金融資本市場をめぐる課題

井藤英樹

金融庁企画市場局長の井藤でございます。

今日は、このような場で金融行政についてお話しさせていただく機会をいただきまして、大変ありがとうございます。私どもが取り組んでいる課題について概説的にお話しさせていただければと考えています。

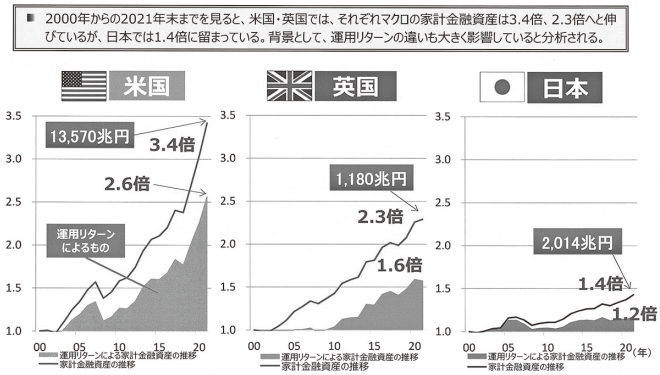
一、資産所得倍増プラン

資産所得倍増プランの背景には、日本の家計の金融資産は現預金が半分以上を占め、諸外国に比べて株式や投信などの割合が少ない。これが本当により効率的な資産形成につながっているのかどうか、少しもったいないという問題意識がありました。

これは家計金融資産の国際比較の表です（図表1）。日本の場合、預金偏重で、しかも金利が非常に低い状況に置かれていたこともあって、日本の金融資産自体が諸外国に比べてあまり伸びを見せていません。運用によってリターンを生む資産が日本は非常に少ないということで、家計も、資産形成にもう少し資するような運用を考えていた

図表１

家計金融資産の国際比較



（注）　上記の運用リターンによる資産の伸びは、資産価格の変動による伸びから算出しており、利子や配当の受取りを含まない。
（注）　21年末時点の値。米国、英国については、21年12月末の為替レートにて換算（１ドル＝115.08円、１ポンド＝155.742円）
（資料）　FRB、ONS、日本銀行より、金融庁作成

だく。あわせて、リスクマネーもよりよく経済に供給されて、好循環を図っていきたいということです。

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で、いろいろ政策を検討しています。これは今年去年に始まったことではなく、近年の金融庁の問題意識を反映した継続的な取組みで、特に家計の資産所得倍増という名のもとに、思い切って一歩、二歩、さらに長足に前進させようということでプランを練りました。そのためには、家計の資産形成を支えるインベストメント・チェーン（顧客・受益者から投資先企業への投資がなされ、その価値向上に伴う配当等が家計に還元される一連の流れ）の各参加者が十二分に機能を発揮することが必要です。

金融事業者については、まず、よい商品を家計

に販売することを定着させたいと考えています。

アセットオーナーについては、年金の運用が、GPIFはそれなりに一生懸命やっていらっしゃると思いますが、企業年金等の運用についてはいろいろと問題点の指摘もされています。

企業はDCについて従業員のことを真に第一に考えて商品選択しているのか。あるいは、企業には、法令上、情報提供や教育の努力義務というのも定められているのですが、従業員に対して、年金の関係できちんと情報提供や教育がなされているのだろうかという指摘もされています。

資産運用業の強化は、ゴールデンウィーク前の経済財政諮問会議で、総理からも、抜本的改革を図るためのプランをつくれという指示をいただいたこともあり、しっかりと取り組んでいかなければいけない課題です。

販売会社については、近年、金融庁において、「顧客本位の業務運営に関する原則」というものに基づいて顧客本位の業務運営の浸透に取り組んできたわけですが、同原則は法規制ではなく、各事業者の自発的な採択を促すものでした。よくなってきていると個人的には感じている部分もありますが、道半ばの部分もあり、典型的なのは昨今話題になっている仕組債等で、リスクがわかりにくく、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・販売している例が見られました。この対応として、顧客や受益者の利益を第一に考えた立場から業務運営を求めるための制度のあり方について検討し、この辺を一歩も二歩も進めたいと考えています。

後でアドバイザーの話も出てきますが、結果の勝ち負けを問うているわけではなくて、販売会社がプロの視点から判断して、顧客の立場にとってもこれは合理的な選択だと、顧客のポートフォリ

オのもとでこういう投資はありだということで推奨していくことが、まず大事だということです。

家計も、例えば今後若い人が、人生のライフステージでさまざまな投資を行う際に、金利も十分つかない預金だけでいいのか、どういったものであればある程度信頼していいのだろうか等々、最低限の金融知識を持っていただく必要があるのではないかと思います。また、若い世代でなくても、いざ老後に備えて、何千万円かの退職金をどうしたらいいのかと思われる人もいます。

また、積立とか資産形成を離れますが、例えば、若い人の中で、信頼できる情報や取引の相手方を適切に選別できず、我々からしてみれば信じられないような詐欺的な商品に投資する不幸な事例が結構あるので、そういうことも含めて、金融リテラシーの向上は大事だろう。その上で、ＮＩＳＡの拡大などの政策的な手法も取り入れて、好循環をつくっていきたいということです。

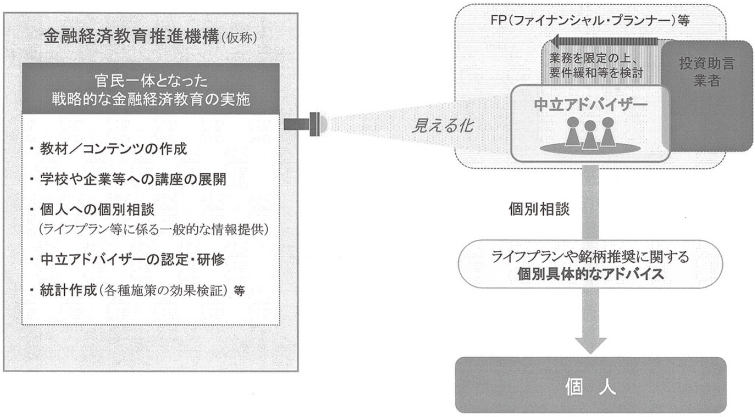
ＮＩＳＡの文脈では、そうはいっても海外の企業にばかり投資しているじゃないかという話はあるのですが、我々としては日本経済の好循環を目指しています。企業自体が、投資対象として魅力的になり、成長してしっかり利益を稼ぐことは、すなわち日本経済の成長にも貢献するわけです。したがって、コーポレートガバナンス改革やスタートアップ支援に取り組んでいますし、また、そういう資金の仲介の場たる金融資本市場も、よりよく機能するような場にしていきたいということで取り組んでいるところです。

家計のリテラシーの話をしましたが、今回の法案の一つのポイントは、金融リテラシーを抜本的に向上させるために、国全体として、中立的立場から、金融経済教育の機会提供に向けた取組みを推進するための体制を検討するということで、今

図表２

（参考）金融経済教育推進機構（仮称）の役割（イメージ）

第3回資産所得倍増分科会
鈴木金融担当大臣説明資料（抜粋）



回の法案では、認可法人という形で金融経済教育推進機構というものを立ち上げることが盛り込まれています（図表２）。

これまでご説明をしてきたところでは与野党を問わず、家計の金融知識の底上げは極めて大事だというご意見は多いのですが、今の時代に認可法人が要るのか、機構なんかをつくるのは行革に反するのではないかと言われることがあります。

ほかの教育も大事だと思いますが、私としては、金融教育は国家百年の計につなげるような大事なものであると考えており、国も民間任せにして逃げることなくやらなければいけないと考えております。では、国が一から予算をとって、人員を張りつけて、税金でやりますと言ったらどうでしょう。日銀は金融広報中央委員会ということで、三〇人ぐらいの体制をもって取り組まれていたり、日証協や全銀協もかなり取り組んでいた

り、既にそういうことは各所でなされているわけです。そういうところと競業的に、一から並行的に税金でやるのはあまりにも非効率なので、国としても積極的にかかわり、中立の立場からよい教育を練り上げていきたい。既存のリソースも十分活用しながら、官民協力して進めていくのが最もよい形ではないかと考えて、今回の提案につなげています。

顧客本位の業務運営については既に御説明したとおりですが、一点つけ加えると、金融事業者のほかに年金関係者（企業年金等）も加えることで、今回は市場横断的な対応を図ることを考えています。今の役所は、縦割りという感覚が昔ほど強くなく、協力できることはやりましょうという感じに変わってきていると感じています。

国民のお金の話では、ライフサイクルの中で年金はやっぱり外せないと感じています。例えばファイナンシャルプランナーに老後の生活を相談すると、まず、「年金はどのくらい貰えそうですか」と最初に確認するような話です。そういうものを含めてやっていくことが極めて大事だということで考えております。

もう一つの中立的なアドバイザーの見える化ということについては、家計が適切な金融商品を選ぶのは結構難しいと思います。個人的には二つのスクリーニングポイントがあると感じており、一つは、わからないものを買うな、もう一つは、わかった上でも、リスクをとれる範囲で買いましょうという話だと思います。

まずリスクを判定し、その上でとれるリスクの範囲の中で投資するということですが、そうはいっても何に投資したらいいか、わからないということもある。だから、アドバイザーの話は極めて重要なのですが、アドバイザーといっても利益

相反的な場合がある。一番良いのは、完全にバイサイドに立って、顧客のために忠実で、どの商品を買ったかによってアドバイザーの収益が左右されないことですが、そうしたビジネスモデルが成り立つのかという問題もあります。

世の中には必ずしもバイサイドに立たないようなアドバイスもいろいろあります。例えば家電量販店に行くと、実はメーカーから派遣されたような人が懇切丁寧に説明してくれる。それを必ずしも否定しているわけではないのですが、もし中立的なアドバイザーがいれば、安心してアドバイスをより受けやすくなるのではないか。そのため、金融経済教育推進機構が中立性を認定して明示することはできる。

ただ、アドバイザーが、それで本当に生計をたてられるかどうかという懐疑的な声もあります。実はイギリスでは、アドバイザーは商品販売に対するキックバックの受取りが禁止されるなど厳格なのですが、その結果、富裕層向けのアドバイスばかりになってしまっているといった指摘もあります。そこでリスクの低い商品、例えばつみたてＮＩＳＡとかｉＤｅＣｏに絞った投資助言業の登録要件の緩和を含めて、少しでもビジネスモデルが成り立つような形をあわせて考えていきたい。既存のアドバイザーの職域を脅かすというよりも、新しいアドバイスのビジネスモデルがあってもいいのではないか、そこを応援したいということで捉えていただければと思います。

次に資産所得倍増プランの概要です。政府全体として決定したプランにはｉＤｅＣｏ制度の改革なども含まれていますが、金融庁関係では、まずＮＩＳＡの抜本的拡充に合わせて、顧客本位の業務運営のさらなる底上げ、あわせて金融リテラシーの向上という三つの柱を中心に政策を進めて

います。

そこでは、ＮＩＳＡの口座数・買付額を倍増することを目標としています。現行では、つみたてＮＩＳＡの年間投資額は四〇万円ですが、これを一二〇万円とし、一般ＮＩＳＡの年間投資額一二〇万円を、成長投資枠という形で二四〇万円に増額し、合計で三六〇万円としています。非課税保有限度額は一八〇〇万円で、今のつみたてＮＩＳＡ四〇万円を二〇年、全部使い切ったとしても最大八〇〇万円ですからかなりの増額です。

制度設計のポイントは、まず、非課税保有限度額という形で生涯を通じた上限を設定する。生涯で枠を設定すれば、年間の枠は弾力的に設定できるのではないかということで、ある年には、相続などがあって、割と余裕資金がある。ある年は子どもの入学、あるいは旅行や車の購入などで投資できないこともある。そういったライフステージや状況に応じた弾力的な積立が可能となっているわけです。

また、無期限化というのが極めて大きい。

その際に、初めて投資をするような家計にとって、つみたてＮＩＳＡは、対象商品も含めて、極めてよい仕組みだと思うのですが、それゆえに、信託報酬に上限を課していたり、業界にとって儲かる商品ではない。そういったものに対して、運営のためのシステムコストが過度にかかるのは大変ではないか。我々は制度をつくるに当たって、そういうところも最初から相当意識して、国民にとっては非常にわかりやすくて、とにかくユーザー目線で使い勝手のいいものにしたい。その一方で、金融機関にとっても、なるべくシステムコストを抑えたものとしたいということで、こういう制度に組み上がっていったということです。

図表３

金融商品取引法等の一部を改正する法律案①（概要）

デジタル化の進展等の環境変化に対応し、金融サービスの顧客等の利便の向上及び保護を図るため、「顧客本位の業務運営・金融リテラシー」、「企業開示」等に関する制度を整備

顧客本位の業務運営・金融リテラシー

■ 成長の果実が家計に分配されるという「資金の好循環」を実現し、家計の安定的な資産形成を図る観点から、以下の取組を実施

顧客本位の業務運営の確保

■ 最終的な受益者たる金融サービスの顧客や年金加入者の最善の利益を勘案しつつ、誠実かつ公正に業務を遂行すべきである旨の義務を、金融事業者や企業年金等関係者に対して幅広く規定

■ 顧客属性に応じた説明義務を法定するとともに、顧客への情報提供におけるデジタル技術の活用に関する規定を整備

金融リテラシーの向上

■ 資産形成の支援に関する施策を総合的に推進するため、「基本方針」を策定

■ 利用者の立場に立って、金融経済教育を広く提供するため、「金融経済教育推進機構」を創設
〔業務〕金融経済教育の教材・コンテンツの作成、学校や企業等への講座の展開、個人に対する個別相談 等
〔形態〕認可法人
〔役員〕理事長（1人）、理事（3人以内）等
〔ガバナンス〕運営委員会（委員、理事長、理事）を設置、金融庁が認可・監督
（参考）上記のほか、機構は、資産形成等に係る相談・助言を容易に受けられる環境を整備

企業開示

■ 非財務情報の開示の充実に向けた取組（注1）と併せて、企業開示の効率化の観点から、金融商品取引法上の四半期報告書を廃止（注2）
（注1）府令改正によりサステナビリティ情報の開示の充実を図る
（注2）第1・第3四半期の開示については、取引所規則に基づく四半期決算短信に一本化

■ 半期報告書、臨時報告書の公衆縦覧期間（注）を5年間（課徴金の除斥期間と同様）に延長
（注）現行の公衆縦覧期間は、半期報告書3年、臨時報告書1年

その他のデジタル化の進展等に対応した顧客等の利便向上・保護に係る施策

■ ソーシャルレンディング（注）等を行う第二種金融商品取引業者について、投資家に適切な情報提供等が行われなかった事例を踏まえ、運用報告に関する規定を整備
（注）インターネットで集めた出資を企業に貸し付ける仕組み

■ 不動産特定共同事業契約（注）をトークン（デジタル）化する動きが見られていることを踏まえ、他の電子記録移転権利と同様、当該トークンに金融商品取引法のルールを適用
（注）出資を募って不動産で運用し、収益を分配する仕組み

■ 金融商品取引業者等のウェブサイトにおいて、営業所に掲示する標識と同内容の情報公表を義務付け

■ 虚偽の財務書類の開示を行った企業等に対する課徴金納付命令に係る審判手続のデジタル化

二、国会提出法案

これは現在、国会に提出している法案の概要です（図表３）。その柱は、今申し上げた顧客本位の業務運営と金融リテラシーの向上を図ることが一番大きなポイントです。最終的な受益者たる金融サービスの顧客や年金加入者の最善の利益を勘案しつつ、誠実かつ公正に業務を遂行すべきである旨の義務を、金融事業者や企業年金等関係者に対して幅広く規定しています。

証券関係で言えば、既に誠実・公正義務というものは入っているわけで、今回新たに規定し直されたとしても基本的には大きく変わらないという理解でいいと思いますが、そうはいっても、「最善の利益を勘案し」を特記しているので、そこをさらに意識していただけることを期待していま

す。

金融リテラシーの向上では、先ほどご説明した、金融経済教育推進機構を創設する。

その他のデジタル化の進展等に対応した顧客等の利便向上・保護に係る施策もあります。

企業開示の四半期報告書の廃止については、後ほど若干触れさせていただきたいと思います。

三、市場改革

市場改革については、インベストメント・チェーンの好循環を図るということで、市場インフラの機能強化、スタートアップ企業等への円滑な資金供給、その他の環境整備等々、いろいろあります。時間の関係もあるので今日はあまり深く立ち入りませんが、特にスタートアップについては、「スタートアップ育成五か年計画」ができて、日本としてもさらなる経済成長、あるいは好循環を図るために、このあたりを伸ばしていくことが政府の大きな課題になっています。

金融行政をやっている我々も、制度の趣旨は当然大事にしますが、新しい事象がどんどん起きてくる中で、今ある制度が現時点において完全なものだとは全く思っていないわけで、見直すべきものがあればどんどん見直していきたいと考えています。

ただし、法制度の趣旨として、歪めてはならない原理原則はあると思っています。制度以前の考え方としても、先ほど言いましたように、わからないものに投資してはいけないというのは、イロハのイのような気がします。また、スタートアップやベンチャー投資を促進するために、情報開示をできるだけしないで済ませてくれという話が結構多いのですが、適切な情報が無くて、投資対象

をどのようにして選別するのだろうと思います。また、景気への先行き懸念があるときに、スタートアップ企業の株主がエグジットしにくい状況も生まれてきますが、そうした場合にリスクの高い投資に適さない方々に買ってもらおうというのも適切ではないと思われます。エンジェル投資家をはじめリスク許容度やリスク管理能力の高い人がリスクを理解した上で、許容できるリスクテイクの範囲内で投資する。そうした合理的な投資であれば、特定投資家などの枠組みも活用して、どんどん投資して貰えればと考えています。そうでない一般の個人や家計が、リスクが十分に分からないまま、あるいは資産や収入に比して不相応のリスクを取るのは不適切だと考えています。

そうではなく、例えばデジタル化が進んでいる中で、書面を前提とした規制はおかしいとか、どう考えても制度の趣旨を守るための手段として合理性をなくしているような話があれば、そこはどんどん見直していきたいと思います。

ただ、金融庁も規制の緩和には昨今かなり取り組んできているので、具体的にいろんな業界関係の人に、何か見直す点はありますかと聞いても、制度の趣旨を損なうような話は別として、そうは多くは聞きません。いや、こういうところは制度の趣旨からしても手段として相当性を欠いているという話があれば、是非金融庁におっしゃっていただければと思います。スタートアップ育成のためには、引き続きできることは何でもやっていきたいと思っています。

続いて市場区分の見直しです。

東証が去年の四月に市場区分を再編して、これが中途半端な改革ではないかと手厳しい批判をされる人もありましたが、現在、東証では経過措置の終了時期を明確にし、さらに、資本コストに見

合う収益性等を目指した計画策定などを企業に求めるような施策を取っています。この点については、後程、コーポレートガバナンス改革のところでまた触れさせていただきます。

四、企業情報の開示等

そもそも四半期開示は、短期主義につながってよろしくないのではないかという議論もあります。

金融審のディスクロージャーワーキング・グループでいろいろ議論を重ねた結果、将来的には投資家が真に求める情報をより適時に情報開示を行っていくような枠組みにしていくことを念頭に、金商法上の開示義務を廃止し、四半期決算短信へ一本化するべく具体化を取りまとめました。

背景としては、企業の情報開示の負担が高まってきていることがあります。サステナビリティ情報ということで、まず気候変動対応を含め、中長期的な企業価値向上に向け、情報を開示しなければならない。日本政府は人的資本を重視しているので、こういう取組みも記述してくださいと求めている。国際的には、生物多様性とか、いろんな情報開示をしてくれという話が出てきています。

さらに言えば、コロナ、あるいはウクライナ侵攻のようなものがあったとき、欧米の企業は、適時開示ということで、かなり機動的にいろんな情報を出していますが、日本の企業は、それに比べると情報開示が機動性に欠けているのではないかという指摘を受けている。

いずれにせよ、企業の情報開示に関するニーズや社会的要請は相当高まってきていて、企業もそれに応えていただく必要があると思いますが、企業の負担面も考えて、合理的な制度にしていかな

ければいけない。そこは、先ほどのＮＩＳＡのシステムではないですが、強く思っています。

また、短期主義につながるため四半期報告書は要らないという意見がある一方で、やはり四半期の情報は大事だという投資家も多いのですが、少なくとも取引所の四半期決算短信と四半期報告書が両方ある制度は効率化する余地があるのではないか。その結果、今回は取引所の四半期決算短信に一本化することにしたということです。

サステナビリティ開示については、今、国際的な基準づくりが進んでいます。今年の前半に、「全般的な開示要求事項」及び「気候関連開示」に関する基準について最終化予定になっていて、今後の優先アジェンダについて検討が始まっている段階です。日本においてもサステナビリティ基準委員会（ＳＳＢＪ）が設立され、我が国の具体的な開示基準の検討が始まっています。こうした状況を踏まえ、金融庁は今後、国際的な基準を日本に取り込んでいくためのロードマップを出しています。

あわせて、有価証券報告書等において、サステナビリティ開示が本年三月期から適用され、日本においても従業員の状況等において「女性管理職比率」、「男性育児休業取得率」及び「男女間賃金格差」の開示を求めることに加え、サステナビリティ情報の記載欄を新設して、国際的なフレームワークと整合的な「ガバナンス」、「戦略」、「リスク管理」及び「指標及び目標」の四つの構成に基づく開示を求めることになっています。

コーポレートガバナンス改革は、先ほどの大きなインベストメント・チェーンの中でも、企業側の価値を高めることが極めて重要であるということで、企業自体がしっかりとした企業価値を高めるガバナンスを持っていただきたいということと

あわせて、投資家も、建設的な対話を中心として、しっかりとした関与をしていただきたいということです。日本の場合は、スチュワードシップ・コードを二〇一四年に、コーポレートガバナンス・コードを二〇一五年につくって、それを三年おきに見直してきました。

実は、今事務年度は三年おきの見直しの年に当たりますが、そもそもこれはプリンシプルなものですから、これをさらに細分化した新しい項目をつくるというのは、企業負担もそうですが、チェックリスト的な形式的な対応を助長するのではないかという議論もあります。我々としてはそれは本意ではなく、企業価値の向上という原点に立ち返って何ができるかを考えていこうということです。

そうした観点から、コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラムを四月二六日に公表しました。

大きなポイントは収益性と成長性を意識した経営ということですが、東証におけるＰＢＲ一倍割れの企業の話が大きく報道されています。ＰＢＲにそんなに意味があるのかということで、お叱りを受けるような論文を拝読することもあります。ゴーイングコンサーン価値と解散価値では当然違いますし、さらに言うと、解散された瞬間にどこかに行ってしまう暖簾などもあるので、厳密にＰＢＲ一倍に科学的な意味がどこまであるのかといった指摘はあり得るかもしれません。そうはいっても、資本コストに見合わないようなリターンしかあげられていないのであれば投資対象としての魅力に欠けることは事実でしょうし、企業の持続的な成長を達成してもらいたいということだと思います。

資本コストに見合うような資金の有効な活用が

できないケースでは、資本市場の教科書からすれば、自社株買いや増配などにより企業が抱える現預金を投資家に戻して、投資家に新たな投資をしてもらえればということも否定できないでしょうが、我々としては日本の企業に成長してもらいたいという思いが強くあります。上場企業には、成長に向けた事業ポートフォリオの見直し等を含めた攻めの経営をしていただければと考えている次第です。

もう一点は、サステナビリティを意識した経営ということで、そこはしっかりとやっていかないと、今後のリスクにもなりますし、チャンスも失われることになるだろうと思います。

公開買付制度・大量保有報告制度等のあり方に関する検討については、制度の導入後、市場環境の変化等を踏まえて改正してきましたが、二〇〇六年以降は大きな改正をしていないので、この際、棚卸しをして、見直すべきものはしっかりと見直していきたいということで、現時点でこうだという方向性が決まっているものではありません。

ただ、少数株主の保護、あるいはエンゲージメントの促進、特にパッシブ投資が増加しているような背景もありますので、そういった観点で共同保有者の範囲の明確化等々、コーポレートガバナンス改革に資するような文脈での見直しが一つの視点となっています（図表4）。

五、事業成長担保権（仮称）

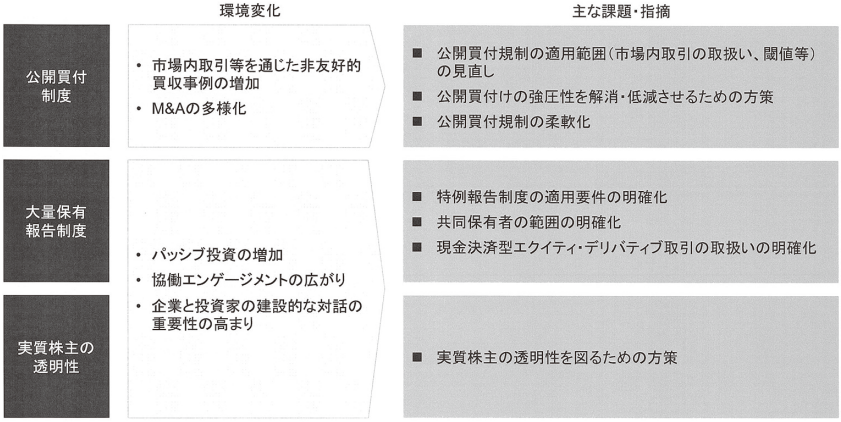
最後に、事業成長担保権についてお話しします。

今、事業全体に対する担保権である事業成長担保権の創設に向けた制度設計に取り組んでいま

図表４

公開買付制度・大量保有報告制度等のあり方に関する検討②（近時の環境変化・課題）

□ 近時の市場環境の変化に伴い、公開買付制度・大量保有報告制度について様々な課題が指摘されているとともに、実質株主の透明性の在り方についても課題が指摘されている。



す。現行の担保権は有形資産が中心で、スタートアップ等の資金調達に支障があることや、事業価値への貢献を問わず担保権者が優先され、融資先の経営改善支援が遅れるおそれがあることが指摘されています。そこで、事業全体に対して担保権を設定できるようになれば、金融機関は事業が生み出すキャッシュフローに目が向きやすくなり、事業者とともに事業の収益性を高めていくインセンティブが働くので、まさに金融庁が進めてきた、金融機関が事業者に寄り添って行う融資が今より促進されることが期待できます。

ただ、本制度の法制化にあたっては、難しい論点もありますが、何でもかんでも事業成長担保権を使って融資しなければならないと思っているわけではなく、融資行動の幅が広がり、金融機関にとってもメリットがあるような、例えば、事業を大きく拡大させようとするスタートアップ向けの

融資、事業承継時の融資、あるいはプロジェクトファイナンス等に使っていただければと考えています。

私がかつて地域金融機関を担当していたころ、動産担保融資というものが少し注目されていました。金融庁が推奨しているので、これに取り組んでいないと、金融庁や財務局のヒアリングでいろいろ文句を言われるのではないか、五件やっていれば詰問から逃れられるらしいということで、多くの地域金融機関が五件程度はなんとか実績をつくろうとしているという話がありました。金融庁の担当者からすれば、それは都市伝説のようなものだったのですが、ただそういう警戒心が地域金融機関にはあったようで、私どもの不徳の致すところでもありました。この新しい担保制度については、制度を使わないからといって何か問題にするようなことはないと、重々御説明してきているところです。事業全体に対する担保権については、アメリカの中小企業融資では普通に使われているので、日本においても選択肢の一つとして、こういう制度を是非つくっていきたいと考えています。

最初は金融機関に特化した制度としてつくろうと考えていたのですが、濫用防止、あるいは担保権者以外の一般債務者を保護する観点から、事業成長担保権の設定は信託契約を使うことが一つのアイデアとしてあるのではないかということで、事業成長担保権の設定にあたっては信託契約を使ってもらうように、今、議論を進めているところです。

何分これは新しい制度で、いわゆる行政的な法規ではなくて、まさに私権の調整そのものの法案ですから、これを一つ一つ詰めるのは大変で、現状でもかなり膨大な条文数の法律案になっていま

す。なるべく早く法制化したいと思っており、詰めの作業を全力でやっているところです。

今日の話は以上です。（拍手）

○増井理事長　井藤局長、ありがとうございました。

金融資本市場が抱える課題について、幅広く御説明をいただいたと思います。

それでは、質疑応答に移りたいと思います。御質問等いかがでしょうか。

○質問者Ａ　ＩＦＡ（インディペンデント・ファイナンシャル・アドバイザー）についてですが、日本ではバイサイドとセルサイド、どちらかのアドバイザーに徹しろと言っても無理で、利益相反があることはわかっているが、証券会社からのリベートなしに個人のアドバイザリー・フィーだけで食べていくことは難しい。現状をある程度容認しながら、個人のリテラシーが低いので、アドバイザーはその手引きをする必要があるというのもよくわかるのですが、それにしても理論的に認められないものを野放しにしたり、助長するようなことはあまりよくないので、例えばキックバックを証券会社から〇・一％もらってもいいが、それ以上はいけないとか、それを徐々に減らしていくとか、何か指針がないといけないのではないかという点が一つ。英国でもアメリカでも、最近、リベートを一切禁止しています。

英国の場合、ＭａＰＳ（マネー・アンド・ペンションズ・サービス）という制度をつくって、ペンション（年金）と両方やれということで成り立つようにした。私が五〇年前に英国に行ったときに、保険エージェントという人が「あなたの保険を全部見繕ってあげます」と来て驚いたことがあります。日本でエージェントといえば、売り手の

保険会社のエージェントに決まっているのですが、向こうは逆で保険の買い手の盗難保険、自動車保険、生命保険を全部請け負う。その会社が今や三〇人ぐらいのファイナンシャル・アドバイザー・カンパニーに成長して、保険だけでなく、年金も、投資も、投信もやっています。

日本も、ＩＦＡと言うからにはファイナンスですから、投信と株だけでなく、年金も保険も、さらに言えば物品も、消費者は何を買っていいかわからない。そういうことのアドバイスも含めて、要するに消費者のアドバイザー業務、とりあえずはファイナンス全般について認めるという方向性を示されたらいかがでしょうか。

○井藤　非常に示唆に富む御意見だと思います。一方で、現実的に、特に日本の環境は、アドバイスにお金を払うという意識が特に家計においては希薄だと感じており、そこをうまく育てていかなければいけないと思っています。その過程において、もちろん質の悪いアドバイスは駆逐していかなくてはいけないと考えています。利益相反のコントロールは、フィーの開示等々という手法もありますので、理想的な姿を思い描きつつも、現実に家計なりがアドバイスの総量として得られるものを一方で確保することも必要だと思っています。おっしゃることはもっともなところが多々あると思いますので、参考にさせていただければと考えます。

○質問者Ｂ　「市場制度ワーキング・グループ第二次中間整理」で、「市場インフラの機能強化」として、取引所とＰＴＳの役割を見直すという話がありました。市場機能、市場インフラ全体の機能強化という観点から考え直されるのではなかろうと思っていますが、現状で何かこういう方向というお考えがあれば、是非お教えいただきた

い。また、我々業者にとっては、タイムフレームも非常に重要になってきます。どのようなタイムフレームをお考えでしょうか。

○井藤　まず売買高上限の緩和、取引所とＰＴＳのティック・サイズの適切な設定については、速やかにやっていきたいと考えています。ただ、ＰＴＳと取引所の話はなかなか難しいところがあり、ＰＴＳといっても、株式ではなくてドミナントな取引がないもの、例えば非上場のＰＴＳのようなものについてはどんどん振興していきたいと思っていますが、それ以上のさらなる見直しについては、実体を見ながらの議論になるでしょう。

いずれにせよ、売買高が全体の一〇％を超えるような状況になると、ＰＴＳは取引所になっていただくしかないですが、取引所がドミナントな中で、むしろＰＴＳを育てようという形で我々は取り組んできているわけです。

今後、どのような形で競争環境を設定していくかについては、この場で具体的なタイムフレームがあるわけではないので、まずは「中間整理」に書いてあることをしっかりとやっていきたいと考えています。

○質問者Ｃ　まず、欧州では、投資信託のコストの透明化策として、アンバンドリングというものが制度化されていますが、これは今回の改革の中で検討されたのでしょうか。

また、顧客本位の業務運営に関してですが、証券だけでなく銀行も保険も、不祥事があって、なかなか信頼を得られない状況が何十年と続いています。金融機関の倫理文化について、これまでも御指導はいただいていますが、今回の資産所得倍増プランの中で、金融庁がさらに踏み込んでいく可能性は今後ありますか。

最後に、金融アドバイザーとか、情報の提供と

か、あるいはわからない商品を買うべきではないというお話がありました。ただそういった商品についても、いろんな情報が海外ではやり取りされ、個人でデリバティブをやっている人もいます。情報の開示とか、あるいは情報の進展の研究が結構ありますが、こういった研究を金融庁ではされていますか。

○井藤　昨年の金融審議会では、リスクがわかりにくく、コストが合理的でない可能性のある商品について、主に仕組債の公正価値の開示の議論を中心にしています。投信についてはコストの開示がそろっていない部分があるという問題意識もあり、そういうところはそろえていければと考えています。

また、投信にはいろんなコストが入っているわけですから、そういったコストをいかに適切に開示するかという点については、常に分析・検討しております。例えばファンド・オブ・ファンズは、見かけのフィーと、その先のファンドの中でどういった費用構成になるかといったようなことは常に注目していますが、それをどのように開示してもらえるかについては、実務を踏まえて検討しています。

いずれにしても、現時点での我々の問題意識のベースは、正味の価値の開示ということがあります。それに対して、運営費用なり、販売費用、あるいはその他の費用などはどう構成されているかという観点です。ただし、それをどのように明示し、取り方の規制をするかというのは、現時点で明確にお答えできるだけの方向が決まっているわけではありません。

顧客本位の業務運営については、永遠の課題と考えています。今回、この規定が入ると本質的に何が変わるかというと、法自体に「顧客・最終受

益者の利益を勘案し」と明記した以上は、より強い注目点になる。法律の義務としては現行とそんなに変わっていないわけですが、今後さらに問題事例等があれば、ベストプラクティスが追求されるように行政を進めていければと考えています。

その他の情報全般について、特に何か今新しい制度を具体的に考えているわけでありません。大きな方向性としては情報を充実させることはやはり重要であると考えており、直接の受け手が必ずしも理解できない場合でも、ピアプレッシャーが生じたり、専門家やアドバイザーの分析や評価の対象となり得る。そんな好循環も一方では期待できると考えています。そういういろんな面からの分析とか勉強、検討には金融庁でも取り組んでいるところです。

○増井理事長　まだいろいろ御質問があるかもしれませんが、時間も大分オーバーしましたので、このあたりで今日の「資本市場を考える会」を終わらせていただきたいと思います。

今日は、御当局の考え方を直接聞ける大変貴重な機会だったと思います。

最後まで丁寧に御説明をいただきました井藤局長に感謝申し上げたいと思います。どうもありがとうございました。（拍手）

（いとう　ひでき・金融庁企画市場局長）

（本稿は、令和五年五月一一日に開催した講演会での要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。）

井　藤　英　樹　氏

略　　歴

金融庁企画市場局長

1988年大蔵省入省。主計局主査、OECD代表部参事官、広報室長、主計官等を歴任。
金融庁では、市場制度の企画、金融機関の監督・モニタリングに加え、大臣秘書官、国会担当課長等に従事。
2018年総合政策局審議官（監督局担当）、2019年総合政策局審議官（市場担当）兼公認会計士・監査審査会事務局長、2020年総合政策局政策立案総括審議官、金融庁全体の横断的な政策立案に携わる、2022年６月より現職。
東京大学法学部卒業、米国ジョージタウン大学でMBA取得。