

第3回市場ワーキング・グループに係る追加資料

平成28年8月2日
金融庁総務企画局

目 次

- 「金融サービス業におけるプリンシプル」(平成 20 年 4 月 18 日)..... 1

- 「新しい金融の流れに関する懇談会『論点整理』の概要」(平成 10 年 6 月 17 日)..... 4

- フィデューシャリー・デューティー等の概念..... 16

- 家計資産に占める実物・金融資産の残高及び割合..... 19

- 金融資産に係る世代別分析..... 21

平成 20 年 4 月 18 日

金融庁

金融サービス業におけるプリンシプルについて

1. わが国の金融・資本市場の魅力と競争力を高め、金融サービス提供者が利用者ニーズに応えた良質な金融サービスを提供できるようにしていくことは、わが国経済社会にとって重要な課題である。そのためには、ビジネス環境や規制環境を、金融サービス利用者と提供者の双方にとってより良いものとしていくことが重要となる。こうした観点を踏まえ、金融庁では、昨年来ベターレギュレーションの取組みを進めてきた。

このベターレギュレーションの取組みの中で、「ルールベースの監督とプリンシプルベースの監督の最適な組合せ」¹という考え方を示し、プリンシプルベースの監督の機軸となる主要なプリンシプル（注1）について、関係する金融サービス提供者の代表の方と議論を重ねてきた。今般、別紙1の通り、主要なプリンシプルについて関係者との間で共有をすることができた（注2）。

（注1）プリンシプルとは、法令等個別ルールの基礎にあり、各金融機関等が業務を行う際、また当局が行政を行うにあたって、尊重すべき主要な行動規範・行動原則と考えられる²。また、プリンシプルベースの監督とは、上記のようなプリンシプルに沿って、各金融機関等がより良い経営に向け自主的な取組みを行っていくことに重点を置いていく監督の枠組みである。

（注2）本プリンシプルをとりまとめるにあたっては、主な金融サービス提供者として全国銀行協会、全国地方銀行協会、第二地方銀行協会、全国信用金庫協会、全国信用組合中央協会、信託協会、国際銀行協会、生命保険協会、日本損害保険協会、外国損害保険協会、日本証券業協会と意見交換会を開催し、議論を行った。

また、全国労働金庫協会、投資信託協会、日本証券投資顧問業協会とは個別に意見交換を行った。

2. プリンシプルについて、広く関係者の中で認識を共有できれば、以下のような効果が期待できる。

¹ ルールベースの監督とプリンシプルベースの監督との関係

① 不特定多数の者に共通のルールを適用するなどルールベースになじむ分野と、金融機関の経営管理等の態勢整備を促すなどプリンシプルベースになじむ分野がある。

② また、（イ）金融イノベーションが進む中、予め全ての事象を想定してルールでカバーすることは不可能であり、こうしたルールの隙間をプリンシプルで補う、（ロ）行政対応の中でルールを適用するにあたって、プリンシプルに基づき適切な判断を行うことで、行政の実質的な公平性の確保に資する、という形で相互補完的に機能する場合がある。

² なお、運用にあたっては、業態や規模・特性等にも配慮することが重要である。

- ① 金融サービスの利用者にとっては、あらかじめ金融サービス提供者に期待できる行動や金融サービスに求められる品質が理解され、安心して金融サービスを購入できる環境が整う。
- ② 金融サービスの提供者である各金融機関等にとっては、成文化されたルールがない場合やルールの解釈が分かれる場合であっても、自らがとるべき行動について、基本的な考え方が明確となり、環境の変化に応じて機動的に、自主的なサービスの改善や新サービスの開発・提供などに取組む際の指針となることが期待される。

この意味で、プリンシプルは、各金融機関等に期待される改善努力の方向感を示すと共に、ベストプラクティスの拠り所となるものである。また、ルールを解釈する際の基礎となるものでもある。

- ③ 行政にとっても、(イ) 検査・監督などの場面におけるルールの解釈・運用において、プリンシプルに示された基本的な考え方に準拠することで、実態に即した的確な行政対応をより確かなものとするのが可能となる。(ロ) 既存のルール(法令、金融検査マニュアル、監督指針等)の見直し等にあたっては、プリンシプルの考え方に沿った簡素化や明確化を図ることで、金融サービスのイノベーションや、金融サービスにおける自由な競争を妨げないような市場環境及び規制環境を整備することが可能となる。

3. 金融庁としては、このプリンシプルについて職員一人一人に浸透を図り、プリンシプルに則した実効的な行政対応に努めてまいりたい。また、プリンシプルについて、金融サービス提供者との間で継続的な対話を行い、更に議論を深めてまいりたい³。

なお、上に示したようなプリンシプルの性格上、仮にその充足度が低く、実現への改善努力が十分でない場合であっても、法令上の根拠なしに行政処分が行われるということはない。

(注) 今般プリンシプルが共有されたことを踏まえ、別紙2の通り「金融上の行政処分について」の一部改訂を行った。

³ 日本商品投資販売業協会、金融先物取引業協会、日本公認会計士協会、各金融商品取引所からも、プリンシプルについて意見を伺っている。

金融サービス業におけるプリンシプル

金融サービス業におけるプリンシプル	具体的なイメージ
1. 創意工夫をこらした自主的な取組みにより、利用者利便の向上や社会において期待されている役割を果たす。	①利用者の求める金融サービス提供のための不断の努力 ②多様な利害関係者との適切な関係 ③我が国の金融サービス業が、高い付加価値を生み出し、経済の持続的成長に貢献していくことを期待 ④社会的責任等への対応
2. 市場に参加するにあたっては、市場全体の機能を向上させ、透明性・公正性を確保するよう行動する。	①法令、自主規制等の遵守 ②ベストプラクティスの追及、必要に応じ自主規制等の改善に努め、市場の効率性など機能向上のために貢献 ③市場の透明性・公正性を害する悪質な行為に対して厳しい態度で臨み、市場の透明性・公正性確保のために貢献
3. 利用者の合理的な期待に応えるよう必要な注意を払い、誠実かつ職業的な注意深さをもって業務を行う。	①利用者のニーズを十分踏まえ、適切な金融サービスの提供、事後フォロー等の契約管理 ②「優越的地位の濫用」の防止等、取引等の適切性の確保 ③利用者の情報保護の徹底 ④利用者の公平取扱い、アームズレングスの遵守
4. 利用者の経済合理的な判断を可能とする情報やアドバイスをタイムリーに、かつ明確・公平に提供するよう注意を払う。	①利用者等の判断材料となる情報を正確・明確に開示し、実質的な公平を確保 ②適合性の原則 ③利用者には真実を告げ、誤解を招く説明をしないこと
5. 利用者等からの相談や問い合わせに対し真摯に対応し、必要な情報の提供、アドバイス等を行うとともに金融知識の普及に努める。	①可能な限り利用者の理解と納得を得るよう努力 ②相談、問い合わせ、苦情等の事例の蓄積と分析を行い、説明態勢など業務の改善に努力 ③正しい金融知識の普及
6. 自身・グループと利用者の間、また、利用者とその他の利用者の間等の利益相反による弊害を防止する。	①利益相反やビジネス上のコンフリクトに適切に対応しているか十分に検証 ②利益相反による弊害を防止する適切な管理態勢の整備 ③利用者に対する誠実な職務遂行
7. 利用者の資産について、その責任に応じて適切な管理を行う。	①利用者の財産の適切な管理 ②財産を管理するものの責務の履行(例えばその責務に応じて善管注意義務、分別管理義務、受託者責任)
8. 財務の健全性、業務の適切性等を確保するため、必要な人員配置を含め、適切な経営管理態勢を構築し、実効的なガバナンス機能を発揮する。	①適切かつ効率的な経営管理・ガバナンスの構築 ②役職員の適切な人員配置 ③法令や業務上の諸規則等の遵守、健全かつ適切な業務運営 ④各金融機関等の取締役のフィットアンドプロパー
9. 市場規律の発揮と経営の透明性を高めることの重要性に鑑み、適切な情報開示を行う。	①市場への適時・適切な情報開示 ②多様な利害関係者への適時適切な情報開示
10. 反社会的勢力との関係を遮断するなど金融犯罪等に利用されない態勢を構築する。	①犯罪等へ関与せず、利用されないための態勢整備(含反社会的勢力との関係遮断) ②顧客管理体制の整備、関係機関等との連携
11. 自身のリスク特性を踏まえた健全な財務基盤を維持する。	①リスク特性に照らし、資産、負債、資本のあり方を適切に評価 ②リスクに見合った自己資本の確保
12. 業務の規模・特性、リスクプロファイルに見合った適切なリスク管理を行う。	①適切なリスク管理態勢の整備 ②資産・負債、損益に影響を与え得る各種リスクを総合的に把握し、適切に制御 ③持続可能な収益構造の構築
13. 市場で果たしている役割等に応じ、大規模災害その他不測の事態における対応策を確立する。	①市場混乱時における流動性確保 ②危機管理体制の構築、危機時の関係者間の協調
14. 当局の合理的な要請に対し誠実かつ正確な情報を提供する。また、当局との双方向の対話を含め意思疎通の円滑を図る。	①当局からの合理的な要請に対し、適時に必要とされる情報を十分かつ正確に伝達 ②当局と金融サービス提供者の双方向の対話の充実を通じて円滑な情報伝達

新しい金融の流れに関する懇談会

「論点整理」の概要

1. 標記懇談会では、金融システム改革(いわゆる日本版ビッグバン)が進展するなかで、今後の金融の「新しい流れ」を展望するとともに、これに相応しい新たな金融法制・ルールのあるあり方について幅広い視点から理論的な検討を行うため、金融をめぐる諸問題に関係する13の関係省庁等の19部局による「共同勉強会」という位置付けの下、昨年7月以降、計16回にわたって議論を重ねてきた。この「論点整理」は、懇談会での議論を通じて、メンバー・オブザーバーの共通認識として浮き彫りとなってきた事項を中心に、今後の新しい法的枠組みの検討に当たっての主な論点を整理したものである。
2. 「論点整理」の1. および2. の部分については、懇談会のメンバー・オブザーバーの集約された意見として、基本的な考え方に当たる内容が記述されており、当概要ではその主要点を紹介している。また、「論点整理」の3. 以降の部分では、個別の論点について、懇談会での自由な議論を通じて提起された様々な問題意識が両論併記も含めて幅広くとりあげられている。この部分について、当概要は必ずしも懇談会の審議経過等を的確に表しているものではないので、具体的な内容については「論点整理」本体を御覧頂きたい。
3. 「論点整理」の結語にもあるように、懇談会での議論を通じて参加者に共有された問題意識が、今後の具体的な検討作業に反映され、体系的・総合的な議論が、幅広くかつ早期に進められることを期待したい。

新しい金融の流れに関する懇談会

座長 蛸山 昌一

事務局

1. 金融システム改革と基本的な問題意識

(1) 「新しい金融の流れ」をどう捉えるか

- 経済の成熟化に伴う資金余剰基調の定着、1200兆円の個人金融資産に象徴される経済のストック化の進展、さらにその背景にある高齢社会への移行といった経済の構造変化により、家計や企業等の金融に対するニーズは大きく変化している。とりわけ、金融資産の効率的な運用・管理(アセット・マネジメント)が金融の機能として重要性を増してきているなかで、我が国の個人金融資産の大半は銀行や保険等の間接金融の仕組みを通じて運用され、多様で効率的な資産運用というニーズに必ずしも十分に答えきれていない。

- 我が国経済が21世紀においても活力あふれるものとしていくためには、新たなビジネス分野の開拓等についての今までにも増した試行錯誤とチャレンジが不可欠であり、自由な競争・選択、および新たな金融技術の活用等により、経済社会全体として相応のリスクをとりながら、多様な資金運用・調達ニーズに応えていく必要がある。

- 最近の技術革新やバブルの経験等を通じて、金融取引・金融サービスの基本的な機能について、資金余剰主体から資金不足主体への資金のオペラビリティの移転という面よりも、リスクの適切な評価とリスクの仲介という面が重視されるようになっており、このような観点から、経済全体としての効率的なリスク配分を実現するための、新しい金融仲介チャンネルのあり方とそれを支える適切な金融サービス提供のためのインフラ整備が重要となっている。

- 情報処理・通信技術のイノベーションは、金融商品・サービスの構成要素への分解（アンバンドリング）・再組成（リバンドリング）を通じて、デリバティブや証券化商品といった形で、特定のリスク・リターンの組合せを市場で取引することを可能としている。また、自由化の進展や金融取引の高度化・多様化に対応して、金融サービスの提供等に関する分業化・専門化や、金融ビジネスの融合化等の動きも見られている。

- 本年4月の改正外為法の施行に伴い、国境を越えた金融取引が一層活発化し、金融商品・サービスの提供に係る国際競争が熾烈化することが予想される。さらに、インターネットに象徴される情報通信技術の発達は、金融取引における物理的・空間的な制約を大幅に除去し、海外金融機関等の国内市場参入や、クロスボーダーでの金融取引の拡大等を通じて、国際的な金融商品・サービス競争をより活発化させる方向に働くものと思われる。

- 以上のような環境変化を踏まえると、「新しい金融の流れ」としては、
 - (1) 銀行・保険等による間接金融に偏重した金融仲介チャンネルを多様化し、預貯金のようなローリスク・ローリターンの金融商品だけでなく、ミドルリスク・ミドルリターンの金融商品を始めとして、様々なリスク・リターンを持つ金融商品が幅広く厚みを持って提供されること、

 - (2) とりわけ、投資信託等のように、投資者の資金をプールしてファンドをすることで、分散投資のメリットを活かしつつ、各種の金融のエキスパートが、高度な分業により責任を持って運用・管理等を行う形態である、いわゆる「集団投資ス

キーム」（「市場型の間接金融」、「ピークル金融」）が金融仲介チャネルとして重要な役割を果たすことにより、経済社会全体として円滑な資金の調達と運用が図られること、

- (3) 様々な資産に運用される「集団投資スキーム」に係る受益権・持分権および資産担保型証券といった金融商品が、その他の様々な金融商品（預貯金、保険商品、株式、債券、デリバティブ、これらの複合商品等）とともに、国際化や電子化にも対応した形で、幅広い選択肢として利用者に提供され、これらの商品の取扱いに係るサービスが効率的かつ公正に行われること、

等が期待される。

(2) 新しい金融の利用者像をどう捉えるか

- 「新しい金融の流れ」に対応して、投資者および資金調達者が自らの判断で多様なリスク・リターンを持つ金融商品・サービスを自由に選択できるような制度的な枠組みを実現していくためには、金融商品・サービスの高度化・専門化の進展にも配慮しつつ、利用者が金融取引に係るリスクの内容と所在を認識でき、責任および損失の分担を明確かつ公正なものとしていく必要がある。
- 「新しい金融の流れ」の下では、もっぱら社会的な弱者・保護の対象として利用者を捉えるのではなく、資産運用意識や自己責任意識を持って主体的にリスクを選択できる利用者の姿を念頭に、その知識・経験等に応じて利用者の自立をサポートできるような法的枠組みを考えていくことが建設的であり、そのようなルールの整備が、利用者・消費者教育の充実等と相まって、利用者の自己責任意識を向上させることにも繋がると考えられる。
- そうした観点から、金融取引当事者の行動の規律付けや、契約内容に沿ったリスク移転および負担の実現を図る仕組み、すなわち金融取引に関する「ガバナンス」のあり方についても、改めて見直すことが必要である。
- 金融の高度化・専門化が進展するなかで、行政当局と金融機関等との間での情報の非対称性が拡大し、行政が積極的なガバナンス機能を発揮することは困難かつ非効率となりつつある。今後は、市場メカニズムや利用者の権利行使を通じたガバナンスを重視する一方で、行政の役割については、市場メカニズムを補完する事後監視型の行政への転換を徹底し、こうした体制への移行を早期に完了させるべきであ

る。

- 健全なガバナンス構造の確立を促す観点からは、基本的に利用者を含む取引参加者をガバナンスの中心に据え、その行動力・リスク負担能力とインセンティブに見合ったガバナンス機能の発揮をどこまで期待できるのか、それを補完・強化するためには、どのような法制・ルールが必要となるのか等について検討していくべきである。

(3) 「新しい金融の流れ」と金融法制・ルール

- 金融システム改革の本格的な進展は、情報通信技術の発展、国際化の進展等とも相まって、例えば次のような、現行の業法あるいは業態を超えた様々な動きを活発化させるものと予想される。
 - (1) 現行の業法では想定していない新たな商品・サービスの登場
 - (2) 業態をまたがるハイブリッド（組合せ）型の商品・サービスの登場
 - (3) 業態間の相互参入の一層の活発化や非金融分野からの新規参入による商品・サービス提供者の多様化
 - (4) 金融機能別あるいは顧客ターゲット別の分業体制のさらなる高度化
 - (5) 金融サービスの提供者の組織体制の多様化
 - (6) ワンストップ・ショッピング型での商品・サービスの提供、等
- 金融システム改革法においては、縦割りの業法中心の現行法の体系を維持しつつ、横断的な理念に則って、多様な金融商品・サービスの提供や業態にとらわれない自由な参入が行われることを念頭に、投資信託や有価証券デリバティブ取引といった銀行等と証券会社がともに行う取引等について、共通の行為規制、公正取引ルールを適用するための措置等が盛り込まれている。
- しかし、今後、本格的な金融システム改革の進展に伴い、各種のイノベーションが広範かつ不断に進展し、現段階での想定を超えるような新たな商品・サービス、さらにはその提供手法等が創り出される可能性もあり、縦割りの業法を前提としたルールの下では、こうした変化に柔軟かつ整合的に法制を即応させていくことには限界が生じるおそれがある。
- 従って、「新しい金融の流れ」に対応できるよう、市場メカニズムや金融取引の参加者の自己規律を前提とした利用者本位の法制・ルールとしていくことが、多様なイノベーションを促すことにもなり、円滑で効率的な金融取引と十分な利用者保護を図るためにも重要となる。

2. 新しい金融法制・ルール的基本的考え方

○ 新しい金融法制・ルールを考える際の基本的考え方としては、次のように整理できる。

(1) 幅広い金融商品・サービスを対象とし、金融の機能面に着目した横断的な法制・ルール

→ 「誰が行うか」という業種・業態に着目した法体系ではなく、「何が行われるのか」という金融の機能面に着目した横断的な法体系としていくことが重要である。

(2) 金融取引に係るリスクの評価および所在を明らかにし、取引当事者間の権利義務関係を明確化するための法制・ルール

→ 金融取引に係るリスク・リターンの適切な評価を可能とするとともに、如何なる場合にどの取引当事者がリスクを負担するのかについて、明確化を図るためのルールが重要である。

(3) 金融取引の公正を確保し、市場機能の円滑な発揮を促すための法制・ルール

→ 金融取引の総体としての金融市場は、経済における効率的かつ円滑なリスク配分の中核的な役割を担っており、いわば公共財としての性格を有するという観点から、市場機能の阻害防止という観点からのルールが必要である。

(4) 実効性が適切に確保される法制・ルール

→ 金融取引の当事者が、情報の非対称性や不確実性の軽減・解消、取引の公正確保について自ら対応するインセンティブ（誘因）を付与するとともに、これに逸脱した場合には利害関係にある当事者や公的当局等が対抗措置ないし制裁措置を採ること等によって、適切な是正を図る仕組みを整備することが必要である。

(5) 公正・透明で機動性が高い法制・ルール

→ 市場機能の効率的な発揮を促し、金融分野における自由な競争とイノベーションを阻害しないためには、ルールの適用に関する予見可能性、新しい金融商品・サービスに対する機動的・弾力的な対応と、ルールの制定・形成に関する手続きの透明性の確保等が重要となる。

(6) 国際的な整合性のとれた法制・ルール

→ 国際的に見た法制・ルールの内容の整合性（グローバル・スタンダード）という観点とともに、クロスボーダーの金融取引を念頭に置いた各国間の法制のインターフェイスの観点にも留意して、法制・ルール、会計、税制、決済システムといった制度的インフラのあり方を考えていくべきである。

3. 新しい金融法制・ルールの枠組み

(1) 「金融商品」～新しいルールの対象となる金融商品～

- 懇談会では、個別商品について、どのようなものを「金融商品」に含めるべきかといった具体的な点まで議論するには至らなかった。しかし、「金融商品」の満たすべき要件としては、(a)現在から将来にわたるキャッシュフローの移転（目に見えないものの取引）と(b)投資性（投資の共同性・受動性）が考えられるのではないかという指摘がなされた。
- 商品の流通性・市場性については、「金融商品」の要件としては問わないことでよいか。外部性の存在による社会的なコストの削減といった観点から、政策的に特別の配慮が必要なものについては除外することがあるか。その際、預金や保険商品等との関係についての整理が必要ではないか。
- 米国の連邦証券法における「証券」概念や英国の金融サービス法における「投資物件」のような幅広い「金融商品」の定義についてどのように考えるか。
- 金融の機能を活性化していく観点からは、新しい金融法制・ルールの対象範囲と出資法の関係についても整理が必要であり、金融イノベーションの促進と悪質商法の排除を両立するためには、どのような法的枠組みが考えられるか。

(2) 「金融サービス」～「金融商品」に関する取引行為等～

- 「金融商品」に係る取引等について、その機能面・行為面の特性に着目して類型毎に整理し、それぞれについて必要なルールを検討すべきではないか。
- 「金融サービス」の類型は、以下のように整理できるのではないか。

- (1) 販売・勧誘： 自己ないし代理人を通じた「金融商品」の販売・勧誘行為
- (2) 売買（ディーリング）： 自己の計算による「金融商品」の売買のうち、マーケットメイク等の価格形成機能を伴う行為
- (3) 仲介（ブローカレッジ）： 他者間における金融商品の売買の成立に尽力する行為
- (4) 引受（アンダーライティング）・売出（セリング）： 金融商品の発行者ないし保有者が当該金融商品を他者に売却する取引を円滑化する行為
- (5) 資産運用（アセット・マネジメント）： 他者の金融商品への投資における資産等の運用行為
- (6) 資産管理（カストディ）： (5)の資産運用における資産等の管理行為
- (7) 助言（アドバイス）： (1)～(6)の金融サービス全般についての助言行為
- (8) 仕組み行為： 集団投資スキームや証券化商品について、投資に係る主体ないしユニット（いわゆる「投資ビークル」）を組成し、契約や約款に基づいて持分権ないし受益権等を分割する行為

○ 「金融サービス」の行為類型のうち、「受託者（fiduciary）」としての役割を果たす場合（上記(3)～(7)）に関して、その担い手の責任として受託者責任（fiduciary duty）の明確化の必要性が指摘された。この概念の法制上の位置付けや具体化が今後の課題の一つとなるのではないか。

(3) 「金融サービス業者」～「金融サービス」の専門的な担い手～

○ 「金融サービス」行為を営業として行う者あるいは情報優位にある者を「金融サービス業者」として位置付けた上で、これを名宛人として、一定の行為ルールを課すこと等が考えられるのではないか。

(4) 「ホールセールとリーテイル」ないし「プロとアマ」の区分

○ 「ホールセール取引（プロ対プロ）」については、対等な当事者間での取引であること等から、自己規律を基本として、取引参加者の目安となる基本原則や任意性のある緩やかなルールが中心となる一方で、「リーテイル取引（プロ対アマ）」については、取引当事者間の情報格差の大きさ等から、「金融サービス業者」に対する利用者保護に係る行為規範・規制の重要性が高まることになるのではないか。

○ 金融取引に係る自由なイノベーションと、十分な利用者保護の確保を両立していく上で、「ホールセールとリーテイル」ないし「プロとアマ」の区分の基準を明ら

かにしていくことが重要ではないか。

(5) 新しい金融法制・ルール of 枠組みのイメージ

○ 金融取引に係る新しい法制・ルールの基本的な枠組みについては、以下のような幾つかのルールのアプローチが考えられ、これらのルールの組合せによって、全体として機能面に着目した横断的で、実効性のあるルールを構築していくことが必要ではないか。

(1) 金融取引の当事者間の私法的な権利義務関係の明確化に関するルール（「取引ルール」）

→ 金融取引の特性を踏まえ、リスク移転に関する要件と効果を具体化することにより、当事者間の権利義務関係の明確化を図るルール。

(2) 市場機能の維持・発揮に関して、全ての取引参加者に適用される一般的な行為ルール（狭義の「市場ルール」）

→ 金融取引が行われる場である「市場」を公共財として捉え、その機能の発揮を重視する立場から、「市場」の概念をできるだけ広範に捉え、金融取引における公正・円滑な価格形成の実現のために必要となる、取引参加者全体に適用されるルール。

(3) 業者（特定の専門家等）に対する行為ルール（「業者ルール」）

→ 金融取引に係る専門家ないし情報優位者（＝「金融サービス業者」）に特定の行為を義務付けること等を通じて、取引の公正や利用者の保護等を図るルール。

○ 上記(1)～(3)のルールは、これらの総体として、金融取引の公正確保を図るものであると同時に、市場機能の維持・発揮のための広義の「市場ルール」と考えることができるのではないか。

(6) 新しい金融法制・ルールの法形式（「器」の問題）

○ 上記のようなルールの基本的な枠組みを前提に、我が国の金融法制・ルールを具体的に見直していく場合、ルールの法形式（「器」）についても検討する必要がある。証券取引法や各種業法といった現行の金融関連法制との関係も念頭に置きつつ、法令等の具体的なイメージを考えていくことになるのではないか。

- 法制・ルール「器」としては、法律等の法令のほか、行政当局のガイドライン、自主規制機関のルール、業界の自主ルール、市場慣行といった様々な形式とレベルが考えられるのではないかと。
- いずれの法形式を考える場合でも、実質的な規制・ルールの横断性・整合性の確保を図るためには、我が国の現行法体系・法理論等との様々な局面における調整が必要になると考えられるがどうか。また、我が国の社会的・制度的インフラの状況を踏まえたルールの実効性確保の仕組みも不可欠であり、新たな法制・ルールの具体化に向けては、総合的かつ体系的な検討が必要ではないかと。

4. 新しい法制・ルールの具体的な内容

- 新しい金融法制・ルールの具体的な内容としては、次のようなものが考えられるのではないかと。
- (1) 「取引ルール」
 - 情報開示・説明等とリスクの移転
 - 分別管理と破産リスクからの遮断
 - 利益相反行為に関する責任分担
 - 受託者の注意義務に係る責任範囲
 - 支配・従属、提携関係がある場合の責任分担
- (2) 「市場ルール」
 - ディスクロージャー
 - 公正取引ルール（インサイダー取引、相場操縦、風説の流布、詐欺的行為等の規制）
 - 価格形成機能（取引所、マーケットメイカー等）に関するルール
- (3) 「業者ルール」
 - 販売・勧誘行為に関するルール（説明義務、適合性原則、勧誘規制・広告規制等）
 - 分別管理義務
 - 利益相反防止義務（忠実義務）
 - 資産運用サービス等における注意義務
 - 他者への委託等に関する行為義務

- 仕組み行為に関するルール
- 手続き面等に関する行為ルール（書面の作成・交付・縦覧・保存等）
- 業者の適格性（fit and proper）等に関するルール（参入規制、財務健全性規制、業務分野規制・兼業規制の見直し）

5. 「集団投資スキーム」に関するルール

- 「集団投資スキーム」については、以下の点を踏まえ、投資対象や投資ビークルの形態に関わらず、機能面に着目して、横断的に適用されるルールについて検討していく必要があるのではないかと。
- (a) 投資ビークルの主体（信託、組合、法人等）の法的な位置付けと投資者等によるガバナンスの確保
- (b) 集団投資スキームに関係する専門家（とりわけ受託者）の責任範囲の明確化
- (c) 集団投資スキームの「仕組み行為」の適格性の担保

6. ルールの実効性の確保（エンフォースメント）

- 新たな金融法制・ルールの枠組みが十分に機能するためには、ルールの実効性を確保するエンフォースメントの仕組みが重要である。そこでは、市場参加者の自己規律を中心に据え、市場メカニズムを通じたガバナンス等を最大限活用することが重要であり、公的な主体の関与は、市場規律を補完し、市場の公共性を維持するものとして、極力裁量を排し、透明性の高い仕組みとすべきではないかと。
- 是正・救済の手段・体制については、我が国の社会の性質や法体系との整合性を踏まえ、是正・救済措置の実効性、ルールの遵守に要するコスト、社会的・経済的な許容度等を勘案して、(a) 民事責任の追及（民事救済）、(b) 刑事罰、(c) 行政による監視・処分、(d) 自主規制機関の位置付け・役割について検討することが必要ではないかと。

7. ルールの形成・運用

- 金融取引に係るリスクの明確化や金融イノベーションへの対応を考えた場合、取

引参加者にとって透明性が高く、明確性・機動性に富むルールとしていくことが重要である。ルール形成の仕組みについては、立法的なルール形成と司法的なルール形成とに区分して考えることができるが、これらのルールについて、ルールの正当性や明確性、機動性や柔軟性等を念頭に、全体としての仕組みと組合せを考えていくことになるのではないか。

8. 消費者保護

- 今後の消費者保護の基本理念としては、「消費者」と「業者」との間の情報力・交渉力の格差を念頭に置き、「消費者」の自立支援、自己責任原則の補完を基本的考え方にすべきではないか。新しい金融法制・ルールの枠組みは、公正かつ効率的な取引の確保を目的とするものであることから、それ自体結果として消費者保護にもつながることになるとはいえ、金融取引の特性に応じた特別のルールを、別途設ける必要性をどのように考えていくのか。その際、現在、検討が進められている「消費者契約法（仮称）」（経済企画庁国民生活審議会）との関係整理をさらに吟味する必要があるのではないか。
- 消費者に対する信用供与については、リスクの明確化という金融取引全般に共通する側面だけでなく、「借り手」の保護という社会政策的な側面も有している。それ故、高金利規制や過剰与信の制限、多重債務問題といった社会的な問題の克服等の政策要請を十分に踏まえて、検討を進める必要があるのではないか。
- 金融システム改革により商品の多様化や業務の参入・退出の自由化が進む中で、悪質商法が多発するおそれもあり、出資法の見直しも視野に入れて、自由化のメリットを減殺しないよう配慮しつつ、実効的な取締りのできる法的枠組みを考えていく必要があるのではないか。

9. 預金・保険・企業年金

- 預金や保険商品は、決済機能ないし保障機能と資産運用機能に分解して捉えられるようになってきており、資産運用機能に着目すれば、投資性を持つ金融商品と共通の性格を持つと考えられる。一方、決済機能や保障機能等に注目すると、経済的な外部性や、預金者や保険契約者等のソーシャルミニマムを確保する観点からセーフティーネットが供与される等の措置が講じられている。このため、利用者の自己

責任をベースとする新しい金融法制・ルールとは異なるルールで律する必要があると言われているが、これらの点についても併せて検討する必要があるのではないかと

- 高齢社会における企業年金の役割の重要性はより一層高まるものと考えられる。企業年金は老後の所得保障機能と投資性を兼ね併せた面があり、新しい金融法制・ルールにおいて企業年金をどのように取り扱うべきかを考える必要があるのではないかと。

(以上)

2 信託発生の歴史

【契約法よりも古い信託法】

何かを信じて託すという現象自体は、人間の社会ではどこでも見られるものでしょう。しかし、信託を制度として発展させ、信託法を形成したのはイギリス人です。かつてイギリスを代表する法制史家であるメイトランドは、イギリス人がなした法律上の貢献で最大のものは信託だといったほどです。

しかも、すでに何度も強調してきたように、英米法では信託は契約とは異なるものだと理解されていますが、それには、そもそも信託法が契約法より古くから発生し、発展したという事情があるのです。ある人と別の人が何らかの約束をするという現象も、それ自体は、どの社会でもまたどんなに古い時代でも見られるものでしょう。しかし自由主義に基づく資本主義社会の要としての契約法が発展し整備されたのは、どんなに早く見積もってもせいぜい18世紀、通常は19世紀だと考えられています。つまり契約法は近代社会の産物なのです。

ところが、イギリスの信託の発生はそれよりずっと早く14世紀からだとされています。信託は封建社会の産物だったのです。

わが国では、明治時代に近代的な法制度を採用し、民法の中に典型的な契約を13種類列挙して契約法を整備しました。その後、明治末期から大正期に信託法が導入されました。しかもわが国の法制度はドイツやフランスそれを基本として継受したので、英米法の信託はいわば例外としての扱いがなされました。したがって、わが国では、まず契約法があり、その一部として信託契約もあると見られてきたのです。

しかし、英米法ではそうではなかったのです。今でも、イギリスやオーストラリアの法学部では、信託法が必修科目とされています。信託は英米法では主要科目なのです。

V. 集団投資スキームに適用されるルール

2. 集団投資スキームに関する法制・ルールの必要性

(2) 受託者責任の具体化・明確化による対応

英米では、スキームに関与するそれぞれの金融サービス業者に、受託者(広義)としての責任があることを明確化し、一定範囲の任務を遂行すべき義務を負っていると考える、fiduciary duty(受託者責任)の法理が発達している。他方、わが国においては、「受託者(広義)が当然に負うべきさまざまな責任の総称」といった広い意味での受託者責任についての法理は、十分には明確になっていなかった。今後、スキームのそれぞれの特性を踏まえつつ、できるだけ法制・ルールの横断化を図っていくに際しては、受託者責任についてのルールの具体化・明確化を行い、金融サービス業者の横断的な行為規範として受託者責任の考え方を積極的に位置づけていく必要がある。

(注) 本「中間整理(第一次)」では、受託者という用語を、わが国で一般的に使用されている信託契約におけるtrusteeを指すものではなく、英米におけるfiduciaryを示すものとして用いている。また、「受託者責任(fiduciary duty)」についても、fiduciaryが負う責任のうち、何か特別の性格を持つものをfiduciary dutyとしているものではなく、fiduciaryが負うさまざまな責任を総称して広く捉えている。

この受託者責任の具体的内容はさまざまである。集団投資スキームにおいて重要になるものとしては、忠実義務(利益相反防止義務)、善管注意義務(適切投資義務)、分別管理義務等が挙げられる。そして、これらのさまざまな義務が提供される金融サービスの機能に則して、さまざまなルールとして具体化される。

ルールの明確化・具体化に当たっては、法令による対応だけでは弾力性に欠けるおそれがあることなどから、自主ルール、契約等による当事者間の取り組み等が適切に組み合わせられることが望ましく、今後、その具体的なあり方について、一層検討を進めていく必要がある。

フィデューシャリー・デューティー等の概念

平成19年6月13日金融審議会 我が国金融・資本市場の国際化に関する スタディグループ「中間論点整理(第一次)」

II. 検討課題

3. 各市場参加者(プレイヤー)が取り組むべき課題

(4) 機関投資家

・ 市場型間接金融を支える柱となる機関投資家の質の向上

我が国金融システムを、市場機能を中核とする金融システムに再構築するにあたっては、「貯蓄から投資へ」の流れを一層加速し、国民の市場への幅広い参加を促進していく必要がある。この流れを確かなものとするためには、機関投資家を通じて間接的に市場に参加する、いわゆる市場型間接金融の果たす役割が重要である。

この市場型間接金融においては、年金、投資信託、保険等の機関投資家が、情報収集やリスク管理に係る専門的な能力を発揮しつつ、受益者である年金加入者、一般投資家、保険契約者の利益の最大化に努め、フィデューシャリー・デューティー(受託者責任)(注)を果たすことが必要不可欠である。

しかしながら、我が国金融・資本市場における機関投資家の実態を見ると、諸外国と比べ、運用対象の多様化や、議決権行使等を通じたガバナンスの発揮が未だ十分に進んでおらず、年金加入者、一般投資家、保険契約者に対するフィデューシャリー・デューティーが十分に果たされていないのではないかと指摘がある。

また、機関投資家が市場で運用する資産に係る投資収益率も、必ずしも年金加入者等の期待に応える水準に達していないとの指摘もある。

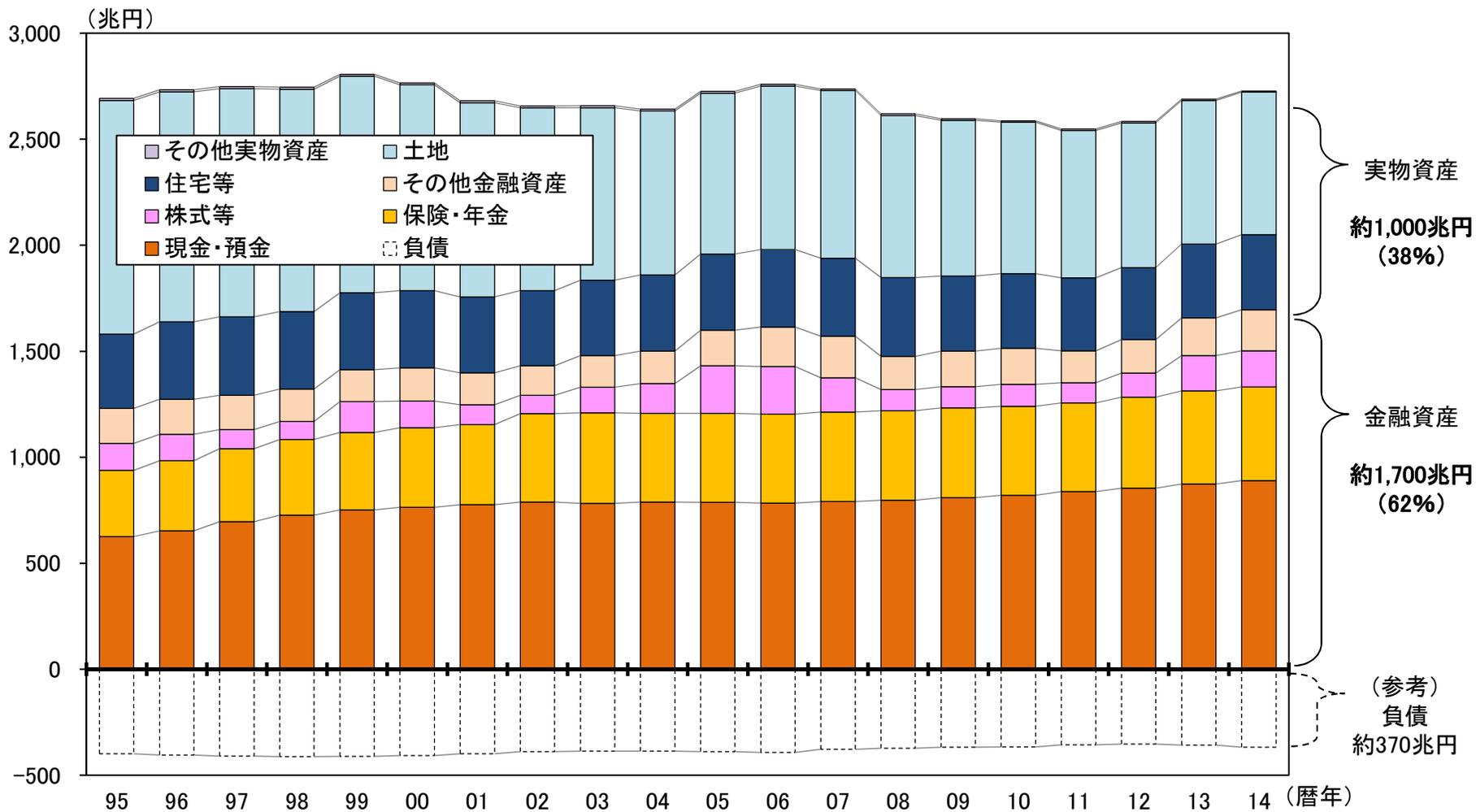
このため、公的年金の資金運用のあり方等については、金融・資本市場の活性化の観点からの議論や年金制度そのもののあり方に関する議論を含め、様々な議論が当スタディグループでも行われた。この議論において、公的年金を含む年金、投資信託、保険等の機関投資家が市場で運用を行うにあたっては、オルタナティブ投資(代替投資)をはじめ、運用対象・手法の多様化などを通じて競い合い、受益者の期待に応じていくことが求められており、その促進のための具体的な施策の早期の実施が必要であるという点が一致して強調された。

また、機関投資家においては、ファンドマネージャーに係る人事・報酬体系等の見直し等により、リスクテイク・運用技術力の向上を図ると同時に、受益者に対するフィデューシャリー・デューティーを一層十分に果たしていくことが期待される。

(注) ここでは、「受託者」という用語を、我が国で一般的に使用されている信託契約におけるtrusteeを指すものではなく、英米におけるfiduciary、すなわち他者の信認を得て一定範囲の任務を遂行すべき者を指す幅広い概念として用いており、fiduciary(受託者)が負うさまざまな責任を総称してfiduciary duty(フィデューシャリー・デューティー)として広く捉えている。なお、フィデューシャリー・デューティーの具体的な内容としては、説明義務、分別管理義務、忠実義務(利益相反防止義務)、善管注意義務等が挙げられる。

※ 米国エリサ法及び最近のフィデューシャリー・デューティーに関する国際的な動きについては、前回ワーキング・グループの事務局説明資料を参照。

家計の実物・金融資産残高(ストック)の推移<SNAベース>

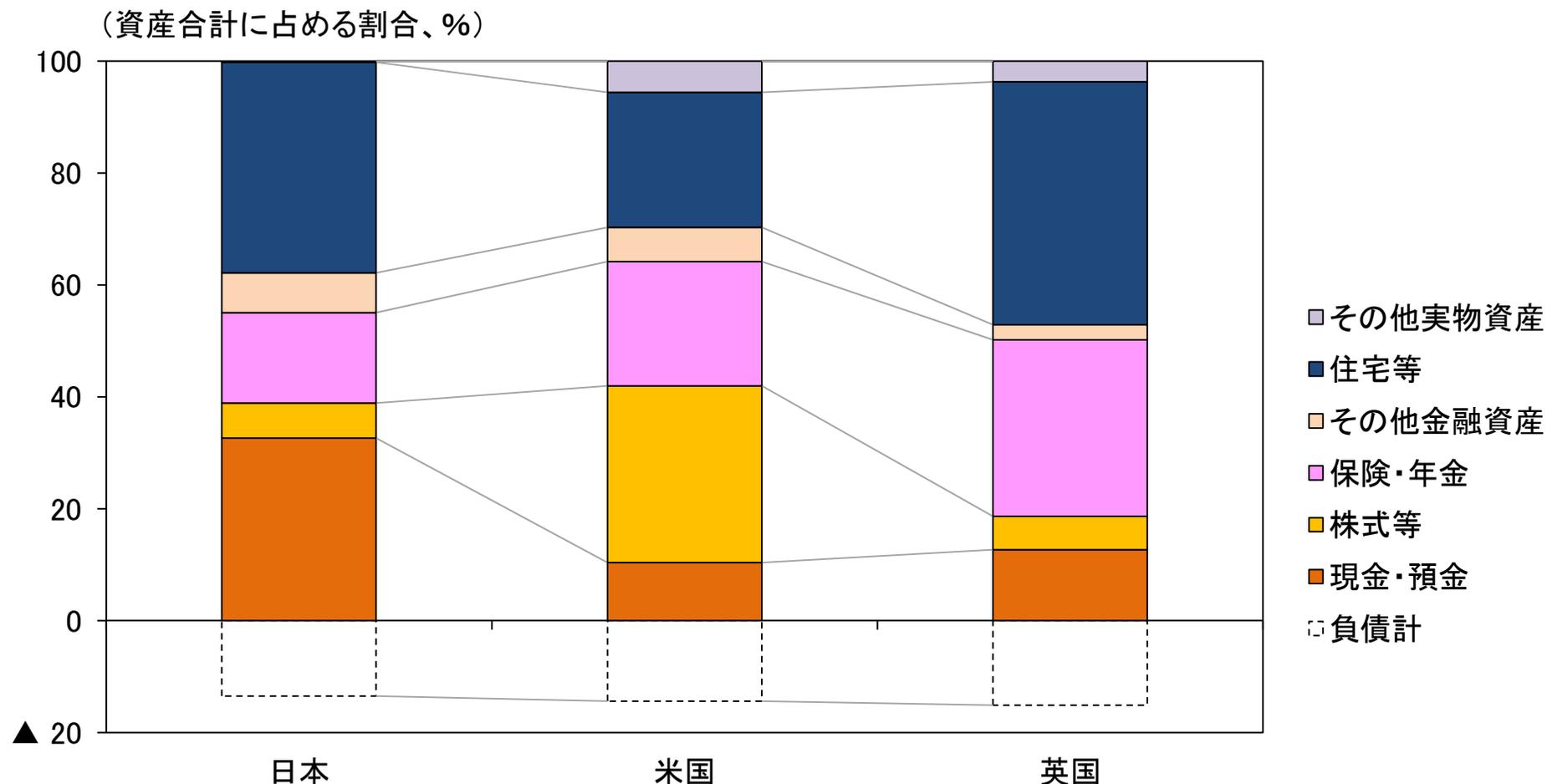


(注)

- (1) 家計部門(個人企業を含む)の「期末貸借対照表勘定」によるストックベースの計数。
- (2) 「保険・年金」は保険・年金準備金、「株式等」は株式・出資金、「その他金融資産」は残りの金融資産に該当。
- (3) 「住宅等」は生産資産のうち固定資産、「土地」は非生産資産のうち土地、「その他実物資産」は残りの非金融資産に該当。

(出典) 内閣府「国民経済計算」2014年度確報

各国の家計資産に占める実物・金融資産の割合



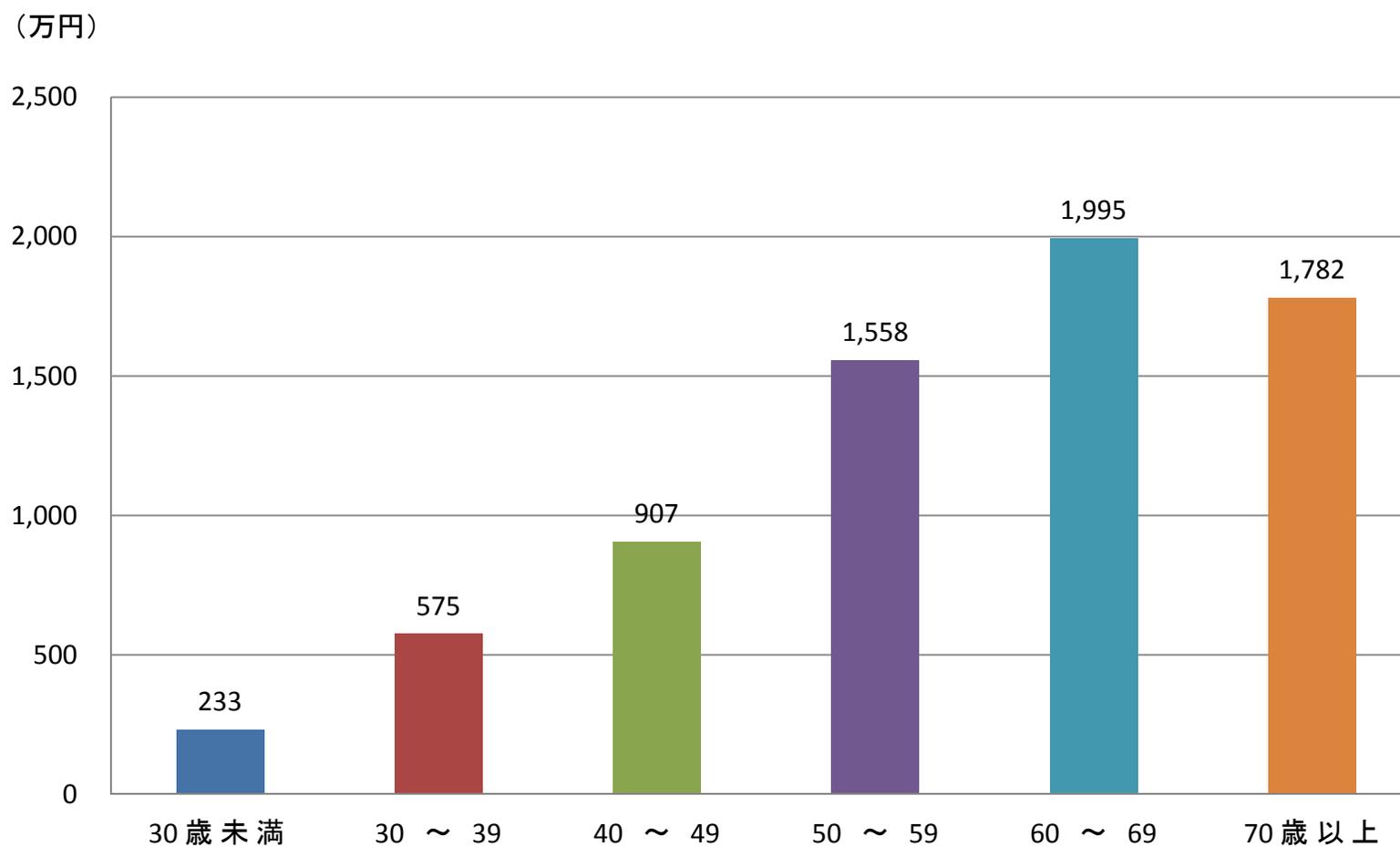
(注)

- (1) 2014年(暦年)末時点の各国統計による推計値に基づいて資産合計(実物資産+金融資産)に占める割合を算出(「負債」はマイナス値)。
 - (2) 家計部門のほか、米国は「Nonprofit Organizations」、英国は「Non-Profit Institutions Serving Households」、日本は「個人企業」を含む。
 - (3) 「住宅等」については、米国は不動産全般(Real Estate)、英国は住宅(Dwellings)および宅地、日本は土地および生産資産のうち固定資産を指す。
- ※ いずれにせよ、原統計の項目等の違いにより厳密な比較は困難であるため、幅をもって見る必要。

(出典)米・連邦制度理事会「Financial Accounts of the United States」、英・国家統計局「National Balance Sheet」、内閣府「国民経済計算」

金融資産に係る世代別分析

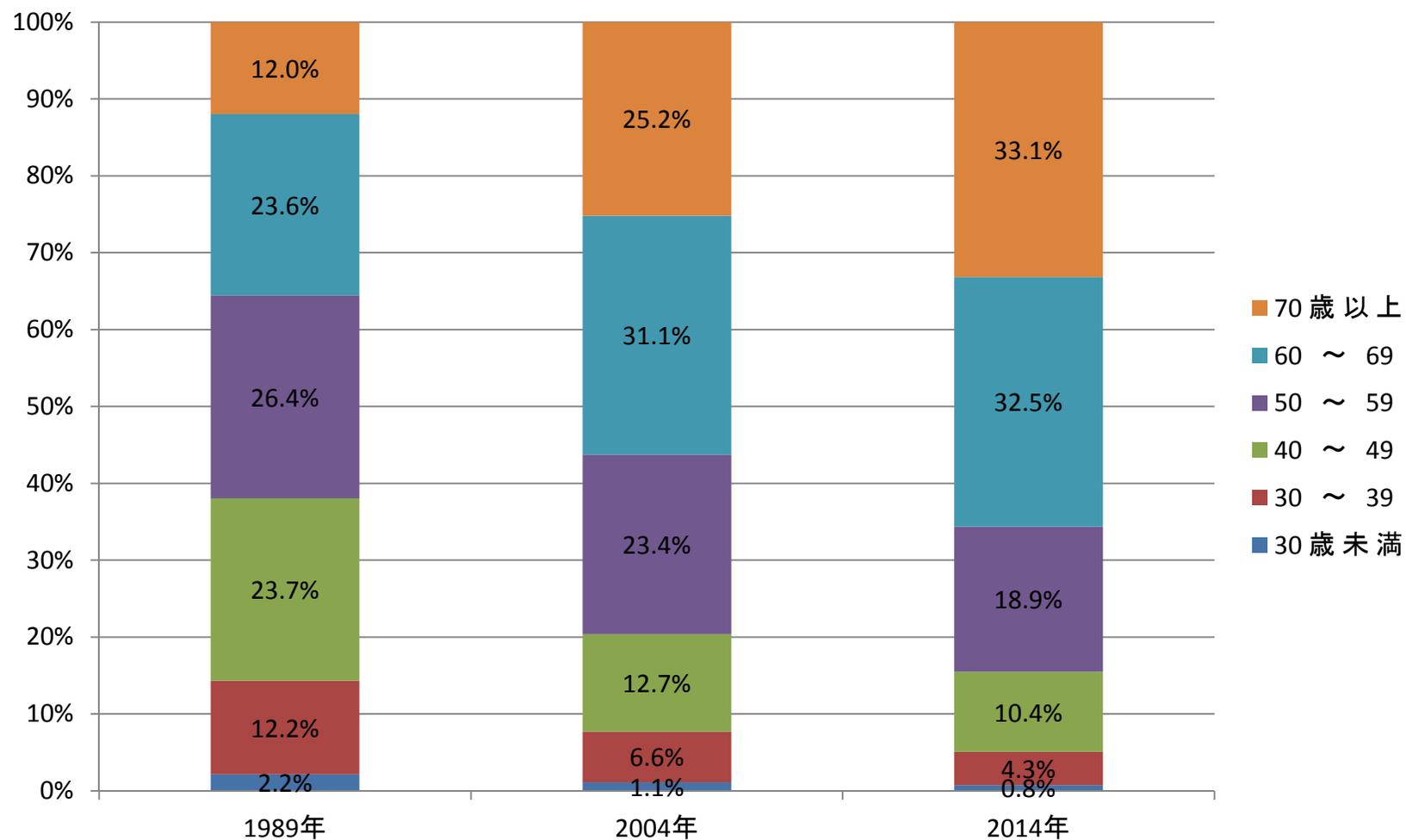
世代別一世帯あたりの金融資産額(2014年)



(出典)総務省「全国消費実態調査」

金融資産に係る世代別分析

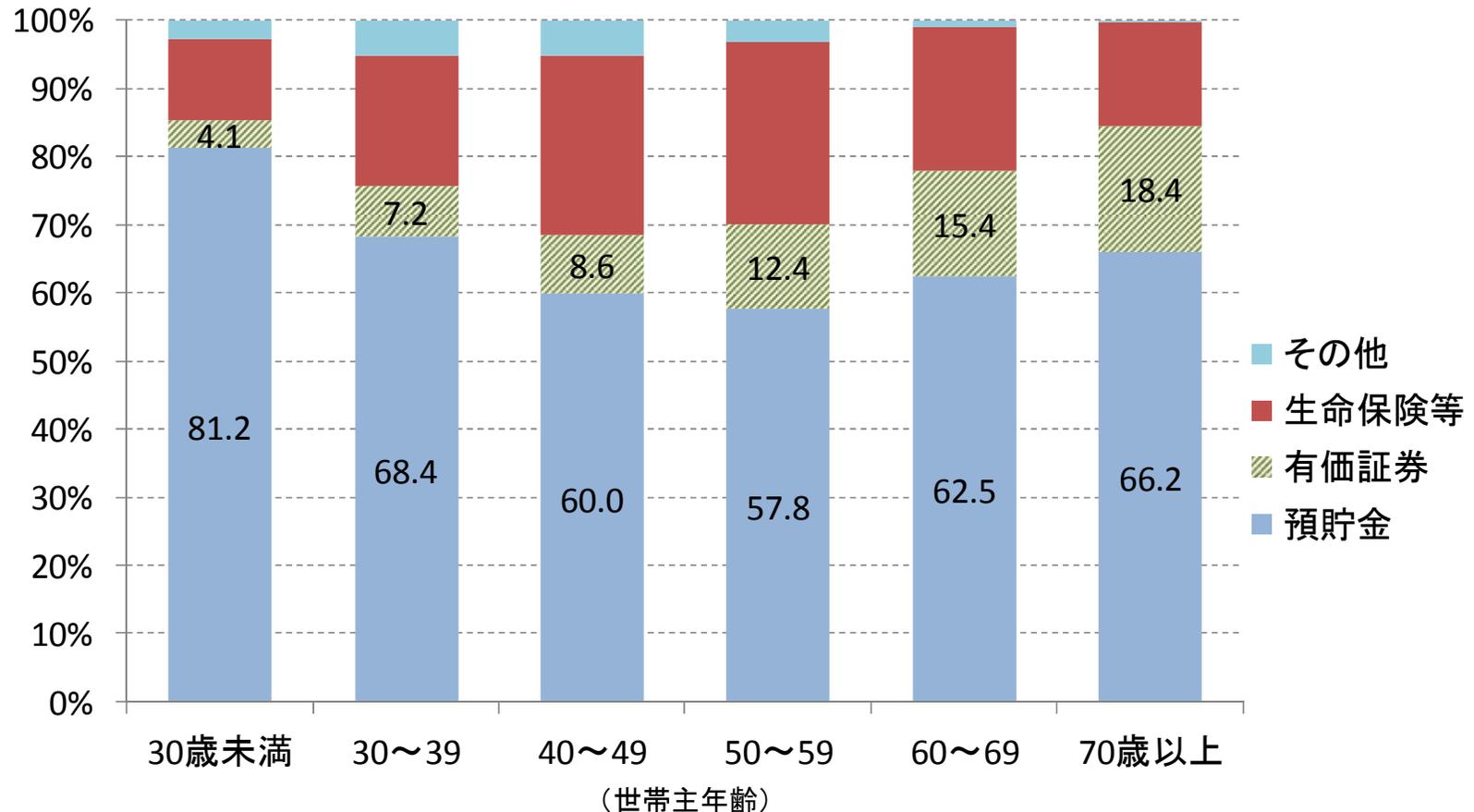
世代別金融資産分布



(出典)総務省「全国消費実態調査」

金融資産に係る世代別分析

世帯主年齢別の金融資産分布(大和総研作成資料)



(注1) 総世帯ベース

(注2) 総務省「全国消費実態調査」に基づき大和総研が作成