

## 投資サービス法に関する金融審議会第一部会報告書について

淵田 康之

### 要 約

1. 投資サービス法に関する金融審議会金融分科会第一部会報告書がまとまった。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律が、2006年春の通常国会で成立する運びとなった。
2. 証券取引法上の有価証券や金融先物取引法の対象となっていた取引に加え、外貨預金や円建てデリバティブ預金、変額保険・年金、外貨建て保険、投資性が大きい信託、信託受益権等等は、投資性を有する商品として、投資サービス法の対象とすべきとされた。金利・通貨スワップ、クレジットデリバティブ、天候デリバティブ等も、投資サービス業の規制対象とすることが適当とされた。
3. 他の業法等で規制されている、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については、「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」と述べられるに止まった。
4. 投資サービス法が成立すれば、証券取引法的な投資家保護規定が適用される分野が拡大すると同時に、包括的かつ柔軟な制度設計が目指されている結果、利用者や参加者にとっての利便性も高まることが期待されている。

2005年12月22日、投資サービス法（仮称、以下同じ）に関する金融審議会金融分科会第一部会報告書がまとまった。利用者保護と活力ある金融市場の構築を目指すため、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律が、2006年春の通常国会で成立する運びとなった。

### ．投資サービス法とは

#### 1．背景

幅広い金融商品を対象とした横断的な金融法制の必要性は、1997年6月の日本版ビッグバン関連の証券取引審議会報告書、金融制度調査会報告書でも指摘されてきたが、今回

の報告書のとりまとめにより、ようやくその実現に向けて一歩が踏み出された<sup>1</sup>。

従来の構想では、預金や保険を含めた横断的な法制として「日本版金融サービス法」が議論されていたが、今回は、投資商品の分野における包括的な法律の整備を優先するため、「投資サービス法」と銘打って、2004年9月より議論が進められてきた。

金融商品全般ではなく、投資商品の分野に焦点が当てられたのは、投資商品の分野においては、現状、適用される法律が無かったり、法規制のあり方のばらつきが目立ち、各種の問題が生じていることに加え、「貯蓄から投資へ」の掛け声もあり、個人の金融資産が伝統的な預金や保険から、投資商品へとシフト

が進む可能性が考えられるため、法整備が急務と考えられたためである。

## 2. 適用対象

投資サービス法の対象範囲としては、金銭の出資、金銭等の償還の可能性を持ち、資産や指標などに関連して、より高いリターン（経済的効用）を期待してリスク（市場リスク、信用リスクにより元本欠損が生じるおそれ）をとるもの、という点が「投資性」の有無の判断基準とされた。また具体的に各金融商品の取扱いを考えるにあたっては、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<sup>2</sup>、

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検討がなされた。

これに基づき、証券取引法上の有価証券や金融先物取引法の対象となっていた取引に加え、外貨預金や円建てデリバティブ預金<sup>3</sup>、変額保険・年金、外貨建て保険、投資性が大きい信託<sup>4</sup>、信託受益権等等は、投資性を有する商品として、投資サービス法の対象とすべきとされた。業として行われる様々なデリバティブ取引（金利・通貨スワップ、クレジットデリバティブ、天候デリバティブ等）も、投資サービス法の規制対象とすることが適当とされた。

上記に基づき、有限責任事業組合（LLP）については、事業に常時従事していない組合員がいる場合などに限り、現行の証券取引法における扱いと同様、規制対象とする。また合名会社、合資会社については、社員が自ら業務執行に参加することを念頭においた制度であり、これら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はないとされた。

シンジケートローンやアセットバック・ローンについては、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、今回は投資サービス法による規制対象とはしない、とされた。これは、上記の基準に基づく判断と言える。

また、他の業法等で規制されている金融商品などの扱い、具体的には、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については、「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」と述べられるに止まった。

シンジケートローンについては、社債に近い性格を持つ高流動性ローンも登場しており<sup>5</sup>、投資サービス法の適用対象とした上で、通常性格のものを適用除外とするアプローチもありえたと思われる。また商品ファンド、商品先物等は、リスク、リターンという観点からは投資商品に他ならず、しかも利用者保護を巡る問題が極めて多く発生しているにも係らず、適用対象として明言されなかったのは、極めて遺憾である。これは利用者の立場に立った判断ではなく、省庁間の権限争いの結果と言える。国益よりも省益を優先する主張が白昼堂々と展開されたのは嘆かわしい限りであった。

とはいえ、今回、投資サービス法の適用対象となる商品の中には、各種の匿名組合出資のスキームや銀行における変額年金販売など、国民生活センター等に消費者から多くの苦情や被害の報告が寄せられてきたものが含まれており、本報告書の答申通りに投資サービス法が成立すれば、こうした状況が改善することが期待される。また後述するように、投資サービス法により、各種の規制緩和が実現する点も注目される。

### ・利用者保護上の意義

投資サービス法の利用者保護上の意義としては、証券取引法的な投資家保護規定が適用される分野が拡大することにあるが、具体的

には、業規制、販売・勧誘、資産運用・助言、集団投資スキーム等、各分野において、利用者保護の充実に向けた規定が盛り込まれる。

### 1. 業規制を通じた利用者保護

投資商品を業として取り扱う場合、当局への登録や認可が必要とされ、行政上の監督、処分の対象となる。既存の金融商品販売法は幅広い金融商品を対象としていたものの、民事上の効果しか持たず、行政が業者を監督・処分することを通じて利用者保護を徹底するという仕組みではなかった。このため例えば被害者が損害賠償請求をしても、業者にそもそも資力が無いということも生じた。

これに対し、投資サービス業者としての業規制が導入されることにより、例えば登録や認可において財産規制（最低資本金規制、純財産額規制、自己資本規制等）が必要に応じて課され、こうした事態が抑止される。また主要株主規制を課し、問題のある者が投資サービス業の経営に悪影響を及ぼさない措置も盛り込みうる。さらに今回、外務員登録制度を証券会社、金融先物取引業者以外にも拡大させること、及び業務委託先も監督対象とするという方向性が示された。

### 2. 販売・勧誘に関する利用者保護

投資サービス業者による投資商品の販売・勧誘においては、以下のような規定が盛り込まれることで、利用者保護が図られる。第一に、誠実公正義務や説明義務<sup>6</sup>が明記される。このうち説明義務に関しては民事上の規定であった金融商品販売法上の説明義務が業法として位置づけられることにより、違反に対して行政措置を行使できる。第二に、適合性原則において従来の「投資の知識、経験、財産」に加えて、「投資の目的」又は「投資の意向」が加わる<sup>7</sup>。第三に外為証拠金取引のように適合性原則の遵守をおよそ期待できない場合に関しては不招請勧誘（顧客が説明等

を求めているのに勧誘すること）が禁止される<sup>8</sup>。第四に手数料の開示が要請される。

### 3. 資産運用、資産管理に関する利用者保護

資産運用・助言においては、善管注意義務、忠実義務、利益相反取引や金銭・有価証券の貸付の禁止、自己執行義務といった受託者責任や運用報告書交付義務が明記される。資産管理においては、分別管理義務が明記される。

### 4. 集団投資スキーム（ファンド）に関する利用者保護

集団投資スキームについては、2004年の証券取引法改正におき、組合理型投資スキームをみなし有価証券とし、開示規制の対象としたが、事業型のファンドについては、出資者が、投資家というより共同事業者という形式もあるため、規制対象とされなかった。しかし、事業型のファンドが通常の投資商品のようになり個人投資家へ販売されるケースが増えており、個人投資家の被害も現実のものとなってきているため、今回、集合投資スキーム全般を投資サービス法の対象とし、仕組み規制として、届出制（事後でも可とすることを検討）、分別保管、受託者責任、利益相反防止措置、投資家への定期報告、行政による報告徴求・立入検査に関する規定が導入される他、開示規制、販売・勧誘の業規制・行為規制（自己募集の場合は行為規制）、資産運用の業規制・行為規制が課されることとなった。

### 5. その他の利用者保護措置

投資サービス法上の自主規制機関には、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同等性を確保すること、投資商品に関する苦情解決・斡旋業務の業態横断的な枠組を整備することなどが求められる。

また金融商品販売法における説明義務について、説明事項に「取引の仕組み」を追加する等の拡充を図り、損害額の推定等において、

同法が裁判実務により利用されていくことを検討すること<sup>9</sup>、昨今の「見せ玉」への対応等、エンフォースメントの強化の措置を行うこと、金融経済教育を推進すること<sup>10</sup>、などが盛り込まれた。

#### ・規制緩和の実現

以上のように、投資サービス法において、利用者保護の充実が目指されることから、同法は規制強化につながるものではないか、という意見も聞かれるが、実際には、従来、包括的な金融法制が実現していなかったために効率性や革新性が損なわれたりしてきた点が改善されるという効果が期待されることに注目すべきである。さらに、規制の必要度に応じた柔軟な制度設計が目指されているのであり、過剰な規制を導入しようとするものではない。むしろ規制緩和となる部分も多々ある。

#### 1．業規制における規制緩和

従来、商品ごとに縦割りで業が定義されていたが、投資サービス法においては、本来業務として、投資商品として位置づけられる幅広い金融商品に係る販売・勧誘、資産運用・助言、そして資産管理を一体として規制する方針となっている。

例えば現行法では、証券業と証券投資一任業を兼業するためには、証券業の登録、投資顧問業との兼業の届出、投資助言葉の登録、一任の認可、証券業との兼業の認可といった手続きが必要となるほか、兼業に伴う弊害防止措置についても証券取引法と投資顧問業法にそれぞれ規定が置かれているなど、縦割りの法律が健全な兼業を妨げているといった指摘があった。

投資サービス法においては、第一種業、第二種業、仲介業（いずれも仮称）の三段階の業区分が設けられ、第一種業の業者として登録すれば、全ての投資商品を対象に全ての業

務を行う資格を持つことになる。この場合、第一種業の業者としての要件は、現行の証券会社や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満たすこととなる<sup>11</sup>。一方、流動性の低い商品を取り扱う場合や投資商品に関する資産運用・助言を行う場合は、第二種業の業者として、自己資本規制や純財産額規制は課されない。仲介業、すなわち他の投資業者の委託を受けた媒介を行う証券仲介業者等については、財産規制が適用されない。

業務範囲の拡大も実現する。すなわち、第一種業の業者については、現在の証券業における付随業務・届出業務・承認制度の枠組を維持しつつ、その範囲を拡大する。第二種業の業者については、現行の認可投資顧問業者及び投資信託委託業者においては、他業を行う場合に内閣総理大臣の承認を要するが、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、付随業務、届出業務、承認業務制度の枠組を導入する。資産運用業者を除く第二種業の業者と仲介業の業者については、他業を行うことについて制限を設けない。

#### 2．販売・勧誘における規制緩和

投資商品の販売や勧誘において、適格機関投資家に加え、その他の法人や一定の要件を充たす個人が、プロ（特定投資家）として扱われることを選択することが可能となる<sup>12</sup>。この場合、販売・勧誘業者における説明義務が軽減される。

#### 3．開示規制における規制緩和

開示規制においても、現行、金融機関について適格機関投資家とする一方、金融機関以外の事業会社については、一定の基準を充たすものを届出によって適格機関投資家としているが、届出によって適格機関投資家となりうる者の範囲や基準については、取引の実態等に即して見直しを行い、適格機関投資家の

範囲の拡大を図るべきとされている。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は、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された。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された。

また、投資商品をその性質に応じて企業金融型商品（伝統的有価証券のように企業としての発行体自体の信用力に価値をおくもの）と資産金融型商品（ファンドやアセットバック証券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もの）に分類し、その分類ごとに開示規制が整備される。すなわち、資産運用型商品においては、資産の内容等や運用者・運用サービス者の内容に関する情報に関する開示が求められる他、提出すべき書類について、伝統的有価証券の規定を杓子定規に適用するのではなく、柔軟な手続きが導入される。

さらに、投資商品の流動性の差に配慮した開示規制とする。すなわち、過去に有価証券を公募発行した後、所有者数が減少し流通性が乏しくなっているような場合は、継続開示義務の免除要件の範囲を拡大する。譲渡性が制限されているなどにより流通の可能性に乏しい投資商品については、公衆縦覧型の開示をしなくても良いことにする。

この他、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などには、開示規制の対象から除くことが提案されている<sup>13</sup>。

#### 4．集団投資スキームやデリバティブ取引に関する規制上の配慮

集団投資スキームについては、個人投資家

における被害が続出してきたため、前記のような各種の規制を新たに課すものの、特定投資家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、規制を簡易とする。同様に、デリバティブ取引についても、特定投資家のみを対象とする場合については、簡易な規制が適用される。

#### ．取引所について

取引所を巡っては、取引対象の拡大という、投資サービス法の趣旨に沿った議論に加え、2005 年において、取引所の上場廃止ルールの運用が妥当かどうか問題となったり、株式会社化した取引所において、一部株主の要求が妥当かどうか問題となったことを受け、取引所の自主規制機能や主要株主規制に関する議論がなされた。

##### 1．取引対象

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が構築されるのに伴い、取引所についても、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された。

##### 2．自主規制機能を担う取引所の組織のあり方

株式会社形態をとる取引所において、その営利性と自主規制機能との間の利益相反が生じる恐れがあり、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。ただ、自主規制機能を担う組織を、別法人化するか、独立性を高めた上で同一法人内におくかなどは、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とされた。

##### 3．取引所の主要株主規制

現行の証券取引法では、取引所の議決権を

50%超保有することは、証券取引所持株会社等のグループを形成する場合を除いて原則として禁止、20%以上50%以下の議決権保有には、行政当局の事前認可が必要とされている。

米国では、NYSEの持株会社の上場に当たり、特定の株主に議決権を集中させないような方策の導入が検討されるなどしており、わが国でも、必要に応じて適切な対応を講ずることが適当とされた。この点については、取引所の定款レベルではなく、法律で規定すべきという意見があった一方、2003年の証取法改正で、従来、一律5%超の取引所議決権の取得・保有を規制していたものを緩和したばかりであり、性急な法律改正は不適切との意見もあった。

#### ・他の重要な論点

来年の投資サービス法の成立に合わせ、従来の証券取引法の枠組の中で議論されてきた以下のようないくつかの重要な制度改革も、投資サービス法や同法の下での内閣府令等に盛り込まれることになる。

2005年6月に金融審議会ディスクロージャー・ワーキング・グループが取りまとめた報告に沿い、上場企業に四半期報告制度を導入すること<sup>14</sup>。

2005年12月に企業会計審議会内部統制部会が取りまとめた報告に沿い、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等による監査を、上場企業に関して義務化すること。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を併せて導入すること。

2005年12月に金融審議会公開買付制度等ワーキング・グループが取りまとめた報告に沿い、公開買付制度及び大量保有報告制度を見直すこと。

#### ・今後の展望

先述したように、今回、商品ファンドや商品先物取引等が、投資サービス法の規制対象として明記できなかったことは、包括的な法制を目指した趣旨からすると不十分である。

この点一つとっても、投資サービス法は、来年春の通常国会で成立しても、その段階では本来実現すべき改正のうち、とりあえず今回の金融審議会合意が得られた部分を前倒しして法制化するに過ぎない。今後、より完成された姿を目指した改正が続いていく必要がある。

この場合、投資商品の性格が強いにも係らず、今回適用対象とならなかった商品を取り込んでいくだけではなく、銀行、保険商品一般等、金融商品全般を包含した、「金融サービス・市場法」を目指して行くことも視野に入れる必要がある。というのも、金融サービス全般における、利用者保護の向上という観点から重要なことは、今回の投資サービス法がカバーしようとする投資商品に係る市場リスクや信用リスクへの対応に止まらないからである。通常の生命保険契約でも広範な保険金の不払いが発覚したばかりであり、不利な保険契約への乗換えの勧誘の問題もしばしば指摘される。預金等、元本保証の商品の販売においても、営業上の利益が優先し、顧客に必ずしも最適ではない商品が真っ先に勧誘されるような問題とは無縁ではない。

その意味で、例えば誠実公正義務、説明義務、適合性原則等、今回、投資サービス法において、投資商品の勧誘・販売時に課すべきとされたような要件は、銀行法、保険業法等でそれぞれ規定を整備していくというアプローチもあるが、こうした基本原則が隙間無く、かつ整合的に貫かれる姿が望ましいという観点からは、業者と顧客の間で情報の非対称性がある金融商品全般に横断的に適用され

ていくのが、適切と言えよう。

もう一つの重要な課題としては、投資サービス法にふさわしいエンフォースメント体制を確立するため、いわゆる日本版 SEC のような組織の設立が必要かという点がある。市場行政及び投資家保護を含む金融サービスの利用者保護という行政目的を強力に実現していくには、ブルデンシャル・レギュレーションやシステムック・リスクの予防といった他の重要な政策目標も併せて担う現行の金融庁のような組織よりも、そこから利用者保護行政を明確に切り分ける方が、国益に資すると判断されるならば、日本版 SEC は一つの有力な選択肢という見方もありえよう。また、商品先物等、規制対象を巡る議論の問題も、新たな行政組織の設立を前提とすることで、初めて省庁間の権益争いに終始する構図から一歩踏み出すことができるかもしれない。この点については、これまでの所、審議会では正面から議論されていないし、今後についても審議会レベルではなく、政治レベルで判断されるべきテーマという見方もある。

この他にも積み残された課題は多々あるものの<sup>15</sup>、2006 年春に投資サービス法が成立すれば、日本版ビッグバンの実現に向けた 1998 年の金融システム改革法以来の抜本的な金融制度改革となる。同法は、政省令の制定を経て 2007 年に施行されると見られるが、投資サービス業者として位置づけられるプレイヤーは、この新たな規制環境への対応を、今後本格化させていく必要がある。

得る場合は、投資商品とみなすのが適当とされた。

<sup>4</sup> 例えば元本補填付き信託、公益信託、管理目的信託等は対象外とされる。

<sup>5</sup> 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。

<sup>6</sup> 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は、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されている。

<sup>7</sup> 適合性の原則について、損害額の推定など民事上の効力を付与することについて検討を行うべきとの意見があった。

<sup>8</sup> 消費者の利害を重視する委員からは、不招請勧誘を幅広く適用すべきとの意見も強かったが、当面の適用対象については、外為証拠金取引やその類似商品等、現行の範囲が適当とされた。

<sup>9</sup> 被害の救済という視点から、エンフォースメントのあり方を検討すべきとの意見があった。

<sup>10</sup> 投資サービス法に、金融経済教育における国又は金融庁の責務についての規定を設けるべきとの意見があった一方、金融経済教育の推進は重要であるが、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と、との意見もあった。

<sup>11</sup> 店頭デリバティブ取引等、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。

<sup>12</sup> 個人が特定投資家へ移行するための要件については、厳格なものとすべきとの意見が多かった。

<sup>13</sup> 役員・従業員に対するストックオプションの付与、会社の新設の際、株式の全部を発起人引受けにより発行する場合、一定の要件を満たす従業員持株会への株式発行等については、政令やガイドラインにおいて開示規制の適用を限定してきたが、法律においてその明確化を図る。

<sup>14</sup> 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、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された。

<sup>15</sup> 例えば、2005 年 7 月の「中間整理」の段階において検討すべき課題として指摘されていたものの、今回の報告書に盛り込まれなかった点として、格付け機関や証券アナリスト等のいわゆるフィナンシャル・ゲートキーパー業務を投資サービス法上の業と位置づけるかどうか、フィナンシャルプランナーのようなより幅広い資産運用のあり方について助言する業務も登録業務とすべきかどうか、勧誘と助言との関係をどう考えるか、投資サービス法における資産運用規制の保険会社、信託会社、信託業法上の指図権者などへの適用関係をどう考えるか、投資サービス法における資産管理規制の信託会社、銀行等への適用関係をどう考えるか、といった点がある。

<sup>1</sup> 過去における日本版金融サービス法を巡る議論の経緯については、淵田康之「投資サービス法に向けて」『資本市場クォーターリー』2005 年夏号参照。

<sup>2</sup> 自らが資金を拠出すると同時に事業に係る意思決定等に關与している場合は、投資家保護の対象とすべき投資家というよりも、共同事業者とみなすべきであるため、同法の適用対象外とされるのである。

<sup>3</sup> 円建ての元本が保証されていても、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