

## 投資サービス法をめぐる若干の論点について

大崎 貞和

### 要 約

1. 証券取引法上の有価証券概念にとらわれず、多様な投資商品、投資サービスを横断的・包括的に規制する「投資サービス法」の制定へ向けた検討が本格化しようとしている。
2. 新たな投資商品、投資サービスを規制の傘の下に取り込む上で重要な鍵となるのが「集団投資スキーム」概念である。但し、集団投資スキーム全般に現在の証券取引法の株式型の情報開示規制を課すと、過剰規制になりかねない。
3. 集団投資スキーム（投資信託を含む）については、ETFなどの上場商品を例外として、販売時の目論見書、毎年の運用報告書を中心とする直接開示型の情報開示制度を適用し、公衆縦覧型の開示は不要とすべきではなかろうか。
4. 一方、改正金融先物取引法で導入された不招請勧誘禁止規制を、他の投資商品、投資サービスへも適用するかどうかという論点がある。
5. 不招請勧誘は、欧米諸国でも禁止や制限を受けているが、規制の存在理由が、消費者の生活の平穏を守ることであれば、投資商品のみには適用するのはおかし。他方、投資商品は内容が抽象的で一般消費者に理解されにくいというのが規制根拠であれば、説明義務や適合性原則の徹底で対処すべきだろう。

### I. はじめに

証券取引法上の有価証券概念にとらわれず、多様な投資商品、投資サービスを横断的、包括的に規制する「投資サービス法」の制定へ向けた検討が本格化しようとしている。

7月7日に金融審議会第一部会がこれまでの議論を集約した「中間整理」を公表したのを受けて、8月の人事異動では、金融庁に投資サービス法（仮称）法令準備室が設置された。来年1月に招集される通常国会への法案提出をめざす体制が整えられたわけである。10月に再開される第一部会で、法案の骨格を固めるための具体的な審議が行われるもの

と予想される。

投資サービス法をめぐるのは、対象となる投資商品、投資サービスの範囲、規制方法などの考え方の概略が、「中間整理」に示された。しかしながら、新しい法律の詳細については、今後の議論を通じて明らかにされるべき部分が多々残されている。本稿では、多岐にわたる論点の中から、「中間整理」ではそれほど突っ込んだ議論が行われなかったように思われる①集団投資スキームの情報開示のあり方、②不招請勧誘を制限する規制、の二つの問題を取り上げ、考え方を提示してみることにはしたい。

## II. 集団投資スキームの情報開示

### 1. 集団投資スキーム概念の意義

投資サービス法制定の最大の狙いは、多様な投資商品、投資サービスの利用者（投資家）に、証券取引法型の充実した投資家保護の仕組みを及ぼすことである。

今回の議論が始まる直接のきっかけとなったのは、ここ数年目立っていた、外国為替証拠金取引をめぐるトラブルであった。同取引は、今年7月に施行された改正金融先物取引法による規制に服することになったが、今後、新たな投資商品、投資サービスが登場すると、外国為替証拠金取引の場合と同様に、規制や監督当局が明確でない（あるいは全く存在しない）という問題が再発する恐れもある。そこで、そうした問題の芽を事前に摘んでおく上でも、横断的、包括的な法制の整備が求められることになったというのがそもそもの経緯である。

新たな投資商品、投資サービスを規制の傘の下に取り込む上で重要な鍵となるのが、「集団投資スキーム」という概念である。「中間整理」では、「複数の者から事業のために金銭その他の財産の拠出を受け、当該財産を用いた事業を行い、当該事業から生じる収益を拠出者に分配すること」であって、拠出者全員が事業の運営について日常的に関与していたり、各拠出者の拠出した財産がそれぞれ独立した事業に用いられ、各拠出者がそれらの独立した事業からのみ収益の分配を受けたりする仕組みになっていないものを幅広く集団投資スキームと呼び、投資サービス法の規制対象となる投資商品の一つとして位置づけようとしている。

集団投資スキーム概念は、米国証券法の規制を幅広い金融商品、金融取引に及ぼす上での基礎となっている「投資契約」概念に近い。すなわち、1946年のハウイ事件連邦最高裁判決では、個人がもつばら他者の努力によ

て収益を得ることを期待して共同事業に資金を出資することを勧誘される場合には投資契約が存在するとされ、その場合、証券法の開示規制や勧誘規制が及ぶことになるとされたのである<sup>1</sup>。

### 2. 情報開示制度設計上の留意点

#### 1) 避けるべき過剰規制

米国の基本的な枠組みは、この投資契約を含む幅広い証券の定義に該当すれば、証券法の定める開示規制や勧誘規制が適用されるというものだが、同時に、様々な適用除外等を通じて、実務に不合理な影響を及ぼさないような配慮もなされている<sup>2</sup>。

日本の投資サービス法の下でも、幅広い集団投資スキーム概念が、巷間「ファンド」と呼ばれている様々な仕組みを全て包含することになるだけに、真に投資家保護に資するとは言えないような過剰規制に陥ることを避けるための工夫が求められる。「中間整理」では、ファンドに対する最低限の規制内容として、①販売にあたって必要と考えられる情報開示、②資産運用、運用者の受託者責任、③運用報告、の三つがあげられているが、「ファンドの目的・投資家層・規模はさまざまであると考えられることから、規制の内容については、横断性に配慮しながら、ファンドの内容に応じて柔軟性を持たせるべきである」との指摘もなされている<sup>3</sup>。

「中間整理」があげるファンド規制のうち、第一の情報開示は、とりわけ論議を呼びそうである。実は、その前哨戦とも言うべき議論が、2004年の証券取引法改正をめぐって既に展開されていた。この時は、主としてベンチャー・キャピタル・ファンドなどを念頭に置きつつ、投資事業有限責任事業組合契約等に基づく権利やそれに類するものが、証券取引法上のみなし有価証券の一つとされ（2条2項3号）、募集または売出しを行う場合の

有価証券届出書の提出、その後の継続開示などが原則として義務づけられることとなったのだが、それが従来のビジネスのやり方に不当な制約を加える規制強化であるとして一部で反発を呼んだ<sup>4</sup>。

## 2) 株式とは異なる規制体系の必要性

ベンチャー・キャピタル等既存のファンドの販売形態が多様化しているのみならず、様々な新しいファンドが、個人を含む幅広い投資家向けに販売されているという実態を考えれば、投資サービス法の下での集団投資スキームに対して、何らかの情報開示規制、勧誘規制を及ぼす必要があることは否定できない。従来の実務で、大きなトラブルが生じていなかったからといって、規制が欠如していたこれまでの実状をそのまま肯定するわけにはいかないだろう。

とはいえ、これらファンドに対して、主に株式を念頭に置いて設計された証券取引法第二章（企業内容等の開示）の開示規制をそのまま適用すべきかどうかは、大いに疑問である。また、実は、同じことが、現行法上、募集・売出し概念、有価証券届出書、目論見書、有価証券報告書などの制度がほぼ株式と同様に適用されている投資信託についても言えるのではなかろうか。

投資信託を含め、いわゆるファンドの多くは、受益証券が不特定の投資家の間を転々流通するものではない。一定の募集期間後は、新たな資金導入を行わないものも多い。そうしたファンドの場合、募集終了後に、有価証券報告書のような公衆縦覧型の継続開示を行わせることに大きな意味はないだろう。しかも、公衆縦覧型の継続開示には、ファンド運用のノウハウが知られてしまうといった観点から、運用者側の抵抗が少なくない。他方、募集期間が限定されていないオープン・エンド型の投資信託の場合、公衆縦覧型の継続開示が行われていなくても、勧誘の対象となる

投資家には、いつでも有効な目論見書が交付されるので、投資判断に必要な情報は十分に提供される。

また、投資信託の場合、既存の投資家（受益証券保有者）は、有価証券報告書をわざわざ入手しなくとも、運用報告書を交付される（投資信託法 33 条）ので、投資対象であるファンドの運用状況についても十分な情報を与えられる。「中間整理」では、投資信託法は投資サービス法の特別法として存続させるべきと指摘するとともに、ファンド規制一般について、「ファンドが、財務・運用状況などについて投資家に定期的に報告することを義務づけることが適当である」としており、運用報告書制度は、投資サービス法の下でも、投資家保護のための重要な制度として位置づけられる見込みである。

## 3) 具体的な提案

このように考えると、集団投資スキームに関しては、株式を念頭に置いた証券取引法上の従来の情報開示制度とは別に、例えば、目論見書や運用報告書を中核とする、投資家への直接開示に力点を置いた独自の開示制度を構築することが妥当なのではなかろうか。

既に触れたベンチャー・キャピタル・ファンドへの証券取引法の適用をめぐるのは、現在の募集の概念や適格機関投資家向け勧誘の制度が、従来の実務の動向にそぐわないので不適切といった指摘もなされた。この点についても、証券取引法の適格機関投資家概念を見直すという方向だけでなく、受益証券の保有者が 100 名以下の投資会社について投資会社法上の登録義務を免除する米国の制度などをも参考にしつつ、従来の募集概念にとらわれない、柔軟な制度を構築していくことが考えられよう<sup>5</sup>。

以上のような開示制度を集団投資スキームに対して適用する場合の難点は、上場投信（ETF）や不動産投信（REIT）を始めとす

るクローズド・エンド型商品の取り扱いであろう。クローズド・エンド型の場合、募集は日常的には行われず、受益証券が転々流通するので、運用報告書のような証券保有者への直接開示だけでなく、公衆縦覧型の情報開示が必要だと考えられるからである。

しかし、この点については、クローズド・エンド型商品は、通例、証券取引所に上場されるので、上場された場合（及び上場を前提とする場合）には、一般の集団投資スキームとは異なり、取引所規則に基づくタイムリー・ディスクロージャーを含め、株式に準じた情報開示を義務づけるということで容易に解決できるだろう。加えて、上場商品の場合、一口当たりの純資産価額を参考情報として開示させることも考えられる。

### Ⅲ. 不招請勧誘に対する制限

#### 1. 不招請勧誘を禁止した改正金融先物取引法

改正金融先物取引法が7月1日から施行された。改正の狙いは、お年寄りをターゲットとした悪質な詐欺的勧誘の横行などで社会問題化した、外国為替証拠金取引に対する規制の導入を図ることであり、金融先物取引所以外での取引に携わる業者にも登録が義務づけられた。加えて、不招請勧誘（顧客が積極的に望まない勧誘、いわゆるコールド・コール）を禁止する規定が設けられた点が注目される。

すなわち、改正法では、金融先物取引業者が、「受託契約等の締結の勧誘の要請をしていない一般顧客に対し、訪問し又は電話をかけて、受託契約等の締結を勧誘すること」が禁じられる（76条4号）。ここで一般顧客とは、金融先物取引に関する専門的知識及び経験を有すると認められる者として内閣府令で定める者（具体的には金融先物取引業者、証券取引法上の適格機関投資家等）及び資本

の額が3,000万円以上の株式会社以外の者である（2条11項2号、施行規則1条2項）。但し、勧誘の日までの1年間で2回以上取引を行った者や勧誘の日に金融先物取引の未決済残高を有する者に対する勧誘等は、例外的に認められる（施行規則23条6項）。

金融取引に限らず、消費者保護の観点から、電話や戸別訪問による勧誘行為に対して一定の規制を課すことは従来から行われてきた。しかし、勧誘の方法や勧誘時に用いる資料の内容だけでなく、一定の顧客への勧誘そのものを禁止する規制は珍しい。今回の改正を受けて、消費者団体を中心に、投資サービス法の下では、元本欠損の恐れや元本を超える損失の恐れがある場合について、広く不招請勧誘を禁止すべきであるとの意見も出されている。

#### 2. 欧米の不招請勧誘禁止規制とその背景

##### 1) 不招請勧誘禁止規制の実際

欧米諸国の金融規制には、以前から、不招請勧誘を禁止したり制限したりする例がみられる。例えば、英国では、1986年金融サービス法の制定以降、金融商品の不招請勧誘が制限されており、現在は、既存顧客以外への不招請勧誘が原則として禁じられている。また、ドイツでは、金融サービス以外にも広く適用される不正競争防止法に基づき、個人顧客への電話による不招請勧誘が禁じられている。

一方、米国には、連邦公正取引委員会（FTC）による電話勧誘拒否登録制度（National Do Not Call Registry）がある。これは、消費者が自発的に登録した電話番号（携帯電話を含む）に対しては、不招請勧誘を行ってはならないとする制度である。2003年7月に登録受け付けが開始され、2005年8月までに1億件の番号が登録された。

## 2) 規制の背景

不招請勧誘に対する規制の根拠の一つは、消費者の生活の平穩が害されるからだとされる。確かに、突然の電話や来訪による勧誘は、それによって提供される商品やサービスがどんなものであれ、煩わしいと感じる人も少なくないだろう<sup>6</sup>。とはいえ、そうした勧誘を受けたことで、それまで知らなかった有益な商品やサービスの存在を知り、利益を受けたという人がいるのも事実である。そもそも、自由経済社会では、電話や訪問を通じて商品やサービスの購入を働きかける営業活動は、基本的には自由であるべきだろう。

もちろん、のべつ幕無しに電話や来訪を受けたのでは、消費者の生活の平穩が害されることは否定できない。休日や夜間の勧誘を制限するとか、しつこい勧誘を禁止するといった規制が設けられるのは当然である。自ら拒否する消費者を勧誘してはならないという米国の制度も、一つの考え方ではあろう。

それにしても、規制の目的が、消費者の生活の平穩を守ることなのであれば、不招請勧誘の禁止は、投資商品や投資サービスだけでなく、ありとあらゆる商品、サービスに適用されなければならないはずである。ところが、米国の電話勧誘拒否登録制度は、営利事業者のみに適用され、非営利事業者による勧誘は禁じられていない。そこで、この制度は営利事業者に対する不合理な差別であり、憲法違反だとの批判もある。確かに、直接の対価のない寄付も含め、何らかの金銭を支出するよう勧誘されるのであれば、お金を出す側にとって、勧誘する側が営利事業であろうが非営利事業であろうが、本質的な違いはあるまい。

それならば、いっそ非営利事業も含めて、一律に勧誘を禁止してはどうかという考え方も成り立ち得るし、事実、そうした制度提案も行われているようである。もっとも、それでは、NPOによる寄付金集めなどが大きな打撃を受けるので困るといった反対論も根強

い。また、消費者の生活の平穩を守るという観点を強調し過ぎると、電話や戸別訪問を通じた政治活動や宗教活動までも制限されかねない。

一方、英国のように、特定の金融商品、金融サービスに限って不招請勧誘を禁止するという制度は、消費者の生活の平穩を守るという理由付けでは説明しにくい。むしろ、金融商品、金融サービスは、その内容が抽象的で、一般の消費者には理解しにくいいため、消費者の冷静な判断が阻害されることのないよう、規制を設けたとでも説明するしかない。しかしそれならば、勧誘対象となる顧客の属性に合わせた商品、サービスを勧めなければならないという適合性原則や重要な事項について誤解を生じないよう情報を提供しなければならないという説明義務などの勧誘規制を徹底することで、十分なのではなからうか。

## 3. 不招請勧誘禁止規制の問題点

改正金融先物取引法において、不招請勧誘の禁止が定められることになった背景には、投資による損失をめぐるトラブルの多くが、不招請の勧誘に端を発しているとの認識があるようだ。投資経験の乏しい老人が、有無を言わず上がり込んだ営業マンからしつこい勧誘を受け、よく理解できないまま、根負けして契約してしまうといった事例が目立つという見方である。つまり、不招請の勧誘が消費者の冷静な判断を阻害するとの考え方が規制の根拠となっている。

こうした理解が正しければ、上で述べたように、不招請勧誘を禁止するまでもなく、適合性原則や説明義務などの勧誘規制を徹底することで、足りたようにも思われる。金融規制の見直しは、社会的事件やスキャンダルがきっかけとなることが多いが、それだけに、往々にして過剰反応的な規制に陥りやすい。今回もその一例だったという可能性もある。実際、訪問販売等の特定商取引を所管する経

済産業省は、勧誘目的明示義務、書面交付義務、不当勧誘行為の基準、クーリングオフ制度等で十分な規制を行っており、訪問販売全般に不招請勧誘の禁止を義務づけるといったことには消極的だとされる。

また、そもそも不招請勧誘禁止が、投資家保護の観点から実効性ある規制と言えるのかどうかは、はなはだ疑問である。今回の法改正のきっかけとなった外国為替証拠金取引では、問題視された業者の多くは、顧客から証拠金を預かりながら実際には市場での買い建てを行っていないなど、頭からルールを無視した詐欺的な商法を用いていた。仮に、幅広く不招請勧誘を禁止したとしても、そういった悪質な業者は禁止規制など意に介さないだろう。結果的には、きちんとルールを守る良心的な業者による勧誘だけが行われなくなり、投資家は、本来提供されたかも知れない有益な情報を得る機会を失う一方、詐欺に遭う危険は減少しないということになりはしないだろうか。

他方、不招請勧誘が禁止されれば、きちんとルールを守る良心的な業者の間では、一般向けの広告・宣伝に資金を投じることのできる大手の業者の方が、競争上有利になるとも考えられる。不招請勧誘禁止という規制は、真の狙いを達成できないばかりでなく、業者間の活発な競争を妨げる恐れすらある。

外国為替証拠金取引を隠れ蓑にする悪質業者によって、老人など社会的弱者が手玉に取られ、大きな被害を受けたことは紛れもない事実である。しかし、不招請勧誘を禁止すれば、そうした悲劇は再び起きないと言えるのだろうか。むしろ大切なことは、悪質な業者に対する監視の強化と速やかな業務停止処分や登録義務違反による摘発といった、エンフォースメントの強化である。違反行為の差し止めなど、被害の拡大防止のための仕組みも検討されるべきであろう。性急に不招請勧誘の禁止を幅広くリスクを伴う投資商品、投資

サービスの勧誘一般に及ぼすことは、市場機能を活用した金融システムへの転換が求められ、「貯蓄から投資へ」の移行が叫ばれるという時代の流れにも逆行している。くれぐれも角を矯めて牛を殺すの愚に陥らないよう慎重な検討が望まれる。

<sup>1</sup> SEC v. W.J. Howey Company, 328 U.S. 293 (1946).

<sup>2</sup> 拙稿「投資サービス法と情報開示制度」神田秀樹責任編集『投資サービス法への構想』（財経詳報社、2005年）第二章参照。

<sup>3</sup> 「中間整理」16頁。

<sup>4</sup> 8月1日の有限責任事業組合法施行に伴い、新たに追加された証券取引法2条2項4号に基づき、同じ仕組みは有限責任事業組合にも及ぼされることとなった。

<sup>5</sup> 日本のファンドの実態からは、50名以上に対する勧誘を行えば募集となって有価証券届出書の提出が義務づけられることや適格機関投資家の中に一般の事業会社や富裕個人が含まれないことなどが問題視された。なお、本文で述べたような制度を構築する場合、なぜ集団投資スキームの勧誘にあたっての情報開示規制が、株式等の場合よりも緩やかなものとなるのが疑問視されるかも知れない。そうした疑問に対しては、ファンドに関しては、受託者責任などの仕組み規制等が及ぼされる上、その運用は、投資サービス法上の資産運用業者によって行われることから、投資家保護の枠組みが一般の株式会社とは異なるので問題はないと答えておきたい。また、米国の制度では、「公募を行っていない」ことが登録義務免除の要件の一つとなっているが、米国の公募概念は、日本の募集・売出し概念よりも柔軟であり、公募を行っていないことを要件としても、過剰な規制とはならないのに対し、日本では事情が異なるという点を指摘しておきたい。

<sup>6</sup> 筆者自身、業務時間中を含め、様々な勧誘の電話等を受けることがあり、煩わしく感じている。もっとも、話の内容に興味があれば単にお断りすれば良いので、個人的には、わざわざ法律で規制してもらう必要があるとは感じないが。