める年をターゲット・イヤーとする投資信託を購入することで、自らが資産配分変更を行う手間を省くことが可能となる。

¹⁰² 運営管理機関連絡協議会「確定拠出年金統計資料（2022年3月末）」のデータを基に金融庁作成。

等により、企業によるメリハリのある投資教育を支援していることが分かった。企業においては、DC加入者の長期的な資産形成に資するよう、選定基準を設定して採用商品を検討し、運営管理機関においては、企業による加入者への効果的な投資教育の実施に資するよう、企業への情報提供を充実させることが期待される。

3-4 運営管理機関の評価と比較可能性の向上

平成28年の確定拠出年金法改正により、2018年7月から、企業は少なくとも5年に一度の頻度で、運営管理機関の評価を実施することが求められている。しかしながら、運営管理機関のサービスの横比較ができない状況では、企業が運営管理機関を客観的に評価することは難しい。このため、運営管理機関各社が、加入者の年代別運用商品の構成や加入時以降の運用商品全体の利回り平均とその分布といった客観的なデータや、企業の継続教育を支援する取組みなどについて、自主的な開示を行うことが望ましい。

4 今後の対応

本レポートで取り上げた項目について、関係者の取組みを期待するとともに、金融庁としても進捗状況を継続的にフォローアップしていく。

顧客の信頼確保に向けて、資産運用会社は、利益相反を適切に管理し、国際的な動向も踏まえて、経営トップのサクセッションプランの策定や選任理由の明確化を図りつつ、データ開示により、運用体制や運用ポートフォリオ、スチュワードシップ活動の透明性や比較可能性を向上することが期待される。また、プロダクトガバナンスの実効性確保により、運用状況等のモニタリングを強化し、顧客の最善の利益を図る観点から、不芳ファンド等の抽出や繰上償還を行うこと、販売会社が資産運用会社の方針に迅速に対応することが期待される。販売会社は顧客資産の持続的拡大に向けた商品選定やアドバイスの強化を図り、自社の人事・評価体系、業務インフラが、ビジネスとして目指す方向性に沿ったものとなっているか、検証することが期待される。金融機関は、ファンドラップや投資信託の手数料に相当するサービスの具体的な内容について、顧客本位の原則も踏まえて、明確化を図る必要がある。

また、運用力強化に向けて、資産運用会社は、海外資産のインハウス運用の強化や非上場株式への投資、組入商品の多様化等、新たな投資機会の発掘とリスク管理の高度化を図り、持続可能なビジネスモデルを構築することが望ましい。

更に、資産運用業界全体の非効率性の解消に向けて、長年解決が図られてこなかった公販ネットワークの課題や二重計算の問題等について、互換性の確保や信託銀行を主体とする一者計算の推進、その他の事務の国際標準化を進め、これにより、資産運用業界への参入障壁の低減を図ることが求められる。

最後に、企業年金は、長期目線の運用や適切な商品選定等、加入者の最善の利益を図るための取組みを進める必要がある。

このような取組みを通じて、わが国の資産運用業が専門性と透明性を向上し、国民の尊敬と信頼を得て、顧客資産の運用を安心して任せられる存在となり、顧客資産の持続的拡大を図り、重要産業として発展すること、資産運用業界が、わが国の中長期的な企業価値の向上と資本市場の活性化を図り、家計・個人がその果実を享受できるようになることが業界全体で目指すべき方向性と考える。

5 参考

- ① 投資信託及び投資一任契約の運用資産残高でわが国の上位 20 位内の資産運用会社のうち、
日系の資産運用会社 11 社（2022 年 3 月末時点）¹⁰³

アセットマネジメント One
大和アセットマネジメント
東京海上アセットマネジメント
日興アセットマネジメント
ニッセイアセットマネジメント
農林中金全共連アセットマネジメント
野村アセットマネジメント
三井住友 DS アセットマネジメント
三井住友トラスト・アセット・マネジメント
三菱 UFJ 国際投信
りそなアセットマネジメント

- ② オープンエンドファンド及び ETF の運用資産残高で世界上位 30 位内の資産運用会社
(2022 年 9 月末時点)¹⁰⁴

Alliance Bernstein
Amundi
BB Asset Management
Black Rock
Capital Group - American Funds
Columbia Threadneedle Investments
Credit Suisse
Dimensional
Dodge & Cox
DWS
Fidelity
Fidelity International
Franklin Templeton
Goldman Sachs Asset Management
Invesco
Janus Henderson Investors

¹⁰³ 各社提供データを基に金融庁作成。

¹⁰⁴ イボットソン・アソシエイツ・ジャパン提供。

JP Morgan Asset Management
MFS Investment Management
Nomura Asset Management
Nordea Asset Management
PIMCO
RBC Global Asset Management
Schroder
Schwab Asset Management
State Street Global Advisors
T. Rowe Price
TIAA
UBS Asset Management
Union Investment
Vanguard

③ 運用資産額で世界上位 300 位内のわが国の年金基金（2021 年 12 月末時点）

年金積立金管理運用独立行政法人
地方公務員共済組合連合会
全国市町村職員共済組合連合会
企業年金連合会
国家公務員共済組合連合会
独立行政法人勤労者退職金共済機構
公立学校共済組合
国民年金基金連合会
私立学校教職員共済
警察共済組合
三菱 UFJ フィナンシャルグループ企業年金

(以 上)

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

2023年12月12日

目 次

I	はじめに	1
II	資産運用立国の実現に向けて - 基本的な考え方 -	1
III	資産運用業の高度化	3
1.	大手金融グループにおける運用力の向上やガバナンス改善・体制強化	4
2.	資産運用会社におけるプロダクトガバナンスの確保等	4
3.	資産運用業の新規参入促進	5
①	投資運用業の参入要件の緩和等	5
②	新興運用業者促進プログラム（日本版EMP（Emerging Managers Program））	7
③	一者計算の促進・マテリアリティポリシーの明確化	8
IV	アセットオーナーに関する機能強化	9
V	スチュワードシップ活動の実質化に向けた取組み	10
VI	成長資金の供給と運用対象の多様化の実現	12
1.	ベンチャーキャピタルを巡る課題	13
①	公正価値評価の促進	13
②	ベンチャーキャピタル向けのプリンシブル	14
2.	非上場株式を組み入れた投資信託・投資法人の活用促進	15
①	投資信託への非上場株式の組入れ	15
②	上場ベンチャーファンド	16
3.	募集・私募制度、投資型クラウドファンディングの制度整備	16
①	少額募集・開示の簡素化	16
②	投資型クラウドファンディングの活性化	17
4.	非上場有価証券の取引の活性化	19
①	プロを対象とした非上場有価証券の仲介を行う金融商品取引業者の参入要件の緩和	19
②	非上場有価証券のみを扱うPTS業務の参入要件の緩和	20
5.	株式報酬に係る開示規制の整備	21
6.	運用商品の多様化	21
①	排出権を対象とする投資信託の組成	21
②	外国籍投資信託の国内籍公募投資信託への組入れ	22
③	外貨建国内債（いわゆるオリガミ債）の発行の円滑化	23
④	投資信託における種類受益権	23

⑤投資信託約款の重大な変更に関する基準の明確化.....	24
⑥累積投資契約のクレジットカード決済上限額の引上げ.....	24
VII おわりに	25

「市場制度ワーキング・グループ」 メンバーネーム簿

2023年12月12日現在

座長	神田 秀樹	学習院大学大学院法務研究科教授
委員	有吉 尚哉	弁護士（西村あさひ法律事務所・外国法共同事業）
	亀坂安紀子	青山学院大学経営学部経営学科教授
	神作 裕之	学習院大学大学院法務研究科教授
	小枝 淳子	早稲田大学政治経済学術院政治経済学部教授
	坂 勇一郎	弁護士（東京合同法律事務所）
	佐々木百合	明治学院大学経済学部教授
	武田 洋子	三菱総合研究所 執行役員（兼）研究理事 シンクタンク部門長
	野村亜紀子	野村資本市場研究所研究部長
	松尾 健一	大阪大学大学院高等司法研究科教授
	松岡 直美	ソニーグループ（株）執行役員 (日本経済団体連合会 金融・資本市場委員会 資本市場部会)
	森下 哲朗	上智大学法学部教授

（敬称略・五十音順）

オブザーバー	全国銀行協会	国際銀行協会	日本証券業協会
	投資信託協会	日本投資顧問業協会	第二種金融商品取引業協会
	日本STO協会	証券・金融商品あっせん相談センター	信託協会
	生命保険協会	日本プライベート・エクイティ協会	
	日本ベンチャーキャピタル協会	日本取引所グループ	
	財務省	経済産業省	国土交通省
			日本銀行

「資産運用に関するタスクフォース」 メンバーネーム簿

2023年12月12日現在

座長	加藤 貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
委員	有田 浩之	ブラックロック・ジャパン株式会社代表取締役社長 CEO
	有吉 尚哉	弁護士（西村あさひ法律事務所・外国法共同事業）
	上田 亮子	京都大学経営管理大学院客員教授
	大槻 奈那	名古屋商科大学大学院教授
	片山 銘人	日本労働組合総連合会総合政策推進局経済・社会政策局長
	幸田 博人	京都大学経営管理大学院特別教授
	白須 洋子	青山学院大学経済学部教授
	滝澤 美帆	学習院大学経済学部教授
	玉木 伸介	大妻女子大学短期大学部教授
	永沢裕美子	Foster Forum 良質な金融商品を育てる会世話人
	野尻 哲史	合同会社フィンウェル研究所代表
	長谷川知子	日本経済団体連合会常務理事
	山下 徹哉	京都大学大学院法学研究科教授

（敬称略・五十音順）

オブザーバー	全国銀行協会	国際銀行協会	日本証券業協会
	投資信託協会	日本投資顧問業協会	第二種金融商品取引業協会
	信託協会	生命保険協会	日本プライベート・エクイティ協会
	日本ベンチャーキャピタル協会	日本取引所グループ	
	財務省	文部科学省	厚生労働省
			経済産業省
			日本銀行

I はじめに

「経済財政運営と改革の基本方針 2023」及び「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2023 改訂版」等では、成長と分配の好循環の実現に向け、「機関投資家として家計金融資産等の運用を行う、資産運用業の高度化やアセットオーナーの機能強化を強力に推進すべく、資産運用立国の実現に向けた取組を行う」とこととされた。これを踏まえ、家計の安定的な資産形成の実現等に関する幅広い検討を行っている市場制度ワーキング・グループにおいて、資産運用に関する制度的な枠組み等の専門的な検討を行うため、「資産運用に関するタスクフォース」（以下、当タスクフォース）が設置された。

当タスクフォースにおいては、資産運用会社等のガバナンス改善・体制強化やスチュワードシップ活動（企業との対話）の実質化、国内外の資産運用会社の新規参入の支援拡充・競争促進、資産運用力の向上及び成長資金の供給と運用対象の多様化に向けた環境整備等について、計 4 回にわたり精力的に審議を行った。

本報告書は、市場制度ワーキング・グループ及び当タスクフォースの合同により、その結果を取りまとめたものである。

II 資産運用立国の実現に向けて - 基本的な考え方 -

我が国には 2,115 兆円¹にのぼる家計金融資産の蓄積がある。家計の安定的な資産形成を進めていくためには、家計の投資資金の運用を担う資産運用会社による投資とスチュワードシップ活動を通じて、地方も含めた成長企業への資金供給や、我が国企業の価値向上がもたらされる必要がある。そうした我が国経済の活性化による成長の果実が資産所得として広く家計に還元され、それが更なる投資や消費につながっていくというインベストメント・チェーンの流れが極めて重要である。

これまで政府等においては、金融事業者による顧客のためのより良い取組みを促すため、「顧客本位の業務運営に関する原則」を策定し、また、企業の持続的成長を促す観点から、コーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードを策定するなど、家計の安定的な資産形成と企業の価値創造のための様々な取組みを行ってきた。さらに、昨年 11 月 28 日、政府は、家計の現預金を投資につなげ、家計の勤労所得に加え金融資産所得も増やすことが重要であるとの考えの下、「資産所得倍増プラン」を策定した。それに基づき、2024 年 1 月から抜本的拡充・恒久化が図られた新しい NISA が始まるとともに、金融商品の販売会社等に対して顧客の最善の利益を勘案することを義務付けることや、家計の金融リテラシー向上に向けて金融経済教育推進機構を設立すること等を盛り込んだ「金融商品取引法等の一部を改正する法律」が 2023 年の臨時国会で成立した。

さらに、成長と分配の好循環を実現していくためには、NISA の抜本的拡充・恒久化、コーポレートガバナンス改革等の取組みに続き、インベストメント・チェーンの残さ

¹ 日本銀行「資金循環統計」（2023 年 6 月末時点）

れたピースとして、我が国における資産運用業とアセットオーナーシップの改革等を行っていく必要がある。

我が国経済は、四半世紀にわたるデフレとの闘いが続いてきた。世界的な経済構造変化が生じる中でも、国内ではデフレによる需要停滞と新興国とのコスト競争を背景に企業はコスト削減を優先せざるを得ず、国内市場よりも海外市場を求めて海外生産比率を高め、国内投資は抑制されてきた。結果として、イノベーションの停滞等の課題に直面してきたことが指摘されている。こうした状況に対し、政府における、人への投資や国内投資を促進する政策展開もあいまって、企業部門の投資意欲は高まっており、こうした前向きな動きを更に加速させることが重要となっている。

また、日本経済はコロナ、ウクライナ危機による世界的な物価高騰も契機として40年ぶりの物価上昇となっており、政府においても物価高への対策に取り組んでいるが、家計がインフレ環境下においても資産形成を安定的に行っていくために、資産運用の重要性はより一層高まっている。

このような環境変化が生じている中では、投資家保護の下で資産運用の高度化や多様化等が図られることが必要な状況になってきており、資産運用会社による投資やスチュワードシップ活動の活性化を促すとともに、企業の生産性や価値創造力等を高める取組みをスピード感持って進め、日本企業の収益力向上を通じて、日本経済の持続的成長につながっていくことが期待される。

家計の投資資金が、アセットオーナー等の機関投資家経由で、または金融商品の購入を通じて、資産運用会社に委託され、その投資判断の下で企業等に投資されていくインベストメント・チェーンの流れを踏まえると、アセットオーナーや資産運用会社の役割は極めて重要である。両者が受託者責任を適切に果たし、受益者の最善の利益を確保する観点から、アセットオーナーは、運用力の高い資産運用会社を見極めて運用委託し、資産運用会社は、運用に関する分析能力を高め、専門的な運用力を発揮して、顧客のリスク許容度に見合った良質でより良いリターンをもたらす運用戦略や金融商品を開発・提供していくことが求められる。

あわせて、資産運用の改革が、インベストメント・チェーンを通じて家計の資産形成へ真に貢献していくためには、資産運用会社や金融商品を適切に選択するための家計の金融リテラシーを高めていくことが不可欠である。また、次世代の資産運用業を担う高度な専門人材を育成していく土台としても、金融経済教育の果たす役割は極めて重要である。こうした観点から、金融経済教育推進機構を中心に官民一体となって、金融経済教育の取組みを広く浸透させていくことが重要である。

以上のような基本的な考え方の下、資産運用に関する総合的、体系的な対応として、以下に記載する取組みが推進されていくことが期待される²。

III 資産運用業の高度化

資産運用会社は、国民の将来のための資金を託されるプロフェッショナルとして、明確な投資哲学の下、それぞれの特徴や個性を活かしながら創意工夫を重ね、国民の安定的な資産形成を果たしていくことが求められる。こうした役割を遺憾なく発揮するためには、資産運用業の高度化が不可欠であり、運用に携わる優秀な人材の集積を通じて、運用に関する分析能力の向上や、特色ある運用商品・手法の多様化、顧客の最善の利益を図るためのガバナンス改善・体制強化を図っていくことが重要である。

また、資産運用業の高度化を図る上では資産運用会社の競争環境を整えていくことが重要であり、資産運用業への参入障壁を取り除いていく必要がある。こうした国内外からの新規参入の活発化や既存の資産運用会社の運用力向上を通じて資産運用会社間の競争が促進すれば、サービスの高度化や、人材の育成・厚みの向上、デジタル技術等を活用した画期的な取組みを促す土壌となり得る。それらは、業界全体としての運用力の向上、ひいては家計のリターン増大に寄与するとともに、成長企業への資金供給の活性化にもつながるものと考えられる。同時に、資産運用会社の運用体制や運用成果等に関する比較可能な分かりやすい情報開示・透明性が確保されることも競争環境を整えていく上で重要である。

なお、資産運用会社による競争の促進によって運用力が高まり³、また、特色のあるアクティブ運用商品・手法等が開発されることになれば、こうしたサービスに見合った報酬の獲得につながり、資産運用会社自身の収益力を高めていく余地が拡大していくものと考えられる。さらに、中長期的な視点からの企業価値向上を促すスチュワードシップ活動が行われることを通じ、市場全体の価値が向上すれば、日本経済の持続的な成長につながっていくものと考えられる。

こうした観点から資産運用業の高度化を図ることは極めて重要であり、そのための環境を整備すべきである。

² 資産運用に関する改革に当たっては、アセットオーナーに係る課題も重要であるが、当タスクフォースでは、資産運用に関する金融面の課題を中心に検討を行っている。アセットオーナーに係る課題については、新しい資本主義実現会議の下に設置された資産運用立国分科会において議論が行われている。

³ 米国では、ファンドマネージャーが職業として社会的に認知され、優秀な人材がビジネススクール等を経て、資産運用分野に人材供給されているのではないか、日本でもそういう資産運用分野への人材供給が促進される環境の実現が期待されるとの意見があった。また、専門人材の育成に関しては、専門性に対して報酬を支払うという文化が日本には根付いておらず、こうした社会にしていくための働きかけを地道に取り組んでいく必要があるとの意見もあった。

1. 大手金融グループにおける運用力の向上やガバナンス改善・体制強化

現状、資産運用においては、大手金融グループが果たす役割は大きい。その一方で、大手金融グループにおいては、顧客利益よりも販売促進を優先した金融商品の組成・管理が行われているのではないかとの懸念がある。

そこで、大手金融グループが、かかる懸念を払拭し、その役割をより適切に果たすようになるためには、顧客の最善の利益を考えた運営のために求められる体制を、傘下資産運用会社・販売会社も含めて構築していく必要がある。

また、運用力向上に向け、資産運用会社自身で行う運用を強化し、あるいはサステナブル投資やオルタナティブ運用等の新たな領域におけるビジネス展開を実現していくためには、グループとしてのオーガニック及びインオーガニック戦略を活用した運用人材の育成・確保⁴に向けた取組みが重要になっていくと考えられる。

そのため、大手金融機関グループにおいて、グループ内の資産運用ビジネスの経営戦略上の位置付けを明確にし、運用力向上や顧客の最善の利益を考えた業務運営のためのガバナンス改善・体制強化を図るためのプランの策定・公表を行うことが重要であると考えられる。

2. 資産運用会社におけるプロダクトガバナンスの確保等

家計の安定的な資産形成の実現のため、資産運用会社等の金融商品の組成者においては、顧客の最善の利益に適った商品提供を確保するための枠組みであるプロダクトガバナンスを実践していくことが重要である⁵。

資産運用会社においては、社内にプロダクトガバナンス委員会を設けるなどの取組みが行われており、投資信託協会においても、投資信託の改革の一つとしてプロダクトガバナンスの推進を掲げるなどの改善に向けた動きもある⁶が、引き続き、資産運用会社のプロダクトガバナンスについては、顧客にとって分かりやすい情報提供といった観点も含め、以下のような課題が指摘されている⁷。

- ・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。

⁴ 自社の営業資源の活用（オーガニック戦略）という観点からは、人事評価・報酬体系の改善や人材育成計画の策定等が考えられる。また、他社との連携や買収（インオーガニック戦略）という観点からは、社外からの人材確保が考えられる。

⁵ 2023 年の臨時国会で成立した「金融商品取引法等の一部を改正する法律」に基づいて、投資運用業者にも、顧客の最善の利益を勘案しつつ、誠実かつ公正に業務を遂行することが義務付けられたことに関し、資産運用の現場において、顧客の最善の利益について、客観的・社会科学的な経験則や知見に基づいた議論と実践が蓄積されることが期待されるとの意見があった。

⁶ 国内の資産運用会社及びその親会社におけるプロダクトガバナンスの体制整備について、プロダクトガバナンス専門の会議体や外部の目線を取り入れるため独立社外取締役を構成員とする会議体が設置される、不芳ファンドを適切に抽出し検証するため、短期のパフォーマンスだけでなく、長期の検証も採用されているといった改善点が見られる（「資産運用業高度化プログレスレポート 2023」）。

⁷ その他、インデックスプロバイダーに支払われるライセンスフィーが一部のインデックスで上昇しており、資産運用会社の負担は最終的に顧客へ信託報酬により転化されるものであることを踏まえると、顧客への情報提供が重要ではないかといった意見がある。また、投資信託について、商品の数が多く、その差異が不明瞭で投資家が理解しづらいため、基幹となる投資信託及びそれに派生する商品のラインナップとしていくことが望ましいとの意見もあった。

- ・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。また、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あり方⁸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⁹。また、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意識が醸成されるのではないか。さらに、投資家が、ファンダ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¹⁰。
- ・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ためには、その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。また、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。

こうした指摘を踏まえ、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¹¹、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。

3. 資産運用業の新規参入促進

①投資運用業の参入要件の緩和等

ア. 投資運用業の参入要件の緩和、ミドル・バックオフィス業務の外部委託

投資運用業については、これまでも適格投資家向け投資運用業（いわゆる「プロ向け投資運用業」）や適格機関投資家等特例業務（いわゆる「プロ向けファンダム」）といった枠組みを設けることにより、参入要件の緩和等が行われてきたところである。そうしたプロ向けの枠組みにより参入した業者については、業容の拡大に

⁸ 想定顧客属性に関しては、画一的な表現にならないようにすることが重要で、当局もそのための方策を検討すべきであるとの意見があった。

⁹ ファンドマネージャーに関する情報開示については、役職名と経験等に偏ると、顧客は業歴が長い者によるファンドばかりを選んでしまい、結果的に業歴が浅いファンドマネージャーの発掘・育成逆行してしまう可能性があるため、選択の偏りが生じないよう留意すべきとの意見があった。また、我が国の資産運用会社の現状を踏まえると、あわせて経営陣や取締役会に関する情報開示についても、もっと工夫されるべきとの意見もあった。

¹⁰ 投資家による適切な商品選択のためには、投資信託の分析を行うファンダリストや投資助言業者の役割が重要であり、資産運用会社の「見える化」（情報開示）が進むことで、こうした者の活躍の場が広がることが期待されるとの意見があった。

¹¹ 投資信託に限らず、証券化商品や仕組債等の仕組商品等についても、商品類型ごとの違いに留意しつつ、プロダクトガバナンスの確保に向けた検討を進めてほしいとの意見があった。

応じて一般の投資運用業への移行も期待されてきたが、我が国の投資運用業者数は大きく伸びていない状況にある。

投資運用業務を行う上で必要となる主な機能として、1) ファンド等の運営業務、2) 運用業務、3) 計理や法令遵守等に関する業務（いわゆる「ミドル・バックオフィス業務」）があるが、投資運用業の新規参入が伸びていない要因の一つとして、登録要件を満たすためのミドル・バックオフィス業務に関する体制整備の負担が重いことが指摘されている。

このため、新規参入の促進による健全な競争環境を確保する観点から、適切な品質が確保された事業者へのミドル・バックオフィス業務の外部委託を可能とし、投資運用業の参入要件の一部緩和を検討することが適当である。

具体的には、(1)適切な業務の質が確保された外部委託先へミドル・バックオフィス業務を委託し、原則として自らが金銭等の預託を受けない場合には、投資運用業の登録要件（資本金・体制整備等）を緩和することが適当である。あわせて、投資家保護を軽視する質の低い事業者がこうした委託を受けることのないよう、(2)上記ミドル・バックオフィス業務の全部又は一部を受託する事業者について、参入規制、行為規制（善管注意義務等）を課すとともに、当局による監督の対象とすることによって、業務の質を確保することが適当である。

これにより、委託元である投資運用業者においては、投資家に対する忠実義務等を果たすために、委託先の管理を行うためのガバナンスは必要であるものの、専任の担当者等を確保することが不要となり負担が軽減されることとなる¹²。また、新規参入業者が最小限の人員を自前で整えてミドル・バックオフィス業務を行うよりも、専門の委託先にアウトソースすることで、むしろ業務の質が高まる効果も期待される。ミドル・バックオフィス業務を専門に行う事業者が普及すれば、そうした業務を担う人材の育成にもつながるものと考えられる。

なお、現状、ミドル・バックオフィス業務に関し様々な受託サービスの提供が行われており、こうしたサービスを提供する事業者に対して一律の参入規制を課すことは過度な規制となりえ、サービスの担い手がいなくなるおそれもある。したがって、ミドル・バックオフィス業務の受託サービスを提供する事業者を一律に参入規制の対象とするのではなく、当局の登録を受けた事業者にこうしたサービスを委託すれば、投資運用業の参入要件を緩和する構成とすることが考えられる。

イ. 運用指図権限の全部委託

上記アに記載した投資運用業の主な機能について、欧洲では、ファンドの運営業務を担う管理会社（ファンド・マネジメント・カンパニー）が存在し、運用業務は資産運用会社へ、ミドル・バックオフィス業務はアドミニストレーターへ外

¹² 業務を外部委託する場合、二重の管理コスト等が生じることを避けるために、投資運用業者と外部委託先との役割分担を明確にすると共に、各々が責任を負う範囲を認識できる枠組みが必要であるとの意見があった。

部委託することが一般的である。これによって、管理会社はファンドの運営機能に集中できる環境が整っている。

我が国では、1998年の法改正によって、投資信託委託会社の運用指図権限の外部委託に関する根拠規定を新設し、外部委託が可能である旨が明確化されている。一方、それまでの投資信託委託会社による自己執行の考え方を踏まえて、運用指図権限の全てを外部委託することはできないこととされたため¹³、上記ファンド・マネジメント・カンパニーのようなファンド運営機能に特化した業務ができない、との指摘がある。

我が国においてもファンド運営機能に特化する業者が増加すれば、そうした機能を利用した新規の特色あるアセットマネージャーの増加につながることが考えられる。さらに、資産運用と資産管理といった機能を分別して、専門性の高い業者に資産運用機能を委ねることは、委託先についての必要なモニタリングとガバナンスが機能することを前提に、全体の効率性が高まることが期待される。

また、運用指図に係る権限を全て外部委託した場合でも、投資運用業者は、投資家に対して善管注意義務や忠実義務、外部委託先の運用に関する責任を負っており、その運用状況について必要なモニタリングを行わなければならない。これに加え、投資運用業者は、投資家に対し運用を外部委託することについて委託先の運用業者名も含め、あらかじめ契約や信託約款を通じて周知することが求められている。これらの規定を踏まえれば、投資運用業としてファンド運営機能に特化した業務を行うことは許容されるものと考えられる。したがって、運用指図権限の全部委託を禁止する規定の見直しを行うことが適当である¹⁴。

一方、こうした運用の外部委託を行う場合には、委託先の品質管理を適切に行なうことが重要となるため、委託先の管理について必要な制度等の整備を行うことも必要であると考えられる。

②新興運用業者促進プログラム（日本版EMP（Emerging Managers Program））

新たに資産運用ビジネスを始めるに当たっては、投資運用業の登録要件を満たすための体制整備に係る負担が重いことに加えて、新規参入業者としてのトラックレコードがないため、運用資金（シードマネー）を獲得することが難しいとの課題が指摘されている。一方、海外では、アセットオーナー等がEMPとして新興運用業者へ積極的・専門的に投資し、より良い収益を実現しようとしている例もある。

このため、金融機関やアセットオーナーが、新興運用業者による運用成果を通じて、受益者の最善の利益を実現できる環境を整備するため、官民が連携した新興運用業者に対する資金供給の円滑化に関するプログラムを策定することが適当であ

¹³ 投資信託及び投資法人に関する法律（以下、投信法）第12条第1項において、「投資信託委託会社は、その運用の指図を行うすべての委託者指図型投資信託につき、当該指図に係る権限の全部を、（中略）委託してはならない。」と規定されている。また、金融商品取引法第42条の3第2項にも投資運用業者について同様の規定がある。

¹⁴ III 3. ①ア及びイの制度整備によって、欧州では一般的となっている管理会社を中心としたファンド運営の仕組みも可能になっていくものと考えられる。

る¹⁵。新興運用業者の範囲や運用対象とするアセットクラス等は、様々な運用商品・手法が多様化し、投資運用業者間で競争が促進されていくことが重要であるため、幅広く考えるべきである。例えば、アセットクラスについては、上場株式についてのエンゲージメント・ファンド（グロース市場上場後のグロースキャピタリストを含む）、債券ファンド等のほか、プライベート・エクイティ（PE）ファンド、ベンチャーキャピタル（VC）ファンド、インフラファンド等の多様な運用対象¹⁶が考えられる。

金融機関やアセットオーナーにおいては、受益者の最善の利益を確保する観点から、運用力の高い投資運用業者を発掘し、また、将来的な顧客向け商品の委託先を発掘する等の観点から、新興運用業者を積極的に活用した運用を行うことや、新興運用業者について単に業歴が短いことのみを理由に排除せず、幅広く資金運用の委託先の選択肢に加えることが考えられる。加えて、政府においても、前述の新規参入要件の緩和によって新興運用業者の参入を後押しすべきである。そして、こうした取組みの「見える化」を進めるため、政府等において、新興運用業者への資金供給に向けた様々な取組みを公表することや、新興運用業者のリストを金融機関及びアセットオーナー向けに提供するといった取組みを行うことも適当である¹⁷。その他、金融庁等において既に行っている取組みとして、特に海外の資産運用会社向けの取組みである金融創業支援ネットワークや、拠点開設サポートオフィス等の一元的窓口についても、関係者と積極的に連携の上、拡充すべきである。

官民連携した、こうした取組みの下、我が国において新たに投資運用業者が多く立ち上がることで、競争促進を通じた資産運用業の高度化が図られ、新興運用業者を目利きするゲートキーパーの育成につながるとともに、スキルや経験が次世代に引き継がれることにもなる。新興運用業者促進プログラムの実施を通じて、資産運用に関連する人材の裾野を将来にわたって広げていくことが重要である¹⁸。

③一者計算の促進・マテリアリティポリシーの明確化

現状、投資信託の基準価額は、日々、委託会社（資産運用会社）と受託会社（信託銀行）の双方で計算し、これを照合するといふいわゆる二重計算を行っている。

二重計算は、相互牽制機能を通じ、基準価額の評価に関する公正性を高めることで、受益者保護に寄与してきた。他方、情報技術の進歩やグローバル競争の進展等、投資信託を巡る環境が大きく変化する中、二重計算は、我が国独自のビジネス慣行として、投資家への追加的なコストや参入障壁の要因となっているのではないかとの指摘も存在している。

¹⁵ 新興運用業者の資金供給の円滑化においては、それが将来世代も含めた長期的視点で顧客や加入者に対して裨益するとの視点も重要な意見があった。

¹⁶ この他、セキュリティトークン等も考えられるとの意見があった。

¹⁷ 多面的な視点での投資を促すという観点から、資産運用会社における投資判断に関わる人材の多様化を進めていくべきではないかとの意見があった。

¹⁸ アセットマネージャーが独立・起業する際、前職の個人としてのトラックレコードを持ち出すことを可能とすることが望ましいとの意見がある。

一者計算を行うための課題として、資産運用会社における業務フロー・システム変更等の対応が必要なほか、基準価額の計算過誤に関し、投資信託のマテリアリティポリシーの明確化も課題である。投資信託のマテリアリティポリシーとは、投資信託の基準価額の計算過誤に関して、過誤が一定の水準を超える重大な（マテリアルな）場合に、基準価額の訂正を行うこととするものである。これにより、軽微な計算過誤の場合に遡及的に基準価額の訂正等を行うことによるコストが投資家全体に生じることを抑制し、また、過誤を訂正する適正な水準を確保することにつながるものと考えられている。諸外国の例でも、資産運用会社においてマテリアリティポリシーが定められているところである¹⁹。

現状では、各資産運用会社の社内規定によってマテリアリティポリシーが定められており、基準価額の訂正を行う水準は、概ね 0.5% (50bp) であるが、各社によってバラツキがあり、また、当該ポリシーの投資家への周知も図られていない状況にある。

一者計算の実現・浸透に向けては、業界における業務処理の標準化・統一化等の対応が必要であると考えられる。既に一者計算を導入した先や導入に向けて検討している先が存在していることも踏まえ、投資信託協会が設置した「基準価額算出に係る実務者検討会」を中心として、一者計算の実現と普及に向け、業界一丸となって環境整備等に取り組んでいくことが期待される²⁰。

また、マテリアリティポリシーの明確化に向けては、当該ポリシーを各社において定める場合、適正な水準とする必要があることや、当該ポリシーを投資家へ周知することが重要であることについて、当局の監督指針等で明記することが適当である。なお、基準価額の訂正の有無は投資家に影響を与えるものであるため、マテリアリティポリシーの策定に当たっては、各社において、経営陣の関与の下、水準等についての考え方を定め、これを投資家に示すことが望ましい²¹。

これにより、一定の投資家保護が図られると同時に、新規参入業者はマテリアリティポリシーとして定めるべき水準感を把握でき、参入障壁の引下げにも資するため、投資運用業の参入促進につながり得るものと考えられる。

IV アセットオーナーに関する機能強化

成長と分配の好循環を実現していく上で、機関投資家として家計金融資産等の運用を担うアセットオーナーに期待される役割は大きい。

アセットオーナーについては、受益者の最善の利益を確保する観点から、運用する目的や財政状況等に基づき目標を定め、その目標を達成するために委託先を厳しい眼

¹⁹ 例えば、米国では基準価額の計算過誤の閾値はファンド一口当たり \$0.01 または基準価額の 0.5% (50bp) とするとの業界慣行を証券当局 (SEC) が追認する旨を公表している。

²⁰ 一者計算の導入は個社の経営判断であるとの意見があった。

²¹ 投資信託約款の中にマテリアリティポリシーについて記載することについても、監督指針等で明確化することが投資家保護の観点から望ましいとの意見があった。

で見極める、といった運用力の高度化を図っていくことが求められている²²。また、2023年の臨時国会で成立した「金融商品取引法等の一部を改正する法律」においては、最終的な受益者たる金融サービスの顧客や年金加入者の最善の利益を勘案しつつ、誠実かつ公正に業務を遂行すべきである旨の義務が、金融事業者や企業年金等関係者に対して幅広く規定されている。

こうした観点から、新しい資本主義実現会議の下に設置された資産運用立国分科会において議論されているアセットオーナーシップの改革が具体的に進展していくことが期待される²³。なお、アセットオーナーの機能強化は、資産運用業の機能強化と車の両輪であるとの観点から検討が進められるべきであり、本報告書で提示する資産運用業に関する様々な取組みについては、アセットオーナーの機能向上にも資するものと考えられる。

また、アセットオーナーの機能強化に合わせ、アセットオーナーの運用を支える金融機関においても、顧客であるアセットオーナーや、最終受益者である家計の最善の利益を図るために取組みが求められる²⁴。アセットオーナーから資金運用の委託を受ける資産運用会社等は、アセットオーナーのリスク許容度等を考慮した上で、最善の利益を確保するための運用を行っていく必要がある。

DCにおいては、企業の多くは運営管理業務や投資教育を金融機関等（運営管理機関）へ委託しており、運営管理機関は、加入者の最善の利益を確保する観点から、適切な運用商品の選定・提示や情報提供の充実等を行うことが求められる²⁵。この点、運営管理機関については、他の金融グループの投資信託を含めた、最善の商品が選定されていないのではないか、といった懸念も指摘されており、運営管理機関は、加入者本位の下で、適切な業務運営や創意工夫をしていくことが期待される。こうした点も含め、アセットオーナーを支える金融機関について、当局が適切にモニタリングを行い、必要に応じて改善を求めていくことも不可欠であると考えられる。

V スチュワードシップ活動の実質化に向けた取組み

企業の持続的な成長を後押しするコーポレートガバナンス改革の推進は、資産運用立国に関する政策プランの実現を通じて、成長の果実を最終的に家計に還元する「成長と分配の好循環」を実現するための大前提となるものである。

これまで、中長期的な視点に立った企業と投資家との建設的な対話を促す観点から、「スチュワードシップ・コード」や「コーポレートガバナンス・コード」の策定・改訂を通じ、コーポレートガバナンス改革が進められてきた。また、形式的な体制整備ではなく、両コードの趣旨に沿った企業と投資家の自律的な意識改革といった実質面

²² アセットオーナーの運用力の高度化に向けては、アセットオーナー間の情報交換の機会等が与えられることが重要であり、こうした取組みについても省庁横断的に取り組むべきであるとの意見があつた。

²³ 日本では、大規模な公的年金を除く、多くの中小の企業年金において、運用担当者の専門性の確保や人材育成が課題であるとの意見があつた。

²⁴ 顧客等の最善の利益を勘案しつつ、顧客等に対して誠実公正に業務を遂行する義務について、本義務の相手方は、金融サービスの提供等に係る業務を行う場合にあっての顧客を指し、アセットオーナーについても顧客に含まれ得るものと考えられる。

²⁵ ナッジその他の行動科学の知見を効果的に活用することが有益との意見があつた。

での取組みが重要であるとの考え方に基づき、本年4月、「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム」を策定するなど、金融庁や東京証券取引所等の関係者において、取組みの実質化に向けた対応が進められてきたところである。

インベストメント・チェーンの中核的な役割を担う機関投資家には、投資先企業と対話（エンゲージメント）を行い、中長期的な視点から企業価値の向上を促すスチュワードシップ責任を果たすことが求められている。その際、画一的な数値基準や議決権行使助言会社の助言等に基づく形式的・一律の対応ではなく、個別の企業の事情に対する深い理解に基づくエンゲージメントが行われる必要があり、そうした活動に対して適切なインセンティブが働くよう、インベストメント・チェーンを通じてスチュワードシップ活動に係るコストシェアリングを行い、政策的な後押しを含めた環境を整備していくことが重要である²⁶。

こうしたエンゲージメントを通じたスチュワードシップ活動の実質化に向けては、機関投資家がスチュワードシップ・コードの趣旨を踏まえ、自らの置かれた状況（規模・運用方針等）に応じた対応を促進することが重要である。機関投資家がそのような対応をより積極的に行うようになるためには、一方で、機関投資家がスチュワードシップ活動を行うことで得ることのできるベネフィットの増加が有用であり、他方で、こうした活動に要するコストの削減も有益である²⁷。こうしたことを踏まえ、質的・量的なリソースを補い、コストを低減する観点から、協働エンゲージメントの取組みを積極的に活用することも有用である²⁸。

こうした方向に向けた具体的な取組みの事例として、一部のアセットオーナーにおいては、スチュワードシップを重視したパッシブ運用モデル（通常のパッシブ運用とは異なる報酬体系）を採用し、市場全体の底上げとスチュワードシップ活動のアプローチ方法の多様化・強化を目指す動きも見られる。また、複数の投資家が協働して企業に対して対話をを行う協働エンゲージメントの取組みや、複数のアセットオーナーが協働して運用機関をモニタリングする取組みが見られる²⁹。こうした様々な取組みを行う投資家の厚みが増すことにより、スチュワードシップ活動の実質化がより一層進展していくことが期待される³⁰。

²⁶ 実質的なエンゲージメント活動を促進できるよう、企業の実情に対する深い理解に基づくエンゲージメントを実現するための具体策についても検討が進められるべきであるとの意見があった。

²⁷ スチュワードシップ活動にかかる報告業務等を含めたコスト負担について、過度とならないことや、そのコストについて適切に報酬に含まれることも必要ではないかとの意見があった。

²⁸ 議決権行使助言会社にも、スチュワードシップ・コードに基づく体制整備等を求めるとともに、何らかの規律の導入についても検討すべきであるとの意見があった。

²⁹ パッシブ投資家のエンゲージメントについては、パッシブ特有の特定の数値の一貫基準ではなく、アクティブのように、個別の企業の特性をよく見て、判断した上で行うことがベースであることは忘れてならないとの意見があった。

³⁰ スチュワードシップ活動には、人材育成も急務であるとの意見があった。

また、企業が投資家をはじめとするステークホルダーの期待に応え、持続的な成長と中長期的な企業価値向上を実現するためには、資本コストを把握した上で、収益力に関する目標を提示し、経営資源の配分等に関し何を実行するかについて説明を行うことが重要である³¹。こうした中、本年3月、東京証券取引所は、プライム市場・スタンダード市場上場企業に対し、資本コストや株価を意識した経営の実現に向けて、①現状分析、②計画の策定・開示、③取組みの実行を行うよう要請するとともに、要請に基づき対応を進めている企業の公表を来年1月から開始する旨を公表している。当局においても、収益性と成長性を意識した経営に向けた企業の取組み及びそれに基づく投資家との対話を一層促す観点から、こうした取組みをフォローアップしていくことが重要である³²。

制度面の課題としては、大量保有報告制度における「重要提案行為」や「共同保有者」の範囲が不明確であることが、エンゲージメントの支障となっているとの指摘があり、金融審議会公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループにおいて検討が進められている。ニーズや実態も踏まえつつ、実効的なエンゲージメントを促す観点から、制度の見直しに向けた検討を進めるべきである³³。

VI 成長資金の供給と運用対象の多様化の実現³⁴

我が国経済の持続的成長のために不可欠なスタートアップ企業等への成長資金の供給が株式投資等を通じて活性化していくことは重要である。我が国では、国内スタートアップ企業の資金調達額は年々増加しており、足元では1兆円に迫る状況であるものの、米国と比較すると、経済規模の割に少なく、また、スタートアップ企業への代表的な投資主体であるVCについても、そのファンドサイズは低水準にとどまっている。また、米国では成長ステージに応じ、多様で充実した資金供給が行われている一方、我が国においては、例えば、レイターステージにおける資金供給が不足しているなど、スタートアップ企業に対する資金供給が十分ではないとの指摘がある。このため、スタートアップ企業の成長ステージに応じた資金供給についてボトルネックが生じないよう支援することが重要であり、また、エクイティのみならずデットを含む多様な資金供給が必要であると考えられる。こうした中、2022年11月に政府が策

³¹ コーポレートガバナンス・コード原則5－2

³² PBR1倍以上というのは指標の一例に過ぎず、1倍を超えていても、業界属性に応じた付加価値を追求していくべきとの意見や、一律・硬直的な対応ではなく、企業や業態ごとに様々な事情があることを勘案すべきとの意見もあった。

³³ 「共同保有者」の検討に当たっては、潜脱的な態様への対応と協働エンゲージメントの促進の双方のバランスをとった検討が必要との意見があった。

³⁴ 成長資金の供給については、これまで市場制度ワーキング・グループにおいて議論を行ってきたところであるが、家計の安定的な資産形成を進めていくには、家計の資金が資産運用会社による投資を通じて、成長企業への資金供給や我が国企業の価値向上につながり、その成長の果実が家計に還元されるといったインベストメント・チェーンの流れが重要であるため、当タスクフォースで取り上げている。

定した「スタートアップ育成5か年計画」では、「5年後の2027年度に10倍を超える規模（10兆円規模）とする」目標が掲げられたところである。

スタートアップ企業への資金供給を活性化し、本目標を達成する上で、機関投資家においては、各々の期待収益率やリスク許容度等に応じて、分散投資等に資する長期運用に見合ったVCファンドに資金供給が行われ、VCファンドを通じたスタートアップ企業向けの投資が拡大されることが期待される。また、我が国のVCにおいても、内外の機関投資家から求められる水準のガバナンス等を備えていくことが、機関投資家から広く資金調達を行っていく上で重要であると考えられる。こうした取組みを通じて、VCの競争環境が活性化し、VCファンドの裾野が広がっていくことも期待される。

家計においても、資産運用会社の専門的な投資判断等に基づいた、いわゆるオルタナティブ投資の選択肢が拡大することは、そのリスクを正しく理解し、個々のリスク許容度の範囲内で適合性の原則に基づいた投資であることが前提であるものの、更なる収益機会や分散投資の機会にもなり得ると考えられる。

以上のような観点から、これまで市場制度ワーキング・グループの提言等に基づき、特定投資家制度の活用や非上場株式の公正価値評価を推進するための環境整備に取り組んできたところであるが、さらにスタートアップ企業等への成長資金の供給と運用対象の多様化を実現していくための取組みを進めていくことが求められる。

あわせて、家計の安定的な資産形成を進めていくためには、既存の金融商品への投資も含め、自らのライフプランに応じて適切な商品を選択できるよう、より投資しやすい環境づくりや制度の見直しを行っていくことも重要である³⁵。こうした観点から、金融経済教育推進機構を中心に官民一体となって、家計の金融リテラシーを高めるための学校教育や職域・地域での金融経済教育に関する取組みを行っていくことが不可欠である。その際、個々人が自立的で安心かつ豊かな生活を実現するためには、資産形成・管理にかかるリテラシーを含めて、幅広い金融リテラシーを身に付けることが必要である。このため、金融経済教育においては、家計管理、生活設計、適切な金融商品の利用選択のほか、消費生活の基礎や社会保障・税制度、金融トラブルの内容も含めて、広範な観点から取り組むことが重要である。

1. ベンチャーキャピタルを巡る課題

①公正価値評価の促進

VCファンドの公正価値評価については、本年5月、日本公認会計士協会によって関連する実務指針³⁶が改訂され、VCファンドの監査に関する監査上の留意点が整理されるなど、一定の進捗が見られている。

³⁵ 投資信託の会計・計理、投資家間の公平性の確保、外国籍投資信託の届出制度等の実務面の課題について関係者において議論すべきとの意見があった。例えば、投資信託に適用される会計・計理の諸規則について上場・非上場の別に応じた条件とすべき等の意見があった。また、外国籍投資信託等を国内で販売する場合には、あらかじめ投信法上の届出を行う必要があるところ（投信法第58条1項、第220条1項）、いったん届出を行うと国内で需要がなくなった場合であっても届出を廃止できないため、新規の投資信託の届出がしづらいとの意見があり、当該制度のあり方について引き続き検討することが望ましいとの意見があった。

³⁶ 業種別委員会実務指針第38号「投資事業有限責任組合における会計上及び監査上の取扱い」

他方で、例えば、以下のような課題が指摘されている。

- ・VC ファンドに対する出資持分の保有者は取得原価での評価が求められるため、公正価値と取得原価の二重管理が必要
- ・GP（ゼネラルパートナー、ファンド運営管理者）において、ミドル・バックオフィス業務の人員の確保、内部統制の整備・運用、システムの導入が必要となるため、一定以上のファンド規模が必要
- ・上記実務指針を監査法人の実務に浸透させる必要
- ・将来的に公正価値評価の導入が増え、監査需要が高まった場合、監査法人内でのリソースの再配分や、新たなファンド監査の担い手が必要³⁷

公正価値評価の導入については、海外投資家からの資金を得るなどしてファンド規模を拡大することや、有価証券の評価の透明性を向上させること等の利点もあり、引き続き推進するための環境整備を早急に進めるべきである。同時に、今後、関係者と協力して上記課題を解決していくことが必要である。具体的には、上記二重管理の問題について、本年 7 月、日本ベンチャーキャピタル協会が、財務会計基準機構の企業会計基準諮問会議において、上場企業等が保有する VC ファンドの出資持分に係る会計上の取扱いを見直すことを提案しており、議論の動向を注視していくべきである。また、公正価値評価の導入に向けたコスト負担を軽減する観点から、VC ファンド間で同業他社が公正価値評価を導入した際の留意点を共有すること等も有用である。さらに、今後日本公認会計士協会において上記実務指針を監査法人の実務に浸透させていく活動を進めることが期待される³⁸。

②ベンチャーキャピタル向けのプリンシプル

スタートアップ企業への資金供給を円滑化するためには、国内外の機関投資家の資金が VC を通じて国内のスタートアップ企業に供給される流れを拡大することが重要である。そのためには、上記の VC ファンドの公正価値評価の促進に加え、国内の VC の運営について、海外 VC と同等のガバナンスや情報提供等が確保されていく必要があることが指摘されている。例えば、GP の利益相反管理を含むガバナンス、GP が LP（リミテッド・パートナー。ファンドへの投資者）に提供する情報等に関する課題が挙げられる。また、VC の投資のエグジットがスタートアップ企業の上場（IPO）に偏っており、いわゆる小粒上場の要因になっているとの指摘や、上場後に VC の経営サポート等がなくなることによりスタートアップ企業の持続的成長に向けた支援が途絶えてしまうことも課題として指摘されている。

広く機関投資家から LP 出資を獲得することを目指す VC については、海外での実務も参考にしつつ、適切なガバナンスや規律が確保されていることが重要である。

³⁷ 会計士試験・養成の段階から検討する必要があるのではないかとの意見があった。

³⁸ 公正価値評価を推進する方向性自体には賛成するものの、公正価値評価の基準に杓子定規に当てはめたり、過度に保守的な評価を行ったりすることで、かえって企業実態を表さなくなってしまう可能性がある点に留意が必要であるとともに、公正価値評価導入に係るコストが大きくなりすぎないように配慮すべきである、との意見があった。

長期運用に資するアセットクラスとしてのVCの魅力を高め、VC業界の発展を後押しし、ひいてはスタートアップ企業への資金供給を活性化するため、我が国スタートアップ企業を取り巻く状況やグローバルな実務等を踏まえたベンチャーキャピタル・プリンシブル（仮称）を策定し、広く機関投資家から調達を行うVC全体のガバナンス等の水準の向上を図ることが適当である³⁹。なお、多数の投資家からのLP出資を予定していないVCとして、例えばコーポレート・ベンチャーキャピタル（CVC）等もあるため、そうしたVCがあることも踏まえながら、プリンシブルの範囲や内容等を検討していくことが適当と考えられる。

また、海外機関投資家による国内VCへの投資が促進されるよう、国内VCと海外機関投資家とのマッチングの場が設けられるような取組みが広がっていくことも期待される。

2. 非上場株式を組み入れた投資信託・投資法人の活用促進

①投資信託への非上場株式の組入れ

我が国では法令上、投資信託に非上場株式を組み入れることは禁止されていないが、非上場株式の評価方法等が明確になっておらず、非上場株式の組入れが行われてこなかった。現在、投資信託に非上場株式の組入れが実務上可能となるよう、投資信託協会において適切な枠組みが検討されているところである⁴⁰。

家計が投資信託を通じて非上場株式への投資が可能となることは、非上場株式へ直接投資することと比べると、運用のプロフェッショナルである資産運用会社の目利きが活用され、また、分散投資の機能が働くものであり、今後、投資信託の枠組みを通じた、成長資金の供給及び投資対象の多様化が促進されていくことが期待される。

なお、価格透明性が高い上場株式と非上場株式が同じ公募投資信託の中に混在することは投資家にとって商品性やリスクが分かりにくくなる面がある⁴¹。各資産運用会社において、その運用方針・内容等に応じ、適切にスキームの選択が検討されるべきものであるが、既存の公募投資信託の枠組みや実務とは別に、解約制限等の流動性確保のための措置が適切に講じられた上で、流動性の低い資産を中心に運用するといった商品類型を設計することも望ましいと考えられる。こうした投資信託が販売される際には、投資家保護の観点から、投資家の投資資金の性格やリスク許容度等に応じて、投資家の適合性が適切に判断される必要があるとともに、非上場株式への投資に関するリスクについて投資家に対し十分な説明がなされることが求められる。

³⁹ ベンチャーキャピタル・プリンシブル（仮称）の過度に厳格な運用は、VCのなり手がいなくなるので避けるべきとの意見があった。

⁴⁰ 投資信託協会において、投資信託への非上場株式組入れのための自主規制規則の改正に関し、2023年9月15日から10月16日までパブリックコメント手続が実施された。

⁴¹ この他、非上場株式の価格の透明性や流動性が低いことに起因した、設定・解約を行う投資家間の公平性をどのように担保するかなどについて、投資信託協会において適切に議論される必要があるとの意見があった。

②上場ベンチャーファンド

東京証券取引所のベンチャーファンド市場は、スタートアップ企業への新たな資金供給スキームを確立するとともに、個人投資家に非上場企業への投資機会を提供するなどの観点から、2001年12月に開設された。現在、上場銘柄は存在しないが、リスク許容度のある投資家がベンチャーファンドを通じてスタートアップ企業へ投資できるようになることは、上記①と同様に運用のプロフェッショナルの目利きが活用され、また分散投資の機能が働くものと考えられる。このため、ベンチャーファンド市場の利用活性化に向け、ベンチャーファンドの柔軟な運営を可能とする観点等から、必要な規制等の見直しを検討していくことが重要である。

上場ベンチャーファンドの情報開示については、有価証券報告書等の法定開示に加え、東京証券取引所の有価証券上場規程等において開示内容が定められている。東京証券取引所においては、上場企業とは異なる非上場企業の性質を踏まえ、情報開示の内容や開示頻度について検討が行われていくことが重要である。

また、上場ベンチャーファンドにおいては、株式売却等による余剰資金について、財務戦略の多様化や再投資の実行が困難である場合等の使途として自己投資口の取得も選択肢となり得るものと考えられる。このため、自己投資口の取得についてインサイダー取引規制の対象とした上で、自己投資口の取得を可能とすることが考えられる。

3. 募集・私募制度、投資型クラウドファンディングの制度整備

①少額募集・開示の簡素化

50名以上的一般投資家に勧誘する調達金額1億円以上5億円未満の有価証券の募集（少額募集）は、有価証券届出書の提出が必要であるものの、連結情報を記載する必要がなく記載内容が簡素化されている。ただし、少額募集に係る有価証券届出書の利用状況は、直近10年間で5件程度と、利用実績が限られている状況である。

近時、上場会社を念頭に非財務情報の開示の充実が図られてきたことを踏まえると、現状、少額募集に係る有価証券届出書⁴²において、スタートアップ企業にとっては、開示負担が大きい項目が存在しているものと考えられる。そこで、スタートアップ企業の資金調達に係る情報開示の負担軽減・合理化の観点から、当該届出書に係る開示内容等をより簡素化することが適当である。

具体的には、投資家保護を図りつつ、少額募集に対する実際のニーズを踏まえ、投資家への情報提供と企業負担のバランスの観点から、例えば、以下の見直しを行う方向で検討を進める必要がある。

⁴² 企業内容等の開示に関する内閣府令（以下、開示府令）第2号の5様式

- ・「サステナビリティ情報」の記載欄⁴³について、開示を任意化する⁴⁴
- ・最近5事業年度の財務諸表の記載⁴⁵を不要とし、最近2事業年度の財務諸表のみとする
- ・非財務情報部分⁴⁶についても、例えば「コーポレート・ガバナンスの概要」⁴⁷等の項目について会社法上の事業報告における記載内容と同程度とする

なお、特定投資家私募制度については、実際のニーズや投資家保護の観点も踏まえ、利用促進や必要に応じた見直しに向けた検討を行うことが適当である⁴⁸。さらに、少人数私募の人数制限（勧誘対象者49名以下）や届出免除基準（調達金額1億円未満）の引上げを行うことも考えられるが、情報開示の規制がない中で一般投資家への勧誘を拡大することにつながることや、近時も合同会社社員権に関する不適切な取得勧誘が行われていることを踏まえ、我が国資本市場において比較的大きな割合を占める個人の一般投資家保護の観点から、現時点では慎重な検討を要すると考えられる。

②投資型クラウドファンディング⁴⁹の活性化

ア. 投資型クラウドファンディングの発行上限等

クラウドファンディング（CF）は、スタートアップ企業がインターネットを通じて多くの人から少額ずつ資金調達する仕組みであり、2015年に投資型CF制度（少額電子募集取扱業務に関する規制枠組み）が導入された。

我が国においては、企業が投資型CFにより発行可能な有価証券の総額は年間1億円未満とされているところ、諸外国においては、開示等の投資家保護上必要な措置を講じた上で、より高い金額の資金調達を可能としており、米国では500万ドル（約7.5億円）⁵⁰、欧州では500万ユーロ（約8億円）を上限としている。

我が国において、スタートアップ企業における資金調達需要は年々増加しており、年間1億円を超える資金調達、特に、足元では1億円以上5億円未満の資金調達を行うスタートアップ企業が多く存在している。こうした資金調達ニーズの動向を踏まえ、1億円以上の資金調達をする企業が必要な開示を行うことを前提に発行総額上限を引き上げ、5億円未満とすることが適当である。この場合、1

⁴³ 開示府令第2号の5様式第三部【企業情報】第2【事業の状況】2【サステナビリティに関する考え方及び取組】

⁴⁴ なお、開示府令第2号の5様式第三部【企業情報】第1【企業の概況】6【従業員の状況】に記載される、女性活躍推進法又は育児・介護休業法に基づく指標（すなわち「女性管理職比率」、「男性育児休業取得率」及び「男女間賃金格差」）については、引き続き記載を求めることが考えられる。

⁴⁵ 開示府令第2号の5様式第六部【特別情報】

⁴⁶ 開示府令第2号の5様式第三部【企業情報】

⁴⁷ 開示府令第2号の5様式第三部【企業情報】第1【企業の概況】7【コーポレート・ガバナンスの状況等】(1)【コーポレート・ガバナンスの概要】

⁴⁸ 現時点では特定投資家の数が多くないことを踏まえ、特定投資家に移行可能な一般投資家に対して特定投資家への移行を促す際の情報提供の緩和に向けた検討が望まれるとの意見があった。

⁴⁹ いわゆる投資型クラウドファンディングについては、一般に株式型・ファンド型がある。ファンド型のうち貸付型クラウドファンディングについては、これまで投資家保護上の問題事例が生じているため、こうした支障が生じる可能性が低いと判断できるまで、本節で記載している少額電子募集取扱業務の規制の見直しは行わないこととすることが適当である。

⁵⁰ 米国におけるクラウドファンディングによる発行体の資金調達限度額は、2021年に107万ドルから500万ドルへ引き上げられた。

億円以上5億円未満の資金調達を行う企業については、簡素化された有価証券届出書等の開示書類の様式が利用可能となる（前述のとおり、当該届出書に係る開示内容がさらに簡素化された場合には、その利用が促進されるものと考えられる）。こうした制度整備により、スタートアップ企業の資金調達環境が改善されることが期待される一方、その適正確保のためには、仲介業務を行うCF事業者の役割もより重要になってくる。こうした観点から、CF事業者による発行者や事業計画の審査に関する項目が開示され、項目に沿った審査が適切に実施することが重要である。加えて、引き続き、投資家保護を勘案しつつ、前項「3. ①少額募集・開示の簡素化」にて記載の内容に加え、スタートアップ企業のニーズを踏まえた一層の簡素化についても検討をしていくことが考えられる。

なお、個人株主が多数いることを嫌う機関投資家もいることや多数の個人株主が生じることにより円滑な業務運営が困難となり得ることが指摘されており、スタートアップ企業において、後々に機関投資家からの資金調達が難しくなり得るのではないかとの指摘もある。基本的には、スタートアップ企業がそうした可能性も含めて資金調達手段を検討すべきであるが、CF事業者においても、こうした可能性をスタートアップ企業が適切に理解しているか確認するなどの対応を行い、また、当局においてもCF業者が適切な業務運営を行っているか等をモニタリングすることが適当である。現行法でも、投資運用業と第二種金融商品取引業に登録し、ファンドを介在させることによって株主の一元化を図ることは可能であり、上述の投資運用業の参入要件の緩和に関する枠組みも活用して、個人株主が多数いることに伴う課題に対応することも考えられる。

また、発行総額上限については、一般投資家も含めた勧誘がなされる前提で投資家保護の観点から定めているものであり、特定投資家私募を少額電子募集取扱業務として実施する場合は、一般投資家も含めた勧誘と合算して5億円未満とする発行総額上限を設定する必要はないものと考えられる⁵¹。ただし、私募を行う場合であっても、非上場株式というリスクが高いものであることを踏まえると、少額電子募集取扱業務として扱える範囲に一定の上限を設定することが適当である⁵²。

イ. 投資型クラウドファンディングの投資家の投資上限、投資家への勧誘方法

我が国では、投資型CFにおける投資家（特定投資家を除く）の投資上限額は投資先毎に年間50万円としているが、すべての投資家に一律の限度額を設定する仕組みはリスク許容度や投資余力に応じた投資といった観点から改善の余地があると考えられる。この点、諸外国では、株式投資型CFにおける投資家の年間の投資上限が、年収や純資産額に応じて設定されている⁵³。

⁵¹ 有価証券報告書を提出する会社等の場合、引き続き、募集を行った有価証券と同一種類の有価証券の私募を行うことはできない。

⁵² 投資型CFを地方活性化のためにも、より一層活用してほしいとの意見があった。

⁵³ 例えば、米国では、株式投資型CFにおける投資家の年間投資額の上限は、①年収または純資産が12.4万ドルを下回る場合はi) 2,500ドル、ii) 年収の5%、iii) 純資産の5%、のうち大きい額、②年収及び純資産が12.4万ドル以上の場合は、i) 年収の10%、ii) 純資産の10%、のうち大きい額、とされている。

また、投資勧誘の方法については、投資家がスタートアップ企業のリスクを十分に把握しないまま、不測の損害を被ることを防止するため、現行制度ではウェブサイトによる表示と当該表示にあわせて電子メールを送付する方法に限定されている。このため、投資家がより詳細に投資案件の内容を知りたい場合であっても、CF事業者による口頭での説明ができないことについて、投資家保護の観点から改善すべきであるとの指摘がある。

投資家のリスク許容度や投資余力に応じた限度額を設定することは、投資家の保護と利便向上の双方に資すると考えられるため、我が国においても、諸外国の例も参考にしつつ、CF事業者が顧客の年収や純資産を把握し、投資家の年収や純資産に応じて、CFの投資上限を定めることが適当である⁵⁴。その際、投資家全員の年収や純資産を適時に把握するには一定の事務負担がかかることから、一定金額以内の少額であれば、年収や純資産の確認をしなくても投資ができる仕組みとすることが考えられる。

また、投資勧誘の方法について、訪問・対面での勧誘については、投資家に対する強圧性が生じるリスクが類型的に高いため、引き続き慎重に対応すべきであると考えられる一方、投資家からの求めに応じて、口頭で丁寧な説明を行うことは、投資家のより適切な投資判断につながると考えられる。このため、投資家からの要請がある場合に限り、音声通話による商品説明を可能とすることが適当と考えられる。その場合には、CF事業者において、例えば音声通話のやり取りを録音するなど、顧客対応の適切性について事後検証できる方策を講じることが適当である⁵⁵。また、音声通話での商品説明時に提供できる情報については、ウェブサイトや電子メールに掲載される内容に基づくものとし、投資家間の情報格差が生じないようにしなければならないものとすることが考えられる。

4. 非上場有価証券の取引の活性化

①プロを対象とした非上場有価証券の仲介を行う金融商品取引業者の参入要件の緩和

スタートアップ企業等の非上場企業の株式の換金については、現状、発行会社やセカンダリーファンド等による相対での買取りが中心であり、買い手となり得る投資家に広くアプローチすることが難しく、株主の換金ニーズや投資家の投資ニーズに十分に応えられていない。また、上場以外にこうした換金ニーズを満たす方策が限られていることから、国内のスタートアップ企業が諸外国と比較しても規模の小さいままで上場を行う結果につながっているとの指摘がある。非上場株式のセカンダリ取引の活性化は、スタートアップ企業等による資金調達（プライマリー取引）

⁵⁴ 投資家保護の観点から、日本証券業協会の自主規制規則にて、非上場株式への投資の特性に関する情報（換金性が著しく乏しく、価値が大きく失われるリスクがあることや、発行体及び事業に対する共感・支援が主な旨とされるべきであること等）がCF事業者から投資家へ提供されることが求められているが、こうした情報提供や注意喚起が適切に行われることが重要であるとの意見があった。

⁵⁵ このほか、顧客が音声通話でのやり取りの録音等の開示を容易に受けられるようにすべきとの意見があつた。

の円滑化に資することに加え、上場に偏っているスタートアップ企業の出口戦略がM&A（合併・買収）も含めて多様化され⁵⁶、成長段階に応じた適切な規模の継続的資金供給を実現するためにも重要である。このため、非上場株式のセカンダリー取引に係る制度整備を進めていくべきであると考えられる。

さらに、海外の資産運用会社が設定・運用する外国籍投資信託や外国投資法人の発行する外国投資証券について、国内の投資家に販売する場合には、日本国内に拠点の法人を設け、第一種金融商品取引業の登録を受けることが必要になる。第一種金融商品取引業には高い財産要件等が課されるなど登録のためのハードルが高く、結果的に販売を断念するケースがあることが指摘されている。国内の投資家の投資対象の多様化の観点から、こうした課題への対応を行っていくことも必要である。

そこで、非上場有価証券の取引の仲介業務への新規参入を促すため、非上場有価証券のプライマリー取引やセカンダリー取引の仲介業務に特化し、原則として有価証券や金銭の預託を受けない場合には、第一種金融商品取引業の登録要件等（資本金規制、自己資本規制比率、兼業規制等）を緩和することが適当である。ただし、一般投資家も参加する流動性の高い有価証券については、十分に投資家保護を図る必要があるため、原則として、プロ投資家（特定投資家）を相手方とした非上場有価証券の仲介業務に限定すべきである⁵⁷。なお、非上場有価証券の保有者がセカンダリー取引として売却を行う場合は、非上場有価証券の保有リスクを切り離すものであるため、例えば、非上場有価証券の発行会社の創業者等、一般投資家による売却も可能とすることが適当である。

②非上場有価証券のみを扱うPTS業務の参入要件の緩和

現在、第一種金融商品取引業者が運営する私設取引システム（PTS）業務⁵⁸については、実際に取り扱う有価証券の流動性の高低にかかわらず、主に上場有価証券等を扱うことを想定した規制となっており、認可制の下、資本金・純財産要件（3億円以上）やシステム要件（第三者評価書の添付）等が求められている。こうした規制は、小規模な取引プラットフォームで電子的に非上場有価証券のセカンダリー取引を仲介しようとする事業者にとってはハードルが高く、取引の場を提供する事業者がいないため、非上場有価証券のセカンダリー取引が活性化しない一因となっているとの指摘がある。

そこで、非上場有価証券のセカンダリー取引の場を提供する事業者の参入を促進するため、PTS業務の規制について、想定される取引量等に応じた参入要件とする

⁵⁶ 日本のスタートアップ企業のエグジットはIPOが76%、M&Aが24%であるのに対して、アメリカはIPOが10%、M&Aが90%との調査結果がある（一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター「ベンチャー白書2021」）。

⁵⁷ 前提として、日本証券業協会の自主規制規則において、一般投資家に対して、例外を除き、非上場株式等の店頭有価証券の投資勧誘を行うことは禁止されている。

⁵⁸ 日本証券業協会の自主規制規則では、前掲脚注57の制限に加え、一般投資家からのPTSにおける特定投資家向け有価証券の買付けの受託を行うことは禁止されている。

ことが適当である。具体的には、非上場有価証券のみを扱う PTS であって、流動性や取引規模等が限定的なもの⁵⁹については、取引の管理等に関する必要な規制を適用する前提で、認可を要さず第一種金融商品取引業の登録制の下で参入可能とし、資本金や純財産要件等の財産規制やシステムに関する要件等を緩和することが考えられる⁶⁰。

5. 株式報酬に係る開示規制の整備

株式報酬は、それを受け取る者に対し、会社の中長期的な業績向上に向けたインセンティブを付与する効果があり、米国では、手元資金に乏しいスタートアップ企業において、人材確保のための重要な手段ともなっている⁶¹。

株式報酬のうち、RSU(譲渡制限付株式ユニット)、PSU(業績連動型株式ユニット)、株式交付信託といった事後交付型株式報酬については、現行実務上、情報開示のタイミングや開示書類に差異が見られ、開示規制の解釈をめぐる企業の実務が安定していないことから導入しづらいとの指摘がある。

このため、事後交付型株式報酬に係る開示規制を明確化する観点から、株式報酬導入の開始時点である「株式報酬規程等を定めて取締役等に通知を行う行為」を有価証券の取得勧誘の端緒と捉え、当該行為が、有価証券の募集又は売出しに該当すると整理することが適当である。

また、事後交付型株式報酬は、会社から取締役等に対して他者へ譲渡できない形で報酬を前払いするという点でストック・オプションや RS(譲渡制限付株式)の経済的性質と類似していることを踏まえ、ストック・オプション及び RS と同様、有価証券届出書の提出に代えて臨時報告書の提出を認める特例を設けることが適当である。

なお、特例の検討に当たっては、産業界を含めた関係者にも意見聴取を行いつつ、上記以外の実務上の論点についても検討を進めていく必要がある。

6. 運用商品の多様化

①排出権を対象とする投資信託の組成

欧米では、排出権の現物・先物取引が行われているほか、これらを投資対象とする投資信託の組成が進んでいる。我が国においても、2023 年 10 月に東京証券取引所にカーボン・クレジット市場が開設されるなどの動きが見られたところである。地球温暖化に課題意識を有する投資家が、投資信託を通じて排出権に投資を行い、

⁵⁹ 非上場株式やセキュリティトークン等の非上場有価証券のセカンダリー市場の活性化を図る観点からは、一定程度の流通量があることが望ましく、流動性や取引規模等に上限を設ける場合には、上限が低くなりすぎるのは望ましくない、との意見があった。

⁶⁰ 非上場有価証券のセカンダリー取引の場においては、不公正取引の防止措置を講じる必要があるとの意見があった。現行でも日本証券業協会の自主規制規則において、非上場有価証券を取り扱う PTS に対し、売買審査の実施や不公正取引を認識した際の注意喚起等の措置を講じることとしているが、それに加え、上記の取引の管理等に関する必要な規制を適用することによって、投資家保護が適切に図られることが重要である。

⁶¹ 株主と投資家との間の対話を意識した経営を可能にするという観点から、我が国の上場企業経営者においても株式報酬の導入をさらに増やすべきとの意見があった。

企業側の温暖化対策に関する取組みを後押しすることは、我が国産業における地球温暖化対策の促進にも資する面があるものと考えられる。

そのため、投資信託の主たる投資対象資産に排出権を追加することが考えられるものの、個人投資家等も参加した形で設定・解約が行われる投資信託の投資対象として、十分な流動性や円滑で適正な価格形成が確保されるかなど、まずはカーボン・クレジット市場の状況を精査することが必要であると考えられることから、将来的に投資信託の主たる投資対象への追加を検討することが適当である。

②外国籍投資信託の国内籍公募投資信託への組入れ

国内籍公募投資信託に外国籍投資信託を組み入れる場合には、投資信託協会の自主規制で規則が設けられている。例えば、その外国籍投資信託が取引所に上場されている場合等を除き、借入制限に関する規制等が適用されることとなっており、また、国内籍公募ファンド・オブ・ファンズ（投資信託証券への投資を目的とする投資信託）が不動産投資信託を組み入れる場合には、上場されていること等が求められている。このため、海外において、非上場ではあるが、公募で販売されているオルタナティブ投資等を行う投資信託について、国内籍公募投資信託に組み入れられない場合があることが指摘されている。なお、国内籍公募投資信託に組み入れるのではなく、外国籍投資信託の形態で国内で販売することも可能であることとの整合性についても指摘されている。

この点、投資信託協会において、オルタナティブ投資等を行う非上場の外国籍投資信託の組入れに関する枠組みの見直しについて検討が開始されているところである。

我が国の家計においても、リスクを理解した投資家層にとっては、良質な外国籍投資信託に対する分散投資が可能となることは資産形成を進める上で有意義であり、こうした取組みが促進されていくことが重要である。ただし、価格透明性に乏しい、あるいは流動性に欠けた資産を主として組み入れる非上場の外国籍投資信託に投資することは、投資家がリスクを負うことになるため、そうした外国籍投資信託を組み入れようとする国内籍投資信託の組成者は、投資家保護に支障がないかより一層適切にデューデリジェンスを行い、投資対象となる外国籍投資信託の価格の算出頻度や売買頻度等を踏まえて、投資家保護や投資家間の公平性の観点から適切な国内籍投資信託の設定を行う必要がある。これらのオルタナティブ投資等を行う非上場の外国籍投資信託を主に組み入れる商品については、既存の公募投資信託とは別に商品類型を設計することも考えられる。また、投資家に販売を行う際には、リスクを十分に説明するなど、十分な投資家保護のための措置が講じられるべきである。

③外貨建国内債⁶²（いわゆるオリガミ債⁶³）の発行の円滑化

本邦発行体が発行する外貨建国内債は、外貨によるDVP(Delivery Versus Payment)決済が可能な環境がない⁶⁴ことから、非DVPによる発行・取引が行われており、流動性は低く、取引する投資家層は限られている。

外国口座管理機関が運用するプラットフォームを利用すれば、外貨のDVP決済により外貨建国内債の発行・取引ができるものの、現行制度上、外国口座管理機関の下位に国内証券会社等の国内口座管理機関を設置することができないため、広く国内投資家が取引することは難しい状況となっている。

外貨建国内債の効率的かつ安全な発行・流通の環境整備が進めば、国内投資家の運用対象の多様化に寄与し、本邦発行体においても外貨調達の安定にもつながるものと考えられる。また、外貨建国内債の発行が活発化することを通じて、我が国社債市場の活性化にも資するものと考えられる。このため、GX分野等、外貨建債券の発行の需要も期待できる中、DVP決済を可能とするための環境整備を早期に行うべきである。具体的には、外国口座管理機関が運用する外貨のDVP決済プラットフォームを国内投資家がより広く利用できるようにするために、外国口座管理機関の下位に国内口座管理機関を設置できるようにすることが考えられる。その際、外国口座管理機関は口座管理機関の誤記録等をカバーする枠組みの対象外であるため、その下位の国内口座管理機関も対象外になるものと考えられる。そうした前提を踏まえ、投資家保護の観点から、DVP決済による取引を可能とする投資家は、リスク判断能力の高い投資家に限定することが適当であり、また、投資家の口座開設を行う国内口座管理機関等においては、投資家の属性等に応じ、投資家に対し誤記録等をカバーする枠組みの対象外であることについて適切に説明することが必要であると考えられる。

④投資信託における種類受益権

投信法上、投資信託の「受益権は、均等に分割し」なければならないとされるが、欧米では、受益権について複数の種類が発行される種類受益権の活用が一般的である。

我が国においては、同一の運用方針で、例えば信託報酬や為替ヘッジといったカテゴリが異なる商品を組成する場合、実務上、ファミリーファンド方式が採用され、報酬体系等の異なる複数のベビーファンドがマザーファンドに投資することにより、実質的に同一投資信託内において信託報酬や為替ヘッジ等が異なる状況を創り出すといった対応がとられている。

⁶² 国内発行体が国内で発行する外貨建ての債券。外貨建国内債は外債に比べて発行するためのコスト及び事務負担が少なく、起債規模が小さく外債発行のノウハウがない発行体においても外貨調達が可能。また、国内投資家にとって、身近な国内発行体が発行する債券で外貨による運用が可能となる。

⁶³ 「オリガミ債」は、外国口座管理機関であるユーロクリア・バンクが提供する、外貨建国内債に係るサービスの呼称。外貨建国内債には、非DVP決済として扱われている「サクラ債」と呼称されるものもある。

⁶⁴ 証券と資金の授受を紐づけた決済。

現行の投信法の規定は、同一の投資信託内で投資家間の利害対立が生じたり、あるカテゴリーの投資家には有利であるが他のカテゴリーの投資家には不利益をもたらすような運用が行われる事態を未然に防止するものである。一方、我が国においても、種類受益権の発行が認められれば、ファンドごとにかかる監査費用等を下げられるのではないかとの指摘がある。

種類受益権については、種類受益者ごとの利害対立調整や利益相反防止等、投資家保護の仕組みのあり方について、種類受益権の内容に応じた検討が必要であり、また、種類受益権が生じることを前提とした計理システム等の整備等、実務面の検討も必要であると考えられる。そのため、投資信託協会等において、まずは海外の事例・状況の把握を含め、具体的なニーズや実務面・投資家保護上の課題を整理するための検討を行うことが適当と考えられる。

⑤投資信託約款の重大な変更に関する基準の明確化

投資信託約款の変更について、投資家保護や顧客本位の観点から望ましいと思われる場合であっても、「重大な変更」に該当すると変更手続に大きな負担が生じるため、約款の変更に踏み込みにくく、「重大な変更」の基準を明確化すべきとの指摘がある。

現行の投信法上、投資信託約款の「重大な変更」を行う場合には法定の手続き⁶⁵が定められており、その基準として「商品としての基本的な性格を変更させることとなるもの」と定められている。これに関し当局において「投資信託に関するQ&A」(平成26年6月)が公表されており、その中で「重大な変更」に該当しないと考えられる場合が類型ごとに具体例として示されている⁶⁶。

顧客の利益に資する変更等、投資家保護に支障のない約款変更について、投資家の負担につながる過重な手続きを回避する観点から、当該Q&Aの更なる明確化を図ることが適当と考えられる。

⑥累積投資契約のクレジットカード決済上限額の引上げ

クレジットカード決済による有価証券の購入は、顧客の資力を上回る有価証券の購入を可能とし、過当取引による投資家保護上の問題が生じるおそれがある一方、支払いの選択肢を増やすことにより投資家の利便性向上に資する面もあることから、法令上、一定の要件⁶⁷の下で認められている。この法令上の要件を満たすため、現行実務では、クレジットカード会社の決済サイクル等を踏まえ、毎月の投資上限額は基本的に5万円に制限されている。

⁶⁵ 受益者による約款変更の決議（書面決議）が必要であり、受益者の3分の2以上の多数決で可決。なお、受益者が議決権を行使しないときは、決議に賛成したものとみなすことができる（投信法第17条）。

⁶⁶ （1）受益者の利益に資するもの（例：受益者の負担する信託報酬率・費用の引下げ）、（2）事務的事項に係る約款変更であって受益者の利益には中立的なもの（例：運用権限の委託先変更（変更の前後で委託先に実質的な変更が生じない場合等に限定））、（3）法令改正に伴い、法令適合性を維持するために行わざるを得ないもの（消費税率の引上げに伴う、信託報酬に係る記載事項の変更）。

⁶⁷ クレジットカード決済による投資が認められるには、①翌月一括払いであること、②信用の供与が10万円を超えないこと、③累積投資契約であること、の3つの全てを満たす必要。

2024 年から新しい NISA 制度がスタートし、その中で、つみたて投資枠については毎月の累積投資契約による場合、月 10 万円に引き上げられることになる。これを踏まえ、翌月一括払いであること、累積投資契約であることの要件を維持しつつ、信用供与の上限額について、現行実務が法令の上限額よりも制限されている状況が解消されるよう、必要な制度見直しを行うことが適当である。

VII おわりに

以上が、2023 年 10 月以降、当タスクフォースにおいて行ってきた検討の内容を整理したものである。本報告書において具体的な対応策を示した事項については、関係者において、制度整備も含め、早期に、かつ積極的な取組みが進められることを期待する。また、講じた施策についての効果をフォローアップし、追加の対策の要否を継続的に検討していくことも重要である。

最後に、資産運用立国の実現は、一朝一夕に実現できるものではない。本報告書において講じるべきとされた施策を着実に実施するとともに、各省庁が連携し、また、民間事業者も含め、関係者による不断の取組みが継続されることが重要である。また、資産運用に関する人材育成も中長期的な課題である。こうした観点から、今回指摘された課題も含め、幅広い分野に目を配りながら、関係者による検討と改善の努力が今後も継続されることを期待する。

金融審議会

市場制度ワーキング・グループ報告書

—プロダクトガバナンスの確立等に向けて—

2024年7月2日

目 次

I	はじめに	1
II	プロダクトガバナンスに関する原則の策定	1
1.	背景	1
2.	補充原則に関する基本的な考え方	3
3.	補充原則の内容	6
III	金融・資本市場を巡るその他の論点	9
1.	株式決済期間の短縮（T+1 化）	9
2.	投資型クラウドファンディング	10
3.	銀証ファイアーウォール規制の見直し	12
IV	おわりに	13

「市場制度ワーキング・グループ」 メンバー名簿

2024年7月2日現在

座長	神田 秀樹	東京大学名誉教授
委員	有吉 尚哉	弁護士（西村あさひ法律事務所・外国法共同事業）
	亀坂安紀子	青山学院大学経営学部経営学科教授
	神作 裕之	学習院大学法学部教授
※	小池 広靖	野村アセットマネジメント（株）CEO 兼 代表取締役社長
	小枝 淳子	早稲田大学政治経済学術院政治経済学部教授
	坂 勇一郎	弁護士（東京合同法律事務所）
	佐々木百合	明治学院大学経済学部教授
	武田 洋子	三菱総合研究所 執行役員（兼）研究理事 シンクタンク部門長
※	西岡 明彦	マン・グループ・ジャパン・リミテッド東京支店会長
※	野尻 哲史	合同会社フィンウェル研究所代表
	野村亜紀子	野村資本市場研究所主席研究員
※	藤田 薫	ブラックストーン・グループ・ジャパン（株）マネジング・ディレクター/パートナーウエルス・リューションズ 日本責任者
	松尾 健一	大阪大学大学院高等司法研究科教授
	松岡 直美	ソニーグループ（株）執行役員 (日本経済団体連合会 金融・資本市場委員会 資本市場部会)
	森下 哲朗	上智大学法学部教授

（敬称略・五十音順）

オブザーバー	全国銀行協会	国際銀行協会	日本証券業協会
	投資信託協会	日本投資顧問業協会	第二種金融商品取引業協会
	日本STO協会	証券・金融商品あっせん相談センター	信託協会
	生命保険協会	日本プライベート・エクイティ協会	
	日本ベンチャーキャピタル協会	日本取引所グループ	
	財務省 経済産業省 国土交通省	日本銀行	

※ プロダクトガバナンスに関する報告書の取りまとめが行われるまでの期間にご出席していただく委員。

I はじめに

「経済財政運営と改革の基本方針 2023」及び「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2023 改訂版」等では、成長と分配の好循環の実現に向け、「機関投資家として家計金融資産等の運用を行う、資産運用業の高度化やアセットオーナーの機能強化を強力に推進すべく、資産運用立国の実現に向けた取組を行う」とこととされた。これを受け、市場制度ワーキング・グループ（以下、「当ワーキング・グループ」）において、資産運用に関する制度的な枠組み等の専門的な検討を行うため、「資産運用に関するタスクフォース」が設置された。

資産運用に関するタスクフォースでは、家計の安定的な資産形成を進めいくには、家計の資金が資産運用会社による投資を通じて、成長企業への資金供給や我が国企業の価値向上につながり、その成果の果実が家計に還元されるといったインベストメント・チェーンの流れが重要であるとされ、2023 年 12 月 12 日に当ワーキング・グループと合同でとりまとめた報告書（以下、「合同報告書」）においては、「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當である」旨の提言を行った¹。

また、2022 年 12 月 21 日に提言をとりまとめた「市場制度ワーキング・グループ第二次中間整理」では、当ワーキング・グループにおいて継続して検討すべきとされた課題等について、引き続き検討を行っていくこととしている。足元の金融・資本市場を巡る論点として、国際的な市場間競争が行われている中で、我が国においてより安全・効率的な市場インフラを提供し、また、金融機能を発揮して非上場企業等への円滑な成長資金を供給していくことは重要な課題と考えられる。

これらを踏まえ、当ワーキング・グループでは 2024 年 4 月から計 3 回にわたり審議を行った。本報告書はその検討結果をとりまとめたものである。

II プロダクトガバナンスに関する原則の策定

1. 背景

家計の安定的な資産形成を図っていくためには、家計から資金が投資に向かい、企業価値向上の恩恵が家計に還元されることで、更なる投資や消費につながるという「成長と分配の好循環」を実現していくことが重要である。そのためには、インベストメント・チェーンの各主体に対する働きかけを行っていく必要があり、政府においては、「資産所得倍増プラン」（2022 年 11 月 28 日新しい資本主義実現会議決定）に基づき NISA（少額投資非課税制度）の抜本的拡充・恒久化や金融経済教育の充実等の施策が進められてきたところである。また、これら

¹ 「資産運用立国実現プラン」（2023 年 12 月 13 日資産運用立国分科会取りまとめ）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適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。」と提言された。

の取組みに続き、インベストメント・チェーンの機能発揮に向けた残されたピースとして、家計金融資産等の運用を行う資産運用業とアセットオーナーシップの改革等を図っていくため、2023年12月13日に、「資産運用立国実現プラン」が策定されている。

金融庁においては、国民の安定的な資産形成を図るため、金融商品の販売、助言、商品開発、資産管理、運用等を行う全ての金融事業者が、インベストメント・チェーンにおけるそれぞれの役割を認識し、顧客本位の業務運営に努めることが重要との観点から、金融審議会市場ワーキング・グループの提言に基づき、2017年3月30日に「顧客本位の業務運営に関する原則」（以下、「原則」）を策定した。また、2021年1月15日には、「原則」の具体的な内容の充実や金融事業者の取組みの「見える化」の促進などに関する同ワーキング・グループの提言を踏まえて、「原則」を改訂した。そして、これに基づき、金融事業者による顧客本位の業務運営に向けた取組みについて継続的にモニタリング等が実施されているところである。

これまで各金融事業者の取組みにより、顧客本位の業務運営に向けた改善が図られてきているが、我が国においては、金融商品・サービスを提供する販売会社では、時として、収益獲得を最優先した顧客本位ではない販売行動が引き続き見受けられると指摘されている一方、資産運用会社についても、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（プロダクトガバナンス）に引き続き課題があることが指摘されている。

資産運用会社は、国民の将来のための資金を託されるプロフェッショナルとして、明確な投資哲学の下、それぞれの特徴や個性を活かしながら創意工夫を重ね、国民の安定的な資産形成を果たしていくことが求められる。こうした重要な役割を遺憾なく発揮するためには、資産運用会社における適切な商品組成・提供・管理、透明性の確保等をより一層後押ししていく必要がある。あわせて、販売会社においても、資産運用会社と適切に連携し、製販全体として顧客にふさわしい商品が提供される態勢が確立されていくことが重要である²。

こうした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³。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

² 欧州では、顧客の最善の利益を確保する観点から、組成会社と販売会社の相互連携による金融商品の顧客適合性を検証する仕組みとして、販売会社は顧客属性に関する情報を組成会社に連携するとともに、組成会社においても自社商品の顧客適合性の検証を行うといった、組成会社と販売会社の相互牽制の仕組みが導入されている。

³ 新興運用会社を含め資産運用会社において、過度な負担となり、商品の多様化に向けた創意工夫ある取組みを抑制することにつながらないよう留意が必要であるとの指摘があった。

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ブルベース・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。

この点、「原則」は、金融商品の販売、助言、商品開発、資産管理、運用等を行う全ての金融事業者を対象としており、資産運用会社による適切な金融商品の組成・提供・管理、透明性を確保するためのプロダクトガバナンスについても、顧客本位の業務運営を図る上で基本となるものであるため、「原則」の射程に含まれるものと考えられる⁴。そこで、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、「原則」の内容を基本とした上で、プロダクトガバナンスに関し、これを具体化し補充する原則（以下、「補充原則」）を追加するべきである。

2. 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〉

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）は、金融商品の販売方法、組成会社や販売会社のビジネスモデルに応じてそのあり方は異なり得るものであり、個別の金融商品の内容等の組成のあり方に着目するだけではなく、製販全体として顧客の最善の利益の実現を図ることを目的とするものである。このため、組成会社・販売会社間で建設的なコミュニケーションが行われることによって、製販全体として顧客の最善の利益の実現に向けて取り組むことが重要である。

また、金融商品の組成から顧客への販売、販売後の検証等の各段階で品質管理が実践されていく必要があるが、プロダクトガバナンスは、各段階の品質管理だけではなく、組成から償還に至る金融商品のライフサイクル全体の中で実効的に機能していくことが重要である。

金融商品の組成及び想定顧客属性の特定に当たっては、より良い金融商品を提供するための自社の理念に基づき、潜在的なニーズも含む顧客の資産形成等に係る真のニーズを捉え、そのニーズに応えるためにはどのような金融商品が

⁴ II 3. 本補充原則の記載内容（基本理念、体制整備、組成時・組成後の対応、顧客への情報提供）について、その基本となる部分は「原則」に記載されている。原則2.において広く金融事業者は顧客の最善の利益を図るべきであることとされていることに加え、例えば、

- (1)基本理念を定めるべき点は、原則1.の顧客本位の業務運営を実現するための方針等の策定・公表に、
- (2)体制整備については、原則7.の顧客本位の業務運営を推進するための体制整備に、
- (3)想定顧客属性の特定等については、原則6.において組成会社は想定顧客属性を特定・公表することとされているとともに、販売会社においてそれに沿った販売がなされているかに留意することとされていることに、
- (4)顧客への分かりやすい情報提供は、原則5.に、
それぞれ記載がある。

必要か、また、その金融商品はどのような顧客に提供するべきかを検討することが求められる⁵。

こうした製販全体としての取組みを行うことにより、販売会社における顧客への金融商品の提供に当たっての適合性原則及び説明義務の実効性が高まることが期待され⁶、また、組成会社における適正な商品構成と効率化による金融商品の質の向上、ひいては、経済全体としての便益につながることも期待される。

こうした観点から、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、「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。

〈補充原則の対象〉

本補充原則では「金融商品」との用語について特に定義を設けないこととし、組成会社において、顧客本位の業務運営の観点からプロダクトガバナンスの重要性を認識し、幅広く本補充原則が採択されるべきであると考えられる。なお、本補充原則は、あらゆる金融商品が対象となり得るもの、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記載もあり得る⁷。組成会社においては本補充原則の趣旨を踏まえて適用範囲を自ら考え、顧客本位の業務運営に関する取組方針等の中で、対外的に説明することが考えられる。

また、製販が分離していない単一の金融事業者において金融商品の組成及び販売が行われる場合においても、当該単一の金融事業者における金融商品の組成部門と販売部門が連携するなどにより、本補充原則を踏まえてプロダクトガバナンスの確保が図られるべきである。

〈プロポーショナリティ（釣り合いの取れた方法）〉

本補充原則に基づく取組みを実施する際には、組成会社及び販売会社におけるコスト及び実務面のフィージビリティにも配慮する必要がある。プロダクトガバナンスの確保は、金融商品の組成・提供・管理における顧客本位の業務運営

⁵ 金融商品の組成に当たっては、マーケットインとプロダクトアウトの考えを並走させることが重要であるとの指摘や、顧客と金融事業者との間に情報やリテラシーの格差があるところ、資産運用会社は顧客からフィデューシャリーを負ったプロとして、顧客本位の観点からも十分な質が確保された商品を組成すべきであり、その結果としてプロダクトアウトの考えをとるべきとの指摘、顧客が購入したいと思う商品（ウォンツ）を調査して、商品を組成することがマーケットインではなく、顧客の潜在的なニーズを満たす商品の開発が重要であるとの指摘があった。

⁶ 組成会社においては、販売対象となる顧客の基準など顧客の適格性（eligibility）を特定・検証とともに、販売会社においては、組成会社から得られた想定顧客属性への合致を検証するだけでなく、例えば顧客のポートフォリオ構成や家族構成等、自らの責任で顧客の情報を把握した上でより実質的な適合性（suitability）の検証を行うことが期待されるとの指摘があった。

⁷ 投資信託については、本補充原則の全てが妥当すると考えられる一方、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の指摘があった。

の質を向上させることを目的としたものであり、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、複雑な又はリスクの高い金融商品⁸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より得られる便益とそれに要するコスト等が釣り合いの取れたものとなっていることが重要である。

〈実効性の確保〉

組成会社・販売会社における情報連携（後述する補充原則4.）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、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である。このため、組成会社・販売会社双方の自主規制機関等が連携し、商品の複雑さやリスク等の金融商品の特性等に応じて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て実務的な検討が行われることが期待される。

一方、こうした情報連携はそれ自体が目的となって、形式的・画一的な対応が助長されることのないように留意すべきであり、組成会社・販売会社においては、プロダクトガバナンスを実現するに当たって、何が顧客の利益に適うかとの視点から、より良い金融商品の組成につながるよう、創意工夫ある取組みを進めるべきである⁹。

〈取組状況のフォローアップ〉

プロダクトガバナンスに関する取組みの実効性を確保していくためには、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である。

なお、プリンシブ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関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ことが考えられる。

以上を踏まえ、「原則」の末尾に、上記の基本的な考え方を示しつつ、下記3.に記載のとおり、5つの補充原則を追加するとともに、原則6.を改訂することが適当である。

⁸ オプションが組み込まれている商品等、一般の投資家にとって経済的な価値評価が難しい金融商品、運用や分配手法が特殊な金融商品について、慎重かつ重点的な取組みが必要であるとの指摘があった。

⁹ 販売会社が分析した情報を組成会社に連携するなど、情報連携のあり方についても、様々な工夫があり得るとの指摘があった。

3. 補充原則の内容

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¹⁰、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、事前に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

¹⁰ 顧客の損失負担能力のほか、ポートフォリオの状況等が入り得る。

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。

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。

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）

株式取引の決済期間について、日本では、2019年7月にT+3からT+2に移行し、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る。

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・検討が進んでいる。例えば、北米地域は2024年5月からT+1へ移行したところであり、欧州では2024年内にもT+1化に向けた概要（outline）の公表を予定している。

株式取引等の決済期間を短縮することには、決済リスクの削減、資金効率の向上・担保負担の軽減、決済事務の一層の合理化・効率化といったメリットがあることが指摘されている。

一方で、T+1化には、ポストトレード処理がタイト化することによる課題が指摘されている。例えば、証券決済时限までに証券の引渡しが行われないフェイエルリスクの増加や、時間当たりの事務負担が増大することによる事務ミス等のオペレーションアルリスクの増加への対応が課題として挙げられる。また、決済期間をT+1とする場合には、日本の東側に位置する国・地域の非居住者は、時差の関係から、日本株取引の約定照合・決済処理を夜間に行うこととなるケースがあり、それが日本株取引の回避につながる懸念もある。

このような課題が想定されるものの、国際的に株式決済期間のT+1化の実施・検討が進む中で、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必要である¹¹。

¹¹ T+1化の検討を進めるに当たっては、時差が少ない、シンガポール、香港、オーストラリア等の動向も注視することが適當ではないかとの指摘があった。

2. 投資型クラウドファンディング

(1) 株主を一元化するスキームを活用したクラウドファンディング

株式投資型クラウドファンディング（CF）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に対応するため¹²、匿名組合等のファンドを投資先企業と個人投資家の間に介在させることによって株主を一元化するスキームを組成するニーズが高まっている。現行法でも、CF業者がファンド運用に係る投資運用業とファンド持分の販売に係る第二種金融商品取引業の登録を受けることにより¹³、株主一元化のために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（ファンド型CF）することで、株主の一元化を図ることは可能であるが、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して指摘されている。

この点、2024年5月に成立・公布された「金融商品取引法及び投資信託及び投資法人に関する法律の一部を改正する法律」において、投資運用業の参入要件が緩和されることによって¹⁴、体制整備等の負担が一定程度軽減されることとなった。

さらに、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適当である。

なお、株式投資型CFとファンド型CFでは、自主規制規則における規制体系が異なっており¹⁵、第二種金融商品取引業者が取り扱うファンド型CFの場合には、いわゆる少額要件（発行総額上限、投資者の投資上限）¹⁶が適用されて

¹² 個人株主が多数いることを嫌う機関投資家もいるため、スタートアップ企業において機関投資家からの資金調達が難しくなり得ることや、多数の個人株主が生じることによりスタートアップ企業の円滑な業務運営が困難となり得ることが指摘されている。

¹³ 株主一元化スキームにおけるファンド運用は、以下の理由から、投資運用業の登録が必要と考えられる。また、ファンドの組成運用者が投資運用業者として善管注意義務及び忠実義務を適切に遵守することは重要なとの指摘もあった。

- ・ 単一企業のみに投資する場合であっても、多数の一般投資家の資産を預かって管理し、投資後のモニタリング、議決権行使をするほか、事業売却の賛否を含め不測の事態等における判断・対応を行う必要もあることを踏まえると、投資者保護の観点から、投資運用業としての一定の体制整備や受託者責任を求める必要がある。
- ・ ソーシャル・レンディング等、投資運用業の登録のない事業者によるファンド型商品の運用・販売において問題事例が発生したことを踏まえ、2023年金融商品取引法改正により必要な規制を整備することとされている。仮に投資運用業の登録がない事業者が当該業務を行った場合は、同様の問題が生じることが懸念される。

¹⁴ ミドル・バックオフィス業務（法令遵守、計理等）を受託する事業者の任意の登録制度を創設し、投資運用業者におけるミドル・バックオフィス業務の外部委託を可能とし（登録要件の緩和）、金銭等の預託を受けない場合には資本金要件が緩和される。

¹⁵ 株式投資型CFは日本証券業協会、ファンド型CFは第二種金融商品取引業協会の自主規制規則において規制されている。

¹⁶ 現在、株式投資型CFにおける発行総額上限は年間1億円未満、投資者の投資上限額は年間50万円であるが、合同報告書において見直しを提言している。

いない。株式投資型 CF と同等の経済的性質を持つ株主一元化スキームについては、株式投資型 CF に係る規制¹⁷との平仄を合わせる必要があると考えられる¹⁸。その際には、株主一元化スキームによるファンド持分について、ファンド型 CF 以外の方法による販売のあり方においても、規制の整合性が確保されるよう必要な対応を講じることが適当である¹⁹。

(2)投資型クラウドファンディングの勧誘方法の見直し

現在、インターネットを用いた有価証券の募集等の取扱いのみを行うことを前提とした少額電子募集取扱業者の勧誘方法は、法令上、ウェブサイトや電子メール等の電磁的方法に限定されている²⁰。

他方、第一種・第二種金融商品取引業者は、募集等の取扱いにおいて、法令上、電磁的方法以外の手法（電話・訪問等）による勧誘が可能であるが、投資型 CF の勧誘方法については、2014 年の金融商品取引法等の一部を改正する法律の附帯決議²¹において、投資被害の多くが電話・訪問によるものであることを踏まえ、投資型 CF においては、電話・訪問を用いた勧誘ができないことを明確化することが求められたことから、自主規制規則において²²、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ている²³。この点に関し、一定の投資判断能力を有する特定投資家に対しては、電磁的方法以外の勧誘方法を可能とすることについて CF 業者からの要望がある。

上記附帯決議や、電話・訪問勧誘によるものも含め、個人投資家における投資被害が依然として多い状況を踏まえると、特定投資家であっても個人に対する電話・訪問勧誘を可能とすることについては、引き続き慎重に対応することが適当である²⁴。

¹⁷ 日本証券業協会の自主規制では、非上場株式の電子募集取扱業務につき、少額要件のほか、発行者審査、情報提供、電磁的方法以外の方法による投資勧誘の禁止等が定められている。

¹⁸ 株主一元化スキームについては、自己募集によって行われることが考えられるため、自己募集の場合についても同様に規制の平仄を合わせる必要がある。なお、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。

¹⁹ 株主一元化ファンドについては、非上場株式の勧誘と同等の性質を有することを踏まえ、日本証券業協会における店頭有価証券に係る勧説規制との整合性が確保される必要がある。

²⁰ 合同報告書において、投資家からの要請がある場合に限り、音声通話による商品説明を可能とすることを提言している。

²¹ 2014 年金融商品取引法改正時に、「投資者が、新規・成長企業への投資に関するリスク等を十分に把握できないことにより不測の損害を被ることのないよう、（中略）投資被害の多くが電話・訪問によるものであることを踏まえ、投資型クラウドファンディングにおいては、電話・訪問を用いた勧誘ができないことを明確化すること。」との附帯決議（衆議院財務金融委員会）があった。

²² 株式投資型 CF は日本証券業協会、ファンド型 CF は第二種金融商品取引業協会の自主規制規則において規制される。

²³ 第二種金融商品取引業者においては、自主規制規則上、その主催する説明会や店頭で勧説する行為等は可能とされている。

²⁴ SNS 等による投資被害が多数発生している状況に鑑み、ターゲティング広告についても電話・訪問と同様に制限すべきとの意見があった。また、電話・訪問・オンラインという販売チャネルで形式的に規制の適用関係を分けるという考え方があるものなのかという視点も重要との指摘があった。

一方で、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 CFにおいて、第一種・第二種金融商品取引業者による法人の特定投資家に対する勧誘については、電磁的方法以外の方法（電話・訪問等）を可能とすることが考えられる²⁵。ただし、この場合、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なうことが適当と考えられる。

なお、日本証券業協会の規則では、第一種金融商品取引業者による株式投資型 CF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 CF²⁶については制限を設けていない。この点、少なくとも社債券に係る投資型 CFについては、ソーシャル・レンディングに関し問題事例を踏まえて電話・訪問勧誘を規制する制度整備が進められていること²⁷や、社債券に投資する CF が広がりつつあることを踏まえると、投資者保護の観点から、株式投資型 CF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。株式、新株予約権証券、社債券以外の有価証券についても、投資型 CF で実際の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と考えられる²⁸。

3. 銀証ファイアーオール規制の見直し

2022 年 6 月に、上場企業等に関する顧客情報をグループ内の銀行・証券会社間等で共有する場合は顧客の事前同意を不要とする規制緩和が行われたことを踏まえ、現在、金融庁において、金融機関における優越的地位の濫用防止態勢、利益相反管理態勢及び顧客情報管理態勢の整備状況についてモニタリングが行われているところである²⁹。

当ワーキング・グループにおいて銀証ファイアーオール規制に関する議論を行う際には、当該モニタリングの結果を踏まえる必要があると考えられるため、継続的に検討していく。

²⁵ 法人にも多くの中小零細企業が存在し、こうした法人の事業基盤が毀損される事態を防ぐ観点から、法人の特定投資家に対して電話・訪問を許容することについて慎重に判断すべきとの指摘もあった。なお、上場会社等以外の法人は、特定投資家に移行することを申し出ることは可能であるが、その移行に当たっては厳格な手続き（告知義務、書面による同意取得義務等）が設けられているとともに、申出を受けた金融商品取引業者においては、適合性の原則に基づき、例えば知識・経験、財産の状況、投資目的に照らし、個別事例ごとに実態に即して実質的に移行の適否を判断することが求められている。

²⁶ 株式投資型 CF 以外の非上場かつ公衆縦覧型の開示が行われていない、金融商品取引法第二条第一項に掲げる有価証券に係る投資型 CF。

²⁷ ソーシャル・レンディングについては、問題事例を受けて新たに電子募集取扱業務等の規制対象とし、自主規制により、電話・訪問勧誘の規制を含めた制度改正を行うことが予定されている。

²⁸ 株式投資型 CF 以外の投資型 CF については、社債券だけでなく、その他の有価証券の勧誘についても電磁的方法に限定すべきとの意見がある一方、ベンチャーデットの活性化や社債券のセキュリティートークンの広がり等、電磁的方法と親和性が高い分野の進展を踏まえ、当該イノベーションの促進を阻害することのないようにすべきとの指摘があった。

²⁹ 今般、大手金融機関グループにおいて、顧客から情報共有を禁止されていることを認識しながら、銀証間で当該顧客に関する非公開情報の授受を繰り返し行ななどの事例が確認された（2024 年 6 月 14 日、証券取引等監視委員会より行政処分勧告）。

IV おわりに

以上が、2024 年 4 月以降、当ワーキング・グループにおいて行ってきた審議の内容を整理したものである。今後、関係者において、本報告書の内容を踏まえて必要な対応が進められることが期待される。

顧客本位の業務運営に関する原則（改訂案）

●●年●月●日

2017年3月30日策定

2021年1月15日改訂

金融庁

経緯及び背景

2016年4月19日の金融審議会総会において、金融担当大臣より、「情報技術の進展その他の市場・取引所を取り巻く環境の変化を踏まえ、経済の持続的な成長及び国民の安定的な資産形成を支えるべく、日本の市場・取引所を巡る諸問題について、幅広く検討を行うこと」との諮問が行われた。この諮問を受けて、金融審議会に市場ワーキング・グループが設置され、国民の安定的な資産形成と顧客本位の業務運営（フィデューシャリー・デューイティ¹）等について審議が行われた。

市場ワーキング・グループでは、国民の安定的な資産形成を図るために、金融商品の販売、助言、商品開発、資産管理、運用等を行う全ての金融機関等（以下「金融事業者」）が、インベストメント・チェーンにおけるそれぞれの役割を認識し、顧客本位の業務運営に努めることが重要との観点から審議が行われ、12月22日に報告書が公表された。その中で、以下のようない内容が示された。

- － これまで、金融商品の分かりやすさの向上や、利益相反管理体制の整備といった目的で法令改正等が行われ、投資者保護のための取組みが進められてきたが、一方で、これらが最低基準（ミニマム・スタンダード）となり、金融事業者による形式的・画一的な対応を助長してきた面も指摘できる。
- － 本来、金融事業者が自ら主体的に創意工夫を發揮し、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が望ましい。
- － そのためには、従来型のルールベースでの対応のみを重ねるのではなく、プリンシップベースのアプローチを用いることが有効であると考えられる。具体的には、当局において、顧客本位の業務運営に関する原則を策定し、金融事業者に受け入れを呼びかけ、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適当である。

また、報告書では、顧客本位の業務運営に関する原則（以下「本原則」）に盛り込むべき事項についても提言がなされた。この提言を受け、2017年3月30日、本原則が策定された。

¹ フィデューシャリー・デューイティの概念は、しばしば、信託契約等に基づく受託者が負うべき義務を指すものとして用いられてきたが、欧米等でも近時ではより広く、他者の信認に応えるべく一定の任務を遂行する者が負うべき幅広い様々な役割・責任の総称として用いる動きが広がっている。

本原則策定後、金融事業者の取組状況や本原則を取り巻く環境の変化を踏まえ、2019年10月から市場ワーキング・グループが再開され、顧客本位の業務運営の更なる進展に向けた方策について検討が行われた。

同ワーキング・グループにおいては、本原則の具体的な内容の充実や金融事業者の取組の「見える化」の促進などに関する議論があり、本原則の改訂案について提言が行われた。当該提言を受け、2021年1月15日、本原則の改訂を行った。

上記改訂後、「成長と分配の好循環」の実現を目指して策定された「資産運用立国実現プラン」（2023年12月策定）において、資産運用会社が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の策定が提言された。あわせて、市場制度ワーキング・グループ及び資産運用に関するタスクフォースにおいても、本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べきと提言された。

こうした提言に基づき、2024年4月から市場制度ワーキング・グループにおいて、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方策に関する議論を行い、本原則に追加すべき事項について提言が行われた。当該提言を受け、●●年●月●日、本原則に「プロダクトガバナンスに関する補充原則」を新たに定める等の改訂を行った。

本原則の目的

本原則は、上記市場ワーキング・グループの提言を踏まえ、金融事業者が顧客本位の業務運営におけるベスト・プラクティスを目指す上で有用と考えられる原則を定めるものである。

本原則の対象

本原則では、「金融事業者」という用語を特に定義していない。顧客本位の業務運営を目指す金融事業者において幅広く採択されることを期待する。

本原則の採用するアプローチ

本原則は、金融事業者がとるべき行動について詳細に規定する「ルールベース・アプローチ」ではなく、金融事業者が各々の置かれた状況に応じて、形式ではなく実質において顧客本位の業務運営を実現することができるよう、「プリンシップルベー

ス・アプローチ」を採用している。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。

金融事業者が本原則を採択する場合には、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し、当該方針に基づいて業務運営を行うことが求められる。自ら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があれば、一部の原則を実施しないことも想定しているが、その際には、それを「実施しない理由」等を十分に説明することが求められる。

具体的には、本原則を採択する場合、下記原則1に従って、

- ・ 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・公表した上で、
- ・ 当該方針に係る取組状況を定期的に公表するとともに、
- ・ 当該方針を定期的に見直す

ことが求められる。さらに、当該方針には、下記原則2～7 及び補充原則（これらに付されている（注）を含む）に示されている内容毎に、

- ・ 実施する場合にはその対応方針を、
- ・ 実施しない場合にはその理由や代替策を、

分かりやすい表現で盛り込むとともに、これに対応した形で取組状況を明確に示すことが求められる。

本原則に関する留意事項

本原則については、金融事業者の取組状況や、本原則を取り巻く環境の変化を踏まえ、必要に応じ見直しの検討を行うものとする。

【顧客本位の業務運営に関する方針の策定・公表等】

原則 1. 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べきである。当該方針は、より良い業務運営を実現するため、定期的に見直されるべきである。

(注) 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。

【顧客の最善の利益の追求】

原則 2. 金融事業者は、高度の専門性と職業倫理を保持し、顧客に対して誠実・公正に業務を行い、顧客の最善の利益を図るべきである。金融事業者は、こうした業務運営が企業文化として定着するよう努めるべきである。

(注) 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。

【利益相反の適切な管理】

原則 3. 金融事業者は、取引における顧客との利益相反の可能性について正確に把握し、利益相反の可能性がある場合には、当該利益相反を適切に管理すべきである。金融事業者は、そのための具体的な対応方針をあらかじめ策定すべきである。

(注) 金融事業者は、利益相反の可能性を判断するに当たって、例えば、以下の事情が取引又は業務に及ぼす影響についても考慮すべきである。

- ・ **販売会社金融商品の販売に携わる金融事業者**が、金融商品の顧客への販売・推奨等に伴って、当該商品の提供会社から、委託手数料等の支払を受ける場合
- ・ **販売会社金融商品の販売に携わる金融事業者**が、同一グループに属する別の会社から提供を受けた商品を販売・推奨等する場合
- ・ 同一主体又はグループ内に法人営業部門と運用部門を有しており、当該運用部門が、資産の運用先に法人営業部門が取引関係等を有する企業を選ぶ場合

【手数料等の明確化】

原則 4. 金融事業者は、名目を問わず、顧客が負担する手数料その他の費用の詳細を、当該手数料等がどのようなサービスの対価に関するものかを含め、顧客が理解できるよう情報提供すべきである。

【重要な情報の分かりやすい提供】

原則 5. 金融事業者は、顧客との情報の非対称性があることを踏まえ、上記原則4に示された事項のほか、金融商品・サービスの販売・推奨等に係る重要な情報を顧客が理解できるよう分かりやすく提供すべきである。

(注 1) 重要な情報には以下の内容が含まれるべきである。

- ・ 顧客に対して販売・推奨等を行う金融商品・サービスの基本的な利益（リターン）、損失その他のリスク、取引条件
- ・ 顧客に対して販売・推奨等を行う金融商品の組成に携わる金融事業者が販売対象として想定する顧客属性
- ・ 顧客に対して販売・推奨等を行う金融商品・サービスの選定理由（顧客のニーズ及び意向を踏まえたものであると判断する理由を含む）
- ・ 顧客に販売・推奨等を行う金融商品・サービスについて、顧客との利益相反の可能性がある場合には、その具体的な内容（第三者から受け取る手数料等を含む）及びこれが取引又は業務に及ぼす影響

(注 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((注 2)～(注 5)は手数料等の情報を提供する場合においても同じ)。

(注 3) 金融事業者は、顧客の取引経験や金融知識を考慮の上、明確、平易であって、誤解を招くことのない誠実な内容の情報提供を行うべきである。

(注 4) 金融事業者は、顧客に対して販売・推奨等を行う金融商品・サービスの複雑さに見合った情報提供を、分かりやすく行うべきである。単純でリスクの低い商品の販売・推奨等を行う場合には簡潔な情報提供とする一方、複雑又はリスクの高い商品の販売・推奨等を行う場合には、顧客において同種の商品の内容と比較することが容易となるように配意した資料を用いつつ、リスクとリターンの関係など基本的な構造を含め、より分かりやすく丁寧な情報提供がなされるよう工夫すべきである。

(注 5) 金融事業者は、顧客に対して情報を提供する際には、情報を重要性に応じて区別し、より重要な情報については特に強調するなどして顧客の注意を促すべきである。

【顧客にふさわしいサービスの提供】

原則 6. 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) 金融事業者は、金融商品・サービスの販売・推奨等に関し、以下の点に留意すべきである。

- ・ 顧客の意向を確認した上で、まず、顧客のライフプラン等を踏まえた目標資産額や安全資産と投資性資産の適切な割合を検討し、それに基づき、具体的な金融商品・サービスの提案を行うこと
- ・ 具体的な金融商品・サービスの提案は、自らが取り扱う金融商品・サービスについて、各業法の枠を超えて横断的に、類似商品・サービスや代替商品・サービスの内容（手数料を含む）と比較しながら行うこと
- ・ 金融商品・サービスの販売後において、顧客の意向に基づき、長期的な視点にも配慮した適切なフォローアップを行うこと

(注 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、当該パッケージ全体が当該顧客にふさわしいかについて留意すべきである。

(注 3) 金融商品の組成に携わる金融事業者は、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) 金融事業者は、特に、複雑又はリスクの高い金融商品の販売・推奨等を行う場合や、金融取引被害を受けやすい属性の顧客グループに対して商品の販売・推奨等を行う場合には、商品や顧客の属性に応じ、当該商品の販売・推奨等が適當かより慎重に審査すべきである。

(注 5) 金融事業者は、従業員がその取り扱う金融商品の仕組み等に係る理解を深めるよう努めるとともに、顧客に対して、その属性に応じ、金融取引に関する基本的な知識を得られるための情報提供を積極的に行うべきである。

(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。

【従業員に対する適切な動機づけの枠組み等】

原則7．金融事業者は、顧客の最善の利益を追求するための行動、顧客の公正な取扱い、利益相反の適切な管理等を促進するように設計された報酬・業績評価体系、従業員研修その他の適切な動機づけの枠組みや適切なガバナンス体制を整備すべきである。

(注) 金融事業者は、各原則（これらに付されている注を含む）に関して実施する内容及び実施しない代わりに講じる代替策の内容について、これらに携わる従業員に周知するとともに、当該従業員の業務を支援・検証するための体制を整備すべきである。

プロダクトガバナンスに関する補充原則

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〉

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）は、金融商品の販売方法、組成会社や販売会社のビジネスモデルに応じてそのあり方は異なり得るものであり、個別の金融商品の内容等の組成のあり方に着目するだけではなく、製販全体として顧客の最善の利益の実現を図ることを目的とするものである。このため、組成会社・販売会社間で建設的なコミュニケーションが行われることによって、製販全体として顧客の最善の利益の実現に向けて取り組むことが重要である。

また、金融商品の組成から顧客への販売、販売後の検証等の各段階で品質管理が実践されていく必要があるが、プロダクトガバナンスは、各段階の品質管理だけではなく、組成から償還に至る金融商品のライフサイクル全体の中で実効的に機能していくことが重要である。

金融商品の組成及び想定顧客属性の特定に当たっては、より良い金融商品を提供するための自社の理念に基づき、潜在的なニーズも含む顧客の資産形成等に係る真のニーズを捉え、そのニーズに応えるためにはどのような金融商品が必要か、また、その金融商品はどのような顧客に提供するべきかを検討することが求められる。

こうした製販全体としての取組みを行うことにより、販売会社における顧客への金融商品の提供に当たっての適合性原則及び説明義務の実効性が高まることが期待され、また、組成会社における適正な商品構成と効率化による金融商品の質の向上、ひいては、経済全体としての便益につながることも期待される。

こうした観点から、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。

〈補充原則の対象〉

本補充原則では「金融商品」との用語について特に定義を設けないこととし、組成会社において、顧客本位の業務運営の観点からプロダクトガバナンスの重要性を認識し、幅広く本補充原則が採択されるべきであると考えられる。なお、本補充原則は、あらゆる金融商品が対象となり得るもの、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記載もあり得る。組成会社においては本補充原則の趣旨を踏まえて適用範囲を自ら考え、顧客本位の業務運営に関する取組方

針等の中で、対外的に説明することが考えられる。

また、製販が分離していない単一の金融事業者において金融商品の組成及び販売が行われる場合においても、当該単一の金融事業者における金融商品の組成部門と販売部門が連携するなどにより、本補充原則を踏まえてプロダクトガバナンスの確保が図られるべきである。

〈プロポーショナリティ（釣り合いの取れた方法）〉

本補充原則に基づく取組みを実施する際には、組成会社及び販売会社におけるコスト及び実務面のフィージビリティにも配慮する必要がある。プロダクトガバナンスの確保は、金融商品の組成・提供・管理における顧客本位の業務運営の質を向上させることを目的としたものであり、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、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合いの取れたものとなっていることが重要である。

〈実効性の確保〉

組成会社・販売会社における情報連携（後述する補充原則4.）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、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である。このため、組成会社・販売会社双方の自主規制機関等が連携し、商品の複雑さやリスク等の金融商品の特性等に応じて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て実務的な検討が行われることが期待される。

一方、こうした情報連携はそれ自体が目的となって、形式的・画一的な対応が助長されることのないように留意すべきであり、組成会社・販売会社においては、プロダクトガバナンスを実現するに当たって、何が顧客の利益に適うかとの視点から、より良い金融商品の組成につながるよう、創意工夫ある取組みを進めるべきである。

【基本理念】

補充原則 1. 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。

【体制整備】

補充原則 2. 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。

【金融商品の組成時の対応】

補充原則3．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、事前に取決めを行うべきである。

【金融商品の組成後の対応】

補充原則4．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。

【顧客に対する分かりやすい情報提供】

補充原則5．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。

顧客本位の業務運営に関する原則

2024年9月26日

2017年3月30日策定

2021年1月15日改訂

金融庁

経緯及び背景

2016年4月19日の金融審議会総会において、金融担当大臣より、「情報技術の進展その他の市場・取引所を取り巻く環境の変化を踏まえ、経済の持続的な成長及び国民の安定的な資産形成を支えるべく、日本の市場・取引所を巡る諸問題について、幅広く検討を行うこと」との諮問が行われた。この諮問を受けて、金融審議会に市場ワーキング・グループが設置され、国民の安定的な資産形成と顧客本位の業務運営（フィデューシャリー・デューイティ¹）等について審議が行われた。

市場ワーキング・グループでは、国民の安定的な資産形成を図るために、金融商品の販売、助言、商品開発、資産管理、運用等を行う全ての金融機関等（以下「金融事業者」）が、インベストメント・チェーンにおけるそれぞれの役割を認識し、顧客本位の業務運営に努めることが重要との観点から審議が行われ、12月22日に報告書が公表された。その中で、以下のような内容が示された。

- － これまで、金融商品の分かりやすさの向上や、利益相反管理体制の整備といった目的で法令改正等が行われ、投資者保護のための取組みが進められてきたが、一方で、これらが最低基準（ミニマム・スタンダード）となり、金融事業者による形式的・画一的な対応を助長してきた面も指摘できる。
- － 本来、金融事業者が自ら主体的に創意工夫を發揮し、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が望ましい。
- － そのためには、従来型のルールベースでの対応のみを重ねるのではなく、プリンシップベースのアプローチを用いることが有効であると考えられる。具体的には、当局において、顧客本位の業務運営に関する原則を策定し、金融事業者に受け入れを呼びかけ、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適当である。

また、報告書では、顧客本位の業務運営に関する原則（以下「本原則」）に盛り込むべき事項についても提言がなされた。この提言を受け、2017年3月30日、本原則が策定された。

¹ フィデューシャリー・デューイティの概念は、しばしば、信託契約等に基づく受託者が負うべき義務を指すものとして用いられてきたが、欧米等でも近時ではより広く、他者の信認に応えるべく一定の任務を遂行する者が負うべき幅広い様々な役割・責任の総称として用いる動きが広がっている。

本原則策定後、金融事業者の取組状況や本原則を取り巻く環境の変化を踏まえ、2019年10月から市場ワーキング・グループが再開され、顧客本位の業務運営の更なる進展に向けた方策について検討が行われた。

同ワーキング・グループにおいては、本原則の具体的な内容の充実や金融事業者の取組の「見える化」の促進などに関する議論があり、本原則の改訂案について提言が行われた。当該提言を受け、2021年1月15日、本原則の改訂を行った。

上記改訂後、「成長と分配の好循環」の実現を目指して策定された「資産運用立国実現プラン」（2023年12月策定）において、資産運用会社が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の策定が提言された。あわせて、市場制度ワーキング・グループ及び資産運用に関するタスクフォースにおいても、本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べきと提言された。

こうした提言に基づき、2024年4月から市場制度ワーキング・グループにおいて、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方策に関する議論を行い、本原則に追加すべき事項について提言が行われた。当該提言を受け、2024年9月26日、本原則に「プロダクトガバナンスに関する補充原則」を新たに定める等の改訂を行った。

本原則の目的

本原則は、上記市場ワーキング・グループの提言を踏まえ、金融事業者が顧客本位の業務運営におけるベスト・プラクティスを目指す上で有用と考えられる原則を定めるものである。

本原則の対象

本原則では、「金融事業者」という用語を特に定義していない。顧客本位の業務運営を目指す金融事業者において幅広く採択されることを期待する。

本原則の採用するアプローチ

本原則は、金融事業者がとるべき行動について詳細に規定する「ルールベース・アプローチ」ではなく、金融事業者が各々の置かれた状況に応じて、形式ではなく実質において顧客本位の業務運営を実現することができるよう、「プリンシップルベー

ス・アプローチ」を採用している。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。

金融事業者が本原則を採択する場合には、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し、当該方針に基づいて業務運営を行うことが求められる。自ら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があれば、一部の原則を実施しないことも想定しているが、その際には、それを「実施しない理由」等を十分に説明することが求められる。

具体的には、本原則を採択する場合、下記原則1に従って、

- ・ 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・公表した上で、
- ・ 当該方針に係る取組状況を定期的に公表するとともに、
- ・ 当該方針を定期的に見直す

ことが求められる。さらに、当該方針には、下記原則2～7及び補充原則（これらに付されている（注）を含む）に示されている内容毎に、

- ・ 実施する場合にはその対応方針を、
- ・ 実施しない場合にはその理由や代替策を、

分かりやすい表現で盛り込むとともに、これに対応した形で取組状況を明確に示すことが求められる。

本原則に関する留意事項

本原則については、金融事業者の取組状況や、本原則を取り巻く環境の変化を踏まえ、必要に応じ見直しの検討を行うものとする。

【顧客本位の業務運営に関する方針の策定・公表等】

原則 1. 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べきである。当該方針は、より良い業務運営を実現するため、定期的に見直されるべきである。

(注) 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。

【顧客の最善の利益の追求】

原則 2. 金融事業者は、高度の専門性と職業倫理を保持し、顧客に対して誠実・公正に業務を行い、顧客の最善の利益を図るべきである。金融事業者は、こうした業務運営が企業文化として定着するよう努めるべきである。

(注) 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。

【利益相反の適切な管理】

原則 3. 金融事業者は、取引における顧客との利益相反の可能性について正確に把握し、利益相反の可能性がある場合には、当該利益相反を適切に管理すべきである。金融事業者は、そのための具体的な対応方針をあらかじめ策定すべきである。

(注) 金融事業者は、利益相反の可能性を判断するに当たって、例えば、以下の事情が取引又は業務に及ぼす影響についても考慮すべきである。

- ・ 金融商品の販売に携わる金融事業者が、金融商品の顧客への販売・推奨等に伴って、当該商品の提供会社から、委託手数料等の支払を受ける場合
- ・ 金融商品の販売に携わる金融事業者が、同一グループに属する別の会社から提供を受けた商品を販売・推奨等する場合
- ・ 同一主体又はグループ内に法人営業部門と運用部門を有しており、当該運用部門が、資産の運用先に法人営業部門が取引関係等を有する企業を選ぶ場合

【手数料等の明確化】

原則4. 金融事業者は、名目を問わず、顧客が負担する手数料その他の費用の詳細を、当該手数料等がどのようなサービスの対価に関するものかを含め、顧客が理解できるよう情報提供すべきである。

【重要な情報の分かりやすい提供】

原則5. 金融事業者は、顧客との情報の非対称性があることを踏まえ、上記原則4に示された事項のほか、金融商品・サービスの販売・推奨等に係る重要な情報を顧客が理解できるよう分かりやすく提供すべきである。

(注1) 重要な情報には以下の内容が含まれるべきである。

- ・ 顧客に対して販売・推奨等を行う金融商品・サービスの基本的な利益（リターン）、損失その他のリスク、取引条件
- ・ 顧客に対して販売・推奨等を行う金融商品の組成に携わる金融事業者が販売対象として想定する顧客属性
- ・ 顧客に対して販売・推奨等を行う金融商品・サービスの選定理由（顧客のニーズ及び意向を踏まえたものであると判断する理由を含む）
- ・ 顧客に販売・推奨等を行う金融商品・サービスについて、顧客との利益相反の可能性がある場合には、その具体的な内容（第三者から受け取る手数料等を含む）及びこれが取引又は業務に及ぼす影響

(注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((注2)～(注5)は手数料等の情報を提供する場合においても同じ)。

(注3) 金融事業者は、顧客の取引経験や金融知識を考慮の上、明確、平易であって、誤解を招くことのない誠実な内容の情報提供を行うべきである。

(注4) 金融事業者は、顧客に対して販売・推奨等を行う金融商品・サービスの複雑さに見合った情報提供を、分かりやすく行うべきである。単純でリスクの低い商品の販売・推奨等を行う場合には簡潔な情報提供とする一方、複雑又はリスクの高い商品の販売・推奨等を行う場合には、顧客において同種の商品の内容と比較することが容易となるように配意した資料を用いつつ、リスクとリターンの関係など基本的な構造を含め、より分かりやすく丁寧な情報提供がなされるよう工夫すべきである。

(注5) 金融事業者は、顧客に対して情報を提供する際には、情報を重要性に応じて区別し、より重要な情報については特に強調するなどして顧客の注意を促すべきである。

【顧客にふさわしいサービスの提供】

原則 6. 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) 金融事業者は、金融商品・サービスの販売・推奨等に関し、以下の点に留意すべきである。

- ・ 顧客の意向を確認した上で、まず、顧客のライフプラン等を踏まえた目標資産額や安全資産と投資性資産の適切な割合を検討し、それに基づき、具体的な金融商品・サービスの提案を行うこと
- ・ 具体的な金融商品・サービスの提案は、自らが取り扱う金融商品・サービスについて、各業法の枠を超えて横断的に、類似商品・サービスや代替商品・サービスの内容（手数料を含む）と比較しながら行うこと
- ・ 金融商品・サービスの販売後において、顧客の意向に基づき、長期的な視点にも配慮した適切なフォローアップを行うこと

(注 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、当該パッケージ全体が当該顧客にふさわしいかについて留意すべきである。

(注 3) 金融商品の組成に携わる金融事業者は、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) 金融事業者は、特に、複雑又はリスクの高い金融商品の販売・推奨等を行う場合や、金融取引被害を受けやすい属性の顧客グループに対して商品の販売・推奨等を行う場合には、商品や顧客の属性に応じ、当該商品の販売・推奨等が適當かより慎重に審査すべきである。

(注 5) 金融事業者は、従業員がその取り扱う金融商品の仕組み等に係る理解を深めるよう努めるとともに、顧客に対して、その属性に応じ、金融取引に関する基本的な知識を得られるための情報提供を積極的に行うべきである。

(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。

【従業員に対する適切な動機づけの枠組み等】

原則 7. 金融事業者は、顧客の最善の利益を追求するための行動、顧客の公正な取扱い、利益相反の適切な管理等を促進するように設計された報酬・業績評価体系、従業員研修その他の適切な動機づけの枠組みや適切なガバナンス体制を整備すべきである。

(注) 金融事業者は、各原則（これらに付されている注を含む）に関して実施する内容及び実施しない代わりに講じる代替策の内容について、これらに携わる従業員に周知するとともに、当該従業員の業務を支援・検証するための体制を整備すべきである。

プロダクトガバナンスに関する補充原則

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〉

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）は、金融商品の販売方法、組成会社や販売会社のビジネスモデルに応じてそのあり方は異なり得るものであり、個別の金融商品の内容等の組成のあり方に着目するだけではなく、製販全体として顧客の最善の利益の実現を図ることを目的とするものである。このため、組成会社・販売会社間で建設的なコミュニケーションが行われることによって、製販全体として顧客の最善の利益の実現に向けて取り組むことが重要である。

また、金融商品の組成から顧客への販売、販売後の検証等の各段階で品質管理が実践されていく必要があるが、プロダクトガバナンスは、各段階の品質管理だけではなく、組成から償還に至る金融商品のライフサイクル全体の中で実効的に機能していくことが重要である。

金融商品の組成及び想定顧客属性の特定に当たっては、より良い金融商品を提供するための自社の理念に基づき、潜在的なニーズも含む顧客の資産形成等に係る真のニーズを捉え、そのニーズに応えるためにはどのような金融商品が必要か、また、その金融商品はどのような顧客に提供するべきかを検討することが求められる。

こうした製販全体としての取組みを行うことにより、販売会社における顧客への金融商品の提供に当たっての適合性原則及び説明義務の実効性が高まることが期待され、また、組成会社における適正な商品構成と効率化による金融商品の質の向上、ひいては、経済全体としての便益につながることも期待される。

こうした観点から、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。

〈補充原則の対象〉

本補充原則では「金融商品」との用語について特に定義を設けないこととし、組成会社において、顧客本位の業務運営の観点からプロダクトガバナンスの重要性を認識し、幅広く本補充原則が採択されるべきであると考えられる。なお、本補充原則は、あらゆる金融商品が対象となり得るもの、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記載もあり得る。組成会社においては本補充原則の趣旨を踏まえて適用範囲を自ら考え、顧客本位の業務運営に関する取組方

針等の中で、対外的に説明することが考えられる。

また、製販が分離していない単一の金融事業者において金融商品の組成及び販売が行われる場合においても、当該単一の金融事業者における金融商品の組成部門と販売部門が連携するなどにより、本補充原則を踏まえてプロダクトガバナンスの確保が図られるべきである。

〈プロポーショナリティ（釣り合いの取れた方法）〉

本補充原則に基づく取組みを実施する際には、組成会社及び販売会社におけるコスト及び実務面のフィージビリティにも配慮する必要がある。プロダクトガバナンスの確保は、金融商品の組成・提供・管理における顧客本位の業務運営の質を向上させることを目的としたものであり、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、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合いの取れたものとなっていることが重要である。

〈実効性の確保〉

組成会社・販売会社における情報連携（後述する補充原則4.）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、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である。このため、組成会社・販売会社双方の自主規制機関等が連携し、商品の複雑さやリスク等の金融商品の特性等に応じて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て実務的な検討が行われることが期待される。

一方、こうした情報連携はそれ自体が目的となって、形式的・画一的な対応が助長されることのないように留意すべきであり、組成会社・販売会社においては、プロダクトガバナンスを実現するに当たって、何が顧客の利益に適うかとの視点から、より良い金融商品の組成につながるよう、創意工夫ある取組みを進めるべきである。

【基本理念】

補充原則1．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。

【体制整備】

補充原則2．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。

【金融商品の組成時の対応】

補充原則3．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、事前に取決めを行うべきである。

【金融商品の組成後の対応】

補充原則4．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。

【顧客に対する分かりやすい情報提供】

補充原則5．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。

コメントの概要及びそれに対する金融庁の考え方

凡例

本「コメントに対する金融庁の考え方」においては、以下の略称を用いています。

正式名称	略称
金融審議会 市場制度ワーキング・グループ	市場制度ワーキング・グループ
金融審議会 市場制度ワーキング・グループ報告書—プロダクトガバナンスの確立等に向けて—	市場制度ワーキング・グループ報告書
顧客本位の業務運営に関する原則	原則
プロダクトガバナンスに関する補充原則	補充原則

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
顧客本位の業務運営に関する原則 全般		
1	改訂後原則に基づく各金融事業者の取組方針・取組状況は、いつまでに策定・公表すればよいのか。また、改訂後原則に基づく金融事業者リスト掲載のための報告（金融事業者リストの掲載要件の変更）は、いつから実施されるのか。	<p>取組方針・取組状況については、同原則を採択した金融事業者において主体的に公表されるべきものであり、当庁として策定・公表の期限を設けてはおりません。</p> <p>改訂後の原則に基づく報告様式につきましては、2025年1月を目途に新しい報告様式を公表し、提出期限が2025年6月末予定（同年9月末公表予定）のものから適用することにしたいと考えています。改訂後原則に基づく「金融事業者リスト」への掲載を希望する場合には、報告時点（2025年6月まで）で取組方針・取組状況を公表していることが要件になります。</p>
2	本パブコメを経て、本改訂案が正式な原則として公表された場合、従前より本原則を採択し、顧客本位の業務運営を実現するための明確な方針（以下「取組方針」という。）を策定・公表し、当局に報告している金融事業者（以下、「事業者」）は、「プロダクトカバナンスに関する補充原則」を含む改訂後の「顧客本位の業務運営に関する原則」（以下、「改訂原則」という）に則っている必要があると思われる。よって、改訂後の本原則が公表された時点で、改訂原則に則る準備ができていない事業者は、公表した取組方針を自社のホームページ等から削除し、当局へ報告を行うことになるのか、ご教示いただきたい。また、プロダクトカバナンスに関する大きな改正であるため、経営陣の関与は重要であり、相応の準備期間をいただきたい。	<p>改訂後の原則に関する取組みができていなかった場合であっても、現在公表されている取組方針を削除していただく必要はありません。</p> <p>改訂後の原則に基づく報告様式につきましては、2025年1月を目途に新しい報告様式を公表し、提出期限が2025年6月末予定（同年9月末公表予定）のものから適用することにしたいと考えています。改訂後原則に基づく「金融事業者リスト」への掲載を希望する場合には、報告時点（2025年6月まで）で取組方針・取組状況を公表していることが要件になります。</p>
3	当該箇所において、金融事業者が本原則を採択する場合は、「原則」及び「補充原則」の内容毎に方針を示す必要があるとの記載がある。現在、既に「原則」について方針を公表している金融事業者においても、追加された「補充原則」のそれぞれについて方針を公表する必要があるという理解でよいか。また、その場合、いつまでに公表すべきという時期の目安はあるか。	<p>貴見のとおりです。</p> <p>取組方針・取組状況については、同原則を採択した金融事業者において主体的に公表されるべきものであり、当庁として策定・公表の期限を設けてはおりません。</p> <p>改訂後の原則に基づく報告様式につきましては、2025年1月を目途に新しい報告様式を公表し、提出期限が2025年6月末予定（同年9月末公表予定）のものから適用することにしたいと考えています。改訂後原則に</p>

		基づく「金融事業者リスト」への掲載を希望する場合には、報告時点(2025年6月まで)で取組方針・取組状況を公表していることが要件になります。
4	金融庁への報告様式「顧客本位の業務運営に関する原則」との対応関係表の関連で、事業者自体または関連会社等で「金融商品の組成に携わる金融事業者」とその他多くの「金融商品の組成に携わらない金融事業者」で同一の必要があるのか。	ご意見の趣旨が定かではありませんが、対応関係表については、顧客が他の金融事業者と比較可能性を担保することを企図して統一様式としたものであり、該当する金融商品・サービスの取扱いがない場合や、業法等の制限により実施できない場合には、報告様式で「非該当」を選択してください。
5	<p>この原則案における「販売会社」に企業型 DC 運営管理機関を含めていただきたい。企業型 DC 導入企業は商品ラインナップ公表義務を設ける。</p> <p>課題提起</p> <ul style="list-style-type: none"> ・運営管理機関も実態は販売会社と同じく、顧客の残高を集める行為を行っているが、顧客が選べる商品が、巷で買える商品よりも同一カテゴリ一对比信託報酬が高く、パフォーマンスが悪い状態が散見される実態 ・企業型 DC 運営管理機関は、企業の受託および受託維持を優先するために運営管理機関手数料を格安にする一方で、信託報酬が高い商品を提示して採算を取るインセンティブが働いている。同一カテゴリで信託報酬が安い商品を提示するインセンティブが働かない。事業主や加入者から安い信託報酬の要請を受けても断る運営管理機関が多い実態 ・企業型 DC 導入事業主 47,138 社において、運営管理機関の定期的評価と商品の見直しを行っている実績は非常に少ない ・企業型 DC 加入者は、企業型 DC 運営管理機関の商品からしか選べない構造的な課題、事業主が運営管理機関の定期的評価と商品の見直しをするインセンティブは希薄な実態が加入者軽視となっている <p>解決策</p> <ul style="list-style-type: none"> ・企業型 DC 導入企業は商品ラインナップ公表義務を設ける（公表することでより良い商品に入れ替えるインセンティブが自然醸成される） 	<p>貴重なご意見として承ります。</p> <p>なお、ご指摘の企業型 DC 運営管理機関についても、本原則の「金融事業者」に含まれると考えます。</p>

	<ul style="list-style-type: none"> ・企業型 DC は今後閉鎖。構造的に加入者本位にならない。DC 法は施行 20 年を経て、上場企業の多くは企業型 DC を導入済であり、適格退職年金制度の閉鎖および会計制度変更の受け皿として一定の役割は果たせたと整理できる。閉鎖まで 5 年など一定の移行期間を設けて個人型 DC などへの移行を促す。 ・個人型 DC の拠出上限引き上げ、加入資格年齢 70 歳引上げ、退職一時金からの移管を認める。企業型 DC と制度設計を同一にすることで企業型 DC から個人型 DC に移行しても加入者及び事業主の不利益変更無し ・NISA 企業版の創設。個人型 DC 拠出超過部分は NISA 企業版を利用できるようにし、企業側の拠出上乗せ推進（損金扱い）。
--	--

原則 2. 【顧客の最善の利益の追求】

6	<p>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、その業務を遂行する義務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において定められ、ルール化されました。他方で、今回の改訂において、原則 2 である顧客の最善の利益の追求につきましては、特に改訂が加えられず、プリンシピアルとして存続しております。したがいまして、両者は同じ内容ではなく、原則 2 は、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における顧客等に対する誠実義務よりも広い概念という理解で宜しいでしょうか。具体例を提示できず恐縮ですが、法律上の顧客等に対する誠実義務が果たされていると判断されるケースであっても、原則 2 に照らした場合には不十分と考えられる局面が理論上は存在するという理解で良いか、ご確認をお願いできますと幸甚です。</p>	<p>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第 2 条に「顧客等の最善の利益を勘案しつつ、」と規定したのは、誠実かつ公正に業務を遂行する義務を履行するにあたり、顧客等の最善の利益を勘案することを法令上の義務として位置づけるものです。一方で、「顧客本位の業務運営に関する原則」は、法的義務を課すものではなく、これを採択した金融事業者において、主体的に創意工夫を發揮することが求められるものです。いずれにせよ、金融事業者が各々の置かれた状況に応じて、顧客本位の最善の利益を追求していくことが重要であると考えます。</p>
---	--	--

原則 6. (注3) 組成会社が想定する顧客属性の特定・公表

7	<p>「商品の販売に携わる金融事業者においては、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。」との記載があるが、「顧客の適合性を判断」する方法は、金融商品を対面で販売する場合とインターネットで販売する場合では当</p>	<p>本原則はプリンシピアルベース・アプローチを採用していることから、具体的な対応については金融事業者において主体的に検討されるべきと考えます。</p>
---	---	--

	然に異なり得る。インターネットで販売する場合の適合性判断はどのように行うべきと考えているのか。	
原則6.（注6）組成会社・販売会社間の連携		
8	本原則及び重要情報シートの活用等により顧客に対する情報提供が充実しつつあるが、類似するファンドが乱立している状況ではこれらが十分に機能せず、顧客の適切な商品選択が妨げられることとなる。補充原則4とも関連するが、金融商品の販売に携わる事業者の責任として、必要に応じて組成者と連携しながら、取扱商品数を大胆に絞り込むなどのラインナップの見直しを求めるべき旨を追記してもらいたい。	ご指摘の取扱商品のラインナップの見直しを行うかどうかは、製販全体として顧客の最善の利益の実現を図る観点から、組成会社・販売会社において、本原則を踏まえて、主体的に検討されるべきと考えます。
9	<p>（注6）にて、「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との連携を図るべきである。」とあるが、顧客属性に関する情報等については、製販全体としての顧客の最善の利益を実現するために、金融商品の組成に携わる金融事業者にとっては、顧客本位の業務運営のために必要不可欠なものである。そこで、製販全体での協力が必要不可欠であることを強調するため、（注6）において、金融商品の販売に携わる金融事業者についての記述に加えて、金融商品の組成に携わる金融事業者についても、金融商品の販売に携わる金融事業者との情報共有に協力すべきことを明確にすることにより、両者の協力関係の構築を促すべきである。そこで、（注6）を次のように変更することを検討願いたい。</p> <p>「金融商品の組成に携わる金融事業者および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、両者が協力し、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共有するなど、両者における情報連携を積極的に行うべきである。」</p>	<p>ご指摘のとおり、プロダクトガバナンスを実効的に機能させていくためには、組成会社・販売会社間での建設的なコミュニケーションが重要であると考えます。</p> <p>補充原則3では、金融商品の組成に携わる金融事業者が、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旨、補充原則4（注2）では、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、必要に応じて金融商品の販売に携わる金融事業者にも還元すべき旨、明記しています。</p>
10	原則6（注6）について、「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共有するなど、両者における情報連携を積極的に行うべきである。」	本原則はプリンシブルベース・アプローチを採用していることから、具

	<p>る情報」とあるが、たとえば、プロ成り可能なアマ顧客であっても、その投資判断の能力・経験もプロと遜色はないが、あえてプロ成りしていないだけという顧客もいれば、適合性の観点からとうていプロ成りを認められない顧客もいるかもしれません。販売会社からみて適合性の観点からプロ成りを認めることが可能または容易な顧客であったかという情報も、組成会社が想定顧客属性を検討するうえで、重要な情報になりうると思いますので、このような情報も基本的に「顧客属性に関する情報」に含まれると考えて差支えないでしょうか。</p>	<p>体的な対応については金融事業者において主体的に検討されるべきと考えます。</p>
--	--	---

原則6.（注7）組成会社の取組の把握

11	<p>原則6に補充原則2（注1）「第三者機関等からの意見を取り入れる仕組みも検討」と同様の内容を盛り込む必要があると思います。</p> <p>原則6（注7）では、金融商品の販売会社は金融商品組成会社のプロダクトガバナンスの取組み状況を把握し、商品の選定等に活用すべき旨の記載がありますが、金融商品の販売会社の中には、金融商品組成会社のプロダクトガバナンス体制が有効に機能するものかどうかを見極められる専門的知見を有していない会社も多く見受けられる為です。また、自身で見極める体制を構築するよりも第三者機関を活用した方がコストを抑えられるケースもあると思いますし、新規運用会社の参入も容易になると考えます。</p> <p>先般金サ法が改正され、金融サービス提供業者、顧客が広く再定義され、確定拠出年金の制度運営者も金融商品の販売会社の中に含まれると理解しております。確定拠出年金の制度運営者には「専門的知見の担保」義務が課され、第三者機関を活用するケースが広く浸透していますが、こちらとの平仄を合わせる意味も大きいと思います。</p>	<p>本原則はプリンシップルベース・アプローチを採用していることから、ご指摘の第三者機関等の活用も含め、具体的な対応については金融事業者において主体的に検討されるべきと考えます。</p>
12	<p>「金融商品の販売に携わる金融事業者は、（略）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、」との記載があるが、例えば、組成業者が運用を外部に委託している場合、組成業者が委託先</p>	<p>本原則はプリンシップルベース・アプローチを採用していることから、具体的な対応については金融事業者において主体的に検討されるべきと考えます。</p>

	に対して行っているデューデリジェンスやモニタリングの資料を販売会社が取り寄せてその内容を点検する、といったことを想定してよいか。	
プロダクトガバナンスに関する補充原則		
補充原則に関する基本的な考え方		
13	<p>プロダクトガバナンスの定義を定めたほうが良いと思います。</p> <p>「顧客本位タスクフォース」中間報告書P 7では、「顧客利益を最優先して個別商品ごとに品質管理を行うプロダクトガバナンス体制」、同頁欄外の注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、こ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」と記載されていました。また本原則改定案P 8では、「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）」と記載していますが、プロダクトガバナンスの概念を共有し根付かせるためにも、定義を本原則で明示すべきと思います。</p>	本原則では、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」と定義しています。
14	プロダクトガバナンスはルールベースの規制にするべきである。	貴重なご意見として承ります。
15	顧客本位原則に、プロダクトガバナンスに関する補充原則を新たに加える改訂案に賛成する。ただし、金融商品の製造・販売にかかる金融事業者に、置かれた状況に応じてあれ、金融商品ガバナンスなどに厳格に対応させるためには、かかる原則の法制度化が検討されるべきである。	市場制度ワーキング・グループ報告書においても、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るべき旨、明記されています。
16	<p>「顧客本位の業務運営に関する原則」に「プロダクトガバナンスに関する補充原則」（以下「補充原則」という。）を新たに定める改訂案に賛成する。但し、「補充原則」については、今後、法定化も検討されるべきである。</p> <p>(理由)</p> <p>「補充原則」に基づく製販全体としての取組みにより、販売会社にお</p>	

ける顧客への金融商品の提供に当たっての適合性原則及び説明義務の実効性が高まることが期待されるとの点に賛同する。

想定顧客属性を特定するに当たって、金融商品の特性等に応じて具体的に定めるとともに、必要に応じて想定される販売方法にも留意すべきとの点、商品を購入すべきでない顧客を特定すべきとする点、複雑な金融商品等について、より詳細な想定顧客属性を慎重に特定すべきとする点に、賛成する。なお、想定顧客属性の把握においては、リスク許容度（損失負担許容性）が重視されるべきである。

金融商品の組成時のみならず、組成後においても、金融商品のリスク・リターン・コストの合理性を検証すべきとの点に賛成する。合理性の検証のあり方については、今後、その具体化・標準化（スタンダードな取組み）が図られるべきである。また、金融商品の販売に携わる金融事業者との情報連携のあり方において、検証資料の保存など、第三者による事後的検証が行えるような方策も盛り込むべきである。

金融事業者は、運用体制やプロダクトガバナンス体制等について、顧客に対し、分かりやすい情報提供を行うべきとする点について、賛成する。

ただし、プロダクトガバナンスが実効的に機能していくためには、顧客と金融事業者との間には、情報力・専門性・組織力・交渉力に格段の差があることから、顧客に対する情報提供がなされるだけでは十分ではないし、組成会社・販売会社双方の自主規制機関等による連携だけでも足りない。

そこで、金融庁は、各金融事業者のプロダクトガバナンスへの取組み状況等を適時適切にモニタリングした上で、広く国民に対し、金融事業者の取組み状況について、分かりやすく一覧性のある比較情報を提供することにより、国として、顧客本位の業務運営・顧客の最善の利益の実現を後押しすべきである。

顧客本位の業務運営を実現し、顧客の最善の利益を一層図るべく、「補充原則」については、今後、法定化も視野に検討が進められるべきであ

	る。	
17	「組成会社」「販売会社」とあるが、これらはそれぞれ、各補充原則にて記されている「金融商品の組成に携わる金融事業者」「金融商品の販売に携わる金融事業者」と同義であると理解しているが、かかる理解でよろしいか。	貴見のとおりです。
18	販売会社との関与については、(A) 販売会社が組成会社から提供を受けた商品を最終投資家に販売するケースのほか、(B) 販売会社が自ら組成した商品に必要なヘッジ取引を業者が販売会社に対して提供するケースも存在する。(B) のケースについては販売会社が自ら商品組成も行っているケースであり、ヘッジ取引のみを提供する業者は本補充原則でいうところの「金融商品の組成に携わる金融事業者」には該当しないと考える。すなわち、「組成会社においては本補充原則の趣旨を踏まえて適用範囲を自ら考え、顧客本位の業務運営に関する取組方針等の中で、対外的に説明することが考えられる。」とあるところ、(B)におけるヘッジ提供行為を行う事業者については、本原則における金融商品の組成に携わる金融事業者に必ずしも位置づけられないことを確認したい。	本原則はプリンシップルベース・アプローチを採用していることから、各金融事業者が担う機能に即して、「組成会社」に該当するか否か、また具体的にどのような対応を行うべきかについては金融事業者において主体的に検討されるべきと考えます。
19	「また、金融商品の組成から顧客への販売、販売後の検証等の各段階で品質管理が実践されていく必要があるが、プロダクトガバナンスは、各段階の品質管理だけではなく、組成から償還に至る金融商品のライフサイクル全体の中で実効的に機能していくことが重要である。」とあるが、本改訂案を通して「プロダクトガバナンス」と「品質管理」はどのような関係に位置づけられているのか。大枠としてのプロダクトガバナンスの一部を構成するものが「組成、販売、販売後の品質管理」であるとすると、これらの品質管理以外にプロダクトガバナンスの観点から留意すべき点としてどのような態勢・対応を、金融商品を組成する組成会社に期待されているのか、お伺いしたい。	プロダクトガバナンスは、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適った商品提供等の実現を図るための取組みです。プロダクトガバナンスを確立するためには、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ます。
20	「本補充原則は、あらゆる金融商品が対象となり得るもの、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記載も	本原則はプリンシップルベース・アプローチを採用していることから、具体的な対応については金融事業者において主体的に検討されるべきです

	あり得る。」とされているが、元本が保証されていない外貨預金や仕組預金等については適用すべきであり、当該預金等を組成する預金取扱金融機関は組成会社として補充原則への対応が求められると考えるべきか。	が、本補充原則では「金融商品」との用語について特に定義を設けないこととし、あらゆる金融商品が対象となり得ると考えます。
21	P. 8<補充原則の対象>、P. 9<プロポーショナリティ（釣り合いの取れた方法）>について、「個別の金融機関の性格や商品性等により、適用されることが馴染まない記載もあり得る」や「本補充原則に基づく取組みを実施する際には、組成会社及び販売会社におけるコスト及び実務面のフィージビリティにも配慮する必要がある」との記載があるが、例えば、補償性の商品や財産承継を目的とした信託商品等、投資性のない商品については本補充原則の対象外という理解で良いか。	本補充原則では「金融商品」との用語について特に定義を設けないこととし、あらゆる金融商品が対象となり得ると考えます。
22	今回の補充原則における「金融商品」について、具体的にどの商品が該当するのか、商品の範囲などを明示していただきたい。	本補充原則では「金融商品」との用語について特に定義を設けないこととし、具体的な対応については金融事業者において主体的に検討されるべきと考えます。
23	プロダクトガバナンスで言う金融商品とは何か明示してほしい。（顧客本位の業務運営に関する原則5（注2）のパッケージ商品についてもラップロ座等が想定されるが、明示されていないため説明不要と思われる商品も取り組み状況に記載されている。）	
24	本補充原則の適用範囲を考える際してはどのような点に留意したらよろしいでしょうか。例えば同じ種類の金融商品やサービスでも、その対象顧客やリスクの高さ、利益相反のおそれの程度などによって、適用範囲内とするものと適用範囲外と整理するものがあっても、合理的な場合があると考えることは可能なものでしょうか。	
25	投資顧問契約や投資一任契約といった役務や情報、助言を提供するサービスについても、本補充原則の適用対象から排除されないと理解でよろしいでしょうか。また、これらも本補充原則の適用対象となり得る場合、本補充原則の趣旨を踏まえた金融事業者における本補充原則の適用範囲に関する判断として、投資信託などの有価証券は本補充原則の対象としつつ、投資顧問契約や投資一任契約は対象外と整理することは、合理的な理由があれば許容されるとの理解でよろしいでしょうか。	

26	<p>補充原則の主語は全て「金融商品の組成に携わる金融事業者」となっている。ここでいう金融事業者は、運用会社のみならず、仕組債等の商品を組成する証券会社も含まれるという理解でよいか。</p> <p>一方で、株式や債券等の媒介業務については、証券会社にて商品を「組成」しているとは言い難い面もあるが、国民の資産形成に資する商品の提供という趣旨に照らすと、こうした商品についても補充原則の対象に含まれるという理解で良いか。</p> <p>また、ファンドラップについては、資産クラスの個々の投資については媒介業務といえるが、それらをひとまとめにパッケージ化しているところ、「組成」商品に該当するか否か。</p>	<p>本補充原則では「金融商品」との用語について特に定義を設けないこととし、あらゆる金融商品が対象となり得ると考えます。</p> <p>ただし、個別の金融商品の性格や商品性等により、補充原則の中には適用されることが馴染まないものがある場合もあり、具体的な対応については各金融事業者において主体的に検討されるべきと考えます。</p>
27	<p>「本補充原則では「金融商品」との用語について特に定義を設けない」とされているが、原則2から7 ((注)を含む)にて用いられている「金融商品」との用語についても同様か。同様なのであれば、2ページ目の「本原則の対象」にも「金融商品」との用語について特に定義を設けない旨を定めるべきではないか。</p>	<p>貴見のとおりです。</p> <p>2ページ目の「本原則の対象」は、金融事業者について記載したものであり、現行の記載を維持します。</p>
28	<p>個別金融商品の性格や商品性等により、補充原則の適用の有無を考え、適用しない場合はその理由を「対外的に説明すること」が想定されているが、例えばウェブサイトに、シンプルなインデックス連動の仕組債、複雑な仕組債、インデックスファンド、アクティブファンドと言った分類を設け、分類毎に適用の有無を表示するといった対応でも許容されるのか。</p>	<p>一般的に、仕組債は一定の条件のもとで元利払い等が大きく変動するものであり、シンプルなインデックス連動の商品と位置付けることは慎重に考えるべきですが、具体的な対応については金融事業者において主体的に検討されるべきと考えます。</p>
29	<p>補充原則に関する基本的な考え方にある「プロポーショナリティ」は、補充原則つまりプロダクトガバナンスだけに適用されるものなのでしょうか。本原則全体にも適用される考え方と思いましたので、その理解が正しければ記載箇所と書きぶりを変更したほうが良いと思います。</p>	<p>本補充原則は、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上で有用と考えられる具体的な取組みを示したものであり、プロポーショナリティは、これらの取組みを実施する際に重要な考え方を示したものです。</p>
30	<p>「リスク」の定義についてはより明確化を求めたい。これは、リスクの高さをボラティリティの高さとして捉えるのであれば、インデックス投資を行う金融商品の中にもリスクが高いものがある一方、一般的にリ</p>	<p>本原則はプリンシブルベース・アプローチを採用していることから、具体的な対応については金融事業者において主体的に検討されるべきと考えます。</p>

	スクが高いとされる新興国投資を行う金融商品の中にもボラティリティが先進国投資を行う金融商品並みのものもあることによる。	
31	「シンプルなインデックス投資」とは何か。市場全体の値動きを数値化した指数に限らず、スマートベータ指数や、特定の投資テーマに沿ったカスタムメイドの指数への連動を目指すものであっても、運用手法自体が複雑なものでなければ「シンプルなインデックス投資」と考えてよいのか。	
32	「シンプルなインデックス投資」と、「複雑又は(or)高リスク」を対比しているが、「複雑 or 高リスク」ではないものは「シンプルなインデックス投資」ではなく「シンプル and 低リスク」なものである。現状の書きぶりでは「インデックス投資=低リスク」と誤解を生む表現となっていることから、「シンプルかつリスクの低い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」と表現を修正すべきである。	ご指摘の記載は、「例えば、」に続く例示としての記載であり、厳密な対応を示しているものではありません。具体的な対応については、本原則を踏まえて、金融事業者において主体的に検討されるべきと考えます。
33	「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合い」について意味の明確化を求めたい。プロダクトガバナンスは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であり、それによって得られる便益は顧客の最善の利益の実現であると理解している。したがって、シンプルなインデックス投資であれば最低限のプロダクトガバナンス上の対応で足りる、とする趣旨を伺いたい。	組成会社及び販売会社におけるコスト等は顧客の負担にも繋がり得るものであり、本補充原則に基づく取組みを実施するにあたっては、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合いの取れたものとなっていることが重要であると考えます。
34	「本補充原則に基づく取組みを実施する際には、組成会社及び販売会社におけるコスト及び実務面のフィージビリティにも配慮する必要がある。」「プロダクトガバナンスの確保は、金融商品の組成・提供・管理における顧客本位の業務運営の質を向上させることを目的としたものであり、「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合いの取れたものになっていることが重要である。」との記載があるが、組成会社と販売会社に要求される情報連携が過度な範囲	本原則はプリンシップベース・アプローチを採用していることから、具体的な対応については金融事業者において主体的に検討されるべきと考えます。 具体的な情報連携のあり方については、組成会社・販売会社双方の自主規制機関等が連携し、商品の複雑さやリスク等の金融商品の特性等に応じて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て実務的な検討が行われることを期待します。

	や量に及ぶと過大なコスト負担を強いられ、実務面のフィージビリティも考慮すれば、詳細な情報の連携は、極めて複雑な、または極めてリスクの高い金融商品に関してのみ行うべきものと思料される。また、プロダクトガバナンスの確保という目的はそうした限定的な対応で達成可能と思われる。	
35	<p>ここでいう、プロダクトガバナンスの確保により得られる「便益」が、誰のどのような「便益」を指しているのかが分かり辛いと思います。</p> <p>「複雑な又はリスクの高い金融商品」を組成・提供等しようとするのであれば、その責任として、相対的に、より慎重かつ重点的に取り組むべきことは当然と考えます。したがって、「要するコスト」を重視するよりは、「複雑な又はリスクの高い金融商品」を組成等しようすることによる「責任」を踏まえたものであるべきという視点に立った表現が望ましいと思います。</p>	プロダクトガバナンスは、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であり、ご指摘の「便益」との記載は、顧客においてその最善の利益に適った商品提供等を受けられる便益であると考えます。
36	<p>補充原則前文（実効性の確保）に、「組成会社・販売会社双方の自主規制機関等が連携し、商品の複雑さやリスク等の金融商品の特性等に応じて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て実務的な検討が行われることが期待される。」とあるが、自主規制機関等による今後の対応を踏まえた上で各業者も製販で対応していくスケジュール感で良いか。また、金融商品販売会社と組成会社との間で連携される情報については、効果的かつ効率的な情報連携を行うためにも統一性をもたせるべきであることから、業界共通のテンプレートが開発・整備されることを求めたい。</p>	<p>組成会社・販売会社間の情報連携のあり方については、貴見のとおりです。</p> <p>ご指摘の点も含めて、組成会社・販売会社双方の自主規制機関等が連携し、実務的な検討が行われることを期待します。</p>
37	<p>「組成会社・販売会社双方の自主規制機関等が連携し、商品の複雑さやリスク等の金融商品の特性等に応じて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を含めて実務的な検討が行われることが期待される。」との記載があるが、情報連携における混乱や不統一を避けるためには業界共通フォーマットの作成が</p>	<p>組成会社・販売会社間の情報連携に関するフォーマットを含めて、組成会社・販売会社双方の自主規制機関等が連携し、実務的な検討が行われることを期待します。</p>

	不可欠と思料。補充原則はフォーマット作成後に正式導入されることが望ましい。	
38	当該フォーマットの改訂が終わるタイミングと、改訂本原則が公表されるタイミングは同じになると思われるが、かかる理解でよいか。	組成会社・販売会社間の情報連携に関するフォーマットについては、組成会社・販売会社双方の自主規制機関等が連携し、実務的な検討が速やかに行われることを期待しますが、本補充原則は、情報連携に限らず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ものであり、当該フォーマットの作成時期に関わらず本原則の改訂を行います。
39	組成会社・販売会社双方の自主規制機関によるフォーマットの作成が完了した後でなければ、製販の情報連携に関して各社がばらばらに対応することになり、実効性の確保が困難となるおそれがある。本改訂案が施行される前にフォーマットの作成がなされることを期待する。	また、本原則はプリンシップベース・アプローチを採用していることから、具体的な対応期日等を定めておりませんが、本原則の趣旨を踏まえ、各金融事業者において、主体的に取組みが進められるべきと考えます。
40	「組成会社・販売会社における情報連携は、(略) 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、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である。」との記載があるが、たしかに組成会社・販売会社の情報連携は、対象商品、方法、内容、頻度などについて金融業界における共通認識を醸成することが重要。これが醸成される前に今般の補充原則が正式に導入された場合、相当の混乱を招くと予想されるため、まずは十分な議論を行い、より具体的な方針を定めることが必要と考えられる。	
41	補充原則1から5の主語は全て金融商品の組成に携わる金融事業者であり、組成業者におけるプロダクトガバナンス向上が中心的な視点との印象を受ける。当然それは重要な視点ではあるものの、組成業者におけるプロダクトガバナンス向上が偏重された場合、組成業者への情報提供などの形で販売業者の負担が過度のものになることが懸念される。特にインターネット販売が中心の販売会社の場合には少ない人員で多数の金融商品を管理しており、情報提供すべき対象商品や情報項目が多数となった場合、多大な負担増が予想され、フィージビリティ面で重大な問題が生じ得る。販売会社から組成業者への情報提供を通じて製販全体として顧客の最善の利益を実現すべく取り組むことに関し異存は全くないが、組成業者・販売業者双方のコストに見合った便益（顧客の利益向上）が見込まれる情報提供にとどめるべきと思料される。こうした情報	プロダクトガバナンスは、製販全体として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枠組みです。また、プロポーショナリティとして、本補充原則に基づく取組みを実施する際には、組成会社及び販売会社におけるコスト及び実務面のフィージビリティにも配慮する必要があるとしており、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合いの取れたものとなっていることが重要であると考えます。 情報連携のあり方については、組成会社・販売会社双方の自主規制機関等が連携し、商品の複雑さやリスク等の金融商品の特性等に応じて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て実務的な検討が行われることを期待します。

	はどのようなものであり、どのような形で情報提供を行うべきであるのか、一層の議論が必要。	
42	金融商品仲介業務において、今回の補充原則に則した「組成に携わる金融事業者」に対する情報連携については、所属金融商品取引業者等が代表して情報連携を行っている場合においても、個別に金融機関ごとに行う必要はあるか。	本原則はプリンシップルベース・アプローチを採用していることから、具体的な対応については金融事業者において主体的に検討されるべきであり、必要に応じて、金融商品仲介業者が直接に、又は所属金融商品取引業者等と連携して、組成に携わる金融事業者と情報連携を行うことが考えられます。
補充原則1【基本理念】		
43	「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」との記載について。金融事業者の取組方針等が補充原則1に対応していることを示すためには、経営者が十分な資質を有する者であること（例えば、経営者の経歴や選任理由等）を明記することが求められるのか（明記していない場合、金融庁との対話において、取組みが不十分だとみなされることはあるのか）。	本原則はプリンシップルベース・アプローチを採用していることから、金融事業者の取組方針等において、どのように対応関係を示すかについても、金融事業者において主体的に検討されるべきと考えます。
44	「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」との記載について。資産運用業高度化プログレスレポート2023では、わが国の資産運用会社の経営トップについて、金融機関グループ内他社からの異動後の在籍期間が短いなど、資産運用会社での経験が少ない者が少くないことが課題として挙げられているが、このような経営者は十分な資質を有する者とはみなされないということか（資産運用会社での経験が少ない者や、投資運用業に係る知見が乏しい者が経営者である場合、金融庁との対話において、取組みが不十分だとみなされることはあるのか）。	金融商品の組成に携わる金融事業者の経営者としての資質については、当該経営者の知識、経験、能力、当該金融機関の特性等の様々な観点から判断されるべきものと考えますが、経営者が十分な資質を有する者であるか否かについては、金融事業者において主体的に検討されるべきと考えます。
45	「顧客により良い金融商品を提供するための理念」は、会社の企業理念や経営理念に相当するものを指すのか。あるいは、企業理念等とは別に取組方針の一部として策定・公表すべきものなのか。	本原則はプリンシップルベース・アプローチを採用していることから、具体的な対応については金融事業者において主体的に検討されるべきと考えます。
46	「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（中略）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。」とあるが、具体的にはどのようなことを想定されているのか、ご教示いただきたい。	
47	補充原則1については理念としての記述となっているところ、補充原則2から5までがその具体的な原則であり、業務運営としては当該補充原則2から5までを実践することで基本理念に即するものと理解してよいことを確認したい。	ご意見の趣旨が定かではありませんが、補充原則1は、プロダクトガバナンスに関する理念を明らかにし、その理念に沿ったガバナンスの構築と実践について記載したもので、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上で有用と考えられる具体的な取組みを示したものです。
48	「補充原則1」の内容が分かりにくい。その原因は「金融事業者自身の経営を持続可能なものとするため」という部分にある。この表現ではハイコストの金融商品を容認するように見えるため、よくない。 金融商品取引法の目的からしても、「顧客に付加価値をもたらすため」という点に絞り込んで表現するべきである。	貴重なご意見として承ります。
49	「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。」とあるが、ここでいう「付加価値」とは、具体的にどのような価値を示しているのでしょうか（補充原則4同様）。 また、「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」（Ⅲ—2—3—1）及び「信託会社等に関する総合的な監督指針」（3—5—1 1）にも同様に「付加価値」とあるが、ここでは社会に付加価値をとあり、補充原則では顧客に付加価値とあるが同様と考えていいのでしょうか。	本原則の「付加価値」とは、例えば、顧客が購入したいと思う商品（ウォンツ）を調査して商品を組成することに終始するのではなく、顧客の潜在的なニーズを満たす商品を開発すること等が考えられますが、本原則はプリンシップベース・アプローチを採用していることから、具体的な対応については金融事業者において主体的に検討されるべきと考えます。

補充原則2【体制整備】

50	体制の整備については、金融事業者が既存の枠組みの中でカバーできていると判断する場合は、補充原則の導入に伴い新たな体制（組織・会	貴見のとおりです。 本原則はプリンシップベース・アプローチを採用していることから、具
----	---	---

	議体など) を作る必要はないという理解でよいか。	体的な対応については金融事業者において主体的に検討されるべきと考えます。
補充原則2.（注1）管理部門等による検証の枠組みの整備		
51	「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「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」とは具体的に何が違うのか。	プロダクトガバナンスは、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適った商品提供等の実現を図るための取組みです。プロダクトガバナンスを確立するためには、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考えます。
52	ライフサイクル全体のプロダクトガバナンスについて、例えばファンドであれば、ファンドのパフォーマンスをモニタリングし、パフォーマンスが悪い場合は、必要に応じてファンドマネジャーの変更をする等の対応が考えられるが、仕組債のように期中に商品のデザインを原則変更することができない商品については、特段の対応を求められないと考えてよいか。仮に求められるのだとすれば、どのような対応を想定されているのか。なお、仕組債の場合、組成会社ができる対応として考えられるのは、裏付資産に関する情報を販売会社に提供することくらいではあるが、このような対応でもよいのか。	プロダクトガバナンスは、組成・提供・管理等に関する金融商品のライフサイクル全体のガバナンスです。仕組債の場合には、組成時にリスク・リターン・コストの合理性等の検証を適切に行うとともに、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べきと考えます。
53	「管理部門等による検証の枠組みを整備すべき」とされているが、プロダクトガバナンスの実効性を確保するための各プロセスにおいて、三線管理の観点からも、必ずしも管理部門等が主導することを求めているものではなく、管理部門等が各プロセスに関与し検証が行われる枠組みがあれば足りると考えるが、その理解でよいか。	必ずしも管理部門等が主導することを求めているものではありませんが、事業部門とは独立した視点からの検証が実効的に機能する必要があると考えます。
54	「管理部門等による検証の枠組みを整備すべきである」について。いわゆる「三つの防衛線」における事業部門が1.5線として牽制機能（コントロールマネジメント）を有している場合、当該事業部門のコントロールマネジメントを担う役職員が検証を行うことも考えられるか。	本原則はプリンシップベース・アプローチを採用していることから、具体的な対応については金融事業者において自らの「三つの防衛線」における各部門の位置づけや機能も踏まえ、主体的に検討されるべきですが、事業部門とは独立した視点からの検証が実効的に機能する必要があると考えます。
55	「管理部門等による検証の枠組み」における「管理部門等による検証」は第3線たる内部監査による監査を以て、当該検証と考えることも可能	

	か。	
56	「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」については、主に投資信託を対象とした原則であるとの理解でよいか。仕組債等、小額から発行できる商品については、発行コストが増加し顧客の利益を損なうことになると懸念される。	本補充原則では「金融商品」との用語について特に定義を設けないことにとし、投資信託だけではなく、あらゆる金融商品がその対象となり得ると考えます。 仕組債についても、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を確保することが求められており、その事業規模や提供する金融商品の特性等に応じて、必要な場合には第三者的立場の者からの意見を取り入れる仕組みも検討することが考えられます。
57	補充原則2（注1）に「その事業規模や提供する金融商品の特性等に応じて」とありますが、これは定量的な事業規模を指示するものではなく、プロポーショナリティの精神に則り、組成に携わる金融事業者の体力、知見、資力と金融商品の内容に応じた枠組みを整備する、という理解でよろしいでしょうか。	貴見のとおりです。
58	「ファンド評価を行う第三者機関等」については、同一金融グループに所属する評価機関も含まれるのか。	同一金融グループに所属する評価機関を排除するものではありませんが、品質管理の実効性が確保される必要があると考えます。
補充原則3.【金融商品の組成時の対応】		
59	現在金融商品販売の現場においては、投資信託を単品で販売することは少なく、複数の商品を組み合わせて各顧客に合わせたポートフォリオをご提案していると考えられ、そのような現状において、単品である各投資信託に想定顧客を設定することは適しないものではないかと考える。	金融商品の販売に携わる金融事業者における金融商品・サービスの具体的な販売・推奨等の方法は様々あることは承知しておりますが、ポートフォリオでの提案が行われる場合においても、各金融商品の商品性やどのような顧客属性等に適した金融商品であるか等について、金融商品の販売に携わる金融事業者において十分に理解した上で、顧客に最適な組み合わせを提案することが求められると言えます。このため、ご指摘のような場合においても、商品組成時に、顧客の最善の利益を実現するため、各金融商品の複雑さやリスク等の特性等に応じて、販売対象として適切な想定顧客属性を特定すべきと考えます。
60	「商品の複雑さやリスク等の金融商品の特性等に応じて」とされているが、当社が運用する商品の多くは日本株、世界株等、流動性も高くプレーンなアセットクラスであり、幅広い属性のお客様のポートフォリオに組み	情報連携のあり方については、プロポーショナリティも踏まえて、組成会社・販売会社双方の自主規制機関等が連携し、商品の複雑さやリスク等の金融商品の特性等に応じて連携すべき対象商品の範囲や情報の内容、頻

	入れていただけるような商品となっているが、このようなプレーンな商品については、販売会社との顧客属性を確認する対象に含めない対応することで問題ないか。	度、連携方法等について、フォーマットの作成も含めて実務的な検討が行われることを期待します。
61	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、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とあるが、運用会社は最終投資家に面しているわけではないため、顧客の資産状況、取引経験や知識といった具体的な項目についての知見に乏しく、基準を具体的に定めることが困難であると考える。また、金融商品の組成に携わる金融事業者が一定程度の基準を定めたとしても、販売会社によってその解釈が異なることが想定され、A社では対象となる顧客が、B社では対象とならないといったギャップが発生すると考えられるが、その点整理いただきたい。	金融商品の組成に携わる金融事業者は、潜在的なニーズも含む顧客の資産形成等に係る真のニーズを捉え、そのニーズに応えるためにはどのような金融商品が必要か、また、その金融商品はどのような顧客に提供するべきかを検討することが求められます。 また、補充原則3（注3）において、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旨、明記しています。 原則6（注3）においても、金融商品の販売に携わる金融事業者において、組成に携わる金融事業者が想定する顧客属性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旨、明記しています。
62	金融事業者が、金融商品の組成時に、顧客の真のニーズを想定した上で、商品の持続可能性や合理性等を検証すべきこと、組成後に、想定していた商品性が確保されているかを検証すべきこと等は当然であり、これらを原則に加えることに賛成する。金融事業者は、リスク・リターン・コストのバランスが不釣り合いで、持続可能性に合理的な疑いがある商品は、組成すべきではない。	貴重なご意見として承ります。
63	金融事業者が、商品の複雑さやリスク等の特性に応じて、販売対象として想定する顧客属性を適切に特定すべきとすること、実際に購入した顧客属性が、想定した顧客属性と合致しているかを検証すべきこと等も当然であり、これらを原則に加えることに賛成する。販売対象として想定する顧客属性を特定する際には、投資金額に対し、どの程度の期間内に、どの程度の損失額が発生することが受け入れ可能な顧客か、という意味での、リスク許容度に関する顧客属性が重視されるべきである。	

補充原則3.（注1）持続可能性および合理性の検証		
64	組成会社がリスク・リターン・コストのバランスが合理的か、あるいは適切かの検証をすべきとされている。複雑な仕組債については、組成会社として理論価格及び組成に係るコストを販売会社に提供しているが、これらが本注記に該当するとの理解でよいか。その他具体的にどのような対応が想定されているか。	本原則はプリンシップベース・アプローチを採用していることから、具体的な対応については金融事業者において主体的に検討されるべきですが、本注記は販売会社に情報を提供することを求めているものではなく、組成時に商品の持続可能性やリスク・リターン・コストの合理性等を検証することを求めているものです。
65	補充原則3において、リスク・リターン・コストの検証について言及されております。例えば、為替レートはランダムウォークとの認識ですが、外貨預金のような金融商品についても、このような検証を求めていけるのかどうか、確認させていただければ幸いです。	本補充原則では「金融商品」との用語について特に定義を設けないことにし、あらゆる金融商品がその対象となり得ると考えます。
66	「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」とあるが、持続可能な商品であるか否かの基準等あればご教示いただきたい。あるいは、各社で判断するということで良いか。	本原則はプリンシップベース・アプローチを採用していることから、具体的な対応については金融事業者において主体的に検討されるべきと考えます。
67	金融商品組成時の対応として「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」とあるが、特にアクティブファンドについては、組成前にリスク・リターンを予測することは困難であると考える。本補充原則は、仮想のモデルポートフォリオ等に基づき、一定期間におけるリスク・リターンの実績を検証することを組成前に求める趣旨なのか。	商品組成にあたっては、投資対象とされるアセットクラスの過去の変動状況等から、リスク・リターンの予測をするべきと考えます。 予測の立て方として、ご指摘のような仮想のモデルポートフォリオを使うこと等も考えられます。
補充原則3.（注2）想定顧客属性の特定		
68	想定顧客属性の特定について「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」とあるが、これは既存商品も対象か。既存商品は、本補充原則で示された要件よりも広範な顧客属性を想定しているものがほとんどであると考えられ、本補充原則に基づく想定顧客属性の再特定により顧客属性の範囲が絞りこまれると、既存の顧客が想定顧客属性から外れてしまうことが生じると考えられる。	本補充原則では「金融商品」との用語について特に定義を設けないことにし、既存商品も含めてあらゆる金融商品がその対象となり得ますが、想定顧客属性の特定のあり方も含め、具体的な対応については金融事業者において主体的に検討されるべきと考えます。

69	想定顧客属性の特定について「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」とあるが、顧客の資産状況等はまちまちであり、業界内での目線合わせが必要ではないか。各組成会社が独自の基準で特定すると、複数の組成会社の商品を扱う販売会社側で混乱が生じるのではないか。	それぞれの金融商品の組成に携わる金融事業者において、各金融商品の複雑さやリスク等の特性等に応じて、販売対象として適切な想定顧客属性を特定すべきと考えます。また、金融商品の販売に携わる金融事業者においては、組成会社が想定する顧客属性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と考えます。
70	「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、」との記載があるが、組成会社と販売会社が連携すべき情報についても、主に「顧客の資産状況、取引経験、知識及び取引目的・ニーズ等」が想定されていると理解してよいか。	情報連携のあり方については、組成会社・販売会社双方の自主規制機関等が連携し、商品の複雑さやリスク等の金融商品の特性等に応じて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て実務的な検討が行われることを期待します。
71	「分配手法が特殊な金融商品」について、市場制度ワーキング・グループでの議論では毎月分配型投資信託を想定しているようだが、何をもって分配手法が特殊と判断されるのか。分配頻度に着目するのであれば、隔月や3ヵ月毎の分配は特殊とは判断されないのか。複利効果に着目するのであれば、分配頻度にかかわらず、基本的に決算時に分配金を出す方針をしているものや、基準価額の上昇分を超える分配を継続的に行うものは特殊と判断されるのではないか。	どのような金融商品が「分配手法が特殊な商品」に該当するかについては、金融事業者において主体的に検討されるべきと考えます。 なお、例えば、ご指摘のような、毎月分配型投資信託を含め、基準価額の上昇分を超える分配を継続的に行うような商品等については、資産形成を行う際の投資対象商品としての適切性に留意が必要であり、こうした金融商品を組成・販売する場合には、より詳細な想定顧客属性を慎重に特定すべきと考えます。
補充原則3.（注3）金融事業者との情報連携や実態把握		
72	「金融商品の組成に携わる金融事業者は（中略）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」とあるが、ここで想定されている「調査」とはどのようなものか。例えば販売会社が組成会社から提供を受けた商品を最終投資家に販売するケースにおいては、直接最終投資家と接しない組成会社にとって当該調査は実務的には困難な側面もあり、販売会社の協力を前提とした限定的なものとならざるを得ないが、そのような理解でよいか。	顧客の資産形成等に係る真のニーズを把握する方法については、ご指摘のとおり、販売会社の協力を得て実施する方法もあれば、組成会社が直接アンケート調査を行う等、様々な方法が考えられます。こうした点も踏まえ、具体的な対応については金融事業者において主体的に検討されるべきと考えます。
73	補充原則3（注3）では、組成業者が実態把握のための調査をすべきとありますが、このような調査について、販売業者の協力義務もあるという	

	理解でよろしいでしょうか。	
74	下から3行目の「また」以下に「連携すべき情報等について、事前に取決めを行うべきである。」とあるが、「連携すべき情報等」としては、例えば、個々の商品性に関連した最終投資家からのフィードバックといった情報等が考えられるか。	本原則はプリンシップルベース・アプローチを採用していることから、具体的な対応については金融事業者において主体的に検討されるべきですが、ご指摘の点も含めて、組成会社・販売会社双方の自主規制機関等が連携し、連携すべき情報の内容等について、実務的な検討が行われることを期待します。
75	「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、事前に取決めを行うべきである。」とあるが、すでに導入済みの商品についても管理・検証が必要なことを考えると「事前」という記載は正しくはないのではないか。	ご指摘の記載は、情報連携の実効性を高めるために、事前に情報連携についての取決めを行うべきとの趣旨で記載したものです。導入済みの商品についての情報連携のあり方についても、金融事業者において主体的に検討されるべきと考えます。
76	「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、事前に取決めを行うべきである。」との記載があるが、商品組成の都度、そうした取決めを行うのは効率的ではないため、前述の業界共通フォーマットをまず作成することが効率性向上や混乱回避に資するものと思料。	情報連携のあり方については、ご指摘のフォーマットの作成も含めて、組成会社・販売会社双方の自主規制機関等が連携し、商品の複雑さやリスク等の金融商品の特性等に応じて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、実務的な検討が行われることを期待します。
77	補充原則3（注3）では、販売業者との間で、連携すべき情報等について、事前に取決めをすべきとありますが、これは、そのような情報等が特定されている限り、必ずしも契約書等で取り決められる必要はないという理解でよろしいでしょうか。	本原則はプリンシップルベース・アプローチを採用していることから、具体的な対応については金融事業者において主体的に検討されるべきと考えます。
補充原則4.【金融商品の組成後の対応】		
78	販売後の検証を行うに際し、提供される情報の正確性について最終投資家に直接相対しない組成会社が独立して確認することはプロポーショナリティの観点から合理的ではないと考える。商品組成会社は、販売会社から提供される情報が正確かつ十分であるという前提で検証を行わざるを得ないと考えるが、その理解でよいか。 また、個々の商品の販売が適合性の原則に従って行われることは販売会社の責務であり、本補充原則は組成会社において個々の取引にあたっての	販売後の検証を行うに際し、提供される情報の正確性等については、合理性に疑義がない限り、販売会社に基本的には依拠することになる点は、ご指摘のとおりです。 また、金融商品の販売時の適合性については、販売会社において適切に判断されるべきものである点も、ご指摘のとおりです。

	適合性管理に責任を有する趣旨ではないと考えるがその理解でよいか。	
79	補充原則4に「必要に応じて運用・商品提供の改善や」とありますが、実際に購入した顧客が想定した顧客属性と合致しない場合、商品性を変更するということも想定しているのでしょうか。一旦組成した商品の商品性を後から変更すると、不利益を被る顧客が発生しかねませんので念のため確認させていただきます。	販売後の検証の結果、必要性が認められるのであれば、運用方法や商品の提供方法等の改善に取り組むべきと考えます。
80	ファンドの運用哲学が一貫していることが商品の特性を維持する上で重要であるなか、「より良い金融商品」は、顧客の資産ポートフォリオの分散状況及びマーケット環境下によって変動すると思われる。そのため、商品組成側はあらゆるニーズに応えられるように商品を組成する一方で、適時最適なポートフォリオを投資家が構築できるようにサポートすることが販売会社の役割であると考える。購入顧客の属性や苦情や販売状況を知ってファンドの運用方針を柔軟に変更することがプロダクトガバナンスの強化につながるとは考えにくく、適さないのではないかと考える。	本補充原則においては、購入顧客の属性・苦情・販売状況等を踏まえてファンドの運用方針を柔軟に変更することを求めているものではなく、必要性が認められるのであれば、運用方法や商品の提供方法等の改善を求めるものです。
81	販売会社からの情報提供について双方の業務効率化のために、投信協会で統一した質問票やフォーマットを含むガイドラインを作成いただきたい。製販間で連携すべきデータの内容、粒度、データ連携が必要なファンドの種類について、ある程度業界内でのコンセンサスがあった方が実務の観点からは混乱がないと考える。また、例えばエクセルの質問票をメールでやりとりするとなると、プロセスや管理が煩雑になる（多数の販売会社に個別に質問票を送り回答の送付を受けるとなると、送付先の管理や、回答の集計等膨大な業務量となる）。効率化のために、FundwebやFDOSのシステムを活用するなど、業界として業務効率化のためのシステム対応をご検討いただきたい。	情報連携のあり方については、組成会社・販売会社双方の自主規制機関等が連携し、商品の複雑さやリスク等の金融商品の特性等に応じて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て実務的な検討が行われることを期待します。
82	販売会社に想定顧客を伝える目的で重要情報シートの仕組みがあると考える。既存の重要情報シートを拡充するなど効率的に活用していくことも重要ではないか。	本原則はプリンシップベース・アプローチを採用していることから、ご指摘の点も含め、具体的な対応については金融事業者において主体的に検討されるべきと考えます。

補充原則4.（注1）商品性の継続的な検証

83	「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。」とあるが、既存の商品への対応や検証頻度等を社内で定めるにあたり、継続的な検証に関する考え方、具体的な方法等があればご教示いただきたい。	本原則はプリンシップベース・アプローチを採用していることから、具体的な対応については金融事業者において主体的に検討されるべきと考えます。
84	現行の投信法では、契約型投信の場合、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投資家の合意（書面決議）が必要とされており、組成会社が真に顧客の利益に適うと判断できる場合でも、必ずしも実現できないケースが想定される。一方で、海外では会社型投信などの場合、管理会社が顧客の利益に適うと判断できる場合は、取締役会の決議により商品性の変更、併合、繰上償還等が比較的迅速に実現可能となっている場合がある。投信法でも会社型投信制度はあるものの、日本では従来契約型投信の形で証券投資信託が展開してきていることに鑑みると、今後、契約型投信において商品性の改善（変更）、他の投信との併合、繰上償還等について、顧客の利益を確保しつつ、より柔軟に実現を可能とする制度変更を検討していくべきではないか。	貴重なご意見として承ります。

補充原則4.（注2）検証に必要な情報の提供

85	<p>実際に金融商品を購入した顧客の属性に係る情報等については、組成会社は一般的な守秘義務、個人情報保護法その他の法令等による制限に抵触しない範囲でしか販売会社から提供を受けられない。また、組成会社が販売会社を兼ねている場合には、組成会社として商品を提供している他の販売会社と競合関係にあるため、当該他の販売会社から詳細な情報の提供を受けにくいことが考えられる。上の理由から、組成会社が販売会社から収集できる情報はかなり限られている。</p> <p>複雑な仕組債に関しては、「想定顧客属性」を販売会社に提供しており、販売対象となる顧客は明確である。そのため販売会社と組成会社との間で連携すべき情報等について、両者間で事前に取り決めを行うことなく、組成会社が「想定顧客属性」を販売会社へ提供し、組成会社が定期的に実施</p>	<p>本補充原則では、個人を特定できる情報の連携まで求めるものではありませんが、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して、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することを求めています。</p> <p>仕組債についても、こうした検証を適切に行うべきであり、具体的な検証方法については、金融事業者において主体的に検討されるべきと考えます。</p>
----	---	--

	する販売会社に対する Due Diligenceにおいて販売会社の社内管理態勢が十分に構築されていることを確認することで、組成会社の対応としては十分か。	
86	「販売に携わる金融事業者」ごとに顧客カードの整備状況、項目や閾値などが異なっている認識であり、こうした不揃いなデータの中で、どのような検証を行い、何をもって販売方法の見直しを考えるのかご教示いただきたい。また、顧客カードを基に年齢など顧客属性情報などを連携することが想定されるが、「組成に携わる金融事業者」においては自社プロダクトに関する情報しか得ることができず、当該金融商品が顧客のポートフォリオ全体のどの程度を占めるのかといった情報や、投資経験や知識といった定性的な情報など、「販売に携わる金融事業者」で投資家の適合性を図る上で重視される情報は不足しており、製版でのギャップが生じることが想定される。そのような状況において、「組成に携わる金融事業者」は何をもってその適合性を検証するのかご教示いただきたい。	本原則はプリンシップベース・アプローチを採用していることから、具体的な対応については金融事業者において主体的に検討されるべきと考えます。 具体的な情報連携のあり方については、組成会社・販売会社双方の自主規制機関等が連携し、商品の複雑さやリスク等の金融商品の特性等に応じて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て実務的な検討が行われることを期待します。
87	「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。」との記載があるが、「商品の複雑さやリスク等の金融商品の特性等に応じて」販売業者から情報提供を行うべきということであれば、リスクが一定水準以上の金融商品についてのみ情報提供を行えばよいか。ある商品のリスクが一定水準以上か否か（情報提供を行うべき商品か否か）については組成業者と販売業者による協議によって新商品導入時に都度決定すべきか。また、既存の商品に関し情報提供を行うか否かについても組成業者と販売業者による協議で個別商品ごとに決定すべきか。こうした協議は双方において過大な業務負担が発生するため、新規商品・既存商品とも、例えば販売業者の社内基準で一定以上のリスク水準を有する金融商品についてのみ情報提供を行う、といった取り決めを組成業者と販売業者の間で行っても問題ないか。いずれにしても、提供すべき情報内容については前述の業界共通フォーマ	情報連携のあり方については、組成会社・販売会社双方の自主規制機関等が連携し、商品の複雑さやリスク等の金融商品の特性等に応じて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て実務的な検討が行われることを期待します。

	ットで確定しておくことが望ましい。	
88	「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、」との記載があるが、金融商品の販売業者から組成業者に対して情報提供を行うことにより、具体的にはどのような形で「より良い金融商品」を顧客に提供することにつながると想定しているのか（今般の補充原則を通じ、組成業者と販売業者の情報連携によるプロダクトカバナンスの向上が目指されている。ただ、情報連携は本当にその向上に資するのか、向上するとすれば特にどのような情報がそれに寄与するのか、こうした情報を組成業者がどのように活用することでプロダクトガバナンスが向上すると考えられるのか、実務に即したより具体的かつ精緻な検討が必要と思料される）。	販売会社から、顧客からの苦情や販売状況等の情報提供を受けることで、組成会社において、想定顧客属性と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と考えます。
89	「情報連携すべき内容は、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。」との記載があるが、これらの情報収集や販売状況の集計には相当の労力を要するため、限られた一定の金融商品に対象を限定すべき。また、顧客に対する守秘義務や企業秘密の観点からも、販売会社が組成業者に対して提供できる情報については制約がある。	情報連携のあり方については、ご指摘の守秘義務や企業秘密の観点も含めて、組成会社・販売会社双方の自主規制機関等が連携し、商品の複雑さやリスク等の金融商品の特性等に応じて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て実務的な検討が行われることを期待します。
90	(注2)にて、「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。」とあるが、1. 販売会社が情報提供を行わない場合、2. 販売会社が情報提供すべき内容を充足できず、一部の内容について情報提供を行う場合、それぞれのケースにおいて「金融商品の販売方法の見直し」とは、具体的にどのような見直しを想定されているのか。	本原則はプリンシップルベース・アプローチを採用していることから、具体的な対応については金融事業者において主体的に検討されるべきですが、例えば、商品の複雑さやリスク等の特性等を踏まえて情報連携が必要と考えられる金融商品について、金融商品の販売に携わる金融事業者が情報提供に応じず、こうした情報提供が受けられることで、組成会社として必要な想定顧客属性の検証を行うことが困難な場合等においては、こうした金融商品の販売に携わる金融事業者には金融商品の提供を行わない等の対応も含まれると考えられます。
91	補充原則4(注2)に「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」とありますが、組成会社が販売方法の見直しを検討するとは、どのようなことでしょうか。	貴重なご意見として承ります。
92	「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	本原則はプリンシップルベース・アプローチを採用していることから、具

	すべきである。」との記載があるが、販売会社が提供した情報が組成業者において有効活用されているのかを確認するためにも、こうした還元は必須。ただ、還元すべき内容と還元できない内容について、ある程度は明確化しておくことが望ましい。	体的な対応については金融事業者において主体的に検討されるべきと考えます。
--	--	--------------------------------------

補充原則4.（注3）外部委託先の運用の検証

93	運用の外部委託先には、ファンド・オブ・ファンズの投資対象ファンドの運用会社は含まれないと理解でよいか。ファンド・オブ・ファンズの運用会社においては、自社商品の商品性に適った投資対象ファンドであることを検証し、必要に応じて投資対象ファンドの除外・入替を行うことが必要だと考えるが、これはあくまで自社商品の検証（補充原則4（注1））の一環として行うものであり、個々の投資対象ファンドについて自社商品と同等の検証を行うことや、他の運用会社に対して投資対象ファンドの改善・見直しを求めること、販売会社から得た情報を他の運用会社に連携することなどは求められていないことを確認したい。	ご指摘のような、他の運用業者の運用ファンドを投資対象として組み入れる場合は、基本的には、本注記に記載の「運用の外部委託を行う場合」には該当しないものと考えますが、いずれにしても本補充原則の趣旨を踏まえて、具体的な対応については金融事業者において主体的に検討されるべきと考えます。
----	--	---

補充原則5.【顧客に対する分かりやすい情報提供】

94	仕組債については運用体制について情報提供することが馴染まない金融商品であると考えられるため、その限りにおいては本原則の適用対象外となるとの理解でよいか。	個別の金融商品の性格や商品性等により、補充原則の中には適用されることが馴染まないものがある場合もあり、具体的な対応については金融事業者において主体的に検討されるべきと考えます。
95	補充原則5にも補充原則2（注1）「第三者機関等からの意見を取り入れる仕組みも検討」と同様の下りを盛り込む必要があると思います。 金融商品組成会社が「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」と言っても、金融商品組成会社が自らのプロダクトガバナンス体制が有効に機能していないとは言うことはあり得ず、顧客が同体制の有効性を判断するためにも第三者機関の意見が必要と思われます。	ご指摘のような第三者機関の意見を取り入れることも有効と考えますが、具体的な対応については金融事業者において主体的に検討されるべきと考えます。
96	補充原則3・4のとおり、組成時から組成後にわたって継続的に検証することについては賛成であり、当該検証結果についても顧客（想定顧客を含む）に分かり易く情報提供すべきと考えます。なお、インターネット取	貴重なご意見として承ります。

	<p>引が主流になることを想定すると、インターネット取引による「情報提供」と「説明」の区別（双方向性の有無等）や、インターネット取引における分かりやすい「情報提供」、「説明」の方法等についても検討が進められていくべきと考えます。</p>	
補充原則5.（注1）商品性に応じた情報提供		
97	<p>「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。」とあるが、提供を受ける顧客からすれば、提供方法は統一したほうが良いのではないか。</p>	<p>顧客への情報提供のあり方については様々な方法があり得るため、顧客に対する分かりやすい情報提供を行う観点から、各金融事業者における創意工夫ある取組みが期待されます。</p>
98	<p>運用を行う者の判断が重要となる金融商品の運用体制についての情報提供は、「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すること」か、「運用チームの構成や業務実績等を情報提供すること」のいずれかが求められており、後者を実施する場合は、必ずしも運用責任者や運用チームの構成員等の氏名を公表することは求められていないとの理解でよいか。</p>	<p>貴見のとおりです。 なお、本原則はプリンシップベース・アプローチを採用していることから、具体的な対応については金融事業者において主体的に検討されるべきと考えます。</p>
99	<p>昨今、SNSでの誹謗中傷やカスタマーハラスメントが社会的な問題となっており、接客業やバス・タクシーなどで従業員の名札掲示を取りやめるなどの動きもある中、顧客資産の損益に多大な影響を与える運用責任者等は、氏名を公表することで誹謗中傷の対象となる可能性が特に高いのではないかと懸念する。また、FD原則はあくまでプリンシップベースではあるものの、一方で金サ法にて最善利益義務が課されるようになることもあり、金融事業者が、FD原則の内容をそのまま実行しようと、運用責任者等に氏名公表を事実上強制するようなことが起きるのではないかと懸念する。加えて、金融事業者側からの要請に基づき氏名公表した運用責任者等が誹謗中傷を受けた場合には、氏名公表について運用責任者等の同意があったとしても、金融事業者の企業としての安全配慮義務違反が問われるおそれがあるのではないかと考える。金融庁として、運用責任者等の氏</p>	<p>補充原則5（注1）に記載のとおり、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、投資判断を行うに当たって重要であると考えます。 一方で、ご懸念のようなリスクもあるため、本注記においては、「本人の同意の下」で情報提供すべきである旨、明記しています。 いずれにしても、具体的な対応については金融事業者において主体的に検討されるべきと考えます。</p>

	<p>名公表による誹謗中傷の懸念や金融事業者の安全配慮義務について、どのように考えているのかを確認したい。また、そこに明確な考え方や対策が無いのであれば、本補充原則にて運用責任者等の氏名公表を推奨するような記載は避けるべきであると考える。</p> <p>(なお、自身が運用するファンドをアピールするためや、業界内での自身の地位向上を図るなどの目的をもって、運用責任者等が自ら希望して氏名を公表することを否定するものではない。)</p>	
100	<p>「金融審議会 市場制度ワーキング・グループ報告書」脚注7に「投資信託については、本補充原則の全てが妥当すると考えられる一方、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の指摘があった」との記載があるが、この点について、あらためて貴庁の考え方を伺いたい。</p>	<p>個別の金融商品の性格や商品性等により、補充原則の中には適用されることが馴染まないものがある場合もあり、具体的な対応については金融事業者において主体的に検討されるべきと考えます。</p>
補充原則5.（注2）商品性に関する情報提供		
101	<p>金融商品の商品性に関するわかりやすい情報提供を行う際の媒体については、販売用資料や自社ウェブサイト等で問題ないか。また、仮に目論見書で行うこととした場合は、情報量が相応に多くなることも予想されるため請求目論見書のみでの情報提供で差し支えないか。</p>	<p>本原則はプリンシップベース・アプローチを採用していることから、具体的な対応については金融事業者において主体的に検討されるべきですが、投資家による情報へのアクセスのしやすさ等を踏まえて、適切に判断されるべきと考えます。</p>
その他		
102	<p>改定案について、総論的に賛成します。顧客本位TF中間報告で課題となっていたプロダクトガバナンスについて、「補充原則」という形であるとはいえ、その内容が具体化されたことは、大きな意義があると考えます。</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p>
103	<p>貴庁におかれでは各種提言や市場制度ワーキング・グループでの議論等を踏まえてより一層実効性あるプロダクトガバナンスの推進に努めておられ、今般の原則の改定による補充原則の追加についても大変有意義な取り組みと考える。賛意を示したい。</p>	
104	<p>多くの金融機関は、自社の若手に金融商品を多く販売するよう厳しい</p>	

	ノルマを課しており、ノルマを達成するために、結果として高齢者や情報弱者を騙して、儲からない金融商品を無理やり販売しているのが実態だと思う。販売を仲介する金融機関自身が儲からないと分かっているものを「金融商品への投資は自己責任」を免罪符に売りつける行為は、詐欺と何ら変わらないと思う。無理な売り込みを法律で禁止したり、自社で販売する金融商品を一定額自社で保有することを義務付けたりして欲しい。自社では絶対に買わないものを、他人に売りつける行為は明らかにおかしい。	
105	金融商品買わす前に顧客の金融知識を確かめる試験をさせるべき。一定水準以下の顧客にはお帰り頂くのが眞の顧客本位の業務運営。アホには定期預金と宝くじで十分です。	
106	世間を騒がせている不正な情報共有事案について、これこそ顧客本位に悖る背信行為なわけだが、この事案反省が盛り込まれていなくて、実効性を保てるのか、見解をお示し願う。	
107	金融や保険関係には詐欺紛いの物を勧めてくる人が居るので規制や罰則を強化すべき。金融はリスク説明をあまり行わず顧客が必ず得をするかのように金融商品を勧める者が居る。保険は当初の契約内容を保険屋側が勝手に変更し保険金を支払わない等の後だしじゃんけんを出来ないようにすべき。	
108	金融サービス提供法の改正に伴い、幅広い金融商品の販売業者が顧客等の最善の利益の勘案義務の対象となることとなった。これにあわせて、資金移動業者や暗号資産交換業者などの製販という概念を観念しづらい金融事業者にも採択しやすい内容に原則を見直してはどうか。	
109	例えばA社の株式の購入を顧客に薦める場合は薦める主体である金融業者も購入(保有)する等して顧客とリスク共有し金融取引を行るべき。	
110	株式公開後、株価が駄々下がり(株価10分の1)等の所謂上場ゴール企業が多すぎるので非上場企業の株式を勧めるのを禁止すべき。	

金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針（新旧対照表）

改正後	現行
II. 金融商品取引業者等の監督に係る事務処理上の留意点	II. 金融商品取引業者等の監督に係る事務処理上の留意点
II-1 監督事務に係る基本的考え方	II-1 監督事務に係る基本的考え方
II-1-5 監督部局間の連携	II-1-5 監督部局間の連携
(1) (略)	(1) (略)
(2) 管轄財務局長との連絡調整	(2) 管轄財務局長との連絡調整
①～④ (略)	①～④ (略)
⑤ 金融庁長官又は財務局長は、自らが所管する金融商品取引業者等のうち、他の財務局長が管轄する区域に所在する金融商品仲介業者等（金融商品仲介業者及び金融サービス仲介業者（ <u>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</u> （以下「 <u>金融サービス提供法</u> 」という。）第11条第6項に規定する金融サービス仲介業者をいい、有価証券等仲介業務（同条第4項に規定する有価証券等仲介業務をいう。以下同じ。）を行う者に限る。以下同じ。）をいう。以下同じ。）に業務の委託を行っている金融商品取引業者等がある場合においては、当該金融商品仲介業者等を所管する財務局長に、当該金融商品仲介業者等の監督に資するため必要な情報を提供するなど、連携に努めるものとする。	⑤ 金融庁長官又は財務局長は、自らが所管する金融商品取引業者等のうち、他の財務局長が管轄する区域に所在する金融商品仲介業者等（金融商品仲介業者及び金融サービス仲介業者（ <u>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</u> 第11条第6項に規定する金融サービス仲介業者をいい、有価証券等仲介業務（同条第4項に規定する有価証券等仲介業務をいう。以下同じ。）を行う者に限る。以下同じ。）に業務の委託を行っている金融商品取引業者等がある場合においては、当該金融商品仲介業者等を所管する財務局長に、当該金融商品仲介業者等の監督に資するため必要な情報を提供するなど、連携に努めるものとする。
III. 監督上の評価項目と諸手続（共通編）	III. 監督上の評価項目と諸手続（共通編）
III-2 業務の適切性（共通編）	III-2 業務の適切性（共通編）
III-2-1 法令等遵守態勢	III-2-1 法令等遵守態勢

改正後	現行
<p>Ⅲ－2－2 金融商品事故等に対する監督上の対応</p> <p>Ⅲ－2－3 顧客の最善の利益の確保</p> <p>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）</p> <p>(1) 主な着眼点</p> <p>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。</p> <p>(2) 監督手法・対応</p> <p>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</p>	<p>Ⅲ－2－2 金融商品事故等に対する監督上の対応</p> <p>(新設)</p> <p>(新設)</p>

改正後	現行
<p>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。</p>	
<p><u>III-2-3-2 勧誘・説明態勢</u></p>	<p><u>III-2-3 勧誘・説明態勢</u></p>
<p><u>III-2-3-2-1 適合性原則</u></p>	<p><u>III-2-3-1 適合性原則・誠実公正義務</u></p>
<p><u>III-2-3-2-2～III-2-3-2-3 (略)</u></p>	<p><u>III-2-3-2～III-2-3-3 (略)</u></p>
<p><u>III-2-3-2-4 顧客に対する説明態勢</u></p>	<p><u>III-2-3-4 顧客に対する説明態勢</u></p>
<p>(略)</p>	<p>(略)</p>
<p>(1) (略)</p>	<p>(1) (略)</p>
<p>(2) 説明書類に係る留意事項</p>	<p>(2) 説明書類に係る留意事項</p>
<p>① 金商法第46条の4又は第47条の3に規定する説明書類（<u>III-2-3-2-4 (2)</u> 及びV-2-2-2 (2)において「説明書類」という。）については、常に、顧客の求めに応じ閲覧できる状態にあるよう金融商品取引業者に指示するものとする。その際、可能な限りインターネットを利用して表示するよう促すものとする。</p>	<p>① 金商法第46条の4又は第47条の3に規定する説明書類（<u>III-2-3-4 (2)</u>、<u>III-3-1 (10)</u> 及びV-2-2-2 (2)において「説明書類」という。）については、常に、顧客の求めに応じ閲覧できる状態にあるよう金融商品取引業者に指示するものとする。その際、可能な限りインターネットを利用して表示するよう促すものとする。</p>
<p>② (略)</p>	<p>② (略)</p>
<p>IV. 監督上の評価項目と諸手続（第一種金融商品取引業）</p>	<p>IV. 監督上の評価項目と諸手続（第一種金融商品取引業）</p>
<p>IV-1 経営管理（第一種金融商品取引業）</p>	<p>IV-1 経営管理（第一種金融商品取引業）</p>
<p>IV-1-3 利益相反管理体制の整備</p>	<p>IV-1-3 利益相反管理体制の整備</p>
<p>(1) 利益相反管理体制の整備に関する基本的な考え方</p>	<p>(1) 利益相反管理体制の整備に関する基本的な考え方</p>
<p>金融機関の提供するサービスの多様化や、業態を跨ぐ形での</p>	<p>金融機関の提供するサービスの多様化や、業態を跨ぐ形での</p>

改正後	現行
<p>国際的なグループ化の進展に伴い、金融機関内又は金融グループ内において、競合・対立する複数の利益が存在し、利益相反が発生するおそれが高まっている。こうした状況を踏まえ、証券会社等（第一種金融商品取引業（有価証券関連業に限る。）を行う者をいう。以下同じ。）においても、顧客の利益が不当に害されることのないよう、各証券会社等及びグループ会社の業務の内容・特性・規模等に応じ、利益相反のおそれのある取引を管理することが求められている。</p> <p>こうしたことから、<u>金商法第36条第1項</u>に基づき、証券会社等が自社及びその子金融機関等における適切な利益相反管理体制を整備することが重要である。</p> <p>なお、証券会社等は、一定の条件の下で、その親法人等又は子法人等（以下「親子法人等」という。）との間で非公開情報の授受を行うことが認められている。これを踏まえ、当該証券会社等及びその金融グループ内において行う全ての業務（金融商品取引業以外の業務を含む。）に関して生じ得る利益相反に留意した経営管理を行うことが望ましい。また、その際には、顧客の利益を直接的に害するおそれ以外にも、証券会社等又は金融グループとしてのレビューテーション・リスク（社会的評価又は金融市場における信用が傷つくりスクをいう。以下同じ。）が顕在化するおそれにも留意した経営管理が行われることが望ましい。</p> <p>一方、証券会社等のグループ会社の中には、当該証券会社等の顧客とは無関係の業務を行っているものがあり得ることも踏</p>	<p>国際的なグループ化の進展に伴い、金融機関内又は金融グループ内において、競合・対立する複数の利益が存在し、利益相反が発生するおそれが高まっている。こうした状況を踏まえ、証券会社等（第一種金融商品取引業（有価証券関連業に限る。）を行う者をいう。以下同じ。）においても、顧客の利益が不当に害されることのないよう、各証券会社等及びグループ会社の業務の内容・特性・規模等に応じ、利益相反のおそれのある取引を管理することが求められている。</p> <p>こうしたことから、<u>金商法第36条第2項</u>に基づき、証券会社等が自社及びその子金融機関等における適切な利益相反管理体制を整備することが重要である。</p> <p>なお、証券会社等は、一定の条件の下で、その親法人等又は子法人等（以下「親子法人等」という。）との間で非公開情報の授受を行うことが認められている。これを踏まえ、当該証券会社等及びその金融グループ内において行う全ての業務（金融商品取引業以外の業務を含む。）に関して生じ得る利益相反に留意した経営管理を行うことが望ましい。また、その際には、顧客の利益を直接的に害するおそれ以外にも、証券会社等又は金融グループとしてのレビューテーション・リスク（社会的評価又は金融市場における信用が傷つくりスクをいう。以下同じ。）が顕在化するおそれにも留意した経営管理が行われることが望ましい。</p> <p>一方、証券会社等のグループ会社の中には、当該証券会社等の顧客とは無関係の業務を行っているものがあり得ることも踏</p>

改正後	現行
<p>まえれば、証券会社等が行う利益相反管理の水準・深度は、必ずしも同一である必要はないと考えられる。また、証券会社等がグループ会社との間で非公開情報を共有しない措置を講じている場合は、当該グループ会社との間の利益相反管理について、必要十分な措置を講じていると認められる場合があると考えられる。このように、証券会社等がグループ内で利益相反管理の水準・深度に差異を設ける場合には、対外的に十分な説明が求められることに留意する必要がある。</p>	<p>まえれば、証券会社等が行う利益相反管理の水準・深度は、必ずしも同一である必要はないと考えられる。また、証券会社等がグループ会社との間で非公開情報を共有しない措置を講じている場合は、当該グループ会社との間の利益相反管理について、必要十分な措置を講じていると認められる場合があると考えられる。このように、証券会社等がグループ内で利益相反管理の水準・深度に差異を設ける場合には、対外的に十分な説明が求められることに留意する必要がある。</p>
<p>また、証券会社等が行うこととされている利益相反管理を当該証券会社等の親会社等が行っている場合であっても、当該証券会社等がその管理方法や実施状況を適確に把握し、かつ、必要に応じ適切に関与している場合には、必要十分な措置を講じていると認められる場合があると考えられる。</p>	<p>また、証券会社等が行うこととされている利益相反管理を当該証券会社等の親会社等が行っている場合であっても、当該証券会社等がその管理方法や実施状況を適確に把握し、かつ、必要に応じ適切に関与している場合には、必要十分な措置を講じていると認められる場合があると考えられる。</p>
<p>これらを踏まえ、以下のような点に留意して監督するものとする。</p>	<p>これらを踏まえ、以下のような点に留意して監督するものとする。</p>
(2) ~ (6) (略)	(2) ~ (6) (略)
IV-3 業務の適切性（第一種金融商品取引業）	IV-3 業務の適切性（第一種金融商品取引業）
IV-3-5 電子募集取扱業務を行う金融商品取引業者に係る業務の適切性	IV-3-5 電子募集取扱業務を行う金融商品取引業者に係る業務の適切性
IV-3-5-2 電子募集取扱業務の適切性	IV-3-5-2 電子募集取扱業務の適切性
金融商品取引業者が、法第3条各号に掲げる有価証券又は金融商品取引所に上場されていない有価証券（金商法施行令第15条の4の2第1項に規定するものを除く。IV-3-5及びV-2-1	金融商品取引業者が、法第3条各号に掲げる有価証券又は金融商品取引所に上場されていない有価証券（金商法施行令第15条の4の2に規定するものを除く。IV-3-5及びV-2-4にお

改正後	現行
<p>4において同じ。)について、電子情報処理組織を使用する方法その他の情報通信の技術を利用する方法により募集若しくは売出しの取扱い又は私募若しくは特定投資家向け売付け勧誘等の取扱いを行う場合には、当該行為は電子募集取扱業務に該当する。電子募集取扱業務を行う金融商品取引業者の業務の適切性に関しては、以下の点に留意して検証することとする。</p>	<p>いて同じ。)について、電子情報処理組織を使用する方法その他の情報通信の技術を利用する方法により募集若しくは売出しの取扱い又は私募若しくは特定投資家向け売付け勧誘等の取扱いを行う場合には、当該行為は電子募集取扱業務に該当する。電子募集取扱業務を行う金融商品取引業者の業務の適切性に関しては、以下の点に留意して検証することとする。</p>
<p>IV-3-5-2-2 投資者保護のための情報提供</p> <p><u>電子募集取扱業務を行うときは、金商業等府令第146条の2第3項に規定する事項を、電子募集取扱業務を行う期間中、電子募集取扱業務を行う金融商品取引業者が作成するホームページ（当該業者が外部委託する場合を含む。IV-3-5及びV-2-4において同じ。）で投資者が閲覧できる状態に置く必要がある。当該事項の表示については、以下の点に留意するものとする。</u></p>	<p>IV-3-5-2-2 投資者保護のための情報提供</p> <p><u>電子募集取扱業務を行うにあたっては、投資者の投資判断に重要な影響を与える事項について、電子募集取扱業務を行う期間中、電子募集取扱業務を行う金融商品取引業者が作成するホームページ（当該業者が外部委託する場合を含む。IV-3-5及びV-2-4において同じ。）で投資者が閲覧することができる状態に置くことが必要とされている。このため、電子募集取扱業務については、以下の点に留意する。</u></p>
	<p>(1) 商号等の表示</p> <p><u>電子募集取扱業務を行うにあたって、金商法第36条の2第1項の規定により同項の標識に表示されるべき事項をホームページ上の見やすい箇所に表示しているか。また、第一種少額電子募集取扱業者（金商法第29条の4の2第9項に規定する第一種少額電子募集取扱業者をいう。以下同じ。）にあっては金商法第29条の4の2第8項に規定する事項をホームページ上の見やすい箇所に表示しているか。</u></p> <p>(2) 投資者の判断に重要な影響を与える事項の表示</p>

改正後	現行
<p>①～③ (略)</p>	<p><u>電子募集取扱業務を行うときは、金商業等府令第 146 条の 2 第 3 項に規定する事項をホームページで投資者が閲覧できる状態に置く必要がある。当該事項の表示については、以下の点に留意するものとする。</u></p>
<p>IV-3-5-3 電子申込型電子募集取扱業務等の適切性 IV-3-5-3-1 業務管理体制</p>	<p>①～③ (略)</p>
<p>(1) 発行者の事業計画等に係る適切な審査</p> <p>金商業等府令第 70 条の 2 第 2 項第 2 号に規定する事項の審査に関する適切な規程が整備され、実質的な審査が的確に行われているか。また、これらの審査結果を確実に検証できる体制が整備されているか。さらに、事業計画が合理的な根拠に基づいて作成されていること、及び、当該事業計画や発行者の財務状況に照らして、合理的な目標募集額が規定されているかについて適切な審査が行われる体制が整備されているか。</p>	<p>IV-3-5-3 電子申込型電子募集取扱業務等の適切性 IV-3-5-3-1 業務管理体制</p> <p>(1) 発行者の事業計画等に係る適切な審査</p> <p>金商業等府令第 70 条の 2 第 2 項第 3 号に規定する事項の審査に関する適切な規程が整備され、実質的な審査が的確に行われているか。また、これらの審査結果を確実に検証できる体制が整備されているか。さらに、事業計画が合理的な根拠に基づいて作成されていること、及び、当該事業計画や発行者の財務状況に照らして、合理的な目標募集額が規定されているかについて適切な審査が行われる体制が整備されているか。</p>
<p>加えて、親子法人等が発行する有価証券に係る電子申込型電子募集取扱業務等を行う場合にあっては、審査において、外部の有識者（過去 10 年以内に、当該審査を行う金融商品取引業者及びその親子法人等の役職員であった者を除く。）が関与することとなっている等、顧客の利益が不当に害されることのないよう必要な措置がとられているか。</p>	
<p>(2) 目標募集額の設定及び応募額の取扱いに関する留意点</p> <p>① 金商業等府令第 70 条の 2 第 2 項第 3 号に規定する「目標募</p>	<p>(2) 目標募集額の設定及び応募額の取扱いに関する留意点</p> <p>① 金商業等府令第 70 条の 2 第 2 項第 4 号に規定する「目標募</p>

改正後	現行
<p>集額に到達しなかった場合及び目標募集額を超過した場合の当該応募額の取扱いの方法」について、投資者に誤解を生じさせることのないように、わかりやすく明示することとしているか。例えば以下のような点に留意して検証することとする。</p> <p>イ・ロ (略)</p> <p>② 目標募集額に到達したときに限り当該有価証券が発行される方法を用いる場合において、例えば、応募額が目標募集額に到達した段階で応募代金の振込先口座を通知するなど、金商業等府令第70条の2第2項第4号に規定する「目標募集額に到達するまでの間、発行者が応募代金（これに類するものを含む。<u>第6号</u>及び<u>第83条第1項第6号ニ</u>において同じ。）の払込みを受けることがないことを確保するための措置」がとられているか。</p> <p>(3) 申込みの撤回等に関する留意点</p> <p>電子申込型電子募集取扱業務等において取り扱う有価証券の募集又は私募に関して、相手方<u>（特定投資家（法第34条の2第5項の規定により特定投資家以外の顧客とみなされる者を除き、法第34条の3第4項（法第34条の4第6項において準用する場合を含む。）の規定により特定投資家とみなされる者を含む。（3）において同じ。）を除く。（3）及びV-2-4-3-1（3）において同じ。）</u>が有価証券の取得の申込みをした日から起算して8日を下らない期間が経過するまでの間（以下「申込撤回期間」という。）において、相手方が当該申込みの撤回又は当該申込みに係る発行者との契約の解除（以下「申込みの撤回等」という。）を行うことができることを確認するための措置がとられているか。</p> <p>上記措置が十分に講じられているかを判断する際には、例えば、以下に掲げる事項に留意する必要がある。</p>	<p>集額に到達しなかった場合及び目標募集額を超過した場合の当該応募額の取扱いの方法」について、投資者に誤解を生じさせることのないように、わかりやすく明示することとしているか。例えば以下のような点に留意して検証することとする。</p> <p>イ・ロ (略)</p> <p>② 目標募集額に到達したときに限り当該有価証券が発行される方法を用いる場合において、例えば、応募額が目標募集額に到達した段階で応募代金の振込先口座を通知するなど、金商業等府令第70条の2第2項第5号に規定する「目標募集額に到達するまでの間、発行者が応募代金（これに類するものを含む。<u>第7号</u>及び<u>第83条第1項第6号ニ</u>において同じ。）の払込みを受けることがないことを確保するための措置」がとられているか。</p> <p>(3) 申込みの撤回等に関する留意点</p> <p>電子申込型電子募集取扱業務等において取り扱う有価証券の募集又は私募に関して、相手方が有価証券の取得の申込みをした日から起算して8日を下らない期間が経過するまでの間（以下「申込撤回期間」という。）において、相手方が当該申込みの撤回又は当該申込みに係る発行者との契約の解除（以下「申込みの撤回等」という。）を行うことができることを確認するための措置がとられているか。</p> <p>上記措置が十分に講じられているかを判断する際には、例えば、以下に掲げる事項に留意する必要がある。</p>

改正後	現行
<p>は当該申込みに係る発行者との契約の解除（以下「申込みの撤回等」という。）を行うことができることを確認するための措置がとられているか。</p> <p>上記措置が十分に講じられているかを判断する際には、例えば、以下に掲げる事項に留意する必要がある。</p> <p>① 申込撤回期間内は申込者（特定投資家を除く。V－2－4－3－1（3）①において同じ。）が無条件で申込みの撤回等を行えることとなっているか。例えば、申込みの撤回等があった場合において、電子申込型電子募集取扱業務等を行う金融商品取引業者又は発行者が、その申込みの撤回等に伴う違約金（損害賠償、手数料等の名目の如何を問わない。）の支払を請求することができることになっていないか。</p> <p>② 投資者（特定投資家を除く。V－2－4－3－1（3）②において同じ。）に対して、申込撤回期間内は申込みの撤回等を行えること、及び、申込みの撤回等を行うために必要な事項（申込みの撤回等の方法、手続き、連絡先及び既に応募代金の払込みを受けている場合においてはその返金方法等）について明確に表示しているか。</p> <p>（4）（略）</p> <p>IV－3－5－4 第一種少額電子募集取扱業務の適切性 第一種少額電子募集取扱業務（金商法第29条の4の2第9項に規定する第一種少額電子募集取扱業務をいう。以下同じ。）は、電子募集取扱業務のうち、有価証券（株券又は新株予約権証券（金</p>	<p>① 申込撤回期間内は申込者が無条件で申込みの撤回等を行えることとなっているか。例えば、申込みの撤回等があった場合において、電子申込型電子募集取扱業務等を行う金融商品取引業者又は発行者が、その申込みの撤回等に伴う違約金（損害賠償、手数料等の名目の如何を問わない。）の支払を請求することができることになっていないか。</p> <p>② 投資者に対して、申込撤回期間内は申込みの撤回等を行えること、及び、申込みの撤回等を行うために必要な事項（申込みの撤回等の方法、手続き、連絡先及び既に応募代金の払込みを受けている場合においてはその返金方法等）について明確に表示しているか。</p> <p>（4）（略）</p> <p>IV－3－5－4 第一種少額電子募集取扱業務の適切性 第一種少額電子募集取扱業務（金商法第29条の4の2第10項に規定する第一種少額電子募集取扱業務をいう。以下同じ。）は、電子募集取扱業務のうち、有価証券（株券又は新株予約権証券（金</p>

改正後	現行
<p>融商品取引所に上場されていないものに限り、金商法施行令第15条の4の2第1項第4号及び第5号に掲げる有価証券を除く。)をいう。IV-3-5-4において同じ。)の発行価額が少額であること等の要件を満たすもののみを行う金融商品取引業者について、第一種金融商品取引業の登録要件が一部緩和されたものである。第一種少額電子募集取扱業務の適切性に関しては、IV-3-5-2及びIV-3-5-3に準ずるほか、以下の点に留意して検証することとする。</p>	<p>融商品取引所に上場されていないものに限り、金商法施行令第15条の4の2第4号及び第5号に掲げる有価証券を除く。)をいう。IV-3-5-4において同じ。)の発行価額が少額であること等の要件を満たすもののみを行う金融商品取引業者について、第一種金融商品取引業の登録要件が一部緩和されたものである。第一種少額電子募集取扱業務の適切性に関しては、IV-3-5-2及びIV-3-5-3に準ずるほか、以下の点に留意して検証することとする。</p>
<p>IV-3-5-4-1 勧誘・説明態勢</p>	<p>IV-3-5-4-1 勧誘・説明態勢</p>
<p>(1) 着眼点</p> <p>第一種少額電子募集取扱業者(金商法第29条の4の2第8項に規定する第一種少額電子募集取扱業者をいう。以下同じ。)の行う有価証券の募集の取扱い又は私募の取扱いは、金商業等府令第6条の2各号に掲げる情報通信の技術を利用する方法によってのみ行われるものであるため、当該第一種少額電子募集取扱業者が当該方法以外の方法による有価証券の取得勧誘(例えば、電話や個別訪問による勧誘が該当する。)を行うことはできない。従って、第一種少額電子募集取扱業者が当該方法以外の方法による取得勧誘を行う場合には、金商法第29条の4の2の特例は適用されず、当該第一種少額電子募集取扱業者は金商法の登録を受けずに第一種金融商品取引業を行うことになることに留意する必要がある。</p> <p>(2) (略)</p>	<p>(1) 着眼点</p> <p>第一種少額電子募集取扱業者の行う有価証券の募集の取扱い又は私募の取扱いは、金商業等府令第6条の2各号に掲げる情報通信の技術を利用する方法によってのみ行われるものであるため、当該第一種少額電子募集取扱業者が当該方法以外の方法による有価証券の取得勧誘(例えば、電話や個別訪問による勧誘が該当する。)を行うことはできない。従って、第一種少額電子募集取扱業者が当該方法以外の方法による取得勧誘を行う場合には、金商法第29条の4の2の特例は適用されず、当該第一種少額電子募集取扱業者は金商法の登録を受けずに第一種金融商品取引業を行うことになることに留意する必要がある。</p> <p>(2) (略)</p>

改正後	現行
<p>IV-3-5-4-2 有価証券の発行価額の総額等に関する留意点</p> <p>(1) 基本的留意事項</p> <p>第一種少額電子募集取扱業者については、その取り扱う募集又は私募に係る有価証券（第一種少額電子募集取扱業務としてその募集の取扱い又は私募の取扱いが行われるものに限る。）及び（3）において同じ。）の発行価額の総額が1億円以上となること及び当該有価証券を取得する者（特定投資家を除く。（2）及び（3）において同じ。）が払い込む額が50万円を超えることをそれぞれ防止するための必要かつ適切な措置がとられているか。</p> <p>上記措置が十分に講じられているかを判断する際には、例えば、以下に掲げる事項に留意する必要がある。</p> <p>① 金商業等府令第16条の<u>2</u>第1項の規定に基づく算定方法について、募集又は私募に係る有価証券の発行者が、当該募集又は私募を開始する日前1年以内に他の金融商品取引業者を通じて、又は金商法第2条第8項第7号に掲げる方法により当該有価証券と同一の種類の有価証券を発行していないか（発行している場合にはその具体的な発行価額）について、例えば計算書類等を確認するとともに、必要に応じヒアリングを行う等により、有価証券の取得勧誘を開始する前に当該事情の有無を適切な方法により確認しているか。</p> <p>② 金商業等府令第16条の<u>2</u>第2項の規定に基づく算定方法</p>	<p>IV-3-5-4-2 有価証券の発行価額の総額等に関する留意点</p> <p>(1) 基本的留意事項</p> <p>第一種少額電子募集取扱業者については、その取り扱う募集又は私募に係る有価証券（第一種少額電子募集取扱業務としてその募集の取扱い又は私募の取扱いが行われるものに限る。）及び（3）において同じ。）の発行価額の総額が1億円以上となること及び当該有価証券を取得する者（特定投資家を除く。（2）及び（3）において同じ。）が払い込む額が50万円を超えることをそれぞれ防止するための必要かつ適切な措置がとられているか。</p> <p>上記措置が十分に講じられているかを判断する際には、例えば、以下に掲げる事項に留意する必要がある。</p> <p>① 金商業等府令第16条の<u>3</u>第1項の規定に基づく算定方法について、募集又は私募に係る有価証券の発行者が、当該募集又は私募を開始する日前1年以内に他の金融商品取引業者を通じて、又は金商法第2条第8項第7号に掲げる方法により当該有価証券と同一の種類の有価証券を発行していないか（発行している場合にはその具体的な発行価額）について、例えば計算書類等を確認するとともに、必要に応じヒアリングを行う等により、有価証券の取得勧誘を開始する前に当該事情の有無を適切な方法により確認しているか。</p> <p>② 金商業等府令第16条の<u>3</u>第2項の規定に基づく算定方法</p>

改正後	現行
<p>に関して、募集又は私募に係る有価証券の投資者が、当該募集又は私募を開始する日前1年以内に、同一の発行者により発行された当該有価証券と同一の種類の有価証券を取得していないか（取得している場合にその具体的な取得価額を確認できる場合についてはその額）について適切な方法により確認しているか。</p>	<p>に関して、募集又は私募に係る有価証券の投資者が、当該募集又は私募を開始する日前1年以内に、同一の発行者により発行された当該有価証券と同一の種類の有価証券を取得していないか（取得している場合にその具体的な取得価額を確認できる場合についてはその額）について適切な方法により確認しているか。</p>
V. 監督上の評価項目と諸手続（第二種金融商品取引業）	V. 監督上の評価項目と諸手続（第二種金融商品取引業）
V-2 業務の適切性（第二種金融商品取引業）	V-2 業務の適切性（第二種金融商品取引業）
V-2-3 みなし第二種金融商品取引業に係る業務の適切性	V-2-3 みなし第二種金融商品取引業に係る業務の適切性
(1) (略)	(1) (略)
(2) (1) 以外の場合	(2) (1) 以外の場合
①～③ (略)	①～③ (略)
④ 金商業等府令第16条の <u>3</u> 第2項各号に掲げる事項が有価証券の譲渡に係る契約に定められていることを確認しているか。	④ 金商業等府令第16条の <u>5</u> 第2項各号に掲げる事項が有価証券の譲渡に係る契約に定められていることを確認しているか。
⑤～⑦ (略)	⑤～⑦ (略)
V-2-4 <u>電子募集業務又は電子募集取扱業務を行う金融商品取引業者に係る業務の適切性</u>	V-2-4 <u>電子募集取扱業務を行う金融商品取引業者に係る業務の適切性</u>
V-2-4-1 <u>電子募集業務又は電子募集取扱業務を行う金融商品取引業者に対する基本的考え方</u>	V-2-4-1 <u>電子募集取扱業務を行う金融商品取引業者に対する基本的考え方</u>
電子募集業務（金商法第29条の2第1項第6号に規定する電子募集業務をいう。以下同じ。）又は電子募集取扱業務を行う金融商品取引業者については、インターネット上の情報が投資者の投資判断に影響を及ぼすことが想定されることから、投資者保護の観点からインターネットを通じ	

改正後	現行
<p>資判断に影響を及ぼすことが想定されることから、投資者保護の観点からインターネットを通じて適切な情報提供を行うことが求められる。当該業者に対しては、以下で示す留意点を踏まえて監督するものとする。</p>	<p>て適切な情報提供を行うことが求められる。当該業者に対しては、以下で示す留意点を踏まえて監督するものとする。</p>
<p>V－2－4－2 電子募集業務又は電子募集取扱業務の適切性</p>	<p>V－2－4－2 電子募集取扱業務の適切性</p>
<p><u>金融商品取引業者が、法第3条各号に掲げる有価証券又は金融商品取引所に上場されていない有価証券について、電子情報処理組織を使用する方法その他の情報通信の技術を利用する方法により募集若しくは売出し又は私募若しくは特定投資家向け売付け勧誘等（金商法施行令第15条の4の2第2項で定めるものを除く。）を行う場合には、当該行為は電子募集業務に該当する。</u></p>	<p><u>金融商品取引業者が、法第3条各号に掲げる有価証券又は金融商品取引所に上場されていない有価証券について、電子情報処理組織を使用する方法その他の情報通信の技術を利用する方法により募集若しくは売出しの取扱い又は私募若しくは特定投資家向け売付け勧誘等の取扱いを行う場合には、当該行為は電子募集取扱業務に該当する。電子募集取扱業務を行う金融商品取引業者の業務の適切性に関しては、以下の点に留意して検証することとする。</u></p>
<p>また、金融商品取引業者が、法第3条各号に掲げる有価証券又は金融商品取引所に上場されていない有価証券について、電子情報処理組織を使用する方法その他の情報通信の技術を利用する方法により募集若しくは売出しの取扱い又は私募若しくは特定投資家向け売付け勧誘等の取扱いを行う場合には、当該行為は電子募集取扱業務に該当する。</p>	
<p><u>電子募集業務又は電子募集取扱業務を行う金融商品取引業者の業務の適切性に関しては、以下の点に留意して検証することとする。</u></p>	
<p>V－2－4－2－1 法令等遵守態勢</p>	<p>V－2－4－2－1 法令等遵守態勢</p>
<p>電子募集業務又は電子募集取扱業務を行う金融商品取引業者</p>	<p>電子募集取扱業務を行う金融商品取引業者のコンプライアン</p>

改正後	現行
<p>のコンプライアンス態勢については、基本的にはⅢ－2－1における態勢整備の着眼点及び監督手法をもって対応することとするが、それ以外にも、自主規制機関の策定する自主規制ルールの遵守状況も含めた幅広い検証を行うこととする。</p>	<p>ス態勢については、基本的にはⅢ－2－1における態勢整備の着眼点及び監督手法をもって対応することとするが、それ以外にも、自主規制機関の策定する自主規制ルールの遵守状況も含めた幅広い検証を行うこととする。</p>
<p>V－2－4－2－2 勧誘・説明態勢</p> <p><u>電子募集業務又は電子募集取扱業務を行う金融商品取引業者は、組合契約等の概要や、ファンドが現に行っている事業の概要、当該契約に基づく権利のリスクに関する説明が、投資者に対して十分になされているかについて留意するものとする。</u></p>	<p>V－2－4－2－2 勧誘・説明態勢</p> <p><u>電子募集取扱業務を行う金融商品取引業者は、組合契約等の概要や、ファンドが現に行っている事業の概要、当該契約に基づく権利のリスクに関する説明が、投資者に対して十分になされているかについて留意するものとする。</u></p>
<p>V－2－4－2－3 投資者保護のための情報提供</p> <p><u>電子募集業務又は電子募集取扱業務を行うときは、金商業等府令第146条の2第3項に規定する事項を、電子募集業務又は電子募集取扱業務を行う期間中、電子募集業務又は電子募集取扱業務を行う金融商品取引業者が作成するホームページで投資者が閲覧できる状態に置く必要がある。当該事項の表示については、以下の点に留意するものとする。</u></p>	<p>V－2－4－2－3 投資者保護のための情報提供</p> <p><u>電子募集取扱業務を行うにあたっては、投資者の投資判断に重要な影響を与える事項について、電子募集取扱業務を行う期間中、電子募集取扱業務を行う金融商品取引業者が作成するホームページで投資者が閲覧することができる状態に置くことが必要とされている。このため、電子募集取扱業務については、以下の点に留意する。</u></p>
	<p>(1) 商号等の表示</p> <p><u>電子募集取扱業務を行うにあたって、金商法第36条の2第1項の規定により同項の標識に表示されるべき事項をホームページ上の見やすい箇所に表示しているか。また、第二種少額電子募集取扱業者(金商法第29条の4の3第2項に規定する第二種</u></p>

改正後	現行
<p>①・② (略)</p> <p>③ 当該事項をホームページに掲載する際には、<u>電子募集業務又は電子募集取扱業務を行う期間中、投資者が容易に当該事項を記載した箇所にアクセスできるような表示がなされているか。</u></p> <p>V－2－4－3 電子申込型電子募集業務等又は電子申込型電子募集取扱業務等の適切性 <u>電子申込型電子募集業務等（金商業等府令第70条の2第3項に規定する電子申込型電子募集業務等をいう。以下同じ。）又は電子申込型電子募集取扱業務等を行う金融商品取引業者については、発行者の事業計画に対する適切な審査及びインターネットを通じた適切な情報提供のための体制整備、並びにインターネットを通じた発行者や金融商品取引業者自身に関する情報の提供が義務付けられている。電子申込型電子募集業務等又は電子申込型電子募集取扱業務等の適切性に関しては、V－2－4－2のほか、以下の点に留意して検証することとする。</u></p>	<p><u>少額電子募集取扱業者をいう。以下同じ。）にあっては金商法第29条の4の3第3項に規定する事項をホームページ上の見やすい箇所に表示しているか。</u></p> <p><u>(2) 投資者の判断に重要な影響を与える事項の表示</u> <u>電子募集取扱業務を行うときは、金商業等府令第146条の2第3項に規定する事項をホームページで投資者が閲覧できる状態に置く必要がある。当該事項の表示については、以下の点に留意するものとする。</u></p> <p>①・② (略)</p> <p>③ 当該事項をホームページに掲載する際には、電子募集取扱業務を行う期間中、投資者が容易に当該事項を記載した箇所にアクセスできるような表示がなされているか。</p>

改正後	現行
<p>か、以下の点に留意して検証することとする。</p> <p>V－2－4－3－1 業務管理体制</p> <p>(1) 発行者の事業計画等に係る適切な審査</p> <p>金商業等府令第70条の2第2項<u>第2号</u>に規定する事項の審査に関する適切な規程が整備され、実質的な審査が的確に行われているか<u>(注)</u>。また、これらの審査結果を確實に検証できる体制が整備されているか。さらに、事業計画が合理的な根拠に基づいて作成されていること、及び、当該事業計画や発行者の財務状況に照らして、合理的な目標募集額が規定されているかについて適切な審査が行われる体制が整備されているか。</p> <p><u>加えて、電子申込型電子募集業務等又は親子法人等が発行する有価証券に係る電子申込型電子募集取扱業務等を行う場合にあっては、審査において、外部の有識者（過去10年以内に、当該審査を行う金融商品取引業者及びその親子法人等の役職員であった者を除く。）が関与することとなっている等、顧客の利益が不当に害されることのないよう必要な措置がとられているか。</u></p> <p><u>(注) 実質的な審査には、貸付事業等権利（法第29条の2第1項10号に規定する貸付事業等権利をいう。）に係る審査を行う場合であって、ファンドの目的、資金使途、スキーム等を勘案し、当該ファンドが出資対象事業（同号に規定する出資対象事業をいう。）に係る貸付先又は貸付債権の債務者（V－2－4－3－1において「貸付先等」という。）以外の者に対する資金供給を</u></p>	<p>V－2－4－3－1 業務管理体制</p> <p>(1) 発行者の事業計画等に係る適切な審査</p> <p>金商業等府令第70条の2第2項<u>第3号</u>に規定する事項の審査に関する適切な規程が整備され、実質的な審査が的確に行われているか。また、これらの審査結果を確實に検証できる体制が整備されているか。さらに、事業計画が合理的な根拠に基づいて作成されていること、及び、当該事業計画や発行者の財務状況に照らして、合理的な目標募集額が規定されているかについて適切な審査が行われる体制が整備されているか。</p>

改正後	現行
<p><u>目的とするファンドと認められる場合における、これらの貸付先等以外の者に関する審査も含まれる。</u></p> <p>(2) 目標募集額の設定及び応募額の取扱いに関する留意点</p> <p>① 金商業等府令第70条の2第2項第3号に規定する「目標募集額に到達しなかった場合及び目標募集額を超過した場合の当該応募額の取扱いの方法」について、投資者に誤解を生じさせることのないように、わかりやすく明示することとしているか。例えば以下のような点に留意して検証することとする。</p> <p>イ・ロ (略)</p> <p>② 目標募集額に到達したときに限り当該有価証券が発行される方法を用いる場合において、例えば、応募額が目標募集額に到達した段階で応募代金の振込先口座を通知するなど、金商業等府令第70条の2第2項第4号に規定する「目標募集額に到達するまでの間、発行者が応募代金（これに類するものを含む。<u>第6号</u>及び<u>第83条第1項第6号ニ</u>において同じ。）の払込みを受けることがないことを確保するための措置」がとられているか。</p> <p>(3) 申込みの撤回等に関する留意点</p> <p><u>電子申込型電子募集業務等又は電子申込型電子募集取扱業務等</u>において取り扱う有価証券の募集又は私募に関して、申込撤回期間において、相手方が申込みの撤回等を行うことができることを確認するための措置がとられているか。</p> <p>上記措置が十分に講じられているかを判断する際には、例え</p>	<p>(2) 目標募集額の設定及び応募額の取扱いに関する留意点</p> <p>① 金商業等府令第70条の2第2項第4号に規定する「目標募集額に到達しなかった場合及び目標募集額を超過した場合の当該応募額の取扱いの方法」について、投資者に誤解を生じさせることのないように、わかりやすく明示することとしているか。例えば以下のような点に留意して検証することとする。</p> <p>イ・ロ (略)</p> <p>② 目標募集額に到達したときに限り当該有価証券が発行される方法を用いる場合において、例えば、応募額が目標募集額に到達した段階で応募代金の振込先口座を通知するなど、金商業等府令第70条の2第2項第5号に規定する「目標募集額に到達するまでの間、発行者が応募代金（これに類するものを含む。<u>第7号</u>及び<u>第83条第1項第6号ニ</u>において同じ。）の払込みを受けることがないことを確保するための措置」がとられているか。</p> <p>(3) 申込みの撤回等に関する留意点</p> <p>電子申込型電子募集取扱業務等において取り扱う有価証券の募集又は私募に関して、申込撤回期間において、相手方が申込みの撤回等を行うことができることを確認するための措置がとられているか。</p> <p>上記措置が十分に講じられているかを判断する際には、例え</p>

改正後	現行
<p>ば、以下に掲げる事項に留意する必要がある。</p> <p>① 申込撤回期間内は申込者が無条件で申込みの撤回等を行えることとなっているか。例えば、申込みの撤回等があった場合において、<u>電子申込型電子募集業務等若しくは電子申込型電子募集取扱業務等</u>を行う金融商品取引業者又は発行者が、その申込みの撤回等に伴う違約金（損害賠償、手数料等の名目の如何を問わない。）の支払を請求することができることになっているいか。</p>	<p>ば、以下に掲げる事項に留意する必要がある。</p> <p>① 申込撤回期間内は申込者が無条件で申込みの撤回等を行えることとなっているか。例えば、申込みの撤回等があった場合において、<u>電子申込型電子募集取扱業務等</u>を行う金融商品取引業者又は発行者が、その申込みの撤回等に伴う違約金（損害賠償、手数料等の名目の如何を問わない。）の支払を請求することができることになっていないか。</p>
<p>② (略)</p> <p>(4) 事業の状況についての情報提供の確保</p>	<p>② (略)</p> <p>(4) 事業の状況についての情報提供の確保</p>
<p>発行者の事業の状況についての情報を、発行者が顧客に対して定期的に提供できることを確認するための措置がとられているか（例えば、<u>電子申込型電子募集業務等</u>を行う金融商品取引業者自身が、<u>発行者として自らのホームページ又は電子メールによる送付を通じて投資者に対する開示を行う方法</u>や発行者の事業に係る報告書等を<u>電子申込型電子募集取扱業務等</u>を行う金融商品取引業者が受領し、当該金融商品取引業者のホームページ又は電子メールによる送付を通じて投資者に対する開示を行う方法が考えられる。）。</p>	<p>発行者の事業の状況についての情報を、発行者が顧客に対して定期的に提供できることを確認するための措置がとられているか（例えば、<u>発行者の事業に係る報告書等を電子申込型電子募集取扱業務等</u>を行う金融商品取引業者が受領し、当該金融商品取引業者のホームページ又は電子メールによる送付を通じて投資者に対する開示を行う方法が考えられる。）。</p>
<p>V－2－4－4 第二種少額電子募集取扱業務の適切性</p> <p>第二種少額電子募集取扱業務（金商法第29条の4の3第3項に規定する第二種少額電子募集取扱業務をいう。以下同じ。）は、電子募集取扱業務のうち、有価証券（金商法第29条の4の3第3</p>	<p>V－2－4－4 第二種少額電子募集取扱業務の適切性</p> <p>第二種少額電子募集取扱業務（金商法第29条の4の3第4項に規定する第二種少額電子募集取扱業務をいう。以下同じ。）は、電子募集取扱業務のうち、有価証券（金商法第29条の4の3第4</p>

改正後	現行
<p>項に規定する有価証券をいう。V－2－4－4において同じ。)の発行価額が少額であること等の要件を満たすもののみを行う金融商品取引業者について、第二種金融商品取引業の登録要件が一部緩和されたものである。第二種少額電子募集取扱業務の適切性に関しては、V－2－4－2及びV－2－4－3に準ずるほか、以下の点に留意して検証することとする。</p>	<p>項に規定する有価証券をいう。V－2－4－4において同じ。)の発行価額が少額であること等の要件を満たすもののみを行う金融商品取引業者について、第二種金融商品取引業の登録要件が一部緩和されたものである。第二種少額電子募集取扱業務の適切性に関しては、V－2－4－2及びV－2－4－3に準ずるほか、以下の点に留意して検証することとする。</p>
V－2－4－4－1 勧誘・説明態勢	V－2－4－4－1 勘定・説明態勢
(1) 着眼点	(1) 着眼点
<p>第二種少額電子募集取扱業者(金商法第29条の4の3第2項に規定する第二種少額電子募集取扱業者をいう。以下同じ。)の行う有価証券の募集の取扱い又は私募の取扱いは、金商業等府令第6条の2各号に掲げる情報通信の技術を利用する方法によってのみ行われるものであるため、当該第二種少額電子募集取扱業者が当該方法以外の方法による有価証券の取得勧誘(例えば、電話や個別訪問による勧誘が該当する。)を行うことはできない。従って、第二種少額電子募集取扱業者が当該方法以外の方法による取得勧誘を行う場合には、金商法第29条の4の3の特例は適用されず、当該第二種少額電子募集取扱業者は金商法の登録を受けずに第二種金融商品取引業を行うことになることに留意する必要がある。</p>	<p>第二種少額電子募集取扱業者の行う有価証券の募集の取扱い又は私募の取扱いは、金商業等府令第6条の2各号に掲げる情報通信の技術を利用する方法によってのみ行われるものであるため、当該第二種少額電子募集取扱業者が当該方法以外の方法による有価証券の取得勧誘(例えば、電話や個別訪問による勧誘が該当する。)を行うことはできない。従って、第二種少額電子募集取扱業者が当該方法以外の方法による取得勧誘を行う場合には、金商法第29条の4の3の特例は適用されず、当該第二種少額電子募集取扱業者は金商法の登録を受けずに第二種金融商品取引業を行うことになることに留意する必要がある。</p>
(2) (略)	(2) (略)
V－2－4－4－2 有価証券の発行価額の総額等に関する留意	V－2－4－4－2 有価証券の発行価額の総額等に関する留意

改正後	現行
<p>点</p> <p>(1) 基本的留意事項</p> <p>第二種少額電子募集取扱業者については、その取り扱う募集又は私募に係る有価証券（第二種少額電子募集取扱業務としてその募集の取扱い又は私募の取扱いが行われるものに限る。）及び（3）において同じ。）の発行価額の総額が1億円以上となること及び当該有価証券を取得する者（特定投資家を除く。（2）及び（3）において同じ。）が払い込む額が50万円を超えることをそれぞれ防止するための必要かつ適切な措置がとられているか。</p> <p>上記措置が十分に講じられているかを判断する際には、例えば、以下に掲げる事項に留意する必要がある。</p> <p>① 金商業等府令第16条の<u>2</u>第1項の規定に基づく算定方法について、募集又は私募に係る有価証券の発行者が、当該募集又は私募を開始する日前1年以内に他の金融商品取引業者を通じて、又は金商法第2条第8項第7号に掲げる方法により当該有価証券と同一の種類の有価証券を発行していないか（発行している場合にはその具体的な発行価額）について、例えば計算書類等を確認するとともに、必要に応じヒアリングを行う等により、有価証券の取得勧誘を開始する前に当該事情の有無を適切な方法により確認しているか。</p> <p>② 金商業等府令第16条の<u>2</u>第2項の規定に基づく算定方法について、募集又は私募に係る有価証券の投資者が、当該募集又は私募を開始する日前1年以内に、同一の発行者により</p>	<p>点</p> <p>(1) 基本的留意事項</p> <p>第二種少額電子募集取扱業者については、その取り扱う募集又は私募に係る有価証券（第二種少額電子募集取扱業務としてその募集の取扱い又は私募の取扱いが行われるものに限る。）及び（3）において同じ。）の発行価額の総額が1億円以上となること及び当該有価証券を取得する者（特定投資家を除く。（2）及び（3）において同じ。）が払い込む額が50万円を超えることをそれぞれ防止するための必要かつ適切な措置がとられているか。</p> <p>上記措置が十分に講じられているかを判断する際には、例えば、以下に掲げる事項に留意する必要がある。</p> <p>① 金商業等府令第16条の<u>3</u>第1項の規定に基づく算定方法について、募集又は私募に係る有価証券の発行者が、当該募集又は私募を開始する日前1年以内に他の金融商品取引業者を通じて、又は金商法第2条第8項第7号に掲げる方法により当該有価証券と同一の種類の有価証券を発行していないか（発行している場合にはその具体的な発行価額）について、例えば計算書類等を確認するとともに、必要に応じヒアリングを行う等により、有価証券の取得勧誘を開始する前に当該事情の有無を適切な方法により確認しているか。</p> <p>② 金商業等府令第16条の<u>3</u>第2項の規定に基づく算定方法について、募集又は私募に係る有価証券の投資者が、当該募集又は私募を開始する日前1年以内に、同一の発行者により</p>

改正後	現行
<p>発行された当該有価証券と同一の種類の有価証券を取得していないか（取得している場合にその具体的な取得価額を確認できる場合についてはその額）について適切な方法により確認しているか。</p>	<p>発行された当該有価証券と同一の種類の有価証券を取得していないか（取得している場合にその具体的な取得価額を確認できる場合についてはその額）について適切な方法により確認しているか。</p>
<p>V－2－5 電子記録移転有価証券表示権利等を取り扱う金融商品取引業者に係る業務の適切性</p>	<p>V－2－5 電子記録移転有価証券表示権利等を取り扱う金融商品取引業者に係る業務の適切性</p>
<p>(1) 電子記録移転有価証券表示権利等を取り扱う金融商品取引業者については、電子記録移転有価証券表示権利等の設計の自由度の高さやその流通性に鑑みて、投資者保護の観点から適切に態勢整備を行うことが求められる。当該業者に対しては、V－2－1又はV－2－3に加え、IV－3－6を準用して監督するものとする。</p> <p>(注) 金融商品取引業者が<u>電子募集業務</u>又は<u>電子募集取扱業務</u>を行う場合にあっては、V－2－4もあわせて参照する。</p>	<p>(1) 電子記録移転有価証券表示権利等を取り扱う金融商品取引業者については、電子記録移転有価証券表示権利等の設計の自由度の高さやその流通性に鑑みて、投資者保護の観点から適切に態勢整備を行うことが求められる。当該業者に対しては、V－2－1又はV－2－3に加え、IV－3－6を準用して監督するものとする。</p> <p>(注) 金融商品取引業者が<u>電子募集取扱業務</u>を行う場合にあっては、V－2－4もあわせて参照する。</p>
<p>(2) (略)</p>	<p>(2) (略)</p>
<p>V－3－4 <u>電子募集業務</u>又は<u>電子募集取扱業務</u>に関する帳簿書類関係</p>	<p>V－3－4 電子募集取扱業務に関する帳簿書類関係</p>
<p>(略)</p>	<p>(略)</p>
<p>VII. 監督上の評価項目と諸手続（登録金融機関）</p>	<p>VII. 監督上の評価項目と諸手続（登録金融機関）</p>
<p>VII－1 業務の適切性（登録金融機関）</p>	<p>VII－1 業務の適切性（登録金融機関）</p>
<p>登録金融機関の業務の適切性については、III－2（<u>III－2－3</u>）</p>	<p>登録金融機関の業務の適切性については、III－2（<u>III－2－3</u>）</p>

改正後	現行
<p><u>2-4 (2)、III-2-6 (1) ③及び⑤、III-2-8 (3)、III-2-9</u>並びに<u>III-2-15</u>を除く。)、IV-1-3、IV-3-1 (IV-3-1-2 (1)、IV-3-1-4 (6) 及びIV-3-1-5を除く。)、IV-3-2-3 (4)、IV-3-3 (IV-3-3-1 (1)、(2) 及び (4)、IV-3-3-2 (4) ③から⑧まで、IV-3-3-4 (1) 及び (2) 並びにIV-3-3-5を除く。ただし、登録金融機関がいわゆる外国為替証拠金取引を業として行う場合にはこの限りでない。)、IV-3-5 (IV-3-5-4を除く。)、IV-3-6、V-2-4 (V-2-4-4を除く。)、V-2-5、VI-2 (VI-2-2-1 (1) ⑦から⑨まで及びVI-2-2-5 (2) (3) を除く。) 及びVII-2に準ずるほか、以下の点に留意するものとする。</p> <p>なお、金融商品仲介業務については、IV-3-1-2 (6) ③イ及び口の理論価格、並びに③口及びニの社内ルールについては、委託金融商品取引業者において算出又は策定したものを使用することができるものとする。</p>	<p><u>2-4 (2)、III-2-6 (1) ③及び⑤、III-2-8 (3)、III-2-9</u>並びに<u>III-2-15</u>を除く。)、IV-1-3、IV-3-1 (IV-3-1-2 (1)、IV-3-1-4 (6) 及びIV-3-1-5を除く。)、IV-3-2-3 (4)、IV-3-3 (IV-3-3-1 (1)、(2) 及び (4)、IV-3-3-2 (4) ③から⑧まで、IV-3-3-4 (1) 及び (2) 並びにIV-3-3-5を除く。ただし、登録金融機関がいわゆる外国為替証拠金取引を業として行う場合にはこの限りでない。)、IV-3-5 (IV-3-5-4を除く。)、IV-3-6、V-2-4 (V-2-4-4を除く。)、V-2-5、VI-2 (VI-2-2-1 (1) ⑦から⑨まで及びVI-2-2-5 (2) (3) を除く。) 及びVII-2に準ずるほか、以下の点に留意するものとする。</p> <p>なお、金融商品仲介業務については、IV-3-1-2 (6) ③イ及び口の理論価格、並びに③口及びニの社内ルールについては、委託金融商品取引業者において算出又は策定したものを使用することができるものとする。</p>
<p>IX. 監督上の評価項目と諸手続（適格機関投資家等特例業務等）</p> <p>IX-1 適格機関投資家等特例業務等に係る業務の適切性</p> <p>適格機関投資家等特例業者等（適格機関投資家等特例業者（適格機関投資家等特例業務を行う者をいう。以下同じ。）又は特例投資運用業者（特例投資運用業務を行う者をいう。以下同じ。）をいう。以下同じ。）の業務の適切性に関しては、III-2 (<u>III-2-3-1、III-2-5-2、III-2-5-3、III-2-7</u>からIII-</p>	<p>IX. 監督上の評価項目と諸手続（適格機関投資家等特例業務等）</p> <p>IX-1 適格機関投資家等特例業務等に係る業務の適切性</p> <p>適格機関投資家等特例業者等（適格機関投資家等特例業者（適格機関投資家等特例業務を行う者をいう。以下同じ。）又は特例投資運用業者（特例投資運用業務を行う者をいう。以下同じ。）をいう。以下同じ。）の業務の適切性に関しては、III-2 (<u>III-2-3-1、III-2-5-2、III-2-5-3、III-2-7</u>からIII-</p>

改正後	現行
<p>2-10まで及びⅢ-2-12を除く。)、Ⅲ-3-3、V-2-1-1、V-2-6((5)を除く。)並びにVI-2-5からVI-2-7までの各規定に準ずるほか、以下の点にも留意して検証することとする。</p>	<p>-10まで及びⅢ-2-12を除く。)、Ⅲ-3-3、V-2-1-1、V-2-6((5)を除く。)並びにVI-2-5からVI-2-7までの各規定に準ずるほか、以下の点にも留意して検証することとする。</p>
<p>XII. 監督上の評価項目と諸手続（証券金融会社） XII-2 業務の適切性（証券金融会社） 証券金融会社の業務の適切性については、Ⅲ-2（<u>Ⅲ-2-3-2-1</u>、<u>Ⅲ-2-3-2-3</u>、<u>Ⅲ-2-3-2-4</u>、<u>Ⅲ-2-4(2)</u>①及び②並びに<u>Ⅲ-2-15</u>を除く。）、IV-3-1-6及びIV-3-1-7に準ずるほか、証券金融会社に関する内閣府令（以下「金融会社府令」という。）第3条の5第1項に規定する事業報告書「3個人情報保護に関して講じている措置の状況」の記載については、以下の点に留意するものとする。 (1)・(2) (略)</p>	<p>XII. 監督上の評価項目と諸手続（証券金融会社） XII-2 業務の適切性（証券金融会社） 証券金融会社の業務の適切性については、Ⅲ-2（<u>Ⅲ-2-3-1</u>、<u>Ⅲ-2-3-3</u>、<u>Ⅲ-2-3-4</u>、<u>Ⅲ-2-4(2)</u>①及び②並びに<u>Ⅲ-2-15</u>を除く。）、IV-3-1-6及びIV-3-1-7に準ずるほか、証券金融会社に関する内閣府令（以下「金融会社府令」という。）第3条の5第1項に規定する事業報告書「3個人情報保護に関して講じている措置の状況」の記載については、以下の点に留意するものとする。 (1)・(2) (略)</p>

コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方

凡 例

本「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」においては、以下の略称を用いています。

正 式 名 称	略 称
金融商品取引法	金商法
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	金融サービス提供法
金融商品取引法施行令	金商法施行令
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施行令	金融サービス提供法施行令
金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令	定義府令
金融商品取引業等に関する内閣府令	金商業等府令
金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針	金商業者指針
事務ガイドライン（第三分冊：金融会社関係 5 前払式支払手段発行者関係）	事務ガイドライン（前払式支払手段発行者）
事務ガイドライン（第三分冊：金融会社関係 14 資金移動業者関係）	事務ガイドライン（資金移動業者関係）
事務ガイドライン（第三分冊：金融会社関係 16 暗号資産交換業者関係）	事務ガイドライン（暗号資産交換業者関係）

目次

I 誠実公正義務

II 「デジタル原則に照らした規制の一括見直しプラン」に基づくアナログ規制の見直し

III ソーシャルレンディング等に係る規制の見直し

IV その他

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
	I 誠実公正義務	
	I－1 全般	
1	金融サービス提供法上の「顧客の最善の利益」は、顧客本位の業務運営に関する原則の原則2.に記載されている「顧客の最善の利益」を法文化したものとの理解でよいか。	金融サービス提供法第2条第1項において「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、その業務を遂行しなければならない」と規定した趣旨は、こ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・底上げを図る点にあります。
2	「顧客の最善の利益」の定義がされていないが、例を挙げていただくことは可能か。例えば、定量的な観点で金銭的な損益を重要視する顧客もいれば、定性的な観点で換金性を重要視する顧客、また同じ顧客でも場合や状況によって重要視する観点が違う等、様々な状況があると考えられる。そのような様々な観点を踏まえて、金融商品取引業者などの金融事業者自身で「顧客の最善の利益」を考えればよいか。	ご指摘のとおり「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。したがって、「顧客等の最善の利益」は各金融事業者等において考えられるべきものであり、一般的な例を挙げることは適当ではないと考えられます。
3	金融商品取引業者などの金融事業者自身が「顧客の最善の利益」になると考えて商品・サービス提供を行っても、市場環境の想定外の事象等で顧客に損失が発生するような事態はゼロにはできないと考える。結果的に損失が発生したという事実のみをもって、金融事業者が誠実公正義務を果たさなかつたとはみなされないことを確認したい。	各監督指針等において「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』」と記載しているとおり、結果として経済的な利益が生じなかったことのみをもって、直ちに新設する誠実公正義務の違反となるものではないと考えられますが、金融事業者等の業務運営の実態を総合的に考慮して「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」していないと認められる場合には、同義務の違反となり得る点に留意が必要と考えられます。なお、「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』」と記載した趣旨については回答10をご参照ください。
4	「顧客の最善の利益」は特定投資家、一般投資家といった投資家区分によって考慮すべき事項や程度が異なると考えるが、そのような理解でよいか。	「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。
5	「顧客の最善の利益」の追求は重要であるものの、販売会社、組成会社がそれぞれ、法令を遵守する必要	各金融事業者が法令を遵守することにより顧客本位の業務運営に関する原則の原則2.の「顧客の

	<p>があることから、その限りで「最善の利益」の追及にも限界があると理解している。そのような観点を、自社の取り組み方針に言及することは差支えないか。</p>	<p>最善の利益を図る」取組みが妨げられるものではないと考えられます。</p>
6	<p>金商法第36条第1項に定められていた誠実公正義務はその対象となる「業務」が規定上限定されていなかったが、同義務が金融サービス提供法第2条に移管され、その対象業務が限定列挙となった結果、金融商品取引業者が誠実公正義務を負う業務は、(1)金融商品取引業(金融サービス提供法第2条第1項、第2項第2号)、(2)金商法第35条第1項に規定する付随業務(金融サービス提供法施行令案第2条第1項第1号)、(3)金商法第35条第2項に定める届出業務のうち算定割当量の取引業務のみ(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施行令第二条の規定に基づき業務を定める内閣府令案第1号)となっているように読める。金融商品取引業者が行う(1)～(3)以外の業務に対しては、金融サービス提供法第2条第2項第2号以外の各号の適用がない限り、誠実公正義務が適用されないという理解でよいのか。</p>	<p>ご理解のとおり、金融商品取引業に係る業務を行う者(金融サービス提供法第2条第2項第2号)をはじめ、金融サービスの提供等に係る業務を行う者(同条第1項)は、金融サービス提供法第2条第2項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を行うときに同義務が適用されることとなります。</p>
7	<p>今般の金融サービス提供法施行令案第2条により「顧客等の最善の利益」(顧客本位の業務運営に関する原則の原則2.と同趣旨の内容と認識している。)を勘案しつつ、顧客等に対して誠実かつ公正に業務を遂行する義務が業務横断的に適用されることになると認識している。</p> <p>各業法における監督指針の改正案においても、</p> <ul style="list-style-type: none"> ・「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。 ・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 <p>等が新たに規定されたが、同義務の具体的な適用にあたっては、一律的な適用・運用とするのではなく、以下の点等を踏まえ各金融事業者の規模、特性等を鑑み総合的に判断されるとの理解でよいか。</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 金融商品取引事業者等が、同義務の適用を過大に意識することにより、正当な業務運営を通じての適正な利益を追求することに対して萎縮する状況が発生しないこと 2. 金融商品取引業者の規模・特性に加え、取り扱う 	<p>新設する誠実公正義務を履行する方法は、それぞれの金融事業者の事業の内容等やそれぞれの顧客の状況等により異なり得るものであり、形式的・画一的に定まるものではないと考えられます。また、各監督指針等において「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」と記載しているとおり、顧客の最善の利益を勘案することと金融事業者の収益性とを両立させることは否定されないものと考えております。</p> <p>なお、手数料の多寡や有無に応じて、顧客に提供するサービスの内容を異ならせることが一律に否定されるものではありませんが、サービス提供等にあたり手数料を受領しない場合においても、法令上、新設する誠実公正義務の対象となる業務を行うときには、「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」することが求められることにはご留意ください。</p>

	<p>個別の金融サービス、金融商品においても、それを規制する各業法等や、その金融サービス・金融商品の特性から要請される「顧客等の最善の利益」、「誠実公正義務」の内容は一律ではないと思われること（下記註）</p> <p>（註）例えば、登録金融機関業務として個人向け国債の窓口販売を、顧客から販売手数料・管理手数料を徴求せずに行うような場合においては、他の有価証券の取扱いと求められる内容は異なると考える。</p>	
8	<p>今回、金融サービス提供法第2条に定める顧客の範囲について定義されていないが、振込みを依頼する者は、送金元金融機関の顧客であり、送金先金融機関にとっては顧客には該当しないと理解している。したがって、例えば、誤振込先銀行口座の開設先である送金先金融機関が、振込みを依頼する者から、犯罪による収益の移転防止に関する法律第8条に基づき、犯罪に使用される恐れのある「疑わしい取引」の情報として金融庁へ届出を行うよう要請された場合において、「送金者側の単なる過失による誤振込を受けた口座は犯罪利用預金口座等に該当しない」との弁護士見解に依拠して、これに応じなかつたとしても、金融サービス提供法第2条に違反することはないと理解して良いか。</p>	<p>ご質問の趣旨が必ずしも明らかでありませんが、金融サービス提供法第2条第1項に規定する「顧客」は、各金融事業者等の行う各業務の内容に応じて合理的に解釈されるべきものと考えられます。なお、個別事例ごとに実態に即して実質的に判断されるべきものではありますが、一般的には、振込みを依頼する者は、送金先金融機関にとって、同項に規定する「顧客」には該当しないものと考えられます。</p>
	I－2 金商業者指針	
9	<p>金商業者指針III－2－3－1において、金融商品取引業者の誠実公正義務上の課題が把握された場合は、深度あるヒアリングを行うことや金商法第56条の2第1項の規定に基づく報告を求める、とあるが、従来のIII－2－3－1「適合性原則・誠実公正義務」と比較して、誠実公正義務上の課題と見做す態勢・行為の範囲に変更はあるか。</p>	<p>新設する誠実公正義務においては「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、その業務を遂行しなければならない」と規定した上で、金商業者指針III－2－3－1（1）において「顧客の最善の利益を勘案した誠実公正義務」の検証に係る「主な着眼点」を新たに記載しております。したがって、今後は「主な着眼点」に記載した内容を踏まえて日常の監督事務等を行うことを通じて誠実公正義務上の課題を把握してまいります。</p>
10	<p>金商業者指針III－2－3－1に関連し、「顧客の最善の利益」について、平成29年3月30日付で公表されたパブリックコメントNo.66、67に対する金融庁の考え方では、「顧客の最善の利益とは、必ずしも経済的な利益のみを意味するものではありません」と示されていた。一方、本改正では、「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』」とある。この趣旨についてご教示いただいた</p>	<p>まず、「短期的・形式的な意味での利益」とは、例えば、顧客にとって目前の経済的な利益を生じ得るが長期的にみたときには顧客に不利益となる可能性がある場合の当該経済的な利益や機械的な計算に基づく経済的な利益等を想定しております。「顧客の最善の利益」としては、こうした短期的・形式的な意味での利益に限らない実質的な意味での利益を想定しております。</p>

	<p>い。</p> <p>また、「顧客の最善の利益」について、結果としての経済的なリターンのみを指すのではなく、サービスを含めた顧客満足度の向上を含め、総合的なベストプラクティスを目指し、誠実・公正に業務を行うことも含むとの理解でよいか、ご教示いただきたい。</p>	<p>また、いわゆる「顧客満足度」の向上が、直ちに「顧客の最善の利益」を考えた業務運営がなされていることを意味するとは限らないと考えておりますが、「組織運営や商品・サービス提供も含め」と記載しているとおり、「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。</p>
11	<p>金商業者指針Ⅲ－2－3－1について、「顧客」の定義が不明確であると思料する。今回の最終顧客の最善の利益を目指した製販一体の取組み推進の方向性について賛同するが、金融商品の組成を行い(販売委託等ではない)販売業者等の別業者に卸す場合、組成会社にとっての顧客は法的にはあくまで販売業者等であり、その先にいる最終投資家は販売業者等の「顧客」であるため、立場の違いから組成会社にできることには一定の限界があるということを確認させていただきたい。</p>	<p>金融サービス提供法第2条第1項に規定する「顧客」は、各金融事業者等の行う各業務の内容に応じて合理的に解釈されるべきものと考えられます。なお、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適切に行うとともに、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。</p>
12	<p>金商業者指針Ⅲ－2－3－1について、組成会社が自身で最終投資のために良いと考えて組成した商品であり、その旨販売会社へ伝えた場合であっても、その意図とは違う方向で販売業者等により商品が販売された場合、組成会社にはそれを止める直接的な権限はなく、補充原則で示されているような、販売業者等との継続的情報交換等の枠組みを通じた改善要望を通じてしか責任を果たしえない。このような場合はどのように考えたらよいか、ご教示いただきたい。</p>	<p>販売会社において組成会社の伝えていた意図と異なる顧客への販売がなされている等の実態を組成会社が把握している場合には、プロダクトガバナンスの観点から、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考えられます。</p>
	<p>I－3 主要行等向けの総合的な監督指針</p>	
13	<p>主要行等向けの総合的な監督指針Ⅲ－3－1－5－1「主な着眼点」について、今般の改正によって、金融事業者に対して新たな具体的対応が義務付けられるわけではなく、これまで求められてきた顧客本位の業務運営に、不斷に取り組んでいく必要があることが、改めて明確化されたとの理解でよいか。</p>	<p>新設する誠実公正義務の規定は、こ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を一層定着・底上げすることを趣旨とするものです。各金融事業者等には、このような規定の趣旨を踏まえ、「顧客等の最善の利益を勘案しつつ、顧客等に対して誠実</p>

		かつ公正に、その業務を遂行」することが求められることとなります。
14	主要行等向けの総合的な監督指針III－3－1－5－1「主な着眼点」における「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」という記載は、「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」によって目指されている姿が、社会に付加価値をもたらすことで、同時に、自分自身の経営の持続可能性が確保されていくものであると示したものであって、金融事業者が利益を得てはならないという趣旨ではなく、顧客と金融事業者の双方の利益がWin-Winの関係になることが目指されているとの理解でよいか。	ご理解のとおりです。
15	主要行等向けの総合的な監督指針III－3－1－5－1「主な着眼点」における「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、自らの規模・特性等に鑑み」という記載は、「最善の利益」が実質的な意味での利益を指しており、顧客一人ひとりによって変わり得る(あらゆる顧客に一律のものはない)ことから、各金融事業者において、各顧客の実質的な最善の利益を考える必要があると示したものとの理解でよいか。 また、各金融事業者においては、自らの規模・特性等を踏まえて、「最善の利益」を実現する方法(組織運営や商品・サービス提供も含む)も検討していく必要があるとの理解でよいか。	ご理解のとおりです。
16	主要行等向けの総合的な監督指針III－3－1－5－1「主な着眼点」における「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」という記載は、業績評価を始めとした組織運営のあり方について、「規模・特性等に鑑みての組織運営」を踏まえると、例えば、各社の規模・特性等に鑑みて、プロダクトガバナンスに向けた検証分析を行う組織体制の明確化や取組みに関する明示があること等も含まれるとの理解で良いか。	新設する誠実公正義務を履行する方法は、それぞれの金融事業者の事業の内容等やそれぞれの顧客の状況等により異なり得るものであり、形式的・画一的に定まるものではありませんが、ご指摘の方策についても取組みのあり方として有用になり得るものと考えます。
17	今般の改正によって、新たな監督・モニタリングの枠組みが設けられるわけではなく、既存の監督・モニタリングの対話の中で、今般追加された着眼点が勘案されていくことになるとの理解でよいか。	監督・モニタリングについては、その時々の必要に応じて適宜取り組んでいくこととなります。
18	主要行等向けの総合的な監督指針III－3－1－5－1「主な着眼点」における「組織運営や商品・サー	ご理解のとおりです。

	<p>ビス提供も含め、」の趣旨は、各取引における顧客への適切な情報提供等の観点だけでなく、業績評価を始めとした組織運営のあり方、商品ラインナップのあり方などのプロダクトガバナンス、これらに係る経営陣・第2線・第3線の適切な関与といった内容も、監督上の着眼点に含まれると示したものとの理解でよいか。</p>	
	I－4 中小・地域金融機関向けの総合的な監督指針	
19	<p>中小・地域金融機関向けの総合的な監督指針II－3－1－5－2について、信用金庫は、信用金庫法第53条第3項に基づき幅広い範囲の業務を行っているが、その取扱い内容は、信用金庫毎に区々である。</p> <p>したがって、金融サービス提供法第2条第1項の規定は、一律の対応を求めているのではなく、具体的な取組方法は、業務内容、性質等に応じて各信用金庫が判断して差し支えないという理解でよいか。</p>	<p>新設する誠実公正義務を履行する方法は、それぞれの金融事業者の事業の内容等やそれぞれの顧客の状況等により異なり得るものであり、形式的・画一的に定まるものではないと考えられます。</p>
	I－5 保険会社向けの総合的な監督指針	
20	<p>保険会社向けの総合的な監督指針案II－4－4－1において「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。」とある通り、「顧客の最善の利益を勘案した誠実公正義務」は、保険会社が規模・特性等を踏まえて自ら考えるべきものである。「顧客の最善の利益を勘案した誠実公正義務」が法定化されたことに伴い、そのことをもって直ちに何らかの一連の対応が、保険会社や保険募集人に求められるわけではなく、それぞれが自らの特性や経営理念等を踏まえ、創意工夫をもって「顧客本位の業務運営に関する原則」を踏まえた取組みを進めること等が本義務を履行するにあたっては重要と理解している。</p>	<p>ご理解のとおりです。</p>
21	<p>保険会社向けの総合的な監督指針案II－4－4－1について、「顧客の最善の利益を勘案した誠実公正義務」に関し、例えば、商品や事務、サービスの設計等においては、顧客全体の利益や保険集団の視点も重要と理解しており、被保険者や保険金受取人等、加入者（契約者）以外の関係者の利益を担保することが、加入者（契約者）の利益に資するため、これら関係者の利益を考慮することも重要と理解している。</p>	<p>「顧客等の最善の利益を勘案しつつ、顧客等に対し誠実かつ公正に、その業務を遂行」するためには、ご理解のとおり、商品・サービス設計といったプロダクトガバナンスの場面においても、ご指摘の視点も踏まえた適切な業務運営を行うことが重要であると考えられます。</p>

22	<p>保険会社向けの総合的な監督指針案Ⅱ－4－4－1について、生命保険は大勢の保険契約者が保険料を負担し、それを財源として、誰かが死亡したときや病気になったときに、保険金や給付金を受け取ることができる「助け合い」「相互扶助」の仕組みにより、リスクに備える機能を特徴とする。</p> <p>このような死亡したときや病気になったときへの備えを目的とした生命保険の商品特性を踏まえると、生命保険における「顧客の最善の利益を勘案した誠実公正義務」とは、形式的に投資収益を最大化せるといった観点よりは、意向把握義務や適合性原則等、保険業法・監督指針をはじめとしたルールを踏まえた適切な募集を行うことにより着実な支払等を通じ将来のリスクに備えられるようにするといった観点から果たすことが重要であると理解している。</p>	<p>「顧客等の最善の利益を勘案しつつ、顧客等に対し誠実かつ公正に、その業務を遂行」するためには、商品の特性等に応じて、投資収益を最大化せるといった観点も踏まえたプロダクトガバナンスを含む適切な業務運営はもちろん、保険業法や監督指針をはじめとするルールに則した適切な募集を行うことにより着実な支払等を通じ将来のリスクに備えられるようにするといった観点も踏まえた適切な業務運営を行うことが重要であると考えられます。</p>
23	<p>保険会社向けの総合的な監督指針Ⅱ－4－4－1について、顧客の最善の利益を勘案する義務は、「顧客本位タスクフォース」中間報告（令和4年12月9日公表）の脚注2で述べられているとおり、金商法上規定されている誠実公正義務に内包されるべき最善利益義務が明確化されたものであり、新たな行為規制を課すものではないという理解でよいか。</p>	<p>新設する誠実公正義務の規定は、こ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を一層定着・底上げすることを趣旨とするものです。各金融事業者等には、このような規定の趣旨を踏まえ、「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」することが求められることとなります。</p>
	<p>I－6 事務ガイドライン（前払式支払手段発行者）</p>	
24	<p>事務ガイドライン（前払式支払手段発行者）Ⅱ－1－4－1 主な着眼点について、同事務ガイドラインの改正により前払式支払手段発行者に求められる対応は、前払式支払手段発行者の実態やビジネスモデル等により異なり、一律の対応が求められるわけではないという理解でよいか。</p>	<p>ご理解のとおりです。</p>
25	<p>事務ガイドライン（前払式支払手段発行者）Ⅱ－1－4－1 主な着眼点について、あるべき顧客の最善の利益を踏まえた対応について、画一的な対応が求められることがないよう、事業者との十分な対話を実施の上、顧客の最善の利益に関する考え方や業種別の事例（ベストプラクティス）を共有していってもらいたい。</p>	<p>貴重なご意見として参考にさせていただきます。</p>
26	<p>事務ガイドライン（前払式支払手段発行者）Ⅱ－1－4－1 主な着眼点について、現時点で貴庁で想定されている顧客の最善の利益に反する典型的な対応例があれば参考として公表をご検討いただきたい。</p>	<p>「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であると考えられます。</p>

		えられます。したがって、「顧客等の最善の利益」は各金融事業者等において考えられるべきものであり、一般的な例を挙げることは適當ではないと考えられます。
27	事務ガイドライン(前払式支払手段発行者) II-1 -4-1 主な着眼点について、業界のサービス水準向上のため、今後モニタリングを通じて把握した不芳事例があれば積極的に公表していただきたい。	貴重なご意見として参考にさせていただきます。
28	事務ガイドライン(前払式支払手段発行者) II-1 -4-1 主な着眼点について、現行の事務ガイドライン(前払式支払手段発行者)において、前払式支払手段発行者が顧客本位の業務運営に関する原則を自主的に採択し取組方針を公表することは妨げられるものではないとの理解であるが、本改正後も同様であると考えてよいか。	ご理解のとおりです。
I-7 事務ガイドライン(資金移動業者関係)		
29	事務ガイドライン(資金移動業者関係) II-2-1 -5-1 主な着眼点について、同事務ガイドラインの改正により資金移動業者に求められる対応は、資金移動業者の実態やビジネスモデル等により異なり、一律の対応が求められるわけではないという理解でよいか。	ご理解のとおりです。
30	事務ガイドライン(資金移動業者関係) II-2-1 -5-1 主な着眼点について、あるべき顧客の最善の利益を踏まえた対応について、画一的な対応が求められることがないよう、事業者との十分な対話を実施の上、顧客の最善の利益に関する考え方や業種別の事例(ベストプラクティス)を共有していってもらいたい。	貴重なご意見として参考にさせていただきます。
31	事務ガイドライン(資金移動業者関係) II-2-1 -5-1 主な着眼点について、現時点で貴庁で想定されている顧客の最善の利益に反する典型的な対応例があれば参考として公表をご検討いただきたい。	「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であると考えられます。したがって、「顧客等の最善の利益」は各金融事業者等において考えられるべきものであり、一般的な例を挙げることは適當ではないと考えられます。
32	事務ガイドライン(資金移動業者関係) II-2-1 -5-1 主な着眼点について、業界のサービス水準	貴重なご意見として参考にさせていただきます。

	向上のため、今後モニタリングを通じて把握した不芳事例があれば積極的に公表していただきたい。	
33	事務ガイドライン（資金移動業者関係）II-2-1-5-1 主な着眼点について、現行の事務ガイドライン（資金移動業者関係）において、資金移動業者が顧客本位の業務運営に関する原則を自主的に採択し取組方針を公表することは妨げられるものではないとの理解であるが、本改正後も同様であると考えてよいか。	ご理解のとおりです。
	I-8 事務ガイドライン（暗号資産交換業者関係）	
34	事務ガイドライン（暗号資産交換業者関係）II-2-1-7について、貴庁が想定されている、顧客の最善の利益を勘案した取り組み事例があれば、参考としてお示し頂きたい。	貴重なご意見として参考にさせていただきます。
	II 「デジタル原則に照らした規制の一括見直しプラン」に基づくアナログ規制の見直し	
	II-1 金商業等府令	
35	金商業等府令第71条第2項及び第4項の「ウェブサイト」には、LinkedIn等のSNS（ソーシャル・ネットワーク・サービス）は含まれないという理解でよいか。	ご質問の「ウェブサイト」については、一般の消費者・利用者が標準的なブラウザを用いて容易にアクセスすることができる一般に公開されているものを想定していますので、これに該当しない場合については対象外となります。
36	<p>第二種金商業者の中には、第二種金商業が会社の主要な業務ではなく、ホームページでは第二種金商業に触れられていない場合がある。</p> <p>そのため、ホームページのトップページに金商法第36条の2第2項に定める事項（以下「標識掲示事項」という。）を掲載した場合、掲載内容が唐突な印象を与えることも考えられるため、例えば、トップページから容易に辿り着くことができる「会社概要」ページにおいて、他の情報（例えば、会社の住所や代表者名など）とともに、標識掲示事項を掲載することをもって、同項の対応と認められるか御教示いただきたい。</p> <p>また、上記方法が認められる場合、「会社概要」ページ（トップページから容易に辿り着くことができるもの）に既に標識掲示事項が掲載されている場合、改めて別サイト等に当該掲示事項を掲載する必要はないとの理解してよいか。</p>	<p>各事業者のウェブサイトの構成等が様々であり、表示する箇所や方法について詳細な条件等を一律にお示しすることは困難です。各事業者において、現在書面で掲示されている事項を「インターネットによる閲覧等を可能とし、いつでもどこでも、必要な情報を確認できるようにすることで、利便性の向上を図る」という本改正の趣旨を踏まえ、一般の消費者・利用者がアクセスしやすく、分かりやすい情報提供が行われるようご対応ください。</p>
37	今般の金商業等府令案では、金融商品取引業者等は、その登録番号、名称等の営業所に掲示する標識	各事業者のウェブサイトの構成等が様々であり、表示する箇所や方法について詳細な条件等を

	(金商業等府令別紙様式第11号)と同一内容の情報を、金融商品取引事業者等のウェブサイトに掲載しなければならないこととされたが、ウェブサイト掲載の詳細な要件(サイト上の掲載箇所・フォント等の指定等)は定められておらず、第71条第3項各号に係る内容を、各金融商品取引事業者等のウェブサイトの構成等を考慮して掲載することで差し支えないか。	一律にお示しすることは困難です。各事業者において、現在書面で掲示されている事項を、「インターネットによる閲覧等を可能とし、いつでもどこでも、必要な情報を確認できるようにすることで、利便性の向上を図る」という本改正の趣旨を踏まえ、一般の消費者・利用者がアクセスしやすく、分かりやすい情報提供が行われるようご対応ください。
38	金商業等府令第71条3項に定められた事項が既にホームページに掲載されれば新たな対応は不要という理解でよいか。	金商業等府令第71条3項に定められた事項が既にホームページに掲載されている場合であっても、それが、「インターネットによる閲覧等を可能とし、いつでもどこでも、必要な情報を確認できるようにすることで、利便性の向上を図る」という本改正の趣旨を踏まえ、一般の消費者・利用者がアクセスしやすく、分かりやすい情報提供となっている必要があります。
39	金商業等府令第71条3項について、別紙様式第10号、11号の適用はないと理解し、別紙様式にある「金融商品取引業者 登録票」という文言の記載は不要という理解でよいか。様式は、業者が決めればよいという理解でよいか。その場合留意すべき点はあるか。	各事業者のウェブサイトの構成等が様々であり、表示する箇所や方法について詳細な条件等を一律にお示しすることは困難です。各事業者において、現在書面で掲示されている事項を「インターネットによる閲覧等を可能とし、いつでもどこでも、必要な情報を確認できるようにすることで利便性の向上を図る」という本改正の趣旨を踏まえ、一般の消費者・利用者がアクセスしやすく、分かりやすい情報提供が行われるようにご対応ください。
40	金商業等府令第71条第4項第1号に記載の「常時使用する従業員」の範囲を明確にしていただきたい。例えば、直接雇用契約のない派遣社員を含むのか。	「常時使用する従業員」については、労働基準法第20条の規定に基づく「予め解雇の予告を必要とする者」を想定しており、ご質問の派遣社員についても、当該条文をもとに個別に判断される必要があります。
41	金商業等府令案第71条第4項第1号、2号は、いずれかに該当する場合に、ウェブサイトを通じて公衆の閲覧に供する義務がなくなるという理解でよいか。 すなわち、従業員の数が20人を超える場合でも、ウェブサイトがなければ、ウェブサイトでの公衆の閲覧は不要か。	ご理解のとおりです。
42	金商業等府令第71条第4項第1号の「従業員」の数には、取締役や監査役といった役員の数は含まれないという理解でよいか。	ご理解のとおりです。

43	<p>金商業等府令第 71 条第 4 項第 1 号に「その常時使用する従業員の数が二十人以下である場合」とあるが、外国法人である金融商品取引業者等が日本支店においてのみ金融商品取引業を行っている場合、「その常時使用する従業員の数」とは「日本支店が常時使用する従業員の数」を指すとの理解でよいか。</p>	<p>ご理解のとおりです。</p>
44	<p>金商業等府令第 71 条第 4 項第 2 号に「そのウェブサイトがない場合」とあるが、金融商品取引業者固有のウェブサイトが存在しない一方で、当該金融商品取引業者が所属するグループのウェブサイトが存在し、当該ウェブサイトに必要に応じてグループ内の個社の情報を掲載することが可能な場合は「そのウェブサイトがない場合」に含まれるか。</p>	<p>「そのウェブサイトがない場合」との適用除外規定は一律にインターネットによる掲示を義務づけることとした場合に零細事業者等に新たに自社ウェブサイトを整備することによる過度な負担が及び得ないようにするものであり、この趣旨に鑑みると、基本的には、ご質問のような場合には、「そのウェブサイトがない場合」に該当しないと考えられます。</p>
45	<p>金商業等府令第 183 条第 1 項の改正案では、説明書類として事業報告書写しを用いる場合、「同項各号の事項を除く」とされているが、これは該当部分を除かずに事業報告書全体の写しを公表することでも足りるという理解でよいか。</p>	<p>個別事例ごとに実態に即して実質的に判断されるべきものと考えられますが、一般論としては、個人情報保護の観点から留意を行った上で、事業報告書全体の写しを公表することは、否定されるものでないと考えられます。</p>
46	<p>金商業等府令別紙様式第 12 号ではウェブサイトのアドレスが記載要件となっているが、複数のアドレスを有している場合は代表的なものだけで良いか。また、SNS の URL も記載する必要があるか。</p>	<p>個別事例ごとに実態に即して実質的に判断されるべきものと考えられますが、アナログ規制の見直しという観点から現在書面で掲示されている事項をインターネットでも閲覧可能にするという本改正の趣旨に鑑みれば、一般の消費者・利用者が標準的なブラウザを用いて容易にアクセスすることが出来る一般に公開されているウェブサイトが複数ある場合には、それぞれにおいて、必要事項を掲載する必要があり、別紙様式第 12 号にも複数のアドレスを記載する必要があるものと考えられます。</p> <p>他方、SNS については、一般の消費者・利用者が標準的なブラウザを用いて容易にアクセスすることが出来る一般に公開されているウェブサイトには該当しないことが一般的と考えられるところ、そのような場合には、SNS の URL を別紙様式第 12 号に記載する必要はありませんが、各事業者が任意で、利用者利便の観点等から、上記には該当しない SNS について、ウェブサイトで提供するものと同様の情報を提供することは妨げられません。</p>
	<h3>III ソーシャルレンディング等に係る規制の見直し</h3>	
	<h4>III-1 金商法施行令</h4>	

47	既存の貸付型クラウドファンディング業者は、施行に際して、変更登録の手続きを行う必要はないとの理解でよいか。	改正法の施行日前から、貸付事業等権利について電子募集業務及び電子募集取扱業務を行っていた者については、引き続き当該業務を行う場合、改正法施行日から6ヶ月を経過するまでの間に変更登録を行う必要があります。
48	金商法施行令案第15条の4の3より、貸付事業等権利について自己私募を行う業者は、登録申請書に記載する必要が生じるが、施行前からこの業務を行っていた業者は、施行後に変更届出を行えばよいという理解でよいか。変更登録は不要という理解でよいか。	ご理解のとおりです。
49	ソーシャルレンディングや合同会社の社員権の発行者に生じた不祥事件は、昭和20年代末に起きたものに類似している。ソーシャルレンディング事業者の多くは、貸し手から受け取る利息から自らが徴求する営業者報酬だけを差し引いて、出資対象事業である金銭の貸付にかかる「予想利回り」を計算し表示している。「顧客が支払うべき手数料等の種類ごとの金額もしくはその上限額またはこれらの計算方法」あるいは「これらの記載をすることができない旨およびその理由」の表示を徹底させることにより、匿名組合形式の貸付型ファンドが実績配当商品であって、上記の「予想利回り」は利回りの上限に過ぎない旨を、さらに分かりやすくさせるべきである。	貴重なご意見として参考にさせていただきます。
50	「預り金の禁止」の規定は、当初、旧・貸金業法に設けられていたものが、不祥事件を機に、出資の受入れ、預り金及び金利等の取り締まりに関する法律第2条に改められたものであって、その後、大手ノンバンクにコマーシャルペーパーや社債の発行が解禁された後も、そのまま存続している。貸付型ファンドの多くは、匿名組合形式であって、実績配当商品であるのだから、社債利息のような確定利率でないことを、さらに明確にさせるべきである。	貴重なご意見として参考にさせていただきます。
51	貸付型ファンドは、貸付債権の流動化商品の一つだが、証券会社が取り扱う私募債（審査規定等対象者債券）と同じく、借り手について「適正または適法の監査意見を受けた財務諸表等」を入手しての審査・モニタリング（あるいは監査意見を受けた財務諸表等の入手の有無の表示）を義務づけるべきでないか。	貴重なご意見として参考にさせていただきます。
52	金商法第40条の3の3について、貸付事業等権利の販売形態の中には、委託元から再委託を受けて募	前段のご質問についてはご理解のとおりです。 後段のご質問については、個別事例ごとに実態

	<p>集又は私募の取扱いを行うケースもあるが、同条は、委託元だけではなく、委託先にも課せられるとの理解でよいか。</p> <p>委託先にも同条の義務が課される場合、事業者の貸付事業等の状況に係る情報提供が確保されていることを確認する方法として、例えば、委託先から委託元に対して、当該委託元が事業者に確認を行った方法及び内容を確認する、といった方法も許容していただきたい。</p>	<p>に即して実質的に判断されるべきものと考えられます、出資対象事業の状況に係る情報の提供が確保されていることについて、適切な確認を行うことができるのであれば、そのような方法も許容されると考えられます。</p>
53	金商法第40条の3の3は、施行日以降に募集等が行われる貸付事業等権利が対象となると理解しているが、施行日前に募集を開始した貸付事業等権利で施行日以降も募集が続くものについて、同条の適用を受けるのか。	施行日以降、貸付事業等権利について募集を行う場合には、改正法の規定が適用されます。
54	金商法施行令第15条の4の2第2項について、「電子募集業務」の対象となるのは、「貸付事業等権利」に関する金商法第2条第8項第7号又は第8号に掲げる行為であり、それ以外の集団投資スキーム持分の自己募集をインターネットを通じて行うことは、電子募集業務に該当しないという理解でよいか。	ご理解のとおりです。
55	金商法施行令第15条の4の3の「貸付債権の取得その他内閣府令で定めるもの」を受けた内閣府令の定めはなく、空振りという理解でよいか。	貸付事業等権利の範囲について、趣旨が明確となるよう規定を修正し、金商法施行令第15条の4の3において、当該権利に係る出資対象事業が主として金銭の貸付けを行う事業であるもの及び主として貸付債権の取得を行う事業であるものを規定した上で、金商業等府令第6条の4を新設し、金銭の貸付けを行う事業と貸付債権の取得を行う事業を合算した場合に、「主として」に該当することとなるものを規定いたします。
56	金商法施行令第15条の4の3の「主として」とは、本改正前の同施行令第15条の4の2第7号に規定されている「当該権利を有する者が出資又は拠出した金銭その他の財産の価額の合計額の百分の五十を超える額を充て」られることを指すという理解でよいか。	ご理解のとおりです。
	III－2 金商業等府令	
57	金商業等府令第70条の2において、「電子申込型電子募集業務等」の定義から適格機関投資家等特例業務に該当するものが除かれているのはなぜか。これは、適格機関投資家等特例業務については規制を緩	金商業等府令第70条の2は、金商業者等に係る業務管理体制の整備について規定したものです、従前より適格機関投資家等特例業務を行う者についてはその対象外とされているものであり、

	和しているということか。	今般の改正に伴い規制緩和を行うという趣旨ではありません。
58	金商業等府令第70条の2第2項第5号について、クーリングオフの対象とすべき電子申込型電子募集業務等又は電子申込型電子募集取扱業務等に係る顧客から「特定投資家」が除かれているが、1つのファンドで「特定投資家」と「一般投資家」の双方に勧誘を行い、双方から投資申込を受けた場合、一般投資家による投資申込についてのみクーリングオフの対象とし、特定投資家による投資申込についてはクーリングオフの対象としないという取扱いでよいか。	ご理解のとおりです。
59	<p>金商業等府令第70条の2第8項に関して、貸付事業等権利については、今般の法改正の原因となったソーシャルレンディングとは別に、機関投資家向けに販売を行うファンド（以下「プロ向けファンド」）も想定される。例えば、海外のグローバルにファンドビジネスを展開する会社が組成した海外籍のプロ向けファンド（貸付事業等権利）を、国内窓口となる金融商品取引業者等が機関投資家向けに販売するケースでは、当該ファンドの契約書や規約の内容は統一され、日本国内向けに内容を変更することが困難な場合が考えられる。</p> <p>そのため、同項の「契約その他の法律行為」の解釈として、例えば、事業者と出資者との間で締結する契約書や規約に限られず、海外籍のプロ向けファンドの事業者や金融商品取引業者等が国内投資家向けに別途作成した文書（サイドレターなど）や募集内容を説明する文書（募集要項など）などを認めていただきたい。</p>	個別事例ごとに実態に即して実質的に判断されるべきものと考えられますが、例示されているサイドレターや募集要項などが法的拘束力を持たない文書であった場合には、要件を満たさないものと考えられます。
60	<p>金商業等府令第125条の2に定める「適切な情報提供」とは、自主規制機関である第二種金融商品取引業協会の自主規制規則に則った報告が行われる場合には、基本的に、当該「適切な情報提供」に合致すると理解してよいか。</p> <p>また、例えば、顧客が適格機関投資家であるなど上記自主規制規則の報告対象から外れるものは、当該顧客の顧客属性、ニーズなどを踏まえた報告を行うことにより、金商業等府令第125条の2に定める「適切な情報提供」に合致すると考えてよいか。</p>	<p>情報提供の方法等については、業務状況を踏まえて各事業者において個別具体的に検討されるべきものですが、第二種金融商品取引業協会において取りまとめられた「電子申込型電子募集取扱業務等に関する規則」等に依拠した対応が確保される場合は、基本的に不合理ではないと考えられます。</p> <p>また、顧客が適格機関投資家である場合の情報提供については、上記自主規則を踏まえ、当該顧客の顧客属性やニーズ等に応じた対応を行うべきものと考えられます。</p>
61	金商業等府令第125条の2について、出資対象事業の状況について定期的に適切な情報を提供すること	情報提供の方法等については、業務状況を踏まえて各事業者において個別具体的に検討されるべ

	<p>とが義務付けられている旨が規定されているが、第二種金融商品取引業協会が令和6年7月11日付で公表している「『電子申込型電子募集取扱業務等に関する規則』の一部改正（案）」の第24条の規定に従って情報提供を行うことが義務付けられていれば、本条の要請を満たすと考えてよいか。</p>	<p>きものですが、第二種金融商品取引業協会において取りまとめられた「電子申込型電子募集取扱業務等に関する規則」等に依拠した対応が確保される場合は、基本的に不合理ではないと考えられます。</p>
62	<p>金商業等府令第153条第1項第14号（金商業者の親法人等又は子法人等が発行する有価証券に係る電子申込型電子募集取扱業務等の禁止）が削除されているが、削除する理由をご教示いただきたい。</p>	<p>法改正前より、既に貸付事業等権利を取り扱う多くの事業者において、親法人等又は子法人等が発行する有価証券に係る電子申込型電子募集取扱業務が行われているという実態を踏まえたものですが、金商業者の親法人等又は子法人等が発行する有価証券に係る電子申込型電子募集取扱業務等を行う場合には、監督指針に記載されているとおり、発行者の事業計画等に係る適切な審査が行われる必要があるものと考えられます。</p>
	III-3 定義府令	
63	<p>特定有価証券等管理行為を行うソーシャルレンディング業者は、今般の改正により、定義府令第16条第1項第14号に基づく管理方法から同項第14号の2に基づく管理方法に変更する必要があり、具体的には、金銭信託を行う必要が生じる。</p> <p>この点、特定有価証券等管理行為に関しても、施行日から6か月以内（又は変更登録までの間）に、定義府令第16条第14号から同項第14号の2に定める管理方法への変更を行うことを認めていただけたい。</p>	<p>電子申込型電子募集取扱業務等を行う場合には、定義府令第16条第1項第14号の2に規定する方法による管理を行う必要がありますが、改正法の施行の際、現に貸付事業等権利について電子申込型電子募集取扱業務等を行っている場合には、施行日から6か月以内（又は変更登録までの間）に対応を行う必要があります。</p>
	III-4 金商業者指針	
64	<p>金商業者指針で規定されている「審査において、外部の有識者（過去10年以内に、当該審査を行う金融商品取引業者及びその親子法人等の役職員であった者を除く。）が関与することとなっている等、顧客の利益が不当に害されることのないよう必要な措置がとられているか。」との点については、外部弁護士は、括弧書の要件を充足する限り、「外部の有識者」に該当し得ると考えて差し支えないか。</p>	<p>ご理解のとおりです。</p>
65	<p>金商業者指針V-2-4-3-1（1）案では、貸付事業等権利に係る審査について、出資対象事業に係る貸付先又は貸付債権の債務者以外の者（以下「実質的な貸付先等」という。）に対する資金供給を目的とするファンドと認められる場合、実質的な貸付先等に関する審査も含まれる、ことが示されている。</p>	<p>ご理解のとおりです。</p>

	<p>上記監督指針案からすると、実質的な貸付先等に対する資金供給を目的とする貸付事業等権利に係る出資対象事業の状況に係る情報の提供に関して、金商業等府令第125条の2に定める「適切な情報提供」としては、出資対象事業に係る貸付先又は貸付債権の債務者（形式的な貸付先等）に係る状況のみならず、実質的な貸付先等に係る状況も含めた情報提供が求められると理解すべきか御教示いただきたい。</p>	
66	<p>金商業者指針V-2-4-3-1(1)では、金商業等府令第70条の2第2項第2号に規定する審査に関して、「電子申込型電子募集業務等又は親子法人等が発行する有価証券に係る電子申込型電子募集取扱業務等を行う場合にあっては、審査において、外部の有識者が関与することとなっている等、顧客の利益が不当に害されることのないよう必要な措置がとられているか。」が留意事項に追加されているが、これは、電子申込型電子募集業務等や親子法人等が発行する有価証券に係る電子申込型電子募集取扱業務等を行う場合、販売に係る審査に外部有識者が関与する（例えば、募集を行うかを審議する委員会に外部有識者が参加するなど）ことが求められ、当該対応を講じなかった場合には、金商業等府令第70条の2第2項第2号に抵触し得るという理解でよろしいか。</p>	ご理解のとおりです。
	IV その他	
	IV-1 セキュリティトークン関係の見直し	
67	<p>金商法第2条第2項第5号ハの改正により、不動産特定共同事業契約に基づく権利のうち、電子情報処理組織を用いて移転することができる財産的価値（電子機器その他の物に電子的方法により記録されるものに限る。）に表示されるものが新たに有価証券に追加されることになっているが、当該権利が電子記録移転権利に該当する場合には、不動産特定共同事業法施行規則改正案において新設が予定される第88条により、不動産特定共同事業法第5条第1項第7号の特定勧誘業務を行うために不動産特定共同事業の許可を受けるにあたり、第一種金融商品取引業の登録も必要になる予定と理解している（不動産特定共同事業法別表）。一方で、不動産特定共同事業の許可の欠格事由として同法第6条第2号で宅地建物取引業の免許を受けていない法人が定められてい</p>	<p>不動産特定共同事業法には不動産に固有の規制が規定されており、その適用を除外すること等について慎重な検討が必要と考えられます。</p>

	<p>るため、電子記録移転権利たる不動産特定共同事業契約に基づく権利を取り扱うには、宅地建物取引業者でもある必要があると理解している。</p> <p>しかしながら、宅地建物取引業の免許を受けている証券会社は、限られており、また銀行法の適用を受ける銀行グループとしての証券会社の参画が制限されることになるため、不動産特定共同事業契約に基づく権利のトークン化にとって大きな制限になるようと思われる。</p> <p>二重規制を解消する観点から、有価証券とみなされる権利については不動産特定共同事業法の適用除外等、許可要件を軽減するための抜本的な改正が必要ではないか。</p>	
	IV－2 登録金融機関業務として行うことができる金融商品取引業の範囲	
68	<p>金商法施行令案第15条の20の2においては、登録金融機関がどのような業務を行う場面を想定されたものか具体例をご教示いただきたい。</p>	<p>例えば、信託の受益権をトークンに表示した権利を適格機関投資家間のみで流通させるスキームにおいて、登録金融機関がその私募の取扱いや売買の媒介等を行い、これらに関連して上記権利の預託を受けることが想定されます。</p>
	IV－3 その他	
69	<p>施行期日に関する政令をパブコメにかけていないのはなぜか。</p> <p>公布の日から1年以内とされていることは承知しているが、具体的にいつから改正法が動き出すのかは国民の生活に影響を及ぼす重要な事項であり、だからこそ、政令事項として位置づけられているのだと理解している。</p> <p>しかしながら、今回のパブコメ案を拝見したが、具体的にいつから施行されるのかは不明であり、また、そのことについて、意見を述べる機会も設けられていない。</p> <p>意見公募手続きについては、行政手続法第39条第1項に原則パブコメにかけることが求められておりますが、今回は同条第4項のいづれかに該当するということで省略したのか。</p>	<p>ご指摘の「施行期日に関する政令」については、行政手続法第3条第2項第1号に規定されている「法律の施行期日について定める政令」に該当し、同法第6章に規定する意見公募手続等の適用が除外されているため、意見募集を行っておりません。</p>
70	<p>金商法第37条の3第2項の「ただし、顧客属性に照らして、当該情報の提供のみで当該顧客が当該事項の内容を理解したことを適切な方法により確認した場合その他の内閣府令で定める場合」について、対応する内閣府令が規定されていないように思われる</p>	<p>本パブリックコメントの対象は、改正法の公布日から1年以内施行のものです。ご質問の事項は、改正法の公布日から1年6月以内施行のものであり、こちらは別途検討を行っております。</p>

	が、かかる理解でよろしいか。また今後内閣府令を定められる場合、その計画についてお尋ねしたい。	
71	契約締結前書面等の情報提供方法の柔軟化に関する内閣府令の規定は今回確認できないが、別途公表予定ということか。	本パブリックコメントの対象は、改正法の公布日から1年以内施行のものです。ご質問の事項は、改正法の公布日から1年6月以内施行のものであり、こちらは別途検討を行っております。
72	令和5年金商法改正では、金商法第37条の3において、契約締結前の書面交付が、契約締結前の情報提供に変更されたとの理解だが、これに伴い、金商業等府令第72条第3号ニ(1)に定める「契約締結前交付書面」の定義の変更が必要となるように思われるところ、(金商法第37条の3第1項に規定する「書面」がなくなるため)、変更は行われないのか。	本パブリックコメントの対象は、改正法の公布日から1年以内施行のものです。ご質問の事項は、改正法の公布日から1年6月以内施行のものであり、こちらは別途検討を行っております。
73	金商法第37条の3、第37条の4に関する令和5年金商法改正により、書面交付はマストではなく、情報提供で足りるとされている。 他方で、金商法第34条の2第3項の書面や、第34条の3第2項の書面については、従前どおり、原則として書面によることが必要とされており、投資家の承諾を得ない限り、電子的情報処理組織を使用することができないように思われる。 これらの書面についても、第37条の3と同様、電子的情報処理組織を使用して行うようになることが、オンライン化の観点からは望ましいと思料するが、このように差を設ける理由があれば教えていただきたい。	本パブリックコメントの対象は、改正法の公布日から1年以内施行のものです。ご質問の事項は、改正法の公布日から1年6月以内施行のものであり、こちらは別途検討を行っております。
74	令和5年金商法改正により改正された第37条の3第2項に定める、「同項第5号及び第6号に掲げる事項その他内閣府令で定める事項」、「当該情報の提供のみで当該顧客が当該事項の内容を理解したことを適切な方法により確認した場合その他の内閣府令で定める場合」は、どの内閣府令に定められているのか。	本パブリックコメントの対象は、改正法の公布日から1年以内施行のものです。ご質問の事項は、改正法の公布日から1年6月以内施行のものであり、こちらは別途検討を行っております。
75	今回の金商法施行令の改正案では、第15条の22(情報通信の技術を利用した提供)は改正案が提示されていない。また、金商業等府令の改正案では、第79条が「契約締結前交付書面の記載方法」のままとなっている。従って、改正法で「情報の提供」となっている事項についても電磁的方法で提供するためには、現状と同様に金商法施行令第15条の22に則った手続きが必要という理解でよいか。この理解でよ	本パブリックコメントの対象は、改正法の公布日から1年以内施行のものです。ご質問の事項は、改正法の公布日から1年6月以内施行のものであり、こちらは別途検討を行っております。

	い場合、金商法施行令第 15 条の 22 の改正の意向について伺いたい。	
76	金商法第 37 条の 3 第 2 項で、金商業者等は、「顧客に対し、顧客の知識、経験、財産の状況及び当該金融商品取引契約を締結しようとする目的に照らして、当該顧客に理解されるために必要な方法及び程度により、説明をしなければならない。」「ただし、顧客属性に照らして、当該情報の提供のみで当該顧客が当該事項の内容を理解したことを適切な方法により確認した場合その他の内閣府令で定める場合は、この限りでない。」と改正された。一方、金商業等府令改正案では、第 117 条第 1 項 1 号が「顧客（特定投資家を除く。）に対して、顧客の知識、経験、財産の状況及び金融商品取引契約を締結する目的に照らして当該顧客に理解されるために必要な方法及び程度による説明をする」のままとなっており、改正金商法と比較し微妙に表現が異なるが、両者の規定の趣旨、相違点をご教授いただきたい。	本パブリックコメントの対象は、改正法の公布日から 1 年以内施行のものです。ご質問の事項は、改正法の公布日から 1 年 6 月以内施行のものであり、こちらは別途検討を行っております。

**リスク性金融商品の販売・組成会社による
顧客本位の業務運営に関するモニタリング結果**



**2024（令和6）年7月5日
金融庁**

(目 次)

1. はじめに	3
2. リスク性金融商品の個人向け販売等の状況	4
(1) 投資信託及びファンドラップ（資産形成商品）	4
①資産形成商品の販売等の状況	4
②資産形成商品の業態別の保有顧客数等の状況	5
(2) 債券（仕組債含む）	6
(3) 一時払保険	7
3. リスク性金融商品の販売・管理等における態勢面の課題等	7
(1) リスク性金融商品の販売会社等におけるモニタリングの着眼点	8
①プロダクトガバナンス態勢の整備・構築	8
②販売・管理態勢及び従業員に対する適切な動機付けの枠組み等の整備・構築 ..	8
(2) 販売会社等へのモニタリング結果	9
①外貨建一時払保険	9
②仕組預金	12
③仕組債	14
④その他のリスク性金融商品	16
4. リスク性金融商品販売に係る顧客意識調査結果	17

1. はじめに

金融庁は、国民の安定的な資産形成を支援するため、「顧客本位の業務運営に関する原則」¹（以下「本原則」という。）を提示し、金融事業者²が、「本原則」を基に創意工夫を發揮し、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うことを期待している。また、本年1月に新NISA制度が開始されたこともあり、NISA口座数、NISA口座を通じた金融商品への買付額ともに増加している。同制度利用者の中には投資経験が少ない顧客も含まれていることから、引き続き、販売会社等において顧客本位の業務運営の確保に向けた取組みを継続していく必要がある。こうした点等³も踏まえ、金融庁において、「本原則」等を踏まえたモニタリング⁴を通じ、販売会社等における顧客本位の業務運営の確保に向けた取組みを促している。

昨事務年度⁵は、仕組債を中心にリスク性金融商品の販売・管理態勢等について、販売会社に対するモニタリングを行った。その結果、想定顧客層や商品性を十分に検証しないまま、資産形成層にまで仕組債の販売対象を拡大していた事例等、顧客本位の業務運営の確保に向けた取組みが十分に実践されていない状況が確認された。

こうした状況も踏まえ、今事務年度において、外貨建一時払保険、仕組預金、仕組債等の個別のリスク性金融商品に係る販売・管理態勢等について、モニタリングを実施した。モニタリングを実施するに当たっては、2022年度におけるリスク性金融商品の販売動向や個社別の販売額等を踏まえ、「本原則」を採択している販売会社、また、必要に応じて組成会社からも、重点的にモニタリングする先（以下「重点先⁶」という。）を抽出した。なお、重点先以外の販売会社に対しても、定量アンケート調査を実施し、幅広く実態を把握するよう努めた。

本報告書においては、定量アンケート調査を踏まえたリスク性金融商品の個人向け販売等の状況（2. 参照）や今事務年度のモニタリングで把握した実態を踏まえ、個別のリスク性金融商品の販売・管理等における態勢面において販売会社等に共通すると考えられる課題等（3. 参照）⁷のほか、今事務年度に実施したリスク性金融商品販売に係る顧客意識調査結果⁸と前回調査との比較（4. 参照）などを記載している。

¹ 「顧客本位の業務運営に関する原則」については、下記URLを参照。

URL : <https://www.fsa.go.jp/news/r2/singi/20210115-1/02.pdf>

² 「本原則」において、「金融事業者」は「金融商品の販売、助言、商品開発、資産管理、運用等を行う全ての金融機関等」とされている。

³ 顧客本位の業務運営の一層の定着・底上げ等のため、2023年11月、「金融商品取引法等の一部を改正する法律」（令和5年法律第79号）が成立し、金融事業者に対して、顧客等の最善の利益を勘案しつつ、誠実かつ公正に業務を遂行すべきである旨の義務が規定された。

⁴ 「モニタリング」は、「販売実績等の調査・確認・分析・検証や取組実態の把握等の調査・検証全般及び取組みの改善に向けた対話」と定義した。また、「調査」「分析」「検証」「把握」は「モニタリング」の手法と整理した。

⁵ 昨事務年度のモニタリング期間は、2022年7月から2023年6月末までを指す。なお、昨事務年度のモニタリング結果については、「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（2022事務年度）」（※）を参照。（※）URL : https://www.fsa.go.jp/news/r4/kokyakuhoni/fdreport/fd_202306.html

⁶ 「重点先」は、「態勢面の実態把握等を行うため、質問票の送付や資料提出依頼、対話を行った先」であり、今事務年度は、主要行等7行、地域銀行グループ15先、証券会社9社、保険会社8社となった。うち、外貨建一時払保険に係る重点先は、販売会社23先（主要行等、地域銀行グループ、証券会社）及び組成会社8先（保険会社）、仕組預金に係る重点先は販売会社等7先、仕組債に係る重点先は販売会社8先などとなった（一部、重複あり）。

⁷ 今事務年度上半期に実施したモニタリングを踏まえ、本年4月に公表した「リスク性金融商品の販売会社等による顧客本位の業務運営に関するモニタリング結果（2023事務年度中間報告）」（※）の内容も含めて記載した。

（※）URL : <https://www.fsa.go.jp/news/r5/kokyakuhoni/202403/01.pdf>

⁸ 「リスク性金融商品販売に係る顧客意識調査」は、金融機関の顧客等の資産運用に関する意識・状況等に係る調査。

金融庁としては、販売会社等が、本報告書を参考に、顧客本位の業務運営の確保に向けた取組みの改善にとどまらず、ベストプラクティスを目指すこと、また、こうした取組みを通じて、国民の安定的な資産形成を支援することを期待している。その際には、必要に応じて、販売会社と組成会社とが連携して取り組むことを期待する。

2. リスク性金融商品の個人向け販売等の状況⁹

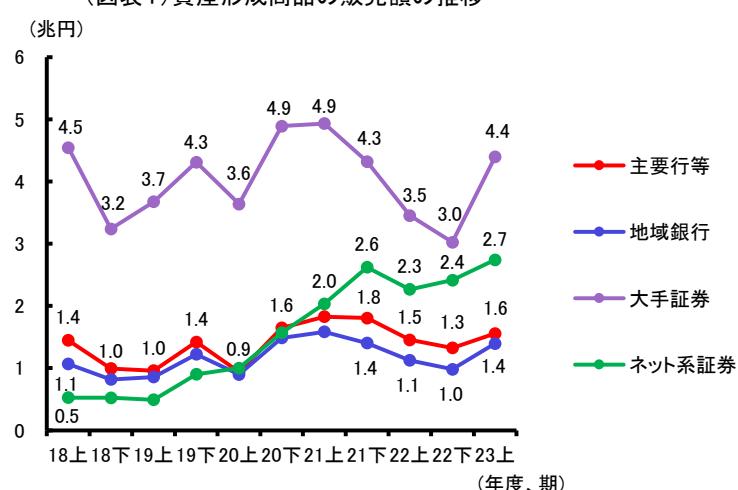
(1) 投資信託¹⁰及びファンドラップ（資産形成商品）

①資産形成商品の販売等の状況

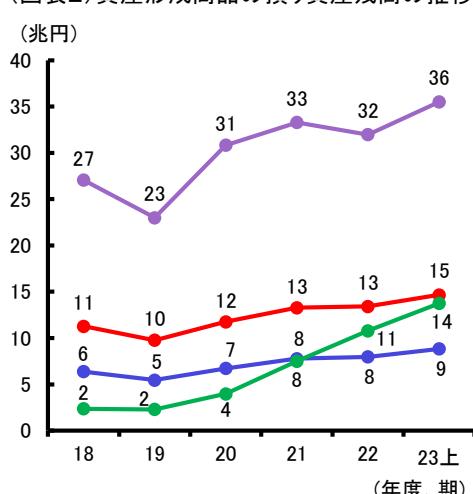
投資信託及びファンドラップ（以下「資産形成商品」という。）の業態¹¹別の販売額¹²の推移を見ると、2022年度は主要行等・地域銀行・大手証券では減少したが、2023年度上期はいずれの業態でも増加しており、特に大手証券の増加分が他の業態と比べて大きい（図表1）。

同預り資産残高については、2023年度上期において、販売額の増加等も反映して、いずれの業態でも増加している（図表2）。

（図表1）資産形成商品の販売額の推移



（図表2）資産形成商品の預り資産残高の推移



以下、資産形成商品の販売額及び預り資産残高のうち、多くを占めている投資信託について見ていきたい。

投資信託の販売額及び解約・償還額の推移を見ると、2021年度以降はいずれの業態でも販売額が解約・償還額よりも高く、純資金流入が続いている（図表3）。

次に、投資信託の解約率¹³の推移を見ると、いずれの業態でも2020年度以降は低下が続

数年に1度実施しており、今回で3回目となる。本報告書で紹介したもの以外の調査結果については、下記URLを参照。

URL : https://www.fsa.go.jp/news/r6/kokyakuhoni/fdreport/fdreport_2024.html

⁹ 本報告書における各図表のデータの出所は、特に別途の記載がない場合、金融庁が半期に一度実施している「定量アンケート調査」である。なお、「2. リスク性金融商品の販売等の状況」の各図表、並びに、図表17、図表18、図表20及び図表21は、個人向けに販売されたリスク性金融商品に係るデータを集計したものである。

¹⁰ 本報告書における「投資信託」にETFは含まない。

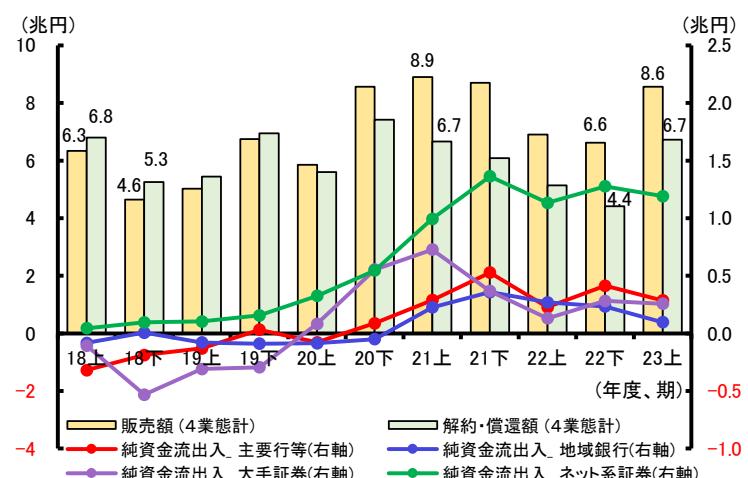
¹¹ 本報告書における各図表において、特に別途の記載がない場合、「主要行等」は9行、「地域銀行」は30行、「大手証券」は7社、「ネット系証券」は5社のデータを集計したものである。

¹² 本報告書における「投資信託」と「債券」の「販売額」及び「預り資産残高」の計数について、特に別途の記載がない場合は、「主要行等」には紹介販売分を含まないが、「地域銀行」には紹介販売分を含む。

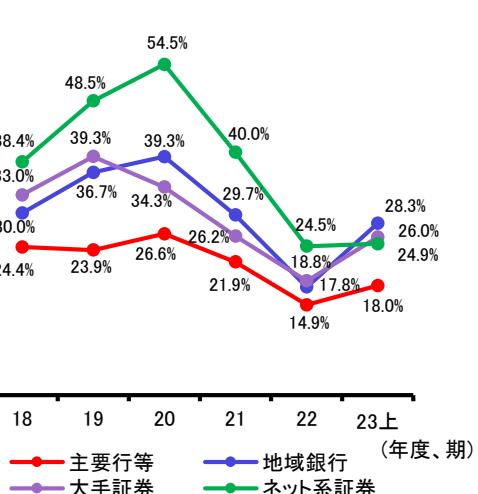
¹³ 「解約率」の算出方法は、「リスク性金融商品の個人向け販売等の状況に関する定量データ集（2023（令和5）年度9月期）」の5ページの（注1）を参照。

いていたが、2023年度上期は上昇している（図表4）。

（図表3）投資信託の販売額及び解約・償還額等の推移



（図表4）投資信託の解約率の推移

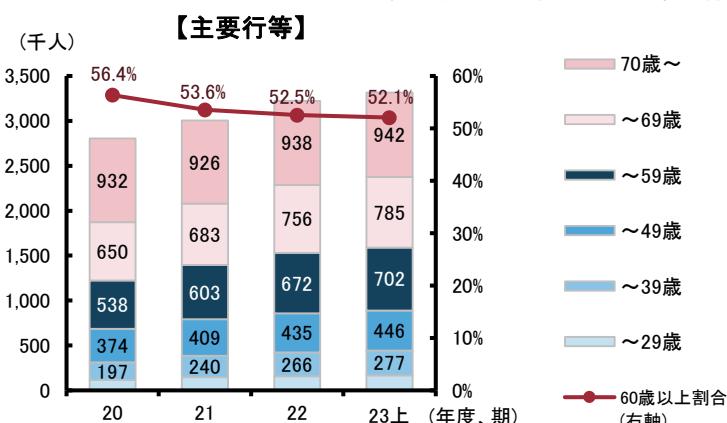


（注）地域銀行の計数に紹介販売分は含まない。

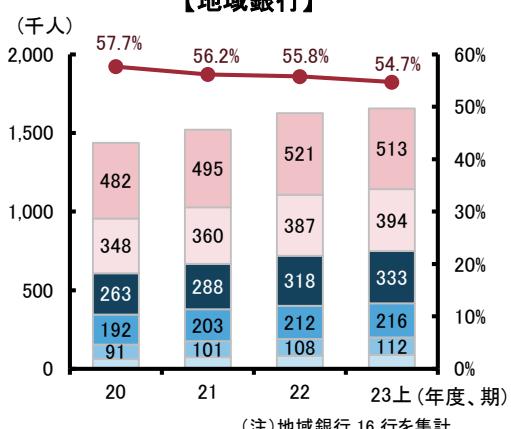
②資産形成商品の業態別の保有顧客数等の状況

各業態における資産形成商品の保有顧客数に占める60歳未満の顧客数の割合について、ネット系証券では9割を超える状況が続いている。一方、資産形成商品の保有顧客数に占める60歳以上の顧客数の割合を見ると、大手証券では約7割の状況が続いており、主要行等と地域銀行では低下傾向にあるものの、5割を超える状況が続いている（図表5）。

（図表5）資産形成商品の年齢層別保有顧客数の推移

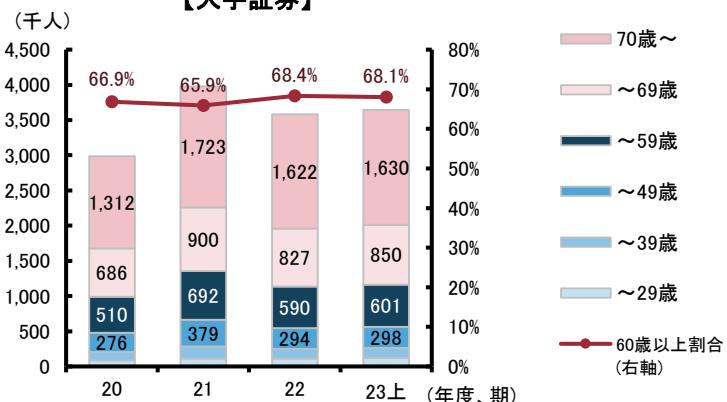


【地域銀行】

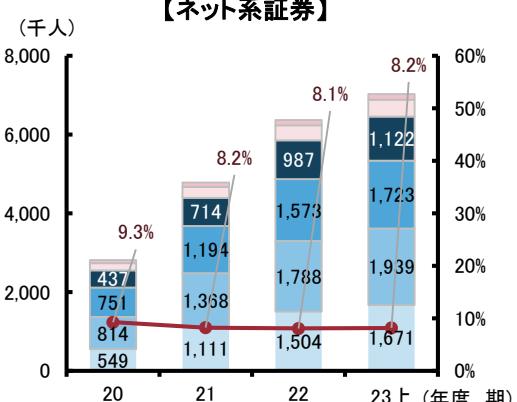


（注）地域銀行 16行を集計。

【大手証券】



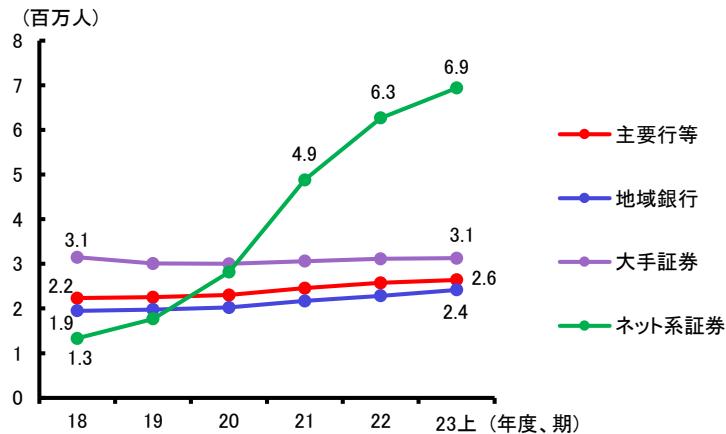
【ネット系証券】



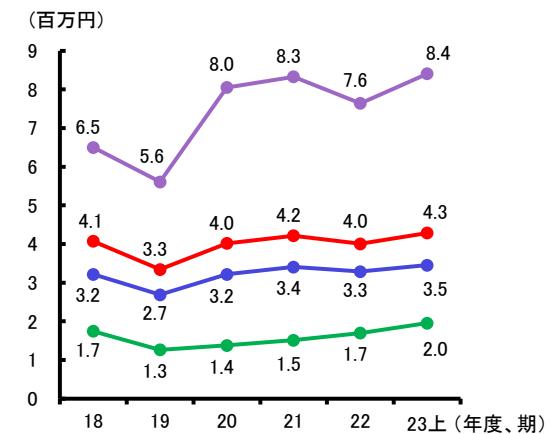
なお、投資信託の保有顧客数の推移を見ると、足元5年間において、ネット系証券では大きく増加しており、主要行等と地域銀行でも増加傾向にある（図表6）。

投資信託の保有顧客一人当たり残高については、2023年度上期はいずれの業態でも増加している（図表7）。

（図表6）投資信託の保有顧客数の推移



（図表7）投資信託の保有顧客一人当たり残高の推移

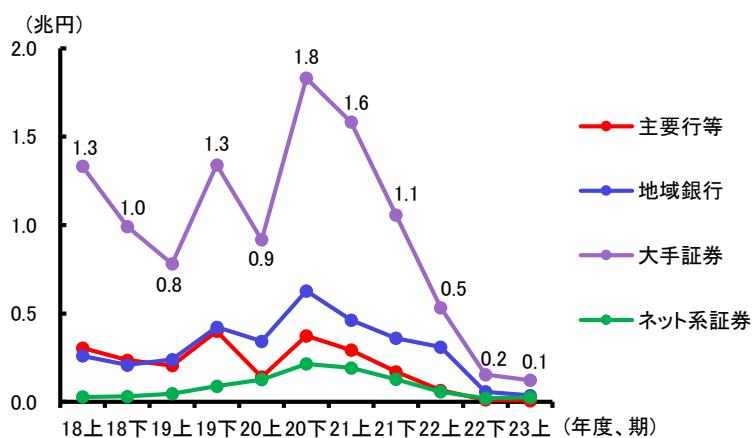


（注）「投資信託の預り資産残高」÷「投資信託の保有顧客数」で算出

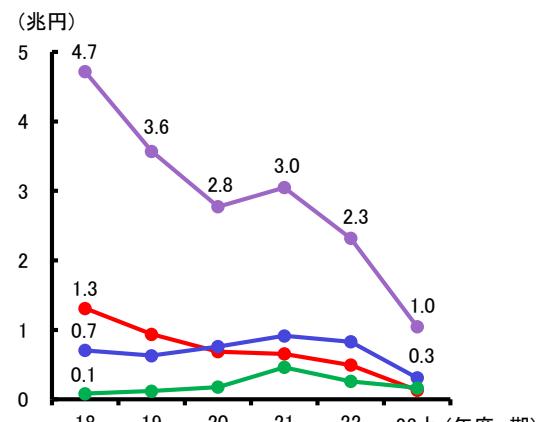
（2）債券¹⁴（仕組債含む）

個人向け仕組債の販売額と残高の推移を見ると、多くの販売会社における販売・管理等態勢の見直しなどもあり、2021年度以降、いずれの業態でも減少傾向が続いている（図表8及び9）。

（図表8）仕組債の販売額の推移



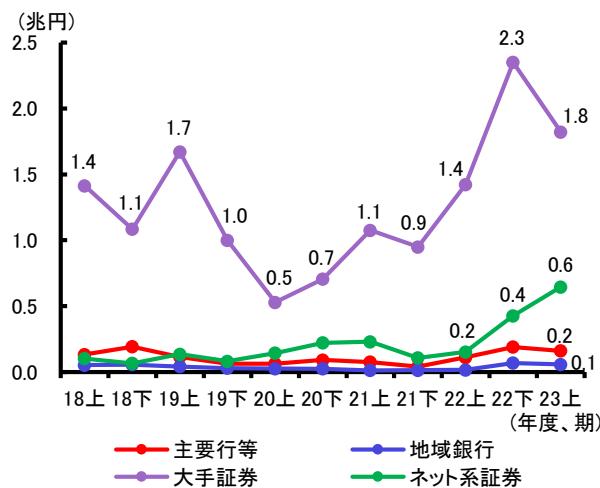
（図表9）仕組債の残高の推移



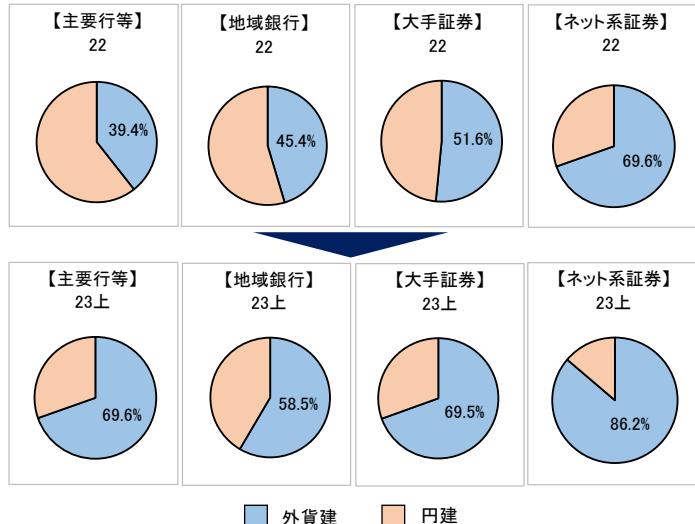
他方、その他債券（仕組債を除く債券をいう。以下同じ。）の販売額の推移を見ると、大手証券では、2023年度上期において減少しているものの、足元5年間において他の業態と比べて高い水準にある（図表10）。その他債券の販売額に占める外貨建債券の割合については、2023年度上期において、2022年度と比べて、いずれの業態でも上昇している（図表11）。

¹⁴ 「債券」に、本邦公共債（国債、地方債、政府機関債）を含まない。

(図表 10) その他債券の販売額の推移



(図表 11) その他債券の販売額に占める外貨建債券の割合

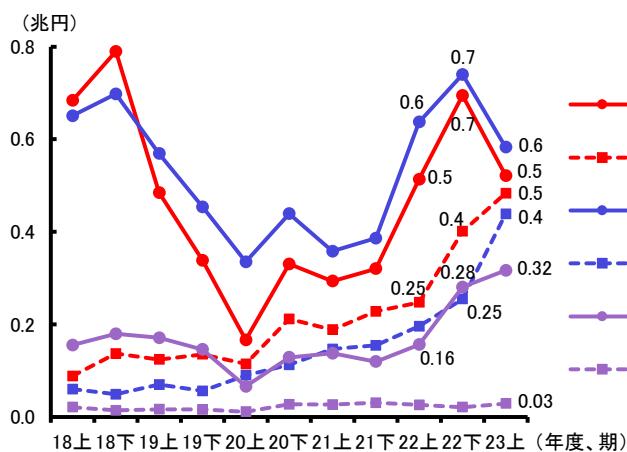


(3) 一時払保険

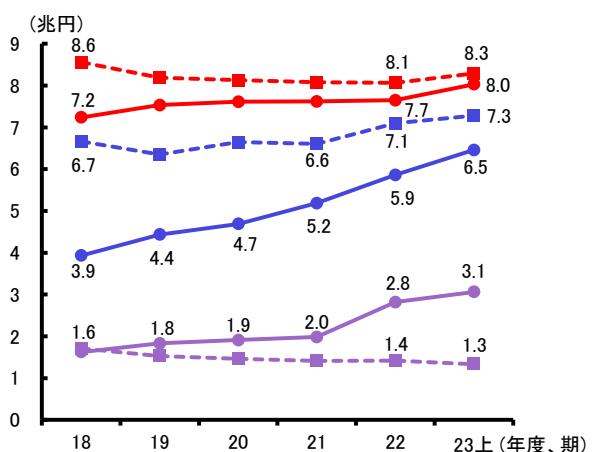
主要行等・地域銀行・大手証券における保険の販売状況について、平準払保険と一時払保険の販売額を比べると、販売額の大層は一時払保険である¹⁵。

- 一時払保険の販売額（図表 12）と残高（図表 13）の推移を外貨建・円建別に見ると、
- ・外貨建一時払保険の販売額は、2023 年度上期において、大手証券では増加している一方、主要行等と地域銀行では減少している。もっとも、同保険の残高は、足元 5 年間において、いずれの業態でも増加傾向にある。
- ・円建一時払保険の販売額は、足元 5 年間において、主要行等と地域銀行では増加傾向にある。同保険の残高も、2023 年度上期において、主要行等と地域銀行では増加している。

(図表 12) 外貨建・円建一時払保険の販売額の推移



(図表 13) 外貨建・円建一時払保険の残高の推移



3. リスク性金融商品の販売・管理等における態勢面の課題等

金融庁では、「本原則」を踏まえたモニタリングを通じて、販売会社等による顧客本位の業務運営の取組みを促している。

昨事務年度のモニタリングを通じて把握した顧客本位の業務運営に関する販売会社の取

¹⁵ 主要行等・地域銀行・大手証券における保険の販売額に占める一時払保険の販売額の割合については、「リスク性金融商品の個人向け販売等の状況に関する定量データ集（2023（令和5）年度9月期）」の11ページを参照。

組状況を踏まえれば¹⁶、リスク性金融商品の販売・管理等を行うに当たり、顧客の最善の利益を追求する観点から、販売会社等において、下記（1）で記載するようなプロダクトガバナンス態勢や販売・管理態勢等を整備・構築することが重要である。

今事務年度においては、個別のリスク性金融商品毎に、これら態勢の整備・構築等に係る状況について、販売会社に限らず、必要に応じて組成会社に対するモニタリングを実施した。同モニタリングの結果、把握した態勢面の課題や工夫事例を下記（2）でまとめた。

金融庁としては、販売会社等が同モニタリングの結果も参考に、本報告書で取り上げた個別のリスク性金融商品に限らず、リスク性金融商品全般の販売・管理等について主体的に創意工夫を発揮し、顧客の最善の利益に資する金融商品・サービスの提供等といった顧客本位の業務運営の確保に向けた取組みが進むことを期待している。

（1）リスク性金融商品の販売会社等¹⁷におけるモニタリングの着眼点

①プロダクトガバナンス態勢の整備・構築¹⁸

顧客の最善の利益の実現を図る観点から、販売会社においても、適切な検証期間¹⁹の下でのリスク・リターンの合理性等²⁰や自らの想定顧客層に適した金融商品かどうかについて検証を行った上で、顧客の最善の利益の追求に資するリスク性金融商品の導入を判断することが重要である。

また、金融商品を導入した後も、販売実績等を基に商品性を継続的に検証し、必要に応じて商品の見直し等を行うことが重要である。

②販売・管理態勢及び従業員に対する適切な動機付けの枠組み等の整備・構築

（イ）販売・管理態勢

販売会社は、複雑又はリスクの高い金融商品の販売・推奨等を行う場合には、コスト（名目を問わず、顧客が負担する手数料その他の費用）やリスク・リターン等といったリスク性金融商品の販売・推奨等に係る重要な情報について、他の金融商品と比較しながら顧客に分かりやすく提供すべきとされている。【本原則4及び5等】

また、販売会社は、顧客の資産状況、取引経験、知識及び取引目的・ニーズ等を把握した上で、同顧客にふさわしい金融商品の販売・推奨等を行うべきとされている。【本原則6】

（ロ）従業員に対する適切な動機付けの枠組み等

販売会社は、顧客本位の業務運営を確保する観点から、適切な販売・管理等を促進するよう、報酬²¹・業績評価体系等といった従業員に対する適切な動機付けの枠組み等を整備

¹⁶ 「2023事務年度 金融行政方針」の「コラム16：顧客本位の業務運営に関する販売会社の取組状況」（※）を参照。

（※）URL：https://www.fsa.go.jp/news/r5/20230829/230829_column.pdf

¹⁷ 3.（1）「リスク性金融商品の販売会社等におけるモニタリングの着眼点」における、「販売会社等」、「販売会社」又は「組成会社」は、「本原則」を採択している「販売会社等」、「販売会社」又は「組成会社」を指す。

¹⁸ 金融審議会「市場ワーキング・グループ報告 一プロダクトガバナンスの確立等に向けてー」（2024年7月2日）で、「プロダクトガバナンス」は「製販全体として顧客の最善の利益の実現を図ることを目的とする」旨が記載されている。

¹⁹ 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。

²⁰ リスク・リターンの合理性のほか、顧客の最善の利益を追求する観点からは、例えば、顧客が負担するコストとリターンの関係について検証することが考えられる。

²¹ 顧客からのみならず、組成会社から販売会社に対して支払われる報酬を含む。特に、組成会社から販売会社に支払われる報酬については、組成会社及び販売会社が連携し、顧客本位の業務運営を確保する観点から適切な報酬体系が整備

等すべきとされている。【本原則 7】

(※) 上記①及び②に係る整備・構築を進めていく中で、必要に応じて、販売会社と組成会社とが連携して取り組むことが期待される。

(2) 販売会社等へのモニタリング結果²²

今事務年度、上記（1）を着眼点として個別のリスク性金融商品の販売・管理態勢等についてモニタリングを行った結果、以下の課題及び工夫事例が見られた。

①外貨建一時払保険²³

(イ) プロダクトガバナンス態勢

- ✓ 多くの重点先（販売会社）では、リスク・リターン検証を十分に行わないまま、実質的な議論を行うことなく、予定利率や積立利率²⁴といった表面金利等の形式的な情報を踏まえて商品を導入していた。なお、金融庁において、実際に販売されている外貨建一時払保険に係る実態を把握する観点から、同保険商品の一部について運用パフォーマンス分析を行った（下記【参考①】参照）。

【参考①】金融庁における外貨建一時払保険の運用パフォーマンス分析²⁵

- (1) 金融庁において、代表的な運用型の外貨建一時払保険（8商品）の運用パフォーマンスを分析したところ、2023年8月末時点での運用終了分の同保険は、少なくとも今般のモニタリング実施時での販売・管理の下では、継続期間5年以上の同保険²⁶と比べて劣後していることが分かった（図表14の「Ⓐ」）²⁷。
- (2) 次に、2023年8月末時点での運用終了分の外貨建一時払保険について、運用パフォーマンスが劣後している背景について、以下①及び②のとおり、分析を行った。
①外貨建一時払保険は、長期保有を前提に販売されている商品であるが²⁸、少なくとも今般のモニタリング実施時での販売・管理の下では、ターゲット型保険²⁹を中心同保険購入後4年間で約6割の解約等³⁰が発生していることから、契約継続期間の平均は2.5年と短期化している。

等されることが重要である。

²² 本報告書において、「多くの重点先」は脚注6で記載した各リスク性金融商品に係る重点先数の半数以上の重点先と、「一部の重点先」は脚注6で記載した各リスク性金融商品に係る重点先数の半数未満の重点先と定義した。

²³ 定率型の外貨建一時払保険についてモニタリングを行った。なお、本報告書では、主に販売会社に係る課題を掲げているが、外貨建一時払保険に係る適切なプロダクトガバナンス態勢や販売・管理態勢等の整備・構築に向けて、2024年4月3日に生命保険協会が改正した「市場リスクを有する生命保険の募集等に関するガイドライン」等も参考とし、必要に応じて組成会社（保険会社）と販売会社（保険募集人）が連携して取り組むことが期待される。

²⁴ 「予定利率」は、保険会社が払込保険料を運用するに当たり契約者に約束する利率を指す。「積立利率」は、予定利率から保険契約の締結・維持、死亡保障などにかかる費用を控除して計算した利率を指す。

²⁵ 運用パフォーマンス分析における、図表14に係る「各リターン等の算出方法等」及び図表15に係る「運用成果に係る各要素の概略」は、本報告書の脚注7で記載した「2023事務年度中間報告」の5ページを参照。

²⁶ 2023年8月末時点で運用未終了のもの又は2022年9月1日から2023年8月31日の間に運用終了したもののうち、継続期間5年以上のものを対象として計算した。

²⁷ 図表14の「投資信託（先進国債券・5年）」には、米ドル建債券に限らず、他の先進国通貨建債券で運用する投資信託も含まれている。

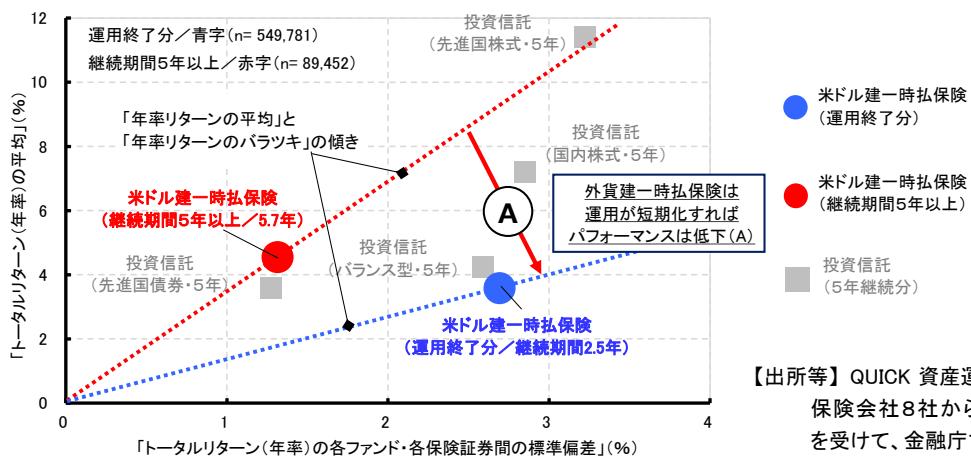
²⁸ 分析対象とした外貨建一時払保険の契約のうち、94%の同契約については契約期間が10年以上であった。

²⁹ 「ターゲット型保険」は、払込保険料が顧客の設定した目標値（払込保険料対比の円換算額での運用の目標値。例えば105%、110～200%（10%きざみ）で設定できる。）に到達した場合、自動的に円貨で運用成果を確保し、円建の終身保険等に移行する商品を指す。

³⁰ 「解約等」は、外貨建一時払保険の解約と外貨建での運用を終了し円建の運用に移行することを指す。

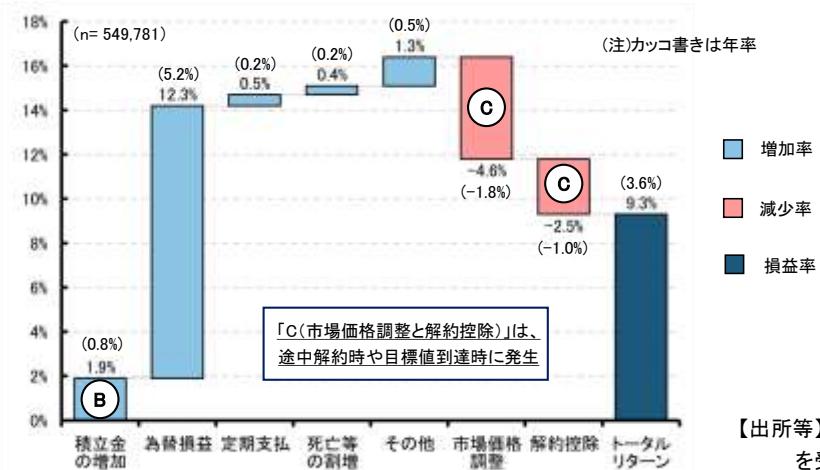
②契約継続期間の短期化に伴い、顧客が複利運用効果が十分に享受できていない可能性があるほか（図表15の「B」³¹）、解約や運用終了に伴い発生する費用（市場価格調整と解約控除）が利幅を押し下げている状況が窺われた（図表15の「C」）。

（図表14）運用パフォーマンス分析（米ドル建／運用終了分）



【出所等】QUICK 資産運用研究所及び
保険会社8社からデータの提供
を受けて、金融庁で作成

（図表15）運用成果要素別分析（米ドル建／運用終了分）



【出所等】保険会社8社からデータの提供
を受けて、金融庁で作成

（口）販売・管理態勢

- ✓ 多くの重点先（販売会社）では、運用型の外貨建一時払保険について、マネープランガイド等における商品カテゴリー毎のリターン・コスト等の大まかな大小比較を示すにとどまり、個別の金融商品の重要な情報について、他の金融商品と比較しながら説明・提案することが十分にできていなかった。
- ✓ 多くの重点先（販売会社）では、「株・債券・為替という言葉は知っているが、詳しくは知らない」といった為替・金利リスクを理解できていない可能性の高い顧客や、「安定的な運用をして資金準備をしたい」といったリスク許容度が低いと考えられる顧客に外貨建一時払保険を販売していた（下記【参考②】参照）。

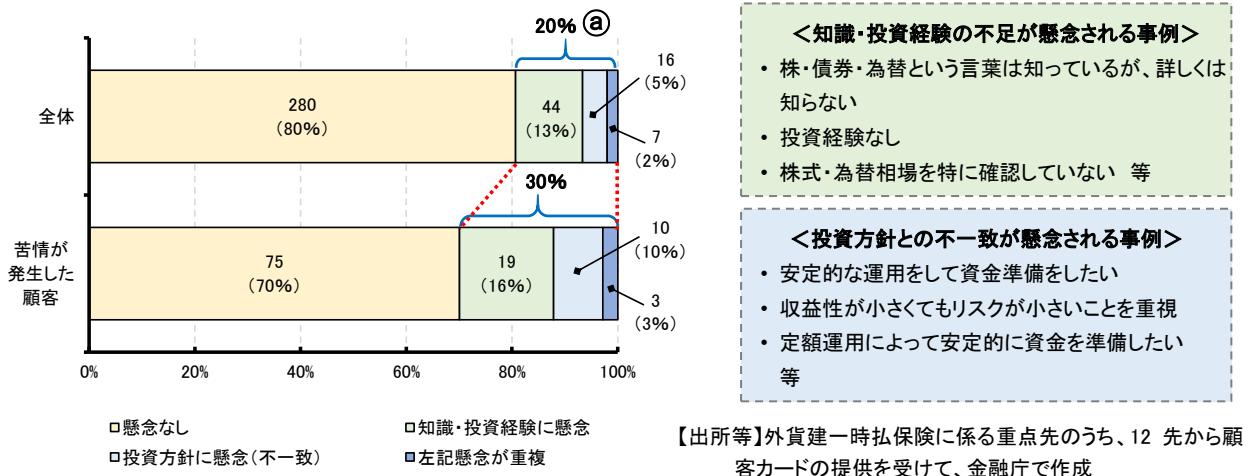
なお、一部の重点先（販売会社）の第2線・第3線では、営業現場において顧客属性を適切に把握した上で、同顧客にふさわしい金融商品を販売しているか、顧客本位の観点からの検証・監査が十分に実施されていなかった。

³¹ 図表15の「B」（「積立金の増加」）は、顧客が負担する販売手数料等を控除している。

【参考②】外貨建一時払保険の販売先（顧客層）に関する、金融庁による検証の結果

「元本毀損するとは聞いていない」といった苦情が発生していることを踏まえて、金融庁において、販売会社における 347 名分の顧客カード³²を分析したところ、2割の顧客（図表 16 の「①」）で外貨建一時払保険を購入するための知識・投資経験不足の懸念や投資方針との不一致の懸念が認められた。

（図表 16）外貨建一時払保険の販売先（顧客層）に関する検証結果



○上記のほか、ターゲット型保険について、長期保有を前提に販売されているにもかかわらず解約が多い状況を踏まえ（上記【参考①】参照）、販売・管理態勢を検証したところ、以下の課題が見られた。

- ✓ 多くの重点先（販売会社）では、目標値に到達したターゲット型保険の多くが解約され、同時に同一商品を同一顧客に販売する乗換販売が発生していた。なお、こうした乗換販売は、販売手数料等が二重に発生することを考慮すると、必ずしも顧客にとって経済合理性があるとは言えないと考えられる³³。
- ✓ 一部の重点先（販売会社）では、保障・相続ニーズがある顧客に外貨建一時払保険を販売しているとしているが、解約した顧客についてはこれらのニーズが充たせていない可能性がある。

（ハ）販売後の管理（顧客のフォローアップ）及び手数料体系（適切な動機付けの枠組み）

○販売後の管理（顧客のフォローアップ）に係る工夫事例

外貨建一時払保険のうち、ターゲット型保険の多くが目標値に到達すると解約されており、

- ・解約に伴い発生する費用が顧客の利幅を押し下げていること、
- ・解約後、同一商品を同一顧客に販売する乗換販売³⁴が発生していること、

³² 外貨建一時払保険に係る重点先のうち、12 先から提出された、①2021 年 4 月から 2023 年 9 月末までに寄せられた外貨建一時払保険に関する苦情のうち日付の浅いもの 10 件（一部銀行で 10 件に満たない先あり）、②2022 年度下期の販売額上位 10 件、③2022 年度に販売した最後の 10 件（連番）の顧客カード。

³³ 初期に販売手数料を支払うタイプの商品については、顧客は外貨建一時払保険の購入時に契約期間に応じた販売手数料を支い（例えば、10 年契約の場合には 10 年分支払う）、その後、同契約を解約した上で、同一商品を再購入（乗換え）した場合、解約期間分の販売手数料は戻入されないため、顧客は二重に販売手数料等を支払うこととなる。

³⁴ 乗換販売は、販売手数料等が二重に発生することを考慮すると、必ずしも顧客にとって経済合理性があるとは言えない

が確認された³⁵。これらへの対応の一つとして、一部の販売会社又は組成会社において、ターゲット型保険を保有する顧客が同保険を解約する前に、営業現場の適切なフォローアップ³⁶を行うよう促す取組みなど、以下の工夫事例が見られた。

✓ 販売会社における工夫事例

事例 1：乗換販売を防止する観点から、適切なフォローアップを行った職員に対してプラスの業績評価を行うこととした事例

事例 2：顧客が低い目標値を設定しているターゲット型保険について、優先的にフォローアップを開始した事例

✓ 組成会社における工夫事例

事例 1：販売会社が目標値到達前に顧客に対して適時・適切なフォローアップができるよう、定期的又は販売会社の要請に応じて、目標値が設定されているターゲット型保険に係る契約一覧を販売会社に提供している事例

事例 2：乗換販売発生の主要因を販売会社におけるターゲット型保険のフォローアップ態勢の不備と判断し、販売会社の態勢改善が確認できるまで、新たなターゲット型保険の商品組成を行わないこととした事例

○手数料体系（適切な動機付けの枠組み）の検証結果

上記の工夫事例において掲げられる顧客への丁寧なフォローアップを行う販売会社は限られている。この背景の一つとして、多くの重点先では、販売会社が組成会社から受け取る手数料の体系が、顧客へのフォローアップ等を行う役務負担に見合ったものとなっていないことが考えられる。

具体的には、実務上、初年度の役務（商品説明・契約等）の負担に比べて、2年目以降から満期までの役務（顧客へのフォローアップ等）の負担合計の方が大きい状況が見受けられるものの、販売会社が組成会社から受け取る手数料の体系を見ると、初年度の比重が高いL字型（例えば、初年度 5.5%、2年目以降 0.1%等）やI字型が採用されており、同手数料体系の下では「販売後のフォローアップ」以上に「販売勧誘（商品説明・契約等含む）」が促されていたと考えられる。

なお、一部の重点先では、こうした手数料体系に問題意識を持った上で、見直しを検討していることが確認された³⁷。

②仕組預金³⁸

仕組預金の販売額の推移を見ると、いずれの業態でも 2022 年度下期は増加している一方、2023 年度上期は減少している（図表 17）。同残高は、2023 年度上期において、主要行

いと考えられる。

³⁵ 「【参考①】金融庁における外貨建一時払保険の運用パフォーマンス分析」及び「①外貨建一時払保険（口）販売・管理態勢」を参照。

³⁶ 例えば、ターゲット型保険の目標値到達前に顧客に対して無償で目標値の引上げが可能である旨を伝達した上で、顧客の意向を踏まえてアドバイスすることなどが挙げられる。

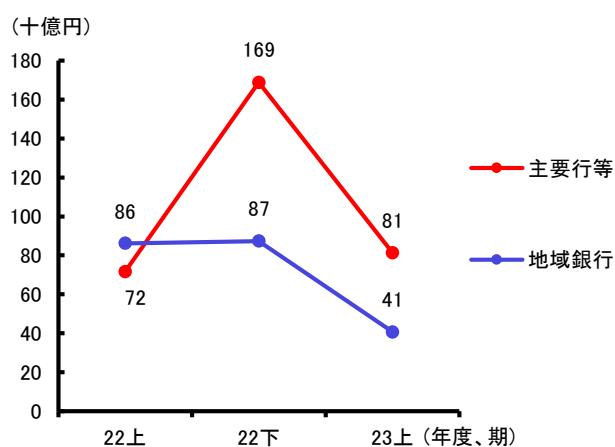
³⁷ 具体的には、保険会社が販売会社に支払う手数料体系について、顧客にとっての役務の対価をベースとした考え方の下、初年度の手数料を 10 年間の合計手数料の半分未満とすることで、販売会社による顧客の最善の利益を追求する販売の推進を検討している事例が確認された。

³⁸ 「仕組預金」は、デリバティブ取引を組み込んだ預金商品であり、例えば、為替相場によって払戻時の通貨が決まる商品（外貨償還特約付預金）や、銀行が預入日以降に満期日を選択できる権利を持つ商品などがある。

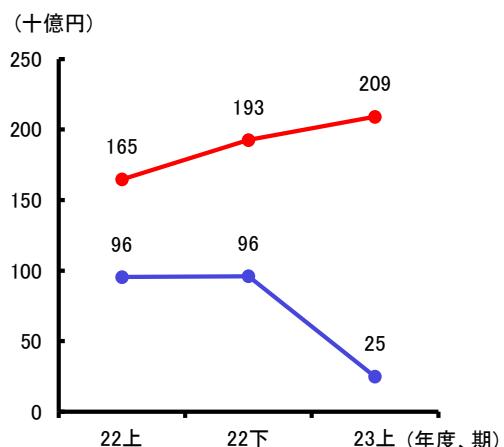
等では増加している一方、地域銀行では減少している（図表18）。

今事務年度は、仕組預金のうち、円ベースで元本割れのリスクがある商品の一つとして、外貨償還特約付預金³⁹についてモニタリングを実施した。

（図表17）仕組預金の販売額の推移



（図表18）仕組預金の残高の推移



（イ）プロダクトガバナンス態勢

- ✓ 多くの重点先では、リスク・リターンの合理性等について十分に検証しないまま、外貨償還特約付預金の組成・導入を判断するとともに、同預金の導入後も、販売実績等を基に十分な検証を行っていなかった。

また、一部の重点先では、適切なリスク・リターン検証ができていない事例も見られた（一部の重点先では、販売している外貨償還特約付預金に係る検証をした結果、顧客の損益状況はプラスと評価していたが、金融庁において同預金に係る検証をした結果、顧客の損益状況はマイナスとなり、相反する結果となった）。

○一部の重点先では、以下の工夫事例が見られた

- ✓ 外貨償還特約付預金に係る顧客の損益実績（下記【参考③】参照）等を踏まえ、同預金の商品性（リスク・リターンやコスト等）について、他のリスク性金融商品と比較・検証した上で、顧客の最善の利益を追求する観点から、販売手数料の削減を行い、顧客が受け取るリターンの向上を図った事例（下記【参考③】のD行・E行）

【参考③】外貨償還特約付預金に係る顧客の損益実績の検証結果

重点先の協力の下、外貨償還特約付預金の預入データを踏まえて検証⁴⁰したところ、多くの重点先において、同預金を預け入れした顧客が受け取った償還金のトータルリターン（年率換算⁴¹）がマイナスとなっていた（図表19）。

なお、同預金を預け入れした顧客が負担するコスト（手数料等）については、下記の各行の全商品において必ずしも開示されているものではないが、重点先からの申出べ

³⁹ 「外貨償還特約付預金」は、プットオプション売却といったデリバティブを内包した商品であり、円高時に元本割れの可能性がある。この他にも、解約時の手数料により元本割れの可能性がある仕組預金として、例えば、期間延長特約付預金や満期日線上特約付定期預金がある。

⁴⁰ データの検証期間に関して、組成当初からのデータが取得できなかつた重点先については取得可能な期間で検証した。

⁴¹ 重点先毎に、外貨償還特約付預金の顧客が受け取った金額について、同預金の預入期間を踏まえて年率換算した上で、預入額ベースで加重平均を行つた値をトータルリターン（年率）とした。なお、顧客が外貨で受け取つた場合には満期日の為替レートで円換算した。

ースでは、年率換算で最大5%強と考えられる。

(図表19)仕組預金(外貨償還特約付預金)に係る顧客の損益実績(年率トータルリターン)

A行	B行	C行	D行 ^(注)	E行 ^(注)	F行
▲2.8%	▲1.3%	▲2.1%	0.3% ⇒ 0.9%	0.3% ⇒ 2.5%	▲0.4%

(注) D行・E行の「青字」部分は、上記の工夫事例（販売手数料の削減等）の取組みにより、トータルリターンが改善。

【出所等】仕組預金に係る重点先のうち、6先から損益実績データ等の提供を受けて、金融庁で作成

(口) 販売・管理態勢等

- ✓ 多くの重点先では、「取組方針」で顧客が負担するコストを理解できるように情報提供する旨を示しているが、組成コストや販売手数料を十分に情報提供していないほか、解約時の手数料を分かりやすく情報提供していなかった。
- ✓ 外貨償還特約付預金は、プットオプション売却といったデリバティブを内包した円高時に元本割れのリスクのある商品であるが、多くの重点先では、販売した顧客の取引経験や知識等を鑑みれば、こうしたリスク特性を理解していない懸念がある者にも販売していることが窺われた。
- ✓ 外貨償還特約付預金は元本割れのリスクのある金融商品であるにもかかわらず、多くの重点先では、他のリスク性金融商品とリスク・リターンといった数字を基に顧客に比較説明することが十分にできていなかった。

○一部の重点先では、以下の工夫事例が見られた。

- ✓ 重要情報シートを活用し、
 - ・過去5年間のノックアウト（外貨受取）回数やその頻度を記載するなど、顧客の損失リスクを分かりやすく情報提供している事例
 - ・販売手数料及び市場取引関係費といった顧客が負担する手数料その他の費用の詳細を分かりやすく情報提供している事例

③仕組債

今事務年度、金融庁としては、「本原則」を踏まえたモニタリングを実施するとともに、日本証券業協会において複雑な仕組債等の販売勧誘に係る関係ガイドライン等（以下「改正ガイドライン」という。）が2023年7月から施行されたことを踏まえ、販売会社における改正ガイドラインへの対応状況を確認した。

個人向けの仕組債について、一部の販売会社は、顧客によっては理解が困難であるほか、リスクに見合うリターンが得られない場合があるとして、取扱停止や販売態勢の見直しを行っている。こうしたこともあり、公募による仕組債の販売額等は減少している。一方、特に法人等を対象とした私募による販売額は一定の水準にあることもあり⁴²、金融庁としては、引き続き、「本原則」等を踏まえたモニタリングを通じて、販売会社における顧客本位

⁴² 私募による仕組債の販売は一定の水準で行われているが、他のリスク性金融商品と比べてリスク・リターンが劣後する場合は、ポートフォリオ全体の質が低下することに留意する必要がある。

の業務運営の取組みを促していくことが重要と考える。

(イ) 販売会社におけるモニタリングの着眼点

販売会社は、日本証券業協会における改正ガイドラインへの対応という観点から、以下の点について、留意する必要がある。

- ✓ 想定顧客層や商品性の十分な検証に加え、顧客属性等に応じた商品説明や勧誘開始基準の実質的かつ実効的な運用を確保する必要がある。
- ✓ 実際の勧誘時において、例えば、以下の点に関して適切な説明・確認がなされているかを上席者（第1線）が承認するとともに、その承認の実効性について内部管理部門による定期的なモニタリングを実施する態勢を構築するなど、より一層の取組みが必要である。
 - デリバティブル取引に類するという商品性やリスクとリターンを理解し、参照指標の動向の見通しを持ち得る知見・知識を顧客が真に有しているか
 - 商品設計上の特性やテールイベントの発生リスクに留意した説明を行い、顧客の十分な理解を得ているか
 - 顧客の最善の利益の追求やリスク許容度の観点から、預り資産に占める割合が適切な販売額となっているか

なお、販売会社においては、顧客本位の業務運営の確保に向けて、改正ガイドラインへの対応のみならず、上記（1）「リスク性金融商品の販売会社等におけるモニタリングの着眼点」を踏まえ、経営陣の適切な関与の下、各販売会社において主体的に創意工夫を発揮することが重要である。

(ロ) モニタリングを通じて見られた課題等

複雑な仕組債の販売を継続している販売会社⁴³においては、販売対象顧客の絞込みや勧誘開始基準の見直しなど、改正ガイドラインを踏まえた販売態勢の構築を進めている。

なお、「本原則」の観点からは、以下の課題や工夫事例が見られた。

【プロダクトガバナンス態勢】

- ✓ 新たに販売しようとする仕組債の価格変動リスクのシミュレーション分析・参照金融指標の検証期間⁴⁴については、仕組債の種類毎の商品性に応じた適切な検証期間を設定することが必要である。しかしながら、多くの重点先では、株価指数連動型や為替連動型の仕組債についても一律の期間（例えば5年）で検証し、商品を導入している。

【販売・管理態勢】

- ✓ 一部の重点先では、EB債の個人向けの販売については、顧客から見て、リスクに見合うリターンを得られないと整理し、停止した。一方、EB債の法人向けの販売については、預り資産に占めるEB債等の保有割合を一定に留める制限を付けた上

⁴³ 2024年3月末時点で、証券会社39社。

⁴⁴ ガイドライン補助資料「仕組債のリスク・リターンの分析等について（2023年6月12日）」において、「指数リンク債など長期でトレンドを見なければ正確なリスクを把握できない仕組債については、過去のイベント発生頻度を踏まえた計測期間を設定する必要がある」とされている。

で、継続しており、EB債の個人向け販売と法人向けの販売における取扱いの違いについて十分な整理をしていない⁴⁵。

○一部の重点先では、以下の工夫事例が見られた。

- ✓ 能動的な勧誘による仕組債の販売を停止した上で、仮に仕組債の購入を希望する顧客に対しても、まずは顧客が取り得るリスクやニーズを確認した上で、代替商品を提案している⁴⁶。

④その他のリスク性金融商品

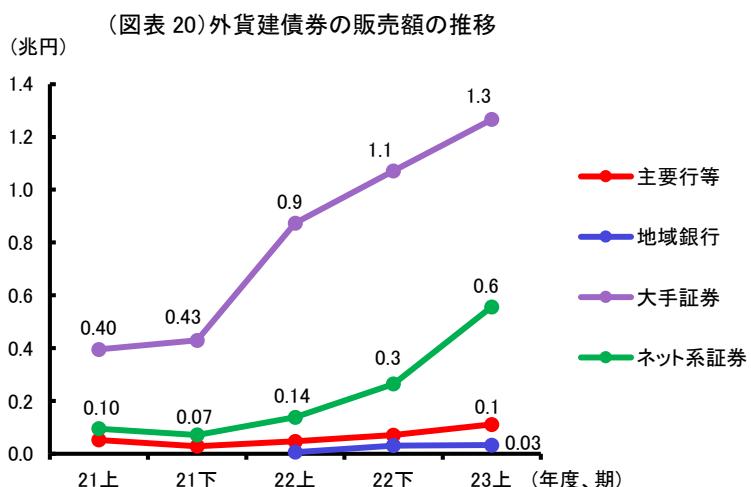
(イ) 外貨建債券（新興国通貨建債券含む）

外貨建債券の販売額の推移を見ると、2022年度以降、主要行等・大手証券・ネット系証券では増加が続いている⁴⁷（図表20）。

外貨建債券は、為替・金利等の影響を受けることから、円ベースでの元本が確保されないリスクのある商品である⁴⁸。特に、新興国通貨建債券については、先進国通貨建債券に比べて、為替のボラティリティが大きく、リスクが高くなる傾向がある。

今事務年度においては、外貨建債券の販売・管理態勢について販売会社にヒアリングを行ったところ、以下の課題や工夫事例が見られた。

- ✓ 【課題事例】新興国通貨建債券の販売に当たり、想定顧客層に含まれない顧客層への販売を行っている⁴⁹事例や商品性のより丁寧な説明が期待される事例
- ✓ 【工夫事例】グループ証券会社に顧客を送客している銀行において、顧客の最善の利益を追求する観点から、外部業者を活用してリスク・リターンの将来推計を基に、経営陣が導入商品の妥当性を検証・議論している事例



⁴⁵ 例えば、リスクとリターンに即した投資目的・投資意向を有している顧客であるか等を踏まえ、販売対象となるべき顧客の範囲などを整理することが考えられる。

⁴⁶ 仕組債の能動的な販売を停止した販売会社においては販売額が大幅に減少している一方、根強い顧客ニーズがあるため販売が増加していると主張する一部の販売会社との違いが鮮明に出ている。

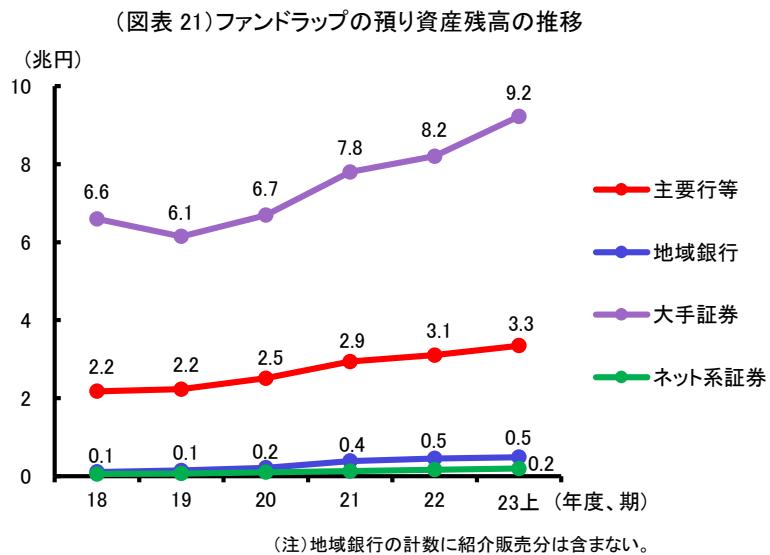
⁴⁷ 金融庁が半期に一度実施している「定量アンケート調査」では、大手証券における新興国通貨建債券の販売額は、2022年度上期：593億円、2022年度下期：895億円、2023年度上期：470億円となっている。

⁴⁸ 「既発債を購入し、その当日に売却価格を確認すると、購入価格と8%以上の価格差があった」といった顧客が外貨建債券を購入する際に負担するコストを理解していなかった（重要な情報の分かりやすい提供が十分にできていなかった可能性のある）苦情や「新興国通貨建債券が償還され損失が発生したが購入時の説明と違う」といった顧客が商品性を理解していない（販売時における商品性の説明が十分にできていなかった可能性のある）苦情が寄せられている。

⁴⁹ 一般的に新興国の経済情勢や市場動向等を顧客が把握することが難しい中、新興国がこうした情報を十分に把握できない顧客に同通貨建債券を販売していた。

(口) ファンドラップ

ファンドラップの預り資産残高の推移を見ると、2019 年度以降、特に主要行等や大手証券で増加傾向にある（図表 21）。



「本原則」の観点からは、他のリスク性金融商品と比較の上、以下の点なども参考にしつつ、ファンドラップの位置付けや付加価値の明確化などに向けて取り組むことが期待される。

- ・顧客の最善の利益を追求する観点から、顧客が負担するコストとコスト控除後の期待リターンの妥当性についての検証⁵⁰
- ・顧客の期待リターン、顧客が負担するコスト、運用実績等に関する情報開示の充実

4. リスク性金融商品販売に係る顧客意識調査結果

今事務年度、金融庁において、「リスク性金融商品販売に係る顧客意識調査⁵¹」（金融機関⁵²の顧客等に対して行った資産運用に関する意識等についての調査。以下「2023 事務年度調査」という。）を実施し、その結果を公表した。2023 事務年度調査の結果の一部について、金融機関による顧客本位の業務運営の進捗といった観点から、前回調査（以下「2020 事務年度調査」という。）⁵³との比較を下記（1）～（3）のとおり紹介したい。

なお、2020 事務年度調査の結果と 2023 事務年度調査の結果を比べると、顧客本位の業務運営について一定の進捗は見られたものの、引き続き、各金融機関が顧客本位の業務運営の確保に向けた取組みを継続していくことが必要である。

⁵⁰ 一部の重点先では、ファンドラップの一部のコースにおいて、コスト控除後の期待リターンを総コストが上回っている状況が見られた。

⁵¹ 本報告書で紹介したもの以外の調査結果については、下記 URL を参照（脚注 8 再掲）。

URL : https://www.fsa.go.jp/news/r6/kokyakuho/fdreport/fdreport_2024.html

⁵² 2023 事務年度調査において、「金融機関」は、同調査対象である投資経験者等が資産運用のために利用している金融事業者（例えば、銀行や証券会社等）を指す。

⁵³ 「リスク性金融商品販売に係る顧客意識調査結果（2021 年 6 月 30 日公表）」については、下記 URL を参照。

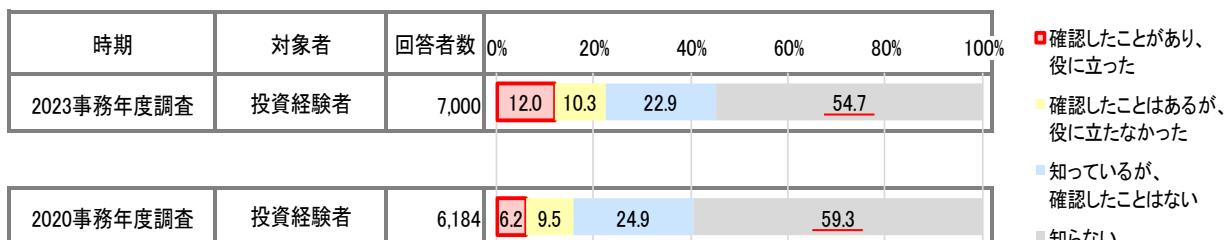
URL : <https://www.fsa.go.jp/policy/kokyakuho/030630ishikicyosa.pdf>

(1) 金融機関が公表している取組方針・取組状況・共通KPIを確認した経験

投資経験者⁵⁴及び投資未経験・検討者⁵⁵に対して、金融機関が公表している取組方針・取組状況・共通KPI（以下「取組方針等」という。）について、確認したことがあるか尋ねた（単一回答）。

- ✓ 取組方針等を「確認したことがあり、役に立った」と回答した者の割合について、2020事務年度調査（6.2%）と比べ、2023事務年度調査（12.0%）では上昇した。
- ✓ 一方、取組方針等を「知らない」と回答した者の割合について、2020事務年度調査（59.3%）と比べ、2023事務年度調査（54.7%）では低下したものの、依然として5割超であった（図表22）。

（図表22）取組方針・取組状況・共通KPIの認知度と活用状況

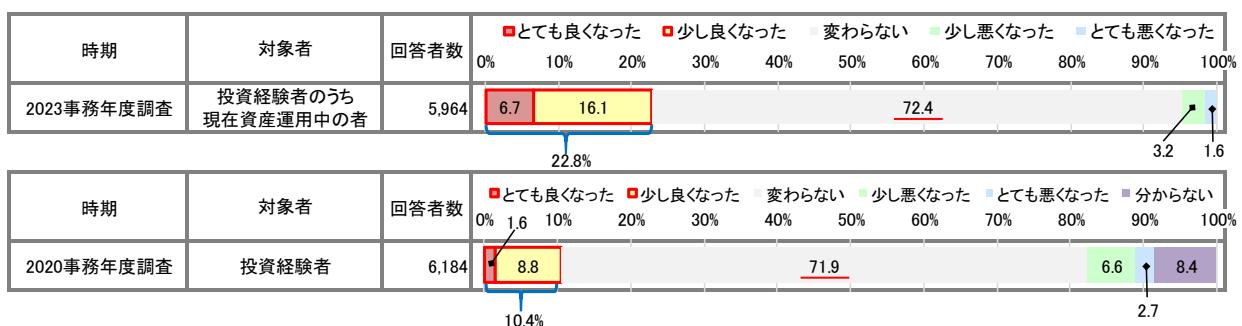


(2) 金融機関における資産運用に関する対応状況の変化

投資経験者のうち現在資産運用中の者に対して、資産運用のためにメインで利用している金融機関について、資産運用に関する対応状況の変化を尋ねた（単一回答）。

- ✓ 「とても良くなった」又は「少し良くなった」と回答した者の割合について、（選択肢・対象者の属性が異なるため単純比較はできないが、）2020事務年度調査の「投資経験者」（10.4%）と比べ、2023事務年度調査の「投資経験者のうち現在資産運用中の者」（22.8%）は上昇した（図表23）⁵⁶。
- ✓ 一方、「変わらない」と回答した者の割合は、2020事務年度調査（71.9%）、2023事務年度調査（72.4%）ともに高い水準にある。

（図表23）金融機関の資産運用に関する対応状況の変化



⁵⁴ 2023事務年度調査において、「投資経験者」は、「リスク性金融商品（不動産、コモディティ（金、プラチナ等）は含まない。）のいずれかを購入したことがある、かつ、世帯における金融商品の購入や資産運用をする際に、意思決定に関与している者。現在資産運用中の者と、以前は資産運用をしていたが現在はしていない者の両方を含む。」と定義した。

⁵⁵ 2023事務年度調査において、「投資未経験・検討者」は、「リスク性金融商品の購入経験はないが、将来的には購入することを検討している者」と定義した。

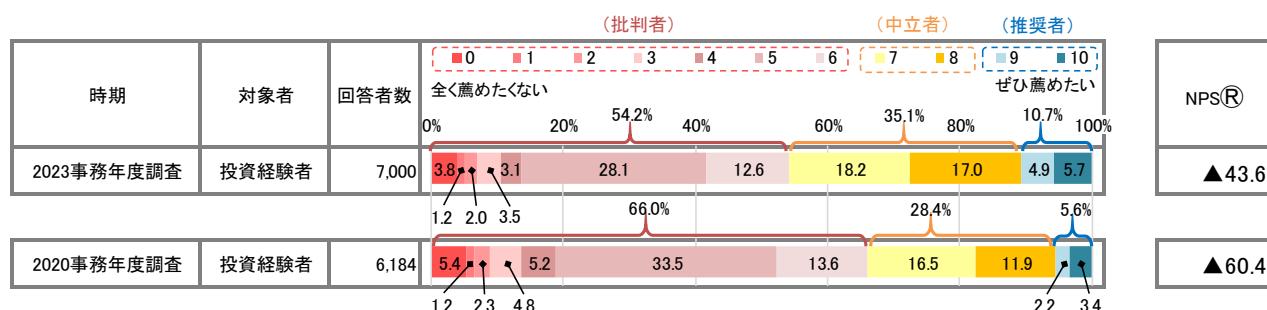
⁵⁶ 2020事務年度調査においては、「分からない」（8.4%）という選択肢があるため、その選択肢がない2023事務年度調査と単純比較はできないことに留意する必要がある。

(3) 投資経験者が主に利用する金融機関に対する評価 (NPS®⁵⁷)

投資経験者に対して、主に利用する金融機関について、友人や知人にどの程度薦めるかを、「0・全く薦めたくない」から「10・ぜひ薦めたい」の11段階で尋ねた（単一回答）。

- ✓ 主に利用する金融機関に対する投資経験者の評価 (NPS®) は、2020 事務年度調査結果 (▲60.4) と比べれば、2023 事務年度調査結果 (▲43.6) においては一定の改善が見られる（図表 24）⁵⁸。

(図表 24) 満足度調査(NPS®)



(以 上)

⁵⁷ 「NPS®」は、ベイン・アンド・カンパニー、フレッド・ライクヘルド、サトメトリックス・システムズの登録商標であり、「Net Promoter Score」の略称である。0~10点の11段階的回答に応じて、「推奨者（「9」又は「10」と回答した者）」、「中立者（「7」又は「8」と回答した者）」、「批判者（「0」から「6」までのいずれかを回答した者）」の3つに分類し、「推奨者」の割合から「批判者」の割合を引いた値である。

⁵⁸ 「推奨者」の割合について、2020 事務年度調査 (5.6%) と比べ、2023 事務年度調査 (10.7%) は上昇した。また、「批判者」の割合について、2020 事務年度調査 (66.0%) と比べ、2023 事務年度調査 (54.2%) は低下した。

○内閣府令第 号

投資信託及び投資法人に関する法律（昭和二十六年法律第百九十八号）第十七条第一項及び第二十条第二項の規定に基づき、投資信託及び投資法人に関する法律施行規則の一部を改正する内閣府令を次のように定める。

令和七年 月 日

内閣総理大臣 石破 茂

投資信託及び投資法人に関する法律施行規則の一部を改正する内閣府令

投資信託及び投資法人に関する法律施行規則（平成十二年總理府令第百二十九号）の一部を次のように改正する。

次の表により、改正前欄に掲げる規定の傍線を付した部分をこれに対応する改正後欄に掲げる規定の傍線を付した部分のように改め、改正後欄に掲げるその標記部分に二重傍線を付した号を加える。

(投資信託約款の重大な内容の変更)	改 正 前
(投資信託約款の重大な内容の変更)	改 正 後
<p>第二十九条 法第十七条第一項に規定する投資信託約款の変更の内容が重大なものとして内閣府令で定めるものは、法第四条第二項第一号、第二号、第五号から第十一号まで及び第十三号から第十五号までに掲げる事項並びに第七条各号に掲げる事項の変更であって、当該投資信託約款に係る委託者指図型投資信託の商品としての基本的な性格を変更させることとなるもの（投資信託財産の純資産総額が一定の金額を下回った場合において投資信託委託会社が投資信託契約の解約を行うことができる旨が当該投資信託約款にあらかじめ定められている場合であつて、第四十三条第三号イからニまでに掲げる事項（同号イに掲げる事項にあっては、同号イに規定する金額が当該投資信託約款にあらかじめ定められている一定の金額を下回るものである場合に限る。）の全てを当該投資信託約款に定める場合を含まない。）とする。</p> <p>（受益者の利益に及ぼす影響が軽微な委託者指図型投資信託の併合）</p> <p>第二十九条の二 法第十七条第一項に規定する委託者指図型投資信託の併合が受益者の利益に及ぼす影響が軽微なものとして内閣府令で定めるものは、次に掲げる要件の全てに該当する委託者指図型投資</p>	<p>第二十九条 法第十七条第一項に規定する投資信託約款の変更の内容が重大なものとして内閣府令で定めるものは、法第四条第二項第一号、第二号、第五号から第十一号まで及び第十三号から第十五号までに掲げる事項並びに第七条各号に掲げる事項の変更であって、当該投資信託約款に係る委託者指図型投資信託の商品としての基本的な性格を変更させることとなるものとする。</p> <p>（受益者の利益に及ぼす影響が軽微な委託者指図型投資信託の併合）</p> <p>第二十九条の二 「同上」</p>

信託の併合とする。

一 「略」

二 当該併合の前後で当該委託者指図型投資信託の商品としての基本的な性格に相違がないこと（投資信託財産の純資産総額が一定の金額を下回った場合において投資信託委託会社が投資信託契約の解約を行うことができる旨が当該併合前の投資信託約款にあらかじめ定められている場合であつて、第四十三条第三号イから二までに掲げる事項（同号イに掲げる事項にあつては、同号イに規定する金額が当該投資信託約款にあらかじめ定められている一定の金額を下回るものである場合に限る。）の全てを当該併合後の投資信託約款に定める場合を含む。）。

三 「略」

（投資信託契約の解約の書面による決議が不要な場合等）

第四十三条 法第二十条第二項に規定する内閣府令で定める場合は、

次に掲げる場合とする。

一 「略」

二 一定の条件を満たした場合には投資信託契約の解約を行う旨があらかじめ投資信託約款に定められている場合（一定の条件を満たした場合には投資信託委託会社が任意に投資信託契約の解約を行うことができる旨があらかじめ投資信託約款に定められている場合を除く。）であつて、当該一定の条件を満たして行われる投

一 「同上」

二 当該併合の前後で当該委託者指図型投資信託の商品としての基本的な性格に相違がないこと。

三 「同上」

（投資信託契約の解約の届出が不要な場合等）

第四十三条 「同上」

一 「同上」

二 一定の条件を満たした場合には投資信託契約の解約を行う旨があらかじめ投資信託約款に定められている場合であつて、当該一定の条件を満たして行われる投資信託契約の解約である場合

三 資信託契約の解約である場合

次に掲げる事項の全てがあらかじめ投資信託約款に定められて
いる場合であって、当該事項に係る当該投資信託約款の定めに基
づいて行われる投資信託契約の解約である場合

イ 投資信託財産の純資産総額が当該投資信託財産を運用方針に
従つて継続的に運用するため必要な金額として投資信託委託
会社が定める一定の金額を下回る状態が一定の期間継続する場
合には、投資信託委託会社が任意に投資信託契約の解約を行う
ことができる。

ロ 投資信託委託会社がイの解約を行う場合には、受益者の保護
のため必要な措置をとること。

ハ 投資信託委託会社がイの解約を行う場合には、当該解約がそ
の効力を生ずる日の六月前までに、知れている受益者に対し、
次に掲げる事項を書面その他の適切な方法により通知すること
。

(1) 当該解約を行う旨

(2) 当該解約の理由

(3) ロに規定する措置の内容

二 イに規定する場合において投資信託委託会社が投資信託契約
の解約を行わない場合には、当該投資信託委託会社が知れてい
る受益者に対し、次に掲げる事項を書面その他の適切な方法に
より通知すること。

(1) 当該解約を行わない理由

〔号を加える。〕

(2) 当該投資信託財産の運用状況が改善する見込みに関する事項

備考
表中の「」の記載は注記である。

附
則

この府令は、公布の日から施行する。

金融審議会 市場ワーキング・グループ報告書

—顧客本位の業務運営の進展に向けて—

令和2年8月5日

目 次

はじめに	1
I. 顧客本位の業務運営の更なる進展に向けた方策	2
1. 「顧客本位の業務運営に関する原則」の取組状況に対する評価	2
2. 顧客本位の業務運営の更なる進展に向けた方策	3
(1)「顧客本位の業務運営に関する原則」の実効性の強化	3
①「原則」の具体的な内容の充実	3
ア) 顧客本位の商品提案力の向上と適切なフォローアップ	3
イ) 金融商品の組成に携わる金融事業者による想定顧客の公表	5
ウ) 顧客にとって分かりやすい情報提供のあり方	5
エ) 従業員の業務の支援・検証を行うための体制	8
②「原則」の一層の浸透・定着に向けた方策	9
ア) 金融事業者の取組の「見える化」	9
イ) 顧客の主体的な行動のための環境整備	10
(2) 不適切な販売事例に対する監督上の対応の強化	10
① 誠実公正義務・適合性原則に反する可能性のある行為	10
② 適合性原則の内容の明確化	11
③ 不適当・不誠実な行為の例示	12
II. 超高齢社会における金融業務のあり方	14
1. 高齢顧客に対する顧客本位の業務運営	14
2. 認知判断能力や身体機能が低下した高齢顧客に対する対応	14
(1) 金融取引の代理等のあり方	14
(2) 金融機関と福祉関係機関等との連携強化	15
(3) 金融業界における好事例の集約・還元と指針策定	16
① 高齢者のニーズに応える金融商品・サービス等	17
② 認知判断能力の低下に備えた事前の取組	17
③ 高齢者の相談窓口の案内	17
④ 金融商品販売後のフォローアップ	17
(4) デジタル技術を活用した柔軟な顧客対応	18
(5) 金融契約の照会システム	18
おわりに	19
別添 重要情報シート（例）	20

「市場ワーキング・グループ」メンバーネーム簿

2020年8月5日現在

座長	神田 秀樹	学習院大学大学院法務研究科教授	
委員	池尾 和人	立正大学経済学部教授	
	上田 亮子	株式会社日本投資環境研究所主任研究員	
	上柳 敏郎	弁護士(東京駿河台法律事務所)	
	鹿毛 雄二	ユージン・パシフィック代表	
	加藤 貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授	
	神作 裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授	
	神戸 孝	FP アソシエイツ＆コンサルティング株式会社代表取締役	
	黒沼 悅郎	早稲田大学法学学術院教授	
	駒村 康平	慶應義塾大学経済学部教授	
	島田 知保	専門誌「投資信託事情」発行人兼編集長	
	高田 創	岡三証券株式会社グローバルリサーチセンター理事長 エグゼクティブエコノミスト	
	竹川 美奈子	LIFE MAP 合同会社代表	
	佃 秀昭	株式会社企業統治推進機構代表取締役社長	
	永沢 裕美子	Foster Forum 良質な金融商品を育てる会世話人	
	中野 晴啓	セゾン投信株式会社代表取締役会長 CEO	
	野尻 哲史	合同会社フィンウェル研究所代表	
	野村 亜紀子	株式会社野村資本市場研究所研究部長	
	林田 晃雄	読売新聞東京本社調査研究本部主任研究員	
	福田 慎一	東京大学大学院経済学研究科教授	
	宮本 勝弘	日本製鉄株式会社代表取締役副社長	
オブザーバー	消費者庁	財務省	日本銀行
	日本取引所グループ	日本証券業協会	投資信託協会
	日本投資顧問業協会	信託協会	全国銀行協会
	国際銀行協会	生命保険協会	

(敬称略・五十音順)

本ワーキング・グループでは、メンバーに加え、以下の参考人を招き、意見交換を実施した。

○ 第 25 回 (2019 年 10 月 23 日)	福井 晶喜	(独)国民生活センター 相談情報部相談第二課課長
○ 第 27 回 (2020 年 2 月 13 日)	尾川 宏豪	(株)エクサウィザーズ (一社)全国地域生活支援機構理事
	高橋 良太	(福)全国社会福祉協議会 地域福祉部部長
	花俣ふみ代	(公社)認知症の人と家族の会 副代表理事
○ 第 28 回 (2020 年 3 月 25 日)	加藤 聰彦	(株)三井住友銀行 コンサルティング業務部長
	中桐 啓貴	(一社)ファイナンシャル・アドバイザー 協会代表理事
	久保田 誉	フィディリティ証券(株) 執行役員 個人金融サービス本部長

(敬称略)

はじめに

国民の安定的な資産形成の実現に向けて、金融審議会市場ワーキング・グループは、2016年12月に、金融商品の販売、助言、商品開発、資産管理、運用等を行う全ての金融機関等(以下「金融事業者」という。)が顧客本位のより良い金融商品・サービスの提供を競い合うように促すべく、「顧客本位の業務運営に関する原則」(以下「原則」という。)の策定を提言した。これを受け、2017年3月に「原則」が策定・公表され、併せて、金融事業者の取組の「見える化」を促進する観点から、金融事業者による自主的な成果指標(KPI)の公表が促された。さらに、2018年6月には、投資信託の販売会社における比較可能な共通KPIが示され、各社による公表が促されてきた。

「原則」の策定後3年が経過したが、「原則」については、当ワーキング・グループの提言を受け、その留意事項において、金融事業者の取組状況や「原則」を取り巻く環境の変化を踏まえ、必要に応じ見直しの検討を行うものとされている。また、高齢化が急速に進む中で、金融事業者には、顧客本位の業務運営の観点から、高齢顧客のニーズに一層応えていくことが期待されている。

こうした状況を踏まえ、当ワーキング・グループでは、これまでの進捗を検証し、海外の規制動向も参考にしつつ、顧客本位の業務運営の更なる進展に向けた新たな方策や超高齢社会における金融業務のあり方について検討を行った。検討は、2019年10月から2020年7月まで、有識者へのヒアリングも行いながら、計7回にわたり行われた。

本報告書は、当ワーキング・グループにおける検討結果を取りまとめたものである。

I. 顧客本位の業務運営の更なる進展に向けた方策

1. 「顧客本位の業務運営に関する原則」の取組状況に対する評価

「原則」は、いわゆるプリンシップルベース・アプローチを採用しており、金融事業者において、各原則の趣旨・精神を自ら咀嚼し、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うことにより、より良い取組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を図ることが期待されている。

「原則」が策定されて3年余りが経過したが、この間、「原則」を採択し、取組方針等を公表するなど、顧客本位の業務運営に取り組む金融事業者は着実に増加している。また、顧客の投資信託の平均保有期間の長期化¹や積立投資信託の顧客数の割合の増加²など、回転売買に依存した金融事業者の営業姿勢に改善の兆しも見られ、金融事業者が進めてきた顧客本位の業務運営に向けた取組の成果も徐々に現れてきている。

しかしながら、一部の金融事業者においては、「原則」の文言を若干変えた程度の取組方針を策定・公表し、これをもって顧客本位の業務運営の取組とするなど「原則」の採択自体を目的化しているかのような動きも見られる。また、金融庁が 2019 年に実施した顧客意識調査³では、金融庁が金融事業者に対して「原則」の取組方針や KPI を公表するよう働きかけていることを認知していると回答した顧客は全体の3割程度であり、このうち、金融商品の購入に際し、取組方針等を実際に参考にしている顧客は2割に留まるなど、金融事業者の取組が顧客による金融事業者の選別に繋がっているとは言い難い状況にある。さらに、ベスト・プラクティスを追求する以前の問題として、金融商品・サービスの販売・提供にあたり、顧客の属性や意向に反する取引や顧客の利益を犠牲にして業者の利益を追求する行為などの不適切な事例⁴が未だに見受けられる。

こうした現状を踏まえれば、より良い取組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を実現していくためには、金融事業者のベスト・プラクティスの実現を目指す「原則」の具体的な内容の充実や新たな方策の導入により、プリンシップルベースによる対応の実効性をより一層高めていくことが望まれる。一方で、ベスト・プラクティスの対極にある不適切な

¹ 主要行等 9 行、地域銀行 27 行（2019 年度上期は経営統合により 26 行）、大手証券等 7 社を対象に集計したところ、投資信託の平均保有期間の推移として、2016 度末から 2019 年度上半期にかけて、主要行等では 3.0 年から 5.3 年、地域銀行では 3.1 年から 3.6 年、対面証券会社では 2.5 年から 2.9 年、ネット系証券では 2.4 年から 3.4 年へと、それぞれ長期化している（「投資信託等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について（全体版）」（金融庁、2020 年 7 月）（以下「投信販売モニタリング結果」という。））。

² 主要行等 5 行、地域銀行 19 行（2019 年度上期は経営統合により 18 行）を対象に集計したところ、投資信託保有顧客数に占める積立投資信託の顧客数の割合の推移として、2016 度末から 2019 年度上半期にかけて、主要行等では 8%から 25%、地域銀行では 23%から 37%へと、それぞれ増加している（投信販売モニタリング結果）。

³ 「リスク性金融商品にかかる顧客意識調査について（最終報告・全体版）」（金融庁、2019 年 8 月）（以下「顧客意識調査」という。）

⁴ 例えば、2019 年 12 月 27 日金融庁・関東財務局「日本郵政グループに対する行政処分について」

事例に対しては、金融事業者が遵守すべき最低基準を定める法規制を適切に機能させるため、監督指針の改正により、ルールの適用についての明確化を図ることが必要と考えられる。このように、プリンシップベースの対応を基本としつつ、ルールベースの対応を適切に組み合わせることにより、顧客本位の業務運営の更なる進展を図るべきである。

2. 顧客本位の業務運営の更なる進展に向けた方策

(1)「顧客本位の業務運営に関する原則」の実効性の強化

①「原則」の具体的な内容の充実

先述のとおり、「原則」において、金融事業者は、各原則の趣旨・精神を踏まえて自主的に創意工夫をすることが求められている。しかし、金融事業者において必ずしもその趣旨・精神を十分に咀嚼して実効性のある取組に繋げることができていない原則もあると考えられる。このような現状を踏まえると、金融事業者が、各原則の趣旨・精神を自らの具体的な業務に組み込んで実践していくことを支援する観点から、以下の項目について「原則」によって求められる具体的な取組の内容を充実させることが適当と考えられる。

ア) 顧客本位の商品提案力の向上と適切なフォローアップ

「原則」では、金融事業者は顧客にふさわしい金融商品・サービスの販売・推奨等を行うべきであるとされている(原則6)。

この原則を実施していく観点からは、顧客の意向を確認した上で、まず、顧客のライフプラン等を踏まえて、適切なポートフォリオを提案するなど個々の顧客に寄り添ってふさわしい金融商品・サービスを提案することが重要である。しかし、顧客意識調査によれば、同様の商品がある場合に、4分の1の顧客が自身のニーズに合った商品ではなく、売れ筋商品を提案されていると感じていると回答している⁵ほか、約4分の1の顧客がポートフォリオの提案を受けていないと回答している⁶。

また、金融商品・サービスの提案にあたっては、取り扱う商品について、業法の枠を超えて

⁵ 同じような運用対象・運用方法のリスク性金融商品がある場合、顧客のニーズに一番合った商品を提案していると感じたと回答した者は全体の 23%である一方、多くの顧客によく売れている売れ筋商品を提案していると感じたと回答した者は 25%である(「顧客意識調査」)。

⁶ 資産構成(ポートフォリオ)の提案を受けたと回答した者は全体の 67%である一方、そのような提案を受けていないと回答した者は全体の 27%である(「顧客意識調査」)。

て横断的に他の類似・代替商品との比較が行われることも重要である^{7,8}が、顧客意識調査では、提案時に他の商品との比較説明を受けていないと回答した顧客は約7割を占めている⁹。

さらに、顧客にふさわしいサービスの提供を行うためには、金融商品・サービスの提供後においても、その意向に基づき、ライフステージや資産状況などの顧客自身の変化や市場環境の変化に応じ、長期的な視点にも配慮した¹⁰適切なフォローアップを行うことが重要であるが、顧客意識調査では、商品購入後においてフォローアップを受けていないと回答した顧客は全体の4分の3に上る¹¹。

以上を踏まえ、原則6【顧客にふさわしいサービスの提供】の(注1)として次の内容を追加することが適当と考えられる。

原則6.【顧客にふさわしいサービスの提供】

(注1) 金融事業者は、金融商品・サービスの販売・推奨等に関し、以下の点に留意すべきである。

- 顧客の意向を確認した上で、まず、顧客のライフプラン等を踏まえた目標資産額や安全資産と投資性資産の適切な割合を検討し、それに基づき、具体的な金融商品・サービスの提案を行うこと
- 具体的な金融商品・サービスの提案は、自らが取り扱う金融商品・サービスについて、各業法の枠を超えて横断的に、類似商品・サービスや代替商品・サービスの内容（手数料を含む）と比較しながら行うこと
- 金融商品・サービスの販売後において、顧客の意向に基づき、長期的な視点にも配慮した適切なフォローアップを行うこと

⁷ 米国の「最善利益規則（Regulation Best Interest）」（2020年6月30日発効）に基づく注意義務や欧州の第二次金融商品市場指令（MiFID II）に基づく適合性評価義務においては、合理的な代替商品や同等商品の検討・評価が必要とされている。

⁸ 「金融サービスの利用者の利便の向上及び保護を図るための金融商品の販売等に関する法律等の一部を改正する法律」（令和二年法律第五十号）により、1つの登録を受けて銀行・証券・保険すべての分野のサービスの仲介を行うことができる金融サービス仲介業が創設されることとなり、今後、このような各業法の枠を超えた横断的な比較・検討の視点は更に重要になると考えられる。

⁹ リスク性金融商品を購入する際、他の金融商品との比較説明を受けていないと回答した者は、全体の67%である（「顧客意識調査」）。

¹⁰ 例えば、今般の新型コロナウイルスの影響による市場の急変時などに、長期・積立・分散投資を行っている顧客に対し、その投資手法の意義や効果を伝えるなどして冷静な判断を促すことなどが考えられる。

¹¹ リスク性金融商品の購入後、フォロー・アドバイスを受けていない、又は、ほとんど受けていないと回答した者は、全体の75%である（「顧客意識調査」）。

イ)金融商品の組成に携わる金融事業者による想定顧客の公表

「原則」では、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、商品の特性を踏まえて、販売対象として想定する顧客属性を特定すべきであるとされている(原則6(注2))。

このような想定顧客の情報は、販売会社が顧客に販売・推奨等を行う商品の選定理由になるとともに、顧客が購入しようとしている商品が自身に合っているのかを判断する材料にもなる。

そこで、原則6【顧客にふさわしいサービスの提供】と原則5【重要な情報の分かりやすい提供】の(注)としてそれぞれ次の内容を追加することが適当と考えられる。これにより、金融商品の組成に携わる金融事業者において商品毎に想定する顧客属性が特定・公表され¹²、また、販売・推奨等の場面において、顧客に対し、その情報が提供されることで、金融商品・サービスの選定理由として、その顧客が想定顧客属性に当てはまるかどうかが示されることが期待される¹³。

原則6.【顧客にふさわしいサービスの提供】

(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それに沿った販売がなされるよう留意すべきである。

原則5.【重要な情報の分かりやすい提供】

(注1) 重要な情報には以下の内容が含まれるべきである。

- ・顧客に対して販売・推奨等を行う金融商品の組成に携わる金融事業者が販売対象として想定する顧客属性
- ・顧客に対して販売・推奨等を行う金融商品・サービスの選定理由(顧客のニーズ及び意向を踏まえたものであると判断する理由を含む)

ウ)顧客にとって分かりやすい情報提供のあり方

「原則」では、金融事業者は、手数料等の明確化(原則4)のほか、金融商品・サービスの

¹² 販売対象として想定する顧客属性については、商品間の比較が容易になるよう、自主規制団体等の業界において、顧客属性を区分するための着眼点や項目を可能な範囲で調整することが適当と考えられる。

¹³ ある金融商品について、顧客が公表された想定顧客属性に当てはまらない場合であっても、ポートフォリオの一部を高リスク資産で運用するなどポートフォリオ全体の観点からは投資対象となり得る場合もある。金融商品の販売・推奨等を行う金融事業者において、想定顧客属性に当てはまらない顧客に対して金融商品の推奨を行う場合は、その商品を組み入れたポートフォリオ全体がその顧客にふさわしいか否かについての評価・検討をし、顧客に説明することが適当と考えられる。

販売・推奨等に係る重要な情報を顧客が理解できるよう分かりやすく提供すべきであるとされている(原則5)。また、この重要な情報には顧客との利益相反の具体的な内容(第三者から受け取る手数料等を含む。)・影響が含まれるべきであるとされている(原則5(注1))。さらに、複雑又はリスクの高い商品の販売・推奨等を行う場合には、より丁寧な情報提供がなされるよう工夫すべきであり(原則5(注4))、より重要な情報については特に強調するなどして顧客の注意を促すとともに、顧客において同種の金融商品・サービスの内容と比較することが容易となるよう配慮すべきであるとされている(原則5(注5))。

このような原則の内容を踏まえると、金融事業者が、金融商品・サービスを顧客に提案し、又は、顧客がこれを選別する場面においては、手数料の構造や従業員の業績評価体系に起因する利益相反も含めて重要な情報が強調されるとともに、顧客において他の同種の商品との比較が容易になるよう、メリハリをつけた分かりやすい情報提供のあり方を検討することが重要である。また、海外の事例に目を向けると、欧米においても、情報の分量に上限を設けた上で、重要なものに絞って顧客に情報提供することを求める制度が導入されている¹⁴。

このような観点からは、投資リスクのある金融商品・サービスの提案・選別の場面において、例えば、顧客にとって分かりやすく、各業法の枠を超えて多様な商品を比較することが容易となるように配意した「重要情報シート」¹⁵が積極的に用いられることが望ましい¹⁶。「重要情報シート」については、顧客が金融商品・サービスを選別する際に他と比較しながら行うことを容易にするという観点から、販売員との対話を伴う取引(画面などを通じたリモートでの対話を伴う取引を含む。)の場合はもちろんこと、対話を伴わないインターネット取引の場合にも用いられることが適当と考えられる¹⁷。

¹⁴ 欧米における顧客に対する簡潔な説明書面の例として、欧州では、投資信託、集団投資スキーム、投資性保険、仕組商品、転換社債、デリバティブ等のパッケージ型商品を対象として、商品毎に3頁を上限として、コスト、想定最大損失等のリスク、推奨される投資維持期間等の情報を簡潔に明示する「PRIIPs KID (key information documents for packaged retail and insurance-based investment products)」という制度が存在する。また、商品毎ではなく投資アドバイザー又は証券販売業者毎ではあるが、米国でも、2020年6月、2頁を上限として、利益相反やコスト等の情報を簡潔に明示する「Form CRS (Customer or Client Relationship Summary)」という制度が導入された。

¹⁵ 「重要情報シート」の具体的な内容については、別添の内容を基本とし、今後、関係団体において、各金融商品の比較可能性に配意しつつ、商品カテゴリー毎の項目を微調整していくことが考えられる。この際、現状でも、保険会社が業界で調整をした上で作成した、比較可能性に配意した説明資料(募集補助資料)等も存在するところ、説明内容が重複するなどの場合、その分量に配意しつつ、重要情報シートに説明内容を統合していくことが適当と考えられる。また、「重要情報シート」の内容の検討に際しては、利用者や専門家の意見を踏まえるべきであるとの意見があった。

¹⁶ 投資リスクのある金融商品・サービスの中でも、株式・公債・円建て普通社債等の複雑ではない商品に関する分かりやすい情報提供のあり方については、業界団体や各金融事業者の創意工夫に委ねることが適当と考えられる。

¹⁷ 「重要情報シート」の提供方法については、販売員との対話を伴う取引(画面などを通じたリモートでの対話を伴う取引を含む。)の場合でも、書面の交付に限らず、電子的な提供によることも考えられる。また、インターネット取引の場合においても、顧客による商品選別の際に、顧客の目に入りやすい位置に配置するなど、顧客が容

「重要情報シート」には、顧客が金融事業者の取扱商品のラインナップや金融商品・サービスに関する重要な情報を一目で把握して、適切な選択・判断をすることが容易になるよう、金融事業者に関する情報と金融商品・サービスに関する情報を簡潔に記載することが重要である^{18,19}。また、「重要情報シート」には、販売員との対話を促進し、顧客の理解をサポートする観点から、提供すべき情報に応じた質問例も記載することが適当と考えられる²⁰。さらに、各金融事業者においては、簡潔性や比較可能性という「重要情報シート」の趣旨に留意し、また、必要に応じて他の資料を適宜組み合わせるなどして、金融商品・サービスの特性等に応じて、顧客に分かりやすい情報提供のあり方を常に検討していくことが望まれる^{21,22}。

以上を踏まえ、原則5【重要な情報の分かりやすい提供】の(注4)(注5)を次のように変更することが適当と考えられる。

易に「重要情報シート」の内容を確認できるようにすることが適当と考えられる。

¹⁸ 「重要情報シート」については、簡潔性・一覧性の確保や目論見書等の他の資料との役割分担を重視して、分量を抑制すべきであるとの意見があった。一方で、金融事業者の顧客数・顧客層、預かり資産残高及び開設口座数、処分歴、窓口担当者・上司の資格・経験及び過去の配属情報、また、金融商品の市場価格への感応度や信用リスクの水準等のリスクの程度、想定最大損失などのリターンの記載とのバランスがとれたリスクの記載、推奨される投資維持期間、商品組成に携わる事業者から販売の現場に対する非金銭的利益の有無・内容等を盛り込むべきであるとの意見もあった。

¹⁹ 金融事業者に関するもの（金融事業者編）、金融商品・サービスに関するもの（金融商品編）とともに、作成主体は、基本的には金融商品・サービスの販売業者又は販売仲介業者であるが、「金融商品の組成に携わる事業者が想定する顧客層」（別添「重要情報シート（例）」（金融事業者編）参照）など項目に応じて商品組成に携わる事業者と連携しつつ作成することが想定される。

²⁰ 顧客が自らに適した金融商品・サービスを選択するためには、金融事業者ができること・できないことや、金融商品・サービスに関する重要な情報を顧客自らが咀嚼して理解することが必要であり、金融事業者との対話はその重要な手段である。この対話を意義のあるものとするためには、顧客が疑問点について積極的に質問していくことが望ましいものの、投資経験がそれほどない顧客にとっては、質問に対する心理的ハードルがあつたり、適切な質問をするための知識が十分ではない場合もあると考えられる。こうした現実を踏まえると、顧客本位の観点から金融事業者が顧客に対して回答すべき、また顧客が知っておくべき事項について、金融事業者が顧客に対して促す質問例を予め「重要情報シート」に組み込んでおくことが望ましく、このような取組が顧客の金融リテラシーを高めていくものと期待される。

²¹ 他の資料においては、「重要情報シート」において簡潔に記されたリスクやコスト等の情報に関して追加的な分かりやすい説明や、各金融事業者において顧客にとって重要と考える情報を掲載することが考えられる。

²² 「重要情報シート」についても、各金融事業者において、簡潔性や比較可能性という趣旨を踏まえつつ、顧客本位の観点から絶えず見直しをしていくべきであるとの意見があった。

原則5.【重要な情報の分かりやすい提供】

(注4) 金融事業者は、顧客に対して販売・推奨等を行う金融商品・サービスの複雑さに見合った情報提供を、分かりやすく行うべきである。単純でリスクの低い商品の販売・推奨等を行う場合には簡潔な情報提供とする一方、複雑又はリスクの高い商品の販売・推奨等を行う場合には、顧客において同種の商品の内容と比較することが容易となるように配意した資料を用いつつ、リスクとリターンの関係など基本的な構造を含め、より分かりやすく丁寧な情報提供がなされるよう工夫すべきである。

(注5) 金融事業者は、顧客に対して情報を提供する際には、情報を重要性に応じて区別し、より重要な情報については特に強調するなどして顧客の注意を促すとともに、顧客において同種の金融商品・サービスの内容と比較することが容易となるよう配慮すべきである。

なお、現在、契約締結前交付書面や目論見書等の法定書類について電子提供を行う場合には顧客の事前の承諾又は同意が必要であるが、重要情報シート等を新たに用いて、かつ、契約締結前交付書面の主な内容を顧客に説明した場合には、顧客、販売会社双方の負担増を抑制するとともに、ウィズコロナ時代におけるデジタル化の進展も考慮し、法定書類を紙で交付することを要しないことを検討することが適当と考えられる。但し、この場合も、法定書類をインターネット上で掲載し、そのURL・QRコードを明示することや、顧客の求めがある場合には紙での交付を行うことが必要である。

エ)従業員の業務の支援・検証を行うための体制

金融事業者は、従業員に対する適切な動機づけの枠組みや適切なガバナンス体制を整備すべきであるとされている(原則7)。しかしながら、現実には、顧客本位の業務運営に向けた経営理念を営業の現場に十分に浸透させられておらず、また、この経営理念を現場で実践するにあたり、多くの対応を個々の従業員の力量に委ねている金融事業者が散見される。

そこで、原則7【従業員に対する適切な動機づけの枠組み等】に(注)を設け、次のように具体的にとるべき行動を追加することが適当と考えられる。これにより、金融事業者の「原則」に関する取組について、関係する従業員に周知徹底を図るとともに、例えば、従業員による顧客への商品提案や提案理由の説明、販売後のフォローアップなど、その業務の質の担保・向上を図る観点から、これを支援・検証するための体制を整備することが期待される。

原則7.【従業員に対する適切な動機づけの枠組み等】

(注) 金融事業者は、各原則（これらに付されている注を含む）に関して実施する内容及び実施しない代わりに講じる代替策の内容について、これらに携わる従業員に周知するとともに、従業員の業務を支援・検証するための体制を整備すべきである。

②「原則」の一層の浸透・定着に向けた方策

ア)金融事業者の取組の「見える化」

「原則」が策定された後、顧客が優れた金融事業者を選別しやすい環境を整備するため、「原則」を採択した金融事業者の取組方針や自主的なKPI・共通KPIの定期的な公表を通じて、金融事業者の取組の「見える化」の促進が図られてきた。

しかしながら、先述のとおり、取組方針として「原則」の文言を若干変えた程度の内容を策定・公表している金融事業者が散見されるほか、各原則の中で実施しない項目があるにもかかわらず、その理由や代替策の説明はほとんどなされていないのが現状である。また、金融庁や金融事業者の取組について、顧客の認知度が低く、金融事業者の選択にあまり活用されていないという問題も見受けられる。そこで、次のような対応が考えられる。

まず、「原則」を採択する金融事業者は、原則2～7（これらに付された（注）を含む。）に示されている内容毎に、実施する場合にはその対応方針を、実施しない場合にはその理由や代替策を、自らの取組方針に分かりやすい表現で盛り込むことが求められている。そこで、各金融事業者において策定した取組方針及びこれに係る取組状況を公表するにあたっては、原則2～7（これらに付されている（注）を含む。）に示された項目毎に実施の有無を検証し、その内容が分かるように明示することが望ましい。

また、今後、金融庁において「原則」の採択事業者のリストを公表する際には、各金融事業者の「原則」の取組方針やこれに係る取組状況を項目毎に比較できるようにすることが適当である。

さらに、金融庁においては、金融事業者による好事例と不芳事例を比較分析し、ホームページなどを積極的に活用して、顧客にとって分かりやすい情報発信を行うことが求められる。

これに加え、様々な民間の主体が、こうした情報を活用することにより、各金融事業者の取組を評価・公表し、より良い取組を行う金融事業者が顧客から選択していくメカニズムを後押しすることが期待される。

イ)顧客の主体的な行動のための環境整備

金融事業者が顧客から選択されるメカニズムを機能させるためには、「見える化」した金融事業者の取組を顧客が適切に理解・評価することが重要である。このような顧客の主体的な行動を促す観点から、利用者側の金融リテラシーの向上に向けた行政及び関係団体・事業者の更なる取組が期待される。金融庁においては、これまで学校現場における出張授業や各種イベントの開催などによって、幅広い世代の金融リテラシーの向上に努めてきた。今後は新型コロナウイルスの影響を踏まえ、ICT を活用したウェブ授業やデジタルコンテンツの提供、オンラインイベントの開催などによって、引き続き金融リテラシーの向上に注力していくことが期待される。特に、金融サービスを利用する個人にとって、より実践的なコンテンツとしていくという視点も必要である。

また、顧客目線で金融商品・サービスを比較するにあたっては、顧客の主体的な行動をサポートする存在として、顧客の側に立ったアドバイザーの役割も重要である。こうしたアドバイザーとなり得る主体としては、金融商品・サービスの販売に携わる金融機関等の担当者のほか、投資助言・代理業を営む者、金融商品仲介業者、保険代理店、金融サービス仲介業者、フィナンシャルプランナーなど様々な業者が考えられる。こうした金融事業者においても、「原則」を採択した上で取組状況を「見える化」するなど、適切な業務運営を行うことが望まれる。加えて、こうしたアドバイザーを育成していくための環境整備についても検討することが必要と考えられる。

(2)不適切な販売事例に対する監督上の対応の強化

①誠実公正義務・適合性原則に反する可能性のある行為

国民生活センターに寄せられた金融商品販売に関する相談件数は近年高い水準にあり、契約内容やリスク等の説明が十分ではなかったケースのほか、特に顧客の属性・意向と異なる勧誘・契約が行われているケースが目立つ²³。また、金融庁の調査・モニタリングや証券取引等監視委員会の検査においても、商品の特徴やリスクを十分に把握しないまま行われた不正確又は不十分な説明による勧誘²⁴のほか、顧客の属性・意向を軽視した営業員主導による取引の勧誘²⁵や回転売買などの販売手数料の獲得を主目的とした取引の勧誘

²³ 「リスク性のある金融商品（特定生命保険・投資信託）に関する消費生活相談について」（2019年10月23日独立行政法人国民生活センター）

²⁴ 証券モニタリング概要・事例集（2020年7月証券取引等監視委員会事務局）45頁（NEXT NOTES S&P500 VIX インバース ETN に関し、不適切な勧誘が行われていた状況等〔内部管理態勢不備に係る指摘〕：【平成30年度】）

²⁵ 前掲証券モニタリング概要・事例集 11 頁（リテール営業に係る不適切な勧誘等〔内部管理態勢不備に係る指摘〕：【令和元年度】）

^{26,27}が確認されている。このような顧客の属性や意向を軽視する取引の勧誘や顧客の利益を犠牲にして業者の利益を追求する行為は、顧客の属性・意向に照らして不適当な勧誘を規制する適合性原則(金融商品取引法 40 条第1号)や顧客に対する誠実かつ公正な業務遂行を求める誠実公正義務(同法第 36 条第1項)に反する可能性がある²⁸。

②適合性原則の内容の明確化

上記のような不適当・不誠実な行為をより効果的に抑制していくためには、まず適合性原則の内容の明確化を図ることが重要である。適合性原則は、顧客の知識、経験、財産の状況及び取引目的に照らして不適当と認められる勧誘を行って投資者の保護に欠け、又は欠けることとなるおそれがないように業務の運営を行うことを求めるものである。このため、金融商品・サービスの勧誘を行う金融事業者には、(i)金融商品・サービスの内容を適切に把握すること、(ii)顧客の属性・取引目的を的確に把握すること、(iii)金融商品・サービスの内容が顧客の属性・取引目的に適合することの合理的根拠を持つこと²⁹、が求められ、これらを履行しないで行う勧誘行為は適合性原則の観点から適当ではないと考えられる³⁰。

これらの履行を確保するための態勢の整備に関し、(ii)顧客の属性・取引目的の把握については、監督指針において既に明確化³¹されているが、それ以外((i)(iii))については、監督指針において監督上の目線が示されていない。このため、適合性原則が適用される金融事業者には、監督指針において、

- ・ 個別の金融商品のリスク、リターン、コスト等の情報を十分に分析・特定した上で、金融商品の特性等に応じ、商品の組成者等との連携などを通じ、投資勧誘に携わる役職員がこれらの情報を正確に理解し、適切に顧客に説明できる態勢を整備すること

²⁶ 前掲証券モニタリング概要・事例集 44 頁（外国株式取引に関し、営業員主導の過度な取引によって顧客が損失を被っている状況〔内部管理態勢不備に係る指摘〕：【平成 30 年度】）

²⁷ 前掲証券モニタリング概要・事例集 11 頁（営業員主導による不適切な勧誘が看過されている状況〔内部管理態勢不備に係る指摘〕：【令和元年度】）

²⁸ 民事裁判においても、過度な頻度、数量の証券取引の勧誘に対して一定の要件のもとで誠実公正義務違反を理由として私法上も違法となるとした例（大阪高裁平成 12 年 9 月 29 日判決）や、いわゆる狭義の適合性原則に関して、適合性原則から著しく逸脱した証券取引の勧誘が不法行為上も違法となるとした例（最高裁平成 17 年 7 月 14 日第一小法廷判決）が存在する。

²⁹ 適合性原則の適用によって投資勧誘の適正化を図る観点から、実務の工夫と蓄積によってこの合理的根拠の基準の具体化・明確化が図られていくべきであるとの意見があった。

³⁰ 米国の「最善利益規則(Regulation Best Interest)」に基づく注意義務や欧州の第二次金融商品市場指令(MiFID II)に基づく適合性評価義務でもこのような要請がされているものと考えられる。

³¹ 金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針III - 2 - 3 - 1(1)①②

- ・個別の金融商品や顧客との一連の取引の頻度・金額が、顧客属性や投資目的に適うことの合理的根拠があるかについて検討・評価を行うものとし、その検討・評価を確保する観点から、金融商品の特性等に応じ、あらかじめ、商品の組成者等とも連携しつつ、どのような考慮要素や手続をもって行うかの方法を定めること

が求められる旨を明確化することが適當と考えられる³²。

また、(ii) 顧客の属性・取引目的の把握に関し、現行の監督指針では、金融事業者は、顧客の申出に基づき顧客の投資目的が変化したことを把握した場合には、顧客カード等に登録する顧客情報の変更を行うことが求められている。もっとも、継続的な取引関係においては、顧客属性等の変化の的確な把握と管理をより丁寧に行うことが重要であると考えられる。そのため、監督指針において、金融事業者は、顧客の申出の有無にかかわらず、顧客の投資目的のみならず資産・収入の状況が変化したことを把握した場合には、投資勧誘に際して登録内容の変更を行うか否かを顧客に確認した上で変更を行うことが求められる旨を明確にすることが適當と考えられる。

さらに、(i)～(iii)の履行を確保するための態勢整備については、経営陣主導のもと、内部管理部門において検証を行うとともに、それを踏まえた態勢の見直しを行うなど、その実効性を確保することが求められる旨も監督指針で明確化することが適當と考えられる。

③不適當・不誠実な行為の例示

上記①で指摘・確認された不適當・不誠実な行為が行われた場合、誠実公正義務や適合性原則に基づく監督対応を必要に応じて検討できるよう、そのような行為の具体例を監督指針で示すことが適當であると考えられる。このため、監督指針において、例えば、

- ・金融商品取引業者の利益を追求する結果として、顧客との一連の取引の経過をみたときに、顧客の属性や投資目的に適合しない高頻度の金融商品の売買を勧誘し、顧客に過度の手数料を負担させる行為
- ・顧客に対し、顧客の属性や本来の投資目的に適合しない金融商品を勧誘するため、その金融商品に適合するような投資目的への変更を、顧客にその変更の意味や理由を正確に理解させることなく求める行為
- ・顧客の属性や投資目的を踏まえると複数の金融商品が顧客に適合する可能性のある状況において、合理的な理由がないにもかかわらず、手数料の高い金融商品を勧誘する行為

³² 適合性原則の内容として、(i)金融商品・サービスの把握、(ii)顧客の属性・取引目的の把握、(iii)金融商品・サービスが顧客の属性・取引目的に適合することの合理的根拠を持つこと、が求められることについては、法令で規定すべきであるとの意見があった。

などの不適当・不誠実といえる投資勧誘行為を例示することが適當と考えられる³³。

³³ 米国の「最善利益規則 (Regulation Best Interest)」に基づく注意義務においては、証券取引等の推奨が特定の顧客の投資プロファイルに照らして顧客の最善の利益となっており自己の利益を顧客の利益に優先させていないことや、推奨された一連の取引が特定の顧客の投資プロファイルに照らし全体として過度ではなく顧客の最善の利益となること等を信じる合理的な根拠を持つことに関して、合理的な勤勉さ、注意及び技術を発揮する義務が規定されている。

Ⅱ. 超高齢社会における金融業務のあり方

1. 高齢顧客に対する顧客本位の業務運営

わが国においては、急速に高齢化が進んでおり、将来的に誰もが自ら又は家族の認知判断能力や身体機能の低下に直面する可能性がある。また、わが国の場合、家計の金融資産の約3分の2を 60 歳以上の世帯が保有しており、高齢者は金融事業者の金融商品・サービスを受ける顧客として重要な位置を占めている。

こうした中、地域社会における生活インフラとして重要な役割を担う金融事業者においては、金融包摂の観点からも、高齢顧客、特に認知判断能力の低下した高齢顧客に対する対応を強化・改善していくことが求められている。高齢顧客については、認知判断能力や身体機能の低下や加齢に伴うリスク選好度の変化に伴って、自身での資産形成・管理が困難になることや、預金引き出し等で店頭に本人が赴くことが困難になることが想定される。また、こうした事態に備え、認知判断能力が低下する前に、資産形成・管理の方針を決めておくことが重要な行動と考えられる。金融ジェロントロジー³⁴等の学問的見地も取り入れ、金融ビジネスのサステナビリティにも留意しつつ、こうした高齢顧客の様々な課題やニーズに対応し、顧客本位の業務運営に取り組んでいくことが金融事業者には期待される。

2. 認知判断能力や身体機能が低下した高齢顧客に対する対応

(1) 金融取引の代理等のあり方

高齢顧客については、認知判断能力の低下により、従前のような金融取引が困難になる場合や、身体機能の低下等により、金融機関の窓口に本人が赴けなくなる場合がある。このような場合、その家族や公的機関が本人に代わって金融機関の窓口に預金の引き出し等に行く必要があるが、本人意思が確認できることなどを理由として、こうした手続が認められないといった事例³⁵が多く指摘されている。また、認知判断能力が低下した場合、本人意思が明確に確認できないという同様の理由から、本人であっても預金の引き出し等が認められないことも指摘されている。

しかしながら、例えば医療や介護など明らかに本人のための支出であり、病院に医療費を金融機関が直接振り込むなど、手続が担保されているのであれば、認知判断能力の低下した高齢顧客本人のほか、本人に代わって取引を行う者であっても、手続を認めるなど

³⁴ 金融ジェロントロジーとは、高齢者の経済活動、資産選択など、長寿・加齢によって発生する経済課題を経済学を中心に関連する研究分野と連携して、分析研究し、課題の解決策を見つけ出す新しい研究領域のこと（ファイナンシャル・ジェロントロジー研究センター）。

³⁵ 本人の委任状を持参した場合でも、その信憑性が確認できないとして、代理が認められないことがある。

の柔軟な対応を行っていくことが顧客の利便性の観点からは望ましい。各金融機関がより顧客に寄り添った対応を行いやすくなるよう、顧客の財産保護や金融機関のリスク等にも留意しつつ、例えば、先述した認知判断能力が低下した顧客本人、本人の家族や社会福祉協議会等の職員³⁶などの者、また任意後見人³⁷や保佐人・補助人³⁸を指定した後の顧客本人による金融取引について、業界団体における指針の策定が期待される。また、行政においても、こうした取組((2)及び(3)の指針策定を含む。)を支援していくことが重要と考えられる。

(2) 金融機関と福祉関係機関等との連携強化

顧客に認知判断能力の低下があると思われる場合、金融機関がそれを放置することにより、顧客財産の適切な管理に支障が生じるおそれがある。

金融機関においては、職員の認知症に対する理解を向上させるとともに、自治体や地域の福祉関係機関等と連携し、認知判断能力の低下した顧客の権利擁護や適切な資産形成・管理に努めていくことが重要である。既に、一部の金融機関では、医療福祉関係者との相互研修や、社会福祉協議会や地域包括支援センター³⁹、地域連携ネットワークの中核機関⁴⁰などの福祉関係機関との連携、高齢者を支える地域のネットワーク⁴¹への参加等が行われている。さらに、金融業界全体として、金融機関は地域社会の主要な構成員との視点

³⁶ 都道府県社会福祉協議会及び指定都市社会福祉協議会（これらの協議会から委託されている場合の市町村社会福祉協議会を含む。）は、判断能力が不十分な人に対して福祉サービス利用援助や日常的金銭管理支援サービスなどを提供する日常生活自立支援事業を実施しており、その中で職員が利用者本人への同行や本人の委任に基づく代理行為により、金融機関からの預金の引き出しを支援している。

³⁷ 本人に十分な判断能力があるうちに、判断能力が不十分な状態になった場合に備え、あらかじめ自らが選んだ人に代理権を与える契約を結んでおく「任意後見制度」があり、任意後見人は契約に基づき本人を支援する。

³⁸ 本人の判断能力が不十分になった後、親族等の申し立てにより、家庭裁判所が本人の判断能力の程度に応じて、成年後見人、保佐人、補助人が選定し、本人を支援する「成年後見制度」がある。保佐人、補助人の場合、本人が行った行為のうち、取消しできる行為は、申し立ての範囲で家庭裁判所が定めることから、保佐人、補助人がついていても、本人は引き続き金融取引が行える場合がある。

³⁹ 地域包括支援センターは、介護等に関する各種相談を幅広く受け付けるほか、成年後見制度の活用促進等、権利擁護業務も実施している。

⁴⁰ 権利擁護支援の地域連携ネットワークの中核となる機関。成年後見制度利用促進基本計画（2017年3月24日閣議決定）等において市町村が整備に向けて取り組むとされた機関で、社会福祉協議会やNPO法人に委託されている場合や、市町村が直営している場合がある。2019年10月時点で160市町村で設置されている。

⁴¹ 「消費者安全確保地域協議会（見守りネットワーク）」と呼ばれる地域連携では、認知症高齢者等の配慮を要する消費者を見守るため、消費生活センターや警察、社会福祉協議会などの公的機関と様々な事業者が協議会を構成して、日常的に配慮が必要な高齢者等を見守り、支援の実効性を高める観点から、高齢者への声かけや、対応姿勢を学ぶ研修の実施など連携した取組を、すでに行っており、消費者被害の早期解決、福祉サービスの充実を図っている。

から、関係機関と協力しながら認知判断能力の低下した顧客を支援していくことが期待されている。

こうした取組を支援するため、今後、金融業界において、行政や福祉関係機関等と協力しつつ、具体的な連携内容について、指針を策定していくことが重要と考えられる。この指針には、顧客のどのような兆候・行動を認識した場合に連携を行っていくべきかについても例示されることが期待される。例えば、預金通帳やキャッシュカードを頻繁に紛失する、従来行うことができた ATM 操作や窓口での手続等ができなくなる、自ら行った取引や資産残高に関する記憶が頻繁に事実と異なることを認識した場合等が考えられる。

福祉関係機関等と連携して高齢顧客を支援していく際には、本人の意思・意向を尊重した対応を取ることが原則である⁴²。しかしながら、例えば、顧客に認知判断能力の低下があると思われる兆候・行動が見られ、かつその状態を放置すれば顧客財産の管理に重大な支障をきたすような場合で、緊急性が高いと思われる場合など、例外的ケースにおいては、個人情報保護法⁴³との関係においても家族や行政、福祉関係機関に顧客の必要情報(氏名、住所、症状等)を提供できる場合もあると考えられる。業界団体においては、こうした例外的ケースがあることも考慮に入れて、先述した指針を策定していくことが期待される。

(3) 金融業界における好事例の集約・還元と指針策定

超高齢社会における業務のあり方について、各金融機関において模索がなされているが、業界全体のレベルアップを図るため、以下の事項について、業界の好事例を集約・還元したり、共通の課題について業界全体として指針を策定したりすることが有効と考えられる。

⁴² 例えば認知症バリアフリーの考え方では、移動、消費、金融手続、公共施設など、生活のあらゆる場面で、認知症になってからもできる限り住み慣れた地域で普通に暮らし続けていくための障壁を減らしていくこととされている。

⁴³ 個人情報保護法（平成十五年法律第五十七号）

（第三者提供の制限）

第二十三条 個人情報取扱事業者は、次に掲げる場合を除くほか、あらかじめ本人の同意を得ないで、個人データを第三者に提供してはならない。

- 一 法令に基づく場合
- 二 人の生命、身体又は財産の保護のために必要がある場合であって、本人の同意を得ることが困難であるとき。
- 三 公衆衛生の向上又は児童の健全な育成の推進のために特に必要がある場合であって、本人の同意を得ることが困難であるとき。
- 四 国の機関若しくは地方公共団体又はその委託を受けた者が法令の定める事務を遂行することに対して協力する必要がある場合であって、本人の同意を得ることにより当該事務の遂行に支障を及ぼすおそれがあるとき。

①高齢者のニーズに応える金融商品・サービス等

成年後見制度においては、後見制度支援信託や支援預貯金⁴⁴といった利用者の利便性に配慮した金融商品が提供されているが、支援預貯金については、利用可能金融機関の更なる拡大が望まれている。また、一部の金融機関においては、高齢者を主な対象とする独自の金融商品・サービスも開発・販売されている。こうした高齢者のニーズに応える商品・サービスについては、多くの高齢者が利用しやすいよう価格面にも配慮しながら、今後、多くの金融機関で積極的に取り組まれることが期待される。

また、新型コロナウイルスの影響により、高齢者を中心として、従来型の対面営業は回避したい顧客が増加することが予想される一方で、引き続き丁寧な説明を望む顧客も存在すると考えられることから、テレビ画面などを活用したオンラインによる丁寧な説明など、顧客ニーズを踏まえた対応を可能としていくことも期待される。

②認知判断能力の低下に備えた事前の取組

認知判断能力が低下した際に、本人の意向に沿って、関係者が円滑に適切な資産形成・管理を行うためには、顧客の認知判断能力が低下した場合に、どのように資産形成・管理を行うかについて、あらかじめ顧客やその家族に確認しておくことが重要と考えられる。こうした準備を顧客本人及びその家族に促すために、認知判断能力の低下を認識した場合の基本対応、それに伴って生じ得る資産形成・管理上の問題、それを解決するための制度などわかりやすく解説した資料を作成・配布し、説明することも効果的であると考えられる。

③高齢者の相談窓口の案内

地域社会の生活インフラである金融機関においては、非金融サービスについても、高齢顧客のニーズに応じ、情報提供できることが望ましい。例えば、認知判断能力が低下しつつあることを不安に思う顧客や認知判断能力が低下した者を家族に持つ顧客に対して、必要に応じて、地域の福祉関係機関の相談窓口を紹介するなど、医療や介護など金融以外のサービスを提案できるよう体制を整備することが期待される。

④金融商品販売後のフォローアップ

高齢顧客については、ライフプランの変化や、認知判断能力や身体機能の低下が生じる可能性があり、資産の有効活用や効率的な資産管理の観点から、資産形成・管理の方針を見直すニーズが潜在的にあると考えられ、一般の顧客より丁寧なフォローアップが望ま

⁴⁴ 被後見人の財産のうち、日常的な支払に必要な金銭は後見人が管理し、通常使用しない金銭を信託銀行等に信託（後見制度支援信託）、又は信用金庫・組合などの金融機関の支援預金口座に預け入れる（後見制度支援預貯金）仕組み。

れる。すでに高齢顧客へのフォローアップは監督指針で定められている⁴⁵ところであるが、多くの場合、フォローアップがなされていないとの指摘もある。高齢顧客に対する適切なフォローアップのあり方について、業界としての目線が示されることが期待される。

(4) デジタル技術を活用した柔軟な顧客対応

現状、金融商品取引業者等の金融商品販売時における高齢顧客対応は、一定の年齢等を目安として画一的な対応となっている可能性がある。こうした中、昨年 10 月の未来投資会議において、デジタル技術の社会実装を踏まえた規制の精緻化として「金融商品販売における高齢顧客対応」について議論がなされ、現在、金融庁と関連機関が連携した研究が進められている。

今後、高齢者毎の認知判断能力に応じた対応や本人の状況から見て不相応な取引の検知など、高齢者の能力・状況に応じたきめ細かな対応が可能となることが期待される。

(5) 金融契約の照会システム

金融資産を有する者が死亡した場合や金融資産を有する者の認知判断能力が低下した場合、その遺族や家族において、本人がどの金融機関とどのような取引を行っているか、分からぬおそれがあり、金融取引等のデジタル化や超高齢社会の進展を踏まえると、こうした事例は更に増える可能性がある。

こうした中、例えば、証券分野では、投資家本人・代理人・相続人等が証券保管振替機構を通じ、口座が開設されている証券会社を有料で照会できるサービスが存在しており、証券保管振替機構や業界団体においては、積極的に制度周知を図っていくことが望まれる。また、保険などの証券以外の分野においても、既存の取組やコストも勘案しつつ、こうした仕組みの導入について検討していくことが期待される。

⁴⁵ 金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針

IV-3-1-2 (3) 高齢顧客への勧誘に係る留意事項

② 商品の販売後においても、高齢顧客の立場に立って、きめ細かく相談にのり、投資判断をサポートするなど丁寧なフォローアップを行っているか。

おわりに

以上が、当ワーキング・グループにおける検討の結果である。本報告書は、わが国において、顧客本位の業務運営を如何に根付かせていくかについて、また、顧客本位の業務運営に照らした超高齢社会における金融業務のあり方について、それぞれ必要と考えられる対応の方向性を示したものである。

今後、関係者において、本報告書に示された考え方を踏まえ、更に検討を重ね、実現可能なものから速やかに適切な対応が図られていくべきである。また、金融庁においては、金融事業者との対話等を通じ、これらの対応が顧客本位の業務運営に寄与しているかのフォローアップを行うとともに、新型コロナウイルスの影響による顧客対応の変化やデジタル化への対応を含めて、好事例を積極的に発信するなど金融事業者のより良い取組を推奨していくことが重要と考えられる。

金融事業者や行政機関等の幅広い主体が、今回の一連の検討を契機として顧客本位の業務運営に積極的に取り組み、家計の安定的な資産形成や超高齢社会における安心で利便性の高い資産管理につながることを期待する。

以上

別添 重要情報シート（例）

一定の投資性金融商品の販売・販売仲介に係る「重要情報シート」フォーマット（例）
(金融事業者編)

1. 当社の基本情報 （当社はお客様に金融商品の販売[又は販売仲介]をする者です）

社名	
登録番号	
加入協会	
当社の概要を記したウェブサイト	

2. 取扱商品 （当社がお客様に提供できる金融商品の種類は次のとおりです）

預金（投資性なし）		預金（投資性あり）	
国内株式		外国株式	
円建債券		外貨建債券	
特殊な債券（仕組債等）		投資信託	
ラップ口座		ETF、ETN	
REIT		その他の上場商品	
保険（投資リスクなし）		保険（投資リスクあり）	
これら以外の商品			

3. 商品ラインナップの考え方（商品選定のコンセプトや留意点は次のとおりです）

--

4. 苦情・相談窓口

当社お客様相談窓口	
加入協会共通の相談窓口（〇〇）	
金融庁金融サービス利用者相談室	0570-016811（03-5251-6811）

※ 各窓口の詳細は契約締結前交付書面の P〇に記載しています。

一定の投資性金融商品の販売・販売仲介に係る「重要情報シート」フォーマット（例）
(個別商品編)

1. 商品等の内容（当社は、組成会社等の委託を受け、お客様に商品の販売の勧誘を行っています）

金融商品の名称・種類	
組成会社（運用会社）	
販売委託元	
金融商品の目的・機能	
商品組成に携わる事業者が想定する購入層	
パッケージ化の有無	（ありの場合）この金融商品は、複数の金融商品を組み合わせた商品です。これらを個別の金融商品として購入することもできます。（又は購入することはできません。）
クーリング・オフの有無	クーリング・オフ（契約日から一定期間、解除できる仕組み）の適用はありません。

- （質問例）① あなたの会社が提供する商品のうち、この商品が、私の知識、経験、財産状況、ライフプラン、投資目的に照らして、ふさわしいという根拠は何か。
- ② この商品を購入した場合、どのようなフォローアップを受けることができるのか。
- ③ この商品が複数の商品を組み合わせたものである場合、個々の商品購入と比べて、どのようなメリット・デメリットがあるのか。

2. リスクと運用実績（本商品は、円建ての元本が保証されず、損失が生じるリスクがあります）

損失が生じるリスクの内容	運用資産の市場価格の変動による影響を受けます。
	投資先などの破綻や債務不履行による影響を受けます。
	為替相場の変動による影響を受けます。
	（その他）
〔参考〕過去1年間の收益率	○% （ない場合にはベンチマーク又は関係する指標の実績）（○年○月末現在）
〔参考〕過去5年間の收益率	平均○% 最低○%（20××年○月） 最高○%（20××年○月） （○年○月～○年○月の各月末における直近1年間の数字）

※ 損失リスクの内容の詳細は契約締結前交付書面【交付目論見書】のP○、運用実績の詳細は交付目論見書のP○に記載しています。

- （質問例）④ 上記のリスクについて、私が理解できるように説明してほしい。
- ⑤ 相対的にリスクが低い類似商品はあるのか。あればその商品について説明してほしい。

3. 費用（本商品の購入又は保有には、費用が発生します）

購入時に支払う費用（販売手数料など）	
継続的に支払う費用（信託報酬など）	
運用成果に応じた費用（成功報酬など）	

※ 上記以外に生ずる費用を含めて詳細は契約締結前交付書面【交付目論見書】のP○に記載しています。

- （質問例）⑥ 私がこの商品に○○万円を投資したら、それぞれのコストが実際にいくらかかるのか説明してほしい。
- ⑦ 費用がより安い類似商品はあるか。あればその商品について説明してほしい。

一定の投資性金融商品の販売・販売仲介に係る「重要情報シート」フォーマット（例） (個別商品編)

4. 換金・解約の条件（本商品を換金・解約する場合、一定の不利益を被ることがあります）

この商品の償還期限は【20××年××月××日です。/ありません。】但し、期間更新や繰上償還の場合があります。

この商品をお客様が換金・解約しようとする場合には、○○○○○○（解約手数料など）として○○をご負担いただくほか、一定の制限や不利益が生じます。

○○の場合には、換金や解約ができないことがあります。

※ 詳細は契約締結前交付書面【交付目論見書】の P○に記載しています。

（質問例）⑧ 私がこの商品を換金・解約するとき、具体的にどのような制限や不利益があるのかについて説明してほしい。

5. 当社の利益とお客様の利益が反する可能性

当社がお客様にこの商品を販売した場合、当社は、お客様が支払う費用（販売手数料、信託報酬等の名目を記載）のうち、組成会社等から○%の手数料を頂きます。これは○○○○○○（販売仲介など）の対価です。

当社は、この商品の組成会社等との間で○○の関係があります。（又は資本関係等の特別の関係はありません。）

当社の営業職員に対する業績評価上、この商品の販売が他の商品の販売より高く評価される場合があります。
(又は評価されるような場合はありません。)

※ 利益相反の内容とその対処方針については、「顧客本位の業務運営に関する原則」の「取組方針」P○をご参照ください。（[URL](#)）

（質問例）⑨ あなたの会社が得る手数料が高い商品など、私の利益よりもあなたの会社やあなたの利益を優先した商品を私に薦めていないか。私の利益よりもあなたの会社やあなたの利益を優先する可能性がある場合、あなたの会社では、どのような対策をとっているのか。

6. 租税の概要（NISA、つみたて NISA、iDeCo の対象か否かもご確認ください）

※ 詳細は契約締結前交付書面【交付目論見書】の P○に記載しています。

7. その他参考情報（契約にあたっては、次の書面をよくご覧ください）

- ・ 販売会社（当社）が作成した「契約締結前交付書面」
(URL) (QR コード)
- ・ 組成会社が作成した「目論見書」
(URL) (QR コード)

契約締結に当たっての注意事項等をまとめた「契約締結前交付書面」、金融商品の内容等を記した「目論見書」については、ご希望があれば、紙でお渡します。