

第 I 部 総論

第1章

証券取引における投資家保護の枠組み

森下哲朗

はじめに

我が国では、2006年6月に成立した「証券取引法等の一部を改正する法律」により証券取引法が改正され、2007年9月より金融商品取引法が施行されている。金融商品取引法が規律する内容は幅広いが、金融商品取引法の目的の一つが利用者の保護にあることはいうまでもない。たとえば、金融庁が公表している金融商品取引法についてのパンフレットには、「利用者保護と公正・透明な市場の構築に向けて」との副題が付されており、金融商品取引法制定の背景となった3つの視点の一つとして、「利用者の視点」が挙げられ、「包括的・横断的な利用者保護ルールを整備し、利用者が安心して投資を行える環境を整備する必要がある」との問題意識が示されている。なお、他の視点としては「国際化の視点」が挙げられており、そこでは「金融・資本市場のグローバル化が進展する中、諸外国・地域では、市場法制や市場インフラの整備が進められている」とされ、「国際市場としてのわが国市場の魅力を高めるための取組みを急ぐ必要がある」との問題意識が示されている。

本報告書では、アジア各国における投資家保護を中心とする金融法制についての調査結果が纏められている。各国とも何らかのかたちで利用者の保護のための法制を用意しているが、各国の経済社会の状況、証券市場の規模や態様の違い等を反映し、そのかたちは多様である。

本稿では、わが国の金融商品取引法制とそうした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若干の総論的な検討を行うこととしたい。

第1節 投資家保護法制の属地性と国際性

1. 投資家保護法制の属地性

本報告書の作成の準備会議において、研究会メンバーの間では、次のような仮説が主張された。すなわち、アジアの発展途上国においては資本市場が未発達な国も少なくなく、そのような国においては証券投資を行うような投資家は一部の富裕層に限られていることが多い。そして、そのような富裕層は証券投資について十分な知識や経験を有していたり、あるいは、投資の専門家を雇うことができたりするので、結果として国としての投資家保護のための法制・措置は比較的緩いもので足りており、むしろ、あまり重い規制の必要性を感じていないのではないかと、いうものである。この仮説が的を得ていたかどうかは各国の調査報告を参照して頂きたいが、この仮説は投資家保護法制の現実の姿は各国の経済状況や資本市場の状況、さらには、歴史的要因等によって左右されるということを前提としており、その前提自体については異論のないところであると思われる。

また、たとえば香港においては、香港の投資家の投資性向を考えるならば、香港が米国を追従するような規制を導入する必要はない、といった見解も存在する（詳しくは香港の章を参照されたい）。そのような見解は、投資家保護法制の現実の姿のみならず、望ましい姿という点でも、各国の市場や投資家の在り方を反映して異なりうるという立場に立つ。金融・資本市場についてグローバル化が進展しているとはいえ、各国は自国の市場・投資家に相応しい法制度を模索すべきであるということにも異論はないと思われる。

そうした観点からは、投資家保護法制はある程度属地的なものである、とあってよいと思われる。

2. 投資家保護法制の国際性

このような立場からは、国際化の視点も、内容が欧米等と同じかどうかということではなく（ある法制を真似したとしても、そうした外国の法制自体もすぐに変更される可能性があることは、最近の Sarbanes & Oxley 法の改正でも明らかである）、むしろ、その内容が外国投資家から見て分りやすく透明性があるかどうか第一に重要となると思われる。ただし、インドネシアのように、証券市場における個人投資家の割合が人口の1%未満であり、かつ、富裕層に限られており、資本市場法制定も国内の投資家のニーズに対応したというよりも、外国人投資家の要求に対応するために行われた、といった例もある。ただ、

それは国内投資家が極めて限られているという特殊な要因があればこそ許されることであるようにも思われる。

外国投資家からみたりやすさ・透明性という観点からは、規制の内容が英文で容易に参照できるようになっているかが重要である。この点では、現在、日本では法令や判例等の英訳に関する複数のプロジェクトが進行中ではあるが、まだまだ遅れていると言わざるを得ない。

また、分りやすく透明である必要があるのは、単に書面に書かれたルールのみではない。各国の調査報告をみても、制定法自体は一般的・抽象的な文言で記述されており、実際の規制にあたっては当局の裁量の余地が大きかったり、実務においては当局や他の団体が定める制定法以外の何らかのルールが重要な意味を持っていたりする国や事項も少なくない。わが国においても、金融検査マニュアルは法令でも何でもないにもかかわらず、実務において必要以上に重視されているとの指摘がある（たとえば、野村[2005:205ff]；野村[2004:79ff]）。分りやすさ、透明性という観点からは、書かれた法令はもちろんであるが、それと同等あるいはそれ以上に、当局等による規制の実態が分りやすく透明であるかどうか、といったことが重要になってくるように思われる。こうした観点からも、わが国の金融法制は未だ課題を抱えていると言わざるを得ない。たとえば、在日米国商工会議所が2007年に公表した報告書においても、日本の金融規制は透明性・予測可能性を高める努力はなされているものの、更なる改善の余地があるとされ、「検査と行政を通じて、場当たりの『立法化』を行うことは避けるよう要請する。ある特定の行政処分に基づいて新しい基準を導入し、直後に規制として成文化するという対応は、混乱と不信を招きやすい。従って、規制は透明で予測可能な立法・施行過程に基づいて制定されるべきであり、行政処分の事後的成文化によるべきではない」といった提言がなされている（在日米国商工会議所[2007:18]）。

第2節 規制とコストのバランス

規制の導入は規制に従う者にとってのコストの増加を伴う。もし、コストが過剰なものとなれば、業者はそのコストを顧客に転嫁し、あるいは、業務を縮小・撤退する等することとなり、結果的には規制によって守ろうとした利用者の便益等を損なうことになりかねない。大切なことは適切なバランスを模索することである。たとえば、英国のFSAはDeloitteに金融規制に関するコストに関する調査を依頼し、2006年にその結果をまとめた“The cost of regulation study”が公表されている。

金融商品取引法との関係では、「利用者保護ルールを徹底すれば利用者が安心して金融商品・サービス取引を利用できるようになる。そうすると、金融商品・サービスの提供業者側も金融イノベーションを進めて多様な新しい金融商品・サービスを提供するようになる。これを通じて利用者利便も向上する。そして、金融商品・サービス業も『利用者の安心と信頼』を得て健全に発展するという好循環が期待されている」との指摘がある（松尾・松本[2007: 3]）。しかし、このような好循環が生じるためには、利用者保護ルールによるコストが適切な範囲内に収まっていることが必要であり、規制とコストのバランスを欠いては期待されている好循環は実現しない。

今回のアジア各国の調査結果では、この点について現状に大きな問題があるとの指摘がなされた国はなかったようである。

第3節 投資者保護のためのルール

投資者を保護するためのルールには様々なタイプのものが考えられる。これらは、私法的なルールと監督法・規制法的ルールに大別される。

まず、私法的ルールである。アジアの各国には、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、いずれにしても、業者の説明が虚偽であった場合には、投資家は通常の契約法や民法のもと、不法行為等で訴えることができたり、契約の無効を主張したりすることができることが一般的であると思われる（たとえば、中国の章では、中国契約法の状況が説明されている）。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。また、わが国の消費者契約法のように、一定の契約条項を無効とすることも考えられる。たとえば、インドネシアの章では、インドネシアの消費者保護法では、たとえば、事業者の免責等に関する一定の条項については約款に盛り込んでも無効であるとされており、この消費者保護法は証券取引についても適用されることが説明されている。

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、証券業者について参入を規制したり、一定の行為を義務付けあるいは禁止する等の行為規制を行ったりする。そして、不芳な業者については業務の停止や免許等の剥奪等の処分を課す。各国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、そうした業者に対しては一定の作為・不作為を義務付けるかたちで行為規制を導入している。

多くの国は、我が国同様、銀行、証券、保険といったセクター別に規制法規を用意し、セクター別の免許制度を採用している。これに対して、2007年に制定された韓国の資本市場と金融投資業に関する法律は、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する点で注目される（詳しくは韓国の章を参照）。すでに英国では2000年の金融サービス市場法(Financial Service and Markets Act)により、金融セクター別の法制から銀行・証券・保険を包括する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ようと思われる。

なお、私法的ルール、監督法・規制法的ルールのほか、詐欺的な行為に対しては刑事法上の刑罰も問題となる。たとえば、香港の Securities and Futures Ordinance では詐欺的な不実開示を行った者についての刑事罰についての規定も置かれている。また、国家が定めるルールではなく、業界団体等が定める自主規制ルールも存在する。

私法的ルール、監督法・規制法的ルール、刑事法ルール間の役割分担は各国の基本的法制度、社会経済状況、歴史的要因等により異なるが各国調査によれば、投資家保護との関係ではいずれの国においても監督法・規制法的ルールの役割が重視されてきているようである。他方で、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ようである。

第4節 行為規制

金融商品取引法では、金融商品取引業者の行為に関するルールとして、以下のようなルールを設けている¹。

広告等の規制（37条）

契約締結前の書面の交付（37条の3）

契約締結時の書面の交付（37条の4）

不実表示の禁止（38条1号）

断定的判断の提供の禁止（38条2号）

不招請勧誘の禁止（38条3号、4号、5号）

損失補填の禁止（39条）

適合性原則（40条）

最優良執行（40条の2）

¹ 金融商品取引法における行為規制については、松尾他[2007]を参照。

また、投資助言業、投資運用業、有価証券等管理業務を営む者については、特別の行為規制も定められている（41条以下）。

ただし、金融商品取引法では、特定投資家（プロ）と一般投資家（アマ）を区別し、プロとの関係では上記のうち、広告規制、不招請勧誘の禁止、契約締結前の書面交付義務、契約締結時の書面交付義務、適合性原則等が適用除外されることとなっている（松本他[2007:18ff]; 森田[2007:20ff]）。

アジアの各国においても、法令によるか、code of conduct や行為準則等によるか、等の違いはあるものの、上記のような事項について、具体的な内容はともかく、何らかの規制を設けている国が多い。各国調査を参考にまとめてみると、以下のとおりである（あくまで各国調査の記述を参考にまとめたものであり、筆者自身が検証したものではない）。

表1 各国における行為規制の状況

	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	○	○	○	○	○
香港	○	○	○	○	○
インドネシア	○	×	×	○	×
マレーシア	○	○	○	○	○
フィリピン	×	○	×	○	×
中国	○	○	×	×	×

（出所）本報告書第Ⅱ部国別編にもとづく。

ただし、その具体的な内容には違いがある。たとえば、書面交付義務について、我が国では契約締結前の書面交付義務が定められているが、香港では契約書の交付義務が定められているに留まる。また、いずれについても、規制の実態は、法令や準則など、文字に表わされたルールからは伺い知ることができない。

特に、適合性の原則はルール自体が非常に抽象的なものであるため、実際にどの程度のことか求められているのかといった問題（実務にとっては、それこそが重要であると思われる）の比較は困難である。他方で、このようなルールの抽象性は、そのルールを遵守しようとする証券業者にとっての予測可能性を低下させる。こうした場合、証券業者は監督当局にどのように考えたらよいかを相談する機会が少なくないと思われるが、監督当局は

明確な回答を避ける傾向にある場合もあるようである。監督当局が明確な回答を避ける理由は定かではないが、監督当局の目的が顧客保護にあるのであれば、証券業者から相談があった場合には、できる限り明確な回答を行うことによって、顧客保護のために当局が必要であると考えられることをできるだけ具体的に伝えていくべきではないかと思われる。また、よくある質問等についてはQ&Aなどによって具体的な考え方を公表していくことも望ましい(在日米国商工会議所[2007:18])。香港では適合性原則について証券業者に宛てたQ&Aが公表されている。わが国では、平成19年7月に公表された「金融商品取引法制に関する政令案・内閣府令案等」に対するパブリック・コメントへの回答で金融庁としての考え方が示されているが、回答の多くは「個別事例ごとに実態に即して実質的に判断される」というものであった。結果としてわが国では、金融機関が必要以上に保守的な対応をとり、投資信託等の販売に際して長時間の説明を行ったり高齢者に対する販売に消極的になったことにより、かえって利用者利便が低下したともいえるような状況が生じたことが報道された(たとえば、日本経済新聞2007年11月19日朝刊では、「銀行側にも『何が違反でどこまでがセーフか法律の解釈があいまいだ』との不満がくすぶる」とか「対応を怠ったり、体制に不備があっただけでも処分を出すぞと脅されている気分」と疑心暗鬼が広がっている、との記載がある)。これは、金融機関が顧客よりも金融当局の顔色を伺って自分たちの対応を決めていることを示しているように思われ、金融機関にとっても、当局にとっても、もちろん、顧客にとっても望ましい状態ではない。こうした事態が生じた責任は金融機関にも当局にもあるというべきであるように思われる²。

当局が責任をもった回答を行うためには、当局として責任のある対話をできるような体制が整っていることも重要である。こうした観点からは、たとえば、ある規制の具体的な内容や適用方針等について当局の複数の部門の考え方が一致しないといったようなことがあることは適当ではなく(この際、基本的に一致しているという程度では、実際の様々な取引についての具体的な規制を知りたいという当事者のニーズとの関係では不十分である)、異なる部門が完全に判断を一致させることができないのであれば、いずれかの部門が責任をもって判断を下すことの方が望ましい(当局の判断が複数存在するということは、混乱のもとである)。

顧客との関係で金融機関が果たすべき義務を定めるルールは、本来は、予めできるだけ明確であることが望ましいように思われる。最近流行りのプリンシプル・ベース、ルール・ベースという表現を用いるならば、ルール・ベースが適している領域である。なぜならば、

² 当局側からの事態改善のための努力としては、2月21日に「金融商品取引法の疑問に答えます」という質疑応答集が公表されている。

ルールが明確であれば、金融機関によるブレはなくなり³、顧客はいずれの金融機関に行っても一定の質のサービスを期待することができる。また、ルールが明確であれば、顧客はどこまでを金融機関に期待することができ、どこからが自己責任によるべきものかを知ることができる。それが、顧客の自己責任意識の醸成にもつながるように思われるが、いかがであろうか。

第5節 投資家保護と投資家教育

1 (1) で述べたように、投資家保護法制の望ましいあり方は投資家の属性にもよる。証券取引についての知識がなく、リスクを受容することができず、自己責任意識の乏しい投資家が多い社会においては、投資家に自己責任を求めることは難しく、投資家への説明や適合性の判断等における金融機関の責任を厳格にするといった法制が必要となろう。他方、投資家が証券投資のリスクについて十分に理解しており、自己責任で投資判断することを求めることができるような社会においては、正確な説明が金融機関の中心的な義務となろう。

実際の世界は両者の中間にあるが、証券投資がリスクを伴うものである以上、リスクを理解し、自己の責任で投資判断をできるような投資家を育てるべく、投資家教育を行っていくことが重要である。投資家教育が成功し、投資家の平均的な知識が高まれば、投資家保護法制の望ましいあり方も変化する。また、何よりも、金融機関による詐欺的な説明等に騙される投資家も減る。フィリピン、香港など、投資家教育に力を入れている国も多い。

多くの国民の金融に対する理解が乏しい状態で金融立国が実現されることは難しい。香港などではテレビ番組や正規のカリキュラム化等、様々なかたちで投資家教育に注力している。わが国でもより一層の投資家教育のための努力が求められると思われる。

第6節 国際的な適用範囲

証券取引は容易に国境を越えることから、国境を越えた取引についての投資家保護法制の適用範囲をどのように考えるかという問題も重要である。これには二つの側面があり、自国の投資家と取引しようとする外国事業者に対して自国の投資家保護法制が適用される

³ 榎本[2008]は、2007年11月に三大都市圏で行った覆面調査員による調査の結果、適合性原則への対応については、「法令が抽象的であることにも起因して、金融機関によって大きな相違があるのが事実」としている。

かどうかという問題と、外国の投資家と取引しようとする自国事業者に対して自国の投資家保護法制が適用されるかどうかという問題がある。

前者については、一般に、自国の投資家をターゲットとして勧誘等を行う外国事業者については、自国の投資家保護法制を適用することが認められるし、適用すべきであると考えられている（森下[2001]。なお、本報告書における弥永真生「インターネットと証券取引規制—先進国における動向—」も参照。）。香港やマレーシアの各国調査においても、外国事業者が自国民に対して勧誘等を行おうとした場合、各国は当該外国事業者に対して警告を発する等の対応を行ったことが明らかとなっている。

後者の問題は、わが国の金融商品取引法との関係でも、投資家が外国法人・在外個人である場合の取扱いを巡って問題となった。平成19年7月に公表された「金融商品取引法制に関する政令案・内閣府令案等」に対するパブリック・コメントへの回答では、「金商法は、主として我が国居住者である投資者を保護するものであること等を踏まえれば、外国法人との取引を行う業者に対して各種の投資者保護規制を適用することは、必ずしも必要ないものと考えられます。」としたうえで、外国法人は全て一般投資家に移行可能な特定投資家とする一方、外国個人顧客については国内個人顧客と同様の取扱いとするとの回答がなされている。投資者保護法制の適用範囲についての一般論と結論としての取扱いには論理的な整合性がないように思われるが、外国顧客には自国投資家保護法制が一切適用されないとまでは言い切れないし、言い切ることは適切ではないことから、パブリック・コメントへの一般的な回答としてはやむを得ないものであるようにも思われる。但し、米国の証券取引法制による保護を受ける米国の顧客に対してわが国の投資家保護法制による保護を与える必要があるかどうかは疑問である。今後、当局と業者、さらには、顧客が対話を重ねていくことにより、議論を発展させ、当局としてのより具体的な考え方を積極的に公表していくことが望まれる。

[参考文献]

〈日本語〉

- 榎本亮 [2008] 「金融商品取引法施行後の金融機関における顧客説明状況－三大都市圏ミステリーショッパー（覆面調査員）調査結果－」『金融法務事情』1825号16頁以下。
金融庁「新しい金融商品法制について－利用者保護と公正・透明な市場の構築に向けて－」
(<http://www.fsa.go.jp/policy/kinyusyohin/pamphlet.pdf>)
- 在日米国商工会議所 [2007] 「日本の金融・資本市場の国際的競争力を強化するための戦略ロードマップ」。
- 野村修也 [2004] 「金融行政の新しい手法」『金融法研究』20号。
—— [2005] 「金融検査マニュアルの法的性質」(江頭憲治郎・増井良啓編『融ける境 超える法(3)市場と組織』)。
- 松尾直彦・松本圭介編著 [2007] 『実務論点 金融商品取引法』金融財政事情研究会。
- 松尾直彦・澤飯敦・酒井敦史 [2007] 「金融商品取引法の行為規制（上）（下）」『商事法務』1814号20頁、1815号4頁。
- 松本圭介・池田和世・堀弘 [2007] 「金融商品取引法の行為規制と投資者区分」『商事法務』1816号18頁以下。
- 森田章 [2007] 「プロ・アマの区別」(河本一郎・龍田節編『金融商品取引法の理論と実務』)20頁以下。
- 森下哲朗 [2001] 「電子商取引と金融・消費者保護－特に国内規制のあり方について」『日本国際経済法学会年報』10号126頁以下。