

投資サービス法の 『中間整理』の概要

制度調査部
吉川 満

【要約】

金融審議会金融分科会第一部会では、7月7日、投資サービス法の『中間整理』を発表した。今後はさらに検討を進めた上で、平成18年度通常国会において、立法を図る予定となっている。本稿ではこの『中間整理』の内容の中心部分を紹介した上で、いくつかの点で踏み込んで考察を加えることとする。

1. 『中間整理』の発表

- 金融審議会金融分科会第一部会では、7月7日、投資サービス法の『中間整理』を発表した。今後はさらに検討を進めた上で、平成18年度通常国会において、立法を図る予定となっている。本稿ではこの『中間整理』の内容の中心部分を紹介した上で、いくつかの点で踏み込んで考察を加えることとする。
- 金融審議会第一部会は平成16年11月から、本格的に投資サービス法の検討に取り掛かったわけであるが、投資サービス法構想が一つの雛形としているのは、イギリスが2000年6月から施行した『金融サービス市場法』である。もっとも『金融サービス市場法』と言っても、現在のところは銀行・保険に関しては別途、法律がありそれが機能している。そう考えると、イギリスの『金融サービス市場法』と言っても、実態はむしろそれに先立つイギリスの法律である『金融サービス法(銀行・保険は対象外)』に近い面もある。また規制の対象も証券のような商品が中心となるのだから、とりあえず『投資サービス法』と仮に命名しようということになったようである。もっともその内容について、事前に合意のあったわけではなく、イギリスのように完全に業種横断型の法律にするのか、業法による規制は残しつつ、販売・勧誘など共通性の強い部分に限って横断的に規制するのか、と言ったこと自体が第一部会の検討対象になっている。
- 『中間整理』の全体を鳥瞰するにはまずは目次が必要であろう。発表された『中間整理』にも目次は付されているが、これは簡単すぎるので、本文にてもう少し詳しい目次を作ると次のようになる。

図表1 『中間整理』の目次

はじめに

投資サービス法の対象範囲

1. 投資商品

2. 投資サービス業

(1) 基本認識

(2) 販売・勧誘

(3) 資産運用・助言

(4) 資産管理

(5) 仕組み行為

(6) その他

規制内容

1. 基本認識
2. 業務範囲
3. 参入規制
4. 行為規制
 - (1) 基本認識
 - (2) 投資家保護規定の拡充
 - (3) 『プロとアマ』の区分
 - (4) その他

集団投資スキーム（ファンド）

1. 基本認識
2. 具体的規定
 - (1) ファンドの届出・登録
 - (2) 資産管理
 - (3) 運用者の資格要件
 - (4) 受託者責任・利益相反防止措置等
 - (5) 運用報告
3. 既存のファンド法制との関係
4. その他

市場のあり方

1. 基本認識
2. 市場制度のあり方
 - (1) 取引所の上場商品の拡大
 - (2) 株式上場制度
3. ディスクロージャー制度
 - (1) 企業内容等の開示制度
 - (2) 公開買付規制等

ルールの実効性の確保（エンフォースメント）

1. 基本認識
2. 市場行政体制の強化
 - (1) 市場行政体制の強化
 - (2) グローバル化への対応
3. 市場監視機能の強化
 - (1) 課徴金
 - (2) 民事責任規定
3. 自主規制機関の機能強化
4. 投資サービス業者のコンプライアンス強化
5. その他

おわりに

(出所)「中間整理」をもとに大和総研作成

- 投資サービス法は投資家に対して大きな影響をもたらす。例えば投資信託であっても、貸付信託であっても、商品ファンドであっても、その他のファンドであっても、実態が同じであれば、同一の規制に服することになる可能性があり、異なる商品間の比較が可能になり、投資家の利便が高まる可能性がある。
- 同一の金融機関が証券・銀行預金・保険商品の全てを販売できるようになる可能性もある。実態を離れ理念的にのみ語られてきた『金融のデパート』が本当に便利なのか、実践を通じてテストすることも可能になる可能性がある。

2. 『はじめに』の概要

- 『はじめに』は導入の言葉であるがそれだけでなく、『中間整理』では全体を通じる基本的な考え方、全体のまとめのような内容をも含んでいる。『はじめに』ではまず、次のような内容が書かれている。金融審議会金融分科会第一部会では 2003 年の『市場機能を中核とする金融システムに向けて』の提言を踏まえ、審議を行ない中間報告をまとめた。ただしこの間に起こった次の三つの動きを踏まえ、資本市場を巡る法制全般のあり方についても検討を行った。
- 日本経済がキャッチアップ時代を終えたため、右肩上がりの経済成長が前提でなくなり、家計における資産運用の重要性が高まり、資産形成ニーズも多様化してきた。これに伴い既存の利用者保護法制の対象となっていない金融商品が次々と販売されるようになってきている。外国為替証拠金取引がその例だが、こうした新しい金融商品については詐欺的な販売が行われる例も見られ、利用者保護策が必要になっている。既存の金融機関もこれら金融商品を扱うなど、金融サービスの融合化が進んでいる。このような流れを踏まえれば、幅広い金融機関について包括的・横断的な利用者保護の枠組みを整備し、利用者保護を拡充すると共に、多様化するニーズに応じた金融商品・サービスの提供を可能とする事が望ましい。
- 市場のあり方を巡っては、企業開示やコーポレートガバナンス、公開買付制度、自主規制機能のあり方などの問題提起に加え、資本市場に関するルールの再検討が必要である。『貯蓄から投資』へを実現するには、金融・資本市場ルール全体について不断の取組が必要である。国際的に見ても、市場法制の整備やエンフォースメントの強化が必要になっている。『このような基本的認識を踏まえれば、適正な利用者保護を図ることにより、市場機能を十分に発揮しうる公正・効率・透明な金融システムの構築を目的として、証券取引法を改組し、投資サービス法(仮称)を制定することが適当である。
- 英国金融サービス・市場法においては、市場の信頼確保(market confidence)、公衆の理解の向上(public awareness)、消費者の保護(the protection of consumers)、金融犯罪の削減(the reduction of financial crime)を規制の目的として掲げている。これらは、日本における市場行政が目標としてきた理念や先に述べた基本的認識とも共通する要素が多く、投資サービス法の検討にあたって、その理念として参考になる。また、金融・資本市場の国際化への対応や金融イノベーションの促進といった観点も必要である。』
- 以上の『』内の引用箇所から分かるように、『中間報告』は『はじめに』の部分から、証券取引法を改組して投資サービス法とすると言う、一つの結論を出しているのである。

3. 『投資商品』の概要

- 『1. 投資商品』は、『中間整理』は『投資サービス法の対象範囲』の最初の部分に来る。『はじめに』で述べられた考え方を具体的に展開する最初の部分である。
- 『1. 投資商品』ではまず、現在の証券取引法等の下での、有価証券概念の問題点を列挙する。次のような点を挙げている。

例えば平成 4 年の『みなし有価証券』規定の創設や、平成 16 年の組合型投資スキームのみなし有価証券化など、これまでは新金融商品登場ごとに対応してきたが、企画立案から施行まで最低 1~2 年係るので迅速に投資家保護策を導入できない。

実質的に類似の金融商品でも、法的構成が違えば異なる法律が適用されるという問題が拡大している。変額保険と投資信託、変額保険と投資信託、損害保険とデリバティブ、デリバティブ預金と金融先物取引、などがその例である。

業法が縦割りなので、これをまたがるような金融商品の開発に異常をきたす事が少なくない。

その上で『中間整理』では、『利用者保護を前提に、活力ある金融市場を構築すべく、現在の縦割り業法を見直し、(可能な限り)幅広い金融商品を対象とした法制を目指す事が重要である。』と結論している。

○利用者保護の対象とすべき金融商品とするかどうかの基準については、平成11年の金融審議会第一部会『中間整理(第一次)』において、(1)キャッシュフローの移転を実現しているかどうか、(2)リスク負担の変更を行っているかどうか、のいずれかの基準を満たすかを基礎に、取引等の実態等を踏まえ、総合的に判断するとの考え方を示してある。英国の金融サービス市場法は、集団投資スキームについて包括的な定義を置くと共に、規制による投資物件の適用除外や追加などができるような構造となっている。米国証券法・証券取引法においては、『証券(Securities)』が限定列举されているが、『投資契約(Investment contract)』についての『Howey基準』に代表されるような法律形式よりも経済実態を重視した証券の判断基準により、集団投資スキームを含む極めて幅広い商品が証券とされている。

○こうした事実を踏まえ、投資サービス法の対象となる金融商品(以下「投資商品」)について次のように考えられる。

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)を期待してリスクをとるもの

といった基準の設定を試みつつ、投資商品の具体的な定義については、投資者保護の観点から適当と考えられる商品について、集団投資スキーム、及びこれに類似する個別の投資スキーム、を含めて、可能な限り大きな括りで列举するとともに、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。このため、別紙のような定義を基に議論を深めていくべきである。この際、

法人については、持分会社・中間法人等についても広く対象とすべきである

組合については、集団投資スキームとして、いわゆる事業型の組合も含め、有限・無限責任を問わず対象とすべきである

デリバティブ取引についても原資産を問わず、対象とすべきである。

このような金融商品を投資サービス法の対象となる投資商品とすることに伴い、他の法律との間で適用関係を整理することが必要になる。投資サービス法を、金融商品の販売や資産の運用に関する一般法としての性格を有するものと位置づけつつ、外国証券業者に関する法律なども含め、可能な限り同種の性格を有する法律はこれに統合する事が適当である。

このような観点からすれば、金融商品の販売等に関する法律(以下「金融商品販売法」)も投資サービス法に統合すべきであるほか、銀行法や保険業法についても、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について検討を行うべきである。

図表2 [投資(金融)商品]

国債

地方債

金銭債権であって以下のいずれかに該当するもの(以下「社債等」という。)

- 社債その他これに類する金銭債権であって法律で発行につき特別の定めのあるもの(抵当証券その他の有価証券に表示されるべき金銭債権を含む。)

(例)社債、金融債、特定社債、短期社債CP、独立行政法人債、投資法人債、約束手形CP(その他の手形を除く。)、抵当証券等

- 金銭消費貸借による貸付け(当該貸付けを受ける者に対して同時期に均一の条件で行われる二以上の貸付けのうちの一に該当するものに限る。)に係る債権

(例)組合債、学校債、病院債、ABL、シンジケートローン等

株式その他法人に対する出資又は法人の基金の拠出に基づいて法人の収益その他の財産の分配を受ける権利(以下「出資等持分」という。)

(例)株式、協同組織金融機関への優先出資証券、SPC優先出資証券、持分会社の社員権、有限責任中間法人の基金への拠出等

信託の受益権（以下「信託受益権等」という。）

（例）銀行等の貸付債権の信託受益権、投資信託受益権、SPT、銀行等の貸付債権以外の信託受益権、商品ファンド（信託型）等

集団投資スキーム（定義は下記のとおり。）への参加に基づいて収益その他の財産の分配を受ける権利（及び並びに から に掲げる権利を除く。以下「集団投資持分」という。）投資サービス法において、「集団投資スキーム」とは、民法第六百六十七条第一項に規定する組合契約、商法第五百三十五条に規定する匿名組合契約、投資事業有限責任組合契約に関する法律第三条第一項に規定する投資事業有限責任組合契約又は有限責任事業組合契約に関する法律第三条第一項に規定する有限責任事業組合契約の締結（、信託の引受、持分会社の設立）、その他いかなる方法をもってするかを問わず、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、次のいずれにも該当しないものをいう。

集団投資として財産の拠出を行う者（以下、「拠出者」という。）の全員が事業の運営について日常的に関与している場合

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る場合

（例）投資事業有限責任組合契約持分、投資事業を行う民法組合契約持分及び匿名組合契約持分、有限責任事業組合契約、投資以外の事業を行う民法組合契約持分及び匿名組合契約持分、商品ファンド（組合理型）、不動産特定共同事業（組合理型）、ラップ口座、その他投資契約に基づく権利等であって、出資者が複数のもの

民法第六百六十七条第一項に規定する組合契約又は商法第五百三十五条に規定する匿名組合契約の締結（、信託受益権の取得、持分会社に対する出資）、その他いかなる方法をもってするかを問わず、単独で事業のために金銭その他の財産を拠出し、当該事業から生じる収益の一部又は全部の交付を受ける権利（当該事業の運営について日常的に関与している拠出者に係る権利並びに 及び並びに から に掲げる権利に該当するものを除く。以下「単独投資持分」という。）

（例）投資事業を行う民法組合契約持分及び匿名組合契約持分、投資以外の事業を行う民法組合契約持分及び匿名組合契約持分、商品ファンド（組合理型）、不動産特定共同事業（組合理型）、ラップ口座、その他投資契約に基づく権利等であって、出資者が単独のもの

投資商品に係る権利であって以下に掲げるもの

- 投資商品の共有持分（及び の組合契約に基づく権利に該当するものを除く。以下「共有持分」という。）（例）株式累積投資等
- 預託された投資商品に係る権利（以下「預託権利」という。）（例）DR、ミニ株
- 投資商品に係るオプション（定義は下記のとおり。以下「オプション」という。）
当事者の一方の意思表示により当事者間において投資（金融）商品の取引を成立させることができる権利。（例）ワラント、新株予約権

外国若しくは外国法人に対する権利又は外国の法令に基づく契約に基づく権利で前各号に掲げる権利の性質を有するもの（例）外国証券等

前各号に掲げるもののほか、投資性その他の事情を勘案し、投資者の保護を確保することが必要と認められるものとして政令で定める権利

預貯金契約に基づく債権又は銀行法第二条第四項の契約に基づく一定の給付を受ける権利（以下「預貯金債権等」という。）（例）預金、貯金、定期積金等

保険契約又は共済契約に基づき一定額の保険金の支払いを受け、又は損害のてん補を受ける権利（以下「保険契約債権等」という。）（例）保険、共済

無尽業法第一条の無尽による給付を受ける権利（以下「無尽契約持分」という。）
（例）無尽

（注）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き引き続き検討。

4. 『投資サービス業』の概要

- 『1.投資商品』とならんで『投資サービス法の対象範囲』の核をなすのは、『2.投資サービス業』である。はじめに『(1)基本認識』では、投資サービス法の下で業者ルールとして規制の対象とする業としては、次の～は確実とした上で、～についても規制の必要性等について検討を行った、としている。

販売・勧誘(売買、仲介、引受、売出し、多角的取引システムの運営(MTF)を含む。)、
資産運用・助言
資産管理
仕組み行為
格付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

『(2)販売・勧誘』では可能な限り幅広く規制の対象とする事、自社株式の募集等に対し業者ルールの適用が必要である事、他方、業者ルールについては投資家保護に支障のない範囲で適用除外とするような措置を講ずる事が必要なことなどが主張されている。また、銀行、保険会社と言った業態に係わらず、投資商品の販売に関する一般法として、投資サービス法の行為規制を業態を問わず適用していくことなどが主張されている。

- 『(3)資産運用・助言』では、『信託法の見直しなどによる投資信託のガバナンスの向上に併せて投資信託委託業者についても投資サービス法上の資産運用・助言業者として証券投資顧問業者と規制を一元化することが考えられる』との記述があるのが注目される。
- 投資サービス法の内容の中心として、証券取引法と証券投資顧問業法とがあるわけだが、ここでは投資信託法もその証券投資顧問業法に一本化していこうという事が主張されている。
- 『(4)資産管理』では『保護預りのみを行う業者についても行為規制を課す事ができるようにする事が適当である』と述べられている。『(5)仕組み行為』、『(6)その他』についてはしかし、規制は必要ないのではないかという方向の主張がされている。

図表3 [投資(金融)サービス]

投資(金融)商品の売買(デリバティブ取引で定めるものを除く。以下同じ。)

デリバティブ取引

前二号に掲げる取引の媒介、取次ぎ又は代理

投資(金融)商品の募集又は私募

投資(金融)商品の売出し

投資(金融)商品の募集若しくは売出しの取扱い又は私募の取扱い

投資(金融)商品の引受け

投資(金融)商品清算取次ぎ

投資(金融)商品多角的取引業務(MTS)

資産運用

投資助言

資産管理

保険契約又は共済契約の締結又はその媒介若しくは代理

預金等の受入れを内容とする契約の締結又はその媒介若しくは代理

信託契約の締結又はその媒介若しくは代理

無尽に係る契約の締結又はその媒介若しくは代理

(注)投資サービス法における取扱いや保険業法、信託業法、銀行法等の関係について引き続き検討

その他前各号に類するものとして政令で定める業務

(注)投資(金融)商品、投資(金融)サービスの定義として定めることが適当でないものについては、英国・金融サービス・市場法の例等も参考にしつつ、政令で除外することとする。