

# 金融商品取引法制施行五年の軌跡と展望

神田 秀樹

## はじめに

御紹介いただきました神田と申します。理事長には過分の御紹介をいただき、またこちらの研究所、そして証券界の皆様方には常日頃大変お世話になっておりました、ありがとうございます。

たびたびこの会にお招きいただいております。本日も大変光栄でございます。私自身、専門はと言われると法律ということですので、最近の関心としては大きな話に関心があるのですけれど

も、ちょうど今年の九月末で、今、理事長から御紹介ございましたように、金融商品取引法制と云うのでしょうか、金商法制などと言っていますけれども、それが五年経過したということであります。この節目に、一体何をしてきたのかということ、そして今後の展望を、金商法の改正の歴史、来年も改正が予定されているのですけれども、そういうものに言及しながら、できれば大きなことで私が気になっているというか気がついていいることを若干申し上げて、皆様方とともに、日本の資本市場のこれからというものを考えさせていただ

きたいと思えます。

金融商品取引法という制度ですけれども、平成一八年六月一四日に公布された旧証券取引法の改正の部分のうちで、法律の題名を証券取引法から金融商品取引法に改めた部分になります。これが平成一九年九月三〇日に施行されているわけであります。したがって、今年の九月末で五年が経過したことになります。

この間ですけれども、金融商品取引法（以下、金商法と略させていただきます）は施行された翌年の平成二〇年から毎年改正されて今日に至っています。平成二〇年、二一年、二二年、二三年、そして今年も、国会の状況で若干危ぶまれましたが、九月に平成二四年改正も成立いたしましたので、これで五年連続で毎年改正がされて今日に至っております。そして、来年も改正が予定されているということ、金商法は毎年改正時代を迎

えていることになります。

法改正自体は技術的な改正が多いわけですが、法改正に関係しないというか直接かわらない部分も、言うまでもなく証券市場、資本市場にとっては重要でありまして、すなわち金商法で言えばその運用というのでしょうか、実務と違うのでしょうか、ここ五年を振り返りましても新しい課題が次々出てきておりまして、そういった課題に対処すべく進化してきていると言えるのではないかと思います。

本日は、限られた時間ではございますけれども、この五年間の意義と今後の展望を、私も大学に身を置く者ですので、多少とも体系的、理論的な観点から考えてみたいと思えます。できましたら皆様方の御感想等も最後にお聞かせいただければ大変ありがたいと思います。

なお、法改正に直接関係しない事項も重要です

けれども、本日は時間の制約もありますので、法改正を手がかりとして、直接関係ないことについても多少はお話しするということ、いつものことで恐縮ですけれども、雑談めいた形でのお話とさせていただきます。

お手元にレジユメ等は一切用意しておりませんで、大変申しわけないのですけれども、そのかわりと言ってはなんですけれども、資料として、平成二〇年以降、今年の改正を含めて五回の金商法改正についての説明資料として金融庁から公表されているものをお手元にお配りさせていただきます（文末添付資料参照）。五年分の改正ということでございます。

ただ、これらを細かくお話しするのが本日の目的ではございませんで、皆様方とともに、一体この五年、金商法はどういう項目について改正が行われてきたのであろうかということをお眺めなが

ら、日本の証券市場、資本市場にとって、金商法その他の法制度というのは一体どういう意味を持ってきたのか、そして今後どうしていったらいいのかということを考えてみたいというのが、本日の趣旨ということでございます。

## 一、金商法の特徴

早速ですが、話を始めさせていただきますと思います。

金商法の特徴を少しだけ復習させていただきますけれども、平成一八年に金商法制になり、翌一九年九月末に施行されたことは今申し上げました。なぜ証券取引法が金融商品取引法になったかということですが、法律の題名ということ言いますと、証券取引法の「証券」という言葉が「金融商品」に置きかわったということですから

も、実際問題として金商法の適用範囲としては、金融商品という概念を定めてそれに適用されているわけではありません。御存じのように有価証券という証券取引法時代の概念がそのまま引き継がれていまして、金融商品という概念はデリバティブという概念を原資産との関係で定義されているにすぎません。ただ、そういった技術的な話は本日の目的ではありませんで、金商法という名前にしたこととの関係があるかどうかはともかくとして、金商法の法律の目的を定めた規定である第一条の中に「資本市場」という言葉が入ったのが非常に象徴的で、これは関係者の強い思いというのでしょうか、金商法というのは資本市場を支える基本法である、そういう思いがあったと思います。

法律ということで言いますと、証券取引法が金商法になったという意味は、旧証券取引法だけで

はありませんで、その他の幾つかの法律が金商法に吸収合併というか、私は「引越し」と言っていますけれども、吸収されたということがあります。当時の金融先物取引法、投資顧問業法、抵当証券業法、外国証券業者法、こういったものが代表的なものでありまして、これらの法律は全て金商法に引越しをして、形式的には廃止されました。その他一部業者規制の部分が引越しをした法律もあります。例えば信託業法、投資信託法について、業者規制の部分が金商法に引越すことが行われました。

しかし、証券取引法における体系というのでしょうか、条文の並び方は、金商法においても原則として維持されています。証券取引法のもとでも、政省令の体系で言いますと、政令は施行令が一つだけでして、それは金商法のもとでも同じです。他方、内閣府令は非常にたくさん存在してい

まして、皆様方も証券六法をごらんになったことがあるかもしれません。二、三〇年前と比べると一〇倍くらいの厚さになって、非常にわかりにくい体系になっていきますけれども、金商法のもとは、業者に関する部分の府令はできるだけ数を減らしたというか統合したということがあります。

(柔構造化)

細かい話はさておき、大きな話として、金商法制の特徴というか注意すべき点は二つあると思います。一つは、横断化と柔軟化というか、私は「柔構造化」と呼んでいたのですけれども、業者規制をできるだけ機能的な見地から整備しようとしたこと、もう一つは、当時の議論でいわゆる投資サービスタ法を実現したものであって、金商サービスタ法を実現することはしなかったということでもあります。

一言ずつ申し上げます。業者規制の横断化と柔構造化と呼ばせていただきますけれども、これは当時の金融審議会における審議に基づいてそれを実現したものであります。つまり、業者ルール、業者に対する規制をできるだけ横断化するわけで、横断化すると、規制構造が固いに対応できないので、規制の構造をやわらかくする。これを柔軟化と言う人もいるのですけれども、構造をやわらかくするので、当時から私は柔構造化と呼んでおりました。金商法制のときの金融庁の紙によれば、一律規制から差異のある規制へと書かれていますと思います。

これをよく、機能に応じた規制というのですか、英語でファンクショナル・レギュレーションなどと呼ぶことがあります。どういう意味かといいますと、誰が行うかという主体に着目するものではなくて、何が行われているかということに着

目して、横断的なルールを整備しようというわけでありませぬ。すなわち、銀行が何かをする、証券会社が何かをするというのではなくて、そこで何が行われているかに着目するわけでありまして、例えば投資信託の販売が行われているとすれば、それは銀行が販売しようが、証券会社が販売しようが、同じ業者規制、説明義務、適合性原則、業者に対する行為規制は同じものを適用しましょうという考え方です。この考え方は改正前の証券取引法時代からもちろん少しずつ採用されてきたのですけれども、金商法のときにそれをより徹底するという考え方で金商法制が組み立てられています。

#### (投資サービス法)

もう一点、投資サービス法か金融サービス法かということが当時盛んに議論されたことでありま

して、本日おいでの皆様方も当時の議論を記憶しておられる方も少なくないのではないかと思えます。金融サービス法という考え方は、投資者あるいは広く消費者と言ってもいいかもしれませんが、からしてみれば、別に投資商品、金融商品に投資、購入しようと、あるいは伝統的な銀行預金、伝統的な保険を買おうと、要は同じではないか。消費者から見ればお金を出してそういったものを買うわけですから、そこに着目すれば、証券とか資本市場という分野を超えて、伝統的な銀行商品あるいは伝統的な保険商品を含めて、当時私には「一気通貫」と言っていましたけれども、横串で全部一つの業者ルールにしたほうがいいのではないかというのが、金融サービス法構想と呼ばれているものであります。もしこれが実現しますと、銀行法や保険業法も統合されてなくなつたこととなります。このような議論がされた理由

はいろいろありますけれども、これは本日の目的ではありませんので、この程度にさせていただきますけれども、当時の金融審議会においてはそこまではいかない。当時、ホップ・ステップ・ジャンプなどと言う人がいましたけれども、ジャンプは将来の課題として、ステップを指すということで、伝統的な銀行分野及び保険分野を除いた金融・資本市場分野とでも呼んでおきますけれども、この分野を横断的にカバーするものとして金商法制をつくったということであります。

## 二、金商法の改正

先へ進ませていただきますが、金商法が施行されて五年になるわけでありませぬ。法制的に言うところ、新法を制定したわけではありませぬので、私は平成一八年改正と呼んでおりますし、金商法自

体の法律番号は旧証券取引法の番号、すなわち昭和二三年法律六五号という番号が維持されています。そこで、平成一八年改正というふうに金商法の整備のことを呼ばせていただきますけれども、日本の法制度の歴史としては非常に大きな一つの区切りであったと言うことができます。

ただし、物事がそこで断絶しているわけでは決してありません。日本、そして世界の資本市場、証券市場を取り巻く環境は、平成一八年改正の前後を通じて連続していることは言うまでもありません。日本の法制度整備を見ても、金商法制を整備する前から重要な改正が行われてきました。少しだけ申しますと、昨今議論されている課徴金制度を新しくつくり、そういったことを含むエンフォースメントの強化と呼んでいます。これは平成一六年、金商法制の二年前の証券取引法改正で実現しています。金商法制ができた後も

実は毎年改正がされて、今日に至っているということでもあります。

(国内問題への対応、国際的な合意の実施)

この五年の法改正を振り返りますと、大きく分けると二つに分けることができます。一つは、日本国内の状況ないし問題に対応して行われた改正であります。ドメスティックな改正と言ってもいいのかもしれませんが。もう一つは、世界的なレベルで資本市場、証券市場への対応として行われた国際的な議論、ないしそこで政府が合意した、それを実現するための法制度整備ということでありまして、そのために行われた改正ということになります。これはほとんどの部分が、リーマンショックと呼ばれているものを頂点とする金融危機の後、世界的なレベルで議論が行われ、こうしようという合意がなされまして、それを実現する

ために日本としても法改正をしたというものであります。

項目だけ見ますとどちらが多いのか、私は数えてみました。どこで数えるかという問題はありますが、金融庁の紙で言いますと、○がついているもので数えますと、この五年間、国内問題に対応する改正のほうが○の数は多かったです。国内問題への対応ということですが、抽象的に言いますと、ポイントは二つと書いていいと思います。一つは一般投資家の保護の強化、もう一つは、資本市場、証券市場に関する規制改革、多くの部分は規制緩和と呼んでいいと思います。この二つに分類することができます。

もう少し金商法の制度に即して言いますと、開示制度(ディスクロージャー制度)は基本的に一部例外はありますけれども、規制の緩和が続いており、業者の顧客に対する販売勧誘規制に

つきましては、これも例外はありますけれども、基本的には強化という流れがこの五年間の流れであります。販売勧誘規制につきましては後で少し申し上げたいと思いますが、一、二の例を挙げますと、金融A D R制度を平成二一年改正で創設しております。無登録業者、これは違法ですが、登録せずに行っている業者による未公開株などの取引を無効にするという思い切った規定を導入した平成二三年改正等がございます。

国内対応に対して、国際的なルール形成ですけれども、世界的な金融危機がいつからかについては諸説ありますけれども、通常は、ここは世界の話なので西暦で申し上げますが、二〇〇七年ごろから発生したサブプライム問題あたりからだと言われています。二〇〇八年九月のリーマン社の破綻がいわば頂点となった世界的な金融危機でありますけれども、その後のルール形成というか規制

強化の議論を行う世界的な場合は、G 20と呼ばれている首脳会議でありまして、その下で具体的な作業をしていますのは、F S Bと呼ばれる金融安定化理事会、そして、銀行分野ではバーゼル銀行監督委員会、証券分野ではI O S C Oといった場があります。また、昨年以來、ヨーロッパの信用不安の中での制度整備の議論も、ヨーロッパ、特にユーロ圏諸国を中心に行われています。

いずれにしましても、そういった諸議論を受けて、日本としても対応する制度の整備が行われてきています。金商法という法律の改正を必要としないでの対応も多数あります。一例を挙げますと、内閣府令で対応しております、いわゆる空売り規制の強化ということがあります。金商法の改正をして対応したものとしては、格付機関に対する規制を平成二一年改正で導入した、あるいはデリバティブ取引、特に店頭デリバティブ取引に

ついでにの制度整備を平成二二年と今年平成二四年の改正で行ったのが、そういった例であります。

眺めてみますと、日本国内の問題に対応した改正と、国際的な合意を実施するための改正とは、

原則として大分性格が異なっています。なぜかという、基本的には日本の金融機関、銀行とか証券会社その他は世界的な金融危機で直接の影響を受けるということではなかったからでありまして、言い過ぎかもしれませんが、G 20あたりにおいて合意されたものを日本法上実施する改正というものは、表現がよくないかもしれませんが、おつき合いで改正しているということかと思いません。もちろん、言うまでもないことですが、金融機関が直接の打撃を受けなかったということも、日本は打撃を受けなかったということを含く意味しておりませんで、リーマンショック後の日本の証券市場をこらんなれば明らかかなよう

に、日本の証券市場、实体经济、そして円高に見られますように、日本の経済そして市場は非常に大きな影響を受けているわけでありまして。

**(法解釈、運用における重要な進展)**

冒頭に若干申し上げましたけれども、法改正には至らなくても、存在している法の解釈、運用という意味で重要な進展が見られる分野が、ここ五年間を見ますとあることは言うまでもありません。本日は余り詳しくはお話しできませんけれども、例えば不実開示、有価証券報告書に虚偽記載があった場合についての民事損害賠償責任について、去年、今年と有名な最高裁判決が出ています。去年の九月に西武鉄道事件の判決、そして今年の三月にライブドア事件に関する最高裁判決が出ており、これらは金商法制にとって大変重要な判例であります。

(その他最近の動向)

さらに、最近どうかということで、日本で、かつ資本市場あるいは証券市場ということで見ますと、もちろんいろいろな動向があるわけでありまして。若干目についたことをややアトランダムに申し上げますと、第一に会計不正の事件あるいは年金運用の虚偽報告、そして最近ではいわゆる増資インサイダー取引、こういったものが相次いで発生しているということがあります。どこの国でも、またどの時代でも不祥事というのは規制強化のきっかけになります。そういう意味で、最近の一連の不祥事でもし日本の現在の法制度が不十分であることを意味しているとすれば、言うまでもなく制度は改善しなければならぬということになります。

第二に、通貨オプション取引とかいった一部のリスクの高い、投資信託等も一部そういうものが

ありますけれども、その販売勧誘をめぐって顧客と業者との間での紛争が絶えません。予想外の円高になり、株式市場が予想外に落ちたこともあるのですけれども、日本では結局のところ業者の顧客に対する販売勧誘ルールが十分かどうかということが依然として問われ続けられていることは否定できません。

もう一点だけ申し上げたいと思いますけれども、第三点として、昨今の資本市場、証券市場分野での重要な現象としては、証券取引の高度化が挙げられると思います。これは流通市場の話で、HFTなどと英語で言っていますけれども、高頻度取引というのでしょうか、千分の一秒とかで注文を出してくることが、現在、東京証券取引所の取引のかなりの部分を占めるに至っています。また、ダークプールと呼ばれている問題、本日は詳細は省略させていただきます。そういった中で、

取引所の収益の悪化といった取引インフラが急変している。これは日本だけの問題ではありませんけれども、日本もそうでありまして、将来の証券取引のインフラのあり方が議論されていることは皆様方もご存じのとおりかと思えます。

(平成二〇年改正)

以上、簡単に幾つか気がついた点を雑談として申し上げますけれども、ここからはスライドを順番に見ながら、平成二〇年から今年の改正まで、時間の関係もありますので、それぞれの改正で一つか二つくらいを取り上げて、私が見え距離を置いて体系的、理論的な観点から見て気がついた点を申し上げますと思います。その後で、来年改正が予定されている、現在金融審議会で審議中の話を少しだけご紹介し、法改正に直接かわらないことについて、もし時間があれば多少申

し上げて、最後に、私は何を感じるかということをお願いしたいと思います。

お手元の資料のポンチ絵の一枚目が平成二〇年改正であります。この中にはいろいろなものがありますけれども、取り上げたいものに一番最初の左上、「プロ向け市場の創設」というのがあります。これは先ほどの二分類、国内問題対応か、金融危機後の国際的な議論かというところ、前者です。

平成二〇年改正ですので、金融危機自体は先ほどの二〇〇七年からという意味では平成一九年からですが、リーマンショックは平成二〇年九月十五日ですので、国内問題対応が平成二〇年改正で多かったのは当然でありまして、実はプロ向け市場の創設だけではありませんで、ここの全ての○が国内対応であります。

プロ向け市場の創設それ自体は大変結構なことだと思っておりますけれども、本日の私の問題意識か

ら言いますと、ここに書いてあるボンチ絵の「参加者をプロ投資家に限定した取引所市場を創設」というわけでありまして、その後実現はしているものの、思ったほど活発ではない。そういう話は皆様方のほうがお詳しいとして、法制度ということから見て、ここでのプロをどう定義しているかといいますと、金商法にある特定投資家という概念を使っています。これは金商法をつくったというか平成一八年改正をしたときの考え方から離れています。なぜなら、従来は—金商法をつくったときはと言ってもいいのですけれども—プロの定義として二つのものがあり、適格機関投資家という概念と特定投資家という概念です。後者のほうが広いです。開示制度（ディスクロージャー制度）では前者の適格機関投資家という概念を使っていました。これはプロ私募などと呼ばれているもので、簡単に言えばプロに対して証券を売って

いくものは募集・売出しにならないとか、法的に厳密な言い方をしなくて恐縮ですが、簡単に言えば情報開示は不要だというわけでありま。そこで言う情報開示というのは、公衆縦覧型の情報開示を意味しているわけでありま。

特定投資家という概念はどこで使われてきたかというところ、ディスクロージャー制度ではありま。んで、業者の行為規制のところでは使われていま。すなわち、業者が説明義務を負う、対顧客向けに業者がいろいろな行為規制に服するわけですが、けれども、その適用を免除する概念として、相手方がプロという特定投資家である場合には不要です。特定投資家以外の投資家を一般投資家と呼ぶとしますと、それに向けて販売勧誘する場合には、全ての金商法の行為規制に服して説明義務その他を守ってください、こういうふうになつていたわけでありま。

ところが、平成二〇年改正で特定投資家という概念をデイスクロージャー制度（開示制度）のほうにも使うようになりました。また、次の平成二一年改正で、デイスクロージャー制度の中の売出しの規制の改正がされました。細かい点は省略しますが、それでも引き継がれています。その結果、どういうことになっているかといいますと、現在の金商法の制度の中では、開示制度（デイスクロージャー制度）の中にいわゆるプロの概念が二つあって、適格機関投資家という概念と特定投資家という概念があり、伝統的な意味での私募の部分には前者が使われ、プロ向け市場、売出し規制の一部、うまく言えないのですが細かい話は省略しまして、そうした規制の部分で後者が使われている。両者が混在しており、規制は非常に複雑になっています。

金商法を見渡してみますと、実はプロの概念に

はもう一つ、第三のプロ概念があります。これはどこで使われているかといいますと、そもそも金商法の業規制を適用しない、適用除外と言ってもいいかもしれませんけれども、業規制を適用しない線引きをするための概念として使われています。一番よく引き合いに出されるのが、実務ではデリバティブプロと呼んでいるらしいのですけれども、そういうプロ概念があります。それが何かは、時間があればこの後補足させていただきます。

その結果、業者規制はどうなっているかといいますと、業者規制の文脈においてはプロの概念はやはり二つあるということになります。特定投資家という概念とデリバティブプロであります。前者はどういう概念かというところ、適用除外を受ける相手方、つまり特定投資家を顧客とする取引の場合には、業者は説明義務を含めて多くの行為規制

の適用が除外されるというものであります。デリバティブプロというのは、デリバティブプロという人たちが相手にする取引はそもそも金融商品取引業に当たらない、したがって業者規制は丸ごと適用除外というか適用されないことになるわけです。

このようにプロというか自衛能力があるというのでしょうか、あるいは金商法が法による保護を余り考えなくてよい投資者の概念として三種類もあって、ディスクロージャー制度との関係で二つが使い分けられ、業者規制との関係でまた二つが使い分けられるという状況になっているわけです。これは本当に適切かという問いを發することができると思います。ただし、そのような問いかけをするのはややナンセンスで、当然事情があつてそういうことになってきているわけですが、説明はもちろんできなくはありません。

んし、私もここで、現在の法律の状態は不適切だからプロ概念は全部一本にしたほうがいいと申し上げるつもりはありません。ただ、せっかくの機会でするので、よく考えてみると再考する余地はあるのではないかという気がいたします。ディスクロージャー規制について、果たして適格機関投資家と特定投資家という二種類を使い分けている、仮に二種類は残るべきであるとしても、今のようない分けの仕方がいいのかというのは、現在の制度について理論的な説明ができなくはないとは思いますが、少なくとも研究をしてみる余地はあるように思います。

業者規制についても若干敷衍してお話しさせていただきますと、デリバティブプロと呼ばれている投資者というか相手方というか顧客は特定投資家と同じではありません。当然適格機関投資家等が入っていますし、したがって金融商品取引業者

とか登録金融機関は入っています。しかし例えばですけれども、資本金の額が十億円以上の株式会社等も含まれています。そういう人を相手として行うデリバティブ取引は、そもそも金融商品取引業に該当しません。ただし、例外がありまして、有価証券関連の店頭デリバティブ取引は含みません。ですから、有価証券関連店頭デリバティブ取引以外の店頭デリバティブ取引の場合について、これらの人を相手にするものはそもそも金融商品取引業に該当しないというのが現在の体系であります。

これについては、長くなりますので余り詳しくは申し上げませんが、金商法をつくったときにもちろんそれなりの説明がされています。ただ、これは当時金融先物取引法にあった線引きを金商法に引越したということではないかと思ひまして、デリバティブプロを相手方とする店頭デ

リバティブ取引について、しかも有価証券関連店頭デリバティブ取引以外の店頭デリバティブ取引についてだけ金商業から一律除外するという現在の金商法の体系は、私は考え直したほうがいいのではないかと思っています。レジュメも用意しないでやや技術的な話をして恐縮でしたけれども、プロの概念が三つある。ディスクロージャー制度でそのうちの二つが使い分けられ、業規制との関係でまた二つが使い分けられているというややこしい体制になっているとあります。

もう一点、平成二〇年改正のスライドをごらんいただきますと、「課徴金制度の見直し」ということがあります。課徴金制度の経緯と趣旨を申し上げますと、これが証券取引法に導入されましたのは平成一六年であります。そのときの考え方は、エンフォースメントの多様化、複線化ということであります。どうということかといいますと、

証券取引法に違反があったとしても、当時それをエンフォースする手段は何かというと、業者が違反した場合にはもちろん行政処分がありますけれども、それ以外は余りないというか、例えばインサイダー取引ですとかそれ以外の相場操縦ですとか、そういった不正取引規制に反した場合には、当時は刑事罰しかありませんでした。そこで、そういう何件もエンフォースするわけにはいきません。そういう状況の中で、証券取引法の遵守を徹底するためには、エンフォースメントを多様化し複線化する必要があるということでありまして、そのための具体的な手段として課徴金という制度が平成一六年改正で導入されたわけでありませう。

導入されて以来、それなりに順調に運用が行われてきていると言つてよろしいかと思ひます。平成二〇年の改正については具体的にはお話しして

いる時間がないのですけれども、皆さんのお手元の平成二〇年改正のポンチ絵にあります一番右側のような課徴金制度の見直しが行われて、今日に至つては、具体的に昨今のおもしろい例がないわけではありませんけれども、それなりに順調な運用がされていると一般的に言つていいと思ひます。また、そのほかのエンフォースメント手段も、従来存在はしていたけれども使われてこなかったものが使われ始めているということがあります。ここで一例申し上げますと、証券取引法時代からありました一九二条という差止め命令の制度、これは昔は全く使われていませんでしたけれども、近年使われるようになってきているということがあります。

しかし、課徴金制度のその後の状況を見ますと、過不足がないかというところ、そうでもないだろ

うということはありません。まず一つには、開示制度はどうか。開示制度の違反があった場合に課徴金が課されるというケースがもちろんあります。

ですけども、不実開示、すなわち有価証券報告書に虚偽記載があったケースにつきましては、今日においては課徴金というよりは、被害を受けた投資者が民事賠償責任を追及するというパターンが通常の形になってきており、いわばエンフォーースメントはそちらのほうを中心になっていると言つてよろしいかと思ひます。

インサイダー取引はどうかということですけども、平成二〇年改正で、ここに具体的に書いてないかもしれないけれども、いわゆる他人の計算でのインサイダー取引にも課徴金を課すことに改正されています。しかし、これは皆様方お聞き及びかと思ひますけれども、最近の増資インサイダー事例では、運用業者への課徴金の額が低過ぎ

るといふのでしようか、インサイダー取引そのもので利益を上げた人は何千万と利益を上げる。

ヘッジファンドがそうですね、運用業者のほうは他人の計算でインサイダー取引に該当しても数万円とかいうことで、課徴金の額が低過ぎるのではないかという指摘がある状況に今あるわけでありませう。

(平成二二年改正)

平成二一年改正、二枚目のポンチ絵をごらんいただきたいと思ひます。一番左側にあります「信用等级付業者に対する規制の導入」、これは世界的な議論を受けて、いわゆる格付機関に対する規制を日本でも導入したものであります。そういう意味では日本の対応は世界的に見るとかなり早かつたと言つていいと思ひます。その内容については、時間の関係で省略させていただきます。

真ん中の欄にあります金融A D R制度の創設と下の三つですけれども、基本的には国内対応であります。最後の部分、分別管理のところを若干拡大した点は、一部国際的な議論とも関係するかも知れませんが、基本的には国内対応。一番右側の金融商品取引所と商品取引所の相互乗り入れ、社債等の発行登録制度の見直し、そして売出し規制の見直し、これらはいずれも国内問題対応であります。

時間の関係で、真ん中の金融A D R制度の創設について、一言だけ申し上げておきたいと思えますけれども、こういったものも顧客が迅速な救済を受けるために創設されたものです。裁判所に行きますと時間と費用がかかりますので、時間と費用の節約ということで、金融A D R制度の創設は大変よかったですと思えます。

しかし、最近の使われ方を見てみますと、先

ほども申し上げましたが、通貨デリバティブ取引で急に円高になって損失を受けた中小企業が多いのですけれども、金融機関を相手に受けた損失の填補を求めて利用されており、これは予想外の急激な円高が背景とは言え、一〇〇件くらいになると言われております。全国銀行協会その他のA D R制度に持ち込まれており、額が大きいものですから、本来、金融A D R制度で対応するのに適しているようなケースが持ち込まれているかどうかにについては、昨今疑問の声もあるという状況にあります。

(平成二二年改正)

平成二二年改正に行かせていただきます。これはほとんどの部分がG 20での議論への対応でございます。店頭デリバティブ取引規制について、少しだけ申し上げたいと思えます。

G 20の金融危機後のピッツバーグサミット、二〇〇八年のリーマンショック後の二〇〇九年にピッツバーグで開かれました首脳会議において、店頭デリバティブ取引規制について三つのことが合意されました。一応年限は今年末になっているのですけれども、一つが清算集中。セントラル・カウンタパーティーと言っているのですけれども、中央清算機関を通じて清算するようにする。二番目が取引情報を保存し報告する。報告するというのには基本的には監督当局が把握するということです。こういう話をするためには金融危機の背景とかいろいろお話ししなければいけないのですが、ここでは先に進ませていただきます。三つ目は電子取引基盤の利用を義務づけるということがあります。この三つが合意されまして、諸外国は現在法整備を進めているところであります。

例えばアメリカでは、いわゆるドッド・フラン

ク法のもとで順次制度が整備されています。EUもそうですけれども、店頭デリバティブ規制の基本法となりますのが、EMIR（ヨーロッパ・マーケット・インフラストラクチャーズ・レギュレーション）といって、ことしの七月に制定されまして、八月中旬から施行されています。

EUは従来ダイレクティブ（指令）というやり方で、域内の制度をハーモナイズするやり方が多かったのですけれども、この分野に限る限り、ダイレクティブ（指令）ではありませんで、レギュレーションと呼ばれる別のやり方、すなわち加盟各国が国内法化しなくても直接適用される。その意味では強い形での法律制度になっています。ただ、これは基本法で、アメリカのドッド・フランク法と同じでありまして、そのもとでこれを具体化する諸規則が必要になり、それらを今、制定しつつあるわけです。それを制定する機

関はE S M A（欧州証券市場監督局）であります。

日本ですけれども、金商法の平成二二年改正で、三つのうちの二つ、清算集中と取引情報の保存・報告に対応しました。今年の改正で、電子取引基盤の利用を義務づけるという改正を実現しています。ここまではいいのですが、細かい話をすれば、適用対象となるべき店頭デリバティブ取引の範囲がどうか、こういったものを義務づけるためにはデリバティブ取引の当事者が業者、日本で言えば金業者または登録金融機関ならいいのですけれども、そうでない場合にどうやって義務づけるかというような、規制の実効性をどう担保するかという問題があります。よく話題になる話として、アメリカのルールの域外適用などということがありまして、まだ完全に調整がついているわけではありません。

日本は、平成二二年の店頭デリバティブ取引規制の改正は今年の一月一日から施行されています。その施行にあわせて、今年の七月に、必要な内閣府令ですとか大臣告示とかが制定されて、官報に公布されています。

適用対象ですけれども、日本の場合には当面は非常に慎重なやり方をしていまして、当該店頭デリバティブ取引の当事者の一方が金融商品取引業者または登録金融機関でない場合には、そのデリバティブ取引には清算集中等の規制は適用されないところから出発しています。これは内閣府令にそう定められています。ですから、趣旨から言うところからスタートしているのですけれども、恐らくこれはまだ諸外国の規制が完全に最終化しているわけではありませんので、様子を見ながら対応していくことかと思えます。また、この規制の対象となる店頭デリバティブ

ブ取引の範囲につきましても、本日は省略させていただきますけれども、ごく一部のCDSと金利スワップ取引に限定されているということもあります。

他方、国際的に合意されましたうちの電子取引基盤につきましては、今年の改正でそれを義務づける改正がなされています。これは今年の部分のポンチ絵をごらんいただければと思います。ただ、電子取引基盤ということで、理論的というかやや学問的な話になってしまいかもしれませんけれども、興味深いのは、デリバティブ取引をする場の規制というのは二種類に分かれているのに対して、現物取引は三種類だということです。すなわち、現物取引をする場合は、金商法の世界では取引所市場というのがあります。そして、PTSとというのがあります。三番目に、ブローカーも含めて業者ということになるわけです。しかし、デリ

バティブ取引をする場については、金商法の体系にPTSはありません。ですから、取引所であるか、そうでなければ業者、こういう二分法になっているわけであります。それはなぜかということが当然問題になってくるわけでありまして、本日はこれ以上は立ち入れませんが、このあたりも今後整理を試みる必要があるような気がいたします。

(平成二三年改正)

次いで、平成二三年改正に行かせていただきます。平成二三年改正は四枚目のポンチ絵でありまして、余りコメントしなくても、読めばわかるということではないかと思えます。国内対応がほとんどでありまして、制度の整備、規制の緩和という表現がいいかどうかわかりませんが、そういうものが多いです。左の行と真ん中の行はそういう

ことになります。

一番右側の例は規制の強化と言っていいのかもしれませんが、無登録業者に対する対応です。当たり前のことと言えば当たり前のことなので、当たり前前のことと比べると、冒頭に少し御紹介しましたけれども、このうちで無登録業者による未公開株等の売りつけを原則として無効にするというのは珍しい規定でして、金商法上、その取引は私法上無効である、そういう規定を置いたという興味深い規定ですけれども、こういう規定を置くことに異論はないと思います。

(平成二四年改正)

今年の改正、何とか九月に成立したのですけれども、五枚目のポンチ絵になります。これをあらんいただきますと、総合的な取引所、これもどちらかと言うと国内対応です。右上の店頭デリバ

タイプ、これは今言いましたピッツバーグサミットのうちの三つ目の電子取引基盤の義務づけというものであります。右下になりますけれども、課徴金制度とインサイダー取引規制、これらは全て規制強化では必ずしもありません。インサイダー取引規制は規制の柔軟化です。いずれにしましても国内問題の対応になります。この五年間を振り返りますと、総合的な取引所もちろんそうですが、国内対応のものが多くということになります。

(平成二五年改正)

以上が今年までの改正でありまして、現在、金融審議会で審議中であり、うまくいけば来年改正が予定されるであろうというものが、お手元に資料はなく大変申しわけありませんけれども、三つあるうかと思えます。金融審議会で現在動いてい

るワーキンググループが三つあります。

一つ目は、投資信託、投資法人制度の改正ということでありまして、投信とか投資法人という制度はいわゆる市場型間接金融として、日本では九〇年代終わりの金融ビッグバン以降推し進めようとしてきた重要な市場であります。一〇年前までは投信市場は四〇兆円市場と言われていたのですが、けれども、銀行の窓口販売がされるようになってから、投資信託の市場は一〇〇兆円市場になりました。ただ、一〇〇兆円市場だから大きいとは言えません。国民の金融資産というのは一五〇兆円とか言われておりますので、そういうことから言えばもっと伸びてほしいと思います。

投資法人のほうは主としてJリートと呼ばれている不動産投資法人で、一時は七兆円くらいの市場になりました。金融危機後、現在はその半分くらいの規模かと思いますが、これももっともっと

伸びてほしいということでありまして。

そこで、これらをもっと伸びるためにはどうしたらいいかということ審議しているわけでありまして、細かい話はたくさんありますけれども、大きく言えば規制の緩和と、他方において投資者保護の措置、主として投資者に対する情報提供を充実するという二つの柱で、細かい項目を現在審議しているということでありまして。

第二はインサイダー取引規制の改正というワーキンググループでありまして、先ほども少し申し上げましたけれども、最近の増資インサイダー問題と呼ばれているものに対応するものです。一部、TOB関連のものもありますけれども、主として公募増資に関連するインサイダー取引問題に対応するものであります。こちらのほうは現在審議中ですけれども、ポイントとなりますのは、審議資料等で公表されているものから御紹介します

と三つありまして、第一は、情報提供行為の規

制、すなわちインサイダー取引が行われるその人に内部情報を渡す行為を規制しないと、こういうことは防げないのではないかとということ。二番目は、他人の計算でのインサイダー取引についての課徴金の水準が幾ら何でも低過ぎるのではないかとということ。三番目は、課徴金の水準について、いわゆる利益を吐き出すというのですか、うまく言えませんけれども、それではなかなか抑止するところまでいきませんので、一般的な考え方自体は変えることはできないのかもしれないけれども、いずれにしても課徴金の水準をより一般的に改善できないかという課題であります。

三つ目のワーキンググループは、主として銀行関係規制について見直しをするもので、国内問題への対応と並んで、金融危機後の世界的な議論に対応するものであります。中身は省略させていた

だきます。

### 三、法改正以外―民事訴訟及び

#### 金融ADR制度

残り時間もだんだん迫っておりますので、残りの時間で法改正以外について少しコメントさせていただきます。最後に、私なりに日本の証券市場、資本市場の将来を展望した場合に、何か言えないだろうかということを上上げて終わりたいと思います。

法改正以外についてですけれども、少なくとも金商法の分野で重要な話は恐らく二つあると思います。一つは民事訴訟という話であり、もう一つは、民事訴訟とも関係あるのですけれども、先ほど少し申しました金融ADR制度ということであります。

まず、民事訴訟ということで言いますと、この五年間でコメントすべき点が二点あると思います。一つ目は、先ほど申し上げましたように、不実開示があった場合に、投資家が、これは裁判になるのですけれども、発行会社及び場合によっては役員、場合によっては引受証券会社や監査法人が相手になることもありますけれども、損害賠償責任を金商法の規定に基づいて求める、エンフォースメントというのでしょうか、そういう民事訴訟が通常の状態になっているということでもあります。

もう一つは、伝統的にあります業者と顧客との関係での販売勧誘規制です。販売勧誘規制で中心となるのは適合性原則と説明義務です。顧客が適合性原則や説明義務違反だったと主張して業者に損害賠償を求める訴訟は昔からあります。しかし、非常に重要な法律上の論点として、業者が金

商法上の義務に違反した場合に、顧客はその損害を業者から損害賠償として取れるかという問題があります。

これは皆様方もお聞きになったことがあるかと思いますが、最高裁判所の平成一七年の重要な判決がありまして、これは証券会社が株価指数オプシオンの売り取引を勧誘した例ですけれども、当時の証券取引法の適合性原則について何と言っているかというところ、こういったものは公法上の業務規制、行政指導または自主規制機関の定める自主規制という位置づけのものである。そして、その次に最高裁は、証券会社が顧客の意向と実情に反して、明らかに過大な危険を伴う取引を積極的に勧誘するなど、適合性の原則から著しく逸脱した証券取引の勧誘をしてこれを行わせたときは、当該行為は不法行為法上も違法となる、こういうふうに言ったわけです。この事件では、結

論としては損害賠償責任は認められなかったケースだったと思いますが、いずれにしても簡単に言うところ、金商法に違反した場合に、著しく逸脱した違反は損害賠償責任を発生させることになるわけですが、大抵の場合は、抽象論ですけれども、金商法だけでなく自主規制に違反してもそうなると言っていることです。

繰り返しになりますけど、これは適合性原則についての事案ですので、そうでない場合は一体どうなのかということが当然問題になります。この辺はやや細かい法律の話になってしまふのですけれども、別の規定の例を挙げますと、例えば金商法の平成二三年改正で、無登録業者による未公開株の販売取引は無効だという規定が設けられました。言うまでもなく、この規定は反対解釈されるべきかどうかというところ、恐らくそうはならないと思います。すなわち、無登録業者による未公開株

の販売は無効だということは、それ以外の金商法違反があつた場合には無効にならないという意味かということ、そうは解しないわけです。ですから、今の適合性原則のような場合には、取引は無効になるとは最高裁は言っていませんけれども、損害賠償責任は生じる、こう言っているわけです。こういうところは結構ややこしくて、ケース・バイ・ケースかと思えますけれども、例えば将来予定されます会社法の改正で、新しく次のようなルールが入ることが九月の法制審議会で決まっています。それは、金商法上の一定の公開買付規制に違反があつた場合には、違反して取得した株式の議決権を会社法上停止する旨の差止め制度が新設される予定です。こういう規定が入ると、反対解釈、この場合はそうだけど、そうでない場合は逆なのかということ、簡単にはそうは言えないということになります。

話を戻しまして、適合性原則については、著しく逸脱したら損害賠償責任があると最高裁は言った。そうだとすると、販売勧誘ルールの適合性原則以外のルールについて、しかも自主規制の場合かどうかということが問題になります。法律上の規制で言えば、不招請勧誘規制、あるいは証拠金倍率規制などと言っていますけれども、現在、外為証拠金取引は二五倍、証券C F D取引は個別株で言うと五倍というレバレッジ規制がかかっています。これに違反したら無効なのか、損害賠償責任があるのか。あるいは、言うまでもなく多数の自主規制があります。今挙げました証券C F D取引についても、その販売勧誘についての自主規制があります。これに違反した場合には損害賠償責任を負うのかという問題は残されているわけでありまして、私などの観点から言うと非常に重要な問題であると思います。

以上、民事訴訟ですけれども、それにやや関連して、さきほど紹介しましたが、裁判所に行かないで金融A D R制度に持ち込まれるというのが急増していますが、急増しているのはその一つのタイプである通貨デリバティブ取引であります。それは個人には売られてきませんでしたので、中小企業がそれを持ち込む形になっていくわけですが、金融A D R制度による紛争解決のあり方も現在議論されているということではないかと思えます。

## むすびに―日本の証券・資本市場の将来

最後に、今まで申し上げましたことを振り返って、五年間と将来を見て、一体我々は何を感じるだろうか、そして今の日本の、あまり言葉はよく

ないと思いますが、元氣のないというか、経済、証券市場、資本市場を何とかできないだろうかという思いが当然のことながら皆様方にもあると思います。私にもありますので、その観点から私の感想を幾つか申し上げてみたいと思います。

一つは、五回の改正を見ますと、改正の理念は非常に結構なことでもーやや皮肉のように聞こえるかもしれませんが、そういうつもりは全くないのですけれどもー、例えばスライドの五枚目の今年の改正の一番上のキャッチフレーズでも、三つありまして、「我が国市場の国際競争力の強化及び利用者利便の向上」「グローバルな金融・資本市場の混乱を踏まえた金融システム強化の必要性」「利用者が安心して取引できる適切な規制整備の必要性」、大変結構なわけです。全くそのとおり。一年戻りまして去年の改正を見ても、「我が国資本市場及び金融業の基盤強化が課題」「金融が実

体経済を支える必要」「金融自身が成長産業として経済をリードする必要」、全くそのとおりであって、上のほうに書いてあることに基づいて下の個別の改正がなされたのは大変結構なのですけれども、問題は、下の個別の改正がなされたから上が実現しているかというところ、実現できていないと言わざるを得ないのではないかと。やや言い過ぎかもしれませんが。そうすると、日本の金融セクターの将来は一体明るいのかどうかというのは首をかしげざるを得なくなってくるわけでありまして。もちろん個々の改正は必要なことであります。十分条件かと言われると、法制度の宿命で、法制度が世の中をよくするには限界があるということかと思えますけれども、日本の金融セクターの将来はと問われてみると、一体どうなのだろうかというところがあります。

皆様方御存じかもしれませんが、IMFにFSAP（ファイナンシャル・セクター・アクセスメント・プログラム）というプログラムがございまして、各国の金融セクターを評価して、問題点や課題を指摘するというものです。日本について、それが去年行われました、その報告書が今年の八月にIMFのウェブサイトに掲載されています。一〇〇ページくらいあると思います。日本の金融セクターが評価を受けるのは二度目でありまして、前回評価を受けたのは二〇〇三年だったと思います。二〇〇三年という年は、御存じのように、まだ不良債権問題から抜け出ておりませんでしたので、日本の評価は非常に厳しいものでありました。

ことしのレポートもIMFのウェブサイトに掲載されていますので、ごらんいただくとわかりますけれども、もちろんいろいろ課題は指摘されて

います。でも、基本的にはやることはないと思います。私のできる範囲で、幾つかやることはあると書いてあるのですが。では、このままでいいのかということがあるかと思えます。

言うまでもありませんけれども、日本の個人金融資産、一四〇〇兆円なのか一五〇〇兆円なのか、どういうふうに数えるかにもよりますけれども、そのうちで一般の統計によれば六〇%以上が預貯金に行っています。しかし、銀行その他の預金受入金融機関は貸す先がありません。入ってきた預金は貸出しには回っていない。全く回っていないという意味ではありませんけれども、貸出先は不足しています。ですから、日本のお金の流れはどくなっているかといいますと、個人金融資産が預貯金に行き、預貯金が国債に行く。国債が何に使われているかというのはありますけれども、主として福祉関係その他に使われている、こういう流

れになっていくわけでありませぬ。ですから、市場の金融とかいうものは不振であります。なぜなら、お金は預貯金経由で流れているからであります。

こういったお金の流れを変えるべきかとか、変えてよいかという問題があります。しかも、法でできることとかすべきことはあるのかということがあります。ここまで来ますと、日本の金融セクターというものは普通のマクロ経済学の本に書いてあるのと違って、今のようにお金が流れているものから、結局金融セクターの目標を設定しないといけませんし、その将来像を描いた上で、言うまでもなくシステムの安定を確保しなければいけません。そういう見地から見ると、法制度の重点は後者、システムの安定というところにどうしても行かざるを得ないので、金融セクターの将来については、本当は明るい絵を描きた

いところですけれども、お金がそういうふうに流れているところをどうしたらいいのかを考えなければいけないと思います。

そういう観点から、資本市場、証券市場の将来ということで、最後に私の感想を申し上げたいと思います。

資本市場、証券市場の現状はどうかというと、あまり表現はよくないかもしれませんが、低調と言わざるを得ないのではないかと思います。もう時間もありませんので、最後に一言だけ申し上げます。もうたいと思うのですけれども、私は最近、議論が流通市場に行き過ぎているのではないかと思っております。流通市場中心の議論から、発行市場のほうへもう少し重点を移して議論をすべきではないかと思っております。金融危機の原因分析のいろいろなものを見てもそうですけれども、世の中は日本を含めてお金余りであります。その余ったお金が

リターンを求めて世界中を駆けめぐっているという状況にあります。流通市場と言いましても、証券市場の実態はと言えば、先ほども申しましたように、HFTというか高頻度取引、そしてデリバティブというものが盛んに行われているという状況でありまして、これは余ったお金が行き場をなくして、余りうまく言えませんが、悪口を言う人の言葉で言えばマネーゲームに行っている状況かと思えます。

本来証券市場というのは、資金を必要とする人が資金調達をする場ではないかということであります。つまり、資金が使われるところへ、証券市場を通じてお金が流れるようにする。言われてみれば当たり前ですけれども、そういう意味で、発行市場というか証券市場というのは、資金を必要などころに供給する場であるのではないかと思うわけにあります。

より具体的に言いますと、例えば新興市場の見直し、これは現在行われていることではありませんけれども、新興企業だけでなく老舗の企業も、その資金調達を証券市場でしていただけるようにしていく。資金需要がなければしょうがないのですが、そういうことが重要なように思います。エクイティカデットかという人もいますけれども、証券市場の基本は私はエクイティ市場だと思っています。日本の場合には社債市場が小さ過ぎますので、社債市場の活性化も現在議論しているということはあります。ただ、いずれにせよ非常に重要なことは、証券市場というのはお金を提供する場であり、英語でキャピタル・フォーメーションと言っているのですけれども、流通市場だけに注意が行き過ぎているのではないかというのが私の感想であります。

法律の役割はどうか。そうなってきましたと、や

はり法律の役割は間接的なものであり、インフラ整備というあたりにとどまるのではないかと思えます。

以上のような問題関心から、金商法の体系を眺めてみますと、やや言い過ぎの表現になるかもしれませんが、業者規制よりは恐らく上場会社法制的ほうがその役割は重要であるように感じます。法制度ですから間接的ですが、そのような気がいたします。そういう目から見ますと、実は金商法分野の進展とか制度整備はそれなりには行われてきており、必要なことは行われていますけれども、そのスピードは少し遅いような気がいたします。

やるべきことはきちんとこの五年間やってきたのですけれども、現在の経済ですとか市場の状況を見ると大きな問題があるように思います。その大きな問題は法制度で解決できる問題ではないけ

れども、一つの視点として見ると、流通市場からもっと発行市場、資金調達する場としての証券市場を活性化するという発想が必要なように思うということも申し上げて、お話を終えさせていただきます。

若干時間があると思いますので、皆様方から、あるいはまたこの後でも結構です、ご感想等を電子メール等で研究所のほうにいただければ大変幸いに存じます。

御清聴いただきまして、どうもありがとうございます。  
（拍手）

**東理事長** 神田先生、どうもありがとうございます。金商法及びその改正の五年間の背景、あるいは運用の姿、その課題を総括していただき、最後に、資本市場、証券市場のあるべき方向性についても御示唆いただいたと思います。

それでは、お時間をいただいていますので、ここで皆様から御意見あるいは御質問をいただければと思います。いかがでしょうか。

**質問者** 先生、本日は大変ありがとうございます。ありがとうございました。

最後に先生が触れておられた、いわゆる上場会社法制が重要ではないかというお話に関連してですけれども、先生のお話の中でも、今回の会社法の見直しで、TOB規制の関心の部分という点である種の調整があったと思うのですが、恐らくそれ以外にも、先生が最後に触れておられた発行人場との関係でも、例えばファイナンスの規制であるとか、あるいは会計監査にかかわる部分であるとか、会社法と金商法の関係もかなり重要になるのではないかと思うのですが、この点につきまして、先生、今後の大局に立った方向性であるとか論点につきましてのお考えをお教えいただければ

と思います。

**神田** 実は私、本日、話をするために、自分で手元にメモを用意してきて、その最後に、今おっしゃっていただいたことが書いてあるのですけれども、数年前に公開会社法ということが非常に言われたことがあります。その意味はいろいろありまして、もともとこの言葉を強くおっしゃったのは早稲田大学の土村達男先生です。土村先生がおっしゃっている趣旨とは少し力点の置き方が違うと思うのですけれども、今まさにおっしゃっていただいたとおり、金商法と会社法の合体というのですか、別に物理的に合体しなくてもいいのですけれども、あわせての整備のほうが意外と重要だというのは全くそのとおりだと思います。

私は、整備なりのスピードが遅いように思います。具体例で言うと、ライツ・オフリングというものがありますが、制度整備ということに時間

が物すごくかかって、今度、会社法が改正されて初めて完結するわけです。こういうものはまさに資金調達に影響し得る発行市場の話ですので、今後ということと言うと、上場会社法制という会社が証券市場で資金調達する、そこはまさにおっしゃるように金商法プラス会社法というか、会社法プラス金商法というか、要は両者ですので、そこをもっと利用しやすくしていくことが非常に重要だと思います。

諸外国の制度と比較すると、これも流通市場ばかりに目が行くと、例えばですけれども、税制とというのが非常に気になるのですね。香港でもシンガポールでも韓国でも株式譲渡益はただというか非課税です。そこと勝負したって勝てるはずはないわけで、しかし、だから日本は非課税にするということとは考えられないわけですから、私はどちらかという流通市場の話よりも発行市場のほう

をもう少し重視したいということをお今日は申し上げたいと思っておりました。

**東理事長** ほかに御質問、御意見等おありであれば、ぜひお手をお挙げいただければと思います。——よろしゅうございますか。

それでは、いただいた時間も過ぎましたので、これで今月の「資本市場を考える会」をお開きにさせていただきます。ありがとうございます。

改めまして、神田先生、本日はどうもありがとうございました。(拍手)

(かんだ ひでき 東京大学大学院  
法学政治学研究所教授)

(本稿は、平成二四年十一月六日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。)

神 田 秀 樹 氏

略 歴

略歴

昭和52年3月東京大学法学部卒業。昭和52年4月東京大学法学部助手、昭和55年4月学習院大学法学部講師、昭和57年4月同助教授、昭和63年4月東京大学法学部助教授を経て、平成5年5月から東京大学大学院法学政治学研究科教授、現在に至る。

専門分野 会社法、商法、証券法、金融法。

著書 『会社法入門』（岩波新書、平成18年）、『会社法（第14版）』（弘文堂、平成24年）など。

共著書として、『The Anatomy of Corporate Law』（2nd edition, Oxford University Press, 2009）、『金融商品取引法概説』（有斐閣、平成22年）など。

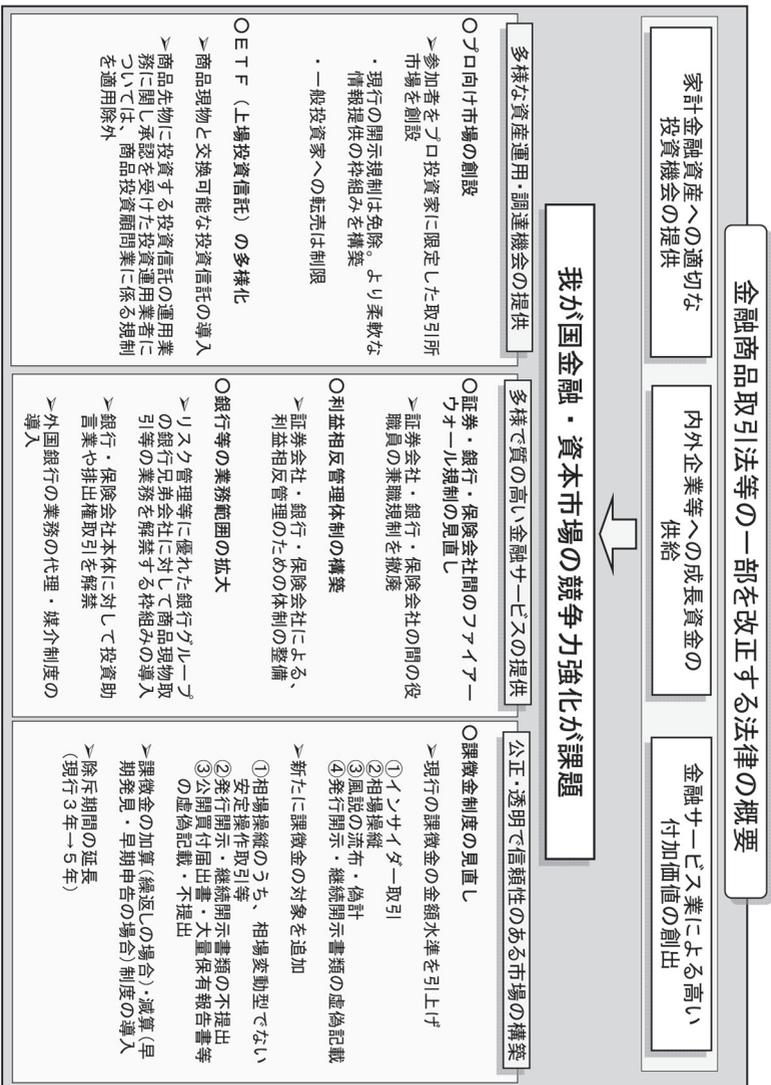
編著として、三輪芳朗ほか編『会社法の経済学』（東京大学出版会、平成10年）、財団法人資本市場研究会編『投資サービス法への構想』（財経詳報社、平成17年）など。

委員等 金融審議会委員

東京証券取引所「上場制度整備懇談会」座長

日本証券業協会「自主規制会議」委員

公益財団法人日本証券経済研究所「金融商品取引法研究会」座長および「M & A 制度研究会」座長など。



（出所：金融庁）

[平成21年6月17日成立]

金融商品取引法等の一部を改正する法律の概要

グローバルな金融市場の混乱への対応の必要性

利用者が安心して取引できる環境整備の必要性

我が国金融・資本市場の機能強化の必要性

信頼と活力のある金融・資本市場の構築が課題

市場の公正性・透明性の確保

○信用格付業者に対する規制の導入

>登録制の導入  
・体制整備された信用格付業者を登録  
・金融商品取引業者等が無登録業者による格付を利用して勧誘を行うことを制限（無登録の説明義務）  
前提・限界等々の説明義務）

>登録を受けた信用格付業者について、  
①誠実義務  
②体制整備義務  
③利益相反防止、格付プロセスの公正性確保（等）  
④情報開示義務  
⑤格付方針等の公表等  
⑥説明書類の公表等  
>登録を受けた信用格付業者に対する報告徴求・立入検査・業務改善命令等

利用者保護の充実

○金融分野における裁判外紛争解決制度（金融ADR制度）の創設

—金融商品取引法及びその他の金融機関運法において共通の枠組みを機動的に整備  
>苦情処理・紛争解決手続を実施する機関の指定（指定紛争解決機関）  
>金融機関は、以下の内容を含む契約を指定紛争解決機関との締結  
①苦情処理・紛争解決手続の承諾  
②事情説明・資料提出  
③手続実施者の解決案の尊重  
※指定紛争解決機関がない場合には、金融機関が苦情処理・紛争解決の取組みを実施

>指定紛争解決機関に対する報告徴求・立入検査、業務改善命令等  
○特定投資家（プロ）と一般投資家（アマ）の移行手続きの見直し  
>「から」への移行の効果（現行は1年）を、顧客の申し出があるまで有効に等義務の導入  
○有価証券店頭デリバティブへの分別管理  
>金融機関間の取引など投資家保護に支障がないと認められるものを除き、分別管理義務の対象に

公正で利便性の高い市場基盤の整備

○金融商品取引所と商品取引所の相互乗り入れ

>金融商品取引所による商品市場の開設や、商品取引所による金融商品市場の開設を可能とするための枠組みの整備（本体・子会社形態・持株会社形態での参入容認）

○社債等の発行登録制度の見直し

>発行登録書の記載事項として「発行予定額」に代えて「発行残高の上限」の選択を可能に

○「有価証券の売出し」定義の見直し

>有価証券の性質（主要国の国債、主要海外市場の上場有価証券、その他）や投資家の属性（適格機関投資家のみ、多数の一般投資家）に応じ、  
①法定開示  
②簡易な情報提供  
③開示免除等とする3種類の開示規制を整備

(出所：金融庁)

金融商品取引法等の一部を改正する法律の概要

背景

今次の世界的な金融危機を受けた国際的な議論や我が国金融・資本市場において見られた問題等  
 我が国金融システムの安定性・透明性の向上を図り、投資家等の保護を確保する

我が国決済システムの強靱化  
 ー我が国における危機の伝播の抑止等ー

金融商品取引業者等への適切な規制・監督の確保

グループ規制・監督の強化

○証券会社の連結規制・監督の導入等

- 証券会社の連結規制・監督の導入
  - ① 一定規模以上の証券会社
    - 当該業者に対する連結自己資本規制
    - 子会社に対する報告徴取・検査等
  - ② ①のうち、親会社と一体となって証券業務を行う証券会社
    - 親会社に対する行政処分を可能にする
    - 当該業者の親・子・兄弟会社に対する報告徴取・検査等
- 主要株主規制の強化
  - ・ 金融商品取引業者（第一種 投資運用）の主要株主（20%以上の議決権保有）のうち、過半数の議決権を保有する者に対する業務改善命令を可能にする
- 保険会社の連結財務規制の導入
  - 保険会社又は保険持株会社グループに対する連結財務健全性基準（連結ソルベンシー・レーティング基準）の導入

店頭デリバティブ取引等の決済の安定性・透明性の向上

- 清算機関に関する基盤強化を図った上で、一定の店頭デリバティブ取引等に対する、清算機関の利用義務付け
  - ※ 取引規模の大きいデリバティブ取引（現時点においては、具体的には、金利スワップ取引のプレーン・バニラ型）を清算機関に集中
  - ※ 我が国法制下での執行と密接に関連するデリバティブ取引（具体的には、クレジット・デフォルト・スワップ）のうち、我が国における取引規模が一定程度に達しているもの（現時点ではiTraxx Japan）を国内清算機関に集中

○取引情報保存・報告制度の創設

- 金融商品取引業者等や清算機関に対し、取引情報の保存、当高への取引情報の提出を義務付ける制度を整備
- 加えて、金融商品取引業者等は、自らに代わり、取引情報の収集・保存を行う機関（取引情報蓄積機関）による保存、当高への取引情報の提出を選択できる制度を整備

その他投資家保護のための措置

- 破産手続開始の原因となる事実がある場合、金融商品取引業者全般に対し、当局による破産手続開始の申立てを可能にする
- 信託業の免許取消し等の際の当局による新受託者選任等の申立権の整備
- 裁判所の差止命令に違反した場合の罰則規定の整備

（出所：金融庁）

【平成 23 年 5 月 25 日公布】

資本市場及び金融業の基盤強化のための金融商品取引法等の一部を改正する法律の概要

金融が实体经济を支える必要

金融自身が成長産業として経済をリードする必要



我が国資本市場及び金融業の基盤強化が課題

多様で円滑な資金供給の実現

ライツ・オフアリンガ（新株予約権無償割当てによる増資）に係る開示制度等の整備

- 目録見書の交付方法の弾力化 等
- 上場企業等の増資手法を多様化

コミットメントライン（特定融資枠契約）の借主の範囲拡大

- コミットメントラインの借主の範囲を、大会社等以外にも拡大
- 中堅企業等に新たに貸付調達手法を提供

銀行・保険会社等金融機関本体によるファイナンス・リースの活用の解禁

- 銀行・保険会社等金融機関の子会社等において容認されているファイナンス・リースの提供を、本体にも解禁
- 中小企業等がリース・ファースト・サービスを享受

国民資産を有効活用できる資産運用機会の提供

プロ等に限定した投資運用業の規制緩和

- 顧客がプロ等に限定される場合には投資運用業の登録要件（最低資本金等）を一部緩和等
- 投資運用業の立上げを促進

資産流動化スキームに係る規制の弾力化

- 資産流動化計画の変更手続等の簡素化や資産の取得に関する規制緩和 等
- 新市場開発等のための資金調達の手続等を簡素化

英文開示の範囲拡大

- 外国会社等による英文開示について、対象とする開示書類の範囲を有価証券届出書等に拡大
- 外国企業の我が国への上場促進

市場の信頼性の確保

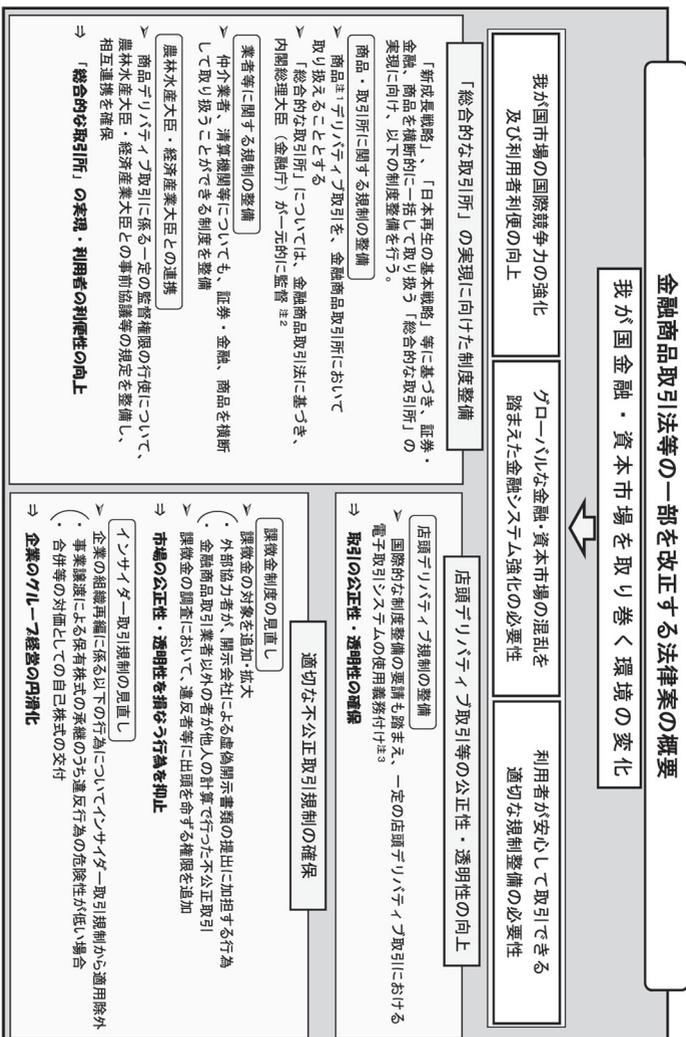
無登録業者による未公開株等の取引に関する対応

- 無登録業者による未公開株等の売付けを原則として無効に
- 無登録業者による広告・勧誘行為を禁止
- 無登録業者に対する罰則を引上げ 等
- 未公開株等の投資者格差を抑制

投資助言・代理業の登録拒否事由の拡充

- 登録拒否事由に人的構成要件を追加
- 投資者格差の発生を抑制

（出所：金融庁）



(注1) 当面、コマ等を除く  
 (注2) 商品のみを取り扱う取引所については、従来どおり、農林水産大臣・経済産業大臣が監督  
 (注3) 店頭リバテイング規制のうち、「清算集中制度」、「取引情報の保存・報告制度」等は整備済(平成22年金商法改正)

(出所：金融庁)

## 金融商品取引法等の一部を改正する法律の概要

### <背景>

家計金融資産への適切な投資機会の提供

内外企業への成長資金の供給

⇒我が国金融・資本市場の競争力強化

金融サービス業による高い付加価値の創出

## I 多様な資産運用・調達機会の提供

### 1. プロ向け市場の創設

- 参加者をプロ投資者（特定投資家）に限定した取引所市場を創設
  - プロ向け銘柄について、現行の開示規制は免除。プロ投資者に対する簡素な情報提供の枠組みを新設（例：年1回以上の情報提供）
  - 一般投資者への転売を制限
  - プロ向け市場に係る自主規制業務の一部を自主規制法人以外へ委託することを容認
- プロ向け市場における規制の実効性確保
  - 提供された情報が虚偽である場合などを念頭に以下を整備
    - ・民事上の損害賠償制度
    - ・課徴金制度
    - ・罰則
  - PTS（私設取引システム）業務の対象として、投資者保護の観点から適当でないもの（取引所による自主規制が及ばない非上場のプロ向け銘柄）を除外

### 2. ETF（上場投資信託）等の多様化

- 商品現物と交換可能な投資信託の導入
  - 金銭信託の例外である投資信託に商品組込型の投資信託を追加
- 商品先物に投資する投資信託に係る規制の適用関係の整理
  - 商品先物に投資する投資信託の運用業務に関し承認を受けた投資運用業者については、商品投資顧問業に係る規制を適用除外
- 金融商品取引所の業務範囲の見直し
  - 排出権取引に関する市場の開業業務を金融商品取引所の兼業業務として追加

## II 多様で質の高い金融サービスの提供

### 1. 証券会社・銀行・保険会社間のファイアーウォール規制の見直し

- 証券会社・銀行・保険会社間の役職員の兼職規制を撤廃

## 2. 利益相反管理体制の構築

- 証券会社・銀行等・保険会社による利益相反管理のための体制の整備
  - 自社又はグループ会社による取引に伴い、顧客の利益が不当に害されることがないよう、適正な情報の管理と適切な内部管理体制の整備を実施

## 3. 銀行等・保険会社の業務範囲の見直し

- 銀行兄弟会社の業務範囲の見直し
  - リスク管理等に優れた銀行グループの銀行兄弟会社に対して商品現物取引等の業務を解禁する枠組み（認可制）の導入
- 銀行等・保険会社本体の業務の見直し
  - 投資助言業務、排出権取引の解禁
- 銀行等・保険会社グループの議決権保有制限の例外措置の拡充
  - 企業再生（地域再生）の一層の推進等の観点から、銀行等・保険会社グループの議決権保有制限の例外措置を拡充
- 銀行等による外国銀行の業務の代理・媒介制度の導入
  - グループ内の外国銀行の業務を代理・媒介
  - 委託元の外国銀行が銀行等の子会社等として当局の認可を受けている場合は届出（それ以外は認可）
  - 委託元の外国銀行の業務・財産に関する説明書類の縦覧、顧客保護のための説明義務、帳簿備付け義務等を適用

## Ⅲ 公正・透明で信頼性のある市場の構築

### 1. 課徴金制度の見直し

- 現行の課徴金の金額水準を引上げ
  - インサイダー取引  
重要事実公表日翌日終値を基準 ⇒ 公表後2週間の最高値を基準
  - 相場操縦  
違反行為後1ヶ月の売買で確定した損益 ⇒ 1ヶ月の最高値を基準
  - 風説の流布・偽計  
違反行為後1ヶ月の売買で確定した損益 ⇒ 1ヶ月の最高値を基準
  - 発行開示書類の虚偽記載  
募集・売出し総額の1%（株式は2%） ⇒ 2.25%（株式は4.5%）
  - 継続開示書類の虚偽記載  
時価総額の10万分の3または300万円 ⇒ 10万分の6または600万円
- 課徴金の対象範囲の見直し
  - 公開買付届出書の虚偽記載・不提出  
買付総額の100分の25

- 大量保有報告書の虚偽記載・不提出  
時価総額の10万分の1
- 相場操縦のうち仮装売買・馴合売買  
違反行為後1ヶ月の最高値を基準
- 相場操縦のうち安定操作取引  
違反行為中の平均価額－違反行為後1ヶ月の平均価額
- 発行開示書類の不提出  
募集・売出し総額の2.25%（株式は4.5%）（虚偽記載と同様）
- 継続開示書類の不提出  
監査料相当額
- 課徴金の加算制度  
○過去5年間に課徴金の対象となった者が再度違反した場合には課徴金の額を1.5倍に加算
- 課徴金の減算制度  
○コンプライアンス体制の構築の促進・再発防止の観点から、当局の調査前に以下の違反行為を報告した場合には課徴金を半額に減算
  - ・自己株売買におけるインサイダー取引
  - ・発行開示書類・継続開示書類の虚偽記載
  - ・大量保有報告書の不提出
- 除斥期間の延長  
○現行3年の除斥期間を5年に延長
- 審判手続の見直し  
○民事訴訟法の制度にならい、被審人は審判手続に係る書類の送達場所を届出  
○事件記録の閲覧について、正当な理由がある場合を除き利害関係人が閲覧できることを明確化

## 2. 訂正命令を行う開示書類の縦覧の制限

- 当局は、訂正命令を行った開示書類について、例外的に縦覧に供しないものとする事ができる枠組みを導入

## 3. 違反行為の禁止・停止の申立てに係る権限委任

- 違反行為の禁止・停止の裁判所に対する申立てに係る金融庁長官の権限を証券取引等監視委員会に委任

## IV 施行日

公布の日から起算して6月を超えない範囲内において政令で定める日から施行  
（ファイアーウォール規制の見直しと利益相反体制の構築（Ⅱ1、2）は公布の日から起算して1年を超えない範囲内において政令で定める日から施行）

（出所：金融庁）

## 金融商品取引法等の一部を改正する法律の概要

### <背景>

グローバルな金融市場の混乱への対応

利用者が安心して取引できる環境整備

⇒信頼と活力ある金融・資本市場の構築

我が国金融・資本市場の機能強化

## I 市場の公正性・透明性の確保

### ・ 信用格付業者に対する公的規制の導入

- 信用格付業者に対する登録制の導入
  - 信用格付業を公正かつ確に遂行するための体制が整備された格付会社を登録
- 信用格付業者に対する規制・監督
  - 登録を受けた信用格付業者に対し以下を義務付け
    - 誠実義務
    - 格付方針等の公表、説明書類の公衆縦覧の情報開示義務
    - 利益相反防止、格付プロセスの公正性確保等の体制整備義務
    - 格付対象の証券を保有している場合等の格付の提供の禁止
  - 登録を受けた信用格付業者に対する報告徴求・立入検査、業務改善命令等の監督規定を整備
- 無登録業者による格付を利用した勧誘の制限
  - 金融商品取引業者等が、無登録業者による格付である旨等を説明することなく無登録業者による格付を提供して、金融商品取引契約の締結の勧誘を行うことを制限

## II 利用者保護の充実

### 1. 金融分野における裁判外紛争解決制度（金融ADR制度）の創設

※金融商品取引法のほか、銀行法や保険業法等の金融関連法において共通の枠組みを横断的に整備

- 紛争解決機関の指定
  - 紛争解決等業務を行う機関（紛争解決機関）を、申請により、以下の要件に基づき主務大臣が指定することができる（指定にあたって法務大臣に協議）
    - 紛争解決等業務を的確に実施できる経理的・技術的な基礎を有すること
    - 役職員の構成が紛争解決等業務の公正な実施に支障を及ぼさないこと
    - 業務規程について一定割合以上の金融機関が異議を述べていないこと 等
  - ※業態ごとに紛争解決機関を指定。指定紛争解決機関は業態で一つに限られず、また、複数の業態で指定を受け、業態横断的な指定紛争解決機関となることも可能
- 苦情処理・紛争解決の手續に関する諸規定を整備
  - 業務規程において紛争解決等業務に関する手續等を規定
  - 紛争解決手續は弁護士等からなる紛争解決委員が実施

- ・紛争解決手続に時効の中断及び訴訟手続の中止の法的効果を付与
  - 指定紛争解決機関の利用
    - 指定紛争解決機関がある業態においては、金融機関に対し、一の指定紛争解決機関と以下の内容を含む契約の締結を義務付け
      - ・苦情処理・紛争解決手続の応諾
      - ・手続における事情説明・資料提出
      - ・紛争解決委員の提示する和解案（特別調停案）の尊重
    - 指定紛争解決機関がない場合には、金融機関が苦情処理・紛争解決の取組みを実施
  - 指定紛争解決機関に対する監督規定の整備
    - 指定紛争解決機関に対する報告徴求・立入検査、業務改善命令等（業務改善命令等にあたって法務大臣に協議）の監督規定を整備
2. 特定投資家（プロ）と一般投資家（アマ）の移行手続きの見直し
- プロからアマへの移行の効果（現行は1年）を、顧客の申出があるまで有効に
  - アマからプロへの移行の効果は、引き続き1年とするが、それ以前でも申出によりアマに戻ることを可能に
3. 有価証券店頭デリバティブへの分別管理義務の導入
- 有価証券店頭デリバティブ取引について、金融機関間の取引など投資家保護に支障がないと認められるものを除き、分別管理義務の対象に

### Ⅲ 公正で利便性の高い市場基盤の整備

1. 金融商品取引所と商品取引所の相互乗入れ
- 金融商品取引所による商品市場の開設
    - 株式会社金融商品取引所が、認可を受けて商品市場を開設できることを明確化（株式会社商品取引所も金融商品取引所の免許を受けて金融商品市場を開設可能）
  - 金融商品取引所と商品取引所のグループ化
    - 金融商品取引所及び金融商品取引所持株会社が、認可を受けて商品取引所を子会社とできることを明確化
    - 商品取引所及び商品取引所持株会社が、（商品取引所法による認可を受けて）金融商品取引所を子会社とすることを可能に
  - 金融商品取引清算機関による商品取引債務引受業の実施
    - 金融商品取引清算機関が、承認を受けて商品取引債務引受業（商品取引のクリアリング業務）を行うことができることを明確化
2. 開示制度の見直し
- 社債等の発行登録制度の見直し
    - 発行登録書の記載事項として、「発行予定額」に代えて「発行残高の上限」

## 金融商品取引法制施行5年の軌跡と展望

の記載を容認

- 「有価証券の売出し」定義の見直し
- 既発行有価証券の売付け勧誘等について、有価証券の性質（主要国の国債、主要海外取引所の上場有価証券、その他）及び投資者の属性（適格機関投資家のみ、多数の一般投資者）に応じ、法定開示、簡易な情報提供、開示免除等とする3種類の開示規制を整備

### **IV 施行日**

以下を除き、公布の日から起算して1年を超えない範囲内において政令で定める日から施行

- ①金融商品取引所と商品取引所の相互乗入れ（商品取引所法の改正と合わせて施行するもの）
  - ・ ・ ・ 上記施行日と改正商品取引所法の施行日のいずれか遅い日から施行
- ②信用格付業者に対する公的規制の導入（無登録業者による格付を利用した勧誘の制限に係る規定）及び金融ADR制度の創設（金融機関による指定紛争解決機関の利用に係る規定）
  - ・ ・ ・ 公布の日から起算して1年半を超えない範囲内において政令で定める日から施行

（出所：金融庁）

## 金融商品取引法等の一部を改正する法律の概要

### <背景>

今次の世界的な金融危機を受けた国際的な議論や  
我が国金融・資本市場において見られた問題等

↓

我が国金融システムの安定性・透明性の向上を図り、投資家等の保護を確保する

### I 店頭デリバティブ取引等の決済の安定性・透明性の向上

#### 1. 店頭デリバティブ取引等に関する清算機関の利用の義務付け

- 一定の店頭デリバティブ取引等に対する清算機関の利用義務付け
  - 我が国における取引規模が多額で、その取引に基づく債務不履行が我が国市場に重大な影響を及ぼすおそれがある一定の取引については、以下のいずれかに清算集中
    - ・国内清算機関
    - ・国内清算機関と外国清算機関の連携による方式
    - ・外国清算機関
  - 我が国における取引規模が多額で、その取引に基づく債務不履行が我が国市場に重大な影響を及ぼすおそれがあるもののうち、我が国において清算する必要がある取引については、国内清算機関に清算集中

#### 2. 清算関連の基盤整備に係る諸制度

- 国内清算機関の基盤強化
  - 主要株主規制（20%以上の議決権を保有する者に対する認可制）の導入
  - 最低資本金規制の導入
- 国内清算機関と外国清算機関の連携制度の整備
  - 以下の内容を含む一定の要件を満たす場合、国内清算機関は、認可を受けて外国清算機関と連携して清算業務を行うことができる
    - ・清算が適正かつ確実に行われるための仕組み及び体制の整備
    - ・外国当局から免許等を受けていること
  - 連携金融商品債務引受業務の停止命令、認可の取消し等の監督規定を整備
- 外国清算機関制度の創設
  - 以下の内容を含む一定の要件を満たす場合、外国清算機関は、免許を受けて清算業務を行うことができる
    - ・清算が適正かつ確実に行われるための仕組み及び体制の整備
    - ・外国当局から免許等を受けていること
  - 外国清算機関に対する報告徴取・検査、業務改善命令、業務停止命令、免許の取消し等の監督規定を整備
- 清算における債務引受けの概念の実質化等
  - 「債務引受業」の定義に、現行の「債務引受け」に「更改その他の方法」を加える

## 金融商品取引法制施行5年の軌跡と展望

○我が国の市場に与える影響が軽微な一定の種類の取引に係る適用除外を設ける

### 3. 取引情報保存・報告制度の創設

- 取引情報の保存・報告
  - 金融商品取引業者等や清算機関に対し、取引情報の保存・報告を義務付け
  - 金融商品取引業者等は、自らに代わり、取引情報の収集・保存を行う機関（取引情報蓄積機関）による保存・報告を選択可能
- 取引情報蓄積機関制度の創設
  - 取引情報蓄積機関の指定制度を創設
    - ・国内の取引情報蓄積機関：申請を受けて指定
    - ・外国の指定取引情報蓄積機関：各国監督当局による協調的な監督の枠組みなどの国際的な合意の下で、我が国当局に対する報告等を確保できていることを前提に告示指定
  - 取引情報蓄積機関に対する報告徴取・検査、業務改善命令、指定の取消し等の監督規定を整備

## II グループ規制・監督の強化

### 1. 証券会社の連結規制・監督の導入等

- 金融商品取引業者に対する主要株主規制の強化
  - 金融商品取引業者（第一種金融商品取引業者・投資運用業者）の主要株主のうち議決権の過半数を保有する者に対して、その必要性が特に高い場合に、当該金融商品取引業者の適切な業務運営確保のため必要な措置を求める権限等を導入
- 一定規模以上の証券会社に対する連結規制・監督の導入
  - 【川下連結】
    - 特別金融商品取引業者（総資産の額が一定金額を超える第一種金融商品取引業者）について、
      - ・内閣総理大臣への届出、所属する企業グループの財務状況等の報告を義務付け
      - ・連結ベースの事業報告義務、連結自己資本規制を導入
      - ・その子会社等に対する報告徴取・検査等の監督規定を整備
  - 【川上連結】
    - 上記川下連結の対象となる特別金融商品取引業者のうち、その親会社等が以下の要件のいずれかに該当する場合であって、それらの適切な業務運営の確保の必要性が特に高いと認められるときに、内閣総理大臣が当該親会社を以下の規制・監督の対象として指定する（他法令（外国の法令を含む）に基づいて適切な監督を受けていると認められる場合は、指定しないことができる）
      - ・当該親会社が当該特別金融商品取引業者の経営管理を事業として行っていること
      - ・当該親会社等が当該特別金融商品取引業者に対して資金支援を行っており、

その停止が当該特別金融商品取引業者の業務運営に著しい支障を及ぼすおそれがあると認められること

- 指定を受けた親会社について、
  - ・企業グループの中で最上位の者に対するグループ全体に係る事業報告義務、連結自己資本規制を導入
  - ・措置命令等の監督規定を整備
  - ・親会社やその子会社等に対する報告徴取・検査等の監督規定を整備

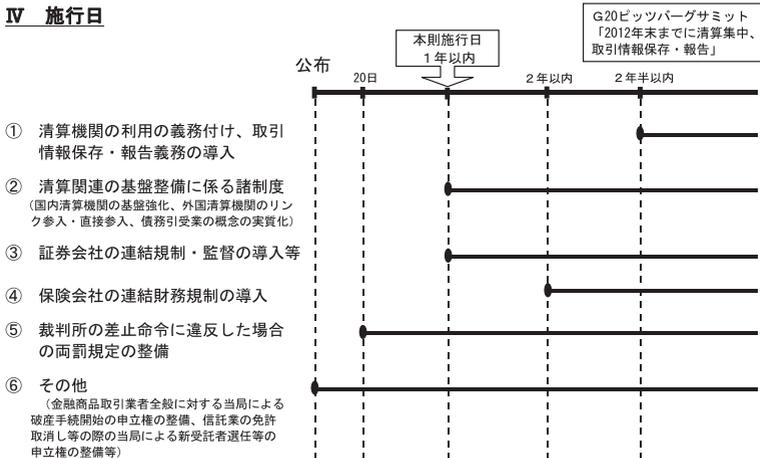
## 2. 保険会社の連結財務規制の導入

- 保険会社又は保険持株会社グループに対する連結財務健全性基準（連結ソルベンシー・マージン基準）の導入

## Ⅲ その他投資家保護のための措置

- 金融商品取引業者全般に対する当局による破産手続開始の申立権の整備
  - 破産手続開始の原因となる事実がある場合において、当局による破産手続開始の申立てが可能な範囲を一部の金融商品取引業者（証券会社）から金融商品取引業者全般に拡大
- 信託業の免許取消し等の際の当局による新受託者選任等の申立権の整備
  - 信託業の免許・登録の取消し等が行われた場合の新受託者の選任等について、当局による申立てを可能に
- 裁判所の差止命令に違反した場合の両罰規定の整備
  - 裁判所の差止命令違反について、法人に対しても罰則を科すことを可能に

## Ⅳ 施行日



(出所：金融庁)

## 資本市場及び金融業の基盤強化のための 金融商品取引法等の一部を改正する法律の概要

〈背景〉

金融が実体経済を支える必要

金融自身が成長産業として経済をリードする必要



我が国資本市場及び金融業の基盤強化が課題

### I 多様で円滑な資金供給の実現

#### 1. ライツ・オファリングに係る開示制度等の整備

➢ 目論見書の交付方法の弾力化

- 新株予約権を割り当てる場合に必要となる株主全員に対する目論見書の作成・交付に代えて、①有価証券届出書等の提出（EDINETへの掲載）、及び②EDINETの掲載ページのアドレス等の情報の公告を行うことで足りることとする

➢ 「有価証券の引受け」の範囲の見直し

- 証券会社による、未行使分の新株予約権の取得・行使を「有価証券の引受け」と位置付け、適切な引受審査の義務付け等の規制を課す

➢ インサイダー取引の重要事実の明確化

- 新株予約権無償割当てをインサイダー取引の重要事実として明記する

（注）ライツ・オファリングとは、株主全員に新株予約権を無償で割り当てることによる増資手法をいう。

#### 2. コミットメントライン（特定融資枠契約）の借主の範囲拡大

➢ 以下の法人類型をコミットメントラインの借主の範囲に追加

- ・ 純資産10億円超の株式会社、大会社の子会社、純資産の額が10億円を超える者等に相当する外国会社
- ・ 資産流動化のための合同会社
- ・ 保険業法上の相互会社、第一種金融商品取引業者、投資運用業者、証券金融会社、貸金業者

（注）コミットメントライン契約とは、貸主が一定の期間及び金額の融資枠を設定するとともに、借主がそれに対し手数料を支払う契約をいう。

#### 3. 銀行・保険会社等金融機関本体によるファイナンス・リースの活用解禁

➢ 銀行・保険会社等金融機関の子会社等において容認されているファイナンス・リース業務を、本体にも解禁

（注）ファイナンス・リースとは、①中途解約禁止、②物件価格と付随費用をリース料で全額回収（フルペイアウト）の2つの要件を満たすリース取引をいう。

### II 国民資産を有効活用できる資産運用機会の提供

#### 1. プロ等に限定した投資運用業の規制緩和

➢ 投資運用業に係る登録要件の緩和

- 適格投資家向け投資運用業（顧客がプロ等に限定された一定規模以下の投資運用業）について、投資運用業の登録要件を一部緩和する特例を新設する

- ファンド持分の販売勧誘に係る規制の緩和
  - 適格投資家向け投資運用業を行う者が、第一種金融商品取引業の登録を受けなくとも、自ら運用を行うファンド持分の販売勧誘が行えるように特例を整備する（第二種金融商品取引業とみなす）

## 2. 資産流動化スキームに係る規制の弾力化

- 資産流動化計画の変更届出義務の緩和
  - スキームの骨格に関わらない事項に関する変更届出義務を免除する
- 資産の取得・資金調達に係る規制の見直し
  - 不動産と一体となった備品等の信託設定義務等を免除する
  - 不動産の価格について、鑑定評価及び第三者調査を二重に義務付けることを廃止し、鑑定評価に一本化する
  - 特定目的会社の資産取得に当たっての資産譲渡人等による重要事項の告知義務を廃止する
  - 特定目的会社が借り入れた資金の用途制限を撤廃する
- 資産流動化の応用スキーム（特定目的信託の仕組みを利用したイスラム債の発行）の促進
  - 社債的受益権の発行につき、他の種類の受益権の発行を義務付けることを廃止する

## 3. 英文開示の範囲拡大

- 英文開示の対象となる開示書類の範囲を有価証券届出書等に拡大
  - 外国会社等による英文開示の範囲を有価証券届出書等及び臨時報告書に拡大する

## Ⅲ 市場の信頼性の確保

### 1. 無登録業者による未公開株等の取引に関する対応

- 取引の無効ルールの創設
  - 無登録業者が非上場の株券等の売付け等を行った場合には、その売買契約を原則として無効とする
- 広告・勧誘行為の禁止
  - 無登録業者による広告・勧誘行為を禁止する
- 罰則の引上げ
  - 無登録業者に対する罰則を、5年以下の懲役又は500万円以下の罰金（法人については5億円以下の罰金）に引き上げる

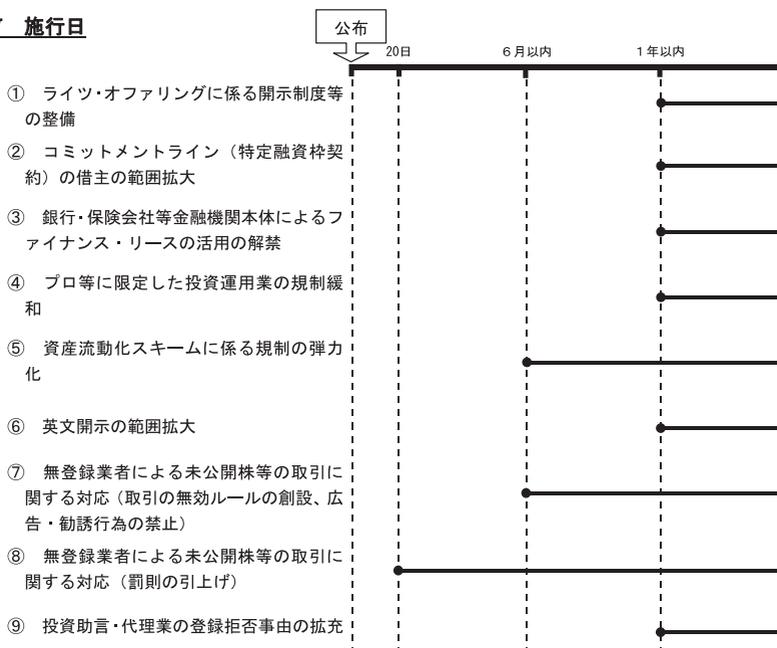
（注）現行では、3年以下の懲役又は300万円以下の罰金（法人についても300万円以下の罰金）。

### 2. 投資助言・代理業の登録拒否事由の拡充

- 投資助言・代理業の登録拒否事由に人的構成要件を追加する

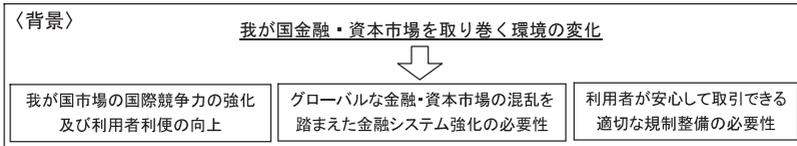
## 金融商品取引法制施行5年の軌跡と展望

### IV 施行日



(出所：金融庁)

## 金融商品取引法等の一部を改正する法律案の概要



### I 「総合的な取引所」の実現に向けた制度整備

#### 1. 商品・取引所に関する規制の整備

- 商品<sup>(注1)</sup>を「金融商品」と位置付け、当該商品に係る市場デリバティブ取引を、金融商品取引所において取り扱えることとする  
(注1) 当面、コメ等を除く
- 証券・金融と商品を横断的に一括して取り扱う「総合的な取引所」については、金融商品取引法に基づき規制し、内閣総理大臣（金融庁）が一元的に監督<sup>(注2)</sup>  
(注2) 商品のみを取り扱う取引所については、引き続き、商品先物取引法に基づき規制し、農林水産大臣・経済産業大臣が監督
- 「総合的な取引所」における商品デリバティブ取引について、当業者（商社、事業者）等を取引参加者として位置付けられる枠組みを整備

#### 2. 業者等に関する規制の整備

- 取引業者、清算機関等についても、証券・金融、商品を横断して取り扱うことができる制度を整備
  - 「総合的な取引所」における商品デリバティブ取引に係る業務を第一種金融商品取引業に追加
  - 取引業者の行為規制等は、金商法規制を原則としつつ、現行商先法規制等を勘案
  - 「総合的な取引所」における商品デリバティブ取引の清算を金融商品取引清算機関の業務と位置付け

#### 3. 不公正取引に関する規制の整備

- 「総合的な取引所」における商品デリバティブ取引に係る不公正取引について、金融商品取引法の既存の市場デリバティブ取引と同様の規制を適用

#### 4. 農林水産大臣・経済産業大臣との連携

- 「総合的な取引所」における商品デリバティブ取引に係る一定の監督権限の行使について、農林水産大臣・経済産業大臣との事前協議等の規定を整備し、相互連携を確保

### II 店頭デリバティブ取引等の公正性・透明性の向上

#### ・ 店頭デリバティブ規制の整備

- 店頭デリバティブ取引における電子情報処理組織の使用義務付け

## 金融商品取引法制施行5年の軌跡と展望

- 国際的な制度整備の要請も踏まえ、金融商品取引業者等が、一定の店頭デリバティブ取引を行うに当たり、金融商品取引業者等が提供する電子情報処理組織を使用することを義務付け
- 外国から電子情報処理組織を提供する者については、内閣総理大臣の許可により、金融商品取引業者等を相手方とする店頭デリバティブ取引等を可能とする制度を整備

### Ⅲ 適切な不正取引規制の確保

#### 1. 課徴金制度の見直し

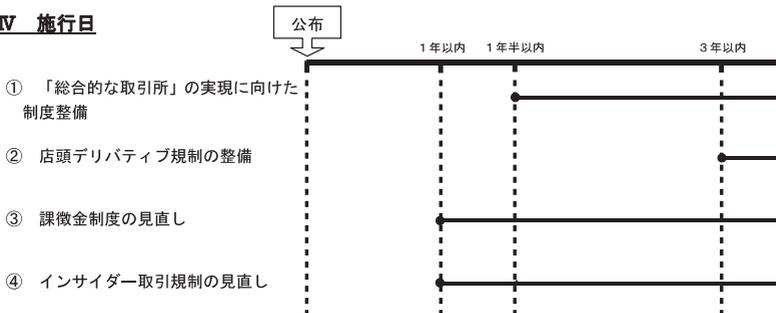
- 虚偽開示書類等の提出等に加担する行為に対する課徴金の適用
  - 外部協力者が、発行者等による虚偽開示書類等の提出等に加担する行為を、課徴金の対象に追加
- 不正取引に関する課徴金の対象拡大
  - 金融商品取引業者等以外の業者や投資家が、顧客等の他人の計算で行った不正取引について課徴金の対象に追加
- 課徴金の調査において、違反者等に出頭を命ずる権限を追加
  - 外部協力者に対する課徴金及び不正取引を行った者に対する課徴金に係る事件の調査権限として、違反者等に対する出頭命令を追加

#### 2. インサイダー取引規制の見直し

企業の組織再編に係るインサイダー取引規制の適用除外

- 事業譲渡による保有株式の承継について、インサイダー取引の危険性が低い場合（株式が承継資産の一部（20%未満）の場合等）を適用除外とする  
（注）合併・会社分割についても、事業譲渡と同様の規制とする
- 合併等の対価としての自己株式の交付を、新株発行の場合と同様に適用除外とする

### Ⅳ 施行日



（出所：金融庁）