

2024年7月5日 全8頁

市場制度 WG 報告書

プロダクトガバナンスの確立

顧客本位原則改訂、T+1化、クラウドファンディングなど

金融調査部 主任研究員 横山 淳
金融調査部 研究員 森 駿介
金融調査部 研究員 矢田歌菜絵

[要約]

- 2024年7月2日、金融審議会市場制度ワーキング・グループは、「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—」を公表した。
- 報告書は、資産運用立国の実現などに向けて、プロダクトガバナンスに関する原則を策定することを提言している。そのための具体的な「顧客本位の業務運営に関する原則」の改訂案についても提示している。
- 加えて、金融資本市場を巡るその他の論点として、株式決済期間の短縮（T+1化）、投資型クラウドファンディング、銀証ファイアーウォール規制の見直しについても取り上げている。

はじめに

2024年7月2日、金融審議会市場制度ワーキング・グループは、「[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—](#)」（WG報告書）を公表した。

WG報告書は、政府が進める「資産運用立国」の実現や、これまでの市場制度ワーキング・グループ（市場制度WG）¹や、その下に設置されたタスクフォース（TF）²の提言を踏まえて、必要とされる取組みなどについてとりまとめたものである。主な論点は次の通りである。

- プロダクトガバナンスに関する原則の策定（「顧客本位の業務運営に関する原則」を改訂）
- 金融資本市場を巡るその他の論点
 - 株式決済期間の短縮（T+1化）
 - 投資型クラウドファンディング

¹ 詳細は、金本悠希「[市場制度ワーキング・グループ 中間整理](#)」（2022年7月5日付大和総研レポート）、金本悠希「[金融審議会市場制度WGの第二次中間整理](#)」（2022年12月23日付大和総研レポート）参照。

² 詳細は、横山淳・森駿介・斎藤航・矢田歌菜絵「[顧客本位タスクフォースの中間報告](#)」（2022年12月14日付大和総研レポート）、横山淳・森駿介・矢田歌菜絵「[資産運用タスクフォースの報告書](#)」（2023年12月15日付大和総研レポート）参照。

(3) 銀証ファイアウォール規制の見直し

以下、これらの論点に沿って WG 報告書の提言の概要を紹介する。

1. プロダクトガバナンスに関する原則の策定

(1) 背景

政府が推し進める「成長と分配の好循環」を実現する上で、「資産運用業」の改革は、インベストメントチェーンの残されたピースとされてきた。かねて、市場制度 WG や TF では、資産運用会社において、顧客の最善の利益に適った情報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³⁾）に課題があると指摘されていた。WG 報告書では、資産運用会社は、創意工夫を重ね、国民の安定的な資産形成に資することが求められており、そのためには、資産運用会社における適切な商品組成・提供・管理、および透明性の確保等が必要とされている。加えて、販売会社と資産運用会社の連携によって顧客にふさわしい商品が提供される態勢の確立等が重要であるとされている（p. 2）。

WG 報告書では、資産運用会社によって規模や特性、取扱う金融商品、販売会社の販売方法等が異なることから、こうした課題に対してルールベース・アプローチではなく、プリンシプル・ベースでの取組みが望ましいとされた。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（組成会社）を対象として、「顧客本位の業務運営に関する原則」⁴⁾に「プロダクトガバナンスに関する補充原則」（補充原則）を追加するべきであると提言された（p. 3）。

(2) 補充原則に関する基本的な考え方

WG 報告書で、「顧客本位の業務運営に関する原則」に追記すべきと提言された補充原則に関する基本的な考え方は以下の通りである。

- 組成会社・販売会社間での建設的なコミュニケーション等により、**製販全体・金融商品のライフサイクル全体として顧客の最善の利益を実現**
- 投資信託を含む**幅広い金融商品**について、組成会社による補充原則の受け入れを期待
- 組成会社・販売会社の負担にも配慮し、金融商品の特性（リスク・複雑さ）に応じて対応（**プロポーシヨナリティ**）

³⁾ なお、顧客本位 TF 中間報告（前掲脚注 2 参照）では、プロダクトガバナンスとは「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」（p. 7）と説明されていた。

⁴⁾ 「顧客本位の業務運営に関する原則」については下記のレポートも参照。

横山淳「[金融審市場 WG 顧客本位の業務運営を強化へ](#)」（2020 年 8 月 13 日付大和総研レポート）

横山淳「[顧客本位の業務運営に関する原則の公表](#)」（2017 年 5 月 17 日付大和総研レポート）

- 組成会社・販売会社間の情報連携に係る実効性を確保（フォーマット等の実務面の検討）
- 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、好事例や課題等を把握・分析

（注）下線太字は筆者（出所資料では青字となっている部分）。

（出所）金融審議会「[市場制度 WG 報告書 概要](#)」p.1 を基に大和総研作成

補充原則では「金融商品」に定義を設けないことで、幅広い金融商品が対象となり得るとして（p.4）。同時に、個別の商品の特性や商品性等によっては補充原則の適用が馴染まない記載もあり得るとして、実務に一定の配慮も行っている。投資信託については、補充原則の全てが妥当すると考えられている（p.4脚注7）。

なお、プロポーショナルリティとは、金融商品の特性や商品性等に応じて、プロダクトガバナンスの確保による便益とそれに要するコスト等のバランスを取ることである。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必要な対応を行う一方、複雑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、ということである（p.5）。

(3) 補充原則の内容

上記の基本的な考え方を踏まえて、顧客本位の業務運営に関する原則に5つの補充原則（基本理念、体制整備、金融商品の組成時の対応、金融商品の組成後の対応、顧客に対する分かりやすい情報提供）を追加するとともに、原則6（顧客にふさわしいサービスの提供）を改訂することが適当とされている。その概要は、図表1の通りである。

まず、補充原則1.【基本理念】で経営者のリーダーシップの下、金融商品提供に関する理念を明確化すべきとされている。つまり、プロダクトガバナンスの取組みは、トップのイニシアティブによって推し進められることが期待されているといえよう。補充原則2.【体制整備】では、プロダクトガバナンスの実効性確保や品質管理のための体制を整備すべき旨が記載されている。なお、組成会社のみで対応するのではなく、その事業規模や提供する商品特性等に応じて、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とされている（WG報告書（本節同）p.6、補充原則2（注1））。

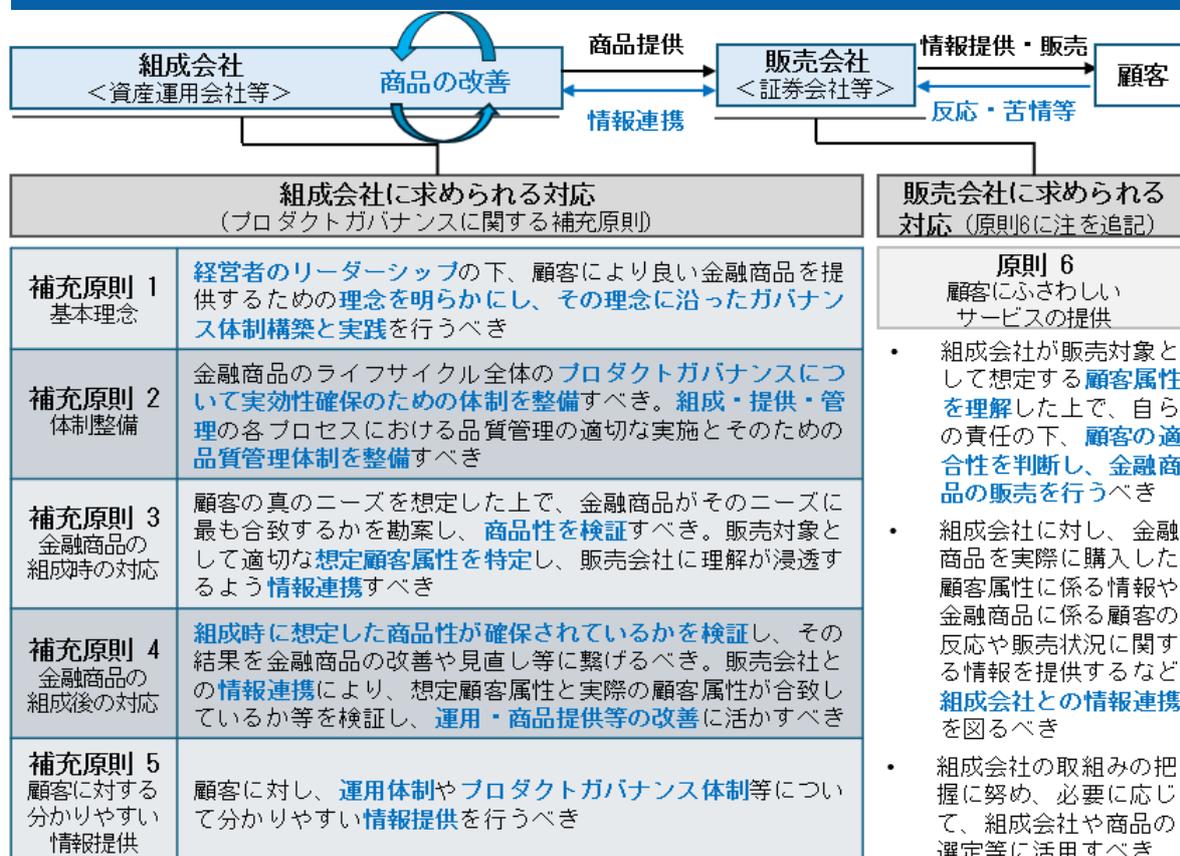
補充原則3からはプロダクトガバナンスの取組みに関する各論が規定されている。まず、補充原則3.【金融商品の組成時の対応】では、組成会社に対して組成時における商品性の検証とともに、顧客の最善の利益を実現する観点から、販売対象として適切な想定顧客属性を特定し、販売会社において十分な理解が浸透するよう情報連携すべきと記載されている。想定顧客属性としては、顧客の資産状況（顧客の損失負担能力、ポートフォリオの状況等を含む）、取引経験、知識及び取引目的・ニーズなどが例示されており、必要に応じて想定される販売方法にも留意すべきであるとされている。加えて、販売対象として適切な顧客のみならず、商品を購入すべきでない顧客も特定すべきとされている（p.7、補充原則3（注2））。このほか、製販全体として最適な金融商品を顧客に提供するため、顧客のニーズ把握や想定顧客属性の特定に当たって、販

売会社との情報連携や必要に応じて実態調査等に取り組むべきとされている (p. 7、同 (注 3))。

補充原則 4. 【金融商品の組成後の対応】では、組成後における商品性について継続的に検証し、その結果を金融商品の改善や見直し (他の商品との併合や繰上償還など)、必要に応じてプロダクトガバナンス体制全体の見直しにも活用すべきと記載されている。また、組成会社・販売会社間の情報連携を通じた運用・商品提供等の改善も図るべき旨が記載されている。情報連携すべき内容としては、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とされており、実際に購入した顧客属性に係る情報のほか、顧客からの苦情や販売状況等が例示されている (pp. 7-8、補充原則 4 (注 2))。販売会社から情報提供を受けられない場合には、必要に応じて販売方法の見直しも検討すべきとされている。なお、補充原則 4 を踏まえ、販売会社に求めるべき対応として、原則 6. 【顧客にふさわしいサービスの提供】に注記が追加されている。例えば、組成会社に対して実際に購入した顧客属性や顧客の反応等の情報を提供するなどの連携を図るべきであるとされている (p. 8、原則 6 (注 6))。

補充原則 5. 【顧客に対する分かりやすい情報提供】では、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記載されている。組成会社は、商品性に関する情報提供についても、販売会社と連携すべきとされている (p. 9、補充原則 5 (注 2))。

図表 1 プロダクトガバナンスに関する補充原則等に関する概要



(出所) 金融審議会「市場制度 WG 報告書 概要」p. 1、WG 報告書 pp. 6-9 を基に大和総研作成

なお、補充原則等の記載内容にも、プロポーショナルリティの考え方が示されている。具体的には、想定顧客属性の特定や組成会社・販売会社間の情報連携において「商品の複雑さやリスク等の金融商品の特性等に応じて」（p. 6、補充原則 3、p. 7、同（注 3）、p. 7、補充原則 4（注 2）、p. 8、原則 6（注 6）および同（注 7））対応すべき旨が記載されている。

2. 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）

わが国の株式の取引において、原則、取引を約定した日（T 日）から（その日を含めず）2 営業日後（T+2 日）にその約定した取引についての決済・受渡を行っている。これを「T+2」と実務では呼んでいる。

わが国における株式決済期間は、2019 年 5 月に「T+3」（3 営業日後決済）から「T+2」（2 営業日後決済）に短縮されたところではあるが、例えば、北米ではすでに 2024 年 5 月から「T+1」（翌営業日決済）に短縮され⁵、欧州でも 2024 年内の「T+1」移行に向けて準備が進められているなど、さらなる株式決済期間の短縮に向けて取組みが活発化している。

そうした中、WG 報告書は次のように提言して、わが国も国際的な潮流から取り残されることがないように、「T+1」化のメリット・デメリットを踏まえながら実務的な検討を始めるように求めている（p. 9）。

（前略）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

なお、「T+1」化のメリット・デメリットについて、WG 報告書は次のように整理している。

図表 2 「T+1」化のメリット・デメリット

メリット	デメリット
<ul style="list-style-type: none"> ➤ 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 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 証券決済時限までに証券の引渡しが行われないフェイルリスクの増加 ➤ 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ナルリスクの増加 ➤ 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

（出所）WG 報告書 p. 9 を基に大和総研作成

⁵ 鈴木利光「[米国証券取引の『T+1』決済、5月28日開始](#)」（2024年1月12日付大和総研レポート）参照。

(2) 投資型クラウドファンディング（投資型 CF）

① 株主一元化スキーム

株式投資型 CF の利用に伴う個人株主の増加は、反社会的勢力が紛れ込む恐れや、株主間契約で合意を取ることが煩雑になる等の懸念があり、これを嫌う機関投資家やベンチャーキャピタルからの資金調達が困難になり得る。このため、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で株主を一元化するスキームの組成ニーズが高まっている（p. 10）。

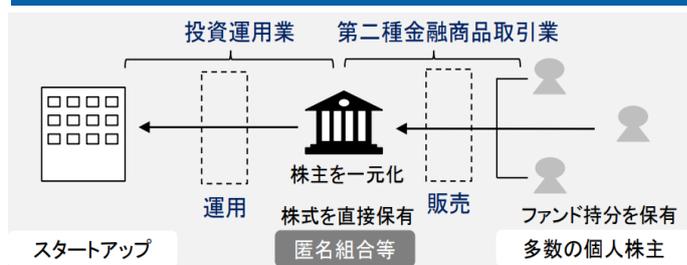
現行法でも CF 業者がファンド運用に係る投資運用業とファンド持分の販売に係る第二種金融商品取引業に登録することで、同スキームは提供可能である（図表 3）。しかし、投資運用業の登録要件を満たすための体制整備の負担が大きいと指摘されている。この点につき、株主一元化ファンドのみを運営する場合は、実態に即した人的構成・業務運営体制での投資運用業の登録が可能であることを金融庁のガイドライン等により明確化する方針が示されている（p. 10）。

なお、投資家が直接株式に投資する株式投資型 CF と、ファンドを介在させる株主一元化スキームとでは、例えば前者で適用される少額要件（発行総額上限、投資者の投資上限）が後者には適用されないなど、自主規制規則における規制体系が異なっているとの課題も指摘されている。そのため、規制の整合性が確保されるよう必要な対策を講じることも提言されている（pp. 10-11）。

② 勧誘方法の見直し

現在、投資型 CF 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。この点、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べきとの要望が CF 業者からなされていた。しかし、WG 報告書では、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との認識が示されている（p. 11）。一方で、法人の特定投資家に対しては、電話・訪問等による勧誘を可能とするとの方針も示されている（p. 12）（図表 4）。

図表 3 株主を一元化するスキーム



（出所）規制改革推進会議「第 7 回 スタートアップ・投資ワーキング・グループ」（2024 年 4 月 3 日）資料 4 金融庁提出資料 p. 9 より大和総研抜粋

図表 4 勧誘方法の見直し提案

		電話・訪問等による勧誘	
		個人	法人
第一種金業者	株式投資型 CF	× (不可)	○ (特定投資家は可)
	上記以外の投資型 CF	× (不可)	○ (特定投資家は可)
第二種金業者		× (不可)	○ (特定投資家は可)

（出所）金融審議会「市場制度 WG 報告書 概要」p. 3 より大和総研抜粋

(3) 銀証ファイアーウォール規制の見直し

ファイアーウォール規制は、優越的地位の濫用防止、利益相反取引の防止、顧客情報の適切な保護等を確保する観点から、証券会社と（銀行を含む）親子法人等の間における顧客の非公開情報等の共有禁止等（共有する場合は原則、事前同意が必要など）からなる規制である。

最近では、2022年4月22日の内閣府令などの改正（施行は同年6月22日）により、顧客が上場会社等である場合には、上場会社等が求めれば提供を停止するというを容易に知り得る状態に置いていけば、その上場会社等から非公開情報の提供の停止が求められない限り、親子法人等の間における顧客の非公開情報の共有を可能とする見直しが行われている⁶。

現在、2022年の見直しを踏まえて、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、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ことから、WG報告書では、次のように、当面、その結果を見守る方針が示されている（p.12）。

当ワーキング・グループにおいて銀証ファイアーウォ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。

なお、モニタリングにおいては「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す行うなどの事例」⁷が確認されていることも市場制度WGに報告されている。

おわりに

今回のWG報告書の注目点は、プロダクトガバナンスに関するプリンシプルが「顧客本位の業務運営に関する原則」の補充原則という形で示されたことであろう。組成会社、販売会社、取り扱う金融商品などが多種多様であることを踏まえれば、「プリンシプル・ベース」での取組みが採られること自体は合理的であると評価できる。もっとも、「顧客本位の業務運営に関する原則」に限らず、スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードなどといった各種の「プリンシプル」を巡っては、いまもなお、文言を表面的に捉えた形式的なコンプライアンス（実施）にとどまる場合があるとの批判もある⁸。プロダクトガバナンスの関係者において、新たな補充原則の趣旨・精神を正しく咀嚼し、実質を伴った取組み（その中には当然、合理的なエクスプレインも含まれる）を進めることが、「成長と分配の好循環」を実現する上でも重要となるだ

⁶ 詳細は、金本悠希「[ファイアーウォール規制に関する内閣府令等の改正](#)」（2022年5月19日付大和総研レポート）参照。

⁷ WG報告書p.12脚注29。[証券取引等監視委員会2024年6月14日付行政処分勧告（1件目）、同（2件目）、同（3件目）、金融庁2024年6月24日付行政処分等](#)参照。

⁸ 例えば、スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードについて、令和6年4月18日開催[スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議（第29回）議事録](#)野崎企業開示課長、佃メンバー、松岡メンバー、翁メンバー、小口メンバーの発言など参照。また、「顧客本位の業務運営に関する原則」については、令和4年9月26日開催金融審議会「顧客本位タスクフォース」（第1回）[資料2事務局説明資料](#)p.22など参照。

ろう。

なお、補充原則を含む「顧客本位の業務運営に関する原則」の改訂案⁹については、今後、パブリックコメントを通じて、広く意見募集を行った後に、最終化される予定となっている。

金融資本市場を巡るその他の論点として取り上げられているテーマも、重要な課題であるといえよう。いずれも表面的な理解にとどまらず、より本質的な問題（例えば、決済に伴うリスクの管理（株式決済期間の短縮（T+1化））、同一活動・同一リスクには同一規制を適用すること（投資型クラウドファンディング）、顧客情報の保護、利益相反の管理、優越的地位の濫用防止の実効性の確保（銀証ファイアーウォール規制の見直し））にまで踏み込んだ丁寧な議論が行われることを期待したい。

⁹ 金融庁「[『顧客本位の業務運営の原則』（改訂案）の公表について](#)」（2024年7月2日）