

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）マネージング・ディレクター/プライベート・ウェルス・ソリューションズ 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」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当である」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回にわたって審議を行った。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る。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プルベース・アプローチの下で進めていくことが望ましいと考えられる。

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。

〈プロポーシヨナリティ（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・検証するとともに、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、プリンシプルベースでの対応では金融事業者の取組みが不十分である場合や、組成会社と販売会社との情報連携等に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、事前に取決めを行うべきである。

補充原則4.【金融商品の組成後の対応】

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

また、製販全体として顧客の最善の利益を実現するため、金融商品の販売に携わる金融事業者との情報連携等により、販売対象として想定する顧客属性と実際に購入した顧客属性が合致しているか等を検証し、必要に応じて運用・商品提供の改善や、その後の金融商品の組成の改善に活かしていくべきである。

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

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

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ナ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当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であるとの指摘もあった。

- ・ 単一企業のみ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・対応を行う必要が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誘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、「投資家が、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誘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合理性の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案を踏まえて電話・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. 銀証ファイアーウォール規制の見直し

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。

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が可能であるが、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う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。