

金融資本市場に関するソフトウェアの傾向と今後への期待

模索すべき政策手段としての望ましい在り方

日本の金融分野でプリンシプルが広がり始めたのは、2007年7月に金融庁が打ち出した「金融規制の質的向上（ベター・レギュレーション）」の柱の一つとして「ルール・ベースの監督とプリンシプル・ベースの監督の最適な組合せ」という考えが示されたことがきっかけといえよう。本稿は近年、金融資本市場の分野で活用が進んでいるソフトウェア（プリンシプル）の傾向と今後への期待などについて、筆者の個人的見解をまとめたものである。

ソフトウェアとは何か

ソフトウェアの定義は多様であり、文脈次第では、実務慣行や自主的なガイドライン、規制当局の解釈指針等も含まれ得る。ただし本稿では、行政機関が法令の具体的な規定によらずに策定する、または策定に主体的に関与する規範であって、プリンシプルベース・アプローチとコ

ンプライ・オア・エクスプレインの手法を採用するものを「ソフトウェア」と呼ぶ。そして、この限定的な定義に従えば、金融資本市場に関する既存のソフトウェアとして、図表1に掲げる六つの規範が挙げられる。

一方、ルールとプリンシプルの定義も多様であり、さまざまに解釈が成り立つ。しかし本稿では「ルール (rules)」とは、ある法域で強制力を持って執行

される法令等において明定された規則であって、対象となる行為や事象が具体的に定められており、それらが適法か違法かの判断を行なう拠り所となるものである」とする。また、「プリンシプル (principles)」は、社会あるいは種々の事業分野において共通に抱かれている抽象的

・潜在的な規範意識に、具体的な明示的な内容や表現が付与され、それが関係者の間で広く共

東京大学公共政策大学院

客員教授

大崎 貞和

(野村総合研究所 首席研究員)



客員教授

有吉 尚哉

(西村あさひ法律事務所)

外国法共同事業弁護士



特任教授

守屋 貴之



〔図表1〕 金融資本市場に関する既存のソフトロー

規範の題名	策定年月	改訂年月	規範の対象	規範の受け入れ	原則等の数
「責任ある機関投資家」の諸原則 (日本版ステewardシップ・コード)	2014. 2	2017. 5 2020. 3	機関投資家(注1) (運用機関・ アセットオーナー)	任意	原則8 指針33
コーポレートガバナンス・コード	2015. 6	2018. 6 2021. 6	上場会社	努力義務 (注2)	基本原則5 原則31 補充原則47
顧客本位の業務運営に関する原則	2017. 3	2021. 1 2024. 9	金融事業者	任意	原則7(注釈16) 補充原則5(注釈10)
監査法人の組織的な運営に関する原則 (監査法人のガバナンス・コード)	2017. 3	2023. 3	監査法人	体制整備義務 (注3)	原則5 指針24
ESG評価・データ提供機関 に係る行動規範	2022.12	—	ESG評価・ データ提供機関	任意	原則6 指針31
アセットオーナー・プリンシプル	2024. 8	—	アセットオーナー	任意	原則5 補充原則15

(注) 1. 一部の原則等は議決権行使助言会社等の機関投資家向けサービス提供者に適用。
 2. 上場規則により、上場会社は、「コーポレートガバナンス・コード」の趣旨・精神を尊重してコーポレート・ガバナンスの充実に取り組むよう努める必要がある。また、「コーポレートガバナンス・コード」の各原則を実施するか、実施しない場合にはその理由をコーポレート・ガバナンスに関する報告書において説明する必要がある。なお、グロース市場等の新興市場上場会社は基本原則のみ適用され、プロ向け市場上場会社は任意。
 3. 公認会計士法施行規則により、登録上場会社等監査法人は「監査法人のガバナンス・コード」に沿って業務を実施するための体制および同コードの適用状況を公表するための体制を整備する必要がある。
 (出所) 筆者作成(図表2も同じ)。

有されることを通じ、各主体にとりその行動や業務遂行の指針となっていく行為規範や行動原則である」(注1)との定義に基づく。

これらの定義に従えば、ルールは「ハードロー」(強制力を持つて執行される法令等)においてのみ規定される一方で、プリンシプルは、ハードローとソフトローのいずれにおいても規定され得ることになる。なお、ソフトローで規定される規範であっても、それに基づいて行うべき事項が個別具体的に定められる場合には、法的拘束力の有無に違いはあるものの、ルールに近い規範になり得る。

コンプライ・オア・エクスプレインは、個々の規範を順守(コンプライ)しないことも認める一方で、その場合にはその理由や代替策について説明(エクスプレイン)することを求める手法である。こうした手法はハードローで採用されることもあるが、ソフトローの要素としてプリンシプルベース・アプローチと一体で採用されることが多く、「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」(注2)と評価されている。

プリンシプルと規範の両方

日本の金融分野でプリンシプルが広がり始めるきっかけとなったのが、2007年7月に金融庁が打ち出した「金融規制の質的向上(ベター・レギュレーション)」の柱の一つとして「ルール・ベースの監督とプリンシプル・ベースの監督の最適な組合せ」という考えが示されたことである。その際にプリンシプル準拠が有効な分野として、適切なガバナンスの確立やリスク管理・法令等順守・顧客保護のための態勢整備を金融機関に促し、問題の是正を求める行政分野が挙げられた。その上で、金融機関自身による望ましい自助努力の在り方と目指すべき方向性を示すのがプリンシプルの役割と位置付けられた(注3)。

08年4月には、英国の金融監督当局の取り組みも参考としつつ、金融庁と関係業界との間で

14項目の主要なプリンシプルが共有され、その内容は「金融サービス業におけるプリンシプル」と題する文書として公表された。同文書は、コンプライ・オア・エクスペレインの手法を採用しておらず、本稿のソフトローの定義には該当しないが、ソフトローの活用が進む近年の趨勢につながったと考えられる。

近年の活用と並んで 海外におけるソフトローの傾向

前述のとおり、近年、金融資本市場の分野ではソフトローの活用が進んでおり、特に20年以降は、毎年少なくとも一つ以上のソフトローが策定ないし改訂されている。こうした状況を踏まえると、ソフトローは、金融資本市場を巡る課題に対応するための政策手段の一つとして定着したといえる。こうしたなか、本稿では近年におけるソフトローの活用について、ハードローとの役割分担の面で参考となる二つの傾向を指摘したい。

(1) 業態横断的な対応

一つ目の傾向は、ソフトローの対象となる事業者が多業態にまたがる場合が多いことである。金融分野では近年、機能別・横断的な金融規制体系の構築を志向する議論があり、業態横断的な内容を定める法律も存在するが、基本的には業態別に規制法が整備されている。

従って、多業態にまたがる課題に対応するために共通の規範をハードローで規定するには、複数の規制法の整備が必要となる場合が多く、統一的かつ機動的な対応は難しいと思われる。また、直接的に刑事罰や行政処分につながる法令の規定では規制内容の明確化が求められる。そのため、プリンシプルのような抽象的な規範の内容をハードローで規定しようにも的確に表現しづらいケースも多いと思われる。

こうした事情を踏まえると、望ましい取り組みに向けた行動変容を促すべき事業者が多業態にまたがる際の政策手段としては、次の対応が有効になるケースが多いと考えられる。つまり、ハードローと比べて機動的

かつ柔軟な対応が可能となるソフトローを活用し、プリンシプルとして目指すべき方向性を示すことで、対象となる事業者の視座を高めつつ、自助努力を促していくことだ。

一方で、特定の業態の事業者を対象とするソフトローの策定が見送られた事例もある。具体的には、「資産運用立国実現プラン」（23年12月13日新しい資本主義実現会議取りまとめ）では「ベンチャーキャピタル（VC）向けの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、プリンシプルベース・アプローチを採用しない（従って、本稿のソフトローの定義には該当しない）「ベンチャーキャピタルにおいて推奨・期待される事項」が策定された。

この経緯については、その前文の中で「広く内外機関投資家から資金調達を目指すVCにおいて、そのVCの実態に応じ、……柔軟に活用されることが狙いであるため、原則として対応が求められるニュアンスのある『プリンシプル』ではなく、『推奨・期待される事項』とし

た」とされている。この事例は、特定の業態のビジネスについて規範を策定しようとする、ソフトローの形態をとってもその内容が個別具体的にになりがちで、事実上ルールに近いものにならないを得なくなるといった懸念が生じやすいことを示唆する事例ともいえるだろう。

なお、「監査法人のガバナンス・コード」は監査法人という特定の業態を対象としているが、公益的な役割を担う監査法人には、会計監査の品質の確保に向けた実効的な組織運営が求められるため、一般の事業者を対象とする他のソフトローとは異なる性質を有している。しかも現行制度では、上場会社等の監査法人には、同コードに沿って業務を実施するための体制等の整備が法的に義務付けられており、ハードローの法規制体系に取り込まれたソフトローという点も同コードの特殊性を示している。

(2) ハードロー化への影響

二つ目の傾向は、ソフトローの規範の一部が、ハードロー化に向けた議論に影響を与える事

例が出てきていることである。具体的な事例として、会社法による社外取締役の選任の義務付けが挙げられる。

14年改正の内容が議論された法務省法制審議会会社法制部会では、社外取締役の選任を義務付けるかどうかを検討課題とされたものの、コンセンサスが得られずに義務付けは見送られた(注4)。その後、19年改正では、社外取締役の選任が進んだことなどに照らすと、社外取締役の有用性は一般的に広く認知されているということができるといふ指摘がなされていたことなどを踏まえ、上場会社等に社外取締役の選任が義務付けられた(注5)。

この間に社外取締役の選任が進展したのは、東京証券取引所が14年2月の上場規則の改正により、上場会社は取締役である独立役員を少なくとも1人以上確保するよう努めなければならぬ旨の規定を設けたことや、15年6月の「コーポレートガバナンス・コード」の改訂で、上場会社は少なくとも2人以上の独立社外取締役を選任すべき旨

を原則として定めたことが影響していると考えられる。

「金融サービスの提供及び利用環境の整備等に関する法律」における「顧客等の最善の利益を勘案しつつ、顧客等に対して誠実かつ公正に、その業務を遂行しなければならない」という義務規定も、「顧客本位の業務運営に関する原則」の規範の一部がハードロー化につながったものだ。

もっとも、これについては「金融審議会市場制度ワーキング・グループ顧客本位タスクフォース中間報告」(22年12月9日)で、プリンシプルベース・アプローチの下での顧客本位の業務運営の取り組みは「『道半ば』の状況にある」とされた。それとともに「顧客・最終受益者の最善の利益を図る取組みを一步踏み込んだものとすることを促すべきである」と提言されたことを受け、規範の実効性を高めるためにハードロー化につながったものである。つまり、実務での取り組みが進展した社外取締役の選任の義務付けとは論理的に異なる展開でハードロ

ー化された事例といえる。

直近では、機関投資家と投資先企業の建設的な対話をいっそう促すべく、実質株主(株主名簿上の株主に対する議決権指図権限等を有する者)の透明化に資するように「日本版スチュワードシップ・コード」の再々改訂に向けた作業が進められている。一方で、実質株主を確認するための制度の創設等を念頭に置いた「会社法制に関する諮問」が、法制審議会会社法制(株式・株主総会等関係)部会に付託されている。こうした一連の動向に鑑みると、ソフトローによる規範の下で、企業が実質株主を把握することの有用性や、さらに踏み込んだ制度の創設の必要性があらためて認識され、ハードロー化に向けた議論に影響を与える可能性があると思われる。

ソフトロー活用への期待

金融資本市場に関するソフトローが増えるなか、規範の多層化・複雑化による実務への影響や規範の形骸化を懸念する指摘

もある。例えば、企業年金は、複数のハードローやソフトロー等に関連する規範が分散しており、近年、規範の多層化・複雑化が最も進展している分野の一つとなっている。

ただし、こうした状況を関係者が否定的に捉えるだけではなく、新たな規範の策定ないし改訂をきっかけに、従来の自らの取り組みを点検・改善し、より良い取り組みを実施していく好機と捉える意識も重要である。

また、規範の対象となる事業者が従来から望ましい取り組みを実施していれば、規範が多層化・複雑化しても追加的な負担はさほど生じないとも考えられる。一方で、前述のような懸念の存在は、政策効果の低減につながりかねず、これに向き合う規制当局の姿勢も欠かせない。少なくとも、ハードローと比較して策定の負担が相対的に小さいことを奇貨としてプリンシプルと称した詳細な規範をソフトローで設け、規制法上の監督権限と相まって事実上ルールに近い拘束力を生じさせることがないよう留意する必要がある。

〔図表2〕「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」の概要

開催日（場所）	
2025年2月10日（東京大学本郷キャンパス国際学術総合研究棟）	
議題 「ソフトロー・プリンシプルの進展の意義と課題」	
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」	
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」	
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」	
出席者 （50音順、役職は2025年2月10日時点）	
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）〔報告①〕
今泉 宣親	金融庁企画市場局市場課市場企画室長〔報告②〕
大崎 貞和	東京大学公共政策大学院客員教授（野村総合研究所主席研究員） 弁護士、西村あさひ法律事務所・外国法共同事業顧問
小野 傑	和光大学経済経営学部准教授
梶原 真紀	みずほ証券グローバル戦略部金融経済教育推進室上級研究員
川本 隆雄	早稲田大学法学学術院教授
小出 篤	京都大学経営管理大学院特別教授
幸田 博人	SBI大学院大学経営管理研究科教授
柴崎 健	マネックス証券執行役員フィナンシャル・インテリジェンス部長
塚本 憲弘	企業年金連合会運用執理事務〔ゲスト・報告③〕
中村 明弘	慶應義塾大学総合政策学部教授
保田 隆明	森・濱田松本法律事務所外国法共同事業弁護士
堀 天子	東京証券取引所カーボン・クレジット市場整備室長
松尾 琢己	HCアセットマネジメント代表取締役社長
森本 紀行	東京大学公共政策大学院特任教授〔司会〕
守屋 貴之	大阪大学大学院経済学研究科教授
安田 洋祐	

今後ソフトローによる規範の正当性や実効性を確保していくためには、適正な策定プロセスの確保が不可欠と考えられる。この点、図表1に掲げる既存のソフトローの策定・改訂はすべて、公開の有識者会議における

議論を経た上で、（行政手続法上の義務はないと考えられるものの）パブリックコメントが実施されている。策定プロセスの透明性を確保しつつ、幅広い意見を反映するためにも、規制当局によるこうした対応は継続す

べきである。

その上で、規範の内容もできる限り簡潔で分かりやすく、かつ必要性を含めて関係者の共通認識を得られやすいものにする努力が求められる。関係者による共通認識の醸成は、プリンシプルが有効に機能するための必要条件であり、こうした努力の継続が規範の実効性の維持・向上につながると思われる。

その点でいえば現在、パブリックコメント中の「日本版スチュワードシップ・コード」の改訂案で規範のスリム化が行われていることは望ましい対応といえよう。今後も金融資本市場の分野において、より良い取り組みに向けた事業者の自助努力を促すソフトローのメリットが最大限に発揮されるよう、関係者による不断の努力がなされることを期待したい。

（なお、本稿は、東京大学公共政策大学院のみずほ証券寄付講座「資本市場と公共政策」のプロジェクトの一環として開催された「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」（注6、図表2）で、「ソフトロー・プリ

ンシプルの進展の意義と課題」について議論した内容を踏まえたものである）

- 〔注〕1 佐藤隆文「資本市場とプリンシプル」（日本経済新聞出版社、2019年）46～47ページ。
2 神作裕之「日本版スチュワードシップ・コードの規範性について」黒沼悦郎・藤田友敬編『企業法の進路』（有斐閣、2017年）1007ページ。
3 佐藤隆文「金融行政の座標軸」（東洋経済新報社、2010年）96ページ参照。
4 坂本三郎編著『一問一答平成26年改正会社法（第2版）』（商事法務、2015年）81～82ページ参照。なお、14年の会社法改正で、上場会社等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ぬとされた。
5 竹林俊憲編著『一問一答令和元年改正会社法』（商事法務、2020年）156～157ページ参照。
6 議論の詳細は当日の資料・議事概要を参照。
<https://www.pp.u-tokyo.ac.jp/CMP/index.html>