



産官学フォーラム報告

金融庁企画市場局市場課市場企画室長 今泉 宣親

(注)本資料中、意見にわたる部分は発表者の個人的な見解であり、所属組織の見解を代表するものではありません。

規範としてのソフトローについて

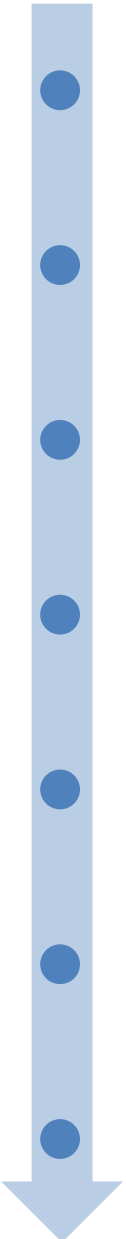
○藤田友敬「はじめに」(中山信弘編集代表 藤田友敬編「ソフトローの基礎理論」

(有斐閣、2008年)P.6～7)

形成 \ エンフォースメント	国家がエンフォースしない	国家がエンフォースする
国家以外が形成する	カテゴリー1 社会規範、企業倫理、CSR等	カテゴリー3 会計基準、商慣習法等
国家が形成する	カテゴリー2 労働法上の努力義務規定等	カテゴリー4 ハードロー

- 「カテゴリー2の『国家が形成するが国家がエンフォースしない規範』というのは、イメージがわきにくいかもしれないが、たとえば法が罰則等なんら法的な効果とは結びつけられていない行為規範を定めている例は、実は少なからず存在する。」
- 「法制度には命令と強制・制裁といった機能以外に、たとえば対話と説得という機能もあるのではないかという視点につながる。また国家が、私人の規範意識に影響を与える方法はいろいろなものが考えられるが（たとえばネガティブ・キャンペーン、教育等）、それと法制度とはどういう違いがあるのか、法制度を用いることが他の手段と比較してより効果的なのかといったことも合わせて考える必要がある。さらにいったんは国家によるエンフォースメントなしに導入された規範が、後に国家によるエンフォースメントのある規範（ハードロー）に変化するということもみられる（もともとはその社会には定着していない規範について、まずはエンフォースメントのない形で導入し、その後、エンフォースメントが予定された規範としてより実効性の高い形で導入されるパターンもあれば、自発的な遵守では実効性が上がらないので、国家がエンフォースメントをはじめたという例もあろう）。」

金融行政とソフトロー／プリンシプルについて

- 
- 2007年7月 金融規制の質的向上（ベター・レギュレーション）の公表
— ルールベースの監督とプリンシプルベースの監督の最適な組合せ
 - 2014年2月 スチュワードシップ・コードの策定
 - 2015年3月 コーポレートガバナンス・コードの策定
 - 2017年3月 顧客本位の業務運営に関する原則の策定
 - 2024年8月 アセットオーナー・プリンシプルの策定
 - 2024年10月 ベンチャーキャピタルにおいて推奨・期待される事項の公表
 - 2024年11月 最善利益勘案義務に係る改正法の施行

金融規制の質的向上(ベターレギュレーション)(2007年7月)

○ ベターレギュレーションの4つの柱

1. ルール・ベースの監督とプリンシプル・ベースの監督の最適な組合せ
2. 優先課題の早期認識と効果的対応
3. 金融機関の自助努力尊重と金融機関へのインセンティブの重視
4. 行政対応の透明性・予測可能性の向上

○ ルール・ベースの監督とプリンシプル・ベースの監督の最適な組合せ

- 「ルール準拠の監督とは、ある程度詳細な規制・ルールを制定し、それらを個別事例に適用していくアプローチ」

「動きの激しい金融の世界で、あらかじめすべての金融商品や取引手法を想定しルールでカバーしておくのは不可能ともいえる。」

- 「プリンシプル準拠の監督とは、金融機関や市場参加者が尊重すべき重要な原則や規範を示したうえで、それに沿った評価や行政対応を行っていくアプローチ」

「問題の事前予防という面でプリンシプルが機能を発揮するためには、規制する側と規制される側とで規範を共有できていることが重要である。しかし、不特定多数の市場参加者等との間では、その共有は容易ではない。また、(中略)モラルの欠如した業者を律することは難しい。」

(出典)佐藤隆文「金融行政の座標軸—平時と有事を越えて—」(東洋経済新報社、2010年)P.92～97

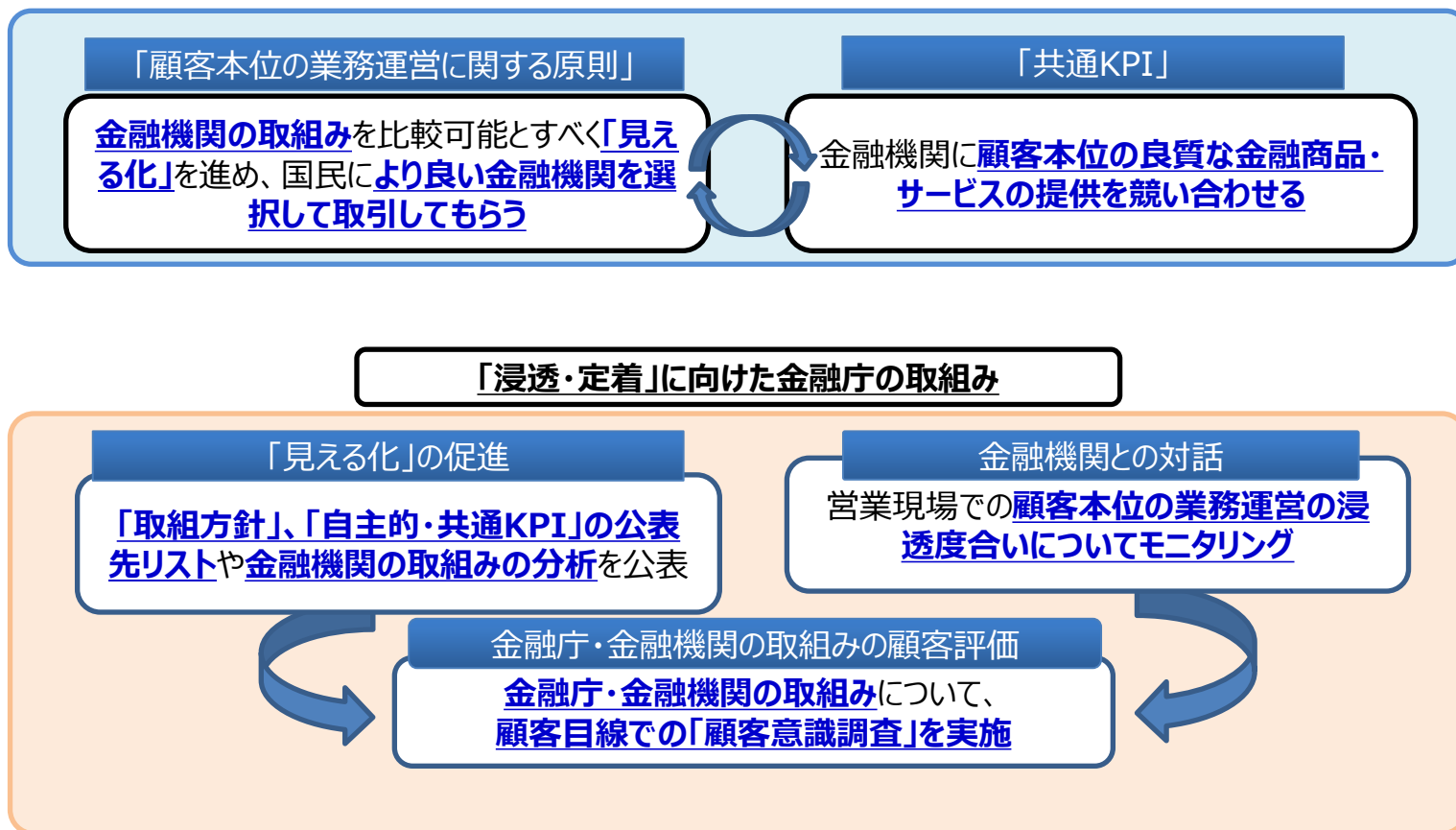
金融サービス業におけるプリンシプル(2008年4月)

○以下の14項目について、関係者(各業界団体等)と共有の上、2008年4月に公表

1. 創意工夫をこらした自主的な取組みにより、利用者利便の向上や社会において期待されている役割を果たす。
2. 市場に参加するにあたっては、市場全体の機能を向上させ、透明性・公正性を確保するよう行動する。
3. 利用者の合理的な期待に応えるよう必要な注意を払い、誠実かつ職業的な注意深さをもって業務を行う。
4. 利用者の経済合理的な判断を可能とする情報やアドバイスをタイムリーに、かつ明確・公平に提供するよう注意を払う。
5. 利用者等からの相談や問い合わせに対し真摯に対応し、必要な情報の提供、アドバイス等を行うとともに金融知識の普及に努める。
6. 自身・グループと利用者の間、また、利用者とその他の利用者の間等の利益相反による弊害を防止する。
7. 利用者の資産について、その責任に応じて適切な管理を行う。
8. 財務の健全性、業務の適切性等を確保するため、必要な人員配置を含め、適切な経営管理態勢を構築し、実効的なガバナンス機能を発揮する。
9. 市場規律の発揮と経営の透明性を高めることの重要性に鑑み、適切な情報開示を行う。
10. 反社会的勢力との関係を遮断するなど金融犯罪等を利用されない態勢を構築する。
11. 自身のリスク特性を踏まえた健全な財務基盤を維持する。
12. 業務の規模・特性、リスクプロファイルに見合った適切なリスク管理を行う。
13. 市場で果たしている役割等に応じ、大規模災害その他不測の事態における対応策を確立する。
14. 当局の合理的な要請に対し誠実かつ正確な情報を提供する。また、当局との双方向の対話を含め意思疎通の円滑を図る。

顧客本位の業務運営に係る取組みの全体像

- 金融事業者が顧客本位の良質な金融商品・サービスの提供を競い合うように促すべく、2017年に「顧客本位の業務運営に関する原則」を策定し、「原則」を採択した各金融事業者の取組みの「見える化」を促進してきた。

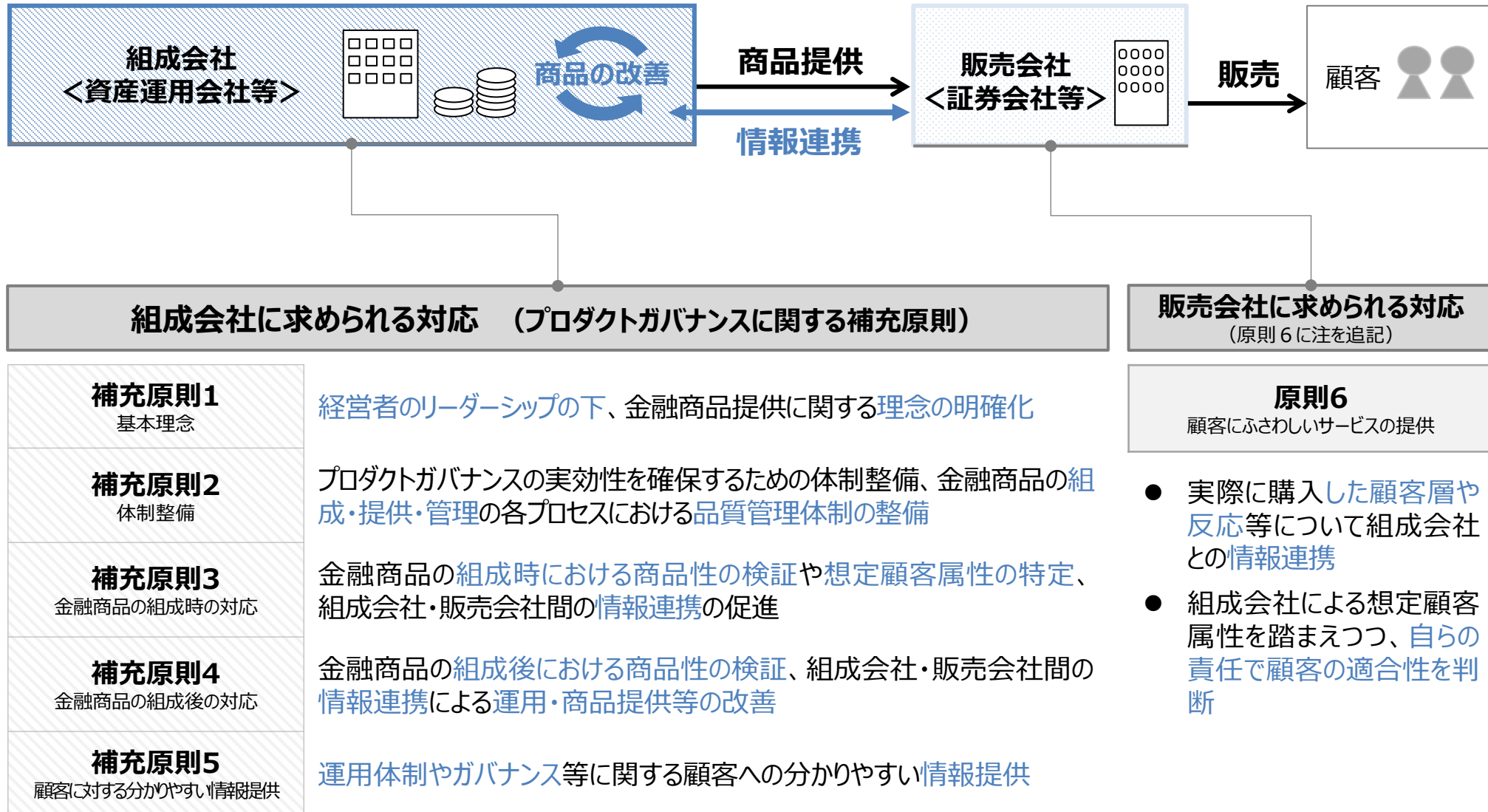


顧客本位の業務運営に関する原則

2017年3月30日 策定
2021年1月15日 改訂
2024年9月26日 改訂

原則1 顧客本位の業務運営に関する 方針の策定・公表等	顧客本位の業務運営を実現するための取組方針等の策定・公表、取組方針の定期的な見直し
原則2 顧客の最善の利益の追求	顧客に対する誠実・公正な業務を行い、顧客の最善の利益を追求、顧客本位の業務運営に関する企業文化の定着
原則3 利益相反の適切な管理	利益相反の可能性の正確な把握・管理とそのための対応方針の策定
原則4 手数料等の明確化	手数料等の詳細をどのようなサービスの対価かも含め、顧客に情報提供
原則5 重要な情報の分かりやすい情報提供	顧客のリテラシー等を考慮し、手数料や利益相反の可能性を含む、金融商品・サービスに関する重要な情報の分かりやすい提供
原則6 顧客にふさわしいサービスの提供	顧客の適合性を把握し、ふさわしい金融商品・サービスの組成、販売・推奨
原則7 従業員に対する適切な動機づけの仕組み等	顧客本位の業務運営を促進するための報酬・業績評価体系や従業員研修、適切なガバナンス体制等の整備

プロダクトガバナンスに関する原則の策定



「顧客の最善利益を勘案した誠実公正義務」が法定された経緯

➤ 「顧客本位タスクフォース中間報告」(令和4(2022)年12月)

・・・金融商品の販売、助言、商品開発、資産管理、運用等を行う全ての金融機関等(以下「金融事業者」という。)については、2017年3月に「顧客本位の業務運営に関する原則」(以下「原則」という。)が策定され、プリンシプルベースのアプローチのもとで、金融事業者による顧客本位の商品・サービスを提供する取組みが行われ、一定の進展が見られている。

・・・一方で、

- ・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が推奨・販売されているのではないか
- ・顧客利益より販売促進を優先した金融商品の組成・管理が行われているのではないか

といった、商品組成・選定や説明のあり方、提案方法等に関する課題が引き続き指摘されているほか、「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金融事業者も多く存在しており、取組みは「道半ば」の状況にある

・・・家計の安定的な資産形成に向けて、全ての金融サービスの提供について顧客本位の業務運営が求められる中、金融事業者全体による顧客本位の業務運営の取組みの定着・底上げを図る必要がある。このため、「原則」に定められている金融事業者は顧客に対して誠実・公正に業務を行い、顧客の最善の利益を図るべきであることを広く金融事業者一般に共通する義務として定めることなどにより、「原則」が対象とする金融事業者全体による、「原則」に沿った顧客・最終受益者の最善の利益を図る取組みを一步踏み込んだものとすることを促すべき・・・

アセットオーナー・プリンシプルの策定

「資産運用立国実現プラン」（2023年12月13日 内閣官房（抜粋））

「アセットオーナーの範囲は、公的年金、共済組合、企業年金、保険会社、大学ファンドなど幅広く、課題もそれぞれであるが、アセットオーナーがそれぞれの運用目的・目標を達成し、受益者等に適切な運用の成果をもたらす等の責任を果たす観点から、**アセットオーナーに共通して求められる役割**があると考えられ」、「**アセットオーナーの運用・ガバナンス・リスク管理に係る共通の原則（アセットオーナー・プリンシプル）を2024年夏目途に策定する**」

アセットオーナー・プリンシプルに関する作業部会

アセットオーナー・プリンシプルについて実務レベルの検討を行うべく、**新しい資本主義実現会議**の下に開催する**資産運用立国分科会**の下に、**アセットオーナー・プリンシプルに関する作業部会**を開催。

構成員

部会長	神作 裕之	学習院大学大学院法務研究科教授
構成員 (有識者)	上田 亮子 菅野 暁 玉木 伸介 野村 亜紀子	京都大学経営管理大学院客員教授 東京大学執行役（CFO） 大妻女子大学短期大学部教授 野村資本市場研究所研究部長
(関係行政機関)	内閣官房 金融庁 総務省 財務省 文部科学省 厚生労働省 中小企業庁	

アセットオーナー・プリンシプルの策定に際しての議論

○アセットオーナーの責任に関する基本的な考え方(フィデューシャリー・デューティ)

- 「関係者の受託者責任的なもの、忠実義務、注意義務的なもの、そういったものがプリンシプルの出発点になる」(作業部会第1回野村委員発言)
- 「受託者責任と書くと、法律上の責任のように理解される余地がある。」「フィデューシャリー・デューティーというような表現を使ったほうが、このプリンシプルの目的には合致する」(作業部会第2回上田委員発言)
- 「フィデューシャリー・デューティー、カタカナで表記されているが、受益者等の最善の利益を勘案すべきこと」(作業部会第4回神作座長発言)

○アセットオーナー・プリンシプルの効果

- 「例えば年金であれば受益者、大学の基金であれば寄附者といったステークホルダーが、自分たちがお金を預けている人たちがきちんとフィデューシャリー・デューティーを果たしているのかということを見られるようにならなくてはいけないわけだが、残念ながらすぐにそこに行けというのは難しいので、それまでの間、このアセットオーナー・プリンシプルの中に書いてあるように、所管の官庁がきちんとその橋渡しをしていくことが大事である。」「最終的にはステークホルダーのレベル・意識が上がって、きちんと見られるような」「対話というのがアセットオーナーとステークホルダーの間でなされて、それがきちんと運用に反映されていくことが理想形としては一番よい」(作業部会第4回菅野委員発言)

アセットオーナー・プリンシプル(2025年8月25日策定)の概要

アセットオーナーに求められる、**受益者等の最善の利益を勘案して、その資産を運用する責任（フィデューシャリー・デューティー）を実現する上で必要となる共通の原則。**

（アセットオーナーの範囲は、**公的年金、共済組合、企業年金、保険会社、大学ファンド**のほか、例えば資産運用を行う**学校法人**など幅広く、その規模や運用資金の性格等は様々。

枠組み：プリンシプルの受入れは任意。「**コンプライ・オア・エクスプレイン**」（**原則を実施するか、実施しない場合には、その理由を説明するか**）の手法を取る。プリンシプル受入れ時は、所管省庁に表明し、**内閣官房において受入状況を一覧化して公表。**

<原則 1> アセットオーナーは、受益者等の最善の利益を勘案し、何のために運用を行うのかという**運用目的を定め**、適切な手続に基づく意思決定の下、**経済・金融環境等を踏まえつつ**、運用目的に合った**運用目標及び運用方針を定めるべき。**

また、これらは**状況変化に応じて適切に見直すべき。**

<原則 2> 受益者等の最善の利益を追求する上では、アセットオーナーにおいて**専門的知見に基づいて行動**することが求められる。そこで、アセットオーナーは、原則 1 の運用目標・運用方針に照らして必要な**人材確保などの体制整備を行い**、その体制を**適切に機能させる**とともに、**知見の補充・充実のために必要な場合には、外部知見の活用や外部委託を検討すべき。**

<原則 3> アセットオーナーは、運用目標の実現のため、運用方針に基づき、**自己又は第三者ではなく受益者等の利益の観点から運用方法の選択を適切に行う**ほか、投資先の分散をはじめとする**リスク管理を適切に行うべき。**

特に、**運用を金融機関等に委託する場合は、利益相反を適切に管理**しつつ最適な運用委託先を選定するとともに、定期的な見直しを行うべき。

<原則 4> アセットオーナーは、ステークホルダーへの**説明責任を果たすため、運用状況についての情報提供（「見える化」）を行い、ステークホルダーとの対話に役立てるべき。**

<原則 5> アセットオーナーは、**受益者等のために運用目標の実現を図るに当たり、自ら又は運用委託先の行動を通じてスチュワードシップ活動を実施するなど、投資先企業の持続的成長に資するよう必要な工夫をすべき。**

金融審議会 市場制度ワーキング・グループ・資産運用に関するタスクフォース 報告書(2023年12月12日公表)

VI 成長資金の供給と運用対象の多様化の実現

1. ベンチャーキャピタルを巡る課題

②ベンチャーキャピタル向けのプリンシプル

スタートアップ企業への資金供給を円滑化するためには、国内外の機関投資家の資金がVCを通じて国内のスタートアップ企業に供給される流れを拡大することが重要である。そのためには、上記のVCファンドの公正価値評価の促進に加え、**国内のVCの運営について、海外VCと同等のガバナンスや情報提供等が確保されていく必要**があることが指摘されている。

例えば、GPの利益相反管理を含むガバナンス、GPがLP（リミテッド・パートナー。ファンドへの投資者）に提供する情報等に関する課題が挙げられる。また、VCの投資のエグジットがスタートアップ企業の上場（IPO）に偏っており、いわゆる小粒上場の要因になっているとの指摘や、上場後にVCの経営サポート等がなくなることによりスタートアップ企業の持続的成長に向けた支援が途絶えてしまうことも課題として指摘されている。

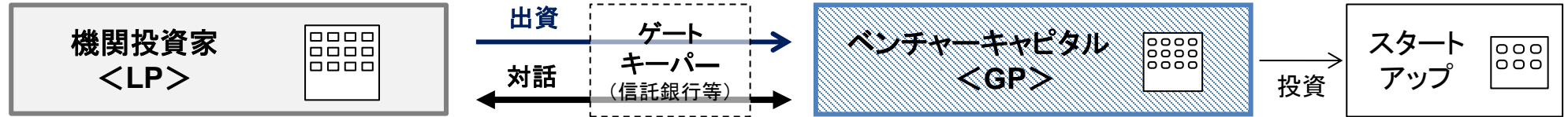
広く機関投資家からLP出資を獲得することを目指すVCについては、海外での実務も参考にしつつ、適切なガバナンスや規律が確保されていることが重要である。長期運用に資するアセットクラスとしてのVCの魅力を高め、**VC業界の発展を後押し、ひいてはスタートアップ企業への資金供給を活性化するため、我が国スタートアップ企業を取り巻く状況やグローバルな実務等を踏まえたベンチャーキャピタル・プリンシプル（仮称）を策定し、広く機関投資家から調達を行うVC全体のガバナンス等の水準の向上を図ることが適当**である。なお、多数の投資家からのLP出資を予定していないVCとして、例えばコーポレート・ベンチャーキャピタル（CVC）等もあるため、そうしたVCがあることも踏まえながら、プリンシプルの範囲や内容等を検討していくことが適当と考えられる。

また、海外機関投資家による国内VCへの投資が促進されるよう、国内VCと海外機関投資家とのマッチングの場が設けられるような取組みが広がっていくことも期待される。

「ベンチャーキャピタルにおいて推奨・期待される事項」(案)(概要)

ベンチャーキャピタル
に関する有識者会議

- 国内外の機関投資家の資金がベンチャーキャピタル(VC)に円滑に供給されるよう、広く内外機関投資家から資金調達を目指すVCについて、ファンドへの投資者(LP)及びファンド運営管理者(GP)の「推奨・期待される事項」を策定



概要

位置づけ

- VCのガバナンス等が向上することで、**内外機関投資家によるVCへの円滑な資金供給**、スタートアップへの全般的な出資機能の強化、**スタートアップエコシステムの進化**を目的とする
- 広く内外機関投資家から資金調達を目指すVCにおいて、VCの実態に応じ、**LP及びGPにより活用されるもの**として作成
- VCの規模や特性等に照らし満たすことが望ましくない事項については**実施しない**こともあり得る。その場合は、理由や将来展望等を**LP及びGPの間で意思疎通**されることが期待される

対象となるVC

- **広く内外機関投資家から資金調達を目指すVC**
 - ※ **CVC、金融系・大学系VC、初期段階のVC**は、本業とのシナジーや資金調達状況等を踏まえた運営体制を取ることが想定される
 - 一方、LPの意向やGPの将来展望等を踏まえ、**必要に応じて推奨・期待される事項が参照**されることも期待される

推奨・期待される事項の内容

- 広く内外機関投資家から資金調達を目指すVCとして**備えることが「推奨される事項」と、スタートアップエコシステムの発展に寄与し、LPの中長期的なリターンを向上させるものとしてVCに一般的に「期待される事項」**の二段構成

推奨される事項

受託者責任・ガバナンス	<ul style="list-style-type: none"> ● 受託者責任の認識・LPへの説明 ● 持続可能な経営体制(キーパーソン等)の構築 ● コンプライアンス管理体制の確保 ● LPの権利の透明性確保
利益相反管理等	<ul style="list-style-type: none"> ● 利益相反管理体制の整備(LPへの諮問等) ● GPによる出資コミットメント等
情報提供	<ul style="list-style-type: none"> ● 保有資産の公正価値評価 ● 四半期ごとのファンド財務情報等の提供

期待される事項(※)

投資先の企業価値向上	<ul style="list-style-type: none"> ● スタートアップの成長に資する投資契約 ● 投資先の経営支援(人材紹介、ノウハウ提供等) ● 投資後の継続的な資本政策支援等(フォローオン投資、ファンド期間の延長、M&A含む最適なエグジット手法・時期の検討) ● 投資先の上場後の対応(クロスオーバー投資)
その他	<ul style="list-style-type: none"> ● ESG・ダイバーシティ

※ 目指すべき全体的な方向性を示すものであり、個別のVCの戦略は多様であることに留意