

# 金融審議会 第一部会

## 「中間整理（第一次）」

平成11年7月6日

金融審議会第一部会

# 金融審議会第一部会委員等名簿

平成11年7月現在

部会長	蠟山昌一	高岡短期大学長
部会長代理	神田秀樹	東京大学法学部教授
委員	井上定彦	連合総合生活開発研究所副所長
	岩原紳作	東京大学法学部教授
	岩村充	早稲田大学アジア太平洋研究センター教授
	上柳敏郎	東京駿河台法律事務所・弁護士
	大塚宗春	早稲田大学商学部教授
	京藤哲久	明治学院大学法学部教授
	リチャード・クー	野村総合研究所主席研究員
	高橋伸子	生活経済ジャーナリスト
	田中直毅	21世紀政策研究所理事長
	能見善久	東京大学法学部教授
	原早苗	消費科学センター消費科学連合会事務局次長
	福間年勝	三井物産取締役副社長
	柳川範之	東京大学経済学部助教授
	吉野直行	慶應義塾大学経済学部教授
オブザーバー	杵淵敦	野村アセット・マネジメント投信株式会社専務取締役
	木村隆治	全国信用金庫連合会専務理事
	関要	日本証券業協会副会長
	竹田駿輔	オリックス株式会社専務取締役
	野田忠男	株式会社第一勧業銀行常務取締役
	松島裕	東洋信託銀行株式会社専務取締役
	森昭彦	東京海上火災保険株式会社専務取締役
	守屋壽	メリルリンチ証券取締役会長東京支店長
	渡辺光一郎	第一生命保険相互会社調査部長
関係省庁等	稲葉延雄	日本銀行企画室参事
	木下信行	金融監督庁長官官房企画課長

[ 計27名 ]

( 敬称略、五十音順 )

# 金融審議会第一部会「中間整理（第一次）」

## 目 次

I.	21世紀を展望した金融サービスのあり方について……………	1
II.	新しい金融の流れを支えるルールの枠組み等……………	5
III.	新しい金融のルールの枠組みが対象とする金融商品の範囲……………	7
IV.	横断的な販売・勧誘ルールとプロとアマの区分のあり方……………	10
	1．前提とする利用者像……………	10
	(1) 基本的考え方……………	10
	(2) プロとアマ（一般・特定利用者）ホールセールとリーテイルの区分……………	11
	(3) プロとアマ（一般利用者）との間の選択・転換等……………	13
	2．販売・勧誘行為に関するルール……………	14
	(1) 販売・勧誘行為に関するルールの位置づけと対象とする商品の範囲……………	14
	(2) 販売・勧誘行為に関するルールの類型と定義と相互関係……………	14
	(3) それぞれのルールの内容……………	15
V.	集団投資スキームに適用されるルール……………	21
	1．集団投資スキームとは何か……………	21
	2．集団投資スキームに関する法制・ルールの必要性……………	22
	(1) ガバナンス機能の活用による対応……………	23
	(2) 受託者責任の具体化・明確化による対応……………	24
	3．機能面に着目した集団投資スキームに関するルール……………	25
	(1) 資産運用型スキームについて……………	25
	(2) 資産流動化型スキームについて……………	28

4 . 資産運用型・資産流動化型共通の金融商品の取引に関するルール	29
(1) 販売・勧誘ルール	29
(2) ディスクロージャーの内容等	30
VI . ルールの実効性確保と消費者教育のあり方等	31
1 . ルールの形成と実効性の確保	31
2 . 消費者契約法（仮称）との関係等	32
3 . 消費者教育について	32
VII . 残された検討課題と今後の進め方	34
〔参考〕用語集	36
〔参考資料〕	41

## ． 2 1 世紀を展望した金融サービスのあり方について

1．金融の世界は大きく変貌してきている。金融・情報通信技術の発展と経済のグローバル化を背景に、投資対象や投資手段は多様化し、金融業態間の垣根の低下、金融業の異業種との融合、さらには金融業のグローバルな展開といった動きが、かつては考えられなかったスピードで進展している。さらに、今後は電子的取引の利用が一層進むこと等により、金融取引のあり方も大きく変化していくと見込まれる。

こうした中で、諸外国では市場メカニズムを通じた資金・リスク配分を実現させることで、金融が経済の発展に貢献してきており、また、金融イノベーションの進展の恩恵が利用者に広く及んでいる。

2．わが国金融について見ると、高度成長期には、潤沢な投資機会に比較して、貯蓄は不足するという資金不足の構造があった。こうした構造の下で、金融に求められていたのは、いかに円滑に資金を融通するか、という点であった。しかし、国民の金融資産は今や1200兆円に及ぶなど、経済のストック化が進んできている。来るべき高齢化社会を控え、国民の金融資産の有利な運用が求められるとともに、国民の運用ニーズも多様化している。また、経済の成熟化に伴い、資金調達面でも、積極的なリスク・テイクを伴う新規産業への資金供給が重要な課題となっている。

こうした経済環境の変化の下で、わが国金融に期待される役割にも、変化が生じている。すなわち、資金の円滑な融通とともに、リスクの適切な仲介と配分の重要性が一層増してきている。また、金融のあり方についても、リスクが、伝統的な間接金融を通じて仲介者に集中して負担される形態ではなく、市場を通じた幅広い利用者の主体的選択により、分散して担われることが望まれている。

3．このような金融を巡る環境変化の下で、市場を通じた幅広いリスク分担を実現していくためには、金融取引に伴うリターンとリスクの関係の明確化と透明性の向上を図ることが必要である。その結果、市場に対する信頼が高まり、金融サービスの利用者がより安心して取引を行える環境が整備され、自己責任原則の下で、利用者が主体的にリターンとリスクの組み合わせを選択することが一層可能となろう。

あわせて、適切な投資家保護を前提としつつ、自由度と効率性の高い金融システムの構築に向けて不断の努力を行うことにより、わが国市場で、

革新的な企業家精神を有する業者が、十分に創意工夫を發揮し、魅力も付加価値も高い多様な商品を提供していくことが期待される。この結果、わが国市場は活力にあふれ、活発なリスク配分と円滑な資金調達を仲介する国際的な市場に成長していくこととなろう。

- 4．現在進められている金融システム改革では、事前調整型行政から自己責任原則と透明なルールを基軸とした行政へと転換する流れの中で、抜本的な規制緩和を行う一方、ディスクロージャーの充実や公正取引ルールの拡充等の施策が進められている。また、金融システム改革では、銀行や保険会社による証券投資信託の窓口販売解禁等に伴い、証券会社が証券投資信託を販売する際と同様の行為規制が銀行や保険会社に対しても課されるなど、業態を越えたルールの整備が図られている。今後、新しい金融商品がさまざまな形で既存の業態の枠を越えて提供されてくると考えられるので、そうした金融商品の販売・勧誘についてのルールを、金融商品について横断的に幅広く、包括的かつ整合的に整備することが求められる。
- 5．リターンとリスクの関係の明確化という観点では、金融取引の当事者間の私法上の権利義務関係を明確化するためのルール（取引ルール）も重要である。民法では、基本的には契約当事者は、経済的合理人として行動し、必要な情報は自らの責任において収集し、それを基に自発的に意思決定することを想定している。また、取引当事者間の私法上の権利義務関係について、一般の経済取引では「買い主注意せよ」が民商法の原則となっている。この原則に従えば、商品の性質等については買い主が注意を払うべきであり、売り主である業者が虚偽の情報提供を行うなどの詐欺的な行為を行った等の場合以外は、取引は原則として有効で、商品の性質等に関するリスクは買い主が負担することになる。しかしながら、金融取引は将来のキャッシュフローという目に見えないものを取引対象とするため商品の性質を理解することが買い主である顧客にとって必ずしも容易ではない上に、金融技術の進展に伴い商品・サービスの高度化や分業化が進展し、例えば資産の運用・管理が売り主以外の第三者により行われるなど買い主の意思が適切に反映されないおそれがあること、さらには、大規模な業者が多数の利用者を相手に商品を販売しているという実態等があることに留意する必要がある。したがって、「買い主注意せよ」という私法上の原則を一部修正し、「売り主も注意せよ」とすることが適当な場合が考えられる。その際、業者に対して一定の行為を義務づける（業者ルール）ばか

りでなく、さらに、例えば金融商品・サービスの説明義務について言えば、いかなる説明を尽くせば買い主にリスクが移転するのか、といったことについて事前に明確にしておくことが望ましい。

(注)この部会の中間整理でいう「ルール」とは、取引参加者間の権利・義務関係や責任分担等について、例えば、どういう場合に誰がリターンを享受しリスクを負担するか、また、それぞれの主体がなすべきこと、してはならないことは何か、等を事前に決めておく約束事(規範)の総体を指している。したがって、法令で定められた規則や行政の規制のみを直接に意味するものではなく、当事者間での取り決めや、業者の内部管理(コンプライアンス)上の取り決め、自主規制団体のルール等の全てを含むものである。

なお、ルールの類型としては、金融取引の当事者間の私法上の権利義務関係の明確化に関するルール(取引ルール)、市場機能の維持・発揮に関して全ての取引参加者に適用される一般的な行為ルール(市場ルール)、及び業者に対する行為ルール(業者ルール)がある。

6. 2 1世紀の金融を見据えた場合、広範な利用者による市場を通じたリスク配分の効率化とリスク負担能力の向上を経済全体として実現することが望まれる。しかしながら、わが国において多数の投資家が市場のハイリスク商品に直接に投資を行う形でリスクの配分が進むことは、あまり期待できないであろう。それ故、金融技術の高度化と金融サービスの専門化の流れを背景に、金融サービス提供者によって、ローリスク・ローリターンやハイリスク・ハイリターンといった商品のみならず、多様な投資家のニーズに応えた、ミドルリスク・ミドルリターンの商品を含む多様な金融商品が幅広く厚みをもって提供されることが期待される。米国や英国では、投資信託のように多数の者から資金を集め、そのプールされた資金の運用をプロに委ねてリターンを投資家に還元したり、あるいは、特定の資産の証券化等を行う、いわゆる集団投資スキームと呼ばれる仕組みが、広く浸透している。

わが国でも、金融システム改革において会社型投資信託、私募投資信託、及びSPC(特定目的会社)の導入等の措置が採られ、集団投資スキームの発展、多様化が始まろうとしている。集団投資スキームをはじめとし、多数の投資家から集めた資金を金融の専門家が市場において運用する一方、資金の借り手も直接に、あるいは、金融サービス業者の仲介を経て間接的に市場から資金を調達する、いわゆる「市場型間接金融」は、今後のわが

国の金融システムにおいて、より重要な役割を果たすことが期待される。こうした観点から、集団投資スキームについて、必要な投資家保護を図りつつ、より多様で魅力ある商品を生み出していくためにどのような制度整備が必要かを、積極的に検討していくことが求められている。



## ．新しい金融の流れを支えるルールの枠組み等

- 1．金融イノベーションを促し、その成果を幅広い利用者が享受し、リスクが効率的に配分される金融システムを構築していくためには、金融仲介者による創意工夫が発揮される枠組みを提供するとともに、適切な利用者保護を前提としつつ、自己責任原則を貫徹し得る環境を一層整備していく必要がある。

今後の金融システムのあり方としては、ルールの透明性の確保を前提とした上で、公正性と効率性という2つの軸が、ともに重要となる。幅広く効率的なリスク分散を行うためには、一般の利用者が安心して取引ができるシステムを構築することが必要である。他方で、余りにも利用者保護を強調しすぎれば、利用者のモラルハザードを助長しかねない。また、利用者保護を余りにも強調することが金融商品・サービスの提供コストに跳ね返り、多くの魅力的な金融商品・サービスを一般の利用者に提供することが経済的に見合わなくなったり、あるいは業者の自由な創意工夫の発揮を妨げ、金融イノベーションの進展を阻む可能性があることにも留意が必要である（そのような場合には、結果として、利用者にとっても金融技術の革新の成果を享受できなくなることから不利益となりかねず、さらには幅広く効率的なリスク配分が阻害されることによって、経済の活性化にもつながらないこととなる）。

- 2．金融の多様性の展開と変化の速さを考えると、構築される制度は、簡素・柔軟・即応的なものであることが望まれる。そうした観点では、すべてのルールを法令の形で規定することが望ましいとは思われない。むしろ、自己責任原則の下、業者の法令遵守体制の整備、自主規制団体のルール、業法レベルの法令、民事法制に係るルール等のさまざまな水準のルールが全体として統合的な一つのしなやかなルール体系を形成することが望まれる。もちろん、こうしたルールの体系が競争制限的であってはならない。このような統合的かつ明確で透明なルールの枠組みを用意することが、結果として、利用者・サービス提供者の双方にとって使い勝手の良い、信頼できる市場を整備するのに要する社会的コストを抑制することにもつながろう。

- 3．なお、わが国においても、英国に倣い、ルールの枠組みにおいて金融サービス業を機能別に整理していくべきではないか、との意見がある。英国

では、業態横断的に包括的なルールを定めた金融サービス法が存在するとともに、業者の行為規制について、多くを自主規制機関に委ねる仕組みをとってきている。また、現在、自主規制の枠組みの中で監督体制の一元化を行うとともに、大幅なルールの枠組みの見直しが進められている。米国では、業態横断的な一元的な法制とはなっていないが、連邦証券諸法上の証券概念はきわめて広範なものとなっており、証券法のルールが適用になる範囲は広がっている。他方、わが国においては、これまで業法中心のルール体系となっている。

このように、ルールの枠組みはその国の金融のあり方や歴史的・社会的経緯によってそれぞれ異なっている。わが国についても、これまでのわが国の金融の実態を踏まえた上で将来を展望する、いわば「日本版金融サービス法」といったものを模索していくことが求められている。

- 4．金融業態間の垣根が下がることや異業種との融合が進むといった新しい金融の流れに照らせば、わが国においても、最終的な目標として、業の概念をサービスの提供主体から取引行為そのものに係る機能面に重点を移して整理していくことが考えられよう。商品・サービス・組織形態の自由化を盛り込んだ金融システム改革は、そのような方向への第一歩である。しかしながら、そうした抜本的な制度の枠組みの変更を、市場参加者の行動の実態に先行させ理念のみに基づいて進めることには困難が伴う。むしろ、金融システム改革の進展状況を十分踏まえつつ、具体的な検討を進めていくことが必要である。このように考える場合、現在まず検討が求められている点として、1 今後予想される多様な金融商品の登場等に備える横断的な金融商品の販売・勧誘についてのルールの検討等、及び2 国民に多様なリターンとリスクを組み合わせた商品を提供する集団投資スキームについてのルールの検討が挙げられる。

金融審議会第一部会は、これら2つの点について、それぞれワーキング・グループを設置し、専門的かつ技術的な検討を進めた。

## ．新しい金融のルールの特組みが対象とする金融商品の範囲

- 1．新しい金融のルールの特組みを横断的に考える場合、どこまでをその対象となる金融商品の範囲として考えるかが問題となる。

この点について、参考となる事例を引くと、以下のとおりである。

英国の金融サービス法では、「投資物件」がその対象として定義されている。そこでは、株式、社債、政府証券、集合投資計画のユニット等に加えて、通貨や商品等に係る先物、オプション等のデリバティブ取引や長期保険契約等も含む幅広い商品が個別列挙されており、また、預金は銀行法でカバーされるという体系になっている。なお、金融サービス法は現在改正作業が進められており、改正案である金融サービス・マーケット法案では、現行の金融サービス法が対象とする範囲に加え、新たに預金、不動産担保貸付や保険商品全般等を追加することが提案されている。

米国の証券法による証券の定義では、株式、債券等を始め、信託受益証券、リミテッド・パートナーシップ持分など、きわめて広範な商品が列挙されているほか、判例によって、新しい金融商品が登場した場合でもこれら列挙されている商品と類似性を有するものについては証券に該当するとされ、これにより、幅広く弾力的に新しい金融商品等を「証券」の範囲に取り込むことが可能となっている。また、証券には「投資契約」も規定されており、その解釈については、判例により、(1) 共同事業への出資である、(2) 収益が専ら投資者以外の者の努力によって得られる、という基本要件(いわゆるハウイ基準と呼ばれる)がメルクマールとされている。他方、証券や商品関連の先物取引については、原則として「商品取引所法」によってカバーされる法体系となっている。

わが国証券取引法上の有価証券は、投資対象性に加えて流通性も念頭においた定義となっている。具体的には株式、社債、証券投資信託受益証券、銀行等の貸付債権を信託する信託の受益権等が定められている。さらに、証券会社等が行う有価証券デリバティブ取引が証券取引法上、証券業と位置づけられているほか、金融先物取引については、金融先物取引法によりカバーされるといった法体系となっている。

- 2．金融審議会第一部会においては、21世紀を見据え、横断的な金融法制を検討していくに当たっての考え方として、検討の入り口では幅広い金融商品を対象として考えるべきであり、その上で、商品特性等のため他と区別して特別に扱わなければならない場合には、例えばルールの適用やルー

ルの目的等との関係に照らして個々に判断していくというアプローチを採ることを考えてはどうか、という意見が大宗を占めた。

3. 金融には、キャッシュフローの転換（資金の配分）と、リスク負担の変更（リスクの配分）という2つの機能がある。いわゆる「金融サービス法」の対象となる金融商品のメルクマールを考えていくに当たっても、これらの金融の機能に着目し、（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を基礎として判断することが適切である。ただ、金融・情報通信技術の進展と金融業の分業化という流れに照らせば、この2つの機能をともに満たすことを金融商品の条件とすると、実態上は金融機能を有しているにもかかわらず、かなりの部分が対象として除外されてしまうことにもなりかねない。したがって、キャッシュフローの移転とリスク負担の変更という2つの基礎概念のうち、少なくともどちらか一つを満たすものについては、金融商品として幅広く検討対象としていくことが適当である。

4. 具体的に何が金融商品に含まれるか否かは、このメルクマールを基礎に、取引の実態等を踏まえ、総合的に判断されるべきものである。しかしながら、金融を横断的に捉えるいわゆる「金融サービス法」の趣旨に照らせば、株券や公社債券といった証券取引法上の有価証券はもとより、信託の受益権、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、さらには、いわゆる「金融サービス法」の下で横断的な整理を目指して現在検討を行っている集団投資スキームの商品についても、いわゆる「金融サービス法」の対象として全て含まれるべきである。

このメルクマールの下では、通常の私人間の商行為ではない、共済、年金、協同組合組織の貯金、郵便貯金や簡易保険といった商品も当然対象となることとなる。こうした商品については、例えば国が発行する国債が証券取引法上の有価証券として統一されたルールの下に置かれているのと同様、金融商品として横断的なルールの下に置かれることになると考えられる。その上で、商品の特性を考慮してルールの適用を弾力的に考えていくことを検討する、というアプローチが考えられる。

なお、第一部会においては、プロ・アマないしホールセール・リーテイル等の区分とそれに基づく販売・勧誘規制のあり方について、及び 集団投資スキームを巡るルールのあり方について、それぞれ、ワーキング・

グループを設け、専門的かつ技術的な議論を行った。その際に出された議論は、本中間整理に添付されているワーキング・グループのレポートに詳述されている。以下の記述は、そうしたワーキング・グループの議論を基に第一部会において検討を行った結果を整理したものである。部会の中間整理では、広く関心を惹起し意見を求めるため、あえて、できるだけ方向性を出す形で議論を整理してある。他方、下記の内容のすべてにおいて第一部会の意見が完全に集約されているわけではない。また、ワーキング・グループにおいても、さまざまな意見が出された。ワーキング・グループでのこうした議論の内容や、以下の記述の背景となる考え方の詳細については、別添のワーキング・グループのレポートを参照していただきたい。

## ・横断的な販売・勧誘ルールとプロとアマの区分のあり方

### 1. 前提とする利用者像

#### (1) 基本的考え方

金融に対する利用者のニーズが多様化・高度化する中で、適切な利用者保護と金融のイノベーションをともに実現させていくためには、金融取引の特性に応じた区分を設け、それぞれに対応するルールを明らかにしていくことが重要となる。その検討を行うに当たり、出発点となるのは、まずどのような利用者像を想定するかである。

その場合、現実の多様な利用者像についても念頭に置くことが重要である。全ての人が、さまざまな金融商品の仕組みや性格に精通しているわけではない。こうした利用者に自己責任を求めていくに当たっては、十分な判断の基礎となる情報が入手可能であることが前提となる。

他方、利用者像の前提として、自己責任原則を負えない者が大部分であると想定することは現実的ではない。いわゆる「金融サービス法」の検討に当たっては、自己責任意識を持って主体的にリスクを選択できる利用者像を基本とした上で、他のさまざまな性質を持った利用者についても考えていくという方法をとるべきである。その上で、いわゆる「金融サービス法」は、利用者に必要とされる情報が取引に際し十分に与えられる環境を整備するだけでなく、必要な情報が与えられない場合にはリスクが完全には移転しないことを明確にすること等により、こうした自己責任意識を持った利用者層の形成を支援していくものとして位置づけられなければならない。

しかしながら、金融取引の形態は多様である。例えば、コール市場をはじめとして、業者を中心として活発に継続・反復的に取引が行われる取引市場においては、利用者が特段の条件なしに自己責任を貫徹し得ると想定することができよう。また、そのように取り扱うことが実務上も、金融のイノベーションを促すという点においても適当である。他方、いかに説明を尽くし情報を与えても、自己責任の全部ないし一部が問い得ない場合も限定的にはあろう。このように考えると、

- ( a ) 利用者が特段の条件なしに自己責任を貫徹し得る場合 ( ホールセール・プロ分野 )
- ( b ) 利用者が一定の情報提供等を受けたことを前提として自己責任の下でリスク負担ができる場合 ( 一般リーテイル・一般利用者分野 )
- ( c ) 利用者の自己責任の全部ないし一部が問い得ない場合 ( 特定リーテイル・特定利用者分野 )

を考え、それぞれの区分の基準を定めるとともに、各々に対していかなるルールが適用されるかを明確にしていくことが重要となる。

(注) なお、ここで、「アマ」、「プロ」という用語については、「新しい金融の流れに関する懇談会・論点整理」の整理に従い、自己責任との関係での区分を示す用語として便宜上用いているものである。この用語自体が個人の投資技能や資質等の優劣を示すという趣旨ではない。

## (2) プロとアマ ( 一般・特定利用者 )、ホールセールとリーテイルの区分

この「プロとアマ」、ないし「ホールセールとリーテイル」の区分を行い、適用されるルールを分けていくことは、適切な利用者保護と金融の効率性向上という2つの軸を確保していく上で、有益なアプローチである。この区分を検討していくに当たっては、

- 1 金融商品の利用者という取引の主体に着目して、例えば業者の取引相手が「プロ」である場合と「アマ」である場合とに分け、それぞれに異なるルールを対応させる方法と、
- 2 金融商品に関する取引の類型に着目して、例えば、金融商品の種類や取引の金額、取引市場といった属性に応じて、取引参加者を特段の条件なしに自己責任が貫徹できるものとみなす「ホールセール取引」とそうではない「リーテイル取引」とに区分した上で、それぞれの分野におけるルールを対応させる方法があり、さらに、

その取引主体と取引類型の組み合わせに着目するという方法がある。

こうした区分を行う際の基準は、( ) 明確性・客観性、( ) 取引主体・金融商品の多様性に応じたきめ細やかさ、( ) 実行可能性 ( ルール運用のコスト、プライバシー保護等 ) ( ) 選択の自由の確保 ( 恣意的な区分の排除、当事者の意思の尊重 ) を念頭に置いて、作成されなければならない。さらに、こうした区分を画一的に決めるのではなく、利用者による主体的選択をできるだけ重視していくという視点も重要である。

取引の主体に着目した場合、利用者に特段の条件なしに自己責任を貫徹し得る「プロ」の基準としては、例えば、金融取引に係る知識・経験に照らし判断したり、リスク負担力の高さや専門の助言者を雇う可能性があり得るので利用者の資力に照らして判断していくことが考えられる。

こうした観点からは、プロに区分され得るものとしては、例えば金融サービス業者、一定規模以上の法人、事業目的・内容等に照らして金融取引を反復・継続して取引する者等が考えられる。今後、それぞれについて、具体的にどのような基準を設定していくのかという点を検討していく必要がある。例えば、一定規模以上の法人といった場合、商法特例法上の大会社や証券取引所の上場会社という基準を用いるのか、といった意見も見られたが、そのような基準についてどう考えるのか、事業内容等に照らして金融取引を反復・継続して取引する者については年金基金等の機関投資家や金融子会社等を考えていくことでよいのか、また、海外の主体についてどのように取り扱うのかなど、今後、具体的な基準について、現行法制の考え方や金融実務等を踏まえ、検討を進めていくべきである。

取引の種類に着目する区分については、実務の面では利用者の属性を取引の都度確認するコストが省けるといった利点がある。この区分の基準としては、一定の種類金融商品に関する一定金額以上の取引について、取引の主体にかかわらず一律に「ホールセール取引」と区分することが考えられる。また、取引所における会員の取引、外国為替や短期金融市場等に係る業者間取引といった市場に着目し、こうした取引については、全て「ホールセール取引」と区分することも考えられる。

いわゆる「金融サービス法」の基本理念が適切な利用者保護の確保と金融イノベーションの促進にあること、また、金融商品の販売・勧誘に関するルールが取引主体間での情報格差の存在から生じる問題を防止し、あるいは、処理することに照らせば、区分方法については、取引主体に着目した区分を中心に考えていくことが、デメリットが少なく、ふさわしいと考えられる。

他方、区分の明確性・客観性や実行可能性等にも配慮しつつ、望ましいと判断される場合には、取引の種類に着目したアプローチや取引主体と取引類型を組み合わせるアプローチについても併用していくことが考



えられる。

### (3) プロとアマ（一般利用者）との間の選択・転換等

利用者はアマに区分されることによってよりきめ細やかな対応を受け一方、プロに区分されることによって取引の選択肢の拡大や低い手数料といったメリットを享受できる。こうした点を踏まえれば、アマの中でも、一定の情報提供等を前提として自己責任を問い得る一般利用者に対しては、その主体的な選択を尊重し、一般利用者からプロへの選択・転換を一定の適正かつ明確な手続にしたがって認めるということが考えられる。

この場合、選択・転換の方向としては、利用者のモラルハザードの助長を防ぐ等の観点からは、一般利用者からプロへの方向の選択・転換を主として想定し、プロから一般利用者への選択・転換は原則として認めるべきでないであろう。ただし、この場合でも、一度一般利用者からプロへの選択・転換をしたものが再度一般利用者に戻り戻りする場合については、一定の手続に従った上で、これを可能とすることが適当と思われる。

選択・転換が行われた場合、その選択・転換の範囲について、その後の金融取引全般について適用されると考えるのか、同種の取引に限って適用されると考えるのかといった点について明らかにする必要がある。なお、選択・転換の手続については、業者側より書面等による通知を行い、利用者による書面等による同意を必要とすること等により、取引当事者の意思が的確に反映されるようにしていくことが考えられよう。

（注）ここでは、取引主体による区分を中心に考えたが、取引類型による区分を考えた場合には、一般リーテイル取引のルールから主体的に離れ、ホールセール取引のルールを選択する、ということとなる。

## 2. 販売・勧誘行為に関するルール

### (1) 販売・勧誘行為に関するルールの位置づけと対象とする商品の範囲

金融商品の販売・勧誘行為は、金融取引のさまざまな場面で発生するものであり、金融仲介の非常に重要な部分を担っている。その一方で、金融取引を巡るトラブルの多くが販売・勧誘行為に関係して発生しているのも事実である。したがって、金融商品の販売・勧誘行為に関連するルールを明確化し、その実効性を確保していくことは、いわゆる「金融サービス法」の検討において非常に重要な部分を占めることになる。

金融商品の販売・勧誘に当たるルールを検討していくに当たり、当事者間の取引の私法上の要件・効果の関係を律する「取引ルール」と、業者に一定の行為を義務づける「業者ルール」のそれぞれについて、検討していくことが適当である。

なお、ここで、金融商品の販売・勧誘行為についてのルールは、金融商品に対して横断的にかけられるべきルールとして想定されている。したがって、いかなる金融商品に対する取引であれ、原則としてこのルールが適用されることとなる。

ただし、金融商品の類型によっては、利用者が資金の出し手ではなく資金の受け手となる場合がある。融資に関する契約がその典型である。金融取引が融資の場合、利用者保護の観点からは、むしろ信用供与に当たった条件の適正な開示や、回収方法の適正化といった点が意味を持つてくる。したがって、融資取引等の場合にあっては、以下に検討される金融商品の取引に係る販売・勧誘行為に関するルールとは別の視点からのルール整備についての検討を今後深めていく必要がある。

### (2) 販売・勧誘行為に関するルールの類型と定義と相互関係

金融商品の販売・勧誘行為に関する主要なルールとして、説明義務、適合性原則及び勧誘・広告規制がある。

説明義務とは、業者の利用者に対する金融商品の情報提供義務という意味であり、相対型ディスクロージャー義務であるとも言える。

他方、適合性原則とは、狭義には、一定の利用者に対してはいかに説明を尽くしても一定の金融商品の販売・勧誘を行ってはならない、とい

う意味であり、広義には、利用者の知識・経験、財産力、投資目的等に照らして適合した商品・サービスの販売・勧誘を行わなければならないといった意味である。

さらに、勧誘・広告行為に関するルールがある。このうち、勧誘ルールとしては、不適切な勧誘についてのルール（詐欺的あるいは誤解を招く勧誘の禁止等）のほか、上記の適合性原則に関連し利用者に対する不適切な勧誘の禁止等が考えられる。

### (3) それぞれのルールの内容

#### 1 説明義務

##### (イ) 取引ルール（私法的権利義務関係の明確化）としての説明義務

取引ルールとして説明義務を考える場合には、「説明すればリスクは移転する」、「説明しなければ移転しない」を基本として、その要件と効果を具体化・明確化していく作業が重要になる。

この点については、利用者に提供されるべき一定の主要な情報を業者が提供しなかった場合、業者に損害賠償責任等の民事上の効果が発生することを、取引ルールとして明確化すべきである。同時に、こうした要件と効果を明確にすることは、利用者のモラルハザードの発生を防止すること等を通じて、業者に対し、安心して取引を行うことを一層可能にするという側面もあろう。

この場合、具体的にどのような情報が提供されるべきかが重要な論点となる。利用者が金融商品の内容全てについて知ることを想定するのは非現実的である。説明義務の趣旨に照らせば、それは金融商品のリスク判断にとって重要となる事項として捉えるべきである。その場合、説明内容としては、金融商品の種類に加え、金融商品に係るリスクの種類（損益の変動をもたらす要因）、リスクの内容、さらにリスクが顕現化した場合の状況といったことがら、最も重要な意味を持つ重要事項になると思われる。ただし、こうしたリスクの種類と内容の一層の明確性・具体性を高めるという意味から、例えば、商品の基本的な仕組みその他の事項についても、重要事項として含めるべきではないか、との指摘があった。説明が必要とされる重要事項については、金融商品の種類等に応じてさまざまなバリエーションが考えられ、今

後、その細目についても検討を深めていく必要がある。

#### (ロ) 業者ルール(業者の行為の基準)としての説明義務

業者ルールとしての説明義務については、利用者に対する重要事項の提供の業者への義務づけとして考えることができる。ルールの明確性を保ちつつ、金融商品の多様性にも対応していくためには、例えば、重要事項と考えられる事項については、法令等において、各商品に共通のミニマムスタンダードとなる事項や、商品分野毎の基本的な重要事項を明示した上で、さらなる細目については、民間の自主ルール等に委ねるといった対応が考えられる。

他方で、業者ルールとしての説明義務についても、円滑な金融取引の妨げとなるほど、不必要に過重なものとなることは避けるべきであり、一定の場合については、業者の説明義務の適用を軽減あるいは除外することが適当と考えられる。この点については、例えば、( )ホールセール取引あるいはプロ同士で取引を行う場合、( )同種取引を反復・継続する場合、( )利用者側が説明を不要とした場合、( )金融商品に周知性がある場合、( )ディスクロージャーが別途行われている場合、などを念頭に置いてはどうか、との指摘があった。

また、説明義務の履行を確実にし、事後的な確認についても可能とするための方策としては、例えば説明等に係る書面の作成・交付や、利用者からの確認書の作成等が考えられる。今後、利用者と業者の双方のコストにも配慮した上で、取引の種類等に応じて具体的に検討していく必要がある。

説明義務については、業者の利用者に対する情報提供義務にとどまらず、提供された情報についての利用者側の理解の有無という意味を含めて考えるべきではないか、との議論がある。しかし、利用者の理解や納得という側面は、主観的な事項を対象とすることとなるため、妥当かつ明確性のある法的要件を提示することは必ずしも容易ではないとも思われ、具体的なルール化については引き続き慎重な検討が必要である。なお、理解や納得の側面については、ルールというよりも、むしろ、業者は利用者の理解等に配慮した販売を行うよう努める一方

で利用者としても自ら理解した上で取引を行うよう心がけるべきであるといった意味で捉え、少なくとも理念的には重要性を持つと考えることもできよう。

また、今後の法体系のあり方としては、取引ルールと業者ルールを適切に組み合わせることにより、全体としての規制の社会的コストを現行制度よりも引き下げる方向を目指しつつ、ルールの実効性を確保していくことが重要である。かかる観点からは、必要と認められる範囲内で業者ルールの違反に民事上の効果を与えることが考えられる。併せて、こうした義務違反に係る立証責任、免責事由及び損害額の推定のあり方についても検討していくことが有益である。この点については、民事訴訟法等の一般法規との関係も含めて、引き続きそのあり方を検討していく必要がある。

## 2 適合性原則

### (イ) 狭義の適合性原則

狭義の適合性原則とは、ある特定の利用者に対してはどんなに説明を尽くしても一定の商品の販売・勧誘を行ってはならない、という意味である。これを「取引ルール」として考えれば、こうした利用者への一定の金融商品の勧誘に基づく販売はいかなる場合も無効とみなされ、リスクの移転も認められないということになる。「業者ルール」としてみれば、利用者に対する一定の金融商品の勧誘行為あるいは販売行為を禁止する、ということになる。

このように取引を一律に無効とする取り扱いを法令で明示的に規定することは、契約における私的自治の原則等に照らせば難しいのではないかと、との意見が多かった。しかし、金融取引の実態に照らして、こうしたルールの必要性が高いのであれば、むしろ取引・契約の成否ではなく、その前段階としての勧誘行為に着目し、「業者ルール」として、一般的な個人に対して極端にリスクが大きい金融取引の勧誘行為を禁止する、あるいは厳格な手続に従うことを義務づける、といったように、何らかのルールを設ける余地がないか、との意見が出された。この場合、まず問題となるのは利用者の属性と金融商品との具体的な組み合わせをどのようにルール化していくかである。この点について

は、利用者保護の観点から必要性が高い範囲として、例えば、取引経験のない一般的な個人を相手に、レバレッジが極端に大きい取引を行ったり、利用者に相当額の負債が残るリスクの大きい金融取引を行う場合が考えられ、こうした場合については、業者の利用者に対する勧誘行為を禁止する、あるいは、コンプライアンス体制の整備や取引記録の保存等の厳格なルールにしたがって勧誘を行うことを義務づけるといったルールが考えられるのではないかと、このように、狭義の適合性原則に準じた、一定の勧誘行為を禁止することの適否やそのあり方について、引き続き検討していく必要がある。

#### (ロ) 広義の適合性原則

広義の適合性原則とは、業者が利用者の知識・経験、財産力、投資目的に適合した形で勧誘（あるいは販売）を行わなければならないというルールである。その場合、利用者の理解という側面への配慮が重要な要素となる。

広義の適合性原則を「業者ルール」として考えた際、適合性に配慮する勧誘・販売の前提として業者が利用者の属性等について知ることが必要になる。しかし、業者が利用者に関する情報を調査するにしても、得られる利用者の協力には限度があり、それを義務づけることは難しい。むしろ業者が利用者について知るための十分な体制整備を行うことなど、業者の内部的な行為規範を義務づけるべきではないかと、この意見が大半を占めた。なお、不適合と判断される利用者が取引を希望する場合について、業者がこれに応じることができるかが問題となり得る。取引の私的自治の原則に照らして取引自体を禁止することは難しいが、これに対しては、取引自体の禁止は困難としても、業者が利用者に対する警告を行うことを義務づけること等の対処ができないか、との意見がみられた。

なお、広義の適合性原則と「取引ルール」との関係については、広義の適合性原則はあくまでも業者の内部的な行為規範に関するルールであり、個別の訴訟等において、業者の内部体制の不備が斟酌されていく余地はあるが、私法上の効果に直接連動させて考えるのは困難であるとの意見が大半を占めた。

### 3 勧誘に関するルール

#### (イ) 不適切な勧誘行為の禁止等

不適切な勧誘行為の類型としては、(a)詐欺的な行為による勧誘(虚偽の情報の提供、重要な事実の故意による秘匿等)(b)誤解を招くような勧誘(断定的な判断の提供等)(c)強迫的行為による勧誘といったものが挙げられる。

こうした不適切な勧誘行為についてのルールを「業者ルール」の観点から考えると、不適切な勧誘行為は、利用者保護の観点のみならず、金融取引・金融市場全体の信認にも悪影響を与えかねない場合があり、現在の各業法においても禁止あるいは防止に係る規定が設けられている場合が多い。いわゆる「金融サービス法」の検討においても、金融商品の種類等に応じて、ルールの具体的内容について考えていく必要がある。

「取引ルール」の観点から整理すると、不適切な勧誘行為を取引・契約の無効・取消しや解除のための要件と考えることが必要あるいは適当といえるかが論点となる。不適切な勧誘行為に関する「取引ルール」の確立は、利用者保護に係る現状に照らして有効な方策であるとの見解がある一方で、これに民事責任発生の要件等まで持たせることは、民法の原則等に照らして議論の余地がある、との意見もあり、今後引き続き検討を深めていくことが必要である。

#### (ロ) 広告に関するルール等

広告に関するルールについては、広告が現実の利用者の行動に与える影響の大きさ等に照らして、虚偽あるいは利用者の誤解を招くような表示を禁止するといったルールのほか、金融商品の基本的なリスクに関する警告についてのルールを充実させていく必要があるのではないかと、この意見が出された。今後、こうしたルールの内容が競争制限的にならないことにも配慮しつつ、検討を進めていくことが考えられる。

#### (八) その他の論点

その他、重要な論点としては、クーリング・オフ（無条件の契約解除権）の適用の適否、いわゆるウォーミング・アップ（一定期間をおいた契約成立）の導入の当否、金融商品に付随するリスクが第三者（金融商品に係る資産運用業者等）の行為に依存する場合等において販売・勧誘を行う業者と資産運用業者等との責任分担をどうすべきか、という点等がある。また、インターネット取引等にみられる金融商品の電子取引やクロスボーダー取引の取り扱いについても、今回は十分に掘り下げた議論を行う余裕がなかったが、今後、引き続き検討をしていく必要がある。



## ・ 集団投資スキームに適用されるルール

### 1. 集団投資スキームとは何か

金融サービスの高度化・専門化が進展している中で、多数の投資家から資金を集め、市場で専門家が運用・管理する、いわゆる集団投資スキームは21世紀の金融において一層重要な役割を担うと期待される。

集団投資スキームについては、大まかに「資産運用型」と「資産流動化型」の2種類に分類することができる。

「資産運用型」は、多数の投資家から集めた資金をプールし、これを専門家たるファンドマネージャー等が各種の資産に投資・運用することによって得られたキャッシュフローを投資者に配分するものであり、既存のものとしては、証券投資信託、商品ファンド、実績配当型合同運用金銭信託等がこれに当たる。

「資産流動化型」は、これに対し、特定の資産から生じるキャッシュフローを、専門家たるアレンジャー等が組み換えて主として多数の投資家に証券等を販売することにより資金調達を行う仕組みであり、既存のものとしては、SPC（特定目的会社）法や特定債権法による証券化商品等がこれに当たる。

現在、こうした資産運用型や資産流動化型の特性や、投資される商品の対象、さらには仕組みを組成する際に受け皿として用いられるファンド等（ビークル）の法的枠組み等の特性を踏まえつつ、それぞれの業法によって、ルールや投資家保護のあり方についての枠組みが規定されている。

集団投資スキームにおいて、業者による一層の創意工夫の発揮によって金融のイノベーションを促進し、より多様で魅力的な商品の提供を可能としていくためには、適切な投資家保護が図られることを前提としつつ、より横断性と自由度の高い法制・ルールを検討していくことが望ましい。

この検討に当たり、金融審議会第一部会では、まず、集団投資スキームについての基本的性格と、スキームに必要とされるルールとその背後にある考え方を整理することが、将来の具体的な制度の見直しに当たり有益な

前提となるのではないかと考えに立ち、こうした点の検討を出発点として議論を行ってきたところである。

## 2．集団投資スキームに関する法制・ルールの必要性

投資家にとって、集団投資スキームへの投資は、プールされ、第三者により運用される等といった性格をもっている。すなわち、投資の受動性、共同性という性格である。こうした特色から、

- 1 投資家が投資対象資産を直接支配・管理しないという性格のゆえに、投資家はその金融商品であるスキームの内容について理解することが困難である場合が多いだけでなく、スキームの運営者による不正行為や利益相反行為が行われるおそれがある、
- 2 投資家が多数存在するために、投資者間の利害対立が起きたり、個別の投資家がモニタリングを行うインセンティブが欠如するおそれがある、といった問題が存在する。また、多数の専門の金融サービス業者が分業してスキームを構成している場合が多く、どのようなリスクを誰がどの程度負担し、リスクを移転するためには何をなすべきなのかが分かりにくい、といった問題もある。したがって、集団投資スキームにおいては、スキームの適正な運営を確保するとともに、関係当事者間のリスク分担を明確にするためのルールを具体的に明らかにしていくことが重要になる。

現在、各業法において、投資される商品の対象や受け皿として用いられるファンド等（ビークル）などの特性に応じた投資家保護の枠組みをそれぞれ定めているが、これは他方で、それぞれの投資家保護の枠組みを超える商品設計等について一定の制約に働いている面がある。今後、各業法の枠を越えた横断性と多様性を持つ商品を生み出す環境を整備するに当たって、これまでの各業法の規制を単に重畳的にかけることにより投資家保護を確保しようとするれば、コスト的に商品の設定が困難になったり、さらには、そもそも商品の組成自体が現実には不可能となりかねない。他方で、適切な投資家保護の枠組みを確保しなければ、投資家の信頼を失い、結果として市場が育たず、資産を運用する国民のためにも、国民経済的にも不利益となろう。

したがって、より多様で透明性の高い集団投資スキームの構築に向けての投資家保護の枠組みを新たに模索していくことが望まれる。このような

公正性担保の枠組みが整備されれば、商品設計の面での自由度がより一層高まり、金融イノベーションの促進が図られることが期待される。そして、このような横断的な枠組みの中で、業者が、自由な発想の下に十分に創意工夫を発揮し競い合って、世界の金融革新の先端に行くプロ向けの商品から、一般投資家向けの中リスク・ミドルリターンの商品まで、投資家のニーズに応えた多様な商品設計を行い、市場に提供していくことが推進される。この結果、リスク配分と資本利用の効率性が高まることを通して、わが国経済や世界経済の発展にも寄与しよう。

なお、こうした集団投資スキームの適正な運営の確保やリスク分担を明確にするためのルールを考えていくに際し、その前提として、適切なディスクロージャーの枠組みを整備することにより、自己責任原則の下、投資家の主体的な投資判断が行われる環境を確保しておくことが重要であることはいうまでもない。特に集団投資スキームにおいては、そのスキームの仕組みについても、十分なディスクロージャーが確保されることが必要である。

#### (1) ガバナンス機能の活用による対応

情報開示は投資家保護の基本的前提であるが、情報開示の目的は主として金融サービス業者と投資家との間の情報格差の是正等にあり、金融サービス業者の利益相反行為等に対する牽制効果等はあるものの、直接的に規律づけを行うものではない。このため、集団投資スキームの受け皿となるファンド等（ビークル）の適正な運営の確保について、ファンド等（ビークル）自体として自律的に規律づけるルールの確保が重要になる。

こうした自律的な規律づけの具体的な方策としては、

- ( ) 議決権行使等、投資家の直接の権利行使を通じる方法、あるいは
- ( ) 社外監査役監査をはじめとする第三者による外部チェックを通じる方法、

といったファンド等（ビークル）のいわゆる「ガバナンス機能」を活用することが考えられる。

集団投資スキームに対する自律的な規律づけ(ガバナンス)が効率的・効果的に発揮されるためには、こうした種々のガバナンス機能について、

コスト等も勘案しつつ、適切に活用していくことが必要である。

なお、集団投資スキームの受け皿となるファンド等（ビークル）に関する主な根拠法制としては、民法上の任意組合、商法上の匿名組合・株式会社、信託法上の信託、等がある。そして、こうした根拠法制に応じて、組織形態、出資者等の責任、業務執行に対する監視等のルールが定められている。さらに、集団投資スキームが、資産運用型か資産流動化型かといった点によっても、ファンド等（ビークル）の果たすべき役割が異なってくる。具体的なルールを考えていくに当たっては、こうしたファンド等（ビークル）のさまざまな特性を踏まえつつ、追加的なルールの整備の必要性の有無等も念頭に置いて、検討を進めていくことが必要である。

## (2) 受託者責任の具体化・明確化による対応

集団投資スキームのガバナンス機能の活用を図ったとしても、スキーム運営者の不正行為や利益相反行為をモニタリングすることには困難が伴い、また、コストがかかる。したがって、ガバナンス機能の活用に加え、何らかの方策によって業者の規律づけを行っていくことが重要な意味を持つ。

英米では、スキームに関与するそれぞれの金融サービス業者に、受託者（広義）としての責任があることを明確化し、一定範囲の任務を遂行すべき義務を負っていると考える、fiduciary duty（受託者責任）の法理が発達している。他方、わが国においては、「受託者（広義）が当然に負うべきさまざまな責任の総称」といった広い意味での受託者責任についての法理は、十分には明確になっていなかった。今後、スキームのそれぞれの特性を踏まえつつ、できるだけ法制・ルールの横断化を図っていくに際しては、受託者責任についてのルールの具体化・明確化を行い、金融サービス業者の横断的な行為規範として受託者責任の考え方を積極的に位置づけていく必要がある。

（注）本「中間整理（第一次）」では、受託者という用語を、わが国で一般的に使用されている信託契約における trustee を指すものではなく、英米における fiduciary を示すものとして用いている。また、「受託者責任（fiduciary duty）」

についても、fiduciary が負う責任のうち、何か特別の性格を持つものを fiduciary duty としているものではなく、fiduciary が負うさまざまな責任を総称して広く捉えている。

この受託者責任の具体的内容はさまざまである。集団投資スキームにおいて重要になるものとしては、忠実義務（利益相反防止義務）、善管注意義務（適切投資義務）、分別管理義務等が挙げられる。そして、これらのさまざまな義務が提供される金融サービスの機能に則して、さまざまなルールとして具体化される。

ルールの明確化・具体化に当たっては、法令による対応だけでは弾力性に欠けるおそれがあることなどから、自主ルール、契約等による当事者間の取り組み等が適切に組み合わせられることが望ましく、今後、その具体的なあり方について、一層検討を進めていく必要がある。

### 3．機能面に着目した集団投資スキームに関するルール

以下、機能面に着目した集団投資スキームに関するルールについて、検討する。集団投資スキームに関するルールを大まかに整理すれば、スキームの「仕組み」に関するルール（ファンド等（ビークル）のガバナンス機能、スキームの仕組み行為、スキーム等の適格性）、スキームの運営に関するルール（資産運用、助言、資産管理）及び組成された金融商品の取引に関するルール（販売・勧誘、ディスクロージャー等）に分類することが可能である。なお、このうち、特に「仕組み」に関するルール及び運営に関するルールについては、資産運用型と資産流動化型のスキームとの間では、必要とされるルールについて差異が存在することに留意が必要である。

#### (1) 資産運用型スキームについて

資産運用型スキームは、関与する金融サービス業者としては、スキームを組成する仕組み業者、スキームの基本的な投資方針にしたがって実際の運用を行う資産運用業者、それに対し投資助言サービスを提供する助言業者、プールされ運用されている資産を管理する資産管理業者等が存在する。

(注) なお、ここで仕組み業者と呼んでいるのは、専門的・継続的に仕組み行為を行う者を広く指している。他方、仕組み業者に含まれることをもって、何らかの業法の下で規制を受けるということは必ずしも想定されていない。

## 1 仕組み行為に関するルール

集団投資スキームにおいて、その仕組みのあり方は、商品そのものの内容を左右する重要なものである。したがって、運用の基本方針と運営のあり方、資産管理のあり方というものから、スキームの運営経費、金融サービス業者に対する報酬、キャッシュフローの分配方法、発行した証券等の解約や買取りにおける価格や手数料のあり方、買取りの原資の確保などについて明確にしておくことが必要になる。

運用型の特徴としては、資産運用業者に裁量が働く余地があるため、利益相反といった弊害が生じる可能性があることである。したがって、スキームを組成する仕組み業者(スポンサー)としての受託者責任は、こうした利益相反等による不測の損害が起こりにくくなるよう、利害関係に関するディスクロージャー、適正な資産運用業者や助言業者の選任、適正な仕組みの設計といった面に反映される。

なお、例えば、基本的な投資方針の決定・変更等を投資家の直接の権利行使による決定に委ねるなど、スキーム運営の適正性確保について、投資家のガバナンスを発揮させるケースもあり得る。この場合には、決定された方針に不服な投資家が保有する株式の買取請求や譲渡等ができるようにしておくことが必要となると考えられる。

さらに、専門的知識を有する独立した第三者(例えば、トラスティー)によるチェックを受けることによる外部チェック機能の活用も考えられる。

このような受託者責任、投資家によるガバナンス機能、及び外部チェック機能を、ファンド等(ビークル)の類型等に応じて組み合わせてスキームの適正な運営を確保することが必要と思われる。なお、この場合、会社型のファンド等(ビークル)の場合には、投資家自身によるガバナンス機能がより重要な役割を果たすと考えられる。

スキームや業者に対する適格性の認定についてのルールも重要である。スキームの仕組みを構築することは、商品性の内容を決定することに他ならず、その適正性を確保することは、投資家保護の観点から極めて重要である。したがって、わが国のみならず、欧米等においても、その適格性を確保するために、何らかの行政の関与を行う場合が多い。

適格性を確保するための方法としては、仕組み業者（スポンサー）等に対し、一定の適格性（fit and proper）を求める方法と、個別のスキームについて認可等を条件とする方法とがある。英国では業者及びスキームの認可制が採られており、米国では投資会社を含めたスキーム自体の登録制が採られている。わが国においては、証券投資信託について、委託業者の認可制を採る一方で信託約款は届出制となっている。また、商品ファンド法については、業者に対しては許可制が採られているが、スキームについてのルールは存在しない。

集団投資スキームについて横断的・整合的な法制・ルールを考えていく際には、業者又はスキーム自体のどちらにウエイトをかけて適格性を確保していくかが問題となる。この問題については、受託者責任の浸透度、投資家によるガバナンス機能や外部チェック機能の実効性の程度等を踏まえつつ、全体として判断していく必要がある。

## 2 資産運用に関するルール

事前に定められた基本的な投資方針に従いつつも、裁量性を持って実際の運用に携わる資産運用業者に対しては、利益相反等の弊害が発生しないようなルールが必要になると思われる。こうした観点からは、利益相反を防止する必要性の程度等に応じて、投資家に対する利害関係にあることの情報開示や、一定の利益相反関係にある取引の禁止、利益相反の立場にあることの禁止等のルールを整備・明確化することが考えられる。

また、資産運用業者に対する受託者責任については、英米では、適切（prudent; プルーデント）な運用を行うべきことを定めたプルーデント・インベスター・ルールが存在する。他方、運用の適切性を確保する他の態様のルールとして、ファンドの流動性確保等を目的とした、

ポートフォリオ規制が存在する場合がある。ポートフォリオ規制は目的に沿った運用の適切性を直接確保するものであるが、他方で、商品設計に制約を与える面もあるとの指摘もある。今後、ブルーデント・インベスター・ルールの確立・浸透の程度等に照らしつつ、この点について検討していく必要がある。

### 3 助言に関するルール

集団投資スキームにおける資産運用に対し助言行為を行う業者について、受託者責任としては、依頼者のニーズに合った助言を確保するといった、ベスト・アドバイス・ルールが存在する。さらに、利益相反を防止するためのルールとして、顧客との金融商品の取引や、自己の保有する金融商品を顧客に推奨する行為（scalping:スカルピング）を禁止するなどのルールが考えられる。

### 4 資産管理に関するルール

資産管理業者に課される受託者責任としては、自己の信用リスクから受託した資産を隔離するとともに利益相反を防止するため、受託した資産を分別して管理することが求められる。

なお、この分別管理については、投資家の資産を自己の破産リスクから遮断することが重要であり、資産を分別管理していること等を要件として破産の際に他の資産として分離して取り扱われることが、法的に担保されなければならない。こうした観点から、取引の種類や資産の種類に応じた分別管理の方法や法的位置づけの明確化等の検討が論点になる。

## (2) 資産流動化型スキームについて

資産流動化型の集団投資スキームの金融商品は、資金調達のために特定の資産が生み出すキャッシュフローを用いて金融商品を組成するための仕組みである。このため、キャッシュフローを独立させ維持・管理することが重要であり、仕組み（ストラクチャリング）が終了しスキームが運営される段階においては、スキームの変動を防ぐこと（導管性の確保）が重要になる。スキームの安定性を維持することが重要であるとい



う性格から、運用型の場合とは異なり、投資家によるガバナンス機能については、むしろ一定の制約が存在せざるを得ないこととなる。

このように考えた場合、受託者責任の重要性が増してくる。スキームを組成する仕組み業者（スポンサー）に対する受託者責任としては、資産運用型と同様に、利益相反防止に関する措置の手当てに関する内容が課せられると考えられよう。

スキームの適格性の確保については、例えば、特定債権法では特定債権等譲受業者の許可制と流動化スキームの届出及び確認が、SPC法では、SPCの登録制（スキームの内容は資産流動化計画等に記載され登録の要件となる）が採られている。スキームと業者の適格性についても、全体としての投資家保護の枠組みの中で、望ましい取り扱いを考えていく必要がある。

資産管理については、資産運用型と同様に、破産リスクの遮断、利益相反防止のための資産管理業者への分別管理が基本となる。

いずれにせよ、資産流動化型のスキームは、構造が比較的単純なものから非常に複雑なものまで、多様なストラクチャーの構成が可能である。今後、仕組み行為に関するルールについて一層具体的な検討を進めていくに当たって、このような特徴を十分に踏まえていく必要があるだろう。

#### 4．資産運用型・資産流動化型共通の金融商品の取引に関するルール

##### (1) 販売・勧誘ルール

集団投資スキームに関する販売・勧誘行為については、他の金融商品と同様に、説明義務や適合性原則といった販売・勧誘に係るルールが適用になると考えられる。この販売・勧誘ルールについて、具体的に必要とされる情報提供の内容等は金融商品の性格等に依存する。集団投資スキームについては、わが国では伝統的な金融商品と比べまだ歴史が浅く、馴染みが薄い金融商品であることが多いといった点に留意する必要がある。

## (2) ディスクロージャーの内容等

わが国においては、SPCの発行する証券や証券投資信託等の受益証券については、不特定多数の投資家に対して譲渡されるといった市場型の取引が想定されるため、証券取引法上の有価証券として公衆縦覧型のディスクロージャー方式が適用され、発行開示としての有価証券届出書及び継続開示としての有価証券報告書のディスクロージャーが行われている。他方、商品ファンド法、特定債権法、不動産特定共同事業法に基づく金融商品のように相対型の取引が行われるものについては、発行開示に当たるものとしての契約前や契約時の書面交付が、また、継続開示にあたるものとして運用報告書や流動化対象資産の状況等の報告書の交付といった、相対方式のディスクロージャーが採られている。

今後、集団投資スキームの横断的ルールを検討していくに当たっては、こうした公衆縦覧方式と相対方式のディスクロージャーの差異について、考え方を整理していく必要がある。

また、集団投資スキームについては、仕組みそのものが金融商品の性格を決定づけ投資判断に当たり重要な要素の一つとなっており、仕組みに関するディスクロージャーの更なる充実が必要になると考えられる。

なお、今回の部会審議においては、公正取引ルール等の市場ルールについて、議論の時間が十分とれなかった。今後、市場型取引・相対型取引の差異を踏まえた、公正取引ルールや価格形成ルールについて、他の一般の金融商品に係る市場ルールと合わせ、検討を進めていくことが必要である。

また、クロスボーダー取引の進展に伴い、海外で組成された商品の国内への持ち込み等が一層進む可能性があるが、こうした場合に対するルールのあり方についての検討も重要である。

## ．ルールの実効性確保と消費者教育のあり方等

### 1．ルールの形成と実効性の確保

「ルール」とは、取引参加者間の権利・義務関係や責任分担について、それぞれの主体がなすべきこと、してはならないことを事前に決めておく約束事の総体である。これを定める方法としては、法令、判例の積重ねにより形成された法理、自主規制団体の自主ルール及び法令により認可の対象とされているルール、取引参加者による慣行ルール、契約による取り決め、個別業者の内部的なリスク管理やコンプライアンスのルールといったさまざまなレベルがあり、それぞれの役割分担を考えていくことが重要である。

ルールの遵守の実効性確保という観点からは、行政が引き続き重要な役割を果たすべきことは否定できない。しかしながら同時に、わが国の金融市場の自律的・効率的発展を図っていくために、取引参加者の主体性をできるだけ促す方法でルールが定まっていくことが望ましい。こうした観点からは、自主規制団体の役割や業者のコンプライアンス体制が重要になる。

わが国における自主規制団体についてみれば、法律上の根拠を持つ自主規制機関のほか、法律上の根拠を持たないが事実上自主規制団体として機能する業界団体が併存している。さらに、いわゆる「金融サービス法」において、幅広い金融商品・サービスを対象に横断的にルールを設定していくことを考えれば、むしろ将来の自主規制団体のあり方の方向性としては、行為に着目した横断的なあり方を模索すべきではないか、との意見があった。他方、その場合、団体の設立・運営のためのコスト負担をどうするのか、といった問題も指摘された。今後、関係者の中で自主規制団体のあり方についての議論が進められることを期待したい。

さらに、「ルール」の実効性確保のいわば最後の拠り所として、司法的解決が存在する。この点について、わが国においては、司法的解決は、解決に要する時間や費用等に照らし利用者にとっては敷居が高く、制度・運用の改善について関係者の努力が求められているのではないかと、この意見もみられた。さらに、この観点からは、裁判外紛争処理制度の充実を図る

ことも望まれるが、その場合、その中立性・公正性についての信頼確保を一層図っていく必要がある。

## 2．消費者契約法（仮称）との関係等

現在、政府部内で検討が行われているいわゆる消費者契約法（仮称）は、消費者・事業者双方の自己責任原則に基づく行動を促すような環境整備を図ることが必要であるとの問題意識の下、具体的には、契約締結過程等において、予見可能性を高めるための、具体的かつ包括的な民事ルールを立法するという考えに基づき検討がなされているものである。こうした点において、現在金融審議会で行っている、いわゆる「金融サービス法」と目指す大筋の方向性としては一致しているものと考えられる。

他方で、いわゆる「金融サービス法」の検討については、単に消費者保護の充実といった側面のみならず、効率的で活力ある金融サービスの構築を図ることが重要という問題意識に基づき、金融取引全般を対象に検討を行っているものである。この点において、「消費者契約法（仮称）」の趣旨や対象範囲とは必ずしも一致するものとはなっていない。

こうしたことから、金融審議会第一部会としては、消費者契約法の検討については、現在検討を進めているいわゆる「金融サービス法」と基本的には相互補完的な関係に立つとの理解の下で、消費者契約法（仮称）の検討状況を見据えながら、それぞれが果たすべき役割分担を検討していくことが望ましいと考えている。

## 3．消費者教育について

金融イノベーションが進む中で、さまざまな金融商品の中から、消費者が主体的に選択をし、そのメリットを享受していくに当たり、消費者による金融商品についての適切な理解が必要である。このためには、販売・勧誘段階で業者から消費者に対して適切な情報提供が行われる必要がある。さらに、消費者が金融の仕組み全体に対する知識を深め、商品の選択に際し、多数の選択肢の中でその商品がどのように位置づけられるかについて

の理解を高めることが重要である。また、リターンとリスクを厳しく判断する消費者の存在は、市場の効率性を一層高めていくことにもつながろう。こうした観点からは、消費者が情報を得て学ぼうとする際にはそれを可能とするような環境整備を図っていくことが不可欠である。

消費者教育については、これまで、業界などによる説明会の開催やパンフレットの作成など、地道な努力が既に行われてきている。こうした取り組みを今後一層拡充していくことが望まれる。さらに、業界の垣根を越えた消費者教育全般についての取り組みが考えられなければならない。

また、事前調整型行政から自己責任原則の下でのルールに基づく行政への転換の流れの中で、行政の消費者保護の取り組みにおける消費者教育の重要性も増してくる。こうした観点から、行政としても、新たなルール体系の下での利用者の権利と責任範囲等について広く国民に周知を図ることや、行政の中立・公正な立場から一般的な金融商品の情報提供を行うこと等について、積極的な役割が求められる。

さらに、こうした取組みに加え、個別の金融商品に対する知識以前の問題として、金融全般に関する基本的な知識の向上や、金融を含む消費者教育全般について、一層の拡充を図ることが重要である。金融の基本的な知識の向上等については、学校教育の場で行われることに馴染む分野であるとも思われ、教育関係者の理解も得て、広範な消費者教育の充実が図られていくことを期待したい。

## ．残された検討課題と今後の進め方

- 1．以上記述したように、金融審議会第一部会においては、これまで、  
ホールセールとリーテイルあるいはプロとアマの区分と、金融商品に横断的に適用される販売及び勧誘に関するそれぞれの区分に応じたルール等についての考え方、及び  
集団投資スキームのルールについての考え方、  
に焦点を当てて検討を進めてきた。

金融商品に横断的に適用されるべき販売及び勧誘に関するルールについての考え方については、今後本「中間整理(第一次)」に対し各界から寄せられる意見を踏まえ、検討課題として残された問題についての検討を続けていく予定である。

また、インターネットをはじめとした電子取引が急速に進展している点にも留意する必要がある。こうした背景の下、米・英においては、電子的金融取引に対するルールの構築に向けての検討・整備が進められている。今回の部会の検討においては、主として対面販売のケースを念頭においてきているが、電子取引の進展を踏まえ、非対面販売の場合やクロスボーダー取引の場合のルールの枠組みを、どのように考えたらよいかについての議論を行っていくことも今後視野に入れていきたい。さらに、セーフティネットの供与といった特別の政策上の取り扱いが行われている商品とそのサービス提供者について、競争条件の公平性という観点も含め、どのように取り扱うか、という論点もあろう。

2 集団投資スキームのルールについては、今般の検討を軸としつつ、いただいたコメントを踏まえ、今後、現在の各制度を念頭に置きながら、具体的な検討を進めていきたいと考えている。

- 2．今回の検討においては、販売・勧誘行為に焦点を当てたため、ディスクロージャーや公正取引ルールといった、市場機能の維持・発揮に関して全ての参加者に適用されるルール(市場ルール)には直接の焦点が当てられていない。しかしながら、効率的かつ信頼できる市場を構築する上では、業者ルール、取引ルールと並び市場ルールのあり方は重要であり、今後検討が進められることが必要である。
- 3．いわゆる「金融サービス法」の検討に当たって、重要となる軸は、透明性を前提とした金融分野の公正性と効率性である。今回の取り組みは、全

体としての規制を強化する方向に向かっているのではなく、むしろ、ルールを明確にしていくことによって、社会的な取引コストを全体として低下させていくことを狙いとしている。また、ルールを明確にする方法としても、これまでの事前予防的な業者ルールに過度の負担を負わせていた枠組みから、業者ルール、取引ルール、市場ルール全体として、さらには行政法規のみならず、自主規制団体のルールや業者のコンプライアンスのあり方等が全体として、適切な役割分担をしつつ統合的なルールの体系を構築することが期待されている。こうした点を考えれば、ルールの実効性確保のあり方についても、これまでのように行政がその大部分を担うのではなく、司法も含めたさまざまなエンフォースメントの体制全体のあり方を総合的に念頭に置いて幅広く検討を行っていく必要がある。

4．このように、リターンとリスクとの関係の透明性が向上し、金融商品横断的な販売・勧誘ルールと、適切な投資家保護を前提としたより自由度の高い集団投資スキームに関するルールが整備されれば、業者としても、ダイナミズムと創意工夫を発揮する余地が一層広がるとともに、利用者としても、明確なルールの下、自らのニーズに合ったリターンとリスクの組み合わせの商品を選択していくことが一層可能となる。こうした枠組みの中で、それぞれの市場参加者が、自己責任原則の意識を持って、主体的に市場に参加していくことが期待される。同時に、各主体の自由な行動を確保するための基礎的条件として、市場あるいは金融システム全体としての安定性と信頼の確保・維持に係る制度的インフラのあり方についても、アジアの金融危機等を背景に、現在議論が活発に行われている点にも留意が必要であろう。

5．金融システム改革の進展を踏まえつつ、以上のような検討を行っていく中で、最終的には、既存の業態別の法制という枠組みについて抜本的に見直しを行う横断的な法制の検討が視野に入ってくる。

(以 上)

## 〔参考〕用語集

### 取引ルール

金融取引の当事者間の私法上の権利義務関係に関して、私法上の要件と効果（すれば、という法律上の効果が生じる）を明確化・具体化するルール。民商法といった一般私法や、これに関する判例により形成された法理等が該当する。

金融に関する取引ルールの例としては、証券取引法における目論見書等の虚偽の記載等による損害賠償責任の規定、「金融機関等が行う特定金融取引の一括清算に関する法律（いわゆる「一括清算ネットティング法）」などを挙げることができる。

### 業者ルール

業者（特定の専門家等）に対する行為ルール。

金融取引に係る専門家（＝業者）ないし情報優位者に特定の行為ルールを義務づけることを通じて、取引の公正や利用者の保護等を図るためのものである。いわゆる「金融サービス法」の議論では、販売・勧誘、資産運用、助言、資産管理、仕組み行為といった金融サービスに係る業者の行為の機能面に着目して、取引ルールとともに業者の行為義務としての業者ルールのあり方を考えている。

### 説明義務

販売・勧誘行為に関するルールであって、狭義には金融商品に関する情報の提供義務、あるいは、相対型のディスクロージャー義務のことであり、広義には提供された情報についての利用者の理解、あるいは納得を含めた情報提供義務である。

### 業者の内部管理（コンプライアンス）

業者による法令遵守やリスク管理に関する内部的なルールないしその体制のこと。例えば、各業者が商品ごとに自主的に説明内容、取引履行手続、記録保持方法等を設定する。

### 自主規制団体

複数の業者が集まることにより、共通の行為規範を策定するとともに、その遵守等を図るための団体。現実には様々な形態があり、法的根拠を持つものとそうでないもの、強制加入のものと任意加入のもの等がある。その担う機能も、ルール策定、ルール遵守の監視・制裁、苦情受付、紛争処理、利用者啓発等様々な組み合わせがある。なお、本「中間整理（第一次）」においては、自主規制団体のうち、法律上の根拠を持っているものについては、「自主規制機関」という用語を用いている。



## 市場ルール

市場機能の維持・発揮に関して全ての取引参加者に適用される一般的な行為ルール。「新しい金融の流れに関する懇談会」の「論点整理」では、「市場ルール」を広義と狭義のものに整理しており、狭義のものとしては、(公衆縦覧型の)ディスクロージャーに関するルール、公正取引に関するルール、価格形成機能に関するルールなどがあり、現在、証券取引法等に定められている。また、広義には、取引ルールと業者ルールを包摂する概念である。

## 集団投資スキーム

仕組み行為者(スポンサー)が主として多数の投資者の資金をプールし、各種の資金に投資・運用する仕組み、または特定の資産から生じるキャッシュフローを専門家たるアレンジャー等が組み替えて主として多数の投資者に証券等を販売することにより資金調達を行う仕組みである。前者は「資産運用型」(例:証券投資信託、商品ファンド等)、後者は「資産流動化型」(例:SPC法や特定債権法による証券化商品等)に分類することができる。

## SPC(特定目的会社)

SPC法(特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律)に基づき、指名金銭債権や不動産の流動化のために設立される特別法上の会社。金融システム改革の一環として我が国にも導入された。

## 英国の金融サービス法(Financial Services Act 1986)

業態横断的な包括的ルールを定めた法律。投資物件および投資業を包括的に定義するとともに、詐欺的もしくは誤解を招くような説明行為の禁止等の一般的なルールを定めている。現在、大幅な見直しを行っており、先般、金融サービス・マーケット法案として英国議会に提出されたところである。

## デリバティブ取引

金利・為替・株価等の価格変動に基づいて行う取引。その価値が金利・為替・株価等原資産取引の価格から派生して決まるため、派生商品(デリバティブ)と呼ばれる。先物取引・オプション取引・スワップ取引等の類型がある。

## コール市場

金融機関間でごく短期的な資金の取引が行われる市場。

## ホールセール取引とリーテイル取引

前者については、対等な当事者間での、利用者が特段の条件なしに自己責任を貫徹できる取引を指し、後者については、情報格差がある者間での、利用者が一定の情報提供等を前提として自己責任のもとでリスクを負担できる取引(本「中間整理(第一次)」での一般リーテイル分野に相当)および利用者の自己責

任の全部ないし一部を問えない取引（同 特定リーテイル分野に相当）を指す。

#### 商法特例法上の大会社

株式会社の監査等に関する法律の特例に関する法律に定められており、資本の額が5億円以上または負債の合計額が200億円以上の株式会社。

#### 適合性原則

狭義には、一定の利用者に対しては、如何に説明を尽くしても一定の金融商品の販売・勧誘を行ってはならないというルールであり、広義には、利用者の知識・経験、財産力、投資目的等に照らして適合した商品・サービスの販売・勧誘を行わなければならないといったルールを意味する。

#### レバレッジ

直訳すると「てこ」のこと。レバレッジ（てこ）効果の大きな商品とは、借入れ等により小さな元手で大きな取引ができるような商品を指す。

#### 私的自治の原則

個人の私法関係をその意思によって自由に規律させることを原則とする近代私法の理念。自由・平等な個人を拘束し権利義務関係を成り立たせるものは、それぞれの意思であるという考え方に基づく。

#### アレンジャー

ある投資物件の買付、売付、応募または引受けをする他人のために取りまとめをする者、またはその取りまとめに関与する者のために取りまとめをする者。

#### ビークル

集団投資スキームの受け皿となるファンド等のことをいう。例としては、民法上の任意組合、商法上の匿名組合・株式会社、信託法上の信託、SPC（特定目的会社）法上のSPC、証券投資信託及び証券投資法人に関する法律上の証券投資法人等がある。

#### ガバナンス機能

一般的に「ガバナンス機能」とは、金融取引にかかる利用者等の当事者の権利実現および規律付けのための仕組み全般として捉えることが可能である。具体例としては、市場メカニズムを通じるもの、（集団投資スキームの場合には）ビークルの運営者の行為規範を通じるもの、投資者による直接の権利行使を通じるもの、第三者による外部チェックを通じるものが考えられるほか、さらにはエンフォースメントの範疇に入るものとして、民間レベルの制裁等を通じるもの、公権力を通じるもの（例：民事責任、刑事罰、行政処分等）といったものが考えられる。

#### 民法上の任意組合

二以上の当事者の契約に基づき、各当事者が出資をし、共同事業を行う組織(法人ではない)。

#### 商法上の匿名組合

営業者と匿名組合員の二当事者間の契約に基づき、匿名組合員が営業者に出資をし、営業から生じる利益の分配を受ける組織(法人ではない)。営業者は商人でなければならないが、匿名組合員の資格や人数には制限がない。

#### fiduciary duty (フィデューシャリーデューティー)

本「中間整理(第一次)」においては、fiduciary (受託者)が負うさまざまな責任を総称して fiduciary duty として広く捉えている。その内容としては、説明義務、分別管理義務、忠実義務(利益相反防止義務)、善管注意義務等が挙げられる。なお、fiduciary とは、もともと英米法における概念で、他者の信託を得て一定範囲の任務を遂行すべき者を指す幅広い概念である。

#### 仕組み業者(スポンサー)

集団投資スキームについて、投資会社(法人)、信託、匿名組合、任意組合、特定目的会社(SPC)といったファンド等(いわゆる「ビークル」)を組成する者のこと。契約や約款に基づいて、持分権ないし受益権等を分割するなどして、金融商品を作り出している。

#### トラスティー

受託者。他人の利益のために資産への法的権利を持つ者。

#### 裁判外紛争処理制度

当事者間の紛争を解決するための裁判以外の制度のこと。裁判外紛争処理制度を有する機関には、日本証券業協会、弁護士会仲裁センター、消費生活センター等がある。

(以上)

## 参 考 资 料

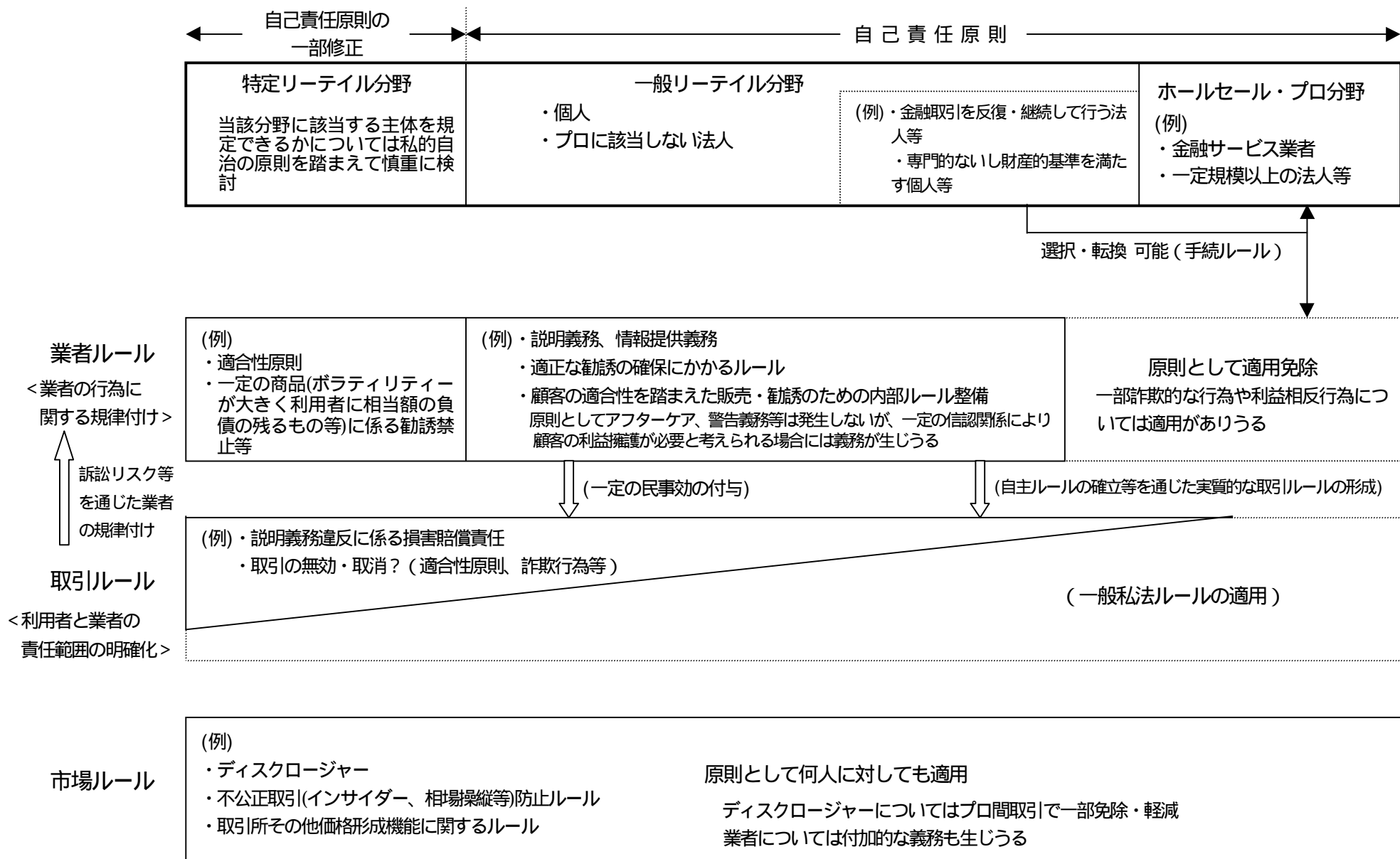
未定稿

# 金融商品とそれに対応する主なルール

金融商品名 (例)	販売・勧誘	参入要件		金融商品の組成に関するルール					ディスクロージャー	その他	
		取扱業者	発行者	資産運用	資産管理	仕組み行為	受託者責任	財務の健全性確保			
郵貯	販売・勧誘契約大綱(具体的な内容は商品毎に異なる)	国営事業		財投委託 一部自主運用 (運用対象法定)		郵便貯金法(郵便貯金の受入れ)		国家保証			
預金		銀行等 (免許制-他業禁止)		アムズ・レグス・ルール		銀行法(預金の受入れ、資金の貸付け)	商法等によるガバナンス	大口信用供与規制 自己資本比率規制	銀行等のディスクロージャー	当局の立入検査 業務改善命令等	
保険		断定的判断の提供の禁止等	生命保険募集人、損害保険代理店、保険仲立人 (登録制)	保険会社 (免許制-他業禁止)	アムズ・レグス・ルール 資産運用規制		保険業法(保険の引受け)	商法等によるガバナンス	大口信用供与規制 自己資本比率規制	保険会社のディスクロージャー	当局の立入検査 業務改善命令等
企業年金		(強制加入)	厚生年金基金 (認可制)	厚生年金基金 (認可制)	理事の利益相反の防止 適正な年金数理に基づく業務の執行 分散投資義務 運用の基本方針の作成及び金融機関に対する提示義務	有価証券の保管委託 (インハウス規制)	信託の引受け 保険の引受け 投資一任契約の締結	理事の忠実義務	借入金の制限 余裕金の運用制限 最低積立基準額 制度 予算の認可制	貸借対照表・損益計算書・業務報告書の厚生大臣への提出及び加入員等による閲覧	当局の立入検査 業務改善命令等
国債		断定的判断の提供の禁止等	証券会社 (登録制) 銀行等 (免許制)	国			財政法(国債の発行)		国家保証	有価証券であるが、ディスクロージャーは適用除外	証券法上の公正取引ルールが適用となる
社債		断定的判断の提供の禁止等	証券会社 (登録制)	商法上の会社 (適債基準撤廃済)			商法の定め 社債管理会社の設置	商法等によるガバナンス		発行開示及び継続開示 (証券法上のディスクロージャー)	証券法上の公正取引ルールが適用となる
金融債		契約内容等の説明	長期信用銀行等 (免許制) 証券会社 (登録制)	長期信用銀行等 (免許制-他業禁止)	アムズ・レグス・ルール		長期信用銀行法等 (債券の発行、資金の貸付け)	商法等によるガバナンス	大口信用供与規制 自己資本比率規制	長期信用銀行のディスクロージャー	当局の立入検査 業務改善命令等
株式		断定的判断の提供の禁止等	証券会社 (登録制)	商法上の会社			商法の定め	商法等によるガバナンス		発行開示及び継続開示 (証券法上のディスクロージャー)	証券法上の公正取引ルールが適用となる
ワラント		断定的判断の提供の禁止等	証券会社 (登録制)	商法上の会社			商法の定め	商法等によるガバナンス		発行開示及び継続開示 (証券法上のディスクロージャー)	証券法上の公正取引ルールが適用となる

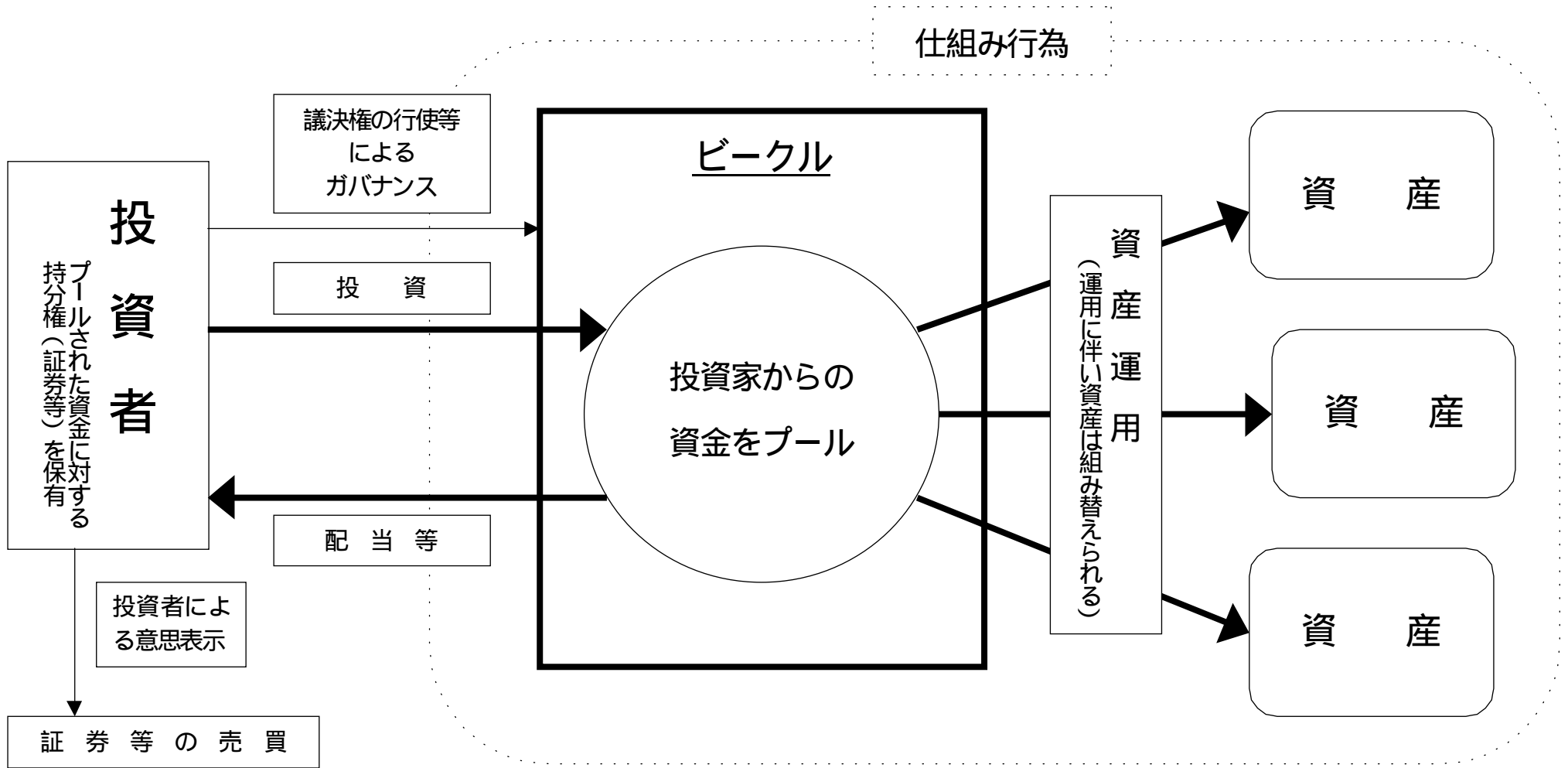
金融商品名 (例)	販売・勧誘	参入要件		金融商品の組成に関するルール					ディスクロージャー	その他	
		取扱業者	発行者等	資産運用	資産管理	仕組み行為	受託者責任	財務の健全性確保			
信託	販売・勧誘規制 (具体的な内容は商品毎に異なる)	信託契約の情報提供を業務方法書に記載	信託会社 (免許制)	信託会社 (免許制)	損失補填及び利益補足の限定 資産運用の制限	信託財産と固有財産の分別管理	信託の引受け	善管注意義務 忠実義務 自己執行義務	資産運用の制限 信託財産と固有財産の区分	計算書類等の受益者等による閲覧等	当局の立入検査 業務改善命令等
投資信託		断定的判断の提供の禁止等	証券会社 (登録制) 銀行等 (免許制)	証券投資信託委託業者 (認可制)	自己売買・スワップの禁止 運用指図の量的制限 利益相反の防止	信託による分別管理	信託の設定	忠実義務 運用指図の権限の委託制限	運用指図の量的制限	証券投資信託委託業者による運用状況報告の作成・交付 営業報告書の公衆縦覧等	当局の立入検査 業務改善命令等
証券投資法人		断定的判断の提供の禁止等	証券会社 (登録制)	証券投資法人(登録制)	資産運用の制限 運用会社への資産の運用に係る業務の委託 運用会社の制限	資産保管会社への資産の保管に係る業務の委託	規約の作成	資産保管会社の忠実義務 運用会社の行為準則等(含：忠実義務)	純資産額規制	計算書類等の投資主による閲覧	当局の立入検査 業務改善命令等
商品ファンド		詐欺的勧誘の禁止等	商品投資販売業者 (許可制)	商品投資顧問業者 (許可制)	利益相反の防止 合同運用の禁止	顧客からの金銭等の預託禁止	商品投資契約の締結 商品投資顧問業者以外の者に一任する投資契約締結等の禁止	忠実義務 運用委託の制限	純資産額規制	商品投資販売業者による運用状況報告書の作成・交付 財産状況等の書類の顧客による閲覧	当局の立入検査 業務改善命令等
特債法		詐欺的勧誘の禁止等	小口債権販売業者 (許可制) 証券会社 (登録制)	特定債権等譲受業者 (許可制)		財産の金融機関への預託等 取立て委託契約の解除の禁止等	特定債権等の譲受 指定調査機関による調査	守秘義務	余裕金の運用制限 純資産額規制	業務及び財産の状況を記載した書類の顧客による閲覧	当局の立入検査 業務改善命令等
SPC		断定的判断の提供の禁止等	証券会社 (登録制)	特定目的会社(登録制)	余裕金の運用の制限	特定資産の管理及び処分に係る業務の委託	資産流動化計画の策定	(取締役) 競争禁止義務 自己取引の禁止 (特定資産の管理及び処分に係る業務の受託者) 分別管理義務 説明義務 受託業務の状況を記載した書類の閲覧 通知義務 再委託の制限	資金の借入れの制限 特定資産の処分等の制限 余裕金の運用の制限	資産流動化計画の公衆縦覧 発行開示及び継続開示(証取法上のディスクロージャー)	当局の立入検査 違法行為の是正命令等
不動産特定共同事業法		不当な勧誘等の禁止	不動産特定共同事業者 (許可制)	不動産特定共同事業者 (許可制)		財産の分別管理	不動産特定共同事業契約の締結	信義誠実義務 守秘義務	投機的取引の抑制義務 純資産額規制	業務及び財産の状況を記載した書類の顧客による閲覧	当局の立入検査 業務改善命令等
デリバティブ商品	断定的判断の提供の禁止等	有価証券：証券会社 金融先物：金先業者 商品先物：商取業者							取引報告書の交付 (証券デリバティブ)		

# ホールセールとリーテイル、プロとアマの区分と対応するルールイメージ



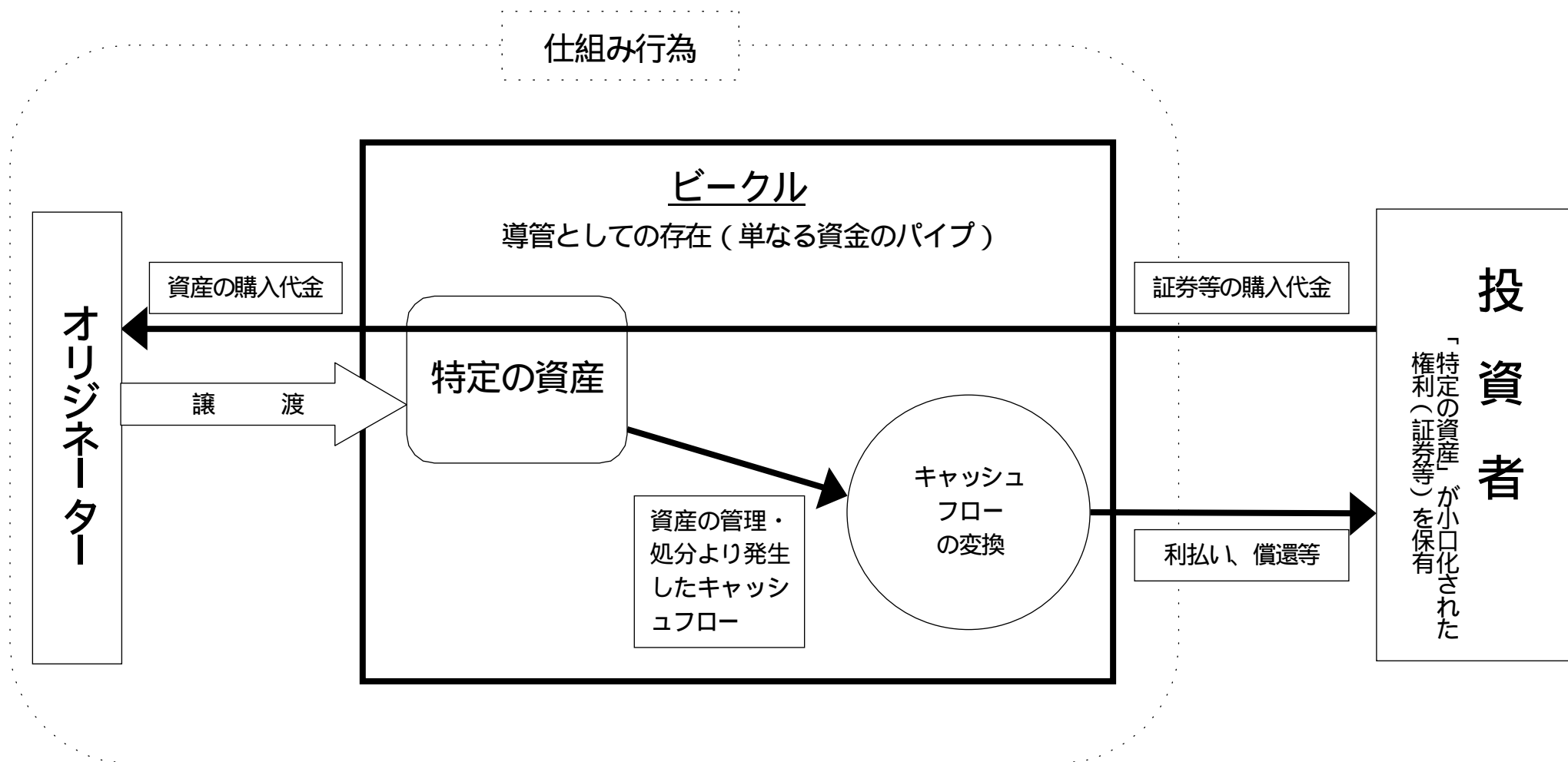
(注) 区分及びルールについては、法令によるものと業者の自主ルール等によるものの組み合わせを検討する必要

資産運用型：投資者の資金をプールして資産に投資し、その資産が生み出すキャッシュフローを投資者に分配する仕組み

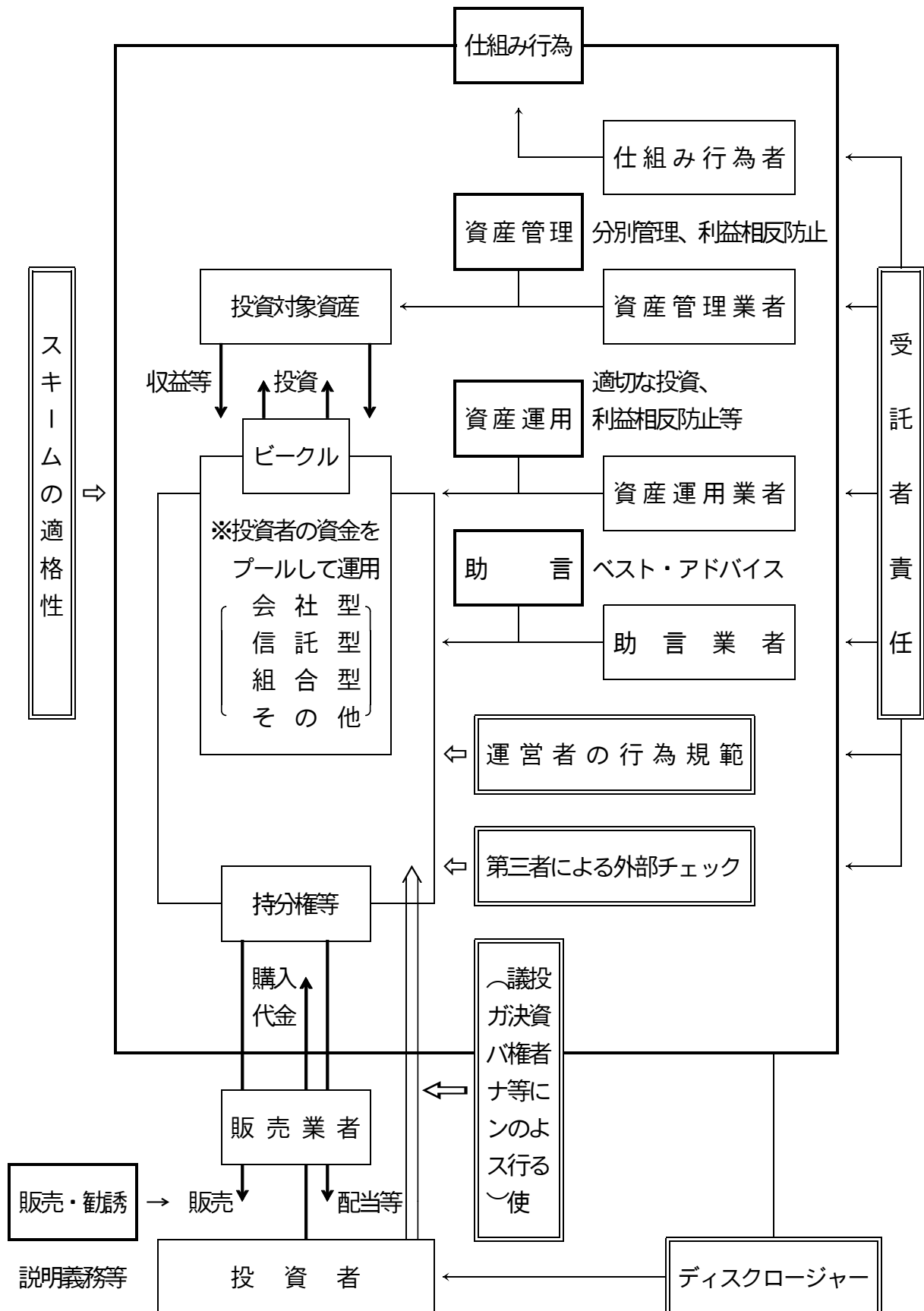




資産流動化型：特定の資産から生じるキャッシュフローを組み替えて、投資者に証券等を販売することにより  
資金調達を行う仕組み



○ 資産運用型 → 投資者の資金をプールして各種の資産に投資・運用することにより得られたキャッシュフローを投資者に配分する仕組み



○ 資産流動化型 → 特定の資産から生じるキャッシュフローを組み替えて、主として多数の投資者に証券等を販売することにより資金調達を行う仕組み

