

## 論 点 2

## 規制内容について（3）

投資商品・投資サービス業に係る規制のあり方に**関し**、以下のよう  
な点についてどのように考えるか。

## 1. 規制の枠組み

現行の証券取引法及び証券投資顧問業法における開示規制、業規  
制、自主規制、セーフティ・ネット、市場規制、不公正取引規制と  
いった**枠組みを基本とすべきではないか。**

## 2. 業務範囲について

本来業務としては、ポートフォリオの対象となりうる投資商品に  
係る販売勧誘等や資産運用・助言を広く対象とすべきではないか。  
また、付随・兼業業務についてもできるだけ拡大すべきではないか。

## 3. 参入規制について

登録制を基本とし、財務の健全性の確保やコンプライアンスの実  
効性に配慮しながら、業務内容に応じた要件を定めるべきではな  
いか。

## 4. 行為規制について

受託者責任、商品の性質に応じた区分、ディスクロージャー、プ  
ロ・アマ、適合性原則、広告規制等についてどのように考えるか。

## 5. エンフォースメントのあり方（論点4にて再論）

参入・行為規制を担保するためのエンフォースメントのあり方に  
ついてどのように考えるか。

## 1. 規制の枠組み（資料3-2）

これまでの議論を踏まえれば、投資サービス業の規制については、販売・勧誘業務及び資産運用・助言業務が主たる検討の対象となるものと考えられる。

販売・勧誘等に関する規制を中心とする証券取引法においては、開示規制（第2章～第2章の4）、業規制（第3章）、自主規制（第4章）、セーフティ・ネット（第4章の2）、市場（取引所）規制（第5章～第5章の3）、不公正取引規制（第6章～第6章の2）といった規制により投資サービスにおける投資者保護を図っている。

また、資産運用・助言に関する規制を中心とする証券投資顧問業法においては、業規制（第2章～第5章）、自主規制（第6章）が規定されている。

これらの枠組みを基本として他の法律との一元化や規制のあり方について、検討を進めて行くことが考えられるが、この枠組みについてどのように考えるか。

## 2. 本来・付随・兼業業務の範囲について（資料3-3）

前回の議論を踏まえ、投資サービス業者の本来・付随・兼業業務の範囲について以下のように整理していくことについてどのように考えるか。

### (1) 本来業務としての販売・勧誘業務と資産運用・助言業務について

現在、証券分野についてみると販売・勧誘等に関するルールは証券取引法、資産運用・助言に関するルールは証券投資顧問業法に定められている。これは、認可投資顧問業者が原則専業制であることなどを理由とするものと考えられるが、ラップ口座にみられるように、必要な弊害防止措置を講じつつ、複数の業を兼業することによりサービスの高度化を図っていく方向にあることや、ワンストップ・サービスへのニーズの高まりを踏まえれば、それぞれの類型に応じた規制を検討しつつ、ともに本来業務として位置付けることが望ましいのではないか。また、助言業務についても本業として整理し、必要な行為規制を証券投資顧問業法より移管することが望ましいのではないか。

また、販売・勧誘業務の対象となる投資商品の範囲については、ポートフォリオの対象となるものをできる限り幅広く対象とするとともに、資産運用・助言業務についてもこれに併せて対象を定めることが望ましいのではないか（論点1において再論の予定）。

### (2) 付随・兼業業務の範囲

証券取引法における付随・兼業業務については、これまでも拡大されてきたところであるが、さらにこれまでの兼業事例などを念頭に付随・兼業業務の範

困を拡大すべきではないか。

### 3. 参入規制のあり方（資料3-4）

1. のように投資サービス業の範囲を考えた場合、参入規制については、現行の各業法における規制を基本として、業務内容に応じた要件を定める（いわゆる「業規制の柔軟化」）こととし、その内容については必要に応じ、事前規制から事後規制への流れを踏まえて調整する（具体的には、規制の明確化を図り、事前規制における行政裁量を制限するため、投資サービス業務の内容に応じて要件を明確化し、登録制とする）ことが望ましいのではないか。

例えば、財務要件については、店頭デリバティブ取引や保護預りを行わない業者や仲介のみを行う業者については自己資本規制比率を一定以上とすることは求めず、一定の自己資本や純資産などを要件とすれば足りるのではないか。

なお、登録要件を定めるにあたっては、投資サービス業者自身によるコンプライアンス強化が図られるよう留意すべきではないか。

また、商号制限（証券会社）についてどのように考えるか。

### 4. 行為規制等のあり方（資料3-5）

行為規制についても、証券取引法や証券投資顧問業法を基本としつつ、販売・勧誘等と資産運用・助言という業務の類型、投資商品の内容に応じた規制内容（「業規制の柔軟化」）を検討していくことが望ましいのではないか。この際、以下の点についてどのように考えるべきか。また、併せて、公衆縦覧型ディスクロージャーや不公正取引規制のあり方についてどのように考えるか。

#### (1) 受託者責任についての考え方

投資者の保護を図り、その資本市場への信頼を確保していくためには、投資サービス業者の受託者責任を一層明確にしていくことが求められる。特に、市場型間接金融が有効に機能するためには、販売業者、資産運用・助言業者、ファンドの業務執行者等がそれぞれの受託者責任を確実に果たすことにより、より効率的な市場が実現されるようにしていくことが重要であると考えられる（資料1-6）。このような観点から、以下の点についてどのように考えるか（なお、ファンドにおける受託者責任については、論点3参照）。

##### ① 販売業者の受託者責任

証券会社は、証券の売買の委託を受ける場合、受任者として、民法上の（ま

た、問屋として商法上の)善管注意義務を負うこととなる。また、証券取引法上は、誠実公正義務が定められている。誠実公正義務については、先般の金融先物取引法改正により金融先物取引業者にも業務上の義務として義務付けられたところであり、投資商品の販売業者についても業務上の義務として横断的に義務付けるべきではないか。

(注) 米国においては、連邦裁判所においてコモンロー上の受託者責任が認められ、市場価格を明らかにせず過剰な手数料を課して証券を販売した事案について、「看板(Shingle)」を掲げて証券業を営む者は専門家として公正に業務を営むことを表示しているとするいわゆる「看板理論(Shingle Theory)」がSECの実務においては定着している(ただし、一般的にコモンローを管轄する州裁判所における民事訴訟では、単純なブローキングなどについては受託者責任がそのまま認められる訳ではないとするケースが多い模様)。英国においては、FSAの定める「原則(The Principles)」において、業者の誠実性(Integrity)などの一般的な受託者責任が、「業務規範(Conduct of Business)」においてより具体的な義務が規定されている。EU新投資サービス指令においても、同様な一般的義務に関する規定が置かれている。

## ② 資産運用・助言業者の受託者責任について(資料3-5②)

資産運用業者については、一般に、①善管注意義務、②忠実義務、③自己執行義務、④分別管理義務を負うものとされ、例えば、認可証券投資顧問業者については、受任者としての民法上の義務のほか、証券投資顧問法上の義務として、これらの義務を負うこととされている。また、助言業務についても、証券投資顧問業者は忠実義務を負うこととされている。資産運用・助言業者について、横断的に、同様の義務を課すべきではないか。

(注) 米国においては、投資顧問は顧客に対して受託者責任を負うと解され、昨年その強化を目的とするSEC規則「投資顧問倫理規程」が制定されている(英・EUについては上記i)注参照。)

## ③ 受託者責任を具体化した義務について

適合性原則(5)において再論)、最良執行義務、顧客に対する説明・書面交付義務、顧客を害する各種行為の禁止等については、受託者責任を具体化したものと言えるが、これらについてどのように考えるか。例えば、このうち、最良執行義務については、(民事上の義務に加えて、)証券取引法上の義務として上場株式等の販売について導入されたところであるが、これを資産運用業者についても義務付けることなどにより、市場型間接金融がより機能するようになるのではないか。

## (2) 販売する投資商品に応じた行為規制のあり方について(資料3-7)

前回の議論において、以下のような投資商品のリスクに応じた投資者保護のあり方を検討すべきではないかとの意見が出されたが、これについてどのように考えるか。また、金融商品販売法の解釈にあたっては、「元本欠損が生ずるおそれ」とは、金融商品の販売後、いずれかの算定時点において元本欠損額が存在することがあり得るか否かで判断することとされており、このような考え方に立つべきではないか（この場合、国債・預金等についても②に分類されることとなる）。仮に、商品毎の分類を試みることとした場合、それぞれの分類にあたって以下に掲げるような分類上の論点についてどのように考えるか。また、このような商品に応じた投資者保護策として例えば以下のような規定が置かれているが、このような投資者保護策についてどのように考えていくべきか。また(3)以下の議論にこの考え方の整理をどのように反映させるべきか。

### ① 元本保証があるもの（例：国債）

（分類上の論点の例）

- ・ 抵当証券などにおける保証業者の信用リスクについてどう考えるべきか。
- ・ 外貨ベースで元本保証されている場合、元本保証と考えるべきか。
- ・ 中途解約による元本割れについてどう考えるべきか。

（注）以上の要素については、金融商品販売法上は「元本欠損が生じるおそれ」がある場合に該当すると解釈されている。

### ② 投資元本までの元本欠損のおそれがあるもの（例：株式、投資信託）

〔現行法上の措置の例〕

→元本欠損のおそれについての説明義務、説明を行わなかった場合の損害賠償責任、損害の額の推定（金融商品販売法）

### ③ 元本以上の損失が生じるおそれがあるもの（例：先物、オプション）

（分類上の論点の例）

- ・ 先物取引においてストップ・ロス条項がついている場合でも、③に分類することで良いか。
- ・ デリバティブ取引がヘッジに用いられている場合についてどのように考えるか。組み合わせ商品として考える場合、どこに組み合わせと認める基準についてどのように考えるか。

〔現行法上の措置の例〕

→レバレッジの程度や損失の大きさについての説明義務、説明を行わなかった場合の損害賠償責任（商品取引所法）

### (3) 公衆縦覧型ディスクロージャーについての考え方

証券取引法においては、適用免除証券（注参照）を除き、有価証券の公募を行う場合、発行者による公衆縦覧型ディスクロージャーの義務付けが行われている。公衆縦覧型ディスクロージャーは、投資商品についての情報が透明性の高い方法で提供されることを確保するためのものであり、このディスクロージャーの枠組みは「投資サービス法」においても原則として維持されるべきと考えられる。

一方、抵当証券、変額保険、信託受益権、商品ファンド、不動産特定共同事業については投資商品に係る権利の譲渡を禁止する一方、情報提供については相対で行うこととされている。これらの投資商品についても、公募の場合、公衆縦覧型ディスクロージャーを行うことが望ましいと考えられるが、これについてどのように考えるか。一方、どのような場合について、譲渡性が制限されている持分について引き続き相対での情報提供で足りると考えるべきか。

(注) 適用免除証券としては、国債、地方債、特殊法人債（出資証券）、貸付信託受益証券政府保証債等が掲げられている。この整理は(2)における①の元本保証型商品についての考え方と近いものと考えられる。

#### (4) 「ホールセールとリーテイル」ないし「プロとアマ」の区分

規制の適切性を確保する観点から、かねてより議論を行ってきている「プロとアマ」の区分についてさらに検討を進めるべきではないか（資料3-8）。

##### ① 公衆縦覧型ディスクロージャーにおける「プロとアマ」

証券取引法においては、適格機関投資家として、金融機関のほか、例えば、保有有価証券100億円以上の有価証券報告書提出会社で届出を行った者（オプト・イン）が定められており、適格機関投資家のみを対象に有価証券を発行する場合についてはプロ私募として有価証券届出書の届出が免除されている。この適格機関投資家の範囲については、非登録証券についての転売制限の課せられない適格機関投資家を定める米国のルール144Aとほぼ同等であるが、募集に伴う登録義務の適用除外を定めるレギュレーションD（ルール501）が定める自衛力認定投資家の範囲に比べればより厳格なものとなっている（資料1-5②）。規制の適切性を確保する観点から、投資リテラシーの現状を踏まえつつ、当初のプロ私募の対象となる適格機関投資家の範囲について拡大していくことについてどのように考えるか。その具体的な基準やオプト・イン、オプト・アウトについてどのように考えるか。

(注) レギュレーションDにおいては、500万ドルを超える資産を有する法人や家計資産100万ドルを超える個人等が自衛力認定投資家とされている。なお、EU目論見書指令においては、1) ①年間平均従業員250人以上、②総資産4300万ユーロ以上、③純売上高5000万ユーロ以上のいずれか二つ以上の要件

を満たす法人、2) ①一年間に大口取引を四半期平均10回以上、②証券投資450万ユーロ以上、③1年以上の証券会社勤務経験のいずれか二つ以上の要件を満たし、明示的に希望する個人、などが適格投資家とされている。

## ② その他の行為規制における「プロとアマ」

EU新投資サービス指令においては、欧州委員会は、誠実公正義務、情報提供義務、適合性の原則、書面交付義務などについての実施細則については、顧客がアマであるかプロであるかを考慮しつつ定めることとされている。また、プロとほぼ同義である適格取引先との取引については、これらの義務や最良執行義務、顧客注文取扱規則ルールは原則適用されないこととされている。この例に倣い、行為規制についてプロとアマで差を設けることが考えられるが、これについてどのように考えるか。また、プロとアマの具体的基準やオプト・イン、オプト・アウト、①の基準との関係についてどのように考えるか。

(注) 新投資サービス指令においては、金融機関のほか、①総資産2000万ユーロ、②純売上高4000万ユーロ、③自己資本200万ユーロの要件のいずれか二つを満たす企業などがプロとされている。また、アマであっても、①取引の状況(4半期平均10回の大口取引)、②ポートフォリオの額(50万ユーロ超)、③対象取引についてのプロとしての金融セクター勤務経験の要件のいずれか二つを満たす場合、投資サービス業者に対し、一般的又は特定の投資サービスについてプロと取り扱われることを希望することにより、当該業者との間でプロとなる(オプト・イン)ことも可能である。また、プロがアマとなることも可能である(オプト・アウト)。なお、英国においては、プロとアマの間にセミプロを設けているが、このような三分類の必要性についてどう考えるか。

## (5) 適合性の原則

証券取引法及び金融先物取引法においては、販売業者について適合性の原則の遵守が定められている。前回の議論において意見が出されたように、これを投資サービスの販売業者について幅広く義務付けるべきではないか。また、資産運用・助言業者への義務付けについてどのように考えるか。ヨーロッパにおいては、資産運用・助言を行う場合の適合性(suitability test)とその他の投資サービスを提供する場合の適合性(appropriateness test)に分け、前者については後者についても要求される知識・経験のほか、財務状況・投資目的を勘案することとされているが、これについてどのように考えるか。

## (6) 広告規制

先般の金融先物取引法の一部改正においては、広告における表示事項などに

ついて踏み込んだ規定を整備したところであるが、同様の規定を投資サービスについて横断的に規定することについてどのように考えるか。

なお、現行法においては、一般に、業者と顧客が1対1の関係に立つものは勧誘、1対不特定多数の関係に立つものは広告とされており、ホームページについては一般に広告に、ファックスについては一般に勧誘に当たると考えられるが、このような類型を別途分類する必要性についてどのように考えるか。

(7) 手数料の開示

手数料の開示についてどのように考えるか。

(8) 不招請勧誘

不招請勧誘の適用範囲についてどのように考えるか。

(9) その他

以上のほか、どのような点に留意して検討を進めるべきか。例えば、「取引所取引原則」についての考え方やクーリング・オフなどについてどのように考えるべきか。

5. エンフォースメントのあり方（論点4にて再論の予定）

1. 及び2. と併せて、法制全体の整備にあたってのエンフォースメントのあり方についても考えていくべきではないか。

(1) 資本市場行政に係る体制の整備

投資商品の範囲の拡充をはじめとする法制全体の整備に併せた、資本市場行政に係る体制の整備のあり方についてどのように考えるか。いわゆる「日本版SEC」論に代表される問題意識にどのように応えていくべきか。

(2) 市場監視機能の強化

市場監視機能の強化について引き続きどのように考えていくべきか。例えば、今後の課徴金のあり方（資料3-9）、罰則のあり方などについてどのように考えていくべきか。

(3) 自主規制機関の機能強化

自主規制機関のあり方や機能強化についてどのように考えていくべきか。例えば、自主規制機関間の連携やあっせんのあり方についてどのように考えていくべきか。

(4) 投資サービス業者のコンプライアンス強化

投資サービス業者自身のコンプライアンス強化をどのように図っていくべきか。例えば、公認会計士による監査義務を課すことや、内部統制の強化についてどのように考えていくべきか。

(5) その他

その他、エンフォースメントの強化や広く資本市場への理解と信頼を確保していくための方法についてどのように考えていくべきか。