

## 論 点 1

## 対象範囲・定義方法について

## 1. 投資商品

金融イノベーションなどを背景に新たな金融商品が次々と登場してくるなか、利用者の保護に欠けることがなく、新たな商品にどのような規制が適用されるかを明確にし、かつ、縦割りの業法が金融イノベーションを阻害することがないように、証券取引法を改組して以下のような幅広い金融商品（「投資商品」）を対照とする投資サービス法（仮称）を制定すべきである。

- 証券取引法により投資家保護策が講じられてきた有価証券、みなし有価証券、有価証券デリバティブ取引、
- 法律上の投資家保護策が講じられてこなかった各種法人・組合などへの出資持分、スワップなどを含むデリバティブ取引、流通性のある金銭債権などの権利や取引、
- 証券取引法以外の法律による投資家（利用者）保護の対象となっているデリバティブ取引、抵当証券、信託受益権、投資性を有する保険・預金等

## 2. 投資サービス業

投資サービス法において業者ルールとして規制の対象とすべき業（「投資サービス業」）としては、① 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。）、② 投資商品を含む資産や投資信託等の資産の運用・投資商品についての助言、③ 投資商品の保護預かりなどの資産管理が挙げられ、これらの業務については投資サービス業の本来業務として規制の対象とすべきである。④ 仕組み行為については、集団投資スキームについて最低限の監督がされれば、仕組み行為自体についての規制は不要であるとの意見が多かった。

## 1. 投資商品

これまでの当部会における議論を踏まえれば、(法律による)投資家保護の講じられていない投資商品などについて、証券取引法を改組して、投資サービス法(仮称)を制定することにより投資家保護策を講じることが必要である。これによって、投資家にとっても安心して投資できる環境が整い、これらの投資商品を通じた投資が活性化していくことが期待される。また、諸外国の法制との整合性の確保につながり、金融・資本市場の国際化に資するものと考えられる。

### (1) 投資商品の定義のあり方

#### ① 「有価証券」と「投資商品」

証券取引法は、その目的として「国民経済の適切な運営及び投資者の保護に資するため、有価証券の発行及び売買その他の取引を公正ならしめ、且つ、有価証券の流通を円滑ならしめること」(第1条)を掲げ、第2条第1項で「有価証券」を第2項で「みなし有価証券」を定義している(資料1-2)。

このように「有価証券」をまず投資家保護の対象とした理由としては、有価証券の譲渡性が投資家に換金による回収性を与えることが円滑な資金調達を可能にするうえで重要であったことによるものと考えられる。

一方、その後、「有価証券」に表彰されないが、投資家保護を必要とする権利が登場してきたことから、平成4年、これらの権利が「みなし有価証券」として保護の対象とされた。また、いわゆる証券決済法制の整備により、「有価証券」の交付のかわりに、口座簿の記録により権利の移転を行う振替制度が整備されてきているほか、前述の会社法制の現代化の検討にあたっては、株券については原則不発行の方向で検討が進められてきている。

投資家保護の範囲の拡大に際しては、まず、現行の「有価証券」の範囲がどこまで広がりうるかについて検討を行うべきと考えられるが、IT技術の進展や海外において組成された投資商品の増加なども背景に、今後無券面化が一般化していくであろう流れを踏まえれば、「有価証券」とはならず、必要とされる規制の内容を踏まえながら、投資家保護に必要な「投資商品」についての定義について考えて行くべきである。

#### ② 包括的な定義の必要性

家計における資産形成ニーズや企業等の資金調達方法の多様化、金融・IT技術の進展を背景に、新たな金融商品が次々と販売されるようになってきている。このような規制のない新しい金融商品については、外国為替証拠金取引の例にみられるように、詐欺的な販売が行われる例もみられ、利用者保護を講じる必要性が指摘されているが、多くの商品については、企画立案から施行まで1~2年を要する法律改正を待たねば利用者保護が講じられな

い状況となっている。

一方、金融商品によって規制が異なっていることから、このような新しい金融商品について性格が近いにも係らず、異なる法律の規制に服するといった事例も出てきている。一方、既存の金融機関も、利用者ニーズが認められれば、新しい金融商品を業態の枠を超えて取り扱う傾向がみられる。

新たな金融商品が次々と登場してくるなか、利用者の保護に欠けることなく、新たな商品にどのような規制が適用されるかを明確にし、かつ、縦割りの業法が金融イノベーションを阻害することがないようにする観点からは、投資サービス法による投資家保護の対象となる投資商品について、英国金融サービス法の対象金融商品等を参考としつつ、以下のような、可能な限り幅広い金融商品を対象とすることが必要である。

- 証券取引法により投資家保護策が講じられてきた有価証券、みなし有価証券、有価証券デリバティブ取引など
- 法律上の投資家保護策が講じられていない各種法人・組合などへの出資持分、スワップなどを含むデリバティブ取引、流通性のある金銭債権などの権利や取引
- 証券取引法以外の法律による投資家（利用者）保護の対象となっているデリバティブ取引、抵当証券、信託受益権、投資性を有する保険・預金など

## (2) 投資家保護が講じられていない投資商品

現時点で、投資家保護が講じられていない投資商品としては、以下のようなものがあるが、これらを含め、投資性のある金融商品については幅広く投資商品に含めていくべきである。

- ① 合同会社、合名会社、合資会社（持分会社）などの法人に対する出資持分会社法制の現代化については、現在、国会において審議が行われている。改正案においては、株式会社と有限会社を一つの会社類型（株式会社）に統合すること、有限責任で会社の内部関係について組合的規律が適用される特徴を有する新たな会社類型（合同会社）を導入すること、合同・合名・合資会社については、社員の変動又は責任の変更（有限・無限）に応じて類型を相互に変更しうることが提案されている。

合同会社については、社員全員が有限責任とされていることから、その持分は株式に類似する。このため、当部会におけるこれまでの審議も踏まえ、改正案においてみなし有価証券とすることが提案されている。

一方、合名・合資会社については、社員に無限責任の者があることから、株式会社との類似性でこれを論じることは必ずしも適当ではないとも考えられる。ただし、

- i) 有限責任の出資持分については同様の取扱いが求められること、

- ii) 無限責任の出資持分についても投資家保護の観点からは同様の取扱いが求められると考えられること、
- iii) 無限責任の出資持分についても借入れを制限するなどの措置を講ずれば実質的に有限責任とできること、
- iv) 投資型の組合については有限・無限責任いずれの場合にもみなし有価証券とするとの整理を行ったこと、
- v) 合同・合名・合資会社については類型を相互に変更しうることも踏まえ、投資商品とすることが適当である（なお、合名・合資会社のうち借入れ制限などにより合同会社と類似するものの持分については、会社法案成立後政令で、合同会社の持分と同様、みなし有価証券指定する予定。）。  
また、このほかの法人（中間法人等）についても、幅広く、その持分を投資商品とすることが適当である。

## ② 事業型の組合等に対する出資持分

昨年の第一部会における議論を踏まえ、投資型の組合（ファンド）のうち有価証券等に投資するものについてはみなし有価証券とされた。一方、近年、組合員から出資を受け、映像・音楽ソフトを作成したり、ラーメン店舗を営んだり、公演を行うなどの事業を行う事業型の組合（ファンド）も多数組成されてきている（資料1-3）。

これらの投資商品については、当部会において販売方法に問題があるとの指摘を受けているファンドもあるほか、インターネット利用者の更なる拡大などにより、今後さらに多様化することが見込まれる。このため、組合に対する出資持分についても有限・無限責任を問わず幅広く投資商品とすべきである。

（注）なお、投資型・事業型の区分は、例えば事業に設備投資などを伴うことから、境界が必ずしも明らかでない点に留意する必要がある。

なお、経済産業省「有限責任事業組合制度に関する研究会（日本版LLP研究会）」が提言した、有限責任、内部自治、構成員課税を特徴とする有限責任事業組合制度の創設については、現在、国会で審議が行われているところであるが、これまでの当部会における審議を踏まえ、法案においては、その持分を原則としてみなし有価証券とすることが併せて提案されている。

## ③ デリバティブ取引

臨時国会に提出された金融先物取引法一部改正法案においては、一般顧客との間で店頭金融先渡取引、直物為替先渡取引等の店頭金融デリバティブ取引を行う場合、金融先物取引法による投資家保護の対象とすることとされたところである。

今回の法改正においては、外国為替証拠金取引とこれに類似する取引を規制することを目的としたものであることから、スワップ取引、クレジット・

デリバティブ取引等の店頭金融デリバティブ取引については規制の対象には含まれていないが、これらの取引についても投資家保護の対象としていくことが適当である。また、投資家保護や金融イノベーション促進の観点からは、原資産を問わず、デリバティブ取引について横断的な規制を行うことが望ましいと考えられることから、金融先物取引法については投資サービス法に統合するほか、デリバティブ取引一般について投資商品とすることが適当である。また、IT技術の発達により、これらを預金などと組み合わせた商品も今後ますます増加するものと見込まれ、このような商品についても広く対象とすべきである。

また、損害保険のうち、類似の機能を有するものとの規制の整合性について配慮すべきである。

#### ④ 医療機関債・学校債

厚生労働省においては、先般、医療法人が資金調達のため債券を発行するに際してのガイドラインが発出されたところである。医療機関債については、民法上の消費貸借として行う金銭の借入れに際し、これを証する目的で作成する証拠証券をいうものであり、証券取引法上の有価証券には該当しない、と定義されているが、証券取引法上の債券との平仄を考えれば、政令指定する方向で検討を行うべきである。

また、同様の債券として、学校債があり、これまでは学生の父母など学校関係者を資金調達先の対象としていたが、最近、一般に募集を行う動きも出てきている。このため、これについても政令指定する方向で検討を行うべきである。

### (3) 証券取引法以外の法律により投資家保護が図られている投資商品との関係

証券取引法以外の法律により投資家保護が図られている投資商品であって、検討の対象となりうるものとその販売等を規律する法律としては、以下のものが考えられる。

#### ① 金融庁所管

- 金融先物取引（金融先物取引法）
- 抵当証券（抵当証券業の規制等に関する法律）
- 投資性を有する保険（保険業法）・預金（銀行法）
- 信託受益権（信託業法）

（注）信託受益権は、一部有価証券（又はみなし有価証券）とされている。

#### ② 他省庁との共管

[経済産業省・農林水産省・金融庁]

- 商品ファンド（商品投資に係る事業の規制に関する法律）

[国土交通省・金融庁]

- 不動産特定共同事業契約上の権利（不動産特定共同事業法）

### ③ 他省庁の所管

[経済産業省・農林水産省]

- 商品先物取引（商品取引所法）

[経済産業省等]

- 特定商品及び施設利用権の預託等取引（特定商品等の預託等取引契約に関する法律）

これまでの議論を踏まえれば、投資サービス法が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、可能な限り同種の性格を有する法律についてはこれに統合する、また、法律によっては規制の横断性に配慮しつつ、特別法として位置づけつつ、適用関係を整理していくこととなると考えられる。これまで、保険業法、商品ファンド法、不動産特定共同事業法、商品取引所法について議論があったが、それぞれの法律についてどのように位置づけていくべきか。

## 2. 投資サービス業

### (1) 投資サービス業の種類

投資サービス法において業者ルールとして規制の対象とすべき業（「投資サービス業」）としては、① 投資商品の販売・勧誘等、② 投資商品を含む資産の運用・投資商品についての助言、③ 投資商品の保護預かりなどの資産管理が挙げられ、これらの業務については投資サービス業の本来業務として規制の対象とすべきである。一方、④ 仕組み行為については、その対象となる集団投資スキームについて最低限の規制・監督が確保されていれば、仕組み行為自体についての規制は不要であるとの意見が多かった。

（注）「新しい金融の流れに関する懇談会「論点整理」（平成10年6月）においては、金融サービスとして、i）販売・勧誘、ii）売買（ディーリング）、iii）仲介（ブローカレッジ）、iv）引受（アンダーライティング）・売出（セリング）、v）資産運用（アセット・マネジメント）、vi）資産管理（カストディ）、vii）助言、viii）仕組み行為、の八類型を挙げている。

#### ① 販売・勧誘、売買（ディーリング）、仲介（ブローカレッジ）、引受（アンダーライティング）・売り出し（セリング）（多角的取引システム（Multilateral Trading facilities:MTF）の運営を含む。）

現在の証券取引法は、これらの行為を規制対象としているが、投資サービス法においても、これを引き続き規制の対象とすることが適当である。

証券取引法においては、発行者自身による募集自体については業者ルールの適用がないが、例えば、投資信託の直販や商品ファンド・不動産特定共同事業については自己による募集も業者ルールの適用を受けている。このため、投資サービス法においては、発行者自身による募集も原則として業者ルールを適用すべきである。また、(2)で述べるように、業として規制の対象とする範囲を広げることなどについて検討を進めるべきである。

このように販売・勧誘行為について、可能な限り幅広く規制の対象とする一方、これまで証券取引法における業者ルールが適用されてこなかった株式会社自体による自社株式の募集や集団投資スキームの仕組み行為時における形式的な販売・勧誘行為規制への抵触などについては、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じることが望ましい。

(注) 米国、英国においても、発行者自身による募集を業者ルールの対象としたうえで、企業による自己株式の募集を業者ルールの適用除外としている（なお、米国においては、一定の要件を満たす必要がある。）。

証券取引法における有価証券の販売・勧誘行為についての規制は機能別に適用されており、銀行、保険会社といった業態にかかわらず、証券取引法の規定が適用される。投資サービス法についても、投資商品の販売等について、その規制を業態を問わず適用することが適当である。なお、投資性がある預金・保険についての投資サービス法、銀行法、保険業法の適用関係については引き続き検討を行うべきである。

なお、金融機関による有価証券の書面取次の特例については、行為規制が適用されないといった問題があることから、投資サービス法の制定に併せ、証券仲介業務に一本化すべきである。

## ② 資産運用（アセット・マネジメント）、助言（アドバイス）

現在、証券投資顧問業法は、有価証券の価値等又はその分析に基づく投資判断に関して助言することや投資判断の一任を受けることを規制している。

(注) 資産運用については、証券投資顧問業法のほか、商品ファンド法が商品先物や一部商品（商品先物の原資産や競走馬、映画等）について、信託業法、投資信託・法人法が信託財産の運用について、保険業法が保険資産の運用について規制している。

資産運用については、「主として有価証券、不動産その他の資産」に資産を運用する投資信託委託業者と規制を一元化することが考えられること、多様化する集団投資スキームにおいてその運用の適正性を確保するとともに運用方法の自由度を高めることが必要であること、また、資産運用に関連する詐欺を効果的に防止する観点から、投資商品を含む資産の運用及び投資信託・投資法人の資産の運用を広く投資サービス法の規制対象とする

ことが適当である。また、助言については、投資商品の価値等又はその分析に基づく投資判断に関して助言することを規制対象とすることが適当である。

(注) 米国においては、証券の価値等や証券への投資に対する助言、英国・EUにおいては、投資商品を含む資産の運用、投資商品に関する助言が規制の対象とされている。

なお、投資サービス法における勧誘行為と助言行為の関係、資産運用・助言規制の保険会社、信託会社、(信託業法上の)指図権者などへの適用関係について引き続き検討を行うべきである。

### ③ 資産管理 (カストディ)

金融商品について製販分離や仲介・代理販売が進むなか、販売者と資産管理者が異なる場合も出てきている。このため、投資商品の保護預りについても本来業務として位置づけ、保護預りのみを行う業者についても行為規制を課すことができるようにすることが適当である。

販売・勧誘、資産運用・助言と同様に、投資サービス法における資産管理規制の信託会社、銀行等への適用関係について引き続き検討を行うべきである。

### ④ 仕組み行為

適切な開示を含む、販売・運用・資産管理に関する規制や、集団投資スキームについて最低限の監督が担保されれば、仕組み行為自体についての規制は必要ないとの意見が多かった。

(注) 米国においては、仕組み行為自体について規制は行われていない。一方、英国・EUにおいては、集団投資スキームの仕組み行為等は包括的に規制の対象とされている。

なお、仕組み行為及びこれに係わる投資サービス業者を規律する法制としては、投資信託・法人法、信託業法、商品ファンド法、不動産特定共同事業法等が存在し、それぞれ投資サービス業者として、投資信託委託業者、信託会社、商品投資販売業者、不動産特定共同事業者等が仕組み業者(兼販売業者)とされていることから、これらの法律の取扱いについて引き続き検討を行うべきである。

### ⑤ その他

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については、証券取引法においても、有価証券に関連する情報の提供又は助言として、付随業務として位置づけている。これを本来業務として規制すべきか



どうかについては、諸外国においても規制のあり方について議論が進行中であることから、これらの議論も参照しつつ、引き続き検討していくべき課題であると考えられる。

(注1) ここでは、「ゲートキーパー」を上のような意味で用いるが、金融商品の販売の事実上の仲介機能を果たす商品や団体について「ゲートキーパー」と呼ぶことがある（このような商品や団体は「ゲートウェイ」と呼ばれることもある。）。

(注2) EUにおいては、「企業の資本構成・業界戦略及び関連事項に関する助言、企業の合併・買収に関する助言及びサービス」が付随業務とされてきたほか、今回の改正により「投資調査及び財務分析又は金融商品の取引に関するその他の形式での推奨」が付随業務に加えられたところ。

## (2) 投資サービス業の範囲

規制の名宛人となる「業者」の考え方としては、一般に「当該行為を反復・継続して行う者」とされ、証券取引法においては、「(売買等の)行為のいずれかを行う営業をいう。」とされている。

(注) この「営業」については、一般には、営利目的があり、反復継続性のある行為で、対公衆性の認められる行為とされている。

一方、問題を起している者の多くが無登録業者であり、その販売行為が「営業」に該当するか明らかではない場合が多いのではないかとの意見も踏まえれば、業として規制の対象とする範囲について、営利性などを要件とせず可能な限り広くとらえるなどの手当を講じることが望ましい。

(注) 新しい金融の流れに関する懇談会「論点整理」においては、「不特定多数の者を相手として当該行為を行う者」を「業者」の範囲に含めることを提案している。このような考え方については、ルールの横断性・包括性の観点から、行為類型や取引実態に応じ適宜ルールの緩和や適用除外を設けるべきとの指摘もあったところ。また、「不特定多数」については、形式的には特定しているが実質的に不特定多数である場合、発行時点では私募でも流通市場で不特定多数の者が購入する可能性がある場合等についてルールの明確化が必要との指摘もあった。