

## 説明資料

資料Ⅰ：投資サービス法（仮称）の規制の対象範囲	1
資料Ⅱ：業規制	9
資料Ⅲ：行為規制	18
資料Ⅳ：特定投資家（プロ）と一般投資家（アマ）の区分	25
資料Ⅴ：集団投資スキーム（ファンド）	28
資料Ⅵ：開示規制	32
資料Ⅶ：取引所	37
資料Ⅷ：自主規制機関	42
資料Ⅸ：民事責任規定、エンフォースメント、金融経済教育等	44

## 資料 I : 投資サービス法（仮称）の規制の対象範囲

### 1. 「中間整理」の指摘

「中間整理」では、利用者保護を前提に、活力ある金融市場を構築すべく、現在の縦割り業法を見直し、幅広い金融商品を対象とした法制を目指すことが必要であるとしつつ、これまでの我が国における検討や諸外国の例、日本の法制度を踏まえれば、投資サービス法の対象となる金融商品（以下「投資商品」（注））について、例えば、

- ① 金銭の出資、金銭等の償還の可能性を持ち、
- ② 資産や指標などに関連して、
- ③ より高いリターン（経済的効用）を期待してリスクをとるもの

といった基準の設定を試みつつ、投資商品の具体的な定義については、投資者保護の観点から適当と考えられる商品について、集団投資スキーム、及びこれに類似する個別の投資スキームを含めて、可能な限り大きな括りで列挙するとともに、金融環境の実情や変化を踏まえて行政の判断できめ細かい適用除外や商品指定ができるようにすることが適当とされている。

（注）投資サービス法（仮称）の規制対象となる商品に関する法令上の具体的な規定の仕方については、法制的観点から十分な検討が必要であるが、本資料においては、「中間整理」に従い、「投資商品」との用語による。

### 2. 具体的な対象範囲

#### (1) 「リスク」・「リターン」の意義と「投資性」の有無

「中間整理」で示された上記①～③の基準は、いわゆる「投資性」の有無の判断基準として、投資サービス法の規制対象となる投資商品の範囲についての具体的な検討にあたって基礎となるべきものと考えられる。その際、上記③における「リスク」、「リターン」の意義については様々な整理があり得るが、「リスク」の意義については、現行金融商品販売法の説明義務の対象を参考に、

- ・ 金利、通貨の価格、有価証券市場における相場その他の指標に係る変動により元本欠損が生じるおそれ （いわゆる市場リスク）
- ・ 金融商品販売者その他の者（例えば発行者）の業務又は財産の状況の変化により元本欠損が生じるおそれ （いわゆる信用リスク）

のいずれかのリスクがあることとして整理することが考えられるが、どうか。

また、「リターン」の意義については、経済的効用の向上（の可能性）と広範に捉えた場合、例えば、出資額を上回る配当・残余財産の分配を禁止しているNPOバンクへの出資持分等も規制対象に含まれてしまうこと等も勘案し、「金銭的收益（プラスのキャッシュフロー）」への期待を中心として整理することが考えられるが、どうか。

## **[論 点]**

### **○ リスク・リターンの意義について、預金・保険等の各金融商品の具体的な規制対象範囲の議論との関連も踏まえ、どう考えるか。**

(注) リスク・リターンの意義との関連における預金・保険等の各金融商品における具体的な規制対象範囲の議論については、下記（２）参照。

#### **（２）各金融商品の具体的な規制対象範囲**

##### **① 預金**

預金については、銀行等に対し高度の財務の健全性が確保されるよう法制度が整備され、監督等がなされていることから信用リスクが高いとはいえない。また、外貨預金や円建てのデリバティブ預金を除く預金（決済用預金・普通預金・定期預金等）については、その商品の性格から市場動向にかかわらず元本は保証されることから、これらの預金については、投資サービス法の規制対象となるべき「投資性」は乏しいと考えられる。

外貨預金は、為替変動により円建て元本の欠損が生ずるおそれがあることから、「投資性」が強いものと考えられるが、どうか。

また、円建てデリバティブ預金は、円建ての元本保証はあるが、中途解約の場合に発生する違約金により実質的に元本欠損が生じ得ることから「投資性」が強いものと考えられるが、どうか。この点について、デリバティブ預金の中途解約は、商品として本来は認められていないにもかかわらず、預金者の便宜のため、例外的に「違約金」支払いを条件に応じているものであり、商品の性格として「元本欠損が生じ得る」ものと捉えるべきではないとの考え方がある一方、円建てデリバティブ預金として、長期（例えば10年もの）の商品が提供されている実態を勘案すれば、中途解約を例外的な場合に過ぎないものと整理すべきではないとも考えられるが、どうか。

## ② 貯金

預金と同様の整理が可能と考えられるが、どうか。

## ③ 保険

保険については、保険会社に対しては、高度の財務の健全性が確保されるよう法制度が整備され、監督等がなされていることから、信用リスクは高いとはいえない。また、変額保険・年金及び外貨建て保険を除く保険については、現在ある貯蓄的保険（養老保険、終身保険、年金保険、積立保険等）については実績配当による上乗せ分はあるものの、金利等による市場動向にかかわらず保険金額や解約返戻金額は維持されること、また、短期の定期保険、自動車保険又は低解約返戻金型の終身保険等はいわゆる保障的保険であり、リターンを期待する商品とはいえないことから、「投資性」はない又は小さいと考えられるが、どうか。

変額保険・年金や外貨建て保険は運用状況や為替変動により解約払戻金、満期保険金や年金原資が大きく変動する可能性があることから市場リスクがあるものであり、「投資性」が強いと考えられるが、どうか。

## ④ 制度共済

保険に準じた整理が可能と考えられるが、どうか。

なお、現時点では、制度共済において、個人向け変額商品や外貨建て商品の取扱いはないが、将来的にそのような商品が提供される場合には、保険と同様の規制の対象とすることが考えられるが、どうか。

## ⑤ 無尽

無尽については、無尽業法による財務の健全性の監督、運用規制（運用方法を現預金・元本保証付き金銭信託に限定）等により信用リスクは高いとは言えないこと、掛金・給付のいずれも、金利や為替変動にかかわらず固定されていることから市場リスクもないことから、「投資性」はない又は小さいと考えられるが、どうか。

## ⑥ 信託

信託については、一般的に投資商品となり得るものであるが、元本補填付き信託につ

いては元本の欠損は生じないことから市場リスクもないこと、公益信託は受益者が特定不能であり、特定の者へのリターンを期待する商品とはいえないこと、その他、投資目的でないと考えられる商品があること、更には、信託財産の独立性（信託法16条）や信託会社の他業制限等により（信託会社の）信用リスクは高くないと考えられることから、例えば、これらの信託については「投資性」はない又は小さいと考えられるが、どうか。

### （3）その他の投資商品の具体的な範囲

現行の証券取引法（2条）は、

- ① 株式（1項6号）
- ② 特殊法人等への出資（1項5号）
- ③ 協同組織金融機関の優先出資（1項5号の2）
- ④ 特定目的会社の優先出資、特定目的信託受益権（1項5号の3、7号の4）
- ⑤ 投資信託受益権、投資法人の投資証券（1項7号、7号の2）
- ⑥ 貸付信託の受益権（1項7号の3）
- ⑦ 投資事業有限責任組合及びこれに類する民法・商品組合に基づく権利（2項3号）
- ⑧ 有限責任事業組合に基づく権利で公益又は投資者の保護の確保が必要とされるもの（2項4号）
- ⑨ 合同会社の社員権（2項6号）（18年5月施行予定）

を有価証券とし、その規制の対象としている。

#### ① 信託受益権

信託受益権については、販売業の対象となる場合、「中間整理」における整理の通り、投資商品の一つとして投資サービス法の規制対象とすべきと考えられるが、どうか。

#### ② 有限責任事業組合（LLP）

有限責任事業組合（LLP）については、投資商品の範囲から除くべきとの意見があるが、現行証券取引法はLLPの事業に常時従事していない組合員がいる場合等に限って規制対象としており、組合員全員による事業参加というLLPの制度趣旨に沿って組合が運営されている限りにおいては規制対象とならない。投資サービス法においても、

その制度趣旨に沿った運営がなされているLLPについては規制対象としないことを前提に、組合員の全員参加が実質的に確保されていない濫用的・脱法的な運営がされているLLP等については当然に規制対象となるよう、現行証券取引法の枠組みを基本的に維持することが考えられるが、どうか。

### ③ 合名会社・合資会社

本年成立した会社法で導入される合同会社については、社員全員が有限責任とされていることから、その持分は株式に類似するものとして、会社法整備法において証券取引法上のみなし有価証券に指定されたところである。他方、合名会社・合資会社の社員権は、社員に無限責任の者があることから、株式会社との類似性でこれを論じることは必ずしも適当でないとも考えられるが、どうか。

### ④ 有限責任中間法人

有限責任中間法人については、「基金の返還に係る債権には、利息を付することができない（中間法人法66条）」との規定により、基金拠出者への利益配当が認められていないことから、一律に投資商品の範囲に含めることは適当でないが、清算時の残余財産の拠出者への分配は可能であることから、利用者保護上必要な場合については政令指定で対応すべきと考えられるが、どうか。

### ⑤ NPOバンク

NPOバンクとは、NPOその他、主として公益事業に対する出資・融資を目的とした匿名組合等によるファンドである。

米国では、非営利組織（もっぱら宗教、教育、博愛、友愛、慈善、または感化を目的とし、金銭的利益（pecuniary profit）を目的とせず、かつ、その収益のいかなる部分もいかなる個人等の利益とならないような組織）の発行する証券は証券法の規制が適用除外されている（証券法3条(a)項4号）。

NPOバンクに対しては、現行証券取引法上、投資事業有限責任組合に類する匿名組合として開示規制（18年6月以降適用）、販売・勧誘の業規制・行為規制が適用されるが、特に開示規制の適用となる場合における監査費用等により活動が困難になるとの意見があり、投資サービス法においては、米国の例も参考に、契約等において、出資額

を上回る配当・残余財産の分配を禁止している場合は、リターンを期待していないことから「投資性」がないとして、規制対象から除外すべきと考えられるが、どうか。

#### ⑥ シンジケートローン・ABL

中間整理では、投資商品の一類型として金銭消費貸借による貸付に係る債権を掲げているが、その中のシンジケートローン及びABLについては、

- ・ 条件や開示内容について個々に交渉を行う余地があることから、相対の貸付けとの区別が困難。
- ・ 参加者の太宗が金融機関であること。
- ・ 新たな規制は、我が国金融システムの再構築等の観点から期待されるシンジケートローンの発展への阻害要因となりうる。

ことから、今回の法改正においては投資サービス法による規制対象とする必要はないが、今後とも参加者の広がりや取引の実情等について注視し、引き続き検討を行うべきと考えられるが、どうか。

#### (4) 他の業法等で規制されている金融商品等の取扱い

他の業法において規制が設けられている金融商品等について、投資サービス法において、どのように取扱うか。

##### ① 預金、貯金、保険、制度共済、信託、無尽

預金、貯金、保険、制度共済、信託、無尽の取扱いについては上記（2）参照。

##### ② 商品ファンド

商品ファンドについては投資商品に含め、

- ・ 商品ファンドの実態や特性を踏まえた規制内容とすること、
- ・ 商品市場の活性化を阻害しない規制内容とすること、

も考慮しつつ、商品投資販売業と投資サービス業の関係を整理することについて検討すべきと考えられるが、どうか。

上記の点について、具体的には、どのような点を考慮する必要があるか。

### ③ 不動産特定共同事業

不動産特定共同事業（共管部分）は概念的には投資商品に当たると考えられる一方、不動産特定共同事業については参入規制として登録制でなく許可制がとられ、不動産の特性を踏まえた許可要件（宅地建物取引業の免許）等、商品特性に応じた規制が一部定められているが、どのような取扱いとすべきか。

### ④ 商品先物取引及び海外先物契約

商品先物取引・海外先物契約に関する意見の状況は以下の通りであるが、どのように考えるか。

- ・ 商品先物取引、海外商品先物・オプション取引も、消費者から見れば利殖を目的とする投資行為であり、投資サービス法の規制対象に含めるべき。
- ・ 海外商品市場における先物取引の受託等に関する法律は、わずかな行為規制があるだけの極めて不十分な法律であり、類似取引に関する規制との間で整合性を欠く。
- ・ 商品先物取引については、商品調達・在庫調整・資金調達といった重要な産業インフラである商品市場に関するものであり、本年5月に施行された改正商品取引所法の下で商品市場の健全な発展を図っていくべき。
- ・ 商品取引員にかかる財務要件をはじめとする参入規制の改正、商品先物受託業における行為規制の強化、委託証拠金の取引所清算機関への直接預託制度等委託者債権保全制度の強化等の改正があり、商品取引員各社においても、改正商品取引所法の周知・徹底とその遵守に全力を挙げて取組み中。苦情件数も、引き続き高い水準ではあるが、改正前に比べ減少傾向。

特に、海外商品市場における先物取引の受託等に関する法律の問題点として、

- ・ 規制対象が狭いこと（典型先物取引のみを対象とし、先物オプションは含まれない）
- ・ 行為規制だけの法律であり、認可・登録等の業者規制がないため、規制の実効性に問題があること、

が指摘されているが、どう考えるか。



[論 点]

○ 他の業法等で規制されている金融商品等について、投資サービス法においてどのように取扱うか。

○ 「中間整理」では「金融サービス・市場法」を展望しつつ議論を行うことが必要と指摘されているが、上記論点に関する議論や法の目的も踏まえつつ、投資サービス法の対象範囲についてどう考えるか。

## 資料Ⅱ：業規制

### 1. 「投資サービス業」の対象範囲

#### (1) 「投資サービス業」の対象範囲

「投資サービス業」の対象範囲については、「中間整理」において、

- ・ 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としては、①販売・勧誘（売買、仲介、引受け、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、
- ・ 本来業務として、投資商品として位置づ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、

との指摘がなされたことを踏まえ、「投資サービス業」の対象範囲を以下のようにすべきと考えられるが、どうか。

- ① 投資商品の売買又は取引所デリバティブ取引等
- ② ①の媒介、取次ぎ又は代理
- ③ ①の委託の媒介、取次ぎ又は代理
- ④ 店頭デリバティブ取引及びその媒介、取次ぎ又は代理
- ⑤ 投資商品清算取次ぎ
- ⑥ 投資商品の引受け
- ⑦ 投資商品の募集又は私募
- ⑧ 投資商品の売出し
- ⑨ 投資商品の募集若しくは売出しの取扱い又は私募の取扱い
- ⑩ 投資商品多角的取引業務（PTS）
- ⑪ 投資助言
- ⑫ 資産運用
- ⑬ 投資助言又は投資運用に係る契約の媒介
- ⑭ 資産管理
- ⑮ その他前各号に類するものとして政令で定める行為

## (2) 自己募集

現行の証券取引法では、証券業として「有価証券の募集若しくは売出しの取扱い」（同法2条8項6号）と規定されていることから、発行者の自己募集については証券業の対象範囲となっていない。

「中間整理」は、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としつつ、これまで業登録が不要とされてきた株式会社自体による自社株式の募集については、例えば、行為規制の適用は必要であるが、業登録については利用者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じることが望ましいとしている。

この点については、少なくとも商品投資販売業や不動産特定共同事業などが現行法上自己募集を規制対象としていることを踏まえれば、このような定型的に商品組成と販売が一体化した投資商品の自己募集については、業登録を求めることが考えられるが、どうか。

また、最近の問題事案を考慮すると、例えば、集団投資スキーム（ファンド）の持分等の自己募集を規制対象とすることが考えられるが、どうか。この場合、健全な活動を行っているファンドを通じた金融イノベーションを阻害しないよう、例えば、特定投資家（プロ）向け又は投資家数が一定程度以下のファンドの自己募集については、より簡易な規制とすることも考えられるが、どうか。また、その場合における行為規制の適用のあり方について、どのように考えるか。

## (3) 資産運用

現行法における投資信託委託業、投資法人資産運用業や投資一任業務等が、投資サービス法上の「資産運用業」に該当することになる。さらに、商品ファンド（組合型）について農林水産大臣又は経済産業大臣の許可業者である商品投資顧問業者等による運用が義務づけられている例を考慮すると、集団投資スキーム（ファンド）の運用（投資商品への投資）についても「資産運用業」の対象とすることが考えられるが、どうか。

また、もっぱら特定投資家のみを対象とするファンド（プロ向けファンド）の運用まで資産運用業として業登録を求めることは過剰規制であるとの意見を勘案すると、ファンドの自己募集と同様、プロ向け又は投資家数が一定程度以下のファンドの資産運用については、より簡易な規制を設けることが考えられるが、どうか。

## [論 点]

○ ファンドの持分等の自己募集及びファンドにおける資産運用（投資商品への投資）の取扱いについてどう考えるか。一定数以上の一般投資家（アマ）を対象とするファンドにおける自己募集や資産運用については業登録の対象としつつ、プロ向け又は投資家数が一定以下のファンドの自己募集・資産運用については、より簡易な規制とすることが考えられるが、どうか。また、より簡易な規制として、具体的にどのようなものが考えられるか。

### (4) 投資助言又は投資運用に係る契約締結の媒介

投資顧問契約又は投資一任契約に係る媒介等について、現行法において業として位置付けられていないために、取扱いが可能かどうか明確でなく、明確にする必要があるとの意見がみられる。そこで、こうした行為を明確に業として位置付ける（例えば仲介業に含める）こととしてはどうか。

### (5) 新たなデリバティブ取引

デリバティブ取引については、「中間整理」では、「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」との指摘がなされたことを踏まえ、金利・通貨スワップ、クレジット・デリバティブ、天候デリバティブ等も含め幅広く、「投資サービス業」として対象範囲に含めることが考えられる。

他方、デリバティブ取引については、①利用者利便の向上及びデリバティブ市場の機能充実を阻害することのないよう、規制の枠組みについて慎重に検討すべき、②デリバティブ取引の実務や市場慣行、国際的な整合性についても考慮すべきといった意見にも留意する必要がある。外為証拠金取引も、知識・経験・資産の観点から一般投資家と考えられる個人を対象に、何ら規制がなされないまま行われたために大きな被害をもたらす結果となったものであり、これを受けた改正金融先物取引法においては、店頭金融先物取引については、一般投資家を対象とする取引（媒介・取次ぎ・代理を含む）のみを業規制の対象としている。

以上を勘案すれば、新たなデリバティブ取引について、利用者保護を前提に活力ある金融市場を構築するとの観点から、特定投資家のみを対象とする場合については、例えば、

より簡易な規制を設けることが考えられるが、どうか。

また、デリバティブに対する具体的な規制についての検討にあたっては、天候デリバティブについては損保本体の直販に加えて、損保代理店が媒介業務を行っている等、取引の実態等についても十分留意すべきとの意見があったが、どう考えるか。

## 2. 他の業法における業規制と投資サービス法における業規制との関係

他の業法において登録制度等の業規制が設けられている場合、当該業について投資サービス業の業登録の対象範囲に含めるかについて、どう考えるか。

(注) なお、仮に投資サービス業の登録制度の対象範囲に含まれない場合であっても、投資サービス法の行為規制の対象となり得ることに留意が必要。

### (1) 銀行業・保険業・信託業・無尽業

これらの業については、次の理由から「投資サービス業」の業登録の範囲に含めないことが考えられるが、どうか。

- ・ その業としての性格から、各業法においてその法目的を達成するために免許制等により高度な業規制が課されていること。
- ・ 各業においては投資性のない商品（例えば決済性預金、掛け捨て保険、公益信託等）も取り扱われていること。
- ・ 平成15年12月の当部会報告書でも指摘されている通り、証券取引法65条の根拠となった利益相反や銀行の優越的地位の濫用の可能性は、今日もなお存在すること。

(注) 無尽については、上記I 2. (2) ⑤の考え方によれば、そもそも投資サービス法の規制対象範囲に含まれないこととなる。

### (2) 銀行代理業・損害保険代理店・生命保険募集人・保険仲立人・信託契約代理業

これらの業（者）については、預金の受入れ、保険の受入れや信託の引受けそのものに関する代理権を有していること等から、上記①に準じて考える必要があるが、どうか。

### (3) 信託受益権販売業

信託受益権販売業は、信託の引受けそのものに関する権限を有しておらず、また、既に発行された信託受益権の販売に従事する業であることから、投資サービス法における販売

・勧誘業と位置づけ、対象範囲に含めることとなると考えられるが、どうか。

#### (4) 抵当証券業

抵当証券業は、投資性のある商品（抵当証券）の販売を業として行うものであり、投資サービス業（販売・勧誘業）の業登録の対象にすることが考えられるが、他方で、抵当証券業者は、実際には、モーゲージ証書の形、すなわち原貸付債権とは異なる金利の支払と一定期間経過後の元本償還という形で抵当証券の販売を行っており、自ら信用リスクを引き受けている点で他の投資サービス業者と異なる面があり、こうした実態を踏まえた法制的な整理が必要となる。また、こうした業の実態を踏まえて、抵当証券保管機構が抵当証券業者の販売に係る抵当証券の保管に関する業務を行う制度となっている。以上を踏まえ、どう考えるか。

#### (5) 制度共済

共済事業を含めた組合の行う事業については、営利目的でなく共助を通じて組合員の生活を守ることを目的として営まれており、そのような事業の性格を踏まえた規制（認可制等）が各組合法において講じられていることから、「投資サービス業」に含めないことが考えられるが、どうか。

制度共済については、農業協同組合法、中小企業等協同組合法（火災共済）においては一定の販売・勧誘時の規制が置かれているほか、中小企業等協同組合法の事業協同組合に基づく共済についても同様の規制を設けることについて検討が行われているが、それ以外の制度共済（特に幅広く募集を行っているもの）について、どう考えるか。

### 3. 業規制の柔構造化

業務内容に応じた参入規制等の段階化を具体的にどのようにするか。

#### (1) 1種・2種・3種（仮称）の区分

「中間整理」に示されている3種類の業の業務範囲については、例えば、以下のような区分が考えられるが、どうか。

##### ① 第1種業（仮称）

- ・ すべての投資商品を対象とするすべての業務

(注) 店頭デリバティブ取引等、資産管理業、元引受け業務及びPTS（私設取引システム）業務は、第1種業のみが取扱い可能。

## ② 第2種業(仮称)

- ・ 投資商品のうち、流動性の低い商品（私法上の有価証券とされているもの及び社債等の振替制度の対象となっているもの以外の権利）についての売買、売買の媒介  
・ 取次ぎ・代理、募集・私募・売出し若しくは売出しの取扱い又は私募の取扱い（注：引受け業務は含まれない）
- ・ 投資商品の資産運用
- ・ 投資商品の投資助言

## ③ 第3種業(仮称)

- ・ 他の投資サービス業者の委託を受けた媒介（所属会社制）

## (2) 参入規制

投資サービス業者の本来業務の拡大及び金融イノベーションの促進の観点から、現行法において認可制とされている業務（投資信託委託業、投資法人資産運用業等、投資一任業務、店頭デリバティブ取引及び元引受け業務）については、登録制とすることが考えられるが、どうか。投資一任業務や店頭デリバティブ取引については、認可制を維持すべきとの意見もあるが、どうか。

一方、PTS業務は、取引所類似の機能を有していることから、認可制を維持することが考えられるが、どうか。

## (3) 財産規制

財産規制については、例えば、以下のようにすることが考えられるが、どうか。

- ・ 第1種業者については、現行の証券会社・外国証券会社及び金融先物取引業者と同様、最低資本金規制、純財産額規制及び自己資本規制を設ける。
- ・ 第2種業者については、最低資本金規制又は営業保証金規制を設ける。
- ・ 第3種業者については、財産規制を設けない。

現行法の下、有価証券店頭デリバティブ取引（10億円）、元引受け業務（30億円又は5億円）及びPTS業務（3億円）については、最低資本金の加重要件が設けられているが、元引受け業務及びPTS業務については、業務の性格を勘案し、引き続き加重要件を設けることが考えられるが、どうか。

#### （4）主要株主規制

現行法においては、市場の仲介者としての機能、また預託の受入れを通じて顧客に代わって資産運用を行うことにより国民の資産形成に直接関与する機能を有していることから、証券会社、金融先物取引業者、投資信託委託業者、投資法人資産運業者及び認可投資顧問業者については、届出制による主要株主規制が設けられているが、投資サービス法における主要株主規制の対象業の範囲として、基本的に現行を維持することが考えられるが、どうか。

#### （5）業務範囲（他業の制限等）

第1種業者については、現在の証券業における付随業務・届出業務・承認制度の枠組みを維持しつつ、その範囲を拡大することとしてはどうか。

第2種業者のうち資産運用業者については、現行の認可投資顧問業者及び投資信託委託業者に対する規制において他業を行う場合に内閣総理大臣の承認を要することとされている（付随業務制度等がない）が、投資サービス法においては、業務の自由度を高める観点から第1種業者と同様、付随業務・届出業務・承認業務制度の枠組みをとることとしてはどうか。

また、資産運用業者を除く第2種業者と第3種業者については、他業を行うことについて制限を設けないこととしてはどうか。

この点に関し、不動産会社は、現状、アセットビジネスとして資産運用・助言を行っており、資産運用についても他業の制限を緩和すべきとの意見があるが、どう考えるか。

#### 4. 外務員登録制度

現行の証券取引法及び金融先物取引法における外務員登録制度について、投資サービス法においてどのように取扱うか。



## (1) 外務員登録制度の目的

外務員登録制度は、業者に対し、一定の業務を当該業者のために行う者を外務員として登録することを義務づけ、外務員の行為の責任の帰属を明らかにするとともに、登録の欠格要件を定めること及び法令違反等の場合において登録取消しの処分を行うことによって不適格者を排除することを可能とし、顧客との紛争又は事故の原因となりやすい外務員に対する監督体制の整備を図るものである。

現行では、証券取引法（証券会社）及び金融先物取引法（金融先物取引業者）において外務員制度が定められている。なお、現行、証券業協会は外務員登録事務を委任されており（証券取引法64条の7）、証券業協会は外務員登録の要件として一定の試験の合格を定めているが、これは自主規制によるものである（協会の外務員の資格、登録等に関する規則4条）。

## (2) 外務員登録制度の対象範囲の拡大の適否

現行、証券会社及び金融先物取引業者以外の業者には外務員登録制度が定められていない。これら以外の業者についても外務員登録制度を設けるかどうかを検討するにあたっては、外務員登録制度の目的（責任の明確化及び不適格者の排除）を考慮する一方、外務員登録制度が設けられていない業者については、仮に新たに外務員制度を導入する場合には、

- ・ 登録事務の実施を担う機関をどこにするか
- ・ 外務員登録に伴う業者の負担

といった点にも配慮する必要があるが、どのように考えるか。

## 5. 業務委託先への監督について

世界的に金融サービス業者の業務の外部委託が増加していることから、IOSCO（証券監督者国際機構）は2005年2月に「市場仲介者の金融サービスのアウトソーシング原則」を公表し、またジョイント・フォーラム（バーゼル銀行監督委員会、IOSCO及び保険監督者国際機構（IAIS）から構成）も同月「金融サービスにおけるアウトソーシング」を公表している。

我が国においても、金融庁の「証券会社向けの総合的な監督指針」に、証券会社の監督にあたっての評価項目の1つとして、事務の外部委託があげられている。また、今年の特

別国会における銀行法改正により、報告徴求及び立入検査の対象に、銀行から業務の委託を受けた者が加えられることとされている。

このような業務の外部委託を巡る内外の動向、そして、近年、業務の外部委託に関連してシステムトラブルや顧客情報の漏洩等の問題も生じていることを勘案すると、投資サービス法においても、例えば第1種業者、資産運用業者等について所要の整備を行うことが望ましいと考えられるが、どうか。

## 資料Ⅲ：行為規制

### 1. 行為規制の全体像

「中間整理」においては、行為規制について、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とされている。個々の行為規制の適用のあり方については金融商品・サービスの性質を踏まえた検討が必要であるが、投資サービス法における行為規制の全体像として、例えば、以下のようなものが考えられるが、どうか。

#### 【全ての業務に関するもの】

- ・ 標識揭示義務
- ・ 広告規制
- ・ 投資サービス業者であることの表示義務（後述7参照）

#### 【販売・勧誘に関するもの】

- ・ 誠実公正義務
- ・ 契約内容等の事前書面交付義務（後述2、4参照）
- ・ 契約締結後の取引報告書の交付義務
- ・ 適合性の原則（後述3参照）
- ・ 不招請勧誘の禁止（後述5参照）
- ・ 再勧誘の禁止（後述5参照）
- ・ 損失補填の禁止
- ・ 禁止行為（虚偽情報・断定的判断の提供等）
- ・ クーリング・オフ制度
- ・ 最良執行義務

#### 【資産運用・助言に関するもの】

- ・ 善管注意義務
- ・ 忠実義務
- ・ 禁止行為（利益相反取引、金銭・有価証券の貸付等）

- ・ 自己執行義務
- ・ 運用報告書交付義務（後述2参照）

#### 【資産管理に関するもの】

- ・ 分別管理義務

## 2. 開示規制と行為規制との関係

証券取引法以外の各業法では、業者への行為規制として、販売・勧誘の場面においては事前の契約内容等の説明書面の交付を義務付けるとともに、運用の場面においては定期的な運用報告書交付を義務づけることを通じて、利用者への商品等に関する情報の適切な提供が確保されている。一方、証券取引法では、開示規制によって、販売・勧誘の場面においては、発行者が作成した目論見書を発行者又は証券会社等が投資家に交付することを義務付けるとともに有価証券届出書の当局への提出を義務付け（当局において公衆縦覧）、そしてそれ以降についても定期的な有価証券報告書の当局への提出義務付け（当局において公衆縦覧）により、利用者への情報提供が確保されており、証券会社等の業者に対する行為規制として、説明書面や運用報告書の交付義務は設けられていない。

投資サービス法において、このような業者に対する行為規制としての説明書面・運用報告書の交付義務と、開示規制としての有価証券届出書提出・目論見書交付義務、有価証券報告書提出義務との関係についてどのような整理をするかが問題となる。証券取引法上の有価証券届出書・目論見書、有価証券報告書制度については、その具体的な開示事項については投資家の判断にとって真に有益な情報が過不足なく提供されるものとなっているかとの観点からの検討は必要であるが、制度の枠組み自体は、その重要事項の虚偽記載に対して厳格なエンフォースメント（刑事罰・課徴金等）が設けられている等、利用者保護の観点から維持することとしてはどうか。

他方、私募の場合に開示制度としての有価証券届出書提出・目論見書交付義務、有価証券報告書提出義務が課されない場合もあることや、有価証券報告書は利用者本人には直接は交付されないことを勘案すると、利用者への情報提供を確保するため、業者への行為規制として説明書面・運用報告書交付義務を課すこととしつつ、販売・勧誘の場面については、目論見書交付により情報提供が確保されている場合については、当該義務を免除することが考えられるが、どうか。

### 3. 適合性の原則のあり方

適合性原則は、投資サービス法において、事前説明義務と並んで、利用者保護のための販売・勧誘に関するルールの柱となるべき規制と考えられることから、投資サービス法の規制対象となる金融商品・サービスについては、体制整備にとどまらず、現行の証券取引法等と同様の規制として位置づけることが適当と考えられるが、どうか。

適合性原則における考慮要素として、現行証券取引法の「知識、経験、財産」に加え、判例や米英の例を参考に、「投資の目的」も考慮要素とすることが適当と考えられるが、どうか。この点に関し、実務上は顧客の「投資の目的」の把握が容易でないことから慎重に考えるべきとの意見があったが、どうか。また、考慮要素として、「顧客の理解力」も入れるべきとの意見があったが、どうか。

英国の金融サービス・市場法に基づく業務行為規範（Conduct of Business: COB）では、業者がある商品・サービスについて勧誘を行った場合は、契約締結前に、当該業者が当該顧客のニーズや財務状況を勘案し、当該商品・サービスが適当と判断した理由を説明する「適合性レター」を送付することを義務づけている（COB 5.13.14R）。我が国において同様の方法をとることについて、適合性の原則の実効性確保の観点から前向きに考えるべきとの意見がある一方、目論見書交付義務に加え、適合性レターに関する手続まで義務づけた場合、実際の投資商品の販売に支障を来たすのではないかととの意見があるが、どう考えるか。

### 4. 金融商品販売法における説明義務の業法上の義務化

金融商品販売法では、「金利、通貨の価格、有価証券市場における相場その他の指標に係る変動を直接の原因として元本欠損が生ずるおそれ（いわゆる「市場リスク」）」、「金融商品の販売を行う者その他の者の業務又は財産の状況の変化を直接の原因として元本欠損が生ずるおそれ（いわゆる「信用リスク」）」等について、「金融商品の販売が行われるまでの間に」説明する義務を課し、その違反に対して損害賠償責任や損害賠償額の推定といった民事上の効果を付与する規定が設けられている（同法3条～5条）が、当該違反を直接の理由として各業法上の監督上の処分を行い得るわけではない。

現行の各業法の中には、証券取引法のように事前の説明義務が課されていないものもあるが、投資サービス法においては、金融商品販売法上の説明義務と同内容の説明義務を行

為規制の1つとして位置付け、違反に対して直裁に監督上の処分が発動できることとすべきと考えるが、どうか。

## 5. 不招請勧誘の禁止

不招請勧誘については、外為証拠金取引に関連した金融先物取引法改正を提言した当部会報告書（平成16年6月23日）において、「適合性の原則が遵守されるのであれば営業活動を制限すべきではないとの意見もあったが、外国為替証拠金取引については、その商品性に疑問を呈する意見もある中、電話や個別訪問による勧誘を受け、リスクについて理解しないまま受動的に取引を開始したことによるトラブルから社会問題に発展していることに鑑みると、外国為替証拠金取引及びこれに類似するデリバティブ取引については、不招請勧誘を禁止することが望ましい」と指摘されていることも踏まえ、投資サービス法において、不招請勧誘の規定を設け、適合性原則の遵守をおよそ期待できないような場合に、利用者保護の観点から機動的に対象にできる枠組みを設けることとしつつ、当面の適用対象は、現行の範囲（金融先物取引）に限定することが考えられるが、どうか。

これに対し、

- ・ 不招請勧誘禁止は、苦情相談事例の中で取引形態としては圧倒的に多いものであること、適合性の原則と異なり規範として明確との利点があることから、適用対象を幅広くとるべきであり、問題が生じてから政令指定等で対応するのでは利用者保護上不十分との意見、
- ・ 仮に適用範囲を限定する場合であっても、少なくとも、現行よりは適用範囲を広げるべき（例えば、店頭デリバティブや取引一任勘定取引等）との意見、

があるが、どう考えるか。

また、商品取引所法においては、顧客が取引を行わない旨の意思（当該取引についての勧誘を受けることを希望しない旨の意思を含む）を表示した顧客に対する勧誘（再勧誘）を禁止している（法214条5号）。これを参考に、投資サービス法において、不招請勧誘禁止に加え新たな義務として導入することが考えられるが、どうか。例えば、店頭金融先物取引に比べ利用者保護に手厚い取引所金融先物取引については、不招請勧誘禁止の対象から除外した上で、再勧誘禁止を適用することが考えられるが、どうか。

再勧誘禁止については、

- ・ 再勧誘の禁止は、顧客の勧誘を受ける意思の確認義務とセットで規定すべき、

・ 再勧誘の禁止を設けるのではなく、不招請勧誘禁止に一本化すべき、との意見があるが、どうか。

## 6. 手数料開示のあり方

ここにいう「手数料」の範囲が問題であるが、「中間整理」に至るまでの議論を踏まえれば、大きく、① 顧客から業者に直接・間接に支払われる手数料（投資信託における信託報酬や証券会社への販売手数料、変額年金保険における運用関係費用等）と、② 商品の組成業者（例えば、投資信託会社や保険会社）が、販売業者（証券会社や保険募集人等）に対して支払う販売手数料、の2つの場面における手数料が問題と考えられる。

①の手数料については、上記の通り、現行法上、各業法において、利用者への開示が義務づけられているが、①の手数料は、その額の多寡によって顧客へのリターンに直接影響するものであることから、顧客の関知しないところで支払われてしまうことのないよう、投資サービス法においては、幅広く開示を義務づけることとしてはどうか。

他方、②の手数料については、

- ・ 投資信託や変額年金保険においては、販売業者が強力なスポンサーとして設計段階から関わり、各種手数料などスポンサーの利益が大きくなるよう商品設計するきらいがあることは否めない、
- ・ 当該の各契約によって業者や勧誘担当者個人がいくらの手数料を得るかという事実は、消費者が投資を決断する上で極めて重要であることから、業者側に対し開示の義務づけを行うことは必要、

との意見がある一方、

- ・ このような手数料は、保険会社が代理店等に委託した業務の対価であって、保険会社の事業費の一部であることから、保険原価の内訳という性格が強く開示にはなじみにくい側面があること、
- ・ 手数料開示により、手数料格差があたかも商品・サービス内容に相違につながるかのような誤解を利用者に与える懸念があること、

といった意見もある。

販売業者が商品の組成業者から得る販売手数料の多寡が販売業者の販売・勧誘行動に対して何らかの影響を与える可能性については否定できないことに鑑みれば、販売手数料の水準は投資判断に際しての重要な参考情報と考えられる一方、このような開示義務をもっ

とも徹底した場合、販売を担当する従業員の給与の一部としての販売手数料についても開示を義務付けるといった帰結にもなり得るとの意見もあるが、この問題について、どう考えるか。

この点に関しては、本件は、むしろ、業者が自己の利益のための顧客の利益を損ねているのではないかという点に問題の本質があり、誠実公正義務の問題として捉えるべきとの意見があるが、どう考えるか。

## 7. 投資サービス業者であることの表示義務

投資サービス法については、その規制対象となる業者であることが、利用者一般から見て信頼し得る業者であるとの社会的評価につながるような法制を目指すべきとの指摘があったほか、事業者の一部からも、「JISマークのような」との比喻で利用者にとって安心できる金融商品・サービスとそうでないものを区分できないかとの意見が寄せられているところである。

また、最近の苦情・相談事例の中には、未公開株の募集のように無登録業者が関与しているものが少なからず見られる。このような無登録業者の活動は、利用者保護上問題であることはもとより、商品・サービスに対する利用者一般の信頼に悪影響をもたらしかねず、健全に業務を行っている業者にとっても不利益となるものである。

以上を踏まえ、投資サービス業者に対しては、営業所等における標識掲示義務に加え、商品取引所法214条7号で自らの商号を顧客に告げる義務を課している例も参考に、顧客に対する投資サービス法上の登録業者である旨の表示義務を課すことが考えられるが、どうか。

## 8. その他

広告規制については、新聞等の不特定多数の者を対象とする方法によるものに加え、ファックスやメール等の特定者を対象とする方法によるものも併せて規制することについて検討すべきとの意見があるが、どうか。

また、クーリング・オフの適用範囲については、投資商品の性質上クーリング・オフに馴染まないものもあることから、現行各業法におけるクーリング・オフの規制範囲を拡大して、投資商品全般とすることは適当でないと考えられるが、どうか。



**[論 点]**

- 事前書面交付義務、適合性の原則、不招請勧誘の禁止等、行為規制について、これまで議論してきた事項を踏まえ、さらに留意すべき点はないか。

## 資料Ⅳ：特定投資家（プロ）と一般投資家（アマ）の区分

### 1. 特定投資家と一般投資家の区分のあり方

特定投資家と一般投資家の区分を設ける趣旨・目的としては、以下のようなものが挙げられる。

- ・ 特定投資家と一般投資家の区分により、適切な利用者保護と金融の効率性向上を両立させる。
- ・ 特定投資家は、その知識・経験・財産の状況等から、適合性原則の下で保護が欠けることとならず、かつ当事者も必ずしも行政規制による保護を望んでいない。
- ・ 特定投資家については、行政規制ではなく市場規律に委ねることにより、過剰規制による取引コストを削減し、グローバルな競争環境に置かれているわが国金融市場における取引の円滑を促進する。投資サービス法の規制対象を道路に喩えるなら、F1と一般車とを一律に同列の交通規制にかからしめるのは非効率であり、F1に自由に走らせる領域を確保すべき。

特定投資家と一般投資家の具体的な区分のあり方については、このような特定投資家と一般投資家の区分の趣旨・目的等を踏まえると、例えば、一般投資家に移行できない特定投資家、特定投資家に移行できない一般投資家、選択によって移行可能な中間層に分類してはどうか。この場合、特定投資家と一般投資家の2分類を出発点としつつ、選択による移行を考慮すると、以下のような4分類が考えられるがどうか。

- ① 一般投資家に移行できない特定投資家
- ② 選択により一般投資家に移行可能な特定投資家
- ③ 選択により特定投資家に移行可能な一般投資家
- ④ 特定投資家に移行できない一般投資家

なお、上記②及び③において、移行の選択に当たって、利用者の書面による同意等、所要の手続きが必要であることはいうまでもない。

### 2. 具体的な区分基準

- ① 一般投資家に移行できない特定投資家

基準の明確性・客観性等を考慮して、特定投資家の範囲については、原則として「適

格機関投資家」の概念を活用してはどうか。

② 選択により一般投資家に移行可能な特定投資家

一定規模以上の法人については、組織体として金融取引に係る適切なリスク管理を行うことが可能であると考えられることから、基本は特定投資家として取り扱うこととする一方、選択により一般投資家として取り扱われることを認めてはどうか。このカテゴリーとして、例えば、公開会社、一定規模以上の会社、地方公共団体や政府関係機関等が考えられるがどうか。

個人については、投資家保護の観点から、基本はすべて一般投資家としてはどうか。

③ 選択により特定投資家に移行可能な一般投資家

②に分類される以外の法人等については、この分類にしてはどうか。

個人についても、富裕層の存在等を考慮すると、一定の要件を満たす場合には、選択により特定投資家への移行が可能としてはどうか。具体的基準としては、例えば、利用者の純資産基準・所得基準（米国）、ポートフォリオ規模（EU）、取引頻度（EU）、職業（米国・EU）等の取引主体に着目する基準の他、一定額以上の取引金額等の取引類型に着目する基準等様々なものがあり得るが、どのように考えるか。

④ 特定投資家に移行できない一般投資家

③において一定の要件の下で自らの選択により特定投資家に移行する個人以外の個人については、この分類にしてはどうか。

**[論 点]**

○ 「選択により一般投資家に移行可能な特定投資家（一定規模以上の法人等）」、「選択により特定投資家に移行可能な一般投資家（特定投資家に該当しない法人のほか、一定の要件を満たす個人）」の範囲について、具体的にどのような基準を設けることが考えられるか。

### 3. 特定投資家向けの場合に適用除外する行為規制

特定投資家に対する行為規制の適用について、例えば、以下のように考えられるが、どうか。

- ・ 契約締結前における説明・書面交付義務、契約締結時における取引報告書等の交付義務については、情報格差の是正を目的に一定の事項に関する情報提供を一律に義務付けているものであり、取引相手が特定投資家の場合は、必要な情報は自ら入手することが可能なことから、このような規制は不要であり、むしろ規制によるコストが問題とも考えられることから、適用除外とする。
- ・ 虚偽の表示又は断定的判断の提供による勧誘の禁止、損失補填の禁止については、利用者保護のための規制との側面もあるが、市場における情報や価格の公正確保のための規制としての側面もあることから、取引の相手方が特定投資家であっても、適用除外とはしない。

このほか、適合性の原則については、特定投資家向けには明確に適用除外すべきとの意見と、行為規制の一般原則であることから適用除外とすべきでなく、その場合も、実際上の効果としては「特定投資家」向けであることから適用除外する場合とあまり変わらないとの意見とがあるが、どう考えるか。また、その他の行為規制の取扱いについて、どう考えるか。

#### [論 点]

- 顧客が特定投資家である場合の行為規制の取扱い、特に適合性の原則について適用除外することについて、どう考えるか。

## 資料V：集団投資スキーム（ファンド）

### 1. ファンドに対する仕組み規制のあり方

#### （1）仕組み規制の目的

最近も、多数の一般投資家を対象とした匿名組合形式の事業ファンドに関する被害事例が報じられていること等を踏まえると、利用者保護の観点から、ファンドに対する実効性ある規制の整備が必要であると考えられる。

「中間整理」では、ファンドに対する最低限の仕組み規制が必要であるとされているが、その目的は、投資サービス法におけるファンドに関する他の規制（開示規制、販売・勧誘及び資産運用に対する業規制、行為規制）とあいまって、ファンドに関して実効的な利用者保護を図ることにあると考えられるが、どうか。

#### （2）仕組み規制の対象範囲

定時総会の開催その他、株主の権利義務が一定程度整備されている株式会社、中小規模の事業会社の形態として幅広く活用されている合名会社・合資会社、信託業法又は兼営法による業規制を受けている営業信託については、届出等を義務づける仕組み規制の対象から除外することが考えられるが、どうか。

#### （3）仕組み規制の具体的内容

##### ① 基本的考え方

ファンドに対する仕組み規制について検討するにあたっては、「中間整理」で掲げられている「利用者保護を前提に、活力ある金融市場を構築」するとの観点から、一般投資家（アマ）を対象とするファンドについては利用者保護の観点から十分な規制を課すこととしつつ、もっぱら特定投資家のみを対象とするファンド（プロ向けファンド）については、一般投資家を念頭においた規制を相当程度、緩和・除外することが考えられるが、どうか。

##### ② 届出と登録

「中間整理」においては、仕組み、開示、販売、運用等、全体について適切な規制がなされればよく、仕組み行為自体についての業規制は必要ないとの指摘もあることを踏

まれば、登録制（原則禁止としつつ、登録により禁止を解除）とすることは適当ではないこと、ファンド組成スケジュールが極めてタイトであることを勘案し、事後届出とすることが考えられるが、どうか。

プロ向けファンドについても、ファンドの透明化確保の観点から、届出事項を必要最小限のものとしつつ事後届出を義務づけることについて、どう考えるか。

また、同様に、ファンドの透明化確保の観点から、必要最小限の届出事項について公衆縦覧することについて、どう考えるか。プロ向けファンド及び私募ファンドについては、守秘義務との関係等から公衆縦覧への対応は困難との意見について、どう考えるか。

### ③ 分別保管、受託者責任、利益相反防止措置等

「中間整理」では、ファンドに対して、分別保管、受託者責任、利益相反防止措置等について規定を整備することが適当とされているが、どうか。

プロ向けファンドについては、現状法律上特段の規制がなくとも、特定投資家については保護に欠けるようなこととはならず、新たな立法により保護すべき必要性がないとの意見があるが、どう考えるか。

### ④ 定期報告

「中間整理」において、「ファンドが財務・運用状況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と」とされているが、この点につき、留意すべき点はあるか。

### ⑤ ファンドの対する報告徴求・検査

行政による報告徴求や立入検査に関する規定を設けることについてどう考えるか。この点につき、まず投資家間で話し合いを持ち、その上で組合契約等への違反を理由に投資家からの求めに応じ、検査等を行うべきとの意見があるが、どうか。

## (4) 仕組み規制以外の規制との関係について

「中間整理」は、ファンドについて、仕組み規制のほか、①開示規制、②販売・勧誘の投資サービス業規制・行為規制（自己募集）、③資産運用の投資サービス業規制・行為規制が課されるとの枠組みを提示している。

「中間整理」の仕組み規制に関する考え方に対しては、

- ・ 一般投資家のみを対象とする場合であっても、出資者が複数名であれば届出・登録等の諸規制がかかることとした場合、届出・登録等の対象が膨大となり、規制としての実効性、行政関与の必要性とその効果について慎重な検討が必要、
- ・ 広範な届出・登録義務が、現行の投資信託・投資法人法と同様に有価証券届出書等の発行開示制度とは別に当局による監督・規制目的から導入された場合、過剰な規制となり妥当でない。利用者保護のためには、投資サービス業者の関与がある場合には、投資サービス業者に対する規制で十分、  
との意見がある。

## **[論 点]**

- **ファンドについて、過剰な規制を回避しつつ、利用者保護の観点から実効的な規制の枠組みを構築する観点から、どのような方策が考えられるか。**  
**このような観点から、開示規制、業規制（自己募集を含めた販売・勧誘・資産運用）、仕組み規制について、どのような組み合わせが最も望ましいと考えられるか。**

### **(5) 既存のファンド法制との関係**

「中間整理」では、「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」としつつ、投資信託・投資法人法は、「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追加的なガバナンスに関する規定などが置かれていることから残すことが必要」とされている。

S P C法についても、投資信託・投資法人法と同様に、資産流動化に特化したビークルとして、ファンド業務の制限や追加的なガバナンスに関する規定などが設けられており、残すことが必要と考えられるが、どうか。

(注) 商品ファンド、不動産特定共同事業の取扱いについては、資料 I の 2. (4)②、③を参照。

## (6) その他

ファンドの今後の方向性について、ファンドが多様なファンドを組み込んだファンド・オブ・ファンズの果たす役割がますます大きくなる可能性が高いことから、そのディスクロージャーのあり方について検討する必要があると考えられるが、どうか。

また、「投資クラブ」については、投資家の裾野を広げる観点からも意義があり、過剰な規制により発展を阻害しないよう留意すべきと考えられるが、どうか。



## 資料VI：開示規制

### I 投資商品の性格に応じたディスクロージャーのあり方

#### 1. 投資商品の性質に着目した開示制度について

証券取引法上の開示規制の対象となる有価証券の範囲は、株券、社債券といった伝統的な有価証券のように企業としての発行体自体の信用力にその価値を置く企業金融型証券から、ファンドやABSのように発行体の保有する資産をその価値の裏づけとする資産金融型証券に拡大してきた。さらに、投資サービス法制の下では、開示規制の対象となる投資商品の範囲がこれまで以上に拡大することが想定される。

このため、投資商品はその性質に応じて企業金融型商品と資産金融型商品に分類し、その分類ごとに開示規制を整備することが考えられるが、どうか。

特に、資産金融型商品の開示規制の整備に際しては、企業金融型商品との比較において、以下の点に留意する必要があるのではないか。

- ① 現在も、資産金融型証券については、企業金融型証券に係る開示内容を定めた内閣府令（「企業内容等の開示に関する内閣府令」）とは別に内閣府令（「特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令」）を規定し、資産の内容等を中心とした開示を求めているが、これに加えて、運用者・運用サービスの内容に関する情報等について、開示情報の充実を図る必要がないか。
- ② 米国では、ABSについて、四半期報告書の提出に代えて、配当時（月次）に受託銀行の作成するサービシングや分配に関するレポートを臨時報告書として提出することが認められているが、投資サービス法においても、資産金融型商品に関して、より柔軟な手続を活用するなどの余地がないか。

#### 2. 投資商品の流動性に着目した開示制度について

投資商品は、その流動性に着目すれば、証券取引所に上場され、流動性の高い流通市場をもつ投資商品、上場されておらず、流動性の高い流通市場をもたない投資商品、さらには、譲渡性が制限されていることなどにより流通の可能性に乏しい投資商品に分類され、それぞれの投資商品に対応した制度を考えるべきではないか。

(1) 上場投資商品の開示

流動性の高い流通市場をもつ上場投資商品については、市場で頻繁に価格が変動することから、より頻繁に、かつ、密度の濃い投資情報の提供が求められる。このため、上場企業については、他の開示企業に先立ち、四半期報告制度の導入や財務報告に係る内部統制に関する制度の一層の整備を図っていくこととしてはどうか。

**[論 点]**

○ 四半期報告制度については、当部会の下に設置されたディスクロージャー・ワーキング・グループがとりまとめた報告に沿って検討を進めていくべきであるとされている。ワーキング・グループ報告で検討が必要とされていた半期報告制度の四半期報告制度への統合については、その統合を基本として、さらに実務上の詰めを進めていくこととしてはどうか。

(注) ディスクロージャー・ワーキング・グループ報告では、四半期報告制度について、「投資情報の適時性、迅速性に加えて、その十分性や信頼性の観点から、投資情報全体として開示の後退とならないよう」留意しつつ、「四半期報告制度への統一の是非について最終的な判断が行われるべきである」とされている。

また、同報告では、「四半期報告制度に統一される場合には、これまでの（半期報告）制度の存在を前提に運用されていると考えられる証券取引法以外の法律に基づく諸制度のあり方についても、政府部内において十分な検討が行われる必要がある」とされている。

○ 財務報告に係る内部統制の有効性に関する経営者による評価と公認会計士等による監査については、企業会計審議会における関連の基準のあり方の検討等を踏まえ、制度化のあり方について判断することとされているが、これらを義務化することとしてはどうか（企業会計審議会内部統制部会においては、12月8日に基準のあり方について報告をとりまとめる予定）。

その際、有価証券報告書の記載内容の適正性について、経営者に確認を求める制度を併せて導入することとしてはどうか。

(注) 米国では、財務報告に係る内部統制の有効性に関する経営者による評価と公認会計士による監査を義務付けるとともに、経営者に年次報告書の開示が適正である旨の宣

誓を義務付けている。

また、我が国においても、現在、証券取引法上、任意の制度として導入されている経営者による確認書制度において、経営者が有価証券報告書の記載内容の適正性について確認するとともに、財務報告に係る内部統制システムが有効に機能しているかについても確認することとされている。

## (2) 非上場投資商品の開示

現行の開示制度においては、非上場有価証券の発行者に対しても継続開示義務が課されるが、過去に有価証券を公募により発行したとしても、その後、所有者数が減少していく等により流通性が乏しくなっているような場合には、継続開示義務が発行者に過度の負担となっているケースがあり得る。このような場合について、継続開示義務の免除要件の範囲を拡大すべきと考えられるが、どうか。

## (3) 譲渡性制限投資商品の開示

現行の開示制度においては、

- ① 有価証券の募集又は売出しに係る有価証券届出書の提出及び投資者への目論見書の交付
- ② その後、定期的に有価証券報告書及び半期報告書の提出

を求め、これらの書類（目論見書を除く。）を公衆縦覧に供している。このような公衆縦覧型開示制度は、有価証券に流通性がある、又はその所有者が多数に及ぶことにより、投資者に広く投資機会が存在することが前提となっていると考えられる。

これに対して、譲渡性が制限されていることなどにより流通の可能性に乏しい投資商品のうち、その所有者数がある範囲に留まり、かつ、相手が特定できるようなものについては、有価証券報告書等の開示書類を公衆縦覧に供する必要性に乏しく、その情報をむしろ直接提供する方が開示の徹底が図られるとの考え方について、どう考えるか。

## 3. 開示規制の適用柔軟化に向けた一般ルール化について

開示規制を機械的に適用した場合に生じる実際上の不都合を解消するため、例えば、

- ① その会社の役員・従業員に対してストックオプションを付与する場合
- ② 会社新設の際、株式の全部を発起人引受けにより発行する場合
- ③ 一定の要件を満たす従業員持株会に株式を発行する場合

等については、政令やガイドラインにおいて開示規制の適用を限定してきた。これらの事項について、その内容を分析、整理し、開示規制の適用の限定について、法律においてその明確化を図るべきではないか。

このため、投資商品を取得しようとする投資者が、当該投資商品に関する情報及び当該投資商品の発行者に関する情報を既に入手しており、又は容易に入手することが可能である場合として一定の要件を満たすとき等には、開示規制の対象から除くことが考えられるが、どうか。

#### 4. プロ／アマ規制のあり方について

行為規制における特定投資家（プロ）／一般投資家（アマ）規制のあり方の検討に対応し、適格機関投資家の範囲の拡大、プロ私募の要件とされる転売制限のあり方等について、取引の実態等に即して検討を行うべきではないか。

##### (1) 適格機関投資家の範囲の拡大

###### [論 点]

○ 開示規制においては、適格機関投資家に該当する者が周知されていない場合は、投資商品の勧誘が公募に該当するののか、私募に該当するののかを判断することができず、投資商品の勧誘行為に支障を来たすこととなりかねない等の問題がある。この点を踏まえると、行為規制における特定投資家（プロ）とは別箇の考慮が必要と考えられるが、どうか。

○ 適格機関投資家の範囲に関しては、金融機関について適格機関投資家とする一方、金融機関以外の事業会社等については、一定の基準を満たすものを届出によって適格機関投資家とし、その旨を広く周知するという現行の制度の枠組みを基本的に維持することが適切ではないか。その上で、届出によって適格機関投資家となりうる者の範囲やその基準については、取引の実態等に即して見直しを行い、適格機関投資家の範囲の拡大を図るべきではないか。

##### (2) 転売制限

プロ私募<sup>(注1)</sup>に該当する条件として、例えば、社債券においては、適格機関投資家以外

の者への譲渡を禁止する転売制限が付されている旨を記載した書面を交付することを選択することができることとされており、新株予約権付社債券等<sup>(注2)</sup>についても、社債券と同様の取扱いを検討する必要があると考えられるが、どうか。

(注1) 適格機関投資家のみに対して行う有価証券の取得の勧誘については、適格機関投資家以外の者への譲渡を禁止することを条件として開示規制が免除される。

(注2) 新株予約権付社債券等においては、転売制限を当該新株予約権付社債券等の券面に記載することとされている。

一方、プロ私募における適格機関投資家に係る転売制限と比較すると、少人数私募<sup>(注3)</sup>における適格機関投資家（現行250名が上限）に係る転売制限については、

- ・ 適格機関投資家が他の適格機関投資家に転売する際の告知・書面交付義務
- ・ 当該有価証券を適格機関投資家以外の者に転売する際の有価証券届出書の提出義務
- ・ これらに違反した場合の罰則

に係る規定が整備されていないなど、転売制限の徹底が図られていない。これらについて、法律面の手当てを行い、転売制限の徹底を図るべきではないか。

(注3) 50名未満の適格機関投資家以外の者に対して行う有価証券の取得の勧誘については、一括譲渡以外の譲渡を禁止することを条件として開示規制が免除される。

## 5. 発行者概念について

発行者の概念は、開示制度において、開示義務者を定める重要な概念である。

発行者については、現在も、基本的には、「開示に必要な情報を確実に入手して提供できる者」として捉え、資産金融型証券を中心に発行者が誰であるか明白ではない有価証券については、その有価証券の種類ごとに内閣府令において発行者を定めている。

今後も、発行者については、「開示に必要な情報を確実に入手して提供できる者」との考え方に沿って整理していくことが考えられるが、どうか。

## II 公開買付制度・大量保有報告制度

### [論 点]

○ 近年の企業の合併・買収の動向等を踏まえ、公開買付制度及び大量保有報告制度についての見直しが必要ではないか（この点については、当部会の下に設置された公開買付制度等ワーキング・グループにおいて、幅広く検討中。）。

## 資料Ⅶ：取引所

### 1. 「中間整理」の指摘と諸外国の状況

取引所を含む自主規制機関のあり方については、「中間整理」において、「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続き検討を進めるべき」との指摘がなされている。

欧米における状況を見ると、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）の設立にあたって、それまで存在した自主規制機関がFSAに統合された。また、米国においては、ニューヨーク証券取引所（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、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ところである。

### 2. 自主規制機関としての取引所のあり方

#### (1) 取引所の自主規制機能の位置付けについて

現行証取法は、取引所が公共的性格を有することを前提として、行政当局の規制・監督の下で、取引所が一定の自主規制機能を果たすことを義務付けている。

この点については、取引所が法律上の授権を受けて、いわば行政の一部代行的な役割を果たすという性質を有するとの考え方がある一方で、取引所が取引参加者を会員とする会員制組織として形成されてきたという沿革的経緯に着目して、取引所の自主規制機能を、取引参加者による自治を発現するものという性質を有するとして捉える考え方もある。取引所の有する自主規制機能は、これら両者の契機を併せ持つものと位置付けられると考えられるが、どうか。

#### (2) 株式会社形態をとる取引所における営利性と公共的性格

##### ① 取引所に関する制度の経緯

取引所は非営利の会員制組織として運営されてきたが、平成12年の証取法改正において、取引所の株式会社化が認められ、市場の開設主体として株式会社形態を選択することが可能とされた。さらに、平成15年の証取法改正により、株式会社形態をとる取

引所について、取引所間の資本提携を可能とするため、取引所持株会社制度の導入や、取引所の株主ルールの見直しが行われた。

## ② 株式会社としての営利性と取引所が有する公共性の関係

株式会社としての取引所が有する営利性と、取引所の公共性の関係については、

- ・ 取引所の株式会社化により、営利性を追求する局面において、公共性の高い自主規制機能を遂行する主体としての取引所と、取引所の株主や上場企業等との間に利益相反が生じる惧れがあるのではないか
- ・ 取引所には、自主規制機能の遂行のみならず、流動性の高い取引の場を安定的に提供するという大きな社会的使命があり、公共性の議論はこうした点にも当てはまるのではないか

といった指摘があるものの、

- ・ 取引所が自主規制業務を適正に行うことを通じて公正・透明な市場が実現し、投資家の信頼が高まることは、市場の活性化、ひいては証券取引所の利益にも資するものであるとの見地から、一般企業が高品質の商品・サービスの提供を行うことにより収益を上げていく場合があるのと同様、取引所についても営利性と公共性は両立し得ないものではないのではないか

との議論もあることを踏まえ、株式会社化された取引所が有する営利性と公共性のバランスについて考えていく必要があるのではないか。

## (3) 株式会社形態をとる取引所における組織形態に関して留意すべき点

### ① 株式会社形態をとる取引所が取り得る組織形態

株式会社化された取引所が、株式会社としての営利性を有しつつ、取引所として求められる公共性を果たしていくために、望ましい組織のあり方については、平成15年12月24日の金融審議会金融分科会第一部会報告において、「自主規制業務の遂行体制としては、他の業務から独立して行われるよう担保すべきである。そのために、資本関係のない別法人とするか、親子・兄弟法人とするか、同一法人内の別組織とするかは、自主規制の現場の品質管理といった側面も踏まえて検討される必要がある。有効な体制を実現するために制度的な手当てが必要であれば、選択肢が用意されることが望ましい」とされている。

## [論 点]

○ 平成15年12月の報告において例示された3つの類型を踏まえ、望ましい組織形態について、どう考えるか。その際、「現場の品質管理といった側面も踏まえ」る場合、取引所を取り巻く環境や、市場の開設者が自らの市場をどうデザインしていくかという方針は、各取引所によって異なり得ると考えられるが、このような観点を踏まえ、どのような制度設計をすべきか。

### ② 組織形態を議論するに当たって具体的に検討すべき点

平成15年12月の報告において示された3つの類型は、法形式上の組織形態に着目したものであるが、それぞれについて、具体的な制度設計や運営によって、現実的な機能の発揮のされ方は異なり得ることから、例えば、以下のような諸点と併せて検討する必要があると考えられるが、どうか。

[例えば、同一法人内の別組織において自主規制業務の監督・執行を行うこととした場合の論点]

- 自主規制業務の管理・監督部門（委員会等）について
  - ・ 構成（構成員の独立性、任免の方法等）
  - ・ 権限の範囲（自主規制機能一般に対する監督、規則制定権、自主規制業務に対する一般的な監督、日常的な自主規制業務の執行等、どのレベルまでを権限に含めることとするのが適当か）
  - ・ 取締役会との関係
- 自主規制業務の執行部門について
  - ・ 委員会等設置会社における執行役（CEO）に相当する担当役員（CRO）の設置を義務付けるか、またCROにいかなる権限を与えるか
  - ・ 市場運営部門との間の情報交換等について、何らかのファイアーウォールを設ける必要はないか



〔例えば、親子・兄弟法人として自主規制業務の監督・実施を行う組織を置くこととした場合の論点〕

- 前述のとおり、現行の証取法における「市場の開設」という概念は、自主規制機能が他の市場運営業務とともに一体として遂行されることを前提としたものであるが、これらの機能を別法人で分担することを、法制上可能とする必要があるのではないか。
- 市場開設機能を複数で分担し、多様なグループ形態の構築を行う際、それぞれの業務について責任の所在を明確化し、適切な監督を行う観点から、市場開設に係る免許や定款変更に係る認可等をどのような形で与える仕組みとすることが適切か。
- 自主規制機能を担う法人（以下「自主規制法人」）に、どこまでの範囲での自主規制機能を分担させるのか（例えば、日常的な自主規制業務の執行を自主規制法人に分担させるのか、あるいは執行部門は市場運営法人に残したままで当該法人に対し一般的な監督が及ぶことにとどめるとするのか等）。
- 自主規制法人の財政基盤や人材をどのように確保するのか（また、自主規制法人に営利性を認めるか）。
- グループ内における人事交流や情報交換のあり方をどう考えるか。

〔例えば、資本関係のない別法人として自主規制業務の監督・実施を行う組織を置くこととした場合の論点〕

- 別の法人格を有することから、親子・兄弟法人とする場合の論点は、この場合にも概ね当てはまるものと考えられるがどうか。
- 更に、この場合は、その他の場合に比して自主規制機能の独立性は非常に高いものとなるが、その反面、自主規制機能とその他の市場運営機能を統合する何らかの枠組みを担保しておく必要があるのではないか。

#### （４）取引所が上場する場合にどのような点について検討すべきか。

##### ① 取引所の上場について

現行の証取法では、有価証券の上場に関して、有価証券の上場は原則として届出制であるが、取引所が自市場に上場する場合には、上場審査の公正性・中立性を確保する観点から、行政当局の承認が必要と規定されている。

取引所の上場については、資金調達方法の多様化・円滑化や取引所のガバナンスの向

上に資する側面がある一方で、利害関係者が多様化し、自主規制機能との利益相反のおそれがより高まることに対する懸念も指摘されており、こうした議論を踏まえて、取引所の上場に際しての行政庁の関与についてどう考えるか。

## ② 取引所の株主としての地位が一部の者に集中することについて

現行の証券取引法においては、50%超の議決権保有は、証券取引所持株会社等のグループを形成する場合を除いて原則として禁止され、20%以上50%以下の議決権保有には、行政当局の事前認可が必要という、主要株主規制が置かれており、この認可申請が出され、行政として判断を求められる事例も生じた。

海外の状況を見ると、取引所について世界的な再編が進む中で、取引所の自主規制機能と特定の株主との利益相反の可能性についても意識されるようになってきており、例えば、米国ではNYSEが持株会社を上場するに当たり、同取引所の定款により特定の株主に議決権を集中させないような方策の導入が検討される等、株式の集中等に制限を加えようとする動きも見られている。

以上を踏まえ、取引所の主要株主規制についてどう考えるか。また、商法改正等及び上記のような国際的な動向等を踏まえて、取引所が定款の定め等によって独自の方策を講じることが考えられるが、どうか。これに対しては、平成15年の改正の経緯を踏まえ、法的安定性を重視し、現行制度を基本的に維持すべきとの意見があるが、どうか。

## 2. 投資サービス法における規制の横断化に伴う論点

投資サービス法制定に伴い、取引所における取引の対象範囲等をどう考えるか。

証券取引法が投資サービス法に改組されることに合わせて、取引所における取引の対象範囲を見直し、法制度上は、現在の証券取引所の取引の対象範囲と金融先物取引所法の取引の対象範囲を横断的に規定することが考えられるが、どうか。

また、現行法上、有価証券の上場が届出制である一方で、デリバティブ取引については承認制となっているが、投資サービス法においては、全て届出制とすることが考えられるが、どうか。

## 資料Ⅷ：自主規制機関

### 1. 自主規制機関に付与すべき機能

現行の各自主規制機関の機能には差異があるが、中間整理の指摘にある「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の機能との同等性を確保する」との観点から、投資サービス法上の自主規制機関には、次の各機能を付与することが考えられるが、どうか。

- ・ 規則の制定
- ・ 法令・自主規制機関の定める規則についての会員の遵守状況の調査
- ・ 法令・自主規制機関の定める規則への違反等があった会員への制裁
- ・ 会員の業務に関する苦情の解決に向けた対応
- ・ 会員の行う取引に関する争いについてのあっせん
- ・ 行政庁から委任を受けた場合の外務員に関する事務

### 2. 自主規制機関の業務の適正確保

上記1. のような機能を担う自主規制機関の業務の適正を確保するため、立入検査、監督命令、認可法人形態をとらない自主規制機関については業務規定についての認可制度といった行政庁による監督規定を設けることが考えられるが、どうか。

### 3. 自主規制機関への加入義務づけ

自主規制機関への加入を義務付けることなく規制の実効性を確保するため、自主規制機関に加入しない業者に対し、例えば、証券取引法61条のような自主規制機関の規則等を考慮した社内規則の作成等を求めることができるような仕組みをとることが考えられるが、どうか。

### 4. 投資商品に関する苦情解決・あっせん業務の業態横断的な取組み

投資サービス法上の自主規制機関以外の民間団体がその構成員たる業者等に関する苦情解決・あっせん業務を行う場合に、行政がこれを認定すること等により、当該民間団体の業務の信頼性を確保し、それらの団体の自主的取組みを通じた苦情解決・あっせんの推進を図る枠組みを整備することが考えられるが、どうか。

## 5. 協会の名称規制

現行各業法では、自主規制機関の名称についての規制がなされているが、従前の各業態を超えた多様な業者が対象となりうる投資サービス法上の自主規制団体については、名称規制を設けないことが考えられるがどうか。

## 資料区：民事責任規定、エンフォースメント、金融経済教育等

### 1. 民事責任規定

平成11年の当部会における審議を踏まえて法制化された「金融商品販売法」は、その施行（13年4月）後4年半を経た今日に至るまで、裁判実務において、あまり利用されていないとの指摘がある。他方、金融商品販売法の対象となっている金融商品の販売等については、勧誘や説明が不適切との理由で民法上の不法行為責任が認められている裁判例も少なくない。

金融商品販売法は、民法上の一般不法行為規定に比べ、金融商品販売業者等の損害賠償責任の法定や損害額の推定により顧客（原告）の立証責任が軽減される等、業者等の説明義務違反により損害を被った顧客の民事的救済に資するはずのものであり、あまり利用例がないのは、損害額の推定が発動される要件が狭いことが主な理由と考えられる。

金融商品販売法の対象となる金融商品について民法上の不法行為責任を認めた裁判例では、ワラント、信用取引、オプションや外為証拠金取引等の「取引の仕組み」自体について説明義務があることが指摘されている。こうしたことを踏まえ、損害額の推定等は、民事責任の原則を修正するものであることから、法制面の十分な検討が前提となるが、例えば、金融商品販売法における説明義務について、説明事項に「取引の仕組み」を追加する等の拡充を図り、同法を顧客（原告）にとってより使いやすいものとする方向で検討を進めることが考えられるが、どうか。

他方、金融商品販売法は、業者にとってのセーフハーバー・ルールとして一定の役割を果たしているものであり、裁判例が少ないことを問題視する必要はなく、現在の説明義務の範囲を維持すべきとの意見もあるが、どうか。

### 2. エンフォースメント

ルールの実効性の確保（エンフォースメント）の重要性については、「中間整理」をはじめ、当部会における審議において、これまでも指摘されてきたところである。エンフォースメントの強化が極めて実務的な問題であることに鑑みれば、検査・監督等の現場からの指摘が重要であるが、その観点から、さる11月29日に証券取引等監視委員会が行った建議で指摘されている「見せ玉」への対応策等の事項をはじめ、エンフォースメントの強化のための措置については、投資サービス法の法制化に向けた作業の中で、前向きに対

応すべきと考えられるが、どうか。

### 3. 金融経済教育

金融経済教育の重要性については、当部会でも、累次にわたって指摘がなされてきており、金融庁においても、金融経済教育の拡充をうたった「金融改革プログラム（昨年12月）」の趣旨を受け、本年3月以降、「金融経済教育懇談会（大臣の私的懇談会）」を開催（7回の会合を経て6月に論点整理を公表）したほか、内閣府、文部科学省、日本銀行、金融中央広報委員会その他の関係官庁・団体と連携しつつ、小学生、中学生・高校生向けのパンフレットの作成や、シンポジウムの開催、児童・生徒に直接接している教職員から直接意見を聞くための「金融経済教育についての連絡協議会（昨年5月～6月）」を開催する等の取り組みを進めてきている。

こうした取組みに加えて、投資サービス法においても、例えば、

- ・ 投資サービス法上の自主規制機関の業務として「金融経済教育に関すること」を追加すること、
- ・ 自主規制機関に対して金融経済教育に関する協力に関する規定を設けること等、

法律上もその意義を明確なものとするのが考えられるが、どうか。

この点に関し、金融経済教育への取組み自体の重要性については異論はないものの、

- ・ 法律で規定を設けることの意義については疑問があるのではないか、
- ・ 金融経済教育の担い手として自主規制機関は適当ではないのではないか、

との意見があるが、どう考えるか。

#### **[論 点]**

- **その他、民事責任規定、エンフォースメント、金融経済教育に関して、  
これまで議論してきた事項を踏まえ、さらに留意すべき点はないか。**