

第10回「金融資本市場のあり方に関する産官学フォーラム」議事概要

※未定稿であり、今後、修正される可能性もあります。

◎議題「ソフトロー・プリンシプルの進展の意義と課題」

◎開催日時・場所

2025年2月10日（月）9:30～12:00

東京大学本郷キャンパス国際学術総合研究棟14階TAISEI Conference Room

◎出席者（50音順）

- 有吉 尚哉 東京大学公共政策大学院客員教授
（西村あさひ法律事務所・外国法共同事業弁護士）
- 今泉 宣親 金融庁企画市場局市場課市場企画室長
- 大崎 貞和 東京大学公共政策大学院客員教授（株式会社野村総合研究所主席研究員）
- 小野 傑 弁護士、西村あさひ法律事務所・外国法共同事業顧問
- 梶原 真紀 和光大学経済経営学部准教授
- 川本 隆雄 みずほ証券株式会社グローバル戦略部金融経済教育推進室上級研究員
- 小出 篤 早稲田大学法学学術院教授
- 幸田 博人 京都大学経営管理大学院特別教授
- 柴崎 健 SBI大学院大学経営管理研究科教授
- 塚本 憲弘 マネックス証券株式会社執行役員フィナンシャル・インテリジェンス部長
- 中村 明弘 企業年金連合会運用執行理事
- 保田 隆明 慶應義塾大学総合政策学部教授
- 堀 天子 森・濱田松本法律事務所外国法共同事業弁護士
- 松尾 琢己 株式会社東京証券取引所カーボン・クレジット市場整備室長
- 森本 紀行 HCアセットマネジメント株式会社代表取締役社長
- 守屋 貴之 東京大学公共政策大学院特任教授
- 安田 洋祐 大阪大学大学院経済学研究科教授

※定例メンバーのうち、岩澤誠一郎氏（名古屋商科大学ビジネススクール教授）、金澤浩志氏（中央総合法律事務所弁護士）、黒田真一氏（株式会社イノベーション・インテリジェンス研究所）、後藤元氏（東京大学大学院法学政治学研究科教授）、油布志行氏（金融庁企画市場局長）は都合により欠席。

◎議事次第

1. 開会挨拶

小野 傑 元東京大学公共政策大学院客員教授

(弁護士、西村あさひ法律事務所・外国法共同事業顧問)

2. 報告 (各20分程度)

①「ソフトロー・プリンシプルの意義と実務に与える影響」

有吉 尚哉 東京大学公共政策大学院客員教授

(西村あさひ法律事務所・外国法共同事業弁護士)

②「ソフトロー・プリンシプルに関する最近の金融行政の取組」

今泉 宣親 金融庁企画市場局市場課市場企画室長

③「アセットオーナー・プリンシプルと企業年金に求められる対応」

中村 明弘 企業年金連合会運用執行理事

3. 報告を受けたディスカッション

4. 閉会挨拶

大崎 貞和 東京大学公共政策大学院客員教授

(株式会社野村総合研究所主席研究員)

司会 守屋 貴之 東京大学公共政策大学院特任教授

◎議事概要

※以下、発言録内においては敬称略。

1. 開会挨拶

小野 傑 元東京大学公共政策大学院客員教授

(弁護士、西村あさひ法律事務所・外国法共同事業顧問)

○小野 小野です。もう東大に来ることはないだろうと思っていたところ、今回、昔の名前でお呼びがかりまして、ありがとうございます。後藤先生がサバティカルということで、私から一言、開会の挨拶をさせていただきます。

金融市場のあり方に関する産官学フォーラムですが、今回で10回目を迎えました。本日は早朝より多くのメンバーの方にご参加いただきまして、誠にありがとうございます。

本日の議題は「ソフトロー・プリンシプルの進展の意義と課題」であります。このフォーラムでは、これまでも、2017年の第2回には「日本版スチュワードシップ・コード改訂を受けた対応と責任ある機関投資家のあり方について」と題しまして、また、2020年には「ESG投資とフィデューシャリー・デューティー」ということで、スチュワードシップ・コードやフィデューシャリー・デューティをテーマに取り上げて議論してまいりました。その際には企業年金を含む資産運用のあり方などについて、大変活発な議論が行われたと記憶しております。

その後、時間が経過する中で、金融分野では既存の複数のソフトローの改訂が行われたほか、2024年には新たにアセットオーナー・プリンシプルが策定され、ベンチャーキャピタル関係では、当初はプリンシプルを策定するとされていたものの、最終的には「ベンチャーキャピタルにおいて推奨・期待される事項」という金融分野では新たなタイプのソフトローが策定されました。なお、金融庁のベンチャーキャピタルに関する有識者会議の座長は、本日出席していただいております幸田さんです。

このように、近年は政策目的を実現するための手段としてソフトローやプリンシプルが活用される場面が明らかに増えてきた印象があります。本日は、こうしたタイミングで企業年金連合会の運用執行理事であります中村さんにもお越しいただき、「アセットオーナー・プリンシプルと企業年金に求められる対応」という題で報告をいただきます。また、金融実務の観点から、有吉弁護士からは「ソフトロー・プリンシプルの意義と実務に

与える影響」と題して、また、金融庁の今泉さんからは「ソフトロー・プリンシプルに関する最近の金融行政の取組」という題で、金融行政の観点からご報告をいただきます。こうした報告を受けまして、本日までご出席いただきます産官学の有識者の皆様におかれまして、ソフトローやプリンシプルに関し、実務への影響や現状の課題、今後のあるべき姿などについて、活発なご議論をお願いしたいと思います。本日は、どうぞよろしくお願いたします。

2. 報告

報告①「ソフトロー・プリンシプルの意義と実務に与える影響」

有吉 尚哉 東京大学公共政策大学院客員教授

(西村あさひ法律事務所・外国法共同事業弁護士)

○有吉 皆様、おはようございます。西村あさひ法律事務所・外国法共同事業の有吉でございます。本年度から小野先生の後任として、東京大学公共政策大学院でも本フォーラムを含めて担当させていただいている次第でございます。

私からは、「ソフトロー・プリンシプルの意義と実務に与える影響」という表題といたしまして、近年のいわゆる「ソフトロー」として策定された規範について、それが実務的にどういう効果あるいは機能を持っているのかということと、実際に実務で運用される中でどういった課題が生じているかということについて、お話をさせていただきたいと思います。ひょっとすると表題とかみ合っていない内容になっているかもしれませんが、ご容赦いただければと思います。

まず、そもそもソフトローを取り上げるに当たって、ソフトローとは何かというところが考えなければいけないポイントであると思います。ソフトローという言葉自体、法律や何らかの基準に定義があるものではございません。この点、学習院大学の神作先生のスチュワードシップ・コードに関する論考の中では、このレジュメで示しておりますとおり、「正当な立法権限に基づき創設された規範ではなく、原則として法的拘束力を有しないが、当事者の行動及び実践に非常に大きな影響を与える規範」をソフトローという、このように定義されていらっしゃると思います。法律ではなく、法的な拘束力を有するものではないものの、当事者が守っていくものである、こういった規範についてソフトローと定義されていらっしゃるわけでありまして。

概念としては、ハードロー、すなわち、法律・法令、あるいは実定法に対置する概念としてソフトローという言葉が使われています。

この神作先生の定義の仕方として、また一般的な考え方としても、ソフトローは捉えようと思えば非常に広く捉えることができるものであり、その性質は多様であると考えられます。文脈によっては、実務慣行とか、完全には確立していないような裁判例とか、あるいは自主的なガイドラインとか、規制当局の通達とか、解釈指針とか、Q & Aとか、このようなものもソフトローといえればソフトローなのかもしれないと考えられるわけでありませう。

ただ、本日の私のこの後の報告の中では、そういった幅広い意味でソフトローを捉えるわけではなくて、いわゆる「ソフトロー」ということで議論が尽くされて、ルールとしてつくられたもののこと、その中でも法令の具体的な規定によらずに、関係当事者が遵守することを期待するものとして、議論を尽くして一定の手続を経て策定されたような規範を「ソフトロー」と呼んで、この後、お話をしていきたいと思います。今泉さん、中村さんのこの後のご報告のレジュメをざっと拝見する限り、似たようなニュアンスでソフトローを捉えていらっしゃるのかなと推測いたしましたので、恐らく今日の議論全体の中でも外れた捉え方ではないと考えております。

そういったソフトローであります。先ほど小野先生の冒頭のご挨拶にもありまして、特に金融に関連する分野におきましては、この数年、ハードロー、法律・法令による規律だけではなくて、ソフトローによってルールをつくることが増えてきているわけでありまして、実務的にもソフトローによる規律の果たす役割が大きくなってきています。

この数年——数年といっても10年ぐらいのスパンで見るということでありますが、金融関連分野で策定されたソフトローだけを見ても、スライド4ページでお示ししているとおり、個別にご紹介するまでもございませぬが、非常に著名な、広く実務でも浸透しているルールがつけられてきているということでもあります。

一般論としては、こういったソフトローはハードローに比べて、あまり厳格な手続を要さずにルールをつくったり、そのルールを実際に実行したり、あるいはルールを変えたりすることができるものが1つの特色である、このように説明されることがございます。ただ、こちら皆様ご承知のとおり、スライド4ページで掲げているようなソフトローにつきましては、いずれも非常に時間をかけてしっかり会議体での議論が尽くされて、たしか全てのものがそうだったと思っておりますが、パブリックコメント手続なども経て策定されてい

ます。このように、制定に当たって、それなりに正当性を確保するための手続を踏まえた上でルールがつくられているという実態がございます。

また、ソフトローを考えていくに当たって、プリンシプルベース・アプローチ、それからコンプライ・オア・エクスプレインという考え方が採用されることが多いということです。先ほど掲げた近年のソフトローにおきましても、濃淡はあるのかなと思いますが、いずれもプリンシプルベース・アプローチを取っており、コンプライ・オア・エクスプレインの考え方が大なり小なり採用されていると言われるところです。

プリンシプルベース・アプローチ、それからコンプライ・オア・エクスプレインの考え方は、皆様に改めてご説明するまでもないだろうと思いますが、プリンシプルベース・アプローチというのはルールベース・アプローチに対置する概念であり、抽象的な原則を定めて、実際にその原則とか、あるいはその原則の背景にある精神とか、こういったことを実践するためにどういう行動を取るかについては、当事者が自分の状況を踏まえて自分で判断をする、こういった考え方がプリンシプルベース・アプローチです。このアプローチを取ることによって、当事者が自分でどう実践していくかということ、創意工夫を凝らして考えて、よりよいプラクティスを目指して取り組みやすい。ボーダーラインを超えるだけではない、赤点を取らないということだけではなくて、より上の70点、80点、90点、100点を目指していくのだという機運を醸成しやすい、このようなことが言われています。

それから、コンプライ・オア・エクスプレインという考え方につきましては、示された原則について、必ずしも全部の項目を守らないでもよいという考え方があります。ただ、守らない場合には、何で守らないのかということについて、その理由とか、あるいは示された原則ではない代わりにの方法でその精神を実現する、こういったことについて説明をすることを要する。守るか説明するか、どちらかを行えばよいという考え方がコンプライ・オア・エクスプレインです。

そして、申し上げましたとおり、近年のソフトローにおきましては、このプリンシプルベース・アプローチとコンプライ・オア・エクスプレインが大体セットで考え方として取り入れられています。

そういった状況を踏まえて、先ほどの神作先生のご論稿の中では、諸原則の実効性と柔軟性を確保しつつ、行動規範を自己内在的に発展的に更新する可能性が開かれる、と評価がなされています。

このプリンシプルベース・アプローチとコンプライ・オア・エクスプレインという考え方は、ソフトローと論理必然の関係というわけではない、一対一対応ではないということにも注意を要すると思います。考え方としては、ソフトローでありながらルールベース・アプローチを採用する。すなわち、個別具体的な規範をソフトローによって策定するということもあり得るわけであります。後ほど少し触れますが、コーポレートガバナンス・コードについては、建前としてはプリンシプルベース・アプローチであるという書き方をされていると理解しておりますが、実態としてはかなりルールベース的な細かい内容が書かれており、こういうソフトローも存在しているところです。

それから、プリンシプルベース・アプローチ的なハードローも存在します。規制法の文脈で見れば、誠実公正義務や適合性原則は法律に規定されていますが、これらのルールの下で、その名宛人が具体的に何をしなければいけないのかということは、個々の名宛人が自分の状況を踏まえて、その状況に応じて対応することが求められます。このように法律で定められている義務ないし規範の中でも、ルールが一義的に定まるものが全てというわけではないということです。ただ、当事者がどういった行動を取るべきかという局面における裁量の幅が、ハードローよりはソフトローの文脈で、プリンシプルベースが適用される場合のほうが広いのではないかと、という印象もあります。

それから、コンプライ・オア・エクスプレインという考え方も、限られた場面ではありますが、ハードロー、実定法の中に組み込まれるということもこれまでに存在していたところです。分かりやすい一例として、既に法改正により現在の会社法には存在しない規定ではありますが、令和元年改正前の会社法327条の2という条文におきましては、一定の要件を満たす会社が社外取締役を置いていない場合には、社外取締役を置くことが相当でない理由を説明しなければならないというルールが定められていました。これは社外取締役を置くか、あるいは置くことが相当でない理由を説明するか、どちらかをしなさいという規範になっていたわけでありまして、一種のコンプライ・オア・エクスプレインの考え方を会社法の中で採用したものだという評価があったわけです。

ということで、プリンシプルベース・アプローチとかコンプライ・オア・エクスプレインは、近年ではソフトローとセットで論じられることが多いものでありますが、必ずしも一対一対応ではありません。さはさりながら、今日この場で議論の対象になっているようなソフトローにおいては、大体プリンシプルベース・アプローチ、それからコンプライ・オア・エクスプレインという考え方がセットで、その規範について考えられているという

ことになります。

次にソフトローがどのように規範として成り立って、こういった機能を持っているかということについて、まとめてみたいと思います。典型的には、ソフトローとして示されている原則の中に、その原則に従って当事者がどのように行動するのか、方針を策定せよということが組み込まれている、このようなソフトローが多く存在しています。必ずしもそういった方針を策定せよという原則がなかったとしても、ソフトローの規範性を考えていく中で、典型的な対応としては、まず当事者がソフトローを遵守するための方針を自分でつくる、そこから始まるのではないかと思います。その自分が定めた方針に従って行動することによって、ソフトローを遵守していくということになっていくわけであります。そういった意味では、まさに原則は示されている、ゴールは示されているわけですが、そこに到達するための道順については、当事者が自らの状況を踏まえて決定しなければならぬし、決定することができるということになるわけです。ただし、当事者が自分で決められるのは、あくまでもソフトローで示された原則の範囲内、枠内であることが必要であることになります。

このように、ソフトローを受け入れて、そういった方針を策定して行動していくということを自ら採択、宣言した当事者は、その方針に従って行動していくことになるわけですが、冒頭、ソフトローの定義の中でも触れましたとおり、ソフトローは法令ではなく、法的な拘束力がないものですので、それに反することをした、あるいは自分がつくった方針に従わないということであったとしても、直ちに法的な効果が直接的に生じるというものではありません。直接的な効果、ソフトローの規範の拘束力というか、実効性の直接的な根拠としては、レピュテーションへの影響ということでありまして、自分でこういった方針でやっていくと宣言しながら、それに従わない、それに反するような行動を取ることに、市場においてどう評価されるかを考えて業務運営を行いなさいということです。市場規律によって、ソフトローないしはソフトローの下で策定した方針に従うということについての拘束力、実効性が確保されていくという考え方です。

ただ、ソフトローの説明としては、法令ではない、法的な拘束力がないということになるわけですが、少なくとも間接的にはソフトローが法的な効果も伴うということがあり得ます。すなわち、ソフトローがハードローに取り込まれるということが実態的にはあるわけで、むしろそちらのほうが原則と言うとちょっと語弊があるかもしれませんが、非常によくある状況といえます。

1つの局面が規制との関係でありまして、規制対象になるような業態の当事者が、実際に個別の規制を遵守していくに当たっては、ソフトローについての取組状況を踏まえて監督当局が検査・監督を行っていくということが想定されます。例えば、顧客本位の業務運営に関する原則とかアセットオーナー・プリンシプルについて、金融庁の監督下にあるような金融業態がこういったソフトローを採択しているということになってまいりますと、金融サービス提供法2条1項の誠実公正義務といった一般的な規制法の規律がいわば架橋となって、ソフトローの内容が法令上の義務の具体的な内容に昇華することがあり得るわけです。

それから、民事的な局面においても、善管注意義務とか、不法行為の責任とか、一般的なルールを考えるに当たっては、ソフトローについてどう取り組んでいるか、ソフトローの原則を遵守するためにどういった方針を立てているかということが、裁判所において検討要素の一項目に加えられることは想定されるわけでありまして、私法上の効果との関係でもソフトローが意味を有することがあり得るわけです。

また、若干例外的なものでありますが、コーポレートガバナンス・コードにつきましては、遵守しないということになると、法律の効果とは少し違うかもしれませんが、上場廃止という非常に強い制裁につながり得る、こういった意味での規範力も存在しているわけでありまして。

このようなソフトローですが、既にお話をしており、近年、結構な数のソフトローが実際に運用されているのですが、そのうちうまくソフトローが機能している局面もある一方で、実務的にはなかなかうまくいっていない、課題が生じている局面もあるわけですので。次にそういったソフトローの実務における課題について、幾つか私なりの捉え方で説明していきたいと思っております。

まず1つ、これはソフトローであるがゆえの宿命ということかと思っておりますが、抽象的な原則だけを示して、それを達成せよという考え方でありまして、ソフトローに慣れていない、なじみがない当事者にとっては、具体的に何をすればよいのかよく分からないということがどうしても生じてきます。

一方で、当局あるいはソフトローを策定した側からすると、ソフトローに高い期待を有するがゆえに、それが実務の実態とずれてしまうということも生じることがあります。例えば、顧客本位の業務運営に関する原則が策定された当初においては、私の感覚としては、金融庁の幹部の方々が、実務の実態に合わないような実務対応を顧客本位の業務運営

に関する原則の下で求めることもあったように感じていますが、そういった策定者の期待と実務、実態のずれが生じる可能性があるというのが、ソフトロー、特にプリンシプルベースのソフトローの一つの課題になります。

また、レジュメではお示ししておりませんが、逆に、策定者の期待が低過ぎるメッセージが発信されることも、ソフトローが機能しなくなる点ではないかと思えます。原則を守っていくに当たって、実務が易きに流れるようになってしまうと、それはそれでソフトローは機能しない面もあるわけです。

当事者からすると何をすればよいかよく分からない、一方で、策定者からすると実務とずれたことを言うてしまう、こういったことがどうしてもソフトローの文脈では生じ得るということですが、そのような状況を防ぐためには実務、実態のよい事例を適切に把握して、それを周知・共有させていくことがソフトローを機能させていくための非常に重要な要素になっていく。これはソフトローをつくった側にとっても、ソフトローを守る側にとっても、どちらにとっても重要なファクターになるということでもあります。

それから、ソフトローの課題という言い方は語弊があるかもしれませんが、プリンシプルベースと言いながらも、実際には非常にルールベース的な内容になってしまっているソフトローも存在します。具体例としてはコーポレートガバナンス・コードでありまして、ここで細かい内容をご紹介することは避けませんが、5つの基本原則の下に31の原則と47の補充原則という多数の規範が設けられており、中には非常に細かいルールが原則あるいは補充原則という形で定められているものもあります。決してルールベースであることが悪いという話ではないわけですが、プリンシプルベースという発想、あるいはソフトローという発想と実態と、果たして整合しているのかどうかということでもあります。

特にコーポレートガバナンス・コードについては、先ほど申し上げたとおり、上場廃止という制裁とつながるということを踏まえたと、ほかのソフトローとは類型として違っているものとして捉えるべきなのではないかという気もするわけですが、ルールの性質を区分けして理解していくことが実務対応としても必要になっていくのだろうという気がいたします。

また、コンプライ・オア・エクスプレインという考え方が採用されているものが多いともご説明したわけですが、実際、これまでに策定されているソフトローの個々の原則を見ていくと、コンプライしないという選択を事実上行いにくい原則も多くある、なかなかこれを守らないとは言いにくい内容になっているものが多いわけです。そういった意味で、

実務としてもコンプライ・オア・エクスプレインが必ずしもうまく機能していないところもあって、1つは、コンプライしているのかどうか微妙であるにしても、エクスプレインとするのではなくてコンプライを選択するという実務の状況があると思います。同時に、今申し上げたとおり、示されているソフトローの原則自体、なかなかコンプライしていないとは言いにくいような内容としてルールを定めていることもあるのではないかと思います。代替手段があれば代替手段を取ってよいという考え方は、ルールとして非常に柔軟に機能する考え方だと思うわけですが、ただ、そういった考え方と今の原則が整合しているかという点、若干疑問があるというのが素朴な感想であります。

それから、ソフトローの非常に大きな課題としては、やはり法的な拘束力がない、法令ではないということです。つまり、ソフトローを守りたい人は守ればよいわけですが、守ろうとしない人、採択しない人は、ソフトローを守る必要はない、これがソフトローの基本的な考え方です。そういった中で、ソフトローの対象として期待・想定されている当事者の多くが、ソフトローを採択しないという事態が生じ得るということです。

特に顧客本位の業務運営に関する原則につきましては、スライド10ページでお示ししている資料自体は金融審議会で議論されたときのデータですので、少し基準時が古いものではございますが、顧客本位の業務運営に関する原則について、金融商品取引業者の一定の類型はあまり採択率が高くないということであり、結果として、この後、顧客本位の業務運営に関する原則に示されていた原則の内容の一部を実定法、ハードローに置き換えることが立法手続としてなされたわけであり、ソフトローを策定した側が守るべきと期待している当事者がうまく採択してくれない、こういう状況が生じ得るとというのがソフトローの課題であります。

現在でも、例えば顧客本位の業務運営に関する原則について言えば、スライド10ページの表にはなく、特にデータがあるわけではないもので、私の肌感覚で大変恐縮でございますが、例えば第二種金融商品取引業者の中には、ファンドとか信託を使った商品組成、商品販売をしている業者がたくさんいるわけでございますが、こういった業態も顧客本位の業務運営に関する原則をあまり採択していないのではないかと思います。

それから、金融庁の所管ではないわけですが、ファンド形態の商品という意味では不動産特定共同事業があるわけですが、この不動産特定共同事業を営んでいる業者も、顧客本位の業務運営に関する原則を恐らくほとんど採択していないのではないかと思いますし、金融庁の所管の業態ではないので、顧客本位の業務運営に関する原則というものが存在し

ていることすら知らない業者も多いのではないかと思います。

このような第二種金融商品取引業者や不動産特定共同事業者については、顧客本位の業務運営に関する原則、中でもプロダクトガバナンスに関する補充原則は、1丁目1番地とまでは言いませんけれども、1丁目2番地ぐらいに守るべき業態と想定されるわけでありますが、なかなかソフトローを採択するには至っていない業者が多いのではないかと思います。このように、ソフトローの対象として想定されるものと実態がマッチしていないという課題も引き続き存在しているところではないかと思います。

また一方で、一部の当事者にとっては、ソフトローを策定する段階で、事実上、ソフトローを採択しないという選択肢が存在しない状況になっていることもあります。ソフトローは任意に採択するかどうか判断するという建前になっているわけですが、任意にソフトローを採択することが事実上強制されるということが、実態としては一部の金融機関ないし金融関連の業種について起きているということです。そうすると、結局、ハードローとあまり変わらないという状況も生じているわけであります。

ソフトローを守ってもらうということ自体は非常に重要なことだと思うわけですが、ただ、ソフトローの究極的な目的を達成する方法は、必ずしもソフトローで示された原則の整理の仕方に限らないわけでありまして、新しく策定されたソフトローを強制されるということは、ほかの選択肢、ほかの方法によってその究極的な目的を達成するという選択肢がなくなるというのか、ソフトローに従ってやってくださいということが強制される状況になってしまうわけです。

1つの原則、1つの整理の仕方に従って対応していくということは、比較可能性とか、横と比べやすいとか、こういう意味合いでは便利なのだと思いますが、そこまで横並びで規制・規範の遵守を求めるのであれば、それはむしろハードローで行うべきとも考えられます。

一方で、ソフトローとハードローの効果の違いとか、さらにはハードローで厳しい規制を課していくということを考えたとしたら、そこまでの規制を及ぼす必要がない業態の業者が、ソフトローの形であれば遵守するということもあり得るところですので、ここは使いたいと思いますが、場合によっては、ソフトローと言いながら、事実上、当事者が強制されているという矛盾をはらんだ状態も生じているというのがソフトローの実態であります。

課題の最後として、先ほどもご紹介したとおり、この数年でも片手では数えられないほ

どのソフトローが出来上がっているわけですが、当事者によっては、当然ながら法律も遵守しなければいけないし、加えて、3つも4つも5つもソフトローを守らなければいけないということで、遵守すべき規範の多層化・複雑化、どういうふうに守っていけばよいのかよく分からない、複数のソフトローが組み合わさって、遵守の仕方が非常に複雑になっているということも生じていないわけではなく、ルールの再整理が必要なのではないかと思われる面もなきにしもあらずということです。そういった意味で、ソフトローの安売りみたいなことが生じてしまうと、規制コストが過大なものになってしまう可能性があります。

最後に簡単なまとめであります。ソフトローという考え方、特にそれにプリンシプルベース・アプローチ、それからコンプライ・オア・エクスプレインという考え方が取られることで、柔軟な規範の運用が可能になって、当事者が主体的に創意工夫を凝らして改善を目指すというインセンティブを生じさせやすいということは一般的に言えるわけであり、この報告では私からネガティブな方向の話ばかりしてしまったような気もしますが、実態としてソフトローが実務的にうまく機能している面も大きいと思います。

一方で、ソフトローは、特にハードローに比べて、規範性、拘束力の点で弱い面があるわけですが、ご紹介したような課題も実務的には多々生じているところでもあります。

ということで、政策的には、これまでのソフトローの実務におけるここまでにご紹介したような課題をしっかりと顧みつつ、ハードローとソフトローを適切に組み合わせでうまく経済活動が流れていくような、円滑化・活性化に資するような取組が進んでいくことが期待されるということで、まとめとさせていただきます。

少々長くなって恐縮でございますが、私からは以上でございます。

○守屋 有吉先生、どうもありがとうございました。ソフトローとプリンシプルについて概念的な整理をしていただくとともに、足元で生じている実務的な論点や課題についても整理をしていただいたと存じます。

報告②「ソフトロー・プリンシプルに関する最近の金融行政の取組」

今泉 宣親 金融庁企画市場局市場課市場企画室長

○今泉 金融庁の今泉でございます。おはようございます。

私からは、昨今の金融行政におけるソフトローやプリンシプルについて、ご紹介したいと思います。まずお話しする対象をみなさんと共有するため、私が東京大学公共政策大学院に出向させていただいておりました際に、ソフトローについて、少し勉強したりしていただきましたので、そのときに勉強したものを最初のスライドで出させていただきます。

このページで何を申し上げたいかといいますと、ソフトロー、すなわち、ハードロー以外のものを考える上では、国家が形成するのか国家以外が形成するのか、また、国家がエンフォースするのか国家がエンフォースしないのか、この2点からの分類ができるとされています。この中で、ハードロー以外の部分として、カテゴリー1、2、3がソフトローということで整理されていましたが、今日お話ししたいのは、カテゴリー2にあります、国家が形成するのだけれども、国家が命令、制裁といった形でエンフォースしないものについてご紹介しながら、皆様と考えていきたいと思っております。特に、行政官の立場からは、どうやってエンフォースするのかという観点に注目しながらお話ししていきたいと思っております。

金融行政でソフトローあるいはプリンシプルと呼ばれているものは、今、画面に映らせていただいているようなものがあるかと思っております。最初に金融庁の文書の中でプリンシプルと銘打たれたものは、2007年7月のベター・レギュレーションの公表に際してのものかなと思っております。そこから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、これらは直接的に金融機関に対する行政のものではないので、今日は割愛させていただきます。そして、顧客本位の業務運営の原則。次に、金融庁そのものが策定主体ではありませんが、金融に関わるものとしてはアセットオーナー・プリンシプル、最後に、今日ご出席の幸田先生のご尽力で策定されました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、こういったものが考えられるのかなと思っております。

まず、ベター・レギュレーションですが、策定された時期を見ていただきますと2007年7月となっております。ちょうど金融機関の不良債権処理が一段落ついた後で、リーマンショックが起きる前夜といった頃合いです。それまでの金融検査を主体として不良債権処理を進める、あるいは事後型行政の下でルールによる予測可能性を担保させるべく取組をしてきた中で、一時立ち止まってこうしたものが策定されたと理解しております。

これは4つの柱から成っております、1つ目がルールベースだけではなくてプリンシ

ルールベースも組み合わせていこうというもの。それから、2つ目が優先課題への対応。これは、この直後、サブプライムローン関連商品の実態把握・公表という形につながっていきます。3番の自助努力の尊重と金融機関へのインセンティブの重視というのは、例えば、バーゼルⅡの導入ということにつながってまいります。また、最後の金融行政の透明性・予測可能性の向上という意味では、行政処分の基準・考え方を整理した「金融上の行政処分について」というものを策定するとともに、様々な処分事例について事例集を出していくことで透明性を確保する、こうしたアプローチをしてまいりました。

なぜルールベースだけでは足りないのかという点については、当時の長官であった佐藤隆文氏が書いているのが下でございます。動きの激しい金融の世界では、あらかじめ全てを予測することは難しいだろうからルールベースだけでは足りない、他方で、プリンシプルについては、まさに先ほど有吉先生からもご指摘がありましたように、モラルの欠如した業者を律することは難しい。なので、この2つの組合せが必要なのだと。この組合せが必要だというのは、私が冒頭申し上げた、どうエンフォースするのかということにもつながっていくのかなと思っております。

内容については細かくはご紹介いたしません、金融庁と各業界団体とで議論をしてその内容を「共有する」というアプローチで、14の項目からなるプリンシプルが策定されました。例えば3番にあるような誠実かつ職業的な注意深さをもって業務を行うとか、6番にありますような利益相反の防止、こうしたものは今の顧客本位の業務運営の原則にも継承されていっております一方で、8番にありますような財務の健全性、9番にあるような情報開示、10番にあるような反社対応、12番にあるようなリスク管理、といったブルーデンスやリスク管理のようなものも含まれておりますので、広く金融に関わるものということで導入されました。

ただ、このプリンシプルについては、その後、行政対応の中で、直接的に何らかエンフォースにつなげるといった形では、私が記憶する限りでは、使われていないというふうに思います。

続いて、時期は少し飛びますが、2017年に策定された顧客本位の業務運営の原則です。こちらは、2014年頃、金融庁で公表した金融モニタリングレポートなどでも、例えば銀行の投資信託の窓販などにおいて、売上げが伸びていて収益が上がっている一方で、預かり残高が横ばいである。つまり、お客さんの資産が全然増えていませんねと。それは何を意味しているかということ、乗換え売買が繰り返されているのだろう。それはお客さんの資産

形成に資するのか、こういった問題提起をしてきた中で、顧客本位の業務運営の原則が持ち出されていったということになります。

こちら、次のページでご紹介しますが、単にプリンシプルを策定するというだけではなくて、ここに書いてあるように共通KPIということで、各金融機関のお客さんがどれぐらい勝っているのか負けているのか、こうしたものを見える化するということで市場メカニズムを期待する。エンフォースとしては市場メカニズムを期待するというアプローチが1つ。

また、その次に書いてありますように、金融機関との対話ということで、金融機関と、なぜこれをやっているのか、これが顧客の利益にどうつながるのか、こうした対話を重ねていくことによって、まさにプリンシプルの実務上の実現を図る。また、結果について様々な形で分析をして公表する、こういったことを通じて直接命令・強制するのではないのだけれども、より良い業務運営を実現する、エンフォースしようとしていったという取組になっております。

多数の注釈があるので、その点はややルール化しているというご指摘もありますが、原則そのものは7つの原則で、極めてシンプルなものとなっております。方針の策定、顧客の最善の利益の追求、利益相反の対応、手数料の明確化などとなっております。

また、昨年2024年には、顧客本位の業務運営の原則はどちらかというと販売サイドに軸足を置いた内容となっていたので、組成側にも注目した補充原則を5項目追加しております。例えば補充原則3と4の中では、組成会社と販売会社間の情報連携の促進というものが書いてあります。実際にこれを実現するにはいろいろな仕組みが必要になってくるということで、現在、投資信託協会などにおいて、組成会社と販売会社間での情報連携の枠組みづくりというものが議論されております。これは民間ベースでの議論ですが、そうした枠組みができていくことによって、プリンシプルであっても業界全体でこれを守っていくというコンセンサスに繋がっていく1つになるのかなと考えております。

さらに、顧客本位の業務運営の原則にありました最善の利益の追求という点については、もともと証券取引法時代からあった誠実公正義務を改正する形で、これをハードロー化するという取組も進んでおります。この背景は、中段にありますように、例えば、今日、資料は入れていませんが、投資信託などでは、比較的改善が進む一方で、様々なリスク性の商品、例えば仕組債とか、外貨建て一時払い保険などでは、評価はさておき、ファクトとして、市場が大きく変化していない、あるいは顧客のニーズが大きく変化していな

いにかかわらず、仕組債が売れなくなると外貨建て保険が売れる、外貨建て保険が売れなくなると仕組債が売れる、こうした関係性が見える。これは果たして顧客本位なのだろうかということが疑問として湧いてくるわけです。そうした中で、さらに原則を採択していない金融事業者もいるということで、顧客本位の業務運営の取組の定着・底上げを図るべく、最善の利益を勘案した誠実公正義務というものがハードローとして取り入れられることになりました。

また、もう一つ、資産運用立国の議論の中で進んでおりますのが、神作裕之先生座長の下で策定されましたアセットオーナー・プリンシプルでございます。本日、中村さんにもお越しいただいておりますので、実際にアセットオーナー側から見たお話も聞けるかと思いますが、企業年金に絞ったものではなくて、公的年金や保険会社、あるいは学校法人、こうした主体について、アセットオーナーとしての共通の原則を定めようということが進められてきたものでございます。

アセットオーナー・プリンシプル導入の際に1つ言われていたことが、受託者責任的なもの、忠実義務、注意義務的なもの——的なものについているのは、ハードローではないので、こういう言い方をしています——が大事であるということ。そうはいつでも、「受託者責任」という言葉を使うと法律上の責任のように理解される余地があるということで、揚げ足を取るような論者も出てきかねないということで、片仮名でのフィデューシャリー・デューティという表現になっております。

また、エンフォースのところですが、アセットオーナー・プリンシプルについては、ステークホルダーがお金を託している相手がそのとおりにワークしているのか、それを見ていくということで、市場の規律を働かせていくのだとされています。したがって、アセットオーナーとステークホルダーとの間で対話がなされることが理想なのだということが、東京大学のCFOをされている菅野暁委員から指摘されておりました。こうした思想の下でアセットオーナー・プリンシプルというものが策定されております。

ただ、この内容は、例えば企業年金などであれば、厚生労働省からミニマムスタンダードとしてのルールが既に様々策定されておりますので、原則5以外は制度上ビルトインされているのではないかとと思われる一方で、例えば、学校法人や国立大学法人などの主体では、そもそも基本ポートフォリオを策定するとか何のために運用するか、こうしたことでさえ制度上定められているわけではないことから、極めてプリミティブではありますが、重要なものが盛り込まれているのかなと理解しております。

最後に、ベンチャーキャピタルにおいて推奨・期待される事項、役所の中では略称でVCRHsという言い方をし始めていますが、こちらにつきましても、資産運用立国の議論の中で、日本のVCの運営について、公正価値などの情報提供がないと、特に国外を含む資金が取り込みにくいのではないかとなど、VCの発展、あるいはスタートアップ企業への資金供給の活性化をするためには、こういうプリンシプルのものが必要なのではないかとということで議論が始まったものと思っております。

具体的な議論の流れと策定の背景への思いの部分については、幸田先生もいらっしゃるところですので、先生にお譲りしたいと思いますが、プリンシプルという名称を使わなくなったということも含めて、こちらについてはどうエンフォースがなされていくのか、これは私も個人的に注意深く見守っていきたいと思っております。

内容につきましては、下にありますように、推奨される事項と、期待される事項の2本柱になっております。推奨される事項では、受託者責任・ガバナンスに関わるもの、利益相反、情報提供、期待される事項については投資先の企業価値向上、こうしたものが内容として取り込まれております。

以上ご紹介したようなプリンシプルベースあるいはソフトローという行政手法については、今後も、既存の原則、コードのアップデート、あるいはまた新たな別なものに対するアプローチとしても活用されていくと思いますが、いずれにせよ、その際、行政として我々が気をつけていかなければいけないのはエンフォースメントのところかと思っております。

ただ、その効果については、制度ができたその日から、はい、スタートしましたというふうに実際にエンフォースメントがワークするというものでは必ずしもないとも思っております。例えば顧客本位の業務運営の原則については、2017年に策定した当初と比べれば、新NISAも含めて、お客さんが購入される投資信託の選択も、中長期の分散投資に向いたようなものが相対的に増えてきていると感じております。いわゆる批判されていたテーマ型投信といったものが売上げ上位を占めるという時代ではなくて、比較的グローバル、あるいは国内外であったとしても経済成長全体にベットするような商品が売れるようになってきた。これは、もちろん顧客本位の業務運営の原則を踏まえて金融機関の方々がご尽力された部分もあれば、我々も様々な形で分析した結果を様々な形で公表してきた、あるいはそもそもの世の中のリテラシーの高まりといったものが相まって変わってきたものかと思っております。

そうした観点で、アセットオーナー・プリンシプルについても、あるいはベンチャーキャピタルにおいて推奨・期待される事項についても、今後それぞれの分野において変化の大きなきっかけになっていくことは恐らく期待できると思いますし、そのための仕掛け、仕組み、行政としてできることはしていく必要がある。こうした社会全体の積み重ねの中でこうしたソフトローが実際にワークしていくという意味においては、冒頭に戻りますけれども、国家以外が形成しているもの、社会規範とか企業倫理、あるいは商慣習、こうしたものにも本質的には近い性質を持っているのかなと感じております。私からは以上です。

○守屋 今泉さん、どうもありがとうございました。ベター・レギュレーションに始まる金融行政におけるプリンシプルの歴史的な経緯から、近年策定ないし改訂されたプリンシプルの概要につきまして、主にエンフォースメント、実効性をどう確保していくかという問題意識をベースにご報告をいただきました。

報告③「アセットオーナー・プリンシプルと企業年金に求められる対応」

中村 明弘 企業年金連合会運用執行理事

○中村 企業年金連合会の中村でございます。本日はどうぞよろしくお願いいたします。説明は着席してさせていただきます。

それでは、資料に沿いましてご説明をさせていただきたいと思います。私ども企業年金連合会についてご存じない方もいらっしゃると思いますので、まず私どもについて紹介をさせていただき、その後に企業年金全体の状況についてご紹介をしたいと思います。その上で本日のテーマについてお話しできればと思っておりますので、よろしくお願いいたします。

まず、1ページ目でございますが、私どもの事業概況になります。設立から58年がたちまして、本日が設立日でございます、59年目ということでございます。

年金通算センター事業と企業年金ナショナルセンター事業という2つの柱の事業を行っております。年金通算センター事業というのは、退職などによりまして勤務先の企業年金を途中で辞められた方の年金資産を引き受けまして、将来、私どもで年金給付を行うという事業です。転職を繰り返しますと様々なところで手続をしなければいけないということ

で煩雑になりますので、それを一元化しようというものでございます。それから、企業年金ナショナルセンター事業というのは、企業年金の発展のために必要な支援事業を行っていくということでございます。

これまで申出をいただきました記録件数につきましては3200万件、現在、受給者につきましては、870万人を超える受給者の皆様に年金のお支払いをしております。資産残高が13兆5000億円強、積立水準は126%ということで、健全な状況でございます。

2 ページ目から私どもの運用状況でございますが、まず資産残高の推移を示しております。下に私どもの運用を中心に取組の吹き出しを載せてございます。特に、1980年代に委員会の設置とか、基本方針の策定とか、時価による資産評価で運用評価をするということで、前例のない中、まだ法令で規定される前から取り組んできたということでございます。

3 ページがストラクチャーマップで、横軸に資産構成割合を取り、縦軸に各資産の運用スタイルの割合を取りまして、資産全体に対して、どういうタイプの資産をどのくらい投資しているかということを見積の大きさで見ただけのようになってございます。緑色の部分がインハウス運用になります。全体では43%を占めております。また、アクティブ運用中心に運用しており、全体で言うと88%がアクティブ運用になります。また、薄橙色のところはオルタナティブ投資になりますが、これは各資産の代替ということで、アクティブ運用の一環として運用しているということでございます。

このような運用を行った結果でございますが、過去28年間の運用実績を載せてございます。平均で4.94%ということで、国の厚生年金保険の積立金の運用を上回っています。

また、アクティブ運用を中心に運用しておりますが、その結果である超過リターンの状況を示しております。累積の超過リターンが68.4%、年率で言いますと平均で0.72%ということで、安定的にアルファ獲得ができていると思っております。

また、金額に置き換えて、運用報酬やコストを控除したネットの付加価値でも、この間、3兆3000億円強の付加価値が得られたと思っております。現在の財政上の剰余金が2兆6000億円前後ということでございますので、この剰余金を上回るアルファが得られたということでございます。

以上が私どもの紹介でございますが、次の6ページから企業年金全体について紹介したいと思います。ここで示しているのは、企業年金の資産運用に関する歩みについてのイメージを載せてございます。企業年金は早くから運用の自由化、高度化、グローバル化を目

指して取り組んできたと思っております。かつて政府は、運用機関の競争を抑制し保護するため、企業年金が自由に運用できないよう規制していましたが、当時の関係者の取組によりまして、1990年代以降、徐々に規制が緩和され、そういう流れの中で、関係者が主体的に受託者責任の啓発を行いながら、その受託者責任を果たすために、運用の基本方針とか基本ポートフォリオ、あるいは委員会の設置等、運用体制やガバナンスの強化に取り組んできたということでございます。これらの取組が、その後、広く企業年金全体として制度化されていったということでもありますし、その後の多くの公的アセットオーナーの見本にもなったということだと思っております。

このような取組は、現在の資産運用立国実現プラン、あるいはアセットオーナー・プリンシプルに通ずるものがございます。ただ、これらの取組に対しまして、当時、適格退職年金というのは非常に小さな年金がたくさんございました。こういったところがDBに移行する中で、外から見ていると、どうしても企業年金全体としては少し脆弱に見えてしまっているのかなと思っております。

このような中で、資産運用がどのように変化してきたかというのが7ページになります。下のグラフを見ていただきますと、国内の株式比率は1990年代末がピークでございまして、このときには37%まで組入れがございました。ただ、残念ながら、その後、ITバブル崩壊と退職給付会計の導入が重なりまして、企業年金では資産の分散が図られていったということで、相対的に株の比率は下がってまいります。その他の資産が上から3つ目でございますが、これはいろんなオルタナティブ投資の合計になりまして、増加傾向にございます。

このような運用状況の中で、日本の企業年金については、海外と比較してリスク資産への投資が少なく、リスク回避的で最善の利益を図っていないという指摘がされることがございます。8ページはアメリカの資産構成割合の推移を載せてございます。右側がコーポレートということで企業年金になりまして、株式の比率は、昔は60%あったのですが、足元では2割ということで、日本とあまり変わらない状況になってきております。

また、9ページがイギリスの企業年金になりますが、こちらでも株式が以前は6割あったものが足元では2割を下回ってきているということで、株が減り、債券が増えるということで、日英米ともに似たような傾向になっているということでございます。

10ページに、具体的に見ていただくということで、米国の主要な企業年金の具体的な資産構成割合を幾つか載せてございます。水色の債券の比率が非常に高いところが多いと

ということがお分かりいただけるのではないかと思います。

こういう状況が何で起きているかということですが、11ページにその要因をまとめてございます。国際会計基準へのコンバージョンということで、退職給付債務を企業の財務諸表に反映するようになったこととか、受給権保護の強化から財政運営基準の厳格化が図られたということ、それから世界的に高齢化ということで成熟度が高まってきた、こういうことを反映してなかなかリスクが取りづらくなってきたということで、日本だけの状況ではなくて世界の企業年金が、こういった要因によってリスクを削減させているということだと理解をしております。

一方で、12ページに公的年金の資産構成割合を載せてございます。よく引用されるのが世界の公的年金との比較でございます。これを見ていただきますと、右側のピンク色の部分が株、その下の濃い部分がプライベートエクイティ、また、左側にはインフラ投資とか不動産といったオルタナティブ投資もございます。かなりリスクを取った多彩な運用をしているというのが公的年金でございます。

こういう中で、13ページを見ていただきますと、年金からすると大事なことは財政状況が安定しているかということになるわけですが、こちらはカルパスなどアメリカの公務員年金についてまとめたもので、一番下が合計になります。ちょっと古いのですが、直近でもほとんど変わっておりません。積立水準は77%ということで、非常に厳しい財政状況になっております。その横の予定利率が7%台で、これは掛金の割引率ですから、高ければ掛金は少ないということで掛金はあまり入ってこない。そういう中で不足があるのですが、追加の掛金も入ってこないということです。

これを前提に右にあるような形で計算してみますと、毎年9%ぐらい稼がないと、元本が少ないわけですので財政上の不足が生じるということになり、追加の掛金が入ってきませんから運用だけで不足を賄おうとすると、毎年2桁ぐらいのリターンがないと20年かけても財政が改善していかない。単純計算ですけれども、このような状況ということです。したがって、高度化して行ってリスクを取って非常にすばらしい運用をしているというよりも、リスクを取らざるを得ないというのが実態なのではないかと理解をしているところでございます。

次に、14ページから国内における企業年金のプレゼンスということで少しご紹介をしたいと思います。まず、年金マーケットの状況でございます。右側のパイチャートにありますように、確定給付企業年金につきましては、年金マーケットの14%ぐらいしか残高の

比率はないということで、左側の推移を見ていただきましても、大体70兆円くらいで前後して増えていないということでございます。比率が高く増えているのが公的年金と共済組合ということになります。

次の15ページがアセットオーナー全体の状況でございます。真ん中に企業年金が囲ってありますが、この表の中には共済組合で入っていないところがございます、あと23兆円ほど金額があるかと思えます。これを合計しますと810兆円強となりまして、学校法人はN/Aになっていまして分かりませんので除きますが、810兆円くらいのマーケット、このうち企業年金は66兆円ということですので、国内アセットオーナーの中でも8%程度のプレゼンスしかないということでございます。それで、政府のほうの一連の施策の中でも、先ほど今泉さんからは特に企業年金だけがということではないのですよというお話だったのですが、当初のいろいろな議論では、かなり企業年金への期待が高かったかなと思うのですが、残念ながら、企業年金のプレゼンスは、そんなに高くないというのが実態でございます。

また、海外と比較して、日本の企業年金担当者の専門性とか人材が不足しているという指摘も非常に多くございます。16ページに示していますのは1兆円を超えるアセットオーナーの数を調べたものですが、日本では20ぐらいかなと思っております。アメリカだと200を超えるということで、しかも、エリサ法の適用を受けない公的年金とか、受託者責任を負わないエンダウメントで1兆円を超えるところが130以上ということでございますので、こういったところがかなりリスクを取って重装備の運用をされているということでございます。これだけの資金量があればそういった体制も十分整えられるのだろうということがございますので、資金規模あるいは資金性格によっても違うということをご理解いただいた上で、比較していただく必要があるのかなと思っております。

それから、17ページがスチュワードシップ活動でございます。これについても企業年金に対する期待が大きいところがございますが、左側のパイチャートにありますように、国内の上場株式に対する保有比率で見ますと、下のほうにありますように、確定給付型企业年金1%ということで、こちらで見ても充実化を図るような主体にはなかなかかなりづらいということかなと思っております。そういう中で、私どもとしては、後ほどご説明しますが、企業年金の方にお集まりいただいて、皆さんで協働して受託機関のスチュワードシップ活動のモニタリングをしようということで、今取り組んでいるところでございます。

以上が企業年金の状況でございます、ここから今日の本題に入りますが、先ほどから

紹介されていますが、ここでは日経新聞の記事からの抜粋でございまして、コンプライ・オア・エクスプレインを採用する指針ということで載せてございます。企業年金に係るのは一番上の日本版スチュワードシップ・コードと、一番下にありますアセットオーナー・プリンシプルということになります。

19ページは日本版スチュワードシップ・コードの抜粋になります。日本版スチュワードシップ・コードは、皆さんご存じのとおりでございまして、主語が機関投資家、運用機関、アセットオーナーと3つございまして、ここではアセットオーナーが主語になっている4つの指針を抜粋しております。実効的なスチュワードシップ活動が行われるよう、運用機関に促すべきこと、スチュワードシップ活動に関して求める事項や原則を運用機関に対して明確に示すべきこと、実効的に運用機関に対するモニタリングを行うべきこと、受益者に対して、少なくとも年に1回、報告を行うべきということでございます。

次の20ページがアセットオーナー・プリンシプルになりますが、こちらは先ほど今泉さんから説明がありましたので省略をさせていただきます。

21ページになりますが、こちらは厚生労働省から企業年金（DB）に対して発出されているガイドラインになります。先ほど有吉先生からも説明がありましたように、ソフトローは非常に多様な性質のものが存在するということでございますので、このガイドラインも広く捉えればソフトローなのだろうと思っております。先ほど6ページで企業年金のこれまでの取組を紹介させていただきましたが、1998年の資産運用ガイドラインというのがこれになります。もともとは厚生年金基金に対して発出されたものでございまして、DB法が施行されてから、DB法にもこのまま同様のものが引き継がれて、改訂を経ながら現在に至っているというものでございます。

21ページは、このガイドラインの前文部分からの抜粋になります。まず、趣旨として、英米における受託者責任に関するルールのように、具体化したルールの確立を図るということで、エリサ法等の法制度における考え方や精神を参考とした具体的な行動指針ということです。ガイドラインは法令そのものではなく、責任の有無は裁判所の判断に委ねられるということで、判例の積み上げによると思っております。その上で、ガイドラインを守ってさえいれば責任を免れるというものではありませんが、裁判所が判断を下すときの参考にされるものと位置づけられております。

目的としましては、企業年金の資産運用関係者の責任意識の醸成及び自主性の涵養を図ることにより、安全かつ効率的な資産運用を促進し、もって加入者等の受給権の保護を図

ることというところでございます。

また、できる限り網羅的に整理をしたものでございますが、しなければならないと書かれているルールにつきましては遵守しないと義務違反の可能性があるもので、望ましいというのは義務違反とは言えないまでも、現行法の精神から遵守することが望ましいルールとして整理がされております。

対象につきましては、受託者責任を負う資産管理業務の執行に係る理事、事業主だけでなく、代議員や監事、資産運用委員会の委員など広く対象にしているということでございます。

時間の関係からガイドラインの中身についてのご説明は省略させていただきますが、22ページに主な項目ということで項目だけ羅列をしております。法令等において規定されているものもありますが、かなり広範かつ網羅的にカバーされている内容ということかと思っております。

23ページになりますが、今回の資産運用立国に関する関係で、1月9日にこのガイドラインが改訂されました。金融サービスの提供に関する法律の改正、スチュワードシップ活動の実質化、資産運用立国実現プラン、アセットオーナー・プリンシプル、こういったものを受けての改訂ということでございます。

このようなガイドラインを踏まえまして、アセットオーナー・プリンシプルに対する企業年金の対応について、24ページに厚生労働省及び内閣官房新しい資本主義実現本部事務局の見解を載せてございます。厚生労働省からは、基本的にガイドラインに沿って対応していればプリンシプルの趣旨に沿った対応ができているとした上で、プリンシプルを受け入れることで加入者等の最善の利益を追求するための備えがあることを自ら点検するとともに、これまでの取組を関係者に情報提供・発信していただき、加入者の企業年金への信頼や興味・関心につなげていただきたいということでございます。

また、内閣官房からは、DB法において忠実義務が規定されており、本プリンシプルの精神におおむね沿った運用が行われているという認識を示していただき、DB法やガイドライン等で本プリンシプルに即した原則の多くが既に規定されているため、新しい事項は少なく、受け入れやすい内容とした上で、形式的でなく適切に機能させ、最善の利益を勘案して自ら考え、創意工夫しながらよりよいものを目指していくことが期待されるとしております。重要なことは、ステークホルダーと協議を重ね、理解を得て、自らの規模や体制等を踏まえた方針を固め、それに従って運営していくことであるという見解をいただいで

おります。先ほど有吉先生からご説明と整合する見解をいただいていると理解をしております。

25ページは、これを踏まえまして、私どもで企業年金の皆さんにお伝えしている内容でございます。プリンシプルは法的拘束力を持つものではなく、罰則や行政による指導もなし。労使合意による改善に向けた取組が主体的に行われることがプリンシプルの意義だということ、改めて自らの取組を確認し、必要に応じて見直しを行った上で受入れ表明をすることが望まれる。それにより周りからの誤解を避け、加入者への安心と信頼を得ることにつながる、ということでございます。

また、プリンシプルの受入れを通じて、母体企業や加入者に対して企業年金の重要性をアピールするとともに、必要十分な運営体制、運用体制となるよう理解を求めていくよい機会だということで申し上げます。

さらに、より良い取組の余地のある企業年金では、法令に従った取組にとどまらず、主体的に創意工夫しながら改善、向上を図っていくことも期待されますということで、積極的にプリンシプルを受け入れていただきたいということを申し上げます。

今ご紹介しました内容につきましては、26ページにありますように、私どもの機関誌の特別号に掲載し、ふだんは会員にのみお送りしているものを、今回は全てのDB・DCに1万8000部刷って送付をしております。1万2000ものDBがございますので、どうしても情報量とかその内容の認識について濃淡が出てしまうということもありますので、関係者が共通した理解と正しい情報に基づき対応していただけるように周知をさせていただいているところでございます。

また、27ページには、本誌の内容につきまして説明会をセミナーという形で開催させていただきました。現在もこの内容については動画を配信させていただいております。さらなる周知ということで取り組んでいるところでございます。

次の28ページは、プリンシプルの原則との関連で私どもの取組について紹介をさせていただきます。まず、原則2につきましては、人材確保・体制整備への対応ということで、現在、ビデオオンデマンドによる研修動画を全ての企業年金関係者に配信させていただいております。これまでは会員限定で、7700円頂ければ1年間見られるという形を取っていたのですが、資産運用立国実現プランあるいは資産運用ガイドラインの改訂に鑑みまして開放させていただいたということでございます。

それから、29ページが原則3との関係で、運用受託機関の運用情報の提供でございま

す。委託先を厳しい目で見極め、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という資産運用立国実現プラン、あるいはアセットオーナー・プリンシプルの趣旨に鑑みまして、運用機関の定量評価について、委託先以外の運用機関とも比較できるようにしていただくという趣旨でございます。

30ページが原則4との関係で、ステークホルダーへの情報提供に関しまして、企業年金のホームページ開設についてもお手伝いをさせていただいております。現在、300を超える企業年金で活用していただき、加入員の皆様に情報提供をさせていただいているということでございます。

31ページが原則5、スチュワードシップ活動の関係でございまして、先ほども少し申し上げましたが、私どもに企業年金スチュワードシップ推進協議会を8月に設置いたしまして、企業年金の皆さんにお集まりいただき、運用機関のスチュワードシップ活動を協働でモニタリングしましょうという取組を夏から開始することとしまして、現在、企業年金の皆様に参加を呼びかけているということでございます。

以上がアセットオーナー・プリンシプルに対する対応ということでございまして、多くの企業年金の皆さんが受入れできるように、引き続き支援をしていきたいと思っております。

もう少しお時間をいただきまして、最後に本件に関連して少し付け加えさせていただければと思います。32ページは、先ほど見ていただきました企業年金に係る3つのソフトローの設置目的になります。これらは所管する省庁が違うということからか、あるいはアセットオーナーの対象範囲が違うということからか、若干目的が異なっているということでございます。

また、最善の利益とか、フィデューシャリー・デューティや受託者責任に対する解釈とか期待についても、様々な方のそれぞれの立場によって、企業年金にどのような期待を持っているかによっても異なっているのかなと思っております。ところがございまして、資産運用について言いますと、下にあるような形で、これまでの歴史をたどると、ブレーキがかけられ、アクセルを踏み、またブレーキがかかり、今はまたアクセルを踏めという期待があるのかなと思っております。先ほどの政府の見解を見ていただきますと、必ずしも政府は、企業年金に対して、アクセルを踏んでどんどんリスクを取って、運用を積極的にしろということではないようではあるのですが、市場関係者の中にはそういう期待も多いということでございます。

33ページになりますが、これまでの一連の議論の中で申し上げてきたことは、企業年金の制度設計や運営・運用は、様々なトレードオフの関係にある複雑な要素を関係者が協議し、折り合いをつけながら最適解を導き実施しているということでございます。トレードオフの関係にあるものについては、責任や利害の及ぶものでなければ決定することはできないということでございます。その意味では、アセットオーナー・プリンシプルは、基本的にはステークホルダーに情報提供をし、協議を重ね、理解を得て創意工夫しながら、よりよい運営を労使自治の下で主体的に行うということですので、こういった実態にフィットしているのかなと思う一方で、やはり資産運用の側面に重点を置く方々もたくさんいらっしゃいますので、今後、このプリンシプルの実効性とか望ましい姿といった議論やフォローアップのような中で、資産運用という一側面に偏った議論が再燃しないかというところは若干心配しているところがございます。

最後に、34ページになりますが、これまでの企業年金に対する様々な課題の発信源は運用機関なのではないかなと思っているところがございます。この前も協会でそういう話をしたらかなりひんしゅくは買ったのですが、今後もプリンシプルの実効性についての課題がまた運用機関側から指摘されるということもあろうかと思っております。特に、信託、生保は企業年金制度にも関わっているのですが、投資顧問会社は資産運用だけしか関わっておりませんので、どうしても資産運用のみに関心が行きますし、ビジネスとしてもできるだけ運用報酬の高い運用商品を受託したいというインセンティブは当然あろうかと思えます。当然、運用報酬の高い運用になりますと、期待リターンも高いかもしれませんが、リスクも高いということになります。そして、そのリスクは委託者である企業年金が全てを背負うことになります。運用機関は、そのリスクを負うことなく、安定的に報酬を得るという立場でございます。しかも、運用機関が提供するサービスは運用能力そのものですので、厄介なことにこの運用能力というのは無形物であって、再現性も低い不確実なサービスです。したがって、十分な調査、評価が必要になりますので、簡単に運用機関の望みどおりに受託できる、委託するとは限らないということでございます。

このように、運用機関と委託者である企業年金の間では、スタンスと申しますか、あるいは背負っているリスクが格段に違うということがありますので、こういったところをお互いに理解し合いながら進めていかないと、コミュニケーションギャップも起きてしまうのかなと思っているところでございます。

一方で、企業年金、委託者からしてみると重要なことは、エージェンシー問題というこ

とかなと思っております、いかにエージェンシーコストを最小化するかというのは、委託者である企業年金の大きな課題なのではないかと思っております、これはスチュワードシップ活動についても共通する課題だと考えているところでございます。

以上で私の説明は終わりにさせていただきますが、引き続き、多くの皆様の老後資産形成に資するよう取り組んでいきたいと思っておりますので、ぜひ今後もご支援、ご鞭撻のほどよろしくお願ひできればと思っております。ご清聴いただき、ありがとうございました。

○守屋 中村さん、どうもありがとうございました。海外の事例も含めて、年金資産運用の実態やアセットオーナー・プリンシプルの受け止め、それから足元の課題感につきまして、当事者のお立場からご報告をいただきました。

改めまして、ご報告いただきましたお三方、貴重なご報告をどうもありがとうございました。

3. 報告を受けたディスカッション

○守屋 それでは、今のご報告を受けましてここからディスカッションに入りたいと存じます。自由な意見交換を制約する意図は全くないのですが、ソフトローやプリンシプルがカバーしている範囲が非常に広いものですから、本日せっかく有識者の皆様にお集まりいただきながら議論が拡散してしまうのはもったいないと思ひまして、「想定される論点」という資料を事前にお配りさせていただきました。

例えば、政策目的を実現していくためのハードローとソフトローの役割分担、有吉先生からご指摘があった規範の多層化などによる実務への影響、そのあたりも考慮しながら、ソフトローやプリンシプルを今後どう活用していくのがよいのだろうかということが1つ目です。あるいは今泉さんからご指摘がありましたが、実効性の確保、エンフォースメントなども含めて既存のソフトローやプリンシプルをどう評価するか、今後のあり方として望ましい方向性はどのようなものかといったことが2つ目で、こうしたことについてご意見をいただけると大変ありがたいと思っております。いかがでしょうか。それでは大崎先生からお願いいたします。

○大崎 ありがとうございます。私からは、自分の意見を言うというよりはプレゼンターの方のご見解を承りたい。ここに挙げられたような論点に関してですが、何をご質問申し上げたいかといいますと、今までソフトローと言われてきましたけれども、どんどん対象範囲が拡大して、内容が精緻化されているなということが今回のご紹介でよく分かったと思うのです。そのこと自体を否定しようとか批判しようということではないのですが、やや心配になってきたことがございまして、1つは、もともとは何らかの法律の具体的な規定があって、そこから引っ張ってきて、法令だけではカバーできないようなことを細かく定めて、しかも、それについては、強制はしないのだけど、望ましいと思われるので、みたいなことで作り始めたのが最初の頃だったのかなという気がするのです。それが最近の、例えばアセットオーナー・プリンシプルとかになると、もちろん申し出た人が守るのだから、それでいいではないかという割り切った考えもあるのですが、例えば大学を経営する学校法人が資産運用について何らかの規定を守らなければいけないということの法的な根拠は何だろうか。なぜ高等学校や専門学校は守らなくていいのだろうかとか考え始めると、だんだん法的な正当性に欠けたようなところでまで規制が及び始めているのではないかという気もしてきます。

確かに自発的に守っているのだからいいではないかという説明で通せばいいような気がするのですが、他方で、もう何回もご紹介があったように、守らなければいけないという同調圧力みたいなものが働いているというのはプレゼンターの方からもご指摘があったとおりで、私もそうだと思うのです。これをどういうところまで広げていくべきなのか、あるいは今は問題ないけれども、今後、問題となり得るとお考えなのかとか、その辺について、ぜひご見解を承れればと思いました。

私は、ベンチャーキャピタルが対象となることについてもちょっと懸念してしまして、63条業者というのは監督対象なのだから、その人たちに課しているのだという割り切りもあるのかもしれないのですが、例えば顧客本位の業務運営の原則みたいに、明確に金融庁の登録を受けている人たちの範囲でやっているものからはちょっと広がり過ぎているような気がするものですから、これはぜひ有吉先生と今泉室長のご見解を承れればと思いました。

○有吉 ご質問どうもありがとうございました。回答は非常に難しいと思うのですが、それでは法律でいきなり定めるということになると、劇薬になり過ぎる面があるのではない

かと思うのです。恐らくこの一連のソフトローの流れの第1号がスチュワードシップ・コードで、その策定時点でスチュワードシップ・コード的なものを法律で義務づけるということは、中身もそうだと思いますし、逆にエンフォースメントしようとする強過ぎて難しかったのではないかと思います。それから、何のためのルールなのかということも、スチュワードシップ・コードは特に輻輳していて、受益者のためなのか、投資先企業のためなのか、はたまた機関投資家自身のためなのか、決して悪い意味ではなくて、いろんな思惑があったルールだということもあって、そういった意味でソフトローになじむというのか、法令になじまなかったルールであったような気がいたします。

そのため、先ほども私が報告で申し上げているコーポレートガバナンス・コードなどは、法令なり、あるいは法令に準じる、正面から上場規則の問題ということで規定してもよかったのではないかという気もしますし、顧客本位の業務運営に関する原則も、大崎さんの発想とはずれるかもしれませんが、必ずしも金融庁の監督にない業者、適格機関投資家等特例業務の業者や、金融規制の対象になっていない業者も含めて、自発的に守るという選択肢があってもよいルールのような気がするのですが、ただ、細かい補充原則や原則の中身まで見ていくと、そこまでやる必要があるのか、全員一律で任意に遵守する必要があるのかという気もするので、法令で定めるべきものも取り込まれてしまっているような状況はあるのではないかと思います。

実際は、その時々、法律を動かすのかソフトローを動かすのかという議論の流れの中で、必ずしもソフトローになじまないものも、時期的に法令改正ではなくてソフトローの改正があるがゆえに、そちらに乗せてしまったといった手続的な経緯もあるような気もするのですが、大枠は必ずしも特定の法律に準拠しなくても、それから監督対象だけが想定されなくても、ソフトローを及ぼすという発想はあり得るのではないかと思います。その中で課題は、中身をもう少し整理する必要があるのではないかと考えています。

コメントをしながら、だんだん回答に即していないと自分で思ってきてしまって、すみません、一旦今泉さんに交代します。

○今泉 有吉先生、先に答えていただきまして、ありがとうございました。

2点申し上げますと、金融行政官としては、金融庁の監督権限が及ぶものと及ばないもので多分話が違うかなと思っていて、及ぶほうは恐らくより謙抑的でないといけな

い。いずれはその権限があるのだというバックグラウンドの中でのコミュニケーションになるので、そこは恐らく慎重にやる必要はあるのだと思います。つまり、プリンシプルと言いながら、あなたたち、これは守りますよねという圧力になりかねない、相手の思考を奪いかねないという意味では慎重さが求められるのかなと。

それに対して、アセットオーナー・プリンシプル、コーポレートガバナンス・コード、スチュワードシップ・コードは、これらを見ている限りは、同調圧力といった場合の横の圧力もあるのかもしれませんが、少なくともステークホルダーのプレッシャーが働くのであれば、それはむしろ健全だと思います。例えば、アセットオーナー・プリンシプルについては、金融庁が怖いから受け入れなければいけないというのは恐らくあまりないのかなと思いますし、そもそも制定主体も内閣官房になっている。では、どうそれを実効あらしめるのかというところは、いかに関係する方々、ステークホルダーの方々が意識を持っていただけるかという、そこの意識の醸成がエンフォースを成功させる上では一番重要な部分かなと思っています。

もう1点は、まさに有吉先生はすごく整理していただいて、私も本来そういうことを紙に入れるべきだったなと思ったのですが、ソフトローかハードローかという話と、プリンシプルかルールないしミニマムスタンダードなのかというのは本来別の話になりますので、ソフトローでありながら、どんどんミニマムスタンダード化していくことがいいのかというものは、恐らく一度立ち止まっていかないといけない。なぜソフトローという手法を取ったのかというと、より各主体に考えてもらうという部分があるからソフトローという手法を取っていたはずなので、そこが極めてミニマムスタンダードになると、それってほぼルールに近くなるので、じゃ、誰が決めるのですかということになると思うのです。それが社会的な規範で、民衆で定められるとか、一種のギルドの中で定められるものなら別にいいと思うのですが、政府が定めるとなったら、何で政府はそんな一挙手一投足を法令のようなしっかりした手続きを踏まない形で定めるのかという話になっていくので、そこはなかなかバランスの難しいところかなと思っています。

○大崎 ありがとうございます。私の考えが至らなくて、目からうろこが落ちたのは、今泉さんがおっしゃった登録業者に対する規制の場合こそ謙抑的にすべきだというご指摘。これはソフトローの効能としてすごく大事な点だなと思いました。私は何となく、ハードローの細則をさらに精緻化するのがソフトローだという思い込みが自分自身あったよ

うな気がして、若干反省したところがございます。ありがとうございました。

○小野 法的な視点から1点補足しますと、実定法上の議論もあるかと思います。中村さんの報告とか今泉さんのところにありましたが、何かというとフィデューシャリー。フィデューシャリー・デューティそのものは、広い意味では誰もが否定しないし、日本法は善管注意義務の一部ではないか。ただ、その具体的内容は何かというあたりは、民法的に議論はあるのですけれども。ですから、大崎さんが法的な裏づけが何もないところだと。全てではないにしても、例えばアセットオーナー・プリンシプルがそうですが、アセットオーナーの全てかというのと、そうではないという議論も多少あるかもしれませんけれども、多くのプリンシプルはフィデューシャリーという実定法上の裏づけがあって、その具体的な対応としてプリンシプルがある。ですから、何もないわけではないということ。

ちょっと議論が違うかもしれませんが、発展形のもう一つの実定法上の議論として、一方的な宣言をすることが法的にどういう位置づけがあるかという単独行為の位置づけがどうか。これはルールとの関係なので、特に議論する必要もなく来ています。これまでのどこかで議論されてきたかもしれませんけれども、単独行為で一方的に宣言したからといって、いつでも撤回できるとか、誰かに迷惑をかけてもいいというわけではない。それは信託的な構成を取るとか、多少無理かもしれませんが、第三者のためにする契約的構成を取るとか、あと検証報告まで行くとあまりにもマニアックかもしれませんが、一方的なことを言えばそれなりに効果はある、法的な意義づけはあるはずだということと、やらない人は得をするのではないかということに関しては、先ほど申し上げたように、フィデューシャリーとしての位置づけはありますよということがあるかと思います。

○幸田 皆さんからのご説明ありがとうございました。先ほどからベンチャーキャピタルのソフトロー関連の話が出ておりますので、補足をさせていただきます。昨年3月から6月まで、金融庁と経済産業省の共催の「ベンチャーキャピタルに関する有識者会議」で、座長を務めさせていただきました。私なりのソフトロー的な観点での見方を補足させていただければと思います。

昨年3月から6月にかけて、「ベンチャーキャピタルに関する有識者会議」ということで、当初はベンチャーキャピタルに関するプリンシプルをつくり出すということで有識者会議がスタートしました。初回にベンチャーキャピタル協会の方々などから、「プリンシ

パル」という形式や位置づけについては、なじまないのではないかとの反対の意見が出ました。

一定のソフトロー的な枠組みということは踏まえつつも、「プリンシパル」という枠組みは違和感もあり、最終的には、「ベンチャーキャピタルにおいて推奨・期待される事項」ということでのとりまとめとなりました。そのように取りまとめられていく中で、「プリンシパル」はなじまないというのは、本来であれば、いわゆる民民の契約や業務の関係で定めるべきものを、ソフトロー的な位置づけをどう考えておくべきかという観点での論点かと思えます。民というのは（機関）投資家とGPであるベンチャーキャピタルで、この両者間で決めて、契約上などで対応すること、例えばコンフリクトとか、あるいはキーマンクローズとか、そういう枠組みで対応すれば済む話を、ソフトロー的な位置づけをどう考えておくかという観点での議論であったかと思えます。

本件は、資産運用立国の中でいわゆるベンチャーキャピタルへの資金の流れを増やしていくことは、政策的な重要性が極めて高い、すなわち、スタートアップに向けた投資を5年後に10兆円にしていくという政策的な課題が前面に出てきている中で、日本のベンチャーキャピタルに対する内外の機関投資家からの資金が少ないという問題意識に鑑みると、一定の体制整備は行われるべきではないかということかと思えます。「推奨・期待される事項」という形で取りまとめがされ、ソフトロー的な位置づけは、緩やかな形ではあると思いますが、そういう枠組みでの必要性もあったかと思えます。

そういう意味においては、最終的には、関係者の理解を十分に得て、こうしたソフトロー的な位置づけの枠組みになったかと思えます。先週、麻布台ヒルズで、ベンチャーキャピタル協会が主催して、アセットオーナーとベンチャーキャピタルの主要な方々が集まって、機関投資家からのベンチャーキャピタルへの投資が今後進めていけるように、こうした枠組みも意識したネットワーク作りに踏み出しています。機関投資家、その背後のアセットオーナーとベンチャーキャピタルの接点は今まであまりになかったということで、初めてそうしたところで顔合わせをするという取り組みになり、金融庁や経済産業省の政策的な取り組みの流れで、資産運用立国という枠組みをベースに、よりベンチャーキャピタルが広がるためのガイドラインをベースとして必要としていたという状況ではないかと思えます。

これをソフトローと呼ぶのかどうかということについては、私は、そこまでの位置づけなのかどうかという面はあり、いわゆるコーポレートガバナンス・コードとかスチュワー

ドシッ・コードとは性質はかなり違うと思います。先ほど有吉先生がリストを出された中で言うと、よりソフトなものという位置づけではないかと思います。多分、ソフトローの中で、リモートなところに「ベンチャーキャピタルの推奨・期待される事項」があるのではないかと考えております。冒頭、有吉先生からご説明いただいたようなソフトローの中でも違いみたいなものをある程度認識しながら、ソフトローというエリアを議論していただくといいのではないかと思います。

○小出 早稲田大学の小出でございます。本日は大変勉強させていただきました。ありがとうございます。

想定される論点の一番上に書いてあることを繰り返すだけなのですが、本日、有吉先生から、ソフトローと一言で言ってもいろいろなものがあって、例えば、自主規制機関による自主規制ルールのようなものもソフトローと考えられてきて、それは昔からあったのだと思いますが、今日のテーマの中心的なトピックはそういったものとは少し違って、もともと法によって権限が委任されて行われているような自主規制とは少し異なった、新しいタイプのソフトローであったのだと思います。

まさにその役割分担のあり方というところですけども、これは今泉さんに可能な範囲で教えていただければと思いますが、例えば今日テーマになった顧客最善利益という話に関して言うと、これは日本だけではなくて、アメリカだとレギュレーション・ベスト・インタレスト、ヨーロッパではM i F I D 2という形で、同じようにルール化されてきているという状況があると思います。ただ、アメリカにおいては、今、私はレギュレーションと申しましたが、これはドッド・フランク法がもともと法律によってSECに対して調査権限を与えて、それでSECが調査を行った結果として、最終的にSECのレギュレーションというハードローの形で規制がされることになったと私は理解しています。その内容としては、例えばF I N R Aルールのような、もともとあった自主規制の内容を取り込んだという要素もあると思うのですが、基本的には日本のようなソフトローベースではないのではないかと私は理解しています。M i F I D 2に関してはEUの指令ですので、あれもハードローベースなのではないかと。

そうすると、日本でなぜ顧客最善利益については顧客本位の業務運営というソフトローベースでルールがつくられるようになったのか。要するに、これは、ある一つの目的があるときに、日本の中でソフトローを使うものと、そうではなくてハードローによってやる

ものの区分けをどのようにやっておられるのかというところです。

何となく私の感覚ですと、特に最近、日本はソフトローを使ってやっているようなところが、むしろアメリカやEUに比べても多いのではないかという感じがしていて、それがいいか悪いかというのは、まさに今日はそれがテーマだとは思いますが、ある意味、特徴的な方向に行っていて、諸外国の投資家などから見たときに、もしかしたら分かりにくくなっている部分もあるのかなという感じもしたものですから、そのあたりの区分けといますか、どういうことだったら法でやり、どういうことであればソフトローでやるというところが、役所の中で何か考え方があるのか、あるいは個人的なご意見で結構ですけども、教えていただければと思います。

○今泉 ありがとうございます。個人的な意見ということでご容赦いただけたらと思うのですが、ソフトロー的なアプローチが多いという話の前提として、すみません、日本の立法過程、特に業監督に関わるものでは、プリンシプルのな法令というものがあまり想定されないので、今回の金サ法2条は特殊だと思いますが、一般的には極めて構成要件的なのが明確になっていくことがまず求められる。そうしますと、森羅万象を極力法令に書き落とさない限り、実行に移せないということになっていくという中で、ルールベースよりもプリンシプルベースのものが行政として実態に向き合う上では有効であるというのがまずあると思います。

加えて、ご指摘はごもっともだと思一方で、他方で多くの金融サービスというものは極めてローカルなビジネスだと思っていて、つまり、国際的な取引であれば、それはグローバルに同じような目線が必要になってくると思うのですが、多くの金融サービスは極めてローカルなものになってくるので、当然ほかの国の法令は参考にするのですが、例えば、毎月分配型がほかの国でたくさん売られていますかという、そういうわけではないわけなので、やはり日本の実態に合った行政的なエンフォースが必要になってくる。海外でやっていますから日本でも機械的に同じ規制にしますと思考停止しては行政として責任を果たすことには何らならない。

そうした中で、ソフトローがある一方で、私どもは様々なレポート類を毎年出しているのですが、ファクトファインドした結果に対して、評価とは言わないけれども、見た人が見れば、これが正しいよなということが自明であるような形で、それを世の中に還元することによって、最終的に金融機関の行動変容を期待していくというアプローチが、ここ数

年、有効にワークしているのです、そういうやり方をしているという感じかなと思います。

○柴崎 SBI 大学院の柴崎と申します。ソフトローの問題は強制力がないことですが、日本ではソフトローがだんだんメインになってきた背景を考えると、もともとハードローによる規制体系があったところに、規制を緩和したことでソフトローにシフトした面があります。日本でソフトローが機能する前提として、共通の価値観や思想を持った人たちが集まっていることがあったのではないかと思います。例えば、資産運用立国の議論にしても、国民のために富を増やしましょうといったコンセンサスがあるからこそ、ソフトローが比較的機能しやすかったのではないのでしょうか。

ただ、ソフトローが総論としてのコンセンサスを前提として存在する一方で、当然、各論としては運用にある程度の幅を容認することになります。それでも方向性が一致しているということは、逆に言えば、抜本的な改革といった、極端な変化を生むほどの力も必要性もなかった。その意味で、ソフトローの限界というのは、これからこう変えていくのだという何かしらの強い意思があるときには機能が低下する点で、ソフトローからハードローへのシフトという議論も高まりやすい。その意味で、今のように富の格差の拡大、急速な少子高齢化、デジタル社会への対応といった非連続的な変化が求められる時代に、ソフトローで対応できるか否かは、制度上の重要な論点の一つではないかと思います。

○森本 まさしく小野先生がおっしゃったように、アメリカなんかですと、結局、フィデューシャリー・デューティが法令上の規範として機能するから、フィデューシャリーとして行動する人に行動プリンシプルが自動的に決まるというのが原点中の原点ですよ。ですから、プリンシプルというものとソフトローとは直接何の関係もないわけで、金融庁が2014年にフィデューシャリー・デューティというのを打ち出したときに、それって法律上の根拠はないよねという話だった。2017年に顧客本位原則になるまでの間に、実は私は一貫して金融庁にソフトロー化することは反対した。だから、フィデューシャリー宣言といって、個社のプリンシプルを一番最初に公表したのが我が社なのです。その後、数社が公表されまして、その流れの中で、ついにソフトローになってしまったのね。だから、法令と個社のプリンシプルだけで十分だと思ったのだけど、でも、しょうがないといえばしょうがない側面があって、個社のプリンシプルを律する法令上の規範がないということだったわけ。それで、しょうがないねということだったと思う。

もう1個は、そう言うては失礼ですが、各社の行動プリンシプルを律するものがないのですよね。それは履行強制力の問題として出てくるわけだけれども、フィデューシャリー・デューティって上手にできていて、証明責任の転換というのが基本中の基本であったと。僕は本当に古い人で、エリサ法が本当に強い法規範として生きている時代からやっているのだけど、当時は、運用会社を1社選ぶについて、全数調査の原則というのがあって大変だったの。アメリカのグロースの株式のこれと違ってあると、同じ類型の中の会社を全部調べないといけなかったのね。

そのプロセスはどうしてかという、それって反対の意見を言われることを最初から想定している。1社選んだときに、もっといい会社があるのではないかという質問が寄せられることを想定しているわけね。だから、最初からベストなのだと。最善努力義務というのがそのようにして履行を強制されていたわけね。だから、必ず全部を調べて、その中で論理的にこれが一番だと思うと。逆に言えば、これって質問する人に対して、それはベストではないでしょうということの証明責任が、当事者側にベストであることの証明責任という格好で転換されているわけ。日本ではヘッドハンティングなんていう訳の分からないことになってしまっているけれども、本来、エグゼクティブサーチというのは、そういう行動プリンシプルはディレクターに求められるから、例えばトップを選ぶときなんかでも、この人がベストだということの証明責任が選んだ側に課せられるシステムになっているから、それでエグゼクティブサーチというのをやって、中の候補に対して外部の候補を出して、比較検証してこっちを選ぶというプロセスで、別に経営トップだけではなくて、ほとんどの会社の幹部職なんかは、自分もそうでしたけれども、そういうふうにして選ばれていたんです。

そういう行動プリンシプルというものがあって、だから、私は、行動プリンシプルをつくるが、証明責任の転換の問題として履行強制力はできる。今、法律の中で証明責任の転換がなされているのは、一番最初が多分金サ法だと思うけれども、あれは説明義務が果たされなかったときに、果たされなかったということの証明責任は原告が負うのではなくて、ある外貌を呈したら一発で果たさなかったということになって、証明責任の緩和がなされているやつでしょう。加えて、損害額の推定規定も置いたということです。今、金融関係法令だと有価証券報告書等の虚偽記載に関して、たしか損害額の推定規定が置かれている、それぐらいしかないでしょう。だから、もっともっとたくさんそういう証明責任の転換、緩和、それから損害額の推定規定を置けば変わってくるということなのではないの

かなと思います。

最後に、余計な話で、実は私は投資顧問業協会理事なのだけど、協会に対して、この間、理事会で、自主規制組織としての存在意義はないのではないかという問題を提起した。なぜなら、今言った考え方から言えば、法令と個社のプリンシプルだけで足りるはずだと。間に自主規制を入れていることがむしろ発展の阻害要因になっているであろうと。これは業界では比較的強くある意見なんですよ。投信協さんに対する批判としてもね。それで、協会として存続するなら、むしろゲーム理論的な問題として、別な機能発揮の方法はあるだろうということですよ。例えば、この間の千葉銀行、ちばぎん証券みたいな事案があるでしょう。ああいうことは多分誰だって考えて、ほかでもあるよねと思うじゃないですか。でも、金融庁として、それを全部検査するのは面倒くさいよね。そうしたら、協会として仕組債の販売を行っている人に対して証明責任を課せばいいでしょう。やっているかどうかの自己点検。それで、やっていたら公表すればいいわけでしょう。やっていなかったらそのコストってばかみたいにかかるじゃないですか。そうしたら、協会として、まさにゲーム理論ですよ。反則金を取る。一方で、それをやっていない会社に回せばいいでしょう。そういうふうになればコストゼロで、万が一、うちにはそういう事案はありませんと公表した会社に後であったら、さらに重い罰金を科せばいいでしょうし、金融庁の行政処分の対象にもなるわけでしょう。やっぱりゲーム理論的な履行強制力の問題がもっともっと考えられていいと思うんですよ。それって当局として出せることではないから、まさにゲームだから、だとしたら、それはまさに業界団体としてやればいいのではないのかなと思うわけです。

ですから、履行強制力の問題は、挙証責任の緩和、転換、損害額の推定等の手当てですよ。それから、個社の会社の中でも、民間ベースでも、まさにガバナンスの問題ですよ。最善を尽くしていないでしょう的な質問が想定したようなガバナンスがなされればいいでしょうということだと思し、最後に、ゲーム理論的な、まさに履行強制力をもたらすような制度設計というのは幾らでもできるのではないかな。そういう方面での検討は、日本でほとんどなされてこなかったのではないのかなと私は思っていて、その中でソフトウェアばかりやたらに乱発していくのには、私は必ずしも賛成してはいないということになります。

○安田 大阪大学の安田です。今、お隣の森本さんから僕の専門であるゲーム理論という

単語が何回も出てきたので、何か答えたいなと思いつつ、僕も履行強制力に関連するお話をしようと思っていたので、そこでの広い意味でのゲームチェンジみたいなこととお話したいと思います。

今日、当たり前ですけれども、皆さん金融の専門家なので、金融市場にひもづいたソフトロー、ハードローの話が中心だったのですが、関連する違う市場で、目下、金融以上に急ピッチで起きている規制のあり方の変化をお話しして、そこから金融市場をちょっと広い視点で見られるかもしれない情報提供をしたいと思います。その市場はどこかというと、デジタル市場ないしはデジタルプラットフォームで、もともと金融市場と同様に変化の動きが速い、かつ、不確実性が高いので、従来型のルールベースの規制だけでは難しい。なので、変更を迫られているというところが金融との著しい類似点です。

結論から先に言うと、ソフトロー的なものも導入されているのですが、一方でスーパーハードローみたいなことも起きています。その違いがどこから生じているのかというのを、皆さんの話を聞きながら、この2時間で考えたので、それをお話します。

まず、国家が直接エンフォースしないソフトロー的な取組がデジタルプラットフォーム規制でも実際に行われていて、日本では2021年2月に施行されたプラットフォーム透明化法、所管省庁は経産省が行っているものが俗に共同規制と言われるもので、政府がトップダウンでこういったプラットフォームの透明化に関する施策をなさいと命令するのではなくて、事業者側からユーザーあるいはスマホ事業者等とうまくコラボしながら透明性を高めてほしいということを訴える。なので、国が強制するのではなくて、プレイヤーのほうにも自発的な参加を促す。これは金融におけるソフトローと少し似た側面があると思います。

これは4年目に入っているのですが、プラットフォーム事業者側から、共同規制と言っていたはずなのに、実質的に半ば強制されるようなことが起き始めているので、弊害がかなり指摘はされています。これは今日、似たようなお話、金融におけるソフトローでも実質的な強制に近いのではないかと、強制されることばかりが増えていくのは問題ではないかというご発言があったかと思うので、それと似ている面です。

一方、今のはソフトロー的な側面ですけれども、スーパーハードロー化も進んでいて、今日、上がっていないキーワードで、それに関連する論点が、多分立証可能性と事前と事後の話だと思えます。金融規制の場合、多くは関連する組織・企業の義務や禁止行為はかなり立証しやすいものが多い。一方で、デジタル市場、特にプラットフォームビジネスの

場合は、例えば、何でもいいのですが、検索結果を自社グループに有利なように操作したとかいう訴訟はヨーロッパでも起きているのですが、それを立証するのは非常に大変なのです。一般にデジタル市場は、競争抑制的な行為が行われたかどうかを判定するのは難しい。EUや日本だったら公取が何年かかけて調べて、違反が見つかったら制裁金ということになるのですが、物すごい時間がかかるし、その立証可能性が非常に低いというのが課題でした。

もう一つは、市場を通じた競争を活用できるか。金融サービスはいろいろなので一概には言えないのですが、資産運用やベンチャーキャピタルは、ある程度競争している企業の数も多いので、競争に委ねれば、筋の悪い、ソフトローに従わないようなことやっている企業は淘汰されて、そうでないところが生き残るといった仕組みが働くかもしれない一方、デジタルプラットフォームは独占というか、寡占市場なので、市場の競争に任せるとどんどん反競争的なことが起きてしまうかもしれない。それは使えない。

立証可能性と市場の競争という2つにおいて、デジタル市場は非常に規制のあり方が難しいのです。結果的に何が起きているかという点、従来は事後型の規制、つまり、反競争的な行為を当局が立証して、後からそれを取り締まるという方法だったのですが、それを事前規制型に切り替えています。日本は、今年12月に施行予定ですが、スマートフォンソフトウェア競争促進法というのが施行される予定です。これは先行しているヨーロッパ（EU）のデジタル市場法（Digital Market Act）というかなり強烈的な事前規制のルールを部分的に取り入れていくというものになっています。

なぜデジタル市場において事前規制化が進んでいるかという点、これも賛否両論あるのですが、立証可能性が低い。市場の競争にも頼ることができないので、あらかじめ禁止行為を事前に設定して、それを取ってはいけないという、ある意味スーパーハードロー化が進んでいるということです。

金融においても、例えばAIを活用するとか、性質上、一部の事業者の寡占構造になりやすいものに関しては、ひょっとするとデジタル市場と似たような要素があるかもしれない。そうでないものであれば、恐らく立証可能性や市場での競争が働くので、そんなに事前に規制云々という話にはならないと思うのですが、今後の金融市場における規制のあり方とか動向を占う上において、恐らくデジタル市場、特にプラットフォーム規制はある程度参考になるのではないかと思います。

これも結論が出ている話ではなくて、日本はこれから恐らく事前規制型に少し動いてい

くのですが、今のところはヨーロッパほど極端なことはやらないという状況だと考えられていて、他国での経験を学びながら、あるべきプラットフォーム規制を入れていく。先ほどちょっとAIという話を入れましたけれども、今後のAI関連の規制をどう入れるかというのは、多分規制絡みの一番大きい、どこの国も頭を悩ませている問題で、どんどんこの種の規制のあり方が旧来型のルールベースからは少なくとも変わってきているので、ご参考になればと思ってお話いたしました。どうもありがとうございます。

○松尾 東京証券取引所から参りました松尾でございます。本日は、素晴らしいプレゼンありがとうございます。

私の感じですと、ハードローは恐らく権利創設的、つまり法人として、あるいは業として何ができるかというミニマムスタンダードとか、あと何ができるかというのを明確にしているがゆえに、刑事罰とか民事罰とか行政罰のサンクションによって支えられている。では、ソフトローとは何なのかと申しますと、抽象的に言えば、恐らくそういうミニマムスタンダードをよりよく十全に機能させるためのルールということで、ビジネスとか会社がどういう取締役の構成にするのか、本当は自由勝手にできるところ、ある程度介入的に、パターナリスティックに設けたルールなので、恐らくハードローにしにくいものが出てきている。では、なぜそのような経営介入的なものが出てきているかというのと、金融の視点で申しますと、2013年以降のスチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードでも、企業がより多く稼ぎ、また投資家も収益を得て、ウィン・ウィンの形になるというインベストメントチェーンを概念していて、そういう意味では社外取締役の話も、モニタリングボードだけではなくてアドバイザリーボードとして機能して、よりよく稼ぐようにする。ただ、会社に任せていたのでは駄目だから、投資家とかアセットマネジャーがむちを入れるという形にして、むちを入れるとベネフィシャリーオーナーとか投資家がもうかるようになって、全体的にウィン・ウィンになる。より高次に、よりよくワークさせるためのある程度のパターナリスティックな、それが行政主体であれ、NGOであれということなのかなと思っています。まず、私の感想としてそうかなと。

その仮定が正しいのかどうか、ご意見をいただければと思いますが、もしその仮定が正しいとすると、サンクションというか、強制、エンフォースメントも、ソフトローである限り、エンフォースメントはどこまでいってもエンフォースメントにならない。ソフトローの特徴としては、開示がとにかく一番のキーで、開示をすると投資家とかお金を預ける

ベネフィシャリーオーナーが選別をするというところにある。マーケットの規律というものが重要になっているので、個人的にはどこまでいってもサンクションとか執行のところにはならず、その意味ではミニマムスタンダードのところにとんとり取り込んでいく。ベストプラクティスもとんとりやっつけいけば当たり前の話になってくる。昔、会社法でもありましたように、社外取締役は当たり前になってきたので法律に取り込んだように、やはりどこかではエンフォースメントはハードローのところに移行すべき話なのかなとは思っております。

あと、コーポレートガバナンス・コードですが、直接的にはコーポレートガバナンス・コードを遵守しないことは上場廃止の原因ではなくて、あくまでも努力義務でありまして、努力義務のうち、コンプライ・オア・エクスプレインを何も言わない。コンプライしましたとも、コンプライしないけれども、理由を示すエクスプレインをしないと開示義務違反になって、開示義務違反があまりにも重たいと上場廃止になるかもしれないという、少しピタゴラスイッチみたいなプロセスを経ているということだけ一応コメントさせていただきます。

○堀 ご説明ありがとうございます。皆様のご議論を伺いながら、私も日頃、ハードロー、ソフトロー両方の遵守について支援させていただくような立場からすると、なるほどと、頭が整理された部分が非常に多くあります。ありがとうございます。

ソフトロー・プリンシプルの分野については、やっぱりプラスの面とマイナスの面が多いのかなと思いましたが、プラスの面は、不確実性が高い中で、法律になじまない事項を一義的に決めるのではなくて、範囲や内容を柔軟に定められる。改変、アップデートも柔軟にできる。一辺倒ではなく裁量も認められるという点は非常によいのかなと思えますし、金融行政で言えば、いいものをつくれるというものもあるのかなと思えました。

一方でマイナスの面は、ソフトローがたくさんあることによって事業者側にも疲れが見えているところや、曖昧がゆえ、どこまで何をやったらいいのか、あるいはやってみただけでも評価できる人がいないとか、ステークホルダーも含めて、市場規律が働く部分はいいと思うのですが、實際上、ある一定の特定の部署が、一部の人だけ文字面を合わせてつくりましたというところもなきにしもあらずで、全社的にそれが価値観として共有されているのか、組織として変わっているのかというのは若干疑問があるようなケースも見聞きするところがございます。特にコーポレートガバナンス・コードみたいな形になっ

てきますと、遵守しているはずの上場会社さんも別に不祥事がなくなるわけでもない。企業文化が問題だということも間々あるということでございます。

有吉様の資料にもありましたが、行動で示されることによって対話がなされることが非常に大事だと思いますし、特に中であつていく過程が重要だと思います。モラルが低下しているとか、規律することはなかなか難しいというお話もありましたが、本当に多くの様々な金融機関、事業者がいらっしやって、作りたくても知識や経験、そこまでの能力はないという方々も中にはやはりいて、そういう人たちにもきちんと理解してもらおうということも大事だと思いますし、実効性の確保と評価のあり方という部分については、つくられているプロセスや改訂されている速度、単に文書が出来上がっているということだけではなくて、中でどの程度根づいているのかを判断軸にさせていただく。プロセスや頻度、組織のあり方などもあわせて一緒に見ていただくと、実効性の確保、評価の一助になるのではないかと思います。私からは以上です。

○塚本 ありがとうございます。大変整理がついたのですが、私は、実務レベルの話で大変恐縮ですけれども、先ほど柴崎様からソフトローは方向性が一致しているというお話をいただきましたが、それを受けて、実務レベルでは、具体的なソリューションはどういうものなのか、その流れに乗って出していくものかなとは思っている次第です。今日も顧客本位というお話をいただいた中で、手数料の回転ビジネスという旧来の話がありましたけれども、それを受けて、1つの解としては預かり資産に課金をしていく。特に富裕層の方に、回転ではなくて預かり資産を増やして、そこに対してアドバイスをする。それがお客様のためにもなるし、会社とすれば預かり資産が増えることでビジネスにもなる。そういうウィン・ウィンの形はアメリカ等の先行事例にも沿ったものとして、1つの流れとしてはあるかと思うのですが、その具体的な話の中でいくと、お客様の中にはそれにちょっと抵抗がある人も当然いらっしやるのです。マーケットがそれこそアメリカのように右肩上がりであればよいのですけれども、何で資産が減っているのに定期的に課金されてしまうのだというのは1つの問題として、そういう外部環境、マーケット環境によってというのは1つあるのですけれども、一方で、対価に対する説明がし切れしていない部分は多分にあるかなとは思っている次第です。

要は、いわゆる手数料、ディスカウントブローカービジネスをライフアドバイザーに変えていくのですというようなちょっと抽象的な指針があつて、それに対して何でやってい

くのか。DXなのか、コンサルティングなのか、そういった部分のアピールが少し足りていないという部分は、実務家レベルとして、もう少しソフトローに沿ってといいますか、具体的なものとして出していけるところは多分にあるのかなとは思った次第です。

○川本 みずほ証券の川本と申します。本日はいろいろ勉強させていただきまして、ありがとうございました。

想定される論点の実効性の確保というところで、最近、気になっているところを1点だけ実務の観点から。私のバックグラウンドとしてはアナリストとか市場関係のリサーチをしていた経験もあり、その点から感想めいたことを申し上げさせていただければと思っております。

コーポレートガバナンス・コード、スチュワードシップ・コードに私は大変注目しております。日本の株式市場にとって本当にポジティブな影響を与えたと考えております。とは言いながらも、最近というわけではないのですが、努力している、よい会社ほどどんどんよい事例を開示して、さらにより状況になっていく一方で、ちょっと努力が足りないような企業は、正直、説明すれば事足りるだろうといった形で、やや劣化した状況で、残念ながら評価できないような会社も多いのかなと。

実効性の確保というところで考えてみますと、注目度がすごく高いところとか投資家から注目されているようなところはどんどん改善していくのだろうなど。一方で、実感として、時価総額が低いようなところとか注目度が低いようなところは、やや劣化した状況にあるような感じがします。なので、先ほど柴崎先生も同調圧力とか日本の均質的などという話をされていましたが、同調圧力でも何でもいいのですけれども、注目されているがゆえに同調圧力があって、他社がやっているからどんどん改善しようというところはすごくいいのですが、駄目なところはちょっと劣後している。そういった注目度を常に持つような対策が必要なのではないのかなと。

最近、ソフトローが多用されているような気がして、アセットオーナー・プリンシプルなど、そのプリンシプル自体が良い悪いというわけではないのですが、どんどんソフトロー的なものが増えてきてしまって、やや消化不良になり、注目度が下がってきているような気がしている。その辺をもうちょっと実効性が確保できるようにいろいろと仕組みを考えていただけると、投資家としても運用サービス市場としてもどんどんポジティブな方向に行くのではないのかなと考えております。

○守屋 どうもありがとうございます。活発なご議論が続いて、司会として議論が整理できておらず恐縮ですが、予定の時刻が迫ってきてしまいました。まだご発言いただいている方は申し訳ないのですが、また次回以降ご意見を賜ればと存じます。

最後のまとめは大崎先生をお願いしておりますが、司会の立場で議論を全く整理しないのもどうかと思いますので、感想めいた話で恐縮ですけれども、私からも一言だけ話をさせていただければと存じます。

今日は皆さん活発なご議論をいただきまして、本当にありがとうございます。私も、もともと行政の立場におり、最近、金融庁が多くのソフトローやプリンシプルを策定していることをどう捉えればよいのかを考えておりました。ソフトローがどういうところになじむのだろうかということを考えてみたときに、先ほど今泉さんもおっしゃっていたのですが、日本の場合、法律で規定しようとするとしても内容の明確化が求められる現実がありますので、アセットオーナー・プリンシプルなどはまさにそうだと思いますが、業態横断的・省庁横断的な課題に対応するために、こうしたものを目指していきましょと、関係者の視座を高めながら共通認識を得ようとするときには比較的ソフトローがなじみやすく有効なのかなと思っております。一方で、ベンチャーキャピタルのように特定の業界の民のビジネスの世界にプリンシプルを持ち込もうとすると必ずしもうまくいかない場合もあるという背景について、幸田先生からご示唆をいただきました。

また、本日は企業年金連合会の中村さんにお越しいただきましたが、企業年金は、もともと関係法令の規定もある中で、いろいろなプリンシプルが策定され、有吉先生の資料のお言葉を借りると「規範の多層化・複雑化」が一番進んでいるのではないかと思います。こうしたソフトローがこれからもっと増えていくのがよいのか、整理も必要なのではないかという問題意識で、皆さんのご意見を伺っておりました。規範の多層化やハードローとの役割分担に関しては、もともと法令の規定を遵守していれば、ソフトローやプリンシプルで必ずしも新たに特別な対応が求められるわけではないという捉え方もあるのかもしれませんし、自主規制機関がもう少し工夫するとよいのではないかという森本さんのご指摘はヒントをいただいたような気がします。そのほかの方々のご意見も頭の整理につながりまして、もう少しこの論点について考えを深めていきたいなと思っております。本日はありがとうございました。

それでは、大崎先生から、最後に本日の総括をしていただければと存じます。

4. 閉会挨拶

大崎 貞和 東京大学公共政策大学院客員教授

(株式会社野村総合研究所主席研究員)

○大崎 恐れ入ります。本当はこういうのは後藤先生にやっていただきたいのですが、最初にご紹介がありましたとおり、本日はいらっしゃらないので、私が少しだけ感想を述べさせていただきます。

今日のテーマのソフトローというものですが、ちょっと調べますと、もともとは国際法の世界で出てきたものらしいですね。私からすると、国際法はそもそも法としてきちんと執行されていないのではないかと素人考えに思っていたのですが、国際法の世界でも、例えば条約のような国際的合意は法的拘束力があると理解されている。ところが、国連総会決議のように法的拘束力がないことを前提にして宣言される法的なものがいろいろ出てきたので、そういうものをソフトローと呼んで拘束力のあるハードローとは区別しよう、そんなことから始まったらしいです。

それがなぜ金融の分野、とりわけ日本の金融市場で大いに活用されているのかというのが、実はここへ来る前の私の疑問だったのですが、その点については今日いろいろご指摘いただいたとおりです。例えば、森本さんからフィデューシャリーというものが働く世界ですよねというご指摘がありましたし、安田先生からはデジタルプラットフォーム規制との比較で、大変興味深い視座をいただきました。また、柴崎先生がおっしゃった、もともと規制が厳し過ぎたので、緩めていくときにはソフトローが1つ有効な手段だったのではないかという観点も大変面白いと思いました。

私が、もう一つ、プレゼンテーションを伺った後でもやや疑問に思っていたのは、国際的に見て日本はソフトローを使い過ぎではないかという点です。これは決して今やっていることを否定するものではないというのはもう既に申し上げたとおりですが、その点については、今泉室長がおっしゃっていた、金融サービスって実は非常にローカルなものだという指摘が説得力がありました。それは、特に顧客保護という局面においては全くそのとおりだと思います。日本の金融機関、金融商品、顧客との関係といった風土に根差したローカルルールである以上、国際的に見てソフトローの活用が多いか少ないかは関係ないという、このご指摘は非常に重要だったと思います。

あと、エンフォースメントについては、具体的にこうしようという話はあまり出なかったのですが、松尾さんからご指摘があった、基本的には開示で、サービス利用者や関係者に選別させるのがソフトローのエンフォースメントでしょうという考え方が基本でしょう。川本さんがおっしゃった実効性確保の度合いには注目度が関係するというのも、それに重なる考え方だと思います。みんなからソフトローを守らない、けしからんやつだと思われれば市場から排除されていくということです。まさにそこで安田先生からご指摘があった競争が働くかどうかというポイントも重要になってくるのだろうという気がします。ちょっとずるいまとめ方かもしれませんが、そういうことを全部踏まえると、日本の金融の世界でソフトローが多用されるようになっているのは、極めて合理的かつ合目的的であるということに、暫定的な結論としてはなるのかなという気がした次第でございます。

このような議論を今後も続けていって、日本の金融制度がよい方向に発展していけばいいなということで、取りあえず私のほうからは一言申し上げたということで締めたいと思います。どうもありがとうございました。

○守屋 大崎先生、どうもありがとうございました。

それでは、これをもちまして第10回金融資本市場のあり方に関する産官学フォーラムを閉会させていただきます。皆様、お忙しい中、お集まりいただきましてありがとうございました。また、充実したご議論をどうもありがとうございました。

以 上