

投資サービス法に向けて

淵田 康之

中間整理がまとまる

2005年7月7日、金融審議会第一部会において、「投資サービス法」の制定に向けた「中間整理」がまとめられた。これは、2003年12月24日の同部会報告「市場機能を中核とする金融システムに向けて」において、「当審議会において、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。」とされたことを受けて、検討が進められてきたものである。

2003年の金融審議会第一部会では、一部のベンチャーキャピタルが、小口の投資信託に類似した形態で公募されるような状況が生じ、中には詐欺的なものも見られたこと、またベンチャーキャピタル（投資事業有限責任組合）の投資対象を、未公開株式だけでなく上場株式や金銭債権への投資にも拡充するなどの議論が経済産業省において検討されていたことを受けて、これらの組合理型投資スキームを、証券取引法の対象に加えることが提言された。同提言に基づき、2004年6月2日、証券取引法が改正され、組合理型投資スキームがみなし有価証券とされた（2004年12月1日施行）。

しかし、2003年当時より、こうしたベンチャーキャピタルに限らず、各種の組合理型スキームで、小口での一般投資家への販売が公然と行われるようになっていたこと、また今後とも、証券取引法でカバーされない投資商品が登場することを想定し、上記のように、証券取引法の投資サービス法への改組の可能性を含め、さらなる検討の必要性が展望されたのであった。

2004年に入ると、外為証拠金取引で投資家が被害に会う問題が拡大し、金融審議会第一部会は、同取引の規制のあり方を優先課題

として議論した。その結果、急遽、金融先物取引法を改正し、外為証拠金取引を同法の規制対象に組み入れた。同取引の被害は、監督官庁も規制する法律も無いまま拡大していったという経緯がある。この教訓からも、幅広い投資商品を規制対象とする投資サービス法の必要性が改めて認識される結果となった。そして、2004年9月より14回にわたり議論が開催され、今回の中間整理に至ったのである。

過去の経緯

幅広い金融商品を規制する法律の必要性は、わが国において従来より指摘されていたところである。証券取引法が、限定列举された有価証券しか対象としていなかった結果、新たな商品のイノベーションが生じても、それが証券取引法の対象となるのかどうか議論となり、導入に時間がかかるという事態が生じることがあった。さらに、証券取引法の対象とならない各種の「儲け話」の被害に遭う消費者が後を絶たないという状況が続いてきた。そうした「儲け話」は、今回の外為証拠金取引のように、事後的に証券取引法やその他の法律による規制対象となってきたものも多いが、問題が拡大してからの対応に終始してきており、「もぐらたたき」との批判もされてきた。

また、新たな金融手法が登場する中で、金融商品によってこれを規制する法律が異なっており、経済実態としては同様であるにも関わらず、規制のあり方に差異が生じるケースも指摘されてきた。

米国の場合、証券の定義に、「投資契約」という概念が含まれていることもあり、広範な「儲け話」を証券とみなし、事前に証券規制の網をかけることが可能となっている。また、英国では、1986年に金融サービス法が導入され、預金や保険を除く広範な金融サービスを対象とする法律が導入された。同法は、2000年に金融サービス・市場法に発展し、預金や保険を含む包括的な法律となっている。

こうした海外の事例も踏まえ、わが国では特に、日本版ビッグバンの実現に向けた金融システム改革に関する議論が一段落した1997年7月より、金融をめぐる諸問題に係る省庁等の「共同勉強会」という位置付けで、「新しい金融の流れに関する懇談会」が開催され、包括的な金融法制の整備を視野に入れた議論がスタートした。ビッグバンで金融ビジネスの自由度が拡大するのに対し、

投資家保護の体制も新たな視点で検討することが必要と考えられたのである。

同懇談会を踏まえて、1998年8月8日にスタートした金融審議会第一部会では、英国に倣い「金融サービス法」の制定に向けた議論が展開された。1999年7月6日にまとめられた「中間整理（第一次）」においては、「Ⅲ．新しい金融のルールの中核が対象とする金融商品の範囲」として「預貯金、保険、融資といった伝統的な金融商品をはじめとして、デリバティブ取引や・・・集団投資スキームも、幅広く対象とする金融商品とすべきである」とされていた。

この中間整理をベースに、議論をさらに進め、日本版ビッグバンの完成目標である2001年4月までに「金融サービス法」を施行すべく、2000年春の通常国会に法案を提出することが目指されたのであった。しかし、関係省庁との調整がつかず、法案提出は見送られてしまった。当時、部会長を務めた故蟬山昌一教授は、同年10月8日の記者会見で「大きなビジョンを描いて大蔵省が法案を書き上げる姿を想像していたが、幻想だった」と述べたという¹。結局、1999年12月21日の「中間整理（第二次）」では、金融商品販売法の制定とSPC法の改正、「証券投資信託および証券投資法人法」の改正が提言されるに留まった。

その後、金融サービス法の制定を求める提言は、各方面から出されてきたが、先述した2003年の第一部会まで具体的な取組には至らなかった。この2003年の第一部会では、金融サービス法ではなく、投資サービス法という用語が用いられている。これは、2001年6月の骨太の計画以来、「貯蓄から投資へ」を標榜した改革がスタートし、国民の金融資産が、預金等の商品ではなく、投資商品にシフトさせていくことが重要と考えられたことを反映している。

「投資」を奨励する以上、投資サービスに関する法整備が必要という発想と言える。

広範に定義された投資商品の範囲

今回の中間整理によれば、現行、証券取引法、投資顧問業法、投資信託法、金融先物取引法等々、商品や取引ごとに法律があり、業者はそれぞれ登録、認可、兼業認可が必要になっているが、投資サービス法においては、包括的な金融商品を対象とすることに伴い、現行の縦割りの整理された業務を投資サービス業として一括して

¹ 日経金融新聞 1999年10月11日。

登録できるようにすることが構想されている。

また投資サービス業者の行為規制の基本として、受託者責任を明記することとし、その分、各種業務の兼業等に伴う現行の詳細な利益相反防止規定を減少させるといった方向性も示されている。

この他、市場のあり方やエンフォースメントのあり方についても重要な論点が示されるなど、中間整理には注目すべきポイントが多々あるが、金融審議会第一部会において、最も大きな争点となったのは、投資サービス法の対象範囲の拡大についてであった。

先述のように、投資サービス法の議論は、従来の金融サービス法の議論に遡る包括的な金融法制を目指す動きに端を発していることから、基本的な投資家保護法制の対象から漏れる商品が生じたり、また法律によって同種の商品に異なる規制が課せられたりすることの無いよう、今回の中間整理では、広範な金融商品をカバーすることが構想されている。

すなわち基本的には、「可能な限り大きな括りで列挙」し、「金融環境の実情や変化を踏まえて行政の判断で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であると考えられる」とされた。

その上で、具体的には「別紙」の形で非常に広範な対象が列挙され、具体的な商品の例示もなされている。このリストの中には、従来、証券取引法でカバーされていなかった、組合債、学校債、病院債、ABL（アセットバックローン）、シンジケートローン、銀行等の貸付債権以外の信託受益権、商品ファンド、投資以外の事業を行う組合契約持分、不動産特定共同事業、ラップ口座等が含まれている。

以上のような投資商品に関する勧誘・販売、資産運用・助言、資産管理を行う業務を投資サービス業とし、現行の証券取引法及び証券投資顧問業法における開示規制、業規制、自主規制、セーフティ・ネット、市場規制、不公正取引規制といった枠組の適用が、基本的な方向性として考えられているのである。

また商品ファンドや組合契約持分等は、集団投資スキームと総称され、横断的に①届出・登録、②資産管理、③運用者の資格要件、④受託者責任及び利益相反防止措置、⑤運用報告、等の規定を設けることとされている。

さらに、預貯金や保険・共済などについても、投資サービス法における取扱いや、銀行法、保険業法等との関係について、引き続き検討するとされている。

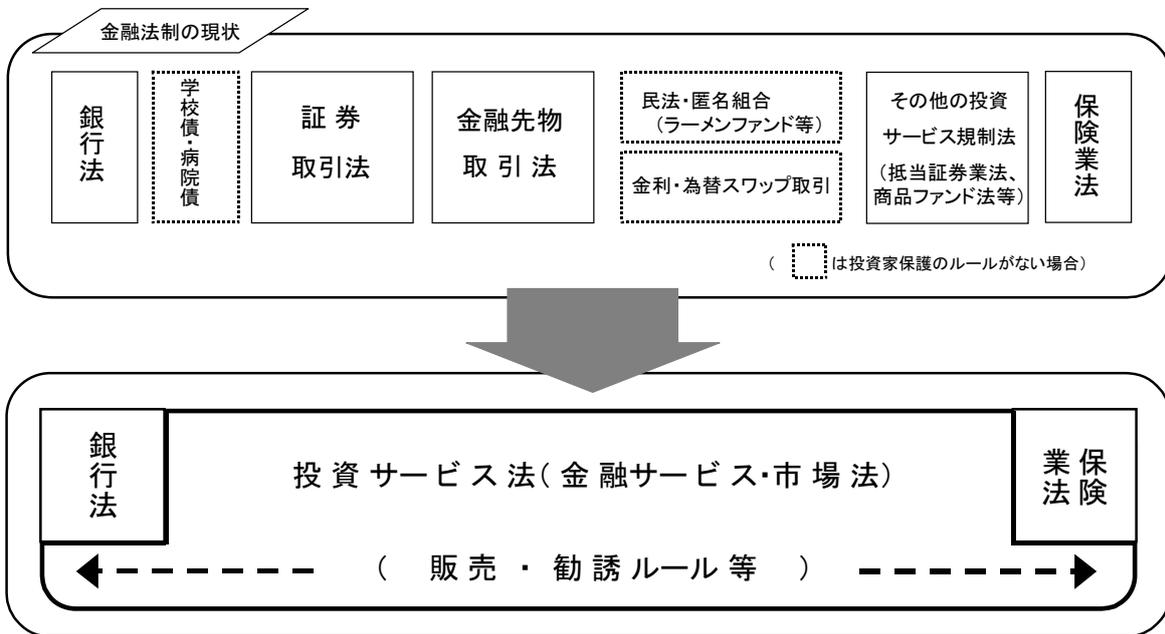
特に、預金であっても株価に連動したものやデリバティブが組み

込まれたもの等があり、また保険であっても変額保険や変額年金のように、中身は投資信託から構成されているようなケースもある。そうした各種の金融商品において、どこからどこまでが投資商品で、どこまでが預金や保険か、というのは、利用者の目線に立てば、区別しにくいものがある。そこで、利用者保護を図る上では、「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が提唱されている。

この点も含め、投資サービス法においては、金融商品の販売や資産の運用に関する一般法として、可能な限り同種の性格を有する法律を統合していくことが適当とされている。「金融商品の販売等に関する法律」についても、投資サービス法に統合すべきであるとされている。

図表 1 が、投資サービス法の対象範囲についての概念図である。ここに示されるように、現行の証券取引法等で規制されていない各種の投資商品を対象としつつ、預金や保険などについても、その販売・勧誘については、投資サービス法でカバーしていくことが展望されている。

図表 1 改革の方向性



(出所) 金融庁

6年前の二の舞は避けるべき

このように、投資サービス法で規制される投資商品の対象を幅広く定義したことにより、従来、規制の対象となっていなかった商品の関係者や、既に別の法律の規制対象となっている商品の関係者から、反発が示されている。

例えば商品先物取引のように、取引所のようなところに上場され、時々刻々市場取引を通じて値段が変化し、一般大衆の注文を受けて売買が行われるような商品は、投資商品以外の何物でもないと思われる。実物商品の取引と関係があるため「投資商品」ではない、との主張もあるが、基本的に「差金決済」が行われている場合は、取引の実態は典型的な金融商品と同様、キャッシュフローの移転に他ならず、この理屈は成り立ちにくい。結局、既に他省庁で別の法律、しかも最近改正されたばかりの法律の下で取引されているため、金融庁で議論されている投資サービス法に入れる必要はない、という点が、主たる反対理由である。

投資商品と同種の商品が他省庁管轄の別の法律で規制されていても、「同じレベルの投資家保護が確保されるならば、問題はない」、という意見もあるかもしれない。しかし、あるべき金融規制を考えるとこの立場から言えば、規制のコストという観点も重要である。「同じならなぜ一つの省庁、一つの法律で規制しないのか」と考えるのが自然ではないか。国民としても、これはどの省庁管轄のどの法律で規制された投資商品などと意識しながら取引してられない。国民の立場、利用者の立場で議論すべきであろう。

また、預金や保険については、投資商品とは商品の性格が異なるという主張が、銀行、保険関係者からなされるが、国民一般に提供される金融商品という点では、他の投資商品と共通の特徴を持っており、投資商品の販売・勧誘ルールと全く無縁のものであるはずがない。デリバティブの組み込まれた預金や投資信託が組み込まれた変額保険・年金など、むしろ共通点の方が多く、異なるルールが適用されることの方が問題と考えるべきである。

各種の反論は当初より予想されたものであったとは言え、中間整理の案が示されたころから活発になってきたところは、1999年の状況を彷彿とさせるものがあり懸念される。

先述の通り、6年前の1999年7月にも、金融審議会第一部会は「中間整理（第一次）」において、極めて広範な金融商品を対象とする日本版金融サービス法の制定を目指したのであった。しかし、数ヶ月と経たずしてこの構想は断念され、部分的な改革を提言する

に留まったが、これは、「日本版金融サービス法の第一歩」という位置づけであった。

このように、わが国が目指すべき方向は、6年前に既に明示されていたと言える。今回の中間整理に向けた第一部会の議論の内容も、「新しい金融の流れに関する懇話会」から「中間整理（第一次）」までの2年間に渡り検討されてきた各種の議論を超えた新たな観点が多数加わったというわけではない。議論は、既に6年前にほぼ尽くされていたのである。

6年前の「中間整理（第二次）」が第一歩であるとするならば、今回、何歩、さらに歩みを進め、あるいはどの程度大幅な一步を踏み出し、あるべき姿に近づくことができるかが問われているのである。前回の議論から6年の歳月が経なければ、今回のような議論を再開できなかったこと、また法制化には1年以上必要であることを考えると、今回の機会に、あるべき姿に限りなく近づけておかなければ、日本の投資家保護のレベルが、他の先進国のレベルに比べて、著しく劣化した状態が、まだ何年も続いてしまうということになる。

前回、「中間整理（第一次）」に沿った法整備が実現していたのであれば、外為証拠金取引の問題をはじめとする、その後生じた各種の投資家被害を避けられたはずである。今回、あるべき姿の実現を妨げる人々は、今後、生じうる同種の問題、国民の被害に、責任を負うくらいの覚悟を持つべきである。

金融商品の連続化に対し、規制レベルの「断層」を作らない配慮

「同じ性格の商品は同じ規制に」という原則には、誰もが反対しにくいであろう。しかし、難しい点は、必ずしも全く同じ性格の商品ではないものも多く、そうした違いがあることが、投資サービス法の対象となることに反対する論拠となりがちなことである。

例えば、ローンと証券の中間のシンジケートローン市場が拡大しており、こうした市場の発展を通じて、伝統的ローンから社債市場に至るシームレスなクレジット市場が形成され、例えば伝統的ローンと社債の金利裁定が促され、クレジット市場全体の効率性が高まることが期待されている。

今回の中間整理では、投資商品の例示にシンジケートローンが入っているが、シンジケートローンは、証券に近い性格もあると同時に、相対型のローンに近い性格もある、まさに中間的な存在であるだけに、投資商品と断定することには抵抗があるかもしれない。少

なくとも、開示規制など社債と同様の規制をシンジケートローンに機械的に課するという事になれば、大きな反発を呼ぼう。

米国でも、シンジケートローンに証券規制が適用される可能性が論じられており、シンジケートローン関係者は、そうした事態を避けるためにシンジケートローンを社債にあまり近づけない工夫を真剣に検討するようになっている²。

これは、通常の銀行ローン業務に関する規制と証券規制を比較した場合、後者が格段に厳しいものと考えられているためである。特に、エンロン事件以降、証券関連の規制環境は厳格なものとなり、またニューヨーク州のスピッツアー司法長官の動きなど、SEC 以外からの不正追及も活発である。

すなわち、証券とみなされるかどうかで、規制負担に大きな断層が生じるため、通常の証券との多少の違いに着目し、証券諸法の適用対象となることを忌避しようという動きになるのである。

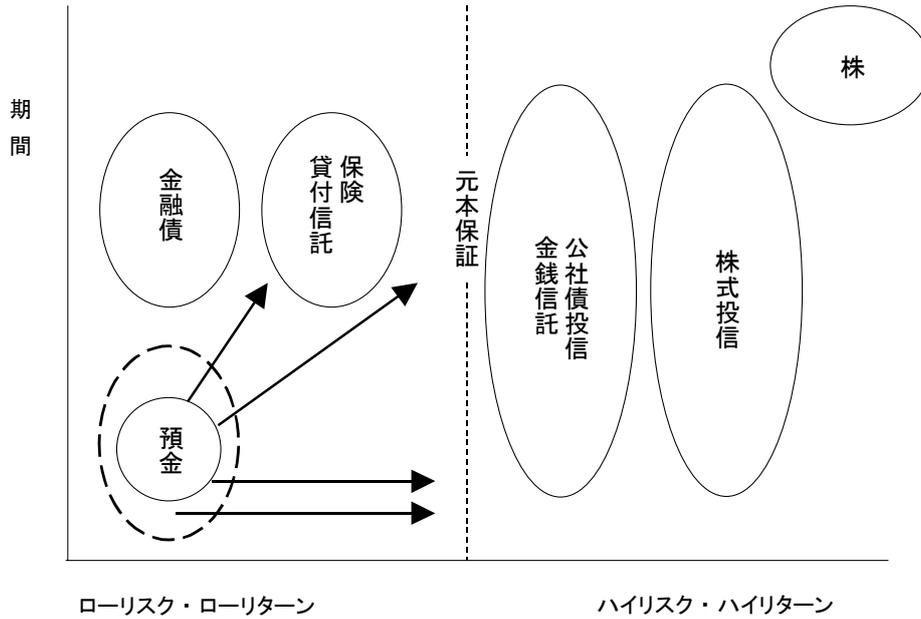
わが国でも、シンジケートローンを投資商品と定義するのであれば、クレジット市場のシームレス化を鑑み、規制もシームレスなものとしていくことが望まれよう。より一般的に言えば、シンジケートローンに限らず、「投資商品らしさ」に応じてシームレスに規制レベルが変化していくのが理想である。そうでなければ、投資サービス法の適用になることへの反発が続き、また投資商品として規制されるのを避けるために、金融業のイノベーションにも、顧客の利便性にもつながらない、非生産的な工夫ばかりが考えられたりすることになりかねない。

クレジット市場だけではなく、各種の金融商品においてシームレス化は進んでおり、またこうしたシームレス化を進展させることは望ましいはずである。かつて「預金を考える懇談会」でも、こうした観点から、新たな銀行規制のあり方が模索された経緯がある。すなわち、預金、金融債、貸付信託、保険から、公社債投信、株式投信、株に至る「金融商品相互間の連続性が一層高まり、利用者の幅広いニーズに切れ目なく対応した金融商品が提供されることが期待される」とし、業態規制のあり方を巡る議論に一石が投じられたのであった（図表 2）。

「投資商品らしさ」には、元本割れのリスクの有無、アマにも販売されるかどうか、流動性や何人に募集されるか、一口いくらか、総額いくらか、満期はどれくらいかといった多様な要素が関係していると考えられる。

² 淵田康之「シンジケートローン市場の拡大と証券規制」『資本市場クォーターリー』2005年夏号参照。

図表 2 連続性のある金融商品体系



(出所) 木下信行「預金を考える懇談会について」『ファイナンス』大蔵省、1995年8月

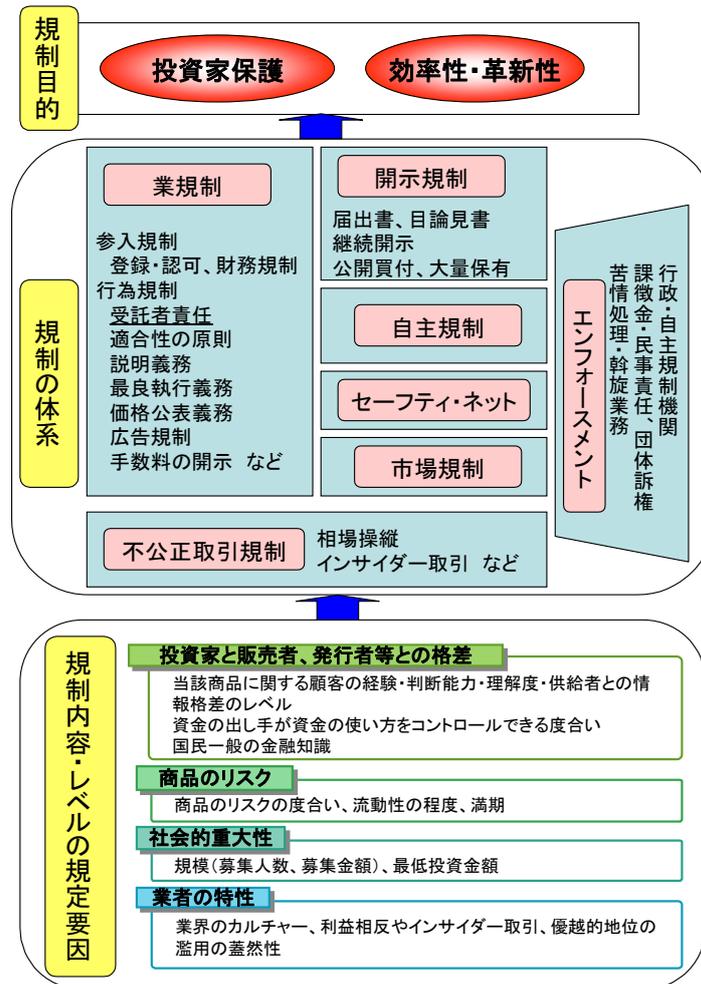
そうした多様な要素を踏まえて、個々の投資商品・投資サービス業ごとに、開示規制、参入規制、行為規制、市場規制、不公正取引規制等と、それらの規制のエンフォースメントのレベルが決まる。これらの規制やエンフォースメントの組み合わせを通じて、規制体系は変化し、それに応じて、規制が、市場全体の投資家保護のレベルや市場が効率性や革新性にもたらす影響が変化する。

投資家保護が実現されていない市場においては、基本的に市場としての効率性も革新性も損なわれて行くはずであるが、投資家保護のみが過度に追及される場合、市場の効率性や革新性が損なわれるというトレードオフの関係が生じる。そこで、規制構造の選択において重要なことは、投資家保護と効率性・革新性の二つの変数からなる社会的効用が最大となるような組み合わせを模索することである(図表3)。

この時、規制の内容によって、規制負担に断層的变化が生じる場合は、効率性・革新性が大きく損なわれてしまう可能性がある。それに見合う投資家保護の非連続的増大が、この断層を境に社会的に求められているならば、これはやむをえないが、実際には、そうでない場合も多いと思われる。

銀行、保険、商品取引、証券取引、それぞれに関わる規制体系は、別個の世界として発展してきた経緯がある。これを、よりシームレスなものにしていくために必要なのが、投資(金融)サービス法とあって良い。

図表 3 規制目的と規制内容・レベル



(出所) 野村資本市場研究所

どのような取引にどのような規制の組み合わせをすれば、最適解が導けるかを予め計測するのは不可能に近く、試行錯誤を通じて模索していくしかないであろう。

少なくとも、そうした試行錯誤すら拒否しては、シームレスな世界には近づかず、投資家保護も効率性・革新性も損なわれたままになる。6年前に示されたように、包括的な規制体系に多くの商品を取り込むことをまず出発点とし、その上で、あるべき規制の組み合わせを調整していくという順番であろう。

そのためには、従来、証券取引法の対象外であった商品に対して、規制負担の初期値が現状から極端に変わらないようにするという配慮も必要かもしれない。

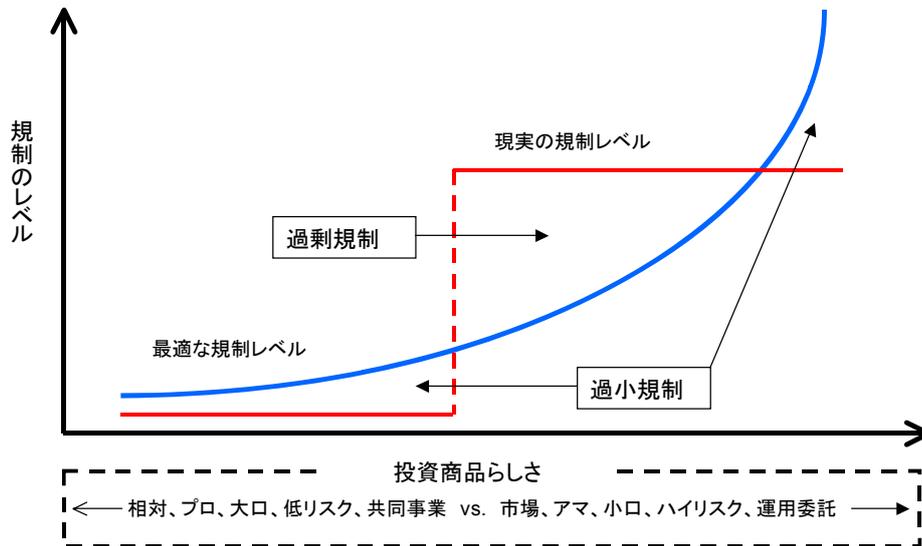
また必ずしも、証券取引法の対象外となっていたものの規制レベルが、あるべき水準よりも低く、過小規制になっているわけではな

いだろう。むしろ隣接する証券商品の規制が過剰規制になっており、規制緩和が必要なケースもあるかもしれない（図表4）。

金融審議会第一部会の神田部会長は、議論の当初より、幅広い金融商品について包括的・横断的な枠組みを整備する上でのアプローチとして、「規制の柔構造化」を掲げている。これは筆者が強調した「シームレスな規制」に通ずる考え方と思われる。

投資サービス法の議論は、今回の中間整理を踏まえ、本年秋より法制化に向けた議論が始まるが、6年前のように「幅広い金融商品」という考え方の是非のレベルで挫折することなく、どのように「規制のシームレス化」、「柔構造化」を実現するのかという、中身の議論が深められて行くことが期待される。

図表4 規制レベルの断層の問題



(出所) 野村資本市場研究所