

証 研

レポート

No.1607

2002年6月

資産管理型営業の再考

二上季代司（1）

中国の個人投資家

王 東明（12）

投資顧問業者の注意義務について（1）

～運用機関の受託者責任より～

三木 まり（32）

財団法人 日本証券経済研究所

<http://www.jsri.or.jp>

資産管理型営業の再考

一上季代司

個人営業の有力な手法として五年程前から多くの証券会社が導入を企図してきた「資産管理型営業」に対し最近、懐疑的な考え方が出てきている。そのきっかけとなった出来事は、「資産管理型営業」の本来本元であった米メリルリンチ証券の日本法人が今年初め業績悪化でリテール部門のリストラ策をうちだしたこと、またエンロン債を組み入れていたMMFが元本割れをし、資産管理型営業の中核的商品である投資信託への信頼性を傷つけたことがあげられる。もっとも後者についてはその後、投信協会を中心にMMFの商品性に関する改革が行われたこと⁽¹⁾から基本的には解決済みと考えられる。これに対し、前者の出来事は資産管理型営業が日本で採算的に成り立つのかどうかという基本的かつ重要な問題を提起している様に思われる。そこで、以下では、資産管理型営業が成り立つための条件について考えてみよう。

1 資産管理型営業とは

そのまゝにまず資産管理型営業とはなにか、その定義をしておく必要がある。これには 対顧客サービスの観点、営業目標、の二つの意味が混在しており、これを分けて考えたほうが理解しやすい。

まず、対顧客サービスという観点から見ると、資産管理型営業では、営業員は資産運用のコンサルタントの役割をする。顧客の年齢や家族構成、保有資産の中身や年収などをお聞きして、その顧客属性に応じた資産運用を

提案し、顧客ごとにモデルポートフォリオを作成する。そしてそれにみあった金融商品を推奨し、その購入を代行する。その後、そのパフォーマンスをレビューし、必要とあれば資産の再配分を提案する、そのようなプランニングベースの営業手法を指すのである。

第二に、営業目標という観点からみると、資産管理型営業における目標は売買注文よりも預かり資産の積み上げ（Transaction GeneratingからAsset Gatheringへ）に重点がおかれる。さらに、これに価格戦略を絡ませて手数料の徴収方法を売買ごとに得られるコミッション（Commission）から残高に比例するフィー（Fee）に変えていけば、営業目標の変更とあいまって、無用にお客様に回転売買を進めるといふ顧客と営業員との利益相反とそれに付随する顧客トラブルが防止できるし、好不況に左右されない収益体質にする事が出来るという効果が得られる。

2 成功の条件

【顧客資産の把握と顧客ニーズ】

このように資産管理型営業といっても対顧客サービスと営業目標の両面からの規定があるのだが、いずれにせよ、これを実行に移すにはいくつかの条件が必要である。

第一に、意味のあるプランニングを行えるためには顧客資産の把握が必要である。すなわち、年収の額はもちろん、住宅ローンの残債や保有する金融資産の種類、額を聞き出さなくてはならない。つまり顧客のプライバシーに踏み込むわけである。顧客としては相当の信頼関係になければ営業員に自分の懐具合をさらけ出すようなことはしないだろう。しかし、営業員としては顧客に正確な財務状態を教えてもらわなければモデルポートフォリ

を作成することは出来ない。さらに、作成したモデルポートフォリオに沿った金融商品の購入を執行した後は、それを預からなければならぬ。そうしなければ、購入後のパフォーマンスを正確にモニターすることは出来ない。できるなら、顧客の金融資産の全額を預かることがベストである。このようにみると、営業員がプランニングベースの営業を行うためには、顧客の信頼性を獲得すること、顧客の金融資産を出来るだけ多く集結させること、この二つの条件を満たすことが必要であることが分かる。

しかしこの点については、当初から日本の証券界の間で顧客の実情に合わないという批判があった。というのは、日本の金持ちは税務対策上、資産を分散する性癖があるからである。家族や会社名義に資産を分散するのはいうにおよばず、預け先の金融機関まで分散するのが当然、という風潮である。そのような状況では、資産の集結はおろか財務状況の把握も困難であり顧客プロフィールを作成するのはきわめて難しいだろう。

しかし他方、預金ペイオフの解禁と年金への関心の高まりの中で、家計の間に老後に向けた貯蓄形成の一手段として証券投資を有力な選択肢として考える傾向が潜在的に強いことも否定できないのである。その一端は、銀行窓販経由で株式投信が相場の変動にかかわらず積み立て方式で継続的に購入されていることに現れている。このように見ると、日本的な資産管理型営業とは、顧客資産すべてを対象とするのではなく長期性の証券投資に振り向ける予定の限られた資産額のなかで顧客のリスク許容度に見合った商品を提供し、それを預かってパフォーマンスをモニターするということに限定されざるを得ない。

すなわち日本の場合には、対顧客サービスの観点からみたコンサルティングベースの営業ということよりも預かり資産の積み上げという営業目標の追求に重点がおかれざるを得ない。これが現在進められている日本流の資産管理型営業なのである。それは確かにメリル・リンチ等アメリカの証券会社が展開しているものとは違うが、日

本の顧客風土の中ではやむを得ざるものではある。

【営業員へのサポート、コンプライアンス体制の整備】

そうした状況で、注力すべき商品・サービスということになればそれは投信信託ということになる。先述したように顧客資産をすべて把握できるようであれば、老後に向けた資産蓄積シミュレーションに基づく資産配分、保険、相続、税対策を盛り込んだ包括的な投資戦略を立てることができ一任運用やラップ口座のようなサービスが適しているのであるが、部分的な資産額しかアドバイスの対象にならないとすれば、むしろオーダーメイドの投信が適しているということになる。

そこで第二に、資産管理型営業を推進しようと思えば、営業員に対するそれなりのサポートが必要である。まず、資産管理型営業は、今まで進めてきた営業手法とは中身が違うのだから、営業員に対する研修が必要である。またリスク・リターンの組み合わせに沿った投信など金融商品の品揃えが必要である。流動性、安定性、収益性の三つの観点はもちろん、グローバルな範囲で主要なアセットミックス、運用手法を網羅した品揃えが必要である。そして、顧客のポートフォリオを時価評価してそのパフォーマンスを即座にモニターできるシステムも必要だろう。研修、品揃え、システム面でのサポートなどいずれもそれなりにコストのかかる諸策が必要である。

そして第三に、コンプライアンス体制の整備が必要である。資産管理型営業は預かり資産の積み上げを目標とし、長期性の資金を対象とするものであって、資産の入れ替えは顧客利益にとって必要最小限にとどめるべきなのである。この点、日本では投信の回転率がアメリカと比べて高いことがしばしば指摘されてきた。顧客に不利

益となる投信の乗り換え勧奨は厳禁すべきで、これを防ぐコンプライアンス体制が必要である。

しかし、この最後の点について、更に検討すべき問題がある。資産管理型営業において十分な預かり資産が積みあがっていない初期の段階では、収支面の都合から収入を作り出そうとして、投信の乗り換え勧奨への誘惑が絶えず発生せざるをえないのである。したがってコンプライアンス体制の整備だけでは問題は解決しない。それと同時に資産管理関連収入の増収と費用削減を図って損益分岐点を早くクリアする策が必要ということになる。そこで次に資産管理関連収入についてみよう。

3 資産管理関連収入

では資産管理業務に関連する収入にはどのようなものがあるか。これを日米の代表的な二社（メрил・リンチ社、野村証券）を取りあげて見てみよう。両者の直近の財務諸表から資産管理関連収入を抽出すると表1のようになる。これは連結ベースであるために資産運用会社すなわちMerrill Lynch Investment Managers (MLIA)と野村アセットマネジメントの運用収入等も含まれている。そこで運用部門の運用報酬（営業部門への支払い代行手数料を除くネットの運用報酬）を控除した額を営業部門の資産管理関連収入とみなし、これを営業部門の顧客預かり残高で除すと、両社の残高手数料率には二倍ほどの格差がついている。このマージン格差はどこからくるのか。

【アセットマネジメント・フィー】

この収入課目は、大きく二つ、資産運用会社の稼得する運用収入（委託者報酬および投資顧問収入）と、

販売した投信の残高に比例した代行手数料、から成り立っている。日本の場合、投信法制上は信託型が中心であり運用会社そのものが受益証券の発行体となるため、発行体が販売証券に支払う代行手数料は運用会社の受け取る委託者報酬の中から支払われる。このため、野村の場合には野村アセットの投信を販売すると代行手数料の支払いは内部取引となり、連結すると相殺されるのである。⁽³⁾

これに対し、アメリカの場合にはノーロードファンド（販売手数料なしの投信）を販売したときに販売経費に相当する手数料を運用資産から支弁してよいことになっている。これはSEC規則12b-1に規定をおいたフィーと言う意味で12b-1と呼ばれるが、徴収形態は通常は残高に比例する。これが運用会社を經由して販売会社に支払われるのである。この意味でメリルが自社投信を売ればこの手数料（いわば投信代行

表1 資産管理関連収入

メリル・リンチ (百万ドル)			野村 (億円)		
項目	2000年	2001年	項目	2000年 3月期	2001年 3月期
Asset management Fees	2,398	2,105	アセットマネジメント・フィー	1,351	1,001
内訳	運用報酬	1,913	内訳	運用報酬	1,191
	投信代行手数料 (差額として推計)	485		投信代行手数料	773
Portfolio Service Fees	2,192	2,202			
Account Fees	518	495	カストディアル・フィー	98	98
Others Fees	580	549	債券元利金代行手数料そのほか	59	37
Total	5,688	5,351	合計	1,508	1,136
Percent of Total Net Revenue (÷)	21.3%	24.5%	純営業収益に占める比率 (÷)	19.2%	16.1%
残高手数料率 (+ +) ÷ の平残	0.256%	0.263%	残高手数料率 (+ +) ÷ の平残	0.161%	0.127%
参考					
Total Net Revenue	26,766	21,880	純営業収益	7,867	7,053
従業員数 (人)	72,000	57,400	人員数 (人)	14,640	14,550
営業部門顧客預かり残高 (10億ドル)	1,477	1,286	預かり残高 (野村証券単体ベース、兆円)	56.8	51.8

(注) Total Net Revenue、および純営業収益は総営業収益から金融費用を控除した額。

(出所) 野村ホールディング2002年3月期決算報告 (証取法基準) および同説明資料、Merrill Lynch 2001 Annual Report, & Fact Book.

手数料)の授受は内部取引となるのだが、同グループのMLIAはこれをAsset management Feesとしてではなく、Commissionとして計上している。したがって、メリルの場合の投信代行手数料は、その数字が細分されていないものアセットマネジメント・フィーと運用報酬との差額に相当すると考えられる。そこでメリルと野村の両社を比較すると、従業員数等から見て規模的には四対一の格差であるが、リテール部門における投信代行手数料は(為替相場の関係もあるが)ほぼ拮抗しているとみなし得るのである。

【ポートフォリオサービス・フィー】

これに対して、両社のもっとも大きな違いはポートフォリオサービス・フィーの有無である。これは手数料が預かり資産に連動する顧客口座から得られるものでメリルの場合、大きく二つからなっている。一つは、預かり資産に比例する手数料率を年額で支払えば何回でも売買できるという顧客サービス⁽⁴⁾から得られるもので、収入項目として以前は売買ごとに徴収するコミッションとして計上されていたものが、フィーとして計上されているものである。第二は一任運用勘定であるが、その大きな部分を占めているのが以前「ラップ口座」と呼ばれていた商品である(現在ではよりカスタムメイドされてSeparate Managed Account, SMAと呼ばれる)。これは顧客の投資リスク許容度や目標投資収益等の要望をもとに営業員が顧客に適したポートフォリオマネージャーを紹介しそれに運用を任せ、事後のレビューも含め顧客口座を管理するサービスである。この一連のサービスに対して預かり資産に比例する手数料が支払われる⁽⁵⁾。このポートフォリオサービス・フィーが近年もっとも伸びており、資産管理関連収入全体に占める比率も上昇しているのである(表2)。その成長の主要因は先述のSMAであり、九六年ごろから拡大している。そしてこれはメリル一社だけではなくアメリカ証券界全体の共通現象なのである

表2 メリル・リンチ社のポートフォリオサービス・フィー
(百万ドル)

	1997	1998	1999	2000	2001
Portfolio Service Fees	826	1,150	1,479	2,192	2,202
同収入比率(÷)(%)	27.5	27.4	31.1	38.5	41.2
平均手数料率(÷の平均残高)(%)		1.44	1.12	1.16	1.06
資産管理関連収入	3,002	4,202	4,753	5,688	5,351
プライベートアカウントのうち手数料が 残高連動のもの(末、10億ドル)	65	95	168	209	205

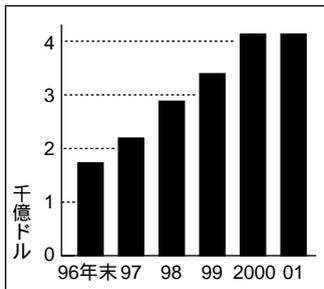
(出所) 表1に同じ

口座管理手数料、信用取引管理費などであるが、総じてアメリカ証券界ト・フィーとして計上される。これに相当するものが日本では保護預り

【アカウント・フィー、その他】
なおその他の手数料として、アメリカでは年間五〇ドル程度の口座維持手数料を徴収するのが一般的であり、それがアカウント

(図1)。このポートフォリオサービス・フィーに相当する収入項目が野村証券にはないし、その他の日本の証券会社にもないのである。それはなぜだろうか。超低金利など外部環境がこれを許さないのか(年率で残高の1%強を支払って余りあるような相場環境でなければならぬ)。規制によるものか(一任運用に関する規制が厳しい)。顧客が証券会社を信頼していないのか。スタッフや社内コンプライアンスなど証券会社の対応が遅れているのか。トラックレコードを有する多様な投資スタイルのファンドマネージャーが外部に多数存在していないからか。また先述のように税務対策上、金持ちが資産を小分けでしか各社に預けようとせず、そもそも包括的なファイナンシャル・プランニングを必要としないからなのか。客観的かつ主体的条件をさらに吟味する必要がある。

図1 セパレート・マネジド・アカウントの預かり資産残高
(Separate Managed Account)



(出所) 日経金融新聞、2002年3月7日。
(原資料) 米マネー・マネジメント協会

と比べてやや少ないという印象を受ける。日本の場合には一口座あたりには一口座あたりの年間手数料が低いことのほか、一定額の残高がある顧客には無料にしている証券会社も見られるのである。またアメリカでは報告書送付などの郵便・取扱手数料や口座解約・移転手数料など実費負担の名目でこまめに手数料を徴収しているが、日本の場合にはそれらが無料の顧客サービスのように思われているふしがある。

以上のように見ると、資産管理関連収入の日米格差はポートフォリオサービス・フィーが稼得できていないこと、口座維持に要する実費を十分カバーしていないこと等に起因していることが理解できよう。

4 人件費の変動費化

他方、コストのほうはどうか。ここ最近、日本の証券業界では契約期間を区切った実績報酬の契約営業員が増している。こうした委任契約の外務員は、以前は「歩合外務員」と呼ばれむしろ中小証券に多かったのだが、表3によればこうした傾向が最近ではむしろ大手・準大手に増えているのである。また雇用契約を結んでいても、固定給を抑え歩合給が中心という営業員も増えている。そのほか、派遣社員の営業員も増えている。このような営業員の採用形態の多様化を前にして、従来のような「社員外務員」と「歩合外務員」という区別は無意味となり、証券業協会は「歩合外務員」

表3 証券会社の契約営業員

証券会社	契約営業員	営業部門に占める割合
野村	2,200人 ・ F A 1,100人 ・ 証券貯蓄アドバイザ-1,100人	38%
大和	1,100人	22%
日興コーディアル	906人 ・ F A 747人 ・ 独立系 F A 159人	19%
新光	900人	24%
岡三	280人	14%
さくらフレンド	60人	9%

(注) 野村はリテール部門に限定した数字
表のF.A.とはファイナンシャル・アドバイザーの略である。日興コーディアルのF.A.は雇用契約だが、独立系F.A.は会計士、税理士などが委任契約で証券営業を行うものである。

(出所) 日本経済新聞2002年5月20日

という呼称をやめることになったとされる。いずれにしても人件費の変動費化が進んでいるのである。この結果、証券営業の損益分岐点は下方にシフトしつつある。このことは、資産管理型営業の定着にとってフォロワーの動きであるが、反面では会社へのロイヤルティ（忠誠心）が薄れることが避けられず、営業員をして自らの報酬を増やそうと無理して実績を作り出そうとする誘惑に刈られる可能性を高めることになる。それだけに資産管理型営業の定着に合致するような報酬率の算出方法（たとえば預かり資産額に連動する部分を増やすなど）を考慮することも考えられるし、いま以上にコンプライアンス体制の整備が必要といふことになる。

5 小括

資産管理型営業は、手数料自由化とオンラインブローカーの台頭のなかで、従来のような短期性の資金を対象とする回転売買では儲からなくなったという主体的な理由と、少子高齢化や年金制度改革（日本版四〇一Kなど）、預金のペイオフなど客観的な理由が重なって出てきた代替的な営業手法のひとつである。そしてこれまた、開始五年間の試行錯誤の中で、徐々に、日本の顧客風土の中では顧客資産に対する包括的なファイナンシャル・プランニング・サービスという意味合いは後退し、預かり資産の積み上げという営業目標の色彩が強くなっている。しかし現実がそうであれば、そのような日本流の資産管理型営業が根付くような努力が必要である。そして、実際上も、回転営業への後退を阻止するコンプライアンス体制の整備や人件費の流動費化などによる損益分岐点の引き下げなど、そのような方向への経営努力が払われているのである。

注

- (1) もともとMMFは元本割れすると商品コンセプトが成り立たないため、アメリカでは組み入れ証券類の残存期間や信用度の制限が設けられており、もし損失が〇・五%を超えるとSECに申請して原因証券を簿価で買い戻すことが可能になっている。そこで日本でも、MMFの組み入れ銘柄についてトリプルB以上の格付け、償還まで一八〇日以内などの組み入れ制限を設けることとなった。
- (2) 投信購入の状況について、ここ数年、顕著な変化が見られる。「最近の個人顧客の傾向」本誌一六〇二号、二〇〇一年一月、を参照)
- (3) ちなみに、この内部取引の規模は運用報酬と投信代行手数料の合計がアセットマネジメントフィーを超過する額(前々期六二億円、前期三九一億円)に相当する。この額は投信代行手数料の八〇%(前々期)、七三%(前期)を占めるが、この比率は野村グループにおける自社投信の販売比率をほぼ反映している。他方、この額は野村アセットの支払い手数料の八二%(前々期、前期とも)に相当するが、これは野村アセットの投信の八二%が野村証券の販売網に依存していることを意味しよ。
- (4) この商品名はメリルではUnlimited Advantageと呼ばれる。
- (5) この商品サービスとしてメリルでは Merrill Lynch Consultantsがあるが、ほかに複数の投信を組み合わせる Mutual Fund Advisorなどがある。

() にかみ きよし・主任研究員)

中国の個人投資家

王 東明

1 はじめに

現在、中国株式市場の投資家は六、六〇〇万（登録口座数）を超えているが、その殆どが個人投資家（九九％）であり、法人・機関投資家はわずか一％に過ぎない。このような個人投資家を中心とする市場構造の下で、投資家はどのように構成され、何を求め、どのような行動をしているか。小稿では、近年の個人投資家の状況を整理し、幾つかの投資家調査の紹介を通じて、投資家の特徴および投資構造を考察する。そして、投資家保護の観点から株式市場の問題点を考える。

2 投資家の状況

この一〇年余りで、中国の株式市場は上海と深圳の地域的な市場から全国的な市場へと発展し、投資家数も急速に増えた。二〇〇二年末現在の両取引所の投資家登録口座数は既に六、六〇〇万を超え、九一年の一八〇倍にも上った。⁽²⁾特に、九六年、九七年および二〇〇〇年の三年間は、投資家数が急増し、新規口座数が各年とも一、〇〇〇万の大台を突破した（表1）。投資家の急増の原因は、経済の高成長と関連し、また個人収入および貯蓄の増加、投資家の株式市場に対する期待感が一段と高まったことと関連しているのではないかと考えられる。

それでは、年々増え続けている投資家はどのように構成されているか。上海証券取引所の資料によれば、次の

通りである。すなわち、男性の投資家は五割を超え、女性の投資家は四割前後を占めている（表2）。また、投資家の年齢構成を見ると、五〇歳以下は全体の八割前後を占め、うち三〇代が最も多い（三割超）ことがわかる（表3）。そして、投資家の学歴を見ると、高校・専門学校卒以下という低学歴の投資家が多く（六割超）、逆に大卒以上の高学歴の投資家は一割前後に止まっている（表4）。

以上のように、中国の投資家は男性が多く、しかも二〇代、三〇代という若い年齢層が多く、また低学歴の投資家が大半を占めていることが明らかである。ここでより詳細な投資家状況および投資構造を把握するため、中国証券報の全国調査⁽³⁾と深圳証券取引所の中心城市調査⁽⁴⁾を中心に調査結果を紹介することにしよう。

3 投資家調査

昨年末、中国証券報と華泰証券は、全国範囲で一万人以上の個人投資家を対象にアンケート調査を実施し、うち五千人から有効回答を回収し、二〇〇一年度の調査結果を発表した。また、深圳証券取引所と六社の証券会社は、深圳、上海、北京など六つの中心城市で二、七二四名の個人投資家を対象にアンケート調査を実施し、二、五八七人から有効回答を得て、「中国株式市場の個人投資家状況」の報告書をまとめた。以下ではこの二つの調査結果を見ていこう。

表1 中国株式市場の投資家数の推移

（登録口座数：万）

年末	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
上海	11	111	424	575	685	1,207	1,713	1,999	2,281	2,958	3,430
深圳	26	106	354	484	557	1,099	1,620	1,912	2,201	2,843	3,221
A株	37	116	776	1,056	1,238	2,293	3,315	3,893	4,462	5,774	6,502
B株		1	2	3	5	14	17	18	20	27	149
個人	37	215	775	1,054	1,236	2,298	3,320	3,896	4,462	5,773	6,608
法人・機関	0.06	1	3	5	6	8	13	15	19	28	43
新規口座数	36	180	561	281	183	1,064	1,027	578	571	1,319	850
登録口座数	37	217	778	1,059	1,242	2,306	3,333	3,911	4,482	5,801	6,651

（注）登録口座数はA株（国内投資家向け）とB株（海外投資家向け）を含む。数字は四捨五入。
（出所）上海・深圳証券取引所、中国証券監督管理会の年鑑・年報より作成。

表2 上海証券取引所の投資家の性別

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
年未						
男性	55.58	55.30	55.14	57.36	55.26	54.76
女性	35.75	38.57	39.60	42.64	44.74	45.24
その他(不明)	8.66	6.13	5.26	0.00	0.00	0.00

(出所)『上海証券取引所統計年鑑』の各年版より作成。

表3 上海証券取引所の投資家の年齢

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
年未						
30歳未満	22.29	23.70	24.12	24.86	26.47	26.93
30歳～40歳	31.39	32.18	32.18	32.23	33.81	33.68
40歳～50歳	22.04	22.60	22.67	22.56	23.37	22.93
50歳～60歳	8.88	8.86	9.05	9.03	9.41	9.44
60歳以上	6.79	6.67	6.76	6.72	6.93	7.03
その他(不明)	8.60	6.09	5.22	4.61	0.00	0.00

(出所)『上海証券取引所統計年鑑』の各年版より作成。

表4 上海証券取引所の投資家の学歴

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
年未						
高校・専門学校卒業未満	32.73	38.00	35.19	32.93	36.61	38.17
高校・専門学校卒業	9.81	10.95	15.73	19.46	28.82	27.68
短大卒	17.35	18.10	18.15	18.38	21.64	21.53
大卒	7.41	7.51	7.68	7.65	8.55	8.51
修士以上	3.14	3.65	4.19	3.97	4.37	4.11
その他(不明)	29.56	21.79	19.07	17.61	0.00	0.00

(出所)『上海証券取引所統計年鑑』の各年版より作成。

(1) 性別

中国証券報の調査で、投資家の男女比率を見れば、男性は八割(八一・一六%)以上、女性は約二割(一八・八四%)である。この結果は、九五～二〇〇〇年の調査(男性：七割、女性：三割)より男性が増えていることがわかる。男性投資家が増えた原因について、近年の株式市場は投資リスクが高く、男性が女性より「博打ゲーム」に勝負心が強いと分析されている。

(2) 年齢

投資家の年齢層を見ると、二〇歳未満は〇・四八%、二〇歳～二九歳は一一・四七%(前年比三%減)、三〇歳～四九歳は四九・九三%(前年比五%減)、五〇歳～五九歳は一八・八五%(前年比三・八四%増)、六〇歳以上は一九・二四%(前年比四%増)という調査結果が出た。二〇〇一年度では、五〇代以上の投資家が増加し、特に六〇歳以上の定年退職層が増えている。逆に五〇歳以下の若い世代は減っており、特に三〇代～四〇代の比率が九五年の調査開始から現在までの間に初めて半数を割った。若い年齢層が減った原因は、二〇〇一年の株価の急落と関連していることが強調された。

深圳証券取引所の中心都市調査では、投資家の多い年齢層は二〇歳～五〇歳で、全体の七七・五九%を占め、

五〇歳以上は一六・九六％である。投資家の最低年齢は一六歳、最高年齢は八三歳、平均年齢は四三歳である。

(3) 学歴

投資家の学歴の構成は次の通りである。すなわち小学校卒以下は〇・七一％(前年比〇・〇九％減)、中学校卒は四・五五％(前年比一・八五％減)、高校・専門学校卒は二一・八五％(前年比一・八五％減)、短大卒は三八・八七％(前年比約四％増)、大卒は三〇・六五％(前年比〇・八五％増)、修士以上は三・四％(前年比一％減)である。ここでは、高卒以下の低学歴の投資家が減ったが、短大卒と大卒という高学歴の投資家が増え、全体の七割前後を占めた。しかし、九三年～九八年の調査では、低学歴の投資家が増えている傾向がみられる。

深圳証券取引所の調査では、大卒以上の投資家は三割前後(二九・三三％)を占め、高校・専門学校卒以下の低学歴層は四割(四三・八一％)を超えている。

(4) 職業

投資家の職業については、サラリーマンが中心である。その内訳は、国家機関および国有企業の幹部は三〇・六％で、二〇〇〇年とほぼ同水準である。技術者は一一・六二％で、前年比四％の減少である。現役の軍人や警察官は一・〇四％で、前年と比べやや減った。外資系企業・集団所有制企業・私営企業の管理人員は四・八九％、株式会社企業の管理人員は四・五二％で、両方ともやや上昇した。現場労働者(生産、運送)は二・九六％で、前年と比べ半減である。学生は〇・九九％でやや増えた。農業関連(農・林・牧・漁・水利)の労働者は〇・七四％、個人経営者は二・四二％で、前年とほぼ同じ水準である。職業投資家と呼ばれるデイ・トレーダーは四・

七六%、前年(六%)より少ない。ここで投資家のうち、収入が比較的高く、職業も安定している公務員、国有企業の幹部および技術者が多く、一般労働者が少ないことが窺われる。

一方、失業・レイオフの投資家は六・三五%、定年退職者の投資家は二一・九%で、両者を合わせると三割(二九・二五%)前後で、前年比五%の増加である。近年、失業・レイオフの人数が増え、生活が不安定でありながら、わずかな貯蓄で、株式市場で利益を獲得して生計を立てようとする考えの人が増えている。また定年退職者の投資家も増え、株式投資が老後生活の楽しみの一つとして投資する老人は少なくない。

深圳証券取引所の調査では、投資家の職業構成は政府機関幹部(一七・八七%)、労働者(一六・一八%)、技術・教育・文化・医療・マスコミは(二二・七三%)、サービス業(一〇・〇二%)、失業者(九・四七%)、個人経営・私営企業のオーナー(八・二五%)、軍人(一・五七%)、農民(一・五三%)、芸術・スポーツ選手(一・四九%)、学生(一・〇六%)、その他(一九・八四%)という順位になっている。また、投資家のうち、デイトレーダー(職業投資家)は七・五%、無職の投資家は一四・五%である。

(5) 投資歴

二〇〇一年の投資歴を見れば、九五年以前に株式市場に参入したいわゆる古い投資家(「老股民」)は三六・八四%、前年と同水準である。九六年〜九八年の新規参入者は三五・二二%、前年(四〇・五%)より五%前後が減った。九九年〜二〇〇一年までの三年間の新規参入者は、それぞれが八・一三%、一二・一六%、七・六一%であり、特に、二〇〇〇年に株価の上昇によって新規参入者が最も多かった。

中国証券報の調査分析によると、九五年以前の投資家は投資の経験が多く、二〇〇一年の株価の乱高下に対し

ても、比較的平常心を保っている。九六年～九八年の新規参入者は、この間の株価の低迷および激しい変動に動揺し、退場する者が増えている。九九年と二〇〇〇年の新規投資家は二割を超え、この時期の株価の上昇により、安定した新規参入者を獲得した。二〇〇一年は株価の急落と幾つかの政策（国有株の売却など）が不透明のため、新規参入者が減ったと説明されている。

深圳証券取引所の調査では、投資家の平均投資歴は五・四年、九五年以前の投資家は三六・九%、二〇〇〇年以後の新規参入者は二一・八六%で、以上の調査とほぼ同じ結果が得られた。

(6) 収入

投資家の収入は表5で示している。すなわち、平均月収一、〇〇〇元（二元＝一六円）未満の低収入層は四割を超え、一、〇〇〇元以上三、〇〇〇元未満の中間層は半数前後を占めているが、両者を合わせると九割以上になった。三、〇〇〇元以上の高収入層は一割前後に止まっている。二〇〇一年の平均月収は前年度の調査と比べ、一、〇〇〇元未満の低収入層は七%減少した。一方、一、〇〇〇元以上二、〇〇〇元未満の層はやや増え、二、〇〇〇元以上五、〇〇〇元未満の層は五%増、五、〇〇〇元以上八、〇〇〇元未満の層はわずかに増加し、中高収入の層は増えている。しかし、八、〇〇〇元以上の超高収入層はやや減った。

二〇〇一年の投資家の収入は前年度と比べれば、三一・八%が増加、四三・三六%が変わらず、二四・九四%が減少と答えた。大部分の投資家の収入は安定している。但し、収入の減少した投資家は前年度より七%上昇し、九九年の数字とほぼ同比率となった。

表5 中国投資家の収入構成（2001年）

平均月収	比率(%)
500元未満	12.24
500元以上～1,000元未満	30.20
1,000元以上～2,000元未満	36.23
2,000元以上～3,000元未満	12.89
3,000元以上～5,000元未満	4.65
5,000元以上～8,000元未満	1.94
8,000元以上	1.85

(出所)『中国証券報』2002年4月5日より作成。

また、収入が増えた投資家はこの三年間ほぼ同じ水準である。

投資家の収入が増えた理由について、二〇〇一年のマクロ経済状況が安定し、積極的な財政政策が実施され、経済に刺激効果が出て、多数の企業の業績は改善された。また、公務員の賃金もアップし、投資家の三分の一前後が公務員と国有企業の幹部であるため、投資家の収入増につながった。しかし、ITバブルおよび世界経済の低迷の影響で、高収入の投資家は減少し、一部の投資家も収入の減少を感じたと分析されている。

深圳証券取引所の調査では、中心都市の年収二万元以下の投資家は五五・六三%を占めている。

(7) 金融資産

投資家の金融資産を見ると、株式(投資口座内の資金を含む)は六三・七八%(前年比三%減)、投資信託は三・七三%(前年比二・五七%減)である。また国債は一・五九%、社債は〇・九九%、預金は一五・三五%、現金は五・八二%、保険は二・二三%という構成になっている。

ここでは投資家の金融資産の大半は株式投資であり、しかも調査開始からの五年間に連続して株式の比率が六割を超えている。逆に、現金・預金の比率(二割)は比較的少ないことが特徴である。一般的に、中国の都市部個人金融資産の大半は預金(六割以上)であるが、今回の調査は投資家の預金が一五%であり、さらに六割以上の投資家は預金比率が一割以下である。金融商品がまだ少ない中国において、投資家の選択は株式に集中し、「定期預金をするよりは、むしろ株式を買った方がよい」という投資判断になっているのである。また、九割以上の投資家は投資信託を金融資産の一割以下に抑えたいという調査結果が出ている。

深圳証券取引所の調査では、投資家の金融資産のうち、株式と投信の投資は六割前後(六〇・六七%)を占め、

うち五割前後が株式の投資である。一部の投資家（約二・六二％）は借金して株式に投資している。

（８）投資構成

株式市場の投資構成は表6に示されている。つまり一〇万元未満の小口投資家は半数（四六％）近く、一〇万元以上三〇万元未満の中位（中規模）投資家は四割前後で、中位以下の投資家が九割を占める。逆に、五〇万元以上の大口投資家は一割前後に止まっている。

深圳証券取引所の調査では、小口投資家（一〇万元未満）は六〇％、中位投資家（一〇万元～五〇万元）は三五％、大口投資家（五〇万元以上）は五％になっている。株式市場は中小規模の投資家が支えていることがわかる。

（９）投資成績

株式市場の投資成績を見れば、二〇〇一年投資損が出た投資家の比率は八五％に達し、前年比五倍にもおぼろげな投資成績の過去最低を記録した。また深圳華鼎市場調査会社の調査では、以上に近い調査結果（八一・四九％）が出た。⁶中国証券報の過去九年間の調査資料を見れば、九八年は損失を被った投資家が六八％で、他の年はおよそ五〇％前後である。二〇〇一年はそれをはるかに超えている。それを受けて、二〇〇一年の相場に対して、「非常に不満」を持つ投資家は六六・八％、「不満」は二〇・二％、「満足」しているのはわずか六・四％で、大多

表6 中国投資家の投資構成（2001年）

株式市場に投資した資金	比率（％）
5万元未満	19.08
5万元以上～10万元未満	26.57
10万元以上～30万元未満	32.06
30万元以上～50万元未満	11.20
50万元以上～100万元未満	6.86
100万元以上～500万元未満	3.65
500万元以上～1,000万元未満	0.44
1,000万元以上	0.18

（出所）『中国証券報』2002年4月5日より作成。

数の投資家は不満を持っているのである。

投資損を被った投資家のうち、具体的にどの程度の損失があったかという投資損率を見れば、損失一〇%前後は一五・五%、二〇%、五〇%は五四・一%、半数以上は一四・六%に達した。損失二〇%以上は七割前後で、前年度の一〇倍になった。損失源を見れば、九九%は流通市場の売買で、一%は新規発行によるものである。今まで、発行市場のリスクはほとんどなかったが、中国石油化学、安陽鋼鉄の新規上場および一部の増資企業は発行直後に発行価格を割り込んだことで、「発行抽選に当れば儲かる」という神話が崩れはじめている。一方、勝負同率の投資家は約五%で、利益を獲得した投資家は一〇%前後しかない。利益源を見ると、流通市場の売買は七一%、新規発行は二七%、委託売買は二%である。

深圳証券取引所の調査では、投資開始から「儲かった」、「勝負同率」、「損失した」の比率はそれぞれ二二%、三四%、四四%であり、「損失した」投資家が比較的多い。また、投資家の四〇・八%は「最も儲かった年」は二〇〇〇年と認識し、その次に九九年である。逆に、八二・六%の投資家は「最も損失した年」は二〇〇一年と選択し、上述の二つの調査結果と一致している。

(10) 投資リスク

深圳証券取引所の調査では、投資家の六割以上(六一・四%)はいわゆるST銘柄(二年連続赤字)、PT銘柄(三年連続赤字)という「ボロ株」を購入した経験がある。現在でも二割以上(二三・六%)の投資家は依然ST銘柄とPT銘柄を持っている。なぜこのような「ボロ株」を購入したかという理由を尋ねると、投資家は投資機の手チャンスがあるからだと答えた。近年、ハイリスク・ハイリターン⁽⁷⁾の投資理念は一部の投資家に浸透してい

るが、これは赤字企業の経営改善や資本注入および吸収合併などに期待する投資家は少なくないと考えられる。

また、投資リスクについて、九割以上の投資家は株式市場のリスクが「非常に高い」または「比較的高い」と認識している。投資リスクは主に市場の非規範化（インサイダー取引、株価操作、虚偽の情報など：四六・六％）と政府の政策変化（四二・一％）という理由に集約されている。

(11) 株価の変動要因

二〇〇一年の株価はなぜ下がったか、それはどんな要素によって影響されたかについて、政府の市場政策（国有株の売却計画など）は七七・八％、業績と企業経営は九・九％、監督管理は九・七％、マクロ経済は二・六％の調査結果が出た。また、今後の相場は何を重視すべきかについては、政策の変化（六九・四％）、企業業績（二三・四％）、投資の技術面の分析（四・七％）および大口・機関投資家の動態（二・四％）という回答が得られた。国の政策は株式市場に依然大きな影響力を持っていることがわかる。

(12) 投資失敗の理由

投資失敗の理由について、深圳証券取引所の調査では、政府の政策変化（六七・〇％）、企業の粉飾決算（五〇・九％）、大口・機関投資家の株価操作（四一・六％）、投資経験や知識の不足（二八・七％）によるものである。

近年、政策的要素は相場に対する影響が次第に弱くなっている中、二〇〇一年はいわゆる「政策相場」が再び注目され、政府の政策審議の透明性が欠け、市場の政策リスクが高いことが批判されている。⁸⁾ また、粉飾決算や

相場操縦などの問題も増えていることが、調査からうかがうことができる。

(13) 株式投資しない理由

投資家周囲の者はなぜ株式を投資しないのかという質問に対して、投資家は次の六つの理由を挙げている。

- (1) 儲からない(五二・四%)、(2) 株式市場が規範化されていない(三〇・九%)、(3) 投資の知識が足りない(二一・七%)、(4) 貯蓄したい(二・八%)、(5) 金が足りない(一・八%)、(6) 時間と精力が足りない(一・五%)。

ここで特に注目されるのは、「儲からない」の比率が二〇〇〇年の一九・八%より大幅に増えたことである。これは二〇〇一年の株価の急落によるもので、投資家の市場に対する不信感が高まっていることと関連しているのではないかと考えられる。

(14) 投資信託の購入

二〇〇一年、投資信託を購入した投資家は全体の四六・四一%、前年度の四四・六%よりやや増えているが、九九年の七〇%、九八年の六〇%に比べると、大幅に減った。上述した投資家の金融資産に占める投信の比率も減っており、投資家の投信離れがみられる。また、二〇〇一年から、オープンエンド型投信がスタートし、華安創新、南方穩健成長、華夏成長が設定されたが、わずか四・一二%の投資家が購入し、九五・八八%の投資家は購入しなかった。

深圳証券取引所の調査では、投資家の半数近くはクローズドエンド型投信を購入した経験がなく、約一九%の

投資家はそれを持っている。投資家が投信を購入する主な理由は、投信の「分配金」と「純資産」を挙げているが、「基金管理人の能力」や「基金管理会社の規範化」を配慮する投資家はわずか七％以下になっている。また、オープンエンド型投信をどの程度知っているかについて、「少し知っている」という投資家は五二％、「全く知らない」は二四・三％である。

(15) 利益処理

投資家が利益を獲得したとき、その利益をどのように処理するかについて、投資家の六三・九％は「一部は再投資、一部は消費」、二八・一％は「全部再投資」、八％は「全部消費」という調査結果が出た。

(16) 投資パターン

二〇〇一年の中長期的な投資家は四一・四五％、前年比三四・三五％の減少であるが、短期的な投資家は五八・五五％、前年比三四・三五％の増加である。相場が不安定で低迷すれば、短期的な投資家が増え、逆に中長期的な投資家は減る一方である。

深圳証券取引所の調査では、投資家の投資目的は、七割（七八・六％）以上が株式の売買によるキャピタル・ゲインを得たい、一割前後（一一・七％）が配当を獲得したいということである。中長期的に投資したい投資家は四割（三八％）近くに達している。実際に、三ヶ月、一年株式を持つ中期的な投資家は五割（五四・六％）を超えている。

(17) 投資方法

投資方法について、深圳証券取引所の調査では、証券会社の窓口注文は六九・五%、電話による注文は一八・五%、インターネットによる注文は八%である。窓口注文および電話注文といった伝統的な注文方法は九割近くを占め、ネット注文はまだ少ないと言えよう。

(18) 投資知識

投資家がどこから投資知識を得ているかについて、深圳証券取引所の調査では、新聞雑誌(三六・九%)、本(二三・六%)、親戚友人の紹介(二〇・六%)、専門家の解説(一一・九%)、各種の講座(三・四%)、学校の教育(二・六%)の順である。投資家の大部分は書物および親戚友人の紹介から投資知識を得ている。

(19) 投資情報

投資家がどこから投資情報を入手しているかについて、深圳証券取引所の調査では、新聞が最も多く、テレビがそれに次ぎ、両者を合わせれば七八・三%に達している。インターネットによる投資情報の入手は八・八%である。

また、上場企業のディスクロージャーによる開示情報について、「普通に関心を持つ」投資家は四四・七%、「あまり関心を持たない」は七・九%である。そして「あまり関心を持たない」理由を尋ねると、「会社情報が信頼できない」(四一・四%)、「大口・機関投資家はこれらの開示情報を既に知り、あまり意味がない」(三一・三%)という回答を得た。

そして、投資家が最も知りたい会社情報が何かについては、財務諸表（五六％）、発展戦略（一九％）、臨時公告（一一％）、株式所有構造（一一％）および経営陣（三％）の順で、企業の財務状況および発展戦略に対する関心度が高い。

4 投資家保護

次に、深圳証券取引所の調査を通じて、投資家の権利や投資家保護に関する調査結果を紹介する。

（１）投資家の権利

今回の調査では、大部分（七〇％以上）の投資家は株主総会の議決権を認識しているが、株主の閲覧権などの会社を知る権利を認識している投資家は半数前後（五〇・三％）に止まっている。殆どの投資家（九七％以上）は会社に対して詰問権、建議権の行使は意味がない、あるいは行使の方法がわからないと答えた。また、六割近い投資家は配当についての決定権を株主が持つことを知らない。五割前後の投資家は緊急時に株主が株主総会の開催を要求する権利があることを知らず、六三・九％の投資家はこの投資家保護（特に中小株主）のための法規定は意味がないと答えた。総じて言えば、投資家は株主の権利に対する認識が低いと分析されている。

また、現状では、投資家の七七％は上場企業の規約、株主総会の記録および財務報告書などの重要書類を閲覧した経験がない。その一方、企業の書類を閲覧した経験のある投資家のうち、一割前後（一二・二％）はもはや企業の書類を閲覧したくないと答えた。ここでなぜ大半の投資家は企業の書類を閲覧しないのか。その理由は、新聞や雑誌から上場企業の情報を簡単に入手できるからではなく、大部分の投資家（六一・六％）は企業の開示

情報に対して不信感を持つているからである。企業の開示情報の信頼性が問題視されている。

また、株主総会に参加した経験のある投資家は全体の二割以下に止まっているが、九割以上の投資家は参加した経験がない。その理由を尋ねると、六割以上（六三％）の投資家は「自分の持分が過小」であり、二割（一八・六三％）前後の投資家は「参加のコストが高い」と答えた。また、四割（四一・六％）前後の投資家は「自分の議決権を委任してもよい」と認識している。

（２）投資家保護の現状

投資家の権益が侵害されているかどうかについて、半数以上（五一％）の投資家は自分の権益が侵害されていると感じているが、三五・九％の投資家はそれを確定できないと答えた。また証券市場の個人投資家保護について、「不満」を持つ投資家は全体の八割前後（七九・一％）を占める。そのうち、最も深刻な問題は保護措置の不備（四三・七％）である。投資家保護の不備の原因は、主に「監督管理の力が足りない」（六四・四％）と「法規の不備」（六〇・六％）という行政サイドの問題および市場制度面の問題に集中している（表7）。しかし、九割近い投資家は、現在の監督管理部門が投資家保護のために採っている措置を支持し評価している。それにもかかわらず、三割（三二・一％）前後の投資家だけは監督管理部門の投資家保護の力を信じているが、三六・七％の投資家は依然としてそれに疑問を持っている。そして、約五割（四九％）の投資家は上場企業の反則行為を厳正に処罰することが、投資家保護のための最も緊急な課題であると認識している。

表7 投資家保護の不備の原因

項目	比率（％）
監督管理の力が足りない	64.4
法規の不備	60.6
市場操縦	29.7
情報開示制度の不備	28.8
仲介機関の信頼度が低い	20.3
株式所有構造の不合理的	19.9
企業ガバナンスの問題	16.6
投資家の自己保護意識が不足	11.5

（注）重複回答がある。
（出所）陳斌・李信民・杜要忠「中国股市個人投資者狀況」『中国証券報』2002年4月15日より作成。

また、投資家の権益が侵害されたとき、現状では、三割以上（三四・九％）の投資家は「仕方がない」と消極的に対応している。二割（二一・四％）前後の投資家は「自分の損害を他人に話し、関連銘柄を購入しないように」と訴えている。その一方、三割（三〇・六％）の投資家は「証券管理部門に告発」し、一三・一％の投資家は「裁判所に提訴」という積極的な行動を選択するようになってきている。

（3）情報開示制度

情報開示制度が完備されているかどうかについて、「完備されていない」と認識する投資家が六九・一％を占め、「比較的完備されている」と答えた投資家は二七・四％に止まり、七割前後の投資家は情報開示制度の現状に不満を持っている。同時に、八割前後の投資家は情報開示制度が重要であると認識している。

また、上場企業の粉飾決算と情報開示制度との関係については、「情報開示制度が完備されていないため、上場企業は粉飾決算に走った」（六四・三％）、「情報開示制度が比較的完備されているが、反則行為の処罰が軽過ぎるため、上場企業は粉飾決算に走った」（二六％）という回答を得た。情報開示制度の不備とその執行面の問題が現われている。

情報開示制度に関して、投資家は最も深刻な問題は開示情報の信頼度が低いと認識している。開示情報の信頼度が低い原因は、「情報開示が規範化されていない」（四五・九％）、「企業ガバナンスと会計制度・会計基準の不備」（四〇・一％）、「公認会計士が責任を果たしていない」（三七・六％）、「上場企業が開示義務を守らない」（二五・九％）という順位になっている。

(4) 違法行為と投資家保護措置

個人投資家の權益に最も損害を与える違法行為は、表8のように投資家は認識している。ここで半数以上の投資家は、経営側が投資家を無視して投資・増資などの重大な意思決定を随意に変更すると感じている。また、大株主（特に国有株主）と上場企業の関係は「支配と被支配」の関係にあり、大株主が上場企業の資金を占用し、不利益な関連取引を結ぶ、上場企業が大株主の担保人になるケースが存在し、投資家の權益を侵害していることが明らかである。

個人投資家が投資家保護措置として最も期待するのは、**監督管理の強化、情報開示制度の完備および厳正な罰則**である（表9）。

(5) 株式市場の将来

株式市場を楽観視する投資家の大半は、政府の政策的支援、監督管理の強化およびマクロ経済の好調に期待している（表10）。逆に、悲観視する投資家の大半は、市場規模の急速拡大、違法事件の頻発および企業業績の悪化に懸念を持っている（表11）。このような状況の下で、投資資金の進退について、「増加投資」（一三％）と「現状維持」（四〇％）の二項目は五割を超えやや優位になるが、逆に「減少投資」は一八％、「次第に資本撤廃」は

表8 個人投資家の利益に最も損害を与える違法行為

違法行為	比率（％）
随意に時価発行・株配する	59.9
随意に応募資金の使途を変更する	52.4
大株主が上場企業の資金を占用する	46.8
上場企業の粉飾決算	31.2
上場企業の大株主との不利益な関連取引	19.8
上場企業のインサイダー・コントロール	19.6
上場企業が現金配当しない	15.4
上場企業が大株主の担保人になる	13.8

（注）重複回答がある。
（出所）陳斌・李信民・杜要忠「中国股市個人投資者狀況」『中国証券報』2002年4月15日より作成。

表9 個人投資家が最も支持する投資家保護措置

投資家保護措置	比率（％）
証券監督管理委員会が監督管理を強化する	64.4
情報開示制度の完備	53.4
民事訴訟と賠償制度の確立	51.5
投資家保護協会の設立	41.5
上場企業の企業ガバナンスの強化	30.7
投資家教育の強化	9.9

（注）重複回答がある。
（出所）陳斌・李信民・杜要忠「中国股市個人投資者狀況」『中国証券報』2002年4月15日より作成。

二九%で、両者を合わせれば半数近く、多くの投資家は依然として慎重な態度をとっていると言わざるを得ない。

5 むすびにかえて

以上、二つの個人投資家調査を通じて、投資家状況、投資構造および投資行動を考察した。近年、株式市場の発展に伴って、個人投資家が増え、市場を支えているが、その一方、市場制度の未整備、監督管理の不備および企業ガバナンスなどの問題も山積している。また市場の投機性が高く、政策の透明性が欠け、リスクの高い市場ともいわれている。これらの問題を改善するために、当面の課題は行政サイドおよび取引所の監督体制を強化し、市場制度面を整備して、投資家の自己保護意識を高める必要があると考えられる。また、様々な問題を引き起す原因の一つとしては、上場企業とその大株主（特に発行済株式の五〇%以上を占める国有株主）の関係にあり、その意味で、健全な株式市場を確立するために、株式所有構造および企業ガバナンスの変革は不可欠で、それは中長期的な課題として取り込む必要があるだろう。

注

(1) 中国上場企業の株式所有は一般流通できる流通株と流通できない非流通株に分類される。流通株は国内投資家向けA

表10 株式市場を楽観視する理由

楽観視の理由	比率(%)
市場が政府の政策的支持を受ける	66.99
監督管理を強化して、投資家の自信を次第に取り戻す	59.94
マクロ経済が益々良くなる	57.46
市場の資金が充分	25.00
市場が革新され、株式市場の活性化につながる	22.65
上場企業の経営管理と業績が次第に高まる	22.24

(注) 重複回答がある。
(出所) 陳斌・李信民・杜要忠「中国股市個人投資者状況」『中国証券報』2002年4月15日より作成。

表11 株式市場を悲観視する理由

悲観視の理由	比率(%)
新規上場と増資のスピードが早過ぎる	60.67
違法事件が多く、投資家の自信を損う	56.51
上場企業の経営管理と業績が次第に悪化する	53.42
市場の資金が不足	24.43
株式市場はバブルがあり、株価が高過ぎる	22.28
上場企業の運営が規範化しない	21.48

(注) 重複回答がある。
(出所) 陳斌・李信民・杜要忠「中国股市個人投資者状況」『中国証券報』2002年4月15日より作成。

株、海外投資家向けB株および海外上場のH株から構成され、現在発行済株式の三割前後を占める。非流通株は国家株、法人株（発起法人、外資法人、応募法人）および従業員持株などから構成され、発行済株式の六割以上を占める。個人投資家は主に流通A株を売買している。上場企業の株式所有構造については、拙稿「中国上場企業の株式所有構造と企業効率」『証券レポート』（No.1603）、二〇〇二年一月号を参照されたい。

- (2) 深圳証券取引所の調査では、投資家の九割以上（九一・二九％）は上海と深圳の証券取引所に重複登録している。そのため、二〇〇一年末国内A株市場の投資家は三、三六〇万人、三、四〇〇万人と推計されている。陳斌・李信民・杜要忠（二〇〇二）「中国股市個人投資者状況」『中国証券報』四月十五日。http://www.cninfo.com.cn。調査実施者：深圳証券取引所と六社の証券会社、調査方法：アンケート、調査範囲：六つの中心城市（深圳、上海、北京、重慶、長沙、福州）、調査対象：二、七二四人、有効回答：二、五八七人（有効回答率：九四・九七％）、問題設定：九一問、サンプル分布：深圳（五五〇）、上海（六〇〇）、北京（五〇〇）、重慶（三〇〇）、長沙（二八〇）、福州（二七〇）。
- (3) 「我看二〇〇二年証券市場 個人投資者調査問卷」『中国証券報』二〇〇二年二月二五日、二〇〇二年四月四日、五日、九日、一一日、一三日。調査実施者：中国証券報と華泰証券、調査方法：アンケート、調査範囲：全国三一の省・直轄市・自治区、調査対象：一〇、一三六人、有効回答：五、〇〇三人（有効回答率：四八・八八％）。この調査は一九九五年からスタートした年度ごとのアンケート調査である。

(4) 同注(2)。

- (5) 二〇〇一年第1四半期の中国人民銀行の都市部の個人貯蓄調査を見れば、個人金融資産のうち、貯蓄は六三・五％（前期：七二％）、株式は二二％（前期：一一％）である。『中国証券報』二〇〇一年四月四日。

(6) 深圳華鼎市場調査公司「八成投資者亏损」『中国証券報』二〇〇二年一月三〇日。調査実施者：深圳華鼎市場調査公

司、調査方法：アンケートによる追跡調査、調査範囲：全国六〇の中心都市、調査対象：四、二〇〇人、うち小口（二〇万元以下）は六一・九％、中位（二〇万元～五〇万元）は二・九六％、大口（五〇万元以上）は一五・〇五％、調査時期：二〇〇二年一月。

- (7) ST銘柄 (Special Treatment：特別処理銘柄) とは、主に二期連続赤字となった企業に対して、取引所がその銘柄を特別処理し、該企業と投資家に警告することをいう。PT銘柄 (Particular Transfer：特別譲渡銘柄) とは、主に三期連続赤字となった企業に対して、取引所はその銘柄を一定の期間（現在週一回）を設定して特別譲渡する銘柄をいう。内藤証券中国部編『China Stock World 2001』近代セールス社 二〇〇一年。

- (8) 『日経金融新聞』二〇〇二年五月一七日を参照。

(お) とつめい・主任研究員)

投資顧問業者の注意義務について(1)

～運用機関の受託者責任より～

三木 まり

1 はじめに

年金基金の規制緩和が急速に進展し、金融ビッグバンによる取引規制の大幅な自由化によって、資産運用ビジネスの業務展開が急速に拡大した。その結果、年金基金を取り巻く運用環境は運用担当者がより大きな裁量権を持ち、高度でかつ効率的な運用を行うことを可能にした。しかし、その運用にともなう責任については具体的にどのように果たしていくかについて、これまで十分に規定されてきたとは言いがたい側面がある。そこで、ここでは近年、年金基金における資産残高を急増させつつある投資顧問会社について、二〇〇一年九月に日本投資顧問協会から発表された「投資顧問業者の注意義務について」を参照しつつ、運用機関の受託者責任の中でも必ずしも明確ではなかった投資顧問業者の注意義務について本号と次号において多少とも明らかにすることにした⁽¹⁾。まず、本号では、運用機関の受託者責任が問われる背景を整理し、投資顧問業者の現行法上の注意義務とそれらを取り巻く課題等について検討を行いたい。

2 運用機関の受託者責任が問われる背景

(1) 年金運用の規制緩和の急速な進展

年金資産運用に関わる制度の仕組みは、資産運用方法が拡大された一九九〇年四月までほとんど変更されることがなかった。この間、日本は資本の自由化、国債の大量発行に伴う金融の自由化などの国際化が進展した。こ

表1 厚生年金基金における運用規制の変遷

年	月	運用規制の内容
1966 (S 41)	11	基金制度発足 信託銀行 = 安全性資産 5 : 株式 3 : 不動産 2 生命保険 = 株式 3 : 不動産 2 財投協力 : 暫定的に 1 / 3
71 (S 46)	6	財投協力 : 1 / 2
79 (S 54)	5	外貨建資産追加 (10% 以下) 財投協力資産が売却可能に
83 (S 58)	3	信託合同口について各資産の設定口数の複数化
85 (S 60)	11	基本方針の提示を明確化
86 (S 61)	4	外貨建資産 25% 以下へ
	8	外貨建資産 30% 以下へ
88 (S 63)	4	財投協力 : 1 / 3 へ
90 (H 2)	4	運用拡大スタート ・運用拡大要件 : 基金設立 8 年以上 ・運用拡大枠 : 新規基金 (ニューマネー) かつ総資産の 1 / 3 ・投資顧問会社の最低委託額 10 億円 ・自家運用 : 資産額 500 億円以上基金のみ債券運用が可能に
91 (H 3)	12	外資系投資顧問会社のみ最低委託額を 5 億円へ
93 (H 3)	7	外資系投資顧問会社のみ安全性資産 30% 以上へ 投資顧問会社の最低委託額を 1 億円に
94 (H 6)	11	ニューマネー、オールドマネーの区分撤廃
95 (H 7)	4	運用拡大要件 : 基金設立 3 年以上に 運用拡大部分の受託期間ごとの資産配分規制撤廃
96 (H 8)	4	年金信託の資産配分規制撤廃 基金単位に 運用規制の適用除外
97 (H 9)	4	運用拡大枠 : 総資産の 1 / 2 へ 運用規制が時価基準に
98 (H 10)	12	5 : 3 : 3 : 2 規制撤廃
	3	運用拡大要件 : 基金設立 3 年以上撤廃 基金設立 3 年以上基金の運用拡大枠撤廃 財投協力撤廃
	10	年金信託、指定単の金銭信託要件の撤廃により現物移管が可能に
99 (H 11)	4	運用拡大と従来運用の区分撤廃
2000 (H 12)	6	自家運用の規制緩和、特金の金銭信託要件の撤廃

(出所) 厚生年金基金連合会 『 厚生年金基金の資産運用 』 p.61 .

のような環境の変化は年金基金の資産運用に大きな影響を与え、貸付金中心の運用から債券などの有価証券を中心にした運用へとシフトさせた。また、高度経済成長の終焉から、年金資産のより効率的な運用の必要性が認識されるようになり、基金が受託者としてその責任を果たすためには、資産運用に関して主体的に行動することが必要となった。その際、さまざまな運用規制がその阻害要因であるとして規制緩和が求められ、表1に示されるように一九九〇年四月以降に厚生年金基金制度発足以来はじめての法令等の改正が行われ、一定の制約の下に資産運用方法が拡大された。この運用拡大により、新たに投資顧問会社と契約することができるようになり、基金自らが運用を行う自家運用も認められた。

こうした年金基金の規制緩和は、金融機関、証券会社、保険会社の資産運用ビジネスの拡充と強化を促した。その結果、運用手法の高度化、専門化や業務運営の効率化の要請から投資顧問会社がさらに専門的な運用を行う他の投資顧問会社や投資信託委託会社に再委託することが業務上可能になった。

年金基金の運用の規制緩和は、運用の効率を高めるための高度な専門性に大きく依存することになる。その一方で、年金基金の運用結果や運用のリスクは基金に帰属するものであり、運用機関は運用課程における責任を、基金理事は運用機関の運用に対するモニタリングを通じた責任を認識する必要があると生じている。

そこで次節では、運用機関ごとに異なっている受託者責任の現状について言及することにする。

(2) 運用機関ごとに異なる受託者責任

まず、厚生年金基金の運用形態については、信託銀行、投資顧問会社、生命保険会社、自家運用に分類される。そこで各機関ごとに法制度上どのように受託者責任が定められているかについて概観してみたい。

まず、投資顧問会社の場合、年金基金との投資一任契約⁽²⁾に基づき、契約の履行上の義務である善管注意義務⁽³⁾（民法六四四条）と忠実義務⁽⁴⁾（投資顧問業法二一条…投資顧問業者、三〇条の二…認可投資顧問業者）がある。

信託銀行の場合は、善管注意義務（信託法二〇条）、忠実義務（信託法二二条、兼営法四条信託業法一〇条二、三項）、自己執行義務（信託法二六条）、分別管理義務（信託法二八条）、共同受託者の合手的行動義務（信託法二四条二項）、書類設置・報告義務（信託法二九条、四〇条）があるほか、「事務ガイドライン」や信託協会の信託業務通達、業務方法書、契約書などで定められている。投資一任業務と信託業務の差異は、法的に信託契約は所有権が委託者たる顧客から受託者たる信託銀行に移転した上で当該資産の運用、処分、管理を行う契約（資産の保管業務有り）である一方、投資一任契約は、顧客の所有権を留保したままで、その運用のみを投資顧問業者にゆだねる一任契約である。

生命保険会社については、年金運用及び資産管理に関しては保険業法に受託者責任の規定はない。厚生年金基金保険契約に基づき、民法上の「信義誠実の原則」に基づき自己資産を運用する形になる。

このように委託された運用形態やその根拠法の違いにより、運用機関が果たすべき責任は一樣ではない。このことから、運用結果について最終的にリスクを負担することになる年金基金（委託者）は、どの程度の責任を自己または運用機関が負うべきかについて不安定な状態にあるといえよう。例えば、投資先企業に対する議決権行使について、投資信託法では、議決権行使が信託財産の運用上、有価証券の売買と並んで重要な行為とされる。株価形成に影響を与えるため、委託会社には議決権行使が義務付けられている。一方、投資顧問業法では投資一任会社が顧客の一任を受けて資産運用をする場合、顧客と投資一任会社のどちらが議決権行使をするかは実務上、顧客との投資一任契約により決定される⁽⁵⁾。

以下ではこのような運用形態や根拠法の違いを踏まえ、運用機関の中でも、投資顧問業者の善管注意義務について研究を行う。

(3) 投資顧問会社における
資産残高の近年の急増に
ついて

まず、表2の投資顧問業における契約資産残高の推移をみると、年金運用の規制緩和とともに順調に契約資産残高を増加させていることが伺える。さらに、その契約内容を見ていくと、海外顧客よりも国内顧客の中でも法人を対象としたものが主要な資産残高

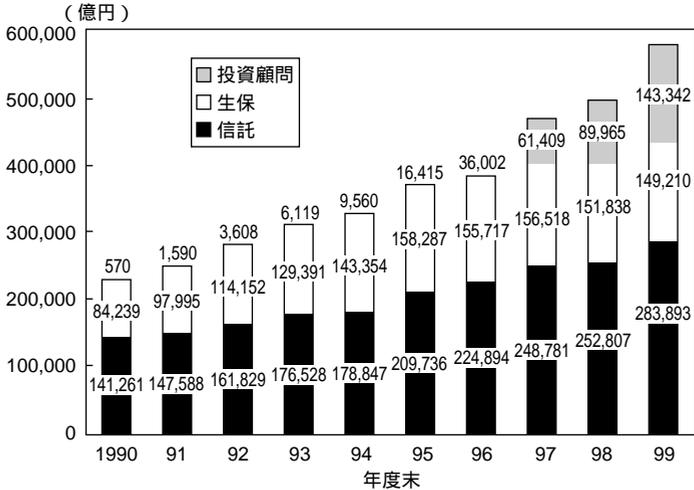
表2 投資一任業者の契約資産残高推移

単位：件、億円

年月末	会社数	項目	投資一任契約						小計	投資助言契約		合計
			国内顧客			海外顧客				うち顧客の資産の額を前掲としたもの		
			法人	個人	計	法人	個人	計				
63年3月末	115	件数	6,430	82	6,512	74	1	75	6,587	1,974	1,912	8,499
		金額	97,891	249	98,140	8,412	3	8,415	106,555		59,640	166,195
元年3月末	133	件数	6,919	100	7,019	101	6	107	7,126	1,321	1,266	8,392
		金額	127,369	298	127,667	9,957	12	9,969	137,636		70,586	208,222
2年3月末	141	件数	8,014	139	8,153	226	4	230	8,383	1,648	1,592	9,975
		金額	171,854	615	172,469	12,779	13	12,792	185,261		118,261	304,149
3年3月末	148	件数	6,741	113	6,854	258	4	262	7,116	2,139	2,109	9,225
		金額	159,300	407	159,707	14,724	14	14,738	174,445		155,701	330,146
4年3月末	152	件数	5,555	88	5,643	318	4	322	5,965	2,546	2,469	8,434
		金額	140,463	310	140,773	18,676	40	18,716	159,489		188,607	348,096
5年3月末	154	件数	4,785	80	4,865	378	2	380	5,245	2,999	2,930	8,175
		金額	131,531	275	131,806	20,154	48	20,202	152,008		210,256	362,264
6年3月末	150	件数	4,414	66	4,480	403	4	407	4,887	3,131	3,051	7,938
		金額	137,142	203	137,345	24,021	57	24,078	161,423		232,396	393,819
7年3月末	151	件数	4,130	72	4,202	380	7	387	4,589	2,546	2,443	7,032
		金額	137,981	199	138,180	19,249	52	19,301	157,481		224,920	382,401
8年3月末	147	件数	3,939	58	3,997	424	5	429	4,426	2,726	2,564	6,990
		金額	149,136	149	149,285	26,163	257	26,420	175,705		282,102	457,807
9年3月末	145	件数	4,506	52	4,558	571	5	576	5,134	2,604	2,426	7,560
		金額	213,840	130	213,970	30,913	21	30,934	244,904		314,921	559,825
10年3月末	137	件数	4,774	83	4,857	525	5	530	5,387	2,393	2,150	7,537
		金額	259,906	99	260,005	25,352	20	25,372	285,377		321,983	607,360
11年3月末	130	件数	4,932	83	6,015	468	5	473	5,488	6,320	6,259	11,747
		金額	300,586	94	300,680	26,870	19	26,889	327,569		386,148	713,717
12年3月末	125	件数	5,431	86	5,517	498	2	500	6,017	11,823	11,796	17,813
		金額	368,708	79	368,787	60,181	20	60,201	428,988		477,660	906,648
13年3月末	126	件数	5,761	102	5,863	628	4	632	6,495	9,771	9,717	16,212
		金額	423,212	119	423,331	79,113	37	79,150	502,481		408,165	910,646
13年6月末	130	件数	5,944	111	6,055	643	4	647	6,702	9,760	9,719	16,421
		金額	435,182	131	435,313	82,882	37	82,919	518,232		412,495	930,727

(出所) 日本証券投資顧問業協会

図1 厚生年金基金の契約形態別資産残高の推移



(出所) 厚生年金基金連合会 『厚生年金基金の資産運用』 p.17.

表3 投資一任業者の資産残高形態別推移

単位：件、億円

年月末	会社数	項目	投資一任契約					投資助言契約						
			国内		海外		小計	国内		海外		小計		
			特金	年金	年金	特金		年金	年金					
12年		件数	5,828	1,340	4,317	525	168	6,353	8,457	44	11	626	95	9,083
9月末	128	金額	414,438	71,166	331,157	61,949	15,933	476,387	316,810	5,468	17,075	132,359	45,803	449,169
13年		件数	5,863	1,074	4,600	632	172	6,495	9,308	46	9	409	39	9,717
3月末	126	金額	423,331	53,847	353,122	79,150	18,120	502,481	308,914	8,717	17,348	98,251	33,220	408,165
13年		件数	6,055	1,110	4,746	628	169	6,683	9,337	46	6	401	40	9,738
6月末	130	金額	435,313	56,082	362,189	82,919	18,920	518,232	320,273	7,948	1,095	92,583	33,227	412,856

年月末	会社数	項目	合計				合計	
			国内		海外			
			特金	年金	年金	年金		
12年		件数	14,285	1,384	4,328	1,151	263	15,436
9月末	128	金額	731,248	76,634	348,232	194,308	61,736	925,556
13年		件数	15,171	1,120	4,609	1,041	211	16,212
3月末	126	金額	733,245	62,564	370,470	177,401	51,340	910,646
13年		件数	15,392	1,156	4,752	1,029	209	16,421
6月末	130	金額	755,586	64,030	363,284	175,502	52,147	931,088

(注) 「特定金銭信託」には、特定金外信託を含み、年金信託を除く。

(出所) 表2に同じ。

を占めていることが確認される。次に、表3の資産残高形態別推移を見ると、国内の年金が主要な顧客であることが確認される。

そこで、わが国の厚生年金基金の契約形態別資産残高推移をみることにしたい。図1において年度末資産残高の推移を基金が契約している受託機関の業態別にみると、金額ベースでは基金全体の資産が増加するなかで、各業態とも大方受託資産残高が伸びているが、生命保険会社だけは、一九九五年をピークとして直近では残高が減少している。これは、一九九〇年代前半は、市場の低迷により実績配当型の信託銀行や投資顧問会社が伸び悩む中、時価変動を伴わない一般勘定を中心とした生命保険会社が相対的に増加している。しかし、一九九〇年代後半は、投資顧問会社が受託額を急激に伸ばし、一方で、生命保険会社の受託額が減少している。これは、生命保険会社本体での受託資産の流出を系列の投資顧問会社によって受け止めたことも影響していると思われる。

そこで、このように国内の年金基金において資産残高を近年急増させつつある投資顧問業者の現行法上の注意義務とそれらを取り巻く課題等について、次節では検討することにした。

3 投資顧問業者の現行法上の注意義務とそれらを取り巻く課題等

(1) 投資顧問業者の現行法上の注意義務

まず、投資顧問業法上の注意義務についてみると、忠実義務については規定されているが、注意義務に関する規定は見当たらない。次に民法上の注意義務については、投資一任契約は民法上の委任契約であることから投資顧問業法上に注意義務がなくとも「善管注意義務」(民法六四四条)を負っている。投資助言契約の場合は、当事者間の信頼契約を前提とした自己の裁量で事務処理する契約である点では委任契約と共通していることから

一般論として「善管注意義務」を負う。また、契約書上の注意義務については、通常の投資一任契約においては注意義務の規定を置いていないケースが大半である。これは契約書上の注意義務に関する規定がなくとも民法上の「善管注意義務」が適用されることから契約書上の規定の必要性が乏しいことによる。最後に自主規制ルール上の注意義務を調べると、投資顧問業協会の自主規制ルールにおいては、注意義務のみに意識した規定は設けられていない。比較的判断しやすい忠実義務（利益相反行為の防止）に関する自主規制ルールの整備にまず注力したこと（平成三年の損失補てん問題等）によると思われる。

（２）善管注意義務とfiduciary dutyについて

日本では英米法上のfiduciary dutyを翻訳して信託義務ないし受託者責任という用語が使用されている。日本におけるfiduciary dutyの導入をさかのぼると、明治三八年（一九〇五年）担保付社債信託法制定と大正一一年（一九二二年）信託法と信託業法制定が挙げられる。日本は当時、戦費調達のため英国で証券を販売せねばならず（外資導入）、英国で証券販売を行わざるをえず、英国の社債発行の慣習に習う必要があった。これらの中で英国において発展したfiduciary duty（受託者責任、受託者の行為準則）が取り入れられた。

fiduciary dutyは、そこから様々な義務が派生してくる包括的な規範（注意義務、忠実義務、分別保管義務、自己執行義務等）であり、一般に、対当事者（受益者）が他方当事者（受任者）に依存する関係（fiduciary relationship）から生じる義務といわれている。このfiduciaryとは「専門的知識・能力を有し、他人の信認を得て一定以上の任務を遂行する専門家の地位」と理解されており、当該地位にある人間は「契約関係以上の高度の法的義務、さらに自発的に他人のために尽くす」という道徳的、倫理的義務を負い、専ら相手方の利益のために最高

度の信義誠実を尽くして行動する」ことが求められると解する見解がある。fiduciary はまさに契約関係以上の高度の法的義務、専門家としての職業倫理的義務を負うものと考えられる。

他方、民法上の善管注意義務は、対等な当事者間の契約として委任関係に派生するもので、これとfiduciary duty は異質とする説と、同質であり、善管注意義務がfiduciary duty における信託義務を含み得るといふ説がある。

(3) 注意義務に関する英米法と大陸法の違い

米法におけるfiduciary duty

英米においては、他人の信託を得て、一定範囲の任務を遂行すべき者を幅広い概念としてfiduciary⁽⁹⁾という。「注意義務」は、資産運用に関してブルーデント・インベスター・ルール (Prudent Investor Rule) と呼ばれ、「思慮分別のある人であればするであろう注意義務の基準で行動する」ことを指す。これには二つの意味があり、(1)「ポートフォリオ全体としてブルーデントに運用しなければならぬ」こと、(2)「個々の運用においてはリスクが高くてはポートフォリオ全体としてのリスクが収まっていない」ことを含んでいる。

米国におけるfiduciary dutyの現状

米国では、アメリカン・ロー・インスティテュート(アメリカ法律協会)が信託に関する判例をもとにまとめたRestatement IIIの中に、思慮分別のある投資者が行うであろう信託財産の投資・運用を行う義務ともいえるブルーデント・インベスター・ルールが規定されている。ここでは、ブルーデント・マン・ルール⁽⁷⁾において明確でなかったものを明確にし、時代に即応した考え方を取り入れようとするものである。

Restatement Ⅲでは、様々な投資のパターンがあることを認識し、そのパターンに応じて義務の内容も異なりうることを認めている。例えば、ベンチャー・キャピタルへの投資も必ずしも禁止されるべきものではないとし、考え方は変遷してきている。

ドイツ法における注意義務

ドイツでは注意義務は利益擁護義務⁽⁸⁾の一部と捉えられており、利益擁護義務が善管注意義務よりも上位概念となっている。英米ではfiduciary dutyは契約関係のみならず、事実関係からも生じると理解されているが、ドイツでは、投資助言者や財産管理者の責任は、あくまで契約関係に基づき責任であるというのが出発点である。

日本の善管注意義務も同じ大陸法における概念であり、したがって、法律の適用にあたっては、利益擁護と同種の考え方に近くなると考えられる。その場合、利益擁護義務がfiduciary dutyと機能上大きな相違が無いことを勘案すれば、善管注意義務をドイツ法の利益擁護義務レベルに沿って果たすことにより実務上はfiduciary dutyと同様の注意義務を果たしていけるものと考えられないではない。

(4) 投資顧問業務におけるfiduciary dutyの位置付け

少なくとも資産運用の世界においては、英米法におけるfiduciary dutyに基づく各種規制概念がグローバル・スタンダードになりつつあることから、英米法におけるfiduciary dutyの概念が日本の投資家層に今後も影響を与え、将来的に日本の法体系の中にさらに取り入れられてくる可能性もある。しかし、英米が長年を経て成熟させ、現在進行形の発展・展開する法律を静態的に日本に導入し、その意義を明らかにすることは高度な比較法的眼識を要すると思われる。

投資顧問業におけるfiduciary dutyの位置付けに関する分析の視点として以下の三つの状況が挙げられる。

まず、投資顧問業者は顧客から何らかの業務の委任を受けていることに違いないから、そこには「最低限」対等な委任関係は存在しうる。そうした対等当事者間取引を想定した最低限度の注意義務は、顧客ないし委託者自身に一定の見識があり、顧客には細部に至るまで具体的な指示を出す能力を有しているにも関わらず、投資顧問業者に一定の業務を委任しているような状況においても妥当する。委任関係は委任の本旨に従つ契約であるから、委任の本旨を明確に投資顧問業者に伝えるべきは委託者であり、投資顧問業者にこうした契約を申し込んだ場合でも、委託者の側で委託の趣旨を明らかにするように努めるべき状況である。英米法におけるfiduciary dutyの内容とされる注意義務の内容とは、最低限このような状況に妥当する概念のように思われる。

第二点は、第一点とは異なり、資金の出し手は資金を提供すること以外に専門的知識を有さず、業務の一切を投資顧問業者に委ねる状況がありうる。信認を全面に受けている者自身が業務を遂行していること（自己執行義務）、財産の保管を第三者に委ね、或いは分別管理をしていること、業務の状況を常に詳細に開示すること等の事柄は、全面的に信認を受けている者として自らの誠実さを示すための責務として位置付けられ、このことは委託者のためばかりでなく、業者自身の免責のために特別の意義を有することになる。この場合、契約締結時にあって、契約内容を明確化すべき責任は主として業者にあり、また問題が生じた場合には一つ一つ委託者に問い合わせる必要がある。それは委託の趣旨が不明確であることを理由に責任を逃れることの出来ない状況である。

第三の状況は、投資顧問業者の現実の業務は第一点と第二点目の両極端の状況に常に合致するものではなく、その間に多種多様な状況が存在するため、こうした注意義務的発想で対応すべきか忠実義務的発想で対応すべきか個々の業務の実態に応じて正確に判断し、その上で適切な業務対応を行うことが必要となる。顧客が一定水準

の専門性を有していても、その顧客自身が第三者に対して、一定の業務の受託を行っており、相当水準の注意義務ないし受託者責任を負担している場合には、そうした末端の資金提供者の性格を理解しながら業務を遂行すべき場合も生じる。例えば、契約相手がプロであってもその背後に多くの個人を抱えている場合である。共済資金、年金、保険といった場合には、そうした資金の有する公共性の程度に応じた注意を払うことも資本市場の担い手としての投資顧問業者に対して要求される場合がある。確定拠出年金法において、資産管理機関や運営管理機関が加入者に対し、忠実義務を負うことを規定され、確定企業年金法で、資産運用業者が基金だけでなく、加入者に対しても忠実義務を負うことが規定されていることもこうした趣旨を表現するものと考えられる。このことは、完全にプロ同志の取引であれば許される程度のことでも、取引相手たるプロの背景にある最終需要者との関係では許されないこともありうることを意味している。

委任契約上の注意義務のみを以ってしては、投資顧問業者としての責務を説明しきることはできず、状況に応じて多くの特別の配慮が要請されることになる。しかし、投資顧問業者としては、委任契約上の注意義務と信託法律関係（fiduciary relationship）に由来する、最高度の注意ないし誠実さが要求されると思われる状況とは、要は英米法に言いつiduciary dutyの履行が求められている状況であることを理解すべきであろう。英米において長時間を経て、具体的なケースの解決を重ねつつ形成されてきた概念であるから、その豊富な内容を一個の明快なガイドラインとして固定することは極めて困難であるが、こうした観念を作り出してきたその基本的な精神を十二分に理解して具体的な問題に対応することが必要である。

4 おわりに

英米に比べて歴史の浅い日本の投資顧問業界では、fiduciaryを「契約関係以上の高度の法的義務、さらに、自発的に他人のために尽くすという道徳的・倫理的義務を負い、専ら相手方の利益のために、最高度の信義誠実を尽くして行動する」者として捉え、fiduciaryたり得ることを基本的精神とすることが啓蒙されてきた。日本では、投資顧問業法制定時の市場動向を勘案の上、その規定を厳格に守る自主規制ルールを整備するなど、fiduciary dutyの持つ理念を参考に、独自の制度体系を構築してきている。

報告書では、従来からの疑問点の全てに結論を得たわけではないが、fiduciary dutyが柔軟性故の曖昧性をもつことや投資顧問業務の責務が個別のケースごとに異なることを踏まえ、統一的な行為規範を設けることが困難であることを明らかにしている。

今後、資産運用業務がさらに高度化・多様化していく中で、提供サービスの内容が複雑化し各種訴訟等も増加することが予想される。投資顧問業者は、それらの事例、判例を注目し、英米独の事例を参考にしつつ、顧客とのさらなる信頼関係強化を図っていくことが重要であると思われる。次号では、これらの現状を踏まえ、投資顧問業者の「善管注意義務」とは具体的にどのようなものか、投資顧問会社の果たすべき「注意義務」は「善管注意義務」で十分か、裁判事案も交えて検討することにする。

注

(1) 投資顧問業とは、株式、債券などの有価証券に対する投資判断（有価証券の種類、銘柄、数、価格、売買時期の判断）について、報酬を得て専門的立場から投資家に助言を行う業務をいう。

- (2) 投資一任契約とは法第二系第四項に定められており、実務的には、顧客の委任と投資方針に基づき、有価証券の最適な資産構成（ポートフォリオ）を作成し、その最適性を常時追及するため、顧客の代行運用の形態により、業者の自己裁量で随時その資産構成内容を変更操作していく取引をさす。
- (3) 善管注意義務とは、善良な管理者の注意深さをもって行動しなければならないという注意義務である。
- (4) 忠実義務とは専ら受託者の利益のために行動し、受託者は委託者の利益を害する行為を行ってはならないというものである。
- (5) 投資一任会社の投資先に対する議決権行使については、二〇〇二年四月二六日に日本証券投資顧問業協会より、「投資一任会社の議決権等株主行使について」（議決権等株主権行使研究会）報告書）によってまとめられている。
- (6) 「注意義務」、「忠実義務」、「自己執行義務」、「分別管理義務」、「公平義務」、「計算書類等作成義務」等を総称して fiduciary duty（受託者責任）と云う。
- (7) 一九七四年に制定された ERIISA 法のブルーデントマン・ルールに関する規定では、「受託者は、同様の能力を持ち、そのような問題に精通している慎重な人間が、同様の性格と目的を持つ資産の管理を行う時に用いるであろう注意、技術、慎重さ、及び勤勉さをもって義務を果たさなければならない」と述べている。
- (8) 利益擁護義務は、より具体的には、「顧客の情報を収集する義務」（アンケートが必要）、「顧客に情報を提供する義務」（コスト・ベネフィットに見合うこと）、「顧客との利益相反を回避する努力をする義務」、「委託された事項につき専門的な経験を活かして業務を遂行する義務」である。

（みき まり・研究員）

証研レポート既刊目録

1593 (2001.4)	執筆者	1600 (2001.11)	執筆者
投資信託は郵貯資金を吸収したか?	二上	信用取引とデリバティブ取引	二上
米国への資本流入は持続的か	伊豆	自主規制機能の分離・統合論	伊豆
ナスダックの新たな戦略	吉川	- S I Aの自主規制モデル案 -	
- L I F F Eとの提携とイースダックの買収 -		L I F F Eの決断	吉川
上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査(1)	王	- ユーロネクストによる買収合意 -	
- 株主総会と董事会を中心に -		中国の外資導入における経済技術開発区の役割	王
D T Cの行うリスク管理	福本	- 天津経済技術開発区の紹介を中心に -	
- 取扱い証券による違いはあるか -		C Pのペーパーレス化(2)	福本
1594 (2001.5)		1601 (2001.12)	
構造改革と投資銀行業務	二上	最近の個人顧客の動向	二上
米国新興企業とストック・オプション	伊豆	インターネット取引の拡大について	伊豆
ロンドン証券取引所の巻き返し策	吉川	ユーロCCP	吉川
- 海外キャンペーンとT S E 2001 -		- D T Cの欧州クリアリング機関 -	
動き出した国債のR T G S (1)	福本	金庫株解禁の商法改正	福本
- 制度の概要 -		N Y S Eとナスダックのスプレッドの比較	三木
1595 (2001.6)		1602 (2002.1)	
個人金融資産の動向について	二上	新規参入業者に見るビジネスモデル	二上
インスティテットのI P O	吉川	オーストラリアとシンガポールの取引所間リンク	吉川
- E C N初の株式会社公開 -		- クロスボーダー・ネットワークの試み -	
上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査(2)	王	中国上場企業のパフォーマンス	王
- 監事会、経営陣および意思決定の在り方を中心に -		米国の機関投資家と取引コスト	三木
動き出した国債のR T G S (2)	福本	1603 (2002.2)	
- 現状と問題点 -		減資について	伊豆
1596 (2001.7)		- 株式・資本金・株主持分 -	
個別株先物取引と信用取引	二上	ナスダックの電子的価格改善システム	吉川
M & A会計とI Tバブル	伊豆	- プライメックス・オークション・システム -	
ナスダック・ヨーロッパとvirt-x	吉川	中国上場企業の株式所有構造と企業効率	王
- ヨーロッパでの新たな試み -		証券決済制度改革	福本
上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査(3)	王	- 現行改革議論の整理 -	
- 重役の選任、報酬および従業員の変化を中心に -		1604 (2002.3)	
N Y S Eの特別委員会報告書より	三木	清算機関のガバナンス	二上
1597 (2001.8)		- 市場インフラと競争 -	
証券取引所の株式会社化の意義	二上	法定準備金の取り崩しについて	伊豆
自社株買いについて	伊豆	ドイツ取引所によるクリアストリームの買収合意	吉川
ユーロネクストのI P O	吉川	ペーパーレス化証券の新決済制度	福本
- ドイツ取引所のI P Oとの明暗 -		米国機関投資家の取引コストと取引システム(1)	三木
アメリカ政府債の清算機関G S C C	福本	1605 (2002.4)	
1598 (2001.9)		中国株式市場の形成と国有企業改革	王
ロンドン証券取引所の株式上場	吉川	米国機関投資家の取引コストと取引システム(2)	三木
上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査(4)	王	債券取引の電子システム	清水
- 上場企業のガバナンス文化を中心に -		1606 (2002.5)	
C Pのペーパーレス化(1)	福本	日本版金融ビッグバンの評価	二上
- 日本初の不発行化(dematerialization) -		中国の証券行政	王
オプティマーク市場休止が意味するもの	三木	- 中国版S E C(中国証券監督管理委員会)の誕生 -	
1599 (2001.10)		外為取引の減少と電子取引	伊豆
取引所の自主規制機能について	伊豆		
ドイツ取引所の新たな戦略(2)	吉川		
- ユーロ建て米国株電子取引 -			
中国最大の総合家電メーカー海爾集団の経営管理と企業文化	王		
- 「市場中心主義」と「顧客至上主義」をめぐる -			
ナスダックにおける株価セント表示導入の影響	三木		

証研レポート第一六〇七号
二〇〇二年六月十日発行

(毎月一回第一月曜日発行)

昭和五十二年十一月十一日第三種郵便物認可

2002年6月号

発行所

財団法人 **日本証券経済研究所**
大阪研究所

〒541-0041 大阪市中央区北浜2-1-5 大阪証券会館別館

電話(06)6201 0061(代表) Fax(06)6204 1048

<http://www.jsri.or.jp>

定価400円(本体381円)