

金融審議会第 1 部会

2004 年 11 月 19 日

EU における投資サービス法制について

東京大学

神作裕之

1 報告の対象

2004 年 4 月 21 日「金融商品のための市場に関する、欧州理事会の 2 件の指令(85/611/ECC, 93/6/ECC)ならびに欧州議会および欧州理事会の指令(2000/12/EC)を改正し、欧州理事会の指令(93/22/EWG)を廃棄するための、欧州議会および欧州理事会の指令(以下、「新投資サービス指令」という。)」

現行ドイツ証券取引法

および における

金融商品の範囲の拡大(3)

投資サービスの範囲の拡大(4)

2 EU における投資サービス分野における立法の動向と背景

(1) 投資サービス(資本)市場法の領域における主要な指令の制定・改正の動向

1979 年; 取引所上場認可指令

1980 年; 取引所上場認可目論見書指令

1982 年; 中間報告書指令

1985 年; 投資ファンド指令

1988 年; 参加透明性指令

1989 年; 発行目論見書指令、内部者取引指令

1993 年; 旧投資サービス指令(「旧指令」という。)、資本適正化指令

1998 年; ファイナリティー指令、投資家補償指令

2001 年; 改正投資ファンド指令

2003 年; 目論見書指令、市場詐害行為指令

2004 年; 新投資サービス指令(「新指令」という。)、公開買付指令

(2) 背景

2005 年の域内投資サービス市場の統合をめざし精力的な立法措置

投資サービス市場の統合の重要性の認識の高まり

2000 年 3 月; リスボン宣言

ヨーロッパ投資サービス市場の統合がヨーロッパの経済改革の核心である

2005年に域内金融市場の統合をめざすこと

金融サービス市場の統合により大きな経済的・社会的メリットを享受できるであろうという期待

たとえば、ある研究によれば、統合された、厚みのある流動性の高いEUの域内投資サービス市場の形成により、株式資本コストは0.5%減少する一方、雇用は0.5%改善し実質GDPは1.1%上昇したとの試算

Begründung des Vorschlages über Wertpapierdienstleistungen und geregelte Märkte, KOM(2002) 625 endgültig vom 19.11.2002, S.4

旧指令の考え方では投資サービス業の現代的展開にうまく対応できない

市場参加者および取引手法の多様化が急速に進展－金融仲介業者の機能と市場の機能の接近、境界の曖昧化

前提 支店開設の自由（ヨーロッパ・パスポートと呼ばれる）

資本移動の自由

cf. ドイツにおける「資本市場法(Kapitalmarktrecht)」の概念

－市場組織法、市場行為法および市場監督法から成る

(3) 規制理念

投資家保護原則およびその発現である投資家の個別的保護

取引所、資本市場および経済の機能保護

(4) 本報告のテーマに関するEUの方向性

「最低限の調和」アプローチの修正

投資サービス、金融商品の範囲の拡大

新指令の適用範囲＝「本指令は、投資サービス業者および規制市場に適用するものとする」(新指令1条1項)

投資サービス業者は、「投資サービスおよび投資活動」という概念によって定義され(新指令4条1項1号)、「投資サービスおよび投資活動」は、「付表A節に掲げるサービスおよび活動であって、付表C節に掲げる商品についてなされるものをいう」と定義されている(新指令4条1項2号)

適用除外について相当に詳細な定めを置くほか、業者の行為規制については、投資家がプロ・アマかにより投資家保護の規定の適用に関するルールを異ならせ、プロ・アマの区別については詳細な要件・手続規定を置く

3 金融商品の範囲

(1) 新投資サービス指令における金融商品の範囲の拡大

商品デリバティブ

(イ) 趣旨

商品デリバティブの中には、伝統的な金融商品と同様の監督法上の問題を提起しているものがあり、商品デリバティブを対象とする定型化された取引およびその媒介行為を新投資サービス指令の適用範囲とするため

現物に係る商品市場は本指令の適用外

- 理由
- ・現物商品には十分に代替性があるとはいえない
 - ・問題となっている商品が取扱われている市場毎にそのミクロ構造が多様であるため

(ロ) 旧指令の問題点

- ・投資サービス業者が商品デリバティブの対象たる業務を国境を超えて行おうとする場合に、投資サービス指令に基づくヨーロッパ・パスポートを利用できない
- ・投資サービス指令の権利および義務から特定の商品取引業者を除外する結果となる
- ・商品デリバティブに係る組織化された取引がなされる取引所および他の取引システムは、遠隔地から参加する構成員または画像取引の認可につき投資サービス指令の関連規定の遵守を要求することができない

(ハ) 「商品」概念

「代替性」および「物」概念により規定

「代替性」の意義

「物」の意義—有体物に限るか無体物を含むか？

「引渡可能性」を要するか「取引可能性」で足りるか？

(ニ) 新指令の適用を画する基準

- ・規制市場または MTF で取引されているかどうか
- ・認可された清算機関を通じて清算・決済されるかどうか
- ・差額決済がなされるか
- ・定常的な追加証拠金が求められているかどうか
- ・定期的に公表された相場を参照して相場・取引量・引渡時期・通常の取引条件が決定されているかどうか

クレジット・デリバティブ、天候デリバティブ等

に述べた商品デリバティブが物に対象を限定するアプローチを採用したため、商品デリバティブに類似の取引であって、それと同様の規律に服すべきデリバティブ取引が生ずる。この問題への対策が、クレジット・デリバティブや天候デリバティブを金融商品と定義した付表 C 節 8 号から 10 号までの規定である。すなわち、単なる権利の移転や排出権割当の移転等が問題となっても、それが投機目的で行われる以上、商品デリバティブと同等の規制に服するべきである。

(2) ドイツ現行証券取引法における金融商品の範囲

有価証券(Wertpapiere)

ドイツ証券法は、2条1項本文において、各号に掲げるものについて証券化の有無を問わず有価証券と定義するものとする。1号において、株式や債務証券等を有価証券として定義した後、同条同項2号において、「市場で取引し得る、株式または債務証券に類似するその他の有価証券」を掲げる。「株式に類似する有価証券」としては、組織形態・法形態のいかんを問わず、社員権を表章したものを指すと解されており、したがって、市場で取引し得る以上は、有限会社、合資会社の有限責任社員の地位等も含まれると解されている。なお、投資会社および外国投資会社の持分は、有価証券であることが明定されている。

短期金融市場商品(Geldmarktinstrumente)

デリバティブ(Derivate)

(イ) 証券取引法上の「デリバティブ」の定義

証券取引法2条2項(信用制度法1条11項4文も同様)は、デリバティブを次のように定義している。

「デリバティブとは、つぎに掲げるものをいう。

1号 次の価格に直接または間接に基づき価格が決まる期限取引であって、確定期取引またはオプション取引として形成されるものである。

1. 有価証券の取引所価格もしくは市場価格
2. 短期金融市場商品の取引所価格もしくは市場価格
3. 金利もしくはその他の指標(Ertrag)、または
4. 商品もしくは貴金属の取引所価格および市場価格

2号 組織化された市場で取引される通貨期限取引(通貨先物取引) 通貨オプション取引、通貨スワップ取引、通貨スワップオプション取引および通貨先物オプション取引」

(ロ) 取引所期限取引(Börsentermingeschäfte)と差金取引(Differenzgeschäfte)

旧民法の差金取引の禁止と取引所法上の取引所期限取引に関する規律

(ハ) 第4次資本市場振興法による改正

ドイツ証券法における「金融期限取引(Finanztermingeschäfte)」の定義

- ・取引所期限取引能力制度の廃止
- ・金融期限取引に関する情報提供義務を証券取引法上法定(証券取引法37d条1項1文)
- ・その違反の効果として業者の損害賠償責任を明定(同法37d条4項)
- ・民法における差金取引の禁止に係る規定を削除
- ・民法762条の賭博の抗弁についても、少なくとも、相手方当事者が営業上または商人としての方法で業を営むことが求められるほどの規模で金融期限取引を締結しまたはその締結を仲介し、または金融期限商品の購入、販売もしくは媒介を業とする企業であ

る場合には、民法上の「賭博の抗弁」を提出できないものとする（同法 37e 条）

・証券取引法において、「金融期限取引(Finanztermingeschäft)」を定義

金融期限取引 = 「本条 2 項にいうデリバティブおよびオプション証券をいう。」

4 新投資サービス指令における投資サービス業の拡大

(1) 投資助言

(イ) 投資助言業務の意義

投資助言とは、「顧客の要請に基づき、または投資サービス業者のイニシアティブに基づき、顧客に対し、金融商品に係る取引に関する属人的な助言を行うこと」(新指令 4 条 1 項 4 号)。

(ロ) 立法趣旨

投資家がますます投資助言に頼るようになってきているという事情

投資助言業務により投資家に生ずるリスクを的確かつ柔軟に考慮するための法的枠組みを創設するため

・開業にあたり認可を要する

・業務継続中には行為義務を課され、不適切な助言に基づく投資家のリスクまたは職業倫理に反する助言業者の行動を抑制するための公正適切な監督規定が適用される

・ある加盟国で認可を得た投資助言業者は、ヨーロッパ・パスポートの恩恵を受けることができる

(ハ) 整理を要する論点

「一般的推奨」との違い

いわゆる「マーケティング・コミュニケーション」との関係

(2) 財務分析

顧客または公衆に対する財務分析や投資研究等の形態で、金融取引に対する一般的な推奨を行うことについては、これらの情報の受け手の利益が害されないよう、厳格な職業上および倫理上の基準を適用する必要がある。そこで、財務分析業務が、投資サービス付随業務とされた(付表 B 節 5 号)。

なお、ドイツでは、証券会社またはその結合企業が行う証券分析につき証券付随業務としては規定していないものの、注意義務や利益相反規制等の行為規制がすでに課されているところである(ドイツ証取法 34b 条)。証券分析の定義規定はないが、証券分析に対する投資家の特別の信頼を保護するという規制目的から、投資家の観点から証券分析の意義が明らかにされるべきであると解されている。すなわち、財務分析とは、有価証券に係る企業の発展や状態、経済環境等も含む包括的な深められた検討であると言われている。

(3) MTF の運営

5 ドイツにおける一元的な金融サービス監督機関の設置

2002 年 4 月 22 日「金融監督の統合に関する法律」

従来の金融監督体制

- ・ 信用制度監督庁 (Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen)
- ・ 保険監督庁 (Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen)
- ・ 証券取引監督庁 (Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel)

上記 3 機関を金融サービス監督庁 (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht)

に統合

(目的)

監督に関する知識・情報・ノウハウを集積し、シナジー効果により監督効率を高める

監督業務の重複部分の排除

決定および責任の一元化

(背景)

金融全体に係る戦略が立てられ、金融全体にわたる金融商品の販売が増加しているという

金融市場の変化

金融コングロマリットの形成

(変わらない部分)

銀行監督、保険監督および証券取引監督につきそれぞれ固有の問題があるため、異なる部局により監督がなされる点に変わらない。

(変化した部分)

金融市場、金融商品および金融コングロマリットを対象とする部門の設置

利用者保護を目的とする部門の設置

資金洗浄および不法な金融取引を摘発しその対策を講ずる部門の設置

6 結びに代えて