

要 約

本研究は、アジア各国の金融セクター開発における消費者保護について調査し、これから資本市場を発展させようとしているアジアにおいて、今後どのような法整備が必要になってくるのか検討しようとするものである。具体的には、日本の金融商品取引法を中心に、先進国の消費者政策と証券取引における消費者保護対策を踏まえながら、アジア各国の証券取引における消費者保護の発展、とりわけ金融に適用される消費者契約法、証券取引規制の概要、消費者保護制度とその運用の実態を調査し、そこからアジア各国の今後の課題の抽出を試みている。

本報告書は総論編と国別編の2部構成となっている。総論編では、わが国を含めた先進国の証券取引分野における消費者保護の動向ならびにインターネット取引や金融ADRなど注目すべき課題を取り上げ、可能な限り国別調査で得られた情報を加味しながら論じている。国別編では、アジア各国について、一般的消費者契約の概要、証券規制をめぐる環境、広告規制・不招請勧誘の禁止・適合性原則など証券取引における行為規制および紛争解決制度について論じている。調査対象国・地域は、韓国、中国、香港、ベトナム、タイ、フィリピン、マレーシア、インドネシアおよびインドの9ヶ国・地域である。以下、各章を紹介する。

第I部総論編は4章からなる。

第1章「証券取引における投資家保護の枠組み」では、わが国の金融商品取引法制とアジア各国の法制を比較しながら、投資家保護法制のあり方について総論的な検討を行っている。各国の投資家保護法制はそれぞれの国の経済社会の状況、証券市場の規模や態様の違い、さらには歴史的要因などを反映して多様である。投資家を保護するためのルールは大別すると私法的なルールと監督法・規制法的ルールに分けられる。私法的ルールについて、アジアには、香港、シンガポールのようにコモンローの流れをくむ国と、日本、タイ、ベトナムのように大陸法の流れをくむ国があるが、いずれにおいても業者の説明が虚偽であった場合に投資家は通常の契約法や民法のもと、不法行為等で訴えたり、契約無効を主張したりすることができる。それでは投資家の保護が不十分な場合には、わが国の金融商品販売法のように業者側に一定事項についての説明責任を課したり、損害賠償請求の際の立証責任を転換したりすることが考えられる。これに対し、監督法・規制法的ルールでは、証券業者に対する監督や規制を通じて投資家を保護しようとする。具体的には、証券業者

の参入を規制したり、一定の行為を義務付けあるいは禁止する行為規制を行ったりすることが考えられる。国別調査から明らかなように、いずれの国も証券業者について免許を得ることを義務付ける等の参入規制を行っており、また、業者に対して一定の作為・不作為を義務付けるかたちで行為規制を導入している。投資家保護との関係ではいずれの国においても監督法・規制法的ルール役割が重視されてきている一方、他方では自主規制ルールが国家のルールと並んで重要な役割を担っている国も少なくない。

なお、多くの国では、我が国同様、銀行、証券、保険のセクター別に規制を行っているが、韓国では2007年に資本市場と金融投資業に関する法律が制定され、従来のセクターの概念を放棄し、機能別の規制へと移行しようとしている点で注目される。すでに英国が2000年の金融サービス市場法で統一的な法制へと移行しており、アジアの各国においても今後の一つの方向性として検討に値する。

第2章「先進国の事例：欧州、英国、米国」では、主要先進国の金融セクターにおける消費者保護体系の制度設計について論じている。EUでは、域内市場の育成をするために最低限のルール統一が不可欠であったため、証券市場にも銀行市場と類似する単一免許制度の構築が図られた。2004年の投資商品市場指令（MiFID）によって証券業務に単一免許の概念が持ち込まれ、加盟国の投資銀行に対するルールを共通化・統一化することが求められた。本国で免許を受けた場合、他の加盟国での営業が可能となるため、相互に認知し合える投資家保護制度と透明性を確保することが要件となっている。英国では、2001年に金融サービス市場法(FSMA)が大きな変革をもたらした。FSMAは金融サービス業界のための単一監督機構(FSA)の運営の枠組みを提示するとともに、FSAの権限、業界からの行政争訟、オンブズマン制度、保証機構に関して規定する。消費者の保護もFSAの目的のひとつである。米国では、自主規制機関(SRO)が証券取引の規制について大きな役割を果たしている。証券取引委員会が政府機関として市場全体の公正確保のための諸規則を制定しているのに対し、SROは個別的な取引監視と会員規制という2つの機能を担っている。なお、SROの規則はSECの承認を受けなければならないことになっている。

第3章「インターネットと証券取引規制—先進国における動向—」では、証券監督者国際機構(IOSCO)の『インターネット上の証券活動に関する報告書』を取り上げながら、国境を越えた証券取引の問題を論じている。インターネットによる証券取引の勧誘について多くの国の規制当局が対応方針を示しているのは、国境を越えた証券取引の広告・勧誘に当該国の証券規制が及ぶかどうかという点についてである。多くの国では、自国内の投資者を対象とするもの（対象に含まれると考えられるもの）には規制を及ぼすとする、いわゆるtargeting approachが採用されている。たとえば、カナダ、ドイツ、フランス、オランダ

などアメリカ、イギリス、オーストラリア以外の国々においても **targeting approach** に基づいた規制を加えることが方針として打ち出されている。このほか本章では、インターネット取引における目論見書等の開示、適合性の原則ならびにディスカッション・サイトの規制について論じており、先進国間においても対応が一様でないことが明らかにされている。

第4章「金融における ADR」では、消費者・投資者保護に対する裁判外紛争処理(ADR)の機能に関する議論を踏まえながら、アジア各国における ADR を紹介する。例えば、韓国では、3段階苦情・紛争処理システムなどの手続や調停委員会の設置といった点で共通している、韓国消費者院と金融監督院における2つの行政型 ADR が金融関連 ADR として設置・運営されている。また、インドでは、証券取引所(NSE)が設置している仲裁がよく利用されている。その理由は、(1)証券取引に関するあらゆる紛争を扱え、(2)仲裁人が中立であり、(3)期間が短く、(4)投資家が利用する場合は申立費用が無料であるからだとされている。いずれにせよ、日本を含め、アジアにおける金融 ADR は発展途上にある。金融紛争解決の手段としては、(1)通常の裁判所や仲裁法を活用するもの、(2)証券取引委員会や業界団体の金融専門の ADR を利用するもの、(3)消費者一般向けに設けられている行政や公益団体による ADR を利用するものの3つに分類できる。(3)の消費者一般のための ADR はかなり整備されているところもあるが、金融という専門性、特殊性ゆえの課題も多い。それゆえ、(2)において金融問題に特化した ADR を消費者にとって使いやすいものにしていく努力が求められている。

第II部国別編は、韓国、中国、香港、ベトナム、タイ、フィリピン、マレーシア、インドネシアおよびインドを扱う9章からなる。アジアの各国においても、わが国が金融商品取引法で定めている、広告規制、不招請勧誘の禁止、適合性原則など証券取引にかかわる行為規制を何らかの形で設けている国が多い(第1章参照)。規制の内容や程度は各国の経済社会状況を反映して必ずしも同じではないが、表に示すと各国における行為規制の状況はおおむね次のとおりである。以下、各国の概要を紹介する。

表1 アジア各国における行為規制等の状況

| | 広告規制 | 書面交付 義務 | 不招請勧誘 禁止 | 適合性原則 | プロ・アマの 区別 |
|--------|------|------------|-------------|-------|--------------|
| 韓国 | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ |
| 中国 | ○ | ○ | × | × | × |
| 香港 | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ |
| ベトナム | × | × | × | ○ | ○ |
| タイ | ○ | — | × | ○ | ○ |
| フィリピン | × | ○ | × | ○ | × |
| マレーシア | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ |
| インドネシア | ○ | × | × | ○ | × |
| インド | ○ | ○ | ○ | ○ | △* |

(注) 消費者保護の観点からではなく、個人投資家拡大のためであるが、ブック・ビルディングのガイドラインにおいて **Retail Individual Investors** という概念が存在する。

(出所) 本報告書第Ⅱ部国別編にもとづく。

韓国（第5章）では、2007年8月に資本市場に関する主要法を一つに統合することを内容とする法律「資本市場と金融投資業に関する法律」（統合法）が制定されており、本章では本法が規定する投資家保護法制に焦点を当て論じている。統合法が制定される以前は、資本市場に関するそれぞれの業法または取引法ごとに投資家保護が行われる体制をとっており、そのための規制の内容も業法や取引法ごとに必ずしも一貫しているとはいえなかった。投資家保護の手段も金融監督当局（金融監督委員会）による行政的または刑事的な規制を主な法的手段としており、民事的な救済は少なくとも現行法上はまれな手段であった。統合法の制定は、投資家保護との関連で、資本市場ないし金融投資業に横断的に適用される投資勧誘など契約関連規制や不公正取引規制のルールなどを整備したという点で注目される。特に投資勧誘など行為規制については、民事的な救済についても比較的まとまった配慮をしており、今後の投資家保護に役立つことが期待される。

中国（第6章）では、2005年10月に証券法が改正され、投資家に対する詐欺的行為の禁止や証券投資者保護基金の設立など投資家保護に関する措置が強化され、新たな発展段階を迎えている。中国では、証券監督管理委員会が証券業と先物取引業の主管官庁となっている。証券法改正によって証券監督管理委員会を持つ権限が従来の行政管理権から準司

法権へと大きく拡大した。最近中国で問題となったことがあるものとして、投資ファンドの広告がある。大量の投資ファンドの誕生にともない、業者間の競争が激しくなり、誇大不実な広告がしばしば現れるようになった。これを背景に、2000年10月に証券監督管理委員会が投資ファンド広告の事前審査規制に乗り出したが、その後の規制緩和の流れのなかで改められ、事後規制である届出制へと移行している。金融ADRについてはあまり議論されておらず、現状においては行政主導による紛争解決が主流であるといえる。司法が証券紛争へ介入するのに消極な姿勢を示していることが背後にあり、事情は複雑である。

香港（第7章）では、2002年3月に、国際金融センターとしての地位強化のための施策の一環として、証券条令と他の関連法令が統合され、証券先物取引についての包括的な法典である証券先物条令(SFO)が制定され、証券規制に関する基本法典となっている。香港の証券規制は、(1)香港政庁、(2)証券先物委員会(SFC)、(3)自主規制機関の3層構造からなっている。また、証券規制に関するルールも3層構造をなしている。第一は証券規制の基本法であるSFOである。第二はSFOの授權に基づきSFCが制定するSubsidiary legislationである。第三はSFCが定める様々なCodeやGuidelineである。2003年のSFO制定によってSFCの立場が強化され、多くの権限が与えられている。歴史的に自由を重んじるアプローチを採用してきた香港においても証券規制に関する評価は一樣ではなく、香港は米国と同じような規制を導入する必要はなく、香港市場の現状や香港の投資家の投資性向を考えるならば規制はもっと緩やかなものでよいとする見方がある一方、ペナルティの強化や実効的なモニタリングの確立を求める消費者サイドの意見も存在し、総じて投資家保護のために規制は強化される方向にある。

ベトナム（第8章）では、(1)金融資本市場における縦割り行政、(2)資本市場発展の短い歴史に加え、その短さにかかわらず、(3)資本市場の急拡大があるという3点を念頭に投資者保護を論じることが必要となっている。現行でも消費者保護法などがあるが、投資商品・投資行為に関して個人投資家を保護する必要性がいつそう高まっている。ベトナム独特の問題の一つとして、国有企業の株式会社化に関連した問題がある。ベトナムでは株式会社化の過程で、IPOと称して、自社役員、従業員を含む関係個人に株式を所有させてきた。ただし、これらが必ずしも取引所上場を伴わない点が元国有企業のIPOの特徴であり、個人保有の株式はOTCと呼ばれる店頭取引で売買されてきた。従来は上場しない場合の未上場株式についての規定が存在しなかったことから、大手企業の株式についてもOTC取引を行うことが可能であった。これに対して、政府は取引所への上場を促進する政策を打ち出し、2007年施行の証券法において、株式の上場有無にかかわらず株主が多数存在する大企業においては未上場であっても財務諸表などの情報開示が義務づけられ、未上場を維持する理

由の一つが消滅した。また、店頭取引の規制強化の一環として、公開株の預託、すべての店頭取引の証券会社による仲介、取引情報の集約などの方針が打ち出され、2007年に新規規則が制定されている。

タイ（第9章）では、1997年のアジア経済危機によって深刻な影響を受け、世銀・IMFの支援を受けて不良債権処理や金融再建のための制度改革が進められてきた。金融監督当局および市場関係者によってセクター・マスタープランが作成され、金融サービスにおける消費者ないしは個人投資家保護の強化も改革の課題として挙げられていた。金融商品に関する通則的な法律はまだ存在せず、分野ごとの対応に委ねられている。規制の内容や項目を見る限りでは、金融商品に関する個人投資家または消費者の保護について求められるべき事項はおおむね盛り込まれている。注意を要するのは、証券取引委員会の規則のいくつかにおいて、証券投資の知識や経験の少ない投資家により手厚い保護を提供するために、機関投資家ではない「小口顧客」という概念が用いられていることである。プロとアマを分けた対応が図られているものといえるが、小口顧客には、個人投資家だけでなく、法人も含まれていて消費者の概念と必ずしも対応するものではない。近年、投資家保護基金の創設、金融ADRの整備が進められたほか、2008年の証券・証券取引所法改正では、投資家保護を強化するための実体的規定の追加も行われている。

フィリピン（第10章）における証券取引については、1992年フィリピン消費者法、1997年改正投資会社法、1998年改正金融会社法、2000年証券規制法などが基本法とされ、実際の金融取引に適用される行為規制については、2003年証券規制法実施規則やフィリピン証券取引所(PSE)遵守規則で具体的に規定されている。2004年に制定されたPSEの遵守規則は、証券取引における高い倫理の維持、商業金融取引における衡平原則の確立・促進・維持などを謳っている。証券取引に関する紛争は、現在のところ証券取引委員会(SEC)からの通達や最高裁判所からの回状に基づき地域裁判所で処理されている。これは訴訟内容の専門性が高度であるため、裁判所以外での処理が難しいと判断されたことによる。2007年よりPSEと関連教育機関の協力のもと法曹分野における人材育成プログラムが開始され、将来、金融紛争に特化したADRの設立が期待される。

マレーシア（第11章）の証券市場は、1980年代後半からの急速な経済発展にともない拡大していった。そのため、投資家保護に対する意識は比較的高く、市場の健全な発展を促進するという観点から投資家保護策を実施していた。1997年の金融危機の経験を踏まえ、証券委員会は2001年に「資本市場マスタープラン」を発表し、それ以後、マスタープランにもとづく市場改革が進んでいる。1990年代までの投資家保護策は証券を発行する側である上場企業に対する策が中心であったのに対し、2001年以降は金融機関と投資家の観点か

らの取り組みが行われている。投資家保護の観点から特筆すべきは、2007年9月に施行された資本市場およびサービス法(CMSA)の制定である。CMSAは証券委員会設置法の一部、証券業法および先物業法を統合させたものである。導入の背景には、資本市場における取引に関する法律の合理化があったが、投資家保護策の充実という目的もあった。投資家保護については、(1)証券委員会の民事訴訟や行政訴訟を決定する権限の強化、(2)金融機関の不正行為に対し、証券委員会が民事訴訟を通して損失の3倍までの損害賠償請求を可能にすること、(3)資金調達において特定投資家からの出資に対する申請の義務化、(4)管財人に対する規準の適用範囲の拡大・監督の強化、(5)金融機関の顧客に対する投資家保護策の拡充の5つのポイントにまとめることができる。

インドネシア(第12章)の株式市場の規模はまだ小さく、個人投資家も人口の1%未満であるといわれている。しかも、これら個人投資家は、国内的には富裕な層に属し、いわゆる一般消費者とは言い難い。資本市場法および関連法規も、総じて言えば、投資家保護に関する規定は一応の整備をなしているが、投資のアマや消費者を意識したものではない。2005年には、資本市場マスタープランが作成され、資本市場の監督強化、関連法の整備、市場参加者の役割と質の向上、投資および資金調達方法の多様化ならびにシャリア市場の育成等が目標に掲げられた。投資者・消費者保護に関しては、インサイダー取引等に対する民事救済制度の整備、課徴金制度の創設、外務員・販売代理人の質の向上、個人投資家層の拡大と質の向上、投資家保護基金の創設などが挙げられている。証券会社等の行為規範は、1995年の資本市場法および資本市場監督庁(Bapepam)規則に定められている。規制体系は、機能別ではなく商品別であり、特に個人投資家が多く、トラブルが多発している投資信託についての対顧客規制は、債券価格下落のあった2005年以降、Bapepam規則として多数制定されている。この投資信託の問題に関しては、銀行窓口が最も一般的な販売ルートであることにも原因がある。

インド(第13章)では、1990年代に大幅な経済改革が実行され、証券関連法も大きく改められた。その最大の改革は、1992年の証券取引委員会法の制定と全国的に証券取引を規律するインド証券取引委員会(SEBI)の設立である。SEBIは、証券取引に関するあらゆる事項に関する権限を有する。主な権限は、証券取引所の規制、証券仲介業者等の登録・規制、不公正取引の禁止、会社の買収、証券契約(規制)法上の中央政府に付与された権限の行使、市場参加者の教育などに及ぶ。さらに、証券取引の多様化や複雑化に伴って、他の省庁が管轄してきた権限も徐々に移管されてきた。急速に成長するインドの証券取引における消費者保護は、消費者保護法、証券諸法、会社法などさまざまな法令とそれに基づく機関の活動によって、制度的にはかなり充実した消費者保護制度を構築しているといえる。

また、中央では **SEBI** が詳細な規則やガイドラインを策定し、発足してからまだ十数年であるにもかかわらず充実した規範体系を構築している。インドには各地に証券取引所があり、州の分権的性格が全国的な法の支配を阻害する懸念もあったが、現実には証券取引は **SEBI** のあるムンバイ所在のボンベイ証券取引所(**BSE**)とナショナル証券取引所(**NSE**)に収斂され、この三者を通じて規範が形成される構造ができている。