

証券取引審議会の「証券投資顧問業の在り方について」の報告書について

証取審・昭60.11.25

証券取引審議会は、去る11月25日、総会を開催し、「証券投資顧問業の在り方について」の報告書を取りまとめ、竹下大蔵大臣に提出した。

同審議会では、59年10月17日の総会で、「投資顧問業の在り方」について審議するため、「投資顧問業務等に関する特別部会」を設けることを決定した。

同特別部会では、59年12月25日の第1回会合以来10回にわたり審議を行い、第1、2回会合においては投資顧問業の現状等に関する検討を、また、第3、4回会合では関係者からの事情聴取を行い、第5回会合以降投資顧問業の在り方に関する検討を進め、去る11月19日の第10回会合で、その審議の結果を「証券投資顧問業の在り方について」として取りまとめ、総会において報告、了承され、同審議会の意見として提出されたものである。

同報告書は、「第1編 現状と問題点」と「第2編 今後の在り方」の2編からなり、第1編において、①諸外国における実情・沿革、②各国の法規制、③我が国の実情、④悪質業者による犯罪、⑤証券投資顧問業へのニーズについて述べている。次に、第2編において、まず、法制整備の考え方について述べたあと、規制の在り方として行為規制と開業規制の2つの規制方式があるとし、行為規制と併せて開業規制を行うことが適当であるとしている。更に、開業規制の各国における仕組み、我が国における考え方、投資情報出版業について述べたあと、行為規制の

内容について詳述している。また、投資一任業務について、一章を設けて説明したあと、ファンド・マネージャー、アナリストの位置づけについて述べ、最後に自主規制についてその必要性、諸外国の制度、我が国の在り方について述べ、結びとして、有価証券に係る投資顧問業に関する法律が速やかに制定され、投資家に対する十分な保護と我が国証券市場の厚みのある発展とが併せ図られることを期待すると提言している。

同報告書の全文は、次のとおりである。

昭和60年11月25日

大蔵大臣 竹 下 登 殿

証券取引審議会

会 長 谷 村 裕

当審議会は、我が国における証券投資顧問業の在り方について、別紙のとおり報告書を取りまとめましたので、ここに提出いたします。

証券取引審議会名簿

会 長	資本市場振興財団理事長	谷 村 裕
委 員	全国銀行協会連合会理事	荒 木 義 朗
	(富士銀行頭取)	
	東 電 社 長	伊 藤 昌 壽
	関 西 電 力 顧 問	加 治 木 俊 道
	生 命 保 險 協 会 会 長	川 瀬 源 太 郎
	(日本生命社長)	

委員	神戸大学教授	河本一郎
	昭和電工会長	鈴木治雄
	東京証券取引所理事長	竹内道雄
	東京大学名誉教授	館龍一郎
	日本銀行理事	玉置孝
	日本経済新聞社専務取締役	鶴田卓彦
	日本興業銀行頭取	中村金夫
	日本証券業協会会長	渡邊省吾
	(日興証券会長)	

投資顧問業務等に関する特別部会名簿

座長	資本市場振興財団理事長	谷村裕
委員	関西電力顧問	加治木俊道
	神戸大学教授	河本一郎
	読売新聞論説委員	高田通夫
	日本銀行理事	玉置孝
	日本放送協会解説委員	成田正路
	学習院大学教授	前田庸治
	山種証券社長	山崎富治
専門委員	三菱信託銀行専務取締役	新谷正
	内閣法制局第三部長	大出峻郎
	山一証券投資信託委託社長	北村一男
	日興証券副社長	小林忠雄
	警察庁刑事局保安部長	新田勇
	第一生命常務取締役	廣井欽哉

専門委員 富士銀行常務取締役 村 田 茂
日本興業銀行常務取締役 望 月 嘉 幸
日本証券アナリスト協会
専 務 理 事 由 良 玄 太 郎

(別 紙)

証券投資顧問業の在り方について

昭和60年11月25日

証券取引審議会

はじめに

当証券取引審議会は、昭和59年10月17日の審議で投資顧問業務等に関する特別部会を設けることを決定した。特別部会は、昭和59年12月25日の第1回会合以来、10回にわたり審議を行った。第1, 2回会合においては投資顧問業の現状等に関する検討を、また、第3, 4回会合では関係者からの事情聴取を行い、第5回会合以降投資顧問業の在り方に関する討議を重ねた。その審議の結果が「証券投資顧問業の在り方について」としてとりまとめられ、総会において報告、了承されたので当審議会の報告書としてここに提出する。

当審議会としては、この報告書にあるとおり、有価証券に係る投資顧問業に関し速やかに法制整備を行うべきことを提言する。

第1編 現状と問題点

第1章 諸外国における実情・沿革

1. 諸外国における実情

イ. 証券投資顧問業者とは、顧客に対し有価証券の価値又は有価証券の投資について助言を行うことを業とする者を言う。我が国では比

較的新しい業務分野であるが、欧米ではその濫觴は1910年代後半にまで遡り、今日では証券業、投資信託業等と並んで、個人、機関投資家等の資産運用及び有価証券の市場形成において大きな役割を果たしている。特に、世界最大の証券・資本市場を有する米国における発展ぶりには著しいものがある。

米国の投資顧問業者（以下、本文における「投資顧問業者」、「投資顧問業」とは、特に断らない限り有価証券に係る投資顧問業者、投資顧問業のことを言う。）は、投資助言業者法により、「報酬を得て、

①証券の価値若しくは証券に対する投資又は売買の可否に関して、直接又は出版物若しくは書面によって他人に助言することを業とする者、又は

②経常的業務の一部として、証券に関する分析書又は報告書を刊行若しくは公表する者」と定義されている。その具体的な業務内容は、①顧客への助言、②投資銘柄の選定及びポートフォリオの作成、③証券の売買、④金銭・有価証券等の保管、⑤顧客への報告、⑥刊行物の出版等から成っている。

米国の法制では、投資顧問業務は、証券会社、銀行、保険会社、弁護士、会計士等も行うことができる。

ロ. 米国の登録投資顧問業者は最近年2千件の割合で急増しており、今年9月末には10,908を数えている。これは米国における証券業者の数にはほぼ匹敵する水準である。

急増の基本的な要因としては、株式市場の活況や証券市場の拡大、更には、機関投資家の余資ないし運用資産の増大などが挙げられる。そして投資顧問業の予備勢力ともいべきファイナンシャル・プランナーからの振り替りや銀行等金融機関による子会社設立

等が目立つ。今日、これら投資顧問業者の運用受託資産額（主要な投資顧問業者約 800 社の合計額）は 1984 年末現在において約 9,200 億ドル（約 200 兆円）にのぼっている。別の見方をすれば、機関投資家等が運用を委託している資産は、銀行の信託部門、保険会社、投資顧問業者がそれぞれほぼ 3 分の 1 ずつ受託している状況にあり、投資顧問業者が重要な地位を占めていることがうかがえる。

ハ. なお、米国、日本に次ぐ規模の証券市場を持つ英国では、投資顧問業務はマーチャント・バンクや専業の投資顧問業者等によって行われている。これらの運用受託資産（主要約 130 社の合計額）は、1984 年末現在において約 1,900 億ポンド（約 60 兆円）に及んでいる。英国でも、投資顧問業務が資産運用面において大きな地歩を占めていると言える。

このほか、フランス、カナダ、スイス、オーストラリア等においても投資顧問業の展開がみられる。しかし、これらの諸国では証券・資本市場の発展状況、金融資産の蓄積の程度、直接金融の比重などの諸条件において米英両国とは様相を異にしており、それだけに投資顧問業者の活動は米英両国ほど活発とは言えない。

2. 沿 革

イ. 米国において、独立した業務分野として投資顧問業が出現したのは、第一次世界大戦以降のことと言われている。それ以前は、弁護士、銀行、信託会社、証券ブローカー等がその業務の遂行に当たり顧客、預金者等に対して付随的に投資顧問業務を営んできた。

第一次大戦における戦時国債（リパティール・ボンド）の発行により、多くの大衆が有価証券に対し関心を持つようになり、それが財政や産業の資金調達のために巨大な市場を創り出した。そこで、組織の中に投資顧問部門を置いていた企業のいくつかが、投資顧問活

動を分離独立させる傾向を強め、顧客に対し投資助言サービスの提供を専門的に行う会社が設立されるようになった。

その後、1929年のウォール街における株価の大暴落及び大恐慌を契機として、証券投資の調査・助言の重要性が強く認識されるようになり、投資顧問業者は増加の一途を辿りはじめることになる。

ロ. 第二次大戦前後に米国では証券の大衆化が進み、証券投資に関する助言をめぐる様々な犯罪行為あるいは投資家被害が発生した。こうした情勢を背景として、投資顧問業に対する必要な規制、健全な発展を望む声が強まり、1940年には投資顧問業に関する基本法である投資助言業者法が制定されている。大恐慌時の金融・証券の混乱に対処するため、1933、4年に証券法、証券取引所法、銀行法（グラス・スティーガル法）が制定されたが、投資助言業者法は、このような一連の立法の中で行われたものである。当時の登録業者数は約600であった。

しかし、投資助言業者法は、制定当初は所管行政庁である証券取引委員会（Securities and Exchange Commission, 以下「SEC」と略称。）に検査権限がないなど、違法な活動の摘発に当たって不備が多く、実効性を期待できない法律と言われていた。

ハ. そこで1960年にSECの提案に従い、次の4点にわたり法改正が行われた。

第1に、SECに広範な規則制定権が付与された。第2に、SECに自己の判断で法律に違反した投資助言業者の登録を停止又は取り消す権限が与えられた。従来はSEC独自では登録取消しが行えず、裁判所に訴え判決を得て行う仕組みであった。第3に、SECに投資助言業者の帳簿その他の記録を検査する権限が与えられた。

第4に、行為規制の中に新たに詐欺的行為禁止条項が規定され、S

ECにこれに関する規則を制定する権限が付与された。この規則制定権に基づき、広告規制や資産管理等の規制が整備された。

こうした新しい規制の導入とともに投資家被害は鎮静化し、投資顧問業の業務内容が著しく改善されている。そして、資本市場において企業年金、投資信託等のいわゆる機関投資家の急速な台頭等があり、更には、1974年に従業員退職所得保障法（Employee Retirement Income Security Act of 1974, ERISA 法）が制定され、こうした要因により投資顧問業は飛躍的な発展を遂げた。この過程で概して言えば、1960年以前は個人投資家向け、60年以降は機関投資家向けに業容の拡大が行われている。

1979年にはSEC規則の改正が行われ、投資家に対する開示（ディスクロージャー）制度の強化が図られた。開示制度の拡充を契機として投資家の自己責任と投資顧問業者の自由競争が強化されたことにより、米国における投資顧問業の発展の基盤がつけられたと言いうことができる。

ニ. 次に英国であるが、英国の事情も米国に近似しているように見受けられる。

英国では、1930年代にオープン型の投資信託であるユニット・トラストが急速に発展したことを背景として、証券詐欺事件が続発した。そこで、1939年に不正投資防止法が制定された。この法律は、証券取引所の会員等以外の者が証券取引を行う場合には、貿易産業省の免許を要することなどを内容としている。しかし、不正投資防止法は投資家被害の未然防止等に関する実効性が必ずしも十分でないとの観点から、現在、投資家保護が広範に及ぶ新しい法律の制定が検討されている。

第2章 各国の法規制

1. 概 要

欧米主要国における投資顧問業に対する法規制の仕組みはそれぞれ特色を有している。

最も整備された法体系を持つのは米国であり、1940年投資助言業者法により、開業規制・行為規制等が行われ、具体的には、開示（ディスクロージャー）制度を基軸として行政の展開が図られている。

これを多少敷衍すると、米国の投資助言業者法の組立てとしては、まず投資助言業者を登録させ、登録に際し各種の書類の提出を求め、それを閲覧に供する。顧客はそれを参考にするとともに、投資助言業者と契約をする前に更に各種の開示を求める。このようにして、投資助言業者の選択が適正に行われる素地がつくられる。開示内容に不実記載等があれば登録の取消し等が行われる。SECは投資助言業者から報告を徴し又は検査を行い、必要に応じて登録取消しを行う。当然に行為規制も行われるが、何よりも開示制度に行政効果の多くを依存する方式がとられている。

フランスもまた投資顧問業者に関する法律（法律72の1128）があり、投資顧問業務を行うに当たり一部証券業務を解禁する趣旨の証券業務専門代理業者証明書を個人に付与し、その証明書の取得者の行動を監督する形で行政が行われている。

これに対し、英国では、証券投資の不正行為を防止する趣旨から1939年に不正投資防止法が制定され、投資顧問業務に限らず、証券取引一般について行為規制を行う法体系となっている。いわば行為規制中心の仕組みである。そして、これらの規制は政府が直接に行うというよりも民間の業界団体等による自主規制に多くを依存する方式がとられている。

最後に西ドイツでは、投資顧問業務は独立した形ではほとんど行われていない。また、投資顧問業に関する法制も存在しない。わずかに、スペシャル・ファンドという大口の投資信託が投資顧問業務へのニーズを吸収する役割を果たしており、これに対しては投資信託法による規制が行われている。

このように、4つの主要国の行き方を大掴みに言えば、米国は開示制度重視の方式、フランスは個人資格に着目する方式、英国は行為規制及び自主規制に重きを置く方式、西ドイツは無規制といった特徴がうかがわれる。

2. 米 国

米国の1940年投資助言業者法（Investment Advisers Act of 1940）の概要は次のとおりである。

(1) 適用範囲

他人に対し証券の価値又は売買の可否について助言を行うことを業とする者がすべて規制の対象とされている。その中に投資情報出版業者が含まれているのが特色である。ただし、一般紙や一般の雑誌等は広く適用除外となっている。

また、銀行、証券会社、弁護士、会計士等も適用除外となっており、それぞれを規律する業法等により規制される仕組みになっている。

(2) 開業規制

投資助言業者に対し、開業に際してSECへの登録が義務づけられている。

投資助言業務を行おうとする者は、①役員等の過去10年間における職歴、②助言を行う場合の分析方法等を含む業務の具体的内容、③顧客の資金・勘定に対する当該投資助言者の権限の内容・範囲、

④報酬の算定基礎等、をかなり詳細に開示した登録申請書をSECに提出し、その登録を受けなければならない。その際、証券取引等に関連して有罪判決を受けたこと等一定の要件に該当する場合には、登録を拒否又は取り消されることになっている。

(3) 行為規制

イ. まず第1に詐欺禁止条項がある。投資助言業者は、顧客に対して詐欺行為となるような取引、慣行又は営業を行ってはならないとされている。また、顧客を相手方とする証券売買の自己取引等については、事前に顧客に対し書面でその旨を開示し、その同意を得なければならないとされている。

詐欺に至らないが詐欺的である行為を行うことも禁止されている。詐欺的行為 (fraudulent act) とは、詐欺事案において故意等の主観的構成要件の立証が困難であることに鑑み、より客観的、外観的な事象 (例えば、広告において重要な事実について誤解を生じさせるような記述を行うことなど) をとらえたものであり、これを禁止することにより投資家保護が図られている。

現在詐欺的行為の具体的内容が、SEC規則により規定されている。

その第1は、広告についての規制である。①第三者の推薦状を掲載する広告、②投資助言業者が過去に提供した推奨銘柄のうち、特に実績の良かったものだけを掲載する広告、③グラフ、チャート等を提供するに際して、それらが特定の状況にしか適用できない旨の記載がない広告、④投資顧問料が無料であるかのごとく記載した広告等については、詐欺的行為に当たると明示されている。

第2は、金銭・有価証券の保管についての規制である。顧客の

金銭又は有価証券を保管、占有する投資助言業者は、①各顧客の有価証券を分別し、合理的で安全な場所に保管する、②金銭は銀行口座に各顧客別に預け入れ、各口座毎に別個の記録を保存する、③保管後遅滞なく各顧客に対し保管の場所・方法を通知する、④少なくとも3ヶ月に1回は資産、取引別の明細書を各顧客に送付する、⑤少なくとも年1回公認会計士による予告なしの監査を受け、その際の監査証明書をSECに送付することが義務づけられており、これに違反する行為は詐欺的行為になるとされている。

ロ. また、契約時において開示義務が設けられている。米国では、投資助言業者は、契約締結の48時間以前に顧客に対し自己の経歴、業務内容等一定の事実を書面をもって開示しなければならない。また、契約締結時に開示を行う場合には、顧客に対し、契約締結後5日以内に違約金なしに契約を解除し得る権利を与えなければならない。もしこのような開示がない場合には、顧客は何らの不利益を伴うことなく無償で契約を解除することができるとなっている。

投資資金のキャピタルゲイン等に基づいて投資助言の報酬を算定すること（いわゆる成功報酬）は、原則として禁止されている。これは、このような算定方法を認めると投資助言業者による資産運用が勢い投機的になり、投資家保護に欠ける結果になりかねないとの懸念に基づくものである。

このほか、投資助言契約を顧客の同意なしに譲渡することはできないなどの規定が定められている。

ハ. 以上の行為規制とともに、帳簿書類等の作成、保存、報告等の義務が課せられている。

投資助言業者は帳簿書類を作成し、少なくとも5年間は保存し

なければならない。保存すべき書類は、顧客からの指図書とか、証券取引の記録帳、通信文等である。また、投資助言業者が顧客の金銭・有価証券を保管・占有する場合には、この義務は更に加重され、顧客の勘定のために行うすべての証券取引の記録及びその確認書、顧客がポジションを有する有価証券の記録等についても保存が義務づけられている。

そして、SECは、投資家保護のため必要がある場合には、予告なしに立入検査を行うことができる。また、随時、帳簿、記録の提出を要求することができるほか、裁判所の助力を得て強制的に証人調べを行うことができる。

3. 英 国

(1) 制度の仕組み

イ. 英国では投資顧問業者を直接に規制する法律はない。不正投資防止法（The Prevention of Fraud (Investments) Act 1958）によって法規制を受けるのは、投資顧問業者のうち、証券取引を行う者である。

投資顧問業の場合、投資一任業務を行えば必然的に証券取引を行うことになり、その限りで貿易産業省の免許を受けなければならない。

この免許は、規定された様式に従って申請が行われた者に対し与えられる。その際、500ポンド（約15万円）の供託を行うことが必要とされている。貿易産業省は、申請者が適格でない場合には、免許の拒否、取消しを行うことができる。

なお、証券取引所等の公認自主規制団体の会員は、不正投資防止法の適用除外とされており、これらの者は自主規制団体の規制を受け、その行為規範によることとなっている。英国の投資顧問

業務の多くはマーチャント・バンク、証券会社等により行われている。それだけに投資顧問業務に関する規制は、不正投資防止法よりはむしろ各所属団体の自主規制にその多くが委ねられている。

- ロ. 不正投資防止法は各種の行為規制を定めている。行為規制の重点は不正勧誘の禁止である。まず、何人も故意に虚偽又は不正な陳述・約束・予測により証券取引の勧誘を行ってはならないとされている。また、何人も虚偽又は不正な勧誘を内容とする文書を配布し、又は配布目的で所持してはならないとされている。

免許業者が勧誘のために顧客を訪問する場合には、顧客の要請に基づかなければならず、かつ、契約締結以前に必要な情報を記載した書面を顧客に交付しなければならない。免許業者は十分かつ適切な根拠がない推奨を行ってはならないとされている。

広告規制としては、免許業者が免許を権威づけに使ってはならない、などの規定がある。

- ハ. 免許業者に対する開示義務としては、契約前に金銭及び有価証券の保管や、顧客に不注意な損害を与えた場合の取消方法等について、書面をもって顧客に開示することとされている。契約は必ず書面によることとし、その契約書面には手数料、報酬体系等を記載しなければならない。また、自己又は関係者の有する重要な利害について、その利害の性質程度を事前に通知しなければならないとされている。更に、顧客に対して売買報告書の送付が義務づけられるとともに、少なくとも年1回はポートフォリオについて顧客に報告しなければならない。

しかし、不正投資防止法には政府による検査規定がない。英国では、自主規制団体の担当者が随時検査を行う場合があり、この

面でも自主規制を重視した行き方がとられている。

(2) 新法制定の動き

英国においては、前述したとおり新法制定の動きがある。

これは現行の方式では法規制の網目が荒く、また、自主規制に一方的に依存する方式には限界があるとの反省に基づくものである。特に、1981年のノートン・ウォーバーグ事件をはじめ、投資顧問業者等による詐欺、不正事件が次々と起き、大規模な投資家被害が生じたことを背景として、新しい投資家保護法の制定が準備されている。

そして、1985年1月には貿易産業省から金融サービスに関する法律案要綱(White Paper)が公けにされている。同要綱は、各業界の自主規制団体の上に、貿易産業大臣から権限の委任を受けた証券・投資委員会と投資マーケティング委員会が創設され、この両委員会が開業認可及び規制を行う方式が考えられている。新たな法制は、投資関係業者の営業行為における行為準則、広告等の規制、開業認可に当たっての適格性等についての規定を設けるが、上記委員会及び各業界の自主規制団体は、これらの法規定に基づき諸規則を制定しなければならないとされている。

以上により、英国の伝統である自主規制の特色を生かしつつ、投資家保護及び投資関係業務の効率的な提供を図ることが狙いとされている。

4. フランス

投資顧問業者法(法律72の1128)は、投資顧問業者のうち、投資管理業者(ポートフォリオ・マネージャー)を規制の対象としている。これらの業務については開業規制が課されており、個人の場合には、公認仲買人組合から交付される証券業務専門代理業者証明書の所持が

義務づけられている。この証明書は、公認仲買人、銀行その他金融機関が作成する書類によって、2年以上証券取引について十分な知識を得るに足る業務に就いたこと等が証明される場合に交付される。また、その際、犯罪歴等各種の証明書交付拒否要件に該当してはならないとされている。法人の場合には、法人の定款が公認仲買人組合により現行法に準拠していることが確認される必要がある。また、投資顧問業者の役職員のうち、3分の1以上が公認仲買人か、又は証券業務専門代理業者証明書の所持者であることが要件とされている。更には、株主についても、主たる株主が公認仲買人又は証明書の所持者でなければならないとされている。

投資顧問業者に対しては、各種の規制が設けられている。

- ① 顧客から金銭・有価証券の預託を受けることは禁止されている。顧客勘定での預金及び引出しの受託は禁止されていないが、これらについては、顧客から特別の委任を受ける必要がある。
- ② 顧客勘定と自己勘定又は顧客勘定間で取引を行うことは禁じられている。
- ③ 証券取引所委員会は、投資顧問業者が顧客に配布又は公表する書類についてあらかじめ届け出ることを要求できる。委員会は、これらに関し、表示内容の変更を要求し、又は配布等を差止めることができる」とされている。
- ④ 会社の定款や役職員名簿に変更がある場合には、公認仲買人組合に報告しなければならないとされている。

第3章 我が国の実情

我が国において、有価証券に係る投資顧問業を行っているのは、昭和60年10月末現在、

- ① 証券系投資顧問会社

14社

② 信託銀行	8行
(併營業務として行っているもの)	
③ 銀行系投資顧問会社	12社
④ 生命保険会社系投資顧問会社	8社
⑤ 外資系投資顧問会社	14社
⑥ その他の投資顧問業者	300から350程度

である。

1. 証券系投資顧問会社

イ. 証券系投資顧問会社はその設立は古く、また活動規模も我が国投資顧問業界にあっては圧倒的に大きい。最近銀行系、生命保険会社系等の投資顧問会社の参入が相次いでいるが、実態的には証券系投資顧問会社の比重は依然として大きい。

証券系投資顧問会社は現在14社ある。うち11社が専業の投資顧問会社であり、3社が経済研究所の兼営という形をとっている。設立年次は多岐にわたっているが、一番古いのは昭和46年11月である。専業の投資顧問会社の資本金は5,000万円から8億円まで分布している。証券系投資顧問会社の契約資産の合計額は、60年9月末現在で4兆5,000億円である。

56年時点の契約資産が約5,000億円であるから、4年間で約4兆円、すなわち、毎年1兆円前後の規模で増加してきている。最近でも対前年5割以上の伸びを示している。

このように急成長した背景としては、第1に、国内企業の資産運用が増大かつ多様化したことが挙げられる。第2に、国際化の進展が挙げられる。これは、特に中東産油国をはじめとする資金余剰国及び米国の企業年金等が国際分散投資指向を強めていることに起因している。

そして、最近では生損保、共済連等が特定金銭信託を利用する際に投資顧問会社と契約したり、更には、米国の企業年金や企業、米国の州政府などが我が国の投資顧問会社に運用を委託するなど、新しい動きが出てきている。

ロ．業務の内容としては、①内外の経済・金融情勢等各種投資情報資料の提供、②具体的な投資運用についての助言、③顧客に対する資産運用結果の定期的な報告、④その後の投資計画の助言、⑤その他証券投資に関する法律相談、などの諸サービスの提供等となっている。

受託する資産の最低単位は、個人の場合3億円以上、法人の場合5億円以上というケースが多い。また、投資顧問料は、受託資産金額の規模に応じ通減料率となっており、概ね0.5%～0.1%程度の範囲で定められている。

顧客は、受託金額で見ると、国内の顧客が6割、海外の顧客が4割となっており、海外からの受託がかなりあるのが特色である。国内顧客の大部分は法人顧客であり、この中では、受託金額で見ると、金融法人が6割、事業法人が4割という構成になっている。個人顧客はわずかである。

保管業務は投資顧問会社自らは行っていない。顧客の現金等は、特定金銭信託の利用が多いためそのほとんどが信託勘定として信託銀行に預託されている。銀行、証券会社への保護預りも多少はあるようである。顧客が自ら保有しているものは極めて少ない。

2. 信託銀行

信託銀行もかねてから投資顧問業務を行っている。

信託銀行は、信託業法第5条に基づく保護預り、及び財産の取得、管理、処分代理業務という観点から、併營業務の一つとして投資顧

問業務を行っており、その内容としては、①保護預りを受けた財産の管理・保全、②投資助言、③月次報告、④各種の情報提供、などとなっている。

管理財産は約6,000億円である。顧客は件数としては個人が9割を占め圧倒的に多いが、受託金額でみると法人が8割程度を占めている。

なお、信託銀行では投資顧問業務の形態ではなく本来の信託業務の一環として、有価証券への運用を一任された金銭の信託を受託している。中でも、その一つであるファンド・トラストの受託金額残高は現在約2兆円に及んでいる。

3. 銀行系及び生命保険会社系投資顧問会社

今年に入り、銀行系投資顧問会社が12社及び生命保険会社系投資顧問会社が8社設立されている。現時点では具体的な活動はその緒についたばかりの状況である。銀行業、生命保険業各業態の資産運用の特色を生かし、投資顧問業に厚みと広がりを与える存在になるものと期待されている。

4. 外資系投資顧問会社

外資系投資顧問会社は現地法人の形をとるものは昨年まで3社であったが、今年に入り設立が活発化し新たに11社が設立され、合計14社となった。また、55年以降、現在10社が我が国に駐在員事務所を設けている。

これらの外資系投資顧問会社は、主として海外の機関投資家向けの投資顧問業務を行ってきたが、最近に至り、国内投資家向けの運用助言等の業務も行っている。

内外資金の交流の活発化に伴い、外資系投資顧問会社の国内市場への参入は今後引き続き増加するものと予想される。

また、異業態、内外資本の合併による投資顧問会社の設立も活発化すると考えられる。

5. その他の投資顧問業者

イ. その他の投資顧問業者の実態は余り審らかではない。

昨年、財務局を通じて大蔵省証券局により実態調査が行われた。この調査は全国の一般紙や証券の専門紙等への広告、雑誌、電話帳、投資情報等を基にして、直接訪問又は電話等により実在を確認したものの集計である。

これによると、投資顧問業者の数は299である。地域的には関東と近畿が多く、関東212、近畿67となっている。全国合計299のうち、法人登記のあるものは140となっている。この140の内訳をみると、資本金については、小規模のものが多く、1,000万円未満が57%を占めている。ただし、5,000万円以上というのが19社ある。登記のある会社の設立時期の分布状況は、50年以降のものが全体の7割を占めており、比較的新しい法人が多いことがうかがえる。

ロ. これらの投資顧問業者は、概ね会員制をとり、会員に対し投資レポート等の投資情報資料を送付する形をとっている。投資助言の提供形態は、ポートフォリオ管理ではなく個別銘柄の推奨が中心である。資産管理、ポートフォリオ管理を行っている所は少ないものの、中には顧客から資金、株式等を預かり一任運用を行っていると思受けられるところもあるようである。

こうした「その他の投資顧問業者」の中には、投資ジャーナルに代表されるように不適正な投資助言業務を行い、証券市場の健全性を損なうとともに、一般投資家に多大な被害を及ぼしている事例が見受けられる。もちろん、「その他の投資顧問業者」の中には独立系の長所を生かし良質の投資顧問業務を行い実績を挙げているとこ

るも少なくない。いわば玉石混淆の状況にあるといえよう。

第4章 悪質業者による犯罪

1. 犯罪事件

証券取引に係る事件は戦後から跡を絶たない状況にある。特に、高度経済成長後の国民生活の向上や国民金融資産の蓄積の急増に伴い投資ブームの歪みが顕在化する中で、最近では犯罪が大規模化する傾向がうかがえる。

投資顧問業の関係では、まず56年に発生した誠備グループ事件が挙げられる。この事件は、不特定多数の投資家を勧誘して投資顧問業務を行い、グループ投資形態により特定の銘柄について買占めを行ったものであり、その過程で大規模な投資家被害が発生した。

昨年来では、投資ジャーナル事件をはじめ数多くの事件（起訴されたものだけでも5件にのぼる）が起っている。これらの事件の多くは、現在公判過程にありその概要は審らかではないが、中には放送、出版などのマスメディアを使って全国的に顧客開拓を行ったものなども含まれており、一般の投資家の被害は史上空前の規模に及んでいる。投資ジャーナル事件の場合には、被害者の数は数千人ないし1万人台に達する見込みであり、被害金額は百数十億円にのぼるものとみられている。また、投資ジャーナル事件以外の事件でも被害額はかなりの規模になるものがある。これらの事件の被害者には法人、個人資産家及び一般大衆の三つが含まれている。以前はこの種の投機に係る事件の被害者は、法人や個人資産家が普通であったが、近年は一般大衆が大幅に増えているのが特徴である。

国民所得が増大し個人の資産水準が向上する一方で、安定成長下で預貯金金利が低位安定していること、あるいは、高齢化社会を迎え将来の生活設計への不安等から、不用意に悪徳投資顧問業者の勧誘に応

じてしまうというのが一つの型となっている。言い換えれば、一部の悪徳業者が、知識の乏しい一般大衆投資家を煽り、各種の不正手段を使って金銭を騙取し多大な被害を与えているというのが実情である。

2. 犯罪手口の類型

基本的な流れとしては、まず顧客に対し不当な勧誘を行い、それに絡んで貸付けをし、その担保として顧客の手持ち資金を騙し取り、不当な取引を行って顧客に損をさせて終わるという経過を辿っている。具体的には次のとおりである。

(1) 不当な勧誘

まず、「必ず儲かる」という宣伝が行われる。例えば、客を獲得するために、「我が社で買えば確実に儲かる。」「コンピューターによる画期的投資法。短期急騰株を教える。」「当社特選のA株いよいよ千円台へ。我慢しただけのことはありそう。」といった内容の字句を並べ立て、新聞広告、雑誌、パンフレット等を利用して大々的に宣伝し顧客の心理に巧みに食い込みを図る。これが第一段階である。

(2) 値上り株の譲渡

勧誘に応じた顧客に対して、まず投資顧問契約を締結する。契約はレポート代と称して年間数万円から10万円程度を徴し、会員資格証を渡す形で行われる。それと同時に「当社が安い時に買っておいした株が既に値上りしている。その株を当時の安い価格で譲りたい。必ずもっと値上りするはず。」という内容の誘いかけをして、これを顧客に売却し、日頃株式に疎い顧客を株の実際の売買取引に誘い込む。

(3) いい加減な株を推奨

「社長や副社長が某会社に関係しているので確実な情報が入る。」

等勝手、架空の情報を作り上げ、推奨株として顧客に流す。その一方では、顧客の利害に反する自己玉を立てて相場の動きを見ては売り抜けるといった手口で顧客に損をさせる。

顧客に勧めた株がたまたま急騰した場合には、実際には客の注文を受けた株を全く買付けていないことが多いので、顧客からの精算要求に応じるため、その場逃れに他の顧客から入ってくる預り金などを流用する。又は他の株を推奨して乗り換えさせてしまうことも多い。

(4) 貸付け又は貸付けの媒介等

その際、併せて貸付けの話を持ち出す。「貸付けをするからもっと大規模に株の売買をやったらどうか。」と誘い、その担保として現金や有価証券を預かってしまう。つまり、投資家の手元にある資産を直接に騙し取るのは困難なので、1割の担保で10倍を貸付けるなどいわゆる「10倍融資」等の話をもちかけ、貸付けの担保として一般大衆の手元にある現金や有価証券を預かり、然る後、横領するやり方が行われている。

(5) 取引の拡大

次いで、取引の拡大へと勧誘する。初めの間は計算上儲かったように装い、利益配当と称して顧客に払戻しを行う。これは単に計算上の配当、益金を計上する場合がある。

顧客が乗ってきたところで、取引拡大の話を持ち出し、取引の量を増やす方向に持っていく。

(6) 保証金の追加要求

取引を次第に拡大した後に、今度は損失が生じたということで保証金等の上積みを要求する。ここでまた顧客から現金等を吸い上げる。

(7) 顧客からの売買指示の無視

取引の途中で顧客の意向や指示を無視して勝手に売買を行う。この段階になると警察当局や行政当局への苦情、相談が増えてくる。

(8) 解約要求の拒絶

このような悪徳業者は、私製の売買報告書や買付け計算書等を顧客に送付し、あたかも実際に取引したように見せかける。しかし、実際には値上り株と称する当該株式を業者が保有していないケースが多く、その後において値動きがあり顧客から解約の申出や益金の支払いを要求されても応じられないという事態になる。

したがって、要求の強い少数の顧客を除いては別の株を勧めたり、巧みに買い増しをさせるなどして繕わざるを得ない。大きな損失に気付いた顧客が解約を申し出ても「もう少し待てば値上りする。買い増したらどうか。」などと強弁し、解約や保証金の返還に応じようとしなない。

(9) 手 仕 舞 い

当初は、計算上顧客に儲けさせ利益配当が出た形にした後で、その後の株価の値下りを理由にして追加保証金を請求し続け、最後になると「これまでの損を一挙に回復しよう。」などと勧め、その顧客の土地、家屋を担保に借金をさせるなど、顧客の持つ資産を吸い上げて終わるといった形態が多い。

3. 取締り上の問題点

こうした投資家被害は、実態面においては詐欺を目的とするものであっても、投資家の独特の心理から、容易に詐欺に気付かない場合が多い。あるいは仮に気がついて被害の回復に固執したり、刑事事件の被害者になるのを好まないことも多い。また、投資家の資金が家族に内緒であるとか、資金関係を公けにしたくないという動機が働き被

害が水面下に潜みがちである。したがって、被害者の発掘や被害事実の立証が著しく難しいというのが特徴である。

また、犯意の認定が難しいという点が挙げられる。更には、こうした悪徳業者の営業自体は虚実織り混ぜたものとなっており、営業形態のうち何時の時点から顧客を騙そうとした行為なのかを認定することが困難な場合が多い。

第5章 証券投資顧問業へのニーズ

1. 金融資産の増加

かつて高度経済成長の時代には、我が国経済は、他の欧米主要国に比べ経済のフローの面では他国を凌駕しているが、ストックの面ではかなり見劣りするという見方が一般的であった。しかし、長年にわたり我が国経済が、経済成長等経済のファンダメンタルズにおいて相対的に優れた実績を積み重ねた結果、フローのみならずストック面でも世界で有数の位置に位するようになった。1984年末の国民対外純資産が743億ドルを記録し、世界最大の債権国の一つになったことなどはその象徴的な例である。

金融資産の拡大を国民総生産との比較で見えていくと、極めて興味深い事実が見受けられる。我が国の個人金融資産残高は1984年末526兆円であり、国民総生産293兆円に対し1.8倍となっている。同年末の法人の金融資産残高は184兆円であり、国民総生産に対し0.6倍となっている。したがって、個人、法人を合計すると、2.4倍に達する。

米国(1984年)をみると、この計数が個人金融資産では1.8倍、法人金融資産では0.4倍、合計すると2.2倍の水準である。英国(1984年)は、個人金融資産では1.7倍、法人金融資産では0.7倍、合計すると2.4倍の水準である。ちなみに、我が国の1955年当時の同計数は個人・法人合計で見ると0.8倍であったが、1960年には1.3倍とな

り、その後も着実な増加を続け、1984年には2.4倍の水準に達するところとなっている。これに対し、米英両国では、1960年当時既に今日の水準に達しているが、その後20数年間横ばいないし漸増の状況で推移してきている。

以上のように、今日我が国の金融資産残高は、巨大な蓄積をもつ米英両国に比肩する水準になっており、それだけに人々の関心がこうした巨額な金融資産の運用ないし投資の方法等に向くようになったのは、時代の自然な流れとも言える。

2. 収益性指向の増大

金融資産の増大を背景に、個人・法人部門における金融資産の運用において、漸次収益性指向が強まりつつある。

個人部門についてみれば、安定成長下で所得が伸び悩む一方、高齢化社会を迎え老後の備えの必要性が増大し、またこれと並行して個人向け証券・金融商品等の開発が進むなどの現象を誘因として、金融資産に対する収益性指向が高まってきている。

貯蓄増強中央委員会の貯蓄に関する世論調査（6,000世帯の面接調査）によれば、貯蓄について、安定性、流動性、収益性のいずれの基準に重点を置くかという問いに対し、収益性と回答した人の割合は、52年当時19.5%であったが、60年には30.2%に上昇している。安定性指向は依然として強いものの、国民全体が利回り期待ないし利子・キャピタルゲイン等に対し敏感になってきている状況が読み取れる。

企業の資産運用も、金融の自由化や国際化が進展する中で、一段と収益性指向を強めている。各企業は、経済の安定成長への移行に伴い設備投資を抑制して借入金を返済し、財務体質を強化する方向へと進んでいる。このため、企業部門の金融資産の蓄積に拍車がかかり、最近では余資の運用成果が企業の業績全体に影響を及ぼすようなケー

スも増えてきている。

3. 有価証券投資の増加

個人・法人の有価証券投資は最近顕著な伸びを示している。日本銀行の資金循環勘定金融資産負債残高表でみると、個人部門の有価証券保有は1984年末には102兆円となっており、9年前の1975年末に比べ約3.2倍に増大している。法人部門も現在65兆円であり、1975年末に比べ約3.0倍となっている。

4. 国際化の進展

我が国経済のもう一つの大きなうねりとしては、国際化の進展が挙げられる。最近における内外の資本交流の増大には著しいものがある。

我が国から外国への対外証券投資（取得と処分合計額。以下同じ。）は、1984年には890億ドルと史上最大の規模に達したが、これと平仄を合せる形で外国から我が国への対内証券投資も急増している。すなわち、1984年には対内株式投資は791億ドル、邦貨換算して約18兆円となっている。1970年当時が19億ドルであるから、約41倍に増えている。対内債券投資も、1984年には1,225億ドル、邦貨換算すると約29兆円となっており、これは1970年の水準の約1,500倍にあたる。

ところで、最近、国際分散投資が世界各国で盛んになってきている。機関投資家等が国際的に分散投資を行い資産全体の安全性及び収益性を確保することが狙いとされている。その中で、我が国は米国、英国等の諸外国の間で最大の投資先になっている。例えば、米英両国の投資顧問業者のうち、海外で資産運用を行っている上位10社をとると、それらの会社の海外投資のうち約40%（1984年3月末）が日本向けである。

5. 専門性・技術性の増大

有価証券投資には、専門的な知識・経験が必要である。金融・資本市場の自由化・国際化の進展に伴い有価証券の価格変動要因が一段と複雑さを増してきている。それだけに、個人・法人、居住者・非居住者を問わず、有価証券投資ないし資産運用に際して専門家の幅広い知識と高度な判断を求める動きが強まっている。

以上の諸要因を背景として、今後、優良な、信頼し得る投資顧問サービスに対するニーズは一層増大するものと思われる。

第2編 今後の在り方

第1章 法制整備の考え方

1. 我が国法制の現状

我が国では、有価証券に係る投資顧問業に関する法律は現在までのところ存在していない。投資顧問業そのものを規制する法律がない以上、証券行政上の指導が必要な場合には、その周辺を押しやることにより間接的な規制を行うことにならざるを得ない。また、投資顧問業に関連した投資家被害が発生した後に、いわば後追いの形で詐欺罪等で取り締まるという方法によってしか対応できない状況にある。

投資顧問業を規制する具体的な法律がなく、記帳義務や記録保存義務が課せられていないため、これらの業者は帳簿書類その他を整備していない場合が多い。そのため、一般投資家から各種の苦情が寄せられ、警察当局が悪質な投資顧問業者の捜査に踏み切ったとしても、被害の立証が難しく、一般投資家が泣き寝入りせざるを得ない状況がみられる。

また、行政当局による検査権限がないことや、営業停止、是正命令等ができないことも投資家の被害を大きくしている。

我が国における投資顧問業界は、先に述べた通り玉石混淆の状況にある。規制法がないため、悪質業者が跳梁し各地で被害を惹き起している。そのため、我が国経済において投資顧問業に寄せるニーズがかなり大きくなっているにもかかわらず、投資顧問業に対し一般の投資家の信頼が必ずしも順調に育たず、健全な発展への足かせともなっている。

また、一般の投資顧問業者及びその顧客にとって、開示制度等に関し法律上のルールが存在せず、当事者がともに不安定な立場に置かれていることも双方に対する障害となっている。

2. 現行規定

イ. 現行証券取引法の規定のうち、投資顧問業者の業務に直接に関係があると考えられる規定は、第58条、第125条、第191条の2及び第197条第1号の4つの条文である。これらの条文はいずれも規制の対象を証券会社に限定しておらず、「何人も……………してはならない。」などといった規定の仕方をしているのが特徴である。

まず、第58条（不正取引の禁止）は、

何人も、「①有価証券の売買その他の取引について、不正の手段、計画又は技巧をなすこと、②有価証券の売買その他の取引について、重要な事項に関し虚偽の表示があり、又は誤解を生ぜしめないために必要な重要な事実の表示が欠けている文書その他の表示を使用して金銭その他の財産を取得すること、③有価証券の売買その他の取引を誘引する目的を以って、虚偽の相場を利用すること」の三点を禁止している。

第125条（仮装売買、相場操縦等の禁止及び安定操作の制限）は、

「何人も、他人をして証券取引所に上場する有価証券の売買取引が

繁盛に行われていると誤解させる等当該有価証券の売買取引の状況
に関し他人に誤解を生ぜしめる目的を以て」次の行為をしてはなら
ないとして、仮装売買等を禁止している。また、第2項において、
「何人も、有価証券市場における有価証券の売買取引を誘引する目
的を以て」次に掲げる行為をしてはならないとして、

- ① 「単独で又は他人と共同して、当該有価証券の売買取引が繁盛
であると誤解させ、又はその相場を変動させるべき一連の売買取
引又はその委託若しくは受託をすること」、
- ② 「当該有価証券の相場が自己又は他人の市場操作によって変動
すべき旨を流布すること」、

等を禁止している。

第191条の2（証券記事等の取締り）は、

何人も、有価証券の発行者、引受人又は証券会社から対価を受け
る等により、有価証券等に関し投資についての判断を提供すべく意
見を新聞紙若しくは雑誌に掲載する等の場合には、当該対価を受け
又は受けるべき約束をしてなす旨の表示を併せしなければならない
、と規定している。

第197条第1号は、

有価証券の募集、売出若しくは売買その他の取引のため又は有価
証券の相場の変動を図る目的を以って、風説を流布し、偽計を用
い、又は暴行若しくは脅迫を行った者は3年以下の懲役又は300万
円以下の罰金に処すると規定している。

なお、刑法では、第248条（詐欺罪）において「人ヲ欺罔シテ財
物ヲ騙取シタル者ハ十年以下ノ懲役ニ処ス」と規定されている。

ロ. このほか、証券取引法上の関連条文として、第43条（証券会社
の兼業の制限）、第50条（断定的判断の提供による勧誘等の禁止）、第

54条（投資家保護上の必要がある場合等における大蔵大臣の監督命令）があるが、これらはいずれも証券会社ないしその役職者を規制するものであり、その間接的効果が証券会社等の関連会社である投資顧問会社に及ぶにすぎない。

ハ．以上が現行証券取引法の体系である。これらの規定は、証券業や証券取引の取締りに主眼を置いている。しかし、投資顧問業は、証券市場に関連して営業を行うものであるものの、その業務の性格は明らかに証券業とは異なっている。それだけに、現行証券取引法の規定による規制には限界があると言わざるを得ない。

ニ．投資顧問業は、投資家に対しいわば個別・相対の関係で資産運用業務を行うことにその特色がある。したがって、投資顧問業は、ともすれば不祥事件が起りやすい土壌にあるという点では、証券業、投資信託委託業等に比べ特に差異があるとは認められず、これらの業態と同様適切な法規制を行う必要がある。

証券業、投資信託委託業等においていずれも開業規制として免許制がとられていることを考えると、投資顧問業についても何らかの開業規制は不可欠と思われる。開業規制を含む法体系を整備するためには、新法の制定が必要である。

3. 投資家保護と投資家の自己責任原則

イ．株式投資は、他の投資手段に比べると、大きな損失を蒙る可能性も高い反面、非常に高い収益を上げる機会も存在する。株式市場に参画したいとする人の層は決して薄くはない。しかし、他方、証券取引の対象となる有価証券特に株式は、通常の商品と異なり、その価値の測定が困難であること及び取引についても様々な専門的手法が必要とされることから、価値評価や取引に当たって相当程度の専門知識が要求される。そこで、一般の投資家が、投資顧問業者に対

し個別・相対の助言サービスを求める場合には、専門知識の面等でかなり不利な立場に置かれがちである。このようにともすれば不利になりがちな一般投資家の地位を、新しい法律によって実質的に保護し、その地位を引き上げる、あるいは投資顧問業者の方を制限して少なくとも両者が適切な相対関係に立つような仕組みを確保することが新法の本質であるべきである。投資家と投資顧問業者との地位の均衡とは、言い方を換えれば、如何にして投資家を保護するかということである。

ロ．ところで、一般に有価証券に関して「投資家保護」という言葉がよく使われる。投資家保護原則は次の3つの要素から構成されていると考えられる。

第1は、投資家が事実を知らされないことによって被る被害から保護することである。

第2は、投資家が不適切な投資勧誘によって被る被害から保護することである。

第3は、投資家が不公正な取引によって被る被害から保護することである。

そのためには、投資家に対する開示（ディスクロージャー）の徹底、勧誘・広告等に対する各種の規制、投資顧問業者による不正行為の防止等の法的措置を講じることが必要であり、そのような方向に沿って具体的かつ有効な諸制度の整備が望まれる。

ハ．投資家の実質的な地位を上げる、又は投資顧問業者に対し法律で制限を加える等により、両者の地位を均衡させた上で改めて投資家の自己責任原則を確立することが肝要である。

投資家の自己責任とは、投資家が自己の判断の結果として生じる損害についてはこれを受け容れることである。

改めて言うまでもなく、「投資家保護」を、投資家の収益自体を保証するものと解してはならない。証券投資には妙味と同時にリスクが存在するものである。したがって、証券価値の正常な騰落による負担は、あくまでも投資家自身の責任において処理するべきは当然である。この点が、元本の払戻し等を法制上可能な限り保障しようとする「預金者保護」と基本的に異なるところである。

金融自由化、証券・資本市場の自由化に伴い、資金の運用について、企業であれ、家計であれ、一般に自己責任の原則が強く求められてきている。投資顧問業の在り方をこうした流れの中で検討していくことが大切である。

ちなみに、米国と我が国の投資家を比較した場合、顕著な対照をみせるものが投資家の自己責任に対する考え方である、と言われて久しい。これは、米国では法制上開示（ディスクロージャー）制度が整備されていることも大きな要因となっている。情報が投資家に対し広汎に開示され、そうした情報を踏まえ、投資家が自己責任の下で投資顧問業者の選択を行い、あるいは助言に従うべきかどうかの判断を行っている。我が国においても、投資家の自己責任を問うだけの土壌を法律的に十分に整備することによってはじめて、投資家の自己責任の徹底を図ることができるものと考えられる。

4. 海外の投資顧問業者の参入

今後我が国証券・資本市場の拡大に伴い、海外の投資顧問業者による国内市場への参入は増大すると予想される。こうした参入は、国内市場を競争的、効率的にする意味で真に歓迎すべきことである。

その際、投資顧問業に関する我が国の法制を整備し、適切なルールづくりを行い、明解で開放的な制度を構築することが肝要である。

以上に鑑み、我が国においても、有価証券に係る投資顧問業に関し

法制整備が望まれるところである。

なお、一般的に言えば、投資顧問業務は、有価証券以外の分野、例えば商品取引等においても考えられないことはない。しかし、①投資顧問業務による投資家被害の大宗が有価証券に関するものであること、②投資家のニーズが有価証券に係る投資顧問業務に集中しており、証券市場の国際化の進展等を踏まえ、これに対応した体制整備が必要になっていること、などの状況からみて、有価証券に係る投資顧問業者について、できるだけ速やかに法律を制定することが必要である。

第2章 規制の在り方。行為規制と開業規制

1. 2つの規制方式

一定の法目的を実現するための規制方式は、行為規制と開業規制とに大別される。

行為規制とは、投資顧問業者の活動において、①投資家の保護のために必要な一定の行為を要求したり、②投資家の保護又は証券市場の健全性を確保する上で不適切な一定の行為を抑制、禁止したりするものである。例えば、詐欺・詐欺的行為の禁止、勧誘・広告、金銭・有価証券の保管等に関する規制等である。

これに対し、開業規制は、一定の要件を備えた者に限り投資顧問業を営業として行うことを認めるものである。

開業規制は、単に投資顧問業を行う者を政府が確認することを主たる目的とする法制（講学上における純粹の届出、登録行為。）から、不適格者を厳しく排除し、適格者に限定してその業務を認めることを目的とする法制（認可制、許可制、免許制。）などに至るまで、規制の強弱に関し各種の段階が存在する。

「海外商品市場における先物取引の受託等に関する法律」のように

開業規制は行わず、行為規制だけで構成されている立法例もその数は少ないが存在する。しかし、通常この種の法律は、行為規制と開業規制をともに備えている。

2. 開業規制併課の長所

まず、行為規制のみを課し開業規制を行わない場合には、不正な違反行為が行われたとしても、誰によって何時どのように行われたかについての実態把握が極めて難しい。また、違反行為による被害が大きくなった後にはじめて、事後的に刑事訴訟による処罰、あるいは、損害賠償による民事救済が図られることになる。

これに対し、開業規制を併せ課した場合には、

- ① 開業を認められた者に対し記録保存義務、報告義務等を課し、行政当局が投資顧問業者の実情を随時把握しておくことができる。
- ② 誰が開業を認められ、また認められていないかの判別が容易であり、開業を認められていない者が投資顧問業務を行えば、それだけで違法な行為として処罰が可能であり、投資家の被害の救済も早期に手当てができる。また、開業を認められた者が不正を行えば、行政当局が臨機に開業の取消し等の措置を講じ、当該投資顧問業者の業務継続から生ずる被害を防止することができる。
- ③ 開業規制により、一般の投資家にとって信頼できる投資顧問業者の位置づけけない手掛かりが与えられることとなる。
- ④ 投資家被害を事前に防止する観点からも、開業規制を行うことが望ましい。

以上の理由から、行為規制と併せて開業規制を行うことが適当である。行為規制も開業規制による投資顧問業者の活動状況の的確な把握があってはじめて、その機能を生かすことができると言える。

投資家保護が事後的な対症療法に終わってはならない。未然防止、

予防の観点を重視し、開業規制が行為規制とともに車の両輪として対応していくことが望ましい。

第3章 開業規制

1. 各国の仕組み

各主要国においては何らかの形で開業規制が行われている。米国では投資助言業を行うに当たっては登録が要件とされており、英国においては、投資顧問業そのものに着目したものではないが、証券取引に関し免許が必要とされている。また、フランスにおいては証明書所持等が必要とされている。

(1) 米 国

投資助言業者法に基づき、投資助言業者は、SECに登録しなければならない。

登録申請書には、業務の方法・性質、顧客の資金・勘定に関する権限の範囲、報酬算定の基礎、犯罪記録等を記入しなければならない。登録に当たっては、①虚偽の記載がないかどうか、②過去において犯罪歴、登録取消し等の処分を受けたかどうか、など一定の要件が法定されており、これらの要件について形式審査が行われている。つまり米国の場合、開業規制は規制程度の弱い、登録制がとられていることになる。

しかし、投資助言業者法は、1960年には登録取消権限を含む法改正が行われ、更にはその後の行政上の必要性から、1976年に登録の実質審査を行う制度改正を意図する改正法案が議会に提出された。その法案は、未成立に終わっている。改正法案は投資助言業者の人的要件（例えば、資格試験、訓練、経験、投資家保護のための契約能力等を登録の際の要件とする）、財務要件（一定の資産の保有を要件とする）に関する規則制定権をSECに付与することをその内

容としている。そして既に州法の段階では、各種の人的要件、財務要件が課せられるに至っている。

州法までも判断の範囲に含めるならば、米国では登録制による形式的な開業規制を基本としつつ、徐々に実質的な開業規制の色彩が加わる傾向にあると言えることができる。

(2) 英国等

英国では、不正投資防止法に基づき、適用除外者以外の投資顧問業者が顧客のために証券取引を行うには免許が必要とされている。しかし、前述のとおり、各種の自主規制団体は適用除外とされており、証券取引に関する免許の対象となる範囲は極めて狭い。本年1月の金融サービスについての法律案要綱では、新しい規制体系として投資顧問業者を含め投資事業を行う者は政府の認可を受ける必要があることとし、また、政府に検査権限を付与することが提案されている。

フランスにおいては、投資顧問業者は証券業務専門代理業者証明書を所持すること等が義務づけられている。

2. 我が国における考え方

(1) 登録制

我が国においてどのような形式の開業規制が適当であろうか。

開業規制は営業の自由を制約を課すものであり、一定の要件に該当しない限り一切営業を行うことが許されないという点で極めて強い規制である。したがって、開業規制を行う場合には、規制の内容は立法目的を達成しうる限りにおいて必要最小限にとどめることが適当である。このような観点から、投資顧問業者については、投資家被害を防止し、仮に被害が生じた場合に機動的な行政対応を確保し得る最小限の開業規制として、登録制を設けることが望ましい。

〔2〕登録制の内容

イ. 投資顧問業者に対する登録制は、米国と同様、形式基準の審査で十分であり、一定の登録拒否要件を定め、これに該当する者を不適格者として排除する方式が望ましい。

登録拒否要件については、例えば、個人にあっては、禁治産者、準禁治産者、破産者、禁錮以上の刑に処せられ又は証券取引法等に違反した後一定の期間を経過していない者、法人にあっては、役員にそのような者が含まれる場合など、他の法令における拒否要件との均衡を図りつつ、規定することが望ましい。

なお、登録に当たっては、商号、住所、業務の方法等を記載した申請書を提出させることとし、また、登録簿は公衆の縦覧に供することとすべきである。

そして、これらの登録業者に対し、帳簿の作成義務記録保存義務、検査受忍義務等を課し、また不適切な投資顧問業者に対する登録の取消し等を通じて機動的な対応を行える体制を確保することが適当である。帳簿の作成義務等を課すことにより、登録制による開業規制は、投資家保護に関し十分な実効性を確保することになるだろう。

ロ. 登録制を採用した場合、明らかに悪質と考えられる業者が登録を申請してきたときにどう対応すべきかという問題がある。これについては、営業の自由の保障との関連に留意しつつ、①登録拒否要件を規定するに当たり配慮する、②投資顧問契約の締結・解約に関連する強要行為については、罰則等による規制を検討する、③金銭・有価証券の保管の禁止等の行為規制の実効性を期する、④行政当局が投資家からの苦情申立て等に対し機動的に対応すること、などにより対処することが検討されるべきであろう。

(3) 專業義務についての考え方

登録に際しては、有価証券に係る投資顧問業務を專業とすることを義務づけること（いわゆる專業義務）は、規制として行き過ぎであろう。登録を申請する者はどのような業務を行っていてもよく、仮にその業務の一環として有価証券に係る投資顧問業務を行う限りにおいて、登録が義務づけられ、投資顧問業務に関する各種の行為規制等の法規制が課されるという構成にすることが適當である。なお、投資一任業務については後述する。

(4) 期間限定についての考え方

ところで、開業規制に関して、貸金業の規制等に関する法律、旅行業法などでは登録の効力を一定期間（例えば3年間）に限定し、その都度更新する方式がとられている。これは、業者の実態がまちまちであり、完全な形式基準による規制だけでは不十分であること、一定の期間ごとに改めて過去の実績を踏まえて形式審査を行うことにより、業者の対応も真剣になることが期待できること、及び休眠登録業者を排除できること、などの配慮に基づく考え方である。

しかし、投資顧問業については、行政当局による登録取消・抹消権限、毎年の営業報告書の提出義務等を法律で規定するのであれば登録期間を限定する必要性は必ずしも高くない。

(5) 人的要件、財務要件

次に登録に際し人的要件、財務要件を課すかどうかの問題がある。米国では1976年改正法案でその点の提案がなされ、また州法の段階では、既にカリフォルニア、フロリダ、アーカンソー等の各州で人的要件財務要件が課されている。

まず、人的要件としては、投資顧問業務に関する公的試験制度等

が考えられる。しかし、投資顧問業務に関する適性が果してこの種の形式的な基準で判定できるのかどうかについては疑問なしとしな
いので、登録に際し人的な要件を導入するのは必ずしも適当ではない。

次に財務要件であるが、これは、営業の登録を行うに際して投資顧問業者に一定の資本金、準備金の保有を義務づけるというものである。現に米国ではカリフォルニア州（登録に際し2万5千ドルの保有を義務づけている。）などで採用されている。

我が国の場合、①登録による規制は可能な限り軽度にする、②登録業者の適格性は必ずしも資本金の多寡等の基準によって判断すべきではないという考え方から、財務要件は課さないことが望ましい。

(6) 営業保証金

登録において財務要件を課さないこととした場合、①投資顧問業者により被害が生じた場合の被害者への損害賠償債務の履行を簡便迅速にすること、②顧客の中途解約の自由を確保し、前払手数料の返還を容易にすることなどの配慮から、開業に当たり営業保証金の供託を義務づける法制とすることが望ましい。営業保証金制度とは、営業上の取引による債務の支払いを担保するための保証金制度であり、我が国においては、旅行業法、宅地建物取引業法、外国証券業者に関する法律等にその例がみられる。

ちなみに、それらの営業保証金の額は旅行業法では主たる営業所について600万円、宅地建物取引業法では主たる事務所について300万円、外国証券業者に関する法律では支店ごとに法律で定める最低資本金の20分の1を営業保証金として供託することが義務づけられている。

営業保証金制度を設けることにより、投資顧問業を行う意欲のある者だけが登録を申請してくることになろう。ただし、その金額は必要最小限に止めるべきであり、また、現金による供託だけでなく、国債等の適格有価証券による供託を認めることが望ましい。

(7) 適用除外についての考え方

米国・英国等では登録や免許に対し適用除外が定められている。米国の場合には、①顧客のすべてが同一州内の居住者であり、かつ非上場証券についてのみ助言を行う者、②保険会社のみを顧客としている者、③一年間の顧客数が15人未満でかつ自己が投資助言業者であることを明示しない者、については登録を要しないとされている。

我が国の場合には、投資家保護の見地から適用除外の規定を設けず、投資顧問業を行う者に対して登録を要求することが望ましい。

(8) 名称規制についての考え方

諸外国の事例をみると、例えば米国では、顧客の要求に応じて投資に関する継続的助言を与えるものを「投資管理サービス」と定義し、投資助言業者法においてこれらの業務を行う者に対してのみ投資顧問 (investment counsel) という名称を許容するとともに、他の者がこの名称を用いることを禁止している。いわゆる名称規制の考え方がとられている。

名称規制は、法律で名称を特に付与された者に対しては責任と誇りを与えるとともに、顧客にとって信頼できる取引相手を容易に識別できるという長所がある。しかし、登録という軽度の開業規制に対し、営業の自由、表現の自由への強度の制約となる名称規制を課すことは必ずしも適当とは思われない。ちなみに、我が国の法令では、認可、免許業者の場合にはともかくとして、登録業者について

は、公認会計士等個人に係る一定の身分、資格に関するものを除き、名称規制が課されている事例は見受けられない。

第4章 投資情報出版業

1. 問題の所在

投資情報出版業者とは、新聞、雑誌、ニュースレター等各種の出版物、情報媒体により、投資助言を含む投資情報を提供することを主たる業務とする者をいう。

投資顧問業者に対し新たに法規制を行う場合、投資情報出版業が出版業ないしマス・メディアに属しているだけに、法規制の対象に含むべきかどうかが問題になる。その際、①投資情報出版業を含めなければ、法規制は実効を期し難いかどうか、②憲法が保障する言論の自由・出版の自由との兼ね合いをどう考えるべきか、の2つの論点が検討されなければならない。

2. 投資情報出版業者の実情

昨年大蔵省証券局が実施した投資顧問業者の実態調査によれば、顧客に対し、個別・相対の投資助言等を行わず、専ら投資情報の提供を行っている者としては、

- ① 会員制により、会員のみ限定して、同一内容のレポート等を投資資料として提供している者、
- ② 一般に誰でも購入可能な出版物の形態により、専ら有価証券（特に株式）の特定の銘柄を推奨している者

とがある。前者は全国で5社程度、後者は少なくとも30社程度があると推定されている。料金は、①特定会員のレポートは6ヶ月3万円程度、②一般に誰でも購入可能な出版物は、新聞一部100円程度、雑誌1冊500円から1,000円程度のもが多い。

3. 基本的考え方

広範な読者層を対象にした出版物を媒介とする場合には、個々の投資家にとって個別・相対の投資助言に比べ、情報の秘匿性、ひいては情報価値が相対的に小さいと考えられる。

そのような媒体が提供する助言を自己の投資活動に結びつけ、これを実現させるかどうかは投資家の自由に委ねられる。つまり、この分野は明らかに投資家の自己責任が妥当する世界である。そこで、それらに対しては法規制の対象外とすべきであると考えられる。また、投資家被害の実態をみると、顧客への個別の助言・資産運用に関連して犯罪が行われる場合が圧倒的に多い。したがって、規制の対象を個別・相対の契約関係にある者に絞っても、規制の実効性の面で特に支障があるとは思われない。

4. 言論・出版の自由との関係

イ. 各国において表現・出版の自由をめぐる憲法上の位置づけについては、それほど差異はない。憲法において最大の尊重を払うべきものとして位置づけられている。このような法制の下で、まず米国においては、投資助言業者法により規制の対象とする投資助言業者を「証券の価値……に関し直接又は出版物によって他人に助言することを業とする者」又は「経常的業務の一部として証券に関する分析書又は報告書を刊行若しくは公表する者」等と定義し、投資情報出版業者を開業規制、行為規制を含む法規制の対象に含めている。そして、その上で、但し書において「但し、広範かつ定期に刊行される善意 (bona fide) の新聞・ニュース雑誌又は経営若しくは金融関係の刊行物の発行者には適用しない」と規定し、いわゆる一般紙等を適用除外としている。

英国では、不正投資防止法において、証券取引を伴わず、投資資

料の配布のみを行う者は免許不要とし、開業規制を課さない一方、一般大衆に投資資料を配布する者に対し不正勧誘の禁止等の行為規制を課している。ただし、1985年1月に英国政府が公表した金融サービスについての法律案要綱では、新しい規制体系として、

- ① 投資資料の配布のみを行う業者も認可の対象とすること
- ② 善意の新聞の発行や、推奨を伴わない分析的情報の刊行等は適用除外とすること

等を内容とする提言がなされている。

フランスの投資顧問業者法においては、投資顧問業者は、「顧客の勘定において有価証券ポートフォリオの運用を行うことを業務とする者」と定義されており、投資情報出版業者を法律の適用範囲に含めていない。

ロ．米国憲法修正第1条は、「連邦議会は……言論および出版の自由を制限……する法律を制定することができない」と謳っている。この憲法及び投資助言業者法における投資情報出版業者に対する規制をめぐる、最近米国連邦最高裁で注目すべき判断が示された。

事件（SEC対Lowe事件）は、SECが証券に関する投資情報ニュースレターの出版を業とする者（Lowe）に対し、登録拒否要件に該当するとして1981年に登録を取消し、営業停止命令等の措置を講じたところ、当該業者が、SECの措置は米国憲法が保障する表現・出版の自由に違反するとして訴えを提起したものである。

本件について本年6月に米国最高裁判決が出された。同判決は、SECの主張を全面的に退け、当該業者は登録を要求されないと述べている。最高裁はその理由として、①投資助言業者法の適用除外とされている「広範かつ定期的に刊行される善意の新聞・ニュース雑誌等の刊行物」とは、扇動的な雑誌（touts）ないし売り逃げの予

想紙 (hit and run tipsters) 等を除くすべての新聞、雑誌と解釈される、つまり、規制の適用除外とされる範囲は極めて広いものである、②当該業者は、この適用除外に該当する。したがって、適用除外業者に対するSECの停止命令等の諸措置は正当なものとはいえない、としている。

この判決の意味するところは、投資助言業者法が出版業者を規制対象としていることは必ずしも違憲ではないが、憲法修正第1条が保障する出版の自由の趣旨に鑑み、その適用除外の範囲を可能な限り広く考えるというものである。

この米国最高裁判決により、米国では、投資情報出版業者は投資助言業者法の規制対象に含まれるものの、実際上はその大半が適用除外となり、規制を受けないこととなるものと予想されている。我が国における立法に当たり、投資情報出版業の取扱いについて一つの参考事例となろう。

ハ．我が国憲法は、第21条において「①集会、結社及び言論、出版その他一切の表現の自由はこれを保障する。②検閲はこれをしてはならない。」と規定している。

表現の自由を保障するとは、公権力によってこれを制限することを一般に禁止するとの意味である。ただし、これらの保障は公共の福祉による制約を伴うというのが一般的な考え方である。

投資助言を行う場合、それが口頭、個別の書面であれ、出版物であれ、本質的には違いはないと言える。しかし、出版物の場合には一般への広い働きかけという側面が含まれており、これに開業規制等の法規制を課すことについては、我が国憲法が保障する出版、表現の自由との兼ね合い上やはり十分慎重に扱わざるを得ない。

5. 我が国における規制対象

イ. 以上、投資情報出版業に対する規制の在り方及び憲法上の観点に鑑み、投資情報出版業については法規制の対象外とすることが適当である。

そのための方策としては、新しい法律の規制対象を、投資顧問契約に基づき有価証券の価値等について助言を行うことを業とする者に限定することが考えられる。このような規制方式をとれば、投資情報出版業者は、一般には投資顧問契約に基づき営業を行う者とはならないので、自ずと規制の対象外に置かれることとなる。

ただし、投資に関する助言の形態は、口頭、個別の書面だけでなく、出版物による場合もあるわけであり、多額の会費を徴する会員組織の下で、出版物を媒介として投資助言業務を行う者を規制の対象外とした場合の弊害には無視できないものがある。出版物を媒体とする業者を例外なく法規制の対象外に置いてよいとは考えられない。

そこで、法規制の対象を、基本的に顧客との間で個別・相対で助言を行う投資顧問契約を締結する者に限定するとともに、会員制等の実態からみて、例えば、多額の会費を徴収しており、個別・相対の投資顧問契約と実質上異ならないとみられる場合には、規制の対象とすることが適当である。

ロ. なお、投資情報出版業者は、マス・メディアを通じて一般大衆投資家に幅広く働きかけることが可能であり、これらの媒体を使って、虚偽又は誤解を生じさせるような投資助言を行い相場を操縦することが予想されないわけではない。その場合には、投資家の判断を混乱させたり、証券市場を攪乱させる原因ともなる。こうした場合について、投資顧問業の法制の中で対応条文を規定する方法もな

いわけではないが、これらの行為は投資顧問業に固有のものではなく、むしろ有価証券市場全般において発生するおそれがある問題であるので、現行証券取引法（第58条 不正取引の禁止、第125条 相場操縦の禁止）により対応することが適当であると考えられる。

第5章 行為規制

1. 概要

投資顧問業者の行為は、当然のことながら顧客の有価証券投資活動に大きな影響を与える。また、それを通じて、証券市場にも影響を及ぼす。したがって、投資顧問業者の行動如何によっては、一般投資家、機関投資家等の各投資家の利益が害され、または証券市場の健全性が損なわれるおそれがある。

第1編第4章で述べた投資家被害の実例は、このことを端的に物語っている。そこで、投資家保護及び証券市場の健全性の確保のために、投資顧問業に対し一定の行為規制を課す必要がある。

投資家被害の実態を些細に分析し、それを類型化すると、対応策として決め手になる方策も自ずと絞られてくる。

- ① まず、勧誘・広告についてはこれを野放しにすべきでない。
- ② 投資家の情報不足に根ざす詐欺事件が多い。開示制度に十分に配慮しなければならない。
- ③ 投資顧問業者が顧客の金銭・有価証券を預かることや貸付け及び貸付けの媒介等を行うことが投資家被害を拡大する役割を果たしている。これらについて有効な規制が必要である。また、証券取引行為について規制を行うことが必要である。
- ④ 帳簿の作成、記録保存業務等は投資家被害を最小限にとどめ、また既に起った被害について司法的な救済を実行するためにも不可欠である。

- ⑤ 自己取引等顧客と投資顧問業者（又はその関係会社）との利益相反から生ずる投資家被害も考えられる。この面の対策が必要である。
- ⑥ 投資顧問契約については、投資家保護の観点から、いわゆるクーリング・オフ制度を導入することが望まれる。

2. 詐欺、詐欺的行為

詐欺、詐欺的行為は投資家保護上厳しく規制する必要がある。ただし、これを抽象的、包括的に禁止するのでは、取締りの実効性は期し難い。むしろ、これらの行為のうち具体的、外観的な事象をとらえて規制することが適当である。すなわち、①勧誘・広告行為、②金銭等の保管、③貸付け、など投資顧問業務に関し不正な手段・計画・技巧が展開される部分を外観的な行為に分解し、それぞれについて具体的な対応を試みる方策が望ましい。悪質な業者が詐欺、詐欺的行為を行おうとする場合、必ず誇大広告や金銭の預り行為等の外観的行為に出る過程があるはずであり、このような外観的行為に着目して行為規制を課した方が、投資家保護の点で実効性が期待できるものと考えらる。

3. 勧誘・広告、標識の揭示

投資家被害を未然に防止するという観点から、勧誘・広告に関する行為規制は極めて重要である。

英米の法律では、単に不実記載等の広告を行うという外観が整っていればそれだけで処罰できる仕組みになっており、我が国における立法に当たっても、勧誘・広告については表面上の不実記載等の事実さえ生じれば処罰できるように規定し、投資家保護の徹底を期すべきである。こうした規制により、投資顧問業者は、勧誘・広告において常に正しい情報を投資家に提供する義務が課せられることになり、投資顧問業務の適正化につながる効果が期待できることになろう。また、

投資顧問業者の提供する勧誘・広告の内容の信頼性が増せば、投資家は投資顧問業者を適切に選別することができる。

表現の自由との兼ね合いから、虚偽又は重要な事項につき誤認させるような表示の禁止や一定の広告事項の義務づけなど簡潔に要所を抑えていく規制態度が望ましい。

これに関連して、投資顧問業者である旨を示す標識を一定の様式に基づき公衆の見やすい場所に掲示することを義務づけるのが望ましい。なお、標識については、登録業者と後述する投資一任認可業者との違いが外部から明確に識別できるようにすべきである。

4. 開 示 義 務

投資家が合理的な判断に基づいて証券投資を行うためには、価値判断に必要な情報が正確かつ公平に開示され、投資家がそれを有効に利用できることが前提になる。そこで、投資家保護ということと、投資家の自己責任原則との接合点を詰めていくと、結局は開示（ディスクロージャー）制度の充実、徹底を柱に置き、その足らざる所を取引のルールや所要の法規制により対応するという考え方に至る。

そこで、まず一般の投資顧問業者の登録に当たっては、業務内容、自己の経歴等必要な項目について書面による開示を求めることが適当である。登録とともにこれを公開し、投資家が投資顧問業者を選択する際の有力な判断材料として使われることが期待される。もちろん、不実記載等が行われれば登録を拒否し又は登録の取消処分を行うこととしなければならない。また、顧客との契約に際しても、投資顧問業者には契約締結時までに関示すべき一定の事項を記載した文書を顧客に交付することを義務づけるべきである。開示すべき事項としては、提供する業務の概要、専門スタッフ等の人的構成、投資分析又は投資助言の方法、業務経験、財務内容、投資顧問料等が考えられよう。

また、投資顧問業務が顧客との個別・相対の性格を有しているだけに、顧客との間の各種トラブルを防止し、ひいては投資家被害の防止に役立てるために、契約の締結はすべて書面で行うことを義務づけることが望ましい。そして、契約時における開示内容に不実記載等がある場合には、それだけで違法な行為と規定することが適当である。

契約前、契約時と並んで契約期間中の開示制度の充実も課題の一つである。契約期間中において、投資顧問業者は顧客に対し定期的な報告を行わなければならないものとするのが望ましい。

開示制度は、行政にとっても根幹に位置する重要なものである。ただし、法制化に当たっては、開示項目を必要以上に要求するのではなく、投資顧問業者の選択等に当たって真に必要な事項を投資家にとって分かりやすい形で開示させることが望ましい。

5. 相場操縦の規制

現在我が国においてかなりの数の独立系の投資顧問業者が存在するが、このような業者の中には、投機相談所的な、いわば顧客から相場師的な役割を期待される投資顧問業者も見られる。投機的な資金が特定の投資顧問業者に流入していけば、その資金動員力によって特定の銘柄について相場操縦が試みられるおそれがある。

投資顧問業の規制目的の一つは健全な証券市場の形成であり、特定の銘柄について、実勢を反映しない作為的相場を形成させる一連の行為は厳に規制されなければならない。

問題は規制の具体的方法である。相場操縦の舞台はあくまでも証券市場であるから、証券取引法に手掛りを求めざるを得ない。現行の証券取引法は、一般的には第58条、特に有価証券市場における取引については第125条（仮装売買、相場操縦等の禁止及び安定操作の制限）の規定を設け、相場操縦等の不正な株式取引等を規制している。今

後、投資顧問業に関する立法により投資顧問業者に対する帳簿の作成義務、記録保存義務、検査受忍義務等が明記されれば、実態の究明がより容易になり、現行の証券取引法上の規制に手掛かりを与え、相場操縦に対する一つの牽制になると考えられる。

6. 帳簿書類の作成、記録保存、検査、監督

これまで何度か触れたように、投資顧問業者に対し、①帳簿書類の作成等の記帳義務、②記録保存の義務、③毎年の営業報告書の提出義務をそれぞれ課すとともに、④行政当局は必要に応じ立入検査を行い、⑤また資料、報告を徴することができるよう法制を整備すべきである。行政当局はこれらを通じて投資顧問業者の実態把握に努め、必要に応じ、是正命令、業務停止、登録・認可等の取消しといった措置が行えるようにすべきである。

7. 金銭・有価証券の保管

イ. 現在、投資顧問業者が顧客の金銭・有価証券を保管する主要な形態としては、次の3つが挙げられる。

① 保護預りとして有価証券が預託される場合

有価証券の保護預りとは、顧客からその保有する有価証券の保管の委託を受けることである。法律的には寄託（民法第657条）に当たる。現在保護預りを業としているものは、例えば関連業者では、証券会社（証券業の付随業務）、銀行（銀行法第10条第2項第9号）、信託銀行（銀行法第10条第2項第9号又は信託業法第5条第1項第1号）が挙げられる。

② 有価証券の買付委託により金銭が預託される場合

③ 有価証券の売却委託により有価証券が預託される場合

②、③は有価証券の売買の委託に直接付随して行われるものである。

我が国の実態をみると、単に投資の勧誘、推奨による被害だけでなく、投資顧問業者が金銭・有価証券を預かることに起因する被害が非常に多い。このような事例は、投資顧問業者が保管の形で金銭等を投資家の手元から切り離し、投資家に対して預り証を発行することとし、投資家から要請があっても現物は引き渡さず、これを流用してしまうというものである。

諸外国の法制をみると、フランスでは、投資顧問業者は金銭・有価証券の保管を行うことが法律上禁止されている。米国では、法律上は禁止せず、規則に基づき、例えば証券は顧客別に整理し、安全な場所への保管を義務づけるとともに、金銭は顧客毎に銀行口座を設け保管することが義務づけられており、これらについて詳細多岐にわたる規定が設けられている。

- ロ。我が国の場合、金銭・有価証券の保管に絡んで不正が行われた事例が多いこと、また、投資顧問業務は本来の業務が投資助言ないし資産運用の指図であるので保管業務は不可欠な業務とは言えないことなどを考慮すれば、保管を行うことを法律上禁止するのが適当である。保管を制限的に認める場合には、米国、英国の法令のように、不正使用を防止するため非常に詳細な規定が必要となり、また、そのような詳細な規定を設けたとしても、詐欺を当初から意図する者を有効に規制できるかどうかは疑問である。

投資顧問業者に保管を禁止した場合には、顧客の預託先は顧客の選択に基づき信託銀行、銀行、証券会社等になる。これらの機関との間で信託契約、財産管理契約ないし常任代理人契約等保管に関する契約を締結すれば、これらの機関が銀行口座等を通じて顧客に代行して金銭・有価証券の受払い等をすべて行うことになり、投資顧問業者は助言活動や資産運用の業務に専念できることになる。

8. 貸付け、貸付けの媒介等

投資顧問業に係る投資家の被害が、いわゆる「10倍融資」等貸付けと結びついて大規模化する傾向が見られることは、第1編第4章で既述したとおりである。悪質な事例の場合、顧客に貸付けの話を持ち出し、その担保差入れという形で顧客の手持ちの資金を騙取するという形態がとられている。

本来、投資顧問業務には貸付業務は不必要である。貸付けの媒介・取次・代理といった業務もまた同じである。したがって、投資顧問業者については、貸付け及び貸付けの媒介等を禁止すべきである。この禁止規定は、悪質な投資顧問業者には非常に強い規制となるが、圧倒的多数の正常な投資顧問業者においては業務上支障とはならない。

なお、後述する投資一任業務においては、有価証券の売買取引の一形態として、証券取引法に基づく信用取引が行われることがあり得るが、これを利用することは特に禁止する必要はないと考えられる。

9. 証券取引行為

投資顧問業に関する投資家被害の多くは、投資顧問業者が顧客に代わって有価証券の売買を行うことが主な原因となっている。投資家被害は、先に述べたように、投資顧問業者が顧客の金銭・有価証券を預かった上で顧客の意思を無視し勝手に有価証券の売買注文を行う、又はあたかも売買を行っているかのように見せかけ顧客の資産を騙取するものであるが、これらの事例においては投資顧問業者が顧客に代わって有価証券の売買を行うことが被害の発端となっている。

したがって、こうした証券取引行為、すなわち顧客のために有価証券の売買の取次・代理を行うこと自体を規制するならば、投資家被害の防止に効果があるものと考えられる。そこで、投資顧問業者については後述する投資一任業務を行う者を除き、証券取引行為を禁止する

ことが適当である。なお、この点については第6章において詳述することとする。

10. 利益相反の防止

顧客と投資顧問業者とがひとたび投資顧問契約を締結すれば、以後、投資顧問業者は顧客のために最善を尽くすことは当然である。投資顧問業者にとって、顧客からの投資顧問料がその収入となるのであるから、顧客の信頼を失えば営業が危くなるわけであり、それだけに通常の場合であれば、顧客の利益のために最善を尽し、より良い実績を挙げようと努力することになる。言い換えれば、通常顧客の利益と投資顧問業者の利益とは同じ方向にある。

しかし、次のような状況の下では、投資顧問業者と顧客との間で利益相反（利益が双方で相反する状況、conflict of interest）の状態に陥る。

- ① 投資顧問業者と証券会社、銀行等が親会社、子会社などの関係により、人的、資本関係を有している場合。例えば、これらの親会社は大量に有価証券を保有しているが、その保有している有価証券が常に優良のものとは限らない。そこで子会社である投資顧問業者の業務を通じて、顧客に不利な銘柄を売り込む可能性がないとは言えない。
- ② 後述の投資一任業務を行う投資顧問業者が顧客の相手方となって売買を行う場合（これを自己取引という。）、また、二人の顧客双方の代理人の立場に立ち、その顧客間で売買を成立させようとする場合。
- ③ 投資一任業務を行う投資顧問業者の関係会社（親会社など）が証券会社である場合に、当該投資顧問業者が売買の委託を専ら関係証券会社に対して行い、不必要に売買頻度を重ねることにより、関係

証券会社の売買委託手数料を増やす手段として利用されるおそれがないとは言えない。

投資顧問業の在り方を考える際に、利益相反の問題は真剣な検討を要する課題である。投資家保護を徹底させるためにも利益相反の防止は避けて通ることはできない。

以下、それぞれについて次のように考える。

イ. 証券会社、銀行等との人的、資本関係

まず、人的関係としては、現在、親会社から子会社である投資顧問業者に対し役職員の出向が行われている。証券系、銀行系、及び生命保険会社系等の投資顧問業者は、それぞれ証券会社、銀行、生命保険会社等との間で人的関係がかなり緊密であるというのが現状である。そこで、人的関係については、後述の投資一任業務に関して一定の規制を設けることが望ましい（第6章7(4)参照）。

他方、資本関係については、証券会社、銀行等の金融機関は、独占禁止法第11条により他の会社の株式をその発行済株式の総数の100分の5（保険会社は100分の10）を超えて所有することができないとされており、特に問題はない。

ロ. 自己取引等

自己取引等は直接に投資家の利益を損なうおそれが強い。米英両国では原則禁止としながらも、投資顧問業者がその資格を書面で開示した上で顧客の同意を得るのであれば許容されている。

利益相反のうちで投資家保護を最も直接的に危くするのは、この自己取引であると考えられる。そこで、我が国の場合には、自己取引は法律で明文をもって禁止すべきである。また、顧客の勘定間での売買については、投資顧問業者自らが直接行うことを禁止すべきである。

ハ. 関係証券会社への売買の委託

現状においても、顧客は投資顧問業者の関係証券会社に有価証券の売買を委託することが多いが、特に投資家保護上問題になるような状況が起きているとは見受けられない。また、この問題は投資顧問業者間の顧客獲得の競争原理が有効に働く限り生じにくいとも言える。しかし、後述の投資一任業務を行う投資顧問業者に証券取引行為を認める場合は、万が一に備えて何らかの安全弁を考慮しておく必要がある。

そこで、投資顧問業者が顧客との契約書において、自社が特定の証券会社の関係会社である旨を明示し、当該証券会社に売買を委託することにつき、あらかじめ顧客の同意を得ることを義務づけるほか、必要に応じ行政庁が取引の状況を把握できるようにすることが適当であると考える。

11. 成功報酬、損失補償

米国では投資顧問料の料率は、受託運用資産額に対する一定割合で定めることとされており、運用実績、例えばキャピタルゲインに対し一定割合とするような成功報酬は、法律上原則として禁止されている。成功報酬は、投資顧問業者が健全なポートフォリオ管理から離れ投機的な運用に走り、投資家被害を惹起する可能性があるためこれを戒めるとするのが法の趣旨である。我が国ではどう対応するか議論のあるところであるが、報酬の決め方まで法令により規制することは行き過ぎとも考えられる。

他方、これに関連して投資顧問業者が顧客に対し損失の全部又は一部を負担することを約し、又は利益を保証して勧誘することは、業務の性格からみて明らかに好ましくない。このような保証は実行し難いことは明白であり、投資顧問業者の財産的基礎を危うくし、結局は投

資家被害を招く要因になりかねない。これについては法令上禁止することが適当である。

12. クーリング・オフ制度

クーリング・オフ (cooling off) 制度とは、契約締結後一定期間内において顧客がいつでも契約を解除し得る制度である。

もとより、契約は当事者の合意により成り立っており、当事者の一方がこれを解除しようとするれば、解除適格の状況にある限り原則としていつでも解除は可能であるが、これは民法上の取扱いにとどまる。クーリング・オフ制度は、顧客の一方的な解除権を強行規定として保障するものである。解除の申し入れが所定の期間内であれば、仮に契約解除を行わない旨の特約があったとしても、その特約は無効であり、契約は解除される。

他方、クーリング・オフ制度においては所定の期間内は契約が不安定な状況に置かれることになり、取引の安定を損なうという側面もつ。したがって解除権の濫用が行われれば弊害を生じる懸念がある。

クーリング・オフ制度は、消費者保護法の分野ではいくつかの立法例があり、例えば訪問販売等に関する法律では契約締結後7日以内（マルチ商法に関しては14日以内）であれば顧客はいつでも契約を一方的に解除できる規定を置いている。また、割賦販売法でも7日間のクーリング・オフ期間を設けている。

新しい投資顧問業法を制定する場合には、投資家保護の観点からクーリング・オフ制度を導入することが望ましい。仮にクーリング・オフ制度が導入されれば、我が国において役務取引に関する初めての立法例ということになる。その際、取引の安定を十分に考慮して、クーリング・オフの期間については必要最小限にとどめることとし、例えば他の法律との均衡上契約締結後7日間程度とすることが適当であ

る。

第6章 投資一任業務

1. 定義

投資に関する助言は、通常顧客が随時投資顧問業者に対し助言を求められる際に行われるしかし、顧客としてはその都度助言を求めるのは不便であり、専門業者に一括して自己の資産の運用を委せたいというケースもあろう。その場合には、投資顧問業者は、顧客の有価証券投資に関する委任に基づき、その資産について顧客の示す運用方針に沿った有価証券の最適資産構成（ポートフォリオ）を作成し、その最適性を常時確保するため、運用代行の形態により自己の裁量でその構成を随時変更操作していく方式がとられる。これが投資一任業務である。

もちろん、投資一任業務契約に際しては、顧客がどのような運用方針を望んでいるか、などについて事前に綿密な打合せが行われる。顧客が当該投資顧問業者を全面的に信頼することになれば、一つ一つの助言に基づく運用ではなく、投資顧問業者に対し包括的に自己の資産の運用を委ねることになる。その際、顧客の委任に基づき投資顧問業者自らの投資判断により証券会社に有価証券の売買を発注する一連の証券取引行為が行われる。

投資一任業務は、このように顧客の信頼の下に、その示す運用方針に従って専門家の運用能力が発揮されるものであり、投資顧問業務の中で専門性の行き着く最も進んだ形態であると言えることができる。

2. 投資一任業務の類似概念との異同

(1) 売買一任勘定取引との違い

従来、証券取引法上、売買一任勘定取引という概念がある。ともに顧客から投資につき一任を受ける点では共通している。しかし、

売買一任勘定取引は有価証券の売買の一任に重点が置かれており、売買につき委託手数料が支払われることとなっている。これに対し、投資顧問業者の投資一任業務は、資産運用が一任されることに重点が置かれており、有価証券の売買行為はそれ自体個別には投資顧問業者に対し対価は支払われない。

(2) 信託との違い

顧客の資産を顧客に代わって運用するという点では、信託と投資一任業務は共通している。

しかし、法律的にみた場合には、信託契約が受託者（信託銀行）に委託者（顧客）の所有権を移転した上で、当該資産の運用、処分、管理を行うことを委託する契約であるのに対し、投資一任契約は顧客が所有権を留保したままでその運用のみを投資顧問業者に委ねる委任契約である。

また、信託契約の場合には所有権の移転に伴い資産の保管業務が当然に付随することになるが、投資一任業務の場合にはあくまでも運用の指図権に意味があるので、委任を受けた者が資産の保管業務を行うことは必ずしも必要でなく、これを禁止することが可能である。

なお、現在信託銀行において行われている投資顧問業務は、保護預り、信託業法第5条第1項第7号の財産の取得、管理、処分等の代理業務によるものであり、会員制による投資助言サービスの提供等を内容としている。また、信託銀行は本来の信託業務の一環として、有価証券への投資を目的として投資の一任を受けた金銭の信託を受託している。その一つであるファンド・トラストは、信託銀行が契約ごとに独立したファンドを委託者（顧客）の意向に沿って運用するものである。具体的には、①証券投資を目的とした金銭の信

託である。②信託終了後は受託者が信託財産を現状のまま顧客に交付する。したがって、金銭の信託のうち金銭信託ではなくいわゆる金外信託（信託財産として金銭を受け入れる信託のうち、信託終了時に、運用により取得した信託財産を現状のまま交付する信託を言う。）である。③受託者は指定された財産の種類の種類範囲内で投資する、いわゆる指定運用である。④独立したファンドとして運用されるので単独運用である。ファンド・トラストの場合には、所有権の移転が行われるとともに保管業務が当然に付随している点で投資一任業務とは異なっている。

(3) 証券投資信託との違い

証券投資信託も、顧客資産の有価証券への投資を委託される点では共通している。

しかし、証券投資信託はあくまでも信託契約の一種（特定金銭信託）であり、信託契約との異同が概ねあてはまる。

投資顧問業務との差異を顕著にしている要素として、証券投資信託は小口資産の運用に重点が置かれていることが挙げられる。証券投資信託は1個の信託財産の受益権を多くの顧客に広範に分売する仕組みとなっている。それにより、大口資産と同様に分散投資が可能になる。また、1個の財産として運用される結果、証券の売買委託手数料が低率で済む等、規模の利益を十分に生かすことができる。あらかじめ定められた方針に基づいて専門家による運用が行われ、その成果は顧客の投資口数に応じて帰属することになる。しかも、投資対象として各種の有価証券を組合せることにより顧客のニーズに合わせた新商品を開発することが可能である。

以上から明らかなように、証券投資信託と投資顧問業務とは機能面において相当程度の類似性をもつものの、証券投資信託が主に小

口資産を対象とした、いわばレディーメイド（ready made）の商品であるのに対して、投資顧問業務は大口資産を対象とした、オーダーメイド（order made）の役務の提供であると言うことができる。

なお、証券投資信託が一般の信託と異なる点は次のとおりである。

- ① 主として有価証券に対する投資として運用し、不特定多数の投資家に受益権を分売することを目的とする。
- ② 大蔵大臣の免許を受けた証券投資信託委託会社が信託財産の運用指図を行う。
- ③ 委託者（証券投資信託委託会社）と受託者（信託銀行）の信託契約によって生じた受益権が有価証券に化体される。

(4) 証券業との違い

証券業務の一つに、顧客のために有価証券の売買の取次、代理等を行い売買委託手数料の形式で対価を得る行為がある。通常ブローカー業務といわれるものである。このブローカー業務には、証券外務員等を通じて、顧客に対し、有価証券の価値又は売買について助言を行う行為が含まれている。

しかし、これらの助言行為は、あくまでも、有価証券の売買の取次、代理等の証券業務の一環として行われるものであり、その対価は、独立の手数料体系をなしていない。いわば、そうした助言行為は、証券業務の中の過程で生ずることはあっても、それ自体は独立の営業行為として確立されていないと見られる。投資顧問業が見方によれば証券業の外延上にあると言われる所以である。

3. 売買一任勘定取引に対する現行の規制

投資一任業務は証券業における売買一任勘定取引業務から派生した

ものである。そこでまず、証券業に対する現行の売買一任勘定取引規制について述べておきたい。

イ. 証券会社の売買一任勘定取引に関する規定は、証券取引法第127条に定められている。

第127条では、大蔵大臣は、投資家保護、公益等のために必要がある場合には、証券取引所の会員が、顧客から有価証券の売買取引について売買の別、銘柄、数及び価格の決定を一任されてその者の計算において行う売買取引を制限するため、大蔵省令で規則を定めることができる」とされている。

この条文を受けて、昭和23年7月に当時の証券取引委員会の規則が定められている。その第1条では、売買一任勘定取引においてその勘定についての委託の本旨又は当該勘定の金額に照らし過当と認められる数量又は頻度の売買取引を行ってはならないと規定されている。また、第2条では、証券取引所の会員が売買一任勘定取引を行った場合には、その取引が行われた日の属する月の翌月5日までに証券取引所にその旨を報告しなければならないとされている。

しかし、この規制の下では売買一任勘定取引による投資家被害が跡を絶たなかったため、昭和39年2月に大蔵省から「有価証券の売買一任勘定取引の自粛について」と題する通達が出されている。この通達は、従来の規制の欠点とされていた3点を補強している。すなわち、

- ① 従来は証券取引所の会員だけが規制対象であったが、非会員にまで規制対象が広げられた。
- ② 従来の売買一任勘定取引の定義は「売買の別、銘柄、数及び価格についての一任」ということになっており、この四つの要素の一つでも欠ければ売買一任勘定取引の定義から外れ規制外という

ことであったが、新しい通達では、上記四つの要素のうち仮に一つ程度が欠けていても法規制の趣旨から売買一任勘定取引とみなされる場合には、そのような契約も視制対象に含むこととされた。

- ③ 仮にやむを得ず売買一任勘定取引を行う場合には、厳格な手続によることとされ、その手続の詳細が通達で明記された。

この39年通達により、売買一任勘定取引をめぐる投資家被害は減少し、今日に至っている。

- ロ. もう一つの論点としては、証券会社の投資顧問業兼営の問題がある。

従前は証券会社は兼業として投資顧問業務を行ってきた。しかし、証券会社には本来、顧客の相談を受ける形で投資助言を行う機能があるわけであり、証券会社が一般の顧客と投資顧問契約のある顧客とを区別するような助言を行うことは好ましくない。そこで、顧客と証券会社との利益相反の問題にも配慮しつつ、46年以降証券会社については投資顧問業務の兼営は認めないこととされ、引き続き投資顧問業務を行う意思のある証券会社は別会社を設立し、投資顧問業務を行うよう行政指導がなされた。

その際、大蔵省では、証券会社に対し、当該子会社が売買一任勘定取引を行わないことなどの条件を付している。証券会社に対し売買一任勘定取引の自粛を求めた理由が顧客との紛争防止であるのに対し、その子会社である投資顧問会社に売買一任勘定取引を認めなかったのは、当該会社は証券会社ではないので、売買一任勘定取引に随伴して生ずる証券取引行為（取次、代理等）を行えば、証券取引法上の無免許営業になるおそれがあったためである。

4. 諸外国の対応

米国の投資顧問業務はほとんどが投資一任であるといわれている。英国においても、投資一任のケースが非常に多い。フランスでは、ほとんどが投資一任と推定されている。このように、欧米諸国では投資顧問業務の大半が投資一任業務である。

各国の法律上の取扱いであるが、米国の投資助言業者法をはじめ各国の法律では投資一任をすべきか否かは当事者間の契約に委ねられている。またそれに伴う投資家の被害はほとんどないと言われている。これは投資一任業務について法令上のルールが整備されていること及び投資家の自己責任原則が確立していること等によるものと考えられる。通常は、投資顧問業者の示す開示内容を基本として、契約書の文面において、一任の程度、限界、投資条件等を明確に記載し、紛争が生じることのないように措置されている。

5. 規制の必要性

(1) 投資一任業務放任の弊害

証券会社における売買一任勘定取引について、昭和30年代において証券事故が多発し、39年にその自粛を求める通達が出されたことは既述のとおりである。これは、売買一任勘定取引が行われる場合は、顧客のチェック機能が働かず、特に一任の範囲をめぐる顧客と証券会社との間に紛争、事故を招きやすいことに起因している。例えば、証券売買により損害が生じた場合に、顧客の側からは、「そんなことまで任せた覚えはない。」との苦情が出される一方、証券会社の方では「いや任せていただいている。任せたのだから、損が出てもそれは任せた顧客の責任である。」との応酬が起りがちであった。

また、投資ジャーナル事件に見られるように、「その他の投資顧

問業者」においては、顧客が一任した場合、任された方は、それを顧客の意思に反し、他への流用等を平然と行う状況が見られ、大衆投資家のかけがえのない資産が失われることもあった。

投資一任業務は、投資顧問業務の専門性が発揮しやすい形態でありながら、法律上野放しにされ、①一任の内容が不明確である、②一任に関するルールが未整備である等の理由から、一任業務の悪い面、例えば投資家の自己の判断と責任で投資するという健全な投資態度を歪めるといった弊害ばかりが出かねない状況にあったと言えよう。

(2) 投資一任業務のニーズ

イ. 近年、企業、家計を通じて金融資産の蓄積が進んでおり、国際間の資本移動も活発化している。そうした実態を背景として、内外の投資家がより安全かつ有利な投資対象を求めて投資アドバイザーの利用を積極化しているのはいわば自然の流れである。特に証券市場において、内外の投資家が情報収集力や分析力の優れた投資顧問業者を利用しようとする動きが目立つ。こうした流れの中で投資家から投資顧問サービスの拡充への期待が高まってきており、就中、投資一任サービスを求める声が強まっている。

このような投資家のニーズは結局のところ、金融の自由化や、内外の資本移動の活発化といった大きなうねりの中で自然に高まってきた投資行動に起因するものである。そこで、投資に関する助言の一環として投資一任業務を前向きに位置づけなければならないと考える。

現在、投資顧問業者の運用資産は、証券系投資顧問会社のみで4兆5,000億円にのぼるとみられる。55年9月に2,700億円だったのと比べ、5年間で実に17倍の規模に達している。この額は

投資信託のうち 短期の中期国債ファンド等を除く 残存元本 14 兆 4,000 億円の約 3 分の 1 に達している。この運用資産の伸びは、投資家のニーズが顕著であることの表れとみることができる。

ロ. こうした考え方に対して、一部の委員から、次の理由により現段階で投資一任業務を認めることは時期尚早であるとの意見が表明された。

- ① 我が国では未だ投資一任業務が健全に行われるだけの土壌ができていない。したがって、投資一任業務を認めるかどうかという問題は、投資家の自己責任意識の高揚や投資顧問業者のレベルアップなどの環境の整備を待って検討すべきである。
- ② 今まで投資顧問業者は実態すら把握されていなかったのに、いきなりこれに投資一任業務まで認めるというのはあまりにも性急に過ぎ、投資家の利益を損なう恐れすらある。
- ③ 投資一任業務は投資家の利益を害し易い性格のものであり、過去の被害事例でも、投資家が売買を一任したことが被害の原因の大半を占めている。このように問題のある投資一任業務を投資顧問業者に直ちに認めることは、仮に多少の策を講じたとしても、投資家保護の観点から問題なしとしない。
- ④ 投資一任業務のニーズやその将来性についても慎重に検討すべきである。未だ市場は小さく、また、我が国では投資情報を求めるニーズはあっても、これが投資一任業務に必ずしも結びつくとは言えない。
- ⑤ 投資一任の業務の性格については、法的には信託業務と異なるものの、経済機能は類似しており、これが投資顧問業者に認められることになれば、信託銀行への影響も大きく、更には金融制度上の重要な問題になると考える。投資一任業務を新しい

法律において認めるかどうかは慎重に検討すべきである。

- ⑥ 投資一任業務の問題は、本質的には銀行業、証券業による企業年金市場への参入問題と密接な関係があり、年金の受託機関拡大につながりかねない。両者の関係について明確な整理をした上で慎重に検討すべきである。

ハ. しかしながら、

- ① 投資顧問業においては、ポートフォリオ管理の立場から、証券市場等の動きに応じて時宜を得た売買を行うことが重要となっている。現行の方式では、個々の有価証券の売買毎に事前に顧客の了承を得る必要があり、迅速かつ効率的な投資サービスが提供できず不便である。
- ② 欧米の投資顧問業者においては投資一任業務が一般的であり、我が国のみこれを認めないことは、金融の国際化時代にそぐわない。現行制度の下では、海外の投資顧問業者が我が国の投資家と投資一任契約を締結して、海外において我が国の有価証券に対する注文を執行することは自由にできるのに対し、ひとたび、これら海外の投資顧問業者が我が国で業務を行う場合には投資一任業務ができないこととなっている。このような状況に対し何らかの対応が必要である。
- ③ 投資家の自己責任原則に関する欧米との土壌、国情の違いは、投資一任業務に対する認可制や行為規制により十分対応できるものと思われる。
- ④ 投資一任業務は、委任された資産の所有権が、あくまでも顧客に留保されている点で、信託業務とは法的には明確に異なっている。これに加え、顧客の資産の保管を禁止する措置等が行われるならば、経済機能面においても信託業務との差異を一層

明らかにすることが可能となる。

⑤ 当事者間で需要があるにもかかわらず、仮にこれを形式的に禁止すれば、水面下でその需要が満たされることになりかねない。その場合には投資家に被害をもたらす危険があり、また、被害に対する救済手段も限られたものにならざるを得ない。立法上正面から投資一任業務を認めた上で適正に規制することとすれば、投資家の被害を防止する方策を採ることが十分に可能である。

⑥ 投資顧問業に投資一任業務が認められれば、その結果として投資顧問業が軌道に乗ることが考えられる。投資一任業務を認めることにより投資顧問業者間で公正な競争が促され、投資家や投資顧問業者にとって双方の利益になるという面が期待できる、

などの理由により、我が国においても投資一任業務を認めることが適当であると考える。

ニ. なお、当審議会は企業年金の在り方そのものを論じる場ではない。投資顧問業の規制の問題は、企業年金の受託機関の在り方とは別次元のものである。投資一任業務を法律で認めることとしても、このことは企業年金の受託機関の在り方に対してあくまでも中立的であると考える。

ホ. また、投資一任業務の法制整備に当たっては、法的ルールの確立により投資家保護を図ることに主眼を置くとともに、金融制度に対する影響について十分配慮する必要がある。

6 証券取引行為の観点

以上のほかに、投資一任業務を法律で明文を以って認めるべきであるとする理由として、次の点が重要であると考える。

イ. 投資一任業務は、その性格上、証券取引法第2条第8項第2号、3号に規定する取次・代理又は委託の取次・代理といった証券取引行為を含まざるを得ないので、現在のように投資一任業務についていわば無法の状態の下でこれを行えば、証券取引法上の無免許営業にあたるおそれがある。そこで、現在証券、銀行及び生命保険会社系の投資顧問会社に対しては、これらの行為を行わないよう行政指導がなされている。

しかし、仮に投資顧問業者が顧客から会費を募り投資一任業務を行いつつも、取次等証券取引行為に関しては個別に手数料を取っておらず無償の行為であると主張した場合においては、このような行為の違法性をめぐり必ずしも定説があるとは言えない状況にある。

証券業の免許は証券取引行為を営業として行う者を対象としているため、上記の行為が営業に当たるかどうかの判断が問題となるのである。

ロ. 行政当局の有権解釈では、営業とは、業務全体として営利性があれば足りるとして、個々の売買取引毎に常に営利の事実が存在する必要はないとしている。したがって、取引中、たまたま手数料を徴収しないでした取引があっても、全体として営利性が認められれば営業とみなし得る、と言うものである。言い換えれば投資顧問業者が行う顧客の売買注文の取次等が個々の取引について手数料を徴収しないとしても、年会費等を徴収している場合には、全体としてその営利性が認められ、無免許営業に該当する場合があるとしている。

その理由としては2点ある。

① 投資顧問業者が行う有価証券の売買注文の取次等が、個別に手数料を取っていないければ証券業の無免許営業にあたらないとした

場合には、投資顧問業者に名を借りた悪質な街の証券ブローカーが出現し、証券取引法の目的とする投資家保護が図られないおそれがある。

- ② 証券取引法上の免許制は、証券業者の経営破綻及び証券業者と顧客との間の多数の証券事故に対処するものとして昭和40年改正において導入されたものである。投資顧問業者が個別に手数料を取らない形であっても顧客の売買注文の取次等を行うとすれば、当然顧客との間の紛争が予想されるほか、その経営破綻に当たっては顧客の資産が危険にさらされることも考えられる。昭和40年改正がこのような場合を除外する趣旨であったとは思われない。

これに対し、有力な学説は次のような見解に基づいている。「投資顧問業に関する法規定が存在しないため、投資コンサルタントを業として営むことは自由であり、それを業とする者が、サービスとして、証券会社に対し売買注文を発することの代理ないし代行を行うことも、そのこと自体から報酬を得ていない限り、法2条8項2号の証券業を営むことにもならない。したがって、そのような行為を行っても違法ではない。」(鈴木竹雄・河本一郎著「証券取引法」(有斐閣法律学全集))

このように、投資顧問業者が、報酬面で一対一対応でない形で証券取引行為を行うことをめぐり、これを無免許営業と解釈するかどうかについて争いがあるところである。そして、いずれの解釈をとる場合にも、外国では投資一任業務が認められていることに鑑み、外国から我が国市場に進出してくる投資顧問業者に対し、現行の無免許営業であるとする行政指導を徹底することは相当困難な問題を惹き起こすことが懸念される。

ハ. そこで、投資顧問業者が投資一任業務を行えるよう、法律上の明

文を置き、この問題を立法的に解決しておくことが望まれるところである。

これにより、現行法制下で、証券系投資顧問会社等行政指導の下に置かれる投資顧問会社には投資一任業務が認められず、他方、いわば無法状態であるため、悪質な投資顧問業者を含め行政指導が及ばないその他の一般の投資顧問業者が行う投資一任業務については法令の解釈いかんによっては放任されざるを得ないという現状を正常な状態に整備することが可能となる。

7. 投資一任に関する業務規制

(1) 規 制 方 法

イ. 私人の行為や事業を規制する制度としては、届出、登録、許可、認可、免許等がある。

ここで改めて、各種の規制方式の法律上の意味合いを明らかにしておきたい。

(届 出)

届出とは、一定の事項を行政庁に知らせることである。通常単なる「知らせる」という事実行為に留まるが、法律によりこれに一定の効果を付与すれば、いわゆる準法律行為的行政行為となる。

(登 録)

登録とは、一定の法律事実又は法律関係を行政庁等に備える公簿に記載することである。これは法律事実を公けに表示するという性質を有しているとされている。

ただし、実際の立法例では、登録を営業の条件とする例や登録に第三者に対する対抗力を与える例など、単なる公証行為にとどまらず、特別の法律効果を付与したものが多数みられる。例え

ば、登録を営業の条件としている立法例としては、貸金業の規制等に関する法律、割賦販売法、砂利採取法、肥料取締法等がある。

(許 可)

許可とは、講学上、法令による一般的な制限禁止を特定の場合に解除する行政行為である。

(認 可)

認可とは、第三者の行為を補充してその法律上の効果を完成させる行政行為であるとされている。しかし、実際の立法例では、講学上の「許可」の意味で用いられることが多い。認可に関する基準は、法律によって様々であり、制度それぞれの趣旨、目的等に応じて定められている。

(免 許)

免許とは、実定法上の言葉であり、実際の立法例では講学上の「許可」又は「特許」の意味で用いられている。

(2) 諸外国の状況

米国の場合、既述のとおり、1976年において、形式的な登録制では不正防止に万全を期し難いなどの理由から、SECに投資助言業者の資格及び財務状況に関する規則制定権を付与する旨の法改正案が議会に提出されたが、未成立に終わっている。

州法においては、カリフォルニア、フロリダ、アーカンソー等の各州で人的・財務要件を定めているところがある。また、米国法曹界から私案として提示されている連邦証券法典案においては、投資助言業者の登録に関し、資格及び財務に関する要件を定めることができるものとされている。

米国では、州法を含め考えると、各種の行政上の要請から、登録

制の内容自体が厳しくなっており、登録制とはいえ認可制の性格を漸次濃くする傾向にあるといえよう。

(3) 我が国の場合

一般の投資顧問業者に対して登録制を採用すべきことは既に第3章で述べた。そこで、投資一任業務を行う業者に対してこの登録制だけで十分かどうかを吟味しなければならない。

① 投資一任業務を行う者に対して登録制のみで対応するという考え方がないわけではない。しかし、投資家の自己責任意識が十分に徹底していない我が国においては、何人でも登録をしさえすれば投資一任業務が行えるということでは投資家被害を招くおそれがある。仮に有価証券に係る投資顧問業に関する法律が制定されても、投資家保護の実効を期しがたい結果になることが予想される。また、そのような事態に備え、登録制一本に絞りつつ登録制全体を実質認可制等の方向へと厳しくしていくことも考えられるが、その場合には、全般的にみて必要以上の規制強化を招く結果になる。

② そこで、投資顧問業務一般については登録制を課し、規制の核になる部分である投資一任業務に限定してより強い規制を課すことが適当である。このような法律構成をとれば、全体として必要最小限の規制及び行政対応となるものとする。

③ 証券投資信託委託会社や信託銀行、証券会社等については我が国ではいずれも免許制がとられている。投資一任業務も、他人の有価証券等の財産に重大な変動を生ぜしめ、また、顧客との間で高い信頼関係を前提とする業務である。

④ 投資一任業務を行う業者は顧客の資産運用を通じて、証券市場に大きな影響を与えることが予想される。

そこで、投資一任業務を行う者については、認可、許可又は免許の対象として構成することが適当である。(以下の記述においては、便宜上「認可」ないし「認可制」と言うこととする。)

(4) 認可制の考え方

投資一任業務に関する認可の対象は、①ある程度の資本金等財産的裏付けを必要とすること、②業務の継続性を確保する必要があることから、個人でなく法人(具体的には株式会社)に限定するのが適当である。また、認可の性格としては、登録業者が投資一任業務を行うに当たり業務について認可を受ける構成とすることが適当である。

そして、投資一任業務の認可に当たっては、財産的基礎、人的構成、経験年数等を基準とし、これらを総合的に判断することが望ましい。なお、投資一任業務は、繰り返し述べるまでもなく、投資家の利益を増進させる可能性も大きい。一方では、ともすれば投資家の被害を招きやすい。そこで、投資一任業務を認可された法人に対しては、顧客との間の利益相反行為を規制する観点から、常務に従事する役員の内職制限を設ける必要がある。

(5) 育成をめぐる考え方

当審議会の審議の過程で、投資顧問業に対し投資一任業務を認めてまでして、この業種を育成する必要があるかどうかという問題が提起された。

投資顧問業をめぐる、悪質な業者による投資家被害が跡を絶たない状況にあるが、他方、健全な投資顧問業者が投資家のニーズに適切に応えながら業務を行っていることも事実である。これらの健全な投資顧問業者が、悪質な業者の汚名に間接的ながら影響を受け、業界の発展に支障を来している面があることは否定できない。この

ような制約は取り除いていかなければならない。

しかし、そうであるからと言って、そのために法律により健全な投資顧問業者を育成するというところまで考えるのは行き過ぎであろう。そこはやはり、投資顧問業者が自らの自助努力により発展を図るべきである。その点で、投資一任業務に対する認可制等の法制整備は、投資顧問業の在り方について各種の法的ルールを必要最小限設定し、悪質業者を排除して投資家保護を図ることに主眼が置かれており、投資顧問業者を法的に育成しようというものではない。こうした規制を契機として、投資顧問業界の基盤の整備が自助努力ないし競争原理により拡充されることを期待したい。その際、投資顧問業者に必要な規制を課しながらも、その活力をそがないように十分に配慮しなければならないことは言うまでもない。

8. 専 業 義 務

イ. 一般の投資助言業務については、他の業態も兼業として行うことができるようにすべきである。これは、「貸金業の規制等に関する法律」と同じ考え方である。しかし、投資一任業務を行う法人については、取締り上、公益上の見地から、投資一任業務を含む有価証券に係る投資顧問業務に業務の範囲を限定し、専業義務を課することが適当である。つまり、事業者はその本来の業務である有価証券に係る投資顧問業務に専念させる仕組みとすることが望ましい。

ロ. 諸外国の法制をみると、米国、英国の投資顧問業者には専業義務は課されていない。他方、フランスの投資顧問業者法では、その第3条において「第1条に定める業務を行うことを唯一の目的とすることとし」と規定し、専業義務を課している。

このように、投資一任業務の認可を受けた法人について専業義務を課すこととすれば、証券会社、銀行、生命保険会社等は、投資顧

問業務を兼業として行うことは認められないことになる。したがって、これらの業態においては、関連会社ないし子会社として投資顧問会社が設立されることとなる。

ハ. 証券会社、銀行、生命保険会社等が自ら業務を行う場合に比べて別会社、子会社で行う方式は、①資産運用の責任体制を明確にできる、②投資助言や投資一任業務等本来の投資顧問業務と、他の業務例えば証券の保管業務等との間で報酬体系を明確に区分することができる。その結果サービス産業特に手数料産業（フィー・ビジネス）にふさわしい報酬体系が可能となる、③職員の給与体系が個別独自に設定でき、専門家機能の発揮がより容易になる、などの長所があげられる。

ニ. 投資一任業務の認可を受けた法人に專業義務を課した場合には、その業務範囲は自ずから有価証券に係る投資顧問業務に限定されることになる。ここでいう「有価証券」とは、証券取引法第2条第1項及び第2項に規定されている有価証券をいう。即ち、①国債、②地方債、③政府機関債、④社債、⑤特定の出資証券、⑥株式、⑦証券投資信託又は貸付信託の受益証券、⑧外国又は外国法人の発行する証券等、⑨その他政令で定める証券又は証書、及び⑩証券取引法第2条第2項で定める登録有価証券をいう。なお、債券先物取引の対象となるいわゆる標準物も証券取引法において第2条の有価証券とみなされている。

ホ. 投資顧問業者の業務の範囲については、必ずしも有価証券に限られないことから、專業義務を講じつつ、大蔵大臣が適当と認めるときには、有価証券以外について兼業承認を与える制度とすることが考えられる。

9. 売買の代理及び取次について

イ. 投資一任業務を行うためには、有価証券の売買の取次、代理又は委託の取次、代理といった証券取引行為について、その禁止の解除を行うことが必要となる。

ここで、改めて証券取引法第2条における各証券取引行為の内容に触れておきたい。

証券取引法第2条第8項第2号において「有価証券の売買の媒介、取次又は代理」が、また同項第3号において「有価証券市場における売買取引の委託の媒介、取次又は代理」が規定されている。このうち、「媒介」とは、他人間で有価証券の売買が成立するように尽力することである。この媒介の行為を専門に行っている者としては証券取引所内における才取会員がある。こうした行為は投資顧問の業務とは関係がない。

次に「取次」であるが、これは証券会社が自己の名義で顧客の計算において（言い換えれば、顧客のために）、有価証券を買入れ又は売却することをいう。すなわち、証券会社が自らの名義で売買を執行し、その売買の経済的効果を注文した者に帰属させる行為である。取次業は、有価証券市場で売買取引を行う典型的な証券業務である。

「代理」とは、顧客の名義で顧客の計算において（言い換えれば、顧客のために）、有価証券を買入れ又は売却することをいう。この場合には、その売買の法律的、経済的効果が直接顧客に帰属することとなる。

投資顧問業者が投資一任契約に基づいて取次を行う場合、証券会社への発注は当該投資顧問業者名で行われ、その取引に係る売買報告書はすべて取り次いだ投資顧問業者に送付される。また、取次に

においては、投資顧問業者が顧客の取引を一括して発注することも可能である。

これに対し、代理の場合は、顧客名で発注が行われ、売買報告書もそれぞれの顧客に送付されることとなり、単独で発注するものとならざるを得ない。

なお、「委託の取次、代理」とは、取引所取引においては取引所の会員でなければ有価証券の取次及び代理を行うことができないため、会員でない者が顧客からの注文を取引所の会員証券会社につなぐ行為をいう。

ロ. 仮に、投資顧問業者に対して取次は認めず、業務範囲を代理に限定することとした場合、投資一任業務の性格は次のようなものとなると考えられる。

① 顧客からの注文は、個別注文、即ちオーダーメイドの性格が強くなる。これは、顧客の信頼を基盤にして個別、相対の契約方式をとる投資顧問業務にふさわしい形態であるということができよう。また、代理行為に限定すれば証券会社から出される売買報告書は直接顧客に送付されることになり、投資家保護の観点からも優れている。

② 証券会社が行う業務は一般に取次業務であり、代理業務はほとんど行っていない。それだけに、投資一任認可業者に対して、代理のみを認め取次を認めないこととすれば、証券業との相異、業域分担が一層明確になる。また、取引所取引の場合には、仮に投資顧問業者に委託の取次を認めることとすれば法律上、非会員証券会社と類似の機能を果たすことになり、非会員証券会社との機能分担上問題になる。

③ 証券投資信託委託会社の場合には、多数の顧客の資産を1個の

ファンドとして運用しているが、これとの業務上の差異が明確になる。

ハ. 以上からみて、投資一任業務の認可を受けた法人が行う証券取引行為を、「代理及び委託の代理」（店頭取引の場合は代理、取引所取引の場合は委託の代理となる。）に限定することは投資顧問業務の法律上の性格を明確にする意味からも、各業態間の実質上の機能分化を図る意味からも適当であると考えられる。

ただし、諸外国においては、投資顧問業者は証券取引行為として取次及び代理（及び委託の取次、代理）を行うことが法令上認められており、我が国のみが法律により代理に限定するとすれば、投資家保護等の上での要請とはいえ、国際的な摩擦を生ずるおそれなしとしない。また、投資顧問業がもはや国際的に広範な活動を展開している業務であることも十分に念頭に置く必要がある。更には、今後、投資顧問業がどのような業務形態として発展していくのか必ずしも現在の時点で見通せない面もある。

ニ. そこで、新しい法律の制定に当たっては、投資一任業務を認可された投資顧問業者が行い得る証券取引行為として、取次を含む証券取引法第2条第8項第2号、第3号の業務を規定しつつ、投資一任業務認可を行う際に、附款として代理及び委託の代理に限定する方式が考えられる。その具体的な方法は、行政当局において十分に検討すべきである。

第7章 ファンド・マネージャー、アナリストの位置づけ

イ. 投資顧問業は、①投資管理を行うファンド・マネージャー、②個別証券の分析等を行うアナリスト、などにより構成される。これらの者は、証券投資の分野において高度の専門知識と分析技術を応用し、投資情報の提供や投資運用サービスに携わっている。

その分析手法は、経済・産業動向の調査、一株当たり損益予測をはじめとするファンダメンタルな分析から、現代ポートフォリオ理論の応用に至るまで広範にわたっており、最近ではコンピューター利用による分析も盛んになってきている。ファンド・マネージャー、アナリスト等は、専門機能の発揮を通じて証券の売り手、買い手間の情報ギャップを埋め、効率的な証券市場の形成に寄与している。

我が国では、ファンド・マネージャーは、例えば証券系投資顧問会社においては合計 200 人程度である。また、日本証券アナリスト協会による検定アナリスト会員は、全国で 1,000 人程度という状況であり、これに対し、米国の場合は、全米アナリスト協会連合会の会員は 1 万 5,000 人にのぼっており、既に独立の職業としての地位を確立し、証券市場において不可欠の構成員となっている。

我が国でもこれらの者の活動は、近年、質量ともに増大する過程にあり、証券市場構造、投資家層の成熟や国際分散投資の拡大、外資系企業の参入等を反映して、着実にその役割を拡大しつつある。また、外国のファンド・マネージャー、アナリスト等との交流、提携や国際競争は今後強まるものと見込まれる。

ロ. 高度の専門能力を問われる投資顧問業では、このようなスタッフを確保することが重要な課題である。これらの専門的職業は、広範な能力、素養、経験が求められるが、その性格上、あくまでも競争原理に基づく自助努力を基本とすべきであり、また、企業内や自主規制団体において職業倫理綱領の策定等を行うことが望ましい。

顧客が投資顧問業者を選択する場合に、重要な判断要素の一つとなるこれらの専門スタッフに関する情報、例えば、ファンド・マネージャーやアナリストの数及び質についての情報が十分に開示されるようにする必要がある。こうした開示（ディスクロージャー）制度を通じ

て、ファンド・マネージャー、アナリスト等に関する認識が浸透し、信頼性が高まることが期待される。

第8章 自主規制

1. 必要性

仮に有価証券に係る投資顧問業に関する法律が制定される場合においても、細部の規制や種々の業務運営上の問題の処理については、そのすべてを行政に任せるのではなく、できるだけ業界の自助努力により対応していくことが望ましい。

自主規制は、業界における高い水準の識見と熱意を引き出すことが期待できる。また、規制の在り方及び投資顧問業務の専門性の確保などを考えるとき、自主規制の果たす役割は決して小さいとは言えない。

2. 諸外国の制度

米国及び英国においては、投資顧問業者に関する自主規制団体が組織されている。このうち、英国は伝統的に自主規制が重視されており、規制面で重要な地位を占めている。

イ. 米国における主要な自主規制団体としては、米国投資顧問業者協会（ICAA：Investment Counsel Association of America）が挙げられる。

ICAAは、1937年に主として独立系の投資顧問会社の団体として設立されたもので、投資助言業者法により位置づけられていない任意団体である。

会員は任意加入であり、会員数は1985年8月末現在、118社（（注）米国の登録投資助言業者数は1985年9月末現在10,908）である。会員資格として財務状況が健全であること、業務面において独立性を有していることなどの要件が定められている。

その活動は、投資顧問業務に関する資格制度（C I C : Chartered Investment Counselor）の実施、会員が遵守すべき業務基準、例えば、顧客との利益相反行為の禁止や広告宣伝の規則の策定等を内容としている。

- ロ．英国では、不正投資防止法が自主規制に服していない者に法の網をかぶせる必要から生まれたことでも分かるように、自主規制に多くを依存する方式がとられている。

英国の主な自主規制団体には、英国証券取引業者・投資顧問業者協会（NASDIM : National Association of Security Dealers and Investment Managers）がある。

NASDIMは1979年に設立され、不正投資防止法により、法律上の適用除外団体として位置づけられている。会員は任意加入であり、加入に際しては審査が行われる。

会員数は1985年7月末現在807社である。全会員のうち、専業の投資顧問業者は約3割を占めている。

NASDIMは会員に対して、①行動規範の遵守状況のチェックのための予告なしの検査の実施、②財務状況の監査、③会員に対する制裁処分等を行っている。

- ハ．最近英国で出された金融サービスについての法律案要綱によれば、従来の自主規制依存方式にややほころびが見られるので、その基本的な考え方は維持しつつ自主規制方式の実効性を挙げるために、次のような新しい提案が行われている。

① 投資事業を行うものはすべて貿易産業省の認可を受けなければならない。貿易産業省は認可業者に対し業務行為規制を定める権限等を有する。

② 当該認可権等は、自主規制委員会（主として民間人から組織さ

れる行政委員会。証券・投資委員会及び投資マーケティング委員会の2つから成る。)に委任できる。

- ③ 自主規制委員会による認可は、委員会の承認した自主規制団体の会員となることによっても取得できる。

この提案から明らかなように、英国では自主規制がこの分野で引き続き大きな役割を果たすとの基本認識の下に、従来の自主規制団体と政府との間に中間的な管理機関として民間人を主体とした自主規制委員会を設けることにより、業界の自浄作用、投資家保護の補強を行おうとしているように見受けられる。

3. 我が国の在り方

昭和60年10月末現在、我が国で投資顧問業務を行っているのは、証券系14社、その他の投資顧問業者まで含めると、350ないし400である。これらの投資顧問業者に関する自主規制団体は現在のところ組織されていない。

我が国における自主規制団体の立法例としては、証券業協会（証券取引法）、証券投資信託協会（証券投資信託法）、貸金業協会（貸金業の規制等に関する法律）のほか、弁護士会（弁護士法）などがある。

上記のうち、弁護士会は法律による強制設立であり、会員も強制加入であるが、他はいずれも法律上任意設立であり、団体の性格は一般の民法法人と異ならない。また、会員の加入も任意である。

投資顧問業者に関する自主規制団体も、他の業法と同様、法文上明文を置きつつ、その設立及び会員の加入は任意とし、設立行為を含めすべてを業界の自主性に任せることが適当である。

新しい法律においては、投資顧問業者が自主規制団体を組織したときには、大蔵大臣に対し一定の事項を届け出るものとするとともに、投資家保護、事業の健全な発展を図るために必要な事項について報告

を求めることができるよう、所要の規定を設けることが望ましい。

また、自主規制団体に求められる業務としては、投資家の苦情処理、勧誘・広告に関するものをはじめとする各種の自主的な規則の策定・普及などが考えられる。

結 び

イ. 我が国経済にとって証券投資顧問業は新しい業域である。証券業、証券投資信託業等に関連して生じた業域であるとも言える。この新しい業域を現状のようにいわば無規制状態のまま放置しておけば、投資家被害などの問題が生ずるとともに、健全な業務展開が制約されることは避けられないと思われる。

投資顧問業についての審議に当たっては2つの視点があった。その第1は、悪質な業者から如何に一般投資家を守るかという視点であり、その第2は、今後大きなニーズをもつ可能性がある投資顧問業の健全な業務展開を期するためにどのような対応が適切かという視点である。そして、この2つの課題は、投資顧問業務に関し規制のルール作りを行うことによりともに対応することが可能である。

ロ. その基本的な土台として、我々は、次の点を重視し検討を進めてきた。

第1に、投資家被害の防止に当たっては予防的措置が何ものにも優るといふことである。

第2は、投資顧問業の規制及び健全な業務展開を図るに当たって必要な諸措置を総点検した結果、要所となるべき措置は限られているということである。金銭等の保管の禁止、開示義務の徹底、投資一任業務の認可制など規制の要点を絞った方が効率的に対応することができる。

第3は、投資顧問業については、投資家保護を念頭に置きつつ、投

資顧問業者の間での競争原理や投資家の自己責任原則を根底に据えて考えるべきであり、そのような観点から過度にわたる規制は避けるべきである。

ハ. 折から、証券市場の世界的連関が急速に進み、資産のグローバルな運用が本格化する中で、こうした諸措置を内容とする有価証券に係る投資顧問業に関する法律が速やかに制定され、投資家に対する十分な保護と我が国証券市場の厚みのある発展とが併せ図られることを期待したい。

*

*

*