

金融資本市場をめぐる制度整備の動向

池田唯一

はじめに

ただいま御紹介いただきました、金融庁総務企画局長の池田でございます。本日はよろしくお願いたします。

今日は、「金融資本市場をめぐる制度整備の動向」というテーマでお話しします。金融庁では、昨年夏以来、金融資本市場の制度整備のため、さまざまな取り組みを進めてきています。一つ一つの取り組みの内容については御案内のことが少な

くないと思いますが、今日は、どのような狙いを持ってこれらの取り組みを進めてきているのかということについてもお伝えできればと思っております。

資料1ページに、今日お話しする項目を五点ほど並べています。最初の四つが最近の金融庁の取り組みに関するもので、五つ目がこうした取り組みが何を目指しているのかということに関するものです。

なお、以下でお話しする内容のうち意見にわたる部分は、あくまでも私個人の意見であることを

予めお断りしておきます。

一、国民の安定的な資産形成と 「顧客本位の業務運営に関する 原則」

（我が国の家計金融資産選択の現状）

資料3ページをご覧下さい。金融庁では、夏から翌年夏までを事務年度と呼んでおり、昨年一〇月に、平成二八事務年度の「金融行政方針」を取りまとめ公表しました。その中で、重要施策の一つとして、「国民の安定的な資産形成を実現する資金の流れへの転換」を掲げています。

御案内のとおり、我が国は過去三五年間にわたって経常収支黒字を続けてきた資産大国です。

我が国では、二〇〇兆円の年金資産を含め、一七〇兆円を超える家計金融資産が蓄積されていま

す。今後、人口の減少や高齢化の進展に直面することが見込まれる我が国にとって、蓄積された国民の富を安定的に増大させていくことが非常に重要です。

しかし、これまで、これらの資産が有効に運用されてきたとは思えません。左のグラフで家計金融資産の構成比を見ますと、我が国ではその過半が現預金となっています。二〇一五年の五二％という水準は、いわゆる金融ビッグバンが開始された二〇年前と比べても全く変わっていません。

真ん中のグラフで、一九九五年から二〇一五年までの家計金融資産の推移を見ますと、アメリカでは、二〇年間で規模が三・一倍となり、そのうち二・三二倍は運用リターンによるものとなっています。これに対し、日本では、家計金融資産の伸びは一・四七倍にとどまり、中でも運用リターンによるものは一・一五倍に過ぎません。

資料4ページのグラフは、アメリカと日本における勤労所得と財産所得の推移を表しています。これによりますと、アメリカでは、勤労所得と財産所得の比率が三対一となっているのに対し、日本では、この比率は八対一で、財産所得の割合が非常に低くなっています。アメリカと異なり、日本では、財産所得が勤労所得を補って家計の総所得に大きく貢献するような姿にはなっていません。こうした状況を踏まえて、「国民の安定的な

資産形成を実現する資金の流れへの転換」を「金融行政方針」における重要施策の一つとして位置付けることとしたわけです。

(顧客本位の業務運営の確立と定着)

具体的な取り組みの一つとして、資料5ページのとおり、「金融機関等による顧客本位の業務運営の確立と定着」を掲げています。顧客本位の業

務運営を行うべきとの原則は、フィデューシャリー・デューティーと呼ばれます。私どもは、資金の提供者つまり投資家と、資金の調達者つまり企業を結ぶインベストメント・チェーンの中で、全ての金融事業者が顧客本位の業務運営を行うの
でなければ、国民の安定的な資産形成を実現することはできないと考えています。今なお顧客不在の金融商品の販売がなくなっていないと見られることを背景に、今般、「顧客本位の業務運営の確立と定着」に取り組むこととしたものです。

なお、資料6ページのとおり、金融庁では、国民の安定的な資産形成を実現するため、顧客本位の業務運営の他、コーポレートガバナンスの改革、市場監視機能の強化、会計監査の充実など、さまざまな施策にも取り組んできています。

(市場ワーキング・グループの報告)

以上のような問題意識を踏まえ、金融審議会の市場ワーキング・グループにおいて、昨年の夏から報告案の検討も含め、七回にわたってフィデューシャリー・デューティーに関する検討が行われ、昨年一二月二二日に報告書が公表されました。

資料8ページに報告の概要を掲載しています。この報告では、重要な柱として、取引の高速化への対応の他、顧客本位の業務運営が取り上げられています。具体的には、当局において、「顧客本位の業務運営に関する原則」を策定し、金融事業者に対して受け入れを呼びかけることが提言されています。

(「原則」の性格)

「原則」の性格につきましては、資料9ペー

ジ、10ページに整理したような認識が示されています。

これまで、金融商品取引法その他の法令の手当てを行うことにより、投資者保護のための取り組みが進められてきました。このような法令の手当ては、最低基準(ミニマム・スタンダード)を設定するという点で重要な意義を有しています。しかし、そうした法令の規定がミニマム・スタンダードとして存在した結果、形式的・画一的な対応を助長することになったことも否定できないように思います。

本来であれば、金融事業者が自ら主体的に創意工夫を発揮し、ベスト・プラクティスを目指して顧客本位の良質なサービスの提供を競い合う中で、より良い取り組みを行う金融事業者が選択されるというメカニズムが実現することが望ましいと言えます。そのためには、従来型のルール

ベースでの対応のみを積み重ねていくのではなく、プリンシプルベースのアプローチを用いることが有効ではないかと考えられます。

市場ワーキング・グループの報告では、こうした考え方を踏まえ、当局において「顧客本位の業務運営に関する原則」を策定し、金融事業者に受け入れを呼びかけ、それぞれの金融事業者が、原則を踏まえて何が顧客のためになるかを真剣に考え、横並びに陥ることなく、より良い金融商品・サービスの提供を競い合うよう促していくことが適当であるとの提言がなされています。さらに、この報告では、「原則」に盛り込むべき具体的な事項についても考え方が示されています。

報告を受けて、金融庁では、「原則」の案を取りまとめ、パブリックコメントの手続きを実施した上で、去る三月三〇日に「原則」の最終版を公表しました。

〔原則〕の概要

「原則」の概要を資料11ページで整理しています。「原則」は、七つの原則から成っています。

これらの中で、原則2の「顧客の最善の利益の追求」が最も基本になるものです。

原則3から原則6に掲げた、「利益相反の適切な管理」「手数料等の明確化」「重要な情報の分かりやすい提供」「顧客にふさわしいサービスの提供」の四つは、基本原則の下での具体的な原則です。

原則7では、原則2から原則6を実現するため、「従業員に対する適切な動機づけの枠組み等」を整備することとされています。

そして、こうした原則2から原則7にわたる方針を策定し公表して、PDCAサイクルを回していくというのが、原則1の「顧客本位の業務運営に関する方針の策定・公表等」です。

なお、今回のバブリックコメントの手續きにおいては、金融庁が指摘してきた回転売買の存在、毎月分配型投資信託への傾斜、短命な投資信託の存在などの問題点についても、原則として取り上げるべきではないかとの御意見をいただきました。この点、私どもとしては、こうしたことは全て、原則2の「顧客の最善の利益の追求」において読むことができると考えているところです。

〔「原則」の三つの柱〕

今回の「原則」は、三つの柱に沿って整理することができま

す。一つ目として、二〇一一年に、OECDにおいて「金融消費者保護に関するハイレベル原則」が取りまとめられ、二〇一三年には、「ハイレベル原則」の適用に関する報告書が公表されました。これらの二つの文書によって、顧客のベストイン

タレスト等に関する概念が規定されており、これが今回取りまとめた「原則」のベースになっています。

二つ目として、今回の「原則」は、我が国特有の問題点にもしっかりと対応できるものとなることを意識して整理しています。

三つ目として、来年からEUで施行されることになっているMiFID IIに、プロダクト・ガバナンスやパッケージ商品等に関連して、先端的な考え方が盛り込まれておりますので、今回の「原則」においては、そうした新たな考え方も一定程度取り込んでいます。

以上を整理して申しますと、今回の「原則」は、OECDの考え方をベースに、我が国特有の問題点にもしっかりと対応できるものとし、同時に、EUにおける新しい動きにも一定程度の対応を図ったものになっていると言えようかと思いま

す。

〔「原則」の具体的な内容〕

資料12ページから14ページに「原則」の具体的な内容を掲げています。

原則2の「顧客の最善の利益の追求」において、「顧客との取引に際し、顧客本位の良質なサービスを提供し、顧客の最善の利益を図ることにより、自らの安定した顧客基盤と収益の確保につなげていくことを目指すべき」と記載されています。私どもは、これを「共通価値の創造」と称しています。金融庁が、金融行政の全般にわたっていろいろなことを申し上げる際の拠り所になっている考え方で、回転売買や毎月分配型投資信託への傾斜等についても、こうした原則に照らしてどう考えるべきかが問題になります。

原則3の「利益相反の適切な管理」において、

利益相反が生じかねない具体的なケースを掲げています。我が国の場合、運用会社が販売会社と同一の金融グループに属していることが多いため、利益相反的な状況が生じやすいという特性があります。この点を踏まえて、具体的に利益相反の懸念が生じかねないケースを規定したもので、原則2の「共通価値の創造」と並んで、我が国特有の事情を考慮した内容になっています。

原則5の「重要な情報の分かりやすい提供」において、パッケージ商品に関して、「複数の金融商品・サービスをパッケージとして販売・推奨等する場合には、パッケージ化する場合としない場合を顧客が比較可能となるよう情報提供すべき」と記載しています。

原則6の「顧客にふさわしいサービスの提供」においても、パッケージ商品に関して、「複数の金融商品・サービスをパッケージとして販売・推

奨等する場合には、パッケージ全体が顧客にふさわしいか留意すべき」と記載しています。この他、原則6では、「金融商品を組成する事業者は、販売対象として想定する顧客属性を特定し、それに沿った販売が販売事業者においてなされるよう留意すべき」と記載しています。これは、先ほど申し上げた、EUにおけるプロダクト・ガバナンスの考え方を踏まえたものです。

原則7の「従業員に対する適切な動機づけの枠組み等」において、以上の原則を促進するように設計された「報酬・業績評価体系、従業員研修その他の適切な動機づけの枠組みや適切なガバナンス体制を整備すべき」と記載しています。我が国における諸課題を考慮しますと、これも重要な原則になると考えています。

顧客本位の業務運営を実現するためには、経営トップのリーダーシップが非常に重要です。単に

顧客本位を唱えているだけで、それが実現するわけではありません。重要なことは、経営トップが顧客本位の業務運営の方針を示し、それを反映した業務計画を策定して、現場でこれを実施することです。また、現場からのフィードバックを受けて、実施の状況をフォローアップし、顧客本位の業務運営の方針が実質を伴う形で実施されていない場合には、経営トップの責任で適切な改善措置を講じていかなければなりません。このように、PDCAサイクルを回すことで、顧客本位の業務運営の方針を定着させていくことが重要であり、究極的には、経営の責務の問題になると考えています。

〔原則〕の定着に向けた取り組み〕

金融庁では、「原則」を公表するとともに、「原則」を定着させていくための取り組みについて

も、考え方を整理して公表しました。資料15ページをご覧ください。

一つ目として、「金融事業者の取組みの『見える化』」を掲げています。ここでは、「各金融事業者においては、顧客本位の業務運営の定着度合いを客観的に評価できるようにするための成果指標（KPI）を、取組方針やその実施状況の中に盛り込んで公表するよう働きかけ」と記載しています。

この背景として、既にフィデューシャリー宣言を行っている金融事業者においても、顧客本位の業務運営の実現に向けて、必ずしも大きな進展が見られないと感じられることがあります。この分野の取組みは、単なる形式にとどまらず、実質を伴う形で定着させていかなければなりません。顧客に対して具体的な成果を見せていくことが重要ですので、各金融事業者に対して、成果指標を

公表するよう働きかけることにしたものです。

二つ目として、「当局によるモニタリング」を掲げています。当局では、金融事業者における業務運営の実態を把握し、ベスト・プラクティスを収集します。収集されたベスト・プラクティスや各金融事業者が内部管理上用いている評価指標などを基に、金融事業者との対話を実施します。各金融事業者の取組方針と取り組みの実態が乖離していることはないか等について、当局がモニタリングを実施します。モニタリングを通じて把握した事例等については、さまざまな形での公表を検討していきます。

三つ目として「顧客の主体的な行動の促進」、四つ目として「顧客の主体的な行動を補う仕組み」を掲げています。

二、中長期的な投資促進と金融商品取引法改正案

次に、現在、国会に提出しております金融商品取引法改正案を取り上げます。

改正案の中で特に重要なものは、取引の高速化への対応と、上場会社による公平な情報開示、すなわちフェア・ディスクロージャー・ルールの導入です。

(取引の高速化への対応)

我が国の証券市場において、高速取引の影響力が増大しています。資料18ページのグラフのとおり、注文件数ベースで七割、約定件数ベースで四割が東京証券取引所のコロケーションエリア（取引所の売買システムに近接した場所に用意された

取引施設）からの取引になっています。このような状況については、こうした取引が市場に流動性を供給しているという指摘がある一方で、市場におけるボラティリティの急激な上昇、取引コストの増大、中長期的な企業価値に基づく価格形成の阻害、システムの脆弱性などの観点から、懸念が指摘されています。

こうした両面の指摘がある中、我が国ではこれまで、高速取引を行う投資家から、当局又は取引所が直接情報を収集する枠組みが存在していませんでした。今回の改正案では、EUに倣いまして、高速取引を行う者に対して登録制を導入し、体制整備・リスク管理、当局への情報提供などの枠組みを整備することとしています。

なお、株式等の高速取引について、改正案では、株式等の取引をプログラムに従って自動的に行っていること、それと同時に、注文の伝達に要

する時間を短縮できるようコロケーションエンジニア等を利用して二つの要件を付けています。最近、個人投資家の中にも、プログラムを組んで投資している人がいますが、以上の二つの要件を兼ね備えている場合のみ、高速取引に当たるとされていますので、プログラム投資を行っている個人投資家が、改正案の「株式等の高速取引を行う者」に当たるとされるようなことは通常ありません。

(フェア・ディスクロージャー・ルールの導入)

資料21ページから22ページにフェア・ディスクロージャー・ルールに関する資料を載せています。

フェア・ディスクロージャー・ルールとは、企業が、未公表の決算情報などの重要な情報を証券アナリストなどに提供した場合、速やかに他の投

資家にも公平に情報提供することを求めるものです。近年、上場会社が証券会社のアナリストに未公表の業績に関する情報を提供し、当該証券会社がこの情報を顧客に提供して、株式の売買の勧誘を行っている事例が複数発覚しました。もともと欧米やアジアの主要市場では、フェア・ディスクロージャー・ルールが導入されました。我が国において、同様のルールが存在しない中で、先ほど申し上げたような事例が発生したわけです。このような事情を背景として、機関投資家等から、フェア・ディスクロージャー・ルールを整備するよう要請を受けました。

こうしたルールを整備することにより、全ての投資家が安心して取引できる市場環境を整備するとともに、「早耳情報」に基づく短期的な売買ではなく、公平に開示された情報に基づく中長期的な視点に立った投資を促すことが期待されます。

(フェア・ディスクロージャー・ルール案の概要)

資料22ページにおいて、フェア・ディスクロージャー・ルール案の概要を整理しています。

一つ目として、上場会社等が公表されていない重要な情報をその業務に関して証券会社、投資家等に伝達する場合、意図的な伝達の場合は同時に、意図的でない伝達の場合は速やかに、当該情報をホームページ等で公表することとされています。

二つ目として、情報受領者が上場会社等に対して守秘義務及び投資判断に利用しない義務を負う場合は、当該情報の公表は不要とされています。

今回のルール案の対象になるのは、情報の伝達を受ける側では、証券会社、投資運用業者、機関投資家などの有価証券の売買に関与する蓋然性が高いと想定される者であり、情報を提供する側では、上場会社の役員やIR担当部門の従業員な

ど、通常の業務遂行において投資家等に情報提供を行う者です。

今回のルール案は、過去・現在の事実に関する重要な情報の公平な伝達の確保を目的としておりますので、企業戦略に関する対話や工場見学での説明などは対象外とされています。また、報道機関は今回のルール案の対象外とされています。報道機関による企業の公表前の決算情報の取り扱いについて、いろいろな議論があることは承知しておりますが、この問題は、報道のあり方の問題として、まずは報道関係者において検討していただくことが適切であると考えています。

ルールに沿った公表がなされない場合、行政から公表を促すこととし、それでも適切な対応がなされない場合には、行政的に指示・命令を行うことができるとされています。さらに、正当な理由なく命令に従わない場合は、罰則を課すことがで

きるとされておりませんが、基本的には、この問題は行政的な対応によって処理を行う領域であると考えています。

(中長期的な投資の促進に向けた取り組み)

金融庁では、中長期的な視点に立った投資を促進することが重要と考えて、資料23ページに掲げたような施策を実行してきています。以上で申し上げた取引の高速化への対応やフェア・ディスクロージャー・ルールの導入等は、中長期的な投資の促進に向けた取り組みの一環であり、そうした取り組みの重要な要素を成すものと考えています。

三、コーポレートガバナンス改革の推進とスチュワードシップ・コードの改訂

最近、コーポレートガバナンス改革との関係で、スチュワードシップ・コードの改訂案を公表しましたので、以下ではこの点について説明させていただきます。

(コーポレートガバナンス改革の進捗状況)

資料25ページにありますように、安倍内閣が発足して以降、二〇一四年に機関投資家に関する「スチュワードシップ・コード」を、また、翌年には、上場企業の規律である「コーポレートガバナンス・コード」を策定しました。その後、これらの二つのコードを車の両輪として、コーポレー

トガバナンス改革を進めてきたところだ。

この結果、資料25ページのとおり、企業側では、上場企業の八割超がコードの原則の九割以上の項目を実施しているとされています。具体的には、独立社外取締役を選任する上場企業が大幅に増加しており、二人以上の独立社外取締役を選任している上場会社の割合は二〇一五年の四八・四％から、一六年には七九・七％まで上昇しています。三メガバンクグループの政策保有株式についても、各グループから当面の削減目標が公表されるなど、縮減に向けた動きが進められています。

また、多くの企業から、スチュワードシップ・コードの導入後、投資家の行動に変化があったという評価がなされています。もともと、形式的・画一的な対応が増加したという指摘も少なからず耳にするところであり、いろいろな対話をして

も、気づきを与えられるような指摘を受けたことはないとおっしゃる経営者も少なからずおられるのが実情です。

以上を整理しますと、コーポレートガバナンス改革は形式的には進んでいるものの、同時に、これからは単なる形式ではなく、より実質的なガバナンス改革を実現することが課題になると考えています。例えば、コーポレートガバナンス・コードでは、取締役会について、独立した客観的な立場から実効性ある経営の監督を行う旨が書かれており、この点に関しては、ほとんど全ての上場会社がコンプライしています。しかし、真に独立した客観的な立場から実効性ある監督を行えるようにするためには、単に二名以上の独立社外取締役を選任するだけではなく、より幅広い、さまざまな取り組みが必要になると考えています。

(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・コードのフォロワーアップ会議)

資料26ページにありますように、金融庁では、コーポレートガバナンスの更なる充実に向けて、東京証券取引所とともに、二つのコードの「フォロワーアップ会議」を設置し、これらのコードの普及・定着状況のフォロワーアップを行ってきました。

「フォロワーアップ会議」では、昨年二月一八日に、取締役会のあり方について意見書が取りまとめられました。そこでは、資料27ページのとおり、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等の提言が行われています。

(「フォロワーアップ会議」意見書)

コーポレートガバナンス・コード及びこの意見書で示されたことを、実質が伴う形で実行していくことが今後の大きな課題になります。この場合、コードに規定を置けば、それで何かが実現するようなものではありません。実質が伴ったコーポレートガバナンス改革を実現するためには、運用機関が、上場企業と対話する中で、実質的なコーポレートガバナンスの状況をチェックし、改善のための働きかけを行っていくしか手立てがないのではないかと考えています。

こうした問題意識から、「フォロワーアップ会議」では、昨年二月以降、機関投資家による実効的なスチュワードシップ活動のあり方について議論が行われ、昨年一月三〇日に意見書が取りまとめられました。

資料28ページで意見書のポイントを整理してい

ます。

ここでは、運用機関のスチュワードシップ活動の強化を図るため、運用機関におけるガバナンス・利益相反管理の強化、スチュワードシップ責任を果たすための経営陣の適切な能力・経験の確保、議決権行使結果の公表の充実などが提言されています。また、パッシブ運用に関し、株を売却するという選択肢が限られていることを踏まえ、積極的なエンゲージメントが必要であるとされ、加えて、スチュワードシップ・コードの実施状況について、自己評価・公表を行うことが求められています。

さらに、運用機関による実効的なスチュワードシップ活動を確保するため、運用を委託している年金基金などのアセットオーナーが、運用機関に求める事項を明示するとともに、運用機関のスチュワードシップ活動を実効的にモニタリングす

ることが提言されています。

意見書では、以上のような考え方に沿って、二〇一四年に策定されたスチュワードシップ・コードを改訂することが提言されています。

（スチュワードシップ・コード改訂案）

「フォローアップ会議」の意見書を受け、資料29ページのとおりに、今年一月から「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」において検討が行われ、今年三月二十八日にスチュワードシップ・コードの改訂案が公表されました。この改訂案について、現在、意見募集手続を実施しているところです。

コードの改訂案は、以上で申し上げてきたものとはほとんど同様です。一点だけ変わりましたのは、議決権行使助言会社の問題です。最近、我が国でも、議決権行使助言会社の助言を活用する機

関投資家が増えており、そうした会社の影響が増大しています。この点に関連して、「有識者検討会」で、議決権行使助言会社が助言を行うに当たって、企業の状況の確な把握のために、必ずしも十分な経営資源が投入されていないのではないかという意見が出されました。こうした意見も踏まえ、今回の改訂案では、議決権行使助言会社に対し、助言の際に十分な経営資源を投入するよう求める旨を記載したところです。

四、会計監査の充実と監査法人の

ガバナンス・コード

(監査法人に関する出来事及び制度的な対応)

最近十数年間、会計監査を巡ってさまざまな出来事があり、その中でさまざまな制度的な対応が図られてきました。資料32ページをご覧ください。

平成一五年と一九年の二度にわたる公認会計士法の改正、平成一四年、一七年、二五年の累次にわたる監査に関する基準の制定・改訂、平成一八年の内部統制報告制度の導入など、会計監査の充実に向けて各般の取り組みが行われてきました。そうした中、今般、東芝事案が発生し、会計監査に対する信頼の確保が改めて課題になっている状況です。

会計監査への信頼確保の取り組みを進めていく上で、二つほど留意すべき点があると考えています。

一つは、先ほども申し上げましたように、会計監査の基準の類いは既に飽和状態になっており、さらに屋上屋を重ねるようなことは得策ではないということです。むしろ、これまでの取り組みをしっかり定着させていくことが重要であると考えられます。

もう一つは、何か一つのことをやればそれでよいということではなく、包括的な取り組みを進める必要があるということです。

(監査法人の在り方に関する懇談会)

資料33ページにありますように、「会計監査の在り方に関する懇談会」から、昨年三月八日に包括的な提言をいただきました。そこでは、監査法人のマネジメントの強化のため、監査法人のガバナンス・コードを策定し、監査法人の組織的な運営のためのプリンシプルを確立していくことが提言されています。

資料34ページから36ページにおいて、提言の抜粋を整理しています。ここでは、最近の不正会計事案において、大手監査法人の品質管理体制が形式的には整備されていたものの、高い視点からのマネジメントが有効に機能していなかったとされ

ています。

近年、監査法人の大規模化が進展し、大手監査法人で数千人を超える規模、準大手監査法人でも百人を超える規模となっています。その結果、経営陣によるマネジメントが、このような規模の拡大と組織運営の複雑化に対応しきれていないことが、監査の品質確保に問題を生じさせている主な原因の一つであるとされています。

このため、監査法人の運営について明確な権限と責任を定めた実効的なガバナンスを確立し、組織全体にわたってマネジメントを有効に機能させる必要があるとされています。合わせて、組織的な運営の状況を外部からチェックできるようにするとともに、組織的な運営が有効に機能している監査法人が評価されるようにするため、監査法人の運営の透明性を向上させることが必要であるとされています。

(監査法人のガバナンス・コード)

資料39ページに、「監査法人の組織的な運営に関する原則」、すなわち「監査法人のガバナンス・コード」のポイントを掲げています。これは、「懇談会」の提言を受け、今年三月三十一日に公表されたものです。

ここでは、監査法人が果たすべき役割、実効的な経営機能の発揮、経営から独立した監督・評価機能の確保、独立性を有する第三者の活用、実効的な業務体制の整備、経営陣と監査チームの間の円滑な情報共有、人材の育成・人事管理に係る方針の策定などが強調されています。さらに、透明性の確保に向けて、外部との積極的な意見交換、監査法人内外からの意見を踏まえたマネジメントの改善(PDCAの実行)などにも言及されています。

監査法人のガバナンス・コードが実効性を伴う

形で定着していくためには、外部からのチェックが重要です。ここで、チェックの主体は誰かが問題になります。会計監査人は上場企業の株主総会で選任されます。その意味で、究極的には上場企業の株主がチェックの主体になりますが、同時に、会計監査人の選任議案を決定するのが監査役会又は監査委員会であることを考慮しますと、こうした立場にある方が果たす役割が大きいと言うことができます。

資料40ページでは、コーポレートガバナンス・コードのうち、会計監査に関する部分を抜粋して掲載しています。このコードの原則3-2(外部会計監査人)の補充原則①では、監査役会は「外部会計監査人候補を適切に選定し外部会計監査人を適切に評価するための基準の策定」を行うとされています。この点も踏まえ、監査役会において、監査法人の組織的な運営が行われているか

どうかをチェックしていただくことが、実効性のある形で監査法人のガバナンス・コードを定着させる上で重要であると考えています。

この点に関しては、監査法人のガバナンス・コードとコーポレートガバナンス・コードが車の両輪として機能することが期待されています。

五、一連の制度整備が目指しているもの

最後に、一連の制度整備が目指していることについて申し上げます。資料42ページの図をご覧ください。

左側の企業（資金運用先）から、右側の最終受益者（資産保有者）までの間に、いろいろな主体が連なっています。これが、インベストメント・チェーンと言われるものです。このインベストメ

ント・チェーンに関わっている四つの関係当事者について、これまで三つのコードと一つの原則を提示してきました。また、最終受益者に関しては、中長期的な投資の促進という施策を掲げ、取り組んできているところです。

私どもとしては、このような取り組みを通じて、インベストメント・チェーンに属する、すなわち、市場に参加する全てのプレイヤーが、最終受益者からの負託に応えて、プロとして真の能力を発揮することにより、一流の市場を育てていただきたいと考えており、このことを一つの理想像として描いているところです。

それぞれのコードや原則に書かれていることは、ある意味では、当たり前のことではないかと思えます。重要なことは、それを実質が伴う形で実践することです。市場に参加するすべてのプレイヤーが、最終受益者のために最大限のプロ

フェッショナリズムを發揮することにより、一流の市場が出来上がっていくことを期待しています。

その際、当局も実力を高めていく必要があるのは当然です。この点について、私どもも努力は重ねてきておりますが、現状、今なお道半ばであることは認めざるを得ないと考えています。私が直接担当しております制度作りについても同じことが言えるように思います。

以上のようなことを申し上げますと、余計なお世話だとおっしゃる方も多いのではないかと思えます。しかし、私どもとしては、皆さん方とともに、そうした理想像に近づいていきたいと心から願っているところであり、このような思いを持って一連の施策に取り組んでいることをぜひ御理解いただきたいと思います。

私からのお話は以上とさせていただきます。

増井理事長 池田局長から、金融資本市場をめぐる制度整備の動向についてお話しいただきました。まだ若干お時間がございますので、質問があります。ありになる方はいらっしゃいますか。

質問者A 今日は金融制度全般にわたってお話を聞かせていただき、ありがとうございます。非常に体系的に理解できました。

一点、御意見を伺いたいのですが、フィデューシャリー・デューティーに関しては、本来、監督当局から言われるまでもなく、金融機関が自ら取り組まなければならぬ課題であると思えます。

例えば、メーカーの場合は、安全基準や消費者保護のルールに従って顧客本位の経営を行わなければ、たちまち経営が立ち行かなくなります。今般、当局から金融機関に対して、企業カルチャー、人事評価なども含め、業務運営に関する「原則」を示されたのは、この点に関して、金融

機関の現状に危機感を持っておられるためではないかと感じました。今の金融業界に対する御認識を聞かせていただけないでしょうか。

池田 今、金融庁で仕事をしていて感じますのは、金融界においては、非常に横並び意識が強いこと、そして、当局が強く意識されているということです。

これらの二つは、ベスト・プラクティスを目指して競い合い、その中からすぐれた事業者が選ばれるという考え方はなじまないものです。このため、金融機関には、当局ではなく顧客を意識した業務運営を行っていたくよう再三申し上げており、加えて、どうすれば金融機関の間の横並び意識を崩すことができるかが当局にとっても大きな課題になると考えています。

なお、この点は、我々にとっても若干のジレンマがあります。

当局ではなく顧客を意識してほしいと言うのであれば、「原則」を出したあとは金融機関の対応に任せればよいわけです。しかし、「原則」を出した後、当局がきちんとフォローしなければ、文書が出されただけで、世の中は何も変わらなかったということになりかねないとの意見も多かったです。

他方、当局が検査・監督を通じて厳しくチェックすることになりますと、金融機関は、従来と同様、当局だけを意識した形式的な対応に終始することになりかねません。

当局としては、新しいやり方を目指しつつ、同時に実効性も確保しなければならぬ立場にあります。この点について悩んだ結果が、『原則』の定着に向けた取組みの二つ目の「当局によるモニタリング」になります。ここでは、各金融機関において、当局を意識するのではなく、また横並

びにも陥らないようにしながら、何ができるかを考えて取り組む、その際、当局としても対話を通じて悩みや課題を共有していく、これによって活路を開いていくということが一つの考え方のベールスになっていると考えています。

質問者B 本日は貴重なお話をいただきありがとうございます。ありがとうございました。

一つ、御意見を伺えればと思うのですが、一連の改革が定着するよう、海外の事業者の新規参入を促そうというお考えはおありでしょうか。

池田 金融審議会の市場ワーキング・グループで顧客本位の業務運営について議論した際、委員から、顧客本位の業務運営が行われていない場合、通常は、顧客本位を掲げた新規事業者が参入し、そこに顧客が移動することによって問題の解決が図られるはずなのに、なぜ日本では、何十年もの間、そのような動きが出てこないのかという御質

問をいただいたことがあります。

顧客本位のすぐれたビジネスモデルを持った事業者が、海外から参入する可能性があるのなら、そのこと自体は歓迎されるべきことだと考えています。ただ、今、国内で業務を行っている事業者の中から、前向きないろいろな取り組みが起きてくることも同じように重要なことであると思っています。当局として、これらのうち、一方だけに強いプレファレンスがあるわけではありません。**増井理事長** 私から一つ、やや大胆な御質問をしたいと思います。

資料42ページのインベストメント・チェーンの流れにおいて、各事業者の取り組みを通じて、自律的なサイクルが回っていけばよいのですが、このチェーンのどこにも金融庁がないのがやや気になります。

最終受益者たる資産保有者の利益になるような

サイクルを回すためには、いろいろな力が働く必要があります。中長期的な投資の促進に向けて、サイクルの勢いを増すような施策が必要なのではないかと思えます。金融庁において、積立NISAの創設などいろいろな努力をされているのは承知しておりますが、今後、中長期的な投資を促進するため、新たな取り組みを進めていくお考えはないのでしょうか。

池田 そうしたことは考えられると思えますし、ぜひ考えたいと思っています。もし具体的なお考えがあれば、ぜひ持ち込んでほしいと思えます。

私の部屋にお見えになる地域の証券会社の方の中には、中長期的な投資の促進策は、銀行のためではあっても、証券会社のためにはならないと言う方がおられます。そのような方には、「では、我々はその他にどういうことをやればよいです

か」と問いかけることにしています。いろいろな方が、いろいろな形でビジネスモデルを展開される際、それをサポートする有意義な取り組みがあるなら、あらゆる可能性を追求したいと思っております。

三年前に総務企画局長に就任してから、アイデアがあれば聞かせてほしいと言いつけているのですが、これまでに具体的なアイデアを持ち込んでいただいたことがあまりなく、残念に思っているところです。当局が自分で考えて取り組むことも考えられますが、そのような施策は得てして証券界から歓迎されることが多いのです。何かアイデアがあれば、ぜひ持ち込んでいただきますようお願いいたします。

増井理事長 どうもありがとうございます。それでは、今日の講演会はこのあたりで終わらせていただきたいと思います。

本日は、お忙しい中、御講演をいただきましたまして、池田局長、本当にありがとうございました。

(拍手)

(いけだ ゆういち・金融庁総務企画局長)

(本稿は、平成二九年四月二四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。)

池田唯一氏

略歴

- 1982年3月 東京大学法学部卒
- 1982年4月 大蔵省入省
- 1984年～1985年 英国ロンドン大学 LSE 校留学（経済学修士）
- 1989年～1992年 国際通貨基金（IMF）エコノミスト
- 2009年～2014年 中央大学大学院戦略経営研究科客員教授

大蔵省大臣官房、主計局、証券局、銀行局、国税庁勤務を経て、

- 1998年4月 内閣総理大臣官房金融監督庁設立準備室主任室員
- 1998年6月 金融監督庁長官官房総務課総括企画官
- 1999年7月 同管理室長
- 2000年7月 金融庁総務企画部（局）保険企画室長
- 2001年7月 金融庁監督局協同組織金融室長
- 2002年7月 同保険課長
- 2004年7月 金融庁総務企画局企業開示参事官
- 2005年7月 同企業開示課長
- 2007年7月 同市場課長
- 2009年7月 同企画課長
- 2010年7月 同参事官（開示担当）
- 2011年8月 同審議官（開示担当）
- 2012年7月 同審議官（企画・市場担当）
- 2013年6月 同審議官（監督局担当）
- 2014年7月から現職