

オピニオン

「金融サービス法」を考える

「フリー」、「フェア」、「グローバル」を旗印として、2001年までにわが国の金融市場をニューヨーク、ロンドン並みの国際金融市場として再生させることをめざす「日本版ビッグバン」（金融システム改革）が、いよいよ動き始めた。

今年6月には、証券取引審議会、金融制度調査会、保険審議会の三審議会が、それぞれ答申や報告書を取りまとめ、改革の具体的な内容と長期的なスケジュールを明らかにした。7月末には、大蔵省が、今年度中に実施する具体的措置についての詳細を発表し、証券総合口座の導入、銀行による投資信託の販売解禁、銀行、証券会社、信託銀行が保有する業態別子会社の業務範囲見直し、などの実施日程が固まった。9月に召集された臨時国会では、金融持株会社の設立を解禁するための法改正が審議されることになっている。これまで我が国の金融市場をがんじがらめに縛り付けてきた規制の枠が、一步一步取り払われていくのである。

規制のあり方をめぐる議論の必要性

このように、我が国の金融市場規制については、規制の数という量的な側面においては、時代の要請に合致した改革の道筋が見えてきたとすることができる。しかし、改革をめぐる議論の過程で、まず国際的に見て大きく立ち後れている我が国金融市場の自由度を高めるという目標が重視されたこともあって、金融規制全体の整合性、規制・監督機関の役割、投資者保護のあり方、といった規制の質的な面については、まだ十分に展望できる状況にはなっていないように思われる。もちろん、事前抑止型規制から事後摘発型規制への転換や投資者自己責任の強調といった大枠的な考え方は既に提示されているが、それらを実現するための具体的な規制のあり方という点にまで議論は及んでいないと言えるのではなからうか。

縦割り型の我が国金融規制

規制の数が減っていく自由化時代にふさわしい規制のあり方を考える上で、最初に取り上げられなければならないのは、我が国の伝統的な縦割り型金融市場規制の見直しという問題であろう。

我が国の金融市場は、銀行、証券会社、保険会社、商品先物取引業者、といった業態ごとに、それぞれ異なった金融サービスを提供するという体制に編成されてきた。複数の業態にまたがったり、他の業態と直接的な競合関係にあるような商品、サービスが登場する場合には、金融監督当局を中心とした調整が行われ（いわゆる業際問題への対応）、業界

ごとの棲み分けが維持されてきた。

こうした市場のあり方を法制面から支えてきたのが、個別業法による縦割り型の規制制度である。銀行法、証券取引法、保険業法といった業法は、それぞれの業態ごとに、認可基準、業務範囲、行為規制（情報開示規制）といった内容を定めている。それぞれの業法には、所管官庁が存在し、各業態の規制・監督を担当する。多くの場合は、大蔵省の各局だが、通商産業省、農林水産省、労働省といった省庁が関与しているケースもある。

業態別に細分化された規制の下では、性格の類似した投資商品であっても、異なった業法の規定に基づいて、異なった商品規制、業者規制を課せられることになる。

例えば、いずれも先物投資商品である証券先物、金融先物、商品先物は、それぞれ証券取引法、金融先物取引法、商品取引所法によって規制されており、大蔵省証券局、銀行局、証券取引等監視委員会、通商産業省が監督や不正の摘発にあたっている。また、証券投資信託と商品ファンドは、集合投資商品という点では共通の性格を有しているが、それぞれ証券投資信託法、商品投資事業法によって規制されており、大蔵省と通商産業省が別個に監督している。変額保険という商品も、集合投資商品に保険という機能を付したものと考えることができるが、全く異なる扱いを受けている。

根拠となる法律や所管する官庁が異なれば、規制の具体的内容には様々な違いが生じることになる。そうした違いに積極的な意義があればよいが、単に複数の規制の内容を遵守するためのコスト（規制についての知識を備える、従業員を教育する、監視するといった活動のためのコスト）が大きくなるだけという可能性もある。

イノベーションを妨げる規制のあり方

また、金融技術の革新によって新しいタイプの投資商品が生まれると、どの業法によって規制するのか（あるいは新しい業法を制定するのか）という問題が、業態間の利害も絡んで争いになるなど、自由な商品設計が制約されやすい。既存の業法の隙間に陥って、何らの規制も及ばされないという商品が現れるという危険もある。

例えば、各種の債権を流動化させる、いわゆる証券化商品をめぐっては、抵当証券、住宅抵当証券、住宅ローン債権信託、特定債権事業法に基づくリース・クレジット債権の流動化、といった様々な制度が整備されてきた。更に、最近になって、銀行の不良化した貸付債権を流動化させるための特別目的会社（SPC）制度の導入が検討され始めている。しかし、こうした複雑な制度体系の下では、同じような性格の商品がいくつも生まれ、市場の規模拡大が抑えられてしまう一方、どの制度の要件にも該当しないような債権については流動化を図ることが難しいという使いにくさの問題が残されてしまう。

横断的・包括的な規制の必要性

金融ビッグバンによって、金融商品・サービスを提供する業者の自由度が高まると、縦割り型規制体系の問題点が、より現実化しやすくなる恐れが強い。例えば、同じ業者を通

じて同じような金融商品を購入する場合に、ある商品については商品のリスクについて具体的な説明がなされ、監督機関による審査を受けた資料が手渡されるのに、別の商品については同じような義務がないために何も行われなかったケースが生じるだろう。

こうした現象が現れ、結果として投資者、消費者が損害を被ったり、実効的な救済を受けられないといった事態が生じれば、自由化、規制緩和を押し進める改革は金融市場の公正さを低下させたという批判を浴びかねない。ビッグバンの基本原則にもあるように、「フリー」なだけでなく「フェア」、つまり公正な市場でなければ、参加者からそっぽを向かれてしまう。市場の公正さを確保するためには、金融サービス・商品の利用者が、自らが利用しようとするサービスや商品の概要とそれに伴うリスクを的確に知り、合理的な判断を下せるような環境を整備しなければならない。そうした条件が整えられて初めて、金融サービス・商品の利用者に徹底した自己責任を求めることもできるのである。

このように、ビッグバンを真に実りある金融市場改革とするためには、規制の撤廃や自由化と並行して、従来の業態別縦割り型の規制体系そのものを見直し、多様な金融サービス・商品を規制する横断的かつ包括的な公正取引確保のための仕組みを検討することが、求められているのである。

英国の「金融サービス法」

横断的・包括的な金融市場規制の一つのモデルとなると考えられるのが、ロンドン証券取引所の「ビッグバン」（取引所大改革）と時を同じくして制定された英国の「1986年金融サービス法」である。

同法は、株式や債券などの有価証券の売買、投資信託販売、投資アドバイス、生命保険販売など様々な金融商品・サービスを「投資業務」として包括的に規制する（表1）。しかも、金融サービス法の対象となる金融商品・サービス（投資物件）は、幅広く定義されており、新しい商品やサービスの登場にも対処しやすい（表2）。

「投資業務」を営む業者は、原則的に認可制とされており、認可業者が遵守すべき業務行為規則など共通の行為規制が定められている。法律に定めのない詳細なルールの内容や業者に対する日常的な監督のあり方などについては、金融サービス法上の「指定機関」である証券投資委員会（SIB）とその傘下にある公認自主規制機関（SRO）の判断に委ねられている。

金融サービス法の特徴の一つは、「機能別規制（functional regulation）」にあると言われる。すなわち、銀行、証券会社、保険会社といった業態別に縦割り型の規制（「機関別規制（institutional regulation）」と呼ばれる）を行うのではなく、証券売買の仲介とか貯蓄型保険商品の販売といった機能に注目して規制を行うのである。一つの金融機関が多様なサービスを提供する自由化の時代には、機関別規制よりも機能別規制をとることが望ましいからである。具体的には、例えば、銀行でも証券会社でも、機関投資家を相手として株式業務を行う場合には、SROの一つである証券先物業協会（SFA）の会員となり、その規則

を遵守しなければならないとされている。

表 1 金融サービス法によって規制される投資業務の範囲（付属規程 1 第 II 部）

<p>・ 投資物件の「ディーリング」：本人として、または代理人としてのいずれかの資格で投資物件の買付、売付、応募もしくは引受を行い、またはそれらの申込みもしくは同意をすること。 （わが国の証券業者、金融先物取引業者、商品取引業者、生命保険業者等が該当する）</p> <p>・ 投資の「アレンジ」：ある投資物件の買付、売付、応募または引受をする他人のために取りまとめをすること。投資物件の買付、売付、応募または引受の取りまとめに関与する者のために取りまとめをすること。 （証券のブローカレッジ、アンダーライティングなどでありわが国の証券業者等が該当する）</p> <p>・ 投資「マネジメント」：次のいずれかに該当する場合に、他人に所属する資産を管理し、または管理の申込みもしくは同意をすること。当該資産が投資物件からなり、またはそれを含んでいること（以下略）。 （わが国の信託業者、証券業者等が該当する）</p> <p>・ 投資「アドバイス」：投資者の立場にある者、または将来投資者になる可能性のある者に対し、投資物件の買付、売付、応募もしくは引受を行うことまたは投資物件の取得、処分、引受もしくは転換をする権利を行使することのメリットについて助言をし、または助言の申込みもしくは承諾をすること。 （わが国の投資顧問業者、証券業者等が該当する）</p> <p>・ 集合投資計画の設立等：公認ユニット・トラスト計画の受託者としての行為を含め、集合投資計画の設立、運営または解散をすること。 （わが国の投資顧問業者、投資信託委託業者等が該当する）</p>

（注）「集合投資計画」とは、わが国の投資信託にあたるものを指す。「公認ユニット・トラスト計画」は、そのうちオープンエンドの契約型投資信託を指す。

表 2 金融サービス法上の投資物件の定義（付属規程 1 第 I 部）

<p>（投資物件とは）</p> <ol style="list-style-type: none">1 会社の株式資本における株式2 不確定額面社債、無担保社債、債務証券、譲渡生預金証券、及び債務を形成し、または承認する<u>その他の証書で次の第 3 項に該当する証書でないものを含む社債</u>3 政府、地方団体もしくは公的機関により、またはこれらの団体のために発行される無担保債券、債務証券及び債務を形成し、もしくは承認する<u>その他の証書</u>4 ワラントまたは保有者に 1 項、2 項ないし 3 項に該当する投資物件に応募する権利を与える<u>その他の証書</u>5 次に掲げる権利を付与する証書<ol style="list-style-type: none">(a) 1 項、2 項、3 項ないし 4 項に該当する投資物件に係る財産権（以下略）6 オープンエンド型投資会社の株式または証券を含む集合投資計画のユニット7 次に掲げる物件のいずれかの取得または処分に関するオプション<ol style="list-style-type: none">(a) 本付属規程のこの部の他の項目に該当する投資物件（以下略）8 商品またはその他の種類の財産の売却契約で、受渡が契約締結時に合意された将来の日に合意された価格で行われるものに基づく権利9 差金契約またはその他の契約（以下略）10 契約の付保及び実行が 1982 年保険会社法に規定する長期事業に相当する場合の当該契約に基づく権利11 本付属規程のこの部の他の項目に該当する投資物件となるものに係る権利及び利益

（注）下線部が一般条項として機能している。

我が国における議論への期待

最近になって、我が国においても、こうした横断的・包括的立法の可能性を含めた規制のあり方の見直しが具体化する兆しが現れている。今年7月に設置された、大蔵省の「新しい金融の流れに関する懇談会」である。学識経験者を中心に、大蔵省以外の省庁からも多数の委員が参加する異例の形式をとり、「日本版金融サービス法」ともいうべき多様な金融商品・サービスを横断的・包括的に規制する法律の制定を視野に入れた検討が進められることになる。

現段階では、日本版金融サービス法については、その内容や性格について、関係者の間でも十分な合意が得られているとは言い難い。そこで、今後は、以下のような点について、懇談会の場で十分に議論を深める必要があるだろう。

第一に、法律の対象となる金融商品・サービスの範囲である。証券取引法上の有価証券を中核としながら、抵当証券、商品ファンド、生命保険といった多様な商品をどこまで守備範囲とするのか、あるいは、預金商品や銀行、ノンバンクによる融資業務までも視野に入れるのが問題となろう¹。

第二に、従来業法との関係である。業者に対する認可、健全性監督などの事項は各業法に委ね、勧誘規制を始めとする行為規制のみを金融サービス法に規定するのか、業法を全面的に廃止するような形をとるのかを議論する必要がある。

第三に、金融サービス法に基づく業者の監督や違反の摘発、制裁といった法理の執行・運用体制のあり方をどうするかである。英国のSIBのような横断的な監督機関を設けるかどうか、その機関が業者に対する認可や健全性監督までも担当するかどうかなどを検討しなければならない。

第四に、公正な金融市場の確立を強調するあまり、規制が過度にわたり自由なビジネス展開を妨げることがあってはならない。そのためには、零細な個人が行う取引と大口の機関投資家などが行う取引を区別して規制するといった考え方についても、議論が必要となろう。

「金融サービス法」のあり方に関する私見

今後、こうした論点について議論が深められ、自由化時代にふさわしい新しい金融市場規制の枠組みが早期に整備されることが期待されているわけだが、ここでは、本稿を締め括るにあたって、我が国に横断的・包括的な金融市場規制が導入される場合に、そこに盛り込まれるべき具体的内容について、現段階での私見を述べてみたい。

第一に、金融市場規制を機能別規制に転換していくという場合、その「機能」を余りに

¹ 折から英国では、規制機関の統合が議論されており、早ければ来年春にもイングランド銀行の銀行業務監督権限がSIBに移管される見込みである（拙稿「英国の証券市場規制機関統合構想」『資本市場クォーターリー』本号）。この改革に伴って、金融サービス法自体も投資業務のみならず預金や融資などの銀行業務をも包含する、より幅広い法律に改められる可能性がある。

細かく分類しないことが肝要である。例えば、「先物商品の販売」という機能を商品先物、金融先物、証券先物、それぞれの販売という三つの機能に分断してしまったのでは、機能別規制の名の下に従来型の縦割り規制が継続されるだけである²。

第二に、従来の業法による縦割り型規制に問題があったのは事実だが、業法を直ちに廃止して統合するような必要があるかどうかは疑問である。金融市場規制は、信用秩序の維持、金融機関の健全性維持のための規制と投資者、消費者、預金者の保護を目的とする規制とに大別される。前者には、業者に対する認可制度、自己資本規制、業務範囲規制などが含まれ、後者には、情報開示規制、勧誘・販売規制などが含まれる。前者を業法で規制し、後者を統一的に規制するために金融サービス法的な法律を設けるという方法が、望ましいのではあるまいか。

第三に、預金を集めて貸付を行うという伝統的銀行業務が衰退し、金融の重点が、資金の出し手が資金の受け手側に内在するリスクを直接引き受けるという直接金融タイプに移行していくという大きな流れの中で、リスクの引き受け手に対してリスクの内容を明示的に説明するディスクロージャーの重要性が一層増すことは間違いない。特に、直接金融タイプの商品が、不特定多数に向けて販売される場合については、定型化された情報開示を義務づけることが不可欠となる。現在の証券取引法は、こうした仕組みの典型例とも言うべきものだが、その適用範囲はかなり限定されている。いわゆる幅広い有価証券概念の導入によって、証券取引法の適用範囲を拡大していくことが必要であろう³。一方、従来、様々な法律によって分断的に規制されてきた集合投資商品については、運用方針や過去の実績、現在の投資対象の開示、定期的な運用成績の報告義務、といった共通の規制が、対顧客関係において必要となろう。

第四に、自由化の進展によって予想される不正な取引等の増加に対しては、法執行（エンフォースメント）の強化で対応するというのが、基本的な原則である。しかし、米国 SEC 並みの大規模な規制機関を直ちに設立するというのは、「小さな政府」を求める行財政改革の流れにも逆行し、必ずしも現実的ではない。他方、被害者による民事訴訟を通じた解決に重点を置く考え方は、我が国司法制度の現状をみる限り、十分に機能しない恐れが強い。むしろ、形式的な違反でも摘発が容易にできるディスクロージャー規制の運用強化や規制機関の側からの情報発信の強化（不審な業者に関する一般からの情報収集、一定の基

² なお、英国の金融サービス法下の規制についても、主管規制機関（lead regulator）という考え方をとることで、機能別規制の徹底が妨げられているとの批判がある（例えば Richard Dale, “Does the UK Experiment make sense?”, *Financial Regulation Report*, June 1997）。これは、複数の業務を兼営する金融コングロマリットについては、規制機関間の食い違いや重複が生じないよう、統一的な規制をリードする主管規制機関を設けるというもので、銀行グループの場合、イングランド銀行が主管規制機関とされている。

³ 但し、このことが、いわゆる業際問題に結びつけられてはならない。従来、証券取引法上の有価証券の取扱いが、既存の証券会社に独占されてきたことが、有価証券概念の拡張に対する阻害要因の一つとなってきた。幸い、6月の証取審報告書では、証券会社の登録制度への移行が打ち出された。証券業務への参入障壁が低ければ、証券業者にしか取扱いの認められない商品が拡大しても、競争が阻害されるといった問題は生じるまい。

準を満たした業者とそうでない業者の区別など)、損失補償基金の充実、といった形で投資者、消費者の保護を図ることが現実的であろう。新しい情報インフラであるインターネットの普及は、こうした規制機関の活動に大いに役立つものと期待される。

第五に、規制が過度にわたり自由なビジネス展開を妨げるといった事態を避けるためには、いわゆる「プロ」と「アマ」の区別が重要である。92年の証券取引法改正で導入された「適格機関投資家」のような考え方を更に拡大していくことが求められる。なお、こうした「プロ」向けの市場や商品を整備する際には、必ずしも「機関」投資家であるかどうかで分けて考える必要はないのではなかろうか。個人でも資産が膨大で投資経験が豊富な場合は「プロ」と見ることができようし、機関投資家でも非常に規模が小さい場合や運用体制が不十分な場合には、リスクを許容できないとして「アマ」になるという可能性もある⁴。

(大崎 貞和)

⁴ 米国のレギュレーション D における「自衛力認定投資家」については、このような考え方がとられていると見ることができる。