

信頼と活力ある金融・資本市場の構築を目指して

～ 金融商品取引法等の一部を改正する法律案 ～

財政金融委員会調査室 藤井 一裁

米国のサブプライムローン問題に端を発する金融・資本市場の混乱は、国際的な金融危機へと深刻化しており、国際的な連携による金融危機の再発防止と金融システム強化の推進が課題となっている。

3月6日に国会提出された「金融商品取引法等の一部を改正する法律案」では、サブプライムローン問題でその在り方が国際的な課題となっている格付会社について公的規制を導入するほか、利用者保護の充実のための金融分野における裁判外紛争解決制度（金融ADR）の導入、「金融・資本市場競争力強化プラン」で継続検討課題となっていた金融商品取引所と商品取引所の相互乗入れ等、多岐にわたる改正が行われる。

本稿では、格付会社の公的規制、取引所の相互乗入れ、金融ADRを中心に改正案の概要を紹介するとともに、今後の課題を概括することとしたい。

1. 改正案提出に至る経緯

我が国金融・資本市場の競争力強化については、平成19年6月19日に閣議決定された「経済財政改革の基本方針2007」を受け、同年12月21日に金融庁が「金融・資本市場競争力強化プラン」（市場強化プラン・Better Market Initiative）を策定している¹。

市場強化プランは、競争力強化のために、「信頼と活力のある市場の構築」「金融サービスの活力と競争を促すビジネス環境の整備」「より良い規制環境の実現」「市場をめぐる周辺環境の整備」について総合的な取組を進めていくことを掲げており、日本版金融ビッグバン以来の包括的な金融改革を目指すものとして位置付けられている。

市場強化プランで示された制度整備のうち、法律上の措置を要するものについては、第169回国会において「金融商品取引法等の一部を改正する法律」が成立し、銀行・証券・保険会社間のファイアーウォール規制の見直し等に関する規定（本年6月1日施行）を除き平成20年12月12日に施行されている²。

一方、平成19年夏以降、米国のサブプライムローン問題が顕在化したことに伴い、欧米の金融機関の経営危機や、株価・為替相場の乱高下が続くなど、各国金融・資本市場はしばしば混乱した。特に、平成20年9月の米国大手証券会社リーマン・ブラザーズの経営破綻以降は、更に深刻度を増し、世界的な金融危機の様相を呈している。混乱の影響は金融にとどまらず、生産や雇用といった実体経済面にも大きく波及し、世界経済は大きく減速している。

そのため、各国政府及び中央銀行は、金融システムの安定と強化のため国際的な連携のもとで対策を講じており、平成20年11月及び本年4月には、金融・世界経済に関する首脳会合（金融サミット）が開催され、それぞれ首脳宣言等が取りまとめられている。

今回の改正案は、こうした状況を背景に、市場強化プランで引き続き検討することとされていた格付会社の在り方、金融商品取引所と商品取引所の相互乗入れのほか、利用者保護の充実のための金融分野における裁判外紛争解決制度（金融ADR）の導入等について、金融審議会での議論を経て取りまとめられたものである³。具体的には、格付会社に対する公的規制の導入、金融商品取引所と商品取引所の相互乗入れ、開示制度の見直し等⁴のために金融商品取引法を改正するとともに、指定紛争解決機関制度の創設のために金融商品取引法、銀行法、保険業法、信託業法、貸金業法等を改正することとしている。

2．格付会社の公的規制

（1）経緯

ア これまでの格付会社に関する枠組み

格付会社をめぐる国際的な議論としては、証券監督者国際機構（IOSCO）が、2004年（平成16年）12月、格付会社が自主ルールに盛り込むべき具体的な事項として「信用格付機関の基本行動規範」を公表している。また、米国では、2006年（平成18年）9月に信用格付機関改革法が成立し、公的規制・監督の枠組みにおいて採用される格付機関（NRSRO）について、登録制度に基づく公的規制が導入された。

一方、我が国においては、金融商品取引法に基づく開示規制における指定格付機関と、銀行の自己資本比率規制における適格格付機関の制度が設けられているが、これらは格付会社を規制・監督するものではなかった。

イ サブプライムローン問題と格付会社の在り方をめぐる議論

サブプライムローン問題の顕在化は、金融機関等を始めとして大きな損失をもたらした。本年1月の国際通貨基金（IMF）の試算では、世界の金融機関の損失が全体で約2兆2,000億ドルに上るとされている⁵。その背景には、サブプライムローンの債権を組み込んだ証券化商品が、必ずしもリスクを適切に反映していない格付を付されて世界中に流通したことがある。

証券化商品は、複数の債権をひとまとめにして、金融工学を駆使して組成されるもので、内容が複雑で信用力を測りにくい。そのため、多くの金融機関は、格付会社に頼って投資の判断を行っていた。その一方で、格付会社は証券化商品の作り手から手数料を受け取る立場にあり、独立性や利益相反といった観点から格付会社の在り方が問題視されることとなった⁶。

ウ 格付会社規制をめぐる検討

2008年（平成20年）4月の金融安定化フォーラム（FSF）報告書においては、「信用格付の役割と利用の変更」と題する提言が行われ、同年5月にはIOSCOの基本行動規範が改訂された。同年11月の金融・世界経済に関する首脳会合においては、国際的に共有されているルールと整合的に、格付会社に対する強力な監督を実施していくこと等について合意している。また、欧州では、同年7月、EU経済財務相理事会が登録制度導入の方針を決定し、同年11月、欧州委員会が格付会社規制に関

する規則案を公表しており、米国においては、同年 12 月に具体的な規制内容を定める米国 SEC 規則の改正が決定している。

我が国においては、渡辺内閣府特命担当大臣の下に設けられた金融市場戦略チームが取りまとめ、平成 19 年 11 月 30 日に公表された第一次報告書の中で「今後、国際的にも様々な角度から議論が深められていくと思われることから、金融監督当局においては、こうした状況を注視し、必要に応じて適時適切な監督を行うことが重要である」との指摘がなされた。同年 12 月の市場強化プランでは「国際的に行われている様々な議論の状況を踏まえつつ、必要に応じ適切な対応を検討する」とされている。平成 20 年 10 月以降は金融審議会金融分科会第一部会において検討が行われ、同年 12 月 17 日公表の報告「信頼と活力ある市場の構築に向けて」(以下「第一部会報告」という。)の中に盛り込まれている。

表 格付会社の在り方をめぐる検討の経過

	国際的な検討	米国・欧州の動き	日本での検討
2004 年 12 月	IOSCO「信用格付機関の基本行動規範」策定		
2007 年 6 月		[米] 信用格付機関改革法の施行	
2007 年 11 月			金融市場戦略チーム第一次報告書
2007 年 12 月			市場強化プラン策定
2008 年 4 月	金融安定化フォーラム (FSF) 報告書 G7 財務大臣・中央銀行 総裁会合		
2008 年 5 月	IOSCO「信用格付機関の基本行動規範」改訂		
2008 年 6 月		[米] 包括的な規制改革案を公表	金融市場戦略チーム第二次報告書
2008 年 7 月		[欧] EU 経済財務相理事会が登録制度導入の方針を決定	
2008 年 10 月			金融審議会における検討開始
2008 年 11 月	金融・世界経済に関する首脳会合 (金融サミット)	[欧] 欧州委員会が登録制度の具体的な規制案を公表	
2008 年 12 月			金融審議会報告

(出所) 金融審議会資料をもとに作成

(2) 改正案の概要

今回の改正案では、格付会社に対する公的規制を、資本市場の機能の十全な発揮や投資者保護を目的とするものと整理して、金融商品取引法上に信用格付業者についての規定を設けることとしている。

ア 信用格付業者に対する登録制の導入

まず、信用格付を付与し、かつ提供し又は閲覧に供する行為を業として行うことを「信用格付業」と定義し、一定の要件を満たす場合には登録を受けることができる制度を導入する。

無登録業者による信用格付の付与そのものが禁止されるものではないが、金融商品取引業者等が、金融商品取引契約の締結の勧誘において、無登録業者の信用格付を利用する場合には、登録を受けていないこと等を説明することが義務付けられる。

イ 信用格付業者の業務及び監督

登録を受けた信用格付業者には、IOSCOの基本行動規範に準拠して、「独立した立場において公正かつ誠実にその業務を遂行しなければならない」と誠実義務を課すほか、業務管理体制の整備、格付方針等の公表を義務付ける。また、独立性確保・利益相反防止、格付プロセスの公正性確保等の観点から、格付関係者と密接な関連を有する場合、信用格付に重要な影響を及ぼすべき事項に関して助言を行った場合等に、信用格付の提供・閲覧を禁止する。

さらに、事業報告書の提出及び説明書類の作成縦覧の義務を課すとともに、報告徴収・立入検査、業務改善命令、業務停止命令、登録の取消し等の監督に関する規定が整備される。

3. 金融商品取引所と商品取引所の相互乗入れ

(1) 経緯

金融商品取引所と商品取引所の相互乗入れについては、一つの取引所で株式から商品先物までフルラインの品揃えを可能とするという総合取引所構想⁷をもとに議論が行われてきた。平成19年12月の市場強化プランでは「金融商品及び金融取引は金融商品取引法の規制対象とし、商品デリバティブ取引は商品取引所法の規制対象とする」という、両法制の枠組みの下で、金融商品取引所と商品取引所の相互乗入れを可能とするための所要の制度整備について、平成20年度中を目途に検討を進め⁸ることとされている。

これを受け、金融商品取引法上必要となる制度整備については、金融審議会金融分科会第一部会において検討が行われ、平成20年12月17日の第一部会報告の中に盛り込まれている。

なお、商品取引所法上必要となる制度整備については、商品取引所法の他の検討課題も含めて産業構造審議会商品取引所分科会において検討が行われ、本年2月24日に報告書が公表されている。これを受け、今回の改正案とは別に、商品取引所法及び

商品投資に係る事業の規制に関する法律の一部を改正する法律案が3月3日に国会提出されている⁸。

(2) 改正案の概要

今回の改正案では、金融商品取引所による商品市場の開設、金融商品取引所と商品取引所のグループ化及び金融商品取引清算機関による商品取引債務引受業の実施に関する規定が設けられる。なお、商品取引所法（改正により商品先物取引法に題名変更予定）においても、商品取引所による金融商品市場の開設等、同等の規定が整備されることとなっている。

まず、株式会社金融商品取引所は、認可を受けて商品市場の開設を行うことができることが明確化され、同一の取引所において金融商品市場と商品市場の両市場を開設することが可能となる⁹。金融商品取引所又は金融商品取引所持株会社が、認可を受けて商品取引所を子会社とすることも認められる。

また、商品取引所又は商品取引所持株会社は、金融商品取引法上の認可を受けることなく（商品先物取引法上の認可のみで）金融商品取引所を子会社として保有することが認められる。

金融商品取引清算機関についても、承認を受けて商品取引債務引受業を行うことが新たに認められる。

4. 金融分野における裁判外紛争解決制度（金融ADR）

(1) 経緯

金融分野における裁判外紛争解決（金融ADR）については、平成12年6月の金融審議会答申「21世紀を支える金融の新しい枠組みについて」を受け、同年9月に金融トラブル連絡調整協議会が設置され、平成14年4月に「金融分野の業界団体・自主規制機関における苦情・紛争解決支援のモデル」を策定するなど、取組が進められてきた。

また、平成19年4月には一般的なADRの枠組みである裁判外紛争解決手続の利用の促進に関する法律（以下「ADR促進法」という。）が施行され¹⁰、平成19年9月には金融商品取引法上の認定投資者保護団体制度が創設されている¹¹。現在、日本証券業協会がADR促進法の認証を、社団法人生命保険協会、社団法人日本損害保険協会、全国銀行協会、社団法人信託協会が認定投資者保護団体の認定を取得している。

これらの状況を受けて平成20年6月には、金融トラブル連絡調整協議会において「金融分野における裁判外の苦情・紛争解決支援制度（金融ADR）の整備に係る今後の課題について（座長メモ）」が取りまとめられた。

平成20年11月以降は、金融審議会金融分科会第一部会・第二部会合同会合での検討に移り、同年12月17日に報告「金融分野における裁判外紛争解決制度（金融ADR）のあり方について」（以下「合同会合報告」という。）が取りまとめられている。

(2) 改正案の概要

今回の改正案では、金融ADR機関を金融業態ごとに整備するため、金融商品取引法を始めとして各業法に指定紛争解決機関制度を創設するための規定が設けられる¹²。

ア 紛争解決機関に対する指定制の導入

指定紛争解決機関は、申請により業態ごとに指定される。必ずしも業態で一つに限られるものではなく、一つの機関が複数の種別の指定を受けることも可能とされる。

指定を受けるに当たっての要件としては、紛争解決等業務を的確に実施できる経理的・技術的な基礎を有すること、役職員の構成が紛争解決等業務の公正な実施に支障を及ぼさないこと、業務規程の内容について一定割合以上の金融商品取引業者等が異議を述べていないこと等が求められている。

イ 指定紛争解決機関の業務

指定紛争解決機関の業務については、業務規程を定めることとされ、業務規程に含まなければならない事項が規定されている。

苦情解決手続では、加入業者等の顧客から苦情の解決の申立てがあったときに相談に応じ、必要な助言、事情の調査を行い、当該業者等に対し苦情の内容を通知して迅速な処理を求めることとされている。

一方、紛争解決手続では、当事者より紛争の解決の申立てを受けたときは、弁護士等からなる紛争解決委員が和解案の作成、その受諾の勧告又は特別調停をすることができることとされている。なお、紛争解決手続には、時効の中断及び訴訟手続の中止の民事上の法的効果が付与される。

ウ 金融商品取引業者等の義務

指定紛争解決機関が存在する業態の金融商品取引業者等は、一つの指定紛争解決機関との間で手続実施基本契約を締結することが義務付けられる。手続実施基本契約では、苦情処理・紛争解決手続の応諾、手続における事情説明・資料提出、紛争解決委員が提示する和解案の尊重等の義務が課されることになる。

エ 認定投資家保護団体制度等との関係

現行の金融商品取引法においては、自主規制機関（金融商品取引業協会）の業務として、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を行うことが認められ、自主規制機関以外の民間団体が苦情処理・あっせん業務を行う場合には、申請に基づき認定投資者保護団体として認定する制度が設けられている。

今回の改正案においてもこれらの制度には変更がないが、金融商品取引業協会及び認定投資者保護団体が指定紛争解決機関として指定されたときは、その指定に係る部分については現行の規定を適用しない（指定紛争解決機関の規定が優先する）こととなる。

5. 今後の課題

(1) 格付会社規制の実効性確保と格付利用の在り方

格付会社規制をめぐる一連の動きについては、「情報開示を中心とした格付会社規制の見直しと強化は、市場の不透明性を排除し、情報の非対称性を縮小する」¹³と評価する意見がある一方で、「日本は国際的整合性より先に独自の考え方を持つべきだ」¹⁴との指摘も見られる。今回の改正案により、我が国においてもIOSCOの基本行動規範に整合的な格付会社規制が導入されることとなる。今後は、サブプライムローン問題で指摘された格付手法の妥当性や利益相反の可能性といった課題が解決できるよう、これらの規制の実効ある運用を行うとともに、初めて導入される規制であることから、状況に応じた規制の見直しも含めて検討する必要がある。

一方、格付に過度に依存した背景として、第一部会報告では「投資者が自ら信用リスク評価を行うために有用な情報の提供が十分になされていなかったこと」も要因として指摘されており、信用リスク評価のための投資者への情報提供をどのように充実していくかを市場関係者で広く検討していく必要がある。

(2) 取引所の相互乗入れと投資者保護の充実

第一部会報告では、金融商品取引所と商品取引所の相互乗入れが「取引所の国際的な競争力を強化するとともに、利用者の利便性を向上させる観点」から提言され、「両市場における裁定取引などを通じて、両市場の流動性が拡大していくことが考えられる」と指摘されている。もっとも、規制・監督の合理化や連携強化が図られるとはいえ、それぞれの市場の規律は引き続き別の法律にゆだねられる。今後は、両市場の関係に留意した一体的な規制・監督の在り方を検討する必要がある。

また、商品先物取引における利用者トラブルがしばしば指摘されている。この点は別途商品取引所法の改正により規制が整備されることとなるが、少なくとも現在の金融商品取引と同等以上の利用者保護が確保されるよう、監督当局の対応が求められる。

(3) 横断的・包括的な金融ADR機関の創設

金融ADR機関の設置を事実上義務付ける方針を示したことについては、我が国金融資本市場の信頼回復に向けて、金融機関等金融サービス業者に極めて大きな前向きなインパクトを与えるものとの評価¹⁵がある一方で、自主規制機関や業界団体が担う場合の中立性・公正性の確保、既存のADR促進法や認定投資者保護団体制度とのすみ分け等、議論すべき論点は多い。

なお、合同会合報告では、「将来的には、専門性・迅速性・実効性等も確保された金融商品・サービス全般を取り扱う権威のある横断的・包括的な金融ADRが構築されることが望ましい」との方向性が示されており、引き続き設立に向けた議論を進めることが求められる。

- 1 金融庁は、平成 20 年 6 月 27 日に「市場強化プラン (Better Market Initiative) の進捗について」を公表している。
- 2 第 169 回国会において成立した「金融商品取引法等の一部を改正する法律」では、ファイアーウォール規制の見直しのほか、プロ向け市場の創設、ETF (上場投資信託) の多様化、銀行・保険会社等の業務範囲の見直し、課徴金制度の見直し等が行われている。
- 3 市場強化プランで「平成 20 年春頃より金融審議会での審議を開始する」とされたりテール決済については、本年 1 月 14 日の金融審議会金融分科会第二部会報告「資金決済に関する制度整備について」を受けて、3 月 6 日に「資金決済に関する法律案」が提出されている。
- 4 開示制度については、社債等の発行登録制度の見直し、「有価証券の売出し」定義の見直しが行われる。その他、特定投資家と一般投資家の移行手続きの見直し、有価証券店頭デリバティブ取引への分別管理義務の導入も今回の改正案に含まれている。
- 5 『読売新聞』(平 21. 1. 29)
- 6 「サブプライム危機 1 年・下」『読売新聞』(平 20. 8. 7)
- 7 経済財政諮問会議グローバル化改革専門調査会金融・資本市場ワーキンググループの第一次報告 (平成 19 年 4 月 20 日) では、証券取引所の持株会社の下に商品取引所を設立する「総合取引所構想」が提唱されている。
- 8 商品取引所法については、金融商品取引所との相互乗入れのほか、市場の透明性確保や利用者トラブルの根絶等を目指して広範な改正が行われ、題名も「商品先物取引法」と改められる。
- 9 株式会社金融商品取引所が商品市場を開設する場合には、この認可に加えて商品先物取引法上の許可を要する。
- 10 ADR 促進法に基づき、本年 1 月 20 日までに 26 の認証紛争解決事業者が認証されている。
- 11 認定投資者保護団体制度は、金融商品取引法に基づく自主規制機関以外の民間団体を申請に基づき認定することにより、その団体が行う苦情解決・あっせん業務の信頼性を確保することを目指す制度である。
- 12 金融商品取引法のほか、規定が創設される主な法律としては、銀行法、保険業法、信託業法、貸金業法、資金決済に関する法律等がある。
- 13 田村香月子「サブプライム問題と格付会社規制」『資本市場』2008 年 11 月号
- 14 「座談会 「規制ありきではなく、歴史・実態をふまえた本質的議論を」」『金融財政事情』2008 年 10 月 13 日号
- 15 犬飼重仁「海外における金融紛争解決の現状と日本への示唆」『金融財政事情』2009 年 2 月 16 日号