

投資サービス法の制定と資本市場の将来像

新道 仁 信

はじめに

戦後六〇年を迎える二〇〇五年から二〇一〇年にかけては、憲法改正問題をはじめ、従来にも増して大きな制度変革の時期になるものと思われる。現在、我が国は、人口の減少、教育の劣化、治安の悪化、公的債務の累積、首都圏災害の可能性など極めて深刻な事態に対する根本的な対応と明治以来整備されてきた様々な制度インフラのモデル・チェンジが迫られている。

また、経済・金融面においても、一九九六年の日本版ビッグバン以来推し進められてきた金融システム改革が丸一〇年を迎えるわけであり、二〇〇五年から二〇一〇年にかけては、金融・資本市場改革の総仕上げの時期になるものと思われる。

昨年一二月に公表された「金融改革プログラム」においては、今後二年間を金融システム改革の「重点強化期間」と位置づけ、金融システムの「安定」から「活力」へのフェーズの転換と「官」の主導ではなく「民」の力による改革の実現が強調されている。

そして、具体的施策の目玉として、ペイオフ解禁拡大の実施等と並んで、「投資サービス法（仮称）」の制定が掲げられている。

投資サービス法の制定は、証券取引法を中核とする我が国の資本市場法制に関して、ほぼ六〇年ぶりに大規模なモデル・チェンジを図ろうとするものであり、いわゆる「貯蓄から投資への流れ」に関して法的に対応するものと位置づけられる。

二〇〇四年秋から再開された金融審議会第一部会においても、ディスクロージャーや株式公開買付け制度に関して重大問題が発生するなかで、投資サービス法に関する議論が急ピッチで精力的に続けられている。

以下、本稿では、投資サービス法の背景と特色、基本的な論点及び投資サービス法の制定で想定される状況変化についてまとめてみたい。

なお、本稿の校了が二〇〇五年四月上旬である

ため、その時点における金融審議会の議論に基づきこれに言及したものであること、並びに、意見にわたる部分はあくまで筆者個人の私見であることとを予めお断りしておく。

また、「投資サービス法」については、今後の金融審議会における議論の進展をもとに、再度、さらに踏み込んでこれを論じる予定である。

一、投資サービス法の背景とねらい

「金融サービス法」が全ての金融商品に機能別・横断的な取引ルール、業者ルール、市場ルールを整備することを理念型とするのに対し、投資サービス法は、全ての投資商品（金融商品から一般の預金や保険を除いたもの）に機能別・横断的な取引ルール、業者ルール、市場ルールを整備す

ることをその理念型とする(※)。

(※) 機能別・横断的なルールの基本的な枠組みについては、金融取引の当事者間の私法的な権利義務関係の明確化に関する「取引ルール」、業者に対する行為ルールである「業者ルール」、及び、証券取引法の開示及び公正取引確保のためのルールのように市場の取引参加者全てに適用される一般的な行為ルールである「市場ルール」の三つに類型化される。二〇〇〇年六月二七日に公表された金融審議会答申では、これらを、以下の視点に立って、透明性に留意しつつ、整備してゆくことが基本とされた。

① 「取引ルール」については、これまでは一般民商法に委ねられてきたが、業者と利用者の情報格差といった金融取引の特性を踏まえると、利用者

保護に必ずしも十分とはいえないものと考えられる。したがって、利用者の保護とともに、利用者が安心して金融取引を行い得る環境を整備することにより金融取引の発展を促すため、できるだけ広範囲の金融商品・サービスを対象として、一般民商法を強化するルールを整備する。

② 「業者ルール」については、利用者被害の予防や公正取引の確保等を図るために、取引ルールを補完するものとして、業者に対して特定の行為ルールを義務づけ、同時に、現在の各業法の整合性を図り、ルールの横断化を進める。

③ 「市場ルール」については、公正・円滑な価格形成を通じた健全な市場の発展を図るため、各金融取引における価格形成機能の違いなどに反映される市場の組織化の程度を踏まえつつ、市場取引参加者の守るべき行為ルールの横断的な整備を行う。

政策理念として「金融サービス法」と「投資サービス法」のいずれを目標とすべきか意見の分かれるところであるが、以下では、一応、「投資サービス法」という理念を前提に議論を進めることとしたい。

(1) 立法論の背景

二〇〇四年秋の金融審議会第一部会で示された投資サービス法の検討にあたっての基本的な考え方は、次の五点である。

- ① 資産形成ニーズの多様化により現在の縦割りの業法が、アドバイスとともに多様な投資商品を提供できる金融機関を求める投資家のニーズに対応したものとなっているか再検討する必要があること
- ② 既存業法でカバーされない新たな投資商品

の登場を受けて、より機能別・横断的な投資者保護を図っていく必要があること

- ③ 投資サービスの融合化により、商品設計の自由度拡大やプロ間取引の規制緩和による金融イノベーションの促進を図りつつ、これに対応した投資者保護のあり方について再検討する必要があること

④ 会社法及び信託法の抜本改正に伴い、投資者保護の対象となる「有価証券」概念整理の必要があること

⑤ 資本市場への一層の信頼性の確保が必要であること（日本版SEC論）

(2) 本格的な検討に至る経緯

「投資サービス法」の検討については、昨年秋に唐突に出てきたものではなく、次のような経緯のもとで、本格的な金融審議会第一部会での審議

が開始されるに至ったと言える。

① 組合型の投資スキームに対する投資者保護
の議論

最近において「投資サービス法」が将来的な検討課題として取り上げられたのは、二〇〇三年一月二四日に公表された金融審議会第一部会報告（「市場機能を中核とする金融システムに向けて」）である。

この報告書では、組合型の投資スキームに対する投資者保護の議論を受けて、「今後、これまで投資家保護策の講じられていない投資サービスや、新たに登場するであろう投資サービスにつき、証券取引法を中心とした有効な投資家保護のあり方について検討することとしたい。また、証券取引法の投資サービス法への改組の可能性も含めたより幅広い投資家保護の枠組みについて、中

期的課題として検討を継続していくこととしたい。」とされた。

② 外国為替証拠金取引問題と金融審議会第一
部会報告

その後、外国為替証拠金取引による被害の拡大が社会問題化するとともに、これを受けて取りまとめられた金融審議会第一部会の報告書（「外国為替証拠金取引に関する規制のあり方」、二〇〇四年六月二三日公表）において、「足元で被害が急増していることを踏まえれば、外国為替証拠金取引への規制を念頭に置いた迅速な対応が必要であるが、投資サービスに関する規制は機能別・横断的になされるべきであるとの考え方を踏まえれば、当面の対応としては、金融先物取引法の改正により、通貨・金利等を原資産としたデリバティブ取引についてもその対象とするとともに、より

横断的な仕組みについては、いわゆる投資サービス法に関する議論の中で併せて議論していくことが適当である。」という考え方が示された。

また、日本版ビッグバン以来の金融システム改革の進展も、当然、「投資サービス法」制定論の底流を成すものと言える。

③ 「日本版金融サービス法」をめぐる金融審議会等の問題意識とこれまでの議論

投資サービス法と同じ問題意識から提唱されている、いわゆる「日本版金融サービス法」について言えば、議論の経緯としては、一九九七年七月に関係一三省庁の共同勉強会として発足した「新しい金融の流れに関する懇談会」が共通認識として取りまとめ一九九八年六月に公表した「論点整理」まで遡ることができる。

この論点整理では、「新しい金融の流れ」と現行法制の問題点として、次のような指摘がなされている。

まず、金融システム改革の進展や情報通信技術の革新等によって、次のような「新しい金融の流れ」が一段と加速する。

- (a) 現行の業法では想定されていない新たな商品・サービスの登場
- (b) 業態をまたがるハイブリッド型の商品・サービスの登場
- (c) 業態間の相互参入や非金融分野からの新規参入による商品・サービス提供の多様化
- (d) 機能別ないし顧客層別の分業体制のさらなる高度化
- (e) 金融サービスの提供者の組織体制の多様化
- (f) ワンストップ・ショッピング型での商品・

サービスの提供

(g) 金融取引をめぐる様々なレベルでの紛争の発生

(h) 市場・取引情報の濫用・悪用による不正行為の発生等

(i) 以上が電子取引やクロスボーダー取引で起きてくる可能性

以上のような「新しい金融の流れ」に照らすと、現行法制のままでは、次のような問題が増幅されるおそれがある。

(a) 新しい商品・サービスの登場に際して、どの業法を適用するのかがはっきりせず、これを必ずしも明確化できない場合が考えられる。

(b) 業法の適用が不明確な場合には、利用者保

護規定の不備を理由に禁止扱いではないかとの解釈がなされたり、あるいは、悪質業者が法の抜け穴を利用して利用者の被害につながるおそれがある（ただし、これについては、出資法によりカバーされる場合がある）。

(c) 何れの業法のルールを適用するのかによって取引主体が制限される場合には、縦割り規制が競争制限的に作用しうる面があることも相俟つて、規制業態間での業務分野に関する利害調整問題が生じることがある。

(d) 特定の業法が適用される結果、機能的に同種の商品であっても、他の業法が適用された商品との間で規制内容の不整合が生じることがある。

(e) 業法に基づく行政当局の監督・是正措置は、業者に対する制裁・抑止力としては機能するが、利用者等の私法上の救済という面が

不十分となることがある。

(f) 出資法（出資金・預り金の禁止）や刑法（賭博罪）等との抵触の問題があると、商品・サービスの提供者にとって法的不安定性が残る。

(g) 複数の業法にまたがるような商品・サービスの提供や、業務の多角化ないし組織形態の多様化に際して、それぞれの業法において法的な手当てが必要となった場合、各業法の法的な規定との調整等の問題から、必ずしも整合的な改正が適時に図られないおそれがある。

(h) ワンストップ・ショッピング型の商品・サービスの販売のように、特定の機能に特化して、複数の業態にまたがる商品・サービスを取り扱う場合には、各商品に関する業法が全て適用されることになり、重複規制等の負

担が無視し得ない。

(i) 情報通信技術の発達等により、業法に基づく規制の名宛人である「業者」の範囲や概念自体が曖昧化しつつある。

その結果、新しい商品・サービスの開発が阻害され、効率的な資産の運用やリスクマネーの供給が果たされなかったり、利用者保護に支障が生じるといった懸念もある。

以上のような問題意識を踏まえ、「今後、本格的な金融システム改革の進展に伴い、各種のイノベーションが広範かつ不断に進展し、現段階の想定を超えるような新たな商品・サービス、さらにはその提供手法等が創り出される可能性もあり、商品毎の縦割りの業法を前提とした法体系では、こうした変化に柔軟かつ整合的に法制を即応させていくことには、上述のように限界が生じるおそ

れがある。また、現行の業法等の適用を受ける商品・サービスに比して、ルールの内容および明確性の面で落差が大きく、こうした法制全体としてのアンバランスを改善してゆくことが金融商品・サービスの多様化とイノベーションの促進にとって重要である」との指摘があった。

その後、金融審議会においても、「二一世紀を支える金融の新しい枠組みについて」と題する答申（大蔵省の審議会としての最後の答申、二〇〇〇年六月二七日公表）がまとめられ、一九九八年以降の一連の議論を総括的に整理して、我が国において金融サービス法が必要であることを強調している。「日本版金融サービス法」の理念型は、全ての金融商品に横断的な取引ルール、業者ルール、市場ルールが整備されることであり、なお縦割りの法制が残っているものについては横断化の努力を継続すべきこと、今後の検討において機能

別の考え方（誰が行うのかではなく何をするか）に沿った対応が必要であること等が提言されている。

なお、二〇〇二年四月には、「金融商品の販売等に関する法律」が施行され、多様な金融商品が登場することを背景に、証券会社等の販売業者の顧客に対する説明義務、説明義務違反による損害賠償責任に関する民法の特例等を規定し、顧客の自己責任の前提となる取引ルールを明確にすることにより、顧客の市場参加の環境を整備した。

ただし、この金融商品販売法は、金融サービス法や投資サービス法に比べて、横断的規制の範囲が顧客の自己責任の前提となる取引ルールの明確化に限られ、その他の諸規制については各業法の存在を前提にこれに委ねられており、全ての金融商品に横断的な取引ルール、業者ルール、市場ルールが整備されたわけではない。

(3) 欧米先進国の動向と国際的な金融法制・ルールの整合性

金融のグローバル化が進展しているなかで、国際的な法制・ルールの整合性は考慮すべき重要なポイントとなっている。特に、欧米先進国においては、金融商品・サービスを幅広く横断的にとらえ、金融取引の機能面に着目した形でルールを規定することにより、広範かつ整合的な投資者・利用者保護の実現を図るとともに、ルールの適用範囲の明確化と相俟って、新商品開発等の金融イノベーションを阻害しないよう配慮されている点は、参考に値する。

英国においては、一九八六年のビッグバンとほぼ時期を同じくして「金融サービス法」(FSA)が制定され、投資物件および投資業を包括的に定義するとともに、詐欺的もしくは誤解を招くような説明行為の禁止等の一般的なルールを定めた。

投資業を行おうとする者は、証券投資委員会(SIB)の認可ないし公認自主規制機関(SRO)への加入が義務づけられた。具体的なルールについては、金融サービス法に基づいて、SIBが行う規制の原則とコア・ルールを定め、さらに業務分野毎に設置されるSROが細目を定めるといった枠組みがとられてきた。

その後、こうした規制体系については、複雑で過重であるとして一九八九年に大幅改正されたほか、一九九七年に発表された金融機関監督体制の抜本改革により大幅な見直しがされた。

そして、二〇〇〇年には、「金融サービス法」の抜本改正が行われ「金融サービス・市場法」が成立した。これにより、それまで「投資業」に限られていた規制対象が銀行業や保険業を含む「規制業務」(言わば、金融サービス業全般)に拡大されるとともに、金融サービス機構(FSA)

が唯一の規制・監督機関として明確に位置づけられた(※)。

(※) 言葉の使い方に混乱を招くものがあるが、現在、我が国で検討されている「投資サービス法」は、投資業を規制の対象としていた英国の一九八六年の「金融サービス法」(FSA)に当たり、銀行、保険も含めた横断的な業者ルールをつくるという我が国でかつて議論された「日本版金融サービス法」は、英国の二〇〇〇年の「金融サービス・市場法」(FSMA)に相当する。

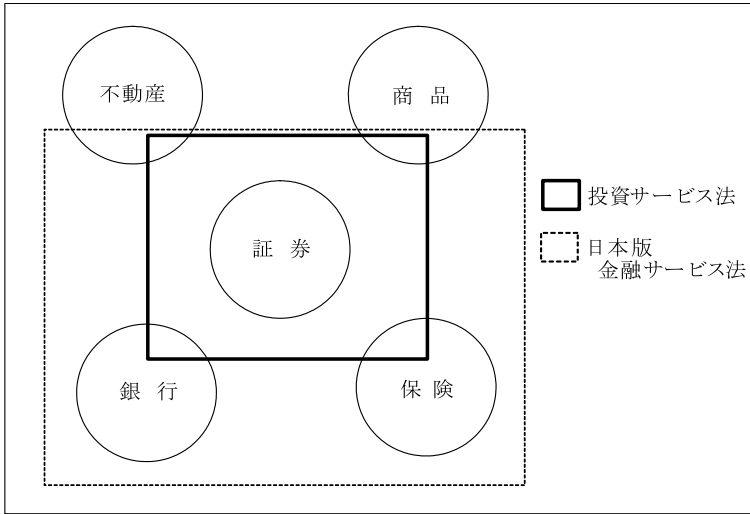
米国においては、一九三三年証券法、一九三四年証券取引所法でディスクロージャーや公正取引ルール等の一般行為規制を定めるとともに、業者ルールについては、一九三四年証券取引所法、一九四〇年投資顧問法、一九四〇年投資会社法等で

それぞれ規定する法体系になっている。このほか、先物取引については、商品取引所法の適用も受ける。ただし、判例の積み重ねを経て、証券法における「証券」の概念を幅広く解釈すること等により、実質的に一九三三年証券法及び一九三四年証券取引所法のルールが幅広く適用される法体系になっている。

米国には、投資サービス法はない。銀行・保険を除くと、投資商品は証券と先物に分類でき、それらは連邦証券規制または連邦商品先物規制のいずれか、または双方の規制に服する。ただ、米国における「証券(securities)」は、投資契約を含む法律上の定義やこれに関する判例上の法解釈により、我が国の「有価証券」に比べて幅広い概念となっており、広範に投資商品をその適用対象としている。

さらに、英米では、こうした業者等に対する行

図表 1 投資サービス法と日本版金融サービス法



為規制のほか、主に判例法により、金融取引の当事者間における権利義務関係を明らかにする私法ルールが確立されている点も注目に値する。

(4) 投資サービス法のねらいと特色

現在、検討されている我が国における「投資サービス法」制定のねらいも、金融商品に対する利用者のニーズが多様化・高度化するなかで、適切な利用者の保護と金融イノベーションの促進をともに実現させてゆくことにある。

また、今回の立法では、日本版の「金融サービス法」ではなく、「投資サービス法」の制定という方向で議論が進められている。なぜ銀行、保険を含めた「金融サービス法」ではなく、これらを含めない「投資サービス法」なのかという理由については、次のような説明がなされている。

(図表 1)

① 銀行・保険関係については、現在それなりに横断的な業者ルールが存在するが、資本市場分野とも呼ぶべき残りの分野には、横断的な業者ルールがない。資本市場の基本法である証券取引法の適用範囲は狭く、伝統的な有価証券は全てカバーしているが、新しく出てくるものについては、証券化関連商品など次々に有価証券として追加してきたが、なかなか追いつかず、どうしても全部をカバーしきれないというのが現状である。このため、隙間が拡大し、業者ルール不在の投資分野ないし投資商品が存在している（※）。

② 我が国においては、現在においても、銀行、保険、証券等について金融庁という一つの官庁により、ある意味で一元的な規制・監督がなされている。しかし、資本市場の分野については、やはり、市場という特性に応じ

た強力な市場監視体制が必要である。市場における取引（投資性商品の取扱い）は、銀行取引や保険取引（貯蓄性商品や保障性商品の取扱い）とは質が違ってくるから、そこには、米国のSECや我が国の証券取引等監視委員会のような強力な市場の番人が不可欠である。（図表2）

※ 現在、投資家保護が講じられていない投資商品として、合同会社・合名会社・合資会社の出資持分、事業型の組合等に対する出資持分、デリバティブ取引、医療機関債・学校債などが挙げられている。

従って、投資サービス法の下では、銀行・保険を除く金融サービス業務は、広く資本市場分野として、その規制対象となり、証券取引等監視委員会による強力な市場監視体制の下に置かれること

図表2 投資サービス法とエンフォースメントの強化

- ◎資本市場行政に係る体制整備（金融庁）
 - 機能別・横断的な行政組織の編成

- ◎証券取引等監視委員会の機能強化
 - 日本版 SEC 構想

- ◎自主規制機能の一元化と自主規制機関の機能強化
 - ex) 投資サービス業協会（仮称）

になる(※)。

(※) 現在、証券取引法以外の法律により投資者保護が図られている投資商品で、投資サービス法の規制対象になると想定されるものは、次の通り（括弧内は、その販売等を規律する法律）。

(a) 金融庁所管

- ・金融先物取引（金融先物取引法）
- ・変額保険（保険業法）
- ・抵当証券（抵当証券業の規制等に関する法律）

(b) 他省庁との共管

- 〔経済産業省・農林水産省〕
- ・商品ファンド（商品投資に係る事業の規制

に関する法律)

(国土交通省)

・不動産特定共同事業契約上の権利(不動産特定共同事業法)

(c) 経済産業省・農林水産省所管

・商品先物取引(商品取引所法)

(d) 経済産業省等所管

・特定商品及び施設利用権の預託等取引(特定商品等の預託等取引契約に関する法律)

以上、現在検討されている「投資サービス法」の特色は、銀行・保険・証券という既存秩序を前提にした政策的配慮から規制対象を資本市場分野に限定するとともに、証券取引等監視委員会を中心に資本市場規制に係るエンフォースメントの強化を目指すというものである。

二、金融審議会の検討状況と主な論点

金融審議会第一部会における投資サービス法の検討は、二〇〇四年九月二十八日の第二〇回から翌二〇〇五年三月三〇日の第二八回まで計九回行われており、二〇〇五年四月一五日の第二九回が一回目となる。

主要な検討事項は、次の四項目であるが、一回の審議において、①から④までについて一応の議論が為されている。

- ① 投資サービス(投資商品・投資サービス)の範囲・定義方法
- ② 業規制の横断化・柔軟化と規制のあり方
- ③ 市場監視機能・体制の強化

④ 集団投資スキーム・資産運用をめぐる法制の再整理

この四つの主要な検討事項について、主な論点を整理すると、以下の通り。

(1) 投資サービスの範囲・定義方法

① 投資商品の範囲

投資商品の範囲については、投資商品の定義のあり方、投資家保護が講じられていない投資商品の取扱い、証券取引法以外の法律により投資家保護が図られている投資商品の取扱い及び包括的な定義のあり方が主な論点となっている。

(a) 投資商品の定義のあり方

現行の証券取引法は、第二条第一項で「有価証券」を、同条第二項で「みなし有価証券」を各々

定義している。「有価証券」に表彰されていない投資家保護を必要とする権利が登場してきたことから、平成四年、これらの権利が「みなし有価証券」として保護の対象とされた。また、いわゆる証券決済法制の整備により、「有価証券」の交付のかわりに、口座簿の記録により権利の移転を行う振替制度が整備されているほか、今回の会社法制の現代化の検討にあたっては、株券については原則不発行の方向で検討が進められてきた。

IT技術の進展や海外において組成された投資商品の増加なども背景に、今後、無券面化が一般化していくであろう流れを踏まえれば、「有価証券」にとらわれず、必要とされる規制の内容を踏まえながら、投資家保護の必要な「投資商品」についての定義について考えて行くべきではないかというのが「投資商品」の定義についての基本的な考え方である。

具体的に「投資商品」を定義するにあたっては、以上の考え方を踏まえながら、個別列挙と包括的な規定を併用することにより、法的な明確性に配慮しながら、包括的な定義とすることが考えられる。なお、この点については、個別列挙と包括的な定義の併用は、個別列挙において定義から排除されたものが包括的な定義に入るかが不明確となることから、包括的な定義を置いた上で適用除外を規定するほうがわかりやすいとの意見がある。

(b) 投資家保護が講じられていない投資商品の
取扱い

法律による投資家保護の講じられていない投資商品については、機能別・横断的なルールより投資家の保護を図ることが望ましい(一)(4)参照。

(合同会社、合名会社、合資会社に対する出資
持分)

会社法制の現代化に向けた会社法案においては、株式会社と有限会社を一つの会社類型(株式会社)に統合することや、有限責任で会社の内部関係について組合的規律が適用される特徴を有する新たな会社類型(合同会社)を導入することが規定されている。なお、合同・合名・合資会社については、社員の変動又は責任の変更(有限・無限)に応じて類型を相互に変更しうる、乃至、変更されるものとされている。

このうち、合同会社については、社員全員が有限責任とされていることから、その持分は株式に類似するものと考えられ、その出資持分については、会社法制の現代化と併せて、みなし有価証券に指定すべきである。

一方、合名・合資会社については、社員に無限

責任の者があることから、株式会社との類似性でこれを論じることは必ずしも適当ではないとも考えられる。

(事業型の組合等に対する出資持分)

二〇〇三年の第一部会における議論を踏まえ、投資型の組合(ファンド)のうち有価証券等に投資するものについては、みなし有価証券とされた。一方、近年、組合員から出資を受け、映像・音楽ソフトを作成したり、ラーメン店舗を営んだり、公演を行うなどの事業を行う事業型の組合(ファンド)も多数組成されてきている。

これらの投資商品については、インターネット利用者のさらなる拡大などにより、今後さらに多様化することが見込まれる。投資型の組合のうちみなし有価証券とされていないもの、事業型の組合のうち有限責任の出資持分については、投資者

保護の観点から、みなし有価証券とすべきものと考えられる。

(デリバティブ取引)

金融先物取引法の一部改正においては、一般顧客との間で店頭金融先渡取引、直物為替先渡取引等の店頭金融デリバティブ取引を行う場合、金融先物取引法による投資者保護の対象とすることとされた。

今回の法改正においては、外国為替証拠金取引とこれに類似する取引を規制することを目的としたものであることから、スワップ取引、クレジット・デリバティブ取引等の店頭金融デリバティブ取引については規制の対象に含まれていないが、これらの取引についても投資家保護の対象としていくことが適当ではないか。また、IT技術の発達により、これらを預金などと組み合わせた商品

も今後ますます増加するものと見込まれ、このような商品についても広く対象とすべきか。

この場合、これらの取引は、金融先物取引法の対象となるが、金融先物取引法と証券取引法との規制の差異も踏まえつつ、これを統合することについてどのように考えるか。

証券・金融商品以外の資産を原資産とするデリバティブ取引についてどのように考えるか。また、損害保険のうち、類似の機能を有するものについてどのように考えるか。

(医療機関債・学校債)

医療機関債については、民法上の消費貸借として行う金銭の借入れに際し、これを証する目的で作成する証拠証券をいうものであり、証券取引法上の有価証券には該当しないと定義されているが、証券取引法上の債券との平仄を考えれば、政

令指定する方向で検討を行うべきではないか。

ただし、一億円を超える程度の医療機関債に毎年一千万円〜三千万円の監査費用をかけることは現実的でない等のコメントが寄せられていることについてどのように考えるか。

また、同様の債券として、学校債があり、これまでは学生の父母など学校関係者を資金調達先の対象としていたが、最近、一般に募集を行う動きも出てきている。このため、これについても政令指定する方向で検討を行うべきではないか。

(c) 証券取引法以外の法律により投資者保護が

図られている投資商品との関係

証券取引法以外の法律により投資者保護が図られている投資商品についても、投資者保護等の観点から規制の整合性を図る必要があり、機能別・横断的な法規制の対象とすることが検討課題とな

る。検討の対象となりうるものの取扱いについては、現行の証券取引法にこれを取り込んだ場合の影響や規制の差異について、まず、検討を行うこととしてはどうか（—(4)参照）。

(d) 包括的な定義のあり方について

包括的な定義のあり方については、米国における証券の定義を巡る議論等（※）や我が国におけるこれまでの規定の例を踏まえ、どのような定義が考えられるか。

（※）例えば、米国の判例で投資契約に関する基準

として示された有名なハウイ・テスト（Howey test）では、オレンジの樹木の販売に加えて、売主が育成・収穫・販売しその収益を交付する契約が投資契約に当たるかという事案に関連して、次に掲げる基準に該当する契約に基づく権

利を「証券」とする。

- ① 資金の投資（investment of money）
- ② 共同事業に（in a common enterprise）
- ③ 利益の期待（with an expectation profit）
- ④ 他人の努力から（from the efforts of others）

② 投資サービス業の範囲

投資サービス業の範囲については、(a) 販売・勧誘等、(b) 資産運用・助言、(c) 資産管理、(d) 仕組み行為の取扱いについての考え方、特に、資産運用・助言について参入・行為規制を課すべき範囲、資産運用と仕組み行為との関係等について整理していくべきではないか。

(a) 販売・勧誘、売買（ディーリング）、仲介（ブローカレッジ）、引受（アンダーライティング）、売り出し（セリング）（多角的取引システム（MTF）の運営を含む）。

現在の証券取引法は、これらの行為を規制対象としているが、投資商品の範囲が広がった場合においても、これを引き続き規制の対象とすることによりよい。

証券取引法においては、発行者自身による募集自体については業者ルールの適用がないが、例えば、投資信託の直販や商品ファンド・不動産特定事業については自己による募集も業者ルールの適用を受けており、今後、証券取引法の対象となる投資商品が拡大することにより、発行者自身による募集のうち一定のものについては業者ルールの適用が必要となるのではないか（※）。

（※）米国、英国においては、原則として、発行者自身による募集を業者ルールの対象としている。

(b) 資産運用（アセット・マネジメント）、助言（アドバイス）

現在、証券投資顧問業法は、有価証券の価値等また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が、投資商品の範囲の拡大等に併せ、資産運用と助言についてどこまでを規制の対象とすべきか。

（注）資産運用については、証券投資顧問業法のほか、商品ファンド法が商品先物や一部商品（商品先物の原資産、競走馬、映画等）について、信託業法、投資信託・法人法が信託財産の運用について、保険業法が保険資産の運用について

各々規制している。

特に資産運用について、これまで同様、有価証券・商品先物等のみを対象とすべきか、それとも、投資商品を含む資産の運用一般まで対象とすべきか。また、信託会社、信託業法上の指図権者、投資信託委託業者による運用については、その資産内容が有価証券や商品先物等でなくとも運用規制等の対象とされるが、これらとの関係についてどう考えるか。

(注) 米国においては、証券の価値等や証券への投資に対する助言、英国・EUにおいては、投資商品を含む資産の運用、投資商品に関する助言が規制の対象とされている。

(c) 資産管理（カストディ）
資産運用における資産等の管理行為について

は、集団投資スキーム毎に分別管理や運用会社と保管会社との分離、保管会社の資格要件（信託会社等）が定められているが、資産運用における資産等の管理行為について、別途、規制を拡充する必要があるか。

(d) 仕組み行為

仕組み行為及びこれに係わる投資サービス業者を規律する法制としては、投資信託・法人法、信託業法、商品ファンド法、不動産特定共同事業法等が存在し、それぞれ投資サービス業者として、投資信託委託業者、信託会社、商品投資販売業者、不動産特定共同事業者等が仕組み業者（兼販売業者）とされているが、これらの関係についてどのように考えるか。

また、規制の対象とすべき仕組み行為の範囲についてどのように考えるか。適切な開示を含む、

販売・運用・資産管理に関する規制を前提とすれば、仕組み行為についての規制は必要ないと考えてよいが。

(注) 米国においては、仕組み行為自体について規制は行われていない。一方、英国・EUにおいては、集団投資スキームの仕組み行為等は包括的に規制の対象とされている。

(e) その他

以上のほか、アナリスト、格付け機関といったファイナンシャル・ゲートキーパー等についても検討すべきであるという意見がある。

(注) EUにおいては、「企業の資本構成・業界戦略及び関連事項に関する助言、企業の合併・買収に関する助言及びサービス」が付随業務とされてきたほか、今回の改正により「投資調査及

び財務分析または金融商品の取引に関するその他の形式での推奨」が付随業務に加えられた。

なお、規制の名宛人となる「業者」の考え方としては、一般に「当該行為を反復・継続して行う者」とされ、証券取引法においては、「(売買等の) 行為のいずれかを行う営業をいう。」とされている。

(注) この「営業」については、一般には、営利目的があり、反復継続性のある行為で、対公衆性の認められる行為とされている。

一方、問題を起こしているのは、このような「業者」ではない者、言わばノンプロであるとの意見も踏まえれば、「不特定多数の者を相手として当該行為を行なう者」を「業者」の範囲に含めるなどの手当てが考えられるのではないか。

(注) このような考え方については、ルールの横断性・包括性の観点から、行為類型や取引実態に応じ適宜ルールの緩和や適用除外を設けるべきとの指摘もあった。また、「不特定多数」については、形式的には特定しているが実質的に不特定多数である場合、発行時点では私募でも流通市場で不特定多数の者が購入する可能性がある場合等についてルールの明確化が必要との指摘もあった。

また、「営利目的」についても、同様の視点から検討を行う必要があると考えられる。

(2) 投資商品・投資サービス業に係る規制のあり方

① 規制の枠組み
販売・勧誘等に関する規制を中心とする証券取

引法においては、開示規制(第二章)第二章の四)、業規制(第三章)、自主規制(第四章)、セーフティ・ネット(第四章の二)、市場(取引所)規制(第五章)第五章の三)、不正取引規制(第六章)第六章の二)といった規制により投資サービスにおける投資者保護を図っている。

また、資産運用・助言に関する規制を中心とする証券投資顧問業法においては、業規制(第二章)第五章)、自主規制(第六章)が規定されている。

これらの枠組みを基本として他の法律との一元化や規制のあり方について、検討を進めて行くことが考えられる。

② 本来・付随・兼業業務の範囲

(a) 本来業務としての販売・勧誘業務と資産運用・助言業務

現在、証券分野についてみると、販売・勧誘等に関するルールは証券取引法、資産運用・助言に関するルールは証券投資顧問業法に各々定められている。これは、認可投資顧問業者が原則専業制であることなどを理由とするものと考えられるが、ラップ口座にみられるように、必要な弊害防止措置を講じつつ、複数の業を兼業することによりサービスの高度化を図っていく方向にあることや、ワンストップ・サービスへのニーズの高まりを踏まえれば、それぞれの類型に応じた規制を検討しつつ、ともに本来業務として位置づけることが望ましいのではないか。また、助言業務についても本業として整理し、必要な行為規制を証券投資顧問業法より移管することが望ましいのではない

いか。

また、販売・勧誘業務の対象となる投資商品の範囲については、ポートフォリオの対象となるものをできる限り幅広く対象とするともに、資産運用・助言業務についても、これに併せて対象を定めることが望ましいのではないか。

(b) 付随・兼業業務の範囲

証券取引法における付随・兼業業務については、これまでも拡大されてきたところであるが、さらにこれまでの兼業事例などを念頭に付随・兼業業務の範囲を拡大すべきではないか。

③ 参入規制のあり方

参入規制については、現行の各業法における規制を基本として、業務内容に応じた要件を定める（いわゆる「業規制の柔軟化」）こととし、その内

容については必要に応じ、事前規制から事後規制への流れを踏まえて調整する（具体的には、規制の明確化を図り、事前規制における行政裁量を制限するため、投資サービス業務の内容に応じて要件を明確化し、「登録制」とする）ことが望ましいのではないか。

例えば、財務要件については、店頭デリバティブ取引や保護預りを行わない業者や仲介のみを行う業者については自己資本規制比率を一定以上とすることは求めず、一定の自己資本や純資産などを要件とすれば足りるのではないか。

なお、登録要件を定めるにあたっては、投資サービス業者自身によるコンプライアンス強化が図られるよう留意すべきではないか。

また、商号制限（証券会社）についてどのようを考えるか。

④ 行為規制等のあり方

行為規制についても、証券取引法や証券投資顧問業法を基本としつつ、販売・勧誘等と資産運用・助言という業務の類型、投資商品の内容に応じた規制内容（業規制の柔軟化）を検討していくことが望ましいのではないか。

(a) 受託者責任の考え方

投資者の保護を図り、その資本市場への信頼を確保していくためには、投資サービス業者の受託者責任を一層明確にしていくことが求められる。

特に、市場型間接金融が有効に機能するためには、販売業者、資産運用・助言業者、ファンドの業務執行者等がそれぞれの受託者責任を確実に果たすことにより、より効率的な市場が実現されるようにしていくことが重要であると考えられる。

広く投資商品の販売業者一般に対して、誠実公

正義務を業務上の義務として横断的に義務づけるべきではないか。

資産運用・助言業者一般について、横断的に、忠実義務等の義務を課すべきではないか。

適合性原則、最良執行義務、顧客に対する説明・書面交付義務、顧客を害する各種行為の禁止等については、受託責任を具体化したものと言えるが、これらについてどのように考えるか。

(b) 販売する投資商品に応じた行為規制のあり方

元本保証があるもの（例 国債）、投資元本までの元本欠損のおそれがあるもの（例 株式、投資信託）、元本以上の損失が生じるおそれがあるもの（例 先物、オプション）といったように、投資商品のリスクに応じた投資者保護のあり方を検討すべきではないかという意見がある。

(c) 公衆縦覧型ディスクロージャーについての考え方

証券取引法においては、適用免除証券を除き、有価証券の公募を行う場合、発行者による公衆縦覧型のディスクロージャーの義務づけが行われている。公衆縦覧型のディスクロージャーは、投資商品についての情報が透明性の高い方法で提供されることを確保するためのものであり、このディスクロージャーの枠組みは「投資サービス法」においても原則として維持されるべきものと考えらる。

一方、抵当証券、変額保険、信託受益権、商品ファンド、不動産特定共同事業については投資商品に係る権利の譲渡を禁止する反面、情報提供については相対で行うこととされている。これらの投資商品についても、公募の場合、公衆縦覧型のディスクロージャーを行うことが望ましいと考え

られる。どのような場合について、譲渡性が制限されている持分について引き続き相対での情報提供で足りると考えるべきか。

(d) 「ホールセールとリテール」乃至「プロとアマ」の区分

(公衆縦覧型のディスクロージャーにおける「プロとアマ」)

証券取引法においては、適格機関投資家として、金融機関のほか、例えば、保有有価証券一〇〇億円以上の有価証券報告書提出会社で届出を行った者が定められており、適格機関投資家のみを対象に有価証券を発行する場合にはプロ私募として有価証券届出書の提出が免除されている。この適格機関投資家の範囲については、非登録証券についての転売制限の課せられない適格機関投資家を定める米国のルール一四四Aとほぼ同

等であるが、募集に伴う登録義務の適用除外を定めるレギュレーションD（ルール五〇一）が定める自衛力認定投資家の範囲に比べればより厳格なものとなっている。

規制の適切性を確保する観点から、投資リテラシー（能力・教育）の現状を踏まえつつ、当初のプロ私募の対象となる適格機関投資家の範囲について拡大していくことについてどのように考えるか。その具体的な基準や適用除外に関する選択権の行使（オプト・イン、オプト・アウト）についてどのように考えるか。

（その他の行為規制における「プロとアマ」）

EU新投資サービス指令においては、欧州委員会は、誠実公正義務、情報提供義務、適合性の原則、書面交付義務などについての実施細則については、顧客がアマであるかプロであるかを考慮し

つつ定めることとされている。また、プロとほぼ同義である適格取引先との取引については、これらの義務や最良執行義務、顧客注文取扱規則ルールは原則適用されないこととされている。この例に倣い、行為規制についてプロとアマで差を設けることが考えられる。また、プロとアマの具体的基準やオプト・イン、オプト・アウト等についてどのように考えるか。

(e) 適合性の原則

証券取引法及び金融先物取引法においては、販売業者について適合性の原則の遵守が定められているが、これを投資サービスの販売業者について幅広く義務づけるべきではないか。また、資産運用・助言業者への義務づけについてどのように考えるか。

ヨーロッパにおいては、資産運用・助言を行う

場合の適合性 (suitability test) とその他の投資サービスを提供する場合の適合性 (appropriateness test) に分け、前者については、後者についても要求される知識・経験のほか、財務状況・投資目的を勘案することとされている。

(f) 広告規制

金融先物取引法の一部改正においては、広告における表示事項などについて踏み込んだ規定が整備されたが、同様の広告規制を投資サービス全般について横断的に規定することについてどのように考えるか。

なお、現行法においては、一般に、業者と顧客が一对一の関係に立つものは「勧誘」、一对不特定多数の関係に立つものは「広告」とされており、ホームページについては一般に「広告」に、ファックスについては一般に「勧誘」に当たると

考えられるが、このような類型を別途分類する必要性についてどのように考えるか。

(g) 手数料の開示

手数料の開示についてどのように考えるか。

(h) 不招請勧誘の禁止

取引を希望しない消費者に対する勧誘いわゆる「不招請勧誘」の禁止に関する規制の適用範囲についてどのように考えるか(※)。

(※) 不招請勧誘の禁止は、金融先物取引法の一部改正で導入されたが、投資サービス法制の整備に当たり、これを投資サービス一般に原則として適用すべきだという考え方もある。ちなみに、英国では、価格変動の激しい金融商品について、顧客の要求に基づかない電話・訪問勧誘

を禁止しているが、適用対象が基本的に個人顧客(アマ)に限定されているとともに、例外も定められている。

(3) 集団投資スキーム(ファンド)規制のあり方
インターネットの普及などを背景とした各種ファンドの登場や、投資事業有限責任組合・有限責任事業組合・合同会社等の新たなビークルの導入などにより、集団投資スキーム(ファンド)の多様化が進んでいる。今後とも、信託法の改正等によるビークルの変化や多様化が想定される。このような動きを踏まえ、資産運用業者に係る規制内容等の検討と併せて、以下の論点が検討課題となる。

① 仕組み規制のないファンド

現在、仕組み規制のないファンドについて、(i)

ファンド規制の範囲（ピークルの範囲、ファンドの投資対象、適用除外の対象（※）等）、(ii) 具体的な規制のあり方（ファンドの届出・監督、資産管理、運用者の資格要件、受託者責任・利益相反防止措置等、ディスクロージャー）についてどのように考えるか。

(※) 集団投資スキームの定義と適用除外を法律上明確にすることが重要と考えられる。

② 既存のファンド法制についての再検討

(a) ファンド法制についての考え方

既存のファンド規制法においては、(i) 販売についての監督、(ii) 運用についての監督、(iii) ファンド自体の監督、(iv) ピークルの組成についての規制などが一体として規制されているものが多い。

例えば、投資信託・法人法においては、投資信託・投資法人といったピークルの組成、そのピー

クルをベースとしたファンドについての規制・監督のほか、運用者である投資信託委託業者の運用・直販についての規制が規定されている。また、信託業法においては、受託者である信託会社、商品ファンド法・不動産特定共同事業法においては、販売業者に対する規制を軸としてファンドの組成・運用・販売に関する規制が規定されている（商品ファンド法は運用規制を商品投資顧問業者への規制として規定している）。

このような各ファンド規制法の構成については、金融商品における製販分離や金融のアンバンディング化の流れ、機能別・横断的なルール整備等の考え方を踏まえれば、規制の内容毎に、順次、これを再整理することを検討していくことが必要ではないか。

例えば、ファンドの運用・販売については、投資サービス業者への規制のあり方の中で議論して

きたが、このほか、ファンドの規制・監督に関する規定のうち、可能なものについては、仕組み規制のないファンドと併せ、投資サービス法において横断的に規定することが考えられる。

(b) 信託法改正に伴う法制の見直し

信託法の改正に向けた検討において、集団信託のガバナンスのあり方や受益権の有価証券化などについて議論が行われている。これに併せて、投資信託・法人法やSPC法についてどのような見直しを行うべきか(※)。

- (※) 信託法理が適用される場合においても、投資サービス法の規制対象となるか否かは、当該金融商品の実態によって判断されることになろう。

(c) その他の論点

このほか、ファンド法制についてどのような見直しを行っていくべきか。例えば、現行のピークルの使い勝手やガバナンスなどについてどのように考えるか。また、今後、ファンドが市場において果たす役割や求められる透明性についてどのように考えるか。

(4) ルールの実効性の確保(エンフォースメント)

参入・行為規制を担保するためのエンフォースメントのあり方について、主な論点は、以下の通り。

① 資本市場行政の体制整備

投資商品の範囲の拡充をはじめとする法制全体の整備に併せた、資本市場行政に係る体制の整備

のあり方についてどのように考えるか。いわゆる「日本版SEC」論に代表される問題意識にどのように応えていくべきか。

(a) 体制整備のあり方

今後、投資サービス法制の整備に伴い、行政の対象となる投資商品・投資サービスが大幅に増加すると見込まれること、事後監視型制度の徹底に伴いプレーヤーの増加・事務量の増加が見込まれること、また、日本市場を投資家に信頼される世界の金融センターの一つとするという目標からすれば、引き続き企画立案、監督、監視（検査）の各部門について大幅な体制強化を図るとともに、組織の再度の再編が必要となるのではないか。

(b) 関係省庁との連携強化

投資サービス法制において、幅広い投資サービ

スを対象とし、金融の機能面に着目した横断的な投資家保護法制・ルールを策定していくことを考えると、今後ますます関係省庁との連携が重要になると考えられる。具体的に、どのような連携が図られるべきか。

② 市場監視機能の強化

市場監視機能をさらに強化していくことが必要であると考えられる。例えば、課徴金のあり方や民事責任規定の整備が論点となる。

③ 自主規制機関の機能強化

投資サービス法制の整備に伴い、自主規制機関の機能強化も重要になる（※）。

（※） 自主規制機関の機能強化に関しては、監督官庁による直接規制との調整や自主規制機能の一

一元化による重複規制の回避が留意されるべきである。

(a) 自主規制機関間の連携等

投資サービス法制において、幅広い投資サービスを対象とすることに伴い、関連する自主規制機関間の連携が重要になると考える。特に、苦情処理・あつせん業務については、業態横断的な取り組みが必要になると考えられるが、これについてどう考えるか。

(b) 自主規制機関のあり方

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（FSA）の設立に当たり、それまで存在した自主規制機関（証券・先物委員会、投資管

理規制団体、個人投資委員会）は金融サービス機構に統合されている。

米国においては、NYSEのガバナンス問題を契機として、今般、SECより、証券取引所、証券業協会等の自主規制機関（SRO）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（※）が公表されたところである。

日本における今後の自主規制機関の自主規制機能強化のあり方、ガバナンスの強化についてどのように考えるか。

（※）SECが公表した自主規制に関するコンセプト

ト・リリースの内容

・SROは、会員との関係、市場運営との関係、上場企業との関係、及び、自らの株主との関係で内在する利益相反が存在する。また、複数の

SROが存在することによる非効率、市場間競争の進展による違法取引監視の困難化、自主規制に必要な資金を如何に負担するか、といった問題が存在する。

・このような問題に対処する観点から、以下のようなSRO改革の選択肢をパブリック・コメントに付している。

- ① 現状維持
- ② 自主規制機能と市場運営機能の別会社化の義務づけ
- ③ 市場規制のみ現状維持。その他の規制機能については、これを行う統一機関を設ける〔ハイブリッド・モデル〕
- ④ ③について、その他の規制機能について分離を求めるが、統一機関とはしない〔競争的ハイブリッド・モデル〕

⑤ 自主規制全般を行う単一のSROを設ける

⑥ SROでない（PCAOB）^{（※）}類似の新たな規制機関を設ける

^{（※）} 公開企業会計監視委員会

⑦ SROを廃止し、SECが全ての機能を担う

④ 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どのように図っていくべきか。例えば、登録要件において、よりコンプライアンスを重視した要件を課すことや、内部統制の強化のあり方、業者の規模に拘らず内部統制も含めて公認会計士による監査を義務づけることについてどのように考えていくべきか。

三、投資サービス法の制定で想定される状況変化

想定される投資サービス法の制定によるプラス効果は、本法のねらいである金融消費者保護と金融イノベーションの促進が実現することであり、簡明で実効性の高い資本市場法制が実現することであろう。

一方、想定されるそのマイナス効果は、制度設計の不備と規制強化による商品開発面や営業面における自由度の後退であろう。

また、業規制の横断化・一元化による機能別規制の強化と市場監視機能・体制の強化という制度面の変化がもたらす資本市場及び業界の状況変化も甚大であろう。

(1) 貯蓄から投資の流れは加速するか

投資サービス法の制定は、我が国金融システム改革の大きな目的の一つである「貯蓄から投資への流れ」を加速させるための法的なインフラを整備するという意義をもつ。ただし、投資サービス法が「貯蓄から投資への流れ」を加速させるための法的なインフラとして機能するためには、投資家教育の普及やコーポレートガバナンスの強化等による投資家や発行会社の成熟に加えて、金融イノベーションの促進と仲介業者による良質な投資商品・サービスの供給が重要な前提条件となる。

(2) 金融イノベーションの促進と良質な投資商品・サービスの供給

投資サービス法の制定は、資本市場に係る法体系及び市場監視体制の整備・効率化という意味をもつが、金融システム改革におけるその本質は、

規制緩和ではなく、規制強化である。

従って、その考え方に行き過ぎがあったり、制度設計に不備があったりすれば、投資サービス法の制定により、かえって金融イノベーションが阻害され、良質な投資商品・サービスの供給が減退するというような事態が想定される。既に合理的な秩序形成がなされている分野に対して新たに規制が強化されたり、規制の対象や範囲が法的明確性に欠け関係者の予見可能性が阻害されたりすれば、投資サービスの立法目的が達成されないばかりか、有害無益な制度変更に終わってしまう。

一〇年に及ぶ金融システム改革が完成をめざしつつ加速されている現在、民間の自助努力もあり、近時、新しいタイプの投資信託の開発や証券化市場の拡大が新聞紙上等で顕著になっている。こうした流れにいささかでも水を差すような行為は、厳に慎むべきものと思う。

(3) 業態の融合と機能別規制の強化による資本市場および業界の変容

投資サービス法の規制は、金融業務の自由化と業態の融合をはじめ、我が国の金融システム改革で惹起された資本市場と業界の構造変化を制度面からさらに加速させよう。

投資サービス法の制定により、業規制の横断化・一元化による機能別規制の強化と市場監視機能・体制の強化が図られることになれば、その制度面の変化がもたらす資本市場及び業界の状況変化は甚だ大きい。

また、こうした観点から、投資サービス法の制定は、金融コングロマリットの形成に対応する法整備と連動しているとする見方が多い。

この関係で当面想定される状況変化をいくつか指摘すれば、概ね、次の通りである。

- ① 今後、投資サービス法の規制対象となる投資商品・サービスを現在規制している各業法の大幅改正（改廃）が行われ、業者ルールが投資サービス法に一元化されるとともに、各業界団体のもっている自主規制機能も一元化される。
- ② 証券取引法は、証券業の業者ルールから投資サービス業全般の業者ルールへと規制対象が拡大され、投資サービス法という上位の一般法規として、発展的に解消される。
- ③ その際、機能別規制の強化という観点から、兼業規制など現行の業態区分を前提とした諸規制の再検討が行われることになろう。
- ④ 証券取引等監視委員会の機能強化とともに、一元化された自主規制機関の組織・機能の強化が必要となる。
- ⑤ 各業界団体の役割は、業界振興を主たる目

的とした同業者団体としての機能に特化してゆくことになろう（※）。

（※）日本証券業協会については、その自主規制機能としての機能が発展的に投資サービス業全般に活用されてゆく可能性が高い。

とくに、証券市場と証券会社に関して言えば、銀行本体による証券業務の拡大に加えて郵便局の証券進出が予定されるなかで、「証券界」のアイデンティティ（自己同一性）がまさに問われることになろう。

また、証券業（販売・勧誘業務）と証券投資顧問業（資産運用・助言業務）との融合や商品・不動産規制と証券規制との融合が現実化し相互に大きく影響し合うことになろう。

四、立法をめぐる環境と今後の展望

現在、金融審議会第一部会では、本年六月を目途に投資サービズ法に関する基本的な考え方を取りまとめるべく、活発な議論が続けられているが、投資サービズ法制に係る法案の国会提出は、二〇〇六年乃至二〇〇七年と予想される。ただ、立法化への道程は必ずしも平坦とは思われない。二〇〇四年から二〇〇五年にかけて、西武鉄道による有価証券報告書の虚偽記載問題やライブドアによるニッポン放送株の買収問題をはじめ、我が国証券市場の信頼性と資本市場法制の健全性を根底から揺るがす重大事件が相次いで発生した。これらについては、将来的に現行制度の不備を補完すべく、立法面で迅速な対応がなされたことは

一応評価できるものの、現状における投資家や発行人等々の不快感や不安感を払拭するものでないことは明らかである。

一般の国民感情からすれば、まずは現行法の枠組みを前提にその不備を是正し、国民経済と資本市場の危機的状況に迅速的確に対処することが最優先の課題と言えよう。今住んでいる家が炎上している最中にこれを消し止めることなく、家屋の新築計画を話し合っている人は居まい。通常は、当面の消火作業と敷地の整備・地固めが先決事項であろう。

例えば、制度面では、現在、会社法制の現代化が実現しようとしているが、現行商法と証券取引法の整合性とか企業法制と資本市場法制の調和という観点からの議論や法整備が投資サービズ法の議論に先立ってなされて然るべきものと考えられる。また、我が国資本市場の実態という側面では、投資

家や発行会社の成熟度や仲介業者により供給される投資商品・サービスの動向を見極めつつ、法整備を図ってゆることが重要であろう(※)。

(※) 金融審議会第一部会においても、第二八回会合において論点⁵が追加され、市場やディスクロージャー制度のあり方が議論されている。

おわりに

以上、投資サービス法の制定にあたっては、証券取引法を中核とする我が国資本市場法制のほぼ六〇年ぶりの根本改正であることに鑑み、我が国金融システムの長期展望に立って、関係業界等による共通の理解が得られるよう、時間をかけて、十二分に議論を尽くすべきものと考え、国際基準が充足されるとともに、国民性に適合した日本

型の制度インフラが整備されるのでなければ、真に国際競争力を有する金融システムと活力ある資本市場は実現しないであろう。投資サービス法の導入に限って安普請は許されない(了)。

(しんどう) のぶ・当研究所主任研究員