

金融庁のプログレスレポートとモニタリング結果

～ETFを組み入れたインデックスファンドは欧米加の先進事例を参考に、
プロダクトガバナンスとコンシューマーデューティーは欧州の先進事例を参考に～

三菱UFJアセットマネジメント株式会社 経営企画部 松尾 健治(シニアリサーチアナリスト)
窪田 真美(シニアリサーチアナリスト)

※三菱UFJアセットマネジメントがお届けする、内外の資産運用に関連する情報を発信するコラムです。

●金融庁のプログレスレポートとモニタリング結果

～PE、LP、AI、機関投資家、企業調査、BPO、EUC、STP という言葉が急増！

海外先進事例の代わりに欧州・英国におけるファンドのあり方に関する調査報告書～

2026年7月24日に金融庁(監督局資産運用課)が「**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 2026**」

(以下「プログレスレポート」)、2026年7月29日に金融庁(総合政策局リスク分析総括課)が「**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**」(旧投資信託等の販売会社における顧客本位の業務運営のモニタリング結果)、以

下「モニタリング結果」を公表した(プログレスレポート…https://www.fsa.go.jp/inf/infnew/2026/07/24/20260724_01.pdf、モニタリング結果…https://www.fsa.go.jp/inf/infnew/2026/07/29/20260729_01.pdf、昨年…2025年7月22日付投信調査コラムNo.429「日米暗号資産(ETF)動向～日本参

院選の躍進政党も自民党も暗号資産を支持し、金融庁が暗号資産参事官ポスト新設！米国でステーブルコイン法成立、暗号資産等オルタナティブをDCに拡大する資産運用高度化改革が進む～」https://www.fsa.go.jp/inf/infnew/2025/07/22/20250722_01.pdf p.12の※1)。

「プログレスレポート」は個人投資家・機関投資家向けの資産運用サービス提供会社にモニタリングを実施(顧客の最善の利益を勘案した業務運営、日本の資産運用サービスの高度化に向け～調査対象は下記図表参照～)、インベストメントチェーンの活性化、資産運用立国の実現、成長投資の促進をする。

「モニタリング結果」は個人投資家向けの投資信託・保険・ファンドラップ・債券といったリスク性金融商品の販売・組成会社にモニタリングを実施(顧客の最善の利益の追求、顧客本位の業務運営の確保に向け～調査対象は下記図表参照～)、国民による貯蓄から投資への動きを促進する。

金融庁のプログレスレポートとモニタリング結果			2026年7月31日現在
	プログレスレポート	モニタリング結果	
	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	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	
所管	金融庁監督局資産運用課	金融庁総合政策局リスク分析総括課	
沿革	➢最新版は2026年7月24日公表。 ➢2020年6月19日公表の総合政策局総合政策課「資産運用業高度化プログレスレポート2020」から6回目(同2024は休み)。 ➢2025年6月27日公表の監督局総務課資産運用参事官室「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」からは2回目(同2026から金融庁監督局資産運用課)。	➢最新版は2026年7月29日公表。 ➢2018年9月26日公表の総合政策局リスク分析総括課「投資信託等の販売会社における顧客本位の業務運営のモニタリング結果について」から9回目。 ➢2023年6月30日公表の総合政策局リスク分析総括課「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について」からは4回目(2018年から総合政策局リスク分析総括課)。	
目的	個人投資家・機関投資家向けの資産運用サービス提供会社にモニタリングを実施(顧客の最善の利益を勘案した業務運営、日本の資産運用サービスの高度化に向け)、インベストメントチェーンの活性化、 資産運用立国の実現、成長投資の促進 をする。	個人投資家向けの投資信託・保険(外貨建て一時払い保険等)・ファンドラップ・債券(仕組債等)といったリスク性金融商品の販売・組成会社(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、金融事業者)にモニタリングを実施(顧客の最善の利益の追求、顧客本位の業務運営の確保に向け)、 国民による貯蓄から投資への動きを促進 する。	
調査対象	資産運用会社22社、信託銀行・カストディアン・BPO機関10社、システムベンダー3社、証券会社・銀行等DC運営管理機関/運営～企業型DC23社、iDeCo27社～、記録関連運営/レコードキーパー/RK4社、アセットオーナー(企業年金、学校法人、大学ファンド等)約30社、LP投資家27機関、PEファンド23社(大手銀行、大手生保、ゲートキーパー業務を行う信託銀行等、公的年金アセットオーナー)～日系18社と外資系5社～程度。	銀行109行(主要行等9行、地域銀行100行)、証券会社39社(大手・準大手証券会社4社、銀行系証券会社30社、ネット系証券会社5社)等。	

(出所: 金融庁より三菱UFJアセットマネジメント経営企画部が作成)

「**プログレスレポート**」も「**モニタリング結果**」も「**PE(プライベートエクイティ等)**」や「**AI(人工知能/Artificial Intelligence)**」などの言葉が急増している。これらは日本成長戦略会議(高市早苗首相が議長)が2026年7月21日に公表した「**日本成長戦略**」、その下にある「**新戦略策定のための資産運用立国推進分科会**」(片山さつき金融相が分科会長)が2026年7月21日に公表した「**成長投資を促進するための金融戦略-資産運用立国のアップグレード-**」(2026年7月24日付プログレスレポート)冒頭で言及、両者が参考とした自民党資産運用立国議員連盟/議連(岸田文雄会長)が2026年5月14日に公表した「**日本成長戦略を金融面から支える『資産運用立国』のアップグレード(提言)**」に登場している言葉である(「日本成長戦略」…

<https://www.esa.go.jp/jp/etoku/nipponseichosenryaku/pdf/jc2026.pdf>、「成長投資を促進するための金融戦略-資産運用立国のアップグレード…」<https://www.esa.go.jp/jp/etoku/nipponseichosenryaku/kimyu/pdf/financialservicesstrategy2026.pdf>、「日本成長戦略を金融面から支える『資産運用立国』のアップグレード(提言)」～<https://fukushi-kobayashi.jp/archives/6026>、2026年5月25日付投信調査コラムNo.444「『骨太の方針』に反映されそうな自民党『資産運用立国議連』提言にある『プライベートアセット投資特化の新たなリテール向け投信(ELTIF、LTAF)』～非上場REIT&BDC・インターバル&テンダーオファー、ELTIF、LTAF～」～https://www.esa.mof.go.jp/report/investigate/column_260525.pdf)o

金融庁は片山さつき財務相 兼 金融担当相が分科会長を務める日本成長戦略会議の下にある「**新戦略策定のための資産運用立国推進分科会**」(分科会長代理は片山さつき氏と同じ大蔵省主計局にいた内閣官房副長官の尾崎正直衆議院議員で、金融庁からは八幡道典内閣官房日本成長戦略本部事務局次長、堀本善雄総合政策局長、井上俊剛企画市場局長、今野治総合政策局総合政策課長が参加～<https://www.esa.go.jp/jp/etoku/nipponseichosenryaku/kimyu/dai1/jc2026.pdf>)の「**成長投資を促進するための金融戦略-資産運用立国のアップグレード-**」を受けて行動している(2026年5月25日付投信調査コラムNo.444「『骨太の方針』に反映されそうな自民党『資産運用立国議連』提言にある『プライベートアセット投資特化の新たなリテール向け投信(ELTIF、LTAF)』～非上場REIT&BDC・インターバル&テンダーオファー、ELTIF、LTAF～」～https://www.esa.mof.go.jp/report/investigate/column_260525.pdf)o

なお、「**プログレスレポート 2026**」では「**BPO/Business Process Outsourcing/業務委託**」と「**EUC/End User Computing/現場開発**」が初登場し、「**STP/Straight-Through Processing/一貫自動処理**」に関する記述が急増している(モニタリング結果には無し)。これらは資産運用会社が運用に専念出来る環境を整備していくために必要なものであり、ひいては資産運用サービスの高度化につながるものとされている(2026年7月24日付金融庁「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 2026」～<https://www.esa.go.jp/policy/pjume/20260724/01.pdf> p.2)o

「**プログレスレポート 2026**」は「**PE(Private Equity/プライベートエクイティ等)**」、「**LP(Limited Partner/有限責任組合員)**」、「**AI(人工知能/Artificial Intelligence)**」、「**機関投資家**」、「**企業調査**」という言葉が急増している。「**モニタリング結果**」は「**PE等**」と「**AI**」という言葉が急増している。

- **プログレスレポート 2026:**「**能力ある多様な『PE ファンド』の成長に向けて**」が大項目として格上げされ「**PE**」および「**プライベートアセット/エクイティ/クレジット**」という言葉が急増(2026年75件←2025年10件←2023年16件←2022年0件←2021年25件←2020年4件)、
モニタリング結果:「**PE**」および「**プライベートアセット/エクイティ/クレジット**」という言葉が初登場(2026年14件～グラフ内を入ると23件～←2025年0件←2024年0件←2023年0件)。
- **プログレスレポート 2026:**「**LP(Limited Partner/有限責任組合)**」も急増(2026年45件←2025年1件←2023年～2020年0件)、
モニタリング結果:「**LP**」は登場せず(2026年0件←2025年0件←2024年0件←2023年0件)。
- **プログレスレポート 2026:**「**生成 AI の利活用**」が大項目として格上げされ「**AI**」という言葉が急増したほか(2026年77件←2025年13件←2023年6件←2022年6件←2021年5件←2020年0件)「**生成 AI**」という言葉が初登場、
モニタリング結果:「**AI**」は急増(2026年9件←2025年1件←2024年0件←2023年0件)「**生成 AI**」は登場せず。
- **プログレスレポート 2026:**「**金融グループにおける『機関投資家向けサービス』の高度化に向けて**」が格上げ「**機関投資家**」という言葉が急増(2026年43件←2025年5件←2023年10件←2022年11件←2021年10件←2020年4件)、
モニタリング結果:「**機関投資家**」という言葉が1件、初登場(2026年1件←2025年0件←2024年0件←2023年0件)。
- **プログレスレポート 2026:**「**資産運用会社における『企業調査』の高度化に向けて**」も大項目として格上げ(これまでほぼゼロだった)「**企業調査**」も急増(2026年16件←2025年0件←2023年0件←2022年3件←2021年3件←2020年0件)、
モニタリング結果:「**企業調査**」は登場せず(2026年0件←2025年0件←2024年0件←2023年0件)。

「プログレスレポート 2026」は「[BPO/Business Process Outsourcing/業務委託](#)」と「[EUC/End User Computing/現場開発](#)」という言葉が初登場、「[STP/Straight-Through Processing/一貫自動処理](#)」が急増。 **モニタリング結果には無し。**



- **プログレスレポート 2026: 「BPO」(*)**という言葉が初登場(2026 年 23 件←2025 年 0 件←2023 年 0 件←2022 年 0 件←2021 年 0 件←2020 年 0 件)。
*BPO…「資産運用会社から事務の委託(BPO:Business Process Outsourcing)を受ける会社。 業界においては、運用資産の信託(受託)と区別する観点から、事務受任会社などと呼ばれている。」(p.5)。
- **プログレスレポート 2026: 「EUC」(***)**という言葉が初登場(2026 年 4 件←2025 年 0 件←2023 年 0 件←2022 年 0 件←2021 年 0 件←2020 年 0 件)。
***EUC…「End User Computing の略であり、基幹システム外に従業員が独自に作成・利用するツール(Excel のマクロなどを指す。)(p.6)。
- **プログレスレポート 2026: 「STP」(**)**という言葉が急増(2026 年 13 件←2025 年 0 件←2023 年 1 件←2022 年 0 件←2021 年 0 件←2020 年 0 件)。
**STP…「Straight-Through Processing の略であり、標準化されたメッセージ・フォーマットによりシステム間を自動的に連動させることによって、人手を介さずに一連の作業をシームレスに行うことを指す。」(p.6)。

「プログレスレポート 2026」から海外先進事例(出所の確かなデータ等)が無くなっている。

「プログレスレポート 2026」から海外先進事例(出所の確かなデータ等)が無くなっている。 **個人顧客本位の業務運営(プロダクトガバナンス態勢)が大きい「モニタリング結果」には以前から無し。**



- **プログレスレポート 2026: 「米欧」や「世界」**のデータが無くなった(2026 年 0 件←2025 年 6 件←2023 年 4 件←2022 年 3 件←2021 年 4 件←2020 年 4 件)。 **モニタリング結果には以前から無し。**

海外先進事例(出所の確かなデータ等)が無くなっているものの、本文中には「欧米では、専門のアドミニストレーター1社が基準価額を計算している」(p.8)や「海外では、年金基金等のアセットオーナーが新興運用業者の発掘やアセットマネジャーの多様性の確保のために新興運用業者へ運用を委託するプログラム(EMP)を設定するなど、新興運用業者がシードマネーを得るための機会が生まれているが、日本においてはアセットオーナーの採用基準に業歴要件がある等、新興運用業者に資金を投じるプレーヤーが乏しかった。」(p.40)という文は登場する。 特に「新戦略策定のための資産運用立国推進分科会」(片山さつき金融相が分科会長)が 2026 年 7 月 21 日に公表した「**成長投資を促進するための金融戦略-資産運用立国のアップグレード-**」(2026 年 7 月 24 日付プログレスレポート)冒頭で言及)にあるプライベートアセット関連で同様の文が登場する。

PE ファンドの意見として「欧米やアジアの機関投資家は、信頼した PE ファンドとの共同投資に非常に積極的。」(p.77)、LP 投資家の意見として「海外では、銀行ではなく年金・SWF・大学・生保等が主要な投資家であり、運用規模・出資額ともに大きい。(大手銀行)」、「海外では企業バリュエーションが高い分、海外大手ファンドでは、データアナリストを多数抱え、価格戦略や AI 活用による効率化等の手法を駆使し、海外販路拡大を含めリターンを捻出。レベル差がある。(大手銀行)」、「海外ではホームラン案件(高収益の案件)があるが、日本では少ない。安定的なヒット狙いが多い印象。(大手銀行)」(以上全て p.76)、「投資家が投資先ファンドを評価する際や PE ファンド投資を新たに開始する際に、業界全体のパフォーマンスを示す信頼性の高いベンチマークがあればファンド評価や機関内での検討に資するが、現状、欧米と比して不十分。」(p.78)、「ILPA のフォーマットがあるものはその使用を慫慂すべき(ILPA… Institutional Limited Partners Association の略。 PE ファンドに投資する LP 投資家の世界的な業界団体)。」(p.79、当コラム筆者より…「慫慂」は「しよう」と呼び、「そうするように促す」という意味)等である。

2026 年 7 月 24 日に金融庁(監督局資産運用課)が「資産運用サービスの高度化に向けたプロGRESSレポート 2026」を公表した際、「※1.『資産運用業務・資産管理業務』の高度化に向けて」に関する一部参考資料については、後日公表予定です。」(<https://www.fsa.go.jp/press/20260724-3/20260724-3.html>)とあったが、2026 年 7 月 24 日、非上場株式をはじめとした非流動性資産に主として投資をする投資信託に関する枠組みに関して PwC Japan に調査を委託した「**欧州・英国におけるファンドのあり方に関する調査報告書**」が「物品役務等の競争入札による契約」のサイトで公表されていた(2026 年 7 月 24 日付金融庁「欧州・英国における

ファンドのあり方に関する調査報告書」の公表について) <https://www.fsa.go.jp/commen/about/research/20260724-3/20260724-3.html>、2026 年 2 月 25 日に 2,090 万円の契約金額で PwC Japan と契約…2026 年 2 月分の金融庁「物品役務等の競争契約による契約」～

<https://www.fsa.go.jp/commen/about/research/20260724-3/20260724-3.html>) o

「**欧州・英国におけるファンドのあり方に関する調査報告書**」の中身は非常に多岐にわたり詳細な価値ある(高価な)情報である。具体的には EU の ELTIF/European Long-Term Investment Funds(欧州長期投資ファンド)と英国の LTAF(Long-Term Asset Fund(長期資産ファンド)を中心に、EU の EuVECA と EuSEF、ルクセンブルク UCI Part II ファンド、英国の DC 年金(から LTAF への投資)やマンションハウス合意、EU の貯蓄投資同盟/Savings and Investment Union/SIU、米国の 401k プランに対するオルタナティブ資産へのアクセスや米国クローズドエンド型ファンドの販売制限撤廃、シンガポールの長期資産ファンド/LIF、そしてコンシューマーデューティーへ及ぶ(下記はその中の一つ、後述のコンシューマー・デューティーの所にもあり)。

日本の投資信託とELTIF、LTAFの比較

比較の結果

ELTIFについて、ELTIF規制に従って認可を受けているファンドに限り、ELTIFの名称を使用することができる。LTAFについて、LTAFとして認可を受けるファンドはその名称にlong-term asset fundまたはLTAFを含める必要がある。これに対して、日本には長期・非流動性資産投資に「特化」したファンドの枠組み(ラベル)がない。

右に日本の公募証券投資信託が非上場株式に投資するケースまたはファンドオブファンズ(FoF)を通じて非上場株式に投資するケースを想定して、ファンドの組成・運用に関する規制を比較している。

ELTIFは適格投資資産、投資制限、借入制限がない私募ファンドの規制(AIFMD規制)を基礎に、リテール投資家向けELTIF向けの規制を追加している。これにより、リテール投資家向けに非流動性資産への投資に「特化」するファンドを立ち上げることができる。

これに対して、日本は適格投資資産、投資制限、借入制限がある既存の公募証券投資信託に、非上場株式等への投資やオルタナティブ投資を行う外国籍ファンドの組み入れを認める規制の体系になっている。したがって、リテール投資家向けの公募証券投資信託に非流動性資産への投資を「容認」するような枠組みになっている。

	公募証券投資信託(直接投資)(日本)	リテール投資家向けELTIF(直接投資)(欧州)
組成	・適格投資資産(主に上場株式、債券など) ・投資制限(非上場株式投資は純資産総額の15%まで) ・借入制限(解約代金支払目的等に応じた限度額)	・適格投資資産(主に非上場株式、実物資産など) ・投資制限(単一企業への投資は資本の20%まで) ・借入制限(投資または流動性目的であれば資本の50%まで可)
	公募証券投資信託(FoF投資)(日本)	リテール投資家向けELTIF(間接投資)(欧州)
組成	・他ファンドへの投資は可能 ・投資制限(原則として複数ファンドへの投資) ・投資先ファンドにおける投資制限(投資する外国籍ファンドが規制当局に監督されていること、個人投資家を含む幅広い投資家層に提供されていること等) ・借入制限(解約代金支払目的等に応じた限度額)	・他ファンドへの投資は可能 ・投資制限(単一ファンドへの投資は資本の20%まで) ・投資先ファンドにおける投資制限(投資先ファンドの他ファンドへ投資する比率が10%を超えないこと等) ・借入制限(投資または流動性目的であれば資本の50%まで可)
	公募証券投資信託(オルタナ投資共通)(日本)	リテール投資家向けELTIF(オルタナ投資共通)(欧州)
流動性リスク管理	流動性リスク管理	流動性リスク管理、最大解約割合
解約	オープンエンド型、クローズドエンド型いずれも可	原則クローズドエンド型。オープンエンド型も可(解約頻度は四半期以上を想定。最大解約割合の制限)
行為(運用会社)	利益相反、再委託可能、プロダクトガバナンス態勢	利益相反、再委託可能、プロダクトガバナンス態勢
行為(販売会社)	適合性、プロダクトガバナンス態勢	適合性、適切性、プロダクトガバナンス態勢
開示	目論見書、重要情報シート、有価証券報告書	目論見書、KID(重要事項説明書)、年次報告書

PwC

102

(出所: 2026 年 7 月 24 日付金融庁「欧州・英国におけるファンドのあり方に関する調査報告書」～ <https://www.fsa.go.jp/commen/about/research/20260724-3/20260724-3.html> p.102、赤い太枠は当コラム筆者による「プロダクトガバナンス態勢」への言及)

この情報は、「プロGRESSレポート 2026」最終頁 p.80 に【政府の取組】としてある「**プライベートアセットへの投資に特化した新たな投資信託**」の枠組みの整備(顧客保護に留意)、PE ファンド業界全体のベンチマークの充実をはじめとする投資環境の整備等に取り組んでいく。」という文言の近くにあると良いものだった(強調下線は当コラム筆者、2026 年 7 月 24 日付金融庁「資産運用サービスの

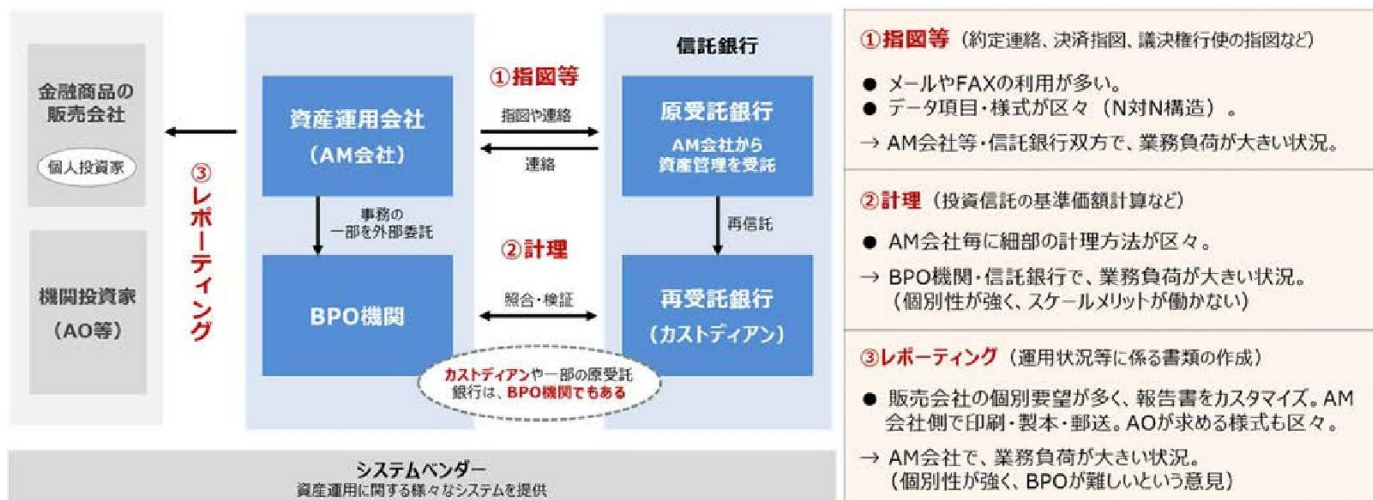
高度化に向けたプロGRESSレポート 2026」～ <https://www.fsa.go.jp/policy/s/20260724/01.pdf> 最終頁 p.80、2026 年 5 月 25 日付投信調査コラム No.444「『骨太の方針』に反映されそうな自民党『資産運用立国議連』提言にある『プライベートアセット投資特化の新たなリテール向け投信(ELTIF、LTAF)』～非上場 REIT&BDC・インターバル&テンダーオファー、ELTIF、LTAF」～ <https://www.am.mufg.jp/report/investigate/column/20260525.pdf>)。今後、金融庁から海外事例の資料が公表されるとは思われるが、それらを見て、今回のコラムの続編として、プロGRESSレポートのプライベートアセット関連について取り上げる予定である(当コラムで ELTIF と LTAF、EuVECA と EuSEF、クローズドエンド型ファンド等は…2026 年 6 月 22 日付投信調査コラム No.445「メガスタートアップに投資する ETF とオープン&

クローズドエンドファンド～米国の(スペース X 等)ユニコーン 15%超えクロスオーバー ETF と MANGOS ETF、英国 ISA(NISA のモデル)で人気のスペース X とインベストメントラスト」～ <https://www.am.mufg.jp/report/investigate/column/20260622.pdf> および 2026 年 5 月 25 日付投信調査コラム No.444「『骨太の方針』に反映されそうな自民党『資産運用立国議連』提言にある『プライベートアセット投資特化の新たなリテール向け投信(ELTIF、LTAF)』～非上場 REIT&BDC・インターバル&テンダーオファー、ELTIF、LTAF」～ <https://www.am.mufg.jp/report/investigate/column/20260525.pdf>、貯蓄・投資同盟等は…2026 年 1 月 26 日付投信調査コラム No.437「米欧中で国内投資促進策強化! (米トランプ口座、英 LTAF&ISA&ハブ&DC、仏 PEA&伊 PIR、中国の個人養老金制度)、日本では維新の会や国民民主党が NISA の国内投資枠を要望(参政党も近い要望)」～ <https://www.am.mufg.jp/report/investigate/column/20260126.pdf>) o

(出所: 金融庁のホームページ等より三菱UFJアセットマネジメント経営企画部が作成)

プログレスレポートについて、メディアはどう報じたか？ ニッキンが「金融庁は7月24日、資産運用業務に関する取り組みと課題をまとめた『プログレスレポート2026』を発表した。運用会社が運用業務に専念するため、事務処理を他社に集約するなど適切な業務分担を行う必要があると指摘。**運用業界の業務効率化**を後押ししていく考えを示した。…(略)…このほか、**生成AI(人工知能)の活用**状況も調査した。準備中を含め、リサーチやレポート作成、銘柄選定の検討に活用している事例があった。…(略)…」と本文p.5「1.『資産運用業務・資産管理業務』の高度化に向けて」とp.33「4.資産運用会社における『生成AI』の更なる利活用に向けて」を報じていた(強調下線は当コラム筆者、2026

■ 図表1-1：資産運用業務・資産管理業務の現状⁷⁾



(出所: 2026 年 7 月 24 日付金融庁「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 2026」～ <https://www.fsa.go.jp/policy/pilamc/20260724/01.pdf> p.6)

■ 図表4-1：大手13社における生成AIの導入状況（回答社数）

	導入（準備中含む）				準備中	検討中				
			自社で モデル開発	外部サービス 活用						
商品企画		7	0		4		3		2	
マーケティング		8		1		6		1		1
セールス		8		1		6		1		1
リサーチ		11		5		6		0		2
ポートフォリオ管理		6		1		3		2		4
トレーディング		4		0		4		0		3
パフォーマンス分析		5		1		3		1		3
リスク管理		5		0		4		1		4
コンプライアンス		7		2		4		1		5
取引決済照合		2		0		2		0		5
ファンド管理		2		0		2		0		6
レポートिंग		11		2		4		5		2
スチュワードシップ活動		10		5		2		3		2

(出所: 2026 年 7 月 24 日付金融庁「資産運用サービスの高度化に向けたプログ्रेसレポート 2026」～ <https://www.fsa.go.jp/policy/pilame/20260724/01.pdf> p.33)

[illegible]

■ 図表 2-4：大手 20 社の投資家属性・アセットクラス別の運用受託残高・営業収益（国内機関投資家向け） 30、31、32、33

資産・投資戦略			AUM（兆円）							営業収益（億円）						
			公的AO		企業年金		金融法人等		合計	公的AO		企業年金		金融法人等		合計
国内	株式	アクティブ	8	3%	3	4%	4	3%	15	105	17%	122	7%	124	8%	352
		パッシブ	71	24%	3	4%	6	5%	80	29	5%	48	3%	32	2%	109
	債券	アクティブ	12	4%	7	10%	17	13%	36	69	12%	155	9%	65	4%	289
		パッシブ	39	13%	5	7%	4	3%	48	14	2%	64	4%	25	2%	103
	オルタナ		0	0%	1	2%	3	2%	4	9	2%	44	2%	115	7%	169
外国	株式	アクティブ	10	3%	3	5%	5	3%	18	172	29%	129	7%	204	13%	506
		パッシブ	71	23%	6	9%	4	3%	80	41	7%	92	5%	28	2%	160
	債券	アクティブ	4	1%	5	7%	53	39%	62	59	10%	143	8%	296	18%	499
		パッシブ	78	26%	7	10%	9	6%	93	27	4%	94	5%	59	4%	180
	オルタナ		6	2%	8	12%	18	13%	32	58	10%	398	22%	404	25%	860
マルチアセット・一般勘定			1	0%	16	24%	9	7%	25	11	2%	464	26%	156	10%	631
その他			1	0%	4	6%	4	3%	10	8	1%	30	2%	98	6%	137
合計			303	100%	65	100%	136	100%	504	603	100%	1,783	100%	1,609	100%	3,995
パッシブ			259	86%	19	30%	23	17%	301	110	18%	297	17%	144	9%	552
アクティブ			42	14%	26	40%	100	74%	168	474	79%	991	56%	1,210	75%	2,675
マルチアセット・一般勘定等			2	1%	19	30%	13	10%	35	19	3%	494	28%	254	16%	768

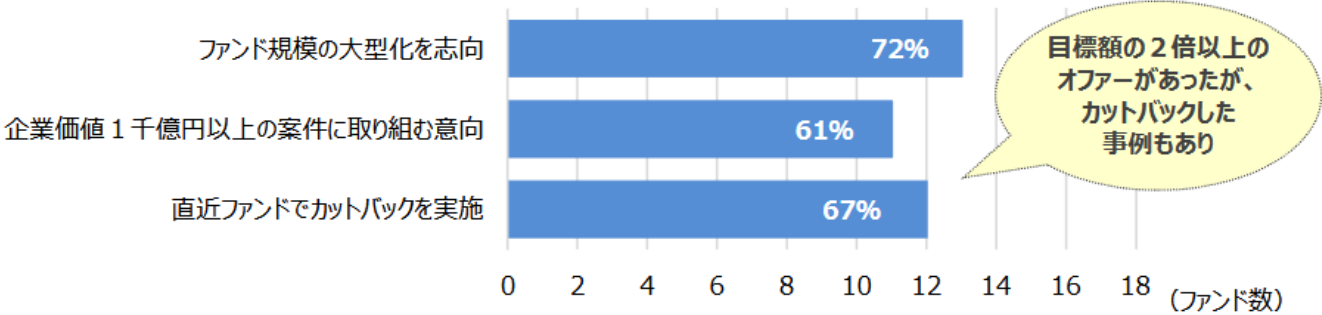
手数料率（営業収益/AUM）		
公的AO	企業年金	金融法人等
0.02%	0.27%	0.12%

（出所：2026 年 7 月 24 日付金融庁「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 2026」～ <https://www.fsa.go.jp/policy/plame/20260724/01.pdf> p.14）

Bloomberg は「金融庁は 24 日、日本企業の成長を支えるため、国内の**プライベートエクイティ（PE、未公開株）ファンドの育成が重要**であるとの認識を示した。企業の事業再編や買収・合併（M&A）が活発化する中、ファンドに国内投資家が出資しやすい環境整備が重要だと提言した。資産運用サービスを手がける金融機関の取り組みなどをまとめた報告書の中で明らかにした。ファンド規模 500 億円以上の国内 PE ファンド 18 社の調査では、約 7 割がファンド規模の拡大を目指し、約 6 割が企業価値 1000 億円以上の案件にも取り組みたい意向であることも分かった。…（略）…。調査では、国内ファンドでは規模が大きくなるほど国内投資家の出資割合が低下する傾向も明らかになった。ファンド規模 1500 億円未満では国内出資割合の平均は 73%だったのに対し、1500 億円以上では 36%にとどまった。国内投資家の裾野が限られ、1 機関当たりの出資額が海外投資家より小さいためという。」と本文 p.72「7.能力ある多様な『PE ファンド』の成長に向けて」を報じていた（強調下線は当コラム筆者、2026 年 7 月 24 日付 Bloomberg「金融庁、国内 PE ファンドの育成促す

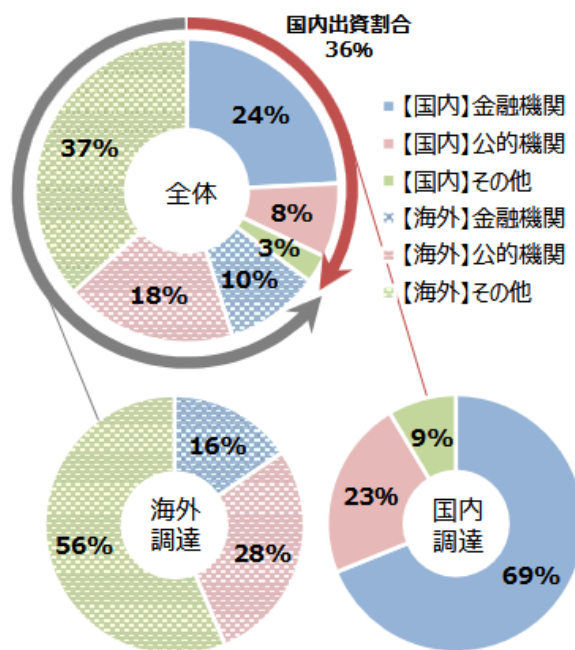
ー大型案件で外資依存に課題 -」～ <https://www.bloomberg.com/jp/news/articles/2026-07-24/tum@556gq7w5goclab4>）。

■ 図表 7-4：日系 PE ファンドの意向等（調査対象 18 社）



（出所：2026 年 7 月 24 日付金融庁「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 2026」～ <https://www.fsa.go.jp/policy/plame/20260724/01.pdf> p.74）

■ 図表 7-5：直近ファンドの規模が1,500 億円以上の日系大手 PE ファンド 4 社の出資割合¹⁰⁵
(ファンド規模に応じた加重平均)

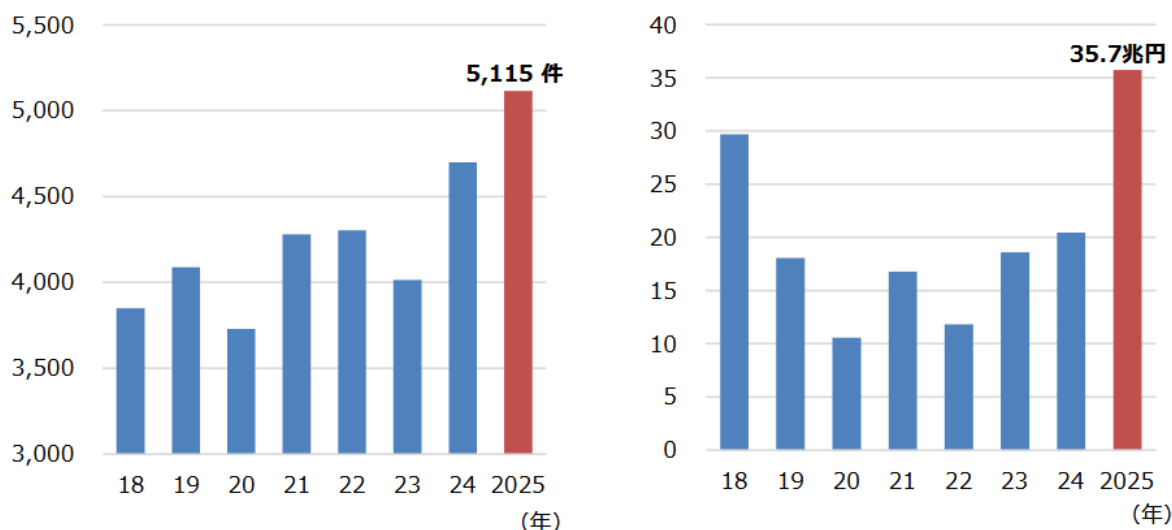


(出所: 2026 年 7 月 24 日付金融庁「資産運用サービスの高度化に向けたプロGRESSレポート 2026」～ <https://www.fsa.go.jp/policy/pilame/20260724/01.pdf> p.74)

日刊工業新聞は「資産運用業の課題を巡る『資産運用サービスの高度化に向けたプロGRESSレポート』の最新版で、高い能力を備えた多様な **PE ファンドが国内で育つことに期待感**を示した。それによると日本企業が関係する M&A は件数/金額とも増加傾向にあり、大型の M&A も増えた。…(略)…。政府は銀行や生命保険会社、公的年金基金などの投資家とファンドの対話を促し、PE ファンドに資金を投じやすい環境を整える。銀行の出資規制などの見直しや、**プライベートアセットに特化した新たな投資信託の枠組みづくり**にも取り組む。…(略)…。」と Bloomberg と同様、プロGRESSレポート本文 p.72「7.能力ある多様な『PE ファンド』の成長に向けて」を報じていた^(強)

調下線は当コラム筆者、2026 年 7 月 28 日付日刊工業新聞「PE ファンド育成急務 金融庁、資産運用業の課題分析」～ <https://www.nikkei.com/article/view/00787884> 〇

■ 図表 7-1：日本企業が関係する M&A 取引件数（左）と M&A 取引金額（右：兆円）の推移¹⁰¹



¹⁰¹ 株式会社レコフのデータを基に金融庁作成。

(出所: 2026 年 7 月 24 日付金融庁「資産運用サービスの高度化に向けたプロGRESSレポート 2026」～ <https://www.fsa.go.jp/policy/pilame/20260724/01.pdf> p.72)

モニタリング結果について、メディアでは、日本経済新聞が「金融庁は 29 日、投資信託などリスク性金融商品の販売/組成会社に対するモニタリング結果を公表した。今回初めて取り上げたプライベートクレジット(ファンドなどによる融資)について、ファンドへの償還請求が増加し『**一部の運用会社で償還制限を実施する事例が認められた**』と指摘した。…(略)…。」とモニタリング結果本文 p.26「4.家計の安定的な資産形成に向けたポートフォリオ提案等の重要性」の p.42「(2)プライベートアセットファンド」を報じていたくらいであった(強調下線は当コラム筆者、2026 年 7 月 29 日付日本経済新聞「ファンド融資」一部で償還制

限』金融庁がレポート」～ <https://www.nikkei.com/article/DGXZQ0UB298ZB0230C28A7000000/>)o

日本経済新聞がモニタリング結果について報道した事はとても良い事と思われる。ただ金融庁総合政策局リスク分析総括課はモニタリング結果において「**一部の運用会社で償還制限を実施する事例が認められた**」事を問題視しているのではなく、**販売会社における PA ファンドの製品ガバナンス態勢を問題視**していると思われる。

金融庁総合政策局リスク分析総括課は「足元、PA ファンド(プライベートアセットファンド)の国内公募販売に係る預り資産残高は増加傾向にあり、2026 年 3 月末時点で約 1.5 兆円となっている(図表 13)。なお、投資対象別に見ると、プライベートクレジットが最も多く、プライベートエクイティが次点となっている。…(略)…。**PA ファンドを取り扱うに当たっては、組成会社と販売会社の連携が特に重要**となる。両者が建設的なコミュニケーションを通じて、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。…(略)…。必ずしも十分な金融資産を保有しているとは言えない顧客への販売や保有金融資産の 50%を超える PA ファンドの購入顧客が散見されている。…(略)…。**販売会社において、製品ガバナンス態勢に関する課題事例が認められた**。こうした状況は、PA ファンドの商品特性にも起因しているものと考えられ、当該商品を提供する組成会社と販売会社との連携が重要となることから、組成会社において留意すべき事項も整理した。」と言っているのである(強調下線は当コラム筆者、2026 年 7 月 29 日付金融庁「リスク性金融商品の販売・

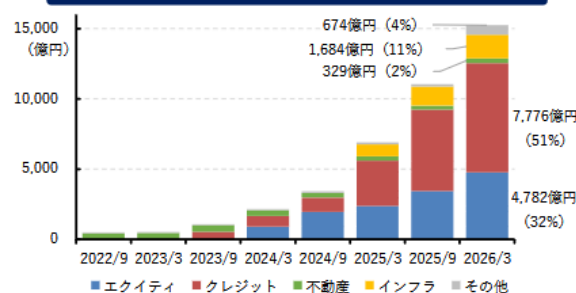
組成会社による顧客本位の業務運営に関するモニタリング結果」～ <https://www.fsa.go.jp/news/rs/kokyokuhoni/20260729/02.pdf> p.42～47) o

4. (2) プライベートアセットファンド

足元の販売状況等

- ▶ プライベートアセットファンド(以下「PA ファンド」)については、近年、中堅・ネット系証券会社や地域銀行等においても取扱いが開始され、また、小口投資が可能な商品も登場しているなど、富裕層を中心とする**個人投資家への投資機会が拡大**
- ▶ **流動性、情報開示、評価の透明性や頻度**の面において、**伝統的な金融商品と異なる特性**。また、非上場企業や非公開資産を投資対象とすることから、特に**個人投資家にとっては投資対象の実態や評価、リスクの状況等を十分に理解することが容易ではないもの**と考えられる
- ▶ 足元、プライベートクレジットファンドに対する投資家からの**償還請求が増加し、一部の運用会社で償還制限を実施する事例も認められている**
- ▶ PA ファンドについては、非上場企業への成長投資等を支えるリスクマネーを供給する役割も担っている。また、投資家のポートフォリオの多様化に資する投資手段としての側面も有しており、**健全な市場の発展が期待される**

プライベートアセットファンド(国内公募販売)の預り資産残高の推移



【出所】QUICK資産運用研究所からデータの提供を受けて金融庁作成

モニタリングを通じて把握した課題事例及び工夫事例

製品ガバナンス態勢

- ✓ 運用会社の運用戦略やファンドマネージャーの運用実績等の検証が不十分であるなど**商品導入時の検証が表層的で、社内の検証態勢も不十分な事例**、商品の特性に応じた検証が不十分であった結果、販売する金融商品の対象顧客として懸念される顧客への販売が行われている事例が認められた
- ✓ 商品の特殊性を踏まえて慎重に導入時の検証を行っている取組、適切な顧客層に対してポートフォリオ全体を踏まえた適切な提案を行う観点から、勧誘開始基準を設定している取組、情報収集の観点から、日本拠点の体制が整っていることを重視して運用会社を選定している取組が見られた

販売・管理態勢

- ✓ 保有金融資産に占める PA ファンドの保有割合算定に用いる顧客カード上の金融資産額について情報更新ができていないため実態と乖離がある事例、営業職員の商品理解度を測る仕組みや保有金融資産に占める上限割合の設定がない中、職員の裁量に依存しており、適切な販売に懸念がある事例、流動性等の商品特性と顧客の投資想定期間との整合性が十分に確認されていない事例、営業職員向け研修資料において潜在的なリスクが十分に記載されていない事例が認められた
- ✓ チェックシートで重要事項の説明・確認を必須化している取組、PA ファンドを含む保有資産全体の運用指標等を可視化した提案が可能な態勢を整備することで、営業職員のスキルに依存しない提案態勢を構築している取組、販売員のスキルを可視化・組織で把握する仕組みを構築し、高難度商品の適切な販売につなげている取組、ネガティブなニュース等が出た場合に速やかに情報収集し、勉強会による販売員向けの情報共有等を通じて適切なフォローアップ態勢を構築している取組が見られた

13

(出所: 2026 年 7 月 29 日付金融庁「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(概要版)」～ <https://www.fsa.go.jp/news/rs/kokyokuhoni/20260729/01.pdf> p.13)

●ETFを組み入れたインデックスファンドは欧米加の先進事例を参考に

2026年7月24日に金融庁(監督局資産運用課)が公表した「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2026」の本文 p.30 に「5-3 **プロダクトガバナンスの高度化に向けた取組**」とあり、その「5-3-4 投資家への情報提供」の中の【コラム①:ETFを組み入れたインデックスファンド】とあった(2026年7月24日付金融庁「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2026」～

<https://www.fsa.go.jp/policy/p30/20260724/01.pdf> p.56、下線は金融庁、赤い強調下線は当コラム筆者)。

【コラム①:ETFを組み入れたインデックスファンド】

信託報酬を低く抑えた全世界株式型インデックスファンドの中には、米国籍のETFを組み入れることにより運用コストを抑えている商品もあり、その運用残高は数千億円規模にまで拡大しているものも存在する。

一般に、インデックスファンドの場合、投資家が負担する信託報酬が運用パフォーマンスとベンチマークの差異の大部分を占めるため、信託報酬は低いほど望ましいと認識されることが多く、**ETFを組み入れたインデックスファンドの実質信託報酬(組入れETFの信託報酬を含む)も0.1022%～0.178%と低水準である。一方で、パフォーマンスに着目すると3年間で2%程度、設定来では15%程度ベンチマークを下回っている⁸³ファンドが複数ある。**

その要因の一つとして、**米国籍のETFの分配金⁸⁴に対して米国で10%の源泉税が課されることが挙げられる。**組み入れている米国以外の外国株式の配当金には、現地での課税に加えてETFの分配時にさらに10%課税され、当該税額分コストが高くなる。また、再投資原資が税額分減少するため、特に基準価額の上昇局面では機会損失が大きくなる⁸⁵。

このように、**ETFを組み入れることによる米国での源泉課税は構造的なコスト要因となるが、交付目論見書等において当該課税の影響について説明はなされておらず、総経費率にも含まれていない。**

ETFを活用することで一見して低コストに見える商品であっても、上記の要因により、リターンが構造的にベンチマークを下回ることから、投資家に対しては、コスト構造やパフォーマンスへの影響について、より丁寧かつ十分な情報提供を行うことが重要と考えられる。

83 信託報酬0.3%以下の全世界株式型インデックスファンド(ETFを組み入れていないファンド)では、ベンチマークを3年間で0.1%～0.9%下回る程度である。(各ファンドの月次レポート等を基に金融庁で計算)

84 ETFは、決算期間中に発生した利子や配当等の収益(インカムゲイン)を分配原資とし、信託報酬等の費用を控除した上で、その大部分を分配する仕組みを有している。

85 該当する商品を組成している資産運用会社の要因分析によれば、当該源泉課税の影響が、ベンチマークからの乖離の約40～50%を占めていた場合があった。

米国籍ETF組み入れインデックスファンドの中には、実質信託報酬(組入れETFの信託報酬を含む)が0.1022%～0.178%と低水準であるにもかかわらず、パフォーマンスが3年間で2%程度、設定来では15%程度ベンチマークを下回るファンドが複数存在するという。この要因について金融庁は、**米国籍ETFを組み入れたインデックスファンドにおいて、米国籍ETFが投資する外国株式の配当金への現地課税に加え、米国籍ETFの分配金にさらに10%の源泉税が課される構造が大きいと指摘している**(当コラム筆者より…米国籍ETF分配金にかかった源泉課税10%は特定口座では二重課税調整で約30%とはならず約20%になり、二重課税調

整対象外のNISAでは約10%になる～2025年1月27日付投信調査コラムNo.418「日本でETFは金銭信託型とファンド・オブ・ETFにより拡大?米国やインド等のETF拡大にも寄与～現物設定・現物交換型と金銭設定・金銭償還型ETFとETN～」

～ <https://www.am.amlf.co.jp/report/investigate/column/230127.pdf>)。

一方で、米国籍ETFを組み入れず運用コストを抑えている商品もあり、その場合、外国株式の現物配当金などに課税は発生するものの、米国籍ETFの分配金のように、さらに10%の源泉税が課されるということは無い。

ETFを組み入れた日本籍インデックスファンドの組み入れ先となる事の多い米国籍「バンガード・トータル・ワールド・ストックETF/Vanguard Total World Stock ETF(VT)」の2026年6月末までの1年と3年(年率)の円建てパフォーマンス比較をした(ベンチマークはブルームバーグが表示したものを採用)。同ETFのエクスペンスレシオ/expenditure ratio(総経費率)は年0.06%と僅かであるが、同ETFを組み入れた日本籍インデックスファンドのパフォーマンスはベンチマークとの差異が拡大、米国での源泉課税のコストの大きさを示しているのは金融庁が言う通りである。



米国ETFのパフォーマンス

2026年6月末時点

2026年6月末時点

	トータルリターン(円ベース)		—	エクスペンシスレシ オ/expenditure ratio	備考
	3年(年率)	1年			
1 米国ETF	24.51%	40.13%	—	0.06%	Vanguard Total World Stock ETF(VT)
2 上記のベンチマーク	24.53%	39.92%	—	—	ブルームバーグによる
3 差異(ETF-ベンチマーク)	-0.02%	0.21%	—	—	

(出所: ブルームバーグ、各ファンドの投資信託説明書などより米国ETFアセットマネジメント担当者企画部が作成)

(出所: ブルームバーグ、各ファンドの投資信託説明書などより三菱UFJアセットマネジメント経営企画部が作成)




米国ETFを組み入れた日本籍全世界株式型インデックスファンドのパフォーマンス

2026年6月末時点

		トータルリターン(円ベース)		実質信託報酬	総経費率	備考
		3年(年率)	1年			
1	日本籍ファンドA	23.93%	38.30%	0.1238%程度	0.13%	上記ETFを主として組み入れた日本籍投信
2	日本籍ファンドB	23.99%	38.76%	0.178%程度	0.21%	上記ETFを含む3本の米国ETFを組み入れた日本籍投信
3	ベンチマーク	24.68%	40.06%	—	—	ブルームバーグによる
4	日本籍ファンドAの差異(1-3)	-0.75%	-1.76%	—	—	—
5	日本籍ファンドBの差異(2-3)	-0.69%	-1.30%	—	—	—

(出所: ブルームバーグ、各ファンドの投資信託説明書などより三菱UFJアセットマネジメント経営企画部が作成)

金融庁が問題視しているのはパフォーマンス低下そのものというよりも、米国での源泉課税が目論見書等で説明されておらず、総経費率にも含まれていない事だ。確かに欧米等では外国現地源泉税/withholding taxについて目論見書等にパフォーマンス低下要因として明記されている事が多い(欧州…https://www.assm.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/09_3025_Final_Mitigating_charges_methodology_for_publication_02.pdf?utm_source=capital&utm_medium=referral、米国…https://www.assm.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/09_3025_Final_Mitigating_charges_methodology_for_publication_02.pdf?utm_source=capital&utm_medium=referral)。

ただ、欧米等でも外国現地源泉税を経費と見なしてはならず、欧米の経費率(欧州の OCF/Ongoing Charges Figure、米国の Expense Ratio)に含めてない。日本は外国現地源泉税を「その他費用」として総経費率に含めている事が多い(2024年4月28日付日経ヴェリタス/日本経済新聞電子版「投資信託、真のコストを知る『総経費率』比較しやすく」<https://www.nikkei.com/article/DCXZQ013211040W20C24A000000/>、2025年6月14日付

ニッキ「投信ビジネスの勘所 総経費率で知る投信本来のコスト」<https://www.nikkei.com/article/DCXZQ013211040W20C24A000000/>、野村アセットマネジメント「ふくろう教授の投資信託セミナー」https://www.assm.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/09_3025_Final_Mitigating_charges_methodology_for_publication_02.pdf?utm_source=capital&utm_medium=referral)。この場合、「日本籍の投信コストは欧米籍の投信コストより高い」などといった言われなき批判を受ける事になり、過剰なコスト押し下げ圧力や国際競争上の不利につながる可能性もある(米国籍新興国株ETFで占率約14%のインド株式に投資した場合には上場企業株式の売却益が12.5万インドルピー/約23万

円を超えると株式ファンドに対してキャピタルゲイン税/Capital Gains Tax/CGTが保有期間12か月未満で20%、保有期間12か月以上で「長期キャピタルゲイン税/Long-Term Capital Gain Tax/LTCG Tax」として12.5%かかる事がある～

<https://www.incometaxindia.gov.in/sale-of-shares>、2024年5月13日付投信調査コラムNo.401「日米印株式ファンドの総経費率を日米比較!世界で人気のインド株ファンドはNISA 本家英国でも人気だが、キャピタルゲイン税/CGTで総経費率が4～6%台?」https://www.assm.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/09_3025_Final_Mitigating_charges_methodology_for_publication_02.pdf?utm_source=capital&utm_medium=referral～

https://www.assm.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/09_3025_Final_Mitigating_charges_methodology_for_publication_02.pdf?utm_source=capital&utm_medium=referral。海外先進事例の調査は極めて重要である。

米国ETFを組み入れる事の多い米国隣国のカナダの投信だが、米国ETFで新興国株や世界株に投資するカナダ籍ETF等では15%の米国源泉税が引かれる(カナダの個人が保有するETF資産の約4分の1を海外ETFが占めている～2026年3月時点～ISS Market Intelligence, Quarterly Update: ETF Report – Retail Distribution Q1 2026)。

15%の米国源泉税について、カナダのバンガードは目論見書に書かない代わりに投資家やアドバイザー向けの「税務ガイド/Withholding Tax Guide」という専門の冊子を公式HPで公開している(Vanguard Canada「The impact of withholding taxes on Canadian ETF investors(外国源泉税ガイド)」<https://www.vanguard.com/content/dam/vni/americas/canada/en/documents/WithholdingTaxGuide-final.pdf>)。しかしカナダの規制当局は2026年7月29日、外国上場ETFのマーケティングや販売に関するガイダンスを共同発表し、ETFのリス

クや税金コストについて投資家が購入する前により良い情報開示(事前説明)を行うよう推奨している(Joint CSA/CIRO Staff Notice 81-339～https://www.assm.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/09_3025_Final_Mitigating_charges_methodology_for_publication_02.pdf?utm_source=capital&utm_medium=referral)。

日本の金融庁がこのカナダの事例を参考にしている可能性はある。

外国上場ETFのマーケティングや販売に関するガイダンスから抜粋



- 対面証券会社への義務(適合性確認): アドバイザー(営業員)が顧客に海外ETFを勧める場合、事前に「海外ETFの税金の仕組み」、「為替のコスト」、「カナダの投資家保護の対象外であること」を顧客に理解させ、顧客の利益を最優先する提案しなければならない。
- ネット証券への推奨: 投資家へのアドバイスをを行わないネット証券であっても、オンライン画面上で「購入確定ボタンを押す前のポップアップ表示」、「確認チェックボックスの設置」、「注文画面でのテキスト警告」等を導入、以下の3点について事前に投資家に伝えるべきである。
 - 1) 購入しようとしている商品が「海外籍ETF」である事、
 - 2) カナダの国内規制(投資家保護)とは異なる事、
 - 3) カナダ国内ETFとは異なる税金(源泉課税)のかかる可能性がある事、および為替のコストが発生する事。

●プロダクトガバナンスとコンシューマーデューティーは欧州の先進事例を参考に

2026年7月29日に金融庁(総合政策局リスク分析総括課)が公表した「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」では「プロダクトガバナンス」が重視されている。「プログレスレポート2026」は「プロダクトガバナンス」という言葉が急減、「モニタリング結果」は「プロダクトガバナンス」(2023年は「プロダクト・ガバナンス」)という言葉が少し減少しているものの、引き続き、よく登場している。

「プログレスレポート2026」は「プロダクトガバナンス」という言葉が急減、「モニタリング結果」は「プロダクトガバナンス」(2023年は「プロダクト・ガバナンス」)という言葉が少し減少。



➤ **プログレスレポート2026:**「プロダクトガバナンス」という言葉が急減(2026年10件←2025年27件←2023年18件←2022年18件←2021年14件←2020年7件)。

モニタリング結果:「プロダクトガバナンス」(2023年は「プロダクト・ガバナンス」)という言葉が少し減少(2026年10件←2025年14件←2024年9件←2023年5件)。

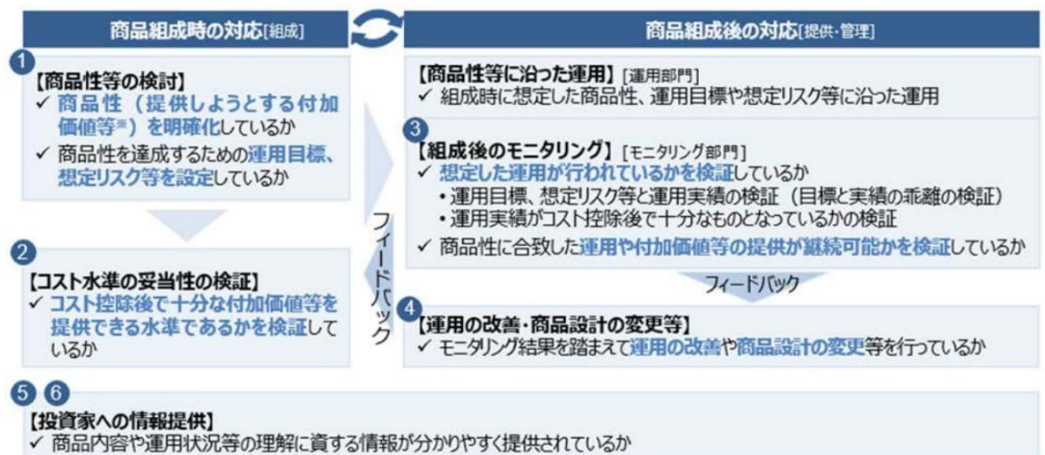
2026年7月24日に金融庁(監督局資産運用課)が公表した「資産運用サービスの高度化に向けたプログレスレポート2026」ではプロダクトガバナンスについて「これまで大手資産運用会社のプロダクトガバナンスに係る取組は、不芳ファンドへの対応が中心となっていたが、顧客の最善の利益を追求する観点からは、そもそも不芳ファンドとならないよう、すなわち商品ライフサイクルを通じて顧客が負担するコストに見合った十分な付加価値等を提供し続けることができるよう、商品組成

時の商品設計
や組成後の品



質管理を適切に行っていくことが必要である。」、「資産運用会社が『投資家に選ばれる十分な魅力をもつ商品』を提供するためには、プロダクトガバナンスの目的である『コスト控除後で投資家に十分な付加価値を提供すること』を徹底することが重要である。」と言っている。

■ 図表5-4：プロダクトガバナンスに係る対話の着眼点



※ 提供しようとする付加価値等：超過リターン、高いインカム収入、アクセスの困難な資産への投資などが考えられる。

(出所：2026年7月24日付金融庁「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2026」～ <https://www.fsa.go.jp/press/p/20260724/01.pdf> p.50)

初のプログレスレポート「資産運用業高度化プログレスレポート2020」ではp.28に欧州の海外先進事例としてプロダクトガバナンスについて「EUでは、第二次金融商品市場指令(MIFID II)において、資産運用会社(商品組成者)と販売会社の相互連携により、顧客に適合した金融商品の提供を確保するための仕組み」としている。その後、2024年9月26日に日本の金融庁は「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」を追加した(「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」…2024年9月26日付金融庁「顧客本位の業務運営に関する原則」… <https://www.fsa.go.jp/news/rf/20240926/02.pdf>)。

日本の「プログレスレポート」における「プロダクトガバナンス」はEU/European Union/欧州連合および英国のファンドガバナンス、「手数料に見合った価値の評価・開示」をする「バリュー・フォー・マネー/Value for Money/VFM」に似ている(「日本版プロ

ダクトガバナンス」…2023年5月8日付投信調査コラム No.379「首相の資産運用業抜本的改革と金融庁の資産運用業高度化プログレスレポート～アドバイス、手数料、非上場株、インデックスプロバイダー、公販ネットワーク、一者計算、DB(OCIO)、

DC(デフォルト、教育)～」～ <https://www.am.mufg.jp/text/cashflow/202305/3.pdf>)。

「プログレスレポート 2026」に代わり、当コラムからの海外先進事例を紹介する。EU では 2023 年 5 月 24 日に「個人投資総合対策/リテール・インベストメント・パッケージ/Retail Investment Package」(「個人投資戦略/リテール・インベストメント・ストラテジー/Retail Investment Strategy/RIS」)を実行するための法案パッケージの中で「コストの透明性と比較可能性を高め、投資プロダクトが個人投資家に真の価値/real value for money をもたらす事を保証する。」とし、**資産運用会社(商品組成者)は投信や保険等プロダクトに関わる全てのコストや手数料を特定・定量化する厳格なプロセスを構築、コストや手数料が本来もたらすべき期待リターンを損なっていないかを客観的に評価する事としている**(下記図表の四角い赤い太枠の部分、2024 年 6 月 12 日に「個人投資総合対策」の

「販売手数料、正確には執行のみの誘因報酬/commissions/retrocession fees/kickbacks/revenue sharing を禁止する事を撤廃するなど緩和…2024 年 6 月 12 日付の Council of the EU and the European Council「Retail investment package: Council agrees on its position」～ <http://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2024/06/12/retail-investment-package-council-agrees-on-its-position/>、2023 年 6 月 5 日付投信調査コラム.No.381「資産運用業高度化プログレスレポート EU バージョン、欧州の資産運用業抜本的改革(貯蓄から投資へ)?～資本市場同盟行動計画/CMU アクション・プラン「個人投資総合対策」、欧州・米国・日本の投信コスト(総経費率等)～」～ https://www.am.mof.go.jp/text/col/issue/202405_3.pdf、2023 年 8 月 21 日付投信調査コラム.No.385「資産運用業 変革への道のり～レベニュー・シェアリング(セミバンドリング)で米国の様な資産運用立国へ? 欧州では誘因報酬として話題!～」～ <https://www.am.mof.go.jp/report/forecast/col/issue/col/issue/2023/08/21/col/issue/20230821.pdf>)o

EU の「個人投資戦略/RIS」が日本の「プログレスレポート」の「プロダクトガバナンス(コストに見合った十分な付加価値等を提供し続ける事)」に近く、EU の「プロダクトガバナンス」(商品組成者と販売会社の相互連携により、顧客に適合した金融商品の提供を確保するための仕組み)が基本は日本の「モニタリング結果」の「プロダクトガバナンス」に近い。



(出所: 2023 年 5 月 24 日付 European Commission「Retail investment package」～ http://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/13_23_2863、赤い太枠は当コラム筆者による「プロダクトガバナンス態勢」への言及)

英国で「コストに見合うだけの価値(リターン・サービス・品質)を提供しているか」を評価する「バリューフォーマネー/Value for Money/VfM」も、日本の「プログレスレポート」における「プロダクトガバナンス(コストに見合った十分な付加価値等を提供し続ける事)」に非常に似ている。「VfM」は 2019 年から「アセスメントオブバリュー/Assessment of value/AoV」という様になり(年金では VfM)、年次報告が「バリューアセスメントレポート/value assessment report(Assessment of Value report/AoV report)」で日本の資産運用会社の「プロダクトガバナンスレポート(ファンド・レビュー・レポート、ファンド評価レポート)」に近い(VfM は 2023 年 1 月に DC 年金制度でパフォーマンスとコスト

とサービスの 3 要素で導入されようとしていたが 2023 年 7 月 11 日に導入先送りとなり、2026 年 1 月 8 日に「DC 年金の VfM フレームワークの最終案」公表～2026 年 1 月 8 日付 FCA「CP26/1: The Value for Money Framework: Response to consultation, further consultation and discussion paper」～ <https://www.fca.org.uk/publications/consultation-papers/cp26-23-value-money-framework-response-consultation-further-consultation-discussion-paper>、2026 年 7 月 13 日にさらなる緩和策が公表され 2026 年 9 月 1 日までの意見募集。

2028 年は評価のみで本格的な改善命令や市場退出措置は第 2 回評価以降となり一律比較でなく同じ戦略を持つ商品同士で比較する方式…2026 年 7 月 13 日付 FCA「CP26/25: The Value for Money Framework: consultation」～

<https://www.fca.org.uk/publications/consultation-papers/cp26-23-value-money-framework-consultation>、当コラムでは VfM について 2020 年 9 月 17 日付投信調査コラム.No.315「英資産運用会社のバリュー・アセスメント・レポート(AoV)- 英資産運用会社に義務化された AoV は日本の金融庁が資産運用高度化の参考に、ウェルスマネジメント最大手は購入時手数料 6%でも「価値」において妥当」、ネット証券最大手は 花形ファンドマネジャーで失脚しても「価値」を提供、金融監督当局 FCA は罰金や制裁も 英投資家、IFA のクリーン&スーパークリーン・シェア投信、RFA の購入時手数料 6%等ファンド、私募ファンドを嗜好」～ <https://www.am.mof.go.jp/text/col/issue/202017.pdf>)o

日本の「プログレスレポート」の「プロダクトガバナンス」に近い部分のある **EU の「個人投資戦略/Retail Investment Strategy/RIS」は「EU 版コンシューマー・デューティー/EU's Consumer Duty）」**と言われる事もある(「The European Commission's Retail Investment Strategy proposals (also known as the EU's Consumer Duty)」…2024 年 1 月 10 日付 The Banker「How to stay ahead of the regulatory curve」～ <https://www.thebanker.com/content/dh507f1-0630-5300-886e-7ff6defc2d01>)。 「コンシューマー・デューティー/Consumer Duty/消費者保護規制」は英国で 2023 年 7 月 31 日に適用開始され(過去に販売され新規販売が停止のクローズドプロダクト/closed products やクローズドブックプロダクト/closed book products は 2024 年 7 月 31 日適用開始)、**金融機関に顧客に良好な結果/Good Outcomes をもたらす行動を義務付けるもので「1. プロダクトとサービス/Products & Services、2. コストと価値/Price & Value(従来のプロダクトガバナンスはコストの妥当性は対象外だったが、コンシューマー・デューティーではコストが価値に見合うかどうか、公正価値/Fair Value かどうかを評価する事となっている)、3. 顧客の理解/Consumer Understanding、4. 顧客サポート/Consumer Support」からなる**(2026 年 7 月 27 日付 FCA「Outcomes monitoring: good practice and areas for improvement」～ <https://www.fca.org.uk/publications/good-and-poor-practice/outcomes-monitoring-good-practice-and-areas-for-improvement?chapter-id=strategy-and-framework-good-practice> および 2026 年 7 月 27 日付 Investment Week「FCA flags weak customer outcome focus in firms' monitoring frameworks」～ <https://www.investmentweek.co.uk/news/4333432/fca-flags-weak-customer-outcome-focus-firms-monitoring-frameworks>、当コラムのコンシューマー・デューティーは 2024 年 2 月 13 日付日本版 ISA の道 その 396「ファンドラップで新 NISA や iDeCo/イデコ? 英国ではラップ ISA&SIPP、ラップ・プラットフォーム! ~英資産運用最大手も変革する消費者(リテール顧客)義務規制～」～ <https://www.am.mof.go.jp/report/investigate/column/240213.pdf>、2024 年 2 月 26 日付投信調査コラム No.397「英国のフィナンシャル・アドバイザーやネット証券、資産運用会社にコンシューマー・デューティー～バリュー・アセスメントレポートもコンシューマー・デューティー対応～」～ <https://www.am.mof.go.jp/report/investigate/column/240226.pdf>、2024 年 4 月 8 日付投信調査コラム No.399「英国の ISA 改革とアドバイザ改革～国内株投資を促す新 ISA『プリティッシュ・イサ』、コンシューマー・デューティーに沿う年金改革、アドバイザ評価ツール、ソーシャル・メディア規制～」～ <https://www.am.mof.go.jp/report/investigate/column/240408.pdf>)o

英国ではこの**コンシューマー・デューティーの為に、「1. プロダクトとサービス/Products & Services」で対象顧客に合ったプロダクトを設定・販売し(組成会社/資産運用会社と販売会社が情報連携)、販売後も対象顧客に合致しているか検証するのが「プロダクトガバナンス/product governance(Product Intervention and Product Governance Sourcebook/PROD)」**である(コンシューマーデューティーの導入に伴い PROD をベースにローンや預金などを含む全ての個人向けプロダクト・サービスへ拡張しており、従来プロダクトガバナンス対象プロダクト～投信・保険等には従来のプロダクトガバナンスのルールが適用され、新規のプロダクト～預金・ローン～はコンシューマー・デューティーの新しいプロダクトガバナンスのルールを適用、2018 年 1 月に FCA が MiFIDII プロダクトガバナンス規制と整合性を取り PROD を作成…2023 年 2 月 13 日付投信調査コラム No.374「投資信託への非上場株式組入れと認定アドバイザーが新しい資本主義の残る課題! 英国の(日本の NISA が手本とする)株式型 ISA 限定アドバイザーはプロダクトガバナンス遵守!」～ <https://www.am.mof.go.jp/ret/outline/230213-2.pdf>)o

そして、「2. コストと価値/Price & Value」に投信の「アセスメントオブバリュー/Assessment of value/AOV」と年金の「バリューフォーマネー/Value for Money/VfM」がある。



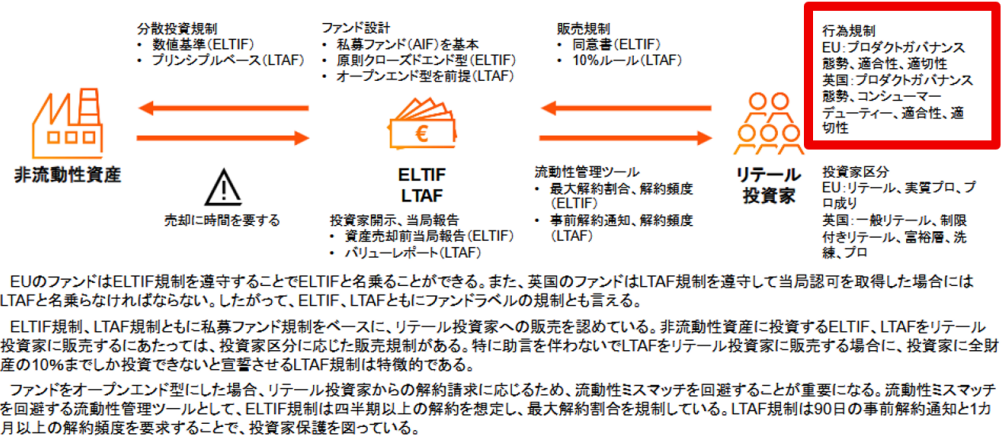
コンシューマーデューティー/Consumer Duty/消費者保護規制

- └ 1. プロダクトとサービス/Products & Services
 - └ プロダクトガバナンス/product governance
- └ 2. コストと価値/Price & Value
 - └ (投信)アセスメントオブバリュー/Assessment of value/AOV
 - └ バリューアセスメントレポート/AoV report
 - └ (年金)バリューフォーマネー/Value for Money/VfM
 - (日本のプロダクトガバナンス/ファンド・レビュー/ファンド評価レポートに似る)
- └ 3. 顧客の理解/Consumer Understanding
 - └ ライフサイクルコミュニケーション/Life-cycle Communications、平易な言葉契約/Plain Language & Engagement、消費者理解テスト/Consumer Testing
- └ 4. 顧客サポート/Consumer Support
 - └ 変更・解約の障壁無し/No Sludge、弱者顧客/Vulnerable Customers、不平&苦情処理/Complaints & Claims Handling

「コンシューマーデューティー」だが、実は 2026 年 7 月 24 日に金融庁が非上場株式をはじめとした非流動性資産に主として投資をする投資信託に関する枠組みに関して PwC Japan に調査を委託した「**欧州・英国におけるファンドのあり方に関する調査報告書**」(2026 年 7 月 24 日付金融庁「欧州・英国におけるファンドのあり方に関する調査報告書」の公表について)～ <https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20260724-3/260724-3.html>、2026 年 2 月 25 日に 2,090 万円の契約金額で PwC Japan と契約…2026 年 2 月分の金融庁「物品役務等の競争契約による契約」～ <https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20260724-3/260724-3.html> の中でも登場している。

金融庁「欧州・英国におけるファンドのあり方に関する調査報告書(概要版)」の p.4(下記の当コラム筆者による赤い太枠部分)に「行為規制 EU: **プロダクトガバナンス** 態勢、適合性、適切性 英国: **プロダクトガバナンス** 態勢、**コンシューマーデューティー**、適合性、適切性」とある(2026 年 7 月 24 日付金融庁「欧州・英国におけるファンドのあり方に関する調査報告書(概要版)」～ <https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20260724-3/260724-3.html> の p.4) o

ELTIF・LTAFにおける主な投資家保護の規制(全体像)

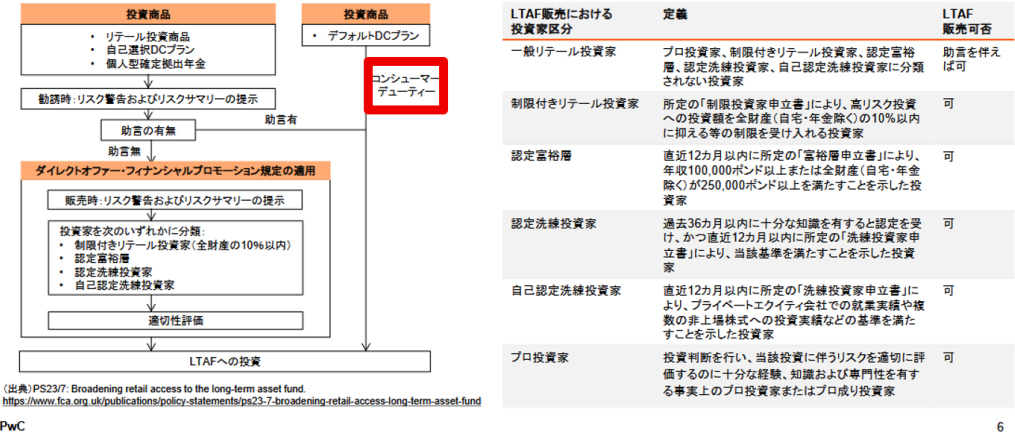


PwC 4
(出所: 2026 年 7 月 24 日付金融庁「欧州・英国におけるファンドのあり方に関する調査報告書(概要版)」～ <https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20260724-3/260724-3.html> の p.4、赤い太枠は当コラム筆者による)

また金融庁「欧州・英国におけるファンドのあり方に関する調査報告書(概要版)」の p.6(下記の当コラム筆者による赤い太線)に「助言を伴わないでリテール投資家に LTAF を販売する場合、金融機関は申立書を入手した上で、適切性の評価を行う必要があり、助言を伴って販売する場合には、**コンシューマーデューティー**を果たす必要がある」とある(2026 年 7 月 24 日付金融庁「欧州・英国におけるファンドのあり方に関する調査報告書(概要版)」～ <https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20260724-3/260724-3.html> の p.4、赤い太枠は当コラム筆者による) o

LTAFの投資家区分

助言を伴わないでリテール投資家にLTAFを販売する場合、金融機関は申立書を入手した上で、適切性の評価を行う必要があり、助言を伴って販売する場合には、**コンシューマーデューティー**を果たす必要がある



(出所: 2026 年 7 月 24 日付金融庁「欧州・英国におけるファンドのあり方に関する調査報告書(概要版)」～ <https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20260724-3/260724-3.html> の p.6、赤い太線と赤い太枠は当コラム筆者による)

以上

三菱 UFJ アセットマネジメント【投信調査コラム(日本版 ISA の道)】バックナンバー：
「 <https://www.am.mufg.jp/report/investigate/> 」。

三菱 UFJ アセットマネジメント株式会社 経営企画部シニアリサーチアナリスト
松尾 健治(kenji-matsuo@am.mufg.jp)、
窪田 真美(mami1-kubota@am.mufg.jp)。

本資料に関してご留意頂きたい事項

- 本資料は内外の資産運用に関する情報提供のために、三菱 UFJ アセットマネジメントが作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。販売会社が投資勧誘に使用することを想定して作成したものではありません。投資信託をご購入の場合は、販売会社よりお渡しする最新の投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。
- 本資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 本資料は信頼できると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性等を保証するものではありません。
- 本資料中の運用実績等に関するグラフ・数値等はあくまでも過去の実績であり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。また、税金、手数料等を考慮しておりませんので、投資者の皆様の実質的な投資成果を示すものではありません。市況の変動等により、方針通りの運用が行われない場合もあります。
- 本資料に示す意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の筆者の見解です。
- 投資信託は、預金等や保険契約とは異なり、預金保険機構、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。
- 投資信託は値動きのある有価証券を投資対象としているため、当該資産の価格変動や為替相場の変動等により基準価額は変動します。従って投資元本が保証されているわけではなく、基準価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
- 投資信託は、販売会社がお申込みの取扱いを行い委託会社が運用を行います。



三菱UFJアセットマネジメント

三菱UFJアセットマネジメント株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第404号
加入協会：一般社団法人資産運用業協会