

金融サービス法再論

二上季代司

金融ビッグバンといわれる大規模な市場改革案が出された次の課題は、「金融サービス法」の整備だと言われている。現行の証券取引法をはじめとする金融関連諸法を改正して金融サービス法を整備せよと言っただけである。ところで、「金融サービス法」とは八六年に成立、八八年から施行されているイギリスの証券法であり、それまでのイギリスでは自主規制機関の作成した自主ルールによるところが多く、明文化された法律は事実上無きに等しかったとも言われている。

そこで問題なのは、わが国には既に証券取引法などのそれなりに整った法律があるのに、金融ビッグバンに絡んでなぜ既存の法律を改正し、外国の法律を導入する必要があるのか、その意義は何か、と言っただけである。そのためには、①日本版ビッグバンはイギリスの金融サービス法の何に期待しているのか、逆に言えば今の証券取引法はどのようになっているのか、その満足のさせ方、問題の解決の仕方、その根底にある哲学を知る必要がある。そして最後に③もし日本に金融サービス法を導入したとして、そこから別の新しい問題が生じないかどうか見る必要がある。

以下ではこの三点について簡単にまとめてみた。

1 金融サービス法の何に期待するか

最初に、日本版ビッグバンとの関連に置いて、金融サービス法のどの部分を見習うべきだと言っているのか、それを取りあげよう。まず、金融ビッグバンの議論のスタートをきった経済審議会行動計画委員会の金融ワーキングペーパーはおおむね次のように主張している。

(1) 現行の証券法のように「証券」の定義を個別列挙するのをやめて、有価証券のみならず、債権・不動産の資産流動化商品、商品ファンド、商品先物など、資産運用としての性格を有する「金融類似商品」も包括的に対象とする。

(2) 同様に仲介業者においても、証券業、投資顧問業、信託業、商品ファンド、商品先物などは「資産管理・運用サービス業」と包括的に位置づけ、業務別の登録制により新規参入を促す(ただし、「預金受け入れ・運用」、「保険引受」は免許制とする)。

(3) 現在の証券法を「資産取引法」と「資産管理・運用サービス法」に二分し、「資産取引法」は市場参加者のあり方を律する市場規制法とし、「資産管理・運用サービス法」は市場での取引を業とするものを律する業者規制法とする。

一方、今年の六月に公表された、金融ビッグバン関連の五つの審議会報告書の総括をなす金融システム改革連絡協議会「金融システム改革のプランのとりまとめにあたって」は次のように言っている。

(1) 金融システム改革の進展に伴い、業態にとらわれない自由な市場参入、多種多様な金融商品・サービスの提供が予想されるため、市場参加者に横断的なルールを適用する法的枠組み(いわゆる金融サービス法)の整備を視野に入れて、中長期的な視点で幅広く検討すべきである。

(2) 自由な競争は同時に公正でなければならぬ。そのためには、市場機能の發揮を支える公正で透明な取引ルールやディスクロージャーとやらんでルール違反に対する明確なペナルティ等についても整備が必要である。

さて、このように見ると金融ビッグバンは、金融サービス法の何に期待しているか、現在の日本に何が欠けていると考えているかが分かる。それは次の三つに整理できよう。すなわち、①投資家保護の範囲の包括性、②仲介業者の営業規制における機能主義的な考え方、③罰則規定の明確さ、である。⁽¹⁾

具体的にいえばこういうことである。①今回の日本版ビッグバンの議論の中で様々な商品が出てくる。それだけではなくその担い手も証券会社、銀行、保険会社はもちろん商社や不動産業者など様々な出自、業種からの参入が予想される。だから、投資家保護の範囲を規定する証券の定義を、現行の証取法のように限定的に狭く列挙するのではなく、資産運用の性格を有する商品はすべて含めることが出来るように包括的に規定せよと言うのである。また、②その包括性はその取引を業とする仲介業者にも当てはめ、資産管理・運用サービス業というあらゆる概念をうちだしている。これは「機能主義的な」⁽²⁾考え方だと筆者には思える。どういう意味かといえば、資産管理・運用サービス会社という会社、機関は無い。現実にあるのは証券会社、投資顧問会社、銀行や保険会社である。しかしこれらの機関は証券業、投資顧問業、銀行業や保険業という機能を営んでいる。そのそれぞれの機能は資産管理・運用サービス業務という点では共通している、だから機能から見ればそれらすべてを資産管理・運用サービス業者と呼ぼう。そして、そのうちどれか一つ(あるいは複数でもかまわない)の機能、業務を担うものは、それが証券会社だろうが商社であろうが不動産会社であろうが、同じレベルの営業規制に服せしめる。こういう考え方である。だから仲介業者の営業規制や業務行為規制において機能主義的な考え方でルールを作れ、

と言うわけであろう。そして最後に③事前予防的な行政指導はやめてルール違反にはペナルティを課す事後的な監視に移るべきだと言っている。

2 イギリス八六年金融サービス法 (Financial Services Act 1986) の特徴

以上で、日本版ビッグバンの議論の過程で金融サービス法のどの部分に期待が向けられているのか分かってきた。それは「包括性」、「機能主義」、「ルール違反にはペナルティ」、この三つである。それでは、イギリスの金融サービス法は、この三つをどのように満足させているというのか。次にそれをみよう。

(1) 包括性

まず包括性と言うことであるが、それは金融サービス法(以下、FSAと略)における「投資物件」や「集合投資計画」(日本の投資信託や商品ファンド等にあたるもの)の概念に表れている。投資物件の定義がなぜ重要かといえば、それが投資家保護の範囲を決めるからである。投資物件と定義されたものを保有している人はすべてこの法律で言う投資家、つまりこの法律にもとづいて保護される投資家と言うことになり、保護される投資家の範囲を決めてしまう。

さてそれでは、FSAは投資物件をどのように定義しているか。FSA付属規定1の第1部は「投資物件」として、①株式など、②社債、③政府及び公共証券、④株式または証券を受ける権利を与える証書、⑤証券に代わる証書、⑥集合投資計画のユニット、⑦オプション、⑧先物、⑨差金契約など、⑩長期保険契約、⑪投資物件に係る権利及び利益、をあげている。個別列挙ではあるが、かなり幅広い、包括的なものである。

そこで、投資物件の定義における哲学を紹介しておこう。サザンプトン大学のガウアー教授はFSAの立案にかかわった人物であるが、彼はReview of Investor Protectionという題名で、一九八二年にディスカッションペーパーを書き、二年後、これに対する反応を考慮に入れて報告書をまとめている。⁽³⁾このなかで、彼は大略次のようにいう。

当時、証券と定義されているものだけでは投資家保護の範囲として狭すぎる。といって投資対象として獲得されるすべての取引を含めてしまうことも行き過ぎだ。それではただの財産と投資物件はどこで線引きされるべきか。そのテストは、取得者がそれを排他的に支配できる物理的財産以外のものであるかどうか、その権利の価値が他人の行為に依存しているものであるかどうかに置くべきだと言うのである。そして二年後の報告書では切手やダイヤモンド、メダルや美術品、土地に対する収益も購入後はそれを第三者に支配・管理させ、資産評価益に参加する権利を買う場合には投資物件に含めるべきだという。法律として投資物件を定義するときに、教授のこの包括的な定義をそのまま明定することは出来なかつたけれども、投資物件として列挙されているものの中にその思想が表れているし、集合投資計画の定義にはその主張が盛られていることがわかる。⁽⁴⁾

以上のように、FSAの投資物件、集合投資計画の包括的な定義の奥深くに、なぜこれらは普通の財産と違うのか、という哲学が横たわっている。

たしかに、このような哲学に基づいた包括的な金融資産あるいは投資物件の定義は日本に欠けているし、今後、金融イノベーションによって多種多様な金融資産の出現を期待するなら、このような明確な哲学にもとづいた包括的な定義は必要となろう。

しかし、包括的な定義はイギリスだけではなくアメリカの証券法にもある。三三年証券法の証券の定義には、「投資契約」とか「一般に証券とされているすべての権利または証書」というような包括的な文言が入っている。もっともこれでは、あまりに包括的にすぎてかえってうまくワークしない。そこでアメリカではしょっちゅう裁判が行われ、次第に、ただの財産と証券との線引きの基準をどこに求めるべきかという合意が形成されていく。その代表例が、ホーウィ (Howey) 判決といわれるものである。その判例には、ガウアー教授と良く似た考えが示されている。利益を期待して投資し、その投資先が共同事業であり、その利益はもっぱら第三者の努力によるものは、投資契約であり三三年法にいう証券である、ただの財産ではない、だから証券法に照らして開示義務があるというわけである。

(2) アメリカ法との違い

それでは、なぜ日本版金融サービス法などといわずに日本版三三年証券法を整備せよと言わないのだろうか。イギリスのFSAとアメリカの三三年証券法とどこが違うのか。

まずアメリカでは「証券」の定義は三三年証券法の中にあるが、これは発行者を律するものである。自分が発行するものが証券であるならば、それを購入するものが適切に投資判断できるように内容の情報を盛り込んで開示せよ、というものである。だから開示規制が基礎になる。したがってそれを仲介する証券会社や、それが取引される場である証券取引所などの市場についての規制、そこで不公正な取引が行われないための規制の根拠法は三四年証券取引所法として、別個の法律としてある。

これに対して、FSAは投資物件の取り扱いを業とする者に注目する。投資物件と定義されたものを少しでも商売として扱うものは、投資業務を営んでいるものとみなし、すべて同じレベルの開業規制、業務行為規制を課

して不公正な取引が出来ないようにする。だからFSAは業者規制に基礎をおく法律だといえる。情報開示規制についてもFSAに盛り込まれているが、それは実質的にはロンドン証券取引所の上場規則に委ねられており、むしろ行為規制の一つである広告規制のほうに吸収されているような印象さえ持つのである。

(3) 機関主義と機能主義

さらに重要な第二の相違点は、証券取引所のような市場、証券ブローカー、ディーラーのような仲介業者の規定がアメリカとイギリスで異なることである。アメリカの三四年法では、証券ブローカーとはなにか、ディーラーとは何か、証券取引所とは何か、とInstitution(機関)の定義をする。そうやって定義された機関は不公正取引防止の観点からその定義に固有の規制を受ける。

ところがFSAにはその様な定義はない。あるのは投資業とは何か、という機能の定義だけである。先に指摘したように、現実には存在するのは証券ブローカー・ディーラーであり、投資顧問会社であり、証券取引所であるが、FSAはそれらが果たす機能に注目する、すなわち、証券会社は投資物件の取引や助言という機能を果たしている、証券取引所は証券会社のために投資物件の取引のアレンジメントという機能を果たしている、投資顧問会社は投資物件の管理や助言さらには集合投資計画の設立という機能を果たしている、としてそれらの機能に注目し、それらは投資業という共通の要素を持つ諸機能である。その機能を担おうとするものは銀行であろうが、保険会社であろうが、すべて認可をとってもらうか、法の適用を免除する資格を取ってもらわなければならない。こういう考え方なのである。

それでは機関主義と機能主義とは、実際の運用においてどのような違いがでてくるのか。機関に着目するアメリカ式だと、たとえばワンルームマンションの斡旋をしている業者はただの不動産屋がそれとも証券ブローカーか、また今問題となっている私設取引所(P.T.S.、最近ではA.T.S.—Alternative Trading Systemと呼ばれる)は証券取引所か、証券ブローカーか、まずその定義に照らして相手が何者であるかを特定しなければならぬ。それが何者であるかによって規制のやり方が変わってくるからである。だから金融イノベーションが進み、伝統的な定義に当てはまらないハイブリッドな存在がでてくると厄介な事が起こってくる。今、アメリカの規制当局がP.T.S.に絡んで直面している問題がこれである。

他方、イギリス流に機能に注目すると、誰であるか相手を特定することは不必要である。誰であれ、その機能を営んでいるものは同じレベルの規制をかければよいということになる。金融イノベーションが進もうとも追跡していけるのである。

この様に見てくると、日本で金融サービス法を整備せよという主張のいわんとするところがだんだんわかってくる。投資家保護の範囲の包括性ということもさることながら、仲介業者の監督規制に機能主義的なもの考え方を導入して、金融イノベーションに対応できる規制の枠組みにしていこう、このように理解できるのである。そして、日本のこれまでの業者の監督規制はこのような機能主義的なものではなかったことは言うまでもない。

しかし、アメリカ流の機関主義的な規制監督のやり方には先ほど見たような弱点があるが、イギリス流の機能主義的な規制監督も万能ではなく克服すべき問題を抱えている。

3 イギリス金融・証券業における規制の重複

それは規制の重複ということである。誰であるかを問わず機能に注目するわけであるから、他業態からの新規

参入ははじめから多重人格である。様々な機能を同時に営んでいれば各々の機能を監督すべき規制主体も複数になる。その結果、規制コストが加重負担になるということ、規制すべき対象に対して各規制当局の規制の範囲が過ぎはぎとなって規制の空白部分が生じる恐れがあるという問題点がでてくる。そのためにイギリスではアメリカとは違った苦勞をしなければならなくなる。イギリスでは規制のコストベネフィットということが絶えず問題となる。また今年五月労働党政権が返り咲いて、銀行や保険などすべての金融機関の監督権限をSIB（証券投資委員会）にまとめるスーパーSIB構想が出ているが、これもその苦勞の現れである。そこで、次にイギリスの規制監督のやり方を今少し詳しく見ることにしよう。

(1) 規制監督主体の決め方

金融サービス法では投資業務を営むものは①認可業者か (Authorized person)、②適用を免除された業者 (exempted person) のいずれかでなければならぬと規定している。そして、これらの最終的な監督責任は主務官庁（大蔵省）が負うが、大蔵省はこれをさらに民間の団体であるSIBに委譲している。そこでSIBが監督規制機関となるが、これがまた一様ではない。①まず認可業者としては、SIBの直接認可、RSRO（公認自主規制機関—Recognized self-regulated Organizations）の会員、RPB（公認専門職団体—Recognized Professional Bodies）の証明、その他法律に基づくもの（保険会社、友愛会社）、海外（EUの単一パスポート等）、②適用免除業者としては、イングランド銀行、公認投資取引所、公認清算会社、ロイズ組合、名簿登録短期金融機関、指定代理人があげられている。いま、これらのうちイングランド銀行や取引所、清算会社、ロイズ組合を除く仲介業者だけの登録状況を見ると表一のようなようである。また銀行、保険会社の監督規

制主体をみると、表二のようなになる。

すなわち、規制監督主体の決め方としては、①相手に委ねてしまうやりかた（弁護士や会計士に対しては彼らの団体に監督を委ねる、保険会社の保険引受業務については貿易通産省の保険局にゆだねる、友愛組合も同様）、②規制主体の線引きをする（銀行業務と証券業務、保険の引受と販売）、③完全に重複するものはどれか一つ主規制当局（Lead regulator）を決めてそれにゆだねる（SFA、IMRO、LAUTRO、FIMBRAの間の重複）。

以上のように、機能主義的な監督手法の導入は規制主体の重複を必然たらしめ、規制のいわば縄張りを決めてかかる作業を必要とする。

(2) コスト・ベネフィット分析

第二に必要となることは、絶えず規制のコストベネフィット分析をすることであり、これはSIB本部の重要な仕事となっている。SIBの業務は①自主規制機関（SFA、IMRO、PIA）や公認専門職団体の監督およびそれらの規則に対する基準の策定、②各取引所市場、決済会社、清算会社の監督ならびに市場に関する基準の策定、国際間の規制・監督調整、③投資業および市場におけるルール違反に関する取り調べ、強制執行、④規制のコストベネフィット分析、SIB直接認可業者および集合投資計画の認可・監督などとなっている。

他の自主規制機関の業務は会員業者の規則遵守の監督と規則違反に関する取り調べ、強制執行、苦情処理等となっている。これらにかかるコストは会員業者からの入会金、年会費等から支弁され、さらにSIBに対して各自主機関は自らにかかる活動に対して納付金を支払⁽⁵⁾うが、これも結局は会員業者の負担となる。

表2 規制主体の線引きの仕方一例一

A 銀行、マーチャントバンク

業務の種類	根拠法	規制主体
預金受入れ業務(注1)	銀行法	イングランド銀行
短期金融市場・外為市場における各種投資物件の取引(注2) ・金融機関同士の取引すべて ・非金融機関との大口取引	FSA43条により適用免除	イングランド銀行
投資銀行業務など証券業務一般	FSA	自主規制機関SFA
資産運用業務 ・年金運用、ユニットトラスト運用 ・基金・ユニットの受託	FSA	自主規制機関IMRO
ユニットの販売	FSA	自主規制機関LAUTRO

(注) 1、「銀行法」に言う「預金受け入れ業務」はその預金を資金源とする貸し付けその他業務を含む広範囲な概念(79年銀行法1条2項、4項)。
2、譲渡性預金(5年未満)、そのほかの債務証券(1年未満)、地方公共団体の債務(5年未満)その他公共団体の債務(1年未満)、上記の引受権、公認取引所以外で取引される債務・通貨・金銀のオプション及び先物、金利先渡契約、金利通貨スワップ、レボ取引(FSA付属規定5)

B 保険会社

業務の種類	根拠法	規制主体
保険引受業務	82年保険会社法 FSA(注1)	DTI(貿易産業省)保険局
保険の販売	FSA	自主規制機関LAUTRO
リンク保険の組成	FSA	自主規制機関IMRO

(注) 1、保険引受業はFSAにいう投資業であるが、82年保険会社法の認可保険会社は自動的にFSA上の認可業者となる(FSA22条)。
2、リンク保険とは養老保険、終身保険を基にしており、責任準備金が株式、債券、ユニットトラスト、不動産などに投資する一種の変額保険。ユニットトラストを仕組みものが多い。

表1 認可業者と指定代理人の登録状況(97年3月末)

	業者数	指定代理人数
1 自主規制機関の会員	6392	10175
FIMBRA(金融仲介・投資管理・ブローカー協会)	116	216
LAUTRO(生命保険・ユニットトラスト規制機構)	2	2
PIA(個人投資委員会)	4025	9310
IMRO(投資管理規制機構)	1055	376
SFA(証券先物委員会)	1361	497
(複数に加盟、重複)	-167	-226
2 SIB直接認可	16	0
3 公認専門職団体の証明による認可	15776	148
ICAEW(イングランド・ウェールズ勅許会計士協会)	4756	117
ICAS(スコットランド勅許会計士協会)	444	0
ICAI(アイルランド勅許会計士協会)	614	0
CACA(公認会計士協会)	824	0
LS(イングランド・ウェールズ法律家協会)	7058	0
LSS(スコットランド法律家協会)	565	0
LSNI(北アイルランド法律家協会)	487	0
IBRC(保険ブローカー登録協議会)	987	30
IA(数理士協会)	41	1
4 その他認可業者		
EC加盟国の認可業者	84	
保険会社	176	
友愛組合	105	
(複数に加盟、重複)	-369	-2
総計	22180	10321

(注) 1、保険会社、友愛組合の多くは自主規制機関の会員でもあるので重複する。
(注) 2、自主規制機関の会員と指定代理人は市況によって入れ替わりが流動的である。
(注) 3、公認専門職団体のメンバーは投資業務が業務の比重の25%を超えてはならない。
(出所) Securities Investment Board, Annual Report. 1996/97.

表3 スーパーSIB（単一規制機関）構想
新規制機関は次の9つの機関を統合する。

機 関 名	範 囲	移動するスタッフ (人)
1 住宅金融組合委員会 (BSC)	住宅金融組合（ビルディング・ソサイ テイ）	170
2 友愛組合委員会 (FSC)	友愛組合	
3 友愛組合登録局 (RFS)	信用組合及び相互組合	
4 貿易産業省 (DTC) 保険局	保険会社	80
5 投資管理規制機構 (IMRO)	投資管理業務	195
6 個人投資委員会 (PIA)	個人投資業務	616
7 証券先物委員会 (SFA)	証券・先物業務	278
8 証券投資委員会 (SIB)	投資業務	210
9 イングランド銀行検 査監督部門	銀行（ホールセール金融市場を含む）	550
総 計		2,099

統合のスケジュール

1 段階-97年8月 ~98年春	新規制機関 (NewRO) の骨格を決める イングランド銀行法成立98年初予定
2 段階-98年春 ~99年秋	・ SIBへ銀行監督権限を統合 ・ 各SROスタッフ、NewROに移る 金融サービス法改正法成立（各SRO）
3 段階-99年秋以降	・ DTI,BSC,FSCのスタッフ、NewROに移る ・ 銀行、証券会社などの監督はNewROに移る

(出所) SIB, Report to the Chancellor on the Reform of the financial Regulatory System, July 1997.

従って、業者が複数の自主規制機関に入会すると会費が重複してかかってくるので、コスト低減への圧力は自主規制機関のボードにかかってくることになる。これと並行して、SIBは規制監督の業務の規模と比較してコストが過大になっていないかどうかについて絶えず監査をしなければならぬことになっている。

(3) 規制のリストラ

第三は、規制の重複によって生じた欠陥が明らかになったときには、たえず規制のリストラを図る必要があることである。これまでに起こった重要なリストラはリテール分野におけるLAUTROとFIMBRAの統合(PIA)であった。この統合は、個人年金の販売においてLAUTROおよびFIMBRAの業者側に不適切な勧誘行為が見られ、損害賠償請求が多額に上ってしまった際に、財務状態の弱い業者を多数抱えるFIMBRAが投資家補償基金への拠出が出来ず、統合せざるを得ない事態に追い込まれたのであった。

もう一つの重要なリストラは今年の五月、労働党政権が再び咲いた時に、現在の規制体系を全面的に見直し、証券業者はもちろん銀行、保険などほとんどの金融機関の監督責任を、現在のSIBを母体に単一の機関にまとめあげようと言うもので、スーパーSIB構想と言われる。表三は、どのような監督機能が統合されるのかをまとめたものである。

以上のように、イギリスの業者監督規制における機能主義は金融イノベーションに耐えうる傾聴すべき考え方であるが、反面で規制の重複が生じ、そのことからくる問題について解決する能力と努力を持たねばならないことも忘れてはなるまい。

4 ルール違反に対するペナルティ

イギリスのFSAでは、ルール違反に対しては、刑事責任、契約無効、差止・返還命令、行政介入、解散・行政命令、民事責任（損害賠償）があり、倒産によって損害補償が得られないときは投資家補償基金から一部が支弁されることになっている。

規制当局が取りうるものは、刑事責任、差し止め・返還命令、行政介入、解散・行政命令であるが、このうち刑事責任の追及が主たる方法の方法である。ちなみにFSA施行後、九七年三月まで累計三四九件の刑事告発があり、このうち二三〇件が結審をむかえた。うち二五四人が有罪判決（無罪は三〇人）、この九割は実刑判決を受け勾留されている。差し止め・返還命令が事前に損害をくい止める方法としては有効なのであるが、それはあまりなく、刑事罰による抑止力に頼っているようである。

注

- (1) 「資産取引法」と「資産管理・運用サービス法」の二分といふことも指摘されているが、筆者にはこの分離の意味が分からない。
- (2) 業者監督規制における「機能主義」と「機関主義」の違いについてはRuben Lee. "What is an Exchange?". *Discussion Paper Capital Market Forum*. section on Business Law. International Bar Association. Vol. April. 1992. 44-45 Robert C. Merton. "A functional Perspective of Financial Intermediation". *Financial Management*. Vol.24. No.2. Summer 1995.
- (3) C.B.Gover. *Review of Investor Protection -Discussion Paper*. HMSO. 1982. ditto. *Review of*

Investor Protection Part1. HMSO. 1984.

- (4) 集合投資計画の定義(FSA七五条)。「通貨を含むあらゆる種類の財産に関する取り決めであり、目的が参加者に財産の取得、保有、管理、処分によって生じる利益に参加し、受け取ることとを可能にするもの。その取り決めは、参加者が当該財産の管理を日々支配しないものであること、参加者の利益が共同計算されること、当該財産が分割されず計画の運営者によって管理されること」。
- (5) SIBは非営利組織であり、かかったコストは原則として各自主規制機関への課徴金(SIB Fee)として割り当てる。割り当ての方法は「時間」ベースである。SIBのスタッフほどの自主規制機関のために働いているか、勤務時間を記録し、その報告に基づいて各自主規制機関に割り当てるコストを算出する。同じ配分比率をそのほかの経費（共通経費など）にも適用する。