

# 投資家保護のための横断的な法制、投資サービス法の整備

## ～証券取引法の金融商品取引法への改組～

財政金融委員会調査室 かねこ たかあき  
金子 隆昭

「証券取引法等の一部を改正する法律案」（閣法第81号）及び「証券取引法等の一部を改正する法律の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律案」（閣法第82号。以下「整備法案」という。）は、平成18年3月13日に国会に提出された。この2法案は、証券取引法を金融商品取引法に改組することなど、投資家保護のための横断的な法制（いわゆる投資サービス法）を整備しようとするものである。投資サービス法の中心は、従来の規制の横断化と柔軟化を内容とする投資サービス規制の整備にあるが、そのほかにも、取引所制度の見直し、罰則・課徴金の強化、開示制度（ディスクロージャー制度）の見直しといった広範多岐な内容が含まれている。本稿では、投資サービス規制の整備のほか、近時の証券市場の諸課題への対応を内容とするこの2法案について、主に「証券取引法等の一部を改正する法律案」（以下「法案」という。）を中心に、その経緯と概要等を紹介することとしたい。

### 1. 我が国の証券市場改革と金融サービス法・投資サービス法

平成10年の「日本版金融ビッグバン」以降、金融機関の不良債権処理問題と並んで、証券市場のインフラ整備が極めて重要な課題であった。特にその中でも、市場の厚みという観点から、機関投資家等のプロのみならず一般投資家が市場に参加しやすくするような市場インフラの整備、一般投資家保護のための法制の整備が、大きな課題とされてきた。例えば、平成12年に金融商品販売業者等の販売時の行為規制を定める金融商品販売法（いわゆる日本版金融サービス法）が制定され、最近では、証券取引法改正による投資事業有限責任組合（日本版LPF）等の集団投資スキームに対する規制の導入や金融先物取引法改正による外国為替証拠金取引規制の導入など、個別商品についての利用者・投資家保護の拡充がこれまでも随時行われてきた。

これらの個別の投資家保護策の拡充の一方で、既存の業法の枠組みを越えたより幅広い観点からの規制の必要性が指摘され、その在り方について、金融審議会などを中心に検討が進められてきた。これは、イギリスにおいて、ビッグバンの当初から広く投資事業者を対象とする金融サービス法（Financial Services Act 1986）が制定されていることなども踏まえたものである。金融審議会金融分科会第一部会においては、平成17年7月7日に投資サービス法の基本的考え方等を示した「中間整理」を取りまとめた。さらに、同部会は、この中間整理に対するパブリックコメントなどを経て、同年12月22日、「投資サービス法（仮称）に向けて」と題する報告を取りまとめている。なお、公開買付制度については、金融審議会金融分科会第一部会にワーキング・グループが設けられ、第一部会の報

告に合わせて、「公開買付制度等のあり方について」が、別途取りまとめられている。今回の法案は、これらの報告の内容を中心に、法制化したものである。

## 2. 法案の概要

以下においては、まず本法案の概要を、幅広い金融商品についての包括的・横断的な枠組みを整備する投資サービス規制の整備と、それ以外の対応とに分けて、概観する。

### (1) 投資サービス規制の整備

#### ア 規制の横断化

今回の法案で極めて大きな部分を占めている投資サービス規制の整備は、横断化と柔軟化という2つの観点から、行われている。まず、規制の横断化は、利用者保護ルールの徹底の観点から、現在の縦割り業法の見直しを行い、既存の利用者保護法制の対象となっていない法令のすき間を埋めようとするものである。金融先物取引法の改正により規制が導入された外国為替証拠金取引以外にも、天候デリバティブやクレジット・デリバティブなどデリバティブ商品などが数多く出現している。このような新たな金融商品の出現も踏まえ、法案においては、まず、従来の有価証券の範囲を拡大し、新たな金融商品取引法の枠組みの中に、金融先物取引法で規制されていた金融デリバティブや新たなデリバティブ商品や抵当証券業法に規定されていた抵当証券のほか、信託受益権、集団投資スキーム持分などを組み入れることとしている。

また、従来の証券業を金融商品取引業に改め、デリバティブ取引なども業の範囲となる取引に加えて、規制範囲を拡大することとし、その業務内容に関しても、販売・勧誘、資産運用・助言及び資産管理などの業務全体を、すべて本来業務として金融商品取引業の対象に加えることとしている。これにより、例えば、集団投資スキーム持分に関する自己募集や投資運用・助言（例えば、一定の投資ファンドを設定し、仲介業者を介さずに直接に投資家を募集する場合やこれらに関する投資運用・助言を行う場合）などのほか、有価証券等の保護預かりなどの資産管理が、金融商品取引業の本来業務として規制されることとなる。

さらに、投資性の強い変額保険・年金、デリバティブ預金、外貨預金・保険や商品先物、不動産特定共同事業などについては、それぞれの業法等の枠組の中で、金融商品取引法と同様の規制をかけることとしている。例えば、証券取引法や金融先物取引法においては、業者に対して、顧客の知識、経験及び財産の状況に照らして不適當な勧誘を行ってはならない（顧客保護に欠けることのないよう業務を行わなければならない）とする適合性の原則が適用されるが、今回の改正では、金融商品取引法上、知識、経験、財産の状況に契約を締結する目的を加えた上で、銀行法や保険業法にも同様の規定を設けることとしている。

#### イ 規制の柔軟化

規制の柔軟化は、アマ（一般投資家）を念頭に置いた規制をプロ（特定投資家）が顧客の場面では緩和して適用するなど、利便性の向上の観点から、金融イノベーションの促進と利用者保護の必要性和両立させようとするものである。

まず、業規制に関しては、金融商品取引業者について、その取扱商品や業務内容などに応じ、区分を設けることとしている。具体的には、第一種金融商品取引業（すべての金融商品を対象にすべての業務を行うことができるもの。なお、現行の証券会社の名称は引き続き利用可能とされる）のほか、第二種金融商品取引業（流動性が低く顧客に対する直接的な開示や情報提供などが重要となる集団投資スキーム持分の販売・勧誘等を対象に業務を行うもの）、投資運用業、投資助言・代理業などを区分し、それぞれの参入要件を個別に規定することとしている。

また、金融商品取引業者に対する各種の行為規制のうち、適合性の原則や顧客への契約締結前の書面交付義務等については、プロである特定投資家（例えば、適格機関投資家等）に販売する場合には、適用しないこととしている。また、プロとアマの区別については、投資者保護基金等の特定投資家から一般投資家への移行を認めるとともに、中小法人や知識、経験、財産の状況に照らしてプロに相当する個人については、申出により一般投資家から特定投資家に移行することができることとしている。

以上のほか、投資サービス規制の整備に関連しては、新たに法の目的に「金融商品の公正な価格形成」を追加する等の改正も行われるほか、整備法案においては、外国証券業者に関する法律、有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律、抵当証券業の規制等に関する法律、金融先物取引法の4法が廃止される。また、金融商品販売法については、利用者保護ルールの徹底と利用者利便の向上のための見直し措置が講じられている。具体的には、説明の対象に「当初元本を上回る損失が生ずるおそれ」を追加する等の業者の説明責任の範囲を広げ、業者による断定的判断の提供を行った場合の損害額の推定規定を設けることとしている。なお、これらの証券取引法の金融商品取引法への改組は、公布の日から起算して1年6月を超えない範囲内で政令で定める日に施行される。

## （２）投資サービス規制の整備以外の改正

### ア 罰金・課徴金の見直し

投資サービス規制以外の改正では、まず、開示・不公正取引関係に係る罰則を強化し、課徴金の見直しを行っている。

例えば、有価証券届出書の虚偽記載や風説の流布・偽計、相場操縦等について、法定刑を「5年以下の懲役又は500万円以下の罰金（法人が両罰規定により罰せられる場合5億円以下）」から「10年以下の懲役又は1,000万円以下の罰金（法人両罰7億円以下）」に引き上げている。また、半期報告書の虚偽記載<sup>1</sup>やインサイダー取引等についての法定刑を「3年以下の懲役又は300万円以下の罰金（法人両罰3億円以下）」から「5年以下の懲役又は500万円以下の罰金（法人両罰5億円以下）」に引き上げることとしている<sup>2</sup>。また、いわゆる「見せ玉」行為（売買が活発なよう見せかけるため、架空の注文をした上でその取消を行うこと）について、証券取引等監視委員会による建議も踏まえ、罰則・課徴金の適用対象範囲を拡大することとしている。これらの改正については、公布の日から起算して20日間を経過した日から施行されることとなっている。

## イ 開示制度の見直し

まず、昨年も改正された公開買付制度（TOB）について、見直しを行っている。公開買付制度は、企業の支配権獲得を目的に大量に株式を購入しようとする場合（例えば、1/3超の所有を目指し、少数の者から買付けを行うような場合）などに、その過程の透明性や公正性を確保するために、一定の公開買付けの手続を踏むよう設けられたものである。今回の改正では、脱法的な態様（市場内外の取引を組み合わせるなどして要件逃れをするようなもの）の買付けへの対応、買付対象者に意見表明を義務付ける等一般投資家への情報提供の充実、公開買付けの撤回等の柔軟化、買付者間の公平性の確保等の各般の措置が講じられている。

また、大量保有報告制度について、最近のM&Aの際の機関投資家等に認められる特例報告の不透明性が指摘されていた。例えば、特例を受けずに、新たに5%超の保有をすることとなった場合、5営業日以内に大量保有報告を行わなければならないのが通常であるのに対し、特例報告の対象者は3ヶ月ごとにまとめて翌月15日までに報告することとされるなど、報告期限も長く、頻度も少なかった。今回の改正では、3ヶ月ごとの基準日を毎月2回以上設けることとするなど、特例が適用される場合の報告期限・頻度を短縮することとしている。また、特例報告が適用されない「事業支配目的」の明確化や大量保有報告書の電子提出の義務化等の措置が講じられている。

なお、これらの改正については、公布の日から起算して6月（大量保有報告書関係の一部については1年）を超えない範囲内で政令で定める日から施行される。

さらに、開示規制の見直しとして、証券取引法の金融商品取引法への改組にあわせて、四半期報告制度の導入、財務報告に係る内部規制の強化が行われる。これは、現状、例えば、東京証券取引所に上場されている企業に対しては自主規制で要求されている、四半期開示や代表者による確認書について、法律上の義務として規定しようとするものである。

## ウ 取引所制度の見直し

最後の柱は、証券取引所制度の見直しである。従来、会員制組織であった証券取引所については、平成16年4月に大阪証券取引所（平成13年4月に株式会社化）が自己の開設するヘラクレス市場に上場している。さらに、いわゆる村上ファンドの代表者個人による大証株式の大量保有について、認可申請が行われ、金融庁により不認可とされた。こうした状況を踏まえ、また、東京証券取引所については、「日本経済にかかわる重大なインフラであるというところから、やはり他の外国資本が全部それを支配するというのは決して好ましいことではない」<sup>3</sup>との認識もあって、組織形態や株主等に関する規制を見直すこととしている。具体的には、取引所（現行の証券取引所は、今回、金融商品取引法により法律上、金融商品取引所とされる。）における自主規制業務に関する組織形態等について、(a)別法人である自主規制法人を設立することを可能とし、あるいは、(b)同一法人内の組織として、過半数の社外取締役等からなる自主規制委員会を設置できるようにすることとしている。また、株式会社形態の取引所が上場する場合には、内閣総理大臣の承認を要件とし、現行、認可制である

主要株主規制について、20%以上の議決権の取得・保有を金融商品取引所、地方公共団体等を除き禁止することとしている。

### 3. 証券市場の課題への対応と金融サービス市場法への視点

#### (1) 証券市場の諸課題に対応するための規制の在り方

今回の改正は、証券取引法の金融商品取引法への改組という形で、現行の証券市場・取引関係の法制を抜本的に見直そうとするものであるが、具体的内容を見ると、ここ数年の改正事項の再見直しとなっているものも多い。例えば、証券取引所に関する規制の見直しは、平成12年の証券取引所の株式会社化や平成15年改正の持株会社制度導入を受けたものであるし、このほかにも、課徴金の適用対象範囲の拡大や公開買付規制や集団投資スキームに関する規制など改正の繰り返しが多く見られる<sup>4</sup>。

例えば、ライブドア問題を端緒に見直しが行われることとなった公開買付制度の場合、まず昨年、市場内取引であっても立会外取引を規制対象としたのであるが、今回の改正では、さらに市場外取引と市場内取引とを組み合わせた場合を包括的に、規制の網を逃れることのないよう改正しようとしている。しかしながら、その結果として、精緻かつ柔軟な規制をかけるため、必然的に政省令への委任が多くなる。この場合、市場内外の取引を組み合わせると保有割合が1 / 3を超えた場合に関する法律上の要件は、(a)政令で定める一定期間以内に、(b)政令で定める一定割合を超える買付けを行い、(c)そのうち、市場外取引において政令で定める一定割合を超える買付け等を行う場合、とされている。このような規定ぶりは、実際に1 / 3超の保有に至るケースのうち、どのような場合を規制しようとしているのかを、不分明にするばかりでなく<sup>5</sup>、規定の趣旨自体を不明確にするおそれがある。今回、新たに法目的に追加された「公正な価格形成」との関係で言えば、従来規制は、市場内取引であれば「公正な価格形成」が可能であるのに対し、市場外取引の場合にはそうではないと考えて、規定されたものと言えるが、改正に当たって、どのような取引形態が「公正な価格形成」を阻害すると考えられているのかは、必ずしも明確にされていない。このように包括的な規定に関する政省令委任により法の趣旨や適用範囲などが必ずしも明確ではないのではないかと考えられるものとしては、このほかにも、集団投資スキーム持分のうち、投資事業有限責任組合（日本版L P S）に関してディスクロージャー規制がかかる範囲の問題、特定投資家（プロ）に移行可能とされる個人の要件、四半期開示における開示内容なども挙げるができる。こうした規定の趣旨・内容については、今後の国会議論の中で、明確化されていくことが期待される。

#### (2) 金融サービス市場法に向けた視点

今回の投資サービス法の制定の範とされたイギリスにおいては、2000年に金融サービス法が見直され、新たに金融サービス市場法（Financial Services and Markets Act 2000）が制定されている。この中では、規制体系の見直しや自主規制機関の機能を統合したF S A（Financial Services Authority）の設立などが行われている。

今回の投資サービス法の整備に当たっても、金融審議会の中間報告においては、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たが、最終的には、より包括的な規制の枠組みについては、今後の検討課題とされた経緯がある。イギリスにおける金融サービス法から金融サービス市場法への見直しに当たっては、例えば、(a)ルールの複雑さ、(b)自主規制機関の関係の複雑さ、(c)規制・監督の重複などの問題点が指摘されていた<sup>6</sup>。今回の法案でも、例えば、金融商品取引所、金融商品取引所を持つ認可金融商品取引業協会、公益法人金融商品取引業協会といった複数の自主規制機関が並立することとされており、イギリスにおける経験が今後またいかされる可能性もある。監督機能についても、証券取引規制を中心としたアメリカ型のSECか、包括的な規制権限をもつイギリス型のFSAかといった議論もあるが、機能の重複の整理といった視点も重要であると考えられる。

今回の投資サービス法ないしイギリスにおける金融サービス法類似の法制度の整備については、平成10年のいわゆる金融システム改革法の制定に際して以降、衆参両院において、たびたび附帯決議が付され、その制定の必要性が指摘されてきた。しかしながら、包括的・横断的な規制の具体的な枠組みの作り方自体については、必ずしも明示されてこなかった。その中で、参議院財政金融委員会においては、平成16年6月1日に証券取引法等の一部を改正する法律案等に対して、「新たな投資サービスの登場に伴い、投資家保護の充実の必要性が一段と高まっていることを踏まえ、証券取引法の投資サービス法への改組の可能性も含め、投資家保護法制の整備について引き続き検討すること」と今回の改正スキームと同様の枠組を提示して、附帯決議を行っている。こうした枠組の中でつくられた今回の法案の実効性がどのように確保されていくか、個別具体的な問題に即した検討が欠かせないように思われる。

#### 【参考文献】

河本一郎・大武泰南『証券取引法読本（第7版）』有斐閣、2005年11月  
総合研究開発機構『包括的・横断的市場法制のグランドデザイン1～3』2005年6月  
日本証券経済研究所『2005年版図説イギリスの証券市場』2005年2月  
神田秀樹（責任編集）『投資サービス法への構想』財経詳報社、2005年6月  
日欧シンポジウム『ヨーロッパと日本 - 企業・資本市場・市民社会の現在と未来 - 』早稲田大学企業法制と法創造総合研究所・ロンドン大学ユニバーシティ・カレッジ共催、2005年11月

<sup>1</sup> 新たに義務付けられる四半期開示報告書の虚偽記載についても、同様である。

<sup>2</sup> なお、懲役・罰金については、併科できることとなっている。

<sup>3</sup> 第164回参議院財政金融委員会会議録8号3頁(平18.3.22)。与謝野国務大臣の発言

<sup>4</sup> 昨年の改正を含め近時の証券取引法の改正については、金子隆昭「市場の信頼性確保に向けたディスクロージャー制度の見直し」『立法と調査』第247号(2005.4)27～32頁

<sup>5</sup> もとより市場外取引によって1/3超となる場合は、公開買付規制の対象とされる。

<sup>6</sup> 神田秀樹「イギリスの金融サービス法制の発展」総合研究開発機構『包括的・横断的市場法制のグランドデザイン』日本版金融サービス市場法』制定に向けての提言3』（2005.6）47頁