

中間整理  
(議論のたたき台)

## 中間整理（議論のたたき台）目次

はじめに	1
I 投資サービス法の対象範囲	3
II 規制内容	9
III 集団投資スキーム（ファンド）	14
IV 市場のあり方について	17
V ルールの実効性の確保（エンフォースメント）	20
おわりに	24

## 中間整理（議論のたたき台）

はじめに

金融審議会金融分科会第一部会では、一昨年当部会報告「市場機能を中核とする金融システムに向けて」の提言を踏まえ、投資サービスにおける投資家保護のあり方について、審議を行った。また、この間、

- ・ 昨年10月以降、証券取引法上のディスクロージャーを巡り不適正な事例が相次いで判明し、企業開示について違反抑止の枠組みの整備が求められたほか、
- ・ 本年に入ってから、放送会社に対する敵対的買収事案を契機として、公開買付制度や敵対的買収に対する企業防衛策、企業統治（コーポレートガバナンス）のあり方が、また、
- ・ 投資ファンドによる証券取引所株式の大量取得やニューヨーク証券取引所（NYSE）の改革案の発表を契機に取引所の自主規制機能のあり方が議論されるなど、

資本市場のあり方や規制の枠組みを巡り様々な課題が提起されたことから、市場のあり方など、資本市場を巡る法制全般のあり方についても検討を行った。

日本経済がキャッチアップ時代を終え、右肩上がりの経済成長、賃金のベースアップ、不動産などの家計保有資産の価格上昇などが必ずしも前提でなくなり、社会保障制度のあり方についても議論が高まるなか、家計における資産運用の重要性が高まるとともに、資産形成ニーズも多様化してきている。企業等の調達手法も多様化し、金融技術やIT技術の進展なども背景に、これまでになかった新たな金融商品が、既存の利用者保護法制の対象となっていないものも

含め、次々と販売されるようになってきている。

外国為替証拠金取引の例にみられるように、このような規制のない新しい金融商品については、詐欺的な販売が行われる例もみられ、利用者保護策を講じる必要性が指摘されている。一方、証券会社など既存の金融機関も、利用者ニーズが認められれば、このような商品や他の業法に基づく商品を業態の枠を超えて取り扱う傾向がみられるほか、異なる法律に基づく商品の内容が類似してきたり、複数の法律にまたがるような商品を提供する動きもみられるなど、金融サービスの融合化が進んできている。機関投資家のレベルにおいてもオルタナティブ投資への関心が高まるなどニーズの多様化が進んでおり、さらにこれが個人へ波及するといった動きもみられる。

このような流れを踏まえれば、幅広い金融商品について包括的・横断的な利用者保護の枠組みを整備し、利用者保護を拡充するとともに、多様化するニーズに応じた金融商品・サービスの提供を可能とすることが望ましい。

一方、市場のあり方を巡っては、当面、企業開示やコーポレートガバナンス、公開買付制度、自主規制機能のあり方などについての問題提起に応え、これらに対応する資本市場におけるルールの再検討を行うことやルールの実効性を確保するためのエンフォースメントの強化に向けた検討を行うことが急務であると考えられる。また、「貯蓄から投資」に向けて、市場の信頼性や効率性、透明性を高めていくためには、これらを含む金融・資本市場ルール全体についての不断の整備とその実効性の確保を図るための継続的な取り組みが不可欠である。ビッグバン改革以来、東京市場をニューヨーク、ロンドン市場並みの国際市場とすることを目指し、仲介者の新規参入や業務の自由化、市場間競争の促進などの諸施策を講じてきているが、アメリカ、イギリスはもとより、アジア近隣諸国が法制や市場について着実にインフラ整備を進めるなか、国際市場としての東京市場の魅力を更に高めるためにも市場法制の整備やエンフォースメ

ントの強化を軸とするインフラ整備を急ぐことが求められている。

「金融改革プログラム」において示されたように、日本の金融システムを巡る局面が将来の望ましい金融システムを目指す未来志向の局面に転換するなか、以上のような状況に対応して、利用者保護ルールの徹底とその選択肢の拡大、市場機能の充実とその信頼性の向上、国際化に対応した制度の構築に取り組み、利用者の満足度の高い、活力ある金融システムを構築することが喫緊の課題となっている。

このような基本的認識を踏まえれば、適正な利用者保護と公正・効率・透明な市場の構築を目的として、証券取引法を改組し、以下のような内容からなる投資サービス法（仮称）を制定することが適当である。

#### [論 点]

○ 投資サービス法の制定にあたって勘案すべき要素として、このほか、どのようなものが存在するか。また、投資サービス法の目的や制定により目指すべき効果等についてどのように考えるか。

### I 投資サービス法の対象範囲

#### 1. 投資商品

証券取引法は投資家保護に関する基本法としての性格を有することから、平成4年の「みなし有価証券」規定の創設や昨年の証券取引法改正による組合型投資スキームのみなし有価証券化など、これまでも新たな金融商品の登場に対応し、証券取引法による投資家保護の範囲を拡大してきている。しかしながら、金融技術やIT技術の進展などを背景に、新たな金融商品が次々と登場してきており、企画立案から施行まで最低1～2年を要する法律改正などにより迅

速に投資家保護策を講じることが困難となってきた。

また、新たな金融手法が登場してきているなか、金融商品によってこれを規制する法律が異なっていることから、例えば、銀行等の貸付債権の信託受益権はみなし有価証券として証券会社が取扱うが、これを更に信託した受益権は信託受益権として信託受益権販売業者が取扱うこととなり、ディスクロージャー規制も異なるといった問題も生じてきている。類似の問題は、株式会社が事業資金を社債や株式を発行して集める場合と匿名組合を組成して集める場合にも生じている。このような規制の違いについては、変額保険と投資信託、損害保険とデリバティブ、デリバティブ預金と金融先物取引との間などについても指摘されている。

今後とも金融イノベーションが進むなか、新たな金融商品が登場しても、これを購入する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事前に明確にし、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のないような法制を目指すことが必要である。このため、投資サービス法においては、

- ・ 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など、
- ・ 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、

といった可能な限り幅広い金融商品を対象とすべきである。投資サービス法の対象となる金融商品（以下「投資商品」）の具体的な定義については、例えば別紙のような定義が考えられる。この際、

- ・ 法人については、持分会社などのほか、中間法人等についても広

- く対象とすべきであるほか、
- ・ 組合については、集団投資スキーム（「Ⅲ 集団投資スキーム」参照）として、いわゆる事業型の組合も含め、有限・無限責任を問わず対象とすべきであり、
  - ・ デリバティブ取引についても原資産を問わず、対象とすべきである。

このような金融商品を投資サービス法の対象となる投資商品とすることに伴い、他の法律との間で適用関係を整理することが必要になる。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、外国証券業者に関する法律なども含め、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ことが適当である。この際、幅広い金融商品の販売・運用について可能な限り包括的な枠組みを構築し、規制の簡素化・明確化や新たな金融商品設計の自由度の拡大を図ることが、適切な利用者保護と金融機関経営の選択肢の拡大をつうじ、利用者利便の向上につながることに配慮すべきである。このような観点からすれば、金融商品の販売等に関する法律（以下「金融商品販売法」）についても投資サービス法に統合すべきであるほか、銀行法や保険業法についても、販売・勧誘等に関するルールなどについて投資サービス法と一元化することについて検討を行うべきである。

なお、投資商品として規定すべき金融商品のうちには、医療法人債や学校法人債のように現行の証券取引法による政令指定が可能であると考えられるものもあることから、これらについては、金融庁において現行法のもとで政令指定を行うことについての検討を進めるべきである。

#### [論 点]

○「投資商品」の定義についてどのように考えるか。また、以上の

記述のほか、これまで、既存の（金融）法規との関係については、商品取引所法、特定商品等の預託等取引契約に関する法律、商品投資に係る事業の規制に関する法律、不動産特定共同事業法などとの関係が議論となったが、これらの法律との関係についてどのように整理すべきか。

## 2. 投資サービス業

### （1）基本認識

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 資産運用・助言、③ 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ることが適当である。このほか、④ 仕組み行為、⑤ 格付機関や証券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などについても、規制の必要性等について検討を行った。

### （2）販売・勧誘

販売・勧誘行為として規制の対象とすべき具体的範囲を、証券取引法は、有価証券の売買等を行う営業としている。一方、詐欺的な金融商品の販売を行っ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指摘を踏まえれば、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措置を検討していくことが望ましい。対象とする金融商品の範囲が広がることから、発行者自身による販売・勧誘行為についても業者ルールによる規制の対象とすることが適当である。

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を適用する



必要がないとされてき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、例えば、自社株式の募集などについて取引ルールの適用が必要であると考えられる一方、業者ルール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ずることが望ましい。

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、業態別ではなく、機能別に適用されており、銀行、保険会社といった業態に係わらず、同様の行為については同様の証券取引法上の規制が適用される。投資サービス法についても、銀行、保険会社といった業態に係わらず、投資商品の販売等に関する一般法として、その行為規制を業態を問わず適用することが適当である。

なお、金融機関による有価証券の書面取次ぎの特例については、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。

### （３）資産運用・助言

有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律（以下「証券投資顧問業法」）においては、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。また、投資信託及び投資法人に関する法律（以下「投資信託・法人法」）においては、「主として有価証券、不動産その他の資産」に資産を運用することを規制している。

信託法の見直しなどによる投資信託のガバナンスの向上に併せて投資信託委託業者についても投資サービス法上の資産運用・助言業者として証券投資顧問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、資産運用にまつわる詐欺を効果的に防止する観点からは、英国の金融サービス法も参考とし、投資（金融）商品を含む、あるいは含みうる、資産の運用や投資信託など投資商品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（金融）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。

なお、資産運用規制の保険会社、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。

#### [論 点]

○ 販売・勧誘と資産運用・助言について以上のように考える場合、勧誘行為と助言行為との関係についてどのように考えるか。

#### （４）資産管理

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（金融）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。

#### （５）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とともに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のではないかとの意見が多かった。

## (6) 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。

## II 規制内容

### 1. 基本認識

投資サービス法の規制対象が投資商品の販売・勧誘、資産運用・助言、保護預りを中心とするものであることから、規制については、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することが適当である。

この際、基本的な方向性としては、

- ・ 対象となる投資商品の拡大に応じて、これら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・横断的に整理し直す、
- ・ 規制内容を定めるにあたっては、これまでの規制全体について点検を行い、機関投資家などを中心とするプロに投資商品を販売する場合についての規制緩和など、規制緩和を推進する。
- ・ 一方、個人投資家を中心とするアマに投資商品を販売する場合については、投資家保護を強化する観点から、所要の規制を追加する、

ことが適当である。

### 2. 業務範囲

投資サービス法においては、本来業務として、投資商品として位

置つけられる幅広い金融商品に係る販売・勧誘やこれに関する資産運用・助言、資産管理を、一体として規制すべきである。この際、現行法の下においては、例えば、現在、証券業と証券投資一任業を兼業するためには、証券業の登録、投資顧問業との兼業の届出、投資助言業の登録、一任の認可、証券業との兼業の認可といった手続が必要となるほか、兼業に伴う弊害防止措置についても証券取引法と投資顧問業法にそれぞれ規定が置かれているなど、縦割りの法律が健全な兼業を妨げているといった指摘があることに留意が必要である。

また、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外国為替取引や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なることが適当である。業務の自由度を高める観点からは、届出による兼業業務についても、兼業の実態を踏まえつつ、幅広く規定することが適当である。

### 3. 参入規制

参入規制については、原則登録制とし、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。

具体的には、

- ・ 現行の証券会社に対応する幅広い投資商品の勧誘・販売及び保護預りを行う業者については、現行の証券会社と同等の参入規制とする、
- ・ 流動性の低い商品のみを勧誘・販売し保護預りを行わない業者、あるいは、顧客資産を預からない投資顧問業者については、自己資本規制などは適用しないこととするなど、現行の法律が定める参入規制に配慮しつつ、これを横断的に整理する、

- ・ 証券仲介業に対応する、他の投資サービス業者の委託を受けて、投資サービスを提供する業者については、財務規制を最低限とするなどその枠組みを維持する、

というように参入規制に段階を設けることにより、幅広い業者がその業務の内容に応じた参入規制の適用を受けることとすることが適当である。

### [論 点]

○ 登録要件に関しては、コンプライアンス体制に留意すべきなどの意見があったが、このほか、具体的登録要件等についてどのように考えるか。

## 4. 行為規制

### (1) 基本認識

行為規制については、証券取引法及び証券投資顧問業法における規制を基本としつつ、対象となる投資商品を規制する既存の業法の規制等を勘案し、機能別・横断的に整理することが適当である。この際、以下に述べるように、アマを対象とする投資商品の販売については投資家保護規定を拡充する一方、プロを対象とする投資商品の販売については規制を緩和すべきである。また、併せて規制全般について点検を行い、役割の低下したものについて、規制の見直しを行うべきである。

### (2) 投資家保護規定の拡充

受託者責任については、英国金融サービス法のもとで、金融サービス業者が誠実義務（Integrity）や公正義務（Treat Customers Fairly）などを義務づけられていることや証券監督者国際機構（以下「IOSCO」）等の国際機関の原則なども踏まえ、業務上の義務として、誠実・公正義務を投資サービス業者に義務づけるほか、資産運用・助言業者について、①善管注意義務、②忠実義務、③自

己執行義務、④分別管理義務を規定すべきである。

[論 点]

○ このほか、受託者責任のあり方についてどのように考えるか。  
例えば、販売・勧誘業者について善管注意義務を投資サービス法上規定することについてどのように考えるか。また、誠実・公正義務と忠実義務の関係などについてどのように考えるか。

また、受託者責任を具体化した義務については、適合性原則、最良執行義務、価格公表義務など、証券取引法や証券投資顧問業法において定められている義務について、金融商品やサービスの性質を踏まえつつ横断的な義務づけを行うことが適当である。この際、金融システムが機能するためには、受託者責任やこれを具体化した義務が、販売業者、資産運用業者等のそれぞれの段階で履行されることが必要であることに十分配慮すべきである。

このほか、表示事項も含めた広告規制について規定を設けるとともに、各種の手数料の開示についても義務づけを行うなど、投資家保護の強化を図るべきである。

なお、広告規制の内容や書面交付・説明義務などについては、元本欠損のおそれがあるか、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慮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慮すべきであるとの意見が多かった。また、このような観点からは、投資サービス法に金融商品販売法を統合することが望ましいと考えられる。

このような投資家保護規定については、「V ルールの実効性の確保」においても述べるように、実効性の確保を如何に図っていくかが重要であることから、規制の内容とその実効性の確保について更に検討を進めるべきである。

[論 点]

○ このほか、規制の内容や規制の実効性を確保するための方法についてどのように考えるか。例えば、元本以上の損失のおそれがある商品の購入について適合性の原則を担保するための方法として、勧誘・助言を行う場合の説明義務等を強化することが考えられるが、義務の内容や担保手段についてどのように考えるか。外国為替証拠金取引とこれに類似する取引について詐欺的行為による社会問題化といった点も勘案して導入された不招請勧誘の範囲を広げるべきとの意見もあったが、この点についてどのように考えるか。

### (3) 「プロとアマ」の区分

行為規制についてプロ・アマの区分を設け、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。投資家保護と規制緩和を両立させるためには、一義的にプロとされる範囲について明確な基準が必要である一方、アマとされる投資家であっても、その選択に応じてプロとなることについて投資家保護上の問題がなければ、プロとして取り扱われる選択肢を、あるいはプロとされる投資家であっても、アマとして取り扱われる選択肢を、用意することが適当である。EU指令におけるプロ・アマの区分もこのような考え方に基づき整理されており、このような例を参考として、国際的な整合性にも配慮しつつ、具体的な基準を定めていくことが適当である。

### (4) その他

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、以上のように、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義務・忠実義務とこれを具体化するための最良執行義務等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少させていくべきである。

### Ⅲ 集団投資スキーム（ファンド）

#### 1. 基本認識

金融技術やIT技術の進展、新たな法的「器」（「ビークル」）の導入や企業等の調達手法の多様化を背景に、集団投資スキーム（「ファンド」）の多様化が進んでいる。言うまでもなく、金融商品の多様化自体は望ましいことであるが、一昨年、当部会において議論されたとおり、これらのファンドのなかには、投資信託・法人法のような投資家保護を図るための販売規制・仕組み規制が適用されないまま、販売されるものも多数見受けられるようになってきており、一部には詐欺的なものもみられる。このうち、有価証券等に投資を行うファンドなどについて、昨年の証券取引法改正において販売規制を適用することとしたが、その後も各種ファンドが増加していることを踏まえれば、ファンド全般について販売規制の対象とするとともに、資産管理、運用者の受託者責任、運用報告などについて、最低限の仕組み規制を適用することが必要である。市場の透明性・公正性を確保する観点から、ファンドについては幅広く届出・登録を義務付けるべきであるが、ファンドの目的・投資家層・規模はさまざまであると考えられることから、規制の内容については、横断性に配慮しながら、ファンドの内容に応じて柔軟性を持たせるべきである。

#### 2. 具体的規定



#### (1) ファンドの届出・登録

仕組み規制のないファンドについて、届出又は登録を義務づけ、以下のような監督を行うことが適当である。なお、海外において組成されたファンドについても同様の取扱いとすべきである。

#### (2) 資産管理

資産の内容に応じた分別保管の義務づけを行うことが適当である。

#### (3) 運用者の資格要件

近年、ファンドについて、投資対象に有価証券が含まれるにも係わらず、認可投資顧問業者の関与なく運用を行っているものが見受けられる。法令の規定の実効性を担保する観点から、商品投資に係る事業の規制に関する法律（以下「商品ファンド法」）同様、投資商品を含む資産の運用を行う場合については、投資サービス法上の資産運用業者による運用を義務づけることが適当である。

#### (4) 受託者責任・利益相反防止措置等

ファンドの運用者やファンド資産の管理者などファンドの業務に携わる者が投資サービス法上の業者でない場合、これらの者について投資サービス業者や会社法上の取締役の義務等を参考に、受託者責任や利益相反防止措置などについての規定を整備することが適当である。

#### (5) 運用報告

ファンドが、財務・運用状況などについて投資家に定期的に報告することを義務づけることが適当である。

### 3. 既存のファンド法制との関係

ファンドを規制する法律としては、投資信託・法人法、商品ファンド法、不動産特定共同事業法があり、販売行為についての規制、

資産運用行為についての規制、ファンド自体の規制、ビークルの組成などを一体として規制している。投資サービス法において販売・資産運用行為を規制し、ファンドについての横断的な最低限の監督を行うこととすれば、これらのファンド規制法についても規制の内容ごとに機能別・横断的にルールを再整理していくことが望ましく、これは金融商品における製販分離や金融のアンバンドリング化といった流れにも沿うものと考えられる。

例えば、投資信託・法人法については、投資信託や投資法人といったビークルの組成や個人向け商品としてのファンド自体についての追加的なガバナンスに関する規定などが置かれ、これらを前提とした商品として定着していることから、法律自体は特別法として残すことが必要であるが、販売行為・資産運用行為の規制については、信託法の見直しなどによる投資信託のガバナンスの向上が見込まれることもあり、投資信託委託業者等の果たしている役割・業務の内容に配意しつつ、投資サービス法における横断的な業者規制を適用することが適当である。

#### [論 点]

○ このほか、商品ファンド法、不動産特定共同事業法の今後のあり方についてどのように考えるか。

#### 4. その他

ファンドが市場において果たす役割が重要性を増すなかで透明性が求められていることにかんがみれば、より実態を反映し、法人格の有無にかかわらず、ファンド自体についても主要株主規制等の投資サービス法上の規制を適用していくといった整理を進めていくことなどについて検討すべきである。

また、現在、法制審議会において信託法の改正に向けた検討が進められており、例えば、受益者が複数の信託についてのガバナンス

の仕組みが検討されている。この改正に伴う所要の改正を行う際、ガバナンスに関する規定の整備を前提に投資信託の統合などを認めることが望ましい。このほか、ビークルの使い勝手などについて引き続き検討すべきである。

## IV 市場のあり方について

### 1. 基本認識

ビッグバン改革においては、東京市場をニューヨーク、ロンドン並みの国際市場とすることを目指し、仲介者の新規参入や業務の自由化、市場間競争を促進するため、取引所集中義務の撤廃などの諸施策を講じた。また、昨年証券取引法改正においては、更に、市場間競争を促進する観点から、取引所取引原則の見直し、証券会社の最良執行義務の導入、MTFのオークションによる価格決定の解禁、事前・事後の透明性（価格公表義務）の向上などの諸施策を講じたところである。投資サービス法の制定により、販売業者や市場の取り扱う商品の範囲が広がるなか、東京市場の魅力を高める観点からも、引き続き、市場の効率性、公正性、透明性の向上に努めることが必要である。

### 2. 市場制度のあり方

#### （1）取引所の上場商品の拡大

世界的な潮流として、電子的な取引システムにおいて、債権やエネルギー、排出権など、様々なものが取引されるようになってきているなか、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、取引所の機能を活用するとともに、利便性を高めるべきである。また、対象となる投資商品の範囲の拡大に応じ、最良執行義務を適用することや価格公表義務、MTF制度について所要の見直しを行っていくことなど、市場制度について、引き続き

検討を行うべきである。また、商品上場に際しての届出制の範囲を広げるなどの規制緩和により市場の効率性を向上させることが望ましい。

## （２）株式上場制度

株式の上場制度については、ビッグバン改革においてグリーンシート制度を創設したほか、平成11年以降、各証券取引所がいわゆる新興市場を設立した結果、ベンチャー企業の公開・上場は着実に増加している。一昨年、当部会において議論した銀行による市場誘導ビジネスの進展や、これらの公開制度の周知や見直しをつうじ、中小企業の直接金融による資金調達の一層の円滑化が図られることが望ましい。一方、上場したベンチャー企業のなかには、上場後、架空増資や粉飾決算が問題になるなど、上場企業としての資質が問われるような企業があるとの指摘もあり、証券取引所による上場審査・管理の適正化が求められる。また、企業買収・合併の活発化や倒産法制の整備などにより企業再生が活発化しているが、これまで想定されていなかったような企業再生の過程で上場基準の適正さやその運用のあり方に疑問が呈される状況も生じていることから、証券取引所において、上場基準の見直しを検討することが望まれる。

また、上場企業のあり方についてみると、米国におけるエンロン事件などを契機として、世界的に、コーポレートガバナンスのあり方についての関心が高まっている。日本においても、会社法改正や敵対的買収事案、転換価格修正条項付転換社債型新株予約券付社債（いわゆるMSCB）の発行などを契機に公開買付制度や企業防衛策などを中心にコーポレートガバナンスのあり方が議論されている。コーポレートガバナンスについては一義的には会社法上の問題であるが、会社法の改正などに伴い、企業や企業を巡る活動が一層多様化していくことが想定されることから、上場企業に関しては、投資家保護を図る観点から、証券取引所においてコーポレートガバナンス

スを確保するための規則整備などを行うことが必要になると考えられる。このため、投資サービス法における自主規制機関としての証券取引所がコーポレートガバナンスに果たすべき役割について、引き続き検討を行うべきである。

### 3. ディスクロージャー制度

投資サービス法の制定に併せたディスクロージャー制度の見直しについては、適格機関投資家の範囲の見直しや投資商品の性格に応じたディスクロージャーのあり方、公開買付規制などについて、引き続き検討を進めるべきである。

このうち、公開買付規制については、会社支配権の移動を伴う取引等が行われる場合に、投資家に予め情報開示を行うと共に、株主に平等に株式売却の機会を与えることを義務づける制度として、証券取引法において手続の整備が図られてきた。

最近の企業の合併・買収（M&A）をめぐる動きとこれに伴う会社法制や公開買付規制にかかる議論は、公開買付規制のあり方について、企業価値の最大化との観点から、再点検を行っておく必要がないかとの論点を提示している。企業価値の最大化は、株主の利益の最大化を通じて証券市場において取引される株式等の価値を高めていくものであり、証券市場の効率性を追求していく上で極めて重要な要素となる。

更に、合併・買収（M&A）に関する最近の動きは、公開買付けにおける透明性、投資者間の公平性の一層の確保という論点をも提起している。公開買付けの手続において、買付者や対象会社等にどこまで情報の提供を求めていくか、また、公開買付けを利用した合併・買収（M&A）の一連の過程において、株主・投資者間の公平をどこまで追及していくか等について検討していくことが求められている。

以上を踏まえ、公開買付規制のあり方について、証券取引法と会社法の整合性にも留意しながら検討を行っていくべきである。

なお、公開買付規制のあり方の検討に当たっては、大量保有報告書制度のあり方についても検討を行う必要がある。

## V ルールの実効性の確保（エンフォースメント）

### 1. 基本認識

一般の個人が市場への参加を躊躇する背景として、市場において自らが公平に扱われるかどうかについての疑念が存在し、これをできる限り払拭していくことが必要であるとの観点から、昨年の証券取引法改正において、課徴金制度の導入や民事責任に関する規定の充実、証券取引等監視委員会の検査範囲の拡大等の措置を講じたところである。

更に、投資サービス法の制定により、市場行政の対象となる投資商品や投資サービス業の範囲が大幅に増加するなか、ルールの実効性を確保し、金融改革プログラムに掲げられたように日本市場を国際的に魅力ある金融センターとするため、以下のような措置を講じていく必要がある。

### 2. 市場行政体制の強化

#### （1）市場行政体制の強化

いわゆる「日本版SEC」論においても指摘されているとおり、日本における市場行政体制を米国SECなどと比較した場合、その陣容は企画立案、監督、監視（検査）の各部門とも大きく見劣りする。

投資サービス法の制定により、市場行政の対象範囲が大幅に拡大すること、規制緩和と事後監視型行政の徹底に伴い監督対象となる業者数が増加すると見込まれること、また、金融立国を目指し国際金融センターにふさわしいルール策定を行っていく必要があることから、企画立案、監督、監視のいずれの部門においても、大幅な体制強化が必要であるほか、金融先物取引業、抵当証券業、商品ファ

ンド業、不動産特定共同事業等に係る組織を市場行政部門に移管するなど、組織の再編を行うことが必要である。

## (2) グローバル化への対応

国際的なM&Aの活発化やヘッジ・ファンドの増大から一般投資家の外国株投資まで、投資活動が国境を越えることが一般化し、金融・資本市場がグローバル化するなか、証券監督者国際機構（IOSCO）など国際機関の重要性が増すとともに、諸外国の証券規制当局との連携が加速度的に重要となってきた。資本市場の公正性を確保し、グローバル化する市場における適切なルール作りを行っていくため、国際的な連携・執行のための体制を整備することも必要である。

また、このような環境のなか、証券規制当局が証券取引・市場を適切に監視・監督するためには、外国当局との間での情報交換が必要不可欠であり、証券分野の情報交換枠組み（証券MOU）の早期構築が必要である。国際的にIOSCOの多角的MOUが主要先進国のほとんどの参加を得て主流となってきたなか、日本は、①証券取引法第189条（外国証券規制当局に対する調査協力）に基づき金融庁から提供される情報は相手国で「裁判所又は裁判官の行う刑事手続」に使用されてはならず、②これを担保するため、外交当局間の文書交換を行う必要があるという特殊な国内的制約から、2国間MOUの締結が5か国・地域にとどまっているほか、IOSCO・MOUにも未参加となっている。IOSCOが加盟国に対し、早期のIOSCO・MOUへの署名を求めていることもあり、今後、この問題の早期解決に向けた取り組みが必要である。

## 3. 市場監視機能の強化

### (1) 課徴金

今後の国会における証券取引法に関する審議を踏まえ、独占禁止法改正に伴って今後行われる予定の課徴金にかかる制度の在り方等

に関する検討などと連携しつつ、引き続き、課徴金制度について、その適用範囲、内容、他のエンフォースメント手段との関係について検討を継続していくべきである。

## (2) 民事責任規定

一 昨年当部会においても指摘されたとおり、証券取引法違反に対する民事訴訟をつうじた責任追及が、エンフォースメントの重要な手段であるにもかかわらずあまり行われていないのは、原告による業者の義務違反や損害額の立証が困難であることによる。このような課題に対処し、民事訴訟をつうじたエンフォースメントを促進する観点から、金融商品販売法においては、元本欠損のおそれなどについての説明を怠った場合の損害賠償規定、損害額の推定規定が置かれたほか、昨年の証券取引法改正においては、有価証券報告書に虚偽記載を行った場合の損害賠償規定、損害額の推定規定が整備された。

行為規制についての民事上の効果の付与については、民事法制の原則を修正するものであることから慎重な検討が必要であるが、エンフォースメント充実の観点から、例えば、投資サービス業者が元本以上の損失のおそれがある投資商品を販売する場合の行為規制や未登録業者による販売・勧誘行為などについて民事上の効果を付すことの是非について検討を継続すべきである。

### [論 点]

○ 民事責任規定についての検討の方針について、どのように考えるか。

## 4. 自主規制機関の機能強化

自主規制機関のあり方や機能については、現在、個別の業法毎に差異が認められるが、根拠規定が投資サービス法とし、自主規制機



関としての性格を最も強く有する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。なお、一部の自主規制機関について、その組織率の低さが指摘されたが、証券業協会については、協会に加入しない証券会社が内閣総理大臣の命令を受けた場合、協会の規則を考慮した社内規則を作成し、内閣総理大臣の承認を受けることとされている。当該規定が適用されることにより、自主規制機関の組織率が向上することが期待される。また、苦情処理・あっせん業務の業態横断的な取り組みなどの関連自主規制機関間の連携のあり方について、引き続き検討を行うべきである。

自主規制機関のあり方については、欧米においても議論が行われており、例えば英国においては金融サービス・市場法の制定に伴う金融サービス機構（FSA）の設立にあたり、それまで存在した自主規制機関がFSAに統合された。米国においては、NYSEのガバナンス問題などを契機として、証券取引委員会（SEC）より、自主規制機関のガバナンスの強化に関する新規則の制定と自主規制に関するコンセプト・リリースが公表された。また、NYSEは上場に向け、自主規制部門を独立性の高い非営利法人として切り離すとの発表を行った。このような国際的な流れも踏まえ、日本における自主規制機関のあり方について引き続き検討をすすめるべきである。

#### [論 点]

○ 自主規制機関の業務のうち、例えば、苦情解決・あっせん業務については、紛争処理制度としての役割の強化が期待される場所であるが、そのあり方や業務の実施方法、例えば単一の窓口や組織を設けることについて、どのように考えるか。また、このほか、米国における検討なども踏まえ、自主規制機関のあり方についてどのように考えるか。

## 5. 投資サービス業者のコンプライアンス強化

投資サービス業者自身のコンプライアンス強化を図る観点から、登録にあたっての要件を整備するなど、コンプライアンス強化のための措置を講ずることが望ましい。

また、コングロマリット化や事業再編・譲渡、業務のアウトソーシングが進むなか、法令違反行為を行った業者が事業譲渡した場合についても、必要な場合には事業を譲渡された側について行政処分等ができるようにする、また、業務の委託先に対し調査や行政処分を行うことができるようにするなどの措置を講ずることが適当である。

## 6. その他

以上のほか、引き続き行政、刑事、民事上の手段によるエンフォースメントの強化のあり方について検討を行うべきである。また、これまでも当部会において提言を行ってきたとおり、投資家一人一人の金融に関する知識の向上こそがエンフォースメント強化に直結することから、投資サービス法上、このような金融経済教育の位置づけを行うことについて検討を行うべきである。

おわりに

これまでの審議をつうじて得られた改革の方向性については、投資サービス法の法制化や金融・資本市場から信頼される市場行政を実現するための体制整備に向けた検討を開始するなど、金融庁において所要の措置を講じられたい。当部会においては、引き続き、当中間整理において今後検討すべきとされた課題について、中長期的な金融制度の在り方や新たに提起された課題も含め、検討を続けていくこととしたい。

## 投資サービス法の対象範囲についての考え方 (案)

### [投資 (金融) 商品]

- 国債・地方債
- 社債その他これに類する法人に対する金銭債権
- 株式その他の法人に対する出資持分
- 信託受益権
- 集団投資スキームの出資持分
- 投資商品に対する権利
- 外国の法令に基づく以上の権利に類する権利
- その他政令で定める権利
- 預貯金契約に基づく債権
- 保険契約上の権利
- 無尽に係る契約に基づく権利

投資サービス法における取扱いや銀行法、保険業法等との関係につき引き続き検討

### [投資 (金融) サービス]

- 投資 (金融) 商品の売買 (の媒介、取次ぎ又は代理)
- デリバティブ取引 (の媒介、取次ぎ又は代理)
- 投資 (金融) 商品の売出し (の取扱い)
- 投資 (金融) 商品の募集又は私募 (の取扱い)
- 投資 (金融) 商品の引受け
- 投資 (金融) 商品清算取次ぎ
- 投資 (金融) 商品多角的取引業務
- 資産の運用 (契約の締結の媒介又は代理)
- 投資 (金融) 商品に関する助言 (契約の締結の媒介又は代理)
- 投資 (金融) 商品の管理 (保護預り) (契約の締結の媒介又は代理)
- その他政令で定める業務
- 保険契約の締結 (の媒介又は代理)
- 預金等の受入れを内容とする契約の締結 (の媒介又は代理)
- 信託契約の締結 (の媒介又は代理)
- 無尽に係る契約の締結 (の媒介又は代理)

投資サービス法における取扱いや保険業法、信託業法、銀行法等との関係について引き続き検討