

(2) 日本

「Investors Protection - Legal Aspects and New Movement-」

報告者 小塚 莊一郎 上智大学教授

杉浦 宣彦 金融庁金融研究研修センター研究官

(小塚) ありがとうございます。報告させていただきます。宜しく願いいたします。既にアジア諸国の情勢について、多くの報告者からお話を伺いました。そこで私は、日本の金融取引に関する法制度についてお話をしたいと思います。その際の焦点として、投資家が引き受けるリスクについて、どのようなルールがあるかということを中心に上げたい。というのは、リスクというものが金融取引の本質であると考えているからです。

このような観点からしますと、ルールは四つのタイプに区別することができるのではないかと思います。第一に、リスクの移転に関するルール。いつ、どのような条件の下でリスクが投資家に移転するのかというルールであります。リスクというのが取引の対象であるとしめすと、言ってみればこれはゲームのルールというべきものであらうと考えられます。第二は、金融機関、金融仲介者が投資家と取引をする際に守らなければならないルールであります。これはリスクの移転について直接的に定めているわけではありません。そうではなくて、金融機関が何をしてよいか、何をしてはいけないかということを決めるものです。第三に、ある種の金融取引をそもそも禁止してしまうということがあります。これは、その種の取引が、金融マーケットの信用を非常に害するという時に定められるものです。最後に、金融機関の健全性を守るためのルールということがあります。このルールの働きとしては、投資家がその金融機関についてのリスクというものを負担しなくてよい、従って、当該取引固有のリスクだけを考えればよいという類のものです。

それでは、第一のタイプ、リスクの移転についてのルールについて、もう少し考えてみたいと思います。注意しなければいけないのは、これはリスクをなくしてしまうというタイプのルールではなくて、リスクが移転するための条件がどのようなものであるかということ、予め決めておいて、それを前提として投資家がきちんとした判断をできるようにするためのルールだということです。典型的なものは、ある種の条件の下で投資家の意思決定を取り消すことができるというタイプのルールです。例えば、投資家が消費者契約法の下で消費者に当たる場合で、そして、その金融商品の販売について重要な事実の不開示や不実の情報提供があったというような場合には、この取引を取り消す権利が投資家に生じます。ある意味で、それ以上に強い保護が与えられるという例は、例えば投資顧問業法にあるクーリングオフの規定です。これは、7日間であれば無条件に取り消すことができるというものであります。しかし、リスクの移転が事後的に覆されるというのは、実は金銭

賠償の形でもあり得るわけです。というのは、金銭賠償というのは、金融取引においては、結局のところ原状回復と機能的に変わりがないからです。

日本の判例が作ったルールの下で、金融商品の販売に際して金融機関が投資家に対して十分な説明をしなければいけないというルールができております。金融商品のリスクとその構造についてなさなければならない、という判例のルールになっております。裁判所によりますと、これに違反いたしますと金融機関は民法上の不法行為の責任を負うということでございます。変額保険やワラントなど、非常に複雑な金融商品であって、経験の浅い投資家に売るには必ずしも適しないようなものを購入した投資家が、この判例法によって救済されたという事例は多数あります。

リスクの移転に関して、もう一つ別のタイプのルールがございます。それは、金融機関の従業員、外務員の権限に関するルールです。この種の権限は、基本的には使用者である金融機関と従業員との間の契約によって定められるべきものなのですが、法令の中には例えば証券取引法や商品取引所法のように、権限を法定してしまうことによって、外務員は投資家と取引をする権限を持っていると見なされるというようなルールが定められているものもあります。こういうルールがありますと投資家としては、外務員の権限が実は制約されていたというリスクを心配しなくていいことになるわけです。

次に、金融機関の行為に関するルール、すなわち、何をしてもいいか、何をしてはいけないかというルールですが、これは金融関係の業法に多数例が見られます。例えば、不実の表示をしてはならないとか、詐欺的な取引をしてはならないというようなルール。具体的に言いますと、例えば、断定的判断の提供を禁止するとか、威迫的な勧誘を禁ずるというようなものです。あるいは、取引の条件を示した書面を交付しなければならないというルールもありますし、取引が成立した時には、仲介機関が成立した取引について報告せよというルールが定められていることもあります。これらのルールは金融機関に対して向けられたもので、違反が重大である場合には刑事罰が適用になることもあるという種類のものですので、その執行は政府当局が行います。

しかしながら、それらのルールが民事訴訟の中で、金融機関が適切でない行動をしたという主張の根拠として用いられる場合もあるわけです。裁判所がそういう主張を認めますと、投資家としてはおそらく金融機関の不法行為を証明することが容易になり、結果的に投資を回復することができます。そうしますと、金融機関に対して命令をしているルールも、実は、間接的にはリスクの移転に影響するのだということになるかと思えます。

第三のタイプのルールは、ある種の金融取引を全く禁止してしまうというものであります。数は限られていますが、非常に重要なものです。例えば、銀行でないものが預金を受け入れるということは、出資法によって禁止されております。これは一般の人々が預けたお金が返ってくると信じて、実際には信用のない業者にお金を預けてしまう事態を防ごうとするものです。また、この種の規制として、他に私設取引市場の禁止というものもあります。さらに一般的に言えば、免許制がとられているような金融取引（銀行業・保険業）

において、免許を持たない事業者が取引を禁じられるというものも、この類型に入るかと思えます。

最後の類型は金融機関の健全性に関するルールであり、最後だからと言って重要でないわけではなくて、とりわけ銀行については重要になります。この規制の意味は明らかでありまして、金融機関の健全性に関わるリスクというものを取り除いて、投資家が取引から生ずるリスクだけを考えればよいという類のものであります。最も極端な例としては、預金保険があるわけです。現在日本では預金者一人当たり 1,000 万円が保障されておりますが、これは完全な保護を預金者に与えるという類のものであります。また、銀行の破綻の場合の破綻処理法制も、不必要な取りつけ騒ぎを防ぎ、預金者の被る損害を最小限に抑えるという意味で、この類型に属する重要なルールです。

次に、若干歴史的な経緯を振り返ってみたいと思います。1980 年代の初めまでは、日本の金融市場は非常に規制されておりました。政府は銀行や保険会社が破綻するという事態を防ごうと非常に努力いたしましたし、証券会社ですら破綻した例は極めてわずかという状況にありました。これはいずれも規制のおかげです。その当時は、金融機関に対して何かをせよとか、してはならないというルールはたくさんあり、他方でリスクの移転に関するルールは極めて基本的なものしかありませんでした。基本的なものの例としては、証券取引法上のディスクロージャーなどが挙げられるかと思えます。この当時、判例をにぎわしていたのは、商品取引に関わる事例で、その当時、商品取引業という業界が、規制が最も緩やかな業界であったということを背景にしているかと思えます。

1980 年代の半ばに自由化が始まり、1990 年代の終わりにかけて、ずっと続けられました。その過程で新たな金融商品が多数生まれ、他方で、金融機関の破綻が発生しました。前者の影響によって、80 年代のバブル経済の産物ですが、1990 年代の初め頃には金融商品の販売について訴訟が頻発し、また 1990 年代の後半には銀行の破綻が現実化いたしました。これに伴って、リスクの移転に関するルールが次第に発展してまいりました。判例の説明義務に関するルールの確立に続いて、消費者契約法、金融商品販売法が 2000 年に作られたわけです。また、銀行の健全性規制、さらには破綻処理法制なども国際的な水準を満たすまでに整えられたと、私は理解しております。そして現在、投資サービス法、金融商品取引法が提案されている。それは、これを完成しようというものだということです。

そこで私の話としては一応まとめにいたしまして、この法律の内容について、杉浦さんに譲りたいと思います。

（杉浦） 小塚先生、ありがとうございます。小塚先生に、従来どこまでわが国の金融法制が消費者保護を含めて考えてきたのかというところを言っていただきまして、私は、まさに新しい動きである投資サービス法のお話を紹介させていただきたいと思えます。投資サービス法に関しては、投資サービス法という名前で今まさに国会に上程しようという最

中の検討が行われており、今まさに与党を始めとしたそれぞれのところにご説明を差し上げている最中です。内容については、非常に簡単な部分だけしかご紹介できませんし、私が持っている知識にも限界があります。もしかしたら、この中にいらっしゃる金融審議会のメンバーの方の方がご存知かもしれません。しかも今回、私は韓国の発表を午前中にお聞きしましたら、なんと内容がよく似ているのだらうということにも気付かしまして、そうになると、むしろ内容そのものは幾らか簡潔に説明させていただいて、私自身が一研究官として、イギリスの金融機関にいたこともありますので、こういう横断的な法制を作っていくことの困難さのような話など、私の感想めいたことを混ぜて最終的に申し上げることにして、最後の各国報告を終わらせていただきたいと思います。

それでは、最初に、投資サービス法について申し上げます。その主旨と目的ということを考えていきますと、一つは、利用者保護ルールをいかに徹底するかということ。そして、利用者の利便性の向上と、金融改革をさらに推進していくこと。加えて、金融ならびに資本市場の国際化への対応といったことを、主旨と目的として作られています。

その中で特にポイントになる部分は、金融商品が幅広く提供されていく中で、包括的かつ横断的な利用者保護の枠組みをどう整備していくのかということ。そして、法の柔構造化を考えていく中で、取引のタイプや金融商品の特性ならびに投資家の知識や経験によって、違う規制を作れるのではないかというチャレンジなどが挙がってくるわけです。

では、この投資サービス法は一体どのようなものを対象範囲にしているのかという、一つのクライテリアが存在します。そのクライテリアとしては、金銭の出資、金銭の償還の可能性を持っていて、そして資産や指標などに関連しており、さらに、より高いリターン（経済的効用）を期待してリスクが取れるようなもの。例えば、政府のガバメントボンドであるようなもの、社債、株券、デリバティブなどのようなものを一つの対象にしています。従って、この法律そのものは、銀行法などを幅広く大きく改正するというよりは、むしろ証券取引法を分解して、その中で新しい法制を作っていくということになります。

現段階では投資サービス法という名前になっていますが、日本の法律はカタカナで法律を作るのが嫌なので、どうしても漢字にしなければいけません。ですので、金融商品取引法という名前になるかもしれませんし、つい先頃の与党向けの説明では「証券取引法等の一部を改正する法律案」となっていました、果たして最後はどの名前になるのか、よく分かりません。

さて、その中で投資サービス法の行為規制のことを考えていきます。一番目は、行為規制の全体像がありますが、その次に、適合性原則をいかに徹底していくのかということがポイントになってきます。そして、金融商品を販売する際に、金融商品販売法が既にあるわけですが、その中における特に説明義務の業務上の義務化の徹底を行うということがあります。そして、招かざる勧誘のようなものがあるので、そういったものをきちんと禁止するということも、今回の中に入ってきます。

さらには、手数料開示のあり方というのもあります。これは既にアメリカなどでは、例

例えば ATM などを使ったときに、幾らチャージがかかるというようなものを画面上に提示しろというものが出ていますが、わが国においても似たような状況が今後出てくると思われます。そして、投資サービス業者であるということをきちんと表示する表示義務も出てきます。その他として注目すべきものは、広告規制のようなものも今後出てくると思います。

その中で重要なのは、冒頭でも申し上げましたが、一般投資家と特定投資家との区別、つまりプロとアマをどう分けるかという議論が出てきます。これは適切な利用者保護と、リスク・キャピタルの供給の円滑化を考えていくと、当然の成り行きではありますが、現段階で考えられているのは四つの段階であります。特定投資家が二つに分かれていますが、あと一般投資家も二つに分けています。

アメリカなどでは自衛力認定投資家というものがありまして、純資産が 100 万ドル超の個人ということになっています。そして EU では、たしか 50 万ユーロ以上の金融資産を有していて、しかも多頻度で大口取引を行っている個人というのが、適格投資家であるか否かの規準になっています。わが国においても、これまであまりはっきりしてこなかった適格投資家、プロとアマの議論にストレートにこれから入っていくと思われます。

その他、その中身として考えていくことの中には、集団投資スキームをどうしていくのかという話や、開示規制の問題、そして、冒頭に五味長官からもお話がありましたが、証券取引所の問題もあります。そして、自主規制団体によって、比較的業務に近いような形で、きちんとした自主的な規律の中での金融商品の販売やサービスの提供のあり方が議論されています。この中でも何度か問題になっていましたが、エンフォースメントをどういう形で保障していくのか、遂行できる形を作っていくのかという問題があります。そして、グローバル化の問題を申し上げましたが、金融経済教育をどういう形で進めていくのかということが問題になってきます。

この金融教育の話に関しては、私もアメリカやヨーロッパに行った時に、何度も各国のレギュレーターといろいろなお話をしてきましたが、意外なことに、消費者金融の一番の優良顧客は学校の先生です。これはどうもヨーロッパもアメリカもあまり変わらなくて、学校の先生が消費者金融のお客さんであるということが、果たして教育を行っていくのに適切なのかどうかという問題はあって、ここは大きく議論が出てくることかと思われます。今後も注目すべきかもしれません。

では、この投資サービス法がわが国日本の金融法制にとって何なのかということを考えた時に、私は、これは一つの新たな挑戦であると思います。まず一つは、これまでは業界ごとに法規制があったものを、取引法の形と、参入要件を書いた機関法の形の二つに大きく分けるという形態を取ったのです。そして、取引法の中がまさに横断的規制という形になっているわけですが、この新たな枠組みは果たしてうまくいくのかという疑問を持っているわけです。金融庁にしながら、このような疑問を持っていけないではないかとお叱りを受けるかもしれませんが、ある意味でいうと今後の大きなチャレンジであると思っています。

なぜかという、イギリスのようにユニバーサルバンク化が既に進んでいて、ある意味でいうと金融商品が一元的に販売されていて、金融機関に勤めている人たちがそういった商品を販売することに慣れていて、さらに言うと、それを買う人たちが1か所で金融商品を買うことに慣れているケースは、おそらくいいでしょう。しかし、アメリカで、ある意味でイギリス型を目指したのかもしれない、グラムリーチブライリー法が通過したその後も、アメリカは、実を言うと、イギリス化していない現状があるわけです。JPモルガン・チェースやシティなどいろいろなところがありますが、いまだにそれぞれのセクションは、相変わらず証券は証券、銀行は銀行という形でビジネスのアクティビティが行われていまずし、必ずしも投資家たちがそれを一つにして捉えて考えるということは、実際には行われていないという現状があるわけです。

そして、プロとアマを具体的に分けるということに関しても、スパッと美しく二つに分かれるというわけではなくて、例えばわが国において特に問題なのは、デイトレーダーという、インターネットを使ったトレーダーの問題があります。この人たちが必ずしも元々巨額な資産を持っているわけではないかもしれませんが、しかし、彼らが今回のライブドアを巡る問題等々に関しても、非常にアクティブな動きを示したということだけは、事実です。それでも彼らはアマチュアなのでしょうか。恐らく彼らはプロとしか考えようがないということがあります。

また、行政の中においても、従来、証券課や銀行課という形で監督当局も分かれてきたものを、こういう形で一元化していくと、金融当局そのものも、セクショナリズムではなくて、統一化してオーバーオールに見ていくという形をきちんと整えていかななくてはなりません。このこと自体は、単に利用者の利便性を図って利用者を教育していくだけではなくて、行政そのものがいかにステップアップしていった一元化的にものを見ていくようになるのか、という大きなチャレンジになるわけです。このことを考えていくと、冒頭で神田先生がおっしゃった社会的コストを考えた時に、これは間違いなく当初はコストがかかります。コストがかかっていったって、最後に10年たったら安かったねと言えるのかどうかという、大きなチャレンジに来ているのだと思います。

ということで、わが国のチャレンジは果たしてうまくいくのかどうか。これから我々金融庁が頑張っていかなければいけないポイントだとは思いますが、韓国もその後に続けられるようですし、こういった横断的仕組みがイギリスに次いでその他の国々でやれるのかどうかというのは、今後の大きな注目すべき課題だと考えています。以上、私の発表はこれで終わらせていただきます。ご清聴ありがとうございました。

(質問) プレゼンどうもありがとうございました。三つ、質問があります。

第一に、杉浦先生が、日本の投資サービス法と韓国の統合資本市場法は、多くの共通点があるとおっしゃっていました。私は、韓国と日本のバージョンは幾つか重要な点で違い

があると思うのです。まず、投資サービス法の中では対象範囲はどうなるのか、例えば預金や保険商品も入るのかどうか、お聞かせください。

それから第二番目の質問です。ご発表によりますと、韓国と日本のモデルの主たる違いは、日本のシステムは取引法と業態別法からなる二重のシステムになっている点だと思います。最近公表された、韓国の統合資本市場法では、もう業態別法は残らないということなのです。つまり、資本市場の法律を一本化することなのですから、日本はなぜこういった二元型の体制をとろうと決められたのでしょうか。

最後の質問は、投資サービス法に対する市場の反応、特に銀行セクターと保険セクターについて、何かおっしゃっていただけることはあるのでしょうか。

（杉浦） まず、最初のご質問にお答えします。預金などに関しては、もともと投資性の強い預金や変額保険、年金、デリバティブ預金といったものは、対象商品に入ってきます。そして、商品先物や不動産特定共同事業なども、同様の規制を適用するということが決まっています。ただ、預金などに関しては単純に入れるかという、預金保険などは別枠があるので、この中に一緒に入れるというのは枠組みがちょっと違うと、私は考えています。

二番目のご質問に関しては、これは法律学の考え方だと思いますけれども、一つにまとめるか、それとも二つに分けるかというのは作り方の問題だけなのです。現段階で日本のアプローチの仕方は、少なくとも証券取引法を一部改正するという形でやっていますから、その中で取引法の部分だけをくっつけて、そして、そうではないものを分離するという形をとっているだけです。韓国のアプローチのように、やや UK に近い、全て合わせていくような形がとれるのであれば、それはそれで一つの理想的な形だと思います。

しかし現段階において、例えば多くの事業者は、業態別に参入していく方が分かりやすいと考えているというのが事実だと思います。その場合は、日本型のこういったアプローチが今回はあっても、それはそれで比較的継続性がある行政監督になっていくのではないと思われる次第です。

すみません、三番目のご質問を忘れてしまったのですけれども、三番目は何でしたか。

（質問） 市場の反応。

（杉浦） 反応と言われると、私が知り得る範囲で、私の責任の下だけで申し上げます。商品の幅や範囲の部分に関しては、相当いろいろな議論があったと思います。そして、まだ全容が完全に明らかでない中で、業者の中でもまだ完全に賛成・反対という方向性を見極め切れていないのではないかと思います。もしかしたら、これは後で高橋先生や原先生

から違う意見があるかもしれないと承知していますが、ただ一般的には、利用者保護全体を考えた時には、小さいかもしれませんが、一步や二歩前進しているという評価を頂けてもいいのではないかと考えています。全体的に一つの大きなチャレンジではありますが、一つの新しい日本の金融法制のあり方として、割と広く認められているところではないかと承知しています。

（小塚） 利用者保護との関係で補足させていただきます。もともと、日本の証券取引法は、かなり利用者保護に注意したというか、比較的強力な仕組みを持っているものです。今回、横断的に広く適用するという形で、これまでほとんど利用者保護がなされていなかった部分も含めて、利用者保護が徹底されていくという意味では、大きな前進なのではないかと思います。しかし、ベースとなっている現行の証券取引法がどの程度、最終目的である利用者保護に到達しているかというのは、別の問題としてあるのかと思います。

それから、一つ目の預金と保険の話は、通常の預金や通常の保険については、それぞれの銀行業法や保険業法でそれなりの規制がかかっています。特に今回問題となる、リスク性の高いものを適正に販売しているかどうかというのは、敢えてそこまで入れなくてもいいのではないかとということで外れています。先ほど話がありましたように、変額保険やリスク性の高い預金については、今回のものにカバーされるという意味で、それなりのロジックと整合性があると思っております。

（モデレーター） 補助的な発言を頂いて、どうもありがとうございました。

先ほどの韓国のアプローチと日本のアプローチの違いに関する質問に戻りますが、とても興味深いと思いました。もしかしたら日本と韓国の間には環境上の違いもあると思います。韓国の制度は、もちろん日本よりも深刻に金融危機の煽りを受けたわけですが、以来、韓国の金融制度は大幅に改革してまいりました。日本に比べて大々的に改革してきたと思うのです。金融危機が起こっても、日本はそれほど大きなショックではなかったのも、より慎重に、継続性を保ちつつ改革なさっていると思うのです。ですから、これは一つの違いかなと、私は思いました。ご参考までに申し上げます。

（質問） 投資サービス法の中で、金融資本市場の国際化への対応ということがあるのですけれども、こういったことが具体的に含まれているのか、質問申し上げます。

（杉浦） これは、国際担当参事官からお答えいただいたほうがよろしいと思います。

（知原信良 金融庁参事官） 投資サービス法自身の法律改正の中で何か具体的な規定がある訳ではありませんが、新しい法制度の下で、外国当局との間で情報交換をより一層促進するために、MOU を結ぶことが強く求められるようになるので心して対応していくことになるということかと思います。