

米国一九四〇年投資顧問法における 投資顧問の定義について（一）

三 浦 康 平

はじめに

第一章 米国における投資顧問規制の成立

第一節 投資顧問業の発生と展開

1. 米国における投資顧問業の誕生
 - (1) 植民地時代から南北戦争直前の状況
 - (2) 南北戦争後から第一次世界大戦直前の状況
 - (3) 第一次世界大戦後から一九四〇年投資顧問法制定直前の状況
2. 投資顧問による不正——三九年報告書を手がかりに
3. 一九四〇年投資顧問法制定以前の投資顧問の規制状況
 - (1) 州法による投資顧問規制

(2) 投資顧問団体による自主規制

第二節 連邦議会による立法への進展

1. 規制対象としての投資顧問の範囲——上院小委員会における審議
2. 投資顧問法制における弁護士士の位置づけ——下院小委員会における審議
3. 一九四〇年投資顧問法制定についての評価(以上本号)

第二章 一九四〇年投資顧問法上の「投資顧問」(investment adviser)の定義

第一節 一九四〇年投資顧問法の規制の概要

1. 一九四〇年投資顧問法によって規制される者——「投資顧問」と「登録投資顧問」の関係
2. 「投資顧問」「登録投資顧問」に該当することの効果(規制内容)

- (1) 一九四〇年投資顧問法による「投資顧問」「登録投資顧問」の規整
- (2) 一九四〇年投資顧問法違反に対する制裁とSECの執行

第二節 投資顧問の定義に関するいわゆる3要件について

1. 「証券について、助言、分析、報告」(advising……analyses or reports concerning securities)要件

2. 「営業」(business)要件

3. 「報酬」(compensation)要件

第三節 ファイナンシャル・プランナーの位置づけ

第三章 「投資顧問」の適用除外と登録免除

第一節 適用除外(exclusion/exception)の類型

1. 二重規制排除——銀行
2. 本業の付随的業務——専門家
3. 業務の本質性——ブローカー・ディーラー
4. 表現の自由——出版社とニュースレター

5. 政府証券(適用除外証券)助言者と行政機関による行為

6. SECによる個別的適用除外

第二節 登録免除(exemption)の種類

1. 登録投資顧問該当性

2. 登録が免除される者

第四章 投資顧問とブローカー・ディーラーの交錯領域——一九八〇年代以降の展開

第一節 ラップ口座(wrap account/wrap fee program)および一定報酬をベースにしたブローカレッジ口座の発展とSECの対応

第二節 一定のブローカー・ディーラーを投資顧問として扱わないとしたSEC規則に関する訴訟——FPA訴訟

第三節 投資顧問とブローカー・ディーラーの差異に関するRAND報告書

第五章 わが国における投資顧問制度の展開

第一節 「有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律」の成立——投資顧問法制の立法趣旨

第二節 「有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律」における「投資顧問」

1. 投資顧問法制整備以前の「投資顧問」の業務と立法による整理——「投資顧問業務」と「投資助言」・「売買一任」の関係について

2. 金商法制定以前の「投資顧問契約」と「投資一任契約」の法規整

(1) 「投資顧問契約」の定義とその解釈

(2) 「投資一任契約」の定義とその兼業規制

第三節 金商法における「投資顧問契約」「投資一任契約」

1. 投資助言業の範囲について——米国の比較

2. 投資運用業と第一種金融商品取引業との兼業について

3. 小括

第六章 結語

はじめに

「投資顧問」とは、次のようなサービスを提供する業務・職業として定義するものがある。すなわち、対価を得て、有価証券自体の価値や有価証券取引について顧客に対して情報提供や助言を行う者である^①。こうした顧客への投資助言の提供は、それ自体一つの職業として成立しうる。「投資助言」業務を規制する理由は、必ずしも明らかでないが、例えば次のように説明される。このような有価証券自体の価値や有価証券取引に関する助言業務が不当なものであるときは、顧客である投資者を害するのみならず証券市場の健全性を損なうこととなり、国民経済の適切な運営を妨げると^③。

従来、「投資顧問」は、「有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律」(昭和六一年法律第七四号)(以下「旧投資顧問業法」という)によって規制されていた。現在「投資顧問」は、金融商品取引法(昭和三十三年法律第二五号)(以下「金商法」という^④)において規制されている。すなわち、投資助言を業として行うことは金融商品取引業であり(第二章第八項第十一号。第二八条第六項、同第三項第一号参照)、内閣総理大臣の登録を受けた者でなければ、行うことができない(第二九条)。金商法は、このような投資助言のサービス提供を行う金融商品取引業者につき、その行為規制として、金融商品取引業者一般に適用されるもの(第三章第二節第一款)とは別に、特別の規定を設けている(第三章第二節第二款)。ある行為が金商法上の「投資助言業務」(第二八条第六項)に該当すればこのような行為規制を受ける。そして金商法上、投資助言業務は次のような行為の業務として定義されている。有価証券の価値等または金融商品の価値等の分析に基づく投資判断に関して、口頭、文書その他の方法により助言を行うことを約し、相手方がそれに対して報酬を支払うことを約する契約(金商法はこれを「投資顧問契約」と呼んでいる)を締結し、当該投資顧問契約に基

づき、助言を行う、という行為に係る業務である（第二八条第六項。同三項一号、第二条第八項第十一号）。なお投資一任契約（第二条第八項第一二号口参照）は、旧投資顧問業法のもとでは、投資顧問契約（その意味は厳密には金商法上の投資顧問契約とは異なる）の関係を延長したもの（より深い信頼関係を有している当事者間の契約であることを前提としている）⁽⁵⁾と法律上構成されていた。金商法のもとでは、この投資一任契約は資産運用の機能を有するという⁽⁶⁾ことで、類似する他の資産運用の機能を持つ業種と統合され、「投資運用業」（第二八条第四項第一号、第二条第八項第一二号）の一つと位置づけられることになった。⁽⁷⁾⁽⁸⁾

わが国ではこれまで、「投資顧問」である業者に関する規制のあり方に焦点が当てられることが多かった。しかし、法律によって規制される「投資顧問」であるかどうかの基準となる「投資顧問契約」の定義についての検討は一部を除いて深くは行われてこなかった。旧投資顧問業法の制定前後は、「投資顧問契約」の定義（旧投資顧問業法第一条第一項）次第で旧投資顧問業法上の投資顧問業者に該当するかどうか⁽⁹⁾が問題となるので（旧投資顧問業法第二条第二項、同第四条、同第二条第三項）、その判断基準となる投資顧問契約の定義に関心が集まった。その後は旧投資顧問業法の立案担当者側の人間による投資顧問契約の内容についての解釈が示されたこともあって、投資顧問契約の定義に関する議論は見られなくなった。投資顧問業者であればどのような規制を受けるか、ということの方がより重要な問題であると考えられたからであろう。

本稿では、わが国における「投資顧問」の規制の目的・あり方を検討するために、その前提となる「投資顧問」の定義について検討する⁽¹⁰⁾⁽¹¹⁾⁽¹²⁾。その際米国法の議論を参照する。旧投資顧問業法は英米法、特に米国の連邦法である一九四〇年投資顧問法（Investment Advisers Act of 1940）⁽¹³⁾の影響を強く受けている⁽¹⁴⁾と言われる。米国においては、一九四〇年投資顧問法上の投資顧問（Investment adviser）に該当するかどうか、あるいは投資顧問とはどのようなものであって他

の金融サービス業とどのように異なるか、という議論が同法制定時から行われ、これについての決着は（現時点においても）ついていない。それはなぜか、ということが検討課題として考えられて良いと思われる。⁽¹⁵⁾ 一九四〇年投資顧問法上の投資顧問の定義についてすでにかなりの議論の蓄積があり、それでも今なお議論が続いている米国の状況はわが国の「投資顧問」の定義（すなわち投資顧問契約の定義）を考える際にも参考になると思われる。そこで、①一九四〇年投資顧問法上の投資顧問の要件について、どのようなアプローチをしているのか。また、②ある者について、どのような政策的理由に基づいて同法の投資顧問として規律づけをしないのか、を検討したい。⁽¹⁷⁾⁽¹⁸⁾

(1) たとえば武田昌輔ほか責任編集『証券用語辞典（第四版）』（銀行研修社、二〇〇七年）三七四頁。

(2) なお、現実それが独立の職業として成立するには条件がある。第一章第一節 参照。

(3) 神崎克郎「投資顧問の法的規制」インベストメント三七巻五号（二二五号）（一九八四年）一四頁。これに続いて、無責任な投資顧問の存在が投資顧問全体に対する投資家の信頼を損なうこととなり、健全な投資顧問の活動が妨げられ、結果、投資顧問業務の健全な発展を阻害することになることも法規制の理由として挙げている。証券取引法研究会「投資顧問法の規制について（三）」インベストメント三八巻二号（二二八号）（一九八五年）二九一—三三頁（神崎報告）。河本一郎・大武泰南「証券取引法読本（第六版）（有斐閣、二〇〇四年）四六七頁以下参照（投資助言業務の規制目的については言及していないが、悪質な投資助言を行う業者を取り締まる法律がないために投資家が被害にあったこと、そしてそのために法律が制定されたことを述べている）、有価証券に係る投資顧問業務の規制等に関する法律（昭和六一年法律第七四号。証券取引法等の一部を改正する法律の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律（平成一八年法律第十六号）第一条第二号により二〇〇七年九月三日（同法附則第一条、証券取引法等の一部を改正する法律の施行期日を定める政令（平成一九年政令第二三三三号）をもって廃止）第一条は、「この法律は、有価証券に係る投資顧問業務を営む者について登録制度を実施し、その事業に対し必要な規制を行うことにより、その業務の適正な運営を確保し、もつて投資者の保護を図ることを目的とする」としていた。大蔵省証券局内投資顧問業務関係法令研究室編『投資顧問業法逐条解説』（大蔵財務協会、一九九四年）（以下「逐条解説」として引用する）一頁によれば、同法第一条は同法の制定趣旨、目的を明らかにしたものだという。これがいわゆる法律の直接の目的と達成手段を規定したものか、それらに加えて窮極の目的を

も規定したものであるのかははっきりしない。法制執務研究会編『新訂ワークブック法制執務』（ぎょうせい、二〇〇七年）七八―八二頁参照。こうした法律の目的に何らかの紛争解決手段としての解釈指針を見出すためには（そうすることが望ましいという前提が必要であるが）立法事実が重要である。しかし同法では、そうした立法事実を目的規定において明らかにするものなどうか不明である。結局、上記の規定では「投資助言」業務を規制する理由は必ずしも明確ではない。すなわち、これを規制しない場合の弊害は何か、その弊害の対策として「投資助言」業務という枠組みで規制することが妥当である理由までは明らかではないことである。

河村賢治・西山寛・村岡佳紀『投資顧問業の法務と実務』（金融財政事情研究会、二〇〇六年）（以下「法務と実務」として引用する）八一―一二頁は、「投資顧問」業務の遂行にあつては、顧客からの高い信頼と継続性を確保される体制が重要であると説く。こうした視点からは、そのような体制を確保することが「投資助言」業務を法律で規制する理由であると考えられることもできる（そしてこれを規制しない場合は、これらに対して悪影響が生じるということであろう）。同書は「投資顧問業法」各条項の解釈に際して、同法第一条の目的に照らして判断するとしたうえで、そうした判断において、「投資者保護上問題であるか」や「資本市場への影響」などを考慮材料としてあげている（同書四三頁）。なお黒沼悦郎『アメリカ証券取引法〔第二版〕』（弘文堂、二〇〇四年）二二―四頁参照。

他方、不動産投資の同じような助言については、不動産投資顧問業登録規程（平成十二年九月一日建設省告示第一八二八号）がある。同規程は、その目的として、不動産投資顧問業を営む者の「業務の適正な運営を確保し、不動産投資顧問業の健全な発展を図り、もって投資者の保護に資すること」（第一条）を掲げている（不動産投資顧問業のあり方については、国土交通省の社会資本整備審議会産業分科会不動産部会において検討されてきた）。

www.mhlh.go.jp/singikai/trasanyou/hudousan/hudousan_proceed.html。また、商品投資に係る事業の規制等に関する法律（平成三年法律第六十六号）（いわゆる商品ファンド法）第一条は、「商品投資に係る事業に対する必要な規制を行うことにより、その事業を行う者の業務の適正な運営を確保し、もって商品投資に係る事業を公正かつ円滑にするとともに、投資者の保護を図ることを目的とする」と定める。山田裕章・深瀬聡之『コンメンタール商品ファンド法』（有斐閣、一九九三年）二九―三〇頁は、商品投資顧問業の助言についてはそれほど問題視しておらず、投資一任の場合にトラブルが多いと指摘した上で、「適切な投資判断を行うことができぬ業者が運用を行うとき……また、十分な財産的基礎や社会的信用のない者にこれ（筆者注…投資判断の一任を受ける業務）を行わせるときには利益相反の取引を誘発しやすいことも否定できない」として、不適格な者が商品投資市場を歪める（そしてそれによって投資家が被害をこうむる）おそれを強調し、これを適切に規制する必要があるという（商品ファンド法は特に利益相反の可能性を問題視しており、これを規制しなければ市場の健全性に

影響を与えるという考え方が立法制定の背後にあることだろう)。

いずれも市場の健全性が損なわれ、それによって国民経済(あるいは投資家)に損失を与えることを理由としているようである。一般的に、このような目的規定をめぐる議論をすることの意義は当該法律全体の解釈指針を探ることにある(もつとも前述したように、有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律の内容は、現在は別の法律に統合され、それに伴い廃止された。廃止された法律も現行法の解釈に当たって参考になるかは議論の余地があるだろう)。あるいは規制枠組みの妥当性を探ることにもつながらる。

(4) 以下「はじめに」において条文・章等の番号のみを挙げる場合は金商法の条文・章等を指すものとする。

(5) 逐条解説・前掲注(3) 一一頁。

(6) 旧投資顧問業法第二条第四項第一号では、投資一任契約とは、「投資顧問業者が、顧客から、有価証券の価値等の分析に基づく投資判断の全部又は一部を一任されるとともに、当該投資判断に基づき当該顧客のため投資を行うのに必要な権限を委任されることを内容とする契約」と定めていた(強調は筆者による)。

(7) 尾崎輝宏「中西健太郎「金融商品取引法制の解説(五)業規制・登録金融機関制度等」商事法務一七七六号(二〇〇六年)一八一―二二頁。

(8) 本稿では、特に断りのない限り、以上の「業」に関する我が国の法制について論じる場合、次のような用語を使用する。金商法上の用語ではないが(「投資助言・代理業」という用語はあるがこれは説明・指示的な用語である)、金商法第二条第八項第一号に掲げる行為(投資顧問契約を締結し、当該投資顧問契約に基づき助言を行うこと)を業として行うことを「投資助言業」という。

また、本稿では投資一任契約を業として行う場合以外の「投資運用業」については言及しない。

(9) 逐条解説・前掲注(3) 四頁以下。

(10) このような定義を検討することの意義は、「投資顧問」をどのように規制すべきか、あるいは、「投資顧問」はどのような責任・義務を負うべきか、という議論の土台作りにある。このことは、どのような目的により投資顧問を規制するのか、あるいはそのような規制枠組みは妥当か、ということを探ることにもつながらる。

(11) わが国では、金商法上の投資助言業・投資運用業を行う金融商品取引業者の行為規律については、他の金融商品取引業者に比べると、検討される機会が多かったとはいえないと思われる。これは、①社会状況として、わが国においては投資助言サービスが他の金融サービスと比較して一般投資家に提供されることが少なかったことや(業務の性質上後述するように、一定額以上の金融資産が取引開始の条件として要求される)、②登録された投資顧問業者と個人投資家との間で問題が生じることが(他の証券紛争と比較して)少なかったこと、などが影

響しているのではないかと考えられる。①に関連する具体的な数字を挙げると次のようになっていいる。平成四年三月末時点での投資一任契約分と投資助言契約分の国内顧客合計件数は六、六四二件（うち年金関係が約二〇〇）であり、平成一九年九月末時点での同じ内容の数字は、四一、四三七件（うち年金関係が約五〇〇〇）である。また平成一九年九月末時点の、「ラップ口座を利用する顧客との契約状況」は、三四、八五二件（八、〇九一億円）（投資一任・投資助言合計）である。以上投資顧問四九号（二〇〇八年）二二二頁以下。

もちろん、投資顧問業者との間で結ばれる投資一任契約等は、そもそも零細な個人投資家を対象にしたものではない。例えば、投資顧問四九号における投資顧問契約金額ベースの統計についての最低区分は、「一〇億円未満」となっている。野口治朗「投資一任ラップ口座取扱解禁を睨んだ実務対応」銀行実務三七巻八号（二〇〇七年）一〇三頁では最低投資単位一千万円以上の商品を紹介している。投資顧問五号（一九九〇年）一一〇頁によると、投資一任業者が国内個人との間で結んだ契約は一九八九年九月末時点で二一六件（金額にして総額五三〇億円）であった。この数字はバブル崩壊後はさらに減少し、一九九七年三月末時点で五二件（同一三〇億円）であった。投資顧問一八号（一九九八年）一九九頁。

②については法務と実務・前掲注（3）iii頁では、旧「投資顧問業法の制定以降、投資顧問業者（登録業者）に関する刑事事件はいっさい発生していない（発生事件はすべて未登録業者が対象となったもの）。これは……各種法規制が寄与したものといえる」（カッコ内は原文）と評価している。

民事事件に関していえば、投資一任業者が、というよりも、投資一任契約「的」なものが問題となった事件が多い。それは必ずしも投資顧問業者が当事者である事件ではない。そして、それは「投資一任契約」というよりも「取引一任勘定取引」が問題となっている事例が多い（両者の違いについては第五章参照）。両者を区別しているかどうかは別として、投資一任契約・投資一任的取引（取引一任勘定取引を含む）の存在を認定した上で、業者（投資顧問業者ではないものを含む）に様々な注意義務違反を認めた裁判例自体は多い。

(12) 前注で述べたように、わが国では、金商法上の投資助言業・投資運用業を行う金融商品取引業者の行為規律については、他の金融商品取引業者に比べると、深く検討されてきたとはいえない状況にあると考えられる。つまり、法律上課せられている行為規律について、そうした規律が特定状況下において具体的にどのような基準をもって判断されるのか、ということについては不明確であるという現状がある（例えば、顧客に対する忠実義務・善管注意義務の一定状況下における具体的内容）。具体的にどのような規律がありうるのかということがそれほど問題視されないために、「投資顧問」とは何か（そしてその判断のための法律上の具体的要件である投資助言業務・投資顧問契約とは何か）、という議論をすること自体が意義を失っているのではないだろうか。

もちろん、注意義務については関係業界の関心も高く、投資顧問業者や、年金基金などが研究会を立ち上げ報告書を公表している。例えば、日本投資顧問業協会編「投資顧問業者の注意義務」平成一三年九月 (<http://stan.medtagaxy.ne.jp/synppan/pdf/komoni023.pdf>) や厚生年金基金連合会編・発行「厚生年金基金受託者責任ハンドブック(理事編)(改訂版)(二〇〇五年) など。

もともと、法律上どのような者を「投資顧問」として規制するか、ということと、どのように「投資顧問」を規制するか、ということはそれぞれ独立した問題であると言ふことは可能であろう。

(13) Pub.L. 76-768 Ch.686, (Aug. 22, 1940), 54 Stat. 847, 15 U.S.C. § 80b-1 et seq.

この法律の訳は、他に投資顧問業法・投資助言業者法という訳がある。前者として例えば、第五章で述べる証券取引審議会の「証券投資顧問業の在り方について」(昭和六〇年一月二五日)の報告書第一編第一章一、後者として米國における投資顧問業実態調査団編「米國投資顧問業の実態調査」(日本証券経済研究所、一九八五年)一頁などがある。投資助言業者法という訳は、Investment adviserとは別に、Investment counselの存在を意識したものであるが(第一章第二節1. また第二章第一節参照)、投資顧問法という訳が多いと思われるので本稿では投資顧問法という訳を用いる。

(14) 例えば逐条解説・前掲注(3)九八一―九九頁。証券取引審議会の報告書「証券投資顧問業の在り方について」(昭和六〇年一月二五日)の第一編第二章、第二編第一章、第三章では外國の法規制のあり方を紹介し、わが國の法規制のあり方について論じている。

(15) そして、こうした問を含めた、投資に関して助言を行う者の規律に関する議論状況について、米國とわが國を比較するために、次のように整理することができると思われる。①投資助言業務に関連して社会問題が起った場合、これを規制するために立法が必要になった(必要性)。②法律で要件効果を設定するため、投資助言(ないし投資顧問・投資顧問契約)の定義が必要である。どのような定義を設けるか(要件)。③その定義に該当する者にはどのような具体的義務・責任が生じるか(効果)。④についていえば、わが國と米國は、時期こそ異なるが、投資助言業務を営む者によって引き起こされた社会現象を問題視して、これを規制する立法の必要性を認識するにいたったことは共通している。そして米國においては、③の議論が詳細になされている。また、上述のように社会状況の変化によって、②の問題が常に現れ(それは①で問題視された事件を伴うことが多い)、その際に③の問題が並行して論じられている。これに対して、わが國では、②の問題が旧投資顧問業法の制定(および立案担当者側の人間による解説)によって解決した後には、③の問題については具体的に深く検討されることは少なかった(繰り返すが、関係業界の関心は決して低いものではなかったといえる。注(12)参照。これは、注(12)で述べたように、社会状況として、わが國においては投資助言サービスが他の金融サービスと比較して一般投資家に提供されることが少なかったことや、登録され

た投資顧問業者と個人投資家との間で問題が生じることが（他の証券紛争と比較して）少なかつたことも影響していると思われる。第四章で検討するように、この分野における米国の最近の展開は一九八〇年代以降の規制緩和や金融商品の発展に遠因がある。このような要因によって、従来は異なる規律に服していた金融業者らの提供するサービスが（顧客の視点からは）同一に見えるようになってきたことに問題が存在している。すなわち、これら金融業者の経済的に果たす機能がより近いものになってきたということである。異なる金融業種間の規制のあり方を論じる際のアプローチとして機能（経済的実質）に着目することが重要であることにつき森田果「米国における信託会社規制——イリノイ州を中心に——」(www.fsa.go.jp/irto/seika/discussion/2002/20021118-2.pdf) 参照。

- (16) 米国においては（特に司法部門は）顧客と業者の間の特定の法律関係に基づいて何かしら特殊な義務が発生するという思考枠組みをする傾向が割合多く、法律上の要件がどのようなものかということも重要であるが、どのような法律関係にあるのかということも重視して判断しているように思われる。もちろん、法律として規律を設ける際には、そのための要件の設定にあたってそのような法律関係が形成されることを念頭に置いている。その意味で、わが国では投資助言業務を提供する際に課される特別な規律は金融商品取引業者にしか適用されない（ように読める。金商法第三章第二節第二款「投資助言業務に関する特則」は「金融商品取引業者等は……」と表現している。「金融商品取引業者等」は第四条によれば「金融商品取引業者又は登録金融機関」のことである。「金融商品取引業者」は第二条第九項において「第二十九条の規定により内閣総理大臣の登録を受けた者をいう」としている。）というのは法律の不備であるようにも思える。もちろん民法などの私法上の解釈としてそのような特別の規律を課すことも可能であろう（ただし、森下哲郎「M&A取引における投資銀行の責任」黒沼悦郎・藤田友敬編『企業法の理論（下）』（江頭憲治郎先生還暦記念）(商事法務、二〇〇七年) 一三二頁、利益相反研究会座談会「金融取引における利益相反（一）——利益相反を考える枠組（下）」NBL八八三三号（二〇〇八年）四九頁などが指摘するように、こうした発想が適切であるかは検討の余地がある）。この場合、どのような法律関係に入れば、そのような法律効果が生じるのか、という問題がたてられる。この問題に対しては、一つには、「投資助言業務を提供する金融商品取引業者（この場合は未登録業者を含む）と契約関係に入れば」という単純な答えが可能である。それでは、どのような場合が「投資助言業務を提供する」関係に入ったと評価できるか。それは「投資助言業務」とは何か、あるいは、投資顧問契約とは何かという問題が解決されなければならないと思われる。

(17) 一九四〇年投資顧問法に関する先行研究は多いので、同法の投資顧問定義を特に検討しているものを挙げると、以下のものがある。日本証券経済研究所証券取引法研究会『アメリカと日本の証券取引法（上巻）』（商事法務研究会、一九七五年）三二二頁以下（堀口亘）、証券取引法研究会「投資顧問法の規制について（一）」インベストメント三七巻六号（二二六号）（一九八四年）二九頁（神崎報告）、同「投資顧問

法の規制について〔七〕インベストメント三九巻二号(二三四号)(一九八六年)三〇頁(牛丸報告)、同「有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律について」〔二〕インベストメント三九巻五号(二三七号)四八頁(牛丸報告)などがある。

なお本稿では一九七四年従業員退職所得保障法(いわゆるERISA)、レギュレーション9、一九三九年信託証書法、各種信託に関する州法律については言及しない。これらは投資顧問に関係の深い法律であるが、別の機会に検討することとする。また、一九四〇年投資会社法には、投資会社の運用を行う投資顧問に関する規定があるが、これについても検討対象外とする。

(18) なお、ある者がなす行為を投資顧問契約の定義に該当するとし、一定の法規律に服させることの意義は、その者に何らかの責任・義務を課すことにある。したがって、投資顧問契約の定義を論じる場合、どのような(あるいはなぜ)責任・義務が定義該当者に課せられるのか、ということと並行して論じるのが本来のあり方である。これについては別稿で検討する予定である。また、注(15)で述べたようにある金融サービスについての規制枠組みの妥当性を考える場合、その金融サービスが果たす機能(経済的実質)にも着目する必要がある。特に投資顧問の場合、(投資助言・投資運用のいずれの場合も)その提供するサービスについて、実質的に同様の機能を果たす(あるいは顧客の目にそのように見える)場合が多いからである。この意味で、注(8)で述べたように、本稿では金商法上の投資運用業について検討を加えないこと、また注(17)で述べたように、米國法の検討に際して「投資会社(Investment company)」やその他金融業を検討の対象に含めることなく「投資顧問(Investment adviser)」のみを検討するという本稿の姿勢は片手落ちの批判を免れないだろう。これらについては今後の課題としたい。

第一章 米國における投資顧問規制の成立

米國においては一九四〇年投資顧問法が連邦法として、業として証券に関する投資助言を顧客に提供する者を規律している。こうした投資助言業務(投資一任業務を含む)を規制する法律は連邦レベルと州レベルのものがあり、これらの規律を受ける者の範囲も異なっている。本稿では連邦法である一九四〇年投資顧問法を検討対象とする。^{①②③④}

第一節 投資顧問業の発生と展開

1. 米国における投資顧問業の誕生

一九四〇年投資顧問法制定以前の投資顧問の状況については、以下で述べる一九三九年に作成されたSECの連邦議会への報告書や一九四〇年投資顧問法の連邦議会での審議における投資顧問業者自身の述懐、そして投資顧問自身が著した投資顧問業に関する著書などを通じて知ることができる。^⑤

一九三〇年代後半にSECは、投資信託・投資会社に関する大規模な調査に付随して、投資顧問に関して調査を行い、一九三九年にその結果について連邦議会に報告書（以下「三九年報告書」という）を提出した。^⑥三九年報告書によれば、投資顧問という業務が、独立したサービスとして成立したのは第二次世界大戦後であり、一九一九年より前に証券投資に関して助言業務を提供していた業者は一〇に満たなかったという。もともと、SEC自身認めているように、三九年報告書の作成にあたって実施された調査は限定的なものであり、かつ、投資顧問の定義づけが難しいため、調査対象を画定する段階ですでに一定の取捨選択が行われた。そのため、三九年報告書に載っている数字は、当時の米国において実質的に投資顧問の役割を果たしていた者（こうした者の範囲を画定することも困難であるが）の正確な数字ではない。^⑧

三九年報告書において、投資顧問業界関係者は、一九一九年以後に証券投資について助言を提供する業務を提供する者が増えた理由について次のように述べている。まず前提として、一九一九年以前は、公衆一般が関心を持つような証券の数が少なく、そうした証券の主要な購入者は銀行、保険会社、信託受託者などの専門家であり、助言を必要とするような公衆一般は証券取引に関係していなかったという。^⑨

このことから分かるように、投資助言業務が成立するためには、こうした投資助言を必要とする投資家の存在がなけ

ればならない。さらに、投資家以外にも、投資助言を提供する証券市場の専門家や証券発行主体（企業、国または地方の政府）が、それぞれある程度の段階にまで発達していなければならぬ。以下、投資助言業務が成立するまでのこれら三者（投資家、投資助言を提供する専門家、証券発行主体）の展開について簡単に見ていく。¹⁰

(1) 植民地時代から南北戦争直前の状況¹¹

証券投資の助言に限らない、広い意味での証券の分析・論評を行う職業、すなわち金融や株式についてのジャーナリズムという職業は、すでに一六九二年のロンドンで行われていたという。米国においては、植民地時代からニューヨークやボストンといった商品取引が活発な地域で、商品相場に関して同様の職業が成立していたという。¹² 証券市場を分析する職業が成立していたかは不明であるが、証券市場自体が未熟な段階にあったのでその可能性は低いと思われる。¹³

その後の米国の証券市場の展開は次のようなものであった。英国から独立した後は、銀行などが設立され、銀行株は公募によって市民に保有されることになった。一七九〇年代の終わりまでには約三〇〇の特許による株式会社設立され、大部分は、銀行、生命保険会社、港湾建設会社、道路会社、鉱山会社であった。¹⁵ しかしこうした株式会社の株式は、ほとんど証券市場に現れず、証券市場の中心は国債であった。¹⁷ 一八三〇年前後は、金融機関関係の株式が多く発行された。¹⁸ 全体的に、南北戦争以前は、こうした金融関係の会社を除けば、¹⁹ 証券の発行者は民間ではなく政府や州が多かった。²⁰ このように——大雑把に言えば——南北戦争以前は、証券市場は（上述した種類の会社を除けば）民間事業の資金調達の間としては活発とはいえなかったようである。²¹ また、証券市場の専門家についていえば、一九世紀中頃にはウォール街はすでに米国でもっとも金融・証券業が活発な場として確立していたが、証券業務に従事している者は専業でこれを行う者はなく、大部分は関係のない職業と兼業していた。²² また、株式会社という制度自体が特許主義中心であり、²³ 連邦政府または州政府の特別な許可がなければ成立し得ないものであり、事業を行う場合に株式会社制度を利用するこ

とは、鉄道・金融関係以外では、それほど多くはなかった。⁽²⁵⁾そして、そうした株式会社によって発行されている株式について言えば、株式が一般人（特に農村部）に保有されることは少なかったという。⁽²⁶⁾またこうした者に一度保有されると転売されることはまれであったという。⁽²⁷⁾

金融関係のジャーナリズムについては、一八四〇年代から五〇年代に株式市場に関する記事を掲載している雑誌があったという。⁽²⁸⁾企業の格付けを行う者もこの頃現れたという。⁽²⁹⁾

(2) 南北戦争後から第一次世界大戦直前の状況

証券投資について助言を行う業務が成立するためには、そのような助言業務を提供する専門家に對比される一般投資家層の拡大と市場に流通する証券の多様性という要因が関係するようである。投資家（証券保有者）の層を拡げるきっかけとなったのは、南北戦争であった。北軍の資金調達のために発行された連邦債の販売は、証券会社のシンジケートを利用した初期のものである。⁽³⁰⁾このシンジケートにより、中産階級に対しても証券が売られるようになった。⁽³¹⁾戦況によって相場は変動し、通信技術の発達とも相まって、市場で有利な取引をするために、情報を迅速に取得するための努力がますます重要となった。南北戦争後は、発行される証券が多様化した。株式会社制度の利用も一般的となり、鉄道関連、鉱業関連、電信関連の企業規模が拡大し、必要資金の調達のために証券の発行が盛んに行われ、発行・取引される証券の種類が大幅に増えた（株式の発行が増えるのは一八七三年恐慌以降である）。⁽³²⁾また、通信技術の発展や証券の多様化という要因により、この時期には証券関係の業務の専門化が進んだ。一人のプローカーであらゆる形式の証券に関する情報を得ることが難しくなったからである。⁽³³⁾

金融関係のジャーナリズムは、前述の通り、南北戦争前にその萌芽は見られていたが、南北戦争後はPohlのような、

証券市場の情報を提供すると同時に証券の分析も行う者が現れた。⁽³⁴⁾ もっとも、当時は株式会社が一般投資家に積極的に情報を提供することはなく、こうした証券の情報に関するサービスを提供するための土台づくりは一八八〇年代に行われた。企業の情報は、内部者や当該企業と関係が深い金融機関以外には入手しにくい状況にあったという。⁽³⁵⁾ 他方、後述するように、証券市場やそこでのプレーヤーが専門家といえる程度にまで発展しているか否かは、投資顧問の成立に大きな影響を与える。証券市場プレーヤーである証券業者は、引受業務から販売業務までを扱う投資銀行という形が発展するようになる。一九世紀後半までは、投機家と称される者ほとんど同じであった。証券市場は投機家の時代であった。⁽³⁷⁾ 一九世紀の証券市場では、今日の基準でいう相場操縦やインサイダー取引などは頻繁に行われていたという。⁽³⁸⁾ 新聞などのジャーナリズムもこうした投機家が株主となることで支配されており、彼らに有利な記事を書くこともあったという。⁽³⁹⁾

企業が、証券市場に対して自らに関する情報を提供するようになったのは、企業を規制対象とした種々の法律が導入され始めた一八八〇年代になってからである。それ以前には、企業は情報提供に消極的であった。過去には、証券取引所が企業に情報提供を要請したことがある。例えば、一八二〇年代に取引所が、ある会社に情報を要求した。⁽⁴⁰⁾ 一八六六年にニューヨーク証券取引所は、ある鉄道会社の増資に関して、その金額、方法などを照会したことがあった。これに対して当該鉄道会社は「自分の会社は増資に関して報告書もつけないし、目論見書のようなものを公表しない」と答えたという。⁽⁴¹⁾ 一八六八年にはNYSEと公開取引所 (Open Board of Stock Brokers)⁽⁴²⁾ の会員で構成される委員会が設置された。この委員会は、取引所に登録済みの上場会社から情報の提供を求めたことを目的としていた。情報の提供を拒絶して上場取消になる企業もあったという。⁽⁴³⁾ 企業に定期的な情報の提供を求めた連邦法としては、一八八七年の州際通商法 (Interstate Commerce Act) の制定がある。同法は政府と企業の関係が変化したことの象徴的な法律である。⁽⁴⁴⁾ こ

の法律には、運送業者に定期的な報告書を要求する権限を州際通商委員会に与えた第二〇条が設けられた。⁽⁴⁵⁾ こうして得られた情報は新聞社に開放され、これにより正確な企業分析が可能になったという。他方、取引所も、一八九五年には上場会社に対し年次報告書の提出を求めていた。一九〇〇年には、この報告書の提出が上場要件とされた。企業側も、一八九七年には、自ら「年に二回以上、損益状況を公表する」と発表する会社があり、他の上場会社もこれにならったという。もつともこの企業側の対応は、政府や取引所の制度による圧力や道徳的な理由からではなく、次に述べる証券発行の成功のためという実利的な理由によるものであるという。⁽⁴⁶⁾ 企業そのものに関する情報、すなわち証券の価値に関わる重要な情報が出回り始めると、投資家もそのような情報に基づいて投資するようになった。そして、一九世紀末の時点では、零細投資家の資金といえども、企業にとって重要性を増してきた存在であったという。⁽⁴⁷⁾ そのため、証券発行を成功させるために正確なものであれ虚偽のものであれ、何らかの情報があれば零細投資家に購入されにくくなっていった。とはいえ当時は、企業側は基本的に情報の公表には消極的であり、公表したとしても意味のある情報は少ない場合も多かった（場合によっては虚偽に近いものもあった）⁽⁴⁸⁾ という。この時期には、金融関係の記事に動機の不明な「相場場の予想」をうたうものが増えたという。加えて、こうした金融関係の記事が粉飾されるようになった。前述したように、担当記者が新聞・雑誌等の後援者に買収されたり圧力をかけられたりすることもあったという。また、記者が自身自身の保有している株を、根拠なく推奨することがあった。投資助言について言えば、次のような話がある。一九〇五年にトーマス・ローソンという相場師は、零細投資家の味方という立場で、大企業であるスタンダード・オイルがどのように金融界さらにはアメリカを支配しているかという記事を書いたことがあった。この記事は非常に評判が良いものとなり、ローソンの名は広く知られるところになった。その後ローソンは、特定の株式の購入または売却を推奨する広告を打ちだし一般投資家にそれに従うよう勧めた。ところがローソンは、一般投資家に勧めた行動とは逆の行動をして

巨万の富を得たという。⁽⁴⁹⁾

本格的に、一般人が証券投資を始めたのは一八九〇年代以後である。二〇世紀に入ると、都市部の人口はさらに増え、経済的に成功した一般人を相手に証券を販売する分野が急速に拡大した。株式投資について言えば、一九〇〇年には株主数は全米で約四四〇万人おり、一九〇七年の恐慌があつたにもかかわらず、その増加の勢いは止まらず、一九一〇年には約七四〇万人、一九二〇年には約一二〇〇万人、一九二八年には約一八〇〇万人いたという。また、債券市場は、財務省が第一次世界大戦の戦費調達のために発行した自由国債 (Liberty Bonds 全体としては Liberty Loan と呼ばれていた) によって爆発的に拡大した。一九一七年、債券市場は三五万人の個人からなっていると見られていたが、一九一九年に自由国債購入者は一一〇〇万人いたという。⁽⁵¹⁾

(3) 第一次世界大戦後から一九四〇年投資顧問法制定直前の状況

第一次世界大戦後、大戦で消耗した欧州への復興需要により、米國は好景気となり、企業株式投資がさらに一般的なものとなった。自由国債の購入を通じて、個人レベルにおいても証券投資は儲かるものであることが認識されたからであるとも言われている。⁽⁵²⁾ 証券投資の助言については、それまでも、投資銀行などの証券の販売機関、弁護士、銀行、信託会社、などによって、その主たる事業・本業に付随して行われていたようであるが、一般人による株式所有が急増するにつれて、こうした主たる事業・本業から独立して証券投資の助言を行う者が登場するようになる。⁽⁵⁴⁾ なぜこのような独立して証券投資の助言を行う者が現れたのか。この原因の一つの説明として、証券投資の本を著した Livernore は次のように述べている。⁽⁵⁵⁾ 当時の証券会社の販売員は既に流通している上場企業証券を販売しようとするよりも、むしろ、企業が新規に発行する証券を販売することが多かったという。これは、既発行の証券を販売することに

よって得られる手数料よりも、新規発行の証券を販売することによって得られる手数料の方が高かったからである。⁽⁵⁶⁾ それでも、こうした手数料に依存した収入から解放されたいと願う販売員は存在していたという。証券販売の経験を通して、こうした販売員は証券全体に関して詳細かつ幅広い知識を得るに至った。知識が深まり、既発行の証券に関する分析を行うことで、これを活用して既発行証券の販売を行うおととする者もいたという。しかし、既発行証券の販売は、取引所の取引手数料が固定であり、取引所の会員でない証券会社が取引する場合には、利益はほとんど残らなかった。また、取引所の会員である証券会社が、既発行の証券の販売を行う場合でも、手数料は販売員の手には渡らなかったという。たとえば、当時のニューヨーク証券取引所 (New York Stock Exchange) は、会員に、既発行の証券の販売による手数料が直接販売員の手に渡ることを禁じていた。したがって販売員は、そのようなことは証券会社に月給によって雇われている販売員に任せなければならなかったという。⁽⁵⁷⁾ 取引所は、取引量によって証券会社の従業員への給与や報酬が設定されることに難色を示してきており、その統制を年々強めていた。

他方、顧客側においても、既発行証券に関する偏りのない助言を求めることについて、需要が高まっていた。しかし顧客に対応する証券会社の従業員は、証券価格の短期的な動きに目を奪われ、証券に関する表面的な知識しか有してはなかった。これは、こうした従業員の顧客の多くは投機的であったからである。短期的あるいは投機的な動きに影響されることなく、証券に関する助言を提供できるのは、ある程度余裕のある大規模な証券会社だけであった。⁽⁵⁸⁾

こうした、販売側と顧客側の両方による不満によって、投資助言という新しいビジネスの分野が誕生する素地が作られた。こうした不満は、景気循環の後退期に大きくなる。企業による証券の新規発行が少なくなり、販売員は手数料を得ることが難しくなる。他方で、顧客側でも、不況による企業からの配当の減少や株価の下落により、ますます徹底かつ公正な助言を求めるようになった。このような状況で、証券の販売ではなく、証券投資の助言をサービスとして販売す

る会社が出現したところ⁽⁶¹⁾。

三九年報告書のもととなったSECの調査に協力し、後に議会でも証言している投資顧問業者のScudder, Stevens & ClarkのパートナーであるJames N. Whiteも同様の趣旨を述べている⁽⁶²⁾。なぜ投資顧問業務を専門にする事業を立ち上げたのか、というSECの問いにWhiteは次のように答えている。投資家にとって依拠できる助言の情報源となるものは多いが、個人が技術的問題について弁護士を利用できるのと同程度には、投資助言について利用可能な専門家といえるような者はいなかったからである、と⁽⁶³⁾。さらに、何らかの業務と兼業である限り、完全に客観的な助言を与えることはできないという認識があったという。Whiteは、SECの調査時には、偏りのない助言 (impartial and disinterested advice)、個人にあったプログラム (personal investment program)、そのプログラムの継続的管理 (continuity of supervision)、等を提供しようという意思が米国において投資顧問を組成させたと答えている⁽⁶⁴⁾。また、別の投資顧問業界関係者は、後述する連邦議会での証言において、一九二〇年代に投資顧問業が盛んになったのは、「部分的には、我々の投資銀行システムのある種の弱さによるもので、また、部分的には、企業の財務構造や業務の複雑性が増したため……このような状態では、投資家は有能で公平無私な」投資助言を得ることの難くなり、結果として投資管理サービスに対する需要が急増したからである、と述べている⁽⁶⁵⁾。

三九年報告書によると、投資顧問の数は一九二九年の株式市場大暴落以後に急増していることが分かる。投資顧問業を開始した者の数は、一九二八年まで年間一〇を超えることはなかった。しかし一九二九年から年間二〇を超える者が投資顧問業に着手した。一九三一年から一九三六年の間には年間四〇以上の者がこの分野に進出してきた。この急増は、前述したように、証券市場の暴落で、投資家が専門家に助言を求めようになったからである。より厳密に言えば、投資家が大笑以後は、特定の証券の購入・保持・売却に関する助言ではなく、継続的な助言を求めようになったとい

う。⁶⁴ もっとも、投資顧問による助言を受けられるのは、ある程度以上の財産を有する投資家に限定されていた。⁶⁵

このように、いわゆる独立系投資顧問（投資助言・投資一任以外の業務——証券業・銀行業・保険業・信託業など——を行っていない投資顧問のことを指す）に限っていえば、起業するきっかけとなった考え方は、顧客の財産状況の把握、顧客のニーズに適合する投資商品、偏りのない助言、を重要視するというものであった。そして、当時、こうした考え方が投資顧問を投資顧問たらしめているものの核心であると理解されていた（こうした考え方を持つ投資顧問は自らのことを投資相談役（Investment counsel/counselor）と称していた）。そしてこうした考え方は、（少なくとも独立系投資顧問自身の主張によると）他の金融業者にはできないものであったと考えられていた。このようにいうことが可能であろう。

以上、米国の投資顧問の成立に関係する事柄について簡単に見てきた。それでは、こうした投資顧問がなぜ規制対象とされるようになったのか。

2. 投資顧問による不正——三九年報告書を手がかりに

そもそも、米国において、連邦法として投資顧問の定義を設ける——つまり規制する——動機を有するにいたったのはなぜか。三九年報告書では、投資顧問を規制することなく野放ししておくのは深刻な問題を引き起こす可能性がある⁶⁶と指摘している。他方で、SECは——自ら認めているように——具体的な調査を行わなかったために、どのような事件が具体的に起きていたのかは明らかにしていない。⁶⁷

三九年報告書では、「投資顧問の問題は二つの大きなカテゴリーに分類できる。(a) 善良な投資顧問と「予想屋」(tipster) に差があるという問題、(b) 投資顧問の構造と運用に関する問題である」と述べている。(a)の問題である「予想屋」に

ついで三九年報告書は、次のような存在であるとしている。すなわち、株で投機をすることを人々に推奨する存在である。⁽⁶⁸⁾

こうした投機を推奨する「予想屋」がなぜ問題かということについて三九年報告書は具体的に明らかにしていない(もつとも投機を推奨すること自体が問題であると考えているふしもある)。しかし、「予想屋」による大量の広告と勧誘によって、「予想屋」は知識のない個人投資家に接触し、こうした個人投資家が株式市場に引き込まれることを懸念していることは示されている。⁽⁶⁹⁾ こうした「予想屋」は、「過大な主張をする個人、本質的に予想屋な個人、必要な資格、訓練、略歴、財産的基盤、財産的責任を有していない個人」であるとされ、こうした「予想屋」が投資顧問業界全体の評判を悪くしていたという。⁽⁷⁰⁾ このように、当時投資顧問業界に流行している悪習と一般に言われているものは、「予想屋」タイプの投資顧問業者によるものであり、「予想屋」以外の投資顧問はこれにより業界の評判が落ちることを懸念していたという側面がある。

SECは、投資顧問は「投資の健全な運用について属人的・公平・継続的な助言を顧客に提供する」べきであると考えているようである。少なくとも当時は、こうしたまともな投資顧問を利用する者については中流以上の階級の者を想定しており、一定額以上の財産を有していない者は投資顧問を利用できなかった。⁽⁷¹⁾ しかし、まともでない「予想屋」が「投資顧問」という装いのもとに、知識のない一般投資家を顧客に取り込もうとしており、このことが問題視されているようである。三九年報告書は次のように述べている。⁽⁷²⁾ 「投資顧問業務はほとんど規制も監督もされずに成長してきた。〔中略〕…その存在の歴史を通じて、勧誘可能な個人の資格、勧誘の方法、その財産の管理、提供する投資助言の特性などに関して、なんの限定・制限・条件を課されたこともない。」「資格も財産的責任もない個人——こうした個人は好き勝手に過大な主張をする——は、投資家にとつてということだけでなく、「まっとうな」投資顧問にとつても脅威

である」。「したがって…(中略)…主要な問題の一つは、善良な投資顧問を装う『予想屋』サービスの排除にある」。「投資顧問」業界関係者は、顧客と投資顧問の間のすべての利益相反が排除されない限り、投資顧問の基本的機能——彼らの投資の健全な運用について属人的・公平・継続的な助言を顧客に提供する——を十全に発揮することはできないと感じている」(「」内は筆者が付加した)。

(b)の問題については、三九年報告書では、主として投資顧問の利益相反の問題が取り上げられている。三九年報告書では、投資顧問「業界関係者は、こうした利益相反は、投資銀行または証券会社と関係が深い投資顧問に顕著に見られると認識している」と述べている。すなわち、「投資銀行は本質的に『証券の商人であり、その収入を主としてその証券の購入と販売の差に依存しており』、彼(筆者注…投資銀行のことを指す)は『販売しようとしている特定の証券について公平無私な投資助言をする地位に』ない」ということである。また、「同様に、証券会社と関係がある投資顧問は、望ましくない両立しえない利益の相反を生み出すという。すなわち、『証券会社の収入は、主としてまたは完全に、証券の取引の手数料を受け取ることからきており、取引の数が多ければ多いほど、彼の収入は多くなる』。そして『証券会社の出来高に対する利益というものは、顧客が有利になるより、あるいは顧客の利益に必要な分よりも、多くの取引を顧客に助言する誘惑がありえる』。」と述べている。こうした事がより難しい問題であると考えられていたのは、こうした証券の販売という投資銀行・証券会社の業務はまったく正当なものであると把握されていたからである。⁷⁴⁾

会社の経営と投資顧問の関係についても述べられている。投資顧問であると同時に、ある会社の経営者であることは、対立する利益の相反を生むという。経営者の会社および株主に対する信任義務 (Fiduciary duty) に従って、会社の最善の利益となるべき行為をなすことが、当該会社の証券を保有する投資顧問の顧客にとって有害となる場面がありうるという。経営者であると同時に投資顧問である場合、当該投資顧問は、当該会社について、公平無私、客観的または批

判的な態度をとることが妨げられうる、ということである。

また、投資顧問が自己の計算において、彼の顧客が利害關係を有している証券を取引することは、顧客の利益に悪く影響するということも挙げている。つまり、特定の証券を買う（または売る）べき場合に、それを自己計算で行うべきか、あるいは顧客の計算で行うべきかという「取引の優先順位の問題」が生じるからである。⁽²⁵⁾

そのほかに、三九年報告書は以下のことを問題視している。⁽²⁶⁾

- ・ 新規に投資顧問業界に参入してきた者が投資家に対して激しい勧誘をしていること。これは勧誘をする販売員の収入が投資顧問契約の出来高払いであることが原因である。⁽²⁷⁾
- ・ 「安い株で大きな利益を」というような、派手な宣伝広告が何ら規制されていないこと。
- ・ 会計帳簿や顧客の口座帳簿について統一的な慣行がないこと。また、会計帳簿について会計士の監査を受けていない者がいること。
- ・ 成功報酬の問題
- ・ 投資顧問が破産した場合の問題
- ・ 顧客の同意を経ない契約主体の変更の問題

また、一九四〇年投資顧問法成立にあたって上院の銀行・通貨委員会 (Senate Banking and Currency Committee) が提出した報告書には、同委員会が全国的な規制を及ぼす必要性を感じた理由を次のように列挙している。すなわち、「投資顧問の有する機能の性質、彼らの幅広い活動領域の拡大、証券市場への潜在的影響、証券市場予想屋による一般

投資家への危険の潜在性」などである。⁷⁸⁾ それに続いて同報告書は、「不徳な予想屋・情報屋による詐欺や不実表示から公衆を保護する」という表現を使用している。

このように、「投資顧問による不正」といいながらも、具体的な事件は何も明らかにされていない。前記上院の報告書も抽象的で潜在的な危険性しか述べていない。⁷⁹⁾

3. 一九四〇年法投資顧問業制定以前の投資顧問の規制状況

三九年報告書には、州法による投資顧問の規制状況についての記述がわずかながら見られる。同様に、投資顧問業者による自主規制についても言及がされている。以下では、これらについて、投資顧問の定義を中心に簡単に述べる。

(1) 州法による投資顧問規制

三九年報告書は、投資顧問の規制について、連邦による規制はないが、⁸⁰⁾ 幾つかの州では、法律によって、投資顧問として助言を提供する者に、州の証券監督官/委員会 (State Securities Commissioner/Commission) に登録することを要求していることに言及している。州によって、投資顧問を、ブローカーまたはディーラーとして—またはこれらを含むものとして—扱う州と、ブローカーまたはディーラー以外の者として扱う州がある。三九年報告書では、前者としてイリノイ、ミシガン、ニュー・ハンプシャー、オクラホマ、ロード・アイランドの五州を挙げており、後者としてカリフォルニア、コネティカットの二州を挙げて⁸¹⁾いる。カリフォルニアとコネティカットはいずれも「投資顧問」(investment counsel/counselors) の定義をおいている。

カリフォルニア州では、一九三一年の会社証券法改正により、「投資顧問」(investment counselors) の定義を次のようにおいた：

「ブローカー以外の個人または会社で、この州で、報酬を受けて、直接にまたは出版物や著作を通じて、証券の価値について、または、投資の望ましきさについて、または証券の購入について、他の者に助言するビジネスに従事した者、および、ブローカーまたは公認会計士以外であつて、証券に関して分析またはレポートを発行している者。ただし、上記のものには、弁護士が、その法律の実務に関して、上記のサービスを提供する場合または実行する場合を含むと解されてはならない」

コネティカット州では、一九三七年の法律により、「Investment counsel」の定義を設け、カリフォルニア州とはほぼ同様の規定において、州の証券委員会への登録を要求している。⁽⁸²⁾

イリノイ州では、ブローカーやディーラーが、その取引において、投資助言を提供する場合に適用される次のような規定を設けている…

「投資の顧問または助言は、もっぱら投資の顧問または助言を提供する者によつて、あるいは、通常の証券取引に付随して、ディーラーまたはブローカーによつて、提供されるかどうかにかかわらず、厳密に、顧問者または助言者と投資家または潜在的投資者の間の信頼関係に基づいて行われなければならない。いかなる場合でも、その顧問や助言は、投資者の保有する証券の売却を通じての利益や報酬という要因によつて影響されてはならない。投資家が保有している証券の持高について、投資家に与えられるいかなる顧問または助言も、もっぱら投資家の利害または金銭的利益に基づいてなされなければならない。いかなる投資顧問も、どのような方法を用いても、直接的または間接的であれ、証券の購入または売却の契約について執行または助言する場合、登録をしなければならず、そ

して、イリノイ証券法の規定が定める適格を有する必要がある。」

ミシガン州はその証券立法の中の「ディーラー」の定義に「証券の購入または売却に関して投資顧問または助言について対価的行為をする者」とある。したがって、投資助言をする者は「ディーラー」として州証券当局の認証を受ける必要がある。

ニュー・ハンプシャー州では、「証券」の定義に「投資に関するサービスやアドバイスの契約」という文言がある。換言すれば、これは投資顧問のサービスのことである。証券に関与するディーラーは州の証券委員会に登録しなければならない。したがって、投資顧問として助言を提供することによって対価を得るものは、ディーラーとして州の証券委員会に登録しなければならない。同州の証券委員会は、これらの者の財務状態や信頼性を調査できる。これらの者が出す広告についても審査できる。

オクラホマ州では、一九三三年の証券法の改正により、登録ディーラーのみが投資顧問として行動できる。ただし弁護士や会計士はこうした規律から免除される。ディーラーは登録に際して、顧客の財産や証券の管理のために保証金を供しなければならぬ。⁽⁸⁴⁾

また三九年報告書では、三九年報告書作成時点ではそのような法律はないが、投資顧問の規制の必要性を認識している州として四つの州を挙げている。⁽⁸⁵⁾

このように、州によって、ブローカーまたはディーラーという枠組みによって規制する場合と、投資顧問という枠組みによって規制する場合に分かれるが、なぜこのように分かれているか、あるいは、なぜ各州がそうした規制方法を採用しているのか、という理由について三九年報告書には何も言及していない。⁽⁸⁶⁾そしてこれらの州の規制がどのような効

果を挙げたのか、あるいは効果がなかったのか、ということについても何もふれていない。

以上の州法からは、次のように言うことが可能であろう。一九四〇年投資顧問法が制定する以前の段階ですでに、投資顧問の行為は、①ブローカーやディーラー、②弁護士や会計士、などの本来的業務と、その行為の性質において一部重複していることが認識されていた。また、投資顧問というものを定義づける際には、こうしたことが意識されていたということがうかがえる。そして州法による投資顧問の具体的規制は登録規制などが多く、行為規制は少ない。

(2) 投資顧問団体による自主規制

一九四〇年投資顧問法の制定以前に、投資顧問による投資顧問の任意団体が、いわば自主規制の形で自らを規律していく体制を整えていた。このことは三九年報告書にも記載されているが、以下で述べるようにSECはこの自主規制を不十分な規律であると評価していた。他方で、投資顧問業者らは、こうした自主規制の事実を盾に、一九四〇年投資顧問法制定による規制を免れようとした。⁽⁸⁷⁾

三九年報告書では、二つの任意団体が紹介されている。ニューヨーク州で設立されたThe Investment Counsel Association of America (全米投資顧問協会。以下「ICAA」という)とカリフォルニア州に拠点を置くThe Investment Counsel Association of Southern California (南カリフォルニア投資顧問協会。以下「ICASC」という)である。こうした団体は、いわゆる独立系の投資顧問(すなわち、投資銀行やブローカレッジ業務を行う証券業者ではないということ)を構成員とするものであった。

ICAAの設立の目的は、プロフェSSIONナルな投資顧問達の経験の蓄積をもとに、公衆一般が投資顧問に対して何を期待してよいかを決定できる倫理規範(code of ethics)の定立⁽⁸⁸⁾である。ICASCも同様に、その目的として「投

資顧問業務の完全性と発展のための手助けとなること、および、適当かつ適切な倫理基準、方法・手続、業務遂行の促進、および、金融経済と投資の分析の促進、および、これら全ては、投資顧問によって提供されるサービスの質が、公衆が期待し要求できる高い基準にまで達することを目的とする」ということを掲げている。⁹⁰

ICAAもICASCもそれぞれの倫理規範において、投資顧問の責任、サービスと報酬の関係、勧誘の方法、顧客との関係などの項目について、望ましい内容を掲げている。⁹¹しかし、三九年報告書では、これら倫理規範は「有益な目的のために任意に作られたものであるが、投資顧問業界の最も重要で基本的な問題に対抗することが出来ない」ことはICAA「のメンバー・非メンバーに関わらず、業界の一致した意見であった」としている。ここでいう「最も重要で基本的な問題」とは、「自らを誠実な投資顧問であると称する、不適切で非倫理的な個人または団体を含む『過激な』投資顧問」の存在のことである。なぜ、こうした倫理規範が有効でないかといえば、過激派 (fringe) の性質からいって、こうした過激派は投資顧問の自主規制団体のメンバーになることは認められない。他方で、過激派側も、倫理規範に従う意思を有さず、投資顧問の自主規制団体によって縛られることを望まないからである。そして、過激派がこうした自主規制団体から距離を置いた場合、当該団体がこうした過激派に対して何らかの処置をとる権限はない。⁹²

このように、一九四〇年投資顧問法制定以前に、投資顧問による自主規制団体は存在していた。⁹³しかし、SECはこうした自主規制団体が有する規律は不十分なものであるとして、連邦規制としての一九四〇年投資顧問法の制定の必要性を強調したのであった。⁹⁴

第二節：連邦議会による立法への進展

以下では第七六連邦議会第三会期⁹⁵において、投資顧問の規制の必要性とその定義がどのように議論されたかを見る。⁹⁶

ここでは、後述する投資顧問三要件に分けて論述しない。それは、当時そうした要件が重要であることが意識されていたわけではないからである。両院において投資顧問定義が論点となったのは、規制者であるSECの権限と投資顧問から適用除外される者達の範囲との関係においてである。

連邦議会における一九四〇年投資顧問法の審議過程は以下のようなものである。まず、一九四〇年三月一四日に一九四〇年投資顧問法のもととなる法案が上院に提出され (S. 3580)、提出議員による趣旨説明が行われた。⁽⁹⁷⁾ 続いて、S. 3580について四月から六月にかけて上院の小委員会において証人を交えた審議が行われた。⁽⁹⁸⁾ 審議の結果、S. 3580を修正した新たな法案 (S. 4108) が再び同じ小委員会でも審議された。六月二日に上院本会議にS. 4108は報告された。⁽⁹⁹⁾ 下院では、六月一三日から小委員会でも上院に提出されたS. 4108と同じ内容のH. R. 10065という法案の審議を行い、七月一日に下院の法案は本会議に報告された。⁽¹⁰⁰⁾ 同日、H. R. 10065は下院本会議で修正された後、上院に回付され七月八日に上院で修正した後上院を通過した。⁽¹⁰¹⁾ 七月一三日に下院は上院の修正に合わせ、これを通過させた。⁽¹⁰²⁾ 七月二日、大統領が法案に署名し、法律として成立した。⁽¹⁰³⁾

1. 規制対象としての投資顧問の範囲——上院小委員会における審議

投資顧問を定義づけることの困難さは、すでに三九年報告書において示されていたが、上院の銀行・通貨委員会の証券取引小委員会 (Subcommittee on the Securities and Exchange of the Banking and Currency Committee) (以下「上院小委員会」という) に提出されたS. 3580 (提出者は小委員会の議長でもあるニューヨーク州のRobert F. Wagner議員である) では、SECの一つの見解が反映されていた。下記定義がそれである。周知のように、投資顧問を規律する一九四〇年投資顧問法は、一九四〇年投資会社法 (Investment Company Act of 1940) (以下法案の投資会社法の部

分については「投資会社法案」といふと併せて一つの法案として提出された（すなわち法案の第一編（Title I）が投資会社法、第二編（Title II）が投資顧問に関する規定である）。S. 3580は、一九四〇年四月二日から五日、八日から一〇日、一二日、一五日から一九日、二二日から二六日、そして、追加的に五月三日、六月四日、の計二〇日間審議された。一〇〇〇頁を超える議事録の大部分は、投資信託・投資会社についてであり、投資顧問に関する部分は多くない。S. 3580における投資顧問の定義は、投資顧問法案である Title II の第二〇三条において、投資会社法案である Title I の第四五条を準用するという形をとっている（投資会社法案である Title I は第一条から第四八条まで、投資顧問法案である Title II は第二〇一条から第二〇九条まで、という構成である）。S. 3580の投資会社法案第四五条第（16）号は「Investment adviser」を次のように定めていた。

「報酬を受けて、証券の価値、または証券への投資の可否もしくは証券の売買について、直接にまたは出版物もしくは著述を通じて、他人に助言することを営業としてゐるすべての者。または、報酬を受けて、経常的業務の一部として、証券に関する分析もしくは報告を刊行もしくは公表するすべての者をいう。ただし、次に掲げる者は含まない。

(A) 銀行、(B) 上記の業務がその者の職業にとって付随的なものにすぎない弁護士、会計士、エンジニアおよび教師、(C) 善意の新聞や雑誌といった一般的刊行物の出版社(D) 本号に含まれることが意図されていないその他の者で、委員会が規則、レギュレーションまたは命令によって指定する者。」

この定義に関してどのように審議されたか述べる前に、SECが考えていた一九四〇年投資顧問法の基本的な目的に

ついで簡単にふれる。両院においてSECの立場を代表して答弁をしたSEC法務顧問のDavid Schenkerは、一九四〇年投資顧問法の全体的な方向性として、次のように述べている。すなわち、投資顧問という新しい業界の全体像がまず見えていないことが念頭にあり、s. 3580は基本的にそのような出発点からのアプローチを体现したものである、と。前述したように、SECの投資顧問の実態調査において、そもそも投資顧問を画定することが困難であり、現実にとどこのような形で投資顧問と同一の機能を有する者がいるのか分からないという事実があった。そしてこれ自体がまず問題であるとしている。そのために強制的調査のようなものが必要であるというのがSchenker（およびSEC）の認識である⁽⁶⁾。上に挙げたs. 3580の投資顧問定義に該当し、州際通商の手段を利用している者はSECに登録しなければならぬ（s. 3580の第二〇四条(a)項は、州際通商の方法を使用する投資顧問はSECに登録しなければならないとしている現在の一九四〇年投資顧問法の第二〇三条(a)項にあたり、同一内容の規定である）。Schenkerはこの登録の強制は単なる情報収集のためであるといいながら、他方で、s. 3580の第二〇六条はいわゆる詐欺禁止規定であり、また、同第二〇五条のように投資顧問契約の内容を規制する規定もあった。また、投資会社法案の部分の多くを準用しているため、s. 3580は多分に実質的な規制も含んでいるのであった。

この上院小委員会の審議はSEC側の説明、投資顧問業界によるs. 3580批判、上院議員の質問、から成っている。上院小委員会におけるs. 3580の投資顧問定義に関する投資顧問業界の批判は大きく二種類に分けられる。第一は、そもそもこのような広範な内容の規定は必要か、という総論的なものである。第二は、s. 3580の投資顧問定義に列挙されている専門家——より具体的には弁護士——だけが投資顧問として規制されないのは問題がないか、というものである。以下順番に見ていく。

第一のタイプの批判は、s. 3580の広範な規制の不合理性を主張している。投資顧問業界の代表者は、上院小委員会

において、上述したSECの建前（単なる情報収集）と実際（実質規制）の矛盾を指摘し、実質的規制に強い反対の意を示した。投資顧問が構成員となっている非営利組織団体で自主規制団体である前述のICAAの副会長Douglas T. Johnstonは、S. 3580の投資顧問定義は広すぎるとの見解を示した。⁽¹⁰⁾ すなわち、Moody'sやPoor'sといった会社分析をする者、Bobson's United Business Serviceのように週刊投資レターを発行している者、新聞広告を通じて投資情報を売る予想屋（tipsters）、投資助言部門を擁する投資銀行・ブローカレッジハウス、そして独立しているプロの投資相談役（investment counsel）といった、種々雑多な者達を同じように規制することが一体どうして公衆の利益になるのか、と述べたのである。⁽¹¹⁾ Johnstonは、業界としては基本的に何らかの法規制の必要性は認識しているという。⁽¹²⁾ というのは、Johnstonらの主張によれば、自分達のようなプロの投資相談役は顧客との個人的な信用・信頼に基づく職業である。したがって、単なる予想屋に、顧客との公平無私・客観的継続的助言の関係にもとづいたプロの投資相談役と同じ「investment counsel」⁽¹³⁾ の名称を使われることは、業界全体の信用を著しく落とす可能性があり、それを看過することはできない。⁽¹⁴⁾ しかし、こうした予想屋による不正行為は既存の詐欺防止法理で対応できるのであり、新たな連邦規制は不要である。少なくとも自分達のようなプロの投資相談役については、S. 3580による規制は弊害でしかない。また、自分達のようなプロの投資相談役は他の投資顧問とは顧客との関係や助言方法も異なるのであるから、S. 3580の法規律は、多数の一般投資家と関係を持つ投資顧問については意味があるかもしれないが、自分達のようなプロ投資相談役はそうではない。同一の規制に服するのはおかしい、というのである。⁽¹⁵⁾ さらに、SECの三九年報告書作成のための調査に応じた段階では、新たな規制は情報収集のためであると聞いていたが話しが違う、とも主張した。彼らは、単なる情報収集のための登録は、やがて検査につながり、結局は規制へといたる、という漸次的展開なることを懸念しているのである。⁽¹⁷⁾ また、仮に投資顧問業界で不正が起こっているというなら、第一にどのような具体的不正かを特定し、第二

にその不正を防止するためにどのような連邦規制が公衆の利益となるのか、を考へるべきである、としてS. 3550のよ
うな広範な投資顧問定義規定はこうしたことを考慮しなかつた結果であることをほのめかした。⁽¹⁹⁾さらに、およそ専門家
と顧客の関係は個人的な信頼・信用に基づくものであり、専門家は顧客の口外すべきでない情報を有している場合が多
いが、SECによつて調査が行われると、こうした情報が外に漏れると顧客が考え、顧客の信頼・信用という専門家業
務の土台が崩れることになる、という。⁽²⁰⁾しかしこの総論的議論については、規制方法はともかく、投資顧問(投資相談
役を含む)を規制する目的が不当なものであるとは上院小委員会のメンバーは考えなかつたようである。⁽²¹⁾その理由の一
つとして、規制の必要は認識しているが、自分達のような投資相談役は簡潔な登録の規制すらも拒否する、という姿勢
が上院小委員会のメンバーには理解できなかったからである。⁽²²⁾

各論的議論についていえば、弁護士を適用除外の対象としていふことには強い批判がなされた。例えば、Johnstonは、
S. 3550に規定されている職業の中で、弁護士が最も投資助言をすることが多いはずであると述べた。そして、そのよ
うな行為を行う者は、厳密には弁護士として機能しておらず(つまり実質はもはや投資顧問である)、投資顧問に対し
て「もし国勢調査が行われるなら、なぜ弁護士を含めない?」と疑問を呈した。⁽²³⁾また、ICAAの会長であるDwight
C. Rose⁽²⁴⁾、この新しい専門分野に最も参入する地位にある弁護士が適用除外されているのは片手落ちであると批判し
ている。⁽²⁵⁾同じく、投資顧問(厳密には投資相談役)業界の代表であるRobert H. Loomisも、弁護士試験を合格した者が
自動的に法律の適用除外を享受できるのはおかしく、S. 3550は「差別的な法律である」と述べている。⁽²⁶⁾もつとも、こ
うした投資顧問業界の者によつてなされた批判の真意は、自分達が規制されるのはおかしいということにあるので、この
弁護士の適用除外批判もそのような視点から捉えなければならぬ。たとえば、Roseは、より重要なのは、連邦政府
の規制が、専門家が自分達で築き上げていた分野に干渉してくるのはそれ自体危険であると主張している。そして、他

の専門家は連邦政府によって規制されていないことを強調することによって、投資顧問のみが連邦規制に服するのはおかしいことをほのめかしている。

この各論的批判を要約すると、弁護士は専門家の中でもっとも投資助言を行う可能性があるにもかかわらず、弁護士であるというだけで適用除外になるのはおかしいものである。また、投資顧問のみが連邦規制を受けるのはおかしいというものである。前者は、S. 358の投資顧問定義を読めば分かるように、あまり意味のない主張である。S. 358の投資顧問定義には「その者の職業にとつて付随的なものにすぎない」場合、弁護士は適用除外となるとしているのである。弁護士であれば自動的に適用除外になるわけではない。¹⁷⁾

投資顧問だけが連邦規制に服するのはおかしいという主張については、以下のようにいうことができる。投資顧問業界の見解を要約すると、自分達プロの投資相談役は、規制は不要であるが、予想屋と呼ばれる連中を規制する必要がある。それには、登録で良いがしかし自分達は登録の対象になりたくない、というものである。そして結局は、連邦による規制であろうが州による規制であろうが、どのような内容であれ規制自体に反対しているのである。¹⁸⁾ Wagner議員は、弁護士も同じような規制を受けており、登録しなければ法廷に立つこともできないと述べている。また、弁護士の登録する際には、名称やその他のことが知られるが誰も気にしないという。¹⁹⁾ また、Wagnerは専門家規制について次のように述べた。ニューヨーク州では、多くの不適切な人間が不動産ブローカー業に従事しているので、不動産ブローカー自身も今や規制の必要性を主張している。そして、こうした専門家自身による専門家規制の傾向は、保険ブローカーやその他の専門職でも同じ状況である、と。²⁰⁾

投資顧問定義の規定について、弁護士以外に適用除外規定は、ほとんど問題にはならなかった。わずかに、連邦準備制度理事会 (Board of Governors of the Federal Reserve System) が S. 3580 全体に対し、同法案の銀行の定義からする

と銀行持株会社の監督がSECと連邦準備制度理事会の二重監督になってしまふおそれがあると指摘した。このことを明確にするため、投資顧問定義の適用除外に銀行持株会社が追加されることが確認されている。⁽¹¹⁾

また、証券投資・分析の出版物を発行しているPooleの社長が、投資顧問定義が広範であるという抗議の手紙を上院に送つたことが公表されている。⁽¹²⁾しかし、新聞・雑誌業界に関する記録はない。⁽¹³⁾

私的な信託の受託者からも投資顧問定義について抗議の手紙が上院に送られている。⁽¹⁴⁾

会計士、エンジニア、教師の業界関係者が、投資顧問定義について何か言及しているという記録は見当たらなかった。奇妙なことに、もつとも争点となるであろうはずのブローカーやディーラーについても上院の審議では何の言及もない。これは、上院小委員会に投資銀行やブローカーレレッジ会社の代表が参加していないことも影響していると思われる。⁽¹⁵⁾

なお、但書による「投資顧問」の適用除外について、なぜこのような者達が適用除外とされるのかということの説明がはつきりとされているわけではない。⁽¹⁶⁾

こうした議論が行われた後、五月三十一日に追加的に審議が行われた。四月二六日の審議終了後、上院小委員会の要請のもと、SECと業界団体との間で協議が行われ、SECに代わる新たな内容の法案が検討されたようである。この協議の詳しい内容は明らかではなく、五月三十一日の追加審議の冒頭に、協議が行われたという事実と、SECと業界団体は多くの部分で合意に達した、ということが議事録に残っているのみである。⁽¹⁷⁾ 新たな法案は(S. 4106)、SECが大幅に譲歩したものとなっている。⁽¹⁸⁾ もつとも、投資顧問定義については原則的な変更はない。むしろこれについては、業界側が反対の矛を収めて、規制を受け入れる姿勢を示す形となった。ただし、規制内容は大幅に緩いものとなっている⁽¹⁹⁾。この追加的な審議において、投資顧問定義については何も言及されていない。最終的に、投資顧問の定義は以下の

よくなものとなった(投資顧問法案第二〇二条(a)項(11号)⁽¹⁴⁾) ..

「投資顧問」とは、報酬を受けて、証券の価値、または証券への投資の可否もしくは証券の売買について、直接にまたは出版物もしくは著述を通じて、他人に助言することを営業としているすべての者。または、報酬を受けて、経常的業務の一部として、証券に関する分析もしくは報告を刊行もしくは公表するすべての者をいう。ただし、次に掲げる者は含まない。

(A) 銀行、または一九三三年銀行法が定義する関連持株会社であつて投資会社でないもの、(B) 上記の業務がその者の職業にとつてもつぱら付随的なものにすぎない弁護士、会計士、エンジニアおよび教師、(C) 上記の業務がもつぱらブローカレッジ業務に付随するものであり、かつ、それら業務から特別な報酬を受けないブローカー、(D) 一般的かつ定期的な、新聞、雑誌、ビジネスや金融の出版物の善意の出版社、(E) 合衆国が直接発行した債務証券または合衆国がその元本もしくは利子を保証する債務証券または合衆国が直接もしくは間接の利害関係を有する会社が発行もしくは保証し、一九三四年証券取引所法第三条(a)項(12号)の規定にもとづき同法の趣旨より適用除外証券として財務長官によつて指定された証券に關してのみ助言、分析および報告を行う者、または、(F) 本号に含まれることが意図されていないその他の者で、委員会が規則、レギュレーション、または命令によつて指定する者。

(下線部は筆者が付加したもので、上院の審議で追加された部分を表す)

なお、登録免除については、議会においては特筆すべき議論が行われなかつたので省略する。⁽¹⁵⁾

2. 投資顧問法制における弁護士的位置づけ——下院小委員会における審議

下院においては、一九四〇年投資顧問法の原案は、当初上院小委員会に提出されたS. 3580とセットになって提出されていたが(H. R. 8935)¹⁴³、S. 3580が結局は通過しなかったため、日の目を見ることはなかった。S. 4108が上院の銀行・通貨委員会で承認された¹⁴⁴ことを受けて、下院の州際・外国通商委員会の小委員会(Subcommittee of the Committee on Interstate and Foreign Commerce) (以下「下院小委員会」という)に提出された法案は、このS. 4108と同じ内容のものが提出された(H. R. 10065)¹⁴⁵。下院における投資顧問定義の議論はほとんどない¹⁴⁶。これは、争いのある論点は上院で審議された後に、合意の下にS. 3580が修正されたために、下院にH. R. 10065が提出された時点では議論の余地がなくなつたためと思われる。一九四〇年六月一三日と一四日に開催された下院小委員会においては、提出された法案の投資信託に関する部分の検討に時間が費やされた¹⁴⁶。法案自体は、上院での議論の後の修正が反映されていたので、SEC、投資会社業界・投資顧問業界の代表とも法案に全面的に賛成するという趣旨の発言をしている。

投資顧問定義に関して次のような議論が行われた。まず、オクラホマ州の議員Lyle H. BorenがScudder, Stevens & ClarkのJames N. Whiteに、投資顧問の業務についての定義を述べるよう求めた。Whiteは「これはかなり広範な説明になります。この用語は、株式の売買の可否に関するニュースレターをその時々に応じて発送する者、あるいは安っぽい株式についての情報を提供する者から、その顧客のための投資全体——時には投資の選択ではない税務やその他財務的な事項についても——を継続的に管理することを提供する個人や事業体など」であると答えた。その後、(顧客の代理人とはならず)顧客の取引について助言するブローカーは投資顧問であるか、という質問がなされたが、Whiteは法案の条文に沿った答弁、すなわち、助言について特別な報酬を受けている者のみが投資顧問となる、と答えた¹⁴⁷。

投資顧問定義に関して、下院小委員会が唯一議論になつたのは、再び、弁護士が投資顧問に該当するか否かというこ

とであった。まず基本的な事項のやり取りとして、「適切な投資についての助言」を主として行っている弁護士は投資顧問に該当するか、という質問に、Whiteは「法案は、彼の法律業務に付随して行った場合のみ投資顧問ではないとしている」と答えた。つまり、質問に該当する弁護士は投資顧問に該当する可能性がある。これについてメリーランド州のWilliam P. Cole議員（下院小委員会の議長でもある）が「それでは、ある種の弁護士事務所はSECの管轄に服するのか」という趣旨の質問をした。それに対してWhiteは、Whiteが知る限り弁護士業務に付随的ではなく投資助言について報酬を受け取っている法律事務所はないので、その可能性はないと思うと述べた。さらに、弁護士が投資顧問として規制される場合について、Whiteは「投資助言を提供することが弁護士の収入の主要な部分であれば彼は規制される。なぜならば、彼は弁護士の試験を通ったから弁護士ではあるが、弁護士として活動していないからである」という答弁をした。投資助言業務がどのくらいの割合を占めていたら弁護士が投資顧問であるというのは誰が判断するのか、とこうCole議員の質問には、「SECが判断する」と答えている¹⁴⁹。

下院での審議終了後に提出された、下院州際・外国通商委員会の報告書では、投資顧問定義については特に言及されておらず、投資顧問定義の条文をそのままを述べているにとどまる¹⁵⁰。最終的に、投資顧問定義の条文は前述したの4108と同じ内容のものとなった。

3. 一九四〇年投資顧問法制定についての評価

これまで見てきたように、連邦議会両院における一九四〇年投資顧問法の審議では、特に投資顧問定義については、その具体的要件についてほとんど議論がなされなかったことが分かる。しかし、なぜ米国において連邦法で投資顧問を規制するのか、ということはある程度分かったといえる。それは、質の悪い投資顧問による利益相反を中心とした種々

の不正行為から投資家を守るためであった。同時に、こうした悪質な投資顧問の存在によって投資顧問業界全体に対する投資家の信頼の低下を防ぐことにあった。一般的な問題として、ある投資顧問の質の程度が高いか低いかということによって、規制対象を線引きすることは難しい（上院小委員会の審議においても、何か弁護士試験のようなものを課すことによって質を維持できないか検討された）。しかし、何が不正行為であるかは、少なくとも投資顧問の質の程度を見るより容易である。結果として、投資顧問による不正行為を防止するための方法として、悪質な投資顧問のみを規制するというやり方は採用されず投資顧問一般が法規制の対象とされたことが分かる。¹⁵¹

一九四〇年投資顧問法の制定について、この法律は一九四〇年時点において有用なものではなかったと評価する学者がいる。一九四〇年投資顧問法は「二〇年にわたって、この法律（筆者注…一九四〇年投資顧問法のこと）は、全国の投資顧問に関する継続的な人口調査以上のもではなかった」という評価や、「著しく影響の少ない」法律として制定されたなどと言われている。¹⁵² こうした評価は、一九四〇年投資顧問法が一九四〇年代に果たした役割を、ある部分やや過小評価しているとも言えるが、全体として一九四〇年投資顧問法の持つ影響力を表したものと見える。¹⁵³ 前述したように、SECによる規制（例えばSECによる調査（Investigation）¹⁵⁴）に投資顧問業界代表達が激しく反発した結果、制定された一九四〇年投資顧問法は、まさに人口調査的なものとなった。最終的に業界とSECが妥結し、立法に関与した当事者は、上院報告書が述べているように、円満の解決をみたしと評価したが、¹⁵⁵ そうした評価は立法直後直ちに崩れることになる。むしろ、妥結のために施した修正が欠点として評価されることになるのである。¹⁵⁶

他方で、SECによる監督機能を排除することと引換えに生き残った広範な投資顧問定義は、他の規定とは対照的に、（要件については議論されることはあっても）定義自体に重大な欠陥があるという指摘がされることはなかった。この投資顧問定義の要件についての議論は章を改めて論じる。

だがその前に、制定された一九四〇年投資顧問法がその後、どのような目的をもって、なんのために制定されたか、ということが判例上どのように評価されているかということについて簡単に言及する⁽¹⁶⁾。

一九四〇年投資顧問法の条文が関係する裁判において、一九四〇年投資顧問法の目的が論じられる場合がある。その際におそらく最も言及されることが多いのがSEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc. 判決（以下「Capital Gains 判決」という）である⁽¹⁶⁾。この判決で、連邦最高裁判所は一九四〇年投資顧問法の目的について次のように述べた。一九四〇年投資顧問法は、一九二九年の株式市場暴落を引き起こした原因の一つである投資助言者による不正慣行を防止し、個人投資家が証券市場にアクセスすることを保護するためであると。また、一九四〇年投資顧問法は完全な開示と「高い水準のビジネス倫理」を後押しするものであり、こうした目的のために、顧客と投資顧問の関係は信認的性質（fiduciary nature of investment advisory relationship）を有しており、助言を与える際には利益相反の完全な開示が要求されるとも述べた⁽¹⁶⁾。さらに、「連邦議会は、一九四〇年投資顧問法が、『詐欺を防止することを目的として制定された』他の証券諸法と同様に、技術的・制限的な解釈ではなく、その救済的目的が実行されるように柔軟に解釈されることを意図していた」とも述べた⁽¹⁶⁾。投資顧問と他の金融サービス業を区別する際に、このCapital Gains 判決を引用し、しばしば次のように言及される。投資顧問は、受任者（fiduciary）であって、包括的かつ厳しい信任義務に服するものであり、顧客との関係で、（それが開示されないかぎり）自らの身を利益相反の状況においてはならない存在である⁽¹⁶⁾。Capital Gains 判決で述べられたこのような一九四〇年投資顧問法の目的とそれを達成するための手段（方針）が、一九四〇年投資顧問法の解釈に大きな影響を与えることになる。それは一九四〇年投資顧問法の投資顧問定義の解釈においても同様である。

(1) 統一証券法 (Uniform Securities Act) を採用することにより州法上の投資顧問の定義は、実質的な内容はともかく、法律の文言としては大部分連邦法のそれとはほとんど変わらなくなっている。Uniform Securities Act (2002) 第一〇二条第 (15) 項は「Investment advisers」の定義に関する規定であるが、一九四〇年投資顧問法とはほとんど変わらないものとなっている。なお第一〇二条 (6) 項参照。またこれらの Official Comment 参照。この第一〇二条第 (15) 項を修正して採用している州としてアイダホ、カンザス、メーン、ミズーリ、オクラホマ、サウスカロライナ、ヴァージン諸島などがあるが、いずれも技術的なものにとどまる。以上 WEST LAW (citation: ULA SECUR s 102) によつた。統一証券法によつては LOUIS LOSS & JOEL SELIGMAN, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION 9 (5th ed., ASPEN PUBLISHERS, 2004), なお州法の投資顧問規制の詳細については別稿で検討する予定である。

(2) 投資顧問規制をめぐる州法と連邦法の関係については第二章第三節、第三章第一節②、参照。

(3) 第二章から第四章において「投資顧問」とは、一九四〇年投資顧問法上の「投資顧問」(investment advisers) を意味するものとして使用する。なお、investment adviser (s) は「投資顧問」と訳すが、advise のような動詞は「助言する」、名詞である advice は「助言」という訳になる。そのため、文脈によっては、表現の都合上「投資の助言をする者」あるいは「投資助言者」と訳す場合もあるが、これも一九四〇年投資顧問法上の投資顧問 (investment advisers) を意味するものとする。米国法では、投資一任業務を行う場合でも investment adviser と表現されることが多い (discretionary power を有する investment adviser などと言われる)。したがって米国法において「投資助言者」と表記した場合には、投資一任業務を行う者も含んでいることがある。

(4) 本章ではまず、一九四〇年投資顧問法が制定された社会的背景をみる。その理由は次のとおりである。投資顧問に限らず、法律で何かを定義する際には、それを定義する目的に照らして一定の要件を立てるという作業が行われる。また、そのような要件の解釈が問題となる場合に、立法目的が重要な考慮要素になる。一九四〇年投資顧問法の目的は後述 (本章第二節) するとおりであるが、なぜそのような目的が掲げられたのかを探ることは重要であると思われる。そこで、ここでは、一九四〇年投資顧問法の具体的規定を検討する前に、一九四〇年投資顧問法が制定される経緯を検討する。まず、一九四〇年投資顧問法が制定される以前の投資顧問の状況を概観する。これは、投資顧問は経済・金融のシステムにおいてどのような機能を有すべきものとして認識されていたか、ということを明らかにすると共に、連邦議会が何を問題視したのかを明らかにするために必要な作業と思われる。それは、後述するように、投資顧問と類似の機能を有する職業は多く、投資顧問が果たす機能をはっきり特定しなければ、法律の要件を定めることが難しくなる (そしてこのことが適切な規制にならない原因となる可能性もある) からである。

(5) 米国における投資顧問の沿革や一九四〇年投資顧問法の成立の経緯については、その概略が先行研究によってわが国にも紹介されている。公的なものとして第五章でのべる昭和六〇年の証券取引審議会の「証券投資顧問業の在り方について」第一編第一章二、など。学術的なものとして、仙元隆一郎「Investment Advisers Actについて」経済理論七三号（一九六三年）九五―九六頁、三木純吉「アメリカにおける投資顧問の規制（一）」インベストメント一九巻四号（一一六号）（一九六六年）一九―二〇頁など。なおこの連邦議会へのSECの報告書（本文の後の表現でいうところの三九年報告書）を直接参照している先行研究はないが、本章第二節3.で述べるCapital Gains判決や第三章で述べるLove判決に同報告書の詳細な内容が引用されており、これによって重要な部分はほとんど分かるため、その必要性がないのかもしれない。また、SECスタッフが一九八八年に作成したFINANCIAL PLANNERS REPORTもこの三九年報告書について詳しく言及している（同REPORTのAppendix B）。第二章第三節参照。

本章の投資顧問に関する記述は以下の文献によっている。
投資顧問を含む二〇世紀初頭の証券市場について、TWENTIETH CENTURY FUND ed., THE STOCK MARKET CONTROL: A SUMMARY OF THE RESEARCH FINDINGS AND RECOMMENDATIONS OF THE SECURITY MARKETS SURVEY STAFF OF THE TWENTIETH CENTURY FUND INC., (D. Appleton-Century Company, 1934) 244頁; TWENTIETH CENTURY FUND ed., THE SECURITY MARKETS: FINDINGS AND RECOMMENDATIONS OF A SPECIAL STAFF OF THE TWENTIETH CENTURY FUND, (Twentieth Century Fund, Inc., 1935) (Hereinafter, "TC Fund.") がある。

一九八〇年代に、投資顧問の業界団体が作成した当該団体の歴史に関する本が出版された。これには一九三〇年代に当該団体が設立された経緯が記されている。DWIGHT ROGERS, A BRIEF HISTORY OF THE INVESTMENT COUNSEL ASSOCIATION OF AMERICA (Investment Counsel Association of America Inc., 1982) (Hereinafter "History of ICAA").

また、この業界団体は短期間であるが、投資顧問に関する論稿を集めた雑誌⁴⁶Investment Counsel Annual、を出版していた。

わが国では米国で最も古い（独立）投資顧問と紹介される⁴⁷にもある投資顧問業者であるScudder, Stevens & Clarkは、投資顧問の重要性を説く本を出版している。SCUDDER, STEVENS & CLARK, INVESTMENT COUNSEL, (8th ed., Scudder, Stevens & Clark, 1931) (Hereinafter, "SS&C").

(6) SEC, *Investment Trusts and Investment Companies, Report of the Securities and Exchange Commission, Pursuant to Section 30 of the Public Utility Holding Company Act of 1935, Investment Counsel, Investment Management, Investment Supervisory and Investment*

Advisory Services, H.R. Doc. No. 477, 76th Cong., 2d Sess. (1939). この表題からも分かるように、SECの調査は法律に基づいて行われたものである。しかし、当初投資顧問を規制しようとする意図がなかったことは、一九三五年公益事業持株会社法 (Public Utility Holding Company Act of 1935) (Pub. L. No. 74-333, CH. 687 (Aug. 26, 1935), 49 Stat. 803 (1935)) の第三〇条 (49 Stat. 837) の文言から読みとれる。同条後段は、「委員会(筆者注: SECのこと)は、次のことをする権限を与えられ、かつ、次のことをしななければならない。投資信託と投資会社の機能や行為に関して、また、それら投資信託や投資会社の会社構造や投資方針について、そして、それら投資信託や投資会社と利害関係を有する会社に対するそれら投資信託や投資会社が及ぼした影響について、そして、それら投資信託や投資会社が利害関係を有する経営者によるそれら投資信託や投資会社の投資方針に対して及ぼした影響、に関する調査をすること。かつ、一九三七年一月四日、あるいはそれ以前に、連邦議会に対して当該調査の結果とそれによる勧告を報告すること。」と定めている。明示されていないが、おそらく「経営者によるそれら投資信託や投資会社の投資方針に対して及ぼした影響」に関する部分が投資助言業務を行う者についての調査に関係するのである。注(9)のSECが三十九年報告書を作成するために開いた公聴会に関する文献の九八頁参照。また、上院議事録・後掲注(98)五一一―五二頁参照。

(7) なお第一次世界大戦以前に出版された金融関係の辞典には investment adviser⁷⁴または investment counsel/counselor の項目はない。See, HOWARD IRVING SMITH ed., SMITH'S FINANCIAL DICTIONARY (2nd ed., Moody's Magazine, 1908).

(8) 三十九年報告書に載っている資料やその分析は、投資顧問についてであるが、同報告書では、これを業として行う行為を表す用語として investment counsel, investment management, investment supervisory, investment advisory を使用している。これらの用語は、それぞれ異なるものとして使用されている部分もあるが、区別していない部分もある。三十九年報告書は、こうした名称でサービスを提供する者に対して送付したアンケートの回答(回答数三九四)を基に作成された。SEC自ら認めているように、この三九四という数字は網羅的なものではない。三十九年報告書 n.2。三十九年報告書は、TC Fund, *supra* note 5, at 648 & *The Choice for Your Money*, BUSINESS WEEK, Sept. 19, 1936 (作者不明) の数字を引用して、米国には三〇〇〇から四〇〇〇の投資助言業務を行う業者があるという(ふつとやTC Fund, *supra* note 5, at 648 は三〇〇〇という数字のみ挙げている)。三十九年報告書 n.6。カリフォルニア州ではすでに一九三二年の会社証券法 (Corporate Securities Act) の改正において「投資顧問 (investment counselor) の定義をおいており、これに該当する者は同州証券委員会に登録しなければならない。投資顧問登録のための申請数は一九三二年から一九三七年までで合計五八一に上る(一九三七年は一月から四月までの数字)。三十九年報告書 n.56。なおSECの代表者は、後述する連邦議会の審議において、投資顧問の数として六千や一万という数字も挙げている。上院議事録・

後掲注(98) 四九頁。 Cf. David Schenker, *The SEC Looks at Investment Advisers*, 3 INV.COUNS. ANN. 6 (1941). SECの調査自体が限定的になつた理由は定かでないが(三十九年報告書自体、投資信託や投資会社の大規模な調査に付随して行われた限定的な投資顧問の調査の結果であることは前述した。三十九年報告書一頁。おそらく費用・時間・必要性・人的資源等が考慮されたものと思われる)、アンケートを返信したのものについては次のよう述べている。「何らかの基準となる投資顧問の定義に対応して選択された企業のリストを作成することはできない。したがって、極めて多様な性質のサービスを行っている会社を含むことになる」。三十九年報告書三七頁a。また、投資顧問といっても経済に関する分析のみを行っている者を除外しており、調査対象は証券に関する助言を行っている者である。このほか、「主として投資の顧問または助言を提供するビジネスに従事している人または団体」を対象としており、「弁護士、会計士、信託受託者、証券会社の販売員、証券ブローカーおよびディーラー、その他投資助言を与えるのと同等の役割をしよう者」を調査対象から除外している。三十九年報告書n1。したがって、專業——もしくはこれに近いもの——として投資助言を行っている者を選定しているといえる。なお一九四〇年投資顧問法上の investment adviser-*investment counselor* の厳密な違いを説明しているものとして、米国における投資顧問業実態調査団編「米国投資顧問業の実態調査」(日本証券経済研究所、一九八五年)一頁、三木・前掲注(6)一六頁。後掲注(113)とその本文参照。また、 investment counselor は、 investment counsel と表現するものもある。 Cf. TC Fund, *supra* note 5, at 646. ある実務家は、 investment counselor の方が investment counsel よりも助言を与える人間であることを明確に示しているから前者を使用しようとする。 History of ICA, *supra* note 5, at 6.

(9) 三十九年報告書四頁。もつともこの説明には注意が必要である。後述するように、証券保有が中産階級にまで展開し始めたのは南北戦争以後であり、一八七三年恐慌以後の企業の意欲的な証券発行が成功したのも、投資銀行のシンジケートを通じて、個人がそのような証券を取得したからである。ただし、個人の関心が株式一般に向かった時期や規模については本文記載の三十九年報告書が指摘するとおりである(第一次世界大戦以前は、助言を必要とするほど証券の種類が多いわけでも、複雑なわけでもなかった)ことについては後述)。

この三十九年報告書のための公聴会の詳細は、 Investment Counsel Association of America, *Report of Public Hearing on Investment Counsel Firms before the Securities and Exchange Commission*, 1 INV.COUNS. ANN. 97-154 (1938).

三十九年報告書では投資顧問業者による SEC が実施したアンケートの回答が掲載されている。その中で設立年度について記載する項目がある。三十九年報告書では、一八八九年に設立された投資顧問があるとされている。三十九年報告書五頁の Table 1 参照。もつとも Souder, Stevens & Clark の人間はこの投資顧問のことを知らないとしており、正確なことはわからない。三十九年報告書二七頁。

投資顧問業に言及した最も古いものは、一八九七年であるとする論者もいる。W. T. Mallison, Jr., Comment, *The Investment Advisers Act of 1940*, 1 VAND. L. REV. 68 (1948).

- (10) この「投資助言業務」とは、証券取引の投資判断・発注・受渡決済などを委任された投資一任的なものを必ずしも含まない。そうした業務の沿革については、おそらく信託や後述する様々な専門家自体の沿革に言及しなければならぬと思われるからである。例えば信託法の領域では、投資判断に関する注意義務を扱った判例として我が国でも有名な Harvard College and Massachusetts General Hospital v. Francis Amory, 26 Mass. (9 Pick.) 446 (1830) などからも分かるように、この時期に既に投資一任的なものは専門的に行われていたとみられることでもできる(というより信託は本質的に投資一任的である)。Franka は一七・一八世紀にロスチャイルドがヨーロッパの王族などの財産を管理したりなどを投資助言・運用サービスの古く例として挙げる。I TAMAR FRANKEL & ANN TAYLOR SCHWING, *THE REGULATION OF MONEY MANAGERS: MUTUAL FUNDS AND ADVISERS*, § 1.01 (2nd ed., Aspen Publisher, 2001, seventh update in 2008) (Hereinafter: "Frankel and Schwing"). 信託会社と一九四〇年投資顧問法については、第二章、第三章参照。 Cf. History of ICAA, *supra* note 5, at 4. ちよろん「投資一任」と信託によってそうした投資一任的な効果を実現することとは、厳密には法律構成は異なるものであるということでは(信託は形式としては所有権が移転している。投資一任契約では所有権の移転は必然ではない)、このような留保は必要ないともいえる。しかし、これら投資サービスの利用者の視点からは効果は同じともいえる(つまり実質的には同種の機能を果たすサービスであるということ)。また、当時の分業化の進展の程度を考えれば、やはりこのような説明は必要である。
- また、以下ではあくまで証券市場自体と、主として証券市場に関連した業務を行う専門家を中心にみる。
- (11) 全体として松井和夫「米國証券市場の発展史」証券経済八四号(一九六六年)二五頁以下、西川純子「松井和夫『アメリカ金融史』(有斐閣、一九八九年)第一章、第六章「西川純子」参照。
- (12) ROBERT SOBEL, *THE BIG BOARD: A HISTORY OF THE NEW YORK STOCK MARKET* (Free Press, 1965) の邦訳である、安川七郎・訳「ウォール街二百年」(東洋経済新報社、一九七〇年)(以下邦訳書を「ソールヘル〇〇頁」と引用する)二五二頁。
- (13) ソールヘル・前掲注(12)二五二頁。
- (14) 独立以前の米國には、もともと安価で良質な土地に着目して植民地に渡っていった者が多く、したがって農業以外の仕事に従事している者は少なく、工業や手工工業は富裕な農民の副業にすぎなかったという。つまり余剰資本が別の産業に——証券発行による資金調達という形で——投資される状況ではなかった。岡田泰男『アメリカ経済史』(慶應義塾大学出版会、二〇〇〇年)一一四頁。また、商業は重要ではあ

たがほとんど英国本国の統制下にあった。独立戦争の際に、大陸会議や諸邦（現在の米国憲法制定以前は州ではなく邦と訳すのが一般的であると思われる）が発行した債券を対象とした投機が行われていたが、長くは続かなかった（「邦」の訳について田中英夫『英米法総論 上』（東京大学出版会、一九八〇年）二二二―二二八頁。投機家の話もごく短いものであるが同二二八頁にある）。これらの債券については、チャールズ・ピアードほか著、松本重治ほか訳『アメリカ合衆国史「新版」岩波書店、一九六四年）二二三頁、サムエル・エリオット・モリソン著、西川正身監訳、綜合社編集『アメリカの歴史 Ⅰ』（集英社、一九七〇年）三〇一頁、鈴木圭介編『アメリカ経済史（東京大学出版会、一九七二年）二二五頁「宮野啓二」、Margaret G. Myers, A FINANCIAL HISTORY OF THE UNITED STATES (Columbia University Press, 1970)の邦訳、吹春寛一訳『アメリカ金融史』（日本図書センター、一九七九年）（以下邦訳書の頁数を「マイヤーズ〇〇頁」と引用する）第二章第三章など。株式会社に関して言えば、土地投機のために数社設立されたが、大部分は独立戦争前に消えていた。ソーベル・前掲注（12）一七一―二〇〇頁、また小林真之『株式恐慌とアメリカ証券市場―両大戦期間の「パブル」の発生と崩壊』（北海道大学図書刊行会、一九九八年）一四頁以下参照。当時Adam Smithは「株式会社が排他的特権をもたなくても成功を収められると思える事業は、業務をすべて決まりきった作業、変更の余地がほとんどない一定の方向で遂行できるものだけのようだ」とまで言っている。アダム・スミス著、山岡洋一訳『国富論―国の豊かさの本質と原因についての研究（下）』（日本経済新聞出版社、二〇〇七年）三四五頁。この時期における「会社」そのものに対する疑念についてマイヤーズ前掲書二二九―三〇三頁参照。米国の会社制度の沿革については、Samuel Williston, *History of The Law of Business Corporations Before 1800*, 2 HARV. REV. 105 (part I) and 149 (part II) (1888); 2 JOSEPH S. DAVIS, *ESSAYS IN THE EARLIER HISTORY OF AMERICAN CORPORATIONS* (Harvard University Press, 1917, reissued in 1965 by Russel & Russel, Inc.) やマイヤーズ前掲書四七九頁の文献リスト参照。

(15) 2 DAVIS, *supra* note 14, at 26.

(16) ソーベル・前掲注（12）二二五頁参照。

(17) 小山賢一『アメリカ株式会社法形成史』（商事法務研究会、一九八一年）六八頁。また、投資が証券市場に向かわなかったのは「零細な商人や農夫でも自分を資本家と考えていたからである。彼らは自分が支配できない会社に投資するよりも自分の農場か店舗に追加投資しがちであった」という説明もある。ソーベル・前掲注（12）三二頁。

(18) 小林・前掲注（14）一五頁。

(19) 石崎昭彦『アメリカ金融資本の成立』（東京大学出版会、一九六二年）六九―八八頁参照。

- (20) Securities and Exchange Commission, PROXY RULES, *Hearings before the Committee on Interstate and Foreign Commerce, House of Representatives, 78th Cong., 1st Sess., on H.R. 1493, H.R. 1821 and H.R. 2109, at 2* (Government Printing Office, 1944) (Hereinafter "PROXY RULES"). またロン・チャーナウ著 青木榮一訳『モルガン家(上)』(日本経済新聞社「日経ビジネス人文庫」二〇〇五年〔初出は一九九三年〕) 第一章参照。
- (21) 鉄道は例外であるソーベル・前掲注(12) 七七頁以下、西川＝松井・前掲注(12) 一四一―一六頁、石崎・前掲注(19) 八二頁以下、松井・前掲注(11) 三二頁。証券取引の場としてはそれ以上に活気がなかった。たとえば一九三〇年一月二五日のニューヨークの証券取引会所(當時は New York Stock Exchange Board といひ、一八六三年までの名称であった)。別の訳語をあてているものもあるが、本稿では訳はソーベル・前掲注(12) 三九頁によつた。における株式の出来高は四六五株であった。一八三〇年三月一六日はわずか三二株であった。Edmund C. Stehman and Alexander N. Eaton, *An Era of Expansion and Strife, in* EDMUND C. STEHMAN ed., *THE NEW YORK STOCK EXCHANGE 85* (The Stock Exchange Historical Co., 1905) (Reprinted by GREENWOOD PRESS, PUBLISHER, 1969).
- (22) ソーベル・前掲注(12) 七一―七三頁。森杲「ウォール街：初期の証券」経営と経済(札幌大学)二〇巻二号(一九八九年)一六九―一七〇頁は、一九世紀の米國証券市場を理解する場合、一九世紀中頃までニューヨーク、フィラデルフィア、ボストンの証券取引所が競い合っていた事実が重要であることを強調する。また、stock という用語は、当時は会社の株式 (share) と債務 (debt) と政府証券を総称する広い概念として使用された場合があったとして、ある証券が(今日の意味での)株式なのか債券なのかの区別が曖昧な場合があるとしている。同一七六―一七七頁および同論文の注²³⁾。
- (23) ソーベル・前掲注(12) 二六三―二四〇、八五、一〇二頁。特に、富くじが様々な資金調達に有効ということもあり、富くじを行う者が多かった。
- (24) 小山・前掲注(17) 第二章。コネティカット州の一八三七年法まで完全な株主有限責任と設立準則主義はなかったという。なお小山・前掲注(17) 二頁およびその注⁵⁾は、特許主義の時代ではあるが、株式会社の数はいくつか少なくないことに注意する旨述べている。また、森杲「一九世紀アメリカ会社法制の経済的性格」経済と経営(札幌大学)二三巻四号(一九九三年)二一七頁参照。
- (25) 小山・前掲注(17) 六七頁、一三七頁、マイヤーズ・前掲注(14) 一三二頁。PROXY RULES, *supra* note 20, at 1; 小林・前掲注(14) 二二頁。マネジメント面・市場規模からの説明として ALFRED D. CHANDLER, JR., *THE VISIBLE HAND: THE MANAGERIAL REVOLUTION* (The Belknap Press of Harvard University Press, 1977) の邦訳書である。鳥羽欽一郎＝小林袈裟治・訳『経営者の時代——アメリカ産業における近

- 代企業の成立」(東洋経済新報社、一九七九年)一五—一七頁および第一章。
- (26) マイヤーズ・前掲注(14)一四二—一四六頁。Lance Davis, *The Capital Markets and Industrial Concentration: The U.S. and U.K. a Comparative Study*, 19 ECON.HIS.REV. (Second Series) 255,257 (1966) は、特に南部では一八七〇年代まで新しい産業に対して資本が投入されにくかったと述べている。
- (27) 一八世紀末についてソーベル・前掲注(12)二五頁。南北戦争前後について同九八、九九頁。松井・前掲注(11)二八頁。
- (28) ソーベル・前掲注(12)七三、七五頁。
- (29) CHARLES R. GEISST, WALL STREET: A HISTORY (Oxford University Press, 1997) の邦訳である、中山良雄・訳、入江吉止・編『ウォールストリート』の歴史(フォレスト出版、二〇〇一年)以下邦訳書を「ガイスト〇〇頁」と引用する。六五頁。
- (30) これ以前の連邦債の売却についてガイスト・前掲注(29)三二—三三頁。ガイスト・前掲注(29)三三頁ではジョン・ジェイコブ・アスターとステファン・ジラールによる対英戦争の政府の戦争債について「証券シンジケートが組織されて成功を収めた初めてのケース」としている。なお同書七二、七五—七八二頁。その後の引受シンジケートのものになったのは本文で述べたように南北戦争の連邦債販売といえる。サムエル・L・ヘイズ、Ⅲほか著、宮崎幸二・訳『アメリカの投資銀行』(東洋経済新報社、一九八四年)一五頁。マイヤーズ・前掲注(14)一九五—一九六頁。VINCENT P. CAROSSO, INVESTMENT BANKING IN AMERICA: A HISTORY (Harvard University Press, 1970) の邦訳である日本証券経済研究所訳「アメリカの投資銀行(上)」証券研究五五巻(一九七八年)(以下同「アメリカの投資銀行(下)」証券研究五六巻(一九七八年)を含めて、「カロツソ〇〇頁」として引用する)一八一—三頁。また八一頁以下(特に八三頁)参照。
- (31) ソーベル・前掲注(12)九七—一〇〇頁。
- (32) 小林・前掲注(14)一七頁。また、個人としての株主の数が増えるのは一八九〇年代になってからである。Thomas R. Navin and Marian V. Sears, *The Rise of Market for Industrial Securities, 1887-1902*, 29 THE BUS.HIS.REV. 105 (1955) では工業株が取引されるようになるのは一八九〇年代以降であると述べている。
- (33) ソーベル・前掲注(12)一〇二頁。
- (34) ガイスト・前掲注(29)七二頁では、E・W・クラーク社は、フィラデルフィアの地方新聞に市場についての論評を行っていたという。TIMOTHY J. SINCLAIR, THE NEW MASTERS OF CAPITAL: AMERICAN BOND RATING AGENCIES AND THE POLITICS OF CREDITWORTHINESS 23-25 (Cornell University Press, 2005). Sinclair, 24, 25, Poor's American Railroad Journalが出版されたのは一八五〇

年代半ばであり、一八六〇年S HENRY V. POOR, HISTORY OF THE RAILROADS AND CANALS OF THE UNITED STATES OF AMERICA (John H. Schulz, 1860) の出版が現代のPoor社の起源であるところ。なおJohn MoodyがManual of Industrial Statisticsを出版したのは一九〇〇年である。

(35) 鎌田正三『アメリカ企業金融史』御茶の水書房、一九八二年) 四一五頁参照(金融機関主導の企業結合にあたって、対象会社は銀行家プロモーターに必要な帳簿を提供していた)。川口恭弘『米國金融規制法の研究』(東洋経済新報社、一九八九年) 四頁。

(36) ソーベル・前掲注(12) 二五四頁。ソーベルは次のように言う。「とくに株式市場関係のジャーナリズムについてはいえることであるが、それが成熟し、重要な役割を演ずるためには、まず企業側が、有意義な分析ができるように十分な情報を提供するとともに、そういう情報が自由に交換できる市場が設立される」ことが必要である」云々。

(37) 詳しくはソーベル・前掲注(12) 第二章―第九章。cf MATTHEW JOSEPHSON, THE ROBBERS BARONS: THE GREAT AMERICAN CAPITALISTS, 1861-1901 (Harcourt, Brace and Company, 1934)。

(38) ソーベル・前掲注(12) 第二章―第九章。およびガイスト・前掲注(29) 二一・二五・三五・三六・四九―五二・六九・七〇頁、第三章など。

(39) ソーベル・前掲注(12) 一六五頁。ガイスト・前掲注(29) 二二六頁。

(40) HUMPHREY B. NEILL, THE INSIDE STORY OF THE STOCK EXCHANGE: A FASCINATING SAGA OF THE WORLD'S GREATEST MONEY MARKET PLACE 48 (B. C. Forbes & Sons Publishing Co., Inc., 1950) 以下New York Stock Board (New York Stock Exchange Board of Governors) がNew York Gas Light Companyに情報を要求したが拒否されたという事実を紹介している。Neillによると「これが記録に残る最初の情報提供の要求である」という。ソーベル・前掲注(12) 四五頁もNeillを引用してその旨述べている。

(41) ソーベル・前掲注(12) 一一〇頁。BIRL E. SCHULTZ, revised by ALBERT P. SQUIER, THE SECURITIES MARKET—AND HOW IT WORKS (Harper & Row, 1963) の邦訳である北茂・訳、神戸大学経営学部有価証券研究センター編『米國証券市場の実態』(千倉書房、一九六六年)(以下邦訳を「シユルツ〇〇頁」として引用する) 九頁。また、チャーナウ・後掲注(12) 八五頁参照。

(42) この用語の訳はソーベル・前掲注(12) に従った。

(43) ソーベル・前掲注(12) 一一〇―一一二頁。

(44) ソーベル・前掲注(12) 二五四頁。州法としてはニューヨーク州議会が、一八五三年に州内の全銀行に財務内容の公表を義務づける法律を制定したことがある。

(45) 49th Cong. Sess. II Ch. 104, 24 Stat. 379 (1887). 同法の訳(一部)・紹介として、アメリカ学会『原典アメリカ史 第四卷』(岩波書店、一九五五年)二九〇頁以下「今野源八郎」がある。

(46) ソーベル・前掲注(12)二五六頁。

(47) ソーベル・前掲注(12)二五六頁。塩見治人ほか『アメリカ・ビッグビジネス成立史』(東洋経済新報社、一九八六年)第三章(塩見治人)にもそのような記述がある。しかし「こうした記述を裏づける具体的な数字は不明である。ソーベル・前掲注(12)八四頁には一八五七年恐慌直前には全米で二〇万人の株主がいたとしている。しかしソーベル・前掲注(12)八四頁で引用する文献 JAMES K. MEDBERY, MEN AND MYSTERIES OF WALLSTREET 201 (Feld, Osgood, & Co., 1870) (Reprinted by GREENWOOD PRESS, PUBLISHERS, 1968) にはそのような記述がない。というより、同書二〇一頁はそもそも一八五七年恐慌の記述ではない。一八五七年恐慌を描いた章では、二〇万人の株式・債券の保有者がいるという記述はある(三二三頁)が、文脈からして全米の全株式会社の株主数とは解しがたい。また、この Medbery も具体的な根拠は挙げているわけではない。結局、個別の株式会社の株式・株主数はともかく、一九世紀半ばの米国全体における株主数は、Anna J. Schwartz, *Gross Dividend and Interest Payments by Corporations at Selected Dates in the 19th Century, in TRENDS IN THE AMERICAN ECONOMY IN THE NINETEENTH CENTURY*, 415 (A REPORT OF THE NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH) (Princeton University Press, 1960) が示唆するように(特定の業種の株式会社以外の株式所有の情報が出ていない)「正確な数字は不明確であるといえる。 Cf. U.S. DEP. OF COMMERCE, BUREAU OF THE CENSUS, HISTORICAL STATISTICS OF THE UNITED STATES: COLONIAL TIMES TO 1970, at 267 (Biennial Edition, 1975) (なぞ) Note, *The Regulation of Investment Advisers*, 14 STANL. REV. 827, FN2 (1962) は「信頼できる米国株主に関する国勢調査は一九五二年が最初であるとする」。

Gardner C. Means, *The Diffusion of Stock Ownership in The United States*, 44 Q. J. ECON. 561, 595 (Aug. 1930) によれば個人株主が増えたのは一九二〇年以降であるところ。また、Lane Davis, *The Capital Markets and Industrial Concentration: The U. S. and U. K., a Comparative study*, 19 ECON. HIS. REV. 255, 262 (1966) は「工業証券の市場は一九世紀末までほとんどない」としている。ニューヨークでは一八八〇年代に「優先株式の新展開と企業規模の拡大によって証券市場は重要なものとなった」という。

(48) Neill, *supra* note 40, Ch. 7, 10. 証券関係の法規制について、一般に「連邦法としての証券規制が成立する以前から、州法によって規制がされていたと言われている(特に一九二一年のカンザス州の立法が最初の州法による証券規制法規として著名である)」。こうした規制の遠因は一九世紀半ばから存在していた。See, *Legislation, Blue Sky Legislation*, 23 IOWA L. REV. 102 (1937); LOUIS LOSS, *SECURITIES*

- REGULATION 23-25 (2nd ed., Little Brown and Company, 1961). こうした法律は企業側に情報公開を要求していた。Cf. 2 JERRY W. MARKHAM, A FINANCIAL HISTORY OF THE UNITED STATES 27-28 (M. E. Sharpe, 2002).
- (49) 以上ソール・前掲注(12)二七〇―二七二頁。ロンドンについてはカロン・前掲注(30)一七九―一八一頁、DIANA B. HENRIQUES, FIDELITY'S WORLD (Scribner, 1995)の邦訳である井手正介「鶴田知佳子訳『フィデリティ』(日本経済新聞社、一九九八年)五二―五四頁。なお CHARLES P. KINDLEBERGER, MANIAS, PANICS AND CRASHES: A HISTORY OF FINANCIAL CRISES (4th ed., Palgrave Macmillan, 2000)の邦訳である吉野俊彦「八木甫・訳『熱狂、恐慌、崩壊―金融恐慌の歴史―』(日本経済新聞社、二〇〇四年)一三三―一三四頁参照。
- (50) Means, *supra* note 47, at 595. なおソール・前掲注(12)一八七頁は「一八九三年には全米で株主は約一二五万人いたという。」
- (51) ガイスト・前掲注(29)一九四―一九六頁。カロン・前掲注(30)三九九―三三五頁。こうしたブームのって不正を働く者も出てきた。カロン・前掲注(30)三六二―三六三頁。
- (52) ガイスト・前掲注(29)一九六頁。
- (53) SERENO S. PRATT, THE WORK OF WALL STREET 210-211 (D. Appleton & Company, 1921) (Reprinted by Arno Press, 1975); 三九年報告書三一―四頁。証券の種類によつて、得意分野は違つていたとどう証言がある。例えば、商業銀行は債券については詳しいが株式についてはあまり知識がない一方、ブローカーなどは株式に詳しい、など。三九年報告書三頁。カロン・前掲注(30)一四六頁は個人投資家の出現によつて投資銀行が投資顧問業に関与したことは必然であったと述べている(個人投資家に証券を販売したのはこうした投資銀行であったか否)。⁵⁾ Cf. History of IOA, *supra* note 5, at 49.
- (54) 三九年報告書「われは、最も古い投資顧問は一八八九年に設立されたものである。これについては前掲注(9)参照。
- (55) 以下の記述はSHAW LIVERMORE, INVESTMENT PRINCIPLES AND ANALYSIS 115-120 (Business Publications, Inc., 1938)を参照した。
- (56) なお Livermore 以外に「引いた点を記述してゐるものはなう。JAMES EDWARD MEIKER, THE WORK OF STOCK EXCHANGE (Ronald Press, 1922)の邦訳書である、八木正一郎・訳『紐育株式取引所論』(文雅堂、一九二八年)やシュルツ・前掲注(41)、GEORGE L. LEFFLER, THE STOCK MARKET (The Ronald Press Company, 1951)の邦訳書である山二証券株式会社外国部、訳、小林豊治・監訳『株式市場』(タニヤモンド社、一九五六年)や、CHARLES AMOS DICE AND WILFORD JOHN EITEMAN, THE STOCK MARKET (McGraw-Hill Book Company, Inc., 1952)の邦訳書、藤村忠「小林陸夫・訳『株式市場』(東洋経済新報社、一九六八年)にも既発行証券と新規発行証券に関して、販売員が手にする手数料の差異についての言及はない(もともと Meeker 以外は戦後の証券市場状況に関するものである)。もちろん証券会社

が新規発行証券の引受をした場合、それを第三者に売却しなければ商売にならないことが、本文の説明の理由になるかもしれない（そして新規発行証券の販売を促進するような販売員の手数料体系を定めていたのかもかもしれない）。cf. SCUDDER, STEVENS & CLARK, *supra* note 5, at 30-33.（投資銀行（証券会社）の主たる機能は資金調達である。そして、投資銀行は「証券の商人」であり、新規発行証券を誰かに売らなければ利益を得ることができないことが強調されている）。

あるいはLIVERMOREは、新規発行の場合、引受の手数料も入ることを念頭においているのかもしれない。もしくは、販売員の手の中に入る手数料収入の違いのことかもしれない。これは、引受を成功させることの重要性を考えればありそうな仕組みである。もっともこうした引受手数料も大恐慌以降は減少傾向にあった。↑ KENNETH HAVEN, INVESTMENT BANKING UNDER THE SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (University of Michigan Press, 1940) (Michigan Business Studies Vol. 9 No. 3) Ch. 2では、一九二六―一九二九年の間に公募された一〇四の債券の「調達された資本の実際額」に対する引受手数料率は平均三三・〇八％であったが、一九三四―一九三七年の六六五件の公募引受による債券・株式発行では、平均して調達資本額の二二・六八％だったという（特に二〇―二二頁、三四―三五頁）。また、この時期は証券の新規発行自体が少なかった。George A. Eddy, *The Present Status of New Securities Issues*, 21 REV. OF ECON. STAT. 116 (Feb. 1939). 引受手数料の減少理由については右S Havenの著書とAvery B. Cohan, *The Price of Underwriting Services on Corporate Debt, 1935-52*, 15 J. FIN. 407 (March, 1960) (Abstracts of Doctoral Dissertations) を参照。

なおブローカー手数料は、一九二九年には投資銀行業界で総計二億二七〇〇万ドルだったのが、一九三八年には四三〇〇万ドルだったという。Stuart Chase, *Shadow Over Wall Street*, 180 Harper's Magazine 364 (March 1940).

(57) LIVERMORE, *supra* note 55, at 179-180.

(58) なおこうした証券投資の助言は、多くの場合無料で行われたという。当初は助言について手数料を取っていたものの、同様のサービスを提供する証券会社の競争の結果、手数料は徐々に低下していき、無料で提供していたものもあるという。三九年報告書n11。cf. LIVERMORE, *supra* note 55, at 179.

(59) 証券会社の一部門から切り離され独立するにいたった投資顧問もある。三九年報告書五頁。

(60) 三九年報告書四頁。Scudder, Stevens & Clarkは当初投資銀行として設立されたが、後に投資助言（および投資一任）を専門に行う投資顧問へと移行した三九年報告書n9。

(61) 三九年報告書四一五頁。このやり取りの前後の詳細についてはHistory of IC&A, *supra* note 5, Ch. 5参照。また、Scudder, Stevens & Clarkの

創業者の一人である Theodore T. Scudder は、若き日に債券販売員として働いていた時に顧客に次のようなことを言われたという。「なぜ私がこの債券を買う必要があるとあなたに分かるのか？もしかすると私はすでにあまりにも多くの債券を所有している「状態にあるの」かもしれない。もしかすると私は妻のために電話を買ってやるべき「状況にあるの」かもしれない。あなたについて何も知らない医者や弁護士が、あなたにある行為をしなさいという助言を与えたらどう思うか？もし手に入れられるなら、私は公平な助言についてお金を出したいものだ。」(□内は筆者が付加した)。これが、金銭的利益関係のない、顧客の視点に立脚した投資助言を専門とする事業を設立するきっかけとなったよう。Id. at 6-7; また DONALD P. JACOBS, *et al.*, ed., FINANCIAL INSTITUTIONS 304-305 (Richard D. Irwin, Inc., 5th ed., 1972) にも、これとは別の Theodore T. Scudder のメモが紹介されている。 Cf. SCUDDER, STEVENS & CLARK, *supra* note 5, at 30-33.

(62) 三十九年報告書二四―二五頁。

(63) 上院議事録・後掲注(98)七二四頁。LIVENMORE, *supra* note 55, at 94。一九一五年以前の投資はよりシンプルなものであったとする。White は三十九年報告書のもととなった SEC の調査時には、投資家の目的にもっとも適切な証券が何であるかを投資家自身が突き止めることは困難になった(時間もお金もない)ことを述べている。また Scudder, Stevens & Clark の初期の顧客は、平均的個人よりも投資に優れている銀行関係者であったという。History of ICA, *supra* note 5, at 28-29. (□)とは、金融業に携わる者であっても適切な投資先を見つけることは困難であることを示しているのであると思われる。

(64) 三十九年報告書五頁。

(65) 財産が小さいと効果的な運用ができず、また管理費用という観点からも利益率が低いからだという。三十九年報告書二五頁。顧客の数を制限することと資産最低基準を設けている理由につき三十九年報告書一八一―一九頁。

(66) 三十九年報告書一九―二二、二七―三〇頁。

(67) 三十九年報告書一―二頁。一九四〇年投資会社法とは異なり、一九四〇年投資顧問法の第二〇一条(15 U.S.C. § 80b-1)「調査の結果(Findings)の規定を見ても不明確である。一九四〇年投資顧問法第二〇一条は以下のとおりである(訳は財団法人日本証券経済研究所「編・発行」『外国証券関係法令集 アメリカIV(一九七六年)』を一部変更して引用した(以下「財団訳」という)。以下一九四〇年投資顧問法の訳につき同訳に完全に依拠する場合、筆者が一部変更して引用する場合がある)：「

「一九三五年公益事業持株会社第三〇条の規定にもとづき作成された69の記録および報告によって明らかにされた事実ならびにその他の方法により明らかにされ、かつ確認された事実にもとづき、投資顧問は、特に次の各号に掲げる点に関して国家にとり重要な事項であること

が明白である。

(1) 投資顧問の勧告、助言、出版物、著述、分析および報告の提供および配布、ならびに投資顧問と顧客との契約、株式の引受契約その他の合意は、郵便および州際通商機関を利用して交渉され、および遂行されていること、

(2) 投資顧問の勧告、助言、出版物、著述、分析および報告は、慣習上、国法証券取引所および州際店頭市場において取引される証券、州際通商の事業に従事する会社によって発行される証券：「中略」：の売買に関するものであること、および

(3) 上記取引は、州際通商、国法証券取引所その他の証券市場、国法銀行制度および国家経済に実質的な影響を及ぼす規模で行われていること。」
(68) 三九年報告書二七頁に「予想屋」に関するやり取りがSECの人間と投資顧問業界関係の間でなされている。上院議事録・後掲注(98)七五六―七五七頁において、投資顧問業界側の発言者はこのやり取りは誤解を招くものだとしている。

(69) 三九年報告書二七―二八頁。

(70) 三九年報告書二七―二八頁。

(71) 前掲注(65)参照。また資産をあまり有していない個人は投資信託を利用して同じ機能を享受できるとも述べている。三九年報告書二六一―二七頁。

(72) 三九年報告書二八頁。

(73) 三九年報告書二九頁。

(74) 三九年報告書二四頁。これについては以下のようなやり取りである(QはSEC側、Aは投資顧問業界側を表わす「」内は筆者が付加した)。

Q 「投資銀行が、証券について、投資顧問のように行動することについて何か問題があると考えますか？」

A 「倫理的な問題はなにもないと考えますが、我々には次のような問題が見えます。我々は、それを十分な程度の潜在的な問題であると考えます。我々は、全面的かつ完全に投資家サイドに立つ、いわば、投資家に我々の全ての時間と全ての関心を捧げているからこそ手数料を課すことを正当化できると考えていますので」

Q 「それで、一体どんな問題を考えてます？」

A 「とても単純な、彼の生計と存在が、彼の商品を売るということに依存している商人の問題です。

それが全く正当な機能であるからより難しいのです。銀行がその債券販売員にある債券を売るように命じる時、銀行は販売員に、ある

債券をある者に販売する前に、債券販売員は必ず投資家の「保有」証券リスト全体を精査して、債券販売員は当該個人の投資目的を習熟する必要がある、それから、当該債券を当該投資家にオファーすべきかどうかを決定するべきである、と言わないという事実があります」

Q「まあ、それは投資信託や投資会社の業界においてもそうであった根本的な問題の一つではないのですか？つまり、投資銀行の金銭的利益が証券販売の達成に存在している」と」

A「その通りです」

Q「そして、顧客への助言はそうした金銭的利益に影響されているかもしれない。投資助言が、特定の個人が証券を購入する場合に、その財産状況や望ましさではなく、商品を売りたいという潜在的な動機によるものであるということは考えられませんか？」

A「まあ、それは潜在的、というところに強調を置きたいと思います。我々は、投資家の利益のために最善を尽くしている投資銀行を罵倒することで我々のビジネスを築こうとは考えておりませんので。これは、彼が理論的にそのような立場にいるという問題だと思えます。金を借りている会社と金を貸している投資家との両方を代表しているという」

回答の最後の部分について、投資銀行が両方の立場を代表するというこの意味について、ある投資顧問業者は次のような観点からの説明も行っていた。投資銀行が顧客に投資助言を行う場合、投資銀行は顧客の利益を考えなければならない。つまり投資家に好ましいような条件の証券を発行会社に発行させなければならない。他方で、投資銀行は、証券引受などを獲得するために、発行会社との交渉において、発行会社に幾分譲歩する（そしてそれは投資家にとって好ましい条件での譲歩ではない）。SCUDDER, STEVENS & CLARK, *supra* note 5, at 23.

(75) 以上三九年報告書二九一三〇頁。

(76) 三九年報告書二〇一二頁。

(77) こうした勧誘について、投資顧問業界代表も「より保護を必要とするような個人に対して」広告や勧誘を行っている可能性があると述べている。三九年報告書二〇頁。

(78) Investment Company Act of 1940 and Investment Advisers Act of 1940, S.Rep. No. 1775, 76th Cong., 3d Sess., at 21 (1940).

(79) しかし、何らかの実際の不正を認識していたようであり、また、一九四〇年投資顧問法制定後は現実に多くの不正が公表されていることを考えると、この潜在的不正の指摘は正しいものであったともいえる。本章第二節3.と注(159)参照。

(80) もっとも一九三三年証券法第一七条(b)項、一九三四年法第一五条は、すでに、投資顧問のある行為（投資サービス）について禁止していた。

(81) 以下の州法の記述については、三九年報告書三一三三三頁。両者（投資顧問を、ブローカーまたはディーラーとして扱うことと、ブロー

カー・ディーラー以外として扱ふこと)は、ブローカーおよびディーラーの定義によつては、その実質的な機能を考えれば、異なる可能性がある。しかし三十九年報告書には、投資顧問の定義からブローカーを除いたカリフォルニア、コネティカットについて、ブローカーの定義が載っていないため確認ができない。

- (82) 「Investment counsel」という用語は、この州において、対価、手数料または利益のために、直接にまたは郵便または出版物もしくは著作を通じて、特定の証券の価値、またはそのような証券の購入または売却に関する投資の助言に従事するすべての者を含む。ただし、銀行委員会会の監視下にある国法銀行組合または連邦貯蓄組合、産業銀行、貯蓄銀行、建築貯蓄組合は含まれない。また、一般法第二二二章の規定に基づいて「broker」として登録されている者も含まれない。」

- (83) イリノイ州の投資顧問規制については、後述する上院の小委員会の審議において、STATUTORY REGULATION OF INVESTMENT COUNSELORS by Research Department, Illinois Legislative Councilというイリノイ州立法部が作成した報告書が紹介されている。上院議事録・後掲注(98) 一〇〇四頁以下(これは三十九年報告書が公表された後に作成されたものであると思われる。上院議事録・後掲注(98) 一〇〇四頁n2参照)。ここでは、本文のような規定が効果を挙げているかは疑わしいとしている。証券取引の執行に関与しなければ登録は必要ないので、ブローカーやディーラーとして登録を拒否されても投資顧問として商売を続けることができるからである。上院議事録・後掲注(98) 一〇〇六頁。

このイリノイ州立法部の報告書では、次のように投資顧問の定義の整理を紹介している(上院議事録・後掲注(98) 一〇〇六頁) ..

「投資顧問 (Investment counselor) とは、いかなる者、企業、株式会社であるかを問わず、報酬その他有償の対価を受けて、イリノイ証券法の規定によつて定義された証券への投資の可否について、助言を与える、または与えることを意図している者。または、それらについて以下のことを提供することについての対価を課すまたは受け取る者。会社株式、会社または公的な債券または証券、穀物、家畜、商品に関する将来の市場の価値または価格の予想、売却または購入の推奨、または、会社の株式、会社または公的な債券や証券への金銭の投資の推奨または投資の手控え、についての配布物、手紙、出版物または声明の発行、出版、配布、配達、郵送や電信、電話便の發送、もしくは、発行、出版、發送、配達、郵送をもちます方法をする。」

- (84) なお三十九年報告書によれば、登録義務以外の義務として、カストディに関する義務を投資顧問に課しているのはオクラホマ州だけであるとのことである。三十九年報告書三〇頁およびn52。

- (85) マサチューセッツ州は投資顧問をブローカーとして規制しようとしている。ミネソタ州では、ブローカーやディーラーとして規制しよう

としている。ミズーリ州では、投資顧問は証券ディーラーとして登録することを要求する立場を採っている(同州のディーラーの定義に該当するため)。テキサス州では、投資顧問に、公平無私な助言を提供するために、ディーラーとして振舞うのを規制する必要性を感じているという。三十九年報告書⁵⁴。

(86) 推測するに、結局どのような枠組みを採用しようと、規制対象は(大雑把に言えば)「投資について助言をする者」であり、規制目的はそうした者の行為を州当局が把握しておくためか、あるいはなんらかの義務を課すためであると思われる。そして、おそらく、実際上の問題として、既存の州の法体系と整合した形で、あるいはそれを利用することが、制度コスト上望ましいという判断が働くものと思われる。そうした判断が、ブローカーやディーラーという *line of law* によって従来規制してきた者(もともと、一九三〇年代にあつては、これらも規制対象としては決して古いものではない)として扱つか、あるいは投資顧問という概念で扱うかの違いとなつたのではないかと思われる。あるいは、単に、投資助言を行う者のうち、当局の目にとまつた不正行為者にブローカーやディーラーが多かつたということなのかもしれない。もしくは、全く独立して投資顧問を行っていた者がいなくなつたからかもしれない。三十九年報告書六頁の *Table 2* によれば、調査した投資顧問の数はニュー・ハンプシャー州ではゼロとなつていた。もつともコネティカットも二であり、これも関係がなさそうである。

(87) なお、このように州によって投資顧問の規制方法が異なつていたことも、投資顧問を連邦法として規制することを決定づけた一因でもある。下院議事録・後掲注(100) 八八頁の *White* 発言。三十九年報告書三四―三六頁。注(93) 参照。

(88) このことは第二節の連邦議会の審議を参照。

(89) 三十九年報告書三四頁。三十九年報告書六五頁には、(a)投資顧問のプロフェッションとして、高い基準の公衆への責任と高潔さの奨励、(b)「専門家実務規範」の専門家としての指針の維持、(c)協会員による同規範の厳格な遵守、(d)協会員への実効的な規律の提供、(e)ICAAがその時々において決定する事項・方法について、投資顧問の専門性、その顧客、投資家一般への手助けをすること、などが挙げられている。ICAA Aにつづいて、*History of ICAA, supra note 5*を参照。特に、ICAA Aは必ずしも独立系投資顧問業者の総意によつて設立されたものではないことは興味深い。それどころか、投資顧問自身は設立には消極的であり、三十九年報告書作成に携わつた *SEC* スタッフが業界団体の設立を促したとつづ記述がある。*History of ICAA, supra note 5, III and Ch.3 Cf. ICAA, Reports of Officers of the Association, 1 INV. COLINS. ANN. 90, 94 (1938)*。

(90) 三十九年報告書六六頁。

(91) 三十九年報告書六五―七〇頁。上院議事録・後掲注(98) 七二六頁以下でも詳細に言及されている。

(92) こうした過激派に対する自主規制の有効性について、SEC（以下のやりとりにおいてQと表記する）とICAAの顧問であるRudolf P. Baile（以下のやりとりにおいてAと表記する）は次のようなやり取りを交わしている。三九年報告書三五頁。

Q 「あなたが指摘したように、そしてWeiss氏が指摘したように、自身を投資顧問と称している個人に対してはこうしたもの（筆者注・ICAAの倫理規範のこと）は適合しない。おそらく協会のメンバーの資格がないことだけではなく、協会のメンバーになることを避けることによって、こうした倫理原則および協会によるありうる取り締まりにも従わない。違いますか？」

A 「そうした場合は協会の取締権限の範囲にはない、それは全く真実です……」（以下略）

Q 「我々が『過激派』と評してきた個人の集団が、色んな意味で、投資顧問の状況において主たる問題を構成する。違いますか？」

A 「もちろんです、はい。」

Q 「協会は彼らを強制的にメンバーにすることも規範を強制する方法もない。ありますか？」

A 「いいえ」

Q 「もし個人が協会のメンバーではなく、協会の倫理規範に従わないなら、協会に出来ることはない？」

A 「その通りです」

Q 「この状況を処理するために、こうした基準に従うよう強い強制力を有する何らかの機関が必要である。違いますか？」

A 「はい。誰かがそれをやる必要があります」

ICAAの会長であるDwight C. Ross（以下のやりとりにおいてAと表記する）も同じようなやり取りをして、ICAAが過激派に対して無力であることを認めている。三九年報告書三五頁。

Q 「〔前略〕……あなたはBaile氏の証言を聞いた。彼に賛成しますかRossさん？有益な目的を除いて、倫理規範の定立は……広い意味で、完全に投資顧問の問題を処理することは出来ない」

A 「はこ」

……〔中略〕……

Q 「〔前略〕……自らを投資顧問と称する個人で、必要な訓練、経験、財産的責任を持たない、そして、必要な倫理基準を有さない個人は、投資顧問業界において最も主な問題の一つを提示している。違いますか？」

A 「はい。私はそう考えます」

Q 「ICAAは、この問題のこうした側面を解決するための考えをもって設立されたものではないと私は見ているが……(以下略)」

A 「私は、設立において、協会はその問題を解決しないし、我々はそれを解決しようとは試みないということは極めて明確に認識されていると考えます。」

(93) もっとも、こうした団体は任意団体であり、法律に基づいて設立されたNASDのようなものとは異なる。当初より構成員に対する何らかのエンフォースメントなど考えていなかったように思われる。注(92)のDwight C. Roseの答弁を参照。

(94) 三十九年報告書三六頁では、こうした投資顧問の問題を解決するために「全国的な立場から論じられるべきであると、多くの業界関係者は認める」としている。White (以下のやりとりにおいてAと表記する)とSECの次のようなやり取りがある。以下三十九年報告書三六頁。

Q 「州の国境と管轄が関係している限り、この種の個人(筆者注:過激派のこと)は把握しにくいことも事実である?」

A 「そのように考えます」

Q 「この状況を扱う唯一の効果的な手法は——それが扱うべきものであるとして——地方の限定的な領域あるいは州の観点からではなく全国的な観点から、と考えますか?」

A 「それが好ましいと考えます」

Rose (以下のやりとりにおいてAと表記する) も次のようなやり取りをしている。

Q 「もちろん、投資顧問——真実に投資顧問である者にとつて——の重要な問題の一つは、過激派に属する個人の行為によって、こうした投資顧問に汚名が着せられてしまうことです。違いますか?」

A 「それは真実です。協会を設立するきっかけとなった要因の一つだと思います」

Q 「そして、全国的な規模で扱わない限り、効果的に処理することは出来ない?」

A 「それは真実だと思います」

(95) 76th Congress, 3d Sessionの訳である。米國議会の回次についての訳は「第〇〇連邦議会(田中英夫『英米法研究1法形成過程』(東京大学出版会、一九八七年) 一三三頁)、「第〇〇議会」などがあるが、本稿では本文のようにした。Saganの訳についても大森政輔・鎌田薫編『立法学講義』(商事法務、二〇〇六年) 四〇四頁、中村泰男『アメリカ連邦議会論』(勁草書房、一九九二年) 五頁を参照して本文のようにした。なお通常は連邦議会は第二会期までしかないが、おそらく合衆國憲法第二条第三項が定める大統領の特別会の召集権を使用したものと思われる。

- (96) この会期当時の証券業界を取り巻く状況、政治的風潮については、JOEL SELIGMAN, THE TRANSFORMATION OF WALL STREET: A HISTORY OF THE SECURITIES EXCHANGE COMMISSION AND MODERN CORPORATE FINANCE (3rd ed, ASPEN PUBLISHERS, 2003) Ch. 7; INVESTMENT ADVISERS: LAW AND COMPLIANCE § 1.01 (Matthew Bender & Co., Inc., 2008) (in LEXISNEXTS) (Hereinafter, "IA-L&C") を参照。チャーナウ・後掲注(12)第八章、第十四章も参照。
- (97) Wagner's explanatory statements to accompany S. 3580, March 14, 1940, 86 Cong. Rec. 2844-2847. 通常とは異なり同じ内容の法案が両院に同時期に提出されるものではないが、本文のように上院提出法案S. 3580が後に修正された法案S. 4108と同じ内容のH. R. 10065が上院の審議の後に下院で審議されている。当初上院に提出されたS. 3580と同じ内容のH. R. 8935が、同時期に下院にも提出されているが(下院議事録・後掲注(10))一頁参照)。上院の法案が修正されたため下院の法案も変更になった。しかし審議開始期間が異なる理由は不明である。cf. CONGRESSIONAL QUARTERLY'S GUIDE TO CONGRESS 92-A (Congressional Quarterly Inc., 4th ed, 1991); WALTER J. OLESZEK, CONGRESSIONAL PROCEDURES AND THE POLICY PROCESS (Congressional Quarterly Inc., 1978) の邦訳による青木榮一訳『米国議会の実際知識——法律はどのように制定されるか』(日本経済新聞社、一九八二年)参照。
- (98) Hearings before a Subcommittee of the Committee on Banking and Currency Committee, Senate, 76th Cong., 3d Sess., on S.3580 (以下「上院議事録○○頁」(available at, www.sechistorical.org/collection/papers/1940/1940_S3580_1/)).
- (99) Senate Debate on S. 4108, June 21, 1940, 86 Cong. Rec. 8842-8843. 中略(以下「中社」前掲注(95))二〇頁。
- (100) Hearings before a Subcommittee of the Committee on Interstate and Foreign Commerce, House of Representatives, 76th Cong., 3d Sess., on H. R. 10065 (以下「下院議事録○○頁」(available at, www.sechistorical.org/collection/papers/1940/1940_HR10065/)).
- (101) House Debate on H. R. 10065, Aug. 1, 1940, 86 Cong. Rec. 9807-9819.
- (102) House amended and passed H. R. 10065, Aug. 1, 1940, 86 Cong. Rec. 9819.
- (103) Senate Debate on H. R. 10065, Aug. 8, 1940, 86 Cong. Rec. 10069-10077, Senate amended and passed H. R. 10065 in lieu of S. 4108, Aug. 8, 1940, 86 Cong. Rec. 10071.
- (104) House concurs in Senate amendment, Aug. 13, 1940, 86 Cong. Rec. 10249-10251.
- (105) Statement by the President of the United States on the occasion of the signing of the Investment Company Act of 1940 and the Investment Advisers Act of 1940, Aug. 23, 1940, 86 Cong. Rec. Appendix 5230-5231 (七月二十六日におけるWagner上院議員による紹介)。

- (106) Pub.L. Ch.686, (Aug. 22, 1940), 54 Stat. 789, 15 U.S.C. § 80a-1 *et seq.*
- (107) これ以外にも第三編 (Title III) として一九三三年証券法の改正案がある。
- (108) 上院議事録・前掲注 (98) 四七—四八、五〇頁。Statement of David Schenker, Chief Counsel, Securities and Exchange Commission Investment Trust Study. 同五〇頁では登録によって投資顧問に要求されるのは、名称、住所、そのパートナー、略歴、経験、顧客の口座に対する裁量、などの情報であると述べている。同三一—三八頁以下でも繰り返してゐる。
- (109) Statement of Douglas T. Johnson, President, Johnson & Lagerquist, Inc. and Vice President of the Investment Counsel Association of America. 上院議事録・前掲注 (98) 七一—七二頁。
- (110) 上院議事録・前掲注 (98) 七一頁。
- (111) これは三九年報告書からも伺える。以下本文の記述について三九年報告書二七—三〇、三四—三六頁参照。
- (112) 上院議事録・前掲注 (98) 七二—七三頁でも同様の主張をしている。
- (113) Investment counsel は一九四〇年投資顧問法中の用語である (第二〇八条(9)項)。この訳は財団訳・前掲注 (67) を参照した。日本語の感じおよび原語の意味を考えれば、この investment counsel に「投資顧問」といふ訳がふさわしいともいえるが、investment counsel を含めた包括概念である investment adviser に投資顧問の訳をあてるのが通例であるため、本稿においては investment counsel を財団の訳に従って投資相談役とする。ただし、文脈によっては、investment counsel という用語が、investment adviser と同じ意味で使われることもあるので、その場合は投資顧問と訳しても問題ないと思われる。
- (114) そもそも投資顧問たちがICAを組織したのはこうした懸念にもとづく。三九年報告書三三頁、上院議事録・前掲注 (98) 七二—七三頁。
- (115) 上院議事録・前掲注 (98) 七一—七二頁。自分達のごときは自主規制で対応できるとも主張している。上院議事録・前掲注 (98) 七一—七二頁。
- (116) 上院議事録・前掲注 (98) 七一—七二頁。
- (117) 注 (122) 参照。
- (118) 前述のように、三九年報告書では、SECは投資顧問の不正を、具体的事件というような形では、明らかにしていない。Scudder, Stevens & Clark の White は、投資顧問による不正について、「それが存在していたかどうかをかなり疑っている」とまで述べている。上院議事録・前掲注 (98) 七五—七六頁。
- (119) 上院議事録・前掲注 (98) 七一—七五頁では、S 3588を見ると、まるで投資助言が一般大衆に提供されているかのように思えるがこれは誤り

である、と主張している。三九年報告書にあるように、こうしたプロの投資相談役を自認する者達は、受入れ資産の下限を設けているからである。彼らの顧客は資産を有しており、経験豊かであるという。こうした主張は、「投資顧問と投資信託を混同しているのではないか」という疑念をもとに展開されている。同七二七頁でも、一般大衆は投資管理サービス (investment supervisory services) を利用しない、としている。

(120) 実際、外部の声として、投資家が投資顧問規制を連邦議会やSECに要求したという記録はないという。LaL&C, *supra* note 96, at § 1.01, Fr. 10およびこれに対応する本文。なお、これに関連して、連邦として投資顧問を規制するには、仮に法律を制定したとしても、抽象的な理由では合憲性が疑わしいという議論もあった。上院議事録・前掲注(98) 四八頁。

(121) 例えば上院議事録・前掲注(98) 七三八頁など。これは、当時の事情を考えれば、ある程度理由のあることかもしれない。例えば当時は、専門家と呼ばれる者は宣伝広告も出さないのが当然であるという。つまり一見の客は断るとのことである。三九年報告書二〇頁。またロン・チャーナウ著、青木榮一訳『モルガン家(上)』(日本経済新聞社「日経ビジネス人文庫」、二〇〇五年〔初出は一九九三年〕一五、五四、五五頁参照。

(122) Wagner議員のRose、Bete両氏の答弁に対する上院議事録・前掲注(98) 七三八―七六五頁の質問参照。また、おそらく、この審議に投資相談役以外の投資顧問が参加していないことも、業界側の主張が説得力を欠くことになった理由の一つであると思われる。Schenkerは、投資銀行やプロカーレッジ会社の人間が参加していないことについて次のように述べている。彼らは\$3580によってSECに監督されることを恐れていない。なぜならば、彼らはすでにMaloney法によって登録を義務づけられており、SECに調査され、顧客の名前が知られることに抵抗がないからである、と。上院議事録・前掲注(98) 九九五頁(下院議事録・前掲注(100) 一三八頁も参照)。そしてSchenkerは、投資顧問業界の主張に従えば、「SECによって規制されるべきでない者は、誰にも規制されるべきでない者のみである」という結論になると指摘している。上院議事録・前掲注(98) 九九六頁。 Cf. Statement of Professor E. Merrick Dodd, Jr., Harvard Law School (上院議事録・前掲注(98) 七六五頁以下)。Maloney法については JOEL SELIGMAN, *supra* note 96, Ch. 6.

(123) 注(127) 参照。もともとJames N. Whiteは、「こうした反応を受けてか」それが必要であって、我々の顧客の利益が適切に保護されるならば、登録や規制に反対しない」とニュアンスを変えている。Additional Statement of James N. White, of Scudder, Stevens & Clark (上院議事録・前掲注(98) 七五五頁)。ただし、Whiteは「登録は調査につながり、そうした調査は規制につながる……それが問題なのです」と述べている。上院議事録・前掲注(98) 七五九頁。これがおそらく業界の真意を代弁したものであろう。 Cf. Additional Statement of Robert H. Loomis,

President, Loomis, Sayles & Co., Inc., (上院議事録・前掲注(98)七六〇頁)。

(124) 上院議事録・前掲注(98)七二二頁。

(125) Statement of Dwight C. Rose, Partner of Brundage, Story & Rose, and President, Investment Counsel Association of America (上院議事録・前掲注(98)七三七頁)。

(126) 上院議事録・前掲注(98)七六二頁。

(127) これは投資顧問業界の代表が証言した後、証人として出づきたHarvard Law SchoolのE. Merrick Dodd, Jr.;教授が指摘したこともある上院議事録・前掲注(98)七六五頁。下院での審議では業界の人間であるWhite自身がこのような回答をしている。下院議事録・前掲注(100)八八頁。なおDoddは、専門家であればこそ規制されて当然であるという趣旨のことを述べている。

(128) これは次のことから分かる。すなわち、Wagnerの州の規制ならば良いのかという質問に対しては、Roseは、良く分からないがとにかくこの業界の規制は望ましくないという歯切れの悪い返答をしている。ICAAの顧問であり、弁護士であるRudolf P. Berleは、州際通商の問題を引き起こしているのは「予想屋」のような宣伝広告による勧誘をする連中であり、顧客との個人的な関係を前提とした投資相談役はなんら州際通商の問題にはならないのであって、連邦規制はできなかと主張した。Statement of Rudolf P. Berle, General Counsel, Investment Counsel Association of America (上院議事録・前掲注(98)七四三頁)Wagnerは、州の規制ならばどうかという質問を繰り返した。Berleはいつかそのような時期が来るが、業界が揺籃期にある今はまだその時ではないと答えた。Wagnerは、どうしてこの簡潔な規制すら嫌がるのか理解できないと述べたことに対して、Berleは、個人的な信頼関係に国家が介入するのはとにかく望ましくないと答えた。上院議事録・前掲注(98)七四七頁。Wagnerは、歴史的には、外科医も全く規制されていない状況から自分達で法案を作成し、それを法律として制定した。あなた方投資顧問もいずれは規制が必要だと認識していながら、なぜ現時点で簡易な登録すら抵抗するのかまるで理解できないと述べている。上院議事録・前掲注(98)七四九頁。なおBerleの指摘した州際通商にならないという問題については、Wagnerはニューヨークの投資顧問がニュージャージーの人間に手紙を出すこともあるだろうと述べてこのことを問題視していない。

(129) 上院議事録・前掲注(98)七三八頁。

(130) 上院議事録・前掲注(98)七三八頁。

(131) 正確には、これは審議というよりも、審議中に記録のために読まれた連邦準備制度理事会とSECの手紙のやり取りにおいて展開された。上院議事録・前掲注(98)九二五―九二七頁。

(132) 上院議事録・前掲注(98) 一〇六三一—一〇六四頁。

(133) ただし注(83)のイリノイ州立法部による報告書には出版社(publishers)についての記述があり、これは上院小委員会で紹介されている。上院議事録・前掲注(98) 一〇〇八一—一〇〇九頁。

(134) 上院議事録・前掲注(98) 六七六—六七七頁、一〇六五—一〇六六頁。結果として、一九四〇年投資顧問法では、これについては、第三章で述べる現在の一九四〇年投資顧問法第二〇二条(a)項(11)号(D)の投資顧問の適用除外や、登録投資顧問に該当するかどうか、ということと処理しているようである。第二章の「報酬」要件中の「他人」要件に言及した部分およびその注を参照。

(135) 注(83)で言及したイリノシ州の報告書では、プロローカーやディーラーを投資顧問の定義規定から適用除外している。その理由はプロローカーやディーラーはすでにblue sky lawや取引所によって規制の対象とされているからであるという。これは二重規制排除の趣旨が表れており、最終的には一九四〇年投資顧問法にもその趣旨は受け継がれているといえる(もつともそのことを明示するものはないが)。下院では簡単にではあるが、言及されている。しかし次に述べる追加的審議においては、プロローカーやディーラーが適用除外に含まれている(と思われる)。このような表現を使用するのは注(141)参照。理由は不明である。ただし、上院銀行・通貨委員会が本会議に提出した報告書参照。Investment Company Act of 1940 and Investment Advisers Act of 1940, S.Rep.No. 1775, 76th Cong., 3d Sess., 22 (1940) (以下「上院委員会報告書」として引用する)。

(136) 適用除外とされる者達のうち、専門家達については、すでにそれぞれの専門家団体から規制を受けており、またそれにより高い注意義務を負っているから、改めて一九四〇年投資顧問法で規制する必要が薄いという判断が働いたのかもしれない。弁護士による相続財産の管理のように、形式的には投資助言に該当するが、投資顧問規制の目的からすれば規制対象とするのは不合理である。すなわち、本来の規制対象ではない、ということが適用除外の規定を作成する際に考えられたことなのかもしれない。

また、第一節3.(1)で見たように、三九年報告書によれば、一九四〇年投資顧問法制定以前の投資助言を規制する州法においても、一定の専門家(弁護士、会計士)を「投資顧問」として規制することはしていない。そうした理由と同時に、こうした専門家による投資助言は州内による活動に留まることが多いことも理由として考えられる。弁護士は投資(証券に限らないと思われる)についての助言をしばしば行っているが州内で活動している限りは投資顧問として規制する必要は少ない(というよりも連邦法の規制対象とすることは連邦憲法上の合憲性について疑義をもたらさず)、と読めるようなやり取りがある。上院議事録・前掲注(98) 四八一—四九頁参照。

(137) 下院議事録・前掲注(100) 七二頁はこのように表現している。上院委員会報告書・前掲注(135) 一頁では、業界団体とSECから上院小

委員会の議長にこのような協議の相談を行ったというニュアンスで書かれている。もともと、投資顧問に関する部分では、*at the suggestion of the chairman of the subcommittee*、(小委員会議長の提案で)となっている。上院委員会報告書・前掲注(135)二二頁。

- (138) 上院議事録・前掲注(98)一一〇五—一一〇八頁。History of ICAA, *supra* note 5, at 37では、SECや議員に疲れが出てきて妥協に向けた動きがでてきたからであるとする。もともとも書で紹介されているエピソードにつき、LA-L&C, *supra* note 96, 8:1.01は、完全に信頼できるかは疑わしいとしている。

- (139) このことは上院の報告書にも記載されている。これによると、強い調子で反対していた業界が一転して法案を全面的に支持している。上院議事録・前掲注(98)一一〇九頁。Seligmanの著書では、投資会社法案に関する部分であるが、妥協(compromise)という表現が使われている。JOEL SELIGMAN, *supra* note 96, at 222.

- (140) たとは、(1) S. 4108では、SECは投資顧問を調査する権限は与えられていない。

- (141) なお、新しい法案であるS. 4108は入手できなかった。したがって以下の内容は、S. 4108と同じ内容であるとされている。H. R. 10065を参照している。また上院委員会報告書・前掲注(135)二二頁も参照した。

- (142) S. 4108では、第二〇三条(b)項(2)号に「その顧客が、投資会社または保険会社のみである投資顧問」、同(3)号に「過去一二ヶ月間における顧客数が一五人以下の投資顧問、または、公衆に対して自己が投資顧問であると称していない投資顧問」は登録が免除されるという規定が追加されている。登録免除という表現については第二章注(5)を参照。

- (143) 下院議事録・前掲注(100)六三頁では上院小委員会で一四対一で賛成されたとしている。

- (144) 下院議事録・前掲注(100)一頁参照。また上院委員会報告書・前掲注(135)一一二頁参照。

- (145) 下院小委員会の参加者自体も四名である。下院議事録・前掲注(100)二頁。

- (146) 法案の投資顧問に該当するTitle IIに対する関心の低さは、クロースド・エンド型投資会社業界の代表Arthur H. Bunkerは「我々はTitle Iだけを懸念していた」という趣旨の発言からも分かる。下院議事録・前掲注(100)七一頁。Bunkerが投資会社業界代表であることを割り引いても、投資顧問規制は投資会社と無関係ではない(投資会社法には、投資会社と投資顧問の間の契約について規制している)はずなので、一層投資顧問規制に対する関心の低さを表しているといえる。

- (147) 下院議事録・前掲注(100)八七頁。

- (148) すなわち、弁護士を投資顧問として規制するのが望ましくないとという論理が通るのは、当該弁護士が実質において弁護士の本来的業務を

行っており、その本来的業務に付随して証券について投資助言を行った場合、形式的な理由で投資顧問として規制されるのは本来的業務の妨げになる、という前提があるからである。弁護士が何ら本来的業務を行わずに、投資助言業務のみから収入を得ている場合、まさに投資顧問そのものであり、弁護士ということのみをもって投資顧問の規制を免れるわけにはいかない、ということが読み取れる（この議論の實質的な内容は上院小委員会と同じである）。

(149) 以上下院議事録・前掲注(100)八七一九〇頁。

(150) Investment Company Act of 1940 and Investment Advisers Act of 1940, H. Rep. No. 2639, at 28 (June 18, 1940).

(151) このように投資顧問業界の主張は分の悪いものであり、また、時代の流れを読めていながらもであった。一部の者は自主規制でよいというのは、前提からすればあまり論理的ではない。性悪説にたてばエンフォースメント機能のない自主規制というものに信頼をおくことは難しいだろう。

(152) LOUIS LOSS, SECURITIES REGULATION 1393 (2nd ed., LITTLE BROWN AND COMPANY, 1961).

(153) JOEL SELIGMAN, *supra* note 96, at 222.

(154) W. T. Mallison Jr., Comment, *The Investment Advisers Act of 1940*, 1 VAND. L. REV. 68 (1948) は、SECが管轄する六つの証券諸法の中で最も知られていない法律と述べている。それは否定的にならざるを得ない。H. Lawrence Wilsey, *The Investment Advisers Act of 1940*, 4 J. FIN. 286 (1949).

(155) 一九四〇年投資顧問法第二〇六条によつて投資顧問の fiduciary duty を確認した *In re Arleen W. Hughes, Exchange Act Release No. 4048* (Feb. 18, 1948) なる。See also, *Hughes v. SEC*, 174 F.2d 969 (D.C. Cir. 1949)。もともとこの Hughes 判決は、ブローカー・ディーラーの登録に関する問題であり、直接は一九四〇年投資顧問法が問題となつたわけではない。正面から投資顧問の顧客に対する信任義務の性質について論じたのは本文後述の *Capital Gains* 判決である。

(156) 一九四〇年投資顧問法の規定に違反した者に対して民事責任を問う機能が他の証券諸法に比べて弱いと指摘されていた。Note, *The Regulation of Investment Advisers*, 14 STAN. L. REV. 827, 837 (1962)。同法の民事責任追及機能に対するこうした評価は、一九四〇年投資顧問法の詐欺禁止規定である第二〇六条違反は、默示的な民事訴権を生じさせないとした連邦最高裁判決が出たことにより確定的なものとなる。*Transamerica Mortgage Advisors Inc. v. Lewis*, 444 U.S. 11 (1979)。この多々の事例では、他の証券諸法の詐欺禁止規定の適用の可能性がある。See, LOSS & SELIGMAN, *supra* note 1, at 1104.

- (157) 上院議事録・前掲注(98)七七一頁参照。また同七一八頁参照。
- (158) 上院委員会報告書・前掲注(134)二頁。
- (159) SEC自身、一九四五年には、業者の帳簿や記録を(違法又は違法の疑いがあるという証拠なしには)検査する権限がないことが悪質な業者を予防的に排除することが必要なことの理由としてあげている。SEC, PROTECTION OF CLIENTS' SECURITIES AND FUND IN CUSTODY OF INVESTMENT ADVISERS: Report on Embezzlement of Clients' Securities and Funds by Two Investment Advisers and Recommendations for Amending the Investment Advisers Act of 1940, at 1 and at 5 (1945). その内容の要約として Investment Advisers Act Release No. 39 (Jan. 31, 1945), 1945 WL 26209. 議会は直ちに法案を提出したものの(H.R. 3691, 79th Cong., 1st Sess. (1945))、その改正は一九六〇年まで実現されなかった。なお Philip A. Loomis, *The Securities Exchange Act of 1934 And The Investment Advisers Act of 1940*, 28 GEO. WASH. L. REV. 214, 244-249 (1959) 参照。もともとSECが一九五四年に、登録申請のための記載事項を簡易化し、必ずしも規制強化の動きばかりではなかった。なお一九六〇年改正も業界の反対のなごみのためであった。S. Rep. No. 1760, 86th Cong., 2d Sess. (1960), reprinted in 4 FEDERAL BAR ASSOCIATION SECURITIES LAW COMMITTEE ed., FEDERAL SECURITIES LAWS: LEGISLATIVE HISTORY 1933-1982, at 4591 (BNA, 1983).
- また、一九七〇年にもSECの権限を強化するために一九四〇年投資顧問法は改正された。Investment Company Amendments Act of 1970 (Dec. 14, 1970), Pub. L. No. 91-547, 84 Stat. 1430.
- (160) 法律の要件を解釈する際に、法律の目的は一つの重要な考慮されるべき要素となることが多い。裁判例において法律の目的について言及がされ、それが一度確立された判例として評価されることになれば、それは後の裁判例において重要な解釈指針となっていることが多い。
- (161) 375 U.S. 180 (1963).
- (162) *Id.* at 186.
- (163) *Id.* at 195.
- (164) 第四章第三節で挙げた文献参照。こうした投資顧問の信託義務については、注(155)で言及した *In re Ahean W. Hughes, Exchange Act Release No. 4,048* (Feb. 18, 1948) におけるSECが述べた見解を *Capital Gains* 判決が追認したこともされる。