

金融・資本市場制度の飛翔に向けた「宿題」と「新たなチャレンジ」

金融調査部 吉井 一洋／横山 淳／金本 悠希／是枝 俊悟／小林 章子／藤野 大輝

要 約

平成の30年間で、証券市場・金融市場の制度改革は大幅に進んだ。しかし、積み残された「宿題」はあり、新しく出てきた課題（チャレンジ）もある。新しい時代ではこれらへの対応が求められる。本稿では、これらの課題を、高齢・長寿化、多様化、情報・技術、グローバル化、金融イノベーション、地方創生、ESG（SDGs）という社会的な課題との関連も示しながら概観する。

「令和」の会社法・金融商品取引法の課題として、会社法・金融商品取引法の融合、ソフト・ローとハード・ローの使い分け、M&A法制（TOB・独禁法）、投資者保護と消費者保護、高齢者保護、業者規制のフラット化・分業化、AIの利用者責任、実質株主問題、課徴金制度、社債市場活性化を取り上げる。

金融規制ではバーゼル規制、保険会社の規制、LIBOR廃止問題、会計・開示・監査ではリース・財務諸表・のれん、開示（非財務情報・四半期等）、監査（KAM、IAASBの取り組み）、税制では金融所得課税、資産形成優遇制度、相続税、法人税、所得税全般、マイナンバー制度の活用、情報法制では情報の金融商品化やプラットフォーム規制、仮想通貨、キャッシュレス化についても言及する。

目 次

- 1章 平成で大きく進んだ証券市場改革（30年間の振り返り）
- 2章 「令和」の会社法・金融商品取引法
- 3章 「令和」の金融規制
- 4章 「令和」の会計・開示・監査
- 5章 「令和」の税制
- 6章 「令和」の情報法制

1章 平成で大きく進んだ証券市場改革 (30年間の振り返り)

平成は停滞の時代と捉えられているように思われる。平成元年1月8日からの30年間で米国、英国、ドイツの名目GDPは2.5～3.5倍程度になったが、わが国の名目GDPは1.3倍程度となるにとどまった。株価も米国はダウ平均株価が11倍弱、S&P500が9倍前後、NASDAQが17倍強、英国のFTSE100が4倍弱、ドイツのDAXが8倍弱となったが、わが国の日経平均株価は1989年の年末の最高値（終値で38,915.87円）に遠く及ばない。しかし、この平成の時代に証券市場・金融市場を取り巻く制度改革は大きく前進した。

金融ビッグバンを経て、証券取引法は金融商品取引法（金商法）に変わり、金融商品は多様化するとともに投資者保護も拡充され、顧客本位がさらに強調されるようになってきている。会社法が制定され日本版スチュワードシップ・コード（SSコード）およびコーポレートガバナンス・コード（CGコード）が導入された。株式の持ち合いなども大きく減少した。かつては銀行が担っていた企業のコーポレート・ガバナンスのチェックは株主や投資家が担うようになった。M&Aの手法は多様化し法制度が整備された。会計・ディスクロージャー制度では連結中心・時価会計導入・オンバランス化促進、四半期決算導入、開示の拡充が図られ、企業情報の透明性が高まるとともに、監査制度も強化された。フェア・ディスクロー

ジャー・ルールも導入された。税制では金融所得課税の一体化が進められる一方で、NISAが導入され、他方で確定拠出年金制度が整備された。

長い目で見れば、望ましい方向に向かっているが、積み残された「宿題」や新たに出てきた課題（チャレンジ）もある。以下では、今後の金融・証券市場におけるトピックを、図表1で挙げた社会的な課題とも関連付けて概観していきたい。そのために、各章の各節のタイトルで社会的課題のマークを記載している（図表2参照）。

2章 「令和」の会社法・金融商品取引法

1. 会社法・金融商品取引法の融合（公開会社法構想） イノベーション グローバル ESG

株式会社に対する規律としては、大きく、その仕組みを規制する会社法と、市場との関係を規制する金商法が存在する。平成において、両者の整合性や融合が強く意識されるようになり（「公開会社法構想」）、有価証券報告書提出義務会社の特例、金商法上の書面による会社法上の書面の代用など、一定の進展があった。

図表1 新時代において対処すべき社会的な主要課題

マーク	対処すべき課題	内容
高齢化	高齢・長寿化	高齢化社会の進展や長生きリスクなどへの対応
多様化	多様化	市場参加者の多様化、ライフスタイルの多様化、ダイバーシティの進展などへの対応
情報・技術	情報・技術	情報化、コンピューター化、インターネット、AI、技術革新などへの対応
グローバル	グローバル化	市場のグローバル化、クロスボーダー取引、国際的な規制の調和・統合などへの対応
イノベーション	金融イノベーション	新たな金融サービスの出現、異業種参入・連携、FinTech、キャッシュレスなどへの対応
地方創生	地方創生	地方社会・経済の活性化などに向けた対応
ESG	ESG (SDGs)	E (環境)、S (社会)、G (ガバナンス)、SDGs に向けた対応

(出所) 大和総研金融調査部制度調査課作成

図表2 「平成」から「令和」への制度整備の流れ

項目		平成元年	平成末
法体系、監督上の課題	法体系	商法（会社法はその一部） 証券取引法 投資顧問法（施行後間もない）	会社法 金融商品取引法 C Gコード、S Sコード（エンゲージメント重視） 顧客本位の業務運営の原則 金融庁、証券取引等監視委員会 課徴金、差止命令など 販売チャネルの多様化 （投信の銀行窓販、運用会社の直販）
	所轄官庁	大蔵省が所管	
	エンフォースメント	刑事罰中心の法執行	
	仲介業者	証券会社が販売、組成主導	
健全性	バーゼルⅠの段階的導入 生命保険会社の予定利率高止まり等、インカム配当原則	バーゼルⅡ、Ⅲの導入 予定利率引き下げ可、保険契約者保護基金設立、ソルベンシーマージン規制導入・強化	
市場の公正性、透明性の課題		インサイダー取引規制導入直後	インサイダー取引規制強化 F Dルール導入
	社債	融資の代替	社債市場活性化の促進
	会計・開示	取得原価ベース デリバティブ、年金等オフバランス 単体中心、三位一体	時価会計導入、オンバランス化促進 連結中心、三位一体緩和 開示拡充、四半期決算 国際会計基準の導入
顧客・利用者保護の課題	金融商品取引法	投資者保護規定あるが重視されず	投資者保護強化
	民法		成年後見制度等の行為規制
	消費者保護法		債権法、相続法の抜本改正
	情報法制		消費者契約法などによる保護の強化 個人情報保護法
市場の利便性、普及/拡大の課題	税制	DB（確定給付）中心の企業年金 リスク性資産への優遇税制なし 有取税/売買代金をベースとした課税	DC（確定拠出）の企業年金導入。個人型も N I S Aの導入 実現益をベースとした譲渡益課税、特定口座の導入、繰越控除の導入 「上場株式等」の範囲での損益通算（金融所得課税一体化推進） 不動産に係る相続評価優遇 支払調書等の拡充、マイナンバー導入等
		インカム/キャピタルの損益通算なし。ばらばらな税制	
		住民税含め9割近い所得税の最高税率	住民税含め最高55%までの税率引き下げ
	商品	国内投資信託は契約型のみ	会社型投資信託、R E I T、E T Fなど 商品デリバティブも一部対象に
		外為法による規制	F Xの誕生など外国為替へのアクセスが容易に 仮想通貨の出現 資金決済法上に定義 会計基準（日本基準）の策定
	取引所等	株券/社債券などの券面を利用した決済 新興企業向け市場の不在、店頭市場 対面に限定した取引 固定手数料制度	I C Oの仕組みの登場 株券/債券の電子化 新興企業向け市場の誕生、取引所の統廃合 ネット取引が可能に、H F Tの出現 規制撤廃による手数料の低廉化
事業活動上の課題	M & A	公開買付制度はあるも利用例は稀	強制的公開買付制度（全部買付義務含む） 大量保有報告制度整備
		合併、事業譲渡、現物出資	株式交換、株式移転、会社分割 三角合併
		純粋持株会社の禁止	純粋持株会社解禁
	財務戦略	生命保険会社は全て相互会社	グリーンボンド等の登場
税制	50%程度の高い法人実効税率	一部、株式会社化	法人実効税率は30%程度まで引き下げ
	受取配当益金不算入、配当軽減		受取配当益金不算入の縮小、配当軽減廃止
情報		個人情報保護法 海外規制（G D P Rなど）対応 国際データ流通の兆し（十分性認定） 情報流通技術の事業化開始（情報銀行）	
ガバナンス上の課題		銀行（債権者）によるガバナンス 株式持合いは当然	株主/投資家によるガバナンス 株式持合いは大きく減少

(背景)
低成長
低金利
技術革新
不祥事
...

(方向性)
規制改革
競争促進
投資者保護
ガバナンス強化

(出所) 大和総研金融調査部制度調査課作成

[令和]	[宿題]	[新たなチャレンジ]	
	会社法と金商法の調整・融合（公開会社法構想）	機能別・横断的法制	グローバル ESG
	ソフト・ローとハード・ローの役割分担は？		グローバル
	課徴金制度の実効性		多様化
		異業種参入 仲介業者を介さない取引 プラットフォーム アンバンドリング	
	各国間での整合的な実施	ソブリンリスクへの対応？	グローバル
	国際規制・国際会計基準への対応		高齢化
	制度の整合性の見直し		
	LIBORの廃止への対応		グローバル
	取引価格開示促進、「社債管理補助者」の活用	融資も含めたコベナンツ開示促進	多様化 グローバル
	リース会計の見直し	株主総会時期の変更	情報・技術
	四半期決算・開示の在り方	会社法開示と金商法開示の統合の促進	
	非財務情報（ESG/SDGs含む）の拡充	IT導入への対応	ESG グローバル
	KAM導入の実施と活用、監査役の実効性強化	監査のさらなる品質向上	
		消費者保護へ	高齢化 多様化 グローバル
		意思決定支援への移行、AIを利用したサポート等	高齢化 情報・技術
	所有者不明土地問題への対応（所有権の放棄等）		高齢化 地方創生
	成年年齢引き下げに伴う消費者被害への対応		
		AI、ビッグデータ、プラットフォームなどへの対応 データポータビリティ、忘れられる権利 消費者保護のための法制度の整備（金商法（適合性原則等）、金融商品販売法、消費者保護法）	情報・技術 グローバル
	日本版IRA構想		高齢化
	制度の恒久化？ 一本化？		高齢化
	繰越控除の拡充など		情報・技術
	デリバティブ/預貯金利子も含めた一体化		情報・技術
	資産の種類によらない公平な相続評価の実現		高齢化
	マイナンバー制度による納税者の利便向上、ICT（情報通信技術）利用	マイナンバー制度の諸政策（地方創生含む）への活用	情報・技術 グローバル 地方創生
	控除縮小による累進性の回復	働き方・家族の多様化、シェアリングエコノミーへの対応 暗号資産、ICO、情報の金融化	多様化 グローバル 情報・技術 仮想通貨
	総合取引所構想		
		暗号資産デリバティブの登場	
	「仮想通貨」から「暗号資産」へ（規制対象とすべき範囲は？）	金商法等における暗号資産の位置づけ 私法上における暗号資産の位置づけ	グローバル 仮想通貨
	国際会計基準の策定		
		ブロックチェーン上の取引記録の法的な位置づけ	グローバル 情報・技術 仮想通貨
		ICOの制度上の整備（金商法、税制、会計制度等） 新法の必要の有無（既存法で対応するか否か）	グローバル 仮想通貨
	T+2の実施	決済期間のさらなる短縮（即時決済を目指す？）	グローバル 情報・技術
	市場構造の在り方の見直し		
	さらなる利便性の向上？	市場維持のために必要なコスト負担の在り方？	グローバル 情報・技術
	制度の整合性の見直し		グローバル
	会社法との調整・融合（公開会社法構想）		グローバル
	株式交付（自社株式TOB）の可能性		
		独禁法の企業結合審査の見直し（地方銀行等の経営統合）	地方創生 ESG
	二重課税調整の在り方		
	マイナンバーの活用		地方創生
	プラットフォームに対する課税		グローバル 情報・技術
		暗号資産の税制の整備	グローバル 情報・技術 仮想通貨
		AI、ビッグデータ、プラットフォームなどへの対応 データポータビリティ、忘れられる権利 データ流通圏の確立 情報銀行、データ取引市場 情報の金融商品化、通貨化 情報の私法上の位置づけ	グローバル 情報・技術 グローバル
	実質株主問題	社会的責任の重要性が増す 多様なステークホルダー	グローバル ESG 多様化
		E（環境）、S（社会）要素の重視	

（背景）
高齢・長寿化
多様化
情報・技術
グローバル化
金融イノベーション
地方創生
ESG
...

しかし、金商法違反行為に対する会社法上の効力（M&Aファイナンスなど。一部後述）、公衆縦覧による開示と直接通知、実質株主・潜在株主と形式上の名義株主の問題など未解決の問題も多い。

そもそも一口に株式会社といっても、個々の株主の顔が見えて異動も稀な「契約法」的規律が必要なもの、株主が小口・分散化して顔が見えないが異動は少ない「約款」的、あるいは「消費者保護法」的規律が必要なもの、株主が小口・分散化して顔が見えない上に売買等を通じて異動も頻繁に起こる「市場法」的規律が必要なものとは、性格が大きく異なる。こうした株式会社の性格に応じて仕組みを再構築することも、「令和」の課題となり得るだろう。

2. ソフト・ローか、ハード・ローか？

イノベーション グローバル

平成末期における金融・市場規制の大きな特徴として、CGコード、SSコード、顧客本位の業務運営の原則など、ソフト・ローを通じた規制が多用されることとなったことが挙げられる。この中には、CGコード、SSコードのように一定の成果を上げているものもあり、ソフト・ロー活用の意義は認めるべきだろう。しかし、今後もソフト・ローを多用し続けることによる副作用はないのか、という問題意識は持つておく必要があるだろう。各種のソフト・ローの効果を検証し、ソフト・ローとハード・ローの使い分けの在り方をあらためて議論することが「令和」の課題であろう。

3. M&A法制を巡る諸問題

1) 木に竹を接いだ公開買付規制 グローバル

公開買付規制の枠組みは、1990年の証券取引

法（当時）改正によって導入されたものである。その後、様々な事案への対応の中で、改正が重ねられ、制度としてブラッシュアップされてきた（例えば、全部買付義務の導入など）。それでも、米国式の開示中心の規制と、欧州式の少数株主保護中心の規制（売却機会の確保など）との「接ぎ木細工」であることは変わらない。さらに、公開買付規制の実効性、特に違反行為の民法、会社法上の効力に関する議論は、なお途上にある。

このような状況の下、例えば、残存少数株主の売却機会を確保する必要性が高くないにもかかわらず公開買付けの実施が強制されることから、応募が集まらないように市場価格よりも低い価格での公開買付（いわゆるディスカウントTOB）が実施されるケースがある。

他方、全部買付義務の基準が3分の2と、相当に高い水準に設定されていることから、買付株数の上限をその少し下に設定することで全部買付義務を潜脱することが可能となっている。

公正なM&Aルールの実現のため、公開買付規制のあるべき姿を、会社法や独占禁止法などとも整合性を図りながら、検討を進めることが「令和」の課題だと考えられる。

2) 地方銀行等の独禁法の企業結合審査 地方創生

合併等の一定の企業結合に対しては、公正取引委員会が独占禁止法に基づいて、企業結合により競争が制限されないか審査を行っている。

近年、経営環境の悪化から地方銀行等の経営統合の動きが活発化しているが、独占禁止法がその動きを阻害しているのではないかと指摘がある。

地域経済の実情を踏まえ、地方銀行・乗合バス等の「地方基盤企業」の経営統合に対する独占禁止法の適用の在り方について検討されており、

2019年夏の成長戦略に盛り込まれる予定である。独占禁止法の例外規定を盛り込んだ新法を検討し、2020年の制定を目指す旨が報じられている。

4. 仲介業者を取り巻く環境の変化

1) 投資者保護と消費者保護 高齢化 多様化 IT/バーチャル

金商法は、これまで必要かつ十分な情報が与えられれば合理的な判断が可能な「投資者」を前提として、投資者保護を図ることを目的としてきた。

しかし、投資のすそ野が拡大すれば、必要かつ十分な情報が与えられても合理的な判断ができない「消費者」も、市場に直接または間接に参加することとなる。そのためもあって、近年、金商法の消費者保護法化が進展しているものと思われる。

「令和」において、非金融系分野（BtoCのコーマース分野。例えば、Amazonなど）から金融業への参加者が増加すれば、コーマースの顧客がそのまま連れて来られる形で「消費者」の市場参加もさらに増加することが想定される。

加えて、行動経済学や人工知能の研究などから、従来の「投資者」層についても、実は、十分な情報が与えられても必ずしも合理的な判断を行うことができない者が一定数いることが明らかになりつつある。その一方で、個人の「判断力」を測定することが技術的に可能になりつつある。

このような環境変化の下、開示と説明義務を中核とするこれまでの投資者保護から、当局による実質的な介入の性格を強めた消費者保護を規制の中核に据えるべきか、あるいは判断力のレベルに応じた（プロ/アマ規制よりさらに段階を刻んだ）多段階の規制体系にすべきか、が問われることとなろう。

2) 高齢者保護制度 高齢化 IT/バーチャル 情報・技術

わが国は超高齢社会を迎えている。年齢とともに増加する認知症高齢者の割合は2020年に65歳以上の約23%、2040年に約25%に達するとも言われており¹⁾、今後の社会において認知症高齢者が社会に占める重要性はますます大きくなっていくと推測される。

このような認知症高齢者を取り巻く制度を見ると、例えば本人の代わりに後見人が取引を行う法定成年後見制度は、認知症高齢者の保護に資する一方で、一律に取引から排除する制度といえる点に問題がある。今後、社会における重要性が増していくことに鑑みれば、認知症高齢者についても何らかの形で取引に参加できるような仕組みが必要ではないかと思われる。

そのためには、現行の高齢者の「行為規制」から、高齢者の意思決定のプロセスに関与することで、高齢者を保護しつつ取引への参加を可能にする「意思決定支援」へ、大きく転換することが求められる。支援の手段としてはAIの活用が重要だろう。例えば、高齢者の日常の情報から判断能力を判定することや、最終的には、本人の投資行動を学習させたAIが取引に参加することも夢ではないだろう。

また、証券投資では日本証券業協会の自主規制により、一律に75歳以上の投資者に対して加重規制を課しているが、このような形式的な年齢基準は明確である半面、高齢だが判断能力が十分な投資者を取引から遠ざけ、逆に若年だが判断能力が不十分な投資者を保護できないともいえる。AIにより個々人の判断能力を判定できるようになれば、より実質的な規制が可能になり、投資者保護にも資するだろう。

1) 内閣府（2017）「平成29年版高齢社会白書（全体版）」参照。

3) 業者規制とフラット化、分業化（アンバンドリング） イノベーション

技術革新を通じて、異業種からの金融業務への参入のほか、金融分野と非金融分野の境界も曖昧になってきている。そのため、現在、業態別の金融法制を改め、機能別・横断的な金融法制の構築を目指す議論が金融庁において行われている。

もっとも、機能別・横断的な金融法制が整備されたとしても、仲介業者に対する規制という大枠は変わらない。仮に、今後、金融取引のフラット化（ハブとなる仲介業者を介さず、参加者が直接取引する構造）が進展すれば、こうした従来の仲介業者を核とした規制では対処できなくなる。

その意味で、2017年金商法改正により導入さ

れた高速取引行為規制（HFT規制）において、末端投資家であっても、市場に一定のリスクを生じさせている場合には、業者並みの登録規制を課すとしたことは、画期的な一歩であったと評価できる。

加えて、フラット化までは至らなくても、アンバンドリングにより、従来は一の仲介業者が営んでいた業務を複数の事業者が分担するような場合、誰にどのような規制を課すかというのも「令和」の新たな課題となり得るだろう。

5. AIとその利用者の責任 イノベーション 情報・技術

仲介業者は、AIを利用したからといって、各種の責任や義務を免れることができるわけではな



い。むしろ、AIを使った商品・サービス等の提供に際し、どうすれば各種の責任や義務を果たすことができるのか、が問題となる。

例えば、そもそもAIを使った商品・サービスを提供してもよい相手なのか（提供先はAIの機能や限界などを理解できる相手なのか）、提供しているAIの内容は適切なものなのか、AIの内容について十分な説明責任は果たしているのか、そのAIを継続して使うことの妥当性は検証されているのか、万が一、AIが暴走した場合のセーフティネットは準備されているのか、といった論点が想定できる。

他方、AIを使わなければ問題が生じないということにもならない。例えば、AIを活用すれば被害を防止できて、かつ、そのことが予測可能であった場合には、AIを使わなかったことについて仲介業者が責任を問われることも起こり得るだろう。

AIの利用に伴う問題は、仲介業者に限ったことではない。例えば、現行のインサイダー取引規制等において、AIの使用者（取引責任者）が知らないうちに、勝手にAIがインサイダー情報等を取得して、その情報を基に取引を行って不当な利益を得た場合、金商法上その行為を罰せないのではないかという指摘がある。AIの作成者や使用者に対してどこまで責任を問うべきかは、「令和」の重要な課題となろう。

6. 実質株主問題 ESG

2009年の株券電子化によって、それまでの株主名簿と、ほふり名義株式の実質株主名簿という二重構造は解消され、上場会社の株主は、株式振替制度の下で統一的に管理されることとなった。それでも、信託名義、カストディアン名義の株式

の背後にいる真の所有者という意味での実質株主の問題は、なお積み残されている。

発行会社は、信託、カストディアンなどの名義株主は分かっても、その背後にいる議決権や売買などの実質的な判断を行っている者（実質株主）が誰なのか知ることができない。実質株主は、名義株主の背後に潜むことで発行会社や他の株主に対して匿名性を維持できる。その代わりに、株主総会などは、株主名簿に記載がないので、原則、名義株主から委任状などをもらわない限り出席は認められない。

これらのことは、真面目に対話を行おうとする発行会社や運用会社（実質株主）にとっては、大きな制約となる一方、会社や世間に正体を現したくない実質株主や、実質株主と真面目に向き合いたくない発行会社には、対話を拒否する絶好の口実を与えることになりかねない。

「令和」において、少なくとも、真面目に対話を行いたいと考える実質株主が、自ら名乗り出る場合には、これを「株主」として取り扱うように仕組みを見直すことが望まれる。例えば、株式振替制度上の特別株主の仕組みを援用して、自らの名前を発行会社に通知するように名義株主（信託銀行等）に請求した実質株主については、総株主通知においてその氏名・名称を発行会社に通知して、「株主」と取り扱われるようにする余地はないだろうか。

7. 課徴金制度の限界と可能性 多様化

2004年改正による証券取引法（現金商法）上の課徴金制度の導入で、市場規制のエンフォースメントの実効性は相当向上したと思われる。その一方で、多数の案件が課徴金の枠組みの下で処理されているということは、言い換えれば、質にお

いて多様な案件が、画一的な基準の下で処理されていることを意味する。すなわち、課徴金の金額は、一部例外はあるものの、客観的・形式的に決まるため、案件の悪質さといった定性的要素を反映したものとは必ずしもならないのである。しかも、対象となる規制も、開示規制と不公正取引規制の一部に限られていることに加え、憲法上の二重処罰の禁止の観点から、課徴金のレベルは「不当利得の吐き出し」の範囲にとどめるべきとの考え方が根強く、その抑止効果には限界がある。

「令和」でも、市場規制のエンフォースメントとして課徴金制度を積極的に活用するのであれば、対象となる規制の範囲の拡大（例えば、一般不正取引に対する適用）や、課徴金額の柔軟化（悪質性に応じた加重・減免類型の多様化）などを、制度の予測可能性とのバランスに配慮しながら、検討する必要があるだろう。

8. 社債市場の活性化

1) 社債管理 イバ-23 多様化

社債権者保護の観点から、会社が社債を発行する際には、会社法上、社債管理者の設置が強制される。しかし、例外として、各社債の金額（額面）が1億円以上の場合などには設置義務が免除されている。その結果、実際には、例外規定を活用した社債管理者を設置していない社債（社債管理者不設置債）の発行が多数を占めている。近年、こうした社債管理者不設置債のデフォルトにより、社債権者に損失や混乱が生ずるといった事例が起きている。

社債管理者は、社債管理を行う上で広範な権限を有する半面、厳格な義務・責任が課されている。厳格な義務・責任があるため、社債管理者の設置コストが高くなることや、なり手の確保が難しい

ことが、前述の問題の背景にある。

こうした問題を踏まえ、日本証券業協会において、権限・責任を限定した社債管理の仕組みについて検討が行われた。その結果、2016年には、(法律に基づかない) 契約ベースの実務上の工夫として、「社債権者補佐人制度」が提案された。社債権者補佐人は、その機能を社債権者にとって必要最低限のものに限定する代わりに、その必要最低限の機能については、十分に発揮させようという仕組みである。もっとも、現行法を前提とする限り、社債管理上、重要な機能、例えば、有事において（個別の社債権者の委任なしに）全ての社債権者の代理人として破産手続等において債権の届出等を行うことなどを果たすことが難しいといった限界も明らかとなった。

こうした社債権者補佐人の限界を踏まえ、会社法を改正し、新たな「社債管理補助者」制度が導入されることとなった。社債管理補助者は、社債権者のために破産手続等において債権の届出ができることや、社債権者のために行動するとき個別の社債権者を示す必要はないことが会社法上、明確化される予定である。加えて、委任契約の定めにより裁量の範囲を限定できることなどから、社債管理者と比べて義務違反が問われ得る場合は限定的であるように工夫されている。「令和」において「社債管理補助者」の活用が進むことを期待したい。

2) 社債価格の公表対象拡大 20-10

2015年11月から社債の取引価格の公表制度が開始された。現在はA A格相当以上の格付けの社債の取引数量1億円以上の取引が開示対象となっている。開示はリアルタイムではなく、1日1回の開示である。A格以下への開示対象拡大が

検討されているが、流動性も考慮する方向で検討が行われている。なお、開示項目について取引時間は入っていない。

3) コベンツの開示拡充 グローバル

社債のコベンツ等に関しては、発行開示書類で開示されている。しかし、ローンに関するコベンツの開示は義務付けられていない。わが国では社債はローンに比べると回収順位が実質的に劣後しているため、社債投資者保護のためにも、ローンのコベンツ等の開示が望まれる。日本証券業協会が例示集を示している。

3章 「令和」の金融規制

1. バーゼル規制 グローバル

バーゼル規制は2008年の金融危機を受けて見直され、2017年末にバーゼルⅢが最終合意に至った。バーゼルⅢでは、レバレッジ比率規制、流動性規制（流動性カバレッジ比率規制・安定調達比率規制）や、グローバルなシステム上重要な銀行（G-SIB）に対するTLAC（Total Loss-Absorbing Capacity: 総損失吸収力）規制等が導入され、自己資本比率の分母の算出方法についても、大幅に見直された。金利リスクのモニタリングも強化されている。

次々と新たな規制が導入されるような状況については、規制対応コストの増大や市場における取引量の低下などの副作用の発生等が懸念される。今後は、これまでの規制改革を着実に、各国間で整合的に実施していくことが重要である。また、規制改革が予期していなかった副作用を生じさせていないか検証していくことが必要である。

なお、バーゼル銀行監督委員会は、それまで検

討していたソブリンエクスポージャーの扱いについて、その扱いを見直さないことを2017年末に明らかにした。一部のメンバーは見直しの検討を目指しているもようだが、仮に見直す場合、金融市場に非常に大きな影響を与える懸念があるため、慎重な検討が必要だろう。

2. 保険会社の自己資本比率規制（ソルベンシーマージン規制）と保険会計

グローバル 高齢化

わが国では、保険会社に対しては、財務健全性の確保のため、ソルベンシーマージン規制が課されている。現在、保険監督者国際機構（IAIS）が、国際的な保険グループを対象に国際資本基準（ICS）を策定する取り組みを行っており、2025年以降の実施が想定されている。ICSは、資産・負債を経済価値ベースで評価するなど、わが国のソルベンシーマージン規制よりも高度な基準とされ、対象に選定されればリスク管理の高度化が必要になる。

また、IFRS（国際会計基準／国際財務報告基準）では、保険負債を、将来キャッシュ・フローの現在価値に基づいて評価する新基準が導入される。導入時期は2021年からとされていたが、1年延長を検討中である。追加的な見直しも検討している。わが国の対応が今後、課題となる。

3. LIBOR廃止と制度問題 グローバル

2012年にLIBORの不正操作問題が明らかになったことを受け、金融安定理事会（FSB）が2014年7月に金利指標改革について提言を発表した。FSBの提言では、銀行のクレジット・リスク等を反映しない「リスクフリー・レート」の特定と、それぞれの金利指標を金融商品や取引

の性質を踏まえて利用していくことが望ましい旨が提言されている。

提言を踏まえ、各国において主要通貨ごとに改革が進められているが、その過程でLIBORの算出元となっているインターバンク市場の無担保取引の減少が生じ、2021年末以降、LIBORが公表されなくなる恐れが生じている。そのため、リスクフリー・レートへの移行の取り組みが本格化している。

LIBORは、デリバティブ取引だけでなく、貸出、社債、証券化商品等、様々な金融取引に利用されているため、LIBORからリスクフリー・レートへの移行は、幅広い範囲で大きな影響を与えると予想される。

4章 「令和」の会計・開示・監査

1. 会計基準 グローバル

現在、わが国では金融商品に関する会計基準の見直しの要否や時価の算定基準の見直しを検討中である。さらにIFRSで2019年からオペレーティング・リースについても、借り手側に使用权と対応する負債のオンバランス化が導入されていることを受け、わが国でも、同様の基準を導入する方向で検討を始めた。導入されれば、賃借不動産なども借り手側でオンバランス・償却・(必要があれば)減損することになる(導入しなければ、IFRSとのかい離が広がることになる)。

IFRSでは、損益計算書においてわが国の営業利益のような本業の利益を示す項目がないため、当該項目としてEBIT/EBITDAなどの導入も検討されてきた。また、IFRSでは、M&Aにより生じる「のれん」について償却しない代わりに每期減損テストを行う。現在、IAS

B(国際会計基準審議会)でも、減損方法の見直し、償却を再導入するかの検討を開始している。

2. 開示 グローバル 情報・技術 ESG

わが国では、会社法の事業報告書・計算書類と金商法の開示書類である有価証券報告書の2種類の法定開示書類がある。2017年末に「事業報告等と有価証券報告書の一体的開示のための取組について」でこれらの一体的開示が可能であることが示され、2018年末には「事業報告等と有価証券報告書の一体的開示のための取組の支援について」も公表されている。有価証券報告書が株主総会前に開示されていない点は、かねて問題点として指摘されており、一体化の推進が期待される。

一体化推進に向けた課題の一つが開示の時期の見直しである。3月決算会社の定時株主総会が6月に開催される場合、一体的開示をするには、作成にかけられる時間が非常に限られる。開催時期を7月以降にすることについて、メリット・デメリットを含め、検討をしていく必要があるだろう。

四半期報告書に関しては、四半期決算短信と四半期報告書の提出時期が近接している企業が多数あり、一本化すべきとの要望がある。さらには、経営者の短期的思考につながるとして四半期決算そのものの廃止を求める意見もある。一方で、四半期決算で短期的思考が助長されることはない、企業の計画の進捗動向を確認する上で四半期決算は必要との意見もある。欧州は、法令レベルでは義務付けをやめ、米国もその存廃についてSECが意見募集を実施している。万が一、米国で廃止となれば、わが国への影響が懸念される。

わが国では2019年3月末以降、有価証券報告書等で非財務情報開示の拡充が図られる。ただし、ESGのうち、ES関連項目の開示は有価証券報

告書等で義務付けられてはならず、わが国企業は統合報告書やCSR報告書などで開示している。開示情報をどの程度標準化すべきか、財務情報とどう結びつけるか、ES関連の情報を有価証券報告書等の非財務情報にどのように組み込むか、任意開示を維持するか、有価証券報告書等での法定開示を義務付けるか等が課題となる。気候関連について財務への影響の開示を求めるFSBのTCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）の提言についても政府主導で対応を求めている。

3. 監査 グローバル ESG

上場会社等の監査報告書において、公認会計士・監査法人が監査役等と協議し、監査の過程で特に注意を払った事項のうち、特に重要と判断したものをKAM（監査上の主要な検討事項）として記載することが2021年3月期決算（東証一部は2020年3月期からの早期適用を期待）から義務付けられる。有効活用のためには、会計監査人と経営陣の仲介役として、監査役等のサポートが重要となる。利用者（投資家等）の対話への活用も重要な課題となろう。

さらに、監査の品質向上に関してはIAASB（国際監査・保証基準審議会）で継続して検討し、2019年2月に公開草案を公表している。IAASBでは、非財務情報の保証、IT化への対応なども検討している。

5章 「令和」の税制

1. 資本市場・金融市場に係る総論

平成の30年間で、個人投資家の金融所得課税の簡素化は大きく進んだ。上場株式、特定公社債、公募投資信託など証券会社で購入できるリテール

向けの現物の金融商品の大部分は、インカムゲイン・キャピタルゲインとも損益通算ができ、同じ税率で課税されるようになった。

ただし、現物とデリバティブの間の課税の一体化、および、預貯金の利子との損益通算の導入などはいまだ実現できていない。公社債については、仕組債や外貨建て債券などにおいて生じる通常の償還差損は損益通算の対象となったが、デフォルトした際に生じる損失については、「債券」ではなく一般的な「債権」の損失として扱われ、十分に損益通算が行えない可能性が残っている。

2003年に導入された特定口座は、所得計算を証券会社が行うものであり、これにより個人投資家に過度な税務負担をかけずに株式譲渡益課税を導入するという点では成功したものと言える。他方で、証券投資に係る税務処理は全て証券会社側で完璧に行うという慣習が根付くことになり、NISAの導入など、以後、制度改正が行われるたびに証券会社にシステム更新の負荷がかかることとなった。

2015年にマイナンバーが導入されたため、理論上は、証券会社に負荷をかけずとも、税務当局側が損益情報の突合を行い、記入済み申告書を作成したり、マイナポータルを用いて自動的に還付を受けるシステムを導入したりすることも可能となっている。「令和」の時代においては、マイナンバーを投資家利便につなげる取り組みが求められる。

2. 資産形成優遇制度 高齢化

昭和の後半においては「マル優」が代表的な資産形成優遇制度であり、預貯金を中心とした間接金融が重視された時代であった。当初は未成年者を含め全ての国民が「マル優」を利用可能であっ

たが、1988年以後は高齢者、障害者および寡婦に、2006年以後は障害者および寡婦に対象者が絞られた。金利水準の低下も相まって、現在のマル優の役割は限定的となっている。

他方、平成に入ってから投資信託や株式などのリスク性資産を用いた資産形成を促進する制度が整備されていった。2001年に確定拠出年金制度が導入され、2014年にNISA(一般NISA)が導入され、その後ジュニアNISAやつみたてNISAも導入された。

ただし、NISAでは一度使った非課税枠を再利用できなかつたり、確定拠出年金には年金加入状況等に依じた拠出限度額の違いがあったりするなど、制度の分かりやすさ、使いやすさには課題が残っている。「令和」の時代は、資産形成を促進する制度を分かりやすく使いやすいものにする整理が必要であろう。

3. 相続税 高齢化

昭和の終わりから平成の初めにかけては、バブルにより急騰した地価にかかる相続税の負担が大きな社会問題となり、小規模宅地等の特例の創設や減額率の引き上げなど、不動産にかかる相続税負担を軽減する税制改正が行われた。

しかし、1991年をピークに地価は大きく下落した。近年は若干の上昇傾向を見せてはいるが、2018年現在の地価は全国平均でピーク時の3分の1から半分程度の水準にとどまる。他方で、不動産にかかる相続税の特例制度は当時と大きく変わっていないため、現在は不動産にかかる相続税の税制優遇が際立ち、相続税対策に不動産が用いられることが一般化しつつある。

この結果、不動産と同様に価格変動リスクのある資産としてみると、上場株式などの有価証券の

相続評価の不遇が際立つこととなり、高齢者の資産構成を歪めているのではないかと指摘もある。「令和」の時代においては、資産の種類によらない公平な相続税評価の実現が急務である。

4. 法人税 グローバル

平成の初めにおいて法人実効税率は約50%の水準であった。しかし、平成の時代を通じて経済のグローバル化が急速に進展し国内産業が空洞化する中で、国際競争力を保てるよう、税率の引き下げが順次行われ、現在の法人実効税率は約30%となっている。

もっとも、表面の税率の引き下げは、必ずしも投資家にとっての税引後のリターンの拡大にはつながらなかった。税率引き下げとのバーターで、法人税と所得税の二重課税、あるいは法人間配当に係る法人税の二重課税について改悪される歴史をたどったためである。

1990年には法人税率引き下げと引き換えに配当軽減制度が廃止され、2002年には連結納税導入と引き換えに受取配当等の益金不算入制度が縮小、2015年にも法人税率引き下げと引き換えに受取配当等の益金不算入制度がさらに縮小された。

「令和」の時代では、資本に対する収益に対してどの程度の負担を求めるか、どの段階で課税するのが最適なのか、という根本的な観点から法人税が議論されることを望みたい。

5. 所得税全般 グローバル

平成の初めにおける個人所得税の最高税率は住民税を合わせて90%近い水準であり、勤労やイノベーションへの意欲を削がないよう、平成の時代を通じて最高税率は55%の水準まで引き下げ

られた。

一方で、平成の時代を通じて、非正規雇用者比率の拡大などにより勤労者の平均所得が減少する中で、所得税の最低税率（5%）や2段階目の税率（10%）が適用される納税者が大部分になったため、所得税の再分配機能が低下することとなった。

もっとも、グローバル化が進み、所得の高い者ほど自由に拠点とする国を選べる時代において、平成の初期のような高い最高税率に戻すことは現実的ではない。「令和」の時代においては、所得計算上の控除（給与所得控除や公的年金等控除など）や所得控除を中心としていた税負担の調整の見直しや、ブラケットの見直しなどにより、所得税の累進性を回復させることが課題になるだろう。

6. マイナンバー 情報・技術 イノベーション 地方創生

株式取引について、振替機構を経由して、付番機関である地方公共団体情報システム機構（J-LIS）から顧客のマイナンバーを取得する制度が導入される予定であるが、預金をはじめ他の金融取引とのバランスが課題となる。

現在のマイナンバー制度は、納税者番号的な色彩が強く、今後、納税者の利便性向上に向けた取り組みが期待される。マイナンバーの仕組みとマイナポータルを活用して、複数の特定口座の損益を通算し損失があればオンラインで還付を行う金融所得確認システム²や、あらかじめ主要な項目が記入された申告書を納税者に送付する記入済み申告制度のような納税者の負担の少ない納税制度の導入が期待される。

マイナンバー制度の活用方法としては、下記に

ついて実現に向けた取り組みが行われている。

- ・制度の仕組みを活用し、情報提供ネットワークシステムを通じて戸籍情報を提供する。
- ・マイナンバーカードに健康保険証の機能を持たせオンラインで加入者（患者）の資格確認を行うとともに、本人がマイナポータルで特定健診データ・レセプトの医薬品情報を閲覧可能とする。さらに本人の同意に基づき医療機関・薬局等がこれらの情報を入手できる仕組みを作る。
- ・マイナンバーカードを活用したマイキープラットフォームで自治体ポイントなどを活用する。

6章 「令和」の情報法制

1. 情報法制 情報・技術 イノベーション グローバル

平成は情報革命の時代であった。インターネットの爆発的な普及により、わが国でもほとんどの人が毎日インターネットにアクセスしている。一方で、急速な情報化に対して法制度の整備が十分に追いついていないことは否めない。

平成の終わりには、EUでは一般データ保護規則（GDPR）、わが国では改正個人情報保護法が施行された。しかし、わが国における個人情報の保護が十分であるとは言えず、GDPRに規定されているデータポータビリティ権や忘れられる権利等、個人の自分の情報に対する権利が保障されていないことは今後の課題であろう。

また、個人情報の利用・流通を円滑に行うための環境整備も進められているところである。ビッグデータの活用や、「情報銀行」の事業化に向けた動きが活発化している。ただし、事業化に当たっ

2) 金融税制・番号制度研究会「ICTの税務への活用－日本版IRA・日本型記入済み申告制度の導入－」（2017年10月）

ては、先述のデータポータビリティやデータの標準化、安定した収益を得られるビジネスモデルの確立等、障壁は多く残っており、今後も検討の必要がある。

国際間においては、わが国とEUの間で、2019年1月に個人データの移転に関する十分性認定が発効された。わが国が主導して国際的な「データ流通圏」を確立するという構想がされており、国際的なデータ流通の枠組みを形作っていくことが期待される。

2. 情報の金融商品化 情報・技術 イノベーション

将来的には、情報流通の環境・仕組み・事業が成立していくことで、情報自体が価値を持ち、一定の機関（例えば情報銀行等）を中心に取引される状況が生じ得ると考えられる。このように、情報が一種の金融商品のような性質を帯びる状況においては、例えば、情報そのものが金商法の適用対象に含まれるようになるといったことが想定できる。その場合、投資者保護・利用者保護の重要性に変わりはないとはいえ、情報の本人と情報の購入者の利害・権利関係等が複雑に入り組むことが想定され、「適合性の原則」や「説明責任」などの適用に当たって、従来とは異なる対応が必要となる可能性がある。

その他にも、個人情報の本人、情報を利用する企業、その企業の顧客など、誰にその個人情報の生み出す財産的価値等が帰属するのかといった問題も考えられる。例えば、情報を管理する機関が破綻した際には、その管理する情報について、その情報の本人と、機関の債権者のどちらにどのような権利が帰属するのかといった論点があるだろう。

さらに進んだ状況として、情報と財・サービスを直接取引する、つまり情報が通貨的な性質を持

つこと（例えば足元における仮想通貨のような状況）も考え得る。この場合、資金決済法などの法律制度や税制など、どう規制していくかを検討する必要があるだろう。

3. プラットフォーマー規制

1) デジタル課税 イノベーション グローバル 情報・技術

インターネットの発達により、国境を越えてデジタルサービスを提供することが容易になっている。しかし、国際課税では、工場や支店などの「恒久的施設」がなければ課税がなされないという原則があるため、そのようなデジタルサービスを提供するIT大手企業（いわゆるプラットフォーム）に対して適切に課税ができていない。

そのため、欧州はデジタル課税について独自に見直しを進めており、英国やフランスは独自にデジタル課税を導入することを決定している。一方、OECD（経済協力開発機構）は、2019年2月には課税案として、①デジタルサービスを利用するユーザーの貢献に応じて利益を配分する案、②マーケティングによる無形資産に応じて利益を配分する案、③「重要な経済的実体」に着目する案——を示しており、2020年までに合意することが期待される。

しかし、将来、物理的実体をまったく持たず、デジタル空間のみに存在する主体がサービスを提供するような世界が到来するかもしれない。その場合、再びデジタル課税の在り方に関して、その主体が稼いだ利益に対して誰がどのように課税し、各国に配分するのかなどの問題について検討する必要が生じるかもしれない。

2) プラットフォーマー「業」規制 イノベーション 情報・技術

プラットフォーム化の進展を通じて、金商業を

直接営んでいないプラットフォームが事実上、金融商品取引業務をコントロールしている場合の対応なども「令和」における新たな課題となり得る。

プラットフォーム運営者は、直接、プラットフォームに参加する金融事業者の活動に関与するケースのほか、関与はしないものの金融事業者に活動の場を提供することを通じて、あたかも金融商品取引所のように、市場を設計・運営する主体としての性格を有するケースも想定できる。こうしたプラットフォーム運営者に対して、何の規制も課されないのでは、事実上、金商法その他の業法による規制の形骸化を招く危険性がある。

現在、このような観点から、金融庁の金融制度スタディ・グループで検討が進められている。

3) プラットフォーマーと独占禁止法

イノベーション グローバル 情報・技術

プラットフォームは、オンライン・ショッピング・モール、検索サービス、ソーシャル・ネットワークワーキング・サービス等、社会経済に不可欠な基盤を提供しており、かつネットワーク効果が非常に大きい。規模の経済が働き、スイッチングコストが大きいいため、独占化が進みやすい。さらにデータが集中するとそれを用いた事業の発展も可能となり、優位性の維持もしやすい。

このような問題意識から、2018年12月には経済産業省・公正取引委員会・総務省が、「プラットフォーム型ビジネスの台頭に対応したルール整備の基本原則」を公表した。基本原則では、プラットフォームの透明性・公平性実現のため、①大規模かつ包括的な徹底した調査、②専門組織等の創設に向けた検討、③取引条件等の開示・明示等の規律の導入に向けた検討——を進めるとし

ている。

また、既存事業者とプラットフォームとの間で、または国内外のプラットフォーム間で、競争条件の同等性が保たれているかや、国内法としての規制の在り方、エンフォースメント、海外法とのハーモナイゼーション等も検討される。検討結果は、2019年夏の成長戦略に盛り込まれる予定であり、今後の議論に注目する必要がある。

4. 仮想通貨／暗号資産 イノベーション 情報・技術

平成の終わりに、「仮想通貨」という新たな仕組みが生まれた。ブロックチェーンを用いた、全く新しい決済手段であり、仮想通貨に関する法制度は少しずつ整備されている段階にある。

2016年には、仮想通貨の売買（法定通貨との交換）などを業として行う仮想通貨交換業者に対し、資金決済法に基づく規制が整備された（2017年施行）。2018年には仮想通貨に対する会計制度が整備され、法人は仮想通貨を期末評価する必要がある等の取り扱いが明らかになった。また、FAQやタックスアンサー、2018年度税制改正などにより、税制上の扱いも整備されつつある。しかし、まだ不明瞭な部分が残っていることは否めない。例えば、仮想通貨の取得価額などを求める際、終値の存在しない仮想通貨のどの時点での価格を用いるのか、国際課税等の際に仮想通貨の所在地はどう判定するか、また、相続税において、相続人が秘密鍵を知らない場合は課税対象になるのかなど、論点は多々ある。これらの場合における扱いを明らかにしつつ、法制化をしていくことが求められる。

また、仮想通貨交換業者に対しては、投機的な仮想通貨の売買や、2018年に起きた仮想通貨の外部流出事案などを受けて、顧客財産の管理・保

全の強化、いわゆるウォレット業務に対する規制の導入、広告・勧誘規制の整備、仮想通貨デリバティブ取引に対する金商法規制の導入などの規制を強化する法案が2019年3月に国会に提出された。その法案では、仮想通貨という名称を「暗号資産」に変更することも盛り込まれている。ただ、この暗号資産の私法上における位置づけなどは明確ではなく、この点も検討していくべきであろう。

このほかにも、仮想通貨またはこれに類似したトークンを用いた企業の資金調達手段として、ICO（イニシャル・コイン・オファリング）というスキームが出現している。ICOについては、そもそも健全に活用されているのかも不明瞭であり、今後は実態を把握するとともに、適正に実施するための環境整備が必要であると考えられる。

その上で、ICOについても仮想通貨と同様、会計制度や税制、金商法や私法などにおいて、どういった扱いをすべきであるのか、また、既存法で対応するのか、新たな法を設ける必要があるのかなど、各種議論が求められるだろう。既にICOのうち実質的に投資商品の販売と認められるものについては、原則、株式や債券などと同等の開示規制を設けることなどが前述の2019年3月に提出された法案に盛り込まれている。

5. キャッシュレス化 イノベーション 情報・技術

2章4節でも触れたように、現在、機能別・横断的な金融法制の構築を目指す議論が金融庁において行われている。この議論で、特に注目されているのは決済分野であり、プリペイドカード（前



払式支払手段)、収納代行・代金引換、ポイント・サービスなど、既存の幅広いサービスに影響を及ぼす可能性がある。一方、情報技術を活用した新たな決済・支払サービスが登場・普及する可能性もある。

こうした動きは、「未来投資戦略2017」などで示されている「キャッシュレス化の推進」という政府方針を後押しすることが期待されている。

消費税の税率引き上げ時の負担緩和措置として、中小店舗でクレジット・カード等のキャッシュレス決済手段を利用して決済した場合に、購入額の5%（フランチャイズチェーン加盟店等の場合、2%）のポイントを9カ月間還元する制度を導入

し、キャッシュレス化を促進することが予定されている。もっとも、税務当局側は、キャッシュレス化を進めることで取引の捕捉が容易なることを期待しているものと推察される。

[著者]

吉井 一洋 (よしい かずひろ)



金融調査部
制度調査担当部長
担当は、会計制度、税制、会社法、
金融商品取引法、金融制度等

是枝 俊悟 (これえだ しゅんご)



金融調査部
研究員
担当は、税制、会計制度、
金融商品取引法、社会保険制度

横山 淳 (よこやま じゅん)



金融調査部
主任研究員
担当は、金融商品取引法、会社法、
取引所規則、金融制度

小林 章子 (こばやし あきこ)



金融調査部
研究員
担当は、民法（相続法・債権法）、
税制、会社法、金融商品取引法

金本 悠希 (かねもと ゆうき)



金融調査部
主任研究員
担当は、税制、会計制度、
金融商品取引法、金融規制

藤野 大輝 (ふじの だいき)



金融調査部
研究員
担当は、会計制度、情報法制、
金融商品取引法、税制