

連載企画：金融庁職員が語る！金融行政の実務 ～企画市場局編①～

金融庁の組織や実務について、幹部職員や担当職員との対談を通してわかりやすく紹介します。今月号より、金融関連の法令や制度に関する企画・立案業務を担当している企画市場局について、数回にわたって掘り下げていきます。

※本インタビューの活字化等にあたり、東京大学の天野晴子さん、桑原佑弥さんと新田凜さんの協力を得ました。

<対談企画の参加者>

服部 孝洋	東京大学公共政策大学院特任准教授
新発田 龍史	金融庁企画市場局審議官
染川 貴志	金融庁企画市場局市場課総括補佐
平林 高明	金融庁企画市場局総務課信用制度参事官室総括補佐
山口 純平	金融庁企画市場局企業開示課開示業務室総括補佐

企画市場局の業務

服部：本日はお時間をいただきありがとうございます。今回は金融庁の中でも企画市場局について、新発田審議官をはじめ、金融庁の現役官僚からお話をお聞きしていきたいと思えます。今回は私のリサーチアシスタントをしている学生を同席させていただいています。学生に参加してもらうことで、私と役人の方だけで話を進めることに比べ、幅広い人にとって読みやすい文章になると考えています。



写真：服部特任准教授

新発田：本日は企画市場局と一緒に働いている総括補佐に参加させていただいています。早速「補佐」ってどんなポスト？と思われるでしょうが、一般的な官庁の体制について説明すると、役所には金融庁だと長官、あるいは他省庁だと次官という事務方のトップがいて、その下に局長が複数名、その下に課長がいます。課長の下にいるのが課長補佐です。課長補佐は一人ではなく、一人の課長に対して複数の課長補佐がつき、それぞれが「私はこれを担当しています。」といった形で課の業務を分担しています。「総括」という名前が付いている役職は、こうした課長補佐の取りまとめ役、あるいは課長のサブとして全体を見渡す人たちです。

学生：正直なところ、最近まで金融庁が財務省とどう違うのか、あまりよく分かっていませんでした。半沢直樹のイメージや、銀行や証券会社の制度設計、あるいは監査を行っている省庁だと認識しています。

新発田：企画市場局の業務は非常に幅広く、どこから話し始めるべきか迷いますね。まず、「企画」という表現には様々な意味があります。学園祭の企画のようなものから、会社の経営企画部門が行う戦略の策定のようなものまであります。「企画」というのは霞が関のどの役所でも行われている機能の一つですが、金融庁でいう「企画」とは、非常にシンプルに言うと「金融制度を作る」ということです。

「金融制度とは何か」と聞かれても、イメージがわからない人も多いと思います。大学の金融論では金融政策については学びますが、金融制度はそれほど深く学びませんよね。例えば、半沢直樹のドラマにもあるように、銀行は金融庁に監督されています。なぜ監督されているのかというと、銀行は皆さんから預金を預かり、それを貸し出すという役割を担っているからです。2023年の米国のシリコンバレーバンクの破綻のニュースを聞いたことがあるかもしれませんが、銀行が潰れると大変なことになるとというのは感覚的に理解できると思います。皆さんの給料が振り込まれていたり、親からの仕送りがあったりする口座が使えなくなってしまうと、生活できなくなってしまいます。銀行が持っている決済などの機能が失われたり、滞ったりすると大変困るため、銀行が潰れないように様々な規制がかけられています。

例えば、銀行に対する自己資本比率規制（バーゼル規制）があります。これは、貸出に対して、銀行が一定のリザーブ（自己資本）をバッファとして持つておくことで、何か問題が起きても銀行が破綻しないようにする、という仕組みです。他にも、一つの会社に貸し出すことのできるボリュームに制限が設けられているなど、銀行が健全に経営されるよう厳しく規制されています。

また、少し前までは、日本の金融・経済の特徴として、メインバンク・システムと言われたように、産業に対して銀行の影響力が強く、そのため、銀行が貸し手としての優越的な地位を濫用することのないよう、様々な規制が設けられてきました。そのような制度を「運用する」

のが監督局の仕事ですが、我々企画市場局の仕事はまさに法令によってそのような制度を「作る」ことや時代に合わない制度を「見直す」ことです。

銀行だけでなく、保険も同様です。最近ではビッグモーターの事件のように多くの保険の顧客が困る事態が発生しました。あるいはインサイダー取引のように、特別な立場にある者が自分だけが有する非公開の情報を使って株式を取引し、儲けることは許されません。こういったルールを作るのが我々企画市場局の仕事です。



写真：新発田審議官

霞が関における法令関連業務とその特徴

新発田：大学の法学部で学ぶ法律と、我々が扱う法律には大きな違いがあります。大学の法学では民法や刑法といった法律を、現実の事象に照らし合わせてどう解釈するか、その解釈の仕方を学びます。しかし、霞が関に入ると、法律を解釈するだけでなく、もしある制度が現実と合わなければ、変えるということも行うことができます。そのような意味で、霞が関に入って何が一番面白いかというと、もし世の中の動きや社会の大きな構造が変わってしまい、制度が世の中にフィットしなくなれば、制度そのものを変えてしまえば良い、と柔軟に考えられる点だと思います。

皆さんの生活に近いわかりやすい例を挙げると、10年くらい前までは皆さんが現金を振り込

んだり送金したりする手段は銀行しかなかったわけです。しかし今では、PayPayのような決済手段でもそれが可能になっています。これは金融庁がその決済サービスのための制度を作っているからです。皆さんが安心してこのような仕組みを使っているのは、おそらく漠然とそれを使っても大丈夫だろう、と思っているからだと思いますが、実際にはそう簡単な話ではありません。例えば私が「新発田ペイ」を作ったとして、皆さんが安心して使うかといえば、おそらく使わないでしょう。やはりこの仕組みに対して何らかのお墨付きがないと使えないわけです。金融庁が、まさにそのような認可や様々なルールを定めているからこそ、皆さんは安心して決済サービスを利用できるのです。

ですから、実は金融制度がどんどん変化していくことで、皆さんの生活も変わり、便利になっていくのです。金融庁の役割というのは意外と皆さんの生活と密接に結びついている部分があるかと思います。

服部：たしかに、金融庁は法律の改正や制定を行う機会が非常に多いというイメージがあります。さらに弁護士や裁判官といった法曹資格を持つ出向者も非常に多いと伺っています。金融庁で法律を作るという作業は、主に企画市場局が担っているということですね。

新発田：はい、その通りです。金融庁は、銀行や証券、保険はもちろん、最近では暗号資産やQRコード決済など、民間の資金の流れに関わる非常に多くのルールを管轄しており、かつ金融の分野は常に新しく変化しているため、法律を改正する機会が多いのだと考えています。

実際に弁護士の方々も多数いらっしゃいますね。法曹資格を持つ職員が多いのが金融庁の特徴で、そのかなりの部分が企画市場局に在籍しています。先ほども述べたように、弁護士が法律事務所で行う仕事は、基本的には法律の解釈や意見書の作成ですが、彼らが唯一法律事務所においてできない仕事は法律の制定や制度の構築です。そこで、金融庁に出向することで彼らはまさに制度を作るプロセス全体に関わることができます。

法律を作るプロセスは非常に長く、まず世の中の変化を把握し、「制度を変える必要がある」と感じるところから始まります。ある程度方向性が決まると、一般的には審議会という検討の場を立ち上げ、大学の先生方や実務家の方々や議論を重ねながら、どのような制度を構築していくかを具体化していきます。その内容を固めた上で、実際に法律の条文を作成します。

法律の条文はある意味でプログラミングのコードのようなもので、紛らわしいと困ります。プログラミングにおいて二つも三つも異なる解釈が生じると、それはプログラムとして不適切であるため、書かれている内容が一つのもを正確に指し示すようにする必要があります。法律においても同様で解釈が割れないように記述する必要があります。その上で、例えばある行為を規制しようとした時に、その行為を日本語でどのように記述すべきか、あるいはどこまでを規制範囲とするのかを考えねばなりません。規制したいのは、ある特定のビジネスであるのに、それ以外のビジネスまで規制されてしまうと、様々な活動ができなくなってしまいます。また、問題があるから規制しなければならないのに、それが十分に記述されていなければ、抜け道を見つけて悪事を働く者が現れる可能性があります。そのような意味で、過不足なく書き切る、という作業が必要です。さらに、その法律の下に政令や府令があり、さらに実際の監督を行う際の指針なども金融庁が策定します。金融庁に出向されている法曹の方々は、このようにルールづくりに一貫して関わることで、ある意味では法案の起案者や立案担当者といった立場になります。

我々は弁護士を専門家として採用している部分があるのですが、少し前にどこかの法律事務所のホームページで「金融庁に出向すると専門性が身につきます」といった記述を見つけました。金融庁での業務経験は、まさに自分がルールブックを作るようなものですので、条文の一行一行、さらにはその背景までを理解し、どのような趣旨で書かれたのかを説明できます。弁護士にとってこうした経験は非常に貴重で、金

融庁に限らず他の役所に出向することで、その分野の専門家になることができ市場価値が高まるということを意味します。同じような法令立案の経験は、法曹資格を持つ人に限らず、金融庁内の行政官たちも毎年のようにしているので、実は企画市場局で法令業務に携わったことのある行政官は隠れた市場価値を持っていると思います。

服部：今日は経済学部の学生が来ているので、経済学の言葉で整理します。経済学ではまず、市場の良さを学びますが、それと同時に「市場の失敗」という概念を学び、市場の失敗があった際に規制が必要になりうるということを学びます。例えば、銀行が潰れてしまうと事実上、マネーとして機能している預金がなくなりえるなど外部性があるといえます。これを防ぐ規制として、自己資本比率規制などがあります。

規制に関する実体験を申し上げますと、私はリーマン・ブラザーズが破綻した2008年に新卒で社会人になったのですが、それ以降、特に証券会社のビジネスに対して多くの規制が導入されました。バーゼル規制も大幅に改正されましたが、金融機関から見ると、自由にビジネスをできなくなるため、基本的には規制強化にネガティブな姿勢という印象でした。例えば、今では導入された証拠金規制に対し、証券会社のコストが上がることなどから、業界では大反対というイメージでした。業界としては利益を追求していることから一定の理解できますが、金融庁としては、業界の意見も聞く必要がある一方、金融危機を生んでしまった原因を考え、再び金融危機を起こさないための制度を作る必要があると思います。

新発田：そうですね。服部先生がご指摘になったように、市場はまさしく「失敗」することがあります。金融庁の仕事は、様々な「市場の失敗」に対応し、市場メカニズムが適切に機能するような環境を整備することです。情報の非対称性があると正しい取引が行われなかったり、適切な価格が形成されなかったりするため、そのような欠陥を埋めるためにどのような規制が必要なのかということを考えています。

例えば「情報開示を徹底しましょう」といった形で、市場がより機能するように規制をかけるとしましょう。しかし、開示内容が増えれば増えるほど、情報開示をさせられる側からすれば、「面倒だ」「勝手にやらせてくれ」といった不満も出てきます。お互い顔の見えるプロ同士の世界であれば、自分たちで取引すればいいという話になるでしょう。しかし、必ずしもリテラシーが高いわけではない個人の投資家などが参加しているリテール市場では、売る側と買う側の情報格差がある場合、ともすれば「変なもの売りつけられているのではないか」という疑心暗鬼が生じます。そのような疑心暗鬼があること自体が、様々な意味で取引を停滞させ、結果的に経済全体の足を引っ張ることにもなりかねません。

ですから、そのような規制を導入することによって、誰もがいちいち「本当に大丈夫か」と考えなくても、それなりに取引ができるような環境を整備すべきです。これが、我々が規制をつくる理由です。競争がきちんと促進され、様々な人が取引に参加でき、結果的にモノに公正な価格がつき、それがまた次の取引につながっていく中で、どんどん経済が大きくなっていくのが望ましいといえます。

服部：例えば証券会社が担う投資業務には上場企業のIPOや公募増資を助けるという仕事があります。しかし、例えば、「上場ゴール」という言葉が象徴するような出来事が起これば、良い資本市場が育たないことにもつながります。

少し具体的に制度改正の議論をしたいのですが、最近、制度改正という観点で暗号資産の話題が増えているので、暗号資産に関する制度改正が実際にどのようなようになされたかを聞かせてください。例えば、暗号資産が初めて登場した時に、そもそもそれが従来の資産と同様に見なされるのかなどの議論がありましたよね。

新発田：暗号資産が登場した時、これは何なのか、投資商品なのか、それとも決済手段なのかなど様々な議論がありました。当時はまず決済手段として整理し、資金決済法という法律で整

理しました。しかしその後、ステーブルコインなど様々なものが派生して登場する一方で、投資対象化が進むなど、取引の実態が徐々に変化していきます。その中で、現行の規制の仕組みで良いのか、という問題が発生します。

このため、暗号資産の法律上の位置付けが現在のままで良いのかということを検討しているところです。そして、そのようなものをより多くの人々が安心して使えるようにするためには、どのような規制が必要なのか、という議論をしています。会社の株券のように権利を表章するものがデジタルになっただけなら、株の電子版のようなものと位置付けられますが、暗号資産はそうではありません。

染川：暗号資産の特徴として、ブロックチェーンを使ってトークンを発行する、ということが一般的に言われています。規制を導入するには利用者保護を図ることも重要ですが、他方で、暗号資産は技術進歩が非常に速いので、暗号資産の利用や取引の健全な発展のため、イノベーション促進とのバランスをいかに取るかということにも注意を払って現在検討を進めているところです。これまでの議論でも出てきたように、暗号資産に限らず、法令やルール作りの理由や背景として、悪いことをした者を規制し取り締まるという側面はもちろんあります。しかし、他方で健全な市場を形成するという側面もあると考えています。

現在、私は企画市場局の市場課に所属しており、金融商品取引法をはじめとして、間接金融である銀行よりも、直接金融である資本市場に関するルールを所管する部署にいます。私が担当している仕事の一つに、スタートアップ企業への成長資金供給をいかに促進するか、という業務があります。これはまさに、規制を強化するというよりも、いかにスタートアップ業界の成長につながるような環境を金融面から整備していくか、という観点を踏まえて制度構築を行っています。

また、これもよくある誤解ではあるのですが、制度の策定や改正は金融庁の中の閉じた世界で議論して行われる、というイメージがあるかも

しれません。しかし、決してそのようなことはなく、我々も外部に出て、業界関係者や有識者の方々に話を伺い、意見交換を重ねながらルールを整備しています。実際に私も今朝、ベンチャーキャピタルのパートナーの方のもとにヒアリングに伺いました。様々な関係者がいる中で、多様な意見を調整しながら一つの制度に落とし込んでいく、というのが企画市場局の役割であり面白さであると思います。

もう一つ付け加えると、さきほど新発田審議官が、金融庁内にも弁護士や裁判官といった出向者の方々が多数いて、弁護士の先生方も金融庁で働くことで専門知識が身につく、という話があったかと思います。市場課にいる弁護士の先生に、金融庁の業務の魅力は何かと尋ねてみたところ、「政治力」が身につくことだと答えが返ってきました。政策を立案する際には、金融庁内の幹部や外部の方々に対して理解を得られるように説明する必要があります。その中でいかに周囲をうまく巻き込んで政策を練り上げていくか、という政治力が鍛えられる、とのことでした。それはなかなか弁護士事務所では身につかない力だとおっしゃっていました。



写真：染川総括補佐

服部：市場課についてももう少し詳しく教えていただけますでしょうか。市場課は現在何名くらいの体制で動いているのでしょうか。

染川：約60人くらいですね。市場課の中には市場業務室、市場企画室、市場機能強化室があります。

図表 1 企画市場局の所掌事務

企画市場局	国内金融に関する制度の企画・立案 等
総務課	企画市場局の総合調整、指針の策定に関する事務の総括、国内金融及び金融機関等の行う国際業務に関する制度に関する企画・立案の総括、基本的な事項・共通的な事項の企画・立案 等
信用機構企画室	預金保険・農水産業協同組合貯金保険に関する制度の企画・立案 等
保険企画室	保険に関する制度の企画・立案 等
調査室	内外における金融制度・その運営に関する調査 等
信用制度参事官室	銀行業等に関する制度の企画・立案 等
市場課	金融商品市場その他の金融市場に関する制度の企画・立案 等
企業開示課	企業内容等の開示等に関する制度の企画・立案、公認会計士制度の企画・立案、有価証券届出書等の審査・処分 等

服部：それぞれどのような業務を行っているのですか。

染川：市場業務室という部署では、東京証券取引所などの金融商品取引所に関するルール整備や監督を行っています。市場企画室という部署では、現在は資産運用立国に関する施策の全体の取りまとめを行っています。市場機能強化室は金融商品取引法をはじめとする様々なルールの整備を行っています。

服部：市場業務室では、東証の法整備だけでなく監督も担っているということですが、金融庁が複雑に見える点は、監督局ですべて一括しているわけではない点ですね。今話題が多い資産運用立国に関しては、市場企画室が担当しているのですね。

染川：これもまた複雑で分かりにくいのですが、本年7月から新設された監督局の資産運用課でアセットマネジメント会社に対する監督を行います。また、NISAの制度を所管しているのは総合政策局の総合政策課です。また、コーポレートガバナンスであれば企業開示課が担当しています。

様々な取組を全体でパッケージ化しているのが、市場課の市場企画室になります。具体的には、「資産運用立国実現プラン」という名前で政策パッケージとして打ち出されています¹。このように様々な政策がありますが、取りまとめ部署の下で関係部署が緊密に連携することにより柔軟な対応が可能になっていると思います。

業界団体との調整プロセス

服部：先ほどおっしゃっていた、政策形成のプロセスにおける業界関係者との調整についても少し教えていただけますでしょうか。業界団体の意見を聞くことは大切ですが、業界の意見だけを聞いているわけにはいかないという側面もありますよね。

染川：例えば、市場課では「顧客本位の業務運営に関する原則」を策定・公表しています²。アセットマネジメント会社や証券会社などの金融機関は、顧客の利益につながるような形で商品を作り販売してください、という内容です。この原則は法令（ハードロー）ではなく、ソフトロー（法的強制力は持たない規範）にあたります。これは、金融機関に顧客本位のサービスの提供を促すためには、金融機関が取るべき行動を詳細に規定するルールベース・アプローチで画一的な対応を求めるよりも、各々の置かれた状況に応じて主体的に創意工夫を發揮し、より良い金融商品・サービスの組成や提供を競い合うことを促すプリンシプルベース・アプローチを進める方が望ましいとの考えの下、ソフトローという形式で策定されました。このような原則は、多くの法改正の場合と同様に、有識者会議や審議会を設置し、専門家の方々にご参加いただき、様々な意見を伺った上で取りまとめられています。そして原則を作成した後、各業界でそれを実際に運用していくために必要な実務的なルールが各業界、例えば投資信託協会や日本証券業協会などの間で議論されます。この

¹ <https://www.fsa.go.jp/policy/pilamc/20231214.html>

² <https://www.fsa.go.jp/news/r6/20240926/02.pdf>

ような業界内での検討プロセスにおいても、顧客の利益にもつながるような適切な実務となるように、業界と調整していく必要があります。

服部：その調整は具体的にはどのようになされるのでしょうか。

染川：それは個別にヒアリングをしたり、業界内の検討会に金融庁も参加して議論をしたりして、適切な落としどころを見つけます。

服部：最終的には外部の有識者会議である審議会を通して決定するのですか。

染川：今回のような原則の策定や、法改正を行う場合は、そうしたプロセスを経ることが一般的です。審議会を開催する場合、各委員の先生方への事前説明に加えて、業界関係者の方々とも別途調整を行います。新たに整備する制度が機能するようなものにいかにか落とし込むか、というのが難しさであり、やりがいや魅力でもある、ということです。多くの職員が時には大変な思いをしながら作業に当たっていますが、最終的にその制度が完成し、新聞報道などに出たりすると、「ああ、できたな」という達成感を実感できます。

学生：一つの法案につきどれくらいの期間がかかるのですか。

平林：見直す制度の規模にもよりますが、法改正の場合は1年単位といったところでしょうか。

ベンチャーキャピタル (VC) によるスタートアップ支援

服部：市場課には様々な室があることがわかりましたが、市場課本体では現在何を担当されているのでしょうか。

染川：私は市場課本体に所属していますが、先ほども申し上げたとおり、スタートアップ企業に対する成長資金の供給促進という業務を担っています。例えば、機関投資家から資金を調達してスタートアップ企業に投資を行うベンチャーキャピタル (VC) は、投資先のスタートアップ企業の成長を支える重要な存在ですが、

そのような役割を担っているVCが、どのようなことを実践すれば、機関投資家とスタートアップ企業をつなぐハブとして、より円滑に資金が供給できるのか、ということについて、金融庁と経産省では「ベンチャーキャピタルにおいて推奨・期待される事項」を策定・公表しています³。具体的な事項としては、機関投資家に対する受託者責任をしっかりと果たしていただき、といったことや、ファンドの財務情報等を機関投資家に定期的に提供していただき、といったこと、また、投資先の企業価値向上のために経営支援や資本政策支援をしていただき、といったことなどを定めています。現在、これを策定してから1年近くの期間が経過しましたので、より実効性をもって活用されるよう、フォローアップの検討をしているところです。

服部：VC市場に拡大の余地があるということに問題意識があるのでしょうか。

新発田：我々はスタートアップに資金がもっと流れるようになってほしいと考えていますが、現状として様々なところにボトルネックがあります。

では、これをどう解決していくかと考えた時に、そもそも誰に投資してもらうのがスタートアップにとって一番良いのか、という点を考えなければなりません。上場もしておらず、うまくいくかどうか分からないような企業に投資する、リスク耐性のある人とは誰なのかと考えると、スタートアップの技術を評価することができるファンドや機関投資家といったプロが投資をするのが本来の姿である、という結論になります。アメリカも同様で、個人投資家が上場前に株を所有している、というケースは少ないです。ですから、日本でスタートアップに資金がもっと流れるようにするためには、VCや、VCを投資対象とする機関投資家がカギとなります。

(次回に続く)

³ <https://www.fsa.go.jp/singi/vc/siryoku/20241017/02.pdf>