

プロダクトガバナンスの研究(2)

木 村 真 生 子

1. はじめに
2. プロダクトガバナンスの背景
 - 2-1. 行為リスク概念の変容
 - 2-2. TCF（顧客を公正に扱うこと）の原則
 - 2-3. 金融商品規制の考え方（以上、筑波ロー 38 号）
3. 各国の規制
 - 3-1. イギリス（以上、筑波ロー 40 号）
 - 3-2. オーストラリア
 - 3-3. EU その他
 - 3-4. 日本
4. 分析
5. おわりに

3. 各国の規制

本論文の第2章では、プロダクトガバナンスの史的展開と理論面の考察を行った。リーマンショック後に規制当局が信用財である金融商品を規制しなければならなかった経緯、その規制の本質は金融事業者における行為リスク管理であること、投資家をより適切に保護するために、行為リスク管理の対象は販売時点のみならず、商品のライフサイクルの各段階に広がったことを述べた。

この新たな金融商品の管理体制すなわちプロダクトガバナンスは、最終的には組織文化（企業文化）の変容を促すことが目的にある。金融機関では、顧客を公正に扱い、顧客の利益を優先するという企業文化を組織内に浸透させてい

くことが目指されている。

第3章では、プロダクトガバナンスについて詳細なルールを定めている国・地域の事例を見て行く。

3-1. イギリス

3-1-1. はじめに

低金利環境が長引くと、顧客はより高い利回りを求めることから、事業者は商品構成などを変えることで顧客のニーズに応えようとする。しかしこれらの行為はかえって商品の複雑さを増すことに繋がりやすい¹⁾。実証研究によれば、事業者が金融商品を設計する際に、顧客の行動バイアスを利用していることが明らかになっている²⁾。例えば、Célériery と Vallée の研究では、仕組商品（structured products）を扱うヨーロッパのリテール市場において、発行会社が、リスクを覆い隠しつつ潜在的なリターンをより目立たせるために、商品の複雑さを戦略的に利用しているという分析結果が示されている³⁾。事業者とリテール顧客とは情報の非対称性が著しいことから、事業者が顧客に無意識に生じる認知バイアスを悪用するようなことは、厳に慎まなければならない。

FCA（金融行動監視機構）は2000年代初めにTCF（顧客を公正に扱う）原則を掲げて、金融サービス業者の自発的な取組により、顧客に対して公正に金融商品の取引を行うよう求めてきた。しかし、この規制アプローチは直ちには奏功しなかった。プリンシプルベースの規制戦略に基づき、事業者の自主性に任せることは、金融サービス業者に自社ビジネスにおいて、その原則が何を意

1) R. Thomas, *Regulation Financial Product Design in Australia: An Analysis of the UK Approach*, 28 JOURNAL OF BANKING & FINANCE LAW AND PRAC (TICE 95 (2017)), at 103.

2) *Id.*

3) See C. Célériery & B. Vallée, *Catering to Investors thought Product Complexity*, Working Paper Series No.14 / June 2016 (2016), available on SSRN 2289890. Célériery らの研究によれば、中低所得世帯をターゲットとする貯蓄銀行は、平均してより複雑な商品を提供しているという。

味するかを決める自由を尊重することでもある⁴⁾。これは、ややもすれば、規制当局と事業者との間で、原則の解釈にずれが生じていくことを意味する⁵⁾。

実際、事業者側は「公正性 (fairness)」をビジネス・マーケティングの指標（顧客維持、顧客満足度、市場規模など）と結びつけ、顧客体験 (customer experience) を向上させることがTCF原則を遵守することであると理解し、原則を守るための追加的な措置は不要だと考えていた⁶⁾。つまり、事業者側は、これまでの金融商品の組成・販売プロセスを形式化・合理化し、客観的に測定可能な状態にすることで対処すればよいと考えたのである⁷⁾。しかし規制当局は「顧客を公正に扱う」こととは、良質で建設的な企業文化を構築することに関わる問題であり、そうした企業文化を育成するのはシニアマネージャーの責務であると考えていた⁸⁾。

FSAは、このため、2007年7月、プロダクトガバナンスのための基準として「顧客の公正な取扱いに関する商品の提供者および販売会社の責任 (The Responsibilities of Product Providers and Distributors for the Fair Treatment of

4) J. Edwards, *Treating Customers Fairly*, 14(3) JOURNAL OF FINANCIAL REGULATION AND COMPLIANCE 242 (2006), at 243, 245.

5) See S. Gilad, *How Firms Translate Regulatory Messages*, LSE DISCUSSION PAPER No. 70 (March 2012), at 18.

6) *Id.*

7) *Id.* at 21.

8) *Id.* at 17. 企業において重要な役割（上級管理職機能[Senior Management Functions : SMF]）を担う最高位の幹部は、その職務に着任する前にFCAまたは健全性監督機構(Prudential Regulation Authority:PRA)の承認を得なければならない。シニアマネージャーは、2000年金融サービス・市場法(FSMA)に基づき責任を負う。企業がFCAの定める要件に違反した場合、担当シニアマネージャーが、その違反を防止または阻止するための合理的な措置を講じていなかったと認められれば、責任を問われる可能性がある(FSMA第66A条5項および第66B条5項)。SMFは職務を遂行するために適格かつ適正である必要があり、企業は少なくとも年1回、その継続的な適格性および適正性を評価する必要がある(See, FCA, Senior Managers Regime (Mar. 30, 2023), <https://www.fca.org.uk/firms/senior-managers-and-certification-regime/senior-managers-regime>, last visited on Mar. 31, 2026)。

Customers : RPPD)」と題する規制ガイドを導入し、FSA ハンドブックに追加した。これは、特定の状況下で顧客を公正に扱うために、金融商品の提供会社⁹⁾と販売会社¹⁰⁾が何をすべきかについて、FSA の見解を示すものだった¹¹⁾。RPPD はリテール顧客への金融商品またはサービスの提供に関与することになるすべての事業者に適用された。

その後、2012年及び2015年に、FSA ないし FCA は仕組商品の設計と販売に関して金融サービス業者の監査や行動分析を行い¹²⁾、仕組商品に関する追加のガイダンスを公表した。このイギリスの流れを受けて、EU では、金融商品市場指令（MiFID II）と保険販売指令（Insurance Distribution Directive : IDD）の規制アプローチをさらに強化することになった¹³⁾。このため、2016年、FCA は厳格な MiFID II の要件をイギリス法に組み込むための規則とガイダンスの草案を作るための協議を開始した。2018年、FCA はこれらを「商品介入およびプロダクトガバナンス ソースブック（the Product Intervention and Product

9) 「提供者（provider）」とは、ポートフォリオ管理などのサービス（を販売代理店などを通じて）を提供する者、生命保険、損害保険などの商品の開発者、管理者、パッケージ化を行う者、住宅に係る金融取引（住宅ローン、住宅返還プラン、住宅購入プランなど）を開発または締結する者などが含まれる（FCA, *infra* note 11, at para. 1.12）。

10) 「販売会社（distributor）」とは、顧客に投資の提案・推奨・販売または投資サービスを提供する会社を指し、ファイナンシャルアドバイザーや第三者管理者、指定代理人、銀行、住宅金融組合、および付随的な業務として保険販売を行う者が該当する（FCA, *infra* note 11, at para. 1.13）。

11) FCA, *The Responsibilities of Providers and Distributors for the Fair Treatment of Customers (RPPD)*, at para. 1.1, https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/document/RPPD_20070716_20130331.pdf?date=2007-07-16, last visited Mar. 31, 2026.

12) See FSA, *Finalised guidance: Retail Product Development and Governance-Structured Product Review* (Mar. 2012), <https://www.fca.org.uk/publication/finalised-guidance/fg12-09.pdf>; FCA, *TR15/12: Structured Products: Thematic Review of Product Development and Governance* (Mar. 2015), <https://www.fca.org.uk/publication/thematic-reviews/tr15-02.pdf>, last visited on Mar. 31, 2026.

13) N. Asthana & M. Austen, *Product governance is a continuing concern for the FCA* (Nov. 02, 2021), <https://www.grantthornton.co.uk/insights/product-governance-is-a-continuing-concern-for-the-fca/>, last visited Mar. 31, 2026.

Governance Sourcebook : PROD)」として、FCA ハンドブックに挿入することにした¹⁴⁾。

3-1-2. 「商品紹介およびプロダクトガバナンスソースブック (PROD)」の概要

商品紹介およびプロダクトガバナンスソースブック (PROD) は、MiFID 投資会社などを対象とし¹⁵⁾、金融商品の組成および販売における適切な管理とガバナンス (Product Oversight and Governance : POG) のプロセスを規定している¹⁶⁾。本制度の根幹は、商品管理プロセスの改善と顧客への公正な対応を重視する企業文化の醸成にある。リテール商品を顧客ニーズに合致させ、適切な情報提供や助言を行うことで、最終的に「消費者にとっての望ましい成果 (consumer outcome)」¹⁷⁾を向上させることを目的としている¹⁸⁾。具体的には、金融商品の組成の適切性および流通戦略の適切性、ならびにそれらの定期的なレビューが、組成会社と販売会社の双方に義務づけられる¹⁹⁾。

14) PROD は拘束力がないソフトローである一方で、EU 指令により、加盟国は関連する投資会社や保険会社に対してプロダクトガバナンス要件を定めることが求められる。

15) EU 資本指令 (CRD : Capital Requirements Directive 2013/36/) によって定義された信託銀行、MiFID 任意除外規定の適用を受ける投資会社、および第三国の投資会社の支店も PROD の対象となる (FCA, Reader's Guide: An Introduction to the Handbook, January 2019, at 7, available at https://www.fca.org.uk/publication/handbook/readers-guide_0.pdf, last visited Mar. 31, 2026)。

16) PROD3 のルールとガイダンスは、主に MiFID II (リサイタル 71 および 9 条 3 項、16 条 3 項、24 条 2 項) および MiFID 委任指令 (EU) 2017/593 (リサイタル 15 ~ 20 および 9 ~ 10 条参照) を参照している。なお、金融商品のうち、投資性のない保険商品の組成・販売に関するルールは PROD4 が規定する (本論文 3-1-3-2 も参照)。

3-1-2-1. 金融商品の組成に関する義務

(1) 概要

組成会社は、組成する金融商品が、関連する顧客区分²⁰⁾内の最終顧客（end clients）²¹⁾のニーズを満たすように設計されていることを確保しなければならない。また、組成会社は、金融商品の販売戦略が特定されたターゲット市場に適合していることを確保し、当該商品が特定されたターゲット市場内で流通するように合理的な措置を講じなければならない（PROD 3.2.1R）²²⁾。PROD 3.2では、組成会社がこれらの義務を履行するにあたり留意すべきポイントを9つの項目（①商品のガバナンス体制、②複数の事業者による商品の組成、③ターゲット市場、④商品テスト、⑤販売会社への情報開示、⑥金融商品の定期的な見直し、⑦利益相反、⑧監督・研修の要件、⑨コンプライアンス報告書）に分けて規定している。以下では、ターゲット市場、商品テスト、販売会社への情報開示、金融商品の定期的な見直しに係る規則の詳細を見ていく。

17) 「顧客（消費者）の成果」とは、第1に、顧客への公正な対応が企業文化の中心となっている企業と取引していることに顧客自身が確信を持つことができること、第2に、リテール市場で販売される商品およびサービスは、特定された顧客グループのニーズを満たすように設計され、それに応じてターゲットが絞られていること、第3に、顧客は、販売前、販売中、販売後に明確な情報を提供され、また適切に情報を提供され続けること、第4に、顧客が助言を受ける場合、その助言は適切であり、顧客の状況を考慮したものであること、第5に、顧客は、事業者が期待させたとおりの機能を持つ商品を提供され、関連サービスは許容できる水準にあり、期待通りのものであること、第6に、顧客は、商品の変更、プロバイダー（商品提供者）の変更、請求、苦情の申立てに際して、企業が課す不当な（制限や追加費用のような）販売後の障壁に直面しないこと、を指す（FCA, *Fair Treatment of Customers* (May 11, 2015), <https://www.fca.org.uk/firms/fair-treatment-customers>, last visited Mar. 31, 2026)。

18) *Id.*

19) FCA, Finalized guidance: *FG22/5 Final non-Handbook Guidance for firms on the Consumer Duty* (Jul. 2022), at para. 6.3, <https://www.fca.org.uk/publication/finalised-guidance/fg22-5.pdf>, last visited Mar. 31, 2026.

20) 顧客区分とは、リテール顧客、プロ投資家、適格投資家をいう。

21) サプライチェーンの末端に位置する個人又はグループをいう。

22) See Article 24(2) of MiFID II.

(2) ターゲット市場

金融商品が顧客に販売または提供される前に、金融商品が最終顧客に適していることを確保するため、組成会社は各金融商品の承認プロセスを維持・運営し、見直さなければならない (PROD 3.2.3R)²³⁾。金融商品の承認プロセスは商品ごとに行われ、該当する顧客カテゴリー内の最終顧客に係る明確なターゲット市場を指定しなければならない (PROD 3.2.4R)。

組成会社は、発行する各金融商品について、それが対象市場の特定されたニーズ、特性および目的に合致しているかどうかを判断しなければならない。その際、組成会社は、①当該金融商品のリスク・リターンのプロファイルが対象市場と整合しているか、②当該金融商品の設計が、顧客の利益に資するものであるかを確認し、顧客の不利益を前提とした収益モデルを排除しなければならない (PROD 3.2.10R)²⁴⁾。なお、他の事業者を通じて流通することが予定されている金融商品を組成した事業者は、その商品が適合する顧客のニーズと特性を特定する必要がある (PROD 3.2.11R)²⁵⁾。比較的単純で一般的な金融商品の場合、ターゲット市場を詳細に特定する必要はないが、相対的に複雑な金融商品やあまり一般的でない金融商品の場合、ターゲット市場を詳細に定義しなければならない (PROD 3.2.9G)²⁶⁾。

(3) 商品テスト

組成会社は、金融商品が最終顧客に悪影響を及ぼすリスクを評価するため、シナリオ分析を行わなければならない。また、どのような状況で悪影響が発生し得るかを特定する必要がある (PROD 3.2.12R)。

シナリオ分析を実施する際、組成会社は、次のような負の条件、すなわち、①市場環境が悪化する場合、②組成会社等が財政的困難に直面し、またはその

23) これは既存の金融商品の重要な変更の場合にも適用される (PROD 3.2.3R)。

24) See Article 9(11) of the MiFID Delegated Directive.

25) See Article 9(9) of the MiFID Delegated Directive.

26) See recital 19 of the MiFID Delegated Directive.

他のカウンターパーティーリスクが顕在化した場合、③金融商品が商業的に採算が取れなくなる場合、④金融商品に対する需要が予想を大幅に超え、事業者の資源や、基となる金融商品の市場に負担を与える場合を想定して、金融商品を評価しなければならない(PROD 3.2.13R)。また、商品テストを行うにあたり、組成会社は、各金融商品に対して提案された手数料体系も考慮しなければならない。これには、①金融商品のコストおよび手数料がターゲット市場のニーズ、目的、特性に適合していること、②コストおよび手数料が、期待される税制上の優遇措置を上回り、商品の期待リターンを過度に毀損していないか、③金融商品の手数料体系はターゲット市場において適切で、透明性が高く、手数料が隠蔽されたり、理解が困難なほど複雑ではない、などの検証が含まれる（PROD 3.2.14R）。

また、組成会社は金融商品の発売を決定する前に、当該金融商品が金融市場の秩序ある機能または安定性に脅威を及ぼす可能性があるかどうかとも検討しなければならない（PROD 3.2.15R）。

（4） 販売会社への情報開示

組成会社は、当該金融商品の販売会社に対し、①商品に関する詳細及び承認プロセスに関する情報、②特定されたターゲット市場とその評価に関する情報、③当該商品の適切な流通チャネルに関する情報を提供しなければならない（PROD 3.2.16R）。加えて、組成会社は、販売会社が当該金融商品を理解し、適切に推奨・販売できるように、提供する情報が十分な水準であることを確保する必要がある（PROD 3.2.16R）。なお、提供する情報が最終顧客による利用を想定していないものである場合には、組成会社はその旨を販売会社に対して明確に告知する必要がある（PROD 3.2.17）。

（5） 金融商品の定期的な見直し

組成会社は、特定されたターゲット市場における潜在的リスクに重大な影響を及ぼし得るあらゆる事象を考慮し、組成した金融商品を定期的に見直さなけ

ればならない。その際、組成会社は、各金融商品について①金融商品が特定されたターゲット市場のニーズ、特性、目的に合致したままであるかどうか、②意図された流通戦略が引き続き適切であるかどうか、③金融商品がターゲット市場で流通しているかどうか、④金融商品が、そのニーズ、特性、目的に適合しない顧客に届いているかを、最低限評価しなければならない(PROD3.2.19R)。

なお、金融商品の組成を検討する際、組成会社は、契約上のブレイクポイントを最終顧客に伝えなければならない(PROD 3.2.21G)。これは、一定の基準値を超えると、手数料率や条件が段階的に変化する地点のことである。具体例としては、契約期間があまりに長期であるため、最終顧客がその満了期間を適切に把握し得ないような「拘束期間(タイアップ期間)」の終了時などが挙げられる。組成会社が最終顧客を特定できない場合、組成会社は販売会社にあらゆる契約上のブレイクポイントを伝えるべきである。

顧客のリスク特性に重大な影響を及ぼす事象を、組成会社が認識している場合、追加の発行または再販売の前に、当該金融商品を見直さなければならない(PROD 3.2.22R)。また、組成会社は金融商品の潜在的なリスクや期待リターンに影響を与える「重要な出来事・事象」を特定し²⁷⁾、そのような事象が発生した場合には、組成会社は適切な行動を取らなければならない。具体的には、以下の対応が求められる。①直接販売を行わない場合、商品情報および事象の影響について、顧客や販売会社へ情報提供を行うこと、②金融商品の承認プロセスを見直すこと、③当該商品の新規発行を停止すること、④不当な契約条件を排除するため、商品内容を変更すること、⑤想定外の販売状況を認識した場合、流通チャネルの適切性を再検討すること、⑥流通過程の変更について協議するために、販売会社に連絡すること、⑦販売会社との提携・契約を解消すること、⑧当局(FCA)への報告・情報提供を行うこと、が求められる(PROD

27) 金融商品の潜在的なリスクまたは期待リターンに影響を及ぼす可能性のある重要な事象には、①商品のリターンプロファイルに影響を及ぼす閾値の超過、または②その証券および保証が商品のパフォーマンスに影響を及ぼす可能性のある特定の発行体の支払能力、が含まれる(PROD3.2.23G)。

3.2.24 R)。

組成会社は、金融商品が意図したとおりに機能しているかどうかを評価するために、定期的にレビューを行わなければならない（PROD 3.2.25R）。また、組成会社は、投資戦略の複雑性や革新性といった諸要因を考慮し、金融商品の見直しを行う頻度を決定しなければならない。（PROD3.2.26R）。

3-1-2-2. 販売会社の義務と組成会社へのフィードバック

(1) 概要

PROD は、販売会社が、①顧客に販売する商品について理解すること、②投資サービスを提供する顧客のニーズと商品の適合性を評価すること（組成会社が特定した最終顧客のターゲット市場を考慮して評価を行うことが含まれる）、③商品が顧客の利益に最も適している場合にのみ販売されることを確保することを、販売会社の義務として定めている（PROD3.3.1）²⁸⁾。また、販売会社は、特定の組成会社を選定する際、手数料や組成会社の財務力が最終顧客に与える影響を考慮すべきである。また、入手可能な情報に基づき、販売時やその後の問い合わせ・苦情、請求、満期時において、組成会社が顧客や自社に対して「どの程度効率的かつ確実に取引を行えるか」についても検討する必要がある（PROD 3.3.2G）。

PROD 3.3 では、組成会社がこれらの義務を履行するにあたって留意しなければならないポイントを8つの項目に分けている。具体的には、①組成会社からの情報取得、② PROD 3.2の適用対象外である事業者（第三国の企業を含む）が組成した金融商品の流通、③ターゲット市場と流通戦略、④監督および研修の要件、⑤コンプライアンス報告書、⑥販売後の評価、⑦情報共有、⑧販売会社の連鎖における責任（流通チェーンにおける責任）なお、販売会社も組成会社と同様に重い責任が課せられる。以下では、組成会社からの情報取得、ターゲット市場と流通戦略、監督および研修の要件、販売後の評価（事後レビュー）、

28) See Article 24(2) of MiFID II.

情報共有について見ることにする。

(1) 組成会社からの情報取得

販売会社は、商品が対象市場のニーズに適合するよう、組成会社から必要な情報を取得しなければならない²⁹⁾。これは単なる資料の入手にとどまらず、内容を十分に理解し、必要に応じて組成会社に追加研修を依頼するなどの対応が求められる。理解が不十分な場合は販売を行ってはならない (PROD 3.3.4G)。

(2) ターゲット市場の特定と流通戦略

組成会社が対象市場を定めていない場合でも、販売会社は各々の金融商品に対するターゲット市場を決定しなければならない (PROD 3.3.9R)。ターゲット市場を特定し、流通戦略を立てる際、販売会社は顧客情報や手数料の影響、リスク許容度、組成会社の信頼性などを考慮し、細分化したレベルで定義しなければならない (PROD 3.3.11G)。また、適合しない顧客層 (ネガティブ・ターゲット) を明確にする必要がある。

(3) 監督および研修

商品ガバナンスの体制はコンプライアンス部門が監視し (PROD 3.3.20R)、効果的に管理・決定する責任は経営陣が担う (PROD 3.3.21R)。また、販売会社の従業員は商品の特性、リスク、ターゲット市場のニーズを理解するために必要な専門知識を有していなければならない (PROD 3.3.22R)。

(4) 販売後の評価 (事後レビュー)

販売会社は、商品がターゲット市場に適合し続けているか、販売戦略が適切かを定期的に見直さなければならない (PROD 3.3.26R)。市場環境の変化等で適合しなくなった場合は、ターゲット市場の再検討やガバナンス体制の更新な

29) PROD 3.2.17を参照。

ど、適切な措置を講じる必要がある（PROD 3.3.28R）。

（5） 情報共有

商品のガバナンスを機能させるため、販売会社は組成会社に対し、販売状況や顧客の苦情、ターゲット市場外での販売情報などを定期的に提供しなければならない（PROD 3.3.30R）。これは組成会社による商品の見直しを支援することを目的とする。

（6） 流通チェーンにおける責任

最終顧客に商品を販売する事業者は、PROD 3.3の義務が遵守されていることを保証しなければならない（PROD 3.3.32R）。中間業者として他の販売会社に商品を提供する場合は、適切な情報の伝達を担い、組成会社の義務の履行（情報取得）を支援する責務を負う（PROD 3.3.33R）。また、最終顧客に商品を販売する事業者が実質的に組成に関与する場合は、販売会社は追加的に組成会社の義務（PROD 3.2）も負う。

3-1-3. 規制の遵守状況

3-1-3-1. 2021年のレビュー

FCAは2021年2月、プロダクトガバナンス規制（PROD 3）の遵守状況についてサンプル調査を開始した³⁰⁾。8つの投資会社が対象となり³¹⁾、各社について「ケーススタディ」の対象となる商品が1つ選定された。選定された商品はいずれもイギリスで認可されたファンド（集団投資スキーム）であり、株式や債券、デリバティブなど、幅広い資産クラスを網羅していた³²⁾。FCAは、各

30) See, FCA, *MiFID II: product governance review* (Feb. 26, 2021), <https://www.fca.org.uk/publications/multi-firm-reviews/mifid-ii-product-governance-review>, last visited Mar. 31, 2026.

31) *Id.* 運用資産が20億ポンドの小規模なものから1000億ポンドの巨大な運用会社まで多岐にわたった。

32) *Id.* これらの商品はアドバイザー型および非アドバイザー型（「執行のみ」）の両方のプラットフォームを通じて個人投資家が利用できるものであった。

社が商品を組成・提供するにあたり、MiFID IIを反映したPRODをどのように考慮しているのか、また商品のライフサイクル全体を通じて最終顧客の利益をどの程度重視しているかを評価し、同年8月に報告書を公表した。

調査の結果、プロダクトガバナンスの枠組みに利益相反管理が適切に組み込まれていないという、重大な構造的欠陥が明らかになった³³⁾。特に、金融商品の設計段階で利益相反の問題が十分に考慮されておらず、投資家間での公平な待遇が損なわれるリスクに対し、十分な検証・分析が行われていない実態が明らかになった³⁴⁾。

(1) 商品設計と利益相反

PRODは、投資会社に対し、各金融商品の潜在的なターゲット市場を特定し、当該商品が適合する顧客層と、適合しない顧客層（ネガティブ・ターゲット市場）を明示することを求めている（PROD 3.2.10R）。しかし、多くの事業者がネガティブ・ターゲット市場を十分に特定していないことが判明した（明確に特定していたのは8社中1社のみであった）。通常、商品は「どのような者に売るか（ポジティブ・ターゲット）」を考えるが、複雑な金融商品の場合、不適切な販売（ミスセリング）を防ぐために、逆の視点が必要になる。つまり、対象顧客の知識と経験、損失負担能力、リスク許容度、目的とニーズといった要素から、商品が適さない理由を理論化しなければならない。FCAは、PROD規則に基づき、リスク・リターンがターゲット層と整合しているか、厳格な判断が求められるとした³⁵⁾。なお、調査対象となった全社が利益相反管理体制を整備していたものの、手数料体系のような特定の商品特性が、投資家の不利益の下に、事業者利益をもたらす可能性については検討が不十分であった³⁶⁾。

FCAのルール体系では、金融機関が組織運営、管理体制、内部統制をどのよ

33) *Id.*

34) *Id.*

35) *Id.*

36) *Id.*

うに構築・維持すべきかを定めた規則集（Senior Management Arrangements, Systems and Controls Sourcebook：SYSC）があり、SYSC10は「利益相反の識別・管理」について規定している。SYSC10は、利益相反を識別・管理し、公平性を確保することを目的としたリスク管理・コンプライアンスについて定めるものであり、投資家への誤販売を防止するためのプロセス・ガバナンスである PROD とは目的や性質が異なる。しかし、FCA は、これらを相互補完的に機能させることが必要だとしている。具体的には、①商品設計時の利益相反チェック、②ターゲット市場の設定時の公平性のチェック、③販売戦略の策定時の販売会社に関する利益相反チェック、④販売後のレビュー時の利益相反の再評価である³⁷⁾。

コスト開示が不十分な場合、手数料構造に潜在する利益相反が顧客から見えにくくなり、透明性が損なわれるという問題が生じる。しかも、事業者が金融商品の組成と販売の両方を兼ねる場合は、自社の金融商品に対して偏った見方を持つ可能性があり、細心の注意を払う必要がある。したがって、利益相反は「後付け」ではなく、商品設計の最初の段階から組み込むべきであり、組成会社は販売会社の利益相反リスクも把握しながら、商品の公平性を確保しなければならない³⁸⁾。

37) 例えば、SYSC 10.1.4BR では、事業者は、少なくとも、当該事業者、関係者、または当該事業者と支配関係により直接的または間接的に結びついている者が、①顧客を犠牲にして金銭的利益を得る、または金銭的損失を回避する可能性が高いか、②当該顧客の利益よりも、他の顧客または顧客グループの利益を優先させるような金銭的またはその他のインセンティブがある、③顧客と同一の事業を行っている、④当該顧客に提供されるサービスに関連して、そのサービスに対する標準的な手数料や報酬以外の金銭・物品、またはサービスの形で、顧客以外の者から報奨を受け取っている、または受け取る予定である、⑤保険契約の管理または開発に実質的に関与している場合、特に、当該者が当該保険契約の価格設定または販売コストに影響力を持っている場合、のいずれかに該当するかどうかを考慮しなければならないと規定する。

38) Eversheds Sutherland, *FCA publishes findings of its MiFID II product governance review* (May 13, 2021), <https://www.eversheds-sutherland.com/en/united-kingdom/insights/fca-publishes-findings-of-its-mifid-ii-product-governance-review>, last visited Mar. 31, 2026.

(2) 商品テストとコスト開示

市場の混乱など困難な状況下で商品特性を検証するシナリオ・ストレステストについては、各社の実施手法に相当のばらつきが認められた。具体的には、市場変動やストレス下における原資産の状況、投資家層、集中リスク (concentration) といった商品固有の特性が分析においてどの程度考慮されたか、商品化の可能性 (commercial viability)、過去のシナリオにどの程度依存していたか、などである³⁹⁾。中には、市場動向や商品固有のリスク特性が、商品の評価・見直しに十分反映されていない事例も見受けられた⁴⁰⁾。

コスト開示については、マーケティング資料と投資家への情報提供文書 (KIID 等) の間の不一致が問題視された。より詳細には、リテール投資家向けパッケージ型金融商品 (RIIPs : Packaged Retail and Insurance-based Investment Products)⁴¹⁾の投資家向け文書 (KIID : Key Information Document) と公募投資信託 (ミューチュアルファンド) の主要投資家向け文書 (UCITS KIID : Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Key Investor Information Document)⁴²⁾において、コストの計算方法が根本的に異なり、表示が統一されていないことなどから、投資家が正確なコストが把握できないという問題があった⁴³⁾。また、評価対象となった事業者の大半において、特にポートフォリオの取引コスト⁴⁴⁾などの特定の手数料項目が、開示から漏れている実態が確認された⁴⁵⁾。

39) *Id.*

40) *Id.*

41) RIIPs は、EU およびイギリスの投資信託、仕組債、保険ベースの投資商品等の小口投資家向けパッケージ型金融商品に適用される開示規制である。異なる種類の投資商品を横断的に比較できるようにすることを目的としており、最大3頁の標準化されたフォーマットが用いられる。コスト (特に取引コスト) とリスクの数値化が厳格である。PRIIPs の取引コストの計算には アライバル・プライス (arrival price) 方式が使われる (Alternative Investment Management Association Limited (AIMA), *PRIIPs and MiFID2 costs and charges*, <https://www.aima.org/static/uploaded/33463dab-ba2b-4d96-a5f9782ea5b8040c.pdf>, last visited Mar. 31, 2026)。

FCA は、事業者が顧客に対して「公正かつ誤解を招かない」情報提供を行うべきであると指摘した。具体的には、会社が広範なマーケティング資料を通じて提供する情報は商品の本質的な特性を反映したものであるべきであり、ポートフォリオの取引コストを含む手数料に関しても、公正かつ明確な説明を行うよう求めている⁴⁶⁾。

(3) 販売会社との連携

一部の事業者では、販売会社の体制の評価（デューデリジェンス）が極めて形式的であった。このプロセスが形骸化すると、販売会社が想定する顧客層と、本来のターゲット市場が合致しているかを確認できなくなり、不適切な層へ商品が提供されるリスクが高まることになる⁴⁷⁾。

一方で、イギリスの仲介サービスへの高い依存度を背景に、組成会社は販売

42) UCITS は、EU およびイギリスの公募投資信託（ミューチュアルファンド）に適用される枠組みであり、2頁の標準化された文書で、1から7の数値で表されるリスク指標（SRRI: Synthetic Risk and Reward Indicator）により、投資信託などのリスクとリターンの特性を示すために用いられる共通の基準が用いられる。コスト開示は継続費用（ongoing charges）が中心で、取引コストは原則 KIID に含まれない。ただし、戦略上「リターンに重大な影響がある場合」は記載する必要がある（FIN-USE, *CESR's technical advice at level 2 on the format and content of Key Information Document disclosures for UCITS*, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/FIN_USE_Response_to_KIID_CESR_CP_2009_0909_1.pdf, last visited Mar. 31, 2026）。FCA は、現在、RIIPs および UCITS KIID の要件を、消費者の理解を深めることを目的としたより柔軟なものに置き換えるための準備を進めている。

43) FCA, *Review on disclosure of costs by asset managers* (Feb. 28, 2019), <https://www.fca.org.uk/publications/multi-firm-reviews/review-disclosure-costs-asset-managers>, last visited Mar. 31, 2026。

44) 株式や債券などの資産で構成されたポートフォリオ全体を売買ないし再構築（リバランス）する際にかかる費用であり、単一の銘柄の売買手数料だけでなく、大規模な取引によって生じる市場への影響なども含む包括的なコストをさす（日本証券経済研究所＝証券経済学会編『証券事典』（きんざい、2017）577頁等を参照）。

45) See, FCA, *supra* note 30.

46) *Id.*

47) *Id.*

会社から最終顧客に関する情報を入手できると想定していたが、実際にはこの情報の伝達は極めて稀であった。その要因の1つとして、データ提供の要請が商業的機密に触れるため、組成会社が販売会社に対して影響力を及ぼせていないと感じていることが挙げられる⁴⁸⁾。

FCAは、組成会社と販売会社間の商業的な合意や利害への配慮を優先させるのではなく、適切なデータ共有を可能にする協力関係の構築を最優先すべきだと指摘した⁴⁹⁾。

(4) ガバナンスと監督体制

すべての投資会社がプロダクトガバナンス委員会を設置していたものの、取締役会レベルでの監督機能が弱く、利益相反管理の形骸化により実効性に課題が見られた。また、商品の定期レビューも不十分な実態があった⁵⁰⁾。

具体的には、第2の防衛線（リスク管理・コンプライアンス等）としての役割が不明確であるため、執行部に対する有意義な異議申立て（meaningful challenge）が困難となっていた点が挙げられる。認可ファンドマネージャー（Authorised Fund Manager：AFM）の取締役会においても、プロダクトガバナンスに関する監督責任は認識されていたが、独立非業務執行取締役の専門的知見の不足から、第2の防衛線や関連委員会の業務に対し、実効性のある監督や提言が行われるまでには至っていなかった⁵¹⁾。

また、大半の会社で記録管理の不備が顕著であった。これは、商品設計や監督における正式なプロセスの欠如を示唆している。異議申立てや監督の実施を立証できないことは、プロダクトガバナンスについて責任を負う会社およびシニアマネージャー等の責任者にとって、記録保持を定めた SYSC9（上級管理職体制・内部統制規則集）に抵触するというリスクを伴う⁵²⁾。

48) *Id.*

49) *Id.*

50) *Id.*

51) *Id.*

FCA は、投資会社は、適切な投資サービスがそれぞれのターゲット市場に届くように、自社商品のガバナンスプロセスに対して効果的な統制を講じるべきだとして、社内研修を通じて、投資家のニーズや成果を重視した内容へと改善することが重要だとした⁵³⁾。

3-1-3-2. 2024 年のレビュー

イギリスでは、保険商品について独自のプロダクトガバナンス規則を設けている。2021 年 10 月 1 日に発効したプロダクトガバナンス規則（PROD4）は、非投資型保険商品（一般保険および純粋補償保険）の組成会社および販売会社に適用される⁵⁴⁾。

PROD 4 では、組成会社に対し、①商品の承認プロセスの維持・運用の見直し⁵⁵⁾、②商品の定期的な見直しにより⁵⁶⁾、③当該商品が顧客にとって期待どおりの成果を上げ、意図した価値を提供していることを確認すること、④販売会社の適切な営業に対する理解を促進するための情報提供を行うこと⁵⁷⁾を求めている。また、販売会社については、①適切な商品販売体制を整備すること、②当該商品が、特定されたターゲット市場の利益・目的・特性に合致していない場合、またはその他顧客に悪影響を及ぼす可能性のある商品に関連する事情を把握した場合は、直ちに組成会社に通知し、必要に応じて当該商品の流通戦略を修正しなければならないとしている⁵⁸⁾

52) *Id.*

53) *Id.*

54) FCA, *Thematic Review (Product Oversight and Governance thematic review – General Insurance and Pure Protection (PROD 1.4 and PROD 4))*, TR24/2, paras. 2.1-2.4, Aug. 21, 2024, available at <https://www.fca.org.uk/publication/thematic-reviews/tr24-2.pdf>, last visited Mar. 31, 2026. なお、対象からは大規模リスク契約や再保険契約が除かれる。

55) *Id.*, at para. 2.5.

56) *Id.* 見直しは年 1 回とされるが、必要に応じてそれ以上の頻度になることがある。

57) *Id.* 組成会社は販売会社に対し、①組成会社によって実施された価値評価の結果、②販売活動が商品の全体的な価値に与える影響、③当該商品が公正な価値を提供しない可能性のある顧客層について、情報提供が必要であるとしている。

2022年2月、FCAは損害保険セクターの継続的な監視のために、保険商品の組成会社および販売会社がPROD 4規則を遵守しているかどうかについて96社にアンケート調査を実施し、その一部についてヒアリング調査も実施した⁵⁹⁾。調査は2024年8月に公表された。その結果、保険会社および保険仲介業者において、全体として、適切な商品監督およびガバナンスを定着させる取組が進んでいないことが明らかになった。とりわけ、組成会社の多くが、自社の商品が公正な価値と良好な成果をもたらしていることを適切に評価・立証できないことがわかった。具体的には、調査対象会社の多くが、商品のバリュー（価値）の妥当性について厳格な検証を行ったことや、商品レビューおよびFVA（Fair Value Assessment）の検証の過程で客観的な証拠に基づき明確な判断を下したことを、十分に立証できなかった。また、意思決定を支える管理情報が整備され、それに基づき適切な分析が行われていたかという点についても、確かな回答を得ることはできなかった⁶⁰⁾。また、一部の組成会社は、ターゲット市場の記述が曖昧かつ広範であり、顧客の年齢・性別・収入といった人口統計学的要因のみを定義したものが多く見受けられ、顧客のリスク選好度やリスク許容度が反映されていないものもあった⁶¹⁾。こうした規則の不遵守は、商

58) *Id.*, at para. 2.6.

59) FCAは、調査対象会社にマーケットを代表する22の一般保険商品（General Insurance：GI）の組成会社と6社の純粋補償保険（Pure Protection Insurance：PP）商品の組成会社を含め、45のGI商品（具体的には、住宅保険、自動車保険、旅行保険、ペット保険、医療給付型保険、および民間医療保険商品）と11のPP商品を調査した。その際、各社の商品のガバナンス体制、FVAの記載状況、商品の定期的な見直しの状況、ターゲット市場、複数企業による商品の組成（共同組成）、販売代理店への情報提供を含む販売体制が具体的に検証された。一方で、販売業者については、39社（GI販売業者29社、PP販売業者10社）が対象となり、組成会社と同じ対象商品について調査が行われ、PROD 4.3の関連規定に基づき、商品の流通体制、ターゲット市場、販売戦略が調査された（*Id.*, at paras. 3.1-3.7）。

60) *Id.*, at paras. 1.10-1.11. 特定の指標に関するデータが市場の標準と一致していることで、商品が公正な価値を提供していると説明した会社や、全商品において保険金支払率の許容閾値を20%に設定した会社などがあった。

61) *Id.*, at para. 4.46.

品の本来の価値を享受し得ない顧客に対して商品が販売されてしまうという、現実的なリスクを顕在化させる⁶²⁾。

また、販売会社についても同様に、販売戦略を理解するために必要な情報が十分に得られておらず、販売会社自身の報酬が商品の価値にどのような影響を与えるかが理解されていないことが明らかになった。その背景には、ターゲット市場が詳細に定義されていないことや、販売会社が顧客の目的・関心事および特性を十分に考慮できていないこと、販売会社の策定した販売戦略が、組成会社が特定したターゲット市場と整合しているかどうか疑わしいことがある⁶³⁾。さらに、販売会社が「商品は公正な価値を提供していない」と結論づけられたにもかかわらず、組成会社側で適切な是正措置が講じられないケースも見受けられた⁶⁴⁾。また、問題の特定や検証に不可欠な基礎データが欠如したまま、プロダクトガバナンス委員会や責任者に対し、情報を過度に簡略化して報告していた事例もあったという⁶⁵⁾。加えて、調査では、多くの保険会社や仲介業者が共同組成に関する要件やその適用手法を十分に理解していない実態も明らかになった。共同組成における各社の役割や責任が曖昧な状態では、PROD要件の遵守が危うくなり、ひいては顧客の不利益に直結するリスクが高まることになる⁶⁶⁾。

しかし、実務家からは、FCAが指摘した問題の一部は、PRODと消費者義務規則（Consumer Duty）⁶⁷⁾自体の起草を巡る混乱を反映しているという⁶⁸⁾。例えば、組成会社と販売会社間の責任分担や、脆弱な顧客への対応方法は、市場の多くの関係者にとって依然として不明確なままであるという。ただし、この点についてFCAは、「商品またはサービスの提供を共同で行う事業者に関する声明」と題する文書を公表し⁶⁹⁾、現行規則の解釈を示すとともに、2026年内

62) *Id.*

63) *Id.*, at para. 5.23.

64) *Id.*, at 17.

65) *Id.*

66) *Id.*, at para. 4.50.

に規則の見直しを行う見通しを示している。

3-1-4. イギリスにおけるプロダクトガバナンスの理解

(1) Iscenko および Thomas による分析

PROD の目的は、消費者に適さない商品が販売されるリスクを最小限に抑えることにある。顧客に不利益をもたらす要因は、往々にして構造的な問題と行動経済学的な要素が複雑に絡み合っている。その原因が多岐にわたる一方で、市場を監視する規制当局のリソースは本質的な限界がある⁷⁰⁾。これに対し、

67) 消費者義務規則とは、FCA によって 2023 年 7 月 31 日に導入された、金融サービス企業向けの一連の規則であり、英国の金融機関に対し「顧客にとって良い盛果をもたらすよう行動する」ことを義務づけることで、消費者保護の新たな基準を打ち立てるものである。同規則は、事業者に対し、誠実に行動し、予見可能な損害を回避し、顧客の財務目標を支援し、また、顧客にとって良好な盛果をもたらすことを求めており、特に商品・サービス、価格・価値、消費者理解、消費者サポートという 4 つの主要分野に重点を置いている。なお、同規則には、投資会社や保険会社が、PROD 3 ないし PROD 4 と消費者義務規則の両方の規則の適用を受けないことを明確にするための条項 (PRIN 2A.3) が含まれている。現在、ガイダンスとして PROD 3 を遵守している企業は、PROD の規則に従うか、消費者義務規則に従うかを選択できる (FCA, *FCA highlights areas of focus for firms implementing the Consumer Duty* (Jan. 25, 2023), <https://www.fca.org.uk/news/press-releases/fca-highlights-areas-focus-firms-implementing-consumer-duty>, last visited Mar. 31, 2026; FCA, *PS22/9 A new Consumer Duty*, <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps22-9.pdf>, last visited Mar. 31, 2026)。

68) Simmons & Simmons LLP, *FCA critical of product oversight and governance in Thematic Review* (Aug. 28, 2024), <https://www.simmons-simmons.com/en/publications/cm0e19rm400gqvc0o0djpycd/fca-critical-of-product-oversight-and-governance-in-thematic-review>, last visited on Mar. 31, 2026.

69) FCA, *Statement on firms working together to manufacture products or services* (Dec. 8, 2025), <https://www.fca.org.uk/publication/good-and-poor-practice/statement-firms-working-together-manufacture-products-services.pdf>, last visited on Mar. 31, 2026.

70) Z. Iscenko, *Have we finally hit on a formula that can transform the efficiency of policy makers' interventions?* (Mar. 17, 2016), <https://webarchive.nationalarchives.gov.uk/ukgwa/20240306151452/https://www.fca.org.uk/insight/new-approach-policy-making>, last visited Mar 31, 2026.

FCA は実効性の高い規制を実現すべく、「実効的規制のための経済学(Economic for Effective Regulation : EFER)」のアプローチを導入している⁷¹⁾。この経済分析は、規制設計における市場ベースのアプローチであり、当局が直面する主要な課題（情報の非対称性、外部性、市場支配力、行動の歪み）を総合的に評価するものである。そこには、規制環境の変化に対する市場の反応や、過去の介入実績から得られた知見も包括的に反映されている⁷²⁾。

これを踏まえ、Thomas はイギリスのプロダクトガバナンスにおける3つの経済的特徴を指摘している⁷³⁾。第1は、規制の対象が事業者の「行動」に置かれている点である。同制度は、事業者の行動に介入することで、市場の結果や消費者の選択に間接的な影響を及ぼす。市場参加者に特定の反応を促すべく、市場のダイナミクスそのものを変容させようとする規制戦略といえる。第2に、「ターゲット市場」の概念とニーズを重視することで、リテール金融における2つの市場の不全（行動の歪み⁷⁴⁾と情報の非対称性）への対処を事業者に促している。そして第3は、情報の作成・収集・分析に重点を置いている点である。

Iscenko によれば、EFER の考え方を活用することで、政策立案における「今日の一針、明日の十針（早期の対策が後の大きな手間に勝る）」が実現するといふ⁷⁵⁾。すなわち、初期段階で市場の実態を深く理解し、当局の介入が市場に

71) FCA, Occasional Paper No. 13: *Economics for Effective Regulation* (Mar. 10, 2016), <https://www.fca.org.uk/publications/occasional-papers/occasional-paper-no-13-economics-effective-regulation>, last visited on Mar. 31, 2026. EFER は、規制対象の問題の診断から介入策の設計、そして影響評価に至る規制分析の段階を通じて、行動経済学やデータサイエンスの手法を活用して実社会における市場を評価するための構造を提示している。EFER は、影響評価 (IA) や費用便益分析 (CBA) のような従来のアプローチを重要な点で補完できるとされる (Iscenko, *supra* note 70)。

72) Thomas, *supra* note 1, at 103.

73) *Id.*

74) 商品の組成会社が商品設計にあたり、行動バイアスを利用していることを示唆する文献が増えていることに伴い、2013年、FCA は「金融行動監視機構における行動経済学の適用 Occasional Paper No.1 : *Applying behavioural economics at the Financial Conduct Authority* (Sep. 2013)」を公表した。

及ばず変化を多角的に分析することは、単に想定される影響を定量化するだけの場合よりも、はるかに優れた規制上の意思決定をもたらすことができる⁷⁶⁾。

(2) Chiu による分析

ところで、Chiu によれば、FCAが参照した MiFID のプロダクトガバナンス規則には2つの問題があるという⁷⁷⁾。第1の懸念は、ターゲット市場の設定が、顧客のリスク選好度や財務状況への適合性に偏っており、投資に対する顧客の最終的なニーズと十分に結びついていないのではないかと、という点である。これについて Chiu は、市場リスクを伴う商品であっても、それが顧客の福利 (Customer welfare)⁷⁸⁾や期待をいかに充足させるのかを、より明確に説明しなければならないと指摘する。第二に、プロダクトガバナンス規則は事業者の内部プロセスに依存しているため、当局の監視が及ばないまま事業者が自ら実施する結果となる可能性があることである。これは、ガバナンスの欠如により、事業者による不正または違法な行為を誘発しかねないことを意味する。

この点、イギリスの PROD (プロダクトガバナンス規則) について、Chiu は肯定的な評価を下している。PROD は組成会社に対し、商品が満たすべき具体的な福利のニーズと、それがターゲット市場に適した設計である理由を、平易な言葉で当局に説明するよう求めているからである⁷⁹⁾。当局による直接的な商品の認可制度を採らずとも、こうした事前の精査プロセスは、組成会社が自

75) Iscenko, *supra* note 70.

76) *Id.*

77) Iris H-Y. Chiu, *More Paternalism in the Regulation of Consumer Financial Investments? Private Sector Duties and Public Goods Analysis*, 41 (4) LEGAL STUDIES 657 (2021), at 673.

78) 「顧客の福利」では、単に商品やサービスを提供するだけでなく、顧客の生活の質を向上させる取組が求められる (See, OECD, *Consumer Welfare Standard* (2023), at 11, https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2023/05/consumer-welfare-standards-advantages-and-disadvantages-compared-to-alternative-standards_4de3277e/3d174fdf-en.pdf.)

79) Chiu, *supra* note 77.

社の利益（インセンティブ）を優先した設計を行う傾向を抑制し⁸⁰⁾、ガバナンス基準を遵守する規律を植え付ける。その結果、投資会社は、消費者の長期的な福利への影響の可能性を、商品設計の段階から組み込むことを余儀なくされるのである⁸¹⁾。

（3）私見

イギリスのプロダクトガバナンスは、事業者の内部プロセスと記録管理（SYSC9）を厳格に求める一方で、その背後には経済学的な市場の失敗の是正と消費者の実質的な幸福（福利）の追及という、明確な理論的裏付けがある。記録の不備や、第2の防衛線の機能不全といった実務上の問題は、単なる事務的なミスではなく、こうした高度な規制戦略そのものを根底から揺るがす重大なリスクとして認識されている。

また、イギリスの規制環境は、ますますデータ主導型へとシフトしていくことが予想される。金融商品の組成会社および販売会社は、商品が公正な価格と価値（fair value）を提供し、良好な投資成果に寄与していることを証明するために、当局から確固たるエビデンスと運用データの提示を求められていく可能性が高い。この意味において、イギリスのプロダクトガバナンス規制は、形式上は事業者の自主性を重んじるソフトローの枠組みを維持しつつも、実態としては、データによる立証責任を伴うハードローとしての性質を急速に強めているといえる。

（きむら・まきこ 筑波大学ビジネスサイエンス系教授）

80) *Id.* and note 152.

81) *Id.* at 674.