

～資本市場の基本法制の大改革～

金融商品取引法の制定

証券取引法は規制の対象である有価証券の範囲が狭く、諸々の投資性のある金融商品を規制できない。そこで、有価証券の範囲を広げ、投資性のある金融商品に横断的な投資家保護法制を構築し、規制の隙間を無くし、貯蓄から投資に向けての市場機能の確保を目指す。一方では、プロの投資家には金融商品の説明義務を省略するなど法制の柔軟化を行い、わが国資本市場の国際化にも対応する。これを別称、投資サービス法の理念という。証券取引法は拡充・改組され、名称を金融商品取引法に改める。まさに、1948年の証券取引法制定以来の資本市場の基本法制の大改革といえる。また、この法律には、四半期報告の法制化や財務報告の内部統制評価制度の整備といった企業の内容の開示の整備や公開買付制度の情報提供の充実、開示書類の虚偽記載や不公正取引等についての罰則強化、取引所の自主規制機能の強化等、現下の資本市場の重要事項も盛り込んでいる。

2 0 0 6 年 11 月



株式会社 旭リサーチセンター

東京都千代田区内幸町1-1-1（帝国ホテルタワー）

電話 (03) 3507-2406 (代)

このレポートの担当

主幹研究員

山名 昭光

お問い合わせ先

03-3507-2406(代)

E-mail yamana.ac@om.asahi-kasei.co.jp

<本レポートのキーワード>

金融商品取引法（金融法）、証券取引法（証取法）の大改正

（注）本レポートは、A R C ホームページ（<http://www.asahi-kasei.co.jp/arc/index.html>）から検索できます。

このレポートの担当

主幹研究員 山 名 昭 光

お問い合わせ先 03-3507-2406（代）

E-mail yamana.ac@om.asahi-kasei.co.jp

要 旨

1. 現行の証券取引法（略して、証取法）の規制対象である有価証券は限定列举され範囲が狭い。諸々の規制のない投資性金融商品が登場する中で、投資性金融商品に横断的規制を掛け、投資家を保護するとともに、投資性金融商品の開発を促進し「貯蓄から投資へ」の環境整備を行う必要がある。これを投資サービス法の理念という。この考え方は古くからあったが、ようやく実現した。すなわち、2006 年の通常国会で金融商品取引法（略して、金商法）が成立した。

2. 金商法は、投資サービス法の理念を実現するために、証取法を改組し（証取法の名称は無くなる）、関係 4 法律をも包含し、幅広い投資性のある金融商品を横断的に規制した。具体的には、組合契約等（集団投資スキーム（ファンド））に基づく持分（＝権利）が包括的に有価証券の定義に含まれるようにし、多くのデリバティブ（金融派生商品）に規制を掛けた。業者に対する規制も横断化した。有価証券及びデリバティブ取引に係わる販売・勧誘のほか、投資助言、投資運用、顧客財産の管理に係わる業務を金融商品取引業とし、原則登録制とした。

3. 一方では、顧客がプロである場合と一般客である場合に分け、プロである場合には金融商品の説明義務を省略するなど柔軟化している。

同じ経済的性質を有する金融商品には同じ利用者保護ルールを適用するという基本的考え方の下、金商法を投資性金融商品に対する一般法と位置付け、銀行や保険会社で投資性金融商品を販売する場合、銀行法や保険業法においても、金商法の行為規制の準用を行う。

また、民法の損害賠償の特例法である金融商品販売法（金販法）を使い勝手のあるものに整備・改正した。

金商法の制定は、1948 年の証取法制定に次ぐ資本市場の基本法制の大改正と言える。

4. また、金商法は、公開買付（TOB）制度について規制対象範囲の充実や投資家への情報提供の充実、金融機関等に認められている株式の大量保有報告制度の特例報告の提出頻度や提出期限の短縮化を図り、透明性を向上させた。企業の開示については、四半期報告制度の整備、財務報告に係わる内部統制の評価制度の整備（日本版 SOX 法）等を行う。開示書類の虚偽記載や不公正取引に対する罰則も強化している。また、取引所が上場する中で、利益確保と自主規制機能の間に利益相反が生じ兼ねないから、自主規制機能の強化も規定した。金商法は、緊急性を要するものは、2006 年 7 月 4 日からすでに施行されているが、法律が大きいだけに、施行時期は分かれる。

5. 金商法は、投資性金融商品を規制する法律である。ここより、金商法制定は、日本の金融改革の中で、日本版金融ビッグバンに続くステップの段階であるという人もいる。ジャンプの段階は、投資性がない銀行預金や保障性保険商品を含めた金融商品全般を対象とするより包括的な規制が必要とする意見も強い。だが、その姿は見えてこない。金商法を確実に施行していくこと、銀行や保険会社を含め金融関係者が利用者保護を徹底していくことが重要であろう。

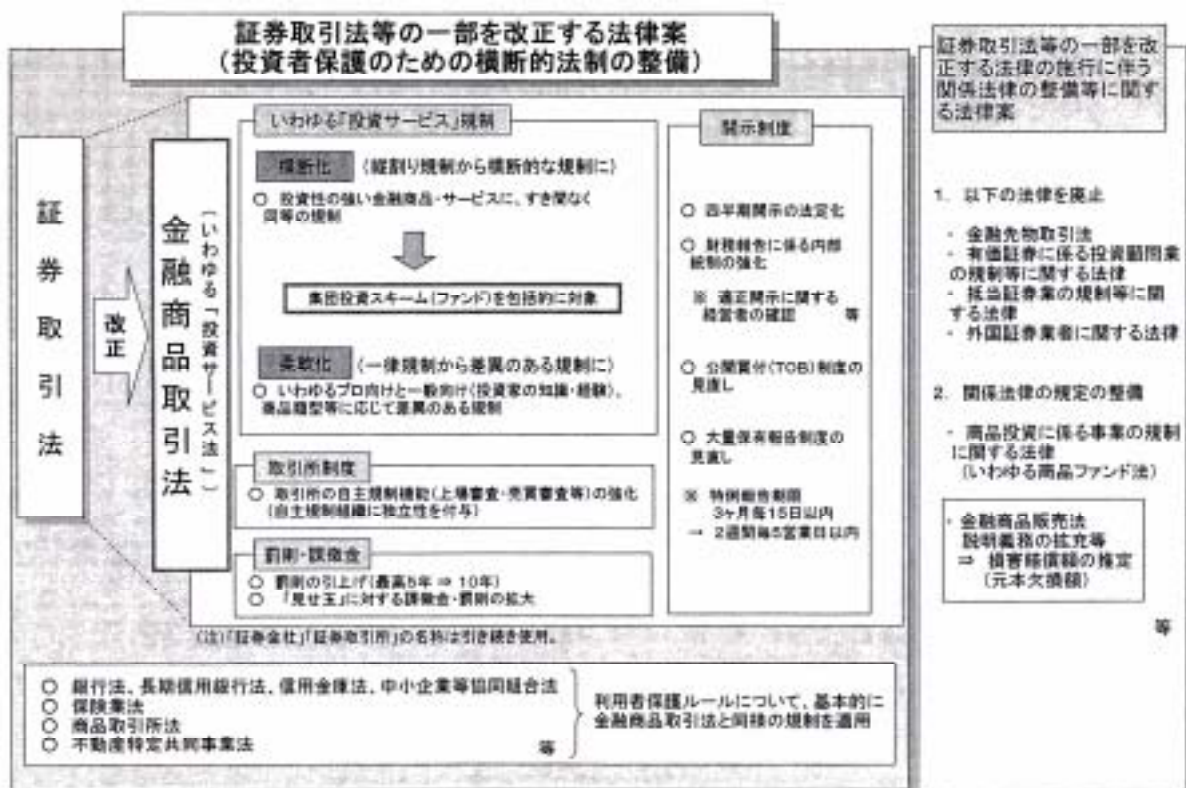
目 次

I	ようやく成立した金融商品取引法の概要	1
1.	金融商品取引法の意義	1
2.	金融商品取引法の概要	3
(1)	横断的な投資家保護（いわゆる投資サービス法）	3
(2)	開示制度を拡充	3
(3)	不公正取引等へ厳正な対処	4
(4)	取引所の自主規制機能を強化	4
3.	金融商品取引法の主要概念	4
(1)	「横断化」、「包括化」の意義	4
(2)	集団投資スキームを組み入れた	6
(3)	柔軟化	7
4.	金融商品取引法は投資性のある金融商品だけが対象	7
II	柔軟化も金商法の大きな特徴	8
1.	開示規制における柔軟化（投資商品の流動性に着目した開示規制）	8
2.	業規制における横断化と柔軟化	9
(1)	第一種金融商品取引業	10
(2)	第二種金融商品取引業	11
(3)	投資助言・代理業	11
(4)	投資運用業	12
(5)	金融商品仲介業	12
3.	行為規制における柔軟化（プロ投資家とアマチュア投資家）	12
III	金商法と同じ規制を別の法律で準用	15
1.	投資性のある金融商品の販売には同じルールを適用	15
2.	別法律で金商法と同じ規制を準用する理由	16
IV	行為規制：販売・勧誘ルール	18
1.	適合性の原則の内容充実や手数料の開示は一步前進	18
2.	不招請勧誘禁止等3項目は殆ど適用なし	18
3.	損失補てん等の禁止	20

V	ファンド（組合）による短期売買規制の是正	21
1.	ファンドによる短期売買規制は当然	21
2.	だがファンドへの規制は未だあまい	21
VI	金融商品販売法（金販法）の内容充実	23
VII	取引所の自主規制部門の独立性強化	25
VIII	強化される罰則強化、財務開示、公開買付開示	27
1.	罰則の強化	27
2.	企業財務の開示の強化	28
(1)	四半期開示の法定化	28
(2)	財務報告に係る内部統制の強化	28
3.	公開買付（TOB）制度の見直し	29
4.	大量所有報告制度の見直し	32
IX	終わりに	34

(注) 限定列举的な証取法の有価証券を幅広く規定し直し、投資家保護を行うべき(=投資サービス法を制定すべきとの原型)は、既に90年6月の証券取引審議会報告で強く打ち出されていた。同報告に基づき幅広い有価証券に規定し直すという大蔵省証券局の強い主張にもかかわらず、92年の証取法改正では、関係省庁の反対にあって、それとは逆のことをしてしまった(有価証券の構成要件に投資性のほかに、流通性を入れてしまった)。

金商法の下敷きとなった2005年12月22日の金融審議会第一部会報告「投資サービス法(仮称)に向けて」への再出発は、2004年9月から同部会で始まった。



(出所：金融庁 以下の図表で出所が記されていないものは金融庁資料とする)

I ようやく成立した金融商品取引法の概要

1948年に制定された日本の証券取引法（以下、証取法と略す）は、利用者保護の観点から時代遅れの面が多々指摘されていた。また、金融技術の進展に伴う金融新商品や投資ファンドにおける投資家保護の点でも問題があるとされていた。

2006年の通常国会に「証券取引法等の一部を改正する法律」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」が提出され、2006年6月7日に可決・成立し、6月14日に公布された。緊急性を要する開示書類の虚偽記載・不公正取引の罰則の強化の部分は、公布後20日を経過した日である7月4日から施行されている。この法律は、金融審議会金融分科会第一部会報告「投資サービス法（仮称）に向けて」（2005年12月22日）等の内容を踏まえ、幅広い投資性のある金融商品について投資家保護のための横断的な法制として、証券取引法を改正するとともに、4法律（金融先物法、投資顧問業法、抵当証券業法、外国証券業者に関する法律）を包含させ（包含される4法律は廃止される）、法律名称を金融商品取引法（以下、金商法と略す）と名称変更し、89本の関係法律を改正したものである。

狙いは、いわゆる投資性のある金融商品に対する法整備を行うことにより、利用者保護の徹底と利用者利便の向上、貯蓄から投資への転換の環境整備、資本市場の国際化への対応を図ることである。また、この法律の中には、近時話題となったファンド等による不透明な取引の防止を狙った大量報告制度の見直し、TOB（公開買付）制度の見直し、罰則の強化、「見せ玉」についての規制強化も盛り込まれている。企業内容等の開示制度については、四半期報告制度の整備や財務報告に係る内部統制の評価制度（いわゆる日本版SOX（企業改革法））の整備等を行う。

1948年の証取法制定以来の、資本市場の基本法の大改正といえる。（注）

1. 金融商品取引法の意義

金商法は、次のような大きな意義がある（図表）。

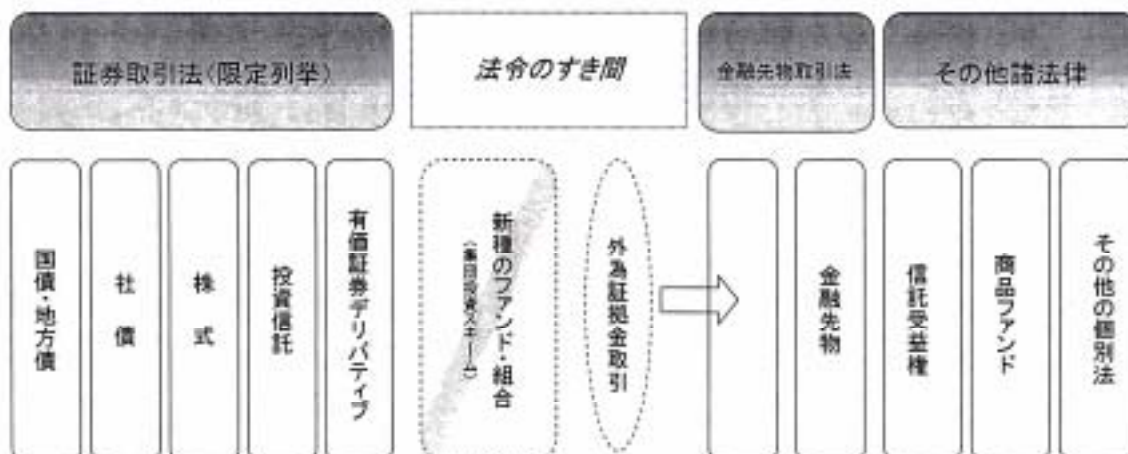
まず、いわゆる横断的な金融投資サービス法の実現である。

いわゆる「投資サービス法」について

個別・縦割り規制のすき間で
詐欺的業者による被害が頻発



利用者保護のためには
横断的な法律が必要



金融・資本市場の環境変化（従来は事前規制であったが事後規制になった、法規制外の諸々のファンド等が登場等）に対応し、投資性（市場リスク）がある（すぐに思い浮かぶのは、昔からあるすでに規制対象の株式、投資信託だが、最近では規制のないファンドなど多々ある）金融商品を対象に、横断的・包括的な法制を整備し、規制の隙間を無くし、利用者保護を充実させる。たとえば、信託受益権全般を有価証券とみなし、現在ほとんど規制の掛かっていない集団投資スキームの持分を包括的に有価証券と位置付けるなど有価証券の範囲を拡大する。また、有価証券デリバティブ（金融派生商品）は現在も規制対象であるが、為替先物を含め、デリバティブの規制範囲を拡大すること等により、現行法では実効的な対応が困難な法規制の隙間を埋める。そして、同じ金融取引行為には同じ規制を適用する。こうして、最近問題になっている、利用者被害の拡大を防止するという喫緊の課題に応えるものである（図表）。

また、業者の業務範囲の拡大（包括化）が図られている。

規制の横断化や包括化とともに、他方では、規制の柔軟化を図っている。たとえば、プロの投資家に対して規制の適用を柔軟化する特定投資家制度を設けて、過剰規制による取引コストを削減すること等により、グローバルな競争環境に置かれている我が国金融資本市場における取引の円滑を促進する制度を設けている（こうした部分を投資サービス規制という）。

さらに、前述の通り、大量報告制度の見直し、TOB制度の見直し、罰則の強化、「見せ玉」の規制強化も盛り込んだ（前左頁図表）。

金商法のキーワードは「包括化・横断化」「柔軟化（柔構造化）」「公正化」「厳格化」ということになる。

こうして、公正、透明で信頼される資本市場の構築を目指して迅速かつ適切に対応できるようにし、国民が安心して多様で良質な金融商品・サービスの提供を受けることができるようにする。そして、貯蓄から投資への流れに向けての市場機能の確保及び資本市場の国際化への対応を図る。あわせて、銀行にリスクが過度に集中する構造を是正し、リスクに柔軟に対応できるバランスのとれた金融構造の構築にもつなげる。今後社会保障費が削減される中、国民が自助努力で金融資産を増やすためには、リスクはあるが有

利な金融商品に投資するのを促進させることが必要となっている。これらの要請を満たそうというのが、この金取法の視点である。

２．金融商品取引法の概要

（１）横断的な投資家保護（いわゆる投資サービス法）

これまで、限定列举型で範囲の狭かった有価証券の範囲を広げ、投資性の高い金融商品に対する横断的な投資家保護を図った。すなわち、組合契約等（集団投資スキーム）に基づく持分（＝権利）が包括的に有価証券の定義に含まれるよう整備を行い、かつ、集団投資スキームの持分の自己募集・販売を業者規制（組合等の集団投資スキームの販売は集団投資スキームを造った組合等の役員等が販売している場合がほとんどであるから）とするとともに、デリバティブ取引の定義に有価証券以外の資産を原資産とするもの等も含めるなど、その規制対象を拡大した。

さらに、有価証券及びデリバティブ取引に係る勧誘・販売のほか、投資助言、投資運用及び顧客資産の管理に係る業務を金融商品取引業と位置づけ、原則、登録制とするとともに、所要の行為規制等を整備する。

これとあわせて、銀行法、保険業法ほか関係法律においても、投資性のある金融商品についての横断的な法制の整備を図るため、金融商品取引法における金融商品取引業に係る行為規制の準用等を行った。

（２）開示制度を拡充

公開買い付け制度について、規制対象範囲の拡充等や投資者への情報提供の充実等のための規定を整備した。また、大量保有報告制度について、金融機関や機関投資家に認められている特例報告の提出頻度及び期限の短縮等を図り、とかく不透明性を指摘されていた投資ファンド等の株式の大量取得について透明性を高める。

さらに、企業内容等の開示制度について、四半期報告制度の整備や財務報告に係る内部統制の評価制度の整備等を行う。

金融商品取引法の施行日について

改正の概要	施行日
○罰則の引上げ、「見せ玉」への対応	公布の日から起算して20日を経過した日。 ＝2006年7月4日
○公開買付規制の見直し、及び大量保有報告制度の見直し	公布の日から起算して6月（大量保有報告に係る特例報告の頻度・期限の短縮、電子提出の義務化他については1年）を超えない範囲内において政令で定める日。＝2006年11月中、2007年1月1日、2007年4月1日など
○四半期開示の法制化及び財務報告に係る内部統制の強化	公布の日から起算して1年6月を超えない範囲内において政令で定める日。＝2008年4月1日以降に開始する事業年度から適用
○幅広い金融商品・サービスに関する規制の横断化と柔軟化 （従来規制の隙間となっていたファンドも含めて包括規制の対象に）。 →周知・徹底、対応のための準備期間が必要 ○取引所の自主規制機能の独立性強化 ○その他の関係法令の整備	公布の日から起算して1年6月を超えない範囲内において政令で定める日。 （多分2007年夏頃施行）

（出所：金融庁資料を加筆）

（３）不公正取引等へ厳正な対処

開示書類の虚偽記載や不公正取引等に係る罰則を強化し、また、「見せ玉」について、罰則、課徴金の適用範囲を拡大する。具体的には、「見せ玉」について、顧客が行ったものについては、従来の相場操縦の刑罰に加え、新たに課徴金の対象にする。証券会社が行ったものについては従来罰則が無かったが、新たに相場操縦の刑罰に加え、課徴金の対象にする。

（４）取引所の自主規制機能を強化

取引所における自主規制業務が適切に運営されることを確保するため、自主規制業務を担うものとして自主規制法人を別法人として設立することができ、または株式会社形態の取引所に自主規制委員会を設置することができるよう、所要の制度を整備する。

金商法は内容が広く、施行時期は大きく分けて４本に分かれており（図表）、その施行時期ですでに施行されているものや期近なものは各々の項で後述する。

３．金融商品取引法の主要概念

（１）「横断化」、「包括化」の意義

さて、投資性のある金融商品の規制の横断化（ないしは包括化）であるが、要するに証取法を始めとする金融投資についての法律を束ねて「横断化」するのが目的の一つである。

「横断化」のメリットは、以下の点にある。

１）縦割り規制で、隙間が生じると、これは、「どちらの法律で規制するのかという」

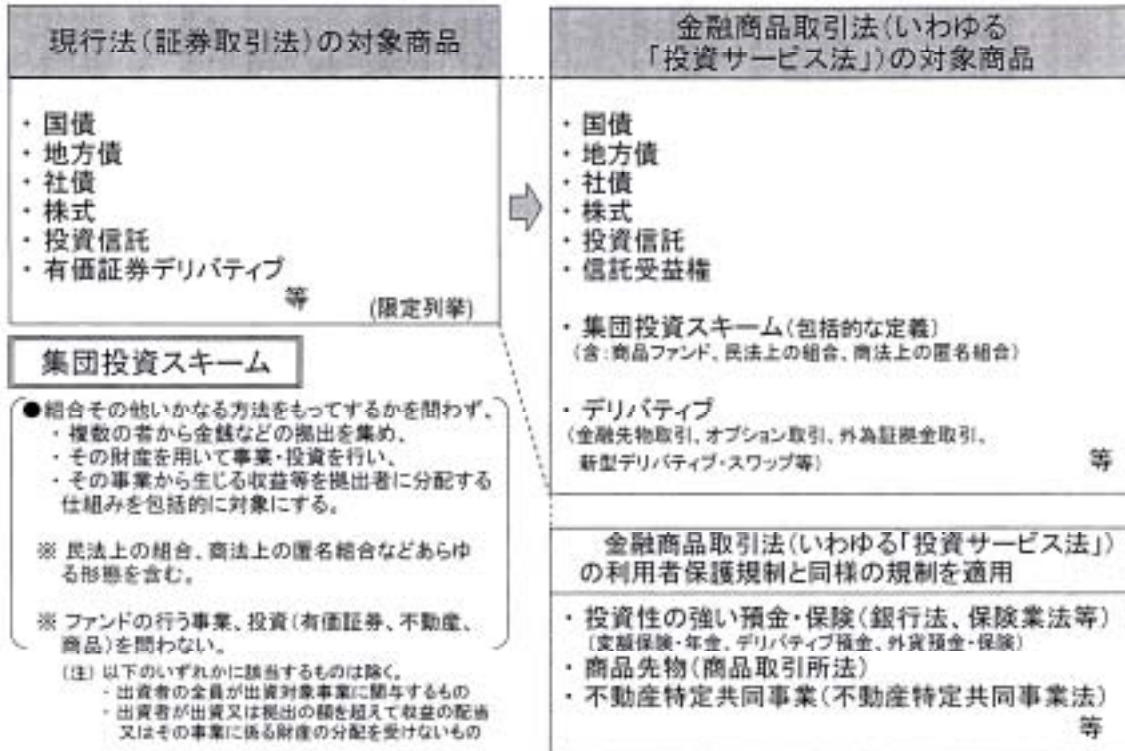
ことが利用者にとって分かりにくいことを回避できること

２）隙間を狙って不正な取引をする業者を処罰できること

つまり、隙間があると、不正を招きやすいこと、健全な業者も分かりにくいということとで、横断的に幅広く隙間なく、規制を整備するということである。

規制が整備されるから、投資性の高い金融商品の開発も進む、ひいては東京マーケットも大国際市場へと発展するということにもつながる。

対象範囲の横断化



- (注) デリバティブ
金融派生商品。本来は金融商品の価格変動によるリスクを回避する目的で考案されたが、投機目的、裁定目的に利用されている。原資産である有価証券や金利、株価指数、商品などから派生的に生成されることから、金融派生商品(デリバティブ)と呼ばれる。
- (注) スワップ
将来の資金の受け取りや支払いを交換する取引。代表的なものには、同一通貨の異なる金利(固定金利と変動金利)を交換する金利スワップと異なる通貨の元利金を交換する通貨スワップがある。
- (注) クレジット・デリバティブ
債権者が貸付や社債の信用リスクを回避するために、投資家に手数料を支払い、信用供与先が破綻した場合や社債の格付けが下がった場合には、投資家に損害額の全額ないしは約束した額を払ってもらう取引。
- (注) 天候デリバティブ
冷夏、暖冬など天候変動による企業の減収を補てんする取引。たとえば、企業が損害保険会社等に、事前に一定のオプション料を支払い、異常気象が発生したら、補償金を受け取る取引。

隙間を埋める「横断化」の目玉は、集団投資スキーム（ファンド）の持分を包括的に規制の対象にした。また、信託受益権の全般（本来、信託法が2006年通常国会で改正される予定のところ、先送りされた。信託法が改正される分まで取り込んでいる）を、また、抵当証券を有価証券とし、商品ファンドも有価証券とみなし、規制の対象にしている（図表）。

そして、有価証券の概念は金商法では、証取法の有価証券の概念「投資性プラス流通性」から「流通性」を削除し、すなわち、「投資性」のみで有価証券に該当することにしたから、金商法に列記される有価証券と同等の経済的性質を有する場合には、流通性が無くても、みなし有価証券として政令指定が可能になるようにしている。

デリバティブ（金融派生商品）については、従来からの証取法の規制対象である有価証券デリバティブに加え、現行法では金融先物法で規制されている先物取引（例えば、外国為替証拠金取引）をはじめ、幅広い資産・指標に関する取引やさまざまな種類の取引も規制対象にした。いわゆる通貨・金利スワップ取引、クレジット・デリバティブや天候デリバティブ（注）も規制対象になる。ただ、デリバティブは賭博罪の対象にされるため、デリバティブの範囲を広げる場合には、政令で具体的に詳細を書き込まなければならない。

横断化・包括化には、金融商品取引業に対する横断化・包括化があるが、業規制についての柔軟化のところで後述する。

また、金融商品販売に関しての横断化・包括化もある。すなわち、同じ経済機能を有する金融商品には、同じルールを適用する。金融商品の販売・勧誘に関しては、金商法の販売・勧誘ルールを一般的ルールとして位置付けるというものである。

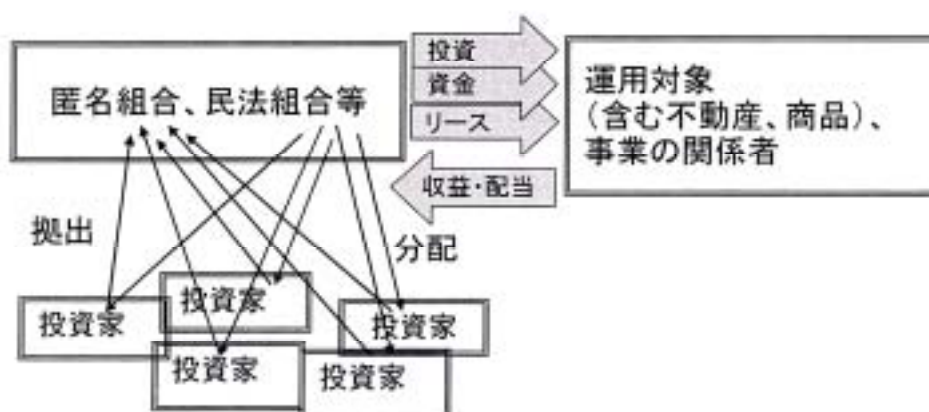
投資性のある金融商品は、外貨預金という銀行預金の中にもある。保険の中にもある。商品先物も大いにリスクがある。これらは、金商法で規制するのではなく、各々の法律の中で、たとえば、銀行法、保険業法、商品取引所法の中で金商法のルールを準用して規制する。

集団投資スキームとは

－包括的に定義－

“出資者が出資又は拠出をした金銭を充てて行う事業から生ずる収益の配当又は、その出資対象事業に係る財産の分配を受けることができる権利”

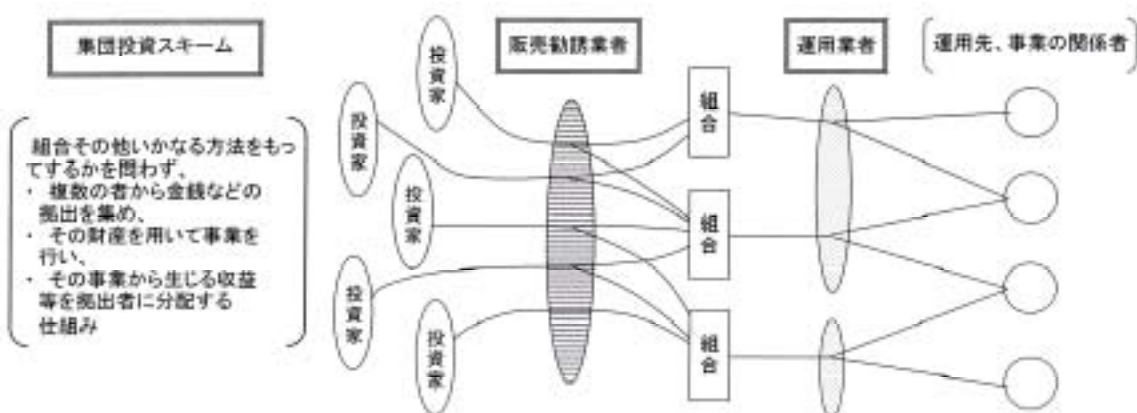
- （以下のいずれかに該当するものは除く。）
- ・ 出資者の全員が出資対象事業に関与するもの
 - ・ 出資者が出資又は拠出の額を超えて収益の配当又はその事業に係る財産の分配を受けないもの



ファンド（組合型）に対する業規制

組合が集団投資スキームとして活用される場合には、組合持分の投資家への販売・勧誘業務や資産運用業務について業規制を行う。

- 一般投資家を対象とするファンドについては、登録制、説明・書面交付業務等。
- 金融イノベーションを阻害しないよう、特定投資家（プロ）向けファンドについて、届出制等。



（２）集団投資スキームを組み入れた

集団投資スキームとは組合等のファンドのことであるが、組合その他いかなる方法をもってするかを問わず、複数のものから金銭などの拠出を集め、その財産を用いて事業・投資を行い、その事業から生じる収益を拠出者に分配する仕組みをいう。民法上の組合、商法上の匿名組合などあらゆる形態を含み、ファンドの行う事業、投資（有価証券、不動産、商品）を問わない。とにかく、複数の者から資金を集め、そのお金を使って、運用し、もうければ配分するというのが、ファンド、すなわち集団投資スキームである（図表）。アイドルファンド、ラーメンファンド、ワインファンド（次左頁注）なども該当する。

集団投資スキームを包括的に有価証券とみなしたのは、米国の証券の定義の大きな部分を構成する1946年のハウイ判決に習ったといえる。ハウイ判決は「ある者がその資金を共同事業に投資し、専らその推進者または第三者の努力によって生じる利益を期待することになる契約又は第三者の努力によって生じる利益を期待することになる契約、取引又は仕組みを意味する」としている。金商法ではファンドの持分と自己募集する者、それを主に有価証券やデリバティブで運用するものを包括的に規制の対象にした。

なお、以下のものは、ファンドではない。

第一、出資者の全員が出資事業に関与するもの。全員は事業の内容を詳しく知っている。有限事業責任組合契約に基づく組合などが該当する。出資者全員が事業に関り、第三者の努力によって収益が期待されるのではないから、金融の投資行為とはならない。

第二、出資者が出資又は拠出の額を超えて収益の配分又はその事業に関する財産の分配を受けないもの。これは、NPOに対する出資などが該当する。自分の出した元本は帰ってきて欲しいが、利息や収益まではさらさら期待するものではない、あるいは元本が帰ってこなくても、環境や福祉、共同活動に使われればそれで良しとするものであり、利益をまったく目的としない活動や慈善的活動まで金商法で縛るのはよろしくないという考えからである。

第三、共済契約、不動産特定共同事業など金商法を準用することで投資家保護が図られているもの、他の法律で投資家保護のための必要な規制が設けられているもの。

(注) アイドルファンド、ラーメンファンド、ワインファンド

アイドルファンドは応援するアイドルのDVD、CDの製作や販売事業に投資するファンド。ラーメンファンドは有名ラーメンチェーン店や各ラーメンの集合店舗造りに投資するファンド。ワインファンドはボルドーなどの銘醸ワインに投資するファンド。このほかにも数種の個人向けファンドがある。

(注) 金融庁が示す投資性のある金融商品の基準

- (1) 金銭の出資、金銭等の償還の可能性を持つ
- (2) 資産や指標等に関連する
- (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

この三つの類型以外は、とにかく集団でお金を集めて、出資者のために何かを行うという商売は集団投資スキームで規制する。

（３）柔軟化

横断化とともに、投資サービス規制のもう一つの柱が、「柔軟化」である。これは「一律の規制」から、「差異のある規制」に変えることである。柔軟化には、金融商品販売にあたっての開示の柔軟化（＝転々流通する商品と、本来流通しないことが前提になっている商品の開示に差をつける）。金融商品販売業者についても柔軟化（＝流通性の高い商品を扱う業者と、流通性の乏しい商品を扱う業者で規制の度合いに差をつける）がある。投資家がプロの場合と、そうでない普通の投資家との間で、どちらを相手にするかによって販売・勧誘規制の度合いを変える。柔軟化についてはⅡで詳述する。

４．金融商品取引法は投資性のある金融商品だけが対象

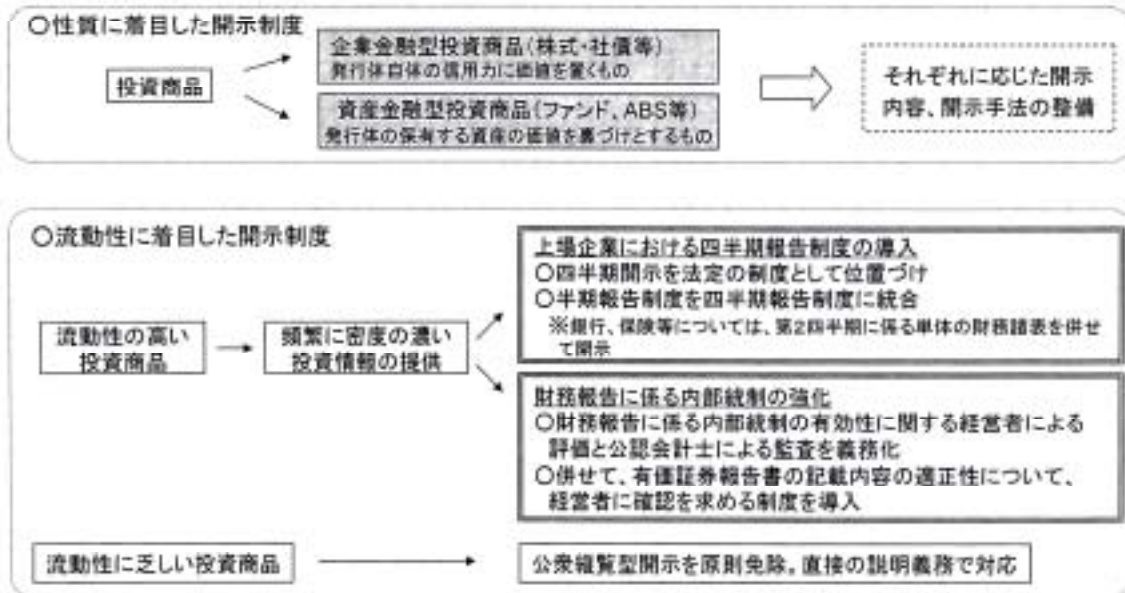
さて、この法律、「金融商品取引法」は、金融商品でも、投資性のある金融商品（注）に対する規制を掛けるものである。投資性の無い金融商品（通常の銀行預金や保険商品＝元本保証のある預貯金や保障性の保険）は金商法の対象にしない。

法律名からは金融商品全般の取引ルールを定めたように見える。「金融商品取引法」は大げさすぎ、「投資サービス法」としたほうが良かったのではないかという疑問が出る。これは、法律名にカタカナは採用しない、投資という言葉は設備投資などの実物投資を含んでおり、投資という言葉は範囲が広すぎるという理由から、といわれている。

投資サービス法の議論の過程ではリスクの低い預金、保険全般を含めた、より包括的な金融サービス法を目指すべきとの意見が強かった。だが、その場合、既存の銀行法や保険業法等との整合性を保つために膨大な作業となること、銀行業界や保険業界の反対も強かったこと、悪徳商法が横行し消費者救済が緊急課題であったこと、さらに、今回の金商法の対象であるリスクのある金融商品のみを対象すれば十分である等の議論があったことから、今回の法律の形となった。

開 示 規 制

投資商品の性格に応じたディスクロージャー制度のあり方



II 柔軟化も金商法の大きな特徴

証取法は、有価証券を、「投資性があるもの」＋「流通性のあるもの」としていた。市場において流通するものに限って有価証券とした。つまり、有価証券の概念に該当すれば、不特定多数に流通するから、一定の例外（少人数かプロに販売するもの）を除いて、公衆縦覧型の開示規制を課す。そして、業者に対しても参入規制や行為規制を行うなどワンセットになった極めて硬い、あるいは重い規制になっていた。

関連する業務も投資信託や投資顧問等があり、それぞれ投資信託・投資法人法、投資顧問業法等縦割りで規制するという硬い規制になっていた。

諸々の金融商品の出現や普及に対応し、日本の金融イノベーションを図るためには、規制の隙間を埋めて利用者保護を図るとともに、その規制構造を柔軟化（あるいは、柔軟構造化）し、規制を合理化する必要があるとされていた。

柔軟化は、開示規制における柔軟化、業規制における柔軟化、行為規制における柔軟化（投資家をプロ投資家と一般投資家（アマ）に分け、アマには説明義務等を厳しくし、プロは金融商品の内容を知っているはずであるから説明義務を略する。）がある。

1. 開示規制における柔軟化（投資商品の流動性に着目した開示規制）

金商法は、投資商品の流動性の違いによって開示に差をつけている（図表）。

流動性の高い上場有価証券については、公衆縦覧型の厳格な開示制度が、従来通り、というか、企業の開示制度については、強化される（たとえば、後述するように、四半期報告書の導入、有価証券報告書虚偽表示に対する罰則の強化、日本版SOX制度の導入等々）。不特定多数の投資家の間を転々と譲渡される性格をもっているので、公衆縦覧型の厳格な開示制度がなされるのは当然である。

一方で、流動性の乏しい有価証券、具体的には、みなし有価証券（集団投資スキームの持分等）については、公衆縦覧型の開示規制は適用しないことにする。みなし有価証券の譲渡は原則として、元販売業者が一旦、買い取ったり、あるいは、元販売業者が仲立って、譲り受けた投資家に販売することが基本だからである。



（注）金商法では、業者について「金融商品取引業者」と定義し、「販売・勧誘」、「資産運用・助言」及び「資産管理」を本来業務としている。

だが、みなし有価証券は、公衆縦覧型の開示規制の対象にしないといっても、販売業者には、販売勧誘ルールとして、投資家に契約締結前の書面交付義務があり、この行為規制を通じて（プロ投資家に販売する場合には書面交付義務はないが（後述）、別途の説明は一般的に行われる）、投資家に情報が直接説明されることになる。

ただし、主として有価証券投資を行う（総出資総額の50%超を有価証券に投資する）集団投資スキームの持分等で、相当程度の多数のもの（500人以上）が所有することになる場合には、通常の証券の募集・売出に該当し、公衆縦覧型開示および目論見書公布の対象となる。

これは、当該集団投資スキームが公募的性格を有し、その投資家に情報を開示させるため、証券市場の他の投資者にとっても重要な情報であるため、当局は一定規模以上のものは把握できるようにしておくため等の理由から開示させることにしたものである。

なお、企業の所有する資産を証券化する資産型金融商品（ABSという）（特定有価証券）は、それにふさわしい開示制度を整備することになっている。

2．業規制における横断化と柔軟化

現行の法律は、図表のように縦割り規制になっている。証券業者を規制する法律は証券法、金融先物業者は金融先物法、商品ファンド販売業者は商品ファンド法、また、今は規制の無い組合持分等を組合の執行役員が自分で売る自己募集、投資証券顧問業者は投資顧問法で規制されている。投資信託、投資法人の資産運用業は投資信託・投資法人法で規制されている。普通の民法組合等（ファンド等）の持分の販売やその投資運用や助言については、現在は規制がない。資産管理（有価証券の保護預り）は規制がない。

このような規制がない、規制に隙間がある、規制が縦割りであるといった状況を、金商法では、金融商品取引業者規制に一元化する。金商法では、業者規制を、金融商品取引業者として包括化・横断化する（注）。

業務内容の範囲に応じて、金融商品取引業を区分し、各区分に応じて、たとえば、個人の参入による可否や財産的基礎要件など参入規制を定めている。

業規制の横断化では、金融商品取引業者への参入規制は、登録制に統一する。

業規制における柔軟化

業	概要	参入規制	主なる財産規制等
第一種金融商品取引業	流動性の高い有価証券の 販売・勧誘、顧客資産の 管理業務等	登録制 (PTSは認可事項)	最低資本金規制 純財産額規制 自己資本規制 主要株主規制 兼業規制
第二種金融商品取引業	流動性の低い有価証券の 販売・勧誘等	登録制	(法人)最低資本金規制 (個人)営業保証金規制
投資助言・代理業	投資助言に関する業務等	登録制	営業保証金規制
投資運用業	投資運用業に関する業務	登録制	最低資本金規制 純財産額規制
金融商品仲介業	有価証券等の売買の媒介	登録制	

(資料：ARC)

なお、PTS（私設取引所システム）は、証券取引を成立させるという公共的業務を担っており業務が重いので認可制としている。

現行制度では、有価証券店頭デリバティブ取引等および元引受け業務、投資信託委任業、投資法人資産運用業、投資一任業は認可制、商品投資販売業（商品ファンド業）は許可制であるが、登録制に統一した。また、証取法では営利性が業の要件とされているが、金商法では営利性が業の要件にされていない。これは金商法に包含される商品先物業では営利性が業の要件にされていないことによる。

さて、金商法は、証取法に加え、従来の4法を包含したことや、新たに集団投資スキームの持分を有価証券としたこと、集団投資スキーム等の発行者自身による販売・勧誘行為（自己募集）を業規制の対象にした（現行の証券取引法では、発行者自身による販売・勧誘行為（自己募集）は規制対象ではない）こと、規制対象になるデリバティブ取引の範囲を拡大したから、現在の証券業をはじめとして、以下の業を含むことになった。金融先物取引業、商品投資販売業（商品ファンド業）、信託受益権販売業、投資顧問業、投資一任業、投資信託委任業、投資法人資産運用業、抵当証券業、集団投資スキーム（ファンド）等の自己募集、また集団投資スキーム（ファンド）の、主として有価証券またはデリバティブ取引への運用（自己募集）、有価証券や金銭の預託を受ける業務。

こうして、拡大した金融商品取引業者を、下記のように区分し、業務の内容によって、行為規制や財産規制を厳しくしたり、緩くしたりして差異を設けている。これが業規制における柔軟化である（図表）。

（１）第一種金融商品取引業

①流動性の高い有価証券の販売・勧誘等、有価証券関連の市場デリバティブ取引、その媒介、取次ぎ、代理等、②店頭デリバティブ取引、その仲介、取次ぎ、代理、③有価証券の引受け業務、④PTS（私設取引所システム）業務（ただし、これは認可事項になる）、⑤顧客の有価証券等管理業務が該当する。

現行の証券業者、金融先物業者等が該当する。業の中では、最も厳しい内容で、主要株主規制、兼業規制、最低資本金規制、順財産額規制、自己資本比率規制が課せられる。

- (注1) 登録申請書には、どういう業務を行いたいかという業務の種別を記入する。
- (注2) 登録拒否要件（一般的な登録拒否要件は勿論であるが、ここでは、表の主たる財産規制等）は、重い順に言えば、第一種金融商品取引業、投資運用業、第二種金融商品取引業、最後が投資助言・代理業である。第一種金融商品取引業の登録拒否要件をクリアできれば、財産規制等については、投資運用業、第二種金融商品取引業、投資助言・代理業の登録拒否要件もクリアできるから、第一種業者が全部やりたいと言え、投資運用業の人的構成を満たす必要があるが、全部でることになる。
- (注3) 現在の証券会社は、金商法に経過措置が設けられ、基本的には第一種金融商品取引業と第二種金融商品取引業を行うものとみなされる。

行為規制の横断化と柔軟化

（金融商品取引業者がなすべきこと、してはならないこと）

規制の一覧表（メニュー）⇒投資家の特性（一般投資家かプロの投資家か）に応じて適用させる規制に差異

- ・プロ投資家向け販売・勧誘等の場合は●を適用せず。
- ・適格機関投資家等のみに販売・勧誘、運用されるファンドについては○も適用せず。

1. 全ての業務に共通するもの

- 顧客に対する誠実義務
- 営業所又は事務所ごとに標識を掲示する義務
- 広告規制
（利益の見込み等について著しく事実と相違する表示をすること、及び著しく人を誤認させるような表示をすることを禁止）

2. 販売・勧誘

- 書面交付義務
（契約締結前の書面交付義務、契約成立時の書面交付義務等）
- 虚偽の説明の禁止
- 損失補てんの禁止
- 適合性の原則
（顧客の知識、経験、財産の状況及び契約を締結する目的に照らして不適当と認められる勧誘を行ってはならない）
- 不招請勧誘、再勧誘の禁止
一般的な制度と位置づけつつ、具体的な適用範囲を政令で指定
※一般投資家向けの外為証拠金取引を対象とする予定

3. 投資助言・投資運用

- 忠実義務、善管注意義務
- 利益相反行為の禁止
- 運用報告書の交付義務

4. 有価証券の保護預り

- 分別管理 等
（自己の固有財産と分別して管理しなければならない）

（出所：金融庁資料に加筆）

証券業者は金商法施行後も、引き続き〇〇証券と名乗ることができる。第一種金融商品販売業は、最も規制の厳しい規制が課せられているので、第二種金融商品販売業、投資助言・代理業、投資運用業も行う登録をすれば、人的構成を満たしさえすれば、いずれも兼業できる（注1、2）。

（２）第二種金融商品取引業

流動性の低い有価証券の販売・勧誘の業務を行う業者である。

具体的には、集団投資スキームの持分などの自己募集、みなし有価証券の売買、その仲介、取次ぎ、代理、売り出し、募集を行う業者。有価証券デリバティブを除く市場デリバティブ取引等を扱う業者が該当する。

新たに、集団投資スキームの持分を自己募集する者が該当することになる。現行法の、商品ファンド販売業者、抵当証券販売業者、信託受益権販売業者などが該当する。また、証券会社も経過措置が設けられ該当する（注3）。

この業者が法人の場合には最低保証金規制が、個人の場合は営業保証金規制が課せられる。第二種金融商品取引業者は、流動性の低い有価証券の販売・勧誘の業務を行うので一般の不動産会社や事業会社でも参入できる緩い規制になっている。

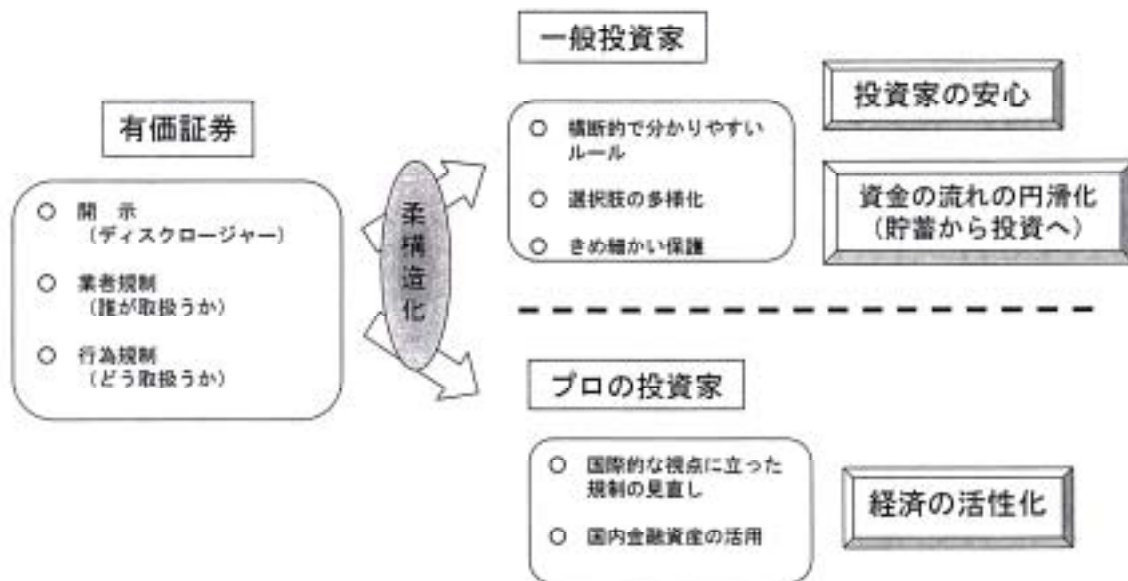
なお、適格機関投資家等（適格機関投資家とアマチュア投資家49人以下）のみに対するファンドの販売・勧誘または投資運用業については、「特例業務届出者」と呼び、登録制度でなく、届出制となっている。行為規制も少ない（虚偽の説明の禁止、損失補てんの禁止のみを適用）（図表）。これも、柔軟化の典型である。

これは、金融イノベーションを促進するため、業者、投資家達に柔軟に対処できるように、限定的な規制にするためである。届出制は、実態を把握するようにするためである。特例業務届出者に対しては報告聴取や検査を行うことができる。

（３）投資助言・代理業

投資助言に関する業務等で、現行の投資顧問業（助言業務）が該当する。営業保証金規制が課せられる。投資助言・代理業は、個人でも参入でき、アドバイスだけなので、

一般投資家の保護と金融イノベーションの促進



柔軟化(特定投資家と一般の投資家)

一般投資家(例:個人)が特定投資家に移行するための手続等

- ・ 金融商品取引業者等に対して、契約の種類ごとに申し出る。
- ・ 金融商品取引業者等は、知識・経験・財産等の要件の確認義務。
- ・ 金融商品取引業者等は、顧客に法定の説明書面を交付した上で、書面で確認を行う。
- ・ 移行の効果の有効期限は1年間(1年毎に更新)。

① 特定投資家 (一般投資家への移行不可)	② 特定投資家 (一般投資家への移行可能)	③ 一般の投資家 (特定投資家への移行可能)	④ 一般の投資家 (特定投資家への移行不可)
適格機関投資家 有価証券に対する投資に係る専門的知識及び経験を有する者として内閣府令で定める者 → 金融機関、一定の事業会社等 国 日本銀行	内閣府令で定める法人 ※ 上場企業等を定める予定	中小法人等(①又は②に該当しない法人) 知識、経験及び財産の状況に照らして特定投資家に相当する個人(※) (金融商品取引業者は、顧客の知識・経験及び財産の状況に照らし、特定投資家として扱うことが投資家保護に欠けることとなるおそれがないことを確認する必要がある。)	個人(③に該当しない個人)

※ 内閣府令で追加的に純資産(不動産を除く)の額等の客観的な基準を定める方向。

(外国の例)

- 米国(資産力認定投資家): 純資産100万ドル(約1.1億円)以上の個人
- EU(適格投資家): 50万ユーロ(約7,000万円)以上の金融資産を有し、多頻度で大口取引を行っている個人

非常にあまい規制となっている。

（４）投資運用業

投資運用に関する業務で、現行の投資信託委任業、投資法人資産運用業、投資顧問業（一任契約）が該当する。新たに、集団投資スキームなどを組成して主として有価証券やデリバティブ取引に運用する業務（自己運用という）が含まれることになる。現在の投資信託会社並みの規制が掛かり、最低資本金規制、純財産額規制、主要株主規制兼業規制が課せられる。

（５）金融商品仲介業

主要業規制は以上４種であるが、この他に、金融商品仲介業がある。現行の証券仲介業のことであるが、金商法では、新たに、投資顧問契約・投資一任契約の媒介業務が加わったし、また市場デリバティブ取引の委託媒介業務が加わった。

３．行為規制における柔軟化（プロ投資家とアマチュア投資家）

これは、投資家を、プロ投資家とアマチュア投資家に分けて、プロ投資家については、業者に一定の行為規制（説明等の義務といった情報格差の是正を目的とする規制）を除外する。たとえば、販売業者が金融商品を販売する場合に書面を渡して説明する義務があるが、プロ投資家であれば、内容を知っているはずであるから、これを省略する（11左ページの行為規制を参照）。ただし、いかに、プロ向けといっても、資本市場の根本規制である、損失の補填禁止や顧客に対する忠実義務・善管注意義務の履行、さらには、一般社会観念からも行ってはならないところの虚偽説明、利益相反行為は行ってはならない。

さて、プロとアマに分けるが、実際にはプロとアマを4区分する（図表）。

①は、アマチュアに移行できない特定投資家である。

銀行、保険や証券ほかの金融機関といった適格機関投資家、国や日本銀行、また、事業法人で一定規模以上のもので届け出を出している事業法人が該当する。

②は、アマチュアに移行できる特定投資家である。

①以外の特定投資家が該当する。

上場事業会社などで、知識が少なく、販売業者から詳しい説明が必要と思えば、自己の判断でアマチュアに移行することができる。

③は、プロに移行できるアマチュアである。

上場企業以外の法人、あるいは個人の大金融資産家である。

知識・経験・財産の状況に照らして特定投資家に相当するものとして内閣府令で定める要件に該当する個人等について、その申し出により、厳格な手続きを経て特定投資家として取り扱われる。すなわち、

- 1) 金融商品取引業者等に対して、契約の種類ごとに申し出る。
- 2) 金融商品取引業者等は、知識・経験・財産等の要件の確認義務がある。
- 3) 金融商品取引業者等は、顧客に法定の説明書面を公布した上で、書面で確認を行う。
- 4) 移行の効果の有効期間は1年間（1年毎に更新）とする。

④は、プロに移行できないアマチュア投資家である。

普通の個人投資家はここに該当する。

プロ、アマ区分は、プロは金融知識や取引経験も豊富であるから、無駄な規制を省き、取引を効率化する、プロについては行政規制でなく市場規律にゆだねる、という趣意から導入された。なお、前述の通り、市場の公正を保つための規制等、たとえば、虚偽説明の禁止、損失補てんの禁止等はプロ向けに適用除外しない。

これに対し、アマには適正な投資保護を確保する。

だが、プロは本当に何もかも理解できるのであろうか。最近の金融商品は複雑な仕組みでつくられている商品が多く、つくった本人や本人の属するチームでないと分からない商品が多い。

金商法が施行されれば、確かに個人投資家の保護は従来よりは遥かに充実されるであろうが、プロの分類に入る投資家の保護はなおざりになるであろう。

(注) プロ向けに除外される行為規制

広告などの規制、取引態様の事前明示規制、契約前の書面の交付、契約締結時の書面の交付、保証金の受領にかかわる書面の交付、クーリング・オフ、不招請勧誘の禁止、適合性の原則、最良執行方針等の交付、投資助言業務に関する金銭・有価証券の預託の受入れなどの禁止、投資助言業務に関する金銭・有価証券の貸付などの禁止、投資運用業に関し、金銭・有価証券の預託の貸付けなどの禁止、運用報告書の交付、顧客の有価証券を担保に提供する行為などの規制。

信用金庫や信用組合ほかで、複雑な仕組みの金融商品を購入し、大きな損失をだしたところも多い。自社は金融のプロであると知ったかぶりをして、業者から大損を被された会社もある。

プロ、アマ分類、適用除外行為規制は勇み足が多いが、欧米先進国では顧客の柔構造ができており、時代の潮流でもあるという。だが、事業法人や個人が、プロに区分されるのは、止めるべきであろう。業者の説明義務等の免除により、被る危険性が大きいからである。もっとも、金融庁は、プロに対する行為規制の除外は、行政規制上の取り扱いを定めるものであり、業者がプロに対してアマと同様の対応を行うことを禁ずるものではないというが、業者が進んでプロに説明を行うのは法の意図するところに反するともいう。プロ向けに業者の説明が無くなるのは当然となろう。

なお、プロ向けに除外される行為規制は、広告などの規制、取引態様の事前明示規制、契約前の書面の交付、契約締結時の書面の交付、保証金の受領にかかわる書面の交付、適合性の原則、運用報告書の交付などの規制と極めて広い（注）。

III 金商法と同じ規制を別の法律で準用

1. 投資性のある金融商品の販売には同じルールを適用

今回の金融商品取引法制の整備にあたっては、「同じ経済的機能を有する金融商品には同じルールを適用する」という観点から、金商法を、投資性のある（リスクを伴う）金融商品の販売・勧誘に関する一般的な性格を有するものと位置付け、預金、保険などの中の投資性のある金融商品（外貨預金、変額年金保険など）でも金商法で規制せず、銀行法や保険業法など各業法で金商法と同等の販売・勧誘規制を課することにしたわけである。

これは、立法技術上からの理由、または所管官庁の縄張り確保からの理由と言える。

各業法で金商法と同等の勧誘・販売規制を適用して（すでに各業法等に金商法と同等の規制がある条項はそのまま適用、無ければ各業法等を改正して金商法の規制を準用）、利用者保護を図る。銀行法、信用金庫法、保険業法、信託業法、商品取引所法、不動産特定共同事業法などにおいて、金商法と同等の投資家保護が課せられることになった。

預金の中には、為替リスクを伴う外貨預金がある。また、デリバティブ預金は、やや高めの金利を受け取れ得るが、中途解約すれば金利動向に基づき計算される違約金により、元本割れを起こすものがある。銀行で販売するこうした預金は銀行法で金商法と同じ勧誘・販売の行為規制をする。

保険商品の中にも、為替リスクを伴う外貨預金があるし、最近販売が爆発的に伸びている変額年金保険は、投資信託とあまり変わることはなく、運用成果によって成績が変動する。これらの保険商品は、保険業法で規制する。農協や共済が行うものは、各々農業共同組合法、中小企業等共同組合法で規制する。信託商品で実績配当型の指定金銭信託は信託業法で規制する。

最もリスクが高い部類に属し、消費者から苦情が続出している商品先物については、商品取引所法で規制する。商品取引所法は、経済産業省と農林水産省の所管で、金融庁は全く所管していない。

また、ジェイ・リート（投信法に従って行われる有価証券）の仕組みが導入される前

の1995年に施行された不動産の小口化商品を扱う不動産特定共同事業も、国土交通省と金融庁で共管する不動産特定共同事業法で規制する。

2. 別法律で金商法と同じ規制を準用する理由

金商法に、商品取引所法や不動産特定共同事業法で規制する販売・勧誘規制を移管してはどうかと国会で、野党から要望があったが、金融庁は次のように答えている。

商品取引所法を経済産業省や農水省が所管しているのには理由がある。確かに、商品先物は、リスクが高く、悪徳業者による被害が出ているのは事実であるが、一方で、たとえば、石油や小豆の先物相場は石油や小豆の現物相場に影響するから、現物市場を管轄する観点からも、こうした商品のデリバティブを認めるか否かの判断が必要である。

商品先物取引は、農産物や鉱物の生産や流通において発生する価格変動リスクに対する保証機能を担うなどなどの役割を果たしている。したがって、現物取引の生産、流通をめぐる政策と密接に関連し、実物経済と密接不可分に結びついているから、商品相場に影響を及ぼす商品先物は、経済産業省や農水省が管轄するのが妥当である。その上で、利用者保護ルールは商品取引所法で、金商法のルールに合わせるので、それがベターである。

不動産特定共同事業については、不動産取引と密接に結びついて、その対象事業から切り離すことはできず、利用者保護の観点からも、書面交付義務などに加えて、不動産固有の規制が多く課されていることから、こうした不動産固有の規制を維持するためにも、引き続き不動産特定共同事業法において規制を行うのが良い。

銀行や保険についても、イギリスでは「金融サービス市場法」という法律で、銀行や保険の規制が一本化されているが、金融庁としては現時点では同様のことをする必要はないとしている。

銀行法には、投資性の強い預金を含めて各種の預金商品を販売するときの説明義務が定められている。また、銀行法で大切なのは、銀行の財務を常に健全にすること、銀行は決済手段のインフラとして破綻してはならないということである。保険についても同様であって、保険商品を販売するときのルールは保険業法に規定されている。

銀行法や保険業法は経営健全性確保のための厳しい規制が採られ、業務内容の許可制、あるいは業者としての免許制という厳しい制度をとっている。

銀行法や保険業法の中から預金（保険業法の場合は保険）商品を販売するときの説明義務を、それらの法律から抜き取り、金商法に持ってくることは意味がないばかりか、銀行法や保険業法が不完全な法律になりかねない。

ちなみに、イギリスでは銀行法、あるいは保険業法にあたる法律はなく、金融サービス市場法という利用者保護を謳う一つの法律に統合したうえで、金融機関の破綻防止規制を入れている。つまり、形だけを一つにしても中身が違うのであれば、別の法律で規制していてもよいのではないか、あるいは、別の法律で規制するほうが整合的である、といった理由から、今のような金商法以外の法律で利用者保護を図る形にしているのである。

また、銀行と証券の分離制度は、いまだに大きな意味がある。金融サービス市場法という一つの法律に統合したら、分離制度はどうなるのか。

確かに、これも理屈である。

だが、上述したように、立法技術的な側面もあるが、やはり現行所管官庁の縄張り確保からの理由も見える。経済産業省と農水省の所管していた商品ファンド販売は、両省の所管を大きく離れ、金融庁が所管するところとなった。これには、商品ファンドの販売業界が金商法の中に統合した方が世間から金融商品として認知されるといった意見があり、両省もやむをえないと判断した経緯がある。

今次の改革は日本の金融改革を、ホップ、ステップ、ジャンプにたとえると、ステップの段階であるといわれている。ホップの段階は、1996年の日本版金融ビッグバン及びその成果である1998年の金融改革法。ステップの後には、ジャンプが必要であるという説がある。ジャンプの段階では、金商法以外の各業法の中で規定されている商品の投資家保護規定を金商法に移行させ、金商法を投資家保護の統一法典とする、あるいは、金商法以外の各業法の中で規定されている投資家保護を含む消費者保護規定までも金商法に移行させ、金商法を消費者保護の統一法典とする、といった議論である。

だが、仮にジャンプの段階が必要であるとしても、それはどういう姿なのかは、現状では全く見えていない。

行為規制の横断化と柔軟化

(金融商品取引業者がなすべきこと、してはならないこと)

規制の一覧表(メニュー)⇒投資家の特性(一般投資家かプロの投資家か)に応じて適用させる規制に差異
 ・プロ投資家向け販売・勧誘等の場合は●を適用せず。
 ・適格機関投資家等のみに販売・勧誘、運用されるファンドについては○も適用せず。

1. 全ての業務に共通するもの

- 顧客に対する誠実義務
- 営業所又は事務所ごとに標識を掲示する義務
- 広告規制
(利益の見込み等について著しく事実に相違する表示をすること、及び著しく人を誤認させるような表示をすることを禁止)

3. 投資助言・投資運用

- 忠実義務、善管注意義務
- 利益相反行為の禁止
- 運用報告書の交付義務

2. 販売・勧誘

- 書面交付義務
(契約締結前の書面交付義務、契約成立時の書面交付義務等)
- 虚偽の説明の禁止
- 損失補てんの禁止
- 適合性の原則
(顧客の知識、経験、財産の状況及び契約を締結する目的に照らして不適当と認められる勧誘を行ってはならない)
- 不招請勧誘、再勧誘の禁止
一般的制度と位置づけつつ、具体的な適用範囲を政令で指定
※一般投資家向けの外為証拠金取引を対象とする予定

4. 有価証券の保護預り

- 分別管理 等
(自己の固有財産と分別して管理しなければならない)

(出所：金融庁資料に加筆)

IV 行為規制：販売・勧誘ルール

金商法では、対象とする金融商品（投資性のある金融商品）について、投資家保護の観点から、販売する業者に、横断的な多くの行為規制（販売・勧誘ルール）を課している。だが、行為規制にも柔軟化が掛かり、一般投資家向け、機関投資家等（機関投資家＋49人以下の一般投資家）のみに販売するファンドについては、行為規制の程度が著しく違うことは述べた。ここでは、一般投資家向け行為規制について述べる（図表）。

行為規制は、概略左図の通りであるが、ここでは、評価が高いもの、問題の多いものについて述べてみる。

1. 適合性の原則の内容充実や手数料の開示は一步前進

評価が高いものは、①適合性の原則に、新たに、顧客の契約締結の目的に照らし、不適当な勧誘を行ってはならない、と顧客の契約締結の目的が入ったこと、②契約締結前の書面交付義務で、手数料の概要について記載しなければならなくなったことである。

金融商品の中には、高利率商品とうたうが、顧客から収受する手数料が高いにもかかわらず事前に説明されず、顧客が知らないままといえる状態で払っているものがある。株式投資信託の手数料は、販売手数料として通常購入時に約3%（もっとも、ノーロードといって無料なものもある）。信託報酬は年間残高に対し1.5%となっている。株式投信の手数料は、説明されないことが多いが、目論見書に書いてある。

ただし、投信の手数料のように顧客が業者から直接とられる分は開示されるが、業者間の手数料は開示されない。例えば、変額年金保険といって最近の大ヒット金融商品があるが、銀行が販売する場合、生保が銀行に払う販売手数料は、顧客が利回りの低下という形で負担するが、開示されない。

2. 不招請勧誘禁止等3項目は殆ど適用なし

問題の多いものについて、不招請勧誘の禁止関係3項目を取り上げる。

不招請勧誘の禁止とは、①勧誘の要請をしていない顧客に対し、訪問・電話による勧

誘をしてはならない（ただし、ファックスや電子メールは可能）。②勧誘受託意思確認義務とは、勧誘に先立って、顧客に対し、その勧誘を受ける意思を確認しないで勧誘をしてはならないことである。③再勧誘の禁止とは、勧誘を受けた顧客が契約をしない旨の意思表示を表示した場合、当該勧誘を継続してはならないということである。

ただし、これら3項目には、いずれも、政令に定める取引に適用するとしており、当面、政令では、不招請勧誘の禁止は、店頭外国為替証拠金取引のみを、勧誘受託意思確認義務や再勧誘の禁止は、取引所金融先物取引を含む外国為替証拠金取引のみを想定している。外為証拠金取引とは、証拠金を収めれば、証拠金の何倍もの外為先物の売買ができる取引で、従来規制が無く、悪徳業者が横行し、お年寄りに売るとか、預かった証拠金を返さないとか、10数倍のレバレッジの高いものを売るとか、被害が頻発し大きな社会問題となった。そこで、金融先物取引法を改正し、規制の無かった外為証拠金取引を同法の中に取り込み、2005年7月に施行されたものである。この中で一番悪質であったのが、顧客の注文を先物業者の店内でさばく店頭外国為替証拠金取引であった。だから、この取引に3項目の中で一番重い、不招請勧誘の禁止規制を課したのである。勧誘受託意思確認再勧誘の禁止は、取引所金融先物取引を含む外国為替証拠金取引のみを想定している。こういった取引は、適合性の原則がおよそ守られない類の取引である。したがって、これらの規制を掛けるものである。

業者側の強い反対もあった。言い分は、とにかく商品を勧めるといった日本の金融商品販売文化に反する、顧客は説明される機会がなくなるから、顧客から、顧客にとって望ましいものの選択機会を奪うといった点だ。金融庁は自己の管轄で、あまりにも売り方がひどいといわれる外為証拠金取引についてのみ導入した。

だが、売り方がひどいものに、消費者生活センターに寄せられる苦情が年間4千件にも及ぶ商品先物取引がある。こちらの方は、経済産業省、農水省の所管であり、金商法の直接規制対象にはしなかった。本来は、金商法の規定を準用し、投資家を保護し「隙間を無くす」としたはずであるが、商品先物には、不招請勧誘の禁止規制は掛けないことにした。経済産業省は、元本が保証させず、レバレッジ効果が高い有価証券デリバティブなど金融商品全般との均衡についてなど、幅広い視点からの議論が必要だと金融庁

を強くけん制した。

なお、商品取引所法には、勧誘受託意思確認義務や再勧誘の禁止は、すでに規制されており、この二つは当然に掛かる。

本来は、先ず、全商品を対象にし、問題がないものを政令等で外すべきであろう。

英国では、原則として、業者は顧客からの要請に基づかない戸別訪問、電話その他対話による勧誘、いわゆる不招請勧誘を行ってはならないことになっている。日本は投資家保護といっても、やはり業者の方を向いている場合が多い。

3. 損失補てん等の禁止

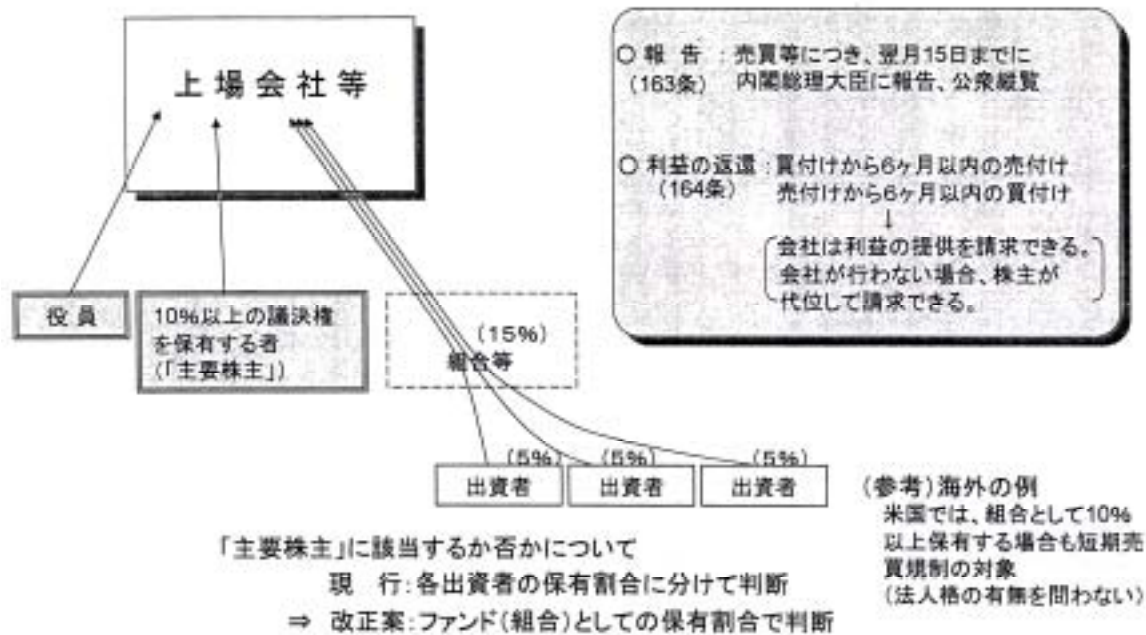
損失補てん等の禁止については、商品先物についても適用されることになっている（現状では商品先物には補てん等の禁止規制はない）。

商品先物については、あまりにひどい勧誘・販売から発生した顧客の損害を、業者が顧客に補てんすることが往々にしてあった。だが、補てんの禁止が明文化されると、補てんは、業者側に違法行為があった場合のみに、手続きを経て賠償されることになる。業者は自己に違法行為があったと認めれば、行政から罰則を受けるから、違法行為を行ったと認めるわけにはいかない。不当な損害を被った顧客は泣き寝入りをしなければならなくなることが一層多くなる。商品先物取引業者の営業姿勢を改めさせることが先決であろう。

また、不動産特定共同事業法では、損失補てん等の禁止、適合性の原則の準用は定められており、再勧誘の禁止は法改正で行われるが、不招請勧誘の禁止や勧誘受託意思確認業務は規制されない。

これらを考えると、「隙間を無くす」「規制の横断化」「同じ経済行為には同じ規制をかける」というスローガンは、やや薄弱といわなければならない。

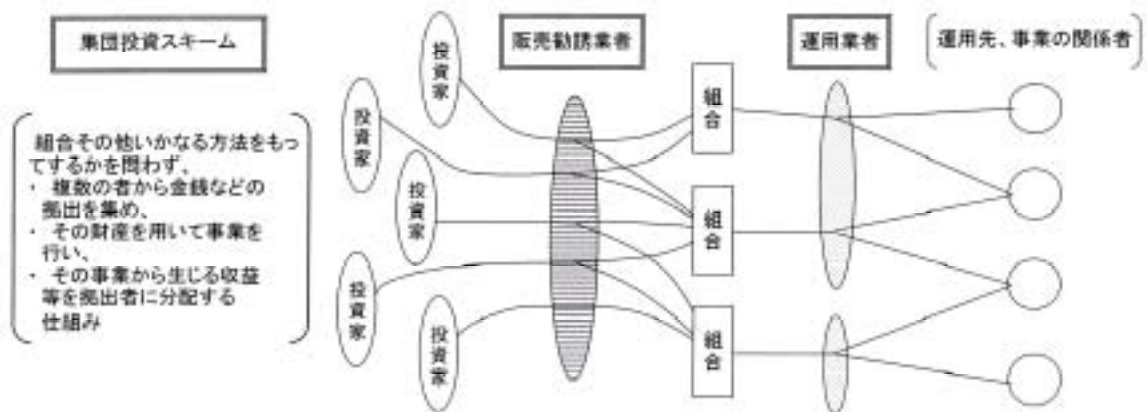
〔ファンド(組合)によるいわゆる短期売買規制の見直し〕



ファンド（組合型）に対する業規制

組合が集団投資スキームとして活用される場合には、組合持分の投資家への販売・勧誘業務や資産運用業務について業規制を行う。

- 一般投資家を対象とするファンドについては、登録制、説明・書面交付業務等。
- 金融イノベーションを阻害しないよう、特定投資家（プロ）向けファンドについて、届出制等。



V ファンド（組合）による短期売買規制の是正

1. ファンドによる短期売買規制は当然

ファンド（組合）による短期売買規制の見直しが行われる（図表の上の部分）。これは上場会社にとっては望ましいことである。

上場企業等の主要株主について、10%以上の議決権を保有した場合には「主要株主」となり、大量保有報告書とは別に、インサイダー取引を防ぐ観点から二つの規制が採られてきた。一つは、10%以上の議決権を保有した場合には、売買について翌月15日までに内閣総理大臣に報告して公衆縦覧にしなければならない、この取引は外部から完全に見えるガラス張りになっていること。もう一つは、利益の返還制度があり、主要株主になった者が当該上場会社についての売り買いを6ヵ月以内に繰り返した場合には、そこで得た利益を会社に返さなければならない。任意に返さない場合には、会社が返せという訴訟を起こすことができるし、会社が行わない場合には、株主が代位してできる。

現行法では、ファンド（組合等）で15%保有していたが、出資者が3人いて、各々5%ずつ保有していた場合、各出資者の保有割合に分けて判断するから、このファンド（組合）は10%以上保有する大量保有者ではないとしていた。

金商法では、ファンド（組合）としての保有割合で判断するから、ファンドは15%保有していることになる。米国でもファンドとして10%保有する場合短期売買規制の対象になっている。

大量報告書の特例報告制度の改正とあわせ、ファンドの隠れ蓑が少なくなり、上場会社はファンドの横行に対して、手が打ちやすくなる。

2. だがファンドへの規制は未だあまい

金商法では、集団投資スキームの持分の投資家への販売・勧誘業務、資産運用業務については業規制を行うことになった（図表の下の部分）ことは前述した。

この場合、一般投資家を対象とするファンドについては、業者は登録制、説明・書面交付義務がある、また、プロ向けに売の場合は、商品の説明義務は省略され、適格機関

投資家等（機関投資家に売る場合、機関投資家＋49人以下の一般投資家に売る場合）には、届出制となり、規制は著しく簡便になることも前述した。

だが、規制の対象になるのは、ファンド（＝組合）そのものではない。

その組合の持分を投資家に販売・勧誘する者（販売勧誘業者）、そしてその組合財産を運用する者（運用業者）である（前頁左図表下部分のアミ掛け部分）。

組合そのものの登録、届出は法律上必要ない。一つの販売勧誘業者が、多数のファンドを扱っていたとしても、下記の例外を除いて、ほとんどの場合その業者が一回だけ登録（適格機関投資家等に販売する場合は届出）すれば、それで済む。

要は、金融イノベーションを阻害しないようにとの配慮からであるが、ファンドへの規制はあまいといわざるを得ない。

例外は、ファンドで、資産の50%超を有価証券に投資しており、かつ、大勢（500人以上）に販売している場合は、公衆縦覧型の開示規制となり、実態が把握できる。

だが、この規制をかいくぐるファンドが現れ、混乱を起こす場合が多くでるのではないか。規制のループ・ホールをかいくぐるのがファンドの習性であった。

やはりファンドは全容を把握しづらい、規制しづらいといえよう。

金融商品販売法の拡充

民事上の損害賠償請求の原則(民法709条)

①～④の要件を被害者が立証する必要



(参考)

(不法行為による損害賠償)
民法709条 “故意又は過失によって他人の権利又は法律上保護される利益を侵害した者は、これによって生じた損害を賠償する責任を負う。”

金融商品販売法(平成12年制定)

預貯金、保険、有価証券等の幅広い金融商品の販売に関する、民法の損害賠償の規定の特則



金融商品販売法の拡充

- 説明対象:「当初元本を上回る損失が生ずるおそれ」を追加。
- 説明事項:「取引の仕組みのうちの重要な部分」を追加。
- 業者による断定的判断の提供を禁止
- 適合性の原則に拘らし、顧客に理解される方法で説明しなければならない。
⇒ 違反に対し、損害額を推定

(出所：金融庁資料に加筆)

VI 金融商品販売法（金販法）の内容充実

金融商品販売法（以下、金販法と略す、金商法とは別物。）とは日本版金融ビッグバンの一環として、利用者保護の観点から、縦割りになっている金融関係諸法を横割にして、2000年5月に制定された預貯金、保険、有価証券等の幅広い金融商品に関する民法の損害賠償規定の特例である（図表）。

民法では、被害者が損害賠償を求める場合、販売業者の違法行為および、故意・過失と被った損害額の因果関係を、立証する必要があった。これを証明すること、すなわち、裁判で勝訴することは極めて困難なことであるから、金販法を制定したわけである。

金販法では、販売業者が顧客に、元本欠損のおそれがあること、リスクがあること説明しなければならない。この説明義務に違反し、消費者に損害が発生した場合は、業者に損害賠償義務が発生する。この場合、元本欠損額を損害の額と推定する。消費者は業者の説明義務違反を証明すれば足りる。

（なお、金販法では顧客が金融商品の販売業者である場合は、その商品の内容を熟知している筈であるから、説明義務を免除している。）

金販法は非常に強力な消費者救済手段であると考えられたが実際にはあまり使われなかった。説明義務の範囲が狭く、また、断定的判断を禁止するなど不適切な販売についての規制がかけられていなかったためといわれる。

そこで、金融商品取引法（金商法）の制定にあわせ、金販法の拡充・改正もあわせて行うことになった（図表）。

第一に、元本欠損の恐れのある場合だけでなく、信用取引のように、元本を上回る恐れのある場合はこのことを説明する義務を業者に課す。

第二に、取引の仕組みのうち、重要な部分（法令に定める）を説明する。たとえば、米ドル預金は米ドルの水準が下がることによって、損がでる、などの取引の重要な仕組みを説明する義務がある。

第三に、業者が、断定的な判断を提供してはならない。

たとえば「この会社のハイテクは世界に類がないから、この会社の株は絶対に上がる

(注) なお、郵便貯金、簡易保険、商品先物取引は、金販法の規制対象外であった。前二者は市場リスクも、信用リスクもないこと、商品先物取引は「金融」商品という概念になじみにくいこととされている。今回の金販法改正でも、3商品是对象外のみである。商品先物取引は致し方無かろう。だが、郵便貯金、簡易保険は2007年10月以降の新規預け入れ、あるいは新規契約分から、政府保証が無くなり信用リスクがでてくる。郵便貯金、簡易保険を金販法の規制対象外にしているのは、法律上、つじつまが合わない。

から儲かります、世界各国の中央銀行の準備預金でユーロに比率が高まってくるから、ユーロ相場が上がり、ユーロ預金がお得です」といった断定的な判断を提供してはならない。

第四に、説明義務を尽くしたかどうかの判断に、適合性原則の考え方を取り入れ、顧客の知識・経験・財産の状況および顧客の契約締結の目的に照らして、顧客に理解されるための必要な方法でなければならないとした。

こうした説明義務違反が認定されれば、損害額が認定されるということにして、消費者が損害賠償を請求するときに使いやすい制度にした。(注)

VII 取引所の自主規制部門の独立性強化

取引所の上場に絡み、取引所の大きな機能である自主規制部門の独立性強化が図らなければならない。

金商法では、現行の「証券取引所」（証券取引法）と「金融先物取引所」（金融先物取引法）に関する規定を結合し、「金融商品取引所」とした。金融商品取引所は、取引商品を格段に増やすことができる建前にはなっている。すなわち、現行の証券取引所及び金融先物取引所のいずれもが、有価証券の売買や市場デリバティブ取引を取り扱うことができる建前になっている。しかし、そうたやすく金融先物取引所が証券取引所の取り扱い商品を取り扱える能力は無いし、その逆もまた然りであろう。ちなみに、金商法上は金融商品取引所という名称になったが、引き続き「証券取引所」や「金融先物取引所」という名称を使用することができる。その方が名が体を表し分かりやすいからである。

さて、世界の先進国の主要な証券取引所は、ニューヨーク、ナスダック、ロンドン、ドイツ、パリ、こういったところはすべて株式会社として上場しており、上場していないのは東京のみとなる。

上場の目的としては、一つは資金調達面、もう一つはガバナンスの向上のメリットが大きいからである。特に東京は、日本の、アジアの資本市場のはずであるが、アジアの企業が、東京に上場せずに、米国の取引所（ニューヨークやナスダック）に上場するといった現象や、外国上場企業が減少して国際競争力が弱くなってきたととれる様相を示しており、東京証券取引所を活性化することは必須となる。

だが、取引所が株式会社になって、上場すれば、取引所の株主は、多くの利益を生み出して、大きな配当をだし、株価を高めることを求める。このため、取引所は自取引所に上場したい企業の審査を、甘くして、本来上場資格に欠ける企業を上場させ、株式商いを活発化させて、取引所の収入を大きくすることを行う誘惑にかられかねない。

上場審査、公正取引の監査といった、もう一つの資本市場のインフラがなおざりにされかねないといった二律背反を抱えかねない問題がある。取引所の株式会社化、上場は世界的傾向であり止めるわけにはいかない。そこで、自主規制機能の強化が図らなけれ

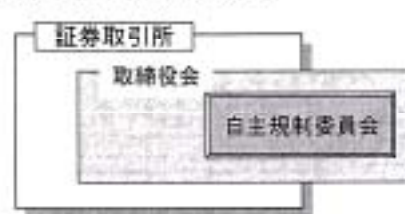
取引所の自主規制部門の独立性強化について

取引所が取りうる組織形態

① 自主規制機能を取引所から独立した法人が担う場合



② 同一法人内に独立性の高い自主規制委員会を置く場合



権限

- 自主規制業務
 - ・ 金融商品の上場及び上場廃止に関する事項
 - ・ 取引参加者の法令遵守状況等に関する調査
 - ・ 売買監視(取引の公正確保) 等
- 取引所の経営陣に対する、措置の勧告(自主規制法人)又は行為の差止め請求(自主規制委員会)

※ 上記組織形態の採用は各取引所の任意。但し、自市場への上場にあたって、内閣府の承認の際、上記組織形態の採否を含め、自主規制業務の適切な体制についても審査。

構成

- 3名以上の理事又は委員(過半数は外部から)

独立性

- 決議には、外部から選ばれた理事又は委員の過半数の賛成が必要
- 身分保障(解任要件を加重)
- 自主規制法人への自主規制業務の委託は認可制

取引所の主要株主規制

- 規定の明確化(20%以上の議決権の取得・保有を原則禁止)

ばならない。なお、自主規制部門は、取引所から、まったく断絶した組織にしているのは、自主規制の機動性や実効性がなかなか保てない。

そこで、金商法は、自主規制部門の独立性強化について2種類の選択肢を用意した（図表）。

①自主規制機能を取引所から独立した法人が担う場合

1)取引所が自主規制法人というような独立した法人を設立して、そこに自主規制をさせるという方法

2)取引所持ち株会社の下に取引所（＝市場運営会社）と自主規制法人を並立される方法

②法人としては分けないが、同一法人内に、独立性の高い自主規制委員会を置く方法。

この方法は、会社法上の委員会設置会社制度を採りいれて、自主規制については、取締役会の決定を覆しても決定できるという強い権限を持ち、なおかつ、社外取締役中心に構成される自主規制委員会を設けて決めるものである。

以上のオプションの中から取引所は選択でき、外部組織、グループ内の組織、あるいは、同一法人内の組織があるが、一定程度独立性は確保できるといえる。

東京証券取引所は、2007年6月の株主総会で取引所持ち株会社への移行を決議する方針である。傘下に取引所（＝市場運営会社）と自主規制法人を並立される方式（上記、①の2)の方式）を採ることになる。自主規制を分離させた方が独立性を保ちやすくなると判断した。取引所持ち株会社は2009年に上場する予定だ。

なお、金融証券取引所の株式を上場するためには、内閣総理大臣（実際には、金融長官）の承認が必要である。その場合は、自主規制部門の独立性確保が考慮されることになる。また、国民資産ともいえる金融商品取引所が、一定の株主に支配されると弊害を生ずるから、金融商品取引所や金融商品取引所持ち株会社の株主の持株比率規制が行われる。

罰則規定の見直し

投資者保護の徹底と証券市場に対する国民の信頼を確保する観点から、ディスクロージャー及び不公正取引について、罰則の法定刑の水準を引上げ

不公正取引

違反行為	現行	改正案
不公正取引、風説の流布、偽計、相場操縦	懲役：5年以下 罰金：個人500万円以下 法人5億円以下	懲役：10年以下 罰金：個人1000万円以下 法人7億円以下
インサイダー取引	懲役：3年以下 罰金：個人300万円以下 法人3億円以下	懲役：5年以下 罰金：個人500万円以下 法人5億円以下

開示

違反行為	現行	改正案
重要事項に虚偽記載のある有価証券届出書等の提出	懲役：5年以下 罰金：個人500万円以下 法人5億円以下	懲役：10年以下 罰金：個人1000万円以下 法人7億円以下
有価証券届出書等の不提出	懲役：3年以下 罰金：個人300万円以下 法人3億円以下	懲役：5年以下 罰金：個人500万円以下 法人5億円以下

見せ玉等に係る課徴金及び刑事罰の適用対象範囲の拡大

○「見せ玉」とは、
売買が盛んなように見せかけるため、架空の注文を出し、約定が成立しそうになると取消すること

	刑事罰	課徴金
顧客	○	×→○
証券会社 (自己売買)	×→○	×→○

の部分について、今回の法改正にて対応。

相場を変動させるべき一連の有価証券売買等の申込み若しくは委託等を行った場合を、課徴金の対象に追加

VIII 強化される罰則強化、財務開示、公開買付開示

貯蓄から投資への政策誘導のために、正しい情報を開示し、投資家を保護の充実を図らなければならない。証券市場の透明性を向上し、近時の証券不祥事等への反省も踏まえ、罰則が大幅に強化されるとともに、公開買付の透明性の向上、企業の財務開示が強化される。

1. 罰則の強化（図表）

- ① 有価証券報告書や有価証券届出書等の虚偽記載、不公正取引、風説の流布・偽計、相場操縦等に対する刑を、現在の5年以下の懲役もしくは5百万円以下の罰金又は併科（法人両罰5億円以下）から、10年以下の懲役もしくは1千万円以下の罰金又は併科（法人両罰7億円以下）に引き上げる。懲役10年以下は窃盗犯並みの刑罰で、日本の刑事法の中で、経済犯罪としては厳しい刑になる。
- ② インサイダー取引や有価証券報告書等の不提出に対する刑罰は、現在の3年以下の懲役もしくは3百万円以下の罰金又は併科（法人両罰3円以下）から、5年以下の懲役もしくは5百万円以下の罰金又は併科（法人両罰5億円以下）に引き上げる。
- ③ 「見せ玉」への対応強化。

見せ玉とは、市場の株価を誘導するために、約定する意思ないにもかかわらず市場に注文を出して売買を申し込み、約定するまえに取り消す行為を総称する。この行為につられて発注した結果、本当に値段が上がってしまう、あるいは値段が下がらないまま維持されるから、一種の相場操縦に該当する。

見せ玉は、従来は、顧客の注文に基づく売買申し込みのみが相場操縦罪の対象になっていた。これを新たに課徴金の対象にもした。また、証券会社の自己計算（顧客の注文に基づく売買でなく、証券会社が自ら行う売買）による売買申し込みについては従来、おとがめが無かったが、新たに、相場操縦罪の対象および課徴金の対象にした。

(注) 証取法違反における課徴金制度

2004年の証券取引法で導入された。導入時には、新規発行開示書類（有価証券届出書）の虚偽記載と一定の不公正取引（インサイダー取引、相場操縦、風説の流布・偽計取引）が対象であった。2005年には有価証券報告書などの継続開示書類の虚偽記載についても導入された。金商法では、見せ玉、四半期報告書の虚偽記載が対象になった。

証取法違反は、刑事罰を中心とした実効性確保（エンフォース）体系となっているが、刑事罰は謙抑性・補充制の原則（刑事罰は重大な結果を伴うことから、人権保障等の観点から、刑事罰を用いなくても他の手段で法目的を達成できる場合は、刑事罰の発動は控えるべきとの考え方）がある。そこで、規制の実行性を確保し、違反行為を抑止するため、行政上の措置として金銭的な負担を課す制度（いわゆる課徴金）が導入されたわけである。

だが、課徴金の額は、違反で得た利益の吐き出しとなっている。このため、課徴金の対象になった者は、痛みを感じることが少なく、違反のやり得になる。課徴金をもっと重くし、違反抑止効果を上げなければならないという意見は強い。

上場会社の開示の充実

四半期開示の法定化

取引所の自主ルールで実施中（既に東証上場会社の92%が開示）

- ⇒ ● 法定化（虚偽記載には罰則・課徴金を適用）
● 半期報告制度を四半期報告制度に統合

○現行の開示の枠組み（3月決算の会社の場合）



財務報告に係る内部統制の強化

昨今の開示をめぐる不適切な事例

- ⇒ 財務報告に係る内部統制の強化の必要性
- 有価証券報告書等の適正性について経営者の「確認」を義務付け
 - 内部統制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

株式のネット取引の割合が非常に大きくなってくるとともに、見せ玉が増加しました。相場操縦それ自体が不公正取引であるが、取引所のコンピューターシステムに大きな負荷をかける原因にもなっている。なお、証券会社の自己計算による「見せ玉」が相場操縦の対象となっていなかったのは、行政の取りこぼしともいえよう。なお、課徴金制度については、違反抑制効果が弱いとの批判がある（注）。

①～③の施行は、法律公布日の直ちに（20日後）施行され、2006年7月4日に施行されている。

２．企業財務の開示の強化（図表）

（１）四半期開示の法定化

四半期報告制度（現在は取引所の自主ルールにより2003年4月から段階的に導入されているが、すでに東証上場会社の9割強が開示している）が、法定化される。四半期報告対象会社は上場会社を基本とする（上場会社、店頭登録会社、優先出資証券を上場している協同組織金融機関。なお、有価証券報告書提出会社であれば、上場会社、店頭会社以外の会社についても任意に提出することができる）。

法定化されるから、公認会計士や監査法人の監査が義務づけられる。また、虚偽記載には罰則・課徴金が課されることになるし、爾後、証券取引等監視委員会から特別な監視を受けることになる。また、重要な虚偽表示には、上記の通り、10年の罰則がかかる。

現行の半期報告書に係わる中間監査においては、年度監査に比較して、簡便な手続きが認められているところだが、四半期監査においても年度監査に比べ簡便な手続きが認められる方向である。

半期報告制度は四半期報告制度に統合され、無くなる。ただし、銀行や保険会社等には、第2四半期において、連結ベースに加え、単独ベースの半期報告書制度が義務付けられる。これは、預金者や保険契約者保護のために必要であるからである。

（２）財務報告に係る内部統制の強化

財務報告に係わる内部統制が強化される。米国でエンロン事件、ワールドコム事件な

公開買付(TOB)制度の概要

公開買付制度とは

- 会社支配権等に影響を及ぼし得るような証券取引について、透明性・公正性を確保するための制度
- 取引所市場外(注)で株券等の大量の買付け等を行う場合、
 - ①買付者が買付期間、買付数量、買付価格等をあらかじめ開示
 - ②株主に公平に売却の機会を付与

(注)昨年の証券取引法改正により、市場内の立会外取引を公開買付規制の対象に追加

公開買付けを行わなければならない場合

- 多数の者(60日間で10名超)からの買付け ⇒ 買付け後の所有割合が5%を超える場合
- 著しく少数の者(60日間で10名以内)からの買付け ⇒ 買付け後の所有割合が3分の1を超える場合

投資者への情報開示

- 公開買付者
 - 公開買付届出書による情報開示
 - ・買付目的
 - ・買付期間
 - ・買付予定数量
 - ・買付価格
 - ・支配権取得を予定している場合の経営方針
 - ・経営参加を予定している場合の計画
- 対象会社
 - 意見表明を行った場合には意見表明報告書を提出(任意)

等を開示

公開買付期間

- 期間の設定
 - 20日～60日の間で公開買付者が選択
- 公開買付の撤回
 - 対象会社の破産や合併等、限定された場合にのみ容認
- 買付条件の変更
 - 買付価格の引下げ等、株主に不利な方向での条件変更は認められていない

公平な売却機会の確保

- 均一の条件
 - 買付価格は均一の条件でなければならない。
- 別途買付けの禁止
 - 公開買付期間中、公開買付者は公開買付けによらない買付けが原則禁止。
- 全部／部分買付け
 - 応募株券等の数が買付予定数を上回る場合、全部買付け又は按分比例による部分的な買付けの選択を容認。

公開買付制度の見直しについて

公開買付制度

取法的な思様の取引への対応

- ・市場内外等の取引を組み合わせた急速な買付けの後、所有割合が3分の1を超えるような場合に公開買付規制の対象となることを明確化

投資者への情報提供の充実

- ・公開買付届出書における開示の充実
- ・買付対象者による意見表明の義務化
- ・買付対象者が買付者に対して質問を行う機会の付与

公開買付期間の伸長

- ・実日数ベースを営業日ベースに変更(20営業日～60営業日)
- ・対抗提案を提示し、株主に十分な熟慮期間を与えるために必要な場合には、30営業日まで買付対象者による公開買付期間の伸長を容認

公開買付けの撤回等の柔軟化

- ・いわゆる買収防衛策が発動された場合等に、公開買付けの撤回や買付条件の変更を容認

全部買付けの義務化の一部導入

- ・公開買付け後、上場廃止等に至るようなケースにおいて株主を保護する観点から、買付け後の所有割合が3分の2以上となる場合に応募株式の全部を買い付けることを公開買付者に義務付け

買付期間の公平性の確保

- ・ある者が公開買付けを実施している期間中、3分の1超所有している別の者がさらに買付けを進める場合、公開買付けを義務付け

どの不正会計事件を背景として2002年7月に成立した企業改革法（SOX法）を手本にしており、日本版SOX法ともいわれている。有価証券報告書等に間違いがないことを保証するため経営者の「確認書」の提出を義務づける。企業内部で正しい財務諸表を作成する体制があるか財務報告の真実性を担保するために行う必要な管理体制について経営者が自己評価した「内部統制報告書」を有価証券報告書とあわせて、提出しなければならない。また、内部統制報告書には公認会計士による「監査」を義務づける。企業サイドには虚偽表示を許す土壌がないことを自ら立証することを求める厳しい制度である。

ディスクロージャーを巡る最近の不適切な事例について、開示企業における内部統制が有効に機能していなかったということが背景にあるが、相当の手間とコストがかかり、上場等企業はかなりの負担を強いられる。だが、健全な開示制度を確保する意味から致し方ないところであろう。

ともに2008年4月1日以降に開始する事業年度から適用する。

3. 公開買付（TOB）制度の見直し（図表）

敵対的買収については話題が多いが、公開買付制度の見直しが行われる。この見直しは、大きい。以下の7点（なお、図表の下の部分では下記⑦が図示していない）にわたって行われる。ライブドアのニッポン放送買収劇や村上ファンドの不透明な買占め劇等で見られた制度的欠陥を正すためである。

①脱法的な態様の取引の規制

脱法的態様の取引を防ぐため、証券市場内外における買付け等を組み合わせた急速な買付け後、自己の関係者を含めて所有割合が3分の1を超える場合には、公開買付を義務づける。

現行制度では、取引所市場外における買付けは、買付け後の所有割合が3分の1を超えるような場合は公開買付によることが義務付けられている。これは3分の1ルールといわれるが、32%までを市場外で買付け、2%を市場内で買付ける、あるいは新株の第三者割り当てを受けて、公開買付によらずに3分の1超の株式を保有しようとする「TOB 逃れ」が現れてくることが考えられる。このような脱法的な態様の取引を防ぐため、上

記の規定をつくった。

②投資家への情報の充実

株主、投資家への情報提供を充実するため、買収側には公開買付届出書を提出させ開示を充実する。TOBを受けた被買収側には、TOB開始広告が行われた日から10営業日以内に意見表明報告書の提出が義務づけられ、また買収側へ質問を行う機会が与えられる。質問を受けた買収側は、意見表明報告書の送付を受けた日から5営業日以内に当該質問に対する回答その他の事項を記した対質問回答書を提出しなければならない。

（なお、買収側は、当該質問に対し回答する必要がないと認めた場合は、その理由を記載した理由を記載すれば済む。すでに、公開買付届書で詳細な事項が記された場合などが該当しよう。）

いままでは、買収側と被買収側の戦いになってしまっており、一般株主への情報提供は、忘れられ勝ちであったことから、投資家や株主への情報提供を充実させるために、買収側も被買収側も情報提供を充実させよ、という趣旨である。

③公開買付期間の延長

公開買付期間を、現状の単なる日ベース（20日～60日）にから営業日ベース（20営業日～60営業日）に実質延長した。ただ、20営業日では、被買収側が、買収者の情報を収集し対抗策を採ったり、株主に被買収側の見解を伝えたり、株主に十分な熟慮期間を与えるには、時間も少ない場合もあることから、被買収側は公開買付期間を30営業日まで伸長できることになった。

④公開買付けの撤回等の柔軟化

被買収側が買収防衛策等を発動した場合、買収者は公開買付の撤回や買付条件の変更ができる。

たとえば、被買収側が、株式の分割や無償割当を行った場合、株価が希釈化されるから、公開買付価格の引き下げが認められないとすれば、公開買付者には、不測の損害が及ぶ。よって、当該希釈分に対応した公開買付価格の引き下げ、あるいは、一定の場合には、撤回を認めることにした。無償割当については、これまでは規制が無かった。

買収者が公開買付の撤回ができるのは、従来の合併や破産に加えて、被買収側が買収

防衛策を発動した場合、または買収防衛策が消去されない場合とした。

従来は、買収者は公開買付の撤回や買付条件の変更は、一旦、買付けを始めたら、原則として認められなかった。

（注）従来でも、認められる場合は次の場合である。買収者側の理由として、買収者が死亡した場合、後見開始の審判を受けたこと、買収者が法人の場合を含めて倒産したこと。被買収側の理由として、被買収側が株式交換、合併、解散、上場廃止等に至ったこと、被買収側が倒産等となったこと。等である。

⑤全部買付けの義務化の一部導入

買収後の所有割合が3分の2以上となる場合は、買収側には応募株式について、全部買収を義務づける。買収後、上場廃止されて株券の処分ができなくなることが多いこと、あるいは上場廃止をちらつかせ株主が安い株価で売らざるを得ない事態に追い込まれるのを防ぐためである。また、少数株主になった株主は売却して、退出したいという希望が強い場合があるからである。

いわば会社法的な少数株主保護のための制度を導入したわけである。これは、英国等において見られる全部買付け義務に習ったものである。

⑥買付者間の公平性の確保

ある者が公開買付を実施している期間中、既に3分の1超を所有している別の者がさらに買付（5%超の買付け）を進める場合、公開買付を義務づける。これは、買付者同士の公正性の確保を目的とするものである。フジテレビがニッポン放送への公開買付という公明正大な買付けを実施している間に、ライブドアが公開買付によらず、高値で株式を買い集めて、結局はニッポン放送株式の50%を取得してしまったという不透明な株式取得の反省を踏まえてのことである。

⑦経営陣による企業買収（MB0）の場合の規定

経営陣による企業の買収（MB0）の場合、経営陣はなるべく安く株式を買付けたいから、既存株主との間で利益相反が生じる場合がある。これを防ぐため、経営陣は第三者が作成した買付け価格算定書を当局に届けるように規定した。

①～⑦は2006年11月中（＝法律公布後6か月以内）に施行する。

大量保有報告制度の概要

株券等に係る大量保有の状況を投資者に迅速に開示するための制度

- ・上場株券等の保有割合が5%超となった者は、その日から5営業日以内に大量保有報告書を提出
- ・その後、保有割合が1%以上増減した場合には、5営業日以内に変更報告書を提出

○特例報告制度

証券会社、銀行、信託銀行、保険会社、投信会社、投資顧問会社など、日常の営業活動として大量の株券等の売買を行っている機関投資家については、事務負担等を考慮し、報告頻度等を軽減。

提出事由		提出期限
保有割合5%超の場合 〔会社の事業活動を支配することを保有の目的としないものに限る〕	新たに5%超保有	3ヶ月ごとにまとめて翌月15日までに報告
	1%超の増減があったとき	3ヶ月ごとにまとめて翌月15日までに報告
	2. 5%超の増減があった場合	その月の翌月15日までに報告
保有割合10%超の場合	新たに10%超保有	5営業日以内に報告(特例の対象からはずれる)
	1%超の増減があった場合	

大量保有報告制度の見直し

- 特例報告制度に関し、
 - ・ 報告期限・頻度の短縮等(原則3ヶ月ごと15日以内 → 2週間ごと5営業日以内)
 - ・ 10%超保有の状態から保有割合が10%を下回る取引を行った場合について一般報告を義務付け
 - ・ 特例報告制度が適用されない「事業支配目的」について「事業活動に重大な変更を加え、又は重大な影響を及ぼす行為を行う目的」と明確化
- 大量保有報告書の電子提出の義務化(EDINETを通じた迅速な公衆縦覧)

なお、合併、株式交換等の組織再編成によって、親会社となる会社の株式と被再編会社の株式が交換される場合、被再編会社が株式を上場しているなど開示がおこなわれていたにもかかわらず、親会社が非上場会社である場合がある。この場合、被再編会社の株主が多数いるときには、当該株式の発行又は交付については、募集又は売出しと同様の開示規制を行うこととなった。この部分は法律の公布から1年6ヶ月のうち（2007年12月まで）に施行されることになるが、多分2007年夏頃の施行となろう。

4. 大量所有報告制度の見直し（図表）

大量所有報告制度とは、上場株式の保有割合が自己の関係者を含め5%超となった場合、5営業日以内に、保有割合等を提出させる制度である。企業の支配権の状況は投資判断にとって重要であり、開示させているわけだ。だが、金融機関やファンドには、事業の支配を目的としていない場合は、保有割合が10%超とならない限り、特例報告制度が設けられている。特例報告制度とは、予め届出た3ヵ月毎の基準日の保有割合を、しかも翌月の15日までに報告すればよいという特例である。頻繁に売買するから報告書提出の事務も煩雑である等という理由からである。だが、実際のところは、儲けるためであるといえよう。

ファンド等はこの杜撰な特例を隠れ蓑にし、企業の株式を大量に取得する。大量所有報告書が提出されて、買いが入った時には大幅な利鞘を得て売り抜け、或いは、企業に大幅増配、子会社を上場せよ等の圧力をかけることが頻繁に行われている。そこで、

- ① 特例報告について、報告期限や頻度を短縮させる。すなわち、予め届出た3ヵ月毎の基準日の保有割合を、翌月の15日までに報告すればよいという現行制度を、2週間毎の基準日の保有割合を、5営業日以内に報告させるように改正する。
- ② 保有割合が10%超の状態から、短期間に10%を下回る取引を行った場合には、特例報告を認めず、一般の報告（＝5営業日以内に報告する）を義務づける。現行のように特例報告の対象にしたのでは、大幅な株式移動が行われたにもかかわらず、他の株主が知るまでに時間が掛かりすぎるからである。
- ③ 特例報告制度が適用されない「事業支配目的」について、「事業活動に重大な変更を

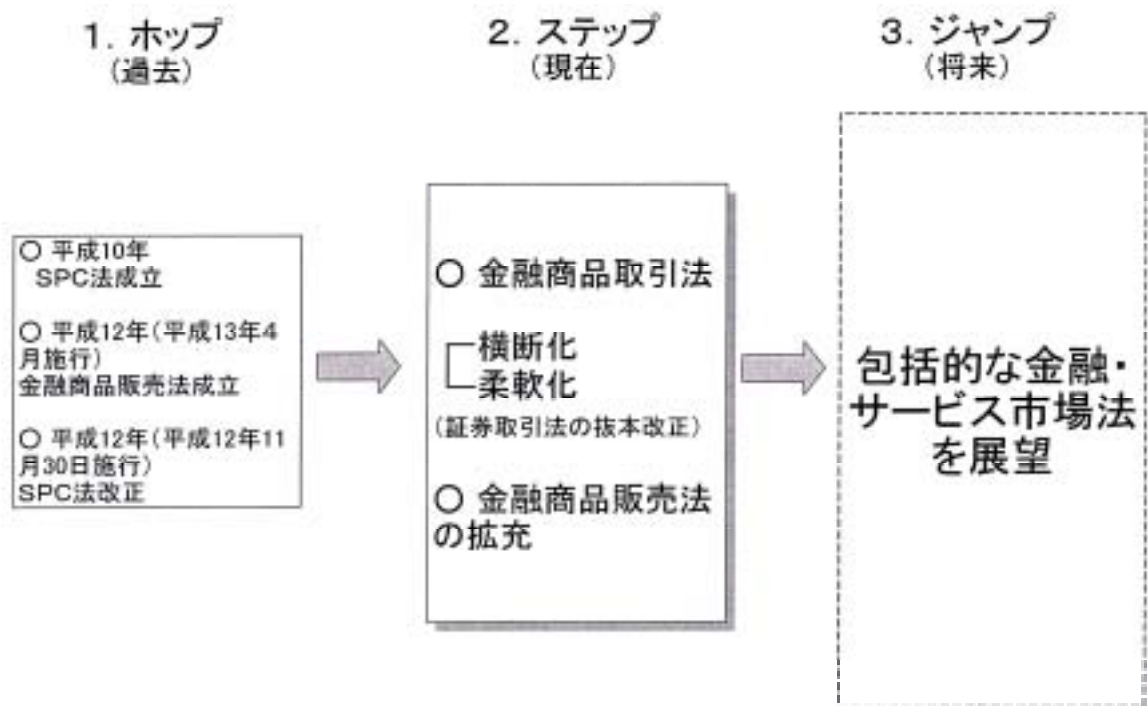
加え、又は重大な影響を及ぼす行為を行う目的」と明確化する。これはどういう行為かといえば、1)重要な財産の処分、2)多額の借金、3)代表取締役の選任または解任、4)役員構成の重大な変更、5)配当政策に関する重要な変更、6)上場廃止、7)子会社株式の新規上場ほかである。さらに、支配目的を隠し、すぐに開示しない「規制を逃れ」を防ぐため、上記行為を提案する場合は5営業日までに開示すべきだとしている。

- ④ また、大量所有報告書の電子提出の義務化を行い、EDINET、電子開示手続きを通じた迅速な公衆縦覧の促進を図る。

①と②は、2007年1月1日の施行、③は2006年11月中の施行、④は2007年4月1日に施行される。

こうして、公正な資本市場に向けての制度構築は大きく進む。だが、このような規制は、当初から当然行われているべきものだった。しかし、事前に厳しく規制すると、活力を萎ませる、また、事前規制ではなく、事後規制の時代であるというのが大勢意見になってしまった。だから、公正市場に向けての厳格な規制が必要でも、不条理な事象等が起こるたびに規制を追加せざるを得ない。今回の改正は画期的ともいえる改正であるが、今後大きな問題が起こるたびに、こうした改正は依然として続いていこう。

(注) 限定列挙的な証取法の有価証券を、米国ハウイ判決にならって、幅広く規定し直し投資家保護を行うべき(=投資サービス法を制定すべきとの原型)は、既に90年6月の証券取引審議会報告で強く打ち出されていたところである。投資サービス法を制定するまでに16年も掛かってしまったことになる。



果たして、ジャンプは、
可能か？また、望ましいのか？

(出所：金融庁資料に加筆)

IX 終わりに

金商法の成立は、日本の資本市場法制の長年の夢の実現であろう（注）。

だが、証取業界からは、感激めいた声は聞こえてこない。銀行・証券の対立時代は過去のものとなりメガバンクの力が圧倒的に強くなっていることや、すでに昔から言われたことをようやく実現したに過ぎないし、集団投資スキームの包括規定の制定やデリバティブの拡大といっても、実際にあるものの追認に過ぎない。また、長年親しまれてきた証取法や証券会社といった名称が消えていくのも（ただし、証券会社は法の上ではなくなったが、使うことは可能）寂しさを感じている人もいる。

銀行では、銀行・証券の分離が残るのはやむを得ない、あるいは当然と思っているし、金商法が制定されても、いくらかの証券取引業務は本体で行えるし、子会社や兄弟会社の証券会社を持っていれば、そこでフル業務をこなせるからである。

金商法の制定は、資本市場を含めた、金融市場改革の道筋からいえば、ホップ、ステップ、ジャンプのステップ段階だという人もいる。

ホップは日本版金融ビッグバンとその成果である金融システム改革法の制定等、今回の金商法の制定はステップの段階だ。というのは、金商法は、投資性（リスク）のある金融商品のみの規制であるからという（図表）。

最後のジャンプは、リスクの少ない預金全般、保険全般をも含めた、より包括的な金融サービス法制の制定だという人もいる。金融審議会や国会の衆参財政金融委員会の付帯決議でも、より包括的な金融サービス法制については、金融商品取引法の実施状況、各種金融商品・サービスの性格、中長期的な金融制度のあり方なども踏まえ、引き続き検討を進めることなどとしている。

だが、そうはいつでも、なかなか容易ではなかろう。銀行法や保険業法等はそれ自身、銀行や保険業の健全運営、監督、預金等商品の販売ほか、完璧とは言わないが完結した法律となっている。ここから、販売等を抜き出し、金融サービス法制に移行させれば、法体系としては二元体系となり、かえって分かりづらくなる。また、銀行と証券の間には銀行の産業支配の防止、利益相反の防止、銀行の健全性確保の観点から、銀行が自身

(注) 某メガバンクは、多くの中小企業向けに、融資の見返りとして、金利スワップの購入を強要した。損保業界では、保険金の不払いが大量に発生した。
外国ファンドが筆頭株主となっている銀行は、3年満期で年利1.3%（だが、3年目にしか金利は受け取れない）、その後は銀行が一方的判断で、1年ごとに、最長10年まで（預金金利漸増し10年目は3%の予想）満期を決めるデリバティブ預金を販売している。だが、途中解約をすれば、元本割れになる場合がある、預金金利漸増は市場動向により変更されることがある、ということは小さくしか書いていない。3年後の市場金利が現在より高くなっていけば、銀行は、満期を10年まで一方的に延長してしまい預金者は損をする。この銀行は預金者との情報格差を利用しているわけだ。預金者はこうした高利回りをうたう預金広告に簡単につられてしまう。デリバティブ預金について、解約した預金者からはこんなに大きな元本割れがあるとは知らされていなかったとの多くの苦情が金融庁に寄せられている。

で証券業を兼業してはならないとする銀証分離（旧証券取引法65条、金商法33条）規定は今なお重要な意義がある。こうした、重要事項まで定めた銀行法を分解するのはいかなものか。

ましてや、商品先物取引や不動産特定共同事業までを金融サービス法制に取り込めるのか。商品先物取引や不動産特定共同事業には、商品取引、不動産取引という独特の実体取引を抱えており、金融サービス法制にときこむのは難しさを伴おう。

金商法は、金融ビッグバンの本場である英国が、英国ビッグバンのとき（1986年）に制定した金融サービス法に似ている。これは、銀行や保険を除く、すべての分野を規制する法律である。その後、英国では、日本が日本版金融ビッグバンの成果である金融システム改革法案を提出した1998年に、銀行、保険までを含めすべて一本化して規制する金融サービス市場法をつくり、2000年に施行した。

これをみて、日本は遅い、なにをぐずぐずしているのか、という議論となる。だが、英国は従来から慣習法の国で、銀行法も保険業法もなかったのである。英国にはこうした特有な事情があったわけである。

来るべきジャンプの段階の姿は、まだ見えてこない。

当面は、せっかく実現した金商法を使っていくこと、金商法の不完全な部分は直していくこと、さらには銀行法や保険業法ほか金商法以外の法律も利用者保護を徹底させていくことであろう（注）。