



日本取引所グループ金融商品取引法研究会

金融資本市場を巡る最近の状況と当面の課題について

2024年3月22日（金）15:00～16:56

オンライン開催

出席者（五十音順）

飯田	秀総	東京大学大学院法学政治学研究科教授
石田	眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
梅本	剛正	甲南大学共通教育センター教授
片木	晴彦	広島大学人間社会科学研究科実務法学専攻特任教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
小出	篤	早稲田大学法学部教授
白井	正和	京都大学大学院法学研究科教授
高橋	陽一	京都大学大学院法学研究科教授
船津	浩司	同志社大学法学部教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松尾	健一	大阪大学大学院高等司法研究科教授
行澤	一人	神戸大学大学院法学研究科教授
若林	泰伸	早稲田大学大学院法務研究科教授

金融資本市場を巡る最近の状況と当面の課題について

金融庁 企画市場局 市場課長
齊 藤 将 彦

目 次

- I. 我が国の家計金融資産の現状
 - ・家計金融資産の規模・構成の各国比較
 - ・日米英の家計金融資産の推移
 - ・所得階級別・家計の株式等保有額の推移（日米比較）
 - ・若年層の投資の推移
 - II. 資産所得倍増プランについて
 - ・家計の資産形成を支える各参加者の機能の底上げ
 - ・資産所得倍増プラン（概要）
 - ・NISAの抜本的拡充・恒久化の概要
 - ・金融商品取引法等の一部を改正する法律案の概要
 - ・顧客本位の業務運営の確保
 - ・「最善利益勘案義務」に係る制度整備の全体像
 - ・「最善利益勘案義務」が法定された趣旨
 - ・金融リテラシーの向上
 - ・金融経済教育推進機構（J-FLEC）の概要
 - ・金融経済教育推進機構の事業概要
 - ・企業開示制度の見直し
 - ・その他の顧客等の利便向上・保護に係る施策
 - ・ソーシャルレンディング等に関する規定の整備
 - ・その他の顧客等の利便向上・保護に係る施策
 - ・情報通信技術の進展等の環境変化に対応するための社債、株式等の振替に関する
 - III. 資産運用立国の実現に向けて
 - ・法律等の一部を改正する法律案の概要
 - ・経済財政運営と改革の基本方針2023 新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画2023改訂版
 - ・資産運用立国について
 - ・金融審議会市場制度WG・資産運用TF報告書の概要
 - ①資産運用会社の高度化
 - ②③⑤アセットオーナー、上場企業、家計に関する取組み
 - ④成長資金の供給と運用対象の多様化
 - IV. 今国会提出法案について
 - ・金融商品取引法及び投資信託及び投資法人に関する法律の一部を改正する法律案の概要
 - ・投資運用業者の参入促進
 - ・非上場有価証券の流通活性化
 - ・非上場有価証券の電子的な取引の仲介業務（PTS）の参入要件緩和
 - V. スタートアップへの成長資金の供給活性化について
 - ・投資型クラウドファンディングの活性化
 - ・投資信託への非上場株式組入れ
 - ・上場ベンチャーファンドに係る開示基準の見直し
 - ・ベンチャーキャピタル・プリンシプルの策定
- 討論

○川口　それでは、今月の JPX 金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

本日は、金融庁企画市場局の齊藤課長から、「金融資本市場を巡る最近の状況と当面の課題について」というテーマでご報告をお願いします。よろしくお願いたします。

○齊藤　金融庁の市場課長の齊藤と申します。本日は、こうした説明をさせていただく機会をいただきまして、誠にありがとうございます。

全体の目次ですが、まず、一昨年、昨年と資産所得倍増、あるいは資産運用立国の実現に向けて取り組んできたのが、金融庁の大きな政策課題でしたので、その背景となる我が国の家計金融資産の現状について、ご案内のところも多いかと思えますけれども、ざっとご説明させていただいた後に、一昨年前に策定した「資産所得倍増プラン」、そしてそれに基づく金商法等の改正につきましてご説明させていただきます。

そして、昨年来取り組んでまいりました「資産運用立国の実現」に向けた取組みについてご説明させていただき、この資産運用立国の関係で対応策を盛り込んだ法案を先週の金曜日、3月15日に閣議決定しまして国会提出いたしましたので、その内容についてご説明し、そして最後に、スタートアップへの成長資金の供給活性化について取り組んでいることについてご説明させていただければと思います。

I. 我が国の家計金融資産の現状

・家計金融資産の規模・構成の各国比較（3頁）

左側の棒グラフ「家計金融資産規模の各国比較」はよく使われている資料ですが、日本には2,000兆円を超える家計金融資産があるということです。このグラフは2022年の年末時点までですが、ちょうど昨日公表されました資金循環統計における2023年の年末時点では2,141兆円とさらに増加している状況で、アメリカに次ぐ規模になっており

ます。

右側の「家計金融資産ポートフォリオの各国比較」を見ますと、ポートフォリオの内訳ですけれども、日本は圧倒的に「現預金」が多く53.8%、そして「株式等」が12.5%、「投資信託」が4.7%となっています。米国と比較しますと「現預金」の比率が圧倒的に多く、これをもう少し投資性の資金に振り向けていくのがよいのではないかとということです。

・日米英の家計金融資産の推移（4頁）

折れ線グラフが「家計金融資産の推移」であり、塗りつぶしている部分が「運用リターンによる家計金融資産の推移」です。ご覧いただくと、米国は家計金融資産が2002年から2022年の20年間で3.3倍になっていますが、日本は1.5倍にすぎません。これはインフレの状況なども影響しているとは思いますが、運用リターンの部分も大きな影響があり、リスク等も勘案しながら行う投資からの運用リターンというのも重要ではないかということです。

・所得階級別・家計の株式等保有額の推移（日米比較）（5頁）

続きまして、これは日証協のスライドから取ってきたものですが、我が国の場合は現預金が多く、アメリカはもっと投資性資産が多いということを言いますと、アメリカは富裕層、特に超富裕層が多く、富裕層が多いと投資性資産が多くなるだろうから、それに引っ張られているのではないかといったご指摘をいただくことがあります。それでこのスライドを用意しているところです。

折れ線グラフは金融資産全体に占める株式等の割合で、黄色の折れ線グラフは2019年ですが、0~20%、20~40%、40~60%、60~80%、80~100%と全世帯を所得ごとに5等分した所得階級別に見ますと、日本の世帯の株式等の保有割合は大体8%から12%超ぐらいの間となっています。

米国についてご覧いただきますと、確かに富裕層がかなり投資性資産を保有している状況は見てとれますが、所得の低い層を見ましても15%を超えて株式等を持っているということで、日本のあらゆる所得階層別の平均保有割合の8~12%を超えており、やはり米国における投資性資産の保有割合は多いということが言えると思います。

・若年層の投資の推移（6頁）

世代別のNISAの口座数の推移を見ますと、近年、若年層（20-30代）の口座開設が特に増加していることが分かります。年代別に株式・投資信託を保有している人の割合の推移を見ますと、20代は4年間で2.5倍、30代で2倍になっていて、他の世代と比べるとやはり増加のペースが速く、ぐっと伸びているということです。

II. 資産所得倍増プランについて

こういった状況の中で、2022年11月に策定したのが「資産所得倍増プラン」です。これは2022年の春に総理がロンドンでスピーチされたことが発端となっていて、資産所得倍増を図る施策を推進することになったということです。

・家計の資産形成を支える各参加者の機能の底上げ（8-9頁）

このスライドは、資産所得倍増に向けて内閣官房に「資産所得倍増分科会」が設けられまして、そこでの金融担当大臣からの説明資料です。この中で課題意識が整理されているところです。

「家計の安定的な資産形成を図るためには、成長の果実が家計に分配されるという「資金の好循環」を実現することが重要」ということで、真ん中の図がインベストメントチェーンですけれども、これがしっかりと循環することが重要との課題意識です。

そのための課題Iとしまして、金融事業者については、顧客本位の業務運営について、水準の統一と底上げを図っていく必要があるのではないか。

例えば販売会社については、仕組債が典型ですが、リスクが分かりにくく、コストが合理的でない可能性のある商品を十分な説明なく推奨・販売しているのではないかと。あるいはアドバイザーについては、信頼のできる中立的な助言サービス、こういったものが必要ではないかと。また、アセットオーナーについても運用の専門性が不足しているのではないかと、そういった課題意識が示されています。

また、家計についてですけれども、課題IIとしまして、金融経済教育を受ける機会が不足しているのではないかと。また、課題IIIとして、市場の機能をより発揮・向上させていくための取組みもしていく必要があるのではないかと、といった課題意識も示されています。

・資産所得倍増プラン（概要）（10-11頁）

こういった課題意識に基づきまして令和4年11月28日に「新しい資本主義実現会議」で決定したものが「資産所得倍増プラン」となります。

基本的な考え方として、「新しい資本主義」を資金の流れで見ると、家計に眠る現預金を投資につなげて、勤労所得に加えた金融資産所得を増やしていくことも重要ということです。

目標ですけれども、5年間でNISA総口座数を倍増させていく、あるいはNISAの買付額を倍増させていく、こういった目標を掲げているところです。

プランの内容としては7つの柱となっています。例えば第1の柱は、NISAの抜本的拡充や恒久化。第2の柱はiDeCoの改革、第3の柱として中立的で信頼できるアドバイスを提供する仕組みの提供、また第5の柱は金融経済教育の充実と、こういった内容が盛り込まれたプランが作られたところです。

・NISAの抜本的拡充・恒久化の概要（12頁）

これを受けて、本年から実施されていますが、NISAの抜本的拡充・恒久化が図られています。ご

案内のとおりかと思いますが、「つみたて投資枠」と「成長投資枠」という2つの枠ができ、年間投資枠はそれぞれ120万円、240万円。そして、非課税保有期間は無期限化し、非課税保有限度額は1,800万円となります。また、時価ではなくて簿価で管理すると、そういった内容が盛り込まれてスタートしたところです。

- ・金融商品取引法等の一部を改正する法律案の概要（13頁）

また、「資産所得倍増プラン」を受けまして、金商法等の改正法律案を2023年3月に国会に提出しました。昨年の通常国会では、衆議院は通ったのですが、残念ながら参議院で継続審査となりました。昨年秋の臨時国会で再び審議いただきまして、11月に法案が成立しているところです。

法案の内容としましては、大きく3つの柱となっています。

まず、「顧客本位の業務運営・金融リテラシー」ですが、「顧客本位の業務運営の確保」として、最善の利益を勘案しつつ、誠実・公正に業務を遂行すべきである旨の義務を幅広く規定するとか、説明義務について法定するといった内容、また、「金融リテラシーの向上」として、政府として資産形成を支援するための基本方針を作る、あるいは「金融経済教育推進機構」を創設するといった内容です。

また、「企業開示」として、四半期報告書を廃止するといったもの、また、その他のものとして、デジタル化の進展、あるいは投資者保護、投資者被害が生じているような事案を踏まえた対応というものを講じているところです。

詳細は、次のスライド以降で説明させていただければと思います。

- ・顧客本位の業務運営の確保（14頁）

課題のところですが、2017年3月に、「金融事業者が主体的に創意工夫を発揮し、良質な金融商品・サービスを提供することを促すため」に、

「顧客本位の業務運営に関する原則」を金融庁で策定し、7つの原則が定まっているところです。

しかし、この原則に基づいて取組みを進めてきたところですが、引き続き下で書かれているような課題意識が指摘されているほか、そもそも「原則」を採択していない、あるいは方針等を公表していないといった金融事業者も多く存在するという状況でした。このため、改正内容として、①顧客等の最善の利益を考えた業務運営を確保する最善利益勘案義務、そして誠実・公正に業務を遂行すべきとの規定を金融事業者等に共通する義務として設けたところです。

また、②顧客への情報提供の充実について、金融商品取引業者等が顧客の知識や経験等に応じて契約内容の説明を行う義務を法定しました。また、これまで書面が原則でしたけれども、デジタル・リテラシーを踏まえつつ、顧客に最も適したものとして書面とデジタルのどちらで情報提供することも可能とすると、そういった見直しが図られたところです。

- ・「最善利益勘案義務」に係る制度整備の全体像（15-16頁）

改正後の金融サービス提供法の第2条第1項に規定を設けているところです。「金融サービスの提供等に係る業務を行う者は、次項各号に掲げる業務」——これは本業です——「又はこれに付随し、若しくは関連する業務であって顧客の保護を確保することが必要と認められるものとして政令で定めるもの」——これは付随関連業務——「を行うときは、顧客等の最善の利益を勘案しつつ、顧客等に対して誠実かつ公正に、その業務を遂行しなければならない。」。

義務の主体は「金融サービスの提供等に係る業務を行う者」ということで幅広く対象にし（2条2項）、対象業務は本業+付随関連業務、そして義務の内容は、「顧客等の最善の利益を勘案しつつ、顧客等に対して誠実かつ公正に、その業務を遂行しなければならない。」といった規定を設け

たところでは。

この考え方ですけれども、金融事業者は、本来、高度の専門性と職業倫理を保持し、顧客に対して誠実・公正に義務を行い、顧客の最善の利益を図るべきということがあると思います。こうした業務運営が企業文化として定着するよう努めるべきであるということだと思いますが、今般の法定化によりまして、改めてこうした取組みの定着・底上げを図ることを示すこととしたものです。

今般の法改正において「最善利益勘案義務」、あるいは誠実公正義務ですけれども、これを金サ法に規定することに伴いまして、現行法上規定されている金商法の誠実公正義務等については削除して統合することとしております。

この「最善利益勘案義務」の対象者は、かなり幅広くなっています。金融事業者とともに年金関係としてDB、DC、その他の基金なども対象にしています（16頁）。

なお、国家公務員共済でありますとか地方公務員共済、私学共済、GPIFといったところにつきましては、現行法上、政府が実質的に運営内容を決定する仕組みがあるということを踏まえ、政府のガバナンスで関連した保護が図られることが想定されるため、規制の対象から外しているところです。

・「最善利益勘案義務」が法定された趣旨（17頁）

「最善利益勘案義務」が法定された趣旨について、もう少し補足させていただければと思います。

左側は、前中島金融庁長官がインタビューで申し上げたことです。まず、法律として規定することで一層の定着を図っていききたいという趣旨であって、中身が変わるわけではないと。また、具体的に何をすればいいのかということについては、従来どおり、各金融事業者がベストプラクティスだと思うことをやっていただくことになるということです。

この義務は抽象的な規定であり、仮に行政処分を行う際には、基本的にはもう少し具体的な事由

で処分することになるというふうに考えているところです。その意味で、具体的な行為規制に係る一般的・包括的な規制というものであり、具体的な行為規制を補完する機能を持っているのではないかと考えているところです。

ただし、業務運営の対応を総合的に見まして、顧客本位ではない、著しく不適切かつ悪質な業務運営が行われた結果、顧客にふさわしい商品の提案を行っていないといった場合には、この規定を根拠に行政上の対応をすることはあり得ると思っています。また、場合によっては、今後の民事裁判への影響もあり得るのではないかと考えています。今回の法律の考え方が今後いろいろな解釈の中で使われていくことをむしろ期待させていただいているところです。

なお、「顧客の最善の利益を勘案することが現在の金商法の誠実公正義務に含まれるか否か」については、金融庁の内部でもかなり議論があったところです。これは明確ではないということで、これを明確にする趣旨で規定したものと整理しているところです。

・金融リテラシーの向上（18頁）

課題意識としましては、金融経済教育を受けたと認識している人は非常に少ない（約7%）ことや、今までいろいろな団体がばらばらにやってきていて連携が図られていないといった点などが指摘されていることを踏まえたものです。

対応としまして、①資産形成の支援に関する施策を総合的に推進するための「基本方針」を策定すること。これは内閣として閣議決定することになっていまして、2024年3月15日に閣議決定されました。また、②「金融経済教育推進機構」の創設、③資産形成支援のための国と地方公共団体・事業者の協力・連携、こういった内容が盛り込まれているところです。

なお、こういった規定を設けるに当たりまして、「金融サービスの提供に関する法律」という法律名自体も、「金融サービスの提供及び利用環境の

整備等に関する法律」に改称されているところです。

- ・金融経済教育推進機構（J-FLEC）の概要（19-20 頁）

金融経済教育推進機構は「J-FLEC（Japan Financial Literacy and Education Corporation）」という呼び方をすることになっていまして、2024年4月に設立し、8月に本格稼働させていく予定となっています。

職員数は70名規模で、予算については約20億円。政府（金融庁）の機能、あるいは民間団体（全銀協、日証協、投信協等）、金融広報中央委員会（事務局：日本銀行）の機能を移管させて、認可法人として機構を運営していくといった内容になっています。

- ・金融経済教育推進機構の事業概要（20 頁）

この機構の事業内容としましては、「学びの場」づくりとしての講師の派遣事業や、イベント・セミナー事業、個別相談。また、認定アドバイザー事業として、特定の金融事業者・金融商品に偏らないアドバイスを行うアドバイザーを認定・公表・支援する、こういった取組みをしていくことになっています。

- ・企業開示制度の見直し（21 頁）

法定の四半期報告の廃止という内容が盛り込まれています。課題意識としましては、企業経営や投資家の投資判断においてサステナビリティを重視する動きが見られる中で、非財務情報の重要性が増大している。また、金商法の四半期報告書と取引所規則の四半期決算短信には重複が見られ、コスト削減・効率化の観点から見直すべきという指摘があることから、対応として、人的資本を含むサステナビリティ情報等の開示の充実と併せて、金商法上の四半期報告書を廃止するという事です。

対応の①の下にある（注1）ですが、取引所の

四半期決算短信について将来的にどうするのかということがあります。今後、適時開示の充実の状況等を見ながら、この四半期決算短信の任意化については継続的に検討していくことになっているところです。

- ・その他の顧客等の利便向上・保護に係る施策（22 頁）

まず、ソーシャルレンディングに関する規定の整備ですが、最近、不適切な問題事案が認められたため、規制を強化する内容を盛り込んでいます。これはまた後ほどご説明します。

右側の方は、トークン化される不動産特定共同事業契約に基づく権利への対応ですが、不動産特定共同事業契約に基づく権利がトークン化された場合は流通性が高まるということで、金商法の販売勧誘規制を適用するといった内容を盛り込んでいます。

- ・ソーシャルレンディング等に関する規定の整備（23-24 頁）

現行法上、投資家から匿名組合出資等でファンド事業者が出資を受けたものを企業等に貸し付けることは、これは有価証券で運用するものではないので、運用業の規制はかかっていません。このため、運用業に適用されているような情報提供義務といったものもありません。

また、電子募集に関する規制は、やや込み入っていまして、インターネットを用いて募集等の取り扱いをする業務については重要情報のインターネット上の公表義務等がかかっているわけですが、こういった電子募集取扱業務に関する規制でありますとか、電子申込型電子募集取扱業務、つまり、投資家からの申し込みまでインターネットで完結するような業務についての業務管理体制の整備義務等といったものについては、自己募集等には適用されていない現状がありました。

貸付型ファンドは自己募集型が多く、自己募集形態には規制はかかっていませんし、また、そも

そもソーシャルレンディングについては、募集の取扱いの場合も規制がかかっていないということで、規制が全くかかっていないという状況でした。

そうした中で、問題事例として、虚偽表示や誤解を生じせしめるような表示による取得勧誘が行われたため、金融庁として行政処分を行ったところではあります。

これを踏まえた対応として、運用行為に関する規制ですが、ソーシャルレンディングのような貸付けを行う事業のファンドについて、登録申請書の記載事項を追加し、まず行政としてきちっと把握することとしています。そして、出資対象事業の状況に係る情報提供が契約で確保されていない場合には募集をしてはいけないこととし、運用報告がなされることを間接的に確保する規定を設けたところではあります。

また、電子募集に関する規制としまして、前述のように、自己募集もかかっていないし、募集の取扱いも規制がかかっていない状況については、きちっと規制がかかるような形で手当てをすることとしています。

・その他の顧客等の利便向上・保護に係る施策 (25 頁)

その他、インターネットの活用が進んでいることを踏まえた対応、また、審判手続のデジタル化、そういった対応を盛り込んでいます。

・情報通信技術の進展等の環境変化に対応するための社債、株式等の振替に関する法律等の一部を改正する法律案の概要 (26 頁)

また、2023 年 11 月に成立した法律は、金商法だけではなく、振替法の改正も行っています。例えば、デジタル化していない日銀出資証券のデジタル化、登録簿をインターネットで公表する、また、スタートアップ企業の上場日程の期間短縮を図るため、技術的なところではありますけれども、少し短縮できるような方策を講じると、そういった内容を盛り込んだところではあります。

III. 資産運用立国の実現に向けて

資産運用立国の実現に向けて、昨年取り組んできた内容について説明させていただければと思います。

・経済財政運営と改革の基本方針 2023

新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2023 改訂版 (28 頁)

これもまた岸田総理のイニシアチブですけれども、資産運用立国を目指すことが政策課題として持ち上がり、上側が「骨太の方針 2023」(2023 年 6 月 16 日)、また下側が同日に閣議決定された「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2023 改訂版」です。両方において資産運用立国を目指すこととし、政策プランを年内に策定することが盛り込まれました。

・資産運用立国について (29 頁)

そして、2023 年 12 月に「資産運用立国実現プラン」が取りまとめられました。

考え方としましては、「資産所得倍増プラン」とかなり近接しているものですが、図のようなインベストメントチェーンをしっかりと回すということです。2022 年 11 月の①資産所得倍増プランにおいては、家計について NISA を抜本的に拡充するとか、金融経済教育推進機構をつくる、また、販売会社向けに顧客本位の業務運営の確保の観点から法案を提出すると、そういった対応を行っているところではあります。

そこで足りていない部分が、③資産運用業・アセットオーナーシップ改革であり、資産運用業の高度化やアセットオーナーの機能強化を図っていくことによりフォーカスした内容となっています。

・金融審議会市場制度 WG・資産運用 TF 報告書の概要 (2023 年 12 月 12 日公表) (30 頁)

この資産運用立国実現プランの策定に当たりましては、金融審議会の方でもご議論いただき、金

融制度に関連する対応については、こちらで議論したものをプランの中に盛り込んでいく形にしたところでは、

左側にインベストメントチェーンの図がありますが、それぞれのプレーヤーに対応した内容として、①から⑤までを盛り込んでおり、次のページ以降で若干補足させていただきます。

①資産運用会社の高度化（⇒家計を含む投資家へのリターンの向上、投資先の企業価値の向上）

(31 頁)

①a 大手金融グループにおける運用力向上・ガバナンス改善・体制強化。

我が国の資産運用会社は、大手金融グループに所属するところが圧倒的に多いということで、それぞれのグループにおいて運用力を高める等のプランの策定・公表をしていただく。

①b プロダクトガバナンスの確保

運用会社のプロダクトガバナンスに対する体制でありますとか、商品組成時にしっかりとリスク等を勘案し、想定顧客属性を特定する、また、商品組成後にもモニタリングをしっかりとる、情報開示もする、そういった課題に対応したプロダクトガバナンスに関する原則を策定すべきであるとされています。これは、顧客本位の業務運営に関する原則に付け足していくイメージを持っているところでは、

①c 投資信託に関する日本独自の慣行の見直し

基準価額の運用会社と信託銀行の二重計算、これがコスト増の要因になっているため見直すべきではないか。また、基準価額の計算過誤の訂正に係るマテリアリティポリシーについてより周知していくべきではないかといった内容が盛り込まれているところでは、

①d 投資運用業の参入要件の緩和（ミドル・バックオフィス業務の委託等）

これは法案化されているものですので、後ほど説明させていただきます。

①e 新興運用業者促進プログラム（日本版 EMP :

Emerging Managers Program)

運用業の活性化のためには、競争の促進が重要であり、そのためには新興の運用業者にどんどん入ってきてもらいたいわけですが、そのための課題の一つとして、なかなかシードマネーが調達しづらいといった指摘があります。このシードマネーの供給をより円滑にするために、こうしたプログラムが盛り込まれています。金融機関・アセットオーナーによる優れた新興運用業者の発掘・運用委託を後押しする、そういった内容です。

②③⑤アセットオーナー、上場企業、家計に関する取組み

②アセットオーナーに対する金融機関の取組み（⇒顧客等の最善利益の確保）（32 頁）

アセットオーナー自体については、金融審議会の射程から外れてくるところもありますので、アセットオーナーに対する金融機関の取組みという観点から提言をいただいているものです。例えば、資産運用会社等は、顧客であるアセットオーナーや最終受益者である家計の最善の利益を図るための運用を行うべきであるとか、企業型確定拠出年金（DC）の運営管理機関は適切な商品の選定・提示や情報提供をしっかりと行うべきであるとか、当局はモニタリングをしっかりとやるべきであると、そういった内容です。

③スチュワードシップ・コード活動の実質化（⇒日本企業・日本市場の魅力向上）（32 頁）

資産運用立国というのは、運用業・アセットオーナーの活性化、競争の促進ということだけではなく、そこから運用のお金が流れる先の日本企業の魅力向上にも取り組むべきであり、そうした観点からの取組みも盛り込まれているところでは、協働エンゲージメントの積極的な活用でありますとか、そのために大量保有報告制度の見直し、これは法案の中で盛り込まれているものですが、こうした対応が盛り込まれているところでは、

⑤家計の投資環境の改善（⇒金融リテラシーの向上、貯蓄から投資への推進）（32 頁）

金融経済教育推進機構を中心とした金融経済教育の推進、また、より投資しやすい環境をつくっていくため、累積投資契約のクレジットカード決済上限額の引上げと、こういった内容が盛り込まれています。

④成長資金の供給と運用対象の多様化（⇒スタートアップの活性化、収益拡大の拡充）（33 頁）

お金の流れ先としてのスタートアップの活性化を図っていく必要があるとの観点から、ご覧のようないろいろな対応を盛り込んでいます。これはまた後ほど説明させていただきます。

IV. 今国会提出法案について

・金融商品取引法及び投資信託及び投資法人に関する法律の一部を改正する法律案の概要（35 頁）

先週の金曜日（2024 年 3 月 15 日）に国会に提出した法案についてご説明させていただきます。

内容としましては大きく 3 つありまして、資産運用の高度化・多様化のため、投資運用業の参入促進を図り、また、非上場有価証券の流通活性化を図るための施策といったもの。そして、大量保有報告制度の対象明確化に関する施策、及び、公開買付制度の見直しに関する施策でございます。

公開買付制度につきましては、また別途、金商法研究会でご議論されると伺っておりますので、今回は説明を割愛させていただければと思います。

・投資運用業者の参入促進（37 頁）

左側の投資運用業のところですが、具体的な課題意識としましては、運用業参入に当たっては運用業の登録が必要ですが、この登録を得るためには、運用が非常に得意だとしても、ミドル・バックオフィス業務の体制もしっかり整えないと登録できないので、その人材を確保する負担が大きい、そういった声があります。このため、より起業しやすくするために、ミドル・バックオ

フィス業務の委託に関する制度を整備すると、そういった内容です。

改正事項としては、投資運用業者からミドル・バックオフィス業務——法令遵守とか計理等ですが——を受託する事業者の任意の登録制度を創設することとしています。そして、この任意の登録を受けた業者に対して行為規制（善管注意義務等）を適用し、当局もモニタリングしていくということとしています（改正金商法第 66 条の 71 等）。

そして、その登録を受けた業者に業務をアウトソース・委託した場合には投資運用業の登録要件を緩和するという事で、人的な体制の整備を緩和する、法令遵守でありますとか計理のところへの人の張り方について少し緩和することができる、そういった内容です（改正金商法第 29 条の 4 第 1 項第 1 号の 2 等）。

また、投資運用業者が金銭等の預託を受けない場合には、資本金要件を引き下げるといことも政令改正でしたいと思っております、そのために投資運用業の登録時に預託を受けるかどうかということの記載を義務付ける内容を盛り込んでいます（改正金商法第 29 条の 2 第 1 項第 5 号の 2）。

右側ですけれども、欧米では、ファンド運営会社を中心となって、実際の運用については委託していくことが一般的と承知しており、日本においても、ファンドの運営機能（企画・立案）に特化することを可能にしようということです。現行ですと、運用権限の全部委託が禁止されていますので、これを可能にすると、そういった内容です。

改正事項ですけれども、投資運用業者がファンドの運営機能（企画・立案）に特化して様々な運用業者へ運用（投資実行）を委託できるように、運用（投資実行）権限の全部委託を可能とすると。ただし、この運用（投資実行）の運用権限を委託する場合には、委託元（ファンドの企画・立案をする投資運用業者）が運用の対象や方針をきちっと決定して、委託先を管理することを義務付けると、こういった内容を盛り込んでいます。

こちら（38頁）は、前述のEMPについての資料ですので、ご参考にしていただければ幸いです。

・非上場有価証券の流通活性化（41頁）

非上場有価証券の流通活性化に関する施策として、非上場有価証券の仲介業務の参入要件を緩和する施策を盛り込んでいます。

課題としましては、現状、非上場株式の売却はかなり限定的となっておりまして、仲介業者は特にないので、自分たちで買い手や売り手を見つけなければならず、なかなか容易ではありません。換金のために小粒上場をさせることにより、VCなどがエグジットしていくため、その後の成長の停滞の原因になっているとの指摘もあるところです。そのために、仲介を行う金商業者が参入しやすくなるように規制緩和を行う内容です。

改正事項として2つありまして、まず、④非上場有価証券の仲介業者の登録要件を緩和するものです。プロ投資家（特定投資家）を対象として、非上場有価証券の仲介業務に特化し、原則として有価証券や金銭の預託を受けない場合には、第一種金融商品取引業の登録要件等を緩和するといった内容です。例えば、資本金要件を引き下げる、あるいは自己資本規制比率を外すと、そういった内容です。

注2ですけれども、換金ニーズに応えるために、一般投資家による売却も可能にする、また注3ですけれども、これは非上場有価証券の流通の話とは少し離れますが、外国の投資信託等を日本のプロ投資家に仲介する場合も同じように緩和の対象にすると、こういった内容になっているところです。

また、⑤非上場有価証券の電子的な取引の仲介業務（PTS）の参入要件の緩和も図ることとしています。現状、非上場有価証券の仲介を電子的にやろうとする場合にはPTSの業務に該当し得ることとなります。このPTSの対象になってしまいますと、第一種金商業の登録に加えてPTSの認可が

必要になりますので、追加的な資本金要件が課されたり、厳格なシステム要件が適用されることとなります。

この現状の認可制は、上場株について頻繁に売買するような取引を念頭に置き、厳しい規制内容となっているものでありますので、非上場有価証券のそれほど頻度高く売買されないものについては、認可を必要とせず、第一種金商業の登録で運営可能とするという内容としています。そして、追加的な資本金要件を課さないこととするともに、厳しいシステム要件等も緩和することとしているところです。

ただ、注4にありますように、取引の場を提供するので、取引の管理等に関する必要な規制は適用するという事です。

・非上場有価証券の電子的な取引の仲介業務（PTS）の参入要件緩和（44頁）

PTSの参入要件緩和に関する整理を行っている表です。

現状、取引の場の開設についてですが、免許制の下で取引所有価証券市場があります。また、これは今実際にはありませんが、認可制で店頭有価証券市場というものが開設できることになっています。また、金商業の一部としては、認可制の下でPTSがありますが、取引所類似のものと店頭取引類似のものとの、流通性の高低によりミシン目が入ってくるということかと考えております。この点、「取引所類似の取引が行われる場ではないが、電子的なマッチングを行うことで、PTSに該当し得る」ものについては、認可を要しない形で緩和するという事です。

このため、講学上の金融商品市場の考え方については、例えば認可制以上のものが該当するという考え方の整理も一つあり得ることになってくるのではないかとこのように考えているところです。

V. スタートアップへの成長資金の供給活性化について

これは資産運用立国実現プランの検討の中で議論し、金融審の報告の中で提言いただいているものです。必ずしも法改正ではなくて、下位法令等、あるいは業界の自主規制の改正等で対応していく内容となっています。

・投資型クラウドファンディングの活性化（46頁）

現行では、投資家については、1名当たりの投資額は年間50万円となっています。特定投資家には上限はありませんが、そうでない限りは年間50万円以下です。また、お金の受け手である企業については、発行価額の総額は1億円未満となっているところです。

これらについて、ニーズもあることから、もう少し緩和するといった内容が金融審の提言に盛り込まれています。投資家につきましては、一律の50万円というよりは、投資家の年収や純資産、これに応じたものとして投資上限を定めてはどうかということ。また、企業については、発行価額の総額を1億円から5億円未満に引き上げるということ。そして、1億円を超える場合は開示規制の対象になってくるわけですが、1億円以上（1億円から5億円）の開示については、開示様式を簡素化する、そういった対応も併せてやっていくことで使い勝手のいいものにしていきたいということです。

また、ちょっと細かい内容ですけれども、クラウドファンディングはネットでやりとりする、電子的にやりとりする前提でのものですので、対面で勧誘したり音声通話で勧誘することはできないことになっているわけですが、投資家からすると、商品説明をもっとしてもらいたい場合に、それもだめというのは、より適切な商品の理解ということを阻害しているのではないかという声もありますので、投資家からの要請がある場合に限り、音声通話による商品説明を可能とすると、そういった内容も盛り込まれているところです。

・投資信託への非上場株式組入れ（47頁）

我が国の投信法などの法令上は、非上場株式を組み入れることは禁止されていませんが、これまでは、非上場株式の評価方法でありますとか組入れ比率のあり方が明確になっていないことから、事実上、非上場株式の組入れは行われてきませんでした。これにつきましては、スタートアップへの資金調達を円滑にしていくという観点から、投信協におかれまして枠組みが検討されたところです。

そして、先月、2024年2月に自主規制が改正されています。(1)非上場株式の組入比率が15%以下に制限された投資信託、これは原則としてよいであろうと。また、流動性の低い資産に運用対象を絞る、特化したような商品設計についても、解約制限など流動性確保のため措置が適切に講じられている場合にはいいのではないかということ。また、(2)非上場株式の評価については、組み入れられた非上場株式を公正価値測定を用いて時価評価すると、こういった内容が自主規制の改正で盛り込まれたところです。

・上場ベンチャーファンドに係る開示基準の見直し（48頁）

東京証券取引所におかれましては、ベンチャーファンド市場が設けられています。これは大証時代の2001年12月に開設されまして、2銘柄上場されましたが、あまりうまくいかずに、10年以上前に上場廃止されました。その後は、市場はある状態ですが、上場ファンドはないといった状況が続いているところです。

ベンチャーファンドが上場されていくことは、スタートアップへの新たな資金供給スキームが確立することに資するだろう、また、個人投資家に非上場企業への投資機会を提供する、そういった観点からも有用だということで、もう少し使い勝手のよいものにするための取組みをしているところです。

上場ベンチャーファンドの情報開示につきましては、法定の開示に加えまして、東証の自主規制

で、有価証券上場規定等において開示内容が規定されているところです。これを、上場企業とは異なる非上場企業の状況に適した情報開示の在り方も踏まえまして、情報開示の内容や頻度について検討がなされているところであり、本年3月末頃に改正をする予定となっています。

具体的には、現行では、例えば月次で運用資産の状況等を開示することになっているところですが、非上場企業ですので、そんなに頻繁に状況が変わるものではないということもありまして、四半期に1回にする。また、ベンチャー企業等については、PL事項は事業の状況が透けて見えるため、明らかになることは避けたいということがあります。このため、PL事項は除いて、BS事項について、これも四半期に1回の開示でいいと。また、純資産価額についても、週次ではなくて、四半期に1回と、こういった内容の改正をする方向になっているところです。

・ベンチャーキャピタル・プリンシプルの策定
(49頁)

もう一つ、ベンチャーキャピタルの関係で取組みを進めることになっています。運用の対象としてのスタートアップによりお金が流れていくうえで、ベンチャーキャピタルが果たす役割は大きいというふうに認識しています。このベンチャーキャピタルに対して機関投資家からのお金がしっかりと供給されるような流れを進めるうえで、まだベンチャーキャピタルについては様々な課題があることが指摘されています。そういった課題に対応しベンチャーキャピタル業界の発展を後押しするためにプリンシプルをつくるべきとの内容です。

まず、機関投資家に対しましては、アセットオーナー・プリンシプルを作ることになっています。これは内閣官房で検討しているところですが、受益者に適切な運用の成果をもたらすよう、アセットオーナーに求められる役割を明確化したプリンシプルを策定するものであり、しっかりとした体制を作り、運用機関・運用会社を選別してモニタ

リングをする、情報開示もする。こういったプリンシプルを作っていくことによって、より質の高い運用が行われるように後押ししていくものです。そして、そのお金の流れる先としてのベンチャーキャピタルについて、広く機関投資家からLP出資の獲得を目指すベンチャーキャピタルへの期待を示すものとしてプリンシプルを作っていくということです。

指摘されている課題は様々ありますが、例えば情報提供については、公正価値、時価ではない評価が実施されているといったこと、また、その開示の頻度も、四半期が望ましいところですが、もっと間隔の開いた開示がなされているといったこと。ガバナンスについては、利益相反に関する指摘として、複数ファンドですとか他事業運営といった兼業に関する課題等があります。また、投資先支援に関し、グローバルなVCの投資契約からすると、日本独自の投資条件が定まっておき、例えば上場を実質的な投資の与件として設定しているといったことが小粒上場につながっていると、そういった指摘もあります。

したがって、こういった課題に対応したプリンシプルを作り、ベンチャーキャピタルの後押しをしていくべきとの提言としていただいているところです。

そろそろ時間になりましたので、私からの説明は以上にさせていただきますと思います。

~~~~~

【討 論】

○川口 最近の市場行政の動きについて広範にかつ詳細にご報告をいただきまして、ありがとうございました。

それでは、どこからでも結構ですので、ご質問、ご意見をお寄せいただければ幸いです。よろしくお願いたします。

【運用業者が運用権限を全部委託した際の責任所

在】

○小出 いずれも非常に興味深いので、本当は全て質問したいのですが、2点に絞って質問をさせていただければと思います。

まず1点目は、投資運用業者の参入促進というところについて、不勉強なので教えていただきたいのですが、37ページの、運用権限の全部委託を可能にするという改正が今回なされるという話です。私の理解ですと、今、投信法上、運用権限の一部委託をした場合、資産運用会社自身も責任を負うし、委託を受けた者も責任を負うというようなルールになっていたかと思います。この規定は、運用権限を全部委託した場合についても変わらないのかというのが私の質問です。

条文を見ればいいのですが、なぜお聞きするのかといいますと、同じように権限を委ねているという側面で、信託業法なんかですと、いわゆる自己執行義務みたいな話がありまして、信託業務を委託した場合、委託した信託会社というのは非常に重い責任を負い得る。委託先の選任について相当の注意をし、かつ委託先による損害の発生防止に努めたとき、つまりきちんと監督をしていれば責任を負わないというただし書はありますけれども、この辺は解釈の余地がありますけれども、無過失責任に近い責任を負うというような見解もあるというところだったかと思います。

これとの対比で、今回、資産運用会社において一番の肝であるところの運用というものを全て委託した場合について、その委託をした資産運用会社は引き続きその責任を負うことになるのか、それともならないのかというあたりをどのように整理されているのかについて教えていただければと思います。

ファンドオーナーからすると、ある資産運用会社に対して運用を委託したのだけれども、それを別の会社に再委託していますということになると、それはもしかしたら本来のファンドオーナーの委託の趣旨とずれるということもあるかもしれないというふうに思ったものですから、そのあたりの

整理について、まず教えていただければと思います。

○齊藤 立法化に当たりましては、自己執行義務との関係をどう考えるのかということが内部でも議論になりました。今全部委託できないということは自己執行義務の表れではないかということで、それを全部委託することにしていいのかということが議論としてありました。

全部委託するとしても、このファンドの運営機能の肝となる、どういったアセットクラスにどういった戦略で投資していくのかといった企画・立案部分については、引き続き自分でやることしつつ、そのうえで個別の投資実行については全部委託できると、そういった形にしているところです。

そして、ご質問いただきました全部委託した場合の責任の所在ですけれども、そこはあくまで委託元である運用業者が、顧客との間での責任は引き続き負う形になろうかと思っています。その辺の責任の分担関係については、特に変えているのではなく、引き続き委託元である運用業者が負っていくということになろうかと思っています。

また、投資者も知らないうちに委託されるということではなくて、投信などであれば、委託するような場合は、投信約款の中で委託先も書くことになっていると理解していますので、投資者の不意打ちにもならないのではないかというふうに思っているところです。

○小出 投信法 204 条というのは、「任務を怠ったことにより」という任務懈怠責任になっているので、任務を怠っていなければ責任を負わないという形になっているのだと思うのです。そうすると、運用を全部委託した場合については、委託先はちゃんと選びました、しかも、まさかそんなミスをするとは思いませんでしたということが立証できれば、委託をした資産運用会社は、任務懈怠はなかったということで責任を免れる余地が一応法的にはあり得る。その意味では、信託業法における規律とは、違うような感じがしたものです。

からお聞きしたのですが、それがおかしいと言うつもりは全くありませんで、それも一つの考え方かなというふうに思います。

信託業者と同じな議論はなされたということは、非常によく分かりました。どうもありがとうございます。

#### 【非上場株式取引プラットフォームの意義】

○小出 もう一点は、また全然違う話でして、40ページの「非上場株式に関する現状と課題」というところで、小粒上場が日本で問題になっているということは、私も最近いろいろなところで聞いていたので、なるほどなというふうに思っていました。それに対しての処方箋として、非上場株式専用のマーケットみたいなプラットフォームを作るというようなことが今回提案されているというふうに伺いました。

これはちょっとピントが外れているかもしれませんが、小粒上場の問題というのは、JPXの研究会でこういうことを言うのはどうかと思いますが、要するに上場基準が緩くて小粒でも上場できてしまうので、そこで投資家がとっとと売却して現金化してしまっ、それ以降は投資先企業がどうなるかと知りませんということになって、投資先企業がその後成長しないという話だとすると、結局、まだ非上場のうちに、投資家が、非上場株式専用マーケットでそれをキャッシュにして逃げることができるようになると、ますますそこで成長が止まってしまうということが起こりかねないような感じがしています。そうすると、こういう言い方は適切でないかもしれませんが、ある意味では、むしろ大きく成長するまではキャッシュにできませんという制度に変えた方が会社が大きく伸びていくのではないかと思ったわけです。

この辺について、小粒上場の問題との関係で、非上場株式取引プラットフォームがあった方がいいということの説明をもう少し教えていただければと思います。

○齊藤 非上場株式の流通市場があることで何

か全てが解決するようなものではないと思っております。

小粒上場について、ご指摘のように、そもそも上場基準をもっと引き上げればいいのではないかと、そういったご議論も一方であるのは承知しております。やはり現状ですぐ引き上げてしまうと、ベンチャーキャピタルからすると、今の上場基準の下でエグジットすることを目指してやっている中で、急に引き上がってしまいますと、出口がなくなってしまうという問題もありますし、さらには、上場するハードルが高くなってしまくと、そもそもそこまでの企業価値の向上が望めないような企業については、VCのお金を出す対象から漏れてしまうという、それはそれでちょっと問題が出てくると思っております。

ですので、一つには、こういった上場以外の換金の仕方・場として非上場の流通市場があれば、場合によってはそこで売れるようなこともやりやすくなるのではないかとあります。また、例えば経済産業省でやられているような、もっとM&Aを推進するというスタートアップ・イノベーション促進税制といったものもあります。日本は圧倒的にスタートアップの出口が上場に偏っている一方で、むしろアメリカですとM&Aの方が多いということもありますので、そういった出口の多様化を図る中での一つの方策として、こういうものもあるのではないかと。そうした様々な出口が備わってくれば、それと併せて上場基準の引き上げについても、これは視野に入ってくるかもしれないというふうに思っているところでございます。

○小出 大変よく分かりました。どうもありがとうございました。

#### 【認定アドバイザー事業に関する再整理】

○梅本 本日は勉強になりました。ありがとうございました。

私からは、1点コメントと2点質問をさせていただきます。

コメントにつきましては、さほど大きな問題ではないのですが、スライドの 32 ページ、資産運用立国のアセットオーナーの役割というところで、企業型確定拠出年金についての対応というものは書いてありますが、世間では確定給付型年金についても、運用の効率化などが議論されているようです。しかし、確定給付型年金制度となると厚生労働省の管轄になり、金融庁の管轄ではないので本日のテーマには入らないけれども、資産運用立国という括りで見ると同じく重要なことなのでしょう。これが、瑣末な話ですけれども、コメントです。

質問の 1 つ目についてですが、スライド 20 ページの「認定アドバイザー事業」に関してです。最初、私は、認定アドバイザーというのは、中立的なアドバイザーで金融機関のバイアスのかかったような助言ではない、お金に関する良質の助言を一般の人たちに提供してくれる専門家と理解していました。最近も新 NISA を契機に多くの方々が投資を始めたりしていますけれども、そういう投資初心者などが気軽に助言を受けることができる制度なのかなと思っていたのですが、最近はだんだん金融教育の方に引っ張られているというか、金融教育の活動が主たる職務内容のような位置付けになってきているようです。

モデルとしたイギリスの制度が必ずしもうまくいっていない状況を踏まえると、この事業そのものがなかなか難しいというのは理解しているのですが、とりあえず職場における研修、先ほどの確定拠出型年金の職場における金融教育、というあたりの活動を念頭に置いていらっしゃるのかなと個人的にみているのですが、この制度の運用はどういう方向で考えていらっしゃるのでしょうか。

○齊藤 認定アドバイザーにつきましては、金融経済教育推進機構を立ち上げていくに当たって、やはり投資教育だけではなくて、もっと幅広い観点からの金融経済教育というものをしていく必要があるのではないか、そこは年金も含めてという

ことですが、そういったご指摘も多くあったので、先ほど申し上げた政府の基本方針で投資に偏らないような形で記載をさせていただいているところです。

そのうえで、認定アドバイザーの事業としてですけれども、そこは投資ということにとどまらない、いろいろな金融関連のアドバイスをできるようにしていく方向であると思っております。

特定の金融事業者や金融商品に偏らないことが重要ですので、認定アドバイザーの認定に当たっては、金融機関などから手数料を受ける、そういったことがないような人たちを対象に認定していくということです。ただし、このアドバイザー側もしっかりと生計が成り立つようなものにならないと根付かないのではないかと問題意識は持っているところです。

そのため、イベント・セミナーをやるとか、あるいは個別相談事業とか、いろいろな場面でアドバイザーの人たちに活躍していただくことがよいと思っております。具体的にどうやって認定アドバイザー事業を持続可能なものにしていくかという点は、金融経済教育推進機構が立ち上がった後に、機構で主体的に検討いただきつつ、金融庁とも相談しながら進めていくということかと思いません。

投資のアドバイスだけではなくて、もう少し幅を持たせた形でうまく事業として成り立たせていくということは、いろいろハードルの高い面はあるかと思いますが、工夫しながらやっていくことになろうかと思っております。

#### 【非上場有価証券のみを扱う PTS と株主コミュニティ制度の差異並びに日証協規則の適用】

○梅本 ありがとうございます。2 つ目の質問ですが、これは私の頭の整理がついていないので、ご教授いただければ有難いというものです。44 ページの非上場株式の流動性確保というところで、認可の不要な PTS 業務として位置付けるというお話との関係で、従来から、非上場株式の流動性と



いう点では株主コミュニティ制度がございました。株主コミュニティについても、株式投資型クラウドファンディングの株式の流動性を高めるものとして、日証協を中心に制度設計されたもので、これも非上場有価証券の仲介業務に当たるのかと思うのですが、この両者の関係が私はいま一つ分かりません。この改正がなされますと、株主コミュニティについても規制の上乗せというものが仲介業者にかかってくるのか否か。

それからまた、非上場株式の場合は、日証協の投資勧誘の規制があったかと思うのですが、これは依然として制約としてかかってくるのかどうか。

私はこの相互の関係がいま一つ頭の中で整理されていないので、ご教授いただければと思います。

○齊藤 株主コミュニティにつきましても、電子的にマッチングさせるようなことをやるのであれば、現行でも PTS の定義に該当し得るものと思っております。今やっているところはないと思いますけれども。これが、今回の法改正が仮に実現しますと、今の第一種金商業の登録制の中で、株主コミュニティをやり、かつ PTS のような電子的にマッチングさせることもできるということになってくるというふうに理解しております。

そして、日証協の投資勧誘の規制ですが、これは引き続き制約はかかるということです。ですので、日証協の自主規制の中では、非上場有価証券について、一般投資家への勧誘は原則できないことになっておりますので、その制限の中で運用されていくということになるかと思っております。

例えば、ベンチャー企業に投資している VC がその持っている株を売ろうとした場合に、証券会社が仲介しようとする、勧誘は一般投資家にはできず、今の日証協のルールですと、デューデリジェンス可能な法人特定投資家の範囲でしか基本的にはできないということになってこようかと思っております。そういった制限は引き続きかかってくるということかと思っております。

ただ、全体として非上場有価証券の流動性を高

めるための政策ですので、投資者保護に支障のない範囲で、さらに日証協の自主規制を緩められるところはないかということにつきましては、日証協と議論していきたいと思っております。

○梅本 どうもありがとうございました。よく分かりました。

**【金融サービスの提供に関する法律における顧客の最善利益配慮義務】**

○行澤 本日はどうもありがとうございました。私は、金サ法によって顧客の誠実公正・最善利益義務というのが横断的に制定されたことについて質問したいと思います。

まず前提として、かつてのソフトローとしての7つの原則がプリンシプルとして規定されていたと思うのですが、そのうちの一般的原則規定として位置づけられるべき誠実公正・最善利益義務が法定化されることによって、基本的には全体がソフトローではないという理解になるのだろうと思うのです。むしろ7つの原則・プリンシプルというのは、金サ法上の顧客の最善利益配慮義務というものをどういうふうに解釈していくかのがかりとなるのではないかなという気がしています。

もしそういう見方が正しいとすると、もちろん幅はあるのですが、仮に従来の7つのプリンシプルに反するような一定の行動に対しては、もはやソフトロー違反ではなくて、法律違反にもなりうる行為だということになるだろうと。そうすると、例えば WG の提言等でも触れておられたかと思うのですが、ソフトローとして非常に奨励されていた重要情報提供シートというものの位置付けもそのように考えられるべきだと思うのです。そうすると仮に重要情報提供シートを準備して提供している会社もあれば、そうでない金融事業会社もあるといったときに、後者にあっては、場合によっては、金サ法上の誠実公正・最善利益義務に反すると解釈することも可能になると思うのですが、この点についてまずお聞かせください。

○齊藤 顧客本位の業務運営の原則との関係ですが、今、7つの原則が定まっております、顧客の最善の利益を図るべしというのは、たしか第2の原則で入っているものだと思います。その部分につきましては、法定化されましたので、今後は法律に基づく規制ともなりますけれども、顧客本位の業務運営の取組みについては引き続きソフトローの中で推進していくこととなりますので、ご指摘の重要情報シートについては、引き続きソフトローの中でやっていると、そういったものになってこようかと思っております。

○行澤 7つのプリンシプルの捉え方として、確かに、顧客の最善利益というのは狭い意味では7つのうちの第2番目に規定されているにすぎない。けれども、考えてみたら、プリンシプル全体の総則的な、全体の考え方を総括的に捉えたものが顧客の最善利益義務というものだったと言えると思うのです。そうすると、他のプリンシプルは直接顧客の最善利益義務の内容とはならないから、引き続きソフトローで、第2番目のプリンシプルだけが法定化されたというのは、ちょっと不自然なような気がするのですが、その点はどうか考えたらよろしいのでしょうか。

○齊藤 ご指摘のように、顧客本位の業務運営の原則ですので、結局は、顧客の最善のものになっているのかどうかということに行き着く面はあろうかと思えます。その中で、7つの原則ということで具体的にブレークダウンとして規定しているものだというふうに考えております。

その中で今回法定化したのは、我々の立法趣旨としては、原則2を法定化したものと、そういった位置付けで考えているところでございます。ただ、業者が顧客の最善利益を勘案しているか否かについて、業者がやっていることに照らし実際の当てはめをしていくうえでは、原則2以外の要素が考慮要素としてクリアカットに対象外となるのかということ、そこは全体として勘案していくことに結果としてなるのかもしれませんが、直接的な立法意図としては、原則2を法定化したというふ

うに考えているところでございます。

○行澤 分かりましたけれども、すみません、最後にもう一点どうしても分からないのですが、ブレークダウン、つまり具体化した規定だということをおっしゃいましたね。プリンシプルがあって、それをブレークダウン、具体化したものが他の諸原則だと。そうすると、その親玉といいますか、その親規定のようなものを法定化すると、その子規定的な具体化原則も当然その法律の枠組みの中で考慮されるべきもの（たとえば解釈準則として）と考えるのではないのでしょうか。

○齊藤 例えば方針の策定でありますとか、インセンティブ構造の作り方、顧客への情報提供など、いろいろな原則が顧客本位の業務運営の原則の中で定まっていると思えますけれども、業者の行為について顧客の最善の利益を勘案しているか否かを問う上で、そうした情報提供の有無等が直接的に影響するかどうかと言われれば、相互に関連してくるところはあると思うものの、つながりにくい面もあると思うのですね。

やはりこの義務は非常に抽象的な規定ですので、金融機関・金融業者の方々の中を後押ししていくためには、顧客本位の業務運営についてより詳細な具体化された指針があることがよいのではないかと思っております。そういう意味で、顧客本位の業務運営の原則2以外のものはソフトローとして機能しつつ、今回法定化した部分については、個々の金融機関が顧客対応をするうえで、どのように顧客の最善の利益を勘案したのかということ等を問うていくための材料になっていくのではないかと。

すみません、説明がうまくできているかどうか——できていないかもしれません。

○行澤 分かりました。お考えは分かったように思いますが、納得したかということ、ちょっと難しいのですけれど。

例えばアメリカにおいて顧客の最善の利益を図るということは、Regulation Best Interestによれば、利益相反防止ということもそこに含まれる

と思うのですが、それも結局、日本の顧客本位の業務運営原則では、第2番目のプリンシプルではないので、やっぱりこれは相変わらずソフトローであるということになるのですね。ただし、さっきおっしゃられていたように、「原則の2以外の要素であってもクリアカットに最善利益義務には含まれないとされるか」というと、そこは全体として勘案していくということに結果としてなるのかもしれない」ということなので、一定の場合（たとえば【原則5】に関連して、重要な利益相反情報を顧客に隠ぺいすることなど）には、【原則5】は最善利益義務の枠組みにおいて勘案される（よって最善利益義務違反となり得る）ということなのですかね。

○齊藤 我々が法制化した趣旨は申し上げたとおりですけれども、実際にこの規定がいろいろな解釈をされていく中で、もう少し広がりがあるものとして、理解されていく可能性は当然あると思っております。この規定ができたことでどう運用していくのかを考えるうえで、もともと想定していたところから少し広がりが出てくるかもしれないし、そこは今後の使われ方の中でご議論をいただきながら、我々も考えていくべきものなのかなと思います。

○行澤 ということは、初めにご説明があったように、私法的な意味でも、裁判所等の解釈によって、云今後、最善利益義務に関する新たな判例法理が形成されていくこともあるというふうに考えていいのでしょうか。

○齊藤 はい。

○行澤 ありがとうございます。

#### 【投資型クラウドファンディングの投資性と制度改正の要否】

○片木 本日はありがとうございました。

レジュメの46ページの投資型クラウドファンディングですけれども、以前にご説明をお聞きしたところでは、これの創設に関わられた審議会などの委員の先生方の感覚では、どちらかという

クラウドファンディングによる投資というのは、投資としての利益を得るというよりは、その投資する企業の社会的な意義といいたしめようか、事業の社会的意義に中心を置くといった理解が強かったというふうに聞いております。

確かに今日でも、それこそ災害とかコロナなどで苦境に陥った地方の食品メーカーとか、あるいは旅館とか、そういったところを支援するといったクラウドファンディングなども立ち上がっていますが、最近のクラウドファンディングの仲介業者では、特殊なIT関係の技術とか、そういったものを利用して新たな事業を立ち上げようとしているスタートアップ企業への投資に重点を置いているような仲介業者も結構出ているように思います。そうなってくると、やはり一種の投資としての側面が強くなってきますね。

そういったところに投資する人は、もちろん、そういったスタートアップ企業が破綻のリスクが高いことは承知しておられるでしょうし、また一面では、そういう新しい事業の発展というものについての夢を買うような部分もあると思うのです。

ただ、投資としての側面が強くなってくると、その投資の事業内容その他について、現在では、やはり対象企業の開示とかは非常に不足しています。従来ですと、1名当たりの投資年間額が50万円に限られるというところがある意味でリスク管理上の大きな中心点だったと思うのですけれども、この状況で投資上限を引き上げた場合に、例えばクラウドファンディングの仲介業者のゲートキーパー的な機能を強化するとか、あるいは情報開示の在り方をもうちょっと強めるとか、何かそのあたりの制度の改正というのは検討されているのでしょうかというのが私からの質問です。

○齊藤 クラウドファンディングにつきましては、ご指摘のような災害が起きたような地域の起業を支援するような使われ方などもあれば、もう少し投資性のあるようなものなど、いろいろな使われ方がある中で、災害などで使われているのは、株式投資型などよりは、寄附型でありますとか商

品購入型、そういったものが多いかもしれません。

投資型クラウドファンディングにつきましては、コンセプトとしては、事業の内容を見て、それに賛同する人が経営を支援したいということで投資していくというのが基本であると思っているところでございます。そのために、今のクラウドファンディングの枠組みの中の開示規制については、非常に緩やかで、事業の内容等についての情報提供など、緩やかなものになっている状況です。

今回の見直しにつきましては、例えば発行価額の総額を1億から5億に引き上げることにについては、これは法定開示規制の対象になってきますので、外部監査もしっかり入ったうえのものになり、情報提供はしっかりなされる前提になります。

そして、投資家の1名当たり投資額の年間50万円以下ということにつきましては、これもある種、50万円ぐらいであれば、棄損しても痛みは限定的であり、エイヤツで決まっている金額かと思えますけれども、これを、金融審議会の提言の中では、投資家の年収や純資産に応じたものとするということでご提言をいただいているところです。

具体的な水準については、政府の方で検討しているわけですが、例えばアメリカの制度を見ますと、年収などで2段階に分かれていたと思いますが、例えば年収などの5%といったことになっておりまして、年収1,000万円の人の5%というと50万円になりますけれども、リスク許容力、あるいは資産規模のような投資家の方の状況に応じて可変的に投資上限が定まっていくということが、失敗したときの影響を考えると重要ではないかと思っております。

現行の50万円という一律の上限の考え方を適正化するものであり、特に仲介業者について何か上乘せで規制を設けていくことについては、今のところ考えおりません。金融審の提言の中でも、特に規制強化を併せて行うということではなく、年収等に応じたものにする方がより適正化されるのではないか、そういった方向感かと思っております。

お答えになっておりますでしょうか。

○片木 ありがとうございます。

#### 【金融サービス提供法における誠実公正義務の運用】

○川口 ほか、いかがでしょうか。

先ほどの誠実公正義務のところですが、これまで金商法にあったものが金融サービス提供法に規定され直されました。これにより、規制の対象が従来のもよりも横断的に広がったという点で画期的であると高く評価しております。

ただ、それがうまく運用されて初めて画期的だというふうに思うのですね。従来、金商法で誠実公正義務の違反で行政処分がなされた例はほとんどないと記憶しています。まず、その理由は何なのでしょう。金融庁として、規定が抽象的なため使いにくいというふうにお考えなのか。あるいは、誠実公正義務は総論的な規定であり、金商法には別の個別的な規定があるから、もうそれで足りているというようなことなのでしょう。

その答えによって違って来るかもしれませんが、2つ目の質問は、金融サービス提供法に規定されて、その運用が変わり得るものなのでしょう。ということ。もし変わるとすると、従来の金商法のものとは何が違うのかというような点をお聞きしたいと思います。よろしく願いいたします。

○齊藤 これまで誠実公正義務があまり使われてこなかった要因ですが、抽象的な概念であるがゆえに、それを根拠にこれは違反だということは、やはり使いづらいのだと思うのです。個別の禁止規制、体制整備義務などいろいろありますので、そこで違反に当たると言えるのであれば、まずはそこでやっていくということかと思っております。それで違反とはいえない場合に、では誠実公正義務違反ということが言えるのかどうか考える、そういった形で実際の運用はなっていくものと思っております。今まで使われてこなかったというのは、具体的な規制のところでは処理を基本的にはやってきたということかと思っております。

2点目の今後変わるのかということですが、まず、誠実公正義務ということで金商法に入っていた部分について金サ法に移っていったところについては、特に変わることはないと思います。誠実公正義務の前に最善利益勘案というのが入ってきましたので、そこは今後、金融庁におけるモニタリングにおいて、具体的に顧客の最善利益勘案というものをどのようにしていたのかということ、業者との間で対話をしていき、今後どう対応するかは現段階で申し上げられませんが、何かプログレスレポートのようなものを公表することもあり得るかもしれません。いずれにしても、新たな規定が加わったことへの対応を行っていくものと思っております。

誠実公正義務の対象が、金商業者だけではなくて、企業年金も含めて大きく広がったところにつきましては、新たに対象に加わった先についてどのような対応が必要かということは、まずは業者自身で考えられるべきであると思いますが、例えば企業年金で言いますと、金サ法で入ったからといって、金融庁が直接エンフォースメントすることはありません。そこは厚労省の監督の世界になってくるわけですが、金サ法自体は金融庁の所管ですので、よく連携をとりながら、こうした規定が入った趣旨を踏まえて、年金を含めた方々に対して、どのように取組みを進めていただけるかということを考えていくものと思っております。そうした意味でもまた新たな一歩を踏み出したものと思っております。

○川口 ありがとうございます。

#### 【誠実公正義務に係る市場の健全性】

○高橋 今日貴重な報告をありがとうございました。

私も誠実公正義務について質問させていただきます。

誠実公正義務はそもそも、IOSCO の行為規範原則を国内法化したものだと理解しておりますが、IOSCO の行為規範原則では、顧客の最善の利益を

図ることのほかに、市場の健全性確保も目的になっていたかと思えます。今回、最善利益勘案義務が盛り込まれましたが、市場の健全性については、盛り込むかどうかについて金融庁内で何か議論とかはあったのでしょうか。

学説では、市場の健全性も考慮すべきという解釈論があるところですが、今回の立法がその解釈論に何か影響を及ぼすことはありますでしょうか。

○齊藤 ご指摘の点は、誠実公正義務について金商法から移していったことについて、特段これまでの考え方を変えるというのではなく、従来どおりということになるものと思えます。

IOSCO の市場の健全性という視点が法制化の過程で議論されたのかどうかということについてですけれども、私は、特段そういった議論はされていないというふうに理解しております。

○高橋 とりあえず解釈論としては残っているということよろしいのでしょうか。

○齊藤 私が今担当している中で、誠実公正義務の射程がご指摘のような点まで及ぶのかということについて議論したことはありません。このため、金融庁として、ご指摘の点が射程に入るのか、入らないのかということについては、お答えを申し上げられる状況にはありません。

○高橋 分かりました。ありがとうございます。

#### 【利益相反の開示について法律化が見送られた背景】

○松尾 本日は、ご報告どうもありがとうございました。

私からの質問は1点です。顧客の最善利益の勘案義務を入れた金商法改正、これはご説明にあったとおり、金融審議会の市場制度WGの報告書がベースになっているということかと思うのですが、その報告書では、同時に利益相反の開示についても一定のルール化をするということが提言されておったかと思えます。この部分については、今回は見送られたという解釈でよろしいのでしょ

うかということと、もしそうだとすれば、どのあたりが難しかったのでしょうかということをお尋ねしたいと思います。よろしく願いいたします。

○齊藤 利益相反の開示のところにつきましては、法律レベルではなくて対応したいというふうに考えているところでございます。

まだ検討中ございまして、お示しできる状態ではないのですが、市場制度 WG でそういったご指摘をいただいているのは承知しておりまして、今、利益相反の開示をどういった形で進めるのかということについては、鋭意検討させていただいているところでございます。

いずれにしても、法律レベルではなくて、下位法令等のレベルで対応していく方向で考えているところでございます。

○松尾 ありがとうございます。安心しました。

#### 【金融商品取引法と新たな金融サービス提供法のすみ分け】

○川口 金融サービス提供法についてですが、これほど法律の名前が頻繁に変わるというもなかなか珍しいかなと思っています（笑）。当初、2001年の制定時には金融商品販売法という名の法律で、これはいわゆる民事ルールとして定められました。そこでは、説明義務違反のときの損害賠償、そして立証責任を転換するというものでした。その後、金融サービス仲介業が入ることによって法律の名前も変わったのですが、この段階から、業法的な性格を帯びるようになったのではないかと思います。

さらに、先ほど議論にありましたように、今回の一番最近の改正で、法律名が長くなったことに加えて、顧客等に関する利益の最善義務というようなものが入って、さらに業法的な性格が加わったように思うのですね。こういう状況において、金融商品取引法と新たな金融サービス提供法の役割分担といいますか、すみ分けについては、金融庁としてはどのようにお考えなのでしょうか。

○齊藤 金商法との役割分担ということですが、

今回の金サ法の改正で、政府として資産形成に関する基本方針を策定するといった規定も金サ法に入りましたし、金融経済教育推進機構についての根拠の規定も金サ法に入ったということで、金融分野についての横断的なものについては金サ法の方で対応していくということになっていくのではないかと思います。

一方で、投資性のある商品についての規制については、金商法の中で対応していくという、そういった切り分けになってくるのかなと思っております。

○川口 昨今、投資性のある金融商品の販売は、証券会社に限らず、いろいろな金融機関が手掛けており、横断的な規制が必要というのは以前から指摘されているところです。そのため金融商品販売法などができたのですが、規制は説明義務違反などに限られ、その他については、各業法で金商法の規制を準用するという方法がとられています。横断的な規制の在り方として、従来の準用型と一つの法律で横断的に行うというものがあるわけですが、今回の改正を契機として、今後は、後者すなわち、金融サービス提供法の中でやっていくという方向性になるのでしょうか。

○齊藤 そこはどのような方向になるか、なかなか読めないところではあります。

今ご指摘のように、投資性のある保険であれば、特定保険ということで金商法を準用するような形になっていますし、特定預金については銀行法で金商法を準用するような形になっているということです。今後、どういった制度整備をしていくかによって、金商法で定めて準用させていくのか、あるいは金サ法で横断化させていくのかというのは、両論あろうかと思っておりますので、今後どのような方向性で進んでいくかということについては、その時々で考えていくことになろうかと思えます。

金サ法は、ご指摘のように、業規制的な色彩が出てきているわけですがけれども、かつては民事的な金販法ということでありました。そこに、いろ

いと業規制的な要素も入ってきて、今回の最善利益勘案義務でありますとか誠実公正義務も業法的なものとして加わりましたが、そのエンフォースメント規定は金サ法になく、そこは銀行法や金商法などのそれぞれの業法の中でエンフォースメントしていくということになっています。今後、どのような形で規定を整備していくかということについては、統一的な方向感はまだありませんので、その時々、制度的な対応を検討する中で、どのような法整備のやり方をするのが一番いいのかということを考えていくということになるかと思っております。

○川口 分かりました。

もう少し時間がありますけれども、ほかはいかがでしょうか。

#### 【SNS を通じた投資勧誘詐欺等への対応】

○高橋 18 ページの「金融リテラシーの向上」の「課題」の中で、近時は SNS を通じた投資勧誘トラブルが増えているということで、確かに、私自身も SNS を見ていると、著名人になりすまして LINE アカウントに誘導するような、恐らく詐欺だと思のですが、そういう投稿をよく見かけます。これに対して、「金融リテラシーの向上」で未然にトラブルを防止するということが挙げられているのですが、もっと直接的にそういったものを取り締まることはできないのか疑問に思っていました。金融庁の方で何か考えている対策ですとか、もし対策が難しいのであれば、その理由などをお聞かせいただければ幸いです。よろしく願いいたします。

○齊藤 投資詐欺は、登録等を受けている業者がやっているわけではなくて、無登録業者がやっている行為であると思います。そのため、行政機関としてどこまで対応ができるのかということで、登録業者であれば、処分をしていくということでサンクションを科すことはできるのですが、そうではない無登録業者の投資詐欺については、警察などで対応をすべき領域になってこようかと思

います。行政機関としてやれることは限られているわけです。

しかし、証券取引等監視委員会では金商法違反行為に係る裁判所への禁止命令等の申立てとか、そういったことも行っており、また、限度がありますけれども、注意喚起をするとか、そうした対応を行っているところでございます。それ以上に何ができるかということ、なかなか難しいなという感じではございます。

○高橋 SNS の運営会社に対して何か要請を出すことは考えられるかなと思うのですが、難しいのでしょうかね。

○齊藤 SNS の運営会社がちゃんとパトロールして、そういうものを排除すべきだということですかね。それはあると思います。

ただ、その実態の判断を SNS の運業者が自らできるかということ、なかなか難しい面もあろうかと思しますので、そういったところは、例えば証券取引等監視委員会等が注意喚起をするとともに、SNS の運営会社と連携するということは、やり方としてはあり得るのではないかと思います。

○高橋 本当に最近 SNS で著名人になりすました怪しい投稿を頻繁に見かけるので、質問させていただきました。ありがとうございました。

○齊藤 最近、新 NISA の影響もありまして、メディアで投資の話を取り上げる機会も多くなっており、投資詐欺ではないかといった問い合わせも非常に増えている状況です。金融庁に金融サービス利用者相談室というものもありますし、そこはよく注意しておかないと、やはりそういった負の側面というものが出てくるところもありますので、ご指摘ありがとうございます。

○川口 ほか、いかがでしょうか。

よろしいでしょうか。そろそろ時間もまいりま

すので、今月の研究会はこれで終わりにしたいと思います。

お忙しい中、齊藤課長、どうもありがとうございました。