

中間整理コメント

2005年7月7日

淵田 康之

I. 総論

1. 6年前の「中間整理」からの後退はありえない

平成11年7月6日の金融審議会第一部会「中間整理（第一次）」においては、「Ⅲ. 新しい金融のルールの中核が対象とする金融商品の範囲」として「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、デリバティブ取引や・・・集団投資スキームも、幅広く対象とする金融商品とすべきである。」とされていた。今回の中間整理が、この6年前の中間整理の認識よりも、後退してよいはずがない。

前回においては、平成11年12月21日「中間整理（第二次）」の段階になり、結局、SPC法及び「証券投資信託及び証券投資法人法」の改正と金融商品販売法の成立を目指すこととなったのであったが、これは、「日本版金融サービス法の第一歩」という位置づけであった。

目指すべき方向は、6年前に既に明示されている。今回、何歩、さらに歩みを進め、あるいはどの程度大幅な一歩を踏み出し、あるべき姿に近づくことができるかが問われているのである。前回の議論から6年の歳月が経なければ、今回のような議論を再開できなかったこと、また法制化には1年以上必要であることを考えると、今回の機会に、あるべき姿に限りなく近づけておかなければ、日本の投資家保護のレベルが、他の先進国のレベルに比べて、著しく劣化した状態が、まだ何年も続いてしまうということになる。

前回、「中間整理（第一次）」に沿った法整備が実現していたのであれば、外為証拠金取引の問題をはじめとする、その後生じた各種の投資家被害を避けられたはずである。今回、あるべき姿の実現を妨げる人々は、今後、生じうる同種の問題、国民の被害に、責任を負うくらいの覚悟を持つべきである。

2. 包括的な投資商品定義に合わせた、統一的なエンフォースメントが本来の方向

池尾先生のおっしゃるように、幅広く規制することと、誰が規制することは分けて考えるべきである、というのは、幅広く規制することを実現することがまず最優先であり、そこすら実現しないようなことがあってはならない、という戦術的観点からは同意できるが、あるべき姿の展望も重要ではないか。

他省庁の方も、「我々の方で、できたばかりの法律で、ちゃんとやりつつある」、とか主張されている。確かに、対象を幅広くとった上で、具体的なエンフォースが、いくつかの省庁や法律で責任分担されるという姿でも、エンフォースのレベルに優劣の差が無い限

り、投資家保護の向上という目的は達成できる。

しかし、あるべき金融規制を考えるという立場から言えば、規制のコストという観点も重要である。仮に、投資商品として規制すべき対象が、異なる省庁により異なる法律下で規制されている場合、「同じようなものは同じように規制されているから、異なる省庁、異なる法律で良い」と考えるのではなく、「同じならなぜ一つの省庁、一つの法律にしないのか」と考えるのが自然ではないか。少なくとも、国民は、これはどの省庁管轄のどの法律で規制された投資商品とか意識しながら投資商品を取引してられない。国民の立場、利用者の立場で議論すべきである。

3. 金融商品の連続化に対し規制レベルの「断層」を作らない配慮

「同じ性格のものは同じ規制に」という原則は反対しにくい、難しいと思うのは、必ずしも全く同じ性格というものばかりでは無いということ。ローンと証券の中間のシンジケートローンに関連し、前回、「クレジット市場のシームレス化に応じて、シームレスな規制を」と申したが、実際には、米国の状況を見るとローンの規制と証券の規制の間に大きな断層ができてしまっている。法律を知らない人間の素人考えかもしれないが、「投資商品らしさ」に応じてシームレスに規制レベルが変化していくのが理想だと思う（この発想は、かつての「預金を考える懇談会」でも議論された考え方に通じるものと考えられる。すなわち、預金、金融債、貸付信託、保険から、公社債投信、株式投信、株に至る「金融商品相互間の連続性」、「利用者の幅広いニーズに切れ目なく対応した金融商品が提供されることが期待される」。西村吉正『日本の金融制度改革』p236、237参照）。

「投資商品らしさ」というのは、必ずしも元本割れのリスクの有無とかアマにも販売されるかどうかということだけではないと思う。流動性や何人に募集されるかとか、一口いくらとか、総額いくらか、満期はどれくらいかといった多様な変数で決まるものと思う。元本割れのリスクやプロアマの区別というのはそういう変数の一つに過ぎないような気がしているが、現状、なにかこれらが規制の柔軟性を担保する決定的な役割を担わされているような気がする。「プロ向けは柔軟に適用除外しますから」、ということで、警戒している皆さんが安心できるのかどうか？何回か前の会合で、特に現状、問題が生じていないものについては、まずは対象に入れた上で、規制レベルの初期値を現状と同じレベルから出発してはどうか、と申したのは、そうした断層を無くさなければ、みな入ってこないと考えたため。

シンジケートローンだけではなく、ヘッジファンドへの規制導入でも米国は大きくもめた。これまでは投資顧問法の適用除外と投資会社法の適用除外を組み合わせ、基本自由にやってこれたところを、前者の適用除外を限定したわけだが、それでグリーンSPANも反対する騒ぎになった。しかも、ロックアップピリオドが2年以内のものに限定することで、プライベートエクイティファンドが規制にひっかからないように配慮している。やはり、証券諸法は、嫌われているのだと思う（特にエンロン後の規制の厳格化やスピッツア

一の動きがあるのでなおさら)。とにかく対象に入ってもらって、あとから問題があれば世論の力を借りて、規制を強化するという順番ではないか。規制対象にとにかくなくてももらうためには、「規制強化ではありません」、ということをもっとはっきりさせておかなければならないのではないか。もしかしたら、隣接する証券商品の方が過剰規制で、こちらを規制緩和すべきという議論だってありうるかもしれないし、それが合理的であればそうすべきだと思う。

II. 各論

○資産運用・助言（p 8、9）

投資助言業者としての登録義務がない、フィナンシャルプランナー、ライフプランナーといった職業が今あるが、今回、ここも含めて助言業務とするようなイメージか？一般にどの株を売りどの株を買うか、という助言の間違いや歪みがある場合よりも、広義のアセットアロケーションをどうするかのアドバイスの間違いの方が、よほど顧客の資産に大きな悪影響を与える。

○勧誘、助言業務と受託者責任（p 8とp 12）

最初の「中間整理」では勧誘と助言の関係についてどう考えるのか、という論点があった。ここは大変興味深いテーマ。ラップなど残高手数料制の商品（口座）を顧客に販売し、その後、この口座で様々な取引を行う場合は、勧誘と助言の区別というのはかなりあいまいではないか。米国でもメリルリンチルールが議論となったが、あまり明確な区分けができていないようだ。米国では投資顧問法上の受託者責任の有無に関わるため、大騒ぎになっている。日本でもp 12にあるように、助言についても、資産運用と同様、①-④の受託者責任が課せられると、米国同様の議論が成立するようにも思える（現状でも投資顧問業法上、忠実義務は明記されている）。神田先生もお書きになっているように、日本では受託者責任が未発達で不明確な点が多いという現状なので、この①-④がどのような規制負担になりうるのかが気になる。米国では、特にERISA分野では、セーフハーバー規定があるものの、「受託者責任」が拡大解釈され、乱訴と思われるような状況もあり、「受託者責任」という言葉には関係者は大変神経質になっている面もある。

○取引所の上場商品の拡大（p 18）

「投資サービス法上の取引所においては、有価証券や金融先物などの投資商品に加え、幅広い商品の取扱いが可能となるようにすることにより」とあるが、「投資商品に加え」、ということは「投資商品」ではないものを、「上場商品」として扱えるようにする、ということと読める。そういう考え方ではなく、そもそも幅広い商品を「投資商品」の範疇に入れ、これを上場し取引していくという考え方の方が自然ではないか。逆に言うと、取引

所のようなところに上場され、時々刻々市場取引を通じて値段が変化し、一般大衆の注文を受けて売買が行われるような商品は、投資商品以外のなにものでもないと思う。実物商品の取引と関係があるため「投資商品」ではない、との主張もあったが、基本的に「差金決済」が行われている場合は、取引の実態は「キャッシュフローの移転」に他ならず、この理屈は成り立ちにくい。もちろん、投資商品をここまで広げられないリスクがある場合は、今の文章のままが良いと思うが。

○自主規制機関の機能強化 (p23)

「証券業協会と同等の機能を各機関が有することとすることにより、自主規制機関の機能強化を図るべきである。」とあるが、投資サービス法により横断的規制が目指されることを考慮すると、既存の自主規制機関を前提にこれらを強化していくというよりも、自主規制機関間の機能の重複などを排し、必要があれば統合等も推進すべきではないか。英国では、1986年金融サービス法の成立により、SIB（証券投資委員会）の下に業務別に5つのSROが位置づけられた。しかし、広範囲な金融サービス業務を営む業者は複数のSROに加入しなければならず、手続きやコストの面で大きな負担となった。また、利用者にとっても、業者への苦情を訴える機関が不明確であるという問題が生じた。この教訓を踏まえ1997年にFSAが誕生したという経緯がある。