

大証金融商品取引法研究会

2008（平成20）年金融商品取引法改正

—多様で質の高い金融サービスの提供—

平成23年1月28日（金）15:00～17:00 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）

加藤 貴仁 東京大学大学院法学政治学研究科准教授
川口 恭弘 同志社大学大学院司法研究科・法学部教授
河本 一郎 神戸大学名誉教授・弁護士
岸田 雅雄 早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
黒沼 悅郎 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
志谷 匡史 神戸大学大学院法学研究科教授
洲崎 博史 京都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
前田 雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
松尾 健一 同志社大学法学部准教授
森田 章 同志社大学大学院司法研究科・法学部教授
森本 滋 同志社大学大学院司法研究科教授
行澤 一人 神戸大学大学院法学研究科教授

○近藤 それでは、大証金融商品取引法研究会を始めます。

本日は、志谷先生から「2008（平成20）年金融商品取引法改正－多様で質の高い金融サービスの提供－」についてご報告いただきます。

それでは、お願いいいたします。

~~~~~

## 【報 告】

# 2008(平成20)年金融商品取引法改正 —多様で質の高い金融サービスの提供—

神戸大学大学院法学研究科  
教授 志 谷 国 史

## I. はじめに

2007年12月21日付で、金融庁が「金融・資本市場競争力強化プラン」を公表し、この中で、金融商品取引法の改正が必要である旨が明記されました。これを受け翌2008年、改正法案が国会に提出され、可決成立したわけです。この2008年の金融商品取引法(以下「金商法」と略称します)改正は、3つの柱から成ると説明されるわけですが、本日取り上げますのは、そのうちの一つであります「多様で質の高い金融サービスの提供」にかかわる改正点です。

これまで金商法の改正をするときに、市場の競争力を維持向上させるとか、あるいは業界の国際競争力を高めようというような視点で改正された例はなかったように思います。今回そのような視点が前面に出た改正ということが一つ注目されるところです。と同時に、この問題は、以下に見ていきますように、我が国の金商法、その前身である証券取引法の時代から基本的に維持してきた銀行業務と証券業務の分離、いわゆる銀証分離の政策にかかわる大きなテーマということでありまして、むしろ後者の視点から本日は見ていきたいと思います。

## II. 銀証分離原則

具体的に今回の改正点の検討に入る前に、銀証分離原則を振り返ってみることが有益ではないかということで、先生方よくご存じのことと重々承知していますが、少し見ていきたいと思います。

### 1. 1948（昭和23）年証券取引法（当時）65条

1948（昭和23）年に証券取引法が制定されたわけですが、その65条に、金融機関による証券業務を原則として禁止するという条文が入りました。その当時の立法担当者の解説を読みますと、「従来ほとんど金融機関が独占的に行っていた社債の引受けができなくなることが最も重要な変化である」と説明されています。その趣旨ですが、さまざまに言われておるのですが、基本的には①利益相反の防止、②預金者の保護、③資本市場（証券会社）の育成の3点がその趣旨であると、過去さまざまに説明をされてきたわけです。

その後我が国は、ご案内のように、戦後復興から高度成長を経て安定成長に入ったという中で、間接金融が優位であったわけですけれど、直接金融といいますか、証券市場、あるいはその担い手である証券会社はほぼ順調に成長をしてきたわけです。そうなりますと、分離された銀行業界のほうから、証券業務をさせてほしいという声が出てくるのは、ある意味当然のことかもしれません。

### 2. 証券取引審議会報告「証券取引に係る基本的制度の在り方について」

そこで、1991年6月19日に、当時の証券取引審議会報告「証券取引に係る基本的制度の在り方について」という重要な報告が出されています。ここでは、発行市場について、有効で適正な競争の促進という観点から、新規参入の必要性があるという立場をとりまして、1点目、「新規参入者の適格性」について次のように論じています。

「証券会社としての経営の独立性、健全性が保持できない者、利益相反等の弊害を有効に防止できない者は、新規参入者として問題がある。」

これをもう少し碎いて見てみると、第一に、「証券業務以外の業務を営む者が、本体で広く証券業務を営むことは適当でない」。第二に、「証券業務以外の業務を営む者が、別法人の形態で資本市場に参入するような場合には、……、資本市場に弊害を持ち込むとのないよう十分な措置を講じる必要がある」。そして、このときのメインの話はその次ですが、第三に、「銀行による証券業務への参入については、免許業種としての銀行の在

り方についても配慮する必要がある」。預金者保護を言いたいのか、かなり慎重な言い回しになっておるということです。

2点目に、「新規参入に伴う問題への対応」ということで、①市場仲介者としての経営の独立性、健全性の確保、②利益相反の防止、③市場仲介者間の公正な競争の確保、のために実効性ある措置を講ずる必要があるとしまして、次のような所要の規制を挙げています。

①の独立性については、親会社のリスクが証券子会社に及ばないよう遮断する。証券子会社の経営が特定の者との取引に過度に依存しないということです。

②については、よく言われることですが、「経営不振に陥った企業への親会社の債権の回収に充てるために当該企業が発行する証券を、証券子会社が引き受け、販売すること」を防止する。「親会社が発行する証券を証券子会社が引き受けること」を禁止する。

③の仲介者間の公正な競争の確保については、例えば、「証券子会社の業務を支援するため親会社が証券子会社の取引の相手方に特に有利な条件で取引をすること等、親会社が発行会社、投資者に直接の影響力を行使すること」を防止する、「証券子会社の親会社が資金の貸付けを行う者である場合には、証券子会社からの証券の購入を条件として、親会社から顧客に信用を供与すること」を防止する、ということを挙げていました。

さらに、その他措置が必要な行為も挙げていて、

- ・証券子会社と親会社間の取引で、証券子会社に有利な条件での取引。
- ・証券子会社が引き受けた証券を、引受後一定期間内において親会社が購入する。
- ・発行会社、投資者等に関する非公開情報を親会社から証券子会社に伝達する。
- ・取締役等の兼任、店舗の共有。

こういったことに対しても、弊害が考えられるので適切な措置が必要であると指摘をしていたわけです。

さらに、「銀行による証券業務への参入」については、証券取引法第65条の基本的な考え方（利益相反の防止、市場支配・企業に対する影響力の防止、銀行の健全性の確保等）は今日でも重要な意義を持っているということ。そして、銀行が持つ大きな影響力にかんがみると、親銀行がその影響力を及ぼすことができる企業が発行する証券を証券子会社が引き受けることを規制する必要があるということを、また改めてここで指摘をしています。

このように指摘をした上で、結局、1992（平成4）年の証取法（当時）改正で、い

わゆる業態別子会社方式による相互参入が解禁をされたわけです。その後は、持株会社が我が国でも認められた関係で、現在では、持株会社のもとに証券子会社や銀行子会社が構成されているという形態で、何とかグループというような形で金融グループとして活動していることはご承知のとおりです。

### 3. ファイアーウォール規制

このようにして、当初は業態別子会社の方式で相互参入が認められたわけですが、先ほどの審議会の報告にありましたように、いろいろと弊害が考えられるので、これを何とか防がなければならないということから、いわゆるファイアーウォールの規制と言われる一連の規制が、平成5年あたりから導入をされてきます。

このファイアーウォールとは何かということですが、一応次のように定義をしておけばよいと思います。すなわち、「利益相反の防止、競争条件の均衡の維持、銀行の健全性の維持等を目的として組織を分離した上で、資金、情報、人等の分離を制度的に保障する一連の措置」をファイアーウォール規制と呼びます。

具体的には以下に挙げる規制が相次いで導入されました。

- ・ 証券子会社の主幹事制限（平成5～11）
- ・ 共同訪問の禁止（平成5～11）
- ・ 非公開情報の授受の禁止（平成11・12・19に緩和）
- ・ 人事交流の制限（成5～11）
- ・ 役職員の兼職規制
- ・ 店舗の共用制限（平成5～14）→共同店舗における誤認防止措置の整備に変更
- ・ 親・子法人等の発行証券の引受主幹事制限（平成19に緩和）
- ・ 信用供与を利用した抱き合せ行為の禁止
- ・ 預金との誤認防止措置の整備（平成10～）
- ・ コンピューターの共用制限（平成11～18）

見ていただきますとおわかりのよう、実は、2008年の改正をする前に、既にかつてファイアーウォールとして導入された措置のうち全く手つかずで残っていたものはむしろ少なかったということです。後で触れます役員職員の兼職規制は、手つかずで残っていました。あるいは、信用供与を利用した抱き合せ行為の禁止、これは今でもあります。しかし、そのほかのものについては、あるものは廃止されてしまっていたり、あるものは緩和

された形で残っていたり、さらに別の形で改変されているものがかなりあるという印象を持ちます。その背景には、アメリカの動向がかなり大きな影響を与えていたということです。

もとより、ここに触れていないのですが、条文を見ますと、現行法第44条の3、あるいは業等府令の第153条に、親子会社間、特に銀行と証券会社の親子会社間で起こるであろうと考えられるさまざまな利益相反の防止措置について、具体的な規定を設けて禁止をしている行為がありますが、これも現在まで残っているものです。

### III. 2008（平成20）年改正の趣旨

このような流れがありまして、最初は厳格に条件をつけた上で、業態別子会社として銀行、証券の相互参入を認めたということです。それがさまざまに変化をしてきた、規制が緩和されてきたわけですが、本日取り上げます2008年改正の趣旨は何かということをまず確認をしておきたいと思います。

#### 1. 2007.6.13 金融審議会 金融分科会・「中間論点整理」

最初に取り上げるべき動きは、金融審議会金融分科会に置かれた我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループの「中間論点整理」であります。この中で、先ほど見ました銀行・証券に係るファイアーウォール規制のあり方が取り上げられていました、まず、金融グループとしての業務展開に当たってさまざまな規制があるが、それには以下のような問題点があるという指摘をしています。

- ・総合的なサービスを提供するための金融イノベーションを阻害している。
- ・金融グループとして要求される統合的リスク管理やコンプライアンスの障害となっている。
- ・特に海外金融機関にとっては、規制対応のための体制整備に伴う管理コストが増加している。

しかし、そうは言いつつ、ファイアーウォール規制の根柢である利益相反や銀行による優越的地位の濫用の可能性は、今日においてもなお重要な論点であるし、依然として銀行の持っている力が強いということで懸念もあるという指摘もあわせてしています。

したがって、利便性の向上や、金融機関の適切かつ効率的な業務運営の確保等の観点と、利益相反や優越的地位の濫用の防止という観点の両方を踏まえて、必要十分なものとなる

ように早急に検討してほしいという締めくくりになっているわけです。

## 2. 2007.12.18 金融審議会 金融分科会第一部会報告

これを受けて、12月18日に、金融審議会の金融分科会第一部会報告「我が国金融・資本市場の競争力強化に向けて」が出されるわけであります。

同報告では、その本来のねらいである利益相反による弊害や銀行等の優越的地位の濫用への対処の措置としては、その当時のファイアーウォール規制は過大な規制となっているという指摘をまず挙げています。そして、海外を見れば、自主的な規律による内部管理体制の整備を求めて、その状況を当局が適切にモニタリングをするという規制枠組みが趨勢になっているという指摘もした上で、ファイアーウォール規制については、①利益相反による弊害や優越的地位の濫用の防止等について実効性の確保を図る、②利用者利便の向上や金融グループの統合的内部管理等の要請に応えるために新たな規制の枠組みを提供することが適當であるとして、各金融機関に対して利益相反管理のための体制整備を求める。そして、その管理方針を金融機関に策定させ、それに沿った整備を促進するために、わかりやすくディスクロージャーをさせるべきであるという報告がまとめられたわけです。

## 3. 金融事業者の機能強化

そして、金融事業者の機能強化ということがこの報告の背後にあるポリシーでありまして、それは金融・資本市場の競争力強化を実現する上で重要な課題であるという認識があるわけです。それを、事業者、利用者、そして法制度の役割という3つの視点からまとめてみました。

### 事業者側の事情

金融グループ内のノウハウ等を融合して、顧客ニーズに対応した、多様で質の高いサービスを提供していくことが重要な戦略となっている。

### 利用者側の事情

総合的な金融サービスの提供に対するニーズが高まっている。

### 法制度の役割

顧客ニーズに対応した、多様で質の高いサービスを提供していくことをより円滑に実現できるよう、適切な制度枠組みを整備する。

以上の次第で、ファイアーウォール規制の見直しと、利益相反管理体制の整備を金融事

業者や金融グループに対し義務付けるというのが今回の改正の眼目とされたわけです。

ただし、金融商品取引法33条、これがここまでずっと触れてきた銀証分離の根拠規定ですが、これ自体は維持されています。これを撤廃しようという話ではなくて、維持した上で、現在ある規制の緩和とそれに代わる利益相反防止の体制を固めようというのが今回の改正の主たる眼目だということです。

#### IV. 利益相反管理体制

それで、順序が逆になるのですが、利益相反管理体制の整備のほうから先に見ておきたいと思います。

##### 1. 金融商品取引法36条2項～5項の追加（2項が中心）

金融商品取引法36条の規定というのは、もともと業者に対して顧客への誠実・公正義務を命じた規定ですが、従来の規定を1項として、さらに2項から5項の規定を追加しました。メインは2項であります。その2項の内容を分析してみようと、①～④を挙げましたが、主語は「特定金融商品取引業者等」となっています、これが名宛人であります。

①特定金融商品取引業者等は、②当該特定金融商品取引業者等またはその親金融機関等もしくは子金融機関等が行う取引に伴い、③当該特定金融商品取引業者等またはその子金融機関等が行う金融商品関連業務に係る顧客の利益が不当に害されることのないよう、④内閣府令で定めるところにより、当該金融商品関連業務に関する情報を適正に管理し、かつ、当該金融商品関連業務の実施状況を適切に監視するための体制の整備その他必要な措置を講じなければならない。

規定の文言上は、特に「利益相反」という言葉は使っておらず、利益相反のみが対象であることが明示されているわけではありません。しかし、立法の経緯、目的、趣旨を見ますと、利益相反に係る管理体制の構築がこの規定のメインであるということになろうかと思います。

##### 2. 立法担当者の解説

当時の立法担当者の解説をレジュメに抜き書きしておきましたが、ここで注目すべき指摘があります。求められる利益相反管理体制の内容は何かということですが、各金融機関・金融グループの自主的な取組みを促したい、そのため詳細なルールは必ずしも規定し

ない、基本的には欧米を参考にして、そこに挙げたような原則的な規定を整備する方向で検討されるというふうに、当時の立法担当者は説明をしていたわけでありまして、実際、後で見ますように、政令や内閣府令ではその方向で規定が整備されています。

### 3. 政令・内閣府令

#### (1) 特定金融商品取引業者等 定義は法36条3項

もう少し36条の2項以下を見ていきますと、まず、名宛人である「特定金融商品取引業者等」の定義は、法36条3項にあります、「金融商品取引業者等のうち、有価証券関連業を行う金融商品取引業者（第一種金融商品取引を行うことにつき第29条の登録を受けた者に限る。）その他の政令で定める者をいう。」とされています。ここでいう政令が施行令15条の27であります、「登録金融機関」が特定金融商品取引業者等に含まれることを明らかにしているわけです。現在の政令も、このときから変わっていないということです。

立法担当者の解説によると、新たな義務付けであり、負担を強いることになるので、利益相反を生じる、したがってそれを抑える必要性が高いと考えられているこの二種類の業者に限定することが適当であるという考え方に基づいているのだというふうに説明しています。ただ、後で見ますように、実は、法律でもってこういう利益相反の防止体制を規定するからみんなそれを守れと言っているわけではなくて、身の丈に合ったことをしなさいと言っているわけですから、この二種類の業者に限る必要も必ずしもなかったようにも思うのですけれど、現在も同様に限定をされているところです。

#### (2) 親金融機関等（法36条4項）・子金融機関等（法36条5項）

これは、特定金融商品取引業者等による利益相反管理体制の構築が求められるグループの範囲を画する概念ということになります、①当該特定金融商品取引業者と密接な関係を有する者であって、かつ、②金融商品取引業者、銀行、協同組織金融機関その他政令で定める金融業を行う者が、親金融機関あるいは子金融機関だということになります。

その政令で委任されているところは、施行令15条の28第1項が親金融機関、第3項が子金融機関の規定になっています。実は、そこには具体的なことは規定していません、そのまま15条の16の規定をさらに準用するという規定ぶりになっていまして、15条の16はどうなっているかというと、1項各号というのは親銀行等の定義規定ですが、こ

れは親会社、それから親会社の子会社ですから、兄弟会社、そして親会社の関連会社が挙げられた上に、特定個人株主というものが登場してきます。特定個人株主というのは、その総株主等の議決権の50%超を保有する個人ですが、当該特定個人株主が議決権の50%超を有する他の会社であるとか、あるいは20%から50%以下の議決権を有する会社なども、密接な関係を有する者として含まれているわけです。一方、子金融機関のほうはどうかというと、15条の16第2項各号で、特定金融商品取引業者等の子会社と関連会社が子金融機関等になるということあります。

金融業を行う者というのは、施行令の15条の28第2項で、商工組合中央金庫や保険会社などが挙げられるとともに、海外の金融商品取引業者、銀行、保険会社が含まれています。全体を見ますと従来のファイアーウォール規制の対象範囲とほぼ同様ですが、例外として、国内に拠点を持たない外国のグループ会社も、密接に関係する者として今回含まれるようになったということが指摘できるところです。

### （3）金融商品関連業務＝金融商品取引行為に係る業務その他の内閣府令で定める業務

こちらは保護対象となる顧客の範囲を決める概念であります。内閣府令は、業等府令70条の2であります。同条を見ますと、第一種金融商品取引業者と登録金融機関とに分けて規定されており、有価証券関連業を行う第一種金融商品取引業者の場合は、金融商品取引業または登録金融機関業務、そして35条1項の付随業務（子金融機関等が行う相当する業務を含む）が挙げられており、これらの取引の相手方顧客が保護されることになります。登録金融機関の場合も、似たような規定になっています。

### （4）利益相反管理体制の内容

この規定で一番中心となるのは利益相反管理体制の内容ですが、具体的なことは内閣府令の業等府令70条の3に委任されています。そこに先ほどの立法担当者の解説にありましたような規定が置かれています。

①顧客の利益が不当に害されるおそれのある取引（対象取引）を特定するための体制の整備、②顧客の保護を適正に確保するための体制の整備（以下の方法その他の方法）をしなければならないとし、②の例示として、チャイニーズウォールの構築、取引の条件または方法の変更、取引の中止、さらに顧客への適切なディスクロージャーといったものが挙げられています。この体制を整備し、適正に履行するわけですが、③その措置の実施の方

針の策定及びその概要の公表が義務付けられています。そして、④対象取引の特定に係る記録、②の体制の下で実施した措置に係る記録は保存し、作成の日から5年間保存する義務があるとされています。

このような規定ぶりになったのはなぜかというと、立法担当者の解説によれば、いわゆるプリンシブルベースの規制であると言っています。法令に細かいところまできっちりと規定するというのではなく、法令の定めは概括的なものにとどめ、具体化は業者の自己規律、創意工夫を求めるものであるということです。

ただし、それをモニタリングすることは忘れてはいけないのであり、先ほどの①から④の措置に関して、実施の方法、当該措置の実施を所掌する組織及びその人員の配置について業務方法書に記載させて、当局に提出させる。これによって、当局が検査等でチェックをする、場合によっては業務改善命令の対象となるという仕組みを採用したわけです（業等府令8条6号へ、45条10号）。

記録作成というのは、当局による事後的な検証の資料になりますし、場合によっては、裁判所の文書提出命令の対象となって、訴訟にも影響してくる可能性があるわけです。

金商法に定められた利益相反の管理の方法ですが、部門の隔離や顧客への開示によって利益相反問題がもし効果的に解決するというのであれば、金商法だけではなくて、商法や会社法、さらには民法にも利益相反の規定がありますので、何かヒントになるのかもしれません、あるいはそれほど役に立たないというご批判もあろうかと思います。

## （5）利益相反取引の特定

利益相反が問題となりそうな取引の特定について、それではどうすればいいのかということでおいわゆる監督指針、ガイドラインを見てみたのですが、具体的なことは明確ではなく、これだけではわからないという感じがします。ただし、「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」のIV-1-3（5）で、具体的に利益相反管理統括者の設置に言及をしています。その統括者が営業部門から独立性を確保して営業部門に対して十分な牽制を働かせているかということがその検査項目に挙げられていますので、こういうものを置くことが一つ示唆されているということです。

ここでは、営業上の圧力は強くかかるだろうと予想される反面、どのような取引が行われているのかという現場の情報、知識というものが必要であるという、なかなか両立するのは難しいような要請があって、そこで管理統括責任者を置くことが考えられ、しかも、

それは特にどこに置かなければいけないというのではなくて、現場の支店などにもそれぞれに置くことも考えられるのかなという感じがします。

#### (6) 経営者の責任

万一顧客に損害を与えたというような場合を考えてみると、チャイニーズウォールの構築などがどの程度経営者の責任の否定につながるかということですが、内部統制の構築・運用に関する事柄ですので経営者としての善管注意義務の違反が問われることになると思います。ただ、ご案内のように、最近の判例を見ていると、全般的に経営判断の原則の適用による経営者の裁量の尊重がみられ、事業会社の内部統制についての責任となると、あまり厳しく問われていない、世間並みというか、業界並みのことをしておけば、万一のことがあっても責任を問われないというように解され、このあたりがどうかということは、またご議論いただければと思います。

### V. ファイアーウォール規制の見直し

#### 1. 現行規制に対する審議会等の指摘

先ほど指摘をしました審議会では、①規制内容が形式的・画一的で、弊害に的確に対応できない、②規制が過剰である、③実効性の確保に疑問がある、といったかなり厳しい指摘がなされていたわけです。

#### 2. 金融商品取引法の見直し

それでは、具体的にどのような改正がなされたのかということですが、ファイアーウォールの中でそのまま2008年まで残っていたものとして、役職員の兼職制限というものがありました。これについて、金融審議会金融分科会第一部会報告「我が国金融・資本市場の競争力強化に向けて」（2007.12.18）では、利益相反管理態勢の整備を求めるので、「役職員の兼職規制については撤廃することが適当である」という指摘がございました。

その結果、改正前の金商法31条の4第1項、第2項で証券会社等の有価証券関連業を行う業者の役員が親銀行、子銀行の役職員を兼任することを禁止していたわけですが、これは廃止されました。また、証券会社等の有価証券関連業を行う金融商品取引業者の常務に従事する取締役が、親子関係にない銀行等の金融機関の常務に従事することが第3項で

禁止されていましたが、これも廃止となりました。

代わって、その当時の31条の4第4項が現在の同条第1項に繰り上がり、事後届出制度にすると。それは第一種金融商品取引業及び投資運用業を行う金融商品取引業者の取締役・執行役が、銀行に限らず、他の会社の役員を兼務する場合（及びその地位を退任する場合）は、事後に届出をしてもらうことで、一応兼職に関わる情報は金融庁で把握できることになります。

それから、現行の金商法31条の4第2項は新設でありまして、具体的には第二種金融商品取引業者を指しているのですが、二種業者の取締役・執行役が親銀行等、子銀行等の役員を兼務する場合（及びそれを退任する場合）の事後届出制度を導入しています。

このような形で兼職規制を撤廃し、ただし、事後の届け出制度は残したということです。

### 3. 内閣府令事項の見直し

#### （1）顧客に関する非公開情報の授受

これは金商法44条の3第1項4号に基づいて業等府令153条1項7号と8号に規定が置かれています。2008年改正前には、第一種金融商品取引業者が、有価証券の発行者等に関する非公開情報を第一種金融商品取引業者の親法人や子法人から受領すること、あるいはその親法人や子法人に対して提供することを原則として禁止すること、また、金融商品取引業者が親法人あるいは子法人から取得した顧客に関する非公開情報（書面の同意を得ていないもの）を利用して勧誘に使うことは禁止とされていたわけです。

これに対しては、前述の第一部会報告「我が国金融・資本市場の競争力強化に向けて」では見直しを提言しています。ただし、少し複雑なことになるわけですが、個人と法人を分けて、個人については現状維持、オプトインを維持することになっています。本人が同意をしない限りは、個人情報を業者間で提供することは禁止すべきであるとされました。

それに対して法人は、明確にオプトアウトの機会を付与しておけば、法人に関する情報はグループの間で共有してもよろしいと、このようなつくりに改めることが提言されました。法人情報について大幅に緩和をすることで、このオプトアウトの制度による法人顧客の非公開の情報がグループ内で共有され、しかも役職員が兼任をしているということになりますと、相乗効果が期待されると指摘されました。

これらの指摘を受けまして、改正後の業等府令153条1項7号・8号に153条2項

が追加され、この153条2項が、法人については、非公開情報の提供について書面による同意があるものとみなす、そしてその法人が積極的に非公開情報を共有されることは困るというのであれば、提供の停止を求める機会を与えておくということを条件に、書面による同意を擬制するという規定を置いたわけです。

立法担当者の解説によりますと、一方では、顧客情報保護の意識が高まっているので、それに応えなければならないが、法人顧客について明確にオプトアウトの機会を与えておけば、それでよろしいのではないかという解説になっています。法人というのは、これによると、形式的な基準により決定され、法人格が付与されているものをいい、必ずしも登記されていることを求められるものではないと説明されています。それから、法人顧客についても、従前のオプトイン制度は廃止されていないという説明がなされています。

そのオプトアウトの機会をどう提供するかですが、情報を入手してグループ会社に提供する者が、その発行者等に対してオプトアウトの機会の提供をするということです。機会が適切に提供されているかどうかは、個別事案ごとに判断をするが、個別通知をせずにホームページで公表する方法で機会を提供するというのは、担当者の解説によれば、否定的な記述になっています。あらかじめグループ会社に提供する非公開情報の範囲というものは知らせる必要があるのではないかということです。

もう一点、親子法人から非公開情報を取得した金融商品取引業者が、その勧誘にその情報を使えるかどうかということについては、改正後の業等府令153条1項8号に規定がありまして、第一種金融商品取引業者の場合は顧客の同意が必要で、これに対して第二種金融商品取引業者と投資運用業者は同意が不要という振り分けになっています。

## （2）内部管理目的による非公開情報の授受

もう一点、非公開情報の授受について論じるべきは、内部管理目的による授受であります。改正前は、金商法44条の3第1項ただし書を受けて、業等府令151条、152条で、当局の承認を条件に、書面による事前の同意がなくても、グループ内で授受が許されていました。これに対して前述の金融分科会第一部会報告は、当局の承認は不要である、ただし監督の強化をする、という提言をしていました。これを受けまして、改正前の業等府令151条と152条は削除されました。

これに代わって、改正後の業等府令153条1項7号リにおいて、情報漏洩防止措置が要求されることになりました。内部管理に関する業務というのは、153条3項に定義が

されています。また、153条1項9号では、目的外の利用の禁止が掲げられていますし、管理体制など、業務方法書への記載も要求されています（8条6号ト）。

証券会社が非公開情報を提供できる相手方は、特定関係者（業等府令153条4項）で、その業者の持株会社や親銀行、子銀行などが含まれます。逆に、証券会社が非公開情報を受領できる相手方は、親法人等、子法人等ということになるわけです。

### （3）銀行等の優越的地位の濫用の防止

先ほどの議論の中でも出てきていたのですが、ファイアーウォールをなぜ設けるのか、さらには銀証をなぜ分離するのかということと関連して、銀行等の優越的地位の濫用の防止ということが指摘されていました。これについて、前述の金融審第一部会報告では、金融商品取引法においても明文で禁止すべきだと指摘をしていました。これを受け業等府令の153条1項10号が追加されて、優越的地位の濫用の防止を明文で禁止をしたわけです。

### （4）主幹事引受制限の緩和

2008年の改正前は、証券子会社が、親法人とか子法人が発行する有価証券の引受けについて主幹事となることは、原則として禁止されていました。これに対して、やはり前述の第一部会報告では、制限の緩和を提言していたわけがありました。これを受け業等府令の153条1項4号にハが追加され、独立性が認められる他の業者が元引受けになるということ等を条件にして、この禁止が緩和されたわけです。

以上が、今回の改正点の主なところであります。

## VII. その他

これは、前述の第一部会報告で提言されていたことですけれども、発行体向けクロスマーケティングについてどう考えるかということがありました。銀行等の職員が引受けに関するアドバイスや紹介にとどまらない具体的な引受条件の提示や交渉を行うことは、「引受け」そのものに該当する可能性が高いとして、認められないということです。

そのような引受けリスクを負う証券会社に代わって銀行が引受条件の提示や交渉を行うことは問題が多いとの指摘も有力であるため、今回の見直しにおいては、今後の検討課題ということで、今回は触れないことになったわけです。

雑駁な報告で恐縮であります、いろいろとご教示いただきますと幸いでございます。  
どうぞよろしくお願ひいたします。

~~~~~

【討 論】

○近藤 ありがとうございます。それでは、ただいまのご報告につきましてご質問、
ご意見をお願いいたします。

1. 2008年改正の全般的評価

○岸田 最初にお伺いしたいのは、この改正というのは、1999年にアメリカでいわゆるグラス・スティーガル法が廃止されて銀証分離がなくなったのを受けて、10年後に日本で行われたわけですが、タイミングが非常に悪かったのではないかと思われます。日本では2008年6月6日に国会で成立したのですけれども、2008年9月15日にリーマンショックが起こって、逆に欧米では規制を強化するようになったという事実があります。日本では規制がだんだん緩やかになったのです。タイミング的に言うと、この規制緩和はおかしかったのではないかという気がするのですけれども、それについてご意見があれば教えていただきたいと思います。

○志谷 今回の規制緩和はタイミングが悪かったというのは、先生のおっしゃるとおりだろうと思いますが、今回の規制緩和は、あくまで銀行業務と証券業務の乗り入れを認めた上で、グループとしていろいろなサービスを提供できるということの緩和を求めたわけです。この問題が、ご指摘の為替デリバティブの販売行為と直接関連するといわれると、疑問なのですが。

○岸田 いや、大きな流れとして銀行がデリバティブを売るというように、さっきちょっとおっしゃったように優越的地位を利用して、銀行から金を借りている人は買わないとだめだというような一つの動きとしてはそういうものがあったのではないかという気がするのですけれども、それはどうでしょうか。

○志谷 もし2008年の緩和がそのようなシグナルを業界に与えたとしたら、これは改正を主導された方々にとっては随分心外なことだったのではないかと思いますけれども、そこは、先生から見ると、そこまでやはり考えてやるべきだった、規制緩和がやは

り甘かったということでしょうか。

○岸田 リーマンショック以後海外の国々では規制を厳しくやっているのに、日本だけ緩やかにしてますよね。

○川口 そのデリバティブは、一定のものについては、昔からできるんですよね。今回の規制緩和とは無関係なのではないでしょうか。

2. 顧客情報の利用

○河本 私は、銀証分離の問題というのは、平成10（1998）年に、銀行本体で投信の販売を認めたときに、決定的な変化が生じたと思うのですよ。これが凄い効果を上げたのです。だから、わたくしは、銀証分離は、この投信販売の解禁によって大きく崩れたと思っているのです。

なぜ、そんなに銀行本体による投信販売の効果が上がったかというと、私の経験では、定期預金を全部銀行が把握しているからですよ。それが満期になったら、これで投信はいかがですかと言ってくる。個人の預金の大部分は、中高年、年寄りの預金が大部分です。これには利息がほとんどつかない。そこへ、この投信はいかがですかと勧められると、大抵乗ってしまうんですよ。（笑）

そこへもってきて、非常に不幸だったのは、リーマンショックが起こったことです。比較的安全で少々もうかるものという一般庶民向けのものを買ったわけですが、リーマンショックで、断崖絶壁のように落ち込んで、それから後は、何回か買い換えたが、結局は、向こうさんが「もうあきません、解約してください。」といつてきました。若ければ、また、今の安いところで買って、上がるのを待つということができますけれども、我々年寄りには、それを待っている余裕がありません。今回の金融危機で、このような経験をした年寄りは多いだろうと思いますね。もちろん、このことで、銀行に文句をいう気は、ありません。証券投資とは、そのように怖いものだということを実体験ただけです。

銀行が投信の販売に大きな効果を上げたのは、個人の財産についての情報を握っているからですよ。顧客係が、お宅の預金はこれこれありますが、これで投信はいかがですかといつてくる。これはいいのですかね、一体。条文の上ではこれはどうなっているのかなと思ったことがあるけれども、それは、先ほどの情報の共有という問題ではどうなっているんですか。

○志谷 個人情報の場合は共有してはいかんと。つまり、書面で事前に同意がないと保有はしないけれども……。本日の報告は、銀行と証券子会社間の情報の共有が問題でありまして、先生ご指摘の銀行本体による情報利用、銀行部門と投信販売部門間の、銀行内部の情報の流れは、対象ではございません。

○森田 銀行はもちろん投信は売れますけれども、きょうの話は、親子会社を通じてとか……

○河本 それは分かっていますが、銀証分離の問題で実際上最も大きな効果を上げたのが、銀行本体による投信販売です。ここでは、顧客の預金についての情報を銀行が握っているからこそ、あれだけ投信販売の実績を上げたのですよ。ここでの情報管理はどうなのか。それをついでに聞いているのです。

私は、ここでの情報の分離は無理だと思いますね。銀行の大きな営業店なら、銀行業務担当と投信販売担当とを分離することは可能かも知れないが、地方の営業店でこの両者を完全に分離することは無理だと思いますよ。第一、そんなことをしたら、客にとつて非常に便利が悪い。

○森田 先生は金持ちになっていて、適合性の原則で、リスクにたえられる人だというのではありませんか。

○河本 いやいや、たえられませんわ。（笑）証券取引には、やっぱりこういう大波があるんですよ。

○森田 適合性原則とかは当然かかってくると思いますが、ただ、情報のおっしゃる点は、報告者は別法人の場合のことをおっしゃったけれども、同一法人の場合はどうなってるんでしょうね。確かに、銀行は投資信託の販売ができますよね。そうすると、まさに同じ銀行が情報を把握しているという状況が……。

○河本 2009年2月に、日興アセットマネジメントが、「銀行投信窓販10周年記念プログラム・投信窓販白書」を公表しています。これは、同社が、全国の販売担当者への意識調査やディスカッションで得た結果をまとめたものですが、その冒頭の〔要点〕の一つとして、「販売担当者は、必ずしも明確な評価体系がない中でも顧客に誠実に向き合い、投信の普及に努めてきた（そして驚くべき成果をあげた）。だからこそ現在、顧客の大きな失望に対して胸を痛めている。今こそ『なぜ銀行が大事な顧客にリスク商品をすすめるのか』に対するメッセージとコメントが求められている。」と述べています。

これを読んで、私が思ったのは、まず、銀行本体で投信を販売すれば、なぜ「驚くべき成果」があがるのか、ということですが、それは、銀行が客の財産、つまり預金を握っているからでしょう。つまり、客の資産情報を握っているから、そんなに売ることができたのでしょう。

そのような大きな成果を挙げたところへ、今回の金融危機がやってきて、多くの客が大きな損害をこうむった。それで、証券投資には、このような本質的な危険が伴うのだということを実際に経験したということでしょう。

それで、きょうのご報告は、親会社と子会社の間の情報共有の問題ですが、銀行本体で投信販売をする場合の情報共有の問題は、一体どうなっているのか。私自身も一遍調べてみようと思いながらも、そのままになっているのですが。

3. 投信の窓口販売

○森田 ただ、最近、投資者被害問題といえば、例の為替デリバティブのそれが新聞によく出てきまして、投資信託で損をした、困るんだ、泣いているという報道はあんまり見ないように思うんですけど。

○河本 金融恐慌による値下がりは、仕方がないとしてあきらめているのではありませんか。

○加藤 今のお話と関連するのですが、銀行が投信の窓販を行うことは、36条2項が要求する顧客の利益を不当に害しないような体制の整備の対象になっていないということでしょうか。今の河本先生の問題意識は、預金取引と投資信託の売買という2つの取引があって、その2つのうち、銀行にとっては顧客の資産が預金取引から投資信託に流れるほうが例えば手数料を得ることができるので望ましいが、顧客にとっては預金取引を継続する方が得であるといった場合に、銀行が投資信託への乗り換えを積極的に勧めることは、顧客に不当に不利益を与えることになるのではないかというご趣旨だったと思います。そうすると、本来は、銀行による投信の窓販は、36条の2項が要求する体制の対象とすべきだと思うのですけれども、現在は全く対応されていないという理解でよろしいでしょうか。

○志谷 今、加藤先生がおっしゃったことは、36条の2項を見ると、要するに親子会社じやなくて、その中でも、登録金融機関が自分の銀行業務の顧客と証券業務の顧客がいて、その取引に関連して証券業務の顧客を害してはいけないということなので、36

条の1項の誠実義務の問題とはなりましょうが、具体的にそれについて個々の金融機関でどのような体制がとられているかについては、手元に資料がございません。

○加藤 つまり、監督指針にもないということですよね。監督指針もやはり企業グループのことを念頭に置いてつくっているという……。

○志谷 つまり、この監督指針を見て、具体的にどういうふうにしたらいいかということはわからないですよね。まさに監督官が現場に来て検査されて、ああだこうだと指摘をされて初めてというようなこともあり得るのではないかと思うのですけれど、わかるのは、内部統括責任者を置くというぐらいの示唆しかここにはないですね。具体的な対策は、各金融機関で考えるしかないですね。

○川口 少なくとも、登録金融機関の個別禁止業務の中には入っていないように見受けられますね。

4. 利益相反管理体制

○黒沼 今の点ですけれども、顧客情報を利用できるかという点については、投資信託の窓口販売というのは、登録金融機関が本体で行える業務ですから、同一法人内なので、利用はできると思います。しかし、乗り換えさせるという行為自体が利益相反になるかどうかとか、不適切な行為として監督の対象になるかというのは、一応それとは別問題なので、そちらのほうで規制がかかるのではないかと思いますが、いかがですか。

○河本 利益相反の問題ですが、銀行による投信の窓販についていえば、銀行からすれば、客から預かった預金の貸付先も減少している状態のもとで、その預金で投信を買ってもらえば、手数料が得られて、信託報酬等が毎年入り、他方、微々たるものとはいえ預金利息は払わなくてよくなるということを考えると、預金で投信を買わせるのは、決定的な利益相反と違いますか。（笑）

○行澤 チャイニーズウォールを作りました、指針を明らかにしました、それをモニタ一することなのですが、それが実効的に効いていたかどうかという検証は必要なんじゃないですか。

○志谷 本日報告をしました2008年の改正を見て、一方で利益相反の管理体制をつくるということと、それからもう一方で、ざっと条文に上げたような具体的な禁止行為を挙げるというのと、やっぱり規制の仕方は分かれているんですね。ということは、具体的な禁止行為に挙げられていないことで利益相反に当たるのは何かと、ここカバー

はどうなるかということですが、はつきりしない。

○行澤 そう、そこなんですよ。プリンシブルベースというなら、結局、金融庁の監督行政の実効性がまさに焦点になるんじゃないかと思うのですが。

○志谷 しかし、先ほどの乗り換えの問題については、明確に指摘はされていないのです。

○行澤 だって、世の中全体の流れが、もう貯蓄から投資へと誘導されてきました。

○森田 私も投信を銀行で買ったことがありますけれども、まず店頭へ行けば、確実に場所は違いますよね、普通の窓口と。資産家が来られる窓口は、ちょっとブースみたいになっていて、まず違います。それから買うときには必ず、適合性原則に合っているかというチェック項目だと思いますけれども、あなたは投資経験がおありますか、金融資産はどれぐらいお持ちですか、今回は余裕資金ですか、リスクはどの程度おとりですかというようなことを皆聞きますし、書かせますよね。ですから、もともとの適合性原則自体については守っていると思います。

ただ、一番最初が、先生のおっしゃるように難しいところですね。買う段階ではやっていると思うんですよ。だから、一番最初の聞いてはならん話をしたらいかんという、そのところの問題は、おっしゃるような体制か何かでチェックするべきではないかと。でも、お金をたくさん持っている人はある程度はしようがないと思いますが…

○河本 やみくもに勧めたって、証券みたいなものは売れるはずがないので、やっぱり、預金をしていても利息がゼロに近いのでよいものをと考えている人のところに行って勧めて初めて効果があがるのだと思うのですよ。その意味では、資産情報のみならず、その財産を預かっている銀行は強いですよ。

○森田 だから、アメリカ系の証券会社が日本へ来て顧客に資産状況を尋ねたら、顧客は「だれが言うか」という態度をとったようですね。

○河本 そうそう、富裕者層の情報が集まらないというので、日本から引き揚げたという話しがありましたね。

○森田 ところが、銀行は信頼関係に基づいて情報を持っているから、勧誘しやすいですね。だから、これが適合性違反になるかならないかというのは、ある程度把握できてしまうのですね。

○川口 銀行については、そういうマーケッティングも認めたということですよね。投信の窓口販売の解禁とともに、顧客の情報を使ってもよろしいというふうに踏み込んで

やつたのではないでしようか。ただし、今は郵便局でも投信が売れます、郵便局の特性からお年寄りの顧客が多く、この点で、別の考慮が必要かもしれません。

○森田 田舎に行ったら、そこでたくさん預けてますね。

○河本 局長さんが言うから投信を買ったというようなことになる。（笑）

5. 銀証分離とファイアーウォール

○龍田 ファイアーウォールの意味がひとごと随分変わってきたように思います。初めにファイアーウォールをやかましく言っていた時分は、親銀行と子証券会社の従業員が手に手をとってお客様を訪問してはいけないとか、要するに、系列関係にない証券会社の業務が不利益を受けることを防ごうということが主だったように思います。それと並んで、利益相反の問題ももちろんあったと思います。事業会社が資金を調達するのに、直接金融で社債などを発行するか、それに代えて銀行の借り入れで賄うか、その選択が資金供給者側に握られてしまっては困るという狙いがあったと思います。

先ほど河本先生が出された問題は、これらとは別のものですね。適合性の原則といつても、従来の意味とは少し違うように思われます。業務範囲が広くなった金融機関において、顧客をどのように扱うのが時代の要求に合致するかという観点から考えない場合には、答えが出てこないように思いますね。

もともと銀証分離というと、リスクの大きい証券業務のために銀行などの金融機関が損害を被り、預金の還付が受けられなくなるような事態を防ぐことを狙っていましたね。——1929年の大恐慌のときに“Bank of the United States”というえらい大層な名前の民間銀行が、取締役の経営する証券会社に資金をつぎ込んで倒産したことがきっかけのようです。この銀行の預金者はほとんどが移民でしたが、そういう人たちがなげなしの蓄えを返してもらうことができなくなってしまった、大きな社会問題が起り、いわゆるグラス・スティーガル法ができたといわれます（龍田節「銀行と証券」〔1975-1〕アメリカ法1頁）。もともとはそれが発端でしたが、現在はそういうことはほとんど考えられないようです。

銀行、証券その他の金融業を、一つのグループとして営むことができるという前提の下で、ものごとを考えなければいけない時代になったようです。ここに出てくる対応策を見ましても、片方の損が他方に響かないようにというような配慮は何もなくて、もっぱら業務のやり方ばかりを問題にしている。もう少し根本的に考えてもらわなければ

いけないのではないかという気がしてきましたね。

○森田 銀証分離政策のもう一つの柱は、条文には出てこなかったのですけれども、銀行は株式を保有してはいけないというのもあったと思います。そっちのほうは、持っている余裕がなくなって、どんどん銀行は株を売っているというような状況が経済現象として起こっていますね。

○河本 日本でも、バブル崩壊の後、銀行の保有している株式の市価がどんどん下がっていって、決算に与える影響が予測が付かないで、保有株式は手放そうという動きが出てきましたね。

○森田 それが健全経営ですね、結局は。

○川口 現在では、自己資本を超えて銀行は株式を持てないような立法になっていますね。

○森田 それもあるから、別にグラス・スティーガル法と言わなくても、銀行の健全経営という観点である程度規制が進んでいるという感じですね。

○川口 しかし、引き受け業務などはやっぱりできないですよね。本体では。それはやはり引受リスクが銀行経営に及ぶことを懸念したものかと思います。

○森田 そこでは、典型的な利益相反パターンが出てくるのですね、きっと。

○河本 アメリカは、今度の改正でも、株を子会社を通じて持つてはいかんという規制はまだ外してなくて、残しているのでしょうか。

○岸田 今、河本先生がおっしゃった1997年に銀行法が変わって、2000年に商法が変わって時価主義になったから、それでもう含み益を出さなくなったという動きがあります。

6. 銀行の優越的地位の濫用

○岸田 ちょっと別の問題をお伺いしたいのですけれども、11ページの優越的地位の濫用ですが、違反した場合にどうなるんですか。私がお伺いしたいのは、優越的地位の濫用の禁止とか抱き合せ販売の禁止というのは独禁法19条の不公正な取引方法の禁止にあるのですけれども、例えば銀行が、これを買わないと貸さないとか、あるいは銀行のほうが力が強いから相手方に不利な条件でも買わせるということは、多分独禁法の違反にもなると思います。銀行と金商法の関係は、両方ともひつかかるというのか、それとも優越的地位濫用の業等府令の153条の1項10号に違反した場合は、単なる行

政処分だけですか。私法上の効果は関係ないんですか、それは無効だとか、ちょっと教えていただきたいと思います。

○志谷 理解しているところによれば、これは行政処分の対象にはなるけれども、それが直ちに私法上の効力に影響を及ぼすかとなりますと、私は否定的ですね。

○岸田 そうすると、独禁法は使えるわけですね。例えば借りたほうがデリバティブで損をしたという場合に、買いたくなかったのに買わされたというので、独禁法違反ということは争えるわけですか。銀行の場合はそれで争った事件がありますから。

○志谷 ですから、それは独禁法の問題としてやることですね。しかし、金商法のほうでは、一応こうして明文の規定に書いたのだけれども、私人が直接援用して損害賠償を求められるのでしょうか。民法の不法行為なら別でしょうが。

○岸田 後のほうでおっしゃったいろんなものは、ある意味で独禁法にも違反しますよね、不公平な取引、利益相反とか、何かそういうのが関係する場合があり得ますよね。その場合、裁判のことを考えると、独禁法と金商法と両方ひっかけて訴えることができると。それとも、これは別個だからできないというのかどちらでしょうか。

○志谷 独禁法でやるのでしょうかけれども、金商法違反が私法上の行為にどう影響するかというのは、明確ではありません。例えばその取引が無効になるかというような話はどうでしょうかね。

7. 利益相反管理体制

○近藤 利益相反の管理体制の内容についてですが、具体的な内容は内閣府令に委任されているながら、実はあまり明示的に規定されていません。志谷先生は、ここでの規制が他の分野における利益相反問題の模範的な解決方法かという問題提起をされたのですけれども、やはりこのような規制というのは、金商法のこの場面で初めて妥当する規制の仕方かどうかという点はいかがでしょうか。

○志谷 現在は、金商法の場面でしか妥当しないのではないかというふうに思っています。それはやはり、とにかくはっきりとこうしようと言っているわけではないのですけれど、行政が例示的にこういうふうな方法もありますよということを示し、それについて検査するときに、そういう点を重点的に行政が検査し監督をするという体制があつて初めて、これは機能するものであって、そういうバックグラウンドがないところでは、どうも実効性はないよう思います。

○前田 利益相反管理体制と経営者の責任についてのお話がありました。経営者の責任といったときに、どういう場面を念頭に置いておられたのかということの確認なのですけれども、志谷先生のお話では、利益相反管理体制に不備があったために顧客が損害を受けて、そして第三者である顧客が取締役に会社法上の責任を追及したというような場面を考えておられたのでしょうか。

○志谷 はい、そうです。

○前田 あと、利益相反管理体制が不備だったために、証券会社が行政処分を受けて会社に損害が及んだという場合には、取締役の会社に対する責任も問題にはなり得るのでしょうか。利益相反管理体制の整備は、金商法上の義務ではありますけれども、会社法上の取締役の法令遵守義務を介して、結局、利益相反管理体制の整備は、取締役の会社法上の義務にもなっているという理解になるのだと思います。

そして、志谷先生は、一般に内部統制システムの内容は、非常に広く裁量が認められているから、責任を認められることはほとんど考えにくいというお考えであったかと思います。確かに内部統制システムの内容は、まさしく経営判断事項ですので、取締役に広い裁量が認められるとは思います。

ただ、ここの利益相反管理体制というのは、内部統制システム一般とは少し違って、枠がはまつた内部統制システム、管理の体制ですね。ですから、それほど具体的ではないにせよ、監督指針等で相當に枠ははまっていますので、恐らくは、その監督指針等で決められたことからはみ出せば、取締役の任務懈怠を認定しやすいことになるのではないかでしょうか。

○近藤 先ほど体制は各業者の創意工夫に任せるというご指摘がありましたが、むしろ一般の事業会社の場合に比べて管理体制というのは裁量の余地が広いという逆の理解をしてしまうと、それは、間違いなのでしょうね。

○前田 一般的な内部統制システムにつきましても、会社法あるいはそれに基づく会社法施行規則で枠をはめてはいますけれども、それは本当に抽象的な枠になっていますね。それに対してこちらのほうは、それほど具体的でないにしても、監督指針で、どういうことについてはどういう体制になっているかをちゃんと定めなさいということになっていますので、相当に差はあるのかなというふうに思うのです。

○志谷 もしも金商法上の内部統制あるいは利益相反管理体制が、一般事業会社よりも規制が緩くなるとすると、法に規定を置いた意味が問われることになりそうです。

8. 役員兼任規制

- 森田 それと、レジュメの8ページに、事後で役員兼務を届け出なさいとあるでしょう。これは全く無駄な規制と違いますか。
- 志谷 せめてそれくらいはしておきましょうと。（笑）
- 森田 規制というのは何か目的があるわけでしょう。インサイダー取引をしたときにつかまえたいという目的でこれを使うんですかね。
- 志谷 金融グループの業者の役員がどういう会社の役員になっているのかということをまずフォローすることで初めて、利益相反管理体制がちゃんとできているのかどうか、そういう利益相反をするような危険のありそうな子銀行や親銀行があって、そこへまた役員が派遣されている、兼任しているというような状況があるのかどうかということは、やはり行政がチェックして事前に知っておくべきことなのでしょうね。
- 森田 ということは、この目的は、先ほどから議論されている内部管理体制のチェックの一つのきっかけになるだろうと、こういうことですか。
- 志谷 チェックするときには、やはり情報がないと、どこの会社にどなたが行っているのかわからないというのでは、どうでしょうか。規制の実効性があるのか疑わしいことになるように思われます。

9. 利益相反管理体制再論

- 森本 先ほど岸田さんのおっしゃった優越的地位の問題と、前田さんのおっしゃったいわゆる内部統制システムについてですけれども、事前規制、とりわけ、投資者保護の観点から幅広く疑わしい行為は禁止するといった規制から事後の規制に変更した場合には、事後的規制のエンフォースメントについて確認する必要があります。確かに金商法の場合には行政庁、監督官庁の行政処分、課徴金、さらには、積極的な運用がなされているわけではないようですが、厳格な刑事罰の定めもあります。しかし、具体的にどういうものかは検討する必要がありますが、私法上の制裁ともある程度リンクさせないと十分なものといえないように思います。そのようなインフラを整備しないまま事後の規制中心主義に変えることがいいかということになります。行政処分の対象となる不適正さと民事責任の対象となる違法性の範囲が違うのはやむを得ないと思いますけれども、やはりこの規定を根拠に、取締役の責任なり、あるいは投資者保護のための私法上の制

裁が問題となるような解釈論的努力をしないといけないのでないでしょうか。最初に河本先生の言わされたことも同様で、限度はあるでしょうけれども、限界線上にある人に対しても適合性原則を緩やかに適用するとか、あるいはこちら辺の規定を引っ張って私法上の利害調整を可能にする弾力的解釈をしないと、このスキームはやっぱり問題であるということになるのではないかでしょうか。

事前規制から事後的規制に変えるというのはそういうことで、解釈的努力が必要だし、我々も裁判官も考えなければならない、そういう思考の変換をしなければならないという感じがしたのです。ただ、お役所はやはり形式解釈中心で、結局穴がぽんぽんあいて、後追い的にいろんな規制が出てくるということなのでしょうか。細かなことがわからない者や感想的なことだけで申しわけないのですが、何かもう少し努力をしてみる必要があるのかなと思いました。

○龍田　　投資信託はまだましなほうかもしれませんよ。河本先生はひどい目に遭ったと言われますが、今後はデリバティブその他、もっと厄介なものが出てこないとはかぎりません。これまでにも、銀行が金を貸してやった資金で危ない取引をさせたことの責任を問われている判例がありますね。あるいは、銀行が非常にやばい資産を抱え込んだときに、これを証券化して、預金者にいい商品がありますよという形で証券会社を通じて売らせるなど、そういうことになってきますと、行政的に取り締まらなければならぬのはもちろんですが、私法上の効果、あるいは取締役の責任、こういうものを十分考えていかないといけませんね。

○行澤　　その点で金融商品販売法の思想的な前提がやはり問い合わせるべきではないかと思います。自己責任原則を前提として、元本欠損あるいはそれに類似する損失のリスクだけを伝えればいいということになっている。適合性原則も、いわゆる説明義務になっているわけであり、何かその辺が見直される必要があるのではないかでしょうか。私は、森本先生のおっしゃったことですごく意を強くしたのですが、会社法などでも、自己責任ベースの情報開示で全部処理しながら、結局、実体法の規制に踏み込んでいる。そして情報開示だと言いながら実体法上の問題に食い込んできているのに、実体法に踏み込まないという建前をあくまで押し通すと、今度は、私法上の責任というのがあいまいになってくる。そのための手当てとして、今、利益相反禁止による顧客の損害という点を、金販法の改正強化などを通じてきちんと対処しないといけないのではないかとうふうには思うのですけれどね。

○志谷 金販法ですか。適合性原則を組み込んだ形で説明義務を強化したといえますね。

ただ、実際の裁判の場では、金販法の適用が原告から主張されてはいないですね。

○行澤 ええ。結局、そこが私法上の責任、いわば投資サービス法における私法上の責任の一つの目玉だったわけですよね。だけど、そこがあまり金商法の動きと連動し切れていないのではないかという印象を持つのですけれども。

○洲崎 今回のルールでは、ご説明があったように、各金融グループに適用されるルールは各金融グループの創意工夫で策定しなさい、しかしそ後のモニタリングは金融庁が行うということになっていると思うのですが、そのモニタリングの際に、経営判断原則的なルールが働くということはないのだろうと思います。各金融グループがルールを策定した際に、十分な情報を集めて合理的な判断に基づいてルールをつくった以上、結果的にそのルールが失敗だったとしても、金商法違反で処分を受けないということにはならないと思います。策定したルールがおかしければ、行政処分はあり得ると思います。

ただ、例えば営業停止処分を受けたり、その他行政処分を受けたということでその金融グループの評判が落ちて売り上げが落ちた、そのことによる取締役の民事責任が問題になる場合には、経営判断原則的なルールが働く余地はあるのかもしれません。しかし、金商法に基づいて個社で策定したルールがまずかったときに、一般の経営判断がまずかった場合と同じように考えていいかというと、何かそこは違うのような気がするのです。

○志谷 確かに経営判断の原則は取締役の企業家の判断を尊重しようという考えに基づくものであり、経営リスクを積極的にとる場面を想定しています。そうすると、ここでの利益相反体制の構築はやはり質的に異なりそうです。

○森田 だから、それは民事サンクション以外にもお上の目が来るからね、どうしてもそれはちゃんとしなければいかんのと違いますか、普通の人間として。だから、それが民事責任の段階に行ったら、おっしゃるようなことですね。だから、そのときは当然やはりお上の目があるんじゃないですか。

○洲崎 ルールのつくり方がまずかったということで処分を受けるのは仕方がないと思うのですが、ルールのつくり方がまずかったときに当然に民事責任を追及されるかというと……

○森田 それは違法性の認識が足りなかつたんです。 (笑)

○志谷 違法性の認識が足らんというのは、責任がない方向ですか。

○森田 そうじゃないんですか。野村証券事件はそうでしょう。

○森本　　具体的な事例で議論したほうがクリアになると思うのですが、一般的の内部統制システムというのは、会社の業種なり経営状況なりとの関連で具体的な内容が大きく異なる可能性があり、経営判断原則が適用されることが判例でも認められています。誠実にやっている限り、幅広い裁量の余地があり、民事責任を問われることはありません。しかし、こういうところで言われているのは、利益相反禁止なら利益相反禁止といった具体的な目的があります。したがって、裁量は一切ないとは言えないけれども、その裁量は相当狭い範囲のもので、厳しくチェックされることになると思います。取締役の民事責任との関連においても相当厳しいチェックがなされるでしょう。少なくとも、会社に金がないので、本来はもう少し厳格なシステムが必要であるけれども費用対効果とも関連して緩やかなシステムを採用しましたといったことで免責されるわけではありません。裁量の余地がゼロとは思わないけれども、それは狭い範囲の中の裁量であることを強調すべきであると思います。

○森田　　無過失の抗弁が成り立つかどうかでしょうね、結局は。違法性になるようなことが起こったということは間違いないのだから、それに対して無過失の抗弁が成立するのかという話だと思いますけれどね。

○森本　　会社に対する責任はしっかりと問われることになりますが、それが重過失なら、第三者責任も問題になるでしょう。ただ、それは仕組みの問題ですが、ともかく、厳しくしてもらうことを前提にしないと、それはまた事前規制に戻らなければならないという議論にもなりかねません。

銀行の場合には、顧客、とりわけ、中小企業にも、このごろ手形は使われなくなったかもわからないけれども、要するに金の出入りがわかるわけです。そういうことを理解している人たちが資産運用を自由にやるときに、それなりの厳しい規律があって当然だという気がします。証券会社の場合には、顧客から十分な情報を得なければならず、それなりの情報を得た後の適合性原則ですけれども、銀行の場合、自前の情報である程度適合性原則の判断ができるのではないかでしょうか。誤解しているのかも知れませんが、そのようであるとすれば、証券会社に要求されるのとは違う注意義務というか、顧客配慮義務があつてしかるべきでないかと思います。

それが、最初に河本先生が出された問題だと思います。証券会社であれば身構えるけれども、銀行であるから信用した、こういう顧客の信頼を銀行が利用して商売をしているのですから、そういう状況の違いをベースに個別的に検討してきめ細かく判断しなけ

ればならないという感じがします。具体的に詰めていくとよくわからないのですが。

○森田　　だけど、グラス・スティーガル法は、龍田先生がおっしゃったように、そういうレベルよりもっと悪いやつが出てきたときのことを考えて、自分の不良債権を顧客に売り付けてしまうとか、そういうものがもともと懸念された大きな問題で、今の銀行でここまで悪いことをするというのは少ないのでないのではないか。甘いのかもしれませんけれども。そういうのが出てきたらどうするかという問題があるのではないかと思いますけれどね。

10. 金融商品取引法と消費者保護

○龍田　　金融商品取引法とか金融商品販売法など金融に関する問題と、近ごろどんどん領域が広がっている消費者問題とは、一般法／特別法として排他的な関係にあるのでしょうか、それとも重畠的な適用を考えることのできる問題でしょうか。両者は別々だという考え方か、従来は主流ではなかったかという気がします。しかし、請求権競合としてどちらも使えるといえないでしょうか。消費者法のほうがかなり進んできているでしょう。誰に対してどういう物を売ってよいか、売るときにはどういう説明をしなければいけないかは、消費者法がかなり厳しくなってきていますよね。そういう意味では、請求権競合的な考え方をとるほうがよいのかなという気がしますね。

アメリカはリーマンショックの後始末をするのに、去年7月に新しい法律をつくりました。その題目は“Dodd-Frank Wall street Reform and Consumer Protection Act”といって、消費者保護が入っているでしょう。住宅債券などの痛みが随分ひどかったことへの反省ですね。そういうことも含めて考えるほうがよいのではないかと思います。

○河本　　今おっしゃった点ですが、先ほど紹介しました『投信窓販白書』の中で、こういっているのですね。実際に客に売ってみて思ったのは、これは個人投資家なんでもない、つまり一般消費者だ。それを相手に売っているという感じを非常に強く持ったということが調査結果として出てきていますね。

今度のアメリカの改正でも、「コンシューマー」という言葉を盛んに使うでしょう。たとえば、「Bureau of Consumer Financial Protection」の設置にしても、直訳すると、「消費者金融保護局」になってしまいますが、これでは、消費者金融を規制する機関のように聞こえるので、松尾直彦さんは、順序を逆にして、「金融消費者保護局」としていますね。

だから、「インベスター」と言うと、ある程度の市民を考えるけれども、アメリカで最近盛んに「コンシューマー」という言葉を使うのは、龍田さんのおっしゃったようなことですかね。

○龍田 1933年、34年法あたりの投資者(investors)というのは、大きな情報ギャップに悩む保護すべき投資者、というイメージが頭の中にあったと思います。しかし、最近では、ファンドなどプロ投資家の存在感が強くなっています。そういう意味で若干その辺がぼけてきたので、もう一度、情報格差とか取引能力の格差といった原点に戻つて、考え直す必要がありそうに思われます。

○森田 最近はあまりフォローしていませんが、アメリカの議論をよく見ていたら、割安株を貧乏人にたくさん売る、そういうのはコンシューマーだという考え方みたいですね。ですから、そういうところではもうちょっと踏み込んで保護してやらなければいかんのではないかと。

○龍田 ペニーストックですね。

○森田 そうです。そういうふうなイメージの流れは、アメリカでも確かにありますね。

○川口 消費者契約法の適用はあるのですね。

○行澤 あります。ただ、難しい。重要事実に何が当たるかということですね。

○洲崎 少なくとも銀行預金にかえて投資信託を売るというときに、これは投資信託だと言って売れば、重要事実の説明に関して、虚偽の説明があったとは言えないだろうと思いつますから、取消権の発生は難しいのではないかと思いますね。

○森田 元本は保証しませんと言ってるんですね、ちゃんと。

○行澤 そうです、きちんと言ってます。

○志谷 その説明で保護できない消費者をイメージするということになると、やはり従来の発想から随分離れていくような感じがしますね。

○河本 しかし、金商法の目的とは何かというときに、私は、証取法時代と同じく、投資者保護だと言ってるのですが、金商法1条の「国民経済の健全な発展」という言葉に重点を置く立場は、その内容はやはり「貯蓄から投資へ」という国の政策、その背後にある「間接金融から直接金融へ」ということを考えるのでしょうか。

日本のバブルの発生とその崩壊、その後の「失われた20年」は、日本が間接金融でやってきたからだというので、それを直接金融の社会へ移せ、そのためにまず貯蓄を投資に移せと、そのためにいろんな方法を講じてきたわけですが、その直接金融の米国で

とんでもないことが起ったのですね。

だから、私は、金商法1条の「国民経済の健全な発展」というのは、飾りの言葉にすぎないとして、私は意味を持たせないのだけれども、やはり、これに具体的な意味を持たせられますか。

○志谷 基本的には、やはり今までの間接金融が優勢であったところから、直接金融も車の両輪として育成していこうというのが、国民経済の健全な発展ということに含まれていると、私は従来考えてきたのですけれども。

○河本 市場経済である限り、市場を通じての資金配分は必要なので、それには、間接金融か直接金融かと割り切るのではなくて、両方がバランスをとっていくのがいいのだろうと思うし、どちらかに一方的に持っていくということは、アメリカのように歴史があれば別だけれども、そうでない日本やヨーロッパでは無理でしょう。そうすると、結局、バランスをとる方向へ制度を構築していくということなんでしょうか。

○龍田 私は、そこまで言ってはまずいように思います。金融商品取引法第1条の目的については、少し狭いほうの解釈がよいと考えます。亡くなられた蟻山昌一先生などは、預金者がリスクを負担しないで、リスクをすべて銀行に負担させていることが経済のネックになっているので、それを改めるのが政策上大事な眼目だということを繰り返し力説されました。国の政策もそちらの方に向いてきているとは思いますが、金融商品取引法という特定の分野の法律を解釈するときに、ここまで言うのはどうかなと疑問に思います。

○河本 ということは、やはり国民経済云々というのは棚上げにしておこうということになりますか。 (笑)

○龍田 むしろ逆です。私は先生のご解釈に従っているのです。 (笑) つまり、投資者を保護することが、この法律のいう国民経済の健全な発展にほかならない。国民経済の発展を目的に掲げる法律はたくさんありますが、それぞれの法律が謳う国民経済の発展は、その法律に特有の方向に限定されたものでしょう。金融商品取引法では投資者保護がそれなんですよ。私はその解釈に説得力があると思います。

○岸田 投資者という場合は、やはり自分でリスクを負う人で、消費者の場合はリスクを負わないのではないかと思います。

2008年8月の経済財政白書、昔の経済白書ですが、それを読んでみると、初めから終わりまで全部、個人も企業もリスクを負え、リスクを負えと書いてある。ところが、

2008年9月にリーマンショックが起こったら、損した人を国が助けようとしているから、多分そういう考え方はなじんでいないでしょうね。

私が言いたいのは、投資家というのは、あくまでも自分で損をしたら何も助けを求めない人をいい、消費者というのは、そういう場合は助けてくれと言う、日本ではそこが分かれていないのではないかという気がしますけれどね。

○森本 最近は、「消費者保護法」と言わずに「消費者法」と言うように、やはりリスクテイクをする自立した個人を考えているのではないでしょうか。もっとも、消費者契約法にも、例えば株式引受けについての特則があります。消費者契約というのは、情報格差があり、いわゆるプロとは違うという観点から一般法的に規制しているので、投資についても、リスクテイクする投資者だけれども、プロから初心者までさまざまなリスクテイクのレベルがあるから、適合性原則が非常に重要だとなるのではないかと思います。消費者はリスクテイクしないとは、今どきは言えないと思います。もちろん、商品によっては違いますよ。食品なんかは、リスクテイクしたら怖いですからね。（笑）

○岸田 さっき河本先生のおっしゃった貯蓄から投資へという、その場合の投資家というのはリスクを負う人ですね。そう解しないと、あまりそれを論ずる意味がないのではないかでしょうか。経済財政白書で、皆さんリスクをとりなさいと言っている。国がそう言っているながら、リーマンショックで損をしたら、時価評価を変えたり、やっぱり損をした人を助けましょうと。だから、そういうことをやること自体、政府はあまりそうは思っていないということじゃないかと思います。日本では、そういうことをあまり分けているのではないかという気が私はしますけどね。

○森田 ただ、僕はずっと若いときから思っていたのですが、日本では配当が低いから配当を高くせよとか議論していましたね。そのときには、河本先生が法制審議会におられ、株価を5万円基準でそろえて競争させて、配当でもそうしたらいいのと違うかと言って、法律的にいろいろ技巧を凝らそうとしました。ところが、最近は、配当が高くなっています。金融商品取引法でディスクロージャーを徹底して、セグメントも書かせて、配当がなぜ低いのか、高くなあかんなというふうにディスクロージャーで持っていく。それで投資家は、そんなに配当してくれるんだったら買おうかと。これで国民経済の発展になるのと違いますか。

ですから、金商法の投資者保護という概念を突き詰めていけば、結局、龍田先生と何となしに雰囲気的には同じことを考えているのだと思いますが、国民経済の発展にそういう

う形でつながるのですね。やっぱり経済現象として、配当を増やさないことには、國民も買いません。配当は低いわ、リスクはあるわではねということじゃないでしょうか。

だから、投信というのは、今は中間段階と違いますか。個別株までよう行かんけれども、一応ポートフォリオでやってくれているから、ぼちぼちちゃんといつてると思いますけれどね。（笑）

○近藤 どうもありがとうございました。それでは、本日の研究会はこれで終わらせていただきます。