

論 点 2

規制内容について

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し、併せて、

- 対象となる金融商品を規制する既存の業法の規制内容を取り込みつつ、機能別・横断的に再整理する、
- 規制内容については、全体として再点検し、プロ間取引の規制緩和など、規制緩和を推進する、
- 個人投資家などアマとの取引については、投資家保護を強化する観点からの規制を拡充する、

ことが適当である。

2. 業務範囲について

本来業務である販売・勧誘、資産運用・助言、資産管理のほか、付随・兼業業務についてもできるだけ拡大すべきである。

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ある。

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所要の措置を講ずるべきである。

1. 規制の枠組み（資料2-2）

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。

投資サービス法における規制については、これらの枠組みを基本とし、併せて、

- ・ 投資商品とされる金融商品を規制する既存の業法の規制内容を取り込みつつ、機能別・横断的に再整理する、
 - ・ 規制内容については全体として再点検し、プロ間取引の規制緩和など、規制緩和を推進する、
 - ・ 個人投資家などアマとの取引については、投資家保護を強化する観点からの規制を拡充する、
- ことが適当である。

2. 本来・付随・兼業業務の範囲について（資料2-3）

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が適当である。

(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適当である。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適当である。

(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

困を拡大すべきである。例えば、本来業務に付随して行われる可能性の高い投資商品の売買に伴う為替取引やM&A業務を含む経営相談業務等について付随業務と位置づけることにより、業務の自由度を高めるとともに、利用者保護上の問題が生じた場合には必要な措置を講ずることができるようにすることが適当である。

3. 参入規制のあり方（資料2-4）

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）ことが適当である。

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ることが考えられる。

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ある。

4. 行為規制等のあり方（資料2-5）

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」）とすることが適当である。

(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、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適当である。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。

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**ことが適当である。**

(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2-6)

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、同様の義務を課すこと**が適当である。**

(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であり、横断的な義務付けを行うことが望ましい。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**制度を構築していくことが適当である。**

(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2-7)

広告規制の内容や書面交付・説明義務などについては、元本欠損のおそれ

あるか、元本以上の損失のおそれがあるか、といった商品のリスクに配意した内容が定められることが望ましい。特に、元本以上の損失のおそれがある場合について配意すべきであるとの意見が多かった。また、金融商品の販売等に関する法律との関係について、引き続き検討を行うべきである。

(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である。

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、これらのうち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を認めることなどについて引き続き検討を行うべきである。

(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た「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2-8①)。

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2-8②)。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や、その具体的な基準、オプト・イン、オプト・アウトについて更に検討を進めるべきである。

(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、E

U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。EUにおけるプロとアマの具体的基準やオプト・イン、オプト・アウトを参考にしつつ、行為規制についてプロとアマで差を設け、区分内容に応じた行為規制とすることにより、プロ間の市場の活性化を図るべきである。

(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。

(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、資産運用・助言業者に横断的に義務付けることが適当である。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おり、資産運用・助言を行う業者への義務付けに際し、参考とすべきである。

なお、外国為替証拠金取引とこれに類似する取引については、その元本以上の損失のおそれがあるというその商品性のほか、詐欺的行為による社会問題化

といった点も勘案して、適合性原則を担保するため、不招請勧誘を禁止することとしたが、この他の元本以上の損失のおそれがある商品についてもこれを適用すべきか。それとも、営業の自由に配意し、他の適合性原則が確保されるような措置を検討すべきか。

(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べきである。

(7) 手数料の開示

行為規制の整備にあたっては、手数料について透明性が確保されるよう措置を講ずるべきである。

(8) その他

前回のヒアリングにおいて、投資サービス業の範囲を広げるにあたり、販売業務と資産運用業務について利益相反が存在するのではないかとの意見があったが、販売業者としての誠実・公正義務、資産運用業者としての善管注意・忠実義務とこれを具体化するためのフロント・ランニングの禁止などの行為規制、最良執行義務が規定されることを前提とすれば、販売業務において利益を得るために資産運用業務において不要な注文を行う、あるいは資産運用業務における注文の前にフロント・ランニングを行うことは違法である。現行法においては、受託者責任についての規定やこれを具体化するための規定が必ずしも横断的に規定されていないこともあり、各種業務を兼業する際には詳細な利益相反防止規定を置いているが、これについては硬直的で過剰な規制であるとの意見もあることから、できるだけ基本的な義務を中心に規定を行い、これを前提に個別の利益相反防止規定は減らしていくべきではないか。