

資産運用の高度化と金融モニタリング

遠藤 俊英
齋藤 通雄

以下の講演録は、遠藤俊英氏と齋藤通雄氏の講

演を話の流れに沿って再構成したものであり、

「二」と「三」は齋藤講師の、その他は遠藤講師の講演内容を踏まえたものとなっている。

一、金融行政の展開

(総括)

本日は、「資産運用の高度化と金融モニタリング」という演題で、主として直接金融市場における課題に焦点を合わせて説明させていただきま

す。

最初に、お手元の資料を離れ、口頭で、近年の金融行政の展開について説明させていただきます。

一九九八年に、大蔵省から分かれて金融監督庁が設立され、二〇〇〇年に金融庁に改組されました。最初は、不良債権問題が喫緊の課題とされる時期でしたので、この問題への対応が最優先のミッションでした。二〇〇〇年代に入り、不良債権問題が一応終結した後、金融庁は何をミッションとして動けばよいのか、いろいろと模索してい

た時期がありました。その後、二〇〇七年頃から、それまでのルールに則った行政から、規制当局と金融機関の間で議論しながら、あるべき金融の姿、プリンシプルを作っていくような行政に変わってきました。

その延長線上で、金融庁では、この三年間、「金融モニタリング」という形で、従来の行政のあり方を大きく変える取り組みを進めてきています。

(スタテイク・レギュレーションからダイナミック・スーパージョンへ)

先日、金融庁の森長官が、国際スワップ・デリバティブ協会(ISDA)の総会で、「スタテイク・レギュレーションからダイナミック・スーパージョンへ」という新しいコンセプトを打ち出しました。前者は静的な規制、後者は動的な監

督という意味です。森長官が打ち出した新しいコンセプトは、この三年間、金融庁が、金融モニタリングという形で新しい規制・監督のあり方を模索してきたことを端的に表したものであると思います。

スタテイク・レギュレーションとは、主として預金取扱金融機関を対象に、ある時点におけるバランスシート上の自己資本と資産を比較することによって、当該金融機関の健全性を見るところに基づいています。

二〇〇八年のリーマン・ショックの後、最終的なバッファーになる自己資本をできるだけ積む必要があるという発想に基づいて、国際的な規制が強化されてきました。特に、グローバルなシステム上重要な金融機関(G-SIFIs)に関しては、いろいろなティアーを積み重ねることによって、自己資本を厚くしていこうという新しいルールがで

きました。

危機になったときのためにバッファを厚くすることは、それはそれで正しい考え方であると思います。しかし、自己資本を過大に積ませた結果、貸し渋りが起こり、实体经济に悪影響を及ぼすようなことが起きていないでしょうか。このように、レギュレーションを厳しくするだけでは、金融機関が国民経済にプラスになるような役割を果たせないのではないかという問題意識が持たれるようになってきています。

それでは、どうすれば良いのでしょうか。金融機関がダイナミックに活動できるようにするためには、規制当局は、ルールやレギュレーションに拠るのではなく、金融機関が抱えているリスクやビジネスのあり方を常に動的に見ていく必要があります。金融庁では、金融機関と対話することによって、金融機関の経営状況をリアルタイムで把

握しつつ、行政を進めることができないかと考えており、このことを指して、森長官は「ダイナミック・スーパービジョン」と呼ばれたのだらうと思います。

実際、金融庁では、この三年間、マクロ・プルーデンスやビジネスモデルのあり方などについて、金融機関との間で議論を行ってきました。こうした取り組みは、まさにダイナミック・スーパービジョンを実践しようとするものに他なりません。

(P D C Aを回す)

金融庁では、P D C Aを回す形で、金融モニタリングを実施しています。

具体的には、毎年、事務年度の初めに「金融行政方針」を策定します。「金融行政方針」に基づいて、一年間、金融行政を進め、その結果をレ

ポートにまとめます。仮に、事務年度当初の「金融行政方針」で目論んだとおりに進んでいない点があれば、その旨を「金融モニタリングレポート」で明らかにするわけです。その後、それを踏まえて、翌事務年度に繰り越すか、あるいは内容を改めて新たな形で取り組むかなど、翌事務年度の方針を整理する形で、PDCAを回していきたいと考えています。

過去二年間の「金融モニタリングレポート」を読んでいたかきますと、おわかりいただけるのではないかと思います。このレポートは、政策に関するポジションペーパーではなく、むしろ、政策の基礎となるファクトをきちんと書くことを目指しています。そこには、例えば投資信託であれば、現在の販売・運用状況、過去と比べた変化、諸外国との比較など、できるだけいろいろなファクトを集めます。

そして、そこに織り込んだファクトとそれに関する評価を踏まえて、今後の政策の方向性について金融庁としての考え方を示し、それに基づいて、金融機関との対話を深めていきたいと考えています。これが、新しい金融行政の進め方ということになります。

(局間の横断的な連携)

金融庁は、旧大蔵省の証券局と銀行局を中心に、同省から分かれてできた役所ですので、他の霞が関の役所に比べますと非常に小さく、現在でも、職員数は約一五〇〇人とどまっています。全国の財務局の協力を得て、オールジャパンで金融行政を行っておりますが、それを考慮しても、やはり小さい役所であることは否定できません。これではとても「局あつて省なし」のようなやり方はできません。したがって、平成二七

事務年度金融行政方針」は、金融庁の各局が協力して金融行政の目的を達成するという意識の下に策定しています。特に監督局と検査局は、モニタリング部局という立場で、互いに緊密にコミュニケーションを図りながら日々の仕事を行っています。監督局の仕事、検査局の仕事という分け方をしないで、局横断的な混成部隊を作っているいろいろなモニタリングを行っているのが実態です。

預金取扱金融機関と保険会社に対しては、これまで、監督局と検査局が合同でモニタリングを行ってきています。他方、証券会社等の金融商品取引業者に対し、どのようにモニタリングを行うかが、今の課題となっています。この点については、今事務年度、監督局、証券取引等監視委員会、他、検査局も交えて議論を進めてきました。来事務年度に引き継いで、さらに議論を発展させていきたいと考えています。

(預金取扱金融機関等に対するモニタリング)

先ほど申し上げたスタティック・レギュレーションは、金融機関の健全性を守るものは最終的には自己資本であるという考え方に基づいています。しかし、金融機関が存続するためには、自己資本が厚いというだけでは十分ではありません。自己資本の他、収益、リスクテイクの三つがそろってはじめて、当該金融機関のビジネスが持続可能なものになると考えられます。このように、ビジネスモデルの持続可能性を見ていこうというのが、今の預金取扱金融機関あるいは保険会社に対するモニタリングの考え方です。

(金融商品取引業者に対するモニタリング)

この一年間、証券会社等の金融商品取引業者に対してどういう形でモニタリングを行うか、いろいろと議論してきました。証券会社に関しては、

これまで、顧客財産の分別管理が行われておれば、会社の財務の健全性に関しては、預金取扱金融機関ほど注意を払わなくてもよいのではないかと考え方がありました。しかし、本当にそれでよいのかという問題があると思われ、この点について議論を行ってきたわけです。

新しい金融モニタリングにおいては、金融商品取引業者に関しても、ビジネスモデルのあり方についてきちんと議論したいと考えています。ビジネスモデルを支えるためのガバナンスはどうか、リスクテイクを行うためのリスク管理体制はどうかといった問題についても、正面から議論する必要があると思っています。証券取引等監視委員会が行う検査においても、単に金融商品取引法の行為規制違反を指摘するだけではなく、金融商品取引業者のビジネスがどういう形で動いているのか、各社の実情を見て議論するなど、新しい形の

モニタリングを実施していきたいと考えています。

平成二七事務年度から、金融商品取引業者に対し、少しずつ新しいモニタリングを実施してきましたが、まだ全面展開という形にはなっていない。

証券会社については、大手、中堅、地域などで、規模や特性に応じてさまざまな差異がありますので、完全に横串を刺すような形で整理することは困難です。地域証券会社について申しますと、地域において独特の存在感が発揮できるようなビジネスモデルが考えられるのではないかと考えています。そうしたビジネスモデルを確立し、安定した収益を上げられるような体制を作り上げていただきたいと思っており、今後、そのような点について、新しいモニタリングを実施していきたいと考えています。

(資産運用等に関するワーキング・グループ)

資産運用業の高度化に関連し、今、日本証券業協会、投資信託協会、日本投資顧問業協会が事務局となつて、「資産運用等に関するワーキング・グループ」が行われています。資料7ページから8ページのとおり、ワーキング・グループでは、真に顧客の利益に適う商品の組成の促進、運用力の強化に資する取り組み、投資信託のガバナンスの強化など、適切な課題設定がなされておりますので、この場での検討に大いに注目し期待しているところ です。

特に、このワーキング・グループの中間報告において、投資信託のガバナンスの強化を図るため、アメリカの「ファンドボード」等の例を参考にしつつ、見直しについて検討してはどうかとされていることは、極めて適切な問題意識ではないかと受け止めています。

なお、後で申し上げる「アジア地域ファンドパースポート」は、投資信託のガバナンス強化を具体的に進めていくための制度的な枠組みとして位置付けられるのではないかと考えています。

二、平成二七事務年度金融行政方針

(課題と目指す姿)

ここから、お手元の資料に沿って説明していきます。最初は、「平成二七事務年度金融行政方針」の内容に関するものです。

資料1ページでは、活力ある資本市場と安定的な資産形成の実現に向けた課題と目指すべき姿を取り上げています。ここでは、家計、機関投資家／運用業者、販売会社（銀行、証券会社、保険会社等）、市場・経済のそれぞれについて、現在の課題と、課題を克服することによって目指す姿が

整理されています。

ここで取り上げている内容は、全体として、以前から言われている「貯蓄から投資へ」の取り組みにつながるものであり、リスクマネーの適切な供給を促すことを通じて、日本経済の成長に資することを狙っています。

(経済の持続的な成長に資する、より良い資金の流れの実現)

資料2ページから3ページでは、経済の持続的な成長に資する、より良い資金の流れを実現していくための具体的な施策を整理しています。

一つ目は、NISAの更なる普及と制度の発展です。NISAは、もともと期限付きで導入されたものです。時限措置の更新に向けて販売会社が準備を進める時間を考えますと、今年の夏にどのような法制改正要望を出し、年末にどのような形

で決着を図るかが大きな鍵になってくるのではないかと考えています。

二つ目は、コーポレートガバナンスの関連です。スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードを踏まえた企業統治改革について、「実質の充実」へ次元を高める必要があるとされています。

三つ目は、フィデューシャリー・デューティーの浸透・実践です。資料2ページの一番下の※にありますように、フィデューシャリー・デューティーとは、「他者の信任に応えるべく一定の任務を遂行する者が負うべき幅広い様々な役割・責任の総称」です。これについては、この後、改めて取り上げさせていただきます。

四つ目は、金融機関による資産運用の高度化の促進です。

五つ目は、成長資金の供給の促進と市場の整備

です。

(金融行政の目的と金融庁の改革)

資料4ページでは、金融行政の究極的な目的として、「企業・経済の持続的成長と安定的な資産形成等による国民の厚生を増大の実現を目指す」旨が掲げられています。言い換えますと、単に金融機関を監督する、金融機関の健全性を高める、金融機関に法令を遵守させるといったことは、金融行政の究極的な目的とは言えません。

金融庁は、金融界にお願いごとをすただけでなく、自らも時代の変化に合わせて変わっていかなければなりません。この点も踏まえ、資料5ページから6ページのとおり、金融庁自身の改革についても取り上げています。詳細な説明は割愛させていただきます。

三、家計の資産形成と投資信託

(家計部門の資産構成)

日本の家計資産構成を見ますと、現預金の比率が高く、株式や投資信託といったリスク性資産のウエートが低くなっています。資料12ページの右側の図のとおり、アメリカの家計と比べますと、日本とアメリカの違いが際立っています。ヨーロッパの主要な国々と比べましても、明らかに、日本では、家計資産に占める現預金の比率が高く、リスク性資産のウエートが低くなっています。

(投資信託と株式)

リスク性資産の代表として投資信託と株式を挙げるができます。

これらのうち、リスク性資産に手を出すことをちゅうちょしていただきたいわば投資初心者にとつては、個別株より投資信託の方が入りやすいのではないかと思われまます。

もちろん、個別株であつても、自分がよく使う鉄道会社や運送会社の株、株主優待が期待できる百貨店の株などを買う形で、株式投資に踏み出すことは十分に考えられますが、どちらかと申しますと、そのような形で株式に投資される方は限られているのではないかと思います。また、日本においては、個別株の購入は、投資というより投機に近いもの、すなわちタイミングを見計らつて安く買って高く売り抜けるものというイメージで捉えられていることが多いように思います。

金融庁として普及させたい投資のイメージは、現役の頃からコツコツと金融資産の取得を進め、長い時間をかけて資産を形成していくというもの

であり、このような目的に照らせば、個別株より投資信託の方がふさわしいのではないかと考えています。

(投資信託残高の国別比較)

資料14ページでは、主要国における投資信託の普及度を整理しています。左側のグラフのとおり、欧米主要国と比べまして、日本における投資信託の普及度は低いのが実情です。

右側のグラフは、日本とアメリカの間で、投資信託の年代別保有率を比較したものです。これによりますと、日本の場合、年齢が高くなるにつれ、投資信託の保有率が高くなっていきますが、アメリカの場合には、四五歳から五四歳で最も保有率が高くなっています。両国の間で、このように差がある背景の一つとして、アメリカでは、確定拠出年金制度が普及しており、その中で多額の投

資信託が保有されているという事情があると思います。

(投資信託の販売状況)

次に、日本における投資信託の販売状況について見ていきます。

資料16ページでは、投資信託の売れ筋の推移を整理しています。これによりますと、アメリカのリートのように、継続して売れ筋の上位に顔を出しているものがある一方、ブラジル・レアル建て、豪ドル建て、新興国もの、高配当ものなど、その時々のはやりのような形で売れ筋の上位に顔を出しているものも多いというのが実情です。

この結果として、銀行の投信販売データを整理した、資料21ページの真ん中のグラフのとおり、投資信託の平均保有期間はせいぜい二年程度にとどまっています。投資信託を買い、しばらく持つ

た後、すぐに売ってしまうということが繰り返されますので、右側のグラフのとおり、投資信託の販売額は年々伸びている一方、左側のグラフのとおり、残高ベースで見ますと、投資信託はほとんど伸びていないこととなります。

こうした投資信託のある種回転売買的なものに関連し、平成二六年三月、金融庁の「監督指針」において、「営業員の業務評価について、販売手数料に偏重することなく、顧客基盤の拡大についても評価するような観点で作られているかどうかに留意する」旨を明記したところです。

その結果、資料23ページのとおり、販売会社の業績評価において、フローベースの収益・販売額より、ストックベースの預かり資産残高、顧客基盤拡大を重視する動きが広がっていることが確認されており、望ましい方向への動きが進んでいるのではないかと受け止めています。

(投資信託の販売に関する課題)

もつとも、投資信託の販売に関する問題が全て片づいてきているかと申しますと、必ずしもそうではありません。

資料18ページの投資信託売れ筋商品(分配頻度)のグラフにおいて、多少減ってきているとは言え、毎月分配型の投資信託の販売比率が引き続き高い状況にあります。分配金を毎月受け取るこゝとが本場に顧客のニーズに合っているのかどうか、疑問が持たれるところです。

資料19ページに投資信託売れ筋商品(通貨選択型等)のグラフを載せています。この商品は、特に証券会社で引き続きかなり多く販売されています。証券会社の顧客の方が、預金取扱金融機関の顧客と比べて、リスクの高い商品を好む傾向はあります。と思いますが、そうは言いません、証券会社でこうした商品がかなり多く販売されている状況

が果たして良いのかどうか、疑問の余地があるのではないかと思います。

保有銘柄数を見ますと、資料20ページのとおり、一銘柄しか投資信託を保有していない投資家が過半数を占めており、分散投資はなかなか進んでいないというのが実情です。これを見ますと、投資信託の顧客への販売のあり方が今のままで良いのかどうかという問題にもつながってきます。

四、証券会社のビジネスモデル

(証券会社のビジネスの現状)

資料29ページは、証券会社のビジネスモデルを考えていく前提として、今、証券会社のビジネスがどうなっているのかを分析したものです。

左のグラフは、国内証券会社の主な手数料収入と損益の推移を表しています。ここから、今でも

株式委託手数料が大きく、投資信託等関連手数料とほぼ見合っていることがわかります。

右の規模・特性別の収益内訳を見ますと、大手・準大手証券会社の場合、収益の内訳がかなり分散しています。それに対して、地域証券会社の場合は、特に規模の小さい会社ほど、株式委託手数料への依存が大きくなっています。ここからも、証券会社のビジネスモデルを議論するに当たって最もむずかしいのは、地域証券会社のビジネスがどう変わるかということであると推測されます。

(地域証券会社の位置付け)

定量的というより定性的な話になってしまいかもしれませんが、地域証券会社の地域における位置付けをどう考えるかということについて議論していくかなければならないと考えています。

銀行については、この十数年間、リレーシヨンシップバンキングという観点から、地域における銀行の役割について議論してきました。それに対して、地域証券会社の地域における役割とはどういうものでしょうか。典型的な地域の証券会社は、これまで、おそらく地域における資産家を顧客にして、それなりに繁栄してきたのでしょうか。

しかし、そうした大切な顧客の高齢化が進んでいます。このため、顧客の層が縮小してきているのが実情ではないでしょうか。地域証券会社にとっては、将来に向けて、どのように新規顧客を開拓するかが課題になります。

(新たなビジネスの例——株主コミュニティ制度)

金融庁では、地域における地域証券会社の役割について、いろいろとヒアリングを行ってきました。

平成二七年に株主コミュニティ制度が整備されました。証券会社を中心になって、地域の非上場企業の株式の取引の場を提供しようとするものです。しかし、地域の証券会社を中心になって、この制度を展開しようとする動きは極めて限定されており、せっかく作った制度が活用されていないという状況にあります。

証券会社にとって、労多くして益が少ないため、インセンティブが働きにくいということかも知れません。しかし、地域において証券会社がどのような役割を果たすべきかを考えた場合、地域の非上場企業の株式の取引の場を提供することは非常に意義の大きい仕事であり、加えて、こうした業務に取り組むことを通じて、新たな顧客のネットワークを作ることにも可能になるのではないかと考えています。

株主コミュニティ制度は一つの例として挙げた

ものですが、金融庁としては、このようなさまざまなビジネスに取り組むことを通じて、新しい証券会社のビジネスモデルを確立することができないかという問題意識を持っており、来事務年度のモニタリングにおいて積極的に議論させていただきたいと思っています。

五、ファイデューシャリー・デュー ティー

(総括)

次に、ファイデューシャリー・デューティーについて簡単に述べたいと思います。

今事務年度、ファイデューシャリー・デューティーを巡って、貯蓄性保険商品の金融機関における販売のあり方について、手数料の開示を含め、幅広く意見交換を行ってきました。

来事務年度は、金融審議会において、フィデューシャリー・デューティーについてさらに議論を深めていただくこととしています。

（諸外国の状況）

資料30ページから31ページは、フィデューシャリー・デューティーを巡る諸外国の状況を整理したものです。

アメリカのエリサ法は、企業年金を包括的に規制する連邦法として一九七〇年代に導入されました。改めて調べてみますと、フィデューシャリー・デューティーは、委託者であるアセットオーナーと、受託者である投資アドバイザーだけの関係ではありません。受託者は、最終受益者である年金受給者に対してもフィデューシャリー・デューティーを負うとされています。

最近の動きとして、アメリカでは、労働省の

フィデューシャリー・デューティー・ルール案が出されています。ここでは、有償で投資アドバイザーを行う証券外務員は、フィデューシャリーであるとして、投資家のベスト・インタレストのために行動すべきとするフィデューシャリー・デューティーが課されるとされています。

また、イギリスにおいても、二〇一二年の「ケイ・レビュー」において、他人の投資に関する裁量権を持ち、投資の意思決定に助言を行うインベストメント・チェーンの全関係者に、フィデューシャリー・スタンダードを適用すべきであるという提言が行われています。

（金融審議会での議論）

金融庁は、「平成二七事務年度金融行政方針」において、フィデューシャリー・デューティーを取り上げました。このとき、フィデューシャ

リー・デューティーとは一体何だ、信託業法等において既に忠実義務という形で法制化されているではないか、販売会社である証券会社や銀行は、狭い意味でのファイデューシャリー・デューティーの対象外になるのではないかと議論がありました。しかし、アメリカやイギリスでは、ファイデューシャリー・デューティーを狭く解するのでなく、むしろ、投資商品の製造・販売にかかわる者は、投資家や顧客との関係でどのような義務を行うべきかに関し、より広く解釈しようという動きがあるように思います。金融審議会でも、こうした最近の動向をお示した上で、いろいろな御意見をいただきたいと思っています。

なお、これまで、金融審議会での議論は法改正につながるものが一般的でした。金融審議会での審議の結果を踏まえ、金融商品取引法など、関係する法律を改正するというのが、通常の流れに

なっていました。しかし、金融審議会の議論は、法改正のための議論でなければならぬということとはありません。先ほども申しましたが、ルールベースのアプローチではなく、プリンシプルベースのアプローチということになれば、本来あるべきプリンシプルとはどういうものかについて、金融審議会において議論してもらっても構わないわけです。

したがって、ファイデューシャリー・デューティーについていろいろ議論していただいて、その結果、必ずしも法改正に結びつかなくても、例えば金融庁の「監督指針」の中に記述する、あるいは、日本証券業協会の自主規制規則の中に織り込んでいただくなど、何らかのプリンシプルを示すことも十分あり得るのではないかと思っています。

(民間の取り組み)

ファイデューシャリー・デューティーを巡っていろいろな議論を進めていく上で、このところ、良い動きが出てきています。資料32ページから33ページのとおり、幾つかの金融機関あるいは金融グループは、ファイデューシャリー・デューティーに関する宣言を行っています。みずほフィナンシャルグループ、りそなホールディングス、三井住友フィナンシャルグループ、そして、幾つかのアセットマネジメント会社などによるものです。今後、このような宣言が具体的にどのような形でビジネスに生かされているのかを見せていただくことによって、規制当局と各金融機関の間で、具体的なプリンシプルを共有することになるのではないかと思っています。

六、アジア地域ファンド・パスポート

投資信託の新しい枠組みとして私が期待しているのは、アジア地域ファンド・パスポート（ARFP）です。

これは、資料36ページの右側の図にありますように、ARFPルールに従って投資信託を組成すれば、日本とアジア地域の他の国の間で、相互にこれを販売できるようにするという仕組みです。

資料37ページの下に、四重の円の図を載せています。一番小さいコアな部分が「ARFPファン」ド」で、外から二番目の円が「ARFPルール」です。このARFPルールについて説明した吹き出しの中に、「独立した監視主体の設置」と書いています。先ほど、「資産運用等に関するワーキング・グループ」の中間報告の中で、アメリカの

「ファンドボード」等を参考にしつつ、投資信託のガバナンスの見直しを検討するとされていると申し上げました。ARFPルールにおける独立した監視主体は、こうしたファンドボードと同様の役割を担いうるものと考えており、そうした監視主体の設置がARFPルールとして義務化されていることは非常に重要なことと受け止めています。

今後、幾つかのアセットマネジメント会社では、ARFP仕様の投資信託の開発に取り組みられることになると思います。今後、ガバナンスの効いた投資信託が作られていく上で、そうした取り組みが一つのリーディングケースになり得るのではないかと考えています。

七、スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コード

企業のガバナンスに関し、金融庁では、平成二六年二月に「スチュワードシップ・コード」を策定し、さらに、平成二七年三月には、金融庁と東京証券取引所を共同事務局とする「コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議」が、コーポレートガバナンス・コード原案を取りまとめました。これを受け、東京証券取引所は、平成二七年六月に、上場企業に対してコーポレートガバナンス・コードの適用を開始しました。

その後、平成二七年八月に、金融庁と東京証券取引所が事務局となつて、「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」を設置しました。本年二

月、この会議は、「会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上に向けた取締役会のあり方」に関する意見書を公表しました。その概要は、資料40ページに整理したとおりであり、今後の金融機関を含む上場企業のボードのあり方について非常に明確な方向性が打ち出されています。具体的には、客観性・適時性・透明性あるCEOの選解任、独立した客観的な取締役会の構成、戦略性を重視した取締役会の運営、継続的な取締役会の実効性の評価などが盛り込まれています。

ここでは、これからの時代に求められる、我が国上場企業のガバナンスのあり方が示されています。我が国上場企業がガバナンスを確立することによって、企業価値が向上し、株価にも好影響を及ぼすと信じておりますし、さらには、日本の資産運用業を支えることにもつながるのではないかと思います。

八、まとめ

金融庁の「平成二七事務年度金融行政方針」は大きく四つの柱から成っています。

一つ目が、「活力ある資本市場と安定的な資産形成の実現、市場の公正性・透明性の確保」で、直接金融部門に関連しています。

二つ目が、「金融仲介機能の十分な発揮と健全な金融システムの確保」で、間接金融部門に関連しています。

三つ目が、「IT技術の進展による金融業・市場の変革への戦略的な対応」で、ここには、FinTechのような前向きな対応と、サイバーセキュリティのような防衛的な対応の両面が含まれています。

四つ目が、「国際的な課題への戦略的な対応」

です。

一つ目の直接金融部門に関しては、資本市場に参加しているプレーヤーは、家計、機関投資家／運用業者、販売会社、市場・経済に分かれますが、今は、それぞれのプレーヤーが課題を抱えていて、小さく縮こまっている状況にあります。この点に関し、金融庁としては、経済の持続的な成長に資する、より良い資金の流れを実現するにはどうすればよいのかという問題意識を持っているところです。

家計に関しては、中長期・分散投資の促進を通じて、より安定的な資産形成を実現する必要があります。そのため、良い投資信託を育てていただき、これを通じて、家計に中長期の分散投資を普及させていきたいと思います。機関投資家／運用業者に関しては、日本には、例えばGPIF、郵便貯金、簡易保険、保険会社など、規模の大きな

機関投資家があります。そうした機関投資家の資産運用能力を向上させることが非常に重要であると思います。販売会社に関しては、手数料を透明化することを通じ、顧客のために質の高い金融商品やサービスを提供することが期待されます。そのことよって、販売会社のビジネスは、より持続可能で、発展性の高いものになると考えています。市場・経済に関しては、家計、機関投資家／運用業者、販売会社がそれぞれ目指す姿が実現されれば、より活力ある市場を実現することが可能になると考えています。

「金融行政方針」あるいは「金融モニタリングレポート」に書いたことは、一年間で完遂できるものではありません。先ほど申し上げましたように、今年でできなかったことを深掘りし、それを翌年につないでいくという形で、良い意味でPDCAを回していかなければならないと考えていま

す。その際、最も重要となるのが、金融機関との建設的で、前向きな議論ではないかと思っております。匍匐前進という面もありますが、さまざまに悩みつつ、さまざまな課題を設定し、あるいはさまざまな仮説を立て、その上で、ファクトは何かを踏まえながらいろいろ議論させていただきたいと考えています。皆様方の見立てや評価を率直にぶつけていただき、双方向の議論をさせていただければと考えておりますので、よろしくお願いいたします。

ありがとうございます。(拍手)

増井理事長 遠藤局長、齋藤参事官、ありがとうございます。ございました。金融庁の今のお考えをストレートにお話いただき、また、大変強いメッセージも頂戴したのではないかと思います。

それでは、まだ若干時間がございますので、こ

の機会に御質問等がございましたら、どうぞ。

質問者 A お話を伺い感銘を受けました。ありがとうございます。

森長官の ISDA での報告を読ませていただきました。そのときは余りぴんとこなかったのですが、今、局長から直接お話を伺って、大変インプレッシブに思いました。我々にとっては非常にありがたい指針であると受け止めています。

最近、海外のレギュレーターと話をしていないのでよくわかりませんが、新聞などを読んでおりますと、海外では、サンクションを課した、ペナルティーをかけた、大手保険会社がリビング・ウィルの提出を拒否したなど、規制の強化に関連する動きが進んでいるように見えます。

我が国における金融庁のダイナミック・スパービジョンは、グローバルな潮流の変化を読み取って動いていらっしゃるのでしょうか、あるいは

は、我が国の独自性に基づいて金融行政をやっているかとされているのでしょうか。グローバルな観点に照らして、金融庁の行政方針をどのように理解したらよいのか、教えていただければと思います。

遠藤 私自身が金融庁を代表して国際会議に出ているわけではありませんので、肌感覚として本当の意味がわかっているわけではないのですが、私が解釈する限りでは、このところ、大きな国際的な規制に関して潮流の変化が起きているのではないかと思います。

二〇〇八年のリーマン・ショック後にロンドン・サミットが開かれ、そこでの合意を出発点として、金融機関が危機的な状態になったときのバッファを厚くするため、ともかく自己資本を積みませようという流れの下に、国際的な規制の議論が進んできました。こうした国際的な規制の議

論は、二〇一六年をもって終了させることになっています。たくさんぶら下がっているワーキンググループは、さらに次の規制を作り出そうとしています。大きな山はもう越えていると言えます。リーマン・ショック後の国際規制の大きな姿は、ほぼ全部出てきているわけです。

したがって、これからどうするかを考えなければなりません。今回、森長官が打ち出したダイナミック・スーパービジョンとちようど軌を一にして、イギリスの健全性規制機構（PRA）を言っています。金融機関は生きており、常にリスクに向かい合っています。紙に書かれたルールを静的に適用するだけでは、金融機関の本当の姿はわかりません。規制当局がどこまで金融機関の動きをトレースできるかは、当局の能力にかかっている部分がありますが、いずれにせよ、リアル

タイムで金融機関のリスクを把握するために努力を払っており、そのための体制作りを進めてきています。

ダイナミック・スーパービジョンは、今後の規制当局のあるべき姿であり、おそらく国際的な会議の場でもそれなりの力を得ていくのではないかと思います。

質問者B 遠藤局長、齋藤参事官から貴重なお話をいただきありがとうございます。特に最初の金融行政の大きな流れに関する部分は、大変わかりやすいお話でした。

一九九八年に金融監督庁ができ、二〇〇〇年に金融庁ができたときには、ルールに基づく透明かつ公正な行政を標榜していました。ベター・レギュレーションも、おそらくその延長線上にあると思っています。他方、ダイナミック・スーパービジョンは、実務に落とし込んだときに、透明性

が乏しくなり、ルールに基づかない裁量行政に陥るリスクがあるように思います。課長補佐、係長などの担当者のバランス感覚と力量にかかっており、このことは金融庁の改革とも関係があります。その辺りの問題意識を御教示いただければありがたいと思います。

遠藤 ただ今の問題意識は、私も完全に共有しています。

確かに、ダイナミック・スーパービジョンは、裁量行政に戻るおそれをはらんでいるのかもしれませんが。しかし、ルールベースの行政と言っても、事前に全てのことを予想してルール化することとは不可能です。そうしますと、本来あるべき姿、合理的な姿、適切な姿はどうかという点に関しては、やはり判断をさまざましなければならぬ部分が出てきます。この判断をどうするかというときに、規制当局が勝手に決めてしまうの

か、それとも金融機関とできるだけ議論しながら、互いに納得できるところを探っていくのかということになります。

ここ数年、金融庁では、金融機関との対話を重ねてきました。プリンシプルは、規制当局が勝手に作って示すものではなく、金融機関と規制当局の間の議論の中から生まれるものであると考えています。ダイナミック・スーパージョンを進める中で、裁量行政に陥るリスクはありますが、そうならないよう、互いに議論し、納得できるように落ちつかせることが必要ではないかと思えます。そして、そのためには、規制当局の担当者の能力、資質が問われることになりそうです。この点について、当局としての対応が求められることになると考えています。

「平成二七事務年度金融行政方針」の「金融庁の改革」の中で、職員の資質の向上に努めていく

旨が書かれています。この点に関しては、アンケート等により、金融庁の職員は非常に仕事が忙しく、ややモチベーションが下がってきているところがあることが明らかになりました。このことがおかしな方向に現れて、金融機関との議論において、フェアなプリンシプルを形成することを阻害するような、一方的な独断に陥ることがあつてはならないと思います。

いかにして職員の資質を上げ、きちんと公平に物を考えられるようにするか、また、いかにして各職員がやる気を持って良い仕事をするような組織に変えていけるかということは、今後、引き続き考えていかなければならない課題であると思っています。

質問者C 本日は、御多忙のところ大変ありがとうございます。ありがとうございました。

フィデューシャリー・デューティーに関し、資

料31ページにおいて、最近の米英における議論が整理されています。この内、アメリカの労働省のフイデューシャリー・デューティー・ルール案は、あくまでも退職口座を扱っている証券外務員に関することであると思います。ここから先、さらに話が広がっていくのかもしれませんが、いずれにせよ、段階を踏んで進めていくことになると思います。

また、イギリスのケイ・レビューは、インベストメント・チェーンを対象としており、リテール顧客向けの話というより、むしろ機関投資家なども含めた、より幅広い議論から出てきた話と受け止めています。

このような話は、今後、おそらく金融審議会の審議の中でより明確になっていくものと思います。本件については、私どもも身を引き締めて取り組んでいきたいと考えており、今後とも御指南

いただきますよう、よろしくお願いいたします。

遠藤 この資料に書かれているのは、ある限定的な部分における、一定の動きであるという評価はおそらくありうると思います。しかし、逆に申しますと、ある部分ではあっても、このような動きが出てきていることは否定できません。これまで十分な時間がなく、このような動きが出てきている背景について、完全に探り切れている状況ではありませんが、今後、金融審議会で議論しながら、アメリカやイギリスでどのような議論が行われているのか、事務的にも探っていきたいと考えているところです。

増井理事長 そろそろ時間ですが、その他の御質問はいかがでしょうか。——いらつしやらなければ、今日の講演会はこのあたりで終了させていただきますしたいと思います。

今日は大変有意義な講演会になったように思い

ます。最後に、お忙しい中いらっしゃっていただいた遠藤監督局長、齋藤参事官に拍手をお願いいたします。(拍手)

(えんどう としひで・金融庁監督局長)
(さいとう みちお・金融庁監督局参事官)

(本稿は、平成二八年五月十日に開催した講演会での講演の要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。)

遠藤俊英氏

略歴

- 昭和56年10月 国家公務員上級（法律）合格
- 57年3月 東京大学 法学部卒業（法学士）
- 57年4月 大蔵省入省（主計局 総務課）
- 58年4月 大蔵省 主計局 調査課
- 59年6月 英国ロンドン大学（LSE）留学（経済学修士）
- 61年7月 大蔵省 大臣官房 秘書課 財務官室 係長
- 63年7月 国税庁 広島国税局 米子税務署長
- 平成元年7月 国税庁 長官官房 総務課 国際業務室 課長補佐
- 2年7月 大蔵省 銀行局 銀行課 課長補佐
- 4年7月 大蔵省 主税局 国際租税課 課長補佐
- 5年7月 大蔵省 主税局 調査課 課長補佐
- 6年7月 大蔵省 主税局 税制第一課 課長補佐
- 8年7月 大蔵省 主税局 総務課 課長補佐
- 9年7月 大蔵省 大臣官房 調査企画課 課長補佐
- 10年6月 国際通貨基金（IMF）アジア太平洋局審議役
- 12年10月 国際通貨基金（IMF）財政局審議役
- 14年7月 金融庁 証券取引等監視委員会 特別調査課長
- 16年7月 金融庁 監督局 参事官
- 16年11月 兼 コングロマリット室担当参事官
兼 国際監督室長
- 17年8月 金融庁 監督局 銀行第1課長
- 19年7月 金融庁 総務企画局 参事官兼信用制度参事官
- 20年7月 金融庁 検査局 総務課長
- 21年7月 金融庁 総務企画局 総務課長
- 22年7月 金融庁 監督局 参事官（銀2、保険、協金、対応室 等 担当）
- 23年8月 金融庁 監督局 審議官（銀1、保険、バーゼル基準、企画 等 担当）
- 24年8月 金融庁 監督局 審議官（銀1、証券、バーゼル基準、企画 等 担当）
- 25年6月 金融庁 総務企画局 審議官（企画、市場、官房 担当）
兼 財務省関東財務局金融商品取引所監理官
- 26年7月 金融庁 検査局長
- 27年7月 金融庁 監督局長

現在に至る

齋藤通雄氏

略 歴

1987年大蔵省（現財務省）入省。主に財務省理財局において、金融市場に関する豊富な経験を持つ。1998年から3年間、理財局国債課課長補佐。2005年より大臣官房総合政策課政策調整室長として、金融政策に関する日銀との調整役を務めた。主計局主計企画官及び調査課長として財政政策に従事した後、2010年から理財局国債業務課長及び国債企画課長を務める。2013年に金融庁に異動し総務企画局市場課長、同局参事官（総合政策担当）を経て、2015年7月より現職。東京大学法学部卒業