

資料

金融審議会第一部会報告（「投資サービス法（仮称）に向けて」）について

昨年12月22日に金融審議会金融分科会第一部会報告「投資サービス法（仮称）に向けて」が公表された。

今回の報告書は、一昨年から金融審議会において精力的に審議が進められてきた「証券取引法」の全面的な見直し作業の結果を報告したものであるが、当研究所においては、昨年10月に東京大学の神田秀樹教授（金融審議会第一部会長）から「投資サービス法への展望——中間整理と主要な論点——」と題する御講演を行っていただき、その講演録を「証券レビュー」（平成17年12月号）に掲載したところである。その際、あわせて、平成17年7月に発表された「中間整理」も全文紹介したが、今回、最終報告が提出されたので、これまでの継続性の意味も含めて、「投資サービス法（仮称）に向けて」を全文紹介することとした。

なお、この報告を受けて、金融庁では、今年の通常国会に法案を提出する予定であり、現在そのための準備作業を進めている。今年の国会で新しい法案が成立した場合には、緊急を要するものは早期に施行されるが、「投資サービス法（仮称）」のその他の部分については平成19年からの新法施行になるものと見込まれている。今後、このような証券市場の基本インフラである法制の抜本的改正により、我が国金融・証券市場は新時代に向けて大きな第一歩を踏み出す時期を迎えている。

— 投資サービス法（仮称）に向けて —

金融審議会金融分科会第一部会報告

平成17年12月22日

目 次

はじめに	・ ・ ・ 1
I. 「投資サービス法（仮称）」の趣旨・目的	・ ・ ・ 2
II. 「投資サービス法（仮称）」の対象範囲	・ ・ ・ 6
III. 「投資サービス業（仮称）」の業規制	・ ・ ・ 10
IV. 「投資サービス業（仮称）」の行為規制	・ ・ ・ 13
V. 特定投資家（プロ）と一般投資家（アマ）の区分	・ ・ ・ 17
VI. 集団投資スキーム（ファンド）	・ ・ ・ 20
VII. 開示規制	・ ・ ・ 23
VIII. 取引所	・ ・ ・ 27
IX. 自主規制機関	・ ・ ・ 30
X. 民事責任規定、エンフォースメント及び金融経済教育など	・ 32
おわりに	・ ・ ・ 35

はじめに

金融審議会は、平成12年6月の答申「21世紀を支える金融の新しい枠組みについて」において、利用者保護とイノベーションの促進を図るため、機能別・横断的なルールとして「日本版金融サービス法」が必要であるとしている。この「日本版金融サービス法」の第一歩として、金融商品販売法の制定と集団投資スキームに関する法整備が行われた。

金融審議会金融分科会第一部会では、機能別・横断的法制を目指す「日本版金融サービス法」の理念を受け継ぎ、一昨年の当部会報告「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うとともに、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い、本年7月7日、「中間整理」を取りまとめた。

「中間整理」については、金融庁ホームページなどをつうじた意見募集を行ったところ、広範にわたる関係者から多数の貴重なご意見が寄せられた。当部会では、本年10月5日の審議の再開以降、これらの意見も参考として、「投資サービス法（仮称）」の法制化に向けた検討を行ってきた。

この間、当部会の下に設置された公開買付制度等ワーキング・グループでは、最近のM&A（合併・買収）件数の増加やその態様の多様化、株式の大量取得事例の増加などを受け、公開買付制度及び大量保有報告制度の見直しについて、幅広く検討が行われた。

本報告書は、当部会におけるこれまでの検討結果をとりまとめたものである。

I. 「投資サービス法（仮称）」の趣旨・目的

1. 利用者保護ルールの徹底と利用者利便の向上

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。企業など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越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。

このような金融環境の変化、また業者と利用者の情報格差といった金融取引の一般的特性を踏まえると、利用者に自己責任を問う前提として、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ことによって、既存の利用者保護法制の対象となっていない「隙間」を埋めるとともに、現在の縦割り業法を見直し、同じ経済的機能を有する金融商品には同じルールを適用する必要がある。利用者保護の拡充をつうじて利用者が安心して金融商品を利用できるようになることは、我が国金融・資本市場の発展に資するものである。

他方、一般国民も含めた我が国全体の投資の収益は、究極的に

は運用その他の業者の事業の成果に依存せざるを得ないことから、規制の簡素化・明確化や新たな金融商品設計の自由化をつうじ、コストを抑えつつ金融イノベーションを促進し、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重要である。その際には、一般投資家を念頭に置いた規制を特定投資家（プロ）を顧客とする場面について緩和するなど、規制の柔構造化により、利用者保護の必要性和両立を図ることが適当である。

このように、規制全体について横断化と柔軟化を図ることにより、利用者保護を確保しつつ、利用者利便の向上を図ることが重要である。

2. 「貯蓄から投資」に向けての市場機能の確保

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、公正かつ円滑な価格形成を軸とする市場機能を確保し、市場の信頼性、効率性や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。

3. 金融・資本市場の国際化への対応

90年代後半以降の金融システム改革以来、我が国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が講じられてきている。金融・資本市場のグローバル化が一層進展する中、米国、英国はもとより、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、国際市場としての我が国市場の魅力を更に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。

主要国・地域を見ても、既に幅広い金融商品を対象とする枠組みが構築されており、国際化対応の観点からも、我が国において幅広い金融商品を対象とする枠組みの構築が急務である。例えば、米国では、1933年証券法における「証券」には「投資契約」が含まれており、これは「一般に、金銭を専ら他者の努力による利益の期待を持って共同事業に投資する取引」と解されている。また、英国の2000年金融サービス・市場法は「投資物件」を対象としており、預金、保険契約、集団投資スキームのユニット、オプション、先物、差金契約などが含まれている。EU（欧州連合）の金融商品市場指令（2004年4月採択）では「金融商品」を対象としており、これには譲渡可能証券、短期金融市場商品、集団投資スキームのユニット、商品関連を含むデリバティブ取引一般が含まれている。

4. 「投資サービス法（仮称）」の必要性

「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をつうじた利用者利便の向上、公正かつ円滑な価格形成を軸とする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、適正な利用者保護と市場における不公正取引の防止によって、公正かつ円滑な価格形成を

軸とする市場機能を十分に発揮し得る、公正・効率・透明かつ活力ある金融システムを構築することを目的として、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。

なお、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していくことが適当である。また、同様に、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。

5. 投資サービス法の基本的枠組み

投資サービス法は、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。投資サービス法を金融商品の販売や資産の運用に関する一般的な性格を有するものと位置付け、同じ経済的機能を有する金融商品には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。また、外国証券業者に関する法律、有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律や金融先物取引法などを含め、同種の性格を有する法律を可能な限り投資サービス法に統合すべきである。金融商品販売法についても、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。

Ⅱ. 「投資サービス法（仮称）」の対象範囲

1. 基本的な考え方

「中間整理」では、投資サービス法の対象となる金融商品（以下「投資商品」（注））について、可能な限り幅広い金融商品を対象とすべきとしつつ、

- 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と考えられるとされている。

（注）投資サービス法の規制対象となる商品の法令上の名称については、法制的観点から十分な検討が必要であるが、本報告書においては、「中間整理」と同様に「投資商品」との用語による。

2. 対象範囲についての考え方

（１）「中間整理」以後の審議

対象範囲については、上記「中間整理」の指摘を踏まえ、「リスク」と「リターン」の意義について具体的な検討を行うとともに、今後の法制化における具体的な対象範囲の検討にあたって基礎となる考え方についても検討を行った。

（２）「リスク」と「リターン」の意義

「中間整理」で示された上記①～③の基準は、いわゆる「投資

性」の有無の判断基準として、投資サービス法の規制対象となる投資商品の範囲についての具体的な検討にあたって基礎となるべきものと考えられる。その際、上記③における「リスク」と「リターン」の意義については様々な整理があり得るが、「リスク」の意義については、現行の金融商品販売法の説明義務の対象を参考に、

- ・ 金利、通貨の価格、有価証券市場における相場その他の指標に係る変動により元本欠損が生ずるおそれ（いわゆる市場リスク）
- ・ 金融商品販売者その他の者（例えば発行者）の業務又は財産の状況の変化により元本欠損が生ずるおそれ（いわゆる信用リスク）

のいずれかのリスクがあることを中心に整理することが考えられる。

また、「リターン」の意義については、経済的効用の向上（の可能性）と広範に捉えることが望ましいが、利用者の投資商品への典型的な期待が「金銭的收益（プラスのキャッシュフロー）」であると考えられることなどを勘案すると、「金銭的收益」への期待を中心として整理することが考えられる。

（３）「リスク」と「リターン」の考え方を踏まえた整理

上記の「リスク」と「リターン」の考え方を踏まえ、各金融商品（預金、貯金、保険、制度共済、無尽、信託、信託受益権、有限責任中間法人、ＮＰＯバンク出資持分）に関する具体的な対象範囲を整理すると、現時点では、別紙１のとおりである。

（４）具体的な対象範囲についての考え方

- 「中間整理」では、「リスク」と「リターン」の考え方から、
- ・ 法人については、持分会社などのほか、中間法人などにつ

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

とされている。今後の法制化にあたっては、可能な限り幅広い金融商品を対象とするとの考え方を基本としつつ、各金融商品を対象とするか否かについての具体的検討にあたっては、「リスク」と「リターン」に関する考え方を踏まえ、検討を行うことが適当である。

以上の考え方にに基づき、各金融商品の取扱いについて整理すると、現時点では、別紙2のとおりである。

(5) 他の業法等で規制されている金融商品などの取扱い

他の業法等で規制されている金融商品の取扱いに関して、預金、貯金、保険、制度共済、信託及び無尽の取扱いについては、上記(3)のとおりである。

商品ファンド、不動産特定共同事業、商品先物取引及び海外先物契約の取扱いについては、上記の「リスク」と「リターン」に関する考え方を踏まえ、別紙3のような整理とすることが適当と考えられる。

(6) 「金融サービス・市場法」への展望

「中間整理」では、「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」とし、「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」と指摘されている。

この点については、１０月の再開後の当部会でも、

- ・ 銀行法・保険業法などの販売・勧誘規制の存在を前提に、投資サービス法では、投資性のある投資商品の販売・勧誘について横断的な規制枠組みを設けること、
- ・ （上記にとどまらず）投資サービス法において、普通・定期預金や保障の保険も含めた金融商品全般について包括的な規制枠組みを設けること、

のいずれを目指すべきかについて議論が行われたところであるが、依然として意見が分かれているところである。

他方、昨年９月以来、当部会で投資サービス法の法制化に向けた審議を行っている間にも、種々の問題事例による利用者被害の発生は続いており、その中には、現行法では実効的な対応が困難なものもある。こうした法規制の隙間を埋め、利用者保護ルールの拡充により更なる利用者被害の拡大を防止することは喫緊の課題である。

したがって、まずは、これまでの審議において包括的・横断的な規制を適用することについて概ね合意が得られている「投資性のある金融商品」について早期の法制化に取り組むことが適当であり、金融庁において所要の措置を講じられたい。

金融商品全般を対象とする、より包括的な規制の枠組みの検討については、投資サービス法の法制化とその実施状況、各種金融商品の性格、中長期的な金融制度のあり方なども踏まえ、当部会において引き続き精力的な検討を続けていくこととしたい。

Ⅲ. 「投資サービス業（仮称）」の業規制

1. 「投資サービス業」の対象範囲

（１）「投資サービス業」の対象範囲

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（仮称）」）の対象範囲については、「中間整理」において指摘されているとおり、投資商品に関する「販売・勧誘」、「資産運用・助言」及び「資産管理」を対象とすることが適当と考えられる。投資サービス業の本来業務の範囲は、具体的には、別紙４のとおりである。また、本来業務の付随業務・届出業務については、別紙５のとおりである。

また、「中間整理」において指摘されているとおり、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。一方、金融イノベーション促進の観点からは、規制対象の明確性・透明性の確保について十分留意する必要がある。

（２）自己募集

証券取引法では発行者自身による販売・勧誘行為（自己募集）が業規制の対象とされていない。他方、商品ファンド法や不動産特定共同事業法において自己募集を業規制の対象としている例があること、最近の問題事案においては集団投資スキーム（ファンド）の自己募集の形式が採られていたことなどを踏まえれば、少なくとも組合などによるファンドの持分については、商品組成と販売が一体化して行われることが多いことなども勘案し、自己募集を規制対象とすることが適当と考えられる。

その際、例えば、特定投資家（プロ）向け又は投資家数が一定程度以下のファンドの自己募集については、より簡素な規制とするなど、健全な活動を行っているファンドをつうじた金融イノベ

ーションを阻害しないよう、十分な配慮が必要である。

（３）資産運用

投資サービス業の中の「資産運用」には、現行法における投資信託委託業、投資法人資産運用業や投資一任業務などが該当することになる。さらに、集団投資スキーム（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ところ、法令の規定の実効性を担保する観点から、商品ファンド（組合型）について農林水産大臣又は経済産業大臣の許可業者である商品投資顧問業者などによる運用が義務付けられている例も考慮し、集団投資スキーム（ファンド）の運用（投資商品への投資）についても、「資産運用業」の対象とすることが適当と考えられる。

また、自己募集と同様、私募不動産ファンドなど、プロ向けファンドの実態も踏まえつつ、プロ向け又は投資家数が一定程度以下のファンドについては、資産運用についてもより簡素な規制とするなど、十分な配慮が必要である。

（４）他の業法と投資サービス法上の業規制との関係

他の業法において、業登録などの業規制が設けられている場合、当該業について投資サービス法上の業登録制度の対象範囲に含めるかについて検討する必要がある。この点について、具体的に整理すると、別紙６のとおりである。

２．業規制の柔構造化

上記のとおり、「投資サービス業」の対象範囲については、投資商品に関する「販売・勧誘」「資産運用・助言」「資産管理」と横断的なものとしつつ、業務内容の範囲に応じ、次のような三段階の区分（いわゆる第一種業、第二種業、仲介業（仮称））を

設け、各区分に応じた参入規制などを設けることにより、業規制を柔構造化することが適当である。この三段階の区分に応じた具体的な規制については、別紙7のとおりである）。

（１）第一種業（仮称）

- すべての投資商品を対象とするすべての業務

（注１）店頭デリバティブ取引など、資産管理業、元引受け業務及びPTS（私設取引システム）業務は、第一種業のみが取扱い可能。

（注２）第一種業は、一つの登録で、第二種業及び仲介業を含む、すべての業務を行うことが可能。

（２）第二種業（仮称）

- 投資商品のうち、流動性の低い商品（私法上の有価証券とされているもの及び社債などの振替制度の対象となっているものの以外の権利）についての売買、売買の媒介・取次ぎ・代理、募集・私募・売出し若しくは売出しの取扱い又は私募の取扱い（引受け業務は含まれない）
- 投資商品に関する資産運用
- 投資商品に関する投資助言

（３）仲介業（仮称）

- 他の投資サービス業者の委託を受けた媒介（所属会社制）

（注）所属会社制により、仲介業者が顧客に与えた損害について、委託を行った投資サービス業者の損害賠償責任を規定することが可能。

IV. 「投資サービス業（仮称）」の行為規制

1. 行為規制の全体像

行為規制については、「中間整理」を踏まえ、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などを勘案の上、受託者責任及びこれを具体化した義務の履行が販売・勧誘、資産運用・助言、資産管理といった各業務において確保されるよう、機能別・横断的に整理することが適当と考えられる。具体的には、別紙8のとおりである。

2. 開示規制と行為規制との関係

利用者への情報提供のため、証券取引法以外の各業法では、業者への行為規制として、販売・勧誘の際の事前説明書面の交付、運用の際の定期報告書交付を義務付けている。他方、証券取引法では、開示規制によって販売・勧誘時の顧客への目論見書交付、有価証券届出書の当局への提出（当局において公衆縦覧）を、それ以降は定期的な有価証券報告書の当局への提出（当局において公衆縦覧）を義務付ける一方、証券会社などの業者に対する行為規制として、説明書の交付義務や取引報告書の交付義務が規定されている。

これらの現行法の諸規制を踏まえ、投資サービス法においては、開示規制としての有価証券届出書提出・目論見書交付義務及び有価証券報告書提出義務と、業者への行為規制としての事前説明書面交付義務、運用報告書交付義務をそれぞれ課すこととしつつ、販売・勧誘時に目論見書交付により情報提供が確保されている場合について、行為規制としての事前説明書面交付義務を免除するなどの措置を講ずることが適当と考えられる。

3. 適合性原則のあり方

適合性原則は、本来、事前説明義務と並んで、利用者保護のための販売・勧誘に関するルールの柱となるべき原則であり、投資サービス法においては、投資商品について、体制整備にとどまらず、現行の証券取引法など同様の規範として位置付けることが適当と考えられる。また、適合性原則における考慮要素として、判例や米英の例を参考に、現行の証券取引法の「知識、経験、財産」に加え、「投資の目的」又は「投資の意向」も考慮要素として追加することについて検討することが適当と考えられる。さらに、「顧客の理解力」も考慮要素に追加すべきとの意見があるが、これについては、業者が顧客の理解力を正確に把握することは困難であり、実務上支障が生じるおそれがあるとの意見があった。

また、適合性原則については、その実効性を確保するための方策について引き続き検討を行うことが適当と考えられる。

なお、英国の金融サービス・市場法に基づく業務行為規範において送付を義務付けられている「適合性レター（注）」を参考として、我が国においても同様の方法をとることについては、適合性原則の実効性確保の観点から前向きに考えるべきとの意見がある一方、目論見書交付義務に加え、適合性レターに関する手続まで義務付けた場合、実際の投資商品の販売に支障を来たすのではないかとの意見もあり、今後とも、引き続き検討することが適当と考えられる。

（注）「適合性レター」とは、業者が、顧客の人的・財産的状況を考慮した上、当該商品・取引が顧客にふさわしいものであることを簡潔・明快に説明した文書。

4. 金融商品販売法における説明義務の業法上の義務化

現行金融商品販売法上の説明義務については、民事上の義務であることから、当該違反を直接の理由として各業法上の監督上の

処分を行い得るわけではない。また、現行の各業法の中には、証券取引法のように事前の説明義務が課されていないものもある。

投資商品の販売業者の説明義務は業者と利用者との情報格差を改善するための重要な方策であり、投資サービス法においては、金融商品販売法上の説明義務と同内容の説明義務を行為規制の一つとして位置付け、業者が違反した場合に直接的に監督上の処分を発動できることとすることが適当と考えられる。

5. 不招請勧誘の禁止など

現在、金融先物取引法にのみ規定されている不招請勧誘の禁止（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することの禁止）については、投資サービス法において規定を設け、適合性原則の遵守をおよそ期待できないような場合に、利用者保護の観点から機動的に対象にできる一般的な枠組みを設けることが適当と考えられる。そして、当面の適用対象については、レバレッジが高いなどの商品性、執拗な勧誘や利用者の被害の発生という実態を考慮して、現行の範囲（金融先物取引）と同様とすることが適当と考えられる。

これに対し、不招請勧誘禁止については、苦情相談事例の中で取引形態としては圧倒的に多いものであることなどから、原則として全ての商品に適用することとしつつ、商品性に着目して適用除外規定を設けるべきとの意見があった。

また、いわゆる再勧誘の禁止（取引を行わない旨の意思（当該取引の勧誘を受けることを希望しない旨の意思を含む。）を表示した顧客への勧誘の禁止）を新たな規制として導入し、例えば、店頭金融先物取引に比べ取引制度がより整備された取引所金融先物取引については、不招請勧誘禁止の対象から除外した上で、再勧誘禁止を適用することについて検討を行うことが適当と考えられる。さらに、再勧誘禁止の前提として、顧客からの勧誘受諾確

認義務を課すべきとの意見があった。

6. 手数料開示のあり方

当部会では、①顧客から業者に直接・間接に支払われる手数料（投資信託における信託報酬や証券会社への販売手数料、変額年金保険における運用関係費用など）と、②商品の組成業者（例えば、投資信託会社や保険会社）が販売業者（証券会社や保険募集人など）に対して支払う販売手数料、の2つの場面における手数料の開示について、議論が行われた。

①の手数料については、その額の多寡によって顧客へのリターンに直接影響するものであることから、投資サービス法において幅広く開示を義務付けることが適当と考えられる。

②の手数料については、販売手数料の多寡が販売業者の販売・勧誘に影響を与える可能性について否定できない面はあるものの、このような開示義務をどこまで徹底するか（例えば、販売員の給与の一部としての販売報酬の取扱い）など、引き続き検討すべき課題があると考えられる。なお、この点については、むしろ業者が自己の利益のために顧客の利益を損ねているのではないかという点に問題の本質があり、誠実公正義務の問題として捉えるべきとの意見があった。

7. 投資サービス業者であることの表示義務

投資サービス法については、その規制対象となる業者であることが、利用者一般から見て信頼し得る業者であるとの社会的評価につながるような法制を目指すべきとの意見がある。また、最近の苦情・相談事例の中には、未公開株の募集のように無登録業者が関与しているものが少なからず見られる。

そこで、投資サービス業者に対して、営業所などにおける標識掲示義務に加え、顧客に対する投資サービス法上の登録業者であ

る旨を表示する義務を課すことが適当と考えられる。

8. その他

クーリング・オフ（契約の申込みの撤回等）については、投資サービス法において一般的な規定を設けることが適当とも考えられるが、その具体的な適用範囲に関しては、価格変動リスクを有する商品のようにクーリング・オフの適用が馴染まない商品もあることに配慮して慎重に検討を行うべきとの意見があった。

また、広告規制を導入することが適当と考えられるが、これに関連して、新聞などの不特定多数の者を対象とする方法によるものに加え、ファックスや電子メールなどの特定者を対象とする方法によるものも併せて規制することについて検討すべきとの意見があった。

V. 特定投資家（プロ）と一般投資家（アマ）の区分

1. 特定投資家（プロ）と一般投資家（アマ）の区分の趣旨・目的

「中間整理」では、投資サービス法における規制の柔構造化を図る観点から、

- ・ 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、

ことが適当としている。

このように、特定投資家と一般投資家の区分を設ける趣旨・目的としては、

- ・ 特定投資家と一般投資家の区分により、適切な利用者保護とリスク・キャピタルの供給の円滑化を両立させる必要があること。
- ・ 特定投資家は、その知識・経験・財産の状況などから、適合性原則の下で保護が欠けることとならず、かつ当事者も必ずしも行政規制による保護を望んでいないと考えられること。
- ・ 特定投資家については、行政規制ではなく市場規律に委ねることにより、過剰規制による取引コストを削減し、グローバルな競争環境に置かれている我が国金融・資本市場における取引の円滑を促進すること。

などが挙げられる。

2. 特定投資家（プロ）と一般投資家（アマ）の区分のあり方

特定投資家と一般投資家の区分のあり方については、上記のような区分の趣旨・目的を踏まえ、また、主要国・地域の制度を参考として、一般投資家に移行できない特定投資家、特定投資家に移行できない一般投資家、選択によって移行可能な中間層に分類することが適当と考えられる。この場合、特定投資家と一般投資家の2分類を出発点としつつ、中間層における選択による移行を考慮すると、以下のような4分類が考えられる。

- ① 一般投資家に移行できない特定投資家
- ② 選択により一般投資家に移行可能な特定投資家
- ③ 選択により特定投資家に移行可能な一般投資家
- ④ 特定投資家に移行できない一般投資家

なお、上記②及び③における移行の選択にあたっては、利用者の書面による同意など、所要の手續及びその有効期間などを設ける必要があるが、当該手續については簡素で明確なものとするところが重要との意見があった。

3. 特定投資家（プロ）と一般投資家（アマ）の具体的な区分基準

①一般投資家に移行できない特定投資家

基準の明確性・客観性などを考慮して、特定投資家の範囲については、原則として開示規制における「適格機関投資家」の概念を基礎とすることが適当と考えられる。

②選択により一般投資家に移行可能な特定投資家

一定規模以上の法人については、組織体として金融取引に係る適切なリスク管理を行うことが可能であると考えられることから、基本は特定投資家として取り扱うこととする一方、選択により一般投資家として取り扱われることを認めることが適当と考えられる。この分類にあたるものとして、例えば、公開会社、一定規模以上の会社、地方公共団体や政府関係機関などが考えられる。ただし、地方公共団体や政府関係機関については一般投資家への移行を認めるべきでないとの意見があった。また、個人については、投資家保護の観点から、基本はすべて一般投資家とすることが適当と考えられる。

③選択により特定投資家に移行可能な一般投資家

②に分類される以外の法人などについては、この分類とすることが適当と考えられる。個人についても、現状、富裕層の存在などを勘案すると、一定の要件を満たす場合には、選択により特定投資家への移行が可能とすることが適当と考えられる。個人が特定投資家へ移行するための要件については、厳格なものとするべきとの意見が多かった。

④特定投資家に移行できない一般投資家

③において一定の要件の下で自らの選択により特定投資家に移行する個人以外の個人について、この分類とすることが適当

と考えられる。

4. 特定投資家（プロ）向けの場合に適用除外する行為規制

投資サービス業者に適用される行為規制のうち、契約締結前における説明・書面交付義務、契約締結時における書面交付義務など、情報格差の是正を目的とする行為規制については、取引相手が特定投資家の場合は適用除外とすることが適当と考えられる。他方、虚偽の表示又は断定的判断の提供による勧誘の禁止、損失補填の禁止など、市場の公正確保をも目的とする規制については、適用除外としないことが適当と考えられる。

このほか、適合性原則については、特定投資家向けには明確に適用除外すべきとの意見がある一方、行為規制の一般原則であることから適用除外とすべきでないとの意見があった。後者の場合、実際上の効果としては、「特定投資家」向けであることから適用除外する場合とあまり変わらないとの意見もあった。これらの意見を勘案すると、少なくとも一般投資家が自らの選択により特定投資家に移行することについては、適合性原則の適用対象とすることを検討することが適当と考えられる。

VI. 集団投資スキーム（ファンド）

1. 実効性ある規制整備の必要性

「中間整理」では、集団投資スキーム（ファンド）について、①開示規制、②販売・勧誘に関する業規制・行為規制、③資産運用に関する業規制・行為規制のほか、④資産管理、運用者の受託者責任、運用報告などについての最低限の仕組み規制を適用することが必要であるとされている。

最近も、多数の一般投資家を対象とした匿名組合形式の事業型ファンドに関する被害事例が報じられていることなどを考慮する

と、投資サービス法の主要な目的の一つである利用者保護ルール
の徹底を図る観点から、ファンドについては、実効性ある包括的
・横断的規制の整備が必要と考えられる。

2. 特定投資家（プロ）向けファンドに対する規制のあり方

同様に「中間整理」で掲げられている「利用者保護を前提に、
活力ある金融市場を構築」するとの観点から、規制の柔構造化を
図ることが重要である。具体的には、一般投資家（アマ）を対象
とするファンドについては利用者保護の観点から十分な規制を課
すこととしつつ、もっぱら特定投資家のみを対象とするファンド
については、一般投資家を念頭においた規制を相当程度簡素化し、
金融イノベーションを阻害するような過剰な規制とならないよう、
十分な配慮が必要と考えられる。

3. ファンドに関する規制のあり方

以上から、特定投資家（プロ）向けファンドについては、過剰
規制とならないよう十分な配慮が必要であるが、一般投資家に対
し広く販売・勧誘が行われるファンドに対する規制については、
実効性確保の観点も含め、その具体的あり方を検討する必要がある。

この点に関し、

- ・ 我が国金融法制においては、法規範の実効性確保の手段と
して最も一般的に用いられてきているのが登録などの業規制
であること、
- ・ 主要国などにおいても、米国SECが昨年10月の規則制
定によりヘッジファンドのマネージャーの投資顧問業登録を
義務付けたように、投資信託のような伝統的ファンド以外の
ファンドに対する規制は、主に投資サービス業規制（販売・
勧誘、資産運用・助言）により対応していること、

なども踏まえ、一般投資家向けファンドについては、違反者に対し行政として最も迅速かつ直接的な対応が可能な業規制（自己募集を含む販売・勧誘、資産運用）などを中心に、ファンドに関する規制の全体像について検討することが適当と考えられる。このうち、ファンド自体に対する規制内容を整理すると、別紙9のとおりである。

4. 既存のファンド法制との関係

「中間整理」では、「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」としつつ、投資信託・投資法人法は、「ピ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追加的なガバナンスに関する規定などが置かれていることから残すことが必要」とされている。

資産の流動化に関する法律（SPC法）についても、投資信託・投資法人法と同様に、資産流動化に特化したピークルとして、ファンド業務の制限や追加的なガバナンスに関する規定などが設けられており、残すことが必要と考えられる。

（注）商品ファンド及び不動産特定共同事業の取扱いについては、別紙3を参照。

5. 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鑑みれば、市場の公正確保の観点から、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主要株主として位置付けるなど、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

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。

さらに、いわゆる「投資クラブ」については、投資家の裾野を広げる観点からも意義があり、過剰な規制により発展を阻害しないよう留意する必要があるとの意見があった。

VII. 開示規制

1. 投資商品の性格に応じたディスクロージャーのあり方

(1) 投資商品の性質に着目した開示制度について

証券取引法上の開示規制の対象となる有価証券の範囲は、株券、社債券といった伝統的な有価証券のように企業としての発行体自体の信用力にその価値を置く企業金融型証券から、ファンドやABSのように発行体の保有する資産をその価値の裏づけとする資産金融型証券にも拡大してきた。さらに、投資サービス法の下では、開示規制の対象となる投資商品の範囲がこれまで以上に拡大することが想定される。

このため、投資商品をその性質に応じて企業金融型商品と資産金融型商品に分類し、その分類ごとに開示規制を整備することが適当と考えられる。特に、資産金融型商品の開示制度の整備に際しては、運用者・運用サービスの内容に関する開示情報の充実や開示書類の提出などにあたってのより柔軟な手続を認めることについて留意する必要があると考えられる。

（２）投資商品の流動性に着目した開示制度

投資商品をその流動性に着目して分類し、その分類に対応した開示規制を整備することも重要と考えられる。

①流動性の高い投資商品

証券取引所に上場され、流動性の高い流通市場をもつ投資商品については、市場で頻繁に価格が変動することから、より頻繁に、かつ、密度の濃い投資情報の提供が求められる。このため、上場企業については、他の開示企業に先立ち、四半期報告制度の導入や財務報告に係る内部統制に関する制度の一層の整備を図っていくことが適当と考えられる。

四半期報告制度については、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・グループが本年６月２８日にとりまとめた報告「今後の開示制度のあり方について」に沿って制度化を進めることが適当である。なお、同報告において検討が必要とされていた半期報告制度の四半期報告制度への統合については、その統合を基本として、銀行、保険会社など、半期の単体ベースで自己資本比率に係る規制などを受ける業種においては、投資者に対して投資判断に必要な情報を十分に提供する観点から、第２四半期（半期）に係る単体の財務諸表をも併せて開示することを検討することが適当と考えられる。

また、財務報告の適正性を確保する観点から、本年１２月８日に公表された企業会計審議会内部統制部会報告「財務報告に係る内部統制の評価及び監査の基準のあり方について」を踏まえ、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による監査について、その義務化を図ることが適当である。その際、有価証券報告書の記載内容の適正性について、経営者に確認を求める制度も併せて導入することが適当と考えられる。

②流動性に乏しい有価証券

譲渡性が制限されていることなどにより流通の可能性に乏しい投資商品のうち、例えば、その所有者が一定の範囲に留まり、当該所有者が特定できるようなものについては、有価証券報告書などの開示書類を公衆縦覧に供する必要性に乏しく、その情報をむしろ直接提供する方が開示の徹底が図られると考えられることから、このような考え方に沿って開示制度を整備することが適当と考えられる。

さらに、証券取引所に上場されておらず、流動性の高い流通市場をもたない投資商品のうち、所有者数が減少していくことなどにより流通性が乏しくなっているものについて、継続開示義務の免除要件の範囲を拡大することが適当と考えられる。

(3) 開示規制の適用の明確化

現行制度において、

① その会社の役員・従業員に対してストックオプションを付与する場合

② 会社設立の際、株式の全部を発起人引受けにより発行する場合

③ 一定の要件を満たす従業員持株会に株式を発行する場合などについては、開示規制からの除外が認められている。これらの趣旨を法律において明確化する観点から、例えば、投資商品を取得しようとする投資者が、当該投資商品に関する情報及び当該投資商品の発行者に関する情報を既に入手しており、又は容易に入手することが可能である場合として一定の要件を満たすときには、開示規制の対象から除くことを検討することが適当と考えられる。

（４）適格機関投資家の範囲の拡大など

開示規制における適格機関投資家に関しては、発行者が勧誘に当たり公募・私募の判断を的確に行うことができるなどの観点から、一定の投資家については常に適格機関投資家とするとともに、より緩やかな一定の基準を満たす投資家については届出によって適格機関投資家となることを認め、その旨を広く周知するという現行の制度の枠組みを基本的に維持することが適当と考えられる。

その上で、適格機関投資家の範囲については、取引の実態などに即して見直しを行い、その拡大を図ることが適当である。具体的には、事業会社について適格機関投資家の範囲を拡大するとともに、事業会社以外の法人や個人についても、一定の者が適格機関投資家となる途を開くことを検討することが適当と考えられる。

また、少人数私募において、勧誘の対象とされる適格機関投資家の人数制限（上限２５０名）についても、その大幅な緩和ないし撤廃を検討することが適当と考えられる。

さらに、プロ私募の要件とされる転売制限については、例えば、新株予約権付社債券について、社債券と同様、転売制限が付されている旨を券面に記載することに代えて、その旨を記載した書面を勧誘の相手方に交付することを選択できるようにすることが適当と考えられる。

一方、少人数私募における適格機関投資家に係る転売制限については、プロ私募における適格機関投資家に係る転売制限と同様の法律上の手当て（他の適格機関投資家に転売する際の告知・書面交付義務、適格機関投資家以外の者に転売する際の有価証券届出書の提出義務、これらに違反した場合の罰則など）を行うことにより、転売制限の徹底を図ることが適当と考えられる。

(5) 発行者概念

発行者の概念は、開示制度において、開示義務者を定める重要な概念である。

投資サービス法の下では、様々な種類の投資商品が新たに開示規制の対象となってくることが想定されるが、発行者については、現在と同様、「開示に必要な情報を確実に入手して提供できる者」を発行者として捉えろとの考え方に沿って整理していくことが適当と考えられる。

2. 公開買付制度・大量保有報告制度

近年の企業の合併・買収の動向などを踏まえ、公開買付制度及び大量保有報告制度については、当部会の下に設置された公開買付制度等ワーキング・グループがとりまとめた報告「公開買付制度等のあり方について」を踏まえ、必要な見直しを行うことが適当と考えられる。

VIII. 取引所

1. 取引所における取引対象範囲の横断化

投資サービス法により幅広い金融商品を対象とする横断的な枠組みを構築する中で、金融・資本市場において中核的な役割を果たすべき取引所の制度についても、その取引対象を投資サービス法の適用対象範囲にあわせて拡大し得るようにすることが適当と考えられる。その際、取引対象により差異がある上場商品の届出・承認制については、現行法下で承認制とされているデリバティブ取引も含め、全ての取引について届出制とする方向で横断化し、各取引所の創意工夫を促進することが適当と考えられる。

2. 自主規制機能を担う取引所の組織のあり方

(1) 自主規制機能と株式会社組織の取引所

平成12年に、取引所の株式会社化により、取引所のガバナンスの強化、資金調達の円滑化・多様化などのメリットが期待されるとして、株式会社形態を認める法改正が行われた。

その後、平成15年12月の当部会の報告において、取引所が株式会社として営利性を有しつつ、取引所として求められる公共性を果たしていくための望ましい組織のあり方について、「自主規制業務の遂行体制としては、他の業務から独立して行われるよう担保すべきである」との観点から、「資本関係のない別法人」、「親子・兄弟法人」、「同一法人内の別組織」の3つの類型を示し、検討課題とされたところである。

また、最近では、ニューヨーク証券取引所（NYSE）が自主規制部門を持株会社の下で独立性の高い非営利法人として切り離した上で上場する旨決定したと発表したことが注目される。

こうした最近の状況変化や海外の動きも踏まえ、当部会では、自主規制機能の適正な遂行を確保する観点から、取引所における組織形態のあり方について、自主規制機能の位置付けや現時点における株式会社化のメリットにも遡りつつ、議論を行った。

(2) 取引所の自主規制機能の位置付け

証券取引法においては、取引所に対し一定の規則制定権や審査、処分などの自主規制機能を義務付けた上で免許制や取引所の定款や規則の認可といった制度を整備している。こうした制度に着目すると、取引所の自主規制機能は、法律の授権により公的な役割の一部を取引所が行使する、いわば“上からの自主規制機能”の面があるものと考えられる。同時に、平成12年改正前の証券取引法では会員組織の取引所のみが定められ、自主規制の権能は、取引所会員間の取極めである定款や諸規則の規定に基づいて行使

することとされていることを考慮すると、自主規制機能は、元来、会員の自治の理念、いわば“下からの自主規制機能”を基礎としていたものとも考えられる。

（３）株式会社形態をとる取引所の組織形態

平成１２年の証券取引法改正において認められた株式会社形態をとる取引所においては、株主による統治を基礎とした営利を目的とする組織であることから、株式会社として株主の利益を追求する局面において、その営利性と、自主規制機能などの取引所における公共的性格を有する業務との間に利益相反が生じるおそれがある。このため、取引所における自主規制機能が他の業務から独立して遂行されることが求められる。

他方、自主規制業務の適正な遂行は、取引所取引の公正性・透明性という取引所の提供するサービスの質を向上させることにより、より多くの取引が集まり、取引所の利益増につながるとも考えられる。このように、営利性は自主規制機能の適正な発揮という公共性と両立し得ないことはないとも考えられる。

また、自主規制のメリットとして、取引の現場に近いことから市場の実情に即したきめの細かい対応が可能との指摘もある。

こうした現場の品質管理といった側面も踏まえると、取引所を取り巻く環境や、市場の開設者が自らの市場をどうデザインしていくかとの方針は、取引所によって異なり得るものであることから、自主規制機能を担う組織については、別法人におくことや、独立性を高めた上で同一法人内におく方式など、市場の開設者が自らの判断により選択できる制度とすることが考えられる。

（４）株式会社形態をとる取引所の上場

取引所について世界的な再編が進む中で、取引所株式が上場される場合（とりわけ自市場への上場の場合）に、特定・少数の株

主に支配され、取引所の自主規制機能と特定の株主との利益相反の問題が生ずるおそれがあることや、より営利性を意識した運営が行われる可能性についての関心が高まっている。こうした状況を踏まえ、上場された取引所については前述の制度的枠組みに沿って自主規制機能を担う組織の独立性を確保するよう求めるとともに、最近の会社法制改正により株式会社の機関設計の柔軟化が図られていることなどを踏まえ、主要株主規制などの現行制度を点検し、必要に応じ適切な対応を講ずることが適当と考えられる。

Ⅸ. 自主規制機関

1. 自主規制機関の役割

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次々と販売されるようになってきている中、利用者保護及び市場の公正確保と金融イノベーションの促進の両立を図るには、法令に基づく規制のみによることは困難な面がある。国際的にも、IOSCO（証券監督者国際機構）において「規制体制は、市場の規模と複雑さに照らし適切な程度において、それぞれの分野について一定の直接的な監督責任を担う自主規制機関を適切に活用するものとすべき」との指摘がなされている（証券規制の目的と原則2003年5月改訂）。

自主規制機関は、業者を会員としつつも、自主規制業務の独立した遂行体制を確立した上で、適切な行為規範を定め、会員にその遵守を求めることなどをつうじて、市場と業者に対する利用者の信頼を高める立場にある。我が国においても、行政を補完して、自主規制機関がその役割を適切に発揮することがより重要になると考えられ、以下のような措置を講ずることが必要と考えられる。

2. 横断的な法制において自主規制機関に付与すべき機能

現行の各自主規制機関の機能には差異があるが、「中間整理」の指摘にある「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の機能との同等性を確保する」との観点から、投資サービス法上の自主規制機関には、次の各機能を付与することが適当と考えられる。

- ・ 規則の制定
- ・ 法令・自主規制機関の定める規則についての会員の遵守状況の調査
- ・ 法令・自主規制機関の定める規則への違反などがあった会員への制裁
- ・ 会員の業務に関する苦情の解決に向けた対応
- ・ 会員の行う取引に関する争いについてのあっせん
- ・ 行政庁から委任を受けた場合の外務員に関する事務

3. 自主規制機関の業務の適正確保

上記のような機能を担う自主規制機関の業務の適正を確保するため、立入検査、監督命令、認可法人形態をとらない自主規制機関の業務規定の認可といった、行政による監督規定を設けることが適当と考えられる。

4. 自主規制機関への加入義務付け

自主規制機関への加入を法的に義務付けることなく規制の実効性を確保するため、自主規制機関に加入しない業者に対し、例えば、証券取引法61条のような自主規制機関の規則などを考慮した社内規則の作成などを求めることができるような仕組みをとることが適当と考えられる。なお、この点について、証券取引法61条のような仕組みを全ての投資サービス業者に及ぼすことについては、実効性の観点から慎重な検討が必要との意見があった。

5. 投資商品に係る苦情解決・あっせん業務の業態横断的な取組み

平成12年6月の金融審議会答申を踏まえ、金融分野における裁判外紛争処理制度の改善につなげるため、平成12年9月に金融トラブル連絡調整協議会が発足し、これまで30回の会合を開催してきている。こうした会合をつうじて、個別機関相互間の連携・調整機能の強化、モデル策定をつうじた苦情・紛争処理支援手続の透明化などが推進されている。

苦情解決・あっせん業務の業態横断的な取組みを更に推進するため、投資サービス法上の自主規制機関以外の民間団体が投資商品についてその構成員たる業者などに関する苦情解決・あっせん業務を行う場合に、行政がこれを認定することなどにより、当該民間団体の業務の信頼性を確保し、それらの団体の自主的取組みをつうじた苦情解決・あっせんの推進を図る枠組みを整備することが適当と考えられる。

苦情解決・あっせん業務は、利用者保護を図るための重要な役割を担うものであり、平成12年6月の金融審議会答申の考え方を踏まえ、その強化に向けて引き続き検討を行うべきである。

X. 民事責任規定、エンフォースメント及び金融経済教育など

1. 民事責任規定

「金融商品販売法」は、その施行（13年4月）後4年半を経た今日まで、裁判実務においてあまり利用されていないとの指摘がある。他方、金融商品販売法の対象となっている金融商品の販売などについては、勧誘や説明が不適切との理由で民法上の不法行為責任が認められている裁判例も少なくない。

金融商品販売法は、本来、民法上の一般不法行為規定に比べ、損害賠償責任の法定や損害額の推定により、業者などの説明義務

違反により損害を被った顧客の民事的救済に資することが想定されていた。それにもかかわらず、あまり利用例がないのは、損害額の推定が発動される要件が狭いことが主な理由と考えられる。

損害額の推定などは民事責任の原則を修正するものであることから法制面の十分な検討が前提となるが、金融商品について民法上の不法行為責任を認めた裁判例では、ワラント、信用取引、オプションや外為証拠金取引などの「取引の仕組み」自体の説明義務について指摘されていることを踏まえ、金融商品販売法の内容を見直し、その説明義務の対象に「取引の仕組み」を追加するなどの拡充を図り、同法を顧客にとってより使いやすいものとする方向で検討を進めることが適当と考えられる。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も踏まえて、検討を進めることが望ましいと考えられる。

2. エンフォースメント

ルールの実効性の確保（エンフォースメント）の重要性については、「中間整理」をはじめ、当部会における審議において、これまでも指摘されてきたところである。エンフォースメントの強化が極めて実務的な問題であることに鑑みれば、検査・監督などの現場からの指摘が重要であり、その観点から、本年11月29日に証券取引等監視委員会が行った建議で指摘されている「見せ玉」への対応策などの事項をはじめ、エンフォースメントの強化のための措置について、投資サービス法の法制化に向けた作業の中で、所要の措置を講ずることが適当と考えられる。

なお、エンフォースメントについては、被害の救済という視点が重要であり、そのための方策を検討する必要があるとの意見があった。

3. グローバル化への対応

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）など国際的な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。グローバル化する市場における国際的に整合性のある適切なルール作りを行っていくため、国際的な連携を一層推進する必要がある。

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。我が国の場合、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、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のため、2国間MOU及びIOSCOの多角的MOUの迅速かつ円滑な枠組みの構築に支障が生じている。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。

4. 金融経済教育

個人の金融資産運用の重要性の高まりや様々なリスクとリターンの可能性を含んだ金融商品・サービスの多様化・高度化の急速な進展を踏まえると、国民一人一人に、金融やその背景となる経済についての基礎知識と、日々の生活の中で自立した個人として金融商品・サービスの利用について判断し意思決定する能力を身につけてもらうことが、大きな社会的要請となっていると言える。したがって、金融経済教育の充実が時代の急務であり、官民挙げてその推進に本格的に取り組む必要がある。

金融経済教育の重要性については、当部会でも、累次にわたって指摘がなされてきており、金融庁においても、金融経済教育の

拡充をうたった「金融改革プログラム（昨年１２月）」を踏まえ、本年３月以降、「金融経済教育懇談会（大臣の私的懇談会）」を開催（７回の会合を経て６月に論点整理を公表）した。加えて、内閣府、文部科学省、日本銀行、金融広報中央委員会その他の関係官庁・団体と連携しつつ、小学生、中学生・高校生向けのパンフレット等の作成や、シンポジウムの開催、児童・生徒に直接接している教職員から直接意見を聞くための「金融経済教育に関する懇談会（昨年５月～６月）」を開催するなどの取組みを行っている。こうした取組みを検証しつつ、金融経済教育の充実に今後とも積極的に取り組むことが適当と考えられる。

こうした取組みのほか、金融経済教育について法律上の規定を設けることについては、

- ・ 金融経済教育の推進について、国又は金融庁の責務について規定を設けるべき、
- ・ 自主規制機関についても、金融経済教育の担い手として連携して対応することが重要である、
- ・ 上記のような取組みを推進することは重要であるが、法律上に規定を設けることには積極的な意味はないのではないか、などの意見があった。

また、金融経済教育については、社会人向けの啓発及び教育を充実させるべきとの意見があった。

おわりに

繰り返しになるが、これまでの審議をつうじて概ね合意が得られた事項について早期の法制化に取り組むことが適当であり、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、中間整理や本報告書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あり方なども踏まえ、検討を続けていくこ

ととしたい。

(別紙 1)

各金融商品の具体的範囲に関する整理

1. 預金・貯金

現時点では、為替変動により円建て元本の欠損が生ずるおそれがある外貨預金、円建ての元本保証はあるが、中途解約の場合に発生する違約金により実質的に元本欠損が生じ得る円建てデリバティブ預金は、「投資性」が強い商品として規制対象とすることが適当と考えられる。

また、農協・漁協などの貯金についても、預金と同様の整理が可能と考えられる。

2. 保険・制度共済

現時点では、変額保険・年金や外貨建て保険は運用状況や為替変動により解約払戻金、満期保険金や年金原資が大きく変動する可能性があることから、「投資性」が強い商品として規制対象とすることが適当と考えられる。

制度共済についても、現時点では、制度共済において、個人向け変額商品や外貨建て商品の取扱いはないが、今後、そのような商品が提供される場合には、保険と同様の規制の対象とすることが望ましい。

3. 無尽

無尽については、掛金・給付のいずれも金利や為替変動にかかわらず固定されているなど、その「投資性」は低いと考えられ、規制対象外と整理することが適当と考えられる。

4. 信託

信託については、元本補填付き信託、公益信託、管理目的信託など「投資性」がない又は小さい商品があり、これら商品は規制対象外と整理する一方、これら商品以外の信託については規制対象とすることが適当と考えられる。

5. 信託受益権

信託受益権については、販売業の対象となる場合、「中間整理」における整理のとり、投資商品の一つとして投資サービス法の規制対象とすることが適当と考えられる。

6. 有限責任中間法人

有限責任中間法人については、「基金の返還に係る債権には、利息を付することができない（中間法人法66条）」との規定により、基金拠出者への利益配当が認められていないことから、金銭的收益としてのリターンを期待するものとして一律に投資商品の範囲に含めることは適当でないが、清算時の残余財産の拠出者への分配は可能であることから、利用者保護上必要な場合が生ずれば政令指定で対応することが適当と考えられる。

7. NPOバンク

NPOバンクとは、NPOその他、主として公益事業に対する出資・融資を目的とした匿名組合などによるファンドである。

米国では、非営利組織（もっぱら宗教、教育、博愛、友愛、慈善、又は感化を目的とし、金銭的利益（pecuniary profit）を目的とせず、かつ、その収益のいかなる部分もいかなる個人などの利益とならないような組織）の発行する証券は、1933年証券法の規制が適用除外されている（証券法3条(a)項4号）。

NPOバンクに対しては、現行証券取引法上、投資事業有限責任組合に類する匿名組合として開示規制（18年6月以降適用）、販売・勧誘の業規制・行為規制が適用されるが、特に開示規制の適用となる場合における監査費用などにより活動が困難になるとの意見があり、投資サービス法においては、米国の例も参考に、契約などにおいて出資額を上回る配当・残余財産の分配などを禁止している場合は、金銭的收益としてのリターンを期待していないことから「投資性」がない又は小さいとして、規制対象から除外することが適当と考えられる。

(別紙 2)

各金融商品の取扱いに関する整理

各金融商品の取扱いについて、「リスク」と「リターン」に関する考え方に加え、

- ① 当該商品について拠出した資金に基づく事業などが他人によって行われているかどうか（業者の裁量の定型的な程度。米国 1933 年証券法の「投資契約」に関する連邦最高裁判決（SEC v. W. J. Howey Company, 328 U.S. 293 (1946)）で示されたハウイ基準の「他者の努力」要件に相当）
 - ② 当該商品の利用者の定型的な属性（知識・経験やリスク負担能力など）
- に関する状況も勘案して整理したところ、以下のとおり。

1. 有限責任事業組合（ＬＬＰ）

有限責任事業組合（ＬＬＰ）について投資商品の範囲から除くべきとの意見があるが、現行の証券取引法（証券取引法施行令第 1 条の 3 の 3）のもとでは、ＬＬＰの事業に常時従事していない組合員がいる場合などに限って規制対象としており、組合員全員による事業参加というＬＬＰの制度趣旨に沿って組合が運営されている限りにおいては規制対象とならない。

投資サービス法においても、ＬＬＰの制度趣旨に沿って組合が運営されている場合には規制対象としないことを前提に、一部の組合員が他の組合員から組合事業について広範な裁量を付与されているようなＬＬＰなどについては当然に規制対象とされるよう、現行証券取引法の枠組みを基本的に維持することが適当と考えられる。

2. 合名会社及び合資会社

合名会社及び合資会社は、社員自らが業務執行に参加することを念頭においた制度となっており、現実には、大多数の場合において相互に人的信頼関係のある少人数の者の共同企業に用いられているとの実態がある。このため、一部の社員あるいは役員などが他の社員から広範な裁量を付与されるような場合にはあらず、合名会社及び合資会社の社員権を一律に投資商品とすることは、必ずしも適当でないと考えられる。

3. シンジケートローン及びＡＢＬ（アセットバック・ローン）

中間整理では、投資商品の一類型として金銭消費貸借による貸付に係る債権を掲げているが、その中のシンジケートローン及びＡＢＬについては、現状、資金の出し手の太宗が融資を業とする金融機関であるとの実態や、条件や開示内容について個々に交渉を行う余地があることなどから、法制的にも通常の相対の貸付けと切り分けて規定することが困難であり、今回の法改正においては投資サービス法による規制対象とはしないが、今後とも参加者の広がりや取引の実情などについて注視し、引き続き検討を行うべきものと考えられる。

4. 学校債・医療機関債

「中間整理」において、学校債や医療機関債について、現行の証券取引法の枠組みのもとで政令指定を行うことについての検討を進めることが適当との指摘がなされているが、より多数の一般投資家に対して発行されている事例があるといった実態に鑑み、特に投資性が高い学校債について政令指定に向けた検討を進めることが適当と考えられる。医療機関債の取扱いについては、引き続き検討を行うことが適当と考えられる。

5. デリバティブ取引

デリバティブについては、「中間整理」では、「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」との指摘がなされたことを踏まえ、金利・通貨スワップ、クレジット・デリバティブ、天候デリバティブなども含め幅広く投資サービス業の対象範囲に含めることが適当と考えられる。この場合、現行の有価証券デリバティブが「取引」として整理されていることを考慮して、「デリバティブ取引」として「投資サービス業」の対象範囲に含めることになる。

その際、利用者保護を前提に活力ある金融市場を構築するとの観点から、特定投資家（プロ）のみを取引対象とする場合については、より簡素な規制を設けることを検討するとともに、既に健全に行われているデリバティブ取引を阻害することのないよう、規制の検討にあたっては取引の実態などについても十分留意する必要がある。

(別紙 3)

他の業法等で規制されている金融商品などの取扱いに関する整理

1. 商品ファンド

商品ファンドの出資持分は、「リスク」と「リターン」の考え方からは「投資性」があると考えられるが、その販売については、現行法上「商品投資に係る事業の規制に関する法律」（商品ファンド法）において「商品投資販売業」として業規制がなされている。幅広い金融商品についての横断的な利用者保護の枠組みを整備するとの観点から、商品投資販売業について、

- ・ 商品ファンドの実態や特性を踏まえた規制内容とすること、
- ・ 商品市場の活性化を阻害しない規制内容とすること、

も考慮しつつ、投資サービス法との関係を整理することが適当と考えられる。

2. 不動産特定共同事業（金融庁と国土交通省の共管部分）

不動産特定共同事業の出資持分の販売については、「リスク」と「リターン」の考え方からは「投資性」があると考えられるが、「不動産特定共同事業法」において業規制がなされている。同法では、説明義務や断定的判断の禁止といった投資商品の販売・勧誘に関する一般的な規制に加え、不動産の特性を踏まえた許可要件（宅地建物取引業の免許）を設けるなど、一部に商品特性に応じた規制が定められている。

不動産特定共同事業については、以上の点を考慮して、投資サービス法との関係を整理することが適当と考えられる。

3. 商品先物取引及び海外先物契約

商品先物取引及び海外先物契約については、「リスク」と「リターン」の考え方からは「投資性」があると考えられるが、それぞれ「商品取引所法」及び「海外商品市場における先物取引の受託等に関する法律」において規制がなされている。

商品先物取引は、他の投資商品と共通する「投資」としての側面がある一方、実需者による原資産についての取引を基礎とする取引であり、商品調達・在庫調整・資金調達といった重要な産業インフラである商品市場に関する制度としての側面がある。

商品取引所法は、このような商品市場の管理のための制度を定めるとともに、取引員

に対する販売・勧誘規制など、利用者保護のための規制も併せて設けており、本年5月に施行された改正法では、利用者保護の観点から規制の大幅強化が図られたところであり、取引に関する苦情も引き続きあるものの、現時点では改正法施行前に比べ減少傾向にある。

「海外商品市場における先物取引の受託等に関する法律」については、規制対象が狭いこと、規制の体系が異なっているなどの指摘がなされている。

商品先物取引及び海外先物契約については、以上の点を考慮して、投資サービス法との関係を整理することが望ましい。

(別紙４)

投資サービス業の本来業務のイメージ

- ① 投資商品の売買又は取引所デリバティブ取引等
- ② ①の媒介、取次ぎ又は代理
- ③ ①の委託の媒介、取次ぎ又は代理
- ④ 店頭デリバティブ取引及びその媒介、取次ぎ又は代理
- ⑤ 投資商品清算取次ぎ
- ⑥ 投資商品の引受け
- ⑦ 投資商品の募集又は私募
- ⑧ 投資商品の売出し
- ⑨ 投資商品の募集若しくは売出しの取扱い又は私募の取扱い
- ⑩ 投資商品多角的取引業務（ＰＴＳ）
- ⑪ 投資助言
- ⑫ 資産運用
- ⑬ 投資助言又は資産運用に係る契約の媒介
- ⑭ 資産管理
- ⑮ その他前各号に類するものとして政令で定める行為

(別紙5)

投資サービス業の本来業務の付随業務及び届出業務のイメージ

付随業務	届出業務
有価証券の貸借又はその媒介若しくは代理	金融先物取引等その他金利、通貨の価格、商品の価格その他の指標に係る変動、市場間の格差等を利用して行う取引として内閣府令で定めるものに係る業務
信用取引に付随する金銭の貸付け	金地金の売買又はその媒介、取次ぎ若しくは代理に係る業務
顧客から保護預りをしている有価証券を担保とする金銭の貸付け	円建銀行引受手形の売買又はその媒介、取次ぎ若しくは代理に係る業務
有価証券に関する顧客の代理（投資一任契約の締結に係る代理を含む。）	自ら所有する不動産の賃貸
投資信託委託業者の有価証券に係る収益金、償還金又は解約金の支払に係る業務の代理	物品賃貸業
投資法人の有価証券に係る金銭の分配、払戻金若しくは残余財産の分配又は利息若しくは償還金の支払に係る業務の代理	他の事業者の業務に関する電子計算機のプログラムの作成又は販売を行う業務及び計算受託業務
累積投資契約の締結	確定拠出年金運営管理業
有価証券に関連する情報の提供又は助言（投資顧問業に該当するものを除く。）	国民年金基金連合会から委託を受けて行う確定拠出年金に係る業務
他の証券会社、外国証券会社又は登録金融機関の業務の代理	貸金業
商品市場における取引に係る業務	特定法人等の業務の遂行等業務
M & Aの相談・仲介	債務保証の媒介
通貨の売買又はその媒介、取次ぎ若しくは代理に係る業務	貸金業法に基づく貸金業に含まれない金銭貸借の媒介等業務
資産保管会社の業務	宅建業
譲渡性預金の預金証書の売買又はその媒介、取次ぎ若しくは代理に係る業務	商品取引等（現物決済）業務
金銭債権の売買又はその媒介、取次ぎ若しくは代理に係る業務	債務保証業務
他の事業者の経営に関する相談に応じる業務	債務履行引受契約に関する業務

(注) 網掛け部分は、投資サービス法において、業務の自由度を高める観点から、これまで届出業務・承認業務であったものをそれぞれ付随業務・届出業務と位置付けるなどしているもの。

(別紙 6)

他の業法と投資サービス法上の業規制との関係に関する整理

1. 銀行業・保険業・信託業・無尽業

これらの業については、

- ・ 各業法において免許制などのより高度な業規制が課されていること、
- ・ 投資性のない商品（例えば決済性預金、掛け捨て保険、公益信託など）も規制対象としていること、
- ・ 証券取引法 65 条の根拠となった利益相反や銀行の優越的地位の濫用の可能性は、今なお重要な論点であること、

から、「投資サービス業」の業登録の範囲に含めないことが適当と考えられる。

銀行代理業、損害保険代理店、生命保険募集人、保険仲立人及び信託契約代理業に於いても、預金の受入れなどに関する代理権を有していることなどから、銀行業などに準じて考えることが適当と考えられる。

なお、投資サービス業の登録制度の対象範囲に含まれない業者であっても、投資性のある預金・保険などを販売・勧誘する場合には、投資サービス法上の行為規制を適用することが適当と考えられる。

無尽については、（別紙 1）3 の整理によれば、投資サービス法の規制対象範囲に含まれない。

2. 信託受益権販売業

信託受益権販売業は、信託の引受けそのものに関する権限を有しておらず、また、既に発行された信託受益権の販売を行う業であることから、投資サービス法における販売・勧誘業と位置づけ、対象範囲に含めることが適当と考えられる。

3. 抵当証券業

抵当証券業は、投資性のある商品（抵当証券）の販売を業として行うものであり、投資サービス業（販売・勧誘業）の業登録の対象にすることが考えられる一方、抵当証券業者は、実際には、モーゲージ証書の形、すなわち原貸付債権とは異なる金利の支払と一定期間経過後の元本償還という形で抵当証券の販売を行っており、自ら信用リスクを

引き受けている点で他の投資サービス業者と異なる面がある。また、こうした業の実態を踏まえて、抵当証券保管機構が抵当証券業者の販売に係る抵当証券の保管に関する業務を行う制度となっている。法制的な整理については、こうした実態を踏まえた検討を行うことが必要と考えられる。

4. 制度共済

共済事業を含めた組合の行う事業については、営利目的でなく共助をつうじて組合員の生活を守ることを目的として実施されており、そのような事業の性格を踏まえた規制（認可制など）が各組合法において講じられており、「投資サービス業」に含めないことが適当と考えられる。

なお、制度共済については、農業協同組合法、中小企業等協同組合法（火災共済）においては一定の販売・勧誘時の規制が置かれているほか、中小企業等協同組合法に基づく事業協同組合等による共済についても同様の規制を設けることについて検討が行われている。それ以外の制度共済、特に幅広く募集を行っているものについては、利用者保護のための適切な措置（販売・勧誘ルールの整備など）を講ずることが望ましい。

(別紙 7)

投資サービス業の業務区分に応じた規制の柔構造化

1. 参入規制

投資サービス業者の本来業務の拡大及び金融イノベーションの促進の観点から、現行法において認可制とされている業務（投資信託委託業、投資法人資産運用業など、投資一任業務、店頭デリバティブ取引及び元引受け業務）については、登録制とすることが適当と考えられる。PTS業務は、取引所類似の機能を有していることから、認可制を維持することが適当と考えられる。なお、投資一任業務や店頭デリバティブ取引について認可制を維持すべきとの意見もあった。

2. 財産規制

(1) 財産規制については、以下のとおりとすることが適当と考えられる。

- ・ 第一種業者については、現行の証券会社・外国証券会社及び金融先物取引業者と同様、最低資本金規制、純財産額規制及び自己資本規制を設ける。
- ・ 第二種業者については、最低資本金規制又は営業保証金規制を設ける。
- ・ 仲介業者については、財産規制を設けない。

(2) 現行法の下、有価証券店頭デリバティブ取引（10億円）、元引受け業務（30億円又は5億円）及びPTS業務（3億円）については最低資本金の加重要件が設けられている。これらのうち、少なくとも元引受け業務及びPTS業務については、業務の性格を勘案し、引き続き加重要件を設けることが適当と考えられる。

3. 主要株主規制

現行法においては、市場の仲介者としての機能、また預託の受入れをつうじて顧客に代わって資産運用を行うことにより国民の資産形成に直接関与する機能を有していることから、証券会社、金融先物取引業者、投資信託委託業者、投資法人資産運用業者及び認可投資顧問業者については、届出制による主要株主規制が設けられている。

投資サービス法における主要株主規制の対象業者の範囲についても、基本的に現行の整理を維持することが適当と考えられる。

4. 業務範囲（他業の制限など）

業務範囲（他業の制限など）については、以下のとおりとすることが適当と考えられる。

- 第一種業者については、現行の証券業における付随業務・届出業務・承認業務制度の枠組みを維持しつつ、その範囲を拡大する。
- 第二種業者のうち資産運用業者については、現行の認可投資顧問業者及び投資信託委託業者に対する規制において他業を行う場合に内閣総理大臣の承認を要することとされている（付随業務制度などがない）が、投資サービス法においては、業務の自由度を高める観点から、第一種業者と同様、付随業務・届出業務・承認業務制度の枠組みをとることとする。
- 資産運用業者を除く第二種業者及び仲介業者については、他業を行うことについて制限を設けないこととする。

5. 外務員登録制度

現行では、証券取引法（証券会社）及び金融先物取引法（金融先物取引業者）において、責任の明確化及び不適格者の排除を目的として、外務員制度が定められており、証券会社及び金融先物取引業者以外の業者には外務員登録制度が定められていない。

これまで外務員登録制度が設けられていない業者について、新たに外務員制度を導入するか否かを検討するにあたっては、外務員登録制度の目的を考慮する一方、登録事務の実施を担う機関をどこにするか、外務員登録に伴う業者の負担といった点にも配慮する必要がある。

6. 業務委託先への監督について

業務の外部委託を巡る内外の動向、業務の外部委託に関連してシステムトラブルや顧客情報の漏洩などの発生を勘案すると、投資サービス法においても、例えば第一種業者及び第二種業者のうち資産運用業者などの業務委託について、所要の整備を行うことが適当と考えられる。

(別紙 8)

投資サービス法における行為規制の全体像のイメージ

【全ての業務に関するもの】

- 標識揭示義務
- 広告規制
- 投資サービス業者であることの表示義務

【販売・勧誘に関するもの】

- 誠実公正義務
- 契約内容などの事前書面交付義務
- 契約締結時の書面交付義務
- 契約締結後の取引報告書交付義務
- 適合性原則
- 不招請勧誘の禁止
- 再勧誘の禁止
- 損失補填の禁止
- 禁止行為（虚偽情報・断定的判断の提供など）
- クーリング・オフ制度
- 最良執行義務

【資産運用・助言に関するもの】

- 善管注意義務
- 忠実義務
- 禁止行為（利益相反取引、金銭・有価証券の貸付など）
- 自己執行義務
- 運用報告書交付義務

【資産管理に関するもの】

- 分別管理義務

(別紙9)

集団投資スキーム（ファンド）自体に対する規制内容の整理

1. ファンド自体についての届出と登録

「中間整理」において、仕組み、開示、販売、運用など、全体について適切な規制がなされればよく、仕組み行為自体についての業規制は必要ないとの指摘もあることを踏まえれば、ファンド自体について登録制（原則禁止としつつ、登録により禁止を解除）とすることは適当ではなく、さらに、ファンド組成スケジュールが極めてタイトであることを勧告し、事後届出とすることも考えられる。

2. 分別保管、受託者責任、利益相反防止措置等

「中間整理」では、ファンドに対して、分別保管、受託者責任、利益相反防止措置等について規定を整備することが適当とされている。この点に関し、特定投資家（プロ）向けファンドについては、現状、特段の規制がなくとも、特定投資家の保護に欠けるようなことはなっておらず、投資サービス法におけるこれらの規定の適用は必要ないとの意見があった。

3. 定期報告

「中間整理」において、「ファンドが財務・運用状況について投資家に定期的に報告することを義務付けることが適当である」とされている。

4. ファンドに対する報告徴求・検査

上記のようなファンド自体に対する規制を導入する場合には、その実効性の確保の観点から、最小限の行政による報告徴求や立入検査に関する規定を設けることが考えられる。