

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②～

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。今月号は、先月号に引き続き、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

ソフトローとは

服部：これまで法律を作るという話がありましたが、ソフトローについては金融庁ではどう整理されているのでしょうか。

新発田：法律を制定するのは国会の仕事です。法律により委任された範囲で政令等の下位規範を作ったり、法令を運用する際の指針を作成したりするところまでは、行政の仕事です。これらの体系を総称して一般的に「ルール」と呼んでいます。ルールは、行政処分等のよりどころになることから、予見可能性を高めるため、明確かつ厳密に書かれる必要があります。

しかし、実際の金融の世界には非常にグレーな部分も少なくありません。ありとあらゆる事態を想定してあらかじめ全てを書き切ることができれば理想的ですが、金融のように変化が激しい分野では極めて困難ですし、かえってイノベーションを阻害しかねないのも事実です。そういう中で、「ルールには書かれていないけどやるべきではない」と考え

るプレイヤーもいるし、「書かれていない限り何をしていても問題ないはずだ」と考えるプレイヤーも、特に金融サービスに外部から新たに参入するような方にはいらっしゃいます。

そのような行為が社会問題化して、後追いで対応するようなイタチごっこになると、結局ルールはどんどん細くなってしまいます。そのような中で出てくる概念が「ソフトロー」であり、また、我々が「プリンシプル（原則）」と呼んでいるものです。たとえば、「顧客本位の原則」がありますが、「何が顧客のためになるのか」という問いには唯一の答えがあるわけではありません。一義的に答えが決まらない世界において、「どのようなことを考慮しなければならないか」といった点を、ルールではない別の規範として作成できないか、という試みがソフトローなのです。具体的には、「顧客本位の業務運営に関する原則¹⁾」や「コーポレートガバナンス・コード²⁾」のようなものになります。

¹⁾ <https://www.fsa.go.jp/news/r6/20240926/02.pdf>

²⁾ <https://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/nlsgeu000005lnul.pdf>

金融は、ロンドンのシティのように、ある意味ではルールを守らせる国家権力も法律もないところから始まっていますよね。まさに「My word is my bond（約束したことは必ず守る）」というように、当事者間で交わした言葉が約束事になっていたのです。そのようなところにだんだんと国家権力が登場し、約束を守ることを強制するために様々な仕組みが生まれてきました。本来であれば人と人との約束事なので、法律がなくても、特にプロ同士の金融取引であれば、「変なことをしたらお前とは二度と取引しない」といった世界があっても良いわけです。

山口：少し別の見方をすると、法令はミニмумスタンダードであり、ソフトローはベストプラクティスへ向けた行動を促すものであるということです。「最低限のルールは守る」という前提で、より望ましい行動を促すためには、法令だけでは不十分であり、ソフトローを活用する必要があります。例えば、証券会社による顧客の損失補填の禁止は法令で定められています。しかし、自分たちばかりが儲かり顧客本位でない商品の販売を禁止するのは、法令による線引きが難しく、そこをソフトローで対応していこうとしています。

新発田：現在は、ハードローでルールを作る方が良いのか、あるいはそうすると硬直的になっ

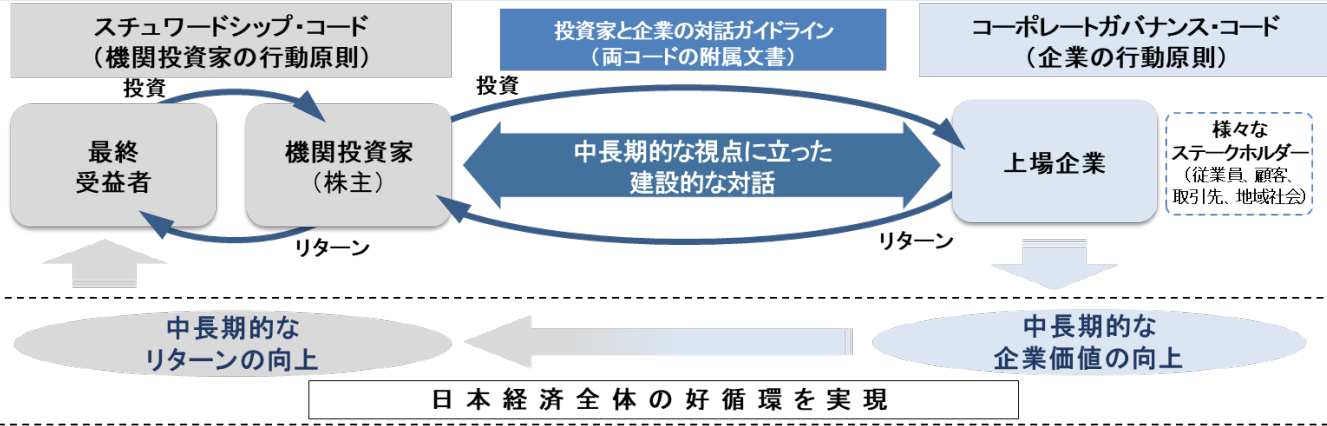
てしまうのかななどを考慮しつつ、ハードローとソフトローをうまく活用していこうと考えています。ミニмумスタンダードはハードローになりやすいです。

「例えば、時速60km以上出したらスピード違反で取り締まります」ということは法令で制限できます。しかし、顧客にとって快適な乗車体験になるように速度を適宜調節してください、といったことは、道路交通法では規制できませんよね。一方、ソフトローも皆がそれを求めているなければ誰も言うことを聞かないという現実もあります。受け入れる側が腹落ちするかどうかということも考える必要があります。

学生：ソフトローは明文化されているのでしょうか。

山口：コーポレートガバナンス・コードなどは文章として存在します。そして、その中で「会社はこうすべきである」という形で表現しています。一般的にソフトローという概念は、イギリスなどから導入された「Comply or Explain（遵守するか、説明するか）」という考えに基づいています。「コードの考え方に賛同するのであれば、そのように行動すべきである。賛同しないのであれば、理由を合理的に説明すべき」というものです。そうした形で、世の中全体としてより望ましい状態になるように、各主体が考える、というものです。

図表 1 コーポレートガバナンス改革に関する取組み



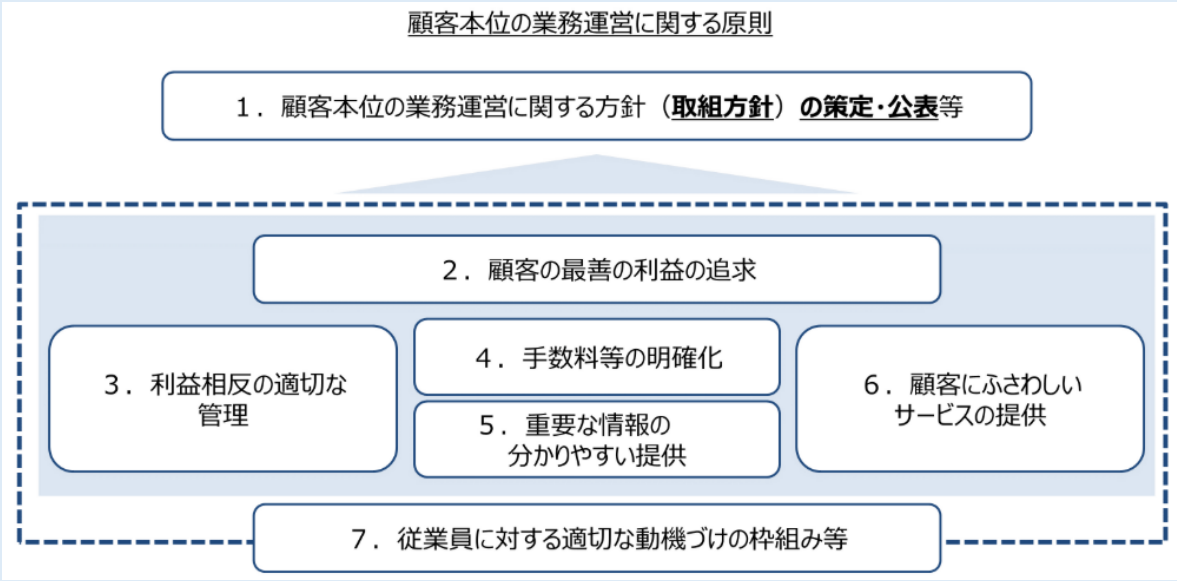
平林：プリンシプルベース・アプローチを採用したソフトローではありませんが、ベンチャーキャピタルについては、実務で活用されることを念頭に、金融庁・経産省が共同開催した有識者会議において「ベンチャーキャピタルにおいて推奨・期待される事項³」を策定しました。これには拘束力も「Comply or Explain」もありますが、スタートアップのエコシステムの中にいる様々な方々が同じ目線を持って投資できるような形になれば良い、という考えから、金融庁として「このような考え方で取り組んでみてはいかがでしょうか」という目線を示すものです。これによって様々なステークホルダーが一つの共通認識を持って投資できるようになり、エコシステムとしてより発展していけるのではないかと考えています。

学生：誰が作り始めるものなののでしょうか。
新発田：元々ロンドンのシティのような場所では商人たちの間で自発的にそのようなものが生まれてきました。今では、プレイヤーの皆さん

が話し合う場を我々が提供したり、さらには、我々自身がソフトローの形成に主体的に関わるなど、規範を形成する新しい取組みがみられます。

平林：金融庁が作る動機としては「市場の失敗が起きているかどうか」というのが、根底にはあると思います。例えば、「顧客本位の業務運営に関する原則」については、実際には顧客のためになっていないと思しき商品がたくさん売られているという実態を我々も把握しており、そこに市場の失敗が起きていると理解していました。法律上は必ずしも違法とは言えないような行為に対して、ソフトローの手法を採ることで、金融事業者がより良い金融商品・サービスの提供を競い合うように促し、より良い取組を行う金融事業者が顧客から選択されていくことで、そうした行為の解消を図るためです。強制はしないものの、この原則を受け入れる金融機関にはそのような行動を自主的にしてもらう試みです。

図表 2 顧客本位の業務運営に関する原則



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

企業開示課の役割

服部：ソフトローの話が続きましたが、企業開示課がどのようなことをしているかを教えてもらえますでしょうか。

山口：企業開示課では、投資家が市場を信頼できるように企業に情報提供を促すための環境整備などを行っています。具体的には、金融商品取引法（金商法）の中に、企業が投資家へ適切に情報を開示するための規制があり、それを所管しているのが企業開示課です。大まかにいうと金商法の企業開示に関する部分を企業開示課が所管し、市場課がそれ以外を所管しています。例えば、証券会社に対する規制などは市場課が所管しています。

また、企業開示課では企業開示に関する監督業務も行っています。企業が情報を発信する際に「お墨付き」を与える公認会計士や監査法人に対する監督と、企業がきちんと情報を開示しているかどうかの監督です。例えば、定められたスケジュールで半期に一度提出しなければならない書類を提出しているか、といったことを

監督しています。

新発田：金融庁のほとんどの部署の業務は、銀行や証券会社といった金融セクターに関することが多いですが、企業開示課だけは事業会社全体に関わるため他の部署とは全く異なる特色を持っていると言えます。企業活動にとって重要な制度インフラを所管しているので、経団連等の経済団体と直接コミュニケーションをとることも多く、それだけ経済に与える影響の大きさと責任の重さを感じます。

服部：上場企業の情報開示の監督もここで行うということでしょうか。

山口：その通りです。加えて開示内容に虚偽がないかを検査するのは、証券取引等監視委員会という独立した組織になります。企業開示課でも証券取引等監視委員会と連携しながら監督業務を行っています。例えば、提出期限が設定されている書類について、提出が遅れそうな場合に、その理由が正当であるかどうかなどの監督は企業開示課で行っています。

図表 3 企業開示課の体制

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
国際会計調整室	企業会計制度、企業会計の監査制度及び企業内容等開示制度に関する諸外国の監督当局等との事務調整等に関する事務
開示業務室	公認会計士制度の企画及び立案、公認会計士、外国公認会計士、監査法人、外国監査法人等及び日本公認会計士協会の監督、有価証券報告書等の審査及び処分並びに有価証券の募集又は売出しに関する届出制度等の企画及び立案のうち電子情報処理組織による処理等に関する事務

学生：会計士と監査法人に関する監督といえば、公認会計士・監査審査会という組織もあると思うのですが、それらとの関係性はいかがですか。

山口：先ほど触れた証券取引等監視委員会と公認会計士・監査審査会という二つの組織が金融庁内にありながらも、独立した組織として存在します。彼らは主に検査を行い、金融庁に対して「これは金融庁として監督上対処した方がよい事案ではないか」と勧告を行う関係にあります。

新発田：あくまで監督機能は金融庁の中にしかありません。監督と検査を分けるという金融庁

創設以来のある意味ドグマ的な考え方のもと、監督を行う企画市場局と監視委・審査会で役割分担をしています。また企画市場局が監督している組織の特徴として、監査法人や取引所など、どちらかというと市場のインフラ的な役割を果たしているということも言えると思います。

服部：企業開示課には、公認会計士や弁護士の出向者が多いイメージがあります。

山口：開示制度に会計の議論はつきものなので、制度立案に携わる部署には公認会計士の有資格者を多く受け入れています。弁護士に関しては、企画市場局全体で多いと思います。

新発田：先ほどコーポレートガバナンス・コードの話がでしたが、企業開示課が取り扱うものは多く、例えば、企業のM&Aに関わる業務も含まれます。TOBなどの争いの中で、投資家が誤った情報で判断しないよう、企業が提出する書類の説明が不足していないかなど、細かい点まで確認する必要があります。そのような業務は、法曹出身の先生方と一緒に、協力しながら行っています。

服部：実務家の中で広く使われているEDINETは、企業開示課で担当されているんですね。

新発田：EDINETに掲載されている情報は全てデータ化されており、大規模なデータとして分析するのに非常に適しています。このような電子的な情報開示の仕組みは企業開示課のEDINET以外にはありません。

服部：格付け機関も企業開示課が担当しているという理解でよいのでしょうか。

新発田：リーマンショックの当時、格付け機関がAAAといった最上位の格付けを与えた証券化商品が、実際には中身が腐っていたという問題が発生しました。しかし、格付け機関による格付けは意見表明であるとするならば、そこを規制すると表現の自由の問題にも関わってきます。また日本のみが規制しようとしても、例えば香港に拠点を移されてインターネットでレポートが出されたら、日本の規制は及びません。当時は、グローバルに格付け機関を規制しようという機運が世界的に高まったことから、各国で歩調をあわせることによって、規制することが可能となりました。

服部：アクティビストの規制も企業開示課が担当するのでしょうか。

山口：アクティビストを規制する、というよりも、資本市場の交差点のようなところで、行き交う様々な人々の行為を金商法を通じて規制しています。

服部：しばしば話題になる大量保有報告書も企業開示課で取り扱っているということですね。

新発田：そうですね。大量保有報告制度とは、上場企業の株式を5%以上保有する場合に、報

告書の提出を求めることで、その情報を開示するものです。株式の保有割合は企業活動に大きな影響を与えます。例えば、ちょうど50%取得すると会社の支配権が取れますし、3分の1を保有していれば、特別決議は3分の2で決まることが多いので、拒否権を持つことになります。20%保有すると、持分法適用会社となります。このように、どれだけの株式を保有されているかということは、企業にとって非常に重要です。

服部：一方で、上場企業も開示が増えることを嫌がる側面もありますよね。

山口：そういった部分もあるかもしれません。ただ、開示の目的は投資家の信頼を確保することなので、投資家にとって必要な情報が何か、という観点で議論を深める必要があります。



写真：山口総括補佐

新発田：基本的には、投資家にとってプラスになる情報と、企業にとってプラスになる情報は、一致しなければなりません。企業にとっても、この情報を開示すれば、今以上に投資される可能性が増える、という情報であれば開示すべきです。

例えば、人的資本に関する情報は、部分的にバラバラに開示するよりも、人的資本戦略といった全体の中で経営戦略に位置づけて開示することを促す方が、企業にとってもメリットがあるため情報開示に意欲的になるはずです。

平林：「金融庁のルールメイキングでは、国のお金は人件費以外使っていない」という点を強調しています。例えば、金融庁が企業の情報をより詳細に開示させるルールを作る、その情報が投資家にとって有益であるとなれば、企業間に競争原理が働き、「これまではあまり情報開示をしていなかったが、もっと開示すれば投資家の資金が集まりやすくなるかもしれない。開示するならより良い情報を。」と企業が自ら考え、自ら行動を変容してくれるようになります。つまり、補助金や税制優遇といった国のお金を使わずに、企業が自ら競争原理の中で合理的に行動を変容してくれるように促すことができるのです。国のお金を使わずに世の中を良くできる、ということが企画部局の醍醐味、面白さであり、行政手法としても将来にわたって続けていけるものだと考えています。

（次回に続く）