

## プロダクトガバナンスシリーズ 資産運用会社に対するプロダクトガバナンスの高度化に対する期待

### はじめに

政府は、わが国の家計金融資産の半分以上を占める現預金が投資に向かい、企業価値向上の恩恵が家計に還元されることで、さらなる投資や消費につながる「成長と分配の好循環」を実現していくことが重要であると考えています。その中で、顧客本位の業務運営の確保が必要であるとし、顧客の最善の利益に資する金融商品の組成・販売・管理などに関する態勢整備を促すべく、モニタリングなどを実施してきました。

これまでの対応として、資産運用会社などにおいて、金融商品の品質を管理するプロダクトガバナンスに関する原則の策定や、投資信託協会において投資信託に係る製販間の情報連携の枠組みのとりまとめが行われるなど、資産運用会社を含む資産運用業界のインベストメントチェーン全体におけるプロダクトガバナンスの高度化が期待されています。

本シリーズではまず、金融庁が2025年6月に公表した「資産運用サービスの高度化に向けたプログレスレポート 2025（以下、プログレスレポート）」で取り上げられている事項について解説します。また、今後は各事項の深掘りや、プライベートアセットへ投資するファンドの組成・運用に関するプロダクトガバナンス上のポイント、内部監査におけるアプローチの方法などを考察する予定です。

### プログレスレポートの概要

プログレスレポートは「プロダクトガバナンスの高度化は、資産形成に資する良質な商品を提供し続ける上で重要である。このため、『投資家が負担するコストに見合った十分な付加価値を提供できているか』との観点から、商品組成時と組成後の品質維持に向けた対応について対話を行い、各社の参考となるよう、現在の取り組み事例や課題等についてまとめた」としている。本事務年度においては、商品組成時と商品組成後の各段階における取り組みに焦点を当て、「①商品性等の検討」「②コスト水準の妥当性の検証」「③組成後のモニタリング」「④運用の改善・商品設計の変更等」「顧客への情報提供（⑤商品性等の情報提供・⑥パフォーマンス状況の情報提供）」について言及している。

各項目においての対話の結果、工夫が見られる事例（以下、グッドプラクティス）と課題と考えられる事例（以下、課題）に対して、金融庁が期待している事項は以下のとおり。

項目	グッドプラクティス・課題	金融庁からの期待
商品性等の検討	（グッドプラクティス） <ul style="list-style-type: none"> <li>商品組成時の検討資料等において運用目標、想定リスク、コスト控除後の期待リターン及び想定顧客属性等を記載し、商品性を具体的に検討している</li> </ul>	組成時に運用目標等が設定されていなければ、組成後のモニタリングにおいて「コストに見合った十分な付加価値等を継続的に提供できているか」に関して十分に検証することができず、不芳

	<ul style="list-style-type: none"> <li>運用を外部委託するファンドにおいて、外部委託先と運用目標、想定リスク等について協議を行い、それらを外部委託先と結ぶガイドラインに明記して、商品組成後のモニタリングに活用している</li> </ul> <p>(課題)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>アクティブファンドにもかかわらず、運用目標や想定リスク等が設定されていないため、組成後の適切な検証が行われていない</li> <li>外部委託ファンドにおいて、外部委託先との間で運用目標、想定リスク等を明確化していない</li> </ul>	<p>ファンドとなるまで運用改善の必要性を見逃す可能性がある。</p> <p>商品組成時の商品設計は、商品組成後の実効的な品質管理を行うためにも極めて重要であり、顧客の最善の利益を実現するための必要条件となる。資産運用会社においては、商品ライフサイクルを通じて、コスト控除後でも十分な投資家リターンを提供できるよう、組成時の商品設計を適切に行うことが期待される。</p>
<p>コスト水準の妥当性の検証</p>	<p>(グッドプラクティス)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>典型的なアクティブファンドの場合、信託報酬は期待される超過収益(期待<math>\alpha</math>)の半分以下を基準としている</li> <li>債券等の利回り型商品の場合、最終利回りには運用者の運用力によらない平均的な市場利回りも含むため、信託報酬は期待される最終利回りの3割以下を基準としている</li> </ul> <p>(課題)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>アクティブファンドにもかかわらず、運用者の運用力によらない市場<math>\beta</math>も含めた期待トータルリターンの50%以下を基準に信託報酬の妥当性を判断しているため、市場<math>\beta</math>が大きい株式ファンド等では信託報酬が超過収益(<math>\alpha</math>)を超過する可能性もあるなど、適切な基準になっていない</li> <li>新興国株式等のアクセスが困難な資産に投資する商品の場合、当該資産へのアクセス自体も付加価値となり得るが、当該付加価値に対する報酬水準について、例えば、投資対象が類似しているインデックスファンドの信託報酬と比較するなどの十分な検証が行われていない</li> </ul>	<p>組成時に適切な運用目標等を設定しても、コスト水準に係る十分な検討を行わずに運用目標に対して過大な信託報酬等を設定した場合、運用部門が目標どおりの運用実績(パフォーマンス)を出しても顧客は「十分な付加価値」を得られないという問題が生じ得る。</p> <p>資産運用会社においては、商品ライフサイクルを通じて、コスト控除後でも十分な投資家リターンを提供できるよう、組成時の商品設計を適切に行うことが期待される。</p>
<p>組成後のモニタリング</p>	<p>(グッドプラクティス)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>商品組成時に設定された運用目標、想定リスク等を活用し、当該目標等と実績の乖離状況等をモニタリングしている</li> <li>運用目標を達成するために必要なリスクを十分に取ることができているか等、リスク面でのモニタリングを強化している</li> <li>外部委託ファンドについて、外部委託先と取り決めたガイドラインに基づいて外部委託先における運用状況等を確認し、必要に応じて改善を要請している</li> </ul> <p>(課題)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>不芳ファンドの抽出基準だけにに基づいてモニタリングを行っているため、コストに見合った十</li> </ul>	<p>アクティブファンドの場合、ベンチマークを多少上回る運用実績では、超過収益がコスト(信託報酬等)で相殺されてしまい、顧客に対して十分な付加価値の提供ができていない可能性が高い。</p> <p>信託報酬が低いインデックスファンドが普及しつつある中で、アクティブファンドが個人投資家にとって魅力的な商品であるためには、コスト控除後でも十分な超過収益を提供する必要がある。特に、多くの大手社では、今後の強化ポイントとして「株式アクティブ運用」を挙げており、その実現においてはプロダクトガバナンスを強化することが期待される。特にグローバル資産について</p>

	<p>分な投資家リターンを提供できているかというモニタリングを行っていない</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>アクティブファンドについて、商品組成時に運用目標や想定リスク等を設定していないため、ベンチマークを上回っているかどうかの確認にとどまり、コストに見合った十分な超過収益となっているかの確認を行っていない</li> <li>外部委託先との間で運用目標や想定リスク等に係る取決めを行っていないため、外部委託先の運用状況等を十分にモニタリング・評価できていない</li> </ul>	<p>外部委託運用の割合が高くなっているが、外部委託運用を活用する場合においても外部委託先を適切に管理していくことが重要である。</p>
<p>運用の改善・商品設計の変更等</p>	<p>(グッドプラクティス)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>運用実績が低迷している商品について、投資信託約款の範囲内で投資対象の見直しや運用体制の強化(例えば、個別銘柄に対する調査力の強化)、運用制約の見直し等により改善を図っている</li> <li>既存の投資信託約款の範囲内では改善が困難な場合、旧法ファンドについても、投資信託約款の重大な変更に係る異議申立手続を行い、投資対象の見直しや他のマザーファンドへの併合等、運用戦略の大幅な変更を行っている</li> </ul> <p>(課題)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>組成後に、「コストに見合う十分な付加価値の提供」という観点からモニタリングが行われていないため、改善対応が必要な商品が放置されている</li> </ul>	<p>多くの社では中長期的にパフォーマンスが低迷している不芳ファンドへの対応が中心となっているが、そもそも不芳ファンドとならないよう「コストに見合った十分な付加価値を提供できていない」商品については早期に改善等を行い、品質を維持していくことが期待される。</p>
<p>商品性等の情報提供</p>	<p>(グッドプラクティス)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>スワップや指数連動債等を組み入れた投信について、信託報酬のほか、総経費率に含まれないスワップや指数連動債が参照する指数等に係る費用についても実質的な費用に含めて、交付目論見書で開示している</li> </ul> <p>(課題)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>交付目論見書でスワップ等の費用を数値で開示しているものの、実質的な費用に加えていないため、顧客が実質的に負担するコストの全体像が把握しづらくなっている</li> <li>運用に当たって発生する短期金利コスト(借入コスト)をファンドが負担する旨を交付目論見書に記載しているものの、過去の実績等の具体的な数値(例: 米国短期金利4%等)は開示されていないため、顧客が実質的に負担するコスト水準が把握しづらくなっている</li> </ul>	<p>コストに係る情報提供に課題がある事例では、業界の自主規制規則において求められる対応は行っているとする社もあったが、昨今の仕組債におけるコスト構造の透明化の取組や「顧客本位の業務運営に関する原則」の原則4の趣旨を踏まえて、投信においても顧客が実質的に負担するコストは名目にかかわらず分かりやすく開示されることが期待される。</p>
<p>パフォーマンス状況の情報提供</p>	<p>(グッドプラクティス)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>交付目論見書や月次レポート等において、比較対象として利用する指数情報について、多</li> </ul>	<p>多くの大手社では既に配当込み指数への変更が行われているが、未対応の社においては速やかな対応が期待される。また、ベンチマークのな</p>

	<p>くの大手社では配当込み指数への変更がほとんどの商品で完了している</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>ベンチマークのないファンドにおいてもパフォーマンス状況を顧客に分かりやすく伝えるために、基準価額の推移とともに参考情報として市場の代表的な指数の推移を提供している (課題)</li> <li>交付目論見書や月次レポート等において、比較対象に依然として配当抜き指数を利用しており、運用実績について顧客に誤解を与えるおそれがある</li> </ul>	<p>い商品において市場の代表的な指数の推移を参考情報として提供することについては、投資対象が異なる中でパフォーマンスの評価としては誤解を与えかねないとして否定的な意見もあった。しかし、顧客が運用の巧拙を評価するためではなく、商品のパフォーマンスの相対的な位置付けを把握しやすくする観点からは、市場の代表的指数や関連する指数を参考情報として提供することも有効と考えられる。</p>
--	--	--

## 資産運用会社に対する示唆

現在、資産運用業界では、運用資産の多様化が急速に進展しています。政府はスタートアップへの成長資金供給に向けた取り組みの一環として、リテール投資家向けにオルタナティブ資産を組み入れたファンドの提供を推進しています。伝統的な資産運用に強みを持つ運用会社においても、オルタナティブ資産を組み入れたファンドの組成・導入が進んでおり、業界全体として新たな商品設計や運用体制の構築が求められています。

オルタナティブ資産を組み入れるファンドでは、流動性やコスト水準、公正価値評価など、従来型ファンドとは異なる特有の論点が生じます。これらの論点については、商品組成段階から十分に検討し、商品特性に応じた想定顧客の設定、運用目標に応じた妥当な報酬水準の設定、適切なリスク管理体制の整備が重要となります。特に、流動性リスクや投資先の評価方法の透明性確保、コスト構造の明確化など、投資家保護の観点からも慎重な対応が求められます。

また、商品組成後のモニタリングにおいては、運用会社と販売会社の情報連携がますます重要となっています。海外の規制やプラクティスを参考に、投資信託協会では情報連携の枠組みが整備され、実際の販売状況の分析や、運用会社から販売会社へのフィードバックの仕組みが導入されています。これにより、想定した顧客層への販売が適切に行われているかを検証し、必要に応じて商品設計や販売戦略の見直しを行うことで、プロダクトガバナンスの実効性向上が期待されています。

さらに、資産運用会社は、商品組成から運用、リスク管理、内部監査に至るまで、プロダクトガバナンスの観点から各機能の高度化を図ることが求められています。具体的には、以下のような取り組みが重要になると考えられます。

- 商品ライフサイクル全体を通じて、コスト控除後でも十分な投資家リターンを提供できるよう、組成時の商品設計を適切に行うこと
- 運用目標や想定リスクを明確化し、外部委託先とも協議・合意した上で、継続的なモニタリングを実施すること
- パフォーマンスが低迷している商品については、早期に改善対応を行い、品質維持に努めること
- 顧客が実質的に負担するコストやパフォーマンス情報を分かりやすく開示し、投資判断に資する情報提供を徹底すること
- 内部監査や第三者による検証を通じて、プロダクトガバナンスの有効性を継続的に評価・改善すること

今後、資産運用会社においては、従来の枠組みにとらわれず、顧客本位の業務運営を実現するための体制整備と継続的な改善が不可欠になります。特に、オルタナティブ資産を含むファンドの組成・運用においては、グローバルな規制動向やベストプラクティスも参考にしながら、より高度なプロダクトガバナンスの実現を目指すことが期待されます。

## おわりに

商品組成時からオペレーション、リスク管理、さらには内部監査において、プロダクトガバナンスの観点でそれぞれの機能の高度化が求められています。本シリーズにおいては、今後は以下のような領域に関して考察を深めていきます。

- オルタナティブ資産を組み入れるファンドの組成におけるポイント
- 商品組成後の運用パフォーマンスの検証、リスク管理におけるポイント
- 内部監査におけるプロダクトガバナンスの有効性の検証におけるポイント
- 海外のプロダクトガバナンスに関する規制、プラクティスの検討

PwC Japan 有限責任監査法人金融事業部 資産運用グループでは、資産運用会社に対し、以下のようにさまざまな観点から顧客本位の業務運営原則に係る態勢構築を支援しています。

- ターゲット顧客を想定した商品組成プロセスの見直し
- 投信スキーム上の主要関係会社に対するデューデリジェンス・モニタリング
- プロダクトガバナンスの有効性検証・高度化のサポート
- 販売会社から入手した販売先情報の分析のサポート
- プロダクトガバナンス委員会などの会議体における外部有識者としての助言

また、2026年1月22日に「変革が進む資産運用業界:オルタナティブ投資への対応～コンプライアンス・内部監査の観点から～」と題するセミナーを開催します。資産運用会社がプロダクトガバナンスの観点からどのようなポイントでデューデリジェンスやモニタリングを行うかなどを紹介します。詳細は以下のリンク先のご案内をご参照ください。皆様の参加をお待ちしております。

<https://www.pwc.com/jp/ja/seminars/a1260122.html>

内容にご質問などございましたら、以下のお問い合わせフォームからご連絡いただければと思います。

なお、文中の意見にわたる部分は筆者の私見であることを申し添えます。

PwC Japan 有限責任監査法人  
金融事業部 資産運用グループ  
ディレクター 若 本 裕 介

PwC Japan 有限責任監査法人

〒100-0004 東京都千代田区大手町1丁目1番1号 大手町パークビルディング

お問い合わせ:<https://www.pwc.com/jp/ja/ja-contact.html>

本資料は概略的な内容を紹介する目的で作成されたもので、プロフェッショナルとしてのアドバイスは含まれていません。個別にプロフェッショナルからのアドバイスを受けることなく、本資料の情報を基に判断し行動されないようお願いします。本資料に含まれる情報は正確性または完全性を、(明示的にも暗示的にも)表明あるいは保証するものではありません。また、本資料に含まれる情報に基づき、意思決定し何らかの行動を起こされたり、起こされなかったことによって発生した結果について、PwC Japan 有限責任監査法人、およびメンバーファーム、職員、代理人は、法律によって認められる範囲においていかなる賠償責任、責任、義務も負いません。

© 2025 PricewaterhouseCoopers Japan LLC. All rights reserved. PwC refers to the PwC network member firms and/or their specified subsidiaries in Japan, and may sometimes refer to the PwC network. Each of such firms and subsidiaries is a separate legal entity. Please see [www.pwc.com/structure](http://www.pwc.com/structure) for further details.

This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.