

投資サービス法（仮称）について

財団法人 日本証券経済研究所
証券取引法研究会

まえがき

「投資サービス」を包括的、横断的に規制することにより、投資家保護に万全を期し、あわせて投資サービスのイノベーションを促進するという考え方で、投資サービス法(仮称)[以下略す]の検討が進められている。本年7月7日、金融審議会第一部会では、基本的考え方を「中間整理」として取りまとめ、これを踏まえ、再開された金融審議会第一部会では引き続き議論が深められ、また、金融庁に「投資サービス法(仮称)法令準備室」設置され、投資サービス法制定に向けて準備が本格化している。

証券取引法研究会で取り上げていただいている諸課題はいずれも投資サービス法の法制化にあたり重要なテーマであり、法制化準備を進める上で大きな役割を果たしていただくことが期待されている。

今回の研究会(9月14日)では、先生方に無理をお願いし、急遽予定を変更し、金融庁において投資サービス法法制化準備の責任に当たられる、総務企画局の三井市場課長と松尾投資サービス法(仮称)法令準備室長に、法制化に取り組む基本的考え方を伺い、それについて先生方に様々な観点からご議論をいただいた。オブザーバーで参加している方々からの現場の意見も示された。この研究記録を早急に公表することは、今後の法制化準備に当たっても、また、法制化への対応を検討してゆくためにもお役に立つものと考えらる。

ご多忙の中、研究会にご参加いただき、また議事録の整理にもご協力いただいた三井課長、松尾室長に心からお礼申し上げ、また、江頭、森本両共同会長を始め研究会の先生方にいつものことながら厚くお礼申し上げたい。

2005年11月

財団法人 日本証券経済研究所

理事長 高橋厚男

[参考] 既に公表した「証券取引法研究会研究記録」

- 第1号「裁判外紛争処理制度の構築と問題点」 2003年11月
報告者 森田章同志社大学教授
- 第2号「システム障害と損失補償問題」 2004年1月
報告者 山下友信東京大学教授
- 第3号「会社法の大改正と証券規制への影響」 2004年3月
報告者 前田雅弘京都大学教授
- 第4号「証券化の進展に伴う諸問題（倒産隔離の明確化等）」 2004年6月
報告者 浜田道代名古屋大学教授
- 第5号「EUにおける資本市場法の統合の動向
—投資商品、証券業務の範囲を中心として—」 2005年7月
報告者 神作裕之東京大学教授
- 第6号「近時の企業情報開示を巡る課題
—実効性確保の観点を中心に—」 2005年7月
報告者 山田剛志新潟大学助教授
- 第7号「プロ・アマ投資者の区分—金融商品・
販売方法等の変化に伴うリテール規制の再編—」 2005年9月
報告者 青木浩子千葉大学助教授
- 第8号「目論見書制度の改革」 2005年11月
報告者 黒沼悦郎早稲田大学教授

投資サービス法(仮称)について

(平成 17 年 9 月 14 日開催)

報告者 金融庁総務企画局

市場課長 三井 秀 範

投資サービス法(仮称)法令準備室長 松尾 直彦

目 次

1	基本的考え方	3
2	投資商品の定義	8
3	投資サービス業の定義	9
4	ディスクロージャー制度	10
5	投資サービス業の規制内容	11
6	集団投資スキーム（ファンド）	13
7	自主規制機関	15
8	市場制度	15
9	その他	15
討 議		16
資料 1	報告者レジュメ	55
資料 2	投資サービス法(仮称)の考え方	56
資料 3	経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2005（抜粋）	66
資料 4	金融審議会金融分科会第一部会「中間整理」	67

証券取引法研究会出席者（平成 17 年 9 月 14 日）

特別出席者	三井秀範	金融庁総務企画局市場課長
〃	松尾直彦	金融庁総務企画局投資サービス法(仮称) 法令準備室長
〃	小川佳子	金融庁総務企画局投資サービス法(仮称) 法令準備室開示企画第一係長
共同会長	江頭憲治郎	東京大学教授
〃	森本滋	京都大学教授
幹事	前田雅弘	京都大学教授
委員	黒沼悦郎	早稲田大学教授
〃	神作裕之	東京大学教授
〃	川口恭弘	同志社大学教授
〃	藤田友敬	東京大学教授
〃	中東正文	名古屋大学教授
〃	青木浩子	千葉大学助教授
〃	山田剛志	新潟大学助教授
〃	戸田暁	京都大学助教授
〃	中村聡	森・濱田松本法律事務所パートナー
〃	太田洋	西村ときわ法律事務所パートナー
オブザーバー	永井智亮	野村証券法務部長
〃	細川健	大和証券グループ本社法務部長 (現 大和証券 S M B C 企業提携第二部長)
〃	園田成晃	日興コーディアル証券法務部長
〃	浅場達也	みずほ証券法務室長
〃	坂下晃	日本証券業協会常務執行役
〃	山内公明	日本証券業協会自主規制企画部長
〃	広瀬康	東京証券取引所総務部法務グループ課長
〃	大島眞	証券保管振替機構業務部次長
研究所	高橋厚男	日本証券経済研究所理事長
〃	若林良之助	日本証券経済研究所常務理事
〃	関要	日本証券経済研究所顧問
〃	小林和子	日本証券経済研究所主任研究員
〃	新道仁信	日本証券経済研究所主任研究員・企画調整室次長
〃	藤田哲史	日本証券経済研究所事務局長 (敬称略)

投資サービス法（仮称）について

森本共同会長 定刻になりましたので、研究会を開催させていただきます。

本日は、投資サービス法の立法化の状況について、金融庁の方から三井課長と松尾室長、小川さんにお越しいただきまして、いろいろと状況をご説明いただき、自由な意見交換をしたいと思います。それでは、よろしく願います。

三井課長 この8月の異動で市場課長に配置替えになりました三井でございます。皆様方から見て私の右隣が松尾投資サービス法（仮称）法令準備室長です。このたびの法律作りの準備をするために、特に準備室を設置いたしました。その室長として松尾君を配置して、その作業を率いていただこうと思っております。

それから、今日担当の小川係長が来ております。松尾君の右隣でございます。いずれも今、法令の作成に向けて準備をしている人間でございます。皆様方から貴重なご示唆をいただければと思っております。

お手元に「投資サービス法（仮称）について」（資料2）という資料を届けさせていただいています。詳しくは松尾の方から説明いたしますが、現在の状況だけ簡単に私から申し上げます。

去年の9月頃から金融審議会の第一部会で、投資サービス法について議論を始めております。また、金融庁の「金融改革プログラム」というものをつくって、金融全般についてのいろいろな行政、施策、制度改革についての、いわば日程表みたいのを作っていますが、そのプログラムの中でも17年度、18年度については、投資サービス法を最大の制度改革事業として掲げました。

また、世の中のニーズなり投資家サイド、消費者サイドからのご意見もあります。今年6月に、いわゆる「骨太2005」（資料3）と呼ばれております小泉内閣の基本的な政策方針が取りまとめられました。これには財政から郵政事業改革まで、さまざまな政策課題が盛り込まれておりますが、その中

でも金融庁の分担すべき仕事の中で、投資サービス法の早期法制化に取り組むこととされております。

今年の7月に金融審議会第一部会の「中間整理」(資料4)として、投資サービス法を中心として、どのような法制化をするかというご議論をいただいたものの中間的な取りまとめがされております。今日はそれについて、私どもから皆様にご説明させていただきます。

これを今後どうしていくかということなのですが、中間整理ではまず基本的な考え方、どういう趣旨、目的でどのような改正を行うのか、それに当たっての基本的な概念であるとか、基本的な方向性というものを取りまとめています。

いくつか残った論点がございます。それについては秋以降、多分10月以降ではないかと思いますが、できるだけ早く審議を再開して、その中身についての議論を行ってまいりたいと思います。

具体的な中身は後ほど詳しくご説明させていただきますが、1つには、現行の証券取引法については、有価証券という概念を中心に構築されています。アメリカの証券取引法のセキュリティの訳語として恐らく有価証券を当てはめたのであろうと推測しています。また、当時、株券や社債券といった当時存在した、いわゆる投資物件が念頭に置かれてのことだと思えますけれども、最近ではいわゆる有価証券という概念からはほど遠い投資商品が増えてきて、その度ごとに証券取引法の改正を行ったり、別法を作って対応してきました。

それに対して、アメリカはセキュリティの概念がハウイ・テストなどで広く解釈されたり、あるいはイギリスでは金融サービス市場法で横断的な法制になっています。日本では、直近では外為証拠金取引でさまざまな消費者被害が出たことに対して、金融先物取引法の改正で対応いたしましたが、その際も個別に立法で対応するよりも、包括的、横断的な法制があってしかるべきであるという意見がございました。

そういったことに対応するために、消費者サイドからしてみれば、個々に

後追い型で縦割りの法律をつくらなくても、金融分野について横断的な、きちんとした法制をつくって投資者保護を図りたい。片や産業界や金融界からみますと、縦割りでいろいろ統一性のとれていない、そういうモザイクのような法体系をできるだけシンプルに横断化して、金融イノベーションがやりやすいようなシステムにしたいというのが、多分各方面の期待と存じますし、我々に課された使命とも思っております。

そういった観点から、皆様方のいろいろ貴重なご示唆を賜りながら、具体的な法制に向けて、できるだけ早く法案提出の作業をしていきたいと思えます。

私からは以上でございます。

松尾室長 引き続きまして、ご紹介いただきました松尾でございます。どうぞよろしくお願いいたします。

本来であれば、本日、太田先生のご発表の機会だと承知していたのですが、私どもから要望させていただきまして、機会を設けていただきました。証券経済研究所、また太田先生にご理解いただき、誠に有難うございました。

それでは、資料に沿いまして、「投資サービス法（仮称）の考え方」（資料2）に沿ってご説明をさせていただきます。この資料は、中間整理を私なりに整理をしたものですが、内容的には中間整理と同じでございます。先生方には、もう既にご存じのことが多いかもしれませんが、改めてご説明をさせていただきます。

また、せっかくのこういう場ですので、私の個人的な見解も交えながらご説明をさせていただきたいと思えます。

1 基本的考え方

まず、投資サービス法の考え方、基本理念ですけれども、「利用者の満足度の高い、活力ある金融システムの構築。（利用者保護を前提に、活力ある金融市場を構築）」とあります。

その次に、これは似たような話なのですが、「適正な利用者保護を図ることにより、市場機能を十分に発揮しうる公正・効率・透明な金融システムの構築」ということで、キーワードとして、まず「利用者」がございませう。「利用者保護」というのもあります。もう1つは「活力ある金融システム」の「活力」ということがあり、「市場機能」があります。「利用者、市場、活力」の3つがキーワードになるかと思ひます。

それぞれの関係ですが、「(2) 課題」として、まず利用者につきましても、利用者保護ルールの徹底と、その利用者の選択肢の拡大があります。

利用者保護ルールの徹底というのは、いうまでもないことですが、外為証拠金取引に典型的に見られるように、規制がない金融商品について利用者保護策を講じる必要性が出てきました。金融商品につきましても、最近金融と商品の融合化であるような商品も出てきていますので、新しい金融商品にも適時に対応できるような枠組みを整備する必要があります。外為証拠金取引のように、法律の手当が一々必要ですと、1～2年かかってしまい、問題がある事案に迅速に対応できないということから、「利用者保護ルールの徹底」という課題がございませう。

利用者保護ルールの徹底というと、やれまた金融庁が規制強化に走ろうとしているという声も聞くのですが、もちろん今まで全く規制がないところに規制を導入するということは、その点では規制強化になるわけですが、中間整理の意図はそれだけではなくて、利用者保護の枠組みを整備すれば利用者が安心して金融商品にいろいろ投資をすることができる。それを通じて、多様化するニーズに応じた金融商品・サービスの提供が可能となり、さらに金融イノベーションが促進すると思ひております。

したがって、最後の矢印で、規制の簡素化・明確化ということもいっております。また、新たな金融商品設計の自由化の拡大ということで、適切な利用者保護と金融機関経営の選択肢の拡大を通じて、利用者利便の向上が図られるということがあります。

したがって、利用者につきましても、まずは利用者保護ルールの徹底。

それを通じて、利用者利便の向上にもつながるという考え方であります。

さらに、貯蓄から投資に向けて市場機能の充実と、その信頼性の向上のための市場でございます。私は、前職の国際課企画官でありましたときに、以前この研究会の場で国際化についてご説明をさせていただきましたけれども、やはり国際化という点が大事だと考えております。

レジュメの方では、「4. 主要国・地域の制度」が書かれていますが、私も専門家でないので、先生方の前で不恥づかしいのですが、例えばアメリカでは「投資契約」という概念で、日本の有価証券よりも幅広い概念を使っています。EUでは金融商品市場指令が出ておりまして、投資サービスという概念なのですが、指令のタイトルは、投資サービスNo.2から金融商品市場指令、MiFIDという名前が変わっています。英国はご承知のように金融サービス市場法です。ドイツにつきましては、ことしの本研究会における神作先生のご発表で勉強させていただいたのですが、証券取引法の改正を通じて、金融商品という概念を使っているということであります。

実は、例えば、保険についても、いろいろ取扱いが異なっています。例えばアメリカでは一部変額保険がSEC所管の証券の中に入っているが、EUの金融商品市場指令では入っていません。イギリスでは入っています。ドイツでも、どうも入っていないようだということで、国によって個々でありまして、国際化は、詳細については差はあるのですが、共通しているのは、幅広い投資なり金融商品の概念を立てているということです。国際化の観点からも、そうした幅広い概念を構築することが大事だと考えております。

方策につきましては、ではどのように投資サービス法を作るかということなのですが、中間整理では「証券取引法を改組し、投資サービス法を制定」と書かれております。実は個人的には、今の証券取引法は最近ほぼ毎年のように改正をしております、枝番も多くて準用規定も多い、わかりにくいということで評判が余りよくありません。実はこれをきちんと整理するためには、新会社法のように、時間をじっくりかけて、新法のような形にするのも個人的にはいいかなとも思うのです。ただ、そうしますと、例えば今の法律

構成で定義があつて、ディスクロージャーがあつて、業があつて、証券業協会や取引所があつてという構成を抜本的に考え直す必要もありますし、神作先生のご説明を聞いていましたら、ドイツでは一応立法形式自体を分けた立法にされている。EUもたしかディスクロージャーに関する目論見書指令とか透明性指令というように違う指令にしています。

理想的に申し上げると、会社法は2年以上かけて検討されておりますので、時間をかけて検討する必要がございますけれども、足元、いろいろな新商品がどんどん出てきている中、できるだけ早く立法上の手当てをする必要もあるかと思えます。そのための方法として、ここに書いておりますのは、証券取引法を改組して、投資サービス法を制定するということです。証券取引法をベースに、既存の法律の一部改正という形をとるというイメージかなと考えております。それを通じて、現在の縦割り業法を見直し、幅広い金融商品を対象とした法制を目指すということでもあります。

2ページには、銀行、保険会社といった業態にかかわらず、投資商品の販売等に関する一般法として、その行為規制を業態を問わず適用するというところで、こういう考え方から、外国証券業者に関する法律などを含め可能な限り同種の性格を有する法律については、これに統合するといっております。金融商品販売法を、その内容の見直しを行いつつ、具体的には説明義務の範囲が、現在は「元本欠損のおそれ」に限定されておりますが、これを広げる余地がないかということを探索しております。見直しを行いつつ、投資サービス法に統合するということです。

また、ファンド規制法には、現行、投資信託・法人法、商品ファンド法、不動産特定共同事業法がありますけれども、これは機能別・横断的にルールを再整理していくことが望ましい。ただし、投資信託・法人法につきましては、業としての投資信託委託業のほか、投資信託、投資法人の仕組み、これはSPC法とかが似ているのですけれども、仕組み自体を定めている部分がありますので、仕組み行為のところ、法律自体は特別法として残すという考えが示されております。「銀行法や保険業法についても、販売・勧誘等に関

するルールなどについては投資サービス法と一元化することについて検討を行うべき」ということで、「検討にあたっては、預金・保険といった金融商品としての性格や現在の業務の実態を踏まえつつ行う（『金融サービス・市場法』を展望しつつ議論を行う）ことが必要」とうたわれています。実は、ここは大変大きな論点でありまして、秋に再開される金融審議会におきましてご議論いただく必要がある点であります。

つまり、個人的には今回の投資サービス法（仮称）の目的を一体何にするかということですが、実は金融審議会の過程でも途中で1回議論が変わっております。それまでは貯蓄から投資へということで、「投資サービス法」を作るということでした。その場合は、数年前に検討された金融サービス法ではなくて、投資サービス法だったのですが、途中で、今年になってから全面的に展開したというよりは、実は預金や保険に投資性があるものがある。デリバティブを組み込んだ預金とか、変額保険、変額年金のように投資性がある保険商品もある。こういうものについても販売・勧誘ルールをそろえる必要があるのではないかという議論から、預金や保険の話が出てきたわけがあります。

ただ、今の議論は、投資性があるという冠をつけますと、貯蓄から投資へということになるわけですが、他方、もっと視野を広げると、融合化が進んでいるのは投資性があるものの世界だけではなくて、金融商品全般ではないか。そうすると、イギリスのような金融サービス市場法への展望をする議論もあるのではないかという観点もあろうかと思えます。そうしますと、対象範囲が広がってきます。以前の金融審議会では、こういう観点から、日本版金融サービス法という議論があったのだらうと思えます。

したがって、今回、投資サービス法（仮称）は何を目的にするかという点が、まず出発点の議論として重要だと思っておりますので、その辺について、先生方から、こうあるべきだというご意見もお伺いしたいと思っております。

こうした議論の経緯と目的の微妙な違いもあって、「(4) 位置づけ」には、

今年のいわゆる基本方針2005、「骨太2005」（資料3）と呼んでいる閣議決定の中では、金融システム改革として、「金融・投資サービスに関する横断的法制としての「投資サービス法」（仮称）の早期の法制化に取り組む」こととされました。したがって、ここでは投資サービス法（仮称）という名前を維持しつつ、金融・投資サービス、「金融」という言葉が入っています。ここは先ほど申し上げた目的の議論とも関係するところではありますが、また、国際性の観点からは「金融商品・サービスの多様化等の構造変化に対応」という表現の中で、金融という言葉を使っています。

2 投資商品の定義

3ページは、投資商品の定義です。ここで投資商品という意味は、投資サービス法（仮称）の適用対象となる商品ということですが、別のところでは「投資商品（金融商品）」と書いていますので、そこは両方読めるような形でご理解いただけたらと思います。

本来の目的は、できるだけ包括的な定義をつくり、新しい金融商品に対応できるようにするというものですので、できるだけ幅広い金融商品を対象とする。したがって、既存の証取法の有価証券、みなし有価証券、有価証券デリバティブ取引に加えて、今回みなし有価証券で匿名組合出資が一部手当てされたのですけれども、スワップなどを含むデリバティブ取引とか、流通性のある金融債権（これは学校債とか医療債のようなものを念頭に置いたものです）も含めています。また、シンジケートローンのようなものはどうするかということも論点として挙がっております。

その他、デリバティブ取引（例えば天候デリバティブのようなもの）、抵当証券、信託受益権、「投資性を有する保険・預金など」、可能な限り幅広い金融商品を対象とする。

定義といたしまして、ここに書いてあるように、「①金銭の出資、金銭等の償還の可能性を持ち」、「②資産や指標などに関連して、「③より高いリターンを期待してリスクをとるもの」ということです。

法人については、持分会社などのほか、中間法人等についても広く対象とする。組合についても、集団投資スキームとして、事業型の組合も含め、有限・無限責任を問わず対象とする。

神作先生のご発表を拝見いたしましたら、ドイツでは無限責任の組合持分は入っていないということに理解したのですが。

神作委員 有価証券の概念には入らないのです。しかし、開示の対象を規制している販売目論見書法の規制対象には入ります。ドイツでは、規制の効果に応じて、その適用範囲を画することとしております。ドイツでは、証券取引法上の有価証券概念においては代替性を非常に重視しておりまして、無限責任の地位には代替性は認められないと解されています。したがって、無限責任社員等の地位は、証券取引法上の有価証券には当たらない。証券取引法の適用があるとどのような規制がかかってくるかといいますと、公正取引の禁止、業者規制、これが主としてかかってくるわけです。

これに対して無限責任を負うものであっても、投資家保護という観点からは開示規制が必要だということで、販売目論見書法を昨年改正し、匿名組合員たる地位、民法上の組合員の地位、信託受益権、こういったものも一定の要件のもとではディスクロズしなければならないこととしました。

松尾室長 わかりました。ここは、効果はともかくとして、とにかく幅広くとらえるということでございますので、無限責任も入っております。

デリバティブ取引についても、原資産を問わず対象とするということです。差金決済ができる以上は金銭出資、金銭等の償還の可能性と広くとらえる考え方にしております。

3 投資サービス業の定義

4 ページ目は、投資サービス業の定義であります。ここで定義を定める意味は、現在、例えば証券業としての本来業務についていくつか証券法2条8項で書かれていますが、本来業務は何かということを書くということになります。本来業務として販売・勧誘、資産の運用・助言、資産管理を広くとら

えるということにしております。本来業務を、例えば販売・勧誘につきましても、営業となると、営業かどうかという解釈が難しくなるということなので、営利性などを要件とするのではなく、事業といいますか、可能な限り広くとらえるなどの措置を検討していくことが望ましいということでもあります。

ここはご議論あると思うのですが、発行者自身が販売・勧誘する行為も多々あるものですから、これは規制対象とすることが適当だといっております。他方、株式会社自体による自社株式の募集については、例えば中小企業が自社株式を募集するのにわざわざ業者規制の適用にするのかということもありますので、そこは柔軟に適用除外とするような措置を講ずることが望ましいとなっております。

「金融機関による有価証券の書面取次ぎの特例」というのがありますが、ここは販売・勧誘業務に一本化するということにしています。

資産運用・助言は、投資顧問業法などで規制をしておりますけれども、これも取り込んで投資商品の運用を広く投資サービス法の規制対象とすることが適当である。助言についても、投資顧問業法等で規制していますが、これも幅広く規制対象とする。保護預かりを資産管理として本来業務として位置づける。これは後ほどまた出てきます。

4 ディスクロージャー制度

5 ページ目は、ディスクロージャーの制度であります。現行制度につきましては、私などよりも先生の方がお詳しいと思いますけれども、証取法上の有価証券となれば、私募は別として、ディスクロージャーが幅広く適用され、公衆縦覧が課される仕組みになっておりますが、ディスクロージャー・ワーキング・グループで検討が行われ、有価証券の性質及び流通性に応じて分類し、その分類ごとのふさわしい開示規制のあり方を検討し、一体的な整理を行うことが考えられています。今までの一律主義ではなくて、その性質によって柔軟に対応できるようにする。では具体的にどうするかということは、今

まさに検討しているところであります。

後で出てきますが、投資サービス法、特に販売・勧誘の場面では、プロ向けとアマ向けで規制のあり方を変えるということになりますが、ディスクロージャー本来の議論としても、適格機関投資家の範囲を拡大や転売制限の柔軟化等が挙げられています。

最後は、例えば投資信託が典型ですけれども、公募の投資信託の場合は、有価証券届出書を出した上で、これは証券取引法に基づくディスクロージャーですが、その上で投資家に販売するときは、証券取引法に基づく目論見書を投資家に直接渡す。それに加えて、例えば運用報告書等につきましては、投資信託法に基づく運用報告書があるという構成になっていまして、この辺は整理できないのかという課題がありますが、他の開示規制との整理・統合についても検討するということをうたっております。

5 投資サービス業の規制内容

6 ページは、投資サービス業の規制内容であります。基本認識としては、現行の証券取引法と証券投資顧問業法における開示規制、業規制、自主規制、セーフティ・ネット、市場規制、不公正取引規制といった枠組みを基本とするということであります。

ただ、基本としつつも、従来のように有価証券であればディスクロージャー、証券業といったワンセット主義ではなくて、神田先生のお言葉で「規制の柔構造化」ということをうたっております。

要は、まずは金融改革プログラム全体で規制の総点検というのを別途うたっております。それとも連動して、まず規制全体について点検を行う。特に機関投資家などを中心とするプロに投資商品を販売する場合には規制緩和を推進する。逆に、個人投資家を中心とするアマに投資商品を販売する場合には、適正な投資家保護を確保する。このように、まさにプロ・アマに対して規制のあり方を変えるということを明確にしているわけがあります。

このような規制の点検を行う趣旨は、金融庁が規制強化をねらっているのではないかという見方も多いものですから、規制強化の面はもちろんあるのですが、規制の緩和をあわせて行うということで、バランスを確保していくということでもあります。

業務範囲については、先ほど申し上げましたように、本来業務として販売・勧誘、資産運用・助言、資産管理を一体として規制する。付随業務についても、外国為替取引やM&A業務を含む経営相談業務等について位置づける。届出による兼業業務についても、幅広く規定して、できるだけ幅広い業務を認めるということですので、今までのように証券取引法に基づく証券業と、証券投資顧問業に基づく登録などを別々に取得したりする、そういうことはできるだけなくなるようにしたいということでもあります。

参入規制については、一部、投資信託委託業や投資一任業務では現在は認可制であり、証券会社についてもデリバティブなどが認可制になっているのですけれども、原則登録制にする。では例外はどうするのかということについては、今後検討するところでもあります。登録制については、ここでは3段階に分かれていまして、今の証券会社をイメージして、幅広い業務で、かつ自己資本比率規制のような健全性規制が必要な業態につきましては、現行の証券会社と同等の参入規制を行って財務規制もかけるということでございます。

一番下の証券仲介業のようなものについては、財務規制は最低限とする。中間的なものにつきましては、自己資本規制などは適用しないということですので、段階をつけたいと考えております。

例えば共管の法律で商品ファンド法があるのですが、商品投資販売業は許可制なのです。こういうものをどう整理するかというのが、課題として残っているわけでもあります。

7番目に、行為規制ですけれども、ここもできるだけ機能別横断的に整理をする。先ほどの繰り返しですけれども、プロとアマで分ける。

投資家保護規定の拡充として、一般的な義務として、誠実・公正義務、善

管注意義務をかけるほか、資産運用・助言業者については、善管注意義務、忠実義務に加えまして、自己執行義務、分別管理義務をかけます。

また、適合性原則などについて横断的に義務づける。さらに広告規制、手数料の開示というのがあります。

適合性原則をいかに担保するかという点については、実は証券取引等監視委員会は、適合性原則違反で行政処分は余りしていないのです。それはなぜかということ、要件との関係であると聞いておりますので、その辺をどういうように再検討できるかということを探しているところでございます。

「元本欠損のおそれ」については、金融商品販売法とも関係があるのですが、説明義務の範囲を拡大できないかと考えています。金融商品販売法の制定の際に、適合性原則をどうするかという議論もあって、結果的に民事効としては入っていないと聞いておまして、それを今回どうするかということも課題になっています。

実は、重要なのがプロとアマの区分でして、プロ・アマの区分につきましては、前回の大蔵省金融企画局時代の金融審議会でも議論して、詳しい報告書が出ているのですが、非常に難しい。

ただ、実際の運用を考えますと、できるだけ単純な、明確な基準でないとおそらく執行がうまくいかないのかなと思っています。例えば個人はどうするかという議論があって、アメリカでは個人について純資産の基準などがあるのですが、その場合、一体その人の純資産をどのようにして確認できるのか、なかなか運用がうまくいかないのだらうと思うのです。ですから、法人はまだいいのですが、個人をどうするかという問題がありまして、個人的には、「財産がこれだけあるからよい」という基準はやや難しいかなと思っています。

6 集団投資スキーム（ファンド）

9 ページはファンドであります。ファンドについては、実は国際的にも議論があるところでして、特にヘッジファンドを巡ってアメリカのSECも新

しい規制を導入して、他方、EUでもどうしようか考えている。ただ、EUでは、今のところは新しい規制はどうも考えていないようです。

ファンドをどうするか。ここでは「最低限の仕組み規制を適用」と書いております。ファンドの届出・登録や分別保管の義務づけ、資格要件、受託者責任、運用報告などがあります。

実は、昨日、経済産業省が経済成長のためのファンドの研究会というものを発足させまして、私も出席しました。業界の方が多いのですが、要は相手の投資者がプロかアマかで全然違うので、そこはよく配慮してほしいということが議論がありました。これは先ほど申し上げたプロ・アマのところと関係があると思っています。

ファンドの届出や登録については、これはある意味でアメリカのSECも、情報収集のためにヘッジファンドのマネージャーの登録義務づけをしているということがあるので、やはり情報収集は必要ではないかと思えます。

昨日の経済産業省の研究会でも、日本では私募投信についても届出させているのは酷だという意見があったのですが、情報収集の観点からすると、私募投信を届出いただくのも意味があるのかなと思えます。問題は、その届出の負担がどのくらいかということであり、特に海外で組成された私募ファンドの届出の場合には、どの程度の負担になるかということが大事だろうと思えます。

ファンドについて、一般向けかプロ向けかという違いは大きいので、その仕切りをどうするかという問題があります。この辺についてはいろいろなご意見を伺いながら具体的に検討していきたいと思えますけれども、個人的には、中間整理では、最低限の仕組み規制や最低限の監督については、SPC法のようなものを念頭に置いているのかなと思っております。SPC法の規制がそのまま参考になるかどうかについては、よく検討していきたいと思っております。

7 自主規制機関

10 ページは自主規制機関でございます。自主規制機関は、現在、法律上に規定のある自主規制機関（これは証券界の自主規制機関は大体そうですけども）と、例えば法律上に規定のない民法上の公益法人である、例えば全銀協や生命保険協会、損害保険協会のように、幅広いものがあります。法律上、一番整備をされていますのは証券業協会です。私どもとしては証券業協会をモデルとして、ほかの自主規制機関についても、投資サービス法上の自主規制機関として位置づけるということかなと思っております。

ただし、証券業協会は特別の機能を持っています。1つには、店頭市場があります。現在では、ジャスダックが取引所になってしまっているのですが、やはり市場を持っているという特殊性がある。2点目は、外務員登録を私ども行政から委任しているという点が、例えば投資信託協会などとは違うと思っておりますので、すべて同じにするのは難しい。したがって、証券業協会は認可法人なのですが、ではほかの自主規制機関も認可法人にするのかというと、そこはちょっと違うのかなと個人的には思っております。

8 市場制度

あと、市場制度は、取引所の上場商品の取り扱い範囲の拡大ということを考えております。金融審議会でも議論があった問題としては、コーポレート・ガバナンスについて取引所の役割をどうするか。ご承知のように、アメリカではサーベンス・オクスレー法で法律に基づいて取引所が上場企業のコーポレート・ガバナンスについて規則を定めているという形になっておりまして、果たしてこの分野で法律改正事項が出てくるのかどうかというのは今後の議論だと思っております。

9 その他

これは国際関係で私の関心事項であって、この前、「商事法務」に原稿を

書かせていただいたのですが、IOSCO（証券監督者国際機構）の多角的MOUの署名へ向けて法律改正が必要かもしれないということを考えております。また、民事責任規定で、金融商品販売法を含む民事効の拡大ができるかということがあります。さらに、金融経済教育について、これは訓示的な規定になると思うのですが、法律上何か位置づけられないかということがあります。

私からは以上でございまして、特に最初に申し上げましたように、そもそもどういう目的にするべきなのか。目的を決める上で、外国の主要国の制度のうち、どの制度が理想としては最も望ましいか。そういう観点から立法のあり方としてどうあるべきかという総論的なことにご意見をいただくとともに、また各論につきましても、いろいろご意見、あるいはこれはおかしいのではないかというご指摘をいただければ大変ありがたいと思います。

以上でございます。

討 議

森本共同会長 どうもありがとうございます。お手元に配付された7月7日付の第1部会の中間整理の内容を要領よく整理して紹介いただくとともに、そこに書いていない最近の動きについても触れていただきまして、そちらの方の考えもいろいろ提供していただいたと思います。

直ちに討論に入ってよろしいでしょうか。せっかくレジュメがございまして、レジュメの前の方から順次ご自由に、ご質問なりご意見をおっしゃっていただければと思います。

確か昭和63年か平成元年位から、当時の証取審の基本問題研究会の第一部会に参加ときの最初のテーマがそれで、竹内先生が幅広い有価証券を提唱されたけれど、結局結実しなかったとかいろいろな思いがありまして、それがまた20年近くたって本格的に実現しそうになったなという感じで、少し学問研究から身を引いている者にとっては感慨深いことがあります。主としてここはお若い、若いといったって江頭先生がよくおっしゃるように、も

う少し若い方がいいのでしょうか、(笑) 現実には中堅どころの方がお集まりですので、自由なご議論をしていただいて、金融審議会さらには法案作成にプラスになっていけばと思いますので、よろしくお願いいたします。

黒沼先生は、これに参加しておられますね。何か最初に全般的な感想でも。順番といいながら、すぐ変わるので困るのですが。

黒沼委員 これは中間整理が出たときの感想なのですが、中間整理だけを読んでもよくわからないところが多くて、少しあいまいに書かれていたり、幅を持って書かれていたりするところがあるので、現在の進行状況等について、いろいろと教えていただければと思っています。

森本共同会長 個人的という言い方でお話になったことをうまく引き出せばおもしろい議論になるかと思っています。まずは基本的考え方の1、2ページあたりについてご質問を、どうぞお願いいたします。余り実務的に意味のない、学者の好美的な質問なのかもわからないのですが、現在金融商品販売法というのがありますが、これはもう完全にこちらに取り込まれるということで理解してよろしいわけですね。

松尾室長 実はその記述が中間整理では2カ所ありまして、1つは、実は先ほど黒沼先生がよくわからないところがとおっしゃったのですが、先生もご承知のとおり、私も時々、海外出張がないときは第一部会に出ておりました。今回着任をして改めて見て、自分なりに整理をしてみました。

金融商品販売法につきましても、1カ所では「統合すべき」と書いていまして、もう1カ所では「統合することが望ましい」と書いていますが、どちらなのかなと。したがって、両方あると思っていまして、結局完全に、法形式上も統合するというやり方と、統合せずに、考え方として対象範囲を金融商品に広げて、法律は別なのだけでも、整合的なものにして、考え方として統合するという両方があるかなと思っています。

森本共同会長 それが有価証券の範囲と連動すると思うのですが。

松尾室長 個人的には、統合する方がいいかなとは思っているのですが、では今は別のものをなぜ統合する必要があるかというところをよく整理する

必要があると思っています。

三井課長 私からも一言コメントさせていただきます。実は私はこの議論をやっているときは信用制度参事官といいまして、銀行法とか、そういう預金取扱金融機関の制度の担当者でした。

実際、予想外の人事でこういうことになって、中間整理を読んで、私もちょっとわからないと思いつつ、自分で何とか解決しなければならないと悩んでいるところがあります。例えば、先生の方が詳しいかもしれないのですが、金融商品販売法では、預金とか何々法何条に定める何とかということが列挙してあります。投資サービス法の方は、目指しているのはそういうものを列挙するというよりは、むしろ包括定義、アメリカ、イギリスのようなものを参考にしながら、どちらかというところ経済実態的な点に着目して、やや思い切っていえば抽象的というか、そういう定性的な定義規定を置いて、こういう性格なるものはあまねく投資商品なり投資サービスに含まれるとした上で、そうはいっても規制対象にしてはいけないものは外したり、入れなければならないものは入れたり、あるいは余り抽象的な規定だけでははっきりしないので、そういうものを株とか債券とかいう例示列挙も含めて明確にしていく、そういう工夫をしていくものではないかと思っておりました。

そうすると、金融商品販売法と一緒にするという事は、その金融商品販売法のカバレッジを個別列挙の集合体からそういう抽象的なものに変えていくというのを含意しているのかどうか。それが1点です。

それから、預金みたいなものが冒頭に出てくるのですが、いわゆる投資商品とは思っていない商品が金融商品販売法に入っていると思います。例えば、利子につかない決済性の預金や完全な保障型の保険です。

究極の姿としての金融サービス法を見たときにはそういうものも入るのだろうとも思うのですが、例えば決済性の預金というものの利用者の保護というのは、投資における自己責任を求めるに当たり前提となるべき事項とはやや異なる側面の事項を含んでいるように思われます。他方で、金融商品販売法の目的としているものは、リスクがあるものをきちんと説明していないと、

説明不足を理由に損害賠償訴訟における挙証責任を業者側に転換することにあります。先ほど松尾が申し上げたような、これらのうち何をねらっていくのか。金融でまず切って、金融の中の投資というものをねらって、それで利用者保護を図っていくというようにして、そういう局面で見ると、確かに金販法もそういうところを保護しているので、それをもっと拡充して重ね合わせていく。

法形式を一緒にするかしらないかというのはテクニカルな問題で、何ともいえないところがあるのですが、考え方としてはそういう一体のものとして考えているというのが1つあるというのが、今の時点での、いつまで賞味期限があるかわからない私の考えなのですが、こういう理解をするとどうなのか、いいのか悪いのか、問題があるとか、いろいろご示唆を賜りたいと思います。

森本共同会長 金融商品販売法との関係、少し気になったものですから質問させていただいたのですが、これに関連して何かご発言がありますでしょうか。

川口委員 証券取引法をベースに改正されるとおっしゃったのですが、現在証券取引法が定めている協会の部分ですか取引所の部分、あるいはディスクロージャーの部分についてはどうなるのですか。

松尾室長 理想をいえばガラガラポンをしてよく整理をする必要があるとは思っているのですが、行政の立場なものですから、当面、次期通常国会にできるだけ出したいと考えています。そうなりますと、少なくとも当面は既存の法体系を前提として対応する、今の章立てを前提に考えるということになります。では、仮に統合するとすれば、金販法は何章に入るのか、そこはちょっと後ろの方かなと思うのですが。

したがって、少なくとも当面の対応としては、今の証取法の章立てを前提に検討するということです。

川口委員 取引所の規定がここに入ってくるということですか。

松尾室長 入ってきます。

川口委員 それは目的という観点から整理がつくのでしょうか。

松尾室長 取引所の規定は、まさに市場をどうとらえるかということでありまして、取引所につきましては、今、証券取引所と金融先物取引所がありまして、金融先物取引所は金融先物取引法でカバーしている。先ほど上場商品の拡大と申し上げましたけれども、できれば中間整理の考え方は、これを一緒にするという発想だと思うのです。

そのとき問題なのは、例えば今、商品先物につきましては、経済産業省と農林水産省の共管である商品取引所法が今回抜本改正され、5月から施行されましたけれども、商品先物はどうするかということが、注目を集めているわけです。

三井課長 補足しますと、例えばデリバティブを投資商品なり投資サービスに入れると考えると、例えば証券取引所の中で有価証券を扱っている人、デリバティブを扱っている人、証券取引法と金融先物取引法の中で、それぞれ、有価証券を扱っている人は先物も含めて証券取引法の中に証券会社の規制がある。金融先物取引法には、それにコピーみたいな、金融先物取引業だと思えますけど、そういう業者の規制があって、金利先物、通貨先物の業者の規制がある。それを統合するということになるのだと思うのです。

統合したときに、では取引所を別々にしておくのか統合するのかという問題があります。もともと現在の証券取引法の体系をみると、もしかすると取引所は取引所の法律、業者は業者の法律、ディスクロージャーはディスクロージャーの法律で、ばらばらでもよかったのかもしれませんが、現行法体系は1本の法律になっています。

しかし、1本の法律になっていると非常に不便なところがあって、業者でカバーすべきカバレッジと、ディスクロージャーを強制すべきカバレッジは必ずしも一致しないことがあるとの議論があります。

取引所についても、かつては、先物市場の市場管理のあり方について原資産の市場管理と一体的に考える見方と、先物市場について原資産を問わず横断的に考える見方とがありました。

そういう3つの種類、考慮する要素がやや異なる3つのものを、投資サービス法として包括的、横断的な法制に衣替えした以降も引き続き1つの法律の中で一体的として定めていく法形式をとるということも法技術的に可能と思います。そういうものの方がひょっとしたら、業者、取引所、開示という3本の別々の新法をつくるよりも早いかもしれないという気持ちはあります。

他方で、3つの部分というのは、やはり、やや異なる要素もあるので、やっぱり別にした方がいいのではないかという考え方もあるかもしれません。

いずれにせよ、こういったことは中間整理では必ずしも明確に書かれているわけではないので、今後、よく議論していくべき問題です。

森本共同会長 基本的考えの「(3) 方策」について、時間との勝負の関連における立法技術的な問題が出たように思いますが、むしろ基本的考えでは、理念と課題あたりについて何かいい知恵があればというご趣旨だったかと思えます。質問とともに具体的提言なども含めて、理念と課題あたりのところで何か意見を出していただければと思います。もちろん方策でも結構です。どうぞ実務の方もご自由に発言してください。オブザーバーも委員もすべて平等、対等で議論しております。せっかくの機会ですので、遠慮なくご意見、ご質問を出していただいたらと思います。

先ほどもちょっと出ましたが、ドイツなどではこの5～6年の間、相当いろいろな動きがあることについて、神作先生の方から途中で出しましたけれども、理念とか課題で何かありますでしょうか。

神作委員 基本的な考え方についてでございますけれども、私、いいアイデアがあるわけではないのですが、キーワードの第1が利用者ということでございましたので、そうすると利用者が資金の運用をする、その対象となり得るようなものが投資サービス法の対象に含まれてしかるべきだろう、あるいは将来的に投資家もしくは利用者のポートフォリオに組み込まれるようなものは、投資サービス法の範囲に含まれるべきだろう、基本的にこのような考え方から出発するのが適切ではないかと思えます。

預金とか保険を、投資サービス法の範囲に基本的に含めるかどうかとくに問題になると思われませんが、普通の人是一体、それらの商品を投資の対象として、すなわちポートフォリオに組み込むものとして考えているのか、それとも、そうではなくて、何か特別な商品だと考えているのか、そのあたりが、預金とか保険をどこまで組み込むかということのポイントになって、恐らく変額保険等はポートフォリオの一部として組み込まれるべきものとして、現在でも多くの人々が利用しているのではないかと思いますけれども、典型的な預金と保険については、必ずしもそうではないのではないかという印象を持っております。

恐らくそのことが資産の運用ですとか助言とか管理という投資サービス業の範囲とも関連してきて、ポートフォリオに組み込むものの一部にだけ、例えば助言の範囲、助言の規制がかかってくるのに、同じポートフォリオに組み込まれるものでもそういった規制がかかってこないというのは、おかしな話だと思いますので、そういう意味では法律論ではないのかもしれませんが、投資家もしくは利用者がポートフォリオを組むときに、どういうものを選択肢に含め得るか、そのような選択肢になり得るようなものが、投資サービス法の射程に入ってくるというのが、基本的な考え方のように思います。非常に大ざっぱな話で恐縮ですけれども、お話を伺っていて、そういう感想を持ちました。

森本共同会長 もう少しこの基本的考え方を議論したいと思いますが、どなたか御意見ありませんか。

永井オブザーバー（以下 OBS） 1つよろしいですか。利用者という言い方がキーワードというのは、確かに中間整理の段階では「利用者保護」とか、いろいろ書かれていましたが、通常の方ですと、利用するのは、市場を利用する我々、いわゆる業者も利用者ですが、おっしゃっているのは、ある意味では英国がやっているようなコンシューマー的な、投資者をベースに考えているのかなと、私は最初は理解しておりました。

利用者というと非常に広くて、先ほど若干別のところでは兼業とか承認業

務で今やっているようなものも、すべて1つの登録という形で処理できるようにしていただけるということですが、競争政策上の問題については、どのような考え方で整理されているのかは、中間整理ですとなかなかわかりにくくて、今あるような弊害防止措置ですとか情報の隔壁の問題ですとか、あるいは優越的な地位を使った問題ですとか、融資の関係との調整、そういったものは、ここでの「利用者」に対して、どう整理すればよろしいでしょうか、お教えいただければと思うのですが。

森本共同会長 これは7ページの「その他」の最後の●印の「できるだけ基本的な義務を中心に規定の整備を行い、これを前提に個別の利益相反防止規定は減少させていくべき」のことも関連するのかなと思います。これはまたこの段階で議論していただくのかなと思ったのですが、今の段階でも何か。

松尾室長 まず、神作先生にドイツのことをご確認させていただきたいのです。あれは証券取引法上の有価証券と販売目論見書法上の金融商品というのは、範囲が違うわけですか。

神作委員 違います。証券取引法上の「有価証券」は販売目論見書法の規制対象なのですが、販売目論見書法は今年の改正により、有価証券に該当しなくても、組合員たる地位や信託受益権等を一定の要件で適用範囲に含めることとし、その意味ではプラスアルファの部分があります。

松尾室長 販売目論見書法上ですね。わかりました。

利用者とは何かというのは、非常に的確なご質問で、これは論者によって考えが違います。確かに審議会の議論の過程では、黒沼先生がどういう印象を受けたかというのをちょっとお伺いしたいのです。どちらかというとな消費者的な側面での利用者ということがかなり強調されていた経緯はあったと思います。

他方、利用者という場合は、あえて消費者というのは使っていないということは、当然消費者より広い概念です。私の理解ですと、この利用者は、まさに広い意味での市場における利用者ですから、当然市場で資金調達を運用する企業も入る概念だと考えています。ですから、利用者利便の向上という

こともうたわれているのは、消費者としての利用者のみならず、そうした企業などの利用者も入ると思っています。

したがって、市場を広くとるか狭くとるかということも、最初に申し上げました、何を目的にするかとかかわるところもありまして、ここは関連していると思います。

競争政策については、当然競争的な市場であることが望ましいのはいまでもありません。

森本先生のご指摘にあったように、個別の利益相反規定は減少させていくべきだとしてありますが、中間整理を受け継いだ者としては難しいところで、これは全体的な立法のあり方とかかわるのですが、イギリスは割と立法は原則ベースで、詳細はガイドラインなどに落としている。日本の立法カルチャーは、できるだけ細かく立法で規定すべきだというのが第1点にあります。

2点目は、執行との関連でありまして、原則ベースの一般的義務でどこまで執行できるか。ありていにいえば、証券取引等監視委員会がどこまでチェックできるかということもありまして、過度に一般化すると、日本の運用の現状だとどうも執行できなくなるおそれもあるので、そこは個別の利益相反防止規定をいたずらに減少させることなく、よくバランスをとって立法化する必要があるかなとは、個人的には思っています。

三井課長 利用者がかなり投資家に近くて、相互補完的に用いられています。文章上は投資商品という言葉を使ったり、その購入者のところに利用者が出てきたりして、おっしゃるとおり、ややコンシューマーの意味合いは強いところがあります。片や、投資家の中に機関投資家が出てきて、機関投資家向けの場合の利用者保護はかなり自由でもいいという言葉も出てくるので、そういう意味では、プロたる機関投資家をユーザーに含んでいるとは思いません。

この文章全体的には、そういう金融資産の資金供給サイドを購入者なり利用者というように念頭に置いた記述が非常に多くあります。ただ、私どもからしてみると、金融のイノベーションであるとか、いろいろな自由度が高ま

るであろうというのは、購入者にとってもそうなんですけども、金融商品を組成する側から見てもそうでしょうし、金融商品を組成する側が場合によっては機関投資家だったりして、実は概念としてグルグル回ってしまうものですから、そこはもう少し固定観念を外して、自由に考えるのは、今、松尾が申したように、純粹に資金調達サイド、完全な資金調達サイドまでユーザーが入っているかどうかというのはやや疑問がありますけど、少なくとも金融機関なり業界、証券会社も含めた業界の人などのいろいろな金融商品を組成する方々からしてみると、それはプロであるユーザー、機関投資家、あるいは類似のユーザーという位置づけもできて、そういう人たちにとっての金融のイノベーションを促進するということは、ここでも書かれていると思いますし、そう考えるべきだと思います。

もう1つ、利益相反の話との関係ですけど、業態を分ける話で、去年、一昨年位から随分議論したのは、2つ目的があって、1つはリスクの遮断、1つが販売上の一種の個別競争政策的な問題があります。

恐らく利益相反行為というのは、一種の個別競争政策としてとらえることもできて、ユーザーの保護、利益相反というのはユーザーの犠牲のもとに第三者または利用者の利益を図る、そういう意味での個別の法益の保護的な発想と、もう1つは利益相反的なものが、優越的な地位の乱用と映って、一種の適正な競争を害している。競争政策的な、ややマクロ的な見方と、両方のものを利益相反行為でどうもカバーしているような感じがします。

そのうちの個々人のバーゲニング・パワーが弱い人の一般消費者、零細消費者の利益を犠牲にして業者の利益を図る部分は、プロ・アマとの関係でいうと、プロとの関係では規制の緩和の余地があるのだと思いますが、片や競争政策あるいはマクロ的な観点から、対等当事者間の取引の公平なり、適正な取引ルールを侵害してくる部分については、1つの個別競争政策の問題として、それを独禁法に全部お任せするのではなくて、業法としてもそういう観点を入れておくべきであるという部分はあり得るのだと思います。

意識してか無意識のうちか、あるいはそれが個別のユーザーの保護、個別

ユーザーの利益を犠牲にだれかの他人の利益を図るという部分とオーバーラップしているので、無意識のうちに、その両方をにらんでできている利益相反の個別規定もあると思いますので、そのような規制を組み替えていくときに、個々の省令レベルに書いてあるような細かな利益相反規定については、一体どちらの趣旨の方が重いのかということを考えながら整理していく必要があるだろうと思います。

特に、プロ・アマのプロ規制のところでは、競争政策的なところは残す意味合いがあるかもしれないし、個々人のバーゲニングの保護の観点から外していいのだという議論があると思います。

法律ではそこまで細かく書くかどうかというのは、今、松尾が申しましたように、やや個人的には疑問があって、余り事細かにそういうものを法律レベルで書くよりは、こういう人の利益の犠牲に、こういう人の利益を図る行為とか、そういうグルーピングをして、ある程度きちんと書いた後、個々に本当に細かな規制というのは、政令なり省令なりに落として、少し整理した方がいいのではないか。これはすべて個人的な意見であります、いかがでしょうか。

森本共同会長 どうもありがとうございました。

最初の2ページだけで禅問答をやっても仕方がないのですが、松尾さんからも黒沼先生の名前が出ましたが、利用者概念というのは、古い話としては、現行証取法の国民経済の適切な運営というのをどこに位置づけるかとか、そういうこととも関連するのかなと思います。何かあれば。

黒沼委員 発行者とか業者については、私は余り意識しておりませんでした。審議の途中で利用者という言い方がそれほどなされてはおらずに、中間整理の段階でこういうように整理されたのだと思うのですけれども、私は、基本は投資家だけれども、預金とか保険を含めると、投資家といってしまうとそこで狭まってしまうから、利用者という言葉を使っているのかなと思っていました。

それから、もう1点。金融サービスか投資サービスかという問題ですけれ

ども、私の理解では、そもそもの議論の出発点は、金融サービス法をいきなりつくるのは難しいので、保険と銀行を除いた投資サービスについての横断的な立法をすべきであるというところから議論が出発して、ただいろんな規制を考えていった場合に、販売・勧誘については——その前に、そのときの投資のイメージですけれども、これは個人的な私のイメージなのですが、私としては、投資というのは、ディスクロージャーさえすれば売ってよい商品を投資と呼んでいるのだと。保険とか預金というのは、ディスクロージャーだけでだれもが売っていいというものではない、そういうイメージだったのですけれども、販売・勧誘のルールを考えていくと、そこで想定される販売・勧誘のルールというのは、投資以外の金融商品にも等しく当てはまるものではないかということから、そこだけ適用範囲を広げよう。それ以外の点については、業者規制が中心になるのでしょうかね、そういうものについては当然違ってしかるべきであるから、販売・勧誘のルールだけ適用範囲を広げるのだということだろうと理解していました。

ただ、そういうように広がると、業者規制とかそのほかの取引規制についても全部1つのものに入れてしまって、その中に保険業法とか銀行法を含めた立法をしても、それは悪くはないわけですから、そこまでいけば一本化することは間違いないというように思っています。

森本共同会長 今のお話も投資商品の定義との関連で、何を目的とする規制の対象としての投資商品かということで、ディスクローズなのか何なのかとありますが、3ページ目の2の投資商品の定義、あるいは投資サービス業の定義ですか、そこら辺のところについて、何かご質問なりご意見があれば。

神作委員 少し戻ってしまう部分もあるのですが、私が松尾さんのご報告を伺って若干気になった点は、イギリスでは投資サービス市場法と、法律の名称中に「市場」という言葉が含まれていて、基本的な考え方も、「市場機能を十分に発揮する」という言葉があると思うのですが、市場機能を中心にしていくと、利用者というのは決して投資家だけではなくて、特に典型的には取引所のようにむしろ会員が第一の利用者であるという場合も

出てき得ると思うわけです。

例えば保険契約者の保護は、これはマーケットの原理で保護を図ることがどこまで可能なのか、それとも個別契約的な保護を図ってゆくのが基本なのか。市場機能による投資家保護なのか、それともそれ以外の資金の出し手の保護なのかという点で、典型的な保険契約における契約者保護は、証券取引における投資家保護とは基本的な考え方が違うのではないかと。そういう意味で、永井さんが今回のご提案はむしろ消費者保護に近いのではないかと。というのも、私も、投資サービス法と書いてあって、市場という言葉が落ちているところから、何となく同様の印象を持ったのですけれども、利用者の保護と市場機能の保護というのは、一体どういう関係、どのようにとらえておられるのか。それがまた3ページ以下の投資サービスの範囲あるいは投資商品の範囲、金融商品の範囲ということにもはね返ってくると思いますので、ご質問させていただきました。

森本共同会長 特に1ページ目の(2)の「課題」を見ると、●印が3つあって、最初は利用者保護ですが、2つ目、3つ目は、要するに市場を中心におっしゃっている面もないわけでないと思うのですが、何か。

三井課長 確かに原文の3ページの上から3つ目のパラグラフ「このような基本認識を踏まえれば」からの後に、「市場機能を十分に発揮しうる公正・効率・透明な金融システムの構築を目的として、証券取引法を改組し、投資サービス法を制定する」、ここだけ読むと、取引所も当然含まれるというか、そこに中心がありそうなフレーズがありますので、悩ましいのですが、おっしゃるとおりのところだろうと思います。

松尾室長 私なりの理解ですが、ここで市場機能というのが入っています。実は「中間整理」というのは非常に幅広くて、アメリカのサーベンス・オクスレー法のような、例えば財務報告に係る内部統制とか、そういうことも書いてあります。あと、今いろいろ取引所の問題が議論されておりますけれども、そういう点も書いておまして、恐らくそういうのも入っているので、市場ということを強調しているのかなというように個人的には思っています。

す。

ただ、経緯的にはそうだと思うのですが、個人的には市場機能というのは大変重要なものであると思っています。市場のとらえ方として、狭い意味で取引所というようにとらえるのではなく、もう少し広い意味でとらえるのがいいのかなというように思います。ただ、その場合でも、例えばご指摘のとおり保険について、いわゆる市場性商品なのかどうかという点は大変議論のあるところでありまして、そこが大変悩ましいというところでありまして。

保険商品にもいろんな商品がありまして、典型的には、例えば自動車保険のようなものは掛け捨てで保障性オンリーで、貯蓄性も、ましてや投資性はないという商品でございます。他方、変額保険、変額年金のようにかなり投資性が強くて、購入者から見ると投資信託類似のような買われ方をしている。中間的に貯蓄機能がある養老保険とか終身保険があるということで、まあ、どうするかなど。ここはまさに再開後の金融審議会でその範囲につきましては、目的との関連でよくご議論をいただく必要があるかと思っています。

ですから、EUで投資サービス指令だったのが、金融商品市場指令ということで、市場が入ったという点は、今おっしゃったような意味があるのだと思いますので、個人的には市場を中心に考えたいとは思いますが、ただ、広い意味の市場と考えて、その利用者もできるだけ広く考える。そういう観点から商品の範囲をどうするか。実は商品の範囲、私ども今回、昔であれば有価証券だとディスクロージャーがこうで、業務もこうだということで、実は投資商品の定義などというよりは、何のために定義するかというのがございまして、恐らく業での扱える商品の範囲の問題と、例えば黒沼先生ご指摘の販売・勧誘の場面での金融商品の範囲が別に違ってもおかしくないわけでございます。1つの定義でいわゆる投資サービス法におけるすべての問題が論理的に演繹的に解決できるとは思っていませんので、場面ごとに範囲が違ってくる。ここでいっているのは、一番広くとらえたときにどこまで入るかという議論だと思っています。

森本共同会長 どうもありがとうございました。そういう意味で、そろそろ投資商品とサービス業あたりの概念規定のところに移りたいと思います。要するに効果との関係で、規制目的との関係で、二重、三重の規制が必要かと思いますが、最大限、投資サービス法の投資商品の定義としてこういう幅広いという形で、特に2つ目のポツは、昔からこういわれていたなということもないわけではないのですが、何かこのところについて。

川口委員 さっき森本先生がおっしゃいましたけど、包括条項を今回は置くという形だと思うのですが、政令指定も残されるというように伺っているので、その関係はどうなるのですか。包括条項を設けなかわりに機動的に政令指定でやっていくのだというのが、平成4年に包括条項が見送られたときの話だったと思うのですが、政令を残しておきながら包括条項を置いておくのであれば、その関係はどうなるのかというのがご質問の第1点です。

もう1点は、包括条項を設けなかったときの経緯を考えてみますと、証取法上、幅広い有価証券の概念を設けるのは、証取法の目的が限られているため、それに合致しないようなものも証取法に入ってきてはまずいのではないかというのがあったと思います。

また、刑事罰との関係で、有価証券に該当しながら、当時は免許ですけれども、免許を受けずにやったら無免許営業になって、刑事罰がある。その点で、だれでもわかりやすいような形でないとまずいのではないかということで、包括的なものが見送られたという経緯があったと思います。前者の証取法の目的という点に関しては今回新しい法律ができるわけですから、何とかクリアできると思うのですが、後者の問題について、当時いわれていた問題点が恐らく今回も残っているように思うのですが、その辺はどのようにお考えでしょうか。

三井課長 恐らく日本の憲法については、アメリカの憲法的な考え方を受け継いだと思われるのではないかと思います。アメリカでもやっぱり無届け営業というのは罰則の対象ですし、日本よりも高額な民事制裁金、行政制裁金の対象になっているのだらうと思うのです。罪刑法定主義というのは

アメリカでもあって、アメリカはセキュリティという概念がハウイ・テストとかによって、非常に実質的になっていると考えると、とりあえず法律家の議論をわきに置いて素人的に考えると、アメリカで許されているような概念が日本でなぜ憲法違反になるのかということ、例えば消費者団体なりあるいは日弁連の消費者委員会の方に問われると、なかなかきちんと答えられないのです。なぜ今みたいに限定的に書かないと、アメリカと全く同じ定義規定を書いて、なぜ憲法違反になるのか、なぜアメリカでは憲法違反にならないのか、言ってみてくれといわれると、非常に苦しいところなのです。そのところをどうのように整理をするのかというのが、むしろ自分でも思い悩んでいますし、法制局との議論でもそういうことは多分議論になるでしょうし、各方面の方々との調整でも問題になるのだらうと思います。

川口委員 刑事罰との関係などで、役所の方がだめだというようなことだったので、考え方が変わられたのかなと思います、ちょっと確認だけさせていただいたのです。

三井課長 何も状況は変わってないので、(笑) 大変な仕事を引き受けちゃったなど、こういうことなのですけど。

松尾室長 中間整理の概要の方にはついてなかったのです。中間整理の本体の冊子の、27 ページで文章は終わってしまっていて、あと別紙で投資商品の範囲のイメージ、別紙のような定義をもとに議論を深めていくべきであるというのがあって、そこにずらずらっと書いているのですが、政令指定もありますのですけれども、ある意味で包括定義として、集団投資スキームのところに、幅広く拾えるようなのが1つあります。

もう1つは、7の方で、組合契約ですね、そこでも広く拾えるようにしている。10で政令指定がある。政令指定につきましては、ご承知のとおり、現行では指定がない、今まで指定してこなかった。中間整理では、法律的には消費貸借契約である学校債や医療債について指定をすべきであると書いてしまっていて、これは関係省庁もあるので、これから対応したいと思っています。ですから、多分集団投資スキームのところで包括定義を設けた上で、

それでも拾えないものがあるかもしれないということで、10の政令指定を残したのかなとは思いますが。

ここが法制的には最も難しく、ご指摘のとおり、刑事罰と関係してきますので、明確ではないといけないというのは、そこは何にも変わっておらず、これからデリバティブの包括定義とともに、大変苦勞があるところだと思います。明確な答えはまだ現時点では出てないというのが正直な状況です。

中東委員 川口先生が、包括条項が入らなかった理由の第1点としておっしゃった点についてなのですが、今回、こういう形で投資サービス法以外は、方向も決まってよかろうということだったのですが、その点でお教えいただきたいのは、先ほど三井課長が、やっぱり必要とされる規制の場面というのですかね、そこが違ってくるというお話をされていたかと思うのですが、私もまさにそうだと思うのです。それを念頭に置いた場合に、この法律の作りというのはどういう形になるのでしょうか。2条に定義規定があるのだけど、ここからここまではバスケット条項のうちのこれだけが適用されるとかいうのだと、何かよくわからないつくりになるのかなという気もするのですが、その点、教えていただければありがたいのですが。

三井課長 いかにも法制局からいわれそうなことなので、まいったなと思うのですが、(笑)証券取引法は3点セットの、要するに全部同じ有価証券の概念で一気通貫するという哲学なのです。もし、最初に定義規定を置いて、その定義規定に応じてその法律を一気通貫しなければいけないのだというのが法律作成の基本方針だと考えたら、カバレッジが違うものは法律を変えなければいけなくなりますね。本当にそうなのかなという疑問は個人的には持っているのです。いずれにせよ、そこはまさによく議論したいと思っていますところなのです。

中東委員 現在も公開買付けの対象にしかない有価証券もあるわけなので、現行法も、その点で統一されているかということ、そうでもないと思うのですが、このようにコンプリヘンシブな内容にした場合に、本当にわかる形になるのかなというのが、神作先生のドイツ法の話等伺っていても、不安に

なってくるのです。

三井課長 おっしゃるとおり、ディスクロージャーとそれ以外では、有価証券といっても、規制のカバレッジが異なっています。例えば、指数先物だって同じ証取法に入っていますし、ディスクロージャーのところはいろんな適用除外があって、国債なんかは典型的に適用除外有価証券の昔からあるもので、それでも一本の法律に入っている。それを広げていくと、通貨や金利だって同じではないかという気持ちもなくもないですね。これもまさにこれから議論してもらおうと思っています。

松尾室長 ご指摘の点は私が理想と申し上げているとおりで、ドイツのお話にございますように、法律上の話だと、適用対象を分けています。理想としては、1本の方がわかりやすいという議論もありますし、わかりにくいという議論もあって、むしろ中長期的に証取法のあり方としてどういう形がいいのか、諸外国でも必ずしも姿が同じではないという中で、日本の証取法としてどういうあるべき姿で行くか。一度、先生方とのご議論をできる機会もあればなというの個人的に思っております。

黒沼委員 商品先物取引なのですが、中間整理の本文の中では、デリバティブ取引については原資産を問わず対象とすべきであると。それから、証取法以外の法律による投資家保護の対象となっているデリバティブ取引も対象とすべきであるというように書いてありますので、商品先物取引は投資商品ではなくてデリバティブ取引として規制の対象にすることを目標にしているのだと思うのですが、これについて、進捗状況といいますか、実現するかどうかはいかがでしょうか。

霞ヶ関の縦割り行政の伝統からすると、銀行や保険が対象にならないのにどうして商品取引が対象になるのだということかもしれないのですが、しかし投資商品という観点からすると、先ほどいわれたように、差金決済が可能なものは、むしろ投資性が強いわけですから、普通の預金や変額以外の保険が対象にならなくても、商品取引は対象とすべきではないかと思うのですが、いかがでしょうか。

三井課長 まさにそれが今後の議論ということで、中間整理で残っている部分ですので、一生懸命議論したいと思います。

松尾室長 今回の目的は、新しい金融商品がどんどんできていの中で、できるだけ包括的な定義を設けて機動的に対応できるようにするということでありまして、したがって、商品先物についても、デリバティブを包括的に定義すれば入ってくるわけです。そのときに、例えば商品取引所法が抜本改正されまして強化されて、5月に施行されていますが、そうした既に根拠法がある商品の扱いをどうするかという整理かなと思っております。

この問題は、例えば保険類似の機能を持ちます共済も同様でありまして、無認可共済につきましては、保険業法の改正で手当てされたわけですが、いけれども、いわゆる制度共済がありまして、生協とか、法律上の根拠がある。こういう扱いをどうするか。その範囲は、保険の扱いをどうするかにも影響するのですが、そういう視点で考えております。

制度共済も、よく見ると、例えば販売・勧誘ルールをきちんと定めているのが、保険業法を準用しているのが農協の共済。これから強化しようとしているのが中小企業等の事業組合。手当てがないのが生協ということで、差があります。

太田委員 組合に関してなのですけれども、ここで事業型の組合も含めて、有限・無限責任を問わず対象ということなのですけれども、人的要素が非常に強いものはどう扱うかというところの考え方だと思うのです。例えば生協の組合員、組合の一部とか、卑近なところで考えると、包括定義の話でここに書いてある①、②、③の定義を当てはめてみますと、例えば任意組合であるところの弁護士事務所などは、多分この①、②、③を全部満たす気がするのです。金銭の償還の可能性もあるし、多分資産に関連するし、最終的に高いリターンを期待してリスクをとるかもしれないので。(笑)でも、それは極めて人的要素が強いから、ちょっとなじまない感じはするのです。外縁を引くときに、事業型の組合を含め有限・無限責任を問わずということになると、そこまで入ってくるわけですけれども、それは包括規定の中に取り込ん

で例外として抜くものなのか、それともそういうものも一応は取り込んでおくべきものなのか。ここで投資商品の枠の中に割と人為的要素が強い、特に持ち分会社の無限責任社員とか、そういうものも含めて全部入っていることに対して、やや違和感を感じるのですが、そこはどう考えるべきだと思われるのでしょうか。

三井課長 いろんな役所に行くと、必ずその議論が出るのです。これは、この法規制を、法形式に着目した規制から経済実質に着目した規制に変えなければいけないというところに端を発している、一種の何というのですかね、ふだん見なれた法体系を変えることによって、かなりイメージが巨大なものに見えてしまっているものの1つだと思います。

例えば、人的につながりがあるということで、そういうものは抜いていいですよと形式的にもし書くと、こういう商売をしている人が現にいて、投資家の被害はいっぱいあるのですけれども、つかまえられないのですが、投資クラブをつくって、クラブの組合員になってください、会員は49人以下です、お金を集めてそれを外国の資産、金だとか外国国債で高く運用して10%保証しますよと集める。形式的なマネージャーはその49人につき1人ずつかえてくる。実際には黒幕がいて、そういうファンドを10も20もつくって、最終的には何百人も何千人も投資家を集めて、外国のこういう利回りの高い商品に運用すると言って、実際には突然いなくなって、詐欺に遭っているというケースです。これらは、あるクラブに入ってくださいというようなやり方です。クラブに入ると、投資だけではなくて、例えばこんな旅行なんかも行きますよとか、とにかくそういうクラブをつくって、しかも人数は49人以下。どう見ても、形式的に特定の人だけが、特定の別の目的で集まった人が、たまたま株にもお金を投資しているという体裁をとって、そうすると今の証券取引法では対象とならないものですから、自動的にフリーな世界で詐欺ができる。

それに対する問題提起があって、形式的には特定の人的つながりがあるという形であったとしても、経済実体はそういうクラブにだれでも自由に入れ

る。それで、実体的にはたくさんの人からお金を集めて運用するという実体を持ち得るのであれば、法形式がどうであれ、やはり投資者をその規制の対象にすべきではないかという問題意識から始まっていると思うし、それは法律を書く事務屋から見ると、随分チャレンジングな話なので、大変難しい問題ですけれども、それはそれでチャレンジする価値がある、こう思っております。そこで本当に人的つながりが実質的にもあって、仮にそれで損をしたとしても、経済実質的に投資とは到底いえないようなもので、皆納得しているようなものであれば、それを今度逆側から抜いていくという作業はあるのだらうと思います。

今のような話は、頭の上ではそのように思うのですが、実際に法律で書くと、そう簡単でないのかもしれませんが、まさにそういう議論をしていきたいと思いますので、そういう意味でも、まず、かなり広い定義規定をおいて、その上で外すべきものは外していくというやり方をする必要があるのです。これが従来と違うものですね。

黒沼委員 今の点は、集団投資スキームの別紙の2枚目あたりですけれども、「次のいずれにも該当しないものをいう」という上のところで、「財産の拠出を行う者の全員が事業の運営について日常的に関与している場合」というので除外されることがあり得る。同じようなことが、LLPがみなし有価証券に指定された際も、同じ扱いになっているのではないのでしょうか。そういう形で、手当てはできるのではないかと思います。

ただ、今になっていうのもおかしいのですけれども、全員が事業の運営について日常的に関与している場合に一律に外れるのではなくて、本来は事業の運営に関与している者と関与していない者がいるときに、関与している者の持ち分は投資商品ではないけれども、関与していない者の持ち分は投資商品として規律されるべき話ではないのでしょうか。

三井課長 先ほど太田先生のおっしゃった事例は、多分投資ファンドそのものには日常的に弁護士さんが運営に関与してないケースかもしれないですね。ですから、多分これでも外れないという話になって、それでも外すべき

ものがあるのではないかという議論はあり得て、それは各役所でもそういう問題意識を持っていて、これでは自分のところなんか全部入ってしまうというような話が別途あります。

確かに外していいものがたくさんあるでしょうし、場合によっては参加者がプロというものは外してもいいという考え方が「中間整理」にも出ていますので、そこは非常に難しく、定性的にこういう性格のあるものを抜くといってしまうと、元の本阿弥に戻ってしまうものですから、実質に立ち返って本当に抜いていいものを抜くという方式にしなければいけないところが悩ましい。そうすると、実質的に本当に抜いていいというものに当たるかどうか分からないものが入ってしまうとかとまた次の議論が出てくるので、それを繰り返していく必要があるかもしれません。

松尾室長 ですから、要望として、無限責任組合員は抜いてほしいとか、そういうのは現に要望としてありまして、それをどうするかというのはありません。

森本共同会長 広げると、確かにこれだけ多様な活動をされているときに大変だと思うのですが、同じように投資サービス業も相当網を広げるということで、例えば4ページ目で、「営利性などを要件とせず」ということですね。これは一般論としてはわかるのですが、伝統的な証券業協会等の自主規制機関による積極的な投資家保護策といった、そのスキームとこれとがうまく1つの法律できれいに書き分けられるかなと思ったりもしたのですが、業者の行為規制として非常に幅広いが、それプラス、特定の業者の集まりについて、特別の機能を与えようとするわけですね。

三井課長 自主規制ですね。

森本共同会長 そこら辺を、つまり、業者がどういうイメージでくくられるのかがもう1つわからない、あるいは誤解をした質問なのかもしれないのですが。

三井課長 難問になりますね。(笑) 自主規制にどのくらいの機能を、どういう形で持ってもらおうのかということのも、いろんな方にいろんなご意見があっ

て、紛争のあっせん、苦情処理みたいな話はあるべきではないかという議論も結構ありまして、特に紛争の解決ですね、オルタナティブ・コンフリクト・リゾリューションとしての業界団体はあった方がいい。あるいは、余り業者べったりでなくて、やや中立的な、全部官がやるのではなくて、民間がそういうところをやった方がいいのではないかというご議論があって、そういう機能を主として持って、業者としてのコード・オブ・コンダクト、法律みたいな強烈的なサンクションでないものとしてそういうものを持ってというのがあった方がいいのではないかというご議論もあることは事実で、そういうことを念頭に置いています。よくみんなで議論したい。

森本共同会長 それは自主規制のところでは質問すべきだったのかもわかりません。ワーツと広げると、本当にうまくきれいに整理できるのかなというのが、広げる必要はあるけれども、効果的に統一的規制するのは立法技術的に大変だなという、それもあと半年の時間ですね。

前田幹事 4ページのところで、規制すべき行為を営業としてする行為に限定しておくのは必ずしも望ましくないという方向で提言をされていると思うのですが、確かに、発行会社自身の販売・勧誘行為は規制対象としていいように思われますし、あるいは営業とはいえないような詐欺的行為ですね、これについて行為規制をかぶせるべきだというご議論も非常によくわかりまして、その意味では営業としてする行為に限るべきではない。営業というところを外してしまってもいいというご議論、非常に説得力があると思うのですが、ただ、もし営業としてするという要件を外してしまうと、余りに波及効果が大きくはないか。個人とか事業会社で大量に反復的に証券売買しているようなところは幾らでもあるわけですね。それを拾って適用除外していくというのもまた大変なことで、ここの「営業として」というのは、残しておいた方がいいのかなというような印象を持ちます。

松尾室長 営業の「営」を外すことによるメリットはもちろんあって、そこが「中間整理」では強調されているのですが、外すことのデメリットもありまして、これもご指摘のとおりでありまして、まさに今、法制的にちゃ

んとうまく——ここの議論というのは刑事罰にもかかわってきますので、やはり構成要件の明確性もありまして、法制的に詰めているところでございます。現時点で解決が、もう大丈夫だということまではまだ至っていないのが実情でございます。ご指摘の点はもちろんございまして、法制的にうまく仕組めるのかなというのはございます。

川口委員 投資サービス業の点で1点ご質問があります。「金融機関による有価証券の書面取次ぎの特例については、販売・勧誘業務に一本化」というところですが、これは今の65条12項のただし書きで認められているものを、ほかの証券会社と同じレベルに合わせて規制をかけていくという話でしょうか。現在のところ、ご存じのように、積極的に勧誘はできない。預金者からあえて株を買ってくださいというときに、サービスとしてやることを認めているのだというのが従来の解釈なのですが、それを変えて、銀行にブローカー業務を、書面だけでもらえば広く認めるといようなところまでいく話なのでしょうか。そうすると、大分65条の意味あいかが変わってくると思われませんが。

松尾室長 ここはまさに65条の問題にかかわるところで、「中間整理」の作成に当たっているいろいろ考えはあったようでありますけれども、現時点で私が考えているのは、ここは内容を変えるものではないということで、形式的な条文における位置づけの整理ということで、例えば今ご指摘のとおり、この書面取次ぎはあくまでも受動的なものである、その位置づけを変えるということではないと理解しています。

川口委員 では、一本化の意味は何にあるのでしょうか。

三井課長 行為規制がまったく外れているということはどう考えるかということだと思うのですね。受動的だから、では不適切な説明なり、そういうものがすべて外れていいのか。確かに能動的ではないので、積極的な勧誘規制とか、特にコントラバーシャルなものに入らないかもしれませんが、善管注意義務であるとか、あるいは利益相反行為の禁止であるとか、受動的であったとしてもそういう責任は負っていると考えて、何らかの形で規制を

整理する必要があるかもしれないという問題意識ではないかと思います。

高橋理事長 今の書面取次ぎの件は、このドラフトのときに議論がありまして、今ご説明があったように、まさに実体を変えるということではないのです。いってみれば書面取次ぎが仲介業なのです。ただ、仲介という業務は販売・勧誘という大きな整理の中に入っているのだから、業としての整理は販売・勧誘業でいいではないかという、やや言葉の定義として広く使ったということであったと思います。

川口委員 わかりました。実体が変わらないというのがわかれば、それで結構でございます。

中村委員 先ほど前田先生のおっしゃったこととかかわるのですけれども、業者規制がかからないようにするために実務家がどういう工夫をしているかという観点では、対価をとらない形にして営業に該当しないという方法が1つ。それから、あとは発行者にするという方法がとられています。

例えば不動産ファンドなんかで、スポンサーが有限責任組合員になる、あるいは匿名組合員になるのだけれども、そのジェネラルパートナー（GP）になるのがSPCだということがあります。そこで、特に匿名組合のケースですけれども、GPをSPCとして別個のエンティティを置く。その場合に、発行者とみなされるのがSPCですが、SPCがスポンサーを勧誘することは実際にはなかなか考えづらくて、またSPCに対してスポンサーが一時的に役職員を派遣するということも、なかなか脱法的になるので行いにくい。そういう場合に、別なLPの参加を募るときに、だれが一体勧誘することができるのかということが結構実務家では悩みが大きいところです。営業ということで今の業者規制がかかっているというベースだと、スポンサーが対価を一切とらないという形で、ある程度媒介的な、あるいは勧誘的な行為ができるだろうということ形をとったり、あるいは場合によってはそのファンドが設立運営されている期間中職員を出向させて、発行者とみなされるGPの役職員として勧誘を行うということが行われております。

このような場合に、考え方としては、業者規制ないし行為規制的なものを

かけるべきという発想は理解可能ですけれども、何らか規制をかけないでも勧誘が可能なカテゴリーというものが多分あるのではないのか。今はそれは営業という形あるいは発行者とみなすという形で規制をしぼることになっていきますけれども、また別のところではプロ・アマの区分をしていますけれども、少人数に対して勧誘するようなケースというものは、ことさらに投資サービス法による業者規制をかけなくてもいい場面があるのではないのかと考えます。営業の方のしぼりを外すのであれば、プロを相手とする場合あるいは少人数を相手方とする場合には業者規制の適用除外とすることを認めるようなことをお考えいただきたいというのが、実務家としての問題意識です。これは中小企業の第三者割当てなどの場合と多分軌を一にする問題とは思いますが、すけれども。

松尾室長 もともと私の理解では、発行者による勧誘・販売も規制対象にすべきというのは、まさに現行の法規制と実体が、実はSPCが関与する形にするとか、ややフィクション的になっているので、そういうのはよくないなという発想があるのだと思うのです。

他方、プロ・アマのご指摘はまさにそのとおりで、ただこれが規制対象になることを通じて、不動産ファンドもそうでしょうけれども、プロ向けなのにもかかわらず、また規制が増えてしまうということも好ましくないで、そこはプロ・アマ論の中でうまく解決できないのかなというように思っています。そこは、不動産についていえば、よく専門家の方と話し合っていたいて、どうすればいいか、よく考えていきたいと思うのです。

森本共同会長 プロ・アマが出ましたので、次のプロ・アマあたりのことも含めて、今のお話だと開示に限らない、いろいろな規制のところでもプロ・アマを考えたらということですが、5ページあたりのことも含めて、少しご議論いただければと思います。あるいは、その先の、今の議論との関連では、次のページの投資サービス業の規制内容のところでも細かに前置きする必要が出てくるのかもわかりませんが、そこら辺も含めて少し後半の方も含めて、総体的にいろいろとご議論いただければと思います。

青木先生、そこら辺でありますか。

青木委員 大変議論をおもしろく拝聴させていただいております。

松尾室長 青木先生、手元に、これはいい勉強になるなという5月の研究会の議事録の冊子を配布していただいております。これを帰って読みたいと思うのですけれども、プロ・アマの部分がやっぱり難しく、EUでも一定の区分があると思うのですけれども、5月の研究会ではどういう方向性のご議論になったのでしょうか。

青木委員 5月の研究会では、海外事情の報告とそれへの質問が中心で、立法の方向性に関する議論は限られました。ただ、プロ・アマ区分について商品別の観点を入れるべきか、また、私募プロ（適格機関投資家）と違えるべきか、そうとすればどのように、という点について議論がありましたが、会の結論というほどにはなりませんでした。

私の意見で恐縮です（『証券レビュー』第45巻第9号 <http://www.jsri.or.jp/web/publish/review/pdf/4509/02.pdf>）が、2つ問題があると思います。第1に、松尾さんが先ほどおっしゃったように、プロ・アマ区分については、99年のホールセール・リテール・ワーキンググループ時代の議論と、EU指令やイギリス・ルールを念頭に置いている今日の実情との2つがあって、どちらかに限定しないと混乱すると思います。第2に、民事上の効果がどうなるかということです。プロ・アマ区分は行為規制に係るものだから民事上の効果はないというのが原則ですが、金販法上の説明義務のように民事請求に関わるのか、また、そうした場合、民法に優先し、プロに対する販売については、説明義務・適合性原則違反を理由とする不法行為に基づく賠償請求はできないのか、この点を明らかにする必要があるかと思います。仮に民法上の請求が従来どおりできるのであれば、プロ・アマ区分を導入しても、業者側自衛にはさほど役立たないのではないのでしょうか。

松尾室長 実は「中間整理」では、概要よりも本体の15ページをごらんいただきたいのですが、15ページの(3)の「『プロとアマ』の区分」で、実はここでは上から4行目、「一義的にプロとされる範囲について明確な基

準」だといっております。その上で、選択を通じてプロとなるというのがあります。プロとして取り扱われる選択肢「プロとされる投資家であっても、アマとして取り扱われる選択肢」というのがあります。選択肢については、どのように確認していくのかを考える必要があると思います。特にプロとされる投資家であっても、アマとして取り扱われる選択肢を用意すると、相手がプロであっても、一々意向を確認する必要があるとあって、大変かなとも思われます。

青木委員 それについては、イギリスでルールを実施しています。確かに大変は大変です。だけれど、実務上の問題を確認すれば何とかなるのではと思います。

松尾室長 なるほど。永井さん、いかがでしょうか。

永井 OBS それは金販法のときの議論でもありましたが、例えば1回だけ確認して、あとは変わらないのであれば、「みなす」ことができるといったものにしていただければ、もちろん実務的には問題ないと思われれます。私はやはりアマだったと後になっていわれると、これは非常にトラブルの原因になるので、一定の機関投資家で、金融機関であればよいとか、会社の規模が一定以上のものであれば良いといったEU的な外形的に明確な基準を充たせば、とりあえずはプロとみなされるのだというようなものが良いと思います。毎回毎回、取引ごとに確認することは現実的ではないのではないかなというように思っています。毎取引ごとに自由に選択できるというのは、ちょっと行き過ぎた話ですよ。

高橋理事長 今の関係で、プロとアマの基準のときに、債券のプロでありますとか、株のプロでありますとか、そういうようなことが多分EUの指令ではできるようになっていますね。

青木委員 そうです。特に原則アマの事業会社がデリバティブ・ヘッジ（OTCはプロでないと参加できないから）をプロとしてやりたいのです。[追加] 永井OBSのいわれるように、個々の取引毎に選択できるというに留まらず、実際に選択するというのであれば、それは一般に非現実的であり、そもそも

業者側が応じないと思う。ただ、取引種別での選択は認める合理性があるし、また、プロ資格が不要になればアマに簡単に転換できるようにしておくのが投資家（とくに中小法人や富裕層）にとって、よい制度だと思う。

高橋理事長 そこら辺が実務的にはどうなのかという気がします。今の問題に加えて。私は債券の経験はたくさんあるけれども、株はプロでないよというような個別の、種目ごとのプロ・アマというようなことが本当に実務上可能なのかという疑問があるのですけれども、その辺、詰めていただく必要があるかなと思うのです。実務の方のお考えを聞いて。

松尾室長 これは金融審議会でもさにご議論いただく話なのですけれども、個人的には一義的にできるだけ明確な基準がいいと思っています。そうでないと、実務的にワークしないのではないかとと思っています。

ただ、どこで線を切るかというのがありまして、私から質問をさせていただいて恐縮なのですが、例えば中村先生がいわれたファンドもので、典型的にはいかにもプロの金融法人が出資者で、これは明確なのですけれども、実は一部個人で出されている方もいる。そういう個人の方の扱いをどうするか。実は資産家であっても知識がない人もいますし。そこはちょっと悩ましくて、どこまでプロとして、ある意味で抜いてしまえばいいかと思われましますか。

中村委員 そこは米国のように representations and warranties をさせることによって対応するというやり方もあると思うので、資産基準で個人投資家を適格の方に持ってくる、プロの方に持ってくるというやり方も、それはあると思います。

あとは、個人投資家であっても、例えば自分自身が社長をやっている企業を公開させたようなオーナーさんがベンチャーファンドに出資するというケースは今でも多々あるわけですが、そういうようなケースについて、どう取り扱うか。そういう人を初めからプロとして定めるのか、それとも種目ごとにプロとして定めるのか、そういう場合に、アマからプロへの転換という道筋の方で対処してあげるのかということですが、知識・経験と

いうものをベースにすると、結構定義というのが大変になってくると思うので、個人投資家の場合には資産あるいは収入等を基準にした考え方でいくか、あるいはプロ・アマの転換ルートでいくか、そのどちらかになるのかなというように思います。

森本共同会長 プロ・アマはいろいろと難問でしょうが、あと投資サービスの規制内容も、業者規制はまたいろいろなところで困ることが起こるようなことも考えられますが、ここら辺についてもいかがですか。

黒沼委員 行為規制の中の1つなのですけれども、適合性原則をいかに担保していくかということなのですが、中間整理では、不招請勧誘の禁止については両論併記で終わっているのですけれども……。

森本共同会長 何ページですか。

黒沼委員 これは14ページあたりですね。これは非常に難しい問題だと思うのですが、今どういうふうにお考えになっているか、教えてください。

松尾室長 ここはまさに審議会でも議論があるところだろうと思います。私個人としては、神田先生が審議会の場でおっしゃったような、不招請勧誘というのは適合性原則がうまくいかないところに初めて適用になるものということかなと思ってまして、そうすると、必要なことは、この投資サービスはもともと、できるだけカバレッジを広くするということでして、外為証拠金取引のときのように、何かあったら法律で手当てしないといけないということでは迅速な対応ができませんので、不招請勧誘につきましても行為規制の1つとして、いざとなったら、一般的な枠組みを定めておいて、ただし実際の適用は限定する。政令指定にするとか、いろいろなやり方はあると思います。まだ決めているわけではなく、審議会でご議論いただく必要があります。

ですから、何でもかんでも不招請勧誘の禁止を実際に適用するということが必ずしもいいことだと思いませんので、神田先生のおっしゃるとおり、適合性原則がうまく働かないようなものに対して、個別に適用できるような一般的枠組みをつくっておくということかなと思ってます。

三井課長 被害実態なんかを我々に説明する方々の話を聞くと、すべての悲劇の始まりはあの1本の電話とか、あの1人の営業マンという話なのですね。あれさえなければ、このお年寄りには退職金を全部持っていかれることはなかったのですというようなストーリーなのです。それで説明義務をもっと充実するとか、書面でやるとか、適合性の原則を厳格にやるとか、民事効を加えるとか、いろんな手を打ってみて、結局どうにも効果がないといったときに、結局根元を断つためには不招請勧誘だと。要するにそういう勧誘がなければよかったのだというような話はよくあります。したがって、そういう観点からのご議論は、恐らく金融審議会の秋の議論でも随分出るだろうと思いますし、それはそれで、私もそうだなと心の中では思っているところがあります。

片や、今度は立場が反対になって、業者の方々からすると、これは、基本的に営業そのものなのですから、営業するなといわれているような気がするのですということをしきりにおっしゃいます。それは確かにそうだろうなという部分もあって、確かに広告を見て自分から考えてアプローチする、あるいは物を買に行くということもあるでしょうけれども、業者の側からアプローチがあったりして話がはじまるということがあることも事実です。なので、そのバランスをどうとっていくかということは非常に難しいところがあります。

たしかこの記述も、不招請勧誘のところはどちらの方の行数が多いとか少ないとか、そういう議論まであったと記憶しています。また、一体どのくらいのカバレッジの、例えばここにありますのは元本以上の損害が出るというものを例にしていますが、どういった種類の商品について不招請勧誘を導入していくべきなのかということも、十分大きな議論をしなければいけないと思います。

山田委員 説明義務と適合性の原則の理解ということで、もう少しお伺いしたいのですが、金融商品販売法ができて、個人投資家が被害を受けたという裁判実務の中では余り変わらないという声があります。変わったこ

とたとえば、信義則を用いて説明義務がありますよということをいわなくてもよくなったただけだと。実際には、結局適合性の原則を説明義務の中に組み込んで、理解すべきであると思います。例えば最近の判例ですと、17年7月に最高裁判決（最判平成17年7月14日『金商』1222号29頁）が出たのですけれども、同判決では、信義則上、相手方の属性を考慮した上で商品リスクを説明する義務というところまで最高裁が認めている。そういうように考えると、説明義務とは相手方が商品リスクを理解して、自己責任の原則を問えるレベルまで説明をすることだ。そういうように考えると、私は神田先生の本を拝見したのですけれども、そういうような原則がきちんと貫徹されていれば、不招請はおのずと帰結として出てくると思います。ですから、そこだけ定めればいいというものではなくて、むしろ説明義務の中にもう自明に適合性というのは入っていて、それも投資リスクというのを理解させるのだ、そういうような理解というのが欠けていると個人的には思っていて、ですから基本的にはそれがいないために、金融商品販売法ができて、余りといったら失礼かもしれませんが、変わらないと思われま。

あと、内容として、アフターケアとか警告義務ですが、これについても、先行行為があればというような限定はありますけれども、平成17年に入って高裁判決が2つくらい出ていまして、例えば事後に税制改正があった事例や、積極的に勧誘して、その間に事情が変わった事例があります。こういう場合には先行行為を媒体として、誤解を解くような警告義務があるのではないかと。そういうように考えると、根本的に、説明義務の中には適合性の原則が入っているのだと理解できます。そうすると、規制の仕方で、今の金融商品販売法の3条で説明義務がありますよ、適用除外はこうですよという規制の仕方は、根本的に発想を、再考していただく必要もあるのかなと思いますけど、その点、いかかでしょうか。

松尾室長 金販法につきましては、最初申し上げたのですけれども、民事効の範囲が元本欠損のおそれに限定されていまして、当時もいろいろ、もう少し広げようという努力はかなりされたようなのですけれども、なかなかうま

くいかなかった。今、同じように苦勞してしまして、結果、どうなるかわからないのですけれども、1つは説明義務の範囲を広げたいとは思っています。

ただ、適合性原則の位置づけなのですが、私も適合性原則自体は要件が必ずしも明確でありませんで、これをそのまま取り込んで、例えば民事効というのは難しいだろうと思っています。要は内閣法制局では理解が得られないだろうと思っています。しかも、最高裁判例は、たしか「適合性原則を著しく逸脱した場合には」という、「著しく逸脱」という非常に厳しい要件がかかってしまして、なかなかちょっと難しい。それは適合性原則自体が恐らく必ずしも明確ではないからだろうと思います。

したがって、私は山田先生がおっしゃったように、今、適合性原則の考え方を説明義務の中にうまくはめ込んで、説明義務の拡大という形で民事効を広げられないかということを探しようかと思っております。判例の分析等いたしまして、金融庁にも弁護士さんが任期付でかなり来ていただいているので、検討してもらおうと思っておりますが、法制的にはかなり難渋するおそれもありまして、例えばその場合の損害額をいくらと推定するという問題があります。

一方、今回の改正された商品取引所法の中で、行政上の説明義務規定を設けて、その一部の違反について、損害賠償責任をかけているという構成になっています。ですから、ここは金販法との違いは、まず行政処分できる、私法上の効果だけではなくて行政処分もできる説明義務というのをかけて、それに一定の私法上の効果を与えている。これは参考になるかもしれません。ただし、商品取引所法には損害額の推定がないのです。ですから、実は民事効もいろいろ段階がありまして、無過失賠償責任を負うというところまでいくか、理想は損害額の推定規定ですけれども、そこまでいけるかどうかというのが課題としてありまして、先生の判例等の分析がございましたら、ぜひご教示いただければと思います。

森本共同会長 あと、9ページの集団投資スキームの基本的なこと、これも相当幅広く、それこそ不動産投信も含めていろいろと整理を要するのもし

れませんが、ファンドについて、何か。あるいは最後のページの自主規制機関や市場制度。市場制度については現時点の具体的問題にもかかわることで、何かこの辺のところ。

中東委員 教えていただきたいのですが、株式上場制度に関するサーベンス・オックスレー法のような規制にしても、これは上場会社しか問題にならない訳ではないと思います。例えば、信託受益権であれば、その信託のガバナンスがどうかとか、そういうのが問題になり得ると思うのですが、そこまでは今回検討されないということですか。あるいは、そこも含めてすべて検討されるのでしょうか。

松尾室長 この問題は、結局、去年の10月に西武事件等が起きたのを契機として、財務報告に係る内部統制を強化する必要があるという考え方から生まれたものでありまして、義務づけをするかどうかの前に、まず企業会計審議会におきまして、経営者が内部統制を評価する際の基準とか、公認会計士が検証する際の基準というのを検討していただきまして、今年の6月に公開草案の形で出ています。今後、公開草案における意見を踏まえて、義務づけをするかどうかということが検討されることになります。対象についても、今後検討されることになります。

三井課長 信託は投資サービス法と別の信託法令準備室を金融庁につくって、その室長がいて、信託法の改正とかの信託業法の改正を議論しています。そこで、例えば信託宣言と有限責任信託と事業信託を全部あわせ行ったり、目的信託とかなんかを組み合わせると、ひょっとすると会社類似の組織がつくられて、信託受益権者がどのくらいガバナンスを効かせることができるのかという論点があることは伝え聞いていまして、それが信託業法上どういう記述をした方がいいのかということは1つの争点かもしれません。

片や、信託なので、非常に緩やかにやりましょうと。信託法でもさまざまな行為規制というか、受託者責任については強化が図られるということから自由にしましようという意見から、余りガバナンスが効かないのは受益権者の保護から問題があるのではないかと。民事信託であれば、その当事者間、い

ろんなスキームが自由にできるようにするという意味で、受託者責任の強化もいいのだけれど、少なくとも金融商品としての信託受益権については、業法上何らかの記述があってもいいのではないかという議論もあり得ると思います。それはそれで、そちらの方で議論していこうと思っています。たまたま次の通常国会に投資サービス法を出そうとする場合に、信託受益権のところを、投資サービス法と横断的な規制にしていく必要があるだろうと思います。

信託業法本体を取り込むか取り込まないかというのは、立法技術的な問題もあって、現在のところ、その方針は決めていません。いずれにしろ、方向性としてはそういうものをできるだけ横断的に規制していこうということだと思っています。

川口委員 自主規制機関のところなのですが、ここでは証券業協会が特に取り上げられています。証取法が用意している自主規制機関としては取引所もあるのですが、自主規制の調整といいますか、証取法を改組して今度新しく法律で証券取引所もそこを取り込むのだということでしたので、かなり重複する部分とか、ああいうような部分もあると思うのですが、その辺のものなどについては、特に検討とかされているのでしょうか。

三井課長 取引所のところをどうするかというのは、1つ問題あるのです。いずれ投資サービスという概念を有価証券取引から広げていくと、やはり整理する必要が出てくるのかもしれないのですけれども、取引所は取引所として、取引ルールの自主規制があるのです。例えば取引開始時間が何時で、場が引ける直前にこういう取引をやってはいけないですとか、自己管理でこういう取引やってもいいですとか、そのたぐいの規制というのは証券業協会が担っている規制の、店頭市場のところは別とすれば、一般的な証券業者のルールとして存在しているわけではなくて、マーケットですね、市場として存在しているルールのところがあるので、そこは独自の領域があるだろうと思いますし、扱う商品の話の横に置けば、いわゆる業者の自主規制としての証券業協会のルールとはまた別の取引所ルールというのがあって、そこはい

わゆる業者の自主規制とは別のものが存在し得るのだと思います。

その上で、さはさりながら、重複的なものは整理していってくれというのは当然あると思いますので、いかに合理化するかというのは、それを見ながら考えていく必要があるとは思っています。

松尾室長 自主規制については根本的に自主規制機関というのがワークするのかという課題があって、最近、特に会計事務所の監督の世界では米国のように、自主規制をやめる国もあります。

三井課長 2段階方式より直接方式でとめた方がいいという。

松尾室長 一方、証券の世界では、アメリカでもいろいろ議論はあるようで、SECのコンセプトリリースが出て、選択肢の1つとして、自主規制機関、当局がやるのだというオプションも上がっているのですが、私どもとしては、やはり証券市場の世界では自主規制機能を強化してきた歴史があるので、それを前提にして、その機能をうまく発揮するためにはどういう枠組みが必要かという議論をしまして、自主規制機能の重要性自体についての考え方は変わってないと思います。

永井 OBS 国際的な流れということであれば、むしろ自主規制は減っています。ヨーロッパではなくなっているのではないかと私は理解しています。アジアもそうだろうと思います。アメリカはちょっと違うのかもしれませんが、取引所を除いてしまうと、自主規制機関なんていうものは諸外国ではないといっても言い過ぎではないのではないかと思ったりするのですが、いかがですか。

松尾室長 もともと日本はアメリカのNASDにならって証券業協会の自主規制を発展させてきたわけでありまして、アメリカでもコンセプトリリースが出てますが、SECがどういう回答を出すかというのはあるとは思うのです。アメリカでも取引所については相当議論がありますけれども、NASDについては余り議論があるように思われません。取引所についても、国際的にはいろいろ議論があり、いろいろなやり方があると思います。そこはお国柄も大分あるのかなという感じはしています。

三井課長 現にないのであれば、わざわざつくるのかという議論になると思うのですけれども、現にあって、それがすごく問題があって、整理しなければいけないということであれば、もちろん整理しなければいけないのですが、もしうまく機能している部分があるとすれば、既にそういうリソースもあって機能させている部分があれば、それをうまく生かしていくというのが、官から民へという月並みな言葉になりますけど、もし今機能している部分を全部官で抱えると、それなりのコストもかかってしまうものですからどうかと、個人的には思っています。

森本共同会長 その他のところで、民事責任のコメントがあるのですが、中間報告では25ページで、このあたりを読ませていただくと、非常に慎重な書きぶりなのですが、これは相当難しい問題があるのでしょうか。未登録業者の民事上の効果はともかく、行為規制違反については、現状だと損害賠償などの民事責任は受け入れやすいのかなと思ったりもしたのですが、これは相当慎重な議論が現実にも進められているということですか。

三井課長 金融庁側というか、全体ですね、お願いしに行く役所なり法制局なりのことを考えるとこういう感じなのではないかと、書いた人たちの気持ちを忖度しているのですが。金販法の担当者からも、やってきた人からも話を聞きましたし、自分自身は2年前に、実際には弁護士さんに大変な努力をしていただいて、ディスクロージャーの継続開示義務違反の損害の推定規定を置かせていただきました。そのときの議論というのは、例えば2年前の議論でいいますと、たしか上場1000銘柄かなんかの過去の株価を全部分析して、インサイダー規定の重要事実に該当する事実を公表した前後の株価、それに当たらない事実を公表した場合の前後の株価なり、そういうものをすべて表や図をつくって、株価のグラフをつくって、その相関を分析して、一体どのくらいのインパクトがあるのかというのをかなり計量化までして、それで目をつぶって推定規定どおりに賠償責任の判決を出してもおかしくならないという範囲をいろいろトライ・アンド・エラーでつくって、それで規定をつくったという経緯があります。

したがって、条文でいうと大して長くないのですけれども、あれをやるのに非常に優秀な弁護士さんが2人、半年寝ずに一生懸命分析したという、血と涙の結晶の条文なものですから、そういうことから、そう簡単にいろんなところが「はい、はい」といって推定規定を認めてくれるものでもないという気持ちもあります。もちろん、原告側からしてみると立証が容易ではないというところがあるのだとすれば、そこに何らかの対応を考えるというのは当然必要だと思いますので、検討課題としては認識しています。

松尾室長 民事法制につきましては、むしろ行政官である私どもや内閣法制局の人間よりは、先生の方がはるかに詳しいと思いますので、ぜひご支援を賜ればと思うのですが、例えばここでも「未登録業者による販売・勧誘行為などについて民事上の効果を付すことの是非について検討を継続すべきである」とありますが、私の認識では、伝統的な考え方だと、行政上の許可がなくても、私法上は有効だというのが伝統的な考え方だと思っていて、行政法規違反の私法上の効果の世界ではなかなか難しい。先生方の論文をいろいろ拝見していても、慎重な見解が多いようです。

森本共同会長 私は、未登録業者についてはいろいろ異論があるだろうとは思ったのですが、前者については、これをやらぬと機能しないだろうという、それだけ難しいのでしょうか。

松尾室長 ですから、ぜひご支援を賜りたいと思います。

三井課長 置くとしても、「みなす」のではなくて、「推定」なのですね。最初持ち出したときには、どうせ推定なのだからいいではないかと。業者はいろんな情報を持っているはずなので、それなりに反証可能ではないかというところから議論を始めたのですけれども、やってみたら意外に難しくて。基本的に民事裁判の原則で、疑わしいと立証責任を持っている方が負けるということで、原告が負ける姿の方がデフォルトなのですね。あったかなかったかわからないときに賠償責任を負わせて強制的にお金を取り上げるということに対して、法曹界の中にやや抵抗感があるのかなという感じを受けました。

見方を変えれば、業者はお金持ちで、退職金をはたいてしまった消費者に

については、疑わしければ業者が保証してやればよいという発想というのは常識的にあるのかもしれないのですが、そこら辺のところの物事の考え方なり、継続開示ではかなりリジッドに、本当に目をつむって判決書いちゃっても大体大丈夫だろうというところに推定規定を置かしていただいたのですけれども、こっちの方でどうかというところはございます。

森本共同会長 そろそろ時間になります。非常に盛りだくさんな「中間整理」について、最初に申しましたが、要領よくご説明いただきました。こちらの方からもいろいろ触発されて質問させていただきましたが、最後に何か1つ、2つございましたら。今後、黒沼先生は中で、ほかの方々は活字でいろいろご意見があるのかもわかりませんが、今後ともよろしく願います。本当にきょうはどうもありがとうございました。

三井課長 どうもありがとうございました。引き続きいろいろご指導やご示唆をよろしく願います。

平成17年9月14日

投資サービス法(仮称)について

1. 金融審議会第1部会「中間整理」(7月7日)

2. 目的

3. 主要論点

- ・投資(金融)商品の範囲 等

4. 主要国・地域の制度

- ・米国(「投資契約」の概念)
- ・EU(金融商品市場指令)
- ・英国(金融サービス・市場法)
- ・独(証券取引法)

5. 立法のあり方

投資サービス法(仮称)の考え方

(金融審議会金融分科会第一部会「中間整理」)

基本的考え方

(1)基本理念

- 利用者の満足度の高い、活力ある金融システムの構築。(利用者保護を前提に、活力ある金融市場を構築。)
- 適正な利用者保護を図ることにより、市場機能を十分に発揮しうる公正・効率・透明な金融システムの構築。

(2)課題

- 利用者保護ルールの徹底とその選択肢の拡大
(規制のない新しい金融商品について利用者保護策を講じる必要性。金融サービスの融合化の進展。)
 - ⇒ 幅広い金融商品について包括的・横断的な利用者保護の枠組みを整備し、利用者保護を拡充。
 - ⇒ 多様化するニーズに応じた金融商品・サービスの提供を可能とする。
 - ⇒ 金融イノベーションを促進。
 - ⇒ 規制の簡素化・明確化や新たな金融商品設計の自由化の拡大を図ることが、適切な利用者保護と金融機関経営の選択肢の拡大をつうじ、利用者利便の向上につながることに配慮。
- 「貯蓄から投資」に向けて市場機能の充実とその信頼性の向上
- 金融・資本市場の国際化への対応
 - ⇒ 国際市場としての東京市場の魅力を更に高めるためにも市場インフラ整備。

(3)方策

- 証券取引法を改組し、投資サービス法(仮称)を制定。
- 現在の縦割り業法を見直し、幅広い金融商品を対象とした法制を目指す。

- 銀行、保険会社といった業態に係わらず、投資商品の販売等に関する一般法として、その行為規制を業態を問わず適用。
- 投資サービス法が金融商品の販売や資産の運用に関する一般法としての性格を有するものと位置づけつつ、外国証券業者に関する法律などを含め、可能な限り同種の性格を有する法律についてはこれに統合。
- 金融商品販売法を、その内容の見直しを行いつつ、投資サービス法に統合。
- ファンド規制法(投資信託・法人法、商品ファンド法、不動産特定共同事業法)についても規制の内容ごとに機能別・横断的にルールを再整理していくことが望ましい。投資信託・法人法については、法律自体は特別法として残す。
- 銀行法や保険業法についても、販売・勧誘等に関するルールなどについて投資サービス法と一元化することについて検討を行うべき。検討にあたっては、預金・保険といった金融商品としての性格や現在の業務の実態を踏まえつつ行う(「金融サービス・市場法」を展望しつつ議論を行う)ことが必要。

(4)位置づけ

「経済財政運営と構造改革に関する基本方針2005について」(17年6月21日閣議決定)において、「金融システム改革」として、以下の位置付け。

- 「金融実態に対応した利用者保護のルール等の整備・徹底、市場機能の充実とその信頼性の向上等の観点から、金融・投資サービスに関する横断的法制としての「投資サービス法」(仮称)について、金融審議会の「基本的考え方」を踏まえ、早期の法制化に取り組む。」
- 「国際的な市場間競争の高まりに対応して、我が国金融市場をアジアの金融拠点とすることを視野に入れ、金融商品・サービスの多様化等の構造変化に対応した市場インフラの整備等を通じて、国際的地位の向上を図る。

2. 投資商品の定義

- 投資サービス法においては、
 - ・ 証券取引法により投資家保護策が講じられてきた有価証券、みなし有価証券、有価証券デリバティブ取引など、
 - ・ 法律上の投資家保護策が講じられていない、各種法人・組合などへの出資持分、スワップなどを含むデリバティブ取引、流通性のある金銭債権などの権利や取引など、
 - ・ 証券取引法以外の法律による投資家(利用者)保護の対象となっている、デリバティブ取引、抵当証券、信託受益権、投資性を有する保険・預金など、といった可能な限り幅広い金融商品を対象。

- 投資サービス法の対象となる金融商品(以下「投資商品」)について、例えば、

- ①金銭の出資、金銭等の償還の可能性を持ち、
- ②資産や指標などに関連して、
- ③より高いリターン(経済的効用)を期待してリスクをとるもの

といった基準の設定を試みつつ、投資商品の具体的な定義については、投資者保護の観点から適当と考えられる商品について、集団投資スキーム、及びこれに類似する個別の投資スキーム、を含めて、可能な限り大きな括りで列挙するとともに、金融環境の実情や変化を踏まえて行政の判断できめ細かい適用除外や商品指定ができるようにする。別紙のような定義を基に議論。この際、

- ・法人については、持分会社などのほか、中間法人等についても広く対象(注)。
- ・組合については、集団投資スキーム(「Ⅲ 集団投資スキーム」参照)として、いわゆる事業型の組合も含め、有限・無限責任を問わず対象。
- ・デリバティブ取引についても原資産を問わず、対象。

(注)持分会社や中間法人に関連して、集団投資スキームの定義を含め、届出・登録や受託者責任等の規制を課すか否かについては、今後、検討。

投資サービス業の定義

(1)販売・勧誘(売買、仲介、引受、売出し、多角的取引システムの運営(MTF)を含む。)

- 業として規制の対象とする範囲について、営利性などを要件とせず可能な限り広くとらえるなどの措置を検討していくことが望ましい。
- 発行者自身による販売・勧誘行為についても業者ルールによる規制の対象とすることが適当。
- 株式会社自体による自社株式の募集などについて取引ルールの適用が必要であると考えられる一方、業者ルールについては投資家保護に支障のない範囲で適用除外とするような措置を講ずることが望ましい。
- 金融機関による有価証券の書面取次ぎの特例については、販売・勧誘業務に一本化。

(2)資産運用・助言

- 投資(金融)商品を含むあるいは含みうる資産の運用や投資信託などの投資商品の運用を広く投資サービス法の規制対象とすることが適当。
- 助言については、投資(金融)商品の価値等又はその分析に基づく投資判断に関して助言することを規制対象とすることが適当。

(3)資産管理

- 投資(金融)商品の保護預りについても本来業務として位置づけ。

ディスクロージャー制度

- 今後の開示規制の再編の方向性として、有価証券(投資サービス)をその性質及び流通性に応じて分類し、その分類ごとにふさわしい開示規制のあり方を検討し、体系的な整理を行うことが考えられる。
- 投資サービス法制におけるプロ/アマ規制のあり方の検討に対応し、適格機関投資家の範囲の拡大、プロ私募の要件とされる転売制限の柔軟化等について、取引の実態等に即して検討を行っていくことが適切。
- 開示規制の再編に当たっては、投資サービス法制の検討において投資サービス法制と証券取引法以外の業法との関係がどのように整理されていくかを踏まえ、投資家保護に欠けることがないよう留意しながら、他の開示規制との整理・統合についても検討。

投資サービス業の規制内容

(1) 基本認識

- 現行の証券取引法及び証券投資顧問業法における開示規制、業規制、自主規制、セーフティ・ネット、市場規制、不公正取引規制といった枠組みを基本。
- 基本的な方向性としては、規制の柔構造化。
 - ・ 対象となる投資商品の拡大に応じて、これらを規制する既存の業法の規制内容を取り込みつつ、機能別・横断的に整理し直す。
 - ・ 規制内容を定めるにあたっては、これまでの規制全体について点検を行い、機関投資家などを中心とするプロに投資商品を販売する場合についての規制緩和など、規制緩和を推進。
 - ・ 個人投資家を中心とするアマに投資商品を販売する場合については、適正な投資家保護を確保する観点から、必要な規制の見直しを行う。

(2) 業務範囲

- 本来業務として、投資商品として位置づけられる幅広い金融商品に係る販売・勧誘やこれに関する資産運用・助言、資産管理を、一体として規制。
- 本来業務に付随して行われる可能性の高い投資商品の売買に伴う外国為替取引やM&A業務を含む経営相談業務等について付随業務と位置づけ。
- 届出による兼業業務についても、兼業の実態を踏まえつつ、幅広く規定。

(3) 参入規制

- 原則登録制。業務内容に応じた要件。
 - ・ 現行の証券会社に対応する幅広い投資商品の勧誘・販売及び保護預りを行う業者については、現行の証券会社と同等の参入規制。
 - ・ 流動性の低い商品のみを勧誘・販売し保護預りを行わない業者、あるいは、顧客資産を預からない投資顧問業者については、自己資本規制などは適用しないこととするなど、現行の法律が定める参入規制に配慮しつつ、横断的に整理。
 - ・ 証券仲介業に対応する、他の投資サービス業者の委託を受けて、投資サービスを提供する業者については、財務規制を最低限とするなどその枠組みを維持。

- 同様の観点から、退出ルールも適用。

(4) 行為規制

【基本認識】

- 証券取引法及び証券投資顧問業法における規制を基本としつつ、対象となる投資商品を規制する既存の業法の規制等を勘案し、機能別・横断的に整理。
- アマを対象とする投資商品の販売については投資家保護規定を拡充する一方、プロを対象とする投資商品の販売については規制を緩和。併せて規制全般について点検を行い、役割の低下したものについては、規制の見直し。

【投資家保護規定の拡充】

- 業務上の義務として、誠実・公正義務や善管注意義務を投資サービス業者に義務づけるほか、資産運用・助言業者について、①善管注意義務、②忠実義務、③自己執行義務、④分別管理義務を規定。
- 受託者責任を具体化した義務については、適合性原則、最良執行義務、価格公表義務など、証券取引法や証券投資顧問業法において定められている義務について、その内容を再検討しつつ、金融商品やサービスの性質を踏まえて横断的な義務づけ。
- 表示事項も含めた広告規制について規定。
- 各種の手数料の開示についても義務づけ。
- 適合性原則を如何に担保していくか、あるいは、広告規制の内容や書面交付・説明義務の内容、そのエンフォースメント手段などについては、元本欠損のおそれがあるか、元本を超える損失のおそれがあるか、といった商品のリスクの程度にも配慮して検討が続けられるべき。

【「プロとアマ」の区分】

- 行為規制についてプロ・アマの区分を設け、区分内容に応じた行為規制。一義的にプロとされる範囲について明確な基準が必要である一方、アマとされる投資家であっても、その選択に応じてプロとなることについて投資家保護上の問題がなければ、プロとして取り扱われる選択肢を、あるいはプロとされる投資家であっても、アマとして取り扱われる選択肢を、用意。

【その他】

- できるだけ基本的な義務を中心に規定の整備を行い、これを前提に個別の利益相反防止規定は減少させていくべき。

(5) 投資サービス業者のコンプライアンス強化

- 登録等にあたっての要件を整備するなど、コンプライアンス強化のための措置を講じることが望ましい。
- 法令違反行為を行った業者が事業譲渡した場合についても、必要な場合には事業を譲り受けた側について行政処分等ができるようにする、また、業務の委託先に対し調査や行政処分を行うことができるようにするなどの措置を講じる。

集団投資スキーム(ファンド)

(1)基本認識

- ファンド全般について販売規制の対象として、販売にあたって必要と考えられる情報開示などを義務づけるとともに、資産管理、運用者の受託者責任、運用報告などについて、最低限の仕組み規制を適用。ファンドについては幅広く届出・登録を義務付け。規制内容については、横断性に配慮しながら、ファンドの内容に応じて柔軟性。

(2)具体的規定

【ファンドの届出・登録】

- 仕組み規制のないファンドについて、届出又は登録を義務づけ。海外において組成されたファンドについても同様の取扱い。

【資産管理】

- 資産内容に応じた分別保管の義務づけ。

【運用者の資格要件】

- 投資商品を含む資産の運用を行う場合については、投資サービス法上の資産運用業者による運用を義務づけ。

【受託者責任・利益相反防止措置等】

- ファンドの運用者やファンド資産の管理者などファンドの業務に携わる者が投資サービス法上の業者でない場合、受託者責任や利益相反防止措置などについての規定を整備。

【運用報告】

- ファンドが、財務・運用状況などについて投資家に定期的に報告することを義務づけ。

自主規制機関

- 自主規制機関のあり方や機能については、現在、個別の業法毎に差異が認められるが、根拠規定は投資サービス法とし、自主規制機関としての性格を最も強く有する証券業協会と同等の機能を各機関が有することとすることにより、自主規制機関の機能強化。自主規制機関への加入義務付けについて検討。
- 国際的な流れも踏まえ、日本における自主規制機関のあり方について引き続き検討。

市場制度

【取引所の上場商品の拡大】

- 投資サービス法上の取引所においては、有価証券や金融先物などの投資商品に加え、幅広い商品の取扱いが可能となるようにする。
- 対象となる投資商品の範囲の拡大に応じ、最良執行義務を適用することや価格公表義務、MTF制度について所要の見直しを行っていくことなど、市場制度について、引き続き検討。
- 商品上場に際しての届出制の範囲を広げるなどの規制緩和。

【株式上場制度】

- 上場企業に関しては、投資家保護を図る観点から、証券取引所においてコーポレートガバナンスを確保するための規則整備などを行うことが必要。投資サービス法における自主規制機関としての証券取引所がコーポレートガバナンスに果たすべき役割について、引き続き検討。

その他

【グローバル化への対応】

- 証券分野の情報交換枠組み(証券MOU)の早期構築が必要。IOSCOが加盟国に対し、早期のIOSCO・MOUへの署名を求めていることもあり、今後、この問題の早期解決に向けた取り組みが必要。

【民事責任規定】

- 投資サービス業者が投資商品を販売する場合の行為規制や未登録業者による販売・勧誘行為などについて民事上の効果を付すことの是非について検討を継続。

【金融経済教育】

- 投資サービス法上、金融経済教育の位置づけを行うことについて検討。

経済財政運営と構造改革に関する基本方針2005（抜粋）

平成17年6月21日
閣議決定

（前略）

第4章 当面の経済財政運営と平成18年度予算の在り方

1. 今後の経済動向と当面の経済財政運営の考え方

（中略）

- ・ 「改革と展望－2004年度改定」で名目成長率について平成18年度（2006年度）以降は2%程度あるいはそれ以上の成長経路をたどると見込んだことも念頭に置き、民間需要・雇用の拡大に力点を置いて、規制改革、金融システム改革、税制改革、歳出改革の4分野における構造改革への取組をより本格的かつ総合的に推進する。

2. 民需主導の経済成長を確実なものにするために一活性化のための政策転換－

（2）金融システム改革

- ・ 利用者の満足度が高く、国際的に高い評価が得られ、地域経済にも貢献する「金融サービス立国」を実現するため、「金融改革プログラム」に基づき、別表2の（2）の施策等を「工程表」に従って着実に実施する。

〈別表2〉

（金融システム改革の推進）

- ・ 金融実態に対応した利用者保護ルール等の整備・徹底、市場機能の充実とその信頼性の向上等の観点から、金融・投資サービスに関する横断的法制としての「投資サービス法」（仮称）について、金融審議会の「基本的考え方」を踏まえ、早期の法制化に取り組む。
- ・ 地域の再生・活性化と中小企業金融の円滑化等を促す観点から、中小・地域金融機関による間柄重視の地域密着型金融の一層の推進を図る。また、金融機関による担保・保証に過度に依存しない融資を促進する。
- ・ 我が国金融の質的向上や不良債権問題の再発防止等に資するよう、金融機関のガバナンスの向上とリスク管理の高度化のための監督上の枠組みを構築する。
- ・ 国際的な市場間競争の高まりに対応して、我が国金融市場をアジアの金融拠点とすることを視野に入れ、金融商品・サービスの多様化等の構造変化に対応した市場インフラの整備等を通じて、国際的地位の向上を図る。

中間整理

金融審議会金融分科会第一部会委員等名簿

平成17年7月現在

部 会 長 代 理 員	神田 秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	淵田 康之	(株)野村資本市場研究所執行役
	池尾 和人	慶應義塾大学経済学部教授
	岩原 紳作	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	植田 和男	東京大学大学院経済学研究科教授
	翁 百合	(株)日本総合研究所調査部主席研究員
	嘉治 佐保子	慶應義塾大学経済学部教授
	木村 裕士	日本労働組合総連合会総合政策局長
	今野 由梨	ダイヤル・サービス(株)代表取締役社長
	斎藤 静樹	明治学院大学経済学部教授
	佐々木 かをり	(株)イー・ウーマン代表取締役社長
	島崎 憲明	住友商事(株)代表取締役副社長執行役員
	高橋 伸子	生活経済ジャーナリスト
	田中 直毅	21世紀政策研究所理事長
	根本 直子	スタンダード・&・アーツ マネージング・ディレクター
	野村 修也	中央大学法科大学院教授
	原 早苗	埼玉大学経済学部非常勤講師
	藤沢 久美	(株)ソフィアバンク 副代表
	臨 時 委 員	堀内 昭義
水上 慎士		早稲田大学ファイナンス研究センター教授
山下 友信		東京大学大学院法学政治学研究科教授
東 英治		(株)大和総研専務取締役
今松 英悦		(株)毎日新聞社論説委員
上柳 敏郎		東京駿河台法律事務所・弁護士
川本 裕子		早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
黒沼 悦郎		早稲田大学大学院法務研究科教授
田島 優子		さわやか法律事務所・弁護士
吉野 直行		慶應義塾大学経済学部教授
専 門 委 員	和仁 亮裕	外国法共同事業法律事務所リクルーターズ パートナー-弁護士
	太田 省三	(株)東京金融先物取引所代表取締役専務
	岡内 欣也	三菱信託銀行(株)専務取締役
	草壁 悟朗	川崎信用金庫常務理事
	高橋 厚男	日本証券業協会副会長
	田中 浩	野村證券(株)執行役
	西川 茂樹	(株)損害保険ジャパン取締役専務執行役員
	羽田 幸善	外国損害保険会社協議会議長
	古市 健	日本生命保険相互会社取締役
	町田 充	(株)みずほ銀行常務取締役
	吉野 貞雄	(株)東京証券取引所代表取締役専務
[計39名]		
幹 事	鮎 瀬 典夫	日本銀行企画局参事役

(敬称略・五十音順)

目 次

はじめに	1
I 投資サービス法の対象範囲	3
II 規制内容	10
III 集団投資スキーム（ファンド）	16
IV 市場のあり方	19
V ルールの実効性の確保（エンフォースメント）	22
おわりに	27

中間整理

はじめに

金融審議会金融分科会第一部会では、一昨年当部会報告「市場機能を中核とする金融システムに向けて」の提言を踏まえ、投資サービスにおける投資家保護のあり方について審議を行った。また、この間、

- ・ 昨年10月以降、証券取引法上のディスクロージャーを巡り不適正な事例が相次いで判明し、企業開示について違反抑止の枠組みの整備が求められたほか、
- ・ 本年に入ってから、放送会社に対する敵対的買収事案を契機として、公開買付制度や敵対的買収に対する企業防衛策、企業統治（コーポレートガバナンス）のあり方が、また、
- ・ 投資ファンドによる証券取引所株式の大量取得やニューヨーク証券取引所（NYSE）の改革案の発表を契機に取引所の自主規制機能のあり方が議論されるなど、

資本市場のあり方や規制の枠組みを巡り様々な課題が提起されたことから、市場のあり方など、資本市場を巡る法制全般のあり方についても検討を行った。

日本経済がキャッチアップ時代を終え、右肩上がりの経済成長、賃金のベースアップ、不動産などの家計保有資産の価格上昇などが必ずしも前提でなくなり、社会保障制度のあり方についても議論が高まるなか、家計における資産運用の重要性が高まるとともに、資産形成ニーズも多様化してきている。企業等の調達手法も多様化し、金融技術やIT技術の進展なども背景に、これまでになかった新たな金融商品が、既存の利用者保護法制の対象となっていないものも

含め、次々と販売されるようになってきている。

外国為替証拠金取引の例にみられるように、このような規制のない新しい金融商品については、詐欺的な販売が行われる例もみられ、利用者保護策を講じる必要性が指摘されている。一方、証券会社など既存の金融機関も、利用者ニーズが認められれば、このような商品や他の業法に基づく商品を業態の枠を超えて取り扱う傾向がみられるほか、異なる法律に基づく商品の内容が類似してきたり、複数の法律にまたがるような商品を提供する動きもみられるなど、金融サービスの融合化が進んできている。機関投資家のレベルにおいてもオルタナティブ投資への関心が高まるなどニーズの多様化が進んでおり、さらにこれが個人へ波及するといった動きもみられる。

このような流れを踏まえれば、幅広い金融商品について包括的・横断的な利用者保護の枠組みを整備し、利用者保護を拡充するとともに、多様化するニーズに応じた金融商品・サービスの提供を可能とすることが望ましい。

一方、市場のあり方を巡っては、当面、企業開示やコーポレートガバナンス、公開買付制度、自主規制機能のあり方などについての問題提起に応え、これらに対応する資本市場におけるルールの再検討を行うことやルールの実効性を確保するためのエンフォースメントの強化に向けた検討を行うことが急務であると考えられる。また、「貯蓄から投資」に向けて、市場の信頼性や効率性、透明性を高めていくためには、これらを含む金融・資本市場ルール全体についての不断の整備とその実効性の確保を図るための継続的な取り組みが不可欠である。ビッグバン改革以来、東京市場をニューヨーク、ロンドン市場並みの国際市場とすることを目指し、仲介者の新規参入や業務の自由化、市場間競争の促進などの諸施策を講じてきているが、アメリカ、イギリスはもとより、アジア近隣諸国が法制や市場について着実にインフラ整備を進めるなか、国際市場としての東京市場の魅力をもっと高めるためにも市場法制の整備やエンフォースメ

ントの強化を軸とするインフラ整備を急ぐことが求められている。

「金融改革プログラム」において示されたように、日本の金融システムを巡る局面が将来の望ましい金融システムを目指す未来志向の局面に転換するなか、以上のような状況に対応して、利用者保護ルールの徹底とその選択肢の拡大、市場機能の充実とその信頼性の向上、国際化に対応した制度の構築に取り組み、利用者の満足度の高い、活力ある金融システムを構築することが喫緊の課題となっている。

このような基本的認識を踏まえれば、適正な利用者保護を図ることにより、市場機能を十分に発揮しうる公正・効率・透明な金融システムの構築を目的として、証券取引法を改組し、投資サービス法（仮称）を制定することが適当である。

英国金融サービス・市場法においては、①市場の信頼確保 (market confidence)、②公衆の理解の向上 (public awareness)、③消費者の保護 (the protection of consumers)、④金融犯罪の削減 (the reduction of financial crime) を規制の目的として掲げている。これらは、日本における市場行政が目標としてきた理念や先に述べた基本的認識とも共通する要素が多く、投資サービス法の検討にあたって、その理念として参考になる。また、金融・資本市場の国際化への対応や金融イノベーションの促進といった観点も必要である。

I 投資サービス法の対象範囲

1. 投資商品

証券取引法は投資家保護に関する基本法としての性格を有することから、平成4年の「みなし有価証券」規定の創設や昨年証券取

引法改正による組合型投資スキームのみなし有価証券化など、これまでも新たな金融商品の登場に対応し、証券取引法による投資家保護の範囲を拡大してきている。しかしながら、金融技術やIT技術の進展などを背景に、新たな金融商品が次々と登場してきており、企画立案から施行まで最低1～2年を要する法律改正などにより迅速に投資家保護策を講じることが困難となってきた。

また、新たな金融手法が登場してきているなか、金融商品によってこれを規制する法律が異なっていることから、例えば、銀行等の貸付債権の信託受益権はみなし有価証券として証券取引法が適用されるが、これを更に信託した受益権は信託受益権として証券取引法ではなく信託業法の適用対象となることとなり、ディスクロージャー規制も異なるといった問題も生じてきている。類似の問題は、株式会社が事業資金を社債や株式を発行して集める場合と匿名組合を組成して集める場合にも生じている。このような規制の違いについては、変額保険と投資信託、損害保険とデリバティブ、デリバティブ預金と金融先物取引、との間などについても指摘されている。

今後とも金融イノベーションが進むなか、新たな金融商品が登場しても、これを購入する利用者の保護に欠けることがなく、新たな商品にどのような規制が適用されるかを事前に明確にすべきである。また、業法が縦割りであることから、これをまたがるような金融商品の開発に支障を来したり、異なる金融商品を販売する場合にはその都度、行政手続を要したりすることを極力避け、金融イノベーションを促進するようにすることが望ましい。

このように、利用者保護を前提に、活力ある金融市場を構築すべく、現在の縦割り業法を見直し、幅広い金融商品を対象とした法制を目指すことが必要である。このため、投資サービス法においては、

- ・証券取引法により投資家保護策が講じられてきた有価証券、みな

し有価証券、有価証券デリバティブ取引など、

- ・ 法律上の投資家保護策が講じられていない、各種法人・組合などへの出資持分、スワップなどを含むデリバティブ取引、流通性のある金銭債権などの権利や取引など、
- ・ 証券取引法以外の法律による投資家（利用者）保護の対象となっている、デリバティブ取引、抵当証券、信託受益権、投資性を有する保険・預金など、

といった可能な限り幅広い金融商品を対象とすべきである。

利用者保護の対象とすべき金融商品に該当するかどうかの基準について、例えば、平成11年の金融審議会第一部会「中間整理（第一次）」においては、（1）キャッシュフローの移転を実現しているかどうか、（2）リスク負担の変更を行っているかどうか、のいずれかの基準を満たすかを基礎に、取引の実態等を踏まえ、総合的に判断されるべきであるとし、これに該当するものとして有価証券、信託受益権、預貯金、保険、デリバティブ取引、集団投資スキームなどを掲げている。

また、諸外国について見ると、英国金融サービス・市場法の端緒ともいわれるガウアー報告においては、「投資物件(Investments)」について、「購入者が購入後に排他的コントロールを有する有体物を除くあらゆる種類の資産」との基準が多くの支持を集めたとして、法制化において基準を正確な定義とするにあたっては、広く投資物件を定義し、規則により適用除外や追加できるようにすることが唯一の方法であろうと結論づけている。このような考え方を踏まえ、英国金融サービス・市場法は、集団投資スキームについて包括的な定義を置くとともに、規則による投資物件の適用除外や追加などができるような構造となっている。米国証券法・証券取引所法においては、「証券(Securities)」が限定列挙されているが、「投資契約(Investment contract)」についての「Howey基準」や「危険

資本基準(Risk capital test)」、「ノート」についての「同種の類似性基準(Family resemblance test)」に代表されるような法律形式よりも経済実態を重視した証券性の判断基準により、集団投資スキームを含む極めて幅広い商品が証券とされている。

このような、これまでの検討や諸外国の例、日本の法制度を踏まれば、投資サービス法の対象となる金融商品（以下「投資商品」）について、例えば、

- ① 金銭の出資、金銭等の償還の可能性を持ち、
 - ② 資産や指標などに関連して、
 - ③ より高いリターン（経済的効用）を期待してリスクをとるものといった基準の設定を試みつつ、投資商品の具体的な定義については、投資者保護の観点から適当と考えられる商品について、集団投資スキーム、及びこれに類似する個別の投資スキーム、を含めて、可能な限り大きな括りで列挙するとともに、金融環境の実情や変化を踏まえて行政の判断できめ細かい適用除外や商品指定ができるようにすることが適当であると考えられる。このため、別紙のような定義を基に議論を深めていくべきである。この際、
- ・ 法人については、持分会社などのほか、中間法人等についても広く対象とすべきであるほか、
 - ・ 組合については、集団投資スキーム（「Ⅲ 集団投資スキーム」参照）として、いわゆる事業型の組合も含め、有限・無限責任を問わず対象とすべきであり、
 - ・ デリバティブ取引についても原資産を問わず、対象とすべきである。

このような金融商品を投資サービス法の対象となる投資商品とすることに伴い、他の法律との間で適用関係を整理することが必要になる。投資サービス法が金融商品の販売や資産の運用に関する一般法としての性格を有するものと位置づけつつ、外国証券業者に関す

る法律なども含め、可能な限り同種の性格を有する法律についてはこれに統合することが適当である。この際、ポートフォリオの対象となりうる幅広い金融商品の販売・運用について可能な限り包括的な枠組みを構築し、規制の簡素化・明確化や新たな金融商品設計の自由度の拡大を図ることが、適切な利用者保護と金融機関経営の選択肢の拡大をつうじ、利用者利便の向上につながることに配慮すべきである。このような観点からすれば、金融商品の販売等に関する法律（以下「金融商品販売法」）についても投資サービス法に統合すべきであるほか、銀行法や保険業法についても、販売・勧誘等に関するルールなどについて投資サービス法と一元化することについて検討を行うべきである。もとより、このような検討にあたっては、預金・保険といった金融商品としての性格や現在の業務の実態を踏まえつつ行う（「金融サービス・市場法」を展望しつつ議論を行う）ことが必要であると考えられる。

なお、投資商品として規定すべき金融商品のうちには、医療法人債や学校法人債のように現行の証券取引法による政令指定が可能であると考えられるものもあることから、これらについては、金融庁において現行法のもとで政令指定を行うことについての検討を進めるべきである。

2. 投資サービス業

（1）基本認識

投資サービス法において業者ルールとして規制の対象とすべき業（「投資サービス業」）としては、① 販売・勧誘（売買、仲介、引受、売出し、多角的取引システムの運営（MTF）を含む。）、② 資産運用・助言、③ 資産管理が挙げられ、これらの業務については投資サービス業の本来業務として規制の対象とすることが適当である。このほか、④ 仕組み行為、⑤ 格付機関や証券アナリスト等のいわゆるフィナンシャル・ゲートキーパー業務などについて

ても、規制の必要性等について検討を行った。

(2) 販売・勧誘

販売・勧誘行為として規制の対象とすべき具体的範囲を、証券取引法は、有価証券の売買等を行う営業としている。一方、詐欺的な金融商品の販売を行っている者の多くが無登録業者であり、その販売行為が「営業」に該当するか明らかではない場合が多いのではないかと指摘を踏まえれば、業として規制の対象とする範囲について、営利性などを要件とせず可能な限り広くとらえるなどの措置を検討していくことが望ましい。対象とする金融商品の範囲が広がることから、発行者自身による販売・勧誘行為についても業者ルールによる規制の対象とすることが適当である。

このように販売・勧誘行為について、可能な限り幅広く規制の対象とする一方、これまで証券取引法における業者ルールを適用する必要がないとされてきた株式会社自体による自社株式の募集や集団投資スキームの仕組み行為時における形式的な販売・勧誘行為規制への抵触などについては、例えば、自社株式の募集などについて取引ルールの適用が必要であると考えられる一方、業者ルールについては投資家保護に支障のない範囲で適用除外とするような措置を講ずることが望ましい。

証券取引法における有価証券の販売・勧誘行為についての規制は、業態別ではなく、機能別に適用されており、銀行、保険会社といった業態に係わらず、同様の行為については同様の証券取引法上の規制が適用される。投資サービス法についても、銀行、保険会社といった業態に係わらず、投資商品の販売等に関する一般法として、その行為規制を業態を問わず適用することが適当である。

なお、金融機関による有価証券の書面取次ぎの特例については、

行為規制が適用されないといった問題があることから、投資サービス法の制定に併せ、販売・勧誘業務に一本化すべきである。

(3) 資産運用・助言

有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律（以下「証券投資顧問業法」）においては、有価証券の価値等又はその分析に基づく投資判断に関して助言することや投資判断の一任を受けることを規制している。また、投資信託及び投資法人に関する法律（以下「投資信託・法人法」）においては、「主として有価証券、不動産その他の資産」に資産を運用することを規制している。

信託法の見直しなどによる投資信託のガバナンスの向上に併せて投資信託委託業者についても投資サービス法上の資産運用・助言業者として証券投資顧問業者と規制を一元化することが考えられること、多様化する集団投資スキームにおいてその運用の適正性を確保するとともに運用方法の自由度を高めることが必要であること、また、資産運用にまつわる詐欺的行為を効果的に防止する観点からは、英国の金融サービス法も参考とし、投資（金融）商品を含む、あるいは含みうる、資産の運用や投資信託など投資商品の運用を広く投資サービス法の規制対象とすることが適当である。また、助言については、投資（金融）商品の価値等又はその分析に基づく投資判断に関して助言することを規制対象とすることが適当であると考えられる。助言業務の規制対象については、フィナンシャル・プランナーのようなより幅広い資産運用のあり方について助言する業務も登録業務とすべきであるとの意見もあったが、この点については、業務の実態を踏まえつつ、引き続き検討を継続すべき課題であると考えられる。

また、勧誘と助言との関係については、引き続き検討を行うべきである。

なお、資産運用規制の保険会社、信託会社、信託業法上の指図権者などへの適用関係についても、引き続き検討を行うべきである。

(4) 資産管理

金融商品について製販分離や仲介・代理販売が進むなか、販売者と資産管理者が異なる場合も出てきている。このため、投資（金融）商品の保護預りについても本来業務として位置づけ、保護預りのみを行う業者についても行為規制を課すことができるようにすることが適当である。

また、販売・勧誘、資産運用・助言と同様に、投資サービス法における資産管理の信託会社、銀行等への適用関係についても、引き続き検討を行うべきである。

(5) 仕組み行為

適切な開示を含む、販売・運用・資産管理に関する規制とともに集団投資スキームについて最低限の監督が担保されれば仕組み行為自体についての規制は必要ないのではないかとの意見が多かった。

(6) その他

アナリスト等のいわゆるフィナンシャル・ゲートキーパー業務については、証券取引法においても、有価証券に関連する情報の提供又は助言として付随業務と位置づけている。これを本来業務として規制すべきかどうかについては、諸外国においても規制のあり方について議論が進行中であることから、これらの議論も参照しつつ、引き続き検討していくべき課題であると考えられる。

II 規制内容

1. 基本認識

投資サービス法の規制対象が投資商品の販売・勧誘、資産運用・助言、保護預りを中心とするものであることから、規制については、現行の証券取引法及び証券投資顧問業法における開示規制、業規制、自主規制、セーフティ・ネット、市場規制、不公正取引規制といった枠組みを基本とすることが適当である。

この際、基本的な方向性としては、規制の柔構造化を図ること、すなわち、

- ・ 対象となる投資商品の拡大に応じて、これらを規制する既存の業法の規制内容を取り込みつつ、機能別・横断的に整理し直す、
- ・ 規制内容を定めるにあたっては、これまでの規制全体について点検を行い、機関投資家などを中心とするプロに投資商品を販売する場合についての規制緩和など、規制緩和を推進する、
- ・ 一方、個人投資家を中心とするアマに投資商品を販売する場合については、適正な投資家保護を確保する観点から、必要な規制の見直しを行う、

ことが適当である。

2. 業務範囲

投資サービス法においては、本来業務として、投資商品として位置づけられる幅広い金融商品に係る販売・勧誘やこれに関する資産運用・助言、資産管理を、一体として規制すべきである。この際、現行法の下においては、例えば、現在、証券業と証券投資一任業を兼業するためには、証券業の登録、投資顧問業との兼業の届出、投資助言業の登録、一任の認可、証券業との兼業の認可といった手続が必要となるほか、兼業に伴う弊害防止措置についても証券取引法と投資顧問業法にそれぞれ規定が置かれているなど、縦割りの法律が健全な兼業を妨げているといった指摘があることに留意が必要である。

また、本来業務に付随して行われる可能性の高い投資商品の売買に伴う外国為替取引やM&A業務を含む経営相談業務等について付随業務と位置づけることにより、業務の自由度を高めるとともに、利用者保護上の問題が生じた場合には必要な措置を講じることができるようになることが適当である。業務の自由度を高める観点からは、届出による兼業業務についても、兼業の実態を踏まえつつ、幅広く規定することが適当である。

3. 参入規制

参入規制については、原則登録制とし、財務の健全性の確保、コンプライアンスの実効性、経営者の資質(fit and proper)などに配慮しながら、業務内容に応じた要件を定めるべきである。

具体的には、

- ・ 現行の証券会社に対応する幅広い投資商品の勧誘・販売及び保護預りを行う業者については、現行の証券会社と同等の参入規制とする、
- ・ 流動性の低い商品のみを勧誘・販売し保護預りを行わない業者、あるいは、顧客資産を預からない投資顧問業者については、自己資本規制などは適用しないこととするなど、現行の法律が定める参入規制に配慮しつつ、これを横断的に整理する、
- ・ 証券仲介業に対応する、他の投資サービス業者の委託を受けて、投資サービスを提供する業者については、財務規制を最低限とするなどその枠組みを維持する、

というように参入規制に段階を設けることにより、幅広い業者がその業務の内容に応じた参入規制の適用を受けることとすることが適当である。また、同様の観点から、退出ルールも適用されるべきである。

4. 行為規制

(1) 基本認識

行為規制については、証券取引法及び証券投資顧問業法における規制を基本としつつ、対象となる投資商品を規制する既存の業法の規制等を勘案し、機能別・横断的に整理することが適当である。この際、以下に述べるように、アマを対象とする投資商品の販売については投資家保護規定を拡充する一方、プロを対象とする投資商品の販売については規制を緩和すべきである。また、併せて規制全般について点検を行い、役割の低下したものについては、規制の見直しを行うべきである。

(2) 投資家保護規定の拡充

受託者責任については、英国金融サービス法のもとで、金融サービス業者が誠実義務 (Integrity) や公正義務 (Treat Customers Fairly) などを義務づけられていることや証券監督者国際機構 (以下「IOSCO」) 等の国際機関の原則なども踏まえ、業務上の義務として、誠実・公正義務や善管注意義務を投資サービス業者に義務づけるほか、資産運用・助言業者について、①善管注意義務、②忠実義務、③自己執行義務、④分別管理義務を規定すべきである。

また、受託者責任を具体化した義務については、適合性原則、最良執行義務、価格公表義務など、証券取引法や証券投資顧問業法において定められている義務について、その内容を再検討しつつ、金融商品やサービスの性質を踏まえて横断的な義務づけを行うことが適当である。この際、金融システムが機能するためには、受託者責任やこれを具体化した義務が、販売業者、資産運用業者等のそれぞれの段階で履行されることが必要であることに十分配慮すべきである。この点については、製販分離がいち早く進んだ分野である集団投資スキームについて、特に留意が必要であるとの指摘があった。

このほか、表示事項も含めた広告規制について規定を設けるとともに、各種の手数料の開示についても義務づけを行うなど、投資家

保護の強化を図るべきである。

適合性原則を如何に担保していくか、あるいは、広告規制の内容や書面交付・説明義務の内容、そのエンフォースメント手段などについては、元本欠損のおそれがあるか、元本を超える損失のおそれがあるか、といった商品のリスクの程度にも配慮して検討が続けられるべきである。なお、元本欠損のおそれについては、元本保証をうたっていても信用リスクや手数料など、実質面で元本保証でないこともあり、このような場合を含めて検討すべきとの意見もあった（なお、金融商品販売法はこのような場合も折り込んで元本欠損のおそれとしている。）。適合性原則、禁止行為や元本欠損のおそれがある場合の説明義務を整備していく観点からは、金融商品販売法を、その内容の見直しを行いつつ、投資サービス法に統合することが望ましいと考えられる。また、元本を超える損失のおそれがある場合について配慮すべきであるとの意見が多く、このような意見も踏まえ検討を継続すべきである。

なお、投資による損失を巡るトラブルは不招請の勧誘に端を発している事例が多く、適合性の原則も徹底されているとは言い難いことから、元本欠損のおそれや元本を超える損失のおそれがある場合について、不招請勧誘の禁止の義務づけを検討すべきであるとの意見があった。他方、外国為替証拠金取引について不招請勧誘の禁止が導入された際には、適合性の原則が遵守されるのであれば営業活動を制限すべきでないとの意見もあったところ、レバレッジが非常に高いものもあり容易に元本を超える損失のおそれがあるという商品性や、電話や個別訪問による勧誘から生じたトラブルが社会問題に発展していることを理由として不招請勧誘が禁止されたことからすれば、禁止の範囲の拡大には慎重であるべきとの意見や、投資家に対する情報提供の機会が失われるなどの意見もあった。これらの意見やトラブルの実態などを踏まえつつ、この点について、引き続き検討を行うべきである。

このような投資家保護規定については、「V ルールの実効性の

確保」においても述べるように、実効性の確保を如何に図っていくかが重要であることから、規制の内容とその実効性の確保について更に検討を進めるべきである。

(3) 「プロとアマ」の区分

行為規制についてプロ・アマの区分を設け、区分内容に応じた行為規制とすることにより、プロ間の市場の自由度を高め、その活性化を図るべきである。投資家保護と規制緩和を両立させるためには、一義的にプロとされる範囲について明確な基準が必要である一方、アマとされる投資家であっても、その選択に応じてプロとなることについて投資家保護上の問題がなければ、プロとして取り扱われる選択肢を、あるいはプロとされる投資家であっても、アマとして取り扱われる選択肢を、用意することが適当である。EU指令におけるプロ・アマの区分もこのような考え方にに基づき整理されており、このような例を参考として、国際的な整合性や利用者による理解のしやすさにも配慮しつつ、具体的な基準を定めていくことが適当である。

(4) その他

投資サービス業の範囲を広げるにあたり、販売業務と資産運用業務について利益相反が存在するのではないかとの意見があったが、以上のように、販売業者としての誠実・公正義務、資産運用業者としての善管注意義務・忠実義務とこれを具体化するための最良執行義務等が規定されることを前提とすれば、販売業務において利益を得るために資産運用業務において不要な注文を行う、あるいは資産運用業務における注文の前にフロント・ランニングを行うことは違法である。現行法においては、受託者責任についての規定やこれを具体化するための規定が必ずしも横断的に規定されていないこともあり、各種業務を兼業する際には詳細な利益相反防止規定を置いているが、これについては硬直的で過剰な規制であるとの意見もある

ことから、できるだけ基本的な義務を中心に規定の整備を行い、これを前提に個別の利益相反防止規定は減少させていくべきである。

Ⅲ 集団投資スキーム（ファンド）

1. 基本認識

金融技術やIT技術の進展、新たな法的「器」（「ビークル」）の導入や企業等の調達手法の多様化を背景に、集団投資スキーム（「ファンド」）の多様化が進んでいる。言うまでもなく、金融商品の多様化自体は望ましいことであるが、一昨年、当部会において議論されたとおり、これらのファンドのなかには、投資信託・法人法のような投資家保護を図るための販売規制・仕組み規制が適用されない状態のまま販売されるものも多数見受けられるようになってきており、一部には詐欺的なものもみられる。このうち、有価証券等に投資を行うファンドなどについて、昨年の証券取引法改正において販売規制を適用することとしたが、その後も各種ファンドが増加していることを踏まえれば、ファンド全般について販売規制の対象として、販売にあたって必要と考えられる情報開示などを義務づけるとともに、資産管理、運用者の受託者責任、運用報告などについて、最低限の仕組み規制を適用することが必要である。市場の透明性・公正性を確保する観点から、ファンドについては幅広く届出・登録を義務付けるべきであるが、ファンドの目的・投資家層・規模はさまざまであると考えられることから、規制の内容については、横断性に配慮しながら、ファンドの内容に応じて柔軟性を持たせるべきである。

2. 具体的規定

（1）ファンドの届出・登録

仕組み規制のないファンドについて、届出又は登録を義務づけ、以下のような監督を行うことが適当である。なお、海外において組

成されたファンドについても同様の取扱いとすべきである。

(2) 資産管理

資産の内容に応じた分別保管の義務づけを行うことが適当である。

(3) 運用者の資格要件

近年、ファンドについて、投資対象に有価証券が含まれるにも係わらず、認可投資顧問業者の関与なく運用を行っているものが見受けられる。法令の規定の実効性を担保する観点から、商品投資に係る事業の規制に関する法律（以下「商品ファンド法」）同様、投資商品を含む資産の運用を行う場合については、投資サービス法上の資産運用業者による運用を義務づけることが適当である。

(4) 受託者責任・利益相反防止措置等

ファンドの運用者やファンド資産の管理者などファンドの業務に携わる者が投資サービス法上の業者でない場合、これらの者について投資サービス業者や会社法上の取締役の義務等を参考に、受託者責任や利益相反防止措置などについての規定を整備することが適当である。

(5) 運用報告

ファンドが、財務・運用状況などについて投資家に定期的に報告することを義務づけることが適当である。

3. 既存のファンド法制との関係

ファンドを規制する法律としては、投資信託・法人法、商品ファンド法、不動産特定共同事業法があり、販売行為についての規制、資産運用行為についての規制、ファンド自体の規制、ビークルの組成などを一体として規制している。投資サービス法において販売・資産運用行為を規制し、ファンドについての横断的な最低限の監督

を行うこととすれば、これらのファンド規制法についても規制の内容ごとに機能別・横断的にルールを再整理していくことが望ましく、これは金融商品における製販分離や金融のアンバンドリング化といった流れにも沿うものと考えられる。

例えば、投資信託・法人法については、投資信託や投資法人といったビークルの組成や個人向け商品としてのファンド自体についての追加的なガバナンスに関する規定などが置かれ、これらを前提とした商品として定着していることから、法律自体は特別法として残すことが必要であるが、販売行為・資産運用行為の規制については、信託法の見直しなどによる投資信託のガバナンスの向上が見込まれることもあり、投資信託委託業者等の果たしている役割・業務の内容に配意しつつ、投資サービス法における横断的な業者規制を適用することが適当である。

4. その他

ファンドが市場において果たす役割が重要性を増すなかで透明性が求められていることにかんがみれば、より実態を反映し、法人格の有無にかかわらず、ファンド自体についても主要株主規制等の投資サービス法上の規制を適用していくといった整理を進めていくことなどについて検討すべきである。

また、ファンドの今後の方向性について、ファンドが多様なファンドを組み込んだファンド・オブ・ファンズの果たす役割がますます大きくなる可能性が高いことから、そのディスクロージャーのあり方について検討する必要があるとの意見があった。さらに、当該検討にあたっては、変額保険においても私募投資信託を組み込むことにより実質的にファンド・オブ・ファンズとして個人に公募されているものもあることから、変額保険も含めた広義のファンド・オブ・ファンズについて、適切なディスクロージャーが確保されているか検討すべきとの意見もあった。

なお、現在、法制審議会において信託法の改正に向けた検討が進められており、例えば、受益者が複数の信託についてのガバナンスの仕組みが検討されている。この改正に伴う所要の改正を行う際、ガバナンスに関する規定の整備を前提に投資信託に関する法制などの再整理を行うことが望ましい。

このほか、ビークルの使い勝手などについて、引き続き検討すべきである。

IV 市場のあり方

1. 基本認識

ビッグバン改革においては、東京市場をニューヨーク、ロンドン並みの国際市場とすることを目指し、仲介者の新規参入や業務の自由化、市場間競争を促進するため、取引所集中義務の撤廃などの諸施策を講じた。また、昨年証券取引法改正においては、更に、市場間競争を促進する観点から、取引所取引原則の見直し、証券会社の最良執行義務の導入、MTFのオークションによる価格決定の解禁、事前・事後の透明性（価格公表義務）の向上などの諸施策を講じたところである。投資サービス法の制定により、販売業者や市場の取り扱う商品の範囲が広がるなか、東京市場の魅力を高める観点からも、引き続き、市場の効率性、公正性、透明性の向上に努めることが必要である。

2. 市場制度のあり方

(1) 取引所の上場商品の拡大

世界的な潮流として、電子的な取引システムにおいて、債権やエネルギー、排出権など、様々なものが取引されるようになってきているなか、投資サービス法上の取引所においては、有価証券や金融

先物などの投資商品に加え、幅広い商品の取扱いが可能となるようにすることにより、取引所の機能を活用するとともに、利便性を高めるべきである。また、対象となる投資商品の範囲の拡大に応じ、最良執行義務を適用することや価格公表義務、MTF制度について所要の見直しを行っていくことなど、市場制度について、引き続き検討を行うべきである。また、商品上場に際しての届出制の範囲を広げるなどの規制緩和により市場の効率性を向上させることが望ましい。

(2) 株式上場制度

株式の上場制度については、ビッグバン改革においてグリーンシート制度を創設したほか、平成11年以降、各証券取引所がいわゆる新興市場を設立した結果、ベンチャー企業の公開・上場は着実に増加している。一昨年、当部会において議論した銀行による市場誘導ビジネスの進展や、これらの公開制度の周知や見直しをつうじ、中小企業の直接金融による資金調達の一層の円滑化が図られることが望ましい。一方、上場した企業のなかには、上場後、架空増資や粉飾決算が問題になるなど、上場企業としての資質が問われるような企業があるとの指摘もあり、証券取引所による上場審査・管理の適正化が求められる。また、企業買収・合併の活発化や倒産法制の整備などにより企業再生が活発化しているが、これまで想定されていなかったような企業再生の過程で上場基準の適正さやその運用のあり方に疑問が呈される状況も生じていることから、証券取引所において、上場基準の見直しを検討することが望まれる。

また、上場企業のあり方についてみると、米国におけるエンロン事件などを契機として、世界的に、コーポレートガバナンスのあり方についての関心が高まっている。日本においても、会社法改正や敵対的買収事案、転換価格修正条項付転換社債型新株予約権付社債（いわゆるMSCB）の発行などを契機に公開買付制度や企業防衛

策などを中心にコーポレートガバナンスのあり方が議論されている。コーポレートガバナンスについては一義的には会社法上の問題であるが、会社法の改正などに伴い、企業や企業を巡る活動が一層多様化していくことが想定されることから、上場企業に関しては、投資家保護を図る観点から、証券取引所においてコーポレートガバナンスを確保するための規則整備などを行うことが必要になると考えられる。このため、投資サービス法における自主規制機関としての証券取引所がコーポレートガバナンスに果たすべき役割について、引き続き検討を行うべきである。

3. ディスクロージャー制度

(1) 企業内容等の開示制度

投資サービス法の制定に併せたディスクロージャー制度の見直しについては、投資商品の性格に応じたディスクロージャーのあり方や適格機関投資家の範囲の見直し、四半期報告制度のあり方などについて、当部会の下に設置されたディスクロージャー・ワーキング・グループの報告がとりまとめられており、これに沿ってさらに詳細な検討を進めるべきである。

また、昨年12月24日の当部会報告「ディスクロージャー制度の信頼性確保に向けて」において指摘を行った、財務報告に係る内部統制の有効性に関する経営者による評価と公認会計士等による検証のあり方についても、引き続き、真剣な検討が行われるべきである。

(2) 公開買付規制等

公開買付規制については、会社支配権の移動を伴う取引等が行われる場合に、投資家に予め情報開示を行うと共に、株主に平等に株式売却の機会を与えることを義務づける制度として、証券取引法において手続の整備が図られてきた。

最近の企業の合併・買収（M&A）をめぐる動きとこれに伴う会社法制や公開買付規制にかかる議論は、公開買付規制のあり方について、企業価値の最大化の観点から、再点検を行っておく必要がないかとの論点を提示している。企業価値の最大化は、株主の利益の最大化を通じて証券市場において取引される株式等の価値を高めていくものであり、証券市場の効率性を追求していく上で極めて重要な要素となる。

更に、合併・買収（M&A）に関する最近の動きは、公開買付けにおける透明性、投資者間の公平性の一層の確保という論点をも提起している。公開買付けの手続において、買付者や対象会社等にどこまで情報の提供を求めていくか、また、公開買付けを利用した合併・買収（M&A）の一連の過程において、株主・投資者間の公平をどこまで追及していくか等について検討していくことが求められている。

以上を踏まえ、公開買付規制のあり方について、証券取引法と会社法の整合性にも留意しながら検討を行っていくべきである。

なお、公開買付規制のあり方の検討に当たっては、大量保有報告書制度のあり方についても検討を行う必要がある。

V ルールの実効性の確保（エンフォースメント）

1. 基本認識

一般の個人が市場への参加を躊躇する背景として、市場において自らが公平に扱われるかどうかについての疑念が存在し、これをできる限り払拭していくことが必要であるとの観点から、昨年の証券取引法改正において、課徴金制度の導入や民事責任に関する規定の充実、証券取引等監視委員会の検査範囲の拡大等の措置を講じたところである。

更に、投資サービス法の制定により、市場行政の対象となる投資商品や投資サービス業の範囲が大幅に増加するなか、ルールの実効

性を確保し、金融改革プログラムに掲げられたように日本市場を国際的に魅力ある金融センターとするため、以下のような措置を講じていく必要がある。

2. 市場行政体制の強化

(1) 市場行政体制の強化

いわゆる「日本版SEC」論などにおいて指摘があるように、日本における市場行政体制を米国SECなどと比較した場合、その陣容は企画立案、監督、監視（検査）の各部門とも大きく見劣りする。

投資サービス法の制定により、市場行政の対象範囲が大幅に拡大すること、規制緩和と事後監視型行政の徹底に伴い監督対象となる業者数が増加すると見込まれること、また、金融立国を目指し国際金融センターにふさわしいルール策定を行っていく必要があることから、企画立案、監督、監視のいずれの部門においても、大幅な体制強化が必要であるほか、金融先物取引業、抵当証券業、商品ファンド業、不動産特定共同事業等に係る組織の再編・統合を行うことが必要である。

また、省庁をまたがる問題については、ルールの横断化や一元化に併せ、エンフォースメント体制を一元化していくことが望ましく、利用者にも分かりやすいが、そのような理想的な姿に至るには課題も多いことから、まずはルールの横断化や一元化を最低限達成すべきであるとの指摘もあった。

(2) グローバル化への対応

国際的なM&Aの活発化やヘッジ・ファンドの増大から一般投資家の外国株投資まで、投資活動が国境を越えることが一般化し、金融・資本市場がグローバル化するなか、証券監督者国際機構（IOSCO）など国際機関の重要性が増すとともに、諸外国の証券規制当局との連携が加速度的に重要となってきた。資本市場の公正性を確保し、グローバル化する市場における適切なルール作りを行

っていくため、国際的な連携・執行のための体制を整備することも必要である。

また、このような環境のなか、証券規制当局が証券取引・市場を適切に監視・監督するためには、外国当局との間での情報交換が必要不可欠であり、証券分野の情報交換枠組み（証券MOU）の早期構築が必要である。国際的にIOSCOの多角的MOUが主要先進国のほとんどの参加を得て主流となってきたなか、日本は、①証券取引法第189条（外国証券規制当局に対する調査協力）に基づき金融庁から提供される情報は相手国で「裁判所又は裁判官の行う刑事手続」に使用されてはならず、②これを担保するため、外交当局間の文書交換を行う必要があるという特殊な国内的制約から、2国間MOUの締結が5か国・地域にとどまっているほか、IOSCO・MOUにも未参加となっている。IOSCOが加盟国に対し、早期のIOSCO・MOUへの署名を求めていることもあり、今後、この問題の早期解決に向けた取り組みが必要である。

3. 市場監視機能の強化

（1）課徴金

今後の国会における証券取引法に関する審議を踏まえ、独占禁止法改正に伴って今後行われる予定の課徴金にかかる制度の在り方等に関する検討などと連携しつつ、引き続き、課徴金制度について、その適用範囲、内容、他のエンフォースメント手段との関係について検討を継続していくべきである。

（2）民事責任規定

一昨年の当部会においても指摘されたとおり、証券取引法違反に対する民事訴訟をつうじた責任追及が、エンフォースメントの重要な手段であるにもかかわらずあまり行われていないのは、原告による業者の義務違反や損害額の立証が困難であることによる。このような課題に対処し、民事訴訟をつうじたエンフォースメントを促進

する観点から、金融商品販売法においては、元本欠損のおそれなどについての説明を怠った場合の損害賠償規定、損害額の推定規定が置かれたほか、昨年証券取引法改正においては、有価証券報告書に虚偽記載を行った場合の損害賠償規定、損害額の推定規定が整備された。

行為規制についての民事上の効果の付与については、民事法制の原則を修正するものであることから十分な検討が必要であるが、エンフォースメント充実の観点から、投資サービス業者が投資商品を販売する場合の行為規制や未登録業者による販売・勧誘行為などについて民事上の効果を付すことの是非について検討を継続すべきである。

なお、同様の観点から、団体訴権や行政に対する措置請求権について検討すべきであるとの意見があった。

4. 自主規制機関の機能強化

自主規制機関のあり方や機能については、現在、個別の業法毎に差異が認められるが、根拠規定は投資サービス法とし、自主規制機関としての性格を最も強く有する証券業協会と同等の機能を各機関が有することとすることにより、自主規制機関の機能強化を図るべきである。また、自主規制の実効性を高め、投資家が安心して市場に参加できるようにするため、自主規制機関への加入義務付けについて検討を行うべきである。

また、苦情処理・あっせん業務の業態横断的な取り組みなどの関連自主規制機関間の連携のあり方について、引き続き検討を行うべきである。この点に関連して、紛争解決については、一元的な組織を立ち上げるべきである、あるいは、必要に応じ、自主規制機関の統合を進めるべきであるとの意見があった。

自主規制機関のあり方については、欧米においても議論が行われ

ており、例えば英国においては金融サービス・市場法の制定に伴う金融サービス機構（F S A）の設立にあたり、それまで存在した自主規制機関がF S Aに統合された。米国においては、NYSEのガバナンス問題などを契機として、証券取引委員会（SEC）より、自主規制機関のガバナンスの強化に関する新規則の制定と自主規制に関するコンセプト・リリースが公表された。また、NYSEは上場に向け、自主規制部門を独立性の高い非営利法人として切り離すとの発表を行った。このような国際的な流れも踏まえ、日本における自主規制機関のあり方について引き続き検討を進めるべきである。

また、より効率的なエンフォースメント体制を構築する観点から、一昨年、当部会においても検討を行ったように、行政、自主規制機関、日本銀行などの役割分担について引き続き検討を行っていくべきである。

5. 投資サービス業者のコンプライアンス強化

投資サービス業者自身のコンプライアンス強化を図る観点から、登録等にあたっての要件を整備するなど、コンプライアンス強化のための措置を講じることが望ましい。

また、コングロマリット化や事業再編・譲渡、業務のアウトソーシングが進むなか、法令違反行為を行った業者が事業譲渡した場合についても、必要な場合には事業を譲り受けた側について行政処分等ができるようにする、また、業務の委託先に対し調査や行政処分を行うことができるようにするなどの措置を講じることが適当である。

6. その他

以上の措置については、可能な措置から総合的・有機的に組み合わせ、エンフォースメント全体としての強化を図るべきである。また、引き続き行政、刑事、民事上の手段によるその他のエンフォースメントの強化のあり方について検討を行うべきである。

これまでも当部会において提言を行ってきたとおり、投資家一人一人の金融に関する知識の向上こそがエンフォースメント強化に直結する。このような観点から、金融経済教育の重要性を指摘する意見や、その際、学校教育における一層の充実を求める指摘があった。金融経済教育については、6月に「金融経済教育懇談会」の「論点整理」が公表されたところであるが、その検討内容を踏まえつつ、投資サービス法上、このような金融経済教育の位置づけを行うことについて検討を行うべきである。

おわりに

これまでの審議をつうじて得られた改革の方向性については、投資サービス法の法制化や金融・資本市場から信頼される市場行政を実現するための体制整備に向けた検討を開始するなど、金融庁において所要の措置を講じられたい。当部会においては、引き続き、当中間整理において今後検討すべきとされた課題について、中長期的な金融制度の在り方や新たに提起された課題も含め、検討を続けていくこととしたい。

(別紙)

投資サービス法の対象範囲についての考え方

[投資（金融）商品]

- ① 国債
- ② 地方債
- ③ 金銭債権であって以下のいずれかに該当するもの（以下「社債等」という。）
 - 社債その他これに類する金銭債権であって法律で発行につき特別の定めのあるもの（抵当証券その他の有価証券に表示されるべき金銭債権を含む。）
 - （例）社債、金融債、特定社債、短期社債CP、独立行政法人債、投資法人債、約束手形CP（その他の手形を除く。）、抵当証券等
 - 金銭消費貸借による貸付け（当該貸付けを受ける者に対して同時期に均一の条件で行われる二以上の貸付けのうちの一に該当するものに限る。）に係る債権
 - （例）組合債、学校債、病院債、ABL、シンジケートローン等
- ④ 株式会社その他法人に対する出資又は法人の基金の拠出に基づいて法人の収益その他の財産の分配を受ける権利（以下「出資等持分」という。）
 - （例）株式、協同組織金融機関への優先出資証券、SPC優先出資証券、持分会社の社員権、有限責任中間法人の基金への拠出等
- ⑤ 信託の受益権（以下「信託受益権等」という。）
 - （例）銀行等の貸付債権の信託受益権、投資信託受益権、SPT、銀行等の貸付債権以外の信託受益権、商品ファンド（信託型）等
- ⑥ 集団投資スキーム（定義は下記のとおり。）への参加に基づいて収益その他の財産の分配を受ける権利（④及び⑤並びに⑧から⑩に掲げる権利を除く。以下「集団投資持分」という。）
 - 投資サービス法において、「集団投資スキーム」とは、民法第六百六十七条第一項に規定する組合契約、商法第五百三十五条に規定する匿名組合契約、投資事業有限責任組合契約に関する法律第三条第一項に規定する投資事業有限

責任組合契約又は有限責任事業組合契約に関する法律第三条第一項に規定する有限責任事業組合契約の締結（、信託の引受、持分会社の設立）、その他いかなる方法をもってするかを問わず、複数の者から事業のために金銭その他の財産の拠出を受け、当該財産を用いた事業を行い、当該事業から生じる収益を拠出者に分配することであって、次のいずれにも該当しないものをいう。

- ・ 集団投資として財産の拠出を行う者（以下、「拠出者」という。）の全員が事業の運営について日常的に関与している場合
- ・ 各拠出者の拠出した財産がそれぞれ独立した事業に用いられ、各拠出者がそれらの独立した事業からのみ収益の分配を受ける場合

（例）投資事業有限責任組合契約持分、投資事業を行う民法組合契約持分及び匿名組合契約持分、有限責任事業組合契約、投資以外の事業を行う民法組合契約持分及び匿名組合契約持分、商品ファンド（組合型）、不動産特定共同事業（組合型）、ラップ口座、その他投資契約に基づく権利等であって、出資者が複数のもの

- ⑦ 民法第六百六十七条第一項に規定する組合契約又は商法第五百三十五条に規定する匿名組合契約の締結（、信託受益権の取得、持分会社に対する出資）、その他いかなる方法をもってするかを問わず、単独で事業のために金銭その他の財産を拠出し、当該事業から生じる収益の一部又は全部の交付を受ける権利（当該事業の運営について日常的に関与している拠出者に係る権利並びに④及び⑤並びに⑧から⑩に掲げる権利に該当するものを除く。以下「単独投資持分」という。）

（例）投資事業を行う民法組合契約持分及び匿名組合契約持分、投資以外の事業を行う民法組合契約持分及び匿名組合契約持分、商品ファンド（組合型）、不動産特定共同事業（組合型）、ラップ口座、その他投資契約に基づく権利等であって、出資者が単独のもの

- ⑧ 投資商品に係る権利であって以下に掲げるもの

- 投資商品の共有持分（⑥及び⑦の組合契約に基づく権利に該当するものを除く。以下「共有持分」という。）

（例）株式累積投資等

- 預託された投資商品に係る権利（以下「預託権利」という。）

（例）DR、ミニ株

- 投資商品に係るオプション（定義は下記のとおり。以下「オプション」という。）

当事者の一方の意思表示により当事者間において投資（金融）商品の取引を成立させることができる権利。

（例）ワラント、新株予約権

- ⑨ 外国若しくは外国法人に対する権利又は外国の法令に基づく契約に基づく権利で前各号に掲げる権利の性質を有するもの

（例）外国証券等

- ⑩ 前各号に掲げるもののほか、投資性その他の事情を勘案し、投資者の保護を確保することが必要と認められるものとして政令で定める権利

- ⑪ 預貯金契約に基づく債権又は銀行法第二条第四項の契約に基づく一定の給付を受ける権利（以下「預貯金債権等」という。）

（例）預金、貯金、定期積金等

- ⑫ 保険契約又は共済契約に基づき一定額の保険金の支払いを受け、又は損害の補てんを受ける権利（以下「保険契約債権等」という。）

（例）保険、共済

- ⑬ 無尽業法第一条の無尽による給付を受ける権利（以下「無尽契約持分」という。）

（例）無尽

（注）投資サービス法における取扱いや銀行法、保険業法等との関係につき引き続き検討。

[投資（金融）サービス]

- ① 投資（金融）商品の売買（デリバティブ取引で定めるものを除く。以下同じ。）
- ② デリバティブ取引
- ③ 前二号に掲げる取引の媒介、取次ぎ又は代理
- ④ 投資（金融）商品の募集又は私募
- ⑤ 投資（金融）商品の売出し
- ⑥ 投資（金融）商品の募集若しくは売出しの取扱い又は私募の取扱い
- ⑦ 投資（金融）商品の引受け
- ⑧ 投資（金融）商品清算取次ぎ
- ⑨ 投資（金融）商品多角的取引業務（MTS）
- ⑩ 資産運用
- ⑪ 投資助言
- ⑫ 資産管理
- ⑬ 保険契約又は共済契約の締結又はその媒介若しくは代理
- ⑭ 預金等の受入れを内容とする契約の締結又はその媒介若しくは代理
- ⑮ 信託契約の締結又はその媒介若しくは代理
- ⑯ 無尽に係る契約の締結又はその媒介若しくは代理

（注）投資サービス法における取扱いや保険業法、信託業法、銀行法等の関係について引き続き検討。

- ⑰ その他前各号に類するものとして政令で定める業務

（注）投資（金融）商品、投資（金融）サービスの定義として定めることが適当でないものについては、英国・金融サービス・市場法の例等も参考にしつつ、政令で除外することとする。

証券取引法研究会メンバー

(平成 17 年 11 月現在)

共同会長	江 頭 憲治郎	東京大学教授
〃	森 本 滋	京都大学教授
幹 事	神 田 秀 樹	東京大学教授
〃	前 田 雅 弘	京都大学教授
委 員	近 藤 光 男	神戸大学教授
〃	黒 沼 悦 郎	早稲田大学教授
〃	神 作 裕 之	東京大学教授
〃	川 口 恭 弘	同志社大学教授
〃	藤 田 友 敬	東京大学教授
〃	中 東 正 文	名古屋大学教授
〃	青 木 浩 子	千葉大学教授
〃	山 田 剛 志	新潟大学助教授
〃	戸 田 暁	京都大学助教授
〃	中 村 聡	森・濱田松本法律事務所パートナー
〃	太 田 洋	西村ときわ法律事務所パートナー
オブザーバー	永 井 智 亮	野村証券法務部長
〃	桑 原 政 宜	大和証券グループ本社法務部長
〃	永 山 明 彦	日興コーディアル証券法務部長
〃	浅 場 達 也	みずほ証券法務室長
〃	坂 下 晃	日本証券業協会常務執行役
〃	平 田 公 一	日本証券業協会エクイティ市場部長
〃	山 内 公 明	日本証券業協会自主規制企画部長
〃	美濃口 真 琴	東京証券取引所総務部法務グループリーダー
〃	大 島 真	証券保管振替機構業務部次長
研 究 所	高 橋 厚 男	日本証券経済研究所理事長
〃	若 林 良之助	日本証券経済研究所常務理事
〃	関 要	日本証券経済研究所顧問
〃	小 林 和 子	日本証券経済研究所主任研究員
〃	新 道 仁 信	日本証券経済研究所主任研究員・企画調整室次長
〃	藤 田 哲 史	日本証券経済研究所事務局長

(敬称略)

当研究所刊行の法律関係出版物

(金額は消費税込みです)

- | | |
|---|----------------|
| 近年の証券規制を巡る諸問題
A5判 211頁 2,940円 送料290円 (2004年11月) | 証券取引法研究会編 |
| 市場改革の進展と証券規制の課題
A5判 219頁 3,045円 送料290円 (2002年8月) | 証券取引法研究会編 |
| 金融システム改革と証券取引制度
A5判 279頁 3,360円 送料340円 (2000年6月) | 証券取引法研究会編 |
| 欧米における証券取引制度の改革
A5判 253頁 3,360円 送料290円 (1998年9月) | 証券取引法研究会国際部会編 |
| 証券取引における自己責任原則と投資者保護
A5判 236頁 3,262円 送料290円 (1996年6月) | 証券取引法研究会国際部会編 |
| コーポレート・ガバナンス
—アメリカ法律協会「コーポレート・ガバナンスの原理：分析と勧告」の研究—
A5判 291頁 4,077円 送料340円 (1994年12月) | 証券取引法研究会国際部会訳編 |
| ドイツ第四次資本市場振興法の概要
A5判 112頁 1,680円 送料210円 (2005年2月) | 当研究所訳編 |

外国証券関係法令集 (当研究所訳編)

- | | |
|--|-------------------------------|
| イギリス
A5判 385頁 4,515円 送料290円 (2001年3月) | 2000年金融サービス市場法 |
| ドイツ
A5判 232頁 3,465円 送料290円 (2002年1月) | 証券取引法、取引所法、投資会社法、販売目論見書法、寄託法他 |

証券取引法研究会研究記録 (証券取引法研究会編)

- | | |
|--|--|
| 第1号
B5判 57頁 525円 送料210円 (2003年11月) | 裁判外紛争処理制度の構築と問題点 |
| 第2号
B5判 66頁 525円 送料210円 (2004年1月) | システム障害と損失補償問題 |
| 第3号
B5判 69頁 525円 送料210円 (2004年3月) | 会社法の大改正と証券規制への影響 |
| 第4号
B5判 91頁 525円 送料210円 (2004年6月) | 証券化の進展に伴う諸問題 (倒産隔離の明確化等) |
| 第5号
B5判 110頁 525円 送料210円 (2005年7月) | EUにおける資本市場法の統合の動向 —投資商品、証券業務の範囲を中心として— |
| 第6号
B5判 62頁 525円 送料210円 (2005年7月) | 近時の企業情報開示を巡る課題—実効性確保の観点を中心に— |
| 第7号
B5判 82頁 525円 送料210円 (2005年9月) | プロ・アマ投資者の区分—金融商品・販売方法等の変化に伴うリテール規制の再編— |
| 第8号
B5判 112頁 525円 送料210円 (2005年11月) | 目論見書制度の改革 |

購入を希望される方は、一般書店または当研究所までお申し込み下さい。
なお、当研究所の出版物案内は研究所のホームページ <http://www.jsri.or.jp/>
にてご覧いただけます。

証券取引法研究会研究記録 第9号

投資サービス法（仮称）について

平成17年11月15日

定価（本体500円＋税）

編者 証券取引法研究会
発行者 財団法人 日本証券経済研究所
東京都中央区日本橋茅場町1-5-8
東京証券会館内 〒103-0025
電話 03(3669)0737 代表
URL: <http://www.jsri.or.jp>