

# 外為証拠金取引規制について

——投資サービス法に向けて

神田 秀樹

関理事長 お待たせいたしました。本日の「資本市場を考える会」を開催いたします。

今日は、御案内いたしましたように、日頃から大変お世話になっている東京大学の神田秀樹先生をお招きして、「外為証拠金取引規制について——投資サービス法に向けて」という題でお話をいただくことになっております。

神田先生は大変著名な方で、この「資本市場を考える会」にも何回か御出席をいただいております。余りくどくどと御紹介する必要はないと思っておりますので、早速神田先生のお話を伺いたいと思います。

先生、どうぞよろしく願います。

## 一、はじめに

本日は、このようなお話をさせていただく機会を与えていただきましてありがとうございます。以前にも、この「資本市場を考える会」では、別のテーマですけれども、話をさせていただく機会を与えていただいております。

金融審議会の金融分科会第一部会では、本年（平成一六年）六月に「外国為替証拠金取引に関する規制のあり方について」の報告書を取りまと

めましたが、その後、理事長の関さんから講演の要請をいただきましたので、このテーマについて話をさせていただこうと思っております。

第一部会報告では、外為証拠金取引について規制を導入することを提言しましたが、この外為証拠金取引の議論を経て、中期的な観点からのいわゆる「投資サービス法」の構想が政府の方針になってまいりました。本年九月から、第一部会では投資サービス法の制定を目指した議論が再開されているところです。今日は、このような投資サービス法との関係も含めて、外為証拠金取引の規制のあり方に関する第一部会報告についてお話をさせていただきますと思います。

外為証拠金取引の規制に関する法案については、今回招集された臨時国会の冒頭に提出され、これから国会で審議が始まるうとしているところであり、私自身は、金融審議会の第一部会に

参加し、司会役を務めさせていただいておりますけれども、法案の具体的な作成作業には関与しておりませんので、法案についての説明をする能力はありません。しかし、そうはいつても、法案が提出されました以上、多少法案との関係にも触れてお話をさせていただきたいと思っております。また、法案から直接には読み取れない部分で、私から従来気がついていたような点についても、あわせてお話をさせていただきたいと思っております。

講演の時間は、一時間余りと思っておりますけれども、一時間を用途にお話をさせていただいて、あとも少し御質問等があればお受けしたいと思います。また、いつものことですが、後日、御質問等をいただけるような場合には、日本証券経済研究所を通じてお出しただければ光栄に存じます。

今日お手元に用意いたしましたものは、いずれ

も公表されている資料ですけれども、一つは第一部会の本年六月二三日付の報告であります。今日はレジユメを用意してなくて申しわけありませんが、この第一部会の報告書に沿ってお話をさせていただきます。そのほかに、今回国会に提出されました金融先物取引法の一部を改正する法律案の「概要」及び「要綱」を配布させていただきました。また、金融庁のホームページに掲載されている「いわゆる外国為替証拠金取引について」という注意文書をお配りしてあります。

このほかに法律案の本文が本来あるわけですが、これは金融庁のホームページ等からダウンロードすることができます。ページ数が多いことと、今日は法案を説明する場ではないと思いましたが、法案そのものは皆様のお手元には用意しておりません。後ほど、時間があれば、重要なところについて、法案ではどのような表現になっ

ているか御紹介したいと思っております。

そのようなわけで、本日は、主としてお手元の第一部会の報告書に沿ってお話をさせていただきます。

## 一、外為証拠金取引問題の経緯

まず、御存じのことと思いますが、外為証拠金取引は、いわば社会問題になったといつていいと思います。特に、昨年の後半あたりから、かなり大きな社会問題になりました。その経緯については、第一部会の報告書の付録に歴史的な動きが記載されています。まずこの付録に基づき簡単にこれまでの流れを御説明し、その後今回の外為証拠金取引についての第一部会における議論について、報告書に沿って順番にお話をさせていただきますと思います。

平成一〇年四月にいわゆるビッグバンのフロントランナーとして外国為替管理法が改正され、外国為替取引が自由になり、また、通貨をベースとするデリバティブについても原則自由となりました。平成一四年あたりから、外為証拠金取引に関する苦情が非常に増えてきました。私も第一部会でのヒアリングなどに基づく程度の知識しかありませんが、外為証拠金については、いろんな業者の方が主としてお年寄りなどに強引に取引を勧めているという事例などが国民生活センター等から報告されるようになりました。

御存じのように、外為証拠金取引には、いくつかの種類があります。ここで問題になりましたのは、基本的には店頭（OTC）での通貨の先物とこののでしょうか、先物というのは一般には取引所取引をいいますので、先物と違ってしまつと正確でないかもしれませんが、差金決済する

取引であり、証拠金の受け渡しだけで取引ができるというものであります。例えば三カ月、四カ月後に一〇〇万円分のドルを買いますという契約を今日するわけですが、例えば一〇分の一の〇〇万円の証拠金だけでその取引ができる。そして、今日決めたレートで、例えば三カ月後にドルを買いますので、円安になれば得するし、円高になれば損をするわけです。いずれにしても、差金決済をしますので、為替レートが動いた分だけの資金の授受が三カ月後に起きるといのが建前であります。

このような取引で何が問題になったかといえますと、いろいろあると思いますけれども、非常に基本的なところからいえば、これは投資商品一般にそうですけれども、儲かるかもしれないし損をするかもしれない取引であるということについての顧客に対する説明が十分でないとか、売り方が

強引であるとかいうようなところからトラブルが始まっております。

また、これは証拠金取引ですので、その業者がどこの市場へつないでいるかにもよりますけれども、場合によっては「追証」を追加的に求められる。もっとひどいものは、お客さんから預かったお金を返さない。「出金拒否」などといっていても、お客さんが手仕舞いしたいといっても、お金を返さないといった事例が出てきました。これは明らかに刑法の違反にもなるわけですが、そのような事例が急増したということが報告されています。

そんな中で、平成一五年には幾つかの事件が民事訴訟になって、弁護士会等もかなり本格的な対応をするようになりましたが、同時に刑事事件の捜査なども行われ始めました。特に、平成一五年一月頃からは、国民生活センターもホームページ

に本格的な注意喚起をするようになり、全国消費者団体連絡会からは要望書が出されて、対策を講じてもらわなければ困るという事態になったわけです。

業者として一体どういう方が外為証拠金取引の営業を行っていたのかということは必ずしもはっきりしませんけれども、一般に、商品先物業をやっているところ、あるいはやっていたところから入ってきた業者が会社の数としては多いようであります。もちろん、一部の証券会社も外為証拠金取引を扱っているようですけれども、名前は証券会社だけでも証券取引はやっていなくて、外為証拠金取引だけやっているような会社もあるようです。

いずれにしても、証券会社や商品先物業者であれば、本業の方については一応の監督官庁はあるのですが、どうも証券取引も商品先物取引も扱わ

ないで外為証拠金取引だけ扱っているという業者もあるようでして、だからいいとか悪いとかいうことではないのですけれども、これらの業者については監督官庁がそもそも存在しないのです。なぜなら、外為証拠金取引そのものについては業法がおよそ存在していないからであります。

そのような状況で、金融庁としては、その所管である証券会社が外為証拠金を扱う場合についての事務ガイドラインを平成一五年一二月に改正すると同時に、初めてホームページに注意喚起の情報を掲載し始めました。今日お配りしたものは、その注意喚起の情報の最新バージョンでして、ホームページに掲載されているものです。

平成一五年末には、日本弁護士連合会から、何らかの規制をする必要があるという提言が出されました。まず、法令改正をせずに対応できるものとして、今年の二月に金融商品販売法の政令改正

が行われ、四月から施行されました。この結果、外為証拠金取引については金融商品販売法の適用を受けることになりましたが、これは御存じのように私法のルールであり、業者ルールではありませんので、業法的規制には至っていません。たまたま本業の方が監督を受けている証券会社や商品先物会社の場合には、金融庁の事務ガイドラインや経産省・農水省の監督によるということでもあります。

商品先物は、経済産業省と農林水産省の所管ですが、今年の四月に商品取引所法施行規則の改正が行われ、商品取引所員、要するに商品先物業者が外為証拠金取引をする場合については、先ほどの証券会社の場合と同じような形で経済産業省、農林水産省がルール作りをしました。

ただ、これらの対応にもかかわらず、その後も民事訴訟や刑事事件が続ぎ、本年五月、六月に

は、報告書の付録の経緯のところに書いてありますように、裁判で被害や犯罪を認める判決が出されるという状況になったわけであります。

特に、日弁連から平成一五年末に提言があり、また、金融商品販売法施行令も改正することになり、年明けぐらいから、この問題については、やはり何とかしなければならぬという機運が非常に高まりました。第一部会では、御存じのように、平成一五年一二月二四日に報告をまとめておりますが、この報告の後に、投資サービスマ法を含めた次の大きなテーマを審議する予定でしたのですが、この問題に緊急対応する必要があるという認識の下に、外為証拠金取引の規制について、本年四月から六月まで集中的に審議を行い、その結果、取りまとめたのが本年六月の報告書であります。

ただ、これは今日のお話の一つの柱になります

が、今回の外為証拠金取引規制のような問題については、本来は将来であるであろう投資サービスマ法に含まれるべき性質のものであります。しかし、投資サービスマ法はすぐには実現できません。他方、外為証拠金の問題は足元で被害が続出しているという状況にあり、投資サービスマ法の実現までも待てないという事態ですので、投資サービスマ法ができるまでの緊急措置として、外為証拠金取引について適切な業者ルールを設けるという提言がこの第一部会の報告書の骨子の部分であります。

### 三、外為証拠金取引の規制に関する報告書について

そこで、報告書の本文の二ページ目からレジュームがわりに使わせていただいておりますを進めさせて

いただきます。

(1) 基本認識

まず、「基本認識」については、最初の二段落はいま申し上げたようなことが述べられていません。三段落目に、「このような状況に鑑みると、外国為替証拠金取引に基づく被害の拡大を防止するため、外国為替証拠金取引が先物取引と同様の性質を有するデリバティブ取引であると整理し、金融先物取引法を改正することにより、外国為替証拠金取引を取り扱う業者に対し……措置することが妥当である」と書いてあります。

これは幾つかポイントがあります。

第一のポイントは、必要なことは業者ルールの制定であるということです。私法上のルールは、とりあえず現在の法体系でいえば、金融商品販売法で対応が済んでおります。もちろん、金融商品

販売法自体が不十分ではないかという御批判もありますけれども、それはそれとして、法律自体としては、すべての金融商品に適用されるという意味で、外為証拠金についても適用がなされます。しかし、外為証拠金は、業者ルール不在の金融商品であり、多くの被害が出ている状況にあるので、業者ルールを定める必要があるということが第一のポイントです。

第二のポイントは、外為証拠金については、将来的には投資サービス法というものができればそこに含められ、投資サービス法の業者ルールに服するということが想定されるのですが、当面何とかしなければならぬとすれば、一体どの法律で対応するのかという問題であります。これについては、ここに書いてありますように、金融先物取引法を改正して対応するのが妥当であろうというのが結論であります。現に、今国会に提出されま



した法案も、金融先物取引法改正法案であります。

どういうルールを整備すべきかといえは、基本的には業者ルールです。ただ、報告書には「業者ルール・取引ルール」と書いてあるのですが、これは私の理解では、取引ルールといっても、私法レベルのルールは金融商品販売法がありますので、一般に証券取引法などの言葉では「行為規制」と呼ばれるような業者に対する取引ルールが中心になると理解していいと思います。

## (2) 投資家の範囲

ルールの対象となる取引については、まずどういう取引を対象とするかということと並んで、適用対象となる「投資家の範囲」の問題があります。投資家の範囲は個人に限定すべきであるという意見と、個人を超えて必要な限りで法人の場合

にも適用すべきであるという意見がありました。

この辺は、審議会では意見が分かれたところと、いつてよろしいかと思えます。といいますのは、基本的には苦情が多いのは、今申しましたように高齢者の方などに業者が強引な販売を行うというようなケースであり、個人が当面の被害あるいは苦情の対象であったわけであります。しかし、業者ルールとして法制度化する場合には、日本の証券取引法の体系では、個人はだめで法人はいいという線引きはありません。御存じのように適格機関投資家に係る私募ルールがありますが、その場合の私募の線引き基準は、私募の対象となる適格機関投資家の範囲を狭く定めています。この辺をどう考えるかという問題があります。また、他方において、通貨をベースとするデリバティブ取引やその他の金融・投資商品で、特に証券取引法等による規制を受けていない取引は幾らでもあるわけ

です。これらはいわゆる証券取引法上の有価証券に該当しない投資商品ですけれども、これらの取引について特に何か被害が起きているわけではないという面もあります。

例えば、今年の証券取引法改正で、御存じのように組合型のファンドが証券取引法の適用対象になり、証券取引法二条二項の「みなし有価証券」の規定に組合型ファンドが追加されました。従来からの民法上の組合、商法上の匿名組合及び「投資事業有限責任組合契約に関する法律」に基づいた有限責任組合があり、これらの組合によるファンドには、企業再生ファンドやベンチャーキャピタルなどがあります。これらの組合型ファンドについても、お金を集める部分は基本的には証券取引法の適用があるという改正がなされました。そのときにも、やはり同じような線引きの議論がありました。確かに、新たに登場した何とかファン

ドというものの中には、広く投資家を保護する必要があるものは少なくないのですが、他方において、例えば伝統的なベンチャーキャピタルなどは、証券取引法にいう適格機関投資家よりは広い範囲の一般事業法人に向けても販売されていますが、特に問題を起こしているわけではないかもしれませんが、したがって、そういったものも証券取引法上の公募の規制を及ぼすことは過剰な規制ではないかという意見がありました。

同じような問題が今回の外為証拠金取引にもあります。今問題を起こしているような取引は、禁止するぐらいの強い措置をしなければいけない性質のものかもしれませんが、あまり広く抑え過ぎますと、結局、「貯蓄から投資へ」という基本的な考えそのものと矛盾することになりかねません。常にそういうジレンマを含んでいるのが証券、投資サービス分野であります。なかなかつら

いところではありますけれども、そういう問題が外為証拠金取引にもあるということでもあります。

(3) 投資サービス法との関係

その次に書いてありますのは、投資サービス法との関係であります。本来投資サービスに関する規制を機能的・横断的につくっていくべきであるが、それでは間に合わないので、当面の対応として金融先物取引法の改正を行い、通貨・金利等を原資産としたデリバティブ取引をその対象に加えることとし、より横断的な仕組みについては投資サービス法を議論する中であわせて議論をしていくということが書かれています。

したがって、金融先物取引法を改正するけれども、その適用対象となる取引は、通貨・金利等を原資産とするデリバティブ取引にする。また、業者ルールの適用対象については、個人に限定する

という意見と、法人も含めたルールにするべきだという意見があるけれども、投資家保護の必要性和経済活動に与える影響の両面を勘案してルール整備をする。最終的には、報告書のレベルではこのような表現に落ち着いたわけであります。

## 四、金融先物取引の規制体系の問題点について

(1) 金融先物取引法の基本的仕組み

実際のところ法案の方ではどうなっているかということですが、まず、重要な前提として金融先物取引法という法律のつくりについてお話ししたいと思えます。この法律は、昭和六三年に制定された法律ですが、この年には、証券取引法も大きな改正がなされ、株価指数の先物取引等が新たに加えられています。

もともと、先物取引は、日本でも歴史が新しく、まず昭和六〇年に国債先物取引が導入されましたが、昭和六三年には、指数先物を導入する証券取引法改正が行われるとともに、いわゆる金融先物に関連する法律（金融先物取引法）が制定されました。金融先物取引法は、一部の金融先物取引についてルールを設けると同時に、東京金融先物取引所という取引所をつくるための法律でありました。この法律に基づいて、翌平成元年に東京金融先物取引所が設立されています。

御存知のように、何が金融先物で何が証券先物かといった議論から商品先物との線引きまで、世界の法制度は大きく分かれていいいます。アメリカでは商品先物についての Commodity Exchange Act<sup>1</sup> 直訳すれば「商品取引所法」と訳するのが正しいと思いますけれども、そのもとの商品先物規制及び商品先物取引所の所管官庁は、SECで

はなく、CFTC（米国商品先物取引委員会）であり、ここが金融、証券についての先物を所管しています。現物の株のオプションは別ですが、一応いまま申し上げたような線引きの原則があります。したがって、アメリカでの金融証券先物取引は、主として、取引所でいえば二大取引所といわれているCME（Chicago Mercantile Exchange）とCBOT（Chicago Board of Trade）で取引されてきたという歴史があります。これらの取引所は、伝統的には商品の先物取引を上場してきた取引所です。ニューヨーク証券取引所では、これらの先物取引は基本的には取り扱わないという線引きがなされてきました。

しかし、日本の場合は、いろいろ経緯もありまされども、御存じのように、証券取引法の中では現先一体規制という考え方に立つて、現物も先物も同じ証券取引法で規制しています。例えば国

債がそうですし、株式の指数もそうです。したがって、証券取引所に上場して取引が行われるものについては、証券取引法のもので規制するという形がとられてきました。

昭和六三年に金融先物取引法が制定されたときは、金利・通貨を原資産とする先物取引、オプション取引は東京金融先物取引所に上場して取引し、それに参加する業者について規制をするという形式がとられました。これが金融先物取引法の基本的仕組みであります。非常に重要な点は、金融先物取引法というのは取引所で行われる先物取引だけを規制している法律であるということですから。取引所外で行われる店頭デリバティブは通貨・金利を原資産とするものであっても、金融先物取引法の適用対象にはなっていません。法律を読まれると、実は店頭金融先物取引という定義があります。これは、平成一〇年のビッグバンのとき

に横並びで規定されたのですが、この場合の店頭金融先物取引は、金融先物取引所において形成される相場を利用したものだけに限っています。そのような意味では、少し紛らわしいのですけれども、厳密に言えば店頭金融先物取引というものも一部規制の対象にはなっているのですが、これは例外的な場合であって、これ以外の大部分の店頭の金融先物取引は金融先物取引法の規制の対象になっておりません。

その理由はいろいろありますが、そもそも考えてみますと、通貨や金利を原資産とするデリバティブ取引には、一番大規模なものとして大手の金融機関等が行っているスワップ取引があります。これは事業法人を相手に行う場合もありますけれども、このようなスワップ取引まで規制するということはとても考えられない話であります。そういう意味で、法律をつくる段階から、意識し

てそういう取引まで規制する趣旨ではないことを明確にして法律が制定されたのであります。スワップ取引は、もちろん取引所の相場を使いませんで、平成一〇年の改正の後も、金融先物取引法の適用対象にはなっていない。

他方、リーテール、個人向けに売っている金融商品では、例えば通貨オプションの預金があります。金融機関は預金にいろんなオプションをつけて販売しています。融資にもオプションをつけることがありますけれども、個人向けには、いろんな商品があつて、外貨預金もそうですけれども、普通の円貨の預金にも一部外貨オプションを組み合わせている預金商品などが多数あります。これらの金融商品も金融先物取引法の規制対象には一切ありません。銀行法の一般ルールのもとで運用されており、これまで特にそれが個人の投資家あるいは消費者に対して何か問題を起こし

たというようなことは、少なくとも一般論としてはなかったといつていいかと思えます。

## (2) 適用対象の問題

そこで、まず最初の関門は、金融先物取引法を改正して、今回の外為証拠金取引を適用対象に加えるにはどうすればいいかという問題であります。一番簡単な方法は、被害が出ている外為証拠金取引を定義して、それだけを対象に加えればいいのですけれども、法律を書くときにはなかなかそのように書けないところがあります。しかも、余り狭く定義しますと、それに該当しないけれども同じような商品がすぐにできますので、これもまずいということになります。

しかし、他方、通貨・金利等を原資産としたデリバティブ取引を新しく金融先物取引法の適用対象にしますと、今ご紹介したような金融商品、才

プシオンつきの預金から始まって通貨・金利を原資産とするスワップ取引等に至るまで全部入ってしまいます。今度は定義として適用対象を定めたのはいいけれども、これらを次々に適用除外として抜いていかなければなりません。これは法律を書く人だけが悩むことなかもしれませんが、繰り返しになりますけれども、もう一つの大きな問題として、相手方を個人投資家に限定するのかがどうかという問題があります。

証券取引法の場合には、適用対象の範囲については、逆の悩みがあります。既に私募の線引き基準として適格機関投資家という基準がありますが、それは緩和されているとはいえ、まだ相当狭い範囲です。アメリカなどは個人も入っているのですけれども、日本はそこまで広げていません。何でもアメリカと同じにすればいいというわけで

はありませんが、日本の証券取引法の場合には、例えば組合型ファンド持分を適用対象に加えたときに、私募の範囲をどのように線引きするかという議論があつたように、逆の難しい問題があります。

金融先物取引法では、個人と法人、私募と公募に関する線引きについて今までまったく議論の対象にならなかったのです。その理由は、取引所で行われる取引だけを適用対象としており、証券取引法の世界でいえば、証券取引法のルールがあり、受託契約準則を定めるルールがあり、業者のルールがあつて、それですべてという仕組みになっているからです。およそ相対の店頭取引は適用対象にしませんので、取引の相手方がどうかという議論は何もないわけです。

証券取引法でも先物オプション取引については、有価証券概念を経由しないで定義されている

ということとは御存じのとおりです。直接、一連の先物取引等のデリバティブ取引を証券業として定義しました。これも昭和六三年のある意味で革命的な改正なのですけれども、それまで、証券取引法は入り口で必ず有価証券概念を經由して証券取引法に入ってきていました。逆にいえば有価証券でないものに証券取引法を適用することはなかったのです。国債の先物取引を導入したときも、有価証券に定義しないと証券取引法が適用できませぬので、標準物というものを有価証券とみなして証券取引法の適用対象にしたのです。ところが、昭和六三年に株価指数先物を導入しようとしたときには、有価証券としてみなしようがない。そこで、もう有価証券とみなすことはあきらめて、有価証券概念を經由しないで直接、先物取引を証券取引法に取り込んだわけです。したがって、証券取引法のディスクロージャー制度は、先物取引に

は適用されません。それは、有価証券でないので開示するものがないという技術的な理由のほかにより実質的な理由としては、証券取引法上の現物商品である株や債券などを発行する場合に求められる発行開示を先物のような派生商品に求めることはふさわしくないという考え方に基づき開示制度そのものの適用がないのです。そうだとすると、業者がそのような派生商品を販売する場合の何らかの開示についてのルールが必要ではないかということになります。それを開示と呼んでいいのかどうかわかりませんが、むしろ行為規制といった方がいいかもしれません。派生商品については、証券取引法でも実はそのような行為規制が中心になっています。

金融先物取引法はいずれにせよ店頭デリバティブについてのルールはこれまで一切ありませんでしたので、相手方に応じてどのように規制してい



くかという難しい問題がでてきました。

## 五、「投資サービス法制定」の必要性を巡る論点

この問題について時間をとってお話したのは、実は同じ問題が投資サービス法を構想する場合に出てくるからであります。投資サービス法については、金融サービス法と呼ぶ人もいますけれども、差し当たり銀行取引、保険取引についてはそれなりに現在の業法がカバーしています。保険については共済問題が最近議論されていますが、それを例外といたしますと、銀行取引、保険取引については横断的な業者ルールがそれなりに存在する。しかし、それを除いた分野（これを投資サービスと呼んでいます）については、横断的な業者ルールがないというのが投資サービス法の基本的

な問題であります。

銀行、保険も含めて横断的な業者ルールにすべきであるという主張もあり、その場合には金融サービス法と呼んだりしていますが、これは、イギリス法のいわゆる二〇〇〇年改正に相当します。しかしながら、少なくとも現在の日本で政府の方針になっているのは、「投資サービス法制定」であり、それはイギリスでいえば、一九八六年の Financial Services Act（当時それは金融サービス法と訳していました）に相当します。その対象となる業務は、Investment Business という投資サービス業務であります。イギリスでも、銀行と保険分野については法律があつて、それ以外の分野が抜け落ちていたので、その部分について横断的に業者ルールをつくつたのが八六年法であります。現在日本もそこを指摘しているということです。

(1) 投資サービス法を目指す第一の理由——横断的なルールの必要性

この場合、二つ問題があります。まず一つ目は、なぜ銀行、保険まで含めないのかということ。これは裏を返していえば、なぜ横断的なルールがないのかという問題です。ここが人によって議論が分かれるところです。金融サービス法をつくるべきであるという人からすれば、投資サービス法だけでは不十分ということになります。が、それでは、なぜ政府としては、投資サービス法を目指すことにしているのか。その理由は、二つあります。

第一の理由は、銀行、保険の取引については、現在それなりに横断的な業者ルールがあります。しかし、残りの部分については横断的な業者ルールはありません。残りの部分は資本市場分野と呼んでいいと思うのですが、資本市場の基本法であ

る証券取引法の適用範囲は非常に狭い。伝統的な証券は漏れなくカバーしていますが、新しく出てくるものについては、有価証券を次々追加してきたものの、また包括規定が一心あっても包括規定の適用がされているものがほとんどないということから、どうしても全部をカバーしていない。しかも、ＩＴのような新しい世界において、証券取引法でカバーされていない部分がどんどん広がっていくという悩ましい現象が生じています。今年の証券取引法の改正で、ある程度当面の対応をしましたが、組合型投資ファンドがその例でありま。今回の外為証拠金取引のようなものもそうです。

したがって、すき間が非常に多く、すき間が広がっている。これまで証券取引法では、伝統的な有価証券に加えて、平成四年以降は証券化関連商品などを追加してきましたが、なかなか追いつか

ない。このため業者ルール不在の投資分野が存在する。あるいは業者ルール不在の投資商品が存在する。やはりこれは何とかしなければいけないというのが第一の理由です。

(2) 投資サービス法を目指す第二の理由——エンフォースメントの確保

第二の理由は、監視、執行体制のエンフォースメントの観点からの理由です。銀行、保険を含めるといふ議論は、今日のイギリス型を想定していますので、その場合には監督官庁も一つですし、そのエンフォースメントも一元的であります。他方、アメリカは歴史的な事情もあり、銀行、証券について、一元的ではなく、監督官庁も違うという状況にあります。ここはなかなか難しいところですが、抽象的にいえば、監督官庁は一つの方がよいように思いますし、事実日本では、銀

行、証券、保険という言い方をすれば、昔から大蔵省が一元的な監督をしてきました。現在も金融庁という一つのところで監督をしています。ただし、一部については、ほかの省庁の所管する部分にもまたがっていますので、その部分は例外として若干ありますけれども、少なくとも銀行、保険とそれ以外のもの、それを投資あるいは証券としますと、これらの監督は基本的には一つであったわけです。

にもかかわらず、資本市場分野には、やはり市場という特性に応じた強力な市場監視体制が必要ではないかというのが、投資サービス法を強調する第二の理由です。これは「日本版SEC論」とも呼ばれていますが、現在ある仕組みに即していえば、証券取引等監視委員会が約一〇年前にできましたが、その証券取引等監視委員会の監視機能の強化ということになるように思います。

これは、今年の証券取引法改正に盛り込まれた課徴金制度の導入その他を含めて、市場における不正取引を厳しく監視する必要があるという考え方であります。市場における取引は、銀行取引や保険取引とは質が違つてという認識であり、銀行、保険を除く部分を投資サービス法というくりにして、そこには強力な「市場の番人」が必要であるという考えです。それを日本版SECと呼ぶか、あるいは監視体制の強化と呼ぶかは、人によって多少具体的なところについては意見が違つても、ありませんけれども、そういうものを目指しましょうというのがもう一つの理由であります。

したがって、漏れが多いから埋めなければいけないということと、監視体制のエンジニアズメントというこの二つの観点から、投資サービス法を整備していこうというコンセンサスは得られており、「貯蓄から投資へ」の大きな流れをサポート

する基本的なインフラであるということについての意見の一致を見ているわけであります。

## 六、「柔構造化」の必要性

投資サービス法を制定するとすれば、証券取引法はどうなるのかという御質問をよく受けます。当然ながら証券取引法は投資サービス法の中に発展的に解消されることとなります。それを聞いて、証券取引法がなくなってしまうのは寂しいとおっしゃる方もおられます。しかし、ヨーロッパでは、現在投資サービス指令というものを持っていますし、イギリスも証券取引法とはいわずにともと「金融サービス法」と呼んでいたのです。それが「金融サービス市場法」になりました。このような状況にありますので、名前はともかく、現在の証券取引法は拡大・発展して投資

サービスマンになるということでもあります。

ただ、その場合に、私は「柔軟構造化」と呼んでいます。現在の証券取引法は、硬い構造になっていますので、これを柔軟にしないととても対応できないと考えています。今回の外為証拠金あるいは組合理型ファンドに係る証券取引法改正についてもそのことを示していると思います。

例えば、組合理型ファンドを例にとってお話ししますと、私募の対象となる適格機関投資家の線引き基準の議論があります。従来型の債券や株式についてもプロ私募が認められるようになりましたけれども、これは非常に流動性が高く、頻繁に流通する有価証券についての議論です。これに対して例えばファンド持分のようにそんなに流動性が高くない投資商品、すなわち証券取引法でいえば二条二項に規定されるような商品については、私募に係る適格機関投資家の範囲をもう少し違えても

いいのではないかとということです。

同じように、先物やデリバティブについては、また別の線引きが必要になると思います。先物やデリバティブに適用されるのは、証券取引法でいうところの募集に先立つ発行開示のようなディスクロージャーではありません。そうであるとするれば、業者ルールの適用対象となる顧客がリーデルだけなのか、ホールセールも含めるのかという議論をして、それに応じた線引きを行う必要が生じてきます。この場合、被害を未然防止することを非常に強く意識すれば、基本的に取引は禁止する、あるいは適格機関投資家の範囲も狭くすることがいいように考えられるのですが、そうすれば過度の規制となつて、結局資本市場の発展を阻害することにもなりかねないという、大変に難しい悩みがあります。

非常に話が長くなりましたけれども、そういう

投資サービス法を念頭に置いて、当面の改正として組合持分に証券取引法を適用したり、外為証拠金に金融先物取引法を適用することにしていますので、なかなか分かりづらい面があるのですけれども、問題意識は一貫しています。すなわち、柔構造化が図れるように制度をつくっていくという考え方で物事を整理しております。

なお、証券取引法や金融先物取引法とは、法律の性格がかなり異なりますが、前の国会で成立しなかった新信託業法という法律があります。法案は現在継続審議になっていますが、この法律についても同じように柔構造化を目指しています。ただ、当面、信託業法の出口の部分（信託受益権）については証券取引法上の有価証券にしないという整理をしています。投資サービス法の制定に向けて、投資サービス法に含まれるべきものは、将来は投資サービス法の方に融合されていくとい

う構想になっており、そのつくり方は柔構造化されています。

## 七、外為証拠金取引の規制の概要

### (1) 「店頭金融先物取引」の定義

外為証拠金に戻って、今回の法改正によりこの取引をどのように定義したかという問題に移ります。新しい法律では、二条四項で店頭金融先物取引を次のように定義しています。「この法律において、店頭金融先物取引とは、金融先物取引所の開設する金融先物市場及び海外金融先物市場によらないで行う次に掲げる取引をいう。」要するに、店頭金融先物取引とは、取引所外で行う取引をいふと定義されているわけです。ただし、そこに括弧書きがあり、「その内容等を勘案し、取引の当事者の保護のため、支障を生ずることがないと認

められるものとして政令で定めるものを除く」と書かれていて、このように定義した店頭金融先物取引の中から政令でさらに除外するものがあるということを規定しています。その次に各号があり、その中に、通貨・金利を原資産とするデリバティブ取引があります。

したがって、基本的には、法律のつくり方としては、通貨・金利を原資産とするデリバティブ取引であつて取引所以外で取引されるものは店頭金融先物に該当するという定義がなされ、そこから政令で定めたものを除いていくという形式が採用されています。したがって、従来取引が行われてきて問題を起こしていないものは、政令で除いていくこととなります。なお、定義からそもそも外れるものがあるのですけれども、それは時間の関係で省略させていただきます。

第一一部の報告書との関係では、一方で外為証

拠金取引は必ず適用対象に入れなければいけない。また、それに類似するものも入れなければいけない。しかし、形式的に通貨・金利を原資産とするデリバティブ取引を全部入れてしまうと、それは入れ過ぎになりますので、その線引きはなかなか難しいということでもあります。

(2) 「一般顧客」の定義

また、適用対象についても柔軟化が図られています。「金融先物取引の受託等」という定義が二条一項にあり、「一般顧客」という概念が採用されています。

一般顧客とは何かというと、次の二つの種類の者を除いたものと規定されています。一番目が「金融先物取引に関する専門的知識及び経験を有すると認められるものとして内閣府令で定めるもの」であり、二番目が、「資本の額が内閣府令で

定める金額以上の株式会社」であります。したがって、法人については、適格機関投資家の概念よりもはるかに広く、一定資本金額以上の株式会社は全部外れることになっていきます。いずれにしても、内閣府令で定めて、相当数外すという形になっており、そういう方法で一般顧客とプロとも呼ばれる今回の保護の対象にならない人との間の線引きをしようという苦労が出ております。

実は、私から見ますと以上に申し上げた問題が非常に難しいところであり、規制の内容そのものについては比較的簡単であります。

### (3) 業者に対する行為規制

報告書では、業者ルールについて書かれていますが、参入規制から始まって、一連のルールが設けられます。登録制となり、監督官庁は金融庁になります。

#### ① 勧誘・広告規制

行為規制については、まず勧誘・広告規制があります。時間的順序からいえば、私の頭の中の整理では、広告があつて、勧誘があつて、販売がある、こういう順番になるのですけれども、これも投資サービス法を構想しますと、広告と勧誘とはどう違うかというところから始まって、いろいろ難しい問題があります。

まず、現在広告については、ルールが統一されていないことは皆さん方も御存じかと思えます。証券分野での広告は、原則として日本証券業協会のルールに基づき定められていますし、銀行分野の広告規制については、銀行法にはほとんど規定が置かれておらず、独占禁止法（景表法）に基づく公正競争規約で定まっている部分が多いのです。保険分野の広告は保険業法の規制に従っています。勧誘については、基本的には銀行、証券、



保険ともそれぞれ法令に基礎があり、証券取引法でいえば「適合性原則」が原則ですが、金融商品販売法では、勧誘販売について横断的な私法上のルールができています。販売についても、いわゆる説明義務などと呼ばれているものは、業者ルールとして、それぞれの業法に規定があります。広告については、現在統一されていないので、投資サービス法を検討するときには、この部分はある程度物事を整理する必要があると思いますが、今回は先取りして、具体的なルールを法令上設けることにしております。

報告書では、広告については、「また、広告規制については、事実と相違する表示や、投資家に誤認を与えるような表示を禁止することが適当である」とされ、広告の必要的記載事項については、「取引の仕組み及び元本以上の損害発生の可能性があることを必要的記載事項とすべき

であるとの意見があった」という指摘がありました。

これに対して、勧誘については、原則は適合性の原則です。しかし、一部の消費者団体等から、外為証拠金のような取引については「不招請の勧誘禁止」ルールを導入すべきであるという強い要望がありました。つまり、一言でいえば、「お客さんがいいといわなければ勧誘してはいけない」ということですが、これは非常に不正確な言い方でありまして、電子メールや手紙も送ってはいけないのかということになりますが、規制の対象となるのは、基本的には電話と訪問です。

第一部会では、電話勧誘、訪問勧誘は禁止するという意見が強く出されました。この議論と、そもそも外為証拠金取引のようなものは取引そのものを禁止すべきだという議論が非常に混線しまし

て、第一部会ではいろいろな意見が出ました。また、取引そのものは、将来のキャッシュフローを買うわけですが、証拠金率、あるいはレバレッジ率が何倍も高い商品が果たして個人向けの商品としてふさわしいかという議論もありました。しかし、最終的にこの報告書の考え方は、外為証拠金取引というのは取引そのものが悪ではなく、基本的に取引の仕組みは普通の金融商品である。問題を起こしている原因は、商品の売り方であり、勧誘、販売の仕方であるというところに落ち着いたわけであります。

## ② 「不招請勧誘の禁止」ルールについて

これだけ社会問題にもなっているのだから、電話、訪問の勧誘は禁止しようという議論について、第一部会で議論になりましたのは、業者の立場からすれば、これをすべての投資商品に当てはめられたのでは商売が成り立たなくなるとい

見です。しかし、他方、消費者団体からは、イギリスなどでは、すべての投資商品がそうになっているという主張がなされました。イギリスにはかなり例外が多いのですけれども、それはともかくとして、この問題をどのように整理するのかということが非常に難しい問題になりました。第一部会の結論としては、原則ルールは、「適合性の原則」とすることを確認することになりました。すなわち、顧客にふさわしくないものを売ってはいけなという適合性の原則が原則ルールであるが、そのことから直ちに、不招請勧誘を禁止するという結論が出てくるわけではない。適合性の原則が守られればいいのだけでも、問題は、その適合性の原則が実効性を欠く、あるいは実効性がないような分野が存在することであり、外為証拠金取引は、そのことを示している。このような分野については、適合性原則違反の防止規定として、電

話、訪問勧誘は禁止するということになったわけでありませう。

今申し上げました広告と勧誘の規制については、法案の方にも盛り込まれ、法律案要綱にもありますようにいずれも条文化されています。

適合性の原則については、法案では七七条で適合性の原則が定められました。業者の禁止行為は七六条に規定されており、その中で、電話及び訪問勧誘の禁止が明示されました。すなわち、七六条の四号で、「受託契約等の締結の勧誘の要請をしていない一般顧客に対し、訪問し、または電話をかけて受託契約等の締結を勧誘すること」が禁止になりました。

ここで問題になるのは、最初の電話が規制の対象になるかどうかということです。不招請勧誘禁止というのは日本では経験がありませんので、最初にお客さんに「勧誘してもいいですか」という

電話や訪問するのは勧誘になりますかという御質問を受けることがあります。私もよくわかりませんが、電話勧誘、訪問勧誘を禁止する以上は、やはり最初の電話や訪問もそれに含まれるという解釈にならざるを得ないと思うのですが、あるいはその点については別の見解も可能かもしれません。

いずれにしても、抽象的にいえば、お客さんがいいといえば、もちろん勧誘もできるわけです。また、繰り返しになりますけれども、今回の規制の対象になる取引に限られるものであり、相手方についても、先ほど説明しましたような意味ではその範囲は限定されているということです。

広告については、六八条で規定されています。内容は御紹介しませんが、報告書で書かれたことがほぼ実現しております。勧誘について

は、報告書で書かれた誠実公正義務、断定的判断の提供の禁止等がすべて法律の七六条に列挙されています。

③ その他の規制

顧客と相対で取引を行う業者と取引の媒介を行う業者、イントロデュースング・ブローカーなどといっていますが、証券の分野では証券仲介業に当たるとしてもいいかと思えます。取引の相手方となる業者及び業務内容等を明示する義務について、法律上規定が置かれています。

(4) 顧客資産を保全するための財務規制

① 自己資本規制

顧客資産を保全するための財務規制については、最低資本金が導入されます。また、自己資本規制が導入されますが、これはなかなか議論があるところだと思います。自己資本規制については、考え方

によつては、証券会社のように、株を扱っているような非常に市場リスクにさらされている場合には必要になるけれども、外為証拠金專業業者のような場合にも必要なかという議論があります。

また、自己資本規制比率の計算の方法が証券会社のそれと同じような算式でいいのかという議論もあります。しかし、八二条において、基本的には証券会社と同じような形での自己資本規制が導入されています。詳細は省略しますけれども、規制の方式も証券会社と同じようなスタイルであり、法律上は一二〇%基準になっています。

なお、実際の事例の中には、例えばインターネットだけで営業しており、個人向けの勧誘をしていないような業者もおられるようです。このような場合は、そういう意味では問題を起こしていないわけです。これらも含めて形式的に一律一

二〇%基準の自己資本比率規制を適用しても大丈夫かという議論もありますが、そのような現実の問題は、経過規定等その他でいろいろ対応できることだろうと思います。いずれにせよ、法律では証券会社並みの自己資本規制が導入されています。

② 証拠金の保全

「証拠金の保全」については、業者がお客さんから預かったお金を返さないという事例もありません。これは「出金拒否」と呼ばれています。また、預かったお金を使ってしまふという話もどうもあるようでして、この辺はあまり実態がよくわからない分野です。いずれにしても、報告書で、これらを防止するために「区分管理」を行うとともに、その保管情報、リスクについての情報開示を義務づけるよう求めています。この問題は、証券取引法では分別保管とっていますが、

法律では九一条で実現しております。以上が財務規制であります。

(5) その他の論点

検査については、将来の投資サービス法を視野に置いています。証券取引等監視委員会が検査を担当するということが報告書の立場です。

自主規制機関については、ここもなかなか悩ましいところです。投資サービス法ができた場合には、日本証券業協会も名前を変えていただいて、例えば日本投資サービス業協会というような組織になるのでしょうか、とりあえず今回は金融先物取引法の改正ですので、金融先物取引業協会という自主規制機関をつくることになっております。

なお、東京金融先物取引所から、第一部会で審議しているときに、外為証拠金のような商品の上

場を検討したい、上場されれば、品質管理もなされて、そういう意味で変な商品にはならない、また、仮に業者の売り方に問題が発生しても、上場商品については、既に現在の金融先物取引法で規制されているところであるという話がありましたので、報告書ではその点についても言及していません。

いずれにしても、この報告書の最後に「外国為替に関連する取引が国民の資産運用の一環として健全に発展していくことを期待したい」と書きましたところ、一部の方から御批判を頂戴しました。外為証拠金取引を奨励するのといった御注意を受けたのですが、これはそういう趣旨では全くありません。したがって、最後の文章を独立させたのですけれども、ここが基本的なジレンマです。被害を起こしているようなものは厳しく規制すべきである、それはそのとおりなのでしょう。

れども、それをやり過ぎてほかのものも全部殺してしまったのでは、資本市場はおよそ発展しないわけですし、外国為替分野についても同じ問題が当然あるわけです。

外為証拠金取引について、勧誘や販売のやり方に問題があるとすれば、電話と訪問禁止まで規制を厳しくせざるを得ないと思います。しかし、そのような規制をすべてに及ぼすことはなかなか難しく、やはり外為取引自体は健全に発展していくことが重要であり、そうでなければ、「貯蓄から投資へ」という流れにもそぐわないものになります。

以上、報告書の考え方をお話しするとともに、投資サービス法を構想する際の「柔構造化」を見据えて、証券取引法改正、金融先物取引法改正法案、信託業法改正案が策定されているということについてもお話させていただきました。

## 八、投資サービス法の今後の審議の見通し

最後に、第一部会の報告書に書いていないけれども法案に盛り込まれた項目を御紹介するとともに、投資サービス法は一体いつ頃できるのかという話を簡単に申し上げて、お話を終わらせていただきます。

私が法案を見た限りにおいて、第一部会の報告書には書いていないことで、法案に書き込まれたものには、特に驚くようなものは何もありません。しかし、投資サービス法を見据えているのではないかと推測されるものは幾つかあります。

一つの例を挙げますと、外務員制度です。これは証券分野ではよく知られた制度ですが、例えば証券仲介業が銀行本体等に開放される場合にも外

務員制度が適用されます。金融商品を販売する場合の顧客とのインターフェース、顧客と向かい合う部分については、外務員制度というのが標準になっていますので、今回の金融先物取引法にも外務員制度についての詳細な規定が設けられています。

そのほかは、細かいものが幾つかありますけれども、大体報告書の内容を実現した法案になっているように思います。

さて、投資サービス法がいつできるかということについては、この時点ではもちろん全くわからないことですけれども、今の感じで申しますと、できれば金融審議会自体は来年の夏前までには報告書を取りまとめたということと審議を進めています。順調にいけば再来年ぐらいには何とかできればいいのではないかとことです。逆にいうと、余り悠長に五年も一〇年も議論しているほ

ど世の中のスピードは昔のようにゆっくりではありません。あらゆることが急激に変化しています。証券取引法も毎年改正されてきました。今年も大改正ですけれども、去年も大改正がありました。金融審議会では、当面の対応として、今回の金融先物取引法の改正などの問題を審議してきましたが、個別の議論をしているだけで、いつまでたっても投資サービス法が実現できないという事態は避けなければいけないと思います。したがって、そんなには待てませんので、そういう意味では、二年後位を目標にしないわけにはいかないというところだと思います。

そうは申ししても、私の言葉でいうところの「柔構造化」（柔軟化といってもいいですが）の作業については、まず議論のレベルで詰める必要がありますが、そんなに容易なことではありません。これは、先ほどはディスクロージャーを例に

とりましたけれども、業の規制についても同じであると思います。

例えば、投資サービス業が非常に拡大し、その適用対象となる金融商品も広がっていけば、柔構造化が必要となつてきます。このような新たな商品も含めたものについての名称については、現在までは有価証券という言葉でとらえてきましたが、これから新たにどうなるのかわかりませんが、株自身も五年後には公開会社の株が強制的に無券面化、ペーパーレス化される時代を迎えていますので、有価証券という言葉はいずれにしろ証券取引法には生き残れないと思います。イギリスでは Investments（投資物件と訳しています）と呼んでいますけれども、それらが広がっていくと、業規制についても柔構造化しないわけにはいかないと思います。

平成四年の証券取引法の改正のときに、限定免



許という議論がありました。当時はまだ証券業は免許制だったのですが、証券化関連商品だけを取り扱うような会社については、限定免許の証券会社でよいではないかという議論がありました。しかし、これは実現しませんでした。現在証券業は登録制になりましたので、少し建て付けも違います。いずれにしても、業規制のところについてもそのような柔軟化を図る必要があります。

さらに、財務規制についても恐らく柔軟化を図る必要があるように思います。そうでないと、一気に全部すき間を埋めるところまで対象を広げることができないし、また、そうしないままに広げることでも適切であるとも思えません。これは現在の証券取引法がおかしいということでは決してないのですけれども、そういう目で見ると、証券取引法は少し硬い構造になっています。それを柔らかくしないと、発展して投資サービス法に衣更え

できないというのが最大の悩みであります。

抽象論はわかっているのですけれども、具体的にどうするかということを決めないと議論が深まりませんので、そちらへ向けての詰めた議論を来年の夏までにはとにかく完了したいということではないかと思えます。

今年の証券取引法改正で広がった組合型等のファンドの部分や今回の外為証拠金取引の業者ルール、さらに信託業法も一部参考になると思いますけれども、既にこれらが過渡的な状態として柔軟化、柔軟化を取り入れています。そういうことも考慮すれば、来年夏までに、全体としての投資サービス法の構想について結論を目指した議論ができるような雰囲気は十分整ってきているのではないかと思っています。

第一部会の委員の皆様方の御意見をよく伺って、関係者のコンセンサスができれば、何年も先

にはならず、早目の時期の実現も可能ではないかと期待しているところであります。

話がいつものおりとりとめのない話でしたけれども、そろそろ時間が参りましたので、以上で私の話は終了させていただきます。

若干時間があるようですので、もし御質問等ございましたら、お受けさせていただきますと思います。

御清聴いただきましてどうもありがとうございます。(拍手)

関理事長 先生、どうもありがとうございます。

皆様が広く関心のある問題について、今後の投資サービス法への展開ということも含めてお話しを伺いましたが、御質問がありましたら、合図をしていただきたいと思います。

質問者 大変明快な説明をいただきましてありがとうございます。

今のお話について、私の理解では、投資サービス法が日本でも成立することになると、基本的にイギリス型に近づくことになると思うのですが、一方で、先ほどのお話の中でありましたようにアメリカでは依然として縦割りの法律体系になっています。

恐らく、我々ブローカーが資本市場を動かしている状況ですので、日本やイギリスで起きているようなことは、アメリカの状況はよく知りませんが、当然アメリカでも起きているのだらうと思います。アメリカでは、現在のような法体系でうまく対処しているのでしょうか。あるいはアメリカでも投資サービス法に向けたような動きが出ているのでしょうか。その辺を教えてくださいなればと思います。

神田 ありがとうございます。非常に重要な問題点でして、特に大学に身を置いている者にとつては非常に關心のある点です。つまり、今日本が目指しているのはアメリカ型なのか、イギリス型なのか、日本型なのか。答えは、アメリカとイギリスのよくいえばいいところを取り入れようとしているということです。

御質問いただいた後の方からお答えします。アメリカはどうしているかということですが、銀行、保険分野を除く証券分野については、アメリカの現在の証券関係のいくつかの法律、正確には連邦証券諸法といっていますが、日本の証券取引法の母法であるアメリカの連邦レベルの証券諸法と呼ばれるもので全体をカバーしています。アメリカは、一言でいえば有価証券概念が広いのです。日本も法制上は一般条項がありますが、アメリカの場合は何でも含まれるという定義をしてあ

りますので、カバーする範囲が広いのです。

しかし、他方で、投資サービス法の名のもとに日本で議論をしようとしていることはイギリスに近い面もあります。イギリスでいえば八六年法であり、二〇〇〇年法ではありません。それはどういふことかといいますと、業者ルールの体系なのです。つまり、日本では現在有価証券と呼んでいますが、そういう投資物件を扱う業者そのものについてのルールが基本にあつて、そのほかに例えば株や債券については、発行開示があるという構造になっているのです。

アメリカの証券法は、まず発行開示があるという構造になっていて、日本の証券取引法の体系も同じです。業者のルールはその後に出てくるという位置づけになっています。まずディスクロージャー制度があつて、次に業者ルールがあるので、イギリスの法体系は業者ルールが先

にあって、投資サービス業があって、そして開示制度は後ろの方に出てくる。

そういう意味では、投資サービス法が目指しているのは後者であって、その限りではイギリス型であります。しかし、繰り返しになりますけれども、アメリカは有価証券の範囲が広いという形で法的な力バーをしています。エンフォースメント体制としては、SECがあります。SECが適切かどうか異論もあるかもしれませんが、強い監視機関があり、日本においても資本市場分野、すなわち銀行、保険を除いた分野についてはアメリカのような強力な監視機関を真似ようとしています。

したがって、どちらでもない。よくいえばいいところをとってというところを目指しているということだと思います。

質問者 基本的なところの質問ですが、日本では

どうして商取引上あるいは金融取引上知り得た個人情報を活用する場合の規制をつくらないのかということ、もう一つ、Cold call lawと呼ばれるものはもう欧米じゃ当たり前なのですが、朝八時から夜八時までとなっていて、それ以外の時間は、いわゆる電話での勧誘はいけないという法律があるのです。これもまだ日本には導入されていない。この辺については、むしろ業者規制の議論というよりも、いわゆる個人の生活をどうプロテクトするかという面を考えますと、もっと重要なことではないかと思うのですが、その点について、お考えをお聞かせいただきたいと思います。

神田 これは私の個人の意見になるのですが、私も、前者の問題と後者の問題というのは今では同じようなものだと思いますが、歴史的には少し違った経緯があるという認識を持っています。

後者の問題は、私は個人的にはずっと主張して

きたことです。実際、自分のことをいうのもなんですが、日曜日にも勧誘の電話がどんどんかかってきたりしますので、一消費者としても、せめて朝八時から夜八時以外の時間は電話の勧誘はだめだということにならないかと思っています。

要するに、私の個人の意見では、各論もそうですけれども、消費者保護というのはそういう細かいルールの体系であって、抽象論としての消費者を保護すべきだというような議論は余り意味がないと思います。

実際に、アメリカでも非常に細かいルールが山のように積み重なっています。Cold calling（不招請の電話）の禁止はヨーロッパの例ですけれども、一定の場合に電話は何時から何時までいけなとか、およそ電話はいけませんというようなことは非常に重要なルールだと私はずっと主張してきたのです。

日本でなぜ採用されないかについては、よくわかりませんが、私の理解では、歴史的な文脈でいうと、日本で消費者保護を論ずるときに、そのような論点を議論する風土になかったのだらうと思います。一部例外が確かにないわけではありません。例えば、消費者向けに表示する文字の活字の大きさを規制するとか、一部を赤字で書きなさいというようなことは、アメリカの得意のやり方ですけれども、それは日本でも一部に導入されています。

しかし、それは例外であって、これまでの日本の消費者保護はどういう議論をしてきたかという点、例えば二〇〇〇年に金融商品販売法と同時に消費者契約法ができました。この法律も、御覧いただくとわかりますように、不当な条項は無効だというような規定が中心です。それは日本的議論であって、細かな朝八時から夜八時まで以外は

だめだというような議論は、日本の議論からは非常に遠かった。それは個人的には非常に不満に思っています。

では、各論として、仮に細かい議論を積み重ねていく上で、金融・証券分野について電話勧誘はいつさい禁止すべきかどうかということについては、私はそう簡単ではないと思います。といいますが、原則は、イギリスやドイツは禁止ですけれども、例外が非常に多い。それから、アメリカは電話は一定時間の規制はありますけれども、御指摘のように禁止されているわけではないのです。諸外国がどうだからどうというわけではありません。日本で一律すべてのものを規制するよくなルールが議論できるかということ、容易ではないように思います。

事実、被害も起きていますけれども、問題が生じていない取引も多いはずですから、ここはな

なかつらいところでは、社会問題化したものは、私は禁止すべきだと思っていますし、そういう意味で、今回の外為証拠金取引についての不招請の勧誘禁止は、日本にとっては初めての経験であるとはいえ、その判断で正しいと思います。しかし、すべてについてどうかというのはなかなか難しいので、そこは各論で議論していく必要があると思います。ただ、そういうアプローチがこれまで日本ではなかったということは、私自身は少なくとも不満に思っています。

他方、前の方の質問については、また系統が違っています。私はいから議論される問題だと思っています。それについては、日本は悪く言えば遅れているといってもいいかもしれませんけれども、個人情報保護については、これまで法律で細かいルールをつくらなければいけないという意識はなかったと思うのです。これまで全く保護し

なかったかというところなことはありません。

例えば、法律の議論だけいいますと、裁判所の判例では、当然のことですけれども、銀行には守秘義務を課してきたわけです。欧米では個人情報で、日本では取引先の企業情報も一緒に考えるのでややこしいのですけれども、いずれにしても金融機関の持っている情報はみだりに使ってはいけないということ、法律には書いていないのですけれども、裁判所はそういう義務が銀行にあるということも認めてきているのです。

しかし、その程度であって、そういう判例法の中でそれ以上の細かい議論は実際にしていなかった。現在そのような議論が非常に必要になってきており、これから具体的に議論されると思っています。個人情報保護法ができましたので、金融・証券等の分野についての特別法が要するのか、それとも法律の形以外の特別ルールをつくるのかという

ことについては、現在金融審議会の特別部会という別の部会で議論しています。歴史的に言えば少し遅れていますけれども、これからいろいろ議論されると思います。

関理事長 それでは、あとお一人ぐらいになると思いますが、どなたかいらっしやいませんか。

それでは、一つ最後に私から質問させていただきますか。

先生がお話しになったように、柔軟性がある構造をもった規制を考えるとということですが、これから投資サービス法として、対象範囲がどんどん広がることになると、柔軟な構造という中に、より厳しくする方より緩くする方など規制が段階的になっていきます。そうすると、また新しい商品が出てきたときに、それがどこに当たるのかをまた個別に判断していかねばならないことになると思いますが、そのあたりはどういう考え方

になるのでしょうか。

神田 非常に重要な御指摘でして、金融審議会でも証券業協会の高橋副会長はじめ何人かの方から同様の質問をいただいています。基本的に、議論のポイントは、あまり柔軟にすると自在になってしまつて、事前の確実性、法的安定性が減せられて不確実性が高まるようになる。そうなれば、ビジネスも個人も、みんな困るようなことにならないかという点です。これは一般論として常に法律をつくるときの悩ましい問題ですけれども、ある程度の類型をつくつて、その類型を維持するというやり方しかないと思います。

例として、参入規制はがいい例だと思いますけれども、現在の証券取引法では、登録が原則ですけれども認可が必要なものがあります。元引受けやPTSがそうですけれども、このように登録と認可の二類型あります。新信託業法は許可制です

が、許可もあるけれども登録もある、そして届出もあるというようになっていきます。

同じように、例えば私募についてのプロとアマという線引きについても、適格機関投資家という線引きはありますけれども、その種類が一〇種類も二〇種類もあつたら收拾がつかえません。例えば二つないし三つの類型というのがあつて、ある程度その類型を維持しないと、まさに予見可能性が低まるということになります。そういう類型を設ける必要があると思います。

ただ、現在の証券取引法に即していうと、二ないし三の類型がないものがほとんどなのです。登録と認可は例外です。業規制、ディスクロージャー規制についても類型は基本的には一つです。若干例外がある分野がないわけではないのですけれども、やはり全体的に二ないし三位の類型に持っていかないと、投資サービ法には衣更え



しにくいのではないかと思います。

やや抽象論ですけども、そういう感じですよ。

関理事長 大変ありがとうございます。

それでは、今日の「資本市場を考える会」はこれで終わらせていただきたいと思います。

神田先生、どうもありがとうございます。

(かんだ・ひでき・東京大学大学院教授)

(本稿は、平成一六年一〇月二五日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。)

## 神田 秀樹 氏

### 略 歴

生年 1953年

### 略歴

1977年 東京大学法学部卒業  
1982年 学習院大学法学部助教授  
1988年 東京大学法学部助教授  
1993年 東京大学大学院法学政治学研究科教授 現在に至る

### 主 著

「会社法」(第5版、弘文堂、2004年)  
「The Anatomy of Corporate Law」(共著、Oxford University Press, 2004)  
「会社法の経済学」(共編著、東京大学出版会、1998年)  
「Comparative Corporate Governance」(共編著、Oxford University Press, 1998) など

### 政府審議会委員等

規制改革・民間開放推進会議委員  
法制審議会臨時委員  
政府税制調査会専門委員  
企業会計審議会委員  
企業会計基準委員会委員  
金融審議会委員(金融分科会第1部会長) など

## 外国為替証拠金取引に関する規制のあり方について

### 1. 基本認識

外国為替証拠金取引は、一般に、証拠金を差し入れて外国通貨の売買を差金決済で行う取引であるとされている。平成10年に外国為替業務が完全自由化されて以降、外国為替証拠金取引を取り扱う業者の数は増加の一途を辿っており、商品先物会社や証券会社のほか、業法による監督を受けない専業会社も数多く参入している。

市場規模の拡大とともに、外国為替証拠金取引をめぐるトラブル・苦情も増加しており、その主な原因は、業者の執拗な勧誘や断定的判断の提供、説明不足、無断売買等の不公正な取引、決済後のトラブル（出金依頼をしても拒否される等）であると言われている。訴訟にまで発展するケースも少なからず見られ、中には業者の不法行為責任を認め、顧客の損害賠償請求を全額認容した事例も出ている。

このような状況に鑑みると、外国為替証拠金取引に基づく被害の拡大を防止するため、外国為替証拠金取引が先物取引と同様の性質を有するデリバティブ取引であると整理し、金融先物取引法を改正することにより、外国為替証拠金取引を取り扱う業者に対し、金融・証券先物取引に関するルールに倣ったルールに基づいて、行政による監督がなされるよう措置することが妥当である。

整備すべきルールの内容としては、トラブルの多くが業者の不適切な勧誘や誤った情報提供、更には詐欺的行為に端を発したものであることから、業者ルール・取引ルールを定めることが必要であるが、高レバレッジであるという商品性がこのようなトラブルの原因であるとの指摘にも十分留意すべきである。また、ルールの策定に当たっては、適用対象となる投資家の範囲を個人に限

定すべきとの意見と、法人も含めた全体を対象とすべきとの意見とがあったが、この点については、投資家保護の必要性和経済活動に与える影響という両面を勘案してルールの整備を行うべきである。

足元で被害が急増していることを踏まえれば、外国為替証拠金取引への規制を念頭に置いた迅速な対応が必要であるが、投資サービスに関する規制は機能別・横断的になされるべきであるとの考え方を踏まえれば、当面の対応としては、金融先物取引法の改正により、通貨・金利等を原資産としたデリバティブ取引についてもその対象とするとともに、より横断的な仕組みについては、いわゆる投資サービス法に関する議論の中で併せて議論していくことが適当である。

## 2. 業者の適格性の確保について

外国為替証拠金取引を取り扱う業者の適格性を担保するため、当該取引を営業として行う場合には、一定の資本や、外国為替業務の知識・経験を有する等の必要な人的構成を備えていることを要件として、監督官庁への登録を義務づけることが適当である。

## 3. 業者に対する行為規制について

### (1) 勧誘・広告規制

外国為替証拠金取引については、顧客の知識、経験及び財産の状況に照らして不相当と認められる勧誘は行わないとのルール（適合性の原則）を業者に遵守させるべきである。

適合性の原則が遵守されるとの前提に立てば、本来業者の正当な営業活動として認められるべき勧誘行為について制限を設ける

べきではないとの意見もあったが、外国為替証拠金取引については、その商品性に疑問を呈する意見もある中、電話や戸別訪問による勧誘を受け、リスクについて理解しないまま受動的に取引を開始したことによるトラブルから社会問題に発展していることに鑑みると、外国為替証拠金取引及びこれに類似するデリバティブ取引については、取引を希望しない消費者に対する勧誘（いわゆる「不招請の勧誘」）を禁止することが望ましい。

なお、英国では、価格変動の激しい商品について、顧客の要求に基づかない電話・訪問勧誘を禁止しているが、わが国においても同様の規制を導入することが適当である。

その他、勧誘に関連する規制として、以下のような一般的な規制を導入することが適当である。

- ・ 顧客に対する誠実公正義務
- ・ 断定的判断の提供の禁止
- ・ 顧客に迷惑を覚えさせるような強引な勧誘の禁止
- ・ 損失負担・利益保証を約束した勧誘の禁止
- ・ 自己の名称や取引内容を告げない勧誘の禁止
- ・ 取引一任契約の締結や無断売買の禁止

また、広告規制については、事実に相違する表示や、投資家に誤認を与えるような表示を禁止することが適当である。

なお、勧誘・広告規制については、セミナー等の取扱いを明確にすべきである、また、広告については、取引の仕組み及び元本以上の損害発生可能性があることを必要的記載事項とすべきであるとの意見があった。

(2) 商品性を踏まえた業者の説明責任に関する規制

現在行われている外国為替証拠金取引は、

## 外為証拠金取引規制について

- ・ 少ない証拠金でより大きな金額の取引が行われる
- ・ 取扱手数料の他に売値と買値の差（スプレッド）や通貨間の金利差調整額（スワップポイント）が投資家の負担するコストとなる
- ・ 取引所での取引がなく相対での取引として行われている
- ・ 24 時間取引が可能である

といった特徴がある。このような外国為替証拠金取引の商品性を踏まえた規制については、ロスカットルールの義務付けや証拠金比率の下限設定等、取引方法そのものに関する具体的な規制が必要ではないか、との意見もあった。しかしながら、適合性の原則や不招請勧誘の禁止の導入等を前提とすれば、自らの意思により取引を行う投資家のみが取引に関わることとなるため、自由な取引を妨げるような規制を行うよりも業者の説明責任を明確化すべきであり、当面、以下のような義務について措置することが適当である。

- ・ 証拠金比率（レバレッジ効果）や最低証拠金額、手数料体系（スプレッド・取扱手数料・スワップポイント）、損失が拡大した場合の対応（ロスカットルール、追証等）及び業者の信用リスクにつき、顧客に書面を交付し、説明する義務
- ・ 取引価格の提示に際し、売値・買値の双方を同時に明示する義務
- ・ 為替レートの変動により、預託証拠金が全額回収できなくなる可能性があり、かつ、損失が短期間に急激に拡大する可能性もある（ロスカットルールがなければ預託証拠金全額を超える損失が生じる可能性もある）旨事前に説明する義務
- ・ 業者が過去に顧客に提示した為替レートについて開示する義務
- ・ 顧客と相対で取引を行う業者（いわゆるプリンシパル）と

の取引の媒介を行う業者（いわゆるイントロデュースング・ブローカー）の場合、取引の相手方となる業者及びその業務内容等を明示する義務

(3) その他の規制

その他、業者として守るべき一般的な義務として、以下のような規制を課す必要がある。

- ・ 顧客からの出金依頼等の拒否、不当遅延の禁止
- ・ 取引内容についての帳簿の作成・保存義務
- ・ 成立した取引についての書面の交付義務
- ・ 業務状況や財務状況についての定期的な開示義務

また、外国為替証拠金取引における同一通貨ペアの両建て取引については、単にポジションが調整される効果しかないにも関わらず取扱手数料等のコストが二重にかかるなど、不合理な面があり、原則として禁止することが適当である。

顧客と海外業者との取引の媒介を行う業者については、海外業者が預託証拠金を返還せず投資家に被害を与えるという事件が発生した経緯を踏まえれば、規制の対象とすることが適当である。また、媒介を行う業者に対して海外業者の業務内容や財務状況、海外における監督当局の名称等についての明示義務や、取引は海外業者と顧客との間で行われるものであり海外業者が破綻するリスクもある旨の説明義務等を課すとともに、海外業者が不適切な者であることが判明した場合、当該海外業者への媒介業務を停止させることが適当である。

なお、海外との情報交換を円滑に行うことを可能とするよう、外国規制当局に対する調査協力規定を盛り込むべきである。

#### 4. 顧客資産を保全するための財務規制について

経済的基盤に乏しく、経営破たんの可能性の高い業者の参入を抑制するため、最低資本金規制を導入することが適当である。

カバー取引については、資本力の弱い業者が過度にリスクを抱えこむことを避ける上で望ましいが、その強制は外国為替業務自由化の趣旨にそぐわない面がある。このため、カバー取引先の信用力に応じたリスクや自己でポジションを保有した場合のリスクについて適切に把握できるよう、自己資本についての規制を課すことが考えられる。

このような観点から、許容できるリスクに応じたカバー取引等の具体的なリスク管理方法の策定・遵守を業者に義務付けるとともに、これを担保するため、金融機関等以外の自己資本規制が課されていない業者について、自己資本規制比率の算出を義務付けることが現実的である。

なお、カバー取引は顧客と業者との利益相反防止の観点からも望ましいが、取引レートの根拠や過去に提示したレートについての説明責任等を業者に課すことにより対応することが可能であると考えられる。

業者が顧客から預託を受けた証拠金の保全のための措置については、業者が保管する部分についての区分管理を義務付けることが適当である。また、業者による顧客資産の保管状況やカバー取引先における業者からの証拠金の保管状況等及びこれに伴うリスクについての情報開示を義務付けるべきである。

#### 5. その他の論点

外国為替証拠金取引が社会問題となる中、実効性のある規制及び監督を行うためには、地方の財務局も含め、厳正な対応を可能

とするための体制整備が必要である。また、検査については、証券取引等監視委員会において行われることが望ましく、そのために必要な体制整備も図られるべきである。さらに、業者の営業状態の透明性を確保するため、行政処分の公表のあり方や、登録の取消しに該当する違反行為や自己資本規制比率の明確化を図るなど、業者の退出ルールのあり方にも十分配慮する必要がある。

また、各種ルールの実効性を確保するため、法制上の配慮をしつつ、罰則規定も整備すべきである。

自主規制機関のあり方については、業界内の実情に詳しい者が主体的にルールを整備し、相互に遵守状況のチェックを行うという意義があり、できる限り多くの業者が自主規制に参加し、自主規制ルールを整備及び執行・苦情解決・情報提供といった業務を担うことが可能となるよう制度を整備することが望ましい。

なお、議論の過程で、東京金融先物取引所より、外国為替証拠金取引の現状を踏まえ、当該取引の性質を反映させた通貨先物商品の上場を検討していることの説明、また、これによって取引の透明性が高まり、取引が正常化することができるのではないかとの意見があった。そのような商品の上場に際しては、流動性の確保やコストの問題等、解決すべき課題が残されているが、関係者間において前向きな検討が行われることが望まれる。

当部会としては、今回の報告に基づく規制の整備と取引所上場商品の影響が相まって、外国為替に関連する取引が国民の資産運用の一環として健全に発展していくことを期待したい。

(以上)



### 外国為替証拠金(保証金)取引とは

- 顧客が約定元本の一定率(5～10%程度)の証拠金(保証金)を業者に預託し、差金決済による外国為替の売買を行う取引

#### 【当該取引による損益発生例】

1ドル=100 円の時に、証拠金率5%で1万ドル(証拠金:5万円)に投資(買建て)した1ヵ月後…。

(※ スワップポイント、手数料等は考慮しないものとする。)

1ドル=103 円になると、3万円の利益が生じる

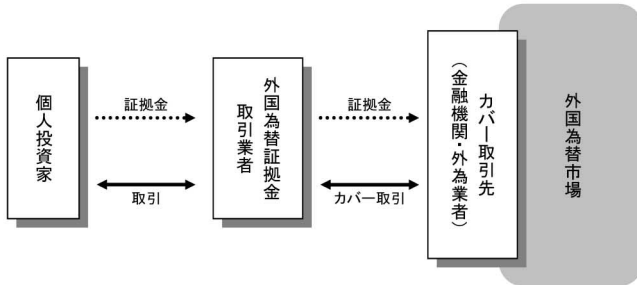
1ドル= 97 円になると、3万円の損失が生じる

原資に対して1ヶ月で  
60%の損益が発生

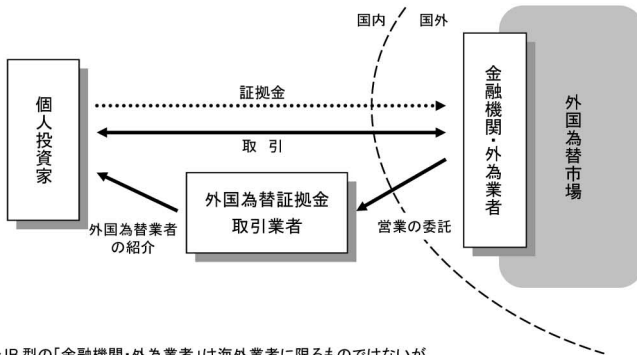
- 実際には、為替の変動に伴う損益以外に、通常、スワップポイントの受け取り・支払いと手数料の支払いが必要となる。スワップポイントは、円金利より高い金利の外貨を買って建てた場合には、約定元本の額に対して外貨と円の金利差を受け取るようになる。反対に円金利より高い金利の外貨を売り建てた場合には、金利差分を支払うこととなる。

### 外国為替証拠金取引の形態

◆ プリンシパル型(相対取引型)



◆ IB (Introducing Broker)型(取次ぎ・媒介型)



注:IB型の「金融機関・外為業者」は海外業者に限るものではないが、主に海外の業者となっている。

## 外為証拠金取引規制について

### 外国為替証拠金取引を巡る主な動き

- 平成10年 4月 ◆外為法改正  
(外国為替及び外国貿易法の改正による外国為替取引の自由化)
- 平成14年 6月 ◆金融庁HP「金融早分かりQ&A」に外国為替証拠金取引に係るQ&Aを追加
- ◆苦情相談数急増  
平成13年145件が平成14年724件に急増(国民生活センター調べ)
- 平成15年 5月 ◆札幌地裁判決(5月9日、16日、6月27日)  
(外国為替証拠金取引について、説明内容の重要部分が虚偽および誇大であるとして不法行為の成立を認め、過失相殺なしの被害者全面勝訴。)
- 9月 ◆大阪弁護士会「外国為替証拠金取引に関する申入書」—9月19日—
- 10月 ◆福岡県警察本部、「ファーストクラブ」を自宅捜査  
(架空の外国為替証拠金取引の投資話で3億円被害、顧客資金を騙し取った容疑で福岡県警、ファーストクラブを自宅捜査。)
- ◆全国の弁護士会で先物・為替被害110番の相談窓口設置の動きが相次ぐ
  - ◆金融オンブズネット・外国為替証拠金取引について要請
- 11月 ◆外為取引仲介会社「フォレックスジャパン」営業停止  
(マカオの外国為替取引業者の資金不足を理由にした事実上の倒産により、沖縄の仲介業者「フォレックスジャパン」が営業停止、総額200億円中125億円回収困難。)
- ◆国民生活センター、HPに注意喚起情報を掲載—11月25日—  
「相談急増！外国為替証拠金取引—投資に関する知識経験が十分でない一般消費者は要注意—」
  - ◆全国消費者団体連絡会「外国為替証拠金取引に関する要請書」—11月28日—
- 12月 ◆金融庁、証券会社に関する事務ガイドラインを改正—12月2日—  
(ガイドラインにおいて、届出受理の際にリスク管理方法の整備、対顧客業務のルール整備が行われているかをチェック。)
- ◆金融庁HPに注意喚起情報を掲載—12月2日—  
「いわゆる外国為替証拠金取引について～取引者への注意喚起～」
  - ◆一部の商品先物取引会社等による外国為替証拠金取引協会設立—12月10日—
  - ◆日弁連「外国為替証拠金取引および不招請の広告・勧誘禁止に関する意見書」—12月20日—
- 平成16年 2月 ◆金融商品販売法施行令の改正(公布:2月4日、施行4月1日)  
(証券会社以外の商品先物業者や一般事業法人等が行う外国為替証拠金取引についても金融商品の販売等に関する法律の対象となるよう、同法施行令を改正。)
- ◆金融庁HPの注意喚起情報及び外国為替証拠金取引に係るQ&Aを改定し掲載—2月4日—  
「いわゆる外国為替証拠金取引について～取引者への注意喚起～」
- 3月 ◆金融広報中央委員会、HPに注意喚起情報を掲載—3月11日—  
「警告 外国為替証拠金取引に注意！」
- 4月 ◆商品取引所法施行規則の改正(経済産業省、農林水産省:施行4月1日)  
(外為証拠金取引を商品取引所員の財務の状況に影響を及ぼすおそれのある特定業務として当該業務の運営に関する事項を届け出させ、業規制の強化を図る。)
- 5月 ◆ソプリン事件判決  
(海外のカウンターパーティーが日本のIDを通じて受け取った顧客資金を横領。行方不明金額は約6～7億円。IDを被告に訴訟が起これ、判決では被害者の請求を一部認容。)
- ◆政府広報、「オンライン広報通信2004年6月号」(HP)に注意喚起情報を掲載—5月10日—  
「悪質な投資商品にご注意」に、囲み記事として外国為替証拠金取引に関する注意喚起情報を記載。)
- 6月 ◆福岡県警察本部、「ファーストクラブ」の容疑者4人を逮捕—6月17日—