

投資サービス法について

大 森 泰 人

関理事長 連休直後の大変お忙しいところですが、多数お集まりいただき大変ありがとうございます。

本日は、御案内いたしましたように、金融庁の大森市場課長をお招きいたしました。投資サービス法についてお話を伺うことになっております。

大森課長の御略歴はお配りしてありますが、皆様方よく御存じの方でございます。昭和五六年に大蔵省に入省されましたが、御略歴を御覧いただくとお分かりになりますように、証券行政の大変なベテランであります。平成八年、九年は、「市場改革」の出発点の頃であり、当時まだ証券取引審議会でしたけれども、その答申も出され、有名な言葉になりました「日本版ビッグバン」が始まった時期でございます。二〇〇〇年頃からは、「構造改革」という言葉になりましたたけ

れども、毎年のように証券取引法が改正されるようになります。そのような一連の市場改革、構造改革の流れの中で、実際の重要な推進役の一人として、常に中心で活躍してこられました。

今日のテーマの投資サービス法については、現在金融審議会の部会での審議が重要な大詰めの局面を迎えています。証券界にとっても大変関心のあるところであります。大森課長からできるだけ率直なお話を聞かせただけのようにお願いしておりますので、我々にとって大変参考になるのではないかと期待しております。

では、大森課長、どうぞよろしくお願いいたします。

はじめに

このような機会を与えていただき、ありがとうございます。
でございます。

私は、平均的行政官よりも言いたいことを抑制できない性分のせいか、誤解されることが多々あります。

今日の別添の資料の最後に、たまたま先週目にした陰謀史観の集大成みたいな「テーマス」の記事を添付していますが、この記事によると、投資サービスマ法とは、私が業態の消滅を意図したものだそうです。よくまあ物事をそついうふうにとらえられるものだと、腹が立つというより、本当に自分のことが書いてあるのかと不思議な気持ちがありますが、万一真に受ける方がおられると困りますので、ご参考までに資料とし

て付けさせていただきます、言い訳することにした。

また、投資サービスマ法の議論と並行して、マスコミでは、金融ロングロマリット新法とか、投資サービスマ法がイギリス型の金融サービスマ市場になるとかならぬとかが報道されています。皆様方も一体どうなっているのかと感じておられるかもしれません。一言でいえば、行政も一枚岩ではありませんし、絶えず試行錯誤しているということなのですが、今日は、若干歴史をさかのぼるとともに外国の様子も概観して、現状をできるだけ解きほぐしてみたいと思います。

昨年来、投資サービスマ法について話をさせていただく機会をしばしば頂戴しておりますが、この二枚紙のレジュメの内容はほとんど変更していません。しかし、その間、市場では、西武・コクド

問題やニッポン放送を巡る争奪戦などが起こりま
すと、それに言及しないでは済まないものですか
ら、だんだん話が長くなる傾向にあります。今
日、恐らく一時間を若干オーバーすると思いま
すが、気軽に聞き流していただければ幸いです。ご
ます。

一、投資サービス法とは

(1) これまでの議論——日本版ビッグバンと金融
商品販売法と現在

先ほど副理事長に経歴を紹介していただきまし
たが、理事長が日本証券業協会にいらした頃、日
本版ビッグバンという市場改革が行われました。
単純化していいますと、株式持ち合いのもとで経
営者が安住している日本の資本主義の効率性を高
めようという運動でした。経営者が効率性を追求

し成果を上げないと市場に裁かれてしまうので、
経営者は株主に評価されるように常に頑張らざる
を得なくなる。そのような資本効率の高い経済を
目指す以上、やはり市場の競争条件はアメリカ並
みに転換していかねばならないだろうという考え
方でした。

ビッグバンは同時に、実体経済のリスクが銀行
だけに集中する金融システムのマネーフローを変
えようという運動でもありました。不良債権問題
とは、後知恵でいえば、元来、不良化する可能性
のある貸出債権を完済まで抱え込む銀行のビジネス
モデルに由来しており、銀行が抱え込んでいる
限り、景気や産業構造の変動に伴って必ず貸出
しは不良化します。銀行が信用リスクを評価し
て貸出を組成しても、その債権は銀行から切り
離して小口化・証券化できますし、もちろん、
最初から企業が社債や株式を発行して、そこに

投資家が直接に投資をしてもいいですし、あるいはその間に投資信託やSPCが介在してもいいわけです。

いずれにせよ、不良債権問題を再び日本にとつての桎梏にしないためには、薄く広く国民にリスクをシェアしてもらわなければならないし、それによつて金融システムが全体としてリスクに強靱になります。

この運動に対する反応として、当時、預金や保険にしかなじみのない日本国民をリスクにさらすのかという懸念が高まり、イギリスを見習って、すべての金融商品の消費者を広く保護する金融サービス法をつくるべしというのが、ポストビッグバンの政策課題となりました。ただ、元来、金融業の業態の違いが余り明瞭でないヨーロッパでは、法律も横断的になるのはごく自然ですが、日本では、垣根が低くなってきたとはいえ、銀行、

証券、保険といった業態の違い、また証券の中にも、証券業、投資信託業、投資顧問業といった違いがあります。業態が違うのに銀行法と証券取引法と保険業法を一つにしてみたところで、労多くして余り実益はなさそうだというのは容易に想像できます。

では、すべての金融商品に共通する課題は何かといえば、入り口の販売・勧誘において顧客に商品性をきちんと説明するということになります。預金であれ保険であれ、もろもろの投資商品について、リスクとリターンの可能性はきちんと説明しなければなりません。そこで、業者のリスク説明責任と説明しなかつた場合の民事責任を規定した金融商品販売法ができました。つまり、入り口の顧客との接点部分についてだけ法制を薄く横断化したということです。

その後、現在に至るまで、業態の差異は依然と

してありますから、金融サービス法をつくらなければならぬ状況にはないのですが、預け先の銀行が潰れない限り元本が保証される預金やみずからのリスクに備えて掛金を払う保険という概念が比較的明瞭なのに比べますと、投資対象のリスクを評価してお金を投じるといふ投資分野において投資家保護のバランスの悪さが目立つようになってまいりました。釈迦に説法ですけれども、証券取引法は有価証券を限定列挙しておりまして、この有価証券に該当すれば発行体には開示義務が課される、取り扱う業者は原則証券会社になる、取引のルールは証券取引法に従うという三点セットがついてきます。この三点セットで投資家が保護されますが、開示の負担が重過ぎるとか、もっと自由にお金を集めたいという人たちは、なるべく証券取引法の適用を受けないような方法を模索しています。

(2) 最近の事例

① 組混合型投資ファンド・・・証券取引法改正
(平成一六年一二月施行)

最近の事例を二つ挙げますと、一つには、商法の匿名組合や有限責任の投資事業組合というスキームを使って投資ファンドをつくるのが広く行われています。最初のうちはベンチャーファンドとして中小企業の未公開株に投資していたのですが、だんだん上場株式や金銭債権にも投資対象を広げようとしてきますと、それは投資信託とどこが違うのだということになってきます。昨年の証券取引法の改正で、投資のために組合スキームを使う場合にも証券取引法を適用することとし、昨年末から施行していますが、直前には駆け込み的なファンドの設定が相次ぎました。

確かに、これまで開示の負担や規制の少ない仕組みで資金調達してきた事業者はこういった展開

に不服でしようけれども、リスクが高くて銀行が貸してくれないような性質の資金を広く国民から募るのであれば、投資家が納得してリスクテイクするための環境として開示や商品性の説明責任が課されるのは、当たり前のことだと思います。

② 外国為替証拠金取引・・・金融先物取引法

改正（平成一七年七月施行）

もう一つの例が、昨年の秋の臨時国会で成立し、今年の七月から施行される改正金融先物取引法です。これは、外為証拠金取引を規制するもので、外国為替取引の自由化の副作用に対することのような規制が金融庁の仕事になることは必ずしも自明ではないのですが、ほかに担当しようという役所がありませんでした。

ある業態を巡って社会問題が深刻化するときには一定のパターンがあります。まず、業者が民事

裁判で負け始め、特に悪質なものが刑事事件化します。マスコミは、まず週刊誌が取り上げ、一般紙が追随し、テレビが被害者特集を組むと全国的に世論が盛り上がって、一体政府は何をしておるのだという展開になります。長年金融の仕事をしていましてそういう展開が読めるものですから、そこまで盛り上がる前に今回は対策を講じました。

「不招請勧誘の禁止」という規制は、顧客側から頼みもしないのに勧誘に来るなどというこれまでの日本になかったものですが、これについてはかなり賛否両論がありました。この外為証拠金取引に限っていいますと、無差別に電話や訪問するのは大変人件費がかかりますから、たまたま興味を示した顧客を食い物にしないと経営が成り立たない、そういう経営なら初めから断念してもらった方がいいということは自明であると思います。

(3) 最近の事例に見られる共通した構図

さて、私の最近の仕事を二つ挙げましたが、ここからいや応なく浮かび上がってくる構図が幾つかございます。

一つは、いずれも問題が起こってからの後追いになるということです。組合型投資ファンドは経済実態が投資信託と同じだから、証券取引法を改正して有価証券に追加する、外為証拠金取引は経済実態が店頭金融先物だから、金融先物取引法を改正して手当てするわけですが、およそ投資商品の提供であれば、必ず一定の投資家保護の手当てが講じられていた方が制度として望ましいのは当然です。

もう一つは、証券取引法と金融先物取引法が個別の法律であり、取引所も別になっているのは、かつて大蔵省の証券局と銀行局は別の役所に近いものがありましたけれども、現在の金融行政にお

いてどういう意義が残っているのかということです。さらにいえば、商品先物会社や商品取引所は経済産業省や農林水産省の所管であるということをごとく考えるかということでございます。

七〇年代初めに、シカゴ・マーカントイル取引所（CME）で金融先物取引を始めたレオ・メラメットの自伝によりますと、CMEも最初は卵や牛の先物取引を生業（なりわい）にしており、メラメッドも有能な商品先物のトレーダーでした。その後、固定相場制のプレトンウッズ体制が次第に維持できなくなりつつあるのに、ポンドを持つ個人は自分の資産を防衛する手段がないということが、彼に外国通貨の先物取引を思い立たせるきっかけになったそうです。この外国通貨の先物取引が当たりして、そういえば金利でも同じ仕組みができるではないか、株価指数でもできるではないかと次々に金融先物取引の世界が広

がっていききました。

こういつた経緯が示していますように、外為証拠金取引も、みんな外貨が好きだからやっているわけではなくて、価格が変動するものであれば何でもいいわけです。卵でも牛でも金でも石油でも、証拠金のレバレッジ倍率の想定元本を取引することができません。投資対象になるということは、その投資で利益を得たいということであつて、原資産は何なのかは余り意味がなくなつてきているのですが、日本では、原資産を所管している役所が投資サービスにまで所管しているわけです。

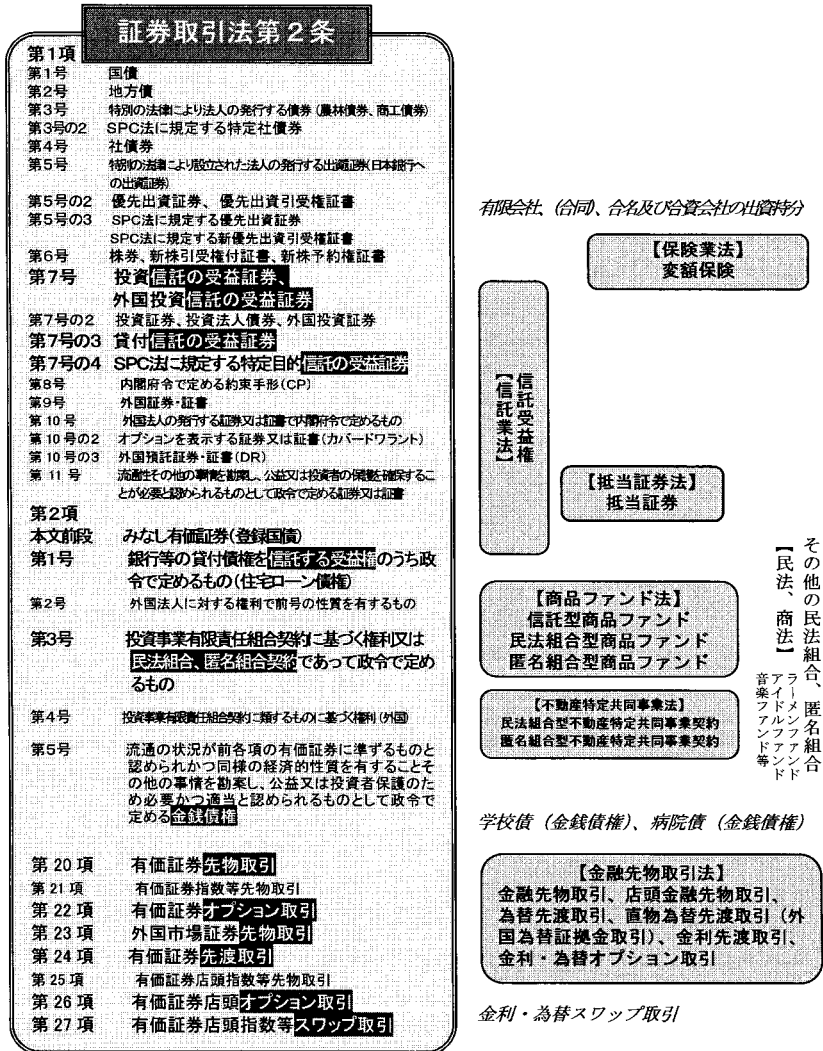
以上、国民にとってリスクが同じ程度なら、同じ程度に保護されることが望ましいし、そのためには、なるべく広い範囲の投資商品がバスケット条項も含めて横断的な法制によりカバーされていた方がわかりやすいといえます。

当然、この程度のことは昔から認識されておりました。図表1の左側に書かれた「証券取引法二条の定義」は、元来、有価証券という紙の譲渡性が資金やリスクの効率的な配分を可能にすることに着目したものです。その後、有価証券という形態はとらないけれども、投資家保護を必要とする権利を第二項の「みなし有価証券」に追加しました。しかし、今から四年後には、証券は完全に紙ではなくなり、「紙とみなす紙」という区分は意味を失います。同時に、担当する組織が違つとか事業者が反対するとか、さまざまな理由で証券取引法とは別体系になつて右側の世界を、証券取引法自体の構造を柔軟化して取り込んでいこうというのが投資サービス法の骨格です。

リスクを判断してお金を投じるすべての行為は、判断の前提としてディスクロージャーや業者

投資サービス法について

(図表1) 証券取引法(有価証券)及び類似する投資サービスにおける投資家保護



からの説明を保証されることが安心して取引に参加するためのインフラになります。私の先人たちがやりたくてもできなかったことではありませんが、貯蓄から投資へという流れが金融システムの望ましい将来像をにらんだ明確な国策になり、郵便局の民営化すら、民間金融システムの望ましい将来像をにらんで、それと整合的に行われるべきだという時代になりましたので、これまでより大きな構えで私たちも仕事ができる環境になつてきたのではないかと思っています。

(4) 投資商品と投資サービス業

さて、この投資サービス法で投資商品の範囲が広がったとすると、次に、その投資商品を提供する投資サービス業を制度としてどうとらえるかという問題になります。

金融制度、とりわけ業法を考える際、最も基本

的な要素は、異なる業を行う場合の利益相反の可能性です。利益相反行為が禁止されるのは当然ですけれども、余りにその可能性が高い場合には、そもそも兼業してはいけないということになります。アメリカ人は銀行業と証券業はそういう関係にあると考え、ヨーロッパ人はそのように考えなかつたので、ユニバーサルバンクになつていきます。証券取引法に証券業とは何かが規定されていますが、実際には、そのうち、ほとんど取り次ぎしかしていない業者もいれば、自己売買に特化している業者もいます。

一方、先ほど申し上げたように、投資信託業と投資顧問業は、証券取引法とは別の法体系になっていますが、大抵の業者がこの二つを兼業しているのは、望ましい運用のパッケージを制作する業務とそのパッケージを運用対象として提供する業務は大変親和性が高いからだと思えます。昨年春

まで、証券業と投資顧問業は利益相反の可能性が高いとされ、極めて兼業しにくかったのですが、当然ながら証券業そのものの範疇の中にも利益相反は存在しますので、要は、法的には利益相反行為を禁止して、事後的に監視委員会がチェックすればいいだろうと割り切りました。これまでは、弊害はそもそも起こってはならないのだという発想が強く、起こってはならないから壁をつくらなければならぬ、まして異なる業法に基づく業務であれば兼業のハードルを高くする必要があるという思想でした。その結果、往々にして顧客の利便性を損なうということがあったと思います。投資商品の販売であれ運用であれ、現行の投資関連法制は一つにまとめて利益相反の手当てをした上で、そこから自分のやりたい投資サービスを選択するということでよいのではないかと思えます。

一方、投資サービス業以外の金融業、典型的には銀行業を営む者がどこまで投資サービス業を営めるのかがいわゆる「六五条問題」の投資サービス法的表現になりますが、利益相反の可能性を見きわめるアプローチは同じです。ビッグバン改革に際して、銀行本体での投信販売や銀行の証券子会社業務を完全自由化したのは、そこまでであれば、アメリカでも認めているし、利益相反は何とか回避できるのではないかという判断に基づくものでした。

その後の投資信託の総残高の増加分は銀行販売分に見合っておりまして、証券会社のシェアを浸食して伸びたのではなく、新たな担い手が新たな投信顧客を開拓したことを示しています。このことから、今年の秋からは郵便局にも新たな投信顧客を開拓してくださいということになっております。また、昨年一二月に、銀行に証券仲介業を解

禁したのは、証券会社の委託を受けて証券会社の顧客のために販売・勧誘を行うのであれば、銀行が直接行うよりも弊害は少ないのではないかという判断に基づくものでした。

これで銀行本体の証券業務をアメリカ以上に自由化したことになりましたが、アメリカの実態としては、二〇〇を超える銀行の証券子会社があり、日本でいう地銀、第二地銀クラスの銀行なら証券子会社を持っていて当たり前という状態です。このため、そもそも銀行本体で証券業を行いたいというニーズに乏しいですし、八〇〇〇を超えるブローカーディーラーが存在するアメリカでは、国民の市場への接点としては十分なので、あえて政策的に銀行本体に証券業をさせなくてもよさそうだといいことではないかと思えます。

一方、日本では、銀行、証券、保険、さらには郵便局という業態と、その業態の顧客との関係が

固定的ですから、冒頭申し上げたように、金融システムのマネーフローを市場経由型に政策的に変えようと思つたら、業態の役割分担を適宜見直していくしか手段がないということになります。

こうした制度改正を手がけてきたのが、冒頭紹介していたように私なものですから、今また私がやっております投資サービス法というのは、業態の消滅を意図したものだという先ほどの陰謀史観が生まれるわけですが、これまで申し上げてきたことから、法制度のストラクチャーを横断化していこうという投資サービス法と、いわゆる業際問題というのはまるで次元の異なる話だということがお分かりいただけたと思います。

では、いわゆる業際問題について、おまえばどう考えるのかと問われれば、今は、証券仲介業という仕組みがどこまで有効に機能するか、あるいは、誤解を恐れずにいえば、どこまで弊害をもた

らすかを見守っている時期だということであり、世界最大最強の資本市場は、銀行と証券を基本的に区別する金融制度のもとで形成されてきたことに、もう少し思いをいたすべきではないかという気がしております。

私は、昨年末に公表されました「金融改革プログラム」の中の「利用者がいつでも、どこでも、だれでもアクセスできる」というキャッチフレーズをみて、コンビ二弁当じゃあるまいし、恥ずかしいなと感じる人間であり、業態の融合、再編を促すコングロマリット新法などという報道がなされますと、一体どこのどいつが寝言をいつているのだと腹を立てる人間であります。銀行も証券も保険も郵便局も一般事業会社も、投資商品を提供している限りにおいて投資サービス業者になりませんが、専門店がいかデパートがいかを選ぶのは消費者であつて、ワンストップセールスを政策

的に推奨などしていないのは当然であります。

二、アメリカ・EU概観

(1) アメリカ

次に、アメリカとEUのたどってきた道筋を簡単に押さえておきたいと思えます。

アメリカの資本主義というのは、建国当初から結構暴力的、詐欺的で、一般大衆からの資本調達が過熱して崩壊した大恐慌では株価が八割下がり、国民の三割が失業して、市場を支配していた銀行の三分の一が破綻しました。私がアメリカという国に感心するのは、これだけひどい経験をすれば、市場という仕組みに絶望し、日本のように銀行中心の金融システムが形成されてもよさそうなのにそうはならない強い意志と英知がどこかで働いているということです。世界中から資本を集

める仕組みとしての市場のエネルギーは生かしなから、同時に、暴力性、詐欺性を制御しようとしたのがアメリカの連邦法たる証券取引法であり、州法たる商法よりもはるかに存在感があります。

現在、日本では、企業買収を巡って商法と証券取引法の役割分担が議論されていますが、アメリカでは、我が州に立地してほしいから経営者にこびる州の商法に対して、それでは株主保護が図れないとして、連邦証券取引法が規制する力学が働いているということに、デラウエア州法のまま食いみたいな主張が平気でされる日本では、よくよく注目しておく必要があると思います。銀行が不良債権を回収するために投資家に損失を転嫁したという広く知られている弊害が銀証分離の基本的枠組みを生み出し、その一五年後に敗戦国日本がそれを踏襲しました。

一方、日本がそのまま踏襲しなかったのがセ

キュリティーの定義です。セキュリティーを証券と翻訳して、株券、債券等と限定列挙しました。オリジナルのセキュリティーは投資契約を含む開かれた概念になっていて、投資契約というのは、およそ他者の努力によって収益を得るスキーム一般を意味します。

レジュメには、「ハワイ判決」と書きましたが、第二次世界大戦直後の連邦最高裁の判断は、ハワイ農場という果樹園が隣接する土地を果樹園用に小口分譲して、果樹園運営のノウハウはハワイ農場が提供するというケースについて、その土地を買った人はハワイ農場の努力により収益を得るのだから、単なる土地分譲ではなく投資契約である、したがって、証券取引法のディスクロージャーや不正取引規制の対象になるというものです。こうして、セキュリティーの取引がアメリカの資本主義のエンジンであり、そのエンジンへ

の信頼を担保するのが証券取引法であるという性格がより明瞭になりました。

ちなみに、証券と国防と安心が同じセキュリティという言葉であることは、恐らく、投資するアメリカ国民の心理に日本国民とは異なる影響を及ぼしてきただろうと私は思います。制度としては、セキュリティ（証券）とフューチャー（先物）を区分し、先物については、商品、通貨、金利、株価指数などを含めています。先物の原資産ごとに取引所、監督官庁が分立している日本との違いです。また、ここには書きませんでした。日本と同様、投資顧問業法や投資会社法は別建てになっております。

(2) EU

次に、EUでは国境をまたいだ取引所の統合が目につきますけれども、昨年四月に新たな投資

サービス指令が出されています。これまでEUは最低限の共通ルールを決め、各国の判断が必要なルールを上乘せしていたのですが、この方式は、金融資本市場ではうまくいかなくなりました。統合された流動性の高い市場がEUの実体経済にとって不可欠であるという判断から、各国の主権がますます制限される傾向にあります。EUの現在の仕組みを簡単にいいますと、投資商品とその投資商品を提供する投資サービス業の範囲を決めて、その業務については、EUのどこかの国で認可を受けて監督に服していれば、ほかの国でも活動できるというものであり、要は国内市場と見做して扱うということです。この新たな投資サービス指令では、投資商品として、証券だけではなく、商品デリバティブをクレジットデリバティブや天候デリバティブまで含めて統一的に扱うことにしました。また、こうした投資商品を提供する

投資サービス業としては、それまで日本でいう証券業や投資一任業だけでしたが、新たに、助言、財務分析、私設取引システムを追加しました。助言や財務分析は、エンロン以降のアナリストの中立性、信頼性への問題意識に発していますし、私設取引システムは、EUにおいても、取引を仲介する投資サービス業者と市場そのものもはや峻別できなくなってきたことを反映しています。

こうしてアメリカとEUを比べてみますと、経緯を引きずっているアメリカの制度に比べて、ブラッセルの官僚が考える制度はより理論的な感じがします。

三、投資サービス法の基本構造

さて、歴史を振り返り、外国を眺めたら、次は日本の制度がどうなるかという展開になります

が、先ほど、歴史を振り返りながら、投資サービス法の基本構造については既にお話ししてしまっただと思います。要はストラクチャーを横断化していくということですから、投資商品を一つの法律にまとめれば、投資商品を上場する取引所が証券と金融先物と商品先物に分かれている必然性は自然にくなりますし、投資ファンドも、対象が証券か商品か不動産かで法制が分立し、投資対象ごとの顧問業者を区分しておく必要もなくなりま

す。監視委員会は、証券取引のみならず、すべての投資商品の取引や投資サービス業者を監視する組織になるのが自然な流れです。自主規制団体は投資サービス業者の実態から形成されますから、無理やり一つにまとめなくてもいいでしょうが、上部にホールディング的な役割をはたす団体でもあつた方が効率的に機能するかもしれません。

こうした総論を議論している限りにおいて、投

資サービス法という構想に反対する人は少ないのですが、各論になると様相を異にしています。金融審議会で議論していますと、保険会社は、変額保険というのはあくまで保険であるとおっしゃるので、私は、運用次第で満期保険金の額が変わってくるのだから、保険つきの投資信託みたいなものではないですかといわねばなりません。銀行は、外貨預金はあくまで預金であるとおっしゃるので、私は、円ベースで元本保証をしているのですかといわなければなりません。デリバティブ預金またしかりであります。

先ほど申し上げたように、金融システムのマネーフローが市場経由型に変わっていくのは、証券会社や投資信託会社、投資顧問会社など、専門の投資サービス業者だけではなく、郵便局や一般事業会社を含むすべての業態が投資商品を販売するとか、証券会社に仲介するとか、あるいは、み

ずからの貸出債権を切り離して小口化・証券化して販売するというように市場機能を活用して進んでいくこととなります。信託受益権という仕組みも昨年暮れからは、だれがどんな目的の調達運用手段として使ってもよくなりました。いわば業態別規制から機能別規制に移行していきますから、投資商品を提供するという機能を二元的ルールのもとに律していくことが、日本の資本主義の集めのエンジンとなり、貯蓄から投資に向けた制度基盤になるのだと思います。

金融改革プログラムにいう金融サービス立国とはかなり高い次元の目標であり、普通の国民が銀行に何を望んでいるかというところ、早くもう少しともな利息を払えるようになってくれということでしょうし、保険会社には、自分の払った保険料でああなたの生活を賄うのはほどほどにしておいてくれということでしょう。預金と保険以外の投

資商品及びそれを提供する投資サービス業という分野こそが、提供する商品のカバレッジといい、提供の仕方といい、多様にしてなかなか微妙、玄妙な世界ですので、先行して整備しましょうと申し上げてきたわけです。

それを図解したのが図表2になります。もうこの図表については、皆様方は新聞などでよく御覧になっているかもしれませんが、この図表だけですと、ただいま申し上げたように、投資サービス法の世界に入る、入らないといった線引きをしなければならぬという問題と、仮に入らないとしても、顧客との関係において何もしなくてもいいというわけではないという問題が残ります。先月から、ペイオフが拡大解禁されて、預け先が潰れると預金も返ってこなくなりまして、保険に至っては、職場に出入りする生保の勧誘のおぼさんに逆らえないから契約している私も含めて、商

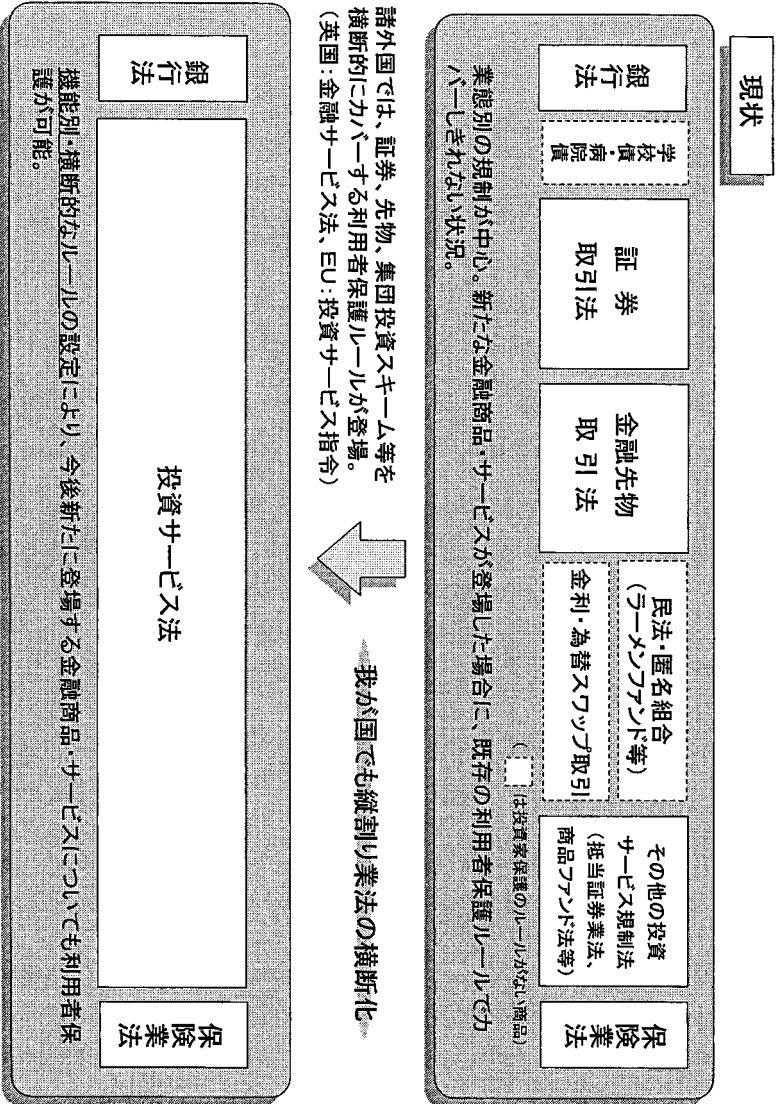
品性を本当に理解して加入している人は少ないと思います。また、銀行が証券仲介業を始めたと思つたら、証券会社が銀行の代理店になれる法律がこれから提出されようとしています。

そこで、この際、顧客に対する販売・勧誘部分は業態を問わず横断化してはどうかというのが、次の図表3になります。

イギリスで投資家保護のための規制をすべての業態にモディファイして拡大した二〇〇〇年の金融サービス市場法と基本的には同じ考え方です。投資サービス法では、投資商品という範囲内で規制の柔軟化、横断化を図っていましたが、ここでは、すべての金融商品を対象とした利用者保護規制の柔軟化、横断化が意図されています。

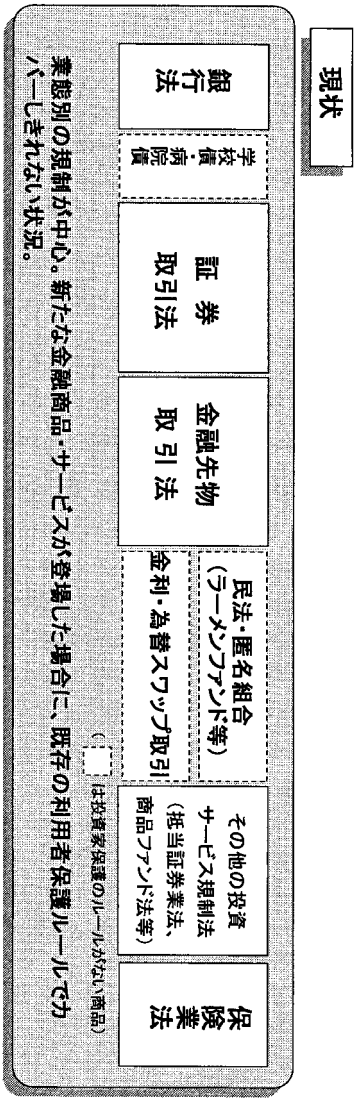
これを連休前の金融審議会に提案いたしました。銀行と保険会社代表の方が、えつと虚をつかれたところで次回に続くということになっていま

(図表 2)



投資サービス法について

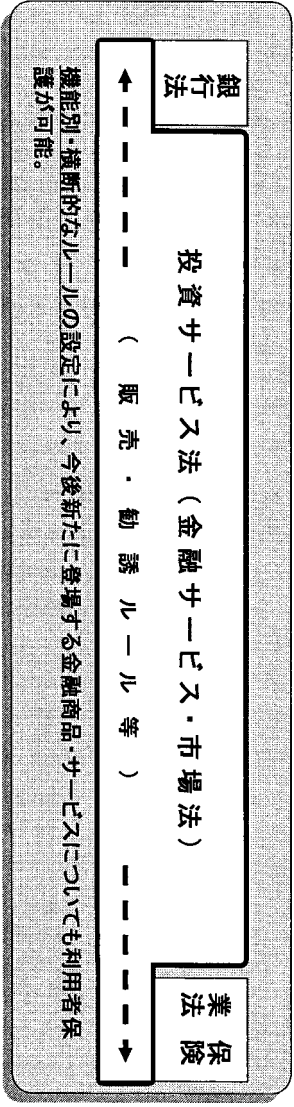
(図表 3)



諸外国では、証券、先物、集団投資スキーム等を横断的にカバーする利用者保護ルールが登場。
 (英国：金融サービス法、EU：投資サービス指令)



我が国でも縦割り業法の横断化



すが、とはいえ、今日の話聞いてこられますと、この図表³の考え方は、投資サービス法と金融商品販売法をくっつけて、ちょっと手厚くしただけだということがおわかりいただけだと思います。「テーマミス」流にいうと、業態の消滅に向けて私の衣の下の鎧があらわれたみたいなことになるのかもしれないのですが、先ほど申し上げたように、法制度のストラクチャーを横断化していくことと業態の守備範囲は全く次元が異なります。預金者というのは、定義上、損失を負担させられない人たちですので、投資家と一緒に取り扱う場合には、投資家の負担において預金者が保護される可能性があることにどのように対処するかという問題と、実際の預金者や投資家に業者が説明責任としてそれぞれ何を説明しなければいけないかは、まるで別の話であります。

このように、投資サービス法自体は非常にシン

プルな話であります。ただ、実際に作業し始めると、恐らく電話帳何冊分位の法案になってくるのだと思います。理念自体は極めてシンプルなものだということがおわかりいただけだと思います。

四、最近の証券関係の時事問題について

残された時間で時事問題を取り上げます。

私たちの仕事はなかなか計画どおりに進めることが困難です。この投資サービス法の議論をしていいるさなかに西武・コクドの問題が起これば、虚偽記載に対する課徴金や親会社の開示義務制度を考えねばなりませんし、ライブドアが時間外取引で筆頭株主に躍り出れば、これをみんなが真似ますと株主平等を担保するTOB制度が崩壊します

ので、応急手当てをしなければなりません。

この時間外取引は結構多くの論点を提起しております。後ほど余裕があれば、私と経済産業省の課長が対談した雑誌の記事を資料に付けておりますので、お目通しいただければと思います。まず、違法とは何か、法律とはどこまで精緻に尽くっておくべきものかということが挙げられます。私が違法だといいますと、それは監視委員会が発し刑事告発することを意味しますから、罪刑法定主義意識の極めて強いこの国において、条文を超えた実質解釈には慎重でなければなりません。今回はたまたま裁判所も違法ではないという判断を示しましたが、理論的には行政と民事裁判の判断が一致する保証はないと考えております。

日本の法律のつくり方はアメリカと実に対照的です。先ほど図表1の証券取引法二条の細々とした有価証券定義を一瞥していただきましたが、ア

メリカではもっと大雑把にしか書いてありません。だからこそ、先ほど御紹介しました投資契約を広くとらえた「ハウイ判決」が重い意味を持つわけです。また不正取引規制も、相場操縦と詐欺的なことをするなどしか書いてありませんから、インサイダー取引ルールも判例法として形成されています。

一方、日本では、御承知のとおり、インサイダーの重要事実を細々と列挙しておりますので、例えば決算情報であれば、それは年度決算のことを意味し、半期、四半期決算情報に基づくインサイダー取引は摘発しにくいということになります。逆に、会社の実務では、細々としたルールを覚えるのは大変だから、いっそのこと自社株取引は一切自粛してくださいというようなことになります。

概してこの国では、制度にグレーゾーンがある

ときに、自己責任で判断し行動して、トラブルになつたら裁判で決着をつけるというメンタリティが確立していませんので、予見可能性を高めるための精緻なルールづくりが行政に求められることになります。当然ながら、精緻につくるほど柔軟性は失われますので、むしろ、今日申し上げた投資サービス法も、これまでよりは大まかに書いて、問題が起きたら裁判所が判断するという世界に移行していった方が、この国の資本主義の活力という観点からは望ましいのではないかという気がしております。

同じ構図が敵対的買収に対する防衛策についても当てはまります。産業界は経済産業省に対して「みんなで渡れば怖くない」みたいなガイドラインづくりを要請しますので、経済産業省は、アメリカで判例法として形成されたM&Aのルールをにわか勉強せざるを得なくなりませう。このアメリカ

力のルールは、主に社外取締役の経営からの独立性や取締役会と経営の間の緊張関係を前提にして形成されていますが、社員のうち偉くなった人たちが取締役で、そのうち一番偉くなった人が経営者になるという日本とは、ガバナンスの実態に基本的な違いがあります。

ニッポン放送も、アメリカ流に対抗するならば、ライブドアに事業計画を提出してもらい、社外取締役だけで、どちらの経営者が株主にとつてよいかを客観的に判断した上で新株予約権を検討するとか、あるいは撤回するとかというスキームになつていけば、よほど世間に与える印象は違つていたはずですよ。しかし、この国ではだれも社外取締役の独立性など信じていないので、ふりをしていただけだといわれるくらいなら、初めから本音で激突して、裁判で沈没するという展開になりました。

アメリカでは、仮に経営から独立していたとしても、取締役会だけの判断による防衛策は株主保護上疑義があるとして採用しないとか、廃止することで見識を示す企業が増えています。これに対して日本では、行政のお墨つきのもと、社外取締役が関与すればポイズンピルもオーケーです、だから今からみんな導入しましょうという動きは、かなりこの国の資本主義にとって心配な展開だと思います。保身経営者が防衛策を悪用すると市場はマイナスの評価を下すから大丈夫だという説明もなされていますけれども、そこまで成熟した市場なら、そもそも私なんか存在する必要はないし、株主の代弁者として経営を取り締まるべき人たちも、それほど成熟しているといえるのでしょうか。

冒頭申し上げたように、そうした株主軽視の保身経営者を裁く市場を目指したのがビッグバン改

革だったわけですが、道半ばにして、持ち合い解消に伴う敵対的買収への恐怖がむしろ市場の機能を制約しようとしているように感じます。その意味で、今御紹介した私と経済産業省の課長の対談は、一見和やかにやっているように見えますが、基本的な理念を巡る若干の緊張をはらんでいます。

では、私の立場で当面何を考えるかといいますと、一つは、TOB制度をより包括的かつ柔軟に仕組み直すということです。例えば、市場の内と外を問わない制度にすれば、ライブドアのグレーな取引というのはそもそも存在しようがないはずです。また敵対的買収であれば、例えばですけれども、対象企業側に条件変更のオプションを与えらるゝとか、それを受けた買収側に撤回権を与えるというように柔軟化すれば、TOBのプロセスにおいて、当事者が対話していかざるを得なくなるの

で、個々の企業が株主保護上疑義のある防衛策を導入する必要性がそれだけ低下するというトレードオフ関係になります。

もう一つは、取引所が株主を守るために行動することであり、先日東証は、過剰防衛策の自粛要請を行いました。取引所が企業に公開の場を提供した結果として参加してきた株主を守る責務を負うのは当然であり、さらにいえば、アメリカでは、州法たる商法と連邦法たる証券取引法の関係から、上場企業のカバナンスを確保するのは取引所の仕事になっています。SECの要請を受けたニューヨーク証券取引所の規則で、上場企業内に設置される委員会の種類や構成、取締役の過半を社外取締役にすることなどを規定しており、実際に社外取締役の独立性などを取引所が厳格にチェックしています。

こういうやり方を少しでも東証が見習おうとし

ますと、経営に介入しないでくれと産業界は反発します。いわく、委員会等設置会社の方がすぐれているとは限らないとか、社外取締役に経営の実態はわからないとか云々と、結局、苦勞した割に、現在の東証のコアプレートガバナンス原則は恐ろしく中身の無いものになっています。しかし、最近では、西武・コクド問題を契機とする開示の真实性の確保、株式の大幅分割やMSCB発行の自粛、過剰防衛策の自粛など、立て続けに株主保護のために必要な要請をしていかなければならない状況になっていますので、上場企業側の意識も変わりつつあると思います。

もちろん、いきなりアメリカと同じことを規則で義務づけても、実態としてすぐれた社外取締役候補がいなければ、形を整えるだけに終わってしまいます。このあたりが「鶏・卵」の難しさですが、例えば、委員会等設置会社を選択しないな

ら、それはなぜか、社外取締役を任命しないなら、それはなぜなのかという説明責任を上場企業が負うというあたりから始めることも一案かと思えます。もちろん、上場企業のガバナンスについては、取引所の前段階において、幹事証券会社やその集まりである証券業協会が役割分担していくことも考えられます。

そして、こうした自主規制機能をどのような体制で果たしていくかが課題になります。この国ではまずアメリカがどうなっているのかを見習いますから、世界最大最強のニューヨーク証券取引所が前近代的な会員組織で、理事長の報酬が何百億円であったり、スペシャリストが利益相反で起訴されているような時期においては、余り真剣に對峙してこなかったのですが、半月前に、ニューヨーク証券取引所が公開会社化して自主規制を分離・分社化するという方針を公表いたしました。

このことで前提が変わってまいりました。

一方、いち早く株式会社化し上場したロンドン証券取引所では、株主のいいなりになって、パリとFrankfurtのいずれに買収された方が得かなどと論じている状態ですから、上場審査などの自主規制機能はイギリス金融庁(FSA)に移っておりません。

自主規制というのは、自分に直接利益をもたらす顧客の嫌がることをして、かえって全体として国民から信頼される。金融行政も時として、業界の嫌がることをして国民からは信頼されることが望ましいという構図ですから、金融行政が大蔵省の一部でなくなつて、仕事をしやすくなつたということも踏まえて考えていく時期に來ているのだと思います。先般、日米の市場行政当局などが定期協議していくことになつたと報道されていましたが、ただいま申し上げたような問題意識に基づ

くものであります。

五、今後の展望

最後に、投資サービス法に戻ります。

かつてのビッグバン、市場改革に際して、私はスポーツスマンだったものですから、これで日本の資本主義は効率化する、これで日本の金融システムは強靱になると、少々夢を語り過ぎたのではないかと反省しております。今日何度か言及した雑誌の記事にはほとんど違和感を覚えるのですけれども、真実も含まれています。それは、当時私が涙ながらに語ったといつくだりで、七年前のちょうど今頃のこの証券会館での講演でした。

当時、講演の依頼をお受けしてから当日までの三カ月の間に、職場での私の後任者や日本銀行のカウンターパートが逮捕され、別の同僚が自殺

し、上司がいなくなっていましたので、余り平静な精神状態ではありませんでした。七年前と同じことを繰り返しますと、当時、電話帳数冊分ある改革法案の成立だけが残された使命感であり、「フリー・フェア・グローバル」というスローガンを提唱しながら、こんなことを始めてしまったので、みんな不幸になったと感じておりました。こんなことを始めたから、価値観が変わって、世の中が流動化し、金融取引の公正さへの世間の要求水準が一拳に厳格になり、捜査当局をその気にさせ、総会屋事件では半年以上、日本中が大騒ぎをして、行政と業界の意思疎通のありように発展し、三洋証券、山一証券もつぶれてしまいました。では、始めなければよかったと後悔するのは余りにも悲しいので、やはりどんな混乱と犠牲を払ってでもこの改革は必要なんだと思ひ込むために、当時夢を語り過ぎていたのだと思います。

記事の発言の引用は随分と不正確ですが、泣きそうになるのを何とか気づかれぬように話し終えたと思ったのは私が甘かったよつでございませぬ。

市場の競争条件をアメリカ並みに転換して業者間競争が激化しても、それだけで日本国民が投資するようにならないのは、ある意味当然です。そもそも、この間、実体経済や企業業績の先行きに余り期待が持てる状況ではありませんでした。ビッグバン改革によつても日本の金融システムのマネーフローは目に見えて変わっていないではないかとよく指摘されますが、制度改革の成果を検証するには、時期尚早だと思つています。投資に関する制度を横断化するという今回のプランも、これによつて直ちに貯蓄から投資への流れが加速されるわけではありませんが、個人も企業も、市場で運用・調達するのが当たり前と感ずる世界に

おけるインフラだと思つています。

この度の講演の依頼をお受けしてから今日までの三カ月間に、今起こつたのはニッポン放送争奪戦でした。八〇年代以降のアメリカが四半世紀にわたつて経験した敵対的買収を含むさまざまなM&Aを日本人は短期間に急速に学んだと思います。その結果、過剰な防衛策といった副作用もありませんが、会社とは元来、株主に報いなければならぬものだといふ経営マインドもまた急激に高まつたと思ひます。対談でも話しておりますが、あと何年かたてば、日本の上場企業のガバナンス向上の最大の功労者はライブドアだといふ評価になるかもしれません。こうした経験を重ねていく中で、インフラとしての投資サービス法もそれだけ活きてくる。そのインフラのもとで仕事をする投資サービス業者の皆様方の活躍の余地も拡大していくことを期待して、とりあえずここ

で一旦私の話を終わらせていただきます。

御清聴ありがとうございました。(拍手)

あと御質問があれば、可能な範囲でお答えさせていただきます。

関理事長 大森課長、どうも有り難うございました。大変率直にお話しいただきましたので、皆様いろいろお聞きになりたいところがおありになると思います。せっかくの機会ですから、どうぞ御遠慮なく手を挙げていただきたいと思います。いかがでしょうか。

質問者 一つお伺いします。聞き漏らしたのかもしれませんが、最近新聞で、投資サービス法の対象範囲を銀行と保険会社、預金と保険商品を入れる入れないの議論があるようですが、今のところはどちらの方に向かっているのか、それをお伺いしたいと思います。

大森 まさに図表2になるのか、図表3になるのかという御質問だと思います。図表2になるか図表3になるかによって、投資サービス法そのものの構造が変わるわけではありません。図表3の方に関しては、既に金融商品販売法という、すべての金融商品の商品性の説明義務及び説明しなかった場合の民事責任を規定した法律がありますが、それと、今日お話ししました投資サービス法を合体するということと、どちらかという現実家の要請から出てきたような話です。その理由は、図表2の当初の投資サービス法の議論ですと、どちらに入るのかという線引きをしなければなりません。顧客との関係においては、図表3のように、投資サービス法が一元的に規定する方がすっきりしているのではないかということから、御提案をさせていただきます。

連休前の審議会で、業界代表の委員の方以外は

そういう方向で進んでいった方が望ましいのではないかという意見が大勢でございました。大勢でございましたという、何か人ごとみたいな言い方に聞こえるかもしれませんが、審議会は本来、議論をする場であって、議論しながら内容も変わっていく場です。何か行政が精緻な青写真を描いて、無理やりそっちの方に持っていこうという形で運営しているわけではありません。そういう意味では、毎回毎回、行政の提案に対するレスポンスを踏まえて中身が変わっていくつつあるわけです。

今御質問のあった点はまさにそういう状況にあります。一回議論したところでは、こつこつという形で、国民との接点部分はすべて一元化した方がいいのではないかという意見の方が相当多かったというのが現時点の状況でございます。

関理事長 よろしゅうございますか。次にどなた

かいらっしやいせんか。

質問者 今度の投資サービス法は、物事をできるだけ簡単にしていこうということでは大変いい方向だと思つのですけれども、物事をさらに複雑にしているのは、商品別、それをまた監督している行政が違うということと、例えば、投資家をプロとアマに分けてそれぞれ対応が違っていたり、不特定多数は投資信託であり、特定の投資家は投資顧問であり、それが別々の制度になっていて、なおかつ行政が違うという状況にあります。このあたりの対応についてはどのように考えておられるのでしょうか。

大森 非常に本質的な御質問だと思えます。

後段の方からいきますと、まず、プロ・アマとというのは何度か議論いたしました。日本の仕組みでは、プロの範囲が狭過ぎるのではないかというコンセンサスがありますので、そこは、投資リテ

ラシーのある個人も含めてプロの範囲を拡大していくことを考えなければならぬのだらうという流れになっています。

それから、投資信託、投資顧問の問題、先ほどの話の中で、なぜ証券と商品と不動産では、制度や顧問業者が違うのだということもありますし、投資信託に比べると投資顧問の制度はいろんなところで遅れている面があって、整合的ではないので、その辺はこれを機会にすっきりさせたいと思います。

ただ、役所をまたがる問題というのは、霞が関の常識からすると、別の役に、「あなたの仕事は私がやった方がうまくいくから任せなさい」といったら、「わかりました、よろしくお願います」という返事が直ちに返ってくるわけではありません。経済産業省、農林水産省、国土交通省の関係部局も審議会に入ってはいて、私が毎回勝手

なことを話すのをイライラしながら聞いているという状況だと思えますが、相手省庁と一対一で話す場合には、縄張りの問題というのはさほど簡単ではありません。

ただ、今日のお話の中でも申し上げましたけれども、五年前は郵便局が民営化するなんて、だれも霞が関では考えませんでした。したがって、あるべき姿を世の中に示し、その姿に向けて、金融行政としてできることから当面は作業を進めるということだと思っています。

これでお答えになっているでしょうか。関理事長 次にどなたかいらっしゃいませんか。質問者 将来は投資サービス法の中にいろいろな形で包含されていくと思われませんが、今年の七月から外為証拠金取引規制が実施されます。今いろいろ出回っていますパブリックコメントを見ておきますと、簡素化という面から見た場合、「取引

所取引」と「取引所外取引」とに一応分けられているものの、若干「取引所取引」の方が優遇されている面があるかなという気がします。この辺は、とりあえず現状あるものの追認という部分も含めてこのような二つ取引区分が置かれたのだと思います。将来は、傾向として、ないしは意図としては、例えば「取引所取引」に一本化する方に誘導していかれるのかどうか、簡素化という観点から、その辺のお考えについて、開示できるところでお示しただけならありがたいと思います。

大森 取引所取引を優遇しているというのはどんな部分でしょうか。

質問者 例えば源泉分離課税の問題です。そういう部分でいいますと、簡素化という面から見て、なぜ「取引所取引」の方だけが優遇されるのかということとして、これによって、一般の顧客の

方々が、「認知されているのは『取引所取引』の方だ」という印象を受けるのではないかなということを含めて、今のところ予測しております。

大森 なるほど。これも非常に深い質問になっていまして、金融制度や税制というのは、だれが担当しても必然的に同じような結果になるというものではまるでなくて、頑張って強く要求するものがあれば、うるさいから認めてやるといようなところもあつて、余り理論的でない場合もあります。ただ、一般的には簡素である方が望ましいということはもちろんいえます。

それで、外為証拠金取引について申しますと、全く何も規制がありませんでしたので、マンションの一案に電話を引けば商売を始めることができ。私も何度かテレビでPRしたのですけれども、テレビ局が隠し撮りをした営業の実態なんかを見ると、「おばあちゃん、イラクの人たちも大

変だね」から始まって、「大統領選挙があるから一ドル一三〇円になるよ」とか、無茶苦茶なことをいいながら勧誘を行っている。そういうほとんど無法地帯に近いような相対取引の世界を何とかしなければいけないという状況にありました。また、他方で東京金融先物取引所において上場商品として検討しようと考えておられました。このように相対取引をきちんと正常化することということで、上場商品を提供するということが車の両輪のように相まって、この取引が正常な投資商品として認知されていくのが望ましいという気持ちでここまでやってまいりました。

それで、まさに今おっしゃったとおり、少なくとも私が担当する証券取引法の世界では、相対取引と取引所取引のどちらがいいとか悪いとか、どちらに高い価値を置くかというような発想は、私の中にはまったくありません。ただ、税制について

は、先ほど申し上げたように、頑張つて要求する人がいれば認められることもある、そういう世界だということを御理解いただきたいと思います。関理事長 今日、投資顧問や投資信託の業界の方も何人かいらつしやると思いますが、どなたかご質問はありませんでしょうか。

質問者 当社は投資信託、投資顧問ですけれども、先ほど投資信託、投資顧問の業態についてもすつきりさせたいとおっしゃっていたのですが、この提案段階の図表を見ると、投資サービス法の中に取引込もうと考えている中には投資信託、投資顧問というのは出てきていません。考え方のベースになるものが、マーケットやスキームの特徴などを考えて投資サービス法の中に取引込もうという考え方になってるように思われますので、投資信託、投資顧問がどういった形でここで取り込まれて、どういう検討がされていくのかと

というのが全くわからないのですが、具体的にはどのような考え方、また方向性において、すっきりさせていくとおっしゃられているのかをもう少し明確にさせていただきたいと思えます。また、この投資サービス法の議論は一体いつ頃を目途に進んでいるのでしょうか。

大森 後の質問からお答えしますと、六月末には基本的な考え方をとりまとめて、その後、立法作業に入っていければと考えております。

確かに、私もこの図表をよく使う割には、今御質問されたところが余り明示的に書いていないなと思っております。これは商品に着目した図表になっていきますから、そのように受け止められるのかも知れません。今日は各論は全部省略いたしました。レジユメの「投資サービス業の範囲」として、「証券取引法」、「投資顧問業法」及び「その他」（業法のないもの）が示されています。こ

こでは、「販売」、「取次ぎ」、「助言」、「運用」などの八つの言葉が並んでいますけれども、この八つは従来から投資サービス業と認識されてきていますので、投資サービス業はこの八つを基本とするものであるということができないのではないかと思います。

これに対して、「仕組み行為」に関しては、投資顧問、SPC、商品ファンド、不動産特定共同事業などが存在していますが、これらの構造が似通ったものをこの投資サービス法の中に一緒に入れた方がいいのか、あるいは仕組みだけ、いわゆるファンド法のようなものを考えた方がいいのかという点につきましては、まさにこの部分が霞が関的というと省庁横断的な部分ですので、まだ明確な結論が出ていないという状況にあります。関係理事 その他にいらつしやいませんか。質問者 これまでにすべて質問は尽きて、お答え

も尽きているような気がします。先ほどのお話も伺っておりますと、さまざまな利害関係者、さまざまな御意見がある中で、これを「金融投資サービス法」、「金融サービス市場法」と呼ぶのか、その呼称はともあれ、将来的には、ある程度のステップを踏む立法プロセスというのが常識的に考えられるのかなと思っております。大森課長があと五年位現在のポストにおられるのならば、これを一挙に実現されるのだろうと確信しておりますが、雑誌の記事などによりますと次の異動でポストを移られるという話にもなっておりますので、そうなることややはり二段階とか、そういうステップ論というのが常識であるような気がします。とりあえずという語弊があるかもしれませんが、まずは図表²のところがちつと整理されんが、それに続けて図表³、あるいはさらにもっと別な方法というのがあるのかもしれないというよ

うに何となく理解しているのですが、いかがでしょうか。

大森 話の中で法律のつくり方ということに言及させていただいたのは、英米法の世界に比べると、日本の法律というのは本当に細かいことまで書いてあるものですから、改正作業に手間がかかるといふフラストレーションがあるわけでございます。このようにストラクチャーを変えていくというだけで恐らく大変な作業になります。例えば、証券決済改革、ペーパーレス化を考えてみても、これは意図していることは非常にシンプルなのですけれども、CPから始まって、次に社債、国債、最後に株券というように、それぞれの法律がこんなに大部な分量になってしまうというのが日本の法体系です。

したがって、今質問者がおっしゃったように、まずやれるところからやっていく、あるいは、い

きなり省庁横断的ということであれば、調整するだけで結構困難な作業ですから、金融庁が所管しているものから手をつけていくというような方法があり得て、いきなり一〇〇点満点を目指すのは余り現実的ではないような気がします。話の中でも申し上げましたけれども、やらなければいけないことというのは、市場が生きている以上、次から次へと出てきて、TOBの仕組みや自主規制体制、上場企業のガバナンスなどといった課題が次から次へと出てくるものですから、このストラクチャーの問題と並行してそういった課題も処理していかなければなりません。要は、物理的にできる範囲内でやっていくということに結局は尽きてしまうのではないかと思っています。余りきちんとしたお答えになっていなくて申しわけありません。

関理事長　どなたかいかがでしょうか。よろしい

でしょうか。

それでは、大森課長、今何人かの方から御質問ありましたけれども、私から最後に、差し支えない範囲で御返事いただければと思うのですけれども、投資家との関係でいろんな商品が出てくる、その投資家に対する説明義務などの規則を共通にしていきたいという考え方が非常に表面に出てくるように思います。今後の投資サービス法というものを考えたときに、投資サービス法というのができて、そこに、ここに挙がっているようないろんな業者が共通に規制されるようになるのか、それとも、例えば証券会社法、投資顧問業者法、何々業法というのがたくさんありますが、それらに対して、投資サービス業としては、顧客に対する共通の行為規制をそれぞれの法律に並行的に書いていくというイメージになるのか、その点について差し支えない範囲でお答えいただけますか。

せんでしょうか。

大森 まさに今理事長がおっしゃったのはつくり方の問題だと思つのです。つくり方の問題として、二つ挙げられた中では、やはり後者に近いようなイメージを皆さんお持ちではないかと思ひます。この株を売ってくれとか買ってくれとか、それを取り次ぐビジネスもあれば、一億円預かつて、できるだけ有利に運用しますよというビジネスもありますが、これらは根拠法が違つていて、かなり異なるものであるかのごとく觀念されているわけですけれども、証券会社も体制さえ整えばそういうリテールの運用ビジネスも兼業してやつていける時代になつてゐるわけです、団塊世代のリタイアを控えて、投資サービス業の中での運用関係のビジネスはますます重要になつてくるでしょうから、法制度もそのような実態の変化なり、想定されるニーズに対応した過不足のないも

のにしていくべきだということに、やや一般論かもしれないけれども、なると思ひます。

関理事長 それでは、今日はこれで終わらせていただきますと思ひますが、最後にもう一度お礼を申し上げたいと思ひます。

今日はどうもありがとうございました。

(おおもり やすひと・金融庁総務企画局市場課長)

(本稿は、平成一七年五月九日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。)

大 森 泰 人 氏

略 歴

1981（昭和56）年3月	東京大学法学部卒業
同年4月	大蔵省入省
1995（平成7）年7月	大蔵省証券局業務課課長補佐
1996（平成8）年7月	大蔵省証券局総務課課長補佐
1997（平成9）年7月	大蔵省証券局市場改革推進室長
1998（平成10）年3月	大蔵省証券局総務課企画官
1998（平成10）年7月	東京国税局調査第一部長
1998（平成10）年12月	金融再生委員会事務局企画官
1999（平成11）年7月	近畿財務局理財部長
2001（平成13）年7月	金融庁調査室長兼法務室長
2002（平成14）年7月	金融庁証券課長
2002（平成14）年11月	産業再生機構設立準備室参事官
2003（平成15）年7月	金融庁市場課長

(レジュメ)

2005.5.9 (月)

金融庁市場課長 大森泰人

貯蓄から投資に向けた制度基盤

1. 投資サービス法とは

- (1) これまでの議論 日本版ビッグバン～金融商品販売法～現在
- (2) 最近の事例
組合型投資ファンド・・・証券取引法改正 (昨年12月施行)
外国為替証拠金取引・・・金融先物取引法改正 (本年7月施行)
- (3) 投資商品と投資サービス業
投資顧問業と投信委託業、投資顧問業と証券業、証券仲介業

2. アメリカ・EU 概観

- (1) アメリカ
セキュリティの定義 (含む投資契約・・・ハウイ判決)
証券と先物 (商品、金融、証券) の区分
- (2) EU
新投資サービス指令・・・商品デリバティブを含む包括的な投資商品、
投資サービス業定義

3. 今後の展開

- (1) 投資商品の範囲
 - ①証券取引法
 - ②証券取引法以外の業法・・・金融先物、信託受益権、変額保険など
 - ③法的保護のない商品・・・会社の出資持分、匿名組合など
- (2) 投資サービス業の範囲
 - ①証券取引法・・・販売、取次、自己売買、引受など
 - ②投資顧問業法・・・助言、運用
 - ③その他・・・資産管理、仕組み行為など
- (3) 前提条件
 - ①上場企業のガバナンス
 - ②行政と自主規制の体制や役割分担
- (4) 投資サービス法と金融サービス・市場法