

日本の金融・資本市場の課題



学習院大学大学院法務研究科 教授

神田 秀樹

1. はじめに

本稿では、近年の日本社会における高齢化、テクノロジーの進化、投資家の変化等を意識しながら、日本の金融・資本市場の課題と今後の法制度の洗練化の方向などについて、筆者の感想を述べることとする。なお、本稿における意見は筆者の研究者としての個人的見解であり、本稿については筆者のみが責任を負う。

〈目次〉

1. はじめに
2. 高齢社会
3. テクノロジー
4. 資本市場における投資家の変化
5. 法制度の洗練化
6. 結びに代えて

2. 高齢社会

(1) 現況

「貯蓄から投資へ」と国民の資産形成ということが長年にわたっての日本における政策課題とされてきているが、日本社会の高齢化が進行するなかで、高齢者にとっては、資産の形成というよりも、資産の維持ないし取崩し（資産をうまく使うこと）が重要である。

金融審議会における議論等を通じて今後の課題として明らかになりつつあるのは、次の3点であるように思われる。第1は、本人意思の尊重ということである。日本ではこれまで、認知機能が低下した場合等に備えて、本人に代わって親族等の別の者が意思表示を行うという考え方が強調されてきたように見受けられ、成年後見制度はそれを実現する典型的な制度である。しかし、少なくとも資産管理に関する限り、そしておそらくそれ以外の

面でも、高齢者であっても本人は自分で判断し決めることを望む場合が少なくない。そうだとすれば、パラダイムを転換し、今後は本人意思の尊重ということを主眼として各種の仕組みを考えることが重要になると思われる。

第2に、老年学（ジェロントロジー）等の最近の知見によれば、高齢化に伴って人の認知機能は一気に低下するのではなく、徐々に低下する。また、ある面（たとえば資産の管理）では認知機能が低下せず、他の面（日常生活）では低下するということがま見られる。これらについては、現時点では詳細が必ずしも明らかになっているとはいえないことも多く、今後の老年学の進展のなかでさまざまなことが明らかになってくる可能性が高い。このため、今後の学問の進展に留意する必要がある。資産管理の観点からすれば、上記の本人意思の尊重ということと並んで、定期的な本人意思の確認ということが重要になる。定期的とは1年なのか6か月なのか等は、人によってもまた保有資産等によっても異なりうるので、一概に言うことはできないけれども、とにかく、定期的に本人意思を確認するという含んだ各種の仕組みを考えることが重要になる。

第3に、金融・非金融の融合ということが課題となる。日本では、1人暮らしの高齢者の数が増加しているという状況のなかで、高齢者は、資産の管理だけを望むわけではない。日常生活の充実や必要となった場合の医療の

提供があってはじめて安心した生活を送ることができる。そうだとすれば、金融サービスだけでなく、医療の支援（たとえば医師の自宅への派遣）や日常生活の支援（たとえば食事の宅配）がきわめて重要である。したがって、金融・非金融を合わせたサービスを提供する各種の仕組みを考えることが重要になると考えられる。

(2) 今後の方向

上記を踏まえると、今後のあり方としては、次のような点が課題になると考えられる。

第1に、「顧客本位の業務運営」、すなわち、2017年3月に制定された金融庁の「顧客本位の業務運営に関する原則」を採択している各金融事業者は、この原則を実践していく過程において、上記の点（本人意思の尊重および本人意思の定期的確認）に留意すべきである。

第2に、上記の金融・非金融の融合という点については、各金融事業者が金融・非金融を融合したサービスを提供できるように、関係事業者との連携等をはかっていくことが求められる。この点に関連して、金融事業者の業務範囲規制の見直しということも課題となる。銀行を例にとつていえば、今日のもとは、銀行業と合わせて銀行業とは異なる業務（たとえば、書籍の販売や医師の派遣など）を営むほうがリスク分散になる。したがって、この観点からは、銀行本体についての他業禁止規制（銀行法12条）は将来は撤廃されるべきであるということが出来る。ただ

し、リスク管理（利益相反管理を含む）が整っており、かつ、ガバナンスが整っている銀行についてだけ、他業が認められるべきである。もっとも、銀行規制に係るエンフォースメントコストの観点から銀行本体の業務範囲を緩和することは困難であるというべきかもしれない。これはリスク管理（利益相反管理を含む）とガバナンスという間接規制では十分でないか否かという問題であるともいうことができる。もし十分でないということであるならば、その場合には法人格規制を残さざるをえないであろうが、子会社（あるいは5%超出資会社）を通じて広く他業を営むことは認められてしかるべきであると思われる。いずれにしても、業務範囲規制の見直しを検討する場合には、出資規制の見直しの検討も必要になる。

■ 3. テクノロジー

(1) 現況

テクノロジーの進展による資本市場の変化についての全貌を本稿で述べることはとてもできないが、ここでは、2点、例として触れておきたい。

第1に、暗号資産（仮想通貨）やそれなどを裏付けとするトークン化の興隆という現象が見られる。ここで詳細を述べることはできないが、数年前から数多くの暗号資産（仮想通貨）が世界各地で登場し、普及している。また、暗号資産（仮想通貨）などを裏付けと

する各種のトークンも数多く登場し、普及している。

第2に、いわゆるプラットフォーム・ビジネスの台頭が顕著に見られる。一般に、プラットフォームとは、広くは「複数の異なる経済主体を繋ぐ場」などと定義されるが、デジタル空間におけるプラットフォームはデジタル・プラットフォームなどと呼ばれ、爆発的に普及し始めている。金融・資本市場分野においても、決済に関するプラットフォームの提供（これには場の提供だけでなく、決済手段（暗号資産またはトークン）の提供も含む）、情報処理（データ処理）に関するプラットフォームの提供、証券取引などのプラットフォームの提供、資金調達に関するプラットフォーム提供（これには貸付け形態のもの（ソーシャル・レンディングなど）と出資形態のもの（ファンド）が含まれる）、事業再生や事業承継に関するプラットフォームの提供など、多くの実例がすでに登場し、普及し始めている。

(2) 今後の方向

上記を踏まえると、今後のあり方としては、次のような点が課題になると考えられる。

第1に、暗号資産（仮想通貨）やそれなどを裏付けとするトークン等に関する新たな対応をした資金決済法および金融商品取引法の2019年改正後の規制体系について、今後も不慮の点検を行い、必要があればさらに規制を洗練化していくことが求められる。

第2に、プラットフォーム事業については、法制度上の課題としてもさまざまなものがあるが、日本では、これまで主として、競争政策（独禁法）上の課題とデータ保護（とくに個人情報保護）に関する課題が議論されてきている（本稿ではその詳細は省略する）。金融・資本市場に関連するプラットフォーム・ビジネスについての金融・資本市場法制にかかる課題としては、たとえば、金融商品取引法上の位置づけを整理する必要がある。具体的には、取引所やいわゆるPTSあるいはデータプールについての規律や媒介とは何かという問題などについて、今日の状況を踏まえて再検証し再検討することが考えられる。また、金融商品仲介業等については、金融審議会の「決済法制及び金融サービス仲介法制に関するワーキング・グループ」において横断的な仲介業を認める方向で検討がされたところであり、これは望ましい方向であるが、将来に向けた方向としては、金融・資本市場分野の全体について法制度の横断化をさらに進めるという視点が重要であるように思われる。

■ 4. 資本市場における投資家の変化

(1) 現況

今世紀に入ったあたりから、資本市場における投資家の種類が変化し、また投資家の行動が変化しつつある。投資家の種類の多様化としては、伝統的な年金基金や投資信託等の

機関投資家に加えて、HFT業者が台頭する一方で、ヘッジファンドが興隆し、指数に連動するいわゆるパッシブなファンドの運用資産高が世界中で増大している。また、日本でも、スチュワードシップコードやコーポレートガバナンス・コードが策定され、定期的に改訂されているなかで（前者は2014年制定・2017年一部改訂・2020年一部改訂予定、後者は2015年制定・2018年一部改訂）、投資家が投資先の企業と対話することが奨励され、これが実践されつつある。

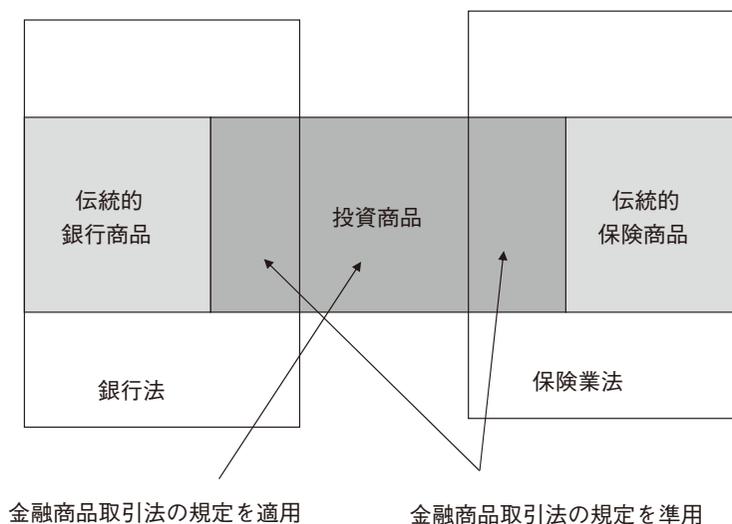
(2) 今後の方向

資本市場における投資家サイドの各種の変化も重要であるが、これに対応して企業サイドの変化も求められることになる。今後を展望すると、グローバルに事業を展開する日本企業の課題としては、ビジネスを数字ないしデータで語ることと英語で語ることとの2つが一層求められることになろう。また、伝統的な事業については、成長が見込めない事業の切り出しなど、事業再編のスピード化が欠かせない。

■ 5. 法制度の洗練化

以上に概観したような状況の変化と課題をかかえるなかで、法制度はどのように進化していったらよいであろうか。金融審議会等の場で議論され、また実践されつつあるのは、次の2つのアプローチである。

(図表1) 金融商品取引法の「適用」と「準用」(業者の販売・勧誘行為の規制)

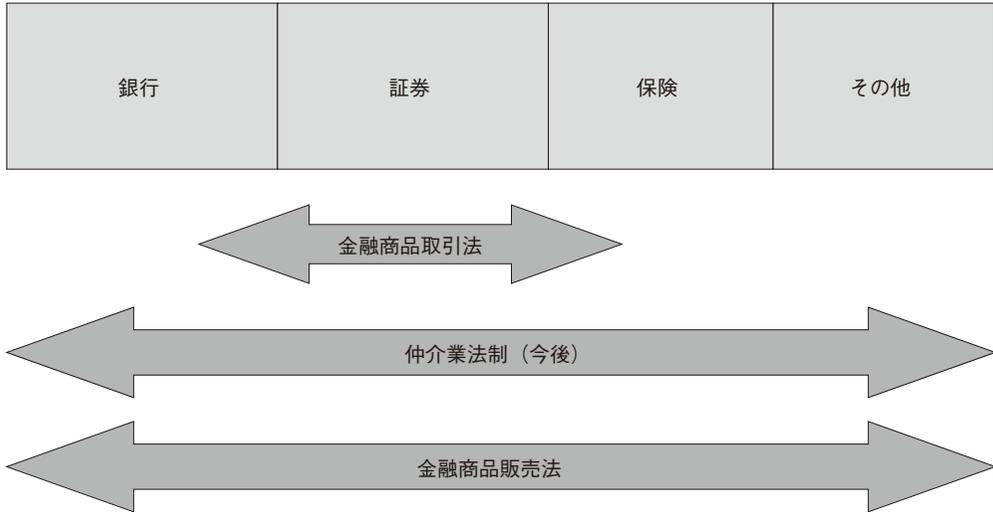


第1は、プリンシプル・ベースの行為規範の重視といわゆるソフトロー形式での提供である。上述した「顧客本位の業務運営に関する原則」はソフトロー（裁判所によるエンフォースメントが想定されていない規範）であり、プリンシプル・ベースの規範である。「ステewardシップコード」も、ソフトローであり、プリンシプル・ベースの規範である。「コーポレートガバナンス・コード」は取引所の上場規則であり、その意味では厳密にはソフトローとはいえない。ただ、規範の多くはプリンシプル・ベースの規範とされている（若干の例外がある）。その一方で、金融事業者、投資家そして上場企業に適用される多くのハードローが存在しているし、これらのハードローはルール・ベースの規範であることが少なくない。これらの規範の運用の実態を踏ま

えると、今後の課題としては、ソフトローとハードローの最適組合せ、そしてプリンシプル・ベースとルール・ベースの最適組合せは何かという難問に引き続き取り組み、必要に応じて現在の組合せ状態の見直しを検討する必要があるようである。

第2に、機能に応じた規制のさらなる推進という課題がある。金融審議会の「金融制度スタディ・グループ」における検討を踏まえると、日本の金融・資本市場法制については、今後さらに幅広く規制の横断化を実現していく努力が求められる。金融審議会の「決済法制及び金融サービス仲介法制に関するワーキング・グループ」において、決済分野の規制の横断化と仲介業の規制の横断化が検討され、これらは望ましい方向である。将来は、これら以外についても、金融・資本市場分野

(図表2) 金融・資本市場法制の横断化



全体について、さらに規制の横断化を進めるという課題があると思われる。

議論が今までにも増して活発に行われることが期待される。



■ 6. 結びに代えて

近年の日本社会における高齢化、そして激変を続けるテクノロジーの進化や資本市場における投資家の変化等にかんがみると、日本の金融セクターそして資本市場分野も、次々と新しい課題に直面し、さまざまなアイデアや工夫が求められ続けるという状況が、今後も続くものと予想される。本稿では述べることができなかったが、サステナビリティという大きな課題も避けて通ることはできない。こうした状況に対応して法制度も引き続き不断の洗練化が求められることになるが、その姿については、幅広い関係者による建設的な