

討議資料
(金融審議会 金融制度スタディ・グループ 第4回)

- 今回は、「資産運用」及び「リスク移転」を検討の対象に加え、各「機能」が果たすことが期待されている役割や、その実現に向けて金融法制において達成すべき利益について検討する。

1. 「資産運用」

(1) 金融の「機能」として検討の対象とする「資産運用」の射程

- 「資産運用」は、典型的には、株式・社債や集団投資スキーム持分の購入等を通じて、資金余剰主体（資金の出し手）が資金不足主体（資金の受け手）に対し、自らのリスク選好に従って資金を供給することにより、市場メカニズムを通じた効率的な資金配分と、資金の出し手の中長期的な資産形成などに寄与することが期待されるものと考えられる。

(注1) 預金も資金の出し手から見れば運用手段の1つと位置付けることが可能であり、「資産運用」の射程に含まれると考えられる。一方、預金については元本保証性があり、法定通貨と同様に広く決済手段として使われ、また、預金保険や日本銀行の最後の貸し手機能によって制度的に預金以外の資産に比べて高い安全性が確保されている。こうしたことを踏まえれば、預金については別途の考慮が必要になることが考えられるのではないかと（1. (3) に詳述）。

(注2) ここでいう「資産運用」に係るサービスの提供者（以下1. において「サービス提供者」という。）には、例えば、受託資産を運用する者や、最終受益者の資産について運用者に運用指図を行う者のほか、金融商品の販売・勧誘、売買の仲介、投資家に対する助言、金融商品の取引の場の提供など、上記の機能の達成に資する業務を行うプレイヤーが広く含まれる。

- すなわち、
 - ◆ 資金の出し手（投資家等）が、自らのリスク選好に従った資産運用をできること（多様で良質の金融商品が適切に提供されること）
 - ◆ 資金の受け手（企業等）にとって、資金調達のための目的となる事業等の

予測リスク・リターン等に照らして適切な資金調達の選択肢が提供されること

など、多様な資産運用・調達ニーズが充足されることは、同時に、経済社会全体としても適切なリスクテイクを通じて経済成長等に寄与することにもなると考えられるが、どうか。

(2) 「資産運用」分野における達成すべき利益

○ こうしたことを踏まえ、金融の「機能」としての「資産運用」分野における達成すべき利益として金融法制が想定すべきものに関し、以下のように考えることについてどう考えるか。

(ア) 資金の出し手（投資家等）の立場から見て達成すべき利益として考えられるもの

① 資金の出し手が自らの運用目的やリスク選好に合致した資産運用手段を見つけることを可能とすること。これを達成するために、

(a) 資金の出し手に対して情報提供等が適切に行われること、すなわち、

- ◆ 金融商品について、資金の出し手の投資判断に影響し得る情報が適切に開示されること
- ◆ サービス提供者が、サービスの内容に関する情報を適切に提供すること

(注) サービス提供者と資金の出し手の間の情報格差や、資金の出し手が負担するリスクの程度が大きい場合には、適合性原則が重要となるほか、個々の金融商品の性質等の観点から適合性原則の遵守が期待できない場合には、不招請勧誘の禁止が考えられるなど、取引の態様等に応じて適切な規制の態様は異なってくると考えられる。

(b) 資金の出し手の資産が保護されること

(注) 資金の出し手や資産の性質、他者（サービス提供者や他の資金の出し手）の資産との混合の可能性の程度等に応じ、分別管理や、セーフティネット（投資者保護基金、預金保険）などの対象となる場合がある。

(c) サービス提供者がサービス提供において入手する、資金の出し手の情報が保護されること

(イ) 資金の受け手（企業等）の立場から見て達成すべき利益として考えられるもの

② 資金の受け手が使途に見合った調達を行うことができる環境を整備すること

(ウ) 効率的な資金配分の実現等、資金の出し手・受け手双方の立場から見て達成すべき利益として考えられるもの

③ 市場メカニズムによって形成された価格が、資産評価の基準や金融商品の発行価格の目安として利用され、効率的な資金配分の実現につながるなど、公益の観点から重要な意義があるような場合には、公正で効率的な価格形成が行われるよう、市場の公正性・透明性を確保すること

④ マネー・ローンダリング及びテロ資金供与を防止すること 等

○ 現状、「預金受入れ」と「資金供与」を併せ行う銀行に対しては、その行う信用創造の流れが止まったり逆回転したりすると、経済活動や金融システム全体に悪影響が及ぶおそれ（システムリスク）があることなどから、他の業態に比べ加重されたルールが課されている。

しかしながら、リーマンショックの際に見られたように、システムリスクを有するのは、伝統的な銀行業務における信用創造だけではなく、シャドー・バンキングによるリスクへの対応も国際的に議論されてきている。

こうしたことを踏まえれば、「資産運用」においてもシステム的な金融危機を回避し、効率的な資金配分を行うような市場機能を維持することは、上記①～④の利益とは区別して位置付けることも考えられるのではないか。

⑤ システム的な金融危機を防ぐこと

(参考) 米国の大手投資銀行の破綻等の影響が市場等を通じて金融システム全体に波及したこと等を踏まえ、我が国でも、市場等を通じて伝播するような危機に対応

するための枠組み（金融機関の秩序ある処理）、大規模かつ複雑な業務をグループ一体として行う証券会社グループについての連結ベースの規制・監督の枠組み、店頭デリバティブ取引の安定性・透明性の向上を図る枠組みなどの整備を行っている。

（３）預金に関する考慮要素

- 「資産運用」の対象となる金融商品のうち、預金に関しては、元本保証されているところに特徴があり、また、国民に広く利用される安全確実な価値の貯蔵・運用手段という側面や、法定通貨とほぼ同等に決済に利用できる決済手段という側面がある。経済社会全体の信認と安定などの政策的配慮などからも、預金は、預金保険や日本銀行の最後の貸し手機能などによって制度的に保護が強化されている。
- このような預金については、特別なものとして、他の金融商品とは保護のあり方に差異を設けることが適切という考え方があるが、どうか。

（注）投資性のある金融商品については、投資家が自らのリスク選好に従い、自らの判断で取引を行い、その結果を負担するという自己責任の原則が妥当し、投資家の判断に必要な情報提供等によって自己責任原則の前提条件を整えている。

（４）ITの進展等に伴う新たな「資産運用」サービスの取扱い

- ITの進展等に伴い、金銭にとどまらず、仮想通貨などの新たな手段を用いた、「資産運用」と同様の機能・リスクを有するサービスが広く出現してくることが想定される。

これに関して、イノベーションの促進という観点に留意しつつ、利用者保護を確保する観点から、どのような考慮が必要か。

（注）例えば、仮想通貨を投資対象とした私募ファンド、仮想通貨を用いたデリバティブ取引、ICO（企業等が電子的にトークン（証票）を発行して、公衆から資金調達を行う行為の総称）などが出現してきている。

- 「資金供与」でも見た、プラットフォームを提供するようなサービスが「資産運用」分野でも出現しているが、その規制のあり方についてどう考えるか。

(注) なお、投資型のクラウドファンディングのプラットフォームの運営業者は、少額電子募集取扱業者として登録の対象となっており、必要な業務管理体制を整備すること等が義務付けられている。

- 人工知能（AI）については、例えば、ロボアドバイザーや運用のプログラムに活用し、投資の勧誘・助言・運用等の判断を AI が独自に行うサービスが広く出現してくることも想定される。

これに関し、AI には自然人のような意思能力や過失を観念できない、ディープラーニング等によって開発者の予見可能性を超えた能力・用途を具備する可能性がある、AI の判断・結論を導く仕組みを検証することが困難、といった指摘があり得るが、これらは、AI を活用したサービス提供に関するルールを検討する際にどのように考慮されるべきか。

2. 「リスク移転」

(1) 金融の「機能」として検討の対象とする「リスク移転」の射程

- 「リスク移転」は、典型的には、一定の事由の発生の可能性に応じたものとして対価を支払うこととし、相手方から当該一定の事由が生じたことを条件として財産上の給付を受けることを約するものが考えられる。本討議資料では、こうしたものを念頭に置いて検討を進めることとしたい。
- 貸付等の債務者から一定の保証料の支払いを受け取ることにより保証人となり、債務者が債務不履行となった場合には代わりに債務を履行するものも、この例として考えられる。典型的には「信用保証」があり、これにより、債権者は債務不履行のリスクを信用会社等に移転することができ、債務者は貸付等を受けやすくなると考えられる。

(注) 保険数理を活用した保証は、保険業の一種とみなすものと位置付けられている。そのほか、物品を対象とした保証などもある。

- また、金融商品の価格や指標の値の変動などの偶然の事由を対象としたものとして「デリバティブ取引」があり、価格変動などのリスクをヘッジする目的で用いられることがある。

○ このほか、同様のリスクに晒される主体が資金を拠出しあって基金を形成し、この基金から、リスクが実現した主体に給付を行う「保険」がある。保険契約者は、保険料を支払うことを対価として、リスクが実現した際に必要となる保障（又は補償）を保険者から受けることを約することにより、経済・社会生活上の予測可能性を高めることを目的とするものと考えられる。

○ これら「リスク移転」のうち、「信用保証」については特段の業規制は設けられておらず、また、「デリバティブ取引」を業として行う者については登録の対象とされているにとどまる^(注)。これに対し、「保険」を業として行う者については免許の対象とされているとの違いが見られるが、この点についてどう考えるか。

(注) ただし、一定額以上の資本金を有する株式会社等を相手方として行う一部の店頭デリバティブ取引等については登録の対象から除かれている。

(2) 「リスク移転」分野における達成すべき利益

○ こうしたことを踏まえ、金融の「機能」としての「リスク移転」分野における達成すべき利益として金融法制が想定すべきものに関し、以下のように考えることについてどう考えるか。

(ア) 利用者の立場から見て達成すべき利益として考えられるもの

① 経済・生活上の様々なリスクに対する保障が確実に提供されること
(特に、保険などリスクを集積・分散する商品の場合)

これを達成するために、効率的なリスクの集積・分散により不確実性を軽減すること。その他、適切なリスク管理により保障を提供するための原資が確保されることや、サービス提供者が健全な業務運営を行うこと。

(注) 集団的なリスクの移転における集団構成員間の公平性や集団の健全性についても守らなければならない利益として考えられるか。

② 利用者の資産が保護されること（利用者の資産が、利用者に対する給付や利用者自身が承知した方法による運用以外の事由により毀損されないようにすること）

(注)「資産運用」の機能と併存する場合に利用者資産の保護をより加重することは考えられるか。

- ③ 利用者に対してサービスの内容・リスク等に係る情報提供等が適切に行われること
- ④ サービス提供者がサービス提供において入手する、利用者の情報が保護されること

(イ) 社会全体として達成すべき利益として考えられるもの

- ⑤ マネー・ローンダリング及びテロ資金供与を防止すること 等

- 現状、「預金受入れ」と「資金供与」を併せ行う銀行に対しては、その行う信用創造の流れが止まったり逆回転したりすると、経済活動や金融システム全体に悪影響が及ぶおそれ（システミックリスク）があることなどから、他の業態に比べ加重されたルールが課されている。

しかしながら、リーマンショックの際に、いわゆる「モノライン保険」¹やクレジット・デリバティブ取引²を行っていた保険会社の経営破綻がシステミックに連結することが懸念されたように、他の金融機関等への債務の不履行等によりいわゆるシステミックリスクの源泉となり得る。こうしたことを踏まえれば、「リスク移転」においてもシステミックな金融危機を回避し、経済活動や金融システム全体への悪影響を防止することは、上記①～⑤の利益とは区別して位置付けることも考えられるのではないか。

- ⑥ システミックな金融危機を防ぐこと

- 以上のような達成すべき利益を考えるに当たって、他に留意すべき点はあるか。例えば、保険は、サービス提供者から見れば、主目的は利用者に対する保障の提供であり、その目的を利用者にとって有利に進めるため、保険料を余資として運用している。また、特に年金保険や貯蓄型

¹ 元本が確定している金融商品（債券や証券化商品など）の元利払いを保証するような金融保証保険のことをいう。

² 社債や融資といった金銭債権に対応する信用リスクの移転を目的とするデリバティブ商品のことをいう。

の保険においては、利用者から見れば、資産運用を目的として加入している側面がある。このように、「リスク移転」の機能と「資産運用」の機能が併存するものの取扱いについてどのように考えるか。

(3) ITの進展等に伴う新たな「リスク移転」サービスの取扱い

(ア) 情報の非対称性

○ 「リスク移転」におけるサービスの内容については、サービス提供者と利用者との間に情報の非対称性が存在し得る。発生が不確実な事象を対象とすること、価格設定に当たり複雑な数理計算を伴うと考えられることなどにより、利用者がサービス内容の妥当性を判断することが困難な面があることから、利用者の属性に応じた適切な説明や当局による内容審査などにより、利用者の保護を図ってきた。

○ 一方で、これまで利用者側に情報の優位性があるとされてきたリスクに関する情報について、ITの進展等に伴い、利用者に関するデータ分析の高度化等により、リスク評価の精緻化が進む可能性がある。これにより、サービス提供者から見て利用者についての情報の非対称性が低下し、良好な健康状態の利用者や安全運転を行う利用者等の保険料が下がることなどが考えられる一方、健康状態などの条件が悪い人は保険に加入しにくくなるといった問題が生じ得る。

以上のように、同様のリスクに晒されている主体が細分化される結果、リスク移転の対価（保険料等）の水準が上がるカテゴリーの人々を中心に、充足できなくなる需要が生じる可能性があるが、こうした点についてどのように考えるか。

(イ) ITを用いた新たな保険サービス等

○ ITの進展等に伴い、サービス提供者がインターネット等を活用し、友人同士など同じリスクに対する保険に興味のある集団に対してプラットフォームを提供し、その中で利用者同士で資金を拠出し事故が生じた場合に給付を行うサービス（例：P2P保険）が発展する可能性がある。

また、ブロックチェーン技術の進展に伴い、スマートコントラクト³を

³ 執行条件と契約内容を事前に定義しておき、条件に合致した事由（保険事故）が発生した場合に契約を自動で執行して保険金を支払う仕組みなどが考えられる。

ブロックチェーン上で実装することが可能となりつつあり、このスマートコントラクトを用いて保険プロセスの効率化を図ることができる可能性が指摘されることがある。

こうした IT の進展等に伴う新たなサービスについて、どう考えるか。

その他、金融の「機能」としての「資産運用」及び「リスク移転」の役割及び達成すべき利益に関して、検討すべき点があるか。