

証券検査を巡る最近の動向について ～平成26年度証券検査基本方針と最近の指摘事例

証券取引等監視委員会事務局 証券検査課長

鈴木 恭人

(7月9日付けで、農林水産省生産局畜産部畜産企画課 畜産総合推進室長に就任)

はじめに

本日は、証券取引等監視委員会（以下「証券監視委」という。）の活動の状況についてご説明いたします。また、本セミナーは、私どもが持つ問題意識を共有していただく格好の機会と捉えています。

証券検査（以下「検査」という。）について

— <目次> —

はじめに

1. 平成26年度証券検査基本方針
— 基本的な考え方 —
 2. 平成26年度証券検査基本方針
— 検査実施方針 —
 3. 証券検査による重点検証項目
 4. 証券検査実施状況
 5. 25年度における勧告・指摘の事例
- おわりに

ての話に入る前に、証券監視委の委員長、委員の改選についてご紹介いたします。昨年12月に国会の同意を得て、佐渡賢一委員長が3期目を任命され、委員として、弁護士出身の吉田正之氏が再任、公認会計士の園マリ氏が新たに任命されました。

そして、その任期の開始にあたり、「第8期証券取引等監視委員会活動方針」を定めております。「証券監視委の使命」や「基本的な考え方」に大きな変更はありませんが、これまでの活動を踏まえた若干の修正をしています。

具体的には、「重点施策」に「詐欺的な営業を行う悪質業者等への対応」という項目を新たに追加しておりますが、これは無登録業者による悪質事例が引き続き発生しており、より強い姿勢で臨まなければならないという姿勢の表れです。残念ながら、詐欺的な事例は、無登録業者に限らず、一部の金融商品取引業者等（以下「業者」という。）や適格機



関投資家等特例業務届出者にも見られます。

■ 1. 平成26年度証券検査基本方針 —基本的な考え方—

証券監視委では、毎年4月頃に定める証券検査基本方針（以下「検査方針」という。）に基づき検査を実施しています。26年度の検査方針のポイントをご説明いたします。

検査方針は「基本的考え方」、「検査実施方針」及び「重点検証項目」で構成され、その構成は昨年までと同様です。

「基本的な考え方」の内容も大きな変更はありません。

ここ数年、AIJ、公募増資インサイダー、MRIの問題といった、公益または投資者保護上、看過できない大型事案が続きましたが、25年4月26日にMRIに対する行政処分勧告を出した後、ここ1年ほどは1千億円を超えるような投資者被害が生じる事例はありません。

今振り返ると、ここ数年の大型事案は、第一種金融商品取引業、投資運用業、第二種金融商品取引業といった業態のうちの一部の業態で発生したのではなく、広く業界横断的に発生してきました。

この点を踏まえ、24・25年度においては、それぞれの業態で、過去の大型事案と類似した事例がないか、全般的な実態把握に取り組みました。また、ここ数年の大型事案では、検査で事実が明らかになった時点で、すでに投資者被害や問題が深刻化していたという状況を踏まえ、事案の問題が深刻化する前に、いかにリスクを把握できるかに主眼をおき、検査に取り組んでいます。

しかし、検査対象業者が8,000社規模と極めて多く、全ての対象業者に対して検査を行うことはできないのが現状です。

21年度から25年度までの検査対象業者数は、第一種金融商品取引業者（以下「一種業者」という。）が約280社、登録金融機関（銀行等）が約1,000社、投資運用業者（投信会

社・投資一任業者等)は約300社と、大きく変化していませんが、金融商品取引法(以下「金商法」という。)の制定により新たに検査対象となった、第二種金融商品取引業者(以下「二種業者」という。)(1,200社以上)、適格機関投資家等特例業務届出者(プロ向けファンド販売業者等)(約3,000社)といった、ファンドを取り扱う中小・零細の業者が数多くあります。

すでに述べたように業態横断的に大型事案が発生している一方で、全ての対象業者に対する検査を実施することが困難なことから、証券監視委ではここ数年、「検査対象先の特性に応じた効率的・効果的で実効性のある証券検査のための取組み」を課題として掲げてきました。

そのため、「業態、顧客の特性、金融商品・取引に対するリスク感度を高め、情報の収集・分析能力を強化」する旨を明確化し、さらに、「業態、規模その他の特性、個別の業者の問題点等を勘案し、リスクベースで検査対象先を選定」することとしてきたところです。

しかし大型事案が相次いで発生したことを踏まえ、これらの取組みをいかに具体化させるかが重大な課題となっています。

■ 2. 平成26年度証券検査基本方針 —検査実施方針—

このため、26年度の検査方針の「検査実施

方針」においては、検査方法等を、業態ごとにより明確にしています。

業態については、①大規模な証券会社グループ、②第一種金融商品取引業者、③第二種金融商品取引業者のうち多数の個人投資家向けにファンドの販売等を行うもの、④投資運用業者、⑤第二種金融商品取引業者及び投資助言・代理業者、⑥悪質なファンド業者・無登録業者に分類しています。

①に対する検査実施方針は、その目指す方向性は、金融庁が昨年夏から秋に明らかにした、金融モニタリング基本方針が目指す方向性と類似している面があると考えています。具体的にはオン・オフ一体による検査・モニタリングの実施です。従来の証券検査の手法では、対象業者の事務所に入る臨店検査(オンサイト)が中心でしたが、オフサイトでも継続的に検査対象先から情報収集を行うことが大きな変化です。年間を通じてオフサイトで業者へヒアリング等を行い、問題意識や基本情報を共有したうえで、臨店検査では検証事項を絞り、期間もできるだけ短くしたいと考えています。その検証すべきテーマをどれだけ明確化、重点化できるかが重要になってくると考えています。

この取組みは、既に25年度から一部の証券会社グループに対して始めています。対象業者の違法行為の有無を検証するというより、常日頃から、どのような業務を行い、どのようなリスクを抱えているのかについて、対話を通じて情報共有、理解の共有をすることに

重点をおいています。フォワード・ルッキングな観点でリスクを把握していきたいという考えです。また、把握した情報は監督部局と早期に共有していくことが必要と考えています。これらの会社は最も業務を横断的に行っていることから、オン・オフ一体の検査・モニタリングによって、検査対象先における個別の問題だけではなく、業界全体が抱えている問題やリスク等も把握できると考えています。そのうえで、リスクへの対応、業界全体で取り組むべき課題を見つけていきたいと考えています。

26年度は、①に対してこの取組みを本格的に実施するとともに、その他の会社に対しても同じような取組みを広げていくことができるか否か、今後検討していきたいと考えています。

しかし、証券検査においては、大手証券会社グループも含め、従来どおり、法令順守体制の検証は、今後とも必要になると考えています。

証券監視委が設置された経緯を踏まえても、委員会（委員長、委員）が独立して権限を行使する重要性は、今でも減じていません。

また、金商法と銀行法の体系や目的は大きく異なります。金商法では、証券会社の業務が基本的にブローカー・ディーラーの業務であり、投資家・顧客にリスクを負わせる業務であるとの前提で、業者に対して詳細な行為規制が課されています。一方で、銀行法は、預金取扱金融機関が、預金で集めた資金を貸

し付け等の形で運用するため、自分自身がリスクを抱えて業務を行うことが前提となっており、金融検査は、預金取扱金融機関におけるプルーデンスの確保の状況を検証（モニター）するのが主な課題になっています。

したがって、証券検査と金融検査とは、前提や目的が異なることから、証券検査について、金融検査と全く同様の手法をとることはできないと考えています。

しかし、例えば証券検査の対象である登録金融機関はもともと金融検査の対象でもあり、金融検査において、リスク性の高い金融商品の勧誘状況について一定の検証は可能です。

こうしたことを踏まえ、金融庁と監視委の間で責任・役割を分担しつつ、検査対象先における受検負担も踏まえて、効率的・効果的な検査・検証のために、連携強化を図ることが必要です。

少なくとも、検査対象業者の基本的情報については、証券検査の臨店検査が始まる前に、金融庁とできるだけ共有しています。

また、リスク性のある金融商品の販売勧誘について、金融検査において基本的な事項について一定の検証をしたうえで、より金商法上具体的な問題がある可能性が認められる場合に、財務局または証券監視委で証券検査を行うといった役割分担、連携を目指す必要があると考えています。

③に対しては「継続的な検査」を実施することとしています。これはMRIの事案のほか、

25年度までの検査で、出資金流用や顧客に対する虚偽告知等深刻な事案が相次いでいることを踏まえた対応ですが、「継続的な検査」という言葉については、若干補足説明する必要があります。「平成26年度証券検査基本計画」では、一種業者、二種業者、投資運用業者及び信用格付業者のうち150社へ検査を実施することとしています。このように、年度計画において検査対象先数の目標を定めて、計画的に検査を実施する業態が、「継続的な検査」を実施する対象です。これらの業態に対しては、事前の計画に基づき、個別の業者の不芳情報の有無等にかかわらず検査します。

それに対して、投資助言・代理業者、適格機関投資家等特例業務届出者及び金融商品仲介業者については、個別の業者に対する具体的な情報等を踏まえて、検査対象先を随時選定して検査を実施することとしています。

昨年まで二種業者は、随時に検査を実施する対象の業態でしたが、特に多数の個人投資家向けにファンドの販売等を行っている場合には、専門的で難しい金融商品を扱っており、違法行為が行われた場合に大きな投資者被害を生じさせる可能性があります。このような二種業者については、継続的に検査を実施する必要があると認識し、位置づけを変更しました。1,200社の二種業者全てではなく、多数の個人向け特に事業型ファンドを販売している業者に対して、継続的に検査を実施していく必要があると考えています。

④に対しても、継続的な検査を実施していきます。AIJの事件以降、金融庁の一斉調査を踏まえ、集中的な検査を実施してきています。このなかで判明した問題点を踏まえ、デュー・ディリジェンス及びモニタリングの実効性等に着目した継続的な検査を今後実施していく考えです（今後の検証項目等については、後述。）。

⑤に対しては、25年度から、新たに「登録事項検査」という検査を実施することとしました。通常の検査における臨店検査の場合、相当な期間にわたり相当な人数の検査官が必要となります。しかし、そのように大きなりソースを割くと、検査先の数は限られてきます。これでは、なかなか未然に法令違反行為の発生を抑止できません。結局、事案が重大深刻化した後で検査する事態になってしまうおそれがあることから、もう少し多くの対象先に対して検査を実施する必要があります。そのための方法として、登録事項検査を実施しようと考えています。

登録事項検査とは、24年8月にIMFより、中小の金融商品取引業者について、長期間にわたって検査が行われていないことが投資者保護上のリスクになっているとの指摘を受け、同リスク低減させるための取組みとして実施しているものです。

具体的には、二種業者、投資助言・代理業者に対し登録後できるだけ早期に臨店検査を実施します。その検証範囲は、登録申請書等に記載されたとおりの業務運営体制が構築さ

れているか否かという範囲に限るというものです。範囲を限ることによって、検査官の人数を絞ることができ、非常に限られた期間で実施できます。結果として、より多くの検査を実施することができます。登録事項検査を実施したうえで、具体的な問題が認められる場合には、従来型の一般検査や特別検査への移行を考えています。

⑥に対する厳正な対応についてです。

検査において、法令違反行為が明らかになれば、行政勧告を行い、必要に応じて告発しています。

しかし、無登録業者や適格機関投資家等特例業務届出者の業務運営については、金融庁の明確な監督下にはありません。したがって、監督対象としての規制が及ばず、不適切な行為などがあっても同庁の行政処分の対象とはなりません。このため、証券監視委は、悪質な業者の違法行為の事実を認識した場合に、裁判所への申立てを行う、警察等の捜査当局に情報提供を行う等、ありとあらゆる権限を用いて、見過ごさないようにするという事です。

業態ごとの対応をより明確化し、各種の深刻な事案や最近の主だった情勢に対応し、具体的にリスクを未然に防止するための取組みをしていきます。

■ 3. 証券検査による重点検証項目

次に、今後の証券検査において具体的に業

態ごとにどういった事項を検証するかご説明いたします。

まず、特に一種業者の検査では「高齢顧客やNISA利用者への勧誘・説明態勢の整備状況」や「法人関係情報の管理状況」を重点検証項目としています。単に法令違反があるか否かだけを検証するのではなく、例えば高齢顧客やNISA利用者への勧誘については、法令に違反していないからよいということではないと考えています。真の意味で、投資者のためにはどういう勧誘、説明が適切であるのか、という観点から検証する必要があります。「法人関係情報の管理状況」についても、各業者において公募増資インサイダー事案の後、様々な取組みが行われていると承知していますが、この点でも法令違反の有無だけではなく、市場の公正性・公益性の観点から管理の状況を検証していきます。

重点検証項目の1つである「海外のファンドの販売等を行う者におけるデュー・ディリジェンスおよびモニタリング、顧客勧誘等の状況」については、業態横断的に検証する必要があると考えます。取り扱う商品に海外ファンドを取り込む事例が、二種業、投資運用業者、投資助言・代理業者で見られるようになってきました。ファンドの設定・運用が海外で行われている状況では、ファンドの商品性、設定者・運用者の状況についてのリスクを業者がモニタリングして把握することは非常に難しくなります。複雑なスキームのファンドも数多く見られるなかで、業者がデュー・デ

(図表) 証券検査実施状況

業務の種別等	年 度	21年度	22年度	23年度	24年度	25年度	検査対象 業者数
第一種金融商品取引業者（証券会社等）		91	91	85	57	69	278
登録金融機関（銀行等）		24	28	32	28	9	1,107
投資運用業者 （投信会社・投資一任業者等）		18	15	9	36	16	314
投資法人（J・リート等）		9	6	2	0	3	60
信用格付業者		—	0	4	3	0	7
第二種金融商品取引業者 （ファンド販売業者等）		22	6	14	20	108	1,272
投資助言・代理業者		45	36	40	40	29	1,008
適格機関投資家等特例業務届出者 （プロ向けのファンド販売業者等）		1	2	6	21	23	3,022
金融商品仲介業者		1	1	9	9	8	791
自主規制機関等（日本証券業協会等）		5	1	0	0	3	13
その他		0	0	1	0	3	↓
合 計		216	186	202	214	271	検査対象 業者数 延べ約 8 千社
問題点が認められた業者等		125	105	87	102	118	
証券検査結果に基づく勧告		21	19	16	18	18	

イリジェンス及びモニタリングをどの程度できているか、証券監視委が十分に検証する必要があると考えます。そのうえで、適合性の原則を始めとした投資者保護の観点からの顧客勧誘等の状況に係る検証を行います。

4. 証券検査実施状況

実施検査数の推移ですが、一種業者に対する検査はそれまで90件前後で横ばい状態でしたが、24年度57件、25年度69件と減少しています。登録金融機関に対する検査は、24年度28件から25年度9件と大幅に減少しています。一方、投資運用業者に対する検査は24年度には36件と、22年度以前と比較して倍増以上、23年度と比べると4倍増となっています。これはAIJ問題などを踏まえた集中的な検査の表れです。臨店検査の着手日を基準とした

件数は、25年度は16件と減少していますが、25年度にかけて同一の対象業者に検査を実施している事例が多数あります。

また、二種業者については、24年度末頃にMRIに対する検査を実施し、大きな投資者被害が発覚したため、二種業者に対する検査を強化しており、24年度20件から25年度108件と検査件数が非常に増えていますが、その件数には、登録事項検査も含めています。

26年度の検査実施規模については検討中ですが、登録事項検査も継続しますし、多数の個人投資家向けにファンドの販売を行っている業者に対しての継続的な検査も実施していきますので、26年度の展望としては、引き続き多くの業者に検査を実施していくことになると考えます。

■ 5. 25年度における勧告・指摘の事例

証券監視委による業者に対する行政処分等に関する勧告件数は、23年度16件、24年度20件に対し、25年度は18件です。勧告に至らない「指摘」も、より重視していきたいと考えています。

無登録業者に対しては、証券監視委から行政処分勧告を行うことができないため、投資者保護のためには裁判所への禁止命令の申立てが最後の手段です。司法当局である裁判所に対する申立てのための厳格な手続きが必要となるため、申立ての件数が大幅に増加することはないと考えますが、悪質な業者に対して有している権限を、投資者保護の観点から最大限活用し、必要に応じて捜査機関とも情報を共有することによって、無登録業者などに対する取組みを強化していきます。

次に具体的な勧告事例を紹介します。

行政処分勧告は25年度で全18件あり、複数業種登録している業者があるため合計数は一致しませんが、その内訳は一種業者3件、投資運用業者4件、二種業者11件、投資助言・代理業者10件です。二種業者と投資助言・代理業者に対する勧告の件数が増えていることが大きな特徴です。

一種業者の勧告の件数は少ないのですが、証券監視委として取り組んでいる金融行政上の課題も踏まえた指摘をしています。投資運用業者に対する勧告は4件ですが、そのうち

3件は投資一任業者に対する集中検査によるものです。これらについては後述します。

二種業者に対する件数が11件と非常に多く見られますが、うち6件で虚偽告知等のかなり悪質な法令違反行為が認められています。具体的には、ライツマネジメント、MRI、With Asset Management、ディベックス、ジーク投資顧問、Global Arena Capital、PROUD Asset Managementにおいて虚偽告知が認められており、その多くで顧客資産の流用が行われていました。しかも、顧客に説明した投資の実態がないという重大な事例が相次いで発生しております。登録事項検査などにより早めに業者の業務実態を把握して、被害の発生・拡大を未然に防ぐことが必要です。

投資助言・代理業者に対する10件の勧告について、そのうち4件は助言対象である顧問契約を結んでいる顧客などに対して、実質的に有価証券またはファンドの取得勧誘を行っていたという事例です。

◎ 一種業者の事例

一種業者に対する主な指摘事項の内容を説明します。

最初に紹介する事例は勧告事例です。厚生年金基金の関係者に特別な利益の提供をしている状況が認められました。厚生年金基金の役職員はみなし公務員であり、贈収賄は罰則の適用の対象になりますが、この業者の年金ソリューション営業部は、3つの年金基金の

理事長らに対して接待等を行い、金融商品取引契約につき多額の利益提供をしていました。この行為は厚生年金基金の運用にこの業者の商品を組み入れさせる目的で行われており、利益提供が高額、多頻度で社会通念上妥当と認められる範囲を逸脱していたことから、「特別の利益の提供」との認定を行いました。

関連して、投資一任業者に対する集中的な検査で多く見られる気になる事例を紹介します。それは、年金基金が投資運用業者を決定する前に、証券会社が顧客の年金基金に対して接触して、投資一任契約の組み入れ資産を決定してしまうという行為です。証券会社の主導のもとで、顧客との間で特定商品の組み入れを前提とした投資一任契約を締結する事例が数多く見られます。これを「箱貸し」と呼んでいます。本来投資運用業者は顧客に対して、顧客資産の投資運用について受託者責任を負っていますが、箱貸しをすると責任関係が複雑化、不明確化してしまい、受託者責任の適切な遂行に大きな影響を及ぼします。証券会社が本来直接の顧客とならない年金基金に接触、接待することについては、それを禁止する条文はありませんが、証券監視委としては注視していかなくてはならないと考えています。証券会社が厚生年金に対して実質的に投資を勧誘する行為は、投資運用業者側の箱貸し、責任意識の希薄な運用の受託を助長する状況になるため、接待する側の証券会社は十分に慎重な対応をする必要があります。

す。厚生年金基金に限らず年金運用をめぐる環境は、急速に変化していますので、適切に対応していただきたいと考えています。

2つ目の事例は、投資者保護上問題のある投資信託・債券間の乗換勧誘です。この証券会社では、ブラジルリアル建投資信託（甲）とブラジルリアル建世銀債券（乙）の2商品について、多数の顧客に対して、甲から乙への乗換勧誘をする一方で、他の多数の顧客に対して、乙から甲への乗換勧誘を行っていました。この2つの商品は、異なる金融商品であるものの、乗換えに際してかなりの手数料が生じること、また、ブラジルリアル円という同一の為替リスクが主だったリスクとなるという特徴があります。そもそも業者は、通常の投資勧誘においてもリスクを顧客に正確に理解させたいという投資勧誘をする必要がありますが、さらに、敢えて投資家に商品の乗換えを行わせる場合、商品の特性や費用について丁寧に説明を行ったうえ、投資決定をさせる必要があると考えます。しかしながら、この会社では2つの商品について、それぞれの商品の短期売却を制限するためのモニタリングは行っていたのですが、短期売却に伴う乗換について適切なモニタリングを行っていませんでした。また、2つの商品特性も十分に社内でも周知されていないことから、為替リスクについて顧客へ誤った説明を行った上で、同じブラジルリアル円の為替リスクを負っている商品同士の乗換えについて、非常に不合理な説明により、投資勧誘が行われてい

ました。

なお、明文の規制としては、投信の乗換勧誘の規制があります。投信を購入する顧客は長期投資を前提としており、短期間に投信を売却したうえで別の投信を購入する行為は、何らかの事情がない限り不合理と考えられます。投信の乗換勧誘の規制の主旨は、業者がそのような不合理な売買を投資家に促す行為は手数料稼ぎだと疑われてもおかしくないことから、そのような不適切な行為を防止することにあると考えられます。

この主旨を踏まえると、片方の商品が投信ではなく債券だから適切な説明をしなくていいということにはなりません。どのような商品に関しても、適切な説明を行ってもらうのが金商法全体に通じる考え方です。

3つ目の事例の指摘内容は、法人関係情報にかかる営業管理体制の不備です。具体的には、投資情報を支店に提供する部署の職員が、社外の者から個人的に入手した特定銘柄に関する増資等の情報について、慎重な管理をせずに安易に一支店の支店長に対して投資勧誘への利用を前提に提供したというものです。また、情報を受け取った支店長も、法人関係情報の慎重な管理する必要があったにもかかわらず、その情報を利用して投資勧誘を行っていました。

一連の公募増資に係るインサイダー取引の事案を踏まえ、規制が強化され、インサイダー情報の提供側も罰則の対象となりました。また、多くの証券会社では、法人関係情報に

ついてチャイニーズウォールに関する様々なシステムの開発、規定の整備、社員教育といった、きめ細かな対応がなされていることと承知しています。その一方で、法人関係情報の管理は、厳密さを突き詰めてもきりが無いと感じます。あまりに細かな管理規定を設けると、結局その管理の実行が難しくなりかねません。

もともと法人関係情報の管理の規制の主旨は、業者がゲートキーパーとして顧客によるインサイダー取引を未然に防止することに1つの重点があります。各証券会社が日本証券業協会のルールに基づき内規等を整備・運用するに際して、各社のビジネスモデルや顧客との関係を踏まえて一定の柔軟性を持ちながら対応されていると承知していますが、先述の事例のような顧客勧誘がなされる会社で顧客のインサイダー取引を防止するためには、相当厳密に法人関係情報管理が必要になると考えざるをえません。

ただ、厳格な管理には、非常に膨大な費用がかかってしまうと考えられます。最も重要なのは、顧客に対する投資勧誘の体制の構築により、適切なゲートキーパーとしての機能が発揮されることだと考えます。的確な分析に基づき合理的な根拠を持って勧誘を行うのであれば、インサイダー情報のやりとり等の疑いをかけられるリスクは低くなるはずで

す。営業の第一線は、顧客とのコミュニケーションを通じて、投資家側の金融リテラシーを

向上させることができる重要な機会です。顧客から早耳情報のようなものを求められた場合にも、毅然として応じない姿勢を培ってもらうことが重要です。顧客側にも、中長期的に健全な市場を形成するためにどのような投資行動が必要なのか理解してもらうことが必要です。その最前線に営業社員がいることをご理解いただき、適切な投資勧誘を行っていただきたいと考えます。

◎ 投資一任業者の事例

続いて、投資一任業者に対する集中的な検査に基づく事例を紹介します。まず、AIJ問題についてふり返ってみますと、この事案は、年金基金に対して虚偽の運用成績に基づく説明により投資一任契約の勧誘を行い、契約締結後も虚偽の報告を続け、最終的に被害を膨らませたというものでした。さらに勧誘に当たっては、関係会社であるアイティーエム証券(株)と一緒に多額の接待を繰り返していたといわれています。

この事案を踏まえて、集中検査においては、類似の事案がないかという観点を中心に、47件の集中的な検査を実施してきました。この検査では、AIJ事案を踏まえ、①投資一任契約締結に至るまでの過程で、顧客に対する働きかけ、勧誘及び説明は適切に行われているか、②投資一任契約の運用開始に当たって、運用資産の十分な調査、デュー・ディリジェンスに基づいて適切に投資判断、投資指図を行っているか、③運用開始後、投資一任契約

に基づく運用資産の状況について、適切にモニタリングを行い、顧客に適切な報告をしているのか、を検証項目としました。その結果、これまでに5件の勧告を行っています。

勧告事例の1つ目は、投資一任契約に基づく運用指図を行うに当たり、市場性がある商品の調査等を十分に行っていない状況でした。これを善管注意義務違反と認定しました。

2つ目の事例は、投資一任契約の顧客勧誘資料に他の商品の運用実績を表示していました。これを虚偽・誤解表示と認定しました。

3つ目の事例では、単一の投資信託のみを投資対象とする投資一任契約を勧誘又は締結する際に、最終投資対象が同一である他の投資信託において解約制限や償還延長が生じているという重大な事実を説明していませんでした。これを誤解表示と認定しました。

4つ目の事例では、みなし公務員に対し、投資一任契約を受託する目的で接待を頻繁に行っていました。これを特別の利益の提供と認定しました。

最後の事例は、受託した投資一任契約について、ある投信から次の投信に運用委託し、さらにその投信には別の投信を組み込むという不必要な階層構造を設けて運用を行い、それぞれの階層の投信運用において自らが報酬を受領していたものです。階層構造について合理性を説明できる状況にないことから、報酬を過大に受領していると認定しました。この事案においては、さらに、その最終的な運用先である自らのグループ会社に対する投資

に当たり、必要な調査を行わないまま投資判断を行い、多額の棄損をさせ、適正な時価評価をせずに純資産額を報告していました。これを忠実義務違反と認定しました。

以上の勧告事例やその他の検査から明らかになった問題点を踏まえて、投資一任業者に対し、今後は次のような視点で検証を行っていくことを考えています。

1つ目は、前述のいわゆる箱貸しの問題です。(説明省略)

2つ目は、顧客に対する説明・勧誘資料の適切性です。特に顧客が運用戦略を投資判断するに当たっては、過去のパフォーマンスが重要な情報となることから、顧客に適切に提示しているかを検証する必要があります。

そして3つ目ですが、これまでの検査において、投資一任契約に基づく運用において、規模の大小を問わず、投資運用業者が他社運用のファンドを組み入れて運用する事例が数多く見られています。こうした事例は、必ずしも全てが不適切だということではないのですが、最終的な投資判断が外部委託される状態になるため、運用の実態把握に当たっては、投資対象の商品性だけでなく、その運用の委託先の組織や人的リソースについてのデュー・ディリジェンスやモニタリングを適切に実施する必要があります。特に外国籍のファンドの組入れの場合、そのファンドについて国内持込みの届け出が行われていないケースにおいて契約が外国法に基づく運用となる場合には、実態把握も投資資産の保護も非常に

困難になるため、注意が必要です。

さらに外部委託による運用を行う場合において、投資一任業者は顧客とファンドの運用者等の外部委託先の双方から報酬を受領する状況になっている例が見られます。このような場合、利益相反管理が難しくなり、特に投資家に対する説明や、利益相反防止のための意思決定や内部管理のための体制整備について十分注意してもらう必要があります。

◎ 投資助言・代理業者の事例

続いて、投資助言・代理業者に対する主な指摘事項です。昨年10月のアブラハム・プライベートバンク(株)の事例において、同社は投資助言・代理業者として登録されており、顧客に対して、海外ファンドの発行者を紹介し商品説明を行い、顧客がそのファンドを発行する商品を取得するサポートをしている旨の説明をしていました。顧客との関係に限れば当社の説明に偽りはなかったのですが、当社は、実際には、顧客に紹介した海外ファンド側から海外に設置した関係会社を通して、顧客の購入額に応じた販売報酬を受領していました。海外ファンド関連業務について、当社と関係会社の3社は、実質的に一体となって業務運営していることが認められました。これらの行為は、実質的には海外ファンドのための取得勧誘であると認められることから無登録でファンドの販売を行っていることと認定しました。

当社の場合、類似の他社と比較しても特に

問題なのは、ウェブサイトで「類似の資産運用サービスと比較した場合、A株式会社の手数料は、業界最安値」、「金融機関や運用会社から販売手数料等はもらっていません。」などと記載をしていました。つまり、手数料をもらっている状況を秘して、顧客にとって、当社の助言に基づく運用が一番有利になるといいたい、多数の顧客を集めていた状況にありました。この行為は法令の「著しく事実と相違する表示または著しく人を誤認させるような表示のある広告」であると認定しました。

この会社の行為は違法行為であり、弁解の余地はありませんが、1点だけ皆様にご留意いただきたい点があります。個人投資家のなかには、長期間ゼロ金利が続く中、できるだけ高いリターンを上げるために、ある程度のリスクを認識したうえで投資を行いたいと考えている人も数多く見られます。特にアブラハム・プライベートバンク(株)が紹介した海外ファンドは、長期投資をうたっています。実際には、顧客がどれだけ有利な投資ができていくかは、業者が受け取っている報酬などを差し引いて考えないといけませんし、単に名目的な投資リターンが高いからということだけで評価すべきではなく、外国法に基づく海外ファンドを個人が直接購入することに伴う法的なリスクも考慮する必要があると考えますが、顧客に長期投資によって資産形成をしたいというニーズが強くなることは、ぜひよく理解していただきたいと考えています。

当社は投資家に勧誘するに当たって、日本

の証券会社は、手数料稼ぎのために回転売買や乗換を行わせているのではないかと、という投資家の不信感を突いた営業を行っていました。実際に多くの投資家にそのような不信感が一定程度あるのも事実ではないかと考えます。

当社の違法行為や不適切な行為は見逃すことはできませんが、一方で、一種業者、二種業者等が、投資家ニーズを適切につかみ、投資家のために中長期の資産形成に資する投資勧誘をしていただくことが最も重要と考えます。現時点で本当に業者がそのニーズに応えられる商品を提供できているのかということを考えさせられる事案であったと付け加えさせていただきます。

◎二種業者の事例

次に二種業者に対する検査についてです。

一種業者は流動性の高い商品を販売する業者で、より多くの一般投資家の投資行動に関与することから、厳しい参入要件が課せられています。そして、この流動性の高い有価証券は、有価証券の発行者側に金商法や市場の適時開示ルールに基づき、情報を広く開示するための規制が課せられ、公衆縦覧型の開示規制に基づくディスクロージャーが行われることによって、一定程度以上品質が確保されています。

それと比較して、二種業者が取り扱っているみなし有価証券は、透明性・流動性が低い特徴があり、ディスクロージャーの規制があ

りません。また、みなし有価証券は匿名組合等に基づくファンドで、セカンダリーの市場が実質的に存在していないものも多く、転売等は極めて困難です。このような性質を踏まえると、業者による顧客に対する相対による販売の進め方が非常に重要です。したがって、二種業者に対する検査においては、どのような商品を扱っているのか、その商品性を検証するとともに、業者が説明責任をどのように果たしているのかということに特に重点を置いて検証させていただきます。

◎ 適格機関投資家等特例業務に関する取組み

最後になりますが、プロ向けのファンドとして設けられた適格機関投資家等特例業務という制度を悪用した事例が極めて多く見られています。内容は、顧客に対する虚偽告知、金商業の登録が必要となる規模のファンドの販売や投資運用を行っている事例、さらに出資金の流用や用途不明という事例です。ここ数年で50件余りの検査を行い、その約8割でこのような事例が見つかっています。

しかし法令上、行政処分勧告すらできないなかで、こうした事例については、ホームページ上で公表し、一部は裁判所への申立てを行いました。もっとも、検査でいくらモグラ叩きをしてもきりがないため、本年4月に金融庁に対して必要な措置を講ずるよう求める建議をいたしました。これを受け、現在、金融庁からパブリックコメントに付され、政令

改正の検討がなされています。出資者に係る要件を厳格化することで、専門的な知識のない一般投資家がだまされて投資することによる被害を避けたいと考えています。

■ おわりに

以上で説明は終わりますが、現在非常に多様な業態に対する検査を行っている実態をご理解いただけたと思います。業態に応じた適切な対応を行う必要があり、検査する側の専門知識も業態ごとに培わないといけません。

証券監視委が検査を行うときには皆様にご協力をいただくことはもとより、検査官の専門性の向上のためにも業者の皆様から業務の実態等についてご教示いただきたいと願っています。証券監視委の検査を通じまして、投資家保護にもつなげていきたいと考えておりますので、引き続きご協力いただきますようお願い申し上げます。

本日は、ご清聴有難うございました。

※本講演中、意見にわたる部分は、講演者の個人的見解であることをお断りします。

(本稿は当研究会主催によるセミナーの要旨である。構成：)
小澤 唯也