

「投資サービス法（仮称）に向けての提言」

－ 資産運用の見地から －

平成 18 年 1 月 27 日

社団法人 日本証券投資顧問業協会
投資顧問業法研究会

目 次

I. はじめに	1
II. 投資顧問業法の評価	1
1. 投資顧問業法が果たした役割	1
2. 投資顧問業法の特徴と問題点	3
III. 投資サービス法の制定に向けての提言	4
1. 投資対象商品の拡大	4
2. 付随業務の整備	5
3. 特定投資家(プロ)と一般投資家(アマ)の区分	5
4. 兼業に伴う利益相反の防止について	6
5. 助言業の範囲の明確化	7
6. 信託業法上の指図権者について	8
7. 自己執行義務の例外規定の明確化	8
8. 第二種業における財産規制	9
9. 自主規制機関の機能・役割	10
10. 大量保有報告制度の見直し	10
11. その他	11
IV. おわりに	13
 【これまでの検討状況】	15
 【研究会メンバー】	16

(資料編)

- 「E Uおよびドイツにおける投資顧問業に対する監督法的規制」
 - 東京大学大学院法学政治学研究科教授 神作 裕之氏 17
- 「米国における資産運用業の規制について」
 - 早稲田大学大学院法務研究科教授 黒沼 悦郎氏 35
- 「英国金融サービス市場法」
 - 関東学院大学経済学部助教授 河村 賢治氏 44
- 「米国の証券業者の行う投資アドバイス提供が投資顧問業法適用除外となる範囲について」
 - 社団法人 日本証券投資顧問業協会事務局 51

I. はじめに

金融審議会金融分科会第一部会（以下「第一部会」という。）において投資サービス法（仮称）（以下「投資サービス法」という。）制定に向けた議論が本格化したことを受けて、平成17年1月、日本証券投資顧問業協会（以下「協会」という。）は、会長の諮問機関として「投資顧問業法研究会」を組成した。

研究会では「有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律（以下「投資顧問業法」という。）」について、現状の問題点等の考察を行うとともに、他業態の法規制や海外事例等を比較・検討の上、金融審議会の議論も踏まえつつ、資産運用のあるべき法体系の枠組みについて検討を進めてきた。

その後、平成17年7月7日に第一部会から「中間整理」が公表され、平成17年12月22日には「― 投資サービス法（仮称）に向けて ― 金融審議会金融分科会第一部会報告」（以下「報告書」という。）が取りまとめられた。報告書は、投資サービス法という一つの法体系のもと、投資者保護を図るとともに多様化する資産運用ニーズに応えるための法的整備を目指しており、高く評価されるべきものである。

しかしながら、第一部会においては資産運用業や助言業に関する議論・検討が必ずしも十分に尽くされたとは言い難い面があり、このため報告書を読む限りでは投資サービス法における資産運用業・助言業に対する今後の規制内容について、いまだ不明な点が多い。研究会では、投資サービス法の具体的法制化の一助となることを期待して、資産運用の見地から投資サービス法の制定に際して考慮されるべき事項について提言を行うこととしたい。

II. 投資顧問業法の評価

1. 投資顧問業法が果たした役割

投資顧問業法は、1980年代前半、誠備グループ事件や投資ジャーナル事件など悪質な業者によって一般投資家が被害をこうむる事件が社会問題化したために投資者を保護する法規制が求められたこと、また、わが国の個人・法人の金融資産の増加に伴い効率的・専門的な資産運用ニーズが高まってきたことなどを背景として制定されたものである。

投資顧問業法が施行されて以降、業法成立以前に社会問題化したような事件はほとんど起きていない。これは、投資助言業者について、登録制度による業者の明示、営業保証金の供託、業者情報の開示、さらに業法に盛り込まれた各

種の行為規制が、不適切な業者の淘汰、排除を促すなど有効に機能してきたためと思われる。

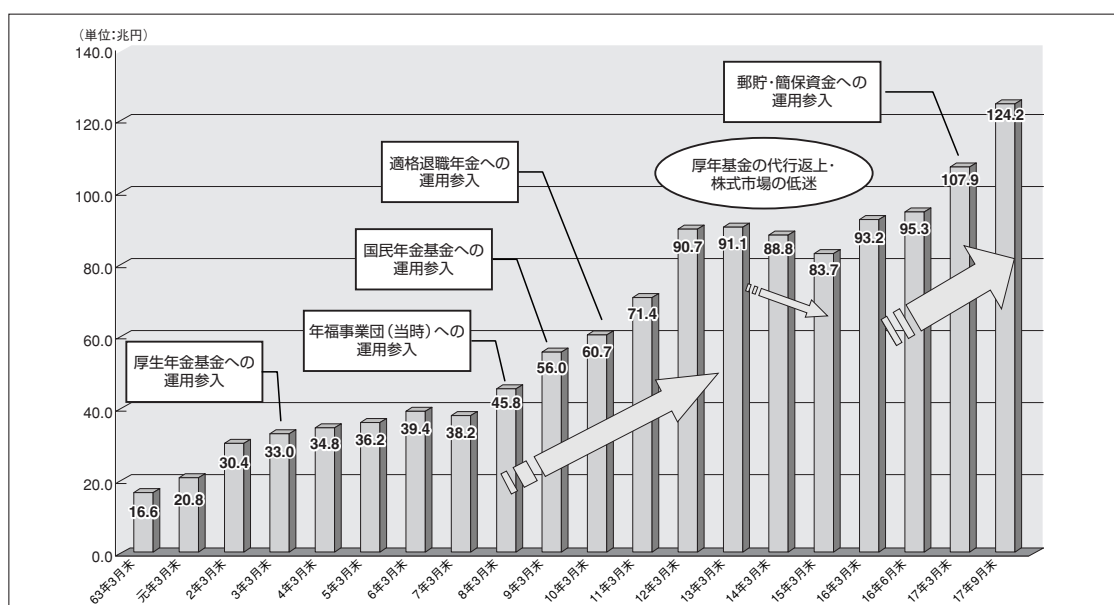
一方、投資一任会社に関しては、法制定後わが国において高齢化社会に向けて年金積立金が増加していく中で、年金資金の主要な運用者として年金制度をサポートし国民の老後生活の安定のために重要な機能を果たしてきている。

法制定直後には、運用規制が存在したことから投資一任会社は年金運用に参入できず、もっぱら金融機関や企業の特金運用を主たる業務としていた。その後、当業界からの金融当局等への働きかけや、年金基金側の多様な資産運用ニーズの高まりを背景に、平成2年に厚生年金基金への運用参入が認められたことを嚆矢として、年金福祉事業団（現年金資金運用基金）、国家公務員共済組合連合会をはじめとする共済組合、国民年金基金、適格退職年金等の運用に順次参入が認められた。投資一任会社は、年金資金の運用機関としては最後発ながら、順調にその受託シェアを拡大し、現在大きな役割を担うに至っている。

さらに、平成15年には新たに郵貯・簡保資金への運用参入が認められ、翌年から投資一任会社による受託運用が開始された。最近では富裕層を中心とする個人資産や各種法人資産の運用へと顧客基盤の拡大が進んでいる。特に、平成16年には証券会社による投資一任業務の一つとして個人投資家を対象としたラップ口座の開設が始まり、以後着実にその運用残高が増加している。

この結果、投資一任会社の契約資産残高は、バブル崩壊後現在に至るまでの厳しい投資環境の中であって一時的な減少があったものの、全体的には着実な伸びを示し、平成17年9月末には124兆2千億円に達している。

（グラフ：投資一任会社の契約資産残高推移）



（注）契約資産残高は協会会員を対象としたもの。

〔日本証券投資顧問業協会作成〕

また、デフレ経済下の厳しい運用環境の中であって、投資資産の売買を行うだけでは顧客の期待に十分に答えられないということから、投資先企業の株式価値増大のためにコーポレート・ガバナンス機能の向上に焦点をあてた議決権行使にも力を注ぐようになってきている。会員会社は、平成14年の「議決権等株主権行使研究会」の報告書に基づき改訂された協会の自主規制ルール「投資一任契約に係る議決権等行使指図の適正な行使について」の下で、積極的な議決権行使に努めている。最近では、その行使状況が社会的な注目を集めるものとなっている。

2. 投資顧問業法の特徴と問題点

投資顧問業法は、個人・法人を問わず投資助言業務を行う者に登録を義務付けるとともに、投資一任業務については登録を行った者のうちから投資一任契約に係る業務を行うに相応しい能力を有すると認められる会社に対し認可取得を義務付けるという二階建ての構成となっている。

投資顧問業法では、過去の投資者被害の発生状況を踏まえ、投資者保護のために投資顧問業者に対しさまざまな行為規制が設けられている。具体的には、契約締結前・締結時の書面交付、自己取引の開示等のディスクロージャーに関する規定に加え、誇大広告の禁止、証券取引行為の禁止、金銭・有価証券の預託の受入れの禁止、その他特別の利益の提供・損失補てんの禁止など、広範にわたる禁止行為が定められている。具体的・外観的な事象をとらえて規制することによって取締りの実効性を確保し、効率的かつ実効性のある規制の実現が図られている。

投資一任契約は個別・相対の契約であり、民法上では委任契約にあたる。このため、業者は委任者に対し民法上の善管注意義務を負うが、さらに投資顧問業法では投資助言業務と投資一任業務共通の義務として顧客のために忠実に業務を行わなければならない忠実義務を定めている。このような規定が盛り込まれていたことが今日の投資顧問業の信頼性向上に役立ったと思われる。

一方、投資顧問業法が施行されてからの20年間の経済環境、とりわけ金融・資本市場の急激な変化に対応するため、協会は会員の要請を受けて平成15年以降、金融当局および政府の規制改革・民間開放推進会議に対し累次にわたり種々の規制緩和措置を要望してきた。しかし、実施された規制緩和措置は必ずしも十分なものであったとは言い難い。

その理由として、投資顧問業法が一部に適用除外はあるものの、主として投資助言業務を対象とした一般投資家保護の規制に上乗せして、投資一任業務に関する規制が加わるという二階建ての構成となっていることが挙げられる。投資一任業務が年金等の機関投資家という、所謂プロ向けの業務が通常であるこ

とを考えると、必要以上の行為規制が課されている面があることは否めない。

また、その他の主たる問題点として、

- ① 投資対象商品が証券取引法上の有価証券に限定されているため、顧客の運用ニーズに対応した分散投資手段が限られている
- ② 投資一任会社に專業義務が課されているため、新しい運用手法が開発されても兼業承認手続きが必要とされる場合があり、当該業務が行えるまでに相当の時間とコストがかかる
- ③ 証券業や信託業務を兼業する業者と專業業者における業規制・行為規制の不整合が存在する

といった点が挙げられる。

Ⅲ. 投資サービス法の制定に向けての提言

第一部会の報告書では「一般国民も含めた我が国全体の投資の収益は、究極的には運用その他の業者の事業の成果に依存せざるを得ないことから、規制の簡素化・明確化や新たな金融商品設計の自由化をつうじ、コストを抑えつつ金融イノベーションを促進し、多様化するニーズに応じた金融商品・サービスの提供を可能とすることが重要である。」という考え方が示されている。この考え方は、今後のわが国における資産運用業のあり方について適切に方向づけを行ったものとして評価されるべきものである。

以下、この基本的考え方に沿いつつ、資産運用の見地から報告書で不明な部分等について提言を行うこととしたい。

1. 投資対象商品の拡大

投資サービス法の対象となる金融商品については、中間整理に「可能な限り幅広い金融商品を対象とすべき」であると示され、投資対象を相当程度広げる努力がなされている。

しかし、報告書では商品ファンド、不動産特定共同事業、商品先物取引及び海外先物契約といった、他の業法等で規制されている金融商品については「投資サービス法との関係を整理することが適当と考えられる」とされており、現時点でこれらの商品が投資サービス法の対象商品に含まれるか否かについては必ずしも明確ではない。

商品先物等の投資商品は、有価証券とは異なるリスク・リターン特性を持っており、リスク分散が要請される資産運用にとって重要な投資商品である。現に商品投資顧問業者では、組成する商品ファンドに一部有価証券を組み入れることが認められている。一方で、証券投資顧問業者が商品先物を取り扱えない

のは規制の不均衡であるばかりか、商品先物市場の規模が拡大しない原因になっていると考えられる。投資サービス法の範疇に商品先物等を取り込み、資産運用のリスク分散と商品先物市場の発展に資するようにすべきであるとする。

仮に、商品先物等を投資対象商品として含めることができない場合でも、例えば、投資サービス法上は届出業務とすることにより、商品先物等の運用資産への組入れが容易に行えるようにすべきと考える。

2. 付随業務の整備

投資顧問業法では付随業務に関する規定がないことに加え、投資一任会社に専業義務が課されているため、業者は顧客の新たなニーズに応じた投資サービスの提供を十分に行えない状況にある。

投資サービス法では、新たに付随業務と届出業務の規定が設けられ、この点は大幅な改善がなされる見込みである。これに関し、第一種業については、報告書でその具体的内容が示されているが、第二種業の資産運用業については明示されておらず、現時点ではその内容が明らかではない。

付随業務を規定するにあたっては、資産運用に密接に関連し、かつ多様な顧客のニーズに応えるための基本的な業務を明確に規定するとともに、今後の金融イノベーションに対応できるよう、随時、業務を新たに追加することができる制度にすべきと考える。

具体的には、通貨の売買又はその媒介、取次ぎ若しくは代理に係る業務（為替オーバーレイ業務を含む）、有価証券の貸借又はその媒介若しくは代理、議決権行使に係る助言およびその指図代行業務、預金・短期金融商品等の取引等を明示的に付随業務として規定することが必要と考える。

3. 特定投資家（プロ）と一般投資家（アマ）の区分

報告書では、「特定投資家（プロ）向けの場合に適用除外する行為規制」として、「契約締結前における説明・書面交付義務、契約締結時における書面交付義務など、情報格差の是正を目的とする行為規制については、取引相手が特定投資家の場合は適用除外とすることが適当と考えられる。」としている。その際、特定投資家として扱う場合の区分基準は、原則として開示規制における適格機関投資家の概念を基礎とし、さらに一定規模以上の法人で、組織体として金融取引に係る適切なリスク管理を行うことが可能であると考えられる者としている。

投資一任業に係る主要な顧客は、金融機関などの適格機関投資家や年金基金などであるが、年金基金は現行の適格機関投資家のルールにおいては、大手の基金のうち金融庁長官に届出を行ったものののみが適格機関投資家に該当するこ

ととされており、実際に届出を行って適格機関投資家になっている基金はない（平成17年9月末時点）。

投資サービス法において年金基金が「選択により一般投資家に移行可能な特定投資家」、「選択により特定投資家に移行可能な一般投資家」のどちらに区分されるか明確ではないが、いずれの場合でも、2分法による開示規制の適用除外に限ることなく、顧客の了承を得られれば行為規制の一部適用除外を選択できるような弾力的な措置がとられるよう望みたい。

なお、研究会では、報告書におけるプロアマの区分基準が現行の証券取引法上の適格機関投資家の概念に大きく影響されているが、それが適切かどうか、疑問があるとの意見が出された。

具体的には、

- ① 特定の商品についてプロと呼べる能力を十分に備えている一般事業会社や海外の機関投資家は多く存在する
- ② プロとアマの区分はマーケットや商品に対する習熟度を基準とすべきではないか
- ③ 当初はアマであっても、商品への習熟度が増すにしたがって段階的にプロに移行して規制を解除していくなど、弾力的な区分の方法も考えられるのではないか

という指摘があった。

4. 兼業に伴う利益相反の防止について

投資顧問業法では、投資一任業務について専業制をとって他業務との利益相反行為を防止するとともに、投資一任会社に対し顧客に対する忠実義務を課して常に顧客の利益を第一に考え、また顧客の側に立った運用業務を遂行するように要求している。これらの措置が、20年前には萌芽期にあった投資顧問業に対する社会的信用を高めるのに役立ち、その後の発展に寄与したものである。

投資サービス法において、資本市場の発展のために幅広く兼業を認めることについては一般的に政策的な意義があると思われるが、第一種業者が現行の証券業に加えて資産運用業務を本業として行うことについて、かつては資産運用に専業制の意義が認められていた観点からの危惧がある。

証券業は、顧客と市場の仲介者の役割を果たしたり、顧客の取引の相手方となることが多いため、本質的に顧客の側に立つ投資顧問業務とは対極に位置するものである。そのため、投資顧問業務と証券業務を兼業する場合には利益相反の発生する可能性が高いといえる。

証券取引等監視委員会は、平成17年11月29日付金融庁宛て建議書で、「投資サービス法における業務範囲の見直しに当たって、幅広い金融商品に係る販売・

勧誘やこれに関する資産運用・助言、資産管理を一体として規制することとなり、それに伴い取引一任勘定取引契約の禁止の扱いも見直される場合には、投資者保護に支障を来たさないよう証券会社が顧客の利益を損なうことを防止するため、現行の投資顧問業法における投資一任契約に係る規制も踏まえ、必要かつ適切な措置を講ずる必要がある。」との考え方を示している。

投資サービス法において資産運用と助言を証券業の本来業務とするにあたっては、上記の建議の趣旨も踏まえ、チャイニーズウォールの設置や社内規定の作成とその遵守体制等、有効に機能する利益相反防止規定を必須のものとして設けるべきと考える。

なお、報告書では金融先物取引法（以下「金先法」という。）についても投資サービス法に統合するとされていることから、金先法の登録業者である外国為替証拠金取引業者も証券会社同様第一種業者として資産運用業・助言業を本来業務として行いうることになる。このように、今後は多種多様な業者が投資サービス法に含まれてくると考えられることから、適切な利益相反防止規定とその実効性の確保が一層重要性を増していくものと考ええる。

5. 助言業の範囲の明確化

第一部会の中間整理では、「助言については、投資（金融）商品の価値等又はその分析に基づく投資判断に関して助言することを規制対象とすることが適当である。」とされ、「助言業務の規制対象については、フィナンシャル・プランナーのようなより幅広い資産運用のあり方について助言する業務も登録業務とすべき」点について検討を継続する旨述べられていた。

これは、フィナンシャル・プランナーや年金コンサルタント等が助言業の規制対象となる業務を行う場合には助言業としての登録義務を負わせる、といった個別判断アプローチを取ることを想定していると考えられるが、最終の報告書からはこの記述が無くなっている。

米国においては、米国投資顧問業法によりフィナンシャル・プランナーや年金コンサルタントなどがマネージャーセクションやアセットアロケーション等を含む資産運用に関する助言を行う場合は、潜在的に利益相反が生じる懸念があるとの観点から、一定要件の下に米国SECへの投資顧問業の登録が義務付けられている。2005年4月時点においてSECに投資顧問業者として登録している8,614の業者のうち、フィナンシャルプランニングサービスを行っている業者は2,997、年金コンサルティングサービスを提供している業者は1,366となっている。

一方、わが国においては、こうした業者が助言業の登録をすべきかどうかが今のところ明確ではない。

フィナンシャル・プランナーや年金コンサルタント業者等が実態的に投資に

関する助言を行い、かつ報酬を得ている場合には、助言業の登録が必要となることを明確にすべきと思われる。

6. 信託業法上の指図権者について

平成16年12月の信託業法改正により、投資一任会社は新たに規定された指図権者に該当することとされ、金融庁から「投資顧問業法と信託業法とが重疊的に適用される部分については、特別法である投資顧問業法が適用され、投資顧問業法の適用がない部分については、信託業法の規定の適用があるものと解される。」との解釈が示された。

現行の信託業法における指図権者の行為準則と投資顧問業法における投資一任会社の禁止行為に関する規定を比較すると、同様の行為に関する禁止にもかかわらず規定内容が異なっている。このため、投資一任会社が投資顧問業法上ではなく信託業法上の行為違反を問われ、過料が課されるといったケースも想定されない訳ではなく、業者としては実務上不安を抱えたまま業務を遂行しなければならない状況にある。

こうした問題を解決するため、投資サービス法における資産運用業者と信託業法上の指図権者の禁止行為（行為準則）についての考え方を整理し、相互の内容に整合性を持たせることで実務上支障のない措置を検討することが望まれる。

7. 自己執行義務の例外規定の明確化

自己の業務の他者への委託について、投資顧問業法上は「一任された投資判断及び当該委任された権限の全部又は一部」に関する再委任は明記されているが、その他の業務については何ら規定されていない。これについては、投資一任契約が民法上の委任契約であることとの関連で、投資一任会社には自己執行義務が課されているものと解されてきた。

そのような中で、平成15年6月の保険業法施行規則の改正により保険会社が投資顧問業者の投資助言業及び投資一任契約に係る業務に関する書面又は報告書の授受の事務の代行を行えることが明記された。これまで当局は、外部委託する業務に対して一定の責任を有する体制が整備されている等の適正な業務運営が確保されていれば、外部委託を行うことは可能であるとの見解を示しているが、投資顧問業法上に明文の規定がないため、前述の自己執行義務との関連で不明瞭な状況が続いている。

現在の事務代行業等の実態をみると、事務等の外部委託の普及によって、より効率的な業務執行を可能とし、顧客の受益も大きいという状況が生まれている。法務省から公表された「信託法改正要綱試案 補足説明」でも、「信託法が

制定された当時に比して、社会の分業化・専門化が進んだ現代社会においては、信託事務のすべてを受託者が処理することを前提とするのは現実的ではなく、むしろ、他人に対して信託事務の処理の一部を委託することが常態であることを前提とした規律を設ける方が望ましいと考えられる。」とされている。

このため信託法改正要綱試案では、信託事務の処理を委託する権限について「現行法第26条第1項に定める自己執行義務を見直し、受託者は、信託行為の定めによる場合その他他人に信託事務の処理を委託することが信託目的に照らして相当な場合には、他人に処理を委託することができるものとする。」とされている。

またEUの金融商品市場指令（MiFID）や英国のFSAルールにおいても、委託先のコンプライアンス状況のモニタリング等を条件として、外部委託を行うことを前提とした規定となっている。

このような例にならい、資産運用業者の自己執行義務については、外部委託した業務に対して一定の責任を有する体制が整備されている等の適正な業務運営が確保されるという前提の下で、外部委託を行うことが可能であるという例外規定を明確に設けるべきものとする。

8. 第二種業における財産規制

投資顧問業法は、投資一任業務を行おうとする者は助言業務を登録した後の認可取得が義務付けられるという二階建ての構成となっている。このため、財産規制についても、営業保証金については助言業務に係る分と投資一任業務に係る分の二重の供託が義務付けられ、さらに認可取得の要件として最低資本金規制が課されている。投資一任会社が顧客の資産を預ることが禁止され資産管理機能を持たないことを勘案すれば、過重な規制であると考えられる。

さらに、営業保証金については、主たる営業所と従たる営業所毎に課されるが、証券業や信託業務を兼業する業者については従たる営業所の行う業務が一定の範囲内であれば当該義務が免除されており、規制の整合性に欠けている。

報告書では、投資サービス業の業務内容の範囲に応じて業務を三段階に分け、各区分に応じた参入規制などを設けることで業規制を柔構造化する方向が示されている。具体的には、資産運用業と助言業が含まれる「第二種業者については、最低資本金規制又は営業保証金規制を設ける。」とされている。

この規制の具体的内容は、現時点で明らかでないが、投資一任会社についてはその業務の実態からみて不必要と思われる営業保証金規制は課さず、最低資本金規制のみの規制にすべきと考える。

なお、個人による営業も可能な助言専業業者については、営業保証金供託制度が業者の質を保つ上で一定の役割を果たしてきたことに鑑み、引き続き営業

保証金制度を継続すべきと考える。

9. 自主規制機関の機能・役割

投資顧問業法に規定された協会の自主規制機関としての任務は、顧客の「苦情の解決」のみである。しかし、協会は昭和62年に設立後、広告・勧誘に関する自主規制ルールを嚆矢として、顧客のために忠実に業務を遂行し、顧客との利益相反を回避するため遵守すべきルールなど必要な自主規制規則を制定しこれを実践する等、実態的に多様な機能を果たしている。

投資サービス法のもとで、各業法により分かれていた自主規制機関の機能が統一される方針が示されたことにより、これまで協会が果たしてきた機能が法令上追認されることとなる。

業者団体でもある自主規制機関が自主規制ルールの制定等の役割を果たすことについては、会員の業務が複雑・専門化していく中で、専門的知識を持った機関の方が実態により即応した弾力的な規制を行うことができる、あるいは、その過程で会員業者の自己規律意識の高まりも期待できる等のメリットがあると考えられる。

投資サービス法のもとでも、実務に精通した専門家で構成される自主規制機関のこのようなメリットを阻害することのないよう、自主規制機関の「自主」を尊重しつつ、市場の実態に即した実効的な運用がなされるよう望みたい。

10. 大量保有報告制度の見直し

第一部会に設置されていた「公開買付制度等ワーキング・グループ」において大量保有報告制度の見直しについての議論がなされ、平成17年12月22日に「公開買付制度等ワーキング・グループ報告 ～公開買付制度等のあり方について」が報告書と同時に公表された。

そのなかで、大量保有報告の特例制度に関して、市場の公正性や透明性を高めて投資者の保護を図る目的で報告期限・頻度等を現行に比して大幅に短縮することが提言されている。これによって、投資一任会社をはじめとする資産運用業者の売買情報がより頻繁に開示されることとなり、報告期限短縮の本来の意図に反して、投機家による便乗売買が行われて資産運用の効率性が損なわれ、ひいては顧客の利益に悪影響を及ぼす恐れがある。

売買銘柄や売買のタイミングは、資産運用業者にとって最大の付加価値源泉であり、他者との差別化を図っているものである。ワーキング・グループ報告書の提案がそのまま施行された場合、前述のような影響を嫌気して、特に海外の資産運用業者が日本の株式市場への投資を減らす可能性もあり、情報開示までの期間が大幅に短縮されることによるデメリットは、そのメリットを大きく上

回るのではないかと危惧される。

さらに、投資一任会社の中には、他の先進諸国には無く、わが国に特有な制度である資本関係に基づく「みなし共同保有者」の規定により、共同保有者として多くの銘柄について大量保有報告を行っている業者が存在する。

一般に投資一任会社は、顧客毎に締結する投資一任契約に基づいて、顧客と合意した運用方針に則り顧客資産を運用しており、また議決権行使の指図にあたっては当該業者が定める議決権行使ガイドライン若しくは顧客が定めたガイドラインに従って行っている。さらに、投資一任会社は顧客に対して法律上の忠実義務を負っているため、顧客との契約内容に反して資本関係を有する関係会社の指示により投資対象を選択し、または議決権を行使した場合は、顧客に対する忠実義務違反を問われることとなる。このように、関係会社から独立して投資行動を行っている投資一任会社が形式的な資本関係から共同保有者とみなされるのは不合理といわざるを得ない。

仮に「みなし共同保有者」を制度上残さなければならないという社会的な要請があるとしても、米国の制度の例にならい共同保有者とみなされた者であっても、他のみなし共同保有者と共同で投資権限や議決権行使指図権を行使しないことを宣誓し、かつ登録した場合は共同保有者から除外し、単独報告を可能とする制度を導入すべきである。

もとより、登録者には他者の影響を受けない議決権行使指図ガイドラインや運用の独立性を確保しうる社内コンプライアンス体制についての整備がなされていること等、厳しい条件を課すことは当然であろう。また、独立して投資を行うことを登録しておきながら、他者と共同で投資を行ったり議決権行使を行った場合には、当然のことながら罰則が課されることとなり制度の実効性が担保されると思われる。

11. その他

以上の他、下記の事項について、投資サービス法制定にあたって所要の手当が必要であると考ええる。

(1) グループ会社のための発注

外資系の投資一任会社には、海外のグループ会社、とりわけ資産運用会社のために日本株等を発注する業務に対するニーズが高い。

発注を行う際の売買の方法および時期についての判断は、投資顧問業法上の投資判断の一部に含まれており、投資一任契約の締結による海外のグループ会社のための発注業務が可能と思われる。従来この点についての解釈が不明瞭であり、明らかにすべきと考える。

（２） インターナルクロス取引

投資一任会社がインターナルクロス取引を行う場合、現行の規定では個別の取引毎に双方の顧客の同意が必要とされているが、実務的に行うことが困難である。

投資サービス法においては、資産運用業者が行うインターナルクロス取引について、例えばパッシブ・ファンド間の取引等では投資判断者の恣意的裁量が入る余地がなく、また、取引コスト軽減による顧客の受益が大きいと考えられることから、取引毎の個別事前同意を不要とし、包括事前同意による取引を可能とすべきである。

（３） 重要な使用人の範囲の限定

投資顧問業法施行令等で規定される重要な使用人の範囲が広いため、使用人の登録・変更および使用人の住所変更の手続は煩雑となっている。

登録を要する重要な使用人の範囲は、投資者保護の観点から必要な者に限定した規定とし、例えば投資判断者のうち主要な地位にあるシニアファンドマネージャーや部長職の者等に絞るべきであると考ええる。また、各種変更の届出については、半年毎若しくは一年毎の一括届出で足りるものと考ええる。

なお、金融先物取引業者は、役員の氏名のみ登録を要請されている。

（４） 公衆縦覧制度の簡素化

公衆縦覧については、平成17年４月より個人情報の保護に関する法律が全面施行され、個人情報の適正な取扱いを確保するため官民挙げて取り組んでいる現状に加え、当該個人のセキュリティー面での懸念も考えられることから、金融先物取引業者と同様、役員の氏名のみとすべきである。なお、商品投資顧問業者や商品投資販売業者については、役員等の氏名についても公衆縦覧は行われていない。

（５） 広告規制の見直し

投資顧問業法における広告規制は紙媒体を前提としたもので、「投資顧問業者登録簿に登録された商号、名称又は氏名及び登録番号並びに法第24条第１項の認可を受けている者にあつては認可番号」の表示が要求されており、テレビ、ラジオ等を利用した広告活動を実質的に不可能としている。投資サービス法においては、テレビ、ラジオやインターネット等幅広いメディアを通じた広告に応じた規定にすべきである。

(6) 赤字・赤字規制の廃止

現行の投資顧問業法の施行規則では、顧客に対する契約締結前・締結時書面に書くべき内容の一部について、赤字・赤字で書かなければならないという規制が存在する。

商品投資顧問業者や商品投資販売業者、金融先物取引業者については、このような赤字・赤字規制は課されていない。投資者保護の施策として有効かどうか疑問があることに加え、業者の事務負担も考えれば廃止すべきである。なお、本件については、「規制改革・民間開放推進3ヵ年計画（改定）」（平成17年3月閣議決定）において、平成17年度に「検討を行う」とされている。

IV. おわりに

報告書によれば、「金融商品全般を対象とする、より包括的な規制の枠組みの検討については、投資サービス法の法制化とその実施状況、各種金融商品の性格、中長期的な金融制度のあり方なども踏まえ、当部会において引き続き精力的な検討を続けていくこととしたい。」としている。投資サービス法は、従来の縦割り業法制度の殻を破り、横断的・機能的な投資サービス規制を目指すという意味で画期的な試みであるが、あくまでわが国における真に横断化された金融法制としての最終目標である「日本版金融サービス法」制定に至るまでのステップであると考えられる。

日本版金融サービス法を今後精力的に検討していくべき必要性については論をまたないが、その検討にあたっては次の諸点に留意すべきと考える。

(1) 報告書では信託会社、保険会社や商品ファンド等他業法に服して資産運用業を行う業者に対し投資サービス法の下で規制の統一を図ることは明記されていないが、真に市場横断的な金融法制を目指すのであれば、投資サービス法の基本的な考え方に沿って、同じ業務を営む者は同じ規制に服するという理念の下、将来的には規制の統一化を実現すべきである。

(2) 第一部会における議論は、投資サービス法に含める投資対象の範囲に関する議論に偏った感があり、証券取引法が「市場法」としての役割を持ち、かつ最近の資本市場における種々の事件にかえりみ、その役割の重要性がますます高まっているにも拘らず、市場法の観点からの検討が十分になされたとは言い難い。

日本版金融サービス法の検討にあたっては、市場法としての視点をより明確にした法体系を目指すべきである。例えば、規制対象となる業者

の範囲を決めるにあたって「市場に対する影響力」を共通の基準に含めることにより、投資サービス法の対象としての線引きが不明瞭である年金コンサルタントや格付機関、投資事業組合などについての整理が容易になると考えられる。さらに、対象となる投資商品の範囲についても「価格形成に対するセンシティブィティ（感応度）」といった概念を判断基準のひとつとして導入することにより「投資性」（「リスク」と「リターン」）の有無では整理しきれなかった銀行預金や保障的保険を含めた金融商品全般について包括的な規制枠組みの構築が可能になると考えられる。

以 上

【これまでの検討状況】

	開 催 日	内 容 、 講 演 者 等
第 1 回	平成17年 1 月28日	「投資顧問業法について ～制定の経緯と現状の問題点～」
第 2 回	平成17年 2 月23日	「投資信託及び投資法人に関する法律について」 (社)投資信託協会 竹腰雄一郎氏 「商品投資顧問業の現状と問題点について」 日本商品投資顧問業協会会長 牛嶋英揚氏
第 3 回	平成17年 3 月22日	「E Uおよびドイツにおける投資顧問業に対する監督法的規制」 東京大学大学院法学政治学研究科教授 神作裕之氏 「米国における資産運用業の規制について」 早稲田大学大学院法務研究科教授 黒沼悦郎氏
第 4 回	平成17年 4 月21日	「英国金融サービス市場法」 関東学院大学経済学部助教授 河村賢治氏 「米国の証券業者の行う投資アドバイス提供が投資顧問業法適用除外となる範囲について」 「第29回金融審議会第一部会について」
第 5 回	平成17年 6 月 2 日	「金融審議会第一部会について」 「現状のビジネス面における問題点・課題について(1)」
第 6 回	平成17年 7 月29日	「中間整理について」 「現状のビジネス面における問題点・課題について(2)」
第 7 回	平成17年 9 月27日	「投資サービス法(仮称)に関する論点整理(1)」 (「助言業の範囲・定義」、「付随業務」、「参入規制」に関する論点)
第 8 回	平成17年10月25日	「投資サービス法(仮称)に関する論点整理(2)」 (「受託者責任」、「利益相反防止規定」に関する論点)
第 9 回	平成17年11月29日	「投資サービス法(仮称)に関する論点整理(2)」 (「契約締結前書面等」、「自主規制機関」、「その他の細かな論点」に関する論点)
第10回	平成17年12月28日	「金融審議会金融分科会第一部会報告について」 「投資顧問業法研究会報告書の検討(報告書に盛り込む内容「骨子」(案)について等)」
第11回	平成18年 1 月27日	投資顧問業法研究会報告書(案)についての議論

【研究会メンバー】

名 前	所 属
【座長】 上村 達男	早稲田大学 法学部教授
【座長代理】 岩原 紳作（注）	東京大学 法学部教授
【研 究 員】 神作 裕之 黒沼 悦郎 山中 真人 和仁 亮裕	東京大学大学院 法学政治学研究科教授 早稲田大学大学院 法務研究科教授 弁護士（あさひ・狛法律事務所） 弁護士（リンクレーターズ法律事務所）
【専門委員】 秋山 直紀 仲村 俊也 河村 賢治 清水 弘之 竹腰 雄一郎 平田 義人 長谷川 光昭 藤田 元康 松本 康 三国 美恵 村岡 佳紀 村上 誠 若林 泰伸 中井 省 立石 邦雄	（前）ニッセイアセットマネジメント(株) 企画総務部経営企画室課長 ニッセイアセットマネジメント(株) 年金業務部部長 関東学院大学 経済学部助教授 ソシエテジェネラルアセットマネジメント(株) 法務・コンプライアンス部長 社団法人 投資信託協会 企画部長 （前）フィデリティ投信(株) 代表取締役社長 フィデリティ投信(株) ビジネス・コンプライアンス部長 弁護士（リンクレーターズ法律事務所） パナッシュ投資顧問(株) 代表取締役 バークレイズ・グローバル・インベスターズ(株) コンプライアンス部長 第一勧業アセットマネジメント(株) 総合企画部マネジャー 早稲田大学 法学部助手 国学院大学 法学部専任講師 社団法人 日本証券投資顧問業協会 副会長専務理事 社団法人 日本証券投資顧問業協会 事務局長
【オブザーバー】 牛嶋 英揚	日本商品投資顧問業協会 会長
【事務局員】 杉田 良実 鈴木 章司 松永 英明 杉田 襄	社団法人 日本証券投資顧問業協会 企画部長 社団法人 日本証券投資顧問業協会 国際業務部長 （前）社団法人 日本証券投資顧問業協会 調査役 社団法人 日本証券投資顧問業協会 調査役

（注）岩原座長代理は、この報告書の作成に参画していない。

投資顧問業法研究会第3回

EUおよびドイツにおける投資顧問業に対する監督法的規制

2005年3月22日
東京大学 神作裕之

目次

- 1 はじめに
- 2 EU資本市場法の動向等
 - (1) EU資本市場法の動向
 - (2) EU資本市場統合への期待と現実
 - (3) 規制の手法と方向性
- 3 EU新投資サービス指令における規制とその構造
 - (1) 中核業務と付随業務
 - (2) 投資サービス業者に対する一般的規律－「忠実義務」
- 4 EU法およびドイッツ法における投資顧問業に相当する業務に固有の規制
 - (1) ポートフォリオ管理業務
 - (2) 投資助言業務
- 5 おわりに

はじめに

●日本法上の「投資顧問業」の概念と監督法

投資顧問業法による業法的規律

投資顧問契約 → 投資助言業務

投資一任契約 → 投資一任業務

●EU指令およびドイツ法における「投資顧問業」に相当する概念と監督法

新投資サービス指令による規律（EU）

信用制度法・証券取引法による規律（ドイツ）

投資サービスにおける中核業務としての「ポートフォリオ管理業務」と「投資助言業務」にほぼ対応

2 EU資本市場法の動向・目的・背景

(1) EU資本市場法の動向

1979年	取引所上場認可指令
1985年	投資ファンド指令
1989年	発行目論見書指令、内部者取引指令
1993年	<u>旧投資サービス指令</u> 、 <u>資本適正化指令</u>
1998年	<u>ファイナリティー指令</u>
2003年	市場詐欺行為指令（EU資本市場法の全貌ほぼ明らかに）
2004年	<u>新投資サービス指令</u>

(2) EU資本市場統合への期待と現実
資本市場の統合による経済的・社会的メリット
ユーロの導入、IT技術の発展

2 EU資本市場法の動向・目的・背景

(3) 規制の手法・方向性

●規制の手法

情報規制

投資サービス提供者に対する規制

●EU資本市場法の方向性

市場参加者および取引手法の急速な多様化

証券市場の複雑化・金融商品の多様化

証券サービス業者と市場の区別の曖昧化

3 EU新投資サービス指令における規制とその構造

(1) 中核業務と付随業務

中核業務



認可制

開業に際し有すべき当初自己資本に係る規制

主要株主に関する規制

各種の行為規制

付随業務



付随業務だけを認可を得ることなく営業できるかは各加盟国の

国内法による

3 EU新投資サービス指令における規制とその構造

(2) 投資サービス業者に対する一般的規律

(イ) 忠実義務

新投資サービス指令：「高次元の原理」

第13条第3項

第18条第1項

第18条第3項

コミットロジータ手続による「実施細則」

現在、欧州証券監督者委員会(Committee of European Securities

Regulators;CESR)が、新投資サービス指令の「実施細則」のための助言の内容を検討中

3 EU新投資サービス指令における規制とその構造

●欧州委員会による利益相反に関する助言の求め

- ①投資サービス業者の顧客または潜在的顧客の利益を損なうおそれのある利益相反の類型を決定するために適切な基準はどのようなものか？
- ②業者が様々な投資サービス業務および付随業務またはそれらを組み合わせて提供する場合において、利益相反を同定・防止・管理し、また、それを開示するために講ずることが合理的であると期待される措置は何か？

3 EU新投資サービス指令における規制とその構造

●CESRのコンサルテーション・ペーパー等

CESR/04-261b

CESR/04-562

CESR/04-603b

CESR/05-025

CESR/05-164 等

3 EU新投資サービス指令における規制とその構造

利益相反に係る「実施細則」

C E S Rの助言のための草案

- ①利益相反の同定
- ②利益相反についての基本方針(conflicts policy)
- ③報酬・手数料
- ④開示
- ⑤投資リサーチ

ポートフォリオ管理業務についての言及

金融商品の売買業務、コーポレート・ファイナンス業務とともに、とくに利益相反のおそれ大きい分野として明記する方針

3 EU新投資サービス指令における規制とその構造

●利益相反のための組織上・運営上のアレンジメント

チャイニーズ・ウォール（情報の遮断）

監督の分離

報酬の決定方法

会社の内外からの不当な影響の遮断など

→ CESRの提案に対するコメント
それに対するCESRの回答

3 EU新投資サービス指令における規制とその構造

(ロ) プロ・アマの区別

新投資サービス指令付表2

プロ顧客の定義

プロ顧客 = みなしプロ顧客 + 請求によるプロ顧客

みなしプロ顧客

①機関投資家

②大会社

③中央銀行・公的金融機関

プロ顧客については、新投資サービス法が定める行為規制に係る規定の適用が合意により免除される

4 EU法およびドイツ法における投資顧問業に相当する業務に固有の規制

(1) ポートフォリオ管理業務

●EU法

旧投資サービス指令においても中核業務

定義規定（新投資サービス指令4条1項9号）

●ドイツ法

信用制度法における定義→金融サービス業務として位置付け

証券取引法による規律→証券サービス業務として位置付け

それぞれの効果

解釈論上の問題点

行為規制

4 EU法およびドイツ法における投資顧問業に相当する業務に固有の規制

(1) ポートフォリオ管理業務

利益相反規制

一般の利益相反行為に対する特徴
公平義務の問題

4 EU法およびドイツ法における投資顧問業に相当する業務に固有の規制

(2) 投資助言業務

- (イ) 旧投資サービス指令とそれに基づく現行ドイツ法の扱い
 - 旧投資サービス指令における位置付け
付随業務
 - ドイツにおける位置付け
信用制度法上は、金融企業として定義
証券取引法上は、証券サービス付随業務として位置付け
証券サービス企業が同時に投資助言業務を営む場合にのみ、行為規制等がかかる
- 単独で投資助言業務を行う場合には業法的規制なし

4 EU法およびドイツ法における投資顧問業に相当する業務に固有の規制

(2) 投資助言業務

(ロ) 新投資サービス指令における位置付け
中核業務

(ハ) 投資助言の意義

定義規定（新指令4条1項4号）

「属人的推奨」

C E S Rに対する基準の明確化の要請

「一般的推奨」「マーケティング・コミュニケーション」「顧客に対する情報提供」「単純な提供」等との違いとその基準は何か？

4 EU法およびドイツ法における投資顧問業に相当する業務に固有の規制

(二) 助言の対象の拡大

新投資サービス指令による金融商品の範囲の拡大

→商品デリバティブやクレジット・デリバティブ等にも及ぶ

(ホ) 行為規制

現行ドイツ法の場合

一般的な利益相反回避のための義務

顧客の情報を徴求する義務

投資目的に適切な情報を顧客に提供する義務等

営業者・役員・従業員に対する禁止行為の特則

5 おわりに

EU法およびドイツ法の現状と方向性から、どのような示唆を得ることができるだろうか？

米国における資産運用業の規制について

早稲田大学 黒沼 悦郎

1. 資産運用の対象（投資商品の範囲）

（1） 連邦証券諸法

米国には投資サービス法はない。しかし、連邦証券規制がその役割の一端を担っている。

周知のように1933年証券法、1934年証券取引所法の適用範囲を画する「証券（securities）」の範囲は広い。銀行・保険を除くと、投資商品は証券と先物（futures）に分類でき、それらは連邦証券規制または連邦商品先物規制のいずれか、または双方の規制に服する。

連邦証券諸法（Federal Securities Laws）

1933年証券法（Securities Act）

1934年証券取引所法（Securities & Exchange Act）

1935年公益事業持株会社法（Public Utility Holding Company Act）

1939年信託証書法（Trust Indenture Act）

1940年投資会社法（Investment Company Act）

1940年投資顧問法（Investment Advisers Act）

2002年企業改革法（Sarbanes-Oxley Act）

（2） 証券の定義（証券法2条(a)(1)）

適用除外証券 証券法3条(a) ただし、詐欺防止条項は適用される。

主なもの

- ・ 政府証券、地方債証券、銀行証券
- ・ 銀行・保険会社が管理する一定の共同信託基金・分離勘定の持分
- ・ コマーシャル・ペーパー
- ・ もっぱら宗教、教育、博愛、友愛、慈善、または感化を目的とし、金銭的利益を目的とせず、かつ、その収益のいかなる部分もいずれかの者・個人の利益とならないように組織・運営されている者によって発行される証券
- ・ 州または連邦の機関によって監督されている貯蓄貸付組合等の発行する証券
- ・ 州または連邦の機関による監督に服する保険契約・年金契約（投資会社が発行

するものについては、投資会社法が適用される)。

制定法に列挙された証券についての解釈 (判例)

- ・ 商品ファンド (commodity pools) の持分：商品ファンドが株式会社・パートナーシップの形式で運営される場合、その持分は株式、リミテッド・パートナーシップの持分として証券法の規制対象となる。Cf. § 4m(2) of CEA.証券諸法の適用可能性を肯定

投資契約の解釈

- ・ Howey test：投資契約は、ある者が、もっぱら（後の判例は「主として」に修正）他者の努力によって収益を得ることを期待して共同事業 (common enterprise) に資金を出資することを勧誘される場合に存在する。
- ・ 「共同事業性」は水平的なものが必要とされるのか（投資者間で資金のプールがある）、垂直的なもの（業者と顧客の間）で足りるのか、争いがある。垂直的共同事業性で足りると解すると、証券であれ商品取引であれ、一任勘定取引や投資一任契約は、それ自体が証券となる。
- ・ 不動産投資：不動産の持分は証券ではないが、利益を期待して契約するような運用契約とセットで不動産の持分を販売する場合には、投資契約に当たる。
- ・ パートナーシップの持分：G Pは証券に当たらない、L Pは証券とするものが多い。「他者の努力」の程度による。

★ 投資契約の解釈として「危険資本テスト」も有力

- ① 被勧誘者が企業に出資すること
- ② 出資が企業のリスクに晒されること
- ③ 被勧誘者が出資を超えるリターンを実現するという表示によって、出資が勧誘されたこと
- ④ 被勧誘者が企業に対する実務上または経営上の支配権を行使するものでないことを基準に判断。

共同事業性（資金のプール）は要求されない。

(3) 先物契約・商品オプション・レバレッジ取引

商品取引所法 (Commodity Exchange Act) が適用される (6c条)。

- ① 将来の引渡しを約する商品の売買契約 (先物契約 (futures contract))

対象

商品 (commodity) : 小麦、木綿、……、その他全ての物品、サービス、利益であって、先渡し契約が締結されるもの

- ② 商品オプション：先物契約に係るオプション、商品に係るオプション
- ③ レバレッジ取引：購入者が商品の買付権を取得し、代金を長期に渡り分割払いするとともに、売買の執行またはレバレッジ取引員が商品を買戻すことを請求できる取引。

(4) デリバティブ取引の扱い

- ・ 先物（株価指数先物を含む）の規制はCFTCによる。

SECとCFTCは1975年ころから権限争い、1981年に協定

→ 商品取引所法2条(a)(1)(B)、33年法 2 条、34年法 3 条に反映

インデックス・パーティシペーションの扱いをめぐり、争いが再燃。

：裁判所は先物でありCFTCに専属管轄があると判示。

SEC：証券（証券指数を含む）に係るオプション、上場されている通貨のオプション

CFTC：先物（証券先物・証券指数先物を含む）および先物に係るオプション、非上場の通貨オプション・先物

個別株先物は禁止 →2000年改正で解禁、SEC・CFTC共管に

(証券に対する先物が「証券」とされるのは、実質「証券オプション」だから)

- ※ 仲介業者はいずれにも登録を要する : 証券取引所、商品取引所のいずれかに上場される場合も、SEC・CFTCへの登録が必要で、かつ、証券業協会と同等の適合性原則に服しなければならない。

証券ベースのスワップ →CFTC 2000年改正で証券の定義から除外。

2. 投資サービス業者

(1) サービスの類型

証券については、

- ・ 販売・勧誘、売買、仲介、引受・売出、資産管理： 証券法・証券取引所法
- ・ 資産運用、資産管理、助言： 投資顧問法
- ・ 仕組み行為： 投資会社法

州証券法との関係（1996年改正により整理）

- ・ ブローカー・ディーラー：州の権限を大幅に制限
- ・ 投資会社：連邦登録のものは連邦に専属管轄

- ・ 投資顧問：登録投資会社の顧問、2500万ドル超の資産を運用する者は、連邦の専属管轄
- ・ 募集規制：NYSE, Amex, Nasdaqに上場されている証券等については州の権限が及ばない。

現在でもメリット・システム（州当局が証券の価値を判断して募集を許可）をとる州はあり、登録が拒否されることもある。

先物については、すべて商品取引所法がカバー

（２） 証券に関する業者

① ブローカー・ディーラー（34年法15条によりSECへの登録を要する）

- ・ ブローカー：他人の勘定で証券取引を行うことを業とする者
- ・ ディーラー：ブローカーその他を通じて自己の勘定で証券の売買を業とする者

アンダーライターの登録制度はないが、アンダーライターはその定義上、①公衆に分売する目的をもって発行者から証券を取得する者、②分売に関して発行者のために証券の売付を勧誘し、または売付ける者、または③分売に参加する者を行い、これを業として行うときは、ブローカーまたはディーラーであることが前提となっている。アンダーライターの行為に対する特別の規制はある。

② 投資顧問（investment adviser）（後述）

（３） 先物に関する業者

① 商品取引員（futures commission merchant）

（商品取引所法4d条によりCFTC [全米先物協会へ授権] への登録を要する）

- ・ 定義：先物契約の勧誘または受託を行うこと、代金の受け入れの双方が要件
仲介ブローカー（introducing broker）も登録を要する。

② 商品プール運用者（commodity pool operator）

（商品取引所法4m条によりCFTCへの登録を要する）

- ・ CFTCに適用除外権限があり、小規模プール等が除外されている。

投資会社との調整

- ・ CFTC規則 § 4.5により、登録投資会社、保険会社、預金機関、一定の年金計画を除外。

ヘッジ目的で商品取引を利用していること、投下資産が5%を超えないこと等を要求

- ③ 商品取引顧問 (commodity trading adviser)
(商品取引所法4m条によりCFTCへの登録を要する)

投資顧問との調整

- ・ 2000年改正で、投資顧問として登録しており、主な業務が商品取引顧問業でない者については、商品取引所法による登録を要しないこととされた (4m条(3)項)

3. 投資会社の規制 (集団投資スキームの規制)

- (1) 投資会社 (investment company) の定義 (投資会社法8条によりSECへ登録。ただし、業者規制ではない。開示規制と実体規制)

- ・ 定義 (3条(a)項)
 - ① 主として証券の投資、再投資、または証券の取引に従事している発行者
 - ② 分割払型の額面証券の発行業務に従事している発行者
 - ③ 証券の投資、再投資、または証券の取引に従事している発行者であって、資産総額の40%以上を投資証券が占めている者
- ・ 「証券」の定義は、証券法と同様で、投資契約を含む。
- ・ 「発行者」：ビークルの法的形式を問わない。わが国の投資信託・投資法人法との大きな違い

ただし、③について：

- 主として、投資以外の業務に従事している者
- 投資以外の業務に従事しているとSECが認めた者
- 発行済み証券のすべてが、非投資会社によって直接または間接に所有されている者

は、投資会社ではない (3条(b)項)。

- ・ 適用除外 (3条(c)項) (主なもの)
 - 実質的所有者が100名以下である場合
 - 適格購入者によってのみ所有されている場合
 - アンダーライター、ブローカー、銀行、銀行が管理する共同信託基金、保険会社

ただし、変額保険を発行している保険会社の特別勘定は、適用除外とならない (判例)。 ← SECは規則を制定し、一定の変額年金・変額保険の特別勘定を適用除外としている。

- ・ 投資会社の種類

- ① 額面証書会社
- ② ユニット投資信託
- ③ 管理型投資会社（①②以外のすべてを含む）

◇なぜ規制が必要か

投資会社は資産の流動性が高い：経営者による濫用の危険

（２） 投資会社と投資顧問

通常、投資顧問が投資会社を設立し、その取締役を選任し、最低資本金を提供する。

→ 利益相反防止のため、

- ・ 投資顧問・投資会社間の書面による契約、および、その株主総会（正確には、社外議決権証券の過半数）による承認を要求（15条）。
 - 投資顧問契約には投資顧問に支払われるすべての報酬について規定する。
 - 契約は、毎年、取締役会か株主総会の承認を得なければならない。
 - 60日以内のノーティスで、取締役会または株主総会の決議により、契約はペナルティなしに終了する。
（実際に、この権利の行使は困難といわれている）
（現実には、投資顧問が投資会社を運営）
- ・ 過剰な報酬の取得は、投資顧問の信任義務違反となり、SEC・投資家による訴訟の対象となる（36条(b)項）。
- ・ 投資顧問の支配権が譲渡されると顧問契約の譲渡とみなされ（2条(a)(4)）、顧問契約は自動的に終了し、新契約には株主による承認が必要となる。

（３） 投資会社のガバナンスの規制

- ・ 取締役の欠格事由（9条）
- ・ 投資会社の取締役会の構成（10条）

40%以上は利害関係のない独立取締役でなければならない。

（法は、投資顧問の濫用行為に対処するには、投資会社の取締役に強度の独立性を要求することが必要と考え、取締役の独立性要件を詳細に定めている。2004年にも規制は強化された。）

（法が一律に求める独立性の要件のほかに、その要件を満たしていれば、行為規制の適用除外を受けられる任意的要件もある。）

（４） 投資活動に対する規制

- ・ 不動産への投資

登録届出書にその旨の留保があるか、株主総会の過半数による承認がなければ、不動産への投資はできない（8条(b)項、13条(a)(2)）。

ガイドラインでは、不動産に対する非流動的な持分への投資は10%を超えることができないとされている。

- ・ 商品先物取引への投資
不動産投資と同じ手続きで可能。SECは一定の範囲で商品先物取引への投資を認容。
- ・ 非上場証券への投資
SECのガイドラインでは、10%を超えることができない。

（５） 販売の規制

- ・ 投資会社の純資産が10万ドル以上でないと、証券の公募はできない（14条(a)項）。
- ・ 投資会社の株式は、原則として議決権のある普通株でなければならない（18条(i)項）。
- ・ クローズド・エンド型：23条
- ・ オープン・エンド型：22条（多くを証券業協会の規則に規制を委任）
 - 償還を停止できる場合を制限
 - 販売価格は目論見書に記載された現在の公募価格に一致しなければならない
→ ディーラー間の販売価格競争の禁止
 - 販売手数料の規制
 - 販売資料は、送付後10日以内にSECまたはNASDへファイルしなければならない（24条(b)項）。
- ・ 元引受人との間の契約：毎年、取締役会か社外議決権株式の過半数による承認を要する。 ← 最近では、引受人を入れないで直接募集する例も増えている。

（６） 投資会社の関係者の行為規制（17条：利益相反取引の規制）

- ・ 投資会社の関係者による個人的証券取引の規制（17条(j)項、規則17j-1）
- ・ 投資会社の関係者に対する報償（compensation）の禁止（17条(e)項）
（ブローカー・元引受人は適用除外：ただし、ブローカーについては手数料の上限規制があり、元引受人との契約は取締役会または株主総会の承認を要する）

4. 投資顧問業の規制

（１） 投資顧問の定義

- ・ 証券の価値または投資適格性について対価を受けて顧客に助言を行う者、証券に関する分析または報告書を対価を受けて営業として発行する者

◇ 適用除外（投資顧問法全部の適用を除外される：202条）

① 銀行、弁護士・公認会計士等の専門家（投資助言が本来の業務に付随する場合に限る）

② ブローカー・ディーラー（投資助言が本来の業務に付随する場合で、助言につき特別の報酬を受け取らない場合に限る）

ただし、一任勘定取引については一定の要件の下で、登録免除。

1999年、SECは、口座にある証券の価値に基づいて報酬を受け取るブローカー・ディーラーが、それだけでは投資顧問に当たらないことを明確にする規則を提案。

ただし、SECは登録ブローカー・ディーラーについて登録免除の範囲を拡大

③ 広範かつ継続的に発行している新聞・雑誌・ビジネス出版、政府証券についてのみ助言を行っている一定の者

ファイナンシャル・プランナー：登録を要するものとそうでないもの（投資運用についての一般的な助言のみを行い、特定の証券についての助言をしない場合）がある。

cf. SECのリリース：①その者が、証券に関する助言、報告、分析を行っているか、②営業として行っているか、③対価を得ているかがポイント

証券投資を目的とするパートナーシップのゼネラル・パートナーが投資顧問に当たるとされた例がある（常にそうなるわけではない）。

◇ 登録免除（登録にかかる規制の除外。詐欺防止条項等は適用される：203条(b)）

・ 保険会社のみを顧客とする者

・ 過去12ヶ月で顧客が15人以下であり、自らを投資顧問と称していない者

（洗練された投資家のみを顧客とする者は、登録免除の対象となっていない）

商品取引顧問との調整

2000年改正で、商品取引顧問として登録しており、主たる業務が投資顧問業でない者は、SECへの登録を要しないこととされた（203条(b)(6)）。

・ SECは、規則を定め、または個別の申請に対する命令により、登録を免除することができる（206A条）。（本来、適用除外の者を登録免除の対象にしているものもある）

→ 取引所法15条の登録ブローカー・ディーラーによる公表物及び口頭の推奨

(2) 登録と報告

投資顧問法203条によりSECへの登録

登録：登録投資会社の顧問、25百万ドル超の資産を運用する者は、連邦の専属管轄
年次報告書

処分：譴責から登録取消まで

見込み客に対し、登録届出書中の一定の情報を記載した書面を交付しなければならない (Rule 204-3)

(3) 規制

・ 顧問契約の内容規制 (205条)

成功報酬は原則として禁止

投資顧問の信任義務 (投資会社法36条(b)項)

・ 行為規制 (206条等)

① スキャルピング・不実広告・過当取引・利益相反の開示の禁止 (206条(1)の
解釈による)

② 顧客への開示と同意なしに、顧客の相手方となって取引してはならない (206
条(3))。

③ SECの定める行為 (206条(4))

広告の規制・顧客資産の分別保管・帳簿作成義務・独立会計士による監査

顧客紹介料の支払の規制、顧客紹介とブローカーへの注文の関係の開示。本
条により適合性の原則が課されるとSECは考えている。

④ インサイダー取引防止のための情報管理の内部統制構築義務 (204A 条)

⑤ 倫理要綱 (code of ethics) の策定義務 (規則204A-1) (2004年改正)

要綱違反があったときはSECへ報告しなければならない。

英国金融サービス市場法

関東学院大学 河村 賢治

1 英国法を学ぶ意義

個々のルール以上に、全体としての規制システムのあり方（理念と構造）

2 包括的・横断的な金融サービス市場法制

1. 1986 年金融サービス法（Financial Services Act 1986）から 2000 年金融サービス市場法（Financial Services and Markets Act 2000）へ

→金融不祥事＋労働党政権（ブラウン財務大臣）

2. 「投資業務（investment business）」から「規制業務（regulated activity）」へ

→銀行・証券・保険・先物等を包括的・横断的に規制対象とする法律の成立

3. 「証券投資委員会（Securities and Investment Board）＋自主規制機関（Self-Regulating Organisations）＋その他複数の規制機関」から「金融サービス機構（Financial Services Authority）」へ

→金融サービス市場分野を包括的・横断的に規制対象とする規制機関の創設

4. 規制目的の明文化

→①市場の信頼、②公衆の啓蒙、③消費者の保護、④金融犯罪の削減

* FSA の HP より

We summarise these four objectives with one overall aim:

To promote efficient, orderly and fair markets and to help retail consumers achieve a fair deal.

5. 制裁金の対象となる市場阻害行為（market abuse）規制の導入

→従来の刑事罰を中心とする不公正取引規制に加え、非刑事罰である制裁金を中心とする市場阻害行為規制を導入（ただし動きあり）

→内部者取引や相場操縦などの市場阻害行為は結局のところ市場機能を歪めるがゆえに（経済全体にダメージをもたらすゆえに）違法

* HM Treasury, Financial Services and Markets Bill: Consultation Document（1998）より

The effect of this in the short term might be to cause direct losses to other market participants. In the longer term, it can lead to a reduction in investment in the market and higher transaction costs. This is damaging not only to the markets, but to the economy as a whole, increasing the cost of raising capital.

6. フレームワーク法と FSA ルール

→FSMA は金融規制システムの枠組み（フレームワーク）法という性格が強く、より具体的な金融サービス業者の行為ルールなどはほぼ全面的に FSA ルールが担う。

→金融サービス業者の行為ルールについては、「一般的な原則（Principles for businesses）→具体的なルール集（Conduct of Business）」という階層構造が存在。

*FSA Handbook（一部のみ）

Block	Sourcebook or manual
Glossary	Glossary
High Level Standards	<u>Principles for businesses（業務原則）</u> Senior management Arrangements, Systems and Controls
Business Standards	Integrated Prudential sourcebook <u>Conduct of Business（業務行為に関するルール・ガイダンス集）</u> Market conduct
Regulatory Processes	Supervision Enforcement
Redress	Dispute resolution: Complaints Compensation
Specialist sourcebooks	Collective investment scheme Electronic money Recognised Investment Exchanges and Recognised Clearing Houses

* Conduct of Business（COB）（一部のみ）

COB1	General application	COB7	<u>Dealing and managing（取引及び運用）</u>
COB2	Rules which apply to all firms conducting designated investment business	COB8	Reporting to customers
COB3	Financial promotion	COB9	Client assets
COB4	Accepting customers	COB10	Operators of collective investment schemes
COB5	<u>Advising and selling（助言及び販売）</u>	COB11	Trustee and Depositary activities
COB5A	Providing basic advice on stakeholder products	COB12	Lloyd's
COB6	Product disclosure and the customer's right to cancel or withdraw		

3 単一かつ独立した規制機関&裁判外紛争処理機関

1. FSA（「金融サービス機構」）の組織体制

→英国金融サービス市場を規制する独立した非政府組織 (independent non-governmental body)。保証有限責任形態の私会社。運営費は金融サービス業者が拠出。財務省が FSA の幹部を指名。消費者パネルや実務家パネルの設置。

→部門別チームの創設：①Asset Management, ②Banking, ③Capital Markets, ④Insurance, ⑤Retail Intermediaries, ⑥Consumers, ⑦Financial Crime, ⑧Financial Stability

→予算 266.6 百万ポンド、スタッフ約 2300 人、Chairman の給与 223,769 ポンド、Chief executive の給与 471,656 ポンド、規制対象の金融サービス業者約 26,000 業者（個人 139,337 名）、制裁金実績 43,738,000 ポンド

2. FSA の行動規範

→四つの規制目的（前述）

→規制原則（principles of good regulation）：①FSA のリソースの効率活用、②金融サービス業者の経営陣の責任（規制機関による不必要な介入の禁止）、③規制のコスト・ベネフィット分析の実施、④イノベーションの促進、⑤国際性の維持、⑥競争の促進

3. FSA と上場制度

→FSA は英国上場管理機関（UK Listing Authority）の地位も保有。かつてはロンドン証券取引所（London Stock Exchange）が UKLA であったが、LSE の公開会社化に伴い、UKLA の地位が FSA に移譲。LSE 上場規則から FSA 上場規則へ

4. FSA の制裁権限

→許可の変更・取消、差止、原状回復命令、制裁金、公開戒告、その他

→原状回復命令：FSA が裁判所に原状回復命令の発出を申請するほか、FSA 自身の判断で原状回復命令を出すことも可能（英米法と大陸法の違い？）

→制裁金：FSA は様々な違反行為につき制裁金を課することが可能。FSMA に上限額の定めなく、Enforcement manual に金額算定時の考慮要素が記載。制裁金額の基本は「不当利益の吐き出し + α 」

* Enforcement manual（一部のみ）

- a) the FSA will propose a penalty which is consistent with the principle that a firm or approved person should not benefit from the contravention or misconduct; and
- b) the penalty should also act as an incentive to the firm or approved person (and others) to comply with regulatory standards.

5. 金融サービス市場不服審判所（Financial Services and Markets Tribunal）

→FSA の決定に不服のある者の申立に基づき、当該決定を独立した立場から調査し、そ

の当否を判断する機関。FSMT は FSMA に基づき創設された不服審判所であり、大法官省（Lord Chancellor's Department）により運営。

6. 金融オンブズマンサービス（Financial Ombudsman Service）

→金融サービス業者と消費者の間の紛争を裁判外で解決する組織。いわゆる裁判外紛争処理（alternative dispute resolution）制度の一つ。かつて存在した複数の金融 ADR を FOS に統合し、窓口・プロセス・権限等を統一。消費者は無料で FOS を利用可能。消費者がオンブズマンの決定を受け入れれば、当該決定は金融サービス業者と消費者の双方を拘束（ただし、上限額あり）。ただし、FOS は消費者の代弁者というわけではなく、あくまで中立公正な立場から活動。

*FOS の HP より

We do not represent any vested interests and we are neither a consumer champion nor an industry trade-body. Our jobs it to look at complaints impartially – and to make what we believe is a fair and balanced decision on the individual facts and circumstances of each case.

7. 企業買収・合併に関するパネル（Panel on Takeovers and Mergers）

- FSMA に公開買付けに関する特段の規定なし。英国の M&A 法制は会社法や Panel が定める City Code on Takeovers and Mergers（例：no frustration rule）などにより構成。
- Panel はイングランド銀行の後押しにより 1968 年に創設。構成員は金融機関・事業会社・機関投資家などの市場関係者。政府機関ではないが、公的な役割を果たす public body。FSMA 制定時に Panel を FSA に吸収すべきか否かの議論はあまりない？
- City code は FSA により endorse されているため、City code 違反者に対しては、Panel による非公開 or 公開での戒告処分だけでなく、Panel の要請があれば、FSA が制裁（対金融サービス業者）を行うことも可能。金融サービス業者は City code 違反者のために企業買収関連業務を行うことはできないため（cold-shoulder rule）、この点からも、企業買収者・対象企業にシティコード遵守のインセンティブが働く。
- EU 企業買収指令（2004 年 4 月 21 日成立、同年 5 月 20 日施行、2006 年 5 月 20 日までに国内法化）により、Panel や City code は法律に基づく存在へ。Panel を貿易産業省（Department of Trade and Industry）に吸収する案や FSA に吸収する案もあったが、結局、Panel を存続することに決定。City Code の内容に実質的な変更はない模様。

4 資産運用に関するルール

1. 資産運用に関連する規制業務

- 投資物件を含む他人の資産を一任で運用する行為
- 集団投資スキーム（collective investment scheme）の設定・運営・清算

→ある特定の投資物件の売買等を行うことの利点に関する助言

2. CIS の規制

→規制された CIS (regulated CIS≡authorised fund) でなければ個人への販促不可

→CIS に関する FSA ルールは商品規制 (product regulation) という位置付け

* New CIS sourcebook より

The general purpose of this sourcebook is to contribute to the FSA meeting its regulatory objective of the protection of consumers. It provides a regime of product regulation for authorised funds, which sets appropriate standards of protection for investors by specifying a number of features of those products and how they are to be operated.

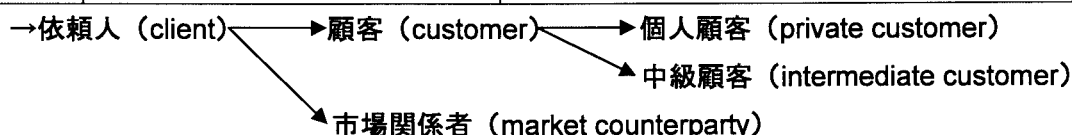
3. 資産運用に関する FSA ルール

→米国法と比較すると、原則を重視する傾向 (principle-based approach) が強いように思われる (企業統治分野における Best practice approach もその一つ)

* COB7 : Dealing and managing より

COB7.1	Conflict of interest and material interest	顧客 (customer) と利益相反関係にある業者は、当該顧客を公正に取り扱うための合理的措置を講じなければ、一任取引を行うことはできない。
COB7.2	Churning and switching	業者が顧客のために一任取引を行う場合、業者は、その取引を単独でみても、先の取引との関係でみても、顧客の最善の利益に適うものとするための合理的措置を講じなければ、当該取引を行うことはできない。
COB7.3	Dealing ahead of investment research	業者が依頼人 (client) に投資リサーチを提供する場合、その依頼人がそれに基づいて行動する合理的な機会を得るまでの間は、業者が故意に自己勘定の取引を行うことはできない。
COB7.4	Customer order priority	業者は、顧客の注文と自己の注文を、公正かつ順序どおりに執行 (執行の指示を含む。以下同じ) しなければならない。
COB7.5	Best execution	顧客の注文を執行する業者は、最良執行を提供しなければならない (①利用可能な最良の価格をみつめるために合理的な注意を尽くす義務+②同じくらい有利な価格で顧客の注文を執行する義務)
COB7.6	Timely execution	顧客の成行注文 (current customer order) を執行する業者は、合理的に可能な限り迅速にこれを執行しなければならない (執行の延期が顧客の最善の利益に適う場合を除く)
COB7.7	Aggregation and allocation	業者が顧客の注文と自己の注文を一括して執行したが、全部約定に至らなかった場合、業者は、その後の投資物件の割当にお

		いては、自己の注文よりも顧客の注文を優先しなければならない（自身の参加がなければこれほど有利な条件で注文を執行することはできなかったことを立証できる場合を除く）
COB7.8	Realisation of private customer's assets	契約上の権利がなければ、業者が個人顧客（private customer）の資産を現金化することはできない。
COB7.9	Lending to private customers	業者は、個人顧客の財務状況の評価、適合性の確保、同意書の取得を行うことをせず、個人顧客に対して金銭や信用を提供することはできない。
COB7.10	Margin requirements	追加債務が発生する可能性のある投資物件の取引を個人顧客のために執行する業者は、個人顧客から証拠金を取得しなければならない。
COB7.11	Non-exchange traded securities	業者が個人顧客に公認投資取引所等で取引されていない証券を販売する場合、業者は一定の期間は合理的な価格で買戻しができること、および、その期間経過後は当該証券の売却は難しいことを書面で通知しなければならない。
COB7.12	Customer order and execution records	業者は、顧客注文の受領・執行・回送と自己勘定の取引に関する十分な情報を迅速に記録しなければならない。
COB7.13	Personal account dealing	業者は、従業員が自己勘定で行う取引が業者の顧客に対する義務と相反せず、かつ、業者が従業員による当該取引の通知を迅速に受け取ることを確保するために合理的な措置を講じなければならない。
COB7.14	Programme trading	業者がプログラム取引（ポートフォリオの全部もしくは一部または大量の証券バスケットを売買するための取引）を実行する場合、業者は、自身が本人として行動するのか、代理人として行動するのかを顧客に開示すべきである。
COB7.15	Non-markets-price transactions	業者は、非市場価格での取引が不当な目的のために顧客によって締結されるものではないことを確保する合理的措置を講じなければ、顧客のために当該取引を締結することはできない。
COB7.16	Investment research	投資リサーチを提供する業者は、利益相反を管理する方針を作成し、これを従業員に遵守させるための合理的措置を講じ、web等で開示しなければならない。
COB7.17	Investment research recommendations: required disclosure	2005年7月1日施行（EUの市場阻害行為指令の国内法化に伴う措置の一つ）。公正表示と利害関係開示の義務。



- 適合性原則（suitability rule）や顧客確認義務（know your customer rule）は COB5。
- Soft commissions（証券会社に支払う売買委託手数料の中に執行以外のサービスの対価も含ませたもの。Bundled brokerage）については COB2（ただし動きあり）。

5 最近の話題

- ・ Soft commissions and bundled brokerage・・・新ルール案（COB7.18）の諮問中。
- ・ EU 指令・・・2003 年の市場阻害行為指令（MAR や COB などの改正）や 2004 年の企業買収指令（前述）などの国内法化。
- ・ Two-Year Review of the FSMA→FSMA が施行（2001 年 12 月 1 日）されて約 2 年を経過した段階で、英国財務省が FSMA の見直し作業を開始。2004 年末に結果を公表。
- ・ Hedge Fund・・・米国との違い。2005 年 2 月段階で Hedge Fund 専門の運用業者で FSA の認可を受けた業者は約 160 社。

以上

米国の証券業者の行う投資アドバイス提供が投資顧問業法適用除外
となる範囲について

平成17年4月21日（木）

社団法人 日本証券投資顧問業協会 事務局

—2005年4月12日に公表されたSEC最終規則「投資顧問業者とみなされない一定の証券業者」（‘Certain Broker-Dealers Deemed Not To Be Investment Advisers’）の概要報告

① 本規則制定の経緯

- ・ 1940年米国投資顧問業法は、202条(a)(11)(C)において、証券業者（a broker or dealer）は、その提供する投資顧問サービスが、証券業者として提供する業務に単に付随的である（solely incidental）場合であって、かつ特別な報酬（special compensation）を受領していない場合は、投資顧問業法の適用除外になると規定している。
- ・ マーケットの発展に呼応するかたちで、近年では証券業者の提供するサービスは伝統的なサービス以外に、フィーに基づくブローカレッジサービス（fee-based brokerage program）やディスカウントブローカレッジサービス（discount brokerage program）という新しいタイプのサービスを提供するようになった。
 - フィーに基づくブローカレッジサービスとは、通常、執行（execution）、投資アドバイス（investment advice）、受渡し・支払いのアレンジ（arranging for delivery and payment）、およびカストディー・記録保持（custodial and recordkeeping）のサービスを含むものであり、証券業者に開設されている口座の資産残高に対して課されるフィー（an asset-based fee）あるいは固定フィー（a fixed-fee）を受け取ることにより提供されるものである。
- ・ しかしながら、このフィーは取引の執行の都度支払われる手数料（brokerage commission）あるいは、ディーラーの報酬である市場価格に上乗せする利鞘等（mark-ups, mark-downs, or similar fees）とは異なり、投資顧問業法の適用除外を享受できない特別な報酬に該当するのではないかと、との懸念が生じたことからSECの明確な見解が求められることとなった。

- ・ SECは1999年の最初の規則案公表以降、幅広く業界関係者の意見を募り、長期間にわたる精力的な検討を行った結果、今般の最終規則の制定に至ったものである。ただし、今回の最終規則の制定においても、すべての問題が解決したわけではなく、引き続き大きな問題（後述）が残されているとSECは認識しており、ドナルドソン委員長はSECのスタッフに対しこれらの問題を検討のうえ90日以内に報告書を提出するよう指示をしている。

② 本規則の骨子

- ・ 証券業者は、一定の開示等（注）を行うことを条件として、資産ベースフィーあるいは固定フィーを提供する証券サービスの対価として課している場合であっても、当該サービスに対して単に付随的な投資アドバイスを提供する場合は、投資顧問業法の適用除外となる。

（注）：広告や契約書等に下記の文言を、目立つかたちで挿入しなければならない。

「貴殿の口座は証券口座です。投資顧問口座ではありません。弊社の利害はつねに貴殿の利害と一致するとは限りません。貴殿が、貴殿の権利および弊社の貴殿に対する義務を確実に理解するために、利益相反についての開示や貴殿の利益に最も資するように行動すべきという、弊社の義務の範囲についてご質問いただくようお願いいたします。弊社は貴殿、および時には貴殿の購入する商品に基づいて弊社に報酬を支払う人々の双方から報酬を受けています。したがって、弊社の利益、および弊社のセールス担当者の報酬は商品によって、また時間の経過とともに変わりうるものであります。」

また顧客が証券口座と投資顧問口座の違いについて相談ができる適切な人間を会社内に配置することも記載しなければならない。

- ・ 投資裁量の行使（exercising investment discretion、投資一任運用サービスの提供）を行う場合は、単に付随的なものとはみなされない。
→投資一任運用サービスを提供する場合は、当該サービスを受ける口座に対しては投資顧問業法が適用される（前提として投資顧問業者としてのSEC登録が必要）。
- ・ 投資顧問サービスに対し、取引ごとに課すコミッションとは別にフィーを課す（charge a separate fee）、あるいは別途契約を締結する（separately contract）場合は、単に付随的なサービスを提供しているとはみなされない。

- ・ 証券業者がファイナンシャルプランの一部として、あるいはプランニングサービス提供に関連するものとして（as part of a financial plan or in connection with providing planning services）投資アドバイスを提供する場合は、単に付随的であるとはみなされない。

- (1) 公衆に対してファイナンシャルプランナーとして、あるいはファイナンシャルサービスを提供しているものであると自らを称している場合、あるいは
- (2) 顧客にファイナンシャルプランを提供している場合
- (3) 顧客に対して、投資アドバイスはファイナンシャルプランの一部として、あるいはファイナンシャルプランニングサービスとして提供していることを表明している場合

③ 継続検討事項

- ・ ドナルドソン委員長は以下の点（必ずしもこれらに限定されるものではない）につき、検討を行い90日以内に報告書を提出するようスタッフに指示している。

(i) SECはリーテイル顧客にサービスを提供している証券業者と投資顧問業者に適用されている既存の規制の枠組みを統合するような法律制定を要請すべきか？

—Should the Commission seek legislation that would integrate the existing regulatory schemes applicable to broker-dealers and investment advisers that provide services to retail clients?

→いわゆる「投資サービス法」の必要性の議論と思われる。米国においても「投資サービス法」の議論がなされる可能性があることは、留意する必要があると思われる。

(ii) 証券業者により提供される（投資）アドバイスに適用される販売慣行基準や広告規則は強化すべきか？

—Should sales practice standards and advertising rules applicable to advice provided by broker-dealers be enhanced?

(iii) 投資アドバイスを提供しているが投資顧問業法の適用除外となっている証券業者は、それでもなお投資顧問業法により投資顧問業者に課されている受託者責任（の規制）に服させるべきか？

—Should broker-dealers who provide investment advice but who are excepted from the Investment Advisers Act nonetheless be subject to the fiduciary obligations imposed by that Act on investment advisers?

→受託者責任の有無が証券業と投資顧問業の違いの最たる部分のひとつと考えられている（投資顧問顧客のほうが証券顧客よりも手厚い保護を受けているというのが一般的な考え方）が、一方で証券業者は証券取引法、SEC規則、およびSRO規則により広範囲にわたる規制がかけられており、既に顧客保護は十分なものとなっていると主張する有力意見もあるようである。

(iv) 証券業者かつ投資顧問業者として二重登録をしているサービス提供者に適用される義務は、規制の重複排除や規制の負担軽減のために修正あるいは簡素化すべきか？そして

—Should obligations applicable to service providers who are dually-registered as broker-dealers and investment advisers be modified or stream-lined to eliminate regulatory overlap and reduce regulatory burdens? and

(v) SECが、単独あるいは他の機関と協調して、投資者が金融サービス提供者の義務や責任をより良く理解することを手助けするような投資者教育努力を行えるような場はあるかどうか。

—Whether there are areas in which the Commission, alone or in concert with other agencies, can engage in investor education efforts to assist investors to better understand the duties and obligations of their financial service providers.

以 上

<参考>

SEC規則本文TEXT OF RULE

§ 275.202(a)(11)-1 一定の証券業者。Certain broker-dealers.

- (a) 特別な報酬。Special compensation.1934年証券取引法15条に基づき登録している証券業者は、A broker or dealer registered with the Commission under section 15 of the Securities Exchange Act of 1934 (the “Exchange Act”);
- (1) 以下を満たす場合は、単に特別な報酬を受領していることにのみ基づいて、投資顧問業者とみなされることはない。Will not be deemed to be an investment adviser based solely on its receipt of special compensation (except as provided in paragraph (b)(1) of this section), provided that:
- (i) 特別な報酬を受領する口座に関して証券業者により提供される投資アドバイスが、それらの口座（特に、証券業者が本条(b)(3)および(d)項において規定されているような投資裁量を行使していないものを含む）に対して提供されるブローカレッジサービスに単に付随的である場合、かつ Any investment advice provided by the broker or dealer with respect to accounts from which it receives special compensation is solely incidental to the brokerage services provided to those accounts (including, in particular, that the broker or dealer does not exercise investment discretion as provided in paragraphs (b)(3) and (d) of this section); and
- (ii) 証券業者が特別な報酬を受領している口座に対する、広告、並びに契約、合意書、申込書およびその他の適用されるひな型に、目立つかたちで以下の文言を挿入している場合 Advertisements for, and contracts, agreements, applications and other forms governing, accounts for which the broker or dealer receives special compensation include a prominent statement that: 「貴殿の口座は証券口座です。投資顧問口座ではありません。弊社の利害はつねに貴殿の利害と一致するとは限りません。貴殿が、貴殿の権利および弊社の貴殿に対する義務を確実に理解するために、利益相反についての開示や貴殿の利益に最も資するように行動すべきという、弊社の義務の範囲についてご質問いただくようお願いいたします。弊社は貴殿、および時には貴殿の購入する商品に基づいて弊社に報酬を支払う人々の双方から報酬を受けています。したがって、弊社の利益、および弊社のセールス担当者の報酬は商品によって、また時間の経過とともに変わりうるものであります。」 “Your account is a brokerage account and not an advisory account. Our

interests may not always be the same as yours. Please ask us questions to make sure you understand your rights and our obligations to you, including the extent of our obligations to disclose conflicts of interest and to act in your best interest. We are paid both by you and, sometimes, by people who compensate us based on what you buy. Therefore, our profits, and our salespersons' compensation, may vary by product and over time.”
またこの目立つかたちで挿入される文言には、その違いについて顧客と議論できる適切な人間を会社内に特定しなければならない。The prominent statement also must identify an appropriate person at the firm with whom the customer can discuss the differences.

- (2) 証券業者が、（提供する）ブローカレッジサービスに対してコミッション、価格に上乗せする利鞘、あるいは同種のフィーが、別の顧客に課しているものよりも多額あるいは少額であるという理由だけでもって、特別な報酬を受領したものとはみなされない。Will not be deemed to have received special compensation solely because the broker or dealer charges a commission, mark-up, mark-down or similar fee for brokerage services that is greater than or less than one it charges another customer.
- (b) 単に付随的である。 Solely incidental to.証券業者は投資顧問業法202条(a)(11)(C)の定義における証券業者として実施する業務に対して、あるいは本条(a)(1)(i)の定義における特別な報酬を受領する口座に対して提供されるブローカレッジサービスに対して、当該証券業者が下記に該当する場合は（特に、ただし限定はしない）、単に付随的であるとはされない（投資）アドバイスを提供していることとなる。A broker or dealer provides advice that is not solely incidental to the conduct of its business as a broker or dealer within the meaning of section 202(a)(11)(C) of the Act or to the brokerage services provided to accounts from which it receives special compensation within the meaning of paragraph (a)(1)(i) of this section if the broker or dealer (among other things, and without limitation):
- (1) 投資顧問サービスに対して、別途フィーを課している、あるいは別途契約を締結している場合Charges a separate fee, or separately contracts, for advisory services;
- (2) ファイナンシャルプランの一部として、あるいはファイナンシャルプランニングサービスに関連するものとして（投資）アドバイスを提供している場合、そしてProvides advice as part of a financial plan or in connection with providing financial planning services and:

- (i) 普段公衆に対してファイナンシャルプランナーとして、あるいはファイナンシャルプランニングサービスを提供するものとして自らを称していること、holds itself out generally to the public as a financial planner or as providing financial planning services and;
 - (ii) 顧客にファイナンシャルプランを交付していること、あるいはdelivers to the customer a financial plan; or
 - (iii) (投資) アドバイスがファイナンシャルプランの一部として、あるいはファイナンシャルプランニングサービスに関連するものとして提供されていることを表明していることrepresents to the customer that the advice is provided as part of a financial plan or in connection with financial planning services; or
- (3) 顧客口座に対して、本条(d)項において定義されている、投資裁量を行使していることExercises investment discretion, as that term is defined in paragraph (d) of this section, over any customer accounts.
- (c) 特別ルール。Special rule.証券取引法第15条に基づきSECに登録している証券業者は、当該証券業者に投資顧問業法（の規制）が適用されるサービスの提供や報酬の受領を行う口座についてのみ、投資顧問業者となる。A broker or dealer registered with the Commission under section 15 of the Exchange Act is an investment adviser solely with respect to those accounts for which it provides services or receives compensation that subject the broker or dealer to the Advisers Act.
- (d) 投資裁量。Investment discretion.本条の趣旨に照らし、投資裁量という用語は、それが顧客により一時的あるいは限定されたベースで付与される場合を除いて、1934年証券取引法3条(a)(35)において定義されているものと同じ意味を有する。For purpose of this section, the term investment discretion has the same meaning as given in section 3(a)(35) of the Securities Exchange Act of 1934, except that it does not include investment discretion granted by a customer on a temporary or limited basis.

「投資サービス法(仮称)に向けての提言」

－ 資産運用の見地から －

平成18年 1 月27日発行

禁・無断転載

編集／発行

社団法人 日本証券投資顧問業協会

〒103-0025 東京都中央区日本橋茅場町1-5-8

東京証券会館 7階

電話・FAX

03-3663-0505・03-3663-0510

制 作

株式会社 財経詳報社

〒105-0021 東京都港区東新橋1-2-14

電話 03-3572-0624 (代表)