

# 投資サービス法への展望

— 中間整理と主要な論点 —

神 田 秀 樹

高橋理事長 大変お待たせいたしました。

今日は、大変大勢の方にお集まりいただきまして、ありがとうございます。「資本市場を考える会」の10月の講演会を開催させていただきましたと思います。

今日は、御案内いたしましたように、東京大学法学部教授で、金融審議会第一部会の部会長をしておられます神田秀樹先生に、「投資サービス法への展望——中間整理と主要な論点——」と題してお話をしていただくことになっております。

ちょうど一年前、昨年10月の例会のときに、神田先生には、外為証拠金取引規制についてお話をしていたいただきました。そのときに、外為証拠金取引という切り口から、投資サービス法に向けての議論について先

生のお考えを伺ったところでございます。その後、御承知のように、本年七月に投資サービス法についての「中間整理」が金融審議会第一部会から御報告がございました。現在は、また金融審議会第一部会での議論が再開されており、中間整理の考え方に基つきまして、各論点についての議論が始まっているところでございます。

また、あわせて、来年の通常国会に法案を提出すべく、投資サービス法についての法案の準備も進められておりますが、今の段階で神田先生に投資サービス法についてお話を伺えることは大変ありがたいことだと思っております。

神田先生の御略歴はお手元にお配りしてございます

が、もう皆様御承知の方ばかりでございますので、詳しくは申し上げませんけれども、御略歴のほかに「政府審議会委員等」というところで、幾つか委員をなさっております。先ほど申し上げましたように、金融審議会金融分科会第一部会の部会長でいらっしやいますほか、法制審議会委員、企業会計基準委員会委員、規制改革の民間開放推進会議委員等をなさっております。

そのほか、経済産業省の主催しております企業価値研究会の座長を務めておられまして、敵対的買収の防衛策の報告書を取りまとめられたということも、記憶に新たなところでございます。

また、東京証券取引所では自主規制委員会の委員、証券業協会では自主規制会議の委員等をお願いいたしております。東証では、先ほど取りまとめられました自主規制特別委員会の東証の自主規制についての討議に御参画をいただいたところでございます。

また、証券業協会では、証券決済制度改革推進会議において、ペーパーレス等証券決済制度の改革を目指して、業界横断的な、市場関係の共通の意思決定の場

をつくっておりますが、その座長として、証券決済制度改革問題の中心的な役割をさせていただいております。

これに関連いたしました、証券決済制度につきましては、各国の法制が違いますので、国際的な取引が行われた場合にどういう法を準拠法とするか、その取扱いをどうするかということは大きな問題でございます。御承知の方も多いと思いますけれども、ハーグ証券決済条約の制定が急がれているところでございますけれども、それを担当しておりますハーグ国際私法会議において、先生は中心的な役割を果たしておられます。また、各国毎に違っている制度を統一していくことを目的としたユニドロアという国際会議がございます。これは、その実体法を統一していこうという方の動きでございます。ここでも中心的な役割を果たしておられると伺っております。

先生は、非常に多岐にわたって御活躍されていますけれども、私も証券関係についてだけ、簡単に御紹介をさせていただきます。

それでは先生、どうぞよろしくお願いいたします。

## はじめに

ただいま御紹介いただきました東京大学の神田と申します。

本日は、このような場でお話をさせていただく機会をいただきまして、ありがとうございます。今、高橋理事長から大変御丁寧な御紹介をいただきまして、大変恐縮でございます。

この「資本市場を考える会」では、今御紹介いただきましたように、昨年のちょうど今頃に外為証拠金取引問題について、お話をさせていただいたように思います。

本日は、現在その制定を目指して作業しております投資サービス法（仮称）の動向や主要な論点について、私なりの感想を申し述べたいと思います。

いつも同じようなことをお話しているような感じが自分でもしないではないのですが、いずれにしても、第一部会そのものの考え方は中間整理として取りまとめられたところです。その後、後で申し上げますように、第一部会の審議は引き続き行われておりますけれども、今この時点では第一部会の考え方が一つになっているわけではありません。そういう意味では、私はたまたま第一部会の進行役を務めさせてはいただいておりますけれども、今日のお話は、私個人の意見というか感想ということで申し述べてみたいと思います。

一時間程度お話をさせていただきまして、残りの時間、御質問とか御意見をいただければ光栄に存じます。

## 一、金融審議会金融分科会第一部 会の審議の現状

お手元の資料には、今年七月に第一部会で中間整理を取りまとめたものを御参考までに配布させていただきました。そのほかに、右上にNo.1、2、3というふうに整理した資料が三部ございませう。これらは、金融審議会の一〇月以降の審議に際して第一部会に提出された資料の一部であり、いずれも公開されているものです。金融審議会の第一部会は、一〇月五日に再開後の一回目を開催しましたが、資料No.1がそのとき提出された資料です。資料No.2と資料No.3が、前回、一〇月二〇日の会合に提出された資料です。

今日は、最初は中間整理についてお話ししようと思っていたのですが、その後、金融審議

会の審議も進んでいますので、主要な論点についてお話をしたいと思います。資料No.1に九項目が示されていますが、これらが主要な論点ということになりますので、今日の私の話のレジюмеがわりに、この資料No.1の一枚目を御覧いただければと思います。

第一部会の状況がどうなっているかということを取り上げます。今年七月に、「中間整理」を取りまとめました。これは、ページ数でいいますと、最後に若干の付録がついておりますけれども、二七ページあります。付録を含めて三〇ページ程度のものです。この「中間整理」は、投資サービスタ法の必要性とそれを制定する際の基本的な論理を抽象的なロジックのレベルで取りまとめたものです。もちろん、第一部会の中にも意見が分かれるような項目もないわけではありませんでした。そういうものについては、両方の意見があ

るといような記述がある場所もございます。このようにかなり抽象度の高いロジックを整理したものでありますが、第一部会としては、これで御承認をいただき、取りまとめを行うことができました。

その先の作業については、事務年度も変わり、担当の事務局の方も交代になりましたが、新しい事務局のもとで、今申し上げましたように一〇月五日に再開後の第一回会合を開催しました。一〇月五日は、この資料No.1を中心に、今後の主要論点を議論いたしました。二回目会合の一〇月二〇日は、資料No.2、資料No.3を使って、これら二つの論点について御議論をいただきました。

資料No.1の表紙に1から9までの項目があり、10は「その他」となっています。「その他」というのは、今後何か出てくるかもしれないということとで加えたものです。したがって、この10を省略

しますと、1から9のうちの7「プロとアマの区分」と8「自主規制機関」から議論を始めたことになります。すなわち、一〇月二〇日の資料No.2は、7「プロとアマの区分」にかかわるものであります。資料No.3は、8「自主規制機関」にかかわるものであります。ただし、証券取引所のあり方については除かれています。これは、証券取引所のあり方については、東京証券取引所の方で検討がなされ、その結果を公表することになっておりますので、公表を待つて審議をすることになっているからであります。なお、その後、一〇月二五日に東京証券取引所から、その結果が公表されています。

次回の第一部会は、一一月二日に開催される予定です。そこでは、7の「プロとアマの区分」と8の「自主規制機関」の半分ぐらいが、済んだという言い方はちょっと正確ではないかもしれませんが

んけれども、一応前回に議論をしましたので、それ以外の論点について、順次御審議をいただくことになるうかと思えます。

第一部会は、投資サービス法との関連で、金融商品販売法をどうするかということについて構想を持っておりますので、これはロジックの上でということですから、本年七月の途中から、第二部会の委員の方にも御参加いただくようになりました。また場合によっては関係省庁も増えるということでもありますので、オブザーバーの方も増えまして、現在の第一部会は金融庁の会議室が満室になるくらいの状態になっています。

議事は公開されていますけれども、前回後ろの方の記者の方やマスコミの方などの席は立つて聞いておられる方もおられるぐらいで、座席が足りなくなっており、少し人数的には、会議室ではなかなか厳しいという状況になっております。昔の

ように月一回のペースというわけには恐らくいかないでしょうから、一月、二月は毎週とまではいかないまでも、あるいはそれに近いペースになっていくかもしれないと個人的には思っております。そういう雰囲気の中で、審議を進めていただいておりますが、議事の内容は公開されておりますので、今日は私なりの個人としての感想や展望などについてお話を申し述べてみたいと思えます。

## 二、「投資サービス法(仮称)」の主要論点

まず、資料No.1を御覧いただきますと、主要論点が九項目挙がっております。資料のNo.2、No.3も共通なものですけれども、どういう書き方がされているかといいますと、例えば資料No.1をめぐって

ていただきますと、「1. 投資サービス法（仮称）の目的」として、まず中間整理のポイントの部分がそこに引用されています。その下には、「論点」と書いてありますが、このような記述の仕方は、2以下の項目についても同じであります。これは、中間整理の提言、取りまとめを受けて、現在の事務局で論点と考えられる点を「たたき台」としてお示しして、第一部会で御審議いただいたものであります。

これらそれぞれの項目に踏み込みますと、資料No.2と資料No.3を御覧いただきますとわかると思うのですが、例えば、資料No.2では、中間整理の指摘の後に、若干場合分けをしてあつたり、諸外国の説明がなされたりしています。最後に、資料No.2で申しますと三ページになりますけれども、「検討にあつたての考え方」というのがあります。そこには三つ論点が挙がっております。

そして、それぞれの論点について考え方が、もう少し詳しく記述されています。

これは、第一部会で御審議していただく上で、事務局としてこういう考え方でいけないだろうかという「たたき台」を示したものであり、こういう考え方で進めていきますというものでは決してありません。議論していただくためには、やはり具体的の問題提起をしませんと、人数も多くなつており、なかなか議論ができていくものですか、そういう意味で、具体的にこういうふうに考えてはどうだろうかというものを、「たたき台」としてお示したものです。

資料No.1の表紙に戻っていただきたいと思えます。これをレジユメがわりに使わせていただきますと、項目は全部で九項あります。これは私個人の感想ですが、中間整理までの段階で、抽象的なレベルではありませんけれども、それなりの

議論をしたのは、九項全部ではあるのですけれども、主として「投資サービスマ（仮称）」の目的<sup>2</sup>「投資サービスマ（仮称）」の対象範囲<sup>1</sup>ということになります。しばしば議論が出ましたけれども、中間整理の時点で詰め<sup>3</sup>の議論はもう少し後の段階にしましょうという形になっているものは、残り<sup>3</sup>から<sup>9</sup>になります。

私の考えでは、重要な論点は、三つにグループ分けできると思います。第一は<sup>7</sup>「プロとアマの区分」であります。これは、一〇月二〇日に御議論いただきました。実際のところ、再開後の第一部会の一〇月五日も、意見の多くはプロ・アマ論についての議論を出していただきました。したがって、プロ・アマ論は、部会で二度ほど御審議いただいたと聞いていいかと思えます。

このプロ・アマ区分問題というのは、後でお話ししますけれども、中間整理までは、もちろんい

ろんな御意見はいただきましたけれども、詰めるのはあえて秋以降にしようと考えたものだとは私理解しております。これが一つ目の重要なものです。

二番目に重要なものは、番号の順番でいくと<sup>3</sup>「集団投資スキーム（ファンド）」です。これは、中間整理の段階では、やはり余り詰めはなされていません。その詰めは、秋以降に委ねるとさせていただきます。

三番目に重要なものは、あまりうまくいえないのですけれども、あえていえば<sup>9</sup>「民事責任規定」<sup>6</sup>「行為規制」を足したようなものです。

これは、広い意味で、私どもが「エンフォースメント問題」と呼んできたものであります。これは、課徴金の導入等に際して、一時期大いに議論があつたところです。もう少し広い観点からいいますと、エンフォースメント問題とは、ルールは



つくったけれども、それがきちんと実行されなければならぬという話と、どういうルールにしておけばいいのかという行為規制、いわゆる受託者責任の話なのですけれども、こういったところの具体的な詰めは秋以降ということになっていたのではないかと思います。

その三つが重要でして、他の項目は重要ではないというわけではありませんけれども、4「開示規制」にせよ、5「業規制」にせよ、8「自主規制」にせよ、それなりの方向感、第一部会としては、従来からの線で走っていればおおむねカバーできるということではないかと理解しております。

なお、証券取引所の問題はやや特殊な問題でして、時間があれば後で一言だけ申し上げさせていただけます。

もう一点、前もって留意点として申し上げますお

きたいことは、1「投資サービス法（仮称）」の目的」と2「投資サービス法（仮称）」の対象範囲」の議論はもう終わったのかといいますと、後で申し上げますように、2の対象範囲の話は全体が決まらないと決まってこないという性質のもです。それはどういうことかといいますと、何が対象になるのかという話は、具体的には<sup>3</sup>以下が決まりませんと、なかなか議論がしにくいからであります。何が対象になるかといってみても、一体どうなるのかがまだ決まっていないうちから、それだけを入り口で議論することは簡単ではないわけです。

したがって、考え方としては、2の対象範囲は、中間整理では議論してありますけれども、具体的に<sup>3</sup>から<sup>9</sup>までの方向感が出て初めて逆算して、2の対象範囲が最終的に決まってくる。あるいは両方が連立方程式として、同時に決まってい

く筋合いの性質のものであると、いつてよろしいかと思えます。

## 三、「投資サービス法」の必要性和目的

今日はこれから、1「目的」と2「対象範囲」についての中間整理の考え方を復習的に申し上げまして、それから3以下の項目について、私が重要と思う三つの論点を先にお話しし、残りの時間は、残った主要論点についてお話しさせていただきます。と思います。

以下においては、「投資サービス法（仮称）」は、単に「投資サービス法」という言葉を使わせていただきます。まず、1「投資サービス法の目的」と2「投資サービス法の対象範囲」については、そもそも投資サービス法とは何かということ

が問題となります。投資サービス法とは何かという点は、実はなかなか難しい話なのですけれども、なぜ投資サービス法が必要かということについては、これは私が繰り返し申し上げてきたことですけれども、かつまた私個人の見解と第一部会の見解とは多少のずれはあるかもしれせんけれども、基本的なところでは認識は一致していると思っております。

私が申し上げてきた理由は、一言でいえば、資本市場をサポートするようなインフラとしての法制度が、日本はまだ十分ではない。現在の日本の法制度には横断的な法制がありません。そのような法制がないという意味では、先進諸外国と比較した場合、日本だけが唯一の例外であります。日本以外のどこの国をとってみても、もちろんアメリカ、イギリスはいうまでもありませんけれども、そういう法制度ではありません。日本だけが

断絶している状況であります。

もちろん、法制度だけがすべてではありませんので、逆にいえば、法制度を変えたから、資本市場が急にこれ以上に発展することもないと思いませんし、今でも日本の資本市場は十分にというか、それなりに発達しているわけであります。

しかし、二つの理由から、横断的な投資サービス法制をつくる必要があると考えられます。これはまた、国際的に見ても、将来の日本の資本市場の発展、それからよく使われる言葉でいえば「貯蓄から投資へ」という流れを後押しするためにもぜひとも必要だと考えられます。

(1) 法制度の横断化——必要性の第一の理由

その二つの理由とは、第一点は、法制度にすぎ間があるために、その法制度でカバーされない分野があるということです。外為証拠金取引がその

例ですけれども、そのほかにも挙げ出すと切りがありません。ファンドでも、いろんなファンドでカバーされないものが存在しています。カバーされないということを法律的にもう少し厳密にいきますと、何もカバーされなければ一般法に行きまです。例えば被害が生じたようなことがあれば、一般法である民法、商法に基づいて責任を追及するというような方法がないわけではありませんけれども、一般法でやってくださいといっている国は、どこの国を見てもありません。

このような状況の中で、民法のいわば特別法として、法制のレベルで横断化しようとしてつくった法律が金融商品販売法であります。これは二〇〇〇年（平成十二年）にできた法律です。金融商品販売法は、内容はかなり限定されていますけれども、範囲としてはそれなりに横断的につくった法律であります。ところが、金融商品販売法は、

御存じのように、法制度としては公法でなく、私法としての性格のものでありますので、所管官庁や監督官庁はありません。よく使われる言葉でいえば、いわゆる業者ルールではありません。このため、業者ルールのレベルで横断的な資本市場法制、投資サービスマ法が必要ではないか。それがなのは日本だけであります。

それが絶対に必要かということを議論し始めますと、なかなかよくわからない話かもしれませんが、被害が出ています。それから、今日は時間の関係で余り申し上げませんが、他方ではすぎ間があるがために商品開発を阻害している、こういう状況もあるわけでありませぬ。

したがって、業者ルールの横断化ということが、日本にとつて、世界からの遅れを取り戻す意味においても、ぜひ法的インフラとしては必要で

はないかというのが第一番目の理由であります。

(2) 強力な市場監視機能の整備——必要性の第二の理由

第二番目の理由は、ちょうどそれと裏腹をなすと思えます。私は「日本版SEC」という言葉で申し上げていきますけれども、この先の議論は、いわゆる金融サービスマ法が投資サービスマ法という話になりがちです。結局、「資本市場の発展」や「貯蓄から投資へ」という話になりますと、やはり法制度をきちんと執行する、監視し、実現していく仕組みがどうしても必要になります。もちろん、被害が生じた場合には被害者が裁判所へ訴えて救済を求める。あるいは、最近議論が進んでいきますけれども、裁判外で紛争処理のあつせん手続などをとる。

いろいろあるかとは思いますが、アメリカ

力を見ても、大変強力な市場の番人といわれているSECという機関がある。イギリスやヨーロッパについては、いろいろ議論はあるところではありますけれども、そういう中で、日本の場合には、もう少し国の政策として「貯蓄から投資へ」という考え方が必要なのではないか。これは政府レベルでも合意されていることであります。そうであるとするば、横断的なものが必要であることのもう一つの理由としては、この投資サービス分野について、やはり一元的な、きちんとした市場の番人をつくり上げる必要があるということになります。

これは、エンフォースメント問題といってもいいかもしれません。それは日本版SECというものであります。現在存在している組織でいいと思います、証券取引等監視委員会の機能強化という考え方になります。法制度が横断化された場合に、証

券取引等監視委員会を日本版SECとして位置づけるかどうかということとは今後の課題であります。あるいは、別の組織をつくるべきだという議論も一部にはあります。どっという形をとるにせよ、そういった強力な市場監視機能が相俟って整備される必要がある。そういうことによって、ようやく日本の法的インフラも世界の仲間入りできるのではないかとというのが二番目の理由です。

(3) 投資サービス法の目的——「横断化」と「柔構造化」

これは、私もこれまで繰り返し申し上げてきた私の意見ではありますけれども、投資サービス法の目的については、中間整理にも書かれていますし、この資料No.1のページ目にも書いてあります。

基本的にはどっというイメージになるかという

と、どこを御覧いただいても結構ですけれども、今ある資本市場法の基本法といえますと、証券取引法という法律になります。ただ、これは適用範囲も狭いので、証券取引法を思い切つて改組して、新しくそれを含んだものとしての横断的な投資サービス法に組みかえていくことになります。

ただ、横断化するというと、現在の証券取引法の規制構造では少し堅過ぎますので、柔らかくする必要があります。それを「柔軟化」と呼ぶ場合もあります。私が「柔構造化」と呼んでいます。したがって、姿としては、キーワードが二つあり、法制度の「横断化」と「柔構造化」であります。

証券取引法を改組して新しい法律をつくる。それは、横断的なものであり、かつ柔構造を持ったものであるということです。このあたりまでは、今私の言葉で申し上げましたけれども、中間整理

もほぼ同じ考え方ででき上がっていると理解しています。

#### 四、「投資サービス法」の対象範囲 — 四つのポイント —

そこで、2の「対象範囲」について一言申し上げたいと思います。対象範囲を決める際には、私はポイントとなる点は四つあると思っています。ただ、今日は余り深入りしなくておきたいと思います。と申しますのは、繰り返しになりますけれども、これは<sup>3</sup>以下の議論が決まっていますから、最終的には同時に決まるべき問題であるからであります。

したがって、金融審議会の第一部会での問題意識は、余り書いていないと思うのですけれども、資料No.1の三ページから五ページ目に、一応三つ

に分けて、「(1) 総論」、「(2) 他の業法等のある投資商品の取扱い」、「(3) デリバティブ取引」と挙がっております。

私が考えています四つのポイントは、次のとおりであります。

(1) 業者ルールなのか、私法ルールなのか

第一のポイントは、投資サービス法は、私法のルールなのか、業者ルールなのかという問題です。この点の整理の仕方は、もちろんこれから議論するわけですから自由なわけですけれども、中間整理での考え方を申し上げますと、当初は、業者ルールの横断化ということで議論を発売させていきました。現在でも、その基本の部分は業者ルールであります。

ところで、業者ルールと私法のルールはどこが違うのかといえば、もう昔からの議論になります

けれども、業者ルールというのは、簡単に申しますと、一定の業者の方々を「業者」と定義して、業者に対してこれをしなさい、これはしてはいけませんということを義務づけるものであります。その義務に違反した場合には、監督官庁が存在して、その監督官庁が出ていって、例えば行政処分をするというものを業者ルールといっています。

したがって、例えば、よく使われます「説明義務」がありますが、業者が投資商品を顧客に販売する場合には、もちろん顧客にも異なりますけれども、一般顧客であれば、これはその商品のリスクについて説明をした上で販売しなければならぬというのが業者ルールです。では、説明しなかつたらどうなるかというところ、これはルール違反でありまして、その場合には監督官庁が出ていって、その業者に対して行政処分をすることになります。

それに対して、では金融商品販売法のようなルールは何か。これは私法のルールであり、監督官庁は登場しないルールであります。「私法」や「公法」という区分は紛らわしいので、私はできるだけ避けているのですけれども、法律家は「私法」と呼んでいます。私法のルールはどういうルールかといいますと、ルールの書き方は同じかもしれませんが。例えば一定の商品を販売する場合には、一定の業者は説明をしなければいけない。でも、説明をしなかった場合に、どうなるかといいますと、別に、監督官庁が出てきて行政処分をするわけではありません。説明をしなかった場合には、一九九八年の「新しい金融の流れに関する懇談会」のときの言葉でいえば、「説明をしなかったらリスクは顧客に移転しない」。つまり、その投資リスクは業者が負担する。顧客はそのリスクを負担しないというそれだけであり、説明を

すれば、そのリスクは顧客に移転する、顧客がリスクをとります。つまり、「ああすればこうなる、こうすればああなる」ということであり、法律家の言葉を使って「要件・効果ルール」といついた人がいましたけれども、それが私法のルールです。当時、それを「取引ルール」と呼んでおりました。「業者ルール」と「取引ルール」は、そのように性格が非常に違います。金融商品販売法は、当時の事情で内容は非常に狭くなりましたけれども、取引ルールについて横断的な法制度を整備したものであります。

今回の投資サービス法は、業者ルールについて横断的かつ柔構造な法制度を整備しようということが基本であります。しかし、現在の証券取引法という法律においては、すべてが業者ルールではなく、私法的などうか、取引ルールも一部入っています。そういうことを見渡しますと、取引



ルールをどのように取り扱うかということは、議論の初期の段階では、まだ今後の展望にとどまっていたわけですが、議論の最後の段階では、この金融商品販売法がカバーするような局面、すなわち勧誘・販売の局面につきましては、むしろ金融商品販売法を吸収するような形で新しい投資サービス法を構想できないかという方に議論が行きました。中間整理の取りまとめとしては、その部分は、金融サービス市場法というイギリスの法制度の名前をとって、「金融サービス法を展望する」という言い方になっています。

これは、よく中間整理のときに凸型のどうか、おもしろい図があります、いってみれば、上の方は投資サービスの範囲で、しかし下まで行くとは銀行商品、保険商品が含まれているような絵が出てきて、シルクハットとか呼ぶ人もいました。

なぜそういう議論になってきたかというと、販売・勧誘の部分は、いわば金融商品販売法がカバーしている範囲、すなわち金融商品、銀行商品、保険商品を含んで金融商品全体をカバーするようなところで投資サービス法で展望する。展望するということはどういう意味かといいますと、やるとまではいえないので、今後議論をして検討しますという意味です。そういう形で中間整理は取りまとめを行ったわけであります。投資商品の部分は、いってみれば金融の部分から銀行商品、保険商品を除いた部分のすべてになります。投資商品、投資サービスの部分についての業者ルールの横断化については、第一部会でも意見の一致が見られたといつてよいかと思えます。それが第一点です。

なお、念のために、中間整理のときに誤解もあつたかと思えますけれども、よく銀行、保険と

いうと、銀行を主体に、あるいは保険会社を主体にどうしても物を考えがちです。これはいうまでもないことですが、ビッグバン以降、あるいはその少し前からですが、主体ではなくて機能で物を考える方向に、少なくとも法制度インフラとしては転換されています。

すなわち、「誰が行うか」ではなくて、「何が行われるか」が問題となります。そこで取り扱われている商品が例えば投資信託であれば、それは証券会社が扱おうが、銀行が販売しようが、保険会社が販売しようが、同じ投資者保護のルールに服していただくことにもう既になっています。現在の証券法制、証券取引法プラス投資信託法ですけれども、その世界では既にそうなっているのです。

このことは、銀行がどうだ、保険会社がどうだということは問題ではありません。そこで何が取

り扱われているか、その「何」の方でルールをつくっていくということでありませう。

そういうことで申しますと、段違い平行棒みたいになっているというのも、「投資商品が」と見るのか、より広げて「金融商品が」と見るのか、一部金融商品に広げるかという議論であって、「誰が何を扱えるか」という話は別問題でありませう。「誰が何を扱えるか」という話それ自体も重要な話ではありませんけれども、これはこれで一定の流れがあるのは、皆様御承知のとおりであろうと思います。物すごく簡単にいいますと、相互乗り入れを認めていきましようということでありませう。ただ、その点は省略させていただきます。

(2) 投資サービス法の「入り口概念」と「中身」の関係

2の「対象範囲」の重要な点と思われる第一点

目に移ります。この対象範囲というのは、新しい投資サービス法の入り口概念であります。その意味では、法律としては非常に重要であります。つまり、あるものが対象にならなかつたら、もうおよその法律の適用はないからであります。しかし、入り口概念であるけれども、これは先には決まらないのであります。先ほど申しましたように、むしろ③から⑨が決まって、逆算して決まってくるものです。しかも、柔構造化ですから、実は③から⑨も一律適用になるというのではなく、いろいろ柔軟な形で適用があるわけです。

そこで、現時点では推測でしか申し上げようがないのですけれども、何が一番広いだろうかと考えていきますと、結局のところ、「行為規制」ではないかと思われれます。すなわち、例えば、説明義務や販売、勧誘に関するルールがそつですけれども、こういうものが最大限かけられる範囲を逆

算して、それが結局入り口概念としての対象範囲を画することになると考えられます。

ただ、その中には、ほかの、例えば開示規制に服さないとか、そういうものは出てきずから、抽象的には、中身が決まって初めて入り口も決められるというのが重要なポイントの二番目です。

(3) 投資商品・金融商品の定義問題——法的形式か、経済実質か

三番目については、だんだん技術的な話になって恐縮ですけれども、この対象範囲を法律に書くときに、いわゆる法的形式で書くか、経済実質で書くかという難しい問題があります。これはどこの国でも非常に悩んでいる話であります。ヨーロッパのディレクティブ（統一指令）なんかでは、面倒くさいので、定義の条文ではデリバティブとだけ書くというやり方もしています。日本の

場合で申しますと、これは七月の中間整理の前にも議論がされましたが、結局「投資とは何ぞや」、「投資商品とは何ぞや」、「金融商品とは何ぞや」という問題になります。これを法律に書くときにどうするのかというのは、実は非常に難しい問題であります。

具体的には、例えば株式会社の持ち分である「株式」、組合という法形式がとられている場合の持分であるもの（これは「組合持分」としか呼びようがないのですけれども）、こつこつものは法形式で、例えば株式会社の株式であればイコール投資商品になり、投資サービス法の対象に原則としてなるのか、同じようなことが組合という法形式だったらどうかなのか、信託という法形式だったらどうかなのかというのが難問です。なぜ難問かといいますと、それは投資とか金融という話と今の法形式が一对一で対応していないからです。

こんな話をしているとこれだけで終わってしまうといけませんので手短かにさせていただきますけれども、現在の証券取引法は株式会社の株式であればそれだけで、現在の証券取引法という有価証券になります。しかし、組合の持分であった場合には、組合の持分だからという法形式だけでは有価証券にはなりません。信託についてもそうであります。信託という法形式を使っていたら、その受益権だからといって、「みなし有価証券」を含めてですけれども、イコールすぐに有価証券になるわけではありません。

その理由は、株式会社の場合には、法制度上、あるいは商法上、あるいは新会社法上、所有と経営が制度的に分離しているので、株式会社の株式という法形式は、法形式だけを見て投資の対象になるからであります。これに対して、組合の場合には、組合持分という法形式をとっているものに

は、資本市場における投資の対象になるものもあります。しかし、資本市場における投資とは呼べないような形で使われる場合もあります。すなわち、例えば、組合員として自ら積極的に組合事業をしているような場合には、いわば投資というものを超えていて、質が違うわけであります。

そうになると、法的形式で書けるものは、株式会社の株式のようなものはあるのですけれども、そうでないものは、法的形式プラス経済実質を加味せざるを得ません。そこで、よく登場するのがアメリカのハウイ基準ですとかイギリスの「集合投資計画」の定義です。例えばハウイ基準は何をいつているかといいますと、アメリカでは投資契約という別の概念を解釈する上での経済実質基準です。それは、要はお金を出して、出したお金は、「他人の努力」と直訳していきますけれども、自分の努力で運用するのではなく、他人に委ね

て、他人の努力の結果儲かったり損をしたりする、こういう場合を投資というのです。これがハウイ基準です。

これを株式会社の場合に当てはめると、株式会社は、実態はともかく制度的には所有と経営は常に分離していますので、お金を出す人は株主であり、そのお金を運用するのが経営者になります。その結果、儲かったり損をしたりします。したがって、法形式だけで、これは原則取り込むことができるわけであります。しかし、組合の場合にはそうはいかないので、そういうものもあれば、自分が同時に経営している場合もある。それは外さなければいけないかというような議論をしなければならぬのです。そうだとすると、法形式プラス実質基準、今も申しましたハウイ基準的なものを入れて、初めて法律に書ける。さらに、実質基準だけで書くようなものもあり得るのかも

しれません。包括条項みたいなものを作るとなると、恐らくそういう基準で書くことになるうかと思いません。

従来の証券取引法は、考え方としての実質基準としては、資本市場における投資の対象になるという投資対象性の基準と、同時に流通性の基準を設けてきました。しかし、今回の投資サービス法では流通性の基準はありませんので、流通しないものであっても投資対象性の基準を満たせば、例えば外為証拠金もそうですね、対象になつてくるわけでありませう。

やや技術的な話で恐縮ですけれども、結局対象範囲というのは法形式で書けるもの、法形式だけでは書けなくて、法形式プラス経済実質基準で書くもの、そして経済実質だけで書くものという、大きくいうと三つのジャンルに分かれますが、その詰めはまだ今後の作業に委ねられております。

(4) 投資や金融とそうでないものの線引きの問題  
四番目の重要なポイントは、投資や金融とそうでないものとの間のどこに線を引くかという問題です。金融といつても何が金融なのかよくわからないわけでありまして、ぎりぎりのところになつてくると、絵画だつて投資の対象になるでしょうし、イギリスなどでよくいわれます競走馬ですとか、あるいはコレクションでいうと古銭や切手なども、何だつて投資の対象にはなるわけでありませう。不動産といつても、金融に入る部分と入らない部分があるでしょう。こういうところに線を引かなければいけないわけです。これは、機能的に考えますと、どこかで線を引くしかしようがないということではないかと思ひます。あまり広く線を引くことは難しいので、どこかで線を引かざるを得ないということかと思ひます。

ただ、一つ大事なことは、後で申し上げます

ファンド、これは非常に難問でして、第一部会の最大の難問はファンド問題だと思えます。このファンドを考えるときと入り口概念としての対象範囲を考えるときでは、ちよつと考え方は、恐らく違つてあるつうことでありませう。これはイギリスもそうなつていますが、ファンドの場合には、多数の人からお金を集めてそれを何かに運用するわけですから、その運用先は、イギリスでいへば何でもいいわけです。競走馬でも絵画でも切手でもいいことになつています。しかし、直接の投資物件、ここでいう投資サービス法の対象範囲については、そういうものは除かれています。

したがつて、その辺はまだ何も詰めていませんし、何も議論していない状態にあるといつていいと思えます。少なくとも詰めた議論は全く行つていませんけれども、いづれ詰めなければいけない課題です。抽象的に申しますと、投資や金融とそ

うでないものとの線引きというのは、最後はある程度「エイヤツ」とやらざるを得ない。しかし、そこは重要な点だというのが四点目であります。

以上が、大きな二つ目の柱であります。

## 五、プロとアマの区分

次に7のプロ・アマ区分について申し上げます。

プロ・アマ区分は、一〇月二〇日にかなり議論をいただきました。資料No.2を御覧いただきたいと思ひます。結論としては、必ずしもすべてがそうではありませんけれども、この事務局のたたき台の線でいけるのではないかと私は思つております。

論点3の「プロとされるものについてどのような行為規制を適用除外とするか」に関しては、第

一部会では具体的な行為規制はまだ余り議論できませんでしたが、論点1「プロ・アマ区分に関する区分について、二分類とするか、三分類とするか」と論点2「プロ・アマ間の具体的な区分基準をどのように設けるか」については、資料No.2の三ページから五ページまでに書かれていることですが、ご議論いただきました。

一番難しい話は、二分類か三分類かという話です。ただ、法律に書くときは四分類になります。それは今から申し上げます。その二分類か三分類かという話と、もう一つは柔構造化の区分であります。

後の方から申しますと、プロ・アマを区分したとしても、規制の柔構造化、法制の柔構造化という観点からは、局面に応じて使い分ける必要があります。それが資料No.2の一ページに「プロ・アマ区分が問題となる局面」として、開示（デイス

クロージャー）、業の登録、販売・勧誘ルール、集団投資スキームの四つの局面が挙がっています。この四つの局面によって、プロ・アマ区分を使い分けて、柔構造化した世界を書くということであります。この点は余り正面から議論していませんけれども、中間整理を受けて、この四つの局面で整理をするということは、妥当な方向ではあると私は思っております。

そこで、プロ・アマはどう区分するかであります。

現在の証券取引法の区分は二分類であります。要するにプロかアマかであります。公衆縦覧や届出書、有価証券の募集、それも証券取引法にいう募集、売出との関係で申しますと、御存じのように適格機関投資家がプロに当たりまして、それ以外はアマになります。この適格機関投資家の範囲はだんだん広がりつつありますけれども、他の法



制度、その他諸外国と比べますと、若干狭くなっております。

今回の議論は、この二分類を三分類にすべきではないかというのが基本の議論であります。それは、プロとアマという類型のほかに、真ん中に中間層を設けるものであります。その中間層は、プロになりたければプロになれるし、アマになりたければアマになれる。それを自分の意思で選んでもらうというわけです。

どういふ違いがあるかといいますと、説明義務の例で申しますと、私はプロになると本人がいえば、その人には説明はしなくていい。あるいは、ディスクロージャーの方でいいますと、私はプロになるといえば、その人にはディスクロージャーしなくてもいい。逆も真なりでして、私はアマになるといった場合にはディスクロージャーもしなければいけないし、説明もしなければいけない。

そういう選択権を、当該投資家が持つという中間分類を設けるものを三分類と呼んでいます。

そこまでは、抽象的な概念としては、わかったということなのですけれども、さあどちらへ行くかということが問題です。この点については、第一部会では、委員の意見は分かれております。主として、消費者代表の委員の方々からは、やはり原則は二分類である。まだ日本は三分類を導入するには機が熟していない。もう少し待ってから考えるべきだという御意見がよく出されたと記憶しています。

しかし、三分類論というのは、ヨーロッパなどがとっている考え方ですけれども、二分類でいくと、これはどこにプロとアマの線を引くかというのが非常にクルーシアルな決定的に重要な問題になってきます。もちろん、二分類で、さっきの四つのフェーズに応じて線引きを連れていくという

ことは、作業としてはできなくはないのですけれども、やはり考え方としてどうかということになりますと、個人の意見になってしまいますけれども、やはり三分類を目標さないと、投資サービスマ法らしくならないのではないかと思います。

消費者代表の方も三分類そのものに頭から反対というわけでは決してありません。前回の第一部会では、特に問題になるのは個人なのですけれども、日本でどれぐらい裕福な個人の方がいらっしゃるのかということ、金融庁にお願いして、調べて資料を出していただきました。出していただきました結果、意外と日本にもお金持ちが多い。もしかすると、パーセンテージにするとアメリカより多いのではないかと数字が示されました。

ただ、問題は、お金持ちが、そのお金を全部銀

行預金に預けているというのでは、これはプロに分類してはまずいのではないかとことです。

問題は、どういう資産を持っているのか。例えばそれを株式でお持ちであれば、これは少なくとも中間層、すなわち本人が、私はプロになっていいという意思表示をしたのであれば、プロになっていただいてもいいでしょうということであります。

その辺の議論を、前回の第一部会では随分したわけです。アメリカなどでいわれている単なる投資経験というだけではなくて、どういう金融資産をお持ちなのか。そして、さらに私などが申し上げたのは、私はプロになりますと本人に意思表示していたくのは結構なのですけれども、ひとつたび意思表示をしたら永遠に続くのかということに関しては、最初は慎重に、せめて毎年一度は意思表示していただくとか、定期的に意思表示を確認

していただくとか、そのあたりから始めた方がいいのではないかとすることは申し上げました。

いずれにしても、ポイントは、二分類ではなくて三分類であるということです。すなわち、法律はアマというジャンルとプロというジャンルで動かせないジャンルはつくりますけれども、その中間層があり、その中間層は、プロにもアマにも自分の意思でなれるというものであります。

それをさらに、先ほどいいました四つのフェーズに応じて三分類を組み合わせますので、一二分類ぐらいを作ることになるのかもしれませんが。作業はなかなか大変ですけれども、法律は書けそうであります。

実際に法律を書こうとしますと、この三分類は四分類になります。これは、資料No.2の四ページに①から④の四分類と書いております。すなわち、中間層を②「選択によりアマに移行可能なプ

ロ」、③「選択によりプロに移行可能なアマ」という二つに分けます。何かいかにも法律家がいるような文章ですけれども。いずれにしても、基本のところはこういうことになっていて、法律を書いていくことになります。

恐らくこれでいけそうではないかということで、プロ・アマ問題は難問ではありますけれども、峠は越えられそうだなというのが私の現在の感じであります。

## 六、集団投資スキーム(ファンド)

次に大きい問題として、集団投資スキーム、ファンド問題があります。これは、実は私は最大の難問ではないかと思っております。その理由だけ今日は申し上げたいと思います。

資料No.1に戻っていただきまして、論点として

書いてあるのは、資料No.1の七ページ目になります。

結局これはなぜ難問かといいますと、投資や金融を線引きするときに、ファンドをどう考えるかということとは、余り簡単な問題ではないからであります。

すなわち、多数の人からお金を集めて何かをしますというのをファンドと定義してしまうと、では株式会社自動車会社でもファンドということになるでしょう。多数の人からお金を集めて自動車をつくっているということになるわけです。そうすると、日本の全株式会社はファンドになるのですかという話になって、それは少なくとも常識から考えても明らかにおかしいわけです。それでは、組合形態で自動車をつくったらどうなるのですかと言い出すと、だんだんわからなくなってくる。これが、私がこの分野は難問だと考える最大

の理由です。この問題をどう整理するかということについては、私なりの考え方は前にも少し申し上げたことがあるのですけれども、今後詰めていかなければいけない点であります。

もう一点、ファンドで重要なことは、先ほど申し上げたことですが、ファンドの場合には、今の例の自動車製造のような場合ではなく、多数からお金を集めて投資運用している場合ですが、これは明らかに法の趣旨からいうとファンドに入るのですけれども、この投資運用先は切手であっても絵であっても、恐らくファンドに含まれると考えるのが正しい考え方だと思われれます。「思われる」というのは、日本はデリバティブでもそうですけれども、原資産で縦割り分類するという文化があり、その文化は制度にもなってこれまでできておりますので、ファンドも原資産、すなわち投資対象先の資産で、縦割り分類をするという点が抜け切

れないかもしれませんが、まだここも詰められてはいません。

今申し上げました二つぐらいがポイントだと思いますけれども、これは非常に難問でありまして、十分な議論はまだなされていないというのが私の認識であります。

## 七、エンフォースメント問題

三番目の大きな問題は、6「行為規制」と9「民事責任規定」を足し合わせたものと申し上げました。これは、エンフォースメント問題と申し上げてもよろしいのですけれども、6の「行為規制」のところは、資料No.1の10ページになります。

これまでの方向性からいって余り問題のないところですよ。私がいつも申し上げているところです

けれども、業者が顧客に商品を売る場合でいえば、普通は勧誘や販売については、販売があり、その前に勧誘があり、勧誘の前に広告 (advertisement) があります。

御存じのように、日本は広告の規制はばらばらであります。これはもう少し横断化する必要があるということで、外為証拠金取引のときに頭出しをしまして、法律上、広告の規制の根拠規定を置くということとスタートしています。そういうことをモデルに広告のところの手当てをするのが一つの大きな課題であります。あとは、勧誘・販売になります。勧誘のところでは一番議論が過熱しますのは、「不招請勧誘の禁止」という、いわゆる電話と訪問販売を原則禁止するかどうかという点であります。ただ、全体の流れから見ると、私はこれはそんなに大きな課題だとは考えていません。実際に商売をする方からは、死活問題だと

おっしゃる方がいますけれども、全体の法整備からいえば、これは余り無理をしないで、どこかに線を引いて始めるという程度に私は考えています。ただ、実際問題としては、どこかに決めなければならぬということになると、これの細部の詰めはなかなか大変かもしれません。

それと裏腹をなすのは<sup>9</sup>「民事責任規定」です。実際のルールの監視は、監督官庁も担います。したがって、業者に違反があれば、当然のことですけれども、行政処分を行うという形で、監督官庁がいわば投資家のかわりに出ていくわけです。投資家を代表して、そこで行政処分をします。あるいは課徴金を取るようなことが、そこで行われるわけがあります。

しかし、ここでは<sup>9</sup>「民事責任規定」だけに着目しているように書いてありますけれども、結局のところ、資料No.1の一四ページを御覧いただき

ますと、民事上の効果もないということになれば、幾らなんでも、小さな政府といわれている時代に、金融庁が全国を飛び回って横断化された制度を全部エンフォースするわけには到底いきません。したがって、民事責任規定の充実というのは、やはり先進資本市場国としては欠かせないインフラだと考えられます。

そういう抽象的なことをいっているうちはいいのですけれども、これを具体化する作業は非常に遅れていて、現状はまだ手が届かないところにいます。したがって、今回の投資サービス法では一気にやれそうにないかもしれませんが、この点は中期的な課題になろうかと思えます。

なお、付言しますと、あわせてADR問題というのがあります。ADR (Alternative Dispute Resolution) というのは裁判外紛争処理あるいは苦情処理ということですが、<sup>8</sup>「自主規制機

関」との関係で前回若干議論されました。横断的、一元的な紛争処理機関が必要になると思いますが、これも投資サービス法で一気にやらせないので、これも中期的な課題になるうかと思えます。

以上が主要な課題であると思われるかもしれませんが、残った点について簡単にコメントさせていただきます。

## 八、その他の論点

### (1) 開示規制

4 「開示規制」は、組み替えであります。ディスクロージャー制度自身は、企業内容開示の四半期開示等を含めて前へ進んでおり、ワーキング・グループでも実現することになりましたし、もうかなり進んできておりますので、プロ・アマ、

ファンドが整理されていけば、その中ではプロ・アマ区分、横断化に応じた法制の柔軟化、柔軟化に対応した手当てで処理することができま。したがって、そんなに大変な作業ではない。法律をつくる人の作業は大変ですけれども、考え方としてはそんなに難しい話ではありません。

### (2) 業規制

次に、5 「業規制」は、これも資料No.1の九ページ目を御覧いただくとおわかりかと思えます。入り口のところには *fit and proper* などと書いていますけれども、さらにそれを柔構造化して、九ページの下に「参入規制の段階化」という言葉がありますが、それでやれます。これは信託業法なども既に採用している方法ですし、証券取引法においても、今でも登録制もあれば認可制もあるということですから、これもそんなに難しい

話ではありません。

また、発行者自身における販売・勧誘行為の話もあります。これも、どちらかというと行為規制の問題だと考えますと、そんなに難しい問題ではないと私は思っています。若干テクニカルな法律的な問題はあるのですけれども、「業規制」はそんなに大きな問題だとは思っておりません。

(3) 自主規制機関

8 「自主規制機関」について一言だけ申し上げます。おきたいと思いません。

自主規制機関については、お手元の資料No.3にまとめられています。前回御議論いただきましたが、プロ・アマに相当時間をとりましたので、資料No.3については余り立ち入った議論まではないと思いますが、しかし逆に余り御異論もないのではないかといいことです。

これは証券取引所の部分を除いていますので、ここでの考え方は、これまでの第一部の考え方で、ほぼ整理ができていないかと思えます。それは、簡単にいいますと、自主規制機関の機能は非常に重要である。そして、自主規制機関の機能というのは一層発揮していただく必要がある。そのためには、いわゆる業界団体の機能、すなわち業界の利益を代弁し、それを訴えていくような活動をする機能と、自主規制機能とは、機能として分離すべきである。

ただ、その分離の形態は、それを別会社、別法人にするか、あるいは一つの組織の中で分離して、機能を発揮できるようにするかは、それぞれの組織のケース・バイ・ケースの判断で、最もふさわしい方法を選ぶ、こういう考え方であります。現に、日本証券業協会もその考え方に従って、既に組織改正を行って対応してきたわけであ



ります。

したがって、投資サービス法の場合には、いわば「投資サービス法協会」になるわけでありまして、そうなった場合には、いろんな考え方がありますけれども、一つの例としては、上部に「投資サービス法協会」があつて、その下部に幾つかの協会があつて、それらがネットワーク的に連携するという考え方もありますし、あるいはいわば株式会社のような協会は不要であり、複数の協会が連携してネットワークとして機能すればいいという考え方もあります。もちろん協会同士の統合も自由です。そのあたりをどうするのかという問題はありますけれども、今回のペーパーでは、それについて法律で何かを強制して、みんな一つにしてくださいとかそういうことはしないで、一定の要件を満たしたものは、新しい投資サービス法のもとでの自主規制機関として認めましようという

考え方でできております。

同様にもう一点、加入義務づけ論があります。自主規制といつても、加入が任意だったら、加入していない人はどうしようもないではないかという事です。ここもなかなか難しいところですが、今回のペーパーの二ページから三ページでは、結局その後の紛争解決のような話を念頭に置くと、加入義務づけまで一気にいくのは難しいのではないかと。そうだとすると、三ページにあります現行法の証券取引法六一条（内閣総理大臣は、協会に加入せず、又は証券取引所の会員等となっていない証券会社に対して、協会又は証券取引所の定款その他の規則を考慮し、当該証券会社又はその役員若しくは使用人が遵守すべき規則（社内規則）の作成又は変更を命ずることができ（。）のようなどころでますスタートしてどうかということでもあります。

このことは、その次の苦情解決・あっせんという三ページの話にもなります。これについては、これは消費者団体などがよくいつておられることですけれども、恐らく自主規制機関がそれを担うよりも、将来的には別途横断的な組織を構想するのが望ましいのだということだと思いますが、これは、先ほど申しましたようにどうしても中期的な課題になります。そうなりますと、やはりそれまでの間、自主規制機関が担わざるを得ない。したがって、加入強制については、今申しましたような整理になるということでありませう。これは、大体こういう方向でいくしかないのかなという感じが、私もしております。

なお、取引所問題が除かれていると申し上げましたけれども、取引所問題というのは、本当は三つあるのですけれども、二つだけ申し上げます。二つの違った問題が混在しています。

一つは、今申し上げましたのと同じ意味での自主規制、すなわち業者に対する自主規制問題であります。これは、業者に対する自主規制という意味においても、取引所取引については現場主義に基づいて、取引所がそれを担うという話になります。これについては、実は今申し上げましたのと同じような整理で、既に整理が終わっているというといいい過ぎかもしれませんが、大きな考え方の変更は不要だと思われませう。

これとは違う第二点としていわれていますのは、上場会社管理と書いていますけれども、業者に対する自主規制ではなくて、上場会社との関係であります。より具体的には、昨今具体的な事件をきつかけとして、上場廃止はどういう場合にすべきか、例えば過去の粉飾決算を理由に上場廃止をすると、今の一般投資家が損をする、こういう問題をどう考えるか。これも考えてみれば難問で

あります。

東京証券取引所などは、上場廃止などの上場会社の管理も「自主規制」という言葉で呼んでいますが、私個人の見解は、もちろんそういう名前で呼ぶことは何の問題もありませんけれども、上場会社との関係は、契約の問題であります。

業者に対する自主規制の問題というのは、歴史的には、本来は、自分たちで規制しますから政府の干渉は不要です、国の介入は不要ですというのが歴史かもしれませんが、昨今は、どこの国を見ましても、いわば政府の規制を下におろしたという見方がなされています。すなわち、現場のところで見え方がより効率的であり、利用者に対するルールのコンプライアンス（法令遵守）の確保がうまくできるという意味だと思います。このことは、業者との関係でいえば、政府とも連携

しなければいけませんし、いわばルールのエンフォースメントであるということの意味します。

これに対して、上場会社との関係は、簡単にいうとどういふ条件で上場するかという当事者間の私的契約の問題であり、ただ取引所は事実上独占的な地位がある場合がありますので、そういう点の配慮が必要だという問題であって、前者のエンフォースメントとしての自主規制とは、性質が違ふと私は思っています。

したがって、機能が違いますので、業者の狭い意味での自主規制と上場会社管理とは分けて考えるべきだと思いますけれども、昨今は後者の方が話題になり、かつそれとの関係で、最近の言葉でいうと、取引所のガバナンス問題が非常に脚光を浴びているのが現状であります。

この点につきましては、東京証券取引所からの検討の結果を受けて、第一部会で今後議論される

ということでありませう。

いつも同じような話をされていて、時間をとって恐縮ですけども、私の方で準備してきました話は以上でございます。あと残った時間、御質問とか御意見をいただければ幸いに存じます。

御清聴いただきましてどうもありがとうございます。ました。(拍手)

高橋理事長 どうもありがとうございます。大変関心の高い問題につきまして、わかりやすい説明をしていただけたと思います。

それでは、先生のお許しを得ておりますので、御質問あるいは御意見おありの方は、ぜひ御発言をいただきたいと思います。いかがでしょうか。

質問者 一点ほど御質問させていただきたいと思っております。

一つは受託者責任の考え方なのですが、中間整

理等を見ますと、受託者責任という概念が投資サービス業者の注意義務を規定する上での中核的な概念になるような位置づけがされております。かつ、それに基づいて個別具体的な議論が出ていくように書いております。

まず、受託者責任というのは、恐らく fiduciary duty の訳だと思いますが、そうしますと、一般的には、他人の資産を預かったり運用したりする者が通常負っている義務で、かつ他人のために行動している、他人の利益を守る義務があるようなニュアンスを私は受け取るのですけれども、それが投資サービス業者一般が負うべき義務になるといっては、若干違和感がございます。

特に証券会社の例で申しますと、必ずしもそういう局面ではなくて、顧客と相対取引で対等の立場で取引する場合もございます。そうしますと、そういう義務が証券会社にもあるというのはいか

がなものかという気がいたします。したがって、受託者責任というものが投資サービス法においてどういう位置づけになるのか、理念的なものなのか、どういう意味を持つのかということをも、もしお答えいただければと思います。

それから、具体的な義務としては、恐らく具体的な局面や業務の性質に応じて不合理でない形で義務を書いていたいただけるのだと思うのですが、その辺、そうなるのかどうかというのを確認したいと思います。それが第一点です。

次にファンドの方なのですが、中間整理を讀ませていただきますと、かなり広範にファンド商品についての登録ないし届け出義務を課そうとしているのではないかと気がします。もし公募でのインベスターに不良なファンド商品であればもちろんそうだと思いますけれども、これが私募形式でごく少数、あるいは一人の投資家に販

売するようなケースで、それが事前に登録しなくてはいけない、あるいは届け出を、登記をしなくてはいけないとなりますと、かなり過剰な負担になって、ビジネスの障害になると思います。

その辺は、やはり取引の内容、性質に応じて、届け出あるいは届け出義務は緩和される余地があるのでしょうか。その点についてお答えをお願いできればと思います。

神田 御質問どうもありがとうございます。

いずれも第一部会としてはまだ詰めていないと思います。詰めないと言律は書けませんけれども。

私の感想を申し上げます。前者の問題は非常に難しい問題です。何が難しいかというと、受託者責任という概念は、おっしゃったように fiduciary duty の翻訳で、本来それは「受託者義務」と訳すべきなのですけれども、「受託者責任」と

いのがわかりやすいものですからそう訳しているのです。

それは、おっしゃるように他人というかお客さんというか、誰かのために仕事をします。その人は、その他人である顧客のために一生懸命仕事をしましょう、顧客の利益第一で仕事をしましょう。そのかわり、fee（報酬）をもらいます、こういう考え方で行為規制を変えていくという考え方は、日本ではまだ十分に認識されていないのではないかということもあって、かなりシンボリックな意味もあるのです。その観点から一貫してルールがきちんとしてきているかを精査しましょうというので、受託者責任という問題を提起しているわけです。

そうすると、ここには二つの問題があります。一つはいわゆるプロ・アマ論になります。相手がプロで、仮に対等の業者のような場合には、確か

に顧客のために一生懸命やるかどうかは当事者間の契約で決めればいいことです。したがって、そういう場面においては、受託者責任というのは、いわば契約により変更することを許すというか、そういう発想がそこに行けるようになるはずのものです。それが一つの問題です。

それからもう一つの問題は、伝統的な言葉でいうと、ブローカレッジの方はいいのですけれども、ディーリング問題とっているものです。現在の証券取引法でも、ディーリングというのは証券業の一つとしては並んでいますけれども、これはどう考えても本来性質が違うのではないか。ディーリングについては、行為規制の問題は当然あると思うのですけれども、本来、受託者責任とは少し違う。なぜなら、私は売る人、あなたは買う人という整理になるわけです。本来このディーリングというのは性質が違うはずのことではない

かというのが、もう一つあると思います。ただ、ここはまだそれほど詰められていません。

もう一点としては、その裏返しとしてのブローキング、ブローカレッジなのですけれども、御存じのように、もともと投資サービスとか金融サービスという言葉は、当然のことですけれども、売り主がいて買い主がいて、その仲介をするという意味なのです。その仲介の仕方は、例えば上場株を念頭に置いていただければわかりますように、従来は証券会社というかブローキングをする業者は、自分の中ではつないでいけなくて、外の市場につなぐというのが伝統的なやり方だったわけですね。

しかし、それが非常に変容している。なぜなら、市場の方がIT化して、取引所もあれば、PTSもあれば、何とかもあるという中で、非常に巨大な証券会社においては、インハウスで、証券

会社自体がマルチナショナルになり、自分が市場そのものみたいになっていて、一体何が市場なのかよくわからなくなってきた。

そうなってくると、同じルールがきちんと守られていれば、証券会社の中でつないだって、要は顧客の利益になることが大事なのだという事になり、だんだん考え方が、昔の市場集中という考え方から、いわば「最良執行」の方こそ重要であるというように変化しているのです。

ですから、日本もそれを受けて法制度をどんどん変えているのですけれども、そういう大きな変化を受けての受託者責任というのは何なのだろうかということについては、ぎりぎり最良執行義務のところ、証券取引法という狭い世界では一応の手当てができていますのですけれども、それを投資サービス法にしたときにどうなのかということ、実はディーリングは特殊ではないかという問

題が一方であるとともに、実はプロ・カレージの方も、そこはどうなるのかというのは、今後検証しなければいけませんし、重要な課題だと思っています。

十分なお答えでないかもしれませんが、それが前者のご質問に対する私の考え方です。

それから、後者のファンドは、やはり二点ほど問題があると思います。

一つは、例えば、現在の投資信託法は届出制度なのですけれども、ファンドについて届出をしてくださいという場合に、届出をすること自体がどの程度の負担になるのかというのは、届出の内容容次第だと思つのです。したがって、それは、言葉を代えていえば、ある意味でディスクロージャー的な観点から、届出の内容をどこまで要求するかという問題を詰めなければいけないこととなる。それが一つです。届出の負担という

のは内容によって大きく違ってくるということです。

第二点は、やはりここでもプロ・アマの区分と同じように、今おっしゃった意味での線引きをどこにするかという問題です。現在ある法律に則していますと、日本の投資信託は結果としてこれが非常に厳しいのです。

どういふことかと申しますと、ディスクロージャーの方は証券取引法を適用しておりますので私募基準です。人数でいえば、五〇人基準です。しかし、投資信託法の方は全部届出が要求されます。これは二人以上に適用されます。一人の場合は、そもそも投資信託法の世界ではありませんので、投資家二名以上のものについては届出が要求されるというのが日本の現在の法制度になっており、歴史的な事情があるわけです。



アメリカは、御存じのように一〇〇人基準というのが、少し対象が違うということもありますけれども、投資信託法の届出そのものについて適用されています。

したがって、問題は、今人数の例だけを挙げましたけれども、プロ・アマの線引き基準のようなものをどう引くかというのがもう一つ大きな問題であり、この二つの問題をどういう組み合わせで今後整理していくか、そういう問題がファンドの定義と合わせて今後詰められなければいけない。私、先ほどはファンドの定義ばかりを申し上げましたけれども、これらも含めてファンド問題が難問である理由だと思っています。

繰り返しになりますけれども、私の理解では、これまでファンドは詰めて議論していませんが、一番の難問であるように思います。しかし、これから、金融審議会では、とにかく年内に

は一通りの議論ができれば、それらの問題についても含めた議論が行われるであろうと思います。

質問者 届け出の内容なのですけれども、タイミングとして、常に事前の届け出をしなくてはいけないのかというのはお考えを伺いたいのですが・  
・・。

目的は当局の情報収集だと聞いております。であれば、事後的な報告とか、あるいは業者の方からのかわつての報告も、目的達成のためには考えられるのではないかと思います。それもまた負担軽減になりますので、よろしく願います。

神田 どうもありがとうございます。

高橋理事長 ありがとうございます。

それでは、時間になりましたので、これで本日の「資本市場を考える会」を終わらせていただきます。

神田先生、大変お忙しい中、今日は本当にありがとうございます。厚く御礼を申し上げますと思います。どうもありがとうございました。  
神田 どうもありがとうございます。(拍手)

(かんだ ひでき・東京大学教授)

(本稿は、平成一七年一〇月二六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
専攻	商法、証券法、金融法。
主著	「会社法」(第7版、弘文堂、2005年) 「The Anatomy of Corporate Law」(共著、Oxford University Press, 2004) 「投資サービス法への構想」財団法人資本市場研究会編(編著、財經詳報社、2005年)など
政府審議会委員等	規制改革・民間開放推進会議委員 金融審議会委員(金融分科会第1部会長) 法制審議会臨時委員 企業会計基準委員会委員など