

## 序文：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

学習院大学大学院法務研究科教授 神田 秀樹

本特集は、東京大学大学院経済学研究科の福田慎一教授と私が共同責任編集者となっておりまとめたものである。

日本では1,900兆円の家計金融資産のうちの過半が現預金であり、政府は「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」を重要政策として掲げ、金融行政としては、金融事業者による顧客本位の業務運営を確立して定着させることが推し進められている（金融庁「顧客本位の業務運営に関する原則」（2017年3月30日）<sup>1)</sup>、金融庁のいわゆる金融行政方針〔最新版は「利用者を中心とした新時代の金融サービス～金融行政のこれまでの実践と今後の方針～（令和元事務年度）（2019年8月）<sup>2)</sup>など）。そこで、本特集では、日本における家計金融資産の形成の実情や金融事業者に求められる顧客本位の業務運営ないしフィデューシャリー・デューティー（fiduciary duty）の実践に関する経済学および法学の研究を通じて、上記の政策の意義や課題、そして政策の実現への道筋などを学問的に明らかにする作業を試みることにした。これらに関する学問的な研究は内外において少しずつ行われつつあるが、本特集は、経済学の研究者と法学の研究者がこれらに関する最新の課題について研究をした成果を掲載したものである。

植田＝ドブチンスレン論文（日本企業における資金配分の効率性）は、法人企業統計をもと

に、日本の非金融企業における資本配分の効率性について1983年から2017年まで計測したものである。資本配分はバブルが弾けた時期に急速に非効率化したが、その非効率度は、その後高位で安定し、直近では再び悪化傾向と推定されるとし、この非効率化は企業による現預金保有は関係がなく、むしろそれは利益率に寄与しているという推計が得られたとしている。

関田論文（国民の資産形成と金融リテラシー）は、資産蓄積を促す重要な要因の1つと考えられる金融リテラシーに注目し、2010年の「くらしの好みと満足度」アンケート調査の個票データを用いて、金融リテラシーが資産蓄積に与える影響とその経路、そして金融リテラシーの決定要因について実証分析をしたものである。その結果、金融リテラシーは資産蓄積に正の影響を与えており、その数量的効果も顕著であること、金融リテラシーが株式保有や貯蓄計画を促すことで資産蓄積に正の影響を及ぼしていること、そして、金融リテラシーのレベルが低い人々の特徴としては、若者、女性、低学歴、国語・数学の成績が悪い、低収入、子供が多い、自信過剰、リスク回避的、時間割引率が高い、注意欠如があげられることが分かったとしている。

藤木論文（金融商品の理解に関する実証分析）は、金融機関が顧客にふさわしいサービスを提供する大前提は、金融機関が、金融商品を

1) <https://www.fsa.go.jp/news/28/20170330-1/02.pdf>。金融庁はこの原則を策定して金融事業者によるその採択を促した後、取組方針・自主的なKPI・共通KPIを公表した金融事業者のリストを定期的に公表することなどを行っている。<https://www.fsa.go.jp/policy/kokyakuhoni/kokyakuhoni.html> 参照。

2) <https://www.fsa.go.jp/news/r1/190828.pdf>（とくに27頁以下）参照。

よく理解せず購入している顧客や複雑な仕組みの金融商品を購入するにあたって適切な対応ができていない顧客をそれ以外の顧客から区別し対応することであると、2016年の「金融リテラシー調査」の個票データを用いた実証分析をしたものである。従来から用いられている金融資産残高、年収、年齢、性別などの顧客情報に加えて、貯蓄と投資についての情報を理解した意思決定をする能力を、金利への理解、インフレーションによる金融資産の実質価値変動への理解、分散投資による危険分散への理解という3つの観点から計測した金融リテラシーに関する情報を用いた分析をし、上記の意味で金融リテラシーが高い顧客は、複雑な仕組みの金融商品の商品性のある程度理解しており、複雑な仕組みの金融商品の内容が理解できたら購入するという意味で、望ましい投資行動を行っている可能性が高いとしている。

松元論文（国民の資産形成に関する制度設計と金融事業者の「フィデューシャリー・デューティー」）は、法学の観点から「フィデューシャリー・デューティー」概念の意味を明確にし、金融分野でどのような要請が規制を正当化するかを検討したものである。そして、具体的な検討課題として、金融商品の提供会社が同社の商品の金融商品販売会社における売上げに応じて金融商品販売会社に対して金銭等を支払うことを規制することは正当化されるかを論じ、日本の「顧客本位の業務運営に関する原則」、米国のSEC（連邦証券取引委員会）が2019年6月に採択したRegulation Best Interest、そして厳格な規制が設けられている医療業界におけるルールを比較して検討を行っている。

脇田論文（コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールのエンフォースメント—「顧客本位

の業務運営に関する原則」を中心に—）は、金融庁の「顧客本位の業務運営に関する原則」のエンフォースメント（実現）のあり方について法学の観点から検討をしたものである。同原則で採用されているコンプライ・オア・エクスプレインという手法について、同様の手法が用いられている他の分野とも比較し、コンプライ・オア・エクスプレインという規範の違反には4つのタイプがあると整理し、タイプに応じたエンフォースメントのあり方が望ましいとしている。

萬澤論文（米国における高齢顧客保護に関する法制——連邦による最近の取組——）は、米国における高齢投資者の保護に向けた制度を検討したものである。米国では、高齢者に経済的損害を与える可能性のあるさまざまな行為からの包括的な保護が企図されてきており（広範性）、また、そうした行為が実際発見され保護法制が適用されるよう目指されて（実効性）、法制度が発展してきたとし、本論文では、連邦レベルで近年採用された「義務的通報制度（mandatory reporting）」（金銭的虐待（financial abuse）の疑いをいち早く認識できる立場にいる金融機関等にその通報義務を課す制度）を取り上げ、その内容・実態等を分析し、カリフォルニア州における制度との比較を通じて、制度の意義を検討している。

これらの論文は、いずれも、国民の安定的な金融資産の形成を実現する資金の流れへの転換という日本の政策課題に関するこれまでの諸研究を一步先に進めるものであり、経済学と法学という2つの分野の研究者が同一のテーマに取り組んだ意義深い成果といえる。本特集がこの分野に関心を有する読者にとって参考になれば幸いである。