

# 投資勧誘規制の在り方をめぐる論点

二上季代司

証券業者をはじめとする「金融商品取引業者」は、投資勧誘において投資者保護の観点から様々な規制が課せられている。これら投資勧誘規制のうち、「契約締結前書面交付の義務」や「不招請勧誘の禁止」は、二〇〇七年九月に全面施行された「金融商品取引法」（以下、金商法と略）に導入されたもので、比較的新しい勧誘規制である。導入後、五年近く経過し、所期の効果が発揮されているかどうか、検討の時期に入っているといえよう。

これに加えてまた、証券・金融・商品にわたる総合取引所実現に向けた金商法等の改正案が現在、国会に提出中である。もし改正法案が成立すれば、同じ取引所において「不招請勧誘」が禁止されている商品デリバティブと、「不招請勧誘」が禁止されていない証券・金融デリバティブが並存する可能性がでてくることになり、規制の整合性の問題が浮上してくるかもしれない。

そこで、以下では、金商法施行以降に導入された新たな投資勧誘規制において、具体的にどういった問題が生じているのかについて、簡単に論点を整理してみたい。

## 1 契約締結前書面の交付義務とその問題点

金商法は、業者に対して、金融商品取引を締結しようとする際には、あらかじめ契約締結前書面を顧客に交付

しなければならぬ義務を課している（三七条の三第一項）。この書面には、取引の内容、手数料、損失を被るリスクなど、顧客の判断に影響を及ぼすような重要事項を記載することになっている。もつとも、取引の行われるたびに交付するのは煩雑で実務のうえでも現実的でない。そこで政省令では、取引が行われる一年前以内に交付していれば、改めて交付する必要はない、としている<sup>(1)</sup>。

ところで、契約締結前書面の交付義務は、金融商品取引すべてに横断的に適用される。しかし、金融商品取引は、①商品種類、②取引場所（取引所と店頭）、③取引方法（現物、信用、デリバティブ）、④募集の勧誘か（新規発行）それとも売買の勧誘かによって、様々なバリエーションがあり、これらに連動して⑤顧客層の広がりにも広狭がある。

おそらく、こうした多様性を反映したものと思われるが、交付のやり方にある種のパターンが認められる。例えば、上場株式、個人向け国債、円建て債、外債、金銭等の預託契約については、口座開設時（新規顧客の場合）あるいは年に一回定期的に（既存顧客の場合）、まとめて合冊にして交付している。また、投資信託をはじめIPOや新規発行社債等の募集に際しては、目論見書に挟み込んで銘柄ごとに交付している。そのほか、ワラントやデリバティブ取引等のリスクの高いものについては、それぞれ個別に前書面を交付するほか、取引内容や手数料、リスクを理解できた旨の確認書を徴収する義務を証券取引所や証券業協会が自主ルールに設けている。

こうした契約締結前書面それ自体の記載内容やその交付のやり方に対して、様々な問題点が指摘されている。例えば、記載事項に法律用語が多く、初心者には平明ではない、わかり難い、といった批判が指摘される。とりわけ、上場証券、個人向け国債、円債、外債、預託契約など複数の異なった契約に関する前書面を合冊にして交付しているものは、余計にわかり難い、という批判が出ている。

他方、上場株式や公社債は昔から馴染みのある伝統的な証券商品であり、ある程度、証券取引に経験のある顧客には、その取引内容、手数料、リスクに関する事項は、わかりきった内容であると感ずるものも多い。しかしそうした場合でも、年に一回は一斉に交付しなければならぬのである。しかも、そうした経験のある顧客に限って、複数の証券会社に口座を持ち、同じような合冊された複数の前書面が自宅に送られてくる。これは紙資源のムダであり、結局、このコストは業者ひいては手数料に転嫁され顧客が負担することになる。

取引の初心者からはわかりにくく、経験のある顧客からはわかりきったことで不要とされ、他方、業者からはコスト的に負担だとされるのであれば、契約締結前書面は改善されなければならないだろう。では、どのように改善されるべきなのだろうか。

## 2 契約締結前書面の役割

この問題を解くためには、契約締結前書面の交付義務が、そもそもなぜ金商法に導入されたのか、その理念、理由、背景、すなわち契約締結前書面の本来、期待されている役割に立ち返ってみる必要がある。

契約締結前書面の期待された役割とは、業者と顧客との情報格差を解消することにあつたはずである。情報格差があることで、顧客が不当な損失を蒙ることがあつてはならないからだろう。

ところが、情報格差の程度は、実は一律ではなく、様々なのである。それゆえ、契約締結前書面の果たす役割の程度も異ならざるを得ない。にもかかわらず、現行のやり方は、それを十分考慮に入れたものになっていないように思われる。そこに根本的な問題が伏在している、と筆者には思える。

そこで、この問題を進めるためには、業者と顧客との情報格差の程度を規定しているものは何か、ということ

を明らかにしなければならない。

「情報格差の程度を規定するもの」

情報格差の程度を規定する第一の要因は、金融商品自体にある。

近年、金融工学の発展によって仕組み性の強い商品が出まわるようになった。仕組み債や各種のファンド、証券化商品等はその典型である。これらは、組成側が、意図的にその仕組み性を強め、リスク・リターンの特性をわかり難くし、商品内容をブラックボックスにして厚いマージンを抜こうとすれば、それが不可能ではない商品でもある。いわば、組成側が裁量的に情報格差を広げることが可能な金融商品である。

他方、上場株や公社債などは、仕組みが単純で、有価証券報告書など情報開示も充実し、情報格差は相対的に小さいのである。だからこそ「Plainな商品」ともいわれる。そうだとすれば、顧客への情報提供義務は後者については軽くてもよい、ということになる。

情報格差の程度を規定する第二の要因は、取引場所や取引手法にある。上場商品は価格形成・情報の上で透明性が高く、店頭取引は価格形成・情報の透明性が低い。また現物取引と信用取引、デリバティブ取引も取引の仕組み自体に難易度があり、それゆえ情報格差の程度が異なってくる。加えて、信用取引やデリバティブは場合によっては追証がかかり、当初の委託証拠金額以上の損が発生しうると言う意味で、リスクが現物取引よりも大きくなる。

情報格差の程度を規定する第三の要因は、顧客属性にある。長い投資経験のある投資家にとってみれば、上場株の現物取引の内容・手数料・リスクなどは、わかりきったことであるが、初心者や高齢者にとってみれば、その取引内容や手数料、リスクについてよりやさしい説明を加えなければ理解し難いかもしれないだろう。

したがって、もっとも説明を要すべきケースは、仕組み性のきわめて強いファンドを高齢者に販売する場合、高いレバレッジをつかった仕組み性の強い取引手法である店頭デリバティブを高齢者に勧誘する場合であり、理解の程度いかんによっては、契約締結を断らなければならぬこともありうるだろう。

一方、これと対極にあるのが、投資経験のある投資家に上場株の売買を勧誘する場合である。後者については、契約締結前書面の交付は不要ではなからうか。

しかし金商法は、こうした違いを認めず、一律横断的に交付義務を課している。そうなっているのは、金商法の「横断的性格」が関係しているのかもしれない。そこで、今度は、金商法のほうから接近して、契約締結前書面の交付義務が導入された背景を考えてみよう。

#### 「金商法の横断的性格」

金商法は、証券取引法のほかに金融先物取引法、投資顧問業法等を統合したものである。このような法律が出来た背景には、投資性の強い金融商品・サービスには横断的に同等の投資者保護規制をかぶせるべきだ、との考えから、集団投資スキームやデリバティブ取引等、幅広く規制対象に含めようとしたからであろう。こうした金融商品販売における横断的規制は、金商法成立前の二〇〇一年から施行されていた「金融商品販売法」において既に見られるが、金商法はこれを継承したと考えて良いのだろう。

信託や組合形式を使った各種ファンド、金利・為替等のデリバティブなど、旧証取法の範囲外の商品種類が増える傾向にあったが、金商法が成立したおかげで、こうした金融商品にも旧証取法と同程度の投資者保護規制を加えることができたのである。こうして、仕組み性の強い集団投資スキーム、仕組み性の強い店頭デリバティブも金商法の規制対象に含められるようになった。

その際、こうした仕組み性の強い商品、取引手法は、顧客と業者との情報格差がきわめて大きいことから、そうした情報格差を埋めるべく、取引の前に重要事実を記載した書面を交付する義務を課したのである。金商法が先例とした「金融商品販売法」(第三条第一項)では、金融商品販売の前に業者に対して重要事項を開示させる義務を課している。これをさらに一歩進め、書面交付の形にしたのである。そしてひとたび、書面交付義務を課したのならば、横断の一律に全ての金融商品にも適用せねばならず、現行のような制度になったものと思われる。

### 3 問題解決の方向

以上のように、情報格差の程度に差のあるものを、一律横断的に同じ文面の書面を交付して情報格差を埋めようとすれば、どのようなやり方が考えられるだろうか。

現行のやり方は、法令に触れない範囲で必要最小限の事項を簡略にまとめた書面を交付し、情報劣位の初心者の場合、あるいは仕組み性の強く情報格差の大きい商品・取引の場合は、これにさらに詳しい説明を加え、場合によっては理解できたかどうかの確認書を取る、といったやり方になっている。例えば、最も投資者層が広く、また取引機会が頻繁と思われる「plainな商品」(上場株、公社債等)については、まえもって上場証券や国債、円債、外債など複数の前書面を簡略化し合冊したものを用意して一斉配布し、そのうえで初心者には改めて説明を加えるというやり方が一般的である。

金商法では、契約締結前書面の記載事項について、顧客の知識・経験・財産状況、投資目的に照らして顧客に理解されるために必要な方法、程度による説明をしなければならないとしているが(三八条七号)、現行のやり

方は、書面交付のコストをできるだけ抑えつつ、書面だけで説明しきれない場合に、パンフレットや口頭説明その他の手段を使って補うというやり方だといってよいだろう。しかし、こうしたやり方が唯一無二というわけではない。

上場証券や国債など複数契約の前書面の合冊はやめて分冊とし、記載事項をもっと平明にし、備考や注記で用語説明を加え、内容豊富なものすれば、書面だけでもより理解が深まるだろう。他面、そうなれば、書面は分厚くなり、コストは嵩んでくるが、これに対しては、顧客の同意があれば交付不要とする、あるいは交付義務をはずして請求書面にするといった、交付の機会をできるだけ縮小させ、紙資源の節約を図る方向も考えられるだろう。

「貯蓄から投資へ」のスローガンは、投資者層のすそ野を広げることになり、初心者である新規顧客を開拓することにあるのだから、そうした方向への解決こそが正しい道なのだろう。

以上は、対面営業の証券会社についてであるが、ネット証券、ネット取引においては、最初から顧客の意志で書面は電磁的手法（「電子交付」）のやり方で送られている。そこで対面営業においても、顧客が同意すれば電子交付で済ませることとし、その場合に売買手数料、保護預り料等を割り引くといったインセンティブを与えれば、電子交付による書面交付コストの縮減は十分可能ではあるし、これは現行制度の枠内でも可能ではないのか。

#### 4 不招請勧誘の規制

次に、金商法以来の比較的新しい勧誘規制のうち、近い将来問題となりそうなのが、「不招請勧誘」に対する規制である。「不招請勧誘」とは、「契約締結の勧誘の要請をしていない顧客に対し、訪問し又は電話をかけて勧

誘をする行為」をさす。

金融商品デリバティブについて、金商法は、こうした不招請勧誘の禁止対象を政省令に委ねており（三八条第四～六項）、現在、禁止対象となっているものは店頭FX（外為証拠金取引）や株価指数などの店頭CFDなどで、<sup>(2)</sup>上場デリバティブについては不招請勧誘の禁止対象になっていない。

他方、農産物や工業品等の商品デリバティブについては、二〇〇五年改正商品取引所法施行により「再勧誘の禁止」<sup>(3)</sup>が導入され、これに準拠した形で農水省・経産省が「委託者の保護に関するガイドライン」を策定している。このガイドラインは、勧誘行為をかなり広くとらえ、<sup>(4)</sup>先物取引のメリットを強調するだけでも「勧誘行為」とみなし、その行為に対してすら「再勧誘」を禁止する、極めて規制色の強いガイドラインである。

さらに、二〇一一年一月から商品先物取引法が全面施行され、上場、店頭問わず商品デリバティブに「不招請勧誘の禁止」が導入された（損失限定取引については禁止の対象外）。これに伴い先のガイドラインは、「商品先物取引業者等の監督の基本的な指針」と改められたが、その厳しさはむしろ増している。

現在、審議中の金商法等改正案では、商品先物取引法上の商品（ただしコメ等の特定商品は除く）を、金融商品取引所におけるデリバティブ取引の対象となる「金融商品」の定義に加えることになった。この結果、金融商品取引所が証券・金融のほか商品のデリバティブ取引も一体として行う総合取引所に脱皮することが可能になる。しかしそうなれば、同じ取引所において、不招請勧誘を禁止されたままの商品デリバティブと禁止されていない証券・金融デリバティブが上場、取引されることとなり、勧誘規制は整合性を問われることとなるだろう。

金融商品デリバティブでは、不招請勧誘禁止の対象を店頭FX、店頭CFDに限定し、上場デリバティブを除外している。その理由は、店頭取引では価格形成が不透明であるが、取引所取引では価格形成や取引方法におい

て透明性・公正性が確保されているからである。

これに対し商品デリバティブでは、上場、店頭を問わず不招請勧誘禁止の対象とされているが、その理由は、過去において、悪質な被害が多く、苦情も多かった、という特有の事情があったからだろう。しかし、旧商品取引所法が改正された二〇〇五年以降、こうした被害、苦情は急速に減っていった。と同時に、商品取引それ自体も急速に出来高を減少させていったのである。こうした変化は、二〇〇五年に再勧誘の禁止が導入されたことと無関係ではあるまい。

「総合取引所」構想の実現は、このように「不招請勧誘の禁止」の対象をめぐって、上場デリバティブにおける勧誘規制の整合性を問うという問題提起になるだろう。この問題もまた、「総合取引所」が何を目的にした構想だったのか、ということに解決の方向性が見いだされるべきだろう。

注

(1) 「金融商品取引業等に関する内閣府令」八〇条第一項第一号

(2) 「金融商品取引法施行令」一六条の四第一項

(3) 「再勧誘」とは「勧誘を受けた顧客が契約を締結しない旨の意思を表示したにもかかわらず、当該勧誘を継続する行為」をさす。

(4) ガイドラインでは勧誘行為について、「商品先物取引の委託契約締結、または契約締結後の個々の取引の委託の意思形成に影響を与える程度に商品先物取引を勧める行為」と定義している（下線部、筆者）。

（にかみ きよし・客員研究員）