

# 大証金融商品取引法研究会

証券市場規制等を巡る最近の状況と当面の課題について

平成 24 年 9 月 28 日（金）15:00～16:57 大阪証券取引所 5 階取締役会会議室にて

出席者（五十音順）

飯田 秀総 神戸大学大学院法学研究科准教授  
石田 眞得 関西学院大学法学部教授  
伊藤 靖史 同志社大学法学部教授  
川口 恭弘 同志社大学法学部教授  
河本 一郎 神戸大学名誉教授・弁護士  
北村 雅史 京都大学大学院法学研究科教授  
黒沼 悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授  
近藤 光男 神戸大学大学院法学研究科教授  
龍田 節 京都大学名誉教授・弁護士  
船津 浩司 同志社大学法学部准教授  
前田 雅弘 京都大学大学院法学研究科教授  
松尾 健一 大阪大学大学院法学研究科准教授  
森田 章 同志社大学大学院司法研究科教授  
山下 友信 東京大学大学院法学政治学研究科教授

○森田 ちょうど3時になりましたので、それでは、大証金融商品取引法研究会を始めます。

本日は、金融庁総務企画局市場課より古澤課長にお越しいただいております。古澤課長には、「証券市場規制等を巡る最近の状況と当面の課題について」と題してご講演いただきます。よろしくお願いいたします。

~~~~~

【講演】

## 証券市場規制等を巡る最近の状況と当面の課題について

金融庁総務企画局市場課課長

古澤 知之

ご紹介いただきました古澤でございます。本日はよろしくお願いいたします。

去年も市場課長がこの研究会にお邪魔しましたが、先生方から「何で金商法を毎年改正するのか、毎年教科書を書き換えなきゃいけないので大変じゃないか」というお叱りをいただいたと承知しています。今年も金商法を改正いたしましたし、後でご紹介をしたいと思います。来年も、先生方にご指導いただきながら、インサイダーの問題、投資信託、投資法人法税の見直しの関係、それから、A I Jの関係で再発防止策の罰則の引き上げなどを盛り込んだ金商法を検討しているところです。そういう意味では、まずおわびを申し上げたいと存じます。

それからもう一つ、本日は、お礼の意味もこめて、インサイダーの関係の資料もつけさせていただきました。来月、証券経済研究所の萬澤さんが本研究会にいらっしゃると伺いましたので、インサイダー規制の国際比較、特に米国につきましてお話があると思いますけれども、今回、市場課のメンバーが欧米に参りまして国際比較作業を行いました。その際、先生方が10年ほど前に「民商法雑誌」に掲載された御研究（「インサイダー取引規制の比較法研究」）を我々の作業の基礎にさせていただきました。その御研究では、インサイダー規制の基本的規律について、幅広くご検討いただいているわけですが、特に御論文の最後の論点である、「行為規制をどうするか」といった部分が、我々が今回

海外の規律を探っていく上でのスタートになっております。この機会にお礼を申し上げます。

本日は、まず本年の金商法改正事項のうち、「総合的な取引所」の関係を中心にお話したいと存じますが、まず資料を紹介いたします。今年の2月に3省庁の副大臣・大臣政務官クラスでまとめました「総合的な取引所検討チーム取りまとめ」、もう一つ追加で、金商法と商先法の目的規定、それから、分厚い法律案の関係資料がございます。本日は、折角の機会ですので、行政庁としてはどんな議論をしたか、総合取引所の関係で法案をどんなふうにご議論しながら取りまとめたかというご紹介を最初にさせていただければと思っております。

今回の金商法の改正は、「総合的な取引所」の関係以外に、「店頭デリバティブ」、それから「インサイダー関係の規制緩和」の部分がございますが、「店頭デリバティブ」と「インサイダー規制」につきましては、既に研究会の報告ですとか、金融審ワーキンググループの報告がございますので、主に「総合的な取引所」の関係をご紹介したいと思っております。また、今後、通常どおり、立法担当官の解説も出てまいりますので、今回はその背景というようなものをご紹介したいと存じます。

まず、最初に、「総合的な取引所」の検討ですが、安倍内閣以来ずっと議論を重ねていた課題が、ようやく、お手元に配らせていただいた「総合的な取引所検討チーム取りまとめ」として本年2月にまとめられたという経緯がございます。

3省庁の政務のレベルも含めずっと検討を重ねておりましたが、実質的に議論が動き出しましたのは去年のクリスマス近くで、12月20日前後から中身の議論が煮詰まり始めました。通常、翌年の金商法改正の検討は、夏ごろからそれなりに論点を詰めていって、最終的に年末には決着をつけて、3月に予算非関連法案の一つとして国会に提出するわけですが、この「総合的な取引所」につきましては、議論の本格化が12月20日ぐらい、実質的な中身が決まりましたのが平成24年2月、法案提出は3月の頭ということで、相当の突貫工事で作業をした面がございます。

お手元の「取りまとめ」をご覧くださいますと、主な議論のポイントが若干うかがわれるかと思えます。例えば、最初の柱書きに「新成長戦略実現2011」の紹介があった後、東京証券取引所と大阪証券取引所の経営統合の合意が今回の「総合的な取引所」の推進力として働いたということがあげられております。

その上で、2で、「これまでの法改正を踏まえつつ」ということで、証券・金融と商品  
を一体として取り扱うとされていますが、この「商品」のところに「注」があり、「コメ  
等の特定の商品を除く」とされております。「コメ」については、去年の8月に、試験上  
場ということで取引が始まったばかりという背景もございましたので、これは明確に除く  
ということで決着しております。要は、「商品」のところで切り分けた点が一つのポイン  
トです。

それからもう一つ、2の「一体として取り扱う『総合的な取引所』（商品取引所が金融  
商品取引所と合併・事業譲渡により統合した場合等）」という括弧が次のポイントです。  
含意するところは、持株会社形態の下、商品取引所が持株会社の下にぶら下がった場合は  
この「取りまとめ」の外であり、合併・事業譲渡でエンティティーとして一つになった場  
合をこの「取りまとめ」の対象として法改正を行う、との趣旨です。これをどのように法  
的に表現するかが分かりにくい点ですが、後でご紹介するとおり、条文上、この「合併・  
事業譲渡」という立付けは、「背景」として出てくるような姿になっています。言い換え  
れば、平成21年改正によって、取引所の相互乗入れの場合の法的整理はついております  
ので、その「相互乗入れ」の枠組みとは別に、合併・事業譲渡の場合に規制・監督を一元  
化するとの方針判断が、今回の「総合的な取引所」の検討のスタートでございます。

それでは、条文のほうに参りますけれども、お手元の「金融商品取引法等の一部を改正  
する法律案関係資料」のほうでご紹介させていただければと思います。

まず、目次にあります4の「新旧対照条文」です。目次のところをご覧くださいければと  
思います。これをみますと、金商法改正だけで「新旧」が3つあるというしつらえになっ  
ています。具体的には施行日の順に3つの「新旧」を並べており、1つ目がインサイダー  
規制・課徴金制度改正の関係、2つ目が、本日ご紹介する「総合的な取引所」の関係、3  
つ目が店頭デリバティブの関係という姿です。通常、改正法の「新旧」は一つで書くのが  
普通でございますが、これはあえて3つに分けて「新旧」をつくってございます。

それから、法律の「タイトル」について一言申し上げます。去年の金商法改正について  
は公認会計士法改正と一体であったこともありタイトルが長くなりました（「資本市場及  
び金融業の基盤強化のための金融商品取引法等の一部を改正する法律」）。今年の改正に  
ついては、「金商法等の一部を改正する法律」か、若しくは「金商法及び商先法の一部を  
改正する法律」かが問題となります。すなわち、仮に「金商法及び商先法の一部を改正す  
る法律」となると、では法案審議を行う委員会はどこになるのか、各党の部会手続きはど

う進めるのかといった点が問題になります。

具体的には、今回の改正法においては、「金販法の一部改正」が新旧対照条文中にあるかと思えます。すなわち、金販法3条に、重要事項を説明しなければいけないという規定、その上で顧客の同意がある場合には説明しなくていいという例外規定がございます。もともと商先法の世界の中では、商品デリバティブについて、同意の有無にかかわらず説明を要することとされております。今回、商品デリバティブを金商法の枠組みの中に取り込む中で、やはり同意がある場合を含め重要事項の説明を要するだろうと整理し、金販法の改正を行うこととしたものです。これで「金商法等の一部を改正する法律」になったという経緯があります。

次いで、中身の話に入りたいと思います。まず、定義規定です。新旧対照条文の29ページ、金融商品の定義のところが見やすいかと思えます。最初に、金融商品の定義に「商品」を2条24項3号の2としてつけ加えるわけですが、この条文は、先ほどのコメの経緯もあり、気を遣った条文の一つです。

「商品（商品先物取引法第2条第1項に規定する商品のうち、法令の規定に基づく…」とあって、3～4行目に「価格形成及び需給の状況を勘案し、」となっています。役人がこの条文を見ると、この「勘案し、」はどこにかかるかと考え始めるわけですが、「需給を勘案し、当該商品に係る」云々、「阻害されるおそれがなく、かつ、……国民経済上有益であるものとして政令で定めるもの」ということですので、文章の構造としては、「勘案し」は「かつ」の前後両方にかかる、すなわち、「適切な価格形成が阻害されるおそれがあるか、ないか」をまず考える。それから需給の状況を勘案して、「国民経済上有益であるかどうか」を考える。この両方を踏まえて政令を定めていくという建付けで考えております。

また、細かい表現ですが、2行目の「法令の規定に基づく」も論点です。つまり、ここでいう「法令」としては、例えば旧食糧法、今で言う「主要食糧の需給及び価格の安定に関する法律」もありますが、この法律名を条文中で引用するかどうか論点になります。他方、いきなり金商法の「定義」のところ旧食糧法が引かれているのもいかがかという議論もあり、現行のような表現に落ち着いたという経緯がございます。

この「2条24項3号の2」から読み始めますと、分かりにくい面があります。これは、「事業譲渡・合併で一緒になった場合」について規制・監督が一元化される、逆に言えば、エンティティーが別の間は従来どおりという点をどう表現するかに関係します。

ちょっと戻っていただきまして、「2条14項」ですが、「この法律において『金融商品市場』とは、有価証券の売買又は市場デリバティブ取引を行う市場（商品関連市場デリバティブ取引のみを行うものを除く。）」となっております。つまり、市場が、金融商品と、それから商品関連市場デリバティブ取引を一緒に扱っている場合は、この金商法の世界に入ってくる、しかしながら、商品関連市場デリバティブ取引のみを取り扱っている市場は、金商法の「金融商品市場」の中に入らず、従来どおり商先法の世界に残っていくとの定義となっております。

これについてどのような考え方で整理するかが、事務的に詰めていく上での一つのポイントです。要は、「何」の定義が先にあるのだろうかという話でございまして、「商品」の定義が先にあり、それから「市場デリバティブ取引」の定義があり、それから「市場」の定義があるということなのか、「市場」が先に定義されてからあとに「市場デリバティブ取引」の定義が決まってくるのか、全体がどういう順番で決まってくるのかです。

結論というか、うまく整理されているかどうかわかりませんが、今回の「総合的な取引所」の金商法の中に取り込む部分についての我々の頭の整理としては、実は、金融商品市場に「商品デリバティブ」が入ってくる前の世界において、まず「金融商品市場」もしくは「取引所」というものが先に定義されている。その上で「市場」もしくは「取引所」で決まる「基準及び方法」によって、「商品市場デリバティブ」が取引されると、金商法の世界の中に入ってくるとの建付けで、頭の整理をしております。

繰り返しになりますが、金商法の中に何が取り込まれるかを考えるに当たっては、まず、様々な原資産を対象とするデリバティブ取引のうち、有価証券や通貨などの金融商品を対象とするデリバティブがあり、それらが垣根なく一体に取引される金融商品市場というのがまずあるのだと。それから、金融の観点から、それらの取引所が取引の「基準及び方法」を定め、それに従って商品デリバティブ取引が行われる場合には、金融商品を対象とするデリバティブ取引と商品デリバティブ取引が限りなく性質が近接するだろうということで、商品デリバティブ取引も金商法が適用される金商法上の市場デリバティブ取引になってくるのだというような頭の整理でございまして。

ですので、循環と申しますか、まず、金商法に商品デリバティブの入る前の世界における取引なり、市場なり取引所なりというのが一回決まって、そこで決められた基準及び方法で商品デリバティブが取り扱われるときには、金商法の世界に商品デリバティブも入っ

てくるといった頭の整理を部内でいたしております。

私のような金商法になってから条文を読む者からすると、読みにくい気もするわけですが、先輩方に言わせると、意外にそうでもない。と申しますのは、以前の証取法のデリバティブの定義のスタイルが、最初に「有価証券」の定義があり、それから「取引所」の定義があって、やはりそこで「基準及び方法」を定めるという流れになっていたという話がありました。むしろ先輩方から見ると、先に取引所があって、基準及び方法が決まって、そこで取り扱われるものが金商法の枠組みの中に入ってくるというのは全然違和感はないだろうと。私のような新参加者から見ると、ぐるっと回っているような感じがいたしまして、中で議論をしている者にとって新鮮な部分でございます。

そういう意味では、先ほどは「24項3号の2」の商品の定義から商先法と金商法の間  
の境界線を説明したわけですが、もしかすると、「市場デリバティブの特例」を定めた、  
すなわち、「商品市場デリバティブが金融商品市場の中に一体的に入ってきた場合の特  
例」を定めたという説明のほうがむしろ自然かもしれないとの印象も持っております。

特に、「24項3号の2」において商品のところで一回切り分けたように見えますけれ  
ども、商品デリバティブのうち「店頭デリバティブ」や「外国のデリバティブ」につきま  
しては、引き続き商先法で規律する枠組みでなっているとの点もでございます。少しごちゃ  
ごちゃとした説明で恐縮ですが、以上が定義規定の中での補足点です。

次に、30ページ、「28条1項1号の2」の「商品関連市場デリバティブ取引につい  
ての第2条第8項第2号、第3号又は第5号に掲げる行為」、これが業規制のスタートラ  
インになるわけですが、ここに掲げていない「2条8項1号」の自己取引をどう取り扱う  
かという問題があります。証取法と金先法を一緒にしたときに同じ論点があったと伺っ  
ております。

すなわち、証取法はもともと「自己取引も業に含まれる」という枠組みで考えていたか  
と思いますが、金先法は自己取引を業に含めていなかったということです。金商法を制定  
する際、金融商品デリバティブについても、自己取引を業に含めたと理解しておりますが、  
商先法は、従来の金先法同様、自己取引を業に含めておりません。今回は、ここにござい  
ますように、自己取引を「業には含めない」と整理し、それとは別に、当業者という取引  
参加者の別の枠組みを手当てすることでこの問題に対応している点がもう一つのポイント  
かと思えます。これについても後で若干補足いたします。

それから、条文の新旧のところばかりで恐縮ですが、32ページの「のみ行為の禁止」です。「のみ行為の禁止」は、ご案内のとおり、もともと証取法の世界にもあった規定で、取引所集中義務との関係の議論がまずあったと理解しております。平成10年だったと思いますが、取引所集中義務が廃止されPTS等が導入されましたが、その際には、証取法でも「のみ行為禁止」の規定は残っております。その後、平成16年だったと思いますが、のみ行為禁止の規定はなくなりまして、同時に、という説明がいいのかどうか分かりませんが、「最良執行方針の明示」という形での規律を導入したとの経緯かと思えます。

ところが、そのような経緯を踏まえ、商先法の現行の「のみ行為禁止」の規定をどのように理解し、受け止めるかもなかなか難しい論点です。今回は、この規定については、現行の商品デリバティブ取引の実態に応じた規律との意味がなおあるだろうということで、「のみ行為の禁止」を商品関連市場デリバティブ取引について残しています。

これ付随して、この法律レベルだけではなく、政令・府令レベルでも、商品市場デリバティブに特有の規律が必要になると考えられるものが何点かあります。今回、条文までご紹介いたしませんでしたが、例えば「向かい建玉の禁止」という規律が商先法の省令にあります。それから、これは「禁止」ではなくて、「説明義務」ですが、「差玉向かいの説明義務」といった規律もあります。同様の規律はCFTCのルールなどにもみられるようですが、業者が”take the other side”のポジションをとる際、顧客に対する説明義務を負うといったルールが省令に入っております。最終的には今後の政令・府令を整備する際の議論になりますが、「のみ行為の禁止」について「商品デリバティブ特有」の規律という理解で入れたということと同様の整理を、恐らくでございますが、「向かい建玉の禁止」とか「差玉向かいの説明義務」といったものについても、行っていく方向かといった議論を部内でしているところです。

それから、分別管理義務のところは、第43条の2の2、43条の4のほうは省略させていただいて、あと実態のほうで、投資者保護基金の取扱い、委託者保護基金との調整という問題がありますが、条文上の問題より、まず実態をどうするかという点があるので、本日は省略したいと思います。

ちょっと飛ばしまして、次に出てまいりますのが46ページ、「112条2項」です。さほど大きな論点かはわかりませんが、商先法の整理を若干変えた部分がございます。先ほど出てきた自己取引、いわゆる当業者の取扱いで、第112条2項の「会員金融商品取



引所は、定款の定めるところにより、当該会員金融商品取引所の開設する取引所金融商品取引市場において商品関連市場デリバティブ取引のみを行うための取引資格を与えることができる。」とされています。これは、例えば現在商品取引所で取引しておられる商社などの方々が引き続き新しい総合取引所で取引するための資格を付与するための取っかかりを作った条文で、定款、株式会社金融商品取引所の場合は業務規程になりますが、これに定めるところにより取引所が資格を与えることができるという枠組みを手当てしたものです。

商先法と違いますのは、この中で、「この場合において」の後ろにございます「個人」を抜いている点です。個人については、物品の供給・調達力を勘案いたしますと、ここに入れる必要は必ずしもないのではないかという議論が、立案過程であったことを受けて抜いております。この部分は、個人の特性と申しますか、取引の保護を検討する中で、若干ではございますが、直しております。

その次に、48ページ、「142条」という条文がございます。「定義」のところで見ただけのように、正面から合併・事業譲渡のときに「総合的な取引所」になるという枠組みにはなっていないわけですが、142条の条文は、合併に配慮した、その際における権利義務の承継について配慮した規定です。先ほど見ていただいた政務の合意では「合併・事業譲渡」のときに「総合的な取引所」になるとされており、「合併・事業譲渡」は法令上どう反映されているのか、といった御指摘もあろうかと思いますが、この142条において、真正面から取り上げているわけではありませんが、「合併・事業譲渡」の場合における一定の配慮をしております。

その次は、50ページ、「第151条」の報告の徴取及び検査ということでございます。これも意外に難しい条文だなと思っております。と申しますのは、50ページの「旧」のところをごらんいただきますと、ちょうど真ん中の5～6行目、「報告若しくは資料の提出を命じ、」までの前半が「報告もしくは資料の提出」を命じる部分で、後半部分が「検査」ということになっているのですが、微妙に違っております。何が違うかと申しますと、相手方が違っております。前半の「資料の提出」は、取引所と子会社は当然ですけれども、その次が違っております。当該金融商品取引所に上場されている有価証券の発行者が報告及び資料提出の命令の相手方になっております。他方、「検査」のほうをごらんいただきますと、上場されている有価証券の発行者はこの世界の外です。この点は、開示の規制において、たしか金商法26条だったと思いますが、「検査」は別途規定されているので、

この部分では抜いているということかと思えます。

この「151条」で議論になりましたのが、商品取引参加者、先ほど出てきました定款あるいは業務規程に定めるところにより取引参加者とできるという規定、これは当業者の方々を念頭に置いているわけですが、これらの方々に対する「報告徴取」及び「検査」をどう手当てするかという点があります。これについては、先ほどの「開示」のように上場有価証券の発行者について26条の手当てがされているといったわけではないので、やはり報告の徴求も検査も両方入れておく必要があると整理をしたところでした。

それから、「153条の5」は、先ほどの報告の徴取、検査の先の監督上の処分の規定ですが、見出しは「商品取引参加者に関する監督上の処分」となっています。条文を見ると名宛人は金融商品取引所になっております。「内閣総理大臣は、商品取引参加者がこの法律又はこの法律に基づく命令に違反したときは、金融商品取引所に対し」一定事項を命じるということです。

したがって、商品取引参加者に関する処分ですが、名宛人は金融商品取引所になっております。この点については、金商法の取引参加者に対する監督については、やや想定問答的な言振りになりますけれども、まずは取引所の自主規制機関としての地位を尊重する。ダイレクトに内閣総理大臣による規律がかかるのではなく、取引所の自主規制機関としての地位を尊重し、まずは取引所の定款などに従って取引参加者がルール違反した場合には取引所が制裁措置を課す。これについては様々なやり方、取引の停止・制限、あとは過怠金の賦課なども考えられるかと思いますが、そういう制裁措置が自主規制として定款に定められており、それを前提に、内閣総理大臣は取引所に対して、そういう定款に定めたルールをきちんとエンフォースするようと言う、との枠組みを考えております。

「この場合においては」とありますのは、行政手続法に基づき聴聞を行わなければならないわけですが、聴聞の相手方は取引所になるわけで、その際に、取引参加者の手続き参加をどうするかが論点になります。これについては、「できる規定」だったかと思いますが、行政手続法17条で取引参加者の参加を求めることも「できる」との規定がありますので、それを利用して聴聞に参加していただくことになると考えております。

また、不公正取引の箇所については、新旧がないので、特に紹介は省略しますが、定義規定が改正されて、市場デリバティブ取引の定義に商品関連市場デリバティブが入りますので、157条の不正行為の禁止、158条、それから167条の2、168条1項等が対象になると理解しております。

それから、「相場操縦」については、規定・用語の整理があります。これも大事な話かもしれませんが、罰則の水準が、同じ159条（相場操縦行為等の禁止）違反だったときに、金商法は「10年以下の懲役」で、商先法は「5年以下の懲役」、この点をどう調整するかもなかなか悩ましいところでした。基本的には、現行の規律を維持するとの方針、やはり市場規模が異なりますし、それから実態経済に与える影響も違うという整理で、従来の金商法の10年以下、商品市場デリバティブは5年以下を分けた形で規律しております。

また、53ページ、「第161条3項」で、「内閣総理大臣は、商品取引参加者が自己の計算において行う商品関連市場デリバティブ取引を制限し、又はその行う過大な数量な取引であつて……秩序を害すると認められるものを制限するため……内閣府令で定めることができる。」という規律を新たに入れております。これは、商先法の118条の規定と比べ、若干スタイルが違います。商先法の118条は、所管大臣が、問題があれば建玉制限ですとか、取引に対するダイレクトな規律を行うというスタイルですが、161条3項は、あらかじめ府令を手当てし、ルールを決めた上で必要があれば制限をかけにいくというスタイルになっております。そういう意味で、118条と161条、目指すところは似ているわけですが、金商法のスタイルと商先法のスタイルで若干違いが出ていると思います。

先生方の前で細かい事務的な話ばかりで恐縮でございますが、我々、金商法をつくるときはそんな議論をさせていただいているというご紹介でございます。

次に、97ページ、商先法の改正でございます。先ほど「定義」の中で商先法と金商法とで重なる部分をつくったと申しましたが、重なる部分をつくったら、これに伴い商先法のほうで抜かないと、商先法の規律がかかってまいります。商先法の目線で見れば、金融商品市場で金商法の世界で取り扱われるものというのは、「店頭商品デリバティブ」になりますので、商先法の店頭デリバティブの定義から、金商法で取り扱われる取引所金融商品市場という形で行われるものを抜いているわけです。

先ほどの「何から定義が始まるか」という論点については、原資産の定義の問題、取引の定義の問題、それから市場なり取引所の定義から入ると、いろんな抜き方のスタイルはあるわけですが、商先法のほうは「取引の定義」から抜いているわけです。これも、私など金商法の新参者が見ると結構面白い深くて、教科書的には金商法というのは金融商品取引の法だという整理がありますが、金融商品取引の定義をコアに考えていくと、

こういう抜き方も自然なのかなという気がいたしております。

最後に、「内閣総理大臣との関係」という箇所、99ページ、「354条の2の2項」です。商先法の主務大臣は経産大臣と農水大臣ですが、「主務大臣は、金融商品取引法金商法第2条第8項第1号に規定する商品関連市場デリバティブ取引に関し、当該商品関連市場デリバティブ取引が商品の生産及び流通に与える重大な悪影響を防止するために必要があると認めるときは、内閣総理大臣に対し、同法に基づき必要な措置をとるべきことを要求できる。」とされております。

この役所間での「要請」という規定は、さほど多くの例があるわけではないようですが、廃棄物処理法の第19条の2に、環境大臣は、廃棄物の適切な処理を確保するために、物の製造、加工を行う事業の所管をする大臣、例えば経産大臣に対して、その所管事業者に製造、加工に係る製品の材質、処理方法を表示させるなどの措置を講じるよう求めることができるという規定がございます。廃棄物処理という政策目的を達成するために、環境大臣は、物の所管に対して措置を講ずるよう求めることができるという規定です。そこでの議論をみると、この要請を受けた者は必ずしも義務まで負うものではないとの整理のようですが、役所間の話ですので、当然、何らかの形で十分な検討を行っていくことかと思っております。

今紹介させていただいた廃棄物処理法と比較することになるのかもしれませんが、この商先法の条文との関係では、「同法に基づき必要な措置をとるべき」という「必要な措置」の中身ですが、この点は、要請を受けたところで金商法の所管大臣としてきちんと検討をすることになると考えております。当然、役所間でございますので、どういう措置にするかということにつきましては、実務上ではよく調整しながら運営することになるかと思いますが、その中で「必要な措置」については金商法所管大臣としての行政裁量があると理解しております。

100ページが金販法でございます。冒頭紹介させていただきました重要事実の説明義務ということでございまして、通常であれば、第3条第1項の規定で重要事実の説明義務があるわけでございますが、「旧」の条文をご覧くださいますと、7項2号で「重要事実について説明を要しない旨の顧客の意思の表明があった場合」を抜いているわけでございます。商品関連市場デリバティブは、ここでも、同意があっても、意思の表明があっても抜けないようにしております。

細かい話ばかり長くなりましたが、「総合的な取引所」について、最初にご紹介した政

治レベルでの取りまとめを受け、事務方のほうではこんな議論をして条文をまとめてきたかご紹介をさせていただきました。

あとは、オン・ゴーイングの話について資料の紹介だけさせていただきます。お手元の大証金融商品取引法研究会説明資料のうち、インサイダー取引についてはまた議論をする機会があるかと思しますので、これもなかなか難しい話ですが、A I Jの関係のご紹介をいたします。

21ページに、「A I J投資顧問株式会社事案を踏まえた資産運用に係る規制・監督等の見直し(案)」との図がございます。「年金基金」が左下にあり、厚生年金保険法の規定上、投資一任については国内信託銀行が管理信託として入った形になっております。我々は「三角形」と言っておりますが、「年金基金」があり、資産管理を行う「信託銀行」がいて、それで投資一任業者がいるとの枠組みです。「A I J投資顧問」が今回の投資一任業者、投資先は外国籍の私募投信ということで、右側にあるようなスキームです。

このファンド管理会社・運用会社がA I AというA I Jの100%子会社で、今回の事案では、その右側の「管理受託会社」は香港の大手銀行が事務代理をしているという構成です。管理受託会社は、基準価格、いわゆるNAV (Net Asset Value) をきちんと算出しておりましたが、実際に出しましたNAVを伝える相手は、ファンド管理会社、もしくはこのファンドの持分権者になります。今回のこのスキームの場合、ファンドの持分権を持っていたのが、ここに出ているアイティーエム証券です。

通常、国内信託銀行が自ら持分権者として管理受託会社やアドミニストレーターに名前を出すのが一般的ですが、本件では、ファンドから見ますと、持ち主としてアイティーエム証券だけの名前が出ており、年金基金の持分については、証券会社が保護預かりをしていたという枠組みです。したがって、管理受託会社のほうは正しいNAV、基準価格を出していたにもかかわらず、それがきちんと国内信託銀行にも伝わらず、A I J・アイティーエム証券の段階で改ざんされ、それが顧客のところには伝わったということがございます。

同じように、監査事務所が入っておりますが、これも世界的に有名な監査法人グループに属する監査事務所です。その監査報告書もきちんと実態を捉えていたと認識しておりますが、それが信託銀行もしくは年金基金のところに行かずに、途中でブロックされていたという事案です。

したがって、今回の事案につきましては、ファンドの投資スキームの中で、NAVや監

査報告書がダイレクトに国内信託銀行に行く、もしくはダイレクトではなくても、必ず純正なもの、オーセンティックなものが行く仕組みをつくるという点が、再発防止の一番のポイントです。これについては、やや技巧的な構成ですが、外国に所在するファンドの管理会社や受託会社を直接規律するのはハードルが高いため、現在、府令で定められている投資一任業者の禁止行為に追加する形、逆に言うと、一定のスキームがきちんと組み込まれていないようなファンドを運用資産の中に組み込んではいけないとの行為規制をかけることによって、再発防止を担保しようと考えております。

2番目に、顧客が問題を発見しやすくする仕組みということですが、具体的には一任業者が年金基金に対して出す運用報告書もしくは契約締結前書面の中で、ファンドの投資スキームや、これに対する牽制の枠組み、どのような監査事務所が入っているかなどをきちんと明示し、顧客である年金基金に対し注意喚起を行ってもらおうという内容で、これも府令事項を中心に考えております。

3番目に、不正行為に対する牽制、罰則の引上げ、最後の4番目は、規制・監督・検査のあり方の見直しということです。

全体として、当然、実効性のある再発防止の確保が求められる中で、ファンドの運用などは国際競争も激しい分野ですので、市場活性化に対しても配慮が必要であり、このバランスをどうとるのがポイントになります。現在、パブリック・コメントにかけているところですが、今回の再発防止策のポイントの一つは、プロ・アマの規定の見直しもあわせて行うこと、すなわち特定投資家ではない方々について、今申し上げたような規律を入れ、特定投資家については、自分たちでリスク管理やデューディリジェンスをやっていくという枠組みを考えております。

そういたしますと、ご案内のとおり、現行の特定投資家のスキームは、個人と異なり、法人については手を挙げれば適合性からみて問題ない限り、特定投資家になれる枠組みになっているので、その部分は法改正事項と考えております。すなわち、厚生年金基金や国民年金基金については、特定投資家になるためのハードルをある程度高いものとした上、それら特定投資家ではない方々の資産の運用においてファンドを組み込むときには、先ほど申し上げたような第三者チェックが働くような仕組みにすることを考えております。

もう一つ検討を要するのが、運用受託機関間のバランスで、運用受託機関が一任業者の場合もあれば、信託銀行の場合、生保の場合もありますので、信託銀行や生保についても一定のバランスをとる必要があると考えております。例えば、先ほどの不正行為に対する

牽制の強化としての罰則の引上げ、例えば運用報告書の虚偽記載の罰則などについては、3者並べて上げていかなければいけないのではないかと考えております。

ただ、その際、投資一任業者の運用報告書の交付義務は、金商法42条の7に規定があり法律に基づいていますが、生保は必ずしも運用報告書に類するものの提出義務が法律で規定されているわけではないので、こういった点について法律上の規律を入れる必要があると考えております。

いろんなところに飛んで、まとまりのない話で恐縮ございますけれども、私のほうからは以上でございます。ありがとうございました。

~~~~~

## 【討 論】

○森田 どうもありがとうございました。

最初のほうはかなり細かくて、ついていくのが大変でしたけれども、どこからでも結構でございますので、ご議論のほう、よろしく願いいたします。

### 1 日本の商品取引所の現状等

○河本 第一印象では、これはまた教科書の書き直しが物すごいことになるなあとお思いますね。新しい定義を入れていかなければなりません、それで一体使われるのかどうなのか。あんまり使われもしないものを教科書で詳しく書いても意味がありませんし、そこでちょっとお思いますのは、我々も昔、龍田さんが中心になって、商品取引について相当研究したのです。それで、コンメンタールまで龍田さんの編集で出しているぐらいです。

当時は、大阪の砂糖取引所が立派にちゃんと成り立っておって、そこで研究者を集めて研究会をやれるぐらいのものがあつたのです。ところが、今、国内の商品取引所は、東京工業品取引所と東京穀物商品取引所と関西商品取引所、この3つしかなくて、そのうちの東京穀物は廃止することに決まっています。あと2つしか残らないと言っているわけですね。ということは、商品取引所の実態がないわけですね、今の日本には。

金融庁総務企画局長の森本学さんの講演記録（証券レビュー52巻7号1頁）を読みますと、大証と東証の統合の合意が総合取引所のほうへ進むことに非常に大きなプ

ッシュになったといっておられますね（同誌3頁）。ということは、大証のデリバティブを使って商品取引所をやらそうと、こういうことじゃないですか、結論は。

とはいっても、日本では商品取引所の実態はなくなっている。ネットの書き込みをみると、関西商品取引所なんていうのは、本業での収入はなくなって、不動産収入でやっておると。だから、不動産取引所というべきだからかわれておるぐらいですね（笑）。その代わり、財政は非常にしっかりしていて、最後に生き残るのはここじゃないかというようなことまで書いてあるけれども、そういうわが国の商品取引所の実態のところ、大阪のデリバティブ取引所に日本の商品取引所を置いて、そして世界と太刀打ちせよということを考えるわけですか。（笑）

○古澤　むしろ副社長から決意表明を……。 （笑）

どこからお話するのがいいのか難しいところですが、総合取引所については21年改正で「相互乗入れ」の制度改正をしたが、結局使われなかった経験があります。これを踏まえ、今回はそうならないようどう進めていくかということと認識しています。

こうした中で、商品取引所サイドが心配しているのは、金融の世界に入ったときに採算がとれる上場商品だけが残され、ほかの商品が省みられなくなるのではないかという点と聞いています。先ほど、「合併・事業譲渡」という枠組みへのこだわりがあったとの点を御紹介しましたが、その背景の1つとしては、要は一部の商品だけを持っていかれることが心配だったということがあります。

そうした上で、本当に使われるか、教科書を直したところで意味があるかというご指摘ですが、見ておりますと、取引所は今やシステム産業になってございます。ですので、システムを共同化するかどうかというところが一番のポイントで、そこは幸いと申しますか、大証のデリバティブのシステムと今の東工取のシステムは同じメーカーのシステムで、非常に乗りやすい形になっております。現在、東証、大証との経営統合後のデリバティブ・システムの姿についての議論が進められていると承知していますが、恐らく来月ぐらいにその姿が発表されると、次に東工取の方では、自らの方についてどう考えるか検討を求められる、といった流れかと思えます。

そこがうまく乗ってくれば、直していただいた教科書もうまく生きていくということだと思います。一昨日、大証の社長、東証の社長、東工取の社長にも来ていただいて、3省庁の副大臣、政務官の前で「総合的な取引所」の件でお話していただく機会を設けました。



○龍田 取引所の立場から見ますと、これはまさに存続問題ですね。しかし、これを利用する側から見ますと、現在日本で商品先物市場はほとんど消えかかっているにしても、ヘッジその他の商品先物取引は世界のどこかの市場でやっているわけですね。そういう人たちの立場から見て、国内で取引ができるということにどれだけのメリットがあるのでしょうか。そのニーズの強さがどの程度なのかということが、これを推進していく上で力だろうと思います。そのあたりの検討が抜けているようなことはないでしょうか。

○古澤 先ほど申し上げた話と重なる部分がありますが、利用者の立場という点からみますと、例えば、金の先物の価格形成は、基本的に為替の取引と非常に連関性が高いという実態がございます。したがって、例えば、今、大証も一生懸命やっておられますFXの先物取引と金をはじめとする商品の先物取引が同じプラットフォーム、同じ口座でできれば、リテールの顧客にとっても相当使い勝手がよくなる面があるかと思えます。そのためにも、口座の一元化、すなわち、顧客が見ているディスプレイの中で口座が一元化されるのがポイントになってくる、これも我々の検討課題と思っています。

## 2 金融商品取引所と商品取引所の合併等

○黒沼 3点質問させていただきたいのですけれども、まず第1点は、商品取引所と金融商品取引所が合併・事業譲渡により統合した場合を考えて今回の改正がなされているというお話が最初にありました。しかし、条文だけを見ますと、金融商品取引所において政令で定める商品を上場することができるかと読めますので、これは事業譲渡とか合併をしなくても、商品先物を上場できると読めるのかどうかということをお伺いしたいと思えます。

2点目は、合併をした場合の取り扱いについて、142条5項を入れて合併をしやすくしたということだと思のですが、金融商品取引所と商品取引所の相互乗入れの改正をしていたときには、あまり合併ということは想定されていなかったと思うのです。しかし、140条を見ると、認可を受ければ合併できる、金融商品取引所と商品取引所とは株式会社同士であれば合併できると読めるようにも思うのです。そうすると、この両者の合併というのは、法律の解釈の問題だけれども、以前から合併できると理解していたのか、それとも、今回142条5項の規定が入ったことによって合併が可能になった

と解釈すべきなのでしょう。

第3点は、商品先物取引法の所管大臣が必要な措置をとることを要請することができるという規定なのですが、これを受けて、内閣総理大臣あるいは金融庁長官が必要な措置を金融商品取引法上とった場合に、これは商品の生産及び流通に与える重大な影響を防止するため、そういう目的で措置をとることができるのかという問題です。つまり、形式的には両方の法律の目的が違うので、目的が違う法律の間で、要請があって自発的に措置をとる限りは、金融商品取引法の目的は無視してしまって、規定されている目的以外の目的で措置をとっていいのかという、これは理論上の問題にすぎないかもしれませんが、どのように考えたらいいのでしょうか。

ご紹介のあった他の法律でそういう規定があるのでできるというのは、もうこの問題を乗り越えていると理解していいのでしょうか。あるいは、金融商品取引法上、公益または投資者保護のためとありますから、公益の中に広く他の法律の目的を読み込むことができるかと考えたらいいのでしょうか。

以上3点、お願いします。

○古澤 3点目から申しますと、御指摘の点は、今回の措置を検討する際に法制局・関係省庁との間でも議論になったところですが、考え方としては、金融商品市場で内閣総理大臣の適切な監督権限の行使により規制することが期待されているというのは、金融商品市場で行われる商品の市場デリバティブ取引が金商法の各処分要件を満たすと判断しない限り、そのような措置を講じることは基本的にはないのだと整理しております。

実際にはどのようなことになるかと申しますと、内閣総理大臣としては、農水大臣、経産大臣から措置要求を受け、その上で、金融庁としても、先ほどご紹介した報告徴取、検査権限を行使して自ら情報を収集する。それで、先ほどちょっと紹介させていただきましたけれども、どのような措置をとるかは行政裁量だという理解ですので、内閣総理大臣としては、商品現物の生産・流通の問題にとどまらず、金融商品市場における重大な問題があって、公益または投資者保護のために必要かつ適当であるという場合に、例えば153条の業務改善命令とか、152条の監督上の処分を行うという整理かと思います。そういう意味では、先生おっしゃるように実際には相当重なるのだと思います。

それから、相互乗入れの140条を踏まえ、合併などはもともとできたのか、という点ですが、一応確認はしてみますが、基本的には、我々ももともと140条でできると

いう理解だったと考えております。今回の「142条」で合併などにおける「円滑化」は図りましたが、もともと140条1項で合併・事業譲渡をすることができたという理解かと思えます。

それから、最初の御質問は、条文上、合併・事業譲渡が行われなくても、商品先物取引を金融商品取引所に上場する可能性があるではないかとの御趣旨かと思えます。法令上だめだというふうに言っているかということ、先生ご指摘のように、そういう法令上の規定になっているわけではございません。ただ、この場合、定款や業務規程の変更の認可が必要となるわけで、これを判断する際に、内閣総理大臣は農水大臣、経産大臣との間で事前協議・同意という手続を踏むことになっておりまして、その際には円滑な生産・流通という商先法の法目的に沿って両省が同意について判断することでしょうし、当然、先ほど御紹介した今回の政策的な合意文書を踏まえ判断されることになろうかと思っております。

○森田 初歩的な質問ですが、取引所が合併するというのは、営業主が合併したわけですね。そうすると、マーケットとしては、例えば今までの金マーケットと伝統的有価証券マーケットの両方ともデリバティブがあるとすれば、それを同じコンピューターでやるという意味なのですか。そこの営業主体は同じで、取引所がやるといったときに、例えば一部上場があるように、あるいは二部上場があるように、市場はそれぞれ別にあるのだというふうなのか、その辺がもう一つよくわからないので、教えてもらえますか。

○古澤 御質問をうまく理解できているかはわかりませんが、最初に申し上げましたように、商品上場に当たってのポイントは、取引の「基準及び方法」を誰が定めるにあると考えているので、その「基準及び方法」を定める主体が一緒なのかどうかというところをみていくのだと思われませんが・・・。

○森田 主体が同じでも、AとBとは違う商品ですね、まあいわば。

○古澤 基準及び方法を定める主体は同じです。

○森田 だから、今、例えば大証がどこかの商品取引所と合併することになりましたと。なった暁には、ここの条文で言えば、大証が営業主体という形になりますから、そのやり方でやりましょうということになりますね。

○古澤 そうですね。

○森田 そのやり方というときに、今までの有価証券のやり方と金とかのやり方はちょっと違うことになりませんか。主体が同じでも、取引の客体により決め方は完全一致でないということもありますよね。それはそれでいいわけですか。

○古澤 それはそれでいいわけで、そういう意味では、ややドグマティックな説明かもしれないませんが、金商法と商先法の境界線を区切るルールとしては、金商法の取引所が「基準及び方法」を定めているか、商先法が定めているかがポイントと整理しているわけです。

そこは、私などにとっては新鮮な発想だったのですけれども、昔の証取法のデリバティブの規律の仕方を見ると、先に有価証券定義から始まって取引所が決まり、取引所が基準及び方法を定めるものがこういうものなのだという決め方になるので、そのころのルールを見ている先輩から見ると、取引所が先に決まって、そこでルールが決まれば、そのルールで境界線が引かれるというのは違和感がないということと受け止めています。

○森田 そうすると、結局、投資家に見たら何か変わるのですか。日本取引所のよくな大きいところに行ったら、小さいところより安心だとか、何かそんなことが出てくるのか。あるいは厚みが分厚くなるか、何かそんなメリットがあるのですか。証券のマーケットは別だから、マーケットとしての厚みが増えるわけではないでしょうね。

○古澤 投資家から見たときのポイントは、幾つかありますが、一つは、マーケットの流動性について、商品取引所で取引されている場合と、仮に東証、大証も含めた「総合的な取引所」で取り扱われる場合と、どちらが増えるかという点、それは恐らく一緒になったほうが増えるという点があるかと思います。

それから、参加者から見ると、今度東証、大証の経営統合でも同様の効果が生じてきますが、証拠金を複数の取引で共通に使えるかどうかという点が極めて重要で、従来は証拠金は別々に取引所に置かなきゃいけなかったのが一緒に取り扱えるようになるというのは、取引参加者にとって大きなメリットだと思います。

○河本 私もびっくりしたのだけれども、これだけ日本の商品取引が衰微してしまうと、殊に東穀がなくなったら、穀物の商品取引所が日本になくなるわけですよ。なくなってしまったところで、大阪のここのコンピューターを使って穀物取引を、大豆から砂糖か

ら入っているらしいけれども、それを立ち上げなければならないことになりますね。

○森田 合併する相手は日本企業でないといけないのですか。シンガポールの取引所とくつつくというグローバル展開は認めないということですか。普通、合併というと、子会社の概念とかいうのは日本法人でないといけないと考えているのですが、ここで言うところの合併とかの相手方は日本法人である必要があるのですか。

○古澤 すみません、外国の商品取引所と統合して総合的な取引所を実現するケースは考えたことがなかったです。(笑) 少なくとも政治的な議論においては、御指摘のようなアジアの商品取引所と一緒にするというふうには……。

○森田 シカゴでもいいですよ。河本先生がおっしゃるように、日本でちょっと芽がないのだったら、よそへ行かないとしようがないから、よそとくつついたらどうかと。

○河本 日本取引所グループが大阪のここを使って新しく立ち上げていくというようなことは、日本取引所も株式会社ですからね、お国のためだと……。 (笑)

○森田 確かに日本はグローバル展開が出遅れてますから、それをやるためには、そこで解釈を柔軟にしておくという、あるかないか知りませんが、チャンスとしては……

○河本 だから、龍田さんが言われたように、例えば石油なんかだったら、いくら日本が頑張ってみたって、シカゴあたりの勝つことは到底無理でしょう。

○龍田 石油その他の商社など大企業が扱う商品であれば、日本国内にヘッジするところがなくても、大した時間の差を問題にすることなく、外国の市場でそういう取引をやっているのではないのでしょうか。農業の生産者が個別に同様のヘッジ取引などをするのは困難でしょうけれども、農協中央会あたりがまとめてやっているのでしょうか。

総合取引所を作る上で、一番のネックはお役所ではないかと思われまます。アメリカでもSECとCFTCの管轄範囲が問題ですね。証券が根っこにあるデリバティブはSEC、商品が根っこのデリバティブはCFTCですね。ドッド・フランク法で新しく規制機関をつくると上積みになってしまったでしょう。お役所を統合するというようなことはおよそ考えられないようですね。規制が積み重なるばかりでしょう。自分のところの管轄が少しでも減ることは、その当事者のお役人にとっては耐えられないことですね。

これが一番のネックではないでしょうか。

○河本 今度は、今の点では、経産、農水はもう手を挙げたわけだね。ここまで落ち込んだら、それはもうどないもしようがないわ。(笑)

○藤倉 東穀が閉じたら穀物の取引がなくなるということではなくて、米は関西、その他一定の品目は東工取のほうに移管されるという形で動いていると思います。

○河本 東穀が閉鎖しても、東工取に残るんですか。

○古澤 トウモロコシなど東穀取の建玉につきましては、来年の2月だったと思いますけれども、東工取に移管されると理解しています。米については関西取引所に移管され、また、東工取の名前が東京商品取引所という名前に変わると伺っております。

○河本 そういことですか。取引そのものはなくならないと。そうですね。

### 3 商品取引参加者に対する規制等

○松尾 黒沼先生がされた3つ目の質問と少し関係するかもしれませんが、161条の3項の建玉制限というか、過大な取引について定める府令の話ですが、「取引所金融商品市場の秩序を害すると認められるものを制限するため」とありますが、これは市場での商品の流通とか生産とは関係なく、流通価格への影響などはないで、もっぱら市場の健全性の観点から判断して過当かどうかを決めることになるわけですか。

○古澤 黒沼先生のご質問と重なると思いますが、我々がこの161条を使うに際して、金商法の目的規定を外れるとの説明はできないということだと思っておりますが、実際には、黒沼先生のおっしゃったように公益というところでどこまで読むかというところはあると思いますけれども。

○松尾 そうしますと、商品取引参加者に対象を限っているというのは、例えば金融商品取引業者が商品市場関連デリバティブですごく大きなポジションを持っていても、この対象にはならないということですよ。そうではないのですか。

○古澤 金融商品取引業者については、別の条文で、同じような措置をできるという手当てはしてあり、他方、商品取引参加者については、業規制の枠組みに自己取引が入らないということがあるので、こちらで補完するという位置づけだったと思います。

- 松尾 さらに有価証券関連の市場デリバティブについても同じようなこういうものを入れるのですか。
- 古澤 同じ条文、161条3項の前の箇所で規定されていたかと思います。1項、2項にもともとございまして、161条1項で金商業者が対象になっていまして、2項で市場デリバティブに準用するという姿になっています。
- 松尾 それと同趣旨の規定というふうを読むことになるわけですか。わかりました。
- 前田 今回、商社などの当業者等も、自ら商品デリバティブ取引の取引参加者になり得るというご説明がありました。これは商先法の仕組みのほうに合わせた結果だと思えますが、従来の金商法の考え方からしますと、業規制を受けない者が取引所の取引資格を直接に持つということは、相当に異例なことのようにも感じるのですけれども、ここは、調整のときには特に問題にはならなかったのでしょうか。
- 古澤 そこは論点になりまして、そういう意味では、調整過程の中で、当業者の方々の取引も十分取り込まなくてはいけないということで、最初に見ていただいた2月24日の、別添の制度概要の2ページ目の⑥だったと思いますけれども、今参加している当業者について、引き続き取引参加者となる資格を与えることができるという政策判断があり、それを受けての改正ということになっております。
- 森田 だから、議論はあったけれども、できると。
- 古澤 はい。

#### 4 A I J 事案について

- 森田 きょうは取引所でやるということでお気遣いいただいて、ここを中心にやっていただいたと思いますが、最後にちょっと言っていただいたA I Jの問題は、広く一般的にも大きなニュースでしたから、それについて何かご質問等はございませんか。
- 河本 最近、一斉調査をなさいましたね。それで、想像した以上に業者の数が多くて、その中で、ちょっとこれは不勉強で教えていただきたいのですけれども、外部監査の状況というのが出ていまして、その中に、調査対象先とした投資一任業者のうち、外部監査（業務監査）を受けている投資一任業者の割合は36.3%にすぎないと。ここで言っている投資一任業者に対する外部監査というのは何でしたか。
- 古澤 先生が引用された資料は本日配付しておりませんので、先ほどの説明資料の21ページの図を見ていただきたいと思います。先生のおっしゃる外部監査は、右上のほ

うのファンドの財産状況についての監査ではなくて、運用受託機関、投資一任業者の業務についての監査と思われま。

若干付言いたしますと、我々が今度義務づけを考えているのは、この一任業者についての監査というよりも、むしろ投資している先のファンドについての外部監査について検討しております。

○河本 ありがとうございます。

○山下 先ほどのご説明の中で、生命保険会社などにも似たような規制を導入する必要があるということでしたけれども、それは企業年金の受託のようなものに限ってということになるのでしょうか。そこら辺の適用範囲は従来なかったように思うので、これを教えていただければと思いますが。

○古澤 今手元に資料がありませんが、生命保険契約の中の一定の類型を取り出しまして、その部分について、例えば罰則を引き上げることを考えてございます。

○山下 そうなりますと、生命保険、従来は必ずしも、変額保険の場合は別として、一般的にはあんまり集団投資スキームの必要の中で乗せてこなかったと思うのですが、若干そういう面が出てくるのかなという気もしますが。

○古澤 すみません、手元に資料がありませんが切り分けについては、今回、ある意味では新しく入ってくる部分かと思えます。

○山下 保険業法にとってかなり新しい話かなと思ひまして、おもしろく伺いました。また勉強させていただきます。

○森田 これから慎重に議論がされるでしょうということでありまして、今、これという基準があるわけでもないわけですね。年金ということだけが頭にあるわけですね、今のところは。

○古澤 具体的な切り分けのやり方などについては、各業界とも議論・調整を始めております。

○森田 これは退職した後どうなるとかで、厚生労働省とかはここにはどこにも入らないのですか。

○古澤 我々は、図の左上の投資一任業者と右下の信託銀行、あと証券会社も含めた部分の規律のあり方を検討しているわけで、厚生労働省は、厚生労働省の世界、具体的には図の左下の年金基金の部分を検討しております。例えば、年金基金の運用体制、さらにその背後にあります、いわゆる代行割れをしている年金基金の財政問題についての検



討が進められており、たしか最近も報道されていたと思いますが、厚労省は来年の法改正に向けての議論も進めていると伺っています。

○森田　それで、ちょっと下世話な質問で恐縮ですが、投信というと、配当がいいとかということで今やっていますが、この事件をきっかけに配当が悪くなるのではないかと。つまり、投資スキームとしての規制が何かできてしまうのではないかとというような議論がちまたにあるのですが、きょうの課長のお話では、そういうふうではないのですね。

○古澤　公募投信については従来どおりなので、特に今までと変わったところはありませんし、私募投信であっても、先ほど河本先生からもお話がございましたけれども、厚年基金ですとか特定投資家以外の場合について顧客の運用資産に外部監査を義務づけようと思っています。したがって、本当にプロだという方については、基本的には従来どおりでも……。

○森田　スキーム自体をさわるということはとてもできないね。だから、おっしゃるように監査で素人さんは保護しましょうということですね。

ほかにご質問はございませんか。

○石田　A I Jの事案というのは、最初にファンド投資スキームというのが用意されてあって、そういうスキームに誘い込んだという勧誘における偽計があったということが問題なのでしょうか。つまり、単に偽計取引じゃなくて、勧誘の偽計だったというふうにお考えなのでしょうか。

○古澤　まず、事実関係との関係で申しますと、参考資料の18ページに、関係する罰則規定にはどのようなものがあるかという整理が載っております。運用報告書等の虚偽記載、勧誘の際の虚偽告知というのがあるのですが、ただ今先生から御指摘がありましたのは、「投資一任契約の締結の際の偽計」で、今回の事例につきましては、この「偽計」ということで監視委員会が告発しております。罰則引上げについても、この部分を捉えて、懲役を3年から5年に引き上げようとしているところです。

○森田　偽計というのは難しいですね。まるでうそというのはいけませんが、ある程度合っていたら……。

○古澤　単に虚偽だというだけではなくて、やはり「はかりごとを巡らす」というニュアンスがあると理解しています。

○森田　詐欺的な要素ですね。

○古澤　②の「勧誘段階の虚偽告知」に比べ、③の投資一任契約の締結の偽計は、「契

約の締結」という点と、「はかりごとを巡らす」という点が違うと理解しています。

○森田 単なる勧誘では、普通は適当にうそをつくでしょう。それではなくて、もっと偽計なんですね、これは。

ほかにご質問はございませんか。

## 5 総合取引所のメリット

○森田 藤倉副社長のほうから、取引所構想については特にございませんか。

○藤倉 先ほどCMEなど海外のお話がありましたけれども、金融先物、株式関係の先物、そして商品の先物が同じ取引所で扱われているというのは、大変グローバルな形で非常に重要ななと思います。ただ、やはり監督・規制等の関係から、我々にとって、これを具体的にどう進めるかというのは、なかなか微妙な問題ですが、今回の法改正が重要な一歩であることは間違いないと思います。

それから、メリットみたいなものも、例えば先ほど課長が言われたようなシステムの問題、それから、やはり取引参加者のネットワークが証券取引所の場合は非常に広いので、そういうことで投資家のメリットというものもあると思います。

○森田 取引に厚みというか、何か流動性も広がると。

○藤倉 流動性は非常に増えてくると思います。

○森田 そこは期待できるということですね。

それでは、もう時間が来ましたので、本日は遠いところ、どうもありがとうございました。